

## 第7話

### 国債先物取引が生まれて30年 ～仕組みや特徴について～

株式会社大阪取引所

執行役員 市本博康

#### 1.はじめに

銀行の預金金利や貸出金利、住宅ローン金利、企業が発行する社債金利、さらには私たちが暮らす日本の信用力……。

私たちの日常生活から、グローバルな経済活動に至るまで、直接・間接に影響を与えているのが、本日のテーマに関係する国債金利です。

皆様も街なかの金融機関の店頭で、「10年国債募集：金利0.3%」などのポスターを御覧になった方もいるかもしれませんし、購入された経験のある方もいることと思います。

国債は、国（政府）が発行し、利子や元本の支払（償還）が行われる債券です。金融商品として市場に流通しており、その金利は市場の実勢に基づき決定されています。利子や元本の支払（償還）は国が保証していますので、信頼性や安全性はわが国の債券の中でも最も高いといえ、また発行量の大ききから市場流通量も非常に大きくなっています。このため、国債金利は、冒頭に紹介したわが国のあらゆる経済活動に影響を及ぼすこととなります。このような国債金利ですが、いったいどこで決められているのでしょうか？

1985年10月19日に、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創設されてから、2015年10月で30周年を迎えました（東証と大阪証券取引所の経営統合に伴い、デリバティブ業務を集約した関係から、2014年3月以降の国債先物取引は、大阪取引所（大阪証券取引所より商号変更）で取引されています。）。

国債先物取引により成立した価格は、日本国債の金利が決められる重要な要素の1つとされています。

「おや、取引所と国債先物取引にどういう関係があるの?」、と思われる方も多いように思います。「証券取引所といえば、テレビの経済ニュースなどで、株式相場が動いたときに、電光掲示板の中を数字が目まぐるしく動き、ガラス張りのシンダラーの中で人が忙しそうに仕事をしているところじゃないの」と思われる方も多いかもしれません。

「先物取引」はデリバティブ取引の1つで、いまの時点で取り決められた値段により、将来の決められた時期において、特定の商品とその対価の授受を約束する取引のことを指します。本稿が掲載されている「北浜博士のデリバティブ教室」や、今回の「有識者コラム」の第1話などでも、先物取引についていろいろ紹介されておりますので、本稿での説明は省略しますが、国債先物取引は、簡単に説明すると、いまの時点で取り決められた値段により、将来の決められた時期において、国債とその対価の授受を約束する取引ということになります。

この国債先物取引、先程も申し上げたとおり、取引所のイメージとは大きくかけ離れているかもしれませんが、実は私ども取引所で取り扱っている代表的なデリバティブ取引のひとつであり、投資家の皆様に馴染みのある日経 225 先物取引や TOPIX 先物取引（両先物取引とも 1988 年に取引開始）などのデリバティブ取引よりも古い、わが国における戦後初の取引所金融デリバティブ商品なのです。

いまから 30 年前、石油ショックの余波を受けた国債発行残高の増加に加え、金利自由化の流れを受けて、金融機関等が保有する国債の価格変動リスクを回避するための手段として、国債先物取引が開始されました。当時の資料をみると、国債先物取引の導入は、こうした価格変動リスクの回避手段の提供のほか、（現物市場を含めた）流通市場の安定や拡大への寄与、さらには投資家に新たな投資手段が提供されることによる資産運用手段の多様化等も期待される点としてあげられています。こうした背景から導入された国債先物取引ですが、市場参加者の積極的な参加を受け、いまでは世界でも有数の流動性を誇り、わが国を代表する金利指標を日々提供するまでに成長しています。

「北浜博士のデリバティブ教室」に毎月掲載しております本有識者コラムですが、今回と次回の 2 回、国債先物取引市場開設 30 周年を記念し、国債先物取引の紹介をしたいと思います。

## 2. 国債先物取引の特徴

まず初めに国債先物取引の特徴点について紹介します。

取引所で取引されている国債先物取引は、日経 225 先物取引や TOPIX 先物取引などの他の主要先物取引と比較すると、大きく 3 つの特徴があります。この特徴は、わが国よりも先行して取引が開始されていた一部の海外主要国における国債先物取引、具体的には、米国シカゴ商品取引所（1977 年：米国財務省証券）や、ロンドン国際金融先物取引所（1982 年：英国長期国債）などがあげられますが、これらにおける国債先物取引についても、概ね同様の特徴となっています。

### 【特徴 1】取引対象は「標準物」

1 点目の特徴は、取引対象が実際に発行されている国債そのものではなく、国債の「標準物」と呼ばれる架空の国債を取引対象としている点です。国債は、現在は毎月のように発行されており、それぞれの発行ごとに原則としてクーポンレート（表面利率）や償還期限が異なっています。クーポンレート（表面利率）や償還期限が異なれば、当然これらは別々の銘柄となるため、国債は、実に多くの銘柄が存在しています。先物取引の取引対象が実際に発行されている国債そのものとする場合、先物取引の限月が変わるごとに取引対象が毎回変更されることになり、投資家にとって分かりにくいだけでなく、先物取引における価格の継続性も限月が変わるごとに途切れてしまいます。そこで考え出された仕組みが「標準物」です。

この標準物は、取引を円滑化するために、取引所がクーポンレート(利率)、償還期限などを標準化して設定した架空の国債を指し、国債先物取引は、この標準物を取引対象とした先物取引ということになります。しかしながら、この標準物、世の中には実在しないため、国債先物取引の受渡決済に際しては、受渡しに利用可能な銘柄を受渡適格銘柄として定め、各銘柄との対価授受として必要な金銭の額に

については、標準物との交換換算率（これを交換比率と呼んでいます。）を用いて算出しています。なお、実際の受渡決済に際しては、売方（証券の渡方）が受渡適格銘柄のうちどの国債を渡すかを定めることができます。

このように標準物を設定することで、先物取引の取引対象を毎回変更する必要がなくなり、価格の継続性を確保することができるようになります。

具体例をあげると、大阪取引所で取引されている国債先物取引において、現在取引が最も活発な長期国債先物取引の標準物は、クーポンレートが6%、償還期限10年と設定されており、受渡適格銘柄は、受渡時点における残存期間が7年以上の10年利付国債と定められています。

### 【特徴2】 受渡決済

2点目の特徴は、1点目とも関係しますが、決済方式が「受渡決済」と呼ばれる、現物国債の授受により行われることです。

日経225先物取引などの株価指数を対象とする先物取引は、取引対象が国債といったモノ（証券）ではなく、株価指数そのものであることから、決済方式は「差金決済」と呼ばれ、実際の証券授受は行わずに、取引時点と特別清算数値（先物取引の最終決済において使用するために算出する特別な指数）との差額を授受することにより決済されていますが、国債先物取引は、これらとは異なる形態で行われています。

なお、国債先物取引も株価指数先物取引も、この決済方式は取引最終日にポジションが残っている場合の決済方法となりますが、取引最終日までポジションを持たずに、途中で反対売買により既に有していたポジションを解消することも可能です。

### 【特徴3】 取引参加者

3点目の特徴としては、取引所で直接取引を行うことができる取引資格が証券会社に加えて、銀行などの登録金融機関にも付与されている点です。

取引所で取引が行われている他の商品、例えば株式取引などの現物取引や、日経225先物取引などのデリバティブ取引は、取引資格は証券会社など（金融商品取引業者）に限定されている点とは大きく異なります。

これは、国債先物取引を導入した30年前の検討資料を見ると、わが国で初めての先物取引市場を開設するにあたり、先物市場の厚みを増やすためには、直接参加者の範囲をできる限り拡大することが望ましいとされ、そのために必要な構成員は、現物市場における売買実績や、現物市場との円滑な裁定を確保することなどが必要とされました。ちょうど先物取引が開始される前年の1984年には、都市銀行などの主要金融機関が国債をはじめとする公共債のディーリング業務を開始したこともあり、こうした背景から、国債先物取引の直接参加者は、証券会社に加えて、公社債のディーリング認可を受けている銀行等の登録金融機関も取引資格が付与されることとなりました。

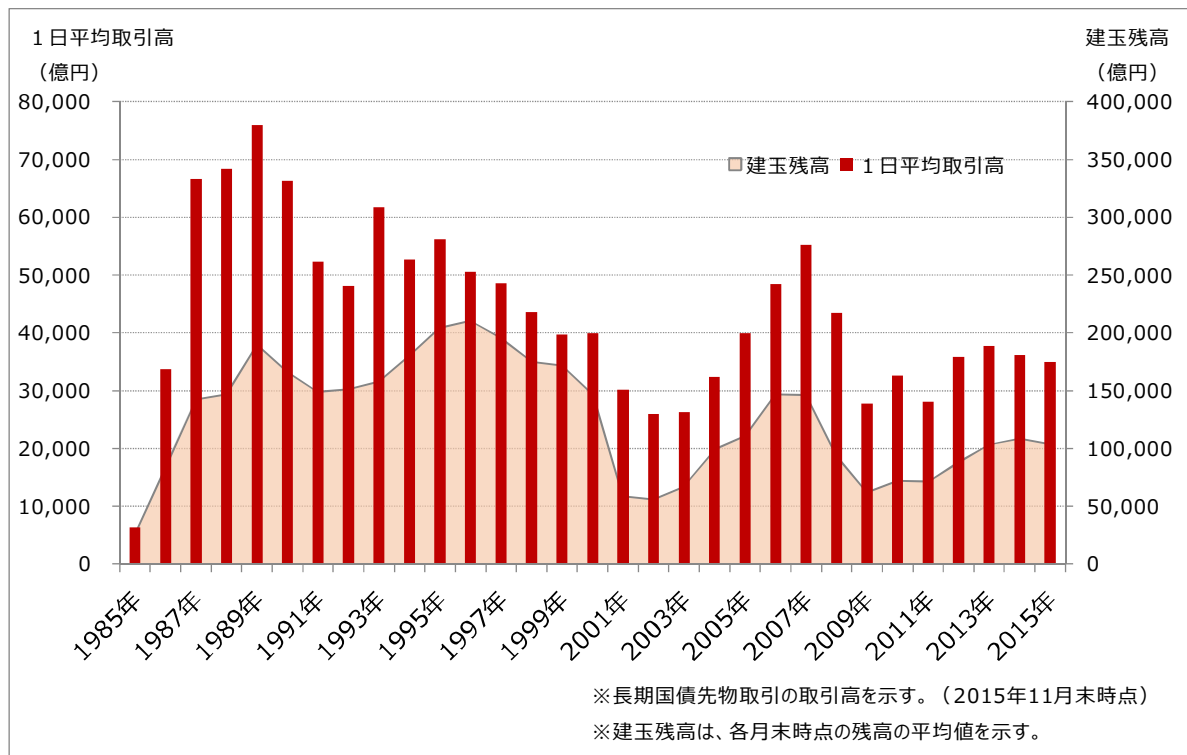
国債先物取引の取扱いは、取引所の視点からみると、これまでになかった証券と銀行をつなぐ橋渡しの役割も担っているといえることができるかと思えます。

### 3. 国債先物取引の取引状況

本稿後半では、国債先物取引が実際にどのくらい取引されているのかをみていきたいと思います。まず、取引開始来の取引高・建玉残高の推移を御覧ください。

「<sup>たてぎょくざんだか</sup>建玉残高」は、あまり聞きなれない方もいるかもしれません。先物取引は、いまの時点で取り決められた値段により、将来の決められた時期において、特定の商品とその対価の授受を約束する取引ですので、先物取引契約は成立しているものの、将来の決められた時期が到来していない、未だ実際の証券受渡しや差金授受が行われていない取引枚数（残高）のことを建玉残高という理解をしていただければイメージがしやすいかと思います。

図表 1 国債先物取引における取引高及び建玉残高の推移



これまでの推移をみると、取引高・建玉残高ともに、金利水準の変動などの影響により毎年大きく変動していますが、1日平均取引高をみると、2007年には約5兆4000億円、2015年（1月～11月）には約3兆4,926億円となっており、非常に大量の取引が日々行われていることがお分かりになるかと思えます。取引高・建玉残高の変動がなぜ起こるのかといった説明は省略しますが、このグラフからは、とても高い流動性のもと、日々取引が活発にかつ継続して行われることで、わが国における代表的な国債金利指標が提供されているということが窺えます。

なお、こうした国債金利指標を形成する場としては、取引所における国債先物取引とは別に、当事者同士による相対取引（店頭取引）として、国債現物取引が行われており、国債発行残高の増加とともにこの現物取引の市場規模も非常に大きくなっていますので、国債現物市場についても、先物取引と同

様に国債の金利指標形成において非常に重要な役割を果たしています。また、先物取引と現物取引の双方は裁定取引などにより関係していますので、両者の価格は連動することが一般的です。

しかしながら、国債現物市場は、ほぼ毎月のように発行される国債が、クーポンレートや償還期日が異なれば、原則として別々の銘柄として、取引も別々に行われるため、先物取引が実質的に標準物を対象とした1銘柄による取引であることと比較すると、2015年1-9月の期間合計で、675兆円（1日平均3.6兆円）にも及ぶ先物取引の実績は、流動性が高く、わが国を代表する金利指標形成において中心的な役割を果たしていると言えると思います。これは、見方を変えると、先物取引の標準物という仕組みは、取引を円滑化するために考え出された制度であると言えます（前述）。

こうした取引状況は、日本と同様に国債市場が発達する欧米主要国における先物取引と現物取引の取引比率（先物取引高/現物売買高）と比較しても、わが国は先物市場の占める影響力が比較的大きな市場のひとつとすることができます。

**図表2 国債先物・現物取引状況（2015.1-9）**

商品名	取引代金
長期国債先物取引（大阪取引所）	675兆円
国債（利付長期）売買（店頭）	1,370兆円

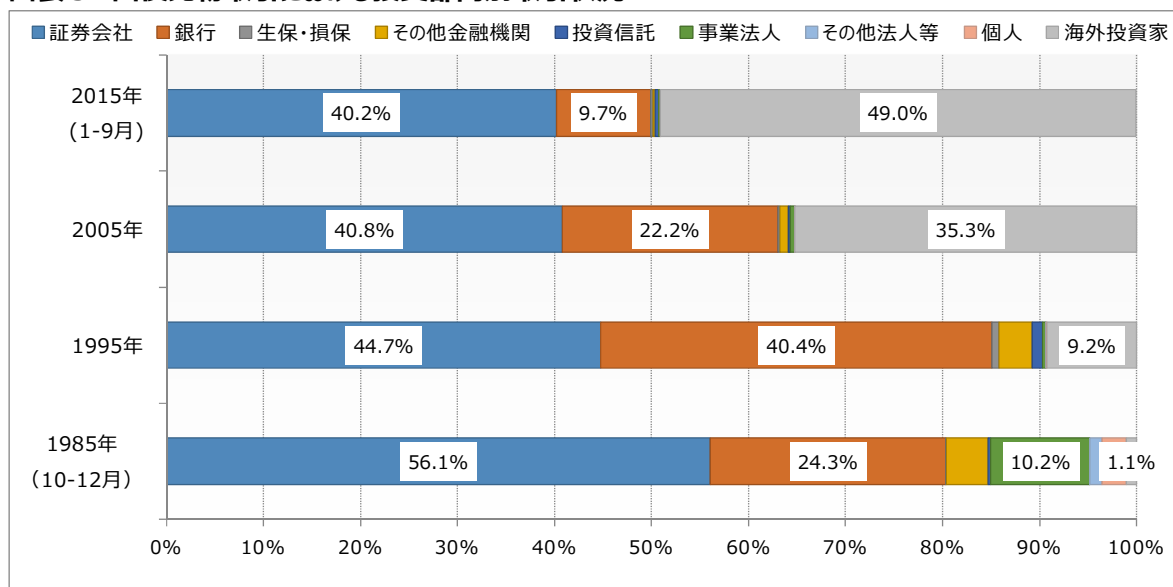
（出所）日本証券業協会、大阪取引所

※ 「国債（利付長期）店頭売買高」は、10年利付国債及び10年物価連動債の全ての銘柄を対象とし、現先取引を含む。

※ 「国債（利付長期）店頭売買高」は、日本証券業協会における公表数値（往復取引分）を片道換算して記載。

最後に、国債先物取引市場は、どのような投資家により取引が行われているのかについて紹介します。こうした取引状況は、取引所が毎週又は毎月、定期的に公表している投資部門別取引状況から把握することができます。

**図表3 国債先物取引における投資部門別取引状況**



国債先物取引の開始当初は、わが国の証券会社や銀行の取引シェアを合計すると、ほぼ 100%近くになっており、一部は事業法人による取引もみられました。外国人投資家の参加シェアは非常に限定的でした。その後 2000 年以降に入ると、銀行などの金融機関の取引シェアが減少したのに対し、海外投資家の取引シェアは一貫して上昇していることがお分かりになるかと思えます。

なお、国債先物取引は、個人投資家も参加することは「制度上」は可能です。しかしながら、先物取引の 1 単位の取引対象金額が「額面 1 億円」と非常に大きな金額であることもあり、実際には金融機関や機関投資家などプロ投資家が中心の市場となっています（なお、大阪取引所では、個人投資家等の取引参加を目的として、国債先物取引の 1/10 のサイズとした Mini 国債先物取引も導入していますが、本稿においては Mini 国債先物取引の説明は省略します。詳細は、大阪取引所ウェブサイトの以下の URL を御覧ください。）。

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

前述した銀行や証券会社といった金融機関の取引シェアが減少している要因については、日本銀行によるゼロ金利政策の継続や相次ぐ質的・量的金融緩和の実施により、金利が一貫して低下していることから、現物の国債を大量に保有している銀行や、投資家に販売するためにヘッジを取引として利用している証券会社などが、その価格下落リスクを回避するために先物取引を活用するニーズが減少していることなどが考えられます。また、関連して、毎日の価格変動により収益を確保するディーリング目的による参加も、1 日あたりの取引変動が縮小していることなどから大きく減少していることも関係していると考えられます。その一方で、この 30 年間、グローバル経済に占める「日本円」の影響力が高まっており、円資産の運用先の 1 つとして日本国債の保有が増加していること、また、外国人投資家に対する日本国債先物取引へのアクセスが向上していることなどもあり、外国人投資家による取引シェアはほぼ一貫して上昇しています。

国債の発行残高が増大する中、現在のような国債の安定消化が継続的に実現できているのは、国債保有者の大半が国内投資家であることが要因としてあげられるとの主張をよく耳にします。しかしながら、その国債発行金利を実質的に決定している要因の 1 つである先物取引は、外国人投資家の取引シェアが約半数を占めるまでに拡大しているとの事実は、意識しておく必要があるように思います。

以上、本稿では、東証において国債先物取引市場が生まれてから、2015 年 10 月で 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について紹介しました。

次稿では、もう少し内容を踏み込み、国債先物取引開始後の制度変遷や価格推移などといった、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。

(第 7 話、終わり)