

公的債務管理政策に関する研究会・海外出張報告

～ 連合王国・イタリア ～

平成15年7月29日

目次

・ 欧州方面出張の概要	3
・ 欧州方面出張の結果	
1 . 公的債務管理政策の定義・目的	4
2 . 公的債務管理政策の対象範囲	5
3 . 公的債務管理政策の在り方（政策手段等）	7
4 . 公的債務に係るリスク分析	8
5 . 偶発債務の管理	10
6 . 説明責任	10

□ . 欧州方面出張の概要

(1) 日程及び出張者

日程

平成 15 年 7 月 1 日 (火) ~ 7 月 6 日 (日)

出張者・随行者

吉野 直行 慶應義塾大学経済学部教授
米山 泰揚 財務省理財局総務課調査室 (当時)

(2) 訪問先

連合王国

- イ) 財務省 Her Majesty's Treasury
- DMO (Debt Management Office)
- PWLB (Public Works Loan Board)
- NS&I (National Savings and Investments)
- ロ) イングランド銀行 Bank of England

イタリア

- イ) 経済財政省 Ministero dell'Economica e delle Finanze
ロ) イタリア銀行 Banca d'Italia
ハ) (株) 国債市場 MTS (Mercato dei Titoli Stato)

．欧州方面出張の結果

1．公的債務管理政策の定義・目的

IMF・世銀の指針（ガイドライン）は、公的債務管理政策の目的について、リスクを適切な水準に抑えた上で、中長期的観点から見たときに、出来る限り小さなコストで資金調達を行うことであるとしている。

（1）イギリス

公的債務管理政策の目的としては、長期的に見て、政府の資金調達コストを最小化することが中心命題として掲げられている。また、これと同時に、リスクを勘案すること、更に、債務管理政策が金融政策と対立しないことを確保することが求められている。

公的債務管理政策と金融政策との関係については、2つの政策は相互に独立して運営されており、いわゆる公的債務の「戦略的管理」は行われていないとのことである。

公的債務管理政策の目的において、公的債務管理政策が金融政策と対立しないと明記されていることの内容は必ずしも詳らかではないが、これまでのところは、DMOが行う国庫資金繰りの手段として、BOEが金融調節の中心的なオペとして位置づけている2週間ものレポ取引を活用しないといった執行面での対応がなされてきているとのことである。

（2）イタリア

公的債務管理政策の目的としては、中長期的観点からコスト及びリスクを最小化することを中心命題と

して掲げている。また、これと同時に、イタリア国債の保有者層の拡大を図ることも主たる目的の一つとして掲げているとのことである。

公的債務管理政策と金融政策は相互に独立して運営されており、双方の政策について調整は行われていないとのことである。そもそも、ユーロ加盟諸国においては、金融政策の企画・立案は欧州中央銀行（ECB）に移管されており、イタリア銀行を含め、各国の中央銀行は、いわば欧州中央銀行の代理人として、流動性供給の実施を担当する立場にあるにすぎないとのことである。

公的債務管理政策の目的において、イタリア国債の保有者層の拡大を図ることが挙げられているが、その具体的な手法としては、外債（米ドル・スイスフラン・日本円等）を発行することを通じ、ユーロ建て内国債への関心を高めるように努めているとのことである。

2. 公的債務管理政策の対象範囲

IMF・世銀の指針（ガイドライン）は、公的債務管理政策が対象とすべき範囲について、中央政府のコントロール下にある債務全般が含まれるべきであるとしている。

（1）イギリス

あらゆる公的債務を対象とした総合管理は行われていないとのことである。また、財務省下のDMOが取り扱う債務は国債（ギルト債等）のみであり、偶発債務や地方政府の債務、年金債務はDMOの所管外とのことである。

いわゆる郵便貯金については、1968年以来、旧郵便貯蓄銀行から、財務省の一部であるNS&Iに移管されており、一定の範囲で、国債と合わせた統合管理が実現されている。マーケット経由の大口の資金

調達（ギルト債）はDMOが担当し、個人を通じた資金調達（証券貯蓄・貯金口座）はNS&Iが担当するという役割分担が確立されている。

地方政府による借入の過半は、国がギルト債等で調達した資金を地方に融資することを目的としたPWLB（Public Works Loan Board）から調達したものである。PWLBは、昨年7月にDMOに組織自体は統合されたものの、依然として一定の独立性を有しており、副首相府（Department of Deputy Prime Minister）^{（注）}の所管下にある。これは、以下で述べるように、国としてバランスシート全体（資産・負債の両側）に目を配るようになってきていることが背景にあるが、PWLB自体は融資を目的とした機関であり、地方政府の債務を管理しているものではないとのことである。

（注） 英国においては、現在、副首相府が地方政府（Local Government and the Regions）を所管している。

現在、国全体のバランスシートの公表に向けた作業が進捗中であり、その一環として、これまで、ギルト債等とは別に管理されてきた偶発債務について、リスク管理の充実等を図りたいとのことである。

（2）イタリア

公的債務の総合管理は行われていないとのことである。また、財務省公債局が管理しているのは、国債・資金繰り債のみとのことである。

郵便貯金（通帳貯蓄・郵便債券）は、政府関係機関である預託貸付公庫が政府保証を受けて、郵便会社（政府100%出資）の郵便局網を通じて販売している。預託貸付公庫は、郵便局を通じて集められた零細貯蓄を公的な投資に振り向けることを目的として設立された機関であり、1993年以来、独立の法人格が付与されているが、理事会には、経済財政大臣（理事会議長）及び国庫総局長等（理事）が参加しており、一定の範囲で、国債と合わせた統合管理が図られている。

地方政府の債務については、国として管理しているものではないが、マーストリヒト要件（財政赤字の対GDP比 3%以下等）を満たすために、地方の歳出を抑制する方向の政策運営（預託貸付公庫の貸付金利の市場連動化等）が行われた。また、地方政府が市場を通じた資金調達を行う場合には、国において、起債時期の調整を図っているとのことである。

偶発債務の管理は、実質的に行われていないのが現状であるが、国営企業の民営化により、偶発債務の残高自体が減少しているほか、保証の履行を迫られる事例は例外的とのことである。また、国営企業の債務については、法令上の規定に従い、国が資本の 100%を支配している 2 社（国鉄・郵便会社）に限って、国が最終的な責任を負っているとのことである。

3 . 公的債務管理政策の在り方（政策手段等）

IMF・世銀の指針（ガイドライン）は、公的債務が抱える各種リスクを常に監視・評価し、その抑制に努めるとともに、効率的な資金繰りを行い、債務の返済が約定通り、確実に行われるようにしなければならないとしている。

（1）イギリス

公的債務のうち国が管理しているのは、国債及び郵便貯金（NS & I）に限られるが、同じ財務大臣の下にあるとはいえ、前者はDMO、後者はNS & Iと、別々の部局によって管理されている。これは、DMOが金融市場を通じた、金融のプロからの資金調達（ホールセール）を目的としているのに対して、NS & Iは個人からの資金調達（リテール）を目的としており、両者の活動内容が大きく異なるからとのことである。

従来、財務大臣からの委託に基づき、イングランド銀行によって担われてきた国債の発行等の機能につ

いて、1998年4月以降、財務大臣の下に新設されたDMOに移管されたのは、金融政策に関する独立性がイングランド銀行に与えられたことが背景にある。つまり、金融政策に関する決定権と国の債務管理に関する意思決定が同一の機関によって担われた場合、将来の金利水準に関する特定の見通し（インサイダー情報）を前提とした上で、国債発行が行われているのではないかとの疑念を惹起させかねない、更には、その結果として、金融政策と債務管理政策を相互に独立して運営することが不可能になるのではないかと考えられたからとのことである。

DMOが財務省の下に置かれているのは、国の債務管理は、財政政策と密接な関係があるとの考えによるものである。なお、DMOが、財務省の内局としてではなく、執行部局（executive agency）として設置されている理由は、国債発行等に係る事務については、元来、BOEという別組織によって担われていたとの経緯に加え、債務管理に関する専門的な知見の蓄積を図ることが期待されたからであり、設立後5年の現在、イギリスの行政・金融環境によく馴染んでいるとのことである。

（2）イタリア

公的債務のうち国が管理しているのは、国債・資金繰り債に限定されており、いずれも、経済財政省国庫総局において管理されている。この他、郵便貯金については、預託貸付公庫の理事会を通じ、一定の範囲で、国による管理がなされている。

4．公的債務に係るリスク分析

IMF・世銀の指針（ガイドライン）においては、コストとリスクの背反関係を把握・管理した上で、様々なショックに備えるためにストレス・チェックを行うべきであるとされている。

(1) イギリス

ギルト債に係るリスクについては、2003年度版の債務管理報告書(レポート)において初めて、コスト・アット・リスクの手法(金利パターン5000通り、予測期間25年)を用いた分析が行われている。従来と異なり、金利水準が変化するとの前提を置いたことに最大の特徴があるが、現在のところ、試行的なものに留まっている。こうした分析結果は、毎年毎年の発行計画を策定する際に、満期構成のあり方に反映されているとのことである。

この他、現在、作成中の国のバランスシートにおいては、偶発債務を含め、国が負っている全てのリスクを包括的に把握できるようにすべきであるとの議論が行われているが、国のバランスシートを使って、どのような分析を行い、どのような政策対応をとることができるのか、その具体的な活用方法に関する結論が得られておらず、検討を続けていくとのことである。

(2) イタリア

従来は、デュレーション管理が中心であったものの、最近では、コスト・アット・リスクの手法を用いたリスク分析を行い、国債発行戦略を立案する際に活用しているとのことであるが、リスク分析の結果は公表されていない。また、金利リスクに加え、スワップ取引を行う際の取引相手方の信用リスク(カウンターパーティー・リスク)等の各種リスクもモニタリングの対象とし、リスク管理の充実に努めているとのことである。

国のバランスシートは、マクロ的観点から財政担当部局において作成されているものであり、債務管理の枠組みの中で活用することは無理だと考えているとのことである。

5．偶発債務の管理

IMF・世銀の指針（ガイドライン）は、保証を行うに当たり、自らの資金繰りも踏まえた上で、偶発債務が政府の財務体質に与える影響について十分な検討を行うべきであるとしている。

（１）イギリス

偶発債務の管理の在り方については、国のバランスシートの作成を進める中で、具体的な手法に関する検討が進められているが、現在のところ、成案は得られていない。なお、偶発債務の中で大きなものとしては、英仏海峡トンネル会社が発行した債券に対する保証（375億ポンド）が挙げられるが、定量化できないもの（原子力災害に対する補償等）が多数含まれており、国のバランスシート上、どのような扱いにするかについて、検討を進めているとのことである。

（２）イタリア

偶発債務の管理は、実質的には行われていない。また、国営企業の民営化により、偶発債務の残高自体が減少しているほか、保証の履行を迫られることは少ないが、その例外としては、国鉄に対する保証債務について、国債への転換が図られた事例があるとのことである。

6．説明責任

IMF・世銀の指針（ガイドライン）は、過去、現在、将来にわたる政府の財政活動、財務状況等に関する情報を公開すべきであるとしている。

(1) イギリス

財務省が発行する債務管理報告書(レポート)においては、ギルト債、郵便貯金(NS&I)、資金繰り管理が対象とされている。年1回公表される同報告書においては、基本的な考え方に関する説明に加えて、前年度における実績、新年度の発行計画、長期的な推計等が掲載されており、年々、掲載内容の充実が図られている。

なお、詳細な情報については、財務大臣の下に置かれたDMOやNS&Iがそれぞれ独自に公表している年次報告書において説明されている。また、偶発債務に関する情報については、財務省が国会に提出している別の報告書を参照する必要がある。

(2) イタリア

経済財政省が毎年公表する債務管理報告書においては、国債、資金繰り管理が対象とされており、基本的な考え方に加え、前年度における実績と、新年度における発行計画の概要が説明されている。なお、郵便貯金に関する情報については、預託貸付公庫が作成している年次報告書を参照する必要がある。

なお、イタリアでは、当局による説明責任の充実を図ることに加え、市場の透明性を高めることが重要である旨の指摘があった。具体的には、イタリアを含むユーロ加盟国においては、政府による積極的なイニシアチブの下、国債の電子取引システム(MTSシステム)^(注)や、プライマリー・ディーラーに対する値付義務の導入が図られる一方、システム上の値付情報について、通信社経由で瞬時かつ電子的に、全市場関係者に伝わるような仕組みが設けられたことを契機として、業者が提示する売値と買値の差額が大きく低下したとのことである。

(注) イタリア政府・中央銀行主導の下、1988年にイタリア国債の電子取引システムとして発足。その後、ユーロ加盟各国の国債を取扱うようになり、現在では、欧州大陸部における基幹的な取引システムとして発展。