

国債整理基金による既発国債の買入消却等の新たな活用 (1/2)

目的	取引手法	考え方の整理	(参考) 市場関係者等の主な意見
1 市場の状況に対応する目的のバイバック			
(1) 市場流動性の向上	市場流通量が少なく、市場金利に上乗せされている流動性プレミアム(「流動性プレミアム」)が大きい、割安な銘柄の買入を行う。 (注) 当該買入とセットで、市場流通量が多い銘柄の発行を行うことも考えられる。	○ 流動性プレミアムは、一義的に明確なものではないため、ある程度の市場参加者のコンセンサスがある場合に限るべきではないか。 ○ 買入消却により、イールド・カーブ等が変動し、他の市場参加者に不測の利害得失をもたらす恐れがある。 ○ 買入は基本的にはアドホックに実施すべきものであり、買入の頻度、タイミング及び対象銘柄や規模を事前に特定することはできない。	○ 「イールドカーブのスムージング」を目的として強調しすぎれば、逆に市場機能を歪めかねない面もあり、「国債管理政策の新たな展開」にあるように、「市場の流動性の向上」を主たる目的として実施してはどうか。 ○ 現行の買入消却の延長線上にあるものとして、国債償還の平準化を主たる目的としつつ、市場流動性の向上及びイールドカーブのスムージングを図っていくという形が理想ではないか。その場合、発行体である財務省が、全体のバランスの中で銘柄を選択し、イールドカーブのスムージングを図っていくような形がよいのではないか。 ○ 流動性の向上という点については、日本銀行の買切りオペである程度手当てされていることもあり、対として考えるべき流動性供給入札の動向が分からない段階で買入規模等について議論を進めても、焦点がぼやけてしまうのではないか。 ○ 流動性向上を目的として、買入消却を行うことについては、玉がダブついて流動性がない場合には良いが、市場に玉がなく流動性が不足しているケースであれば、買入れを行っても効果がな ○ 市場流動性の向上を目的とするバイバックに対するディーラーの期待が高いのは、低金利下で彼らのリスクテイク能力が低下したこと起因する面もあり、少し割り引いて考える必要がある。
(2) イールド・カーブのスムージング	イールド・カーブ及び市場価格に大きな「歪み」が発生した場合に、特に割安な銘柄の買入を行う。 (注) 当該買入とセットで、割高な銘柄の発行を行うことも考えられる。	○ 適正なイールド・カーブの計測は困難であり、買入の必要性が市場参加者のコンセンサスとなるなど客観的に明らかな場合に限るべきではないか。 ○ 買入消却により、イールド・カーブ等が変動し、他の市場参加者に不測の利害得失をもたらす恐れがある。 ○ 買入は基本的にはアドホックに実施すべきものであり、買入の頻度、タイミング及び対象銘柄や規模を事前に特定することはできない。	○ アクティブ運用を行っている投資家は、マーケットの歪みから超過リターンを得ているという面があり、イールドカーブのスムージングについて過度にコミットされるとそうした投資家の収益機会がそがれ、結果として市場からの退出につながるおそれがあることに留意すべき。 ○ イールドカーブのスムージング、すなわち個別の割安銘柄の是正を目的として実施する場合には、本来市場が持っている市場機能を阻害しないよう配慮することが必要。 ○ イールド・カーブのスムージングを目的とすることは、マーケットが形成したイールド・カーブを当局が否定することになりかねず、非常に難しいのではないか。
2 主に発行体側の事情により実施するバイバック			
(3) 年度内のネット発行額の調整	国債の要発行額が当初想定から変更される場合や国債発行実績額が当初予定から乖離している場合等において、「ネットでの国債発行額」(実質的な国債発行額)を調整する。	○ ネット発行額の調整の必要性については比較的客観的に分かりやすい。 ○ 全ての銘柄が買入対象となりうる。 ○ 買入消却の銘柄・額・頻度・タイミングは、ある程度定型的に事前に決定しておくことが可能。	○ 今後、バイバックの目的については、市場流動性の向上及びイールドカーブのスムージングよりも、むしろネット発行額の調整、コストアトリブツ分析及び国債償還の平準化を中心に考えていくべきである。 ○ 日本の市場では、流動性が低下している債券は、需給がタイトで割高になっているケースが多く、そうした銘柄を追加発行によりスムージングする方が流動性向上に資することに留意すべき。バイバックは、むしろネット発行額の調整や国債償還の平準化を目的として行うべきなのではないか。 ○ 買入消却については、目的がいろいろあるとかえって混乱を招きかねないため、最初はネット発行額の調整と国債償還の平準化に目的をできるだけ絞り、徐々に多様化したほうが、市場にとってわかりやすいと思う。

国債整理基金による既発国債の買入消却等の新たな活用 (2/2)

目的	取引手法	考え方の整理	(参考) 市場関係者等の主な意見
(4) コスト・アット・リスク分析に基づく負債構成の適正化	コスト・アット・リスク分析のフレーム・ワークに基づき有利な負債構成を実現するために必要な銘柄の買入を行う。	○ 負債構成は、本来、発行計画の段階で決定すべきものであるため、事前に必要な買入銘柄等を決めておくことは不自然ではないか。したがって、実施については、年度途中における何らかの事情変更に基づいて必要に応じて行うことが適当ではないか。	○ 今後、パイバックの目的については、市場流動性の向上及びイールドカーブのスムージングよりも、むしろネット発行額の調整、コストアットリスク分析及び国債償還の平準化を中心に考えていくべきである。(再掲) ○ 発行体として、負債構成のコントロールや償還の平準化等を考慮しなければならないのは当然であり、買入消却、流動性供給入札の活用に当たっては、そうした目的を中心に据えて実施すべきではないか。
(5) 国債償還の平準化	将来の国債償還見込み額に「段差」「ズレ」が発生する場合に、償還見込み額が増加する時点に償還される銘柄の買入を行う。 (注) 当該買入と同時に償還見込額が減少する時点で償還される銘柄の発行を行うことも考えられる。	○ 平成14年度以降、いわゆる「平成20年度問題」への対応を目的とした買入消却を実施中である。現状においては特段別の銘柄等について実施する必要性は存在しないのではないか。('平成20年度問題' 対応を拡大して期近物を対象とする等の考え方はありうる。) ○ 買入消却の銘柄・額・頻度・タイミングは、ある程度定型的に事前に決定しておくことが可能。	○ 現行の買入消却の延長線上にあるものとして、国債償還の平準化を主たる目的としつつ、市場流動性の向上及びイールドカーブのスムージングを図っていくという形が理想ではないか。 ○ パイバックの目的としては、基本的には、発行コストの最小化あるいは償還の平準化を中心にすべき。 ○ 日本の市場では、流動性が低下している債券は、需給がタイトで割高になっているケースが多く、そうした銘柄を追加発行によりスムージングする方が流動性向上に資することに留意すべき。パイバックは、むしろネット発行額の調整や国債償還の平準化を目的として行うべきなのではないか。(再掲) ○ 買入消却については、目的がいろいろあるとかえって混乱を招きかねないため、最初はネット発行額の調整と国債償還の平準化に目的をできるだけ絞り、徐々に多様化したほうが、市場にとってわかりやすいと思う。(再掲) ○ 発行体として、負債構成のコントロールや償還の平準化等を考慮しなければならないのは当然であり、買入消却、流動性供給入札の活用に当たっては、そうした目的を中心に据えて実施すべきではないか。(再掲)
(6) 国債整理基金の余資運用	国債整理基金の余資運用として、既発国債の買入を行う。 (注) 当該買入は、原則として「買切り」(買入保有)になる、と考えられる。	○ 買入消却の銘柄・額・頻度・タイミングは、ある程度定型的に事前に決定しておくことが可能。 ○ 買入により、イールド・カーブ等が変動し、他の市場参加者に不測の利害得失をもたらす恐れがある。	○ 買入消却の国債整理基金の余資運用に関しては、大きなロットで市中に出てくると、マーケットに大きな影響を与え、市場関係者の思惑を呼びかねないため、小さなロットでやっていく必要がある ○ 国債整理基金の余資運用という、同基金の買切り・売切りオペというイメージもあることから、この目的によるパイバックも行う場合には、一回の買入額があまり大きく変動しないような配慮が望ましい。

(注1) (1)～(6)の各目的については、それぞれ別の主たる目的とともにあわせて掲げることも可能。

(注2) 市場参加者等の意見は、国債市場特別参加者会合(第5回、平成17年5月31日(火)開催)、国の債務管理の在り方に関する懇談会(第4回、平成17年6月29日(水)開催)、国債投資家懇談会(第12回、平成17年7月22日(金)開催)における主な意見。