

# 低迷する個人向け国債

<2011年度販売見通し>



金融研究部門 主任研究員 千田 英明

chida@nli-research.co.jp

## 1—はじめに

個人向け国債の販売が低迷している。主な理由は「金利水準が低いため」と言われている。しかし、金利水準が低いためという理由は他の金融商品（定期預金等）にも共通しているはずであるが、定期預金は個人金融資産の30%以上も占め好調を維持しているのは何故だろうか。また、今後金利が上昇した場合、個人向け国債の販売は本当に増加するのであろうか、検証してみた。

## 2—これまでの販売動向

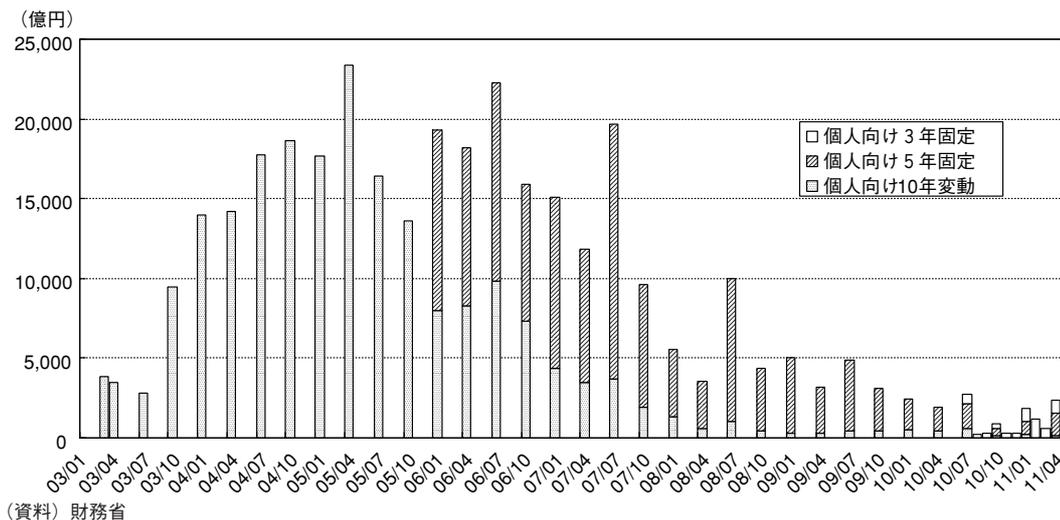
個人向け国債は2003年3月から販売が開始されている。これは機関投資家や法人が購入する国債とは別に、個人に限定して販売される国債である<sup>(注1)</sup>。販売開始時期がペイオフ完全解禁予定<sup>(注2)</sup>と重なっていたことから、当初は大きく伸びるのではないかと期待された。しかし、ペイオフ完全解禁は最終的に2年間延長されて、2005年4月となったことから、その効果はある程度限定されることになった。更に、販売開始直後の2003年6月には長期金利が0.5%を下回り、長期金利に連動して初回適用利率が決定される10年変動利付個人向け国債の利率は下限の0.05%になった。こうしたことから開始当初の販売額は毎回3,000億円程度と、あまり順調な滑り出しとはならなかった。それでも、その後金利が上昇すると販売もそれに応じて大幅に伸びた。2005年4月にはペイオフが完全解禁されたことから、個人向け国債の販売額は過去最高の2兆3,374億円を記録した。

2006年1月からは5年固定利付の個人向け国債が販売開始された。5年固定利付国債は10年変動利付国債よりも期間が短く、かつ、固定金利という特徴から購入時の利率が高くなる傾向にあった。そのため、5年固定利付国債の方が10年変動利付国債よりも人気となり、その後は5年固定利付国債が個人向け国債の主流となった。

2010年7月からは3年固定利付の個人向け国債が販売開始された。個人向け国債の購入者は主に高齢者のため、これまで販売されてきた10年や5年といった年限は、やや長い感があった。さらに、個

人向け国債はそれまで四半期毎にしか販売されてこなかったが、3年固定利付個人向け国債は毎月販売されるようになった。ところが、こうした購入者側のニーズを勘案した商品改定を実施したにもかかわらず、販売開始直後の2010年10月の販売実績は、過去最低の865億円となった。四半期毎の販売から毎月販売に変更されたので他の月に分散された可能性があるが、2010年10-12月の3ヶ月間合計額で比較しても、販売額は1,450億円となりこれも過去最低である。金利が低下傾向にあり、長期金利が1%を下回るような低金利水準が続いたためと考えられるが、このように購入者側のニーズに合うような商品改定をしても、現在のように金利水準が低い場合は販売が伸びない状況にある。

[図表-1] 個人向け国債の販売動向



### 3—国債を購入しない理由

個人向け国債は、これまで数多くの制度改正を行ってきたにもかかわらず、販売は低迷している。多くの投資資金を持っているはずの個人が、その投資先として国債を選択しない理由は何か、アンケート結果が公表されている(図表-2)。

最も大きな理由はやはり「金利が高くない」になっている。個人投資家は、その商品性などよりも、金利水準を強く意識している。

2番目に大きな理由は「他の金融商品で十分」となっている。ここでいう他の金融商品とは、定期預金と考えられる。それで十分と考えているということは、定期預金の方が国債より利便性でまさるだけでなく金利が高いということだろうか。

定期預金金利と国債金利を比べてみると、確かに定期預金金利が国債金利を上回っている時期がある。特に金利水準が低い時期は、そういった傾向が多く見られるようである。また、定期預金は預入金額によって金利水準が異なり、大口で預け入れればより高金利を得られる。時々行われるキャンペーン金利等がある場合も定期預金の方が国債より高くなるようである。更に、定期預金金利は各金融機関によって異なるため、

[図表-2] 個人向け国債を購入しない理由

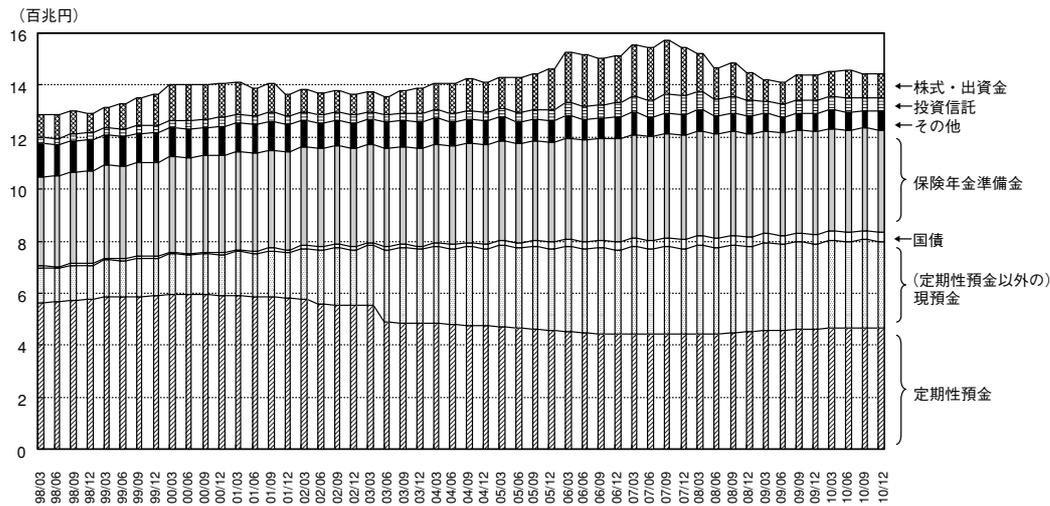
金利が高くない	43.7%
他の金融商品で十分	26.6%
機会がなかった	22.4%
購入する余裕資金がない	21.9%
募集時期を知らなかった	11.6%
購入場所がわからない	8.8%
中途換金禁止期間がある	8.2%
中途換金調整額がある	6.7%
国が発行している	6.4%
周りに購入している人がいない	6.3%
知らなかった	4.6%
投資自体に関心がない	2.7%
金融機関から勧誘がなかった	1.7%
近くに購入できる場所がない	1.3%
その他	4.6%

(資料)「平成21年度 国債広告の効果測定の結果について」財務省

金融機関によっては頻繁に国債の金利を上回る利率の定期預金が販売されている可能性もある。

本来、各金融機関が破綻した場合に返済されなくなる可能性のある定期預金と、国が破綻した場合に返済されなくなる可能性のある国債とでは、各金融機関の方がリスクは高いはずである。そのため、金利は定期預金の方が高くて当然なはずである。ところが、定期預金はペイオフにより1,000万円までは保護されている。よって、1,000万円までは単純に金利の高い定期預金の方が有利と預金者は考えるであろう。

[図表-3] 家計金融資産の構成



(資料) 日銀資金循環統計

このように、国債は金利水準が低いこと、かつ、他の金融商品（特に定期預金）に対して明確な優位性が見られないことから、現状では圧倒的に定期預金に資金が滞留している状況である（図表-3）。これは、定期預金の身近さや、国債に対する知識不足が原因となっている可能性もあるが、最も大きな原因は、金利上昇までの待機資金として定期預金が利用されているからではないだろうか。国債を購入しない最も大きな理由は「金利が高くない」であった。つまり、金利が高くなった場合には国債を購入しようと、それまで他の金融商品で資金を待機させているのである。そして、国債を購入しようと考えるような安全志向の強い人は、その待機資金を株式や投資信託などリスクの高い商品ではなく、普通預金または短期の定期預金などに投資するのである。

実際に定期預金で最も多く販売されているものは期間1年である。個人向け国債で最も短いものは3年固定利付国債であるが、これは、これまで主流であった5年固定利付債を上回る勢いであり、今後は3年固定利付債が主流になると予測される。個人向け国債もより短期の方がよく売れる傾向にあるが、最も短いものでも3年なので、より短い1年の定期預金が人気となっているのではないだろうか。今後販売して欲しい個人向け国債のアンケートでも、「満期が1年」と答えている人が最も多い（図表-4）。

3番目に大きな理由は「機会がなかった」になっている。これは個人向け国債が四半期毎にしか販売されなかったこと、国債を取り扱う

[図表-4] 個人向け国債の改善点  
＜どんな種類があれば良いか＞

満期が1年	50.6%
満期が3年	34.6%
満期が2年	25.1%
物価連動国債	15.6%
割引債	15.3%
その他	5.5%
満期が4年	3.8%
満期が15年	3.6%
満期が20年	2.5%
満期が30年	2.3%

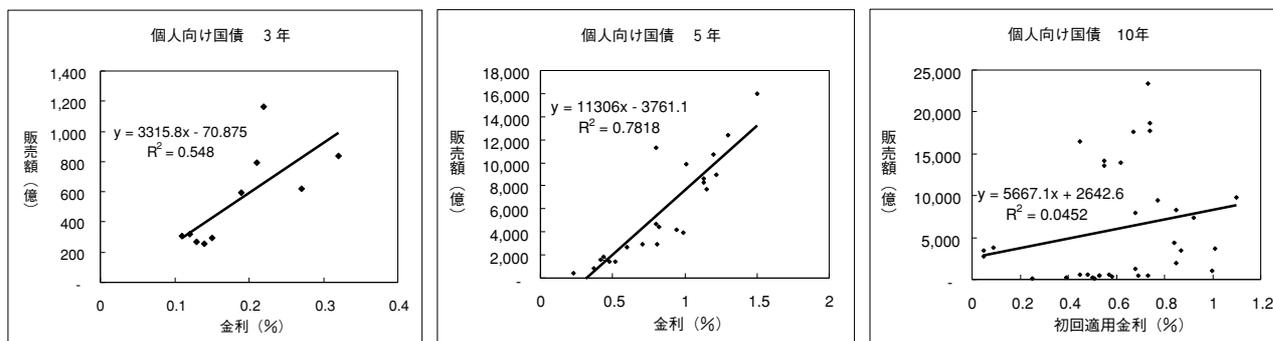
(資料) 「平成21年度 国債広告の効果測定の結果について」財務省

金融機関が少ないこと、などが原因と考えられるが、3年固定利付国債については、販売が開始された2010年7月から毎月発行されているため、投資機会は確保されつつあるはずである。

#### 4—金利感応度

では、最も大きな理由であった金利水準について、販売量とどれくらい関係が強いのか、見てみることにする。金利水準と販売量の関係を調べるため、回帰分析を行った(図表-5)。回帰分析では、 $R^2$ (アールスクエア)という数値でその関係の強さを表示することができる。 $R^2$ は、0から1の間で動き、1に近い程その関係は強い。

[図表-5] 金利と販売量の関係



(資料) 財務省公表データよりニッセイ基礎研究所作成

分析結果を見ると、3年固定利付債と5年固定利付債は $R^2$ が高いが、10年変動利付債は $R^2$ が低いことが分かる。つまり、10年変動利付債以外は金利と販売額との関係が強いが、10年変動利付債だけは金利と販売額との関係が強くないという結果になった。

10年変動利付債だけアンケート結果に反して、金利以外の要因で販売額が変動しているのは何故だろうか。これは変動利付債のため、そもそも初回適用金利にのみ反応して販売額が変動するという考え方が不自然である。実際に金利水準に左右される傾向が見られたことは事実であるが、やはり固定利付債と比べると、それ程大きな要因ではなかったようである。初回適用金利が高いから購入しようとする人もいれば、逆に現在は金利が低い、将来の金利上昇を見込んで購入しようとする人もいるはずである。また、10年変動利付債は個人向け国債発行当初には他の商品が存在していないため販売量が非常に多く、販売当初の広告宣伝効果やペイオフ解禁等の影響で販売を増やした可能性もある。

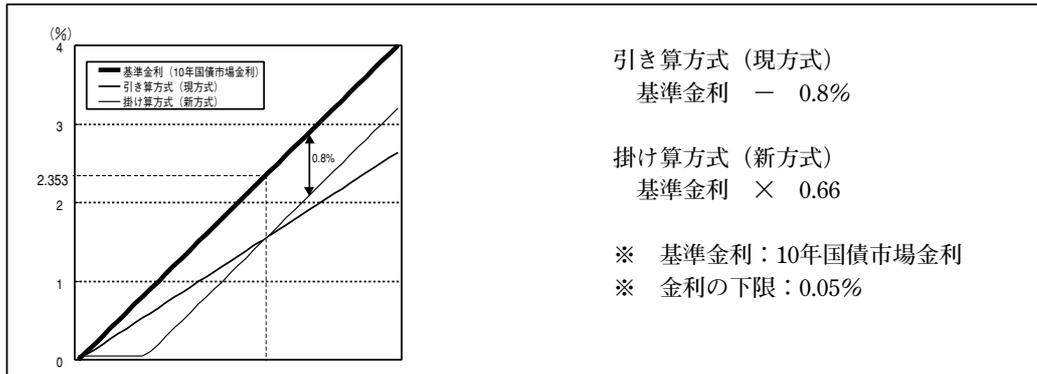
#### 5—商品性見直しの影響

2010年12月24日に「個人向け国債の商品性の改善」について財務省より結果が公表された。内容は2点あり、1点目は10年変動利付債の金利変動方法の見直し。これまでの「引き算方式」を「掛け算方式」に変更するというもの。低金利時は現行制度より投資家にとって有利となるが、高金利時は不利となる(図表-6)。しかし、現行制度よりも不利になる条件は、長期金利が2.353%を超えた場合であり、現在の金利水準から考えるとかなり有利な条件になっている。実質的には販売促進のための

金利優遇措置と考えて良いのではないだろうか。

2点目は5年固定利付債の中途換金禁止期間を2年から1年に短縮し、同時に解約控除額も直近2年分の利息相当額から直近1年分の利息相当額に減額するというものである。これにより、中途換金制度は3年固定利付債、10年変動利付債と統一されることになる。これも購入者側には一方的に有利になる改正であり、販売促進につながる可能性が高い。

[図表-6] 10年変動利付国債の金利設定方法



(資料) ニッセイ基礎研究所

それぞれの開始時期は、10年変動利付債の金利変動方法の見直しは2011年7月発行分から、5年固定利付債の中途換金制度見直しは2012年4月換金分からとなっている。2011年度販売への影響を考えると、1点目の10年変動利付債の金利変動方法の見直しは、四半期毎に発行される1回目の4月発行分のみ適用されないため効果は4分の3となる。2点目の5年固定利付債の中途換金制度見直しは、2012年4月から1年以上前に発行されたものが中途換金可能ということであるので、その効果は2011年度販売分については全てに適用されることになる。つまり、2011年度の販売は今回の商品性改善の恩恵をほとんど全て受けることになる。

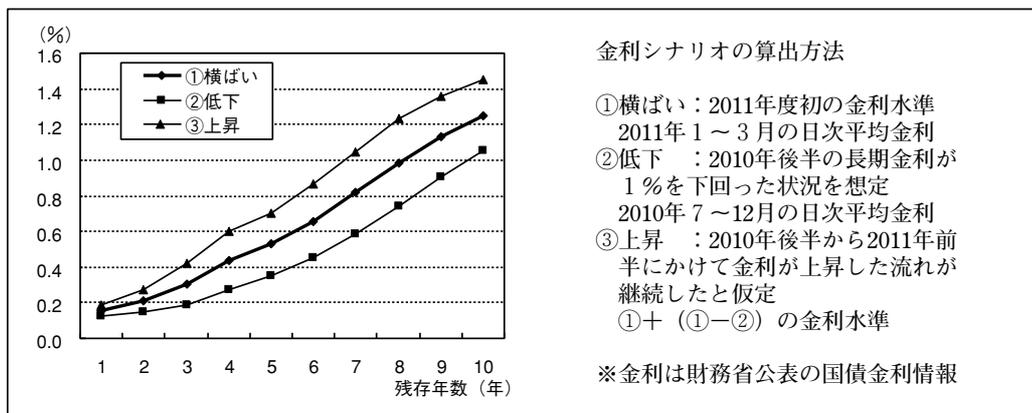
## 6—今後の販売予測

個人向け国債の今後の販売動向であるが、先の回帰分析により10年変動利付債以外は金利動向の影響を強く受けていることが分かった。そこで10年変動利付債以外は金利動向のみにより販売額が決まると仮定し、回帰分析により得られた算式を当てはめ、金利シナリオ(図表-7)別に販売見通しを試算した(図表-8)。10年変動利付債については、金利動向にかかわらず販売額がほぼ安定していることから、直近1年間の販売額が継続すると仮定した。また、商品性見直しの影響により販売が伸びることが期待されるため、10年変動利付債については10%増し、5年固定利付債については5%増しとした。

その結果、①金利水準が横ばいの場合、財務省の予定している発行予定額2兆円を上回る2兆1,731億円となった。一方、②長期金利が1%を下回るような状況まで金利が低下した場合、販売額は8,620億円となり、財務省の発行予定額を大幅に下回るようになった。また、③金利が現在の水準よりも更に上昇した場合、販売額は更に増えることになった。2010年度は金利水準が低かったこと等から、財務省の予定していた発行予定額に達しない見込みである。しかし、2011年度は金利水準が若干回復し

てきていること、3年固定利付債が定着してきていること、商品改定により上積みが可能であること等から、財務省の予定している発行予定額を達成できる可能性が高いと考えられる。今後金利が上昇すれば、更に販売が拡大する可能性もある。

[図表-7] 金利シナリオ



(資料) ニッセイ基礎研究所

[図表-8] 個人向け国債の2011年度の販売見通し

(単位：億円)

	①横ばい 2011/1-3	②低下 2010/7-12	③上昇 ①+(①-②)	計算式	財務省 発行予定額
3年固定	11,297	6,556	16,037	$(3315.8 \times 3 \text{年金利} - 70.875) \times 12$	
5年固定	9,238	868	17,607	$(11306 \times 5 \text{年金利} - 3761.1) \times 4 \times 1.05$	
10年変動	1,197	1,197	1,197	直近1年分の販売実績 $\times 1.1$	
合計	21,731	8,620	34,841		20,000

(資料) ニッセイ基礎研究所

2011年1月から個人向け国債の大量償還が始まり、まず5年固定利付債が約1兆円償還された。一部は個人向け国債に再投資されているようであるが、そのほとんどは現預金に滞留していると見られる。これらの資金は投資信託に向かうのではないかと期待されていたが、予想以上に安全志向の強い資金で投資信託にはほとんど向かっていないようである。2011年度は全体で約4兆円の償還を予定しており、この資金がどこに向かうかも注目すべきポイントとなる。これらの資金が国債に向かうのか、定期預金に向かうのか、あるいは投資信託に向かうのかは、今後の金利動向やマーケット環境に大きく左右されると考えられる。金利が上昇しなければ短期の定期預金、金利が上昇すれば国債、株価や為替が回復すれば、一部は投資信託に向かう可能性もあるのではないだろうか。

(注1) 個人が購入できる国債は、この他に新窓口販売国債がある。ただし、これは法人も購入することができる、元本割れリスクがある等、個人向け国債とは異なる。

(注2) ペイオフとは、金融機関が破綻した場合に預金保険機構が破綻した金融機関の預金を保護する制度である。この制度は、それまでは全額保護することとしていたが、個人向け国債の販売が開始される1年前の2002年4月からは定期預金については上限1,000万円までしか保護しないこととされた。更に、個人向け国債の販売が開始された2003年4月からは普通預金についても上限1,000万円までしか保護しない予定であった。しかし、保護される期間は2年間延長され最終的にペイオフが完全に解禁されたのは2005年4月となった。ペイオフが解禁されたことにより1,000万円を超える預金を保有している者は、預金と性質の似ている個人向け国債に大量の資金を振り向けるのではないかと期待された。