

フランスにおける個人向け国債流通市場の一年

中川 辰 洋

はじめに

フランス国庫局国債庁 (Agence France Trésor: AFT) は二〇〇五年中、フランス政府証券 (国債) 市場について新たな施策を発表した。⁽¹⁾ ひとつは、償還期限五〇年の「ウルトラ長期国債」(OAT 25 avril 2055) の発行であり、いまひとつは個人投資家向け国債流通市場の創設である。前者は同年二月二二日にフランス内外の主要銀行からなる引受け募集団 (コンソーシアム) を

対象に初発行されたが、六〇億ユーロの発行予定額に対して三倍超の二〇〇億ユーロの応募が殺到したとされる。爾来、同国債は二〇〇六年四月までに計四回にわたって継続発行 (二回目以降は入札発行) されたが、いずれも内外の投資家の旺盛な需要に支えられて、AFTや市場関係者の予想をはるかに上回る上々の滑り出しをとげた。⁽²⁾

一方、AFTは二〇〇五年二月五日、個人を対象とする国債流通市場を創設する旨の声明を発し、ユーロネクスト・パリ (Euronext Paris)

やフランス国債プラーマリー・ディールー (spécialistes en valeurs du Trésor: SVT) などが国債の流通価格を継続的に公表することを柱とする協力を得て、翌二〇〇六年一月二日から個人投資家向け国債流通売買がスタートした。ところが、AFT自ら個人投資家向け「ユーザー・ガイド」(Agence Trésor [2006] 参照) を作成するなど力の入れようであったが、二〇〇六年をとおして個人投資家向け国債流通市場は薄商いに終始したというのが偽らざるところである。

もとより、個人の国債流通売買がこの先も振るわず、市場そのものが消滅するかどうかをここで予測するものではないし、またそうすることが本稿のテーマではない。ここではいわばその前提として、個人向け国債流通市場の一年を回顧しながらそのパフォーマンスを評価し、あわせて今後の展望を試みたい。

一、フランス国債市場の現状

本論のテーマに入るまえに、現在のフランス国債市場を概観しておこう。一九九九年のユーロ圏誕生後、フランス国債はドイツ国債 (Bundesanleihe) とならんで、「ユーロ圏の国債」として国際的な名声と信頼を確立しているといつてよい。

二〇〇六年一月現在、市場性国債の発行残高は八九二〇億ユーロにのぼり、ドイツ、イタリアにつぐ市場規模である。また国債の内訳をみれば、長期債 (OAT) が六一一〇億ユーロ、ついで中期債 (BTAN) が二二二〇億ユーロ、短期債 (BTF) が七九〇億ユーロの順となっている。³⁾ (図表1)

見られるように、主力をなすのは全体の約七〇%を占めるOATである。同債は一九八〇年代の

図表1 フランス国債発行残高の推移
(2000～2006年)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2006(年末)
	(10億ユーロ)							
全 体	616	653	717	788	833	877	882	892
うちOAT	419	443	478	512	552	593	606	611
BTAN	154	158	151	167	184	189	197	202
BFT	43	52	88	109	97	95	78	79

(出所) Agence Trésor France.

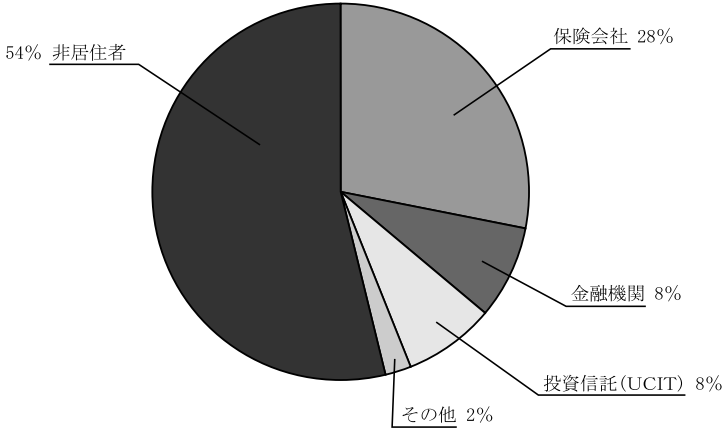
(注) 2006年は11月末現在。

国債発行管理政策の改革によって導入され、当初は一〇年固定利付債のみであったが、のちに二五年債、三〇年債が、さらに五〇年債と年限が多様化している。また付利方式に関しても、固定利付のほかフランスやユーロ圏の物価指数に連動するタイプ(OAT、OATe)が発行されている。その最大の特徴は、同一条件の銘柄(クーポン・レート、利払日、償還期限など)を数回に分けて継続発行して銘柄統合を行う特約を付して発行ロットを大型化し、市場での流動性を高めることを企図した点にある(この点は、BTANも同様)。

つぎに投資家別国債(OAT)の保有構成を見ると、もっとも注目すべき点は、フランス非居住者(主に年金基金や保険)の国債投資が際立って高いことであり、その保有比率は全体の五四%にのぼる。以下、保険会社(二八%)、銀行

フランスにおける個人向け国債流通市場の1年

図表2 投資家別OAT(長期債)保有状況
(2006年6月末現在)



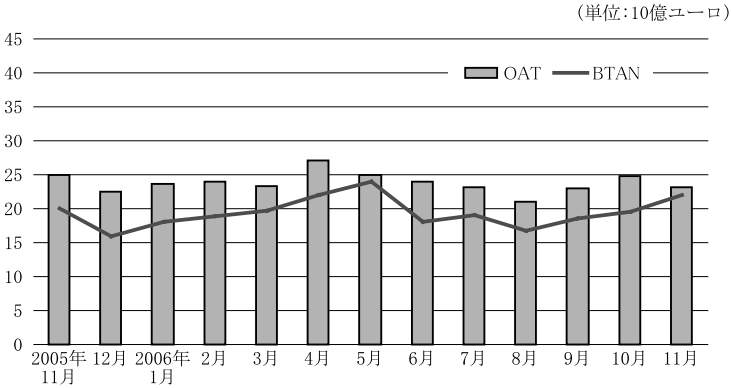
(出所) Banque de France.

(注) 「その他」には、個人投資家をふくむ。

などの金融機関(8%)、UCITと呼ばれる投資信託(8%)とつづき、家計をふくむその他はわずか2%にすぎない。(図表2)要するに、フランス国債市場は国内外の大手機関投資家の支配するところとなっているといつてよいのである。

それというのも、フランスでは一九八〇年代の国債市場改革以来、国債はSVT(プライマリー・ディーラー)を対象に入札発行され、国債流通市場での流動性を保証しているからであり、しかも国債投資を軸にパリ市場の国際金融センターとしての地位向上を図るべく、他のヨーロッパ諸国に先んじて市場の周辺整備に尽力してきた。具体的には、①受渡し決済システムの改善、②国債レポ市場(marché en pension livrée)の開設、③国債ストリップス化(démembrement de l'OAT)の容認などが、それである^④。

図表3 国債流通売買の推移
(2005年11月～2006年11月)



(出所) Euroclear France.

- (注) 1. OAT, BTANともそれぞれ取引量のもっとも多い5銘柄, 4銘柄の合計(日中平均)。
2. 売買額はいずれも売りと買いの合計。

こうした「革新的」な市場整備の結果、フランス国債の流通売買は一九九〇年代以降飛躍的に拡大し、いまや世界でもっとも流動的な国債市場のひとつとして評価されるにいたっている。図表3は二〇〇五年一月から直近一年間における取引量のもっとも多い国債(OAT5銘柄、BTAN4銘柄)の取引量の推移を見たものである。それによると、OATはデیلیーベースで平均二三〇億ユーロ(約三兆五〇〇億円)が持ち手を換ええており、一方のBTANについても一五〇〜二〇〇億ユーロ(約二兆六三〇億円)が日々取引されている(いずれも往復ベース)。上記の国債保有構成に示されるように、内外の大手投資家層が国債の流通売買の規模を膨らませていることは、容易に見てとれよう。

二、個人投資家と国債市場

このようにフランス国債は内外の金融機関や機関投資家によって広く保有され、かつ流通市場で活発に取引されるにいたったわけであるが、その結果、発行者であるフランス政府にとって国債を効率的に発行・管理することを可能にしたのみならず、フランスを取り巻く国際経済・金融環境の変化、わけてもヨーロッパの市場統合やユーロ圏の誕生にともない、「パリ＝ユーロ圏の金融センター (Europlace-Paris)」としてよりいっそう重きをなすという政府や市場関係者の意図がいまのところ成功していると見てよい。実際、OATはいまやドイツ国債と並んで、ユーロ圏ひいてはヨーロッパの政府証券の「ベンチマーク (em-prunt-phare)」の一角を構成しているのである。

だがフランス国債市場が世界有数の市場として発展する過程は、一方で一九世紀の文豪オノレ・ド・バルザックの『人間喜劇 (Comédie Humaine)』中の個々の作品をはじめ、多くの小説やルポルタージュに登場する「ランチエ (金利生活者 [rentier])」⁴⁾と称される伝統的な国債購入層 (とくに年金生活者や、「カルパントラの寡婦 (veuve de Carpantras)」⁵⁾の名で知られる富裕個人層) を国債投資から遠ざけるプロセスでもあった。例えばフランス国債が現在のOATやBTANに切り替わる以前、国債の最大の購入者は家計などの個人であり、個人投資家による国債消化はほぼ二〇%と高い比率を維持してきたが、一九八六年の改革以降についてみればほとんどなくなったと見られている⁵⁾。

たしかに、国債増発が避けられなくなった一九九四年以来、フランス政府は国債消化の円滑化の

ために、S V Tを対象とする入札国債とは別枠で発行される、「個人向け国債 (OAT particuliers)」の販売によって伝統的な国債投資層であった個人層を呼び戻すことを企図した。同債は、一般入札後の定率公募により割当てられる部分であり、個人向けに販売されるものであるとはいえ、それ自体が通常の市場性国債であって、かつて発行された「一般国庫証券 (bon du Trésor sur formule)」と称する非市場性の貯蓄国債や、わが国で販売されている「個人向け国債」とは異なる。⁽⁶⁾

個人向け国債は現在でも個人投資家が新発時に購入できる仕組みにはなっていないもの、S V Tによる国債販売手数料が高額 (額面の二%) であり、かつ国債の利子や譲渡益にかかる税金が他の金融商品に比べて高いこともあって、個人の国債投資は政府や市場関係者が期待したほどの実績

をあげていない。⁽⁷⁾

ちなみに、図表4は個人投資家を対象にした種類別有価証券保有者数の推移をみたものであるが、このうち個人層の国債をふくむ債券保有の保有者は一九九五年以来ほぼ低下傾向にあり、二〇〇五年には一〇万人と、この間半減している。

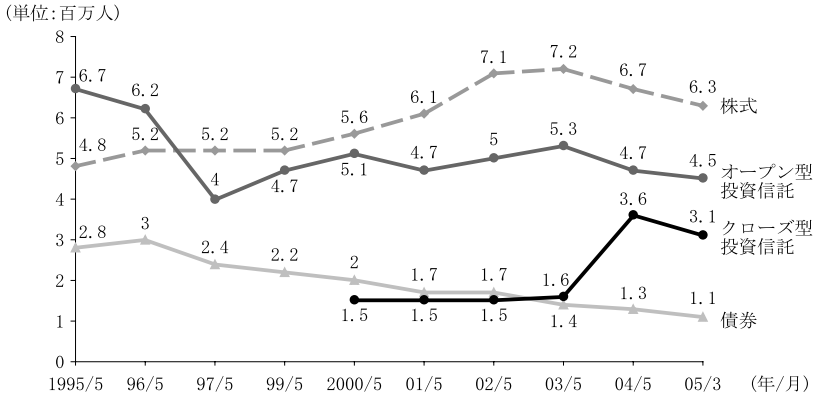
これとは対照的に、株式や投資信託の購入者は概ね増加傾向にあり、個人層における有価証券投資の選好が明らかに変化していることが見てとれる。

三、個人向け国債流通市場の開設

A F Tがこのたび個人向け国債流通市場を創設した背景要因のひとつは、ヨーロッパ有数の国債市場に成長したフランス国債市場への個人投資家のアクセスを容易にし、国債投資をプロモートす

フランスにおける個人向け国債流通市場の1年

図表4 個人投資家の有価証券保有



(出所) Euronext / Banque de France [2006], p.7より引用。

(注) 「株式」には、従業員株式財形貯蓄をふくむ。

るところにあった。AFTの責任者のグザヴィエ・ミュスカ氏はつぎのように述べている。

すなわち、「フランス国債市場は、機関投資家にとつてユーロ圏市場のなかでもっとも流動的な市場のひとつであるが、個人層はその恩恵に浴していない。こうした状況を改善するために、AFTはユーロネクスト・パリやSVTと提携して、個人向け国債流通市場を創設することを決定した。同市場は市場関係者が国債価格を継続的に発表することによって、個人投資家層の国債投資にさいしての流動性と透明性に寄与するものである・・・二〇〇六年一月二日に開設された個人向け国債流通市場は、銀行の広範なネットワークに支えられてよい成果をあげると期待できる⁽⁸⁾」。

AFTの提案を受けて、ユーロネクスト・パリは同所会員会社八社とともに二〇〇五年二月五

日、取引対象となるOATのほぼ全銘柄を“Eurolist-OAT aux particuliers”と称して、個人向けに公式相場 (Cote officielle) を発表する旨通知した。それによると、①対象となる国債は固定利付、ゼロクーポン、物価連動型のほぼ全銘柄とし、いずれも公式相場を発表する、②取引時間は午前九時から午後五時三〇分 (パリ時間) である⁹⁾。

一方、SVTやネット証券業者などの市場関係者はOATの価格を常時発表するとともに、国債売買にかかる口座管理手数料や売買手数料などの取引概要を公表し、二〇〇六年からの個人向け国債流通市場開設に備えた。

いずれにしても、フランスの個人投資家は株式と同じように、国債を証券取引所 (ユーロネクスト) において売買できるようになったのである。

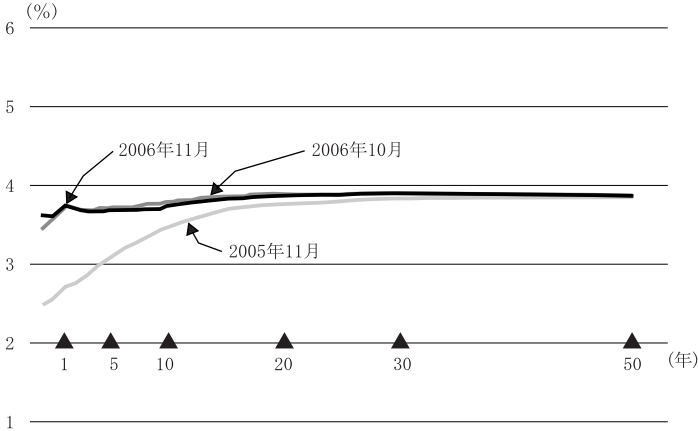
四、国債取引の現状と問題点

個人向け国債流通市場における売買実績は公表されていないが、例えば仏紙『ルモンド』二〇〇六年三月二六／二七日付によると、同市場がスタートして間もない同年二、三月の売買総額は五〇〇〇万ユーロ (約七二億円)、デイリースペースでは約二二〇万ユーロ (約二億円) であった (いずれも片道ベース)¹⁰⁾。その後もこの額を下回することはあっても上回るとは報じられていない。

問題はこうした数値をどのように考えるかという点にある。既述のとおり、通常の国債流通市場ではOATの売買は日に二三〇億ユーロほどであり、個人向け国債売買額はその〇・一%ほどにすぎない。また中期債であるBTANと比較しても

フランスにおける個人向け国債流通市場の1年

図表5 国債流通利回りの変化



(出所) Bloomberg データ。

わずか〇・二%前後にとどまる。市場関係者のなかには「当面、数値は考慮しない」というものもあるが、鳴り物入りで開設された個人向け国債流通市場が不振をかこつことに失望を隠さない業者もすくなくない。

個人の国債投資が好転しない背景として、ひとつには二〇〇五年末以来、ヨーロッパ中央銀行（ECB）が利上げに踏み切り、つれて債券価格が下落（金利は上昇）している点があげられる。

図表5は二〇〇五年一月と二〇〇六年一〇、一月のフランス国債のイールドカーブの変化を示したものであるが、見られるように、この一年の間に短期債で一ポイント、五〜一〇年債で六〇から三〇ベシスポイントも上昇している。このため、国債保有者は保有国債のキャピタルロスを避けられず、個人層が国債投資を手控えたと考えられる。

それだけではない。個人投資家にとって国債売買手数料が高いうえ、利子課税（二七％）、譲渡益課税（二七％）を考慮すると、他の金融商品（とくに保険商品）との見合いで、国債投資がかならずしも有利とはいえないのである。¹¹¹

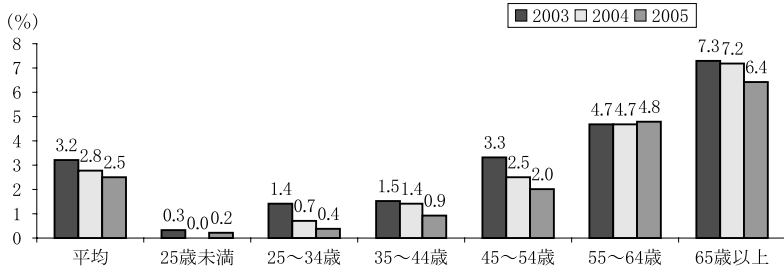
さらにつけ加えるなら、個人投資家層の国債投資は、S V Tや機関投資家と異なり、“Buy and Hold”が前提であり、かれらが日々国債売買に明け暮れるということは考えられない。たしかにわが国でも社会現象となった“デイトレーダー”と称する若者層を中心とするパソコンによる株式売買の事例をフランスに見出すこともできないではないが、日々巨額の資金を動かすS V Tや機関投資家と異なり、小額投資を基本とする“デイトレーダー”には国債は売買対象になじまないであろう。

この点は国債をふくむ債券保有者層を年齢別・

職業別にみればよりいっそう明らかである（図表6、7参照）。国債保有は四五〜五四歳台、五五歳以上（とくに六〇歳以上）の中高齢層において高く、それぞれ三％、一二％となっている（二〇〇三〜〇五年平均）。またこれらの年齢層は社会的にみれば、企業の管理職や自由業者、年金生活者（富裕層をふくむ）であり、とくに後者にとっては一五％前後と平均値（約三％）を大きく上回っているが、かれらこそが最大の国債保有層を形成しているのである。

こうした年齢層・職業層は一九世紀のような“ランチエ（金利生活者）”とまではいえないまでも、今日なお“Buy and Hold”を前提とする伝統的な国債購入層であることに変わりはない。かれらが若い世代にまじって“デイトレーダー”まがいの行為に及ぶとはけだし到底考えられないのである。

図表6 個人投資家債券保有状況
(年齢別)



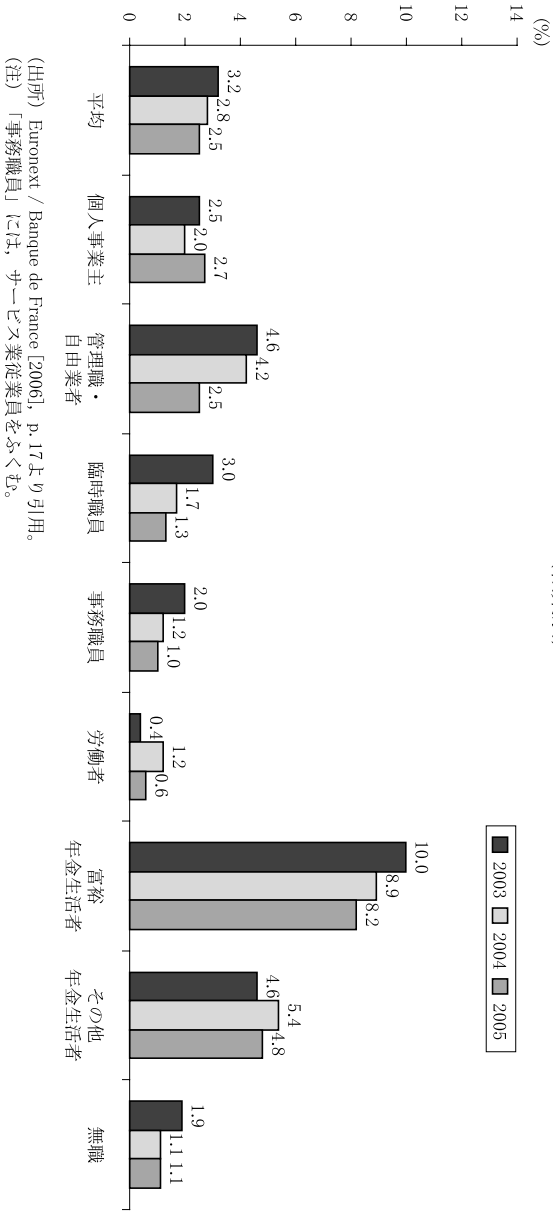
(出所) Euronext / Banque de France [2006], p. 17より引用。

結びにかえて

個人向け国債流通市場の開設は、個人の国債投資をプロモートするうえで有効であったかどうか、ただちに評価することはできないし、そうすることが適当とは思わない。しかし国債ひいては有価証券投資全般にかかる教育効果——いわゆる「フィナンシャル・リテラシー」(Financial Literacy)——という目から見ればメリットがあるかもしれない。実際、現代のランチエ(金利生活者)ともいえる個人投資家層(とくに富裕個人層)にあって、機関投資家と同様に、伝統的な利付国債よりも実質金利の保証される物価連動型国債(OATⁱ、OATeⁱなど)を愛好する傾向が強まっているのは、その証左と見ることもできよう。

既述するように、フランス国債市場がこの二〇

図表7 個人投資の債券保有状況
(職業別)



年の間に世界有数の市場に成長し、SVTや機関投資家などを中心とする「機関投資家の市場(marché institutionnel)」と化した現在、かつての主力投資家層である個人投資家を呼び戻すことは、いつてみればアナクロニズムと考えられないわけではない¹²⁾。たとえそれがわが国のように、「個人向け国債」という譲渡性のない非市場国債の発行に依存することなく、あくまでも市場ベースの手法によるとしても、である。別言するならば、政府債務残高の対GDP比が約一六〇%と、イタリア、ギリシャを大きく上回る借金大国のわが国ならば、累増する債務の一部であれ非市場性の「個人向け国債」の発行によって市中消化国債市場から隔離したいという動機が働くのに対して、フランスの場合には、国債の市中消化になおゆとりがあり、しかも、非居住者の国債保有が過半を制するといった売れ行き状況を考えるなら、

わが国に見られるような特別の配慮の必要がないと判断してさしつかえない。

もっとも個人向け国債流通市場の創設にはもっと別の意図があるとの見方もできる。ひとつには、資金調達のすくなからぬ部分を債券発行に依存するようになったフランス企業の要請である。

これらの企業が将来にわたって円滑な起債を行うには個人投資家層の債券投資をプロモートすることが避けられないのである。そのベースとなるのは、世界でもっとも流動的かつ透明性にとんだフランス国債流通市場である。そうであれば、個人向け国債流通市場が当面、「薄商い」で推移していてもさしたる問題ではない。個人向け債券流通取引のための受け皿の形成こそが問題だからである¹³⁾。

フランスやユーロ圏の経済金融動向しだいは、個人の国債投資が増勢に転じること十分考

えられる、と市場関係者はなかば期待を込めて予測している。国債売買を促進し、保有者層の拡大を図るためのテコ入れ策が、この先フランス政府やS V Tなど市場関係者によって実施される可能性もある。その意味で、今しばらく個人向け国債流通市場の動向を注目する必要があると考える。

(注)

- (1) Agence France Trésor [2006], p. 5.
- (2) *Ibid.*, pp. 21-22. ちなみに、五〇年債は、同年七月五日、二〇〇六年一月五日および四月七日に発行され、発行残高一一三億ユーロ(二〇〇六年六月末現在)。
- (3) 以下、断りのない限り、A F Tの『月報』(*Bulletin mensuel*)による。
- (4) 一九八〇年代の国債市場改革については、中川「一九八九」を、また一九九〇年代のプロセスについては中川「一九九六」および中川「二〇〇三」を参照されたい。
- (5) 中川「一九八九」、八二八二ページ。当時、これをフランス国債市場の「機関化」現象と称していた。
- (6) ここでは詳述しないが、わが国の「個人向け国債」は中途換金のさい、ペナルティとして同債の保有者は、固定金

利の五年債は過去二年分、変動金利の一〇年債の場合には過去一年分の利払い相当額を額面から差し引いた金額しか手にすることができない。個人向け国債とは、いってみれば、郵貯の「定額預金」などの利子優遇商品の変種とみることも可能である。ちなみに、個人向け国債の中途換金のさいのペナルティは、ゼロ金利ないし現在のように低金利の局面では個人投資層にとって負担とはならないけれども、金利上昇が継続するような局面では、同債の保有者の負担がますますともに、金利見合いで他の金融商品に流れることも十分考えられる。

(7) Ehrhart [2006a]. ちなみに、ベルギー連邦王国においても、中長期国債 (obligation linéaire: OLO) のほとんどは金融機関や機関投資家などの保有するところとなっているが、政府は伝統的な購入層である個人投資家層(「ベルギーの歯医者 (Belgian dentist)」と称される個人富裕層をふくむ)を対象に国債を発行している。だが、個人層の年間国債購入額は一九九六〜二〇〇六年の間に二〇億ユーロから七億五〇〇〇万ユーロへと半分以下に減少している。個人層の「国債離れ」ともいう現象はフランス、ベルギーだけでなくヨーロッパ諸国全体に程度の差こそ共通して認められる。

(8) Agence France Trésor [2006], p. 5. なお、この点については、Ehrhart [2006c]も参照されたい。

フランスにおける個人向け国債流通市場の1年

- (9) Euronext Paris [2005] によらぬ。
- (10) Ehrhart [2006c].
- (11) Ehrhart [2006a; 2006d]. 国債利子課税の負担は市場金利が低下局面においてより高くなる傾向がある。また、譲渡益課税についても、例えば一部の保険商品が四六〇〇ユーロ(約七〇万円)まで非課税、かつ相続税が免除されるなどの特典を付与されていることを考えると、個人の国債投資は明らかに劣後する。
- (12) ヨーロッパ連合(EU)が域内外においてEU居住者への利子課税に関する規制(とくにオゾン・マン・センタード生ずる収益)を強化するようを企図していることに加え、個人投資家層の資金を国債投資に取り込むことを意図していると考えられることである。
- (13) Ehrhart [2006b].

参考文献

Agence France Trésor [2005], *Les OATs: Investir en direct - Guide à l'usage des particuliers*. Paris, décembre.

—— [2006], *Rapport d'activité 2005-2006*. Agence France Trésor / Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie, Paris.

——, *Bulletin mensuel*, Agence France Trésor, Paris (issue variantes).

Herhart, Isabelle [2006a], "Les obligations, un mode risqué", *Le Monde*, 26-27 mars.

—— [2006b], "Les titres d'entreprise peuvent coûter cher", *Le Monde*, 26-27 mars.

—— [2006c], "Les emprunts d'Etat se négocient comme les actions", *Le Monde*, 26-27 mars.

—— [2006d], "Le contexte ne favorise pas la vente avant terme", *Le Monde*, 26-27 mars.

Euronext [2005], "Euronext Paris Notice", Euronext Paris, Paris, 5 décembre.

Euronext/Banque de France [2006], *Porteur de valeurs mobilières 2005: Rapport public*. Euronext/Banque de France, Paris, janvier: www.tns-sofres.com

中川辰洋 [一九八九], 『フランス国債市場の変貌と金融革新』(財)資本市場研究会。

—— [一九九六], 『EMU過渡期のフランス国債市場—共通通貨ユーロ導入をめぐるフランスの対応—』青山学院大学経済学会『青山経済論集』第四八巻第三号、一〇四。

—— [二〇〇三], 『EU経済通貨統合とフランス政府証券市場—"Europlace-Paris" 戦略の展開とその問題点—』(財)日本証券経済研究所『証券経済研究』第四一号、六月。

(なかがわ たつひろ・青山学院大学教授
当研究所客員研究員)