

Financial Trends

経済関連レポート

個人向け国債の人気について

発表日：3月11日(金)

～ペイオフ資金を少なくとも5兆円は吸収～

(No.FT - 23)

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生(外線：5221-5223)

個人向け国債は、安全性と収益性が際立って高いように見える。ペイオフ完全解禁では、民間預金が約50兆円(郵貯満期要因を加えると55兆円)は流動化する可能性があり、個人向け国債が最も有力な受け皿になると考えられる。この個人向け国債の人気は、2005年度の債券需給には、予算ベースで予定された発行圧力を減じる公算が高いというメリットがある反面、適用金利の機会費用が高いのではないかという問題もあると考える。

ペイオフ完全解禁の受け皿

3月末にかけて第10回の個人向け国債の募集(発行は4月11日)が行われる。このタイミングは、4月1日のペイオフ完全解禁と近接しており、大口の普通預金からシフトする資金を大量に吸収することが予想される。個人向け国債は、ペイオフ解禁に臨んで、最も人気を集めそうな金融商品である。

その理由は、個人向け国債が元利払いに関し政府がそれを保証する安全性の高い商品であることだ(図表1)。安全性の高さは、ペイオフで流動化する資金のニーズと合致している。しかも、一般的に国債は、満期までに資金化しようとするれば、価格変動リスクを覚悟して売却する必要があるが、この個人向け国債は直近2回の利払い分(税引前)を解約手数料として、支払うだけで資金化できる(購入後1年は解約禁止)。直近2回の利息にかかる税金が、直近2回より前に支払われた利息を上回るという極めて限られたケースを除き、投資元本が割れることがない。事実上、価格変動リスクもない金融商品と言える。

それに加えて、個人向け国債は適用金利が0.73%(第10回債)と極めて高い点も特徴だ(図表2)。適用金利は、半年毎にその時期の10年債金利から0.80%を差し引いた金利水準を適用する変動金利であるが、単純に民間銀行の10年物定期預金(預入額300万円未満)と比較すると、その割高感は際立っている。

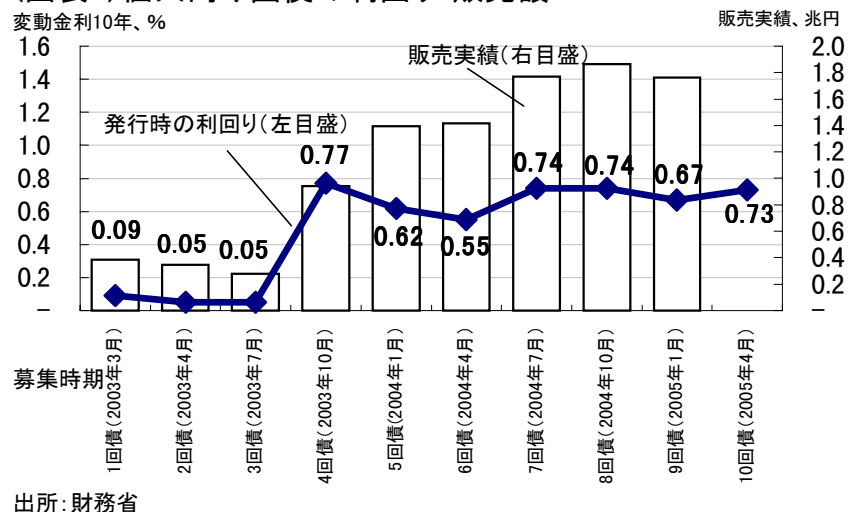
個人向け国債が集める資金量

個人向け国債が吸収する資金規模はどれくらいになりそうだろうか。すでに、個人向け国債は、2004年9月末で17.8兆円の

(図表1)個人向け国債の商品性

- ◎安全性・元利払いは政府が保証
- ◎収益性・変動金利、半年毎に適用金利(長期金利-0.8%)が変動。預貯金よりも有利。
- ×流動性・10年満期、1年間は中途解約禁止。換金は一部または全部について可能。換金額は「額面金額+経過利子相当額-直前2回分の利子(税引前)相当額」で支払われる。
- 購入単位・1万円から購入可能

(図表2)個人向け国債の利回り・販売額



残高に達し、前年比+43% (年間増加額5.4兆円)で増加している。最近は年4回のペースで1回平均で約1.8兆円の販売実績を上げている(前掲図表2)。当面、長期金利が1.5%を大きく下回らない水準で推移すると仮定して、適用金利が0.7%以上を維持するとすれば、少なくとも年間5兆円(単純計算では1.8兆円×4回=7.2兆円ではあるが)は資金を集めることになりそうだ。

当面、流動化する可能性があると考えられる個人マネーの量は、少なく見積もっても55兆円はあると考えられる。預金について言えば、1口座が1,000万円以上の普通預金(国内銀行+信用金庫)は2004年9月末時点で48.6兆円もある。ペイオフで流動化するの、「他の預金と合算して1,000万円超」になる普通預金であるので、48.6兆円の規模を超える可能性は十分にある。さらに、郵便貯金について言えば、2005年前半は過去の定額貯金の満期に伴って預入上限を超えて流出する郵便貯金が6兆円程度はあると考えられるので、この資金も少なからず個人向け国債に流れるであろう(2005年1月発行の拙稿「個人マネーの群像(その4)<FT-18>を参照)。

このペイオフと郵貯満期に対応した資金量55兆円から、少なくとも5兆円(7~10兆円に膨らむ可能性も十分にある)が動きそうだというのが筆者の見方である。

債券需給に与える影響

個人向け国債の資金吸収が活発化すると、その効果は債券需給の改善に寄与するだろう。市中消化する国債発行額は、個人向け国債の販売分が進捗した分、減っていくことになるだろう。2005年度に予定されている新発国債は34.4兆円であるが、この予算ベースの数字のなかには個人向け国債3.6兆円が含まれているので、それを差し引いて30.8兆円となる。

しかし、個人向け国債が、この予算ベースの数字を上回る販売実績を上げれば、その分、市中消化する国債発行額が少なくなる。財務省は個人向け国債については、応募がきただけそれを受けるとしているので、個人向け国債の販売は予算額に拘束されない。仮に、個人向け国債が2005年度内に5兆円販売できたとなると、予算ベースを1.4兆円上回ることになり、その分、長期国債もしくは短期国債の発行額が削減される可能性がある。単純に、差し引かれた新発国債の額を計算すると、個人向け国債が5兆円の販売ならば29.4兆円、10兆円の販売であれば、24.4兆円となる。

実は、それ以外に税収増加という追い風も、市場における国債消化圧力を弱めることが期待される。現在、2004年1月までの税収実績をみると、前年同月の年度内累計で前年比4.9%増である。このペースが維持されれば、2004年度の税収は前年実績比4.9%増の45.4兆円程度になり、予算ベースの税収44.0兆円を+1.4兆円上回る計算になる。この上方修正分は、2005年度の歳入に回され、国債償還費の財源に当てられる可能性がある。この部分は、間接的に借換債発行の圧力を弱め、実質的な市中消化額の軽減につながる。

そうした意味で、ペイオフ解禁などのタイミングと重なった2005年度には、債券市場にとってはプラスの効果波及することになるだろう。

コストの高さ

一方、個人向け国債の商品性には問題を指摘する見方もある。適用金利を、10年物国債金利0.8%というルールで決める方式が実際には高すぎる金利設定になっているのではないかという見方がある。一見すると、個人向け国債が、10年物国債金利0.8%のコストで発行されることは、政府が債券市場で10年債を発行して資金調達するよりも割安のコストになって都合がよいように感じられる。しかし、半年毎に金利改定される変動金利商品であれば、償還期間6か月の債券利回りに対応するはずだと考えられる。

確かに、個人向け国債に1年間の中途換金制限が付いたり、償還10年という流動性制約があるので、短期国債の

利回りには相応の金利上乘せがされた上で比較される必要があるだろう。一方、購入最低金額が1万円という小口商品である点も、コスト増要因として利回りから差し引かねばならない。こうした諸条件を加えると、個人向け国債が割高か、割安かわからなくなる。そこで、もっと直感的にわかりやすい比較として、15年物の変動利付債と比べてみたい。最近では15年物の変動利付債は0.38%の利回りになっている。両者の相对比较では、今の個人向け国債が0.73%というのは有利さが目立っている。個人向け国債の機会費用は割高と言えるかもしれない。

こうした個人向け国債の有利さは、別の論点として、民間金融機関の金融商品との競合という点でも問題になる。個人向け国債の商品性は、債券と言いながらも、定期預金に類似した性格もあるので、利回りが高いと民間金融機関との深刻な競合関係ができてしまう可能性がある。2004年9月末の家計保有の預貯金残高(銀行+郵貯)の伸び率をみると、統計開始以来初めてマイナスに転じた。その背景には、個人金融資産が個人向け国債にシフトしている影響も多分にあるようだ。

結局、個人が金利設定にあまりに高い魅力を感じるということは、裏返せば、民間金融機関が提供できない条件がついている可能性があるということであろう。民間金融機関は、個人向け国債の販売手数料を金額に対して0.5%の割合で得てはいるが、保護預かりの手数料を無料にしたり、小口化が進むなど事務コスト等が高むと、この手数料の旨味は薄らいでいく。民間預金との競合は、民間金融機関が低コストで資金調達することを阻害する可能性がある。

筆者は、国債管理政策が必要であり、その中で個人向け国債は好評を博していることは誠に結構なことだと思うが、民間金融機関との競合といった副作用には極力少ない方がよいと考える。