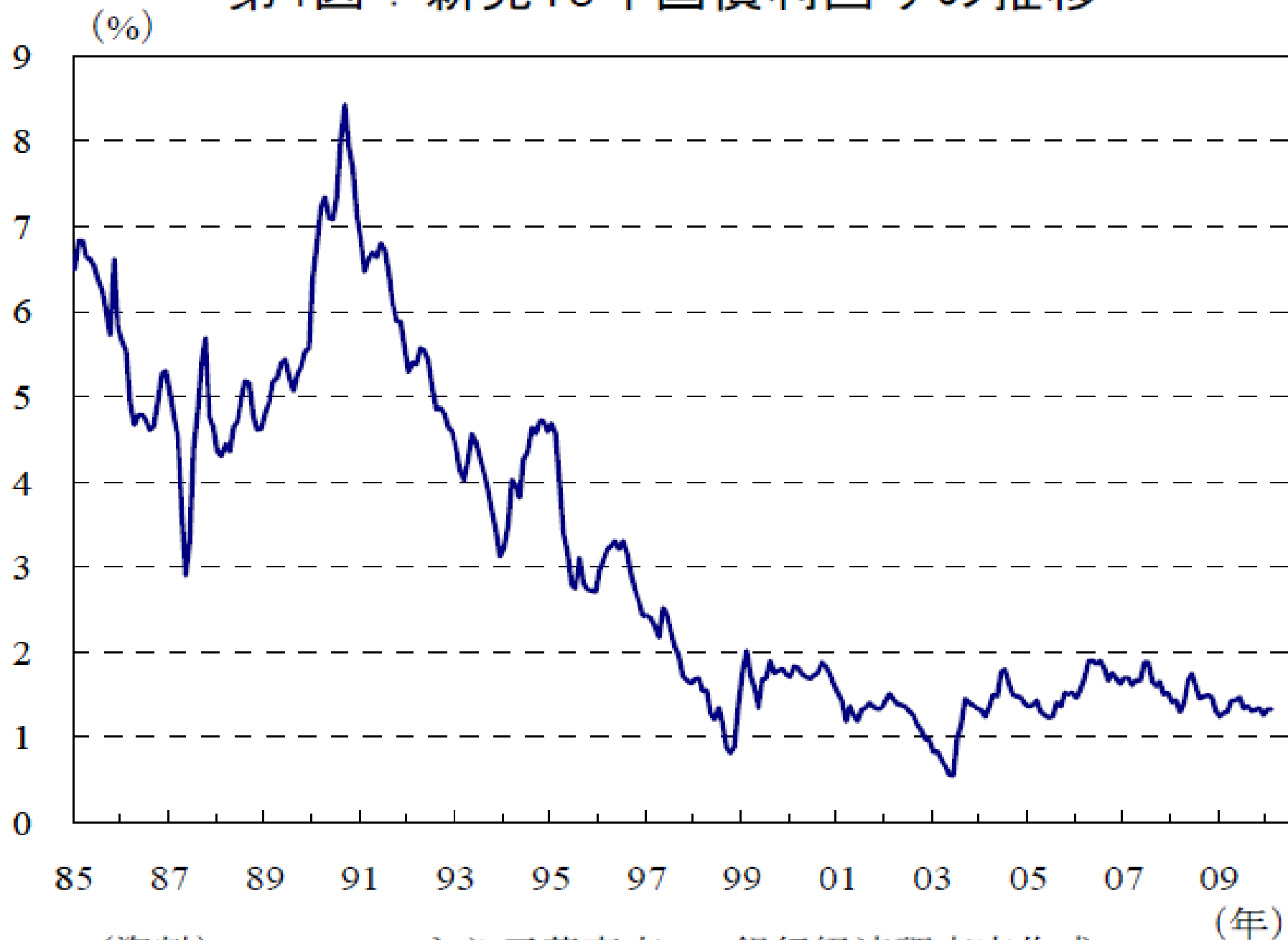


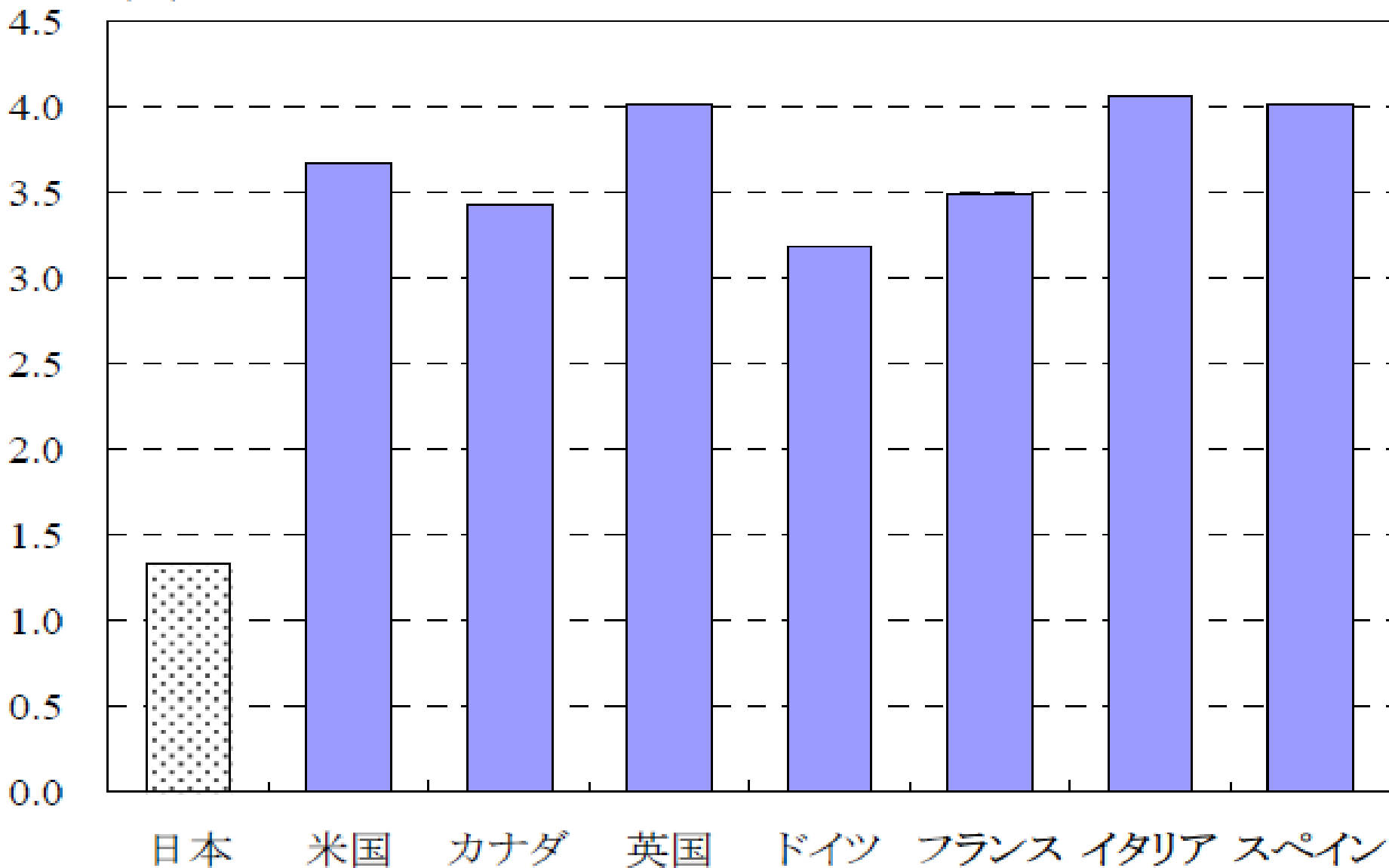
第4図：新発10年国債利回りの推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：主要国の10年国債利回り

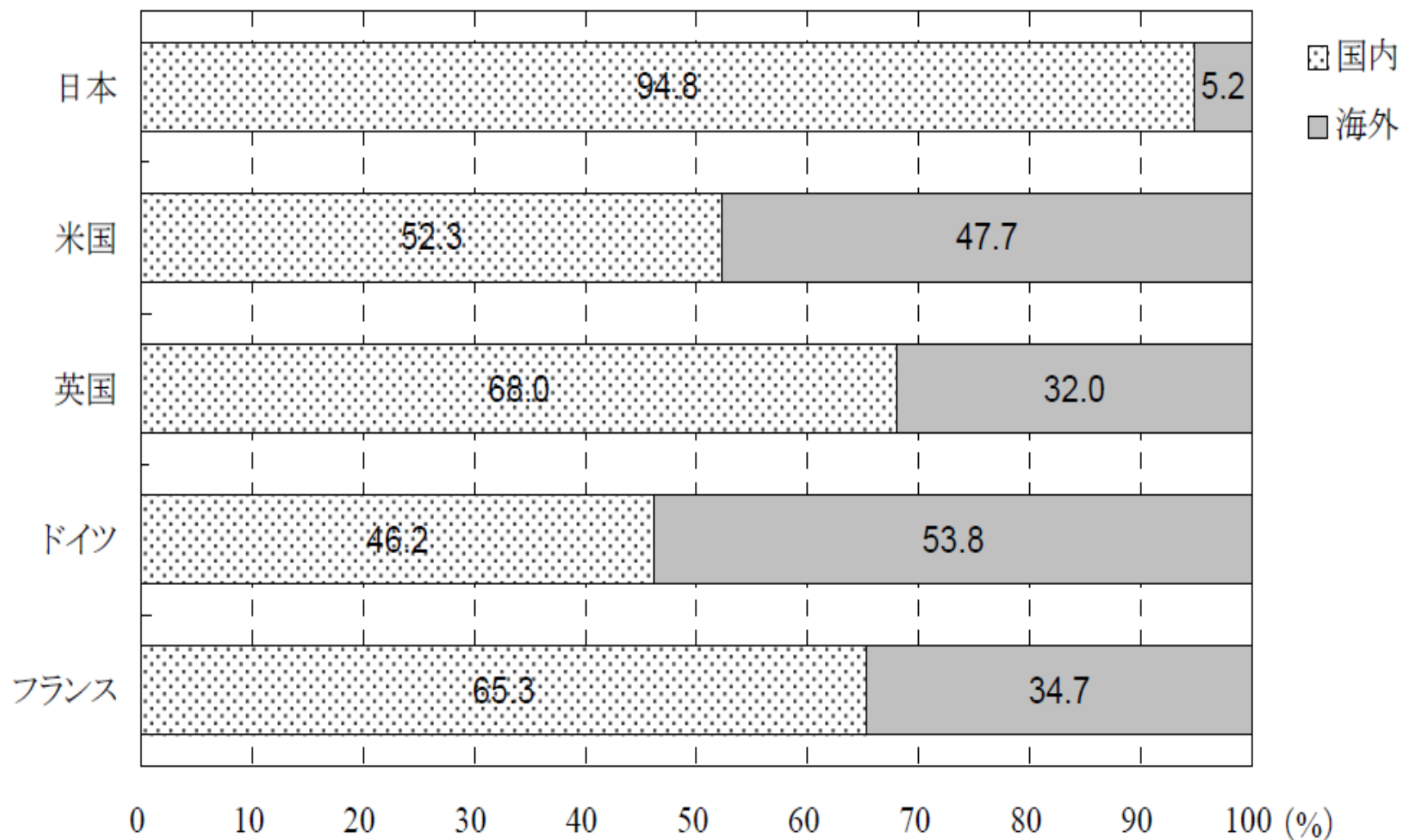
(%)



(注) 2010年3月の月中平均値

(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：国債保有者の内外比率



(資料) 日本銀行「資金循環」、各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

Ⅱ．問題点

G10 諸国(B I Sを始めとする国際金融界における会議や研究では、慣行上、カナダ、イタリア、日本、英国、米国、フランス、イタリア、ベルギー、オランダ、スウェーデン、スイスの11 か国を「G10」と呼称している。)の国債市場の流動性2.5 については、B I Sグローバル金融システム委員会の市場流動性システムグループが研究活動の一貫として、平成10 年2 月～平成11 年3 月にかけて、日本を含む各国の中央銀行に対するアンケート調査を実施。

○国債市場の流動性の国際比較

各国の中央銀行が行ったアンケート調査により入手できたデータのうち、売買回転率、ビッド・アスク・スプレッドに注目して、先進7 か国の状況を見る。

・ 売買回転率

国債の流動性に関する指標として、1年間の国債の売買高（現物）を国債発行残高で割った売買回転率について比較すると、日本は6.9回と、フランスの33.8回、米国の22.0回、カナダの21.9回と比べると、かなり低い水準にとどまり、先進諸国で最も低い水準となっている。なお、関連する指標として、現物売買高／先物売買高をみると、我が国は0.7と1よりも小さく、現物国債の売買額は国債先物より少ないことを示しており、先進諸国の中で最も低い数字となっている。

・ ビッド・アスク・スプレッド

市場でアベイラブルな最良の買い気配（ベスト・ビッド）と売り気配（ベスト・アスク）の差であるビッド・アスク・スプレッドを見ても、日本は他の先進国と比べて広く、流動性が低い可能性が示唆される。代表的な10年国債については、日本は7.0と、米国の3.1、ドイツ及び英国の4.0、などと比べると広く、先進7か国では、フランスの10.0に次いで広い。

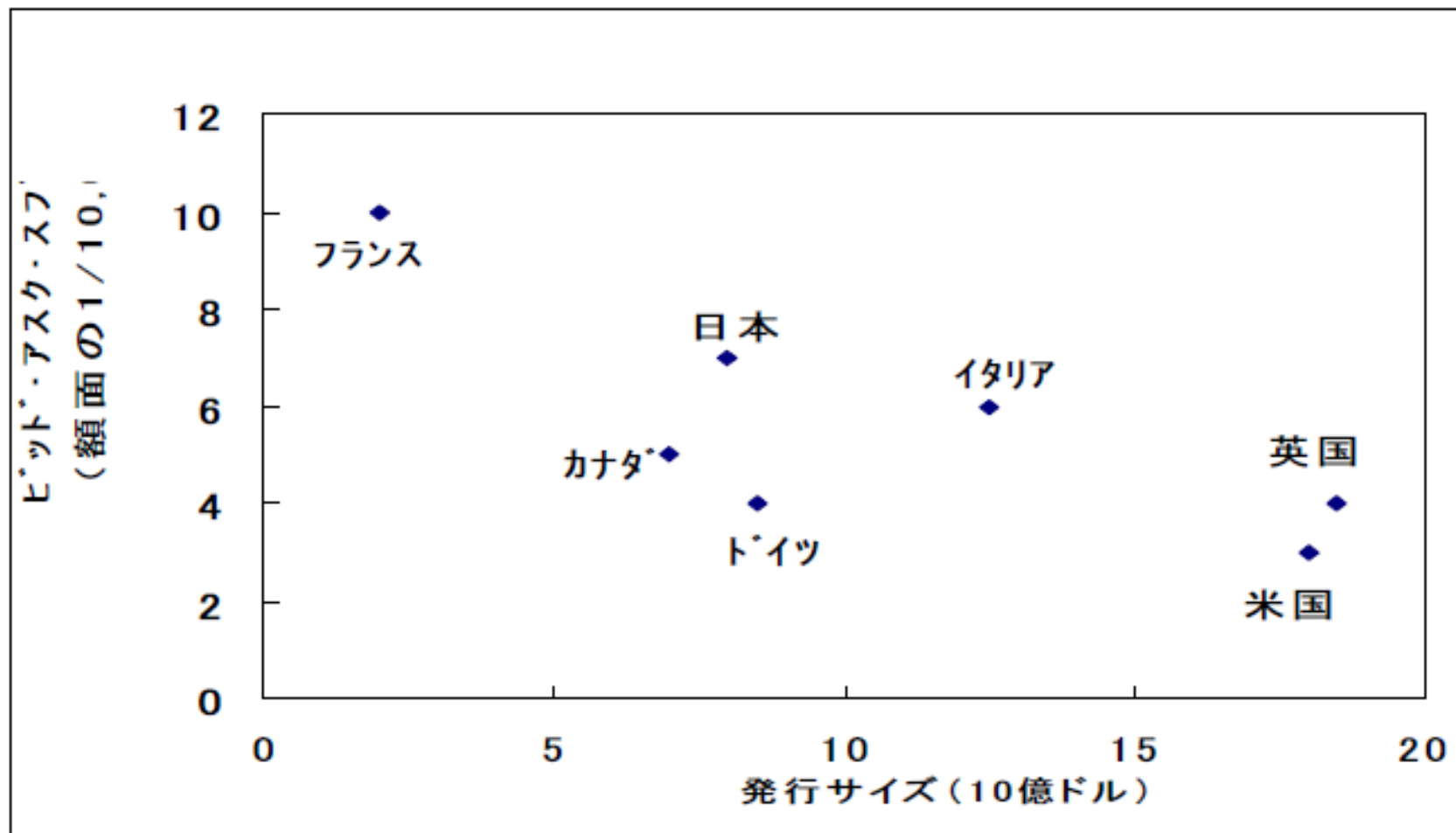
	日本	米国	ドイツ	英国	フランス	イタリア	カナダ
売買回転率（1年間の国債取引額／国債残高、回）	6.9	22.0	N.A.	7.0	33.8	7.7	21.9
現物／先物比率（1年間の現物売買高／先物売買高）	0.7	2.7	N.A.	1.0	N.A.	4.1	33.7
ビッド・アスク・スプレッド（％）							
2年以下	5.0	1.6	4.0	3.0	4.0	3.0	2.0
5年	9.0	1.6	4.0	4.0	5.0	5.0	5.0
10年	7.0	3.1	4.0	4.0	10.0	6.0	5.0
30年	16.0	3.1	10.0	8.0	24.0	14.0	10.0

1 経済企画庁編〔平成12年〕『平成12年経済白書』及び井上広隆〔平成11年〕「G7諸国の国債市場」から作成。

2 ビッド・アスク・スプレッドは、インターデューラーにおける、共通の取引サイズ（1,000万ドル）に対する、各年限のカレント銘柄（各年限における直近発行銘柄）について示している。

3 日本の5年、30年債のデータは、それぞれ6年、20年債で代用している。

4 平成9年末頃の状況。



- 1 井上広隆[平成11年]「G 7 諸国の国債市場」、及びBIS(1999) ” Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications” から作成。
- 2 図表は、平成 9 年中に発行された、10年固定利付債の平均発行サイズと、ビッド・アスク・スプレッドの関係をみたもの。
- 3 英国の発行サイズについては、アンケート調査では入手できなかったため、平成 19年12月償還の10年債の発行サイズを用いている。

・商品性

①発行サイズ

G7諸国の市場で、ビッド・アスク・スプレッドと発行サイズの関係をみると、発行サイズの大きい方がビッド・アスク・スプレッドが小さくなる傾向がうかがわれる。したがって、日本国債の流動性を高めるためには、1回の発行量が大きくなれば増加する可能性がある。

ただし、一方、総発行量を一定で、1回の発行量は大きくするには、発行頻度を小さくすればよいが、次回発行までの期間が長くなる。そのため、カレント銘柄の価格がパーから乖離し、原価法を採用する市場参加者から嫌われる可能性がある。発行頻度を下げない時よりも流動性が低下する可能性がある。

そのため、流動性向上のためには、発行頻度と流動性との関係を勘案しつつ、発行サイズを大きくすることが重要である。

② 発行年限の構成

発行年限の構成についてみると、カナダ・フランスなどでは短期から超長期まで比較的均等に発行されている。

一方、我が国の国債については、短期、中期、超長期の各ゾーンの発行残高は極めて小さく、長期（10年）に集中した発行となっている。

また、ベンチマーク銘柄(ベンチマーク銘柄については明確に定義されたものではなく、ベンチマークと考える銘柄は人により多少分かれる。)2.6は調査時点では10年債のみであり、

現在でも、ベンチマークとして育ちつつある、2年債及び5年債を併せても、G7諸国と比べてもベンチマークの数は少ない。

そして、売買高についても、10年債を含む長期債のみが活発で、長期債以外のゾーンでは中期債の比率が近年上昇しているが、長期債ほど売買は活発ではない。

		日本	米国	ドイツ	英国	フランス	イタリア	カナダ
発行年限	1年以下	5%	21%	2%	7%	10%	17%	32%
	1年超5年以下	8%	62%	32%	29%	27%	32%	29%
	5年超10年以下	78%		61%	34%	53%	48%	27%
	10年超	9%	17%	5%	30%	10%	3%	12%
ベンチマークの数		1	7	4	4	7	5	7

1 井上広隆[平成11年]「G7諸国の国債市場」、及びInoue, Hirotaka (1999) ” The Structure of Government Securities Markets in G10 Countries :Summary of Questionnaire Results” から作成。

2 平成9年末頃の状況。

- III. 今後の対応策
- i) 市場との対話
- ii) 国債の商品性・保有者層の多様
- iii) 国際市場の流動性の向上
- iv) 債務管理の高度化