

わが国におけるストリップスの導入

ストリップスは、利付債を元本部分と利息部分とに分離し、それぞれ別個のゼロクーポン債として売買する手法である。2002年6月5日に「証券決済システム改革法」が成立したことに伴って、わが国での導入が決定し、2003年1月9日に入札された245回国債(利率0.9%、2003年1月30日発行、2012年12月20日償還)を対象に取引が開始された。本稿では、わが国のストリップスの仕組みについて概観した後、今後の展望等について考えてみたい。

1. ストリップスの導入

ストリップス(STRIPS)とは、「Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities」の頭字語であり、利付債券を元本部分と利息部分とに分離した上で、それぞれ別個のゼロクーポン債として市場で流通させる仕組みをいう。

米国財務省が世界に先駆けて公式にストリップスプログラムを発足させたのは、1985年のことであるが¹、元本と利息を別々に売買する手法自体はもともと、米国内で自然発生的に発達してきたものである。1970年頃には、当時の税制上の不備を利用した課税所得の操作を主たる目的として²、財務省証券の元本と利札を物理的に切り離して売買することが行なわれていた。当局の指導や税制の手当、及び財務省証券(1982年以降の発行分)の本券廃止によって、こうした物理的な切り離しが鎮静化した後も、信託銀行にプールした財務省証券の元本と利息の持分権を表象する信託証書を別々に流通させる、TIGRs(1982年)などの金融商品が投資銀行によって開発され、年金基金や個人投資家等を対象に活発に売買が行なわれていた。

米国がストリップスプログラムを導入した1985年以降、フランス(1991年)や、英国、ドイツ(共に1997年)といった他の先進諸国も追随しており、ストリップスは現在、先進国の国債市場にとっての必須のインフラとなっている。

ストリップスが導入されると、さまざまな年限のゼロクーポン債が市場で流通すること

¹ 分離した利息部分と元本部分を合わせて分離前の利付債を作り直す元利統合(reconstitution)の手法については1987年に導入された。

² 1982年の税制改正までの米国の税法では、保有する利付債の元本部分のみを売却する場合、利付債の簿価と元本部分の売却価額の差額が損金にできた点などが、取引の背景となっていた。詳細は、近藤哲夫「日本国債ストリップス市場の創設に向けて」『財界観測』1996年7月を参照。

になる。したがって、生命保険会社や年金資金、退職基金といった負債のデュレーションの長い投資家でも、将来の資金計画に応じて、再投資リスクのないゼロクーポン債に投資できる可能性が高まるなど、国債投資の利便性の向上が期待できる。そして、こうした国債の商品性の多様化や、利便性の向上によって、国債の投資家層が拡大すれば、国債の円滑な消化、および政府の資金調達コストの低減にも資することとなる。

また、ゼロクーポン債の銘柄数が増加することで、市場で直接観察できるスポットレートの数が多くなり、金融商品のプライシング等に際して算出が必要となるスポットレートの精度が高まることから、市場の効率性向上に寄与するといった声もある。

なお、政府が投資家の需要を見込むなどして、あらかじめ多様な償還年限の割引国債を起債することも可能ではあるが、政府が利付国債を発行し、証券会社などの民間業者が多様な顧客のニーズを汲み取り、ゼロクーポン国債の供給量を調節するストリップスの仕組みの方が、効率的であると考えられる。

2. わが国のストリップス

主要国においてストリップスが既に整備された状況の下で、わが国でも国債の大量発行に対応すべく、ストリップス導入の気運が高まり、国債の円滑な消化等を目的に市場参加者や有識者から意見聴取する場である国債市場懇談会を中心に議論が進められてきた。

2002 年 6 月 5 日、社債全般・国債・地方債等のペーパーレス化等を骨子とした「証券決済制度等の改革による証券市場整備のための関係法律の整備等に関する法律」、いわゆる「証券決済システム改革法」が成立し³、わが国にもストリップスの仕組みが導入されることになった。以下はその概要である。

1) 分離適格振替国債

元本部分と利息部分の分離ができる振替国債として財務大臣が指定するものを、分離適格振替国債といい⁴、新しい振替決済制度へと移行する 2003 年 1 月 27 日以降に発行される全年限の固定利率国債⁵がその対象となっている。したがって、固定利率国債でない 15 年物の変動利付国債や物価連動債、新振替決済制度への移行時点で既に発行されている国債は分離適格振替国債の対象とならない点、留意が必要である。

³ 新しい振替決済制度の詳細については、野村亜紀子「証券決済システム改革法案について」『資本市場クォーターリー』2002 年春号参照。

⁴ 社債等の振替に関する法律第 90 条第一項

⁵ 財務省令第 66 号第 2 条第一項および二項

2) 元利分離・元利統合の申請

わが国のストリップスの仕組みも、米国などと同様に、分離適格振替国債の元本部分と利息部分とを分離する元利分離のみならず、分離元本振替国債と分離利息振替国債から、もとの分離適格振替国債を再生する元利統合を認めている⁶。

元利分離および元利統合に際して留意すべき点としては、

- ① 元利分離・元利統合とも、振替機関等に申請できるのは、各年限の国債入札において実績のあるメンバー、すなわち国債市場懇談会のメンバーに限られる(図表 1 参照)⁷、
- ② 元本部分と利息部分の分離は全ての利息を分離する場合に限られる、
- ③ 元利分離や元利統合は、その後に譲渡等を行う場合に限って可能、
- ④ 分離元本振替国債、分離利息振替国債とも、最低譲渡単位は 5 万円、元利統合についても、分離元本振替国債・分離利息振替国債のそれぞれが 5 万円の整数倍となる場合のみ可能、
- ⑤ 元利分離の対象となる分離適格振替国債は、直前の利払い日から申請の日までの間に、課税法人等による保有履歴のない、いわゆる「非課税玉」に限られる、などがある。

3) 分離元本、分離利息の銘柄管理

「社債等の振替に関する法律」では、分離元本振替国債は、分離元本である旨に加えて、分離前の分離適格振替国債の名称及び記号を振替口座簿に記載することと規定している⁸。一方、分離利息振替国債については、分離利息である旨の記載が求められるものの、分離前の分離適格振替国債の銘柄を記載する必要はなく、利子支払期日を特定するに足りる事項を振替口座簿に記載すれば良い。すなわち、分離元本振替国債については分離前の分離適格振替国債の属性を継承し続ける一方で、分離利息振替国債は継承しない。したがって、元利統合によって特定の分離適格振替国債を作り出す場合には、元本部分のストリップスについては当該分離適格振替国債から分離したものに限定される一方で、利息部分についてはそれを要しない。

なお、「現行税法体系の下では、個人保有の金融商品に源泉徴収を適用しないことはできない」⁹ことから、個人投資家が分離元本振替国債及び分離利息振替国債に投資することはできず、国もしくは法人に対してのみ譲渡可能となっている。

⁶ 「社債等の振替に関する法律」第 94 条

⁷ 「社債等の振替に関する法律」第 93 条第三項、第 94 条第三項、財務省令第 66 号第 2 条など

⁸ 「社債等の振替に関する法律」第 91 条第 3 項

⁹ 2002 年 6 月 25 日第 18 回国債市場懇談会議事録

4) 税制

ストリップスをわが国に導入する際に大きな問題となったのは、税制である。すなわち、改正前の所得税法では、利息部分のストリップスに係る償還金は利子所得とみなされ、保有する利息部分に対応する元本部分のストリップスを保有する者の属性によっては、源泉徴収が行なわれてしまう点¹⁰が、導入にとっての大きな障壁となっていた。

「証券決済システム改革法」の成立により、所得税法が改正され、所得税法第 23 条が規定する利子所得から分離利息振替国債の償還金は除外されることとなった。

ストリップスに係る法人税の取扱いは、①譲渡した場合には、譲渡対価と譲渡原価の差額を損益計上する、②売買目的有価証券については、時価法に基づく評価損益を每期損益計上する、③売買目的外有価証券の場合には、帳簿価額と償還金額の差額を、償却原価法により¹¹、償還までの各期に均等に損益計上する、となっている。

5) その他

新振替国債制度への移行後に発行される利付国債は、休日等に関わらず、償還日および終期利息の支払日を償還する月の 20 日に統一されることとなった。また、30 年国債の利払い・償還月を、10 年国債や 20 年国債等と同様に、3 で割り切れる月とした。

図表 1 国債市場懇談会メンバー(2002 年 10 月～)選定基準

4月債～9月債までの総発行額				
超長期債	30年債	20年債	15年変動債	落札額の1%以上
長期債	10年債			落札額の1%以上
中期債	5年債	2年債	3年割引債	落札額の1%以上
短期債	FB	TB		落札額の0.5%以上
				↓ 全てを満たす会社

(出所)財務省

¹⁰ 所得税法第 14 条は無記名の公社債について、その元本の所有者以外の者が利子の支払を受ける場合には、その元本の所有者が支払を受けるものとみなして、所得税法の規定を適用するとしている。

¹¹ 法人税法施行令第 139 条第二項

3. 今後の展望

2003年1月9日に入札された245回国債を皮切りに、わが国でもストリップスの売買が開始された。生命保険会社をはじめとする負債のデュレーションの長い投資家からの需要が見込めるほか、金利低下によってほとんどの利付国債の価格がオーバーパーとなる中、ストリップスの価格がアンダーパーであること自体に魅力を感じる投資家も存在するなど、わが国の国債市場にストリップスの仕組みが導入されたことの意義は小さくない。

しかしながら、わが国の金利が歴史的低水準にあることや、分離適格振替国債が不足していることなどにより、ストリップス市場の活性化や、市場参加者がストリップス導入によってさまざまなメリットを十分に享受できるまでには時間が必要と考えられる。

1) 低金利

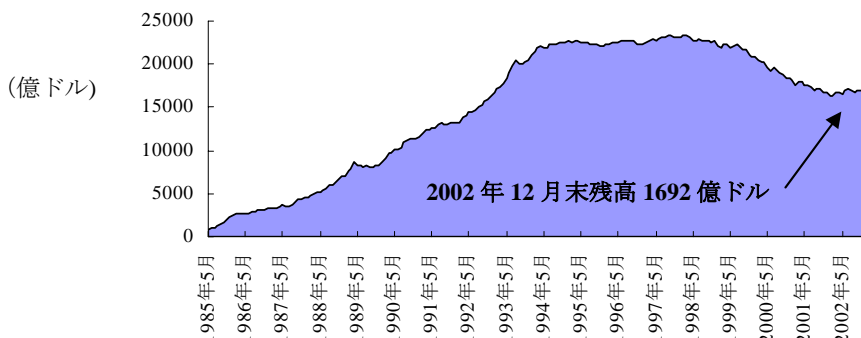
金利水準が低いことは、ストリップス市場の活性化にとってマイナスである。なぜなら、作り出されるストリップスの利回りが低くなり、高金利時に流通するストリップスと比較して、投資家の需要が減退してしまうと考えられるからである。

また、利率の低い利付債を元利分離する場合には、高利率のものを分離する場合と比べて、一定額のクーポン部分のストリップスを作り出すのに必要な利付債の金額が大きくなる。わが国の場合、ストリップスの対象となる分離適格振替国債が、2003年1月27日以降に発行される利付国債に限られており、高利率の国債を含む既発分については、その対象から除外されている。したがって、このまま低金利が継続すると、元利分離できる分離適格振替国債は利率の低いものばかりとなってしまう、ストリップスの供給を阻害してしまう恐れがある。

米国では、1985年のストリップスプログラム導入以来、1990年代半ばにかけて、順調にストリップスの残高を伸ばしてきたが（図表2）、ストリップス適格債残高に占めるストリップス債の比率については高い時期と低い時期とがあり、概ね高金利の時期には元利分離活発に行なわれ、金利が低いと停滞する傾向にある（図表3）。

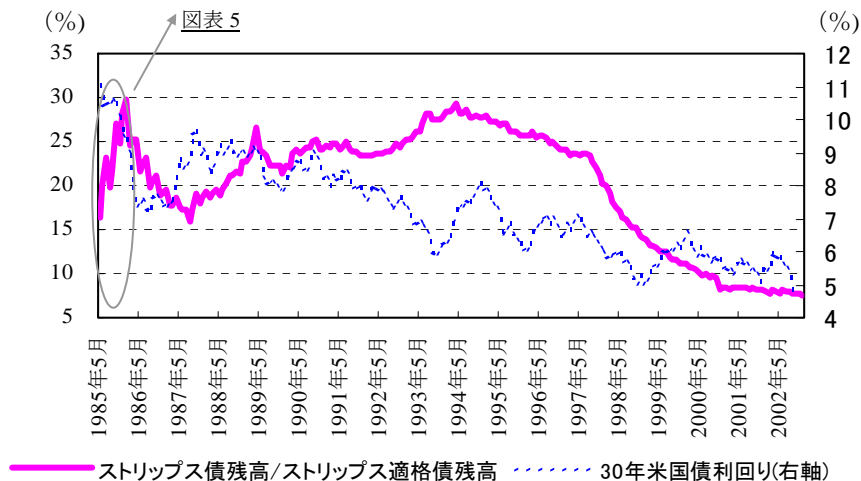
こうした観点からすると、金利水準が歴史的低水準にあるわが国の現状では、ストリップスの速やかな普及を期待することは困難であると考えられる。

図表2 米国におけるストリップス国債残高推移(元本部分のみ)



(出所) 米財務省 “MONTHLY STATEMENTS OF THE PUBLIC DEBT OF THE UNITED STATES”
より野村総合研究所作成

図表3 米国債のストリップス化と長期金利



(出所) 米財務省 “MONTHLY STATEMENTS OF THE PUBLIC DEBT OF THE UNITED STATES”,
“TREASURY BULLETIN”より野村総合研究所作成

2) 分離適格振替国債の問題

米国では、インフレ連動債を含む全てのトレジャリーノート、トレジャリーボンド¹²が、ストリップスプログラムの対象となっている。2002年12月時点では、総額で2兆2000億ドル強(額面ベース)の財務省証券がストリップス適格債となっており、その約8.2%に相当する約1692億ドルが、ストリップスとして市場で流通している。銘柄数で見ると、トレジャリーノートが72銘柄(インフレ連動債は除く)、トレジャリーボンドが43銘柄(インフレ連動債は除く)となっている。

しかしながら、全ての銘柄についてほぼ同様の比率で元利分離がされているわけではな

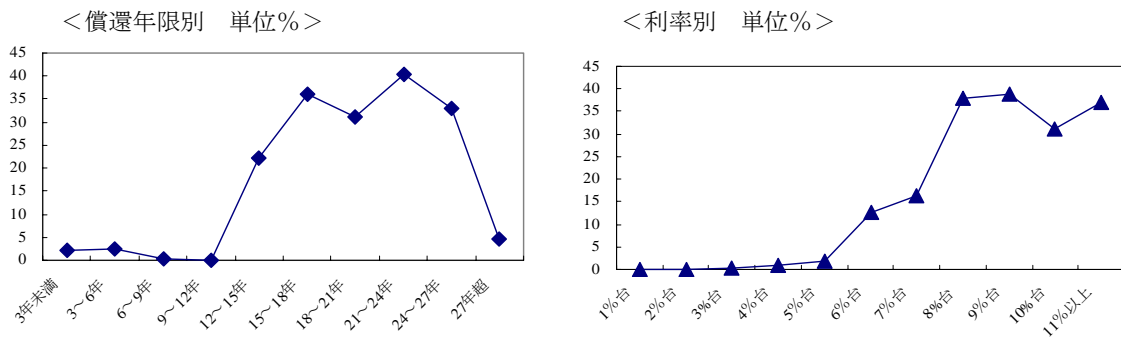
¹² インフレ連動債(Treasury Inflation-Indexed Note, Treasury Inflation-Indexed Bond)も含む。

く、銘柄属性に応じて違いが生じている。2002年12月末時点の元利分離の状況を、償還年限、および利率別に集計した図表4を見ると、償還年限の長いもの、および利率が高いものほど、元利分離されている割合が高い。また、ストリップスプログラム発足直後の1985年5月時点でストリップス適格債となった6銘柄について、元利分離の進展状況を1986年6月までの1年間比較した図表5を見ると、償還年限が長い方がストリップスの対象とされ易かったことがわかる。

わが国においても米国同様に、償還までの利払い回数が多く、利率も高い20年債や30年債が、元利分離の対象となりやすいと考えられるが、その発行額は5年国債や10年国債などと比較すると少ない状況にある(図表5)。

2003年1月27日より前に発行された既発国債が分離適格振替国債の対象外であることと考慮併せると、分離適格振替国債の供給不足、特に超長期国債の不足が、ストリップス市場活性化の障害となる可能性がある。

図表4 償還年限・利率別ストリップス化率（米国）



(出所) 米財務省 "MONTHLY STATEMENTS OF THE PUBLIC DEBT OF THE UNITED STATES"
より野村総合研究所作成

図表5 導入直後のストリップス化率（米国）

クーポン	償還日	1985年5月	1985年8月	1985年11月	1986年2月	1986年5月 (単位%)
11.625	1994/11/15	2.3	5.8	6.3	7.9	11.0
11.25	1995/2/15	5.5	7.3	11.8	14.9	15.1
11.25	1995/5/15	1.4	11.3	23.5	26.0	28.4
11.625	2004/11/15	33.9	51.5	61.5	69.3	70.0
11.75	2014/11/15	10.8	19.2	27.9	45.1	46.0
11.25	2015/2/15	29.7	36.6	54.9	64.2	64.2

(出所) 米財務省 "MONTHLY STATEMENTS OF THE PUBLIC DEBT OF THE UNITED STATES"
より野村総合研究所作成

図表 6 2003 年度国債発行予定額

	(単位 億円)								
	30年債	20年債	(15年債)	10年債	5年債	(3年債)	2年債	(短期国債)	(物価連動債)
2002年度(補正後)	9,000	42,000	59,000	216,000	246,000	4,000	211,207	310,451	—
2003年度(予定)	16,000	48,000	55,000	228,000	228,000	—	209,600	341,709	1,000

括弧内はストリップスの対象外

(出所)財務省

3) 今後の課題

ストリップスには、投資家による利便性向上といった多くのメリットがある一方で、利付国債としての分離適格振替国債の残高を減少させ、流動性を損ねてしまうという負の側面もある。したがって、ストリップス市場を活性化させるといった観点のみならず、利付国債マーケットの効率性を維持する観点からも、元利分離の対象となる分離適格振替国債の残高拡大を図ることは喫緊の課題であるといえる。かかる意味において、既発の利付国債を分離適格振替国債に加えることについては、改めて議論がなされるべきと考える。

また、元利分離の需要が強いと見込まれる一方で、相対的に新規発行額が少ない超長期国債については、発行額の増加を検討してみるほか、償還日が同じ分離元本振替国債と分離利息振替国債を同一の国債として扱えるようにすることで、元利統合を容易ならしめるといった点なども、今後の検討課題となろう。

(藤木 宣行)