

第6章

開発途上国における公的債務管理の制度化に向けた課題

中川 利香

要約:

本稿では公的債務管理をめぐる先行研究をレビューし、2001年にIMFと世界銀行が発表した『公的債務管理のガイドライン』の内容を開発途上国の視点から検討することを目的としている。

公的債務管理に関する学術的視点からの議論は、当初、金融政策との関係に着目していた。1970年代になると、政府の資金調達において債券発行と課税のいずれを選択しても資源配分には影響を与えないとする考え方(公債の中立命題)が唱えられ、債務管理よりも租税問題に議論の中心が移った。1980年代にニュー・パブリック・マネジメントの考え方が主張されるようになると、公的債務管理にもリスク管理が重要との意識が高まった。

このような議論が高まるなかで、2001年にIMF・世界銀行は『公的債務管理のガイドライン』を発表した。ガイドラインの論点は極めて妥当であるが、開発途上国の立場からは実行可能性において2つの問題があると考えられる。第1に、ガイドラインでは金融市場が機能していることが前提に置かれている点である。第2に公的部門の会計処理が民間企業並みに行われることが要求されている点である。『ガイドライン』は先進国では問題なく実行可能なものであっても、開発途上国にとってはクリアしなければならない課題がある。

キーワード:

公的債務管理 公的債務管理のガイドライン ニュー・パブリック・マネジメント リスク管理

1. はじめに

公的部門の債務管理¹という考え方は比較的古くからあり、1700年代からイギリスやスウェーデンなどで取り入れられていたといわれている(Wheeler [2004:1])。最近の事例では、1980年以降、ニュージーランドやアイルランド、スウェーデンなどで専門的な組織を設けて公的債務管理の取り組みを始めた。このような手法による公的債務管理の重要性は、開発途上国でも認識されるようになってきている。

一般的に債務は、対外債務と対内債務、公的債務と民間債務に分類できる。開発途上国で問題となるのは、対内債務よりも対外債務が深刻となった場合が多い。その理由のひとつには、対内債務の中心である国債市場が未熟であるために、対内債務よりも対外債務のコストの方が低いということがあるだろう。対外債務に依存しがちな開発途上国で債務不履行が発生すれば(あるいはその可能性が増大すれば)、開発途上国への資金の流れがストップし、経済の混乱をもたらす。そして、それは国際社会を巻き込んで解決を図らなければならない。1980年代の累積債務問題、1990年代の通貨危機、2000年の重債務貧困国(いわゆる HIPC)の債務問題は、その一例といえよう。このような開発途上国の対外債務問題は、パリ・クラブといった債務のリスケジュール

¹ 類似した用語で財政管理と国債管理がある。前者は、財政規律や資源配分、効率的な資源配分を実現するための公共サービスの効率的な運営、資源配分の戦略的な優先順位付け提供に焦点が当てられており、どちらかという歳出面の管理に着目している。一方、国債管理とは国債の発行、消化、流通、償還の各局面において行われる政策の総称であり、利払いの最小化と景気の安定化に着目した考え方である。本稿で扱う公的債務管理とは、国債も含めた公的部門の債務を(リスクも含めて)どのように把握し、管理するかという点に着目したものである。

の国際的枠組みを創設したばかりでなく、公的債務管理において国際機関がどのような技術支援ができるのかという問題を提起することにもつながった。

2001年、IMFと世界銀行は公的債務の管理は先進国、途上国に関わらず重要との考えから、『公的債務管理のガイドライン』(以下、『ガイドライン』)を発表した。『ガイドライン』は公的債務管理における留意点を示したものであり、論点自体は極めて妥当なものである。しかし、途上国の状況を考慮すると、果たして『ガイドライン』はどこまで実現可能であるのかという点には議論の余地がある。

以上の背景より、本稿では公的債務管理をめぐる議論をレビューし、『ガイドライン』の内容を開発途上国の視点から検討することを目的としている。本稿の構成は以下の通りである。まず第2節では公的債務管理という考え方が発生した背景について論じる。続く第3節では公的債務の捉え方に関する議論をまとめる。そして第4節では、IMF・世界銀行が発表した『ガイドライン』を中心に、公的債務管理のあり方について述べる。さらに第5節では開発途上国の視点から『ガイドライン』を検討する。最後に、本稿のまとめと今後の課題について述べ、結論とする。

2. 公的債務管理という考え方が登場した背景

冒頭でも述べた通り、公的債務管理はヨーロッパを中心に比較的古くから行われていた。公的債務管理に関する学術的視点からの議論は、金融政策との関係に着目した Tobin [1963]があげられる。本論文では、財政当局以外で政府の債務構造をコントロールできるのは公開市場操作を行う中央銀行であるとし、それゆえ債務管理と金融政策を明確に区別することはできないとした(Tobin [1963: 148])。このような考え方にに基づき、トービンはいかに適切な金融政策が経済安定化と債務管理に寄与し、かつ長期金利のコストを最小化させるかという問題を論じた。ただし、この議論では債務管理が国債管理と

同義に使用されており、対外債務は想定されていない。これは、国際資本移動が今ほど活発でなかったという当時の時代背景が関係していると思われる。しかし、多くの国において金融政策の目的は、物価の安定であり国債管理ではない。ゆえに、金融政策の発動の際に国債管理を意識しすぎると金融政策の目的の達成が不可能になる。そればかりでなく、金融政策が国債管理の手段と化してしまう恐れがある。

Tobin [1963]の議論にはこのような問題があるが、その一方で金融政策と租税の観点から重要な指摘を行っている。本来、利下げは国債管理の視点からは望ましいことであるが、金利収入が減少する消費者にとっては消費が制約を受けることになる。したがって、消費に影響を与える租税の問題は極めて重要であると指摘している(Tobin [1963: 175-176])。トービンが提起した租税問題の議論は、Barro [1974]によっても後押しされた。本論文は政府の資金調達において債券発行と課税のいずれを選択しても資源配分には影響を与えないと主張した(「公債の中立命題」)。これにより、政府の資金調達方法に関する議論は租税問題の方に集中するようになっていった²。

ところが、公債の中立命題には①市場が完全であること、②租税体系の歪みがないこと、③将来の財政政策が現代の世代によって完全に把握されていること、などの厳しい仮定が設定されており、非現実的であると指摘されるようになった(例えばde Fontenay, Milesi-Ferretti and Pill [1995]、Missale [1999])。また、1980年に入り多くの先進国で債務が増加したことにより、再び債務管理の議論が高まっていった。そこで大きな影響を与えたのは、行政管理に民間企業の手法を取り入れようとする「ニュー・パブリック・マネジメント」の考え方である³。この考え方の下では、ポートフォリオ理論を政府のバランスシート管理に取り入れ、資金調達コストの最小化とリスク管理を徹底させ

² 代表的な文献として Barro [1979]があげられる。

³ この考え方は、競争原理の導入、政策の企画立案部門(plan)と実施部門(do)の分離、成果による評価(see)、という考え方にもとづき、Plan→Do→See というサイクルで公的部門のマネジメントを行うというものである。民営化はそのひとつの手法であり、1980年代には多くの先進国で民営化が進められ、多くのアジア諸国でも1990年以降、民営化が進められた。

ることが望ましいとする。これを契機に、政府の債務ポートフォリオ組成において通貨(自国通貨建か外貨建か)や期間(長期性債務か短期性債務か)の選択が重視されるようになった。

そのような潮流に対し、民間企業と政府のバランスシートの構造は大きく異なるために、企業金融の論理を政府にそのまま適用するのは難しいという反論が成立するかもしれない。確かに、政府のバランスシートは複雑な構造をしており、民間企業とは異なる。しかし、Leong [1999]はこの問題を明確に認識しつつも、企業金融の議論で着目される「リスク」を考慮することの重要性は政府にとっても参考になると指摘する⁴。また、Missale [1999]も発行する公債の種類がリスク管理に影響を及ぼすと述べている。政府は大きなバランスシートを抱えているからこそ、正しい手順に則って管理しないと大きなリスクに直面することになってしまう。対外債務の増加にともなって為替レートと外国金利(主にドル金利)の変動リスクを考慮する必要性が生じるだけでなく、金融政策をはじめとする諸政策に影響を及ぼすことにもなる。したがって、政府がリスク管理を徹底させるためにも一定のルールを作成し、制度的な枠組みに則って公的債務の管理を行うことが必要となる⁵。こうして、公的債務管理においてリスクを正確に捉え、それを評価し、管理するという視点が重要であるとの認識が高まっていった。

開発途上国に目を転じてみると、1980年代に南米で発生した累積債務問題や1990年代のメキシコ通貨危機では、健全なマクロ経済政策と構造調整政策と同時に、政府の慎重な債務管理が重要であるとの認識を高めた。また、1990

⁴ 参考までに、Leong [1999]は政府のバランスシートは次の点で民間のものとは異なることを指摘する。政府の目的は広範に及ぶこと、政府の最大のキャッシュフローは税収入と政府支出であり民間企業のキャッシュフローとは異なること、政府は現在および将来における課税を決定する権限があること(歳入に自らの決定が影響力を持つ)、政府はマクロ経済政策を通して借入コストに影響力を持つこと、国債市場において政府は唯一の発行体であるため債券の価格形成に大きなインパクトを持つこと、政府が保有する資産と負債の価格評価が難しいものもある(例えば国立公園などの公共財)、というものである。

⁵ 実際に、1980年代にはニュージーランド、アイルランド、スウェーデンなどで財政赤字と対外債務が拡大し、政府が直面するリスクが増大したこともリスクに対する意識が高まったといえる。

年代に発生したアジア通貨危機では、経済再建における公的資金の投入が公的債務の拡大につながったとしている(Wheeler [2004:2])。重債務貧困国(Heavily Indebted Poor Country: HIPC)の問題も、開発途上国の公的債務管理の必要性を提起したケースといえよう。

このような過去の事例からも分かるように、開発途上国の債務問題は多くの場合、対外債務が問題となるケースが多い。それは、主に2つの理由による。ひとつは、国内借入の中心となる国債市場が未熟なことが関係している。国債市場には発行市場と流通市場があり、前者が発達していなければ政府が国債を発行しても市場で十分に消化できない。また、後者が発達していなければ国債の金利形成がうまく行われぬ。国内の貯蓄率が低ければ、国債市場の発展はもとより、政府の国内借入は大きく制約されることになる。もうひとつは、1980年代に進んだ金融自由化によって、開発途上国でも資本自由化が進められたことが関係する。開発途上国において国内金利が外国金利(例えばドル金利)よりも高いことはしばしばみられる現象であり、対内債務よりも対外債務の方が有利な場合がある。国債市場が未発達であるために国内借入が大きな制約を受けていることを鑑みると、政府にとって資金調達チャンネルが対外借入という選択肢しかないということもあるだろう。

対外債務への依存は変動相場制の下では為替リスクが発生し、固定為替相場制の下でもポリシー・トリレンマ⁶によるマクロ経済政策の矛盾が顕在化すれば通貨危機を引き起こす。このように、金融システムやリスク管理が未熟な開発途上国にとって、資本自由化が進んだ状況下での公的債務管理というのは、極めて厳しい課題を突きつけられることになる。しかし、Wheeler [2004]は別の観点から、資本自由化が公的債務管理に対してプラスの効果があると言及する。投資家(とりわけ外国の投資家)は投資先(開発途上国)の政府の経済運営や財政、債務管理戦略の透明性、効率的な金融市場の整備を要求する傾

⁶ ポリシー・トリレンマとは、開放経済では①為替レートの安定化、②自由な資本移動、③金融政策の自立性の3つのマクロ経済政策を同時に実行することはできず、いずれか1つを放棄しなければならない、とする考え方。

向が強い。それがプレッシャーとなり、開発途上国で制度整備が促進されるというのである。Wheeler [2004]では特に触れられていないが、近年の国際資本移動が活発になった状況のもとでは、各国政府は国際金融市場に影響力を持つ格付け会社も意識せざるを得ない状況になっているといえよう。ソブリン格付けを引き下げられないように公的債務管理の透明性を高め、説明責任を果たす仕組み作りを促すというのは少なからずあると考えられる。また、Cassard and Folkers-Landau [1997]は対外借入の効果について、外貨建債務が為替レートと物価の安定化にコミットするシグナルとなる点を指摘している。つまり、マクロ経済政策の安定的運営を対外的に約束する姿勢をみせることにつながり、国の信認が得られるというのである。

開発途上国の状況を鑑みると、Missale [1999]が重要なインプリケーションを提示している。先述の通り、Missale [1999]は、発行する公債の種類はリスク管理に大きな影響があると主張したが、同時に租税体系や金融市場にも重要な影響を及ぼすとしている。これは、債務管理と租税体系が相互に影響を及ぼす関係にあるということの意味する。したがって、公的債務管理の問題は、債務管理手法のみに焦点を当てるだけでは十分ではなく、同時に租税体系をその国に適した形に作り上げていくことの必要性を示唆しているともいえよう。とくに開発途上国の場合、この視点は開発計画の策定においてセクターごとの局所的な視点に偏ることなく、金融市場の発展と財政の諸問題を包括的に捉えるアプローチも必要である。この点は、先進国の援助機関や国際機関に対して重要なインプリケーションを示している。

3. 公的債務をどう捉えるか

公的債務は、先に述べたように対外債務と対内債務に分類できる。対外債務としては外国政府、外国民間金融機関、国際機関からの借入、対内債務としては国内銀行からの借入、国債の発行があげられる。いずれにしても、公

的債務を把握するにはまず「公的部門」を定義し、その債務をグロスで捉えるのか、ネットで捉えるのかということも考える必要があるだろう(大和総研資本市場調査部 [2005])。

「公的部門」の定義に関しては、中央政府、地方政府、政府系機関、中央銀行など、どこまでを含めるのかを明確にする必要がある。これは各国の統計の整備状況等にも関係するが、格付け会社のソブリン債務の定義はひとつの参考になるだろう。例えば、格付投資情報センターの場合、ソブリン債務は「中央政府の直接金融債務および支払いを保証する金融債務」としている⁷。ここには中央政府による中央銀行や国営銀行からの借入金、国債、政府短期証券、政府保証債、年金債務などが含まれる。これらに加え、政府機関や地方政府が発行する債券など、将来中央政府の負担になる可能性のある債務、すなわち偶発債務も中央政府の債務と認識する必要があるとする意見もある(丹羽 [2003])。また、IMF and The World Bank [2001]によれば、公的債務の範囲は「中央政府のコントロール下にある債務(IMF and The World Bank [2001:10])」と定義しており、そこには非市場性証券、偶発債務、地方政府債、外貨建債務も含めるべきであるとしている。

公的債務をグロスで捉えるかネットで捉えるかという点については、債務の借り換えという視点からもグロスで捉えることが望ましく、ネットで把握する場合には少なくとも政府が保有している金融資産の吟味が必要とする。その理由は、例えば政府の資産内容が悪化して損失が発生した場合、政府債務が増加するからである(大和総研資本市場調査部 [2005:2-3])。井堀 [2004]も、ネットで公的債務を捉える際には、公的年金基金等の資産サイドを検討することが重要であると示唆している⁸。

⁷ 格付投資情報センターのウェブサイトより。ただし、これは格付け会社によって異なる可能性はある。

⁸ 井堀 [2004]はわが国の公的債務の状況に関し、公的債務をネットで把握することが望ましいという議論があることを紹介している。それによると、ネットで捉えることにより債務残高が半減するという範囲の問題や、国債など公債の大部分が国内で消化され、また経常収支が黒字であり、日本全体で外国からの負債が累増しているわけではないという部門間の問題などで、公的債務の累増を深刻に考えるべきでないという理由による。

4. 公的債務管理のあり方 — IMF・世界銀行による『公的債務管理のガイドライン』を中心に —

4.1 公的債務管理における原則 — 経験則から —

既に述べたように、1980年から2000年までの経験は、国際資本移動が活発になる中で、公的債務管理の制度的枠組みを創設することの重要性を提起した。Cassard and Folkerts-Landau [1997]は、過去の経験から公的債務管理が適切に行われる原則を4つ述べている。第1に債務管理と金融政策を明確に分けること、第2に政治の介入を遮断すること、第3に最新のリスク管理技術に詳しい人材を配置し、債務管理のパフォーマンスをきちんとした基準で測定(評価)すること、そして第4に優れたスタッフを配置し、高度なシステムを導入すること、の4点である。第1の点は、債務管理と金融政策の目的が異なることから生じる摩擦を回避するための策である。例えば、インフレ抑制のために金融を引き締めると、債務管理のコストが増加するという事態が発生する。また、中央銀行が外貨準備と外貨建債務の管理を担うと、為替レート政策において摩擦が生じる可能性もある。このような場合、中央銀行が金融政策の目的を達成することに集中できる環境を整え、そのうえで債務管理と金融政策を調整することが必要になる⁹。第2の点では、公的債務管理の独立性を確保することの重要性に着目した原則である。政治からの介入を回避するには、当局が公的債務管理の透明性を高め、説明責任を果たすことが重要であろう。Cassard and Folkerts-Landau [1997]はそのひとつの方法として、公的債務管理の専門機関を設立することが有効であるとしている¹⁰。第3の点では、公的債務管理の専門機関が効率的に業務を遂行するには、リスク管理等の知識を持った優秀な人材を配置することの必要性を指摘している¹¹。

⁹ Sundararajan and Dattels [1997]も同様の見解を示している。

¹⁰ Commonwealth Secretariat [1999]も同様の見解を示している。

¹¹ 1990年代、先進国を中心に公的債務管理事務局(Debt Management Office)を設置する国が増加した。例えば、財務省に専門部署を設けている国としてオーストラリア、ベルギ

また、Carracedo and Dattels [1997]は、債務管理のフレームワークを作成するのであれば目的を明確にしておくことが重要であると指摘する。それは、目的に矛盾しない債務管理方法の設計や、関係当局との摩擦防止、債務管理戦略の評価の面で利点があるからである。本研究で行われた債務管理に関する調査によると、その目的は国によって異なるが、政府の財源確保と借入コストの最小化を優先順位に掲げている国が多い¹²。このように、まず目的を明確にしたうえで政府の資金需要とそれに見合う発行債券の種類(期日、通貨など)の戦略を計画し、キャッシュバランスの管理、債券の発行、情報公開を行うことが必要であるとしている(Carracedo and Dattels [1997: 101-104])。

4.2 IMF・世界銀行による『ガイドライン』の作成

以上のように、公的債務管理のポイントは経験から導き出されていたが、IMFと世界銀行はそれをガイドラインとして整備した。IMF・世界銀行は過去に発生した経済危機の要因を分析すると、公的部門の債務構成(期日、通貨、金利)や多額の短期偶発債務の管理の問題が関係し、またそれが危機を深刻化させる原因にもなったと指摘している(IMF and The World Bank [2001:1-2])。このような経験から、IMF総会の諮問機関である国際通貨金融委員会¹³は政

一、オランダ、ニュージーランド、トルコ、カナダ、ドイツ、ギリシャ、日本、メキシコ、スイスがある。中央銀行に専門部署を設けている国はデンマーク、イギリスである。財務省、中央銀行の外に独立した機関を設立した国はオーストリア、アイルランド、スウェーデンがある(Cassard and Folkerts-Landau [1997: 43-48] Table 4~7より)。

¹² 公的債務管理の目的として調査項目に掲げられているのは、①政府の財源確保、②借入コストの最小化、③コスト変動の最小化、③金融政策のサポート、④国内市場の発展、⑤市場の混乱の回避、⑥海外資金の誘致、⑦国内貯蓄の奨励、⑧債務の多様化、⑨債務の期日構造の分散、⑩政府の信用力の維持、の10項目である。調査国はアルゼンチン、ブラジル、カナダ、フランス、アイルランド、イタリア、日本、メキシコ、ニュージーランド、パキスタン、スペイン、スウェーデン、イギリス、アメリカの14カ国。①~⑩のうちリスク管理に関係があると考えられるのは、③、⑧、⑨であろう。③を優先順位上位にあげているのはカナダとニュージーランドのみで、⑧と⑨は一部の国で考慮されているが優先順位は下位にとどまっている(Carracedo and Dattels [1997:104] Table 1)。参考までに、本稿末に付表として掲載したので参照されたい(付表 1)。

¹³ 国際通貨金融委員会(International Monetary and Financial Committee: IMFC)は、IMF 総会の諮問機関としての役割を強化する観点から 1999 年 9 月に創設。前身は IMF 暫定委員会(Interim Committee of the Board of Governors on the International Monetary System、1974 年 10 月設置)。主な役割は、国際通貨金融制度の運営、同制度を揺るがす危機への対応、世

府のバランスシート管理が重要であると認識し、公的債務管理のガイドラインを作成するようにIMF・世界銀行に要請した。これを受けてまず30カ国の専門家によりドラフトが作成された。ドラフトはその後の会議で表明された意見を参考に修正が加えられ、2001年に『公的債務管理のガイドライン』(*Guidelines for Public Debt Management*)が発表されたのである¹⁴。この『ガイドライン』に示された公的債務管理とは、①必要な資金の調達、②リスクと費用の最小化、③流動性が高く効率的な国債市場の発展と維持などの政府が設定した目標の達成、の3つを実現するために公的債務管理の戦略を策定し、それを実行するプロセスであるとしている(IMF and The World Bank [2001:1])。『ガイドライン』には6つの項目が提示され、公的債務管理のあり方が述べられている。以下、その内容を紹介しよう¹⁵。

4.2.1 公的債務管理の目的と政策当局間との関係

『ガイドライン』によれば、公的債務管理の目的は「政府の資金調達と債務返済を中長期的観点からリスクを抑えつつ、可能な限り最小なコストで行えるようにすること」としている(IMF and The World Bank [2001:5])。このポイントは、コスト面のみならずリスクに対する慎重な管理を掲げていることである。公的債務管理で考慮すべきリスクには、①市場リスク(*market risk*)、②借り換えリスク(*rollover risk*)、③流動性リスク(*liquidity risk*)、④信用リスク(*credit risk*)、⑤決済リスク(*settlement risk*)、⑥業務リスク(*operational risk*)の6つがある(表1)。市場リスクとは金利、為替レート、商品価格など、市場での変動が政府の資金調達コストに影響を及ぼすリスクである。借り換えリスクは資金の借り換えに想定外のコストがかかり、結果として借り換えが困難となるリスクである。新興国は特にこのリスクに注意を払う必要がある。

界の流動性の状況のレビュー、理事会から提出されたIMF協定改定案の検討などについて理事会に報告および勧告することとされている。詳しくはIMFウェブサイトを参照されたい。

¹⁴ 会議は5回開催され、合計122カ国、300名以上が参加したようである。そこでの意見を参考に最終版を完成させている(IMF and The World Bank [2001:V])。

¹⁵ 『ガイドライン』の概要を表にまとめたものを章末に添付した(付表2)。

流動性リスクとは、現金が必要なときに資産を現金化できないリスクを意味する。例えば投資家が資産を現金化しようとしても、当該資産の取引高が極端に少ない場合には、投資家の希望する価格で資産を売却できないということが発生する。また、債務者のキャッシュフローが何らかの理由で短期間のうちにマイナスに転じ、流動資産が急激に減少すると、債務者が必要とする現金を確保することが難しくなる。流動性リスクとは、このようなケースに発生することが多い。信用リスクについては、借り手の債務不履行や、取引相手側の理由により金融契約(デリバティブも含む)が不履行になることを意味する。さらに決済リスクは、政府が債務不履行以外の理由により、決済の失敗が生じるリスクである。最後の業務リスクは、取引の過程で発生するエラー、内部統制やシステム等の失敗、評判リスク、法的リスク、自然災害等、上記5つのリスク以外で業務に影響を及ぼすリスクを指す。『ガイドライン』では、以上のようなリスクを考慮して公的債務を管理する必要があるとしている。

公的債務管理は以上に述べたリスクを考慮しながらコストを抑えることが重要であるが、コストの抑制には金融市場、とりわけ債券市場の発達度合いが大きく関係することになる。『ガイドライン』では、債券市場が発達した先進国では市場リスクに焦点をあて、ストレス・テストを実施しながらポートフォリオを組むことを提案している。一方、金融市場があまり発達していない新興国では借り換えリスクに焦点をあて、債券市場の育成に力をいれることが望ましいと述べている。

また、公的債務管理がカバーすべき債務の範囲については、「中央政府のコントロール下にある債務(IMF and The World Bank [2001:10])」と定義し、自国通貨建、外国通貨建に関わらず市場性債務、非市場性債務、オフ・バランスシート取引による債務も含むことが望ましいとする。中央政府は、地方政府や国営企業に対する保証も含め、公的部門と民間部門の債務ポジションを把握しておくことも必要であると言及している。さらに、中央政府と地方政府の資金調達と債務返済スケジュールを調整することも求められるとしている。

(IMF and The World Bank [2001:10-11])。

表 1: 公的債務管理で考慮すべきリスク

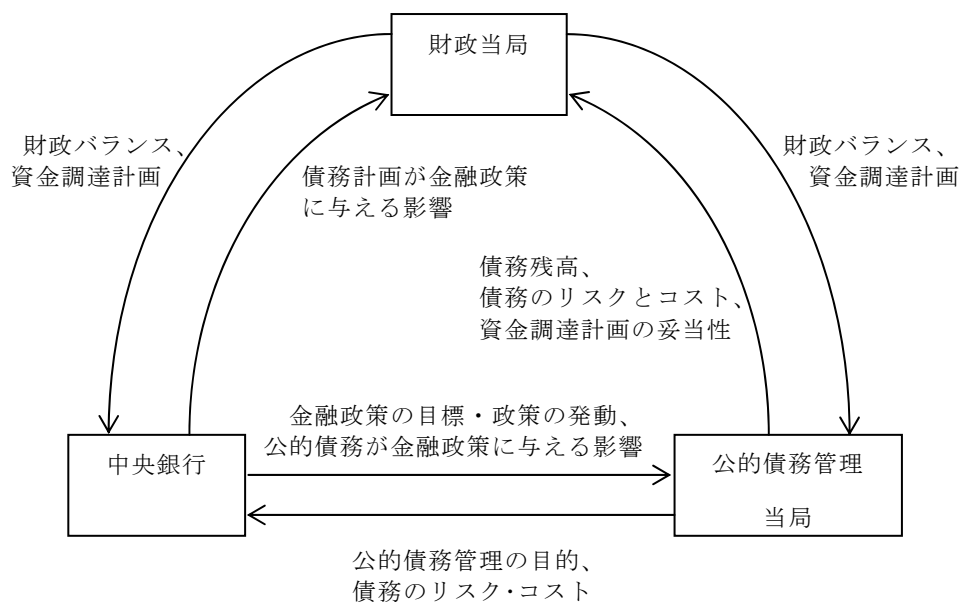
リスク	概要
市場リスク (market risk)	金利、為替レート、商品価格など、市場での変動が政府の資金調達コストに影響を及ぼすリスク
借換リスク (rollover risk)	資金の借り換えに想定外のコストがかかるために借り換えが不可能になるリスク
流動性リスク (liquidity risk)	① 投資家がポジション調整しようとする時に、取引が極端に減少していたり、市場参加者が少ない等の理由で流動資産を売却するコストが高くなるリスク ② 債務者のキャッシュフローが短期間のうちにマイナスに転じ、流動資産が急激に減少するリスク
信用リスク (credit risk)	ローンの借り手の債務不履行や、取引相手の金融契約が不履行になるリスク
決済リスク (settlement risk)	政府が債務不履行以外の理由による決済の失敗で生じると考えられる潜在的な損失
業務リスク (Operational risk)	取引の様々な段階で起こりうる誤り、内部統制やシステム等の失敗、評判リスク、法的リスク、自然災害など、業務に影響を及ぼすリスク

【出所】 IMF and The World Bank [2001:10-11]. 邦語訳は筆者による。

財政・金融政策、公的債務管理の関係では、各当局の政策目的が異なるために摩擦が発生することが想定されるとし、その問題を回避するために当局間の情報共有が極めて重要であるとしている。図 1 は財政当局、中央銀行、公的債務管理当局の関係を示したものである。財政当局からは中央銀行と公的債務管理当局に対して、財政バランスと資金調達計画の情報を提供する。それを受けて、中央銀行は政府の債務計画が金融政策に与える影響を分析し、財政当局に情報提供を行う。そして公的債務管理当局は、債務残高やそれに係るリスクとコスト、政府の債務計画が適切であるか否かを財政当局に伝える。中央銀行と公的債務管理当局の間では、金融政策の目的・政策の発動、公的債務が金融政策に与える影響、公的債務管理の目的や債務のリスクとコストに関する情報交換を行う。このような情報フローを確立させることによ

って、適切な公的債務管理が実現するとしている(図 1)。

図 1. 財政・金融当局と公的債務管理当局の望ましい情報フロー



【出所】 IMF and The World Bank [2001]より筆者作成。

4.2.2 透明性と説明責任

この項目は、公的債務管理に関する情報の公開について述べられている。情報公開は公的債務管理の透明性を高め、説明責任を果たすためにも必須であるといえる。『ガイドライン』では次の点について公表すべきであるとしている。

- ・ 債務管理当局と財政・金融当局の役割および担当
- ・ 公的部門の債務に係るコストとリスク
- ・ 債券市場に関する情報(予算管理、国債の入札手続き、プライマリーディーラーの認定基準、流通市場など)
- ・ 過去から現在に至るまでの財政活動および連結財務状況
- ・ 債務と資産の内容および構成(通貨／期日／金利など)

4.2.3 債務管理機関の枠組み

公的債務管理を行う機関は、ガバナンスと業務内容について明確に規定されることが望まれる。ガバナンスの面では、政府の借入はもとより、国債発行、投資、保証等の取引を法律により明確に規定することが必要としている。また、債務管理機関の各部署の義務および役割を明確にすることが欠かせないとしている。業務内容については、健全な業務を推進することが重要であり、そのための情報の保護、スタッフの管理、自然災害や社会不安、テロ行為等によって発生するリスクの軽減についても言及されている。

4.2.4 債務管理戦略

公的債務の管理には戦略が必要であり、債務のリスクを監督し、正確に評価することが重要であるとされている。とくに、外貨建債務、短期債務、変動金利型の債務に対するリスクについては注意深いリスク管理が求められる。それに加え、コストを考慮した債務構造にすることも重要であろう。リスクとコストはトレードオフの関係になることから、これらのモニタリング、評価、管理は公的債務管理において極めて重要な項目となる。

4.2.5 リスク管理の枠組み

一般的に、債務管理においてはそのコストを軽減する目的で、債務者が金利や為替レートの差を利用した利益の獲得(裁定行為)のために債務ポートフォリオの組み換えを行う場合がある。『ガイドライン』ではそのような積極的な債務管理に対して否定的なスタンスはとっていない。その代わりに、裁定目的で債務ポートフォリオの組み替えを行う際には、リスクをきちんと認識し、政府および国民への説明責任を果たすことが重要であるとしている。また、偶発債務¹⁶についても認識し、それが財政に及ぼす影響を考慮することが欠かせないとしている。

¹⁶ 『ガイドライン』では、偶発債務を「まだ発生していないものの、ある状況の下で債務になりうる政府の潜在的な債務(IMF and The World Bank [2001:29])」と定義している。

4.2.6 国債市場の発展

政府が負債によってファイナンスしようとする場合、国債市場の発展度合いが極めて重要となる。市場の厚みを持たせるには、投資家の数を増加させることはもちろんのこと、投資家を公平に扱うことが必要である。それ以外にも、発行市場と流通市場がバランスよく発展することが望まれる。『ガイドライン』では、発行市場の発展に関しては可能な限り競争的な入札を行うことが望ましく、同時に政府と中央銀行が流通市場の育成に努めることが必要であると述べている。

5. 開発途上国の視点から『ガイドライン』をどう評価するか？

既に述べたとおり、IMF・世界銀行が発表した『ガイドライン』は債務管理のリスクとコストをいかに抑えるかという点に重点が置かれ、債務管理において留意すべき点について記されたものである。筆者は、『ガイドライン』の内容自体は極めて妥当であり別段意義を唱えるものではない。しかしながら、『ガイドライン』は開発途上国のみを対象に作成されたものではないことに注意する必要があるだろう。したがって、展開されている論点は一般論としては正しいかもしれないが、開発途上国からみた場合にその実行可能性について2つの疑問が残る。ひとつは『ガイドライン』が置いている暗黙の前提であり、いまひとつは技術的な面である。前者については、金融市場がきちんと機能していることが暗黙の前提に置かれていることに留意する必要があるだろう。開発途上国の資本市場は未熟であり、国債市場が十分に発達しているとは言いがたい。国債市場の発展には、法律・規制や税制の整備、投資家の育成、売買システムや決済システムの開発などが必要である¹⁷。また、国債金利がベンチマークとして機能するには、国債の発行残高がある程度の

¹⁷ 国債市場の育成については、世界銀行とIMFがハンドブックを出版している。詳しくは World Bank and International Monetary Fund [2001]を参照されたい。

ボリュームに達し、流通市場で活発に取引される必要がある。そもそも投資家層が薄い開発途上国にとって、これは極めてハードルが高いと言わざるを得ない。また、『ガイドライン』では国債市場の発展について言及しているが、それには金融システムの発展が欠かせない。なぜならば、一般的に資本市場の発展の初期の段階では銀行が国債の引き受け、購入、流通の面で大きな役割を果たす場合が多いからである。金融システムが未熟な状況では、為替リスクを考慮したとしても対内債務が高コストになり、対外債務を選択するということにもなりうる。『ガイドライン』には国債市場を支える金融システムを発展させる具体案は提示されていない。

一方、技術的な面では公的部門の会計処理が(先進国の)民間企業並みに行われることが求められており、途上国の実態から乖離した高度な技術が要求されていることを指摘したい。『ガイドライン』ではリスクを正確に捉え、計測し、評価することが重要であるとしているが、それを実行するには公的部門の会計処理が正確に行われていることが前提である。また、デリバティブ取引や債務保証などのオフ・バランスシート取引をきちんと記録していることも必要である。開発途上国において高度な金融技術を必要とするデリバティブ取引がどれほど行われているのか、また、行っているとしてもオフ・バランスシート取引をどこまで正確に記録しているのかは疑問である。さらに、オフ・バランスシート取引を政府の財務諸表上に記録するには、発生主義¹⁸で会計処理を行う必要があり、公的部門における会計ルールの抜本的な見直しが必要となる¹⁹。

¹⁸ 会計における現金主義とは「現金収支が実際になされた日の所属する年度に区分する」ものであり、発生主義とは「歳入歳出の原因が発生した日の所属する年度に区分する」会計手法である(井堀・土居 [2001])。なお、小塩 [2002]は発生主義にもとづく公会計の導入は、財政の持続可能性のチェックを容易にすること、政策の説明責任を果たす重要な手段となりうる、と指摘している(小塩 [2002:69-70])。なお、公的部門の会計における発生主義の採用は、先進国では一般的になりつつあるが、それでも全ての先進国で導入されているとは限らない。

¹⁹ 現金主義でもオフ・バランスシートを作成するという折衷的な方法もあるかもしれないが、会計制度に矛盾を生じさせないためにも、また債務管理を徹底させるには発生主義にもとづく会計制度を導入することが望ましいだろう。

このように、『ガイドライン』は一般論としては正論であっても、開発途上国にとっては課題がある。途上国および先進国政府、国際開発機関は、開発途上国の財政問題を解決するには金融市場の健全な発展と公会計制度などを含めた財政・金融の包括的なアプローチが必要といえる。

6. むすびにかえて

以上、本稿では公的債務管理に関する議論について既存文献のレビューとIMF・世界銀行が発行した『ガイドライン』の検討を行ってきた。公的債務管理という考え方は比較的古くからあったが、当初は金融政策との関係から論じられていた。また当時の経済環境を反映して、公的債務管理とは国債管理と同義に使用されていた。1970年代になると、政府の資金調達手段が経済に及ぼす影響について分析が進み、公債の中立命題という考えが登場した。これを契機に租税問題の議論が多くなっていった。1980年代に行政管理においてニュー・パブリック・マネジメントの考え方が主張されるようになると、公的債務管理に民間企業のポートフォリオ理論を応用しようとする動きが出てきた。政府のポートフォリオ組成にあたり、債務の期間、通貨、リスクの把握および管理が重要であるとの考え方が主流になった。

また、「公的債務」をどう捉えるかという点も重要である。本稿では政府部門の定義と公的債務の捉え方(グロスかネットか)に関する考え方を提示した。

このような議論を踏まえたうえで、本稿では公的債務管理のあり方についてもレビューを行った。まず、過去の経験から指摘されたポイントは、公的債務管理を行う原則として①債務管理と金融政策を分離して考えること、②政治の介入を遮断すること、③リスク管理技術について詳しい人材を配置すること、④高度なシステムを導入すること、の4点が重要ということであった。これらを実現するために、債務管理専門の組織を設立すること、債務管理のフレームワークを作成することの有効性が提示された。

2001年にIMFと世界銀行によって発表された『ガイドライン』では、リスクを考慮しながら公的債務のコストを抑えることが重要との考え方が示された。公的債務管理の透明性の確保と説明責任、債務管理機関の枠組み、債務管理戦略、リスク管理、国債市場の発展などのテーマが取り上げられていた。

以上のように公的債務管理のあり方について示された『ガイドライン』であるが、本稿ではあえて開発途上国の視点から『ガイドライン』の内容について検討を試みた。一般的には『ガイドライン』の視点はどれも妥当であるが、開発途上国の立場からは2つの理由から実行可能性について問題があると考えられる。ひとつは、『ガイドライン』が置いている暗黙の前提が開発途上国にとって厳しいものとなっている点である。そしていまひとつは、公会計制度のあり方といった技術的な問題が開発途上国に存在すると考えられる点である。『ガイドライン』は開発途上国を対象に作成されたものではないため、先進国では問題なく実行可能なものであっても、開発途上国にとってはクリアしなければならない課題が多いといえる。

このことは、開発途上国が適切な公的債務管理を行うには、金融市場の健全な発展と公会計制度などを含めた財政・金融の包括的なアプローチが必要であることを示しているといえよう。途上国政府ならびに途上国支援を行う先進国、国際開発機関はこの点を十分に理解して開発途上国の財政問題に取り組む必要がある。

本稿では以上の点を明らかにしたが、開発途上国における公的債務管理の実態については触れられていない。公的債務管理の手法は、恐らく各国によって違いがみられると考えられる。対内債務と対外債務の優先順位づけ、返済スケジュールの管理、リスク管理の状況、国債市場育成との関係、システム導入の状況などの実態を明らかにすることは、『ガイドライン』が開発途上国でどのように理解されているのか、またそれがどの程度まで開発途上国に影響を与えているのかという事も確認することにもつながる。これらの点は今後の課題としたい。

【参考文献】

<日本語文献>

井堀利宏 [2004] 「公的債務管理と公的金融のあり方」 金融調査研究会 『公的債務管理と公的金融のあり方』 金融調査研究会 pp. 1-10

井堀利宏・土居丈朗 [2001] 『財政読本』 東洋経済新報社

大和総研資本市場調査部 [2005] 「長期シミュレーションからみた公的債務管理の課題と展望—深刻化する現状と民主的総合管理の必要性」 大和総研 (www.dir.co.jp/research/report/viewpoint/050502viewpoint.pdf) (2007年8月13日ダウンロード)

小塩隆士 [2002] 『コアテキスト財政学』 新世社

丹羽由夏 [2003] 「日本の公的債務の特徴と管理政策の課題 — 「研究会」 の検討を巡って」 『農林金融』 10月号 pp. 32-42

<外国語文献>

Barro, R. J. [1974], “Are Government Bonds Net Wealth?,” *Journal of Political Economy*, Vol. 82, No. 6, pp. 1095-1117.

Barro, R. J. [1979], “On the Determination of the Public Debt,” *Journal of Political Economy*, Vol. 87, No. 5, pp. 940-971.

Carracedo, M. F. and P. Dattels [1997], “Survey of Public Debt Management Frameworks in Selected Countries,” in Sundararajan, V., P. Dattels and H. J. Blommestein (eds.), *Coordinating Public Debt and Monetary Management: Institutional and Operational Arrangements*, Washington D.C.: International Monetary Fund, pp. 96-162.

Cassard, M. and D. Folkers-Landau [1997], “Risk Management of Sovereign Assets and Liabilities,” IMF Working Paper No. 166, Washington D.C.: International Monetary Fund.

Commonwealth Secretariat [1999], *Effective Domestic Debt Management in*

- Developing Countries*, London: Commonwealth Secretariat.
- de Fontenay, P., M. Milesi-Ferretti and H. Pill [1995], "The Role of Foreign Currency Debt in Public Debt Management," IMF Working Paper No. 21, Washington D.C.: International Monetary Fund.
- International Monetary Fund and The World Bank [2001] *Guiding for Public Debt Management*, Washington D.C.: International Monetary Fund and The World Bank.
- Leong, D. [1999], *Debt Management: Theory and Practice*, Treasury Occasional Paper No. 10, London: HM Treasury.
- Missale, A. [1999], *Public Debt Management*, New York: Oxford University Press.
- Sundararajan, V. and P. Dattels [1997], "Coordinating Public Debt and Monetary Management in Transition Economies: Issues and Lessons from Experience," in Sundararajan, V., P. Dattels and H. J. Blommestein (eds.), *Coordinating Public Debt and Monetary Management: Institutional and Operational Arrangements*, Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Tobin, J. [1963], "An Essay on Principle of Debt Management," in Commission on Money and Credit, *Fiscal and Debt Management Policies*, Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall, pp. 143-218.
- Wheeler, G. [2004], *Sound Practice in Government Debt Management*, Washington D.C.: The World Bank.
- World Bank and International Monetary Fund [2001], *Developing Government Bond Markets: A Handbook*, Washington D.C.: World Bank and International Monetary Fund.

付表 1: 債務管理の目的【注1】

目的	アルゼンチン	ブラジル	カナダ	フランス	アイルランド	イタリア	日本	メキシコ	ニュージーランド	パキスタン	スペイン	スウェーデン	イギリス【注2】	イギリス【注3】	アメリカ
政府の財源確保	1	1				1	1	1			1		1	1	
借入コストの最小化			1	1	1	2	2	2	2	2	2	1	4	2	1
コスト変動の最小化			2						1				5		
金融政策のサポート		3						3		1		2	2		
国内市場の発展	2			3	3		3		3			4			
市場の混乱の回避		2		2									3		2
海外資金の誘致						4									
国内貯蓄の奨励					2	6				3	4	5			
債務の多様化	4			5		5				4	5				
債務の期日構造の分散	3			4		3					3	3			3
政府の信用力の維持									4						

【注1】 各国に行った債務管理の目的に関するサーベイで順位づけをしたもの。

【注2】 債務管理に係る改革前。

【注3】 債務管理に係る改革後。

【出所】 Carracedo and Dattels [1997] p. 104 Table 1 より引用。邦語訳は筆者による。

付表2: 『ガイドライン』の概要

●債務管理の目的と政策当局間の連携	
公的債務管理の目的	政府の資金調達と債務返済に関し、適切なリスク水準を抑え、中長期的に可能な限り低コストで行われるようにすること
「債務」の範囲	中央銀行のコントロール下にある債務 <ul style="list-style-type: none"> ・ 市場性債務(自国通貨建、外貨建) ・ 非市場性債務(自国通貨建、外貨建) ・ オフバランスシート上の債務(偶発債務、地方政府債や国営企業に対する政府保証など)
財政・金融政策との連携	<ul style="list-style-type: none"> ・ 債務管理当局は資金調達と債務水準に関するコストとリスクを財政当局に伝える ・ 金融市場が発展している国では、債務管理と金融政策の目標と説明責任を分離する ・ 債務管理当局、財政・金融当局は政府の現在および将来の流動性ニーズに関する情報について共有する
●透明性と説明責任	
PDMを行う当局の役割、責任、目的の明確化	以下に関する責任の所在を明確にし、公表する <ul style="list-style-type: none"> ・ PDM政策、国債市場(発行市場、流通市場)、国債管理、決済
PDM政策に関する情報の公開	政府は以下の情報を公表する <ul style="list-style-type: none"> ・ 過去および現在の財政活動(資金調達を含む)と財政状況 ・ 債務および資産の構成(通貨/期日/金利など)
PDM当局の説明責任およびその他の責任の一貫性の保証	<ul style="list-style-type: none"> ・ PDMに関する活動は毎年、外部監査を受ける
●制度的枠組み	
ガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> ・ 政府借入、国債発行、投資等の取引を法律で規定する ・ PDM当局の組織を詳細に規定し、義務と役割を明確にする
内部業務の管理	<ul style="list-style-type: none"> ・ スタッフの権限、明確なモニタリングと管理、取極めの報告などを健全に行うことで業務リスクを管理する ・ 正確かつ包括的な管理情報システムによる情報を保護する ・ 服務および給与規程などの規範と利害衝突のガイドラインを定めてスタッフ管理を行う ・ 業務回復手続きは自然災害、社会不安、テロ行為などの影響を軽減するように行う
●債務管理戦略	
	<ul style="list-style-type: none"> ・ 債務のリスクを注意深く監督し、評価する ・ コストを考慮した債務構造を変えることでリスク軽減する ・ 政府のキャッシュフローのリスク特性を考慮して借入の決断とリスク削減の手続きを行う ・ 外貨建かつ短期、あるいは変動金利の債務に関するリスクを評価し、それを管理する ・ 期日に債務を確実に返済できるように費用効率的なキャッシュマネジメントを行う

付表 2 (続き)

●リスク管理の枠組み	
枠組みの創設	・ 政府の債務ポートフォリオにおけるコストとリスクのトレードオフを見極め、管理する
ストレステストの実施	・ リスク評価のためにストレステストを行う
債務の積極的な管理	・ 金利や為替レートの変動の期待から得る利益を求めて積極的なポートフォリオの組み換えを行う場合は、その過程で生じるリスクと管理手法に責任を持つ
偶発債務	・ 偶発債務が財政に及ぼす影響を考慮する
●効率的な国債市場の発展と維持	
ポートフォリオの多様化と資金調達手段	・ 政府は国内外の支払い義務に応じるために投資家層の厚が増すように努める ・ 投資家を公平に扱う
発行市場	・ 市場の透明性と予測可能性に配慮する ・ 国債発行はできる限り市場メカニズムによって行う(競争的オークションやシンジケート団による引受など)
流通市場	・ 様々な条件のもとで効率的に機能する流通市場の育成に努める ・ 決済システムは市場の健全な慣行を反映させる

【出所】 IMF and The World Bank [2001]より筆者作成。ただし邦語訳は筆者による。

