

20 年度国債発行計画に関する市場関係者の見方

国債市場特別参加者会合（11/22）及び国債投資家懇談会（11/30）において、市場参加者から出された意見の概要は以下のとおり。

1．年限・種類別発行額について

（1）15 年変動債について

- 15 年変動債については、理論価格と実勢価格との乖離が続いていることから、発行減額と買入消却の増額を求める意見が多かった。
- 発行額については、19 年度下期に減額したものの、さらに発行ロットの 1,000～2,000 億円の減額を求める意見が多かった。
- 買入消却については、年間の買入額を新規発行額の半分の 1 兆円程度まで増額し、1 回当たり 1,000～1,500 億円は可能との意見があった。
- 原則リオープンについては、利払月の多様性を確保するために、当局案（資料 1 - ）に賛成。

特別参加者会合・投資家懇談会で出された意見（例）

○特別参加者会合

・新規発行額を大幅に減額すると、マーケットに対してネガティブな印象を与えかねない考える。新規発行額は 1 回当たり 1,000 億円程度の減額に止めて 6,000 億円×4 回とし、その一方で買入消却を思い切って 1 回当たり 1,000～1,500 億円程度まで増額し、年 8 回の入札回数を維持して、ネット発行額を年間 1 兆円程度とすることでどうか。マーケットに与える印象も良くなるし、市場環境が変化して、将来 15 年変動債のニーズが高まった場合の需給調整もしやすくなる。

・発行額については、5,000 億円×4 回の 2 兆円が良いのではないかと。買入消却の上限額としては、新規発行額の半分となる年間 1 兆円までは可能と考えている。買入消却の入札回数を同程度とすれば、現行の倍となる 1 回当たり 1,200 億円までの買入は可能と考えている。

・理論値対比で割安な状況への対応としては、発行減額と買入消却の増額の両面から行うことが望ましい。今年度において、発行額は 1 回当たり 1 兆円から 7,000 億円へ減額したところであるが、状況は大きく変わっていない。マーケットに対して改善に向けたクリアなメッセージを示していく観点から、発行額については、今年度当初計画から半減する 1 回当たり 5,000 億円×4 回とするのが適当である。

・5,000 億円あれば市場における新規銘柄の流動性は確保できると考えている。言い換えると、これ以上減額してしまうとマーケットが縮小してしまう可能性がある。

買入消却を増額することで割安さは一定程度解消されと考えている。当面償還がないことを勘案すれば、買入額を年間 1 兆円程度に増額し、1 回当たり買入額を 600 億円から 1,000 億円程度に引き上げてはどうか。

・既発債の流動性枯渇や償還が当面到来しないといった状況に対応するためには、買入消却の増額は、アナウンスメント効果も期待できるため、マーケットの流動性向上が図れると考える。買入額を1回当たり1,000~1,500億円とし、ネット発行額が年間1兆円を下回るとしても、需給が改善するまでの時限的措置としては良いのではないかと考える。

・原則リオープンの発行方式については、投資家において利払月の分散ニーズや基準金利が一気にリセットされることに伴うリスクを懸念する意見があることから、当局の提案どおりで問題ない。

○投資家懇談会

・カレント物よりも既発物の方が、実勢が理論値からかなり乖離しているものや流動性が枯渇しているものが多いので、発行額を1ロット6,000億円までの減額に止めて、買入消却を思い切って増額するというアイデアも理に適っていると思う。リオープン方式については当局案通りで問題ない。

・買入額を増額することで、理論値から割安方向で乖離している実勢価格がかなり改善できると考える。現在、投資家がポートフォリオで保有する15年変動債をマーケットで売却したくても、流動性が枯渇しているため受け皿がなく、売るに売れない状態である。買入消却を増額することで、市場流動性が向上し、市場の安定化も図れると考える。

・基本的にALM運用を行っている中で、将来の金利上昇リスクに対応するということで15年変動債を組み入れており、ニーズはコンスタントにある。割安であるからこそ将来的にも投資妙味が生まれることもあり、自然体で割安さが解消されることを望んでいる。

従って、基本的には現行と同額の7,000億円×4回の発行を要望するが、15年変動債は何年も割安に放置されているという特異な状況であるため、ある程度是正することも考えるべきとも思う。その意味では発行減額、買入消却の増額も考えられる。リオープンについては、当局案で問題なく、利払月を分散させるのは合理的な判断であると思う。

・現状の7,000億円×4回、年間発行2.8兆円、原則リオープンでよいと思う。相場下落に対して、入れ替えをしながら将来のスティーピングに一定程度備えるというように、債券セクターの中のバランスを考えている投資家も多く、新発債が減額される中で買入消却が増額されるとなると、ポートフォリオ運用上、市場流動性に支障が出るのではないかと考える。割安なまま最初の満期が来ないうちに発行・流通量が戻す様子になっていくと、日本の価格物に対して、割安さに着目して裁定取引で買っている外国人投資家の見方が厳しくなると思う。

現状の時価と比べた場合、買入対象と想定される高 α の銘柄は投資家のポートフォリオに沈んでおり、損切りが嫌がられること、最近の低 α 物がキャリー面から非常に良い水準になっていることから、結果として買入消却の札割れが起こるケースもあるのではないかと考える。

・15年変動債は割安であり我々も取り組んできたが、必ず反対側にヘッジ、つまりイールド・カーブ上の取引を入れるので、割安ということはキャリーではなく絶対的な損失として表れる。このため需給の改善を非常に強く希望する。発行減額とリオープンは流動性を高めることにつながるため賛成である。外国人投資家は最近の傾向として流動性を重視し、B/Sを縮小して運用するので、15年変動債は取り扱い難くなってきている。そうした中で、アナウンスメント効果も含めて、強いインパクトを与えるような取り組みを発行当局が行っていることを示す良い機会だと思う。

(2) 30年債及び40年債について

- 現在の金利水準を考えると、30年債の発行額については現状維持が適当ではないかとの意見が多かった。ただし、超長期債への潜在的ニーズはあり、将来的に負債の時価評価導入を控えている業種もあることから、今後、超長期債へのニーズが高まることを踏まえ、増額を求める意見もあった。
- 40年債については、2,000億円×2回または1,000億円×4回の意見が多かった。
- 流動性の観点から、残高が5,000億円～1兆円程度になるまで40年債のリオープン発行を続けるべきとの意見が多かった。
- 40年債を定期発行に移行して今後も継続的に発行していくことを示すべきとの意見が多かった。発行月については、30年債の入札と重ならないようにして欲しいとの意見が多かった。

特別参加者会合・投資家懇談会で出された意見（例）

○特別参加者会合

・現状の金利情勢も踏まえると、30年債の新規発行額は今年度と同じ6,000億円×4回を維持することが適当である。

・30年債については、7,000億円×4回に増額する余地があると考えている。将来的に負債の時価評価の導入が控えているので、できるだけ長い年限のイールドカーブをしっかりと作った方が良く、40年債との間をつなぐ意味でも30年債を育てていく必要がある。海外では30年ゾーンが超長期の中心的な年限であることもあり、ニーズはあるのではないかと。

・40年債の20年度の発行額は、2,000億円×2回に増額した方がマーケットでの取引が成立しやすくなるのではないかと。流動性の観点から1銘柄の残高は最低5,000億円以上とする必要があり、できれば1兆円程度になるまでリオープン発行を続けられれば良いと思う。それだけの発行額とするのであれば、カレンダーベース市中発行額に含めて、落札・応札義務も課した方が分かりやすいと思う。

・40年債については、1,000億円×4回の発行とし、5、8、11、2月の発行が良いと考える。2,000億円×2回としても良いが、いずれにしても年4,000億円の発行が可能と考えている。

定期発行とするならば、カレンダーベース市中発行額の枠外というのは美しくなく、枠内とした方がわかりやすい。それに伴って落札・応札義務をつけることで良い。

1銘柄の規模は最低5,000億円が目処だと考えており、リオープンの期間が1年以上にはなるが、それまでリオープンを続ける必要がある。

・40年債は、現状を勘案すると1回当たりの発行ロットは1,000億円程度が適当と考えるが、1,000億円は最小ロットであり、状況に応じて徐々に増やす方向であると思う。発行月は、引き続き40年債と30年債が重複しないようにして欲しい。落札・応札義務のある定期発行に移行して、今後も継続的に発行していくことを投資家に示すのが良いのではないかと。

・40年債の発行額は、1,000億円×2回を今後2年間続けて、1銘柄が5,000億円になるまでリオープン発行するのが望ましい。落札・応札義務に関してはまだ不要ではないかと。

○投資家懇談会

・足元、20～30年の超長期ゾーンは他年限に比べてかなり割安化してきているが、米国の状況が不透明であることなどから、ここからさらに割安になるのではないかと見ている。そのため現状では30年債に対して大きなニーズが出てくるとは考えていないので、来年度も現状維持で良いのではないかと。

・負債と資産のデュレーション・ギャップに基づく超長期債への潜在的なニーズはある。今後、時価会計への全面移行を睨むと、超長期債へのニーズがますます高まると考えている。この点を踏まえると、30年債は、現在の6,000億円×4回から8,000億円×4回に増額することで良いのではないかと。

ただし、現在の金利水準において30年債を増額して買うのかと問われると、これはやはり厳しい。

・40年債は、1,000億円×4回の発行とし、定期発行として発行計画の中に入れることで良いのではないかと。リオープン発行は残高が5,000億円になるまでとするのが一つの目途ではないかと。

・40年債については定期発行として1,000億円×4回が良いのではないかと。定期的、継続的に発行し、マーケットを育てることが大事である。発行月については30年債と重ならないようにしてほしい。

・40年債は、とりあえず1,000億円×2回の発行とし、一定の需要が確認されれば、増額することで構わないのではないかと。目先の40年債の発行額として、年3,000～4,000億円程度を考えている。グローバルのベンチマークの水準からすると1銘柄3,000～4,000億円は最低水準なので、将来的には年5,000億円～1兆円程度の発行額で良いのではないかと。

・40年債は、まだ情勢が不安定なので、例えば、20年度上期分として、2,000～3,000億円×1回とし、様子を見て下期に追加発行するような柔軟な対応も考えられる。

・40年債については、基本的には定期発行として3,000億円を年2回発行とし、流動性を高める形で発行してもらえると非常に買いやすくなる。全く金利水準を見ないというわけではないが、ある程度の金利水準であれば、長期・超長期債を一定程度購入していくというスタンスである。

・40年債については、定期発行で3,000億円×2回程度が良いのではないかと。ただし、1,000億円しか発行しておらず、現時点では状況が不透明ということであれば、上期に2,000億円程度発行し、可能ならば下期に3,000～4,000億円を発行することとしてはどうか。

40年債を最終投資家がどの程度保有しているか分からないが、入札時のスプレッドが維持されており、発行額も少ないため、今のところ本格的に投資できていない。金利が上昇すればニーズが強まるが、足元では金利低下局面であり、投資を躊躇する水準である。20年債、30年債、40年債それぞれの流動性が高まれば、投資家が手を出しにくい水準であったとしてもカーブ的な妙味から投資家やヘッジファンド、業者などがヘッジの技術を使って保有することも可能だと考えている。マーケットはダイナミックに変化し得るものであり、発行額を増やしてほしいと思う。金利水準によるものの、時価会計導入も迫ってきており、以前よりもALM面でデュレーションの長期化が必要になってきている。

・40年債については、まだ投資家ニーズがどこまであるのか見極める状況にあると考えており、1,000億円×2回とし、30年債と発行月をずらして定期発行とするのが良いのではないかと。リオープンについては最低5,000億円程度になるまで続けてもらいたい。

(3) その他の年限（物価連動債含む）について

- 需給にややダブつき感のある5年債について、減額を求める意見が多かった。また、今後、利上げにより中期ゾーンの需給は苦しくなることから、2年債も減額の余地があるとの意見もあった。
- 10年債及び20年債については、現状維持で良いとの意見が多かった。
- 物価連動債については、現状維持で良いとの意見が多かった。
- 原則リオープンについては、流動性の向上が業者、投資家双方にメリットがあるとして全年限での実施を求める意見もある一方、投資家サイドとしては銘柄数が多い方が運用しやすく、また簿価通算の問題もあることから消極的な意見も多かった。

特別参加者会合・投資家懇談会で出された意見（例）

（発行額について）

○特別参加者会合

・15年変動債について年間2兆円程度の減額を行うのであれば、その他の年限を増やすことで一定水準の発行量を維持する必要があると思う。

・5年債については、同ゾーンの既発債の市中残存額がかなり多いので、毎月2,000億円程度減額してはどうか。物価連動債については、リオープンの有無により5,000億円と1兆円の銘柄があるので、このバラツキを無くすために8,000億円×4回の発行としてはどうか。

・19年度（変更後）から特段増減させる必要はないが、あえて言えば、5年債を減らす余地があるのではないか。

・流動性の観点から、ややモタツキ感のある5年債を減らす方向が望ましいのではないか。

・15年変動債の減額だけとした場合、全体の発行額が減額となってしまうことに加えて、当局にとっては平均残存期間の短期化に繋がってしまうという点であまり好ましくないのではないか。

今後、サブプライム問題が落ち着いて日銀が利上げということになれば、短いゾーンの需給は苦しくなるだろうし、来年度はそれ程大きな額ではないにしても、短いゾーンの大口の買いが落ちることも想定されることから、2年債についても減額の余地がある。2年債を減額すれば、今後の借換債の資金繰りが楽になる面もあるだろうし、平均残存年限の長期化にも資することとなる。来年度の発行計画の策定に当たっては、マーケット状況という点とは別の視点も含めて議論する余地があるのではないか。

○投資家懇談会

・5年債は、ここ1年ほどは政策金利の引き上げが前提となり、先々の見通し如何により応札倍率が変化した経緯があり、今年度についてはダブつき感が見られたと考える。また、10年債の残存5年程度のもはクーポンが低く、投資がしづらいこともあり、超長期ゾーンを増額するのであれば、中期ゾーンの減額を検討してほしい。

・物価連動債について、市場を育てるという意味も込めて、将来的にはある程度ボリュームがあった方が良く考えているため、買入消却額は減らした方が良くはないか。

・5年債や10年債は、ALMとして使用する年限なので発行量を確保していただきたい。5年債や10年債はダブつきが指摘されてはいるが、大手投資家が買いにいくと急にタイトになることがよくあるので、流通量を多くしてほしい。

・回号が増えるという弊害もあるものの、投資家サイドからすると銘柄を分散して投資したいニーズがある。同一償還日の銘柄の選択肢が減ってしまうという観点から、特に5年債の原則リオープンは避けてほしい。

（買入消却について）

○特別参加者会合

・利回り物は、各年限でそれぞれ需給の良し悪しがあるため、流動性供給入札とセットであれば、買入額を増やす余地は十分にあるだろう。物価連動債の買入額は現状の水準で十分だろう。

・物価連動債もインデックスで動いているので、状況に応じて市中にある額を調整していくことが必要なのではないか。今後マーケットを育てていくという観点から、物価連動債の発行額は現状維持で良いが、買入額を少し増やすことも考えられるのではないか。

・利回り物は、日銀の輪番オペの対象外の銘柄もあるので、現状維持または同額以上で実施していただきたい。

（原則リオープンについて）

○特別参加者会合

・1銘柄当たりの流動性を増やすということは、結果的には、投資家、業者の双方にとってメリットがあると考えており、原則リオープンを全年限で実施する方向で進めていただきたい。

・原則リオープンを実施していないことによって、銘柄数が非常に多くなっており、決済の際に必要玉が確保できないといった様々なトラブルを引き起す可能性を孕んでいると考えている。

原則リオープンにより銘柄数が減ると、業者にとってはロング・ショートで多くのポジションを抱える必要性が薄れて資本のユーセージが少なくなり、B/S圧縮に繋がって、レポコスト減少とあわせ、ビジネスがやりやすくなるメリットがある。また、原則リオープンを実施すれば、将来的に流動性供給入札は必要なくなる可能性もあるのではないか。

さらに、当局にとっても銘柄管理に要する事務負担が軽減されることに繋がるだろう。このように、業者、投資家、当局にとって数々のメリットがあるので、原則リオープンを推進していくのが望ましい。

・5年債、10年債については、現在の発行額で流動性は保たれていると考えており、今の段階で原則リオープンを実施する必要はないのではないか。

○投資家懇談会

・需要の強い銘柄の流動性に厚みを持たせることは必要だと思うが、現状では流動性を向上させることよりも、簿価通算を避けるニーズの方が強いと考えている。

・5年債や10年債については流動性が十分あること、投資家としては会計上簿価通算をする必要があることから、原則リオープン導入には消極的な考え方である。

・原則リオープンについては実施すべきではないと思う。現実問題として、証券業者の在庫の効率的な運用という意味ではリオープン化して銘柄を少なくした方が良いだろうが、投資家サイドとしては銘柄数が多い方が運用しやすく、双方のニーズとの兼ね合いの問題となるが、国債消化の趣旨からすると、ある程度は投資家のニーズを優先した方が在り方として良いのではないか。

また、5年債や10年債は十分流動性もあるので原則リオープンの趣旨を考えると適用すべきではないと思う。15年変動債や40年債など発行量が通常のものに比べて少ない年限についてのみ流動性確保の観点から例外的にリオープン化するという考え方が良いのではないか。

・5年債や10年債は、入札に必ず参加しないと玉が取れないというわけではなく、金利次第でマーケットに玉そのものが放出されてくるので、流動性には問題はない。会計上の簿価通算等のこともあるが、流動性の観点からリオープンを行なうことは時期尚早であると思う。

15 年変動利付国債の原則リオープン発行

発 行 月	利払月	償還月
5 月・8 月	5 月、11 月	5 月
11 月・2 月	8 月、2 月	8 月

- (注1) 市場実勢等によってリオープンしない場合がある。その場合には、1週間前に発行予定額等とあわせ、発表する。
- (注2) 11月発行の15年変動利付国債の基準金利は利率決定の直前に行われる10年利付国債入札(11月債)における平均落札価格を基に算出される複利利回り(小数点以下第3位を四捨五入し、0.01%刻み)とする。
- (注3) 11月発行の15年変動利付国債は償還期限を3ヶ月間繰り上げ(20年11月発行分の償還期限は35年8月とする。)、初期利子の支払期を3ヶ月後の翌年2月とする。
- (注4) 入札方式は価格競争入札によるコンベンショナル方式とする。
- (注5) 上記のリオープン方法は、20年度発行分から実施予定。