

「国債管理の歴史と教訓」

(1) 英国の努力と工夫

今回の世界的な金融危機に際し、先進国政府・中央銀行は協調して、金融市場への流動性供給や財政支出の拡大などに乗り出した。ところがそうした拡張的なマクロ政策に伴う財政赤字増大がどんな副作用をもたらすのかを考える間もなく、09年10月に政権が交代したギリシャで、国家財政の実態が厳しいことが明るみに出た。これを引き金に同国で債務危機が発生。次なる金融危機につながる可能性が出てきた。欧州中央銀行(ECB)や国際通貨基金(IMF)、先進国政府の協力もあって現在は小康状態にあるが、国家の債務危機が金融危機を招いた例は歴史上多々あり、予断を許さない状況にある。

本連載の目的は大きく二つある。まず国債を巡る歴史的なエピソードをたどり、国家の債務危機がどう起こり、どう回避されたかを理解し、現在の債務危機への対策の鍵を見つけたいということである。第二に、失敗は発明の母というのが、政府の債務危機が金融業あるいは金融市場をどのように改革していったかという観点で歴史を振り返ることだ。

現在、金融危機は大災害の後始末ととらえられ、政策当局者や政治家は、後ろ向きの処理としての金融規制の必要性を強調しているように見える。しかし、したたかなマーケットの参加者は次の金融商品や金融取引の方法を考案し、それをいかに魅力的な商品に仕立て上げるかに総力を傾けているはずである。歴史的に見ると、本連載での焦点となる英国政府は、国債という金融商品をいかに発行し、流通させ、そして国債費を削減できるかに腐心してきた。その過程で、利払日の統一、取扱機関の限定、国債流通市場の形成、相場情報の伝達など、国債・公債を巡る様々なインフラ整備が行われてきた。また同時に、多様な国債をまとめてコンソール債(永久債)に統一し、国債流通量を増やし、安定的な金融資産としての国債の立場を高めた。

こうした努力と工夫によって、英国は世界の資本主義の中心としての機能を強化してきた。19世紀以後、大英帝国として世界に君臨したのは、産業革命につながる諸発明が英国で起こり、石炭が豊富に採れたという理由だけではない。そのことを本連載で考えたい。

「国債管理の歴史と教訓」

(2) 徴税権が裏付け

国債という金融商品は国家が発行する債券であり、通常は定期的、例えば年2回利子を支払い、満期に達した時点で元本を返済することを約束した国の借金の形態である。

国債が発行される前には、国王の私的借金という形をとったが、これは返済されることもあれば、返済されないこともあった。国王が借金をする主な理由は対外戦争にあったが、国王が借金を返済できるのは戦争に勝って何らかの戦利品を取得した場合で、負けた場合には返せないことが多かったからだ。

歴史上、どこで国債が初めて発行されたのかは、国債の定義によるが、イタリアの都市国家であるジェノバ共和国やベネチア共和国で12世紀中ごろに近代的な国債が発行されたという記録が残っている。

国王の借金から国家の借金へなぜシフトしたのか。富田俊基・中央大学教授が著した『国債の研究』(2006年)によれば、国王には寿命があり、王位継承者も不確定であるのに対し、国家あるいは議会は恒久機関で、国王より信用力が高いと考えられた。このため、債務を累積してきた国王は、新たな借金の手段として、議会に税源と債務を委譲し、その管理をまかせるようになったからではないかと富田教授は推測している。

実際に、ジェノバ、ベネチア、フィレンツェなどのイタリア諸都市国家、あるいはドゥエー、カレー、アムステルダムなど現在のフランスやオランダ領内の諸都市国家では、国債の利払いに対し個別の恒久税収を確保してデフォルトリスクを軽減に努め、その結果、低い金利で資金調達ができるようになった。国債の形態としては、永久年金型国債、終身年金型国債、無税国債など多様であった。

当時の国家の借金の基本的な考え方は、借金の期限は決めずに、利子を払うことを約束し、まとまったお金ができた時点、あるいは金利低下局面で償還するというもので、基本的には国が償還の時期を自由に設定できる償還権付の永久国債という形が多かったとみられる。高度な仕組み債のように聞こえるが、この方が当時としては自然であったようだ。

また、債権者は、貴族や徴税請負人、商人など富裕層であり、彼らにすれば、国債を保有することで、家臣や家族に対して支払うキャッシュフローとしての利子所得を得られるということが魅力であったのであろう。

国債は、議会を中心に強い徴税権を持った国家が初めて発行できるもので、近代国家への試金石となる制度であると解釈できよう。

「国債管理の歴史と教訓」

(3) ロンドンが中心に

中世の金融業の中心はイタリア・フィレンツェのメディチ銀行やベチアのリアルト銀行などだったが、17世紀以後はスペイン領ネーデルランド連邦(現在のオランダ)の諸州、とりわけアムステルダムが国際的な金融センターの地位を占めるようになった。1609年にはアムステルダム為替銀行が設立され、外国為替の決済に必要な高品質の貿易用貨幣を供給した。また、この銀行の機能を通して、アムステルダムが国際的な金取引や欧州の多角的決済の中心地となった。

そのアムステルダム取引所は1602年にスタート。同年に設立された東インド会社の株式の取引をはじめ、貿易手形、債券、先物取引、信用取引、空売りなどの取引手法が開発された。さらに1719年には、英国をはじめとする諸外国の債券と株式が上場され、価格情報が公開されていた。

1500年から1815年におけるオランダ経済の発展を分析した、J・ド・フリース米カリフォルニア大学バークレー校教授と、A・ファン・デア・ワウデ元ワーヘニンゲン大学教授の共著、「最初の近代経済」(2009年)を見ると、オランダが英国に先駆けて、近代資本主義経済を体現していたことがよくわかる。

このオランダの地位をロンドンが奪い取る契機となったのが、1688年の名誉革命である。すなわち、英国議会在が支持したオランダのオレンジ公ウィリアム3世が英国国王に即位し、ジェームズ2世はフランスに亡命した。議会在が国王を招請するという構図からも明らかなように、議会在は財政規律を守るよう国王を説得し、実際に国王の借り入れには議会在の承認が必要となった。

同時に、ウィリアム3世はオランダの最先端の金融知識をもった顧問や金融業者をロンドンに連れてきた。名誉革命以後、オランダ人銀行家と彼らのパートナーたちの信用を得たことが、英国の国債制度の確立に決定的な役割を果たしたといわれている。例えば、1739年時点で、オランダ人の保有する英国国債は32%に上っていた。英国の国債市場が、当時、最先進国であったオランダからの資本によって支えられていたということは明記しておきたい。

名誉革命でもたらされた金融革命は今でいえば金融ビッグバンといえよう。それは、P.G.M. ディクソン英オックスフォード大学講師が1967年に著した「英国の金融革命1688-1756年」(未邦訳)に詳しいが、次にその金融革命の内容について見ていきたい。

「国債管理の歴史と教訓」

(4) 英国の金融革命

名誉革命直後の1688年から1697年にかけてフランスとの間で大同盟戦争が起きた。その結果、財政支出は、それ以前の年200万ポンドから年500万～600万ポンドにまで跳ね上がった。それまで国王の借金に対して抑制的であった議会も国債発行を承認せざるを得なくなり、1692年に国債発行に関する法律が初めて議会で通過した。

この法律によって、オランダの資金調達方法に倣い、基本的には無期限ではあるが償還可能な年金型国債(富くじ付き国債も含む)が発行されることになった。これらの国債の金利は8～14%程度であり、同時期のオランダでの国債金利3～4%と比べるとかなり高い信用リスクプレミアムが付いていた。

また、1694年には大同盟戦争の財源調達法に基づき、イングランド銀行が創設された。イングランド銀行は120万ポンドの資本金を公募し、同額を政府に長期融資した。政府はその見返りに、年利8%と4000ポンドの管理手数料を支払い、資本金相当までなつ印手形を発行する特権を与えた。年利3%のなつ印手形は譲渡可能であり、銀行券として機能した。なお、金利の付かない銀行券は1716年以後、イングランド銀行によって発行されるようになった。イングランド銀行は国庫証券の流通管理も独占して行うようになり、国家の銀行としての地位を築いていく。

ロンドンにおける株式取引もウィリアム3世の時代にモスクワ会社と東インド会社への資金調達を目的に開始された。当初は会社の運営資金を、株式を発行することで調達し、株主には最終利益を分配するという共同出資型の株式会社の形態をとっていた。1695年には140の株式会社があり、シティにあるコーヒーハウスで株式取引が行われ、株価・商品価格も公表された。1697年には、ブローカー業に対する規制法が成立し、免許制度に従うことが求められるようになる。

前回取り上げたディクソン英オックスフォード大学講師の著書が主張するように、英国の金融革命は静かに、しかし着実に進行した。フランス国王が戦費調達に苦勞したのと対照的に、英国では国債の市中消化が確実に進めるまでに、市場の信認を得るようになっていった。その背景には、英国議会在が国家の意思決定の場として機能し、その決定に対して責任を持つようになったことが挙げられよう。そして、その決定過程を明らかにする透明性が維持され、言論の自由を認めたことが大きかったと言われている。

「国債管理の歴史と教訓」

(5) 株式転換とバブル

名誉革命後の大同盟戦争、そして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そ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3000万ポンド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、株価の上昇をあおった。その過程で、宮廷や国会議員などに株式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。

「国債管理の歴史と教訓」

(6) 画期的な整理統合

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法を国会で通過させ、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年にペラム首相によって導入された4%国債から3%国債への低利借換である。そのためにペラム首相は長期金利と短期金利を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ル債と呼ぶが、コンソル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おかれるようになったのである。

「国債管理の歴史と教訓」

(7) 低利借り換え

1803 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 年を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 年頃までの 50 年間は債務残高が 7.4~7.9 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だしたことである。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を創設され、実際、国債残高は 1.3 億ポンド削減された。

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。

「国債管理の歴史と教訓」

(8) 今後の方策は

これまで17世紀以来の債務管理の手法や歴史を見てきた。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)比で見て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実行さ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年代以後に発行した国債に関し、満期到来時点で永久国債に借り換えると国債費はどうなるか、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子率は最低でも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の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いう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。