

2019年2月25日
日本銀行金融市場局

「市場調節に関する意見交換会」の概要

日本銀行では、「市場調節に関する意見交換会」（2019年2月）を下記のとおり開催しました。

1. 開催要領

（日時）2019年2月22日（金）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、総務課長、市場調節課長、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・機能度（資料2）

（説明者）総務課長

・わが国における金利指標改革の取組み（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

2019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）

— 2019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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

(2) 資産買入れ方針

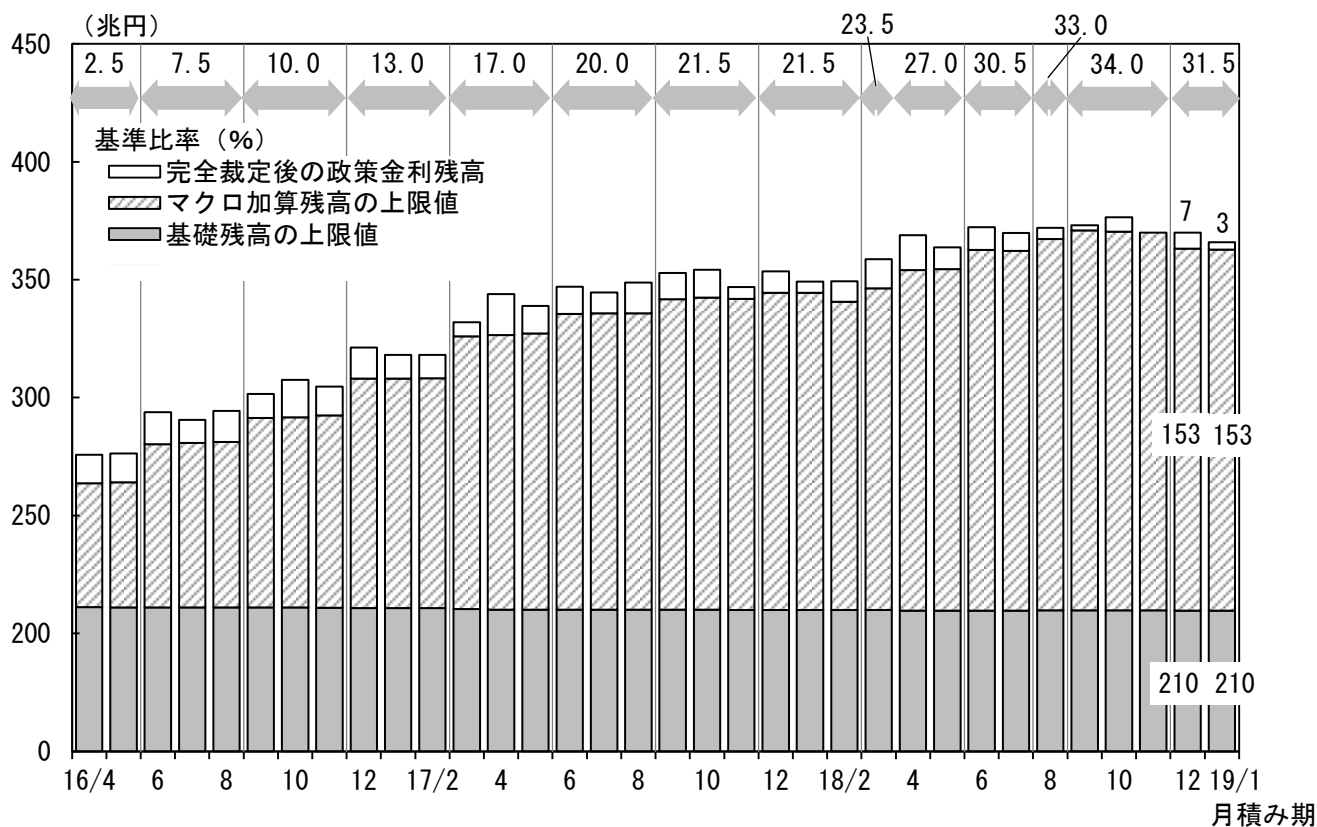
長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

①ETF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。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。

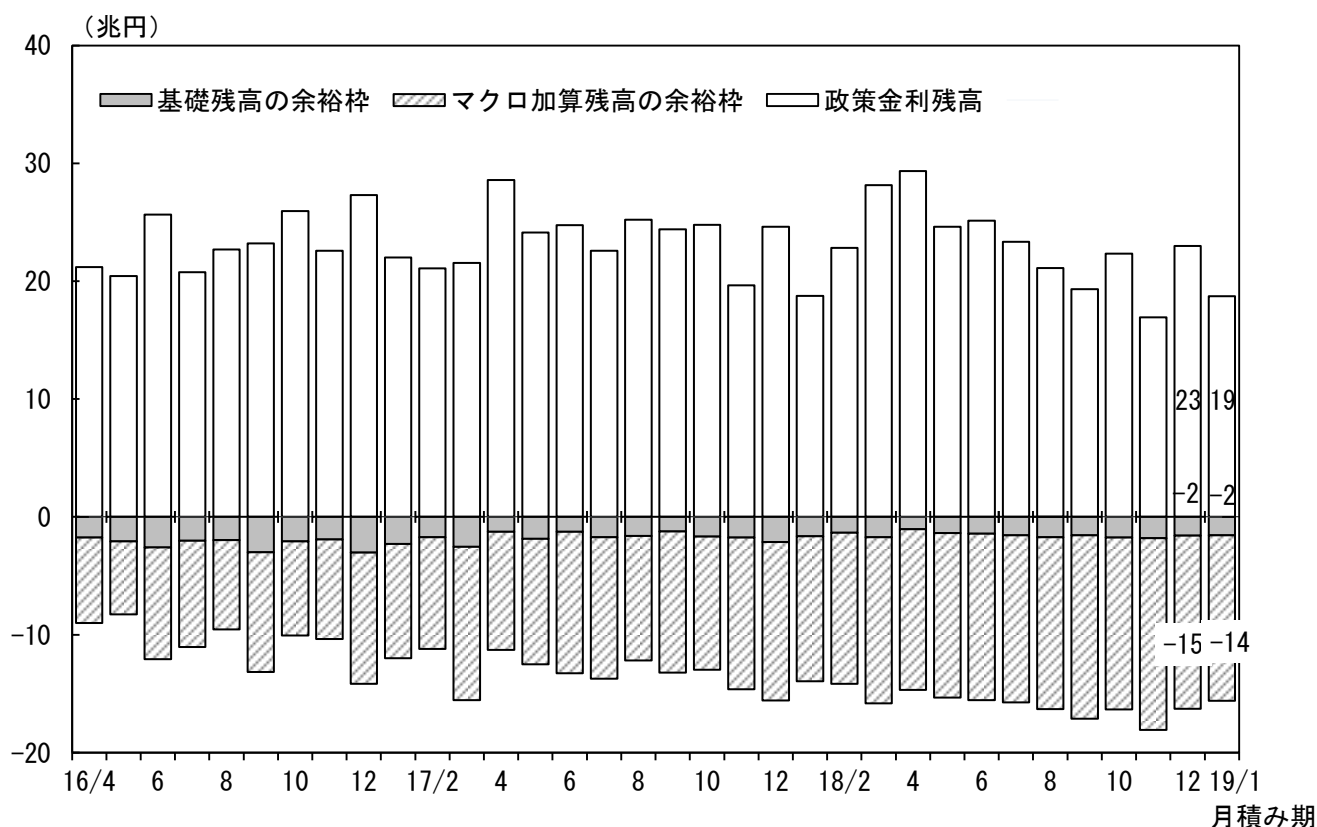
②CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

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



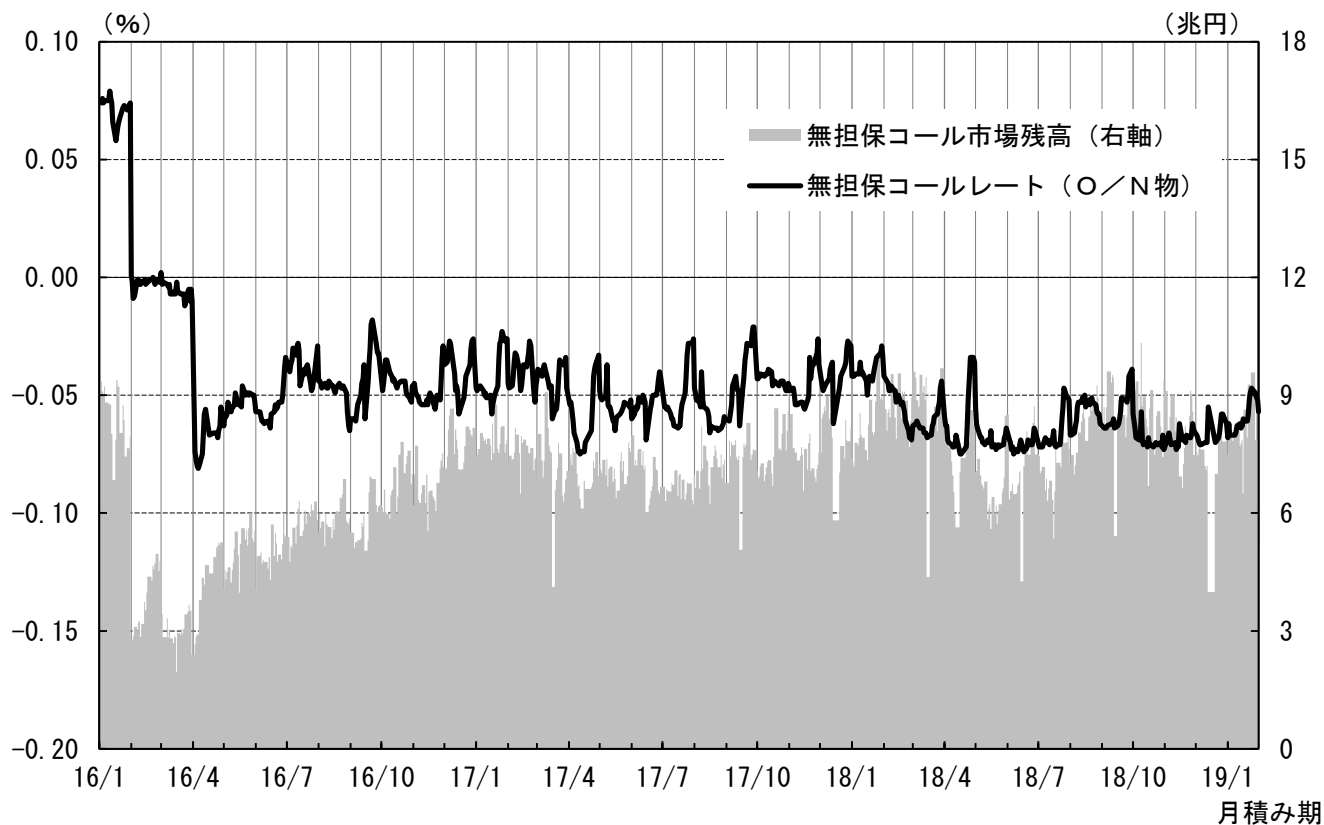
(注1) 「完全裁定後の政策金利残高」は、基礎残高やマクロ加算残高の「余裕枠」を有する金融機関が、その「余裕枠」をすべて利用して、政策金利残高を有する金融機関から資金調達を行った後に、なお残る政策金利残高を指す。

(注2) 2018年12月積み期および2019年1月積み期は速報値。

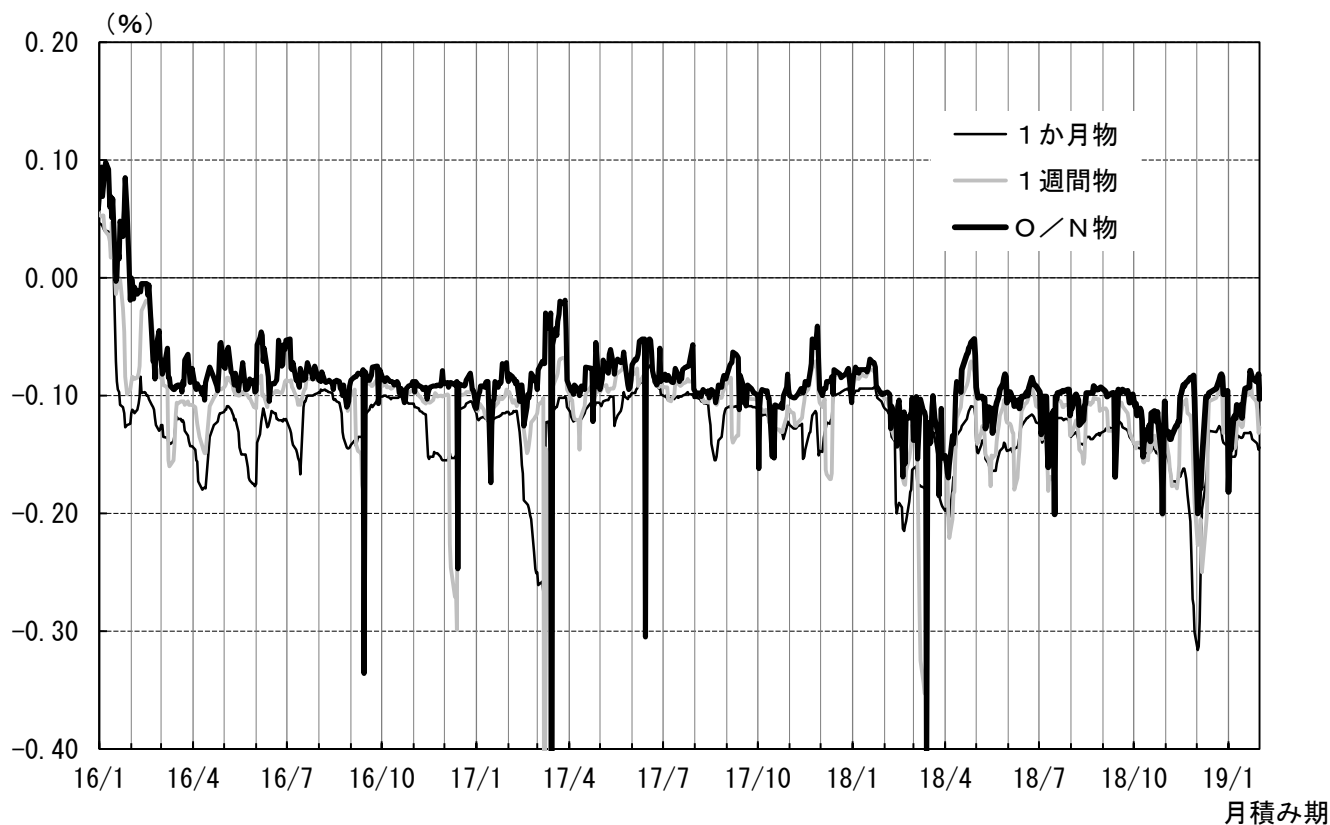
(出所) 日本銀行

無担保コール・G Cレポ

(1) 無担保コールレート



(2) G Cレポレート



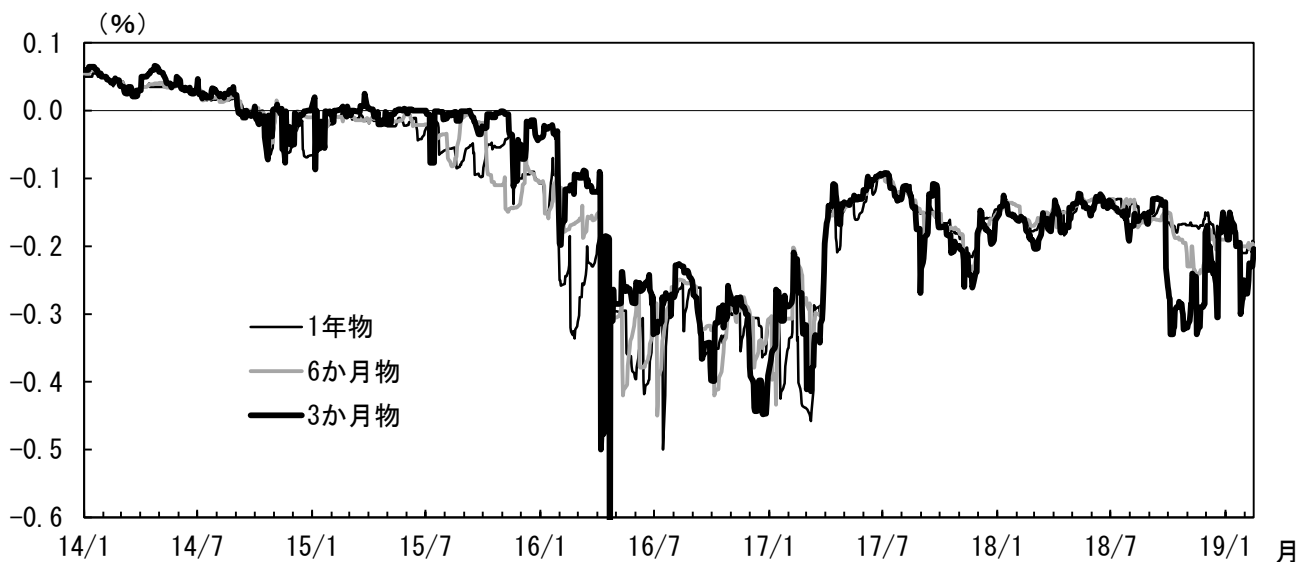
(注1) 18/5/1日以前のG Cレポレート (O/N物) は、T/N物 (データはすべてスタート日ベース)。

(注2) 無担保コール市場残高は、ターム物を含む。

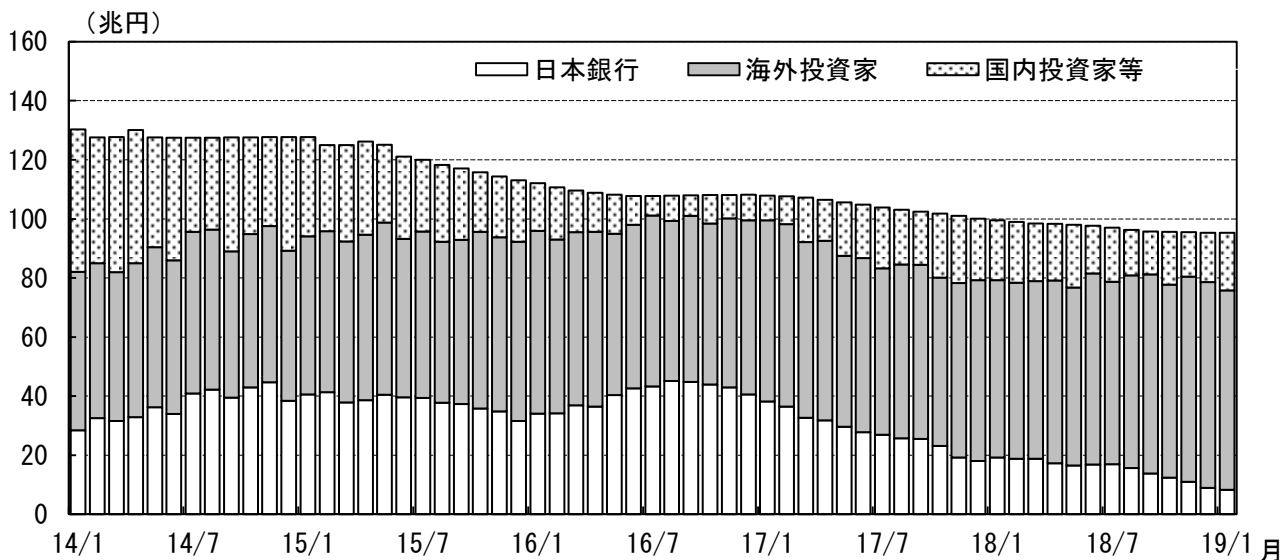
(出所) 日本証券業協会、日本銀行

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）

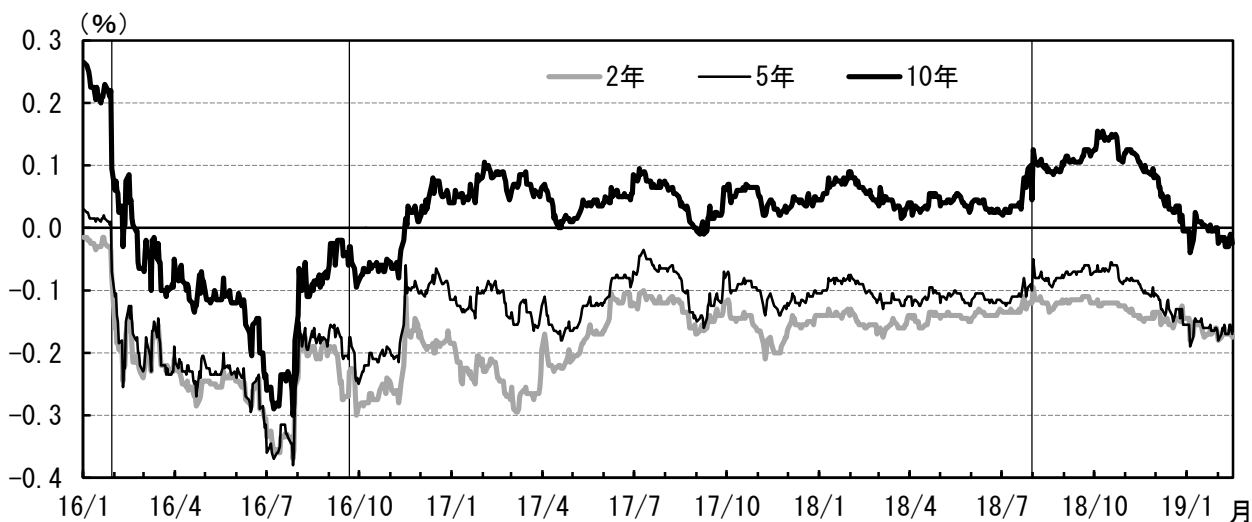
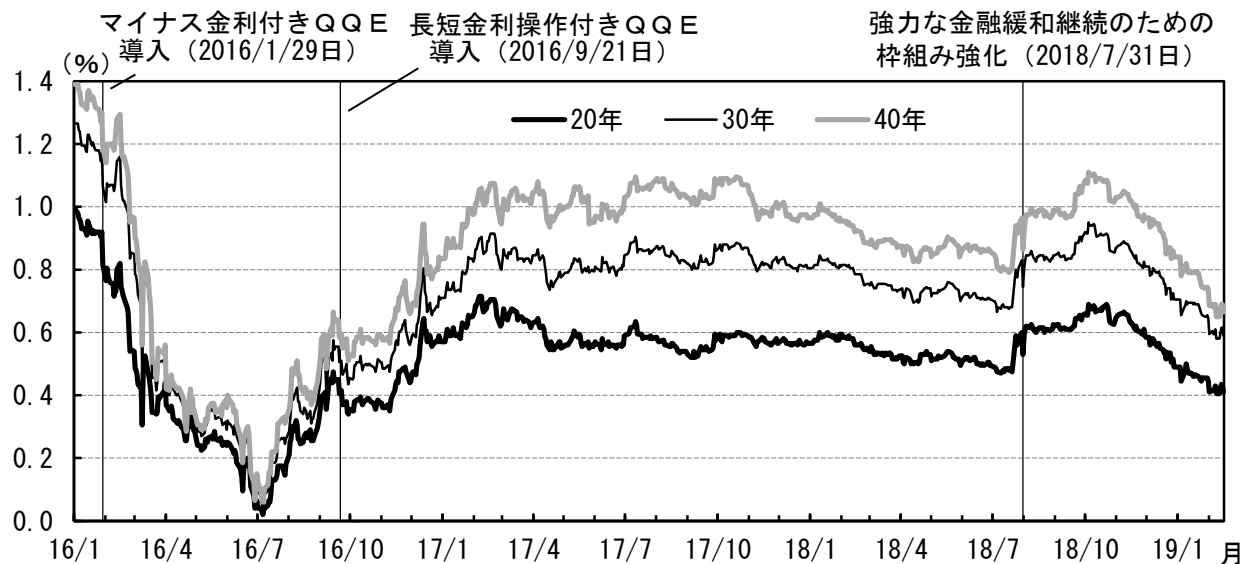
— 2019年1月31日公表 —

3. 国庫短期証券の買入れ

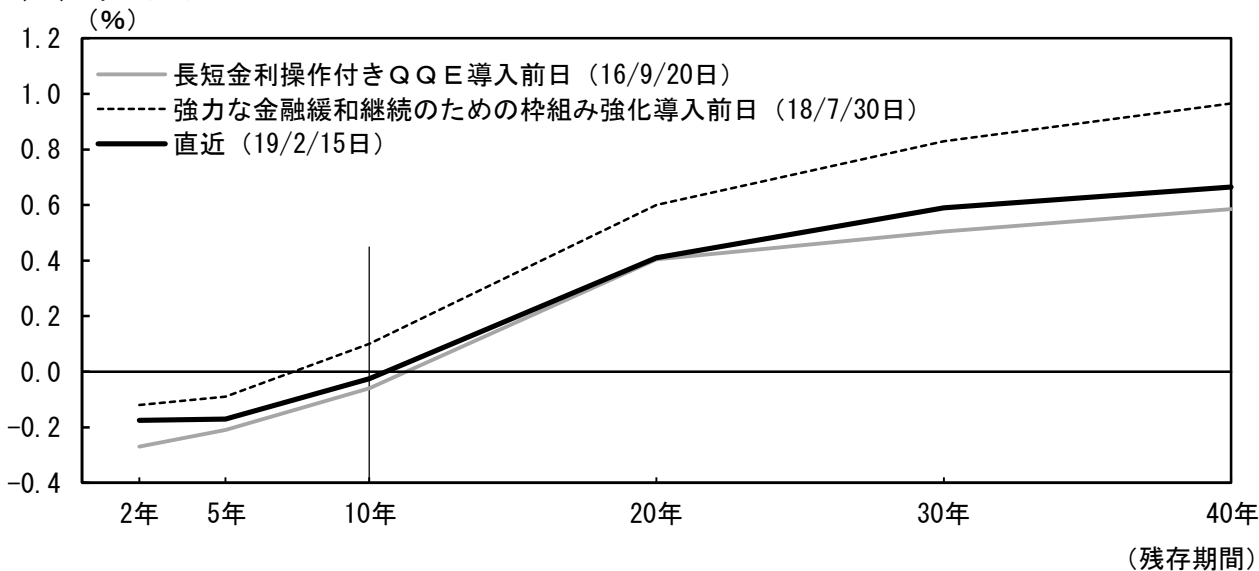
金融市場調節の一環として行う国庫短期証券の買入れについては、金融市場に対する影響を考慮しながら1回当たりのオファー金額を決定する。

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

長期国債等の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	2,500～4,500程度	2月4日、8日、18日、 27日
		3年超 5年以下	3,000～5,500程度	
	5年超10年以下		3,000～6,000程度	2月6日、8日、14日、 22日、27日
	10年超	10年超 25年以下	1,500～2,500程度	2月4日、12日、18日、 22日
25年超		100～1,000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）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4）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年末	18年 9月末	19年 1月末
長期国債 ¹	91.3	141.6	201.8	282.0	360.7	418.5	447.4	460.7
CP等 ²	1.2	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.2	2.2
社債等 ²	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.3
ETF ³	1.5	2.5	3.8	6.9	11.1	17.2	21.7	24.1
J-REIT ³	0.12	0.14	0.18	0.27	0.36	0.45	0.49	0.50
貸出支援基金	3.4	8.4	23.4	29.8	38.8	47.1	45.7	44.8
買入国庫短期証券 ⁴	16.4	24.2	38.4	31.6	40.5	18.1	13.8	8.3
共通担保資金供給	21.7	18.1	8.0	6.4	0.5	1.0	0.4	0.9
その他とも 資産計	164.8	224.2	300.2	383.1	476.5	521.4	545.5	556.9
銀行券	83.4	90.1	93.1	98.4	102.5	106.7	104.7	106.8
当座預金	58.1	107.1	178.1	253.0	330.2	368.5	395.5	388.6
その他とも 負債・純資産計	164.8	224.2	300.2	383.1	476.5	521.4	545.5	556.9
マネタリーベース	146.0	201.8	275.9	356.1	437.4	480.0	505.0	500.2

(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、弾力的な買入れを実施する。

(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。

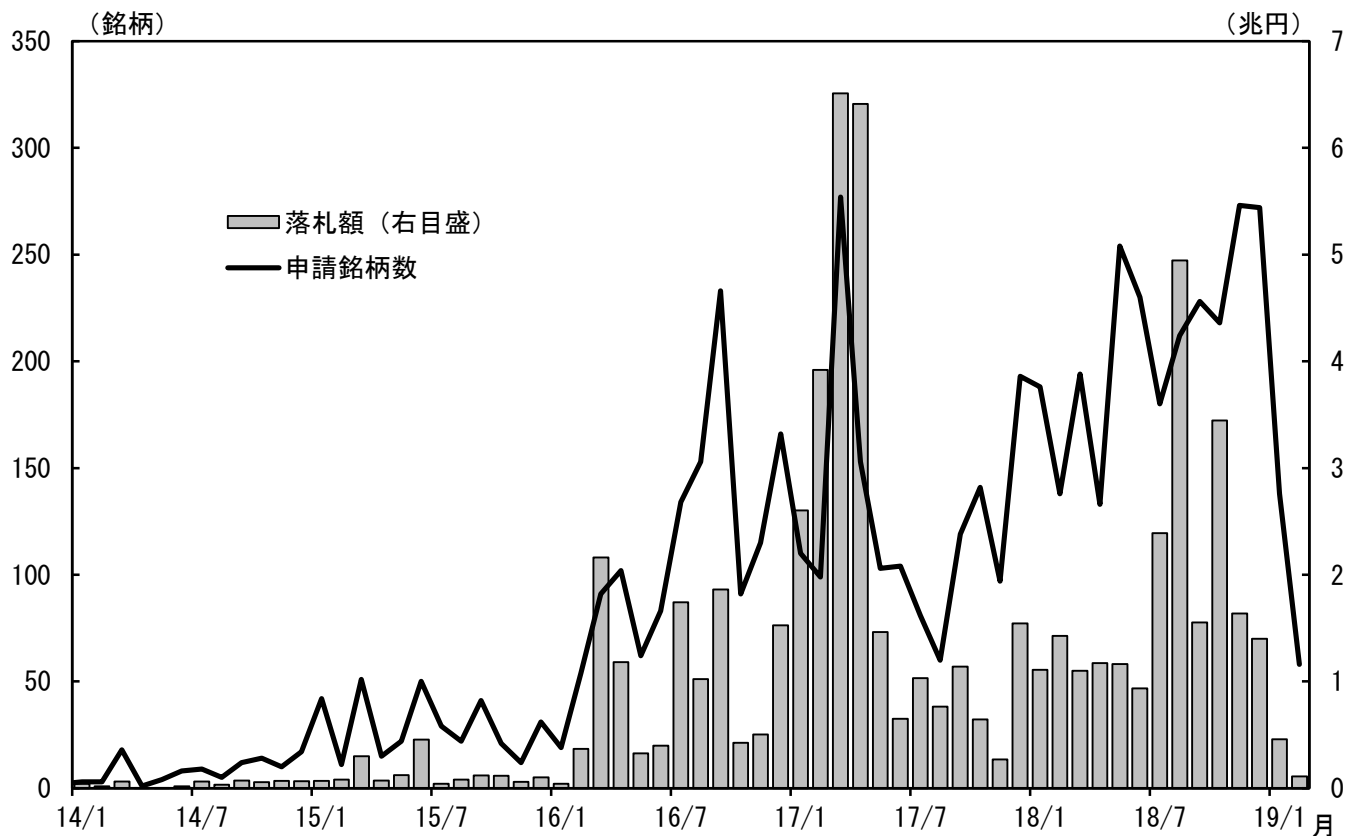
(注3) ETF、J-REITについては、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。

(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

(図表 8)

国債補完供給



(注) 2019/2月は、2/15日オファー分までの合計。

(出所) 日本銀行

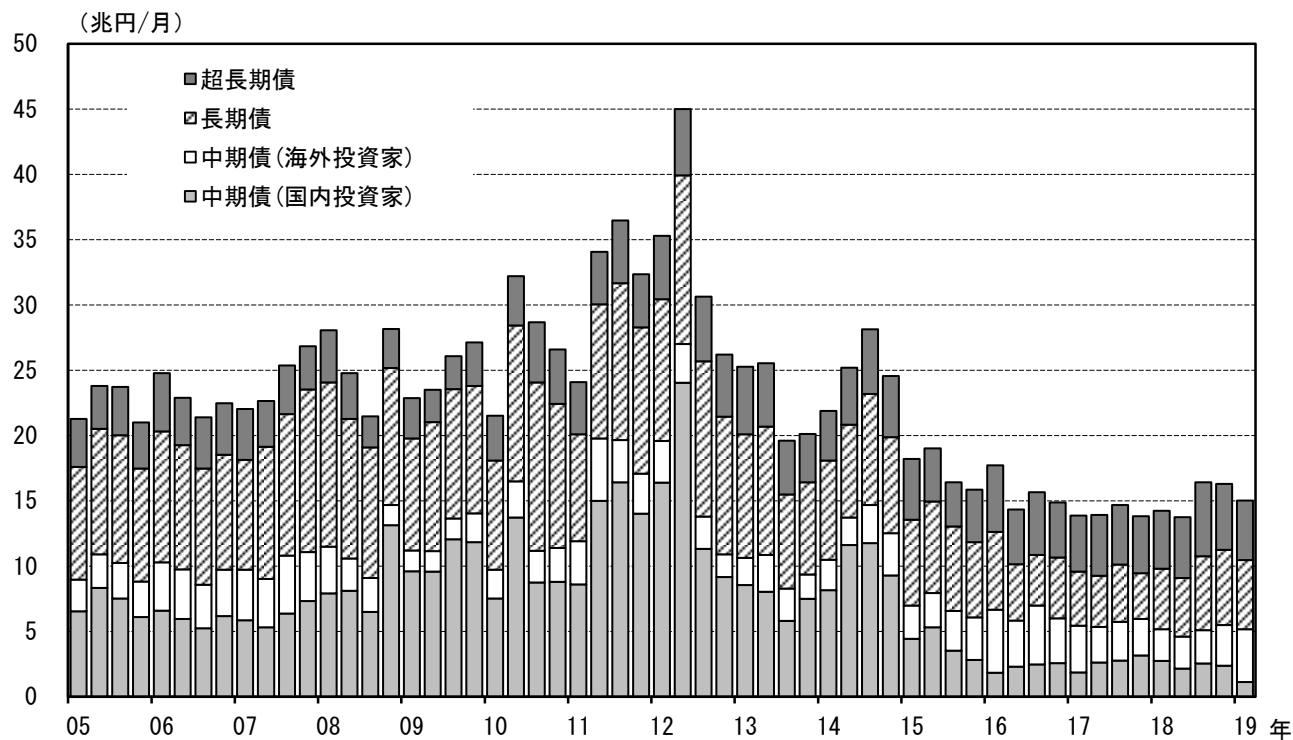
国債市場の流動性・機能度

2019年2月22日

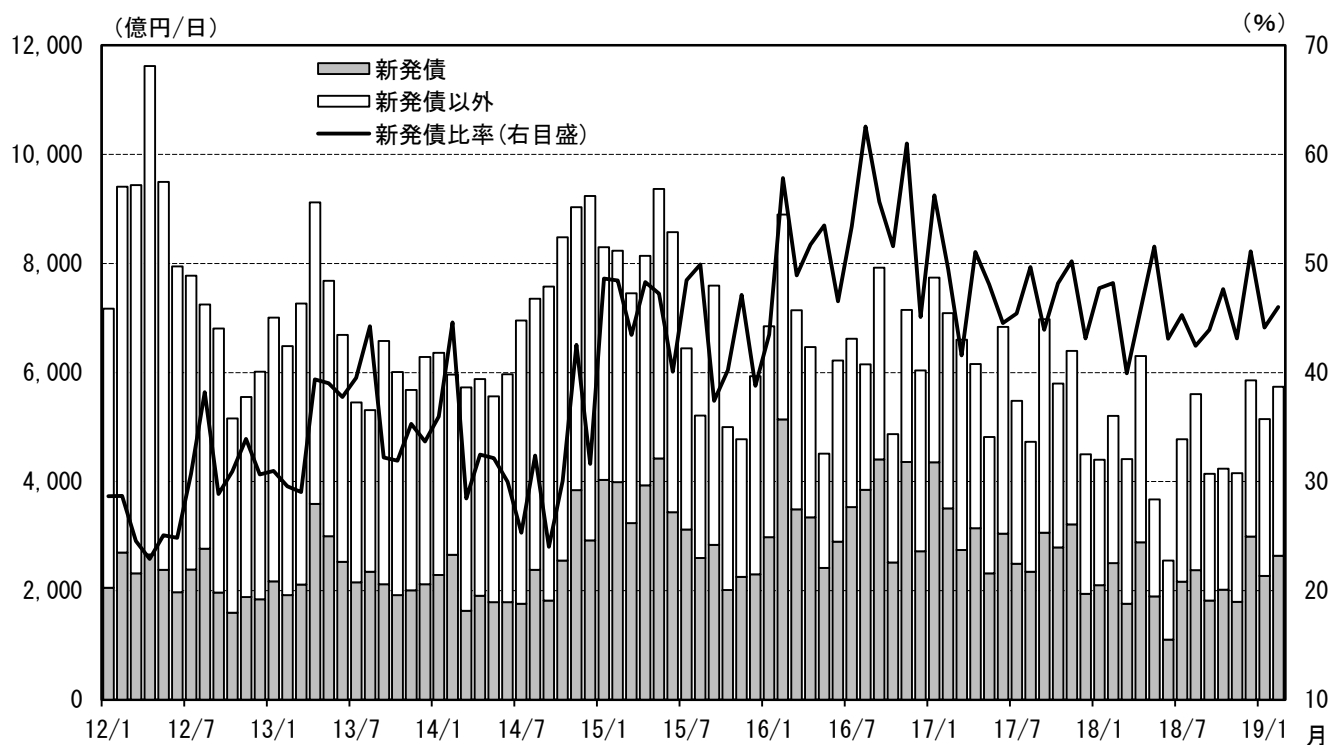
日本銀行金融市場局

現物国債市場

(1) ディーラー対顧客取引の取引高 (volume)



(2) ディーラー間取引の取引高 (volume)



(注) 1. (1)の顧客は、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。国庫短期証券等を除く。直近は1月。

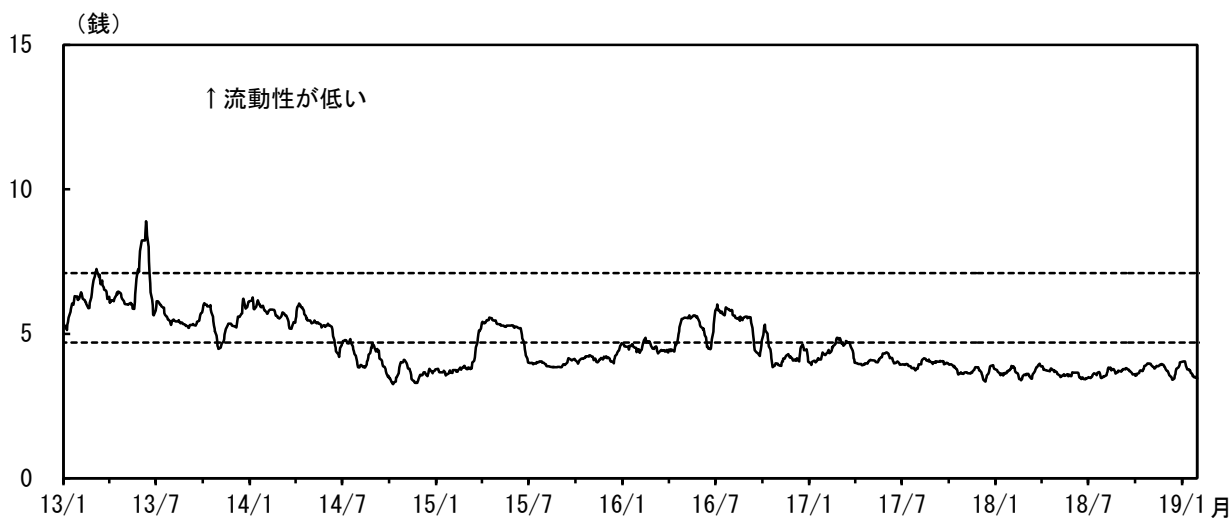
2. (2)は、2、5、10、20、30、40年債の1日あたり取引高の合計（日本相互証券）。直近は2/19日。

(出所) 日本証券業協会、QUICK

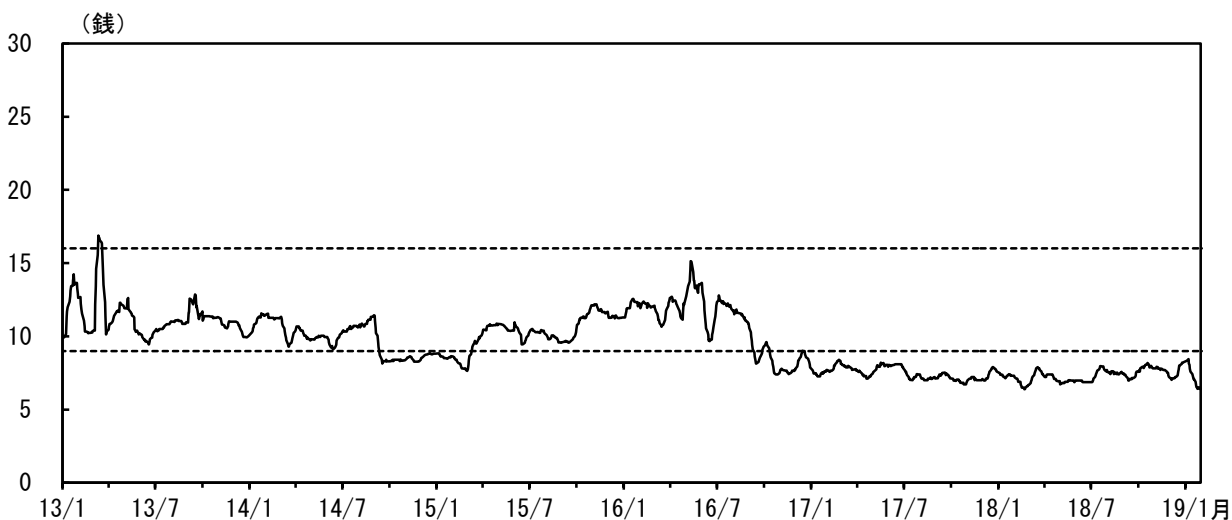
現物国債市場

ディーラー対顧客取引の値幅の狭さ (tightness)

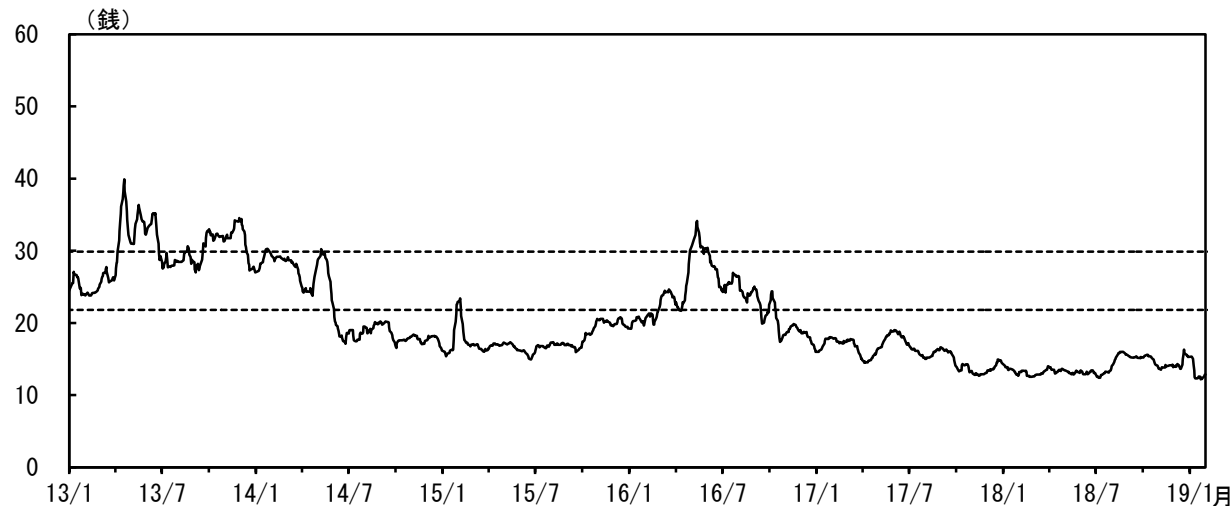
(1) ビッド・アスク・スプレッド (5年債)



(2) 同 (10年債)



(3) 同 (20年債)



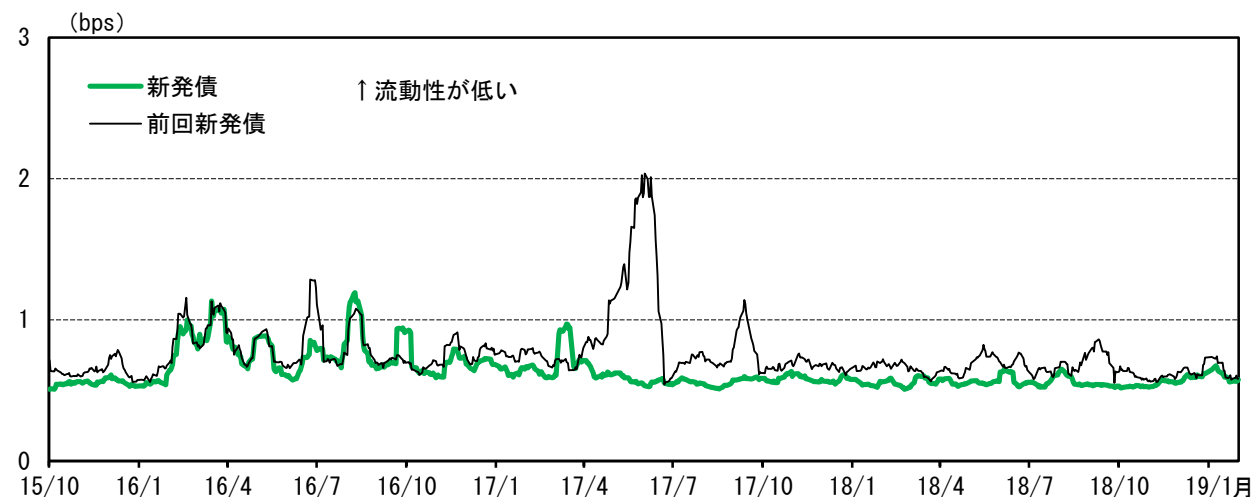
(注) 1. 15時時点のTrade web気配値。点線は、2010/1～2013/3月における第1四分位と第3四分位を示す。
2. 後方10日移動平均。直近は1月末。

(出所) トムソン・ロイター

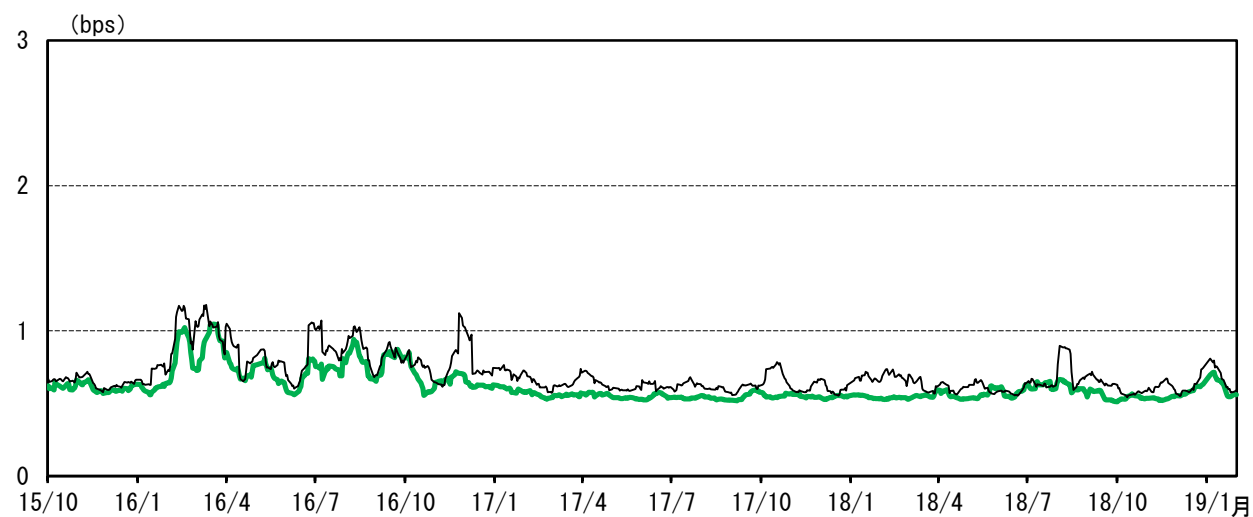
現物国債市場

ディーラー間取引の値幅の狭さ (tightness)

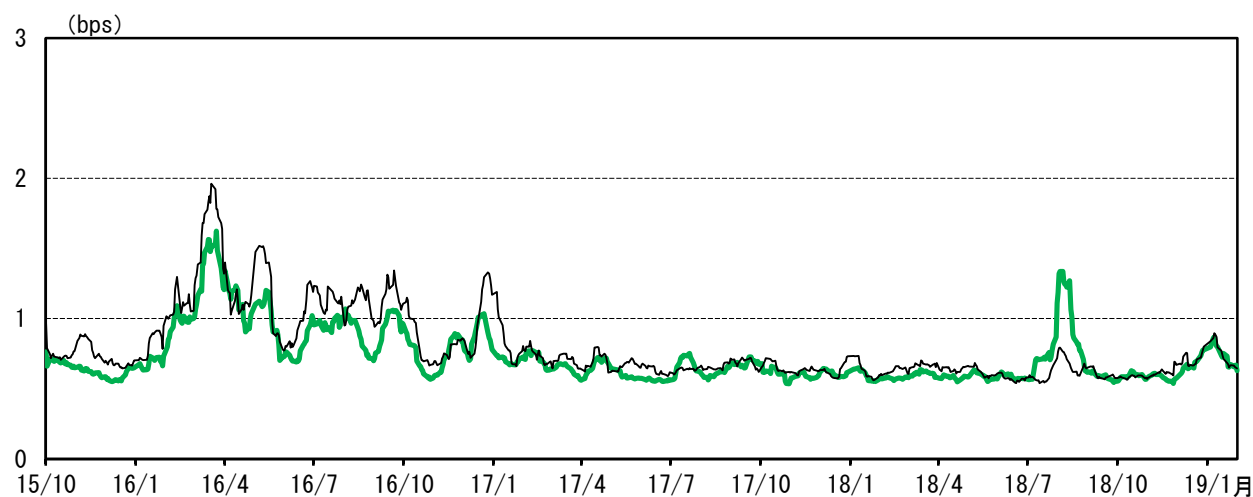
(1) ビッド・アスク・スプレッド (5年債)



(2) 同 (10年債)



(3) 同 (20年債)



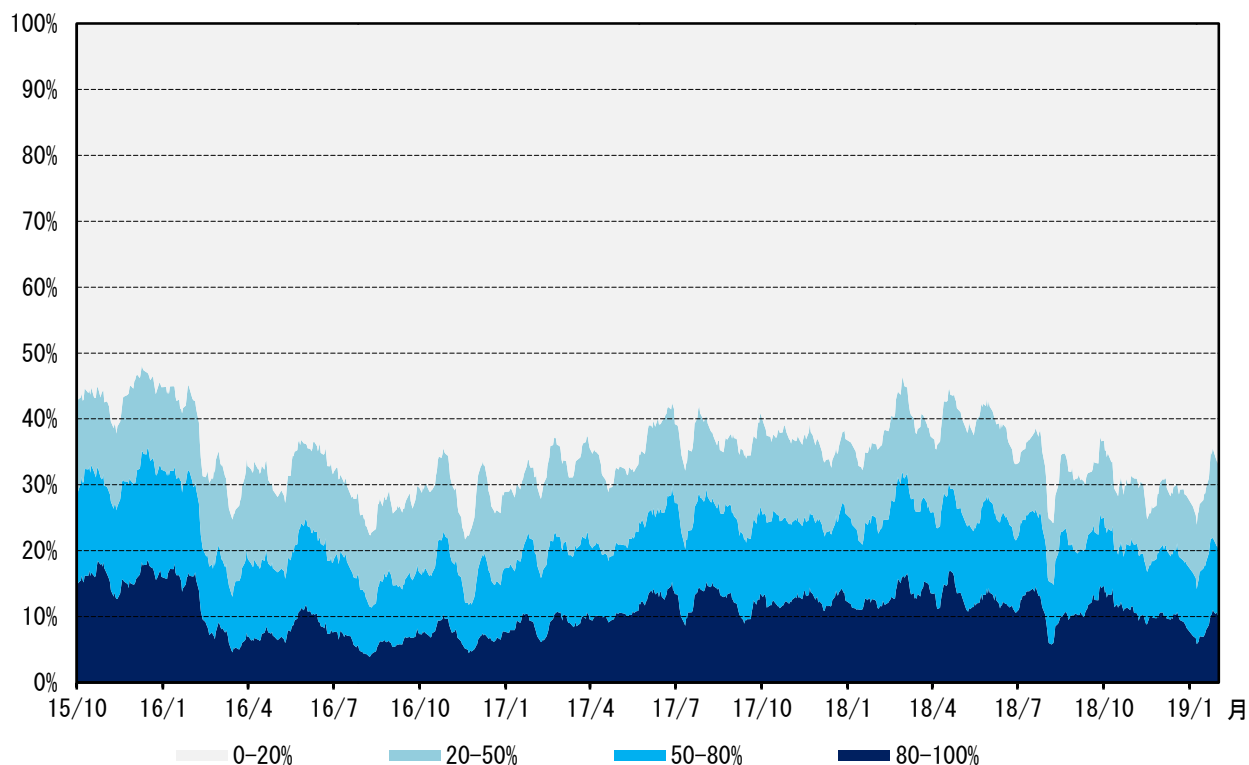
(注) 1. 当該銘柄について、1秒毎にビッド・アスク・スプレッドを求めて、平均したもの。スプレッドはビッドとアスクがともに提示されていた場合のみ算出。
2. 後方10日移動平均。直近は1月末。

(出所) 日本相互証券

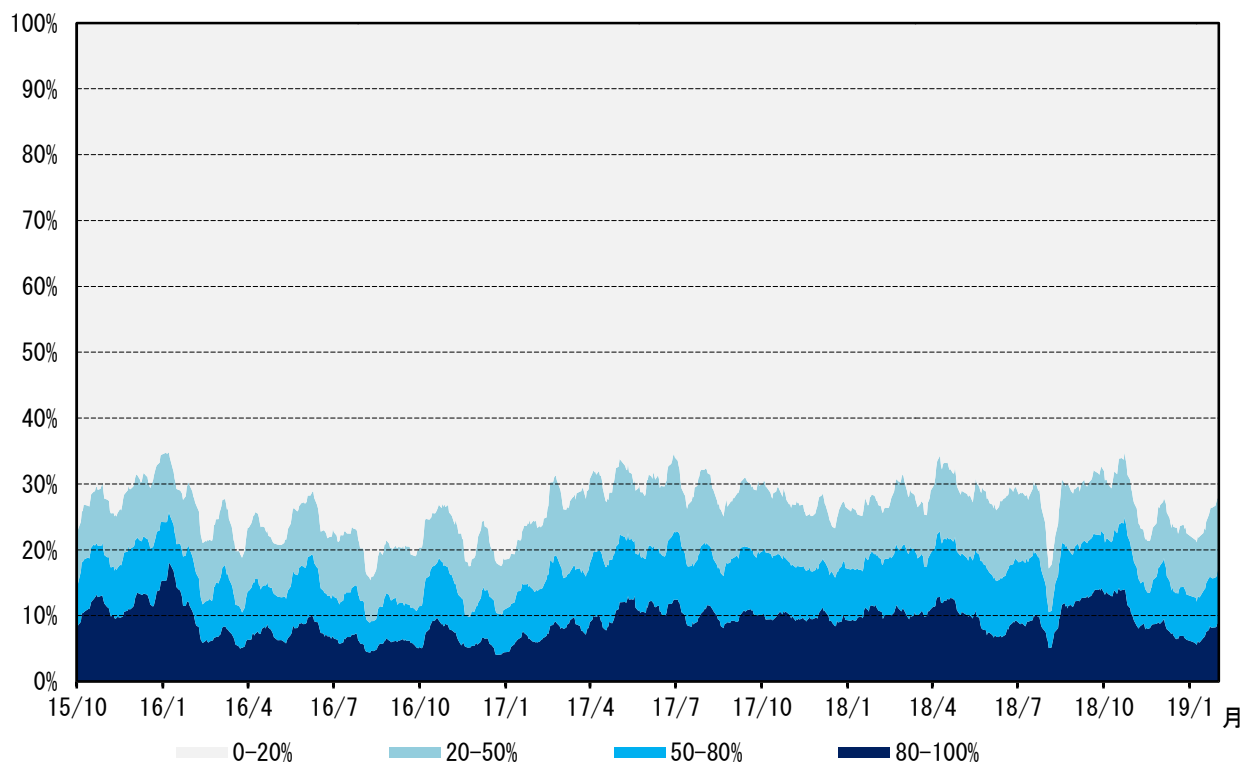
現物国債市場

ディーラー間取引のビッド・アスク提示時間に応じた銘柄数の構成比 (depth)

(1) ビッド提示時間に応じた銘柄数の構成比



(2) アスク提示時間に応じた銘柄数の構成比

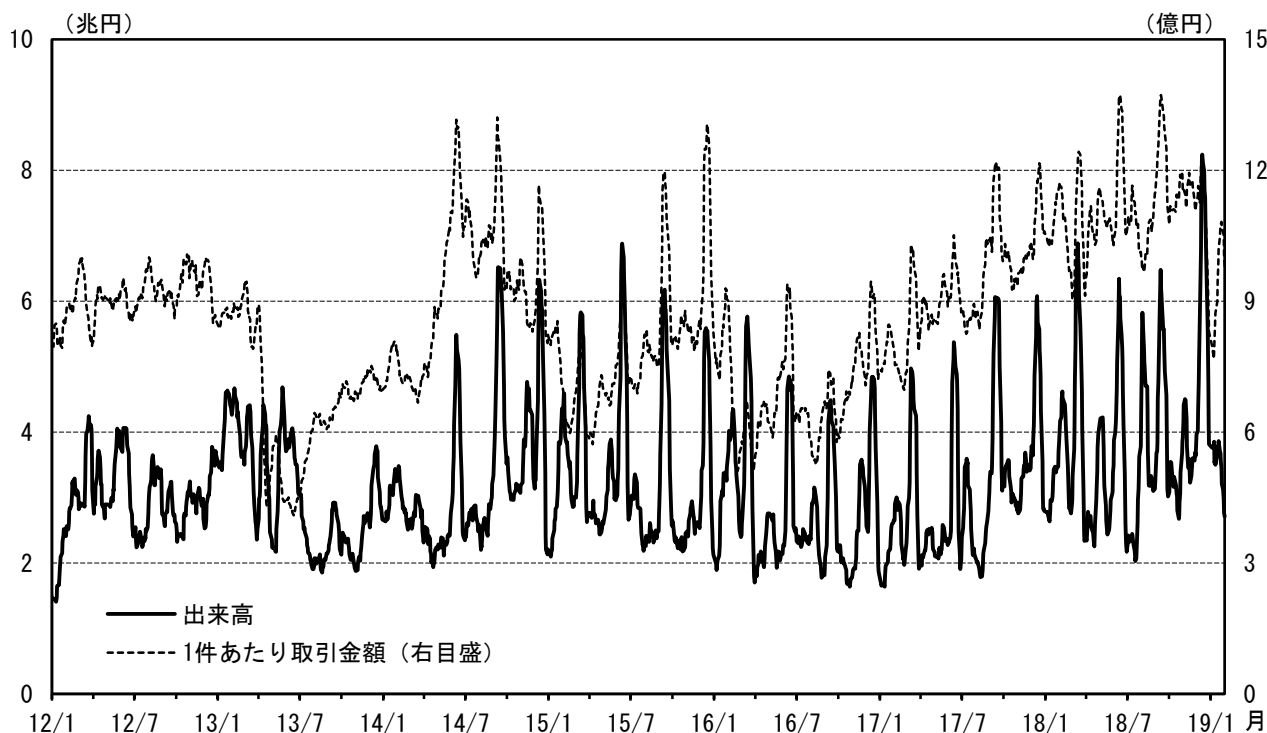


- (注) 1. ビッド (アスク) 提示時間が、1日の取引時間に占める割合が、0~20%、20~50%、50~80%、80~100%である銘柄数の割合。
2. 後方10日移動平均。直近は1月末。
3. 1日の取引時間は、18/8/17日以前は7時間、18/8/20日以降は5時間20分に変更。18/8/20日から同30日までの移動平均値には、取引時間変更前後のデータが併存する点に留意を要する。

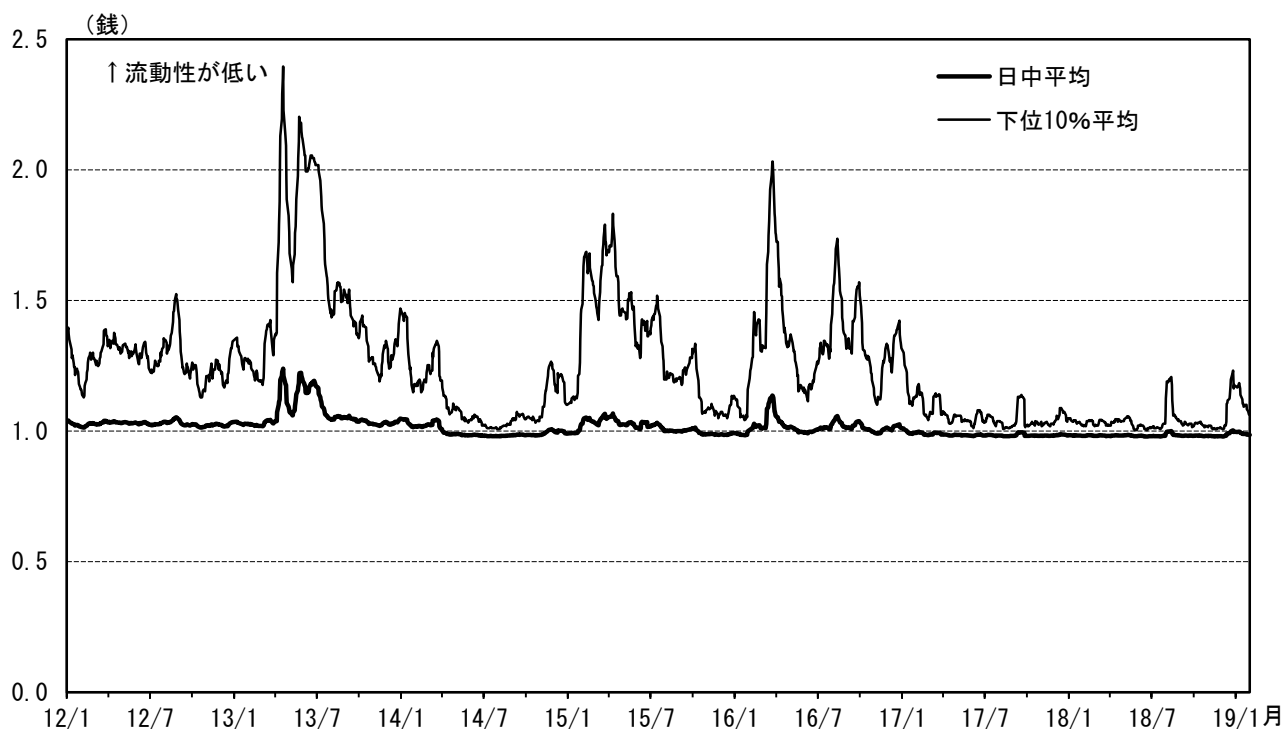
(出所) 日本相互証券

長期国債先物市場 出来高(volume)と値幅の狭さ(tightness)

(1) 出来高



(2) ビッド・アスク・スプレッド



(注) 1. (2)の日中平均は、1分毎にビッド・アスク・スプレッドを求めて、平均したもの。下位10%平均は、1分毎のビッド・アスク・スプレッドのうち、スプレッドが大きい方から10%分を平均したもの。

2. (1)(2)ともに、後方10日移動平均。直近は1月末。

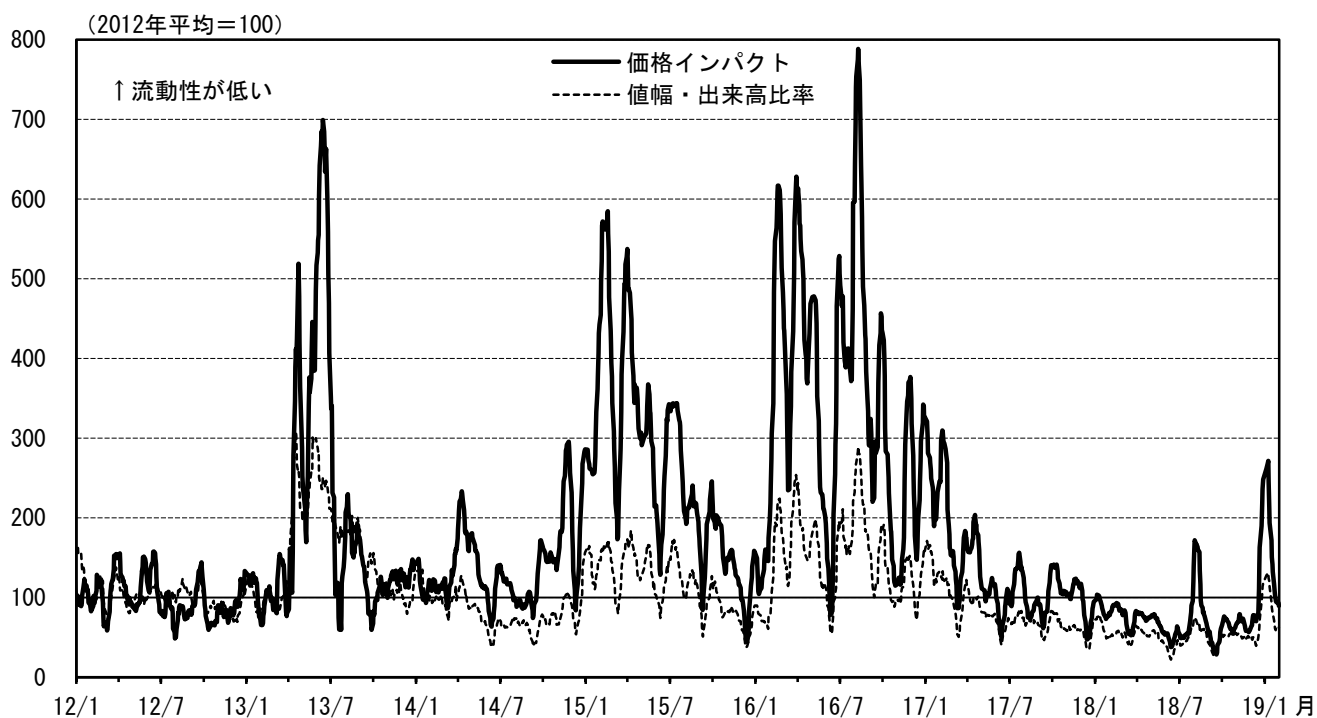
(出所) QUICK、大阪取引所、日本経済新聞社「NEEDS」

長期国債先物市場 市場の厚み (depth) と弾力性 (resiliency)

(1) ベスト・アスク枚数



(2) 価格インパクト

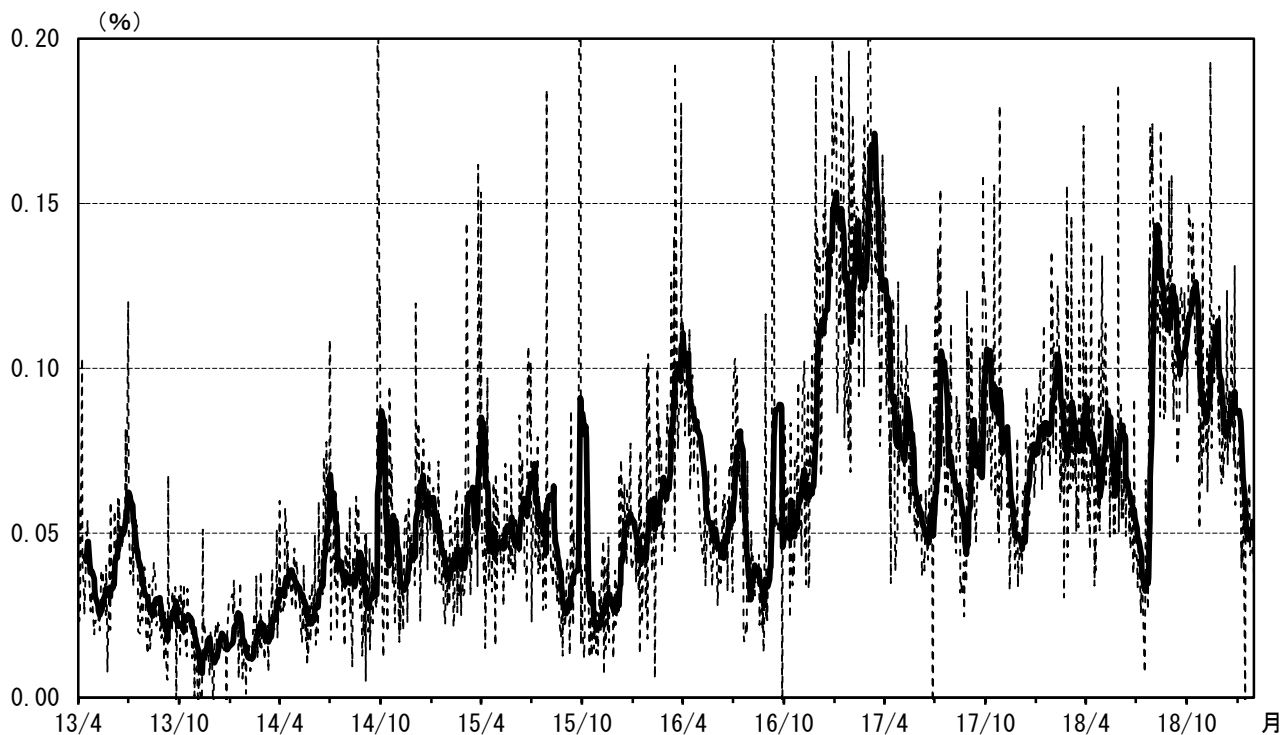


- (注) 1. (1)は、1分毎にベスト・アスク枚数を求めて、その中央値をプロットしたもの。
2. (2)の価格インパクトは、5分毎に価格インパクトを求めて、平均したもの。値幅・出来高比率は、日中の値幅(最高値と最安値の差)をその日の出来高で除したもの。
3. (1)(2)ともに、後方10日移動平均。直近は1月末。

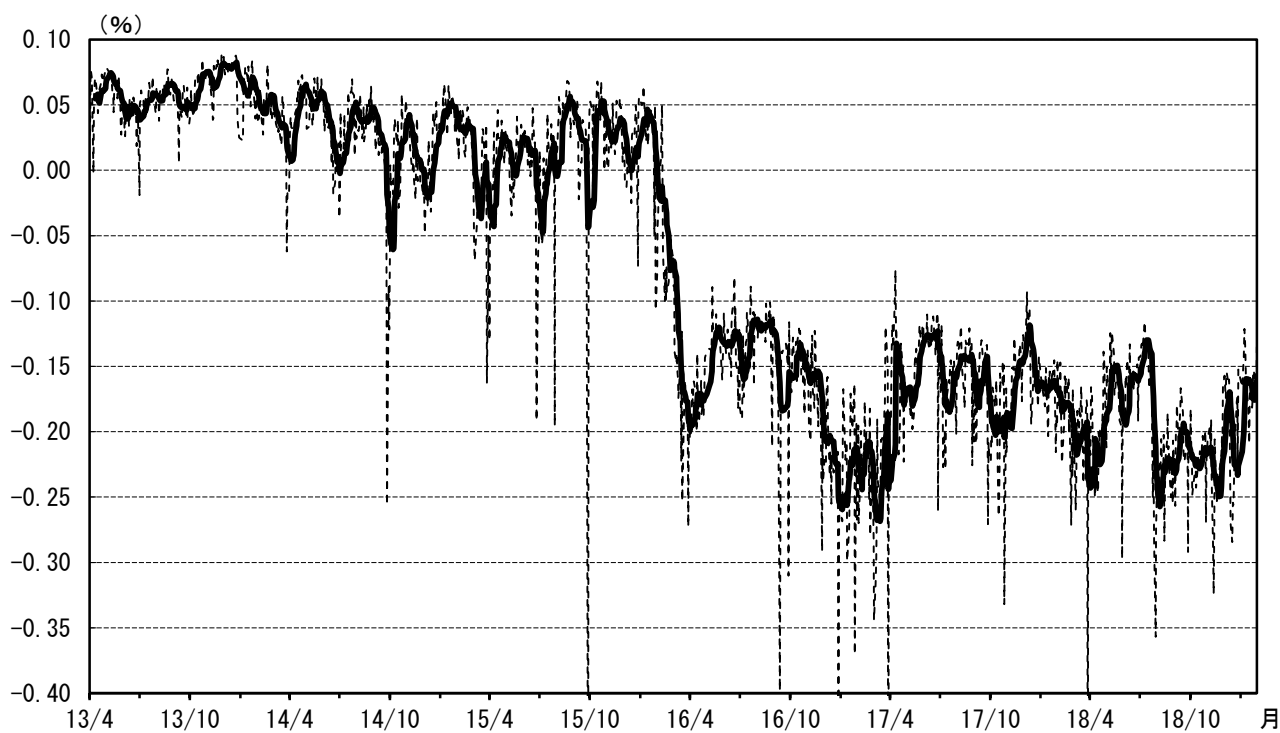
(出所) 日本経済新聞社「NEEDS」、QUICK、大阪取引所

S Cレポ市場 特定銘柄の希少性 (scarcity)

(1) GC-SCスプレッド



(2) SCレポレート

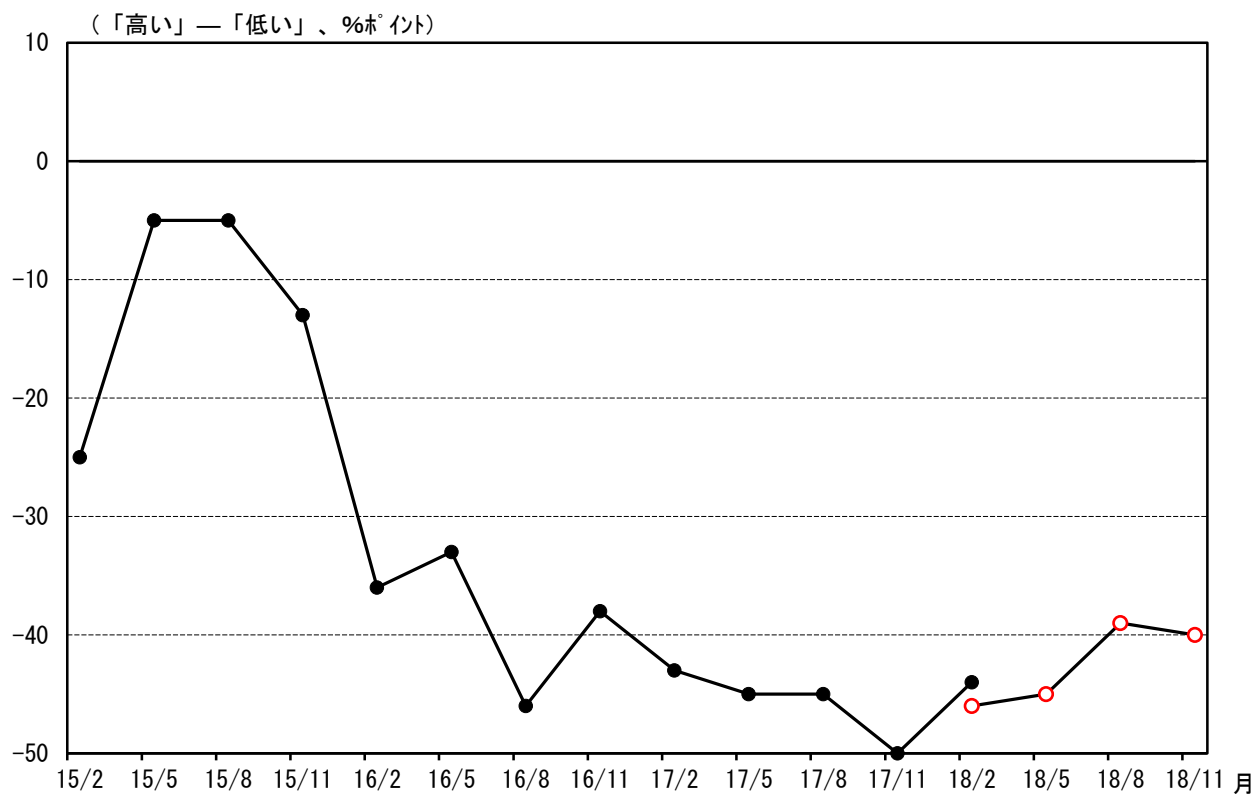


- (注) 1. SCレポレートは18/4月末まではS/N、18/5月以降はT/N。SCレポレートは銘柄別のSCレポ出来高による加重平均値。
2. GCレポレート（東京レポレート）は18/4月末まではT/N、18/5月以降は0/N。
3. GC-SCスプレッドは、決済日を合わせる形で算出。
4. (1) (2)ともに、太線は後方10日移動平均。直近は1月末。

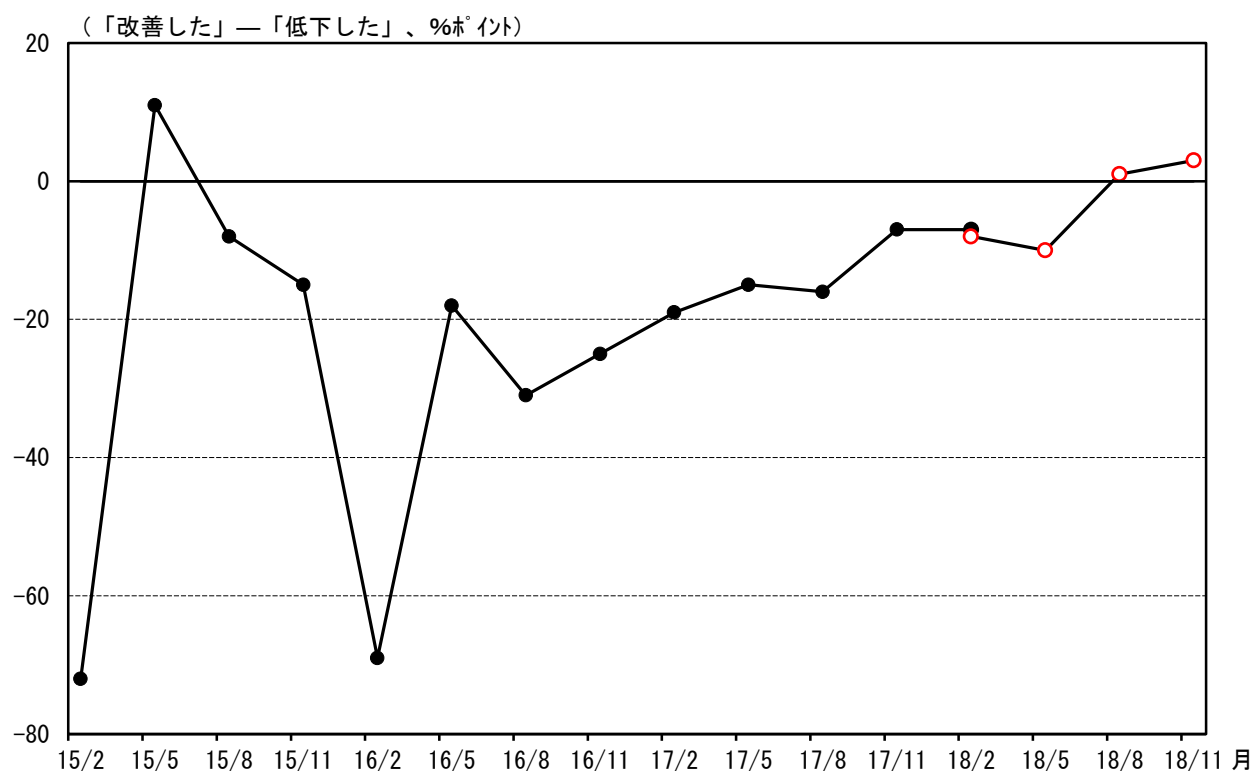
(出所) ジェイ・ボンド東短証券、日本証券業協会

債券市場サーベイ

(1) 機能度判断DI・「現状」



(2) 機能度判断DI・「3か月前と比べた変化」



- (注) 1. 調査対象先は、2017/11月調査までは国債売買オペ対象先のうち協力を得られた先。
 2. 2018/2月調査以降は、上記に加え大手機関投資家（生命保険会社、損害保険会社、投資信託委託会社等）を含む。黒マーカーは国債売買オペ先を調査対象とした従来系列、白マーカーは大手機関投資家を対象に追加した新系列。

(出所) 日本銀行

わが国における金利指標改革の取組み

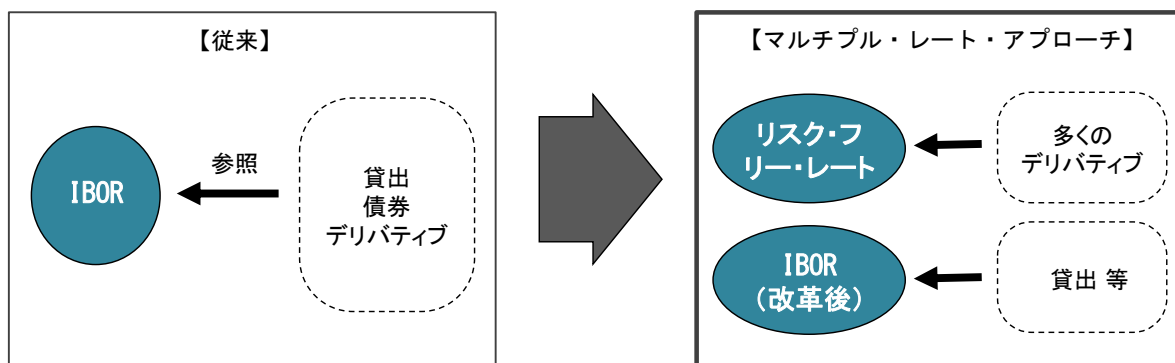
2019年 2月 22日

日本銀行金融市場局

1. 「金利指標改革」の経緯

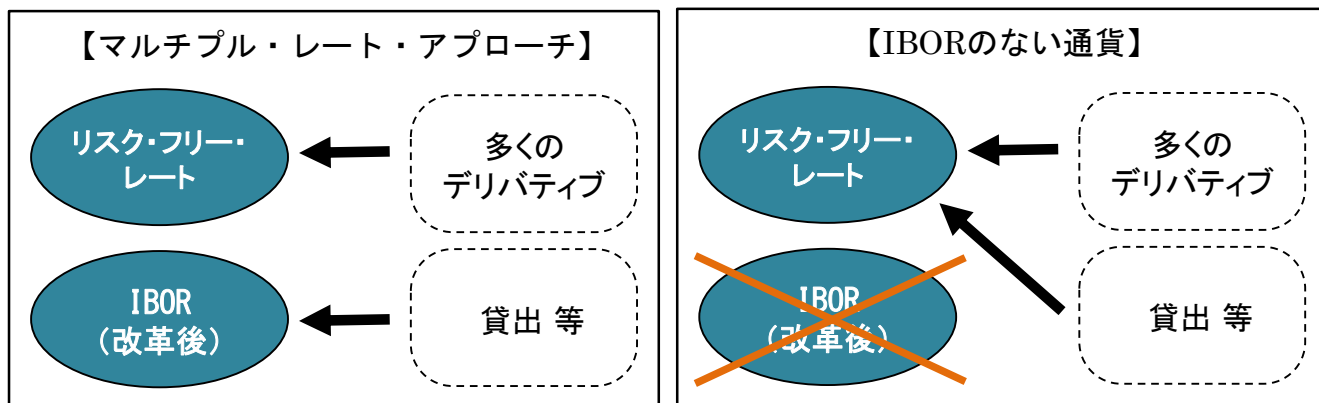
- 「金利指標改革」は元々、2012年夏に顕在化したLIBOR等の不正問題を契機に、LIBOR等の信頼性・頑健性の強化と、「リスク・フリー・レート」の構築を通じて、金利指標の適切な使い分け（「マルチプル・レート・アプローチ」）を実現する目的で進められてきた。

<金利指標改革の当初の実現イメージ>



- もっとも、2017年7月、英国FCA（金融行為規制機構）のベイリー長官が、2021年末以降、LIBOR維持のためにパネル行にレート呈示を強制する権限の行使は行わない旨を表明。
- これを契機として、LIBORが2021年末をもって公表停止されるリスクが高まっている。このため、足もとでは、「LIBOR公表停止に備えた対応」が重要になっている。

<金利指標体系の方向性の違い>



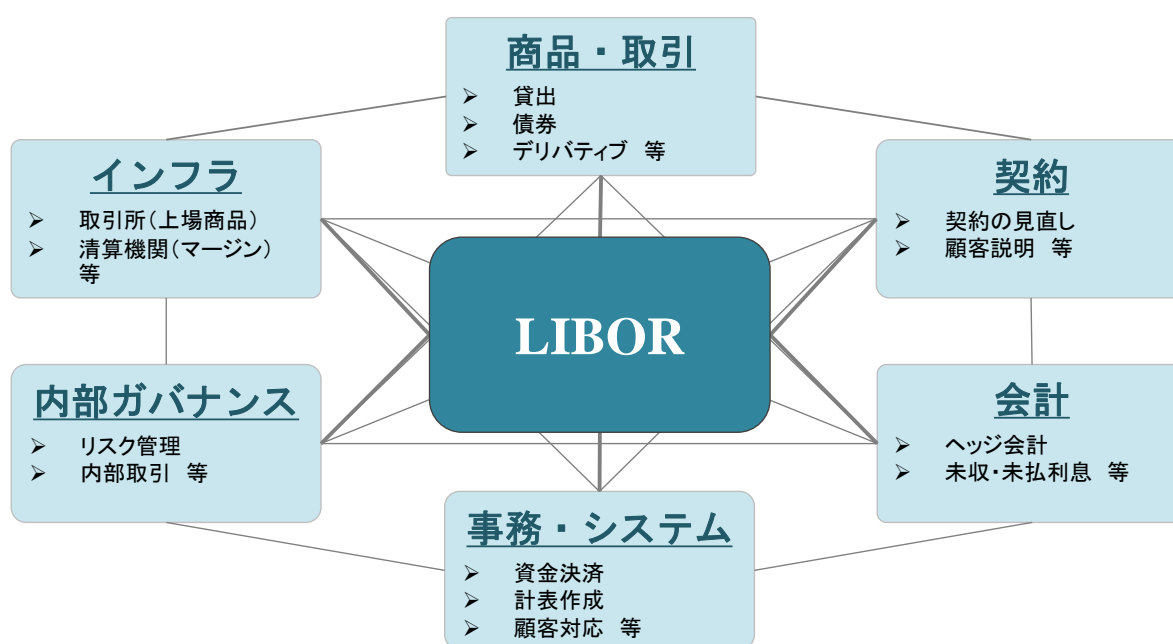
日本円、ユーロ、豪ドル、香港ドル 等

米ドル、ポンド、スイスフラン

2. LIBOR の公表停止に伴う金融機関業務に対する影響

- 市場参加者主導で LIBOR の利用が拡大するなか、LIBOR の利用を前提に、様々な制度・実務慣行等が相互依存関係に。
- LIBOR を参照する金融商品・取引の契約金額は非常に大きい。

▽ LIBOR 公表停止に伴い影響を受ける金融機関業務



▽ 契約金額 (LIBOR 5 通貨)

対象通貨	金額
米ドルLIBOR	150兆ドル
ポンドLIBOR	30兆ドル
スイスフランLIBOR	6.5兆ドル
ユーロLIBOR	2兆ドル
円LIBOR	30兆ドル
(参考) EURIBOR	150兆ドル
(参考) TIBOR	5兆ドル

▽ 契約金額 (円 LIBOR)

対象商品・取引		金額
貸出	相対ローン	68兆円
	シ・ローン	75兆円
債券	変動利付債	3兆円
デリバティブ	金利スワップ [°]	2,453兆円
	スワップ [°] ション	235兆円
	ベーススワップ [°]	197兆円
	通貨スワップ [°]	108兆円

(出所) 「Market Participants Group on Reforming Interest Rate Benchmarks」(2014年3月)

(注) 計数は海外取引を含むベース。デリバティブは想定元本ベース。

3. わが国における取組み

(1) これまでの取組み

① TIBOR 改革の実現 (2017年7月)

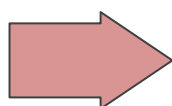
—— 全銀協 TIBOR 運営機関 (JBATA) による 3 次の中協議を経て、リファレンス・バンクの呈示レートの算出・決定プロセスの統一・明確化等の見直しを実施

② リスク・フリー・レートの特定 (2016年12月)

—— 主要な金融機関をメンバーとする「リスク・フリー・レートに関する勉強会」により、日本円のリスク・フリー・レートを「無担保コール 0/N 物レート」に特定

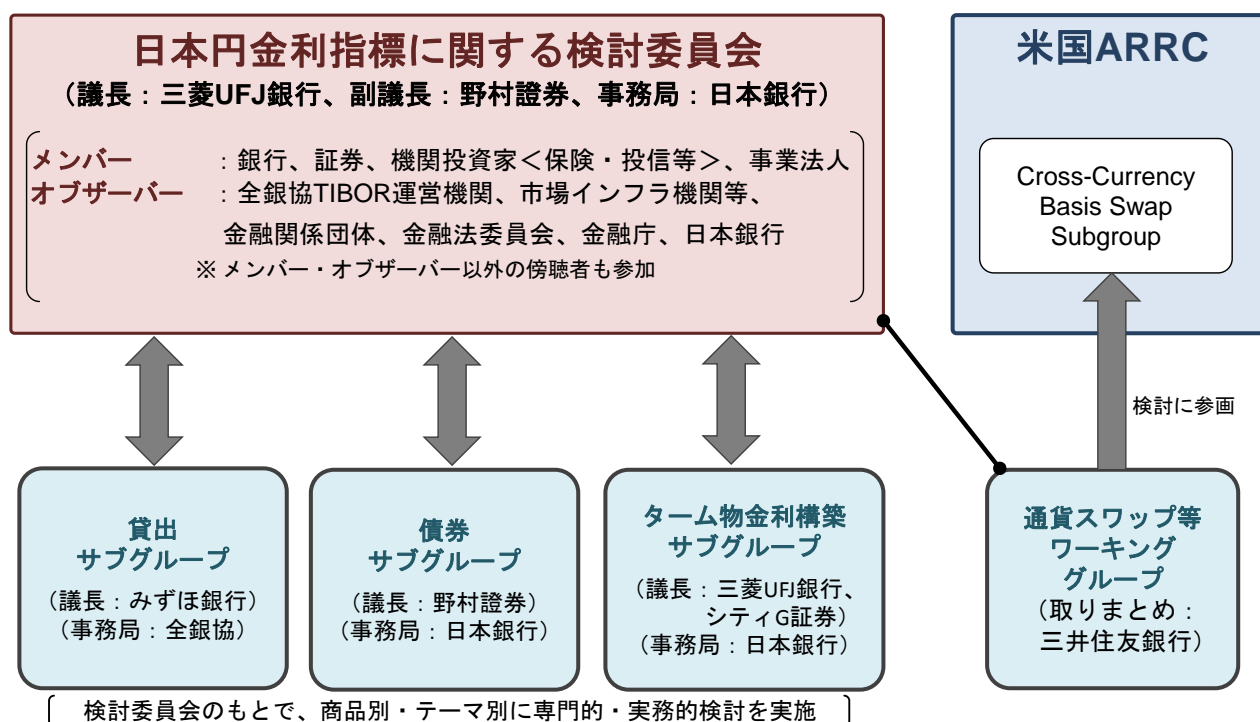
【残された課題】

- 上記の取組みを踏まえ、金融市場参加者や金利指標ユーザーが、金融商品・取引の性質に応じて円金利指標を適切に選択・利用するための検討が必要
- 2021 年末以降の LIBOR 存続に関するリスクが高まるもとの、LIBOR 等の恒久的な公表停止に備えた対応についても検討が必要



「日本円金利指標に関する検討委員会」設立 (2018年8月)

(2) 検討委員会の体制



4. 検討委員会の検討事項

○ 検討委員会の主な検討事項は、①移行、②フォールバック、の方法。

【①移行】

新規に契約する金融商品・取引について、参照金利をLIBORではなく、他の金利指標（リスク・フリー・レート<RFR>やTIBOR等）とするもの

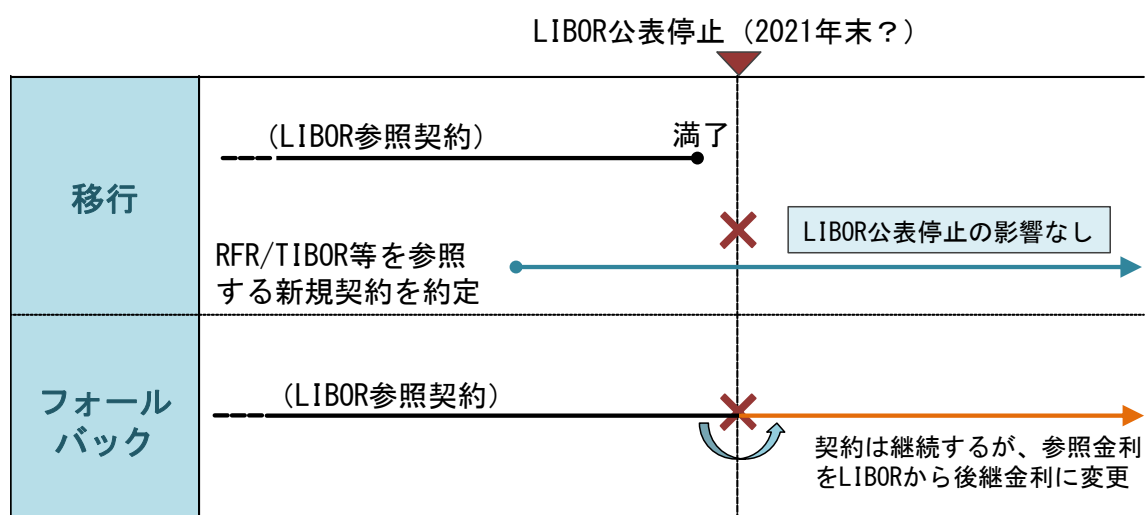
⇒ LIBOR エクスポージャーの削減が可能だが、2021 年末という時間的制約のもと、代替指標の構築や・市場慣行の整備、契約改定など対応負担は重い

【②フォールバック】

LIBOR 参照の既存契約について、LIBOR 公表停止後に参照する後継金利を、契約当事者間で予め合意しておくもの

⇒ 公表停止時の対応の予見可能性は高まるが、一定の価値の移転は避けられない

▽ 移行とフォールバックのイメージ



5. 今後の検討スケジュール

- 検討委員会では足もと進めている検討を踏まえ、2019 年半ば頃に市中協議を行い、その後取りまとめを公表することを展望。

フェーズ	実施事項	2018年			2019年												2020年			2021年					
		8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	11	12	
I	【日本円金利指標に関する検討委員会】 ・各サブグループへの検討事項の提示	■	■	■																					
	【各サブグループ】 ・検討事項にかかる論点整理																								
II	・検討作業のとりまとめ ・追加の論点の検討			■	■	■	■	■																	
	【日本円金利指標に関する検討委員会】 ・サブグループによる検討結果の報告 ・同報告についての評価・承認(必要に応じ、追加の検討事項の提示)			■	■	■	■																		
	・検討内容のとりまとめ ・市中協議に向けた事前準備										■	■	■												
	・市中協議実施																								
	・市中協議を踏まえた検討とりまとめ作業																								
・とりまとめ公表																									
III	・実務的準備																								

(参考1) 金利指標に関する検討事項

検討項目	検討主体	具体的検討事項・課題等
①IBOR代替指標の検討	検討委員会	・ IBORの代替で用いるRFRベースのターム物金利構築を検討
②フォールバックの検討	検討委員会	・ LIBOR公表停止に備えたフォールバック・レートやトリガー条項の内容、契約変更手続等について検討
③ヘッジ会計	検討委員会 会計団体	・ 移行やフォールバックの際のヘッジ会計の適用継続に関する検討
④IBORとRFRの使い分け	検討委員会	・ マルチプル・レート・アプローチのもとでは、IBORとRFRの使い分けに関する考え方の整理が必要
⑤通貨スワップ	米ARRC傘下サブグループ	・ 米ARRCが傘下にCross-Currency Basis Swap Subgroupを設置。日本を含む各国検討体からも参加し、通貨スワップの取引慣行を検討

(参考2) 円LIBOR代替指標の選択肢

—— 金融商品・取引の性質に応じてTIBORの選択肢も存在。

	(1) O/N RFR複利 (前決め)	(2) O/N RFR複利 (後決め)	(3) ターム物RFR金利 (スワップ)	(4) ターム物RFR金利 (先物)
金利指標が依拠するレート	無担保コールO/N物レート		日本円OIS	無担O/N金利先物
金利指標の参照期間	下図①	下図②	下図③	
概念図	<p>図①: 参照開始日、参照終了日、適用開始日、適用終了日。金利の参照期間(赤)と金利の計算期間(青)を示す。翌日物金利とターム物金利の両方がある。</p> <p>図②: 翌日物金利、適用金利決定、金利の参照期間(赤)、一定営業日前、金利の計算期間(青)。リセット日と3か月後の時点を示す。</p> <p>図③: 適用金利決定、金利の参照期間(赤)、ターム物金利、金利の計算期間(青)、ターム物金利。リセット日と3か月後の時点を示す。</p>			

(参考3) リンク集 (LIBOR 5 通貨の検討委員会)

【日本】

- ・ 日本円金利指標に関する検討委員会

http://www.boj.or.jp/paym/market/jpy_cmte/index.htm/

【米国】

- ・ ARRC

<https://www.newyorkfed.org/arrc>

【英国】

- ・ Sterling RFR WG

<https://www.bankofengland.co.uk/markets/transition-to-sterling-risk-free-rates-from-libor>

【EU】

- ・ WG on euro RFR

https://www.ecb.europa.eu/paym/initiatives/interest_rate_benchmarks/WG_euro_risk-free_rates/html/index.en.html

【スイス】

- ・ NWG

https://www.snb.ch/en/ifor/finmkt/fnmkt_benchm/id/finmkt_reform_rates