

国債市場特別参加者会合（第 15 回）議事要旨（抜粋）

（平成 19 年 3 月 16 日（金））

- ・ 銘柄の数が多すぎるということが問題であり、リオープンにより指標銘柄を作っていくということが一番重要と考えている。
- ・ セカンダリーの流動性が高くないということは、好ましいことではない。セカンダリーでの取引コストを下げるような動きや、リオープン発行を増やしていくことを行っていくしかない。
- ・ 流通市場に関して、非居住者から引値が実勢を反映していないことについて質問を受けるが、その理由を説明するのは難しい。引値がそうなる理由としては、個別銘柄の流動性の問題があるわけで、リオープン発行をある程度進めていくことによって、時間が経てば流動性が出てきて、引値がカーブ上に乗る時が来ると思う。直ぐには変えられないと思うが、リオープン発行は積極的に議論していきたい。
- ・ （当局から、最近 5 年債、10 年債、20 年債で結果として 3 回同一銘柄発行のリオープン発行となった銘柄があるが、その結果についてどう見ているかと問うたのに対し、）入札直後は新しい銘柄ではないため、直接的なニーズが少なく動きは鈍かったと思うが、一方で、流動性の高い銘柄となることで、スワップとからめてそれを好んで積極的に取引する非居住者の動きはあったように思う。
- ・ 現状では、リオープン発行とそうでないものが、どのような結果の違いを生み出すかというのは、市場環境によって左右される部分の方が大きい。リオープン発行については、外国人投資家に理解されやすいなどメリットはあると思うが、セカンダリーでの外国人投資家のフローは確かに増えているものの、最終投資家としては圧倒的に国内投資家が多いという状況にある。
したがって、もう少し絶対金利水準が上がってきてグローバルに日本国債が保有されるという環境が生まれた場合には、最終投資家としての外国人投資家を意識したリオープン発行を真剣に検討しても良いと思うが、現時点では、国内投資家が扱いやすいことをポイントにしたほうが良いのではないかと。

国債市場特別参加者会合（第14回）議事要旨（抜粋）

（平成18年12月8日（金））

〔他の年限へのリオープン導入について〕

- ・ 2年債を除いた利付債の月例発行分については、3、6、9、12月債を新発債として、それに続く2ヶ月については、原則リオープンというのが適当ではないかと思う。1銘柄あたりの厚みを相当持たないと、どうしても最近の外国人投資家のようにスワップの方を好む動きが出てくる。債券を取り扱っている業者としては、スムーズなカーブ、流動性の高い市場、投資家にとっての取引コストや価格の透明性の高い市場を作っていきたいと思うので、1銘柄あたりの厚みを作るということを前提に考えて5年債、10年債、20年債についても原則リオープンといった形で考えていただければと思う。
- ・ 他の年限については、基本的には原則リオープンとすることがマーケットの透明性の向上に繋がると考えている。とりわけ今のマーケットにおいて、それこそ米国債のブローカーマーケットを見ても、取引されているベンチマークの透明性がより多くの投資家を引き付けていると思う。
- ・ 基本的には全てリオープンにして銘柄数を減らして流動性を高める方が、海外の投資家も含めて良いのではないか。
- ・ 原則リオープンの拡大は大歓迎である。その際、リオープンするか否かの基準については明示しないほうが良い。現場のディーラー等の意見では、リオープンによる需要への悪影響はさほどなく、むしろセカンダリーマーケットの流動性が高まることで大きなロットを捌けるようになる利点のほうが大きいと考えている。
- ・ プライマリーの話が中心になっているが、確かにカレント志向は強く、消化という意味ではその方が良いのかもしれない。しかし、セカンダリーマーケットを考えると、銘柄が多いことで、業者のロング・ショートの変動が非常に多くなってしまうことに繋がっている。ロング・ショートがたくさんあると、資本力が必要となり、あるいはレボコストがかかってくる。2年債など短い年限であれば良いが、例えば、20年債や10年債は、発行時のロング・ショートを長期間抱えながらやっていかなければいけないことになっている。債券の種類も少なかった昔と違い、多くの種類が出ている現在では、プライマリーだけではなく、セカンダリーとマーケットメイクという観点からリオープンを拡大していった方が良いと考える。

- ・ 最近、5 年債では 500 億円程度のロットの取引が頻繁に行われており、場合によってオプション等を絡める 1,000 億円単位の取引などが見受けられる。海外投資家との取引サイズが大きくなってきていることから、1 銘柄 2 兆円でも十分な流動性を維持できるほどの量はないというのが実感である。
- ・ ディーラーに新発債かりオープンかというヒアリングをした場合、新しい銘柄が良いと答えるのは選択肢があるからである。ディーラーとしては、選択肢がある以上は目先売りやすい方の新発債を希望するが、これと原則リオープン制にした方が良いというのは、全く違う状況のもとでの発言である。入札時にどちらが良いかと言われれば、状況に応じて新発債の方が良いと答えるが、そのことが原則リオープン制の否定に繋がるものではない。
- ・ とりわけ国内投資家の話を聞くと流動性を高めてくれという意見がある一方で、銘柄が多い方が良いということもあり、実際入札になると新発債がほしいという声も多く、恐らくプライマリーディーラーにヒアリングをかけられる時にも銘柄統合されるよりは新発債で出してほしいと言う意見が今でも多いと思う。そのあたりの現状を考えると、まだその他の銘柄に関しては原則リオープン化というのは、ちょっと早いのかなという印象を持っている。
- ・ 銘柄数を減らして流動性を高めるというのが、大きなメリットになるため、中長期的には原則リオープン制度の導入を検討すべき。ただし、国内投資家はカレント志向がかなり強いので、現状では時期尚早である。
- ・ 物価連動債、30 年債以外の年限については、1 銘柄の発行額が 1 兆円を割った時に原則リオープンを検討すれば良い。国内投資家はカレント志向が強いので、発行額が 2 兆円規模の銘柄については、必ずしもリオープンのニーズは高くない。
- ・ 発行量の減るものをリオープンしていくというやり方はあるだろうが、現状 5 年、10 年はいずれも発行量が多いので、現状維持の方が良い。
- ・ 流動性のないものについてリオープンするということは、論理的であって良いが、日本の投資家は簿価通算を採用しているので、全部リオープンとすることが必ずしも皆にとってハッピーかというところと少々違う面も出てくる。流動性の少ない物価連動債や 30 年債のリオープンについて全く異論はないが、他の年限については状況を見ながらであり、程度の問題ではないか。
- ・ 投資家のカレント志向というのは相当あると思う。仮に、流動性の問題が深刻であるとするならば、2 年債はリオープンになっていないとおかしいという話になる。毎月発行の 2 年債がリオープンでなくても良いという現状から考えると、カレント志向の方が上回っているのではないかと。償却原価法ではあるものの、簿価通算するため、使い勝手の面からは

銘柄が分散した方が決算対策等でフレキシブルに調整しやすい面もある。30 年債では海外投資家の比率が相当高いが、10 年以下の年限、特に 5 年債については国内の機関投資家の保有量が多いことを勘案すると、カレントニーズをある程度重視すべきである。その中で、リオープンのフレキシビリティを持たせるという方向の方が、少なくとも足元では、国債の安定消化に資するのではないかと考えている。

- ・(理財局より、5 年 60 回債が 3 本 1 銘柄になったが、その後の状況から、これがリオープンになったことについて良かった又は悪かった等の意見を問うたのに対して、)メインである国内の投資家は、他の年限での原則リオープンに困る状況にあることは理解した方が良好い。最近、5 年債が 3 回連続して同じ銘柄になったときには、やや消化が厳しいという意見があったことも確かである。
- ・2 回リオープンされた 5 年 60 回債はなかなか需給が締まらない銘柄ではあるが、それは 2 回リオープンされた銘柄とそうでない銘柄が混在しているからであって、全てリオープンになれば、時間とともに解消する問題だと思われる。
- ・確かに 5 年 60 回債は直近、色々と材料があった中での入札ということが大きかったのではない。1 銘柄 3 本出た後の市場の動向に関しては、どちらかといえばダブついているというより流動性がしっかりある銘柄となっており、他の銘柄と比べて沈んだような状況にはないと思う。