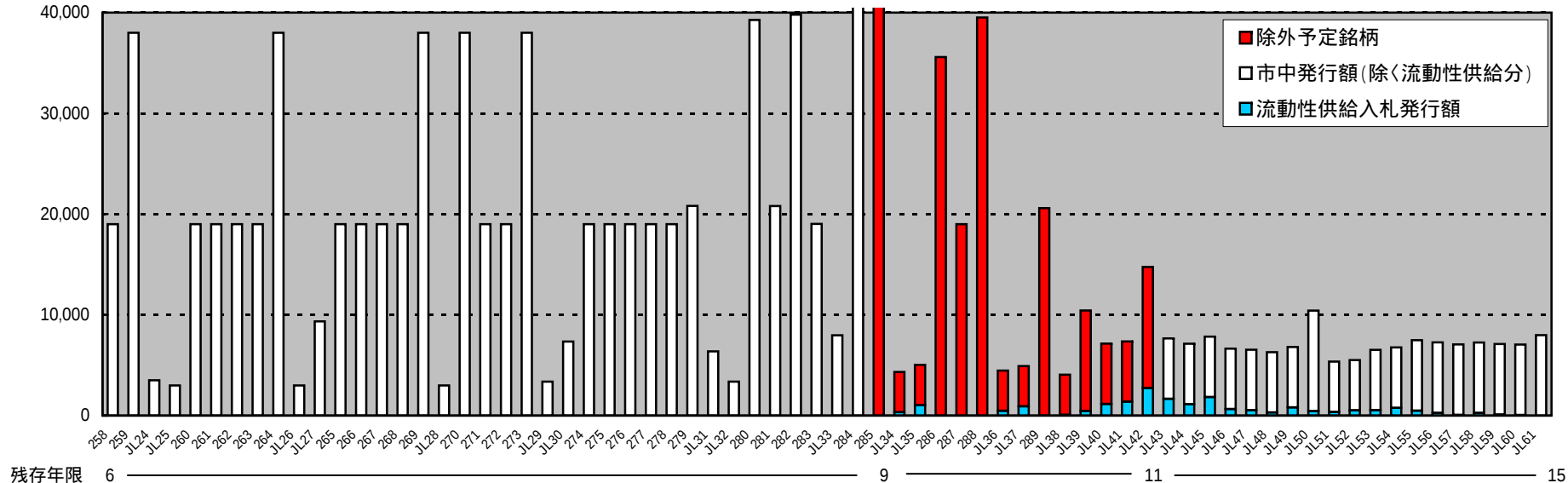


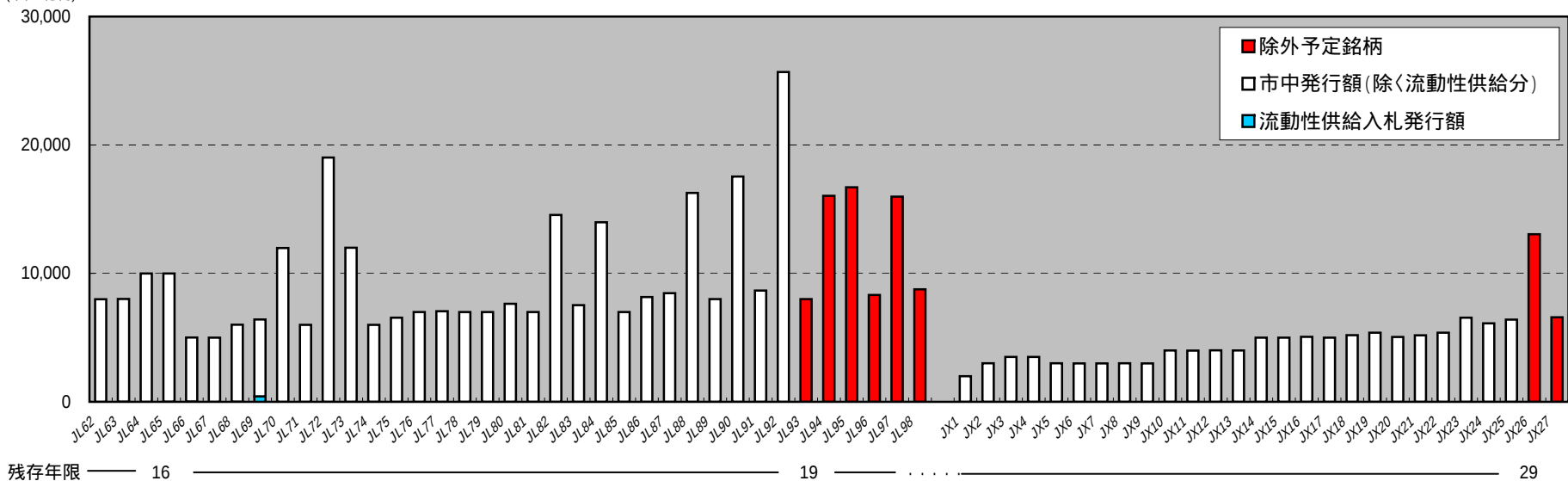
6～15年ゾーン

(単位:億円)



16～29年ゾーン

(単位:億円)



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18回)議事要旨抜粋 (平成19年11月22日開催)

【20年1～3月について】

- ・ 年金資金等のニューマネーの継続的な流入が見込まれるため、現行のゾーンを維持することとしてもらいたい。
- ・ 現行ゾーンは、カーブ的には割安といえるような状況になってきている。逆に、構造的には残存6～8年のセクターの方がむしろ割高になってきていると考えている。今年度の20年1～3月は難しいとしても、早期にそういったゾーンへの拡大をしていただけないかと考えている。
- ・ 残存6～9年ゾーンを3回のうち1回は入れて欲しい。特に10年債の270番台は発行量に関わらず割高な水準が続いており、今後、先物のチーペスト銘柄になっていった場合、先物の流動性に影響を与えかねない。

【20年度について】

- ・ 20年度の発行計画への計上に当たっては、通期分の1,000億円×12回とすることで良い。対象ゾーンについては、構造的に流動性が低下している銘柄の流動性向上ということで、当局から提案のあった残存6～15年、残存16～29年の2つのゾーンとすることで良いと思う。
- ・ 15年変動債を減額するというのであれば、その不足を補うという意味でも、オファー対象を60銘柄に拡大する点からも、発行額を1,000～2,000億円程度に増額した方が良いと考えている。また、当局からの案としては残存6～15年ゾーン、残存16～29年ゾーンということであるが、例えば流動性が枯渇している10年債240番台等も含めた残存4年ゾーンまで対象を広げていただき、残存4～15年のゾーン、残存16～29年のゾーンを交互に発行することで、十分なニーズもあると思われることから、2,000億円は十分に消化可能と思う。
- ・ 15年変動債の減額分をどこかで埋めなければいけない一方で、増額余地のある年限が限られているということも考えると、流動性供給入札のロットを1回あたり1,500～2,000億円程度まで増額する余地があるのではないかと考える。

流動性供給入札によるセカンダリーマーケットの円滑な価格形成を目標とした場合、対象範囲については、可能な限り広い年限に拡大していくことが必要ではないかと考える。20年度の対象年限として6年未満の年限についても検討の必要があると考えており、その

場合、対象ゾーンは、10 年未満と 10 年超に分けるのが適切ではないか。

- ・ 流動性供給入札については、対象銘柄の拡大を検討する余地があると考えており、流動性の乏しい銘柄がある残存 4～5 年ゾーンも対象銘柄にして欲しい。総額は 1,000 億円×12 回でも問題ないが、売りも買いもできる銘柄が増えるのは好ましいので、若干の増額余地があると思う。

- ・ 来年度については残存 6～15 年ゾーンを検討願いたい。ロットは 1 回 1,000 億円程度と考える。

- ・ 残存 15 年ゾーン全体での流動性が不足しているとのことで流動性供給入札の制度が導入されたが、その結果、流動性不足が解消され、カーブの歪みが解消されたことについては非常に意義があった。

この制度を拡大するスタンスとの認識であるが、その在り方について十分影響を考慮したほうが良い。不足しているゾーンを埋めるということに関してはマーケットメイクする立場としても影響は無い。

しかし、ゾーン全体としては足りていながら、その中で不足している銘柄を埋めるということであれば、業者にとって、銘柄だけ見ればショートが埋まるため有り難いが、各銘柄の過不足がバランスしてイールドカーブが形成されているので、不足している銘柄をピンポイントで供給すると、ゾーン全体としてはダブついてカーブが歪む可能性がある。

業者は、不足している銘柄には不足している銘柄なりの価格を付けてマーケットメイクしているが、追加供給されることにより、その価格が変わってしまうという不確定要素が増えることはマイナスである。業者として、いろいろなカーブの形で在庫を持ちながら営業しているが、カーブの形状が追加供給で変わるとなると、管理が難しくなる。

万人が納得するコンセンサスを作るのは難しいと思うが、新発債を在庫として持つことが多いので、少なくとも新発債に影響を与えるような制度は避けたほうが良い。手前の銘柄が不足していても、その銘柄が不足しているなりのカーブ形状があり、一方で新発債が生まれてくるが、新発債を持っている状態でその近辺の銘柄が供給されるとその部分のカーブが変わるので、マーケットメイクがしづらくなる。

不足しているゾーンを埋めるという制度は分かりやすかったが、拡大することについては様々な配慮が必要である。新発債の在庫は常に持っているので、そのカーブ形成が容易には予測できない要因によってふらつくと、業者としてはやりづらい。新発債に近い残存 4 年、9 年、19 年、29 年は避けるなどの配慮があっていいと思う。

- ・ 流動性供給入札が、割安・割高を狙った操作の手段となるのは本末転倒なので、買入消却からの除外期間として発行後 6 ヶ月程度が適当と考える。

- ・ 対象外とする期間は 1～2 ヶ月が適当である。

- ・ 対象の銘柄数が多岐に亘る中で、少額で発行された場合にも半年間除外されるとなると、恣意的に買入消却から除外する目的での追加発行も考えられる。

除外期間は出来れば 1 ヶ月間程度に止め、例えば、奇数月は残存 4 年または残存 6～15 年ゾーンを発行し、そこで落札された銘柄はその翌月は買入消却の対象から除外、偶数月は残存 16～29 年ゾーンを発行し、そこで落札された銘柄はその翌月の買入から除外するとしてどうか。

- ・ 流動性供給で出した銘柄を買入消却するというのは考え方として難しいと思うが、恣意的に少額を流動性供給で落とし、買入消却の対象から外すということも十分考えられるため、流動性供給入札において、極めて少額で落札されたような場合には、その銘柄を買入消却の対象から除外しない方が望ましい。万が一、それが困難であれば、除外期間を 1 ヶ月程度と短くしていただきたい。
- ・ 供給されたものは買入消却の対象にしばらくしないことは、少額であってもそれが買入消却の対象にならないということになるとカーブが歪むので、それほどこだわらなくても良いのではないかと思う。

(以上)

国債投資家懇談会(第20回)議事要旨抜粋 (平成19年11月30日開催)

【20年1～3月について】

- ・ 20年1～3月については現行どおりで良い。

【20年度について】

- ・ 20年度については、15年変動債を減額する前提で1,500億円に増額しても良い。対象ゾーンについては、残存6～15年ゾーンに限定した方が良い。特に、需給が非常にタイトで今後先物のチーベストとなってくる残存8年ゾーンと、現在実施している残存11～16年ゾーンについて流動性供給入札が必要であると考えている。

- ・ 20年度の発行計画において通期計上することには賛成である。流動性供給入札の趣旨は、構造的に流動性が低下しているゾーンに流動性を供給するものと理解しており、対象ゾーン選定にあたっては、構造的に流動性が低下しているかを見極めるべきである。

残存6～15年ゾーン及び残存16～29年ゾーンという広範なゾーンにおいて、構造的に流動性が低下しているかという点については、一つの目安としては発行量があるが、それ以外は思い浮かばない。

現状は現状でマーケットの実態を表しており、それを前提として裁定や収益機会を狙う投資家がいてマーケットが形成されている。流動性供給入札を過度に実施すると、純粋なマクロ感や金利感、自然体の需給以外の要因でマーケットが動いてしまい、結果的にマーケットの機能を損なってしまいかねない。

- ・ 先物市場の価格形成を歪める恐れがあるので、残存6～9年ゾーンを対象に含めることには反対である。よって20年度については、そもそもの発行量が少なく構造的に不足しやすい20年債を供給するという観点から、残存16～29年ゾーンのみを対象としてはどうか。一方、構造的に不足する銘柄を発行するという前提に立てば、大口の投資家を買うと流動性が低下してしまう可能性のある残存3～4年ゾーンを対象としてもよいのではないか。
- ・ 残存6～9年ゾーンは構造的に流動性が不足しているというよりは、需給によって一時的に流動性が低下していると思われる。そもそも残存11～16年ゾーンで実施してきたのは、発行量が少なくて構造的に不足しやすい銘柄を発行するという趣旨に基づくものと理解している。20年度において対象ゾーンを拡大するのであれば、発行量の少ない超長期ゾーン、すなわち残存16～29年ゾーンを対象とするのが制度趣旨に沿う。

- ・ 20 年度については、流動性の不足という状態はあらゆる年限で起こり得ることから、残存 6～15 年ゾーン及び残存 16～29 年ゾーンを隔月毎にバランスよく実施することがイールド・カーブの歪みを是正する上で有効と考えられる。
- ・ 買入消却の対象から除外する期間については、一律 6 ヶ月間としてしまうと、流動性供給入札で小額落札された銘柄が除外されてしまい、銘柄間の公平性を欠くので 3 ヶ月間程度が適当ではないか。
- ・ 買入消却の対象から除外する期間については、構造的に流動性が低下している銘柄を発行するという前提に立てば、期間の問題ではなくて、原則的に対象から除外すべきだと考えている。
- ・ 買入消却の対象から除外する期間については、当局案の 6 ヶ月間が適当である。流動性が不足することによって国債市場特別参加者が苦勞しているのは、限られた B/S の中でロング・ショートで多くのポジションを抱えざるを得ないことだと考えられるが、これはマーケットが活性化されていないことが原因と考えている。レポ市場についても、割高な銘柄はレポに出て来ないという問題があり、もう少しレポ市場が整備されれば、特別流動性供給入札を含めて、特段の措置を実施しなくても流動性が向上するのではないか。
- ・ 買入消却の対象から除外する期間については、半年程度とすれば、銘柄固有の流動性に係る問題は市場で消化・解消されていくのではないか。

(以上)

国債市場特別参加者会合(第18回)議事要旨抜粋

(平成19年11月22日開催)

【特別流動性供給入札関係】

- ・ 特別流動性供給入札が制度化されることには賛成であるが、発動される可能性は小さく、また発動されないことが望ましいと考えている。過去にスクイズという現象が起こってはいるが、特別流動性供給入札の制度が整備されれば、新発債の発行額等を考えるとそれほど激しいスクイズが起きる可能性は小さくなると思われる。なお、実施の在り方については、当局の考え方のとおりで良いのではないか。
- ・ 特別流動性供給入札を制度化することは非常に大事だと思われる。実施に当たっては、国債市場特別参加者も非常に多く、問題の当事者ではない者も結構出てくる可能性があるため、利害が一致しない状況も十分考えられる。最終的には財務省の判断で実施すれば良いのではないか。
- ・ 制度の存在自体がスクイズ等を防止するための重要なファクターになり得ると考えられる。一時的な状況としてスクイズが起きた場合の緊急措置ということであれば効果があると思われるが、そもそも原則リオープン発行を全年限に適用すれば、スクイズが起こる可能性が減少するのではないか。まずは原則リオープンの拡大を優先し、それでも突発的に問題が生じた場合の対応策として整理しないと、マーケットの信認を損なう可能性があるのではないか。
- ・ 当局の考え方から受ける印象として、発動のハードルが低いと感じられるので、もう少しハードルを高くしたほうが良いのではないか。
また、現実問題として、緊急会合を開催することが困難な場合には持ち回りで開催するなど、そうした実務面の問題を含めて、よりハードルを高くする形にしたほうが良いのではないか。
- ・ 当局の考え方で問題はないが、実施に当たってはそれなりにハードルを高くすることが望ましい。基本的には短期的に解決できないスクイズの状態、例えば、フェイルが多数発生するといった状況が、発動の前提条件だと思われる。

(以上)

国債投資家懇談会(第 20 回)議事要旨抜粋

(平成 19 年 11 月 30 日開催)

【特別流動性供給入札関係】

- ・ 発動要件を厳格に規定した上で制度を設けることについては賛成である。単なる需給の問題ではなく、構造的にフェイルが続くなど短期的な解決が困難な問題への対応であることを明確にできる枠組みが必要である。もっとも、原則リオープンを推進していくのであれば、緊急時の必要性は少なくなると考えられ、両制度の兼ね合いが重要である。

- ・ 「危機的な状況への対応」であり、市場に存在する無節操な相場操縦への牽制となることから制度の創設を支持する。なお、制度を創設するに当たっては、透明性の維持に配慮した具体的な運用プロセスを策定することが重要である。

また、特別流動性供給入札はあくまでも「特別」なものであり、通常の流動性供給入札による流動性の供与を重視すべきである。日本国債清算機関などの決済インフラが整備され、12 月 3 日から GC レポの先物もスタートするが、市場参加者もフェイル慣行の見直しを含めた SC レポ市場の整備・拡大など、市場整備を進めていく必要がある。

超長期ゾーンに対する流動性供給については、発行後の市場環境に応じて追加発行する際の適切な発行量のイメージが湧かないため、マーケットが最も活発で、かつ先物との連動性が高い残存 6～15 年において、通常の流動性供給入札と併せ、緊急的な流動性供給入札の実施を支持する。

- ・ 海外 IR も含めて、国債市場のグローバル化が進んでいることから、不測の事態の発生は十分考えられ、緊急時の流動性供給の制度化は意味がある。特別流動性供給入札の実施にあたっては、有利・不利といった立場の違いによる利害関係の衝突を客観的にカバーすることは非常に困難なため、実施要件を厳しく設定することが重要となる。
- ・ スクイズに対する抑止力として、特別流動性供給入札の話題があったが、これはなかなか難しい問題だと思う。特別流動性供給入札の必要性を議論する緊急の国債市場特別参加者会合を開催しても、入札を実施しないという結論であれば、スクイズがさらに深刻化するかも知れない。特別流動性供給に関しては、マーケットが元々持つべきダイナミックな調整力と政府のインタベンションを事前にルール化することとのバランスをどこで取るかという論点があるように思う。

かつて LTCM 破綻時の金融危機のときに、米国の 30 年債、それもベルウェザーといわれたカレント銘柄の金利が大きく下げた。参加者は皆その銘柄が最も流動性があると思って行動したわけだが、今回のサブプライム問題で、日本の国債市場も一般的に流動性が高くなってきたことが分かった気がする。今日の議論で気になるのは、30 年債がそうした高い流動性を持ち得るものになるのかということである。また、10 年債、5 年債については流動性が乏しいなどいろいろな議論があったが、当時は 1 回あたりの発行額が 1 兆円以下の時もあった。それが今では 2 兆円程度の発行額となっているわけで、それをリオープンするとなると、意味が分からないほど流動性の高いものになるのだろうという感じがする。

(以上)