

REPORT I

個人向け国債の発行を巡る視点

- 発行サイド以外の議論の必要性 -

経済調査部門 矢嶋 康次

財務省は、来年1月を目処に「個人向け国債」の発行を開始するとの計画を発表^(注1)した。

今後も続く国債の大量発行を円滑に行うためには、1,400兆円の金融資産を有する「個人」を国債市場に呼び込むことが必要不可欠となっている。その一つの施策が購入の対象を個人に限定した「個人向け国債」である。

1. 個人向け国債検討の背景

(1) 大量国債償還への対応

90年代後半、わが国の国債発行額は急拡大し、足元では過去に発行された国債の借換え分も含めると毎年100兆円規模に及んでいる(図表-1)。

大量発行が続いていたにも関わらず、順調な消化が可能だったのは、90年代金利低下が続いた、BIS規制などにより銀行の国債保有のイ

ンセンティブが高かったことから金融機関の国債投資が活発であったためである。

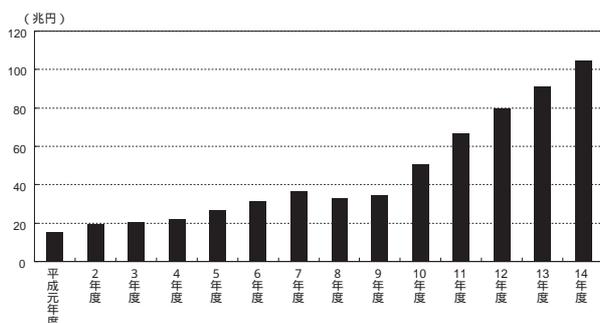
しかし足元では、金融機関のリスク管理強化、時価会計の導入などにより国債の投資年限は短期化が加速している。金利上昇に転じれば、金融機関がキャピタルロス回避のために売却するという同一の行動をとりがちになるため、国債相場が一定方向(金利の急上昇)に過度に変動するリスクが高い状況となっている。

このような中で、今後も毎年100兆円超の発行が予定されており、円滑な消化を達成するためには、国債市場の流動性を高め投資家の国債市場への魅力を落とさないことと同時に、新たな投資家を呼び込むことが喫緊の課題となっている。

(2) 期待される新たな投資家としての「個人」

下表は日本・米国、英国の国債の保有者別内

図表 - 1 国債発行額の推移



(注) 数値は市中消化分。13年度は補正後、14年度は当初予算ベース
(資料) 財務省

図表 - 2 各国の国債の保有者別内訳

	個人	海外	金融機関	政府	中央銀行	その他
日本 (2001.3)	2.5%	5.8%	42.6%	35.0%	11.7%	2.3%
米国 (2000.12)	5.3%	21.6%	18.2%	40.1%	9.0%	5.9%
英国 (2000.3)	9.4%	19.8%	65.5%	3.8%	0.5%	1.0%

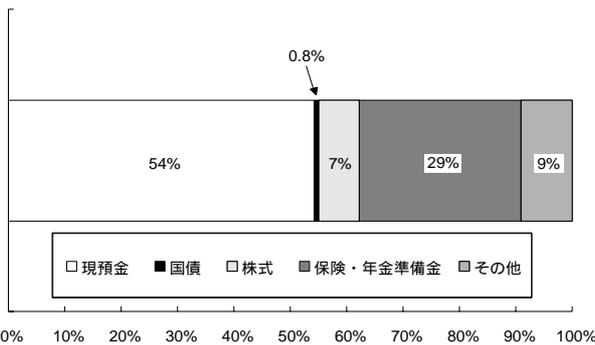
(資料) 財務省理財局国債課「第13回国債市場懇談会資料」

訳を表わしている（図表 - 2）。

各国ごとに国債の保有構造には特徴があるが、米国・英国と比較すると、日本は個人と海外部門の保有が極めて少ないという特徴がある。

日本の個人部門は1,400兆円の金融資産を有しながら、国債は金融資産残高の0.8%、約11兆円程度にとどまっている（図表 - 3）。

図表 - 3 個人金融資産の内訳



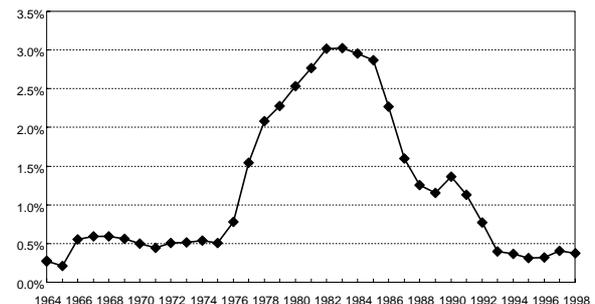
（資料）日本銀行

過去の個人金融資産の動きを見ても、1970年後半から80年代にかけて国債の割合が高まったことがあるが、それでも3%程度である（図表 - 4）。

100兆円以上の国債消化を可能とするには、新しい投資家として個人をいかに呼び込めるかが鍵なのである。また先に指摘したように今後

金利上昇に転じた場合、金融機関が国債保有を急激に減らす可能性が高いが、個人は金融機関に比べて長期保有が期待できる。このため金利上昇圧力を緩和できる可能性があり、この点からも個人の消化を促進し、国債の保有構造を変えることが望まれている。

図表 - 4 個人金融資産に占める国債比率の推移



（資料）日本銀行「旧資金循環勘定」

2. 個人向け国債の概要

現在導入が検討されている個人向け国債は、米国・英国では既に発行されている。それらは主に個人を対象として発行され、「貯蓄国債」と呼ばれている。非市場性（Nonmarketable）国債の形態が活用され、個人のニーズに合わせて、いくつかの種類が存在している。

図表 - 5 米国貯蓄国債（U.S.Savings Bonds）の商品一覧

	EE ボンド	HH ボンド	I ボンド
発行形式	額面の50%の価格で発行。利息が発行当初の額面に加算されていく利息増加型証券	EEなどからの乗換えのみ。額面は一定	額面発行のインフレ連動債
額面	50,75,100,200,500,1000,5000,10000ドルの8種類	500,1000,5000,10000ドルの4種類	50,75,100,200,500,1000,5000,10000ドルの8種類
購入限度	1人年間15千ドル、額面3万ドル	上限なし	
利子	直近6カ月の5年物財務省証券の平均金利の90%（ただし、17年後には額面金額になることが保証）	購入日に決定された金利が10年適用。10年目に残りの10年の金利が見直される	固定金利及び消費者物価上昇率によって計算
年限	30年満期	20年満期	30年満期
換金性	6カ月経過後換金自由。購入日から5年以内は直近3カ月分の金利減となる。第三者への移転は禁止	6カ月経過後換金自由	6カ月経過後換金自由 第三者への移転は禁止
税制メリット	利息収入の州・地方の所得税免除 利息への連邦税30年間課税繰延べ	利息への20年間課税繰延べ	利息収入の州・地方の所得税免除

（資料）米財務省などをもとにニッセイ基礎研究所作成

米国貯蓄国債 (U.S.Savings Bonds)

米国ではE E ボンド、H H ボンド、I ボンドの3種類の貯蓄国債が発行されている(図表-5)

これら3種類はすべて非市場性で、第三者への転売、譲渡は禁止されており、流通市場も存在していない。ただし購入後6カ月後には換金自由である。購入者は、米国の社会保障番号(Social Security Number)を有する居住者、米国民および民間雇用者すべてである。購入は金融機関の店頭など以外にも財務省公債局のウェブサイトでの購入も可能となっている。

シリーズE E は、30年満期で発行は額面の50%の価格で行われる。その後毎月の利息分が当初の額面に加算されていくという利息増加型の債券である。利率は直近6カ月間における5年物財務証券の平均利回りの90%がその後半年間適用されるが、例えどのような金利が適用されたとしても17年後には額面金額が保証されている。

シリーズH H は、20年満期の固定利付債である。E E ボンドなどからの乗換え専用の国債と

して利用されている。利率は債券購入日に決定された金利が10年間適用され、発行後10年目に残り10年間に適用される金利が決定される。

シリーズIは、30年満期のインフレ連動債である。利息は固定金利と消費者物価指数に基づく半年間の物価上昇率によって計算される。

これらの貯蓄国債には税制のメリットが付与されている。E E ボンド、I ボンドの利息収入には、州および地方の所得税が免除されている。またH H ボンドには、最長20年間の課税繰延べが認められている。

英国貯蓄国債(National Savings Certificates)

英国の貯蓄国債は他国と比較してその種類が極めて多いという特徴がある。それぞれの貯蓄国債ごとに購入者や購入金額に制限があり、譲渡は禁止されているが、一定期間後の換金性は保証されている。また利子課税免除などの優遇措置が認められている。

以下では購入対象者に特徴のある2つの貯蓄国債について簡単な紹介をする。

物価スライド条項付国民貯蓄国債 (Index-

図表 - 6 英国National Savingsの商品一覧

Type of account	Minimum investment	Access to your money	Interest	Other points
Fixed rate savings bonds	£500	Lose 90 days' interest if cash in early	Fixed. Can be paid out as monthly income	Choice of term: 1, 3 or 5 years
Fixed interest savings certificates	£100	Within 7 working days. Interest reduced if cash in before full term	Tax-free Fixed	Choice of term: 2 years or 5 years
Index-linked savings certificates	£100	Within 7 working days. Interest reduced if cash in before full term	Tax-free. Fixed rate plus amount equal to inflation	Choice of term: 2 years or 5 years
Pensioners guaranteed income bonds	£500	60 days' notice and lose 60 days' interest, or no notice and lose 90 days' interest	Fixed. Paid out as monthly income	Choice of term: 1, 2 or 5 years. Only for people aged 60 and over
Capital bonds	£100	Within 7 working days. Interest reduced if cash in before 5 years	Fixed	5-year term
Children's bonus bonds	£25	Within 7 working days. Lower interest if cash in before a 5-year anniversary	Tax-free Fixed	5-year term. Bought for children up to age 16

(資料) 英国FSA HP(http://www.fsa.gov.uk/consumer/financial_faqs/national_savings)

Linked National Saving Certificates) は60歳を超える高齢者に購入が限定されている貯蓄国債である。

これはインフレによる高齢者の預貯金の目減りを防ぐ目的で導入された物価スライド式退職国民貯蓄債券 (Retirement Issue) が始まりである。満期が2年、5年の2種類があり、購入最低価格が100ポンドと比較的小額から購入可能となっている。

児童ボーナス証券 (Children's bonus bonds) は16歳未満の子のために購入が限定された貯蓄国債ある。満期は5年で購入最低価格が25ポンドと少額から可能な公的貯蓄として利用されている。

上記でみた米・英国の貯蓄国債の事例から、その特徴を一般の市場性の国債と比較すると、少額での購入が可能、クーポンは変動またはインフレ率連動のものが多く、個人用のインフレ対応商品となっている、譲渡禁止となっているが、途中換金は自由、税制上のメリットがある、などを挙げることができる。

現在検討されている来年発行予定の「個人向け国債」は、最低販売金額を従来の5万円から1万円に引き下げ、満期は10年、変動金利で金利リスクを抑制できる、途中換金が可能、などと報道されており、海外の発行例と比較的類似した商品となりそうである。

いかに国債の大量発行を円滑に行うかという「発行サイドの問題」から議論をスタートすれば、個人向け国債発行は極めて自然な流れである。

しかし、日本全体の将来の資金の流れをどうするのかという、より広い視点から「個人向け国債」をどう位置づけるかという議論も前もって必要となってくるのではなからうか。

3. 発行サイド以外からの視点

(1) 安全資産偏重を助長する可能性

よく指摘されていることであるが日本の個人金融資産の実に55%が預貯金・国債などの安全資産となっている。この海外に比しても高い安全資産偏重の原因をポートフォリオ理論の枠組みで解釈すると、以下のようなことが言えるだろう。

日本人のリスク回避度 (安全志向) が海外と比較して高い

安全利子率が高すぎる

リスク性資産の期待収益率が低すぎる

しかし については、必ずしも明らかになっているわけではなく、逆に、差はないとする実証もある^(注2)。つまり安全資産偏重の理由としては、 の原因が大きく影響していると考えられる。

個人金融資産が株式などのリスク性資産に向かうには、このポートフォリオ理論の結論から、安全利子率が過度に高い状況を是正し、リスク性資産の期待リターンを高めることが必要である。

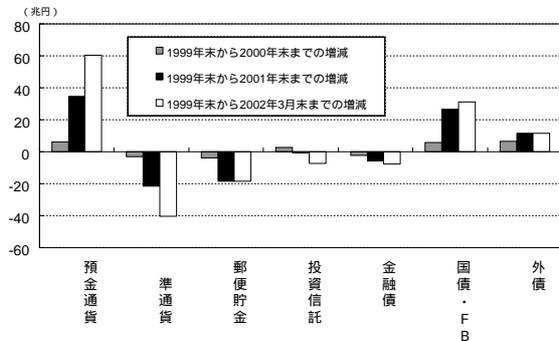
2002年4月から始まったペイオフ解禁は、預金が全額保護されるといういわばリスクフリーの状態をなくし、安全利子率が過度に高い状況を是正することに寄与するものでもあった。

またリスク性資産の期待リターンを上げるため、(何より企業自らが収益向上を果たさなければならぬが)個人が株式などへの投資を行い易いような環境整備、貯蓄から投資優遇への税制措置などインセンティブを与える政策が実施されている。

しかしながら、現在までのところ家計の預貯金偏重という姿勢は変わっていない。期待されたペイオフ解禁も、1年間ペイオフの猶予が残

されている普通預金など「決済性預金」に資金の大半がシフトし、株式などのリスクマネーには向かっていない（図表 - 7）

図表 - 7 マネーサプライ統計（増額）



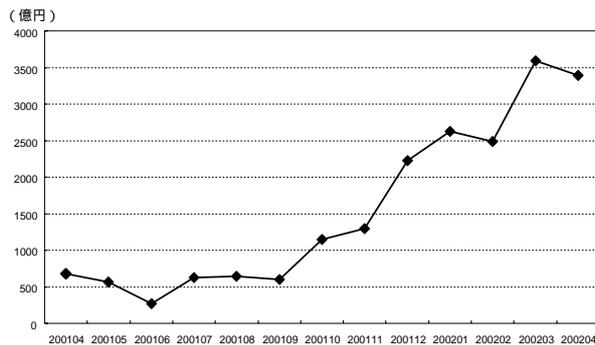
（注）数値は平均残高
（資料）日本銀行

ただ、来年4月には決済性預金もペイオフの対象となり、預金が絶対安全という状況は完全に終わりを告げることとなる。したがって、日本の資金全体の流れが変化する可能性は一層高まることとなろう。

このような状況下において、個人向け国債は個人にどう受け止められるだろうか？

実はペイオフ解禁の中で安全資産として国債投資は増加している（図表 - 8）

図表 - 8 個人の公社債投資額（買い - 売りのネット額）



（資料）日本証券業協会

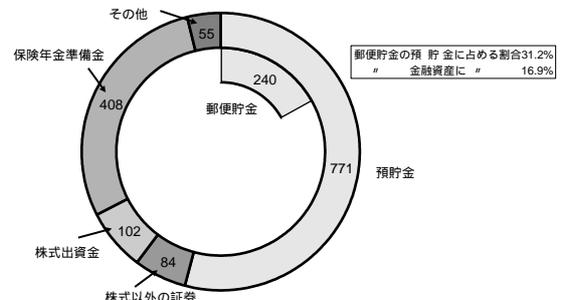
来年、完全なペイオフ解禁が決定されれば、現在の商品性でも安全資産である国債への個人の投資は増加する可能性が高いとみられる。このうえ個人向け国債の発行によって、変動金利

によるリスク低減などさらに安全利子率が高い商品を提供することは、安全資産偏重の解消を目指した一連の政策に逆行してしまうこととなるのではなかろうか。

（2）さらなる公的貯蓄機能の拡充がはたして必要なのか

日本では公的な貯蓄手段として郵便貯金が大きな役割を担っており、個人金融資産残高に占める割合が約17%、また預貯金に占める割合が約31%と大きな存在となっている（図表 - 9）

図表 - 9 個人金融資産に占める郵便貯金の割合
単位兆円



（資料）日本銀行

現在検討されている個人向け国債の商品性は、この郵便貯金の定額貯金に、国の信用を背景としていること、投資年限が10年程度、インフレヘッジ（個人向け国債は変動金利で、定額貯金は解約・預け入れのオプションが預金者に付与されていると理解できることから同様にインフレヘッジ機能が存在していると考えられる）、税制優遇（定額貯金には利子の課税繰延べ効果がある）、という点において、類似していると言えるだろう。

ペイオフ解禁で大口預金を持つ個人は、資産の安全性確保のために銀行預金から国債購入に動くことが予想される。

郵便貯金や今回導入されようとしている個人向け国債を含めた公的部門への資金には、政府保証が付いている。こうした資金を用いた投資

から万が一損失が発生した場合には、税金を政府保証につき込むことになり国民負担が発生してしまう。つまり、公的部門を通じた資金は、概念的にリスクマネー供給のルートにはなじまない^(注3)。

例えば、個人向け国債の導入と同時に郵便貯金の預け入れの限度額を引き下げる措置が取られ、郵便貯金による公的部門への資金流入が劇的に減少するのであれば別であるが、現状のまま個人向け国債が発行され、期待どおり個人が購入すれば、結果として個人金融資産に占める公的貯蓄のウェイトがさらに高くなる。このことは必然的に、リスクマネー供給が日本全体としても増加しないという結果を引き起こすおそれにつながる。

4. 将来ビジョンの中での「個人向け国債」の位置づけ議論が必要

国債大量発行を前提として、いかに消化を円滑にするかという発行サイドの議論からスタートすれば、個人向け国債の発行の必要性、さらに消化を促進するための商品性・利便性向上などの措置の必要性は、疑う余地もなく自然な議論の流れである。

しかし、日本の経済・金融市場が抱える問題とも言える、個人の安全資産偏重をどう解消していくのか、公的貯蓄の役割をどのように最小限に抑えていくのか、などの視点に立って個人向け国債発行を捉えた場合、本稿でみたように目指す方向性と矛盾する面が生じてしまう。

そもそも大量発行の背景にある財政赤字を減じることが必要であることは言うまでもないが、「個人向け国債」に関して発行サイドからの議論だけに終始するのではなく、日本経済・金融の将来ビジョンの中で、これをどう位置づけるのかといった議論もあわせて深める必要があるのではないかと。そして、これを奇貨として、

個人金融資産の活性化に向けた施策を巡る本格的な議論も、同時に深めていく必要があるのではないだろうか。

(注1) 日本経済新聞、2002年4月13日号、2002年5月18日号
(注2) 日米家計の資産選択におけるリスク許容度は金融資産のみを対象した場合、日本の家計は米国に比べてリスク回避度が高いが、実物資産も含めた総資産で見れば日米のリスク回避度に大きな差はない。この点は石川・矢嶋(2002)「家計の貯蓄行動と金融資産および実物資産」ニッセイ基礎研・所報Vol.21を参照。
(注3) 確かに郵便貯金に絡む制度改革が行われ、運用面では財政投融資と郵便貯金が制度上分離され2001年度から7年間かけ全額自主運用されることになったが、郵便貯金が政府保証である限り自主運用の道が開けたといっても運用の大半は国債にならざるを得ないだろう。