

国債投資家懇談会議事要旨(抄)

第15回、平成18年4月11日(火)実施
「今年度の国債発行について」関連部分抜粋

メンバーから出された意見等の概要は以下のとおり。

・15年変動利付債については、従来から、投資家層の偏在ということが言われてきたが、現状の投資家層について見れば、やや飽和状態に近づきつつあると思われる。それに加えて、フラットニングの影響も少なからずあることを考えれば、需給の改善が見られるまでは、思い切った発行額の減額ということが望まれるのではないかと懸念している。

・15年変動利付債については、これから、金融政策が本格的に引締め方向に向かっていくと考えれば、商品特性から言っても、投資を行いにくい状況になっていくのではないかと懸念している。償還も2015年までではないということを考えると需給悪化というリスクもあり、18年度の発行額を消化するのはやや困難なのではないかと懸念している。

・世界的なフラットニングの流れの中で、結果としてこういう状況になってはいるが、商品そのものに特に欠点がある訳ではなく、大幅な減額が必要とは思っていない。ただ、ここもとの入札の状況を業者から聞いた話では、1回当たりの発行額はやや多く、若干の減額調整をしたほうがスムーズな発行に繋がるのではないかと懸念している。

・15年変動利付債は、短期金利よりも長期金利の方が上がるような局面において、初めてヘッジ効果が出てくる債券であるが、今は短期金利が上がるのをどうするかという状況になっており、むしろ物価連動債の購入やデュレーションを短くすることによる対応で事足りている感じになっている。

・15年変動利付債については、長い目で見れば、金利上昇リスクヘッジ、特に長期ゾーンのヘッジについて効果があると思っている。ただ、イールドカーブのフラットニングによって、かなりの評価損が出ている投資家が少なくない状況であり、将来的には必要な商品だとは思っているものの、現時点で見ると、投資需要を供給が上回っているような感じがしている。

従って、１８年度においては、実際に発行額を若干減らしているが、もう少し減額する必要があるのではないかと考えている。

・実際の長期金利の上昇へのヘッジとして購入したこともあるが、これだけ相場が荒れてくると、なかなか使いにくく、今は全くやっていない状況である。足元を見ると、やや供給過剰という面もあると思われるので、やはり減額の方が正しいのではないか。

・イールドカーブの動向によっては今後もしばらく需要が回復しない可能性も考慮すべきであり、減額方向で検討すべきと考えている。

・１５年変動利付債については、秋口以降、投資のチャンスを窺っていたが、海外でのフラットニングの解消も進まず、日本においても中期を中心とした金利上昇が始まる中で、投資チャンスがないままに今日を迎えている状況。理論値から見れば割安感がないわけではないが、需給バランスが悪化し、また、中期金利を中心とする金利上昇懸念がある現状では、正直なかなか投資を検討しにくく、一時的に減額を検討すべき。

・１５年変動利付債は、長期のフォワードが上がれば価格が上昇するという商品性を理解している投資家にとっては、非常に良い商品であるが、そうしたニーズが本当にどれだけあるのかが今問われており、マーケットの動きを見ている限りでは、少し供給過剰気味ではないかと考えている。

また、足元ディーラーのリスクテイク能力が低下しており、その結果、１５年変動利付債のボラティリティが拡大し、それが、長期のイールドカーブのボラティリティの拡大を通じて、更に１５年変動利付債の価格のボラティリティを拡大するという、悪循環に陥っているという面もあり、減額が適当。

・まず、長期的には、運用手段の多様化というのは、投資家としては望ましいという大前提があり、そうした意味では、今後１５年変動利付債のマーケットを守り、育てていってほしいと思う。ただ、足元において、投資家層が限定されているのも確かであり、若干の減額を検討する必要はあるのではないか。

・３０年債については、発行量が少なく流動性が低かったこともあって、今まで購入を検討していなかったが、昨今金利が上がってきたこともあり、発行量が増えれば購入の対象としても検討していきたい。

・30年債はバイ・アンド・ホールドの投資家が多く、一旦保有されてしまうとなかなかマーケットに出てこず、結果として流動性が低くなってしまっている状況。こうした問題を解消するためにも30年債の発行を増やしてほしい。30年債が増え、将来的に20年から30年の残存期間の債券も揃うようになれば、マーケット全体が活性化することも期待できる。

・最近注視しているのは、イールドカーブが全体的にフラットニングしている中で、特に30年ゾーンの動きが荒い点である。これは恐らく過去の発行額が少額であり、一旦投資家のポートにはまってしまいうとなかなか出てこないことによるものなのではないかと考えている。もし、今後増発という形でこうした問題を解消する余地があるのであれば是非検討いただきたい。

・継続的な発行が将来的にマーケットの安定につながるのではないかと。今は玉不足で、トレーディングに振り回されて値動きが荒くなっている部分があるので、その点を解消していくというのは非常に重要。市場が安定すれば、参加者が増えていく可能性もあり、是非継続的に発行していただきたい。

・30年債については、ALMの観点からの投資家のニーズに対して、現行の発行量は必ずしも十分ではないと思っている。流動性が乏しく、今後さらに割高に推移していくおそれもあり、増額を希望する。

・30年債に対する投資家の需要としては、二つのタイプがある。一つは長期的・潜在的なALMの観点からのニーズ、もう一つは短期的なトレーディングのニーズ、具体的には、他年限、スワップ対比で見たレラティブバリュートのトレーディングのニーズ、対スワップで見たトレーディングのニーズや業者のヘッジニーズである。特に、足元、15年変動利付債のヘッジニーズや様々なショートカバーのため、業者のヘッジニーズは高く、13日に開催される国債市場特別参加者会合においても増額を望む声が多く出るだろう。

ただ、1月～3月期の30年債の大幅なアウトパフォーマンスは、かなりの部分がこの業者のヘッジニーズによるものと考えられる点については、留意が必要。これを深読みしすぎ、需要が高いと短絡的に考えて結論を出すことは避けるべき。長期的・潜在的なALMのニーズにフォーカスを当て、場合によっては、時間をかけてでも、増額を検討するのがよいと思う。

・年金は、NOMURA - BPIを基準とした運用を行っており、目標となるデュレーションは5年程度であるが、短期ゾーンと30年のバーベルポジショ

ンで5年のデュレーションを作り出すことも考えられることから、30年債の流動性が向上することは選択肢が増えるという意味でありがたい。

- ・18年度の発行量で比較した場合、10年債が22兆8000億円、20年債が9兆6000億円であるのに対して、30年債の発行量は2兆円に過ぎない状況であり、30年債が十分な流動性を持つのは難しい。増額を検討すべき。

- ・30年債の流動性を増やして、30年ゾーンまで公正なマーケットメイクができるようになれば、10年ないしそれ以下の短いところにも裁定が利くことになり、結果としてマーケット全体にプラスになると考えている。

- ・物価連動債は、15年変動利付債と異なり、コアな商品と位置づけ、長期的に育てていかなければならない商品だと考えている。そうした観点からすれば、物価連動債の増額を見込んでいくという方向性に違和感はない。

- ・物価連動債については、残高ベースで見てもあまりにも少なく、是非増額の方で検討して欲しい。ただ、我々も含めて今後のインフレについて投資家全体が自信を持っているというわけではなく、直ちに大きく増やすということではなく、2、3年かけて徐々に増やしていくという方向性を念頭において検討していただきたいと思っている。

具体的なイメージとしては、現行の1回当たりの発行額の5000億円をいきなり倍にするということではなく、もう少し少なめの方がよいという感じを持っている。足元の経済情勢から見ても、入札の回数や1回当たりの発行金額を少し増やして、一旦様子を見る方が適当ではないか。

- ・今回の会計処理の変更というのは、物価連動債の市場育成にとって本当に重要なエポックメイキングだと思っており、かなり投資家層の拡大が期待できると思う。レポ取引をもう少し活発にする上でも増額の方で考えるべき。

- ・インフレに対するヘッジ手段としては他に不動産や株があり、物価連動債にはあまり触手が動かない。

- ・将来的に、年金がインフレ率をベンチマークの一つとして運用していくという考え方に変わっていくようなことも考えられ、長期的に見て、物価連動債の発行を拡大していったら良いと思う。

・物価連動債は、金利の上昇リスクヘッジという面からは非常に有効な商品だと思っている。P / L ヒットしなくてよいという会計制度に変更していただいたこともあり、今後は非常に興味を持って見ていきたいと考えている。

・個人投資家の最終的な運用目標は、インフレヘッジであり、物価連動債は非常に重要なプロダクトではないか。従って、段々と増額していく方が望ましい。

・30年債、物価連動債については、確かに流動性が少なく、例えば、投資家がこれらの債券を業者に売ろうとした場合に、日銀の買い切りオペに入っていないことを理由に買ってくれない、あるいは、投資家が業者から買おうとした場合に、レポでショートができないことを理由に売ってくれないといったことが実際に起きている。ただ、これは、銘柄ごとの偏在があることによる面が多く、増発が本当に流動性の増加につながるのかについてはかなり疑問を持っている。むしろ、30年債にしても物価連動債にしても、3か月というかなり短い周期でマチュリティの新しいものが出てくるが、リオープンにして1銘柄当たりの発行額を大きくしていけば、流動性は上がっていくのではないかと考えている。

・物価連動債は、会計の見直しにより、非常に投資しやすい商品になったと考えている。また、個人的には、こういった商品を通じて、合理的なインフレ期待の形成がされれば、マーケットと政策当局とのコミュニケーション・ツールとしての効果も期待できると考えている。

・今後、デフレの脱却からインフレに関する展望がテーマになる時期を迎える中で、会計制度の見直しが行われたのは、いいタイミングだったのではないかと考えている。

・長期的な課題として、10年だけでなく20年あるいはもう少し長い年限の物価連動債の発行を検討すべき。物価連動債市場のタームストラクチャーが少しずつできてくれば、市場に織り込まれていくフォワードのインフレのレベルを観測していくという意味において、今後の金融政策を考えていく上で非常に有意義なことと考える。

・年金については、ALMの考え方によれば、必ずしも5年ということではなく、イギリスのように、それぞれの年金の負債構造に応じたデュレーションのフィックスド・インカムをベンチマークに、そこからいかにプラスアルファを狙っていくかというのが正しい姿だとは思いますが、まだそういう状態にはなっていないというのが実情。

・企業年金のマーケットにおいても、野村のB P Iを基準にした運用を行うということが、従来の慣行のようにになっているのは確かだが、ライアビリティに即して、B P Iとは異なるベンチマークを設定している基金も出てきている。

・ヨーロッパでは、ここ1～2年、長期債、超長期債だけをベンチマークにした運用が急速に伸びており、イギリス、オランダ、アメリカ等でも超長期債に特化した運用指図も出てきている状況。他方、日本においては、会計あるいは制度に関わる問題がボトルネックとなっているのではないかと。イギリスなどにおいても、制度変更がトリガーとなって、こうした動きが一般化したと認識している。

・年金の運用債券の長期化が進まないのは、運用者サイドに、数年来、漠然とした金利上昇に対する懸念があったためという面がある。

・B P Iをベンチマークとした運用を行っている私的の年金基金が多いのは事実であるが、そうした運用には特に理由がなく、年金連合会がB P Iを使っているのも、漫然とそれに倣っている方々が多いのではないかと。

・運用者側としては、運用委託をする際に、何らかのベンチマークを設定する必要があるが、相応しいベンチマークが今のところ存在しないという面はある。ただ、基本的には、今後、運用を負債サイドに合わせていくという方向に改善されていくべきものだと思う。

・確かに年金で5年というのは短いという気もするが、金利上昇という相場観に立ち、株による運用益も見込めるのであれば、あながち変な運用でもないのかもしれない。ただ、B P Iに沿った運用に統一する合理性はなく、10年が良いのか30年が良いのかは分からないが、預ける側がベンチマークを選択するという意識改革は、やはり必要なのではないかと。

・冷戦終焉後の債券のグレート・ブル期が終わって、それで直ぐにグレート・ベアに転じるのかと思っていたが、投資家の御意見を聞いていると冷静に対応しており、グレート・ベアではなさそうだという印象を受けた。

その中で、日本国債の市場としては、イールドカーブのフルレンジについて、公正な価格付けを絶えず発信できるように、また物価連動債についてもそれができれば、市場のシグナルとして期待インフレ率を示すことができるようになるわけで、そういったものが非常に大事になっているのだと改めて認識した。