

やさしい経済学

国債管理の歴史と教訓

一橋大学教授 北村 行伸

名誉革命後の大同盟戦争やスペイン継承戦争などを経て、英国は1713年ユトレヒト条約でスペイン、フランスから様々な利権を獲得したが、代償として巨額な債務を抱えた。

1714年9月時点で、政府債務の合計は4035万ポンドにも上り、国内総生産（GDP）比で見ると57%に相当した。この時点での国債の平均金利は6%を上回る程度であった。

政府債務のうち、特権会社からの借り入れについて説明しておこう。特権会社とは政府から特定の認可を得て営業する会社で、イングランド銀行、東インド会社と、西インド諸

島との貿易を目的とした南海会社の3社があった。政府は特権の見返りにこれらの会社から借り入れを行い、その際、政府はこれらの特権会社への出資金を海軍証券、食料証券、割り符などの短期の政府債務で払う一方、長期の借り入れを行い、債務の長期化を図った。

また非償還債務である長期年金型国債は、満期まで高金利を払い続けなければならなかった。政府は南海会社を使いこの非償還国債を中心に整理をしようと考えた。1720年1月に提出された南海計画法案では、特権会社の保有する国債を除くすべての国債約3000万ポ

5 株式転換とバブル

を南海会社の株式に転換し南海会社が保有することになる国債の利子を5%に削減。1727年以後はさらに4%に削減する計画だった。

これは、国債の株式への転換が大々的に行われた初めてのケースで、政府は国債2605万ポンドを南海会社からの償還権付きの長期借り入れに転換することができた。しかし、南海会社は投資家に年金型国債を手放させるために、高い配当率を宣伝し、株価の上昇をおおった。その過程で、宮廷や国会議員などに株価オプションのわいろを贈るなど、違法な価格操作を行い、最高で額面の10倍にまで株価

を上昇させ、南海バブルとして記憶される狂乱を英国社会にもたらした。同時にフランスでも財務総監となったジョン・ローが国債整理という理由で、米ミシシッピ川周辺の開発・貿易を目的としたミシシッピ会社の株価バブルを引き起こし、これもあえなく崩壊した。

このように、史上に残る南海バブル、ミシシッピバブルはともに、英仏の政府債務を整理する目的で引きおこされたものである。経済学者シュンペーターはこのバブル自体が17世紀末からの金融革命の産物であると解釈している。皮肉なことに、このバブルのために、19世紀半ばまで空売り、先物、オプション取引が禁止されてしまい、18世紀後半の金融の発展が阻害されることになった。

やさしい経済学

国債管理の歴史と教訓

一橋大学教授 北村 行伸

1720年の南海バブル崩壊後、英国の政府債務残高は一時的に減少したが、1740年に起きたオーストリア継承戦争などの出費で再び増加し始めた。この時期の英国政府の債務管理政策は大きく分けて3つある。第一に、1717年にウォルポール蔵相は繰り上げ償還が可能な国債を対象とした借り換え3法を議会で通過させ、低利の借り換えで節約した部分を原資とする減債基金を創設した。この減債基金は国債償還の資金として用いるのが目的だが、実際には、国債の利払い費、宮廷費などの経常的経費、さらには減税の財源、戦費に

まで流用され、本来の目的はあまり果たさなかった。

第二に、1787年ピット首相の時代、統合国庫資金が創設され、ウォルポール減債基金と他のすべての利払い基金が統合国庫資金にまとめられた。これは、すべての歳入と歳出を議会の統制の下に置き、財政管理の一元化を進める点に意図があり、現代的な意味での財政制度が確立されたことを意味している。

第三の政策は1749年にペラム首相が導入した4%国債から3%国債への低利借り換えである。そのためにペラム首相は長期金利と短

6 画期的な整理統合

期金利とともに低下させるべく、長期国債の発行を抑え、海軍証券などの短期証券を4%長期国債に借り換えた。次いで、多様な税を担保にする国債銘柄が、3%利下げ債、3%永久国債、1844年に新発された新3%永久国債の3種類に整理統合された。

この永久国債は年2回の利払い日が統一されており、利払いは減債基金が担当し、流通管理はイングランド銀行が行った。税金は免除されていた。また銘柄統合に伴って登記簿も統合され、所有者の名義書き換えが簡単になり、売買がしやすくなり流動性が著しく高

まった。この3%永久国債への借り換えは大成功であったと評価されている。

英国の債務管理の歴史の中でも、このペラム首相による国債の整理統合は極めてユニークであり、国債流通市場の発展にとって画期的な出来事であった。いうまでもないが、この整理統合される前の国債には富くじ付きのものもあり、発行条件が異なっていたので、3%永久国債への整理には、煩雑な価格調整が必要になった。

英国では永久国債をコンソリ債と呼ぶが、コンソリとは英語の整理統合を意味するconsolidationからきている。この統合によって国債が政府の管理下に置かれるようになったのである。

やさしい経済学

国債管理の歴史と教訓

一橋大学教授 北村 行伸

1803年から1815年のナポレオン戦争を経て、英国政府の債務残高は国内総生産（GDP）比で見ると1821年に260%と最高に達した。その後、驚くことに1914年には同25%にまで至った。ほぼ100年かけて債務を減らしてきたのである。

これをさらに詳しく見ると、ナポレオン戦争後の1815年から1865年ごろまでの50年間は債務残高が7.4億～7.9億ポンド程度で安定していた。この間、英国政府は国債の新規発行も償還も積極的には行っておらず、所得税の恒久化、関税の引き下げを通じた自由貿易を推

進することによって、均衡財政を維持しつつ、永久国債の利払いを続けていた。

しかし、1866年以後は、英国も国際競争にさらされるようになり、経済成長にも陰りが見えはじめたこともあり、次の3つの国債管理政策がとられた。

第一に、1866年からグラッドストーン蔵相により、国債の償還を進め、債務残高を削減する方向に動き出したことである。第二に、ノースコート蔵相によって、1875年に本格的に国債を償還する目的の減債基金が創設され、実際、国債残高は1.3億ポンド削減された。

7 低利借り換え

第三に、1873年から1896年にかけて英国は長期的なデフレを経験するなか、それに呼応して1888年にゴッシェン蔵相が3%永久国債を2.5%永久国債に借り換えて、3種類の3%国債を1つにまとめた。

当時の英国はビクトリア女王の治世（1837～1901年）で、世界の覇権国家として君臨していたのだが、GDP比で見ると260%に達する債務残高は、通常なら債務危機を招き財政破綻につながっても不思議ではない水準である。ちなみに、2010年における日本の同比率は197%程度であり、先進国では突出して高

いが、この英国の経験には勇気づけられるといえるかもしれない。

実際、英国の債務管理に何か手品があったわけではない。自由貿易と産業革命の推進という、今でいえば経済成長戦略を実施しながら、戦争を回避し、物価を安定させ、その結果として金利も低い水準で推移し、債務残高を減らしていったのである。

英国は1947年に再び債務残高はGDP比238%にまで悪化した。その時も債務危機に陥らずにすんだのは19世紀の債務償還が基本的に終わっていたからである。財政は先を見とおして行動をとることが極めて重要であることを知らせてくれるエピソードであるといえよう。

やさしい経済学

国債管理の歴史と教訓

一橋大学教授 北村 行伸

これまで17世紀以来の国債管理の手法や歴史をみてきた。最後にそれを振り返りながら、日本の債務問題を考えたい。

日本の債務残高は国内総生産（GDP）比で見ると200%に近く、経済学者の中には財政破綻やハイパーインフレを警戒する向きが少なくない。19世紀の英国の債務管理に倣い、財務省は低利での借り換えや債務の長期化を進めている。だが長期不況で税収が落ち込む一方、社会保障費などを中心に財政支出の増大が続き、財政赤字は拡大し続けており債務危機の可能性も高まる一方である。

では、18世紀半ばから英国で行われたような既発国債から永久国債への借り換えは国債費の節約になるだろうか。筆者は、日本の1990年代以降に発行された国債に関し、満期到来時点で永久国債に借り換えると国債費はどうか、シミュレーションしてみた。現在、20年国債の利回りが2.4%程度であることを考えれば、永久国債を入札した場合には利回りは最低でも2.5%から3%程度となると考えられる。その場合には、財務省がとっている普通国債を60年償還ルールで借り換えた場合の国債費の方が安くなり、節約にはならな

8 今後の方策は

い。従って、既発国債の永久国債への借り換えは節約効果がないといえそうである。

では、財政破綻やハイパーインフレを回避しつつ、政府債務を削減するにはどうすればよいのか。現行の低金利の経済環境の下で、活力のある近隣の新興国家の成長力を最大限利用しながら、経済の生産性を高める成長戦略をとり、税収の自然増を目指す。そして長期的には消費税引き上げも実施して、財政収支を黒字化する。政治家も財政規律の維持が国債市場の崩壊を食い止めている最後の防波堤であることを理解し、無責任で人気取りの

ためのばらまき政策はやめる必要がある。

国債とは国家の借金だが、政治家が財政をコントロールできているとの信認を得てはじめて投資家や金融機関が安心して保有するものだ。また国債市場は財政政策と金融政策が直接交わる場でもあり、政策の一方的な押し付けは、これまた市場の信認を得られない。

ビクトリア時代の最盛期、グラッドストーンが将来の国債発行の可能性を考え、国債償還に踏み出した経験に倣い、長期的な視野から財政再建を考えるべきである。その努力と工夫の中から資本主義の将来を支える仕組みが生まれてくるはずだ。＝この項おわり