

国債先物市場開設 30 周年にあたって

ニッセイ基礎研究所
徳島勝幸

国債先物市場開設 30 周年おめでとうございます。近年の債券市場参加者の皆さんにとっては、既に確立されている市場であり、存在が当然になっているかもしれませんが、この市場が出来るまでの経緯とそれから金利市場の重要な指標の一つとなって行った過程を思い出すと、今後の市場の発展に繋がる何かが見えて来るかもしれません。

今でも図書館等に行けば参照することが出来ると思いますが、債券先物市場の創設と活用に重要な役割を担った書籍として、関要『債券先物取引と財務戦略』（きんざい 1985 年 8 月）があります。国債先物市場が創設されて半年後に債券市場に接するようになった私にとって、債券先物取引がどういうものであるかを知るために貴重な情報源になったことを思い出します。債券先物取引は米国のシカゴ商品取引所（CBOT）で 1977 年に開始されたのが最初とされていますが、その時に江戸時代の享保年間に大阪の堂島米会所で行われていた帳合米取引を参考にしたと言われていました。1985 年 10 月に東京証券取引所でスタートした債券先物市場は、CBOT の米国債先物取引を参考にしたものでしたから、2014 年 3 月に大阪取引所（大阪証券取引所から商号変更）へ移管されたことで、約 280 年ぶりに一周して帰って来たとも言えるのです。なお、日本における米の先物取引は戦時中に事実上禁止となっており、2011 年になって東京穀物商品取引所と関西商品取引所で試験的に上場され、前者の取引は 2012 年 5 月に後者へ集約されています。コメ先物の方が、一足先に、大阪で復活した形になります。

有価証券に関する先物取引としては、1985 年に国債先物取引を導入したのが、初めてのことでした。株式については、1987 年 6 月の株先 50 取引開始まで待たなければなりません。そもそも、戦後の有価証券規制において、先物取引は認められていませんでした。今となっては考え難いことですが、その理由としては、まず、売建取引によって相場が攪乱されることを懸念したためであり、また、現物取引にはないレバレッジ効果によって市場が混乱することを怖れたともされていました。実際に有価証券先物取引の根拠となる法律は、現在の金融商品取引法ではなく前身の証券取引法でしたから、国債先物取引の導入にあたっては、標準物と呼ばれる架空の国債を想定し、その銘柄に関する先物取引を行うと構成したのです。その後導入された株式先物取引でも、最初の「株先 50」において 50 銘柄のバスケットが想定されており、本格的な指数先物取引の導入は 1988 年 9 月の日経 225 先物取引の開始からとなります。その後、国債先物取引は 1987 年に入って国債指標銘柄を利用した大ディーリング相場と、その後 9 月に発生したタテホショックを経験することで単に投機の間ではなく、ヘッジやアービトラージ等多様なニーズの集まる市場として、認識が新たにされたのです。

日本の国債市場においては、長期金利の目安として長く指標銘柄の流通利回り（単利）が用いられて来ました。指標銘柄とは、10年長期国債のうち銘柄統合等によって発行量の多い銘柄で、要件としては、“①市中向け発行量が多く、流動性が高い、②残存期間が長い（十分に残っている）、ことが必要といわれており、③場合によってはクーポンレートがその時の市場レートに近いことも加えられる。”とされていました¹。指標銘柄はディーリング取引の対象とされ、特に流動性が高くなったので、利回りが相対的に低くなることも珍しくありませんでした。しかし、指標銘柄の交代が遅くなる場合には、残存年数が8年程度まで短くなっていたこともあり、1999年3月以降、日本の長期金利指標としては、もっとも最近に募集された10年物国債銘柄（“カレント銘柄”と呼ばれる）の利回りを用いるようになり、現在に至っています。

一方で、現物の国債取引とは異なり、指標銘柄のような年限のブレがなく、また、利払い等のために受渡しまでの日数が変則になることがないために、債券市場参加者の間では、国債先物取引の価格が価格変動の目安として利用され続けています。1985年当時に設定された標準物では、クーポンが6%と置かれています。そのため、金利の低下を受けて、実際の10年長期国債先物の価格は140円を越える水準となっています。1990年代にも標準物の設定見直しが検討されましたが、価格データの継続性が失われることやそもそも標準物の利率には実体的な意味がないこと等から、見直されないままになっています。つまり、10年長期国債先物の価格水準そのものには大きな意味がなく、むしろ価格変動の大きさや方向性に意味があると考えべきものなのです。

最近では、長期国債取引の中心がカレント銘柄になっており、債券先物以外にも、円金利スワップを利用したり、また、整備されたレポ取引を利用して空売りを行ったりすることで、債券先物取引を利用するのと同様の効果を得ることのできる手法が多く存在します。しかし、債券市場参加者が相場の動きを見る時に利用するものとしては、今でも、長期国債先物取引が主になっています。一つに、国債流通市場で流動性が低下しカレント銘柄の取引が複数営業日成立しなくても、債券先物の価格変化で相場の方向性を確認することができるのです。メディアや素人にはわかりにくい目されることは多くありません（個人等でも利用できるように、取引単位を小さくしたミニ長期国債先物もありますが、最近ほとんど取引が成立していません）が、これからも債券・金利市場のプロたちのツールとして、10年長期国債先物取引は、重要な存在として存在し続けることでしょう。

10年長期国債先物取引以外に、5年中期国債先物や20年超長期国債先物のように、導入以降、制度の見直しを行って活性化に取り組んだものの、実際には有効に機能していない国債先物取引もあります。中期国債先物取引に関しては、10年長期国債先物取引の受渡適格銘柄が残存7年以上となっていて年限が近く、機能分離していないためと考えられます。将来の金利状況局面でイールドカーブが立つような局面においては、再度、中期国債先物取引に対するニーズが出てくることもあると思われますが、長期国債先物の見直しという

¹ 浜田恵造編『国債 発行・流通市場の現状と将来の課題』大蔵財務協会 平成9年8月

頭の痛い課題に取り組む必要があります。

超長期国債先物取引に関しては、この7月にも受渡適格銘柄を変更する等活性化に向けた挺入れが行われています。しかし、取引が大きく盛り上がる状況にはありません。超長期債を引受ける証券会社が、価格変動リスクを抑えるために超長期国債先物を売建てたい希望を持つのは理解できます。10年長期国債先物取引の最割安受渡適格銘柄は残存約7年の長期国債であり、ベースが極めて大きくなってしまっているからです。ところが、超長期国債先物を買建てるニーズを持つ市場参加者が見当たらないのです。超長期債を保有する保険や年金にとって、利息を生まない先物のポジションに強い魅力は感じられませんし、デリバティブの利用をヘッジ目的に限っている場合がほとんどです。また、流動性の乏しい市場では、ヘッジファンド等も取引を敬遠してしまうために、多様な参加者の利用によって柔軟な価格形成の期待できる市場とはなっていないのです。特に、債券先物の買建ては金利低下に向かう取引ですから、異次元の金融緩和によって極度の低金利となっている中では、更なる上値は期待し難いのです。超長期国債先物取引市場の活性化は、今後とも、市場参加者が取組んで行かなければならない課題なのではないでしょうか。