

個人保有が解禁された物価連動国債 — 英米の個人向け物価連動国債との比較からの示唆 —

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. 2015年1月より個人等による物価連動国債の保有が一定の要件の下で可能になった。個人向けの新型窓口販売方式の取扱い開始（2016年度後半から）に向けた検討も進められている。
2. 物価連動国債は、発行体・投資家双方にとって、他の国債とは異なる特長を有する金融商品である。投資家にとって物価連動国債に投資する意義としては、物価上昇リスクのヘッジや投資対象の分散といったものがある。個人投資家にとっては、現役世代よりインフレ・リスクに晒されやすい高齢者等にとって魅力的な金融商品として映ることが多いと考えられる。特に、マクロ経済スライドが2015年4月に初めて発動し、年金受取額が物価や賃金の上昇率よりも低く抑えられることとされたこともあり、物価連動国債に対する関心が今後ますます高まる可能性がある。
3. 米国のシリーズI貯蓄国債や英国の物価連動貯蓄証書といった個人向け物価連動国債の状況を踏まえると、日本での個人投資家を対象とした物価連動国債の商品性の拡充・向上の方向性としては、（1）年限の多様化、（2）取引の利便性の向上、（3）税制等の取扱いの見直し、といった選択肢があり得ると考えられる。
4. 国債残高を発散させないためにも、物価連動国債を含めた国債の最適な資金調達手法を模索することが日本政府にとって財政運営の安定性を支える命綱になると言える。

I 物価連動国債の個人等による保有の解禁

日本において2004年3月から発行されてきた物価連動国債をめぐって、2015年1月より個人等による保有が一定の要件の下で可能になった。2016年度後半から個人向けの新型窓口販売方式の取扱いの開始に向けた検討も進められている。物価連動国債は、発行体・投資家双方にとって、他の国債とは異なる特長を有する金融商品であり、日本政府は物価連動債市場の育成を意識した国債管理政策を行っている。

本稿は、日本の物価連動国債をめぐる動き及び英米の個人向け物価連動国債の商品性及び発展経緯を概観した上で、日本における個人投資家を対象とした物価連動国債の今後の発展性について論考する。

II 日本の物価連動国債をめぐる動き

物価連動債は、物価の動向に連動して元本額や利子額が変動する債券で、米国では2世紀以上の歴史を誇る金融商品である¹。物価連動国債は、戦後については1955年にイスラエルが発行して以降、いくつかの国で起債が行われてきたが、英国で1981年、米国で1997年に発行が開始されたことで、欧米に大きく浸透し、日本でも、2004年3月に発行が始まった。

日本の物価連動国債は、会計、システム、事務対応等の問題を抱えていた上、当初は国内機関投資家と海外中央銀行のみが購入可能であったため、需要がそれほど高まらなかった²。その後、会計処理の変更や2005年4月から中央銀行以外の海外機関投資家に解禁されたことなどから、日本以外の物価連動国債に既に投資実績がある海外機関投資家を中心に需要が高まっていった。しかし、2008年9月のリーマン・ブラザーズの破綻等により経済状況の厳しさが増す中、デフレ長期化の観測等から物価連動国債の買い手が減少し、流動性が大きく低下した結果、2008年8月を最後に発行が一旦停止となった。

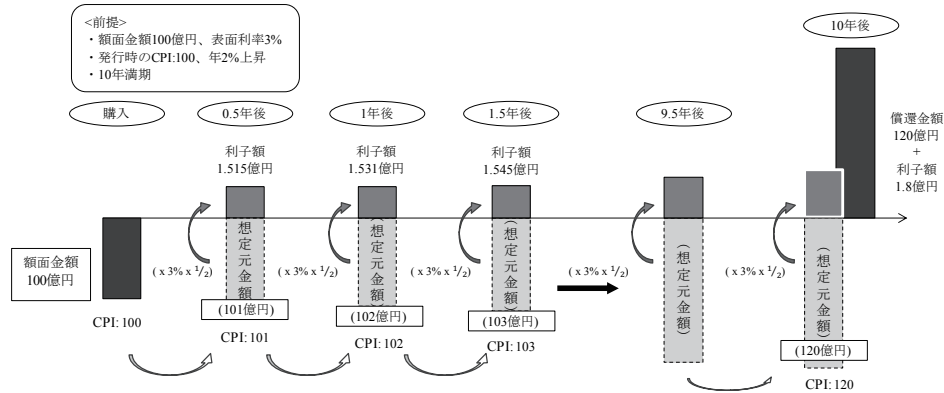
その後、日本では物価連動国債の発行再開に向けた商品性の検討が行われ、米国、ドイツ、フランスの物価連動国債のように、償還時の元本保証（フロア）を設定し、償還時の連動計数が1を下回る場合、額面金額にて償還するといった商品性に変更した上で、2013年10月に5年ぶりに発行が再開された（図表1参照）。発行再開後の物価連動国債は、「アベノミクス」の下での消費者物価の緩やかな上昇等を背景とした堅調な需要に下支えされ、発行額が徐々に増加している（図表2左参照）。

一方、日本では、2003年3月から個人向け国債が発行されてきたものの、物価連動国債の個人等による保有は課税上の理由で禁じられてきた。すなわち、物価連動国債の物価上昇時の元本増加額は、利子所得として源泉徴収義務が課せられており、適正な課税のために必要な金融機関における満期までの10年間の履歴管理が実務上困難であることから、個人等の源泉徴収対象者の保有が禁じられてきた。しかし、2016年1月の金融所得課税の一体化に伴い、同月以降に満期を迎える物価連動国債については、利子所得として源泉徴収するのではなく、譲渡所得として申告納付することとなるため、履歴管理が不要となることから、個人等による保有を禁止する必要性がなくなった。これを受けて、2016年1

¹ 物価連動債は、マサチューセッツ州政府による1742年発行の銀に連動する債券が最初とされている。（Mark Deacon, Andrew Derry and Dariush Mirfendereski, *Inflation-indexed Securities: Bonds, Swaps and Other Derivatives, Second Edition*, John Wiley & Sons, Ltd., 2004, p.2.）

² 当初は物価連動国債をデリバティブを組み合わせた複合商品として区分処理（デリバティブ部分のみ区分して、時価にて評価損益を計上）することが求められていたため、実務上の利便性が確保されていなかった。しかし、2006年より償却原価法の適用が可能となった。（安達茂弘・永田久美子「英米の機関投資家にみる物価連動国債とアセットアロケーション」『PRI Discussion Paper Series』No.07A-9、財務省財務総合政策研究所、2007年6月、22頁）

図表 1 現行の物価連動国債の商品性



(注) CPIの上昇率について一定の仮定を置いたイメージ。
 (出所) 財務省理財局「債務管理レポート2014—国の債務管理と公的債務の現状—」2014年8月13日、14頁 (http://www.mof.go.jp/jgbs/publication/debt_management_report/2014/saimu2014.pdf)

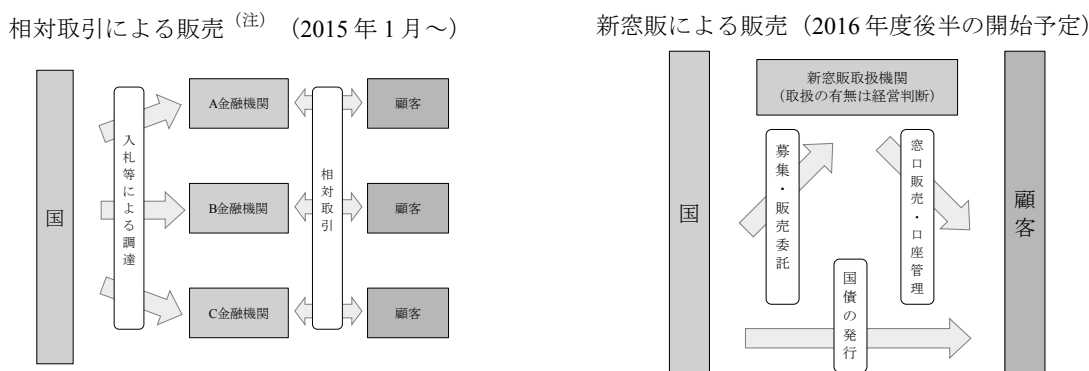
図表 2 物価連動国債、個人向け国債及び新窓販国債の発行額の推移



(注) 2015年度については、物価連動国債は発行予定額、個人向け国債は2015年4~7月発行分、新窓販国債は2015年3~6月募集分の発行額。
 (出所) 財務省理財局「債務管理レポート2014—国の債務管理と公的債務の現状—」2014年8月13日、101頁、財務省「平成27年度カレンダーベース市中発行額」2015年1月14日、財務省「平成27年度国債発行予定額」2015年1月14日、財務省「個人向け国債の発行額の推移」、財務省「新型窓口販売方式による発行額の推移」
 (http://www.mof.go.jp/jgbs/publication/debt_management_report/2014/saimu2014.pdf,
http://www.mof.go.jp/jgbs/issuance_plan/fy2015/calendar150114.pdf,
https://www.mof.go.jp/jgbs/issuance_plan/fy2015/yoteigaku150114.pdf, <http://www.mof.go.jp/jgbs/reference/appendix/>)

月以降に満期を迎える物価連動国債に限って2015年1月より個人等による物価連動国債の保有を解禁することとなった。当初については、法人向けに物価連動国債を販売していた大手証券会社等が個人向けに販売する方式が想定されているが、現時点で物価連動国債を取り扱っていない新型窓口販売（新窓販）取扱機関による物価連動国債の販売も2016年度後半から開始すべく検討が始まっている（図表3参照）。新窓販方式は、金融税制システムの改修に加え、新商品の募集・販売及び管理のシステム構築や社員教育・研修等の準備が必要となるものの、実現すれば、証券会社のみならず、銀行、農業協同組合など最大で736の金融機関（2015年4月1日現在）から購入可能となる予定となっている。

図表 3 物価連動債の個人向け販売の拡大



(注) 2016年1月以降に満期償還を迎えるものにより販売が可能。
 (出所) 財務省「平成27年度国債管理政策の概要」2015年1月14日、7頁
 (http://www.mof.go.jp/jgbs/issuance_plan/fy2015/gaiyou150114.pdf)

III 英米における個人向け物価連動国債の概要

国債には、入札等により市場で発行する市場性国債と個人向けに販売されるように市場を介さないで発行される非市場性国債の2種類がある。多くの国で発行されている物価連動国債であるが、非市場性国債として個人向けの物価連動国債を行っている国としては、米国や英国等が知られている。

1. 米国の個人向け物価連動国債

米国では、(1) 市場性国債としての物価連動国債 (Treasury Inflation-Protected Securities、TIPS)、(2) 非市場性国債としての貯蓄国債 (物価連動型 [シリーズ I])、が発行されている (図表4参照)。

米国では、英国、カナダ、豪州等の物価連動国債が国の債務負担の軽減に成功したこと等を背景として、1997年1月からTIPSの発行が始まった。一方、貯蓄国債は、個人消化を目的とした国債として、ルーズベルト政権下 (当時) の1935年3月に発行が始まった。最初の貯蓄国債はシリーズAという名称が付けられ、その後も種類別に順次アルファベットの名称が付与されてきたが、貯蓄国債初となる物価連動型のシリーズIの発行は、物価上昇の影響から貯蓄を守る手段をより多くの国民に提供するといった目的の下、1998年9月に発行が始まった。シリーズI貯蓄国債は、米国都市部全消費者物価指数 (CPI-U) を物価上昇率の参照指標としており、償還年限は最長30年、購入上限は原則として個人投資家1人当たり (社会保障番号毎) 年間1万ドルとなっているほか、後述のとおり税制上の優遇措置もある。

TIPS やシリーズ I 貯蓄国債の発行をめぐっては、1997年6月時点での米国債の海外保有比率は4割近くに達しており、米国への資金流出入が金利の不安定要因になることが懸念されていたことを受けて、確定拠出年金 (DC) 等の資金を米国債に流入させ、国内消化を拡大するといった意図があったようだ³。

³ 日本証券経済研究所『アメリカの証券市場2013年版』日本証券経済研究所、2013年、58頁。

図表4 シリーズI貯蓄国債とTIPSの概要

項目	シリーズI貯蓄国債	TIPS
投資の種類	非市場性（流通市場での売買不可。個人、信託、事業会社、合名会社等の名義を登録）	市場性（流通市場での売買可能）
購入方法	電子取引は、米国財務省が運営するウェブページ（トレジャリー・ダイレクト）を通じていつでも購入可能 券面での取引は、税金還付を利用する時のみ可能	トレジャリー・ダイレクト若しくは銀行、証券会社を通じて購入
購入上限	電子取引は、社会保障番号毎に年間1万ドルまで 券面での取引（税還付利用）では、1暦年に1万ドルまで	非競争入札では、500万ドルまで。競争入札では、供給額の35%まで
額面発行	電子取引は、25ドル以上で1セント単位 券面での取引（税還付利用）は、6つの単位（50ドル、100ドル、200ドル、500ドル、1,000ドル、5,000ドル）	最小購入額は100ドル（100ドル単位で漸増）
物価上昇率の参照指標	5月及び11月に公表される半年の物価上昇率（米国都市部全消費者物価指数〔CPI-U〕の変化に基づく）	毎月公表されるCPI-Uに基づく物価上昇率に基づき調整
割引発行	電子取引は、25ドル以上で1セント単位 券面での取引（税金還付利用）は、額面価格で発行	価格及び利回りは入札で決定
収益率	購入時に定められた固定収益率及び半年毎物価連動率に伴う変動収益率の組み合わせ	元本価値は物価上昇／下落に伴い、上昇／下落。金利計算は調整済み元本価値に基づく。固定金利
利息	経過利息は償還期限まで累増し、償還時に支払われる	半年毎の利息は入札で設定された金利に基づく。物価上昇率で調整した元本は金利価格の算出に用いられる
税制	利息の確定申告は償還期日、最終償還日若しくは他の課税処分時の最も早いタイミングまで繰り延べ可能。利息は連邦税の課税対象だが、州・地方税は免税。利息は毎年申告可能	半年毎の利息及び額面価値の増加分は、連邦税の課税対象。ただし、州・地方税は免税
償還年限	最長30年	5年、10年、30年
中途売却	購入後1年以降に3ヶ月の金利ペナルティを負担すれば償還可能。5年以上はペナルティなし	償還前に流通市場で売却可能

（出所）Treasury Direct, *Comparison of TIPS and Series I Savings Bonds*、より野村資本市場研究所訳
http://www.treasurydirect.gov/indiv/products/prod_tipsvsibonds.htm

貯蓄国債は2015年6月末現在、シリーズIのほか、固定金利型のシリーズEEが発行されている。これらは、以前は金融機関等を通じて購入可能であったが、2012年1月1日より原則として米国財務省が運営するウェブページであるトレジャリー・ダイレクトからのみ購入可能となっている⁴。トレジャリー・ダイレクトを通じた取引の場合、社会保障番号毎に年間で25ドルから1セント刻みで1万ドルまで購入可能となっている。

米国証券取引委員会（SEC）は、貯蓄国債の主要なメリットとして、（1）贈答用としての人気、（2）税制上のメリット、を挙げている⁵。1点目については、誕生日や卒業記念の贈答目的としてのみならず、教育資金や退職後の所得の補完、特別な出来事に対する

⁴ トレジャリー・ダイレクトのURLは、<http://www.treasurydirect.gov/>。トレジャリー・ダイレクトは、1986年に導入された仕組みで、インターネットによる取扱いは1998年6月から、電子取引は2002年10月から開始された。貯蓄国債については、コスト削減（最初の5年間で約7,000万ドルの削減効果見込み）等を目的に、2012年1月1日に券面取引及び金融機関での取扱いが停止され、トレジャリー・ダイレクトを通じた電子取引に原則として一本化された。ただし、税還付利用においては、券面取引も認められている。（US Department of Treasury, *Treasury to End Over-the-Counter Sales of Paper U.S. Savings Bonds; Action will save \$70 million over first five years*, July 13 2011）

⁵ U.S. Securities and Exchange Commission, *Fast Answers: Savings Bonds*.

贈答用としても活用できるとしている。そして、他の証券とは異なり、保有者が未成年者であっても名義人となることが可能としている。

2 点目について、貯蓄国債は受取利息について州税・地方税が免税とされる上、連邦税についても貯蓄国債売却時若しくは償還時まで課税が繰り延べられる。TIPS では、州税・地方税の免税措置はあるものの、連邦税の課税繰り延べ措置はない⁶。さらに、貯蓄国債については、教育貯蓄国債プログラムによる免税措置も適用可能である（図表 5 参照）。これは、一定要件を満たした貯蓄国債について、適格教育費に充当する場合、基本的に償還時の受取利息が免税となるといった仕組みである。

図表 5 教育貯蓄国債プログラムによる免税措置

項目	詳細
免税対象	<ul style="list-style-type: none"> ・ 控除を申請する納税者本人、その配偶者若しくは扶養家族の適格教育費の支払いに充当すること ・ 修正調整後総所得（MAGI）が一定水準未満であること ・ 個別申告を行う既婚者
適格貯蓄国債	1989 年以降に発行されたシリーズ EE 貯蓄国債、若しくはシリーズ I 貯蓄国債（保有者は、債券発行日に 24 歳以上である必要がある）
適格教育費	<ul style="list-style-type: none"> ・ 適格教育機関に入学若しくは出席するために支払う授業料及び諸経費。寮費やスポーツ、ゲーム、趣味といったコースで単位や修了証書の取得に関係ないものは対象外 ・ 適格授業料プログラム（QTP、529 プラン^[注1]）への拠出 ・ カバーデル教育貯蓄口座（ESA^[注2]）への拠出
修正適格教育費	<p>以下の免税項目は適格教育費から差し引く必要がある</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 免税の奨学金及び研究補助金 ・ ESA の免税部分で適格教育費に充当した分 ・ QTP の免税部分で適格教育費に充当した分 ・ 免税扱いの教育補助のための支払い（贈与若しくは相続を除く、兵役経験者教育補助手当、適格授業料減額、雇用主提供教育補助） ・ 米国機会税額控除及び生涯学習税額控除扱いとなった支払い
適格教育機関	教育省管轄の学生支援プログラムに参加適格の総合大学、単科大学、職業訓練校及び中等教育後の教育機関。実質的に全ての認可公立、非営利及び私立（営利）の中等教育後の教育機関を含む。教育省の連邦学生支援（FSA）プログラムに参加している一部の米国外に所在する教育機関も含む

（注） 1. 529 プランは、税制上の優遇が付与された家計向けの高等教育資金形成制度。

2. カバーデル教育貯蓄口座は指定受益者の適格教育費の非課税積立が可能な制度。

（出所） Internal Revenue Service, *10. Education Savings Bond Program*、より野村資本市場研究所作成 (<http://www.irs.gov/publications/p970/ch10.html>)

シリーズ I 貯蓄国債の発行額は当初、TIPS と同様に増加したものの、2003 年をピークに停滞している（図表 6 参照）。一方で、発行残高については、償還年限が最長 30 年（2014 年 8 月末時点の平均償還年限は 19.6 年）であることもあり、拡大傾向が続いている。発行額が停滞している背景としては、（1）連邦議会が 2003 年に貯蓄国債のマーケティング費用を削減したこと、（2）それまで券面・電子取引で社会保障番号毎に合計 6 万ドルまで購入可能だったのが、2008 年 1 月に合計 1 万ドルまでに購入可能額が限定されたこと、（3）固定金利分の低下及び物価上昇率の低迷傾向にあること、等があるようだ⁷（図表 7 参照）。さらに、近年金融市場に浸透してきた TIPS が組み込まれた上場投資

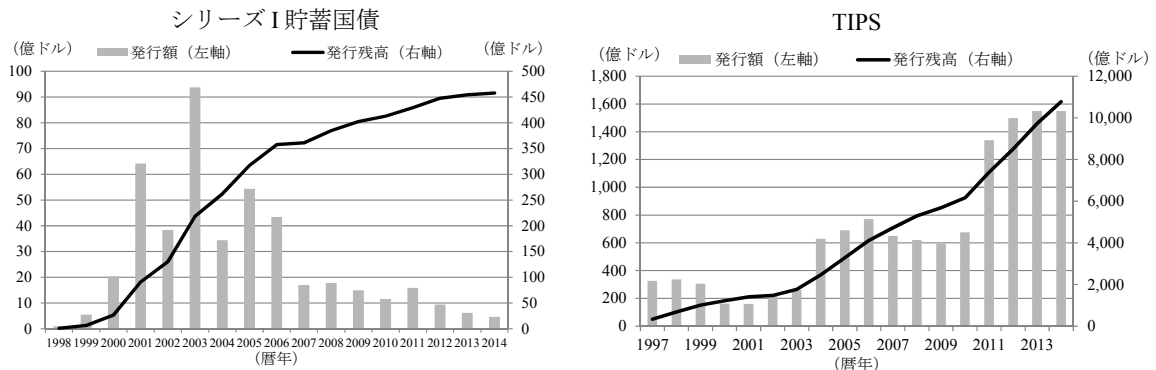
⁶ Mark Deacon, Andrew Derry and Dariush Mirfendereski, *Inflation-indexed Securities: Bonds, Swaps and Other Derivatives, Second Edition*, John Wiley & Sons, Ltd., 2004, p.156.

⁷ “Savings Bonds Face Ill Wind From Treasury”, *Bloomberg*, September 10 2008.

信託（ETF）等の投資信託を個人投資家が購入することを通じて同様の効果を得られることも、シリーズ I 貯蓄国債の発行額の伸びをある程度抑制している可能性がある。

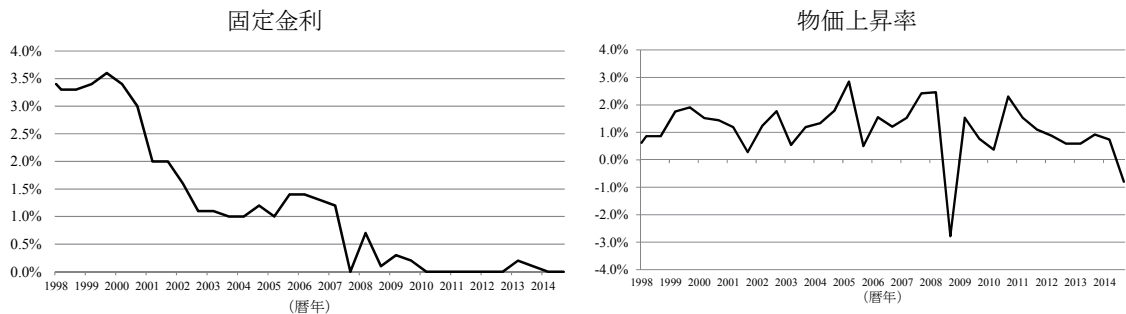
このように、米国では物価上昇から貯蓄を守る手段としてシリーズ I 貯蓄国債が 1998 年 9 月から発行され、広く国民に受け入れられてきた。発行額は近年、停滞しているものの、それでも発行残高が伸びているのは、トレジャリー・ダイレクトを含めた取引の利便性確保や税制上のメリットの存在等が下支えしていると考えられる。

図表 6 シリーズ I 貯蓄国債と TIPS の発行額・発行残高の推移



(注) シリーズ I 貯蓄国債の 2014 年の数値は、2014 年 8 月まで。
 (出所) Securities Industry and Financial Markets Association, *US Marketable Treasury Issuance, Outstanding, and Interest Rates*; Treasury Direct, *SLGS and Savings Bond Data*、より野村資本市場研究所作成
 (<http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>, http://www.treasurydirect.gov/instit/anncceresult/anncceresult_slgssb.htm)

図表 7 シリーズ I 貯蓄国債の固定金利及び物価上昇率の推移



(注) 固定金利分は、金利設定時から 6 ヶ月間に発行されたものに適用され、償還時まで変更されない。
 物価上昇率は全てのシリーズ I 貯蓄国債に設定時から 6 ヶ月間適用される。
 (出所) Treasury Direct, *Series I Savings Bonds Rates & Terms: Calculating Interest Rates on I Bonds*.
 (https://www.treasurydirect.gov/indiv/research/indepth/ibonds/res_ibonds_iratesandterms.htm)

2. 英国の個人向け物価連動国債

英国には、(1) 市場性国債としての物価連動国債 (Index-linked Gilts)、(2) 非市場性国債としての物価連動貯蓄証書 (Inflation-linked Savings Certificate)、がある (図表 8 参照)。

図表 8 物価連動貯蓄証書及び物価連動国債の概要

項目	物価連動貯蓄証書	物価連動国債
発行元	国民貯蓄投資機構 (NS&I)	英国財務省 (HM Treasury)
発行開始	1975 年	1981 年
購入限度	100 ポンド単位で、各回最大で 1 万 5,000 ポンド	入札時に一定の単位及び限度額あり
発行年限	2 年、3 年、5 年	5～50 年
金利等条件	元利一括償還型 固定+物価上昇率 (小売物価指数、RPI) (固定部分は通増)	利払いは半期毎で、固定+物価上昇率 (RPI) を勘案した調整ファクターにより決定。元本は物価上昇率を勘案した価値に調整
購入方法	ウェブサイト、電話、郵送	新発債は債務管理局 (DMO) で購入。既発債は証券会社若しくはイングランド銀行のブローカレッジ・サービスにて購入可能
税制	利子及び物価連動分に関して所得税及びキャピタル・ゲイン課税は非課税扱い	個人は、利子及び名義書換に対して課税 (個人貯蓄口座 [ISA] で保有する場合は非課税)。英国の事業法人は、利子及び利益に対して課税。非居住者は、非居住者非課税制度 (FOTRA) の下では非課税
中途売却	購入後 90 日間の金利ペナルティを負担し、投資年度の物価連動分を受け取らない形で償還可能	償還前に流通市場で売却可能

(注) 物価連動貯蓄証書は 2015 年 6 月末現在、既存の保有者による償還到来に伴う更新のみが可能。

(出所) National Savings and Investments, *Index-linked Savings Certificates Print-friendly leaflet: Key features*, December 2014; Debt Management Office, *Gilts: An Investor's Guide*, October 2003; “Interest Rates: How Do Gilts Work and Where Can I Buy Them?,” *Telegraph*, November 7 2008; 財務省「参考資料」第 13 回国の債務管理の在り方に関する懇談会、2007 年 10 月 9 日、38 頁、等により野村資本市場研究所作成 (http://www.nsandi.com/files/published_files/asset/pdf/index-linked-savings-certificates-key-features.pdf); http://www.dmo.gov.uk/documentview.aspx?docname=publications/investorguides/wig241003.pdf&page=investor_guide/Guide; <http://www.telegraph.co.uk/finance/personalfinance/investing/3391860/Interest-rates-How-do-gilts-work-and-where-can-i-buy-them.html>; https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/gov_debt_management/proceedings/material/d191009aa.pdf)

英国の場合、物価連動国債は英国財務省が発行するが、物価連動貯蓄証書については、政府による元本保証と確定利付を背景とした個人の勤儉貯蓄促進の手段という目的の下、かつての郵便貯蓄銀行である国民貯蓄投資機構 (National Savings and Investments, NS&I) を通じて行われている⁸。NS&I は、物価連動貯蓄証書を含めた貯蓄国債や貯蓄口座といった複数の国民貯蓄投資商品を提供している⁹。NS&I は、独自の店舗網を持たないため、郵便局の窓口を主な販売チャンネルとしているが、郵便局設置の郵送用申込書による販売に加え、電話及びインターネットによる直販も行っている。

物価連動貯蓄証書は、英国消費者によって購入された物・サービスの物価変動を示す指標である小売物価指数 (RPI) を物価上昇率の参照指標としている。英国政府は、RPI と対象人数、物・サービスの対象範囲、指標算出方式が異なり、国際基準に沿って算定され

⁸ NS&I は、英国最大の貯蓄機関で、約 2,600 万人から預かった資金を政府債等で運用している。NS&I は、1861 年に設立された郵便貯蓄銀行 (Post Office Savings Bank) が母体で、1969 年に郵政省が公社化されたことに伴い、郵便貯蓄銀行の管轄が財務省の外局の国民貯蓄庁 (Department for National Savings) に移管され、国民貯蓄銀行 (National Savings) と改称された。その後、国民貯蓄銀行は 1996 年に財務大臣の執行機関となり、2002 年の機構改革により、現在の NS&I との名称になった。(ゆうちょ財団「XV. 英国 (グレートブリテン及び北アイルランド連合王国)」『海外の郵便貯金等リテール金融サービスの現状』2015 年 4 月 28 日、7 頁)

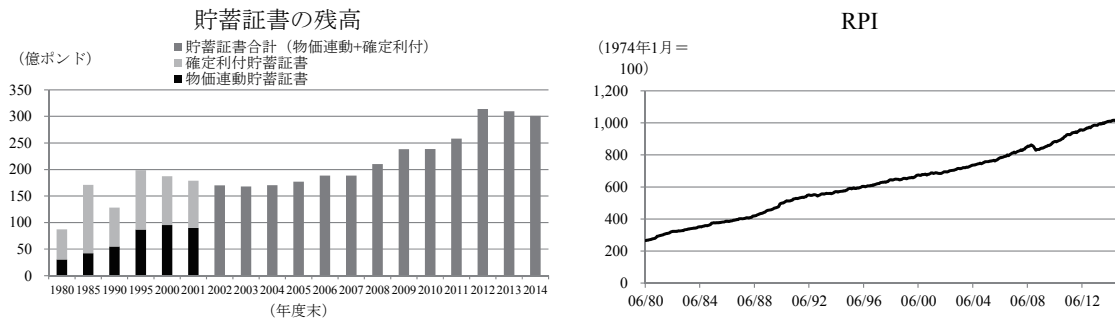
⁹ 2015 年 3 月 31 日現在、NS&I が提供している金融商品には、Children's Bonds、Direct ISA、Direct Saver、65+ Guaranteed Growth Bonds (2015 年 5 月 15 日まで)、Income Bonds、Investment Account、Premium Bonds がある。一方、物価連動貯蓄証書、Fixed Interest Saving Certificates、Guaranteed Income Bonds については、償還日における更新のみ可能。(National Savings and Investments, *Annual Report and Accounts and Product Accounts 2014-2015*, 23 June 2015, p.22)

る消費者物価指数（CPI）をインフレ・ターゲットに用いているものの、物価連動貯蓄証書や物価連動国債のみならず、年金の物価調整率、複数の鉄道運賃、学生ローンの金利算出等に RPI を採用している¹⁰。償還年限は 2 年、3 年及び 5 年、購入限度は各回最大で 1 万 5,000 ポンドとなっているほか、利子及び物価連動分に関して所得税及びキャピタル・ゲイン課税が免税となっている。なお、後述のとおり、物価連動貯蓄証書は 2015 年 6 月末現在、既存の保有者による償還到来に伴う更新のみが可能となっている。

物価連動貯蓄証書は、1975 年に発行が始まり、当初は年金受給者のみを対象としていたが、物価連動国債の発行が始まった 1981 年には対象制限が撤廃され、2014 年末時点で 16 歳以上の個人であれば誰でも購入可能となっている¹¹。物価連動貯蓄証書の発行が始まった背景としては、1980 年代初頭に急激なインフレが進行する中、個人等の小規模投資家の貯蓄の実質的価値を維持させるためのツールを提供するというものであった¹²。一方、英国政府が当時、物価連動貯蓄証書や物価連動国債の発行に踏み切った背景としては、インフレが進行する中、通常の国債への需要が低迷していたこともある。物価連動貯蓄証書の当初の実質利回りはゼロであったが、多くの流動性を有する金融商品の実質利回りがマイナスに推移していた上、税制上の優遇措置の存在もあり、人気が高まっていった（図表 9 参照）。

しかし、物価連動貯蓄証書に転機が訪れる。NS&I は 2010 年 7 月 19 日に貯蓄証書（物価連動と確定利付）の販売を中止することを発表したのである¹³。ただし、貯蓄証書の既存の保有者について、償還が到来したタイミングで同じ条件で更新することは可能とされた。貯蓄証書が販売中止に至ったのは、同年初めに英国財務省が設定した純資金調達目標で NS&I に関する部分がゼロ（資金流入と流出がバランスする状況、20 億ポンドの誤差

図表 9 貯蓄証書の残高及び小売物価指数（RPI）の推移



(注) 2002 年度末以降は、貯蓄証書の残高の内訳（物価連動及び確定利付）は公表されていない。

(出所) National Savings and Investments, *Annual Report & Product Accounts*, 各年; Office for National Statistics, *Consumer Price Inflation*, April 2015; 須藤時仁『国債管理政策の新展開—日米欧の制度比較—』日本経済評論社、2007 年、270 頁、より野村資本市場研究所作成

(<http://nsandi-corporate.com/about-nsi/our-performance/previous-reports-and-accounts/>,

<http://www.ons.gov.uk/ons/publications/re-reference-tables.html?edition=tcn%3A77-323633>)

¹⁰ “NS&I Index-linked Savings: Q&A”, *Telegraph*, March 10 2010.

¹¹ 16 歳以上の個人若しくは共同購入も可能である。(National Savings and Investments, *Index-linked Savings Certificates Print-friendly leaflet: Key features*, December 2014, p. 2.)

¹² D.E.Fair, *Shifting Frontier in Financial Markets*, Springer, 1986, p. 104.

¹³ National Savings and Investments, *NS&I Makes Changes to its Product Range*, July 19 2010.

は許容)とされたことが背景である。2000年代後半の金融危機により、多くの国民が質への逃避から安全商品の1つである貯蓄証書を求める傾向にあった上、販売中止が発表された当時のRPI上昇率は5%にも達し、物価連動貯蓄証書の利回り水準が多くの金融商品に比して魅力的な水準になったこともあり、NS&Iに対する純資金流入が2010年4~6月だけでも24億ポンドに上っていた¹⁴。これ以上、資金流入が進めば、銀行やビルディング・ソサエティ¹⁵の業務環境悪化にもつながりかねない状況であった。

その後、英国政府の2011-2012年度の予算案でNS&I分の純資金調達目標を20億ポンドとされたため、NS&Iは資金流入目標を140億ポンドとし、貯蓄証書の販売を2011年5月12日に再開したが、取引量は約50万回に上るなど堅調な需要が続いたことから、純資金調達目標を超過しないために、2011年9月7日に再び販売が中止された¹⁶。NS&Iは、それ以降2015年6月末までに貯蓄証書の販売再開には至っていない。物価連動貯蓄証書をめぐっては2015年6月末現在、3つの年限で最新の回号(2年:42回、3年:25回、5年:52回)について既存の保有者による償還到来に伴う更新が可能となっている¹⁷(図表10参照)。

このように、英国では物価連動貯蓄証書がNS&Iを通じて1975年から2011年9月まで販売されてきた。物価連動貯蓄証書は、国の債務管理の観点から2015年6月末時点で販売は再開されておらず、個人投資家にとっては既存の保有者による償還到来に伴う更新を除けば、物価連動国債への投資や物価連動国債が組み込まれたETFを購入する等の手段で同様の効果を楽しむこととなる。しかしながら、過去数十年に渡って急激な物価変動

図表10 物価連動貯蓄証書の金利水準(2015年6月末現在)

適用開始日	2年		3年		5年	
	回号	金利	回号	金利	回号	金利
2013年7月5日	42回	物価連動+0.05%	25回	物価連動+0.05%	52回	物価連動+0.05%
2013年2月27日	41回	物価連動+0.15%	24回	物価連動+0.15%	51回	物価連動+0.15%
2012年9月20日	40回	物価連動+0.25%	23回	物価連動+0.25%	50回	物価連動+0.25%
2011年9月7日	39回	物価連動+0.25%	22回	物価連動+0.25%	49回	物価連動+0.25%
2011年5月12日	38回	物価連動+0.50%	21回	物価連動+0.50%	48回	物価連動+0.50%
2010年4月7日	37回	物価連動+1.00%	20回	物価連動+1.00%	47回	物価連動+1.00%
2009年4月29日	36回	物価連動+1.00%	19回	物価連動+1.00%	46回	物価連動+1.00%
2008年6月17日			18回	物価連動+1.00%	45回	物価連動+1.00%
2008年5月21日			17回	物価連動+0.70%	44回	物価連動+0.70%
2008年4月2日			16回	物価連動+0.25%	43回	物価連動+0.35%
2007年4月25日					42回	物価連動+1.35%
2006年5月20日					41回	物価連動+1.10%
2006年4月3日					40回	物価連動+0.95%
2005年12月30日					39回	物価連動+1.05%

(出所) National Savings and Investments, *Interest Rate Changes*, p.10、より野村資本市場研究所訳
(http://www.nsandi.com/files/published_files/asset/pdf/historical-interest-rates.pdf)

¹⁴ “Inflation-linked Savings Certificates Cut by NS&I”, *British Broadcasting Corporation*, July 19 2010; “Inflation-Beating Bonds Axed by National Savings”, *Financial Times*, July 23 2010.

¹⁵ ビルディング・ソサエティは、住宅購入資金を会員間で融通することが目的の協同組織金融機関。

¹⁶ National Savings and Investments, *NS&I Withdraws Savings Certificates from Sale*, September 7 2011.

¹⁷ National Savings and Investments, *Renewing Your Certificate*. (なお、2012年9月までは確定利付貯蓄証書の保有者は、物価連動貯蓄証書への乗り換えが可能であったが、そのオプションは取り下げられている。[“Time to sell NS&I’s Inflation-proof Bonds?” *Telegraph*, February 10 2014])

を経てきた英国において、物価連動貯蓄証書は、電話及びインターネットによる直販等の購入利便性確保や税制上の優遇措置にも下支えされ、国民に物価上昇から貯蓄を守る手段として広く浸透してきたと評価される。

IV 日本における個人投資家を対象とした物価連動国債の今後の発展性

現在の日本の置かれている状況に鑑みると、国・投資家双方にとって物価連動国債の金融商品としての意義は大きいと言える。国にとって、物価連動国債を発行する意義としては、(1) 国債利払いコストの低減、(2) 期待インフレ率の測定、(3) 投資家層の確保・拡大、などが挙げられる。特に、現政権が物価連動国債を発行することは、「アベノミクス」を通じて消費者物価が緩やかに上昇し、デフレ経済脱却に向けて前進していることを、金融市場や国民にアナウンスするといった意義もあろう。

投資家にとって物価連動国債に投資する意義としては、物価上昇リスクのヘッジや投資対象の分散といったものが挙げられ、機関投資家の中で負債がインフレに連動する年金基金にとって、個人投資家としては現役世代より物価上昇リスクに晒されやすい高齢者等にとって魅力的な金融商品として映ることが多いと考えられる。特に、個人投資家にとっては、2004年の年金制度改正で導入されたマクロ経済スライドが2015年4月に初めて発動し、年金受取額が物価や賃金の上昇率よりも低く抑えられることとされたこともあり、物価連動国債に対する関心が今後ますます高まる可能性がある¹⁸。

日本国債に占める物価連動国債の割合は現在、先進諸国に比して少ない状況となっている¹⁹。今後、日本において物価連動国債のさらなる発展を目指す上では、個人投資家を対象とした物価連動国債の商品性を拡充・向上させることがカギになる可能性がある。個人投資家が国債保有に占める割合は2015年3月現在、1.6%程度²⁰であるが、個人投資家は多くの場合、満期保有目的で国債を保有するため、物価連動国債の商品性の拡充・向上を通じて、より多くの個人投資家が国債購入に踏み切るようになれば、安定的な投資家層の拡大に貢献する可能性がある。

本稿で概観した米国や英国の個人向け物価連動国債の状況を踏まえると、日本での個人投資家を対象とした物価連動国債の商品性の拡充・向上の方向性としては、(1) 年限の

¹⁸ マクロ経済スライドは、2004年の年金制度改正において導入された、賃金や物価の改定率を調整して緩やかに年金の給付水準を調整する仕組みであり、将来の年金受給者である現役世代の年金水準を確保することが目的とされている。具体的には、現役被保険者の減少と平均余命の伸びに基づいて「スライド調整率」が設定され、その分を賃金や物価の変動により算出される改定率から控除することとされているが、2015年度の改定におけるスライド調整率はマイナス0.9%とされた。(厚生労働省「平成27年度の年金額改定について」2015年1月30日)

¹⁹ 国債発行残高に占める物価連動国債の割合は、日本が0.4%(2013年9月末)、米国が8.1%(2013年9月末)、英国が23.0%(2013年6月末)、ドイツが4.6%(2013年10月2日)、フランスは11.7%(2013年8月末)。日本以外は、市場性国債ベース。(財務省「脱デフレ期待で順調にスタート 物価連動国債が5年ぶりに発行再開」『ファイナンス』第49巻第8号、2013年11月、7頁)

²⁰ 日本銀行の資金循環統計(2015年3月速報)に基づく、家計の国債等(国庫短期証券及び国債・財融債)保有割合。

多様化、(2) 取引の利便性の向上、(3) 税制等の取扱いの見直し、といった選択肢があり得ると考えられる。

1 点目の年限の多様化について、物価連動国債は 2015 年 6 月末現在、10 年債のみであるが、米国（最長 30 年）や英国（2 年、3 年、5 年）の個人向け物価連動国債のように年限の選択肢を増やすことを検討するのも意義がある。日本国債には現在、個人向け国債では変動 10 年、固定 5 年、固定金利型 3 年、新窓販国債では 10 年固定、5 年固定、2 年固定、といった選択肢がある（図表 11 参照）。現在検討が進められている物価連動国債の新型窓口販売方式の 2016 年度後半からの取扱い開始に向けて、個人投資家の年限に対する需要や国債管理上の最適償還年限等を十分加味した上で取扱年限を決定することが望ましいと考えられる。

2 点目の取引の利便性の向上について、米国や英国の個人向け物価連動国債のように、金融機関を通じた販売のみならずウェブサイトで購入可能な商品設計を参考にすることも選択肢としてあり得る。ただし、ウェブサイトの導入に当たっては、導入による費用対効果を十分に検証する必要があるほか、導入する場合においても、金融商品取引法等の趣旨に鑑み、個人投資家に商品性、リスク、コスト等をわかりやすく説明する仕組みを構築す

図表 11 個人向け国債と新窓販国債の商品性の比較（2013 年 12 月現在）

	個人向け国債 ^(注1)			新型窓口販売方式 ^(注2)		
	変動 10	固定 5	固定 3	国債 10	国債 5	国債 2
満期	10 年	5 年	3 年	10 年	5 年	2 年
発行頻度	毎月			毎月		
購入単位/ 購入限度額	最低 1 万円から 1 万円単位/ 上限なし			最低 5 万円から 5 万円単位/ 一申込みあたりの上限は 1 億円		
販売価格	額面金額 100 円につき 100 円			入札結果に応じて、発行毎に財務省で決定		
購入対象者	個人に限定			制限なし（法人やマンションの 管理組合なども購入可能）		
金利タイプ	変動金利 ^(注3)	固定金利		固定金利		
金利設定方法 （基準金利）	基準金利 × 0.66 （直近の 10 年債 平均落札利回り）	基準金利 - 0.05% （5 年債の想定 利回り）	基準金利 - 0.03% （3 年債の想定 利回り）	直近の入札により発行した国債と同じ		
金利の下限	0.05%			なし		
中途換金	発行後 1 年経過すればいつでも国の買取に よる中途換金が可能（元本割れのリスクなし）。 ※ 中途換金時に、直前 2 回分の各利子 （税引前）相当額 × 0.79685 が差し引かれる。 ※ 発行後 1 年間は原則として中途換金不可。			市場でいつでも売却が可能。ただし、その時々 の市場価格となるため、売却損、売却益が 発生（元本割れの可能性あり）。		
償還金額	額面金額 100 円につき 100 円 （中途換金時と同じ）			額面金額 100 円につき 100 円		
導入時期 （初回発行年月）	2003 年 3 月	2006 年 1 月	2010 年 7 月	2007 年 10 月		

- (注) 1. 2012 年 1 月から 2013 年 6 月までに発行された個人向け国債は復興債として発行された。
 2. 通常発行される国債（直近の入札により発行した国債と同じもの）を金融機関の窓口で販売するもの。従来、郵便局のみが行っていたが、2007 年 10 月より、参加を希望する全ての金融機関に拡大したため、「新型」と称されている。
 3. 半年毎に適用する利率が変わる。

(出所) 財務省「個人向け国債と新窓販国債の商品性の比較」

(<http://www.mof.go.jp/jgbs/individual/kojinmuke/recruitment/comparison/>)

ることが重要と考えられる²¹。さらに、取引の利便性の向上の観点からは、米国や英国で見られるような物価連動国債を組み込んだ ETF を金融市場に導入するのも手段としてあり得る。

3点目の税制上の取扱いの見直しについて、現在の日本の税制では、個人が利付日本国債を保有する場合、原則として利子課税として利払い時に20%（所得税15%＋地方税5%²²）の源泉徴収が行われるが、譲渡益は非課税になっている（図表12参照）。また、国債の保有を促進する観点から、国内金融機関、事業法人等のほか、非居住者・外国法人に対して一定の要件の下で利子等を非課税等にする措置が講じられている。一方、米国や英国の個人向け物価連動国債では、税制優遇措置が講じられている。その意味では、2016年1月から施行される金融所得課税の一体化も踏まえつつ、個人投資家に対する国債の税制を見直すことで投資家層の拡大につながる可能性がある。

図表12 国債の利子等課税制度（個人）

区分	収益の種類	課税関係
利付国債	利子（利子所得）	○源泉分離課税 利払時に20%（所得税15%、地方税5%） ^{（注1）} の源泉徴収
		○非課税（障害者等のみ） ・障害者等マル優（障害者等に対する少額預金の利子所得等の非課税制度） 限度額 額面金額350万円 ・障害者等特別マル優（障害者等に対する少額公債の利子の非課税制度） 限度額 額面金額350万円
	償還差益（雑所得）	○総合課税 償還時に申告により納付
	売却益（譲渡所得）	○非課税
割引国債	償還差益（雑所得）	○源泉分離課税 発行時に18% ^{（注2）} の源泉徴収
	売却益（譲渡所得）	○非課税

- （注） 1. 2013年1月から2037年末までに支払を受ける利子については、20.315%（所得税15%、復興特別所得税0.315%、地方税5%）
2. 2013年1月から2037年末までに発行される割引国債については、18.378%（所得税18%、復興特別所得税0.378%）

（出所）財務省「国債の利子等課税制度（個人）」
（<http://www.mof.go.jp/jgbs/individual/taxation/index.htm>）

日本政府が現在取り組んでいる物価連動債市場の育成をめぐって、安定的な投資家層である個人投資家にとっても魅力的な商品設計や仕組み作りを行うことは、成否のカギを握るものとなろう。そして、アベノミクスで目指しているデフレ経済克服及び消費者物価上昇の前進を下支えするものにもなり得ると考えられる。

いずれにせよ、国債残高（普通国債〔807兆円程度、対GDP比＝160%程度、2015年度末政府案〕）を発散させないためにも、物価連動国債を含めた国債の最適な資金調達手法を模索することが日本政府にとって財政運営の安定性を支える命綱になると言える。

²¹ 米国の Treasury Direct を含めた、直接入札を可能としている現在の入札システム（Treasury Automated Auction System、TAAPS）の維持には、かなりの費用がかかっているとの指摘がある。（財務省「国の債務管理の在り方に関する懇談会海外出張報告—米国—」第31回国の債務管理の在り方に関する懇談会資料、2014年5月30日、9頁）

²² ただし、2013年1月から2037年末までに支払いを受ける利子については、復興特別所得税が課税されるため、原則として利払時に20.315%（所得税15%＋復興特別所得税0.315%＋地方税5%）の源泉徴収が行われる。