

国債を通じて資本市場の現状と研究を繋ぐ

東京大学公共政策大学院 特任准教授 服部孝洋

債券市場と情報インフラ

筆者は、財務省が発行する政策広報誌である『ファイナンス』に、金融に関する基本的な解説論文を寄稿している。ほぼ毎月、新しいトピックを説明し、債券やデリバティブはもちろん、金融規制などを含め包括的に寄稿してきた。最近では、転換社債（CB）や社債の起債方法など、発行体サイドで話題になることが多い内容についてもカバーし始めている。当初は、自分自身の理解の確認や備忘録と位置づけていたものを活字化していったのだが、実際に論文としてリリースすると、市場参加者や政策担当者から感想をいただき、ありがたいお声をいただくことが増えた。

その中でも思い出深い論文が「日本国債先物入門」である。国債先物は、債券市場において最も重要な金融商品の一つといえる。国債先物は1日で何兆円も売買されるなど、債券市場で最も流動性が高い商品である。国債先物は7年国債と密接な関係を有しており、先物の情報は7年国債との裁定を通じ、現物の国債に影響を与える。そのため、債券ビジネスに関わると、国債そのものだけでなく、国債先物の基本的な商品性や、それに関係する基礎概念の正確な理解が求められる。例えば、ネット・ベーススやコンバージョン・ファクター、チーペストなどは、債券市場において必須な知識といえる。

一方で、筆者が証券会社の債券部門に所属していた際には、国債先物を理解するのに大変苦労した覚えがある。その理由として、国債先物の実態に即した文献が欠如していたことがある。そもそも、株式など他の分野に比べて、債券については特に基礎的な情報インフラが少ない。実際、国債市場は「円債村」などといわれ、クローズドな市場であるといわれることも多い。その背景として、債券ビジネスは個人投資家の存在感が薄く、機関投

資家中心のビジネスであることも大きい。近年、金融機関における専門性の重要性が指摘され、部門を超えた異動が減少している構造も、そもそもの基本的な知識の共有がなされにくい要因になっているかもしれない。

また、近年の証券会社におけるコンプライアンス重視の動きもこれに拍車をかけた可能性がある。証券会社でコンプライアンス意識が高まり、情報提供に様々な制約が課されるようになった一方で、特に金融危機以降、金融規制の強化に伴い、債券ビジネスが複雑化していった。例えば、AT1債やTLAC債など、規制と直接紐づいた商品が生まれ、規制を理解していないと、各金融商品の有するリスクを理解できない状況が生まれた。

金融の教科書と実務の乖離

国債先物の理解が困難であった理由として、金融の教科書で説明されていることと、実際の先物取引の間に大きな乖離があったことも看過できない。教科書的には、国債先物というと、国債の予約取引のことだと説明される。もちろん定義としてはそうなのだが、国債市場の投資家は、国債を予約して買う（売る）ために国債先物を用いているわけではない。国債先物のポジションを満期まで有した場合、満期に現物の国債を受け渡すことになるが、現実には国債の受け渡しを選択する投資家はごく一部であり、多くの投資家は満期前にそのポジションを手じまいしてしまい、翌期の限月にロールしている。即ち、実際の投資家は、予約取引という形をとることでレバレッジをかけることが可能になったり、ショートがしやすくなることなどを目的に、国債先物を用いている（詳細は拙著『はじめての日本国債』集英社新書（2025年1月）を参照されたい）。市場参加者はこの事実を当然のように認識しているが、書店に並ぶ多くの書籍には、このような重要な事実は、

筆者が実務に携わっていた当時は、記載されていないように感じた。

国債先物に関するこの経験は、教科書で語られる内容と、金融の実際の現場との差を深く考えさせられる契機となった。修士課程を修了して金融機関に入った筆者は、大学では教科書等を通じてデリバティブ等を学んだが、実際に現場を深く知ることも重要だと気づいた。そもそも金融論とは実務に密接な学問であり、現場の知見をより一層重視すべき学問の一つといえる。

この文脈でいえば、筆者が『ファイナンス』などで記載している文章は、このギャップを埋めようとする作業ともいえる。そもそも金融についてわかりやすく記述すること自体、極めて困難な作業であり、書き手としての力量が求められるが、筆者としては、できるだけ実際の金融の現場が想像できるような文章を心がけている。「日本国債先物入門」では、読者がトレーダーであると想定することで説明を展開するが、このような工夫を行った理由は、先物に触れたことがない読者が、実際の取引をイメージできるようにするためである。例えば、国債先物における重要なトレードとして、国債の現物と先物の裁定取引があるが、読者がトレーダーであった場合、具体的にどのようにアービトラージを行うかという観点を強調した記述を心がけた。また、実際の実務と関連付けができるよう、例えば、Bloombergをどのように活用すべきかなども記載した。

筆者がこのような解説論文を書き続けている動機として、筆者自身が証券会社で比較的多くの部署を経験できたことも大きい。筆者は、証券会社のリサーチからキャリアをスタートし、投資銀行（IB）部門とグローバル・マーケットでの経験を積み、さらに、財務省への出向もしたため、異動の度に情報のキャッチアップが求められた。今では大学で学生向けに講義を行っているが、これまで、全く異なるバックグラウンドの相手に金融の説明をしてきたがゆえ、どのような視点で説明をすると伝わりやすいかについて想像できるようになった部分もあるかもしれない。

実務経験を学術研究に繋げる

上記のとおり、筆者は金融に関する解説論文を継続して執筆しているが、特に金融市場の制度に関する解説論文を執筆する作業は、学術研究にも直結している。筆者が制度面の理解が研究につながるという実感を初めて抱いたのは大学院時代である。経済学の実証研究では、制度的な理解と細かいデータを用いて実証を行っている研究も少なくない。もっとも、自身が実際にその経験を生かして本格的に論文を書くようになったのは、修士課程を終えて10年くらいたったところである。

例えば、拙著『日本国債入門』（金融財政事情研究会、2023年12月）や『はじめての日本国債』では、筆者が執筆したイールドカーブ・コントロール（YCC）の論文（共著）について触れたが、この研究も市場参加者としての実感を学術研究にしたものの一例である。日銀はYCCを導入して以降、国債の購入量を低下させており、市場参加者の多くは、日銀がオペレーションを変更し、金利にフィードバックする形としたことを感じ取っていた（その結果、国債の購入量が低下して「ステルス・テーパリング」などと呼ばれた）。筆者の研究では日中データを用いて、指値オペを発動した時に日銀が意図した方向に金利を誘導できたことも実証しているが、これも市場参加者としての立場を経験したからこそ、細かなデータが実際に取得可能であることを知っていたことが大きい。

海外に目を向けると、実務に携わりながら論文を書いている市場参加者は少なくない。特にファイナンスの学術ジャーナルを見ると、金融機関の名称をみることは珍しくない。ファイナンスという分野の性質上、実務に携わることが研究のアイデアに直結することは想像に難くない。別の見方をすれば、実務に携わる人にも研究をするチャンスがあるともいえる。筆者としては金融に関する基礎的な解説論文を書くことで、資本市場における情報インフラの形成に貢献しつつ、その中で、研究のネタを見つけて論文を書いていくことで資本市場に貢献していきたいと考えている。