

■ 金利推定モデルの構築

・流通市場が存在しない中で、投資家、納税者双方にとって不利とならない条件での発行

⇒ 金利推定モデルの構築による「適切な条件」の推定

➤「国債の金利推定モデルに関する研究会」の開催（本年5月～7月）

- ・アカデミックかつ中立的な組織である財務総合政策研究所にて開催
- ・金融工学的アプローチから納税者にとって不利とはならない金利水準を算出
 - 首都大学東京、木島教授・田中准教授の作成した原案モデルを審議・検討

➤金利推定モデルの公表（本年8月）

・モデルのポイント

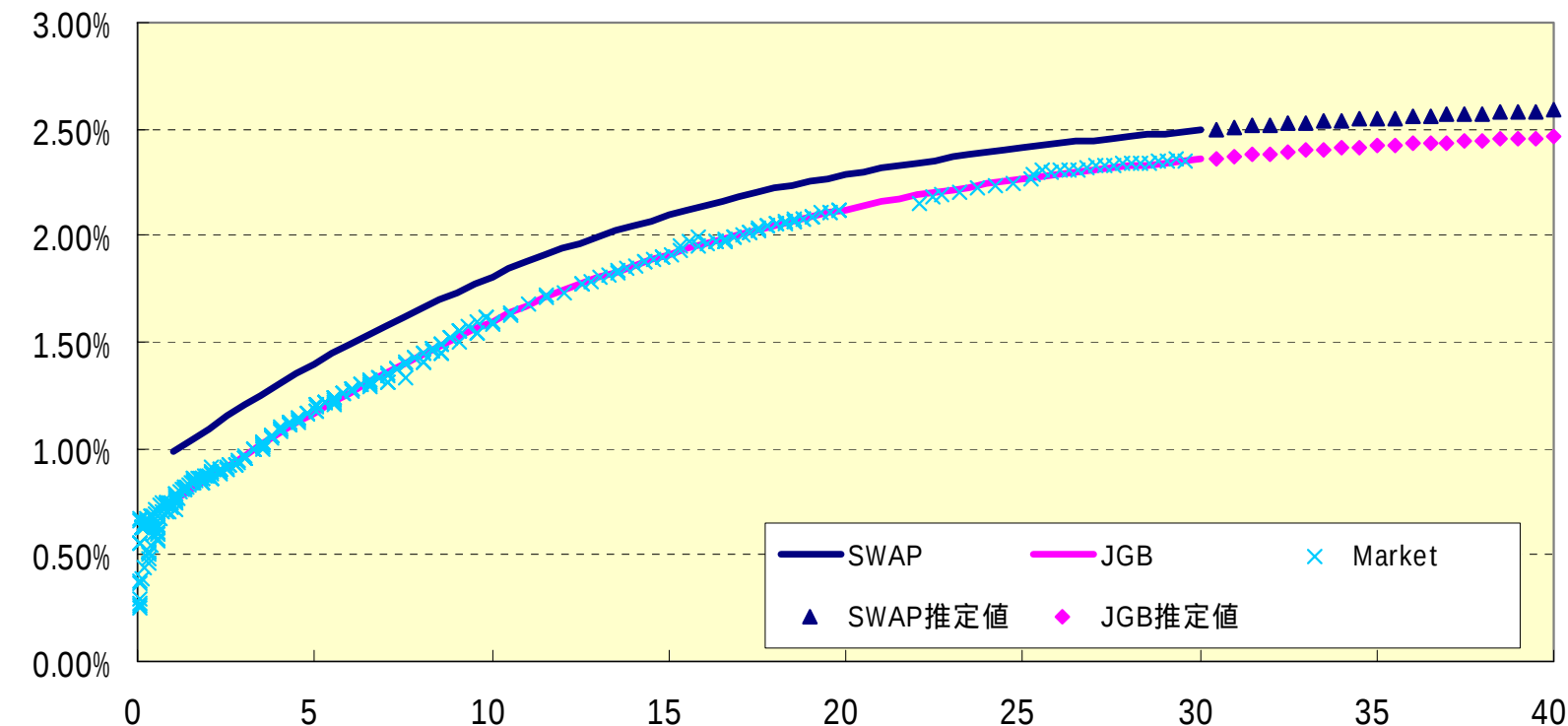
「スワップカーブ(L)が国債イールドカーブ(G)とスワップスプレッドから構成されていることに着目し、スワップカーブ及びスワップスプレッドの期間構造をそれぞれモデル化し、個別銘柄の需給に左右されない国債イールドカーブを表現する。」

（財務総合政策研究所：「国債の金利推定モデルに関する研究会」報告書より）

金利推定モデルの導入

■ 金利モデルによるイールドカーブの算出例

スワップ・レートとスワップ・スプレッドから算出した推定値



各年限の複利利回り

	5Y	10Y	15Y	20Y	25Y	30Y	35Y	40Y
SWAP	1.399%	1.807%	2.094%	2.286%	2.411%	2.494%	2.549%	2.587%
JGB	1.168%	1.600%	1.912%	2.124%	2.264%	2.357%	2.420%	2.462%
SPREAD(bp)	23.1	20.8	18.2	16.2	14.7	13.6	12.9	12.4

年限間スプレッド

	10Y-20Y	20Y-30Y	30Y-40Y
SWAP	47.9 bp	20.8 bp	9.3 bp
JGB	52.4 bp	23.3 bp	10.5 bp

平成19年8月31日のデータを基に開発中のプログラムを使用して試算したイメージである。

国債市場特別参加者会合（第 16 回）議事要旨（抜粋）

（平成 19 年 5 月 28 日（金））

〔40 年債の発行条件等について〕

1．年間銘柄数、発行上限額について

- ・ 流動性を確保するために、複数年 1 銘柄とし、原則リオープン方式の発行が良い。
- ・ 複数年 1 銘柄か、年間 1 銘柄かで差はなく、初回発行時の満期についても、40 年、41 年、42 年のいずれにしたとしても有意な差はない。
- ・ 流動性の確保が重要な問題になるので、複数年にわたってリオープン発行するのが良い。初回の発行量にもよるが、500～1,000 億円であれば、初回は 42 年債とし、発行ペースを半年に 1 回にして 2 年間リオープンするのが良い。
- ・ 初回発行時の満期については、前回会合で、数回リオープンを行い、一定程度の発行残高になる時点で、残存期間が 40 年になるようにするのが適当という意見もあったが、20 年債や 30 年債と発行方法を変える必要はなく、40 年ちょうどの満期で全く問題ない。
- ・ 半期 1 回発行で 1 年間は原則リオープンすることに問題ないが、複数年のリオープンにしてしまうと、投資家は何年かにわたって 1 銘柄で簿価通算して、同じ簿価の 1 銘柄を持つことになってしまうため、複数年のリオープン発行は避けるべきである。
- ・ 発行ペースについては半期 1 回を目安とし、事前に公表した方が、投資家にとっては見通しが立てやすいと思う。また、リオープン後の 1 銘柄の上限を検討するほか、複数年リオープンの場合には 2 本目以降をどうするかも併せて検討する必要があると思う。
- ・ 流動性がまだ向上過程にある 30 年債入札への影響等を考えると、1 回の発行額は、500 億円～1,000 億円程度が良い。今年度に、まず 1 回、上限 500 億円～1,000 億円で発行して、マーケットでどのように消化されるか、30 年等のイールドカーブにどのような影響を与えるのかといった点を確認して、来年度以降の在り方については、改めて決めるのが良い。
- ・ 発行上限に関しては、500 億円～1,000 億円くらいのイメージを持っている。
- ・ 発行額についてはニーズが集まればではあるが、流動性を気にする投資家が多いので、1,000 億円ぐらいは発行できればと考えている。

- ・ 発行額については、40 年債は財投機関債で発行されており、40 年国債を半年に 1 回しか発行しないのなら、その半年間は一般債のベンチマークとなりうるようなサイズを確保することが望ましい。また 1 回の発行が小さくて最初の入札で A L M される投資家にはまってしまった場合に、セカンダリー市場が全く無くなってしまうのはいかなものかと思うので、ある程度のサイズがあったほうがよく、できれば 2,000 億円程度と思っている。
- ・ 流動性確保の観点から、発行額は、500 億円よりは 1,000 億円、1,500 億円、2,000 億円の方が良いと思っている。
- ・ 発行額に上限を定めるとのことだが、逆に例えば 500 億円以下のニーズしか無い場合には、どうするのか。発行の手続の手間等との関連から、最低限ある程度の金額がないと発行できないことはあるのか。

2．初回発行時期について

- ・ 初回発行時期としては、30 年債入札の月を避け、かつ営業日等を考えあわせると、本年 11 月が適当である。
- ・ 1 回に 1,000 億円、1 年間はリオープンとし、半年に 1 回発行する場合、初回発行のタイミングとしては、30 年債の入札がなく、海外投資家の休暇等を考慮しなくても良い 11 月が妥当である。その場合、第 1 回債は、3 回リオープンというのもありうると思っている。

3．入札方式について

- ・ 30 年債では当初イールド・ダッチ方式で入札が行われたので、まずはイールド・ダッチ方式が良いのではないか。そのうえで、30 年債と同様に価格コンベンショナル方式に移行することで問題ない。
- ・ ニーズがあることを前提に発行するのであるから、事前にしっかりしたマーケットヒアリングを行うのであれば、イールド・ダッチ方式ではなく、最初から現行の 30 年債と同様に価格コンベンショナル方式を採用することで問題ない。
- ・ システム上の問題があるかもしれないが、価格ダッチ方式を検討することも選択肢と考えている。
- ・ 入札利回りの刻みは、すこし大きいかもしれないが、0.5bp が適当。

- ・ 入札価格の刻みは、10 銭刻みになるとすこしインパクトが大きいので、5 銭刻みが適当ではないかと思う。
- ・ 納税者の不利になる発行は行わないという観点から、下値制限付入札とすることについては全く問題ないと思う。

4．特別参加者の落札・応札義務等について

- ・ 必ず一定金額を発行する必要がある入札ではなく、業者によってもニーズのつかみ方が違ってくると思うので、落札・応札義務は負わない形での入札として欲しい。
- ・ 落札・応札義務については、下値制限がついていて、発行するかしないかも分からないし、札割れという心配もないので、義務を課す必要はないと思う。義務への対価としての非価格競争入札も当然ながらないというのが筋ではないかと思う。
- ・ 非価格競争入札に関しては、第 Ⅰ、第 Ⅱ ともにあった方が良く。落札・応札義務に関しては、40 年債だけの落札・応札義務を設けることには反対であり、20 年債等と合算にして超長期ゾーンとして評価して欲しい。
- ・ 特別参加者としては、当然ながら落札・応札義務があることが前提と考えている。ただし、40 年単独での義務ではなく、落札・応札義務は、超長期の中で合算すれば良い。

5．現時点でのニーズについて

- ・ 投資家からは、特に現時点で目立ったニーズは聞こえてこない。財投機関債で発行額 500 億円～700 億円の 40 年債も出ているが、ターゲット・ディールのような形で海外投資家が購入している印象が強い。海外投資家が購入層の大半を占めることについて、国内の投資家からは、自分たちの需要が満たされないといった不満の声は上がっていない。
- ・ 顧客から問い合わせ等は多くあるが、今のところ特に具体的なニーズは聞いていない。
- ・ 基本的に安く発行されるものに関してはレラティブ・バリューに着目した投資家のニーズがあるが、理論値対比で適正に発行されるものを買う投資家に対して証券会社としてもしっかりマーケティングを行うよう変わっていかねばならないと考えている。
- ・ 40 年という期間からして、国内の機関投資家の負債サイドとのギャップが大きいので、当初は慎重なスタンスでの発行が望ましいと考えている。