

国債市場特別参加者会合及び国債投資家懇談会における 原則リオープンに関する議論の抜粋

- ・ 国債市場特別参加者会合（第 17 回）（平成 19 年 9 月 7 日）・・・ 2
- ・ 国債市場特別参加者会合（第 15 回）（平成 19 年 3 月 16 日）・・・ 4
- ・ 国債市場特別参加者会合（第 14 回）（平成 18 年 12 月 8 日）・・・ 5
- ・ 国債投資家懇談会（第 20 回）（平成 19 年 11 月 30 日開催）・・・ 8
- ・ 国債投資家懇談会（第 19 回）（平成 19 年 9 月 13 日開催）・・・ 9

国債市場特別参加者会合（第 17 回）議事要旨（抜粋）

（平成 19 年 9 月 7 日（金））

- ・ 5 年債、10 年債、20 年債いずれの年限もマーケットは成熟しており、近い将来、原則リオープンを導入することでマーケットの流動性は高まることになる。全ての年限を原則リオープンに移行するのが時期尚早であれば、10 年債から導入するのが妥当ではないか。10 年債は、発行から 3 年が経過すると先物のチーペスト銘柄となり、スクイズが発生する可能性があるため、流動性向上の要請が強い。また、投資家層の面からみても、5 年債は国内銀行、20 年債は生命保険会社といった、特定の投資家層があるが、10 年債については最も多くの投資家層が存在する。
- ・ 基本スタンスとしては反対であるものの、原則リオープンについては賛否両面ある。銘柄数が減少することで、流動性向上や業者として自らの B/S を効率的に使える点は有り難い。一方で、国内投資家のカレント志向は引き続き根強いいため、業者としては、様々な尺度をもった投資家に、いろいろな選択肢を提供できる方がよいとも考えている。両者を総合的に判断で反対としているが、賛成・反対とはっきりとした回答でもない。仮に始めるとすれば、カレント志向の強い銀行系の投資家が中心の 5 年債ではなく、10 年債か 20 年債をまずは導入してはどうか。
- ・ 5 年債、10 年債、20 年債とも原則リオープンを導入してはどうかと思う。基本的には 1 銘柄の流動性を高めていった方が各種のアプローチをする投資家やトレーディングをやっている方々を呼び込めるのではないか。導入する年限としては、5 年債は最後にすべきではないか。
- ・ 原則リオープンの導入を要望するが、発行銘柄が非常に多いと、同じ残存年限でも、ロングまたはショートが出てくることによって B/S が大きくなり、管理コストや取引時の銘柄選別のコスト負担も大きい。一方で、投資家サイドからは、会計上等の理由で銘柄が多い方がいいという意見もある。入札回数の多さも負担となっていることから、入札回数を減らす形で銘柄数の集約を図る方法もあるのではないか。1 回の発行ロットが大きくなるが、マーケットが入札のイベントリスクを吸収できる状況であれば、発行ロットの拡大による銘柄数の削減も検討すべきである。
- ・ 原則リオープンには反対である。最終投資家は圧倒的に国内投資家が多く、その国内投資家が、様々な会計上の問題を抱えている以上、中長期的に見て安定消化を図るとの観点から、当面は導入すべきではない。仮に導入するとしても、原則リオープンへの移行のタイミングは、もう少し金利水準が上がってから議論すべきではないか。例えばクーポンが 1.5% と 1.6% の差は、相応のインパクトがあるが、3.1% と 3.2% であれば、インパクトは

変わってくると思う。

- ・ 原則リオープンには反対である。現状の 1 銘柄の発行量は決して小さくないうえ、流動性は 1 銘柄の発行量よりも、投資家の買い意欲がどれくらい高いかということの方が重要である。国内投資家が簿価通算を行う必要があることを考えると、現状の金利上昇局面でリオープン発行をした場合、新たにリオープン玉を購入すると、その時点で含み損が生じることがあり得る。また、銘柄数が多いかどうかというのは、要するに業者サイドとして在庫コストの問題に関わってくるものではないか。
- ・ 証券会社としては、一番大きなメリットは B/S に負担をかけないことであり、債券の銘柄は少ない方がよい。また、5 年債、10 年債、20 年債の全てを原則リオープンにすれば、業者のレポコスト削減を通じて、投資家にも安い価格で提供できると思う。どの年限から導入すべきかと問われれば、10 年債が最優先かと思うが、20 年債についても銘柄間で需給格差が大きく、10 年債でも 20 年債でも、可能な限り早く原則リオープンの導入を要望する。

国債市場特別参加者会合（第15回）議事要旨（抜粋）

（平成19年3月16日（金））

- ・ 銘柄の数が多すぎるということが問題であり、リオープンにより指標銘柄を作っていくということが一番重要と考えている。
- ・ セカンダリーの流動性が高くないということは、好ましいことではない。セカンダリーでの取引コストを下げるような動きや、リオープン発行を増やしていくことを行っていくしかない。
- ・ 流通市場に関して、非居住者から引値が実勢を反映していないことについて質問を受けるが、その理由を説明するのは難しい。引値がそうなる理由としては、個別銘柄の流動性の問題があるわけで、リオープン発行をある程度進めていくことによって、時間が経てば流動性が出てきて、引値がカーブ上に乗る時が来ると思う。直ぐには変えられないと思うが、リオープン発行は積極的に議論していきたい。
- ・ （当局から、最近5年債、10年債、20年債で結果として3回同一銘柄発行のリオープン発行となった銘柄があるが、その結果についてどう見ているかと問うたのに対し、）入札直後は新しい銘柄ではないため、直接的なニーズが少なく動きは鈍かったと思うが、一方で、流動性の高い銘柄となることで、スワップとからめてそれを好んで積極的に取引する非居住者の動きはあったように思う。
- ・ 現状では、リオープン発行とそうでないものが、どのような結果の違いを生み出すかというのは、市場環境によって左右される部分の方が大きい。リオープン発行については、外国人投資家に理解されやすいなどメリットはあると思うが、セカンダリーでの外国人投資家のフローは確かに増えているものの、最終投資家としては圧倒的に国内投資家が多いという状況にある。
したがって、もう少し絶対金利水準が上がってきてグローバルに日本国債が保有されるという環境が生まれた場合には、最終投資家としての外国人投資家を意識したリオープン発行を真剣に検討しても良いと思うが、現時点では、国内投資家が扱いやすいことをポイントにしたほうが良いのではないかと。

国債市場特別参加者会合（第14回）議事要旨（抜粋）

（平成18年12月8日（金））

〔他の年限へのリオープン導入について〕

- ・ 2年債を除いた利付債の月例発行分については、3、6、9、12月債を新発債として、それに続く2ヶ月については、原則リオープンというのが適当ではないかと思う。1銘柄あたりの厚みを相当持たないと、どうしても最近の外国人投資家のようにスワップの方を好む動きが出てくる。債券を取り扱っている業者としては、スムーズなカーブ、流動性の高い市場、投資家にとっての取引コストや価格の透明性の高い市場を作っていきたいと思うので、1銘柄あたりの厚みを作るということを前提に考えて5年債、10年債、20年債についても原則リオープンといった形で考えていただければと思う。
- ・ 他の年限については、基本的には原則リオープンとすることがマーケットの透明性の向上に繋がると考えている。とりわけ今のマーケットにおいて、それこそ米国債のブローカーマーケットを見ても、取引されているベンチマークの透明性がより多くの投資家を引き付けていると思う。
- ・ 基本的には全てリオープンにして銘柄数を減らして流動性を高める方が、海外の投資家も含めて良いのではないか。
- ・ 原則リオープンの拡大は大歓迎である。その際、リオープンするか否かの基準については明示しないほうが良い。現場のディーラー等の意見では、リオープンによる需要への悪影響はさほどなく、むしろセカンダリーマーケットの流動性が高まることで大きなロットを捌けるようになる利点のほうが大きいと考えている。
- ・ プライマリーの話が中心になっているが、確かにカレント志向は強く、消化という意味ではその方が良いのかもしれない。しかし、セカンダリーマーケットを考えると、銘柄が多いことで、業者のロング・ショートのパリエーションが非常に多くなってしまうことに繋がっている。ロング・ショートがたくさんあると、資本力が必要となり、あるいはレボコストがかかってくる。2年債など短い年限であれば良いが、例えば、20年債や10年債は、発行時のロング・ショートを長期間抱えながらやっていかなければいけないことになっている。債券の種類も少なかった昔と違い、多くの種類が出ている現在では、プライマリーだけではなく、セカンダリーとマーケットメイクという観点からリオープンを拡大していった方が良いと考える。

- ・ 最近、5年債では500億円程度のロットの取引が頻繁に行われており、場合によってオプション等を絡める1,000億円単位の取引などが見受けられる。海外投資家との取引サイズが大きくなってきていることから、1銘柄2兆円でも十分な流動性を維持できるほどの量はないというのが実感である。
- ・ ディーラーに新発債かりオープンかというヒアリングをした場合、新しい銘柄が良いと答えるのは選択肢があるからである。ディーラーとしては、選択肢がある以上は目先売りやすい方の新発債を希望するが、これと原則りオープン制にした方が良いというのは、全く違う状況のもとでの発言である。入札時にどちらが良いかと言われれば、状況に応じて新発債の方が良いと答えるが、そのことが原則りオープン制の否定に繋がるものではない。
- ・ とりわけ国内投資家の話を聞くと流動性を高めてくれという意見がある一方で、銘柄が多い方が良いということもあり、実際入札になると新発債がほしいという声も多く、恐らくプライマリーディーラーにヒアリングをかけられる時にも銘柄統合されるよりは新発債で出してほしいと言う意見が今でも多いと思う。そのあたりの現状を考えると、まだその他の銘柄に関しては原則りオープン化というのは、ちょっと早いのかなという印象を持っている。
- ・ 銘柄数を減らして流動性を高めるというのが、大きなメリットになるため、中長期的には原則りオープン制度の導入を検討すべき。ただし、国内投資家はカレント志向がかなり強いので、現状では時期尚早である。
- ・ 物価連動債、30年債以外の年限については、1銘柄の発行額が1兆円を割った時に原則りオープンを検討すれば良い。国内投資家はカレント志向が強いので、発行額が2兆円規模の銘柄については、必ずしもリオープンのニーズは高くない。
- ・ 発行量の減るものをリオープンしていくというやり方はあるだろうが、現状5年、10年はいずれも発行量が多いので、現状維持の方が良い。
- ・ 流動性のないものについてリオープンするということは、論理的であって良いが、日本の投資家は簿価通算を採用しているので、全部リオープンとすることが必ずしも皆にとってハッピーかというところと少々違う面も出てくる。流動性の少ない物価連動債や30年債のリオープンについて全く異論はないが、他の年限については状況を見ながらであり、程度の問題ではないか。
- ・ 投資家のカレント志向というのは相当あると思う。仮に、流動性の問題が深刻であるとするならば、2年債はリオープンになっていないとおかしいという話になる。毎月発行の2年債がリオープンでなくても良いという現状から考えると、カレント志向の方が上回っているのではないかと。償却原価法ではあるものの、簿価通算するため、使い勝手の面からは

銘柄が分散した方が決算対策等でフレキシブルに調整しやすい面もある。30 年債では海外投資家の比率が相当高いが、10 年以下の年限、特に 5 年債については国内の機関投資家の保有量が多いことを勘案すると、カレントニーズをある程度重視すべきである。その中で、リオープンのフレキシビリティを持たせるという方向の方が、少なくとも足元では、国債の安定消化に資するのではないかと考えている。

- ・ （理財局より、5 年 60 回債が 3 本 1 銘柄になったが、その後の状況から、これがリオープンになったことについて良かった又は悪かった等の意見を問うたのに対して、）メインである国内の投資家は、他の年限での原則リオープンに困る状況にあることは理解した方がよい。最近、5 年債が 3 回連続して同じ銘柄になったときには、やや消化が厳しいという意見があったことも確かである。
- ・ 2 回リオープンされた 5 年 60 回債はなかなか需給が締まらない銘柄ではあるが、それは 2 回リオープンされた銘柄とそうでない銘柄が混在しているからであって、全てリオープンになれば、時間とともに解消する問題だと思われる。
- ・ 確かに 5 年 60 回債は直近、色々と材料があった中での入札ということが大きかったのではないか。1 銘柄 3 本出た後の市場の動向に関しては、どちらかといえばダブついているというより流動性がしっかりある銘柄となっており、他の銘柄と比べて沈んだような状況にはないと思う。

国債投資家懇談会（第 20 回）議事要旨（抜粋）

平成 19 年 11 月 30 日（金）

- ・ 回号が増えるという弊害もあるものの、投資家サイドからすると銘柄を分散して投資したいニーズがある。同一償還日の銘柄の選択肢が減ってしまうという観点から、特に 5 年債の原則リオープンは避けてほしい。
- ・ 需要の強い銘柄の流動性に厚みを持たせることは必要だと思うが、現状では流動性を向上させることよりも、簿価通算を避けるニーズの方が強いと考えている。
- ・ 5 年債や 10 年債については流動性が十分あること、投資家としては会計上簿価通算をする必要があることから、原則リオープン導入には消極的な考え方である。
- ・ 原則リオープンについては実施すべきではないと思う。現実問題として、証券業者の在庫の効率的な運用という意味ではリオープン化して銘柄を少なくした方が良いだろうが、投資家サイドとしては銘柄数が多い方が運用しやすく、双方のニーズとの兼ね合いの問題となるが、国債消化の趣旨からすると、ある程度は投資家のニーズを優先した方が在り方として良いのではないか。また、5 年債や 10 年債は十分流動性もあるので原則リオープンの趣旨を考えると適用すべきではないと思う。15 年変動債や 40 年債など発行量が通常のものに比べて少ない年限についてのみ流動性確保の観点から例外的にリオープン化するという考え方が良いのではないか。
- ・ 5 年債や 10 年債は、入札に必ず参加しないと玉が取れないというわけではなく、金利次第でマーケットに玉そのものが放出されてくるので、流動性には問題はない。会計上の簿価通算等のこともあるが、流動性の観点からリオープンを行なうことは時期尚早であると思う。

国債投資家懇談会（第 19 回）議事要旨（抜粋）

平成 19 年 9 月 13 日（木）

- ・ 2 回目以降は、流動性と銘柄数のバランスをどう捉えるかが重要な課題である。仮に 2 年間原則リオープンすると、2 年間 1 銘柄となり、銘柄の入れ替えが難しくなる。
- ・ このゾーンに需要の多い生保にとっては、リオープンになると流動性が増す一方で、会計上簿価通算を行う必要が出てくるといった問題があるが、会計上責任準備金対応区分、満期保有区分を使うとなると、流動性を向上するよりは簿価通算を避けることの必要性の比重の方が現時点では高いと思われるので、その点を考慮して欲しい。
- ・ 流動性確保のために原則リオープンということが考えられるが、当初はリオープンにより銘柄数を減らすのではなく銘柄数を増やしていく方向にも配慮して欲しい。
- ・ 銘柄数を増やすことのニーズがあるならリオープンせず、ニーズが無ければリオープンを行うなど、弾力的に考えて欲しい。
- ・ こういった債券はバイアンドホールドで持つケースが多く、需給で価格が大幅に歪むことがあるので、適宜発行して流動性を確保して欲しい。
- ・ 潜在的なニーズが高い中で、バイアンドホールドで持っている投資家等がレポの市場に出てこなかった場合に、その銘柄が割高になってしまった時どう対処するか今後の課題になる。
- ・ 流動性を重視する立場からは、基本的に原則リオープンを要望する。原則リオープンを行う場合に優先するとすれば、10 年債からというのが妥当ではないか。長い債券に投資する投資家にとって、目先の動きはあまり関係ないという議論もあるが、ポートフォリオの入れ替えやりバランスをかける時、あるいは、バイアンドホールドで持つ時に、償還時の再投資リスクを非常に気にしており、そこで安定した投資ができるという面からも、原則リオープンを拡大して頂きたいと考える。
- ・ 全ての年限において、クォータリーのリファンディングという事であれば、原則リオープンで良いと考える。優先するとすれば、10 年債は長期金利の中心でもあるので、10 年債から始めるのが良い。
- ・ 現状の銘柄数は多いという印象であり、原則リオープンは非常に賛成である。全ての年限を対象として頂きたいが、あえて選好するのであれば、1 銘柄当たりの発行量が最も少ない 20 年債が良いと考える。

- ・ 流動性の問題がある一方で、銘柄数を確保する問題を考えると、基本的には原則リオープンが必要ないと思う。

過去においても、銘柄間の需給の歪みは裁定が働き調整されていくものであり、その意味でオペレーションの機会が生まれるという面もある。短期的なオペレーションを行う場合も多く、どちらかという、原則リオープンを拡大する必要はないと思う。

- ・ 5 年債、10 年債については、1 回 1 銘柄の発行量が 2 兆円近くと多く、あえて原則リオープンにする必要はないと思う。原則リオープンだと簿価通算の関係もある。また、銘柄を分散させる投資を中心としているので、銘柄数は出来るだけ多い方が投資しやすい。

10 年債はベンチマークとして捉えやすいが、ディーリング自体が縮小してきている現状では投資サイドからすると逆に中途半端なゾーンでもあり、原則リオープンで需給が緩んでしまうと却ってイールドカーブに影響を与えてしまうこともある。相場環境が良い時にはリオープンするのもそれなりに良いと思うが、アゲインストな時には 10 年債というのは逆に投資対象からは外されてしまうといった状況にもなるので、リオープンの 10 年債の発行量全体を落としていくのであれば良いが、現在の発行量であれば必要ないと思う。

- ・ 市場参加者へのヒアリングを参考に金利水準を考慮してリオープンの決定をするべきであると思うが、単に流動性が不足するからということであれば、公平性を損なう、あるいは恣意的に発行が決定される懸念が払拭しきれないので、基本的には反対の立場。ただ、銘柄数をまとめて流動性を高めるというニーズがあるのもわかっているし、そういう業者の立場等を考えれば断固リオープンに反対するものではない。原則リオープンの定義が市場参加者に対して明白になり、ルールが透明性が確保されるということであれば、3 ヶ月間同じ銘柄で入札、発行するという米国型でも構わないと思っており、そういう決定がなされればそれに従う。

- ・ 基本的に四半期に一度のリオープンであればどの年限でも特に異論はない。また、どの年限が最も都合がいいかといえば、基本的に我々は銘柄入れ替えなども結構行うので、特に先物の投資適格銘柄ゾーンである 10 年債から始めるのがいいのではないかと。我々は市場実勢にクーポンが合わないから投資しないということはないので、基本的にはリオープンに対して違和感はない。

- ・ 我々としては当面原則リオープンは導入する必要がないと考えている。一つは、5 年債、10 年債、20 年債の発行量は十分にあるという考え方によるもの。当社の実際の運用は、負債が長期なので少しでも長めのデュレーションの債券への投資ニーズがある一方で、現在、市中金利が予定利率よりも低いという状況の中で将来的には金利上昇局面で入れ替えることを想定しているため、とりわけカレント銘柄のニーズが高いという特徴がある。原則リオープンでカレント銘柄の入れ替え回数が減ると、現状と比べて銘柄選択余地がなくなるため、当面は運用上の制約になるのではないかと考えている。そのほか、簿価通算という問題もある。当面と言ったのは、例えば状況が変わり、金利がある程度上昇すれば現状よ

りは入 れ替えのニーズが弱まる、つまり持ち切りの要素が強まると考えられるから。ただし、どこまで金利が上昇すれば、ということは言いにくい。金利がある程度上昇してくれば、原則リオープンという選択肢も広がると考えている。

そのほか、四半期に1銘柄ではなく、折衷的なものとして、例えば最初の1~2本目は1銘柄にし、3本目は今と同じように市場実勢に応じてリオープンにするというのもあるかもしれない。この場で明確には言いにくい、そもそも年間12銘柄も必要ないかもしれない。全く白紙で考えると、米国や独は年間4銘柄発行であり、日本もそうならば、投資家としてもそれにあわせるしかないが、現状と比較してしまうと、結局、今の金利水準の中では年間12銘柄の方が望ましいという答えになってしまう。当然、銘柄数が減れば管理面やコスト面でのメリットがあると思うし、流動性が高まるといったメリットもあると思う。我々はそれを全く無視しているわけではないが、現状では今のままでいいのではないかと思う。

- ・ 我々の中でもカレント志向が強いほか、会計上簿価通算の問題があるため、現状（物価連動債、30年債のみ）の原則リオープンという形でいいのではないか。
- ・ 流動性という観点から、大型の指標を持ったほうがマーケットとしてはいいのではないか。今、毎月発行で年間12回の発行となっているが、12銘柄も必要なのかとも思う。ただ、年間4銘柄で大丈夫かと言われるとやってみないとわからない。四半期に1回ないし2回になるという折衷案のようなものもいいのかもしれないが、1回で終わりにするのか2回になるかで、恣意性が働いてしまうかもしれない。それに対してどう対処するのか、もう少し色々と考えないといけない。
- ・ 原則リオープンは、結局クォーターファンディングの方式と、毎月発行との対比をどう考えるかという検討が本質的な問題かもしれない。確かにリオープンをすれば流動性が高まるが、まだ投資家のニーズも多様であることにも留意する必要があるのではないかと思う。