

2 国債流通市場

国債は、国の財政資金の調達手段であるとともに、刻々と変化する金融市場で取引される金融商品でもあります。国債が円滑に発行され、債券・金利の指標としての役割を果たすには、透明性や流動性が確保され、安全かつ効率的に決済が行われる流通市場の存在が必要不可欠です。ここでは、国債市場の流動性の維持・向上の取組や、国債が市場でどのように取引されているか、また、その決済がどのように行われているかについて説明します。

(1) 国債市場の流動性の維持・向上

国債市場が、投資家ごとの金利観や投資戦略に合わせて自由に取引を行うことができるだけの十分な流動性を有していることは、中長期的な調達コストの抑制にも資することから、発行当局は国債市場の流動性に注意を払っています。

流動性の定義は様々であり、厳密な定義が存在しませんが、一般的に、流動性が高い状況とは、市場参加者が、「売買したい量を、その時々々の市場価格に近い値で速やかに売買できる状態」とされます。国債市場の流動性を把握するためには、特定の指標のみを見て判断するのではなく、様々な指標を組み合わせて多面的な視点で見ていく必要があります。

国債流通市場は、国債市場特別参加者をはじめとした仲介業者と様々な投資家で構成されています。そうした市場参加者間の取引に裏付けられた市場の自律的機能によって、国債市場の流動性が維持・向上されることが基本ですが、発行当局は、発行段階での金額・年限・銘柄統合（リオープン方式）等の工夫によって国債市場の流動性を補完する役割を果たしています。

具体的には、国債市場の流動性の維持・向上を図ることを目的として、

- ・既発債の追加発行である流動性供給入札（☞①）を充実させる
- ・リオープン方式（☞②）により、一銘柄当たりの発行額を増やす

といった取組を実施するとともに、国債市場特別参加者会合や国債投資家懇談会（☞③）等を開催し、市場参加者との意見交換を通じて状況把握に努めています。

☞①第1章3(2)「流動性供給入札」参照(P64)。

☞②第1章1(3)A b「リオープン方式」参照(P38)。

☞③第1章3(5)「市場との対話」参照(P68)。

(2) 店頭取引と取引所取引

公社債の流通市場は、証券会社などの店頭で取引される店頭取引と証券取引所で取引される取引所取引に分けられますが、公社債の銘柄の多さに伴う取引や事務の多様性、売買内容の複雑さなどを理由に、取引所取引において希望する売買を成立させることが容易でないことから、店頭取引が主流となっています。

店頭取引の売買価格は、売買当事者間の自由な取決めにより決定されるのが原則ですが、公社債の店頭売買を公正かつ円滑なものとするため、各証券会社が社内ルールに基づいた公正な価格で取引を行うことが、日本証券業協会の自主規制規則で定められています（☞）。

取引所取引については、現在、2年・5年・10年・20年・30年・40年固定利付国債が、東京及び名古屋の各証券取引所に上場されており、取引所における売買高等が公表されています。

☞店頭市場における価格公示機能を拡充するため、日本証券業協会から、証券会社などの報告に基づいて、毎営業日、公社債店頭売買参考統計値が公表されています。また、証券会社等の相互の取引は、仲介業者を通じて行われることも多く、そこでの取引価格も仲介業者から公表されています。

(図2-10) 東京証券取引所の例

国債売買制度		
項	売買立会時	12:30から14:00まで
	売買単位	額面5万円
	呼値の単位	額面100円につき1銭
	呼値の種類	指値注文のみ
	制限値幅	当取引所が定める値幅(1円)
目	売買立会の方法	売買システムによる売買以外の売買(Targetによる注文受付)
	売買契約締結の方法	個別競争売買
	売買の種類及び決済期日	普通取引 原則として売買契約締結の日から起算して2日目(T+1)
	決済方法	日本銀行の国債振替決済制度による決済

(出所) 日本取引所グループ

(3) 国債取引に係る決済制度の整備

流通市場の国債取引に係る振替決済制度については、「社債、株式等の振替に関する法律」に基づき、日本銀行が振替機関として指定され、これを運営しています。当該制度は、参加者間の国債取引に伴う国債の受渡しを帳簿上の振替により行う制度となっています。実務的には、多くの民間金融機関等が参加する日銀ネット国債系を通じて決済が行われています。

財務省では、国債市場の安全性・効率性の向上のため、日本銀行や関係諸機関と協力しつつ、国債取引にかかる決済制度の整備を進めてきました。以下では、国債取引に係る決済制度についてこれまでの検討の経緯を紹介します。

A 日銀ネットの機能向上・再構築

日銀ネットでは、平成6年にDVP決済（Delivery Versus Payment）（☞①）が導入され、平成13年1月には、従来の時点ネット決済（☞②）から即時グロス決済（RTGS:Real-Time Gross Settlement）（☞③）に変更されるなど、システミック・リスク（決済システム全体が混乱に陥るおそれ）の顕現化を回避する方策が実施されてきました。

また、平成20年以降、我が国決済全体の安全性・効率性の一層の向上、金融市場の活性化や金融サービス高度化等を目的として、新たなシステムの構築が進められ、平成27年に全面稼動が開始された後、平成28年には稼動時間が21時まで拡大されました。

B フェイル慣行の定着・普及

フェイルとは、取引当事者の信用力と異なる理由により、当初の予定どおり対象債券の受渡しが行われていない状態をいいます。一方、フェイル慣行とは、フェイル発生時の当事者間における一般的な事務処理方法を定めた市場慣行であり、フェイルの発生をもって直ちにデフォルトとしないことが基本となっています（☞①）。

我が国では、国債決済のRTGS化が図られた平成13年1月にフェイル慣行が導入されましたが、フェイルに対する理解不足や事務処理体制の未整備もあってフェイルを容認しない先が少なく、フェイル慣行の定着は十分ではありませんでした。こうした中、平成20年9月のリーマン・ショックでは、リーマン・ブラザーズ証券株式会社のデフォルトに連鎖する形でフェイルが前例のない規模で急増するとともに、フェイル発生リスクを回避するため新たなレポ取引そのものを手控える動きが広まったため、平成22年11月から、フェイルチャージ（☞②）の導入、カットオフ・タイム（☞③）の繰上げ等、フェイル慣行の見直しが実施されました。

参照:第1章1(5)B「日銀ネット国債システム」(P42)

☞①DVP決済とは、証券の受渡しと資金の受払いを相互に条件付け、一方が行われない限り他方も行われないようにすることにより、証券決済に伴う「元本の取りはぐれ」リスクを削減する決済手法をいいます。

☞②時点ネット決済とは、決済システムが受け付けた振替指図（支払指図）を一定の時刻（＝時点）まで溜めておき、その時点での「総受取額－総支払額」の差額のみを入金ないし引落しする仕組みです。同決済方式の下では、決済時点において、1件でも決済不履行が生じると、全ての参加金融機関の全ての支払指図の決済を差し止めて繰戻しを行う必要があったため、システミック・リスクが顕現化する可能性がありました。

☞③即時グロス決済（RTGS）とは、決済システムが振替指図を受け付ける都度、1件ごとに直ち（＝即時）に、その全額（＝グロス）を振り替える仕組みです。同決済方式の下では、指図1件毎に決済が行われるため、1件の決済不履行の直接の影響は指図の相手方に限定されます（システミック・リスクの削減）。

☞①具体的には、フェイルが発生した場合、原則として、契約解除権の行使や遅延損害金の授受は行わないこととされており、フェイルが長期にわたる場合、これを解消する方法としてパイ・イン等の事項が定められています。パイ・インとは、フェイルの状態が一定期間継続している場合に、債券の受方がフェイル解消のために対象債券又は同種債券を買い入れることをいいます。

☞②フェイルチャージとは、フェイルした渡し方に対して、賦課される金銭負担をいいます。フェイルチャージが導入されることにより、低金利下においても、フェイル発生を抑制する経済合理性が有効に機能すると考えられています（詳細については、「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」等関連諸規則をご参照ください）。

☞③カットオフ・タイムとは、1日の決済終了を視野に入れ、フェイル等の認識を行うため、日銀ネット国債系の稼動が終了する前に市場参加者間で策定した決済の締切時刻であり、現行では14:00とされています。

C 決済期間の短縮化

平成20年9月のリーマン・ショック以降、デフォルトやフェイルにより未決済残高が増大したことで決済リスクが強く意識されることとなり、これを効果的に抑制・解消する上でも決済期間の短縮化が必要不可欠であることが改めて認識されることとなりました。こうした経験を踏まえ、平成21年9月に「証券決済制度改革推進会議」(☞①)の下部機関として設置された「国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ」における議論を経て、国債の売買取引の標準的な決済期間は、平成24年4月23日からT+2に、平成30年5月1日からT+1に段階的に短縮されました(☞②)。

D 清算機関の設立・利用拡大

平成13年1月の国債決済のRTGS化に併せてバイラテラル・ネットィング(☞①)が導入されましたが、国債市場では、複数の市場参加者による売買・レポ取引が連続して行われており、全ての決済を取引の相手方と個別に行うことになると、事務面において煩雑かつ非効率であるばかりか、カウンターパーティ・リスクも考慮しながら取引を行わざるを得ません。このため、市場参加者同士が約定した取引について、清算機関(☞②)が間に入って決済履行を保証し、資金や国債のネットィングを行う仕組みが求められることになりました。

平成15年10月に国債市場におけるセントラル・カウンターパーティ(CCP: Central Counterparty)である、株式会社日本国債清算機関(JGBCC: Japan Government Bond Clearing Corporation(現日本証券クリアリング機構(JSCC: Japan Securities Clearing Corporation)(☞③)))が設立され、JGBCC参加者同士の間で成立した債権・債務関係が、各参加者とJGBCCの債権・債務関係に単純化され、各参加者のカウンターパーティ・リスクは取引相手方からJGBCCに置き換えられることになりました。また、各参加者とJGBCCは、資金や同一銘柄の国債についてネットィングを行い差額のみを決済するため、決済件数や決済に必要な資金・国債、日中のエクスポージャーが大幅に削減されることになりました。

その後も、JGBCCのガバナンスの充実化や決済シェアの大きい信託銀行の参加開始等を通じ、清算機能の向上が図られています。

☞①「証券決済制度改革推進会議」は、証券決済制度改革に係る俯瞰的・横断的な進捗管理に加え、商品・業界横断的課題の整理検討等に取り組むため、日本証券業協会が主宰する「証券受渡・決済制度改革懇談会」の下に設置されたものです。

☞②国債の入札から発行・買入までの期間についても、平成30年5月1日以降の入札より、原則T(入札日)+1化されています(第1章1(5)D「国債発行市場における決済期間短縮化」参照(P44))。

☞①バイラテラル・ネットィングとは、二当事者間において、履行期を同じくする国債の引渡債務及びこれに伴う資金の支払債務がそれぞれ相対立する形で存在する場合に、これら債務を国債資金毎に差引計算し、それらの差額について決済を行う形態のことをいいます。ネットィングを活用することにより、市場全体の決済量の圧縮を図ることができます。

☞②多数の取引当事者間で成立した証券の売買などの取引の債権債務関係を、売り手と買い手の間に入って、売り手と清算機関、清算機関と買い手の債権債務関係に置き換えて清算する主体。

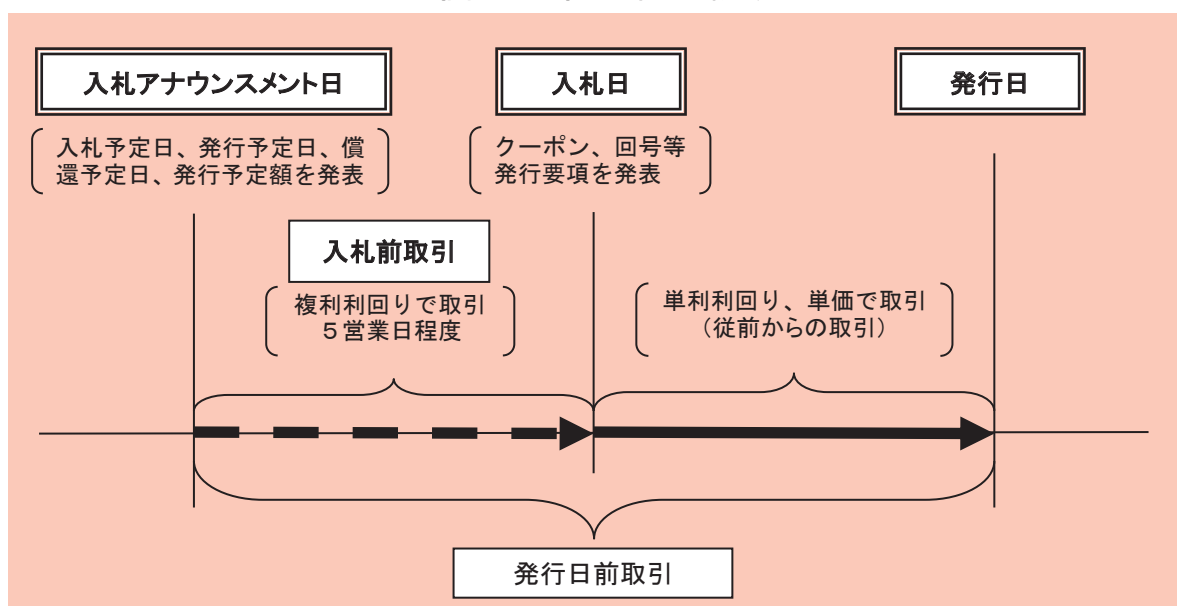
☞③平成25年10月1日にJGBCCはJSCCと合併し、これまでJGBCCが担ってきた国債の店頭取引に係る清算業務はJSCCに引き継がれました。

(4) WI取引

WI (When-Issued) 取引（発行日前取引）とは、国債の入札アナウンスメントが行われた日（原則として、入札日の1週間前）から発行日前日までに行われる取引をいいます。平成16年2月以降、従前から行われていた入札日から発行日までの取引に加え、入札日前の取引も行うことが可能になりました。

WI取引の価格は、入札前における新発債の需要動向を反映するため、落札価格の予測値として機能します。WI取引が活性化することにより、入札の不確実性が減少し、発行市場と流通市場とのリンケージが高まることから、発行体の効率的な資金調達にも寄与すると考えられます。

(図2-11) WI取引の概要



(5) 債券現先取引と債券貸借取引

A 債券現先取引

債券現先取引（現先取引）とは、売買の当事者間同士で一定期間後に一定価格で債券の反対売買を行うことをあらかじめ約束して行う、売戻し又は買戻し条件付の売買取引です。

現先取引は、戦後、有価証券を保有する金融機関等の主要な資金調達手段となっていました。その後、譲渡性預金証書（CD）やコマース・ペーパー（CP）、大口定期預金といった新たな短期金融商品が投資家に広く受け入れられた一方で、売買形式のために有価証券取引税の課税対象となっていたことから、資金調達手段は債券貸借取引などに移行し、現先取引は有価証券取引税が課されない割引短期国債・政府短期証券（現在の国庫短期証券）を中心とした取引へと縮小していきました。

こうした中、外国為替等審議会「円の国際化専門部会」において、我が国のレポ市場はグローバル・スタンダードに即した売買形式での取引を推進する必要があるとの提言（☞①）がなされたことや、平成11年3月の有価証券取引税の廃止を受け、平成13年4月から、一括清算条項（☞②）、マージンコール機能（☞③）、サブスティテューション（☞④）の適用等のリスク管理手法が盛り込まれた新たな債券現先取引（新現先取引）が導入されました。

☞①21世紀に向けた円の国際化-世界の経済・金融情勢の変化と日本の対応-（外国為替等審議会報告）（平成11年4月20日）

☞②一括清算条項とは、取引当事者のいずれかが債務不履行になった場合、基本契約に基づく債権債務を一つの金銭債権債務（全ての個別取引を終了させ、それにより発生する損益と担保総額を相殺した金額）に置き換える条項をいいます。

☞③マージンコール機能とは、取引期間中、取引対象債券等の時価変動に応じて、担保の受渡により与信リスクの解消を行うことをいいます。

☞④サブスティテューションとは、債券の売り手が、買い手の同意を前提として、取引期間中に取引対象債券等を差し替えることを可能とする仕組みをいいます。

また、平成21年9月に設置された「国債の決済期間の短縮化に関するワーキング・グループ」における議論（⑤）を踏まえ、平成30年5月1日に国債の売買取引の標準的な決済期間のT+1化が実施されました。T+1化に際しては、銘柄を特定しない債券を担保とした資金の調達であるGC（General Collateral）レポ取引の決済期間をT+1からT+0に短縮し、新現先取引による銘柄後決め方式GCレポ取引が整備され、債券貸借取引に代わり、新現先取引への移行が進んでいます。

なお、平成14年11月から、日本銀行においても、従来の貸借方式によるオペレーションに代えて、新現先方式による「国債現先オペ」が導入されています。

⑤第1章2(3)C「決済期間の短縮化」参照（P48）。

B 債券貸借取引

債券貸借取引とは、当事者の一方（貸出者）が他方（借入者）に債券を貸し出し、一定期間後に、借入者が貸出者に同種・同量の債券を返済する消費貸借取引です。

債券貸借取引は、債券流通市場の発展を目的として債券の空売りが認められたのと同時に、平成元年から導入されました。当初は、現先取引との競争を防ぐため、現金担保とする場合には付利制限などの規制があったことや、代用有価証券など現金以外を担保とする方法も事務管理の複雑さなどから敬遠される傾向にあったこと等で、もっぱら無担保取引が中心でした。

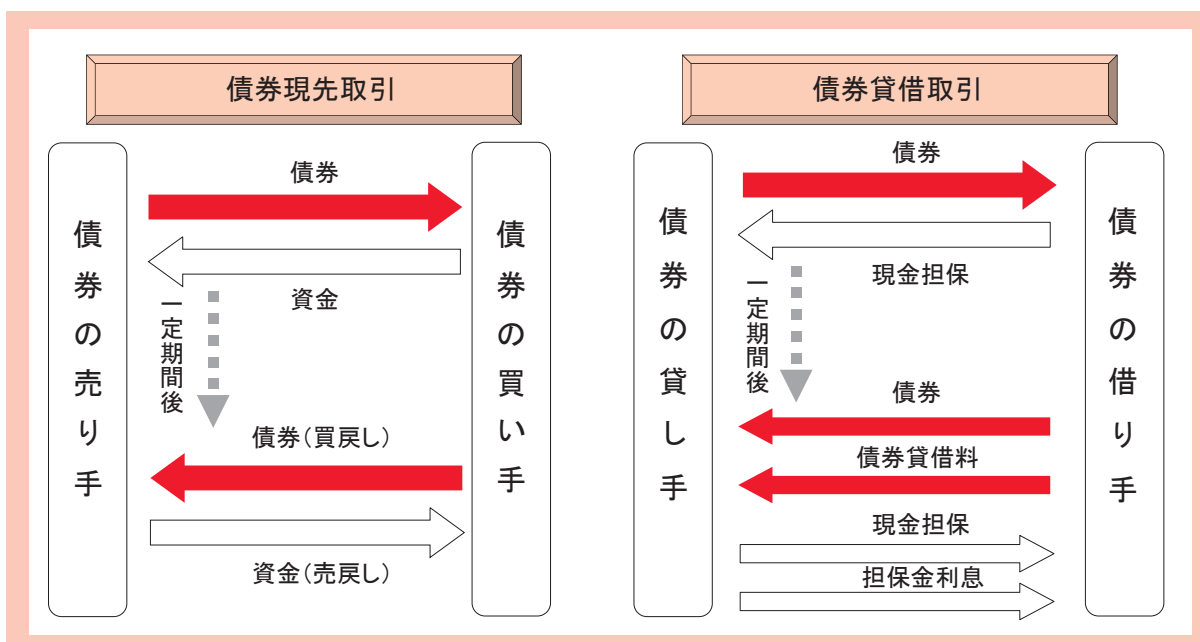
しかし、平成7年2月のベアリングス銀行破綻で無担保取引の危険性が改めてクローズアップされ、信用リスク軽減の観点から、米国のレポ取引を参考に債券貸借取引の見直し（有担保化）が行われ、一括清算条項、マージンコール機能により、リスク管理が強化される一方、国債取引のローリング決済（①）移行に際し、付利制限の廃止とともに現金担保の下限規制を撤廃して、平成8年4月から現金担保付債券貸借取引（②）が開始されました。

現金担保付債券貸借取引は、GC取引や、債券の空売りを行った際に決済に必要な特定の現物の調達であるSC（Special Collateral）取引といった形で活発に行われ、平成9年11月には日本銀行のオペレーションにも導入されました。また、平成17年5月には、JGBCCによる清算業務が開始され、レポ取引の清算（債務引受け、ネットリング等）、リスク管理等が行われており、レポ取引の拡大に寄与しました。

①ローリング決済とは、「約定から〇営業日後」といったように、所定の日数を経過したものを逐次決済していく方法のことをいいます。それ以前は、毎月特定日にまとめて決済していました。

②現金担保付債券貸借取引は、「日本版レポ取引」とも呼ばれます。グローバルスタンダードでは、レポ取引が売買形式での取引を指すのに対し、日本では、レポ取引の中心が貸借形式での取引（特に、現金担保付債券貸借取引）であったことから、グローバルスタンダードでのレポ取引と区別して、「日本版レポ取引」という呼び名が使われています。そのほか、「現担レポ」「貸借レポ」と呼ばれることもあります。

（図2-12）債券現先取引と債券貸借取引のイメージ図



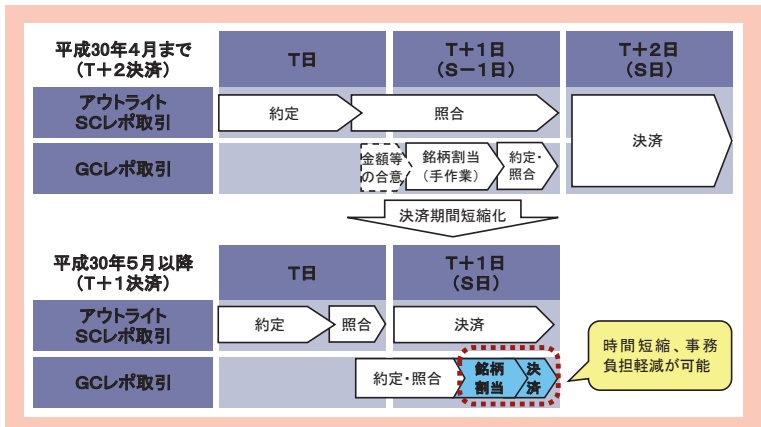
C 銘柄後決め方式GCレポ取引

平成30年5月1日から国債決済期間短縮化（T+1化）が実施され、通常の売買取引（以下「アウトライト取引」といいます。）及びSCレポ取引の決済期間がT+2からT+1に短縮されました。また同時に、JSCCは「銘柄後決め方式GCレポ取引（後決めレポ取引）」を導入し、T+0でのGCレポ取引決済が可能となりました。

GCレポ取引は、例えば、証券会社がアウトライト取引やSCレポ取引の約定後に、資金の不足分の調達を目的として行われることが多い取引で、アウトライト取引やSCレポ取引とは不可分です。そのため、アウトライト取引やSCレポ取引のT+1化に際しては、GCレポ取引約定後の一連の事務（ポストトレード事務）の迅速化が課題となりました。そこで、欧米の先行事例を参考に新たに導入されたのが、新現先取引による後決めレポ取引です。同取引では、資金の受渡金額と国債バスケット（例えば「国庫短期証券」「利付国債の残存10年以下の銘柄または国庫短期証券」など割り当て対象銘柄の範囲を特定する条件）のみを指定して約定し、個別銘柄の選定は、決済直前にJSCCが一括して行います。これにより、市場参加者における銘柄選定等の作業負担が軽減され、ポストトレード事務の時間短縮が可能となりました。

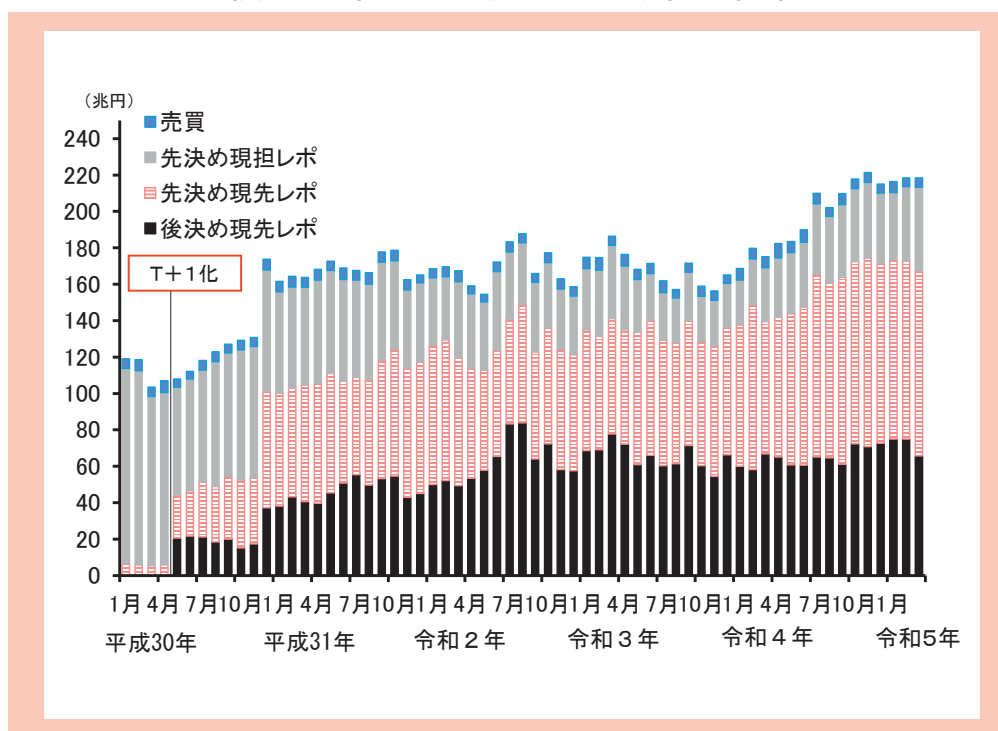
T+1化とあわせて推奨された、貸借方式（現担レポ）からグローバル・スタンダードである新現先方式（後決めレポ取引を含む現先レポ）への移行も相応に進んでいます。今後とも、我が国のレポ市場において、非居住者の参入拡大なども含めた一層のグローバル化や市場活性化により、市場参加者の利便性が更に向上することが期待されています。

(図2-13) 国債の決済期間短縮化のイメージ



(出所) 国債の決済期間短縮化に関するワーキング・グループ「国債取引の決済期間の短縮（T+1）化に向けたグランドデザイン（平成26年11月26日）」を基に財務省が作成

(図2-14) JSCCの債務引受金額（1日平均）



(注) 債務引受金額ベース。現先・現担はスタート・エンド合計（往復）
(出所) JSCC

(6) ストリップス債

ストリップス債（STRIPS：Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities）とは、利付国債の元本部分と利払時点毎に利息（クーポン）部分を分離し、それぞれ分離元本振替国債、分離利息振替国債として、独立して流通させることや、過去に分離された元本部分と利息部分を再度統合して元の利付国債を復元することが可能な国債のことです。

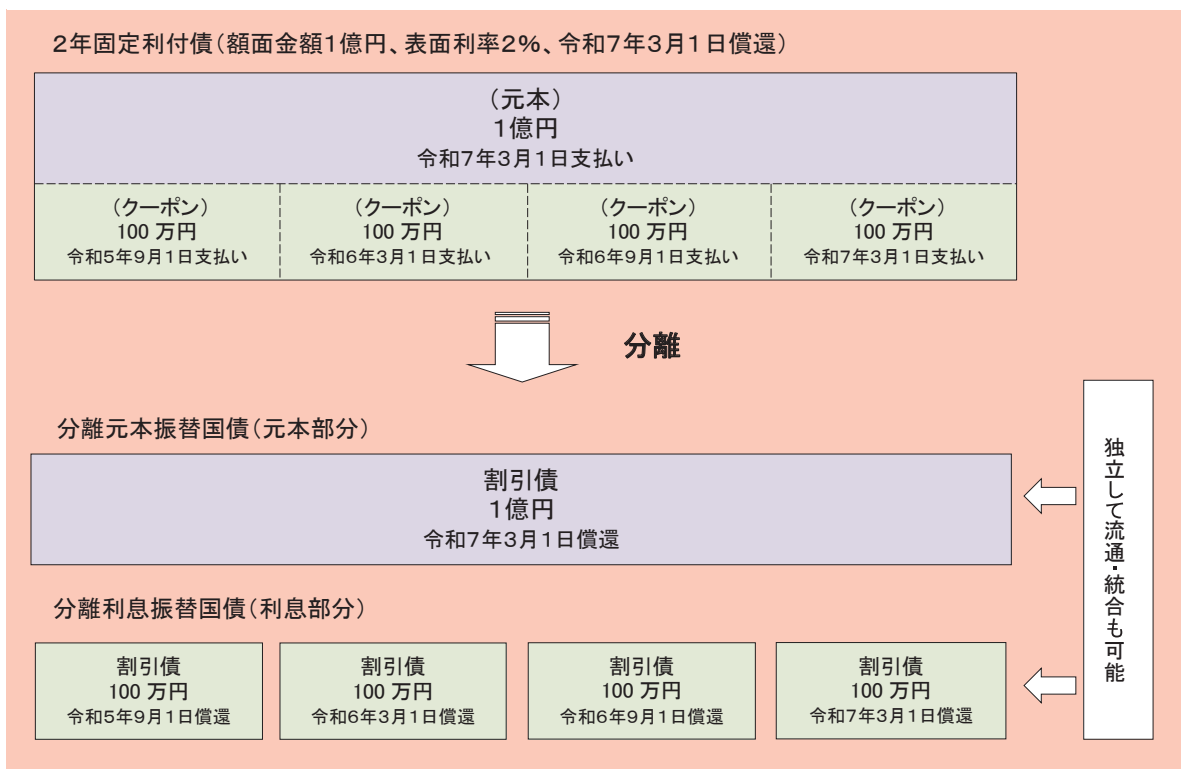
平成15年1月より、我が国においても国債のストリップス化が可能になりました（☞）。ストリップス債の導入により、元本部分と利息部分の分離を希望する投資家のニーズに応じることが可能になると同時に、割引債と利付債の間の裁定（金利調整）機能が高まり、国債市場の効率性が向上することが期待されます。

なお、ストリップス債の分離状況については、財務省ホームページで定期的公表しています。

☞平成15年1月以降発行される15年変動利付国債、個人向け国債、10年物価連動国債以外の全ての利付国債が「分離適格振替国債」となっています（例外として、社債、株式等の振替に関する法律で規定する特例国債と同一の銘柄として発行されたものを除きます。）。

ストリップス化された国債の保有者に係る制限はありませんが、ストリップス債の分離・統合を行うことができるのは、国債市場特別参加者に限定されています。

(図2-15) ストリップス債のイメージ図



(7) 国債先物取引

先物取引とは、対象となる商品や金融資産を、現在取り決めた価格で将来の一定の期日に売買する取引のことです。

国債先物は、国債を取引する際に、そのリスクに備える（ヘッジ）目的で利用されたり（☞①）、債券市場の動向を知る上での指標としての役割があるなど、国債の発行市場及び流通市場が円滑に機能するために重要な役割を担っています。

A 国債先物取引の概要

国債先物取引の概要を3点紹介します。1つ目は商品の概要です。大阪取引所に上場されている国債先物取引には、中期・長期・超長期（ミニ）・長期（現金決済型ミニ）の4種類があります（図2-17）が、取引のほとんどは長期国債先物取引が占めています。また、長期国債先物取引については、大阪取引所のほか、SGX（シンガポール証券取引所）にも上場されています。

2つ目は制度の概要です。国債先物取引では、証券取引所において不特定多数の参加者が売買することを前提に、売買対象や売買単位、取引最終日（☞①）、受渡決済期日（☞②）などの取引条件が定型化されています。特に、売買対象については、実際に発行されている国債そのものではなく、「標準物」（☞③）と呼ばれる架空の国債を対象として先物取引が行われます。

また、先物取引の特徴の1つに購入代金の全てを即座に支払う必要がなく、証拠金という少ない資金の差入のみで売買が実施可能であることが挙げられます。このため、投資ポジションにレバレッジをかけるために国債先物を積極的に利用する投資家もいます。

3つ目は国債先物取引の決済方法です。取引最終日までいつでも実施可能な反対売買（転売又は買戻し）と受渡決済期日に売買代金及び現物国債の授受により行う受渡決済の2種類があります。実際の取引においては、ほとんどが反対売買となります。

受渡決済の場合には、取引対象となる標準物が架空の国債のため、現存する国債のうち受渡適格銘柄（☞④）として定められた国債が受け渡されます。このとき、標準物と受渡適格銘柄では、そのクーポン・レートや残存期間が異なるため、別途算出される比率によって受渡価格を調整しています。この比率を交換比率（「コンバージョン・ファクター」）と呼びます。具体的には、受渡価格は、当該受渡適格銘柄の交換比率を先物価格に乗じて計算されます（☞⑤）。

受渡適格銘柄に該当する銘柄は複数存在しますが、受渡側（先物を売った側）に受渡銘柄を選ぶ権利があります。受渡側にとって、コストが最も低くなる銘柄を最割安（チーベスト）銘柄といいます。最割安銘柄で受渡を行えば受渡側にとって損失（収益）を最小（最大）化することができ、通常、当該銘柄が受渡銘柄として選ばれることから、先物と最割安銘柄間の価格連動性は高い傾向にあります。

なお、現物国債の表面利率が長期国債先物の標準物の表面利率である6%よりも低い現在のような市場環境においては、先物の受渡適格銘柄のうち、最割安銘柄は最も満期が短い残存7年の国債となる場合がほとんどです。

B 国債先物市場の投資家

様々な投資家が国債先物を利用します。例えば、国債の発行市場及び流通市場で中心的な役割を担うプライマリー・ディーラーは、落札した国債や、流通市場で買い取った国債の金利リスクをヘッジする目的で先物を利用します。また、先物取引

☞例えば、顧客から長期国債を買い取ったディーラーは、同時に売り建てた先物の価格が逆方向に動くことで、損益を相殺できるようになります。銀行などの投資家も、保有する債券ポートフォリオの金利リスクをヘッジする場合に、流動性が高い先物を利用することがあります。

☞①「取引最終日」とは、受渡決済期日の5営業日前と定められています（図2-17）。

☞②「受渡決済期日」とは、3、6、9、12月の各20日です（図2-17）。

☞③「標準物」とは、証券取引所が利率、償還期限などを標準化して設定した架空の債券のことです。例えば、長期国債先物取引の場合、現在は、クーポン・レートが6%、償還期限10年の架空の国債を標準物としています。

☞④「受渡適格銘柄」とは、長期国債先物取引の場合、受渡決済期日において残存7年以上11年未満となる10年利付国債となります。

☞⑤例えば、先物価格が150円、受渡適格銘柄の交換比率が0.72の場合の受渡価格は、108円（150円×0.72）となります。

では信用力の高い取引所・清算機関が取引相手となるためカウンターパーティ・リスクがほとんどないこと、及び、投資ポジションにレバレッジをかけられることから、国債の短期的な売買によってトレーディング収益をあげることを目指す投資家にとっては、国債先物は使い勝手の良い道具とも言えます。近年では、年金基金など債券を長期保有する投資家の間でも、投資ポジションにレバレッジをかけるために国債先物を積極的に利用する動きがあります。

国債の短期的な売買を行う投資家の中で、先物市場において特に存在感が大きいとされるのが、先物取引顧問 (Commodity Trading Advisor: CTA) と呼ばれる投資家です。CTAとは、元々は米国で先物取引について顧客に助言する場合に必要な登録資格のことですが、現在では、先物を主たる投資対象とするヘッジファンドおよび投資戦略を指す言葉となっています。日本取引所グループの取引主体別売買統計によれば、近年では先物の取引に占める海外居住者の比率が6割を超えています。同統計では海外投資家の内訳は明らかではありませんが、相当部分をCTAが占めると考えられています。

CTAは「トレンド・フォロー」と呼ばれる投資手法を採用することが知られています。これは、資産価格に上昇ないし下降の「トレンド (趨勢)」が生じた場合に、それを追うように投資する戦略です。たとえば、自社が設けた基準やアルゴリズムに基づき、わが国の債券市場に上昇トレンドが生じたと判定すれば、長期国債先物を買入れれます。上昇トレンドが続く限り買い増しを続け、このトレンドが減衰してきたと判断すると買い持ち分を売って利益を確定します。

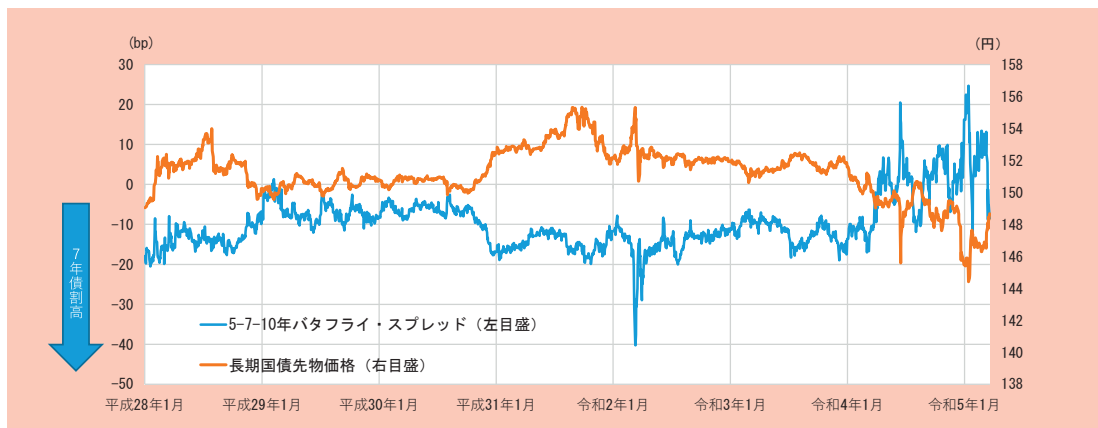
このように、CTAは、金利の絶対水準ではなく、債券価格変化のトレンドに基づいて投資を行います。このため、短期金利を▲0.1%、長期金利を0%程度にコントロールする政策である、日本銀行による長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策の下でも、いったんトレンドが発生したと判断すれば、金利水準を考慮せずに積極的な売買を行うことがあります。

CTA等の投資家が金利の絶対水準にかかわらず先物を集中的に売買すると、先物との間で価格裁定が働く残存7年の国債だけが周辺の残存年限の国債に対して割安化したり割高化したりすることがあります。ある年限の利回りが、周辺の年限に対して相対的に高いか低いを示す指標であるバタフライ・スプレッド (①) でみると、平成28年秋から平成29年初めの時期には残存7年の国債が割安化 (相対的に金利が上昇) し、平成30年の末には残存7年の国債が割高化 (相対的に金利が低下) していることが見て取れます。このような時期には、CTA等の投資家の投資が活発化していた可能性があります (②)。令和4年以降はCTA等の投資家を中心に先物を集中して売り増していると思われる動きが増えています。一方で、長期 (10年) 金利対比残存7年の国債の割安化が顕著になっています。

① 5年-7年-10年バタフライ・スプレッドは、一般的に、7年金利×2 - (5年金利+10年金利) で表します。

② なお、令和2年3月の大きな動きは、新型コロナウイルス感染症拡大に伴う市場の流動性低下によるものと考えられています。

(図2-16) 5年-7年-10年バタフライ・スプレッドと長期国債先物



(図2-17) 国債先物取引の概要

	中期国債先物取引	長期国債先物取引	超長期国債先物取引 (ミニ)	長期国債先物 (現金決済型ミニ)																																	
取引開始日	平成8年2月16日	昭和60年10月19日	平成26年4月7日	平成21年3月23日																																	
取引対象	中期国債標準物 (3%、5年)	長期国債標準物 (6%、10年)	超長期国債標準物 (3%、20年)	長期国債標準物の価格																																	
受渡適格銘柄	残存4年以上5年3か月未満の5年利付国債	残存7年以上11年未満の10年利付国債	残存19年3か月以上21年未満の20年利付国債	—																																	
立会時間	<p style="text-align: center;">< 午 前 ></p> <p>オープニング : 8:45</p> <p>レギュラー・セッション : 8:45~11:00</p> <p>クロージング : 11:02</p> <p style="text-align: center;">< 午 後 ></p> <p>オープニング : 12:30</p> <p>レギュラー・セッション : 12:30~15:00</p> <p>クロージング : 15:02</p> <p style="text-align: center;">< 夜 間 ></p> <p>オープニング : 15:30</p> <p>レギュラー・セッション : 15:30~翌5:55</p> <p>クロージング : 翌6:00</p> <p>※1: オープニングで取引が成立しない場合、レギュラー・セッションに移行</p> <p>※2: クロージングで取引が成立しない場合、ザラ場引け</p>																																				
限月取引	3月、6月、9月、12月の3限月取引																																				
取引最終日	受渡決済期日(各限月の20日(休業日の場合は、繰下げる。))の5日前(休業日を除外する。)			同一限月の長期国債先物取引における取引最終日の前日(休業日の場合は順次繰上げ)に終了する取引日																																	
取引単位	額面1億円	額面1千万円		10万円に長期国債標準物の価格の数値を乗じて得た額																																	
呼値の単位	額面100円につき1銭			0.5銭																																	
値幅制限	<p>(1) 呼値の制限値幅: 定期的な見直しは実施せず、取引対象が同一の商品ごとに以下の値を適用する</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th></th> <th>中期国債先物取引</th> <th>長期国債先物取引</th> <th>超長期国債先物取引 (ミニ)</th> <th>長期国債先物 (現金決済型ミニ)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>通常値幅</td> <td colspan="2">上下 2.00 円</td> <td>上下 4.00 円</td> <td>上下 2.00 円</td> </tr> <tr> <td>最大値幅</td> <td colspan="2">上下 3.00 円</td> <td>上下 6.00 円</td> <td>上下 3.00 円</td> </tr> </tbody> </table> <p>※制限値幅は、1回のみ拡大(該当方向のみ)</p> <p>(2) 即時約定可能値幅: 直近の最良気配の仲値または直近約定値段を中心に、以下の値を適用する(注1)</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th></th> <th>中期国債先物取引</th> <th>長期国債先物取引</th> <th>超長期国債先物取引 (ミニ)</th> <th>長期国債先物 (現金決済型ミニ)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>オープニング・オークション</td> <td colspan="2">上下 30 銭</td> <td rowspan="3" style="text-align: center;">上下 90 銭</td> <td>上下 30 銭</td> </tr> <tr> <td>通常値幅</td> <td colspan="2">上下 10 銭</td> <td>上下 10 銭</td> </tr> <tr> <td>クロージング・オークション</td> <td>上下 10 銭</td> <td>上下 15 銭</td> <td>上下 15 銭</td> </tr> </tbody> </table>					中期国債先物取引	長期国債先物取引	超長期国債先物取引 (ミニ)	長期国債先物 (現金決済型ミニ)	通常値幅	上下 2.00 円		上下 4.00 円	上下 2.00 円	最大値幅	上下 3.00 円		上下 6.00 円	上下 3.00 円		中期国債先物取引	長期国債先物取引	超長期国債先物取引 (ミニ)	長期国債先物 (現金決済型ミニ)	オープニング・オークション	上下 30 銭		上下 90 銭	上下 30 銭	通常値幅	上下 10 銭		上下 10 銭	クロージング・オークション	上下 10 銭	上下 15 銭	上下 15 銭
	中期国債先物取引	長期国債先物取引	超長期国債先物取引 (ミニ)	長期国債先物 (現金決済型ミニ)																																	
通常値幅	上下 2.00 円		上下 4.00 円	上下 2.00 円																																	
最大値幅	上下 3.00 円		上下 6.00 円	上下 3.00 円																																	
	中期国債先物取引	長期国債先物取引	超長期国債先物取引 (ミニ)	長期国債先物 (現金決済型ミニ)																																	
オープニング・オークション	上下 30 銭		上下 90 銭	上下 30 銭																																	
通常値幅	上下 10 銭			上下 10 銭																																	
クロージング・オークション	上下 10 銭	上下 15 銭		上下 15 銭																																	
サーキットブレーカー	中心限月取引において、制限値幅上限(下限)の値段で約定又は買(売)気配提示された場合、全限月取引の取引を10分間以上中断する。			長期国債先物取引のサーキットブレーカー発動に伴う連動中断あり																																	
ストラテジー取引	あり(カレンダー・スプレッド(注2))																																				
J-NET取引(注3)	あり(呼値の単位: 0.0001円、最低取引単位: 1単位)																																				
清算値段(数値)	当該取引日の立会(夜間取引を除く)における最終約定値段等 ※必要な場合は、上記に関わらず株式会社日本証券クリアリング機構(JSCC)が適当と認める数値に修正			長期国債先物(ラージ)の同一限月の清算値段																																	
証拠金	SPAN®(注4)を利用して計算(他の国債先物・国債先物オプション取引との間におけるリスク相殺を認める)																																				
決済方法	1. 転売または買戻し 2. 最終決済(受渡決済)			1. 転売または買戻し 2. 最終決済(最終清算数値による決済)																																	
決済物件の受渡しギブアップ(注5)	受渡しに供する国債の銘柄は渡方(売方)の任意			—																																	
建玉移管(注6)	利用可能																																				
建玉報告制度	<p style="text-align: center;">対象限月: 直近の限月取引</p> <p>報告対象: 取引参加者の顧客のうち、売建玉と買建玉の差引数量が以下の報告数量以上の者</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th></th> <th>中期国債先物取引</th> <th>長期国債先物取引</th> <th>超長期国債先物取引 (ミニ)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>報告数量</td> <td>500 単位</td> <td>1,000 単位</td> <td>5,000 単位</td> </tr> </tbody> </table> <p>計測対象日: 毎週金曜日に終了する取引日(3, 6, 9, 12月の月初から取引最終日までの間は、毎取引日)</p>				中期国債先物取引	長期国債先物取引	超長期国債先物取引 (ミニ)	報告数量	500 単位	1,000 単位	5,000 単位	なし																									
	中期国債先物取引	長期国債先物取引	超長期国債先物取引 (ミニ)																																		
報告数量	500 単位	1,000 単位	5,000 単位																																		

(注1) 誤発注等による価格急変の防止の観点から、直前の基準となる値段から所定の値幅を超える約定が発生する注文が発注された場合に、当該銘柄における約定付け合わせを行わず取引の一時中断を行う制度(即時約定可能値幅制度)を導入しています。

(注2) カレンダー・スプレッド取引とは、異なる2つの限月取引、具体的には、期近限月取引と期先限月取引、例えば、3月限月と6月限月の2つの取引の間の価格差を呼値として取引を行い、1つの取引で、2つの限月取引について、同時に売りと買いの反対のポジションを成立させることができる取引を指します。

(注3) J-NET取引は、大阪取引所の競争売買市場から独立したJ-NET市場において行う、立会によらない先物・オプション取引をいいます。

(注4) SPAN®は、Chicago Mercantile Exchange (CME) が開発した証拠金計算方法です。

(注5) ギブアップ制度とは、顧客が、注文を委託した取引参加者と異なる取引参加者との間で決済関連業務(先物取引の決済時における差金、オプション取引代金及び証拠金等の授受)を行う制度です。

(注6) 建玉移管制度とは、移管元清算参加者(未決済約定の引継ぎ元の清算参加者)が、先物・オプション取引に係る未決済約定(建玉)について、JSCCの承認を条件として、移管先清算参加者(移管元清算参加者から未決済約定を引き継ぐ清算参加者)に引き継がせることを認める制度です。

(出所) 日本取引所グループ、JSCC