

イギリスにおける国債保有構造

須藤 時 仁

わが国は、九〇年代に続いている厳しい経済環境に対処するために大量の国債発行を余儀なくされている。拙稿「国債の発行制度と市場流動性」〔証券レビュー〕第四〇巻第四号、二〇〇〇年四月〕で、発行市場の面からイギリス、アメリカ、日本の国債市場を比較したところ、イギリスの現物市場は発行残高が日本の四分の一以下と少ないにもかかわらず、市場流動性はむしろ高く、その要因として、各年限ゾーンにおける国債発行の配分に偏りが少なく平準化されていること、インデックス債やストリップス債を発行して、投資家

の多様なポートフォリオのニーズに対応していることなどが示された。では、イギリスにおいて国債の保有構造はどうなっているのだろうか。イギリスにおける国家債務の保有構造に関しては、毎年イングランド銀行が *Quarterly Bulletin* で分析している。本稿では、その資料に基づき国債保有構造の特徴を概観することとしたい。

なお、イギリスの国家債務には、大きく分けてポンド建債務と外貨建債務がある。さらに、ポンド建債務は、一般に市場で取引される市場性国債(TBおよびギルト債)と市場取引のない非市場

性債務とに分けられる。本稿で対象とするのはポンド建債務のみであり、したがって「ポンド建て」という表現は省略する。

一、市場性国債の保有構造

投資家別の保有構造は表1のとおりである。まづ九九年三月末について市場保有と公的保有とで大別すると、市場保有の構成比が九六・四%と大部分を占めている。⁽¹⁾市場保有のなかでも、機関投資家である保険会社、年金基金、投資信託(ユニット・トラスト、インベストメント・トラスト)のシェアが六〇・八%と圧倒的であり、さらにその内訳を見ると保険会社(三四・一%)と年金基金(二五・二%)で分け合うかたちとなっている。機関投資家に次いで、非居住者のシェアが一八・八%と高く、その大半を国際機関、海外中

表1 イギリスにおける市場性国債の保有構造 (10億ポンド、%)

	1990	1995		1998		1999	
		(シェア)	(シェア)	(シェア)	(シェア)	(シェア)	(シェア)
その他公的部門計	0.5	0.3	0.8	0.4	2.3	0.8	3.2
地方自治体	0.3	0.2	0.7	0.3	0.2	0.1	0.2
公営企業	0.2	0.1	0.1	0.1	2.1	0.7	3.0
銀行	8.1	5.9	22.3	9.2	13.8	4.6	11.2
住宅金融機関	4.8	3.5	5.3	2.2	1.0	0.3	0.7
機関投資家	57.9	42.4	132.8	55.0	192.4	63.5	183.1
保険会社	34.9	25.6	82.7	34.3	114.2	37.7	102.7
年金基金	22.4	16.4	46.7	19.3	73.9	24.4	76.0
投資信託	0.5	0.4	3.3	1.4	4.3	1.4	4.3
個人	11.7	8.6	10.7	4.4	15.2	5.0	25.3
その他居住者	16.2	11.9	24.9	10.3	14.6	4.8	10.2
(非金融法人)	(1.7)	1.2	(2.0)	0.8	(0.8)	0.3	(0.9)
非居住者計	17.9	13.1	35.5	14.7	52.1	17.2	56.6
国際中央銀行	0.8	0.6	1.0	0.4	0.1	0.0	0.5
海外中央銀行	8.1	5.9	13.0	5.4	12.6	4.2	16.3
その他非居住者	9.0	6.6	21.4	8.9	39.4	13.0	39.8
市場保有計	117.0	85.7	232.3	96.2	291.5	96.2	290.1
公的保有計	19.6	14.3	9.2	3.8	11.5	3.8	10.9
総計	136.6	100.0	241.5	100.0	303.1	100.0	301.0

(注) 1 各年とも3月末
 2 スターリングポンド建の市場性国債のみに対する保有構造
 3 投資信託とはインベストメント・トラストとユニット・トラストの合計
 4 98年3月末まで、公的保有とは政府と中央銀行の合計であったが、99年3月末より定義が変わり、中央銀行は公的保有から市場保有の銀行部門に移った
 (出所) Bank of England(BOE), *Quarterly Bulletin*, 1990, 95, 98, 99, Novemberより作成

中央銀行以外の非居住者（一三・二％）が占めている。これに対して、銀行と住宅金融組合のシェアは合わせて三・九％と、個人等（八・四％）より低いことが特徴的である。

ここで、イギリスの特徴を見るために、アメリカ、日本の保有構造と比較してみよう（表2）。

なお、アメリカと日本は九九年三月末のデータを用いたが、イギリスに関しては九九年三月末におけるイングランド銀行の保有額が不明であるため、政府とイングランド銀行の保有分を公的保有として統計が採れる九八年三月末のデータを用いている。この表から、イギリスの特徴として次の三つが指摘できる。

第一に、銀行等のシェアが低い反面、機関投資家のシェアがきわめて高い。機関投資家のシェアは、日本二〇・六％、アメリカ二七・七％であるのに対してイギリスは六三・五％にも上る。第二

イギリスにおける国債保有構造

に、非居住者のシェアは日本より大きいアメリカに比べてかなり小さい。これは、九五年以前のイギリスでは、非居住者が保有する英国債の利子に対しても原則として源泉徴収課税があったこと、英国債のレポ取引ができなかった（このため、国債の空売りが極めて困難であった）ことが影響していよう。九五年時点で既に国債利子に対して源泉徴収課税がなく、レポ取引も盛んであったアメリカに比べ、イギリスの国債市場は非居住者にとって明らかに魅力が乏しい市場であった。九六年からイギリスでもレポ市場が創設され、国債利子にかかる源泉徴収制度も漸次緩和、撤廃されていった結果、表1に見られるように、非居住者のシェアは、国際機関、海外中央銀行以外の非居住者が牽引するかたちで、九〇年三月末の一三・一％から九五年三月末一四・七％、九八年三月末一七・二％（九九年三月末一八・八％）へと、

表2 保有構造の国際比較 (%)

	イギリス	アメリカ	日本
地方公共団体・公企業	0.8	8.1	2.1
銀行	4.9	7.4	14.0
保年投	37.7	4.3	12.4
資 信	24.4	13.0	7.2
個人	1.4	10.4	1.1
非居 住	5.0	—	1.8
政 府	17.2	37.8	5.8
そ の	3.8	13.8	50.4
	4.9	5.3	5.3

(注) 1 イギリスは98年3月末、アメリカと日本は99年3月末の構成比
2 市場性国債のみの保有構造
3 アメリカの「その他」には、公企業と個人を含む
4 日本の「その他」には、ノンバンクなどのその他金融機関を含む

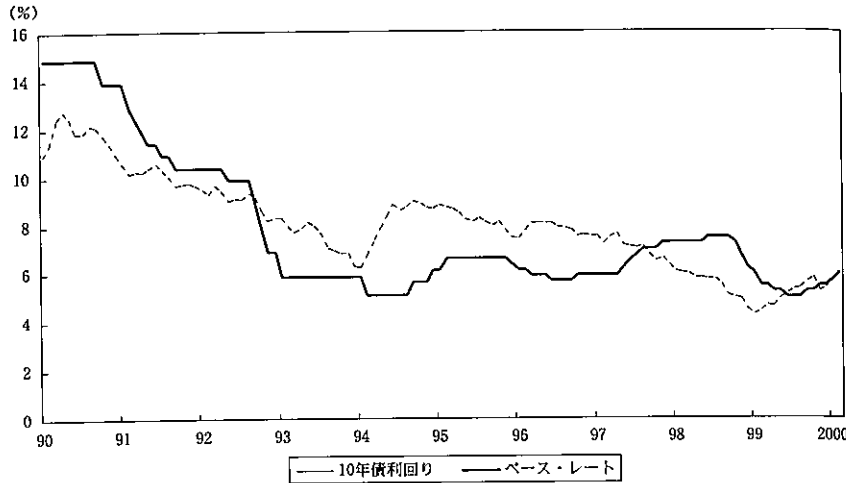
(出所) BOE (表1に同じ)、U.S. Department of the Treasury, *Treasury Bulletin*, 1999, December, 日本銀行『経済統計月報』(資金循環表)、1999, 9月号より作成

九〇年代後半に急上昇している。これは、非居住者にとって英国債市場の魅力が向上したことを示しており、将来的にはそのシェアがアメリカに迫る可能性はあろう。

第三の特徴は、政府、中央銀行による保有シェアが非常に低いことである。イギリスおよびアメリカでは、国家の債務を市場で取引される市場性国債と市場取引のない非市場性債務に分ける方式が採られており、イギリスの場合、九八年三月末でポンド建て国家債務に占める非市場性債務の割合は約二五・五％（九九年三月末では二五・九％）になる。後述するように、政府と中央銀行は、九八年三月末で合計四五六億ポンドの国家債務を保有しているが、そのうち約七五％を非市場性債務が占めており、市場性国債の割合は小さい。そのため、市場性国債で見たとき、アメリカ、日本に比べてイギリスにおける保有シェアが

イギリスにおける国債保有構造

図1 イギリスの金利動向



(出所) BOE, Monetary & Financial Statistics, OECD, Main Economic Indicators

低く現れたのであろう。なお、イギリスの政府、中央銀行が保有する非市場性債務には、主に、政府部門から国家貸付資金 (National Loans Fund) への短期貸付である一時貸付金 (Ways and Means advance)、国債管理委員会 (National Debt Commissions) に対して直接発行される非市場性証券 (NITL stocks)、中央政府および公的企業による国債管理委員会への一時預金 (temporary deposit facility) がある。

次に、九〇年三月末から九八年三月末にかけての長期的な保有構造の変化を見てみよう。ここで、九八年三月末と比べるのは、前述したようにイングランド銀行の分類が変更され、九九年三月末では統計的に不連続となるためである。まず、全体を概観してみると、市場性国債の残高は九〇年三月末の一三六億ポンドから九八年三月末には三〇三億ポンドへと、約二・二倍に膨らんで

いる。さらに、公的保有と市場保有の内訳は、九〇年三月末には一四・三%あった公的保有のシェアが九八年三月末には三・八%へと大幅に低下していることが特徴的である⁽³⁾。

投資家別にシェアの変化を見てみると、まず、機関投資家の中でも保険会社 (二五・六%から三七・七%) と年金基金 (一六・四%から二四・四%) のシェアが大きく上昇している。この要因としては次の三つが考えられる。第一は、ベース・レートが九〇年代の前半に低下し、後半の好景気にもかかわらずほぼ横ばいで推移したことである (図1)。こうした金融当局のスタンスを反映して、国債の名目利回りも九四年の前半を除いて低下基調が続いた。これは、国債価格が九〇年代を通じて基本的に上昇基調にあったことを示している。

第二の要因は、リスクをできるだけ小さくして

実質利回りを確保するために、インデックス債への投資を拡大したことである (表3)⁽³⁾。八一年末以来、年金基金と生命保険会社 (長期ファンドベース) の保有国債に占めるインデックス債の割合 (表中C/B列) は順調に拡大し、九八年末で、年金基金で約四八%、生命保険会社で約一四%に上る。また、年金基金、生命保険会社とも、総資産に占めるイギリス国債の割合 (同B/A列) が九〇年代に入ってから上昇に転じているなかで、インデックス債の総資産に占める割合 (同C/A列) は八〇年代以降ほぼ一貫して上昇している。

第三の要因は、一九九五年年金法に基づき、九七年四月から年金基金に最低積立要件の支払能力テスト (Minimum Funding Requirement Solvency Test, MFRST) が導入されたことである。最低積立要件とは、年金事業者に対して、

表3 イギリス年金基金、生命保険会社のインデックス債保有残高の推移 (100万ポンド、%)

年未	年金基金					生命保険会社						
	総資産高 残(A)	うち 英国債 (B)		うちインデックス債 (C)	C/A	総資産高 残(A)	うち 英国債 (B)		うちインデックス債 (C)	C/A		
		B/A	C/B				B/A	C/B				
1981	63,435	12,481	19.7	1,327	10.6	2.1	60,989	15,249	25.0	404	2.6	0.7
82	84,198	18,249	21.7	2,255	12.4	2.7	79,759	22,782	28.6	993	4.4	1.2
83	110,970	22,586	20.4	3,017	13.4	2.7	95,768	25,794	26.9	1,448	5.6	1.5
84	139,290	25,608	18.4	4,075	15.9	2.9	113,561	27,608	24.3	1,747	6.3	1.5
85	168,059	29,648	17.6	5,120	17.3	3.0	130,122	30,456	23.4	2,294	7.5	1.8
86	211,220	32,511	15.4	6,913	21.3	3.3	158,551	31,448	19.8	2,204	7.0	1.4
87	227,551	34,022	15.0	7,213	21.2	3.2	173,369	34,690	20.0	3,118	9.0	1.8
88	267,446	34,814	13.0	9,568	27.5	3.6	198,374	34,298	17.3	3,556	10.4	1.8
89	338,950	31,894	9.4	11,688	36.6	3.4	246,241	32,530	13.2	4,015	12.3	1.6
90	302,714	27,940	9.2	9,780	35.0	3.2	232,314	31,137	13.4	3,764	12.1	1.6
91	343,759	24,041	7.0	8,599	35.8	2.5	276,219	36,584	13.2	3,782	10.3	1.4
92	382,011	25,188	6.6	10,841	43.0	2.8	327,572	50,970	15.6	5,402	10.6	1.6
93	480,567	34,279	7.1	16,930	49.4	3.5	433,522	72,575	16.7	8,891	12.3	2.1
94	443,468	41,854	9.4	20,341	48.6	4.6	403,744	64,921	16.1	7,121	11.0	1.8
95	508,581	52,659	10.4	24,017	45.6	4.7	494,661	80,268	16.2	8,856	11.0	1.8
96	543,879	57,783	10.6	27,011	46.7	5.0	549,679	90,996	16.6	11,070	12.2	2.0
97	656,873	80,534	12.3	36,099	44.8	5.5	677,803	107,847	15.9	12,792	11.9	1.9
98	699,191	91,084	13.0	43,766	48.1	6.3	777,974	127,903	16.4	17,694	13.8	2.3

(注) 生命保険会社は長期ファンド・リース
(出所) Office for National Statistics, Financial Statistics

その負債に見合う十分な資産を保有することを課す要件である。アクチュアリーは定期的(三年ごと)に資産を評価し、その結果を十一月以内(と)に資産を評価し、その結果を十一月以内に受託者(Trustees)に報告しなければならぬ。アクチュアリーによる資産評価が負債の九〇%を下回った場合、定められた期限内に早急に事業者は現金ないし金融資産による担保を積んで、最低でも負債の九〇%まで資産を増やさなければならぬ。また、資産評価が負債の九〇-一〇〇%の間にあるときは、上記の方法ないしは拠出金の増額によって、拠出金のスケジュールでカバーされている期限までに資産を負債の一〇〇%水準まで増やさなければならぬ(一九九五年年金法第五六一-六一條)。この要件を満たすため、安全資産である国債が年金基金によって嗜好されたものであろう。

投資家別シェアの変化で、機関投資家以外に注

目されるのは、非居住者、特に国際機関、海外中央銀行以外の非居住者の割合が六・六%から一三・〇%へと大きく上昇していることである。この要因として、イングランド銀行は海外の投資家がEMUの不確定性とロシア、東南アジアの経済、金融不安からの「安全な待避場所」としてイギリスの国債市場が選ばれたとしている。これには、好景気とEMUの不確定性により、九六年半ば以降ポンド通貨が回復したことも後押ししている(図2)。しかしながら、その最大の要因は前述したように、九六年以後の漸進的なギルト債利子に対する源泉徴収の撤廃とギルト・レポの導入により、非居住者にとって英国債市場の魅力が向上したためと考えられる。

表4-1 投資家別ポートフォリオ(1) (10億ポンド、%)

銀行	90.3 (構成比)		95.3 (構成比)		98.3 (構成比)	
T B	3.9	46.6	7.0	31.0	0.3	2.2
ギルト債 (短期)	1.0	11.8	6.0	26.9	7.9	56.8
ギルト債 (中期)	1.9	23.4	7.5	33.3	4.9	35.3
ギルト債 (長期)	1.3	15.5	1.8	8.0	0.7	5.0
小計	8.1	97.3	22.3	99.2	13.8	99.3
非市場性債	0.2	2.7	0.2	0.8	0.1	0.7
合計	8.3	100.0	22.5	100.0	13.9	100.0

住宅金融組合	90.3 (構成比)		95.3 (構成比)		99.3 (構成比)	
T B	1.1	22.3	0.1	1.3	0.0	0.0
ギルト債 (短期)	2.8	57.6	4.7	88.9	0.6	85.7
ギルト債 (中期)	0.9	18.4	0.3	5.9	0.1	14.3
ギルト債 (長期)	0.0	0.3	0.2	3.9	0.0	0.0
小計	4.8	98.6	5.3	100.0	0.7	100.0
非市場性債	0.1	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
合計	4.8	100.0	5.3	100.0	0.7	100.0

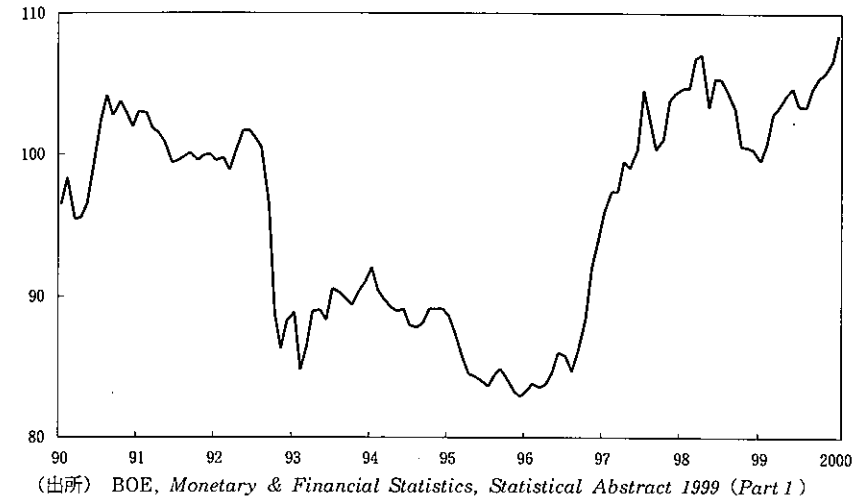
保険	90.3 (構成比)		95.3 (構成比)		99.3 (構成比)	
T B	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	0.6
ギルト債 (短期)	2.3	6.7	9.7	11.8	25.6	24.9
ギルト債 (中期)	18.2	52.2	40.4	48.8	43.8	42.6
ギルト債 (長期)	14.4	41.1	32.6	39.4	32.7	31.8
小計	34.9	100.0	82.7	100.0	102.7	100.0
非市場性債	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
合計	34.9	100.0	82.7	100.0	102.7	100.0

年金基金	90.3 (構成比)		95.3 (構成比)		99.3 (構成比)	
T B	0.0	0.0	0.3	0.7	0.6	0.8
ギルト債 (短期)	1.1	4.9	3.7	8.0	19.6	25.8
ギルト債 (中期)	10.5	46.6	24.0	51.4	37.3	49.1
ギルト債 (長期)	10.9	48.2	18.6	39.9	18.6	24.5
小計	22.4	99.7	46.7	100.0	76.0	100.0
非市場性債	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
合計	22.5	100.0	46.7	100.0	76.0	100.0

(注) 1 ギルト債短期: 5年以下、中期: 5年超15年以下、長期: 15年超
 2 銀行部門はイングランド銀行の公的保有からの移行により統計が不連続なため、98年3月末と比較している。

(出所) BOE, Quarterly Bulletin より作成

図2 ポンド実効レート (90年=100)



二、投資家別ポートフォリオ

ここでは、投資家別に市場性国債および非市場性債務がどのように運用されているのかを概観してみよう(表4)。その際、前述したインングランド銀行の分類変更から、銀行部門による保有と公的保有に関しては、九八年三月末と比較する。

(1) 銀行

銀行、特に商業銀行は短期性資金を扱うことから、その資金運用も短期のスタンスをとる。そのため、九〇年三月末には、全体の約半分をTBで保有し、残りを中期債(五年超一五年以下)にやや重点をおきながらも、短期(五年以下)、中期、長期(一五年超)でバランスを取って保有していた。九五年三月末には、TBと長期債での保

表4-2 投資家別ポートフォリオ(2) (10億ポンド、%)

投資信託	90.3 (構成比)		95.3 (構成比)		99.3 (構成比)	
	T	B	T	B	T	B
ギルト債 (短期)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ギルト債 (中期)	0.1	23.4	0.6	18.3	1.5	34.9
ギルト債 (長期)	0.3	65.9	1.6	47.8	1.7	39.5
小ギルト債	0.1	10.7	1.1	33.7	1.1	25.6
非市場性債	0.5	100.0	3.3	99.8	4.3	100.0
計	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0
務計	0.5	100.0	3.3	100.0	4.3	100.0

個人等	90.3 (構成比)		95.3 (構成比)		99.3 (構成比)	
	T	B	T	B	T	B
ギルト債 (短期)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ギルト債 (中期)	5.9	15.6	4.0	7.6	8.4	9.9
ギルト債 (長期)	4.2	11.1	5.0	9.3	12.7	14.9
小ギルト債	1.6	4.1	1.7	3.2	4.2	4.9
非市場性債	11.7	30.7	10.7	20.0	25.3	29.8
計	26.4	69.3	42.7	80.0	59.7	70.2
務計	38.1	100.0	53.4	100.0	85.0	100.0

その他非居住者	90.3 (構成比)		95.3 (構成比)		99.3 (構成比)	
	T	B	T	B	T	B
ギルト債 (短期)	0.4	4.0	0.1	0.5	0.6	1.5
ギルト債 (中期)	3.7	40.7	13.0	60.6	15.3	38.4
ギルト債 (長期)	4.5	49.9	6.5	30.2	13.7	34.4
小ギルト債	0.5	5.5	1.9	8.6	10.2	25.6
非市場性債	9.0	100.0	21.4	100.0	39.8	100.0
計	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
務計	9.0	100.0	21.4	100.0	39.8	100.0

公的保有	90.3 (構成比)		95.3 (構成比)		98.3 (構成比)	
	T	B	T	B	T	B
ギルト債 (短期)	2.5	7.9	1.1	2.6	3.6	7.9
ギルト債 (中期)	5.3	16.4	2.4	5.8	2.9	6.4
ギルト債 (長期)	6.9	21.3	4.5	10.7	3.8	8.3
小ギルト債	4.8	15.0	1.1	2.7	1.2	2.6
非市場性債	19.6	60.5	9.2	21.9	11.5	25.2
計	12.7	39.5	32.8	78.1	34.1	74.8
務計	32.3	100.0	42.0	100.0	45.6	100.0

(注) 1 ギルト債短期: 5年以下、中期: 5年超15年以下、長期: 15年超

2 公的保有(政府・中央銀行)はイングランド銀行の銀行部門への移行により統計が不連続なため、98年3月末で比較している。

(出所) BOE, Quarterly Bulletin より作成

有割合を減らし、短期債と中期債に重点を移して
 いている。TBの保有割合が減少したのは、T
 Bの残高自体が九〇年三月末の一一六億ポンドか
 ら九五三年末には九〇億ポンドに減少したこと
 が影響しているよう。

九八年三月末には九五三年末に比べ、TBの
 保有を大幅に(六七億ポンド)減少させ、さらに
 長期債の保有も二六億ポンド減少させたことか
 ら、国債の保有総額が大きく落ち込んだ。そうし
 たなかで、中期債の保有を増加させたことからそ
 の保有割合は五〇%を超えている。TBの保有が
 激減したのは、その残高自体が九五三年末の九
 〇億ポンドから五七億ポンドに減少したことに加
 え、九六年のレポ市場創設に伴い、イングランド
 銀行が公開市場操作の中心をレポによるオペレ
 ションに変更したため、TBを保有するインセン
 ティブがほとんどなくなったためであろう。ま

た、長期債の保有を減少させた要因としては、好
 景気の持続に伴い九七年中央から基準金利がわずか
 に上昇に転じ、それを受けて金利の先高期待が強
 くなったためと推測される。

(2) 住宅金融組合

住宅金融組合は、商業銀行と対照的に、住宅融
 資債権という長期資産を保有しているため、満期
 までの期間が長い金融資産を保有するインセン
 ティブは小さい。そのため、九〇年および九五
 三年末には、五〇億ポンド前後保有していた国家
 債務のうち、八〇―九〇%をTBと短期債に振り
 向けていた。

しかしながら、九九年三月末には国債の保有が
 ほとんどなくなった。これは、住宅金融組合その
 もの減少が影響しているよう。つまり、一九八
 六年住宅金融組合法に株式会社(銀行)への転換条

項が設けられ、八九年七月に、当時業界第二位のアビー・ナショナル住宅金融組合が銀行に転換した。しかし、その後転換の動きは見られなかったが、九七年になって銀行への転換が相次いだことから、住宅金融組合全体の資産が減少したのである。

(3) 保険会社・年金基金

前述したように、保険会社と年金基金による国債保有高は九〇年代に入って拡大している。保険、年金という長期性の商品を扱っているため、資産運用も長期的スタンスをとる。これを反映して、九〇年および九五年三月末には中期債、長期債の保有が九〇%前後を占めていた。

しかしながら、九五年三月末から九九年三月末にかけては、国債の保有増加分（保険会社で二〇〇億ポンド、年金基金で二九三億ポンド）のう

ち、保険で約八〇%、年金基金で約五四%を短期債に振り向けており、運用スタンスの短期化が現れている。これは、図1の一〇年国債利回りの動きにも見られるように、好景気の長期化から九九年に入って金利の先高観測が生じ、それに伴って、リスク・ヘッジのために短・中期債により重点をおくスタンスに切り替えたのであろう。この結果、保険会社、年金基金のいずれも保有国債の約四分の一を短期債が占めている。

(4) 投資信託

九〇年三月末時点で、国債の保有額は約五億ポンドと非常に少なく、そのほとんどを短・中期債で運用していた。九五年三月末には国債保有を大幅に増やした（二八億ポンド）が、そのほとんどを中・長期債の保有増に向けた結果、一転して八〇%以上がそれらの国債で運用されるようになって

た。しかしながら、保険会社、年金基金と同様に、金利先高観測に伴うリスクをヘッジするためか、九九年三月末には、保有額の増分（一〇億ポンド）のほとんどを中期債に振り向けた。そのため、九九年三月末時点で見れば、短・中・長期の三つのゾーンでバランス良く保有するかたちとなっている。

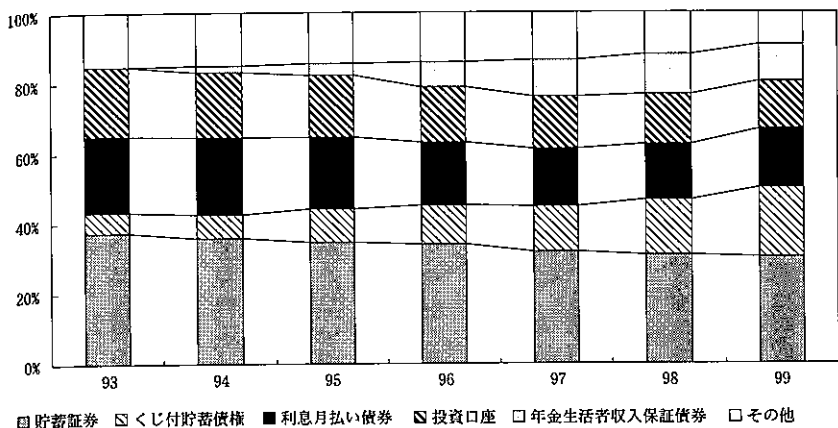
(5) 個人等

九〇年以降、国家債務の保有額は伸びているが、その七〇―八〇%は常に非市場性債務で保有されている。個人が保有する非市場性債務は、政府、中央銀行が保有するものと異なり、大部分が国民貯蓄国債 (National Savings Securities) である。これは、国民に少額の貯蓄手段を与えると同時に、その資金を国庫に吸収する目的で発行される証券であり、主に郵便局で取り扱われる。

国民貯蓄国債の種類は多いが、主な商品として、貯蓄証券（固定利付と物価スライド条項付の二種類がある）、利息月払い債券、くじ付債券、投資口座、年金生活者収入保証債券がある。国民貯蓄国債の残高に占める各商品のシェアは図3のようになっている。最大のシェアを占める商品は、少額貯蓄手段である貯蓄証券だが、近年ではくじ付債券（期間の定めはなく、一券面につき一ポンドの元本は保証されているが、利子は付かない。利子相当分はプールされ、毎月一回コンピュータで打ち出された当選番号が発表され、当選者に賞金として支払われる）と年金生活者収入保証債券（六〇歳以上の老人のみを対象とした五年物の固定金利債券。利子はグロスで毎月支払われる。）のシェアが上昇している。

なお、市場性国債での運用スタンスは短・中期債重視で一貫しているが、九〇年代後半の変化を

図3 国民貯蓄国債の内訳構成比



(注) 各年3月末の構成比
 (出所) Office for National Statistics, *Annual Abstract of Statistics 2000*, BOE, *Quarterly Bulletin*, 1999, November.

あえて挙げれば、中期債に重きをおいた運用になってきている。

(6) その他非居住者

前述したように、英国債の保有を九〇年代に拡大している。非居住者の場合、国債の価格変動リスクに加えて為替リスクがあるため、投資スタンスは短期的になる。そのため、九〇年及び九五年三月末では保有額の九〇%以上がTB、短・中期債に向けられていた。

しかしながら、九五年三月末から九九年三月末にかけては一転して、保有増加分(一八四億ポンド)の約四五%が長期債、約三九%が中期債に向けられたことから、短期から長期までの保有バランスは均等に近くなっている。投資スタンスが長期化した背景には、九〇年代後半にポンド通貨の信頼が増したことに加え、国債利子の源泉徴収廃

止やレボ市場導入によって長期債へ投資しやすい環境が整ったことが挙げられよう。

二、まとめ

(7) 公的保有

九〇年三月末の保有割合は約六〇%が市場性国債、約四〇%が非市場性債務であったが、九五年三月末にかけて市場性国債の保有が長期債を中心に大幅に(一〇四億ポンド)減少、反面、非市場性負債が約二〇〇億ポンド増加したことから、両者の比率は逆転した。九〇年三月末から九五年三月末にかけて市場性国債の保有が減少したのは、特に、ギルト債の発行方法をオークション中心に切り替えていったことから、タッグ債が減少したためであろう。その後、九八年三月末にかけて両者ともに約二〇億ポンドづつ増加したが、依然として約七五%が非市場性債務での保有となっている。

以上、九〇年代におけるイギリスの国債保有構造の変化を概観してきたわけだが、その特徴として次の三点が挙げられる。第一に、銀行等の保有割合は低下基調にある反面、保険会社、年金基金を中心とする機関投資家のシェアは急速に拡大している。第二に、非居住者の保有割合は、アメリカより低いものの、九〇年代後半から顕著に拡大してきている。第三の特徴としては、政府と中央銀行による市場性国債の保有割合が極めて低いことである。

これらの特徴のうち、市場流動性の向上という観点から、わが国にインプリケーションを与えるものは第三の特徴である。表2にも見られるように、わが国の場合、政府と中央銀行による市場性

国債のシェアは五〇%を超えている。これは、主に郵便貯金の形態で集められた家計資金を背景に、政府が流通市場においても、資金運用部オペなどのかたちで国債の買い手としてしばしば登場するためであり、イギリス、アメリカでは見られない特徴である。民間の市場参加者とリスク選好が異なる政府が流通市場においてこのように大きな地位を占めることは、一般的に見て市場の効率性を損なう可能性が大きい。このような弊害を取り除くためにも、イギリスで見られるような非市場性の国債を政府部門向けに発行し、民間の市場参加者によって構成される一般的な国債流通市場とは明確に区別することが望ましいであろう。また、非市場性国債に関して言えば、イギリスの貯蓄国債のように市場性はないが貯蓄性の高い国債を個人向けに発行することも、国債の円滑な消化という点からは効果があるのではないだろうか。

(注)

- (1) ただし、九九年三月末から定義が変わり、中央銀行であるイングランド銀行の分類が九八年三月末以前の公的保有から市場保有の銀行部門に移行されたことに注意する必要があるが、その銀行部門のシェアも九八年三月末の四・六%から九九年三月末には二・七%にむしろ低下している。また、地方自治体と公企業の保有を公的保有に加えても、やはり九五%以上を市場が保有している。
- (2) 公的保有の額は九〇年三月末の一九六億ポンドから九八年三月末には一一五億ポンドへと、絶対額自体が減少している。
- (3) インデックス債については拙稿「国債の発行制度と市場流動性」(『証券レビュー』第四〇巻第四号、二〇〇〇年四月)を参照されたい。
- (4) 九八年三月末で、ポンド建債務全体に占める国民貯蓄国債のシェアは約一五%、非市場性債務に占めるシェアは約五七%である。

(すどう ときひと・当研究所研究員)