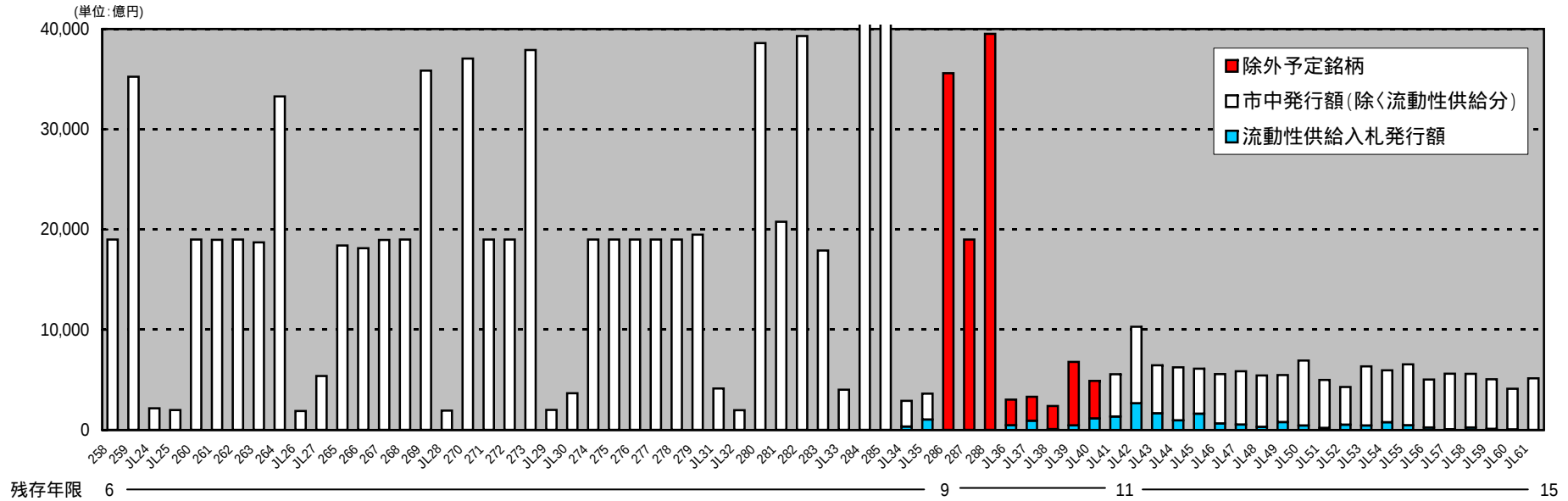
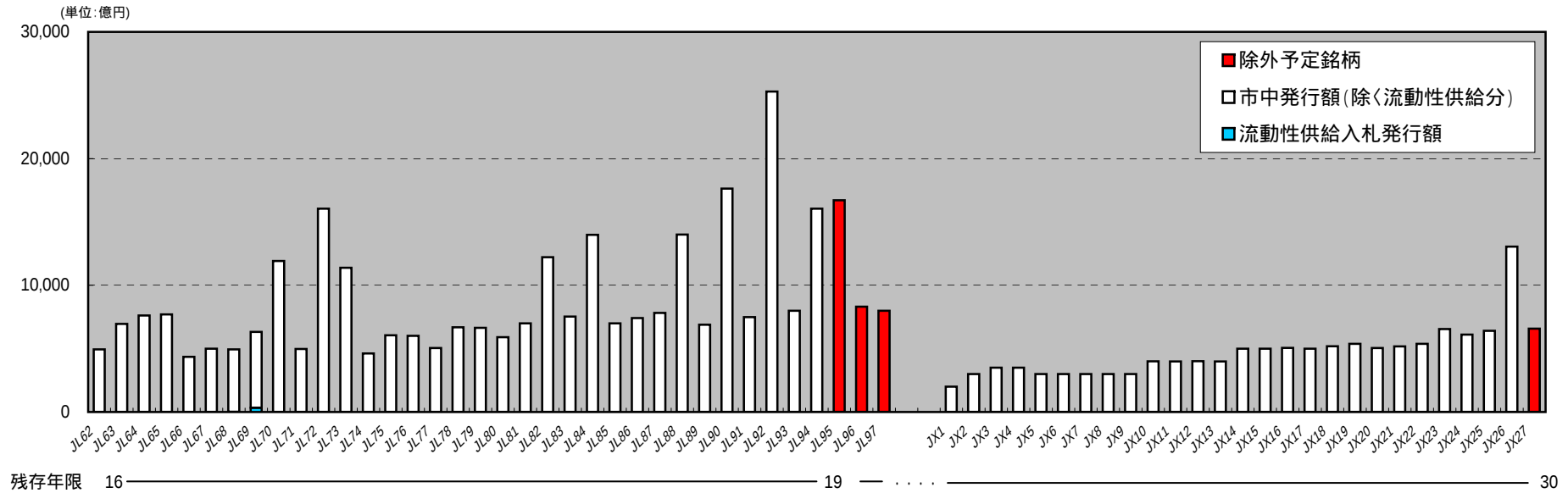


6～15年ゾーン



16～29年ゾーン



注) 残存年限は、平成20年3月時点。JLは20年債、JXは30年債を表す。

国債市場特別参加者会合(第17回)議事要旨抜粋 (平成19年9月7日開催)

【19年度下期対象ゾーン】

- ・ 下期の流動性供給入札の対象ゾーンとしては、現行を基本としつつ、残存期間を若干延長したゾーンとすることでよい。現行ゾーンでの流動性供給入札では、過熱する入札はなくなってきているが、継続する意味はある。
- ・ 基本的には、フレキシブルに対象銘柄を全ゾーンに拡大していくことは必要だと考えており、その意味では、残存6～9年ゾーンも含めることは非常に肯定的に考えたい。
- ・ 対象ゾーンを残存11～16年といった特定ゾーンや特定銘柄に絞らず、もう少し広いゾーンを対象とし、例えば、20年債では80回位まで、或いは、30年債のシングル回号も含めたゾーンから選定できるようにして頂きたい。
残存6～9年ゾーンを新たに含める案については、フレキシビリティが高まるので歓迎する。また、残存期間が大きく違うものを同時に入札するとわかりにくくなるため、10年超とそれ以外の残存6～9年辺りといった2つに分けるといった形が合理的であると思う。
- ・ 来年度に対象が60銘柄に増えるのであれば、対象年限を変えて残存6～9年とするよりは、むしろ、現行プラスαの残存11～16年ゾーンを対象にする案の方が、よりスムーズに移行できる。ただし、残存6～9年ゾーンも含める案について特に強い反対意見は持っていない。
- ・ 流動性供給入札に対するスタンスとしては、恒常的に流動性が不足していて、且つ、投資家ニーズがあるゾーンを発行すれば良いと思っており、一時的にタイトだから発行するといった考え方には反対である。その意味では、現行を基本としつつ、残存期間を若干延長したゾーンとすることでよいと思う。
- ・ 当初スタート時には、20年債の残存10～15年ゾーンが恒常的にショートであり、これを埋めることが趣旨であった。その考えを杓子定規にあてはめる必要はないが、残存6～9年ゾーンも含めるのであれば、当初の目的から逸脱してしまうように思う。来年度に60銘柄まで銘柄数が拡大する見通しであれば、流動性供給入札の趣旨を改めて整理する必要がある。更に、特別流動性供給入札も加わると、一時的なショート銘柄も供給対象となりうるので、流動性供給入札そのものの目的・理由付けを整理しておく必要があると思う。
- ・ 対象ゾーンについては、当社としては現行ゾーンに残存6～9年ゾーンを加えて頂きたい。物価連動債の発行も増えてきており、現実的に物価連動債の取引の大部分が同残存の10年債との複利差を利用したBEI取引となっている。10年債は発行時は潤沢な流動性があるが、残存期間が短くなっていくに従い、マーケットで取引される量は徐々に減っている状況である。需給のタイトな10年債の270番台にBEI取引のアンワインドによる買い戻しが大量に入った場合には、業者はただでさえショートな地合いにショートが重なることになり、非常に調達が困難という状況に陥ってしまう。こういった銘柄の流動性を確保してもらえば、物価連動債の取引もさらに円滑に行われるようになるのではないかと思う。

- ・ 対象ゾーンについては、現行ゾーンを基本とした残存 11～16 年程度で良いと思う。来年度から対象銘柄を拡大できるのであれば、どういう方法で対象ゾーンの流動性を供給できるのかということを考えなければならないが、下期実施のうち 1～2 回ということであれば、残存 6～9 年ゾーンを加えるようなことでいいのではないかと思う。
- ・ 対象ゾーンについては、現行ゾーンに残存 6～9 年ゾーン加えることで良いと思う。マーケットの需給というのはその場その場で動くが、現時点で言えば、現行 11～15 年程度ゾーンの需要は、業者間での取引を見ても、ある程度満たされてきていると感じている。実際に入札を行ってみて、どれくらいのところで足切りになるのかというところをフォローしつつ、下期の現行ゾーンでの実施回数を判断していくのが良いと考えている。自分の感覚としては現行ゾーンの入札は 4 回くらいでも十分かと思う。
- ・ 1 回の流動性供給入札の発行額を、現行 1,000 億円から 1,500 億円或いは 2,000 億円に増加しても良いと考えている。流動性供給入札によりコンスタントに割高に落札されている事を考えれば、発行額の増加も今後の検討課題に加えて頂きたい。
- ・ 30 年債のストリップス化された分離元本の残高が 1,000 億円を超えており、また今後予想される 40 年債の発行コストを抑えるという意味でも、30 年債の安定消化は非常に大事だと思う。来年度以降の検討課題ではあるが、ストリップス債の元本、もしくは利札についても、ニーズが見られた部分を追加発行して頂きたい。これによりストリップス債保有者も、キャッシュ・フローの再構築ができることになり、市況を回復させるためにも大事だと思う。

(以上)

国債投資家懇談会(第19回)議事要旨抜粋 (平成19年9月13日開催)

【19年度下期対象ゾーン】

- ・ 導入当初、発行額が少なく、極端に流動性が落ちていることで恒久的に割高だった残存12～15年ゾーンを対象に開始した趣旨を考えると、現行を基本とする残存11～16年ゾーンを継続して頂きたい。
- ・ 実施頻度と発行額については、毎月1回の1,000億円であれば流動性の確保の観点から有効だと思う。
- ・ 対象ゾーンについては、残存11～16年ゾーンのところに加え、発行量が少ない30年債のシングル回数を要望しているが、発行量の少ない回数を均すということを考えれば、残存6～9年ゾーンを対象としてもよい。
- ・ 現行ゾーンを基本としつつ、残存期間を延長させる残存11～16年ゾーンが妥当である。このゾーンについてはまだ発行量が少ないと思っており、今後もこのゾーンを要望する。
- ・ 導入当初の趣旨と金額の効果を考えると、構造的に流動性が不足している残存11～16年ゾーンに包括して供給すべきではないか。残存6～9年については、代替可能な銘柄もあるので、このゾーンについての必要性を感じていない。
- ・ (理財局より、「スワップスプレッドを見ると、10年と11～15年ゾーンが逆転しているが、これはこのゾーンの流動性が高まったと考えてよいか。」旨発言があったことに対し)現在のスワップスプレッドが安くなってきていることは明白であるが、実際のストラクチャード系のスワップ取引はドル円の為替にも関係して10年超に歪みがあるのに対して、現物の残存11～15年ゾーンはあまり取引されていないということもあり、現時点では、一概に流動性の有無は判断しづらい。
もう一点は、スワップスプレッドの構造が変わってきており、現在だと2年や5年といった短い年限が拡大している。これは、その年限の潜在的な需要が日本のみならず欧米でも非常に強く、グローバルに流動性が枯渇しているためだと考える。更に、サブプライム問題の影響から、長めのスワップスプレッドが、現状、少し割安になっているのではないかと考えている。

(以上)

国債市場特別参加者会合(第17回)議事要旨抜粋 (平成19年9月7日開催)

【特別流動性供給入札関係】

- ・ 基本的には緊急流動性供給入札を導入することは非常に肯定的に考えていきたい。
- ・ 緊急流動性供給入札については、存在自体が非常に大きな効果を持つし、アナウンスメント効果も大きい。1回あたりの供給額は1,000億円なのか2,000億円になるのかは、わからないが、上限を設けた方が適当ではないかと考える。また、事務上可能なのかどうかという議論は当然あるが、性質上、出来る限りT+0に近い形で発行するのが望ましいのではないかと考えている。
- ・ 緊急流動性供給入札については、基本的には必要ないという考えである。発行当局がオプションとして持つだけであれば賛成できるが、一時的にショートになっているところを供給し、その後、需給が緩んでしまうということも考えられるため賛成しかねる。恒常的にショートになっていて投資家の需要があるゾーンを供給することが理にかなっていると思う。
- ・ 緊急流動性供給入札が必要な例として、10年債286回について、ショートで苦労した時がある。確かに、この時は、新発債の発行日近くでかなりレポレートがタイトとなった部分もあると思う。この場合、緊急流動性供給入札の要望に応じて、次の新発債と銘柄統合し1兆9,000億円を発行していれば、通常の10年債入札とあわせて3兆8,000億円の発行になるということにもなりかねない。本当に流動性に危機があったときに備えることとして、そのあたりの線引きや実際の運用はかなり厳しい形で行うべきと考える。
- ・ 緊急流動性供給入札は、運用自体はかなり厳しく行っていくことになると思うが、発動の具体的なクライテリアもかなり詳細に決めておかないといけないと思う。また、緊急のPD会合を開いて決定するとした場合でも、PD会合から実際の入札までの期間というのは短ければ短いほど裁定の期間等がなくてよいと思う。
- ・ 緊急流動性供給入札については、当然ながら証券会社としては行ってほしい。しかしながら、実際にどのように運営するのかは極めて難しいので今後具体的に内容を詰めた後に、危険な話ではあるが、試行してみるということができればよいのだが。何かしてみないと具体的なイメージがなかなか沸かないというのが本当のところである。
- ・ 緊急流動性供給入札については、実施自体が非常に難しいと思う。具体的にいかなる場合に発動するのかは詰めないといけないと思う。今回、10年債286回で起きたことは、新発債の発行日が絡んだということが特に大きな問題であったが、このような場合は、原則リオープンであったら避けられたのではないかと考えている。

(以上)

国債投資家懇談会(第19回)議事要旨抜粋 (平成19年9月13日開催)

【特別流動性供給入札関係】

- ・ 緊急流動性供給入札については、導入することには大きな異論はないが、慎重に運用するという意味において、一定の発動要件を決めるなど、ルールを明確化し、透明性を確保するべきではないか。
- ・ 国債市場特別参加者から3分の1以上の要望があった場合に発動するなどの要件を決めておかないと、その時々での理財局の判断では、要件がぶれる可能性がある。
- ・ 例えば、国債市場特別参加者の3分の1以上の要請があった場合に発動するというだけでは、発動要件としては乏しいのではないかと。業者の立場なら是非実施して欲しいと思うが、投資家の立場となれば、短期的にマーケットが歪むことは気になるものの、どちらかといえば中長期ビューで運用しており、目先、変動したとしてもそれほど影響はない。むしろ、レポレートがタイトになれば、投資家は利益を上げることが出来るので、投資家からは反対意見が出るのではないかと。
- ・ 緊急流動性供給入札については、趣旨は非常に理解でき、牽制効果があるということにも同意できるが、まだ議論を深める必要がある。例えば発動要件やルールを明確にしておかなければ、様々な要因によってレポレートが締まることから、場合によっては市場の本来あるべき姿を歪める可能性がある。
- ・ 緊急流動性供給入札については、拙速に行うと、様々な問題が発生すると思われる。1銘柄当たりの供給上限等を設定する必要があるのではないかと。
- ・ 緊急流動性供給入札については、業者サイドからのニーズは強いと思われるが、投資家の立場としては、特段ニーズはない。短期的な歪みよりは、ショートになっている銘柄が、流動性供給入札をあてにしてモラルハザード的に動くことになる方が問題ではないかと。
- ・ 長期的に公平な市場を育てていくためには、モラルハザードなどがないようにしていく必要がある。また、中長期的に国債を安定発行していくという観点から考えると、市場の一時的な混乱にあまりにも優し過ぎるのではないかと。
一時的に流動性が枯渇しショートスクイズとなる場面では、投資家にとっては当然有利な運用機会としてのレポ市場があり、一方、日本銀行の国債補完供給オペを活用するという手段もある。現在のレポ市場は、インフラ整備としてシステム対応を進めている最中でもあり、それらと併せて活用策を考えていく必要がある。
- ・ 国債市場は整備されてきており、市場のダイナミズムがあると思う。緊急流動性供給は、ゲームのルールを時として変えるということになり、却って市場のダイナミズムを阻害する恐れがあるのではないかと思う。

(以上)