

イギリスにおける国債管理

— 発行政策を中心に (その二・完) —

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 (以上第四一巻第一二二号)
 - (2) 一九八六年以降一九九五年まで (以下本号)
- 四、 九〇年代後半の国債管理政策
 - (1) 国債管理政策のフレームワークの変更
 - (2) 経済環境と発行政策
- 五、 おわりに

(2) 一九八六年以降一九九五年まで

(i) ビッグ・バンに伴うギルト債市場の改革
一九八六年一〇月のビッグ・バンによりギルト債市場にも大きな改革がもたらされた。それまでのギルト債市場は、単一資格制度に保護された数社のジョバー(値付け業者)とブローカーが実質的に取引を牛耳っており、中・長期債の最低手数料とかなり広い価格スプレッドがそれらの業者に高収益を保証していた。ビッグ・バンにより、アメリカの財務省証券市場に範をとった売買制度が導入され、ジョバーとブローカーの兼業を可能と

する二重資格制度への移行とマーケット・メーカー制度の導入、証券売買手数料の自由化が行なわれた。二重資格制度への移行によってマーケット・メーカーは値付けをすると同時に取引注文に応じる。新しいギルト債マーケット・メーカー（以下、マーケット・メーカー）によって行なわれる活発な取引とポジション取りはインターディーラー・ブローカー（IDB）の登場をもたらした。IDBはマーケット・メーカーが匿名でポジションを取ったりあるいはそれを解消することを容易にし、これが容易になればなるほど市場の流動性は改善されることとなる。

ビッグ・バン以降、ギルト債の売買高はそれ以前に比べて一日平均二・五億ポンドから四二・五億ポンドへ約三倍に増加した。この主要な要因として二つ挙げられる。第一に、業者間取引が非常に活発化したことである。ビッグ・バン以前は

二社のジョバー（ウェッド・ダーラチャーとアクロイド&スミサース）が取引を支配していたため、業者間取引がポジションを暴露してしまつことから業者間取引が非常に少なかった。しかし、ビッグ・バン以降はIDBが提供する電子スクリーンを通じてマーケット・メーカーが匿名でポジションの過不足を表わすことができるようになり、この結果、業者間取引が対顧客取引に匹敵するほど拡大した。⁽¹⁾

第二の要因は取引コストが大幅に低下したことである。ビッグ・バンにより新しいギルト債市場が誕生したとき、二七社⁽²⁾ものギルト債マーケット・メーカーがイングリッド銀行により認可され取引を開始した。これらマーケット・メーカーの激しい競争と中・長期債の最低手数料撤廃により、個人投資家相手の少額取引を除くほとんどの取引は事実上手数料無しのネット価格でマーケット・

メーカーと直接に行われるようになった。加えて、取引コストのもう一つの要素であるスプレッドも、激しい競争の結果、ビッグ・バン以前の約半分に縮小した。こうした、ネット取引の増加やスプレッドの縮小により、ビッグ・バン後はそれ以前に比べて短期債で五六—六〇%、中・長期債で六四—七二%も取引コストが低下したと試算されている。⁸⁾

ビッグ・バンによりギルト債の取引は増加し、ビッグ・バンの目的である競争的で流動性のある市場を創り出すことは成功したと言えよう。しかしながら発行政策という観点からは、依然として金融政策を補完するためにギルト債が発行されていた。そこで、次に八〇年代後半から九〇年代前半にかけての金融政策を概観してみよう。

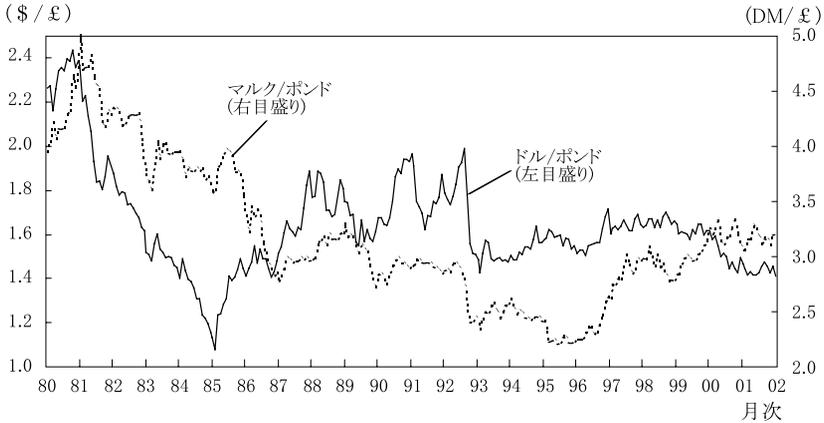
(ii) 金融政策スタンスの変更

八〇年代後半から金融政策のスタンスに変更が

現れた。政策目標自体はインフレ抑制でそれ以前と変わりはないのだが、政策のスタンスを決める指標がそれまでの貨幣集計量から為替相場に移っていったのである。つまり、マネタリー・コントロールによるインフレ抑制から短期金利操作を手段とした為替相場維持によるインフレ抑制に移ったのである。

通貨当局が金利と為替レートの関係に注意を向ける契機となったのは、八五年初めに起きたポンド相場の急落である。ポンドの対米ドル相場は一ポンド＝一ドルに向かって下落していき、ポンド危機ともいべき事態が生じた(図6)。さらに、八五年九月のブラザ合意以降、通貨当局は為替相場のミスアラインメントに注意を払うようになり、特にドルないしはマルクとの為替レートの安定を意図するようになった。また、通貨当局がマネタリー・コントロールをあきらめた要因とし

図6 ポンドの対ドル、対マルク相場



(出所) Bloomberg

て、拙稿「イギリスにおける国債管理（その一）」（本誌第四一巻第一二二号）でも述べたように、オーバー・ファンディング政策によってもマネタリー・コントロールができず、 £M3 の伸び率の実績が毎年その目標値域を上回っていたこともあろう。

こうしたポンド危機、マネタリー・コントロール困難から、八五年度のバジェットならびに八五年一〇月のマンション・ハウスにおけるスピーチでローソン蔵相は、金融政策のスタンスを決める指標として貨幣集計量に加え為替相場の動きを重視すること、オーバー・ファンディング政策を止めてフル・ファンディングに移行すること、金融政策の手段として短期金利の操作を重視することを表明した。また、八七年三月から £M3 の目標値域が設定されなくなった。⁽⁴⁾

では、八〇年代後半から九〇年代前半にかけて

採られた為替相場維持政策とはどのようなものだったのだろうか。まず、八七年二月のルーブル合意では主要為替相場の安定が合意され、その後ポンドはマルクに対しても強調となった。同年三月のバジエットの翌日の対マルク相場は一ポンド＝二・九五マルクであつたが、その後、政策は一ポンド＝三マルクの上限以下に維持するよう運営されるようになった。この政策は「キャッピング(capping)」ないし「シャドウイング(Shadowing)」と呼ばれ、八八年三月まで続けられた。八八年三月以降も、ポンドの対マルク相場を維持する試みが行なわれ、さらに、ERMへの参加をめぐる議論も高まつていった。サッチャー首相は当初、市場メカニズムの重視、経済政策のフリー・ハンドの維持、金融主権の維持といった理由でERMへの参加には反対の立場をとつていたが、ECでの立場を強化し、進展しつつあつた

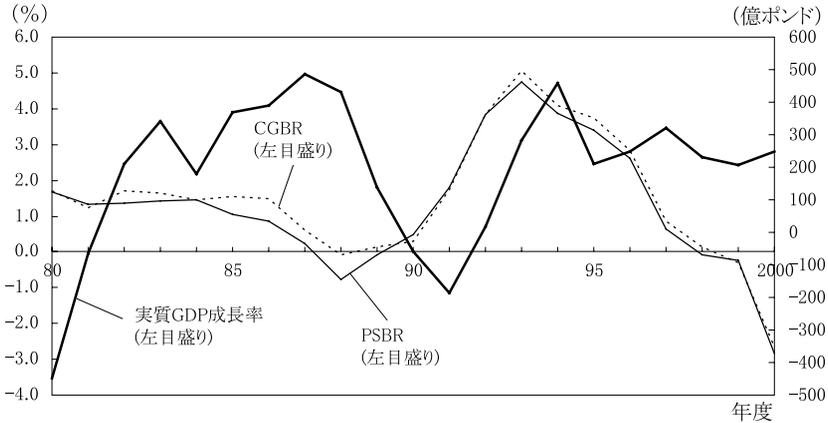
ヨーロッパ経済通貨統合に対応するためなどから、九〇年一〇月にERMに参加した。ERMへの参加によつてポンドの対マルクの中央レートは一ポンド＝二・九五〇マルクとされ、このレートの上下二・七八―三・一三マルクの範囲にポンド・レートを維持する義務が課された。

為替相場維持のために通貨当局は短期金利を高めに設定せざるを得ず、結果としてインフレ抑制には効果的であつたが一方で金利操作のフリー・ハンドを失つたことになる。このため、後述する九〇年代初頭における国内経済の不均衡に対しては財政政策を割り当てるというポリシー・ミックスを行ない、国債発行もその影響を強く受けた。

(iii) 経済環境と発行政策

イギリス経済は、第二次石油危機により主要先進国の中で最も深い景気後退を経験した国の一つであつたが、八二年から回復、成長過程に入り、

図7 実質経済成長率と政府借入必要額



(出所) Office for National Statistics(ONS), *Financial Statistics, United Kingdom Economic Accounts*.

特に八五―八八年にかけては加速的に成長率が上昇した(図7)。

前述したように八〇年代後半から金融政策はマナタリー・コントロールから短期金利操作による為替相場(特に対マルク相場)維持にスタンスを変え、その結果オーバー・ファンディング政策を止めて公共部門借入必要額(PSBR)+ギルト債償還額+外貨準備の純増分をギルト債と国民貯蓄証券の発行で賄うフル・ファンディングに調達ルールを変更した。しかしながら、八〇年代後半の順調な経済成長によりPSBRは減少し、ついに八七―八九年度にかけては公共部門債務償還額(PSDR)に転換した。さらに、サッチャー首相が推進していた国有化産業の民営化に伴う証券売却益もあつたことから、ギルト債の純発行額(買戻し控除後)は年平均で八〇年代前半の一八億ポンドから後半には四八億ポンドへ減少し、特に

イギリスにおける国債管理

表3 逆オークションの結果

銘 柄	発行日	買入額	買入日
10% Exchequer Stock 1989	83/11	280	1989/1/13
11% Exchequer Stock 1989	84/8	219	1989/1/13
15.5% Treasury Loan 1998	76/10	68	1989/5/5
14% Treasury Stock 1998-2001	79/11	174	1989/5/5
12% Exchequer Stock 1999-2002	78/8	258	1989/5/5
8.5% Treasury Stock 1994	88/3	196	1989/6/30
12.5% Exchequer Stock 1994	77/8	136	1989/6/30
12.75% Treasury Loan 1995	74/5	68	1989/6/30
12% Treasury Stock 1999-2002	79/9	27	1989/9/29
9% Exchequer Stock 2002	-	59	1989/9/29
13.75% Treasury Stock 2000-2003	79/2	314	1989/9/29

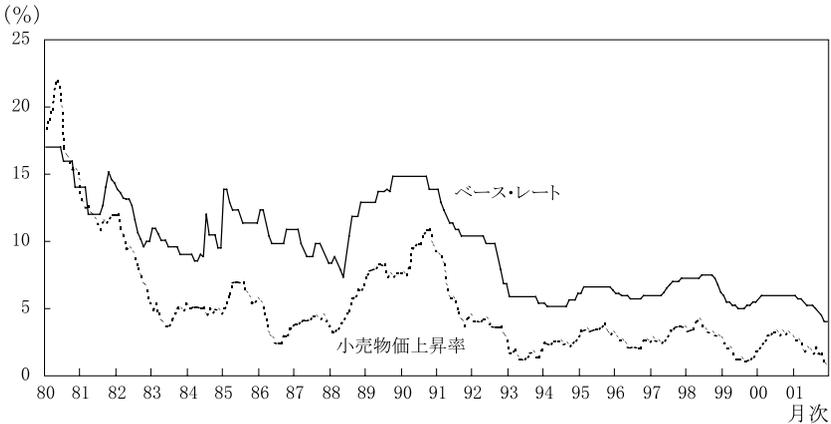
(注) 買入額の単位は100万ポンド。

(出所) Bank of England (BOE), *Quarterly Bulletin*, 1989, May, Aug, Nov, ONS, *Financial Statistics* から作成。

八八―八九年度にはマイナスとなり、実質的な市場からの買戻しが行われた。八八、八九年度合計の買戻し額を満期別に見てみると、短期債（満期一年超五年以下）一三億ポンド、中期債（同五年超一五年以下）五三億ポンド、長期債（同一五年超）四九億ポンドと、中・長期債の買戻しが大き。買戻しはマーケット・メーカーからの直接買入れまたは逆オークションによつて行われた。逆オークションの結果を見ると、七〇年代後半から八〇年代前半の高金利時代に発行されたギルト債の買入れが中心であり、財政負担の見地から当然の選択であつた（表3）。中・長期債の買戻しの結果、インデックス債を除く伝統的なギルト債の平均残存年数は八五年度末の九・五年から八九年度末には八・四年へと急速に低下した。

八〇年代後半の順調な経済成長、金利引下げおよび金融の自由化は八〇年代末期に資産インフレ

図8 インフレ率とベース・レート



- (注) 1. ベース・レート：Minimum Lending Rate (80/1-81/7), Minimum Band 1 Dealing Rate (81/8-97/4), Repo Rate (97/5-01/12)。
 2. ベース・レートは月末値。

(出所) BOE, <http://www.bankofengland.co.uk/>, ONS, <http://www.statistics.gov.uk/>

景気をもたらし、インフレ率の大幅な上昇と貿易収支赤字の急増を生じさせた。景気の過熱に対処して八八年六月にベース・レートの引き上げが始まり、底値の七・三七五%から一二回にわたって引き上げられ、八九年一〇月には一四・八七五%となった(図8)。その結果、資産インフレは八九年には峠を越したが、同時に八九年以降成長率の目立った低下が始まり、ついに九〇年第三四半期をピークに景気後退が進み始めた。景気後退の対策として政府はベース・レートの引き下げを行なったが、九〇年一〇月のERM参加により金利操作には限界があった。金利の相次ぐ引き下げの結果として、対マルク相場は九二年第三四半期にはERMの最低フロアに近い二・七九マルクにまで下落した。これ以上は金利を引き下げられないところまで来たのであるが、一方で不況は厳しさを増していた。この深刻な不況からの脱出を図る

ために、産業界から金利の一層の引き下げが要求されていたのだが、一方でERMに留まるためには金利をこれ以上は下げられず、このジレンマから九二年九月十八日にイギリスはERMからの離脱を余儀なくされた。

ERM離脱後のベース・レートの大幅な引き下げ（九二年九月八・八七五％↓九四年二月五・一二五％）と、ポンドの対マルク相場の低下（九二年五月二・九四マルク↓九五年三月二・二二マルク）による貿易収支の改善などから、景気は九二年第2四半期から徐々に回復に向かった。しかしながら、八〇年代末のバブル景気により企業の財務バランスが極度に悪化していたため、企業収益の回復が設備投資より債務返済に向けられ、景気の回復、成長速度は八〇年代後半に比べ総じて緩やかなものに止まった。

このように、ERMへの固執、さらには八〇年

代後半の金融政策の失敗によるバブルの後遺症から九〇年代前半の実質GDP成長率は平均で一・五％に止まっていたが、その中で国内経済を支えたのは財政政策であった。八〇年代後半のPSDRは九一年度から再びPSBRに転じ、その額は急速に膨れ上がった。このためギルト債の発行も増加を余儀なくされたが、満期別の純発行額で見ると、九〇年代前半の平均で短期債二四億ポンド、中期債一五六億ポンド、長期債七三億ポンドと、中・長期債の発行増加が目立つ。これは、前述したように八〇年代後半のPSDRの時代に中・長期債を市場から買い上げており、その流動性が低下していたことを補つためである。この結果、伝統的なギルト債の平均残存年数は九〇年度末の八・〇年から九五年度末には八・八年まで上昇した。

また、この急速なギルト債の発行増加は当然將

来の利払い負担と償還負担の増加をもたらす。これらの将来的な負担増を目的に当たりにしたこと、さらには従来からの金融政策に従属した国債管理（発行）政策を反省した大蔵省およびイングランド銀行は、国債管理のあり方に関する共同のプロジェクト・チームを作り、九五年七月に今後の国債管理の方向性を提案した *Report of the Debt Management Review*（以下、レビュー）を公表したのである。

四、九〇年代後半の国債管理政策

(1) 国債管理政策のフレームワークの変更

九〇年代前半におけるギルト債発行の急増により、九四年度末の残高^一、四一五億ポンド（対GDP比二八％）、九五年度の利払い費二五一億ポンド（中央政府支出の八・四％）、九五―九八年

度の平均償還額見通し一六五億ポンド（予想調達必要額の七一％）と、財政状態は極めて悪化した。こうした状況を踏まえ、前述したように大蔵省とイングランド銀行はレビューを発行し、国債管理政策のフレームワークの変更を提言したのである。レビューにおいて検討された主な項目は以下のようになっている。

(a) 目的、(b) 調達ルール、(c) 国債管理レポート、(d) 発行（満期）政策、(e) 発行方式、(f) インデックス債、(g) 課税、(h) 市場構造、(i) 諮問

ここでは、発行政策との関連から、目的、調達ルール、発行（満期）政策、発行方式について概説する。

① 目的

レビューでは、「国債管理政策の目的は、金融政策との整合性を保ちながら、リスクを考慮した上で長期にわたる政府の資金調達必要額を満たす

場合のコストを最小化すること」と定義している。ここでは、最小のコストとリスクで資金調達することが国債管理政策の主目的であること、戦略的発行政策を策定する場合に金融政策との整合性を考慮しなければならないが、国債管理は金融政策の主要なツールではなく、また、金融政策も国債管理の主目的ではないことが明言されている。このように目的が金融政策の従属から変更された背景には、国債管理政策を金融政策の従属的手段として用いてもマネーサプライ管理ができなかったこと、インフレ抑制を優先させた結果、財政状態を極めて悪化させてしまったことに対する反省もあるうが、根本的には、一つの管理主体（イングランド銀行）がインフレ抑制（金利の高め誘導）と国債の発行コスト軽減（低金利での発行）を同時に追求することの矛盾が認識されたためであるう。

② 調達ルール

前述したように、政府は八五年一〇月にオーバー・ファンディング政策を止め、それ以降PSBR + 償還額 + 外貨準備の純増分をギルト債と国民貯蓄証券の発行で賄うフル・ファンディングを調達ルールとしてきた。この調達ルールでは、TBおよび満期三年以下の超短期債の発行によるファイナンスは含まない。しかし、実際には、PSBRより中央政府借入必要額（CGBR）のほつが大きかったため、その差額不足分は主にTBの発行による短期借入れによって調達していた。これは、実質的に借入必要額をTBも含めて調達していたことになる。そこで、調達ルールを実態に合わせてギルト債、国民貯蓄証券およびTBの発行の組み合わせによって、CGBR + 償還額 + 外貨準備の純増分をファイナンスするというように変更した。ただし、政府はTBを財政赤字のファイ

ナンス手段ではなく、国庫の資金過不足を調節する手段と位置づけている。

③ 発行（満期）政策

発行（満期）政策として、満期を多様化せず、満期を限定した「ベンチマーク」債を大量に発行する。⁽⁵⁾ 「ベンチマーク」債とは五〇億ポンド以上の発行残高がある、ないしはその意図をもって発行された銘柄をいう。この政策のメリットとしては、各ベンチマーク債の流動性を向上させることによって資金調達コストの低下、外国人投資家の取り込み、ストリップス債市場の拡大につながる事が挙げられる。

④ 発行方式

発行に際しては、発行の予見性と透明性が高い方式を採ることを原則とする。透明かつ予見可能な発行市場は投資家にとって投資戦略が立て易く、また、発行者側にも不確実性が小さくなるた

め余計なプレミアムがつきにくくなるというメリットがある。予見性と透明性が高い発行方式として、オークション方式を主要な発行方式と位置づける。オークション方式は八七年五月から採用されているが、九四年度においても伝統的なギルト債の総発行額の一九％がタップ方式（イングラント銀行が、その引受けた国債をその後の状況に応じて徐々に市場に売り捌いていく方式）で発行され、さらにインデックス債については全額がタップ方式で発行されていた。タップ方式は主にギルト債市場を管理する手段としてその機能を今後も残すが、将来的にはタップ方式による発行を伝統的なギルト債の総発行額の一〇％以下に抑えるようにし、資金調達としてギルト債を発行する場合には原則としてオークション方式で発行する。なお九八年一月からインデックス債の発行にもオークション方式が採用されている。⁽⁶⁾ また、

イギリスにおける国債管理

表4 1996年以降のギルト債市場改革

年	月	事 項
1996	1	オープン・ギルト・レボ市場を導入
	1	法人等特定の投資家がイングランド銀行のCGO (Central Gilts Office) の特別口座 (Star Account) を通じて受け取るギルト債の利子について源泉徴収を免除
	3	セデル、ユーロクリア、バンク・オブ・ニューヨークを通じたギルト債の決済が可能となる
	4	新調達ルール (本文②を参照) の適用
1997	5	政策金利の決定権限を大蔵省からイングランド銀行に移管、国債管理および政府資金管理の責任をイングランド銀行から大蔵省に移管 (金融政策と国債管理政策の分離)
	7	ストリップス適格債について、利子に係る源泉徴収を免除
1998	12	ストリップス債市場を導入
	4	国債管理庁 (DMO) を設立、国債管理および政府資金管理の責任を大蔵省から移管
1999	4	すべてのギルト債について、利子に係る源泉徴収を免除
	11	インデックス債のオークション方式による発行を開始
2000	5	ギルト債、短期金融商品の決済についての責任をイングランド銀行からクレスト (CRESTCo) に移管
	4	DMO が政府資金管理のためのオペレーションを開始

(出所) Debt Management Office (DMO), *Debt Management Report* 各年版などから作成。

発行の予見性を高めるために、オークションのスケジュールが毎年三月に発行される国債管理レポートで発表され、さらに四半期毎にスケジュールの確認または修正がイングランド銀行（後に国債管理庁）から発表される。

そのほか、九六年以降もギルト債市場に関してオープン・ギルト・レボ市場やストリップス債市場の創設など様々な改革が行われた（表4）。中でも特筆すべきは、九八年四月に国債管理庁（Debt Management Office、以下DMO）が創設されたことである。DMOの目的は以下に列挙するとおりだが、基本的にDMOの設立によって、イングランド銀行—金融政策、DMO—国債管理政策というように政策の分離が明確になった。

・ギルト債の発行と買戻しに関する大蔵大臣からの年間委託を実施すること。その際、リスクを

勘案した上で長期的なコスト最小化に十分配慮する。

- ・ 毎営業日、マーケット・オペレーションを通じて国家貸付資金（National Loan Fund）との予想される最終的な資金流入入を相殺すること。その際、信用リスク管理に十分注意しながらコスト効果的な方法で行う。

- ・ 大蔵大臣が定めた目的にしたがって、国債管理勘定で保有している資産を効率的に管理すること。

- ・ 上記一番目から三番目までの目的を達成するために、付託の設定に際して大臣に助言を行うこと。さらに、受けた付託、目的および目標に対する達成の程度を大臣に報告すること。

- ・ 適宜に関係機関と協力しながら、国債管理および資金管理の効率性を高めてそのコストを低下させるような国債およびTB市場における新商

品、発行方法、構造改革に関する政策を立案し、それを推進すること。国債管理および資金管理についての政策や実務を継続的に改善していくこと。それにしたがって、大蔵大臣や大蔵省スタッフに政策上の助言を与えること。

- ・ 必要な場合には関係機関と協力して、ギルト債市場の秩序、効率性および流動性を維持または促進するためにマーケット・オペレーションを行うこと。

- ・ イングランド銀行およびクレストと協力して、国債に関する効率的で信頼性が高いサービスを投資家に提供すること。低コストでの発行と効率的な市場を維持した上で、ギルト債および短期資金市場の参加者とプロとして公平に取引すること。

- ・ 大蔵省が政府の金融資産・負債を管理するための戦略を策定する場合にその作業に協力するこ

と。

・市場の効率性と発行コストの低下に寄与する場合には、国債およびT B市場の情報やD M Oが遂行している政策に関する情報を公開すること。

・上記一番目から三番目の目的を達成することに資する場合には、要求に応じて、他の政府部局（および他国の政府）に対して助言および専門的意見を述べること。

・目的を効果的かつ効率的に遂行できるよう、資源、スタッフをそろえて組織の管理を行うとともに、管理コストに見合っただけの成果を挙げること。

・リスクの最小化を十分考慮した上で、適切な管理、情報、統治システムを構築すること。さらに、会計その他の事項について十分かつ正確な情報を開示すること。

(2) 経済環境と発行政策

イギリス経済はE R M離脱後の九三年から回復し、九五年以降成長テンポは鈍化したものの総じて順調な成長を遂げている。回復に向かった主因はE R M離脱に伴うポンド相場の下落による輸出回復であった。さらにポンド急落にもかかわらずインフレ率が落ち着いていたことも金利低下の余地を大きくし、内需の押し上げ要因として寄与した。

こうした九〇年代後半における順調な経済成長を背景にC G B Rは九三年度をピークに減少し、九八年度以降は中央政府債務償還額（C G D R）に転じている（表5）。その一方でギルト債の償還額が九六年度以降急増し、それをギルト債発行でリファイナンスしていることからギルト債の総発行額は、九六年度三八八億ポンド、九七年度二五八億ポンド、九八年度八二億ポンド、九九年度

表5 1995年度以降のギルト債発行関連指標

年 度	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
CGBR (億ポンド)	290	252	61	-27	-58	-333	63
利払い費 (億ポンド)	251	265	286	295	255	266	231
利払い費の中央政府 支出に占める割合 (%)	8.4	8.7	9.7	9.8	8.0	7.9	6.5
ギルト債償還額 (億ポンド)	41	115	199	169	149	186	178
ギルト債発行額 (億ポンド)	307	388	258	82	144	100	140
構成比 (%)							
伝統的ギルト債	84.9	84.9	81.5	68.7	78.3	65.2	73.2
短期債	29.7	29.7	27.4	0.0	17.0	0.0	0.0
中期債	27.7	28.0	24.7	30.7	19.1	0.0	33.9
長期債	27.4	27.2	29.3	37.9	42.2	65.2	39.3
インデックス債	15.1	15.1	18.5	31.3	21.7	34.8	26.8
短期債	-	-	-	2.4	0.0	0.0	-
中期債	-	-	-	10.0	5.9	8.3	-
長期債	-	-	-	19.0	15.8	26.5	-
平均残存年数 (年)							
伝統的ギルト債	8.7	8.9	8.8	8.7	9.5	10.4	-
ギルト債全体	9.7	9.7	10.0	9.9	10.6	11.1	-

- (注) 1. 2001年度は予算ベース。
 2. ギルト債の満期：短期-3年超7年以下、中期-7年超15年以下、長期-15年起。
 3. 平均残存年数は、2000年度のみ暦年末、他は年度末の数値。
 (出所) DMO, *Debt Management Report*, BOE, *Quarterly Bulletin* から作成。

一四四億ポンド、二〇〇〇年度一〇〇億ポンド、二〇〇一年度(予算ベース)一四〇億ポンドとなっている。満期別構成を見ると、九七年度までは短期債(満期三年超七年以下)、中期債(同七年超一五年以下)、長期債(同二五年超)でほぼ同比率の発行を行っていたが、九八年度以降は長期債に発行が偏っている。この要因として九九年と二〇〇〇年の国債管理レポートは、財政の好転に伴いギルト債の発行余地が小さい上に生命保険会社と年金基金による長期債の需要が増加しているためと説明している。生命保険会社と年金基金による長期債の需要が増加した要因として次の三点が挙げられる。

- ・ 予納法人税 (Advance Corporation Tax) の廃止(九八年度)に伴う株式投資からギルト債投資へのシフト⁽⁷⁾
- ・ 個人年金および職域年金の加入増と人口学的要

因（退職者数の増加と平均寿命の延長）による年金負債の増加

- ・一九九五年年金法に基づく年金基金に対する最低積立要件の支払能力テスト (Minimum Funding Requirement Solvency Test' MF RST) の導入（九七年四月）

上記のうち、九八年以降の長期債の需要増加に最も影響を与えたのは三番目の要因であろう。最低積立要件とは、年金事業者に対して、その負債に見合う十分な資産を保有することを課す要件である。アクチュアリーは定期的（二年ごと）に資産を評価し、その結果を一二ヶ月以内に受託者に報告しなければならない。アクチュアリーによる資産評価が負債の九〇％を下回った場合、定められた期限内に早急に事業者は現金ないし金融資産による担保を積んで、最低でも負債の九〇％まで資産を増やさなければならない。また、資産評価

が負債の九〇—一〇〇％の間にあるときは、上記の方法ないしは拠出金の増額によって、拠出金のスケジュールでカバーされている期間までに資産を負債の一〇〇％水準まで増やさなければならぬ（一九九五年年金法五六—六一条）。この要件を満たすため、安全資産であるギルト債、特に長期債が嗜好されたのである。

さらに、九七年二月よりストリップス債市場を導入したことも中・長期債の発行割合を高めている要因と考えられる。ストリップス債とは、ある債券をクーポン部分と元本部分とに分離することによって創出された一団のゼロ・クーポン債のことである。例えば、半年毎に利払いがなされる満期一〇年のギルト債からは一つの元本部分と二〇（年二回×一〇年）のクーポン部分によって合計二一のストリップス債が創出される。ストリップス債は利払いがなく満期日に一定額が償還され

ることから、投資家が将来返済しなければならぬ負債構成に合わせてストリップス債のポートフォリオを組めば、その支払いに対応することができる。このように投資収益の流列が将来の支払必要額の流列に合致するように組まれたポートフォリオはデディケイテッド・ポートフォリオ (Dedicated Portfolio) と呼ばれ、年金基金、保険会社など将来の負債構成が比較的明確な投資家によるニーズが高い。そして、このニーズに適しているのは中・長期債から創出されたストリップス債である。一方、イギリスの場合、すべてのギルト債からストリップス債が創出できるわけではなく、政府によってストリップス適格債が指定されている。九七年二月当初、このストリップス適格債は八銘柄(残高八二二億ポンド)であったが、その後、新発の中・長期ベンチマーク債をストリップス適格債とする、ストリップス適格債に

指定されていないギルト債を併合してストリップス適格債とするなどの政策を採った結果、二〇〇二年二月末でストリップス適格債は一三銘柄(残高一、三一四億ポンド)まで増加した。これは総残高の六五%を占める。しかし、このストリップス適格債の残高一、三一四億ポンドのうちストリップス債として保有されている部分は一五億ポンド(一・一%)に過ぎず、政府はストリップス債市場拡大の観点から中・長期債の発行を促進していると考えられる。

五、おわりに

本稿では、発行政策を中心に、イギリスの国債管理政策について概観してきた。国債発行にかかるとコストとリスクを最小にする国債管理政策として二つの仮説をイギリスのデータで検証したとこ

る、八〇年代から九〇年代前半までは、「国債発行量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」という仮説が当てはまっていたが、九〇年代後半になるとそれが妥当しなくなっている。しかし、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な政策と位置づけており、むしろ九六年以降コストとリスクを最小にすることが国債管理政策の主目的であるとされた。この矛盾はなぜ生じたのだろうか。

ここで、国債管理政策が金融政策に従属することの意味を考えてみよう。基本的に金融政策の最終目標は物価安定であり、イギリスにおいては特にインフレ抑制が大きな課題であった。これを国債管理の観点から見ると、インフレ抑制によって

期待インフレ率が低下すれば名目金利も下がり、したがって発行コストも低下することになる。この論理から、長い間、国債管理政策を金融政策に従属させていたのである。一方で、不況によりギルト債の発行が増加すれば供給超過により金利上昇圧力が高くなる。このこと自体はインフレ抑制に働き悪いことではないが、金利上昇圧力が高い状態で短期債を発行すれば借り換えコストが高くなるため、コスト軽減という点から長期債の発行が促されることとなる。これが、国債残高が加速的に上昇している局面では長期債の発行構成比が高まった要因であろう。しかしながら、いくら借り換えコストを念頭に発行政策を行っていても、インフレ抑制が第一義的な目標としてある以上、イングランド銀行は総じて金利（ベース・レート）を高め維持せざるを得ず、さらにイングランド銀行が国債発行を管理している以上、国

債の発行利回りも高くならざるを得ない。つまり、一つの管理主体（イングランド銀行）がインフレ抑制と、発行コストの軽減を追及することは矛盾するのである。

こうした矛盾を認識してか、九〇年代初頭にギルト債残高が急膨張したこともあり、イギリスは九七年に国債管理の責任をイングランド銀行から分離し、金融政策—イングランド銀行、国債管理政策—大蔵省（DMO）と政策責任を明確にした。さらに、発行方式を従来のタップ発行中心から原則としてオークション方式に移行した。オークション方式でギルト債を発行すれば、当然発行利回りは流通利回りの近辺で決定される。したがって、コスト最小化のためには流通市場の効率性を上昇させて、流通利回りのプレミアムを最小化させなければならないが、効率性を高めるためには需要に応じた満期帯での発行が求められる。

イギリスでは、人口学的要因や年金基金における制度改革などの理由で、生命保険会社、年金基金による長期債需要が九八年以降増加し、それに応じて発行の満期構成を変化させた。さらに、九七年から導入したストリップス債市場の拡大のためには、長期債の流動性を厚くする必要もあつた。

これが九〇年代後半に国債残高の伸びが低下していたにもかかわらず長期債の発行構成比が上昇していった理由である。なお、イギリスでは二〇〇三年から確定給付型年金を対象に、資産と負債を時価評価してその差額を決算に反映させる時価会計制度が導入される。このため保険会社や年金基金による長期債需要はさらに高まり、それに応じて長期債の発行構成比も上昇していくものと予想される。

イギリスにおける新しい国債管理政策は始まったばかりであり、これがコストやリスク管理にお

いてどのように寄与するかはまだ未知数である。しかし、ギルト債のオークションは毎回成功が伝えられており、また、利払い負担も中央政府支出に占める割合で見ても九八年度の九・八％をピークに二〇〇三年度には六・一％まで低下する見通しであることから、現状では一応の成果を挙げていると言えよう。

最後に、財政コストの削減という観点からイギリスの国債管理政策が日本に示唆するインプリケーションを述べて締めくくりとしたい。まず、コスト削減という点では当然のことながら発行残高を減らすことである。確かに、流動性と効率性に富む国債市場を維持するためには適度な発行残高が必要だが、現在の日本の国債発行残高／名目GDP比率は主要先進国の中で最も高い範疇に属し、財政的に不健全であることは明白である。したがって、長期的な課題として、好況期には財政

余剰が生じるような構造に改革し、その余剰で市場から逆オークションを通じた国債の買戻しを行うことによつて発行残高を削減していくことが求められる。第二に、中期的な重要課題は市場の効率性を高めることである。政府は二〇〇三年度中に現在のシンジケート団方式を廃止してオークション（入札）方式に発行方式を変えんとしており、その場合、流通利回りがそのまま発行コストに反映されるようになる。国債流通市場の効率性を端的に映す鏡はイールド・カーブである。したがって、金融政策から独立に（しかも金融政策と整合しつつ）国債管理政策を遂行する政府機関ないし部局を設置し、市場の需要に応じた発行（満期）政策や買戻しも含めた国債の売買オペレーションを行なうことによつて、市場の効率性が保たれるようにイールド・カーブを管理することが中期的に日本の財政負担軽減に資するであろう。

(注)

- (1) 一日平均の取引高は業者間、対顧客とも二〇億ポンド以上となった。
- (2) 〇二年二月時点では一六社に減少した。
- (3) Bank of England, *Quarterly Bulletin*, 1989, Feb.
- (4) 八四年三月以降、金融情勢を判断する貨幣集計量として広義のマネタリー・ベースというべきM0（公衆保有現金通貨＋民間銀行保有現金通貨＋民間銀行のイングランド銀行預け金のうち手形交換戻決済用預け金）も導入され、その伸び率の目標値域が設定されるようになった。八七年三月以降もM0の目標値域は引き続き設定されたが、公衆の現金通貨保有は主として可処分所得に、また民間銀行の現金通貨保有は預金量によって決定されるため、M0のほとんどは政策的に操作できる変数ではない。
- (5) 現在、ベンチマーク債として発行されている年限は五、一〇、二〇、三〇年物である。
- (6) オークション方式による発行に伴い、インデックス債のマーケット・メーカーもギルト債マーケット・メーカーの中から八社が認可された。その数は〇二年二月時点で一〇社に増えている。
- (7) 年金基金の場合、現金配当であれば受取配当金の四分の

一（配当支払会社の予納法人税相当額）を全額還付請求することができる。

（すどう ときひと・当研究所主任研究員）