

債券先物取引市場10年間の歩み

目 次

- I はじめに
 - [10年間の主なできごと]
- II 債券先物取引市場の創設
 - 1. 市場創設までの経緯
 - 2. 制度構築に当たっての基本的考え方
- III 債券先物取引制度の概要と市場の変遷
 - 1. 長期国債先物取引制度
 - 2. 取引商品の多様化
 - 3. 海外取引所における日本国債先物取引
- IV 流通市場の動向
 - 1. 市況の推移
 - 2. 価格変動の状況
- 3. 売買高の特徴
- 4. 立会時間帯別売買動向
- 5. 受渡決済の特徴
- V 総括的評価
 - 1. 流動性の高さ
 - 2. 流動性を支える要因
 - 3. デリバティブ市場における主要分野としての定着
- VI 今後の展望と課題
 - 1. 中期国債先物取引の導入
 - 2. 取引所税の撤廃へ向けての要望
- VII おわりに

I はじめに

昭和60年10月19日に、東京証券取引所(以下「本所」という。)において債券先物取引市場が創設され、長期国債先物取引が開始されてから、本年10月で10周年を迎えることとなった。

本稿においては、金融の自由化・国際化に伴う金利・為替の相場変動の拡大等を背景に急速に発達しているデリバティブ取引のさきがけとして債券先物取引市場がこれまでに歩んできた成長の過程を概観するとともに、今後の展望・課題について述べることとする。

10年間の主なできごと

昭和60年10月19日	長期国債先物取引開始
62年 7月13日	L I F F Eで長期国債先物取引開始
8月10日	委託手数料の引下げ実施
9月 2日	タテホ化学工業の長期国債先物取引による巨額損失表面化
26日	長期国債先物取引に係る取引所税の課税実施
63年 4月30日	システム売買開始
7月 8日	超長期国債先物取引開始
平成元年12月 1日	米国財務省証券(T-BOND)先物取引開始
2年 5月11日	長期国債先物オプション取引開始
9月27日	C B O Tで長期国債先物・オプション取引開始
3年 4月 3日	L I F F Eで制度変更された長期国債先物取引開始
5年10月 1日	S I M E Xで長期国債先物取引開始
6年 5月11日	S I M E Xで長期国債先物オプション取引開始
7年 2月27日	ベアリングズ社がデリバティブ取引による巨額損失により経営破綻

II 債券先物取引市場の創設

1. 市場創設までの経緯

本所の債券先物取引市場は、①公社債残高の累増と金利の自由化の進展に伴い、債券の価格変動への対応の必要性が高まってきたこと、②海外の主要金融・資本市場(注1)において先物取引が重要な一分野として定着していることなどから、我が国でも債券先物市場を創設し海外市場と同様に債券の価格ヘッジ手段を備えるべきであるとの機運が高まったことを背景として、戦後初の金融先物市場(注2)として創設された。

(1) 昭和50年代の公社債市場(表1参照)

昭和50年代の我が国の公社債市場は、発行市場、流通市場ともに急速な拡大期にあった。

発行市場についてみれば、59年度の公社債発行額は50年度の約2.4倍の50兆円に、59年度末の残存額も49年度末の約5.2倍の240兆円に急増した。一方、流通市場においても、59年度の東京市場(取引所取引及び店頭取引)における売買高は872兆円で、50年度の約15.2倍に膨らんでいる。

このような市場の急拡大の背景には、国債の大量発行がある。41年1月に我が国で戦後初めて国債が発行され、49年度末の残存額は約8兆4千億円であったが、50年12月に初めての特例国債が発行さ

表1

1. 発行額及び残存額 (単位:兆円)

	50年度 (a)	59年度 (b)	(b/a)
発行額	21	50	2.4
うち国債	6	18	3.1
比率	27.1%	36.1%	
	49年度末 (c)	59年度末 (d)	(d/c)
残存額	46	240	5.2
うち国債	8	122	14.5
比率	18.2%	50.7%	

2. 売買高(東京市場、取引所取引及び店頭取引)

(単位:兆円)

	50年度 (e)	59年度 (f)	(f/e)
売買高	57	872	15.2
うち国債	1.30	495	379.7
比率	2.3%	56.8%	

(注)1. 発行額、残存額は公社債引受協会、店頭売買高は、日本証券業協会の資料による。

2. 売買高は、往復計算である。

れて以降国債の大量発行が続き、59年度には、発行額が18兆円、年度末現在の残存額も122兆円を超え、公社債残高の約半分を占めるに至った。さらに、その後も、50年代の大量発行分の償還に対する借換債の発行が予想され、高水準の発行が続くことが見込まれた。流通市場をみても、発行額の急増に加え金融機関の国債市中売却制限の緩和(52年)、金融機関による国債窓販開始(58年)やディーリング解禁(59年)なども行われ、国債の売買高は東京市場では50年度の1兆3千億円から59年度は495兆円と飛躍的に増加し、公社債売買高に占める割合も2.3%から56.8%になるなど、公社債流通市場の主役となった。

(2) 市場創設機運の高まり

公社債市場の拡大に加え、昭和50年代後半に入ると金融市場においても自由化・国際化が進展し、金利変動リスクの回避が機関投資家、金融機関及び証券会社等にとって大きな関心事になり、ヘッジ手段としての債券先物取引の導入機運が徐々に高まってきた。58年頃には、本所をはじめとして証券会社や証券系研究所等において債券先物取引の研究が行われ、59年7月には本所の証券政策委員会懇談会において「国債大量借換え時代の到来と金利自由化の進展という環境変化のなかで、国債をはじめとする公社債市場の基盤強化を促進するためには、債券先物取引の早期導入が望ましい。」という基本的な考え方が示された。

このような状況のもと、59年には証券取引審議会公社債特別部会において市場創設に向けての具体的な検討が行われ、12月11日に「債券先物市場の創設について」と題する報告書が、大蔵大臣に提出された。

(3) 市場創設へ向けての検討

a 証券取引審議会公社債特別部会における検討

「債券先物市場の創設について」は、債券先物市場創設の必要性及び経済的意義を指摘し、現物市場や短期金融市場への影響を検証したうえ

で、市場創設を方向づけたものであった。同報告書の概要は以下のとおりであった。

(a) 債券先物市場創設の必要性及び経済的意義

債券の価格変動に対するリスクヘッジ手段として、先物取引が入替売買、着地取引等の既存の方法に比べ優れているとした。また、金融先物取引は海外の主要市場においても定着しており、我が国金融・資本市場を国際的に遜色ないものとするためにも、債券先物市場を創設することが望ましいとしている。

経済的意義については、①債券の保有者、運用者、資金調達予定者、資金運用予定者に対し、低コストで金利変動リスクを回避する有効な手段を提供する、②債券ディーラーによる十分な在庫の保有が可能となり、流通市場の安定と拡大に役立つ、③引受リスク回避手段として活用できることから、発行市場の安定と拡大につながる、④将来価格に関する情報が提供されることにより、現物価格の予想形成の際に必要な情報の質の改善が期待される、⑤新たな投資手段として提供されることで、資産運用手段の多様化・取引の活発化に寄与する、としている。

(b) 債券先物取引導入の影響

米国市場のように、現物市場が相応の厚みをもち、先物市場が効率的・競争的で、現物市場との裁定が十分機能している場合には、債券先物取引は、現物の価格形成にとって中立的ないし安定的であるとされている。したがって、我が国でもこのような要件を満たす市場を創設できれば、先物市場による短期的な現物価格の攪乱といった懸念も相当程度払拭されるところとしている。

また、短期金融市場については、先物市場への資金シフトによる量的影響は少ないとし、むしろ両市場間の裁定等が短期金融市場の拡充及び金融・資本両市場の自由化を促進することを期待している。

(c) 債券先物取引の具体的仕組み

①長期国債を対象とすること、②標準物方式が望ましいこと、③証券

取引所において行うこと、④ディーリング認可金融機関を直接参加させること、⑤当面は機関投資家中心の市場とすること、⑥証拠金・値洗い・制限値幅等の投資者保護のための制度を設けることなどが提言されている。

b 本所における検討

本所においても、売買・決済制度に係る事項と参加者に係る事項を検討するために、昭和60年1月4日「債券先物取引に関する特別委員会」が設置された。

特別委員会においては、まず①取引対象を標準物とする、②ディーリング認可金融機関及び非会員証券会社のうち一定の資格要件を満たした者について、特別参加者としての直接参加を認める、という基本方針をまとめ、売買・決済制度の詳細は、専門的検討のための下部組織である「債券先物取引に関する特別委員会専門委員会」における議論にゆだねた。

(4) 市場の創設

a 法制面での対応

証券取引審議会の報告等を受け、標準物方式及び特別参加者制度の採用のために法制面での対応が行われた。

昭和60年6月21日に公布(10月1日施行)された改正証券取引法は、先物取引は「売買の当事者が証券取引所の定める基準及び方法に従い、将来の一定の時期において有価証券及びその対価の授受を約する売買取引であって、当該売買の目的となっている有価証券の転売又は買戻しをしたときは差金の授受によって決済することができる取引」であると定義したうえで、①証券取引所が債券先物取引の標準物(有価証券とみなされる。)を設定することができるのとするとともに、②証券取引所市場へ正会員以外の金融機関等が特別参加者として直接参加することを認めた。

b 市場の創設

特別委員会が取りまとめた「債券先物取引制度要綱(案)」が昭和60年7月16日の理事会において承認されて、制度の基本的枠組みが確定し、10月19日の市場創設の運びとなった。

(注1) 海外の金融先物取引の状況

米国の先物取引は穀物等の農産物取引に端を発しているが、金融先物取引は昭和47年(1972年)、CME(シカゴ商業取引所)における通貨先物から始まった。債券を対象とする先物取引は50年(1975年)にCBOT(シカゴ商品取引所)において始まったGNMA(政府抵当金庫)債券を対象とする取引が最初で、その後52年(1977年)には、T-Bondを対象とする先物取引も始まり、先物市場の中心を占めるまでに発展した。

また、英国においては、昭和57年(1982年)にLIFFE(ロンドン国際金融先物オプション取引所)が設立され、通貨先物のほか英国長期国債などの債券先物、金利先物が取引されていた。

(注2) 戦前の先物取引

我が国における先物取引の起源は、江戸時代に大阪の堂島で行われた「帳合米取引」にまでさかのぼるといわれるが、明治以降についても戦前まで、株式・債券等について事実上の先物取引が広く行われていた。

戦前の株式取引においては、定期取引や清算取引(大正11年の取引所法改正後)という事実上の先物取引が現物取引に当たる現場取引や実物取引を大きく上回る規模を誇っていた。債券についても、大正14年から長期清算取引が導入され、最盛期には実物取引を上回る取引が行われるに至った。

債券における長期清算取引の主な仕組みは、①売買対象は個別銘柄、②2か月3限月制、③個々の約定値段は当日の帳入値段に引き直され差金の授受を行うが、その後決済までの間、値洗いは行われず、④転売・買戻しを行った場合は、差金の授受により決済される、⑤最終建玉は現物の受渡により決済される、⑥取引員(会員に相当)の建玉については売買証拠金、顧客の建玉については委託証拠金

の納入が必要である、といったものであった。

戦後、清算取引は投機的な取引を助長するものとして、GHQのいわゆる証券取引3原則により禁止され、我が国の先物取引は商品先物取引市場においてのみ存続することとなった。

2. 制度構築に当たっての基本的考え方

証券取引審議会及び本所の「債券先物取引に関する特別委員会」における検討等の制度構築の過程において特に留意された点は以下のとおりである。

(1) 先物取引の対象とする債券

債券先物取引の対象とする債券は、

- ① 発行主体の支払能力が高く、支払不能等のリスクがないこと
- ② 発行量や発行残高が多く、現物市場における取引高が大きいこと
- ③ 現物市場における価格情報が広く継続的に提供され、しかも、その情報に対する人々の信頼が大きいこと

の条件を満たすものが適当であるとされた。

このような債券を対象とすることで、大量の債券についての直接的ヘッジ・ニーズにこたえることができるだけでなく、対象債券が市場に豊富に存在することから受渡決済での品不足が起こりにくく、相場操縦の対象にもなりにくいと考えられた。

当時、これらの条件を満たす債券は、国債以外にはなく、なかでも発行量、発行残高が圧倒的に多い長期国債が最も適当であると考えられた。さらに、長期国債は比較的現物の価格変動も大きいので、投機や裁定に基づく取引が行われる余地も大きく、先物市場における売買が活発となることが期待された。

(2) 直接参加者の拡大

当時の証券取引法の下で、証券取引所市場に参加できるのは証券取引所の会員である証券会社に限られていたが、多様な取引を可能にし債券先物市場の厚みを増すためには、直接参加者の範囲をできるだけ広げることが望まれた。

また、先物市場を既に開設していた米国の財務省及び連邦準備制度理事会の検討においては、現物市場との裁定が参加者の重複等により十分に機能していることが、先物市場が現物市場の価格形成にとって中立的・安定的である条件のひとつとして挙げられていた。

先物取引の性質にかんがみ、先物市場の構成員には、社会的信用度、業務遂行能力及び現物市場における売買実績等が必要と考えられた。そこで、直接参加者については、現物市場との円滑な裁定を確保する観点から、正会員以外の証券会社、外国証券会社及び公共債のディーリング認可を受けた金融機関までその範囲を広げることとした。

(3) 投資者保護への配慮

債券先物取引は、証券市場における従来の投資対象と比較して、少額の資金で大規模な取引が可能であるというレバレッジ効果が高いという大きな特徴があった。そこで、こうした商品特性を考慮して、投資者保護の観点から、取引の安全性の確保や市場情報の周知を図るための様々な方策が取り入れられた。

a 債務履行の確保及び不測の損害発生防止

取引に伴って発生する債務の履行を確保することで取引の安全性を高めるための証拠金制度が設けられた。また、日々の損益を確認するとともに相場変動に伴う債務の履行確保を図るため、正会員及び特別参加者(以下「正会員等」という。)の間では値洗い制度、正会員等及び委託者の

間では追証方式による委託証拠金の維持の制度を設けた。また、過度な価格変動により、投資者が不測の損害を被ることを防止するために値幅制限を設けるとともに、売買取引の状況等に異常があれば種々の規制措置を実施できることとした。

b 債券先物取引に係る共同担保制度

万一、正会員等の中で支払い不能が生じた場合に、債券先物取引の決済の履行を担保し、他の正会員等が不測の損害を被ることを防ぐため、従来の違約損失補償準備金とは別に、先物取引違約損失補償準備金(現在の国債証券先物取引等違約損失補償準備金)を設けた。

c 適合性原則の推進

先物取引の特性にかんがみ、その利用方法及びリスクについて周知を図り、そのうえで投資者の意向と実情に適合した取引を行うため、取引の開始に当たり①取引開始基準への適合、②説明書の交付、③確認書の徴求、④口座設定約諾書の徴求、が必要であるとされた。

d 投資者に対する市場情報の伝達

相場報道システムを通じて、四本値、歩み値及び売買高等の市場情報を迅速かつ正確に伝達するとともに、建玉残高についても、極めて重要な投資情報であることから、翌日の立会開始前には公表することとした。

(4) 欧米等の諸制度との整合性

金融先物取引は、昭和47年に米国シカゴに始まり、以後、ニューヨーク、ロンドン等の世界の主要な金融・資本市場においては不可欠のものとして発達している。

また、金融の自由化と円の国際化の進展に伴い、非居住者の円資金での運用・調達機会の増大が期待されていた。こうした非居住者の積極的

な市場参入があれば、先物市場の厚みが増す一方、海外の情報の集中も進み、我が国の金融センターとしての発展に資することができる。

以上のような状況にかんがみ、国際的な取引における利便性を高める観点から、欧米等の債券先物取引市場において採用されている制度との整合性の確保に努めた。

(5) 取引コストの抑制

債券先物取引は、レバレッジ効果が高いことから低いコストで債券の価格変動リスクを効率的にヘッジできる。こうしたメリットを十分に生かせるよう、広い意味での取引コストを極力抑え、利用者にとって魅力ある市場になるよう配慮した。

例えば、委託手数料については、現物国債の委託手数料に比して低い水準に設定し、大量割引制度として超過逡減料率方式を導入した。また、市場情報の伝達を既存の相場報道システムを利用して行うなど、情報へのアクセスに要する費用等も低廉になるように努めた。

III 債券先物取引制度の概要と市場の変遷

1. 長期国債先物取引制度

(1) 取引対象銘柄

対象銘柄は、長期国債標準物とし、標準物の条件は、額面100円、利率年6%、償還期限10年と設定された。このように一定の条件を定めた実在しない銘柄を取引対象とする標準物方式が採用されたのは、対象銘柄を変更する必要がないこと、個別銘柄の属性が捨象されること及び価格の継続性が維持されることなどの利点があり、また海外でも広く用いられていたためである。償還期限を10年としたのは、昭和47年1月以降、長期国債の償還期限が10年であったからである。利率は、それまでの長期国債の発行状況等を踏まえて決定された。

(2) 限月取引

限月取引は、受渡決済期日が3、6、9、12月の各20日(休業日に当たるときは順次繰り下げる。)となる5つが設定され、各限月取引の取引期間は1年3か月とされた。また、限月取引の売買取引最終日は、受渡決済期日の9日前(休業日を除外する。以下日数計算について同じ。)とされ、その翌日が新たな限月取引の売買取引開始日とされた。

取引期間がこのように設定されたのは、機関投資家等の資金運用等がおおむね1年程度の将来を予測して行われていたからである。また、限月取引が3か月きざみとされたのは、債券の現先取引等の利用期間がおよそ3か月周期であること及び国際的にも限月取引は3か月きざみとなっていたからである。さらに、受渡決済期日については、受渡決済の際に経過利子の授受をできるだけ行わずに済むよう、長期国債の利払期日に合わせて設定された。

(3) 売買立会方法等

a 売買立会方法

市場開設に当たっては、システム売買の導入に要する開発期間・費用を勘案し、市場規模を見極めた上で将来的にはシステム売買を目指すこととし、当面は国債大口取引及びインターバンク市場における実績等を考慮して、テレフォン・マーケット方式が採用された。

その後、取引参加者数の増加や市場規模の拡大を受け、売買取引の効率性の向上を図る観点から昭和63年4月30日にシステム売買(債券先物売買システム)へ移行した。同システムは、平成2年5月の債券先物オプション取引の開始に伴い先物・オプション売買システムとして再構築され、さらに3年5月には、売買システムの機能を一層充実したものとするために、複数注文の同時入力機能の新設、注文取消操作の簡略化などの改善が行われた。

b 呼値等

(a) 呼値の方法

呼値は、値段による方法で額面100円につき1銭を単位として裸相場により行うとされた。利回りではなく値段による方法とされたのは、投資者になじみ易く、値洗いも容易に行えるためであった。取引開始前においては、価格形成の状況について予測がつかず、価格の乱高下が懸念されたため、当初は成行呼値は認められず、指値のみを行うこととされた。なお、成行呼値は、流動性の向上を受けて、昭和61年3月11日から行えることとされた。

(b) 呼値の制限値幅

値幅を制限することは、先物取引の流動性を損なうとの見方があるものの、過度の投機を抑制するため及び不測の損害から投資者を保護するためには必要であるとされた。具体的な制限値幅については、債券価格が前日比1円以上変動することはまれであることなどの理由により、1円と設定された。その後、現物価格の急変に先物価格が追いつかない事態が発生したことから、制限値幅を昭和60年10月28日から同年12月9日までは3円、62年5月18日の午後立会から2円とする変更措置が実施された。このような価格変動状況を受けて、63年7月8日に超長期国債先物取引の開始を契機に行われた取引制度全般の見直しに伴い、制限値幅は制度的に2円と改正された。

(c) 気配の更新値幅及び更新時間

気配の更新値幅は10銭以内とされた。また更新時間は5分以上と定められたが、昭和63年7月8日に「本所が適当と認める時間」に改正され、市場の実勢に応じた機動的な対応ができるようになった。これは、現物市場の価格変動が激しい場合であっても、迅速な気配更新によって、現物市場との価格乖離の拡大を回避し先物市場の機能を十分に発揮できるようにするためである。

(d) 終値を定める売買における値幅

終値の値幅は5銭以内とされたが、昭和63年7月8日に10銭以内に改められた。これは、当日中に手仕舞うための反対売買の注文が引け直前に集中する傾向がみられるなかで、終値の値幅が5銭であることから約定不成立となり、参加者が意図したとおりの建玉の整理ができないという問題が生じたことから、価格の継続性の維持に配慮しつつ円滑な約定が促進されるよう値幅の拡大が行われたものである。

さらに、平成6年10月3日からは、10銭を超える場合であっても、現物市場の変動に先物が追いつかないなどの状況であって、かつ、先物の呼値の状況が、現物市場の動向等からみて実勢水準にあると認められるような一定の条件を満たしているときには、15銭以内で約定を成立させることができるとされた。

c 売買単位

売買単位は、現物市場において1億円単位の売買が主流を占めていたことを考慮して、額面1億円とされた。

(4) 国債証券先物取引等特別参加者

正会員以外の証券会社、外国証券会社及びディーリング認可金融機関が、特別参加者(現在の国債証券先物取引等特別参加者)として売買取引に直接参加する資格を与えられ、当初は55社が承認された。平成7年8月末現在では155社まで増加している。

なお、平成元年6月5日より、銀行等の金融機関のうち、国債証券等の有価証券先物取引等に関する取次業務についての認可を受けた金融機関については、委託注文を受けることができることとなった。

(5) 証拠金

証拠金には、顧客が正会員等に差し入れる「委託証拠金」と、正会員

等が取引所に差し入れる「取引証拠金(取引開始当初は売買証拠金)」がある。証拠金制度は、決済の履行を担保するほか、過当投機の抑制や薄資投資家の排除などを通して、投資者保護の役割も果たしている。

a 委託証拠金

委託証拠金は、顧客が新規の売付け又は買付けを行った場合に、顧客の債務の履行を担保するために、約定日から起算して3日目の日の正午までに正会員等に対して差し入れるものである。

委託証拠金の額は、売買額面金額の3%以上(ただし、最低金額は600万円)とされ、そのうち売買額面金額の1%以上は必ず現金(それ以外は代用有価証券による差入れが可能)で差し入れるよう定められた。また、委託証拠金は、売建玉と買建玉との両方に課されるとされた。

正会員等は、毎日の清算値段で顧客ごとに委託証拠金の計算を行い、相場の変動による計算上の損失額が1%以上となった場合等には、委託証拠金の追加差入れをさせ、委託証拠金が一定の額を下回ることはないよう維持することとされた。

b 取引証拠金

取引証拠金は、正会員等が新規の売付け又は買付けを行った場合に、取引所における正会員等の決済の履行を担保するために、約定日から起算して4日目の日の正午までに、取引所に対して預託するものと定められた。取引証拠金の額は、限月取引ごとに売建玉と買建玉との差引残高の2%以上とされ、全額代用有価証券での差入れが認められた。

(6) 値洗い

値洗いとは、正会員等の建玉を日々の清算値段で評価替えし、その結果生じる差額を取引所を通じて授受する仕組みである。これにより、債務の履行が担保されるとともに、後日の清算事務の合理化が図られるこ

ととなった。

具体的には、同一日に行われた同一限月取引のすべての取引の約定値段を当日の清算値段に評価替えし、約定値段と清算値段との差額を「引直差金」として、また、前日のすべての建玉については、前日の清算値段と当日の清算値段との差額を「更新差金」として、それぞれ取引所を通じて正会員等の間で当該日から起算して4日目に授受するとされた。

(7) 受渡決済

売買取引最終日までに反対売買(転売又は買戻し)によって決済されなかった売建玉及び買建玉(最終建玉)は、受渡決済期日に、売買代金及び国債証券を授受することによって受渡決済が行われる。

受渡決済に供される国債証券(受渡適格銘柄)は、残存期間が7年以上(超長期国債の上場後は11年未満とする条件が加わった。)の上場国債(本券、振込国債又は登録国債)とされた。これは、当時、残存期間7年以上の上場国債の残存総額が約24兆円あり、受渡適格銘柄として相当程度の供給量があることや、一般に残存期間7年以上が長期債であると認識されていたことなどによる。また、利率に関しては、受渡適格銘柄の数量を確保するため、特に制限は設けられなかった。

受渡適格銘柄のうち、どの銘柄を受渡しに供するかは、渡方(売方)の任意とされた。

受渡決済における売買代金を算出するための基準となる受渡決済値段は、売買取引最終日の清算値段とされた。受渡決済における売買代金は、標準物との価値を調整するために、受渡適格銘柄ごとに残存期間と利率に応じてあらかじめ定められた交換比率(コンバージョン・ファクター(複利方式をベースとして計算されている。))を受渡決済値段に乗じて算出することとされた。

受渡決済においては、売買代金に経過利子が加算される。具体的には、申告に基づいて受渡当事者を課税主体と非課税主体とに区分し、課税主

体間の受渡しは課税扱い、非課税主体間の受渡しは非課税扱いとし、双方のグループの中で数量的に合致しない部分については、すべて課税扱いとするとされた。

受渡決済に伴う移転登録等の事務手続きは、当初書面請求により行われていたが、平成2年6月からは、日本銀行金融ネットワークシステム(日銀ネット)の稼働により合理化が図られた。また、7年6月からは、国債DVPシステム(日銀ネットのうち、国債の受渡しに関する国債系と、資金の受渡しに関する当預系の2系統システムを接合したもの。6年4月稼働。)の利用により、受渡決済における売買代金と国債証券(振込国債及び登録国債)の授受が同時に行われることとなった。

(8) 規制措置

本所の市場における売買取引状況に異常があると認められる場合又はそのおそれがあると認められる場合には、売買取引又はその受託に関し、定款に基づく規制措置のうち、必要なものを行うことができると定められた。具体的な規制措置としては、証拠金の差入日時の繰上げ、証拠金率の引上げ、委託証拠金の現金比率の引上げ、証拠金の代用有価証券の代用掛目の引下げ、新規の売付け又は買付けの制限又は禁止、総建玉の制限等が挙げられる。

なお、債券先物取引については、これらの規制措置が実施された例はない。

(9) 国債証券先物取引等違約損失補償準備金

取引所における決済の履行を担保するため、「先物取引違約損失補償準備金(現在の国債証券先物取引等違約損失補償準備金)」制度が創設された。この準備金は、既に設けられていた「違約損失補償準備金」とは別に、国債証券先物取引に係る基金として位置付けられ、その積立てに充てるため、市場開設時に正会員等から一律に1社当たり4,558万円(税引

後2,000万円)を特別会費又は特別負担金として徴収することとされた。その後、平成2年5月に国債証券先物オプション取引が開始されたことに伴い、この準備金を積立目標額(1社当たり2,397万円(平成7年8月末現在、総額で約66億8,000万円))に達するまで積み増すこととし、各正会員等の国債証券先物オプション取引の取引代金に万分の0.4を乗じた金額を特別会費又は特別負担金として徴収することとされた。この準備金は7年8月末現在、約59億3,000万円となっている。

(10) 取引費用

a 委託手数料

正会員等は、顧客からの委託注文が約定した場合及び受渡決済が行われた場合には、下表の委託手数料を、反対売買に係る決済の時又は受渡決済の時に、新規の売付け又は買付けの分も併せて徴収することとされた。

昭和60年10月19日～		62年8月10日～	
額面総額のうち	額面100円当たり	額面総額のうち	額面100円当たり
10億円以下の金額につき	3銭	5億円以下の金額につき	1銭5厘
		5億円を超え 10億円以下の金額につき	1銭
10億円を超え 50億円以下の金額につき	2銭	10億円を超え 50億円以下の金額につき	5厘
50億円を超える金額につき	1銭	50億円を超える金額につき	2厘5毛

b 取引所税

証券取引所における先物取引は、基本的には取引所税の課税対象であるが、長期国債先物取引の市場開設時においては、戦前から国債証券に対する取引所税は不課税扱いとされていたことなどから、当面不課税措置が継続されることとなった。しかしその後、取引所税法が改正され、昭和62年9月26日から、約定が成立した場合には、取引代金の万分の0.1の取引所税が課されることとなった。

c 有価証券取引税

渡方には、受渡決済の時に売買代金に対して有価証券取引税が課される。税率は、渡方が証券会社又は証券業の認可を受けた金融機関等である場合は売買代金の万分の1、それ以外である場合は売買代金の万分の3である。

d 会費及び負担金

正会員は、定額会費及び定率会費を、特別参加者は、定額負担金及び定率負担金を、それぞれ負担することとされた。

正会員が支払う定額会費のうち、均等割額は取引開始時に月額10万円から15万円に増額された。その後、会費の全般的見直しに伴い、平成4年4月1日より均等割額が月額40万円に増額されたほか、資本金割額も増額された。

特別参加者が支払う定額負担金は、月額5万円とされ、さらに平成元年12月1日に月額10万円、4年4月1日に月額20万円に改定された。

なお、定率会費及び定率負担金は以下のとおりである。

昭和60年10月19日～	61年4月1日～	61年10月1日～	62年10月1日～
額面100円につき6毛	同4毛	同2毛	同1.5毛

e 才取会員手数料

才取会員は、正会員等から国債先物取引についての媒介業務に対して、才取会員手数料を徴収することとされた。

才取会員手数料率は、当初は一定率とされていたが、平成元年10月2日より月間売買額面総額(国債先物取引及び外国国債先物取引の合計)に対して料率が逡減する体系となった。

才取会員手数料率の推移は以下のとおりである。

債券先物取引市場10年間の歩み

昭和60年10月19日～	61年10月1日～	62年10月1日～
売付け又は買付け額面100円につき3毛	同2毛	同1毛

月間売買 額面総額	平成元年10月2日～	7年4月1日～
	売付け又は買付け額面100円につき	
30兆円未満の月	1毛	0.9毛
30兆円以上 100兆円未満の月	$30\text{兆円} \times \frac{1\text{毛}}{100\text{円}} + \frac{30\text{兆円を} 0.5\text{毛}}{\text{超える金額}} \times \frac{100\text{円}}{100\text{円}} \times 100\text{円}$ 月間売買額面総額	$30\text{兆円} \times \frac{0.9\text{毛}}{100\text{円}} + \frac{30\text{兆円を} 0.5\text{毛}}{\text{超える金額}} \times \frac{100\text{円}}{100\text{円}} \times 100\text{円}$ 月間売買額面総額
100兆円以上 300兆円未満の月	$100\text{兆円} \times \frac{0.65\text{毛}}{100\text{円}} + \frac{100\text{兆円を} 0.3\text{毛}}{\text{超える金額}} \times \frac{100\text{円}}{100\text{円}} \times 100\text{円}$ 月間売買額面総額	$100\text{兆円} \times \frac{0.62\text{毛}}{100\text{円}} + \frac{100\text{兆円を} 0.3\text{毛}}{\text{超える金額}} \times \frac{100\text{円}}{100\text{円}} \times 100\text{円}$ 月間売買額面総額
300兆円以上の月	$300\text{兆円} \times \frac{0.42\text{毛}}{100\text{円}} + \frac{300\text{兆円を} 0.1\text{毛}}{\text{超える金額}} \times \frac{100\text{円}}{100\text{円}} \times 100\text{円}$ 月間売買額面総額	$300\text{兆円} \times \frac{0.41\text{毛}}{100\text{円}} + \frac{300\text{兆円を} 0.1\text{毛}}{\text{超える金額}} \times \frac{100\text{円}}{100\text{円}} \times 100\text{円}$ 月間売買額面総額

2. 取引商品の多様化

長期国債先物取引に続き、本所では昭和63年7月に超長期国債先物取引が開始され、取引商品の多様化が進展した。さらに、株価指数先物取引及び証券オプション取引を我が国に早期に導入する必要があるとする証券取引審議会証券先物特別部会報告書(「証券先物市場の整備について」(62年5月))を踏まえて証券取引法が改正(63年5月31日公布、同8月23日施行)されたことを受け、債券関係では、平成元年12月に外国国債証券先物取引、2年5月に国債証券先物オプション取引がそれぞれ開始された。それぞれの取引について概観すると以下のとおりとなっている。

(1) 超長期国債先物取引の開始(表2-1参照)

昭和63年7月8日、超長期国債証券の公募発行が61年10月から行われていたことを背景に、超長期国債標準物(額面100円、利率年6%、償還期限20年)を取引対象とする超長期国債先物取引が開始された。

導入の趣旨は、高い価格変動リスクに対するヘッジ・ニーズに対応するというものであるが、当初の予想より超長期国債の発行量が少なく、現物の売買が活発とならなかったため、導入当初を除いて取引は低迷している。

表2-1 超長期国債先物取引制度の概要

対 象 銘 柄	超 長 期 国 債 標 準 物 (額面100円、利率年6%、償還期限20年)	
受 渡 適 格 物 件	残存15年以上21年未満の上場国債	
限 月 取 引	3月、6月、9月、12月の5限月取引(最長1年3か月)	
受 渡 決 済 期 日	各限月取引の20日	
売 買 取 引 最 終 日	受渡決済期日の9営業日前	
売 買 単 位	額面1億円	
呼 値 の 単 位	額面100円につき1銭	
制 限 値 幅	前日の最終値段(最終気配値段を含む)から上下3円	
取 引 証 拠 金 率	3%以上(全額有価証券での代用が可能)	
委 託 証 拠 金 率	4.5%以上(うち1.5%は必ず現金)	
委 託 証 拠 金 最 低 額	600万円	
委 託 証 拠 金 の 維 持	計算上の損失額が1.5%に達する場合は現金で追加証拠金を差し入れる。	
差 金 決 済	反対売買による差金の授受は4日目	
決 済 物 件 の 受 渡 し	受渡しに供する国債の銘柄は渡方(売方)の任意	
取 引 所 税	万分の0.1(受渡決済は課税対象外。ただし渡方は有価証券取引税を負担。)	
委 託 手 数 料	反対売買又は受渡決済の時に徴収する。	
	新規売付け・買付け、転売、買戻し又は受渡しの各々につき、	
	額面総額のうち	料率(額面100円当たり)
	5億円以下の金額につき	1銭5厘
	5億円を超え 10億円以下の金額につき	1銭
10億円を超え 50億円以下の金額につき	5厘	
50億円を超える金額につき	2厘5毛	

(注) 委託証拠金の計算は、長期国債先物取引、超長期国債先物取引及び長期国債先物オプション取引を合算して処理する。

(2) 外国国債証券先物取引の開始(表2-2参照)

平成元年12月1日、本邦投資家による米国債券投資の増加を背景に、米国財務省証券(T-Bond)標準物(額面10万米ドル、利率年8%、償還期限20年)を取引対象とする先物取引が開始された。

しかし、急速な円高の進行により米国国債をはじめとした外貨建債券への投資が手控えられたことや高い流動性を誇る母国市場(CBOT)のナイト・セッションと取引時間が重複することなどから、導入当初を除いて取引は低迷している。

表2-2 外国国債証券先物取引制度の概要

対 象 銘 柄	米 国 財 務 省 証 券 標 準 物 (額面10万米ドル、利率年8%、償還期限20年)	
受 渡 適 格 物 件	残存15年以上の米国財務省証券	
限 月 取 引	3月、6月、9月、12月の5限月取引(最長1年3か月)	
受 渡 決 済 期 日	各限月取引の末日	
売 買 取 引 最 終 日	限月のCBOTの最終営業日の7営業日前(CBOTと同一日)	
売 買 単 位	額面10万米ドル	
呼 値 の 単 位	1/32ポイント(売買単位を100ポイントとする。)	
制 限 値 幅	前日のCBOTの清算値段から上下3ポイント	
取 引 証 拠 金 率	3%以上(全額円貨又は有価証券での代用可能)	
委 託 証 拠 金 率	4.5%以上(うち1.5%は必ず米貨)	
委 託 証 拠 金 最 低 額	45,000米ドル	
委 託 証 拠 金 の 維 持	計算上の損失額が1.5%に達する場合は米貨で追加証拠金を差し入れる。	
差 金 決 済	反対売買による差金の授受は4日目	
決 済 物 件 の 受 渡 し	受渡しに供する米国財務省証券の銘柄は渡方(売方)の任意	
取 引 所 税	万分の0.1(受渡決済は課税対象外)	
委 託 手 数 料	反対売買又は受渡決済の時に徴収する。 新規売付け・買付け、転売、買戻し又は受渡しの各々につき、	
	額面総額のうち	料率(額面10万米ドル当たり)
	100万米ドル以下の金額につき	30米ドル
	100万米ドルを超え 300万米ドル以下の金額につき	20米ドル
	300万米ドルを超え 500万米ドル以下の金額につき	15米ドル
	500万米ドルを超え1,000万米ドル以下の金額につき	8米ドル
	1,000万米ドルを超える金額につき	4米ドル

(3) 国債証券先物オプション取引の開始(表2-3参照)

平成2年5月11日には、債券流通市場の機能拡充を目的として、長期国債先物取引を基礎商品とする国債証券先物オプション取引が開始された。

最近の取引高をみると、1日平均6～7千枚(プット、コール合計)であり、額面ベースで比較すると基礎商品である長期国債先物取引の売買

表2-3 長期国債先物オプション取引制度の概要

取引対象	長期国債先物プットオプション及びコールオプション		
限月取引	長期国債先物取引の当限を含めて期近な方から2限月取引(最長6か月)		
取引最終日	2月、5月、8月、11月の末日		
権利行使価格	当初は、前日の先物価格を参考として定める中心価格とその上下1円刻みで3つずつ7種類を設定。その後、先物価格の変動に応じて追加設定。		
権利行使期間	取引開始日から取引最終日まで(アメリカン・タイプ)		
取引単位	長期国債先物取引において、額面1億円の売買取引を成立させることができる権利		
呼値の単位	長期国債先物取引の額面100円につき1銭		
制限値幅	前日の最終値段(最終気配値段を含む)から上下2円		
取引証拠金 (売方のみ)	(毎日の最終値段×1億円/100円+1億円×2%)×(売付数量-買付数量)以上(全額有価証券での代用可能。最終値段が真正価値割れの場合は真正価値。)		
委託証拠金 (売方のみ)	(約定値段×1億円/100円+1億円×3%)×売付数量 以上(全額有価証券で代用可能)		
委託証拠金最低額	600万円		
委託証拠金の維持	受入証拠金の不足額≥100万円×売付数量の場合は追加証拠金を差し入れる。		
取引代金の授受	取引契約締結日から4日目		
取引所税	万分の1		
委託手数料	新規の売付け・買付け、転売、買戻しに係る決済の時に徴収する。		
	新規売付け・買付け、転売又は買戻しの各々につき、		
	取引代金のうち		料率
	500万円以下の金額につき		1.30%
	500万円を超え 1,000万円以下の金額につき		0.85%
1,000万円を超え5,000万円以下の金額につき		0.45%	
5,000万円を超える金額につき		0.25%	
(ただし、委託手数料の最低金額は2,500円)			

(注) 委託証拠金の計算は、長期国債先物取引、超長期国債先物取引及び長期国債先物オプション取引を合算して処理する。

高の約1割強となっている。また、建玉残高は、先物取引の約3割を維持している。国債証券先物オプション取引市場は、相応の流動性を伴った市場に成長してきており、今後一層の発展が期待されている。

3. 海外取引所における日本国債先物取引

(1) LIFFE(ロンドン国際金融先物オプション取引所)

LIFFEは、内外の投資者の利便性を考慮して取引制度を本所と同様のものとする等に関する覚書を交わした後、昭和62年7月13日、日本国債先物取引を開始した。

しかし、取引が低迷する状況が続いたことから、LIFFEは、平成3年4月3日から、建玉をすべて翌日の本所の始値により差金決済する方式に改正した。これにより、LIFFEで建てた建玉は、翌日の本所の寄付きで売買することにより価格変動リスクを負うことなく本所へ実質的に移転させることが可能となった。この結果、取引時間が日本時間で午後4時から12時まで(夏時間では午後3時から11時まで)であり、本所の立会終了後の時間帯をカバーできるというメリットを生かすことができるようになり、1日平均取引高は、3～4千億円にまで伸びている。

(2) CBOT(シカゴ商品取引所)

CBOTは、平成2年9月27日に日本国債先物・オプション取引を開始した。CBOTは、取引単位を2千万円と小額化することなどにより取引の増加を図ったが、取引が低迷する状況が続いたことから、4年4月30日以降、新たな限月の取引を行わないこととし、日本国債先物・オプション取引は、事実上行われていない。

(3) SIMEX(シンガポール国際金融取引所)

SIMEXは、平成5年10月1日から日本国債先物取引を開始した。本所は、同一時間帯に同一条件の取引を行う市場が新たに設けられた場合、需給の分散によりマザー・マーケットである本所市場の流動性の低下を招き、先物価格の信頼性が損なわれるなど、投資者にとって不利益が生じるおそれがあることなどから、同取引の開始について再考を求めた経緯がある。

また、SIMEXは6年5月11日から日本国債先物オプション取引も行っている。

IV 流通市場の動向

1. 市況の推移(図1、参考1、参考2参照)

(昭和60年10月～62年5月：急落・急伸の波乱に満ちた展開)

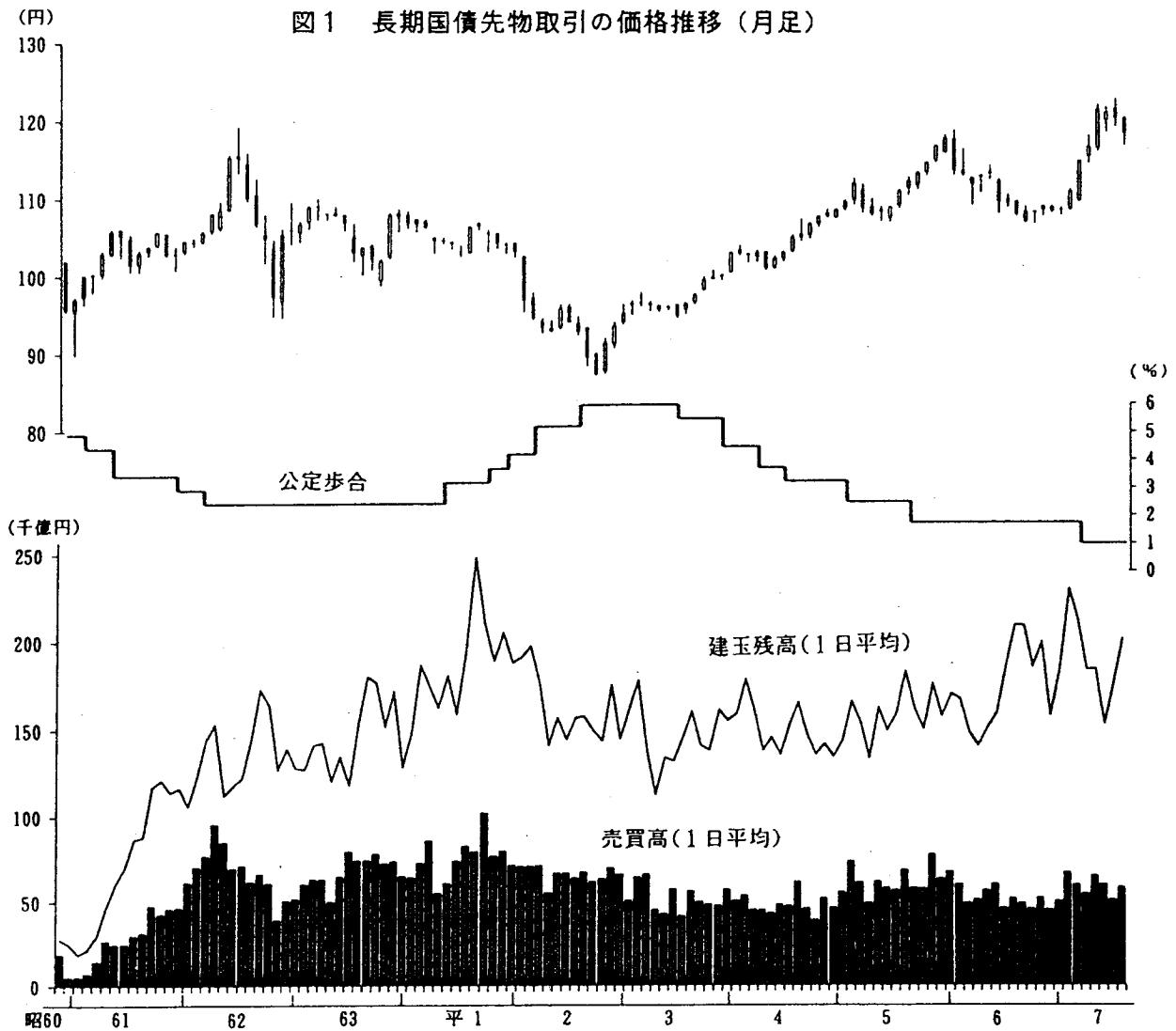
長期国債先物取引は、昭和60年10月19日に初値102円(5.686%)を付けて始まった。当初は順調な滑出しとなったものの、その直後に日銀が金融政策を変更し短期金利高め誘導姿勢を打ち出したことを受けて急落商状となり、11月14日には60年12月限月取引が89円82銭(7.813%)を記録した(平成2年8月6日までの安値)。

しかし11月後半に入ると、米国債券高を受けて急反発し、その後も日銀の金融緩和政策への転換や為替相場での円の急伸に加え、61年以降において公定歩合の引下げが相次いで行われたことから62年5月にかけて上伸歩調をたどる展開となり、同月13日には62年6月限月取引が119円24銭(3.418%)を記録した(平成7年5月29日までの高値)。

(昭和62年5月～平成2年9月：

2度の急落局面を経て市場開設来最安値を記録)

昭和62年5月中旬に入ると、高値警戒感の広がる中、債券売買の決済期間が短縮されるとの発表がなされると、急反落商状となった。さらに9月に入ると、タテホ化学工業(株)の債券先物取引による巨額損失の表面化(注3)や米国公定歩合の引上げ実施による金利先高懸念の強まりから、



(注)1. 月足の対象限月は、12～2月は3月限、3～5月は6月限、6～8月は9月限、9～11月は12月限である。

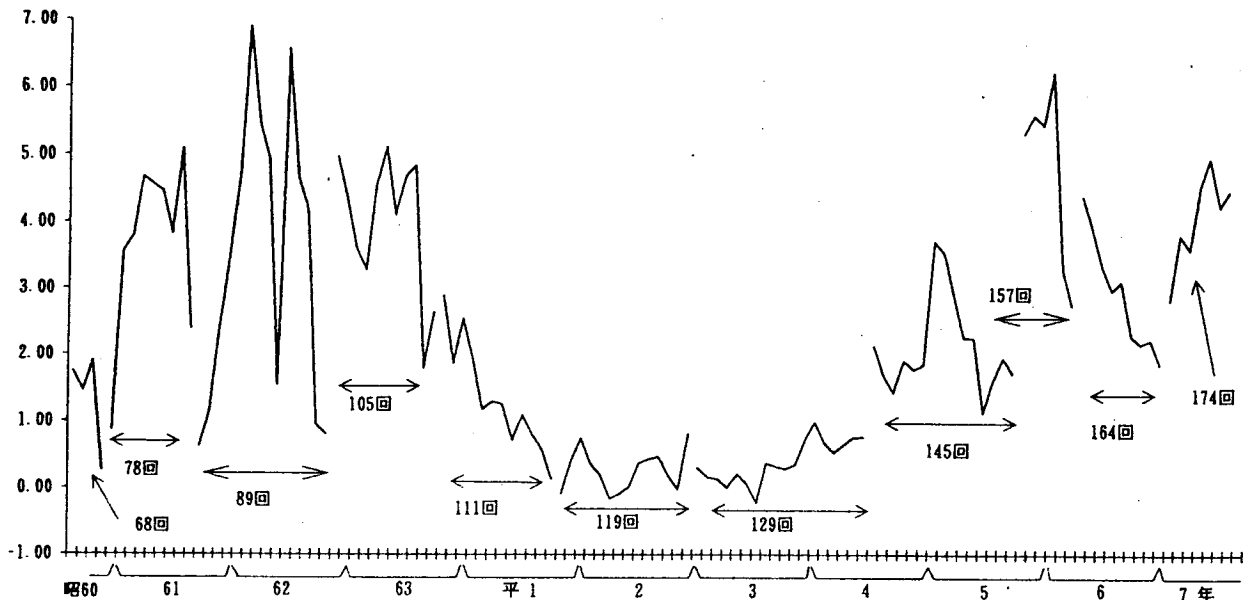
2. 売買高は全限月取引合算である。

大幅続落商状となった。

しかし10月に入り、ニューヨーク市場に端を発して世界的に株価が暴落すると(いわゆるブラックマンデー)、投資資金が株式市場から債券市場にシフトすることへの期待や金融緩和観測の強まりから、急反発した。

その後、63年に入ると、ペルシャ湾情勢の緊迫化に伴う原油価格の上昇によるインフレ懸念の台頭、欧米各国による金融引締め策の実施や円の下落を背景に、伸び悩み商状に推移する展開となった。平成元年5月以降は、円安の進行によるインフレ懸念の強まりを受けて、日銀が9年ぶりに公定歩合の引上げを実施し金融引締め政策に転換したことなどから金利先高観測が強まり、軟弱な相場展開となった。2年に入っても、国内の政局不安による円の急落や公定歩合の引上げ実施に加えて、イラク軍のクウェート侵攻に伴う原油価格の高騰によりインフレ懸念が一段と高まったことなどから、大幅下落歩調をたどる展開となり、9月27日には2年12月限月取引が市場開設以来の最安値である87円8銭(8.373%)を記録した。

参考1 国債主要銘柄のベースの推移



(注) いわゆる指標銘柄といわれる国債の本所市場における大口取引の月末の終値から算出。

(平成2年10月～7年8月：長期にわたる上伸歩調)

平成2年10月に入ると、大蔵省による株式市場対策の発表や蔵相発言による金利低下観測の台頭を受けて相場は底入れし、反発商状となった。その後も、米国の金融緩和政策への転換や円の急伸を受けて上伸歩調をたどり、さらに3年7月に日銀が4年5か月ぶりに公定歩合の引下げを実施し金融緩和策をとったことや、国内景気の低迷や円の上昇などを背景に日米双方が数次にわたって公定歩合の引下げを実施したものの景況感の悪化が払拭されなかったことから、根強い金利先安観測に支えられて5年12月まで長期間にわたって上値を追う展開となった。6年1月に入ると高値警戒感が広がり始め、これに加えて景気対策の実施に伴う公共債の増発による需給悪化懸念が広がる中、大蔵省資金運用部が約11年ぶりに債券の売切りオペを実施したことから、急反落商状となった。その後8月までの間は、各種経済指標の発表に伴う景気底入れ観測の広がりや円の急落を受けて続落商状となった。

しかし9月に入ると、日銀短観の発表を受けて景気回復観測が後退したことから金利先安感が再燃し、戻り歩調をたどる展開となった。7年に入っても、阪神大震災やベアリングズ社の経営破綻(注4)を受けての株式相場の下落や円の急騰を背景に急伸し、4月以降も公定歩合の引下げや景気腰折れ懸念の広がりから大幅続伸商状となり、日銀が短期金利の低め誘導を実施した7月7日には、7年9月限月取引が市場開設以来の最高値である122円65銭(3.045%)を記録した。その後、高値警戒感の広がりから反落し、8月に入っても日米欧の協調介入による円の急落を背景に下落歩調をたどる展開となった。

参考2

市場開設来記録一覧

1. 売買高

(1) 主たる限月取引

(単位：億円)

順位	上 位			下 位		
	限 月	売買高	日 付	限 月	売買高	日 付
1	1年12月	151,075	1. 9. 6	60年12月	475	60.10.28
2	2年 3月	130,783	1.12.19	61年 3月	820	61. 1.25
3	62年 6月	124,818	62. 3.12	60年12月	1,148	60.11.16
4	1年12月	122,999	1. 9. 5	61年 3月	1,178	60.12. 7
5	1年12月	122,734	1. 9.11	61年 3月	1,579	60.12. 9

(2) 全限月合計

(単位：億円)

順位	上 位		下 位	
	売買高	日 付	売買高	日 付
1	154,112	1. 9. 6	510	60.10.28
2	139,892	1. 9. 5	840	61. 1.25
3	131,801	1.12.19	1,524	60.12. 7
4	127,615	1. 3. 6	1,932	60.11.16
5	125,956	62. 3.12	2,290	60.11.30

(注) 売買不成立の日(60年10月25日、26日)は除くものとする。

2. 建玉残高

(1) 主たる限月取引

最高 6年 9月22日 228,225億円(6年12月限月)
最低 60年11月22日 8,790億円(61年 3月限月)

(2) 全限月合計

最高 1年 8月25日 286,829億円
最低 60年12月12日 14,585億円

3. 最高値(主たる限月取引)

7年 7月 7日 122円65銭(7年 9月限月)
(3.045%)

4. 最安値(主たる限月取引)

2年 9月27日 87円 8銭(2年12月限月)
(8.373%)

(注) 主たる限月取引とは、基本的に、並行する5限月取引の中で日々の売買高が最も大きいものをいう。主たる限月取引の交代日は、主たる限月取引の売買高を他の限月取引のそれが2日連続して上回った日の翌日としている。

2. 価格変動の状況(図2、表3参照)

価格変動の状況を日中の高値と安値の価格差でとらえて、市場開設以来の日数の分布状況をみたのが表3である。これをみると、1日の価格

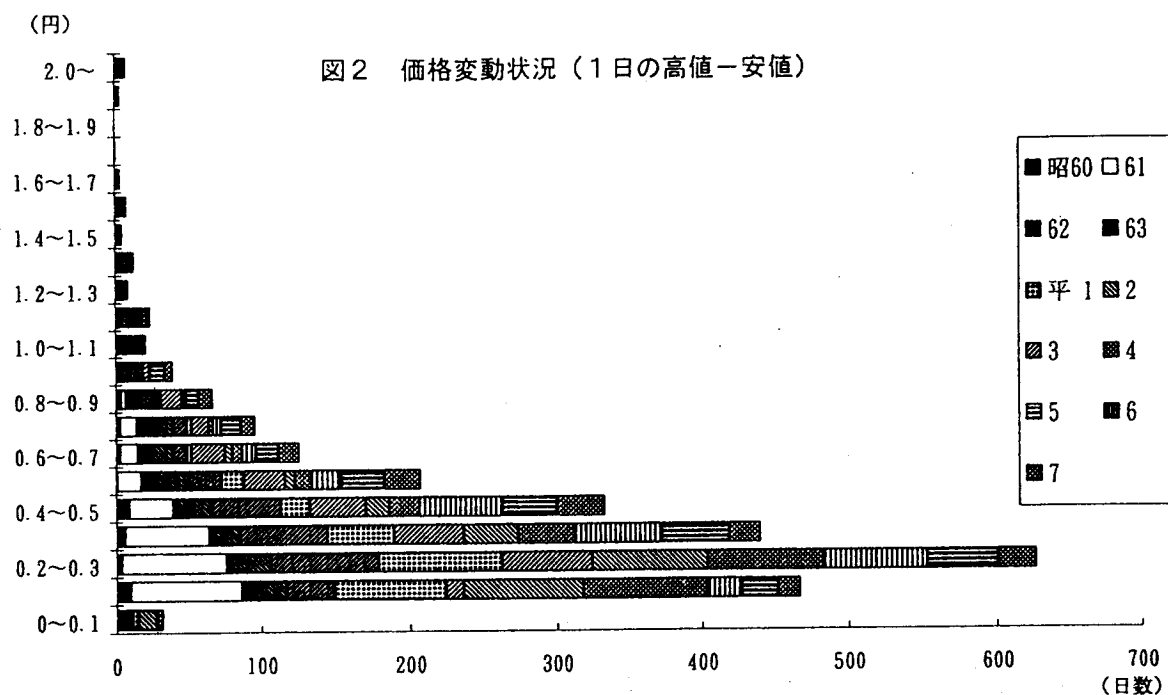


表3 価格変動状況（1日の高値－安値）

（単位：日数）

年	昭60	61	62	63	平1	2	3	4	5	6	7
10銭未満	7	1	2	1	4	0	13	4	0	0	0
10銭以上20銭未満	10	76	31	32	75	12	82	85	24	25	15
20銭以上30銭未満	4	72	30	73	83	62	80	79	69	49	26
30銭以上40銭未満	6	58	21	60	44	47	37	39	60	47	21
40銭以上50銭未満	9	30	27	47	20	37	16	20	56	38	33
50銭以上60銭未満	1	16	33	23	15	28	7	11	20	29	24
60銭以上70銭未満	3	12	24	10	3	23	5	7	9	16	14
70銭以上80銭未満	3	11	25	10	3	12	3	0	5	14	10
80銭以上90銭未満	4	3	19	3	2	14	1	0	2	9	10
90銭以上1円未満	3	0	11	5	0	4	0	0	0	11	5
1円以上1円10銭未満	0	0	11	4	0	1	0	0	1	2	2
1円10銭以上1円20銭未満	4	0	8	3	0	2	0	1	0	4	2
1円20銭以上1円30銭未満	0	0	3	2	0	2	1	0	0	1	0
1円30銭以上1円40銭未満	0	0	9	0	0	1	0	0	0	2	1
1円40銭以上1円50銭未満	0	0	2	0	0	0	0	1	0	0	2
1円50銭以上1円60銭未満	0	0	6	0	0	0	0	0	0	0	2
1円60銭以上1円70銭未満	1	0	3	0	0	0	0	0	0	0	0
1円70銭以上1円80銭未満	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
1円80銭以上1円90銭未満	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1円90銭以上2円未満	1	0	1	0	0	1	1	0	0	0	0
2円以上	1	0	7	0	0	0	0	0	0	0	0
年平均変動幅（銭）	53	31	66	40	28	46	26	27	36	46	51

（注）平成7年のデータは、8月末日までのものである。

変動幅が20銭以上30銭未満であった日が最も多く(24.8%)、全体としては、おおむね10銭以上50銭未満の間の価格変動が中心となっている(75.0%)。しかしその一方で、市況環境の急変時には1円を超えるような大幅な値動きをすることもあり、市況動向を反映した動きがみられる。

3. 売買高の特徴

(1) 売買高の推移(表4、表5参照)

取引開始当初の昭和60年(10月19日取引開始)の売買高は45兆円であった。その後、相場の上昇に伴って売買高も急増することとなり、年間売買高は、61年には940兆円に、続く62年には、3月に市場開設以来の最高の月間売買高を記録(229兆円・1日平均売買高9兆6千億円)するなど、1,826兆円にまで急増した。この間の投資部門別売買動向をみると、証券会社と銀行が全体の80~90%を占めており、特に証券会社は50%を超えるシェアを保ち、他の部門を大きく引き離して推移した。これは、根強い金利先安観測を背景に、いわゆるディーリング相場の色彩が強まり、証券会社において売買取引が増加したことが主な要因と思われる。

表4 売買高・建玉残高の推移

(単位：億円)

年	売 買 高				建 玉 残 高		
	年 間	最 高	最 低	1日平均	最 高	最 低	平 均
昭60	452,553	76,631 (10/19)	510 (10/28)	7,939	30,136 (10/24)	14,585 (12/12)	22,861
61	9,395,829	86,153 (8/27)	5,224 (1/17)	33,677	131,212 (11/13)	17,682 (1/4)	81,538
62	18,261,634	125,956 (3/12)	15,985 (5/18)	66,648	197,649 (9/3)	101,436 (4/15)	137,840
63	18,719,772	106,397 (6/2)	30,306 (8/10)	68,571	202,040 (9/22)	89,512 (6/8)	146,228
平1	18,941,890	154,112 (9/6)	37,554 (5/17)	76,072	286,829 (8/25)	125,681 (1/4)	188,232
2	16,306,571	105,280 (8/7)	36,368 (7/16)	66,287	209,581 (2/26)	126,967 (6/15)	161,338
3	12,822,430	117,801 (3/1)	17,880 (7/12)	52,124	189,684 (2/21)	100,694 (3/27)	146,724
4	11,868,127	86,481 (4/2)	18,467 (3/30)	48,049	194,843 (2/24)	119,122 (6/10)	149,855
5	15,162,159	104,421 (11/30)	24,696 (1/11)	61,635	207,261 (8/20)	119,744 (3/31)	158,712
6	12,999,698	108,408 (6/1)	26,173 (12/29)	52,630	231,339 (8/26)	136,655 (3/9)	174,439
7	9,716,664	111,138 (5/31)	28,267 (1/9)	58,184	266,994 (2/23)	136,724 (6/8)	191,245

- (注) 1. 売買高の最高・最低は、半休日及び売買不成立の日(昭和60年10月25日、26日)を除いたものである。
 2. 平成7年のデータは、8月末日までのものである。
 3. 売買高、建玉残高は、長期国債先物取引の全限月取引を合算したものである。
 4. 片道計算である。
 5. 売買高、建玉残高の平均については、小数点第1位を四捨五入したものである。

63年及び平成元年においても1,800兆円台と高水準の売買高となった。この間の投資部門別売買高をみると、銀行のシェアが急増していることがわかる。これは、62年のいわゆるタテホ・ショックを契機に投機的な取引のリスクが浮彫りとなり、事業法人等が市場から遠ざかるとともに証券会社も自己売買を手控えたのに対して、銀行はヘッジ取引をはじめとして積極的に売買を行ったことが主な要因と思われる。

しかし2年に入り相場が反落商状となると、年間売買高は伸び悩み1,631兆円にとどまることとなった。その後、相場は戻り歩調をたどったものの売買高は引き続き低迷し、3年は1,282兆円、4年は1,187兆円と低水準で推移した。これは、バブル崩壊による金融機関各社の収益環境の変

表5 投資家別売買内容の推移（全限月取引合計）

（単位：億円、%）

区分 年・月	証券会社	銀行	生保 ・損保	その他 金融機関	投資 信託	事業 法人	その他 法人等	個人	海外投資家	合計
60 (10~12)	493,302 (56.05)	213,573 (24.27)	584 (0.06)	37,639 (4.28)	2,786 (0.32)	89,952 (10.22)	10,997 (1.25)	21,882 (2.49)	9,366 (1.06)	880,081 (100.00)
61	10,592,294 (57.82)	6,195,512 (33.82)	28,165 (0.15)	458,540 (2.50)	6,664 (0.04)	776,176 (4.24)	30,370 (0.17)	95,950 (0.52)	135,009 (0.74)	18,318,680 (100.00)
62	18,227,904 (50.21)	14,011,944 (38.59)	164,140 (0.45)	1,024,647 (2.82)	99,068 (0.27)	2,200,208 (6.06)	129,055 (0.36)	148,302 (0.41)	300,225 (0.83)	36,305,493 (100.00)
63	12,193,082 (32.59)	21,605,995 (57.74)	395,487 (1.06)	1,763,699 (4.71)	183,175 (0.49)	678,480 (1.81)	56,563 (0.15)	33,216 (0.09)	507,388 (1.36)	37,417,085 (100.00)
1	10,307,035 (27.21)	23,337,597 (61.60)	904,670 (2.39)	1,725,800 (4.56)	411,809 (1.09)	245,107 (0.65)	32,181 (0.08)	12,293 (0.03)	906,431 (2.39)	37,882,923 (100.00)
2	9,274,329 (28.51)	19,436,814 (59.75)	853,038 (2.62)	1,518,556 (4.67)	308,603 (0.95)	332,857 (1.02)	41,205 (0.13)	8,846 (0.03)	755,611 (2.32)	32,529,859 (100.00)
3	7,563,462 (29.64)	15,298,019 (59.96)	326,404 (1.28)	877,205 (3.44)	292,251 (1.14)	159,729 (0.63)	25,379 (0.10)	8,621 (0.03)	964,402 (3.78)	25,515,472 (100.00)
4	7,067,364 (29.92)	13,251,470 (56.11)	253,572 (1.07)	1,084,047 (4.59)	409,945 (1.74)	103,527 (0.44)	27,824 (0.12)	7,295 (0.03)	1,412,625 (5.98)	23,617,669 (100.00)
5	10,016,662 (33.17)	15,736,471 (52.12)	285,781 (0.95)	1,329,720 (4.40)	856,236 (2.84)	146,672 (0.48)	23,234 (0.08)	14,632 (0.05)	1,784,470 (5.91)	30,193,878 (100.00)
6	9,745,387 (37.77)	11,667,412 (45.22)	277,070 (1.08)	1,000,424 (3.88)	686,480 (2.66)	98,992 (0.38)	26,758 (0.10)	13,767 (0.05)	2,285,916 (8.86)	25,802,206 (100.00)
7 (1~8)	8,958,364 (46.35)	7,627,623 (39.47)	138,924 (0.72)	634,998 (3.29)	190,005 (0.98)	52,493 (0.27)	20,056 (0.10)	8,626 (0.04)	1,695,882 (8.78)	19,326,971 (100.00)

- (注)1. 投資家別及び合計欄の売買額面金額の数値は、会員及び特別参加者の自己売買並びに総合証券及び主要金融機関(地銀を除く)の委託売買の売付・買付額を累計したものである。
2. 売買額面金額欄の数値は、長期国債先物取引と超長期国債先物取引の売買額面金額を合算したものである。
3. 売買額面金額は、みなし月間で累計したものである。
4. 構成比率は、小数点第3位を四捨五入したものである。ただし、合計を100.00%とするため微修正を行っている。

化等から自己売買が抑制される傾向にあったことが大きく影響したものである。

5年に入ると、相場が上伸歩調をたどる中、売買も活発化し、年間売買高は再び1,500兆円台に回復したが、続く6年には、相場が伸び悩み商状となる中、年間売買高は1,300兆円と大幅に落ち込んだ。この間の投資部門別売買動向をみると、為替相場での円高の進行を背景に海外投資家及び外国証券会社が積極的に売買取引に参加しシェアを伸ばした一方、銀行は業績悪化等から自己売買を手控えたことなどが影響し、6年ぶりにそのシェアが50%を下回る結果となった。

7年に入り相場が急伸すると、売買高は増加傾向に転じた。この間の投資部門別売買動向をみると、平成6年の後半以降に相次いで取引参加者となった都市銀行系をはじめとする証券子会社の参入もあって、証券会社が再び売買シェアのトップになった。

(2) 売買参加者の状況(表6参照)

昭和60年の取引開始当初の参加者数は、正会員83社、特別参加者55社の合計138社であった。その後正会員は、会員定数の拡大により平成2年までに124社となり現在に至っている(平成7年8月末現在)。また、特別参加者も公共債のディーリング認可金融機関の増加を受け平成元年までに143社となり、平成5年から6年にかけても銀行系等の証券子会社が相次いで加わり、現在では155社となっている。この結果、正会員と特別参加者を合わせた参加者数は279社となっている(平成7年8月末現在)。

(3) 限月別の売買状況

5つの限月取引が設定されているが、実際には、直近の2限月取引に売買が集中している。

その中でも売買高が最も多いものは主限月取引(又は中心限月取引)と呼ばれるが、通常は期近の限月取引(当限)がこれに該当している。しか

表6 正会員・特別参加者数の推移

年	年末時点における正会員・特別参加者数			備 考
	正 会 員	特別参加者	合 計	
昭60	83 社	55 社	138 社	
61	93	93	186	・特参・外証正会員資格取得(10社) ・第2次ディーリング認可(特参46社)
62	92	134	226	・第3次ディーリング認可(特参40社)
63	114	131	245	・特参・外証正会員資格取得(22社) ・第4次ディーリング認可(特参14社)
平 1	114	143	257	
2	124	138	262	・特参・外証正会員資格取得(10社)
3	124	138	262	
4	124	136	260	
5	124	141	265	・銀行の証券子会社参入(長信銀等)
6	124	151	275	・銀行の証券子会社参入(都銀等)
7 (8/31)	124	155	279	

し、主限月取引の残存日数がある程度まで減少してくると、ある1日を以て次限月取引(期先)の売買高が主限月取引の売買高を上回り、その後も逆転したまま推移することとなり、いわゆる限月交代が行われる。

4. 立会時間帯別売買動向(図3参照)

一日の売買動向を立会時間帯別にみると、過去10年を通しての主な特徴として、以下の2点が挙げられる

- ・前場寄り及び9:30までのザラバの時間帯と2:30以降のザラバ及び後場引けの時間帯に取引が集中しており、これらの時間帯における売買高は、約40%と高い割合を占めている。
- ・寄り及び引け(前場、後場合算)の板寄せによる売買の割合を見ると、

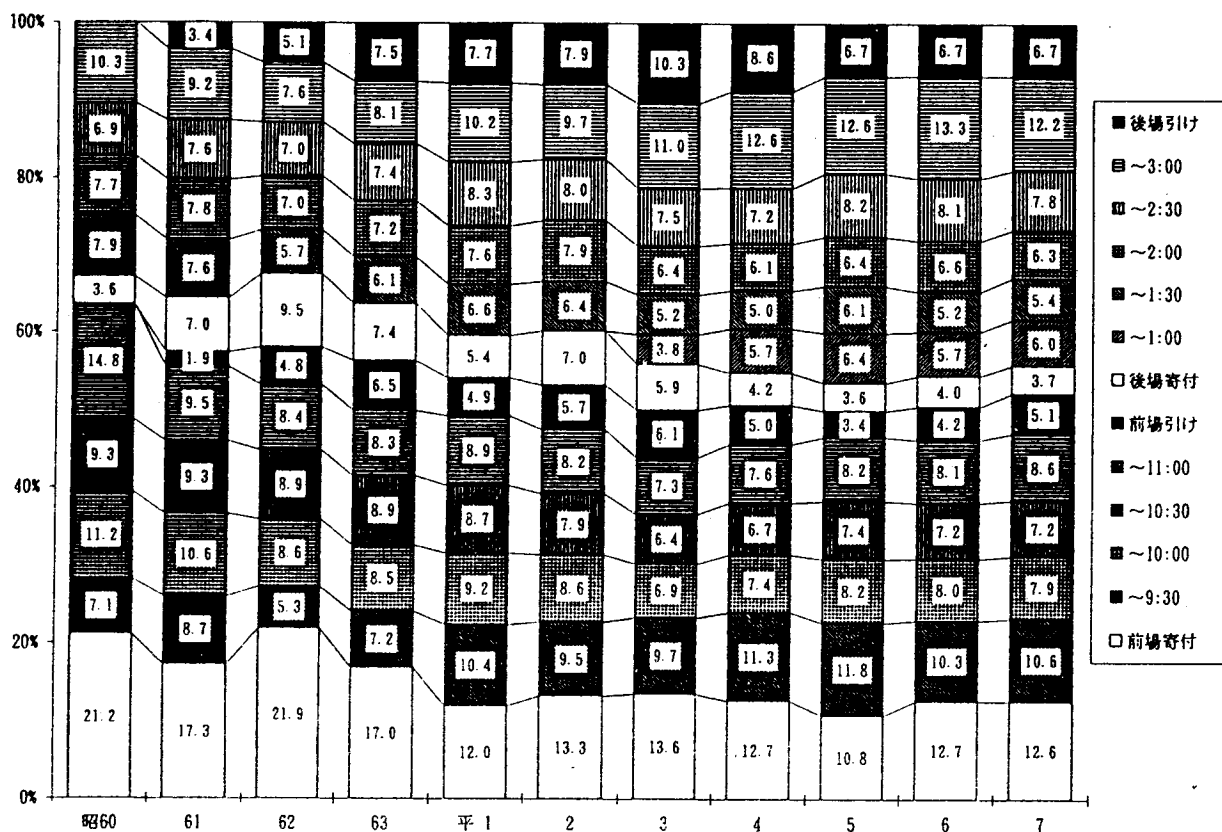
昭和62年には約40%を占めていたが、その後は、クロス取引の減少や取引手法の高度化及びシステム売買の導入に伴い、ザラバでの取引の割合が増加したことから低下傾向にあり、平成3年以降は20%台の水準となっている。

次に、期間を分けて特徴点を見ると、以下のとおりである。

(1) 昭和60年～昭和62年

前場寄り及び9:30までのザラバの時間帯に売買が集中しており、約30%の売買高があった。前場寄り時の割合をみると約20%となっており、一日の中でも特に高い割合となっている。これは、終値の値幅が5銭と

図3 立会時間帯別売買状況



狭く約定できない可能性が高かったことに加え、昭和61年3月までは引け条件付の成行注文が認められていなかったことから、前場寄り時に売買が集中したためと思われる。

(2) 昭和63年～平成2年

前場寄り及び9:30までのザラバの時間帯の割合が低下する一方、2:30以降のザラバ及び後場引けの時間帯の割合は逆に上昇し、その差が小さくなっている。これは、前場寄り時の割合が15%弱と大幅に減少していることと2:30以降のザラバでの売買が増加していることによるものである。

前場寄り時の減少は、取引所税の課税が行われるようになったこと(昭和62年9月)や市場環境の変化などによる自己売買の抑制から大口クロスが大幅に減少したためと思われる。

(3) 平成3年以降

寄り及び引けの板寄せによる売買の割合の減少とともに、2:30以降のザラバでの売買が一日の中で最も高い割合を占めるようになるなど、ザラバでの取引の割合が増加している。これは、金融派生商品市場の発展に伴う多様な裁定取引の活発化や取引手法の高度化などによるものと思われる。また、債券先物市場において、円滑な価格形成が行われていることや非常に高い流動性が確保されていることが伺える。

なお、平成3年以降、後場寄り時の割合が大幅に減少しているが、これは、同年4月から後場の立会開始時刻が12:30に繰り上がったことによるものと思われる。

5. 受渡決済の特徴(表7参照)

(1) 受渡決済の状況

総売買高に占める受渡決済の比率についてみると、市場開設直後の60年12月限月取引については取引期間が約2か月と短かったことなどから3.47%と高い水準となっていたが、その後は全て1%未満となっている。また、受渡決済において、経過利子を課税扱いとした割合についてみると、62年9月限月取引までは80%を超える限月取引もあるなど高水準であったが、その後は急低下しており、受渡しのほとんどは非課税扱いで行われている。

なお、昭和62年4月以降、新発長期国債の利払い日が3月/9月、6月/12月に変更され先物の限月の受渡決済期日と同一となったため、利落ち銘柄の受渡しにより経過利子の授受を行わないことが容易となり、実際の受渡状況においても、利落ち銘柄が大宗を占めるようになった。

(2) 受渡銘柄

a 最割安銘柄への集中

市場開設当初の昭和60年から61年前半までは、現在と比べて受渡適格銘柄間のクーポンや残存期間に差異が少なく、どの銘柄が最割安銘柄になっても不自然ではない状況だったことに加え、最割安の概念が必ずしも明確には意識されていなかったと思われることから、受渡しに供された銘柄は多岐にわたっていた。

しかし、その後は、多少の例外はあるものの、受渡数量上位3銘柄で9割以上を占めている限月もあるなど、受渡しに供される銘柄は最割安銘柄に集中する傾向が強まっている。これは、長期国債の発行条件の弾力化により受渡銘柄のクーポンの差が広がったことや発行から上場までの期間の短縮により残存期間の差異が大きくなったことから最割安銘柄

とそれ以外の銘柄との間で差別化が進んだことによるものと思われる。

b 最多の受渡銘柄の主な特徴

(a) 62年9月限月取引から1年9月限月取引までは、101回債(3.9%)が最多の受渡銘柄となっている。

これは、昭和62年1月に5%台だった長期金利(指標銘柄89回債、5.1%)が5月には公定歩合(2.5%)に迫る勢いで急速に低下した後上昇に転じ、8月には再び5%を超えるなど乱高下する中、同じ残存期間の受渡適格銘柄(95回債～101回債)のうち、クーポンの最も低い101回債が特に嫌気されたためと思われる。

(b) 3年3月限月以降、残存期間が7年に近い銘柄のクーポンが相対的に高い状況となっており、多少の例外はあるものの、これらの銘柄が受渡しの大部分を占めている。

これは、受渡適格銘柄から外れることによる流動性プレミアムの減少から残存期間の短い銘柄が割安に放置される傾向が強いことに加え、国内景気の悪化から平成4年以降公定歩合の引下げが相次ぐなど金利低下基調が鮮明となる中で、高クーポン債がその価格変動性の鈍さから嫌気され、最割安銘柄となったためと思われる。

(注3) いわゆるタテホ・ショック

昭和62年9月、ファイン・ケミカルメーカーであるタテホ化学工業(株)(大証第二部(当時)上場)が国債先物取引で280億円もの損失を出し債務超過に陥ることが明らかになったことから、東京のみならずロンドン、ニューヨークで債券相場の急落が起こった。

同社は、それまで国債先物取引を中心とした債券投資で利益を計上していたが、62年5月中旬以降の金利上昇局面で相場の見通しを誤り、株主資本額を上回る多額の損失を計上したものである。このニュースで、我が国の株式、債券相場が急落したのみならず、日本国債先物を取引しているロンドンや日本からの米国債投

資が手控えられるとの思惑を呼んだニューヨークにおいても、債券相場の急落が起こり、世界的な衝撃を与えた。

(注4) ベアリングズ社の経営破綻

平成7年2月26日、英マーチャント・バンクのベアリングズ社が、傘下のシンガポール子会社において、シンガポールや日本での日経平均株価先物取引等で約6億ポンド(約960億円)を超える巨額の損失を計上したと報じられ、その後、グループ全体が経営破綻に陥ったと伝えられた。

ベアリングズ社は、最終的にはオランダの金融グループINGによって買収されたが、一時は本所正会員であるベアリング証券会社についても特別清算の手続きが開始されるまでに至った。経営破綻当時、同証券会社は先物取引等の未決済残高を大量に保有していたため、その処理等についての懸念が市場関係者の間に広がり、相場にも影響を及ぼした。

ベアリング証券は、2月27日から本所においても支払不能状態となった。このため、国債先物・オプション取引に係る未決済建玉については、反対売買又は他の正会員への移管による整理が行われた。

債券先物取引市場10年間の歩み

表7 受渡決済の状況

限 月	最終価格 円	総売買高 億円	変動率 %	最終建玉残高 億円	課税 億円	非課税 億円	受渡上位5銘柄					
							銘柄名(銘柄 回 %)	直近価格 (A)	換算価格 (B)	(B)-(A)	受渡数量 億円	残存期間 年 月
6012	97.00 (6.494%)	254,843	3.47	8,836	1,490 (16.9%)	7,346 (83.1%)	70(6.5)	101.39	100.35	-1.04	1,827	9.1
							66(7.1)	105.14	104.33	-0.81	1,422	9.0
							69(6.5)	101.39	100.35	-1.04	1,269	9.1
							71(6.8)	103.19	102.36	-0.83	1,169	9.1
							68(6.8)	105.54	102.33	-3.21	1,092	9.0
							合計				6,779	
6103	103.40 (5.473%)	413,387	0.94	3,888	3,270 (84.1%)	618 (15.9%)	71(6.8)	110.30	108.99	-1.31	1,212	8.10
							70(6.5)	108.40	106.89	-1.51	407	8.10
							66(7.1)	112.59	111.04	-1.55	387	8.9
							59(7.3)	113.12	111.62	-1.50	338	7.9
							75(6.5)	108.60	107.01	-1.59	319	9.3
							合計				2,653	
6106	102.75 (5.571%)	1,619,448	0.49	7,868	924 (11.7%)	6,944 (88.3%)	73(6.8)	108.49	108.40	-0.09	1,755	9.0
							70(6.5)	106.21	106.15	-0.06	1,125	8.7
							77(6.5)	106.32	106.30	-0.02	1,073	9.1
							55(7.5)	110.97	111.45	+0.48	1,057	7.0
							75(6.5)	106.35	106.28	-0.07	1,023	9.0
							合計				6,033	
6109	104.30 (5.340%)	2,033,461	0.26	5,330	4,773 (89.5%)	557 (10.5%)	77(6.5)	107.42	107.82	+0.40	800	8.10
							81(6.1)	104.61	105.02	+0.41	767	9.4
							70(6.5)	107.32	107.66	+0.34	666	8.4
							87(5.7)	101.67	102.07	+0.40	583	9.4
							69(6.5)	107.32	107.66	+0.34	482	8.4
							合計				3,298	
6112	104.80 (5.267%)	3,287,015	0.15	4,769	1,018 (21.3%)	3,751 (78.7%)	90(5.1)	97.91	97.99	+0.08	1,866	9.7
							91(5.1)	97.73	97.78	+0.05	1,701	10.0
							90(5.1)	97.91	97.99	+0.08	384	9.7
							79(6.0)	104.91	104.80	-0.11	224	9.0
							90(5.7)	97.91	102.52	+4.61	212	9.7
							合計				4,387	
6203	108.64 (4.727%)	4,303,105	0.04	1,597	838 (52.5%)	759 (47.5%)	90(5.1)	102.40	101.72	-0.68	671	9.4
							91(5.1)	101.92	101.49	-0.43	615	9.9
							94(5.3)	104.12	103.08	-1.04	179	9.9
							92(5.4)	105.78	103.87	-1.91	73	9.9
							63(7.0)	118.43	114.94	-3.49	30	7.3
							合計				1,568	
6206	115.15 (3.894%)	5,824,727	0.15	8,902	5,843 (65.6%)	3,059 (34.4%)	63(7.0)	121.64	121.65	+0.01	3,199	7.0
							66(7.1)	124.09	122.71	-1.38	1,197	7.6
							65(7.1)	123.00	122.36	-0.64	888	7.1
							64(7.3)	123.58	123.68	+0.10	712	7.1
							91(5.1)	109.24	107.73	-1.51	650	9.6
							合計				6,646	
6209	100.73 (5.884%)	5,234,412	0.30	15,635	3,972 (25.4%)	11,663 (74.6%)	101(3.9)	85.12	85.28	+0.16	2,676	9.9
							102(4.3)	87.76	87.99	+0.23	1,587	10.0
							91(5.1)	94.41	94.36	-0.05	1,330	9.3
							100(4.0)	85.88	86.01	+0.13	1,185	9.9
							73(6.8)	106.26	105.65	-0.61	827	7.9
							合計				7,605	
6212	106.34 (5.046%)	3,413,256	0.26	8,771	548 (6.2%)	8,223 (93.8%)	101(3.9)	89.77	90.35	+0.58	2,237	9.6
							99(4.7)	95.95	96.44	+0.49	1,531	9.6
							100(4.0)	90.51	91.11	+0.60	1,496	9.6
							104(4.9)	97.36	97.79	+0.43	958	9.9
							68(6.8)	111.91	111.14	-0.77	527	7.0
							合計				6,749	
6303	108.60 (4.732%)	3,918,149	0.26	10,052	515 (5.1%)	9,537 (94.9%)	101(3.9)	92.26	92.58	+0.32	3,685	9.3
							100(4.0)	93.07	93.34	+0.27	1,931	9.3
							102(4.3)	95.17	95.38	+0.21	1,885	9.6
							103(4.6)	97.54	97.71	+0.17	852	9.6
							99(4.7)	98.85	98.68	-0.17	791	9.3
							合計				9,144	

債券先物取引市場10年間の歩み

限 月	最終価格 円	総売買高 億円	変動率 %	最終建玉残高 億円	課税 億円	非課税 億円	受渡上位5銘柄					
							銘柄名(ヶ-%) 回 %	直近価格 (A)	換算価格 (B)	(B)-(A)	受渡数量 億円	残存期間 年 ヲ月
6306	107.70 (4.856%)	3,981,701	0.25	9,978	749 (7.5%)	9,229 (92.5%)	101 (3.9)	91.28	92.15	+0.87	3,105	9.0
							100 (4.0)	92.06	92.89	+0.83	2,086	9.0
							102 (4.3)	93.95	94.84	+0.89	1,517	9.3
							103 (4.6)	96.36	97.15	+0.79	1,465	9.3
							99 (4.7)	97.40	98.07	+0.67	1,304	9.0
							合計					9,477
6309	101.65 (5.740%)	5,218,079	0.23	12,261	241 (2.0%)	12,020 (98.0%)	101 (3.9)	87.57	87.27	-0.30	2,812	8.9
							111 (4.6)	91.65	91.25	-0.40	1,965	9.9
							111 (4.6)	91.65	91.25	-0.40	1,829	9.9
							100 (4.0)	88.24	87.96	-0.28	1,684	8.9
							102 (4.3)	90.03	89.77	-0.26	1,606	9.0
							合計					9,896
6312	108.62 (4.730%)	4,817,524	0.29	13,815	284 (2.1%)	13,531 (97.9%)	101 (3.9)	93.48	93.60	+0.12	4,946	8.6
							100 (4.0)	94.19	94.32	+0.13	3,398	8.6
							102 (4.3)	96.08	96.18	+0.10	2,347	8.9
							80 (6.5)	114.77	111.69	-3.08	1,520	7.0
							103 (4.6)	98.46	98.38	-0.08	1,128	8.9
							合計					13,339
103	103.70 (5.429%)	4,177,283	0.16	6,769	146 (2.2%)	6,623 (97.8%)	101 (3.9)	90.53	89.68	-0.85	3,385	8.3
							102 (4.3)	93.02	92.09	-0.93	1,671	8.6
							100 (4.0)	91.20	90.35	-0.85	1,600	8.3
							103 (4.6)	95.49	94.14	-1.35	78	8.6
							99 (4.7)	96.88	95.02	-1.86	30	8.3
							合計					6,764
106	104.72 (5.278%)	4,280,417	0.09	3,938	61 (1.5%)	3,877 (98.5%)	101 (3.9)	90.58	90.91	+0.33	2,240	8.0
							102 (4.3)	92.90	93.26	+0.36	779	8.3
							100 (4.0)	91.24	91.57	+0.33	686	8.0
							103 (4.6)	94.93	95.28	+0.35	217	8.3
							99 (4.7)	96.29	96.17	-0.12	16	8.0
							合計					3,938
109	105.10 (5.223%)	4,692,377	0.16	7,421	108 (1.5%)	7,313 (98.5%)	101 (3.9)	90.54	91.57	+1.03	2,765	7.9
							102 (4.3)	92.79	93.88	+1.09	1,786	8.0
							103 (4.6)	94.93	95.86	+0.93	1,257	8.0
							99 (4.7)	95.85	96.72	+0.87	805	7.9
							100 (4.0)	91.18	92.22	+1.04	802	7.9
							合計					7,415
112	103.87 (5.403%)	5,787,183	0.16	9,025	71 (0.8%)	8,954 (99.2%)	99 (4.7)	95.69	95.81	+0.12	2,247	7.6
							104 (4.9)	96.78	96.86	+0.08	999	7.9
							91 (5.1)	98.22	98.59	+0.37	782	7.0
							100 (4.0)	91.33	91.47	+0.14	677	7.6
							101 (3.9)	90.71	90.85	+0.14	653	7.6
							合計					5,358
203	93.68 (7.079%)	4,220,115	0.25	10,344	97 (0.9%)	10,247 (99.1%)	115 (4.7)	85.17	85.47	+0.30	1,473	8.9
							103 (4.6)	85.60	85.85	+0.25	1,034	7.6
							100 (4.0)	82.43	82.79	+0.36	983	7.3
							102 (4.3)	83.93	84.17	+0.24	967	7.6
							99 (4.7)	86.47	86.60	+0.13	933	7.3
							合計					5,390
206	95.52 (6.750%)	3,883,375	0.09	3,495	19 (0.5%)	3,476 (99.5%)	100 (4.0)	84.25	84.73	+0.48	812	7.0
							115 (4.7)	86.90	87.35	+0.45	578	8.6
							123 (4.9)	87.84	88.13	+0.29	349	9.3
							101 (3.9)	83.71	84.19	+0.48	283	7.0
							108 (4.8)	87.90	88.32	+0.42	186	8.0
							合計					2,208
209	88.45 (8.089%)	4,375,592	0.14	6,242	31 (0.5%)	6,211 (99.5%)	123 (4.9)	81.63	81.76	+0.13	1,219	9.0
							117 (4.7)	80.57	80.70	+0.13	899	8.9
							121 (4.9)	81.78	81.89	+0.11	826	8.9
							116 (4.7)	80.77	80.88	+0.11	774	8.6
							124 (4.9)	81.48	81.61	+0.13	695	9.3
							合計					4,413

債券先物取引市場10年間の歩み

限 月	最終価格 円	総売買高 億円	種類別 %	最終建玉残高 億円	課税 億円	非課税 億円	受渡上位5銘柄					
							銘柄名(年利) 回 %	直近価格 (A)	換算価格 (B)	(B)-(A)	受渡数量 億円	残存期間 年 月
2 1 2	93.85 (7.048%)	4,077,533	0.26	10,410	70 (0.7%)	10,340 (99.3%)	1 2 3 (4.9)	87.65	86.89	-0.76	1,879	8.9
							1 2 1 (4.9)	87.80	87.05	-0.75	1,212	8.6
							1 1 1 (4.6)	86.75	86.01	-0.74	1,101	7.6
							1 0 6 (4.9)	88.64	87.84	-0.80	795	7.3
							1 0 8 (4.8)	87.89	87.13	-0.76	708	7.6
							合 計				5,695	
3 0 3	95.50 (6.753%)	3,689,392	0.11	4,105	44 (1.1%)	4,061 (98.9%)	1 0 8 (4.8)	89.13	88.83	-0.30	1,223	7.3
							1 0 6 (4.9)	89.77	89.57	-0.20	1,156	7.0
							1 0 9 (4.8)	89.26	89.03	-0.23	499	7.0
							1 1 8 (4.8)	88.69	88.30	-0.39	373	8.0
							1 3 0 (6.7)	100.74	100.18	-0.56	200	9.3
							合 計				3,451	
3 0 6	95.45 (6.762%)	3,224,532	0.18	5,921	54 (0.9%)	5,867 (99.1%)	1 1 1 (4.6)	86.93	87.90	+0.97	2,136	7.0
							1 0 8 (4.8)	87.95	88.98	+1.03	1,742	7.0
							1 1 9 (4.8)	87.28	88.26	+0.98	530	8.0
							1 4 0 (6.6)	98.69	99.71	+1.02	462	10.0
							1 1 8 (4.8)	87.46	88.42	+0.96	265	7.9
							合 計				5,135	
3 0 9	97.84 (6.353%)	3,029,866	0.22	6,591	509 (7.7%)	6,082 (92.3%)	1 1 2 (5.0)	92.47	92.31	-0.16	3,333	7.0
							1 1 6 (4.7)	90.67	90.25	-0.42	673	7.6
							1 3 1 (6.6)	102.27	101.78	-0.49	408	8.9
							1 2 3 (4.9)	91.53	91.08	-0.45	328	8.0
							1 1 7 (4.7)	90.46	90.04	-0.42	320	7.9
							合 計				5,062	
3 1 2	100.80 (5.873%)	3,252,893	0.20	6,405	205 (3.2%)	6,200 (96.8%)	1 1 5 (4.7)	93.41	93.40	-0.01	1,908	7.0
							1 1 3 (5.0)	95.12	95.11	-0.01	1,706	7.0
							1 1 4 (4.8)	93.97	93.97	0	1,447	7.0
							1 3 1 (6.6)	105.37	104.78	-0.59	511	8.6
							1 1 9 (4.8)	94.07	93.58	-0.49	182	7.6
							合 計				5,754	
4 0 3	102.35 (5.632%)	3,104,158	0.42	13,021	405 (3.1%)	12,616 (96.9%)	1 1 6 (4.7)	94.67	94.83	+0.16	2,690	7.0
							1 1 9 (4.8)	95.29	95.21	-0.08	1,619	7.3
							1 1 8 (4.8)	95.24	95.41	+0.17	1,426	7.0
							1 2 3 (4.9)	95.71	95.63	-0.08	1,269	7.6
							1 1 7 (4.7)	94.68	94.61	-0.07	1,004	7.3
							合 計				8,008	
4 0 6	102.00 (5.686%)	3,006,049	0.42	12,560	310 (2.5%)	12,250 (97.5%)	1 4 0 (6.6)	106.50	106.21	-0.29	4,095	9.0
							1 1 9 (4.8)	95.36	95.09	-0.27	1,347	7.0
							1 3 0 (6.7)	106.76	106.48	-0.28	932	8.0
							1 3 4 (7.9)	115.09	114.76	-0.33	900	8.6
							1 3 1 (6.6)	106.12	105.84	-0.28	855	8.0
							合 計				8,129	
4 0 9	107.10 (4.939%)	3,016,500	0.18	5,373	1 (0.0%)	5,372 (100.0%)	1 4 0 (6.6)	111.04	111.41	+0.37	1,196	8.9
							1 3 6 (6.9)	112.90	113.29	+0.39	1,050	8.3
							1 4 2 (6.7)	111.93	112.26	+0.33	805	9.0
							1 4 4 (6.0)	106.91	107.09	+0.18	615	9.3
							1 4 3 (6.3)	108.93	109.31	+0.38	505	9.0
							合 計				4,171	
4 1 2	108.39 (4.761%)	3,020,827	0.14	4,236	0 (0.0%)	4,236 (100.0%)	1 3 6 (6.9)	114.58	114.52	-0.06	1,283	8.0
							1 3 1 (6.6)	112.37	112.27	-0.10	651	7.6
							1 2 4 (4.9)	101.89	101.66	-0.23	650	7.0
							1 3 5 (7.2)	116.64	116.56	-0.08	373	8.0
							1 4 0 (6.6)	112.79	112.67	-0.12	364	8.6
							合 計				3,321	
5 0 3	111.34 (4.370%)	3,073,903	0.26	7,921	5 (0.1%)	7,916 (99.9%)	1 2 9 (6.4)	113.87	113.86	-0.01	6,487	7.0
							1 3 7 (6.5)	115.11	114.84	-0.27	825	8.0
							1 3 8 (6.4)	114.43	114.14	-0.29	284	8.0
							1 3 1 (6.6)	115.33	115.21	-0.12	105	7.3
							1 4 0 (6.6)	116.05	115.62	-0.43	100	8.3
							合 計				7,801	

債券先物取引市場10年間の歩み

限 月	最終価格 円	総 充 買 高 億円	取 引 率 %	最終建玉残高 億円	課 税 億円	非課税 億円	受 渡 上 位 5 銘柄					
							銘柄名(ク-イ) 回 %	直近価格 (A)	換算価格 (B)	(B)-(A)	受渡数量 億円	残存期間 年 ヲ月
5 0 6	107.97 (4.818%)	3,758,236	0.33	12,528	98 (0.8%)	12,430 (99.2%)	1 3 1 (6.6)	112.34	111.63	-0.71	3,993	7.0
							1 3 0 (6.7)	112.97	112.24	-0.73	2,797	7.0
							1 3 6 (6.9)	114.58	113.77	-0.81	1,517	7.6
							1 3 5 (7.2)	116.52	115.70	-0.82	1,154	7.6
							1 3 4 (7.9)	121.08	120.21	-0.87	1,132	7.6
合 計						10,593						
5 0 9	112.54 (4.217%)	3,765,329	0.13	4,981	0 (0.0%)	4,981 (100.0%)	1 3 3 (7.3)	120.99	120.80	-0.19	3,627	7.0
							1 4 5 (5.5)	110.02	108.84	-1.18	555	8.6
							1 3 6 (6.9)	118.72	118.41	-0.31	485	7.3
							1 3 4 (7.9)	125.30	124.95	-0.35	150	7.3
							1 4 4 (6.0)	113.14	112.53	-0.61	98	8.3
合 計						4,915						
5 1 2	117.70 (3.593%)	3,930,289	0.11	4,366	106 (2.4%)	4,260 (97.6%)	1 3 4 (7.9)	130.40	130.33	-0.07	2,450	7.0
							1 3 6 (6.9)	124.00	123.68	-0.32	1,117	7.0
							1 3 5 (7.2)	125.98	125.68	-0.30	759	7.0
							1 5 3 (4.8)	111.01	107.99	-3.02	30	9.0
							1 4 4 (6.0)	119.29	117.70	-1.59	5	8.0
合 計						4,361						
6 0 3	111.00 (4.414%)	4,247,579	0.39	16,682	22 (0.1%)	16,660 (99.9%)	1 4 0 (6.6)	115.89	114.86	-1.03	8,043	7.3
							1 4 2 (6.7)	116.66	115.64	-1.02	2,401	7.6
							1 3 7 (6.5)	115.09	114.13	-0.96	2,394	7.0
							1 3 8 (6.4)	114.47	113.51	-0.96	1,497	7.0
							1 4 1 (6.5)	115.25	114.21	-1.04	1,366	7.3
合 計						15,701						
6 0 6	110.06 (4.537%)	3,151,306	0.47	14,738	7 (0.0%)	14,731 (100.0%)	1 4 0 (6.6)	115.24	113.79	-1.45	11,941	7.0
							1 4 1 (6.5)	114.62	113.17	-1.45	2,757	7.0
							1 4 4 (6.0)	111.86	110.06	-1.80	40	7.6
							—	—	—	—	—	—
							—	—	—	—	—	—
合 計						14,738						
6 0 9	108.33 (4.769%)	3,214,483	0.28	9,003	60 (0.7%)	8,943 (99.3%)	1 4 2 (6.7)	113.38	112.61	-0.77	5,240	7.0
							1 4 4 (6.0)	109.21	108.32	-0.89	2,021	7.3
							1 4 3 (6.3)	110.91	110.17	-0.74	1,733	7.0
							1 4 5 (5.5)	106.18	105.10	-1.08	9	7.6
							—	—	—	—	—	—
合 計						9,003						
6 1 2	108.85 (4.699%)	3,151,124	0.27	8,533	0 (0.0%)	8,533 (100.0%)	1 4 4 (6.0)	109.10	108.85	-0.25	8,502	7.0
							1 4 5 (5.5)	106.29	105.68	-0.61	26	7.3
							1 5 7 (4.5)	100.00	98.10	-1.90	5	8.6
							—	—	—	—	—	—
							—	—	—	—	—	—
合 計						8,533						
7 0 3	112.10 (4.272%)	3,087,716	0.22	6,917	0 (0.0%)	6,917 (100.0%)	1 4 5 (5.5)	108.61	108.93	+0.32	6,842	7.0
							1 4 7 (5.7)	109.95	110.13	+0.18	50	7.3
							1 4 8 (5.6)	109.32	109.48	+0.16	15	7.3
							1 5 1 (5.0)	105.57	105.41	-0.16	10	7.6
							—	—	—	—	—	—
合 計						6,917						
7 0 6	120.82 (3.242%)	3,770,147	0.35	13,227	1 (0.0%)	13,226 (100.0%)	1 4 7 (5.7)	118.02	118.77	+0.75	6,859	7.0
							1 4 8 (5.6)	117.32	118.09	+0.77	6,073	7.0
							1 5 1 (5.0)	113.29	113.79	+0.50	180	7.3
							1 5 0 (5.4)	116.06	116.60	+0.54	70	7.3
							1 5 2 (5.0)	113.53	113.61	+0.08	30	7.6
合 計						13,212						

(注)1. 受渡決済比率は、小数点以下第3位、また課税・非課税の割合は、小数点以下第2位を四捨五入したものである。
2. 受渡数量は、取引所受渡分と店内受渡分の合算である。

V 総括的評価

1. 流動性の高さ

債券先物取引市場の中心的役割を果たしている長期国債先物取引は、この10年間をみると種々の制度改善を伴いつつ順調に拡大・発展を遂げてきた。取引金額ベースでみると、債券先物取引で世界最大といわれるCBOTのT-Bond先物取引をはじめとする欧米各国の先輩格の債券先物取引を凌ぐまでに拡大している。また、現物国債の流通市場と比較しても、最近では現物国債(10年債)の売買高(片道)が2兆円程度である一方、長期国債先物取引の売買高は1日平均5～6兆円程度となっており、額面ベースでは現物市場を凌駕している。さらに、注文控における最も優先する売り・買いの注文値段の差は1～2銭であることが多く、数百億円程度のロットの注文であっても、通常、わずかな価格変動により執行することが可能な高い流動性を備えた市場となっている。

2. 流動性を支える要因

国債先物取引の高い流動性は、市場参加者の拡大に加え、以下のような要因に支えられていると考えられる。

(1) 債券ディーラーによる積極的参加

機関投資家によるヘッジ取引に加えて、当初予想された以上に債券ディーラーが積極的に取引に参加していることが流動性の高さを保っている理由の1つであると思われる。この傾向は、投資部門別売買動向において証券会社及び銀行を合わせると総売買高の約80～90%を占めていることに表れていると考えられる。

(2) 円滑な価格形成

最近では、受渡適格銘柄中の最割安銘柄から算出される先物理論価格と実際の先物価格との価格差(ベース)はほとんどなく、現物・先物市場間で十分な裁定が働いており、先物価格形成面での信頼性が確保されているといえる。

また、最割安銘柄以外の受渡適格銘柄についても行われているイールド・カーブの将来予測等に基づくベース取引によって、先物価格と現物価格の関係がより深まっていると思われる。

なお、平成元年5月の債券貸借取引市場の創設により、現物の売りポジションを伴うアービトラージ取引やベース取引が行いやすくなったことも、現物・先物市場における円滑な価格形成に寄与していると考えられる。

(3) 取引コスト面での優位性

デリバティブ取引の特徴である高いレバレッジ効果を内包しており、わずかな証拠金により取引を行うことができる。

加えて、取引所取引であることから、相対取引(デリバティブ取引を含む。)に必要な取引の相手方の信用リスクの審査及び管理コストが不要であることも、事務コスト面においては有利な点である。

(4) 効率的なシステム売買

昭和63年に導入された債券先物売買システムは、国債先物取引市場に、より高い透明性と効率性をもたらした。正会員等は、場電店に設置した共通の専用電子端末に向かって取引を行うこととなり、板の注文・約定状況の変化は直ちにスクリーン上に反映され、より迅速な周知が図られるようになった。その結果、例えば、板上の注文状況を見て自分の注文を入れた場合のマーケット・インパクトの予測が容易になった。

さらに、従来よりも付合せ業務の執行速度は格段に向上し、輻輳する多数の注文を迅速かつ効率的に処理することが可能となった。

なお、相場報道システムにより、正会員等の情報端末に、従来の情報に加え板上の最も優先する売り買いの注文値段である一般気配の表示が行われ、情報伝達の効率性の向上が図られている。

(5) 取引ルールの定着と改善

債券の現物取引は、店頭において相対で行われることが多いため、取引開始当初は、取引所取引である国債先物取引の取引ルールについて市場参加者に戸惑いが見られたものの、現在では、その有用性が認知されていると考えられる。例えば、本所における取引の特徴の一つである板寄せ方式による売買には、注文を集中することで大量の売買を効率的に執行できるメリットがあり、前日の後場引けから時間的に長く分断されており価格の変動性が高まりやすい前場寄付き等における売買を円滑に執行することに役立っている。

また、債券先物取引市場の創設に当たっても、株式市場において設けられている取引成立の迅速性よりも価格変動性の抑制を相対的に優先させるルールに倣って、同様の仕組みが取り入れられたが、こうした取引ルールについては、市場参加者の中心である債券ディーラーや機関投資家のニーズに合わせて弾力的に対応を行っており、例えば、制限値幅の拡大、気配更新時間の短縮、一定の場合の終値の値幅の拡大などを実施してきた。

3. デリバティブ市場における主要分野としての定着

いわゆるバブルの崩壊後、量的な拡大を指向したディーリングは手控えられ、現物国債の売買高が指標銘柄を中心に平成2年以降急激に落ち込み続けているのに対し、国債先物取引の売買高は2～3年は落ち込ん

だものの、その後は一定の水準を保っている。これについては、以下のようなニーズに基づく取引がなされていることがその要因となっているものと思われる。

(1) 新たなリスク管理手段としての活用

金融自由化の進展による競争激化に対応するため、金融機関はALM(資産・負債総合管理)を精緻化させ、金利変動リスクや流動性リスク等を回避しつつ利益をあげる必要が生じた。こうした観点から、ALMに積極的な金融機関は、国債先物取引をはじめとしたデリバティブ取引をリスク管理手段として活用するようになってきていると考えられる。

(2) 円金利関連のデリバティブ取引とのリンク

近年、我が国においても、金利関連のデリバティブ取引が次々と登場している。国債関係では、平成元年4月から選択権付債券売買取引(いわゆる債券店頭オプション取引)が開始された。また、東京金融先物取引所(TIFFE)において同年6月から円短期金利先物取引が開始され活況を呈している。さらに、店頭においては円金利スワップ取引が大きく成長している。

こうした各デリバティブ取引については、市場参加者の経験の蓄積とコンピュータ等情報処理技術の急速な発展及び理論的研究の深化によって、多様な売買、分析及びリスク管理の手法が開発されている。これに伴い、デリバティブ取引間のクロス・セクション化が進み、相互のリンクが強まっている。特に、市場規模が拡大している円金利スワップ取引との関係において、国債先物取引は、金融機関・証券会社によるスワップ・ポジションのヘッジ及びスワップ・レートとのベーススに着目した裁定取引に活用されていると考えられる。

VI 今後の展望と課題

債券先物市場のさらなる機能強化のためには、市場参加者の投資対象の多様化による新たなヘッジ・ニーズ、取引手法の高度化及び国際化への対応が必要であると考えられる。こうした対応の一環として、現在取り組まれている主要課題としては、次のようなものがある。

1. 中期国債先物取引の導入(表8参照)

近年、国債の償還期限の多様化に伴い4年物や6年物国債の発行額が増加しており、それらを含む残存期限が5年前後のいわゆる中期ゾーンの国債の取引高が増大しているとされている。こうしたことを背景に、中期ゾーンの金利変動リスクに対するヘッジ手段を提供するとともに、指標的金利を形成する場として、中期国債先物取引の導入が求められるようになってきた。

このようなニーズにこたえるため、本所では平成7年7月18日の理事会において中期国債標準物(償還期限5年)を取引対象とする中期国債先物取引を導入することを決めた。

中期国債先物取引の制度は、基本的には長期国債先物取引の制度と同様であるが、中期国債先物取引に特有の項目等は以下のとおりである。

(1) 標準物の条件

償還期限については、参加者の利便性を考慮し、長期国債標準物が10年であることを踏まえ5年とした。また、額面と利率については、長期国債標準物と同一の100円、6%とした。

(2) 受渡適格銘柄の範囲

受渡適格銘柄を量的に確保する観点から、受渡適格銘柄を上場国債に限定せず、現在上場されていない4年物及び6年物国債についても受渡適格銘柄の対象に加えることとした。また、長期国債先物取引との差別化を図るために、中期・長期国債先物取引の受渡適格銘柄の範囲を離すこととした。このようなことから、受渡適格銘柄の範囲については、受渡期日において残存期間が3年以上5年以下の利付国債とした。

表8 中期国債先物取引制度等の概要

	中期国債先物取引	長期国債先物取引
対象銘柄	中期国債標準物 (額面100円、利率年6%、償還期限5年)	長期国債標準物 (額面100円、利率年6%、償還期限10年)
受渡適格物件	残存3年以上5年以下の利付国債	残存7年以上11年未満の上場国債
限月取引	3月、6月、9月、12月の5限月取引(最長1年3か月)	
受渡決済期日	各限月取引の20日	
売買取引最終日	受渡決済期日の9営業日前	
売買単位	額面1億円	
呼値の単位	額面100円につき1銭	
制限値幅	前日の最終値段(最終気配値段を含む)から上下2円	
取引証拠金率	2%以上(全額有価証券での代用可能)	
委託証拠金率	3%以上(うち1%は必ず現金)	
委託証拠金最低額	600万円	
委託証拠金の維持	計算上の損失額が1%に達する場合は現金で追加証拠金を差し入れる。	
差金決済	反対売買による差金の授受は4日目	
決済物件の受渡し	受渡しに供する国債の銘柄は渡方(売方)の任意	
取引所税	万分の0.1(受渡決済は課税対象外。ただし渡方は有価証券取引税を負担。)	
委託手数料	反対売買又は受渡決済の時に徴収する。	
	新規売付け・買付け、転売、買戻し又は受渡しの各々につき、	
	額面総額のうち	料率(額面100円当たり)
	5億円以下の金額につき	1銭5厘
5億円を超え10億円以下の金額につき	1銭	
10億円 " 50億円以下の金額につき	5厘	
50億円を超える金額につき	2厘5毛	

(注)委託証拠金の計算は、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及び長期国債先物オプション取引を合算して処理する。

(3) 委託証拠金の計算

委託証拠金の計算においては、長期国債先物取引、超長期国債先物取引及び長期国債先物オプション取引と合算して処理することとした。

(4) 決済履行確保のための基金

中期国債先物取引を現在の国債証券先物取引等違約損失補償準備金の対象とした。ただし、基金の増額については、市場規模の予測が困難であることなどから、当面は行わないこととし、今後の売買取引状況等を見たうえで改めて積立目標額の見直し等を検討することとした。

中期国債先物取引は、会員及び特別参加者並びに本所におけるシステム対応の状況を踏まえ、平成8年2月中旬を目途に、8年6月限月を直近限月として取引を開始するべく所要の準備を進めることとしている。

2. 取引所税の撤廃へ向けての要望

債券先物取引に係る取引所税は、市場開設当初は課税されていなかったが、昭和62年9月26日約定分から課税されることとなり、現在に至っている。

このような金融先物取引に対する流通税は、取引コストを上昇させ、価格変動に対するヘッジ等の機能を低下させている。また、海外においては取引所において行われている先物取引に対して、取引所税に相当する流通税は一切課されていない。

このため、本所としても、かねてから撤廃を要望している(本所証券政策委員会答申「証券市場を取り巻く環境変化への対応について」(平成7年6月)等)が、平成6年12月の政府税制調査会による「平成7年度の税制改正に関する答申」においても、税体系における資産課税のあり方に

についての議論をも踏まえて検討すべき問題である、とされるなど、いまだ実現を見ていない。

VII おわりに

昭和59年、証券取引審議会公社債特別部会は、債券先物取引市場の経済的意義として、公社債市場の安定と拡大に寄与する存在となることへの期待を表明した。この10年間の市場の歩みは、債券先物取引市場がこの期待に沿って我が国の金融・資本市場の機能強化に資する存在に成長する過程であった。

これに加えて、今日では、急拡大を遂げるデリバティブ市場の中で、債券先物取引市場が取引所取引の利点を生かして豊かな流動性を提供することにより、金利変動リスクをコントロールするためのラスト・リゾートとしての責務の一翼を担うことが求められている。

こうした負託にこたえ、債券先物取引市場が引き続き金融・資本市場の発展に貢献するためには、市場を利用する内外の関係者のニーズを反映した制度の整備・拡充に努め、国際競争力の向上を図って行く必要がある。

(債券総務課、債券先物・オプション業務室)

