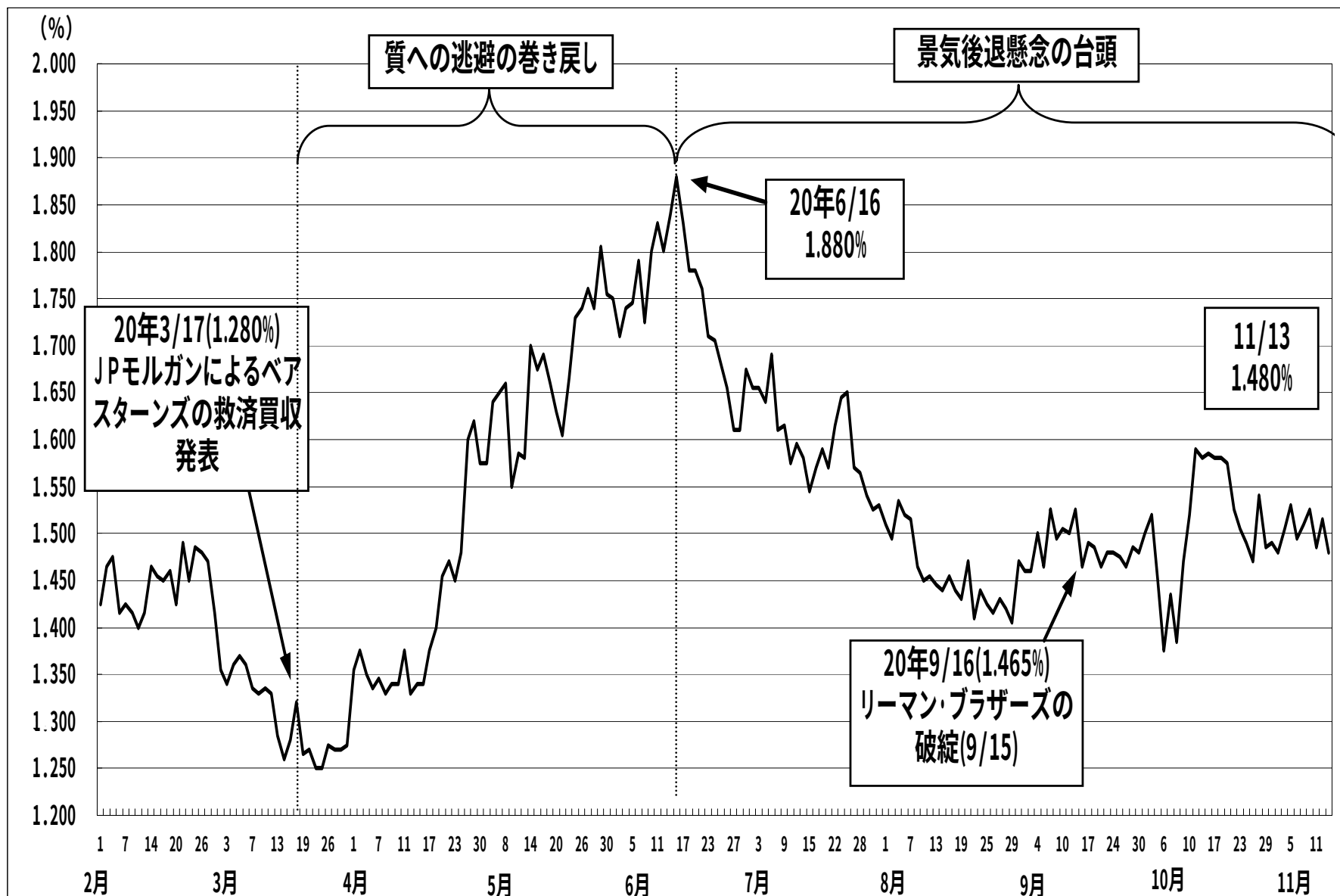
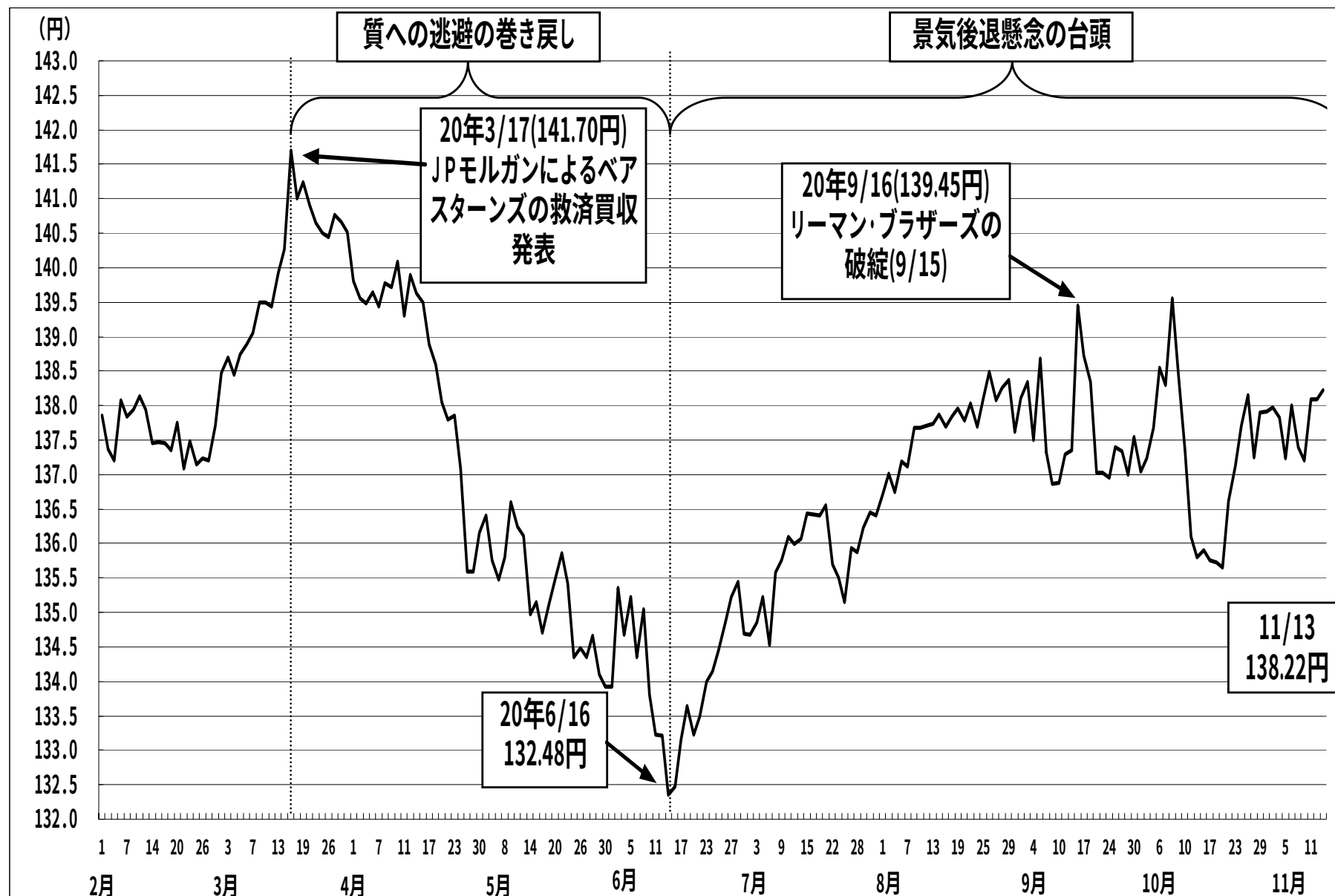


最近の10年新発債利回りの推移

資料3-1

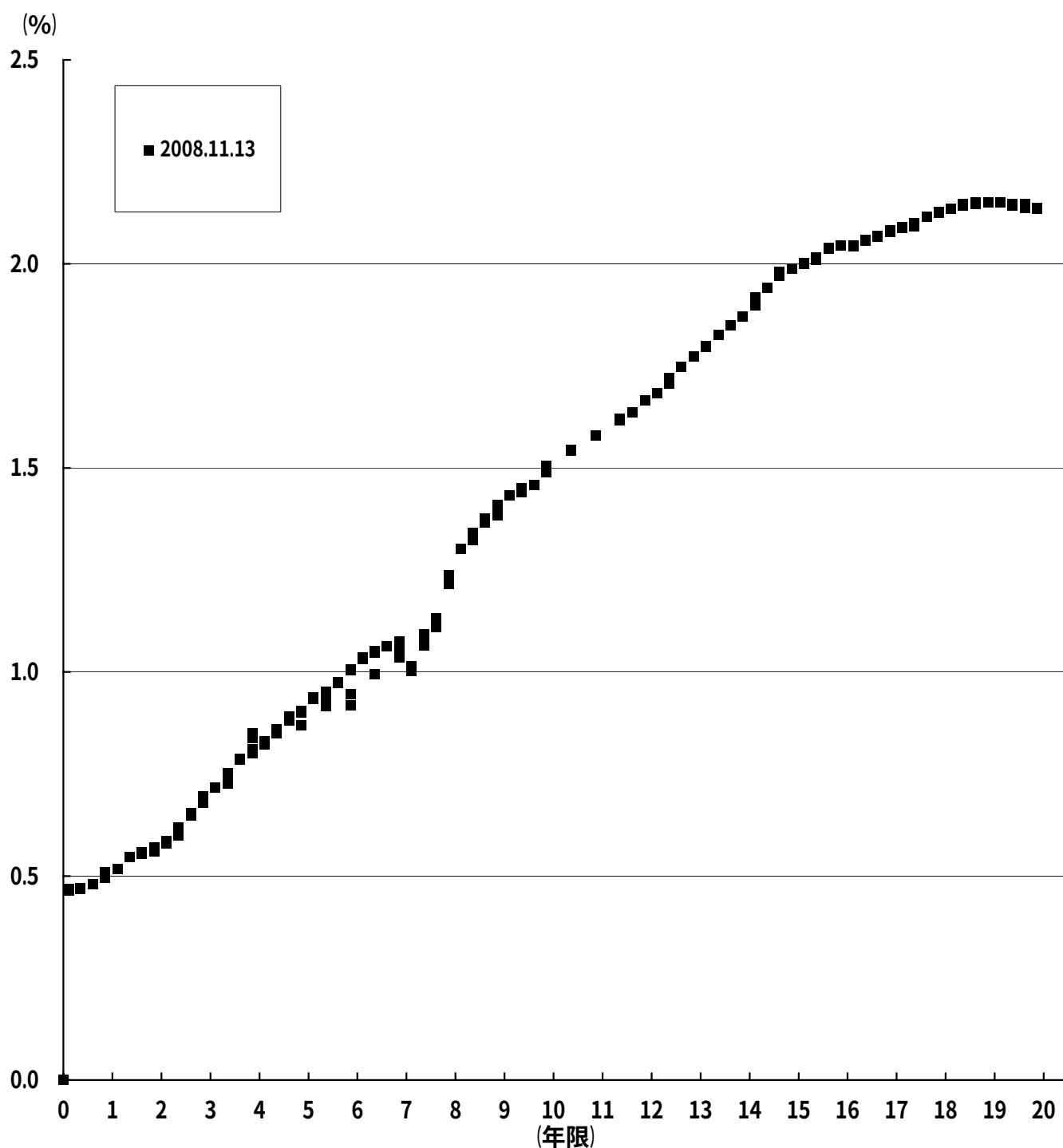


最近の債券先物の推移



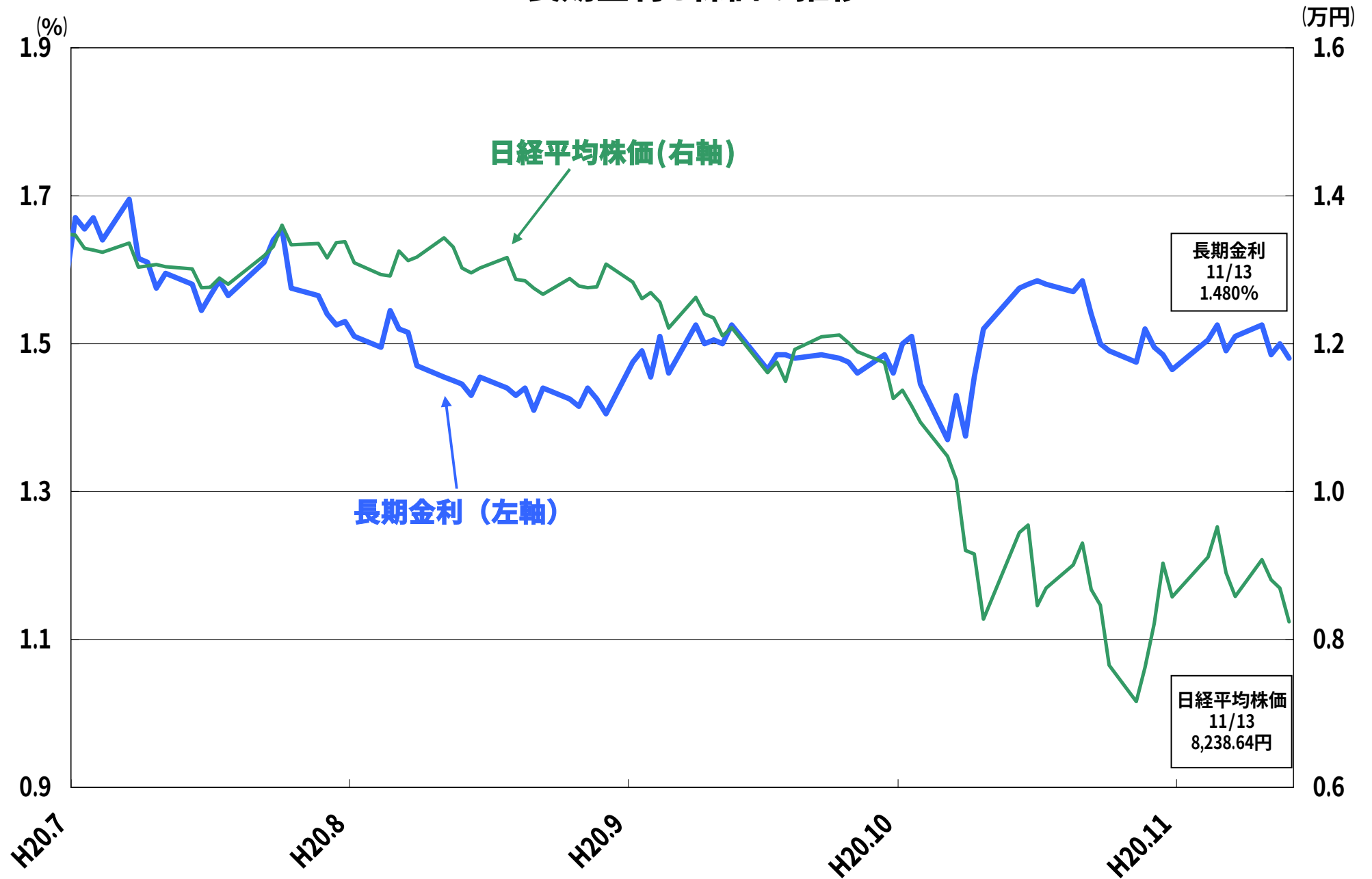
JGBイールドカーブ (10、20年債)

資料3-3



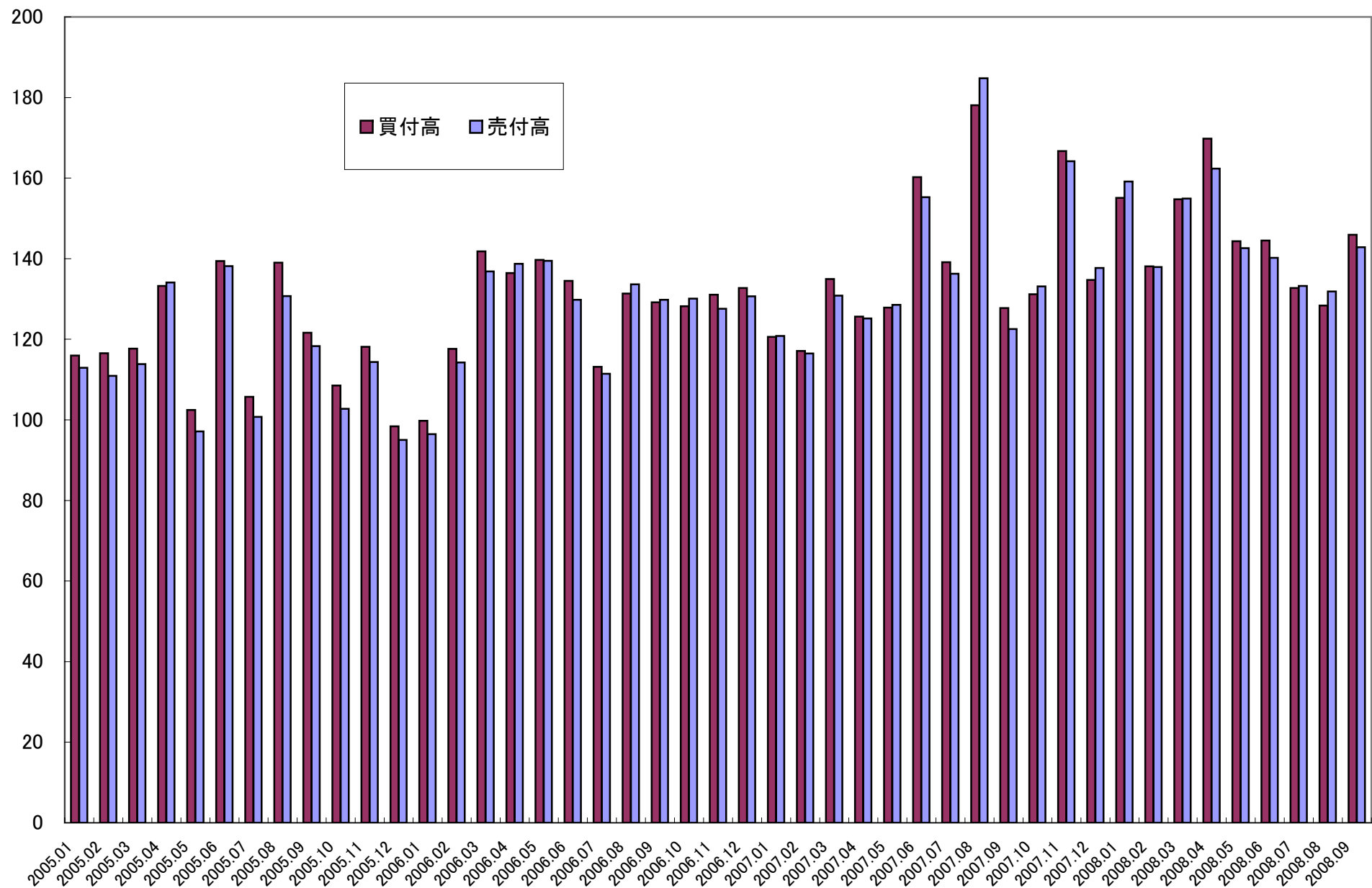
残存	2008.11.13 (A)
1年	0.517
2年	0.580
5年	0.937
7年	1.012
10年	1.490
20年	2.135

長期金利と株価の推移



最近の国債の売買高の推移

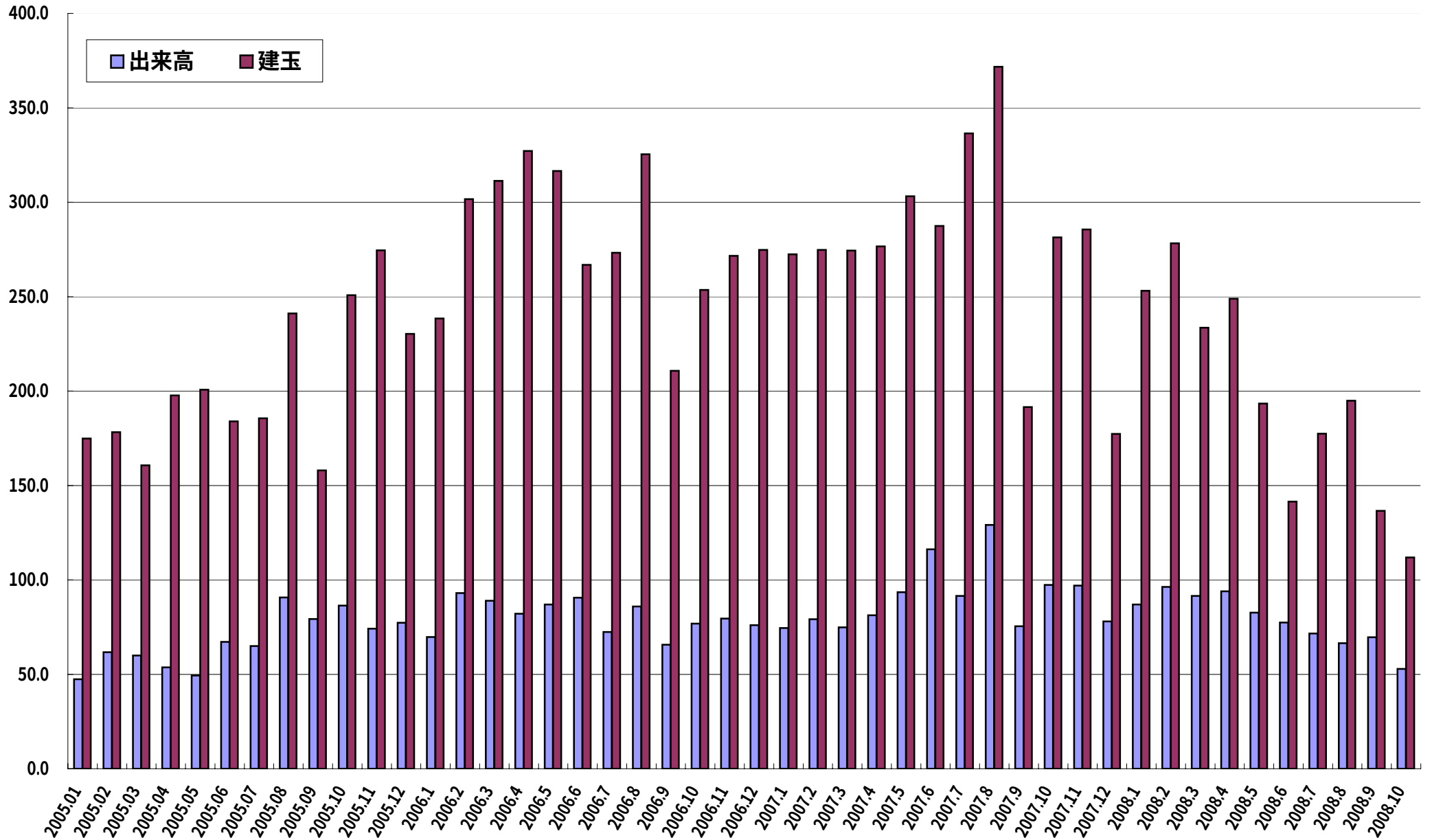
(単位: 兆円)



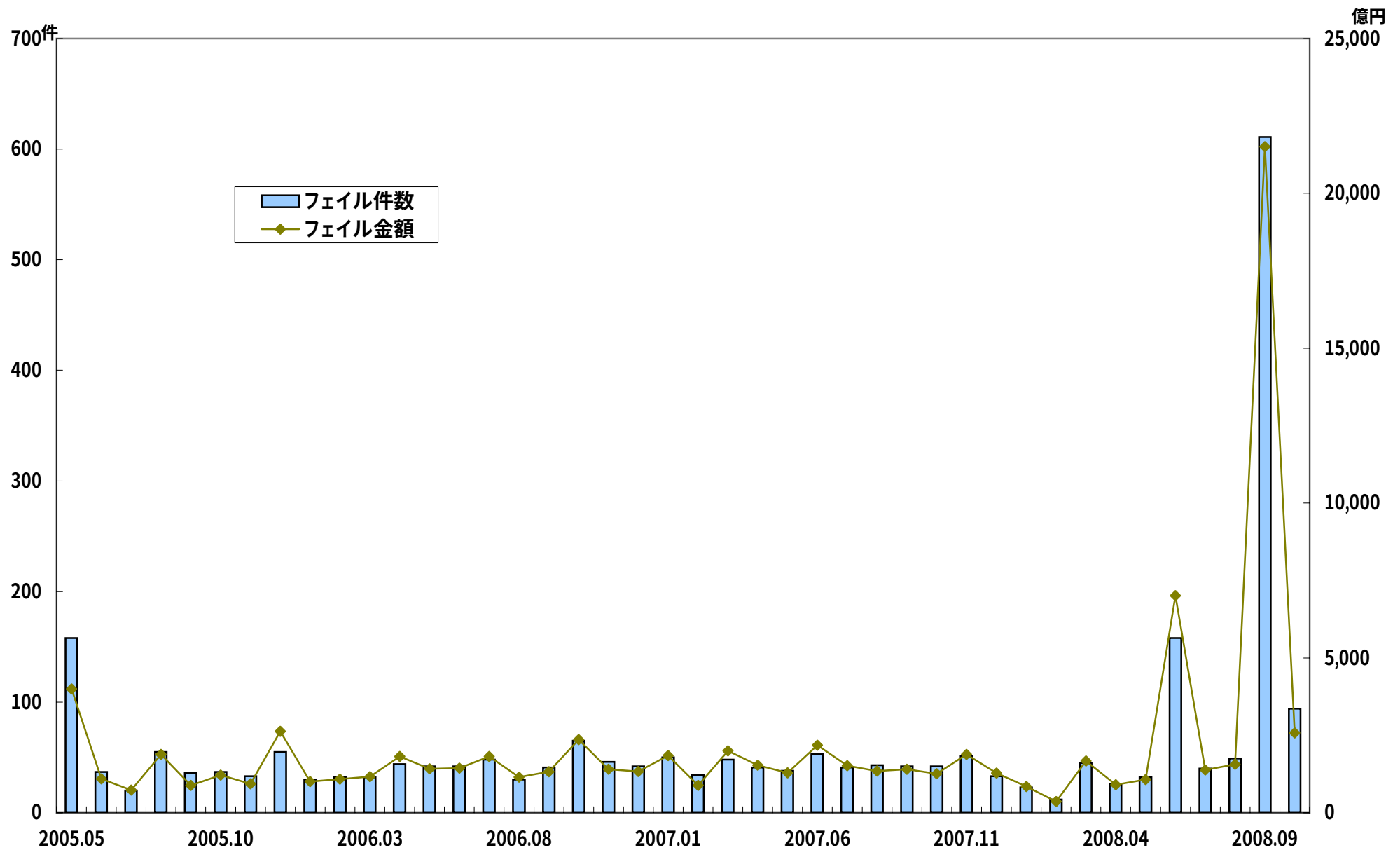
出典: 日本証券業協会

国債先物の出来高と建玉の推移

(兆円)



月別フェイルの発生件数と金額の推移



出典：日本国債清算機関 (JGBCC) 「統計月報」
(注) 2008年10月の計数は速報ベース。他は確報ベース。

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 22 回）（平成 20 年 9 月 26 日）・・・ 2
- ・ 国債投資家懇談会（第 23 回）（平成 20 年 9 月 29 日開催）・・・・ 7

国債市場特別参加者会合（第 22 回）議事要旨（抜粋）

（平成 20 年 9 月 26 日（金））

（先物市場の改革についての議論）

- 先物の商品設計に関しては、以前、想定クーポン 6%が実態と比べて高過ぎることで、チーペスト銘柄が非常に限定されてしまうため、想定クーポンを下げてはどうかという議論があったが、逆にデリバリーオプションの問題が発生してしまうという指摘もあり、なかなか結論を得られなかったことがあった。現時点で同じような議論をしても結論は一緒ではないかと思う。
- 長期国債先物の標準物の想定クーポンが 6%であるため残存 7 年がチーペストになっているが、5 年債と 10 年債が発行される中ではちょうど真ん中に先物がある状況となっており、これまで上手く機能してきたということからも、標準物の設定変更についての議論はまた別の話だと思う。
- 先物の歪みは、チーペストのスクイーズが要因ということではなく、数年前と比較し建玉の分布が海外勢のトレンド追随型に偏ったことが原因である。それらの参加者はチーペストの現物債の受渡しを伴わず必ずロングロールを継続してきているが、今年 3 月の暴落以前はこのフローに対しアービトラージャーやマーケットメーカーによってショートに向かうフローが入り、マーケットのバランスが保たれていた。

現状のマーケットで起きている構造的な問題は、先物のヘッジ機能が低下し、発行市場や流通市場におけるヘッジツールとして機能していないことである。しかもリーマンの破綻以降、外資系証券の市場参加者に対するレポの与信ラインの制約が非常に激しくなっている。そういう意味でも先物に加えて既発債がヘッジツールとしての機能を求められており、これからの入札やセカンダリーの業務にあたっては、ヘッジツールの流動性の低下はかなりの問題になると考えている。

短期的な施策という意味では、チーペストのスクイーズというより建玉の偏在によって起こっている先物の割高をある程度修正する、或いは実質的に先物の売りポジションを間接的に増やすことによって、安心してショートできる先物を取り戻すことが必要ではないか。長期的には先物の商品性そのものの見直しが必要かもしれない。また、偶然先物が極端に売られる局面で、前々回の日本銀行の買切りオペが行われたが、その際 12 月限りの受渡適格銘柄が対象となり、ある程度応札されたと思われるが、この行為がスクイーズを助長した面もあり、そういう特殊事情も考慮して欲しい。

- 先物市場については、制度的な問題もあると思われるが、どちらかというマーケット参加者が偏在している点が原因と思われ、それに対し現物債マーケットやその他のマーケットとの裁定がかかるような状況を作っていたレラティブバリューのプレイヤーが退出を余儀なくされている状況が割高さを助長している。

また現物市場についても、先物を使わず現物債だけで売買できるのかということでは、流動性が落ちていることが問題となる。現物債は先物に比べれば流動性が低く、その分、ボラティリティが上昇するということであり、結局、投資家にとってもリスクテイク能力の低下を招くのではないか。もう一方ではサブプライム問題が起こってから業者やレバレッジ系ファンドも資本のコストが高くなる中で、リーマンの破綻が拍車をかけた形となっ

ている。ヘアカット等も含め B/S を落とすニーズはマーケットには存在しており、B/S を一定の水準に維持しながら更に流動性をキープするために、お金や物のファンディングが必要なのだが、それが一時的に停止を余儀なくされたことや決算時期ということが要因も加わり、一段と悪循環を起こしている。

(レポ市場の機能向上について)

- ・ リーマンの破綻に関する問題は、新たな取引が将来に向かって発生しない訳であり、基本的に時間が解決していくと思う。ただ、市場では、フェイル等の決済の問題が発生していることもあり、これを契機にフェイル慣行をどう整理するのかということが重要である。これは投資家と証券業者がどう考えるかの問題であるが、今回の件でフェイルに対してナーバスになってしまうことが心配である。これまで日本ではフェイルに対して否定的である一方、アメリカでは、今回の事態で桁違いの規模でフェイルが発生しているが、大きな問題となっていないのは、フェイルに対する慣れ方、考え方の違いが大きいのではないか。
- ・ レポに関しては、リーマン破綻の影響で、先週などはかなり荒れ、フェイルも増えたが、今週に入ってから安定してきており、今後は時間が経てば更に安定するのではないか。フェイル慣行など、今後投資家の方々の考え方など議論していく余地はあると思うが、平常時にはストレスもなく決済は行われている。
- ・ レポの問題については、業者サイドだけでは解決できない部分が多々ある。原則リオープンへの考え方は基本的には賛成だが、どちらかと言うとレポマーケットの流動性、物のファンディングをいかに改善させるかという点の方が重要である。過去、セトルまで期間がかかっていたが、現状、取引や新発債の発行は主に T+3 まで取引の短縮化されており、更に T+1 まで短縮することや、レポマーケットも T+3、T+2 から T+1 や T+0 で対応できるよう投資家に協力を求め、改善できる部分があるのではないかと考えている。
また、決済機関である JGBCC への参加にはコストがかかり、必ずしもすぐに強制的に全員が参加する訳にはいかないが、大半の投資家が参加していないことも今回の問題を間接的に助長した部分もあると思われ、現物債マーケットの流動性を維持又は向上するためには、投資家の協力を仰ぐ必要があるのではないか。

(流動性の向上について)

- ・ ある特定銘柄がレポ市場で▲20%でしばらくトレードされている状況も散見されており、こういった状況であれば、特別流動性供給入札を発動しても良いのではないかと考えている。
- ・ ヘッジファンドなどが対先物で持っていたポジションをアンwindする動きがかなり起きた影響で先物が割高になり、それが結局そのまま続いていると考えている。しかしながら、これを背景としてチーペスト銘柄の流動性供給入札をやるということには、当社はあまり積極的に賛成できない。現在のチーペスト銘柄は 10 年の 274、5、6 回あたりだと思うが、チーペスト銘柄から外れた時に、次のチーペスト銘柄がまた締まってしまったり、次の銘柄も供給しなければ、結局イールドカーブを歪める可能性もあり、対応は慎重に考えた方が良い。

- ・ ヘッジ機能の喪失に関して、例えば、ある銘柄でショートが深いと、この銘柄が今後またスペシャルになったらどうしようという恐怖感が常に先立つ。また、例えば 10 年債を 1,000 億買いたいという大きなロットの話があると、その銘柄の業者間の板がどんどん強くなるなど、手に取るように分かる。今が混乱しているだけということは確かにあるが、流動性の喪失は非常に深刻であると受け止めている。

10 月以降、調達コストは多少落ち着くかもしれないが、現物の流動性が低下している中で、ヘッジ機能を喪失したまま 10 月に入った場合、どの程度リスクを取れるかというところ、そんなリスクは取れないと言わざるを得ない。例えば、超長期のカレント近辺や 10 年のカレント近辺など、今安心してショートが振れない銘柄を仮に顧客が買いたいと言っても、今日の前にあるレートから 5bp や 10bp 強ければ出す、という形になってしまう。こうしたことが続けば、オファー・ビッドがどんどん広がり、参加者が減っていく。そして結果的にマーケットに厚みがなくなるということを懸念している。大手投資家を中心に当面はこなせると思うが、いずれは発行にも影響すると考えている。

期末でショートが回らず困っている業者も多く、時間もないタイミングではあるが、折角創設した制度でもあり、当面の対応としては、特別流動性供給入札を行ってほしい。銘柄に関してはポジションによって選好があると思うので、投資家を含め各々の応札額も合わせアンケートを取り、複数銘柄を決定して行う形が良いのではないかと考えている。

- ・ リスクリダクションの流れが未だ続いている中で、構造的な問題としては、先物の 6 月限や 9 月限のチーペストゾーンに比べ、12 月限のチーペストゾーンがショート銘柄になっていることが挙げられる。そもそも 12 月限のチーペストゾーンの銘柄は市中での流通量が薄いといったこともあり、この議論をするときには切り離すことは困難なことではあるかもしれないが、構造的な問題と現状で起きている特殊事情を緩和する応急処置的な問題とを切り離して考えた方が良いと思う。また、下期にずっと継続していく必要はないとは考えているが、当面を凌ぐという意味でもマーケットの流動性を向上させるため、チーペストゾーンを含めた形で流動性供給入札を積極的に実施したほうが良い。
- ・ イールドカーブの先物ゾーンの歪みに関しては、チーペストの流動性の枯渇によって 7 年ゾーンの流動性が低下していることが原因と考えている。流動性供給入札等でこのゾーンに厚く配分することは少しは助けになると思うが、根本的な解決になるかという点疑問である。先物市場には現受け現渡しを全く前提とせずに売買を行っている参加者がいるが、その参加者がある意味排除しない限りは根本的な問題の解決にはならないと思う。
- ・ 先物と現物があるだけで自動的にコンバージョンするものではなく、ディーラーがいるからこそ、コンバージョンすることができると考える。3 月のエンデバーショック以来、レラティブバリュー系が縮小してからは、そういったトレード自体が完全に退出して機能していないのだと思う。また、足元で先物が急激に上下するのは、CTA のシステムトレードによることが大きく影響しているのだろう。レラティブファンドは、まだ縮小を続けており、縮小し続ける限りは、先物のヘッジ機能が回復するというのは非常に難しいと思う。対策がないのかと言われれば、それは時間が解決する問題ではないか。チーペストをいくら供給しても、先物マーケット問題の解決にはならないと考えている。
- ・ 現状の流動性については、発行コスト等を勘案するとネガティブなインパクトが大きい

状況であり、その状況が必ずしもすぐ改善するものではない。

マーケットメーカーを含めマーケット全体が当面デレバレッジの方向に向かう中で、業者が B/S を落としていくか、又は低水準を維持するためとの観点からは、一般の流動性供給入札を増やすことによって、業者を中心とした世の中の B/S の入り繰りがある程度積極的に解消していくということも一案と思われる。

- ・ 入札でヘッジツールが不足している中、目先ではリーマン 1 社の退出によって直接的に応札額が減っているのも、非常にリスクが高くなっている。それを回復するという意味でも、一時的にでも流動性供給入札によってチーペストなりスクイズしている所を供給することも一案ではないか。

- ・ 流動性供給入札について、リーマン破綻や信用収縮が発生している状況で、かなり締まっている銘柄が頻発している状況を考えると、予想以上のことが起こっていて、「何が正しいか」、「何ができるか」、「結果どうなるか」といったことは非常に判断が難しい。短期的な要因に対応すべきこと、構造的な要因に対応すべきことを分けて考える必要があるが、当局として何か対応した方が良く考えている。

現在の流動性供給入札では、テクニカルな要因等もあってゾーンを 2 つに分けて対応しているが、例えば毎回全ゾーンに広げる一方で、対象銘柄が増えてしまうので事前にアンケートを取って銘柄をある程度絞った上で、実施してはどうか。

また、レバティブバリュウの参加者は、このところ連戦連敗になっており、流動性の減少という意味では非常に大きな要因になっている。足元では物価連動債の BEI が急落しているが、流動性供給入札をこの機会にある一定期間、増額し、銘柄を広げるという対応を図り、物価連動債の減額とセットで考えてはどうか。

- ・ 前回、特別流動性供給入札が問題になった 19 年 6 月に発行した第 286 回債はカレント銘柄だったが、現状で一番レポが締まっている銘柄も流動供給入札の対象銘柄から外れる第 291 回債であり、やはりカレントゾーンへの流動性供給入札の拡大も考えていかなければいけないと思う。

- ・ 流動性供給入札の実施の趣旨は、イールドカーブの構造的な歪みを是正することが目的ではないかと思う。今のカレントゾーンのイールドカーブが果たして歪んでいるかというと、そのような認識はない。今のイールドカーブを前提に我々は投資する立場にあり、この利回りを承知して保有している訳で、たまたま短期間レポ市場が締まったために、流動性供給や特別流動性供給によって急に需給関係が変わって、デジタルに均衡点であるイールドが変わってしまうのは、国債を資産として保有する投資家からすると非常に問題があると認識している。

- ・ 流動性供給入札など発行当局としては流動性補完策のオプションは多い方が良い。ただし、今回の局面は、複合要因も加わっており、市場の構造的な欠陥があぶり出されているようにも見える。構造的な部分、すなわちインフラ整備も合わせて検討・見直すのでもいい機会ではないかと思う。非常に難しいところだが、決済機構の強化及びフェイル慣行の定着が、解決策につながるのではないかと。今起きている現象として、「フェイルの頻発」、「レポ市場の収縮」、「7 年を中心としたイールドカーブの歪み」といった 3 点が挙げられるが、

決済機構が強く、フェイル慣行の定着ということが見られれば、フェイルの頻発を完全に無くすことはできなくても減らすことができるであろうし、レポ市場の収縮も軽減することができるのではないかと思う。先物の歪みも、流動性選好から起きている部分も否定できないので、現物の流動性が十分に確保されていれば、ここまで歪むこともないと考えている。

また、インフラ整備を伴っていれば、例えば、流動性供給入札やリオープンの効果が最大限に発揮できるのではないか。リオープンして、玉が増えることによって、個々のポジションのネッティングもさることながら、参加者間のポジションのネッティングができるので、決済機構の強化を行うことで流動性が更に向上すると思う。リスクアペタイトが減少している中で、完全にレラティブバリュー投資家を呼び戻すことはできないかもしれないが、レポ市場の収縮によって、レラティブバリュー投資家の減少以上にポジション構築が難しくなっている部分は改善できると思う。

国債投資家懇談会（第 23 回）議事要旨（抜粋）

（平成 20 年 9 月 29 日（火））

【先物市場の改革について】

- ・ 実際問題としては、先物のボラティリティーが非常に高いため、ヘッジ機能があまり機能していないという状況であり、現物債の取引もそれに従って非常に取引しづらくなっているというのが現状だと考えている。
- ・ 先物と現物の乖離が大きくなっているため、ヘッジ機能が使えず、取引がかなり行いづらくなっている。
- ・ 先物が割高な状態が継続しているが、これは裁定取引を行う投資家の体力が低下しているために発生しており、チーペストが締まっていることが原因ではない。従って、流動性供給入札でこれが解決できるかどうかは疑問である。
- ・ ここ数年、特に昨年から価格のブレが顕著となっており、特に流動性の落ちたものに関しては、裁定が働かない状態となっているが、これは CTA 等の先物業者の影響が大きくなっていることが原因である。銀行が金利上昇を意識して短期化を進める中で長期債のヘッジとして先物を利用する機会が減少する中、トレンドフォロー型の CTA 等に先物相場が左右されており、現物と先物が別物となっている。
- ・ 先物市場については、当社では先物をショート・ポジションにして使うということはないが、むしろリーマン破綻以降、現物債のイールドカーブがかなり歪んでいることに着目し一部売り向かったが、かなり頑強な形で、なかなかスプレッド格差が縮小しなかった。

【レポ市場の機能向上について】

- ・ 決済については、当社にはあまり大きな影響はなかったが、今後も引き続き、決済やレポ市場の問題について業者と真剣に検討していかなければならないと考えている。
- ・ レポについては、投資家の立場からすれば、貸しているものは返してほしいというのが正直な気持ちである。
- ・ レポ取引は、カウンターパーティーリスクがあるため、これを解消するにはカウンターパートの信用リスク自体を解消しなければならない。また、日銀が資金供給を大量に実施しているが、今のように市場リスクが高く、信用不安が広がる中で流動性も低下している状況においては、レポマーケットの機能回復は難しいと思う。
- ・ JGB 先物やレポ市場に関しては、マーケット全体のデレバレッジの影響を受けていると考えており、欧米の金融機関の問題が根本的に良くなないと、JGB 先物やレポ市場の問題も良くなれないのではないかと。
- ・ フェイル慣行等については、投資家の中にも特に SC で T+1 や T+0 のニーズがあり、我々

として出来るだけ対応しているが、投資家全体でも更に努力する必要があると考えている。

また、現在まで長い間議論されてきたが、フェイルは絶対認めないという投資家がいるのも事実であり、そういった投資家の意見を聞き、どういった理由で認めないかをもう一度解きほぐす必要があるのではないかと考えている。ただし、フェイル慣行が定着したからと言って容易にフェイルが起こるような状況は、投資家としては容認できない。

- ・ 流通市場に関しては、破綻による決済への影響を無くすことはなかなか難しい。また、レポ市場が機能不全となっているが、カウンターパーティーリスク以外に、特定銘柄のスクイズの発生頻度が増加していることが挙げられる。これらの問題は、市場の流動性の低下や証券会社の在庫コスト上昇を招き、国債市場全体の流動性プレミアムが上昇するという結果にも繋がるので、この点は積極的な対応が必要なのではないか。
- ・ レポについては、リーマンの破綻以降、連鎖的なフェイルが発生していたが、先週半ば以降落ち着いてきている状態である。尚、フェイルについては慣行に従って容認しているスタンスである。フェイルとは若干話が異なるが、レポ契約では相手が破綻した場合、一括清算条項によって処理されるが、清算金額に再構築コストが考慮されていないので、見直しの必要があると思う。

【流動性の向上について】

- ・ 流動性供給入札については、回数を増やし、必要な銘柄を必要なときに発行するという体制を整えるということが現実的ではないか。
- ・ レポの問題等については、流動性供給入札の増額や原則リオープンによって全てが解決するか判断はできない。むしろ、30年債が、10年債や5年債に比べたら発行が少なく、そのカレント物を増やしていただきたい。
- ・ どの程度有効か不明であるものの、原則リオープンあるいは流動性供給入札を実施し、マーケットで極端な事象を緩和するというような対策は講じた方がよいのではないか。
- ・ 外資系証券会社の円債市場での存在感はかなり高まっているが、外資系証券会社の体力がかなり弱くなってきており、マーケットメーカーとして流動性を供給する能力も低下していることから、金融不安が続く限りにおいては根本的に解決しづらい状況になっている。
ヘッジファンド等に関してもファンディングコストが上昇してきており、今までであれば、資金を使うことで解消されるような歪みが解消されなくなってきており、ロングタームでは投資機会になると思うが、今の歪みが解消する時期が見通せないことから、投資家も入りづらい状況であり、非常に根が深い問題である。
また、個々の銘柄に関してはかなり歪んでおり、需給が逼迫することによってこういった現象が起きていることから、原則リオープンや流動性供給入札をその対策として実施することは必要だと思う。
- ・ 原則リオープンについては、投資家の中には、会計的な理由も含め、消極的な意見があるが、超長期ゾーン、特に20年債は原則リオープンを導入すれば流動性の向上が期待できるため、賛成である。

- 原則リオープンについては、会計上の理由から積極的な賛成の意見は持っていない。流動性供給入札に関しては、短期的に歪んだ銘柄をレポで貸し出し、一定期間後に消却するという流動性供給レポのような制度もあればよいと考える。
- 原則リオープンについては、流動性の増加と取扱い銘柄の数という双方のニーズがあり、今後も検討の必要がある。
- リーマン破綻により、銘柄によって締まっているものがあるが、これは一過性であると考えており、流動性供給入札を実施してもその頃にはそのような状態が解消している可能性が高い。
- 様々な問題が発生する中で、業者はマーケットメイクしにくい状態が継続すると考えている。原則リオープンについては銘柄数が減少するため反対の意見を述べてきた。マーケットの状況を考えると流動性を高めるためには必要な対応かもしれないと思うが、立場的には従来意見を踏襲していきたい。
- 物価連動債、15年変動債や先物市場については、市場の混乱の影響を受けていることもあり、構造的に改革する必要があるかもしれないが、まずは、短期的な正常化の入り口として流動性供給入札を行ってもよいと思う。一方で原則リオープンの導入については、そういった改善策のきっかけになるか疑問であると思っている。

流動性供給入札の発行予定額の増額について

【変更前】

	平成 20 年 10 月	平成 20 年 11 月	平成 20 年 12 月
① 残存期間 6 年～15 年程度の銘柄	1,000 億円程度	1,000 億円程度	1,000 億円程度
② 残存期間 16 年～29 年程度の銘柄	1,000 億円程度		1,000 億円程度

【変更後】

	平成 20 年 10 月	平成 20 年 11 月	平成 20 年 12 月
① 残存期間 6 年～15 年程度の銘柄	1,000 億円程度	<u>1,500 億円程度</u>	<u>1,500 億円程度</u>
② 残存期間 16 年～29 年程度の銘柄	1,000 億円程度	<u>1,500 億円程度</u>	<u>1,500 億円程度</u>

注：入札日程については財務省ホームページにおいて公表する。このうち、1 回目の入札日に上記①に掲げる銘柄を、2 回目の入札日に②に掲げる銘柄を対象とする。

（参考）対象銘柄の内訳

- ① 残存期間 6 年～15 年程度（56 銘柄）
 - ・ 10 年第 263 回～第 287 回債
 - ・ 20 年第 26 回～第 35 回債及び 20 年第 44 回～第 64 回債
- ② 残存期間 16 年～29 年程度（58 銘柄）
 - ・ 20 年第 65 回～第 96 回債
 - ・ 30 年第 1 回～第 26 回債

なお、流動性供給入札の実施方法については、平成 20 年 9 月 30 日付「平成 20 年 10 月～12 月の流動性供給入札の実施方法」に準ずる。