

わが国債券流通市場構造の近時の特徴を探る

岩井 宣章

要 旨

近時の債券流通市場構造の特徴を探るため、マーケットメイクを中心とする「債券ディーラー」取引の実態および市場関係者の指摘の多いヘッジファンドの取引状況につき状況証拠を積み重ねる形で検証する。

流動性が高い国債は、マーケットメイクにあたる債券ディーラーと対投資家との売買だけでなく債券ディーラー同士の売買が同程度存在する。他方、一般債については、そのほとんどが対投資家との売買である。それだけに一般債市場の拡大・深化には債券ディーラーによるマーケットメイク機能の十全な発揮に期待がかかるが、それにはバイ・アンド・ホールド中心のわが国投資家層の特性などのほか、ショート・ポジションを可能とするレポ市場の未発達などその機能発揮を制約する課題も少なくない。

また、海外投資家による相場形成等市場への影響力が強まる中で、2000年央頃からはヘッジファンドによる取引も一定程度これに貢献するようになってきていると推定できる。もっとも、海外投資家そしてヘッジファンドによる取引の主体は国債と国債のデリバティブ取引である。

目 次

- | | |
|---|--|
| <p>I. はじめに</p> <p>II. 債券流通市場における債券ディーラーの売買実態</p> <p>1. 債券ディーラーによる対投資家売買とマーケットメイク</p> <p>2. 債券のマーケットメイクについて</p> <p>3. 小括</p> | <p>III. ヘッジファンドの取引動向の推論</p> <p>1. 海外投資家の債券等の取引状況</p> <p>2. 海外投資家の債券デリバティブ取引の状況</p> <p>3. ヘッジファンドの取引状況の推論</p> <p>4. 小括</p> <p>IV. 終りに</p> |
|---|--|

I. はじめに

債券取引においては、投資家の売買ニーズに直接的に対峙するのが証券会社等であり、「債券ディーラー」と呼ばれることが多い。本来的に相対取引とならざるを得ない性格の強い債券取引においては、投資家の売買ニーズを充足させることによって取引成約に至ることをマーケットメイクと言う。この債券ディーラーによるマーケットメイクが、文字通り債券の流通市場を成立させている。従ってこのような債券ディーラーの取引実態を捉えることは、当該市場における構造的な特徴を理解するポイントになろう。

また、海外投資家の影響力が高まるわが国債券流通市場においては、このところつとに市場参加者によってその投資動向が注目されているのがヘッジファンドである。その取引実態を探ることも近時の債券取引構造の特徴に迫ることになろう。いずれも公表データ等に制約があるものの状況証拠を積み重ねる形で可能な範囲で、その実態にアプローチしてみたい。

II. 債券流通市場における債券ディーラーの売買実態

証券会社は法制上、債券については国債等公共債のほか社債も含めた債券全般についてディーラーとして取引に対応できる。一方、銀行等も国債等公共債についてはディーラーとして取引に対応できる。日本証券業協会が公表している「公社債投資家別売買高」統計では、これらを併せて「債券ディーラー」と称して、当該部門の売買状況を公表している。

1. 債券ディーラーによる対投資家売買とマーケットメイク

図表1は2000年以降について、債券ディーラー同士で行われた取引の額および債券ディーラーと対投資家との間で行われた取引の額の、それぞれについて債券総売買高に占める割合をみたものである。対投資家との間で行われた取引は、債券ディーラーが投資家の売買ニーズを受けて最終的に成約に至った取引の総額であるので、それは各年における債券ディーラーによるマーケットメイク取引の総額とも言える。

総売買高に占める対投資家との間の売買規模の割合(c)/(a)は、ほぼ5割内外で推移している。このことは、総売買中、マーケットメイク取引と言えるものが約半分程度存在することを意味する。逆に言うと債券ディーラー同士の取引も同程度存在することになる。

日本証券業協会では2004年4月以降、国債の投資家別売買高も公表している。このためそれ以降は、国債とそれ以外のいわゆる一般債についても投資家別の売買高を把握することができる。統計上、2005年以降についても、国債と一般債に分けて同様に、その取引状況の推移をみてみる。実は国債については、総売買高に占める債券ディーラー同士等の取引状況は、債券全体とほとんど差異がない。それは1980年代後半以降、債券総売買高中に占める国債の売買割合が9割を超える状況となっており、規模的には全体イコール国債の売買と、ほぼ近似する状況になっているからである（ゆえに図表掲載省略）。

一方、「一般債」について対投資家との取引状況を見ると、一般債では総売買高中の8～9割が対投資家との間で行われた売買である（図

図表1 債券総売買高に占める債券ディーラーによる対投資家売買状況

(単位: 兆円, %)

	債券総売買高(a)					
		うち債券ディーラー同士の 売買(b)	(b)/(a)	うち債券ディーラー対投資家の 売買(c)	(c)/(a)	
2000年	1,963	1,130	57.6	833	42.4	
2001	2,150	1,183	55.0	967	45.0	
2002	2,310	1,206	52.2	1,104	47.8	
2003	2,584	1,384	53.6	1,200	46.4	
2004	2,913	1,562	53.6	1,351	46.4	
2005	2,786	1,484	53.3	1,302	46.7	
2006	3,054	1,923	63.0	1,131	37.0	
2007	3,320	1,871	56.4	1,449	43.6	
2008	3,418	1,838	53.8	1,580	46.2	
2009	3,270	1,678	51.3	1,592	48.7	
2010	3,465	1,804	52.1	1,661	47.9	
2011	3,494	1,736	49.7	1,758	50.3	
2012	3,667	1,753	47.8	1,914	52.2	
2013	3,176	1,584	49.9	1,592	50.1	

〔出所〕 日本証券業協会 HP「公社債投資家別売買高」より作成

表2)。このことは、一般債の流通市場では、成立する売買のほとんどが債券ディーラーと対投資家との間で行われたものであることを示す。債券ディーラー同士の取引市場は、銀行等を含めた金融機関によって構成され、総じてそこで成約される取引はロットが大きい。そして取引の多くが日本相互証券を通じて行われることから売り方、買い方の匿名性が担保されるので金利観等に基づく売買益を狙った取引が行われることが少なくないが、また時にはマーケットメイク等に伴い形成されたロング・ポジションやショート・ポジションの調整の場としても使われているようである。

既に見た通り一般債については、国債とは異なり債券ディーラー同士で行われる売買が極め

て少ないということは、一般債については債券ディーラー間市場では金利観等に基づく売買益を狙った取引が行いにくいこと、また国債と異なり対投資家との取引ニーズに応じてロングないしショート・ポジションが造成されても債券ディーラー間市場では、これを埋めあわせることが容易でないことである。

一般債の取引成立には、債券ディーラーのマーケットメイクに向けた対応いかに大きく依存することになるが、一般債については債券ディーラーの在庫は必ずしも多くないと言われ、投資家の売買ニーズに応じることがそのまま一旦ないし一定期間ロング・ポジションないしショート・ポジションの形成に直結し易いことになる。それは直接的に債券ディーラーのり

わが国債券流通市場構造の近時の特徴を探る

図表2 一般債売買高に占める債券ディーラーによる対投資家売買状況

(単位：兆円，%)

	一般債売買高(a)				
	うち債券ディーラー同士の売買(b)	(b)/(a)	うち債券ディーラー対投資家の売買(c)	(c)/(a)	
2005年	85	14	16.5	71	83.5
2006	72	9	12.5	63	87.5
2007	74	7	9.5	67	90.5
2008	72	9	12.5	63	87.5
2009	71	6	8.5	65	91.5
2010	72	7	9.7	65	90.3
2011	40	5	12.5	35	87.5
2012	69	4	5.8	65	94.2
2013	56	3	5.4	53	94.6

[出所] 日本証券業協会 HP「公社債投資家別売買高」より作成

スクテイク量の増大に繋がり、しかもその解消には国債と異なり相対的に時間を要する性格の強いリスクを増大させることでもある。

こう考えると一般債の流動性向上には債券ディーラーのマーケットメイク能力に大きく依存することになるが、他方そのことは債券ディーラーにとってはリスクの管理能力が強く問われることでもある。

なお図表3は、1980年代後半の債券全体の取引状況を見たものである。それによると債券売買全体の4分の3を債券ディーラー同士での売買が占めている。この時代は、銀行等を含めた債券ディーラーがいわゆる指標銘柄と称される国債1銘柄に売買ニーズを集中させ、短期間の値上がり益を狙って売買を著しく膨らませた時期である。そうした債券ディーラー間での取引中心の債券流通市場構造の特徴が明確に表れている。

2. 債券のマーケットメイクについて

ここでは、債券におけるマーケットメイクについて考えてみる。債券は相対取引を前提としているが、その中身は国債のように流動性の高いものから一般債のように流動性の劣るものが混在する。それだけでなく、一般債の中でも銘柄間でその流動性には大きな差異が存在する。このような特色を有する債券についてのマーケットメイクをどのように理解することが望ましいであろうか。債券に対して市場で提供されている価格情報の実態なども踏まえて考えてみたい。

(1) 債券のマーケットメイクとは

マーケットメイクというとマーケット・メーカーが常時事前に実行性ある「売り気配」, 「買い気配」を提示して売買に応じること（以下、ファームオファーという）との理解が多い。新興企業等の株式が取引の中心となっていたかつ

図表3 1980年代後半の債券総売買高に占める債券ディーラーによる対投資家売買状況

(単位: 兆円, %)

	債券総売買高(a)					
		うち債券ディーラー同士の売買(b)	(b)/(a)	うち債券ディーラー対投資家の売買(c)	(c)/(a)	
1985年度	2,003	1,480	73.9	523	26.1	
1986	2,165	1,654	76.4	511	23.6	
1987	2,655	2,003	75.4	652	24.6	
1988	2,016	1,465	72.7	551	27.3	
1989	1,642	1,232	75.0	410	25.0	
1990	1,377	1,037	75.3	340	24.7	

〔出所〕 公社債引受協会「公社債年鑑」各号より作成

てのわが国の JASDAQ 市場や米国の NASDAQ 市場では、そのようなマーケットメイク制度が採用されていたこともあって、株式市場においては、このようにとられることが多い。

しかし債券は、①株式と比べて極めて銘柄数が多く需給が広範囲に分散する（債券は同一企業等で発行されたものでも、銘柄に応じて利率、償還期限等が異なるのでそれぞれが全く異なる商品となる。また、企業以外の国、政府系機関及び地方自治体等が発行する債券があり、取引が可能と見られる債券の銘柄数は株式に比べて数倍の規模の数となる。日本証券業協会の刊行する「公社債便覧」掲載銘柄数から推定すると、取引の可能な債券銘柄数は8,000～10,000銘柄と推定される）。②多くの債券は発行後一定期間を経た後に最終投資家に沈潜し、その後は償還まで市場で取引されることが少ない。とくにこの傾向は一般債で強い。それはわが国の投資家はバイ・アンド・ホールドの傾向が強だけでなく、一般債では発行規模が50～100億円程度と国債等に比し相対的に発行規模の小さいものが多く、機関投資家であれば2～

3機関で全額を保有することも可能である。こうした発行規模の銘柄は、発行から一定期間経過後は市場に出て来る可能性が極めて小さい、などの特性を有する。

こうした点を考慮すると、国債や一部の発行ロットの大きい銘柄を除いた債券の多くはファームオファーを前提とした価格を事前に提示してマーケットメイクを行うことには馴染にくいと言える。

マーケットメイクは債券ディーラーによる当該商品に対する流動性を付与（供給）する行為であり、最終目的は投資家ニーズを充足させることにより取引を成立させることにあるので、流動性などその商品の特性に応じた考え方があってよいだろう。

債券取引では機関投資家を中心に通常、投資家は1ないし複数の債券ディーラーに対して取引の可能性、そして可能な場合にはその価格や数量等の提示を求める。そして取引ニーズにマッチすれば取引成約に進むことになる¹⁾。この時、投資家は後述の通り事前に公表されている債券の（ないし類似の債券の）価格情報をも参考として取引実行を判断することになる。

わが国債券流通市場構造の近時の特徴を探る

投資家の求めに応じて債券ディーラーが提示する価格等は、投資家が取引を希望する債券の量や価格等も勘案して、売り買いに応じ得る価格等という意味でその時点でのファームオファーに近い価格等といえる。もっともそれは他社にも提示を求めれば異なる価格等が提示されることも少なくないだろう。相対取引を前提とする限り、市場全体を通しての共通のファームオファーに近い価格等が存在することは少ないだろう。債券では投資家に問い合わせに応じて売買に応じ得る価格等を提示すること、このことがマーケットメイクの本質と考えられる。そして問い合わせに応じて、いかに多くの銘柄に対して価格等を提示できるかがマーケットメイク能力であろう。

(2) 事前に提供される債券価格情報とは

では投資家の問合せに係わらず予め事前に公表されている価格情報（気配情報）、あるいは特定の契約者等に対して事前に提示されている価格情報としてはどのようなものがあるか。そしてそれは債券取引において、どのような位置づけにあると考えるべきであろうか。

(i) 日本証券業協会の「公社債売買参考統計値」等

日本証券業協会は、投資家等の売買の参考価格として日々、8,000銘柄程度の債券について価格情報を公表している。これは名前の通り、売買に当たって投資家の投資判断の参考としての利用に資する目的で提供されているものである。その価格は当日の3時現在における流通実勢と考えられる5億円程度の規模の気配（売り気配と買い気配の中心値）について、最低5社から受けた報告気配の平均価格等である²⁾。報

告気配は、売り気配と買い気配の中心値であり、かつその報告気配の平均価格等が公表されているので、実際の売買がこの価格に近似することはあっても、その価格自体で実行されることは少ない。統計値というのもそのような意味合いであろう。また機関投資家においては、売買の参考というよりは保有債券の評価価格として利用することが少なくないようである。

また、日本証券業協会は2015年11月から社債について、前日の取引値を翌日に公表することとしている。当初はAA格以上の銘柄で1億円以上の取引の価格について公表するとしている。その際に公表される取引値の約定日の同一日の銘柄の売買参考統計値も併せて発表するとしている。取引値の公表は、当該社債ないし類似社債の取引価格の事後的検証に資することになるだけでなく、従来からその精度については指摘が少なかった「公社債売買参考統計値」の精度向上にもつながることを期待したい。

(ii) ブルームバーグ公社債基準価格(BBYF)

日興シティグループ証券、みずほ証券、三菱UFJ証券、大和証券SMBCの4社は、2社以上の価格情報の提供された銘柄につき、その平均値を情報ベンダーのブルームバーグを通して提供している。平均値であるという提供情報の成立ちから売買に際しての参考価格ないし評価情報として利用されているとみられる。なおブルームバーグとの情報端末の保有が価格情報把握の条件となるので、一定程度の費用負担が必要であり、リテール投資家にはこの点の制約がある。

(iii) 債券標準価格 (JS Price)

野村証券、野村総合研究所、金融工学研究所、日本経済新聞社によって6,000銘柄程度(2014年9月末現在)の銘柄の価格情報が提供されている³⁾。その価格は「理論的にも裏付けられ、かつ債券ディーラーの取引価格を的確に反映」⁴⁾したものとされており、その目的は平成14年3月からの時価会計の本格化に対応した時価情報の提供とされている。もっとも価格情報の取得には野村証券などとの情報提供に係る契約(有料)を結ぶ必要がある。

(iv) その他

政府系機関等一部の債券⁵⁾については、引受証券会社等による気配がQuickやブルームバーグ等の情報ベンダーを通して提供されている。いずれも発行量が比較的大きいものがほとんどのようである。その取得は(ii)と同様に情報ベンダーの端末等が必要となる。

上述の事前に取得可能な債券価格の情報では、多くの投資家が無料で利用が可能であり、かつ価格公表銘柄数も多い「売買参考統計値」が最も幅広く利用されているようだ。ただ、こうした事前の価格情報にしても、今後公表される社債の取引情報についても、投資家の売買に当たってその実行を判断する際の参考としての機能を有するものである。実際に投資家は希望する銘柄、価格、数量などを債券ディーラーに問合せし、そして債券ディーラーは在庫状況、ショート・ポジションの造成の可能性などを勘案して、価格等を提示し、それぞれの内容が合意できる範囲内であれば、成約に進み最終的に取引の実行が確定することになる。もちろん他の債券ディーラーに問い合わせれば、価格等

いくつかの要素が異なることになろう。事前情報等の信頼性向上は市場の透明性向上に有益であることは間違いないが、それはそれがこのような役割を担っているという意味で捉えるべきであろう。

マーケットメイクを充実するとの観点から一つの理想的な形としては、投資家の売買ニーズを電子的に入力(匿名性を担保することも必要か)することにより、それに応じることができるとする債券ディーラーからファームオファーに近似する価格等が複数、電子的に一覧で提示され、そして投資家が最も有利と判断した債券ディーラーと取引実行に進むとの仕組みが考え得る。投資家にとっては利便性の高い仕組みと思われるが、取引量が一定程度伴わなければ仕組み構築のコストが償えるか、個社別の店頭取引業務との関係をどう切り分けるか、などの課題もあろう。

(3) マーケットメイク能力の向上

債券の流動性とは、実際に売りたい時、買いたい時に合理的な価格で速やかに取引が行えることと捉えられる。それにはこれまで見た通り投資判断や取引の事後検証として利用可能な事前に公表されている価格情報の充実も欠かせない。しかし、投資家の売買ニーズが取引成約に結びつくとの観点でより重要なのは実際に投資家の売買ニーズに対峙するマーケット・メーカーの投資家の売買ニーズへの対応力であり、それをマーケットメイク能力と考えてよいのではないだろうか。

この点について参考になるのは、米国のいわゆるボルカールールにおける「マーケットメイク取引」の規定ぶりである。ルールでは、金融機関等の過大リスク引受回避を目的に短期間に

図表4 トレーディング勘定における債券保有状況

(単位：億円)

	野村証券		大和証券グループ		三菱UFJ証券ホールディングス	
	資産の部	負債の部	資産の部	負債の部	資産の部	負債の部
2014年3月末	27,788	30,484	38,624	31,566	64,462	39,487
2013年3月末	34,731	21,440	52,428	23,601	53,862	28,409
2012年3月末	24,334	26,216	58,076	34,341	……	……
2011年3月末	29,521	15,774	40,664	27,444	……	……
2010年3月末	31,152	16,027	52,317	33,048	……	……
2009年3月末	47,980	16,576	31,789	25,543	……	……

〔出所〕 金融庁「EDINET」、各社の有価証券報告書より作成

価格変動による利益を狙うような自己売買を原則として禁止している。その際にマーケットメイク取引も、このような自己売買としての性格を有するものの同取引は金融商品への流動性供給というそれが持つ機能の重要性に鑑みて、これを禁止規定の例外取引としている。

そしてマーケットメイク取引を次のように定義している。すなわち「マーケット・メーカーをマーケットメイクを行う意思のある者」、「恒常的な売買（マーケットメイク）の用意ある者」とし、マーケット・メーカーの要件等を次のように規定している。すなわち「恒常に・・・トレーディング・デスクが・・・1又は複数の種類の金融商品を売買する用意があり、かつ当該金融商品の流動性、満期、市場の深さに適切に基づいて、営業上、合理的な規模で、市場周期を通して、自己の計算で当該種類の金融商品の気配提示、売買その他のロング及びショート・ポジションの形成を行う意志と能力を持つ」⁶⁾こととしている。

この規定から類推すればマーケット・メーカーとは、当該商品の流動性等を十分把握できる能力があり、それに基づき市場環境等の変化等を適切に織り込んで気配を継続的に提示する

ことできること、そしてそれは在庫だけでなく、ショート・ポジション等の形成も織り込んで売買に応じる意志のある者とみなすとしていられる。また「営業上、合理的な規模」とは、投資家の売買ニーズに応じてマーケットメイクを行うに際して必要と想定される規模と理解される。

ここでわが国債券流通市場におけるマーケットメイクの状況を部分的ながら敷衍するため取引規模の大きいと見られる3社について、トレーディング勘定における最近の債券保有状況をもてみる（図表4）。それによると、①年に応じて保有額が大きく変動していること、②資産としての正の商品在庫（資産の部）だけでなく、負の商品在庫（負債の部）も相当程度有していることが分かる。

トレーディング勘定の債券保有額は、狭い意味での自己売買に伴うポジションとマーケットメイクに伴って積みあがったポジションで構成されていると考えられる。その割合は把握できないが勘定全体から言えることは、マーケットメイクに伴うポジションについても同様のことが言えると考えられる。

保有額は年により増減しているだけでなく、

増減方向は債券ディーラーによって異なる。それは自社による市場の先行き見通しやリスク管理の観点から市場環境の変化に応じて変動しているとみられるが、それは債券ディーラーの大手でもその方向が異なっており、その見通しやリスク管理が易しくないことを示唆している。また、負の在庫債券が、正の在庫債券にほぼ匹敵する規模になっているのは、ショート・ポジションの造成や投資家のニーズに応じてレボや現先売買等によって調達された債券の額が相当程度の規模で存在することを示す。

すなわち、自己の相場観等に基づく狭い意味での自己売買に伴うショート・ポジションのニーズだけでなく、マーケットメイクに伴って投資家ニーズ等に応じて保有在庫債券でなく能動的に債券を調達して対応したものも含まれていると考えられる。このことは、投資家の問合せに応じて継続的にファームオファーに近似した価格提示ができ、取引実行に結び付けるには負の在庫も形成可能な状況が整っていることも必要な要素の一つであることを示す。

この負の在庫の債券別内訳は把握できないが、おそらくその多くは国債と見られる。現先売買の取引状況を見ると、一般債によるものは全体の1%に満たず、さら債券ディーラーによる現先残高でみてもショート・ポジションに対応することが可能な買い残は売り残の3分1程度に止まっており、こうしたルートを通した一般債の調達は少ないであろう。またレボ市場においても一般債は取引が少ないとされる。つとに一般債に係るレボ市場の振興が指摘されてきているのもこのような意味合いであろう⁷⁾。このことは一般債については、取引実行に結びつく価格（ファームオファー）等の提示、とりわけ多くの銘柄につき売り気配の提示を継続的に

行うことが容易でないことを示す。

事前に公表されている一般債の価格情報における売り気配があるとすれば、それは理論値である傾向が強い。また、レボや現先売買による債券調達には、当然コストが伴うことから、各債券ディーラーによる調達コストの差異が、提示価格の相異となって反映されている可能性も高い。そしてその傾向は国債より一般債の方が大きいであろう。

また、一般債はわが国の債券投資家構造の特徴からもハンディーを負っている。わが国の債券投資家はバイ・アンド・ホールドの傾向が強いだけでなく、米国等に比べるとバンキング・セクターが中心であり、投資家層も相対的に薄い。またそのこともあってか、投資家層が許容する保有リスクの範囲も上方に均一的な傾向がある。故にわが国の一般債については、形成されたポジションの投資家への再転売はけっして易しくない。市場環境が悪化すると低格付けの債券（信用度の低い）ほど、大きな価格下落も生じる。時には気配もなくなり、取引自体が全くできなくなることがある。

一般債の流動性向上には事前に公表される価格情報の信頼性向上とともに、これらの点の克服が課題である。とはいえ、それは短時間で解決できる簡単な課題ではない。それだけに投資家においても債券は銘柄によって流動性に大きな差異があり、市場環境が悪化すれば大きな価格下落を伴うことなどをよく理解し、投資に当たって応分のプレミアムを見込んで投資判断することが重要であろう。

なお、債券ディーラーの提示する価格については、2000年以降その性格がやや変化していると言える。2000年以前においては金融機関や機関投資家等は決算を意識し、保有債券を入れ替

わが国債券流通市場構造の近時の特徴を探る

ることにより決算損益調整目的の入れ替え売買も少なくなかったとされる。すなわち2000年以前は債券の本源価値よりもバランスシート調整に利用できる取引価格が重視される傾向にあった。この時代は、こうした入れ替えに応じ得る債券を保有していること、あるいはその保有先等を熟知していることが債券ディーラーの能力の一つであったと言える。しかし2000年以降は日本証券業協会による入れ替え等による単価調整取引の禁止の明確化や時価評価の定着から個々の債券の適正価格が取引価格に対して強く求められるようになってきている⁸⁾。2000年以降は、マーケット・メーカーの能力が個々の銘柄について適正価格の提示、そのための銘柄特性の熟知やリスク管理の強化が強く求められるようになっていけると言える。

3. 小括

店頭取引主体の債券流通市場では、投資家の売買ニーズに対応する債券ディーラーによるマーケットメイクが流動性供給の源泉となる。この点を売買状況でみると流動性が高いとされている国債では対投資家取引だけでなく、債券ディーラー同士の取引がほぼ同規模存在する。他方国債に比して流動性が低いとされる一般債では売買のほとんどが債券ディーラーと対投資家の取引となっている。

一般債の流動性向上には、債券ディーラーが投資家の一般債の売買ニーズに十全に対応するため、取引の実行性ある価格を継続的に提示すること、すなわちマーケットメイク能力を十分に発揮することがポイントとなる。しかし投資家の売買ニーズに応じるといことは、相対取引ゆえに、それに伴って債券ディーラーにはロング・ポジション、ショート・ポジションが造

成されることになる。債券ディーラー同士の市場は、相場観等に伴う売買益を狙った取引だけでなく、こうしたポジション調整の場としても機能している。

国債では債券ディーラー同士の市場もその機能の一端を担っていると思われるが、一般債のそれは取引規模が極めて少なく、この市場でのそうした機能を期待しにくい。また、大手債券ディーラーの商品在庫を見ると負の商品在庫も正とほぼ同規模存在する。このことは、マーケットメイク機能の十全な発揮にはショート・ポジション調整の場が機能ないし整備されていることも重要とみられる。国債であればレポ市場や現先売買市場でのショート・ポジションの調整も可能であるが、一般債はいずれの市場も取引が少なく、多くを期待しにくい。

また、わが国債券市場は、投資家層がバンキング部門中心となっており、許容されるリスクも上方に偏りがちである。このため市場環境が悪化し、クレジットリスクに対する投資家の意識が高まると、一般債については流動性が大きく後退することもまれではない。それだけに債券ディーラーが一般債についてマーケットメイク機能を発揮し、多くの一般債の銘柄に対して取引の実行性ある価格を常時提示していくことには、現状では克服すべき課題が少なくない。少なくともショート・ポジションの調整の場として一般債レポ市場の整備等から検討を始めていく必要がある。

投資家が取引に際して価格水準を探るため、あるいは取引実行の判断情報また保有債券の評価価格として日本証券業協会等が事前に価格情報を提供している。近時はその機関が増えるとともに、その精度向上に向けた努力もなされつつある。それは市場の信頼性向上に伴って市場

図表5 債券売買に占める海外投資家の売買比率（海外投資家売買／債券売買全体）
（単位：％）

年	％
2000	15.0
2001	9.3
2002	9.9
2003	11.1
2004	12.7
2005	14.6
2006	19.1
2007	14.2
2008	17.9
2009	15.8
2010	17.9
2011	20.2
2012	20.7
2013	21.6

（注） 債券売買全体には債券ディーラー売買を含まず。

〔出所〕 日本証券業協会 HP「公社債投資家別売買高」より作成

拡大に資することは明らかである。しかし、一般債等に対する投資家売買ニーズに十全に応じて市場拡大・深化に直接的につながるのは、やはり債券ディーラーがマーケットメイク機能を十全に発揮することに帰着しよう。

Ⅲ. ヘッジファンドの取引動向の推論

ヘッジファンドの取引規模や取引動向を把握することは、ファンドの性格からして容易でない。状況証拠を積み上げて取引状況を推定するしかない。まず海外投資家の取引状況を把握する。その上でヘッジファンドの投資特性などを勘案して、この特性に合致するとみられるものをヘッジファンドによる取引と考える。それに

より債券流通市場におけるヘッジファンドの価格形成等市場への影響力を想定する。

1. 海外投資家の債券等の取引状況

（1） 現物債券の取引状況

まず海外投資家の国債等の現物債券の売買実態を把握する。2000年以降について債券売買全体（債券ディーラーを除く）に占める海外投資家の売買規模の割合をみてみると、前半は10%台、後半は20%内外で推移している（図表5）。2004年4月以降については、国債の投資家別売買動向も公表されているので、暦年ベースで2005年以降につき国債と一般債に分けてみると、国債と一般債ではやや様相が異なる（図表6）。

国債は、2000年代後半以降では2割程度で推

わが国債券流通市場構造の近時の特徴を探る

図表6 国債，一般債売買に占める海外投資家の売買比率（海外投資家売買／国債売買 or 一般債売買全体）
（単位：％）

年	国債	一般債
2005	15.4	6.9
2006	20.0	7.0
2007	19.2	8.0
2008	21.7	9.6
2009	16.4	7.7
2010	18.6	8.6
2011	20.6	10.1
2012	19.1	9.7
2013	22.2	10.8

（注） 国債売買，一般債売買全体には債券ディーラー売買を含まず。

〔出所〕 日本証券業協会 HP「公社債投資家別売買高」，「国債投資家別売買高」より作成

移している。一方，一般債では1割程度に止まる。一般債のこの売買割合を相場形成等市場への影響力との観点から，どう評価すべきであろうか。影響力がないと言えないものの，大きいとの評価をすることも難しい。他方，国債の2割という売買規模は，債券流通市場における大手投資家として相場形成等に影響力ある都市銀行や信託銀行に匹敵する規模であるので，国債の相場形成等に無視できない存在となっていると考えてよいだろう。

さらに国債を種類別に見ると超長期国債，長期国債が総じて2割強と相対的に高い（図表7-1，7-2，7-3，7-4）。とくに05～07年には3割内外の規模を示し，投資家別でも首位の取引規模となっている。この時期は，後述の通り海外投資家とくにヘッジファンドが，国内投資家は長期限の国債に対するリスク意識が強過ぎるとの思惑から取得姿勢が強いとの指摘が市場関係者からなされていた時期である。この時期は，期限の長い国債ほど海外投資家の相場形成等に与える影響が強かったとみてよいだ

ろう。

（2） 現先売買の取引状況

現先売買についても，海外投資家の取引規模を2000年以降についてその売買残高の推移（年度末ベース）でみる（図表8）。売り残（資金調達）では，04～07年度には3～5割の高い割合を占める。その後は全体の2～3割程度で推移している。在庫ファイナンスとしての利用が多く，最大の利用者となっている「債券ディーラー」に次ぐ大手の地位を占める。一方，買い残（資金運用）は各年度末とも総じて全体の2割を上回る状況で推移している。とくに2011年度以降は過半を占め，債券ディーラーを上回り首位の座を占めるようになってきている。現先売買については売り，買いともに海外投資家は主要投資家であり，相場形成等市場への影響力も大きいと言える。現先売買の対象債券は国債がほとんどあるが，海外投資家にはよりこの傾向が強いと考えられる。

現先売買については，海外投資家を含め各投

図表7-1 超長期国債の主要投資家別売買状況

(単位：兆円，%)

年度	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
都銀	20 (21.9)	12 (12.0)	11 (10.2)	8 (8.0)	4 (4.5)	4 (4.5)	10 (8.5)	16 (13.7)	12 (8.6)	8 (6.0)
信託	14 (14.7)	16 (16.0)	18 (16.7)	18 (18.0)	18 (20.2)	18 (20.2)	21 (17.9)	18 (15.4)	24 (17.1)	18 (13.4)
生損保	6 (6.3)	6 (6.0)	6 (5.6)	7 (7.0)	15 (16.9)	11 (12.4)	17 (14.5)	21 (16.7)	22 (15.7)	18 (13.4)
海外投資家	20 (21.1)	27 (27.0)	30 (27.8)	34 (34.0)	18 (20.2)	12 (13.5)	17 (14.5)	19 (16.2)	24 (17.1)	29 (21.6)
その他	17 (17.8)	20 (20.0)	25 (23.1)	22 (22.2)	24 (27.0)	30 (33.7)	32 (27.4)	34 (29.1)	34 (24.3)	44 (32.8)
その他とも合計	96(100.0)	100(100.0)	108(100.0)	100(100.0)	89(100.0)	89(100.0)	117(100.0)	126(100.0)	140(100.0)	134(100.0)

(注) 1) 「その他」は、日銀、政府、簡保、官公庁共済以外の共済など。

2) その他とも合計には債券ディーラー売買を含まず。

(出所) 日本証券業協会 HP「国債投資家別売買高」より作成。

図表7-2 長期国債の主要投資家別売買状況

(単位：兆円，%)

年度	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
都銀	32 (13.7)	31 (12.3)	27 (10.5)	56 (17.1)	41 (14.4)	56 (19.9)	59 (18.6)	52 (16.6)	67 (20.9)	35 (13.1)
信託	64 (27.5)	66 (26.2)	68 (26.4)	87 (26.6)	67 (23.5)	66 (23.4)	75 (23.6)	68 (21.7)	60 (18.8)	42 (15.7)
生損保	14 (6.0)	13 (5.2)	12 (4.7)	12 (3.7)	12 (4.2)	7 (2.5)	10 (3.1)	10 (3.2)	10 (3.1)	8 (3.0)
海外投資家	68 (29.2)	80 (31.7)	73 (28.3)	88 (26.9)	70 (24.6)	44 (15.6)	56 (17.6)	63 (20.1)	60 (18.8)	61 (22.8)
その他	15 (6.4)	21 (8.3)	46 (17.8)	43 (13.1)	44 (15.4)	49 (17.4)	53 (16.7)	49 (15.6)	52 (16.3)	69 (25.8)
その他とも合計	233(100.0)	252(100.0)	258(100.0)	327(100.0)	285(100.0)	282(100.0)	318(100.0)	314(100.0)	320(100.0)	267(100.0)

(注) 同上。

(出所) 同上。

図表7-3 中期利付国債の主要投資家別売買状況

(単位：兆円，%)

年度	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
都銀	94 (33.0)	84 (26.9)	54 (17.3)	67 (19.4)	121 (35.9)	135 (39.4)	134 (35.5)	264 (50.2)	242 (53.5)	99 (30.6)
信託	40 (14.0)	53 (17.0)	58 (18.5)	69 (19.9)	57 (16.9)	60 (17.5)	58 (15.4)	59 (11.2)	44 (9.7)	44 (13.6)
生損保	5 (1.8)	4 (1.3)	5 (1.6)	5 (1.4)	6 (1.8)	4 (1.2)	4 (1.1)	8 (1.5)	5 (1.1)	7 (2.2)
海外投資家	48 (16.8)	65 (20.8)	86 (27.5)	90 (26.0)	48 (14.2)	44 (12.8)	61 (16.2)	81 (15.4)	49 (10.8)	50 (15.4)
その他	63 (22.1)	69 (22.1)	76 (24.3)	77 (22.3)	66 (19.6)	71 (20.7)	75 (19.9)	74 (14.1)	85 (18.8)	91 (28.1)
その他とも合計	285(100.0)	312(100.0)	313(100.0)	346(100.0)	337(100.0)	343(100.0)	377(100.0)	526(100.0)	452(100.0)	324(100.0)

(注) 同上。

(出所) 同上。

図表7-4 短期国債の主要投資家別売買状況

(単位：兆円，%)

年度	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
都銀	111 (16.4)	100 (17.8)	81 (13.5)	117 (17.1)	115 (15.4)	91 (10.8)	82 (10.4)	128 (14.8)	76 (8.8)	42 (5.3)
信託	48 (7.1)	39 (6.9)	44 (7.4)	43 (6.3)	41 (5.5)	79 (9.3)	80 (10.16)	89 (10.3)	83 (9.6)	53 (6.7)
生損保	5 (0.7)	4 (0.7)	8 (1.3)	8 (1.2)	15 (2.0)	10 (1.2)	6 (0.8)	6 (0.7)	7 (0.8)	6 (0.8)
海外投資家	49 (7.2)	34 (6.0)	58 (9.7)	89 (13.0)	151 (20.2)	167 (19.8)	177 (22.4)	173 (20.2)	208 (24.1)	208 (26.4)
その他	376 (55.6)	307 (54.6)	305 (51.0)	298 (43.4)	317 (42.3)	376 (44.5)	334 (42.3)	361 (41.7)	411 (47.6)	413 (52.5)
その他とも合計	676(100.0)	562(100.0)	598(100.0)	686(100.0)	749(100.0)	845(100.0)	789(100.0)	866(100.0)	864(100.0)	787(100.0)

(注) 同上。

(出所) 同上。

図表8-1 現先売買取引の主要投資家別売り残高 (資金調達)

(単位: 億円, %)

年度末	事業法人	海外投資家	その他	債券ディーラー	その他とも合計
2000年度	182(0.1)	12,634 (4.7)	55,876(20.8)	192,986(71.8)	268,641(100.0)
2002年度	55(0.0)	24,019(17.9)	4,942 (3.7)	104,824(77.9)	134,509(100.0)
2004年度	80(0.0)	70,784(30.7)	3,253 (1.4)	150,032(65.1)	230,535(100.0)
2006年度	121(0.0)	172,782(50.5)	1,387 (0.4)	162,329(47.5)	341,819(100.0)
2007年度	268(0.1)	196,004(39.6)	17,907 (3.8)	279,019(56.3)	495,338(100.0)
2008年度	45(0.0)	67,783(29.1)	17,310 (7.4)	145,976(62.7)	232,637(100.0)
2009年度	44(0.0)	44,565(28.0)	21,028(13.2)	93,307(58.7)	158,948(100.0)
2010年度	42(0.0)	53,816(35.4)	14,523(10.2)	82,456(54.3)	151,839(100.0)
2011年度	42(0.0)	61,645(24.3)	12,103 (4.8)	179,985(70.9)	253,800(100.0)
2012年度	0(0.0)	51,138(21.7)	7,018 (3.0)	177,234(75.3)	235,390(100.0)
2013年度	0(0.0)	58,820(22.3)	5,517 (2.1)	199,758(75.6)	264,095(100.0)

(注) 「その他」は、日銀、政府、簡保、官公庁共済以外の共済など。

〔出所〕 日本証券業協会 HP「公社債投資家別条件付売買 (現先) 月末残高」より作成。

図表8-2 現先売買取引の主要投資家別買い残高 (資金運用)

(単位: 億円, %)

年度末	事業法人	海外投資家	その他	債券ディーラー	その他とも合計
2000年度	8,264(3.1)	10,560 (3.9)	150,331(56.0)	66,038(24.6)	268,641(100.0)
2002年度	3,551(2.6)	35,024(26.0)	46,386(34.5)	25,940(19.3)	134,509(100.0)
2004年度	3,965(1.7)	97,665(42.4)	27,699(12.0)	80,353(34.9)	230,535(100.0)
2006年度	3,688(1.1)	101,153(29.6)	45,370(13.3)	179,439(52.5)	341,819(100.0)
2007年度	3,149(0.6)	176,621(35.7)	86,613(17.5)	216,272(43.7)	495,338(100.0)
2008年度	3,126(1.3)	46,630(20.0)	98,471(42.3)	69,679(30.0)	232,637(100.0)
2009年度	4,672(2.9)	44,592(28.1)	49,409(31.1)	44,613(28.1)	158,948(100.0)
2010年度	4,284(2.8)	56,005(36.9)	21,911(14.4)	53,923(35.5)	151,839(100.0)
2011年度	8,212(3.2)	119,996(47.2)	23,371(10.4)	61,756(24.3)	253,800(100.0)
2012年度	4,980(2.1)	129,266(54.9)	19,537(8.3)	51,143(21.7)	235,390(100.0)
2013年度	3,111(1.2)	175,859(66.5)	11,697(4.4)	58,834(22.3)	264,095(100.0)

(注) 同上。

〔出所〕 同上。

資家の取引状況を説明した市場関係者によるレポートや指摘が少ない。買い残高増加については、次のことが理由として考えられる。しばしば海外投資家による短期国債の取得増大の背景

として中銀、ソブリンファンド、大手外国金融機関等によるドル円・為替スワップ市場で調達資金との裁定取引などと説明されている⁹⁾。このことは、国債を事実上の担保として、しかも

わが国債券流通市場構造の近時の特徴を探る

図表9 国債先物取引主要投資部門別売買状況

(単位：兆円, %)

年	その他とも合計	証券会社	銀行	海外投資家
2000	1,935(100.0)	744(38.4)	866(44.8)	282(14.6)
2001	1,472(100.0)	656(44.6)	493(33.5)	287(19.5)
2002	1,270(100.0)	556(43.8)	410(32.3)	278(21.9)
2003	1,293(100.0)	572(44.2)	370(28.6)	325(25.1)
2004	1,605(100.0)	655(40.8)	437(27.2)	487(30.3)
2005	1,969(100.0)	803(40.8)	438(22.2)	694(35.2)
2006	2,410(100.0)	930(38.6)	484(20.1)	966(40.1)
2007	2,709(100.0)	1,070(39.8)	558(20.6)	1,040(38.1)
2008	2,128(100.0)	828(38.9)	431(20.3)	850(40.0)
2009	1,353(100.0)	541(40.0)	260(19.2)	543(40.2)
2010	1,604(100.0)	699(43.6)	328(20.4)	563(35.1)
2011	1,375(100.0)	589(42.8)	253(18.4)	519(37.8)
2012	1,766(100.0)	749(42.4)	296(16.8)	705(40.0)
2013	1,821(100.0)	737(40.5)	268(14.7)	798(43.8)

〔出所〕 東京証券取引所 HP「投資部門別国債先物売買状況」等より作成

取引期間の極めて短期間である現先売買の買いにも同様の説明が可能と考えられる。またショート・ポジション等に対応した現物債調達目的の買いも一定程度含まれているとみられる。

2. 海外投資家の債券デリバティブ取引の状況

近時の現物債市場では、その取引動向がデリバティブ取引とも密接に関連するようになってきているので、海外投資家のデリバティブ取引についてもみってみる。とはいえ債券のデリバティブ取引では店頭取引状況に係る利用可能な公表データがない。ゆえに取引所取引である国債デリバティブ取引について2000年以降につき、海外投資家の取引状況をみってみる。

(1) 国債先物取引

国債先物取引規模を投資家別にみると、海外投資家は総じて大きな取引規模を有していることが分かる(図表9)。特に2000年後半については3～4割に達し、従来から取引規模の多い証券会社と首位を争うほどの規模になっている。年によっては最大の投資家となっている。この規模から推して、海外投資家については国債先物取引の相場形成等市場への影響力は大きいと言える。

(2) 国債先物オプション

国債先物オプションの取引規模を投資家別にみると、海外投資家の取引規模は03年以降過半を占めるようになってきている(図表10)。年によっては7割近くを占める年がある。国債先物オプション市場は海外投資家主体の市場になり

図表10 国債先物オプション取引主要投資部門別売買状況

(単位：万単位, %)

年	その他とも合計	証券会社	銀行	海外投資家
2000	215(100.0)	100(46.5)	47(21.9)	63(29.3)
2001	212(100.0)	55(25.9)	48(22.6)	105(49.5)
2002	207(100.0)	50(24.2)	53(25.6)	99(47.8)
2003	194(100.0)	46(23.7)	43(22.2)	101(52.1)
2004	253(100.0)	51(20.2)	54(21.3)	143(56.5)
2005	340(100.0)	72(21.2)	56(16.5)	207(60.9)
2006	412(100.0)	75(18.2)	57(13.8)	272(66.0)
2007	561(100.0)	95(16.9)	83(14.8)	373(66.5)
2008	489(100.0)	71(14.5)	80(16.4)	331(67.7)
2009	486(100.0)	75(15.4)	83(17.1)	326(67.1)
2010	399(100.0)	55(13.8)	86(21.6)	255(63.9)
2011	369(100.0)	60(16.3)	88(23.8)	219(59.3)
2012	455(100.0)	76(16.7)	127(27.9)	249(54.7)
2013	599(100.0)	100(16.7)	137(22.9)	360(60.1)

〔出所〕 東京証券取引所 HP「投資部門別国債先物オプション売買状況」等より作成

つつあるといっても過言ではない。

以上のように取引所市場における国債先物取引等のデリバティブ取引において海外投資家の取引規模の全体に占める割合は、現物債を大きく上回る。デリバティブ取引については近年、相場形成等に及ぼす影響力が国内主要投資家を凌駕していると言ってよい。

3. ヘッジファンドの取引状況の推論

(1) ヘッジファンドによる投資戦略の特徴

以上の海外投資家の売買動向を踏まえてヘッジファンドの取引を推定してみたい。まずヘッジファンドについてであるが、広く合意された定義は存在しないようである。達観すればヘッジファンドとは、法規制を免れ自由な投資行動を確保するために私募の形式をとった投資ファ

ンドないし投資プールと考えてよいであろう。

最初のヘッジファンドは、1949年にアルフレッド・ジョーンズによって設立されたと言われ、その時点では主として株式を投資対象としてロング・ポジションのみならずショート・ポジションも活用して運用されていたとされる。その後ヘッジファンドの投資対象は株式に止まらず、債券やそのデリバティブ取引、あるいは為替や金利スワップまたは商品及びこれらのデリバティブ取引などへと投資対象を拡大させている。

近時では多種多様な投資対象や投資戦略を有するヘッジファンドが存在している。その分けけとしてしばしば利用されているのが投資対象や投資戦略による分類である。この中で債券を運用対象の中心とする投資戦略を「債券アービトラージ戦略」と称されることが少なくない。

わが国債券流通市場構造の近時の特徴を探る

それは「債券、金利関連の投資対象の価格形成の歪みに着目し、割高なものに対してショート、割安なものに対してロングのポジションを形成し、それぞれ本質的な価値に回帰することによって差益を狙う投資戦略である。同戦略は、スワップスプレッド(金利スワップと国債利回りとの差)、現物国債と国債先物との価格差、モデル等を用いて推計されたイールドカーブとの相違などに収益機会を見出す」¹⁰⁾と説明される。

このように債券アービトラージ戦略では金利変動を狙うのではなく債券等の価格形成の歪みを探し出し、それが将来的に解消されることに賭けて取引を実行することになる。そのような状態を見つけるのは必ずしも容易ではない。運用としては債券をショートすることも欠かせないが、いつでもそれが可能な債券は限られよう。その結果、債券アービトラージ戦略にマッチする債券はデフォルトリスクが小さく高格付けを有し、流動性が高くいつでもショートすることが可能であることが要件となる。

他方このような流動性が高く効率的な市場を有する債券には大きな歪みが存在することは限られる。それが故に運用者は小さな歪みに大きなレバレッジを賭けることが少なくない。そして何らかの事情により想定していた環境に変化が生じたり、あるいは想定とは異なって一向に歪みが解消されなければ、当該ポートフォリオを速やかに解消することになる。その速やかな解消にも一定以上の流動性が欠かせない。

債券を投資対象の中心とするヘッジファンドは、こうした投資特性を有して投資債券を選択する。これまで見てきた海外投資家の売買の中で、こうした投資特性や投資選択にマッチした投資動向を見いだせれば、それはヘッジファン

ドによる投資が少なからず含まれていると解してもよいであろう。こうした前提で先に見た海外投資家の取引状況から、ヘッジファンドによるものを推定してみたい。

(2) 一般債

一般債はヘッジファンドによる取引は少ないと考えられる。一般債は政府系機関債等の一部の銘柄を除けば取引単位が小さく、流動性も低い。また一般債はヘッジファンドの投資戦略となるショート・ポジションを形成した場合の調整を業者間市場やレポ市場等で行うことも容易でない。ヘッジファンドの運用スタイルには馴染まない点が少なくない。

恐らく一般債の海外投資家とは、ヘッジファンドというよりも欧州の生保、年金基金などのリアルマネーが多いと見られる。そしてリアルマネーでは、馴染みのある円建外債が一定程度含まれているとみられる。市場では一般企業の絡んだクレジット市場におけるヘッジファンドによる取引があるのは、国際的にネームのある企業のCDS等に絡んだ取引と言われる¹¹⁾。なお、リアルマネーにもヘッジファンド的投資選択もないとは言わないが、そうしたニーズはヘッジファンドへ運用委託するのが最近の動向のようである。

(3) 国債

国債では逆にヘッジファンドによる相場形成等市場への影響力は一定程度有しているとみられる。国債は流動性が高く、それが故にヘッジファンドによるロング、ショート・ポジションの形成も一般債に比して容易であろう。国債であればショート・ポジションには、レポ市場や現先売買市場での対象債券の調達も可能であ

る。

既に見たように国債売買における海外投資家の全体に占める売買割合は、2006年以降2割台に乗り、その後もほぼ同水準を維持している。2000年代には、わが国債券市場へのヘッジファンドの投資資金の流入が市場関係者の間で指摘されるようになり、2000年央には証券会社等の市場関係者だけでなく財務省、日本銀行等のレポートにおいてもヘッジファンドの取引状況が市場動向等として取り上げられるようになっていく¹²⁾¹³⁾。

データによって明示的に検証することはできないが、2000年代に入り国債流通市場においてヘッジファンドによる取引が相場形成への影響力を徐々に持つようになり、2000年代央頃から相場形成等への影響力が増すようになっていくと理解してよいのではないかと考えられる。

前述の通り国債を銘柄別にみると2005～07年度の超長期国債、長期国債において海外投資家は全体のほぼ3割前後の売買規模で最大の投資家になっている（図表7-1、7-2）。前述の通り2005～07年度ではヘッジファンドが国内投資家の理解に反して長期限のリスクプレミアが高すぎるとのストーリーなどから長期限の国債の取引を積極化したと市場関係者が指摘している。この期間の超長期国債、長期国債について、売り買いの差額であるネットベースと売買規模の割合（売り越さないし買い越し額÷売買額）をリアルマネーを多く抱え最終投資家として性格の強いとされている生保や信託銀行と比較してみると、海外投資家はその割合が総じて小さいことが分かる（図表11）。

これは、ヘッジファンドが国内投資家中心に形成された超長期国債等の価格形成を「歪み」と理解して、価格修正に伴う収益を期待して短

期的な取引を膨らました結果と考えられ、前述の市場関係者の指摘と符合する。もっとも、長期国債について、生損保とその差異が際立っているとはいにくい面がややあるが、それは長期国債ではデュレーション・ゾーンが同様の先物取引と絡めて見る必要があるだろう。後述の通り、この間の国債先物取引における海外投資家取引の取引規模は大きく上昇している。先物を疑似長期国債とみなして考えれば長期国債においても同様の傾向にあったとみてよいだろう。すなわちこの間、ヘッジファンドによる取引動向が、長期限の国債の価格形成等に相当程度影響力を有していたとみられる。

（4） 現先売買

現先売買の対象債券は、そのほとんどが国債とみられる。この点で現先売買についてもヘッジファンドの取引参入があり得そうであるが、市場関係者によるそうした指摘やレポートでの記述等は見当たらない。とはいえ海外投資家の現先売買利用残高は総じて2000年代央以降、増大しているが、この時期はヘッジファンドの活動拡大の時期でもあるので、その中にはヘッジファンドによる資金調達（売り残高）ニーズや買い残高ではショート・ポジションの調整ニーズ（買い残高）も多少とも含まれていると考えてよいであろう。

（5） 国債先物取引

既に見たように国債先物取引における海外投資家の取引規模は、2000年代前半に徐々に売買割合が上昇し、後半ではほぼ4割前後と大きな割合を占めるようになっていく。ヘッジファンドによる「債券アービトラージ」戦略では、先物などデリバティブと現物の理論価格差の追求

わが国債券流通市場構造の近時の特徴を探る

図表11 国債の主要投資家の売買動機指数

1. 超長期国債 (単位：%)

年度	2004	2005	2006	2007
信託銀行	27.4	18.5	22.6	29.9
生損保	61.9	40.9	32.0	40.3
海外投資家	1.3	7.5	15.2	5.6

2. 長期国債 (単位：%)

年度	2004	2005	2006	2007
信託銀行	1.9	7.3	10.0	3.8
生損保	8.7	12.4	0.1	11.8
海外投資家	4.2	-0.2	9.1	4.3

3. 中期利付国債 (単位：%)

年度	2004	2005	2006	2007
信託銀行	7.7	5.8	7.0	5.0
生損保	7.5	4.4	15.6	4.7
海外投資家	8.9	8.0	1.2	2.8

(注) %は、買越し額(売越し額)/売買額。正は取得動機指数、負は売却動機指数とする。

〔出所〕 日本証券業協会 HP「国債投資家別売買高」より作成

なども主たる投資戦略の一つとされている。国債先物取引はヘッジファンドなどが現物国債との価格の歪みを見だし歪み解消に伴う利益を狙った裁定取引の対象として、あるいは景況観などによる想定ストーリーに基づく円金利取引の対象商品としてもマッチしやすい取引対象である。加えて現物取引に比し、その商品の性格からレバレッジが働くこともヘッジファンドにとり、取引メリットがある。

また、わが国の国債先物は、長期ゾーン（7～10年）の金融商品としては極めて流動性が高い。このため、ヘッジファンドにとっては想定ストーリーにかけてポジションを短期間に大きく膨らますことが可能であり、またそのポジショ

ン解消も相対的に容易に行える。

海外投資家による国債先物取引の売買割合の上昇時期はヘッジファンドの相場形成への影響を市場関係者が指摘するようになった時期と、さらには現物国債における海外投資家の売買割合の上昇時期とも重なる。また近時はヘッジファンドによるポジション造成とその巻き戻しが短期的な先物や現物国債の相場変動の説明要因としても、しばしば用いられる。

これらのことは、この間の国債先物取引だけでなく現物国債を含めた海外投資家の売買割合の上昇にはヘッジファンドによる取引が少なからず含まれており、そして近時、先物取引と現物国債との間の裁定取引によって現物・先物の

価格形成が密接に関連するようになっているのにもヘッジファンドによる取引が一定程度の影響力を有していると考えてよいだろう。

(6) 国債先物オプション取引

国債先物オプション取引は、海外投資家によるプレゼンスの最も高い市場取引である。この市場へのヘッジファンドの参加がどの程度かを推定することは、これに関する市場関係者のレポート等がほとんどなく難しい。とはいえオプション取引はボラティティーに賭ける取引であり、投資技術にたけ、リスク許容度が高いヘッジファンドが参加していないとは言いにくい。

この場合、債券アービトラージ戦略のヘッジファンドだけでなく、投資対象が先物取引の多いCTAやグローバルマクロと言われる投資戦略を持つヘッジファンドの取引参加も考えられる¹⁴⁾。海外投資家は先物オプションそれ自体のディーリングが多いと言われるが、一部国債先物取引等のヘッジもあると言われる。ヘッジファンドにおいても国債先物取引のヘッジやCTC等によるディーリングとしても利用があり得よう。

上述のように国債デリバティブ取引において、現物債に比して海外投資家の売買割合が大きいことは、ヘッジファンドを絡めると説明し易い。

4. 小括

株式市場では2000年以前の早い段階から海外投資家の売買規模が大きくなり、価格形成等市場に大きな影響力を有するようになっている。一方、債券についても2000年以前には為替の円高化等に目して短期国債等を中心に海外投資

家の投資が増大し、価格形成等市場への影響力が高まった時期がある。しかし長期債を含めて継続的に海外投資家の市場への影響力が高まるようになったのは、2000年代に入ってからと思われる。こうした動きの中で、2000年後半にはヘッジファンドによる取引も拡大し、海外投資家のこうした市場への影響力増大に少なからず貢献するようになっていると言える。とはいえヘッジファンドの投資対象債券は国債が中心であり、デリバティブ取引では国債の先物取引等であり、その影響力は現物、先物の国債流通市場中心でもある。

最近のヘッジファンドの資金源の特徴として言われていることは機関化現象であり、生保、年金などリアルマネーの資金流入が拡大しているとの指摘がなされている¹⁵⁾。

これらの資金元に対しては、債券アービトラージ戦略は株式や商品等あるいはその先物取引等を投資戦略の中心とする投資戦略に比べれば相対的にリスク許容度が大きくない特徴を有するので、これら資金元に対する投資資金の勧誘に際しての説得力が高いとも思われる。この点では、債券を取引対象とするファンドへ更なる資金運用拡大も予想されなくはない¹⁶⁾。

しかし、このことが今後とも円債市場に向うヘッジファンドの投資資金の拡大に結びつくかどうかは予測しにくい。それはヘッジファンドの運用マネジャーが円債投資に今後とも価格形成の歪み等を発見して収益機会が見出し得るかどうかにかかっているからである。海外投資家は足の速い投資家と言われるが、ヘッジファンドはその中でも、もっとも速いとみられる。これまでの流れが状況に応じて大きく変化することもなしとはしない。

確かなことは市場への影響力が決して小さく

わが国債券流通市場構造の近時の特徴を探る

ないだけに、仮に円債市場から投資資金が移動するとしても、それはそれで相場形成等に一定程度の影響が生じよう。今後ともヘッジファンドへの円債投資動向を注視していく必要があるだろう。

IV. 終りに

わが国の債券流通市場は、先進国の中でも取引規模が大きく、流動性も高いと評価されている。しかし、それは国債の取引拡大に大きく依存しており、流動性が高いのも国債である。一般債については、銘柄間で流動性に大きな差異が存在する。市況の悪化時には銘柄によっては取引がほとんどなくなることがある。それだけに一般債市場の拡大・深化には債券ディーラーによるマーケットメイク機能の十全な発揮が期待される。

しかし債券取引は相対取引故に投資家の売買ニーズに対応することは、債券ディーラーのポジション造成に直結しやすい。造成された一般債のポジションの調整は、わが国投資家の特性だけでなく、債券ディーラー同士の市場での取引が薄いことやショート・ポジションに係る対象債券調達のためのレポ市場等も十分機能していないことから容易でない。このため債券ディーラーが一般債の多くの銘柄に対して取引の実行性ある価格提示を行うには制約がかかりがちである。この点で、レポ市場の整備など制度面での支援も欠かせないが、こうした制度面の改善もコストとベネフィットの関係を無視できない。例えば一般債中で発行規模が一定程度以上の銘柄などと、改善方向に限定がかかる可能性も否定しにくい。

他方、投資家もこうした現状の下で一般債に

ついては銘柄間で流動性に大きな相異があることを十分認識し、その投資に当たっては銘柄に応じてプレミアムの多寡を十分考慮した投資判断を行うことが肝要となろう。

また近時のわが国債券流通市場においては海外投資家による取引が拡大傾向にあり、価格形成等への影響力も高まりつつある。最近ではヘッジファンドによる取引も先物取引とも密接な関連を有しながら増大している。この点、時間の遅れはあるが株式市場と似た取引構造になりつつあるとも言える。とはいえ、株式市場では取引増大とともにその保有も増大している。銘柄によっては、海外投資家が最大保有者になっているものもある。しかし債券は取引増大が目立つ国債ですら海外投資家の保有は1割前後に止まる。わが国債券流通市場の今後を検討するにあたっては、この点の解明も課題の一つであろう。

注

- 1) 運用受託機関では「3社引合い」（3社への取引可能な価格等の問合せ）が標準的ガイドラインと言われる。
- 2) 「本協会は、協会員が顧客との間において行う公社債の店頭売買の際に協会員及び顧客の参考に資するため、本協会が指定する協会員からの報告に基づく売買参考統計値を発表する。」（日本証券業協会、「公社債の店頭売買の参考値等の発表及び売買に関する規則」第3条）、「当日の午後3時現在、額面5億円程度の売買の参考となる気配を・・・報告する。」（同第7条）
- 3) 日経 NEEDS「JS Price」, 2014年12月31日。（<http://www.nikkei.co.jp/needs/jsprice/>）
- 4) 野村総合研究所「NEWS RELEASE」, 『日本経済新聞社、金融工学研究所、野村証券、野村総合研究所が債券時価評価のための『債券標準価格（JS Price）』を共同開発』, 2001年11月15日。（<http://www.nri.com/jp/news/2001/011115.html>）
- 5) 地方公共団体金融機構、国際協力機構、日本政策投資銀行など。
- 6) 横山 [2014], 19頁。
- 7) 「わが国では社債のレポ取引等を可能とするこのような仕組み<トライパーティーレポ、筆者挿入>がなく、社債に関しては、から売り等を用いた機動的な運用が行いにくい状況にある。社債のレポ取引等が可能な仕組みを導入することで、多様な運用を可能とし、社債市場全

体の流動性を高めることができると期待される。」(吉井 [2009], 39頁)。

- 8) 「入れ替え売買等を行うに当たっても、それを構成する個別銘柄の売買が適正な価格(省略)で行われる必要があり、「公社債の店頭売買の参考値等の発表及び売買値段に関する規則」第12条(取引公正性の確保)の期待は、入れ替え売買等を構成する個別銘柄の売買にも適用されることになる。」(日本証券業協会, 「入れ替え売買等の公正性確保のためのガイドラインについて」(平11. 3. 31)の「2. 適正な価格形成」の(1))
- 9) 「ドル円・為替スワップ市場での円調達コストが低位にあり、海外投資家にとって国庫短期証券利回りをさらに下回るコストでの調達が可能となる局面が多かったことも、国庫短期証券の保有を後押しした可能性がある。」(日本銀行金融市場局 [2014], 15頁)。
- 10) 経済産業省経済産業政策局調査課 [2008], 12頁。
- 11) 「日本 CDS 市場では、外資系金融機関(外資系投資銀行を含む)、ヘッジファンドなどのシェアが高く、・・・。」(後藤 [2014], 262頁)。
- 12) 金融庁「財政金融統計年報」645号(2006年1月)では、11頁において「平成15年も引続きヘッジファンドや外国銀行を中心に国債と国債先物とを組み合わせた取引や国債と金利スワップ取引等の裁定取引による国債売買を中心に売り越した。」とある。さらに「平成16年は、年初はヘッジファンドや外国銀行等が前年の裁定ポジション解消のため現物買いを行い、その後も裁定ポジションの造成や解消を行った。6月に金利上昇を織り込んで債券先物が割安となった局面で先物買・現物売りの大きなポジションを造成したが、弱めの経済指標などで金利低下がみられた8・9月にはその裁定ポジションを解消する現物買い・先物売りを行った」と説明されている。
- 13) 「90年代半ば以降、同様(市場の歪みを発見し、その歪みの解消に伴う利益を狙った裁定取引)の裁定取引がさかんに行われたことから、市場価格の歪みに起因する裁定機会は縮小している。そのため最近(2000年代半)では、ヘッジファンドを中心に、縮小した裁定機会から十分な収益を上げるため大きなレバレッジをかけた()内は筆者挿入」(日本銀行金融市場局 [2007], 3頁)とある。
- 14) CTA (commodity trading advisor) とは、もともと原油や穀物等の商品先物中心の投資戦略を持つヘッジファンド等を指すが、近時は株式、債券、通貨等の先物も手掛けるとされる。高度な投資手法と高度の運用管理が特徴ともいわれる。グローバルマクロとは、各国や地域の経済見通しに基づいて各国の株式、債券、通貨等への投資を投資戦略とするヘッジファンド等を指す。
- 15) 「1990年代のヘッジファンドの主な投資主体は、裕福な個人投資家であった。最近では、投資家の機関化が進み、年金基金や企業、大学等による投資が増えている。」(経済産業省経済産業政策局調査課 [2008], 19頁)。
- 16) 最近では欧米年金等が運用の複雑さ、透明性の課題などからヘッジファンドへの投資をやめる動きが出ているとの報道もある。

参考文献

- 安田秩敏 [2007] 『日本クレジット総論—知られざる巨大市場のすべて』パンローリング
- 大河理沙 [2015] 「外国為替市場におけるヘッジファンド：市場構造や価格形成へのインプリケーション」『日銀レビュー』日本銀行金融市場局, 1月
- 経済産業省経済産業政策局調査課 [2008] 「国内外で存在感を高めるヘッジファンドの実態調査(概要)」, 4月
- 後藤文人 [2014] 『日本クレジット市場の特徴と投資分析』中央経済社
- 社債市場活性化に関する懇談会第4部会 [2011年] 「議事要旨」日本証券業協会, 6月2日
- 徳島勝年 [2012] 「第4部会での検討について」『月刊資本市場』資本市場研究会, 11月
- 長野哲平 大岡英興 馬場直彦, [2007] 「円金利市場における海外投資家の動向について」『日銀レビュー』日本銀行金融市場局, 1月
- 日本銀行金融市場局 [2014] 「2013年度の金融市場調節」『BOJ Reports & Research Papers』, 6月
- 横山淳 [2014] 「ボルカールール(自己勘定取引の禁止編)」『金融システムの諸問題』, 大和総研, 3月7日 (<http://www.dir.co.jp.research/report/low-research/financial>)
- 吉井一洋 [2009] 「クレジット市場における検討課題—わが国社債市場の問題点、及びCDSの集中清算機関の設立と規制の動向」金融庁金融研修センター (<http://www.fsa.go.jp/frtc/kenkyu/.20090722/108.pdf#serch=>)
- 吉井一洋 [2014] 「社債の価格発表(公表)制度, 2015年11月から開始」『月刊資本市場』資本市場研究会, 8月
- (日本女子大学非常勤講師)