

# 角川総一の 金融 60 逆さメガネ

今

「教科書には正しいが、現実に照らしてみると必ずしもそうではない」という類いのテーマだ。「理屈のうえでは正しいが現実的ではない」と言ってもいい。取り上げる対象は「利付き金融債の発行条件」だ。

資本主義の原点である需給バランスの原則とは、「常に少数者が有利、多数者不利の原則」であることは言うまでもない。さらに言えば、「スケールメリットが幅を利かせる」であり、「大口優遇」も当然のこととして我々は了解している。これは経営効率を考えれば当然のことだ。

## 第8回

# 利付き金融債の発行条件をめぐる 理屈に合わない3つの不可思議

利付き金融債の発行条件をチェックしていて遭遇した、目を疑うような3つの不可思議。今回はこれを紹介しよう。こんなこともあるのである。

街、浅草橋（おもちゃ屋が多い）等の卸問屋街でも「個人お断り」「業者のみ」との張り紙を多く見かけるし、まとまった量を買えば多少の値引きがあるのは商人の理屈から言えば当然。まともなレストランだと、その客がどの程度の得意客であるかにより、客を座らせる席をチョイスする。

以上の点を重々承知のうえで、改めて私が「これは何かの間違いではあるまいか」と耳を疑ったことがあるのだ。それは、金融債を発行する金融機関の債券発行条件をひとあたりチェックしているときのことである。

**法人向けが1・0%の一方  
個人向けはたった0・1%**

結論から言うと、最近発行されている金融債の発行条件（5年債）が図表1のとおりであったのだ。

まず何に驚いたかという点、例えば、あおぞら銀行ならびに新生銀行が、法人向けに募集方式で発行している5年利付債のクーポンが1・0%であるのに対して、個人向け（売出发行分）のそれが実に0・1%という水準にとどめ置かれていたことだ。

こうした状態は今だけのことか？ それを確認するためには、過去のデータのグラフにしてみるのがいい。これを示したのが図表2のグラフだ。さて、ここでははひたすら驚くことに専心しようか。

いくつかの点に留意してもらいたい。まず一つ、どの時期にあっても、法人向けの利付き金融債の発行条件は、個人向けのそれとは全く比較にならないくらい高い水準に位置しているということ。

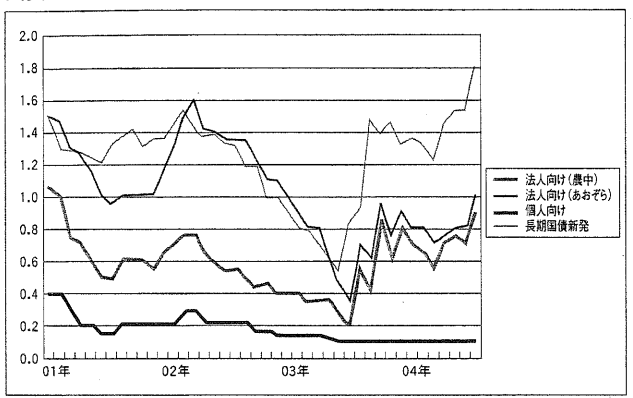
二つめには、中長期金利の指標的な存在である10年新発国債の利回りの変動に対して、法人向け金融債の発行条件はそれをまずまず忠実になぞっている。つまり「10年国債と裁定が働いている」のだ。

ところが、個人向け金融債の発行条件には10年国債の利回り変動はほとんど影響していない。言い換えれば、個人向けに提供されている金融債の条件には市場メカニズム

図表1 2004年6月発行5年利付き金融債発行条件(クーポン)等 単位：%

発行機関	個人向け	法人向け	(参考)5年中期利付国債	(参考)5年スーパー定期
商工組合中央金庫	0.1	0.95	0.8(クーポン)	0.1
農林中央金庫	0.1	0.9		
信金中金	0.1	0.95	0.818(落札平均利回り)	
みずほコーポレート銀行	—	—		
みずほ銀行	0.1	—		
新生銀行	0.1	—		
あおぞら銀行	0.1	—		

図表2 利付き金融債の発行条件を振り返る



ムがほとんど反映されていないのだから一昔前の「規制金利時代の預貯金・公社債発行条件の亡霊」を見るが如しである。

驚いた理由は他にもある。図表1で見るとおり、例えば6月発行の5年中期利付き国債の発行条件はクーポンが0・8%なのである。

つまり、同じ期間5年で発行されている金融債の利回りが0・1%なのである。

債券の世界では期間、債券の種類等が同じであれば、より格付けの高い発行者が発行した債券の利

回りの方が低いのは当然。多くの人が教科書で習うとおりだ。

この理屈をここに展開してみると、日本国のデフォルトリスクよりも前記の銀行のデフォルトリスクの方が低いという理屈になるのである。つまり、ここ（期間が同じ5年の個人向け利付き金融債と利付き国債の関係）には、債券の発行者の信用度ランキングが全く考慮されていない。

今の御時世、いわゆる素人さん（もとい、投資の世界での初心者）や子供にも投資の基本を教えるべきだという。いわゆる投資教育ってやつだ。「でなければ自己責任が問えない」とも言う。では、「教科書には信用度が劣る債券の方が利回りが高い」と書いてあるが、じゃあ日本の国より銀行の方が信頼度が高いの？」って質問されたら、いったいどう答えればいいのだろうか。

## 市場メカニズムが働いていない個人向け金融債

0・8%の中期国債は、将来にわたって徴税権を持つ国によって

その利子、償還金の支払いが全額保証されている。これをよそに、現在ではすでに第三者たる預金保険制度の保証がなくなった金融債が0・1%。誰がこれを買うのだろうか。これで売れると判断しているその根拠はどこにあるのだろうか。もちろん、この条件で実際に買っている人がいるのだ。その人々以上の事実を知らせたらどのような行動をとるだろうか？

さらに言っておこう。図表1からも明らかなおとおり、法人向けの利付き金融債については、発行金融機関により相当の差がある。最も格付けが高い農林中央金庫と格付けが低いあおぞら銀行（旧日本債券信用銀行）の発行利回りをグラフにトレースしておいたが、この間には常に相応のスプレッドがある。にもかかわらず、個人向けに発行されている金融債には全くその差はない。つまり、個人向け金融債にはほとんど市場メカニズムは働いていないのだ。

世の中にはまだまだ不可思議なことが多くあると、いまさらながら思う。