
「公的債務管理政策に関する研究会」報告書及び 「国債管理政策の新たな展開」について

理財局国債課課長補佐 松重友啓
総務課調査室課長補佐 河西 修

はじめに

昨年11月25日、「公的債務管理政策に関する研究会」において、「公的債務管理政策の意義及び役割」、「公的債務管理政策の対象範囲」、「公的債務管理のあり方」についての研究会における議論が報告書としてとりまとめられた。また、この報告書における提言も踏まえつつ、12月3日、国債管理政策として今後講ずべき新たな施策が「国債管理政策の新たな展開」としてとりまとめられた。

以下、同研究会報告書及び「国債管理政策の新たな展開」の概要を紹介することとしたい。

I. 「公的債務管理政策に関する研究会」報告書

1. 背景

同研究会（座長：本間正明大阪大学大学院経済学研究科教授）においては、昨年3月から12回にわたり、広く我が国の経済政策の中での公的債務管理政策の位置付け、どのような債務を対象として、どのような目標の下に公的債務管理を行うべきか等について調査・研究が進められ、今回の報告書においては主に理論的な面から提言がなされた。

2. 公的債務管理政策の意義及び役割

(1) 公的債務管理政策の目的

報告書においては、まず、公的債務管理政策の定義について、「公的債務管理のための指針」（IMF・世界銀行（2001年3月公表））に則り、「必要な政府資金調達を行う観点から、その債務を管理するための戦略を立案・執行すること」とした上で、その目的については、「必要な財政資金の調達において、リスクを適切な水準に抑えた上で、中長期的視点から政府の資金調達コストを最小化することが基本となる」と整理されている。

(2) 財政・金融政策との関係

公的債務管理政策と財政・金融政策との関係については、「公的債務管理のための指針」においても示されているように、健全な財政政策及び適切な金融政策が行われることが、公的債務管理政策が有効に機能するための前提であり、公的債務管理政策はそれらの代替になり得るものではない。こうしたことから、報告書においては、財政政策について、政府の資金調達額や債務残高に対する市場のシグナルを適切にフィードバックし、財政政策の意思決定過程に

活かされるようにすべきである、とされている。

また、公的債務管理政策と金融政策とはそれぞれ固有の政策目標を持ち、相互に独立して運営されるものであるが、いずれも金融市場に影響を及ぼすものである。こうしたことから、報告書においては、各々が適切に政策効果を挙げるためには、両当局が緊密な意思疎通を行い、金融市場に対する認識を共有しつつ政策運営を行っていくことが重要である、とされている。

(3) 公的債務管理と資金循環

現在、企業部門における資金需要が低迷する中、国債の大量発行等に伴い多額の資金が公的部門に流れているが、日本経済再生のためには、こうした資金が民間部門の成長分野へ流れるよう、転換を図っていくことが重要である。こうしたことから、報告書においては、我が国の資金循環に健全な市場機能が活かされるようにするためには、公的資金仲介を量的に圧縮するとともに、公的信用補完の範囲を限定・明確化することが求められる、とされている。

3. 公的債務管理政策の対象範囲

(1) 総論

我が国の公的債務には、国の資金調達による債務（普通国債、財投債、FB、特別会計借入金）や特殊法人等の資金調達に対して付与された政府保証が存在する。また、この他にも、郵貯・簡保、公的年金、地方債等、様々な公的債務が存在している。報告書においては、公的債務管理政策の対象となる公的債務の範囲について、国の資金調達による債務や特殊法人等の資金調達に対して付与される政府保証については、中

央政府のコントロール下にある債務であり、また、国の財政活動に伴うものであることから、公的債務管理政策は、狭義の国債（JGB。普通国債及び財投債）だけでなく、中央政府がコントロールする債務（FB、特別会計借入金、政府保証債務）全体を対象として立案することが必要である、とされている。

また、中央政府がコントロールする債務以外の債務については、国の財政資金の調達に伴うものではなく、また、ガバナンスの枠組みが異なることから、統一的な政策立案を行うにはなじまないが、これらの債務の状況は、国債等の公的債務管理のあり方や将来にわたる潜在的な財政負担にも影響を及ぼし得るものであることから、公的債務管理当局としてもこれらの債務について適切にモニターし、更に、それにより得られた情報を分かり易い形で提供していくことが求められている、とされている。

(2) 郵貯・簡保、公的年金

郵貯・簡保については、本研究会においては、経営形態のあり方につながるような議論はなされず、あくまで現状に着目した議論がなされた。そうした前提の下、報告書においては、①郵貯・簡保が、国債保有・運用状況についてより積極的に情報を開示し、公的債務管理当局との間で情報交換を図るべきである、②郵貯・簡保は、偶発債務のリスクが拡大し、又は顕在化することのないよう、リスク管理や事業運営を適切に行うとともに、その運用姿勢が金融市場に攪乱の影響を及ぼさないよう努めるべきである、③これらの点は、経営形態の移行期においても十分留意すべきである、とされている。

また、公的年金に係る負債については、年金制度に基づく将来の支払いであり、通常、公的債務管理政策が対象とする、財政資金の調達に伴う債務とは性質が異なるが、我が国の公的年金は、修正賦課方式の下、過去の保険料の蓄積である積立金が将来にわたる年金給付のために有価証券等により運用されており、これらは国の資産を構成している。こうしたことから、報告書においては、国の資産・負債を統合的に把握していくという観点から、公的年金に係る負債も広い意味での公的債務と認識する必要がある、とされている。また、報告書においては、公的年金積立金については、その運用姿勢が金融・資本市場に大きな影響を及ぼさないよう、米国の社会保障信託基金の例に倣い、非市場性国債¹による運用も視野に入れるべきである、とされている。他方、郵貯・簡保については、郵政公社が民営化されることにより政府保証が付されなくなれば、民間会社として自主的な資金運用が行われることが基本となるものと考えられる、とされている。

(3) 地方債

地方債は、社会資本整備等の地方行政に係る財源に充てるために発行される地方公共団体の債務であり、本来それぞれの地方公共団体の自己責任原則に基づいて発行・償還が行われるべきものであるが、国による様々な財政的措置²等が講じられている。これらの財政的措置の結果、地方債が市場において準国債的なものとして受け止

められ、地方債と国債との利回りスプレッドが基本的に流動性格差だけとなり、発行体の事業内容や財務状況等が必ずしも反映されないことの要因となっているとの指摘がある。こうしたことから、報告書においては、①今後は、地方公共団体の債務について、国がどこまでコミットしており、どこからが地方公共団体の自己責任かを明確にし、全体像を分かり易い形で示す必要がある、②各地方公共団体の自主的な債務管理を促す観点から、地方交付税・地方財政計画の仕組みを、いわゆる「三位一体の改革」の中で見直すとともに、財政融資資金等による地方債引受けについて対象分野・事業毎に更なる縮減・重点化を図る必要がある、とされている。

(4) 特殊法人等の債務

特殊法人等は政府の監督の下に公的な施策を実施している法人であり、政府保証債等の政府の信用に基づく資金調達のほか、財政投融资改革に伴い、新たな自己資金調達手段として財投機関債が導入された。報告書においては、特殊法人等の債務がそうした公的な施策のための資金調達であることを踏まえ、公的債務管理当局としては、自己資金調達手段による分まで含め、特殊法人等の債務全体について分かり易い形で情報提供していくことが求められる、とされている。

1 ここでいう非市場性国債とは、米国の社会保障信託基金に対して発行される国債のように、制度上、公的部門により引受けられ、市場での売買による流通が予定されていない国債を指す。

2 財政的措置には、地方財政計画を通じた地方公共団体全体の元利償還費の財源保障、各地方公共団体の元利償還金の基準財政需要額への算入等がある。

4. 公的債務管理のあり方

(1) リスクの分析

我が国においても、公的債務の増加が今後とも見込まれる中で、金利上昇などの様々な内外の環境変化による外生的ショックが生じた場合には、それが市場や経済全体に大きな影響を及ぼし得ることが指摘されている。こうしたことから、報告書においては、公的債務管理当局においては、金利変動リスク等について一層高度な定量分析を行うことにより、政府の資金調達に伴うコストとリスクの相関関係を把握し、それを国債発行計画の策定等に活用していくべきである、とされている。

(2) 金利変動への対応

現在、企業部門における資金需要の低迷等の結果として、民間金融機関の貸出残高が減少し、国債保有高が増加している。こうしたことから、報告書においては、仮に想定していた以上の金利変動が生じた場合、金融機関に国債の評価損による損失が発生した場合においても、それは金融機関自身の資産・負債管理による自己責任に帰すべきものであり、金融機関の抱える金利変動リスクを、ことさら政府が軽減するように配慮することは望ましくない、とされている。

(3) 国債保有構造に関する課題

我が国の国債保有構造は、公的部門による保有が多く、また、民間部門にあっては、預金金融機関に偏在しているとの特徴がある。こうしたことから、報告書においては、国債市場の安定性を向上させる等の観点から、今後とも、一層の商品性の多様化等を進め、保有者層の多様化を図ることが必要

である、とされている。

(4) 市場への説明責任のあり方

市場における公的債務管理政策に対する信頼性を維持することは、中長期的な調達コストを抑制することにつながり、公的債務管理政策の目的を達成する上で極めて重要である。こうしたことから、報告書においては、適切な情報を一覧性のある形で集約、開示し、公的債務管理政策に関する基本方針を分かり易い形で示すことが必要である、とされている。さらに、報告書においては、具体的な取組みとして、諸外国の例も参考にしながら、公的債務全体について現状や政策を概観できる「債務管理レポート（仮称）」を毎年作成・公表すべきである、とされている。

(5) 公的債務管理政策を行う組織体制

公的債務管理政策を適切に実施するためには、それを支えるための公的債務管理政策を行う組織体制の整備も重要な課題である。こうしたことから、報告書においては、リスク管理の高度化や市場動向の把握・分析など、公的債務管理部局においては、機構面の拡充に加え、職員の専門性の向上を図る必要がある、とされている。

(6) 公的債務管理に関する市場との対話の強化

国債の大量発行が今後とも見込まれる中で、国債の安定消化の確保や流動性の維持・向上を図るためには、国債市場参加者の発行・流通市場への一層積極的な参加を確保していく必要がある。こうしたことから、報告書においては、①主要諸外国で導入されているいわゆるプライマリー・ディ

ーラー制度³を参考にしつつ、我が国においてもこうした制度を早急に導入することが望ましい、②また、中長期的視点から公的債務管理政策や国債市場のあり方について、高い識見を有する民間人の意見を諮問するための会合（「日本版アドバイザー・コミッティー」）を設けることを検討すべきである、とされている。

Ⅱ．「国債管理政策の新たな展開」

1. 背景

我が国の財政は、過去に例を見ない厳しい状況にあり、今後も大量の国債発行が見込まれる。このため、円滑な財政運営の基盤である確実かつ低コストの財政資金の調達を目的とした国債管理政策を強化する必要がある。今後の国債管理政策の運営に当たっては、大量に発行される国債の安定的な消化を確保し、中長期的な調達コストを抑制するとともに、国債市場の流動性を維持・向上させ、多額の既発国債を適切に管理していくこと等が重要となっている。

「国債管理政策の新たな展開」は、国債管理政策を「国債の安定消化」、「既発国債の適切な管理」、「国債管理体制の整備」という三つの重点課題に即して、体系的に見直した上で、今後講ずべき新たな施策をまとめており、さらに、今後、国債管理政策上の新たな施策が着実かつ計画的に実施されるよう、各施策について、その実施スケジュールを明らかにしている。

2. 安定消化の確保

国債の大量発行が続く中、国が必要とする資金を円滑かつ確実に調達しつつ、中長期的に見た調達コストの抑制を図っていくためには、市場動向等を踏まえ、各年限のバランスのとれた国債発行を効率的に行っていくとともに、多様なニーズに即応した商品を提供し、国債の保有者層の多様化を図っていく必要がある。また、市場における決済リスク等を軽減するための市場インフラの整備が不可欠である。こうした観点に立ち、以下の施策を講じることとしている。

(1) 「国債市場特別参加者」（仮称）制度の導入

欧米諸国においては、「プライマリー・ディーラー制度」が国債の安定消化の促進、国債市場の流動性の維持・向上の機能を果たしているが、これと同様の機能を果たす「国債市場特別参加者」（仮称）制度を新たな枠組みとして導入する。今後、平成16年10月からの段階的な導入に向けて、以下の大枠に則り、早急に制度の枠組みを固める。

- ① 特別参加者は、国債の応札・落札、国債市場の流動性維持・向上等の責任を負う。
- ② 特別参加者は、競争入札における平均落札価格での取得希望額を応募する非競争入札等に参加することができる。
- ③ 特別参加者は、国債発行年限の設定・調整等について、当局との間の意見交換に参画する。

これらの中にはシステム整備等が必要と

3 いわゆるプライマリー・ディーラー制度とは、国債の入札への積極的な参加等の責任を果たす一定の市場参加者に対して、国債発行当局が特別な資格（例えば、買入消却等の取引の相手方となる資格）を付与すること等により、国債の安定消化や国債市場の流動性確保等を図る仕組みである。

考えられるものがあり、所要の準備等が完了した段階で、順次実施に移されることとなる。なお、昨年12月5日には、国債市場懇談会において、「国債市場特別参加者」（仮称）制度の枠組みについて財務省案が公表されている。

(2) 新個人向け国債の導入

国債の大量発行が続く中、国債の安定消化を確保していくためには、国債の保有者層の多様化を図ることが重要であり、その一環として、特に、現状において低い保有割合にとどまっている個人層による国債保有の促進を目的とした新たな商品性の個人向け国債の導入に向け、早急に検討し、金融機関等のシステム対応等、所要の準備が完了した段階で発行する。

(3) 市場インフラの整備

現在、民間主導の下で、WI取引（入札前取引）の導入や、国債清算機関の業務開始に向けた準備が進められているが、こうした取組みを支援していくこと等を通じて、今後とも所要の国債市場のインフラ整備を促進していく。

3. 既発国債の適切な管理

既発国債の残高は483兆円（16年度末見込）と多額に上っており、その流動性を確保していくとともに、既発国債に係る金利変動リスク等を把握し、適切に管理していくことが重要である。また、そのためには、リスク分析力を強化することが不可欠である。こうした観点に立ち、以下の施策を講ずることとしている。

(1) 複数銘柄の既発国債の同時入札・追加発行、買入消却の新たな目的のための活用

既発国債の流動性を維持・向上させるため、市場流動性が低下していると思われる複数の銘柄の既発国債等について、同時入札を行い、追加発行する。また、買入消却を、流動性が低い銘柄を市中から引き上げることで、流通市場全体の流動性を高めることや、残存年限の調整といった新たな目的を達成するためにも活用することとし、これらの措置を「国債市場特別参加者」制度の導入に合わせて、導入する。

(2) スワップ取引の活用

国債の大量発行が続く中、国債の安定消化と調達コストの抑制を図っていくためには、国債の発行、流通、償還の各局面を通じて安定消化のための取組みや適切な負債管理のための手法を幅広く整備しておくことが重要である。こうした点を踏まえ、我が国においても、国債発行面での取組みに加え、金利スワップ取引を行えるよう法制的な手当てが行われているが、このスワップ取引（平成17年度から開始）の活用等により、金利変動リスク等の管理の観点から、残存年限の調整等を図る。

(3) 各種リスクの定量的分析の強化、発行計画等への活用

適切な既発国債の管理のためには、金利変動リスク等の各種リスクをより定量的に把握・分析する必要がある。そのためのシステムを整備した上で、各種のリスクを定量的に把握・分析し、その結果を、平成16年度以降、発行計画の策定や既発債務の管理に活用する。更に、平成16年度以降もシステムの高度化を進めていく。

4. 国債管理体制の整備

上記の諸施策を的確に実施するためには、市場との対話をより一層強化する体制を整備するとともに、ディスクロージャーの拡充等により、国債管理当局に対する信頼を高めていく必要がある。また、組織・人員面の国債管理体制の強化が不可欠である。こうした観点に立ち、以下の施策を講ずることとしている。

(1) 「アドバイザー・コミッティー」(仮称)の設立

「公的債務管理政策に関する研究会・報告書」も踏まえ、「国債市場特別参加者」制度の導入と合わせ、公的債務管理政策等について高い識見を有する民間人の意見を聞くための「アドバイザー・コミッティー」(仮称)を設立する。

(2) 「債務管理レポート」(仮称)の発行

国債管理当局に対する市場からの信頼をさらに高めていく観点から、諸外国の事例を参考に、公的債務全体について現状や政策を概観できる「債務管理レポート」(仮称)を平成16年前半にも新たに発行し、ディスクロージャーの拡充等を図り、国債管理政策の透明性向上に努める。

(3) 国債担当審議官の新設、国債企画課・国債業務課の二課体制化、「市場分析官」の新設、「市場分析官」等への民間人登用

適切な国債管理政策の実施のためには、組織・人員面の国債管理体制の強化が不可欠である。国債管理体制の強化に向け、①国債担当審議官の新設、②国債に関する企画・立案を強化するための国債企画課と国債業務課の二課体制化、③市場分析の高度

化や公的債務管理を行うための市場分析官の設置、④民間の市場動向の分析等のノウハウを速やかに取り入れるための市場分析官等への民間人の登用等の取組みを行う。
(平成16年度機構・定員要求事項等)

おわりに

「公的債務管理政策に関する研究会」報告書においては、冒頭にも述べたように、公的債務管理政策の目的、対象範囲、そのあり方について整理がなされているとともに、主に理論的な面から提言がなされており、本報告書は公的債務管理政策をめぐる議論に有益な示唆を与えていると思われる。本報告書の全文や参考資料等については、財務省のホームページ (<http://www.mof.go.jp.singikai/saimukanri/top.htm>) に掲載されており、本稿と併せて御一読頂ければ幸いである。また、我が国の財政が過去に例を見ない厳しい状況にあり、今後の大量の国債発行が見込まれる中、円滑な財政運営の基盤である確実かつ低コストの財政資金の調達を目的とした国債管理政策を強化することが求められており、今後、「国債管理政策の新たな展開」における諸施策を着実に実行すること等により、国債管理政策を的確に運営し、国債の円滑かつ確実な発行と国債市場の安定に万全を期することが重要である。「国債管理政策の新たな展開」についても、財務省のホームページ (<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokusai/siryou/kanriseisaku151203.pdf>) に掲載されており、併せて御一読頂ければ幸いである。なお、本稿中、意見にわたる部分については、全て筆者の個人的見解である。