

海外事務所作成「ディスカッション・ペーパー」の紹介

日本銀行ロンドン事務所では、その調査活動の成果を公表し、内外の有識者に議論して頂くとともに、幅広くコメントを頂戴することを目的としてディスカッション・ペーパー（英文）^{（注1）}の作成を開始した。以下はその第1号として公表されたディスカッション・ペーパーの概要を紹介したものである。

“A Case for Reforming the JGB Market”^{（注2）}

日本国債市場（以下JGB市場）は、米国国債市場に次いで世界第2位の規模を誇る市場であるが、海外投資家にとっては、先進国国債市場の中で最も投資しにくい市場の一つといわれている。本ペーパーでは、「海外投資家から見たJGB市場」という観点から、JGBのオフショア市場が存在するロンドン市場におけるヒアリングを基に、同市場の問題点の洗い出しを行った。本調査に当たっては、個々の問題点が、それぞれ、異なるタイプの市場参加者に、どのような影響を与えているのかという切り口から、問題点を整理し、それぞれの重要度に従い順位付けすることを試みた。

こうした調査の結果、本ペーパーでは以下のような結論を導いた。

① 源泉徴収課税は、JGB取引に信用リスク

や決済リスクを内包させる最大の要因となっており、JGBの発行コストを実質的に増加させているほか、結果として信用リスク懸念のある業者の競争力を阻害している。

▽ JGBには、主要国で唯一、クーポンに対する源泉徴収課税が賦課されているため、殆どの海外投資家では、非課税対象機関（本邦所在の証券会社および金融機関等）の名義のままJGBを保有することが慣行となっている。もっとも、名義登録先の非課税対象機関が倒産した場合、海外投資家は、JGBに対する所有権を主張できないリスクがある。最近、海外投資家は、特に信用リスクに敏感になってきており、JGBの利回りには、こうした名義登録先の信用リスクが反映されるようになってきたと指摘されている。JGBと米国財務省証券を比較した分析結果によれば、JGBには追加

（注1）なお、ディスカッション・ペーパーの内容や意見は執筆者個人に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。

（注2）本稿は、ロンドン事務所の大橋一成ならびにJP Morgan SecuritiesのJan Milliganが共同で作成したものである。

本稿の全文は、日本銀行のインターネット・ホームページ（<http://www.boj.or.jp/>）に掲載されている。

的な発行コストが付加されていることが確認された（図表参照）。

▽ 海外投資家は、源泉徴収課税回避の目的で、現物債の移転登録（日銀ネット上での電子的決済）に代え、名義登録先が発行した移転登録請求書の受渡しを現物債の受渡しに見立てている。こうした取引には煩雑なペーパー処理が伴うため、潜在的なデリバリー・リスクが存在する。また、ペーパー・ベースの取引は、国際的なカストディ・ビジネスの一体化（所謂グローバル・カストディアン）の流れに対する障害ともなっており、海外投資家のJGB離れに拍車をかけている。

- ② 有価証券取引税は、仲介業者の手数料収益を圧迫しており、JGB取引の回転率を低下させ、市場流動性を低下させる要因になっているとみられる。

▽ JGBの売買には、主要国の中で唯一、有価証券取引税が賦課されているが、同税は、自らポジションを持たず、売買手数料を収益源としている業者（ブローカーズ・ブローカー）の収益を圧迫している。特に、海外業者の税率は国内業者の3倍となっているため、JGBを国際的に取引するインセンティブが極端に阻害されている。こうした結果、JGB市場は米国国債市場と比較して、（税のかからない）先物取引への依存度が非常に高い市場となっている。

▽ こうした先物市場への依存は、現物市場

の流動性の乏しさに着目した鞘取引（所謂スクイーズ）を活発化させる原因となっており、特定の市場参加者（例えば、母国商品としてJGB売買を主要サービスと位置付ける日系業者等）に不必要なコストの負担を強いている。

- ③ 長期国債の各銘柄の発行額の小ささや、短期・中期国債の総発行残高の乏しさは、期間毎の金利水準（イールドカーブの形状）を歪める一因になっているほか、JGB市場の流動性を阻害する要因となっている。

▽ 発行残高の乏しい銘柄は、スクイーズの対象となり易いため、仲介業者は売建て（ショート）ポジションの造成に慎重になるほか、これがレポ市場の発達を阻害する要因にもなっている。また、海外投資家からみて、円資金を運用できる信用リスクの無い市場（特に短期国債市場）が十分に発達していないため、短期金融市場の金利形成に歪みが生じるケースがみられる。

▽ 一方、欧米市場では、国債管理政策の一環として、ストリップ債の導入といった手段を通じて流動的で懐の深い債券市場（deep and liquid markets）を育てて行こうという大きな流れが定着している。

- ④ 国民経済的にみれば、国債市場の整備は、金融市場の効率性を高めるとともに、国債発行コストの節約を通じて財政赤字の縮小にも資することが期待される。

Chart 1 AAA Spreads over Government Bonds

Spreads are on a 5-day moving average basis in order to take out daily fluctuations.

