

2018年2月23日
日本銀行金融市場局

「市場調節に関する懇談会」(2018年第1回)の概要

日本銀行では、「市場調節に関する懇談会」(2018年第1回)を下記のとおり開催しました。

1. 開催要領

(日時) 2018年2月22日(木) 17時30分から

(場所) 日本銀行本店

(参加者) 全オペレーション対象先の市場部門担当役員または実務責任者

(日本銀行出席者) 金融市場局長、市場調節課長、総務課長、市場企画課長

2. 内容

(1) 金融市場局長挨拶

(2) 日本銀行からの説明

・最近の金融市場の動向および市場調節の運営(資料1)

(説明者) 市場調節課長

・国債市場の流動性(資料2)

(説明者) 総務課長

・金利指標改革を巡る国内外の検討状況(資料3)

(説明者) 市場企画課長

以 上

最近の金融市場の動向 および市場調節の運営

2018年 2月 22日

日本銀行金融市場局

当面の金融政策運営について（抜粋）

— 2018年1月23日 政策委員会・金融政策決定会合決定 —

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、以下のとおり決定した。

(1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。

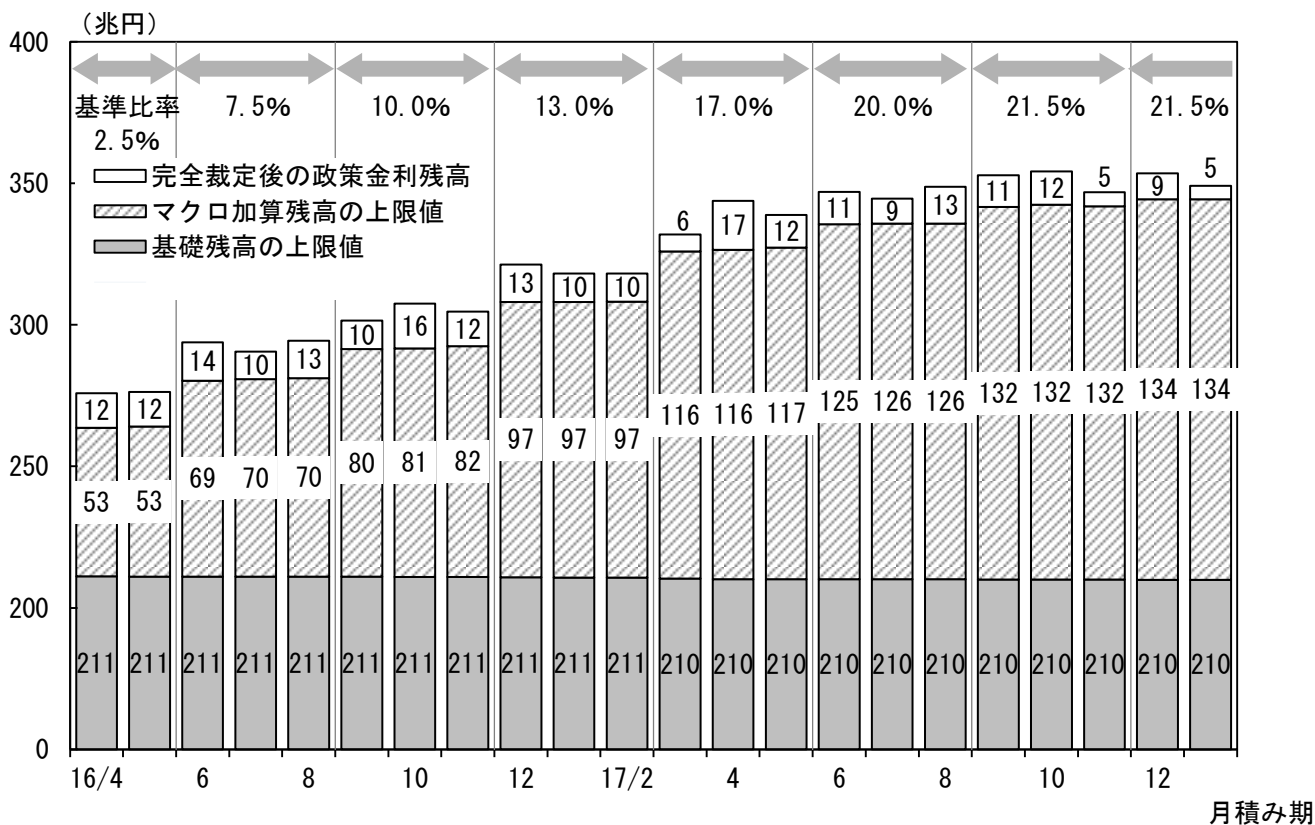
(2) 資産買入れ方針

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

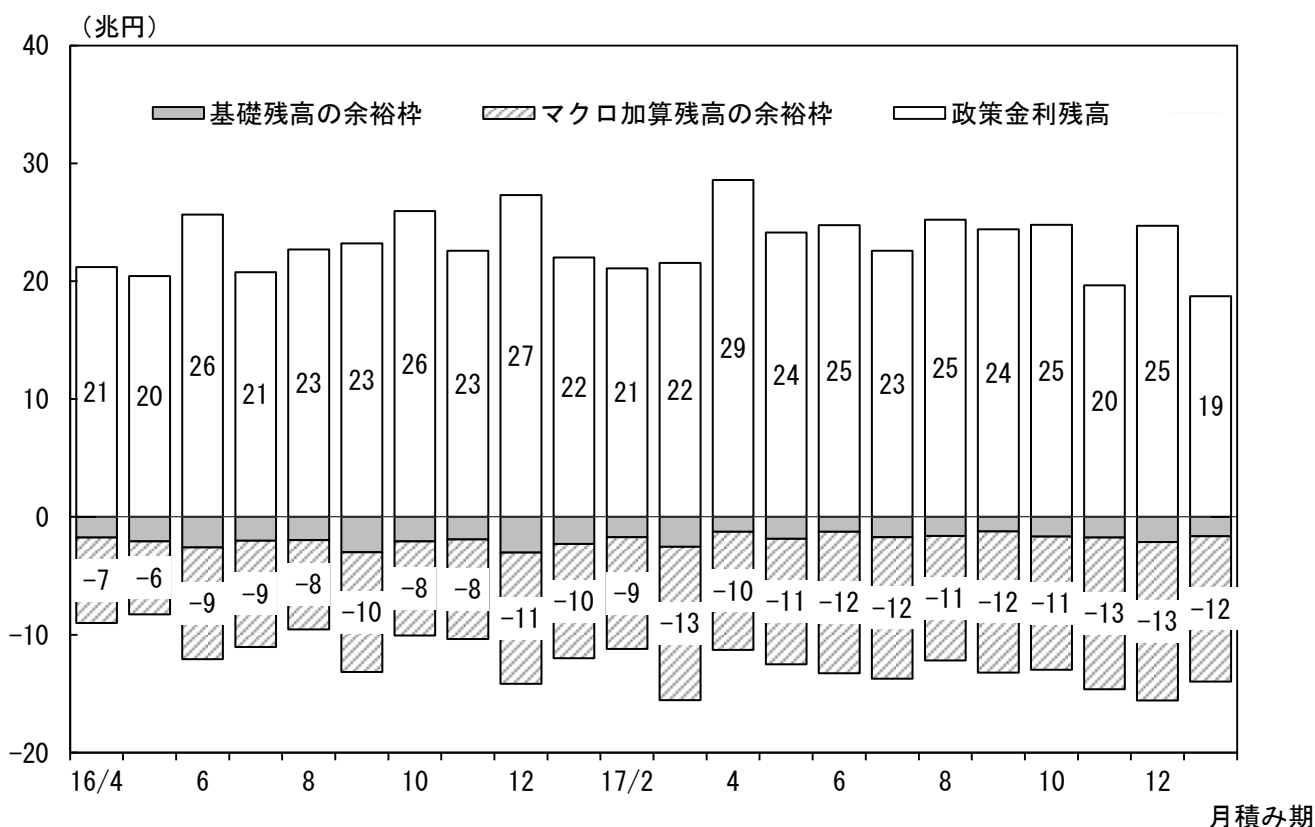
- ① ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- ② CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

適用金利別の当座預金残高

(1) マクロ加算残高等の上限値と「完全裁定後の政策金利残高」



(2) マクロ加算残高等の「余裕枠」と政策金利残高



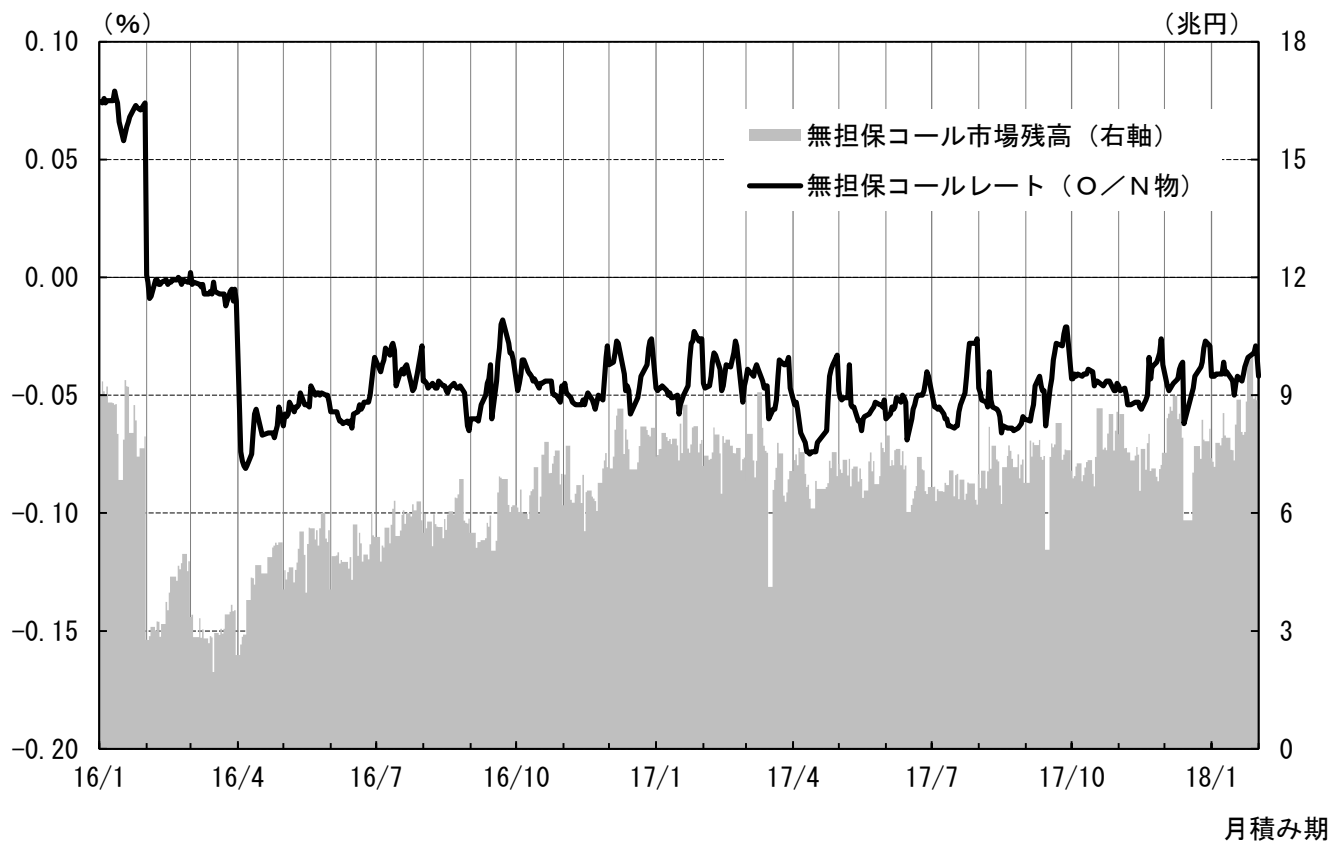
(注1) 「完全裁定後の政策金利残高」は、基礎残高やマクロ加算残高の「余裕枠」を有する金融機関が、その「余裕枠」をすべて利用して、政策金利残高を有する金融機関から資金調達を行った後に、なお残る政策金利残高を指す。

(注2) 2017年12月積み期および2018年1月積み期は速報値。

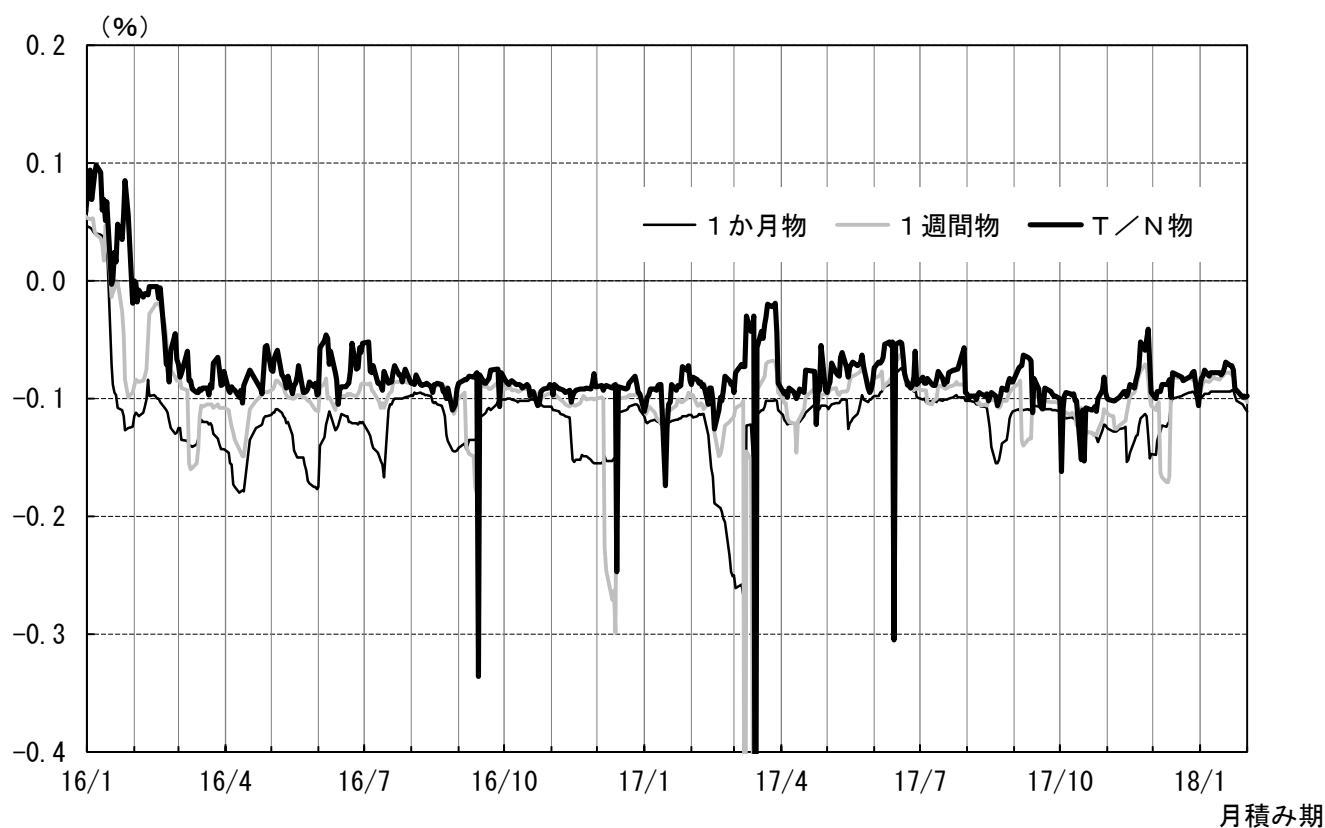
(出所) 日本銀行

無担保コール・GCレポ

(1) 無担保コールレート



(2) GCレポレート



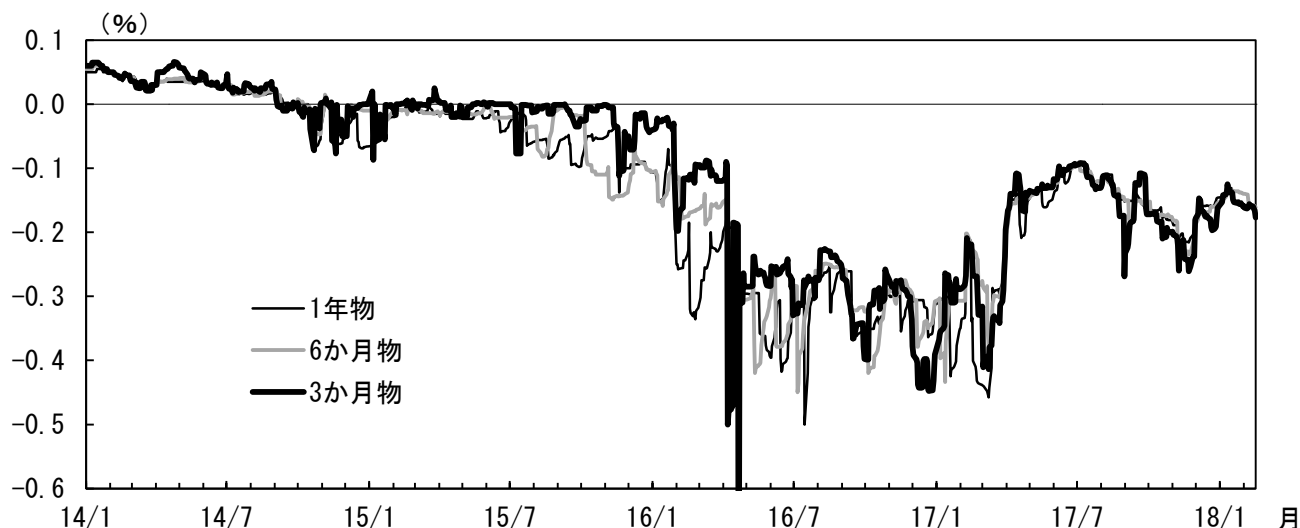
(注1) レートは約定日ベース。

(注2) 無担保コール市場残高は、ターム物を含む。

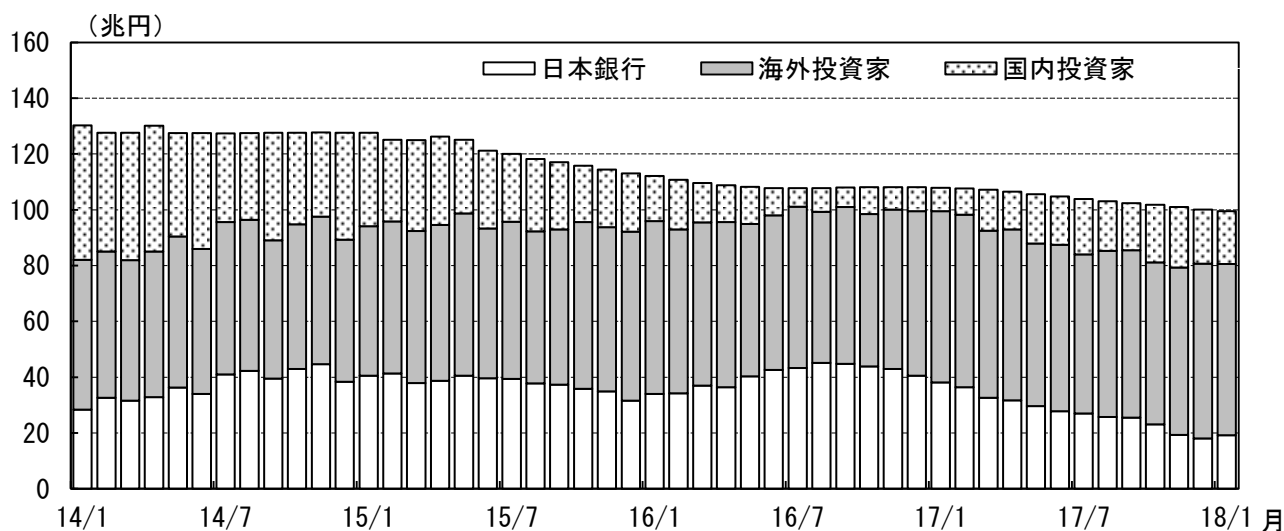
(出所) 日本銀行、日本証券業協会

国庫短期証券

(1) 国庫短期証券の利回り



(2) 主体別の国庫短期証券保有残高



(注) 海外投資家の保有残高は、財務省・日本銀行「対外債務」の四半期末残高をベースに、月次のネット買越し額を積み上げた試算値。国内投資家は、国庫短期証券の市中発行残高から日本銀行、海外投資家の保有残高を差し引いたもの。

(3) 国庫短期証券買入れの運営

当面の長期国債等の買入れの運営について (抜粋)

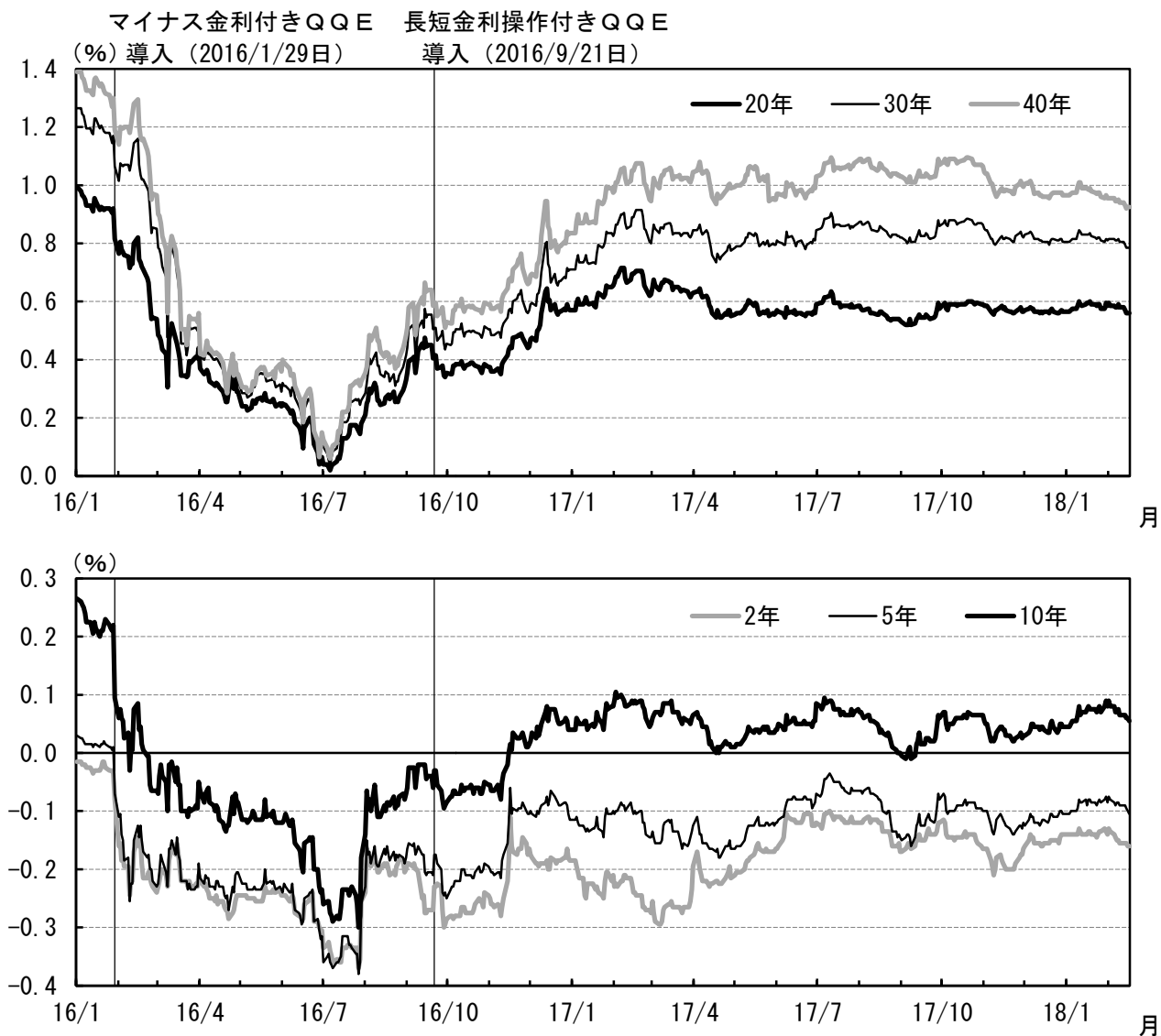
— 2018年1月31日公表 —

3. 国庫短期証券の買入れ

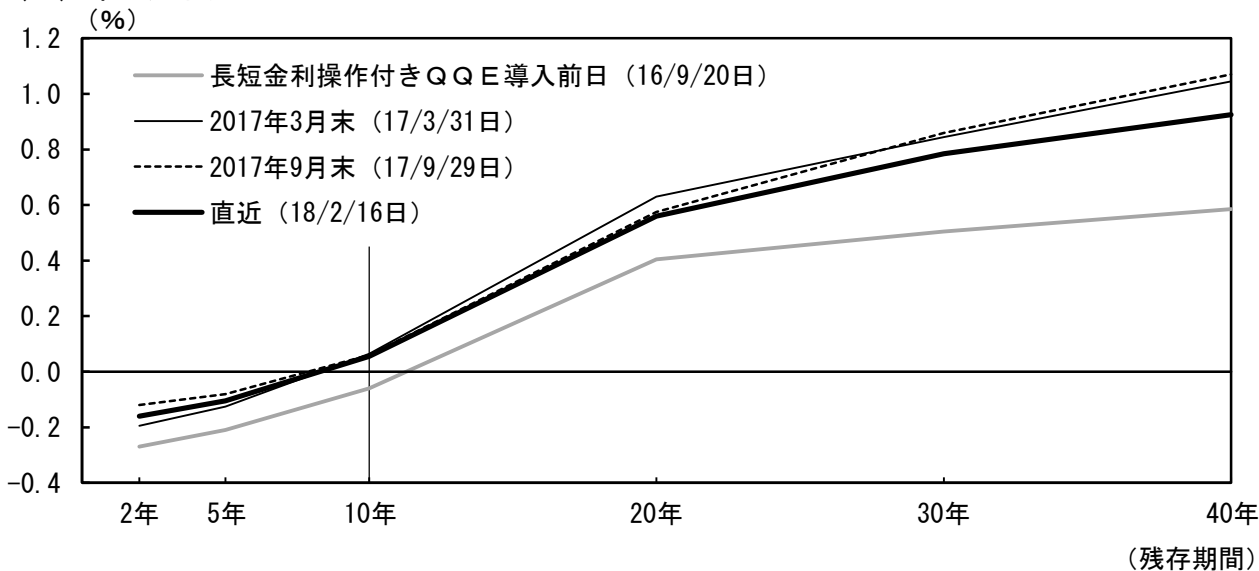
金融市場調節の一環として行う国庫短期証券の買入れについては、当面、残高を概ね10兆円台後半から20兆円台前半とすることをめどとしつつ、金融市場に対する影響を考慮しながら1回当たりのオファー金額を決定する。

長期金利

(1) 長期金利の推移



(2) イールドカーブ



(出所) 日本相互証券

長期国債の2月の買入予定

	残存期間		1回当たりオファー金額 (単位：億円)	現時点で予定している日程
利付国債（物価連動債、変動利付債を除く）	1年以下		100～1,000程度	月2回程度
	1年超 5年以下	1年超 3年以下	2,000～3,000程度	2月7日、9日、15日、 21日、23日、28日
		3年超 5年以下	2,500～3,500程度	
	5年超10年以下		3,000～5,000程度	2月2日、7日、13日、 15日、21日、26日
	10年超	10年超 25年以下	1,500～2,500程度	2月2日、9日、19日、 23日、28日
		25年超	500～1,500程度	
物価連動債			250程度	月2回程度
変動利付債＜偶数月＞			1,000程度	隔月1回

（注1）残存期間1年超5年以下および残存期間10年超については、残存期間の区分を細分化（1年超3年以下および3年超5年以下、10年超25年以下および25年超）して同時にオファーすることがあります。

（注2）残存期間1年超5年以下、5年超10年以下および10年超については、市場の動向等を踏まえて、上記に加え、上記以外の日にオファーすることがあります（その場合のオファー金額は上記の金額とは限りません）。ただし、買入対象銘柄の残存期間が重複する利付国債の入札日（流動性供給入札を含む）には、原則オファーしません。

（注3）物価連動債については、買入対象銘柄を2013年10月以降に発行されたもののみとすることがあります。

（注4）利付国債（物価連動債、変動利付債を除く）の買入れについては、市場の動向等を踏まえて、買入利回りの利回較差に下限を設けて入札を行う場合があります。

（注5）固定利回り方式による国債買入れについては、上記にかかわらず、必要に応じて随時実施します。

日本銀行のバランスシート項目

(単位：兆円)

	13年 3月末	13年末	14年末	15年末	16年末	17年 9月末	18年 1月末
長期国債 ¹	91.3	141.6	201.8	282.0	360.7	404.2	423.7
CP等 ²	1.2	2.2	2.2	2.2	2.3	1.9	2.2
社債等 ²	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
ETF ³	1.5	2.5	3.8	6.9	11.1	15.8	17.7
J-REIT ³	0.12	0.14	0.18	0.27	0.36	0.43	0.45
貸出支援基金	3.4	8.4	23.4	29.8	38.8	45.7	47.1
買入国庫短期証券 ⁴	16.4	24.2	38.4	31.6	40.5	25.5	19.2
共通担保資金供給	21.7	18.1	8.0	6.4	0.5	0.7	0.3
その他とも 資産計	164.8	224.2	300.2	383.1	476.5	513.4	526.7
銀行券	83.4	90.1	93.1	98.4	102.5	100.8	103.4
当座預金	58.1	107.1	178.1	253.0	330.2	369.1	368.6
その他とも 負債・純資産計	164.8	224.2	300.2	383.1	476.5	513.4	526.7
マネタリーベース	146.0	201.8	275.9	356.1	437.4	474.7	476.7

(注1) 長期国債については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、買入れを行う。

(注2) CP等、社債等については、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

(注3) ETFおよびJ-REITについては、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。

(注4) 買入国庫短期証券は、対政府取引等を勘案していない。

(出所) 日本銀行

国債市場の流動性

2018年2月22日

日本銀行金融市場局

国債市場の流動性モニタリング

「市場流動性」の定義は、必ずしも一様ではない¹。

- 一般に、流動性の高い状況とは、「その時々で観察される『市場価格』に近い価格で、市場参加者が売買したい量を、速やかに売買できる」とか、「個々の市場参加者による売買が、市場価格に大きな影響を及ぼさない」などといった状況が想定。
- また、価格変動が大きい（小さい）からといって、それが常に流動性の低下（向上）を表しているとも限らない。

このため、流動性の状況は、多面的な観点から点検することが重要。

	「国債市場の流動性指標」	「債券市場サーベイ」
主な内容	個別の取引データ等を活用して日本銀行が算出した指標	市場参加者からみた債券市場の機能度や金利見通し
対象市場	長国先物市場、現物市場、SCレポ市場	現物市場
公表時期	四半期毎（3、6、9、12月）	四半期毎（3、6、9、12月） <調査月は2、5、8、11月>

その際には、次の留意点も意識しながら、やや長い目で見た傾向の変化や、非連続な変化の有無などを確認。

- 「客観的な指標」は、基本的に、実現した取引等のみが対象であること。
- 「主観的な見方」は、ビジネスモデルの違いなども反映し得ること。
- 流動性や市場機能への中長期的な（不可逆的な、または取り戻し難い）影響の見極めが重要であること。

¹ 市場流動性の定義と測定を巡る問題は、黒崎・熊野・岡部・長野「国債市場の流動性：取引データによる検証」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No.15-J-2、2015年3月も参照。

2018年2月2日
日本銀行金融市場局

「債券市場サーベイ」および「国債市場の流動性指標」の拡充について

日本銀行金融市場局では、市場参加者との対話を強化する観点から、「債券市場サーベイ」の実施や「国債市場の流動性指標」の公表といった取り組みを行ってきた。

今般、一層多面的な観点から債券市場の流動性・機能度等を把握し、市場参加者との対話に活かしていくため、これらの取り組みを以下の通り拡充することとした。

1. 「債券市場サーベイ」の拡充

日本銀行金融市場局では、2015年2月調査から四半期毎の「債券市場サーベイ」を開始し、市場参加者からみた債券市場の機能度や先行きの金利見通しを継続的に把握するとともに、市場参加者との対話にも活用してきた¹。

今般、より幅広い市場参加者の見方を把握する観点から、調査対象先を、従来の、国債売買オペ先のうち協力頂ける先（銀行・証券等）から拡充し、大手機関投資家（生命保険会社、損害保険会社、投資信託委託会社等）を加えることとした。この結果、調査対象先数は現行（2017年11月調査）の46先から、70先程度となる予定。

本件については、2018年2月調査（3月公表）から実施する予定である。

2. 「国債市場の流動性指標」の拡充

日本銀行金融市場局では、2015年8月から、国債市場の流動性に関する各種の指標を「国債市場の流動性指標」として概ね四半期毎に公表し、市場参加者との対話に活用してきた²。

¹ 「市場参加者との対話の強化に向けた取り組みについて」（2014年11月5日）

² 「国債市場の流動性に関連する各種指標の掲載開始について」（2015年8月18日）

今般、現物国債の市場流動性をより詳細に把握する観点から、新たな指標を作成し、「国債市場の流動性指標」の内容を拡充することとした³。

拡充された「国債市場の流動性指標」については、2018年3月分から公表する予定である。

以 上

<照会先>

1. について 日本銀行 金融市場局 市場企画課
服部 (03-3277-1244)、山崎 (03-3277-3024)
2. について 日本銀行 金融市場局 総務課
東 (03-3277-3039)、小林 (03-3277-1372)

³ [「第6回債券市場参加者会合」\(2017年12月6日、7日開催\)](#)において、試行的に作成したものとして説明した指標の一部を含む予定。

現物市場の流動性をより詳細に把握する試み

今般、現物国債の市場流動性をより詳細に把握する観点から、新たな指標を試行的に作成（アンダーラインが、新たな指標）。

—— 日本相互証券のデータを基に日本銀行が作成

(図表 1) 現物国債の取引高

(図表 2) ビッド・アスク・スプレッド

—— 15:00 時点の気配値。新発債が対象。

(図表 3) ビッド・アスク・スプレッド (ディーラー間取引)

—— 日中の気配値の平均。新発債および前回新発債が対象。

(図表 4) ビッド・アスクの存在時間 (ディーラー間取引)

—— 1日のうち、ビッド・アスクが双方とも提示されていた時間の長さ。新発債および前回新発債が対象。

(図表 5) 市場の厚み

(1) 対顧客取引の提示レート間スプレッド

—— 証券会社が顧客に提示するレートのうち、ベストとワーストの差。

(2) ディーラー間市場における板の厚み

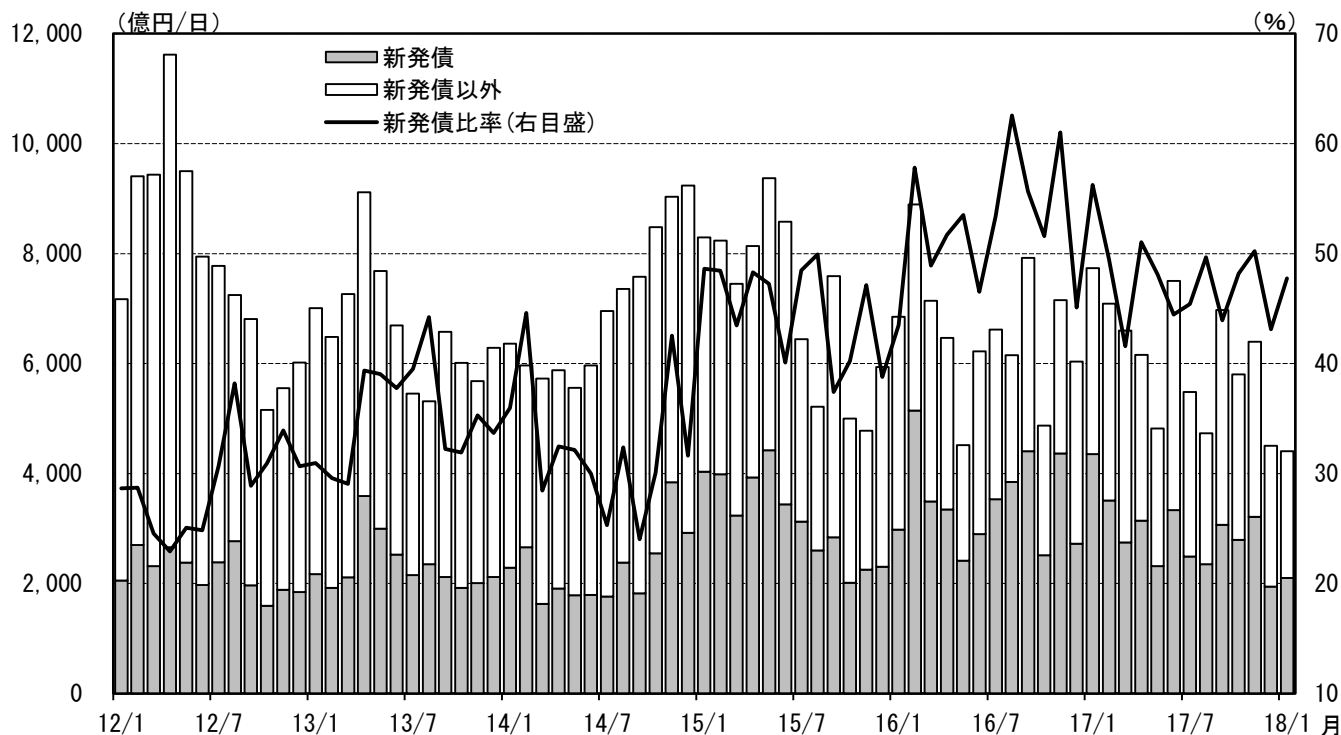
—— 1日のベスト・アスク注文量とベスト・ビッド注文量の中央値。

(図表 6) ビッドの存在時間でみた銘柄数割合

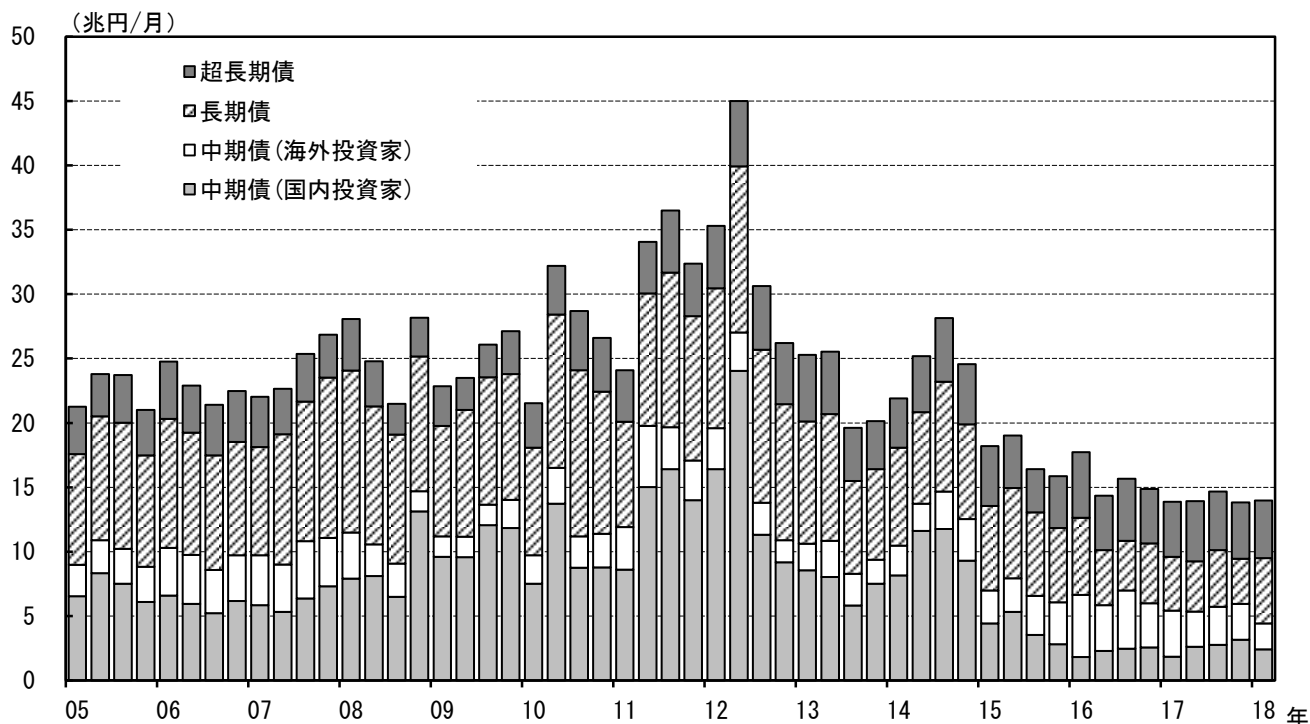
—— 日中、ビッドが提示されている時間の長さに応じた銘柄数の構成比。

現物国債の取引高

(1) ディーラー間の国債取引高 (日本相互証券)



(2) ディーラーの対顧客取引高 (顧客の国債グロス買入れ額)



(注) 1. (1)は、2、5、10、20、30、40年債の1日当たり取引高 (日本相互証券)。直近は1月。

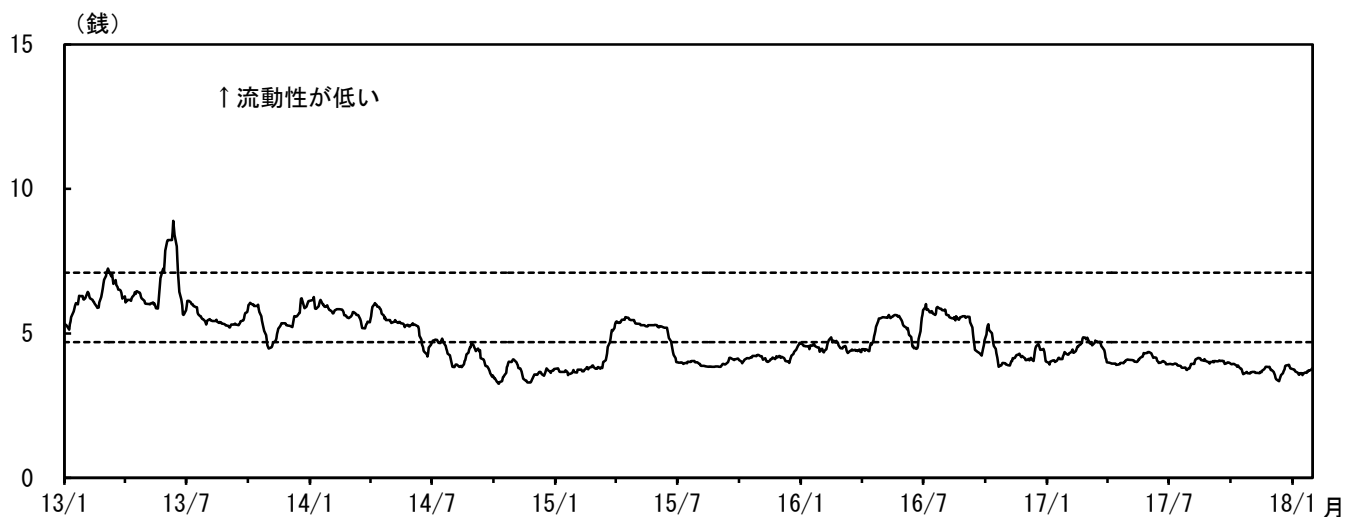
2. (2)は国庫短期証券等を除く。直近は1月。

3. 顧客は、都市銀行、地域金融機関、投資家 (生保・損保、信託銀行、農林系金融機関、投資信託、官公庁共済組合)、外国人の合計であり、その他の主体 (政府、日本銀行、ゆうちょ銀行、かんぽ生命、事業法人、その他金融機関等) を含まない。

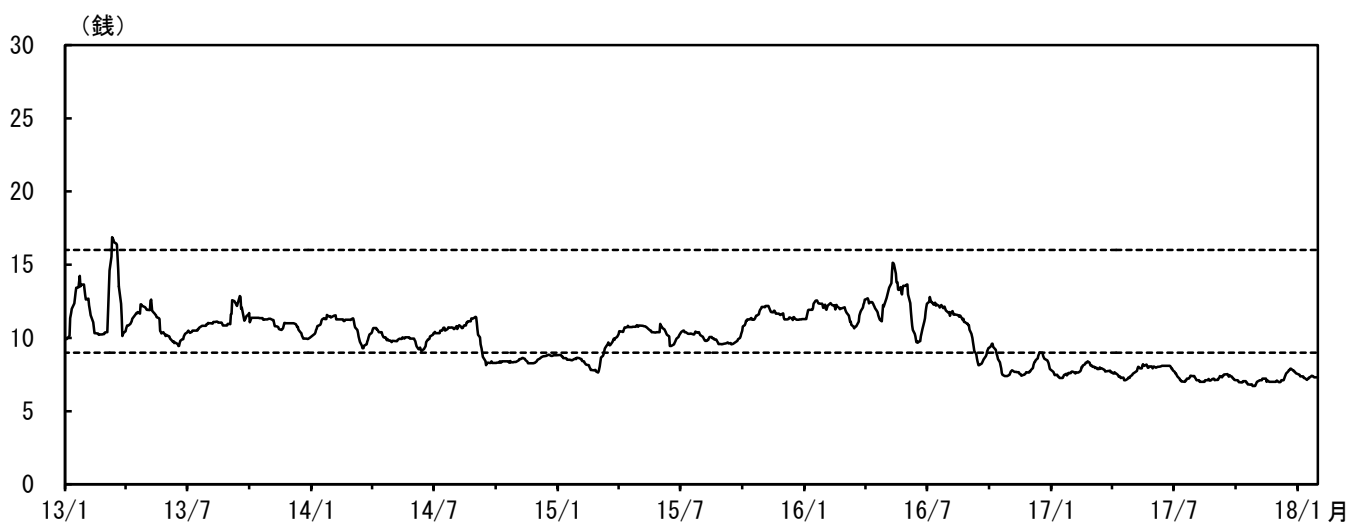
(出所) QUICK、日本証券業協会

ビッド・アスク・スプレッド

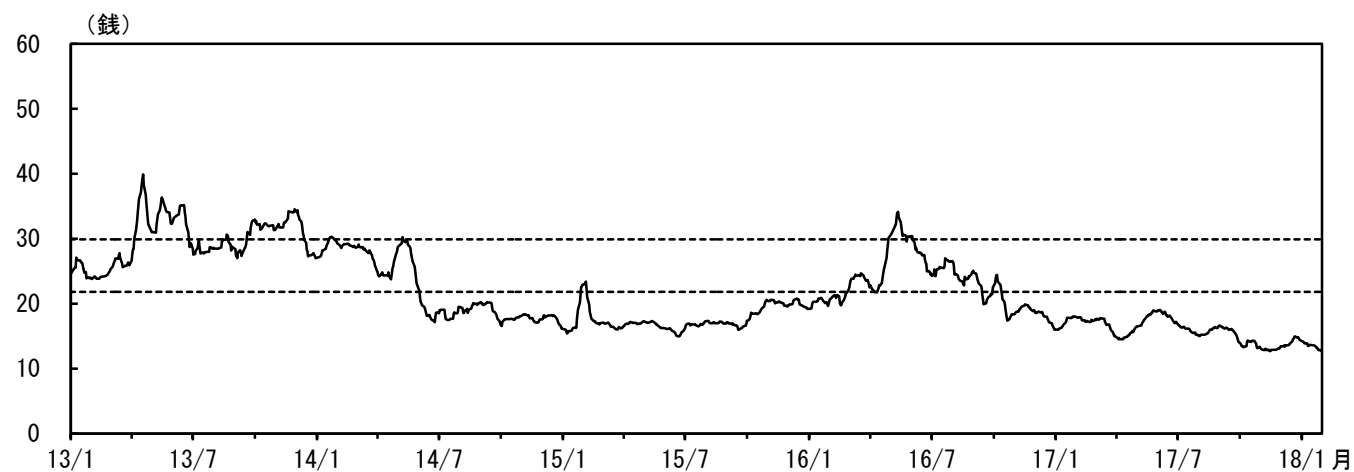
(1) 5年



(2) 10年



(3) 20年

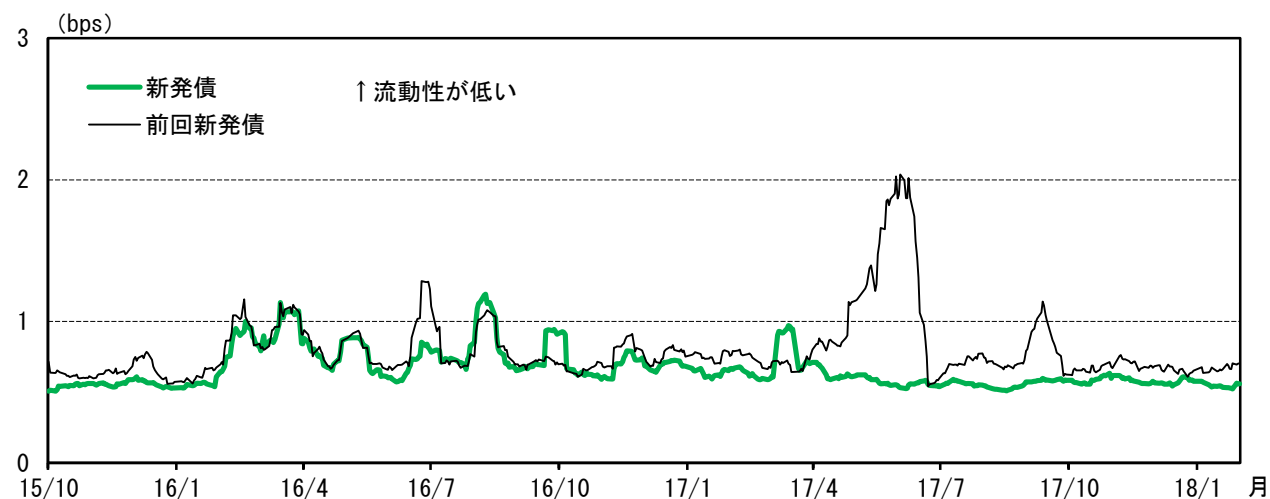


(注) Trade web気配値(15時時点)の後方10日移動平均。点線は、2010/1~2013/3月における第1四分位と第3四分位を示す。直近は1月末。

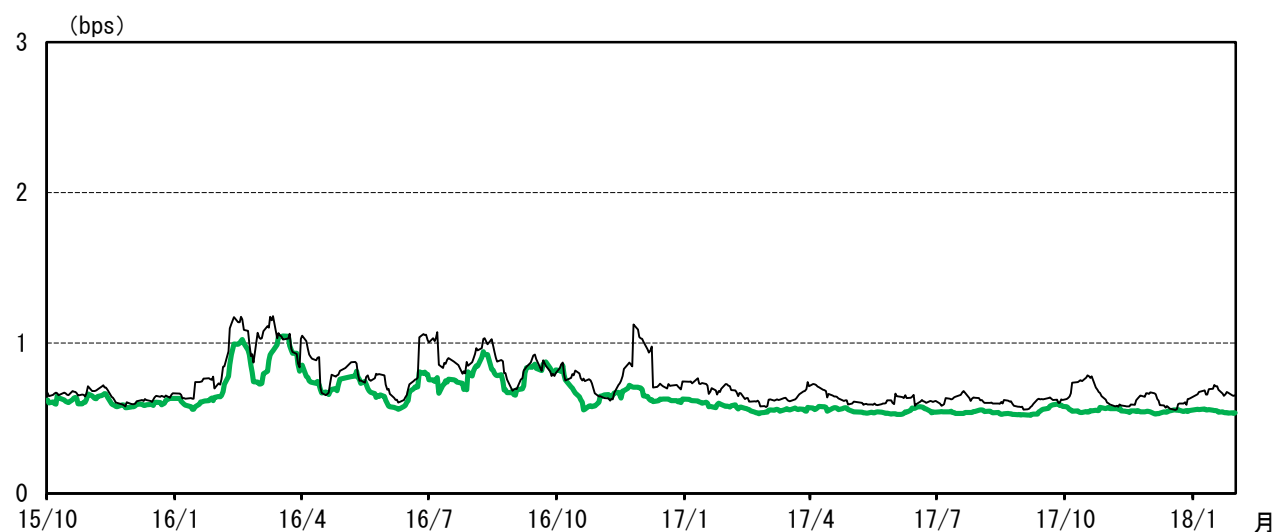
(出所) トムソン・ロイター

ビッド・アスク・スプレッド (ディーラー間取引)

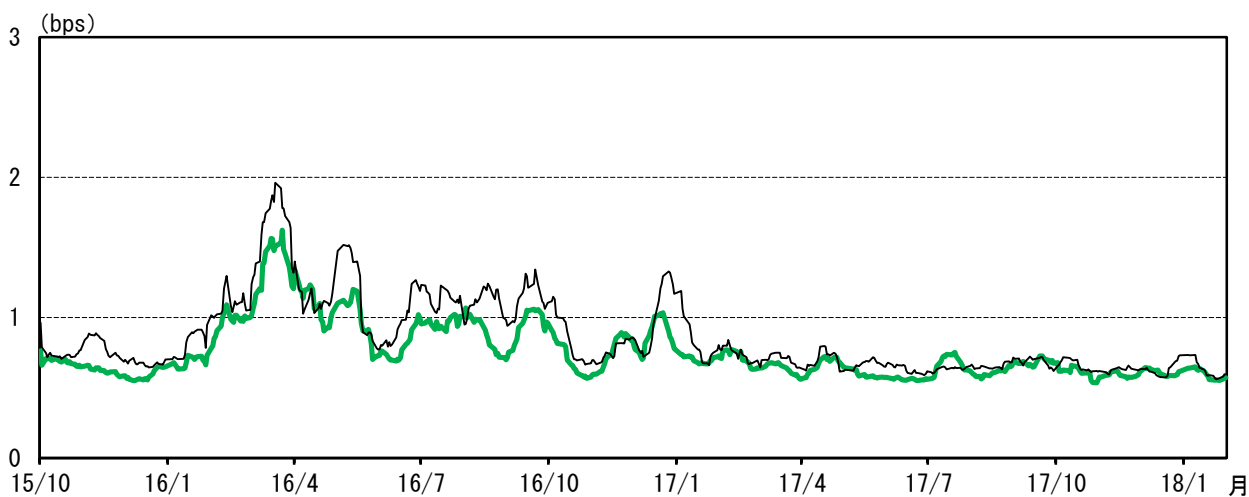
(1) 5年債



(2) 10年債



(3) 20年債



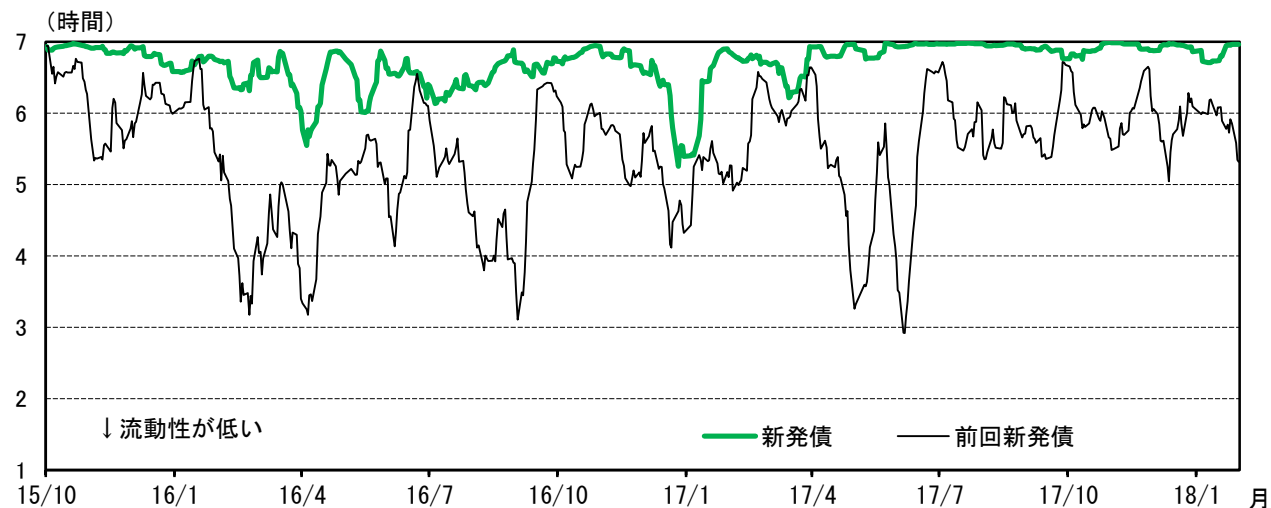
(注) 1. 日中平均値。ビッドとアスクがともに提示されている時間のみが対象。

2. 後方10日移動平均。直近は1月末。

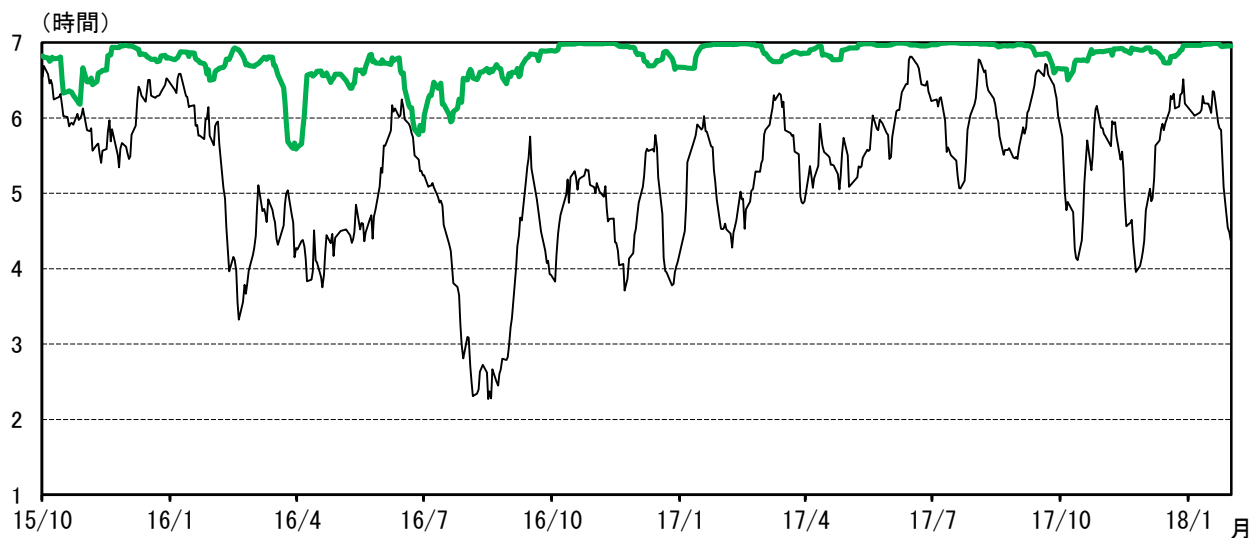
(出所) 日本相互証券

ビッド・アスクの存在時間 (ディーラー間取引)

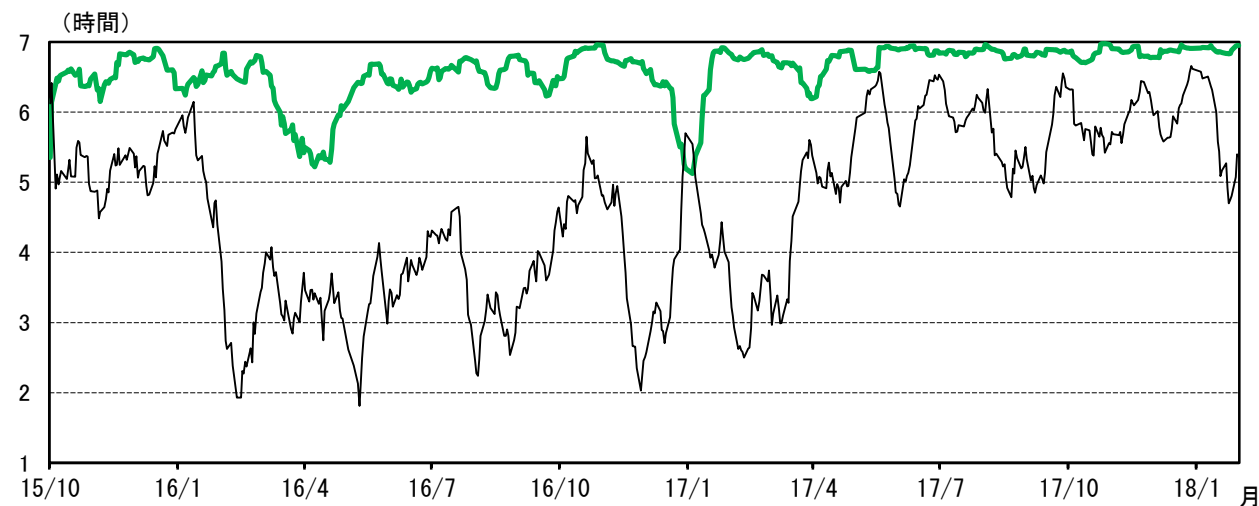
(1) 5年債



(2) 10年債



(3) 20年債



(注) 1. ビッドとアスクがともに提示されている時間。
2. 後方10日移動平均。直近は1月末。

(出所) 日本相互証券

市場の厚み

(1) 対顧客取引の提示レート間スプレッド



(2) ディーラー間市場における板の厚み



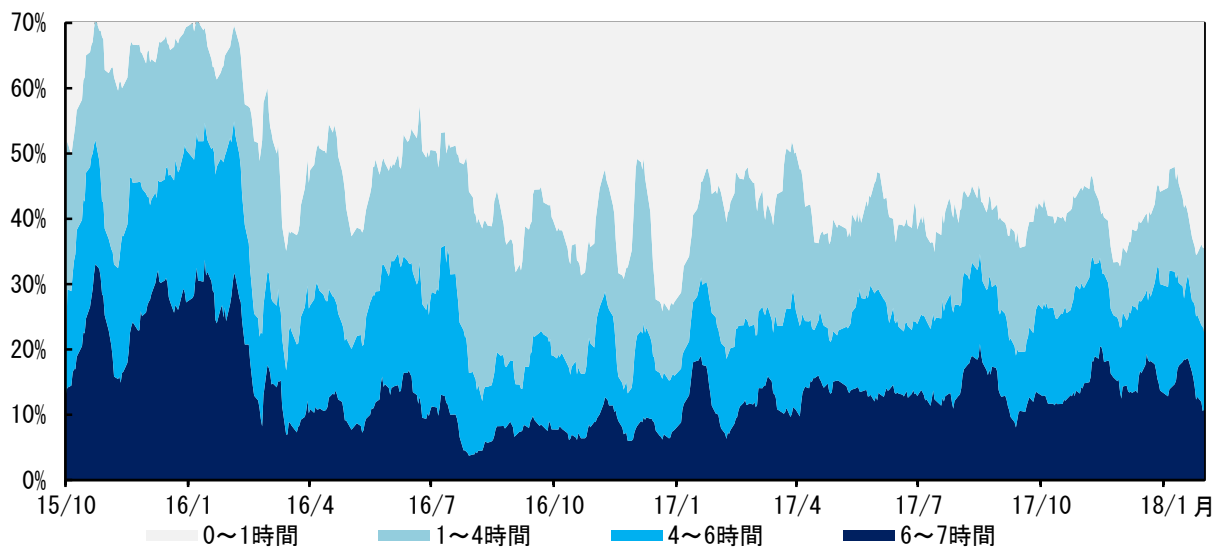
(注) 1. (1)はスプレッドが10bpsを超える一部の取引を除外して集計。(2)は日中中央値。後方10日移動平均。

2. 直近は1月末。

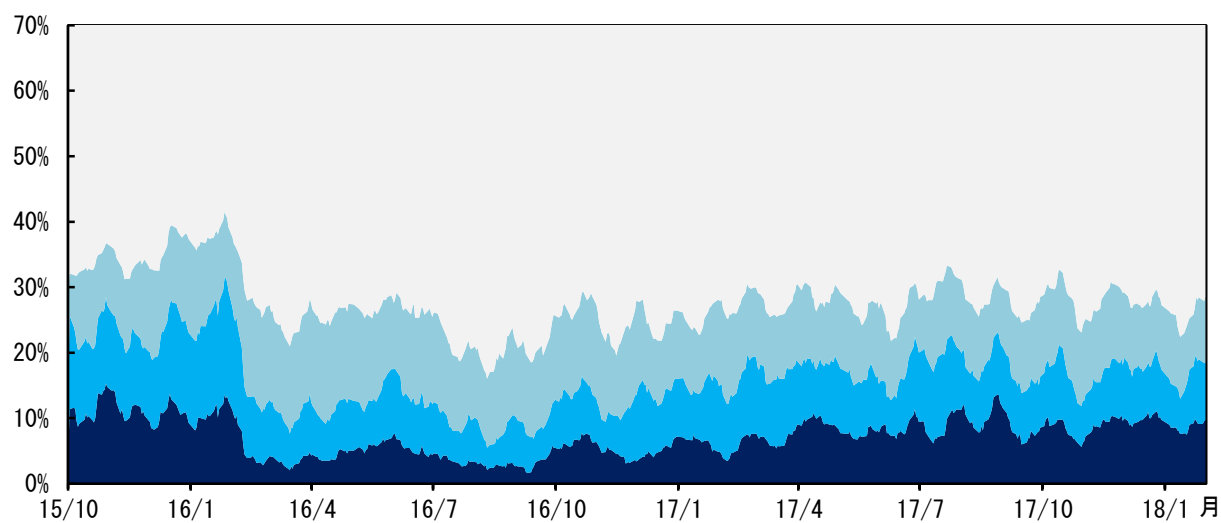
(出所) エンサイドドットコム証券、日本相互証券

ビッドの存在時間でみた銘柄数割合

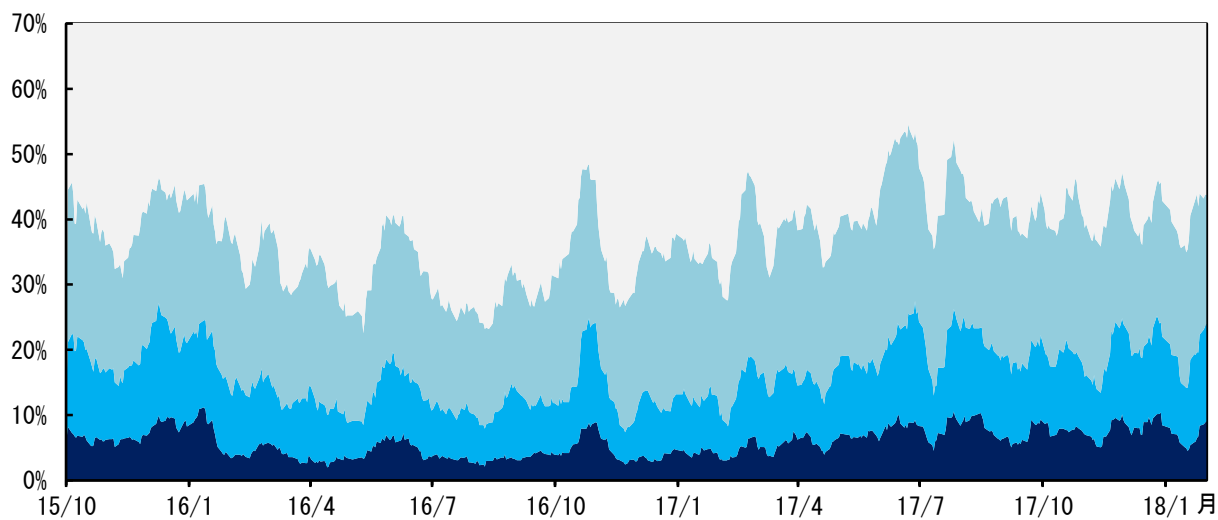
(1) 残存2～5年



(2) 残存5～10年



(3) 残存10～20年



(注) 1. ビッドが提示されている時間の長さに応じた銘柄数の構成比。

2. 後方10日移動平均。直近は1月末。

(出所) 日本相互証券

金利指標改革を巡る国内外の検討状況

2018年 2月 22日

日本銀行金融市場局

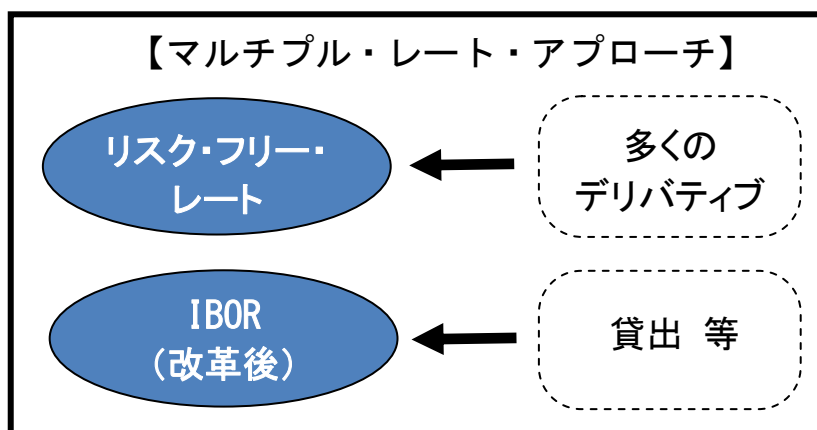
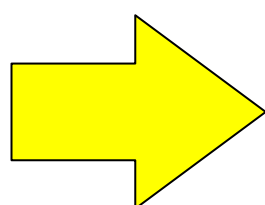
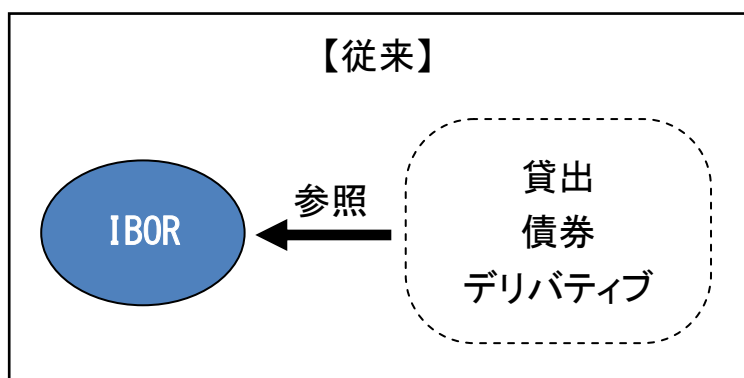
1. 金利指標改革に関する検討の経緯

2012年 夏	LIBOR 不正操作問題 顕在化
2013年 6月	FSB（金融安定理事会）、金利指標改革に関する検討のため、作業部会（公的部門グループ：OSSG）を設置
2013年 7月	IOSCO（証券監督者国際機構）、「金融指標に関する原則」を公表
2014年 7月	FSB、「主要な金利指標の改革」を公表

○ FSBの「主要な金利指標の改革」では、目的に応じて複数の金利指標を適切に使い分ける「マルチプル・レート・アプローチ」を提言。

- ① IBOR（LIBOR、EURIBOR、TIBOR）の信頼性・頑健性を高める改革
- ② 主要な通貨（米ドル、英ポンド、日本円、ユーロ、スイスフラン）について、銀行の信用リスクを含まないリスク・フリーに近い金利指標の構築（特定・移行）

【FSB 報告書の提言にもとづく金利指標改革の実現イメージ】



2. 各国における検討の進捗状況：IBOR改革

- IBOR については、パネル行によるレート呈示が、可能な限り実取引にもとづき、専門家判断を抑制する方式への移行が進められている。

	LIBOR	EURIBOR	TIBOR
運営機関	ICE Benchmark Administration (IBA)	European Money Markets Institute (EMMI)	全銀協 TIBOR 運営機関 (JBATA)
改革実施時期	・ 2018 年中を予定	・ 未定 (完全実取引ベースの指標への移行を検討していたが、断念)	・ 実施済み (2017 年 7 月 24 日)
今後の予定	・ 中央算出方式 (IBA が呈示行から実取引データを収集し LIBOR を決定) について、フィージビリティ・スタディを継続中 (注)	・ ハイブリッド方式 (実取引がない場合は、関連市場の価格情報や専門家判断を活用する方式) を検討中 ・ 2018 年後半に市中協議を行う予定	・ 中長期的課題として、日本円 TIBOR とユーロ円 TIBOR の統合等について検討の予定

(注) 2017 年 7 月、英国 FCA (金融行為規制機構) のベイリー長官が、LIBOR の対象であるホールセール無担保資金市場における取引が十分でないことから、LIBOR の継続性には重大な疑念があるとして、2021 年末以降は、LIBOR 維持のためにパネル行に対する法的権限の行使は行わない旨を表明。これを受けて、2021 年末以降は LIBOR が廃止されるとの見方も出ている。

3. 各国における検討の進捗状況：リスク・フリー・レート構築

- 各国において、IBOR の代替指標として、実取引データに基づき算出される翌日物金利指標が、リスク・フリー・レートとして特定されてきている。^(注)

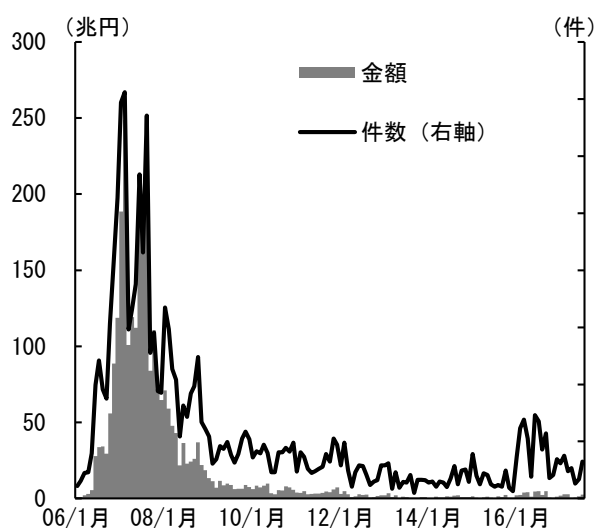
	日本円	米ドル	英ポンド	スイスフラン
検討体	リスク・フリー・レートに関する勉強会	Alternative Reference Rates Committee (ARRC)	WG on Sterling Risk-Free Rates	National WG on CHF Reference Rates
特定された金利	無担保コール 0/N 物レート	国債 GC レポレート (SOFR)	無担保 翌日物金利 (SONIA+)	GC レポレート (SARON)
公表開始時期	継続中	2018 年上期 (予定)	2018 年 4 月 (予定)	継続中
指標管理者	日本銀行	ニューヨーク連銀	イングランド銀行	SIX Swiss Exchange (取引所)
有担保/無担保	無担保	有担保	無担保	有担保

(注) ユーロのリスク・フリー・レートは、特定されていない。既存の①ユーロ圏無担保翌日物平均金利 (EONIA) に加えて、検討段階にある②新たな無担保翌日物金利、③レポレートを候補として、Working Group on Euro Risk-Free Rates において検討中。

4. わが国のOIS市場の現状とRFR勉強会の取組み

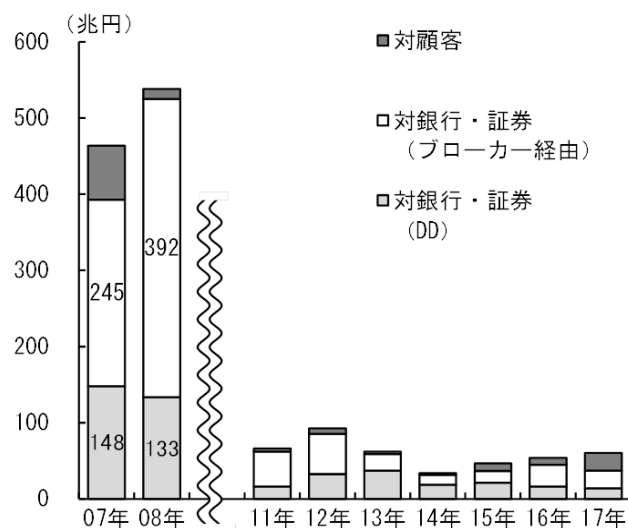
- わが国の「リスク・フリー・レートに関する勉強会」では、2016年12月に、無担保コール0/N物レートを、日本円のリスク・フリー・レートに特定した後、リスク・フリー・レートの利用拡大について議論。
- 無担保コール0/N物レートを原資産とする日本円OIS取引については、取引の低迷した状態が続いているが、2017年初に、勉強会の傘下に「リスク・フリー・レートの利用拡大に向けたワーキング・グループ」を設け、日本円OIS取引の活性化策を検討。

日本円OIS取引（ブローカー経由）
の取引高と取引件数



(出所：マネー・ブローカーズ・アソシエーション)

日本円OIS市場の取引残高



(注) 海外拠点分の取引を含む。想定元本ベース。

(出所：日本銀行)

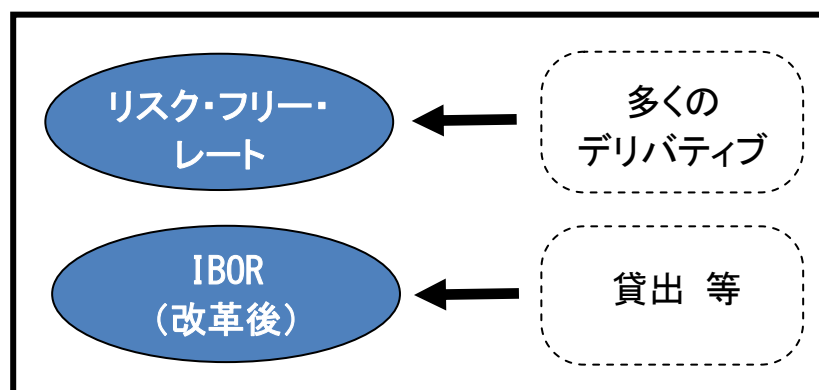
【RFR利用拡大WGにおける主な検討事項】

- ① 日本円OIS取引の活用事例など基本的な情報の提供
- ② 日本円OIS市場に対する理解促進とアウトリーチ
- ③ OIS利用拡大に向けた市場慣行の構築
(例：清算機関を利用できる適格取引の拡充)

5. 今後の課題

- 金融商品・取引の性質に応じて参照する金利指標を決定し、(必要な場合は) 移行する。

—— IBOR を参照することが望ましい金融商品・取引は、引き続き IBOR を利用。リスク・フリー・レート参照することが望ましい金融商品・取引は、参照する金利指標をリスク・フリー・レートに移行。



—— なお、LIBOR を参照している金融商品・取引については、2021 年末以降の LIBOR のあり方を踏まえた対応が必要となる。

- 金利指標を適切に使い分けるための環境・態勢の整備も必要。

—— リスク・フリー・レートは翌日物金利であることから、リスク・フリー・レートが IBOR を代替するには、金利の期間構造 (ターム物金利) の構築が必要。

例えば、先行きの翌日物金利見通しにもとづいて行われる OIS 取引の活発化を通じたターム物金利の形成などが考えられる。

【期間構造構築のイメージ】

	0/N	1W	1M	3M	6M	12M
TIBOR	×	○	○	○	○	○
無担保コール 0/N 物レート	○	×	×	×	×	×

RFR をもとにしたターム物金利が円滑に形成されることで、RFR への移行が円滑に進むと期待される。