

2017年7月5日
日本銀行金融市場局

「債券市場参加者会合」第5回議事要旨

1. 開催要領

(日時) 銀行等グループ (22 先) 6月20日(火) 16時から
証券等グループ (25 先) 6月20日(火) 17時30分から
バイサイドグループ (21 先) 6月21日(水) 16時から

(場所) 日本銀行本店

(参加者) 「債券市場サーベイ」等に参加する金融機関の実務担当者

(本行出席者) 金融市場局長、金融市場局総務課長、同市場調節課長、
同市場企画課長

2. 本行からの説明等

- 各グループにおいて、本行より、①債券市場サーベイの結果、②国債市場の流動性、③最近の金融市場の動向および市場調節運営、について説明した。

3. 参加者の意見

- 上記説明の後、意見交換を実施した。会合参加者から聞かれた主な意見は以下のとおり。

最近の債券市場についての見方

- イールドカーブ・コントロールは効果的に機能しており、円金利は安定的に推移している。
- 日本銀行のプレゼンスが拡大するなか、オペ・海外金利以外の要因で円金利が自発的に動くことが少なくなってきた。
- 長期については、金利が張り付いて動かない状態にあることに加え、超長期についても、30年債金利が国内生保勢の投資目線である1%を下回るなど、キャピタルゲインという観点からもキャリー収益という観点からも投資し難い状況にある。
- 短中期では、日本銀行の買入金額の減額のほか、ベーススの縮小に伴い海

外勢の需要が落ちていることから、金利は上昇している。

- 短中期の金利水準が幾分上方に修正されたことについて、イールドカーブが自然な形に徐々に近づいているものと評価している。
- 短中期については、幾分金利が上昇したが、引き続きマイナス圏内で、投資家が買える状況ではない。そうしたなか、日本銀行の国債買入減額を受けて証券会社の取引機会が減少し、ベーススの縮小もあって海外投資家からの買いも減り、取引参加者が減少している。

債券市場の機能度・流動性についての見方

- イールドカーブ・コントロールの導入以降、長期ゾーンを中心にボラティリティが低下し、価格変動に対する安心感が広がっている。
- ボラティリティの低下は、一見機能度改善にも見えるが、実際には取引量の減少や既存の市場参加者の退出という形で機能度の低下に繋がっている。
- 現在の市場は、日本銀行のコントロールの下で安定しているが、金利水準もボラティリティも極端に低い市場環境の下で、これまでの日本国債のプレーヤーが市場から退出するなど、参加者層が薄くなっている。
- 良くコントロールされていると思うが、一方で債券市場の価格発見機能は失われている。株価は上昇し、日本経済の状況も良くなっているなかで、長期金利が殆ど反応しないという状況は健全ではない。
- 債券市場サーベイの結果をみると、市場の機能度・流動性は「低水準・横這い」であるが、日を迫うごとに厳しい状況に陥っているというのが実情である。金融政策の目的が物価安定目標の達成であることは理解しているが、市場の機能度にも配慮してほしい。
- 中長期的に金利を市場に委ねるとなった際に、市場参加者の厚みが足りないが故にボラティリティが急に上昇することを懸念。参加者層の厚みや多様性も市場機能の一つだと思うので、引き続き留意して欲しい。
- 現状、市場機能が低下しているとすると、調節運営のなかでもう少し変動幅を許容するようにしないと、実際にマーケットで金利が動き始めた際に市場が対応できないのではないかと危惧している。
- 多額の国債買入の結果、マーケットで希少化している銘柄も多く、マーケットメーカーとして顧客のオーダーに応えることが難しい場面が日々増えている。この点、日本銀行がそういった銘柄の供給により積極的になれば、市場機能の向上に役立つのではないかと。

市場調節運営等

- 市場参加者がイールドカーブ・コントロールに慣れてきたことに加え、日本銀行がオペ日程を公表するようになったため、現行の枠組みの下でマーケットは安定している。
- 景気の先行きや消費税を巡る議論を行う上でも、債券市場の価格発見機能が適切に発揮されることが重要であり、イールドカーブ・コントロールの下でも、できるだけ市場機能が働く形で調節運営を行うことが望ましい。この点、超長期ゾーンについては特に重要だと思う。
- マネタリーベースの拡大ペースが鈍化するなか、調節方針に 80 兆円という文言が残っていることについて疑問を持つ市場参加者が増えている。
- イールドカーブ・コントロールについては、透明性が高く、コミュニケーションも良く取れており安心感がある一方で、中長期的な金融政策運営については、所謂「出口」も含めて、投資家が見通し難しくなっている。先行き「出口」が近づいた際には、徐々に見通しが共有されていくようにして欲しい。
- 実質金利を低く抑えることで経済・物価に対する効果を狙うのが目的であれば、値動きそのものをここまで抑え込む必要はなく、金利水準は抑えつつある程度の変動を許すような運営も検討して頂きたい。

金融規制の影響

- 銀行業態にとっては、銀行勘定の金利リスクに関する規制の国内適用が大きな課題。以前のように自由にバランスシートを拡大することはできなくなるため、投資対象を選別する必要がある。こうしたなか、ボラティリティも金利水準も低い日本国債はどうしても見劣りし、投資対象となり難しくなっている。
- 地域金融機関の債券保有が制限されるようになれば、債券市場における国内の市場参加者が一層減少し、海外勢のウエイトが高まるとみている。
- 新政権の下で、米国の金融規制は今よりも緩和される方向に向かっていると理解しており、一部の外資系金融機関では今までよりもバランスシートを使ったビジネスを増やしていくのではないかと期待している。

今後の債券市場の見方

- 低金利、低ボラティリティという状況が長引くのであれば、今後も日本国債には投資し難いと考えている。

- 先行きの物価動向に注目しており、今後、日本銀行の想定通りに物価が上昇していくなれば、外債とのバランスにも配慮しながら、円債に対する投資スタンスを見直していきたい。
- 短期国債については、為替のベーススの動きを受けた海外投資家の影響が強く、こうした海外勢の需要が先行きどう変化するかがポイントとなる。

以 上

資 料

2017 年 6 月 20、21 日
金融市場局

1. 債券市場サーベイの結果

「債券市場サーベイ」の概要

- 金融市場局では、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などを継続的に把握する観点から、15/2月より、四半期毎に「債券市場サーベイ」を実施。

(債券市場サーベイの概要)

【作成部署】 金融市場局 市場企画課

【調査対象先】 44 先（国債売買オペ先のうち、ご協力頂ける先）

【調査項目】 債券市場の機能度、長期金利見通し

1. 債券市場の機能度の状況

(1) 債券市場の全体的な機能度について、3段階評価で回答

(2) ビッド・アスク・スプレッド、市場参加者の注引量、取引頻度、取引相手の数、1回当たりの取引金額、意図した価格で取引が行えているか、意図したロットで取引が行えているかについて、3段階評価で回答

2. 長期金利の先行き見通し

3か月後、6か月後、1年後、2年後等の長期金利見通し（新発の2年債、5年債、10年債、20年債、30年債の利回り）や新発10年債利回り見通しの確率分布等を数字で回答

【調査頻度】 四半期毎（2月、5月、8月、11月に調査実施）

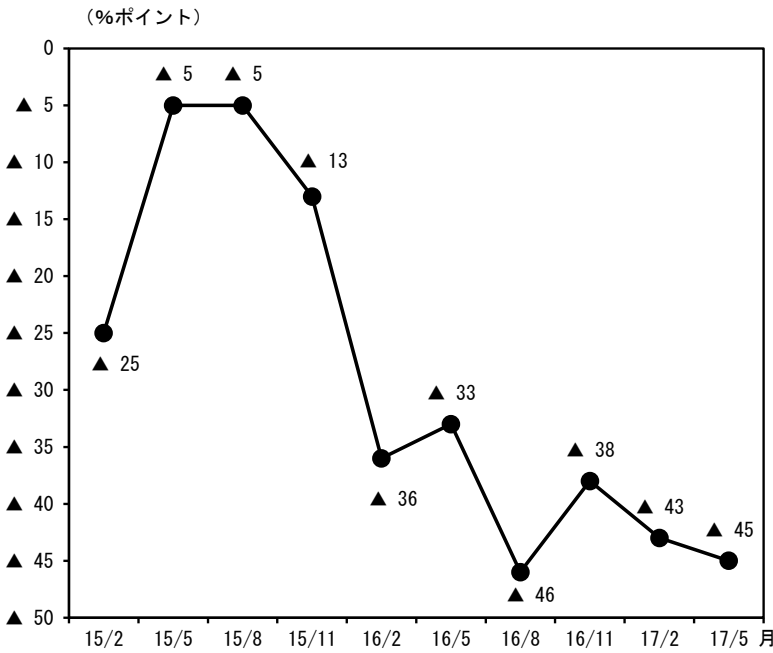
【公表時期】 原則として調査月翌月の第1営業日（※）

【公表方法】 本行ホームページに掲載

※ 15/11月調査までは、原則として調査月翌月の金融政策決定会合初日の5営業日前に公表。

債券市場の機能度判断 DI

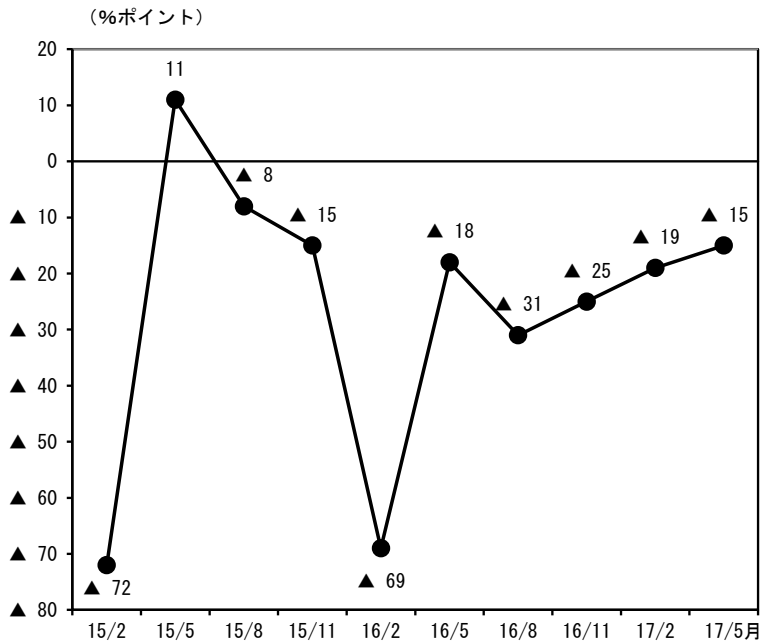
▽機能度判断 DI (現状)



(%、%ポイント)

「現 状」				
機能度判断 「高い」 - 「低い」		16/11 月	17/2 月	5月
		▲38	▲43	▲45
構 成 比	高い	5	0	0
	さほど 高くない	53	57	55
	低い	43	43	45

▽機能度判断 DI (3か月前と比べた変化)



(%、%ポイント)

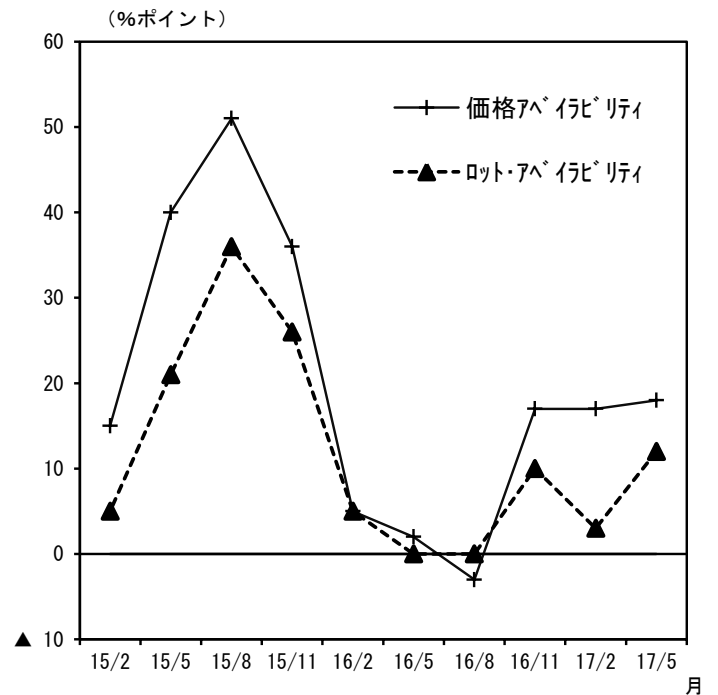
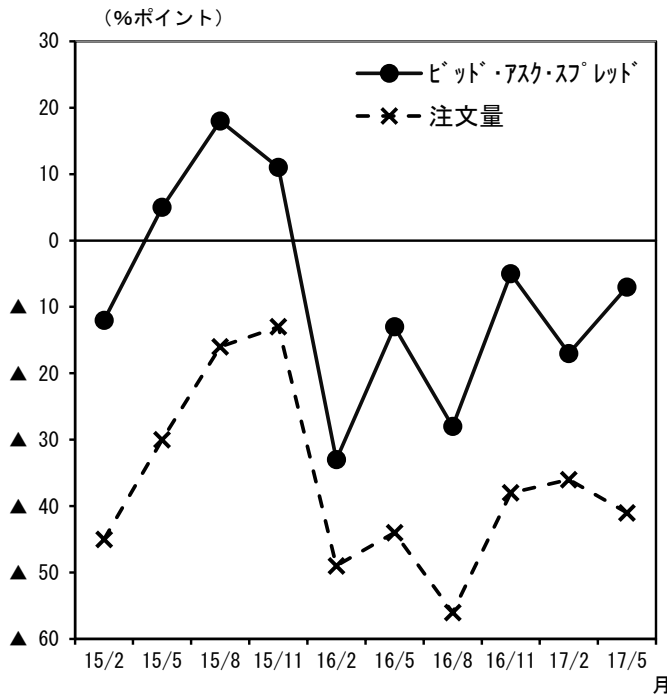
「3か月前と比べた変化」				
機能度判断 「改善した」 - 「低下し た」		16/11 月	17/2 月	5月
		▲25	▲19	▲15
構 成 比	改善した	10	5	5
	さほど 改善して いない	55	71	75
	低下した	35	24	20

(注) 直近3回の回答期間は以下のとおり。

16/11月： 11月 9日～16日
 17/2月： 2月 8日～15日
 5月： 5月 11日～18日

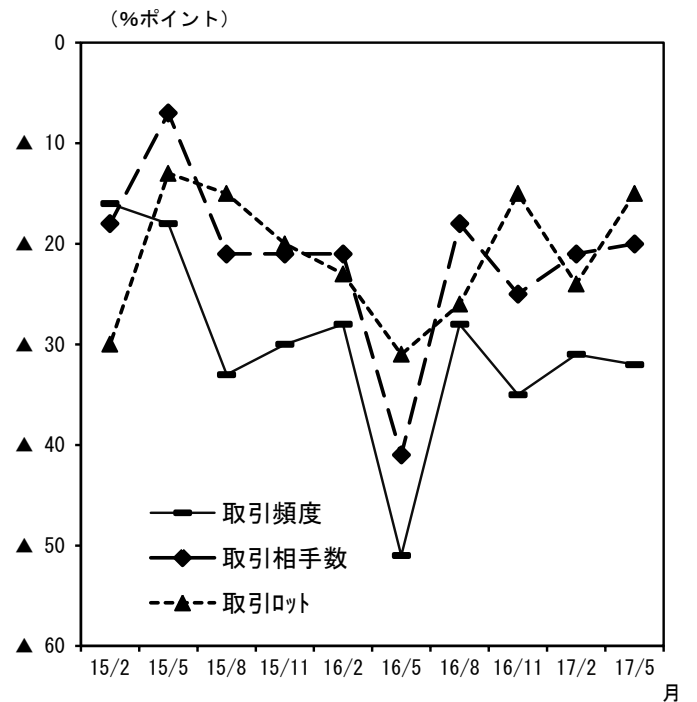
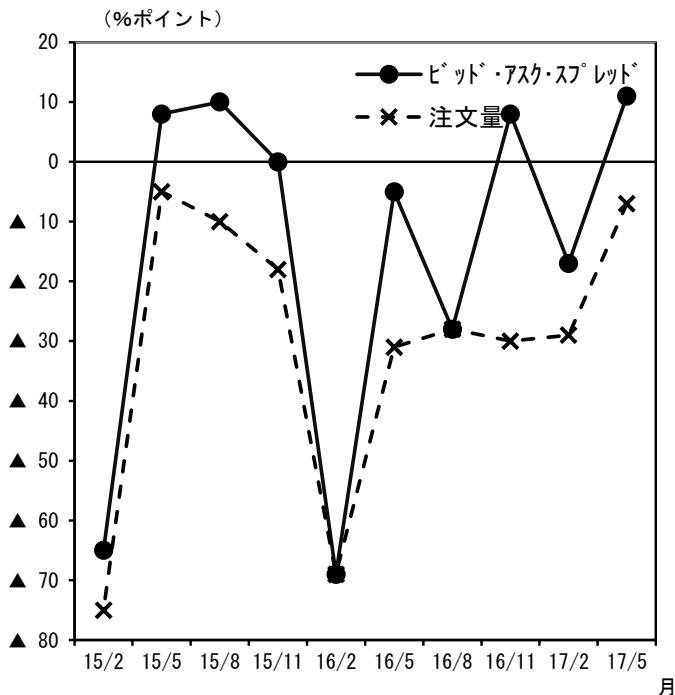
その他の判断DI（機能度・流動性に関する各論）

▽「現状」に関する調査項目



(注) ビッド・アスク・スプレッド：「タイトである」—「ワイドである」
 注文量：「多い」—「少ない」
 価格アベイラビリティ、ロットアベイラビリティ：「できている」—「できていない」

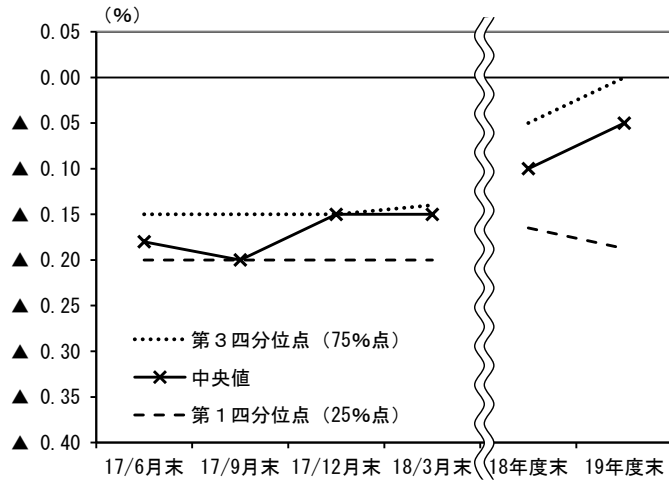
▽「3か月前と比べた変化」に関する調査項目



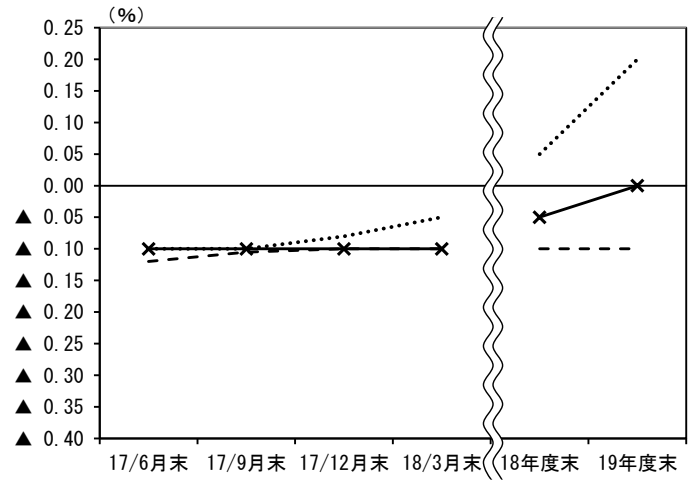
(注) ビッド・アスク・スプレッド：「縮小した」—「拡大した」
 注文量、取引頻度、取引相手数、取引ロット：「増加した」—「減少した」

長期金利の先行き見通し (5月調査)

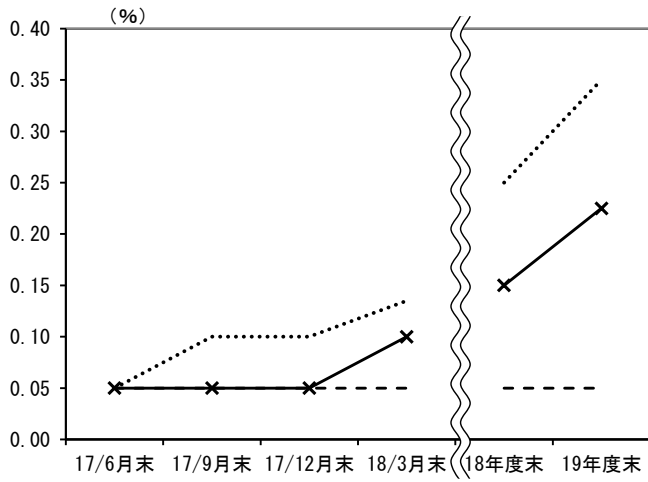
新発2年債



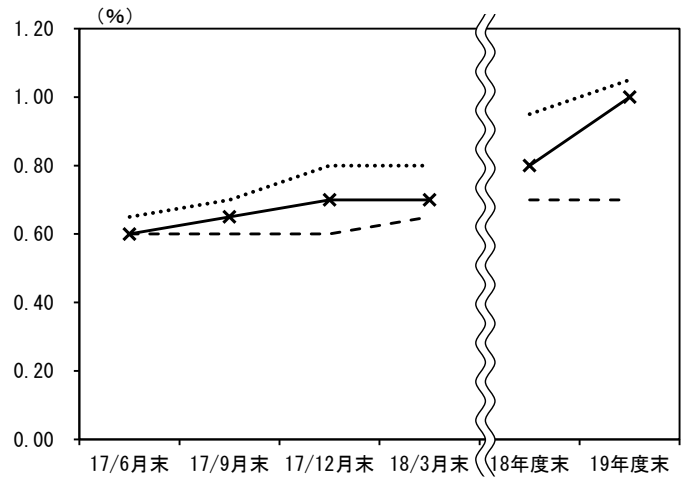
新発5年債



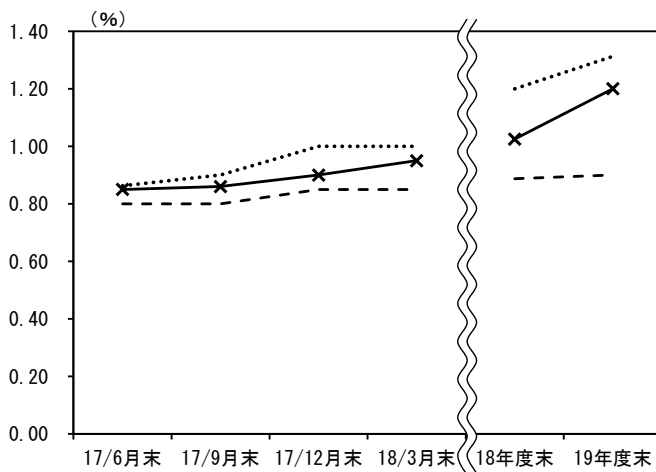
新発10年債



新発20年債

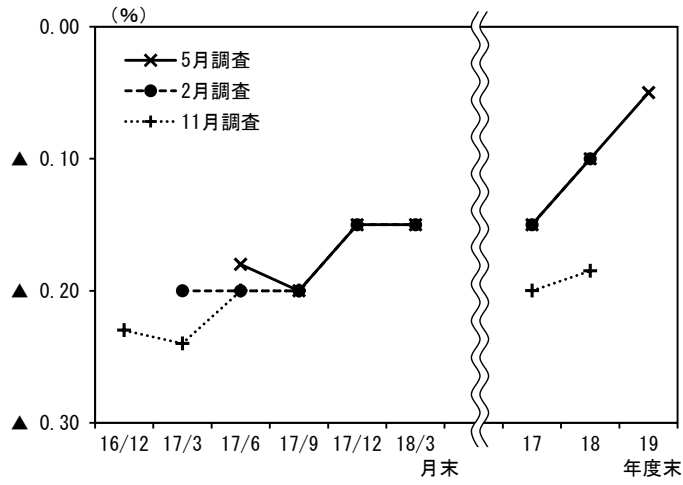


新発30年債

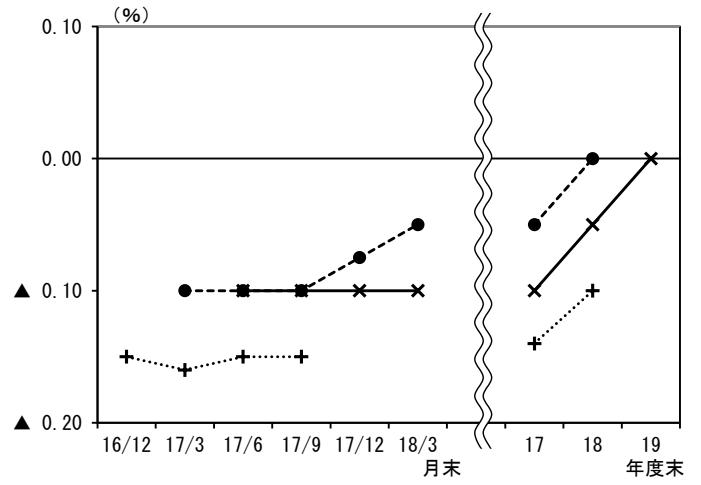


長期金利の先行き見通し（中央値）

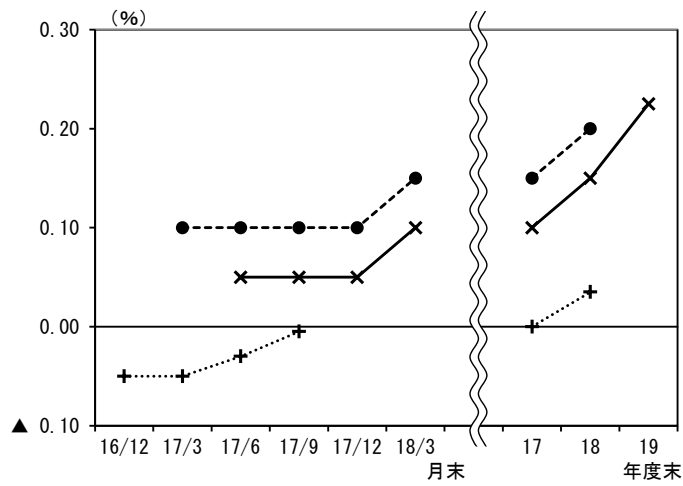
新発2年債



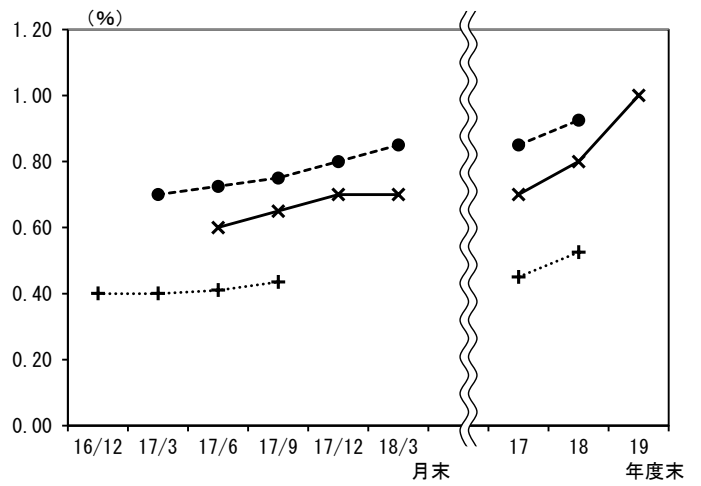
新発5年債



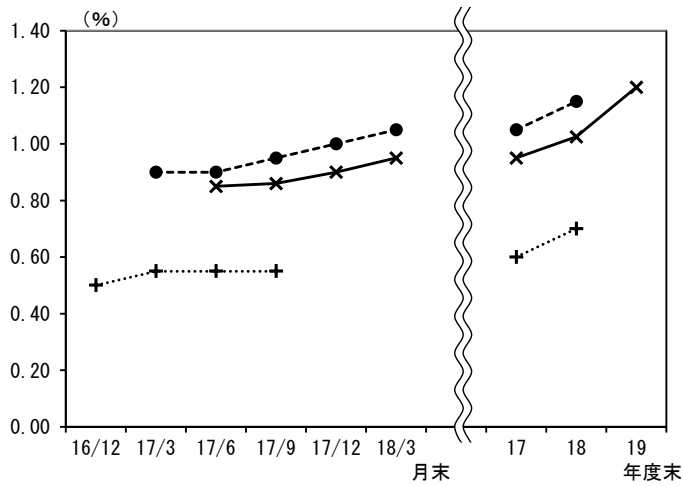
新発10年債



新発20年債

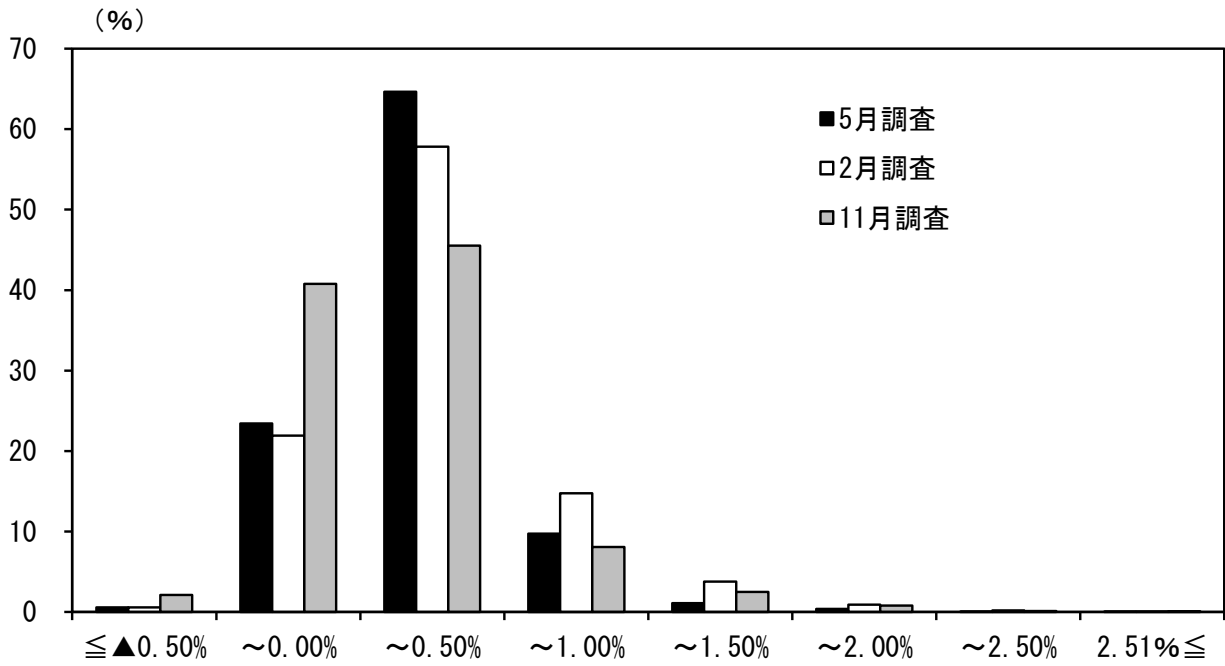


新発30年債

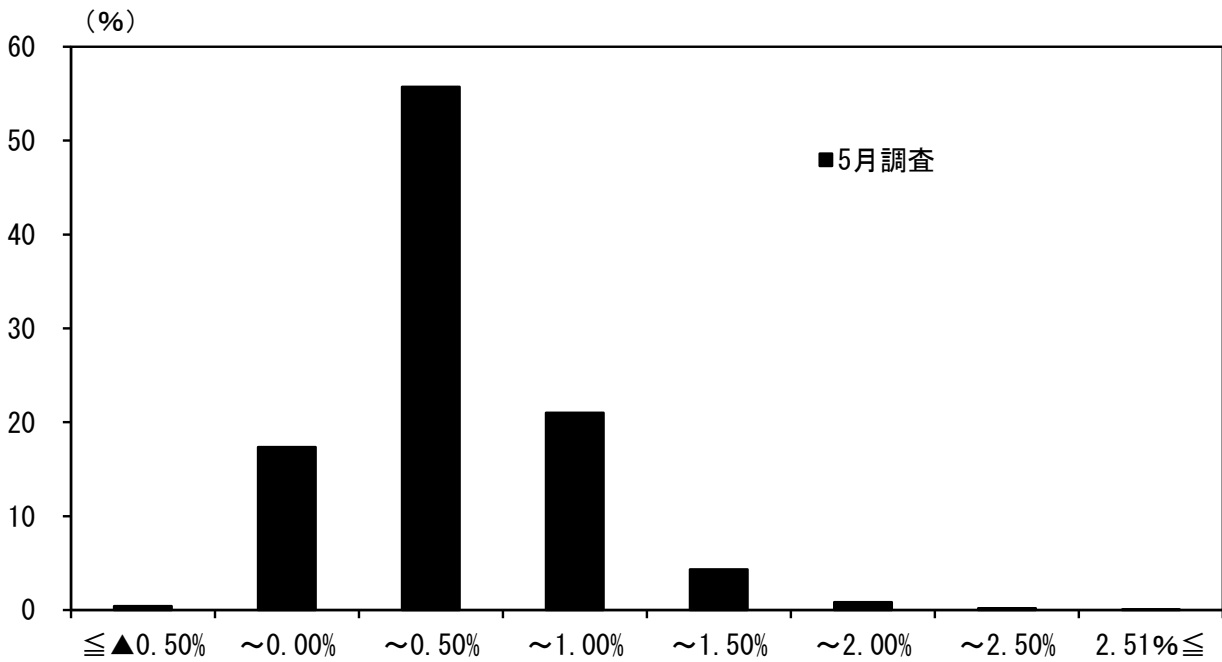


新発 10 年債利回りの確率分布

▽2018 年度末



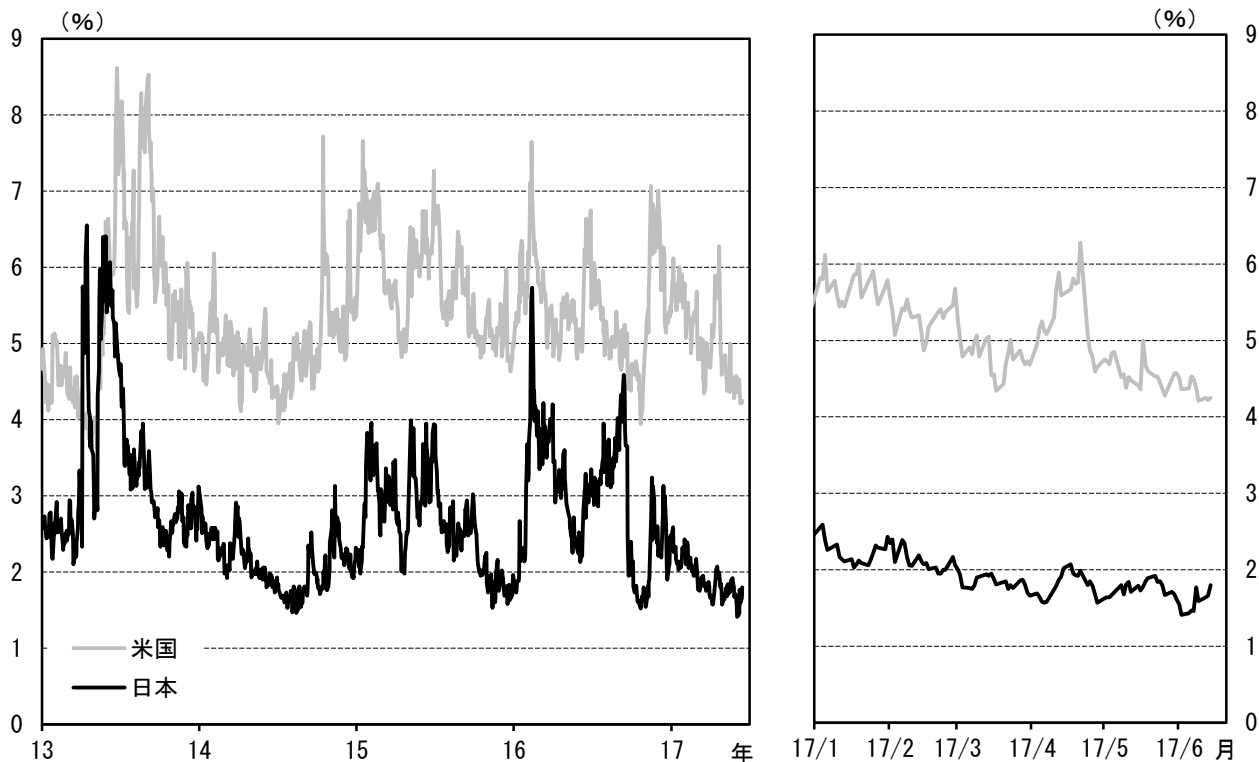
▽2019 年度末



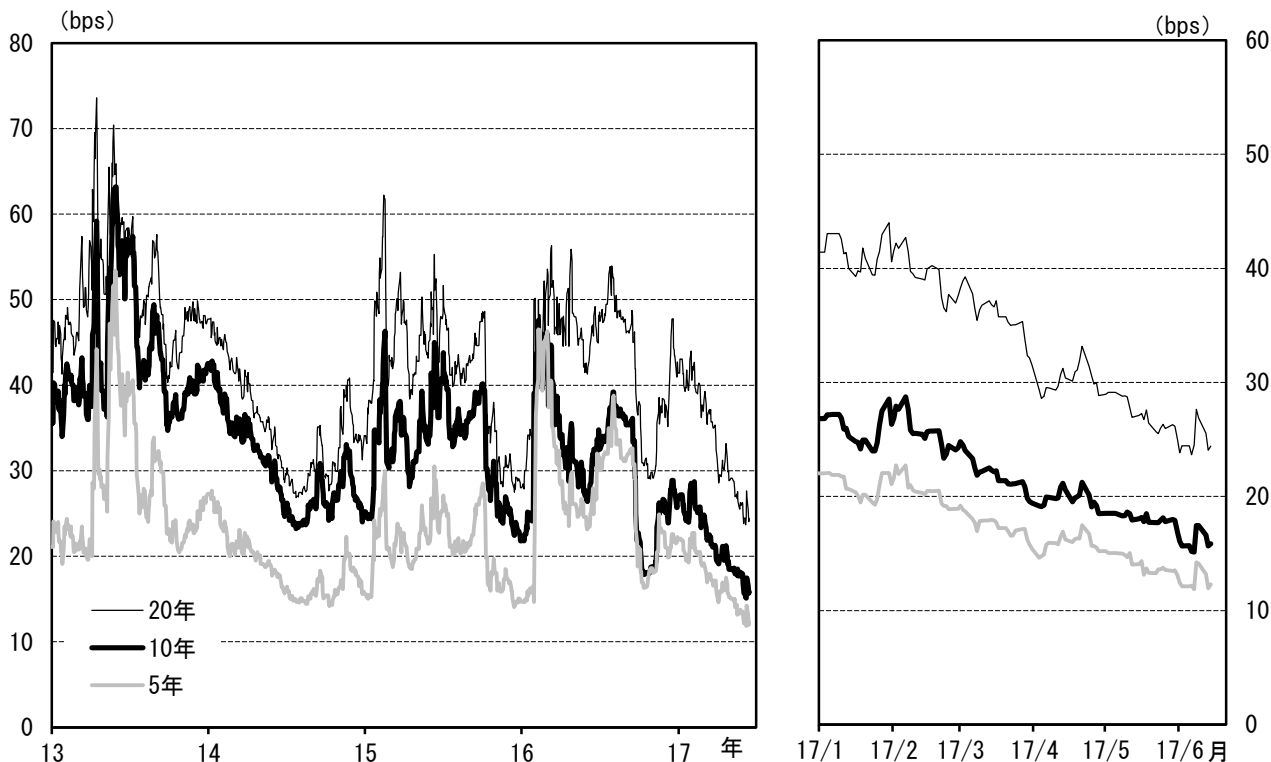
2. 国債市場の流動性指標

債券価格・長期金利のインプライド・ボラティリティ

(1) 長国先物オプションのインプライド・ボラティリティ



(2) 年限別スワップションのインプライド・ボラティリティ (満期 6 か月)

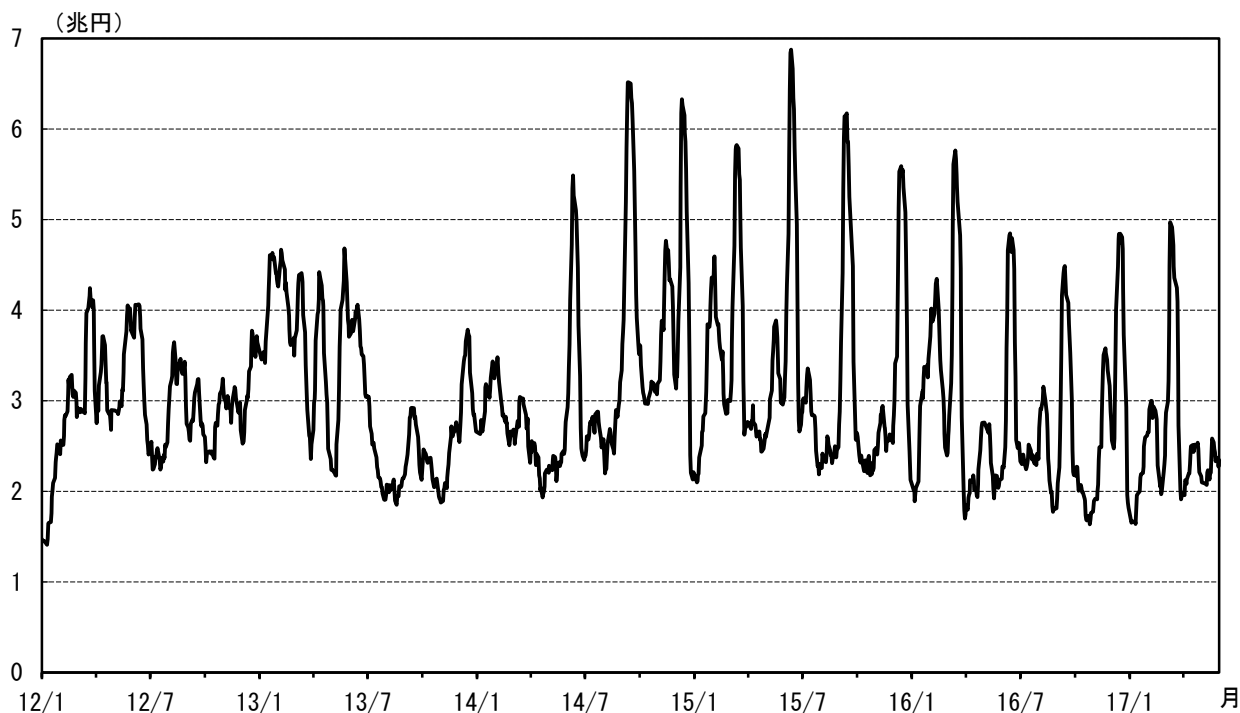


(注) 1. (1)の日本は、S&P/JPX日本国債VIX指数、米国は、TYVIX指数。
2. 直近は6/14日。
3. 日本銀行では、概ね四半期に一度程度、本資料で用いている指標を含めた「国債市場の流動性指標」を公表している。
なお、各指標の定義等については、黒崎・熊野・岡部・長野「国債市場の流動性：取引データによる検証」
日本銀行ワーキングペーパーシリーズNo. 15-J-2、2015年3月を参照。

(出所) Bloomberg

長期国債先物の出来高と取引サイズ (volume)

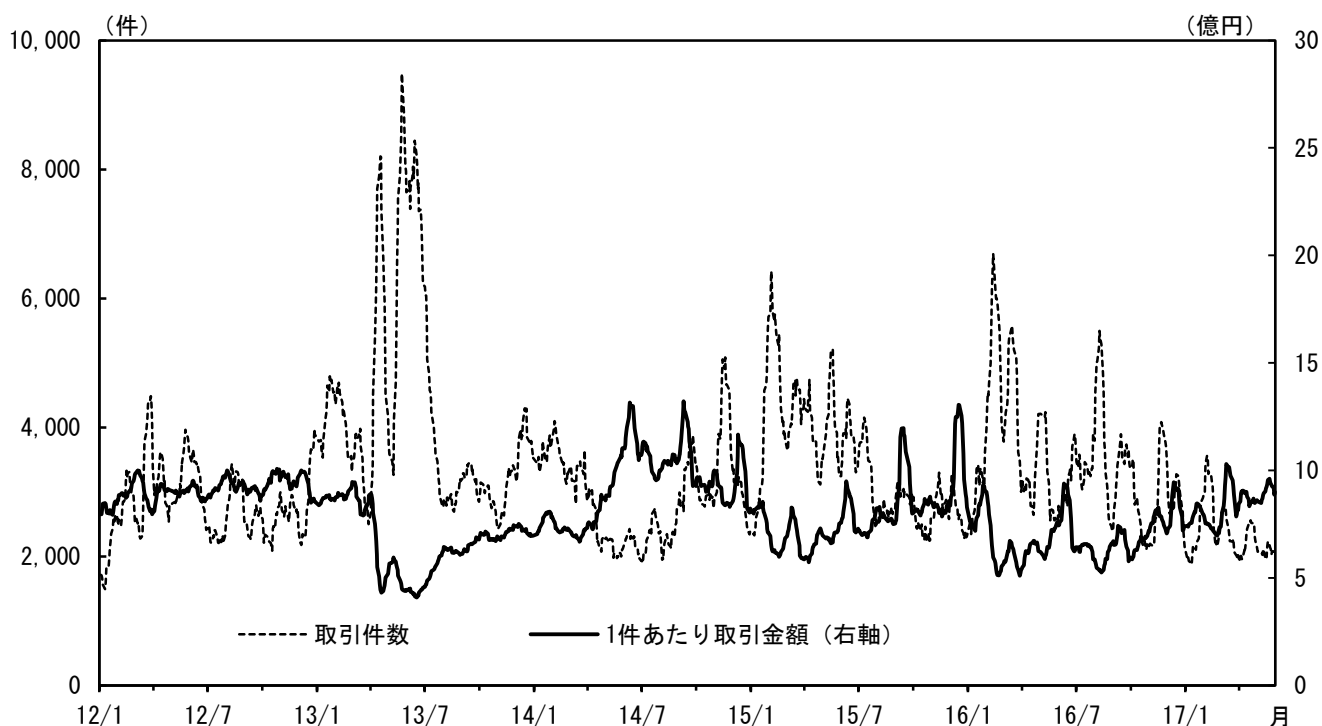
(1) 長国先物の出来高



(注) 後方10日移動平均。直近は5月末。

(資料) QUICK、大阪取引所

(2) 取引件数と1件当たり取引サイズ

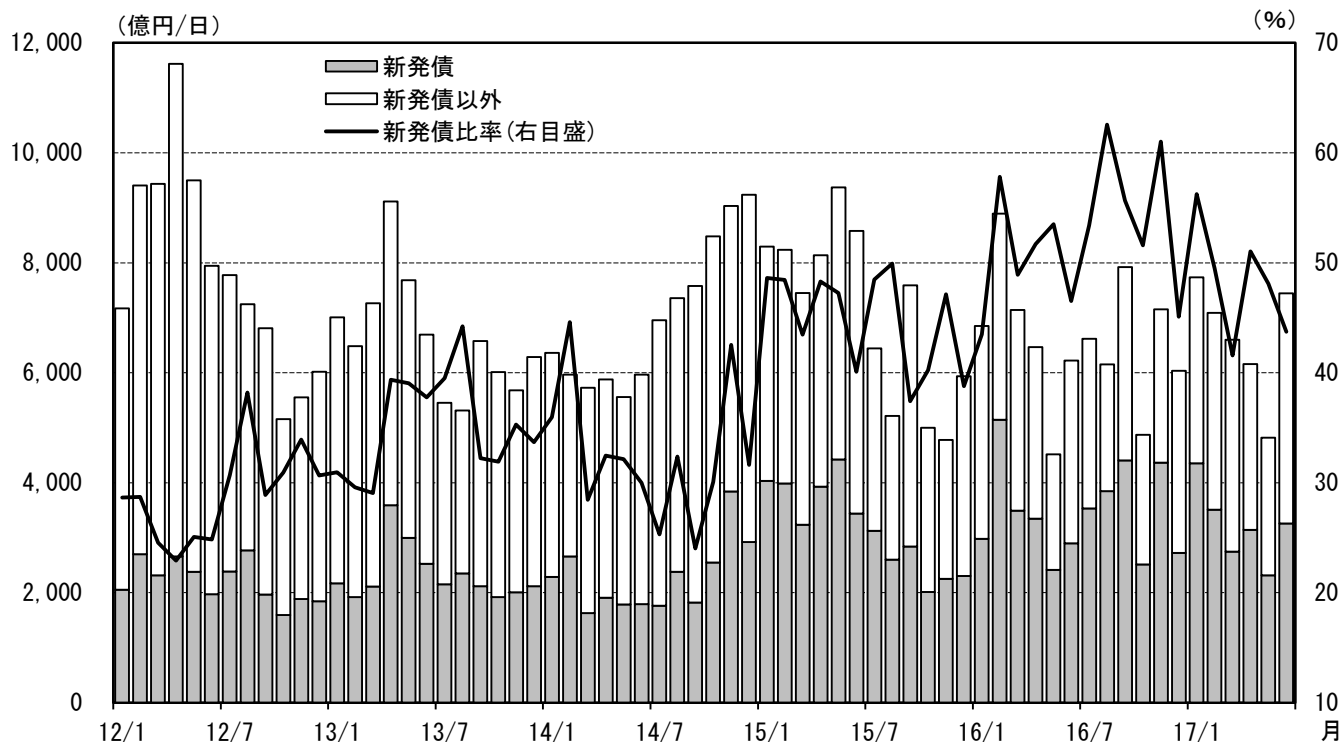


(注) 後方10日移動平均。直近は5月末。

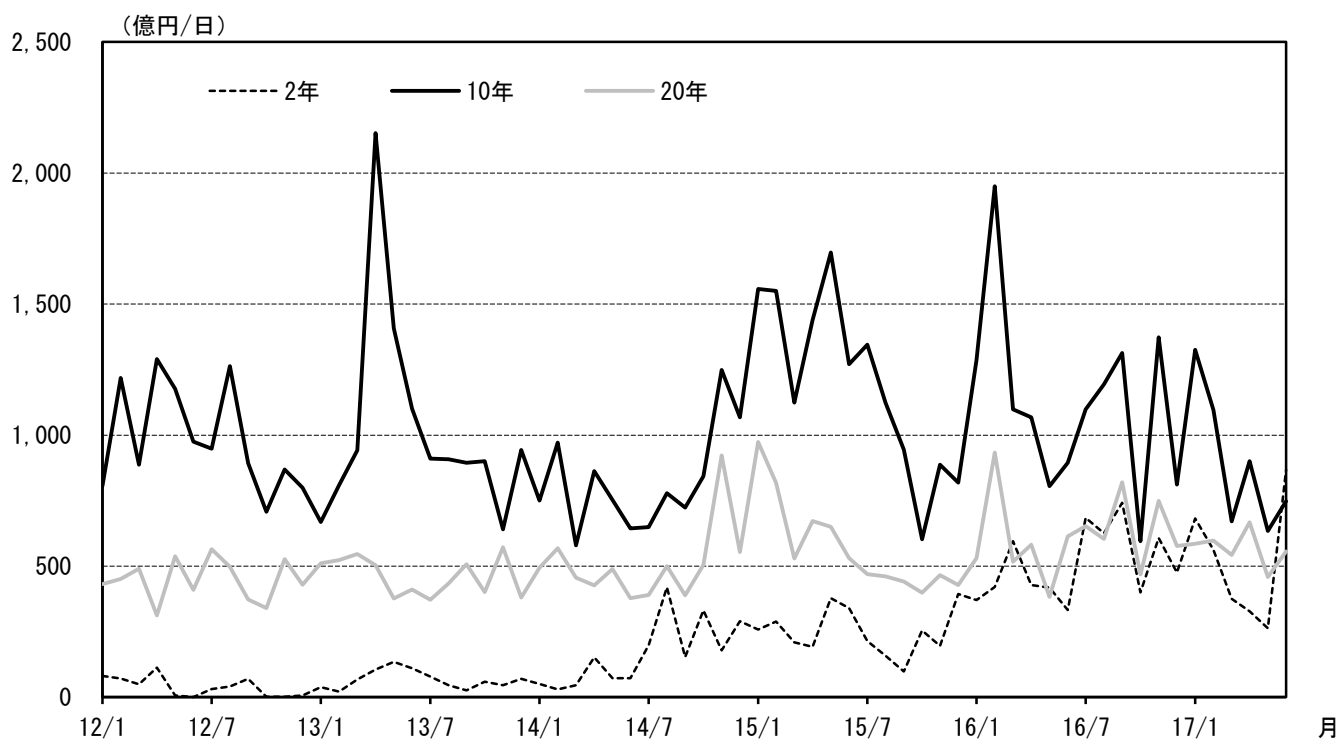
(資料) 日本経済新聞社「NEEDS」

現物国債のディーラー間取引高 (volume)

(1) デイラー間の国債取引高 (日本相互証券)



(2) 年限別にみたディーラー間の新発債取引高 (日本相互証券)



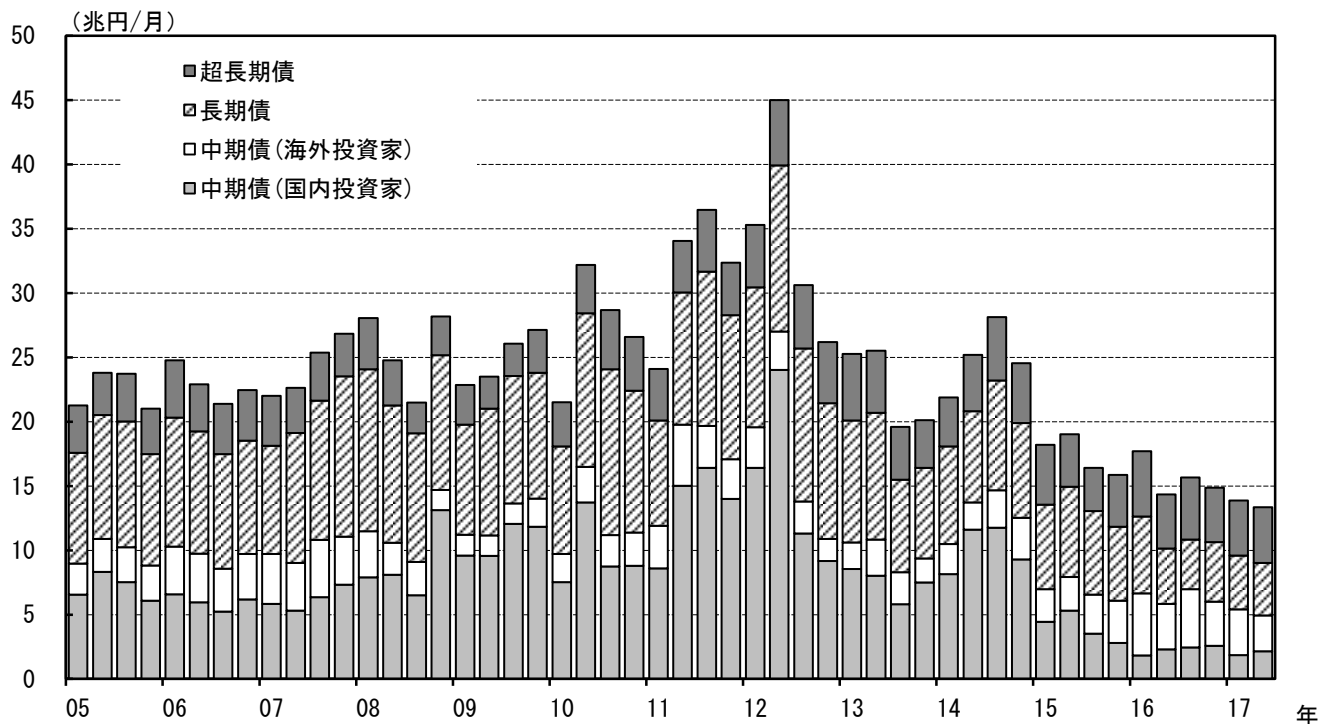
(注) 1. 直近6月は6/14日まで反映。

2. (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)。

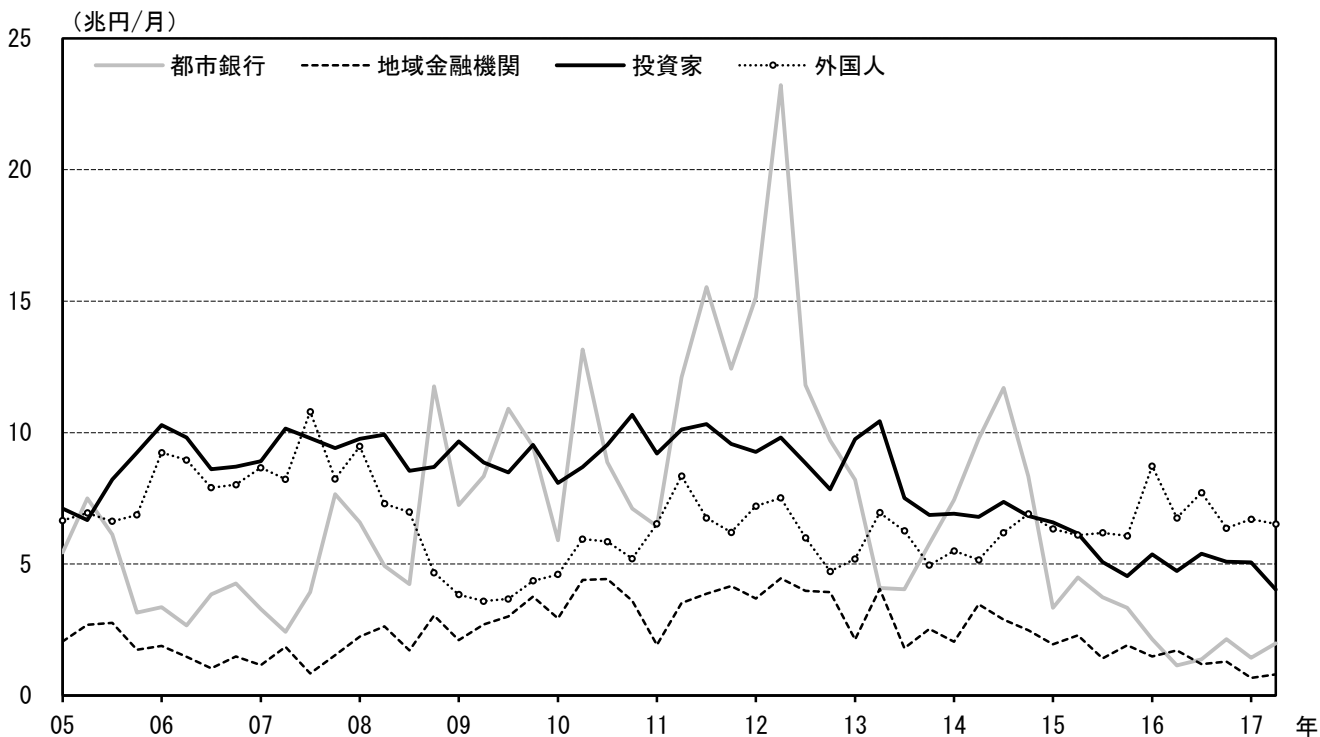
(資料) QUICK

現物国債の投資家等の売買動向 (volume)

(1) デイラーの対顧客取引高 (顧客の国債グロス買入れ額)



(2) 対顧客取引の内訳 (顧客の国債グロス買入れ額)



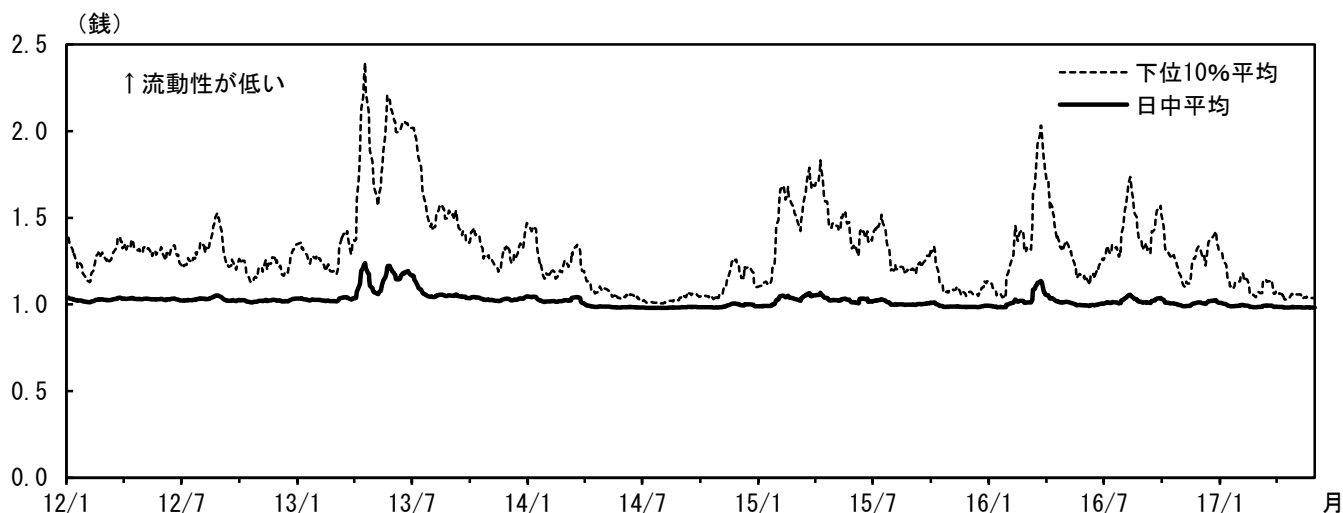
(注) 1. 取引高は国庫短期証券等を除く。直近は4月。

2. 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。

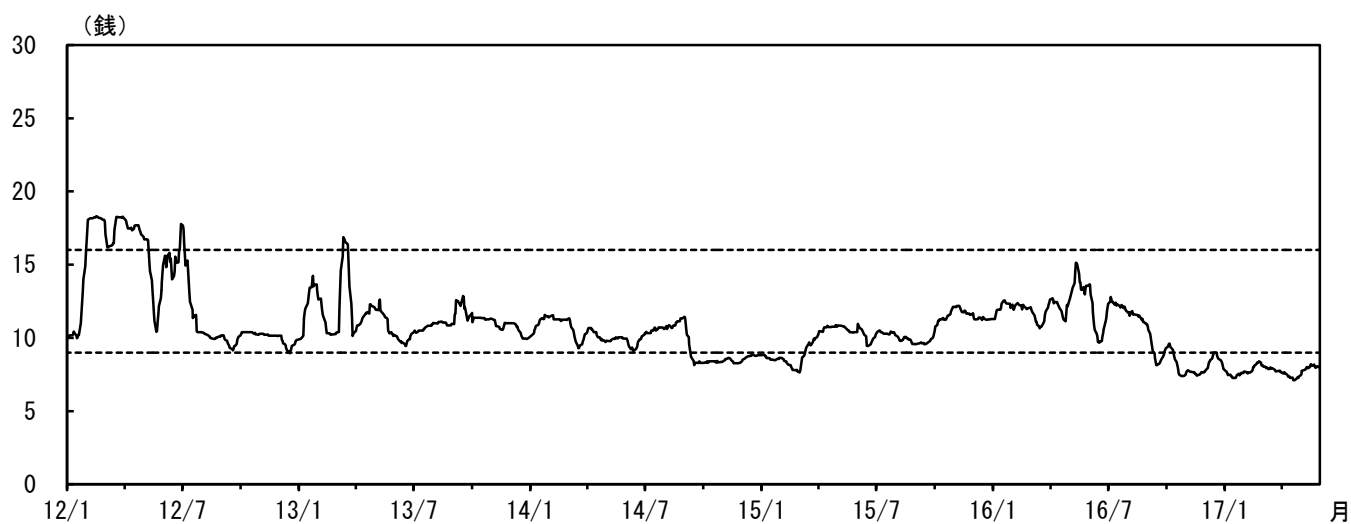
(資料) 日本証券業協会

国債のビッド・アスク・スプレッド (tightness)

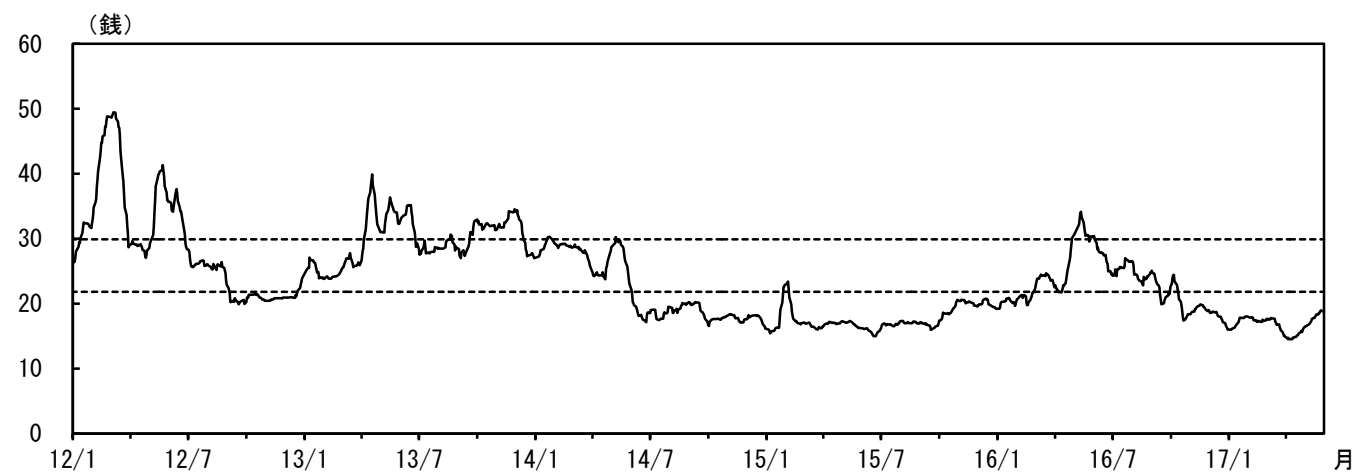
(1) 長国先物



(2) 10年新発債



(3) 20年新発債



(注) 1. 後方10日移動平均。直近は5月末。

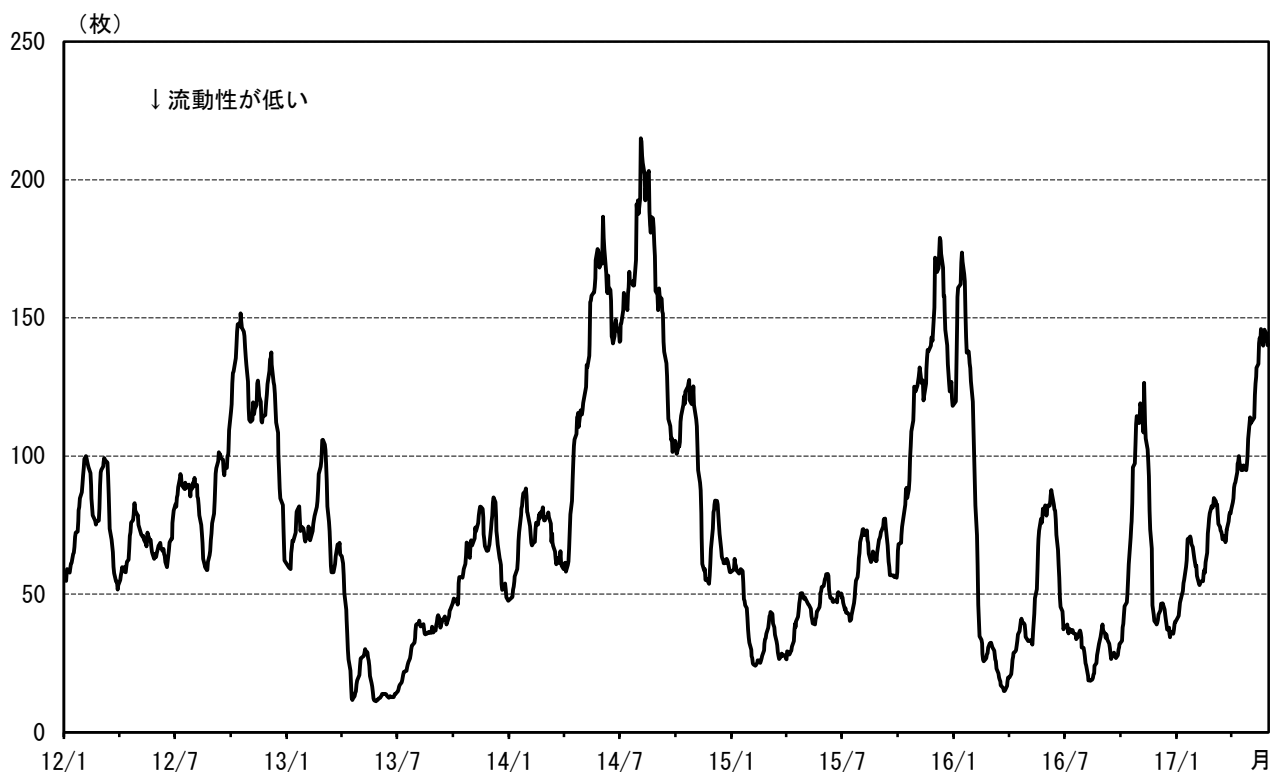
2. 長国先物は、1分毎のスプレッドから算出。下位10%平均は、各営業日(1分足)について、スプレッドが大きい方から10%分のデータを抽出し、平均したもの。

3. 新発債は、Trade web気配値(15時時点)。点線は、2010/1~2013/3月における第1四分位と第3四分位。

(資料) 日本経済新聞社「NEEDS」、トムソン・ロイター

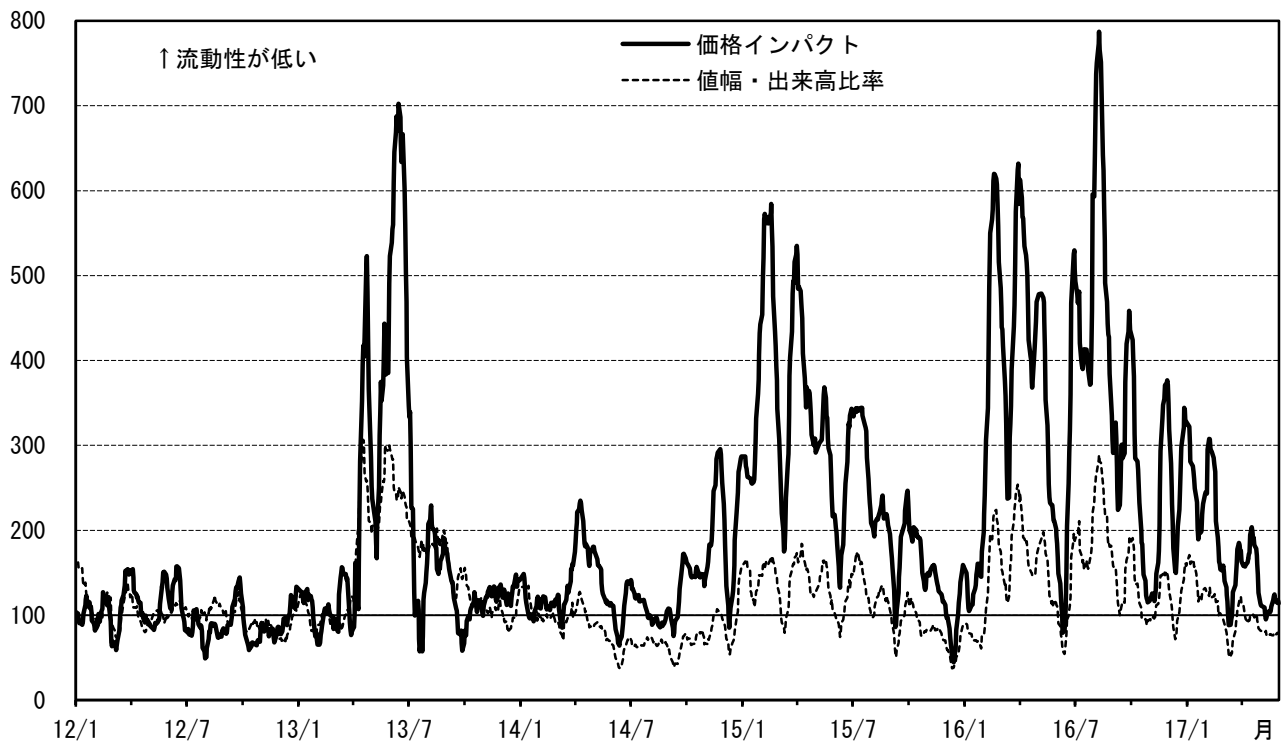
長期国債先物の板の厚み (depth)、価格インパクト (resiliency)

(1) 長国先物の板の厚み (ベスト・アスク枚数)



(2) 長国先物の価格インパクト

(2012年平均=100)

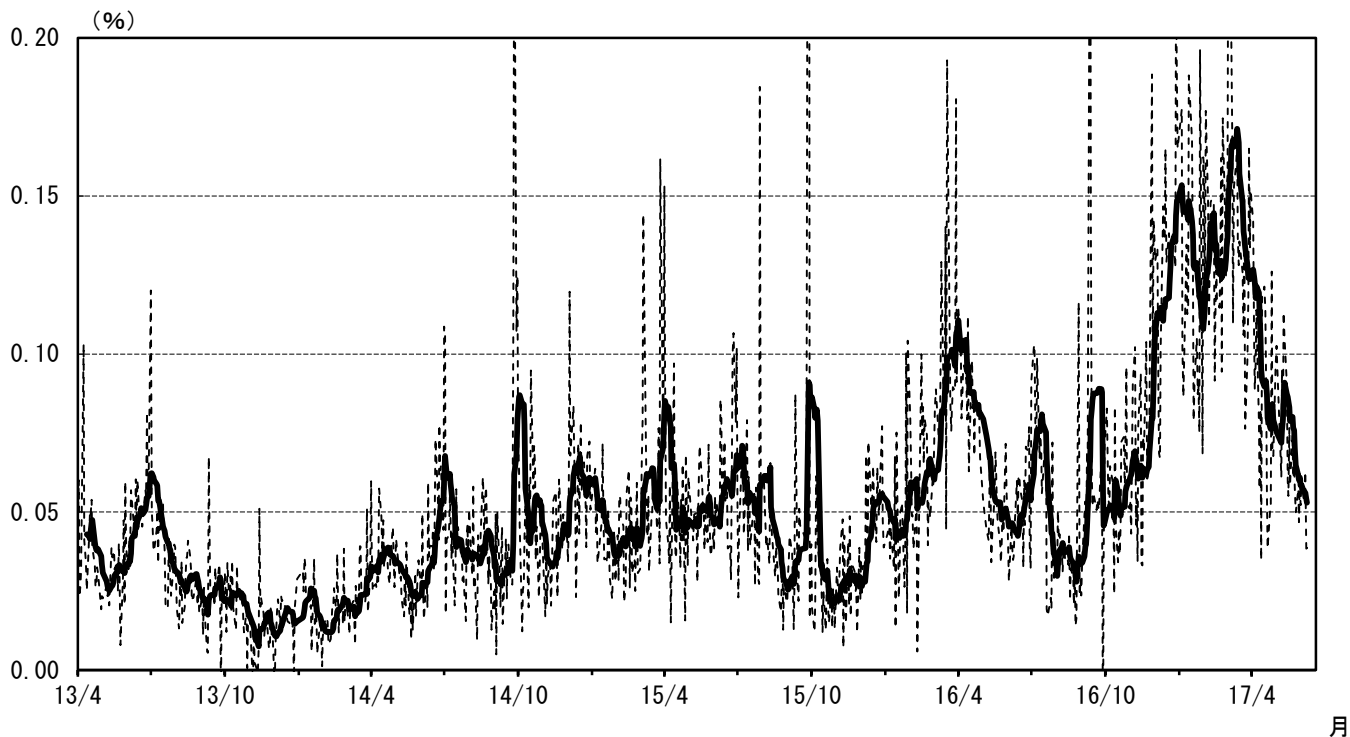


- (注) 1. 後方10日移動平均。直近は5月末。
2. 各営業日において1分毎にベスト・アスク枚数を計測し、その中央値をプロットしたもの。
3. 価格インパクトは各営業日の平均。

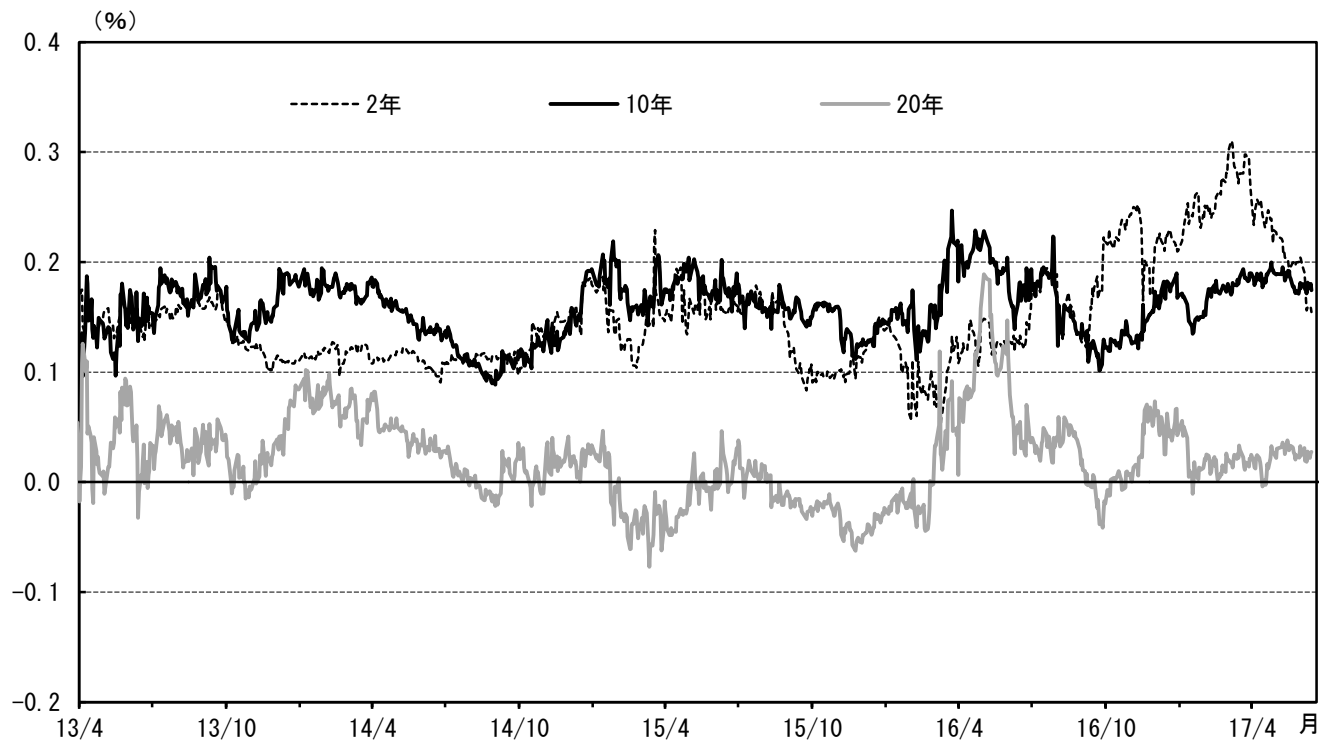
(資料) 日本経済新聞社「NEEDS」、QUICK、大阪取引所

GC-SCスプレッドとスワップ・スプレッド

(1) GC-SCスプレッドの推移 (出来高加重平均)



(2) スワップ・スプレッド



(注) 1. (1) の太線は後方10営業日移動平均。直近は6/9日。
2. SCレポレートはS/N。GCレポレートは、東京レポレート (T/N)。GC-SCスプレッドは、決済日を合わせる形で算出。
3. スワップ・スプレッドは、円金利スワップレートと国債利回りの差。直近は6/14日。
(資料) ジェイ・ボンド東短証券、日本証券業協会、QUICK

3. 最近の市場動向と市場調節

当面の金融政策運営

— 2017年6月16日 政策委員会・金融政策決定会合決定（抜粋） —

(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 E T F および J - R E I T 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 C P 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。

(図表2)

適用金利別の当座預金残高（当月16日～翌月15日の平均残高）¹

<補完当座預金制度適用先の合計>

(単位：億円)

	当座預金残高 ²	プラス金利 適用残高 ³	ゼロ金利 適用残高 ⁴	マイナス金利 適用残高 ⁵	完全裁定後の マイナス金利 適用残高 ⁵
2016年 2月	2,540,536	④ (2,113,522) ⑤ 2,093,433	② (390,383) ③ 224,069	① 223,034	①-(②-③)-(④-⑤) 36,631
3月	2,667,030	(2,112,990) 2,100,383	(392,350) 269,409	297,238	161,690
4月	2,758,297	(2,111,105) 2,093,676	(525,182) 452,619	212,002	122,010
5月	2,762,918	(2,110,713) 2,089,859	(530,435) 468,631	204,428	121,770
6月	2,937,697	(2,110,525) 2,084,698	(691,439) 596,613	256,386	135,733
7月	2,905,459	(2,110,221) 2,089,988	(698,107) 607,915	207,556	97,131
8月	2,943,505	(2,110,315) 2,090,610	(701,524) 625,886	227,009	131,666
9月	3,014,826	(2,110,034) 2,080,128	(804,156) 702,538	232,160	100,636
10月	3,074,977	(2,109,625) 2,088,847	(806,600) 726,669	259,462	158,753
11月	3,046,729	(2,108,920) 2,089,696	(815,835) 731,345	225,688	121,974
12月	3,212,491	(2,107,855) 2,077,657	(973,333) 861,789	273,046	131,304
2017年 1月	3,180,863	(2,107,058) 2,084,119	(973,675) 876,663	220,081	100,130
2月	3,180,849	(2,107,208) 2,090,030	(974,862) 880,051	210,769	98,780
3月	3,319,685	(2,103,026) 2,077,605	(1,156,739) 1,026,628	215,452	59,920
4月 ⁶	3,438,410	(2,101,290) 2,088,540	(1,163,630) 1,063,700	286,170	173,490
5月 ⁶	3,388,750	(2,101,310) 2,082,780	(1,171,210) 1,064,710	241,270	116,240

(注1) 四捨五入の関係で全体と内訳の合計が一致しない場合がある。

(注2) 補完当座預金制度により付利の対象となる当座預金または準備預り金。

(注3) 当座預金残高から所要準備額を差し引いた金額のうち、2015年1月～12月の積み期間における当座預金の平均残高（基準平均残高）から、付利を行う積み期間における所要準備額を差し引いた金額を満たすまでの金額。括弧内の計数は上限値。

(注4) 次の(1)および(2)の合計金額。括弧内の計数は上限値。

(1) 当座預金残高のうち所要準備額を満たすまでの金額

(2) 当座預金残高から所要準備額およびプラス金利適用残高を差し引いた金額のうち、次の①、②、③および④の合計金額を満たすまでの金額

① 付利を行う積み期間における貸出支援基金（円建ての借入れに限る）、被災地金融機関支援オペおよび熊本地震被災地金融機関支援オペの平均残高

② ①の残高のうち、2016年3月末における貸出支援基金および被災地金融機関支援オペの合計残高を上回る金額

③ 基準平均残高に一定の掛目（基準比率）を乗じた金額（マクロ加算額）

④ 「補完当座預金制度の利息の計算方法の特則」に基づくマネー・リザーブ・ファンドの受託残高

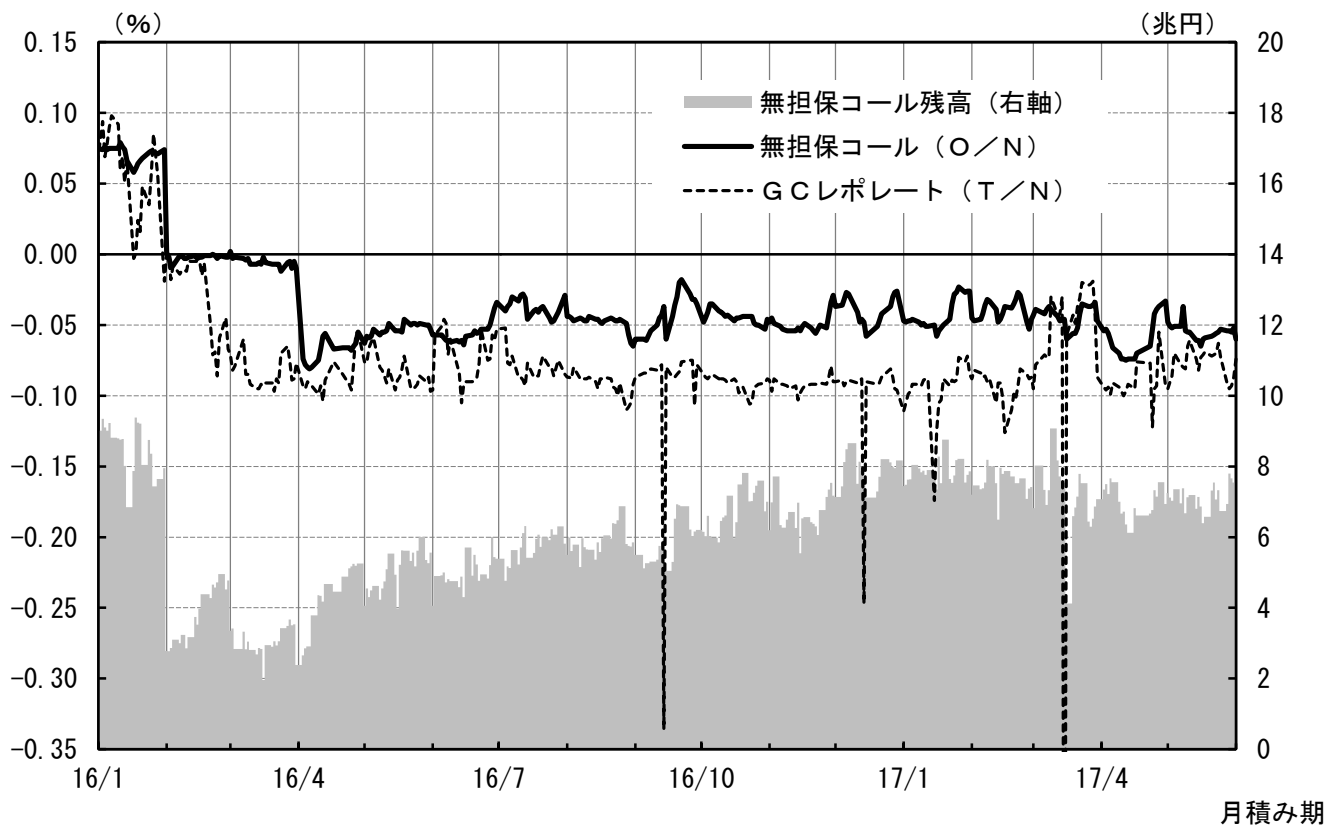
(注5) 当座預金残高からプラス金利適用残高およびゼロ金利適用残高を差し引いた金額。

(注6) 速報値。計数は、10億円単位で端数を四捨五入したもの。

(出所) 日本銀行

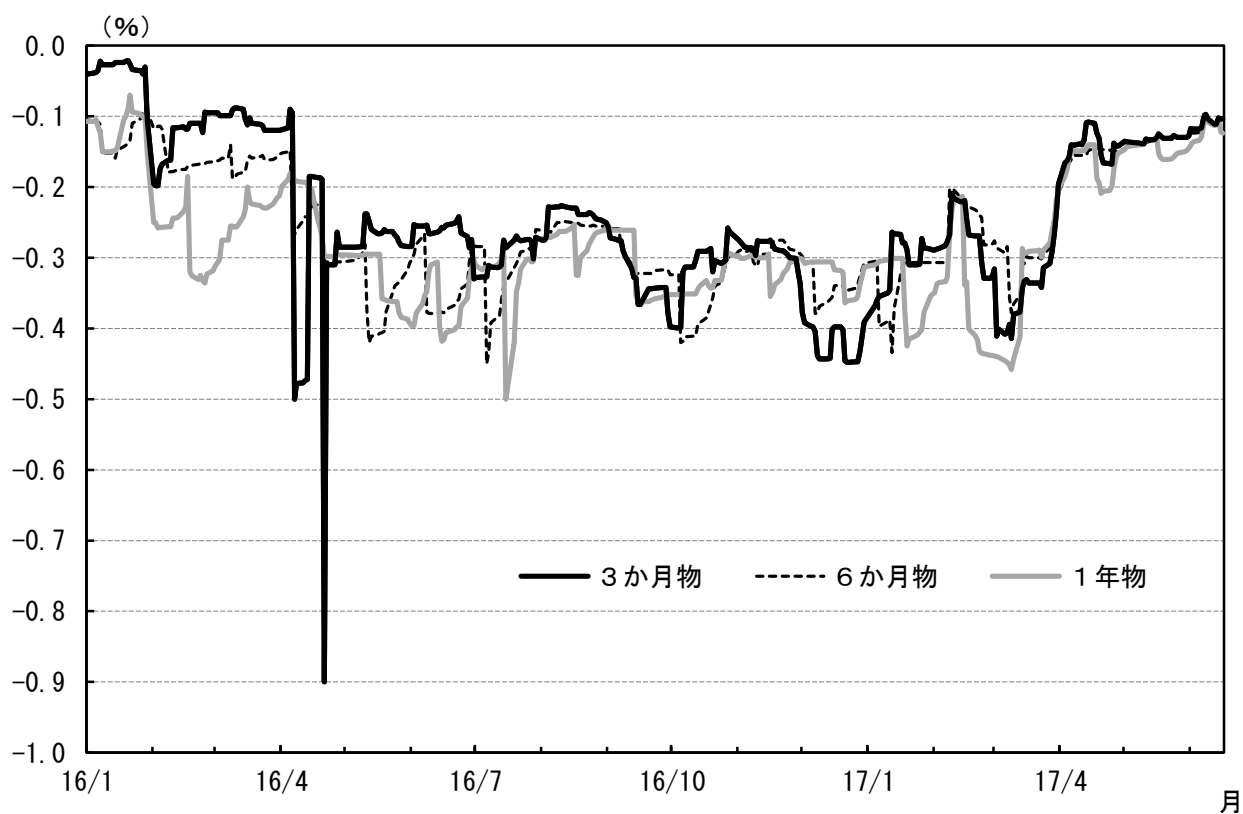
短期金利

(1) 短期金利



(注1) GCLレポレートは、東京レポレート。
(注2) 積み期は、当月16日から翌月15日まで。

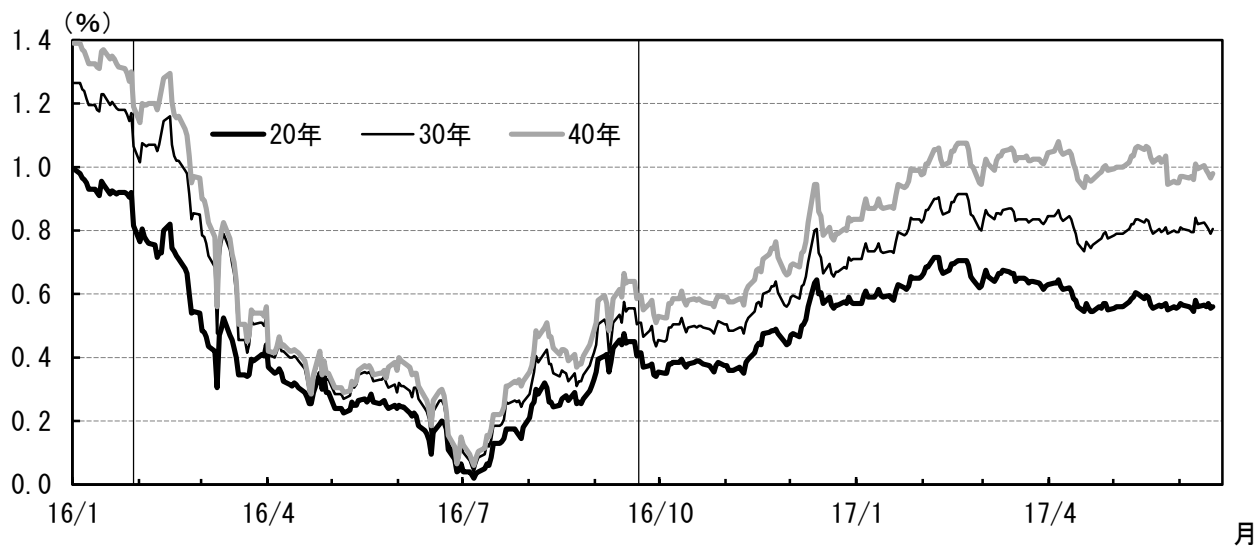
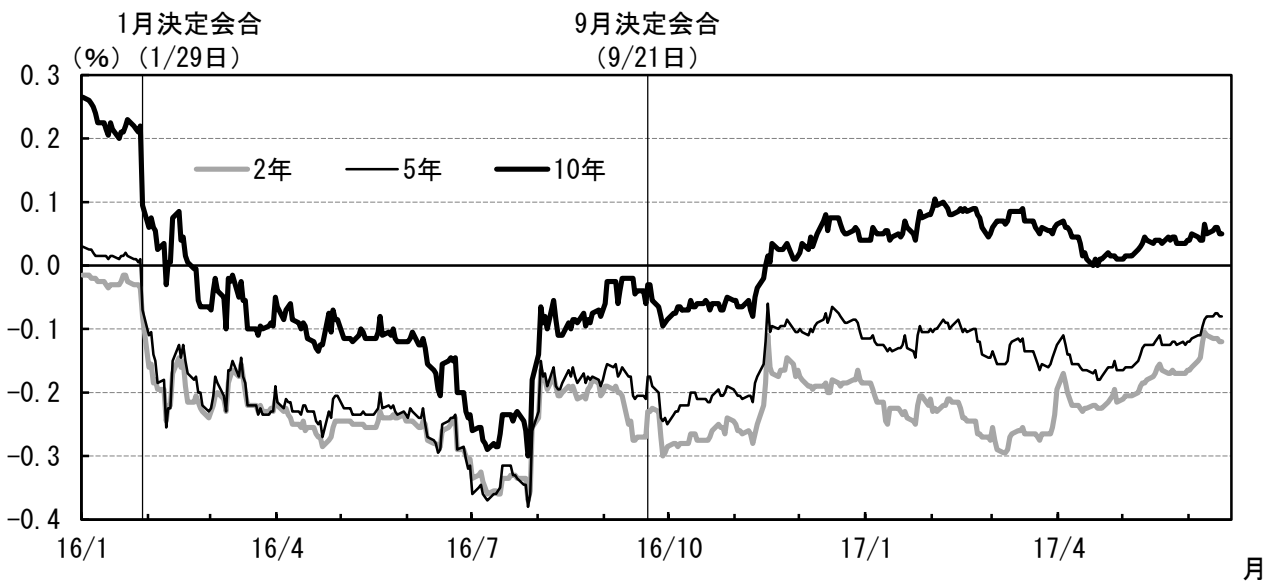
(2) 国庫短期証券の利回り



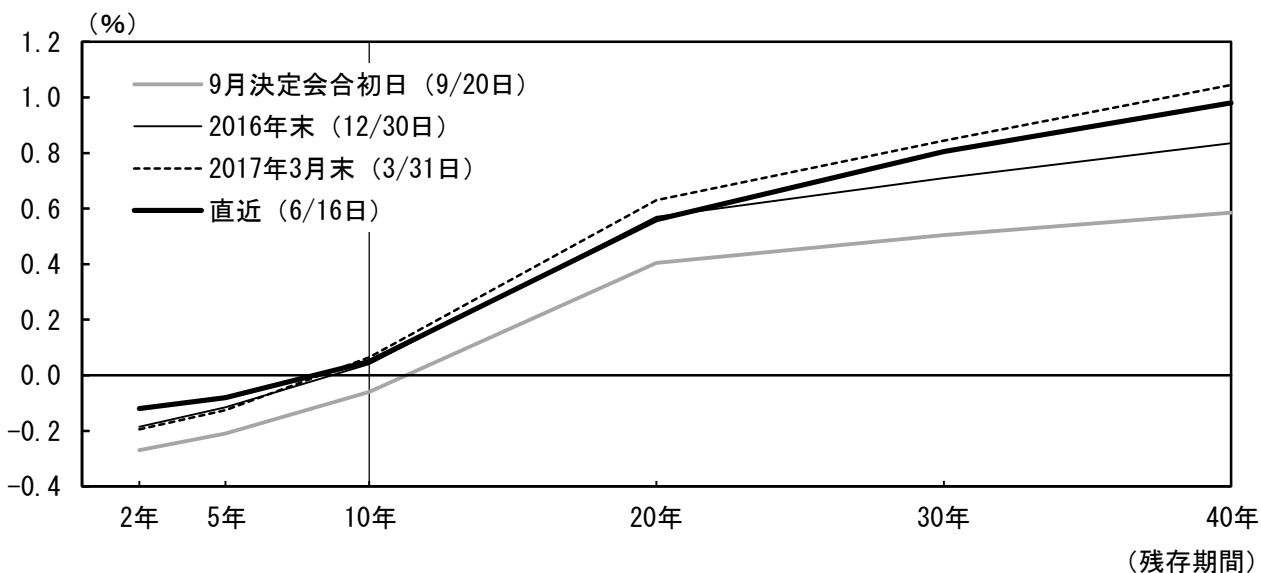
(出所) 日本銀行、短資協会、日本証券業協会、日本相互証券

長期金利

(1) 長期金利の推移



(2) イールドカーブ



2017年5月31日
日 本 銀 行
金 融 市 場 局

当面の長期国債等の買入れの運営について

日本銀行は、長期国債等の買入れについて、当面、以下のとおり運営することとしました（2017年6月1日より適用）。

—— 次回公表は2017年6月30日17時を予定。

1. 長期国債の買入れ（利回り・価格入札方式）

（1）買入対象国債

利付国債（2年債、5年債、10年債、20年債、30年債、40年債、変動利付債、物価連動債）

（2）買入頻度

現時点で予定している買入れの日程は、別紙のとおり。ただし、必要に応じて回数を増やすことがある。

（3）買入金額

金利操作方針を実現するため、市場の動向等を踏まえて弾力的に運用する。

（4）買入方式

コンベンショナル方式による入札

- ・ 利付国債（変動利付債、物価連動債を除く）：利回較差入札方式
- ・ 変動利付債、物価連動債：価格較差入札方式

2. 長期国債の買入れ（固定利回り方式）

（1）買入対象国債

利付国債（2年債、5年債、10年債、20年債、30年債、40年債）のうち、各年限のカレント銘柄を中心とする。

（2）買入頻度

イールドカーブの水準が大きく変動した場合など、必要に応じて随時、買入れを実施する。

（3）買入金額

1回当たりのオファー金額については、市場の動向等に応じて、これを定めて買入れを行う場合と、これを定めず、金額を無制限として買入れを行う場合がある。

（4）買入方式

オファーの都度、日本銀行が別に定める基準利回りからの利回較差を示すことによって買入利回りを指定する。

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、6月末の残高を27～29兆円程度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。

以 上

<当面の月間買入予定（利回り・価格入札方式）>

	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		500～1,500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	6月2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		3,500～5,500程度	6月2日、7日、14日、 21日、26日、30日
	10年超	10年超 25年以下	1,500～2,500程度	6月7日、9日、14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 5月末
長期国債 ¹	91.3	141.6	201.8	282.0	360.7	390.2
CP等 ²	1.2	2.2	2.2	2.2	2.3	2.4
社債等 ²	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
ETF ³	1.5	2.5	3.8	6.9	11.1	14.0
J-REIT ³	0.12	0.14	0.18	0.27	0.36	0.39
貸出支援基金	3.4	8.4	23.4	29.8	38.8	43.4
買入国庫短期証券 ⁴	16.4	24.2	38.4	31.6	40.5	29.7
共通担保資金供給	21.7	18.1	8.0	6.4	0.5	0.5
その他とも 資産計	164.8	224.2	300.2	383.1	476.5	500.8
銀行券	83.4	90.1	93.1	98.4	102.5	99.5
当座預金	58.1	107.1	178.1	253.0	330.2	351.7
その他とも 負債・純資産計	164.8	224.2	300.2	383.1	476.5	500.8
マネタリーベース	146.0	201.8	275.9	356.1	437.4	455.9

(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