

イギリスにおける国債管理 — 発行政策を中心に (その1) —

須藤 時 仁

目次

- 一、 はしがき
- 二、 ギルト債の満期別発行
- 三、 九〇年代前半までの国債管理政策
 - (1) 一九八五年まで
 - (2) 一九八六年以降
- 四、 九〇年代後半の国債管理政策
- 五、 おわりに

(以上本号)

一、 はしがき

一九九五年七月、イギリス大蔵省とイン格蘭ド銀行は共同で Report of the Debt Management Review を発表し、その中で国債管理政策の目的の変更および国債（ギルト債）発行制度に関する改革の方針を述べた。特に注目されるのが国債管理政策の目的変更である。一般的には、国債管理政策の目的には①国債発行に係るコストとリスクの最小化、②金融政策との調和がある。九

五年以前のイギリスでは、国債管理政策を金融政策の目的達成のための補完的政策と位置づけていたが、Report of the Debt Management Review²⁾はその主目的をコストとリスクの最小化に変更することを明言したのである。この変更の背景には、八〇年代に国債管理政策を手段としても金融政策の目的（マネーサプライ・コントロール）が達成できなかつたこと、九〇年代前半には為替レート維持のために金融政策を優先させた結果として大幅なギルト債の増発を余儀なくされたことがある。また、直観的にも、市場実勢を考慮せず金融政策に合わせて意図的にギルト債を発行すれば、イールド・カーブの歪み、すなわち過大な金利プレミアムをもたらし、結果として金融市場の効率性を阻害するとともに、ギルト債発行に係るコストとリスクを上昇させてしまう。

では、国債発行に係るコストとリスクを最小に

する国債管理政策とはどのようなものであろうか。国債発行の担保が国家の有する将来の徴税権であることを考えると、税率の安定に結びつくよう国債発行のコストとリスクをコントロールすることが経済厚生観点から最適な国債管理政策ということになる。筆者がモデルを用いて理論的に所得税率を安定させるための国債発行における最適満期構成を分析した結果、以下のような二つの仮説が得られた。

① 国債発行量（実質ベースの国債発行残高）の前年比が上昇している局面では、短期債および中期債に対する長期債の発行構成比を上昇させ、その前年比が低下している局面では逆に長期債の発行構成比を引き下げる。

② 国債の発行を増加させなければならない場合には、満期にかかわらず実質保有収益率（一定期間国債を保有した場合の実質収益率）が低い国

債の発行を優先する。

これらの政策の相違は、政府支出の変動が長期債、中期債、短期債の価格に及ぼす影響が中立であると仮定する(①の場合)か否か(②の場合)によるものであり、したがって両政策が必ずしも整合するわけではない。そこで、本稿では、まずイギリスのデータを用いて上記の仮説を検証し、その後八〇年代から九〇年代にかけての国債管理政策について、その目的の変更が行なわれた時期(九五年)の前後で区分して、発行政策を中心に概観する。

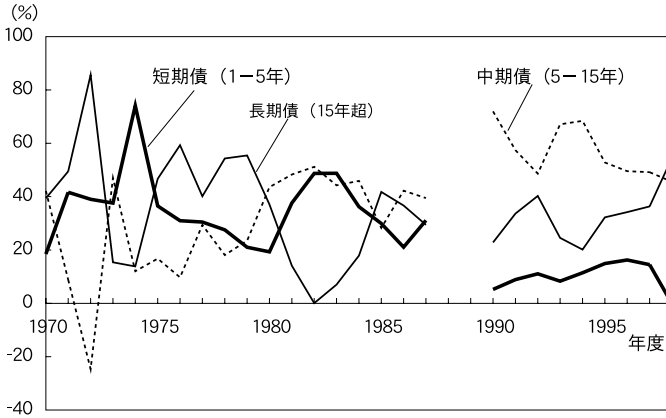
二、ギルト債の満期別発行

ここでは、ギルト債(インデックス債を除く)の満期別発行構成比、実質残高の前年比、実質保有収益率の推移を比較することによって前述した

二つの仮説を検討してみよう。なお、これらの指標、特に満期別発行構成比の変化はその時期に採られていた国債管理政策と関係していることから、指標が変化した背景の説明は次節以降に譲り、以下では純粹に各指標の推移を比較することによって仮説が妥当するか否かを検証する。

図1は、七五年度以降のギルト債発行額を短期債(満期一年超五年以下)、中期債(同五年超五年以下)、長期債(同二五年超)に区分して構成比の推移を示したものである。ただし、発行額は政府が償還日以前に買い戻した額を差し引いているためマイナスとなる場合があることに注意が必要である(八八、八九年度は発行額全体がマイナスとなっているため構成比を計算しても意味がなく、図には示していない)。図を見ると、七〇年代後半、長期債の構成比は四〇%から六〇%の間を上下しながらも高水準にあった。一方、短期

図1 ギルト債の満期別発行構成比

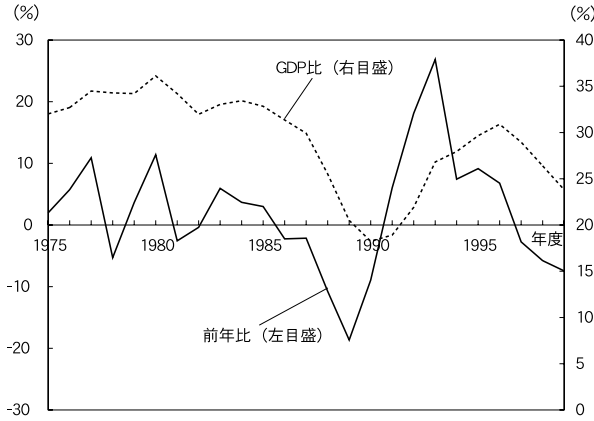


(注) 買い戻し控除後の純発行額

(出所) Bank of England, *Statistical Abstract*.

債の構成比は七四年度の七四・一％から七九年度の二一・〇％まで一貫して低下し、中期債の構成比は長期債の動きと逆行しながら上昇傾向を示しているものの水準自体は短期債より低い。八〇年代に入り、長期債の構成比は八〇年度三七・一％↓八二年度〇・一％↓八五年度四一・八％と前半に急激なV字型の変動を示した後、後半には再び低下基調に入っている。一方、中期債と短期債の構成比は、ほぼ連動しながら長期債の構成比とまったく逆の推移を辿っている。九〇年代には、長期債、中期債、短期債で構成比の差が明確にくようになった。長期債の構成比の水準は八〇年代後半と大差なく、九〇年代前半は二〇％と四〇％の間を往來していたが、後半は一貫して上昇基調となり、九八年度には五四・五％まで高まった。中期債の構成比の水準は八〇年代に比べてかなり高くなっている。その推移は長期債の動きと

図2 ギルト債の実質残高前年比と名目残高の対GDP比

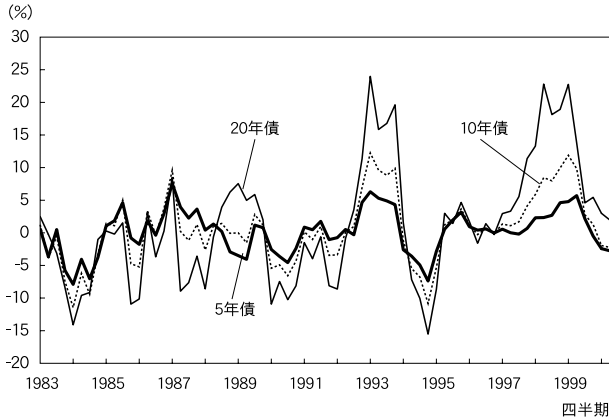


(出所) Bank of England, *Statistical Abstract*, Office for National Statistics, *United Kingdom Economic Accounts* から作成。

完全に逆行しており、九〇年代後半には低下基調を示している。短期債の構成比は中期債とは逆に八〇年代以前よりかなりその水準が低下し、その推移もほとんど横ばいである。

図2はギルト債の実質残高(各年度末)の前年比および名目残高の対名目GDP比を示したものである。ここで実質残高は各年一―三月期および四―六月期のGDPデフレータの平均によつて実質化した。実質残高の前年比の推移を見ると、七〇年代後半から八〇年代初頭にかけて二年上昇した後一年下落というパターンを繰り返していたが、八三年度末の五・九%をピークに八〇年代後半は一貫して下降した。特に八六年度末以降、実質残高の前年比減少が続いている。九〇年代に入り、実質残高の前年比の動きは一変した。それまでは、残高の前年比増加率の上限は一〇%程度であったが、八九年度末の一八・七%減をボトムに

図3 実質年間保有収益率



(出所) Bank of England から得たデータより計算。

前年比は急激な上昇に転じ、九三年度末には二六・七%増まで昇りつめた。ところが、九四年度末以降は一転して前年比が下降し、九七年度末以降再び前年割れが続いている。なお、名目残高の対名目GDP比を見ると、波形の山谷にわずかなずれはあるものの、実質残高の前年比とほぼ同様の動きを示している。

図3はイングランド銀行が推計しているゼロ・クーポン債の実質利回りから計算した五年債、一〇年債、二〇年債の実質保有収益率（保有期間一年）の推移を示したものだ。これを見ると、八八年から八九年央を除き各ギルト債の収益率は連動している。これは実質利回りが同方向に動くためである。しかしながら、細かく観察すると次のような特徴が指摘できる。

・八〇年代に比べて九〇年代のほうが収益率の変動が大きくなっている。

・収益率が5%以下の水準で推移しているときは、五年債、一〇年債、二〇年債の順に収益率の水準が低くなる反面、収益率が5%を越えると逆に二〇年債、一〇年債、五年債の順にその水準が低くなる。

この第二の特徴から、最も収益率の低いギルト債を抽出すると、八〇年代（八八年央―八九年央を除く）から九一年にかけてと九四年は二〇年債、八八年央から八九年央、九二―九三年および九五年以降は五年債ということになる。

以上、ギルト債の満期別発行構成比（図一）、実質残高の前年比（図二）、実質保有収益率（図三）の検討を基に前述した二つの仮説を検証すると、まず、仮説①に関しては八〇年代から九〇年代前半までは概ね当てはまるといえよう。つまり、実質残高の前年比が上昇・下降している時期と長期債の発行構成比が上昇・下降している時期

とは概ね一致している。しかしながら、九五年以降は実質残高の前年比が急低下しているにもかかわらず長期債の発行構成比が上昇しており、仮説①は当てはまらない。一方、仮説②に関しては、八〇年代半ばと九〇年代における短期債の発行構成比の動きについてかろうじて仮説が当てはまるものの、中・長期債についてはほとんどの期間を通じて当てはまらない。

以上の検証から、八〇年代から九〇年代前半にかけて、政府支出の変動がギルト債の実質価格に与える影響は中立であることを前提とした上で、政府は将来の税負担の平準化を意図してギルト債の実質残高の変動に合わせて長期債の発行をコントロールしていたことになる。しかしながら、冒頭で述べたように九〇年代前半まで国債発行に係るコストとリスクの最小化は国債管理政策の主目的ではなかった。そこで、次に、イギリス政府

はどのような政策的意図を持ってギルト債の満期別発行構成比を変化させてきたのかを見てみよう。

三、九〇年代前半までの国債管理政策

戦後におけるイギリスの金融政策に重要な役割を果たしたイングランド銀行のジョン・フォード(John Forde)は、チャールズ・グッドハート(Charles Goodhart、現在イングランド銀行)に送った書簡の中で国債管理政策の目的を以下のように要約している。

・いずれの定義であれ貨幣供給の膨張を抑制するために貨幣システム(すなわち銀行)の外に公債を売却し、維持すること。または、逆に貨幣供給の膨張を促進するために銀行システムに公債を売却する手段。

・個人や法人の流動性を制限するような満期の公債を銀行システムの外に売却することによって、非銀行部門が公債を容易に流動化できないようにすること。

・上記の目的と整合させた上で、金利がある種のマクロ経済変数に対して望ましい影響を与えるよう、金利(特に長期金利)を導くこと。

・外国為替を望ましい方向に導くこと。

また、九〇年度の『財政報告』では国債管理政策の目的を以下のように定義している。

・金融政策をサポートし、補完すること。

・上記の目的に基づいた上で、金融市場の攪乱を避けること。

・上記の目的に基づいた上で、最小のコストとリスクで資金調達すること。

これらの資料からも明らかのように、九五年に

Report of the Debt Management Review で国

債管理政策の主目的の変更が示されるまで、国債管理政策は金融政策の目的を達成するための手段であった。国債管理政策が金融政策に従属していた大きな理由として、イギリスのインフレ率が高かったことが挙げられよう。GDPデフレータの平均上昇率は七〇年代一三・四%、八〇年代七・五%に対して九〇年代は三・六%に低下している。つまり、インフレ率が高いということは、政府債務の一部がインフレで相殺されるため経済規模の拡大に対して政府債務が大きな負担とならなかったのであり、経済政策の観点からはむしろインフレ抑制のほうが重要課題であった（ちなみに、五年債の名目利回りから名目GDP成長率を差し引いた値の平均は七〇年代マイナス五・六一、八〇年代一・三四、九〇年代（九五五年まで）三・〇四と年代を追うことに上昇しており、経済規模の拡大に対して政府の金利負担が大きくなっ

ていることを示している）。また、国債管理政策が金融政策に従属していたといつても、基礎的財政収支（国債発行収入を除いた歳入から国債利払いおよび償還費を除いた歳出を差し引いた額）の対名目GNP比率は五〇年代平均四・三%、六〇年代平均三・九%、七〇年代平均一・八%、八〇年代平均二・八%、九〇年代（九七年まで）平均マイナス一・五%と、戦後から八〇年代までプラスであり、財政面での節度はむしろ保たれていた。

以上より、九〇年代前半までは、国債管理政策の一環としての発行政策は金融政策との関連において考察されるべきであるが、八〇年代から九〇年代前半までの金融政策は八〇年代半ばを境に大きく変化している。

(1) 一九八五年まで

(i) MTF Sの導入

七九年五月に成立したサッチャー政権の経済政策の特徴は、政策の最終目標から完全雇用を排除しインフレ鎮静を最優先目標としたことと、生産性を上昇させるためにサプライ・サイド政策（国有産業の民営化、所得減税と付加価値税導入による直間比率の是正、労働組合の活動抑制）を採つたことである。サッチャー政権はインフレ鎮静のためにマネーサプライ・コントロールを重視した。具体的には、マネーサプライの伸びを中期目標値の範囲に収めるために「中期財政金融戦略（Medium-Term Financial Strategy: MTF S）」と呼ばれる手段（金融政策）を導入した。マネーサプライのターゲットには広義貨幣集計量であるポンド建M₃（公衆保有現金通貨＋民間部門保有ポンド建一覧払銀行預金・有期銀行預金・CD、

以下M₃）が採用され、この増加を抑制する手段として公共部門借入必要額PSBRの削減が用いられた。これは以下の定義式によるものである。

$$\Delta \text{M}_3 = \text{PSBR} - \text{公共部門債の対（非銀行）} - \text{民間部門純売却} + \text{対民間部門銀行貸出} + \text{対外収支差} - \text{銀行の非預金債務の増加}$$

しかしながら、このPSBRの削減を手段としたマネーサプライ・コントロールは失敗であった。M₃の実績値はMTFSによる目標値域を越えることが多く、またその範囲に収まったとしても、目標値域を大幅に上方修正した結果であった（表1）。一方、PSBRの対GDP比の目標値と実績値を比べると、確かに実績値が目標値を上回る傾向にあったが、PSBRの水準自体は財政支出抑制などもあり七〇年代後半の平均八七・五億ポンドに対して八〇年代前半は平均九二・五

イギリスにおける国債管理

表1 MTFSの目標値と実績

£M3 [増加率]		(単位：%)					
目標値域 設定年次	適用年次	1980-81	81-82	82-83	83-84	84-85	85-86
1980		7-11	6-10	5-9	4-8		
81			6-10	5-9	4-8		
82				8-12	7-11	6-10	
83					7-11	6-10	5-9
実績値		19.4	12.8	11.2	9.5	11.9	

PSBR [対GDP比]		(単位：%)					
目標値 設定年次	適用年次	1980-81	81-82	82-83	83-84	84-85	85-86
1980		3.75	3.00	2.25	1.50		
81			4.25	3.25	2.00		
82				3.50	2.75	2.00	
83					2.75	2.50	2.00
実績値		5.4	3.5	2.9	3.2	3.1	

(出所) 片山貞雄『イギリス・マクロ金融政策論』、多賀出版、1998年、109頁。

(原出所) Temperton (1991), *UK Monetary Policy*, Macmillan

億ポンドと、五・七%しか増加していない。
 マネーサプライ (£M3) の大幅な増加をもたらした原因は、貸出金利が極めて高水準に維持されたにも拘らず対民間部門銀行貸出が減少しなかったことである。これは企業の資金調達形態の変化によるものである。つまり、従来企業は長期資金を社債等の固定金利債券で調達し、それを保険会社や年金基金といった非銀行民間部門が保有していたが、七〇年代後半の高インフレにより固定金利債券は貸し手と借り手の双方にとって魅力がなくなった。その結果、企業は銀行からの変動金利による中期借入れに訴えることとなり、銀行貸出が増加したのである。この貸出し対象の大部分がM&Aを目的とする株式公開買付のための貸付け、不動産会社への貸付けなど八〇年代後半の資産インフレに結びつくものであった。

(ii) オーバーファンディング政策

銀行貸出の急増に対して政府のとつた対応がオーバーファンディング政策である。オーバーファンディングとは、PSBRを上回る公共部門債の対（非銀行）民間部門への純売却であり、前述した定義式の「PSBR—公共部門債の対（非銀行）民間部門純売却」の部分をマイナスとすることによって銀行貸出の増加がもたらすマネーサプライの増大効果を減殺しようとするものであった。この政策は八五年一〇月まで続けられ、八一年度から八四年度までのオーバーファンディングの合計は一四二億ポンドに達したと言われている。しかしながら、この政策は一方で金融市場に弊害をもたらした。オーバーファンディングはマネーサプライの増加を直接抑制する反面、銀行準備金（イングランド銀行への市中銀行預金）を不足させることとなる。市中銀行がマネー・マー

ケットでこの不足分を補填しようとするれば短期金利が上昇してしまふが、イングランド銀行は短期金利安定の立場をとっていたため、金利上昇を抑えるための手形の買いオペを行なつた（このため、イングランド銀行に大量の手形が累増し、ビル・マウンテンと呼ばれた）。このオーバーファンディングがもたらす短期金利の上昇圧力に対して相殺的な買いオペを行なつた結果、短期金利は人為的に低くなり、金融市場に歪みもたらされた。また、イングランド銀行が市中銀行に直接に信用供与をしていることになるといふ批判も生じてきた。こうした金融市場への弊害やイングランド銀行への批判が生じたわりには、表一に見られるように相変わらずM3は目標値域を逸脱しており、オーバーファンディング政策の効果は小さかった。そこで、ローソン大蔵大臣は八五年一〇月のマンシヨン・ハウスにおけるスピーチで、今

後オーバーファンディングによるマネーサプライ・コントロールを止め、短期金利の水準を重視することを明らかにした（これはマネタリズム政策の失敗を公式に認めたことを意味し、一〇月一八日付FTは社説で「マネタリズムは公式に死んだ」と述べた）。

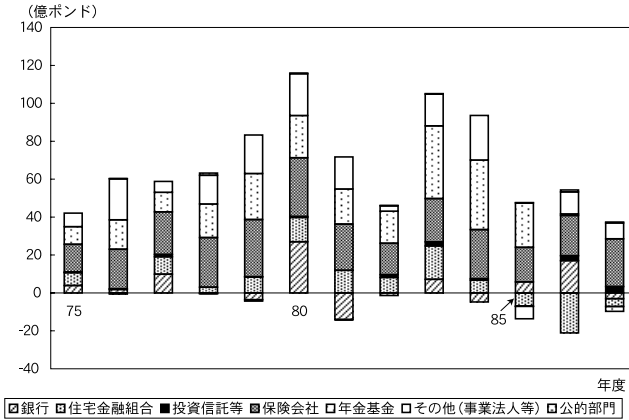
(iii) 国債管理政策の対応

以上が八〇年代前半の金融政策の概要だが、国債管理政策が金融政策に組み込まれていることは明らかである。特に国債発行の観点から見れば、オーバーファンディング政策によりどのような発行政策が採られたのがポイントであろう。前述したように、オーバーファンディング政策とはPSBRを上回る公共部門債を非銀行民間部門に売却することであり、ギルト債の部門別純売却額を見ると住宅金融組合、保険会社、年金基金、その他（事業法人、個人等）への純売却額が多く、銀

行部門は八一―八五年度を平均するとネットでマイナス（すなわち買い戻し）となっている（図4）。

これらの非銀行民間部門のうち、住宅金融組合は住宅融資債権という長期資産を保有しているため満期までの期間が長い金融資産を保有するインセンティブは小さく、したがって中・短期債の保有を愛好する。また事業法人も余資の運用姿勢としては長期債よりも中・短期債を愛好しよう。一方、保険会社と年金基金は長期性の商品を扱っているため、資産運用は長期的スタンスをとる。したがって、同じ非銀行民間部門でも業態によって運用スタンスは異なり、中・短期債の選好業態（住宅金融、投信、その他）対長期債の選好業態（保険、年金）で分けると、八〇年代前半の純売却額の割合は約三・七で長期債を愛好する業態の割合が高い。しかしながら、図1に戻って八〇年

図4 ギルト債の部門別純売却額（居住者）



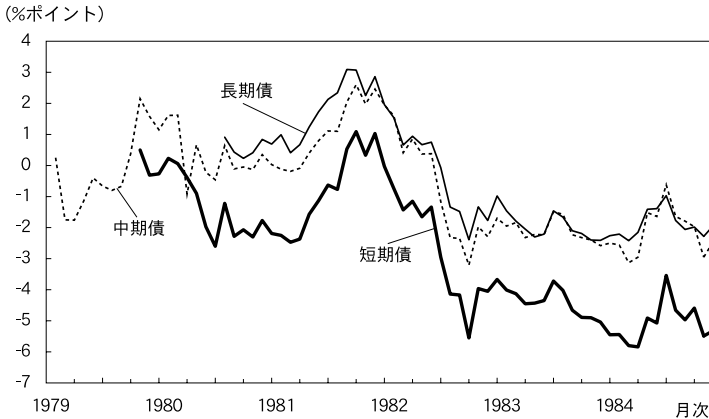
(出所) 図1に同じ

代前半の満期別発行構成比を見ると、長期債の構成比はV字型の回復を示しているものの水準としては中・短期債の構成比のほうが高い。このミスマッチはなぜなのだろうか。

その原因は七〇年代後半から八〇年代初頭にかけての極めて高いインフレ率に求められよう（GDPデフレータの平均上昇率は七〇年代後半一六・二％、八〇年代前半九・五％、後半五・五％となっている）。高インフレが続くと当然人々が将来に対して抱く期待インフレ率が上昇し、これがリスク・プレミアムとなって満期の長い債券ほど流通市場での利回りが上昇する（図5）。これは長期債を購入するとすぐに市場価格が低下する危険をはらんでいることを意味しており、したがって、需要サイドとしては高インフレが続いている時期は満期が短い債券を好むであろう。実際、保険会社および年金基金の満期別保有残高を見る

イギリスにおける国債管理

図5 ギルト債利回りのクーポン・レートからの乖離



(注) 短期債：クーポン15%、85年償還、中期債：13.25%、87年償還、長期債：13%、2000年償還。

(出所) Office for National Statistic, *Financial Statistics*.

と、長期債の構成比は七五年三月末の六四・二%から八五年三月末には四二・四%まで低下しているのに対して、中・短期債の構成比は上昇し、機関投資家の選好が長期債から中・短期債（特に中期債）へシフトしていることがわかる（表2）。

また、八〇年度からインデックス債が発行されたことも、機関投資家の長期債からインデックス債へのシフトを促した。一方発行サイド（政府）も、満期の長い債券ほどリスク・プレミアムが大きくなればそれだけ高いクーポン率で発行せざるを得ず、発行コストが高くなるため長期債より中・短期債の発行を優先することとなる。つまり、八〇年代前半は、国債管理政策が金融政策に従属していたものの、金融政策の最優先課題がインフレ鎮静であったため、結果として国債管理政策も発行コストを小さくする政策が採られていたのである。

表2 金融機関別の政府債務保有

(100万ポンド、%)

	75年3月末		80年3月末		85年3月末	
	保有額	構成比	保有額	構成比	保有額	構成比
銀行						
TB	841	29.6	1,226	28.7	289	3.6
ギルト債（短期）	1,662	58.6	2,435	57.0	5,896	73.8
ギルト債（中期）	334	11.8	411	9.6	1,606	20.1
ギルト債（長期）			100	2.3	50	0.6
小計	2,837	100.0	4,172	97.7	7,841	98.2
非市場性債務	-	-	99	2.3	144	1.8
合計	2,837	100.0	4,271	100.0	7,985	100.0
住宅金融組合						
TB	-	-	-	-	-	-
ギルト債（短期）	1,224	74.1	3,726	87.0	11,434	89.5
ギルト債（中期）	400	24.2	472	11.0	993	7.8
ギルト債（長期）	27	1.6	3	0.1	2	0.0
小計	1,651	100.0	4,201	98.1	12,429	97.3
非市場性債務	-	-	80	1.9	343	2.7
合計	1,651	100.0	4,281	100.0	12,772	100.0
保険・年金基金						
TB	29	0.4	12	0.0	58	0.1
ギルト債（短期）	1,208	16.1	2,308	8.1	5,590	9.7
ギルト債（中期）	1,450	19.3	5,747	20.2	27,416	47.7
ギルト債（長期）	4,827	64.2	20,395	71.7	24,360	42.4
小計	7,514	100.0	28,462	100.0	57,424	99.9
非市場性債務	-	-	-	-	29	0.1
合計	7,514	100.0	28,462	100.0	57,453	100.0
投資信託						
TB	-	-	-	-	-	-
ギルト債（短期）	93	51.4	72	22.4	368	39.4
ギルト債（中期）	75	41.4	107	33.2	507	54.3
ギルト債（長期）	13	7.2	142	44.1	119	12.7
小計	181	100.0	321	99.7	934	100.0
非市場性債務	-	-	1	0.3	-	-
合計	181	100.0	322	100.0	934	100.0

(注) ギルト債短期：5年以下、中期：5年超15年以下、長期：15年超。

(出所) Bank of England, *Quarterly Bulletin* より作成。

マネーサプライ・コントロールの失敗から、八〇年代半ば以降、イギリスの通貨当局は金融政策の目標を為替レートの安定に移していった。こうした政策変更により国債管理政策も影響を受けたわけだが、その展開については、九五年以降の目的変更も含め、次の機会に論ずることとする。

(すどう ときひと・当研究所主任研究員)