

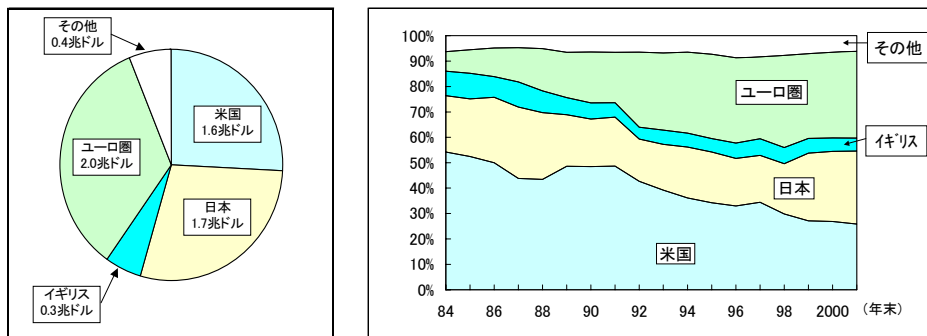
万人のための年金運用入門（４）－国内債券（中）

今回は、国内債券の価格と金利の関係について、解説いたしました。今回は、米国との比較を交えながら、日本の国債および社債市場の現状について解説いたします。

日本の国債市場は、1970年代以降の国債大量発行を契機に拡大し、現在では米国を凌駕する規模に達しています。特に、1990年代以降、日本では景気対策に伴い、発行が増加しているのに対し、米国では景気拡大による税収増に伴い、発行が減少するなど対称的な状況です。

ソロモン・スミスバーニー世界国債インデックスのデータ（市場性のある残存期間1年以上の利付国債を対象、2001年5月末）でみると、日本の時価総額は1.7兆ドルと米国の1.6兆ドルを上回っています。また、インデックス全体（全19カ国）に対する占率も、1984年末時点では、米国の半分以下（米国54%に対して日本は22%）でしたが、現在は29%（米国26%、2001年5月末）と最大になっています（図表1）。

図表1 国債市場規模とインデックス全体に対する占率推移



出所) ソロモン・スミスバーニー世界国債インデックス

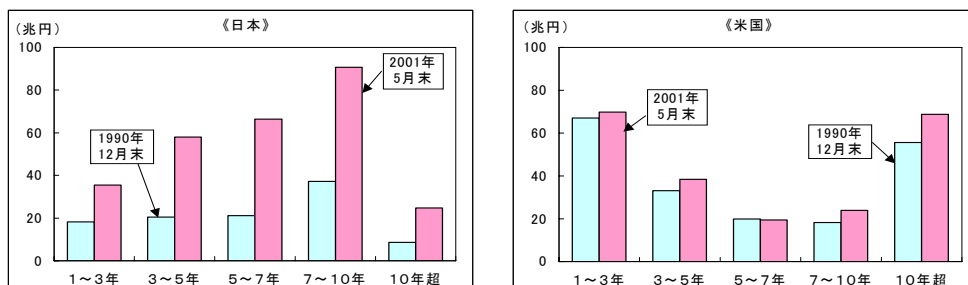
注) 左図は2001年5月末の値。

右図は各年末の国債市場の時価総額全体 (US\$ベース) に対する比率。2001年のみ5月末。

「その他」はオーストラリア、カナダ、スイス、スウェーデン、フィンランドの合計。

図表2は、日米の国債について残存期間別の時価総額を示したものです。1990年12月末時点と比較すると、米国ではほぼ横ばいに対して、日本ではすべての年限で増加しており、特に、中期ゾーン（3～7年）は99年度からの5年債発行などにより約3倍増になっています。以前は、国債取引は指標銘柄を中心に7～10年債に偏っていましたが、中期債市場の厚みが増したことで、投資家のニーズに応じた弾力的な運用が可能となっています。

図表2 日米国債の残存期間別時価総額



出所) データ・ストリーム

注) 米国は各月末の為替レートで円換算。

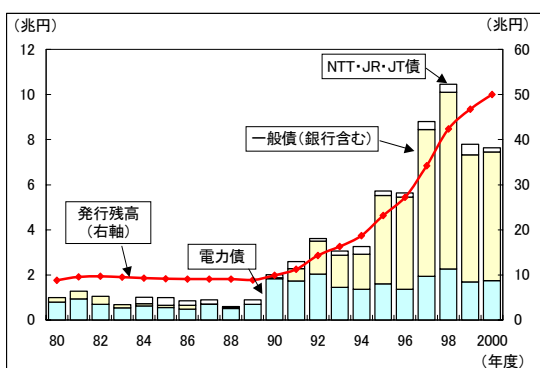
その一方で、国債増発による債務残高の上昇を理由に、ムーディーズが日本国債の格付を Aa1 から Aa2 に引き下げる（2000年9月）など、財政悪化に対する懸念も急速に高まっています。反対に米国では、94年から30年債の発行を年4回から年2回に減らし、また、既発30年債を中心に2000年に約300億ドル、2001年も6月までに約200億ドルの買戻しを行っており、残高の減少に伴い、30年債の流動性は以前に比べて低下傾向にあります。

日本の社債市場は、企業の資金調達が間接金融中心だったこと、1980年代まで発行に関する多くの規制が残っていたことなどから、低迷が続いてきました。しかし、1990年代以降、適債基準および財務制限条項の廃止など一連の制度改革が実施され、低金利も追い風となって発行量が増加し、発行残高は約50兆円（2000年度末）にまで拡大しています（図表3）。ただ、米国との比較では、発行残高は約1/10（米国は2000年末時点で約508兆円）で、市場全体に占める比率も8%（米国は32%）にとどまっています（図表4）。

社債市場は企業の資金調達手段として、今後の発展が期待されますが、低金利による運用難から、国債より利回りの高い運用資産として、機関投資家だけでなく個人投資家の注目も集めています。個人向け社債は2000年度に8,600億円、2001年度も5月までで既に2,700億円が発行されています。投資家層の拡大は市場発展にとって好ましいことですが、一方で、リスクに対する認識の甘さ、販売姿勢の問題なども依然残っているようです。

特に、主として個人に販売された他社株転換債（EB）*は、年率10%以上という高利回りを謳い文句に好調な売れ行きを示しましたが、償還額に影響する償還日の株価を大量の売りで意図的に下げたり、顧客への商品の説明不足など、金融庁による処分勧告が相次ぎ、結局、個人投資家の信頼を損ねる結果となりました（2000年の償還額約1兆5,000億円のうち約60%相当の9,000億円強が株式で償還）。1,400兆円にのぼる個人資産の活用が重要とされる中で、市場参加者全員が市場原理に基づいた行動をとるように努めなければ、社債市場の発展もおぼつかないでしょう。

*EB（Exchangeable Bond の略）……転換の対象となる株式の価格が、(1)一定の水準を下回らなければ、額面の100%相当の金額で償還、(2)一定水準を下回った場合は、対象株式の現物株で償還。



図表3 日本の社債発行額・発行残高推移

		1991年		2000年		②/① (倍)
		①	%	②	%	
日本	社債	11	3%	50	8%	4.5
	金融債	74	21%	48	8%	0.6
	国債	172	47%	368	60%	2.1
	その他	105	29%	148	24%	1.4
米国	社債	229	23%	508	32%	2.2
	国債	373	37%	389	24%	1.0
	その他	401	40%	714	44%	1.8

図表4 日米の債券市場構成

※次回は債券の信用リスクについて解説いたします。