

ストリップス債の特徴とイギリス市場の動向(その二・完)

須藤 時 仁

目 次

一 はじめに

二 ストリップス債とは

- (1) ストリップス債の歴史
- (2) 利付債券と比較したストリップス債の特徴
- (3) ストリップス債の投資形態

(以上、第三八巻第一〇号)

三 イギリスの制度

(以下、本号)

- (1) ストリップス債制度の基本的枠組み
- (2) 税制改革

四 市場動向

五 おわりに

三 イギリスの制度

前節ではストリップス債の歴史、特徴など、いわば総論的なことを述べてきた。ここでは本稿の主たる対象であるイギリスのストリップス債制度について概説するが、税制に関してはギルト債のオープン・レポ市場創設の動きと相俟って大きな改革が行われたことから、やや詳しく論じたい。

(1) ストリップス債制度の基本的枠組み

イギリスでは、九五年六月に大蔵大臣がオフィシャルなストリップス債の導入を発表、九七年十二月から市場取引が開始された。アメリカと同様、イギリスでも数あるギルト債の中からストリップス適格債が指定され(表2)、ストリップス債への分離や逆にストリップス債からの合成が行われる⁽⁶⁾。

このストリップス適格債に関して、政府はストリップス債の流動性を促進するために、そのクーポン支払日を六月と十二月の七日に統一すると共に、償還日が同一のクーポン・ストリップス債は、たとえ元となる適格債が異なっても代替性を保証した。したがって、適格債に合成するときはクーポン・ストリップス債がどの銘柄から分離されたかにかかわらず用いることができる。ただし、元本ストリップス債については、同一銘柄

から分離された場合は代替性があるが、異銘柄からの場合はたとえ償還日が同一であっても代替できない。また、ストリップス債から適格債に合成するときは、クーポン・ストリップス債と元本ストリップス債とを合成しなければならず、償還日が等しいクーポン・ストリップス債同士を合わせて元本ストリップス債とすることは当面できない。これが許されると、合成プロセスを用いて元来の発行量以上のストリップス適格債が流通する可能性があるからである⁽⁷⁾。

次に、取引制度の枠組みだが、これはストリップス債の分離(いわゆる発行市場)とその流通に分けて説明した方がわかりやすいだろう。まずストリップス債への分離だが、CGOにギルト債を保管しているメンバー(マーケット・メーカー[値付け業者]、ブローカー、決済銀行[Settlement Banks]など)は誰でもストリップス債

表2 ストリップス適格債と残高(98年9月末)

| 銘柄 | 残高 (£100万) |
|----------------------------|---------------|
| 8% Treasury Stock 2000 | 9800 |
| 7% Treasury Stock 2002 | 9000 |
| 6 1/2% Treasury Stock 2003 | 5446 |
| 8 1/2% Treasury Stock 2005 | 10373 |
| 7 1/2% Treasury Stock 2006 | 11700 |
| 7 1/4% Treasury Stock 2007 | 11000 |
| 5 3/4% Treasury Stock 2009 | 2500 |
| 8% Treasury Stock 2015 | 13787 |
| 8% Treasury Stock 2021 | 16500 |
| 6% Treasury Stock 2028 | 5000 |

〔出所〕 BOE, *Monetary and Financial Statistics*, June 1998, Table 20より作成

をCGOに登録することができる(ブック・エントリー方式)。また、CGOのメンバーではない者もCGOメンバーに委託することによってストリップス債を保有できる仕組みになっている。ただし、ストリップス債への分離及び適格債への合成の手続きはマーケット・メーカーが行うので、マーケット・メーカー以外の者がストリップス債を欲する場合には適格債をマーケット・メーカーに売却してストリップス債を反対に買い戻すか、または、適格債を渡してマーケット・メーカーの名で分離してもらいストリップス債を受け取ることになる(適格債に合成してもらおう場合には逆のプロセスをたどる)。また、ストリップス債への分離、適格債への合成を行いうる単位だが、前述した金額の端数の問題を回避するためにイギリスでは一万ポンド単位に設定された。更に、これに合わせて、ストリップス適格債も一万ポンド単位

で発行されることになったのである。

一方、ストリップス債の流通制度だが、ストリップス債の移管は必ずCGOの口座内で行われなければならない点を除き、基本的な枠組みはギルト債の取引と同じである。つまり、投資家は取引所ルールの下で、一ペニー単位で自由な取引ができ、清算も当事者の特別な合意がない限り翌日に行われる。また、マーケット・メーカーはギルト債と同様にストリップス債のマーケット・メイクをする義務を負っている。ここで注目すべきは、ストリップス債を債券貸借取引やレポ取引の対象にする可能性を示唆した点である。これは、将来ストリップス債市場が拡大すれば、イングランド銀行はストリップス債をオープン・マーケット・オペレーションの適格担保にしたい、という意図を含んだものと考えられるが、前述したようにストリップス債は利付国債より価格変動が激し

いことから、ストリップス債をレポ取引などで担保に用いた場合には特別なマージンの取り決めが必要となる。

(2) 税制改革

ストリップス債の導入に当たり、制度上大きな改革が行われたのは税制である。そもそも、ストリップス債の導入が検討されていた時点で、税制上の問題点として次の三つが挙げられた。第一に、ストリップス債はクーパーのないゼロ・クーポン債であり、税法上はディーブ・ディスカウント債として売却ないし償還時に課税されることになる。一方、ギルト債を保有した場合には、原則として毎年受取利子に対して所得税ないし法人税を支払わなければならないことから、ストリップス債に分離した場合としない場合とで課税上の不均衡が生じる。第二に、ストリップス債から得ら

れる収益は形式上キャピタル・ゲインとして認識され、その課税対象所得は割引率を適用して計算される。しかし、その割引率はストリップス債に分離したときの市場利回りによって決まるため、同一銘柄から分離された場合でも時期によって異なり、実態に応じた課税ができない。最後に、受取利子に対しては原則源泉課税されるが、これは第一の問題点と同様にストリップス債に分離するかしないかで課税上の不平等を生じさせる。

最初の二つの問題については、従来法人に関して「所得」としての利子所得と「キャピタル・ゲイン」とを区別して課税所得を算出していた方式を改め、ギルト債から生じるすべての収益を「所得」とみなすトータル・リターン概念を導入(九六年財政法)することによって解決が図られた。更に、実態に応じた課税を実現するために、割引債などの割引部分を償還期日までの期間で按

分して毎年の課税所得を認識する「IODルール」が採用され、法人がストリップス債を保有した場合には、①購入価格と償還額との差を償還までの期間で按分した額、または②毎年の時価評価による損益額、のいずれかを選択して課税される。また、通常のギルト債を保有した場合には、前記の①または②による額に受取利子を加算したものが課税対象所得となる。一方、個人(信託を含む)がストリップス債を保有した場合には、やはりIODルールが適用され、毎年四月五日に時価評価して生じた損益に対して課税されるが、通常のギルト債の場合には、従来どおり利子所得のみが課税対象とされる。

三番目の利子に係る源泉徴収課税は、そもそも九六年にギルト債のオープン・レポ市場を導入する際に大きな問題となった。それ以前の税制において、債券の利子に対しては原則源泉徴収課税が

行われていたが、非居住者がFOTRA債を保有した場合などは、例外として、利子に係る源泉徴収が免除ないし軽減された。しかし、レポ取引では取引に使用されたギルト債に係る利子はギルト債の出し手に帰属することから、FOTRA債のような特例により居住者と非居住者との間で課税上の不平等が生じることになる。こうした税制上の不備を改善するために、大蔵省は九六年から居住者、非居住者にかかわらず、CGOに設置された特別の取引口座(STAR accounts)に自らCGOメンバーの資格で、またはCGOメンバーを通じてギルト債を保管すれば、当該債券に係る利子に対して源泉徴収が免除されるようにした。

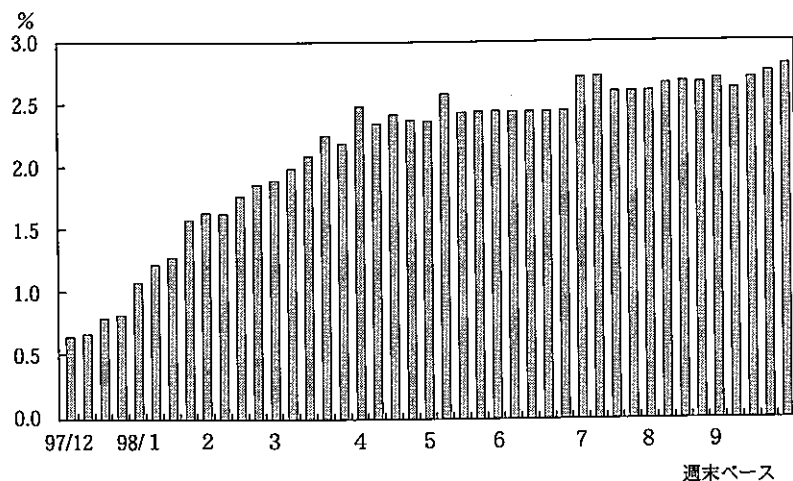
しかしながら、CGO内の特別口座への保管により免税措置が受けられるのは法人ならびに地方自治体、国際機関などであり、個人には適用されなかった。そこで、大蔵省はストリップス債の導

入に際し、税制の簡素化を図るためにも、九七年七月からストリップス適格債について利子に係る源泉徴収の撤廃を決定、内国法人を含む居住者については申告時に総合課税することとした(非居住者は非課税)。更に、九八年四月からはこの措置をすべてのギルト債に拡張し、この結果、もはやFOTRA債とSTAR accountsの制度は意味のないものとなってしまったのである。

プス転換率を銘柄別、すなわち満期別に見てみると、八%二〇〇〇(一)・一二%、七%二〇〇二・二・四七%、六・五%二〇〇三・一・一八%、八・五%二〇〇五・一・六〇六%、七・五%二〇〇六・一〇・五二%、七・二五%二〇〇七・一・五一%、五・七五%二〇〇九・三・〇〇%、八%二〇一〇・一・二二%、八%二〇一一・四・三〇%、一五・二・五五%、八%二〇一二・四・三〇%、六%二〇二二・八・二・七〇%となっている。銘柄別には、八・五%二〇〇五適格債のストリップス転換率が比較的高いが、総じていえば残存期間の長い方が転換が進んでいることがわかる。

一方、九七年十月以来のストリップス転換率を週末ベースで見えていくと四月以降頭打ちとなっており、同じく九七年七月にストリップス債を導入してから十二月末には既に七・六%に達したドイツと比べると、ストリップス債市場の拡大テンポはかなり緩やかと言わざるを得ない(図3)。他

図3 ストリップス転換率



[出所] Bank of England, Monetary and Financial Statistics, July, October, 1998 Table 20より作成

四 市場動向

九八年九月末時点でストリップス適格債は十銘柄あり、その残高は約九五一億ポンドと、ギルト債全体の約三分の一を占めるものと推定される。また、適格債の残高のうち、ストリップス債として保有されている割合(以下、ストリップス転換率と呼ぶ)は二・七七%である。更に、ストリッ

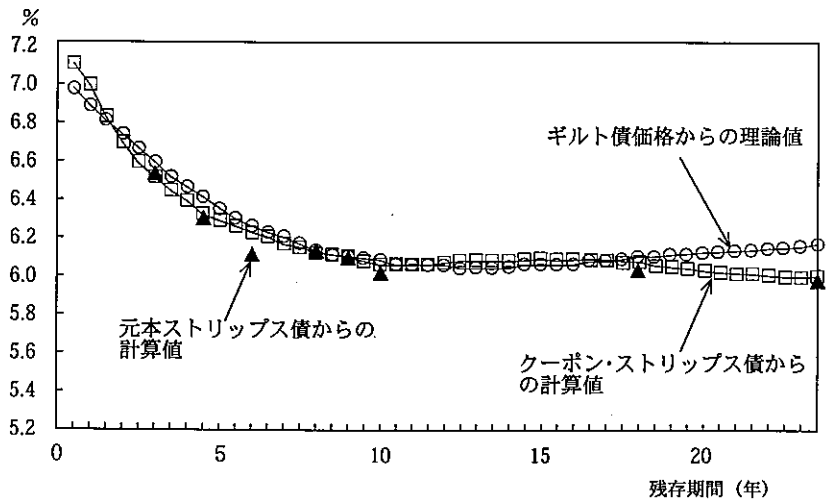
のギルト債に対するストリップス債の取引額の割合で見ても、一二月は約1%、一七月の平均で約0・5%と、低迷状態にあった。

では、なぜストリップス債の需要が伸びず、また、なぜストリップス転換率に顕著な差が出たのだろうか。これらの点を探るべく、少し遡るが、九八年一月二六日時点でのスポット・レート of イールド・カーブをみてみよう(図4)⁽¹³⁾。イールド・カーブには次の三つの特徴が現れている。第一に、イールド・カーブが逆イールドの形をしている。これはギルト債のイールド・カーブも逆イールドになっていることを示唆している。第二に、残存期間が一八年を超えると、クーポン・ストリップス債のスポット・レートがギルト債の価格から計算されたその理論値を顕著に下回っている。第三に、クーポン・ストリップス債のスポット・レートと元本ストリップス債のそれとがわず

かにかい離している。

第一の特徴はストリップス債の需要不振の原因と考えられる。前述したように、逆イールドの環境下では通常、スポット・レート of イールド・カーブが利付債のイールド・カーブを下回る。したがって、残存期間が等しいギルト債とストリップス債の価格を比べたとき、ストリップス債が割高と取られてしまうのである。ただ、この要因は大きく影響しているとは思いが、これだけで需要不振の全てが説明されるわけではないだろう。イングランド銀行の四季報(May, 1998, p. 120)は他の要因として、「ストリップス債への需要不振がマーケット・メーカーの値付けを難しくし、結果として取引コストを高くする」という悪循環、「レポ取引に使えないことがストリップス債の在庫管理を難しくしている」ことなどを挙げている。

図4 ストリップス債から計算されたスポット・レートと理論値



(注) 98年1月26日時点での計算値および理論値
 [出所] Bank of England, Quarterly Bulletin, Feb, 1998, p.18

二番目の特徴は、残存期間の長い適格債のストリップス転換率が高くなる要因であろう。つまり、ストリップス債のスポット・レートが理論値よりも低いということは、その価格が理論価格よりも高いことを意味し、両者のかい離が大きければ、適格債から分離して一旦売却し、将来理論価格どおり安くなつてから買い戻すという裁定取引を行うからである。ここで、なぜスポット・レートが理論値からかい離したのか考えてみよう。一般的な説明としては次の二つが言われている。

①債権利回りは、当該債券に対する流動性制約を反映する。したがって、他の条件が等しければ、残存期間が長い方がストリップス債に分離されている割合が低く、その残高が少ないから、それだけ高価格、つまり低利回りになりやすい。

②「市場の分断効果 (Segmentation Effects)」

の影響がある。債券に対する需要は全ての残存期間にわたって等しいわけではない。例えば、比較的短期の取引を扱い、金利変動のリスクを嫌う商業銀行は短期債を好み、長期的な取引を扱う生命保険会社や年金基金は長期債への投資に比重をかけるだろう。このように、投資家によって嗜好する債券の残存期間が異なれば、需給関係からイールド・カーブに歪みが生じる。これが「市場の分断効果」である。特に、市場が新しく、流動性が低い場合にはこの影響が出やすくなる。

ストリップス債の投資家別保有状況は公表されていないので断定はできないが、前述したように短期適格債のストリップス転換率は高くないことから、長期スポット・レートの理論値からのかい離は市場の分断効果が強く働いたものと推測される。よれば、九七年末時点ではすべての銘柄がこの範囲を逸脱しており、この変化はストリップス債市場が徐々に効率的になったことを示していよう。

最後に、私見ながら、イギリスのストリップス債市場がより活性化する条件を簡単に整理しておきたい。まず環境面では、イールド・カーブが逆イールドから順イールドの状況に変化することである。イールド・カーブがどのような形状を示すかは経済環境や将来の金利に対する期待に依存するものだが、イギリスでは好況が長期に及び、イングランド銀行も金利を高めに誘導していることから、いつまでも逆イールドの状態が続くことはないと予想される。次に政策面では、イングランド銀行も *The Official Gilt Strips Facility* (1997) の中で示唆しているように、ストリップス債をレポ取引の対象に加えたり、人気の高いインデックス債をストリップス適格債に加えるなど

る。より具体的に述べれば、生命本会社や年金基金がデディケイテッド・ポートフォリオを組むために積極的に長期のストリップス債を購入しているものと推測されるのである。

第三の特徴はストリップス債への需要や満期別転換率とはほとんど関係ないであろうが、簡単に説明しておく。元本ストリップス債のスポット・レートがクーパーン・ストリップス債のスポット・レートを下回るのは、同じ残存期間で見た場合、通常、元本ストリップス債の残高がクーパーン・ストリップス債の残高より大きく、流動性が高いぶん、元本ストリップス債が低いレートで取引される傾向があるためである。アメリカなどでも両レートは通常、〇・五―三・〇ベシス・ポイントかい離しているが、図4でこの範囲内に収まっているのは八銘柄中五銘柄である。ただ、イングランド銀行の四季報 (February, 1998, p. 67) に

して、ストリップス債の使い勝手や流動性の促進を図ると同時に、ストリップス債をオープン・マーケット・オペレーションの適格債にして人為的にその流動性を増大させることも必要であるう。

五 おわりに

本稿では、欧米諸国で導入されているストリップス債の概要を紹介する目的で、ストリップス債の歴史、特徴及び取引形態について概念的に述べ、その後、九七年十二月からそれを導入したイギリスに焦点をおいて取引制度や市場動向を見てきた。イギリスについて言えば、税制をはじめ取引制度の基本的な枠組みはほぼ整ったものの市場自体は伸び悩んでいるようだ。ただ、市場が創設されたばかりであることから、ストリップス債導

入の成否を問うには早尚であり、今後レポ取引の対象にストリップス債を加えるなどその使い勝手
が向上すれば、アメリカ市場のように拡大するこ
とも十分期待されよう。

翻って、日本におけるストリップス債導入の可
能性はどうか。日本の場合、最大の課題は
債券税制にあると言われており、ここではその問
題点を指摘し、本稿の締め括りとしたい。

日本では、課税対象となる債券投資からの所得
は受取利子、譲渡益、償還益の三種類に分類され
る。一方、投資対象としての債券の種類は大きく
分けて、通常の利付債、ディープ・デイスカウ
ン
ト債、TB・FB・割引金融債など税法上の手当
のある割引債及び税法上の手当のない割引債、の
四種類がある。その結果、課税方法も、債券と所
得の種類、更には投資家の種類に従って非常に細
かく規定されており、例えば、源泉徴収適用の課

税居住者(個人)の場合、所得税の課税方法は表
3のようになる。現行法のままストリップス債が導
入されると、債券の種類としては税法上の手当の
ない割引債に分類されることになり、次のような
問題が生じよう。

第一に、利付国債とストリップス債の課税上の
不均衡である。ストリップス債は利付国債から分
離したものである以上、課税上の扱いは平等でな
ければならない。しかし、例えば個人が利付国債
を償還日まで保有した場合、受取利子に対し毎年
二〇%の源泉徴収が行われ、更に償還差益にも課
税されるのに対して、ストリップス債として保有
したときには償還差益にのみ課税されることにな
り、どちらの形態で保有するかによって課税上の
不均衡が生じる。第二に、割引債間課税の非整合
性である。ストリップス債は利付国債から分離さ
れるのであるから、その商品の本質はTBや他の

表3 個人投資家に対する債券税制

| | 通常の 利付債 | ディープ・ディ スカウント債 | 税制上の手当のある割引債 | | 税制上の手当 のない割引債 |
|---------------|------------|-------------------|--------------|-------|------------------|
| | | | (分類1) | (分類2) | |
| 受取利子 | 20%源泉徴収 | 20%源泉徴収 | — | | — |
| キャピタル ・ゲイン | 非課税 | 譲渡所得 | 譲渡所得 | 非課税 | 譲渡所得 |
| 償還差益 | 雑所得 | 雑所得 | 18%源泉徴収 | | 雑所得 |

(注) 分類1=満期1年未満で発行されたTB、FBなど

分類2=その他の割引国債、金融債など

(出所) 公社債引受協会『債券税制に関する研究報告』、23、72ページより作成

割引国債と同じである。にもかかわらず税制上の
手当のない割引債に分類され、更に、表3にも
あるように、各割引債の間に課税上の整合性はほ
とんど見られない。

以上の問題はストリップス債の導入という観
点に限定したものであり、債券税制全体で見れば
課題は数多い⁽¹⁴⁾。しかしながら、少なくとも日本に
ストリップス債を導入するためにはこれらの問題
点を解決する必要がある、税制を改革するに当
たってイギリスが行った改革、特に国債利子に係
る源泉徴収制度の撤廃と、課税プロセスにおける
トータル・リターン⁽¹⁵⁾の概念やIODルール⁽¹⁶⁾の導入
は、極めて示唆に富むものといえよう。

(注)

(6) 適格債がストリップス債に分離された時点で適格債のC
GO(中央国債決済事務所)における登録は抹消され、ス
トリップス債として登録し直される。逆に、ストリップス
債から当該適格債に合成されたときは、元の登録に戻さ

- れ、合成に用いられたストリップス債の登録は抹消される。
- (7) 将来的には、ゼロ・クーポン・ギルト債の直接発行も検討されており、それが実現したときにはクーポン・ストリップス債同士による元本ストリップス債への合成もできるようになる可能性がある。
- (8) 大蔵省及びイングランド銀行も分離・合成の手続きがでない。
- (9) Bank of England, *The Official Gilt Strips Facility* (October, 1997, p. 14)
- (10) Bank of England, *The Official Gilt Strips Facility* (October, 1997, p. 16)° 九八年四月二十七日からストリップス債はオペレーションにおける適格担保となった。
- (11) 九六年三月からは、国際的な決済機関であるユーロクリアとセデルにギルト債を保管しても源泉徴収免除が受けられるようになった。
- (12) 八%二〇〇〇は二〇〇〇年に償還期を迎える八%ギルト債を指す。(他の表示も同じ)
- (13) 一月末の転換率で見ても、八%二〇二二適格債が三・一三%であるのに対して、他の銘柄は〇・一七二・八二%に止まっており、やはり残存期間の長い適格債の方が転換率が高いという特徴がみられる。
- (14) 日本の債券税制の現状と問題点については、公社債引受協会『債券税制に関する研究報告』(一九九八年六月)の

「第一編 わが国の債券税制」を参照。また、国債からの受取利子に係る源泉徴収の問題は、中島將隆「債券レポ市場の新たな展開」(大阪証券取引所「インベストメント」(一九九八年六月号)に所収)の中で詳細に論じられている。

(すゞ) と き ひと・当研究所研究員)