

## 「個人向け国債」を考える

——将来ビジョンの中での位置づけ——

小 林 一 広\*

はじめに

1. わが国における国債発行の現状
2. 「個人向け国債」の特質
3. アメリカ貯蓄債券の概要
4. 「個人向け国債」の評価を考える
5. 証券教育の早期実施を

は じ め に

2003年3月より、わが国でも「個人向け国債」の発行が始まり<sup>(1)</sup>、第一回募集は、新聞報道によれば募集額の10倍に近い申込みがあったようである。人気を博したのは、①超低金利が続き運用難に陥っていた個人投資家にとって、金利面で多少なりとも有利な投資対象であること、②預金のペイオフが本格化し銀行等の運用先が逆選別され始めていること、③個人投資家の余裕資金は、いわゆる高齢者へ偏っており、上記①②の要因が、より顕著に顕れる状況にあること、などが指摘される。

好調な売れ行きに気をよくした政府は、早速発行額の増額を目論んでいるとのことである。2003年度国債は、低迷する税収不足を補うため、借換国債も含めて約140兆円余の発行を余儀なくされているが、かかる国債の大量消化をスムーズに行なうため、また、より根源的には証券市場の構造改革推進の観点から、投資家層の多様化を図る目的で、個人投資家に働きかけを行なおうとの意図で、2003年度は4月、7月、10月、来年1月に各3,000億円、計1兆2,000億円の発行を予定しているが、これの倍増を検討中と報道されている<sup>(3)</sup>。

政府関係者は、「個人向け国債」が好評であることに諸手を挙げて歓迎しているようである。いわく、個人が投資市場に帰って来てくれる、いわゆる筆筒預金が市

---

\* 広島経済大学経済学部教授

場に還流する、個人の投資環境が広がる、証券会社、銀行等へ新規顧客として個人客が増加する、これを機に個人が株式等他の投資にも向く契機になる、と言うことであるが、そのようにうまくいくであろうか。筆者には、今回の「個人向け国債」の性格は残念ながらそのように機能するものではなく、わが国の個人資産の従来からの行動パターンを併せ見るに、むしろわが国投資市場にとってはマイナスに作用するもので、本来なら市場活性化の源泉になるはずの活力を断ちきるものであると思われる。以下、今般の「個人向け国債」の内容を吟味し、わが国証券市場の将来ビジョンから見た功罪について検討したい。

最初にわが国国債の発行状況をレビューし…1, 「個人向け国債」の内容と…2, その雛形とも言われる、米英の類似商品の概要をみて…3, わが国の「個人向け国債」の特質を明らかにし、その功罪を考察する…4。最後にわが国の証券取引の正常化には、証券についての国民教育が必要であるとの筆者の日ごろの思いに少し触れたい…5。

## 1. わが国における国債発行の現状

### (1) 発行額の状況

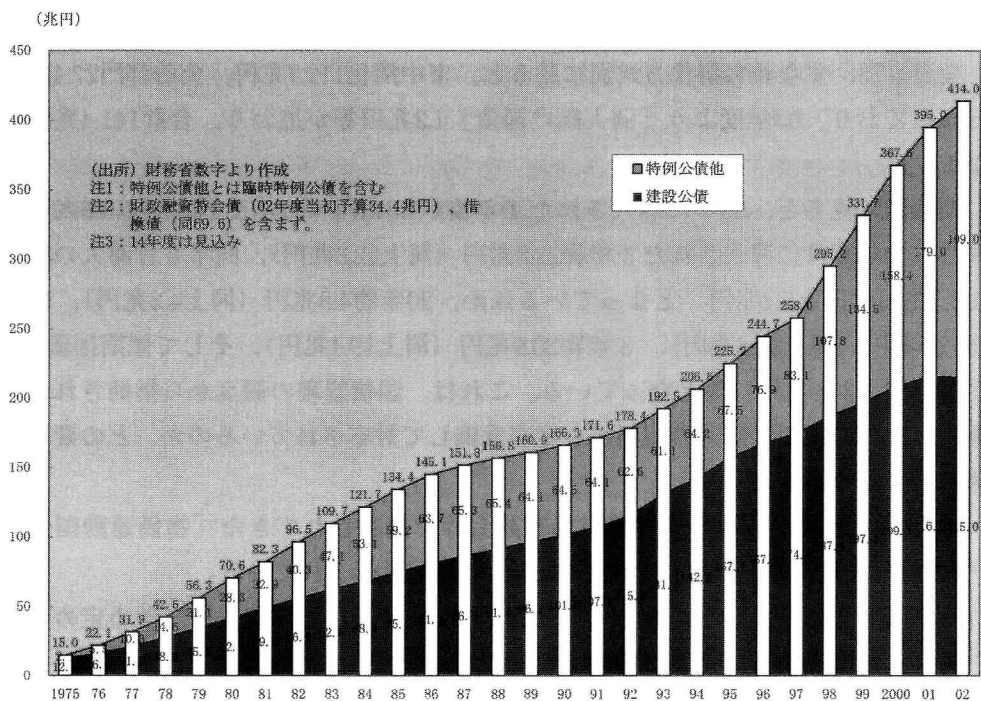
わが国における国債の発行は、財政法、毎年の特例法等を根拠として発行されているが、1975年の特例法公布以来いわゆる赤字国債の発行が始まり、その発行残高は急激な増加を見た。この増加カーブは1980年代末、いわゆるバブル期末に収束するかに見えたが、91年度を境に更なる急角度で積み上がり（図表1）、03年末には債務残高（地方を含む）のGDP比は151%に上る見込みとなった。これはOECDで、最も高いイタリア（108.1%）の約1.5倍、最も低い英国（50.9%）の約3倍の比率である（対GDP比率はいずれもOECD推計）。

発行額で見ても、平成15年度（以下2003年度または03年度と西暦で表記する）予算で借換国債（75.0兆円）、財政融資特会債（財投債：30.0兆円）を加えて141.4兆円と、税収（税外収入を加えて45.3兆円の見込み）の3倍を超えるに至っている（財務省「わが国の財政事情について」）。

残高の大きさはまた、それに関わる費用、国債費をも大きくしている。国債発行がなければ支出の必要がないこの経費は、03年度予算で16.7兆円と見込まれており、これは一般歳出47.5兆円の1/3を超える。

このように、平時の財政状況としては例を見ない悲惨な状況に対して、欧米主要格付け会社は厳しい評価を下し、わが国に対するいわゆるソブリン格付けを世界で34位～25位とし（図表2）、日本政府はこれに異例の反論を加えたことは、記憶に

図表1 国債残高の推移



図表2 格付け主要三社によるわが国の格付け

(自国通貨建て長期債務: 2002年11月末現在)

格付け会社	格付け	格付け評価の順位	上位国・地域の数
Moody's	A 2	A 3 以上 9 ランク 中 8 ランク	32
S & P	AA-	A- 以上 9 ランク 中 6 ランク	34
Fitch	AA-	A- 以上 9 ランク 中 5 ランク	25

出所: 財務省「国債の格付けに関する意見書について」および格付け各社のホームページより作成

新しいところである。しかし、日本国国債が国際市場で流通の対象とされる以上、国際市場の評価として厳粛に受け止めざるを得ないであろう。<sup>(4)</sup>

## (2) 債券種別の状況

この141.4兆円に上る2003年度発行額を、発行根拠法別に見ると、新規財源債36.4兆円（うち特例国債、いわゆる赤字国債が30.0兆円、建設国債が6.4兆円）で、借換国債が74.9兆円、そして財政融資特会債が30.0兆円（いずれも百億円以下切捨て）となっている。財政融資特会債は2000年5月改正、2001年度より実施の資金運用部

資金法等の改正に基づくもので<sup>(5)</sup>、歳入歳出外として扱われるものであるが、国の運営に関わる政府保証債であり、本小論の対象としてここに含める。

投資家別、すなわち消化方式別に見ると、市中消化112.7兆円、公的部門27.4兆円となっており、03年度より「個人向け国債」1.2兆円等が加わり、合計141.4兆円となる。

期限別に見ると、99年に導入された30年債が1.6兆円（02年度当初予算0.6兆円）、同じく00年5月に導入された5年物22.8兆円（同上22.8兆円）、同年6月導入の15年物5.5兆円（同上5.4兆円）となっているほか、20年物4.8兆円（同上4.2兆円）、10年物22.8兆円（同上21.6兆円）、2年物20.9兆円（同上19.1兆円）、そして短期国債34.1兆円（同上30.6兆円）等となっている。これは、国債管理の観点から指摘される問題点、近年の短期化傾向の問題点などが意識して対応されているのか、との疑問が募るところである<sup>(6)</sup>。

また、03年度から昨年来国債市場懇談会等で議論されてきた「物価連動国債」、<sup>(7)</sup>「個人向け国債」が、新規にそれぞれ0.1、1.2兆円見込まれている。

「個人向け国債」は後に詳しく見るとして、「物価連動国債」は、予め定められた物価指数に連動して元本が増減するもので、増減分は償還時に支払われる。表面利率は固定で、年2回の利払い、期間10年といった基本設計案で、主要欧米では、英国が81年に導入し01年9月末で756億ポンドの残高、国債発行残高比24.0%、カナダが91年に導入、01年8月末で同様に残高138億カナダドル、国債発行残高比4.7%、アメリカが97年導入、01年6月末で残高1,300億ドル、国債発行残高比2.3%といった実績である（国債市場懇談会（第20回）議事録）。

「物価連動国債」については本小論の目的ではないので詳しくは触れないが、市場性ある債券に拘らず対国債発行残高比率の低さが示すように、機関投資家等にとって決して魅力あるものではない。流動性ある国債にとって市場における国債相場は消費者物価等をも織り込んだものになっているはずで、それが半年なり1年後に反映されるからと言って悠長に保有する需要はあまり考えられない。イギリスで保有比率が高いのは、80年の Wilson Report により年金資金の運用手段として導入され、当初年金資金に限定されるなどして、同資金による保有が積極的に行われたこと、個人にとっては Tax-free になっていること、などの理由による。わが国でも、ファンド・マネージャを擁しない年金資金等に一定の需要は考えられるが、「効率的で競争力のある市場の構築」（金融庁「証券市場改革促進プログラム」における基本的考え方…後述）のためには、多くを期待出来ない。ただ、「個人向け国債」と異なり市場性商品であり、その動向は市場に委ねるわけで、問題にすることでも

ない。

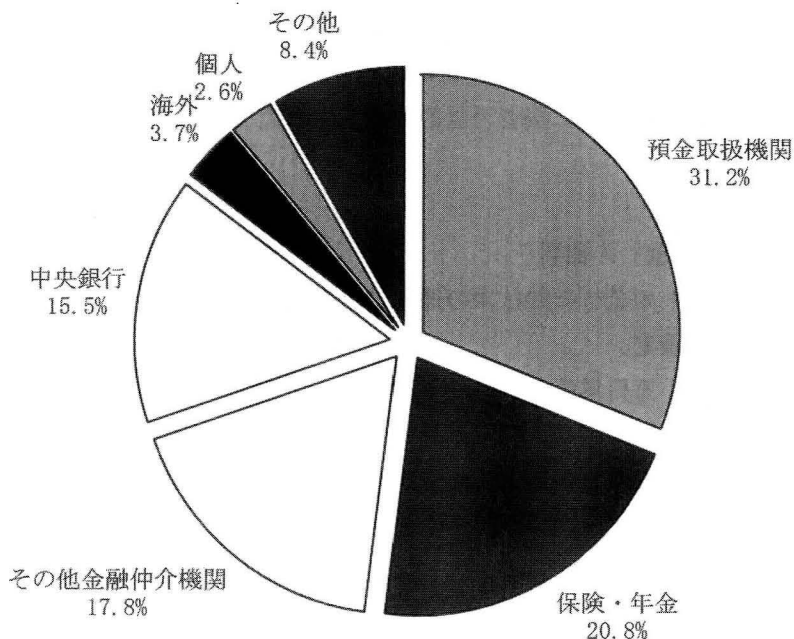
### (3) 投資家（国債購入者）の状況

わが国国債の所有者別内訳は図表3の通りであるが、個人の保有率は2.6%と欧米諸国に比べて低い。データは少し古いが、アメリカは5.3%（2000年12月）、イギリスは9.4%（2000年3月）で、これは国債に限ったことでなく、証券一般について言えるわが国の傾向である。

因みに、個人金融資産に占める証券（株式、投資信託、債券）の比率を比較してみると、わが国が11%（2000年2月）、アメリカが38%（00年2月）、イギリスが24%（00年1月）、ドイツが35%（99年）、フランスが44%（97年）と言った状況である。

証券市場の活性化には幅広い個人（家計）資金、活力ある海外資金の取り込みが重要であるが、そのために世界の潮流であるグローバル化、IT化に対応し市場の整備を図っていかねばならないとして、わが国政府は96年「日本版ビッグ・バン」<sup>(8)</sup>宣言後諸施策を実施してきた。「預金のペイオフ凍結解除」を除いて一段落した後、

図表3 国債の所有者別内訳（2002年9月末）



出所：財務省「日本国債ニュースレター」03年1月号

昨年その後続版として「証券市場の改革促進プログラム（証券市場の構造改革第2弾）」が打ち出されたことは周知の通りである。

この「証券市場改革促進プログラム」における基本的考え方として、3本の柱が掲げられ、その第一に「誰もが投資しやすい市場の整備～多様な投資家の幅広い市場参加の促進～」が謳われているが、これはこのようなわが国の個人投資家の状況をも含めた市場改善を念頭に置いたものであろう。次項で、その具体策として登場した「個人向け国債」について見てみよう（なお、上記プログラムにある3本の柱については後に詳しく検討する）。

## 2. 「個人向け国債」の特質

わが国の国債の保有主体別構造をみると金融機関による保有に偏っており、2002年9月末で52%、「その他金融仲介機関」を含めると70%近くになる（図表3）。このような保有主体の偏りは、経済、金融情勢の変化による国債相場への影響が、一方向かつ過度に現れるリスクを大きくする。そのため、保有構造の多様化を進めていく必要が議論されてきたところであるが（例えば、国債市場懇談会第13回議事録）、具体的には、上述の通り海外からの投資と個人（家計）からの投資を促すことが重要である。

海外からの投資を促進するについては、海外投資家にとって魅力あるものにすべくグローバル・スタンダードに沿った市場造りにまい進してきたところであるが、ここではその議論は措いて、後者の目的で導入された「個人向け国債」の内容について見てみよう。

### (1) 「個人向け国債」の概要

「個人向け国債」の発行条件は次の通りである。

対象者：個人に限定。

販売単位：額面1万円単位。

発行頻度：年4回（4，7，10，1月の10日、ただし第1回債は本年3月10日）

期限：国債の長期保有を促進する観点から（財務省のホームページ）10年とする。

金利：半年ごとの変動金利。

定数方式（基準金利－ $\alpha$ ）で、基準金利は10年物国債金利<sup>(9)</sup>。

$\alpha$ は執筆時点で0.80%、金利の下限を0.05%とする。

募集価格：額面100円につき100円。

利払日：年2回（6ヶ月ごとの各10日）。

償還金額：額面100円につき100円。

中途換金制：政府が中途換金に応じる。

中途換金価格：額面価格＋経過利息相当額－中途換金調整額

中途換金調整額は直前2回の利息相当額。

据置期間：原則として1年間。

取扱機関：金融機関（銀行及び証券会社等437機関）及び郵便局。

## （2）「個人向け国債」の特質

この「個人向け国債」の特質を見るため市場性ある通常の債券（同じ期限10年の国債）と発行条件を比較してみよう。

まず対象者について、通常は制限がつかないところ、個人に限定されている。発行の目的が個人の保有を促進するため、個人投資家が購入しやすい条件、例えば、市場リスクから隔離されつつ中途換金を認めかつ保障するなどの制度があるためであろう。

販売単位が通常5万円のところ、1万円となっているのも、個人投資家の利便性を考えたものである。

金利は通常は固定金利であるが半年ごとの変動金利で、通常の10年物国債の金利決定基準時の金利マイナス0.80%となっているのは、中途換金性、元本保証、さらに、下限0.05%などとなっているところから、実質短期国債と考えれば購入希望者としては受容出来るところであろう。

発行価格は、10年国債の場合入札の結果によるが、額面発行となっているのは個人向けかつ変動金利であるところから分かりやすい。

中途換金制は通常の国債ではなく、換金したい場合はその時点で市場価格による売却を行なう。当然売却益／損が発生する。

このように見てくると、「個人向け国債」の、他の金融商品と相違する特質として特に次の3点が重要であるといえる。①元本は政府保証付である。②中途換金が1年経過後自由にでき、かつ政府により保証されている。③中途換金価格も元本保証である。（さらに言えば、④現時点で金利も、10年物であるとはいえ、中途換金の完全性を考慮すれば、他の個人向け類似商品に比べて有利である。因みに、3月10日発行債の初回金利は0.09%で決定されている。）

①について、国債を除く一般の証券投資物件は元本保証付でない。銀行の定期預金等は元本保証付であるが、10百万円を超える部分は国債とは比較にならない信用リスクがある。②については、通常の証券投資物件に比し流動性リスクを免除され

ており、③は中途換金に当たり、通常なら市場リスクに晒されるところを、これもまたリスク・フリーとなっている。要するに、民間金融機関の類似商品に比し、「個人向け国債」は個人投資家にとって圧倒的に有利な商品であると言える。

このように「個人向け国債」の有利さをあげつらっていくと、同じような商品が既に存在することに気づく。郵便局（本年4月から郵政公社）の定額貯金である。定額貯金も、①元本保証付であり、②6ヶ月を経過すればいつでも中途換金（現金の引出し）が可能であり、③中途換金（中途解約）の価格は元本保証付で、市場リスクはない。郵政事業については民業圧迫との批判を受けて、取り敢えず結果は公社として存続することになったが、厳しい議論の対象となったものである。わが国の証券市場育成が急がれているとき、定額貯金に等しいと言える「個人向け国債」の発行をどう評価すべきなのか、その辺を検討するに当たり、ひとまず、諸外国に早くから根付いている同種のもののうち、わが国の「個人向け国債」が範としたと言われるアメリカの貯蓄債券を見ておきたい。

### 3. アメリカ貯蓄債券の概要

図表4に、アメリカおよびイギリスにおける「個人向け国債」の代表的なものの概要を一覧にした。これは日、米各財務省および英国 FSA の資料を基に筆者が作成したものであるが、以下に、アメリカについて若干立ち入って見る。

#### (1) アメリカの貯蓄型証券 (Savings type securities)

アメリカにおける個人向け貯蓄型証券 (Savings type securities) の歴史は古く、1935年発行の貯蓄債券 (Savings Bonds) に始まる。当初は発行単位で Series A Bonds, Series B Bonds…と呼称していて、1939年から41年にかけて発行された Series D Bonds までに、総額39億ドルの発行を行なった。

対象は個人向け (Non-professional Investor) で、一定の保有期間経過後は中途換金可能であるが譲渡性はない。期限は10年で、額面の75%で発行する割引債であるが、年率2.9%で半年複利の利子が元本部分に組み入れられ満期に額面となる（ことを政府が保証している）債券である。取扱機関は郵便局、財務省事務所で、証券会社等通常の投資関連機関は取り扱わなかった。利子は非課税であった。

41年5月、第二次大戦の戦費調達のために発行された Series E Bonds も額面の75%で発行され、換金・償還時に期間に応じた金利が支払われるもので、この後、金利支払い場所に民間金融機関も指定されるようになる。期間は発行時期によって5年から10年で、10年物を2回、発行時期によっては3回の乗換えが可能であった。



図表4 日本、アメリカおよびイギリスにおける「個人向け国債」

	日 本	アメリカ			イギリス	
名 称	個人向け 国債	The U.S. Savings Bonds (合衆国貯蓄債券)			Savings Bond 他 (非課税貯蓄債券)	
		EE ボンド	HH ボンド	I ボンド	固定利付 貯蓄証券	物価スライド 条項付貯蓄債券
発 行 年 限	10年	30年	20年	30年	2 年 or 5 年	2 年 or 5 年
債 券 形 態	利付債	割引債	利付債	利付債	利付債	利付債
利 息	変動金利	変動金利 (注1)	固定金利	固定金利と 物価指数連 動金利との 複合金利	固定金利	固定金利と 物価指数連 動金利との 複合金利
購入者制限	あり	あり	あり	あり	あり	あり
譲 渡 制 限	譲渡禁止	譲渡禁止	譲渡禁止	譲渡禁止	可能 (許可制)	可能 (許可制)
中 途 換 金	1 年経過後 換金可能	1 年経過後換 金可能 (注2)	1 年経過後換 金可能 (注2)	1 年経過後換 金可能 (注2)	可能	可能
中途換金時 の Penalty	あり	あり	なし	あり	なし	なし
税 制 優 遇	なし	あり	なし (注3)	あり	あり	あり

注1．発行価格は額面の50%で、当初17年後に100%なるよう設定。17年経過後 Final Maturity まで市場金利を付す。

2．ただし、2003年1月以前発行のものは6ヶ月経過後可能。

3．満期または換金時まで繰延べ措置がある。

出所：財務省、アメリカ DMO、イギリス FSA 資料より作成

例えば、52年から65年の間に発行された E Bonds は最長40年間、65年以降のものは30年間乗換えによる継続が可能であった。税優遇は州、地方税が免除され、連邦税について換金時あるいは最終満期時まで繰り延べることができ、Series HH Bonds に乗り換えることによって、さらに最長20年繰り延べが可能となる。Series E Bonds は、80年6月まで継続発行され Series EE Bonds に引き継がれる。

41年には Series F と G Bonds も発行されている。これは銀行以外の法人も対象にされ、期限は12年、F Bonds は額面の74%で発行される割引債、G Bonds は年2回利払いがある利付債、それぞれ最終リターンは年率で2.53%、2.5%となるものであった。また、中途換金も6ヶ月経過後1ヶ月の予告により可能であった。

F と G Bonds は52年にそれぞれ若干の趣を変えて、Series J と K Bonds に替わる。最終リターンが年率2.76%になり、年間購入金額に200千ドルの上限がセットされる。税優遇は、州、地方税は免除、連邦税は繰り延べ措置がある。

52年に Series H Bonds が発行される。期間10年（当初のものは9年8ヶ月のも

のがある)の利付債で、額面発行、利払いは年2回、税の優遇措置はない。かつ、発行最小単位が500ドルと他の Series が25ドル (Series E は10ドル) に比べて高い。乗換えは2回可能であった。79年を最終に Series HH Bonds に替わる。

この他 Savings Notes がある。これは Series E Bonds と抱き合わせで一時的に発行されたもので、最終リターンを4.74%に設定し、67年から70年の3年間余一大キャンペーンを行なったものである。期限は30年、愛称を Freedom Shares と言われ、時代の要請に応じたものであった。

## (2) Series EE, HH, および I Bonds

上記の経過を経て、現在新規に発行されているのは、Series EE Bonds, 同 HH Bonds, および同 I Bonds (以下本項で、EE, HH, I と称す) の3種類である。図表4はその概要であるが、若干敷衍する。

いずれも財務省発行の非市場性、記名式債券である。財務省またはその指定する代理人と記名者との間でのみ売買が許される。債券形態は EE は割引債、I は利付債とあるが、わが国のそれと趣を異にする。購入者制限は3者ともあり、購入限度額は HH にない。以下個別に述べる。

EE Bonds は Series E Bonds の後継種であるが、E の発行価格が額面の75%であったのに対し、EE は50%である。額面金額は E では \$ 10, \$ 25, \$ 50, … \$ 10,000, \$ 100,000 (\$ 10, \$ 100,000の購入資格は限定されていた) であったが、EE では \$ 50… \$ 10,000となり、一人当たり年間購入限度も額面で \$ 30,000に設定された。

適用金利は、発行直近6ヶ月間に発行された5年物財務省証券の平均利回りの90%で、その累積額は当初の17年間で発行価格と同額、即ち、〔購入価格+金利の累積額〕が額面金額になるよう、政府により保証されている(額面金額に達しないときは17年目で一時調整される)。その後、満期までの13年間同様に市場金利が付される。この17年目を Original Maturity, 30年後の満期を Final Maturity と称するが、Original Maturity までは割引債、それ以降は利付債であるといえる。

金利は毎月計算され購入者 account へ算入されるが、利払いは償還または換金時で、それまで6ヶ月複利計算を行なう。

中途換金は、2003年2月発行分より1年据置が義務付けられた。それまでは6ヶ月据置であったので、03年2月債は04年2月以降換金が可能となるが、03年1月債は03年7月以降可能である。これは、01年9月11日以降の対応策の一環で、貯蓄性資金の引出しを behave <sup>(10)</sup> させるためのものと説明されている。なお、5年以内の中

途換金については、直近3ヶ月間の金利相当額を Penalty として徴収される。

税優遇は州税、地方税が免除され、連邦税は換金（償還）時まで繰延べられる。Final Maturity で全額償還されるが、HH に乗り換えることが出来る。税繰り延べも最長さらに20年（合計50年）可能となる。

I Bonds は当初から利付債であること、満期償還時他の Series への乗換えが出来ないこと等のほか、ほぼ EE と同様で、期限30年、券種は\$50～\$10,000、一人当たり年間購入限度額は\$30,000（額面）、中途換金は03年2月債より1年経過後で、5年以内の換金には直近3か月間の金利相当額が Penalty となり、税優遇措置も EE と同様である。

金利は固定利率と変動利率の2本立てで、固定利率は一債券の生涯不変、変動利率はCPI-U（Consumer Price-Index for All Urban Consumers）に基づく所定の計算方式により変動する。利払いは当初から利付債として6ヶ月ごとに複利計算されるが、その支払いは償還または換金時である。

Series H Bonds の発行が79年12月に終り、翌年から HH Bonds が発行される。HH Bonds は通常の利付債で、6ヶ月ごとに利払いが行なわれる。特徴はニューマネーで購入するのではなく、他の Series（H, E, EE, および Savings Notes）からの乗換えによる。額面発行で、期限20年、金利は10年固定金利で、10年経過後見直される。因みに03年1月債は1.5%pa であった。券種は\$500, \$1,000, \$5,000, \$10,000の4種で、購入限度額はない。税優遇もない（税の繰延べはあり、新たなHH に乗り換えることも出来る）。

以上見てきたように、アメリカの「個人向け国債（Savings Bonds）」は、70年に近い歴史を経て、内容的にきめ細かく練り上げられている。税優遇もあり特定層の固定顧客をつかんでいるようで、また、適用金利も個別には差があるものの、ペナルティの消滅が5年ということで、5年 T-Notes の平均利回りの90%という、中途換金の市場リスクゼロを考慮すれば、良心的な商品設計も見られ、販売は安定的に推移してきた（図表5）。残高については現時点（2002年12月末）で、市場性ある国債に対し、6.0%（非市場性も含めた総債務に対して3.0%）になっている。

さて本稿では、アメリカの Savings Bonds についての論評は差し控え、わが国の現環境下での「個人向け国債」の評価を急ぎたい。その問題点を見据えて、アメリカの Savings Bonds のわが国での有効性について検討する機会を改めて持ちたい。

図表5 アメリカにおける貯蓄債券の販売状況 (2002年12月末)

(単位: 百万 \$)

Series	A ~D	E, EE, H, HH	I	F, G	J, K	Savings Notes	合 計
販売額 (a)	3,949	850,144	11,597	28,396	3,556	862	898,504
支払い金利 (b)	1,054	230,780	644	1,125	196	711	234,512
合計 (a + b)	5,003	1,080,924	12,241	29,521	3,752	1,573	1,133,016
現在残高	1	181,637	13,120	3	0	111	194,872

出所: アメリカ財務省ホームページ資料より作成

#### 4. 「個人向け国債」の評価を考える

わが国の「個人向け国債」を評価するについては、まずその評価基準が定められなければならない。もとより経済事象に絶対的評価基準は定めようがないが、現下の日本経済にとって「構造改革」が進むべき道として定められ、その証券分野における施策として「日本版ビッグバン」に基づく「証券市場の改革促進プログラム(証券市場の構造改革第2弾)」(平成14年8月6日「金融庁」)。以下、「改革促進プログラム」または「プログラム」があり、経済の停滞時期にあって困難を極めているとは言え、官民挙げてその具体的項目の達成・推進に全力を注いでいる過程があるので、その関係項目を評価基準とするのが、妥当、かつ公平であると考えられる。

##### (1) 評価基準

改革促進プログラムには冒頭に「基本的考え方」があり、そこでわが国の今後の金融システムは、「有効な価格メカニズムの下でリスクが適切に管理・配分される市場機能」が「中核」にならなければならないとしている。そしてその実現には、「魅力ある金融資産」が「多様なチャネルを通じて提供され」、「市場メカニズムへの信頼が確固」たるものになり、「幅広い投資家層」が「効率的な市場」に参加することによって「リスクマネーが円滑に供給され」なければならないとしている。

さらに具体的施策として次の3本柱が立てられた。それぞれの関連する項目の要点のみを引用する。

- ① 誰もが投資しやすい市場の整備 ～多様な投資家の幅広い市場参加の促進～  
証券の販売チャネルを証券会社以外にも拡充する…、等があって、「個人投資家が主体的判断に基づいて投資」出来るよう「投資知識の普及・情報の提供」に努める。
- ② 投資家の信頼が得られる市場の確立 ～市場の公正性・透明性の確保～

多数ある項目の中で「信頼される価格形成の確保」、そのための「価格ルールを導入」する。

③ 効率的で競争力のある市場の構築 ～市場の安定性・効率性の向上～

「国際的な取引所間の連携などのグローバル化の動きや IT 化の進展に対応」出来るよう「市場ルールの整備を図」り、「中長期的な観点から幅広く検討」する。店頭市場の整備に関して「公社債流通市場（特に個人向け社債）の流動性及び価格の公正性・透明性を一層向上」させるため、具体的方策の検討を「日本証券業協会に要請する。」

(2) 評 価

これらの基準からみて、即ち、こういう路線で証券市場の改革を推進せんとするとき、本年3月から発行されることになった「個人向け国債」はどのように評価すべきであろうか。

はじめに予想される反論、本問題の前提となる議論について断っておかねばならない。それは、「個人向け国債」は非市場性商品として発行されるので、上記諸施策とは別儀であるので「改革促進プログラム」は評価基準にならない、との反論に対してであるが、次の2点から、「プログラム」の埒外とはならないことを断っておきたい。

一つは政府が「個人向け国債」の導入目的について、「国債の大量発行が続く中…わが国の国債保有構造をみると…個人投資家の国債保有の促進が重要な課題で…個人保有を促進し、国債の保有者を多様化させることは、安定的な国債市場の形成や国債の円滑かつ確実な発行につながるものと期待」しての発行である旨明言していること（財務省「個人向け国債 Q&A」のQ1）、付言すれば、ここに言う「国債の保有者を多様化」することは「改革促進プログラム」に言う「多様な投資家の幅広い市場参加の促進」の趣旨と異なると言うことではないはずである、

二つには03年度発行予定額1.2兆円は新規財源債36.4兆円の3.3%と金融市場全体へのインパクトは小さいものでなく、伝えられるように、順調な売れ行きに乗って倍増すれば6.6%となり、「改革促進プログラム」遂行上以下に説明する理由により、多大のマイナス影響が考えられるほどの金額である、と言うことである。（アメリカにおいて1935年の段階で許されたのは、アメリカでは当時既に市場は「改革促進プログラム」のいう機能を＝手続き上の細部はともかく、少なくとも個人投資家の市場への対応上は＝もっており、わが「プログラム」が望む個人の「リスクマーケット」への進出は積極的で、29年大恐慌の原因にもなるほどのリスクテイク<sup>(11)</sup>があり、

わが国の現在の個人投資家の意識と正反対とも言うべき状況であった。)

さて、「個人向け国債」は、その特質について2 (2) で見たごとく、他の個人向け金融商品が低金利、金利上昇リスク、流動性リスク、ペイオフ凍結解除による信用リスク、さらに、リスクテイクすれば市場リスク等を覚悟しなければならない状況下で、極めて有利な商品であるわけで、この点についてこれらのリスクから逃れ得る商品を探していた個人にはありがたいもので、なんら非難される商品ではないと言うことになるが、上記評価基準に照らしてみれば深刻な問題がある。

まず「有効な価格メカニズム」は働かない。投資家が購入するとき、中途換金するとき、通常の債券なら市場価格によるが(ただし、本商品は中途購入はできない)政府が保証する額面価格で(時に予め決められた Penalty をマイナスして)実行されるので「価格ルール」の枠外で、「個人投資家が(諸リスクについて)主体的判断に基づいて投資」するわけでない。従って、「幅広い投資家層」が「リスクマネーを円滑に提供」することにはならない。

もとより一定の条件に基づいて「市場メカニズム」の枠外にある投資家、資金運用者があっていい。リスクから守られるべき運用者、あるいはリスクテイクする投資家にあっても、リスクから守られる部分があってもいい。そういう意味では否定されない、むしろ推進されていい商品で将来機能的にも育成していくべき商品であると思われる。

しかしそれは「改革促進プログラム」で証券市場の改革、国を挙げて活性化を図ろうとしている時の話ではない。

証券市場の改革、活性化は繰り返しになるが、個人投資家と海外投資家を呼び込むことである。図表3は国債についてみたものであるが、わが国の証券市場については、他の商品について大同小異で、市場の活性化、投資家の多様化とは、過去において何度も市場に裏切られた個人投資家と、失望させられた海外投資家を呼び戻し、新規参加者を呼び込むことである。そのためにルールの整備、市場の透明化、公正化、効率化を行ない、有効な価格メカニズムが働く、信頼される市場の整備が急務なのである。

個人投資家については、行き場を失った資金を多額に抱えている。図らずも今回の「個人向け国債」の募集でそのことが証明された。3,000億円の募集に対して3兆円の応募と言う話は兎に角として、発行日の約1ヶ月前に募集が開始され、初日の半日で売り切れると言う事態が、第一回の3月債に続き、4月債についても見られたことから窺われる。

注目すべきことは、この資金が証券市場に戻ってくる可能性のある資金であった

ということである。それが実質定額貯金に等しい商品に吸収されていく。「安全商品」に安住する資金は世界を、市場を主体的に観察し判断することはない。新しい「安全商品」に流れ込み資金の安住が進めば証券市場の改革は覚束ない。新しい皮袋が出来ても新しい酒が注げない。「改革促進プログラム」の進展につれ証券市場へ向かう予備軍であった資金が、活力ある瀬を離れ、波静かな淵に沈み込んでいく。今までの淵（筆筒預金）より、保有者にとって一見より快適な淵へ。経済活性化の源である証券市場＝投資市場の活性化を願う多くの人が、このような思いを募らせているのではないだろうか。

「個人向け国債」が個人に行き渡ることによる効果が一つある。それは早晚他の商品によっても達成されることであるが、新しい決済システムへの習熟である。<sup>(12)</sup> 本国債が人気を博すことによって、制度の実施がよりスムーズにいけば一つの効果であるといえる。具体的にはペーパーレス化への対応で、長年券面に慣れたわが国の個人投資家にとってペーパーレス化に馴染むのは容易でなく、実務家にとって、システム投資のほかに、難事業になると予想されるが、「個人向け国債」が教育材料になれば一つの効能ではある。

## 5. 証券教育の早期実施を

教育と言えば、筆者の積年の願望は証券教育の早期実施である。「証券改革プログラム」でも「投資知識の普及」が指摘され、文部科学省へ申し入れの予定とあるが、知識の普及ではなく、せめて中等教育の課程での教育が望まれるところである。

教育は担当省が音頭を取らなければ動かない。わが国の中・高校教育では証券の教育はほとんどなされていない。教科書も4ページ程度の経済の項目でわずかに扱われているのみである。小学校においては皆無であろう。

アメリカでは“Economics”の教科書に証券の項目は80ページに及ぶという。加えて小学校時代に株式売買ゲームなどを行ない、馴染みやすい素地を養成している。

わが国でも証券関係者の間で証券教育の重要性が叫ばれ始めているが、全体的に極めて貧弱である。教育体制も証券関係者の対応も未だ無関心層が圧倒的である。

アメリカの如く小学校からというのはわが国の保護者には未だ受け容れられないであろう。しかし、いつまでも無知で済まされない。車社会になれば運転免許が必要になるように、インターネットの時代になればPCの扱いが必須になるように、経済がグローバル化し、IT化するにつれ、好むと好まざるとにかかわらず証券の素養は必須知識となる。身の回りのリスク管理が必要になってくるように、経済的リスク管理の必要性が重要になる。

東京証券取引所等で証券ゲームが提供されている。東証のそれはアメリカの小学校の教材から作成したとのことである。大手証券会社による大学での冠講座も始まっている。それぞれに効果のある試みであろうが、なによりも正規の教育制度による育成が肝要である。

わが国では「お金」は教育の対象としては馴染まないであろう。古くからの「お金」に対する考え方が正規の教育への道を阻んでいる。しかし、証券は最早「お金」ではない。「お金の科学」である。プリンストン債や EB 債（他社株式転換条項付ユーロ円債）の仕掛けに多くの日本人が涙を飲んだのはまだ記憶に新しいところである。このようことが何度も繰り返されてはならない。

「証券改革プログラム」が完成し実施に移されても、参加者が共通の土俵で活動し世界の市場と共に歩んでいけるようになるには、個人投資家の参加による真の活性化が必要で、そのためには長い目で学校教育からやり直さなければならない。前世紀における日本経済の製造業を中心とする成長・発展が、前々世紀以前からの長年の教育の賜物であったことを考えれば、真の証券改革も教育改革から始めなければならないと考える。

## 注

- (1) わが国において個人向け国債は今回が初めてではなく、明治以来数度の発行例がある。日露戦争、第二次大戦時の戦費調達、関東大震災後の復興資金調達と、1950年代の特別減税国債などである（深澤映司「個人向け国債に関する評価と論点整理」『国際金融』1089号、2002年7月15日号、11～12ページ）。
- (2) 証券会社、銀行等の民間金融機関による総販売希望額は予定販売枠 3,000億円に対し 3兆円。なお、最終販売実績は、民間金融機関 3,336億円、郵便局499億円となった（財務省発表）。
- (3) 2003年2月4日付け「日本経済新聞」他。
- (4) 政府（財務省）の反論、格付け会社（Moody's, Fitch）の主張についてはそれぞれのホームページ参照。Moody's は「日本国債の格付け」の項。
- (5) 2000年5月に「資金運用部資金法」、「資金運用部特別会計法」および「資金運用部資金及び簡易生命保険の積立金の長期運用に対する特別措置に関する法律」が改正され、資金運用部資金、資金運用部特別会計は2001年4月より、それぞれ財政融資資金、財政融資資金特別会計と名称変更された。
- (6) 国債管理の問題としては中期債（2年債、5年債）への集中の問題、金利が上昇に転じた場合の国債暴落の問題、財投債の問題等々がある。
- (7) 「個人向け国債」については、2002年度実績として0.4兆円弱がある（上記(1)）。
- (8) Pay off については普通預金等決済性預金について、03年3月現在凍結解除されていない。
- (9) 利子計算期間開始時の前月の、通常の10年物国債の入札における平均落札利回り（平均落札価格から引受手数料に相当する額を控除した価額を基に算出される複利利回り…財務



省ホームページ)を基準金利とする。

- (10) dmo = debt management office = 発表。発表内容は同ホームページ参照。
- (11) 29年大恐慌については多くの文献があるが、例えば、吉野勝「アメリカの大恐慌」日本評論社 1965, 177頁以下など。
- (12) 02年6月「証券決済制度の改革による証券市場の整備のための関係法律の整備等に関する法律」が成立、それを受けて「社債等の振替に関する法律」が03年1月6日に施行された。本商品は同法が適用され券面は発行されない。