

第8話

国債先物取引が生まれて30年～これまでの軌跡～

株式会社大阪取引所
執行役員 市本博康

前稿では、東京証券取引所（以下「東証」といいます。）において、国債先物取引市場が生まれてから、30周年を迎えたことを記念し、国債先物取引の仕組みや特徴などを紹介しました。

本稿では、もう少し内容を踏み込み、国債先物取引開始後の価格推移や取引制度の変遷など、これまでの軌跡に重点を置いて述べていきたいと思えます。

1. 価格推移の状況

長期（10年）国債先物取引の現時点（2016年1月29日時点）の価格は、150.42円となっていますが、まずはこの価格について簡単に説明したいと思います。

日本における主要な国債先物取引である長期国債先物取引は、クーポンレート6%、償還期限10年、額面100円と定められた架空の国債である長期国債標準物を取引対象とし、額面1億円を取引単位として取引が行われています。

国債（債券）の価格は、利回り（金利）が低下すると価格が上昇し、逆に利回りが上昇すると価格が低下するという逆相関の関係にあります。直近発行された10年利付国債の利回りは0.2%程度と極めて低くなっており、6%を標準物の条件とした長期国債先物取引の価格はその分額面100円よりもかなり高いものとなっているのです。

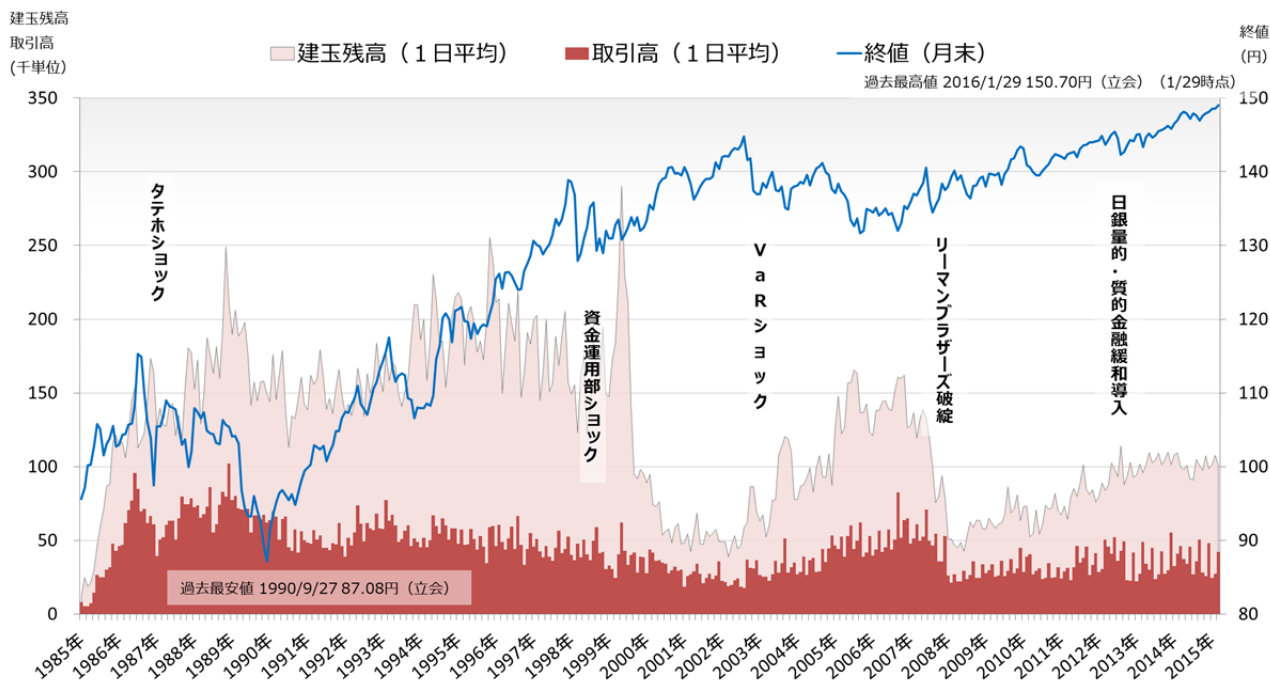
なお、長期国債標準物のクーポンレート6%は、長期国債先物取引が開始された1985年当時の長期国債の発行状況などを踏まえて決定しています。その後、わが国の長期金利は総じて低下傾向となり、標準物のクーポンレートは、直近発行されている10年利付国債のクーポンレートとは大きく乖離した状況となっていますが、市場関係者の意見を踏まえ、価格の継続性などの観点から標準物のクーポンレートは変更していません。海外主要取引所の国債先物取引においても、金利動向にかかわらず取引対象となる標準物のクーポンレートを変更していないケースがほとんどです。

図表1は、長期国債先物取引の取引開始からの価格の推移を示しています。その時々々の経済ニュースなどの様々な要因により価格は毎日変動しているのですが、あえて簡単に申し上げるとすれば、この30年間は、高度経済成長が終わり、日本経済が安定成長に移行したこと、またバブル崩壊後の長引く経済停滞等に伴い日本銀行による超低金利政策が継続されてきたことなどを背景に、先物価格は一貫して上昇傾向にあるということになります。最近では、特に日本銀行による量的・質的緩和策として、長期国債等の買入れが継続的に行われていることも話題となっていますが、こうしたことから先物価格は継続して上昇して

います。

このように、長期国債先物取引の価格は、30年間継続的に提供されることでその推移が比較可能となっています。わが国における金利の自由化は、1980年前後から段階的に進められてきましたが、30年間の長期国債先物取引の価格の推移は、わが国の金利自由化後の市場動向の推移を概ねカバーしており、金利自由化後の市場動向を把握するうえで、非常に有用な情報であるといえます。

図表 1 長期国債先物取引の価格推移



また、1985年10月の国債先物取引の開始直前には、金利動向に大きな影響を与えたブラザ合意があり、取引開始以降もその影響を受けた相場変動がみられたほか、その後も、1987年のタテホ化学工業の国債先物取引による巨額損失の表面化（いわゆるタテホショック）等による債券市場の大幅下落（金利の大幅上昇）や、1998年12月の大蔵省（現財務省）資金運用部による国債買入れ停止の発表等を受けた債券市場の急落（いわゆる資金運用部ショック）、さらには、2003年6月に高値を付けた後、債券価格が一定の幅を超えて下落したことをきっかけとして銀行などの金融機関のリスク許容度が急速に低下し、売りが売りを呼ぶ展開となって発生した債券市場の急反落（いわゆる VaR（※）ショック）、リーマンショック（2008年）や日本銀行による量的・質的緩和政策の開始（2013年）など、歴史に刻まれる市場イベントが相次いで発生してきましたが、このような節目においても、取引所としては、高い流動性による裏付けのもと、国債金利指標として一貫して継続的に、かつ、リアルタイムに先物価格を日々提供する役割を担ってきたことは、とても重要な点だと考えています。

（※） VaR とは、"Value at Risk" の略で、統計的手法を使って市場リスクの予想最大損失額を算出する指標で、銀行などの金融機関の標準的なリスク管理手法として利用されています。

2. 国債先物取引における取引制度の変遷

国債先物取引に関しては、1985年10月の長期（10年）国債先物取引の開始以降、国債発行年限の多様化等もあり、超長期（20年）国債先物取引（1988年7月）、長期国債先物オプション取引（1990年5月）、中期（5年）国債先物取引（1996年2月）、さらにはミニ長期国債先物取引（2009年3月）の導入といった取扱商品の拡充や、取引所取引システムのリプレイスに伴う取引制度の改正など、投資家の利便性向上等を目的として様々な取引制度の改正を行ってきました。

ここでは、最近の取引制度の変遷を語るうえで外せない、取引所取引システムの高度化、夜間立会の導入及び超長期国債先物取引の再開・商品性の見直しといった3つの大きな事例を取り上げて紹介したいと思います。

なお、このほかの30年間の取引制度の変遷については、日本取引所グループの以下のURLに掲載しています。

◎取引制度の変遷

URL:<http://www.jpx.co.jp/derivatives/related/jgb-anniversary/overview/index.html>

（1）取引所取引システムの高度化

海外主要取引所では、ITの急速な発展により取引システムが高度化され、それに伴って取引が拡大していきました。このような流れの中、東証においても、国債先物取引をはじめとする先物取引について、2011年11月に、NYSE Liffe（当時NYSE Euronextグループ傘下の取引所）で利用実績のあった取引システムをベースに開発された、世界標準の性能・機能を有した「Tdex+システム」を導入しました。

このTdex+システムは、東証デリバティブ市場の開設以来初の海外主要取引所が標準仕様を提供する取引システムで、海外主要取引所と同様の高度な取引機能を提供することが可能になりました。

2013年1月の東証と大阪証券取引所（以下「大証」といいます。）の経営統合に伴い、2014年3月に、デリバティブ市場を大阪取引所（大証より商号変更）へ集約し、デリバティブ取引システムも、大証が利用していたNASDAQ OMX社の取引システムをベースとした「J-GATE」に統合しました。J-GATEも、当時世界標準の取引機能や世界最高水準の注文処理性能を兼ね備えた取引システムであり、Tdex+システムと同様に、注文種類の拡充など、引き続き高度な取引機能を提供しています。

2016年7月には、現行J-GATEで使用しているNASDAQ OMX社の取引システムの後継の取引システムを導入し、現行J-GATEと比較してシステム処理能力・信頼性を更に向上させるとともに、リスク管理機能など機能面の強化も図る予定です。

（2）夜間立会の導入

取引時間については、グローバル化の進展に伴い、順次拡大を行ってきました。

まず2000年9月には、東証の取引終了（午後3時）以降も行われている現物国債の売買に関しヘッジを行える場を提供するとともに、新たな取引機会を創出することなどを目的として、「イブニング・セッション」として午後3時30分から午後6時まで取引を開始しました。

その後、2011年11月には、夜間時間帯の取引ニーズをさらに取り込むため、イブニング・セッションの立会終了時間について、従来の午後6時から午後11時30分まで延長するとともに、2014年3月のデリバティブ市場統合時には、取引時間を翌日午前3時まで延長しています。

2016年7月には、取引システムのリプレイス（次期J-GATE）により、図表2のとおり、世界の市場をカバーできるように取引時間をさらに午前5時30分まで延長し、ほぼ24時間の取引を可能とする予定です。

こうした取引時間の拡大もあり、夜間時間帯に占める取引シェアも拡大を続けています。長期国債先物取引の日通し取引高に占める夜間立会の取引高シェアについては、2005年には5.9%（年ベース）に過ぎませんでしたが、その後は総じて増加傾向にあり、2011年に取引時間を午後11時30分まで延長して以降（2014年に取引時間を翌日午前3時まで延長）は、継続的に11～13%（年ベース）のシェアを占める状況となっており、夜間時間帯における取引拡大が進展していることが窺えます。

図表2 次期J-GATE稼働時における国債先物取引等に係る取引時間

日本時間		8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	0	1	2	3	4	5	6	7
東京証券取引所	株式等		9:00~11:30			12:30~15:00																			
大阪取引所	国債先物		8:45~11:02			12:30~15:02								15:30~5:30											
大阪取引所	日経225先物				8:45~15:15									16:30~5:30											
日本時間(DST適用時)		7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	0	1	2	3	4	5	6
ロンドン時間(GMT)		23	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
ロンドン証券取引所	株式等														8:00-16:30										
ニューヨーク時間(GMT-5)		18	19	20	21	22	23	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
ニューヨーク証券取引所	株式等																								

※赤色：取引拡大する時間

(3) 超長期国債先物取引の再開・商品性の見直し

超長期（20年）国債先物取引については、1998年4月以降取引が行われなかった状況が続いたため、2002年9月より取引を休止していましたが、超長期国債の発行残高の増加や市場参加者の取引ニーズの高まり等を背景に、2014年4月から取引を再開しました。

その後、日銀の量的・質的金融緩和を受けた金利低下に伴う現物国債の流動性への影響や、標準物と受渡適格銘柄の交換比率の低下等によりヘッジ取引が精緻に行いにくい状況にあったことなどを踏まえ、発行後の比較的流動性が豊富な超長期国債が受渡しに用いられるようにするなど、超長期国債先物取引の利便性を向上させるべく、2015年7月に商品性の見直しを行いました。

具体的には、超長期国債標準物のクーポンレートを実勢金利に近づける観点から「6%」から「3%」に、また、受渡適格銘柄の年限を「18年以上」から「19年3か月以上」に変更するほか、細かい価格で取引が行えるように立会市場における呼値の単位を額面100円につき「5銭」から「1銭」に縮小しました。

これにより、超長期国債先物取引は、商品性見直し前の200円前後の価格から、140円前後の価格

で取引されるようになり、よりきめ細やかで精緻なヘッジ取引が行いやすくなるなど、取引しやすい価格となりました。これらの見直しについては、市場関係者の皆様からは商品性が確実に改善されたとの意見をいただいております。今後の取引の活性化が期待されます。

なお、このほかにも限月間スプレッド取引や立会外取引の導入、さらにはコロケーションの導入など、様々な利便性向上策を図っていますが、これらの内容はやや専門的なため、本稿での説明は省略します。詳細は日本取引所グループの以下の URL に掲載していますので、ご興味の方はご一読いただければと思います。

◎「国債先物・オプション取引市場の歩み（2005年～2015年）」の取りまとめについて

URL: <http://www.jpx.co.jp/derivatives/jgb-anniversary/overview/index.html>

◎2005年以前の国債先物・オプション市場の歩み

URL: <http://www.jpx.co.jp/derivatives/jgb-anniversary/others/index.html>

3. 最後に ～今後の国債先物取引市場の発展に向けて～

これまでの国債先物取引市場の30年間を振り返ると、取引制度や取引システムといった市場インフラ機能の整備が進み、とりわけ長期国債先物取引については、海外主要取引所と比較しても遜色のない水準に達するようになり、世界でも有数の流動性の高い市場になるとともに、わが国の代表的な金利指標を提供するなどの重要な役割を果たしているといえると思います。

しかしながら、一方で、日本取引所グループの債券・金利デリバティブ市場の取扱商品の視点からみると、長期国債先物取引に極端に依存しており、海外主要取引所の豊富なラインナップに見劣りしている状況です。この点については、市場関係者のヘッジ等の取引ニーズに応えるべく、取扱商品のさらなる拡充を図っていき、将来的には、債券・金利デリバティブ市場の多様化を図りたいと考えています。

以上、前回と今回の2回にわたり、国債先物取引市場開設30周年を記念して、国債先物取引の仕組みや取引状況、取引制度の変遷などを紹介してきました。個人的な話となり恐縮ですが、私自身も取引所に入社して以来、大半の期間、国債先物取引の制度企画を担当してきたこともあり、本稿作成においても、当時の様々な出来事が思いめぐらされました。

個人投資家の皆様にとっては馴染みがなく、分かりづらいことも多かったかと思いますが、繰り返しになりますが、国債先物取引市場がわが国の金利指標として様々な重要な役割を担っているということをご理解いただければ幸いです。

国債をめぐる動向は、世界主要国を見渡しても、いずれの国も中央銀行などが大量に買入れを行っているなど前例のない状況が続いており、この状況は日本においても例外ではありません。こうした中、私ども取引所としては、市場インフラ機関として、国債先物取引が円滑に取引されるよう整備をしていくことは、安定的な国債消化といった観点からも重要な使命であると考えています。

これからも市場参加者の利便性向上とさらなる市場の発展に努め、わが国経済を支える重要な金融イ

ンフラの 1 つとして市場関係者の皆様の期待にお応えできるよう邁進していく所存です。

なお、本稿でご紹介いたしました国債先物取引市場開設 30 周年については、日本取引所グループの以下の URL に特集コーナーを掲載していますので、あわせてご参照いただければと思います。

◎国債先物取引市場開設 30 周年

URL: <http://www.jpx.co.jp/derivatives/jgb-anniversary/index.html>

(第 8 話、終わり)