

須藤時仁著

『国債管理政策の新展開—日米英の制度比較』

(日本経済評論社 2007年)

中島将隆

1. 本書の課題と特徴

本書は、前著『イギリス国債市場と国債管理』(日本経済評論社 2003)に続く大著である。前著は1980年代から90年代にかけてのイギリス国債市場と国債管理政策の実証分析であったが、本書は1990年代以降の日本とアメリカ、イギリスの国債管理政策の推移を辿り、各国の特徴を検出し、日本の国債管理について様々の提言を行っている。

著者は「はしがき」で、本書が取り上げる課題を次のように述べている。「本書は国債管理政策に係わる諸制度を考察し、その運用が国債市場へ及ぼす影響を理論的、実証的に分析した研究書である。具体的には、国債管理政策を発行政策と残高管理政策に分けた上で、①「国債の発行に係わるコストの最小化とリスクの抑制」という国債管理政策の目的に対してどのような制度が整備されているのか、②諸制度の運用が国債市場に与える影響を通じてその政策目的にどの程度寄与しているのか、という二つの観点から論考している。分析対象は1990年代後半以降の日本、アメリカ、イギリスである」。

このような視点で問題を取り上げる理由につ

いて、著者は次のように語っている。「わが国では国債管理政策の重要性が高まっているが、関連する邦語文献は少ない。特に、国債管理政策に係わる制度は、わが国のみならず英米でも1990年代後半から急速な変化を遂げているにもかかわらず、それらを整理した邦語文献は殆ど見当たらない。本書は日米英における制度を詳細に解説しているが、単なる制度の解説と比較にとどまらず、それらの諸制度が国債市場にどのような影響を及ぼしているのか、国債管理政策の目的に照らしてどのような貢献をしているのかについて実証的、理論的に分析している点に大きな特徴がある」(はしがき)。

本書を繰ると、本文が314頁、図表が71、引用文献・参考文献は邦文が44、外国語文献が116、となっている。特に重要な最新の外国文献について、ほぼ、網羅している。この数字だけをみても著者の本書に対する意気込みを感じる。

2. 本書の概要と構成

本書は次の7章で構成されている。

第1章 国債管理政策の意義

第2章 最適満期構成の理論的考察

- 第3章 国債発行政策の日米英比較
- 第4章 国債発行政策と金利の期間構造
- 第5章 国債買戻政策の日米英比較
- 第6章 国債残高管理政策としての年金国債導入
- 第7章 非市場性国債の活用

第1章では、本書の問題意識や視点を論じている。従って、密度が高く全編の白眉であり、ここでの視点で以下の章を論じている。第2章から4章までは、発行政策の分析にあてられ、5章から7章までは残高政策における制度の分析である。密度の高い大著の要約は難しい課題だが、以下では各章の概要をみていく。

第1章 国債管理政策の意義

この章は本書全体の中心部分であり骨格を形成しているから、やや詳しく概要を紹介したい。著者は、まず、国債管理政策の定義と目的を区別して、本書では国債管理の目的について研究を進めていく。国債管理政策は時代や各国によって様々に定義され、統一した定義を見つけることは難しい。ところが、国債管理の目標については共通している。国債管理の目標は、究極のところ、「資金調達コストの最小化とリスクの抑制ということになる」(4～5頁)。資金調達コストの最小化とは、「金利に係わるリスク・プレミアムを最小化すると同時に、発行価格を所与とした調達必要額全体に係わるコストを最小化すること」(5頁, 27頁)である。リスクの抑制とは、マーケット・リスク(特に金利リスク)、借換リスク、流動性リスク、信用リスク、決済リスク及びオペレーショナル・リスク、予算リスク(金利変動などによって予定した税率の保持ができなくなるリスク)等があげられる。これらのリスク抑制とは、総じて

いえば、「コストに対するリスクと経済厚生(課税変化)に対するリスクを抑制することを意味する」(5頁)。そして、「資金調達コストの最小化とリスクの抑制」、これをキーワードにして、国債管理政策の意義が検討され、2章以下で、発行政策や残高管理政策が実証的に分析されているのである。

ところで、資金調達コストの最小化とリスクの抑制は、両立しない背反関係にある。資金調達コストの最小化を優先すれば、リスク抑制が困難となる。リスクの抑制を優先すればコスト最小化が困難である。単純な例をあげて説明すると、イールド・カーブが右上がりの時、短期債を発行するほうが長期債を発行する場合より金利コストが低くなる。しかし、短期債を発行すると、長期債を発行する場合より借換を頻繁に行わなければならないため、マーケット・リスクと借換リスクが大きくなる。つまり、純イールドという、一般に正常とみなされる状況下でコスト最小化の目的を優先するとリスクは高まってしまうのである(この点に関しては、本章の付論で詳細に論じている)。いずれの目的を優先するか、現実の国債管理政策を検討する場合の重要な課題となる。

そこで、1990年代以降の日本の財政政策の推移をとりあげ、国債管理の何れの目的が優先されるべきか、検討をすすめていく。

著者の実証分析によると、国債発行による民間需要刺激効果は皆無だとし、つぎのように述べている。「公共投資が短期的に民間需要を刺激する効果は80年代までは大きくかつ速やかに現れていたのに対し、90年代を分析期間にふくめると、その効果は小さくかつ穏やかにしか現れない」(7頁)。90年代以降、史上空前の国債が増発され大型経済対策が実施されたが、民間

需要刺激効果が皆無であったのは何故だろうか。一つには、公債の中立命題であり、もう一つは非ケインズ効果の帰結だとする（8頁）。非ケインズ効果とは、特定の財政状況や経済環境の下では財政拡大が民間需要を減少させ、逆に財政再建が民間需要を喚起する現象である。著者は実証分析によって、「90年代以降の財政政策に対する経済効果を考えると、日本で非ケインズ効果が現れている可能性が高い。つまり、国民が増税負担の先送りができないのではないかと考えるほど日本の財政事情は悪化しているのである。したがって、まず、財政再建が最優先されなければならない」（18頁）として、公債の中立命題と非ケインズ効果の二つが両立していたと分析している。OECD諸外国では非ケインズ効果に関する理論・実証研究が精力的に行われているが、この分野における日本での先行研究はすくない。著者の実証分析は先駆的研究といえるだろう。

国債発行額の決定は国債管理政策の課題ではないが、財政悪化は国債の金利動向に大きな影響を与える。すなわち、リスク・プレミアムが顕在化することになる。リスク・プレミアムについては、すでに「98年末ごろから日本国債に対するリスク・プレミアムが顕現化した」ことが実証分析によって明らかにされている（21頁）。今後の問題としては、大量の借換債発行が続き、また、財投改革と郵政民営化によって民間部門で消化しなければならない国債が増加するが、「民間部門で消化しなければならない割合が上昇すれば、市場は現状以上に金利に対するリスク・プレミアムに敏感になる」（24頁）。

以上の分析を通して、著者は次のように結論を導いている。「今後、市場はリスク・プレミ

ムに対して非常に敏感になると予想される。リスク・プレミアムがどの程度付されるかは今後の財政政策次第だが、前述したように日本経済に非ケインズ効果の兆候がみられ、財政政策による民間需要の刺激効果がほとんど見受けられない以上、財政再建は避けられず、またそれが日本経済復活の道であろう。そこで、仮に今後財政再建が進むとしたとき国債管理政策はどうあるべきか。財政再建が国民による将来の増税に対する不確実性が減少する結果、正の非ケインズ効果により民間需要が回復し、さらに拡大すれば、それは金利上昇圧力として働く。しかし、一方で新規国債の発行抑制は金利上昇の緩和要因となる上、何よりも財政再建が市場で信任されれば、リスク・プレミアムがかなり抑えられるであろう。したがって、財政再建を前提としたとき、財政再建自体が国債管理上のマーケット・リスク、借換リスクなどのリスクを抑制するよう働くのであるから、国債管理政策の目的はコスト最小化に置くべきである」（24頁）。しかし、他方で、「財政再建が進まなかった場合には、市場は国債金利に対して相当のリスク・プレミアムを要求すると考えられ、借換債も含めた国債発行は高金利で行わなければならないことになるだろう。その場合、将来の課税負担はかなり上昇することになると予想されるため、国債管理政策の主目標はリスク抑制に置かざるをえない」（24～25頁）。

本章の結論にいたる論理構成をみると、著者の主張は、財政再建を前提として国債管理政策の目標はコスト最小に置くべきである、と見ることがができる。すなわち、非ケインズ効果が実証されているのであるから、この前提にたつて国債管理政策の目標を考える事が今後の課題ということになる。以下の章では、国債管理政

策の目標を念頭において発行政策や各国の残高政策の制度比較、そして日本への示唆が論じられている。

第2章 最適満期構成の理論的考察

一新発国債の需要と供給一

国債管理の目標は資金調達コストの最小化とリスクの抑制にあったが、この章では、国債管理の目標を達成するための最適満期構成の理論的分析が行われている。本章の構成をみると、まず、政府の予算制約に基づき、国債発行に係わるコストとリスクの合計が最小となる最適満期構成を導出している。次に、標準的なポートフォリオ理論に基づき、新発国債への投資に係わる投資家の効用が最大となる需要ベースでの最適満期構成を導き出す。続いて、政府の最適供給と投資家の需要に基づいて満期構成の均衡経路を導出し、短期債と長期債が需給で不均衡となった場合に政府がどのような発行政策を採るべきかを分析して、最後に今後の課題をのべている (33~34頁)。

本章では、この分野における先行研究を検討して分析手法に著者の修正を加え、綿密な理論分析に相当のページを割いている。そして、結論を次のように要約している。

「分析から得られた重要な結論は、財政事情が悪化がしている、または、それが将来予想される場合でも、政府は需要を考慮して短・中・長期債の発行構成比を決定すべきということである。経済成長の鈍化や国債発行の増大など現在または将来の財政事情に対する不確実性が増す場合、各国債の価格を所与として需給ギャップを考えなければ、政府は長期債の発行比率を上昇させることがリスクとコストの面から最適な政策である。一方、投資家は短期債への投資

比率を上昇させることが最適な選択となる。しかし、この満期構成の需給ギャップにより長期債価格(金利)に係わるリスク・プレミアムが大きくなる場合には、政府は財政再建に対する信頼を維持することによってそのリスク・プレミアムを抑え、更には市場による長期債の消化不良を回避するためにも、政府は需要に合わせて短期債の発行比率を上昇させるように維持すべきである」(56~57頁)。

第3章 国債発行政策の日米英比較

日本では国債大量発行が継続しているが、国債の大量発行を前提としたとき、国債管理政策の目的を達成するために発行政策は如何にあるべきだろうか。この目的を達成するには、国債発行が流通市場を攪乱しないことが必要である。流通市場が攪乱すれば借換リスクが増大し、そのリスクを補うために発行金利に大幅なリスク・プレミアムが発生するからである。かかる視点から、本章では、日・米・英の発行政策の国際比較を行い、日本の発行政策の問題点と望ましい政策を検討している。

発行政策は二つの側面から検討されている。ひとつは、どのような制度的枠組みで国債を発行するかという発行制度の問題である。もうひとつは、調達必要額をどのような国債商品・国債種類(割引債、固定利付債、物価連動債など)の組み合わせ、および年限構成で調達するかという発行政策である。

本章の構成をみると、まず、発行制度を取り上げ、ついで国債種類を取り上げ、その上で国際比較により日本の政策について分析している。

日本の発行制度の問題点として、これまで次の諸点が指摘されてきた。①シンジケート団制

度のあり方, ②リオープン方式の拡充, ③入札日前 (WI) 取引の導入, ④入札方式の統一化, ⑤入札結果発表時間の繰上げ, ⑥入札日から発効日までの期間短縮。これらの課題解決は、何れも発行市場の透明性を高め、流通市場を強化する。これらの課題については順次解決され、リオープン制度 (01年3月)、定例リオープン (07年2月)、WI 制度 (04年2月)、プライマリー・ディーラー制度の導入 (04年10月)、シ団引受制度の廃止 (06年4月) などの改善が進められた。プライマリー・ディーラー制度等について日・米・英と詳細な比較をしているが (図表3-1)、日本の発行制度は米・英と殆ど同じ制度になったことが理解できる。

国債種類についても同様で、詳細を極めた日・米・英の商品性比較 (図表3-2) は、年限・ベンチマーク年限・発行頻度・銘柄数・発行残高・最低入札額および単位が比較されている。こうした図表作成には、相当の時間とエネルギーを要したことであろう。

国債種類を取り上げたところでは、保有構造に焦点をあて満期構成別の保有構造、部門別の保有構造の特徴を詳細に分析比較している。しかし、この箇所の著述については疑問や異論があるので、節を改めて検討する。

本章の結論を要約すると、次のようになる。まず、発行制度については、2001年当時は、日本の発行市場の枠組みや商品性は米・英に劣っていたが、その後の改革の積み重ねで、今日では殆ど遜色の無い発行制度が確立した。発行政策をみると、イギリスが短・中・長期債のバランス発行を基本としながらも長期債の発行に重点が置かれているのに対して、米・日は短期債に重点が置かれている。国債の投資家については、各国とも発行政策と整合しているが、因果

関係は必ずしも同じではない (109頁)。

第4章 国債発行政策と金利の期間構造

この章は、国債発行政策と金利の期間構造に関するモデル分析である。著者は、国債発行政策 (国債の種類及び年限構成) と金利の期間構造には、経済の安定を重視する発行政策をとるか、中立性を重視した発行政策をとるかによって、因果関係は異なると考える。すなわち、経済の安定を重視した発行政策であれば、その目的を達成するような発行政策が期間構造を変化させる、または期間構造に応じて発行政策が決定もしくは影響されるといった形で、発行政策と期間構造との間に何らかの影響があるはずと考える。一方、中立性を重視した発行政策であれば、中立性の定義から、発行政策と金利の期間構造との間の因果関係は極めて弱い、または、存在しないと考える。こうした考えに基づいて、1997年から2004年にかけてのイギリスとアメリカを分析の対象にとりあげている。日本はモデル分析に必要なデータが公表されていないので、分析対象から除外されている。

モデル分析はCampbell and Shiller (1991) のモデルに国債の満期構成を組み込む形でモデルを拡張し、実質金利の期間構造と発行政策の関係を考察している。

モデル分析は長文で詳細を極めているが、分析の結果、イギリスとアメリカで各々以下のような特徴を見出すことができたとして、著者は次のように要約している。

「イギリスにおいて、発行構成比は、短期的には期間構造に影響を与えず中立的であるが、長期的には期間構造の中期及び長期の部分に影響を与えている。……総じてみれば期間構造の変化は発行構成比に影響しているとは言えな

い。

アメリカの場合、発行構成比はイギリスと同様、短期的には期間構造に影響を与えない。しかし、長期的には期間構造全体にわたって強く影響を与えている。……発行政策を通じて長期的に期間構造を変化させようという財政当局の意図が窺える。以上の特徴は……アメリカでは経済の安定化、イギリスでは中立性に重点を置いていることが期間構造との関係からも確認された」(167～168頁)。

今後の課題は日本を対象とした同様の分析であるが、このためには実質金利に関するイーロード・カーブのデータの整備が必要であると結んでいる。

第5章 国債買戻政策の日米英比較

この章を含む7章までは、国債残高管理政策に係る諸制度の分析である。日本は膨大な国債残高をかかえ、国債の借換など国債残高の管理に取り組みねばならない。ところが、財投改革や郵政民営化によって政策的な国債消化装置が消滅してしまった。また、金利正常化によって、今後、国債金利の上昇が予想される。国債金利の上昇は財政負担を一挙に増加させて財政制度は危機的状況に陥るであろうし、既発国債は暴落する。それだけに、膨大な国債残高の管理は最重要な問題となってくる。著者には、このような危機感があり、国債残高管理政策の国際比較を試みて、そこから教訓を得たい、というのが5章から7章までの課題となっている。

残高管理の手段として、日本では金利スワップ取引と国債整理基金等による国債買入償却がある。金利スワップ取引とは異なる種類の金利を一定期間にわたって交換する取引であり、国債管理に係わる金利スワップ取引は2002年6月

の証券決済システム改革法の中で国債整理基金特別会計法の改正により実現可能になった(171頁)。しかし、この金利スワップ取引は国債管理上発生する様々な金利変動リスクをヘッジすることを基本的な目的とするものであり、残高管理の観点からは補完的な手段と考えられている(172頁)。買入消却は満期到来以前に国債を買い戻す制度で、一般に買戻制度と言われている。

そこで、この章では買戻政策をとりあげ、日米英では買戻政策をどのように活用しているか、買戻し制度の目的に対してどの程度の成果をあげているか、原資料に基づき詳細に検証している。

まず、買戻の主たる目的は国債市場の流動性向上にあるとした上で、日・米・英の制度比較が行われ、実施状況や目的に対する成果の検証が行われている。次いで、英米における買戻政策は、市場流動性の向上・償還平準化を含む満期構成の調整や管理・余剰資金の管理・ストリップ適格債の創出などに活用され、両国の成果は異なる点があっても、市場流動性の維持・向上のために活用されている、との結論を導いている。

ところが、日本の場合、英米と対比して買戻政策の目的が極めて限定されている。国債整理基金による買入消却が実施されたのは2003年2月からであり、その目的は2008年度に集中している普通国債償還の平準化のためであった(224頁 図表5-3)。2006年までの買戻政策は、国債市場の流動性向上ではなく、2008年問題を解決するためであったが、2006年の『債務管理レポート』や『国債ニューズレター』によると、この問題はすでに解決したとされている。そして、今後の買戻政策は国債市場の流動

性維持と向上のために活用すべきと述べられている。

日本の場合、買戻政策による国債市場の流動性向上が今後の課題になるだろう。しかしながら、大量の国債を増発せねばならない財政の現状を見ると、買戻政策以外の債務負担軽減策を考える必要がある、と著者は主張する。その方策のひとつとして、非市場性の年金国債の発行を次章において提言するのである。

第6章 国債残高管理政策としての年金国債導入

膨大な長期政府債務・国債残高を軽減するには、いかなる政策が望ましいか、本章ではこの問題が取り上げられ、注目すべき具体的な提言が行われている。ここでは、まず、政府債務の軽減策にはどのような方策が考えられるかを検討し、それぞれの軽減策の限界を検討した後、非市場性の年金国債の導入を提言している。本著後半部分の中核なので、やや詳しく、論理構成をみていきたい。

債務負担の軽減策の一つとして、国債残高の削減を目的にした減債基金制度が考えられる。英国では18世紀から20世紀半ばにかけて3つの減債基金を設置することによって債務削減を試みたが、いずれも失敗した。失敗の原因は政府剰余金の範囲に限られていること、剰余金は財政黒字が前提であり、財政赤字が継続している時には、減債基金による債務軽減は不可能、というものである(231頁)。今日の日本も同じ現状である。

次の方策として、利払費の軽減策が考えられる。英国では18世紀半ばに有名なコンソル公債の3.5%から3%への低利借換が行われた。しかし、この借換は「ジョンブルは母国のために命

を捧げることはできても、3%には我慢できない」といわれるように失敗に終わっている。アメリカでは、借換リスクを軽減するため国債平均残存期間を長期化する政策がとられたが、60年代のツイスト・オペレーションにみられるように、この政策の有効性には疑問が残されている。日本では、超低金利が継続しているから、低利借換による債務負担軽減策の余地はない。

償還年限の長期化による債務負担の軽減も考えられる。しかし、現在の日本の国債需要構造を前提にすると、やはり、債務負担の軽減策としての実効性は小さいと考えざるを得ない。

これまでの政府債務負担軽減策には限界があった。そこで著者は、日本において年金国債、わけても非市場性の年金国債の導入を提言する(235頁以下)。

年金国債とは、満期時に元本の一括償還がない代わりに利子と共に元本の一部も每期償還され、満期までに債務元本が徐々に消滅していく国債である。キャッシュフローは一定だが元本が消滅する点に特徴がある(図6-1参照)。

年金国債のメリットは、まず、発行者にとっては元本の一部が強制的に償還されるため減債基金と同様の債務削減効果がある。投資家にとっては、毎半期に元本の一部が払い戻されるため信用リスクが軽減され、確定利付を重視する投資家にとっては好適であり、他の商品と比較して金利変動リスクも少ない。

しかしながら、年金国債はbuy and hold型の商品であるから、流動性に最大の難点があり、このため機関投資家は年金国債をポートフォリオに組み込む事が困難である。

以上を要約すると、年金国債には減債効果があるため発行体にとっては債務負担が利付国債発行より軽い、キャッシュフロー構造が高齢化

社会に適合している等のメリットがあり、現在の日本に正に適した国債といえる。反面、その発行には過小流動性といった問題もある。この問題を回避する方法として、年金国債を非市場性国債として発行することが考えられる (244頁)。

年金国債を非市場性国債として発行することが望ましい理由として、次の点を挙げる事ができる。まず、発行残高に占める非市場性国債の割合は、英国では23.1%、アメリカでは49.4%に達する。ところが日本の場合、非市場性の国債は驚くほど僅かです、3.1%に過ぎない (248頁)。次に、国債の保有構造を考えた場合、日本で非市場性国債の発行を拡大することが望ましい。公的部門の国債保有、わけても公的年金基金の国債保有が激増しているが、公的年金基金は市場性国債で運用されている。日本の非市場性国債は個人部門向けに限定されているのである。他方、英国では公的部門の保有する国債の73.7%が非市場性国債である (249頁)。米国の場合、社会保障信託基金など政府が管理する信託基金の余裕金は原則として非市場性国債で運用する事になっている。残高の内訳を見ると、保有残高の大きい基金は連邦老齢・遺族保険信託基金、連邦職員退職基金、連邦入院保険信託基金、連邦障害者保険信託基金であり、総残高の半分以上を社会保障信託基金が保有しているのである。(249~250頁)。

以上の分析から、日本では公的部門による国債保有が高いこと、英米では公的基金の運用が非市場性国債によって運用されていることを考えると、日本において年金国債を非市場性国債として発行することが望ましく、発行対象として政府部門および家計が適当である、と提言している (250頁)。そして、超長期の非市場性年

金国債の導入は、日本の財政再建及び債務負担の軽減に大きな効果をもたらすから、その導入を早急かつ真剣に検討すべきである、と結論づけている。

第7章 非市場性国債の活用

この章は、前章の補論である。取り上げられているテーマは、英米の非市場性国債の制度を検討し、非市場性国債として如何なる国債があるか、その国債にはどのような特徴があり、メリットがあるか、を比較している。

まず、貯蓄国債をとりあげて英米比較を行い、次いで、政府部門向け非市場性国債の英米比較、財政への影響度、市場への影響を分析している。

最後に、前章の結論を繰り返し、次のように本章を結んでいる。「日本における政府部門向け非市場性国債の発行について考えてみよう。政府部門向け非市場性の引受先として考えられるのは、第6章でも指摘したように社会保障基金の公的年金であろう。06年9月末時点での残高は218.3兆円であり、そのうち58.0兆円を国債(財政融資資金特別会計国債を含む)で運用している。一方、04年度の財政再計算によれば、公的年金の残高は45年度まで拡大し、その後減少に転じる見通しである。したがって、今後、市場性国債の供給圧力を緩和するためにも公的年金の運用に対して非市場性国債を発行してはどうだろうか」。

3. 本書の視点と貢献

本書の視点は、日本国債の現状に対する強い危機感であり、この危機を回避するには、如何なる方策が考えられるか、という使命感であ

る。だが危機を声高に強調するのではなく、冷静に現状を分析し、危機回避の方策を模索している。

日本の国債市場を取り巻く環境は、今日、大きく変化している。財投改革と郵政民営化によって、言わば国策的な国債消化装置は消滅した。バブル崩壊後の国債増発部分は、郵便貯金や簡保資金、一般政府によって消化されてきた。公的部門の国債保有は圧倒的で、評者の計算によると、2001年第4四半期は40.3%、2006年第4四半期は43.6%に達した。ところが、財投改革によって財政融資資金の国債引受はなくなり、郵政民営化によって公的金融機関による国債引受は激減し、2008年第1四半期の公的部門の国債保有は13.3%にまで減少したのである。更に、金利正常化によって、今後、将来に亘って現在の低金利が継続するとは考えられない。ゼロ金利政策の解除によって国債金利の上昇が予想される。

国債市場を巡る環境が大きく変化している今日、持続可能な財政制度の維持がますます困難となっている。国債発行残高を如何にして軽減するか、国債費を如何にして軽減するか、金利リスクを如何に回避していくか、こうした課題を考えていかねばならない。著者は、国債管理政策の定義から出発するのではなく、国債市場の現状を直視して、国債管理政策の目標を明確にし、目標実現のための理論分析と実証分析を行い、その上で、課題解決のための政策提言をおこなっている。

本書の貢献は、まず、1990年代後半以降の国債制度を分析し、詳細に亘って日・米・英の制度比較を行っている点である。1990年代後半以降、日・米・英の国債制度は共に大きな変化をとげている。日本では10年国債のシ団引受発行

は遂に廃止され、プライマリー・ディイラー制度が導入され、国債の公募発行方式が完了した。5年利付国債の発行は長年にわたる課題であったが、長短金融分離原則の撤廃によって可能となり、今日では5年国債の新規発行額は最大で、5年債の発行により国債のイールド・カーブも正常に形成されるようになった。その他、非市場性国債や超長期国債・物価連動国債の発行、WI制度やリオープン方式の導入、国債の金利スワップ等、およそ10年前には考えられなかった制度変更が相次いでいる。重大な制度変更が行われているにもかかわらず、これまで各国の制度を比較研究した解説や研究書は皆無であった。

著者は各国の制度を比較検討するに際して、日本については各種審議会等の報告書を精読し、米英については最新の資料を渉猟し、多くの資料作成によって解説や実証分析を行っている。図表や資料をみると、安直なデータのコピーではなく、原資料を読み込み、問題意識を持って図表を作成している。作成された図表をみると、一枚の表を作成するためどれほどの時間を要したであろう、と思わず考えさせられた。著書のサブタイトルは日米英の制度比較となっているが、単なる比較ではなく、日本の問題を解決するため、米英の制度を比較検討しているのである。

第二は、非ケインズ効果の実証分析を行っている点である。バブル崩壊後、巨額の財政資金による大型経済対策が相次いだが、国債増発の経済効果は無かった。今や常識ともなっている問題ではあるが、この点に関する実証分析は乏しい。諸外国では非ケインズ効果に関する実証研究が積み重ねられ、この研究成果が現実の財政政策に反映している。ところが、世界に類

を見ない国債発行残高を抱えている日本では、何故か、この分野の研究成果は極めて貧弱である。

国債発行額の決定は財政政策の課題である。従って、財政膨張と無制限国債発行が続けば、如何に立派な国債管理政策であっても、国債管理政策の余地など全くない。国債管理政策は健全財政を前提にしている。さればこそ、国債管理政策を論じるに際して、この点を強調しておかねばならない。健全財政という前提条件を欠いたところでは、国債管理政策の重要性を強調しても意味が無いからである。

だからと言って、財政健全化が完了するまでは、国債管理性政策の余地が無い、と言うのではない。著者の強調する「資金調達コストの最小化とリスク抑制」という国債管理政策の目標は相反する要求であるが、財政制度に対する国民の信任、言い換えれば、財政再建に取り組む政府の強い意思表示がキーポイントである。この分野における著者の研究成果が今後の財政政策に反映することを願わざるをえない。

第三の貢献は、政府債務を如何にして軽減するか、この点に関する提言である。

政府債務を軽減する方法として、これまで、残高の軽減対策として国債買戻政策（減債基金制度）、国債費軽減対策としての国債低利借換や償還年限の長期化などが諸外国でも実施されてきた。日本の場合、長期国債の償還が集中する2008年問題の対応策として国債整理基金特別会計等による長期国債の買戻しが2003年2月から実施され、今日では国債償還額を平準化するための2008年問題は解決を見た。しかし、国債増発が継続している限り、国債買戻政策は国債残高を軽減するための政策にはなりえない。低利借換や償還期限の長期化も、超低金利が継続

している今日の日本では実効性に乏しい。

そこで著者は、年金国債、わけても非市場性の年金国債の導入を提唱する。年金国債とは、満期時に元本の一括償還がない代わりに利子と共に元本の一部も每期償還され、満期までに債務元本が徐々に消滅していく国債である。減債基金と同じ効果をもつ国債であり、諸外国では以前から導入されている。

年金国債の最大の問題点は流動性にある。年金国債は本質的に buy and hold 型の商品である。ならば、この国債を非市場性の国債として発行し、公的年金資金向けに発行すればどうか、という提案である。

年金国債は減債基金と同様の効果があり、キャッシュフローの構造が高齢化社会に適合しているというメリットがある。年金国債は非市場性に問題があったが、日本では非市場性の国債発行額は少なく、今日までのところ、発行残高の3.1%に過ぎない。他方、米国の非市場性国債は残高では約50%、英国でも約23%に達している。そして、米英の公的部門、わけても年金基金は非市場性国債で運用している。

日本の国債保有構造をみると、社会保障基金（主として公的年金）の国債保有額は激増を続け、評者の計算では2001年第4四半期の保有額は25.7兆円であったが、2008年第1四半期では78.4兆円と保有額は3倍に増加し、保有比率も5.7%から11.3%に急増している。ところが、日本の公的年金は市場金利の国債で運用され、その上、今日では株式による運用も検討されているという。政府債務の軽減策を考える時、公的年金制度のあり方を考える時、そして、国債の金利リスクを考える時、著者の提唱する非市場性の年金国債の導入に強い共感を覚える。著者の提唱する非市場性の年金国債は大きな説

得力があり、その導入が期待されるのである。

4. 本書の感想

本書の感想を別の角度から述べてみたい。本書を通読して感じた点は、まず、論理構成が明快だという点である。本書は書下ろしではないが、全編にわたり一本の筋が通って、大著にもかかわらず、前後の章別編成に飛躍がない。その理由を考えてみると、まず、国債管理政策の定義と目的を切り離し、国債管理政策の目標にターゲットを絞って、近時における各国の国債制度を比較検討しているからだと思う。我々の習性として、定義から出発して具体的な問題を考えなければ安心できないところがある。だが、国債管理政策を定義する事は困難であり、そもそも国債管理政策を厳密に定義することにどれほど積極的な意味があるのか、かねてより疑問に思っている。日本の国債管理政策の研究を振り返ってみると、国債管理の定義にこだわったから、現実の重要な問題を見落としてしまった。著者は国債管理政策の定義を検討しながらも、厳密な定義に拘束されることなく、当面する国債管理政策の課題を重視して、国債管理政策の目標とは何か、この視点から研究をはじめている。

国債管理政策の目標を明確にして、この視点から日・米・英の制度を検討すれば、新たな国債制度が国債管理政策の目標をどの程度まで達成できたか、制度の検証が可能であり、また、各国の制度に内在する問題点を一般的な視野で検討することができる。問題点を摘出できれば、ここから必然的に policy oriented な議論が可能となってくる。本書は大著の学術研究書であり、簡単に読了できる性質の書物ではな

い。にもかかわらず、論理構成が明快であるため安心して読み続けることができる。こうした意味で、本書は成功していると思う。

本書を読んで不満を感じた点や疑問に思った点を拾い上げてみると、一つは第3章で論じられている発行政策に関する各国比較の問題についてである。日米英の国債発行を比較するに際して、対象とする国債を市場性国債に限定して非市場性国債を除外している点である(88頁)。日本の非市場性国債は家計部門向けに限定され発行額も僅かであるが、米国の非市場性国債の発行額は市場性国債の約50%、英国の場合は約23%に達する。後編の6章、7章では非市場性国債の特徴について言及されているものの、なぜ、発行政策を論じた3章で非市場性国債が除外されているのか、その理由がわからない。非市場性国債を除外すると、国債保有構造の各国比較が不可能になる。

発行政策に関しては、年限別発行構成も論じられているが、年限分類に問題があると思う。著者は短期、中期、長期と区分して、短期は1~7年、中期は7~15年、長期は15年超と分類している(89頁)。米英だけを問題にするのであれば、この年限区分が自然なのだろう。だが、日本の国債市場を考える時、この区分では5年利付国債の問題がすり抜けてしまう。日本では、長らくの間、5年利付国債を発行することが不可能であった。なぜなら、長短金融分離の金融行政によって5年物の利付金融債と利付国債の競合を回避する政策が取られてきたからである。5年利付国債の発行は発行者にとっては悲願であり、金融市場にとっては正常なイーロード・カーブを形成するため、5年利付国債の発行が待望されていた。日本で5年利付国債が発行されるようになったのは、長短金融分離原

則が放棄されたからである。日本の国債市場の年限構成を論じる場合、5年利付国債は最も重要な問題点である。著者は95頁で5年利付国債に言及して、1999年度から5年利付国債が発行されるようになったのはベンチマーク債の確立のためと述べている。だが、発行政策の問題としては、この時点まで5年利付国債を発行することが不可能であった点をこそ問題とすべきである。

疑問に感じた点は、国債の保有構造についてである。著者は日銀の資金循環統計によって国債保有構造を表3-8、表6-2で分析している(105頁、245頁)。疑問に感じた点は、二つの表で取り上げている公的部門と中央銀行の分類についてである。著者は中央銀行を公的部門に分類し、中央政府等の中に含めている。おそらく著者は、中央銀行は政府の銀行であるから中央銀行を公的部門に分類したのだろう、と推測できる。だが、中央銀行は銀行の銀行でもあり、金融政策の担い手である。公的部門と民間部門を区別する基準については、必ずしも社会通念が確立しているわけではないが、日銀は資金循環統計を作成するに際して公的機関に関する分類基準を定めている。すなわち、資金循環統計で公的部門とは、①公的金融機関、②公的非金融法人企業、③一般政府であり、③の一般政府には中央政府、地方公共団体、社会保障基金としている(日本銀行調査統計局『資金循環統計の解説』2005年 16頁)。そして、中央銀行は独立した扱いで、預金取扱機関の中に分類されている。日銀の資金循環統計に基づいて国債保有構造を分析するのであれば、また、中央銀行の機能を考えれば、中央銀行は公的部門にも民間部門にも属さない独立した部門として分類すべきではなからうか。中央銀行を公的部門に含

めると、公的部門に内在する国債保有の問題点がシャープに浮き上がらない。

また、日銀保有国債が増加している点を指摘して、金融政策の遂行に伴って増加したと述べている(108頁の注29、247頁の注20)。なるほど、量的金融緩和政策の採用以降、2001年度から日銀保有国債は増加を続けている。ところが、量的金融緩和政策の解除後も国債買いオペ額は月間1兆2000億円と継続しているが、今日では日銀保有国債は減額の一途を辿っている。すなわち、日銀の国債保有額は2005年12月の93.9兆円をピークにして、その後は減額を続け、2008年3月には63.6兆円になった。一般に、日銀保有国債は増加の一途をたどっていると理解されているようだが、この理解は事実と反する。日銀保有国債が減額しているのは、日銀保有国債の借換方式が変更され長期国債は短期国債で借換られていること、短期国債は現金償還されていること、国債整理基金等による国債買戻政策に日銀が協力していることによる。図3-8が取り上げている時点は、1990年、1995年、2000年、2006年にすぎない。本書は1990年代後半以降の国債制度の変更を研究対象にしているのだから、保有構造を分析するに際して1990年代後半以降を重点におけば、こうした特徴を見逃す事はなかったと思われる。

望蜀の感を述べれば、国債市場の流動性向上に不可欠なレポ市場に関する言及がないことである。1990年代後半以降、レポ市場は日英で整備され、今日の国債市場はレポ市場によって支えられていると言っても過言ではない。債券ディーラーはレポ市場で国債引受資金を調達し、また、債券ディーラーは不特定多数の顧客に対応して、受渡に必要な国債と資金をレポ市場で調達しているのである。レポ市場は国債管

理政策の目標であるコスト最小化とリスク抑制に大きな貢献をしているのである。さらに、国債のローリング決済方式や RTGS、国債清算機関など、総じて国債流通市場にかかわる制度研究が無いのも残念である。

だが、こうした問題点があっても、本書のもつ価値を決して損なうものではない。本書は現状分析を通じて国債市場の問題点を冷静に分析

し、各国の制度比較を行って学ぶ点を明らかにし、日本の国債市場の危機を克服するための政策提言を行っている。評者の読み違いや深読みがあれば、お許しを願いたい。改めて著者の真摯な研究姿勢に敬意を表すると共に、本書を広く推薦する次第である。

(当研究所特別嘱託研究員)