

## 国債市場特別参加者制度と最近の国債市場

三菱東京UFJ銀行の特別資格返上に関連して

篠田 優

はじめに

二〇一六年七月一五日、三菱東京UFJ銀行は国債市場特別参加者制度（いわゆる日本版プライマリー・デューラー制度、以下PD制度）への参加者資格を返上した。

PD制度は、シ団引受方式に代わる国債安定消化のための仕組みとして、二〇〇四年に導入された制度である。同制度参加者は、発行予定額の四%以上の応札責任を負うこと等と引き換えに、国債市場特別参加者会合に参加し、財務省や他のプライマリー・デューラーと直接情報交換する特別資格等が与えられる。このような責任と特別資格の関係において、これまではプライマリー・デューラーにとってメリットの方が大きいとされてきた。

しかし、近年までに、この責任と特別資格のバランスに変化が生じた可能性がある。三菱東京UFJ銀行が参加資格を返上したことも、こうした変化と関係があるのではないか。

### 1 三菱東京UFJ銀行の国債市場特別参加者資格の返上

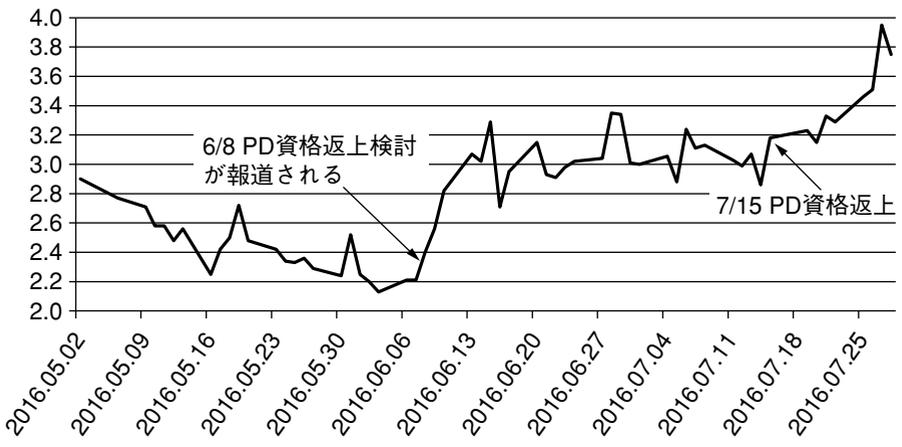
三菱東京UFJ銀行が財務省にPD資格の返上を申請したのは、二〇一六年七月一三日であった。これを受け

て財務省は、同日、七月一五日付けで同行がプライマリー・ディーラーから外れると発表した。PD資格の返上は昨年一月にアール・ビー・エス証券も行っているが、国内の金融機関の返上は三菱東京UFJ銀行が初めてであった。

三菱東京UFJ銀行は、これまで同制度において非常に高いプレゼンスを示してきた。例えば、同行の応札額・落札額はプライマリー・ディーラーのうち上位五社以内に入ることが多く、上位一〇社にはほぼ毎回入っていた<sup>(1)</sup>。また、現時点ではメガバンク三社のうち最も多くの国債を保有している。そのようなこともあってか、同行が資格返上を検討していることが初めて報道され、さらに同行関係者もそれが事実であると認めた六月八日には、(本件による影響がすべてではないが)国債市場のボラティリティは上昇した(図表1)。そして実際に資格を返上した七月一五日以降も、ボラティリティは上昇を続けている。

ところで、三菱東京UFJ銀行はなぜPD資格を返上したのか。このことについて、同行が七月一三日にグループ三社の連名で公表した文書では以下のことが示されている<sup>(2)</sup>。

図表1 日本国債のボラティリティ



(出所) JPX

- 国債市場特別参加者資格の返上は、銀行と証券会社の業務や機能の集約、グループ一体的な運営強化の観点から行うもので、日本における国債のプライマリー・ディーラー資格に関わる機能は、三菱UFJモルガン・スタンレー証券に集約する。

- 今後は、三菱UFJモルガン・スタンレー証券がプライマリー・ディーラー業務を担い、三菱東京UFJ銀行は投資家として入札に参加することで、三菱UFJファイナンシャル・グループ全体として引き続き国債発行の安定的な消化・流通への責務を果たす。

- 三菱東京UFJ銀行にとって、日本国債はバランスシート運営、流動性管理、担保繰り運営の観点で極めて重要な資産で、今後も国債保有額を十分維持する。

(出所) 三菱UFJファイナンシャル・グループウェブ(2016)を著者編集

簡潔にまとめると、三菱東京UFJ銀行のPD資格返上はグループ内の役割分担が目的で、同行が国債から離れることを意味するものではない、と述べられている。一方で、日本経済新聞電子版では、同行の内田和人常務執行役員がPD資格返上申請日に述べた以下のようなコメントを紹介している。<sup>(3)</sup>

- グループ全体でみれば国債に対するスタンスが変わったわけではない。
- 取引の担保にする目的以外ではマイナス金利水準の国債に投資をしない。
- 金融規制が強化されていくなかで、国債の短期売買にはより説明責任が求められるようになる。

● 国債発行の安定消化には引き続きトップレベルの貢献をしていきたい。

(出所) 日本経済新聞電子版「三菱UFJ、国債保有は最低限に 特別資格返上発表」二〇一六年七月一四日配信記事を著者編集。

コメントにみられる金利水準と金融規制については次節で掘り下げるが、いずれにしても同氏の発言のいくつかは、三菱東京UFJ銀行の本音が垣間見える。

また、この約一か月前の六月一〇日、同行の小山田隆頭取は、大阪銀行協会会長就任会見で「(PD資格の返上検討に関連して) マイナス金利化が進んでいるなかでプライマリー・ディーラーとして落札業務をすべて履行するのは難しい環境」と発言している。<sup>(4)</sup> さらに、PD資格返上申請の当日、三菱東京UFJ銀行はNHKの取材にたいし、「今後の経営環境や市場環境<sup>(5)</sup> については、特別な資格の取得に向けて再申請をする可能性もある。」と発言している。<sup>(5)</sup> 裏返せば、現在の国債市場の状況等から経営判断を行った結果としてプライマリー・ディーラーとしての資格を返上した、という意味になる。

このように、三菱東京UFJ銀行のPD資格返上は、建前としてはグループ内の役割分担が目的とされているが、本音は国債市場の現状や今後の見通しを考慮しての判断であった面があると言えよう。

## 2 現在の国債市場と三菱東京UFJ銀行の国債保有状況

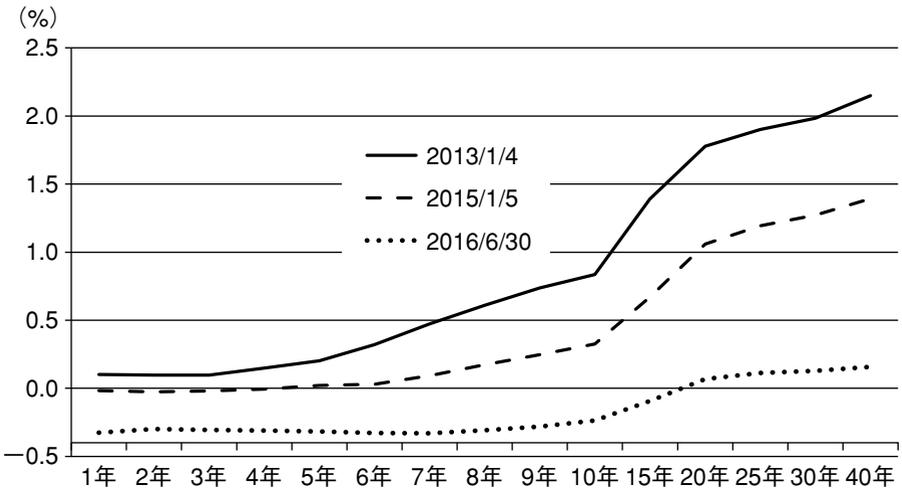
三菱東京UFJ銀行のPD資格に関連して、同行の関係者は、前節で取り上げたように国債金利状況や金融規制強化について言及している。そこで本節では、これらの点について具体的に検討したい。

まず国債利回りのマイナス化についてであるが、日本銀行によるQQEが導入される前の二〇一三年一月時点

における国債利回りは、すでに低い水準にあったもののすべての年限でプラスであった（図表2）。ところが二〇一三年四月以降は、量的・質的金融緩和（QQE）の導入や拡大、そしてマイナス金利付きQQEの導入が行われたこともあり、国債利回りは大きく下落した。そして二〇一六年六月末時点では、発行額の最も大きい中長期ゾーンの一五年期までマイナスとなっている。投資家は、通常は利回りがプラスの国債を購入するため、今後もより長い年限の国債が買い進められればイールド・カーブがさらにフラット化する可能性がある。

国債利回りという点では、応募者平均利回りについても検討が必要である。プライマリー・デファイラーは、発行予定額の四％に相当する金額を応札する責任があり、さらに直近2四半期中に入札で発行される国債のうち中長期債は一％以上、短期債は〇・五％以上を落札する責任も負っている。そこで国債応募者平均利回りをみると、二〇一六年一月末のマイナス金利導入以降には顕著に低下し、二〇一六年六月末時点では五年期国債でマイナス〇・二三％、一〇年期国債がマイナス〇・一％と長期ゾーンまでマイナス化している（図表3）。証券会社のよ

図表2 日本国債のイールド・カーブ

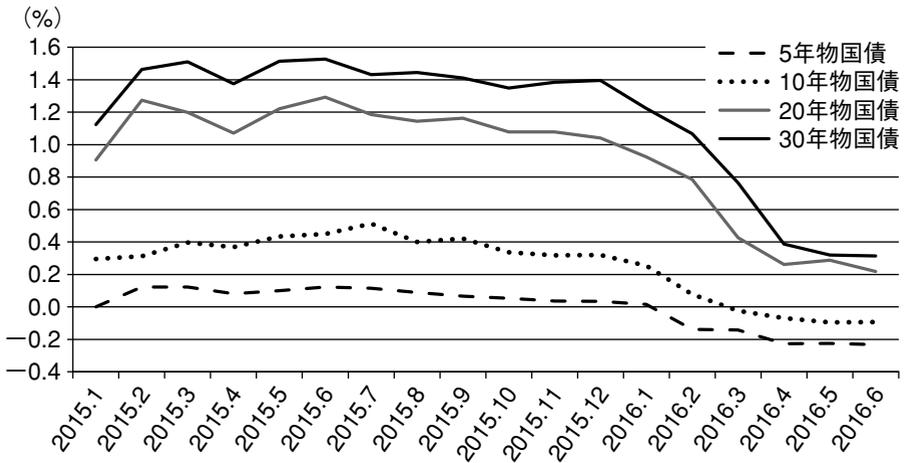


(出所) 財務省

うに落札した国債の多くを他者へ売却するのはことなり、長期保有も視野に国債の落札責任を果たす銀行にとって、この状況では積極的な入札は困難だろう。しかも、落札責任を果たした後に日本銀行の買入オペで売るなどしても利鞘は薄いうえ、現行のマイナス金利政策のもとでは、売却によって得た代金は政策金利残高に組み込まれマイナス金利が適用されるという問題もある。三菱東京UFJ銀行がプライマリー・ディーラーおよび投資家としての国債との関わり方を変化させた背景には、このような国債市場の状況が関係していたと考えられる。

つぎに金融規制との関連であるが、直接の言及はないものの、ここではバーゼル銀行監督委員会が二〇一六年四月二日に公表した「銀行勘定の金利リスク（IRRBB）」などを意識した可能性がある（実施は二〇一八年を予定）。IRRBBは、満期保有目的の資産を保有する銀行勘定と、短期売買する資産を保有するトレーディング勘定との間の規制において整合性を高めることや、保有資産の将来的な価値下落（金利上昇）リスクに備えること等を目的に導入が決まったものである。通常、銀行は銀行勘定で国債を保有する。しかし近年では日銀トレードなどで短期売買

図表3 国債応募者利回り推移（月平均）



(出所) 財務省

することが多く、ここに矛盾が生じている。今後IRRBBのもとで監督機能が強化された場合、この矛盾の説明（是正）が求められる可能性もある。三菱東京UFJ銀行はこれらの点も懸念していると考えらえる。

ところで、三菱東京UFJ銀行の国債保有額をみると（図表4）、同行は二〇一六年三月時点で約二兆円の国債を保有しており、メガバンク三行のなかでも多い。みずほ銀行が約一九兆円と続くが、三井住友銀行は約一〇兆円であり三菱東京UFJ銀行は三井住友銀行の二倍以上の国債を保有している。しかし、三菱東京UFJ銀行は二〇一三年三月期には約四兆の国債を保有しており、それから三年後の二〇一六年三月期にまでに国債保有額を約四七%減らしている。三井住友銀行が約六〇%減らしていることと比べれば割合的には少ないものの、金額で見れば二〇兆円減と最も大きい（みずほ銀行は同期間で保有額を増加させている）。

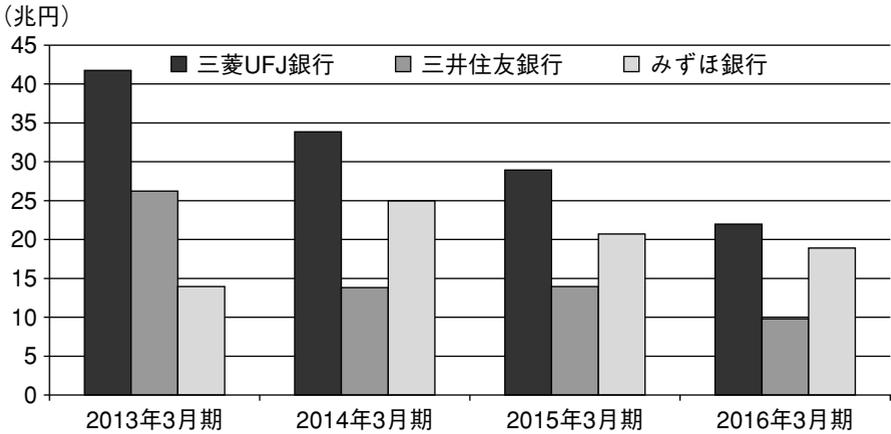
また、多くが国債関連と考えられる国債等債券売却益についても、三菱東京UFJ銀行はQQE開始以降に大きく減らしている（図表5）。この背景には、国債価格の上昇で利鞘が圧縮されていることもあるが、それでも多くの金融機関が日銀トレードにより利益を積み増していることとは大きく異なる。具体的には、二〇一三年三月期の時点では約三八〇〇億円の売却益があったものの、二〇一六年三月期には（前年よりはわずかに増加したものの）約四三%減の二二〇〇億円となっている。これは、三井住友銀行やみずほ銀行が二〇一四年三月期以降は前年比で売却益を増やしていることとは異なる（ただし、三井住友銀行も二〇一三年三月期と比較すれば二〇一六年三月期までに売却益を約半分に減らしている）。

このように、既発債利回りと新発債応募者利回りが長期ゾーンまでマイナス化するなか、三菱東京UFJ銀行は二〇一三年以降に国債保有額を急速に減少させている。また、国債応募者利回りが主要発行銘柄（年限）の一〇年物ゾーンまでマイナス化するなかでは、プライマリー・デューラーとしての役割を果たすことに支障をきた

すことも有り得る。それもあつてか、同行がプライマリー・ディーラーであった二〇一五年から最近にかけて、落札額を減らしている<sup>(6)</sup>。

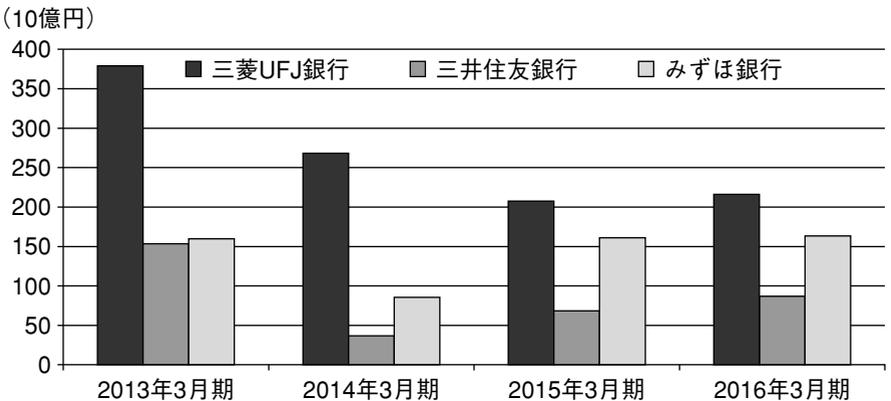
ただし、このような問題は三菱東京UFJ銀行に限らず他のプライマリー・ディーラーも問題を共有しており、また他にも多くの問題を抱えていた。その具体的な内容は、つぎにみる国債市場特別参加者会合の議事録から垣間見える。

図表4 メガバンクの国債保有残高(期末)



(出所) 各社有価証券報告書より

図表5 メガバンクの国債等債券売却益(期末)



(出所) 各社有価証券報告書より

### 3 国債市場特別参加者会合議事録の検討

国債市場特別参加者会合とは、プライマリー・ディーラーと財務省が、国債発行計画や国債需要動向、国債管理政策などについて直接の意見交換を行う会合である。同会合に参加する特別資格は、プライマリー・ディーラーにとって大きなメリットとされている。

同会合の議事録<sup>(7)</sup>から読み取れることのうち、とくに注目される論点について取り挙げると、QE導入後は、国債流動性や国債金利上昇に関する議論が活発に行われていたことがわかる。例えば、最近数回の会合で次のような意見が述べられたことが記されている。

#### ①国債市場の流動性と金利上昇リスク

- 極めて低い金利水準の中で国債市場の流動性は著しく落ちており、まとまった額の売りが出ること、一時的に金利が急上昇する可能性は絶えずある（第六六回）。
- 日銀買入により今後も一方向に金利低下が続くとは考えておらず、どこかのタイミングで大きく金利が跳ね上がるというリスクを想定しておく必要がある。（第六六回）
- 発行額と日本銀行による国債買入額が釣り合っている状況であるため、少しでも買いがあれば、その分当該セクターは金利が低下してしまう。裏を返せば、仮に、どこかのタイミングで、投資家が日本国債の保有量を減らす行動に出た場合には、同程度の振れ幅で金利上昇することもあり得る。（第六五回）

このような金利上昇リスクについては、国債市場を考える際には頻繁に挙げられる議論であるが、とくにマイ

ナス金利付きQ QE導入後の会合ではより強く意識されるようになっていた。二〇一六年七月時点では国債金利は下落を続け急上昇する様子は見られないが（図表6）、ただし国債市場のボラティリティは不安定な状況が続いていることには注意を払う必要もあろう（図表7）。二〇一三年四月にQ QEが初めて導入された二〇一三年四月四日と、マイナス金利が導入された二〇一六年一月二十九日にはとくにボラティリティが著しく乱高下し、またそれ以外の時期も短期的な乱高下を繰り返していることが分かる。

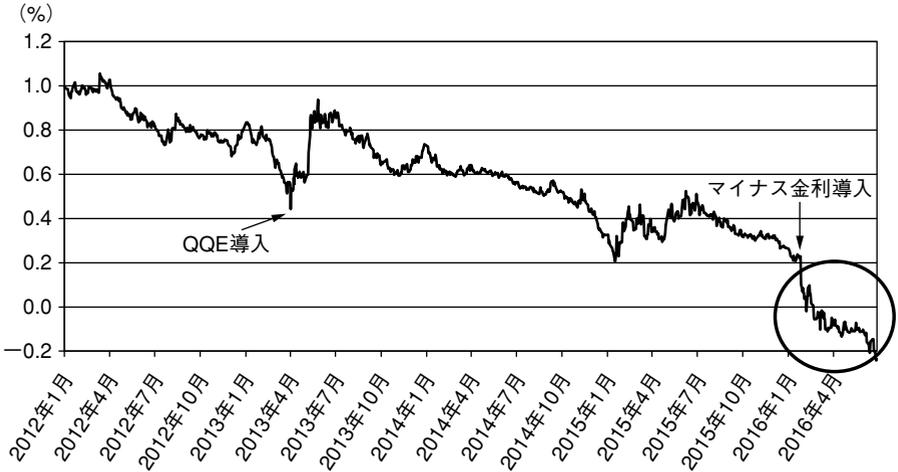
ところで、このような金利上昇リスクは、金融政策の持続可能性や財政規律との関連で述べられることも多い。議事録のなかから金融政策と財政規律についての意見に関する部分を取り上げれば次のようなものが挙げられる。

## ②金融政策と財政規律の問題

- 仮に日本銀行が二%の物価目標を引き下げることになれば、金融政策の出口につながり、大きな金利上昇となるリスクを孕んでいるのではないか。（第六六回）
- 日銀買入オペも、どこかで技術的な壁にぶつかる可能性があるほか、仮に、日本銀行が二%の物価目標を引き下げることになれば、金融政策の出口につながり、大きな金利上昇となるリスクを孕んでいる（第六六回）
- 金利水準やイールド・カーブの形状については金融政策によるところが大きく、足元の状況が当面継続すると考えている。そのような状況下においては、現行の金融政策の持続可能性が最も気になるところ（第六六回）

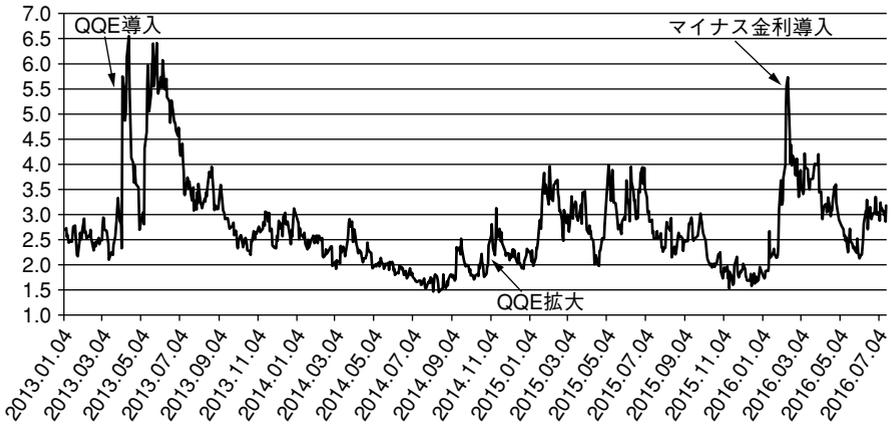
- 現在の金利水準に実需があるとは思っていない。発行コストが下がっている間に財政再建の道筋をしつ

図表6 日本の長期金利推移



(出所) 財務省

図表7 日本国債のボラティリティ



(出所) JPX

かりつけておかないと、金融システムの安定が損なわれている国債市場において、次の景気後退サイクルのショックを吸収する余地がなくなってきたのではないか。(第六五回)

- マーケットの機能が低下していることから、イベントの発生や現行の金融政策の持続可能性が疑われるようなことがあれば、大きな調整が入る可能性もある。そのような局面が訪れる前に、政府には財政の健全化を進めてほしい(第六六回)

ここでは、国債市場にとって大きな不安要因のひとつに金融政策、とくに現金融政策の持続可能性の限界から金利が上昇する不安が多く述べられるようになっていく。

このように国債市場を認識するなかで、プライマリー・ディーラーとしての立場から、顧客の国債市場にたいする認識等の変化について以下のように述べられている。

### ③顧客の変化

- 顧客の中には、全ての年限がマイナス金利になってしまうという恐怖感を持っている者もあり、そのような市場参加者の考え方も含めてマーケットが形成されていくことを理解しないとけない(第六六回)
- 流動性の乏しさとともに市場で指摘されているのが、市場参加者の減少。短期のキャピタルゲインを狙って国債を購入した参加者が、売却したい水準で売却できない状況となってきた(第六四回)
- 最終投資家がリスク管理の面から国債を保有しにくくなる懸念がある(第六〇回)

ここでは、投資家が国債投資に消極的になりつつあることも指摘されており、それはプライマリー・ディーラーが落札した国債をどのようにマーケットで売るかという点でも問題を抱えつつあるということにもなる。このようなことも、つぎで述べられているように、プライマリー・ディーラーの入札を困難にしている可能性がある。

④プライマリー・ディーラーの責任遂行について

- マーケットの流動性低下に伴い入札後に相場が急変するリスクが高まっており、以前ほど積極的に入札に参加することが難しい環境になっている（第六六回）
- 入札時に顧客から委託を受ける場合に、入札の平均価格で買いたいと言われることがある。（中略）最近、顧客のニーズに因應するため平均価格より高い価格で落札し、それを平均価格で顧客に販売するケースも多くなっており、このことが積極的に入札に参加しにくい一つの要因となっている（第六六回）

以上、最近の国債市場特別参加者会合の議事録から、三菱東京UFJ銀行に限らずプライマリー・ディーラーが共有している懸念やリスクについて主要な議論を取り挙げ検討した。最近のプライマリー・ディーラーは、金利急騰や金融政策の持続性に不安を抱えていることにくわえ、顧客の国債投資への姿勢も変化している。そのようなことが、PD参加者としての責任遂行を難しくしている面もあると考えられ、三菱東京UFJ銀行のPD資格返上もこれと無関係ではないだろう。

おわりに

本稿では、三菱東京UFJ銀行のPD資格返上に関連して、その背景から最近の国債市場、そして国債市場特別参加者会合で行われた議論についてみてきた。三菱東京UFJ銀行のPD資格返上は、三菱UFJフィナンシャル・グループ内での役割分担が表向きの理由とされている。しかし、同行関係者の発言等をもとに検討した結果、国債市場の状況（流通利回り・応募者利回りのマイナス化、ボラティリティの高まり、売買利鞘の縮小など）、金融規制の強化などが影響していた可能性が指摘できる。実際、国債市場特別参加者会合でもこれらの点が議論されていた。

ここで挙げた問題点は三菱東京UFJ銀行だけが抱える問題ではなく、他のプライマリーディーラー（とくにメガバンク）にも共通する問題である。三菱東京UFJ銀行のPD制度離脱以降、他のプライマリーディーラーがこれに追隨する気配は現在のところみられていない。また、三菱東京UFJ銀行が資格を返上した後においてもプライマリー・ディーラーは二一社あることから、国債の市中消化と市場安定には直ぐに大きな問題は出ないだろう。しかし、今後により一層の国債市場の不安定化が生じれば、他のプライマリー・ディーラーにおいても同様の動きが生じ、国債市場の安定が保てなくなることも起こりうる。そのようなことが起こらないよう、本稿の検討に即して述べれば、国債市場の更なる不安定化を引き起こす政策を回避するとともに、金融政策の持続性や財政規律への信認を維持できるよう政策の方向性を検討する必要がある。

注

(1) 財務省発表の「国債の落札・応札順位」(各号)より。

- (2) 三菱UFJフィナンシャル・グループ・三菱東京UFJ銀行・三菱UFJ証券ホールディングス(二〇一六)
- (3) 日本経済新聞電子版「三菱UFJ、国債保有は最低限に 特別資格返上発表」二〇一六年七月一四日配信。
- (4) 日本経済新聞電子版「三菱UFJ銀頭取、国債入札の特別資格返上の検討表明」二〇一六年六月一〇日配信。
- (5) NHK News Web「財務省 三菱東京UFJ銀行の国債の特別資格取り消しへ」二〇一六年七月一三日配信。
- (6) なお、プライマリー・ディーラーとしての三菱東京UFJ銀行の応札・落札額順位は、二〇一五年上期を境に大きく下がり、二〇一五年下期には九位、二〇一六年上期には上位一〇社以下となっている。
- (7) 本稿では、「最近の国債市場と今後の見通し」という部分を特に検討する。(http://www.mof.go.jp/about\_mof/councils/meeting\_of\_jgbsp/proceedings/index.html)。

参考文献

- ・財務省(二〇一五a)、『債務管理レポート二〇一五―国の債務管理と公的債務の現状―』、二〇一五年八月七日。
- ・――(二〇一五b)、『国債市場特別参加者制度運営基本要領』(平成二七年四月一日改訂版)、二〇一五年四月。
- ・――『国債市場特別参加者会合 議事要旨』各号、財務省。
- ・中島将隆(二〇〇四)、『四〇年の歴史を閉じた国債シ団引受発行』、『証研レポート』一六三七号、二〇〇四年一二月。
- ・――(二〇〇六)、『国債発行方式の新たな展開―国債市場特別参加者制度の創設について―』、『証研レポート』一六二七号、二〇〇四年一二月。
- ・三菱UFJフィナンシャル・グループ・三菱東京UFJ銀行・三菱UFJ証券ホールディングス(二〇一六)、『三菱UFJフィナンシャル・グループにおける銀行と証券会社の業務・機能の一部集約および三菱東京UFJ銀行の国債市場特別参加

者（「プライマリーディーラー」）資格返上の届出について、二〇一六年七月二三日、財務省。

（やなた　すぐる・和歌山大学准教授）