



JPX
OSAKA EXCHANGE

国債先物市場の現状と今後の取組み

Total smart exchange

株式会社大阪取引所 取締役常務執行役員 市本 博康

2020年6月22日

- 1 大阪取引所における国債先物取引の概要**
- 2 長期国債先物取引の取引状況**
- 3 超長期国債先物取引の取引状況等**
- 4 国債先物市場に関する今後の取組み**

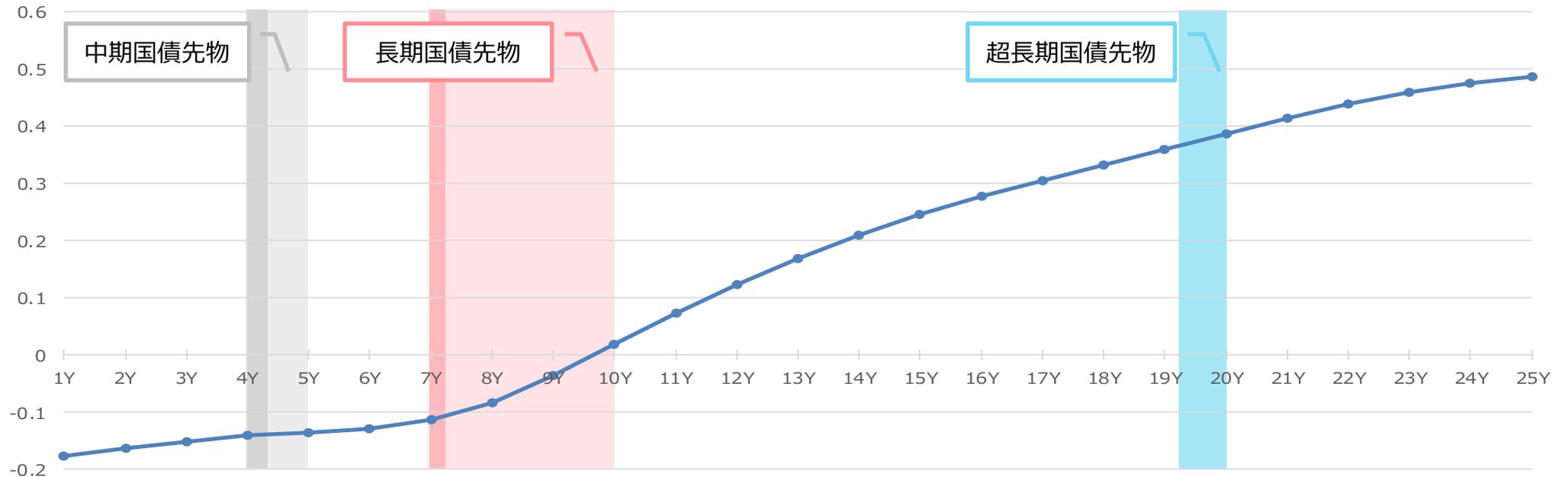


大阪取引所における国債先物取引の概要

国債先物取引と受渡適格銘柄

#	項目	中期国債先物	長期国債先物	超長期国債先物
1.	上場日	1996年2月16日	1985年10月19日	1988年7月8日
2.	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]
3.	限月取引	3月、6月、9月、12月の3限月取引		
4.	受渡適格銘柄	5年利付国債 -残存4年以上5年3か月未満	10年利付国債 -残存7年以上11年未満	20年利付国債 -残存19年3か月以上21年未満
5.	受渡最割安銘柄 (9月限月)	第141回債	第348回債	第171・172回債

【イールドカーブ（6月15日）と先物受渡適格銘柄の関係】



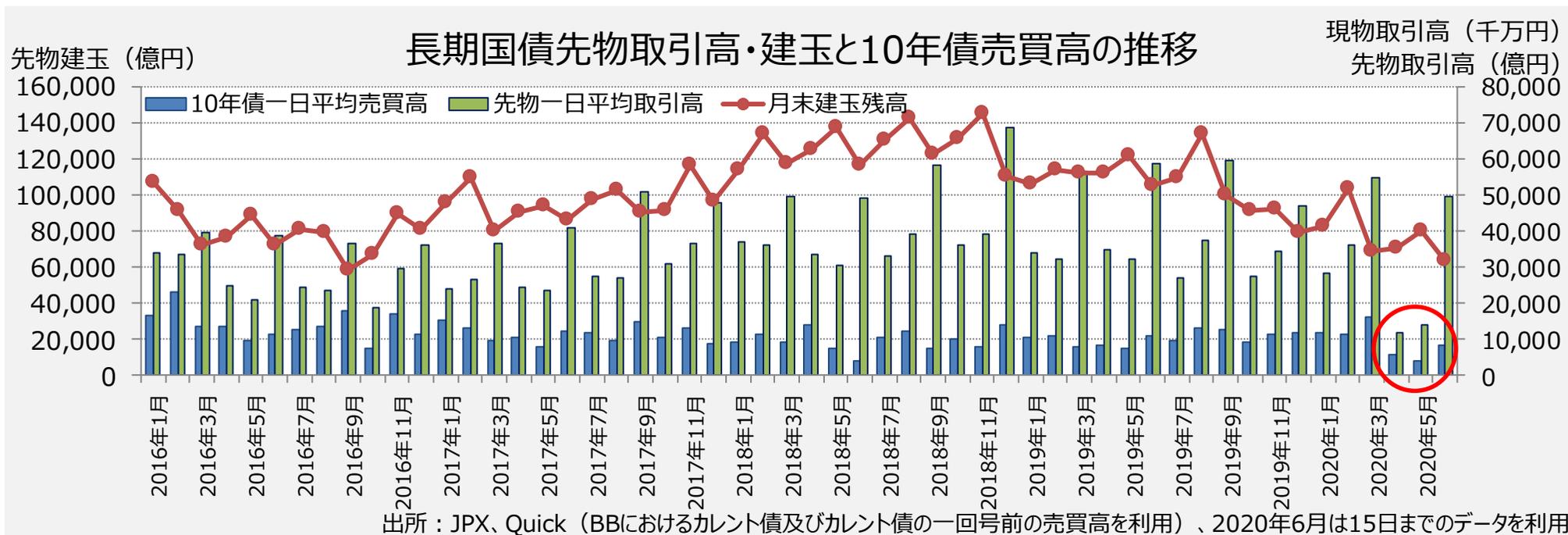
出所：日本相互証券株式会社（BB国債価格引値を基に日本相互証券が算出した金利情報）

長期国債先物取引の取引状況



長期国債先物取引の取引状況 -流動性等-

- 長期国債先物取引は、長年にわたり継続的に安定した流動性を維持。
- 東京都の自粛要請以降、現物とともに先物の取引高が急減しているものの、建玉の水準は概ね安定的に推移。



- 日中値幅は、長引く低下傾向から反転の兆しを示しているものの、今後の見通しは金融政策次第となる。

長期国債先物の日中値幅と年間取引高（1日平均）

	日中値幅*	取引高
2016年度	27銭	2兆8,569億円
2017年度	16銭	3兆5,978億円
2018年度	16銭	4兆2,087億円
2019年度	34銭	3兆9,640億円
2020年度**	28銭	1兆2,680億円

長期国債先物の最終建玉残高等

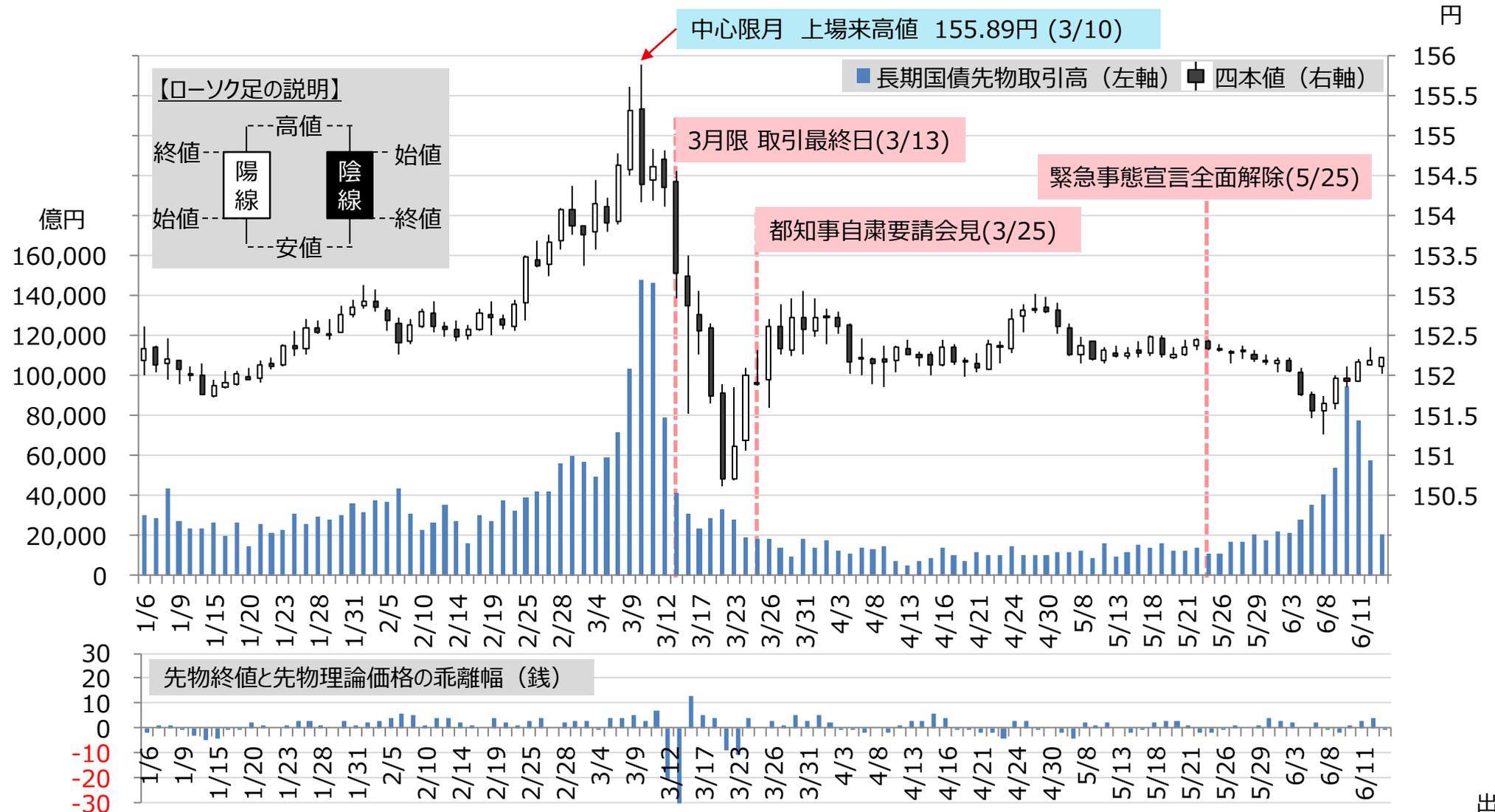
	最終建玉残高	受渡銘柄
2019年3月限	3,706億円	342回債
2019年6月限	1,806億円	343回債
2019年9月限	2,935億円	344回債
2019年12月限	1,229億円	345回債
2020年3月限	1,821億円	346回債

*「日通し高値－日通し安値」の値幅、**2020年5月末までのデータを利用、出所：JPX

出所：JPX

長期国債先物取引の取引状況 - 東京都の自粛要請以降の変化 -

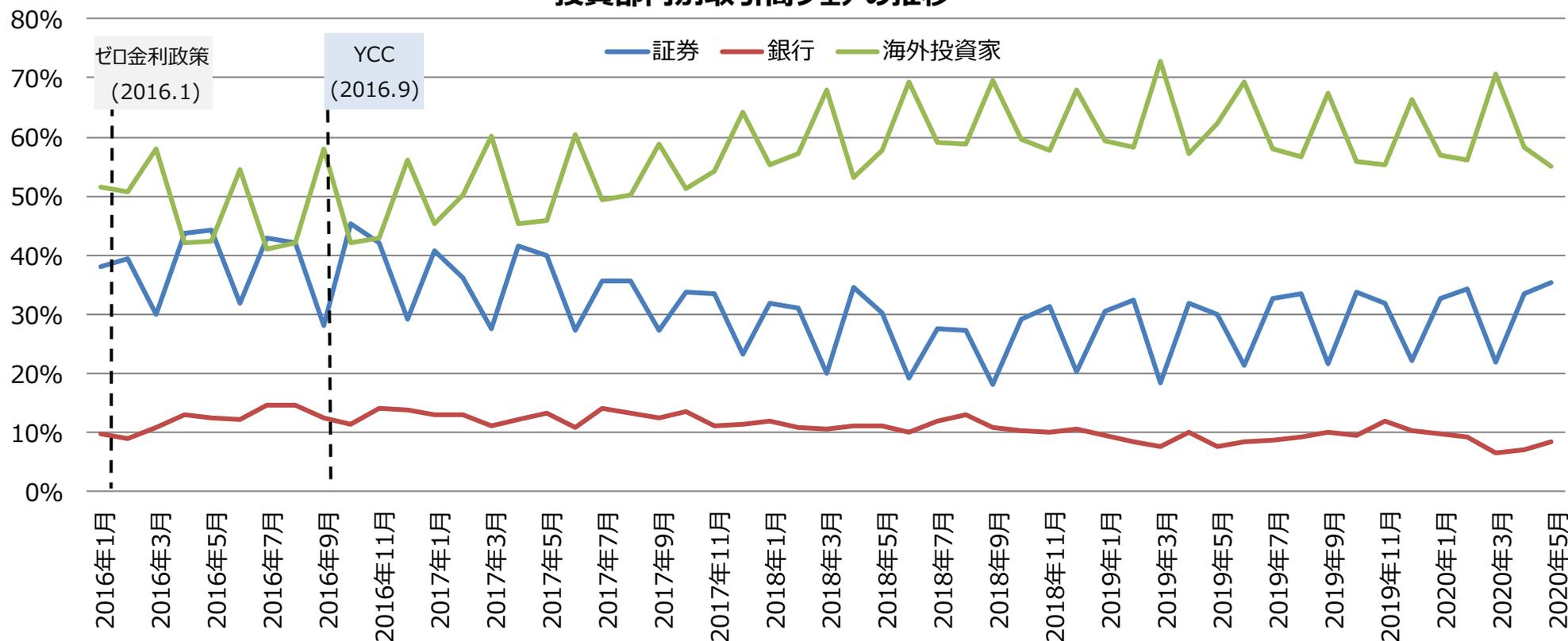
- 2020年3月25日に東京都知事が外出自粛や在宅勤務を要請。
- 同日以降、長期国債先物取引の取引高は著しく減少し、1兆円を下回る日も散見。
- 緊急事態宣言の全面解除後、値動きは小幅に留まるものの、徐々に取引高に回復が見られる。



長期国債先物取引の取引状況 - 投資部門別取引高シェアの推移 -

- 現物国債の流通状況や取引単位（額面1億円）から個人投資家はおらず、プロのみの市場。
- 2013年4月頃まで、証券会社と海外投資家の取引シェアがそれぞれ約40%、銀行が約20%という状況が長く継続。量的・質的金融緩和の導入以降、徐々に銀行のシェアが低下し、海外投資家のシェアが上昇。
- イールドカーブコントロールの導入以降、長期にわたる低金利を受けて証券会社の債券部門の縮小もあり証券会社のシェアが徐々に低下し、海外投資家がマーケットメイク機能を果たすような変化がみられる。

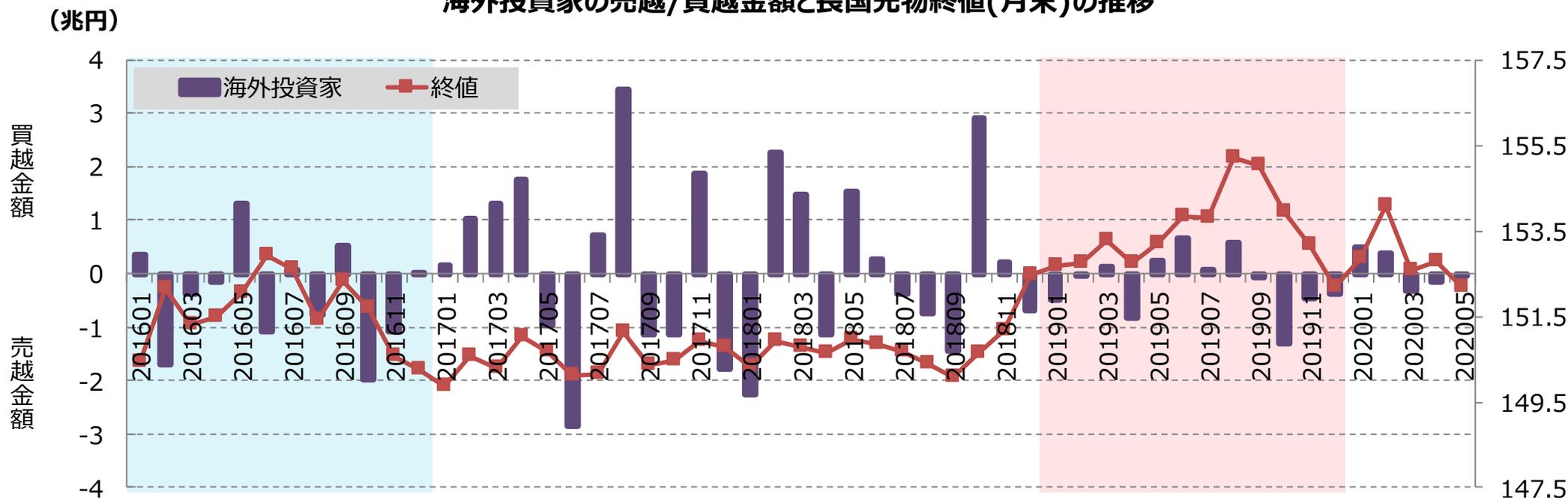
投資部門別取引高シェアの推移



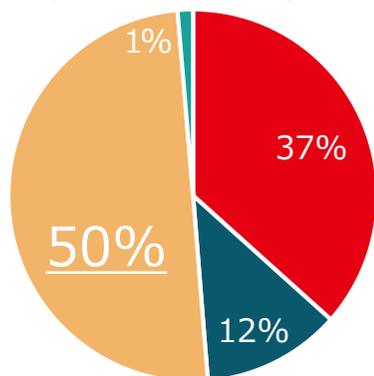
出所：JPX

長期国債先物取引の取引状況 -海外投資家の取引状況-

海外投資家の売越/買越金額と長国先物終値(月末)の推移

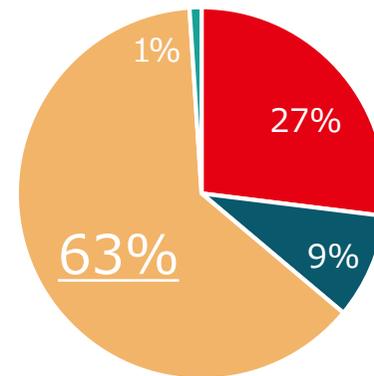


投資部門別取引高 (2016年)



一日平均取引高：30,136億円

投資部門別取引高 (2019年)



一日平均取引高：39,882億円

出所：JPX

長期国債先物取引の取引状況 - 足元の投資部門別取引状況 -

- 4月以降、海外投資家、証券会社、銀行のいずれの投資部門においても、大幅な取引高の減少を記録。
- 2020年4月は特に銀行の取引高減少が顕著であり、前年同月比で約7割減少。
- 緊急事態宣言等により、スプリット勤務・在宅勤務が進んだこと、リスク量の削減などが一因と考えられる。

【投資部門別月間取引高変化率】

投資部門	直近四半期比*		前年同月比**	
	2020年4月	2020年5月	2020年4月	2020年5月
海外投資家	-50%	-61%	-58%	-66%
証券会社	-52%	-58%	-57%	-54%
銀行	-64%	-65%	-71%	-56%

出所：JPX

*2020年4月(2020年5月)の月間取引高を直近四半期の月間取引高と比較した数値。
 (直近四半期[1-3月]から満期月[3月]のデータを除いた1月及び2月の2ヶ月間のデータから算出したの月間平均取引高を直近四半期の月間取引高として利用)
 **2020年4月(2020年5月)の月間取引高を2019年4月(2019年5月)の月間取引高と比較した数値。

長期国債先物取引の取引状況 - ナイトセッションにおける取引状況

- 海外投資家の参入によりナイトセッションにおける流動性が安定し、夜間の取引が定着。
- 長期国債先物の2019年度のナイトセッション比率は20%（225先物の同比率：36%）。

【2019年度のナイト・セッション比率とセッション別取引高】

デイ・セッション取引高	ナイト・セッション取引高[A]	日通し取引高[B]	ナイト・セッション比率 ([A]/[B])
7,120,222億円	1,791,067億円	8,911,289億円	20%

出所：JPX

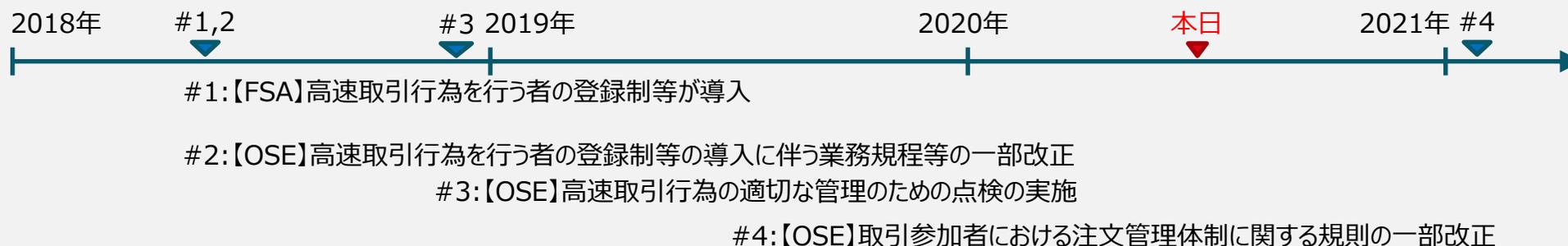
- 2021年度第3四半期に予定している売買システムのリプレースに合わせて、ナイトセッションの取引時間を翌日午前6時まで延長（現在は翌日午前5時30分）することを予定。

【参考】長期国債先物取引の立会時間（2020年6月22日時点）

デイ・セッション		ナイト・セッション（15:30-翌5:30）
前場（8:45-11:02）	後場（12:30-15:02）	—
オープニング：8:45 レギュラー・セッション：8:45～11:00 クロージング：11:02	オープニング：12:30 レギュラー・セッション：12:30～15:00 クロージング：15:02	オープニング：15:30 レギュラー・セッション：15:30～翌5:25 クロージング：翌5:30

-参考- 高速取引行為を行う者（HFT）の管理強化

#	時期	主体	概要
1	2018年4月	FSA	改正金融商品取引法が施行され、高速取引行為を行う者（HFT）に関する登録制等が導入 ✓ 登録制を通じてHFTの実態を把握（要登録業者は業務方法書や組織図を整備して提出） ✓ 登録HFTに対して監督上の措置を講じるための枠組みを整備
2	2018年4月	OSE	高速取引行為を行う者の登録制等の導入に伴う業務規程等の一部改正（2018年4月1日施行） ✓ 当局への提出資料の写しを取引所にも提出することを義務化 ✓ 登録HFTが取引のために利用するユーザID等の届出を義務化（マッピング） ✓ 発注時に取引戦略（マーケットメイク・アービトラージ等）の別を明示することを義務化（フラギング）
3	2018年12月 ～2019年3月	OSE	高速取引行為の適切な管理のための点検（チェックリスト）の実施 ✓ 登録HFT及び登録HFTから注文を受託する取引参加者における注文管理体制・通信管理体制の整備状況について一斉点検を実施
4	2020年4月	OSE	取引参加者における注文管理体制に関する規則の一部改正（2021年1月4日施行） ✓ 一斉点検の結果を踏まえた対応の実施（マーケット・アクセス・ルールの導入等） - 取引参加者の注文管理は当該参加者の直接的かつ排他的な方法により行うことを義務化（HFTのシステムに依拠して行う注文管理の方法等を禁止） - 異常注文発生時等において、新規発注を抑止するための機能（所謂キルスイッチ）の導入義務化 等



超長期国債先物取引の取引状況等



超長期国債先物取引の取引状況等 -これまでの取組み-

- 長期的にニーズの高まりが予想されたことから、超長期国債先物取引を再開（2014年4月7日）
- 市場参加者の意見等を踏まえ、商品性の見直しを実施（2015年7月6日）

超長期国債先物の商品性に関する主な変更点

	超長期国債先物 (2015年7月6日以降)	超長期国債先物 (変更前)
取引対象 -超長期国債標準物	<u>クーポン3%</u> 残存年数20年	<u>クーポン6%</u> 残存年数20年
受渡適格銘柄 -20年利付国債	残存年数 <u>19年3か月以上21年未満</u>	残存年数 <u>18年以上</u>
呼値の刻み	<u>1銭</u>	<u>5銭</u>

- 商品性の見直しに合わせて、制度の見直し・新設を実施
 - ✓ マーケットメイク制度の見直し（気配スプレッドを30銭から20銭に縮小）
 - ✓ インセンティブプラン（レベニューシェア・プログラム、取引手数料割戻しプログラム）の導入
- その後もRFQメールサービスの導入（2017年1月4日）などの流動性向上策を講じるも、流動性の確保には結びつかない状況が続いている

超長期国債先物取引の取引状況等 -取引高・建玉の推移-

- 再開直後は複数の投資家が参加し、多くはないものの一定の取引が見られた。
- 現物売買高が一定の水準を維持する一方で、超長期国債先物は再開後2年程度で急速に市場規模が縮小。

超長期国債先物と現物20年国債の取引推移

(単位：億円)

年度	超長期国債			-参考- 長期国債		
	先物 一日平均取引高	現物20年債 一日平均売買高**	20年債 市中発行額***	先物 一日平均取引高	現物10年債 一日平均売買高**	10年債 市中発行額***
2014	23	563	144,000	36,745	1,279	288,000
2015	12	540	144,000	34,658	1,518	288,000
2016	2	598	132,000	28,569	1,268	288,000
2017	1	425	120,000	35,978	1,080	276,000
2018	1	437	120,000	42,087	978	264,000
2019	0	447	108,000	39,640	1,122	252,000
2020*	0	264	108,000	12,680	495	252,000

*2020年度の長期国債先物、超長期国債先物、現物10年債、現物20年債のデータは2020年5月までのデータを利用

**出所：Quick（BBにおける20年債（カレント債）の売買高、10年債（カレント債+カレント債-1）の売買高）

***出所：財務省（2019年度までは、補正後。2020年度は、当初予算ベース）

- 背景として以下が考えられる。
 - ✓ 高いボラティリティ等によるマーケットメイクの難しさ
 - ✓ 投資家層の多様性が乏しく、需給が一方向へ偏る傾向
 - ✓ 先物取引を行う人員の減少・不足

国債先物市場に関する今後の取組み



次期デリバティブ売買システムの稼働に伴う取引制度の見直し等

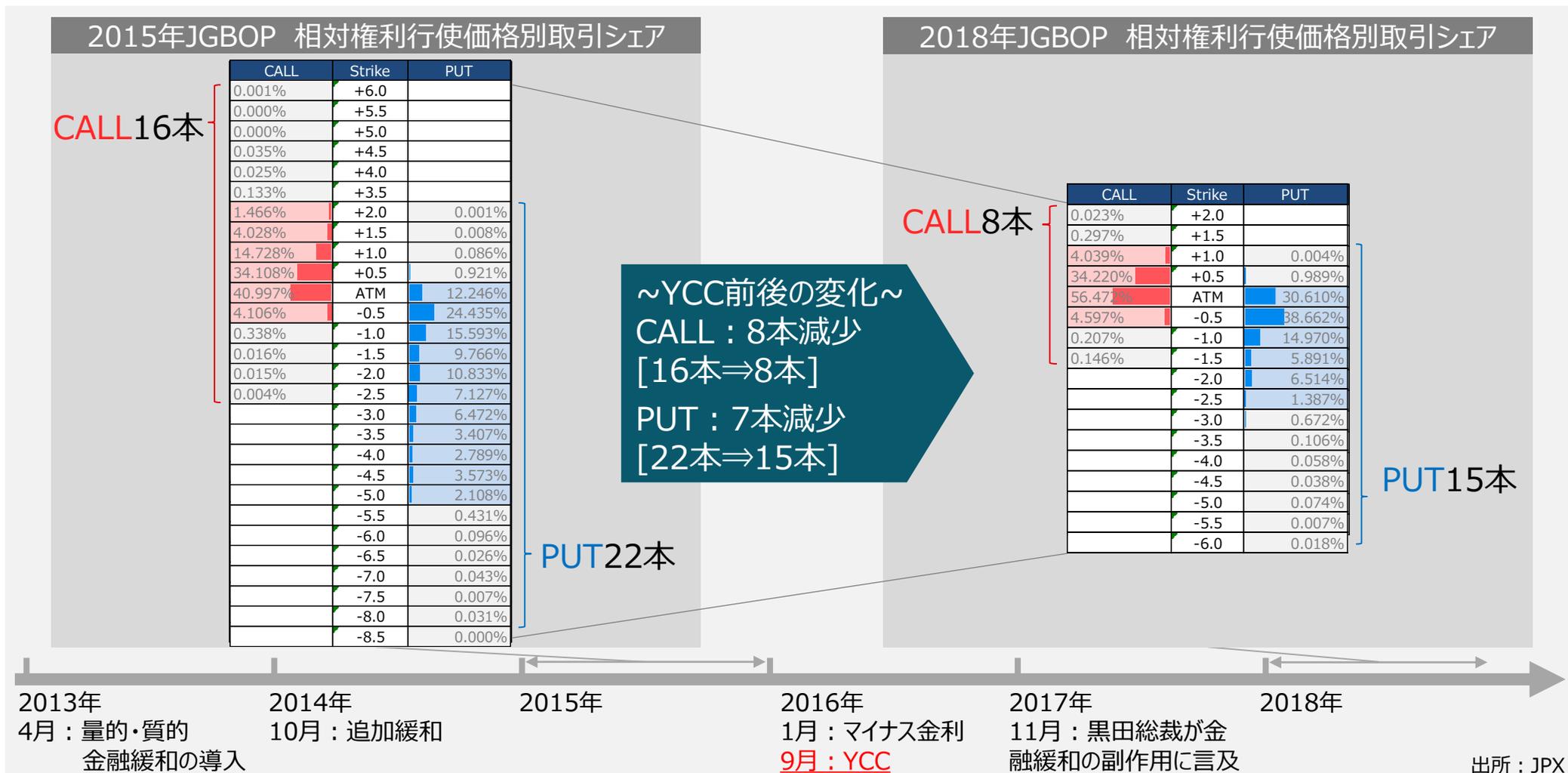
- 2020年5月13日に次期デリバティブ売買システムの稼働に伴う取引制度の見直し等について制度要綱案を公表*
- 2021年度第3四半期稼働に向けて次期デリバティブ売買システムの開発作業を進行中
- 国債先物・オプションに係る取引制度の見直しは以下のとおり

#	見直し事項	概要
1	夜間立会の拡大	・夜間立会のクロージング・オークションを現行の午前5時30分から午前6時に変更します。
2	即時約定可能値幅のオープニング・オークション等への適用	・これまで対象外となっていたオープニング・オークションに即時約定可能値幅を適用することとします。 ・中期国債先物・長期国債先物：上下30銭、超長期国債先物：上下90銭 ・ザラバ、引けにおける即時約定可能値幅は現行どおり。
3	サーキット・ブレーカー制度の発動基準の見直し	・取引の一時中断（以下「サーキット・ブレーカー」）について、各商品の中心限月取引において、呼値の制限値幅の上限の値段又は下限の値段で取引等が行われた場合、直ちにサーキット・ブレーカーを発動することとします。 ・現行では、呼値の制限値幅の上限の値段又は下限の値段で取引等が行われた後、本所が定める一定の時間が経過するまでの間に本所が定める値幅外の値段で取引が成立しない場合に、サーキット・ブレーカーを発動することとしています。
4	国債証券先物オプション取引の権利行使価格の刻み及びその数の見直し	・新たな限月取引に設定する権利行使価格の刻みは、権利行使により成立する国債証券先物取引の対象銘柄の額面100円につき、25銭刻みで設定する25銭の整数倍の価格とします。（現行は50銭刻み。） ・新たな限月取引に設定する権利行使価格は、取引開始日の前営業日における権利行使対象先物限月取引の清算値段に最も近接する権利行使価格を中心として上下20種類ずつ、合計41種類設定することとします。（現行は上下10種類ずつ、合計21種類設定。）

*URL:<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d8/20200513-01.html>

-参考- ATMに集中する長期国債先物オプションの取引

- 長期国債先物オプションの取引は、年々ATM近辺の銘柄へ取引が集中する傾向が強まっている。
- 長期国債先物オプションの一日平均取引高は年々減少しており、2019年度は2,674枚となっている。
- 市場の利便性を維持・向上させる観点から、長期国債先物オプションの権利行使価格の刻みを現行の50銭から25銭に縮小。

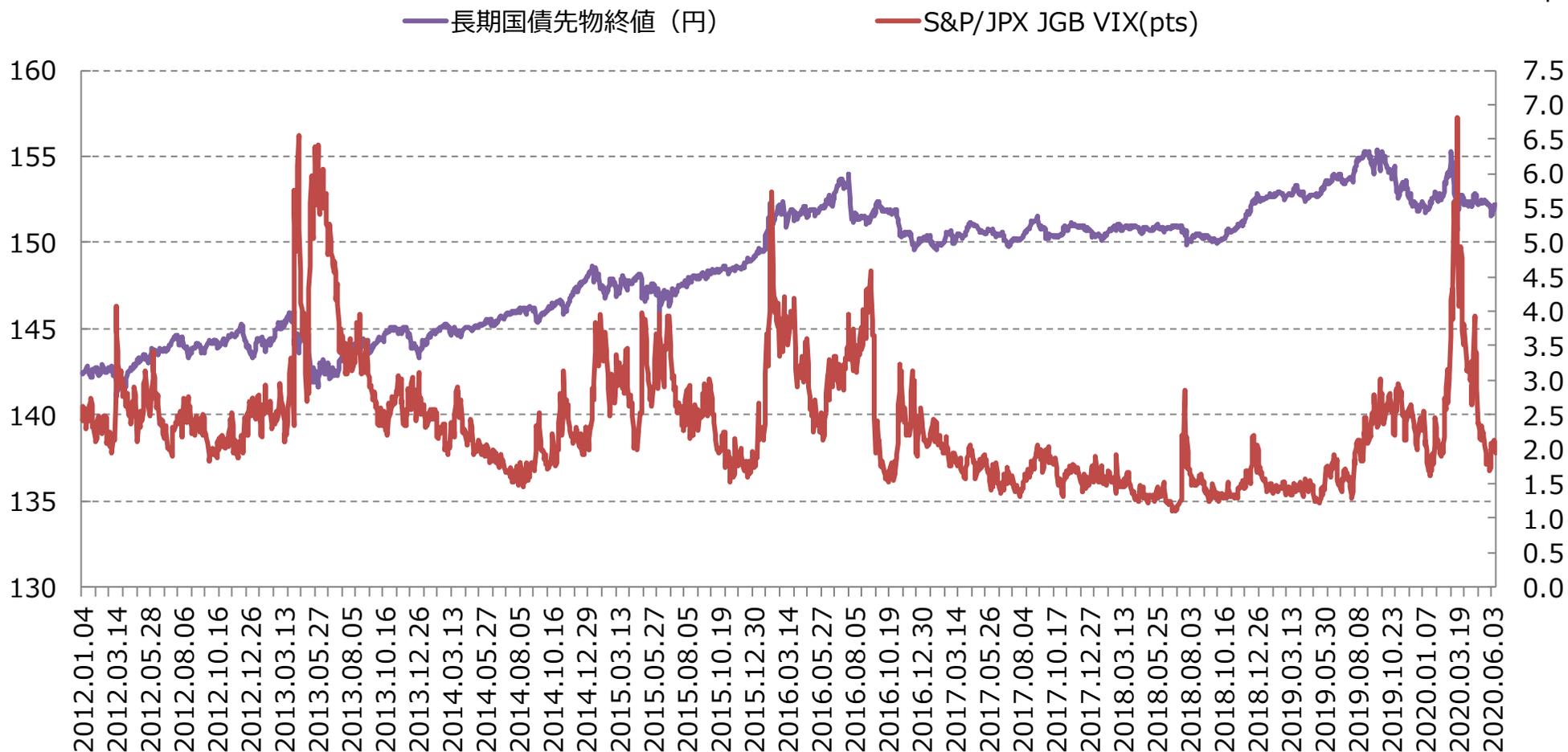


-参考- S&P/JPX 日本国債 VIX 指数

- S&P/JPX 日本国債 VIX 指数は、長期国債先物オプション取引の価格を利用し、日本国債のインプライド・ボラティリティを算出するベンチマーク。
- 2015年10月2日に算出(日次)を開始し、2019年7月10日からリアルタイム化を実施。

JGB先物終値 (円)

S&P/JPX
JGB VIX (pts)



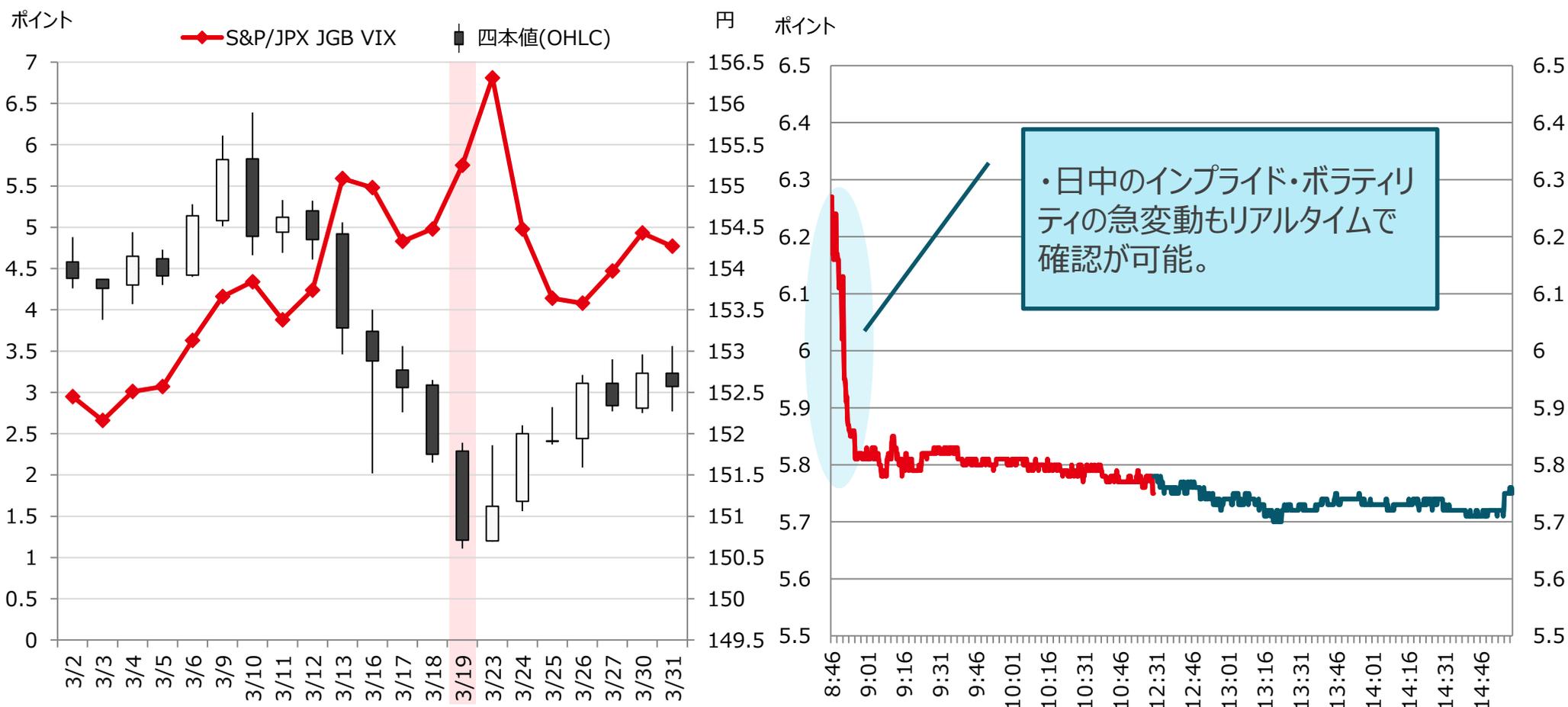
出所：JPX

-参考- S&P/JPX 日本国債 VIX リアルタイム指数

- これまでの一日一回の算出から、15秒毎の算出となり、日中（8:46-11:00及び12:31-15:00）のインプライド・ボラティリティをリアルタイムで確認可能となった。
- 3月19日に先物がナイトセッションで70銭安と急落したことから、VIX指数は前場取引開始時点では高く始まったものの、その後、先物価格が落ち着いて推移したことから、急速に指数は低下した。

S&P/JPX 日本国債VIX指数 & 長期国債先物四本値

日中のS&P/JPX 日本国債VIX指数値動き (3/19)



御清聴ありがとうございました。

- 本資料は、情報提供のみを目的としたものであり、投資勧誘や特定の金融商品取扱業者等との取引を推奨することを目的として作成されたものではありません。
- 株式会社日本取引所グループ、株式会社東京証券取引所、株式会社大阪取引所、株式会社東京商品取引所、日本取引所自主規制法人及び株式会社日本証券クリアリング機構（以下、総じて「JPX」といいます。）は、利用者に対して、本資料により生じたいかなる損害についても一切の責任を負いません。
- 本資料で提供する情報については万全を期しておりますが、その情報の正確性を保証するものではありません。
- 本資料に係る一切の権利はJPXに属しており、電子的または機械的な方法その他いかなる方法であるかを問わず、いかなる目的であれ無断で複製、または加工・編集等はできません。