

国債の流通市場をめぐる課題等（論点）

○ 先物市場の改革

○ レポ市場の機能向上（フェイル慣行等）

○ 流動性の向上（原則リオープン、流動性供給、買入消却）

その他、単利・複利の表記やオファー・ビッドの刻み等

<カレンダーベース市中発行額>

資料2-2

区分	20年度(当初)				20年度(8月変更後)				(b) - (a)		
	(a)				(b)						
40年債	0.2兆円	×	2回	(5、11月)	0.4兆円	0.2兆円	×	2回	(5、11月)	0.4兆円	—
30年債	0.6兆円	×	4回	(4、7、10、1月)	2.4兆円	0.6兆円	×	4回	(4、7、10、1月)	2.4兆円	—
20年債	0.8兆円	×	12回		9.6兆円	0.8兆円	×	12回		9.6兆円	—
10年債	1.9兆円	×	12回		22.8兆円	1.9兆円	×	12回		22.8兆円	—
5年債	1.9兆円	×	12回		22.8兆円	1.9兆円	×	12回		22.8兆円	—
2年債	1.7兆円	×	12回		20.4兆円	1.7兆円	×	6回	(4～9月)	21.0兆円	+0.6兆円
						1.8兆円	×	6回	(10～3月)		
1年 割引短期国債	1.4兆円	×	12回		16.8兆円	1.4兆円	×	6回	(4～9月)	17.4兆円	+0.6兆円
						1.5兆円	×	6回	(10～3月)		
6ヶ月 割引短期国債					3.3兆円					3.3兆円	—
15年変動利付債	0.6兆円	×	4回	(5、8、11、2月)	2.4兆円	0.6兆円	×	2回	(5、11月)	1.2兆円	▲1.2兆円
10年物価連動債	0.5兆円	×	6回	(4、6、8、10、12、2月)	3.0兆円	0.5兆円	×	6回	(4、6、8、10、12、2月)	3.0兆円	—
流動性供給入札	0.1兆円	×	12回		1.2兆円	0.1兆円	×	12回		1.2兆円	—
計	105.1兆円					105.1兆円					-

(注1) 上記に加えて、40年債、30年債、20年債、10年債、5年債、2年債、15年変動利付債及び10年物価連動債については、価格(利回り)競争入札後に実施される国債市場特別参加者向けの第II非価格競争入札による発行が行われる(価格競争入札及び第I非価格競争入札又は利回り競争入札における各国債市場特別参加者の落札額の10%を上限)。

(注2) カレンダーベース市中発行額とは、あらかじめ定期的に額を定めた入札により発行する国債の、4月から翌年3月までの発行予定額の総額をいう。

(注3) 平成20年度中に割引短期国債と政府短期証券の統合発行を行う予定であるため、6ヶ月割引短期国債については総額のみを計上。

国債整理基金による買入消却のための入札予定について

平成20年8月8日

財 務 省

平成20年度における買入消却のための入札予定額等は下記のとおりとする。

記

入札月	入札対象国債			
	固定利付国債	15年変動利付国債	10年物価連動国債	分離利息振替国債
平成20年4月	—	1,500億円程度	800億円程度	—
平成20年5月	1,500億円程度	—	800億円程度	—
平成20年6月	1,400億円程度	1,500億円程度	—	200億円程度
平成20年7月	—	1,500億円程度	800億円程度	—
平成20年8月	1,500億円程度	—	800億円程度	—
平成20年9月	1,200億円程度 ^(注3)	1,500億円程度	—	—
平成20年10月	—	2,000億円程度	800億円程度	—
平成20年11月	1,000億円程度	—	800億円程度	200億円程度
平成20年12月	1,000億円程度	2,000億円程度	—	—
平成21年1月	—	2,000億円程度	800億円程度	—
平成21年2月	1,000億円程度	—	800億円程度	—
平成21年3月	1,000億円程度	2,000億円程度	—	—

注1.今後の状況の変化により、入札予定額の変更があり得る。

2.財務大臣が適当と認める場合には、各申込の一部又は全部を買い入れないこととすることがある。

3.上期買入予定額からの変更箇所である。(1,400億円→1,200億円)

4.買入消却入札の実施方法については、平成20年3月27日付「平成20年度上期における国債買入消却入札の実施方法」に準ずる。



平成 20 年 6 月 30 日
財 務 省

平成 20 年 7 月～9 月の流動性供給入札の実施方法

平成 20 年 7 月～9 月の市中金融機関への流動性供給入札は、下記の通り実施する。なお、平成 20 年度下期以降については、同入札の実施状況や市場関係者の意見も踏まえて今後決定する。

記

1. 対象銘柄

利付国債のうち、①残存期間 6 年～15 年程度（残存期間 9 年～11 年程度の銘柄を除く。以下同じ。）及び②残存期間 16 年～29 年程度（残存期間 19 年～20 年程度の銘柄を除く。以下同じ。）の銘柄^{（注）}を対象とする。

（注）対象銘柄の内訳

- ① 残存期間 6 年～15 年程度
 - ・10 年第 258 回～第 284 回債
 - ・20 年第 24 回～第 33 回債及び 20 年第 43 回～第 61 回債
- ② 残存期間 16 年～29 年程度
 - ・20 年第 62 回～第 92 回債
 - ・30 年第 1 回～第 25 回債

2. 実施予定額等

実施予定額は毎月 1,000 億円程度とし、対象銘柄ごとの入札月は以下のとおりとする。ただし、市場環境等によっては予定を変更することがあり得る。

- ① 残存期間 6 年～15 年程度の銘柄 7 月
- ② 残存期間 16 年～29 年程度の銘柄 8 月及び 9 月

3. 入札参加者

国債市場特別参加者（財務大臣が、流動性供給入札への参加を認めることが適当でないと認めた者以外の者に限る）

4. 入札方式

入札に付す各国債につき、財務大臣が名称及び記号ごとに定める利回り（入札日と同日付の日本証券業協会公表の公社債店頭売買参考統計値表における当該国債の平均値の単利利回りとする。）をもとに、「希望利回り格差・コンベンショナル方式」による入札を行う。なお、募入決定の際、落札銘柄数は発行可能銘柄数を超えないこととする。

5. オファー時刻等

オファーは午前 10 時 30 分、応札締切りは正午、入札結果の公表は原則として午後 1 時 15 分に、それぞれ行う。ただし、募入決定の際、落札銘柄数を発行可能銘柄数以内とするために、「希望利回り格差・コンベンショナル方式」による入札結果にかかわらず募入外とする銘柄が生じる場合には、入札結果の公表時刻を午後 2 時に繰り下げることとし、その旨を午後 1 時 15 分に公表する。

6. 落札銘柄及び落札額の公表

流動性供給入札における落札銘柄及び銘柄ごとの落札額については、原則として入札日の午後 5 時に公表する。

7. その他

流動性供給入札において落札された銘柄は、落札月の 6 ヶ月後の月までは国債買入消却入札のオファー対象から除外する。

(以上)

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 流通市場に関する議論の抜粋

- ・ 国債市場特別参加者会合（第 21 回）（平成 20 年 8 月 1 日）・・・ 2
- ・ 国債市場特別参加者会合（第 19 回）（平成 19 年 12 月 7 日）・・・ 3
- ・ 国債市場特別参加者会合（第 18 回）（平成 19 年 11 月 22 日）・・・ 4
- ・ 国債市場特別参加者会合（第 17 回）（平成 19 年 9 月 7 日）・・・ 5

- ・ 国債投資家懇談会（第 22 回）（平成 20 年 8 月 5 日開催）・・・ 6
- ・ 国債投資家懇談会（第 21 回）（平成 20 年 3 月 19 日開催）・・・ 7
- ・ 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 21 回）議事要旨（抜粋）

（平成 20 年 8 月 1 日（金））

（原則リオープンについて議論）

- ・ 原則リオープンの適用範囲の拡大は、中長期的には国債の流動性の向上に繋がると考えるが、現在の金利水準や、また、国内投資家に国債の最終消化を頼っているという現状において、そうした投資家は簿価に対する意識が高いことを踏まえると、原則リオープンの実施により様々な制約が生じることが想定され、今後の入札時の応札額に振れが生じる危険性も高い。10 年 292 回債のレポのタイト化の問題は、リオープンにより 1 銘柄当たりの発行量を増やす議論と同時に、レポ市場の整備など他の対策がないか再点検することも必要ではないか。

なお、20 年債に限れば、投資資金の性質が 10 年以下の国債とは若干異なることや、20 年債全体の流動性を向上させる観点からも、原則リオープン制度の導入の余地はある。

- ・ 反対の立場に変わりはないし、現状、その気持ちは非常に強くなっている。米国をはじめ世界のマーケットが動揺している中、現状で最も不足しているのは、リスクテイク能力である。特にボラティリティの高まりにより、銀行などはバーゼルⅡの枠組みの中で、自己資本の管理は難しくなっている。また、海外のヘッジファンド等も 3 月以降はかなり退出しているため、最終的なリスクをテイクするプレイヤーの存在が非常に貴重になっている。

また、10 年 292 回債のレポがタイトになり、その後の入札にも影響が及んだことは理解しているが、当時は最終的なリスクをテイクする投資家が少なかったという状況にあったと認識している。

こうした状況で、原則リオープンを行うことは、貴重な国内の投資家のリスクテイク能力を更に弱める可能性があるので、効果は期待できないし、業者にとってもプラスにはならないと考えている。

- ・ 引き続き反対の立場である。流動性の向上というメリットよりも、会計制度等を勘案した場合のデメリットの方が大きい。米国でのリオープンの対象は、10 年債であれば四半期中の 2 回発行分であり、日本において四半期中の 3 回発行分をリオープンした場合、3 回目まで入札が円滑に行われるか不安がある。現在は、時々の実勢を反映した銘柄が存在することが投資家の需要と合致しており、仮に原則リオープンとした場合には、投資家の需要が確実に減少し、業者のマーケットメイクに支障が生じるであろう。原則リオープンとせず、実勢金利が既発債と同水準の場合に加え、特定銘柄のレポ市場が機能していない場合にもリオープンを行うという、現行のリオープンの柔軟化により、流動性低下の問題も解消できると考えている。
- ・ 実勢を反映したクーポンの銘柄を幅広く持つことが投資家のニーズであるため、原則リオープンには反対である。最終投資家の需要が減れば、レポ市場だけではなく、入札にも悪影響が及ぶのではないか。特に主要投資銘柄である 5 年債と 10 年債については、原則リオープンを適用しない方向で検討していただきたい。

国債市場特別参加者会合（第 19 回）議事要旨（抜粋）

（平成 19 年 12 月 7 日（金））

（特別流動性供給入札についての議論）

- ・ 発動のハードルを低くしてしまうと安易な方向に流れてしまう可能性があるので、ハードルを高くするという当局の考え方に異論はない。
- ・ 議論のきっかけの 1 つとなっているのが今年 6～7 月に 10 年第 286 回債の SC レポレートが急低下したことだと思うが、発行量が足りないというよりもレポ市場が混乱したことが問題であると思うので、議論を進めると同時にフェイルのルールも含めた、レポ市場の整備も必要だと思う。また、後ほど議論することになるが、当局から提案されている通り T+3 発行に移行すれば、新発債のスクイーズはある程度緩和されると思う。
- ・ 参加者の様々な意向があるので客観的に発動を判断するのは難しいが、最終的に当局が判断するのであれば特に問題ないと思う。
- ・ 発動のハードルを低くしてしまうと安易な方向に流れてしまう可能性があるので、ハードルを高くするという当局の考え方に異論はない。
- ・ 議論のきっかけの 1 つとなっているのが今年 6～7 月に 10 年第 286 回債の SC レポレートが急低下したことだと思うが、発行量が足りないというよりもレポ市場が混乱したことが問題であると思うので、議論を進めると同時にフェイルのルールも含めた、レポ市場の整備も必要だと思う。また、後ほど議論することになるが、当局から提案されている通り T+3 発行に移行すれば、新発債のスクイーズはある程度緩和されると思う。

国債市場特別参加者会合（第 18 回）議事要旨（抜粋）

（平成 19 年 11 月 22 日（金））

（特別流動性供給入札についての議論）

- ・ 特別流動性供給入札が制度化されることには賛成であるが、発動される可能性は小さく、また発動されないことが望ましいと考えている。過去にスクイズという現象が起こってはいるが、特別流動性供給入札の制度が整備されれば、新発債の発行額等を考えるとそれほど激しいスクイズが起きる可能性は小さくなると思われる。なお、実施の在り方については、当局の考え方のとおりで良いのではないかと。
- ・ 特別流動性供給入札を制度化することは非常に大事だと思われる。実施に当たっては、国債市場特別参加者も非常に多く、問題の当事者ではない者も結構出てくる可能性があるため、利害が一致しない状況も十分考えられる。最終的には財務省の判断で実施すれば良いのではないかと。
- ・ 制度の存在自体がスクイズ等を防止するための重要なファクターになり得ると考えられる。一時的な状況としてスクイズが起きた場合の緊急措置ということであれば効果があると思われるが、そもそも原則リオープン発行を全年限に適用すれば、スクイズが起こる可能性が減少するのではないかと。まずは原則リオープンの拡大を優先し、それでも突発的に問題が生じた場合の対応策として整理しないと、マーケットの信認を損なう可能性があるのではないかと。
- ・ 当局の考え方から受ける印象として、発動のハードルが低いと感じられるので、もう少しハードルを高くしたほうが良いのではないかと。
また、現実問題として、緊急会合を開催することが困難な場合には持ち回りで開催するなど、そうした実務面の問題を含めて、よりハードルを高くする形にしたほうが良いのではないかと。
- ・ 当局の考え方で問題はないが、実施に当たってはそれなりにハードルを高くすることが望ましい。基本的には短期的に解決できないスクイズの状態、例えば、フェイルが多数発生するといった状況が、発動の前提条件だと思われる。

（流動性供給入札についての議論）

- ・ 残存 6～9 年ゾーンを 3 回のうち 1 回は入れて欲しい。特に 10 年債の 270 番台は発行量に関わらず割高な水準が続いており、今後、先物のチーペスト銘柄になっていった場合、先物の流動性に影響を与えかねない。

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））

（特別流動性供給入札についての議論）

- ・ 緊急流動性供給入札については、基本的には必要ないという考えである。発行当局がオプションとして持つだけであれば賛成できるが、一時的にショートになっているところを供給し、その後、需給が緩んでしまうということも考えられるため賛成しかねる。恒常的にショートになっていて投資家の需要があるゾーンを供給することが理にかなっていると思う。
- ・ 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。

国債投資家懇談会（第 22 回）議事要旨（抜粋）

（平成 20 年 8 月 5 日（火））

（原則リオープンについての議論）

- ・ 1 銘柄あたりの流動性の確保、あるいはレポ市場の円滑化の観点から原則リオープンの適用を拡大するという考え方自体は理解できる。ただ、当社では、ポートフォリオにおいて銘柄分散や簿価分散がある程度必要になる。こうした中では、必ずしも長期的にポートフォリオを持続けるわけでもないのに、銘柄数が多い方、又は、カレント物が頻繁に発行される環境の方が、投資は行いやすい。

国債投資家懇談会（第 21 回）議事要旨（抜粋）

（平成 20 年 3 月 19 日（水））

（最近の国債市場の状況についての議論）

- ・ 足元の国債市場を見ると、先物チーペスト近辺の金利が急低下する一方、超長期ゾーンが売られた結果、イールドカーブが強烈にスティーピングしているが、これは海外勢のポジション圧縮に起因するものであり、一時的な現象に過ぎないと認識している。相場の混乱も 4 月以降は徐々に正常化に向かうという見通しを持っており、平成 20 年度についても目先の相場変動に左右されずに、引き続き ALM に基づいて長期・超長期ゾーンを中心に運用していくつもりである。現在、超長期ゾーンについては一時的に需給が崩れた状況にあるが、当該ゾーンの更なる流動性向上のために、発行額を増やしていただきたいと考えている。

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））

（特別流動性供給入札についての議論）

- ・ 「危機的な状況への対応」であり、市場に存在する無節操な相場操縦への牽制となることから制度の創設を支持する。なお、制度を創設するに当たっては、透明性の維持に配慮した具体的な運用プロセスを策定することが重要である。

また、特別流動性供給入札はあくまでも「特別」なものであり、通常の流動性供給入札による流動性の供与を重視すべきである。日本国債清算機関などの決済インフラが整備され、12 月 3 日から GC レポの先物もスタートするが、市場参加者もフェイル慣行の見直しを含めた SC レポ市場の整備・拡大など、市場整備を進めていく必要がある。

- ・ スクイズに対する抑止力として、特別流動性供給入札の話題があったが、これはなかなか難しい問題だと思う。特別流動性供給入札の必要性を議論する緊急の国債市場特別参加者会合を開催しても、入札を実施しないという結論であれば、スクイズがさらに深刻化するかも知れない。特別流動性供給に関しては、マーケットが元々持つべきダイナミックな調整力と政府のインタベンションを事前にルール化することとのバランスをどこで取るかという論点があるように思う。

かつて LTCM 破綻時の金融危機のときに、米国の 30 年債、それもベルウェザーといわれたカレント銘柄の金利が大きく下げた。参加者は皆その銘柄が最も流動性があると思って行動したわけだが、今回のサブプライム問題で、日本の国債市場も全般的に流動性が高くなってきたことが分かった気がする。今日の議論で気になるのは、30 年債がそうした高い流動性を持ち得るものになるのかということである。また、10 年債、5 年債については流動性が乏しいなどいろいろな議論があったが、当時は 1 回あたりの発行額が 1 兆円以下の時もあった。それが今では 2 兆円程度の発行額となっているわけで、それをリオープンするとなると、意味が分からないほど流動性の高いものになるのだろうという感じがする。

（入札日から発行日までの期間短縮についての議論）

- ・ 投資家は、現行の発行方式であっても T+3 の発行であってもそれほど大きな違いはないのが実情である。業者はレポコスト削減につながるため、発行までの期間短縮という要望があると思われるが、投資家にとっては特別流動性供給入札も含めてどちらでもよい。当局は、業者に対して配慮し過ぎではないか。

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））

（特別流動性供給入札についての議論）

- 例えば、国債市場特別参加者の 3 分の 1 以上の要請があった場合に発動するというだけでは、発動要件としては乏しいのではないか。業者の立場なら是非実施して欲しいと思うが、投資家の立場となれば、短期的にマーケットが歪むことは気になるものの、どちらかといえば中長期ビューで運用しており、目先、変動したとしてもそれほど影響はない。むしろ、レポレートがタイトになれば、投資家は利益を上げることが出来るので、投資家からは反対意見が出るのではないか。
- 緊急流動性供給入札については、趣旨は非常に理解でき、牽制効果があるということにも同意できるが、まだ議論を深める必要がある。例えば発動要件やルールを明確にしておかなければ、様々な要因によってレポレートが締まることから、場合によっては市場の本来あるべき姿を歪める可能性がある。
- 長期的に公平な市場を育てていくためには、モラルハザードなどがないようにしていく必要がある。また、中長期的に国債を安定発行していくという観点から考えると、市場の一時的な混乱にあまりにも優し過ぎるのではないか。
一時的に流動性が枯渇しショートスクイズとなる場面では、投資家にとっては当然有利な運用機会としてのレポ市場があり、一方、日本銀行の国債補完供給オペを活用するという手段もある。現在のレポ市場は、インフラ整備としてシステム対応を進めている最中であり、それらと併せて活用策を考えていく必要がある。