

老後に向けた資産形成の推進を目的として

貯蓄債券を導入したシンガポール

黒田 大介、北野 陽平

■ 要 約 ■

1. 2015年10月、シンガポールにおいて初めて貯蓄債券が発行された。貯蓄債券とは、貯蓄促進などを目的として、主に個人向けに発行される国債である。シンガポール貯蓄債券（Singapore Savings Bonds、SSB）が発行された背景には、少子高齢化の進展により国民が老後に十分な生活資金を確保出来ない可能性が高まっていたことが挙げられる。
2. シンガポールではこれまで、国民の老後のための資産形成を、中央積立基金（Central Provident Fund、CPF）と呼ばれる総合的な社会保障制度が担ってきた。しかし、少子高齢化が急速に進展する中、国民の約半数が生存中にCPFの積立金が枯渇する可能性があるとの懸念が高まっており、自助努力による長期的に安全な資産形成を促進するためにSSBが導入されたと見られる。
3. SSBの特色として、次の2点が挙げられる。第一に、金利のステップアップである。投資家の長期保有のインセンティブを高めるため、金利は満期までの間、常に前年以上となるように設計されている。また、単純比較は難しいが、SSBは金利面で銀行預金に対して優位性がある。第二に、換金性の高さである。SSBは元本が政府により保証されており、投資家は発行月の翌月以降であればいつでも売却することが可能である。
4. SSBは、投資経験が乏しい層にとっても魅力的な金融商品と考えられ、投資家の裾野拡大という点でも重要な役割を果たすことが期待される。しかし、まだSSBの知名度は低く、これまでのところ政府が当初見込んでいたほどの需要は見られていない。今後、政府と金融機関の足並みを揃えたマーケティングが、SSB普及の鍵を握っていると言えよう。

I. はじめに

2015年10月、シンガポールにおいて初めて貯蓄債券が発行された。貯蓄債券とは、貯蓄促進などを目的として、主に個人向けに発行される国債である。シンガポールでは少子高齢化が急速に進展する中、国民の老後のための資産形成を推進する手段の一つとしてシンガポール貯蓄債券（Singapore Savings Bonds、SSB）が導入された。

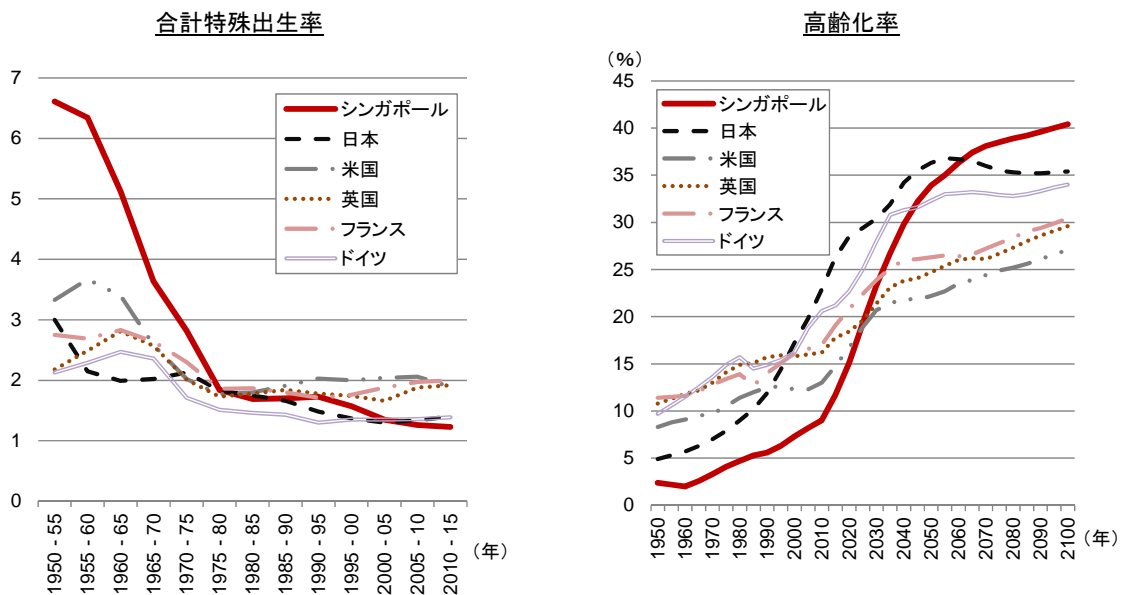
本稿では、シンガポール政府が直面している状況を概観し、SSBが発行された背景、商品・制度概要及び特色を整理するとともに、今後の注目点について考察する。

II. シンガポール貯蓄債券が導入された背景

1. 人口動態の変化による国民の老後の生活資金への影響

シンガポールでは他の先進国で見られるように、少子化と高齢化が同時に進展している。まず少子化については、1950年代に合計特殊出生率¹が6.0を超えていたが、1966年に実施された出生抑制政策²の影響により1985年には1.61まで低下した（図表1左）。そうした状況を踏まえ、シンガポール政府は1986年に出生抑制政策を廃止するとともに、出生奨

図表1 合計特殊出生率と高齢化率の推移



(注) 合計特殊出生率は、5年ごとの平均値の推移を示している。

(出所) 国連人口部より野村資本市場研究所作成

¹ 出産可能年齢（15～49歳）の女性1人が生涯で生む子供の数。

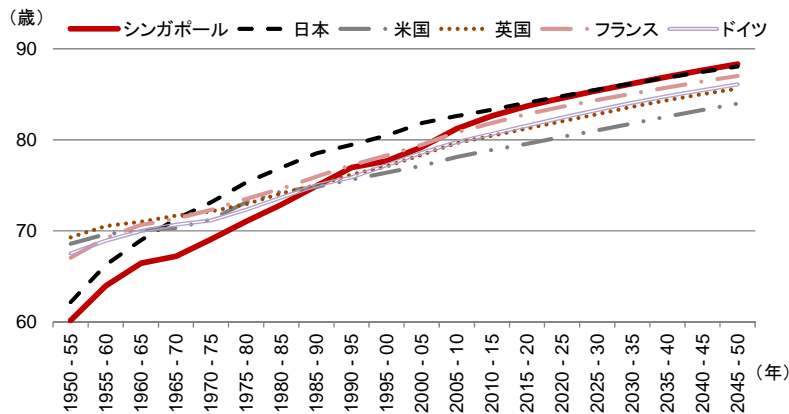
² 人口の増加に対して住宅の供給などインフラ整備が追いついていないことなどを背景として、政府は人口増加率をゼロとすることを目標に掲げ、第3子の出産を抑制するキャンペーン（「Stop at two」と呼ばれる）を実施した。当該政策は1982年まで続けられた。

励政策³を打ち出した。しかし、出生率はその後も低下傾向が続き、2014年には1.25となり、日本の1.42を下回る水準まで落ち込んだ。次に高齢化については、総人口に占める65歳以上人口の割合と定義される高齢化率は、1980年に4.7%であったが2015年6月時点で13.1%まで上昇した。出生率が高かった1950年代生まれの世代が高齢期（65歳以上）を迎え始めたことを背景として、近年は高齢化率が上昇するペースが加速している（図表1右）。国連人口部によると、2065年にはシンガポールの高齢化率が日本、米国及び欧州主要各国を上回る見通しである。

さらに、長寿化の進展も見られる。2008年にシンガポール統計局より、2006年時点で65歳以上の国民の約半数は85歳以降も存命するとの予測が発表された。また国連人口部によると、シンガポールの長寿化は急速に進展し、2040年には平均寿命が87歳と、日米及び欧州主要各国を上回る水準に達すると予測されている（図表2）。

シンガポールでは親の老後の生活に対して子が資金援助を行う慣習がある⁴。これは、高齢者の所得内訳において、子による支援が最も高い割合を占めていることから確認できる。高齢になるほど子による支援への依存度が高まる傾向があり、55～64歳では28%、65～74歳では37%、75歳以上では45%となっている（図表3）。今後、少子高齢化が更に進展すると、高齢者1人当たりの子からの援助額の減少につながるため、国民が老後に十分な生活資金を確保できなくなる可能性が高まっていくと考えられる。社会家族開発省が2011年に実施した調査によると、55歳以上の国民の31%が将来の収支状況について「十分ではない」と回答しており、今後、当該割合は上昇していく可能性がある。

図表2 平均寿命の推移と見通し

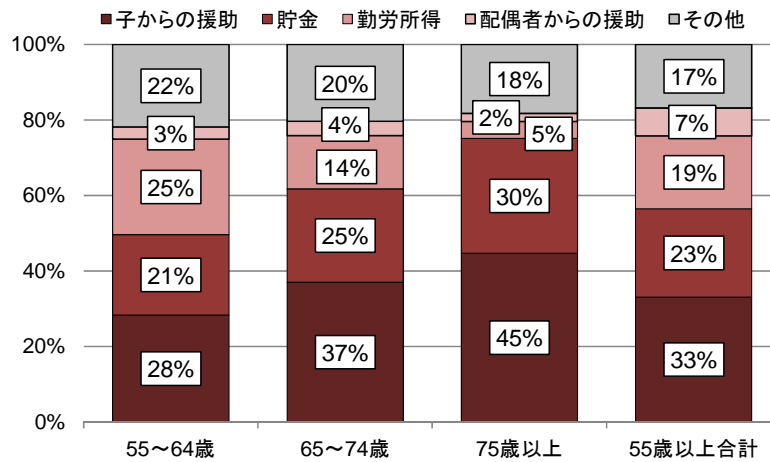


(注) 5年ごとの平均値の推移を示している。
(出所) 国連人口部より野村資本市場研究所作成

³ 出生率の回復を目的として、第3子以降の出産を奨励するキャンペーン（「Have three, or more if you can afford it」と呼ばれる）を実施した。出生奨励政策は2015年11月末時点においても継続されている。

⁴ 1996年に両親扶養法（Maintenance of Parents Act）が制定され、60歳以上で自ら生計を立てられない者は、子が親を扶養可能であるにもかかわらず扶養しない場合、裁判所に申し立てることが可能となった。申し立てが認められた場合、子は月払いや一時金の形で親の生活費を支払う必要がある。

図表3 55歳以上の国民の所得内訳



(出所) 社会家族開発省より野村資本市場研究所作成

2. 人口動態の変化に対するシンガポール政府の取組み

シンガポールには日本にある公的年金や国民健康保険といった制度は存在せず、中央積立基金（Central Provident Fund、CPF）と呼ばれる強制加入、積立方式の総合的な社会保障制度が採用されている。CPFの積立金は年金としてだけでなく、住宅購入、医療費の支払い、教育費の支払いとしても利用可能である。CPF加入者は用途が異なる3種類の口座を保有しており、具体的には、住宅購入などに用いられる普通口座、年金目的に用途が限定される特別口座、医療費用の支払いに用いられるメディセイブ口座（Medical Savings Accounts）がある。運用については中央積立基金委員会（Central Provident Fund Board）により行われており、最低保証金利は普通口座が年2.5%、特別口座及びメディセイブ口座が年4%である。

シンガポール政府は自助（self-help）の精神を重視しており、社会保障に係る支出を必要最低限に留めている。そのため、国民は老後のために自身で積立てを行うことが求められている。CPFは1955年に導入された当初、62歳で定年を迎えた後20年間で積立金を使い切るという前提で制度設計された。しかし、前述の通り、少子高齢化が急速に進展する中、国民の約半数が生存中に積立金が枯渇する状況に直面する可能性があるとの懸念が高まった。そうした状況に鑑み、リー・シェンロン首相は2007年8月、独立記念日集会の演説において、CPFの制度改善に向けて以下の施策を打ち出した。

第一に、積立金に対する政府補助の拡充である。これは、積立金の一部に対する金利の優遇であり、6万シンガポールドルの残高を上限（うち普通口座は2万シンガポールドルを上限）として、年1%の金利が上乘せされるようになった。第二に、積立金の受給開始年齢⁵の引き上げ及び高齢者雇用の促進である。当初、積立金の受給開始年齢は62歳だっ

⁵ 月払給付金の受給開始年齢を指す。なお、55歳時点で政府が定める最低積立額を上回る部分については一括引出しが可能である。2015年6月以降、最低積立額は16.1万シンガポールドルに設定されている。

たが、2012年から2018年にかけて段階的に65歳まで引き上げる方針が示された。また、使用者は労働者が62歳を超えた後も65歳に達するまで再雇用の機会を提供することが義務付けられた。第三に、住宅購入補助の拡充である。積立金の一部は住宅購入を目的として引き出すことが認められており、多くの国民が住宅購入目的で積立金を取り崩していた⁶。政府は住宅購入補助を拡充することで積立金の取り崩しを抑制するため、補助金の上限を2万シンガポールドルから3万シンガポールドルに、補助金の対象となる世帯月収の上限を3,000シンガポールドルから4,000シンガポールドルに引き上げることを⁷を発表した。

この結果、国民1人当たりの積立金は、2007年末の4.3万シンガポールドルから2014年末には7.7万シンガポールドルへと増加した。このように、CPFの制度改正は国民の老後に向けた資産形成において一定の成果につながったと言える。他方で、中央銀行兼金融監督当局であるシンガポール通貨監督庁（Monetary Authority of Singapore、MAS）は、国民が十分かつ適切に資産管理を行うことができていない状況を懸念していた。そうした中、MASは2015年7月、個人投資家の金融商品へのアクセスを改善し長期的に安全な資産形成を促進するための手段の一つとしてSSBの導入を発表した⁸。

Ⅲ. SSBの商品・制度概要と特色

1. SSBの商品・制度概要

貯蓄債券は、前述の通り、貯蓄促進などを目的として主に個人向けに発行される国債である。SSBの商品・制度概要を整理すると以下の通りである。

- 政府の代表としてMASにより発行される。
- 投資できる投資家は18歳以上の個人に限定されており、企業はSSBに投資することができない。
- 投資家は証券中央預託機構⁹（The Central Depository Pte Ltd、CDP）の証券口座を保有する必要がある。
- 投資家は、主要銀行であるDBS銀行（子会社のPOSB銀行を含む）、オーバーシー・チャイニーズ銀行（Oversea Chinese Banking Corporation、OCBC）、ユナイテッド・オーバーシーズ銀行（United Overseas Bank、UOB）のATM及びDBS銀行のインターネットバンキングでのみSSBの購入・換金が可能である。
- 購入について、各月の第1営業日から月末営業日の3営業日前までが申込み期間であり、月末の2営業日前にMASから貯蓄債券の割当てが発表される。翌月の第1営業日にCDP

⁶ 2014年には、53万人が平均1.3万シンガポールドルを住宅ローンの支払い目的で積立金を取り崩した。

⁷ 2009年に再度見直しが行われ、補助金上限額は4万シンガポールドルに、世帯月収の上限額は5,000シンガポールドルに引き上げられた。

⁸ SSBの導入の他にも、個人投資家向け社債の発行手続きの簡素化や個人投資家のETFへのアクセス向上という施策が示された。

⁹ シンガポール取引所傘下の決済機関。日本では証券保管振替機構が同様の機能を有している。

の証券口座に SSB の割当て分が計上される。なお、募集額を上回る応募があった場合、割り当てられなかった分の申込代金は月末の 1 営業日前に返金される。

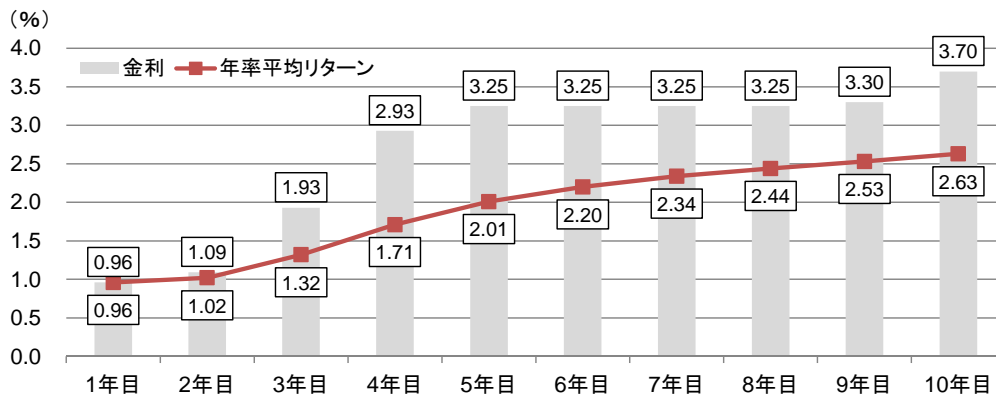
- 換金について、各月の第 1 営業日から月末営業日の 3 営業日前までが償還請求期間であり、翌月の第 2 営業日に経過利息とともに元本が償還される。

2. SSB の特色

SSB の主な特色として、以下 2 点が挙げられる。

第一に、金利のステップアップである。SSB の金利は満期までの間、常に前年以上となるように設計されている。これは、長期保有する投資家に対するインセンティブを高めることが狙いである。金利は、発行月の前月のシンガポール政府債（Singapore Government Securities、SGS）の利回りを元に算出され、SSB の保有期間に対応する年限の SGS の利回りとはほぼ一致するように調整される¹⁰。例えば、SSB を 5 年間保有後に売却した場合の累積リターンは、同一期間中の 5 年物 SGS を満期保有した場合の累積リターンに相当する。なお、2015 年 10 月に発行された第 1 回 SSB を 10 年間保有した場合の平均年率リターンは 2.63% となる（図表 4）。2016 年 1 月時点で、国内主要 3 銀行が提供する最も高い預金金利は年 1.7% であり、単純比較はできないものの、SSB は金利面で銀行預金に対して優位性があると言える。

図表 4 第 1 回 SSB の金利と年率平均リターン



(出所) SSB ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

¹⁰ 但し、逆イールドカーブが形成されている環境下で、イールドカーブに沿うとステップアップ出来ない場合は、SGS の金利と一致していなくてもステップアップが優先される。

図表 5 主要各国における貯蓄債券の商品・制度概要

| | シンガポール | 日本 | 米国 | イギリス |
|------------|-----------------------|--|------------|------------|
| | SSB | 変動金利型 個人向け国債 | EE貯蓄国債 | インカムボンド |
| 償還期限 | 10年 | 10年 | 30年 | 無し |
| 購入単位 | 500シンガポールドル | 1万円 | 25ドル | 500ポンド |
| 金利 | 固定金利 (毎年ステップアップ) | 変動金利 | 固定金利 | 変動金利 |
| 金利水準 | 基準金利(SGS)に 連動 | 基準金利(10年固定利 付国債)×0.66 (下限は0.05%) | 市場金利を参考に算出 | 市場金利を参考に算出 |
| 利払い | 6ヶ月ごと | 6ヶ月ごと | 6ヶ月ごと | 月1回 |
| 中途換金 | 常時可能(申し込みの 翌月初に償還) | 1年経過後は可能 | 1年経過後は可能 | 常時可能 |
| 中途換金のペナルティ | 無し | 直近2回分の利子× 0.80 | 3ヶ月分の利子 | 無し |

(出所) SSB ウェブサイト、財務省、米国財務省、英国財務省より野村資本市場研究所作成

第二に、換金性の高さである。SGS は市場性がある商品であり、投資家は満期まで保有しない限り、価格変動リスクが伴う。仮に債券の価格が投資時よりも下落している状況で売却した場合、元本が毀損し、金利を含めた総合的な投資リターンがマイナスとなる可能性がある。一方で、SSB は価格変動リスクがなく¹¹、元本が政府により保証されている。すなわち、どのような市場環境であっても、投資家は元本を毀損することなく発行月の翌月以降であればいつでも売却することが可能である。他の主要先進国の貯蓄債券を見ると、日本や米国では中途換金が一定期間認められておらず、かつ利息が一部差し引かれるペナルティが発生する(図表 5)。こうした点から、SSB は投資家に配慮された金融商品と言える。

IV. 今後の注目点

SSB は、国民の自助努力による中長期的な資産形成を促すことを主な目的として導入された金融商品であるが、個人投資家の裾野拡大という点においても重要な役割を果たすことが期待される。多くのシンガポール国民は安全性を重視し、自身の資産を銀行預金で運用する傾向がある。しかし、SSB は銀行預金よりも金利面での条件が良く、かつ高い安全性と換金性を兼ね備えていることから、投資経験が乏しい層にとって投資の第一歩として魅力的な商品であると考えられる。MAS は SSB の特設ウェブサイト¹²において、価格変動リスクがないという特色を前面に押し出す一方で、通常の債券に投資する場合には、金融教育サイトである MoneySENSE に誘導し、価格変動リスクについて学習することを促している。このように、SSB は投資家に債券のリスクを理解させるツールとしても活用されており、金融リテラシーの向上にも貢献していると言える。

¹¹ 投資家は市場金利の低下局面で SSB を売却したとしても、キャピタルゲインを享受することができない。

¹² <http://www.sgs.gov.sg/savingsbonds/About-SSB/Risks.aspx>

2015年10月に発行された第1回SSBの応募額は発行上限額の34%であった¹³。市場関係者の間では、応募額が少な過ぎると悲観視する見方がある一方、今後SSBの認知度が向上すれば投資家の需要が拡大すると楽観視する見方もある。ジョセフィン・テオ財務兼運輸担当上級国務大臣（当時）は2015年5月のスピーチにおいて、「SSBは保有を希望する全ての国民が購入可能となるよう発行する予定であり、急いでSSBを購入する必要はない。」と呼びかけた。実際に、MASは初回発行から少なくとも5年間毎月SSBを発行する計画であり、中長期的な視点で国民の老後に向けた資産形成の推進に取り組んでいく方針である。

今後、政府がSSBを普及させるためには、国民からの認知度向上が不可欠である。現在、SSBの特設ウェブサイトでは、SSBの商品・制度概要や購入・換金方法などに関する情報が提供されている他、専用のホットラインも設けられ、個人投資家の需要喚起が促されている。しかし、SSBを取り扱っているDBS銀行、OCBC、UOBのウェブサイトでは、大々的な宣伝が行われている形跡は確認できず、各行とも積極的にSSBを販売しているとは言い難い状況である。政府と金融機関の足並みを揃えたマーケティングがSSBの普及の鍵を握っていると言える。今後、シンガポールにおいてSSBの普及が進んだ場合、老後の生活資金に不安を持つ中低所得者層を抱える他の国に対しても有用な示唆となろう。

¹³ 第2回SSB以降も、応募額が発行上限額を下回る状況が続いている。