

## 「我が国の国債管理政策の現状と課題」

北村行伸  
一橋大学経済研究所

### 要旨

本稿は我が国の国債管理政策の現状を概観し、国債発行の多様化と国債市場の発展が国債管理政策にどのような課題を与えるようになるのかを、海外の実情および研究成果をもとに展望したものである。2008年のリーマン・ショック以来、先進国が大幅な財政拡大政策をとった結果、それまで、発展途上国で起こっていた政府債務破綻のリスクがヨーロッパやアジアの先進国にも広がり、さらには世界経済の本丸であるG8諸国にもその影が忍び込み始めている。残念ながら、日本政府も債務破綻はあり得ないと言い切れる状況ではなくなっている。このような認識の下に、国債管理政策もこれまでの伝統的な手法を、国際的な市場重視の視点から見直し、日本銀行や金融庁との連携の確認や国債に関連した法的枠組みを整備することで、財政上の混乱や非効率性を排除する準備をしておくことが喫緊の課題になっていることを指摘しておきたい。

**キーワード：**国債管理政策、集団行動条項、国家債務再構築メカニズム、国際債務破綻処理機構

### 1. はじめに

国家財政では、税収やその他の歳入で歳出を賄うということが基本である。しかし、年によっては税収が予想以上に落ち込んで十分な歳入がない場合は、国債を発行して不足分を埋めることを認めている。しかし、これはいずれ返済されるべき借金であり、着実な返済計画をたてていかなければならない。

この返済計画に当たるのが、国債管理政策である。歳入不足がまれにしか起こらず、歳入超過が起これば、その余剰金を国債償還のための資金に充てればいいので、国債管理政策はそれほど難しいものではない。しかし、昨今の日本政府のように歳入不足が恒常的になり、債務残高のGDP比率が200%に迫ろうかという状況、国債債務返済にかかる支出が一般歳出の25%を超えるような状況になると、国債管理政策がよほどしっかりしていないと利払いの遅延や元本返済の削減などを起こす可能性が出てくる。むしろ、この状況で債務不履行を起こさずに済んでいること自体が、他国から見れば奇跡的なことかもしれない。その背景には、これまで日本は貯蓄大国と言われ、個人金融資産が1484兆円（2010年3月末）あり、923兆円を超える政府債務残高も問題なく国内で吸収してきたということがある。実際、国債の国内保有者シェアは95%を超えており、諸外国の国債保有者シェアの状況と大きく違っている。そしてこの事実が、国債管理政策を容易にできた最大の理由である。

本稿では、これらの経済環境が徐々に変化している状況下で、我が国の国債管理政策がどのように行われており、今後、どのような対策が必要になってくるかを、海外の事情を比較検討しながら論じることにしたい。

### 2. 我が国の国債管理政策の概要

政府債務残高は1991年のバブル崩壊以後増加しており、2011年1月末時点で923兆円に

達している（日本銀行統計）。この膨大な債務の大半は国債という形態での国の借金となっている。財務省では、①国債の確実かつ円滑な発行および、②中長期の調達コストの抑制、③我が国の金融・資本市場の発展、を国債管理政策の目標としながら、国債発行計画、償還計画の策定にあたっている。

このような国債管理政策の枠組みは国際的に見ても標準的なものである。しかし、我が国の国債市場は1990年代後半までは英米の先進的な国債市場と比べると、制度的にも、商品的にも、市場参加者層の厚みからしても、未発達であった。

このような事態に対して、2000年代に入り、我が国の国債管理政策は急速に整備されてきた。その目指すところは、真壁・玉木・平山（2005）によれば、①市場との対話の促進、②市場のニーズに即した国債発行、③競争的な市場の育成、④効率的な国債市場の育成、⑤多様な国債保有層の形成、⑥国債の安定的な消化の枠組みの整備、⑦国債発行当局の債務管理手法の整備、にあるとされている。

以下では、これらの点のうち重要な論点と思われるものについて見ていくことにしよう。

### (1) 市場との対話

国債市場の動向やニーズを的確に把握するために国債市場特別参加者会合、国債投資家懇談会、国債トップリテラー会議などを定期的に開催し、各方面からの意見を集約して、国債発行規模や発行タイミングなどを決めている。さらに、その時々市場動向や制度改革などに関する意見も聞いている。

さらに細かく説明すると、国債市場特別参加者会合は国債市場で一定の落札シェアを有する証券会社等に会員になってもらい、財務省と直接意見交換ができるということや、入札に簡易な方法で参加できるなどの特権が認められている。逆に入札において、応募額に達しない場合には、引き受け義務を課されている。これは基本的には国債ディーラーを対象にした会合であり、海外でのプライマリー・ディーラー制度に対応するものである。

国債投資家懇談会は都市銀行、ゆうちょ銀行、生命保険会社、損害保険会社、かんぽ生命保険等の機関投資家中心の会合である。機関投資家は国債の最終投資家であり、彼らの要望を聞くことによって中長期の構造的な国債ニーズを掴むことが可能になる。

国債トップリテラー会議は、個人の国債保有を促進する観点から、個人向け国債の募集取扱を積極的に行っている金融機関の実績や取組を評価するとともに、個人に対する国債販売の推進のため、取扱機関と当局との間で相互に意見を交換する場である。ここには都市銀行、大手証券会社、ゆうちょ銀行に加えて信用組合や信用金庫、地方銀行なども入っており、さまざまなレベルの情報が入るように配慮されている。

### (2) 国債の商品性・保有者層の多様化

国債の商品性の設定に対しては、市場の動向やニーズに的確かつ柔軟に対応していくことが重要であると認識されている。しかし、実際の発行残高シェアを見ると、2010年では5年債が20%、10年債が18.3%、TB(短期国債)が21.4%を占めており、この3種類で59.7%に達しており、ある程度、発行残高が大きく、その結果、流動性も高い国債の人気が高いということを裏付けている。

もちろん、財政赤字の拡大とともに国債の発行残高が増えていく中で、現在、発行されている国債に対する需要が飽和状況に近づきつつあり、新しい国債需要を創出するためにも、新たな国債商品を提供する必要があるという議論はあり得るだろう。

実際、保険会社や年金基金等の機関投資家からは資産と負債の期間のミスマッチを解消するために、長期運用に資する超長期国債のニーズが高まり、最近では30年債や40年債を発行し始めている。また、新規発行債に限らず、既存の20年債や30年債の発行残高を高めるために流動性供給入札により、既発債の一部をリオープン形式で追加発行することも行っている。

2003年に導入された物価連動債は、2008年のリーマン・ショック以後、新規発行を停止しているが、この国債は国際標準の商品であり、再発行のタイミングを見極めつつ、この

国債市場を育成していくべきであろう。その際、アメリカで発行されているような元本保証（フロア）を付けた商品に設計を変えること<sup>1)</sup>、現在の10年を越える長期の年限の商品を加えることも考えていだろう。

個人向け国債も2003年3月に10年変動金利個人向け国債が発行されて以来、積極的に販売されており、5年固定金利個人向け国債が2006年1月に導入され、2010年7月からは3年固定金利個人向け国債も毎月発行するようになっている。個人の多様な資金需要、貯蓄性向に合わせて、金利設定や途中換金の容易さなどを織り込んだ新たな商品設計が求められている。

我が国の国債の保有者別内訳シェア（2009年末）を見ると、一般政府が0.4%、財政融資資金が0.2%、日本銀行が7.4%、公的年金が11.6%、銀行等が43.1%、生損保等が20.0%、年金基金が4.4%、家計が5.1%、海外が5.2%、その他が2.7%となっている。大きく分類すれば、政府・日本銀行で19.6%、金融機関・年金等で67.5%、家計その他が7.8%、海外が5.2%となっており、国内金融機関と政府、個人家計で94.8%を占めている。この保有構造は多様化という観点からは望ましくないと判断されている。そこで、長期安定的な投資家である生損保・年金基金等の機関投資家や個人家計や海外投資家のシェアを増やす試みが行われてきている。このためには、一般的な広報活動の他に、個人（居住者）や外国人（非居住者および外国法人）の国債保有と国内法人に対する税制上の扱いの違いを削減するなどの制度整備を行うことが重要であると認識されている。

しかし、2009年末のギリシャ危機を始めとする昨今の国際的な債務危機に際しては、我が国の国債保有者の95%が国内投資家であり、多くが長期安定的な保有動機に基づいて国債を保有しており、ギリシャのように国際金融市場を揺るがすような騒動には繋がらないという論調も見られる。国債保有者を多様化することの意味は、沢山の保有動機をもった保有者が市場に参加することで、市場変動に応じて一方的な対応をとることがなくなることを期待しているものと考えられる。そのためには、保有動機の多様化を図るべきであって、資金循環表に用いられている保有者区分に従って、個人家計や海外投資家のシェアを上げるというだけでは、その抜本的対策にはならないことは認識しておくべきであろう<sup>2)</sup>。

### (3) 国債市場の流動性の向上

財務省は国債発行市場において、市場の国債需要に応じた国債発行を行い、中長期の資金調達コストを低く維持でき、また、利払いや償還資金の調達も支障なく行えれば、国債の流通市場での投資家の取引については、直接的には関与すべきではないという立場をとってきた。しかし、流通市場での流動性は発行市場での発行条件（年限、銘柄、発行額など）によって大きく左右され、流通市場での国債価格の暴落は、国債格付けや債券市場全体での国債の評価を下げることにつながり、ひいては新規の国債発行においても不都合を生じさせる可能性がある。その意味では、財務省も流通市場での動向にも無関心ではられない<sup>3)</sup>。主要国の国債発行市場では、発行前取引市場（When-Issued市場）、リオープン制度、均一発行条件を適用するダッチ方式による入札、全額公募入札制度、プライマリー・ディーラー制度などを導入することで、発行市場と流通市場のリンケージを強化しようとしている。我が国も、概ねその方針に沿った形で、国債市場制度の改革を行ってきている。

### (4) 債務管理の高度化

債務管理政策の基本的な考え方は、財政活動に伴う資金調達を適切に行い、その債務の利払いや元本償還を出来るだけ低コスト、低リスクで行うことにある。そのための大前提となるのが、国債償還を確実にを行うための減債制度である。この制度は、一般会計から国債整理基金に償還財源の繰り入れを行う仕組みであり、国債整理基金特別会計において発行する借換債の発行収入入金や国債整理基金特別会計に帰属された政府保有株式の売却収入なども国債の償還にあてる財源として国債整理基金特別会計に編入れされる。

一般会計からの償還財源として、前年度期首国債総額（政府短期証券、一時借入金、交

付国債、出資・抛出国債は除く)の100分の1.6が定率繰入<sup>4)</sup>として、国債整理基金に支払われる。第2に、減税特例国債に係る特例繰入とは、税制改革の実施に伴って、所得税減税による税収減を補う目的で平成6年から8年にかけて発行された減税特例国債を20年で償還するために、減税特例国債の発行総額から、自動車消費税と法人特別税の廃止に伴う発行額を控除した額の30分の1に相当する額を毎年繰り入れるものである。第3に、一般会計における決算上の余剰金が発生した場合には、その2分の1を下回らない額を、発生した年度の翌々年度までに、国債整理基金特別会計に繰り入れることが求められている。第4に、国債償還の必要に応じて、予算をもって定める金額を国債整理基金特別会計に繰り入れることができる。

このように国債の償還に関しては、幾重にも資金繰りの方法を用意した減債制度で対応できるようになっている。

次に国債管理のリスクを下げるという意味では、平均償還年限を長期化することができれば、将来の借換需要を平準化し、借換リスク(借換資金が高くなるリスク)を抑えることができる。これが可能になるためには、投資家が政府の財政運営に信頼をおき、長期的な資金の運用に大きなリスクを感じることがないこと、そしてマクロ経済環境がインフレや急激な金利上昇が発生する状況にはないことが前提となるだろう。2000年代に入り、日本銀行はゼロ金利政策およびそれに付随した量的緩和政策をとってきた。その金利環境では、国債金利も低下し、発行市場における金利水準も世界史的に見ても最低水準にとどまっており、これが国債管理政策上の金利コストの節約に結びついてきた。

債務管理上の情報収集という意味では、金利変動リスクに対して、コスト・アット・リスク(CaR)分析という手法を用いて、利払費の中央値(コスト)や分布(リスク)を計測して、リスクとコストの関係を知ることができる。コスト・アット・リスク分析では、将来の金利変動を生み出す金利モデルや、将来の国債発行額、銘柄構成、借換債の発行割合、分析期間などによって結果が変動するので、予測モデルというよりはリスク管理手法として理解する必要がある。しかし、一般的には、国債発行年限が長期化(短期化)すれば、金利コストは増加(減少)するが、リスクは低下(増加)するという関係が導かれる。

国債の債務残高が膨大な額に上り、かつ、日本銀行のゼロ金利政策からの出口戦略が模索されるようになれば、こういったリスク管理手法を用いて国債管理政策を考えることが、さらに必要になってくるだろう。

### 3. 市場メカニズムを通じた国債管理政策

これまで我が国の政府は、政府債務に関して、利払いの繰り延べや、利払いの一時滞納、元本返済の削減など、広い意味での債務不履行を起こしたことはなかった<sup>5)</sup>。それだけ国債管理政策が機能してきたし、日本経済の状況が健全であったということである。しかし、近年の債務残高の急拡大に加えて、本年3月11日に発生した東日本大震災の復興に対する財政支出は追加的な国債発行なしには賄いきれない規模になると予想されている。このような状況下では、国債管理を利払いや元本償還のリスク管理に限定するのではなく、国債市場の気配を察知して、不安定要素を取り除くような、積極的なあるいは予防的な市場介入も必要になってくる。

実際、財務省は市場取引を介した債務管理にも取り組んできている。市場の需要の高い国債に対しては、流動性供給入札(リオープン)制度を用いて、既発債と同一条件の国債供給を行って国債市場の流動性の確保と国債価格の安定に努めている。このオペレーションによって、新発債とは違った資金調達が可能になる。もちろん、この手段はあくまで補完的なものであって、基本的には発行市場で、十分に市場参加者の需要予測に見合った額の新発債発行を行うことが望ましい。

逆に、市場で人気がなく、供給過剰に陥るような国債に対しては、財務省が市場価格での買入消却を行うことも行われている。この対応は需給バランスの崩れを下支えする意味

があり、価格の暴落を防ぎ、国債市場の安定性に資するために行うものであると理解できる。また、特定の年度に満期償還が集中することが予測される場合には、その平準化のために特定銘柄の国債の買入消却を行うこともある。このオペレーションもあくまで市場メカニズムの補完として行われるべきものであり、買入消却を見込んだ鞘取りや投資家にモラル・ハザードを発生させるような過剰な介入は望ましくない。

これらのオペレーションはある程度余裕をもった状況での政府債務を軽減するための試みであると評価できる。しかし、リーマン・ショック以後、ギリシャ危機に端を発した債務危機がヨーロッパを中心に緊急課題になってきた。これは国債市場関係者が国家の債務管理能力に不安を抱き、債務不履行が起こる可能性を忌避する結果、国債価格が暴落するような状況である。実際、市場には日本国債が暴落することを予測したポジションを取っている投資家も増加しており<sup>6)</sup>、国債関連の不安材料を探して発言をするエコノミストもいる。政策当局としては、利払いや元本の償還はもとより、新規の入札に関しても、入札割れや想定外の価格がつくなどのネガティブなニュースが流れないように、常に市場関係者との対話を通して市場のセンチメントを理解し、それに応じた債務管理政策を迅速に取る準備をすることが求められている。

既に見たように我が国の国債保有者別シェアでは海外投資家は 5.2%に過ぎず、国内にいる外資系金融機関を加えても、それほど大きなシェアにはならない。海外投資家が日本政府の債務不履行を懸念して、国債を売りに出て価格が暴落しそうになった場合には、日本銀行と財務省が連携して、速やかに国債市場に参加することが求められる。日本銀行は、国債の買いオペを実施し、価格の急落を阻止することが望ましい。また、財務省も日本銀行ほど機動的には対処できないだろうが、買入消却によって、国債需給の不均衡を緩和することが望まれる。国債保有者の大半が事態を冷静に受け止めて、パニック売りに走らない限り、日本銀行と財務省のオペレーションおよびそれに追随した投資家の行動によって価格の暴落は阻止できるのではないだろうか。

なぜ国内の金融機関や機関投資家は国債のパニック売りに走らないと考えられるのだろうか。国内の金融機関や機関投資家にとっては、自らが債務不履行のリスクに直面し手元に現金流動性が必要な状況に陥っているのでなければ、国債を売って、国債価格を下落させることで、自らの資産評価を下落させることにつながり、決して望ましいことではない<sup>7)</sup>。これは財務省や日本銀行にとっても同じであり、国債価格が安定していることが、国内の金融機関の健全性を保つことにつながっているのである。財務省にも日本銀行にも、海外投資家が日本国債を投売りするまで市場介入を控え、底値でそれを買いたくことが財政節約になるという発想はなく、むしろ、国債市場価格が暴落して、日本国債全体の評価が下がることの方がはるかに重要な問題であると認識されているのである。

これまでの議論は、国家が債務不履行に陥る可能性が低い場合を想定したものである。以下では、1980年代に経験したラテンアメリカの債務危機や近年のユーロ圏内の小国（ギリシャ、アイルランド、ポルトガル等）における債務危機に対する処理案として出てきた議論を紹介しておこう。

ここで議論している国は債務不履行が実際に発生するか、そうなることがほぼ確実であること、そして国債の保有者のうち外国人投資家がかなりのシェアを占めている。その意味では現在の日本とは状況がかなり違うが、将来、日本がそのような状況に陥る可能性が少しでもある限り、参考になるだろう。

債務不履行に陥った債務国が、国際金融市場および国債市場での取引を通して、債務状況を改善する方法を考えよう<sup>8)</sup>。これはまさに、現在ギリシャやポルトガルが直面している問題である。

①債務国が債務不履行に陥った場合、債権国（者）と債務国との間で損失負担を決める必要がある。

- ②債務国が資金援助を受けて、国債を市場価格で買入消却すると債務の一部が減り負担が軽くなるという考え方があるが、これは多くの場合間違いである。
- ③すなわち、買入先がヨーロッパ中央銀行(ECB)であったりすれば、損失負担は残された債権者の間に残り、国債 1 単位当たりの負担額は増加する。その結果、国債価格はさらに暴落する（リスクプレミアム付きの国債金利は上昇する）。
- ④債務国の借換国債発行コストはさらに高くなり、財政状況は悪化する。
- ⑤従って、政府の財政再建策が説得力を持てば、債権者にとっては多少の損失となっても、買入消却ではなく、利子も低く、満期も長い新規（借換）国債と交換を行った方が市場への影響ははるかに小さい。
- ⑥特定の債権者に対して優先権を与えて、その債権者の損失を最小に抑えようという試みは、民間の倒産処理の経験に照らしても成功しない。
- ⑦いったん資産凍結して、損失を計算したあとで、債権者全員で平等に損失を分担した方が、市場に与える影響は少ない。

以上のようにヨーロッパでの債務危機の救済策が議論されているが、民間も公的機関も含めた債権者の負担を最小限に止めながら、財政再建を行うための道筋が考えられている。主要な対立点は、債権者対債務者ではなく、むしろ債権者間での負担分配の問題だと言えそうである。政府や国際金融機関が民間投資家に対して債権上優位な立場に立とうとすることに対する民間・マーケット側の反発は無視できない。この扱いを間違えると、債務危機はさらに拡大する可能性もある。

#### 4. 国債管理を巡る法的枠組み

第3節後半では起こってしまった債務危機に対する対処法を論じたが、今後、起こる可能性のある国債債務不履行に対してどのような法的・制度的枠組みを準備しておくべきだろうか。現在、学界では2つのアプローチが議論されている<sup>9)</sup>。

第一は約款アプローチ (contractual approach) と呼ばれているものである。これは、国債の約款に、債務不履行に陥った場合の処理方法をできるだけ具体的に書き込んでおくということである。契約が不完備であれば、多くの交渉の余地が出来て、そこに非効率なあるいは正当化できないような分配が生じる可能性があるが、契約をなるべく完備にしておけば、非効率や不正の余地は少なくなる。国債の定款に Collective Action Clauses (CACs: 集団行動条項) と呼ばれるような集団的意思決定メカニズムを書き込んでおけば、債権者の意思が全員一致でなくとも、大多数（通常 75%）の賛同が得られれば、損失負担の交渉を進めることができる。少なくとも、この条項があることで、債務不履行が確定した後で、第三者が入り込んで、債権者と債務者間の交渉が複雑化したり、曖昧化したりすることはなくなる。欧州委員会では 2013 年から発行されるユーロ債には CACs を付けることを決定した。

もちろんこの条項を含んでいない国債が現状では多く保有されており、それらの国債保有者も含めた交渉を行わなければならないこと、特定の国債保有者内での CACs が他の国債保有者の CACs とは構成員も違って来るだろうから、国債債権者全体の協調を得ることは難しいこと、などの問題点が指摘されている。

もう一つ約款に含まれることの多い条項は国債交換条項である。これは、政府の財政事情により、やむを得ず新しい条件の国債と交換を求めることがあるというもので、一般には、満期までの年限は延び、クーポンレート（金利）も低下するが、債権優先順位は高いというものである。この条項の問題点は、債権優先順位を保証するような強制力が財政破綻しつつある国家に残されているかという点、そして多くの国債保有者が金融機関であり、金融機関自体が各種の保護を受けているので、優先順位が高いことはそれほどの魅力ではなく、むしろ年限が短く金利の高い旧国債を保有したいというインセンティブがあるために国債交換がうまく進まないのではないかという点が指摘できる。

市場メカニズムを生かした債務破綻処理を重視する人々は、第二に説明する制定法機構アプローチよりも、約款アプローチの方が、効率的であり公正であるという立場をとっている。また、約款を追加するだけであれば、制度上の負担はほとんどないことは政治的には現実的な利点になっている。

第二は制定法機構アプローチ (statutory approach) と呼ばれているものである。これは、個別の国債の約款の拡充だけでは集団的な破綻処理や債権回収が出来ないとの認識の下で、国際債務破綻処理機構あるいは破綻処理法廷を作ろうというものである。1980年代のラテンアメリカの債務危機以来、IMFを中心とした国際金融機関は債務破綻の処理を行ってきており、その知識と経験の蓄積がある。その経験に基づいて、Krueger (2002)は国家債務再構築メカニズム (Sovereign Debt Restructuring Mechanism: SDRM)をIMFに設置することを主張している。このアプローチが支持されているのは、①複数の国債に対して、複数の債権者がいるような現状では約款アプローチでは收拾がつかず、何らかの集約的に交渉を進める機構が必要だということ、②国際債務破綻処理機構であれば、約款アプローチでは強制できない債権の優先順位を強制できる可能性が高いこと、また、資産凍結を行い損失が確定できるまで、裁量的な破綻処理を阻止できること、③国際債務破綻処理機構の下であれば、債権者である金融機関から追加的な借入が可能であり、この条件の下で始めて債務国は財政再建に取りかかれる (約款アプローチの下では、債権者からの追加融資などは想定されておらず、資本逃避や為替レートの暴落などが発生し財政再建をさらに難しくする可能性がある) ということ、④基本的には、企業のように倒産の可能性がない債務者である債務国の立場が強いが、債務国に過度に譲歩した破綻処理では、債権者の不利益になるばかりではなく、債務国に債務破綻のモラル・ハザードをもたらす可能性もある。国際債務破綻処理機構は債務者、債権者のバランスを図り、債権者の利益を守る裁定ができる、からであるとされている。

SDRMはアメリカ連邦倒産法第11条に類似した制度的枠組みを持っているが、国際的な債務処理であり、国内法とは違う扱いがあることは否めない。国際関係でいつも問題になるように、国際的に強制力をもった司法組織が無い中で、国際債務破綻処理機構を設立して機能させるまでには、かなりの時間と政治的決断が必要になるだろう。また、この機構がIMFの中に作られたとして、IMFの主要拠出国であるアメリカ、日本、中国、ドイツ等が債務危機に陥った場合にも、ラテンアメリカやアフリカ諸国に対して行っているような、厳しいマクロ経済・財政におけるコンディショナリティを課すことができるのかどうかは、機構のガバナンス構造に依存するはずであり、その側面での議論も詰めておく必要がある。

これら2つのアプローチを理論的に比較した論文はほとんどないが、Haldane 他(2005)が例外である。彼らの結果を要約すると次のようになる。①ニューヨークの法律に基づく国債の債務破綻処理では債権者間の協調失敗により、一部の債権者が交渉を拒否して、非効率な結果をもたらす可能性があること、またそれが債務者の財政再建努力に水を差す可能性もあることが明らかにされている。②集団行動条項 (CACs) は原則的には債権者間の協調の失敗を解決できる可能性がある。すなわち、完全情報の下では、一部の債権者の交渉拒否は集団行動条項によって排除できるし、債務者の財政再建努力が報われるようにすることも可能である。このようにCACsが機能するのであれば国家債務再構築メカニズム (SDRM) は不要になる。③しかし、不完全情報の下では、債権者間の協調の失敗が無くとも、債権者と債務者の間の交渉に戦略的に行動する余地が生まれ、自発的な国債交換に時間がかかり、多数決の水準が高くなればなるほど、合意に結びつく可能性が低下する。④不完全情報下では、CACsの有無にかかわらず、非効率な交渉結果に終わる。それを解決できるのは第三者機関による仲介であり、その意味ではSDRMが機能するだろう。すなわち、債権者、債務者の私的情報を集めて、両者の間の最適交渉点を見つけ、両者にそれを受け入れることを強制することが可能となるからである。債権者と債務者の債権 (債務) 評価の違いが、戦略的なものであれば、SDRMはCACsの補完になるし、両者の違いが私的情報の

違いによるものであれば、SDRM は CACs の代替となる。⑤SDRM が債務破綻処理に關与して結果が改善されるための必要条件は、債権者と債務者の対立が激しく、効率的な交渉に辿り着けそうもない場合、また SDRM が十分な情報量と執行強制力をもち、その職務執行に対して強いインセンティブが与えられている場合である。

これまで見てきたように国債管理を巡る法的枠組みとしては、いずれの枠組にも長所と短所があり、どちらかが一方的に優れているわけではない。さらに深い議論が積み重ねられ、今後の債務破綻処理の規模や経験に基づいて、その方向性が決まってくるだろう。しかし、短期的に現実的な対処としては、多くの国で新規発行される国債には約款アプローチが取られることになるのではないだろうか。

その場合、日本ではどのような約款を加えることが考えられるだろうか。少なくとも、①集団行動条項 (CACs)、②期前償還の可能性、③条件の異なる国債との交換の可能性、などについては議論をしておく必要がある。より具体的には、財務省はこれらの条項について経済学、財政学、法律の専門家と細かい内容について検討を重ねておくと同時に、第 2 節で説明した「市場との対話」の重要な議題として、幅広く投資家、市場参加者、リテラーなどとも議論しておくべきであろう。本誌との関係で言えば、個人国債保有者が債務破綻処理の場合にどのような法的扱いを受けるのが適切かについても検討を重ねておく必要があるだろう。

## 5. おわりに

財政赤字や政府債務の増加の深刻さについては国民の間はかなり広く認識されていると思う。しかし、個別の論調をよく読むと、論者の中に大きなギャップがあることがわかる。すなわち、経済学者や財政学者が表明しているのは、政府債務が拡大を続けていずれ返済不可能な債務破綻状態に陥るのではないかという懸念である。それに対して、国債市場関係者およびその周辺にいる民間エコノミストは、債務破綻そのものではなく、債務不履行に伴う国債価格の暴落の可能性に神経を尖らせている。

この認識の違いは、実は重要な問題を提起している。すなわち、財政当局および財政学者は国債を発行市場の問題として捉え、そこで決められた発行条件、クーポン (金利) 条件、償還条件を着実に遂行していくことが債務管理政策の問題であり、流通市場で価格変動しても、それは投資家・金融機関にとっての問題で、発行主体にとっては発行条件には何ら変化はないので関知しないという態度を反映しているように見受けられる。それに対して、市場関係者および民間エコノミストは自らの資産の中に大量に国債を抱え込んでおり、市場価格の変動が資産評価額に直接反映される会計基準の世界に生きている。彼らにしてみれば、日々の価格の変動が次の投資への動機付けとなっており、国債を満期まで保有する動機は必ずしも高くはない。

財政当局からすれば、国債を満期まで保有してくれる機関投資家や個人投資家が多くなれば、それだけ安定した国債管理ができるのだろうが、現在の国債の発行額は、機関投資家や個人投資家が賄いきれる規模ではなくなっている。国債市場での日々の価格変動や、日本政府のマクロ経済運営や財政管理に対する国際格付け機関の容赦ない評価の下で、日本国債を投資対象以上のものとは見ない金融機関や投資家に販売しなければならなくなっているのである。

発展途上国で起こっていた政府債務破綻のリスクがヨーロッパやアジアの先進国でも広がり、さらには世界経済の本丸である G8 諸国にもその影が忍び込み始めている。残念ながら、日本政府も債務破綻はあり得ないと言い切れる状況ではなくなっている。

このような認識の下に、国債管理政策もこれまでの伝統的な手法を、国際的な市場重視の視点から見直し、日本銀行や金融庁との連携の確認や国債に関連した法的枠組みを整備することで、財政上の混乱や非効率性を排除する準備をしておくことが喫緊の課題になっていることを指摘しておきたい。



## 【参考文献】

- 財務省理財局(2010)『債務管理レポート2010』、財務省
- 副島豊、花尻哲郎、嶋谷毅(2001)『国債流通市場と発行市場のリンケージ強化—主要5カ国の制度比較と実証分析—』、日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ2001-J-2
- 高田創、住友謙一(2001)『国債暴落』、中公新書ラクレ
- 高田創、柴崎健、石原哲夫(2010)『世界国債暴落』、東洋経済新報社
- 富田俊基(2001)『日本国債の研究』、東洋経済新報社
- 浜田恵造(編)(1997)『国債 発行・流通の現状と将来の課題』
- 真壁昭夫、玉木伸介、平山賢一(2005)『国債と金利をめぐる300年史』、東洋経済新報社
- ラインハート、カーメン・M、ロゴフ、ケネス・S.(2011)『国家は破綻する 金融危機の800年』、村井章子(訳)、日経BP社
- Bolton, Patrick (2003) “Toward a Statutory Approach to Sovereign Debt Restructuring: Lessons from Corporate Bankruptcy Practice around the World”, *IMF Staff Papers*, No.50, pp.41-71.
- Claessens, Stijn and Dell’Ariccia Giovanni. (2011) “Are Buybacks an Efficient Way to Reduce Sovereign Debt?”, *Vox EU*, 5 March 2011.
- Drage, John and Hovaguimian, Catherine (2004) “Collective Action Clauses (CACs): An Analysis of Provisions Included in recent Sovereign Bond Issues”, *FSR*, Bank of England.
- Eichengreen, Barry. (2003). “Restructuring Sovereign Debt”, *Journal of Economic Perspectives*, 17(4), pp.75-98.
- Gros, Daniel (2010) “The Seniority Conundrum: Bail Out Countries but Bail In Private, Short-Term Creditors?”, *Vox EU*, 5 December 2010.
- Gros, Daniel (2011) “Pact for the Euro: Tough Talk, Soft Conditions?”, *Vox EU*, 14 March 2011
- Gros, Daniel and Mayer, Thomas.(2011) “Debt Reduction without Default?”, *Centre for European Policy Studies, CEPS Policy Brief*, No.233. February 2011
- Krueger, Anne O. (2002) “A New Approach to Sovereign Debt Restructuring”, *IMF*.
- Haldane, Andrew G., Penalver, Adrian, Saporta, Victoria and Shin, Hyun Song (2005) “Analysis of Sovereign Debt Restructuring”, *Journal of International Economics*, 65, pp.315-333.
- Krugman, Paul.(1988) “Market-Based Debt-Reduction Schemes”, *NBER working paper series*, No.2587.
- Krugman, Paul.(1992) *Currencies and Crises*, The MIT Press.
- Manasse, Paolo (2010) “My Name is Bond, Euro Bond”, *Vox EU*, 16 December 2010.
- Manasse, Paolo (2011) “Unilateral Restructuring, Buybacks, and Euro Swaps: An Example”, *Vox EU*, 5 February 2011.
- Roubini, Nouriel.(2002) “Do We Need a New Bankruptcy Regime?”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2002, No.1, pp.321-333.
- Sturzenegger, Federico and Zettelmeyer, Jeromin (2006) *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*, The MIT Press.
- Panizza, Ugo, Sturzenegger, Federico, and Zettelmeyer, Jeromin. (2009) “The Economics and Law of Sovereign Debt and Default”, *Journal of Economic Literature*, 47(3), pp.651-698.
- White, Michelle J.(2002) “Sovereigns in Distress: Do They Need bankruptcy?”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2002, No.1, pp.287-319.

## 【注】

<sup>1)</sup> アメリカの物価連動債はインフレに対しては利子も元本支払いもインフレ調整を行うが、デフレに対しては、デフレ調整は行わない設計になっている。これは、デフレがほとんど発生しないことを織り込んだ設計であるといえるが、デフレ調整がないことで、ゼロインフレ下での元本保証が付与されることになり、元本保証の付いた証券として扱うことが可能になる。

<sup>2)</sup> 実際には、個人向け国債は、金融機関投資家向け国債とは区別されており、個人国債保有

---

者が増えることは、国債市場取引における取引動機の多様化にはほとんど寄与していないのではないだろうか。また、2008年のリーマン・ショック後には、我が国の国債保有構成としては、珍しく海外投資家が大半であった物価連動債は現金流動性確保のために、大量に売りに出され、価格が暴落した経験がある。これに対して、財務省は買入消却を行い、価格の下支えを行ったが、海外投資家の保有比率の大きさが、価格の安定や安定的な流動性に結びつかない例として記憶にとどめておくべきであろう。

<sup>3)</sup> 副島他(2001)が論じているように、近年、国債の流通市場と発行市場のリンケージは強化されている。具体的には、発行価格に関する不確実性を低下させることによって、発行効率性を向上させることによって流通価格と発行価格との乖離が小さくなることが示されている。

<sup>4)</sup> 我が国では国債は60年で現金償還するべきであるというルールに基づいて発行されている。これは、建設国債の見合い資産の効用発揮期間が平均60年であるという観察に基づいたものである。このルールに従えば、毎年度の定率繰入率は60分の1に相当する100分の1.6になる。特別国債についても60年償還ルールに従って借換債が発行されている。ただし、特別債の償還は60年償還ルールに従わずに早めに償還すべきであるとされている。

<sup>5)</sup> 厳密に言えば、ラインハート・ロゴフ(2011)によれば、第二次世界大戦中の1942年に、送金が出来ずに利払いが遅延したことはあるそうだが、これは債務不履行というよりは送金事故であると考えられる。

<sup>6)</sup> 具体的には、クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)市場で日本国債の債務不履行に備える契約を行う投資家が少なからずいる結果、その保証料金が上昇しているようである。

<sup>7)</sup> 現在の金融機関のバランスシートでは国債のウェイトがかなり高くなっている。これはBIS規制の影響もあるだろうし、1997年以後の金融危機で、銀行貸出が収縮し、その反面、財政赤字の拡大で国債発行が拡大したという側面もあるだろう。いずれにしても金融機関にとっては、国債価格の安定は極めて重要な問題である。そのような現実を反映して、国債価格が暴落した場合には、金融庁が緊急対策として、国債の時価評価を凍結することも考えられる。

<sup>8)</sup> Gros(2010,2011)、Gros and Mayer(2011)、Claessens and Dell'Ariccia(2011)、Manasse(2010,2011)などがKurugman(1988,1992)の古典的な研究を援用しながら論じている。

<sup>9)</sup> Roubini(2002)、White(2002)、Krueger(2002)、Bolton(2003)、Eichengreen(2003)、Haldane他(2005)、Panizza 他(2009)など参照。