

## やさしい経済学

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

## 国債管理の歴史と教訓

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2つある。まず国債をめぐ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

## やさしい経済学

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

## 国債管理の歴史と教訓

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「国債の歴史」（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

## やさしい経済学

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ネ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

## 国債管理の歴史と教訓

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

## やさしい経済学

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、英国の財政支出は、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

## 国債管理の歴史と教訓

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

一橋大学教授 北村 行伸



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、利払い日の統一、取扱機関の限定、国債流通

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。

一橋大学教授 北村 行伸

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の軽減に努め、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

一橋大学教授 北村 行伸

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

一橋大学教授 北村 行伸

ドンを連れてきた。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。

市場の形成、相場情報の伝達など、国債・公債をめぐ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リド債（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。

きたむら・ゆきののぶ 56年生まれ。オックスフォード大博士。専門は公共経済学、金融論

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き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。

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。

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労したのと対照的に、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いわれている。

## 1 英国の努力と工夫

## 2 徴税権が裏付け

## 3 ロンドンが中心に

## 4 英国の金融革命