

税制改革は債券市場に如何なる影響を与えているか

～平成一〇年度以降の債券税制改革について～

中島 将隆

1 平成一一年以降の債券税制改革

この数年の間に、債券税制の重要な改革が進んでいる。そして、この税制改革によって日本の公社債市場は、今日、新たな展開をとげつつある。表1を辿りながら、この間の税制改革の重要点を整理してみよう。そして、税制改革が日本の債券市場に如何なる影響を与えているか、検討してみよう。

まず、有価証券取引税が平成一一年三月末に廃止されたことである。有価証券取引税は公社債市場、特に短期の債券売買市場に決定的な影響を与えていた。有価証券取引税は流通税であるから税の累増を排除しない。従って、有証券取引税の税率が低率であっても、現先売買などの短期取引にとっては高いコストの税率に転化する。このため、金融自由化の進展と共に課税債券の現先市場は消滅してしまった。昭和六〇年以降、現先市場は政府短期証券等の非課税債券の市場にすぎなかった。また、売買形式のレポ市場も創設する事が不可能であった。平成八年四月に創設された日本版レポ市場は現金を担保とする債券の貸借取引である。有価証券取引税が課税されるため、国際標準のレポ市場を創設する事が出来なかったのである。有価証券取引税が廃止された平成一一年三月以降、現先市場は再び復活する。平成一三年四月には、ついに売買形式によるレポ市場が創設された。有価証

表 1 平成11年以降の債券税制改革

実施年月日	改正内容
平成11年 3月31日	<ul style="list-style-type: none"> ・ 有価証券取引税の廃止 ・ 取引所税の廃止
平成11年 4月 1日	<ul style="list-style-type: none"> ・ 短期国債及び政府短期証券（一括登録されたもの）に対する所得税の源泉徴収を免除 ・ 外国法人が支払いを受けた短期国債及び政府短期証券（一括登録されたもの）の償還差益には法人税を課さない
平成11年 9月 1日	<p>非居住者、外国法人の受け取る一括登録国債に利子に対する源泉徴収の免除（所得税を非課税とする）</p>
平成13年 1月 1日	<p>指定金融機関等の源泉徴収免除制度及び公共法人等の利子非課税制度について、対象となる国債利子の範囲から個別登録国債の利子を除外する（一括登録国債のみが源徴免除となる）</p>
平成14年 4月 1日	<p>外国金融機関等による債券現先取引に係る利子非課税（非居住者の受け取るレポ収益は非課税扱いとする。2年間の租税特別措置）</p>
平成14年 4月 1日	<p>外国投資信託の受託者である非居住者が、外国投資信託の信託財産につき支払いを受ける一括登録国債の利子を非課税の対象とする</p>
平成15年 1月 1日	<p>非居住者が保有する振替国債の利子を非課税とする（社債などの振替に関する法律に基づく新たな振替決済制度のもとで取り扱われる振替国債の利子は一括登録国債と同じ扱いとし非課税とする）</p>
平成15年 1月 1日	<p>海外投資家の保有する分離元本振替国債・分離利息振替国債から生じた所得を非課税とする（ストリップ国債の償還差益・売買差益を非課税とする）</p>
平成15年 4月 1日	<ul style="list-style-type: none"> ・ 証券取引清算機関が保有する国債利子の利子に係る源泉徴収の免除 ・ 事業法人が保有する国債の利子に係る源泉徴収の免除

券取引税の廃止は現先市場やレポ市場に決定的な影響を与えているのである。

第二に、平成一一年四月から短期国債や政府短期証券の償還差益に対する所得税の源泉徴収が免除された。短期国債の市中消化を拡大し、市場流動性を高めるために源泉徴収が免除されたのである。また、外国法人が受取る短期国債や政府短期証券の償還差益については法人税を非課税とする事になった。円の国際化を進めるために非課税扱いとなったのである。

第三に、非居住者や外国法人の受け取る登録国債の利子に対する源泉徴収が免除されたことである（所得税の非課税扱い）。平成一二年九月から一括登録国債の利子の源泉徴収が免除され、平成一五年一月からは振替国債の利子が非課税となり、同時にストリップ国債の償還差益や売買差益も非課税となった。国債利子に対する源泉徴収は、長らくの間、非居住者が日本国債市場へ参入する大きな障害となっていた。この障害が取り除かれたことにより、非居住者の国債投資が拡大し、円の国際化が進展すると期待されるのである。

第四に、非居住者の受け取るレポ収益は、平成一四年四月から非課税扱いとなったことである。非課税扱いは二年間の租税特別措置ではあるが、この非課税扱いの意義は大きい。有価証券取引税の廃止後、平成一三年四月に国際標準に基づくレポ市場が日本で創設された（新現先）。しかしながら、非居住者の受け取るレポ収益について税の取扱が不明確であった。新現先が創設されてもレポ収益が源泉徴収されるならば、非居住者は日本のレポ市場へ参入しない。非居住者のレポ収益が非課税とならない限り、国際標準のレポ市場を創設してもクロスボーダーの取引は拡大しない。この難点が平成一四年四月に解決された。旧現先は新現先に強制移行し、国際標準のレポ市場が発足したのである。

第五に、平成一五年度から事業法人が保有する国債利子に係る源泉徴収が免除されたことである。この税制改

革によって「課税玉」と「非課税玉」の問題が解決されたことになる。租税特別措置法第八条に基づく差別的な税制度は、これまで日本の債券流通市場を大きく歪めてきた。課税玉の問題が解決されることにより、事業法人も国債市場に参入することが可能になったのである。

以上にみてきたように、平成一度以降の税制改革によって日本の債券市場は新たな展開をとげつつある。以下では、この問題を二回に分けて、やや詳しく検討していくことにしたい。

2 有価証券取引税の廃止と現先市場の復活

有価証券取引税は平成一年三月三十一日に廃止された。有価証券取引税は短期間の債券売買にとって致命的な障害になっていた。有価証券取引税の税率は極めて低率である。証券会社の場合、公社債の売買に課せられる税は僅か一万分の一にすぎない。ところが、有価証券取引税は流通税であるから税の累増を排除しない。従って、短期の売買を繰り返す取引にとっては、低率の税率も高い税率に転化する。現先やレポなど短期の売買取引に対しては、有価証券取引税は決定的な影響を与える。まず、現先市場に対する影響について検討してみよう。

金融自由化が進展する以前は、現先市場が唯一の自由性短期金融市場であった。しかし、金融自由化の進展と共にCD市場やCP市場などの自由性短期金融市場が登場すると、現先市場は消滅していく。現先取引には有価証券取引税が課税されるため、他の短期金融市場と比較して高コストとなるからである。現先市場は高コストの故に他の短期金融市場と競合する事が出来ない。このため、昭和六〇年以降、現先市場は有価証券取引税が課税されない短期国債と政府短期証券の市場となった。課税債券の現先取引は消滅し、現先取引に占める課税債券の比率は昭和五八年九一・八%、六〇年には四九・七%であったが、平成元年には一二・一%となり、平成六年に

はついに三・二％に激減することになった。課税債券の現先市場は有価証券取引税によって抹殺されてしまったのである。⁽¹⁾

有価証券取引税が廃止されると、現先取引は他の金融取引と競合できるようになる。そして、有価証券取引税の廃止と共に現先市場は復活をとげる。この間の経緯を表2で確認してみよう。まず、現先売買を債券種類別に見ると、何れの時点においても国債が圧倒的比重を占めている。ところが、国債が圧倒的比重を占めているとはいえ、有価証券取引税が撤廃された平成一一年四月（一九九九年）以降、国債の種類に大きな変化が生じている。割引国債と政府短期証券の現先売買が徐々に減少し、代わって一〇年物や中期の利付国債の現先売買が増加していく。平成一五年九月（二〇〇三年）には一〇年物利付国債の現先売買が政府短期証券の現先売買高を上回るに至った。こうした変化は国債に留まらない。公募地方債や政府保証債、金融債の現先売買は平成一一年四月以降、徐々に拡大している。そして、現先売買に占める短期国債と政府短期証券の割合は平成一二年三月（一九九九年）の九八・七％から平成一三年三月（二〇〇一年）には八二・九％、平成一四年三月（二〇〇二年）六三・八％になり、平成一五年二月（二〇〇三年）には三七・三％にまで減少した。有価証券取引税の撤廃によって、課税債券の現先売買が激増し、現先市場は復活したのである。

3 有価証券取引税の廃止と国際標準のレポ市場

現先市場は、平成一三年四月、新現先として再編成された。そして、一年間の経過措置の後、平成一四年四月、旧現先は新現先に強制移行し、現先取引はすべて新制度による約定となった。新現先は国際標準のレポ市場である。そして、国際標準のレポ市場の創設は有価証券取引税の撤廃によって可能になったのである。この間の経緯

表2 公社債種類別現先売買高の推移（月間）

（単位：億円）

年・月	国債				公募政府			合計D	金融債	A+B+C	C/D
	利付長期	利付中期	割引短期A	政府短期証券B	地方債	保証債	府				
1998.12	844,329	25,168	814,432	2,549	82	39	156	844,786	816,981	96.7%	
1999.01	736,920	50,381	684,199	0	106	441	73	737,830	684,199	92.7%	
1999.02	1,046,994	54,830	935,995	53,357	66	173	306	1,047,982	989,352	94.4%	
1999.03	1,748,255	21,026	1,479,971	246,026	118	162	517	1,749,393	1,725,997	98.7%	
1999.04	1,789,803	53,578	1,347,020	379,812	266	710	685	1,795,021	1,726,832	96.2%	
1999.05	2,015,256	50,962	1,080,337	874,995	981	455	1,432	2,024,234	1,955,332	96.6%	
1999.06	2,516,092	108,517	1,161,756	1,239,997	234	232	1,003	2,521,417	2,401,753	95.3%	
1999.09	2,109,701	76,445	926,968	1,099,943	689	1,311	3,110	2,119,754	2,026,911	95.6%	
1999.12	1,443,657	70,946	660,838	709,699	1,247	1,750	1,999	1,455,230	1,370,538	94.2%	
2000.03	2,012,303	71,823	869,277	1,066,916	1,357	10,276	8,073	2,061,735	1,936,194	93.9%	
2000.06	2,005,893	59,185	1,001	1,084,232	2,923	7,964	18,855	2,094,195	1,941,488	92.7%	
2000.09	1,571,893	46,351	616,659	892,461	2,280	27,938	19,080	1,631,279	1,509,120	92.5%	
2000.12	1,466,939	91,022	444,323	907,032	6,613	11,404	11,340	1,544,798	1,351,355	87.5%	
2001.03	1,715,680	160,778	729,614	768,152	7,047	8,293	30,526	1,807,206	1,497,766	82.9%	
2001.06	1,588,628	157,150	41,122	708,895	2,915	7,296	18,989	1,667,267	1,380,546	82.8%	
2001.09	1,293,518	98,018	396,384	765,457	4,685	17,103	15,804	1,379,647	1,161,841	84.2%	
2001.12	1,055,404	63,339	533,189	428,837	6,723	11,411	25,120	1,159,691	962,026	83.0%	
2002.03	793,597	111,846	149,676	479,860	5,947	16,510	25,964	905,655	629,536	69.5%	
2002.06	968,326	190,633	298,572	397,523	7,106	17,415	28,391	1,090,607	696,095	63.8%	
2002.09	766,683	201,605	165,943	298,085	14,162	25,820	13,681	880,365	464,028	52.7%	
2002.12	1,004,844	278,357	316,524	272,935	23,057	28,445	24,299	1,140,829	589,459	51.7%	
2003.03	1,849,971	505,695	410,366	614,868	25,238	47,361	20,203	2,007,336	1,025,234	51.1%	
2003.06	2,080,149	656,151	383,055	663,134	22,405	21,209	21,376	2,236,339	1,046,189	46.8%	
2003.09	2,587,958	910,272	326,737	811,634	26,128	28,983	19,679	2,742,025	1,138,371	41.5%	
2003.12	2,053,535	814,088	250,162	571,733	33,543	26,454	20,906	2,204,247	821,895	37.3%	

（注）日本証券業協会調べ

を見ていくことにしよう。

レポとは買戻し条件付契約であり、一定期間後に買戻す事を条件に債券を売却し資金を調達する取引である。レポ取引では債券が売買され、売買される債券はレポ取引の担保と言われる。そして、国際標準のレポは売買形式である。

平成八年四月（一九九六年）、日本版レポ市場が創設された。国債のローリング決済方式を導入するためレポ市場が必要となったからである。日本版レポ市場の最大の特徴は、売買形式ではなく貸借形式となっている点である。そして、担保は債券ではなく現金となっている点である。日本版レポは現金を担保とする債券の貸借取引であつて売買形式ではない。日本版レポは担保が逆転しているため、取引の仕組みが極めて複雑である。日本版レポ取引のレポとは債券の調達を意味するが、国際標準のレポ取引におけるレポとは資金調達である。また、日本版レポのレポレートは付利金利と貸借料の二本立てであり、この差がレポレートとなる。従つて、貸借料が付利金利を上回ればレポレートはマイナスになる。レポレートが日常的にマイナスとなる取引の仕組みは、市場関係者を除けば、一般には非常に解かり難い。

日本版レポが売買形式ではなく貸借取引となつた理由は、ただ一つ、有価証券取引税を回避するためであつた。売買形式のレポ市場を創設すれば、レポ取引には有価証券取引税が課税される。その結果、レポ市場は高コストの市場となる。貸借取引であれば有価証券取引税を回避することができる。有価証券取引税を回避するため売買ではなく貸借取引にしたのであつた。現金担保付債券貸借取引が「日本版レポ」或いは「いわゆるレポ」と括弧書きで呼ばれるのはこのためである。有価証券取引税が日本のレポ市場を国際的に通用しない市場に作り変えてしまつたのである。⁽²⁾

有価証券取引税が撤廃されれば売買形式のレポ市場を創設する事が可能となる。平成一三年四月、国際標準のレポ市場が創設された。新現先とは国際標準のレポ市場である。新現先は旧現先を再編成した取引であって、旧現先にはないリスクコントロール条項や一括清算条項などが新設されている。国際標準のレポ市場が創設されたが、この市場が現実にスタートするのは平成一四年四月まで待たねばならなかった。最大の理由は、次に見ていくように、非居住者の受け取るレポ収益の課税問題が解決しなかったからである。非居住者のレポ収益が源泉徴収される限り非居住者は日本のレポ市場に参入することは無い。

4 非課税となつた非居住者が受け取るレポ収益

(1) レポ収益の課税問題

現先取引は税の上では債券売買として扱われてきた。現先は売買であるから有価証券取引税が課税された。また、現先は売買であるから現先取引によって得られる収益は利子課税されることが無かった。旧現先は債券売買であつたが、新現先は金融取引である。新現先は業法上は売買だが、法律上の扱いや会計上の処理は金融取引である。新現先には旧現先には無いリスクコントロール条項や一括清算条項が新設され、会計処理も金融取引であり、旧現先のように簿価の変動はない。アメリカのレポは金融取引として扱われているが、新現先はアメリカのレポと同じ扱いになつたのである。新現先が金融取引であれば新現先の収益、すなわち、レポ収益は利子所得として扱われる事になる。

ここで大きな問題が生じてきた。レポ収益に対する課税問題である。まず、レポ収益の扱いは居住者と非居住者の扱いが異なる。居住者の場合、レポ収益は源泉徴収の対象外であり、年度末に他の所得と合算して課税され

る。源泉徴収の対象となる利子所得は所得税法第二三条で具体的に列挙されているが、レポ収益はこの対象になっていない。ところが、非居住者の場合、レポ収益は源泉徴収の対象となる。所得税法は次のように定めている。

「(非居住者の国内源泉所得) 所得税法第一六一条 この編において、「国内源泉所得」とは、次に掲げるものをいう。……

六 国内において業務を行う者に対する貸付金(これに準ずるものを含む)で当該業務に係るものの利子(政令で定める利子を除く)。」

非居住者のレポは国内において業務を行う者にたいする貸付金とされ、所得税法第一六一条に基づいて非居住者の受け取るレポ収益は源泉徴収の対象となる。

新現先の発足に先立ち、財務省主税局は平成一三年一月、「非居住者とのレポ取引で発生した利子は源泉徴収の対象とする」とレポ収益に対する課税方針を打ち出した。金融所得に対する源泉徴収制度は日本税制の根幹だから、レポ収益も例外扱いにはできない、というのが主税局の基本的立場である。

レポ収益を巡る第二の問題は、諸外国では非居住者の受け取るレポ収益は非課税となっている点である。日本では諸外国とは逆に、居住者のレポ収益は源泉徴収されないが非居住者は源泉徴収の対象となる。レポ収益が源泉徴収の対象となれば、非居住者は日本のレポ市場に参入しない。諸外国では非居住者のレポ収益は非課税の扱いとなっているからである。国際標準のレポ市場を創設しても、非居住者が参加しなければ市場創設の意味が無

い。

日本の銀行はジャパンプレミアムが発生した時点から、調達困難な外貨を現先市場から調達してきた。日本の銀行は保有している外貨債を外国金融機関に買戻し条件付で売却し、ドル等の外貨を調達してきたのである。旧現先は債券売買であるから、外国金融機関が受け取る現先収益（レポ収益）は源泉徴収の対象とはならなかった。旧現先が新現先に移行して金融取引として扱われると、今までの現先収益（レポ収益）が源泉徴収の対象になる。日本の銀行がレポ市場を通じて外貨を調達するルートを確認するためには、新現先（レポ）の収益を非課税扱いにする必要がある。財務省主税局がレポ収益に対して課税方針を明らかにした時点で、金融庁はレポ収益を非課税とする税制改革を要望した。⁴ 財務省と金融庁はレポ収益の課税を巡って対立することになったのである。

(2) 時限立法によって非課税となったレポ収益

平成一四年度の税制改革によって非居住者の受け取るレポ収益は源泉徴収されないこととなった。すなわち「外国の金融機関が国内の金融機関との間で行うレポ取引（債券の買戻し又は売戻し条件付売買取引）につき、一定の要件の下で、取引から生ずる利子を非課税とすること、二年間の租税特別措置で平成一四四年四月一日から適用することとされた。

非居住者の受け取るレポ収益が非課税になったのは、まず、日米金融摩擦を回避するためであった。財務省が非居住者の受け取るレポ収益に対して課税方針を打ち出すや、平成一三年一月三〇日、アメリカ債券市場協会は直ちに反対する異例の声明を発表した。一月一日の日経新聞の夕刊はニューヨーク特派員からの報告を次のように報じている。

「米金融界が日本の財務省が打ち出した非居住者との債券のレポ取引への課税方針に猛反発している。米債券市場協会は三〇日、異例の反対声明を発表した。日本の金融機関がドル資金の調達に活用しているレポ取引に海外勢が応じなくなり、邦銀などが米国債を大量に売却しかねないと懸念しているためだ。米財務省も関心を強めており、日米金融摩擦の火ダネになる可能性も出てきた。レポ取引は保有する債券を担保にして短期の資金を調達する取引。信用力の低下した邦銀にとって貴重なドル資金の調達手段となっている。財務省は国境を越えたレポ取引で発生した利子を源泉課税の対象にする考えを示し、海外勢が日本勢とのレポ取引で得た利子に一〇%課税する方針を打ち出していた。米債券市場協会の声明は「邦銀の信用力が一段と低下し、日本経済の悪化に拍車がかかる」と指摘している。協会幹部は日本経済新聞社に対して「先進国の中で非居住者とのレポ取引に課税している国はない」と強調、「邦銀のジャパンプレミアムが再燃して日本国債の格付けが低下するだけでなく、米国債の流動性が低下して世界経済にも悪影響がでる」と述べ、米政府と一体になって財務省に再考を促す考えを示した」⁽⁵⁾。

更に、米債券市場協会は一二月五日、ニール財務長官に書簡を送り、アメリカ政府がレポ収益に対する課税方針を決めた日本政府に抗議するように求めている。⁽⁶⁾ また、翌日の一二月六日にはプレスリリースで日本の課税方針に抗議のキャンペーンを行っている。非居住者のレポ収益が非課税となったのは、こうしたアメリカの要求に応えるものであり、日米金融摩擦を回避するためであった。

第二の、そして最大の理由は、邦銀の外貨調達ルートを守るためである。金融システムの不安によって邦銀は外貨を調達することが困難になっている。そこで邦銀は、保有する外貨建ての債券を海外金融機関に買戻し条件付で売却しドルなど外貨を調達してきたのである。邦銀と海外金融機関との現先取引について、新聞は次のよう

に報じている。「海外投資家との取引では主に邦銀が保有債券でドル資金を調達、比較的利回りの高い外国債券に投資して利ザヤを稼いでいる。貴重な収益源になっているほか、レポ取引で外貨調達していることがジャパンプレミアムの発生を抑えているとの見方もある」⁽⁷⁾。旧現先ではこの収益は非課税であった。新現先に移行してこの収益に課税されると、邦銀の外貨調達が困難になる。一月二七日の日経金融新聞はこの点について次のように報じている。「税という予想外のコストは外国人投資家の取引参加を手控えさせ、結果として銀行のザヤを縮小、投資意欲を減退させる可能性がある」⁽⁸⁾。

非居住者のレポ収益が非課税となったのは、日米金融摩擦の回避と邦銀の外貨調達ルートを守るためであった。しかし、他方で源泉徴収制度は守っていかねばならない。レポ収益の非課税措置が時限立法となったのは、二つの異なる要求を如何にして解決するか、その苦肉の策であったのだろう。

(3) 新現先の推移

非居住者の受け取るレポ収益は平成一四年四月から非課税となった。そして、この税制改革と同時に旧現先は新現先に強制移行した。国際標準のレポ市場、すなわち、新現先はどのような推移を辿っているのだろうか。

表3によって推移をみていこう。残高をみると、平成一三年三月をピークに一四年の中頃まで減少を続けていた。ところが、一四年の中頃をボトムにその後は次第に残高は増加し、一五年九月には一三年三月とほぼ同一の水準にまで回復した。こうした現先市場残高の推移は極めて注目値する。平成一三年三月はゼロ金利政策の解除後、再び量的緩和政策が採用され無担保コールをゼロに誘導する政策が復活された時点である。各種の短期金融市場残高は激減する中で、現先市場の推移は対照的である。投資家別の動向を見ると、都市銀行など金融機関

表 3 公社債投資家別現先売買月末残高

(単位：億円)

年月末	都市銀行 (長信銀を含む)		投資信託		事業法人		その他法人		外国人		その他		債券ディラー		残高合計	
	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残
2001.3	450	0	0	14,279	182	8,264	0	282	12,634	10,560	55,876	150,331	192,986	66,038	268,641	268,641
6	600	0	0	23,055	75	3,875	0	29	9,152	6,880	34,445	46,648	79,236	38,846	127,896	127,896
9	0	0	0	9,586	71	3,819	98	140	9,757	11,811	20,752	23,380	55,953	29,347	88,171	88,171
12	0	0	0	7,832	65	2,322	200	426	8,019	10,098	11,743	11,242	39,852	17,036	60,531	60,531
2002.3	0	0	0	9,920	59	4,237	150	305	10,617	21,607	14,350	13,137	60,472	28,458	90,765	90,765
6	350	50	0	9,163	56	3,814	210	225	13,269	28,153	4,431	11,667	58,406	15,450	76,922	76,922
9	0	0	0	8,107	56	3,090	210	584	15,237	24,866	8,565	5,880	51,545	21,682	75,813	75,813
12	50	710	0	8,728	55	3,357	196	685	28,200	24,999	3,436	24,627	68,545	31,913	102,494	102,494
2003.3	50	987	0	11,531	55	3,551	196	2,100	24,019	35,024	4,942	46,386	104,824	25,940	134,509	134,509
6	100	3,000	0	10,169	54	3,310	190	1,423	28,572	49,983	5,192	30,793	109,814	33,488	144,022	144,022
9	0	0	0	10,324	52	2,475	189	833	21,141	91,834	8,170	51,356	172,110	34,165	210,104	210,104
12	0	477	0	10,965	102	2,659	175	1,413	23,646	77,210	4,073	33,465	137,016	32,758	170,130	170,130

(注) 日本証券業協会調べ

は現先市場に参入していない。表にはあげていないが、他の金融機関もほぼ同じである。また、事業法人等についても同じである。市場参加者は外国人と債券ディーラーである。外国人の現先残高の推移は、他の市場参加者と著しく異なっている。平成一三年三月から一四年の初めまで残高は減少することなくほぼ一定であった。平成一四年中頃以降、現先残高は激増していく。平成一四年三月の売残は一兆六七一七億円、買残は二兆一、六〇七億円であったが、平成一五年一二月にはそれぞれ二兆三、六四六億円、七兆七、二一〇億円にまで増加した。非居住者のレポ収益が非課税となったことにより、外国人の現先市場参入が増加したものと思われる。

外貨債の現先残高については、現先の統計では別の扱いで前述の統計には含まれていない。そこで、表4で外貨債の現先残高を推計してみよう。日本証券業協会の公表資料では、平成一四年一月以降については各月毎に残高が公表されている。しかし、それ以前の残高については、慣例上、各月の残高合計を各年度の残高として処理されている。そこで、各月合計の残高を一ヶ月で割り、年間の残高を推定することにした（外貨債の現先残高については、平成一六年二月からネットで公開されることになっている）。なお、表4の

表4 外貨債券現先売買残高の推移（推定）

（単位：百万ドル）

年	買現先残高	売り現先残高
平成8 (1996)	3.7	41.0
9 (1997)	13.0	401.3
10 (1998)	5.8	2,826.1
11 (1999)	77.0	8,213.0
12 (2000)	151.8	13,590.0
13 (2001)	122.3	28,780.9
14 (2002)	1,464.2	34,848.0
15 (2003)	1,520.6	46,525.8

（注）日本証券業界調べ。協会調べの年間残高はこれまでの慣例上各月残高を合計したものであり、年間の残高ではない。年間の平残をみるため、協会調べの年間残高を12で割って残高の推定を行った。

取引相手は非居住者である。外貨債の現先残高は売現、買現共に一貫して増加しているが、売り現先が買現先を圧倒している。すなわち、外貨債の現先は外貨調達のために利用されている事がわかる。売り現先残高が著増するのはジャパンプレミアムが問題となり、邦銀の外貨調達が困難になった平成一一年以降である。平成一四年四月には非居住者の受け取るレポ収益が非課税となった。売現残高は一四年、一五年と増加記録を更新している。こうした変化の中に税制改革の大きな影響を見て取る事が出来るだろう。

以上にみてきたように、平成一一度以降の税制改革によって公社債市場は新たな展開を辿っている。非居住者の受け取る国債利子の非課税問題と課税玉の問題は次号で検討する。

注

- (1) 拙稿「債券税制は現先市場にいかなる影響を与えているか」『証券経済研究』第二七号参照
- (2) 拙稿「日本における債券貸借市場の再編成」『証券経済研究』第四号参照
- (3) 『日経金融新聞』二〇〇一年一月二七日
- (4) 『日経新聞』二〇〇一年二月二日、二〇〇一年二月五日
- (5) 『日経新聞』二〇〇一年二月二日
- (6) <http://www.bondmarket.com/pr/2001/japanwithholdingtax.shtml>
- (7) 『日経新聞』二〇〇一年二月二日
- (8) 『日経金融新聞』二〇〇一年一月二七日

(なかじま まさたか・客員研究員)