

国債市場の非効率性と個人投資家の参加¹⁾

釜 江 廣 志

§ 1 はじめに

わが国国債市場の効率性についての分析によれば、国債市場にはウィーク・フォームでもセミ・ストロング・フォームでも非効率性が残存するとの結果が得られている。

日本国債はその残高の半分以上が政府と中央銀行からなる公共部門によって保有され、個人や非居住者の保有比率は極めて小さい。個人のシェアは米国の約8%に対し日本では約2.5%であると推定されている。この特徴は、取引可能な債券の供給を少なくし、市場参加者の多様性を減じている。また、経済合理性や市場メカニズムにしたがって行動するとはみられない公共部門が大きなウェートを占めることにより、市場を非効率的にしている可能性がある。そこで、個人を市場に呼び込むとともに、公的部門の参加する市場と民間部門の市場を分離することも検討されなければならない。前者については、譲渡性に制限を付し、個人のみが保有できる国債を発行することを盛り込んだ「証券決済システム改革法」が2002年6月に成立し、それに基づいて個人向け国債の発行が本年3月に開始された。

本稿では、国債市場に個人投資家を呼び込むための改革とこれまでの経緯を取り上げ、それらが今後の国債管理について持つ含意を考える。次節では、個人投資家を市場に呼び込むためのこれまで方策を列挙する。§3では、今後の対個人投資家の方策を検討する。§4はまとめである。

§ 2 個人投資家を呼び込むこれまでの方策

個人による債券の保有は、値上がり益を目指すよりはむしろ貯蓄目的が強く長期保有する傾向があり、個人消化は国債市場の安定化に役立つ。本節では、個人投資家を国債市場に呼び込み、消化を促すための方策の現状と時系列的な経緯を概観する。

(1) 累積投資制度(国債貯蓄)

小口の資金を国債に投資しやすくするために、1968年7月から共同買付けによる累積投資制度(国債貯蓄)が導入された。一般に累積投資制度では積立式の証券購入にその利子と償還金の自動的な再投資を加えていくが、国債の累積投資には特に共同買付けが認められており、払込金が国債の買付け額(5万円)以下でも他の顧客の払込金等と合算して国債が買付けられる。

(2) 中期割引国債の創設

5年物の割引国債は77年1月に発行が開始された。割引債は従来から発行されていた利付国債(10年)に比べると、仕組みが簡単で利札がいらぬなどの利点があり、また償還差益に対し源泉分離課税されること(利国は総合課税で申告が必要)などから、個人投資家に適していた。

5年物割引国債の創設後も国債の個人消化促進が図られて2～4年債が発行され、貯蓄国債など非市場性国債の発行も検討された。非市場性貯蓄国債は欧米諸国ではすでに制度化されてある程度のシェアを占めており、わが国でも52年に国民貯蓄債券、53年に特別減税国債として発行されたことがあった。

後述するように、外国における貯蓄国債は税制面での特長、金利リスクの回避や市場性の欠如(売買不可)などの特徴を持つが、わが国では類似の性質を持つものとして郵便貯金が存在していたため、新たな国債を創設しても十分に消化可能であるか、郵便貯金と貯蓄国債とが振り替わり、郵便貯金を原資とする資金運用部の国債引受けが減少する、あるいは買取り制度を導入すると財政資金調達手

段として不安定にならないか、などが検討された。なお、郵貯との比較は次節で取り上げる。

(3) 投資信託

投資信託のうち、国債を組み込んだ投資信託として中期国債ファンド、マネー・マネージメント・ファンドなどがある。

(a) 中期国債ファンド

これは主として中期国債で運用する追加型の公社債投資信託の一種で、80年1月に創設された。小口（10万円以上、1万円単位）で流動性が高い（30日経過後は引き出し自由）ので預金的性格が強く、しかも3か月や6か月物定期預金に比べて高利回りであったため、個人を中心に購入された。

中期国債ファンドはまた、分配金を1か月単位でまとめて自動的に再投資する複利計算や、運用益を調整して公表利回りに合わせて分配する仕組みにより、高利回りの運用が可能となっていたが、2001年に一部の証券会社は取り扱いをやめた。その理由は、債券の多くがそれまで買い付け価格（簿価）で評価されており、長期化する低金利を背景に含み益として残っていた時価との差額をあらかじめ織り込んでいたため、預貯金に比べて有利であったが、時価会計の導入に伴い01年4月からファンドに組み入れられる債券を時価で評価する仕組みに変わり、含み益の活用ができなくなって商品の優位性が失われたためである。

(b) マネー・マネージメント・ファンド（MMF）

米国のマネー・マーケット・ファンド（MMF）をモデルとしたマネー・マネージメント・ファンドは92年5月に販売が開始され、短期の債券を中心として運用されている。MMFの最低購入単位は当初100万円以上に設定されていたが、93年3月から50万円、94年10月からは10万円以上1万円単位となっている。また、93年11月から、設定日から30日以降は原則として手数料なしでの即日換金（ただし100万円以内）が可能である。

米国のMMFは投資対象となる公社債への投資基準に関して厳しい規制があり、安全な商品であるのに対し、日本のMMFには公社債に投資するという規制があるだけで、米国のような厳しい規制は存在しない。それでも従来は安全な商品であり得た。なぜなら、中期国債ファンドと同様に、簿価と時価との差額である含み益を使って高利回りを維持することが可能であったためである。

わが国のMMFは近年まで公社債投資信託の4割程度を占める主力商品となっていたが、組み入れていた社債のデフォルトによる元本割れが発生して残高が減少し、今後は商品が消滅することにもなりかねない状況にある。

(c) 長期国債ファンド(トップ)

長期国債ファンドは、長期国債など既発国債売買の受け皿とする単位型公社債投資信託として、86年3月に取り扱いが開始された。信託期間は5年であり、信託終了時に一括して分配金を受け取る無分配型と、1年ごとの決算期に分配金を受け取る分配型とがある。

(4) 国債の窓口販売

70年代後半からの国債の大量発行を契機とした国債流通市場の拡大は、巨大な自由金利のオープン・マーケットを形成して金利の自由化を加速させるとともに、業務の自由化にも拍車をかけることとなった。81年6月には国債の窓口販売、ディスクロージャー、大口融資規制、年1回決算などを新たに規定した新銀行法と、銀行等が公共債に関する業務を営む場合の認可を定め、銀行等の証券業務について所要の規定を準用した改正証券取引法が公布され、82年4月から銀行と一部の信用金庫で長期国債・政府保証債・公募地方債の窓口販売が開始された。さらに、農協(87年4月)、郵便局(87年10月)、生命保険会社、労働金庫、信用組合(いずれも88年4月)でも窓販が可能になった。

なお、国債を銀行で購入すると口座保管料がかかるが郵便局では不要である²⁾。

(5) 国債複合商品

(a) 銀行の総合口座

銀行に預け入れられた資金を定期預金と国債に組み合わせて運用する国債定期口座は83年8月に開発され、85年6月にはこれと総合口座とを組み合わせて流動性を付与した公共債総合口座も登場し、国債などを担保として自動融資が行われている。

(b) 証券会社による公共債担保貸付け

証券会社により個人顧客を対象に公共債を担保とした貸付けも83年6月より開始された。この制度は、証券会社に証券を寄託している顧客の資金需要に応えるもので、当初、1件ごとの貸付方式しか認められていなかったが、85年6月以降は極度方式（予め契約を結び、合意した極度額内でほぼ自動的に貸付を行う）も可能となっている。88年4月からは、郵便局においても同様の担保貸付けが開始された。

また証券会社は、84年以降、信用金庫などと提携して中期国債ファンドと普通預金を組み合わせた資金総合口座を開発し販売している。この口座を開設すれば、中期国債ファンド保有者は同ファンドと普通預金との間での資金振替が一定の制約の下で自由に行える。つまり、実質的には決済機能を有する金融商品を証券会社が提供できるようになっている。

§ 3 今後の対個人投資家策

この節では、個人を市場に呼び込むために今後採られるべき方策を検討する。

(1) 非市場性国債や年金型国債の創設と変動利付国債の導入、(2) 郵便貯金との関係、(3) 物価インデックス債（インフレ連動債）の導入、(4) 国債の年限多様化、(5) 税制、(6) 情報の透明性の確保を順次取り上げる。なお、個人の証券市場参加については、証券委託売買手数料が高いことも妨げの一因であったが、99年10月に手数料自由化が行われ、この点は軽減されている。

(1) 非市場性国債・年金型国債の創設と変動利付国債の導入

初めに非市場性国債についてみてみよう。米国では、連邦政府の予算外(オフ・バジェット)に含まれる基金の黒字を運用するために、非市場性の国債が発行されている(西川(2000))。また、個人向けの非市場性の貯蓄国債、州・地方政府向け、外国政府向け債券も発行されている(翁(2001))。州・地方政府向けの非市場性国債は1972年に、外国政府向けの非市場性国債は62年に各々発行が開始された。

それぞれの大きさは次のとおりである(99会計年度、額面ベース)。有利子国債総額5.6兆\$のうち、連邦政府が2.0兆\$, 民間(個人、州・地方政府、外国政府)が3.7兆\$保有している。連邦政府保有分の99%以上は非市場性の国債である。民間保有分は連銀の0.5兆\$, 民間投資家の3.2兆\$から成る。民間投資家が保有する市場性国債は2.7兆\$で、有利子国債総額の半分以下に過ぎない。また、非市場性国債を0.4兆\$保有しており、個人の貯蓄国債と州・地方政府の保有国債はほぼ同額である。

個人向けの非市場性国債である貯蓄国債には3種類ある。シリーズEEは30年満期の変動利率の債券であり、利率は5年物市場性財務省債券の利回りの90%で連動する。額面の50%の価格で購入することができ、利子は償還時に一括して支払われる。その前身のシリーズEは41年から発行されている。シリーズHHはその前身が52年から発行されている20年満期の利付債で、利払いは半年ごとに行われる。シリーズIは98年に発行が開始された30年満期の物価連動型の利付債(次項参照)で、利子率の改訂は年2回行われる。

これらは、税の一部の免除など税制面での利点、金利のリスクの回避(シリーズEE)やインフレのリスクの回避(シリーズI)、インターネットで買えるなど購入の容易さ、市場性の欠如(売買不可)などの特徴を持つ。

わが国財務省は購入を個人に限定した新たな国債を今年3月から発行した。譲渡可能性を制限し、個人のみが保有できる国債の発行を盛り込んだ「証券決済システム改革法」が02年6月に成立した。02年度の国債発行計画では個人向けに3,000億円を、03年度以降は年間1兆2,000億円以上をそれぞれ発行する予定であ

る。構想では、個人向け国債は期限10年で、投資家の金利変動リスクを軽減するために半年ごとに表面金利（クーポン・レート）が変動する変動利付きであり、市場での売却を制限する一方、国が額面で中途換金に応じる。購入単位も1万円に下げ、購入しやすくする。窓口は民間金融機関と郵便局である。

また、個人向け国債販売促進策として、財務省は03年度にもインターネットを使って国債を投資家に直接、売り始める。計画では、国債販売のホームページが開設され、個人はそこで国債の購入、換金のための満期前の売却、保有残高や受取り金利の確認などができる。ネットで売る国債は券面をなくす予定である。

個人の保有比率が低い中で、魅力のある金融商品が出されれば投資意欲は誘発されよう³⁾。しかし、税制、取り扱い金融機関のシステム構築、後述する郵便貯金との競合など、問題は山積している。

ところで、地方債の分野では公募地方債の小型版であるミニ市場公募債が発行され始めた。地方債の個人消化を推し進め、自治体の資金調達手段を多様化する狙いがある。第1号の群馬県の場合、期間は5年、5～10万円単位で販売し、調達した資金の用途を県立病院の建設に限定して、住民の関心を高める方針である。個人向け国債についても、資金の用途を限定する方法は可能であろう。このようにすれば、国民の政治への参加意識を高める効果も期待されよう。

なお、わが国でも過去に金融機関に向けて非市場性国債が発行された例はある。81年9月に発行された、期間6年、譲渡制限期間が発行後2年で、2年間は日銀適格担保債にしないとする、応募者利回り年8.287%の非市場性国債がそれであった。

次に、年金型国債は、利払いを一定期間据え置いた後、毎月一定額の元利金を年金として支払い、売買は禁止する非市場性を持つものが考えられよう。

また、債券は発行時に満期時までの利回りが固定されるので、低金利期には需要が減少するが、市場金利の変化に応じて利回りが増える上記のような変動利付国債が導入されれば、個人も含めて投資家には魅力的である。変動利付国債もわが国ですでに例はあり、83年2月には償還期間15年の変動利率の超長期利付国債を3000億円発行し、その後85年まで継続して発行された。さらに00年6月、12

月, 01年6月, 9月にも発行されている。

(2) 郵便貯金との関係

個人による国債への投資がなされる際, その選択肢に郵便貯金, とりわけその代表的商品である定額貯金が考慮される。これらには, 郵便局の窓口で購入可能であるというアクセスの点と, 政府保証が付けられていること, 利子に対する税が20%の源泉分離課税である(後述)など, 類似点が多い。以下, 両者の商品性と利子にもそれほどの差はないことをみて, 国債投資促進の方策を考える。

国債と郵貯の商品性を比較すると, 定額貯金は半年経過すれば解約できるオプション(国債とは異なり, 解約しても元本割れリスクなし)と, 預入時の金利で10年間預け続けられるオプション(これは国債と同じ)が付くと解釈できる。

したがって, 定額貯金の金利⁴⁾は, 国債金利から価格下落リスクなしに途中解約可能であるオプションに対するペナルティを差し引いたものに等しくなるべきである。実際の定額貯金の金利は93年から, 市場金利の動向に配慮し, 10年国債のクーポン・レートと3年物民間金融商品の金利水準を考慮して決める次のようなルールに従っており, 上記のあるべきレベルと大きな差異はないとみてよいであろう。

そのルールでは, 預入後3年経過時の定額貯金について,

(a) 定額貯金の利率が通常の場合(6%程度以下の場合),

(i) 短期金利 \geq 長期金利の場合, クーポン・レート -0.5% 程度,

(ii) 短期金利 $<$ 長期金利の場合, 市場において形成される3年物固定金利定期預貯金の利率 $\times 0.95$ 程度, であり, (i), (ii)のうちの低い方とする,

(b) 定額貯金の利率が高水準の場合(6%程度以上の場合),

(i) クーポン・レート $-0.5\% \sim 1.0\%$ 程度,

(ii) 市場において形成される3年物固定金利定期預貯金の利率 $\times 0.9 \sim 0.95$ 程度, のうちの低い方とする,

とされている。

日本の家計・個人は危険回避的であるとみられる⁵⁾。にもかかわらず, 安全資

産たる債券（国債）が選択されなかったのは、商品性についての情報や説明が不足して、認知されていなかったこと⁶⁾が1つの原因としてあげられよう。そこで、国債のPRを進めるとともに、とりわけ、満期前の売却には値下がりリスクがあること、また、格付けの低下によりそのリスクが高まっていることなどが十分に説明されなければならない。

さて、近年、郵貯の自主運用と公社化の動きがあるが、これらにも注意を払う必要がある。01年度からの改革では、郵便貯金の全額を資金運用部に預託することを義務づけていた制度が廃止され、郵貯資金の完全自主運用が始まった。運用方針は、国債など国内債券が中長期の最適な資産構成割合（基本ポートフォリオ）の80%を占めるとしている。しかし、00年度末の郵便貯金の自主運用分（金融自由化対策資金）の運用状況では、国内債券は71%（国債は国内債券の約6割）であったため、今後、国債投資の割合が増大すると予想される。

このような変化があるとしても、預金者（投資家）からみれば、結局主に国債から成るポートフォリオへの投資を行っていることには変わりはない。したがって、郵便局による郵貯獲得のインセンティブと国債販売のインセンティブの比較が個人投資家に国債投資を促す大きな要因であろう。郵便局を初め、国債窓販を行っている金融機関への販売手数料を増額することも国債販売インセンティブを高める一法であろう⁷⁾。

(3) 物価インデックス債の導入

これは、利子とともに元本も物価水準に連動させてその実質価値を保証する債券であり、インフレが発生しても投資家の実質の手取額は減少しないことになる。

物価インデックス債はすでに、英国、フランス、イスラエル、スウェーデン、カナダなどで発行されている。米国でも97年1月からインフレ指数債（Inflation-Indexed Securities）の発行が開始された。

米国のインフレ指数債の仕組みは以下のとおりである。10年物 T-note と30年物 T-bond があり、債券発行後の物価変動率に応じ元本を増減して調整する。調整のために用いる物価指数は、労働省発表の全米都市部消費者についての季節

調整前の全品目消費者物価指数(CPI-U)である。ある特定の日の消費者物価指数参照値(レファレンスCPI)を債券発行日の指数参照値で割って指数比を計算し、発行日の当初元本額にこれを掛けて特定の日の調整された元本額を決める。債券のクーポン・レートは満期まで一定であり、これを調整された元本に乗じて利子額が計算され半年毎に支払われる。償還時に元本が額面以下であれば、額面額が償還される。

このような債券を政府が国債として発行している場合、インフレが加速すると利払い負担が重くなるので、それを軽くするために、インフレ抑制的な政策を進める誘因を持つ。わが国では最近ではインフレがみられないが、もしその傾向が発生すればこれらの債券に対する需要も生じてこよう。物価の安定している時期にこそ物価インデックス国債の導入が検討されるべきである。

(4) 国債の年限多様化

日本国債は戦後66年に発行を再開して、まず長期利付国債が7年債として、72年からは10年債として発行された。その後、大量に発行される国債を円滑に消化するため、年限の多様化が図られ、中期債(3、5年割引債、2~6年利付債)、短期債(3、6か月)、超長期債(15年と20年利付債、30年割引債)が発行されてきた。

最近では、99年度に1年物TBや5年および30年利付債の発行が開始され、99年4月には、短期の資金繰り債であるFB(政府短期証券)の公募入札が開始された。00年には5年債の発行が開始され、01年度からは4年債と6年債が廃止されて5年債に統合されるなどの動きもある。現在、3、6か月と、1、2、4、5、6、10、15、20、30年の年限で発行されている。

99年3月から四半期毎の発行スケジュールが公表されるようになっているが、政府が発行年限の配分など基本的な国債管理政策を表明すること、さらに、格付けの低下は国債価格を不安定にするので、財政赤字が大きい場合、財政状況の明瞭な説明とその改善努力が重要であることは当然である。

(5) 税制

一般の投資家には、利付債の利子と割引債の償還差益は源泉分離課税、利付債の償還差益は総合課税であり、売却益は双方の債券とも非課税である。今後、国債投資の一層の誘因を個人投資家に与えるには、税の軽減なども検討されるべきであろう。

なお、非課税扱いは以下のとおりである。一般向けでは、財形（住宅・年金）貯蓄が500万円まで利子非課税である。利付債については、65歳以上の人などが購入する場合にはマル優（少額貯蓄非課税）制度の適用があり、預金などと合わせて300万円を限度として、その利子が非課税である。さらに、別枠で68年に創設された特別マル優（少額公債非課税）制度があり、非課税限度額は当初の50万円から順次上げられ、74年には300万円とされた。特別マル優制度は国債に対する個人の投資の大きな誘因となっていたが、87年度の税制改正で対象が65歳以上の老人・母子家庭等に改組され、公募地方債と合わせて300万円を限度としてその利子が非課税となっている。

(6) 情報の透明性の確保

米国においては、PSA（Public Securities Association：国内外における債券市場で引き受け、投資、売買等を行う金融機関の団体）の指導の下に、国債市場における透明性の高い価格提供を目指して、プライマリー・ディーラーとインターディーラー・ブローカーの合弁でGovPx（Government Pricing Information System）が92年に設立され、投資家に対しリアルタイムでインターディーラー・ブローカー5社の価格や取引情報を公表している。これによって米国債市場の流動性はさらに向上した。

日本国債についてのリアルタイムの価格や取引情報はディーラーには広く利用可能であるが、投資家向けには極めて限定されていて、日本証券業協会やインターディーラー・ブローカーであるBB（日本相互証券）により終値が発表されているに過ぎない。リアルタイムでの価格や取引情報を公表することは個人も含め投資家に市場参加のインセンティブを増すことになり、参加者の拡大につながる

ることになる。

§ 4 おわりに

本稿では、国債の効率性を高めるために個人を市場に呼び込む対策を検討した。なお、究極の国債管理政策とは国債の発行額削減であろうが、わが国財政の状況からは、当分の間、発行額を削減することには困難が伴う。G10中央銀行グローバル金融システム委員会による、流動性の高い効率的な債券市場のための政策提言(白川(2000))は、発行市場について、

1) 債券の年限配分や発行頻度を適切にすることによる、鍵となる年限における大きなベンチマーク銘柄の育成、

2) 債券発行者、発行スケジュールに関する情報の透明性の確保、

をあげている。これら以外に、個人投資家策に限定されない国債管理政策の項目としては、財投債と財投機関債の課題、リオープン(国債の即時銘柄統合)、WI取引(入札日前取引)の整備、入札方式の整備、引受シ団制の改善、金利スワップ取引の活用、などがある⁸⁾。また、流通市場について、

- 1) 税に流動性を阻害させないこと、
- 2) 取引・決済慣行の安全性・標準化の確保、
- 3) 関連市場(レポ、先物など)の発展、

が言及されている。わが国市場については、非居住者を呼び込むための方策、フェイル・ルールの整備と清算機関の創設が必要である。

近年、市場の規制緩和が進展しており、また発行者である財務省も市場参加者の意見を取り入れながら市場の改革を進めている。元本と利子を分離するストリップス債は今年1月に創設され、物価インデックス国債も03年度後半に発行される予定である。しかし、米国など先進諸国の市場と比較するとまだ改善の余地は大きいと思われる。一層の進展が期待される。

- 1) 本研究には科学研究費補助金を受けた。
- 2) 今回発行の個人向け国債についても同様である。

- 3) なお、個人国債の創設に関して、リスク資産への投資を増やすべしとの観点から、好ましくないとの見解もある。しかし、わが国で個人投資家が参加できるリスク資産の代表として考えられる株式と投信の市場は、取引の公正さの確保や市場の効率性の点から問題が残存しており、これらの解決なしにリスク資産投資増は容易ではないであろう。
- 4) 定額貯金は売買可能ではないが、半年経過すると元本割れのリスクなしでいつでも解約できる。したがって、小西（1998）のように売買可能でないことに対するプレミアムを付けることは不要であろう。
- 5) 中川・片桐（1999）参照。
- 6) 堀（2000）p.40参照。
- 7) 熊野（2000）参照。
- 8) 本稿で言及しない論点の多くは釜江（2002）で取り上げている。

参考文献

- 翁百合（2001）「アメリカの貯蓄国債について」財務省国債市場懇談会提出資料，6月。
- 釜江廣志（2002）「国債市場の非効率性と国債管理政策への含意」『商学論叢』（中央大学）3月。
- ・二木祥代（2002）「高頻度データによるわが国現物国債流通市場における効率性の検証」『生活経済学研究』3月。
- 熊野英生（2000）「ベイオフ解禁の前に」『第一生命経済研究所ニュース』11月。
- 小西砂千夫（1998）「財政投融资の存在意義は超長期金融と政策金融にある」『調査季報』（国民金融公庫）3月。
- 財務省（2000-2001）「国債市場懇談会議事要旨・資料」同省ホームページ。
- 白川方明（1999）「日本の国債市場の機能向上に向けて」日銀金融市場局ワーキングペーパーシリーズ，99-J-3。
- （2000）「日本の国債市場改革」日銀金融市場局ワーキングペーパーシリーズ，00-J-6。
- 中川忍・片桐智子（1999）「日本の家計の資産選択行動」『日銀調査月報』11月。
- 西川珠子（2000）「米国債市場縮小の影響と展望」『第一勧銀総研レビュー』10月。
- 堀保浩（2000）「金融市場の変動と個人の金融資産選択」『郵政研究所月報』3月。
- （一橋大学大学院商学研究科教授）