

# 証 研

# レポート

No.1679

---

2013年 8 月

長期金利の変動はなぜ生じたか

中島 将隆（1）

ソーシャルインパクト債と社会貢献型投資

松尾 順介（20）

アメリカのティックサイズ拡大議論

清水 葉子（38）

アベノミクスと機関投資家行動

志馬 祥紀（48）

投資家保有構造から考える日本国債の安定性

西尾圭一郎（70）

イギリスの個人貯蓄口座（ISA）の現状と展開

築田 優（83）

公益財団法人 日本証券経済研究所  
大 阪 研 究 所

# 長期金利の変動はなぜ生じたか

中島 将隆

## 1 金融緩和と政策によって長期金利が上昇

長期金利を決定する一つの要因は金融政策である。金融引締政策の下では長期金利は上昇し、緩和政策の下では低下するはずである。

ところが、現実には逆の展開になっている。四月四日、黒田新日銀体制による第一回の金融政策決定会合で、従来の次元と異にする大胆な金融緩和政策が決定された。決定会合の直後に長期金利は低下したが、直ぐに反転し、長期金利はその後、金融緩和以前の水準にとどまっている。金融緩和政策下で、長期金利は上昇しているのである。

事実を確認してみよう。図表1は、過去一年間の長期金利の推移をみたものである。大胆な金融緩和を主張する安倍政権が成立すると、長期金利はアベノミクスに対する市場の期待を反映して低下し、更に三月二日の黒田日銀総裁就任と共に一段と低下している。四月四日午後一時四〇分、新たな金融緩和政策が発表されると瞬時に長期金利は低下し、〇・四二五%と過去最低の低金利となった。翌五日の午前中には〇・三二五%となり、長期金利の過去最低水準を更新した。

ところが、五日の午後になると一転し、債券先物相場は急落してサーキットブレーカが二回発動され、現物の一〇年債国債利回りは、一時、〇・六二%まで急上昇した。長期金利の変動はこれまで、ロクイチ国債暴落（一

九八〇年四月）・タテホシヨック  
 (一九八七年六月)・運用部シヨック  
 ク(一九九八年一〇月)・VaR  
 シヨック(二〇〇三年六月)と何  
 度も経験してきたが、一日でこれ  
 ほどの変化が生じたことは無い。

長期金利は四月から五月九日ま  
 では〇・六%の近辺で推移してい  
 たが、五月一五日には〇・八五%  
 と一年一か月ぶりの高水準とな  
 り、五月二三日には、一時、一%  
 ちょうどまで急上昇した。五月中  
 頃以降の長期金利は、安倍政権成  
 立以前の水準となつて<sup>(1)</sup>いる。

金融緩和は、アベノミクスの最  
 大の課題である。アベノミクスを  
 実行するため新日銀総裁が登場  
 し、従来とは次元の異なる金融緩

図表1 長期金利の推移(2012年7月～2013年7月)



(注) 新発10年国債終値

(出所) 日本相互証券 マーケットデータ

<http://www.bb.jbts.co.jp/marketdata/marketdata01.html>

和政策が策定された。にもかかわらず、長期金利は低下することなく、逆に金融緩和以前の水準で推移している。これは何故であろうか。

この疑問を解くには、改めて今回の金融政策の特徴、金融緩和政策が国債相場に与えた影響、国債相場安定の条件を再検討する必要がある。

## 2 次元の異なる金融政策の特徴

### (1) 国債大量購入による金融緩和とデフレ脱却

新日銀体制による四月四日の金融緩和政策は、従来の金融緩和政策と比較して量的規模が格段に大きいこと、金融緩和のためあらゆる手段を総動員したこと、金融政策の操作目標を金利からマネタリーベースに変更したこと、物価目標を二%と国際水準なみにしたこと、物価目標の達成時期を二年程度と明記したこと等、こうした特徴をもっているので、「異次元の緩和政策」、「量的・質的緩和政策」とも言われている。図表2は、こうした金融緩和政策の新機軸の要点を整理したものである。

異次元緩和政策の最大の目標はデフレ脱却である。日本はこれまで、過去、一五年間に亘ってデフレから脱却することができなかった。アベノミクスはデフレ脱却こそが日本経済再生の最大の課題だとしている。デフレ脱却のため物価目標を二%とし、目標達成時期を二年程度と明記した。これまで、白川日銀体制の下では、物価目標は「一%を用途とする」、時期についても「できるだけ早期」と単なる努力目標に過ぎなかった。安倍政権成立後の一月二一日、日銀と政府の間でアコードが成立し、日銀は物価目標を二%にすると妥協したが、達成時期は明記されなかった。黒田新日銀体制の下で、物価目標は国際水準の二%に設定された上で、はじめて達成時期

が明記にされた。

デフレと並んで日本を苦しめてきた円高是正については言及していない。しかし、言及しなくとも変動相場制下の円高是正は金融緩和政策によって実現できるから、国際摩擦を回避するため、改めて円高是正と明記されなかったと思われる。従って、異次元緩和政策の目標はデフレ脱却と円高是正といえるだろう。

この目標を達成するため、まず第一に、金融市場調節の誘導目標を金利（無担保コール翌日物）から資金量（マネタリーベース）に変更した。マネタリーベース（日銀が金融機関に供給する通貨・日銀券発行高と日銀当座預金）を年六〇兆円から七〇兆円増加させる、というものである。二〇一二年末のマネタリーベースは一三八兆円だから、これを二〇一三年末には二〇〇兆円、二〇一四年末には二六〇兆円にする、つまり、マネタリーベースを二年で二倍にするというものである。

第二に、マネタリーベースを二倍にするため、国債を大量に購入することにした。具体的には、まず、日銀の国債

図表 2 新たな量的金融緩和政策

〈決定会合のポイント〉

【量的・質的緩和導入】

○物価2%上昇を「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現」

○マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に

○「量・質共に次元の違う金融緩和」を実施

【マネタリーベースを調節】

○金融市場調節の操作目標をマネタリーベースに変更。年60兆～70兆円で増えるよう市場調節

【資産の買い入れ拡大】

○長期国債の保有残高を年間50兆円のペースで増加させる

○長期国債の買い入れ対象を40年債を含む全ゾーン。買い入れの平均残存期間を3年弱から7年程度に

○不動産投資信託（REIT）、上場投資信託（ETF）などリスク資産を買い増し

【基金の統合】

○「資産買い入れ基金」を廃止

【銀行券ルール一時停止】

○長期国債買い入れは「財政ファイナンスではない」

○政府の財政規律の確保を踏まえ銀行券ルールを一時停止

【市場と対話】

○市場参加者との間で金融市場調節や取引全般に関し、密接に意見交換

買入れ残高を年間五〇兆円ベースで増加するように買入れを行う。五〇兆円ベースで増額するには、毎月の長期国債の買入れ額は、償還分を差し引かないグロスベースで七兆円となる。財務省が毎月発行する長期国債は約一〇兆円だから、日銀は発行額の七割を買入れることになる。

次に、買入れ対象となる国債銘柄の拡大である。従来では、「資産買入基金」による日銀の国債買入れ銘柄は三年以内、という制限があった。また、「輪番オペ」といわれる成長通貨供給のための国債買入れについては、直近発行の二銘柄を除く、という制約があった。こうした制約を全て排除して新発債も含めて全てのゾーンの国債を買入れることにした。

更に、買入れ国債の平均残存期間も延長することにした。従来の残存期間は三年弱であったが、買入れの平均残存期間を七年程度延長した。七年程度というのは、国債発行残高の平均残存期間である。平均残存期間を延長したのは、銀行や生命保険会社など国債を大量に保有している金融機関のポートフォリオ・リバランスを促すためである。銀行や生命保険会社など大口投資家から買うべき国債を奪ってしまえば、貸し出しや株式、外貨資産などへ投資を増やさざるを得ない。<sup>(2)</sup>

加えて、政府が財政規律を維持するものと前提して、銀行券ルールを一時停止することにした。銀行券ルールとは通常の国債買いオペに適用されるルールで、国債買いオペは「財政ファイナンスではない」ことを明示するため、国債買いオペ額は日銀券発行額の範囲内に留める、というルールである。銀行券ルールに理論的根拠はないが、現実的根拠はある。国債買入額は、せめて、これくらいにしておきましょう、というルールである。しかし、このルールも現実には「資産買入基金」による国債を含めると、有名無実になっていた。重要なことは、政府が財政規律を守る、ということである。日銀は政府を信頼して、銀行券ルールを一時停止とすることにした。

異次元緩和政策は、政府が財政規律を維持することを前提にしている、と言える。

もう一つ、日銀の国債買入れ窓口が一本化された。従来、日銀の国債買入れは「資産買入基金」と「輪番オペ」の二本立てであった。しかも、それぞれ、異なるルールで国債を買入れていた。「資産買入基金」を廃止することによって窓口が一本化され、国債買入れの仕組みが理解しやすくなった。

第三に、質的・量的緩和を浸透させるため、国債だけでなく、不動産投資信託（REIT）、上場投資信託（ETF）も買い増しすることになった。しかし、その額は国債の比ではない。金融緩和は国債の大量購入に依存している。

## （2）高橋財政と共通する異次元緩和政策

異次元の金融緩和政策は、満州事変期の高橋財政と多くの点で共通している。まず、デフレ脱却のため日銀信用の膨張によって金融を緩和させる点である。高橋蔵相は金解禁後のデフレ脱却のため、国債の日銀引受発行を創意工夫した。金解禁後、当時の金融市場は金融が逼迫し、高金利であった。国債を公募で発行しようとしても、金融機関には国債を引き受ける資金がない。そこで、日銀引受で低利国債を発行し、財政資金が市中に散布された時点を見定めて資金を回収すれば、日銀引受でも公募発行と同じである。低利国債の日銀引受発行は金融市場に資金を供給し、金利低下を誘導する窮余の一策、一時の便法であった。

異次元の金融緩和政策は、高橋蔵相の目的と同じく、金融緩和によるデフレ脱却を目標にしている。金融緩和の手段は、日銀信用の膨張である。高橋蔵相の時代は金融機関に国債を引き受ける資金が無かったが、現在は金融機関が大量の国債を保有している。日銀が金融機関の保有している国債を大量に買い取ることによって市場に

資金を供給することができる。デフレ脱却のため日銀信用に依存する点で共通している。

次に、異次元の金融緩和政策も、高橋蔵相の国債日銀引受も、一時の臨時的措置としている点である。高橋蔵相は国債の日銀引受は窮余の一策だとし、国債売りオペが成功するまでの一時の便法だとしていた。そして、国債売りオペの推移を注意深く観察し、売りオペが困難になった時点で国債発行を減額した。高橋財政によってデフレから脱出できた。

異次元の金融政策は物価目標が二％に達するまでの期間、すなわち、二年程度と期間を限定した臨時措置である。目標が到達した時点で、異次元緩和政策は終了することになっている。いずれも、臨時の措置、デフレ脱却までの一時の便法にすぎない。

高橋蔵相のデフレ対策は成功した。しかし、一時の便法とされた日銀引受は、その後の戦時拡大によって戦費調達的手段に変質した。異次元の金融緩和政策の成否は、共通する高橋財政から学ぶことが多い。

### (3) 金融政策の新機軸

「市場の期待に働きかける」、この点が異次元金融緩和政策の新機軸である。「期待の効果」とは、クルーグマンが一九九八年の論文で明らかにしたもので「デフレ脱却のため中央銀行がインフレ目標を設定すれば、インフレ期待が生まれ、デフレ脱却の道筋が開ける」というものである。

この理論に基づいて、異次元の金融緩和政策は組み立てられている。二％という物価目標を設定し、目標実現のため規模の異なる量的金融緩和政策を行えば、市場ではデフレ脱却の期待が生まれる、というものである。デフレ脱却の期待が生まれると、インフレ期待率は高まり、実質金利は低下する。実質金利が低下すると新たな資



金需要が発生する。安倍政権成立後、デフレ脱出の期待が確実に高まった。期待先行の感はあるが、市場では今回は異なる、という明るい話題がでてきた。

期待インフレ率の算出には様々の見方があるが、一〇年物国債と物価連動国債の差をみると、後掲図表5でみるように、安倍政権以降、特に黒田日銀新総裁就任後、確実に高まっているように思われる。

しかし、「期待の効果」については、賛否両論がある。これまで、日本の金融政策では、期待に働きかける政策は無かった。むしろ、期待に働きかける政策は拒否されていた。白川総裁は辞任の記者会見で「期待への働き掛けが、中銀が言葉によって市場を思い通りに動かすという意味であるとすれば、そうした市場観、政策観は私には危うさを感じる」と述べている。<sup>(3)</sup> また、反リフレ派からは「イルージョン」との批判もある。期待の効果は、今後の現実の展開によって検証されていくだろう。

### 3 金融緩和政策は国債相場に如何なる影響を与えたか

#### (1) 史上空前の長期金利低下

四月四日午後一時四〇分、日銀は金融緩和政策の概要を発表した。発表と同時に長期金利は急低下し、一時、一〇年物国債の利回りは史上最低の〇・四二五%となった。翌日の午前中には、長期金利は更に低下し、一時、〇・三二五%と史上最低水準を更新した。<sup>(4)</sup>

日銀が金融緩和政策を発表する以前、緩和政策を先取りして、長期金利は三月以降、低下を続けていた（前掲図表1）。にもかかわらず、金融緩和政策の発表と同時に長期金利が急落し、史上最低水準を更新したのは、市場が予想した以上の内容であったからだ。日銀の国債買入れは毎年、五〇兆円の純増となれば、毎月の購入額は

七兆円となり、財務省が発行する国債の七割を日銀が購入することになる。こうなれば、市場では国債の品不足となつて国債相場は急上昇するだろう、と市場は反応したのである。黒田日銀総裁は四日午後三時半から始まつた記者会見で「イールドカーブ全体の金利低下を促すため」大規模な国債購入を行う、と述べたから、市場は一段の金利低下を予想したのであつた。

## (2) 日銀の国債大量買入れが招いた長期金利上昇

ところが、五日午後、事態は一変する。過去最高値圏にあつた債券の先物市場価格が制限値幅一杯に急落し、取引所が一時的に売買を停止するサーキッドブレーカーが発動された。この日、サーキッドブレーカーは二度発動された。現物市場でも長期金利は、一時、〇・六二%まで急騰した。<sup>(5)</sup>

長期金利の反転急騰は、その後、継続する。前掲図表1でみたように、四月から五月九日までは〇・六%前後で長期金利は推移していたが、五月一〇日〇・六九%、一三日〇・七九%となり、五月二三日は一時、一%にまで上昇した。その後、〇・八%前後の水準で推移している。〇・八%といえ、安倍政権が成立する以前の水準である。

なぜ、大規模な金融緩和政策にもかかわらず、長期金利は上昇を続けたのだろうか。市場関係者の証言を聞きながら、原因を考えてみたい。

まず、日銀が巨額の国債を購入することによって国債の流動性が低下したとの指摘である。

「国債はこれまで流動性が極めて高く、売買を最もしやすい市場だったのに、池の中に巨鯨が入ってきたこと<sup>(6)</sup>で、流動性枯渇への恐怖心が広がってきた」。

「流動性が薄いといざというときに売買できなくなる。これまでは一〇〇億円の売買も可能だったが、いまはその金額だと値がつかない。売買は一〇〇億円単位でとなっている。国債の売買は株のように市場で取引されているのではなく買い手と売り手との相対取引。証券会社がブローカーとして取引の間に入るが、国債価格の変動が大きいと、売り手から引き受けた価格と買い手に渡す価格で大きな差が出る。証券会社は国債の売買単位を下げることで、リスクを減らそうとしているわけだ」<sup>(7)</sup>。

次に、長期金利の変動幅が大きいことにも起因するとの指摘である。

「金利が高止まりする最大の理由は、変動率（ボラティリティー）の上昇にある。長期金利が過去最低の〇・三一五％から一％に上昇するなど急変動したことで、本来なら安全資産の代表である国債が高リスク資産とみなされるようになった。∴ボラティリティーが拡大すると、証券会社は値下がり警戒して投資家から大口の売り注文を受けなくなる」<sup>(8)</sup>。

更に、長期金利の変動率が高いのは金利方向感が不透明だからとの指摘である。

「長期金利が今後上がるのか下がるのか、国債市場の関係者は確信がもてていない。∴日銀が大量国債買入れを継続するなら低金利のままだし、二年間で物価上昇率二％を達成すると信じるなら金利上昇するのが自然なためだ」<sup>(9)</sup>。

「日銀の金融政策が本当に景気を押し上げ、物価を上昇させるのか、市場関係者の間で見方がわかれている。∴この迷いで市場参加者が持つ金利の相場観が揺らいでいる」<sup>(10)</sup>。

「株高と円安が急ピッチで進んだ昨年十一月以降の「アベノミクス」相場で、三メガ銀の運用戦略は真二つに割れた。残存期間が五年以上の長めの国債を三菱UFJ、みずほの両フィナンシャルグループは買い増した。一

方、三井住友フィナンシャルグループは国債保有を圧縮し、代わりに株式投資信託を買い増した<sup>(11)</sup>。

市場関係者が指摘する要点を整理すると、日銀の大量買入で金利方向感が不透明となり、不透明感が長期金利の上昇や変動率を拡大させ、その結果、国債の流動性が低下し、国債はリスク資産とみなされるようになった、このように図式化できるだろう。

### (3) 市場との情報伝達不足

国債の需給が逼迫しているにもかかわらず長期金利が上昇した理由は、国債の市場関係者が金利方向感を共有できなかった点を強調せねばならない。このような事態を招いたのは、日銀と市場関係者との間に対話が不足していたからである。

異次元金融政策は、市場の期待がキーポイントとなっている。市場の期待は、日銀の方針を具体的に市場関係者に伝える対話によって深まる。

IMF経済顧問兼調査局長は異次元金融政策について、次のようにコメントしている。「情報発信に行動が伴うことが重要だ。日本でも、情報伝達をしないで資金供給量（マネタリーベース）を増強しても効果はない。なぜそうするのかを説明することが必要で、期待を変えるには注意深い情報伝達が必要だ<sup>(12)</sup>」。現代の金融政策執行において最重要視されるのは中央銀行と市場関係者との対話である。

日銀が四月以降、情報伝達にどのように取り組んだか、新聞報道を整理してみる。まず、四月一日、金融機関の幹部と意見交換会を開催した。「日銀は市場との対話にも一段と気を使い始めた。一日夕、東京・日本橋本石町の本店に資金供給先となる金融機関などの幹部約五〇名を集めて意見交換会を開いた。「債券市場のボラ

テイリテイー（変動率）が高すぎる」「これからも国債購入日は前もって公表するのか」「購入額を見直す考えはあるのか」……。市場関係者の要求に日銀幹部は「柔軟に対応したい」と引き取った<sup>(13)</sup>。

四月一八日には、市場関係者の要望を受けて、国債購入回数を増やすことにした。「従来は毎月六回のオペで計約七・五兆円を購入する計画だったが、五月から月八回に増やす。：日銀は市場参加者との意見交換会を開催。市場の声を聞いて、オペの手法の見直しを決めた」<sup>(14)</sup>。

市場参加者の要望を受けて、六月からオペ回数を従来の八回から一〇回以上に増やし、買入金額も少なくすることを決定した。「市場参加者からの「より頻繁に、より小さな額で買入を進めてほしい」との要請に対応し、金利が急上昇したときに柔軟に対応できるようにする。：日銀は月八回実施していた国債買入を六月以降、一〇回以上に増やす考えを示した。長期国債の買入れが頻繁にできるようにすれば、金利が急騰しても、すぐに日銀は大量の資金で債券を買い、金利上昇を抑えやすくなる。毎月の買入れ回数が多いほど、月末にむけて市場調節の手法が手詰まりになる可能性も低くなる」<sup>(15)</sup>。

日銀が市場との対話、情報伝達の努力を重ねる過程で、長期金利は次第に安定的に推移するようになる。この点について、次にみていくことにする。

#### 4 異次元緩和政策は絶対矛盾の自己同一

##### (1) 相反する二つの要求

異次元緩和政策には、相反する二つの要求を内在している。一つは、金利の引下げである。黒田新総裁は記者会見で金融緩和政策によって「イールドカーブ全体の金利低下を促す」と述べている。金融緩和政策の目的が金

利引下げにあることは明白である。だが、この金融緩和政策は物価目標二%を実現するためである。黒田総裁は記者会見の冒頭で「消費者物価の前年比上昇率二%の「物価安定の目標」を、二年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現するため、「量的・質的金融緩和」を導入することを決定しました<sup>(16)</sup>」と述べている。物価目標二%が実現すれば、物価は上昇し、同時に名目金利も上昇する。異次元金融緩和政策は、物価目標二%を実現するため金利を引き下げるといふものである。従って、異次元金融緩和政策は相反する二つの要求に応えるもの、ということができる。

金利引上げのため、金利を引き下げる、これは絶対矛盾の自己同一である。この矛盾は、一体、どのように解決できるのだろうか。或いは、対立物を止揚できず解決不可能の二元論で終わるのか。

## (2) 絶対矛盾は止揚できるか

期待インフレ率の上昇と名目金利の抑制、この二つの問題を如何に解決するか、この点がポイントである。名目金利の上昇を抑え、期待インフレ率が二%上昇すれば、物価目標二%上昇は実現する。期待インフレ率を大幅に引き上げるために、次元を異にする金融緩和を行う。質的・量的金融緩和によって市場の期待に働きかける。

一方、名目金利の上昇を抑制するため、日銀が国債大量買入れを行う。国債大量買入れによって国債の市場金利は低下する。国債の市場金利が低下すれば、ポートフォリオ・リバランスが期待できるだろう。

二年間のスケジュールで上記の課題を達成できれば、物価目標二%も実現可能ということになる。物価目標が達成できた時点で、金融緩和政策を解除すれば、長期金利は物価目標・インフレ期待率にスライドすることになる。

物価目標の達成のカギは、期待インフレ率の上昇と国債金利の安定であつた。期待インフレ率の引上げは、中央銀行が市場に情報を伝達することがポイントであり、国債金利の安定は財政規律の維持によって支えられる。情報伝達に失敗すれば、そして、財政規律を喪失すると、インフレ期待率は上昇せず、名目金利は上昇する。この場合、矛盾は解決せず、悪い金利上昇となる。

### (3) 長期金利の乱高下は過渡的現象

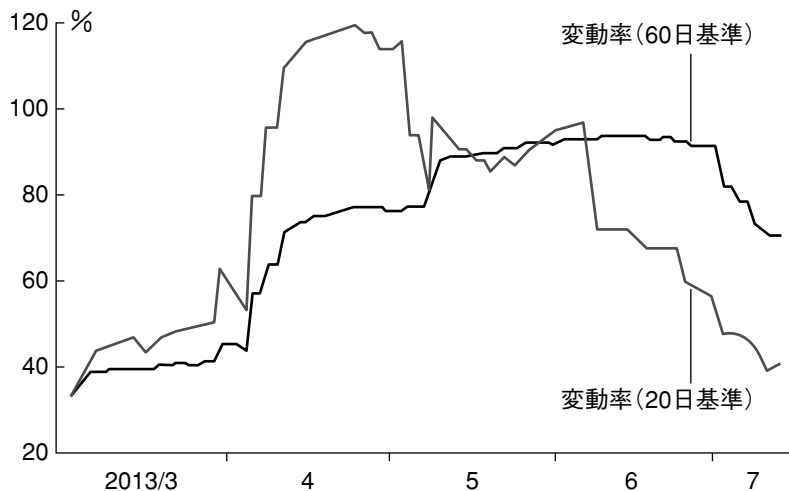
長期金利の変動率が拡大し金利が高止まりになつたのは、異次元緩和政策が内包する異質の要求に戸惑い、相反する要求の解決方法の見定めができなかつたからだ、と思う。

五月から六月中は、前掲図表1でみたように、長期金利の変動率は拡大し、長期金利は高止まりしていた。ところが、七月に入ると、図表3でみるように、長期金利の変動率は縮小している。また、図表4で直近二〇日営業日の長期金利の推移をみると、〇・九%の水準から〇・八%前後の水準まで低下を続けている。長期金利は次第に落ち着きはじめた、と言えるだろう。日銀は引き続きスケジュール通りに国債を買ひ続けるから、長期金利は更に低下すると予想できる。

長期金利の高止まりが修正され金利が低下しはじめたこと、長期金利の変動率が縮小しはじめたこと、こうした変化が生じたのは、日銀の市場関係者に対する対話が成功したからだと思う。今日の金融政策執行に際して最重要点は、市場との対話であること、情報伝達が決定的に重要であること、この点を再確認した成果の表れだろう。

ポートフォリオ・リバランスは、現時点では、確認できない。しかし、三菱UFJフィナンシャル・グループ

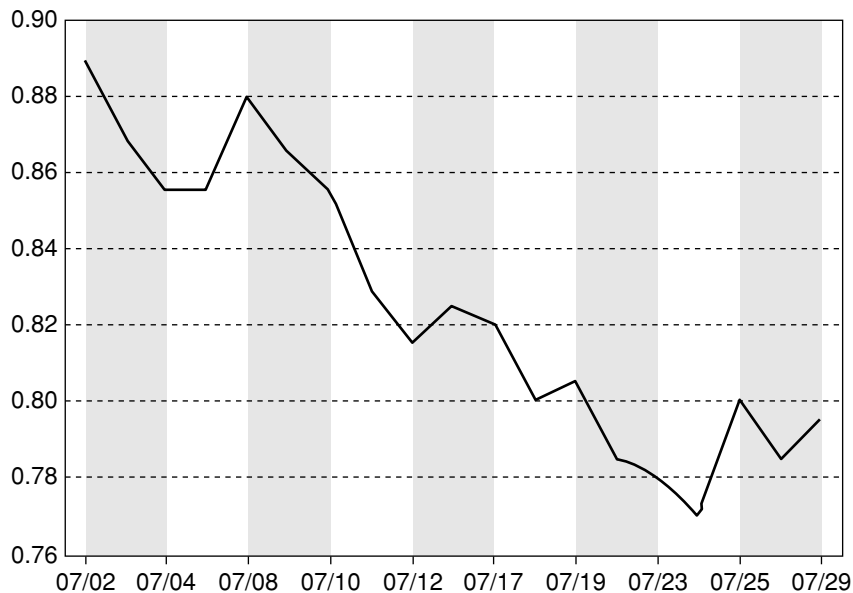
図表3 長期国債利回り変動率の推移



(注) それぞれヒストリカル・ボラティリティを算出

(出所) 日本経済新聞 2013年7月12日

図表4 直近にみる長期金利推移 (2013年7月2日～7月29日)



(注) 新発10年国債終値 (%), 7月29日の終値は0.795%。

(出所) 日本相互証券 マーケットデータ

<http://www.bb.jbts.co.jp/marketdata/marketdata01.html>



など三メガ銀行は保有国債を二割圧縮したと伝えられている。<sup>(17)</sup>

また、期待の効果については、図表5をみると、安倍政権成立後、そして、黒田日銀総裁就任後、期待インフレ率は明らかに上昇している。加えて六月、消費者物価は一四か月ぶりにプラスに転換した。<sup>(18)</sup> 消費者物価は上昇をはじめたが、図表4でみたように、長期金利は低下をはじめている。異次元金融緩和の効果が徐々に発揮されはじめた、とみることができよう。

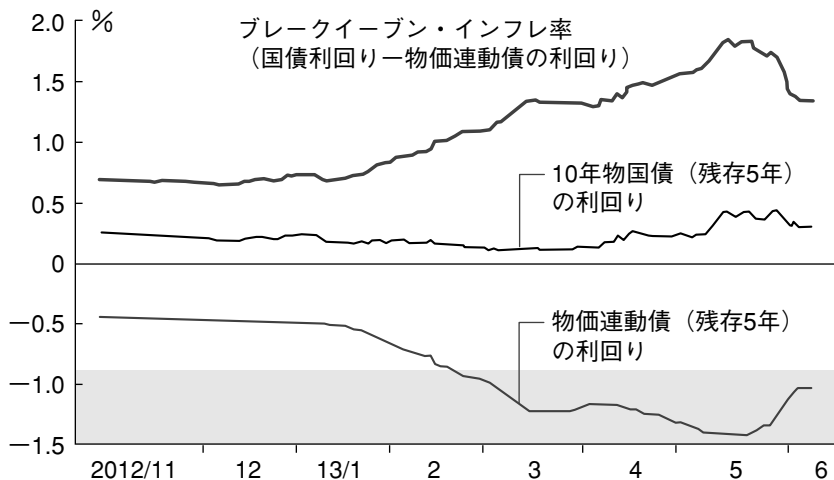
## 5 財政健全化が異次元緩和政策の前提条件

異次元緩和政策は、財政健全化が前提条件となっている。銀行券ルールを一時停止にしたのは、政府が財政規律を順守する、という信頼があつてのことだった。

ところが、財政規律の維持に危険信号が点滅しはじめた。政府は来年四月に予定されている消費税の引上げに逡巡し始めた。消費税を引き上げると、景気回復や物価に悪影響を与えるから、<sup>(19)</sup>という理由である。

これに対して、黒田総裁は直ちに反論し、七月二十九日の日経新聞の夕刊は次のように報じている。「日銀の黒田東彦総裁は二

図表5 期待インフレ率の推移



(出所) 日本経済新聞 2013年6月11日

九日、都内で講演し、日本財政の信認が失われた場合、金利の上乗せ分であるリスクプレミアムの拡大から長期金利が上昇すると語った。政府による消費税増税の決断を前に、財政再建に向けた積極的な取り組みを求めた。仮に消費税を引き上げても「日本経済の成長が大きく損なわれることはない」との見通しを強調した<sup>19</sup>。

日経グループのQUICが七月末に実施した債券月次調査でも「債券市場で来年四月の増税を予想する声は九割超。それだけ政府の財政健全化路線への信頼は厚い。もし来春の増税が見送られれば、長期金利が上昇するとの方が約八割、日本株下落も約五割、円下落も六割との回答だった<sup>20</sup>」。消費税増税の見送りは、債券市場のリスク要因と市場はみなしている。

デフレ脱却と円高是正のため、国債相場を安定させるため、財政規律の順守が強く求められているのだ。

注：四月一二日、日本証券経済研究所主催の証券セミナーで「アベノミクスと国債相場」のテーマで講演した。当日、会場から「国債相場が乱高下しているのは何故か」というご質問を頂戴した。その時は、金融政策決定会合の直後で、市場全体の変化を理解できず、ご質問に答えることができなかった。その後、この問題を考え続けてきたが、本稿は頂いたご質問に対する筆者の辿りついた現時点の結論である。なお検討すべき問題が残されているが、今後の研究課題としたい。鋭い質問を頂いたことに感謝申し上げる。なお、四月一二日の講演記録は「証券レビュー」五三巻五号に収録されている。

注

(1) 長期金利の推移を検証するには、日次データが必要となる。日次データは東京証券取引所、日本証券業協会が提供し

ているが、過去三か月に限定・全ての銘柄のデータ、という制約がある。この点、日本相互証券が公表している「主要レート推移」は日次ベースの長期金利の推移が収録されている。ただし、過去三か月に限定され、以前のデータは利用不可能である。財務省は過去に遡って日次ベースで国債金利の推移を公表している。しかし、新発債の金利ではなく、半年複利の金利である。日銀は過去に遡って長期金利の推移を公表しているが、日次ではなく月次である。日次ベースの長期金利の推移を調べる際、公的機関によるデータ提供は様々の制約がある。現時点では、唯一、「角川総一 オフィシャルサイト」<http://datas-kadokawa.com/>で長期金利のデータが公開されている。このサイトでは、日本の長期金利だけでなく、株価・為替相場に加え、日・米・独など主要国のデータが日次ベースで公開されている。

- (2) 日経ヴェリタス 二〇一三年四月二八日 三頁
- (3) 日経新聞 二〇一三年三月二〇日
- (4) 日経新聞 二〇一三年四月五日、六日
- (5) 日経新聞 二〇一三年四月六日
- (6) 日経ヴェリタス 二〇一三年四月二八日 一頁
- (7) 「誌上覆面座談会」『エコノミスト』二〇一三年七月二日号
- (8) 日経ヴェリタス 二〇一三年六月九日 二頁
- (9) 日経ヴェリタス 二〇一三年四月二八日 四頁
- (10) 日経新聞 二〇一三年五月一八日
- (11) 日経新聞 二〇一三年五月一八日
- (12) 日経新聞 二〇一三年七月二日

- (13) 日経新聞 二〇一三年四月二二日
- (14) 日経新聞 二〇一三年四月一九日
- (15) 日経新聞 二〇一三年五月三〇日
- (16) 日本銀行「総裁記者会見要旨」 二〇一三年四月五日
- (17) 日経新聞 二〇一三年七月二六日
- (18) 日経新聞 二〇一三年七月二八日
- (19) 日経新聞 二〇一三年七月二七日
- (20) 日経新聞 二〇一三年七月三〇日

(なかじま まさたか・特別嘱託研究員)

# ソーシャルインパクト債と社会貢献型投資

松尾 順介

はじめに

近年、世界的にソーシャルビジネスや社会貢献型投資に対する関心が高まっている。日本でも、すでに本誌等でも紹介したように、各種の再生可能エネルギーファンドや農業ファンドなどが設立されている<sup>(1)</sup>。また、内閣官房地域活性化統合事務局でも「ふるさと投資プラットホーム推進協議会」が設置され、このような投資を支援する試みが進められた<sup>(2)</sup>。また、米国では、ダブル・ボトムライン投資ファンドが設立されるなど、このような動きは海外でも様々な事例がある。

このような潮流の中で、二〇一二年八月、米国ニューヨーク市でゴールドマン・サックスが全米初とされる、ソーシャルインパクト債を起債し話題を呼んだ。ここでいうソーシャルインパクトとは、社会に対する積極的な貢献を指すものであり、ゴールドマン・サックスのソーシャルインパクト債は、刑務所の受刑者に更正プログラムを施し、それによる再犯率低下を社会的リターンとして評価し、資金提供者に還元するというスキームであり、注目された。このようなソーシャルインパクト債は、英国でも起債例があり、その内容が報告されている。

そこで、本稿では、これらのソーシャルインパクト債の起債例を取り上げ、その意義や課題を考察する。

## 1 全米初のソーシャルインパクト債

二〇一二年八月二日、ニューヨーク市、ブルームバーグ・フィランソロフィーズ、ゴールドマン・サックスおよびNPO団体MDRCは、全米初のソーシャルインパクト債の起債を発表した。<sup>(4)</sup>これら公表資料によると、この新規のモデルは、予防的サービスのために民間資金を導入するものであり、政府支出を削減する上で重要な意義を有している。その目的は、ニューヨーク市だけでなく全米における実証基準の社会サービスに対して、新規の民間投資資金を導入することである。

現在、一六歳から一八歳の青年で入獄したものは、釈放後再犯を犯して再入獄する可能性が高く、ここでの取組の対象となっているライカーズ島の場合、約五〇%が一年以内に再入獄している。そこで、本取組では、青年行動矯正プログラム (Adolescent Behavioral Learning Experience: ABLE) を導入する。これは、若年層対策 (the Young Men's Initiative) の一として州の更生担当部門によって導入されたものであり、実証基準の施策導入によって、ライカーズ島における青年の再犯率低下を目的としている。なお、この措置は個人の責任感と意思決定を向上させることに主眼を置いている。さらに、本取組では四年間にわたり毎年約三〇〇〇名の青年がABLEを受けることになる。

本プロジェクトの資金調達手法として導入されたのが、ソーシャルインパクト債であり、その先例は、後述するように、英国のピーターバラ刑務所で採用されたものである。

このスキームの概要は、以下の通りであり、納税者の直接的なコスト負担が発生しない点が特徴である【図表1参照】。

① ゴールドマン・サックスが本プロジェクトに関して、九六〇万ドル（年二四〇万ドル×四年）をMDRCに

融資する。

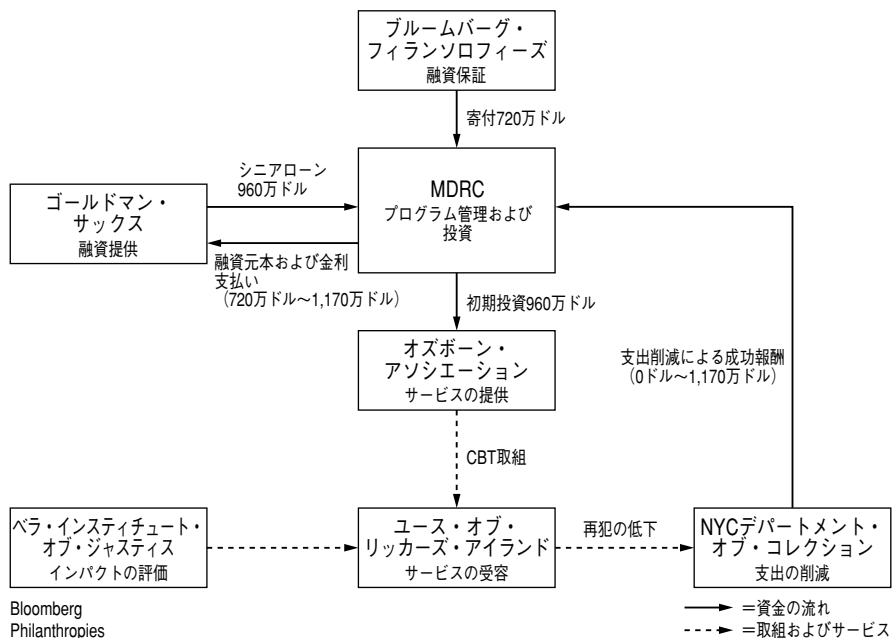
② ブルームバーグ・フィランソロフィーズは、その融資の一部を保証するため七二〇万ドルをMDRCに譲与（寄付）し、貸し手のリスクを削減する。

③ MDRCは、ニューヨーク市と連携しながら、プロジェクトの日常の取組を監督し、業務遂行を担当するNPOのオズボーン・アソシエーションなどを運営している。さらに、民間投資家に対する支払いについても責任を負っている。

④ ベラ・インスティテュート・オブ・ジャスティスは、独立の評価機関であり、目標とする再犯率削減を達成しているかどうかを判断する。

⑤ 州の更生担当部門は、再犯数の削減とそれに伴うコスト削減に応じてMDRCへの支払いを実施する。

図表1 ソーシャルインパクト債のスキーム



(出所) The City of New York, "Presenting: Bringing Social Impact Bonds to New York City"  
<http://hss.lnwlabs.org/sites/default/files/SIB%20Harvard%202012%20follow-up.pdf>

ここで、興味深いのは、もし成果が達成されなかった場合、ニューヨーク市当局はMDRCに対する支払いを求められないため、投資リスクは民間部門に移転され、納税者に対する説明責任が果たされるという点である。つまり、市当局は民間投資家に対する支払い義務を有さないもので、この場合の支払い義務はMDRCのみに帰属する。したがって、ABLEプログラムによって、市当局と納税者には実質的で長期的なコスト削減がもたらされる可能性がある。なお、MDRCとの合意に基づき、ゴールドマン・サックスは、(総留置日数で測定した)再犯率が一〇%以上低下した時だけ元金の返済を受けることができ、一一%を上回った場合、金銭的收益を受け取ることができる。なお、この収益は標準的な地域開発貸付と一致するものである。また、再犯率の低下によってもたらされる市の財政負担抑制効果の可能性は重要であり、それはMDRCに対する予想支出額を上回り、投資家にもリターンをもたらしうるものと考えられる【図表2参照】。なお、取組終了時点で保証基金(guarantee fund)に残った資金は、MDRCに委託され、ニューヨーク市の将来の社会的インパクト投資に役立てられる。

さらに、ニューヨーク市、ブルームバーグ・フィランソロフィーズ、MDRC、ゴールドマン・サックスが共同で行ったプレゼンテーション資料からこのスキームを概観する<sup>(6)</sup>。

そこでは、まず上記四者の動機は、次のように解説されている。ニューヨーク市は、逼迫した財政状況の下で新規の手法を導入しながら、有効な取組に向けて公的資源を温存しておくことである。次に、ブルームバーグ・フィランソ

図表 2

| 再犯率の削減 | 長期的な市の<br>財政削減額 (\$) | MDRCへの市からの<br>支出 (\$) |
|--------|----------------------|-----------------------|
| ≥20.0% | 20,500,000           | 11,712,000            |
| ≥16.0% | 11,700,000           | 10,944,000            |
| ≥13.0% | 7,200,000            | 10,368,000            |
| ≥12.5% | 6,400,000            | 10,272,000            |
| ≥12.0% | 5,600,000            | 10,176,000            |
| ≥11.0% | 1,700,000            | 10,080,000            |
| ≥10.0% | ≥1,000,000           | 9,600,000             |
| ≥ 8.5% | ≥1,000,000           | 4,800,000             |

(出所) 図表 1 に同じ。



ロフリーズは、立証済みもしくは将来的に有益なアイデアを都市で普及させることである。さらに、MDRCは仲介者ないしプログラム開発上の役割を明示することである。最後に、ゴールドマン・サックスは、現在のコミユニティ問題に対して資金的な解決策を提供することである。

なお、投資家への支払い条件は、図表2の通りである。再犯率の低下によって、長期的な市の財政削減効果が生じるため、その約半分程度をMDRCに支払うものである。

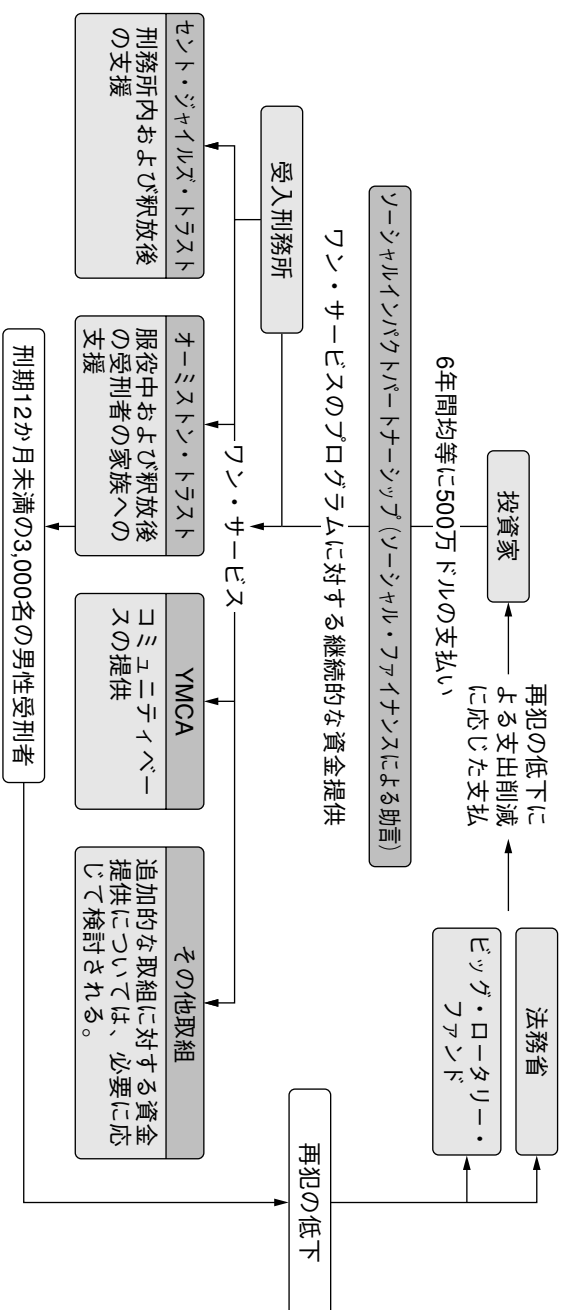
## 2 英国のソーシャルインパクト債

関係機関の公表資料<sup>(7)</sup>によると、世界初のソーシャルインパクト債の発行事例とされるのは、英国法務省が二〇一〇年三月に契約書に調印し、同年九月に起債された事例である。この事例では、ソーシャル・ファイナンスという機関が一七の社会投資家から総額約五〇〇万ポンドの投資資金を調達した。このファンドは、ピーターバラ刑務所服役中の短期成年受刑者（一二か月以下）向けの取組に利用される。なお、現状では、六〇%の短期受刑者は釈放後一年以下に再犯を犯しており、これら受刑者の多くは、釈放後、保護監察局による法定監査が受けられない状態である。セント・ジャイルズ・トラストおよびオームストーン・チルドレン・アンド・ファミリー・トラストは、服役中から釈放後にわたって、受刑者とその家族に対し、手厚い支援を提供し、彼らの社会復帰を援助する。法務省とビッグ・ロータリー・ファンドは、全英の短期受刑者グループの実績値と比較して、再犯事例が七・五%削減されれば、投資家に支払いを実施する。したがって、投資家は、釈放後の再犯率が七・五%低下すればリターンを受けとることができ、さらに七・五%を上回って低下した場合、より大きなリターンを得ることになる。なお、上限の利回りは八年満期で年率一二%である。例えば、再犯率が一〇%低下した場合、年率

七・五%のリターンを得ることができる【図表3参照】<sup>(8)</sup>。

ソーシャルインパクト債の最初の事例が、ピーターバラ刑務所の受刑者を対象とした理由は、同刑務所が短期受刑者を収容しており、その多くは釈放後当該地域に復帰することになる。刑務所を含む、地元関係者は、このスキームに完全にコミットしており、このスキームが成功するよう協同している。また、短期受刑者だけを対象

図表 3 ピーターバラ刑務所ソーシャルインパクト債のスキーム



(出所) Social Finance, one service and Lottery funds, "Peterborough Social Impact Bond"  
[http://www.socialfinance.org.uk/sites/default/files/Sf\\_Peterborough\\_SIB.pdf#search=Peterborough+Social+Impact+Bond](http://www.socialfinance.org.uk/sites/default/files/Sf_Peterborough_SIB.pdf#search=Peterborough+Social+Impact+Bond)

としたのは、現状では彼らは釈放後、更生サービス局 (Probation Services) からの法定支援をほとんど受けられないか、あるいは全く受けられない状態であり、その再犯率は特に高く、釈放後一年以内に六〇%以上が再犯を犯している。さらに、支援主体としてソーシャル・サービスが選択された理由は、同機関が外部のコンサルタントを雇い実施計画を開発したことによる。つまり、この取組では、当該地域内外で業務を行うサービス・プロバイダーに対するリサーチが含まれている。ただし、取組の効率性や地域の必要性に関する理解が深まるにつれ、追加的なサービスが要求されるものと思われる。そうなるも他のサービス提供者も参加の機会がある。このプログラムでは、ピーターバラ刑務所の全男性短期受刑者が対象であるが、強制されるものではない。結果の測定は、プログラム対象者だけでなく、釈放後の全受刑者に対して測定される。したがって、受刑者は、おのずと自身の必要に合致したモデルへの改革作業にかかわることになる。

ピーターバラ刑務所の受刑者の再犯率が低い場合、ソーシャルインパクト債は法務省と広範な地域社会に利益をもたらし、その利益は犯罪者に対して明らかな成果となるだけでなく、犯罪の減少という面で地域社会にとっても成果となる。さらに、論理的には、政府にとっても、政策コスト、裁判費用、刑務所維持管理などの費用削減効果をもたらすものである。独立評価委員が再犯率の低下を一〇%と測定した場合、法務省およびビッグ・ロータリー・ファンドは、その成果に対して投資家にリターンを支払う。法務省にとってピーターバラ刑務所のソーシャルインパクト債の目的は次の通りである。

① 取組結果による支払いというコンセプトを検証し、今後のPBRプロジェクトを設計するための教訓を得ることである。すでに法務省は、ピーターバラ刑務所のソーシャルインパクト債に加えて、社会奉仕命令を受けた有罪者および短期受刑者の更正のための全国的なプログラムを試験的に実施しようとしている。

② 短期受刑者の再犯率を低下させることである。

### 3 ソーシャルインパクト債の成果測定

ソーシャルインパクト債において重要なポイントは、その成果をどのように測定するかという点である。ピーターバラ刑務所のソーシャルインパクト債の場合、法務省はQinetiQおよびレスター大学に独立の外部評価を依頼し、データ分析によって、ピーターバラ刑務所服役後に措置を受けた犯罪者がソーシャルインパクト債資金による措置を受けなかった同種の犯罪者に比して、再犯率が低いかどうかを測定する<sup>(9)</sup>。この手法において、有形のインパクトを有する制約条件は以下である。

① サンプル群 (cohort) はピーターバラ刑務所釈放後二四か月以上を経過した受刑者 (または一〇〇〇名までの受刑者) で構成される。

② 受刑者は男性で、受刑時点で一八歳以上、刑期一二か月以下で釈放されたものとする。

③ 比較対象グループを確定するために、傾向スコアマッチング法 (Propensity Score Matching, PSM) を利用する。

④ データとしては、全英警察データ (Police National Computer : PNC) および当該刑務所のデータベース (Local Inmate Database System : LIDS) から抽出されたデータを独立評価委員が利用し、上記のPSM分析を行う。

⑤ サンプル群の各受刑者は比較対象群の受刑者一〇名とマッチさせる。

さらに、PSM分析が統計的に有効であるとともに、成果支払を生み出すためのサンプル群に対しても利用可

能であるという確証を得る必要があるが、そこには、以下の三つの障壁が存在する。

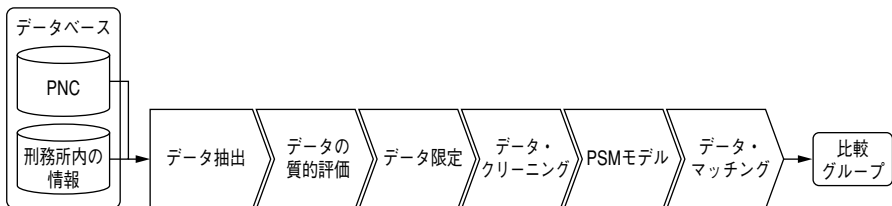
① 分析に含まれる変数 独立評価委員はPNCに記録された変数に制約される。

② サンプル群のデータ統合 歪んだインセンティブが混入しないよう、成果支払型手法は対象グループの全個人を基本にしている。対象者の中にはPNCやLIDSの重要データを欠くものも含まれているが、そのデータはPSM分析のためには不可欠であり、除外せざるを得ない。そこで、ソーシャル・ファイナンスとピーターバラ刑務所は、欠如したデータの影響を最小化するよう、第一群のためのデータをインプットする。

③ マッチングの基準 過去のデータの検出力計算を行うことによって、更正担当部門およびソーシャル・ファイナンスは、対象となるピーターバラ受刑者群一〇〇〇名と比較対象群九〇〇〇名という条件下で、再犯率一〇%削減が満足に足る数値だという点で合意している。

なお、独立評価委員は、これらの制約条件が変わらないという理解のもとに、自らが開発したPSM分析の改善を続けている。PSM分析は、下記の流れで行われる。

図表 4 PSM分析の流れ



(出所) Ministry of Justice, "Peterborough Social Impact Bond: an independent assessment", May 2012, p.9  
[https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/217392/peterborough-social-impact-bond-assessment.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/217392/peterborough-social-impact-bond-assessment.pdf)

#### 4 ソーシャルインパクト債への投資

有名なシンクタンクであるRANDは、英国のソーシャルインパクト債について、詳細な調査を行っている。<sup>(10)</sup> この調査は、関係諸機関へのインタビュー調査などに基づいている。それによると、ピーターバラ刑務所のソーシャルインパクト債の場合、投資家の大半は、慈善団体または財団であり、今後は民間の個人、銀行、金融機関、年金基金、CSRファンド、などへと投資家層が拡大することが期待される。また、慈善団体や財団には強い投資意欲が見られるとのことである。ソーシャル・ファイナンスへのインタビューでは、関心を示した投資家のほぼすべては、投資を継続している。逆に、投資しないことを選択した投資家には、刑事事件が通常の投資分野ではないことが理由となっている場合や、投資家が英国外の非慈善団体であり、法的に煩瑣な事態になることを避けるために投資しなかった場合もある。また、ピーターバラ刑務所のソーシャルインパクト債の場合、(金額ベースで)投資の半分以上また投資家の半数以上は、その資金を使って、初めて英国の刑事事件に投資をしたという。RANDの調査でも、同じ結果であった。調査した投資家の中には、セント・ジャイルズ・トラストに出資したものがあつたが、この出資は同トラストへの寄付であつた。

ソーシャルインパクト債投資家の投資行動を見ると、その中には全くないしほとんどリターンを期待しない贈与ないし寄付もあれば、逆に投資リターンを期待する、純粋に商業ベースの投資もある。社会的投資は、たとえ小さくても金銭的リターンを期待する点で、寄付とは異なるものである。投資家の大部分は慈善団体や財団であるが、ソーシャル・ファイナンスおよびRANDが調査した投資家三社は、それぞれ異なる投資家であり、相異なる投資チャネルで投資を行っていると説明している。つまり、ある投資家は寄付を行い、別の投資家は預託財産(通常、この資金はリターンを達成するために投資され、そのリターンが寄付金の財源となる)から出資を行

っている。これらの投資家の間には、寄付よりもミッションに関連した投資を行う意欲がある。

ソーシャル・ファイナンスは、ソーシャルインパクト債構想の早期の段階で、更正担当部門と交渉している最中に、投資家と接触し、資金調達の可能性を調査した。というのは、ソーシャル・ファイナンスとしては、更正担当部門がソーシャルインパクト債を導入することに合意した場合、十分な資金を調達する確証が必要だったからである。

ソーシャル・ファイナンスの説明では、まず同NPOは主要な財団からの出資を確保し、その財団が刑事事案への投資関心を持つ出資者のネットワークを持っており、他の財団をソーシャル・ファイナンスに紹介するとともにソーシャルインパクト債構想についても情報提供したとのことである。社会起業家のコンファレンスで初めてソーシャルインパクト債について知った投資家もあるが、その一方で、大規模な財団の申し出は、他の投資家が見つからない場合、ソーシャルインパクト債を実施するに十分な出資を行う一方、他の財団が先行した場合は、ソーシャル・ファイナンスの投資家層を拡大するために投資額の削減に同意するというものであった。

これらの投資家とソーシャル・ファイナンスの間には、従来からのリレーシオンシップがあり、このようなリレーシオンシップ、トラックレコード、および信頼の上に、ソーシャルインパクト債の資金調達は成り立っているものと思われる。

RANDの調査では、ピーターバラ刑務所のソーシャルインパクト債への投資決定には下記の理由があったことが挙げられている。

① 成果支払型の金融商品ないしアセットクラスとしてのソーシャルインパクト債の発展をサポートしようという要求。投資家は刑事事案を改善するための潜在能力と、そのスキームを他の分野に適用し、公衆や社会に對

して利益を与えるという点に引き付けられる。

② より倫理的かつ自身の使命に適合した方法で資金を投資したいという、慈善団体の要求。

③ 受刑者の成果の向上のために刑事事案の更正プログラムに資金提供する、一定の（すべてではない）投資家の関心。このような投資家はプロバイダー組織（セント・ジャイルズ・トラスト）とソーシャル・ファイナンスのスタッフを信頼している。

④ プロバイダーに事前に資金供与するというアイデアが魅力的である。

⑤ 投資に対してリターンを受け取るよい機会があるという投資家の評価。

ただし、今後ソーシャルインパクト債ないし成果支払型モデルへの投資を安定的に確保する上で、いくつかの課題が挙げられる。

① 新規のアセットクラスに関する情報蓄積。特にトラックレコードがないが、今後成果が入手可能になり、投資家と市場の満足が得られれば、資金コストの低下が期待される。

② 社会的リターンの測定とリスク評価。社会的投資というアイデアは新規なものではないが、投資家や市場にとって、成果のリスクを扱う能力は未開発である。従来の金融市場は社会的価値の創造を価格評価しないので、社会的投資市場の育成を支援するための測定方法（metrics）が欠如している。

③ 社会的投資におけるセカンダリーマーケットの欠如。

④ 金融的なリターンを最大化するためのトラスティの義務。ある投資家は社会的投資を遂行することは、慈善団体のトラスティとして、投資リターンを最大化するという受託者責任に反すると報告している。ただし、このような考えは、慈善投資ガイダンスで明確な説明が欠如していることによるもので、最近では、チャリテ



イ・コミッションがチャリティ・インベストメント・ガイドランスの改訂についてコンサルティングを行っている。RANDが調査した財団は、自らの分野の投資に関する専門知識を蓄積する場合や、この分野の専門知識を蓄積しているフィナンシャル・アドバイザーを活用している場合もある。

⑤ ミッションに適合した投資やソーシャルインパクト投資に対する税制のインセンティブ。その資金を投資しようとする慈善団体にとって、税制上の規則が妨げとなることが指摘されている。

⑥ 市場発展に関する政府の役割。税制上の規則によるインセンティブ提供など。

## 5 今後の課題

RANDのリサーチの結論では、ピーターバラ刑務所のソーシャルインパクト債事例から下記の教訓を引き出している。

まず、法務省がソーシャルインパクト債モデルの実施を可能にするための革新的な役割を短期間の間に果たしたことを指摘している。特に、分析的なサポートと創造的な思考が必要とされることを強調している。

次に、仲介機関の特質とスキルが重要である。特に、相異なる利害関係者と関わり合い、交渉する能力が不可欠である。仲介機関のスキルとしては、交渉能力、金融知識（金融商品販売）、関連政策分野でのスピーディな対応、より柔軟なリレーショナル・スキルなどが重要である。

第三に、契約面では、ソーシャルインパクト債の標準契約書が必要であり、これによってより簡便に契約書作成や調印が可能となる。

第四に、投資家に関しては、まず投資家の使命や動機に適合する必要がある。そのためには、投資家の関心や

動機を把握する必要がある。次に、投資家の税制面での障害や受託者責任は注目すべき点である。さらに、より広範な投資市場を検証することも重要である。

第五に、成果の測定に関しては、①測定と測定方法のトレードオフ、②より広範な展開に伴う寄与の問題がある。

第六に、成果の支払いに関しては、次の課題がある。①政府部門間の成果に対してどの部局が支払うかの調整問題、②投資リターン支払までの時間の問題である。

第七に、取組そのものに関して、取組は地域の中で行われ、そのインパクトは様々な法定ないし法定外の組織、ボランティア組織、その他の既存のサービスプロバイダーにもたらされる。したがって、早い段階から地元機関とコンタクトを取り、信頼を確保することが重要な要素である。

## まとめ

本稿では、ソーシャルインパクト債について、米英の事例を紹介し、そのスキームについて概観した。

まず、ソーシャルインパクト債に関して、最も興味深い点は、社会貢献を計量化し、その金銭的価値をリターンとして投資家に還元するという発想である。この発想は、基本的に前回のレポートで紹介したSROIの考え方<sup>(1)</sup>と一致するものである。また、そこでは精緻な統計手法が採用されている点も共通している。今後は、CSRやSRIにおいてもこのような手法が導入されていくものと思われる。

次に、従来の発想では、投資のリターンは新しく生み出された付加価値の分配と考えられてきた。しかし、ここで紹介した、ソーシャルインパクト債は、新しく生み出された付加価値というよりも、社会的マイナス要因の

削減効果をリターンの源泉としている。その意味では、投資に対する発想が大きく異なっていると考えられる。

第三に、今回紹介したソーシャルインパクト債は、受刑者の再犯率低下を目的としたスキームであったが、この発想を応用すれば様々なスキームが考えられる。たとえば、高齢者の医療費削減などにも応用できる可能性がある。その観点からすると、社会が高齢化・成熟化する中で、様々な社会的マイナス要因が累積しており、それを除去・改善する施策立案に、金融スキームが貢献できる可能性を示唆するものと考えられる。

最後に、今後日本でこのようなスキームが導入されるための条件としては、以下の点がポイントとなるだろう。

① 社会的リターンを測定するための手法の確立。この点については、本稿で紹介した欧米で開発された統計的な手法が参考になるものと思われる。ただし、そのような手法を定着させるためには、政策的な支援が必要であろう。また、測定に関するコスト負担についての検討も必要である。

② 資金調達のチャンネル作り。ここで紹介したスキームでは、米国の場合、ゴールドマン・サックス、英国の場合、慈善団体や年金などが投資を行ったが、日本の場合、「ふるさと投資」のような個人からの小規模投資の可能性も考えられる。その際、資金調達コストが課題となる。そこでは、クラウド・ファンディングなど、ネットを利用して小規模な資金を多数の投資家から集める手法を検討する必要がある。

③ NPO・NGOの取組。本稿で紹介したように、このような新しいスキームの立案や実施に際し、NPO・NGOの役割は重要である。しかし、日本の場合、欧米に比して、専門性や政策立案能力などの面で、十分な力量を持っているとはいえない状況である。この点も重要な課題であろう。

④ 税制面の支援。本稿の事例でも税制面の支援が指摘されていたが、この点は日本の場合においても課題とな

るだろう。

注

(1) 拙稿「風力・太陽光発電ファンドの展開―市民出資型ファンドを中心に―」、「証研レポート」(日本証券経済研究所・

大阪研究所)、Nº. 一六六一、二〇一〇年八月、二五―三九頁、同「農林業再生と金融機関・投資ファンド」、「証研レポート」(日本証券経済研究所・大阪研究所)、Nº. 一六六三、二〇一〇年二月、三〇―四六頁、同「再生可能エネルギーファンドの現状」、「証研レポート」(日本証券経済研究所・大阪研究所)、Nº. 一六六七、二〇一一年八月、一九―三三頁、「ファンドスキームの様々な取り組み―地域・環境再生との関連を中心に―」、「桃山学院大学総合研究所紀要」第三六巻第三号、二〇一一年三月、九一―一〇頁、同「大手証券グループのファンド業務および各種のブティック型ファンド―自然エネルギー・環境・農林業関連を中心として―」(証券経営研究会編『金融規制の動向と証券業』日本証券経済研究所、二〇一一年六月、第九章、所収)、二二七―二五七頁、などを参照。

(2) ふるさと投資プラットホーム推進協議会メンバーによる共著として、赤井厚雄、小松真実、松尾順介『ふるさと投資のすべて』さんざい、二〇一三年五月、がある。

(3) 拙稿「日米のダブル・ボトムライン投資ファンド」(上)(下)『証券経済研究』(日本証券経済研究所)、第七八号および第七九号、二〇一二年六月および九月、一九―二八頁および五五―七七頁、参照。

(4) 同NPOは、一九七四年にフォード財団と連邦諸機関によつて、Manpower Demonstration Research Corporation)として設立された、非営利かつ無党派の教育および社会政策調査機関であり、貧困層対策のプログラムや政策改善するための施策を専ら研究している。また、MDRCは低所得層に焦点を当てた政策やプログラムの実施や評価を行っていることでも知られている。その理事長は、経済学者のロバート・ソローである。同NPOのHP参照、<http://www.mdrc.org/>

mdrc.org/

- (5) 市社会福祉課の「FACT SHEET: The NYC ABLE Project for Incarcerated Youth」, [http://www.nyc.gov/html/om/pdf/2012/sib\\_fact\\_sheet.pdf](http://www.nyc.gov/html/om/pdf/2012/sib_fact_sheet.pdf) 46頁。市社会福祉課の「Bringing Social Impact Bonds to New York City」 [http://www.nyc.gov/html/om/pdf/2012/sib\\_media\\_presentation\\_080212.pdf#search=Bringing+Social+Impact+Bonds+to+New+York+City](http://www.nyc.gov/html/om/pdf/2012/sib_media_presentation_080212.pdf#search=Bringing+Social+Impact+Bonds+to+New+York+City) "Presenting: Bringing Social Impact Bonds to New York City"
- <http://hss.lnwlabs.org/sites/default/files/SIB%20Harvard%202012%20follow-up.pdf> 44-45 MAYOR BLOOMBERG, DEPUTY MAYOR GIBBS AND CORRECTIONS COMMISSIONER SCHIRRO ANNOOUNCE NATION'S FIRST SOCIAL IMPACT BOND PROGRAM"
- [http://www.nyc.gov/html/acs/downloads/pdf/Close\\_to\\_Home\\_PR.pdf](http://www.nyc.gov/html/acs/downloads/pdf/Close_to_Home_PR.pdf)
- (6) 補償金 (金) 参照。
- (7) Social Finance, one service and Lottery funds, "Peterborough Social Impact Bond" [http://www.socialfinance.org.uk/sites/default/files/SF\\_Peterborough\\_SIB.pdf#search=Peterborough+Social+Impact+Bond](http://www.socialfinance.org.uk/sites/default/files/SF_Peterborough_SIB.pdf#search=Peterborough+Social+Impact+Bond)
- (8) Ministry of Justice, "Lessons learned from the planning and early implementation of the Social Impact Bond at HMP Peterborough", May 2011, P.3 [https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/217375/social-impact-bond-hmp-peterborough.pdf#search=Lessons+learned+from+the+planning+and+early+implementation+of+the+Social+Impact](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/217375/social-impact-bond-hmp-peterborough.pdf#search=Lessons+learned+from+the+planning+and+early+implementation+of+the+Social+Impact)

+Bond+at+HMP+Peterborough'

- (9) Ministry of Justice, "Peterborough Social Impact Bond: an independent assessment", May 2012, p.1

[https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/217392/peterborough-social-impact-bond-assessment.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/217392/peterborough-social-impact-bond-assessment.pdf)

本節におけるPSM手法の説明は、本文献による。

- (10) RAND EUROPE, "Lessons learned from the planning and early implementation of the Social Impact Bond at HMP Peterborough" 2011.

[http://www.rand.org/pubs/technical\\_reports/TR1166.html](http://www.rand.org/pubs/technical_reports/TR1166.html)

本節におけるRANDの調査結果は、本文献による。

- (11) 拙稿「社会的責任投資とその評価手法」、『証研レポート』（日本証券経済研究所・大阪研究所）、No. 一六七七、二〇一三年四月、一三～二九頁、参照。

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

# アメリカのティックサイズ拡大議論

清水 葉子

はじめに

アメリカでは、二〇〇一年四月にデシマライゼーションが行われ、株式取引のティックサイズ（値刻み）が従来の一六分の一ドルから、一セントに縮小された。ティックサイズは、投資家にとつての直接的な取引コストである売買スプレッドの最小単位であることから、ティックサイズの一セント化によってスプレッドが小さくなり投資家利益が向上したとして、デシマライゼーションは基本的にポジティブに評価されている。

ところが、近年アメリカでIPO市場が縮小していることを受けて、ティックサイズの縮小がその一因になっているとする議論が生まれている。すなわち、ティックサイズの縮小は、マーケット・メーカーの収益である売買スプレッドの縮小につながりやすく収益性を低下させるので、とりわけ流動性の低い小型銘柄の取引インセンティブが失われる。そのため、小型銘柄はIPO後の取引がふるわず、小規模IPOそのものが行われにくくなっているとするものである。

売買スプレッドの大小は、基本的に投資家と市場ディーラー（マーケット・メーカー）との間の取り分の配分を意味している。理屈の上では、投資家にとつては、ティックサイズが小さいほど売買スプレッドも小さくなりやすく、取引コストが削減できることになるが、市場ディーラーは収益確保のために一定の売買スプレッドを必要としており、とりわけ低流動性銘柄の取引においては、リスクをカバーし市場機能を維持するためにも、ある

程度の売買スプレッドが生じることはやむを得ない。

とはいえ、現実にとどの程度の売買スプレッドが適正かは、市場環境等に大きく左右されるため、判断することは難しく、売買スプレッドが適正であるかどうかを一概に決めることはできない。一九九〇年代後半に、売買スプレッドが広すぎるとしてマーケット・メーカーが非難を受けたことを発端に、アメリカの証券市場ではティックサイズの縮小が強く求められ、二〇〇一年のデイスマライゼーションにつながった。また、その後もハイフリクエンシー・トレーディングの拡大等によって売買スプレッドは縮小傾向にあるが、こうした動きに揺り戻しが生じているのだろうか。

## 1 IPOタスクフォースによるレポート

アメリカで近年のIPO減少を指摘したのは、IPOタスクフォースが二〇一一年に財務省に提出したレポート<sup>(1)</sup>である。IPOタスクフォースは、同年三月に財務省が開催した「Access to Capital Conference（資本へのアクセスに関するカンファレンス）」に対応して組織された民間の専門家グループで、ベンチャーキャピタリスト、機関投資家、起業家、弁護士、アカデミック、会計士、投資銀行、市場運営者（NYSE、Nasdaqなど）がメンバーとなっている。

タスクフォースの議長であるベンチャーキャピタリストは、タスクフォースの目的を、現在のアメリカのIPO危機の原因を検討し、早急に実行可能なステップを踏んで新興企業の資本市場へのアクセスを回復させ、雇用創出や企業のグローバルな事業展開を可能にすることにあると述べている。

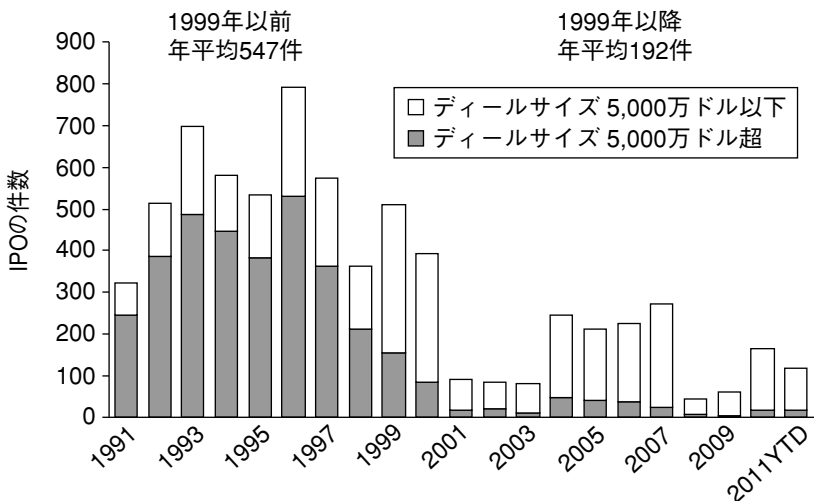
レポートでは、一九九九年ころを境に、小規模企業のIPOが大きく減少していることを指摘している（図1）。



また、起業からIPOまでの期間が延びていること（一九八〇年代前半には平均四・八年であったものが、二〇〇七年以降は平均九・四年に拡大していること）、起業の出口がIPOによる公開から、M&Aによる買収へと変化していることを指摘している（図2）。新規開業がアメリカの雇用創出に大きな役割を果たしていること、また雇用創出の多くの部分がIPO後の事業拡大期に行われることを考えると、近年のIPOの低迷は雇用創出にマイナスであることを述べている。

さらにレポートでは、アメリカのIPOの阻害要因になっているものとして、①IPOを行う企業側の要因として、SOX法をはじめとして証券市場の規制が強化されIPOのコストが増大していること、市場環境が不確実になっているため投資家からの投資を得にくいこと、②チャネルの問題として、規制が高流動性・低コスト取引に有利になっていること、大手投資銀行の顧客がファンダメンタルを重視する投資家から、トレーディングを重視するHFT（ハイフリクエンス・トレーディング）にシフトし、その結果取引が流動性の

図1 規模別IPO件数



(出所) 注(1)

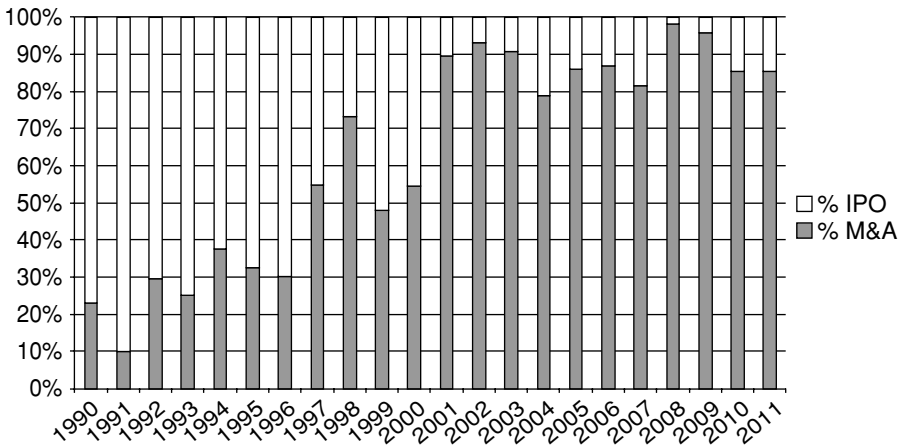
高い大型銘柄に集中する傾向があること、③買い手との接続の問題として、IPO株式がファンダメンタルを重視する投資家よりも短期の売買益を重視するトレーダーに多く配分されていること、小型のIPO銘柄のリサーチレポートなどの情報が減少していることにより、IPO銘柄が投資を得る上で不利になっていることを挙げている。

タスクフォースのレポートでは、IPO拡大の処方箋として、一定規模以下の小規模成長企業をEGC (Emerging Growth Company) と位置づけて、情報開示や届出義務を免除・軽減することでIPOコストを低下させること、IPO銘柄のリサーチに関する制約を軽減すること、IPO銘柄に投資した場合の投資減税など投資家のインセンティブを拡大することなど、多くの具体的提言を提示している。

## 2 JOBS法の成立

こうした動きと並行して、アメリカではJOBS法 (Jumpstart Our Business Startups Act) が二〇一二年四月に成立した。この法律は、小規模成長企業の支援を目的にした

図2 起業の出口としてのIPOの減少



(出所) 注(1)  
 (原資料) トムソンロイター／全米ベンチャーキャピタル協会  
 (注) M&Aは非公開企業の売却のみ。

もので、一定の条件を満たした小規模成長企業が資金調達を行いやすくするために、証券市場の規制を緩和するものである。<sup>(2)</sup> 具体的には年間総収益が一〇億ドル未満の成長企業をEGC (Emerging Growth Company) と規定して様々な緩和措置を規定している。

まず、IPOに至るまでの規制緩和として、役員報酬規制の緩和、登録届出書の監査済み財務書類の必要年数を軽減（三年分から二年分に軽減）、監査法人による内部統制監査の適用除外、公開会社会計監査委員会による監査の適用除外、情報入手のためのリサーチレポート配布の解禁、公募時の機関投資家への事前調査解禁、SECによる登録届出書の事前検討などの優遇が得られる。さらに、私募の活用、クラウド・ファンディング、簡易登録による取引の募集総額の金額基準の拡大、証券取引所法上の強制登録義務の下限株主数の引き上げなどの措置がとられるというものである。JOBS法は、こうした優遇措置によって小規模会社の資金調達を援助し、雇用拡大につなげることが目的とされる。

このJOBS法の議会通過を受けて、SECは九〇日以内に、ディスマライゼーションがIPOと中小規模の企業に与えた影響について議会報告することが定められた。SECが必要と認めれば、一八〇日以内にEGCのティックサイズを一セント以上一〇セント未満の範囲で拡大し、すべての取引所および取引の場合（PTSなど）で使うよう定めることができる。

### 3 SECによる議会レポート

SECは、この規定をうけて、二〇〇一年ディスマライゼーションによってティックサイズが一セント化されたことの影響を議会に報告している。<sup>(3)</sup> SECのレポートによると、まず、①理論上は、ティックサイズはマーケ

ット・メーカーの利益と投資家利益が相反する問題であることを認めた上で、現実には二〇〇一年以降、②執行スピードが高速化したこと、③取引サイズが特に流動性の高い銘柄で小口化したこと、④マーケット・メーカーの利益の減少は見られていないこと、⑤指値の減少は見られず、サイズも変化していないこと、ただしキャンセルが増加していること、⑥注文回送には変化が見られないこと、⑦ボラティリティは短期では上昇したが、長期では変化がないこと、⑧スプレッド低下により、ブローカーの新株発行プロモーションのインセンティブは低下していること、を挙げている。

また、SECはティックサイズの国際比較も行っており、アメリカがとりたててティックが小さいわけではない。ただし、国によつては流動性に依じてティックサイズを変えているところもあり、アメリカが一律にティックサイズを一セントと定めている点は見直しの余地があるとしている。一方、ティックサイズが一セントであることだけがアメリカのIPOを減少させているわけではなく、資金調達の国際化によつて海外IPOが増加したことや、アメリカでのIPOのコストの問題（とくにSOX法などによるコスト増大）なども大きく影響していることを述べている。

SECの結論は、ティックサイズの見直しは行わないが、将来に向けて検討の余地があるというものであった。

#### 4 ラウンドテーブルの開催

また、SECはティックサイズに関するラウンドテーブルを二〇一三年二月に開催している。ラウンドテーブルでは、多くの参加者が意見を述べており、その模様はSECウェブサイトから、動画で見ることができる。

ラウンドテーブルの議論をすべて把握することはできていないが、アメリカのIPO縮小を深刻な事態と捉える意見が出され、IPO促進のためにティックサイズの縮小が必要であることが主張された模様である。

また、IPO縮小の原因として、SOX法施行等による株式公開コストの上昇が指摘されるが、参加者からは、SOX法が施行される二〇〇二年に先立つ一九九九年頃からIPOの減少が始まっており、ディシマライゼーションが実施された二〇〇一年に顕著に縮小したこと（図1参照）などが指摘されている。

確かに、この間、オーダーハンドリングルール（一九九七年）、レギュレーションATS（一九九八年）、ディシマライゼーション（二〇〇一年）、SOX法（二〇〇二年）、レギュレーションNMS（二〇〇五年から二〇〇七年まで段階的に施行）、ドッド・フランク法（二〇〇九年）と、大きな変化が続いて、全体として証券市場での資金調達に関する規制は強化される方向に向かっていると見るができる。また、ハイフリクエンシー・トレーディングの登場によって、コンピュータープログラムを利用した高速・高頻度の取引が拡大したことにより、大型の高流動性銘柄の取引のスプレッドが大きく縮小し、その結果、もともと流動性が低く取引コストのかかる小型株取引が行われにくくなってきている可能性が生じている。ティックサイズ拡大の要望は、売買スプレッドの縮小によってトレーディングからの収益が得られにくくなったマーケット・メーカーの声を代弁しているものと推測される。加えて、小型株が市場で取引されにくくなった結果、小型株のIPOを手がけていたブティック型の小規模投資銀行も、こうした状況に不満を持っているものと考えられる。

もっとも、規制やテクノロジーに対応した市場参加者の行動変化と、アメリカで小型株IPOが減少していることとの間に、どこまでの因果関係があるかは定かではない。昨年にJOBS法が制定されたことで、小規模新興企業の支援が始まったことを好機として、雇用拡大のために小規模成長企業の支援が必要であるためには小型

株IPO支援のためのティックサイズの拡大を、という声が大きくなってきているものと推測される。

## 5 取引所のパイロット・プログラム申請

一方、報道によると、複数の取引所が、小型で流動性の低い銘柄についてティックサイズを拡大するパイロット・プログラム（試験的プログラム）を準備しているとされる。パイロット・プログラムの対象銘柄は一〇〇銘柄と報じられている。報道では、二〇〇一年のデシマライゼーション以降、一セントのティックサイズでの取引が行われているが、マーケット・メーカーの利益が十分でないために流動性が損なわれているという専門家の声を紹介し、パイロット・プログラムには市場参加者から取引所への要請があったこと、SECも前向きに検討しているという感触を得ていることが触れられている。また、JOBS法で、SECにデシマライゼーションの影響を確認して一〇セントまでの範囲でティックサイズ拡大を検討することが定められたことにも触れている。

報道によれば、パイロットプログラムの実施期間は六ヶ月で、その間取引所は、ティックサイズ拡大の影響を毎月SECに報告するとしている。また、小規模公開企業は、自社株のティックサイズを五セントもしくは一〇セントまでで選択できるようにする法案も準備されているとしている。とはいえ、この報道に対して、NYSE、Nasdaq、BATSの三主要取引所およびSECはコメントしていない。

## おわりに

売買スプレッドは、投資家と市場ディーラー（マーケット・メーカー）との間の取り分の配分であり、ティッ

クサイズはスプレッドの下限を定めていることから、投資家の取引コストとマーケット・メーカーの収益に少ない影響を与える。とくに低流動性銘柄の取引においては、リスクをカバーし市場機能を維持するためにもある程度の売買スプレッドが生じることはやむを得ない。

これに対して、近年のハイフリクエンシー・トレーディングの拡大により、高速・高頻度の取引によって小さなスプレッドからでも大きな利益を得るトレーディングが広がっており、全体としてスプレッドの縮小につながっていることは広く指摘されている。こうした中で、低流動性銘柄をファンダメンタルに基づいて（低頻度で）取引することが困難になっている可能性は否定できない。すなわち、ハイフリクエンシー・トレーディングの普及などに見られるテクノロジーの進展で、高流動性銘柄の取引の優位性が進んで、低流動性銘柄の取引に困難が生じている可能性があり、こうした状況に、マーケット・メーカーやティック型投資銀行などが危機感を持っていることが、ティックサイズ拡大議論につながったと考えられる。また、同様のことが、セルサイドのアナリストのリサーチの範囲が高流動性銘柄に集まり、小規模会社のカバレッジが縮小しているといった指摘にもつながるだろう。

アメリカは、ベンチャー企業の開業率の高さが経済のエンジンになっており、そうしたベンチャー企業の資金調達が証券市場でのIPOを通じて活発に行われていることが特徴であるとされる。こうした経済構造の社会では、小規模成長企業のIPO支援が雇用の拡大につながるといふ議論は説得力がある。JOBS法が、小規模成長企業の証券市場における資金調達支援を通じて雇用拡大をめざすための政策であることも、そうした市場環境から理解可能である。

もともと、ティックサイズの拡大が直接的に小規模成長企業の支援を通じて雇用拡大にまでつながるかどうかが

には不確実な点もあり、JOBS法制定を好機として、市場関係者がティックサイズ縮小で失った利益の取り戻しに動いているという見方も可能である。

今回のティックサイズ拡大をめぐる議論が、ハイフリクエンシー・トレーディングの急拡大で、高流動性銘柄に偏って生じた優位性を是正しようとする動きなのか、雇用創出を名目に市場関係者がデシマライゼーションで失った取り分を取り戻そうとするものなのか、判断は難しい。ティックサイズの適正値を巡るアメリカでの議論が、投資家にとっての取引コストであると同時に市場機能をなうマーケット・メーカーの収益でもある売買スプレッドや、低流動性銘柄の位置づけに影響を及ぼすことは注目される。

#### 注

- (1) IPO Task Force "Rebuilding the IPO On-Ramp Putting Emerging Companies, Investors and the Job Market Back on the Road to Growth", October 20, 2011.
- (2) JOBS法に関する詳細は、中村聡『米国JOBS法による証券規制の変革』日本証券経済研究所、金融商品取引法研究会研究記録、第40号、二〇一三年一月、参照。
- (3) SEC "Report to Congress on Decimalization, As Required by Section 106 of the Jumpstart Our Business Startups Act", July 2012.
- (4) "Exchanges said to prepare pilot programs for changing tick sizes," Bloomberg, June 14, 2013. <http://www.bloomberg.com/news/2013-06-14/exchanges-said-to-prepare-pilot-programs-for-changing-tick-sizes.html>

(しめず ようこ・客員研究員)



# アベノミクスと機関投資家行動

志馬 祥紀

## 1 はじめに

昨年一二月の安倍政権発足後、金融・証券市場を取り巻く状況は大きく変化した。外国為替市場においては大幅な円安が発生、証券市場では株価が上昇する一方、長期金利は大幅な低下やボラティリティの拡大を経験した。同時にこれら状況をもたらした安倍政権の経済政策「アベノミクス」の有効性を巡り、活発に議論が展開されている。

本稿では、アベノミクス導入前後の変化に注目しつつ、証券市場における機関投資家の行動分析を行う。具体的には、リーマンショック以降の金融商品市場（国債、株式、上場不動産投資信託（REIT））における機関投資家の取引動向についてスケッチを行う。

## 2 アベノミクスと金融市場

### （1）アベノミクスとは

安倍政権は二〇一二年二月二六日に誕生し、アベノミクスと呼ばれる経済政策が発表、順次実施されて現在に至っている。このアベノミクス（通称、三本の矢）は、以下の内容から構成されている。

その一つ目が「第一の矢…大胆な金融政策」であり、企業や家計に定着したデフレマインドを払拭することを

目的としている。そのために、二％の物価安定の目標を二年程度の期間を念頭に置き可能な限り早期に実現することを目指している。

次いで「第二の矢…機動的な財政政策」とは、デフレ脱却をよりスムーズに実現するため、有効需要を創出しようとするものであり、持続的成長に貢献する分野に重点を置き、成長戦略へ橋渡しするために財政政策を活用するものである。

そして最後の「第三の矢…民間投資を喚起する成長戦略」とは、民間需要を持続的に生み出し、経済を力強い成長軌道に乗せるために、投資によって生産性を高め、雇用や報酬という果実を広く国民生活に浸透させることを目指している。

これら政策中、金融市場にインパクトをもたらしたものが一番目の金融政策である。

具体的には、まず二〇一三年一月二日に、政府と日本銀行が共同で声明を発表し、金融政策のレジーム・チェンジとして、日本銀行が二％の物価安定目標を導入し、できるだけ早期の実現を目指すことを明確にコミットした。

その後、四月四日に日本銀行の黒田新総裁は、声明を実現するための「量的・質的金融緩和」の導入を発表した。これは二％の物価安定目標実現のため、これまでとは次元の違う新たな金融緩和の枠組みを導入するものであり、「物価安定の目標は二％」とし、その「達成期間は「二年」を念頭にできるだけ早期」とする、マネタリーベースを二年間で「二倍」に増加させる、日銀の保有する国債保有額及びその平均残存期間を二年間で「二倍以上」に拡大する、といった項目が具体的政策として発表された。

## (2) 金融市場の動向

図表1は二〇一二年一月から二〇一三年六月までの「金利水準・外国為替レート」の推移、図表2は同じく「TOPIX（東証株価指数）・REIT指数」の推移を示している。なお、図中の二本の縦線は「安部政権発足時（二〇一二年二月）」及び「日本銀行の新政策発表時（二〇一三年四月）」を示している（以下の図表について同じ）。

### ① 為替市場

円の対ドルレートは、二〇一二年に入り年初から七六〃八四円の間で推移している。衆議院解散（十一月一日）前後から円安傾向を示し、安倍政権発足時（十二月二六日）の為替レートは、一ドル〃八五・六二円であった。その後為替レートは円安ドル高傾向となり、日銀新政策発表時の前日（四月三日）には九三・〇四円となった。翌、新政策発表日（四月四日）は九六・三三円となり五月二日には一〇三・一五円を付けた。しかし、その後激しく乱高下し、六月二八日には九九・〇三円となっている。

図表1 金利水準・外為レート



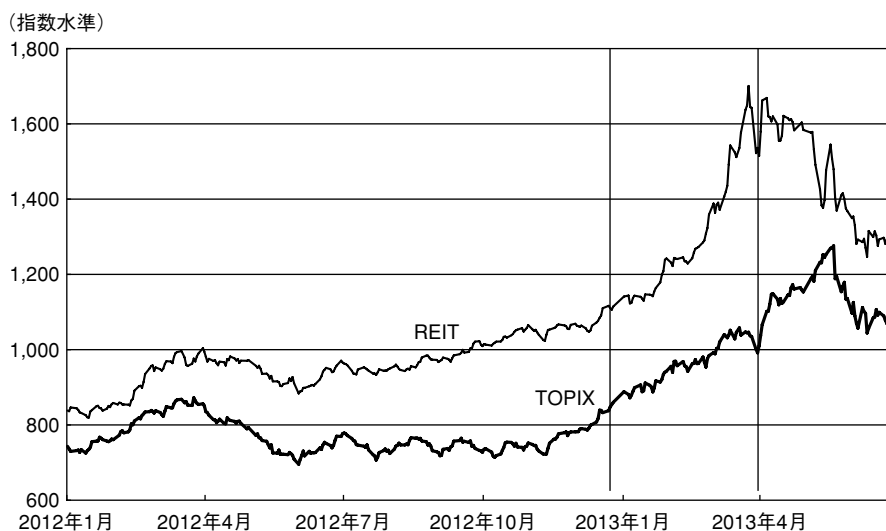
## ②金利（一〇年物国債金利）

金利（一〇年物国債金利）は、二〇一二年に入り年初から一%前後から〇・七%前後まで下落。安倍政権発足時には〇・七九%であったが、その後変動しながら下落を続け、日銀新政策発表時には〇・四四二%を記録した。その後、五月に入ると金利は急上昇し、大幅な変動を伴いながら、五月末には〇・九三%まで上昇。その後は変動しつつも〇・八%台後半で推移している。

## ③株式

東証株価指数（TOPIX）は二〇一二年当初より七〇〇～八〇〇ポイント前後で推移していたが、一月半ばより上昇を開始し、安倍政権発足時には、約八六〇ポイントをつけた。四月四日には一〇三七ポイントとなり、同四月一九日に一六二九ポイントを付けたのち下落傾向を示し、五月二二日に一二七六ポイントを付けた後に下落、その変動幅も拡大している。

図表2 TOPIX（東証株価指数）・REIT指数水準



#### ④不動産投資信託（REIT）

東京証券取引所の発表するREIT指数は二〇一二年当初より八〇〇～一〇〇〇ポイント前後で推移。一二月半ばより上昇をはじめ、安部政権発足時には、約一一五ポイントとなった。そして三月二七日に最高値の一七〇〇ポイントを付けた後に変動幅が拡大、四月四日には一五七九ポイントとなり、その後下落傾向が続いている。

### 3 スケッチの方法

#### （１）対象となる金融商品の性格（リスク・リターン）

以下の分析において、対象となる金融商品は、国債（中期・長期・超長期）、株式（東証一部市場銘柄）、上場不動産投資信託（REIT）である。

これら金融商品のリスクの大きさを決定する要因としては、「収益の安定性」や、「収益の確実性（債券の場合、満期までの）価格変動の大きさ、（満期時における）元本保証の有無」等が考えられる。これに基づいて対象商品（除く国債（短期））のリスクを示すと、おおよそ「国債（短期）△国債（中期）△国債（長期）△（超長期）△REIT△株式」となる。またリターンの程度に基づき分類した場合でも同様となる。

例えば、REITのリスク・リターンを国債や株式と比較した場合には、国債の利回りと比較しても約二～三％高い利回りを得ることができ、またそれら金融資産との相関性も低いことから、REITはミドルリスク・ミドルリターンの投資商品とされる（逆に言えば、株式投資のような激しい値動きはなく、大きなキャピタルゲインを狙う投資商品ではない）<sup>（１）</sup>。

## (2) 金融商品のデータ

(1) で述べた金融商品市場において、行動を分析する機関投資家は銀行（都銀、地銀、第二地銀）、生損保（生命保険、損害保険）、そして外国人投資家の各部門とする。ただし、REIT・株式市場における銀行部門について、都銀、地銀、第二地銀といった詳細な内訳分類はない。

### ① 国債

分析データは日本証券業協会の発表する国債投資家別売買高である。

当該データ中、都市銀行とはみずほ銀行、みずほコーポレート銀行、三菱東京UFJ銀行、三井住友銀行、りそな銀行、埼玉りそな銀行のほか、新生銀行、あおぞら銀行を含む。

地方銀行とは社団法人全国地方銀行協会に加盟する銀行、第二地銀とは社団法人第二地方銀行協会に加盟する銀行を指す。

生損保（生保・損保）とは、生命保険業又は外国生命保険業の免許を付与された生命保険会社及び損害保険業又は外国損害保険業の免許を付与された損害保険会社である。

外国人とは、外国政府、外国政府機関、外国銀行、外国その他の金融機関、国際金融機関、外国年金基金、外国法人、外国個人、現地法人等すべての非居住者である。

データは証券業協会からの当月中に取り扱った公社債の一般売買分（現先（条件付売買）を除き、国債の発行日前取引を含む）についての報告に基づき集計されている。

売買高は約定ベースにより集計されているが、引受高・売出高及び募集・売出しの取扱高（国債の新型窓口販

売方式を含む）は、集計対象外である。また、各月の売買状況については、対象投資部門における「総売却額」と「総購入額」の差額（ネットの売却（購入）額）として計算されている。

## ②株式

データは東京証券取引所の発表する「投資部門別売買状況」であり、対象銘柄は東証第一部銘柄である。なお、調査対象は「資本の額が三〇億円以上」の東証総合取引参加者であり、資本金の額がそれを下回る取引参加者の取り扱い分は含まれていない。

対象取引は売買立会による売買、ToSTINET取引、過誤訂正のための売買、立会外分売の合計である。

投資部門の定義として、銀行（都銀・地銀等）は銀行法により免許を受けた国内普通銀行を指し、生損保は保険業法に規定する生命保険会社及び損害保険会社である。

外国人部門には外為法（「外国為替及び外国貿易法」）第六条第一項第六号に規定する「非居住者」及び東証非取引参加者である外国証券会社の在日支店が含まれる。

各月の売買状況については、対象投資部門における「総売却額」と「総購入額」の差額（ネットの売却（購入）額）として計算されている。

## ③REIT

データは東京証券取引所「投資部門別売買状況（REIT）」（月次）であり、対象銘柄は全東証上場銘柄である。調査対象、対象取引、投資部門、売買状況については前項（②株式）に同じである。

## 4 機関投資家の行動スケッチ

### (1) 国債市場

#### ① 国債の残高及び保有者別状況

図表3は国債の保有者別残高状況を示している。

国債の発行残高中、償還までの残存期間が一年未満の短期債は約二二％、期間の長い長期債（中期・長期・超長期国債の合計）は七八％である。相対的に価格変動リスクが大きい長期債について、銀行や生損保等の金融機関の保有比率は約八二％と突出して高い。

また、外国人投資家については、短期債の保有比率が二八％であるのに対し、長期債は約四％と低く、相対的に低リスクな債券への投資比率が高い。

#### ② 国債全体の取引状況

図表4―1及び4―2は共に国債全銘柄（＝短期国債含む）を対象とする、機関投資家別の取引状況である。期間は二〇〇九年一月以降二〇一三年五月までである。ただし図表4―1には外国人投資家部門が含まれ、図表4―2には含まれていない。

図表4―1において外国人投資家は継続的に買い越しており、その量

図表3 国債保有者別残高状況

(単位：億円)

| 保有者別残高     | 合計        | うち長期      | 比率 (%) | うち短期      | 比率 (%) |
|------------|-----------|-----------|--------|-----------|--------|
| 金融機関       | 7,459,570 | 6,424,546 | 81.8   | 1,035,024 | 59.0   |
| 非金融法人企業    | 96,868    | 96,727    | 1.2    | 141       | 0.0    |
| 中央政府       | 230,689   | 2,657     | 0.0    | 228,032   | 13.0   |
| 地方公共団体     | 7,239     | 7,239     | 0.1    | 0         | 0.0    |
| 社会保障基金     | 692,116   | 692,114   | 8.8    | 2         | 0.0    |
| 家計         | 244,656   | 244,656   | 3.1    | 0         | 0.0    |
| 対家計民間非営利団体 | 33,113    | 33,113    | 0.4    | 0         | 0.0    |
| 海外         | 840,030   | 348,580   | 4.4    | 491,450   | 28.0   |
| 合計         | 9,604,281 | 7,849,632 | 100.0  | 1,754,649 | 100.0  |

\* 短期：国庫短期証券 長期：国際・財融債

\* 2012年末現在（出所：日銀資金循環統計（2012年第4四半期速報））

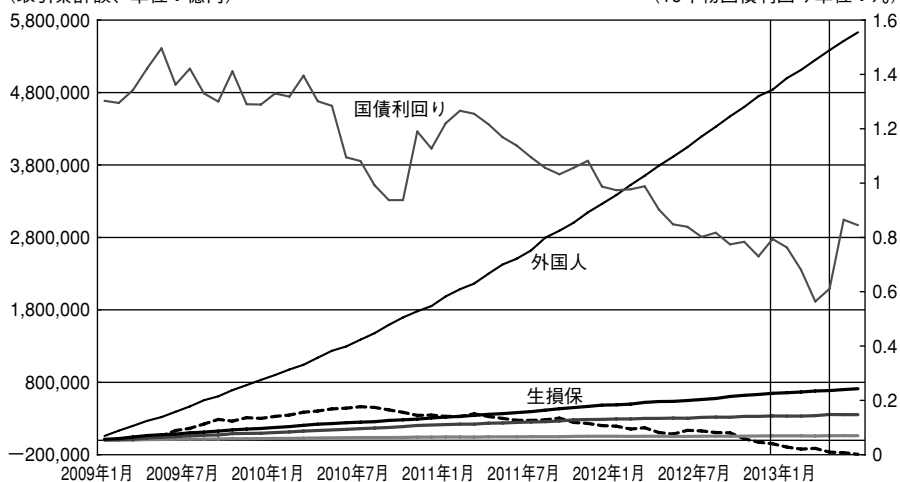
\* 上記データには財政融資資金が含まれる



図表 4－1 国債全銘柄を対象とする機関投資家別取引状（含外国人）

（取引累計額、単位：億円）

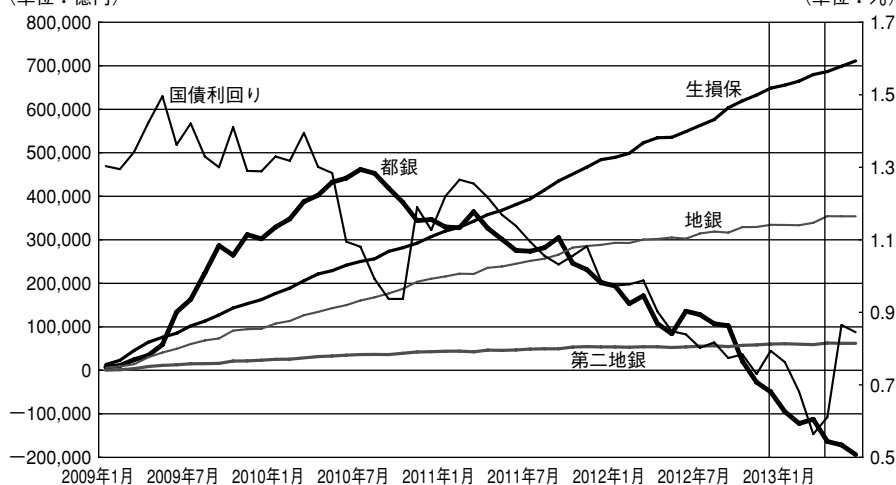
（10年物国債利回り単位：％）



図表 4－2 国債全銘柄を対象とする機関投資家別取引状況（除外国人）

（単位：億円）

（単位：％）



は他部門を大きく凌駕している。図表4―2においては、外国人投資家以外の機関投資家（都銀、地銀、第二地銀、生損保）の行動が詳しく示されている。都銀は、二〇一〇年七月までは買い越し、その後は売り越し状態が続き、現在に至る（いわゆるアベノミクス以降、保有残高が大幅に変動している点が注目される）。生損保、地銀、第二地銀については、継続して買い越し状態が続く。

なお、これら取引データ中、満期償還分は売却データとして認識されていない。従って、各部門の取引残高と実際の保有残高は必ずしも一致しない。これらデータはあくまで市場における各部門の取引行動のみを示している。

図表5―1及び5―2はそれぞれ、都市銀行及び地銀・第二地銀の国債保有残高推移を示している（日銀統計情報より作成）。

都銀の国債保有残高（含短期国債）は二〇一二年三月をピークに、減少傾向が続いている。二〇一二年二月の安倍新政権成立後、その保有残高は一旦増加するものの、二〇一三年三月以降再び減少している。一方、地銀及び第二地銀は共に、変動を伴いつつも国債の保有残高は拡大し続けており、都銀と対照的である。

### ③償還期限の異なる国債市場における機関投資家行動

本節では、異なる償還期間の国債取引市場における各機関投資家部門の取引行動について説明する。

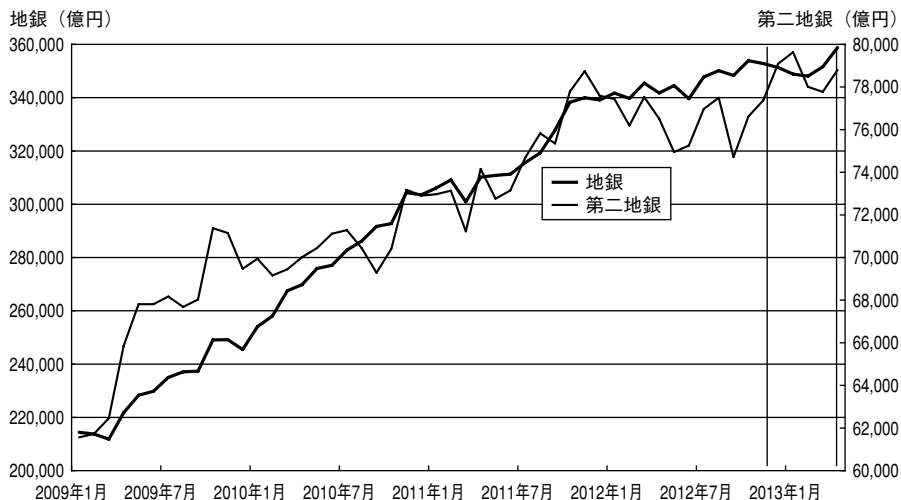
これらデータは、リーマンショック後の二〇〇九年一月から二〇一三年六月までの期間について、各機関投資家部門が行った取引中、各月の総購入取引と総売却取引の差額、すなわちネットの売り越し（あるいは買い越し）額を累計している。

図表 5－1 都市銀行 国債保有残高推移

(単位：億円)

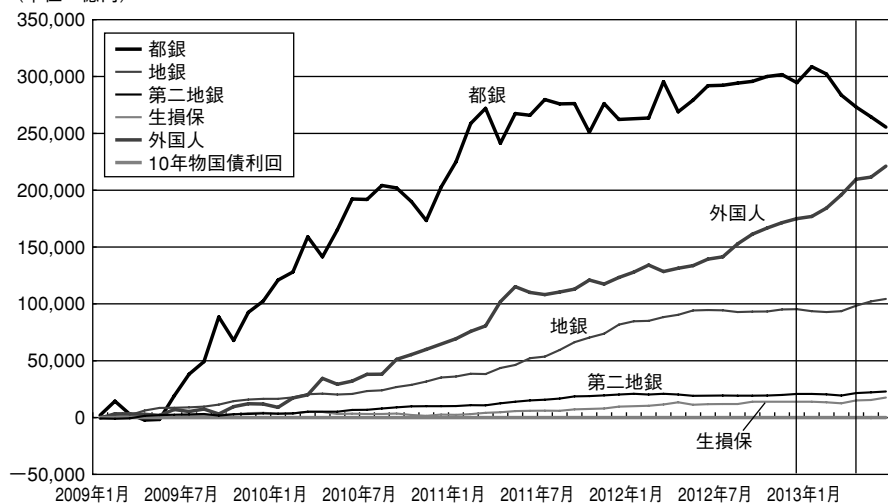


図表 5－2 地銀・第二地銀 国債保有残高推移



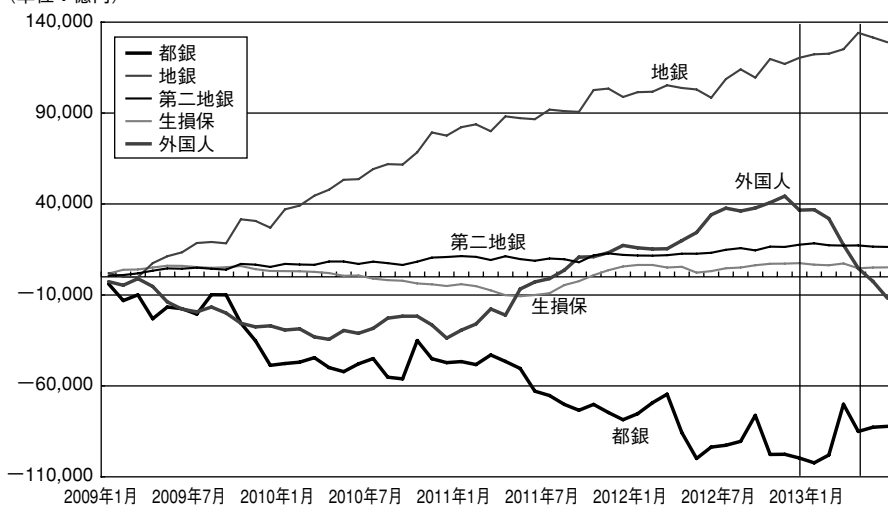
図表6 中期利付国債における取引行動

(単位：億円)



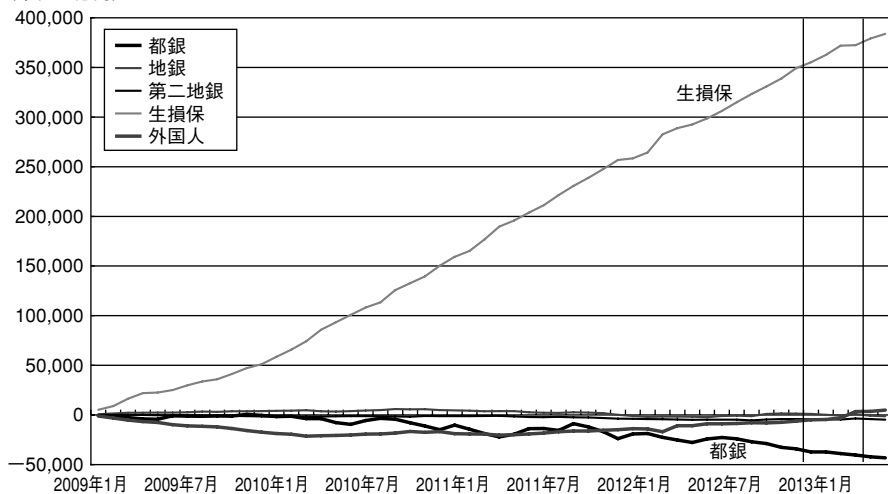
図表7 長期利付国債における取引行動

(単位：億円)



図表8 超長期国債における取引行動

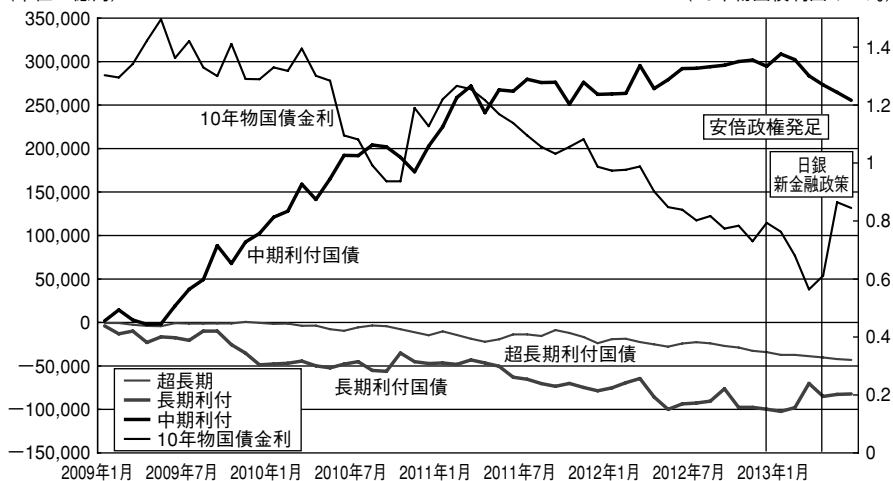
(単位：億円)



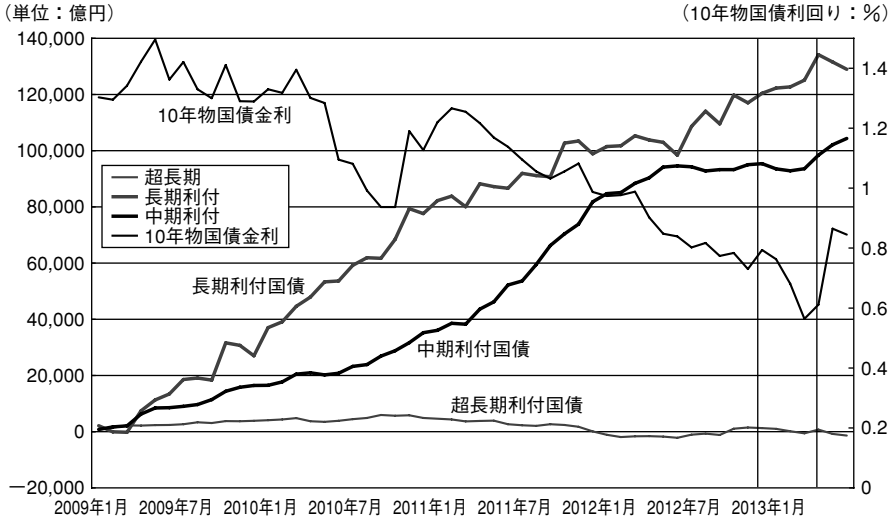
図表9 都銀の取引行動

(単位：億円)

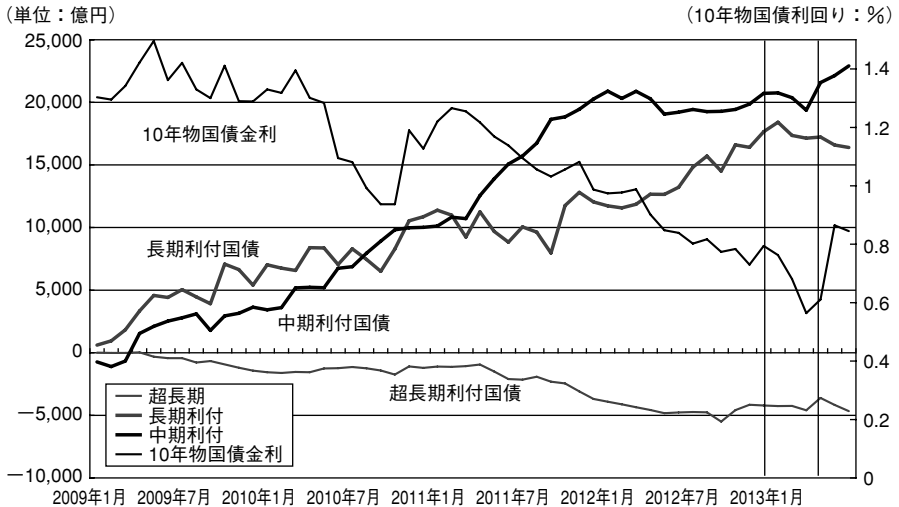
(10年物国債利回り：%)



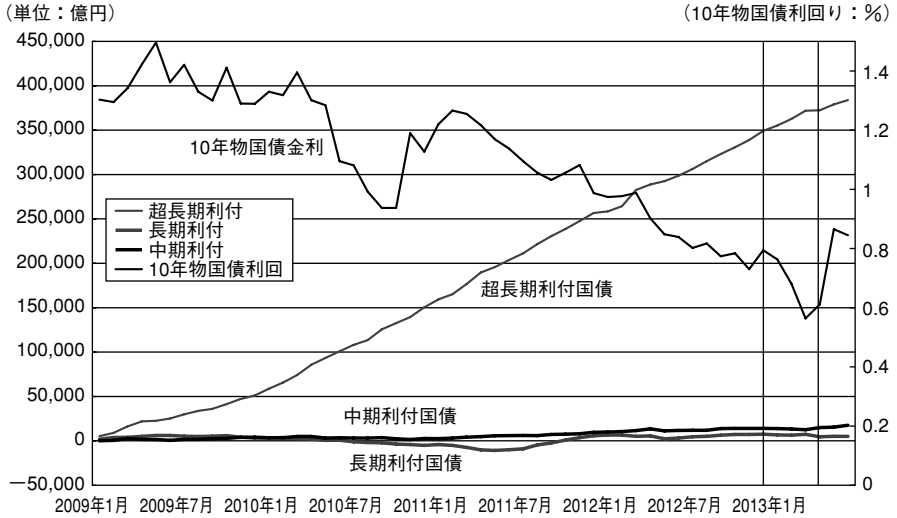
図表10 地銀の取引行動



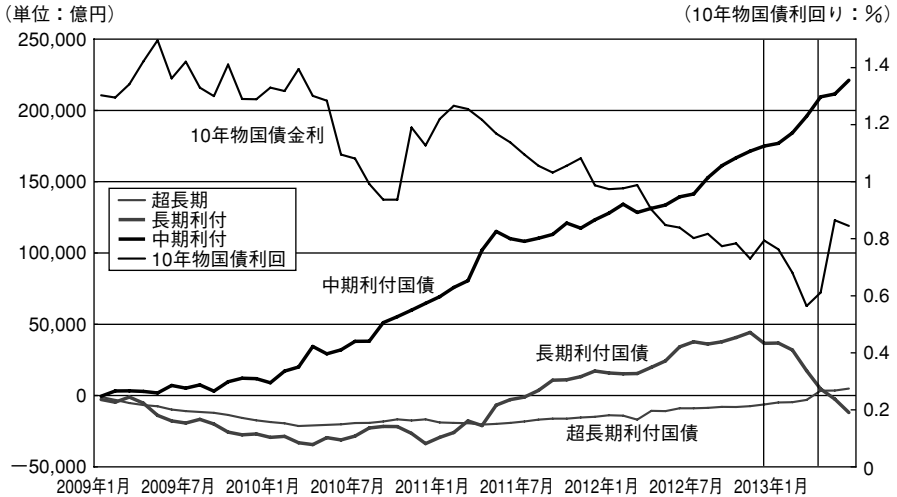
図表11 第二地銀の取引行動



図表12 生損保の取引行動



図表13 外国人の取引行動



従って、対象商品の取引について、二〇〇九年一月をスタート（値はゼロ）として、常に買い越しが続いている部門は、正の方向に取引金額が累積し、逆に売り越しが続いている部門については、（それまでの保有残高を売却していると判断されることから）負の方向に取引金額が累積している場合もありえる。

当該状態を、対象商品別に示したものが、図表6～図表8であり、当該取引状況を期間投資家毎に再構成したものが図表9～図表13である。

図表6～図表8はそれぞれ、「中期利付国債」「長期利付国債」「超長期国債」における機関投資家行動を示している。また図表9～図表13はそれぞれ「都銀」「地銀」「第二地銀」「生損保」「外国人」の取引行動を示している。こうした取引行動を投資部門別に説明・描写したものが以下である。なお、各投資家の行動を説明する際には、アベノミクス導入以前（二〇一二年二月以前）と、アベノミクス導入以後（二〇一二年二月以降）の違いを意識し、更に日銀の新政策発表後（二〇一三年四月以降）についても注目する。

#### 〈都市銀行〉

都市銀行は、中期・長期・超長期の国債取引について、アベノミクス（二〇一二年二月）以前の各々の取引状況は異なっている。中期国債については一貫して買い越しであったが、二〇一二年以降横ばいとなり、アベノミクス後は大幅な売り越しとなっている。長期国債については、アベノミクス以前は一貫して売り越しであったが、アベノミクス後は買い越しから横ばいに変化している。そして超長期国債についても、（長期国債と同様に）アベノミクス前は売り越ししており、その傾向はアベノミクス後も変化していない。このように都銀の行動は中期国債と長期国債で対照的になっている。なお、中期・長期・超長期国債全体のポジションを合計すると大幅な売り越しとなっている。



## 〈地銀〉

地方銀行は、中期国債についてアベノミクス以前は一貫して買い越しており、アベノミクス以後も買いを継続している。長期国債についてはアベノミクス以前は買い越し、アベノミクス以後も買い越しを継続しているが、四月以降売り越している。超長期国債については二〇一一年末まで買い越し、その後売り越しており、アベノミクス以後も売り越しが続いている。なお、中期・長期・超長期国債全体のポジションを合計すると、アベノミクス以後、買い越しとなっている。

## 〈第二地銀〉

第二地銀は、中期国債についてアベノミクス前後を通じて、（変動を伴いつつ）買い越しが継続している。長期国債については、アベノミクス以前には買い越しであったが、アベノミクス以後は売り越している。超長期国債については、アベノミクス以前には一貫して買い越していたものが、二〇一二年九月以降売り越しに転じ、アベノミクス以後も（変動しつつ）売り越しが続いている。なお、中期・長期・超長期国債全体のポジションを合計すると、アベノミクス以後、買い越しとなっている。

## 〈生損保〉

生損保は、中期国債についてアベノミクス以前は一貫して買い越し、アベノミクス以後も（変動しつつ）買い越している。長期国債については、二〇一一年七月頃まで売り越していたものが買い越しに転じ、アベノミクス以後も（振れを伴いつつ）買い越している（ただし微増）。超長期国債については、アベノミクス前後を問わず、一貫して大量に買い越している。なお、中期・長期・超長期国債全体のポジションを合計すると、アベノミクス前後を問わず継続して大幅な買い越しとなっている。

## 〈外国人〉

外国人部門は中期国債について、アベノミクス前後を問わず、一貫して買い越している。長期国債については、二〇一一年までは売り越し、その後買い越しを継続していたが、アベノミクス以後は大幅な売り越しに転じている。超長期国債については二〇一〇年末までは売り越しており、その後買い越しに転じている。アベノミクス以後も買い越しを継続しており、四月以降も買い越している。なお、中期・長期・超長期国債全体のポジションを合計すると、アベノミクス以後は横ばいとなっている。

## ④株式市場

本節では、株式市場における各機関投資家部門の取引行動について説明する。

これらデータは、前述の国債市場と同じく、リーマンショック後の二〇〇九年一月から二〇一三年六月までの期間について、各機関投資家部門が行った取引中、各月の総購入取引と総売却取引の差額、すなわちネットの売り越し（あるいは買い越し）額を累計している。

従って、対象商品の取引について、二〇〇九年一月をスタート（値はゼロ）として、常に買い越しが続いている部門は、正の方向に取引金額が累積し、逆に売り越しが続いている部門については、（それまでの保有残高を売却していると判断されることから）負の方向に取引金額が累積している場合もありえる。

当該状態を示したものが上記の図表14である。

銀行部門（都銀・地銀・第二地銀合計）は、アベノミクス前後を問わず、対象期間中は一貫して売り越しが続いている。

生損保についても、銀行と同様に、アベノミクス前後を問わず、対象期間中は一貫して売り越しが続いている。

外国人部門については、リーマンショック後の（二〇〇九年七月に大幅に売り越しが発生したが、その後は一貫して買い越しが続き、アベノミクス以降、買い越し幅が大きく拡大している。

## ⑤ REIT市場

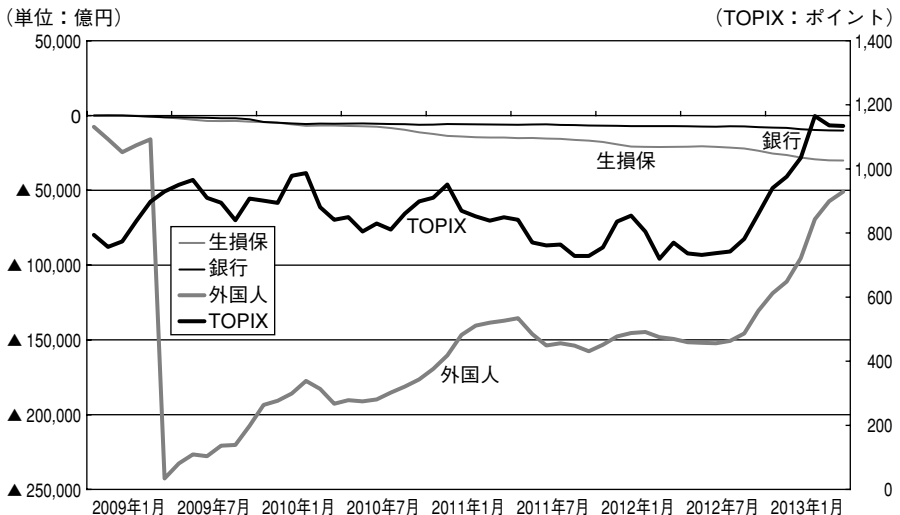
本節ではREIT（上場不動産投資信託）市場における各機関投資家部門の取引行動について説明する。

これらデータの対象期間や処理方法は前述の国債市場、株式市場と同様である。REIT市場における各部門の投資行動を示したものが上記の図表15である。

銀行部門（都銀・地銀・第二地銀合計）は、アベノミクス前後を問わず、対象期間中は一貫して買い越しが続いている。<sup>(2)</sup>

生損保については、アベノミクス以前・以後を通じて売り越し・買い越し双方の行動がみられており、REIT指数の水準と関係がある（投資スタイルは逆張り？）ことが推測される。

図表14 株式市場における取引行動



外国人部門については、アベノミクス以前・以後を通じて売り越し・買い越し双方の行動がみられており、REIT指数の水準と関係があることが推測される。ただし同部門については、生損保と対照的な行動（投資スタイルとしては順張り？）である。

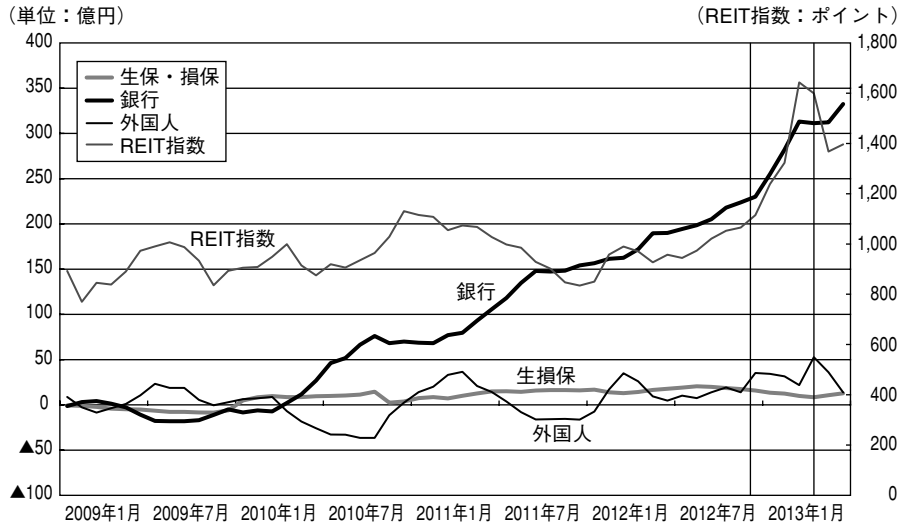
## 5 終わりに

本稿では、アベノミクス導入以前・以後の動向に注目しつつ、銀行・生損保・外国人といった各機関投資家の、国債・REIT・株式市場における取引状況について分析を行った。その結果、（各投資家の運用資金の性格が異なることから単純な比較は難しいが）明らかに変わった特徴を以下記載する。

まず、都市銀行部門は、二〇一二年一二月のアベノミクス導入以後、国債の保有高を大幅に売り越している。併せて償還期限の異なる中期・長期・超長期の各国債について、中期国債を売り越し、超長期国債を買い越すなど、保有国債のポジション調整を進めている。

また、同じ「銀行」部門といえども、都銀と地銀・第二地

図表15 REIT市場における取引行動



銀では、国債に対する投資姿勢が大きく異なる。地銀・第二地銀は積極的に国債を買い越す一方で、中期国債について、地銀は二〇一三年四月以降売り越しに転じているが、第二地銀は買い越しを継続するなど対照的な行動もみられる。

そして銀行部門が複雑な動きを示しているのと対照的に、生損保部門は超長期国債を積極的に買い続けている点も興味深い。

さらに国債に比して相対的にリスクの高いＲＥＩＴや株式市場において、各部門の取引姿勢は大きく異なる。銀行・生損保が株式の売り越しを継続する一方で、銀行部門はＲＥＩＴについて一貫して買い越しを続けている。

最後に、外国人投資家は国債への投資が横ばいとなる一方で、積極的に株式への買い越しを継続しており、投資リスクを取る姿勢が鮮明である。

ただし、これら各機関投資家部門について併せて言えることは、アベノミクスの導入以降、同一部門による、売り越し・買い越しが数か月間交錯している市場もあり、政策への評価定まっていないことも推測される。については今後も金融商品市場における各機関投資家部門の動向を注視する必要がある。

#### 注

(1) しかしながら、外国人投資家のＲＥＩＴにおけるシェアが拡大した結果、値動きも株式投資並みに動くようになることも多い。これは本来取引流動性の高くなかった市場に大量の買付、売却が発生した結果として価格変動率が上昇したとの指摘がある。

図表16 J-REIT時価総額上位10社（2013年 6 月25日時点）における銀行大口保有状況

| 位  | 投資法人名             | 取得額(億円) | 主な銀行保有者(上位10位)                                    | 同比率                     |
|----|-------------------|---------|---------------------------------------------------|-------------------------|
| 1  | 日本ビルファンド投資法人      | 10,665  | (株)中国銀行 [ 8 位]<br>(株)池田泉州銀行 [10位]                 | 1.31%<br>1.21%          |
| 2  | ジャパンリアルエステイト投資法人  | 7,818   | (株)中国銀行 [ 9 位]                                    | 1.48%                   |
| 3  | 日本リテールファンド投資法人    | 7,201   | —                                                 | —                       |
| 4  | ユナイテッド・アーバン投資法人   | 4,712   | (株)北洋銀行 [ 7 位]<br>(株)中国銀行 [ 8 位]<br>(株)常陽銀行 (10位) | 1.32%<br>1.14%<br>1.07% |
| 5  | 日本プライムリアルティ投資法人   | 3,986   | —                                                 | —                       |
| 6  | アドバンス・レジデンス投資法人   | 3,946   | (株)池田泉州銀行 [ 9 位]                                  | 1.14%                   |
| 7  | オリックス不動産投資法人      | 3,831   | —                                                 | —                       |
| 8  | 野村不動産オフィスファンド投資法人 | 3,721   | (株)池田泉州銀行 [ 8 位]                                  | 2.04%                   |
| 9  | 大和証券オフィス投資法人      | 3,321   | —                                                 | —                       |
| 10 | 森トラスト総合リート投資法人    | 3,273   | (株)北洋銀行 [ 8 位]                                    | 1.58%                   |

\* データは各REITの有価証券報告書〔直近〕より抽出。

\* 信託銀行保有分を除く。

(2)

銀行部門によるREIT投資状況を把握するために、二〇一三年六月二十五日時点で時価総額の大きなREIT一〇銘柄について分析を行った。図表16は直近の有価証券報告書に基づき、大口保有者中に銀行の占める状況を示している。同結果からは、(多くの銀行が幅広くREITに投資しているのではなく)、一部の地銀が活発に投資を行っている状況が窺える。

参考文献

・菊池真「金利上昇が止まらない―日銀がはまり込んだ隘路」、『エコノミスト』二〇一三年六月一日、二三頁

(しま よしのり・客員研究員)

# 投資家保有構造から考える日本国債の安定性

西尾圭一郎

## 1 はじめに

現在、わが国では黒田日銀総裁のいわゆる「異次元緩和」によって、日本銀行による大量の国債購入が行われている。その影響から長期金利のボラティリティが上昇し、国債市場の動向が注視されている。この現象は目先の国債取引に関する問題である。しかし、長期的に考えると日本国債のより多くの消化が可能になることから、政府債務の累積による国債への信認問題が生じる可能性は高い。

このような国家の債務問題は、わが国だけに限った問題ではない。ギリシャの財政問題に端を発する欧州債務危機にみられるように、欧州各国でも国家の債務問題は焦眉の急である。また世界最大の政府債務残高を有するアメリカでも同様である。

意外なことに、国債残高の累積度合いで見ると、この一〇年間に關しては対GDP比でみた国債残高の上昇が生じているのは途上国ではなく先進国なのである。図1は先進国、途上国、アメリカ、日本の国債残高の対GDP比を示したグラフである。二〇〇三年時点では、先進国の国債残高はGDP比で七五・五%であったものが二〇一二年には一〇九・三%へと上昇している。対して二〇〇三年時点の途上国の国債残高はGDP比で四九・六%であったが、二〇一二年には三四・七%へと減少しており、その変化は対照的である。かつては途上国で問題となるが多かった累積債務問題は先進国のものとなっているのである。その中において日本の状況は際立

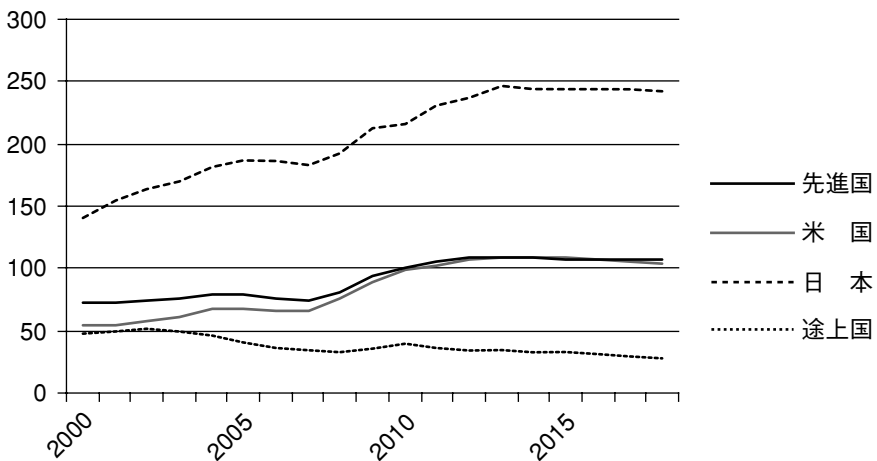
っており、二〇〇三年時点でもGDP比一六九・六％と群を抜いていたが、二〇一二年には二三七・九％と更なる上昇をみせており、世界でも類をみない規模となっている。

しかし、世界全体でみても群を抜いて大きな累積債務にもかかわらず、日本では南欧諸国のような債務危機は生じていない。二〇〇九年には日本の公債発行額は一般会計収収を上回っており、<sup>(1)</sup>それに加えて近年の「異次元緩和」が更なる不安材料として議論を呼んでいる状況である。それにもかかわらず日本では国債市場を通じた金融危機は生じておらず、長期国債の金利も一％前後でとどまっている。

日本国債の安定性については国内だけでなく海外でも高い関心をもたれている。従来からの海外の見解は、とりわけIMF関係者などから国際会議の場などにおいてなされているように、日本の債務残高と財政構造の危険性に関して言及されることが多かった。ところが、欧州で危機が生じる一方で日本では危機が生じないという状況において、海外でも従来とは異なる意見もみられるようになってきた。

そこで本稿では、まだ少数ではあるものの海外で生じてきた、

図1 国債残高の対GDP比(%)



(出所) IMF, WEO Databaseより作成。



日本国債のリスクについて危険視一辺倒ではない見解を紹介しつつ、日本の国債問題について整理・検討を試みる。

## 2 日本の財政問題に関するこれまでの議論

ここでは現在の日本国債の累積に関する内外の見解を整理し、日本国債に関する一般の認識を確認しよう。

二〇一三年四月四日、日銀の黒田総裁によって日本経済の復活を支えるための異次元の金融緩和が発表された。その異次元緩和は日銀による国債購入額的大幅な増加によって実現されるため、成長戦略の三本の矢の一つとして位置付けられると同時に、日本国債の大量消化を可能とする措置でもあった。そのため賛否は分かれることになるが、海外の格付機関の反応は冷静であった。

S & Pは日本国債を格下げする可能性を三分の一以上とし、その理由として経済成長の回復とデフレの終息が成功するかどうか不確実であることをあげている。また、ムーディーズは日銀の緩和策について、「この規模の金融緩和はまだ試されておらず、意図されたポジティブなマクロ経済効果を上げるための日銀の政策の有効性およびスケジュールがともに不透明」<sup>(3)</sup>であるとし、構造改革が実施されるまでの時間稼ぎだと指摘している。

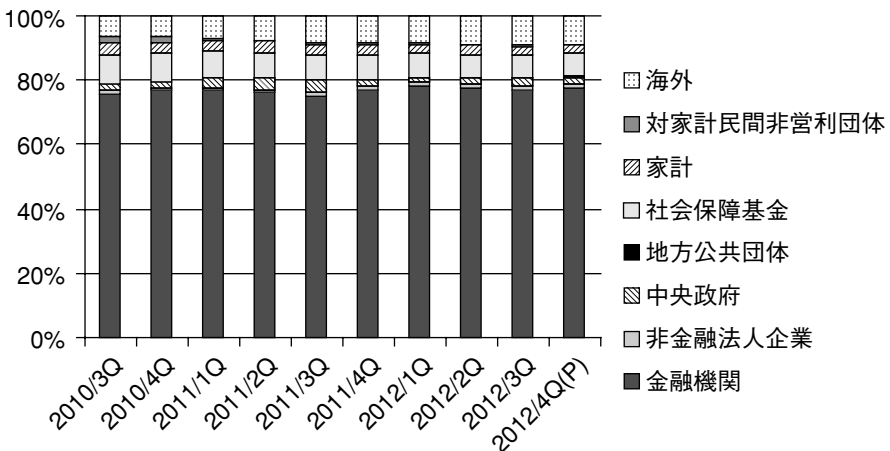
また二〇一三年四月のIMFのFiscal Monitor<sup>(4)</sup>は、世界最大の債務国であるアメリカと並んで日本もまたその債務残高の大きさが問題視され、両国ともに「中期的に債務比率を引き下げる明快で信頼に足るプランが不足している」<sup>(4)</sup>と指摘されている。

このように海外の見解は全体的に日本の債務残高の大きさについての警鐘が中心となつている。しかしそこでは、現状で日本国債の市場で危機が生じていない点についてはほとんど言及されておらず、その市場構造や危

機が生じていない要因などの分析はあまり行われているとはいえない。以前より海外からの指摘はそのようなスタンスで発せられており、二〇〇二年にムーディーーズによる国債格付引き下げが行われた際に、財務省が「単純に政府債務のGDP比率等を引き合いいにして特定の格付水準の結論を出し」、「巨額の国内貯蓄の存在という強みを過小評価<sup>(5)</sup>」しているといった反論を行っていたところから大筋変わっていないということができるだろう。実際に、わが国の国債保有者について整理した図2をみると、海外保有の比率は一〇％程度にとどまっており世界的にみても極めて低い。

これに対して井堀（二〇一二）では、現在の国債市場について、日銀の低金利政策が長期間継続していること、家計部門の資産や企業の内部留保を背景として国内金融機関を中心とする国内保有割合が高い水準で安定していたこと、そして長期にわたる経常収支黒字の維持といった点が国債市場の低利での安定を支えてきたとしている<sup>(6)</sup>。しかし、近年の財政状況を鑑みると、今後はわが国の国債市場を安定・持続的なものとするためには、財政赤字を削減し、新規国債発行額を抑制することや財政再建に向けたビジョンの提示、そして海外投資家なども念頭に置いた国債保有者層の

図2 わが国の国債保有構造



（出所）日本銀行ウェブサイト「資金循環統計」より作成。

多様化を考える必要があると指摘している。<sup>(7)</sup>

また中島（二〇一二）では、わが国の国債相場が安定的である理由については上述したような通説を整理したうえで、それらのみでは現在の国債市場の安定を説明するには不十分であり、最終的にはわが国の担税力がその信認をカバーしていると分析している。そのためこれからの国債市場の安定性のためには、財政再建の明確な青写真が必要となると指摘される。

このように、わが国では長期的な財政再建の必要性について論じられつつも、その構造的要因等から国債市場の安定性については一定の理解がなされている。実際に、長期にわたって日本国債の破たんの可能性が指摘されているにもかかわらず、未だ国債市場が安定的であるということもまた現実である。しかし海外の、とりわけIMF等の国際機関からはこれまでそういった視点はあまりみられず、債務残高が累積した状況での国債市場の危険性を指摘する声がほとんどであった。

### 3 国債の投資家保有構造によるリスク分析

このように、主に海外を中心に債務残高の大きさから日本国債のリスクは指摘されがちであるが、近年、実際に国債市場が危機的状況に陥ったのは債務残高の大きい日本およびアメリカではなく南欧諸国の国債市場であった。そのことを受け、単なる債務残高の大きさとは異なる視点から国債市場のリスク分析を行うべきだという見解が海外でもみられるようになった。

IMFのワーキングペーパーとして発表されたArslanalp and Tsuda (2012)では、近年の欧州債務危機をきっかけに、ここ一〇年で国債の海外投資家保有比率が全世界的に上昇していることに注目し、投資家の保有構造に注

目した国債市場のリスク把握が重要であると述べられている。そこでは突然の資金流出やリファイナンスのリスクという視点から、先進国の国債保有構造と海外依存について分析を行う必要があると指摘されている。

その指摘は、日本国債について海外から常になされてきた、債務残高の大きさに重きを置いた危険性の言及とはニュアンスが異なっており、海外による国債市場のリスクと安全性の分析に関して新たな視点を提供する可能性がある。そこで以下では彼らの議論を整理し、国債市場の抱えるリスクについて再検討する。

Arslanalp and Tsuda (2012)は海外投資家の参入（＝比率上昇）の影響の一つとしてリファイナンスのリスク上昇を指摘する。海外投資家は国内投資家と比較すると、ソブリン危機時にロールオーバーを行わないという決定を下しやすい。そのため海外投資家比率の増加は国債市場においても突然の資金流出を生じさせる可能性が高まる。

実際、南欧の債務危機が発生した二〇〇八年以降には、海外投資家はポルトフォリオに占める南欧系国債の比率を下げ、伝統的準備通貨国の国債（英、米、スイス、日本）の比率を上昇させており、国債市場からの突然の資金流出を生じさせることで南欧諸国の国債金利を急騰させる一因となった。

また海外投資家の増加は、突然の資金流出が生じた際に国内の金融システムへも大きな影響を及ぼすことになる点も指摘されている。南欧諸国の債務危機時に生じた海外投資家による国債の売却に対し、売却された国債を購入したのは国内（当該国）の銀行であった。特に危機の生じた南欧諸国ではその傾向が強くみられた。その要因は不明であるとしているが、国内の銀行は国債を通じた資金流出のバッファーとして機能していた。

しかし、国内銀行のこの行動は一時的な国債売却による市場の混乱の吸収という機能を発揮しているが、同時に国内金融システムに新たな不安要素を作り出すことにもなる。国内銀行は海外投資家が当該国の国債を売却す

る際に、その買い手となる。その行動は国債市場を支える力となるが、銀行のバランスシートに占める国債比率を上昇させる。海外投資家による国債売却の動きが一時的、あるいは局所的であればよいが、国債市場を通じた海外資金の流出が続くようであれば、更なる国債価格の下落圧力となる。それは資産に占める国債比率を上昇させた国内銀行のバランスシートを悪化させることになる。国債の信認低下が今度は銀行の信認低下へとつながるのである。

バランスシートの棄損によって銀行の信認が低下し、金融システムに不安が生じた場合、政府は銀行を援助することで金融システムの安定性を維持しなければならない。しかし政府による銀行支援は財政支出となるため、国家財政に悪影響を与えることになる。そしてそのことが更なる国債価格の下落圧力となる。

このように国内銀行が自国債を過度に保有する場合、国債市場が不安定になった場合に急激に金融システムの安定性を損ねることになる。国内銀行は海外投資家による国債の売却に対するバッファーとなりうるが、それは政府―銀行の関係を相互依存的に緊密化してしまい、最終的には金融システムの安定性に対するリスクともなりうる。

このような問題は、国債のリスクを考える際に、従来のように累積債務によるデフォルトのリスクを中心とする考え方ではなく、突然の資金流出に直面することによって生じるリスクを考える必要性が高まっていることを示す。そこで彼らは突然の資金流出によって生じる国債市場の不安定性に関するリスクを評価する必要があるとし、そのリスクを測るための新しい指標の検討を提案している。

彼らの提案する指標の一つはFSSS (Sovereign Funding Shock Scenarios) といひ、国債市場で資金流出が生じた際、それぞれの国がどの程度国債市場の安定性を維持することが出来るかという可能性を示す指標である。

言い換えれば、FSSはその国が資本流出に対して強い、弱いを示す。これは上述のように、海外投資家による国債売却が生じた場合に国内の銀行がどの程度バッファーとして機能しうるか、その余力をみることで国債市場で資金流出が生じた際の安全性を測る指標であるが、ここでは南欧を中心として多くのユーロ圏諸国が高リスクの状態にあると指摘されている。

また、IRI (Investor base Risk Index) という指標も提案されている。これは投資家の行動によって突然資金流出が生じる可能性の高さを示す。この指標は国債市場における投資家を、海外銀行、海外非銀行、海外中央銀行、国内銀行、国内非銀行、国内中央銀行の六つに分類し、国債価格が下落する際のそれら投資家の市場での行動(資金流出の危険性)をスコア化した数値とかけあわせることで、国債価格下落時の危険度を求めたものである。<sup>(8)</sup> 各国のIRIは表1のようになっているが、この表によるとユーロ圏は危機以前から既に高いリスクが存在しており、危機の発生自体は予見し得たことがわかる。

#### 4 国債市場のリスク評価と今後の日本国債を巡るシナリオ

Arslanalp and Tsuda (2012)では、新しい国債市場のリスク指標を用いることで南欧諸国の危機が予測できたかどうかということに力点が置かれている。彼らの作成した指標に基づくと南欧諸国は極めてリスクが高い状況にあったことが指摘される。では、日本についてはどのような評価となるのであろうか。

FSSをみると日本の国債市場は突然の資金の逆流にはあまり強くない可能性が指摘される。仮に海外投資家が保有する日本国債の三〇%を売却する規模の資金流出が生じた場合に、日本の金融システムを安定させるために国内銀行が追加で購入を求められる国債は銀行の資産残高の三%程度である。これはフランスと同程度の水準

であり、分析対象となっている先進国二一カ国中一〇位であった。この点から考えると危険性は低いといえる。

ただし日本の銀行部門の資産に占める国債比率は二五％弱であり、先進国中最大の数値となっているため、銀行部門の吸収余力には疑問符が付けられる。その点を考慮すると、日本は突然に、大量の資本流出が生じるという状況では国債市場の機能不全が起こりうるといえるだろう。この予想は海外から指摘され続けてきた累積債務問題より生じる国債市場のリスクという話を裏付けけるものとなる。

表 1 先進諸国のIRI指数

|          | 2008<br>Q1 | 2008<br>Q2 | 2008<br>Q3 | 2008<br>Q4 | 2009<br>Q1 | 2009<br>Q2 | 2009<br>Q3 | 2009<br>Q4 | 2010<br>Q1 | 2010<br>Q2 | 2010<br>Q3 | 2010<br>Q4 | 2011<br>Q1 | 2011<br>Q2 | 2011<br>Q3 | 2011<br>Q4 |
|----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| ユーロ圏     |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| オーストリア   | 67         | 67         | 65         | 64         | 64         | 64         | 64         | 65         | 63         | 62         | 61         | 61         | 60         | 60         | 60         | 58         |
| ベルギー     | 55         | 54         | 54         | 57         | 57         | 56         | 56         | 54         | 55         | 53         | 54         | 53         | 53         | 52         | 52         | 49         |
| フィンランド   | 53         | 56         | 56         | 60         | 64         | 59         | 63         | 64         | 63         | 62         | 62         | 60         | 60         | 61         | 62         | 63         |
| フランス     | 47         | 47         | 48         | 49         | 49         | 48         | 47         | 46         | 46         | 46         | 44         | 42         | 41         | 42         | 41         | 39         |
| ドイツ      | 32         | 31         | 32         | 33         | 36         | 36         | 37         | 36         | 35         | 34         | 36         | 37         | 36         | 38         | 40         | 40         |
| ギリシャ     | 71         | 70         | 72         | 70         | 69         | 71         | 74         | 75         | 73         |            |            |            |            |            |            |            |
| アイルランド   | 23         | 29         | 34         | 38         | 42         | 47         | 51         | 54         | 55         | 49         | 51         |            |            |            |            |            |
| イタリア     | 48         | 49         | 48         | 47         | 48         | 48         | 49         | 48         | 49         | 50         | 50         | 50         | 50         | 50         | 48         | 44         |
| オランダ     | 44         | 43         | 43         | 50         | 52         | 48         | 49         | 47         | 45         | 42         | 42         | 40         | 37         | 36         | 34         | 32         |
| ポルトガル    | 60         | 60         | 61         | 62         | 62         | 63         | 61         | 62         | 62         | 60         | 62         | 60         | 59         |            |            |            |
| スロベニア    | 53         | 52         | 52         | 50         | 50         | 54         | 57         | 57         | 64         | 63         | 62         | 61         | 67         | 68         | 66         | 60         |
| スペイン     | 44         | 44         | 44         | 44         | 44         | 44         | 46         | 47         | 48         | 46         | 47         | 46         | 44         | 44         | 42         | 39         |
| 非ユーロ圏    |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| オーストラリア  | 19         | 19         | 19         | 19         | 19         | 19         | 18         | 19         | 19         | 18         | 19         | 19         | 18         | 19         | 20         | 21         |
| カナダ      | 29         | 29         | 29         | 29         | 30         | 31         | 28         | 29         | 28         | 29         | 29         | 28         | 28         | 28         | 29         | 29         |
| チェコ      | 39         | 42         | 41         | 38         | 36         | 37         | 37         | 40         | 40         | 40         | 42         | 43         | 42         | 43         | 42         | 39         |
| デンマーク    | 34         | 34         | 32         | 36         | 35         | 36         | 32         | 29         | 28         | 28         | 30         | 30         | 33         | 32         | 34         | 30         |
| 日本       | 22         | 22         | 23         | 22         | 22         | 22         | 22         | 22         | 21         | 21         | 22         | 22         | 22         | 22         | 23         | 23         |
| 韓国       | 25         | 25         | 23         | 22         | 21         | 20         | 21         | 22         | 22         | 23         | 24         | 24         | 25         | 25         | 25         | 25         |
| ニュージーランド | 52         | 53         | 51         | 52         | 51         | 52         | 51         | 48         | 49         | 49         | 52         | 53         | 56         | 56         | 56         | 55         |
| ノルウェー    | 31         | 30         | 29         | 26         | 27         | 27         | 28         | 31         | 31         | 33         | 34         | 33         | 30         | 30         | 30         | 25         |
| スウェーデン   | 31         | 30         | 28         | 29         | 29         | 34         | 34         | 30         | 33         | 29         | 31         | 31         | 28         | 28         | 30         | 32         |
| スイス      | 24         | 24         | 24         | 22         | 21         | 21         | 21         | 22         | 22         | 22         | 22         | 21         | 23         | 23         | 24         | 23         |
| イギリス     | 19         | 20         | 21         | 21         | 23         | 21         | 19         | 19         | 19         | 22         | 22         | 24         | 23         | 23         | 25         | 25         |
| アメリカ     | 24         | 23         | 24         | 25         | 25         | 22         | 22         | 23         | 24         | 22         | 23         | 23         | 22         | 22         | 22         | 22         |

(出所) Arslanalp and Tsuda (2012), p.42.

(注) 原資料では危険度が5段階に区切られたうえ、カラーで色分けされている。ここでは以下のように整理している。

危険度の高さ: **太字** > **太字** > **細字** > **太字** > **細字**

しかし、そのような大量の資本流出が生じる可能性という点に着目すると、国債市場の安定性についてはまた別の様相がみえてくる。急激な資本流出の発生可能性を示す指標であるIRIについてみてみよう。表1を再度みてみると、日本のIRIの数値は極めて低く、先進国中でもトップクラスの安定性を示している。

このことは現在の日本の国債市場の構造について以下のような評価を示すことになる。日本では、ひとたび海外への資金流出危機が生じた際には国内の銀行による国債購入の余力は小さく、国債市場の混乱を收拾することが出来るかどうか、疑問が残る。しかし、そもそも国債市場からの急激な資金流出自体が起こる可能性は極めて低く、現時点をみる限り日本の国債市場は安定的であるということが出来る。

この分析結果は、一見するとIMFの理事たちなどから国際会議等で繰り返し発せられる日本国債に関する警告とは異なった評価であるようにみえる。その違いはどのように考えればよいだろうか。

それは一言でいえば焦点をどこに置いているのか、という違いであろう。さらにいえば長期的な視点からのリスクと、短期的なリスクの違いである。国際会議の場等で指摘される日本国債のリスクは財政の健全性から指摘されるものであり、日本の財政構造が改善され累積債務の増大が止まらない限りいつしか実現しうる問題である。ただし危機的状況がいつ発生するのか、現在すぐにも発生するのかわかという点については何ら指摘するものではない。

それに対しArslanalp and Tsuda (2012)で提示されたフレームワークからみることで日本の国債市場のリスクは、現在の国債市場における投資家の保有構造であれば、短期的ショックによる危機的状況の発生可能性という意味では危険性は小さいと考えられる。つまり、危機的状況になる蓋然性と危機的状況になった際の危険性の大きさという違いとなって表れるのである。



この違いこそが、海外から発せられる日本国債に対するリスクの指摘と国内においてみられる日本国債の安定性に対する見解とが食い違いとなつて表れる原因であると考えることが出来るのである。

では、この食い違いはどのような形で収束すると考えられるだろうか。現在の市場における国債保有構造が継続するようであれば、危機が生じる可能性は低いということが出来るだろう。ただし、この構造が永久に続く保証はない。日本の財政赤字が拡大し、国債発行額が増大したときに、国内の投資家による国債保有にはいつしか限界が来るだろう。そうなれば、国債消化を海外投資家に頼らざるをえなくなる。その時には投資家の保有構造が、現在よりも危機的な状況へと変化する。

資金流出の発生可能性が高まつた状況において、現在のように債務残高が大きく、国債市場での急な資金流出に国内の投資家が対応できない状況であれば、海外から指摘され続けているように日本国債のリスクが顕在化することになるだろう。

## 5 おわりに——足もとで生じていること、生じうること

黒田日銀総裁による異次元の金融緩和の発表を受けて、日本の国債市場は一時的にボラティリティが上昇した。一〇年物国債の利回りは四月五日に一時、〇・三一五まで急激に低下し、その後急上昇し五月二三日には一%を超えるようになるなど、市場は大きな混乱に見舞われた。

実質金利Ⅱ名目金利ー期待インフレ率というフィッシャー方程式があてはまると考えるならば、金融緩和は実質金利の低下をもたらすはずであり、名目金利が上昇していることは期待インフレ率が向上していると考えられる。

日銀がこのままインフレ期待を醸成することを目指すのであれば、四月以降にみられたように名目金利が上昇していく可能性は否定できない。金利上昇リスクが現実のものとなりつつあるのである。このことは、国債のリファイナンスの問題や財政の健全性に対する信認に影響を与えることになるだろう。四月以降の新聞報道等をみると、国債保有者も急激な市場の変化に驚いている様子が垣間みえた。現在のところ、市場での動きは一時的なパニックにとどまっていると考えることができそうであり、市場において大幅な国債保有構造の変化が生じているわけではないだろう。しかし、将来にわたって国債市場の投資家保有構造に変化が生じないと言い切ることはできない。

国内投資家の国債保有余力が低下するにもかかわらず、国債発行額が増加し続けるようであれば危機の危険性は高い。そのような中で国債の海外投資家保有比率を高めようという議論も行われているが、これは危険なことではないだろうか。仮に将来的に国内で国債が消化できないような状況が生じるとして、それを海外で消化してもらうという発想ではなく、そのような状況になってしまった国家の資金調達の持続可能性について再考するような議論をこそ優先すべきではないだろうか。Arslanap and Tsuda (2012)で試論的に展開されたフレームワークは、あらためて日本国債のあり方について考える一つの材料とすることができるだろう。

#### 注

- (1) 財務省ウェブページ ([http://www.mof.go.jp/tax\\_policy/summary/condition/003.htm](http://www.mof.go.jp/tax_policy/summary/condition/003.htm))。
- (2) <http://www.reuters.com/article/2013/04/23/japan-sp-idUSL3N0DA0ID20130423>。
- (3) <http://jp.reuters.com/article/topNews/idJPYFE3701Q20130408>。

- (4) IMF (2013), *Fiscal Monitor, April 2013*, pp. vii-viii.
- (5) 財務省ウェブページ ([http://www.mof.go.jp/about\\_mof/other/other/rating/index.htm](http://www.mof.go.jp/about_mof/other/other/rating/index.htm))。
- (6) 井堀 (二〇一二)、七ページおよび一五ページ。
- (7) 井堀 (二〇一二)、一三～一七ページ。
- (8) 資金流出の可能性を示すスコアは以下の通り。海外非銀行Ⅱ一〇〇、海外銀行Ⅱ八七、海外中央銀行Ⅱ一四、国内非銀行Ⅱ一六、国内銀行Ⅱ二六、国内中央銀行Ⅱ〇となっており、このリスクスコアを国債市場における投資家の保有比率とかけ合わせることでIRIを算出している。

#### 参考文献

- ・井堀利宏 (二〇一二) 「国債市場の持続可能性」 井堀利宏編『国債市場の持続可能性』金融調査研究会、一～一七ページ。
- ・中島将隆 (二〇一二) 「日本の国債相場を支えているものは何か」『証研レポート』No. 一六七三、一三三～一三七ページ。
- ・Ayslanalp S. and T. Tsuda (2012), "Tracking Global Demand for Advanced Economy Sovereign Debt," IMF Working Paper, WP/12/284.
- ・IMF, *Fiscal Monitor: Fiscal Adjustment in an Uncertain World*, April 2013.

※本稿は二〇一二年度松山大学国内研究の成果の一部でもある。記して謝意を表したい。また、現在研究員として所属している神戸大学での資料の利用等が助けとなった成果でもあり、こちらについても謝意を表したい。

(にしお けいいちろう・客員研究員)

# イギリスの個人貯蓄口座（ISA）の現状と展開

篠田 優

はじめに

二〇一四年一月、日本では「少額上場株式等に係る配当所得及び譲渡所得等の非課税措置（少額投資非課税制度：NISA）」が導入される。同制度は、イギリスで一九九九年四月に導入された「個人貯蓄口座（Individual Savings Accounts：ISA）」という投資および貯蓄に関する優遇税制を倣ったものである。ISAは、あらゆる年齢層や所得階層（特に若年層や低所得者層）における貯蓄習慣の普及や、他の先進国と比較して低水準である年金以外の金融資産形成支援を目的として、ブレア政権下のブラウン財務大臣（当時）を中心に一九九九年四月に導入された税制優遇制度である。ISAは、導入時点では一〇年間の時限措置（その後評価のうえ制度設計と将来的な計画を検討することとされていた）としてスタートしたが、その後利用者が急速に増加したこともあり、後述するいくつかの課題を指摘したうえで、二〇〇八年に恒久的な制度とされた（恒久化決定は二〇〇七年）。

そこで本稿では、イギリスのISAについて制度的な内容と最近までの利用状況について確認し、その後にISAが整備されるまでの展開について確認する。

# 1 ISAの制度的概要<sup>(1)</sup>

イギリスにはもともと、ISA導入以前から「個人持株計画 (Personal Equity Plan : PEP)」(一九八七年一月導入) と「特別非課税貯蓄口座 (Tax Exempt Special Savings Accounts : TESSA)」(一九九一年一月導入) という株式投資および個人貯蓄に関する優遇税制があった。これらは改善点こそあったものの、概ね成功していた。ISAはこれらを統合する形で導入され現在の制度に至った制度である。導入以降は利用者の増加が続き、二〇一二年度には一四一万口座が開設され、口座残高は二〇一一年度末時点で三九〇九億ポンド超となり、今後<sup>(2)</sup>も拡大が見込まれている。

ISAにおいて、中心となっているのは「株式型ISA (Stocks & Shares ISA)」と「預金型ISA (Cash ISA)」の二つである<sup>(3)</sup> (図表1)。過去には「生命保険型ISA (Life Insurance

図表1 イギリスISAの制度的概要

|                       | 株式型ISA                                                                                           | 預金型ISA               |
|-----------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| 目的                    | あらゆる年齢層の国民が金融資産を保有することを支援する(投資を含む)貯蓄慣習の普及、および国民が貯蓄非課税制度の享受を平等に受けられるようにする                         |                      |
| 開設者                   | 満18歳以上の居住者                                                                                       | 満16歳以上の居住者           |
| 開設数                   | 年間1口座                                                                                            |                      |
| 開設期間                  | なし(2008年より恒久化)                                                                                   |                      |
| 非課税対象商品               | 上場株式、証券、英国債、ユニットトラスト、オープンエンド投信会社の株式、社債ファンド、インベストメントトラスト、UCITS適格投資信託、その他投資信託、公社債、保険、預金(預金への利息は課税) | 預貯金、MMF、ファンド・オブ・ファンズ |
| 非課税対象                 | 利子、配当、譲渡益等                                                                                       | 利子                   |
| 非課税期間                 | なし                                                                                               |                      |
| 年間拠出限度額 <sup>*1</sup> | £11,520 (2013年)                                                                                  | £5,760 (2013年)       |
| 累計拠出限度額               | なし                                                                                               |                      |
| スイッチング                | 自由                                                                                               |                      |
| 引出し制限                 | なし(非課税枠の再利用は不可)                                                                                  |                      |
| 収益分配金の再投資             | 年間拠出額に不算入                                                                                        |                      |

<sup>\*1</sup> 年間拠出限度額は毎年変動する。

(出所) HM Revenue & Customs [2013]、日本証券業協会 [2012] を参考に作成

ISA)」も存在していたのだが、利用者数が他に比べて増加しなかったこともあり、二〇〇五年に株式型ISAに統合（吸収）された。それではここから、株式型ISAおよび預金型ISA、そして中心的存在とはいえないものの一定の利用者がいるジュニアISAの制度的概要についてみていきたい。

### （１）株式型ISA

株式型ISAについてみると、これを開設可能なのは、ISAMネージャーとして監督当局の認可を得た証券業者、銀行、保険会社、投資信託委託会社などである。これらのISAMネージャーに一八歳以上の居住者が一年度あたり一口座開設でき、口座保有期間および非課税期間は特に定められていない。「一年度あたり」という部分についてであるが、一口座であれば毎年度新規に開設することが可能であるという意味である。この場合、前年度に開いた口座は、そのまま残すことも他のISAMネージャーへ手数料なしで移管することもできる。<sup>（４）</sup>また移管する場合、受け入れを申請されたISAMネージャーは拒否することはできない。

また非課税対象金融商品は、株式、債券、投資信託、保険、預金等とされており、非課税対象は利子、配当、譲渡益等である。なお、ISAから生じる収益分配金は、口座に振り込まれても自動再投資であれば年間拠出金額には算入されない。また株式型ISAにおいては預貯金の保有も可能であるが、ただし預貯金の利息については非課税とならない。ここで想定されている預貯金とは、金融商品への投資原資として入金したものの投資に回されていない資金、または投資後の残額を想定しており、株式型ISAが金融商品への投資奨励のための制度であるためそのような資金は非課税対象外とされている。

そして投資額についてであるが、累計投資額の上限は定められていないものの、年間投資額は上限が定められ

ている。この上限はインフレ率等を勘案して必要に応じて変動することとされており、二〇一三年は一万一五二〇ポンドとなっている。また、口座からの資金の引出しは自由に行えるが、再預け替え（非課税枠の再利用）はできない。なお、投資金融商品の変更（スイッチング）は可能とされている。

## （２）預金型ISA

預金型ISAについてみると、これを開設可能なのは、株式型同様にISAマネージャーとして監督当局の認可を得た証券業者、銀行、保険会社、投資信託委託会社などである。ただし、開設可能年齢は株式型とことなり一六歳以上の居住者で、一年度あたり一口座開設することができ、口座保有期間および非課税期間は特に定められていない。なお、預金型ISAの開設は株式型ISAを開設していても可能で、当然その逆も可能である。また預金型ISAも株式型ISAと同様に口座保有期間と非課税期間は定められていない。

そして非課税対象商品は預貯金、MMF、ファンド・オブ・ファンズ等となっており、非課税対象は利子と配当とされている。そして預金型ISAも、収益分配金は年間拠出額に算入されない。また、預金型ISAも累計投資額の上限は定められてはいないものの、年間投資可能額は株式型ISAと同様に上限が定められており、これもインフレ率等を勘案して必要に応じて変動する。二〇一三年は五七六〇ポンドである。なお、預金型ISAも株式型同様に口座からの資金の引出しは自由に行えるが、再預け替え（非課税枠の再利用）はできない。なお、投資金融商品の変更（スイッチング）は可能とされている。

ちなみに、二〇〇八年末までは両ISAともに年間投資限度額は変動することなく一定であった（株式型ISAは七〇〇〇ポンド、預金型ISAは三〇〇〇ポンド）。この年間投資限度額は、インフレ率の動向を鑑みて一

二〇ポンド単位で変動する。

なお、導入当初のISAは株式型や預金型といった口座内の資産種別によってではなく、保有可能口座数および投資可能商品数により、ミニISA (mini ISA) とマキシISA (maxi ISA) という形で分類がされていた。しかしこの区分は複雑であったこともあり、それゆえ金融機関および利用者からの改善要求もあったため、二〇〇八年からは現状のような株式型ISAと預金型ISAのように（後にジュニアISAも制度化）シンプル化された。

### (3) ジュニアISA

株式型ISAと預金型ISAの他に、ジュニアISA (Junior ISA) というものもある。これは、財政的な理由から廃止された「チャイルド・トラスト・ファンド (Child Trust Funds: CTF)」という子供のための資産形成ファンドを代替する制度として、二〇一一年一月に導入されたものである。

概要としては、一八歳未満の子供を名義人としてISAマネージャーに口座を開設し、実際には名義人の両親や祖父母が投資を行う口座で、株式型および預金型の二つがある。投資可能商品は通常の株式型ISAと預金型ISAとほぼ同じであるが、年間投資可能限度額は株式型と預金型を合わせて三六〇〇ポンドである。投資可能商品は、株式、債券、投資信託、保険、預金等とされており、非課税対象は利子、配当、譲渡益等である。

なおジュニアISAは子供を名義人としたISAであるため、当人が一六歳になるまではあらかじめ指定した名義人の保護者が管理し、一六歳からは名義人みずからが管理する。そして名義人が一八歳になった時点で名義人のISAへと移管される。



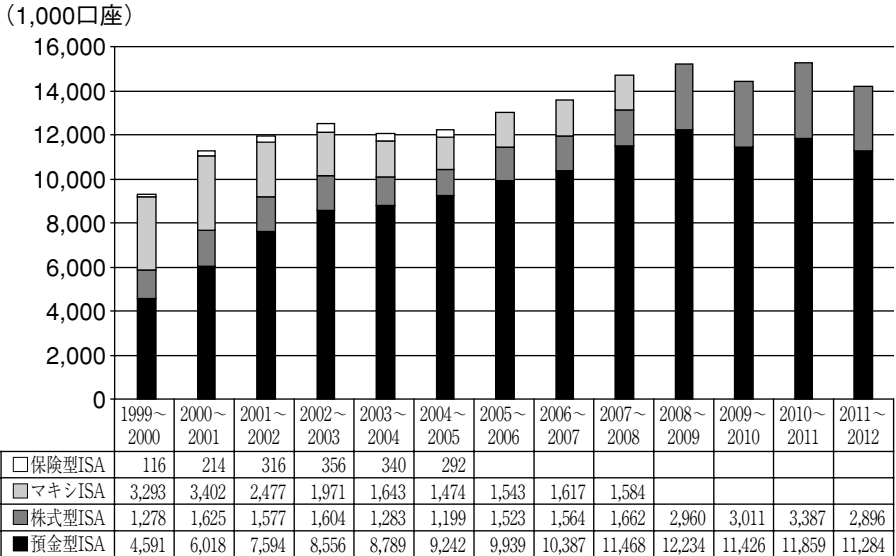
ただし、名義人が一八歳未満のうちは（一六歳以降でも）資金の引出しができず、また口座はひとつのISAマネージャーにしか持てず、そして他のISAマネージャーで口座を開設する際には既存口座で保有している金融商品は新しい口座（ISAマネージャー）へと移管が必要となる。このような制限が課されていることもあり、ジュニアISAは株式型ISAや預金型ISAとは大きくことなるもので、また利用額からみてもISAとして主流な立場に含まれるとはいえない。

## 2 ISAの利用状況

ここから、ISAの利用状況について中心的位置づけとなっている株式型ISAと預金型ISAを中心にみていく。なお、ジュニアISAについては中心的位置づけから外れることと、制度整備から間もないため展開の方向性をはっきりしていないことから割愛する。

全体としてみると、ISAの年間申込者数（開設口座数）は安定的に増加しており、二〇一二年度には株式型と預金型を合わせて一四一八万口座の申し込みがあった（図表2）。これは各ISAを開設できる人口の約三〇％の割合である。その中心は預金型ISAであり、二〇一二年度末時点では全ISAの約八〇％が預金型ISAである。そしてISA口座資産残高、つまり株式型ISAを利用しての金融商品への投資残高と預金型ISAへの預貯金額の合計は、二〇一二年度末時点で三九〇〇億ポンド超となった（図表3）。この金額は、イギリスにおける個人金融資産の約一〇％を占める。なお、先に述べたとおり開設口座数は預金型ISAが圧倒的に多いが、資産残高は二〇一二年度末時点で株式型ISAが一九〇三億ポンド、預金型ISAが二〇〇六億ポンドと、投資限度額の上限の違いもあって預金型ISAの方がやや大きい程度となっている。

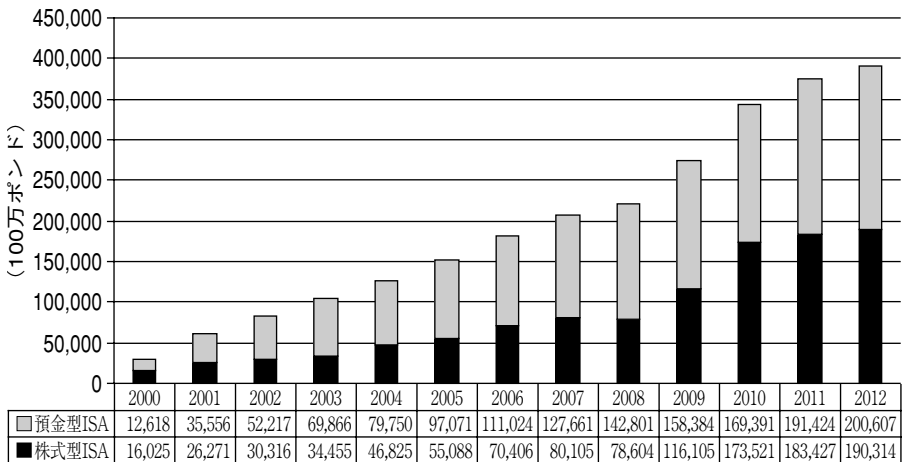
図表 2 ISA口座の年間申込者数推移



(注) 株式型ISAと預金型ISAは、2007～2008年度まではミニISAの個別口座であったため、これを分割。保険型ISAは2005～2006年度以降は株式型ISAに統合された。マキシISAは2008年中に株式型ISAに統合された。したがって、上図表は預金型と株式型（株式型+マキシ+保険型）と読み替えることが可能。

(出所) HM Revenue & Customs [2013] p.19. を参考に筆者作成

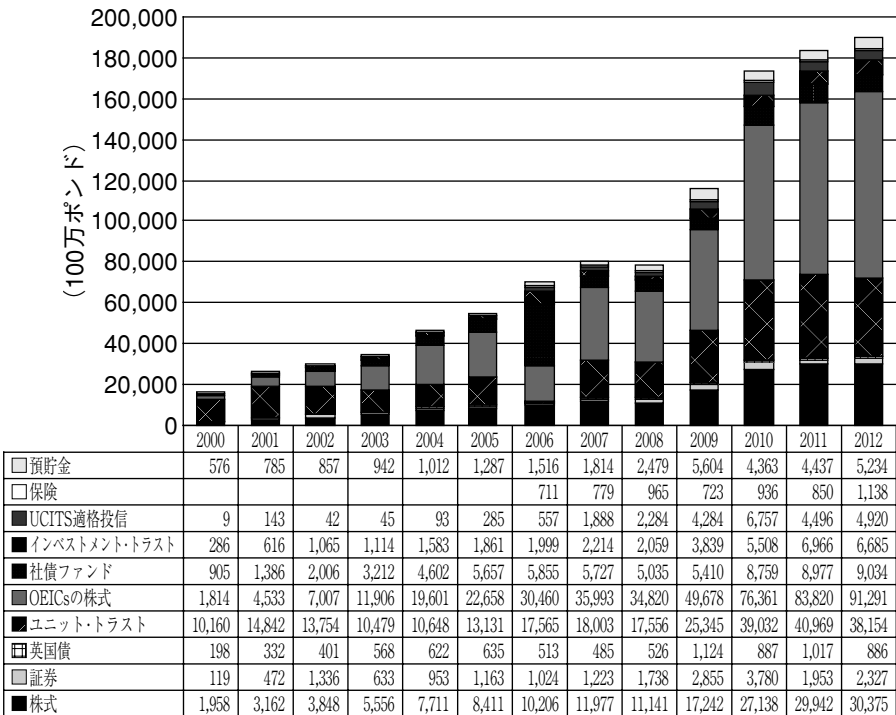
図表 3 株式型ISAと預金型ISAの残高推移



(出所) HM Revenue & Customs

つぎに、株式型ISAと預金型ISAにおける保有商品についてみていくと(図表4)、株式型ISAではオープン・エンドの会社型投資信託、いわゆるOEICs株式が最も多く、つぎに多いのがユニット・トラストである。OEICsとは、二〇〇一年に施行された「Open-Ended Investment Company Regulations 2001」を根拠に設立されたもので、ユニット・トラストと類似していることから多くのユニット・トラストがこれに転換している。他にもインベストメント・トラストやUCITS適格投信などにも投資されており、これらを合わせれば、投資信託の割合は株式型ISAを利用しての投資額の八〇%近くとなる。したがって、株式型ISAは投資信託が投資先の中心であるといえ

図表4 株式型ISAでの保有金融資産残高



(注) OEICは、Open Ended Investment Company のことで、機関投資家や個人の投資先多様化のために設立された集合投資ヴィークル

(出所) HM Revenue&Customers[2013]、日本証券業協会[2013]を参考に筆者作成

る。なおイギリス投資信託協会 (Investment Management Association : IMA) のホームページから取得可能な統計によると、株式型 I S A の利用による投資信託投資は平均契約年数が長く、二〇一一年で比較してみれば I S A 経由が六・五年、それ以外が三・八年となっている。また解約率も同様に I S A 利用の方が低い。投資信託に次ぐのが株式で、イギリス歳入税関庁 (HM Revenue & Customers) によれば、家計の保有する投資信託と株式のうち三〇%超がこの株式型 I S A 経由となっている。

ちなみに、株式型 I S A を利用して投資されている投資信託をアセット・クラスで分類すると、中心は株式型<sup>(5)</sup>投信であり全体の五七%、それに続くのが債券型投信とバランス型投信とともに一七%、その他が九%となっている。またそれらには、新興国ファンドや海外ファンドなどのリスク商品も含まれており、株式型 I S A の利用者は低リスク商品を選択傾向ではあるものの、一定の割合でリスク商品にも投資していることがわかる。

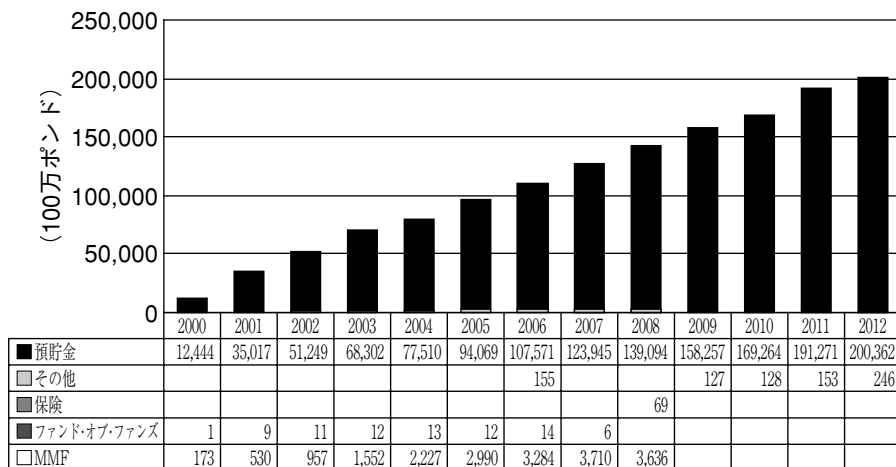
ちなみに I M A によると、株式型 I S A でイギリス籍投資信託へ投資する場合の販売チャネルとしては、かつては独立系金融アドバイザー (Individual Financial Advisor : I F A) や金融機関提携代理人を通じる場合が主流であった。二〇〇九年時点では投資信託契約のうち約九〇%がこのような媒体を経由した契約であった。この仕組みとしては、金融機関が専属契約を交わした I F A や代理人に当該金融機関の販売する投資信託や金融商品を顧客に紹介してもらい、その見返りに金融機関が I F A に手数料を払うものであった。しかし、利益相反の問題から、二〇一三年一月以降はこの手数料を廃止 (禁止) し、顧客から I F A に手数料を支払う方式とした。それもあり、最近では顧客の側に主体的な商品選択意識とコスト意識が生じ、結果として低コストのインターネット経由 (ファンド・プラットフォーム経由) が増加しているようで、この傾向はさらに高まってインターネット経由が I F A 経由と並んで今後の主流となるとみられている。<sup>(6)</sup>なお、口座開設にあたっては I F A 経由のほか、イ

インターネット経由や電話、また書類による申し込みも行われている。

そして預金型ISAにおいては、当然ながらほとんどが預金となっている（図表5）。MMFについては二〇〇八年以降のデータが収集されていないため不明であるものの、過去の推移からみても、MMFへの投資額は二〇〇九年以降も大きくはないと考えられる。

なお、ISA開設者の属性について特徴的な点を挙げると、開設者において男女差はないものの男性は株式型ISAを、女性は預金型ISAを好む傾向がみられている。また所得が高まるにつれ開設者が多くなり、年齢が上がるほど口座開設者の割合は高まっている。ただし、株式型ISAで投資を行っている人の年齢構成は六五歳未満が約八〇％で、通常の口座における株式保有者において六五歳未満の割合が約七〇％であることから、株式型ISAでは年金受給年齢以下の年齢層の投資意欲を若干ではあるが高めているといえる。

図表5 預金型ISAでの保有金融資産残高



（出所）HM Revenue&Customers [2013]、日本証券業協会 [2013] を参考に筆者作成

### 3 ISA導入までの過程

ISAが導入された一九九九年四月以前のイギリスでは、個人投資に関する優遇税制として、個人持株計画（PEP）と特別非課税貯蓄口座（TESSA）があったことは先にも述べた。それがISAへと統合（PEPとTESSAは廃止）されて現在の仕組みが整ったわけであるが、ではPEPおよびTESSAはどのような意図で導入され、その後どう展開したのか。ここからは、その点について具体的に確認したい。<sup>(8)</sup>

その前に、イギリスの個人貯蓄と株式保有構造について確認しておく、一九九〇年代のイギリスでは、個人貯蓄において預貯金よりも年金や生命保険など長期契約の貯蓄の割合が高かった。具体的には、個人貯蓄のうち預金（銀行預金と住宅金融組合出資金）が二〇%以下であったのに対し、年金と保険は合わせて五〇%超であった。それは企業年金への拠出金や年金基金の運用益において税制優遇措置が広範になされていたことが大きな要因に挙げられるが、それもあって株式保有者構造も、年金基金と保険会社が全体の五〇%程度を占めていた。一方で、個人の持ち株比率は一五%から二〇%程度で、一九六〇年代が五〇%超であったことを考えると急激に減少している。この点、当時のイギリスでは株主としての個人の割合が大きく低下しているとして問題視されていた。

#### （１）個人持ち株計画（PEP）の導入背景と展開

一九七九年に誕生したサッチャー政権は、「階級なき社会」の達成を目標のひとつに掲げ、それを実現するための方針として、「大衆資本主義」・「誰もが株主となる社会」を掲げた。PEPはその具体化策のひとつとして一九八七年一月に導入され、とくにこの時期に積極的に行われた国有企業の民営化により大量に発生した個人株

主に積極的に利用された<sup>(9)</sup>。また一九九一年には単一企業PEPも導入された。

PEPの枠組みとしては、制度名こそ「計画」となっているが、実際には非課税口座制度の創設であった。当初、一般PEPは年間二四〇〇ポンドを上限に、複数の上場株式銘柄や債券、投資信託への投資から得られた配当金（再投資される場合）やキャピタルゲインについて非課税とするもので、単一会社PEPは三〇〇〇ポンドを上限に特定のひとつの企業の株式への投資から得られた配当金为非課税となるものであった。PEPの口座は、監督当局から「プラン・マネージャー」として認可を受けた証券会社や投資顧問業者等に開設可能であった。単一企業PEPの年間投資上限は三〇〇〇ポンドから変わらなかったものの、一般PEPの上限は徐々に拡大され、一九九一年には六〇〇〇ポンドとされた。なお、一般PEPではこの年間上限の範囲内において投資信託も投資対象となっていたが、当初、投資信託は現実の投資総額の上限二五%または上限四二〇ポンドまでと制限されていた。しかし上限は徐々に引き上げられ、一九九三年以降は投資信託に関する制限は廃止され、全てを投資信託に投資することも可能となった。

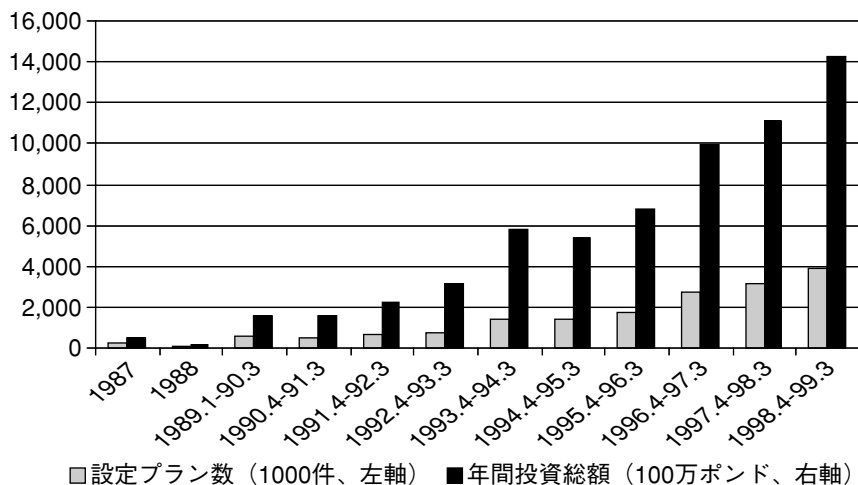
導入時、PEPは意図したような拡大がみられなかった。初年度の一九八七年度こそ開設口座数も二七万口座あったものの、翌年は一二万口座と激減した。年間投資総額も、一九八七年度には四億八〇〇〇万ポンドあったものの、翌年度には二億ポンドとなった（図表6）。PEPが本格的な拡大を示し始めたのは一九九〇年代で、具体的には一九九三年度にPEP枠をすべて使って投資信託に投資できるようになった時期と、大手住宅金融組合の株式会社化（銀行転換）ラッシュによって新たな個人株主が生まれ<sup>(10)</sup>、その株をそのまま転換後の銀行にPEPを開設して保有することが広く行われた一九九七年以降においてである。一九九七年度末には、開設口座は四〇〇万口座を超え、年間投資総額も一八五億ポンドにまで急速に増加した。そしてPEPがISAへと統合され

るまでには、口座数は合計で四六二万口座へと急増した。

最終的にPEPを利用した投資残高は、一九八七年末時点の四億四〇〇万ポンドから一九九三年度初めには一一億九〇〇万ポンド、PEPの廃止が決定した一九九八年度開始時点で七七億五〇〇万ポンドとなった。なお、PEPは一九九九年のISA導入により制度としては廃止されたが、既に投資された分はそのまま有効とされた。

一般PEPを利用して投資された金融商品について具体的にみていくと（図表7）、導入当初は投資信託への投資に制限が課されていたこともあって主に株式が中心であった。しかし、一九九三年に投資信託への投資制限が撤廃されて以降は、株式よりも投資信託が投資対象として中心となり、なかでもユニット・トラストへの投資額が急増した。もちろん、PEPの導入背景には、国有企業の民営化の過程で個人に割り当てられた株式をPEPの利用で保有させ、それにより個人株主の増加（個人投資家の育成）と資本市場の振興を促す意図があった。そのため、PEPにおいて投資信託が中心となることは政策意図からは願わしくなかった側面もある。実際、

図表6 PEPの口座開設数と年間投資額



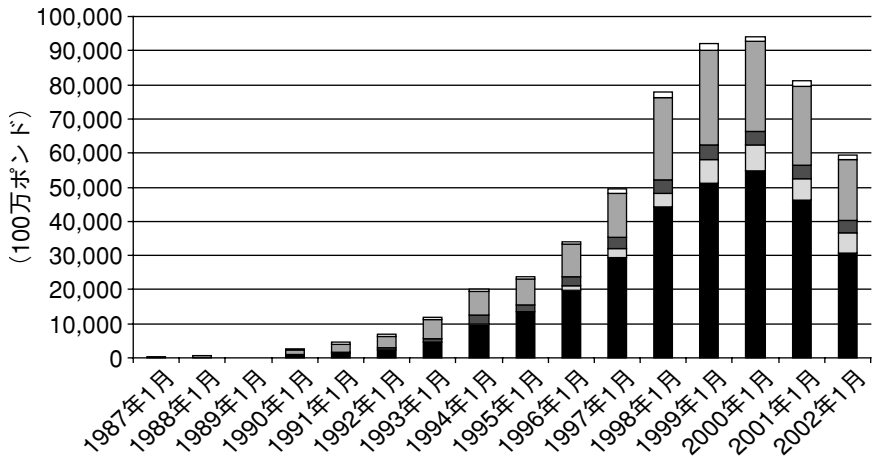
（出所）HM Revenue & Customers



投資枠の確保としてPEP導入当初は投資信託への投資額（割合）を制限していた。しかし、投資信託への資金シフトを問題と政府が捉えているのであれば、政府は後に投資信託への投資制限を解除しなかったであろうことから、この点について政府は意図と大きく反していた、または以後になって問題とは考えなかったということであろう。最終的には、間接的にであっても「会社の所有者」たる国民が増加し、その資金が資本市場に流れたことで一定の成果が上がったと判断したのである。

ただし、PEPにおいては投資可能商品が限定的であり、投資対象をより広げる必要があるとの指摘もされていた。そのようなこともあり、PEPの制度改革が進められ、結果として一九九九年には新規申込みが停止されて、つぎに述べるTESSAとの統合によるISSA導入が進められることとなった。

図表7 PEP利用による投資残高の推移と内訳



|                 | 1987年<br>12月 | 1988年<br>12月 | 1990年<br>4月 | 1991年<br>4月 | 1992年<br>4月 | 1993年<br>4月 | 1994年<br>4月 | 1995年<br>4月 | 1996年<br>4月 | 1997年<br>4月 | 1998年<br>4月 | 1999年<br>4月 | 2000年<br>4月 | 2001年<br>4月 | 2002年<br>4月 |
|-----------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| □ 預貯金等          | 70           | 10           | 340         | 450         | 560         | 590         | 690         | 710         | 830         | 1,380       | 1,540       | 1,840       | 1,240       | 1,430       | 1,150       |
| ■ 株式            | 300          | 490          | 1,380       | 2,440       | 3,550       | 5,710       | 6,870       | 7,650       | 9,550       | 12,830      | 24,280      | 27,700      | 26,380      | 23,120      | 17,810      |
| ■ インベストメント・トラスト | 5            | 35           | 80          | 180         | 560         | 1,070       | 2,760       | 2,010       | 2,640       | 3,160       | 3,850       | 4,180       | 3,900       | 4,080       | 3,610       |
| □ 債券            |              |              |             |             |             |             |             |             | 1,140       | 2,840       | 4,100       | 7,000       | 7,660       | 6,170       | 6,030       |
| ■ ユニットトラスト      | 65           | 95           | 800         | 1,450       | 2,300       | 4,520       | 9,770       | 13,430      | 19,960      | 29,320      | 44,080      | 51,200      | 54,820      | 46,320      | 30,650      |

(出所) HM Revenue & Customs

## (2) 特別非課税貯蓄口座 (TESSA) の導入背景と展開

TESSA は一九九一年に導入された貯蓄奨励制度で、その概要は、五年間に限り一年度あたり一八〇〇ポンド (初年度のみ三〇〇〇ポンド) を上限とする預金への非課税制度であった (五年間は据え置き)。具体的には、TESSA を銀行または住宅金融組合に開設し、そこに預け入れられた銀行預金または住宅金融組合出資金等につき元本九〇〇ポンド上限に利子を非課税とするものである。五年が経過した後は「フォローアップTESSA」を開設することが可能となり、もう五年間の利子非課税措置が受けられる。ただ、フォローアップTESSA を開設しても元本九〇〇ポンドという上限は引き上げられず、単純に非課税期間が延長されるだけである。この点は、PEP のような上限の引上げが措置されなかった点から、政府は意図してそのような形式としたのであろうと考えられる。その意味では、これの利用者は非課税効果をPEPほど享受することはできない。

ただしTESSAは、PEPが導入当初に拡大しなかったこととなり、少額から始められることもあって、導入後まもなく利用者が拡大した。一九九一年一月の導入からたった二ヶ月間の同年三月までに、銀行と住宅金融組合を合わせて二〇八万二〇〇〇口座 (PEPの初年度は二七万口座) 開設され、翌年度は初年度の反動で減少したものの九八万二〇〇〇口座が開設された (図表8)。とはいえ、TESSAは年度内預入可能資金額が一八〇ポンドとPEP (一九九一年度時点で六〇〇〇ポンド) に比べて少なかったこともあり、利用残高は増加したもののPEPほどの額ではなかった。

この点について、のちに業態間の資金移動という面で問題が生じた。簡潔に述べれば、先に述べたとおりPEPでは投資信託が投資先の大部分を占めることとなったが、投資信託に向かった資金は固定化される傾向にあり、その額も制度設計上TESSAに比較してずっと多かった。そのため、とくにTESSAに資金調達の大きな部

分を頼っていた住宅金融組合において、資金が集まり難しくなると  
いう問題が生じた。また、TESSAの年度内預入可能資金額が  
一八〇〇ポンドであったことから、非課税制度を利用したい個人  
は、TESSAを優先的に考えていたとしても、この額を超える  
資金はPEPへと回すこととなる。さらに、TESSAは預金利  
子の免除であった一方で、PEPは再投資された配当金やキャピ  
タルゲインに対する税も免除された。すると個人にとってメリッ  
トが大きいのはPEPであり、これも個人がTESSAよりPE  
Pを愛好することにつながった。また、TESSAは非課税措置  
を受けるためには資金を五年間据え置く必要もあったが、これが  
利用者に不便であった。そのようなこともあり、とくにTESS  
Aに資金調達の多くを頼っていた住宅金融組合の側から、両制度  
間の不均衡を解消することの要望が高まっていた。そしてそれ  
が、TESSA側からみた一九九九年の制度改革、すなわちPE  
PとTESSAを統合したISAの導入へとつながった大きな要  
因である。なお、TESSAもISAへと統合されて廃止される  
にあたり、既存の口座は期限まで有効とされた。

図表 8 TESSAの口座数および残高推移

(1,000口座、100万ポンド)

|      | 住宅金融組合 |        | 銀行    |        | 合計    |        |
|------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|
|      | 口座数    | 残高     | 口座数   | 残高     | 口座数   | 残高     |
| 1991 | 1,351  | 3,847  | 731   | 1,654  | 2,082 | 5,141  |
| 1992 | 2,065  | 7,215  | 999   | 3,197  | 3,064 | 10,412 |
| 1993 | 2,559  | 11,322 | 1,135 | 4,694  | 3,694 | 16,016 |
| 1994 | 2,875  | 15,409 | 1,178 | 5,974  | 4,053 | 21,383 |
| 1995 | 3,046  | 18,457 | 1,253 | 7,129  | 4,299 | 25,586 |
| 1996 | 2,965  | 17,881 | 1,476 | 6,664  | 4,441 | 24,545 |
| 1997 | 2,881  | 17,603 | 1,857 | 8,545  | 4,738 | 26,147 |
| 1998 | 1,067  | 8,718  | 3,396 | 19,066 | 5,003 | 27,784 |
| 1999 | 1,989  | 10,452 | 3,567 | 19,792 | 5,556 | 30,244 |
| 2000 | 1,958  | 10,869 | 3,281 | 18,948 | 5,239 | 29,816 |
| 2001 | 1,154  | 6,447  | 2,510 | 12,161 | 3,664 | 18,683 |
| 2002 | 843    | 4,916  | 1,798 | 7,261  | 2,641 | 12,177 |
| 2003 | 509    | 3,154  | 1,082 | 4,657  | 1,591 | 7,811  |

おわりに

以上みてきたように、イギリスにおいてはまずPEPとして個人株主の増加を意図した証券投資優遇税制が制度化され、つぎにTESSAとして貯蓄率向上を意図した優遇税制が追加され、そしてそれらの問題点を改善した双方併せ持ったたちのISAが導入された。

ISAでは、PEPとTESSAの両建てであった時期と同様に、貯蓄より証券投資により多くの制度的優遇措置がなされている。これがイギリスの投資信託市場への資金誘導を促し、現在のイギリス投資信託市場とその先にある資本市場の一助となった側面もある。日本でも二〇一四年一月にNISAが導入されるが、これについては、もちろん違いはあれどもISAという株式型のみ制度化されている。最近では長引く不況と高齢化などから貯蓄率が低下しているとはいえ、日本の個人金融資産の多くが現在も銀行預金であることから、NISAには資金をとくに投資信託へと誘導し、結果として個人資産形成を促すことにくわえ、資本市場の活性化に寄与することも期待できる。イギリスのISAの現状と展開を把握し、また今後を注視することは、NISAを考える意味でも意義があろう。

注

- (1) HM Revenue & Customs [二〇一三]、日本証券業協会 [二〇一二]、齊藤 [二〇〇三] を参考とした。
- (2) HM Revenue & Customs [二〇一三] より。
- (3) 日本証券業協会 [二〇一二] を参考とした。
- (4) この点は、預金型ISAも同様である。ただし、株式型ISAと預金型ISAの間の移管に関しては制限がある。す

なわち株式型ISAは、他業者の株式型ISAに移管が可能だが預金型ISAへの移管はできない。この点、預金型ISAは他業者の預金型ISAにも株式型ISAにも移管が可能である。

(5) HSB C投資信託「二〇一三」P. 9を参考とした。

(6) HSB C投資信託「二〇一三」および三菱UFJ投信「二〇一三」を参考とした。

(7) イングランド銀行のホームページから取得した統計データによる。

(8) 斉藤「二〇〇三」を参考とした。

(9) これは当然、個人資産形成の奨励と同時に資本市場活性化の意図も含まれていたものであった。

(10) 住宅金融組合への預金者（出資者）には、銀行転換に伴い株式が割り当てられた。

#### 参考文献

- ・ 斉藤美彦「二〇〇三」、「英国における個人投資・貯蓄優遇税制―PEP・TESSAからISAへ」、『金融』二〇〇三年一〇月号二頁～九頁、全国銀行協会。
- ・ 日本証券業協会「二〇一三」、「英国のISA (Individual Savings Account) の実施状況等について―英国の実態調査報告」、二〇一二年十一月、日本証券業協会。
- ・ HSB C投資信託「二〇一三」、「英国の成功例から学ぶISA」(Web資料)、二〇一三年四月。
- ・ HM Revenue & Customs[2013], Individual Savings Account (ISA) Statistics, April 2013, HM Revenue & Customs.

参考URL

三菱UFJ信託：http://www.am.mufg.jp/nisa/column/uk/

(やなた すぐる・客員研究員)

# 証研レポート既刊目録

**No.1665 (2011.4)**  
 なぜ財政規律が失われたか 中島  
 ー赤字国債償還ルールの変更と選挙制度ー  
 SEC調査報告書に見る投資顧問業検査の検査件数等の問題について 坂下  
 庶民金融とマイクロファイナンス 松尾  
 格付会社の競争構造について 清水  
 アメリカのsay on payの導入 福本  
 逆風下の準大手、中堅、中小証券経営 深見

**No.1666 (2011.6)**  
 個人投資家の動向について 二上  
 欧州中央銀行における「資金偏在」問題 伊豆  
 国境を越えた取引所の合併・買収 吉川  
 クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引におけるクレジット・イベントの認定 志馬

**No.1667 (2011.8)**  
 復興債発行の政治経済学 中島  
 再生可能エネルギーファンドの現状 松尾  
 証券市場のテクノロジーと規制に関するIOSCOの報告について 清水  
 信用取引の議決権行使 福本

**No.1668 (2011.10)**  
 日米証券界の収益状況比較 二上  
 米国における「受託者責任(Fiduciary Duty)」の展開について 坂下  
 ーSECの調査報告書を中心にー  
 欧州中央銀行とELA(緊急流動性支援) 伊豆  
 LSEGによるTMX買収合意の撤回 吉川  
 わが国CDS市場の価格形成 志馬  
 ー株式市場との比較を中心にー

**No.1669 (2011.12)**  
 なぜ欧州の国債相場は急落し日米相場は安定しているか 中島  
 市場機能のパフォーマンス評価 二上  
 ドイツ版フラッシュ・クラッシュ 吉川  
 ーフラッシュ・クラッシュとは何かー  
 証券市場の新しいテクノロジーをどう考えるか 清水

**No.1670 (2012.2)**  
 ソーシャル・ビジネスと証券市場 松尾  
 欧州中央銀行の危機対策 伊豆  
 ドイツ取引所とNYSEユーロネクストの合併撤回 吉川  
 レバレッジETFを巡る議論 志馬  
 ーデリバティブを組みこんだETFの紹介とSECの動きー

**No.1671 (2012.4)**  
 国債取引の決済期間の短縮化とレボ市場の整備 中島  
 ー二つのワーキング・グループの最終報告書と工程表ー  
 外務員資格試験制度の改革と課題について 坂下  
 米国のダブル・ボトムライン投資ファンド 松尾  
 高頻度取引をめぐる規制動向 清水  
 株式マーケット・ニュートラル戦略のリスク・リターン比較 坂本

**No.1672 (2012.6)** 執筆者  
 投資勧誘規制の在り方をめぐる論点 二上  
 ユーロ危機とECB 伊豆  
 ダーク・プールの陥落 吉川  
 ーSECによるバイブライン処分ー  
 香港取引所のグローバルIPO市場 志馬  
 新たな注目を集めるカバード・ボンドの特徴と市場急拡大の背景 築田

**No.1673 (2012.8)**  
 FMI(金融市場インフラ)の強化によるアジア債券市場の活性化 宿輪  
 ー資金決済(PVP)と証券決済(DVP)のリンクが大事ー  
 日本の国債相場を支えているものは何か 中島  
 アメリカのダークプール規制のその後 清水  
 インドの金融システムの構造は変化したのか? 西尾  
 日本の地方債制度とその格付け 江夏  
 ー地方債市場の持続可能性に焦点を当ててー

**No.1674 (2012.10)**  
 日銀の「危機対策」と「最後の貸し手」機能 伊豆  
 ナイト・キャピタルのアルゴ暴走 吉川  
 ー超高速コンピューター取引のリスクー  
 米国ボラティリティ商品市場の拡大とトラブル 志馬  
 ークレディ・スイス発行のETNを巡る問題ー  
 米国投資顧問業(RIA)の自主規制機関(SRO)をめぐる議論 坂下

**No.1675 (2012.12)**  
 繰り返される国債日銀引受発行の議論 中島  
 地域再生ファンドの取組と課題 松尾  
 統合取引追跡システムに関するSEC最終提案 清水  
 アジア債券市場育成の取り組みと成長過程 西尾  
 イギリス金融規制改革のゆくえ 築田

**No.1676 (2013.2)**  
 取引所再編成の背景と意義 二上  
 日本銀行法と「最後の貸し手」機能 伊豆  
 ICEによるNYSEユーロネクスト買収合意 吉川  
 独自性を発揮するNYSE Arca取引所 志馬  
 ー米国で拡大するETP市場の開拓者ー  
 SECのフォームF4に関連する問題 福本

**No.1677 (2013.4)**  
 アベノミクスは国債相場に如何なる影響を与えるか 中島  
 社会的責任投資とその評価手法 松尾  
 欧州証券市場はどの程度分裂しているか 清水  
 中国の合会と日本の無尽の銀行化 西尾  
 ー中国の中小企業金融への示唆としてー  
 韓国のカバードボンド法制案と住宅金融市場 築田  
 米国における受託者責任(Fiduciary Duty)のRRへの適用と証券業界の見解 坂下

**No.1678 (2013.6)**  
 リテール・ビジネスのバリュー・チェーンとアンバンドリング 二上  
 金融危機と日本銀行 伊豆  
 ー特融・預金保険機構向け貸付・出資ー  
 ツイッター・クラッシュ 吉川  
 ーハッカーの誤情報による米国株価急変動ー  
 米国株式オプション市場の拡大とその背景 志馬

証研レポート第一六七九号  
二〇一三年八月十二日発行  
(偶数月第二月曜日発行)

2013年 8 月号

発行所

公益財団法人 **日本証券経済研究所**  
大 阪 研 究 所

〒541-0041 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル  
電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048  
<http://www.jsri.or.jp>

定価400円(本体381円)