2018 年 12 月 25 日
日本銀行金融市場局

「債券市場参加者会合」第８回議事要旨

１．開催要領

（日時）銀行等グループ（24 先）　　12 月 5 日（水）16 時から
　　　　証券等グループ（23 先）　　12 月 6 日（木）16 時から
　　　　バイサイドグループ（21 先）12 月 7 日（金）16 時 45 分から

（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。

<u>最近の債券市場についての見方</u>

- 7 月の政策の枠組み強化以降、日本銀行による弾力的なオペ運営により、円債市場でのボラティリティが幾分高まっており、取引も一頃よりは活発になっている。
- 一部の年限を除き国債発行入札の翌営業日にオペが実施されなくなったことのほか、オペの頻度削減や減額により、外部環境や需給環境に応じたポジションの調整が促され、柔軟な金利形成に繋がっていると感じる。
- イールドカーブ・コントロールにより金利水準が低位に止まる中、円債は投資妙味に乏しい状況が継続しており、積極的に大口の売買を手掛ける投資家は少数に止まっている。
- 日本銀行による大量の国債買入れが継続する中、銘柄間の需給の偏りがみられており、特にチーペスト銘柄の需給が逼迫している。

- 短期国債は、ドル円ベーシスの拡大による海外勢の需要や、年末を控えた国内勢の担保需要を背景に需給が逼迫しており、2 年債金利もその影響を受けて低下圧力が加わっている。

債券市場の機能度・流動性についての見方

- 債券市場の機能度・流動性は、このところ低い状況にあったが、7 月 MPM 以降、海外金利に連動して国内金利が変動する場面もあるなど、回復に向けた動きもみられ始めている。
- 依然として本邦固有の経済・物価情勢が円債市場に与える影響は限定的な中、オペ運営への注目度はなお高い。機能度が低い状況には変わりはない。
- ビッド・アスク・スプレッドなどの指標をみると流動性が改善しているようにもみえるが、引き続き、大口のロットでの取引は難しい状況にあり、国債発行入札の翌営業日等、ある程度流動性を期待できるタイミングであってさえ、意図したロットおよび価格で取引できないことがある。
- レポ市場では、日本銀行の保有割合が高い銘柄の流動性が低下した状態が続いている。そのもとで、証券会社がレポ市場でショートカバーを行うことが困難になっており、投資家の注文に積極的に応えられず、証券会社のマーケットメイク余力が低下している。
- 現物国債と長国先物の関係性がこのところ不安定であるため、金利変動リスクのヘッジを行いづらい。

市場調節運営

- 今後もオペ運営の弾力化が進み、市場の機能度が更に回復することを期待する。
- 日本銀行による国債買入れのストック効果もあって、中長期的にはイールドカーブ・コントロールに必要な国債買入れ額は減少していくとみているが、市場の機能度・流動性の更なる改善や、需給逼迫への対応のため、今後は、一段とスピード感をもって買入減額等を進めていただきたい。
- 市場の価格発見機能を高めるためには、市場参加者の注目がオペ運営よりも経済・物価情勢等に向かうよう、国債買入れ日程を数か月先まで公表したり、買入金額のレンジをより狭めるなど、オペ運営のさらなる透明性向上を進めることが考えられるのではないか。
- 多額の国債買入れの結果、市中残高が少ない個別銘柄も多く、市場動向如何では、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増えている。国債補完供給があくまでバックストップとしての制度である

ことは認識しているが、限度額などを見直して、一層使いやすくすれば、市場機能の向上に役立つのではないか。

- このところのチーペスト銘柄の需給逼迫感を踏まえると、日本銀行が保有している銘柄を売り出す等の流動性改善策を検討してはどうか。

<u>その他</u>

- 足許では、日本銀行と市場参加者のコミュニケーションが奏功して、国債買入れオペの運営に対する市場の不安が和らいできている印象がある。今後も丁寧なコミュニケーションを継続していただきたい。
- 流動性・機能度が若干改善したとはいえ、引き続き円債市場では収益をあげづらい環境にある。こうした状況が続くもとでは、各金融機関が円債市場に充てる人員は減少せざるを得ない面がある。こうした人材面の影響は目に留まりづらいが、累積的な性質を持っていることには留意が必要であろう。

以　　上

資　　料

2018 年 12 月 5、6、7 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】67 先（国債売買オペ先のうちご協力頂ける先、および大手機関投資家
＜生命保険会社、損害保険会社、投資信託委託会社等＞）

【調査項目】債券市場の機能度、長期金利の先行き見通し

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、市場参加者の注文量、取引頻度、取引相手の数、取引ロット（１回あたりの取引金額)、意図した価格で取引が行えているか、意図した取引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
将来の一定時点における長期金利見通し（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）

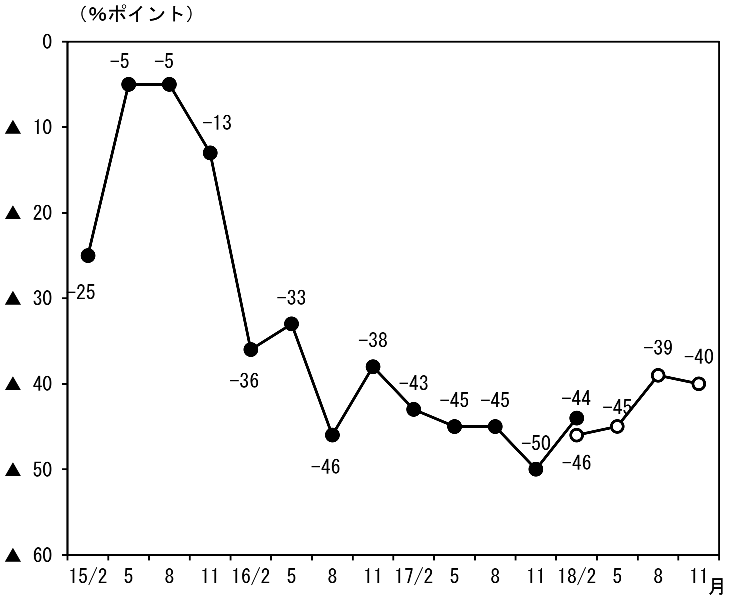
【公表時期】原則として調査月翌月の第１営業日（※）

【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

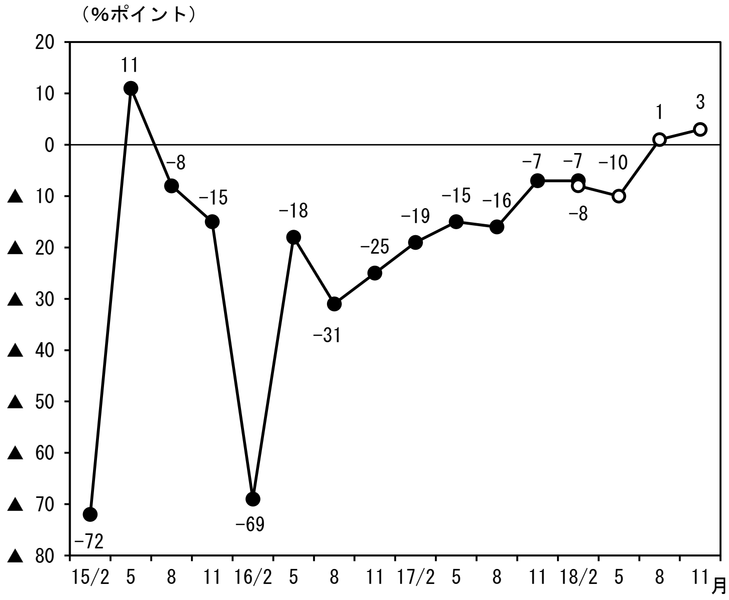
▽機能度判断 DI（現状）



（%、%ポイント）

「現　状」			
機能度判断 「高い」－「低い」		18/8 月	11 月
		▲39	▲40
構成比	高い	0	0
	さほど高くない	61	60
	低い	39	40

▽機能度判断 DI（3 か月前と比べた変化）



（%、%ポイント）

「3 カ月前と比べた変化」			
機能度判断 「改善した」－「低下した」		18/8 月	11 月
		1	3
構成比	改善した	7	9
	さほど改善していない	87	85
	低下した	6	6

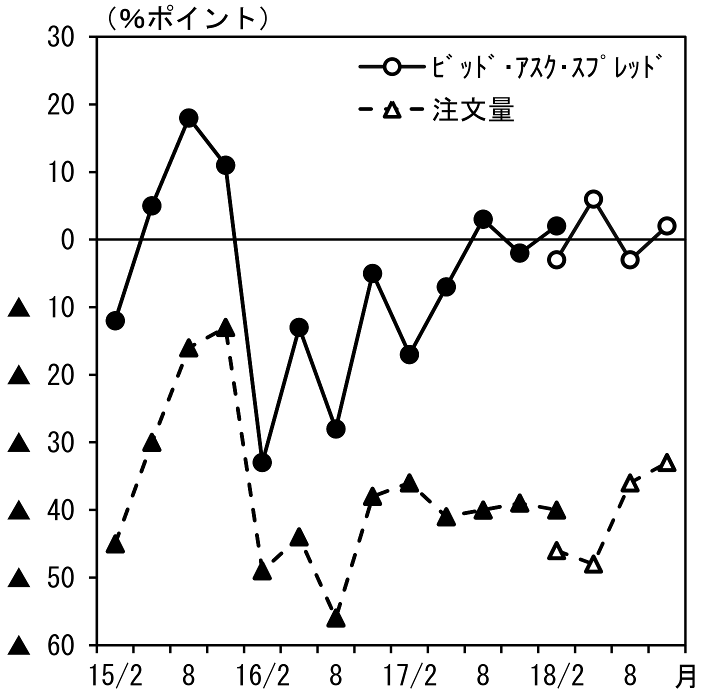
（注１）直近２回の回答期間は以下のとおり。

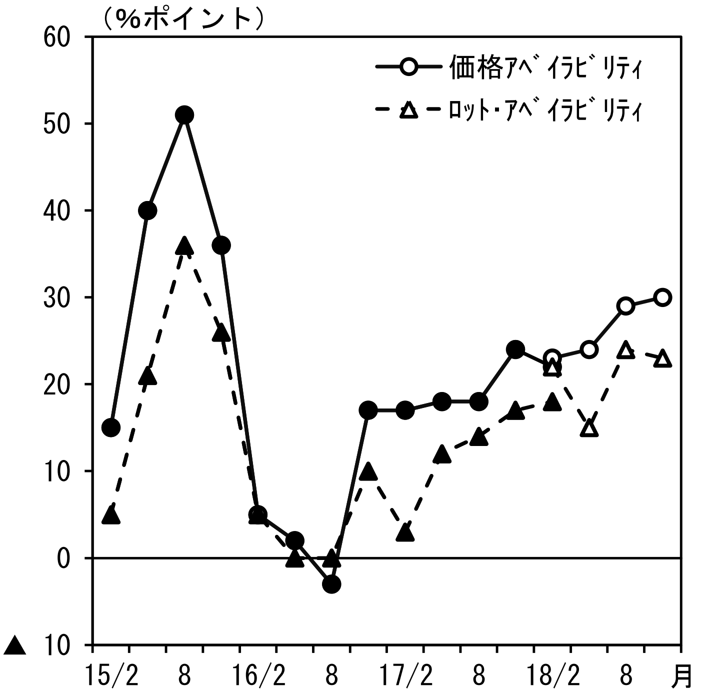
18/　8 月：8 月 8 日～16 日
　　11 月：11 月 5 日～9 日

（注２）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。
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。（以降同様）

その他の判断DI（機能度・流動性に関する各論）

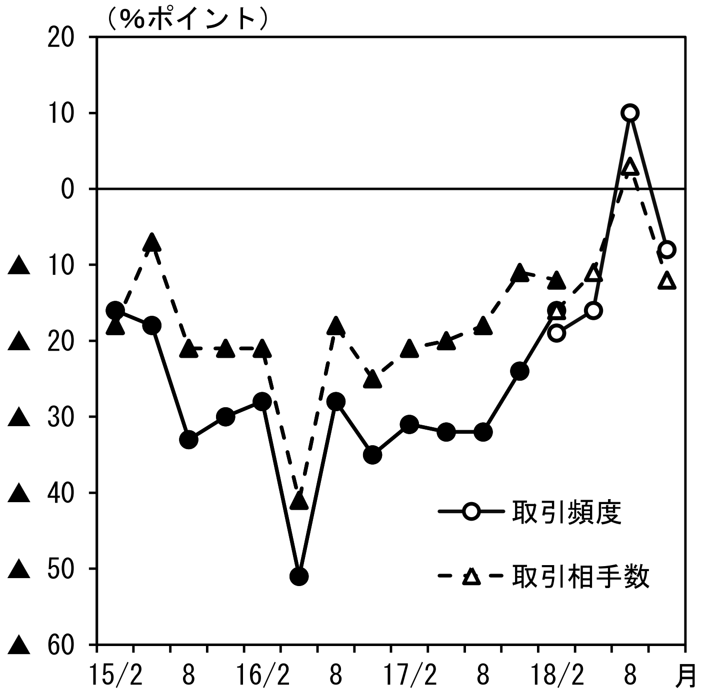
▽「現状」に関する調査項目

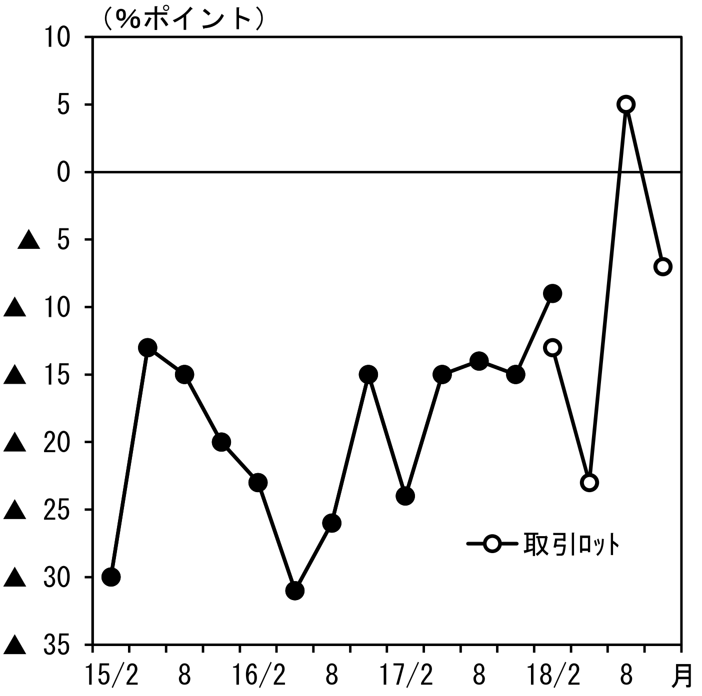




（注）ﾋﾞｯﾄﾞ・ｱｽｸ・ｽﾌﾟﾚｯﾄﾞ：「ﾀｲﾄである」―「ﾜｲﾄﾞである」
注文量：「多い」―「少ない」
価格ｱﾍﾞｲﾗﾋﾞﾘﾃｨ、ﾛｯﾄ・ｱﾍﾞｲﾗﾋﾞﾘﾃｨ：「できている」―「できていない」

▽「３か月前と比べた変化」に関する調査項目

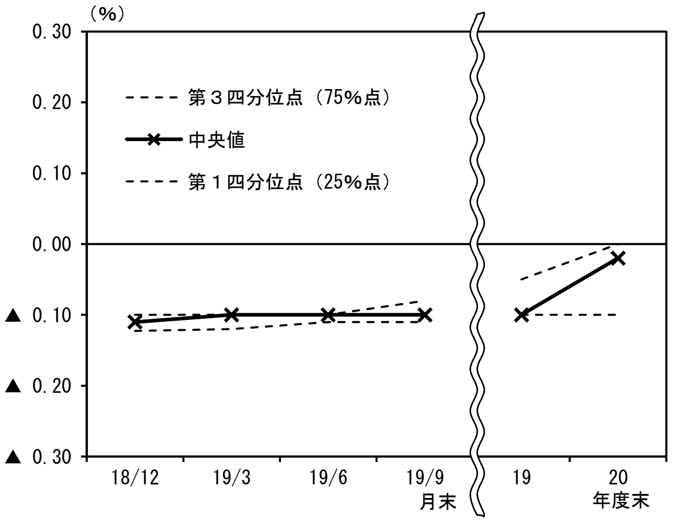




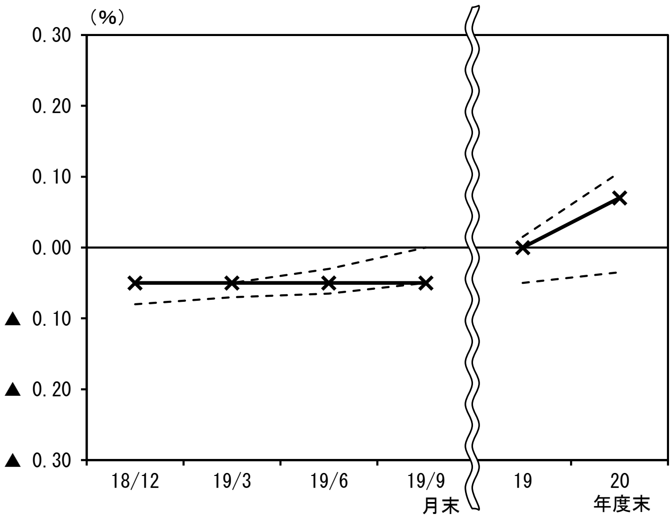
（注）取引頻度、取引相手数、取引ﾛｯﾄ：「増加した」―「減少した」

長期金利の先行き見通し（11 月調査）

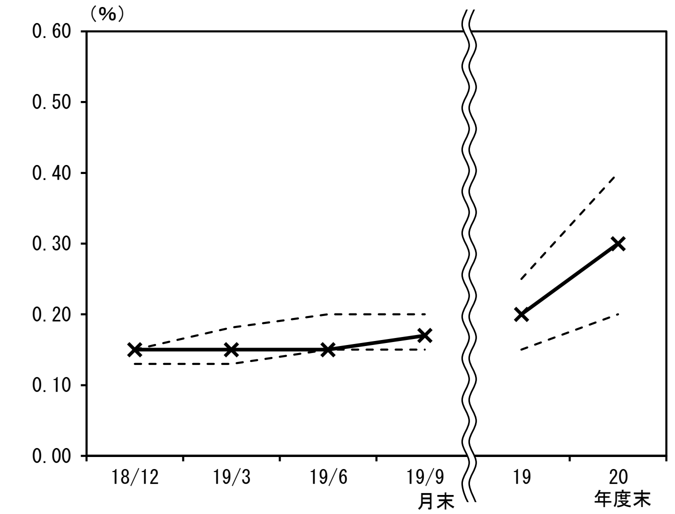
新発２年債



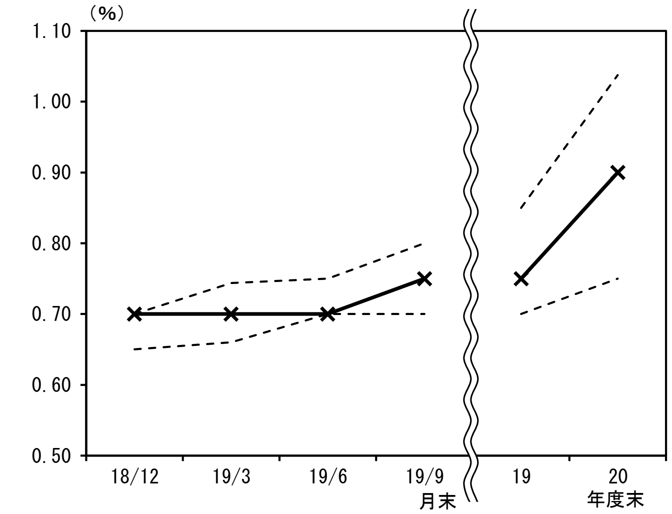
新発５年債



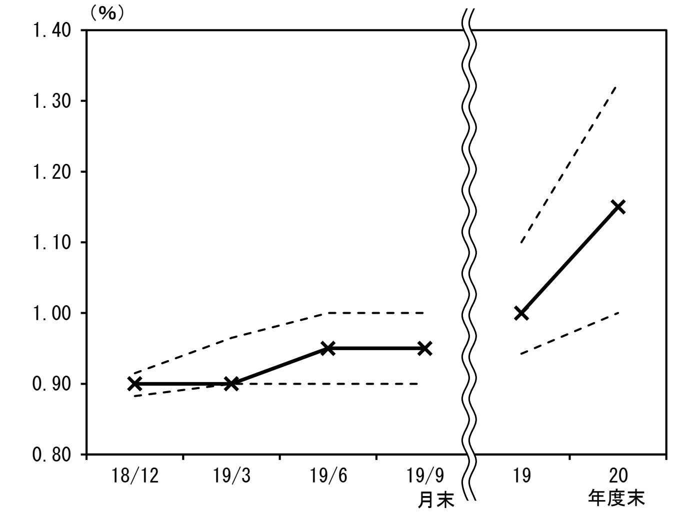
新発 10 年債



新発 20 年債

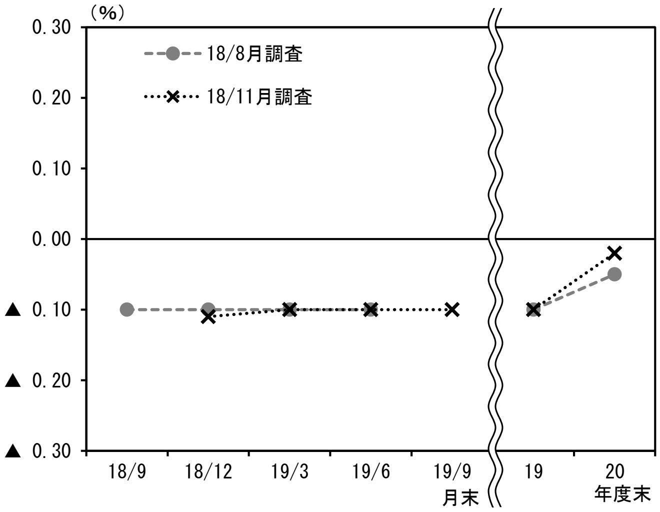


新発 30 年債

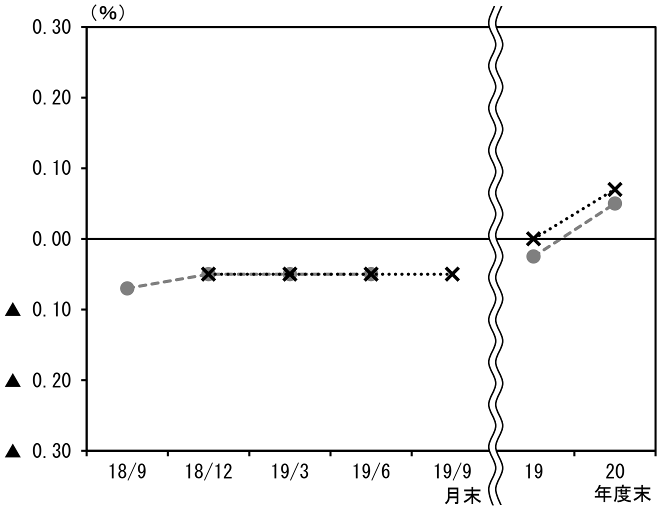


長期金利の先行き見通し（中央値）

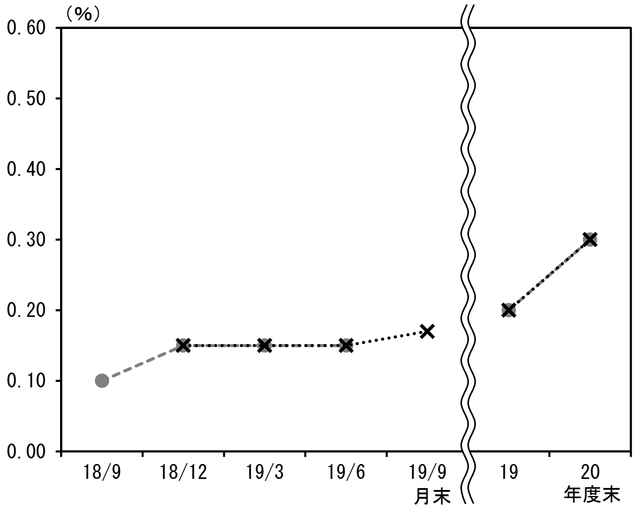
新発２年債



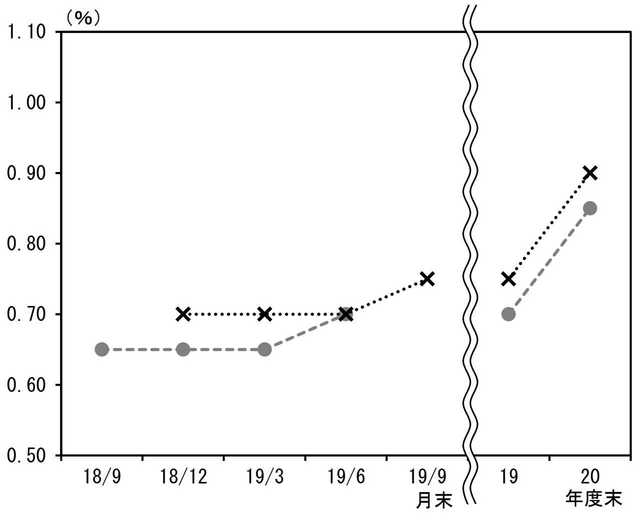
新発５年債



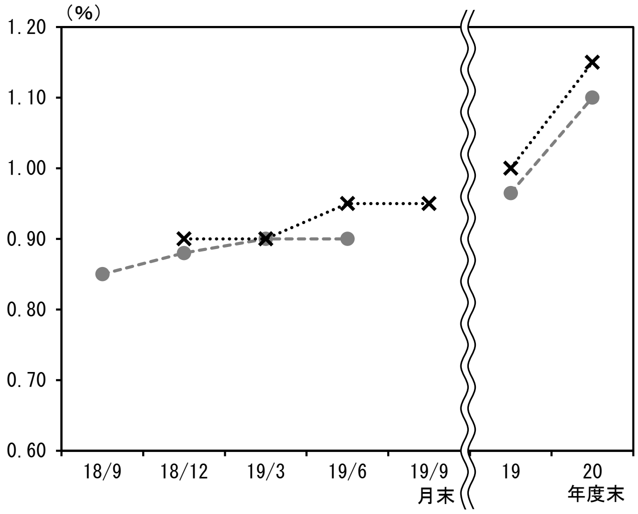
新発 10 年債



新発 20 年債

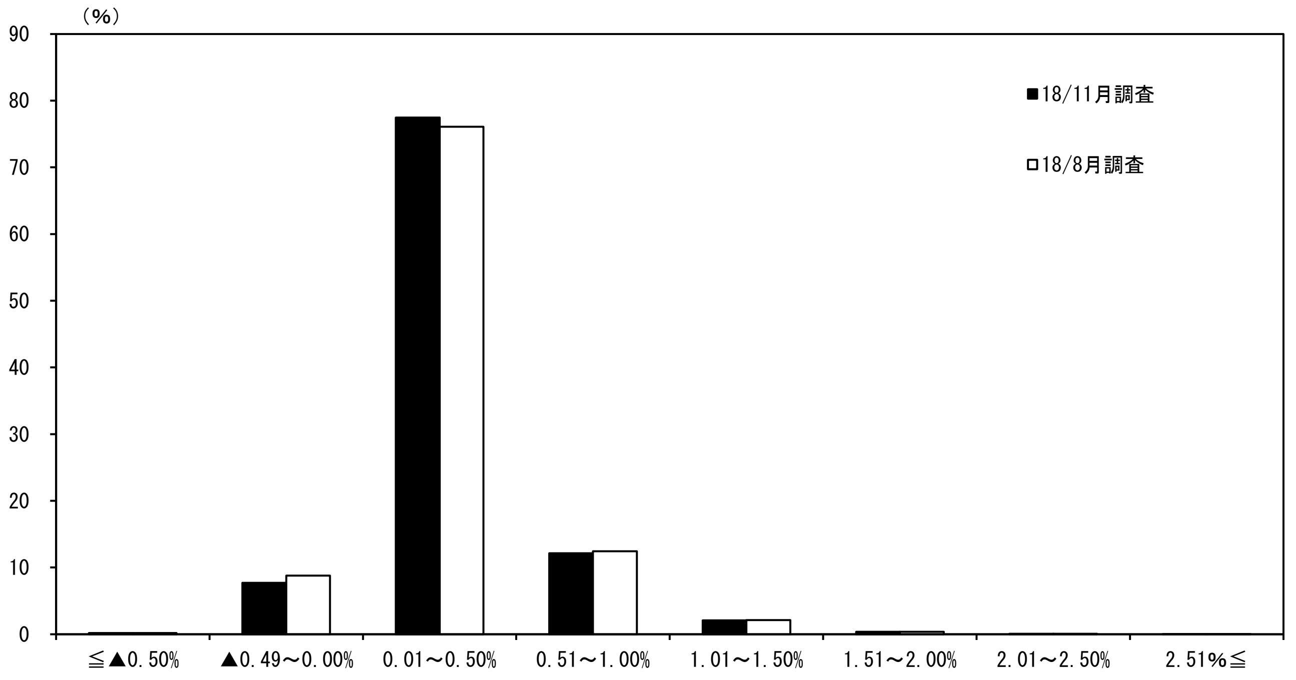


新発 30 年債

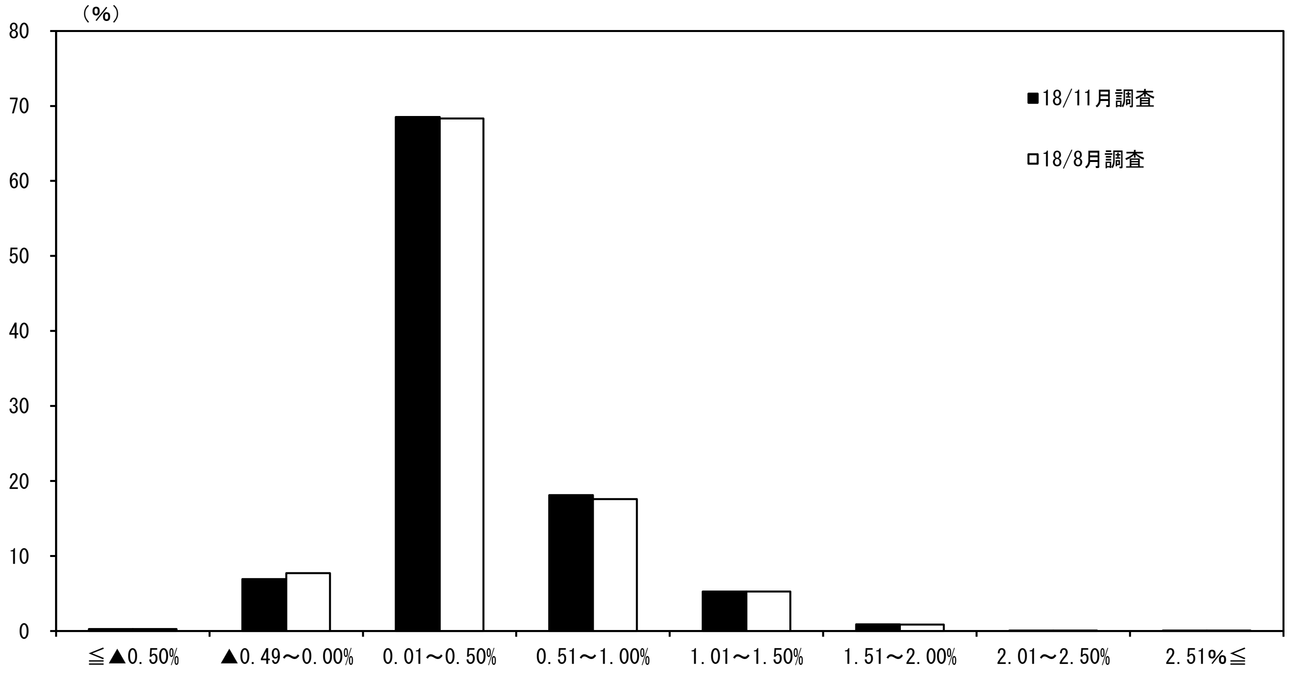


新発10年債利回りの確率分布

▽2019年度末



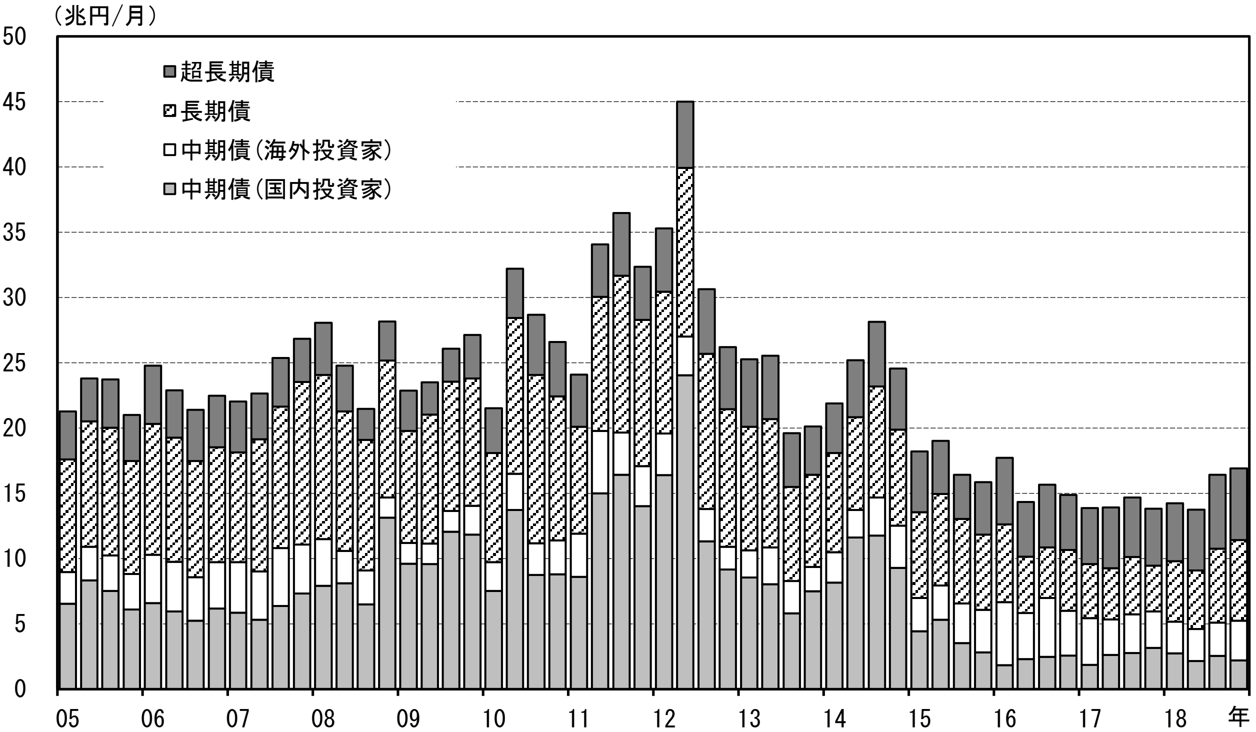
▽2020年度末



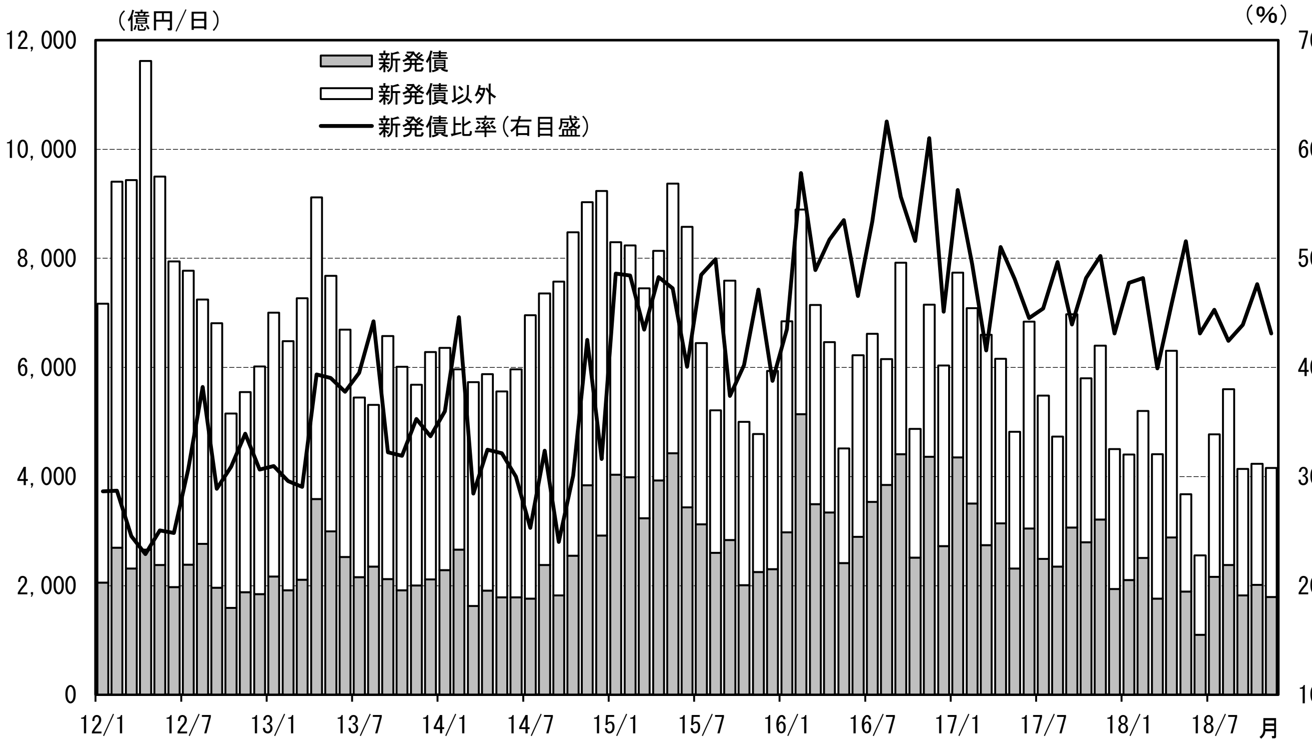
２．国債市場の流動性

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。直近は10月。

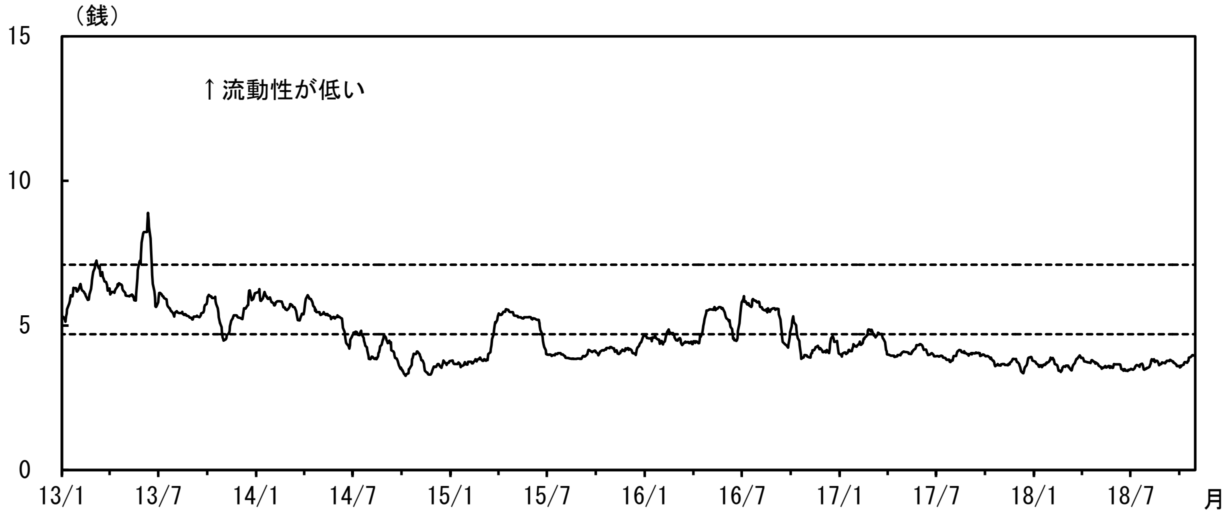
2.(2)は、2、5、10、20、30、40年債の1日あたり取引高の合計（日本相互証券）。直近は11月。

（出所）日本証券業協会、QUICK

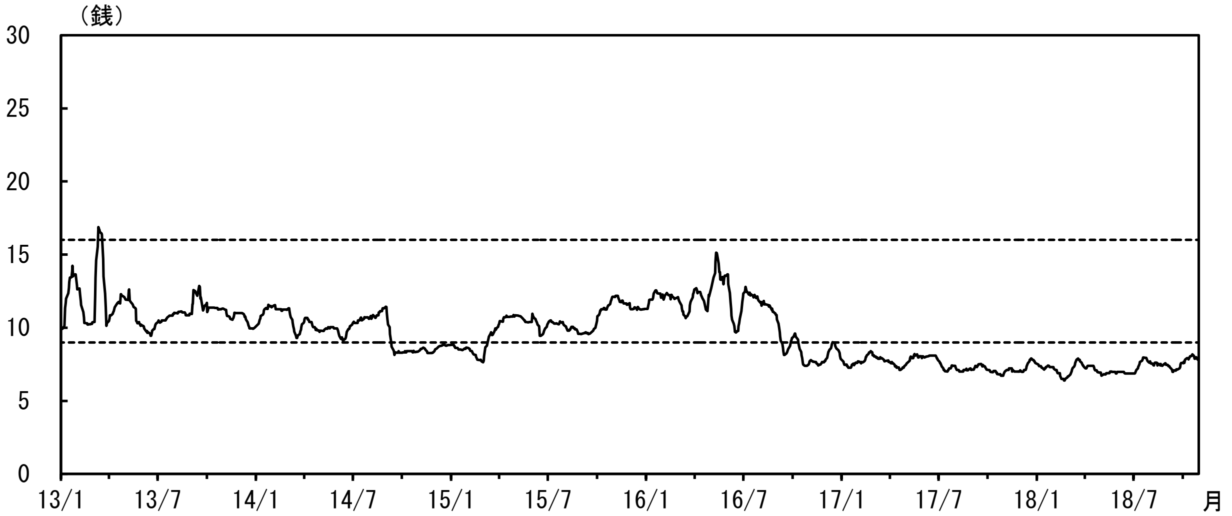
（図表２）

現物国債市場
ディーラー対顧客取引の値幅の狭さ（tightness）

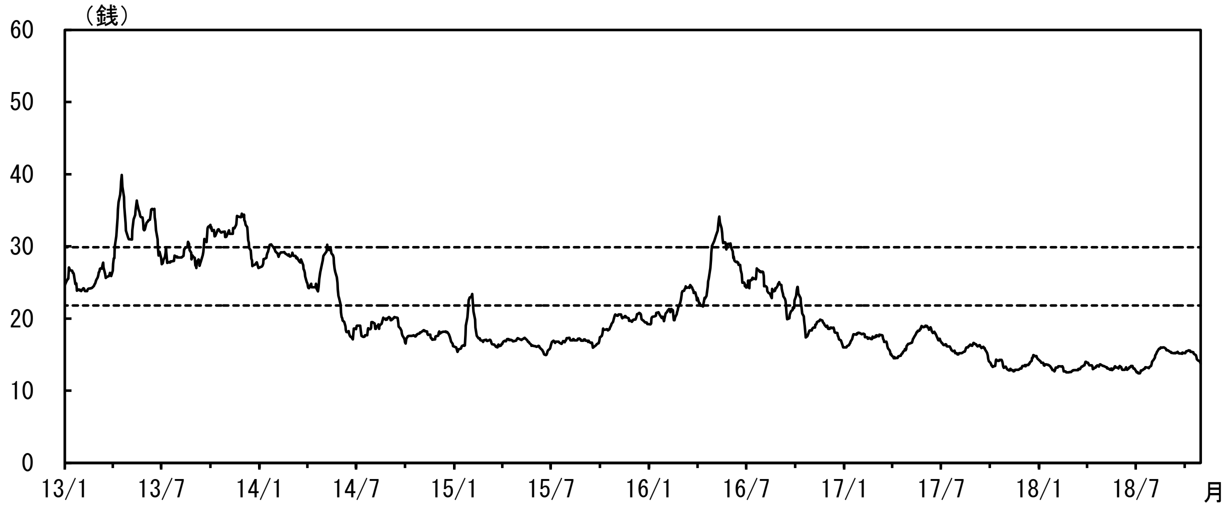
（１）ビッド・アスク・スプレッド（５年債）



（２）同（10年債）



（３）同（20年債）



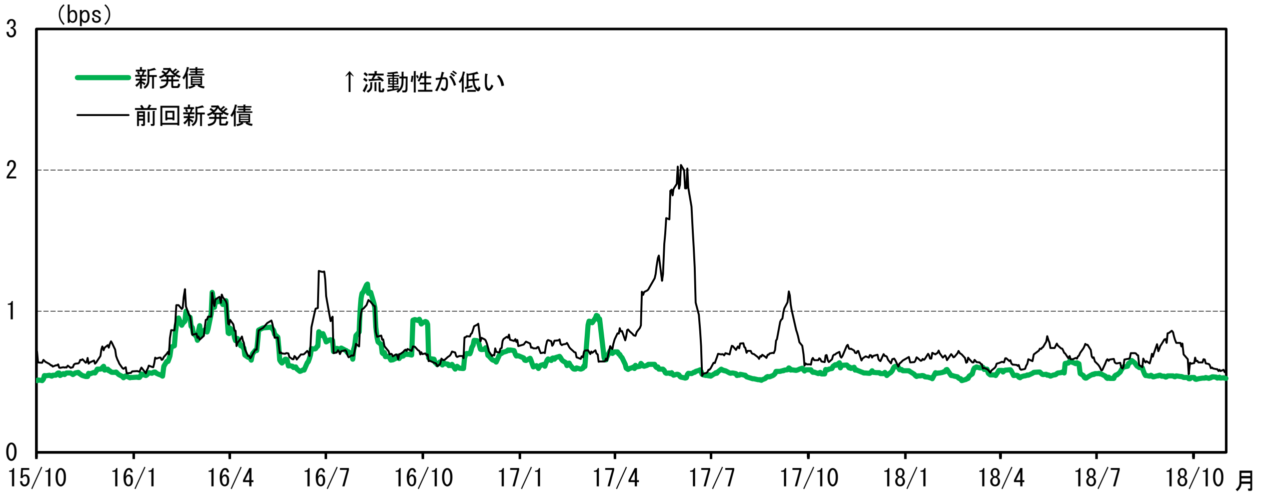
（注）1.15時時点のTrade web気配値。点線は、2010/1～2013/3月における第1四分位と第3四分位を示す。
2.後方10日移動平均。直近は10月末。

（出所）トムソン・ロイター

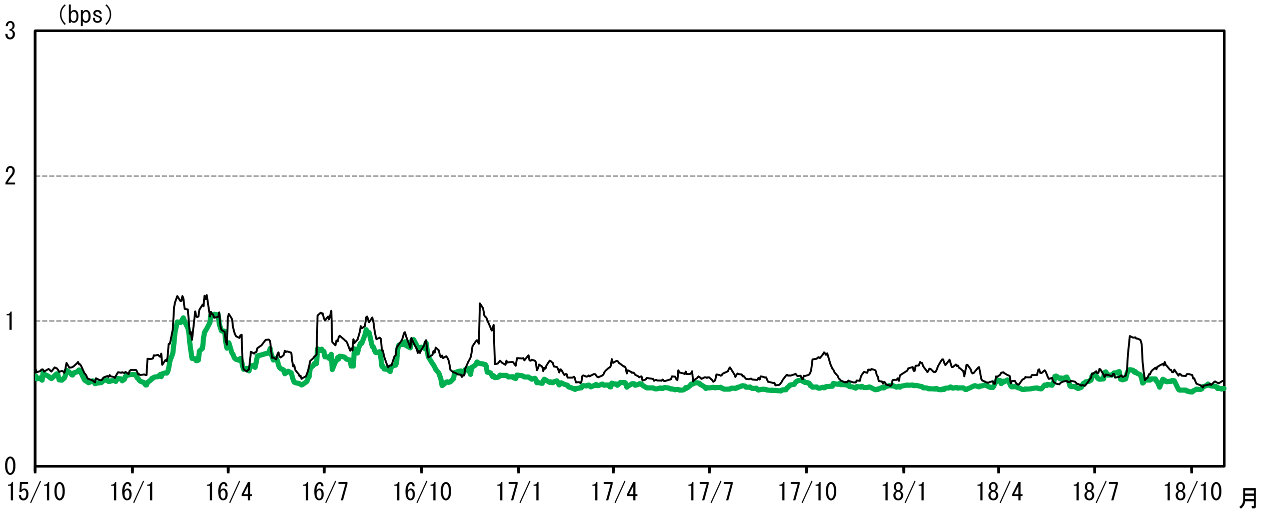
現物国債市場

ディーラー間取引の値幅の狭さ（tightness）

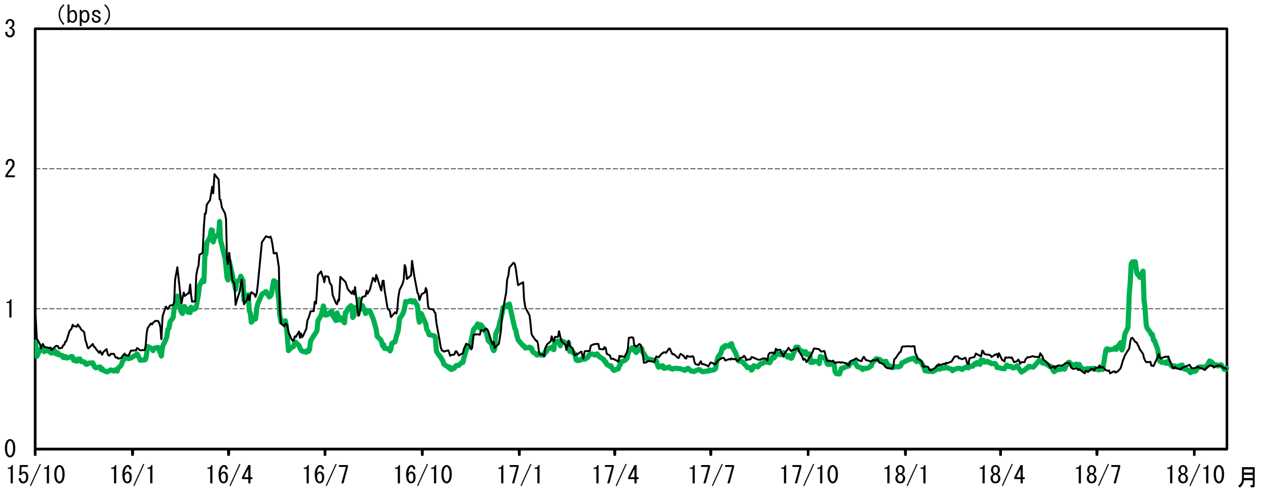
（１）ビッド・アスク・スプレッド（５年債）



（２）同（10年債）



（３）同（20年債）



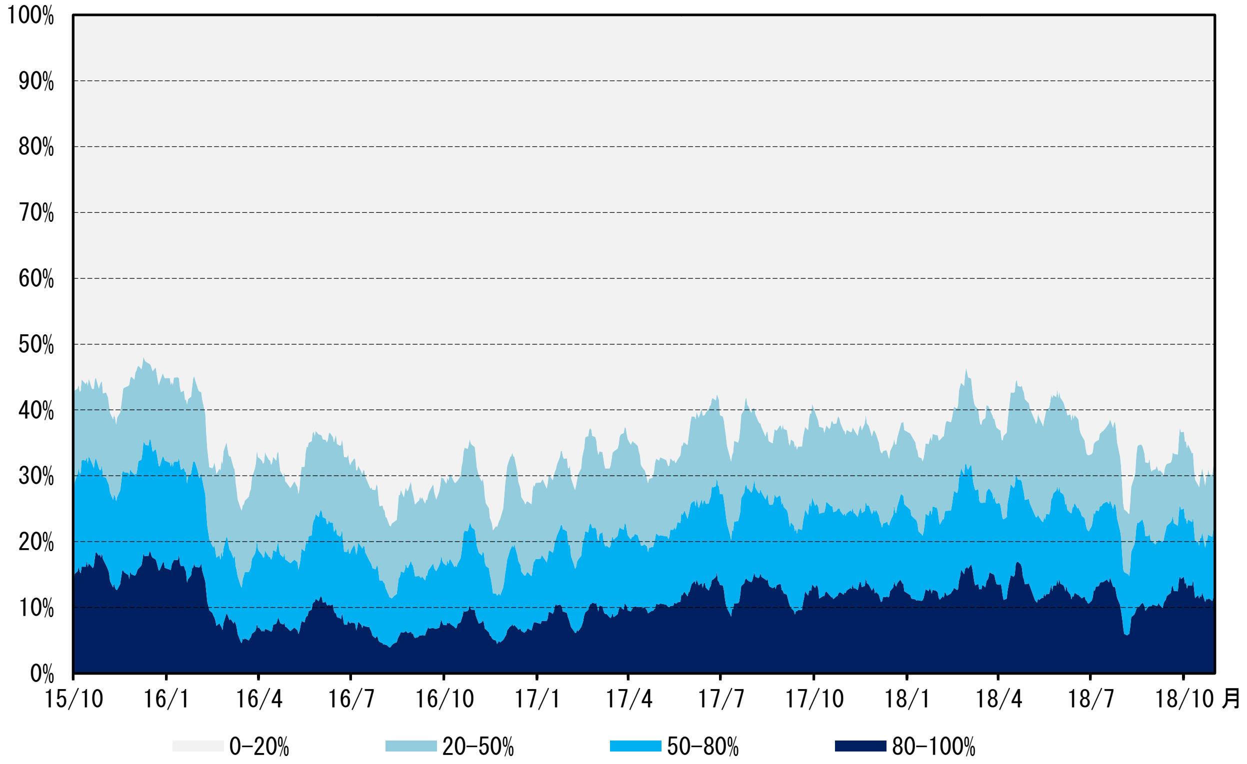
（注）1. 当該銘柄について、1秒毎にビッド・アスク・スプレッドを求めて、平均したもの。スプレッドはビッドとアスクがともに提示されていた場合のみ算出。
2. 後方10日移動平均。直近は10月末。

（出所）日本相互証券

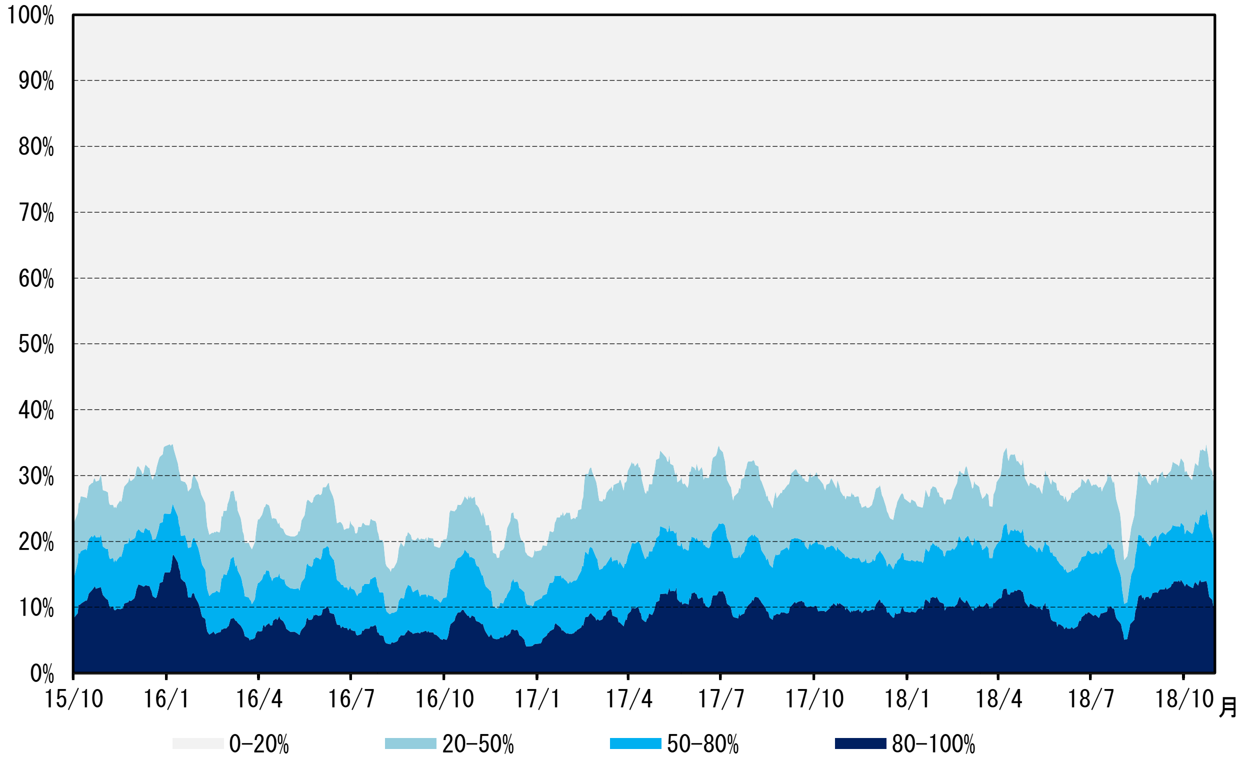
（図表４）

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



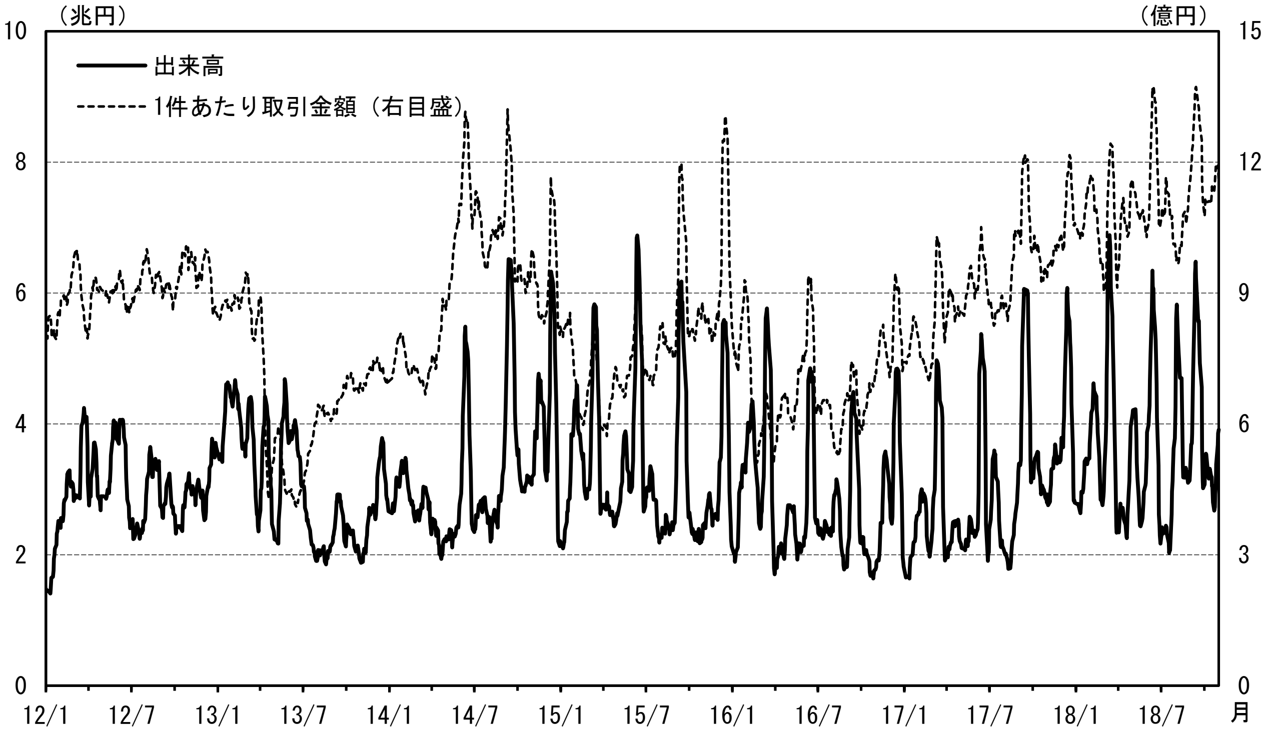
（注）1. ビッド（アスク）提示時間が、1日の取引時間に占める割合が、0～20%、20～50%、50～80%、80～100%である銘柄数の割合。
2. 後方10日移動平均。直近は10月末。
3. 1日の取引時間は、18/8/17日以前は7時間、18/8/20日以降は5時間20分に変更。18/8/20日から同30日までの移動平均値には、取引時間変更前後のデータが併存する点に留意を要する。

（出所）日本相互証券

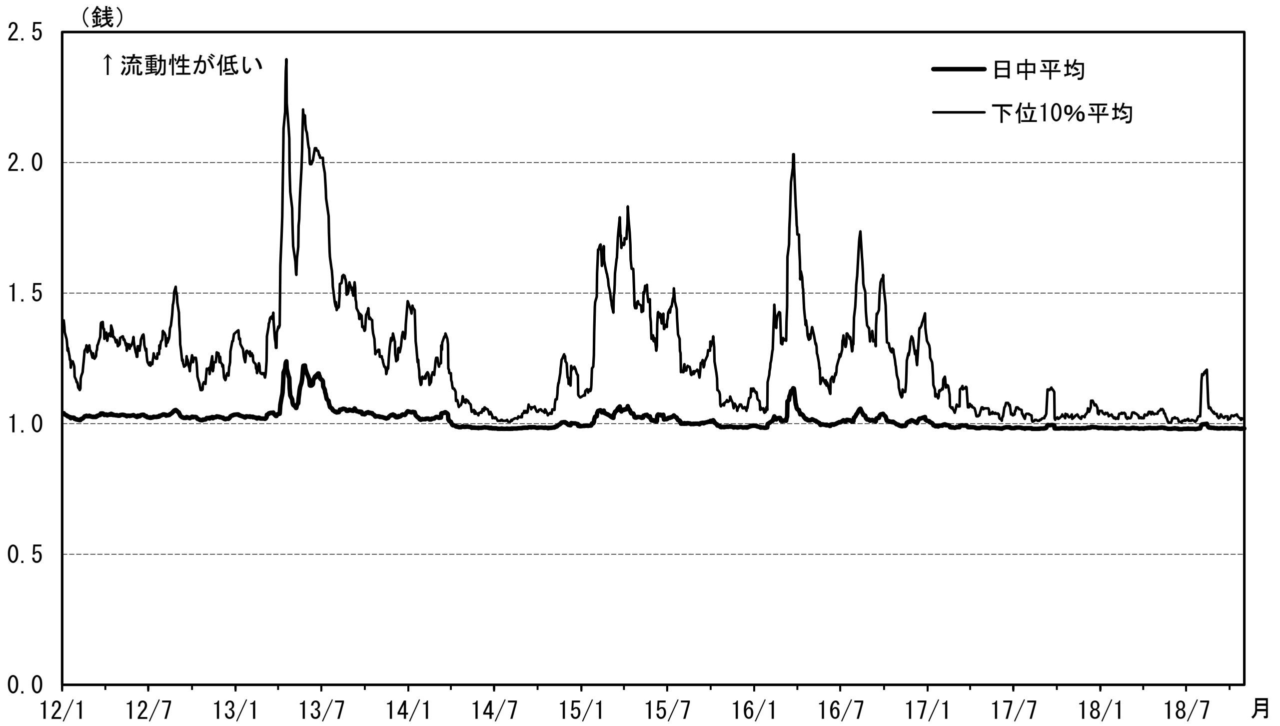
（図表５）

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



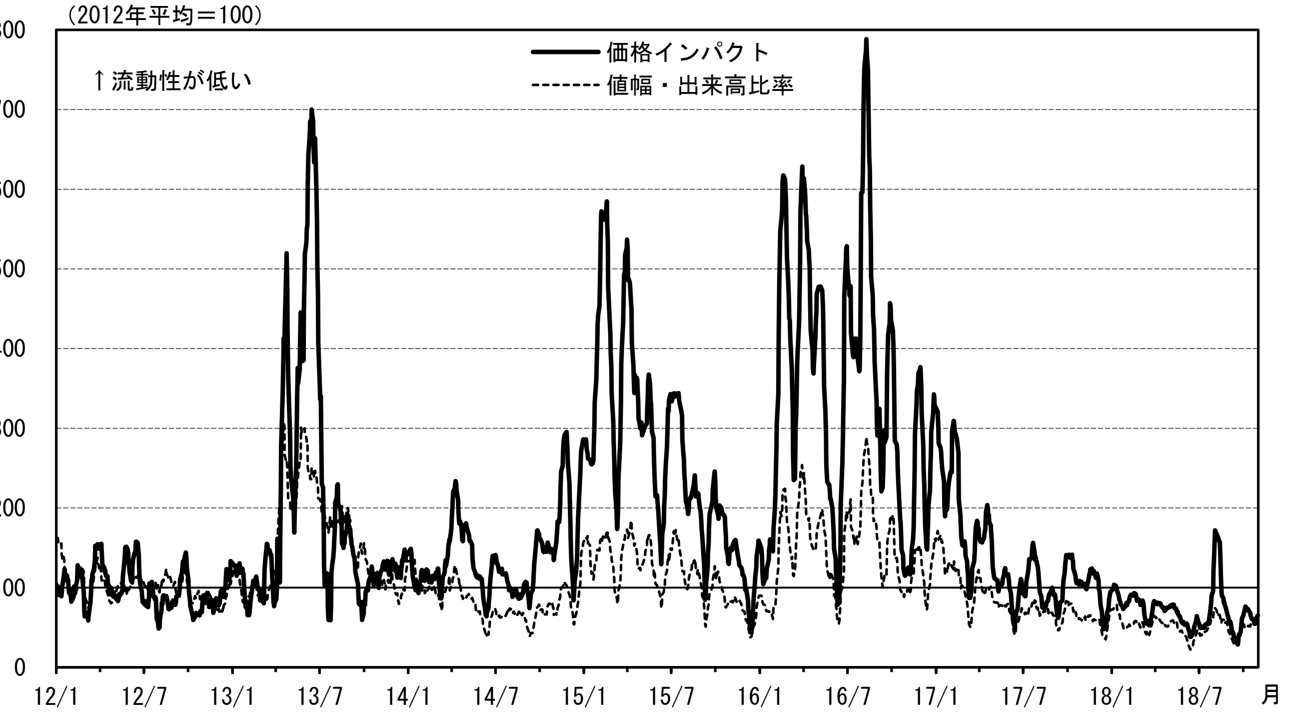
（注）1.(2)の日中平均は、1分毎にビッド・アスク・スプレッドを求めて、平均したもの。下位10%平均は、1分毎のビッド・アスク・スプレッドのうち、スプレッドが大きい方から10%分を平均したもの。
2.(1)(2)ともに、後方10日移動平均。直近は10月末。

（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



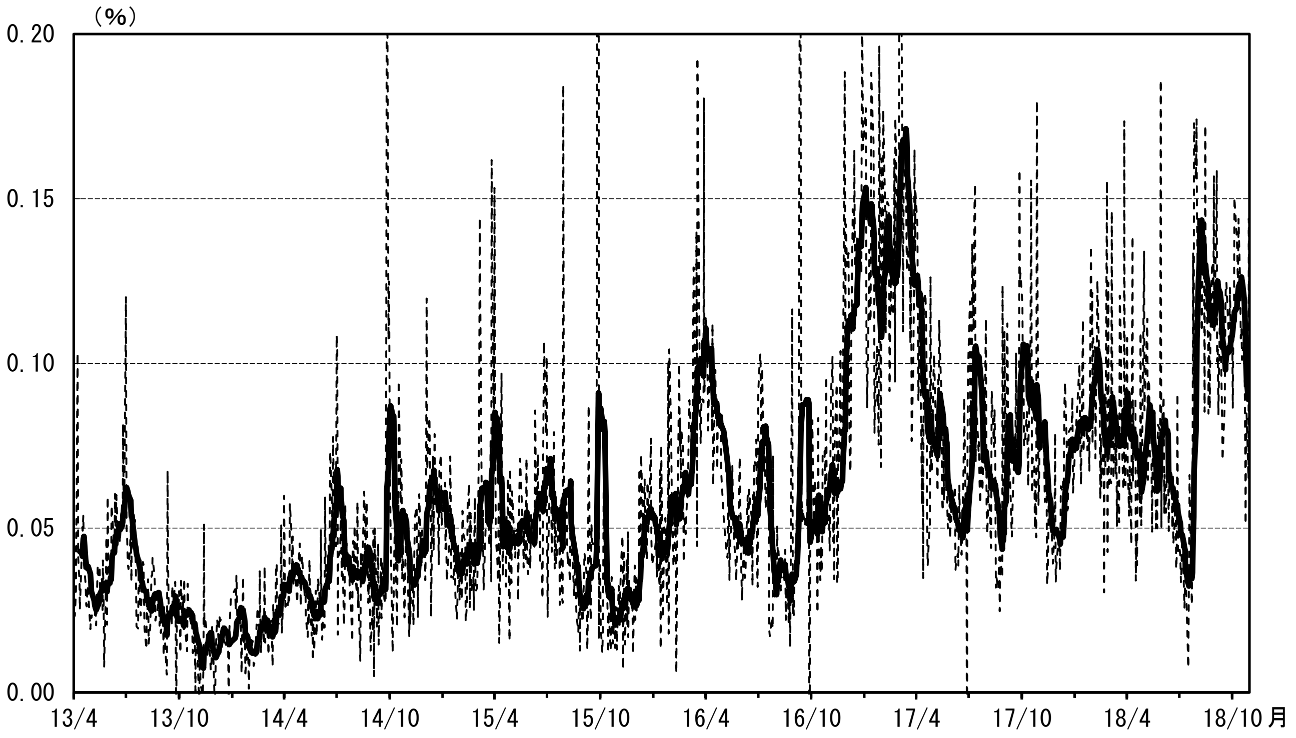
（注）1.(1)は、1分毎にベスト・アスク枚数を求めて、その中央値をプロットしたもの。
2.(2)の価格インパクトは、5分毎に価格インパクトを求めて、平均したもの。値幅・出来高比率は、日中の値幅（最高値と最安値の差）をその日の出来高で除したもの。
3.(1)(2)ともに、後方10日移動平均。直近は10月末。

（出所）日本経済新聞社「NEEDS」、QUICK、大阪取引所

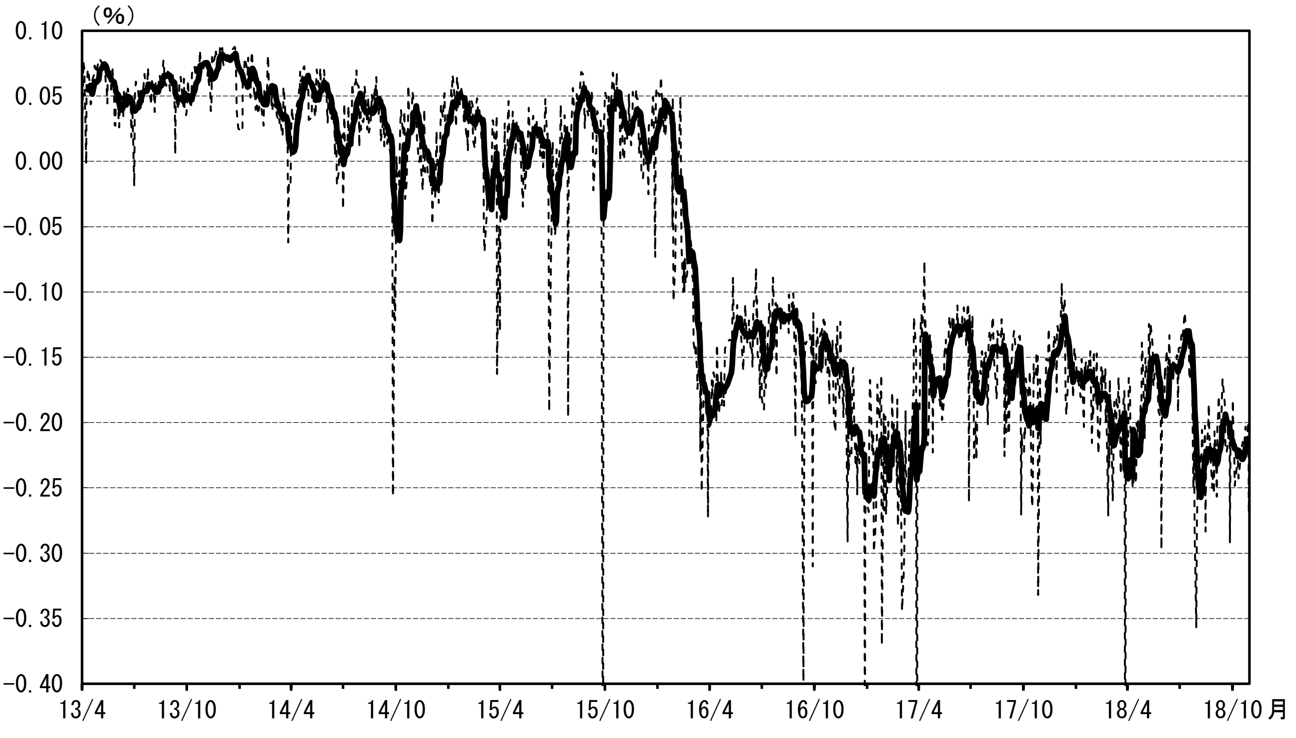
（図表７）

ＳＣ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O/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10月末。

（出所）ジェイ・ボンド東短証券、日本証券業協会

３．最近の市場動向と市場調節

（図表１）

当面の金融政策運営について（抜粋）
― 2018 年 10 月 31 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。

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。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。

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。

【参考】 2018 年 7 月 31 日 政策委員会・金融政策決定会合決定

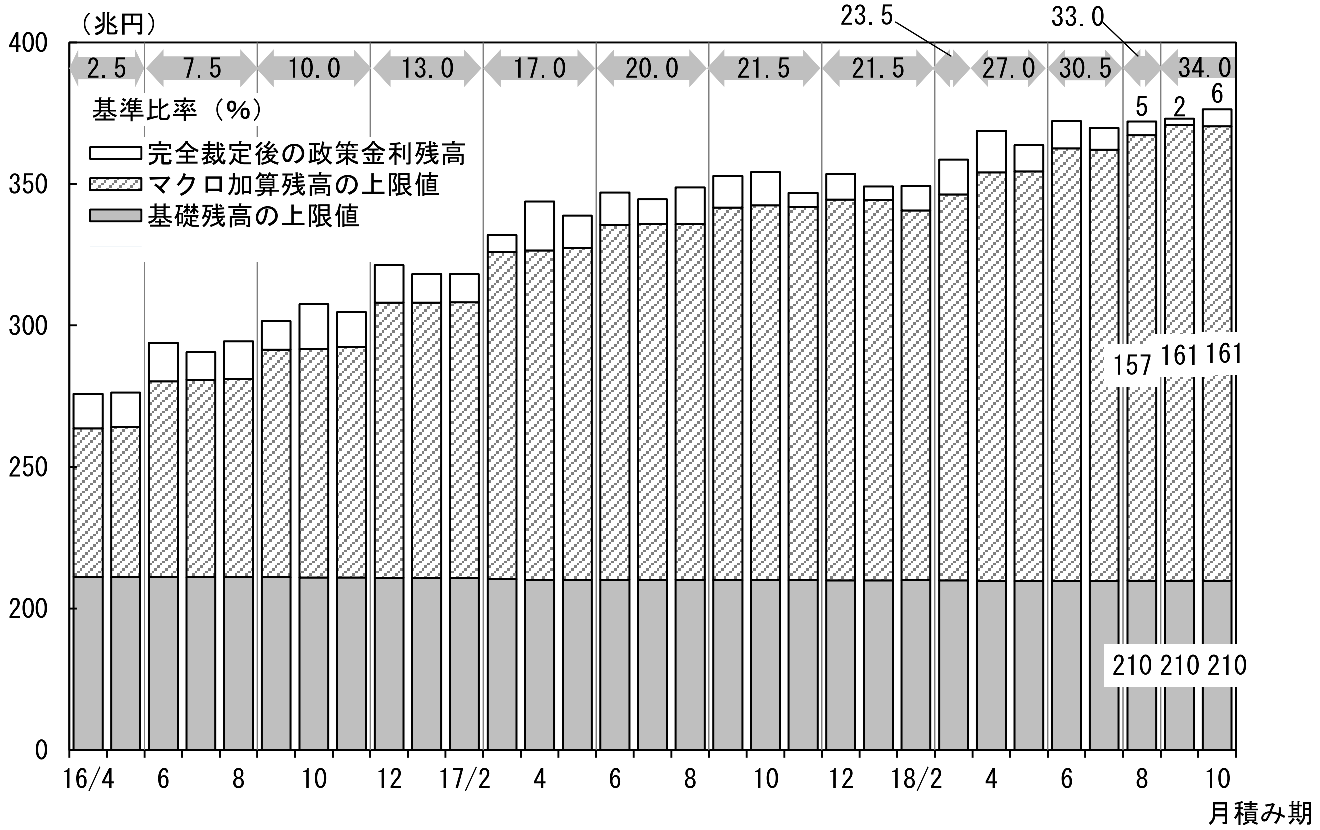
２．（１）政策金利残高の見直し

日本銀行当座預金のうち、マイナス金利が適用される政策金利残高（金融機関間で裁定取引が行われたと仮定した金額）を、長短金利操作の実現に支障がない範囲で、現在の水準（平均して 10 兆円程度）から減少させる。

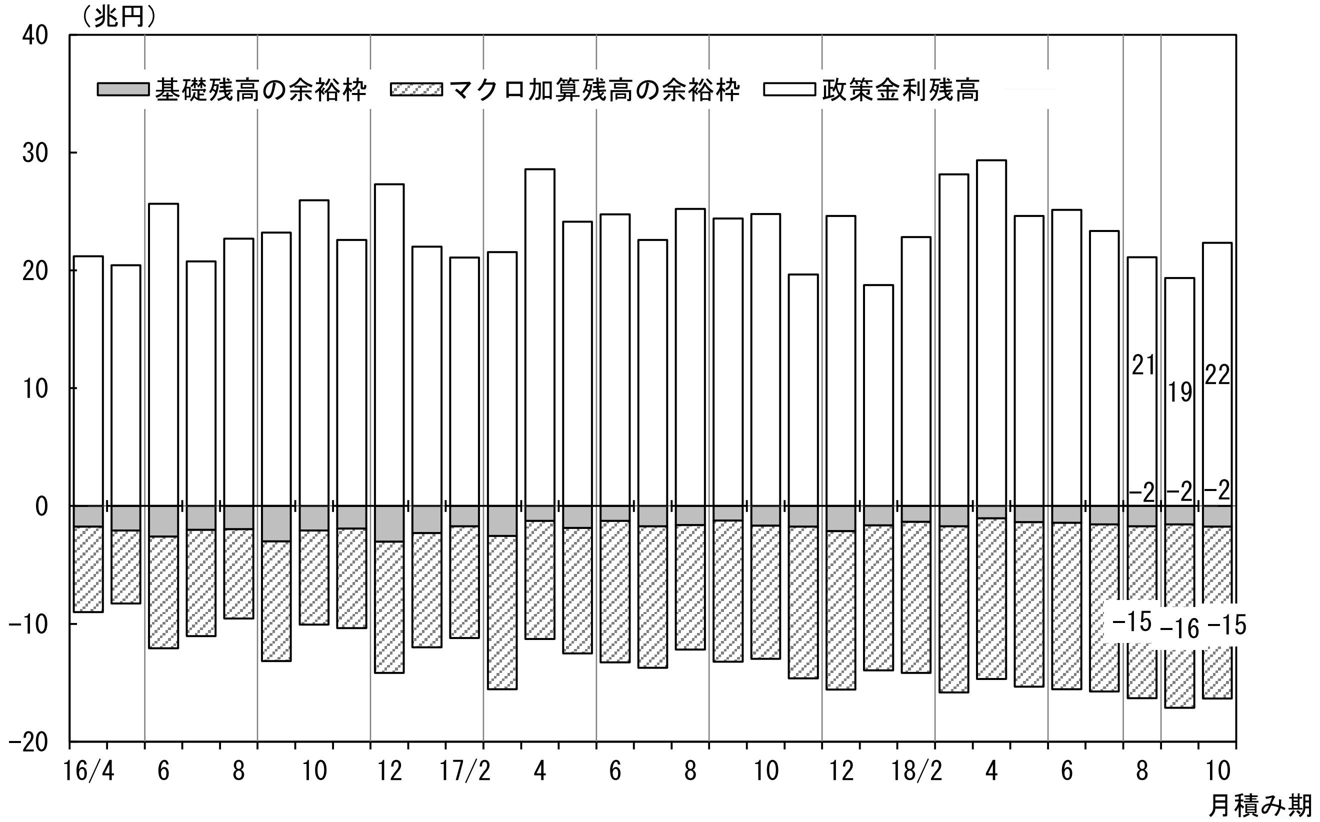
（図表２）

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。

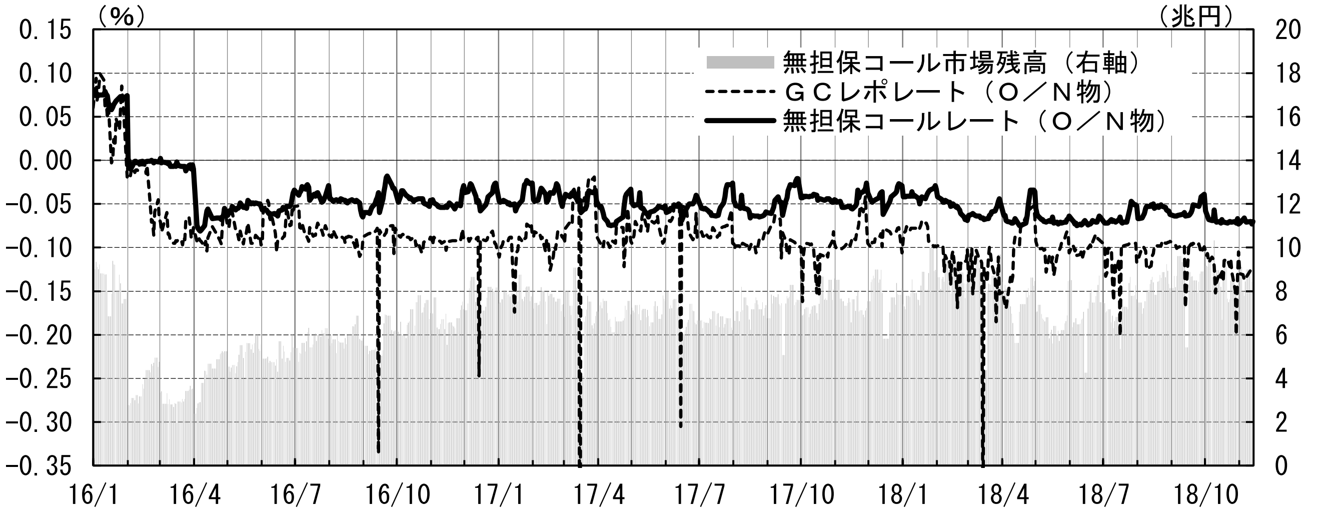
（注２）2018年9月積み期および2018年10月積み期は速報値。

（出所）日本銀行

（図表３）

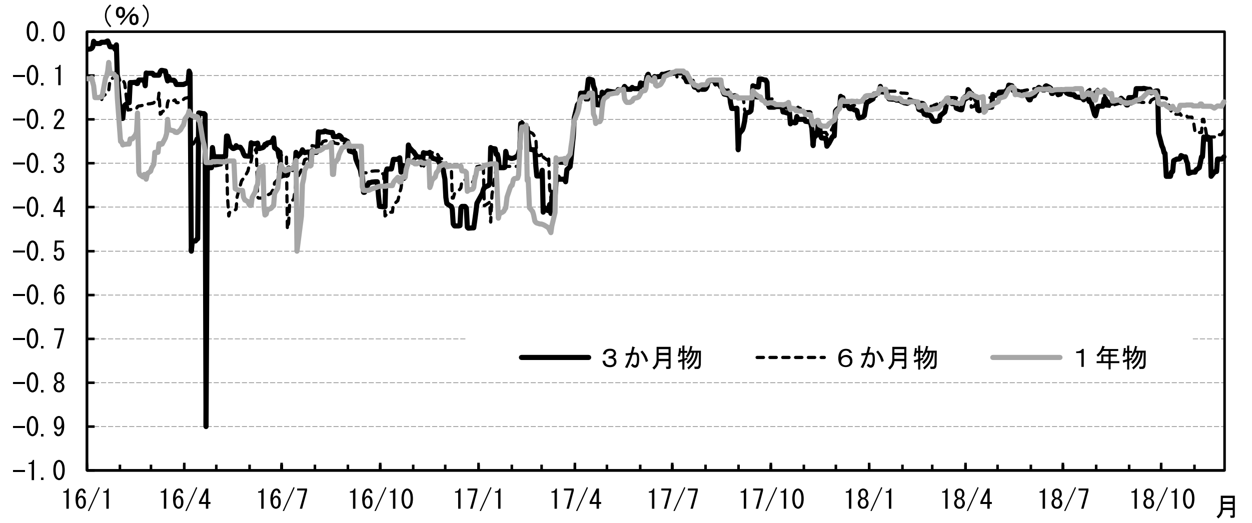
短期金利

（１）短期金利

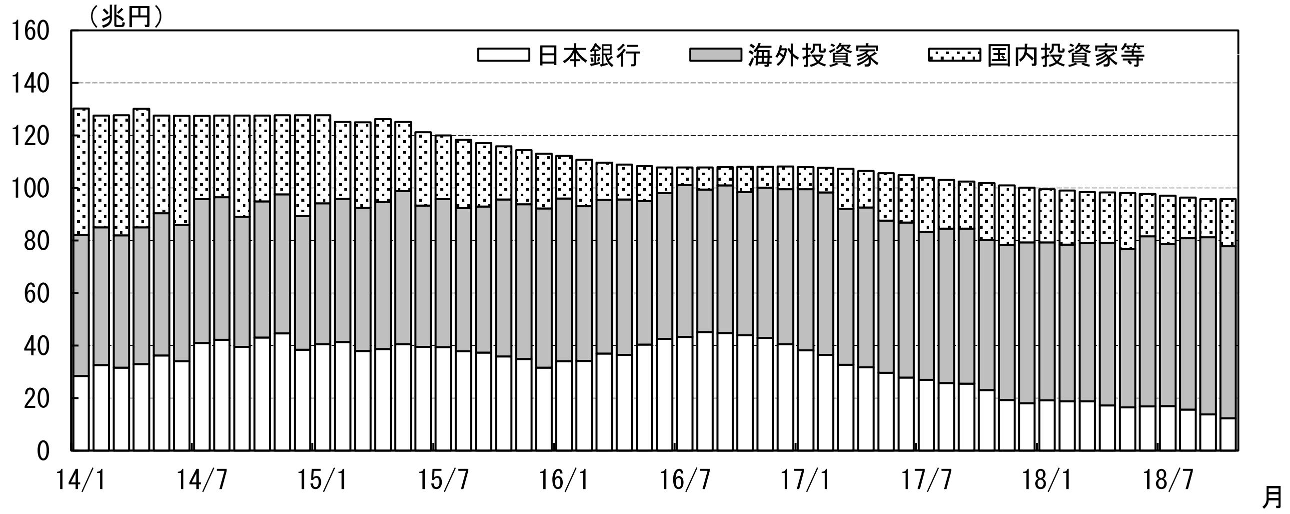


（注１）18/5/1日以前のＧＣレポレート（Ｏ／Ｎ物）は、Ｔ／Ｎ物（データはすべてスタート日ベース）。　月積み期
（注２）無担保コール市場残高は、ターム物を含む。

（２）国庫短期証券の利回り



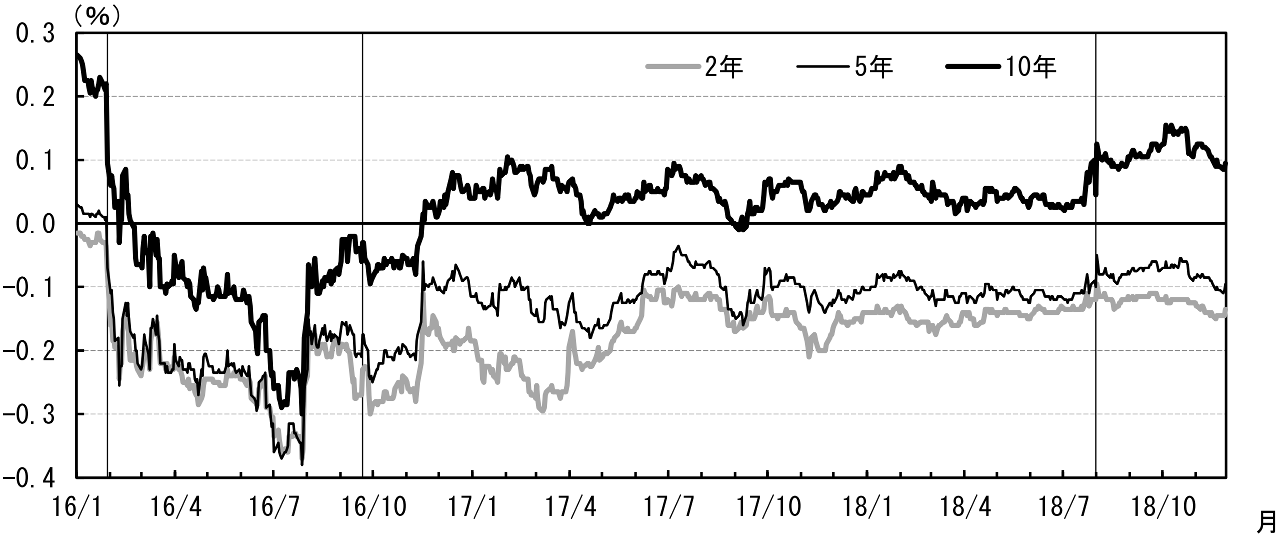
（３）主体別の国庫短期証券保有残高



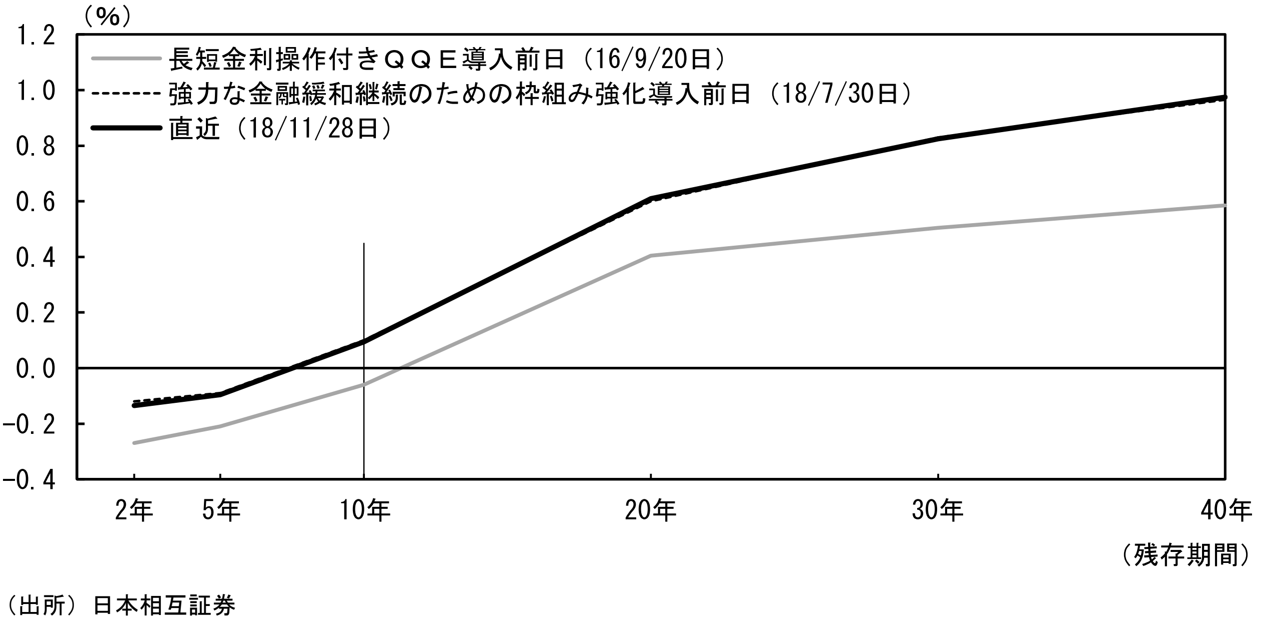
（注）海外投資家の保有残高は、財務省・日本銀行「対外債務」の四半期末残高をベースに、月次のネット買越し額を積み上げた試算値。国内投資家は、国庫短期証券の市中発行残高から日本銀行、海外投資家の保有残高を差し引いたもの。
（出所）財務省、短資協会、日本証券業協会、日本相互証券、日本銀行

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

（図表５）

長期国債等の12月の買入予定

<table>
<tr><th></th><th colspan="2">残存期間</th><th>1回当たりオファー金額
（単位：億円）</th><th>現時点で予定している日程</th></tr>
<tr><td rowspan="6">利付国債（物価連動債、変動利付債を除く）</td><td colspan="2">1年以下</td><td>100～1,000程度</td><td>月2回程度</td></tr>
<tr><td rowspan="2">1年超
5年以下</td><td>1年超
3年以下</td><td>2,500～4,500程度</td><td rowspan="2">12月3日、10日、17日、25日</td></tr>
<tr><td>3年超
5年以下</td><td>3,000～5,500程度</td></tr>
<tr><td colspan="2">5年超10年以下</td><td>3,000～6,000程度</td><td>12月5日、10日、14日、19日、27日</td></tr>
<tr><td rowspan="2">10年超</td><td>10年超
25年以下</td><td>1,500～2,500程度</td><td rowspan="2">12月5日、14日、25日、27日</td></tr>
<tr><td>25年超</td><td>100～1,000程度</td></tr>
<tr><td colspan="3">物価連動債</td><td>250程度</td><td>月2回程度</td></tr>
<tr><td colspan="3">変動利付債＜偶数月＞</td><td>1,000程度</td><td>隔月1回</td></tr>
</table>

（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。

（図表６）

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10月末
長期国債[1]	91.3	141.6	201.8	282.0	360.7	418.5	454.3
ＣＰ等[2]	1.2	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.3
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	17.2	22.3
Ｊ－ＲＥＩＴ[3]	0.12	0.14	0.18	0.27	0.36	0.45	0.50
貸出支援基金	3.4	8.4	23.4	29.8	38.8	47.1	45.7
買入国庫短期証券[4]	16.4	24.2	38.4	31.6	40.5	18.1	12.4
共通担保資金供給	21.7	18.1	8.0	6.4	0.5	1.0	0.4
その他とも資産計	164.8	224.2	300.2	383.1	476.5	521.4	551.8
銀行券	83.4	90.1	93.1	98.4	102.5	106.7	105.1
当座預金	58.1	107.1	178.1	253.0	330.2	368.5	397.0
その他とも負債・純資産計	164.8	224.2	300.2	383.1	476.5	521.4	551.8

マネタリーベース	146.0	201.8	275.9	356.1	437.4	480.0	506.9

（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