

2021年6月28日
日本銀行金融市場局

「債券市場参加者会合」第13回議事要旨

1. 開催要領

(日時) 銀行等グループ 6月3日(木) 17時45分から
証券等グループ 6月4日(金) 15時30分から
バイサイドグループ 6月4日(金) 17時30分から

(形式) 電話会議

(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

- 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最近の市場動向と市場調節、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

- 本年1～3月にかけては、長期金利の変動幅の拡大に関する報道など3月の「点検」に向けた不透明感の高まりや、米国を中心に海外長期金利の上昇を受けて、長期金利は一時0.15%を超える水準まで上昇した。その後、3月の金融政策決定会合や月末の「長期国債買入れの月間予定」の公表を受けて不透明感が後退したほか、4月入り後は期初の投資家需要がみられるもと、海外長期金利の変動幅が縮小したこともあり、長期金利は低位かつ狭いレンジで推移している。
- 長期ゾーンについては、預金取扱金融機関における預貸ギャップが拡大するもとで買われやすい状況にあるほか、ワクチン接種の効果が現れるのは暫く先とみられることもあって、金利が上がりづらい状況が続いている。
- 超長期ゾーンにおいては、引き続き、生命保険会社による安定的な需要などに支えられ、金利上昇は抑制されている。

債券市場の機能度・流動性についての見方

- 市場機能度・流動性については、入札や国債買入オペのタイミングでは相応に確保されている一方、それ以外のタイミングでは高くない。
- 債券市場では、債券のボラティリティが一段と低下し、売買が減少している。日本銀行による国債の保有比率が高いため、現在の金利水準は多様な投資家の売買によって成立しているものとは言い難い状況。
- 5月を通してみると、幅広い年限で業者間の取引が閑散となっており、市場流動性は一段と悪化している。
- 3月の金融政策決定会合を受け、長期金利の変動幅が明確化されたもと、「連続指値オペ制度」により強力に上限が画されたことは、金利変動を抑制する作用にも働いているのではないか。
- 取引が減少する中で投資家・証券会社の市場からの退出や業務縮小がみられており、中長期的な市場機能度・流動性の維持に懸念を抱いている。
- 金融機関各社による業務継続体制の整備により、緊急事態宣言やまん延防止等重点措置そのものが市場機能度・流動性に与える影響は、極めて限定的となっている。

市場調節運営等

- 新型コロナウイルス感染症の影響下ではイールドカーブの低位安定が重要である一方、4月半ば以降、再び市場機能度が低下しており、将来金利が正常化する際に大きなショックが加わるリスクがあるのではないか。引き続き市場機能度の観点から買入金額の縮小を考慮していただきたい。
- 「連続指値オペ制度」の導入はイールドカーブの低位安定に相当程度効果を及ぼしている。通常の国債買入れの買入金額を更に減額しても、イールドカーブの低位安定は十分に保たれるだろう。
- 4月に国債の買入金額および買入頻度を減少させたことは、市場機能維持にとって適切な措置であった。もっとも、頻繁に買入金額を変更することは、日本銀行のオペ運営に却って注目が集まってしまうため、買入金額の変更は多くとも四半期に1回程度が良いのではないか。
- 既発債の流動性向上のため、現行の国債補完供給に加えて、日本銀行が保有する債券のアウトライトでの売却などの検討をお願いしたい。
- 社債買入れオペの減額を受けて、社債市場への投資が旺盛になっており、流動性の向上に寄与している。引き続き、減額方向での調整を期待する。

今後の債券市場の見方・リスク

- 国内では、新型コロナウイルス感染症の拡大が続いており、インフレを意識する状況ではないことから、当面の間、債券市場は底堅く推移するとみている。
- 銀行の預貸ギャップは拡大傾向にあり、プラス利回りの国債に対する需要は引き続き高水準で推移するだろう。このほか、投資家による債券ポジションの復元ニーズも引き続き強いことから、先行きの円債市場は引き続き底堅い推移が見込まれる。
- やや長いスパンで先行きを展望すると、ワクチン接種の進展、追加補正予算の議論動向、海外の経済・物価・金利動向によっては、国内金利にも上昇圧力が掛かる可能性やボラティリティが高まる可能性もある。

以 上

資 料

2021 年 6 月
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】 70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（※）

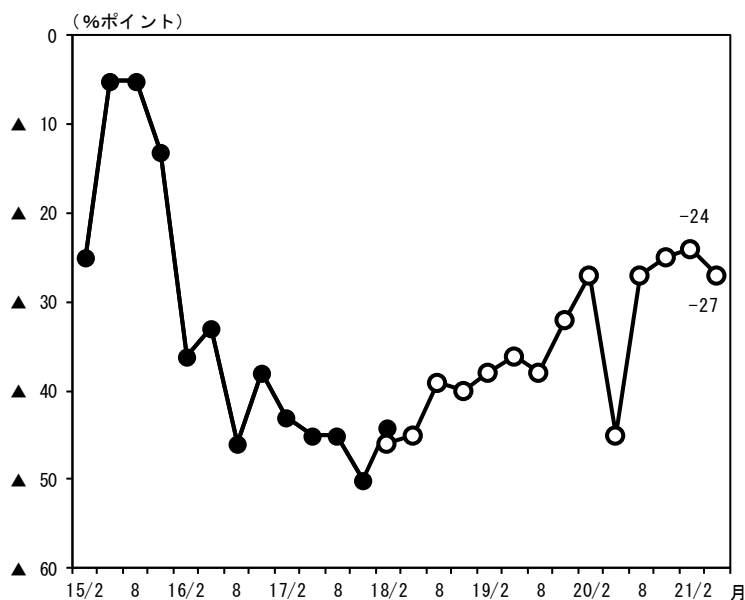
【公表方法】 本行ホームページに掲載

※ 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。

(図表 1)

債券市場の機能度判断 DI

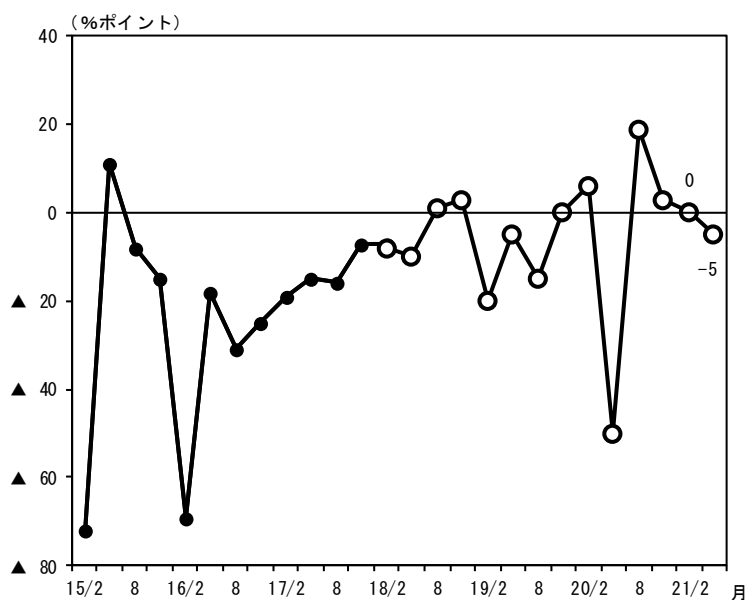
▽機能度判断 DI (現状)



(%、%ポイント)

「現 状」			
機能度判断		21/2月	5月
「高い」－「低い」		▲24	▲27
構 成 比	高い	4	3
	さほど 高くない	68	67
	低い	28	30

▽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		21/2月	5月
「改善した」－「低下した」		0	▲5
構 成 比	改善した	6	4
	さほど 改善して いない	88	87
	低下した	6	9

(注1) 直近2回の回答期間は以下のとおり。

21/ 2月: 2月1日～5日

5月: 5月6日～12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。

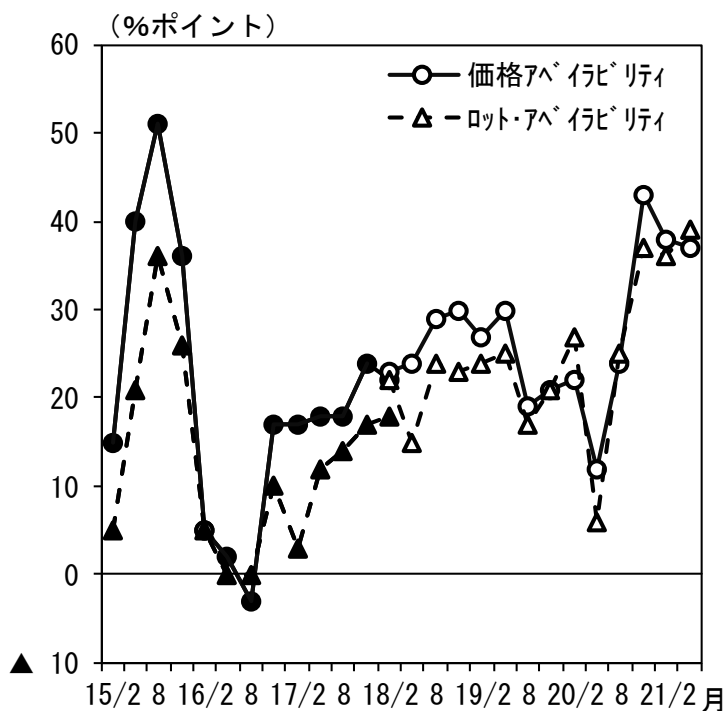
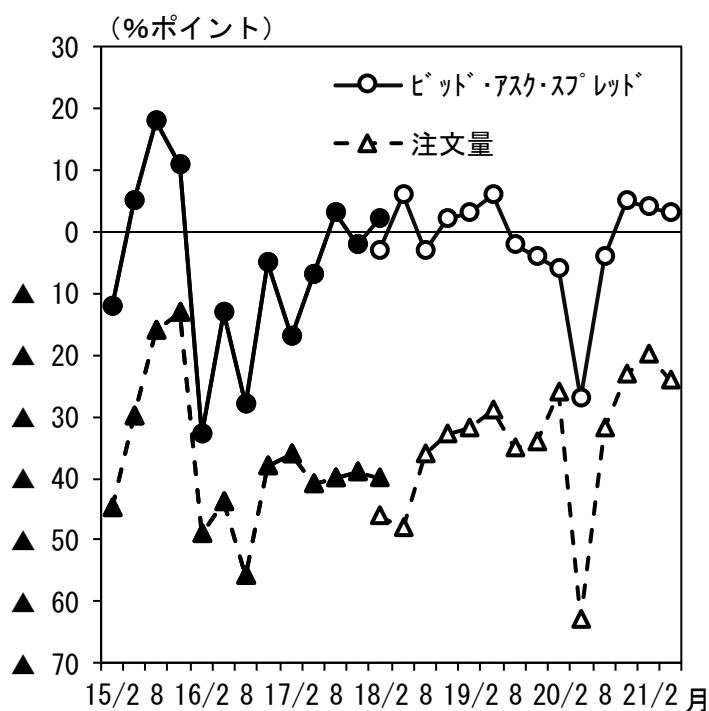
2018/2月調査以降は、上記に加え大手機関投資家(生命保険会社、損害保険会社、投資信託委託会社等)を含む。

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)

(図表2)

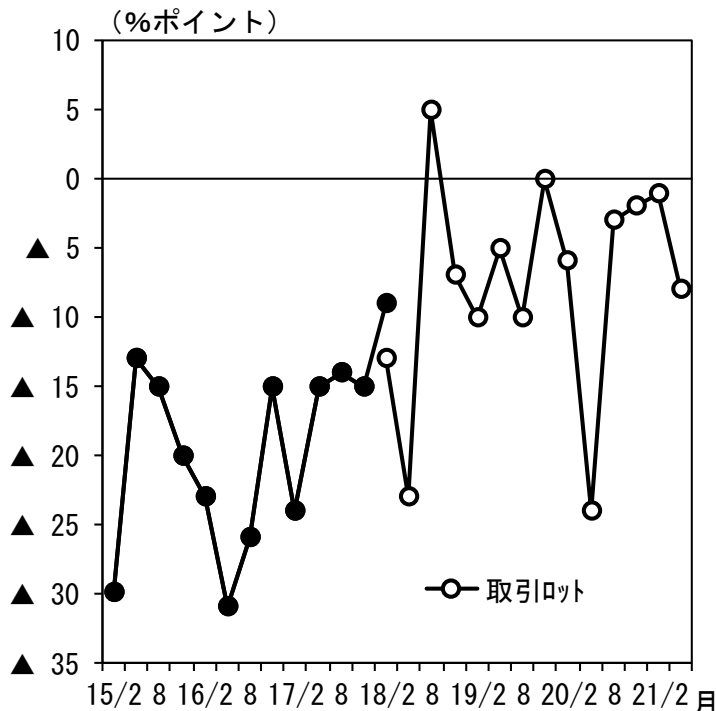
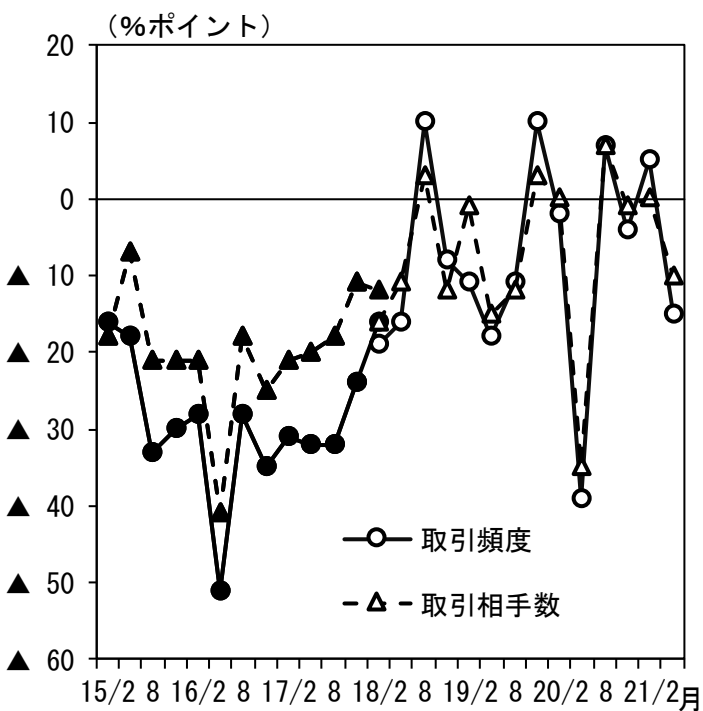
その他の判断DI（機能度・流動性に関する各論）

▽「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

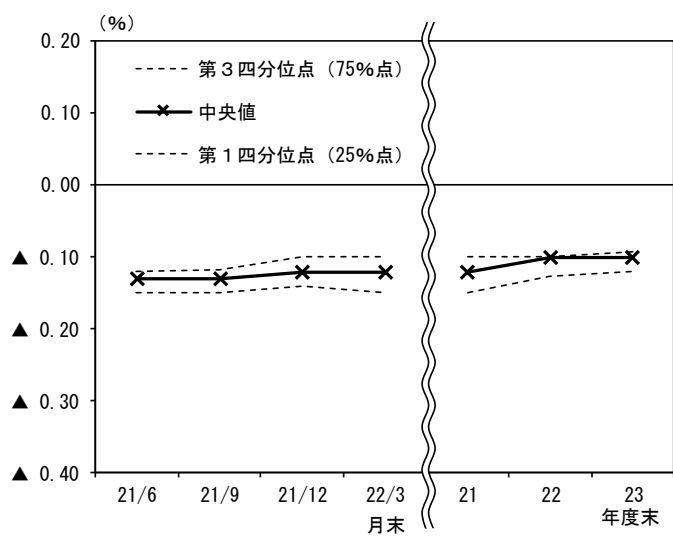


(注) 取引頻度、取引相手数、取引ロット：「増加した」—「減少した」

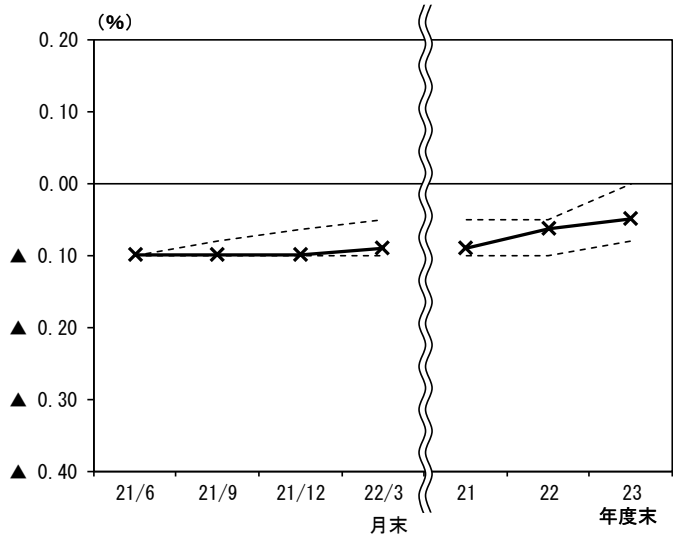
(図表3)

長期金利の先行き見通し (5月調査)

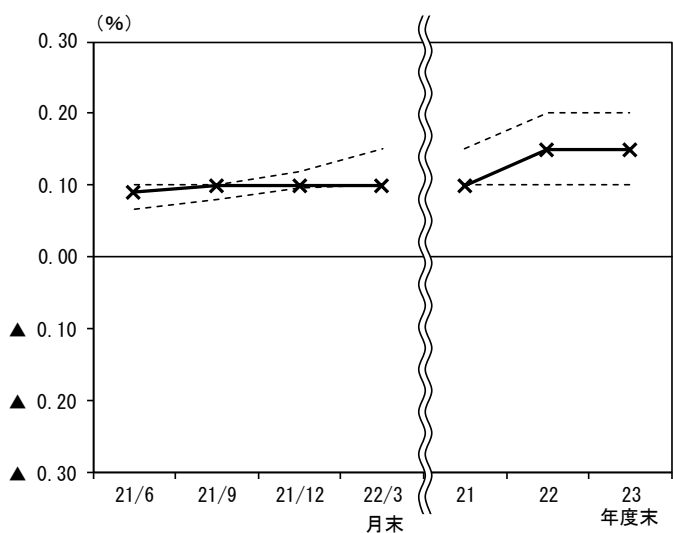
新発2年債



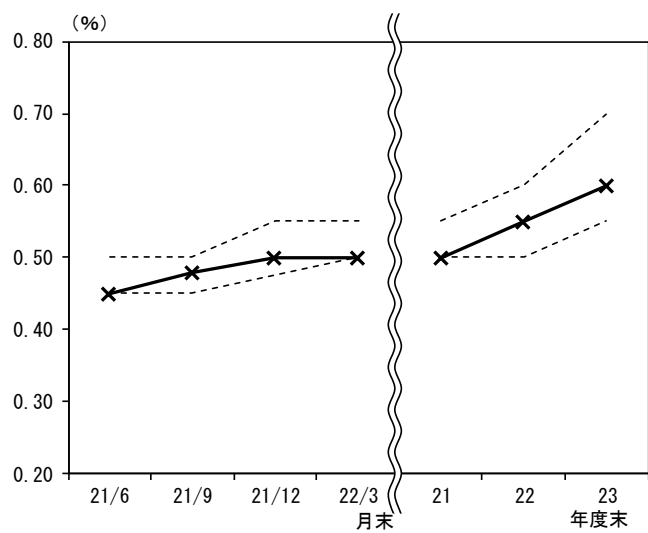
新発5年債



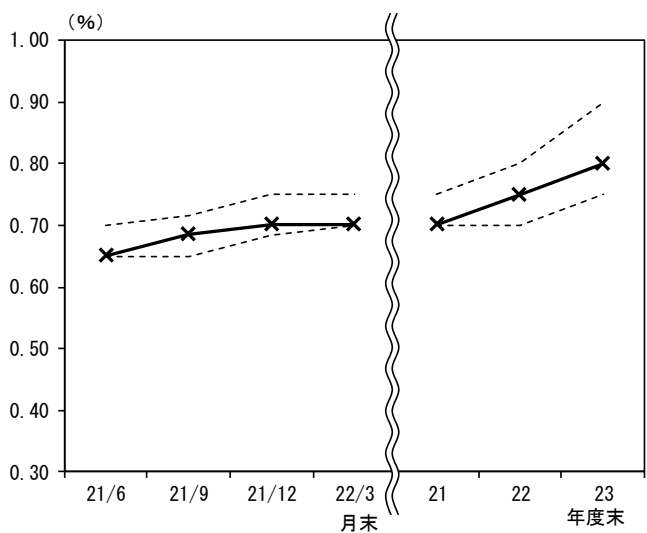
新発10年債



新発20年債



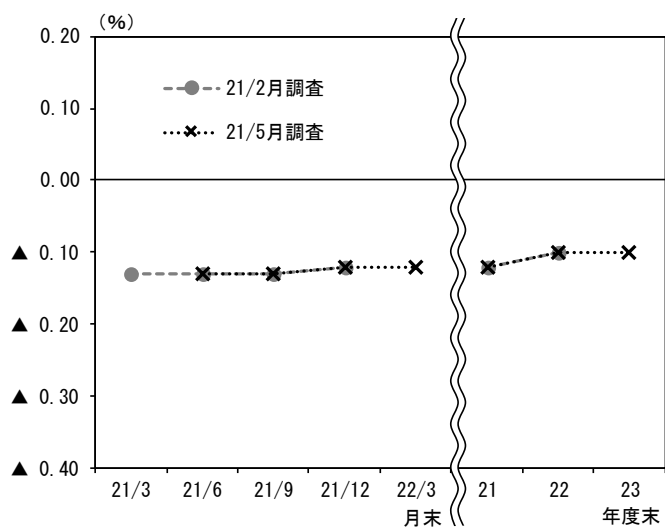
新発30年債



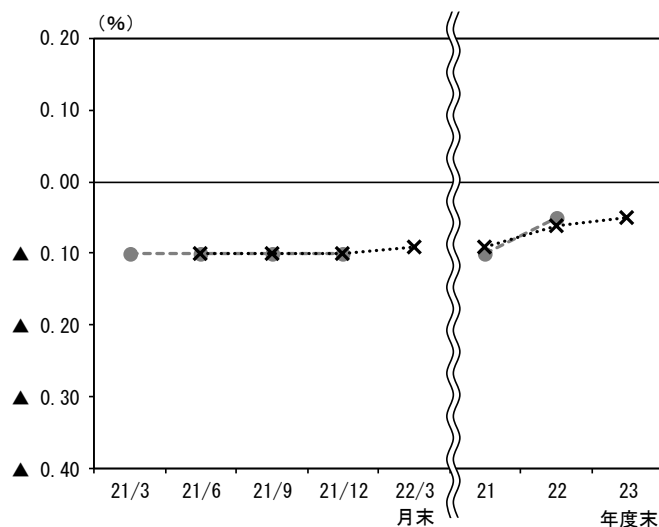
(図表4)

長期金利の先行き見通し (中央値)

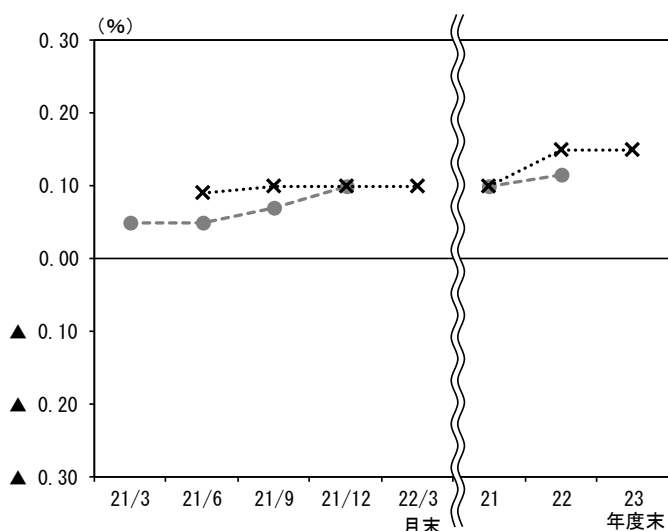
新発2年債



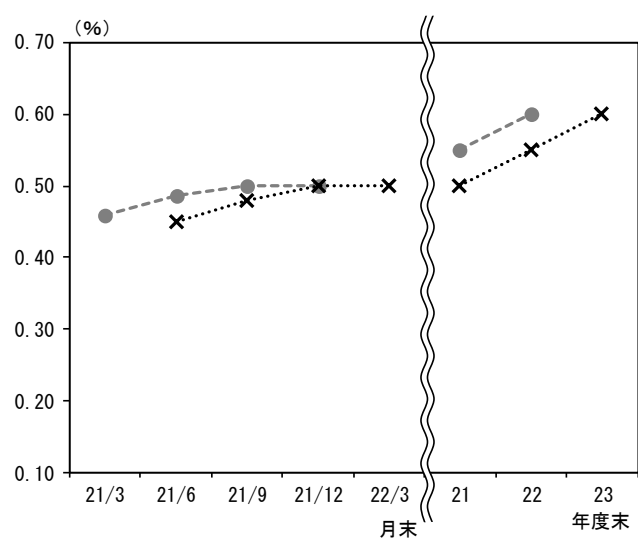
新発5年債



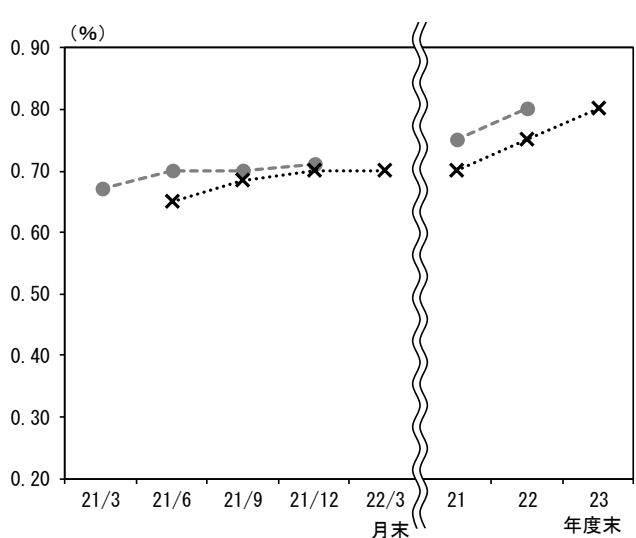
新発10年債



新発20年債

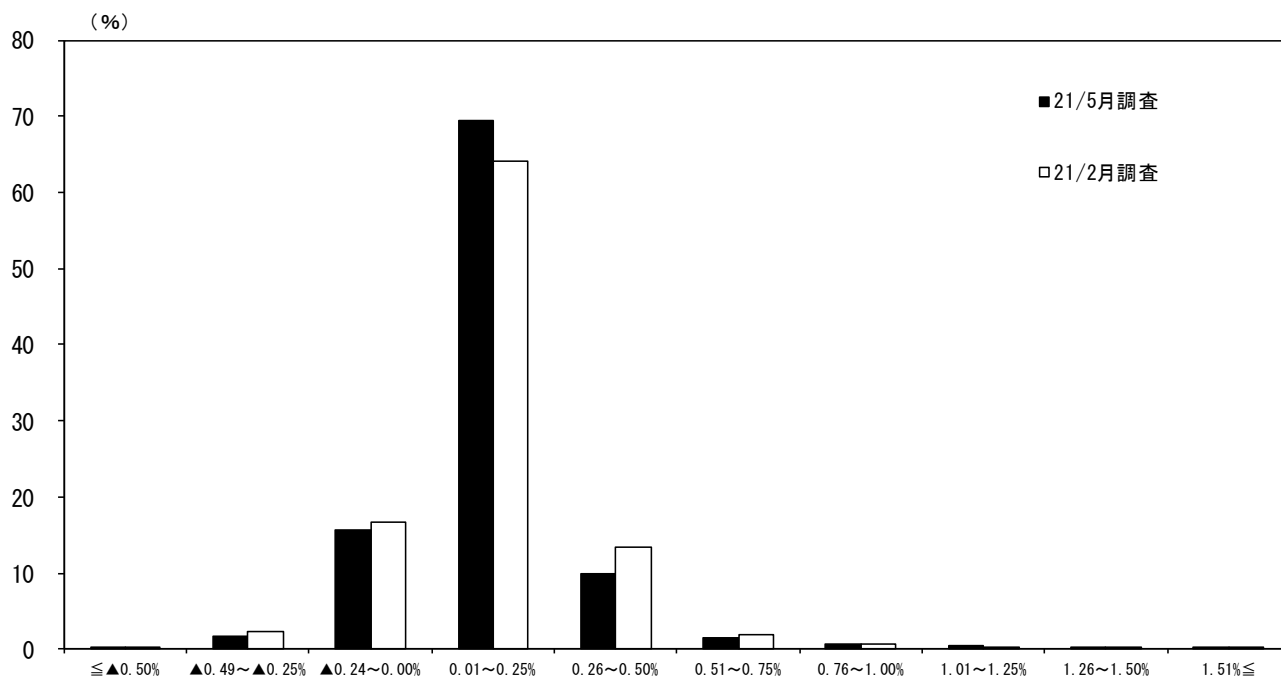


新発30年債

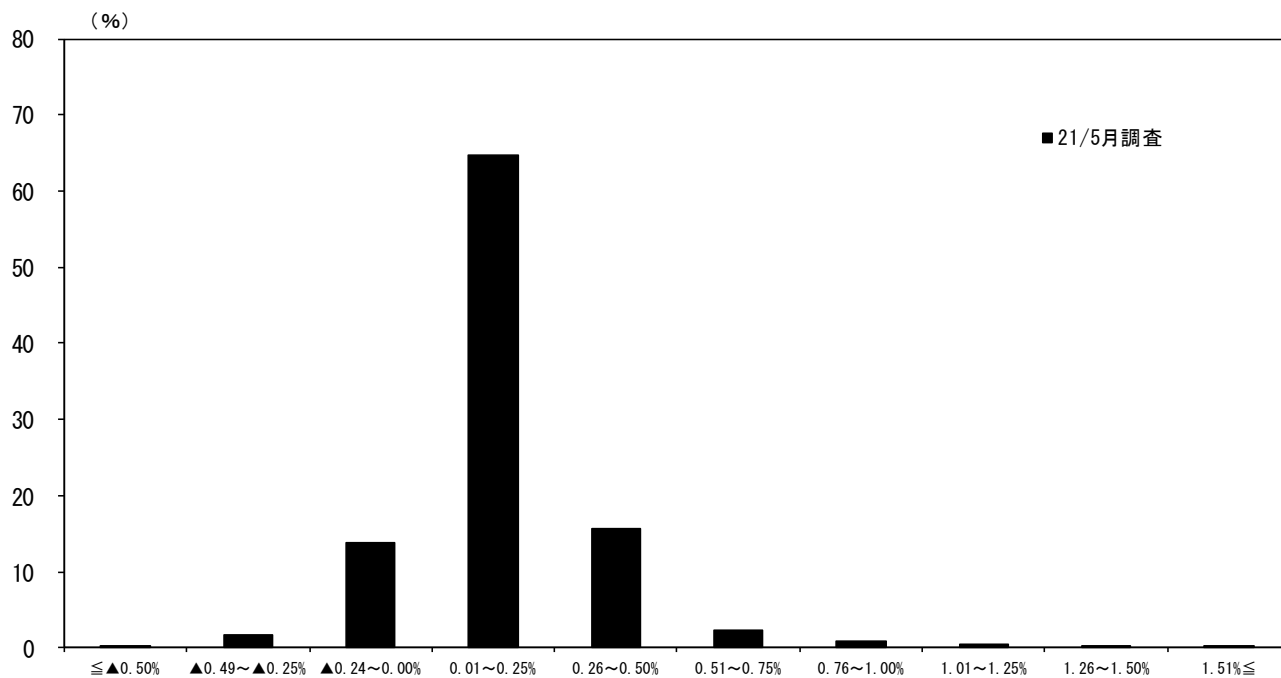


新発10年債利回りの確率分布

▽2022 年度末



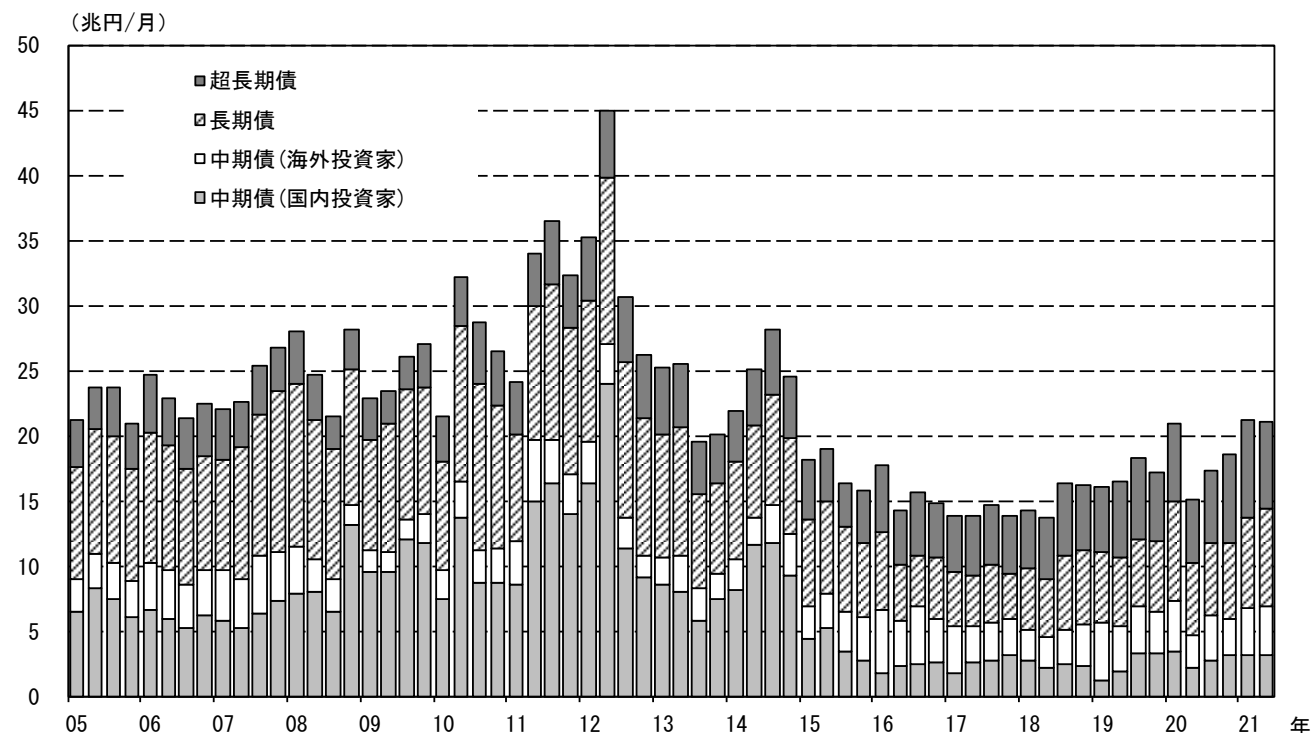
▽2023 年度末



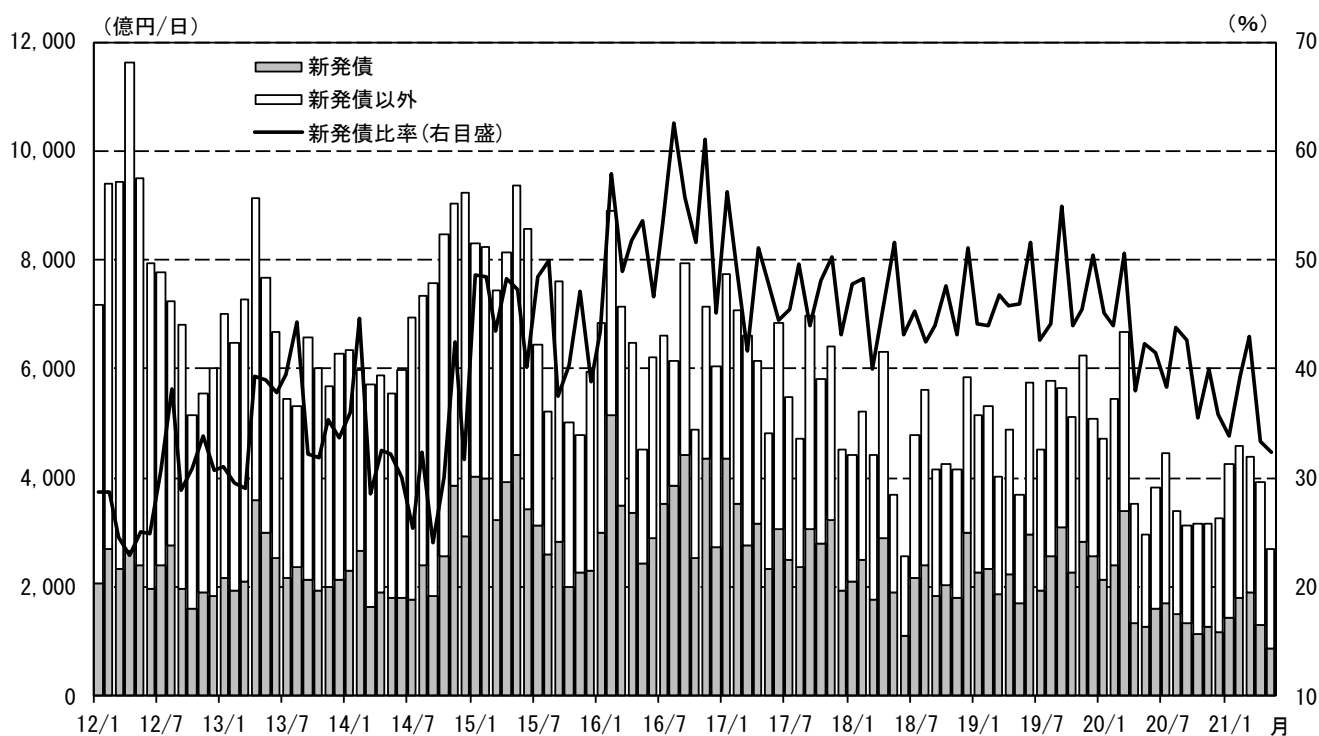
2. 国債市場の流動性

現物国債市場

(1) デイラー対顧客取引の取引高 (volume)



(2) デイ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4月。

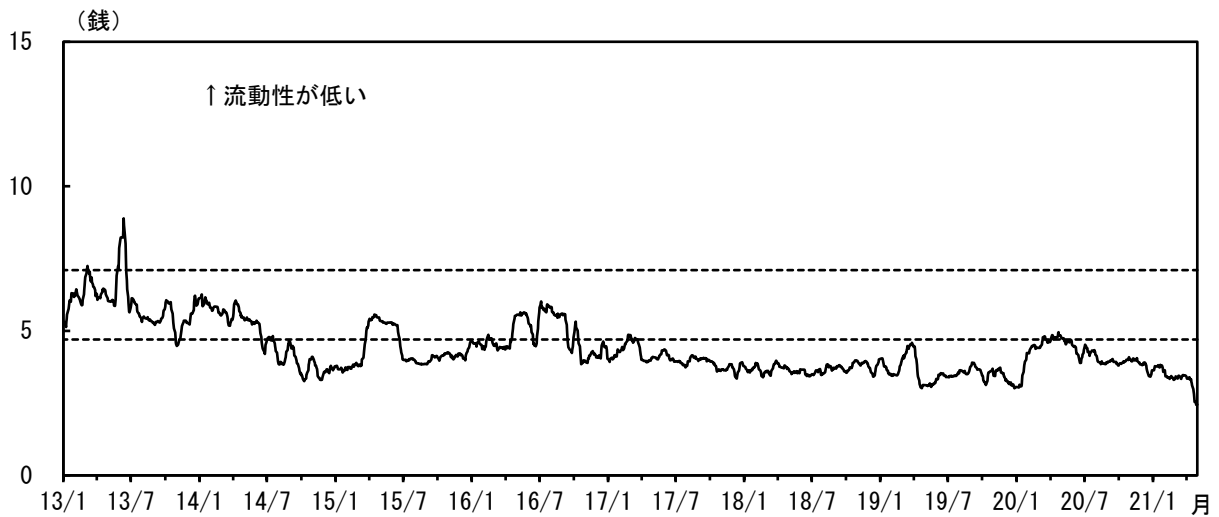
2. (2)は、2、5、10、20、30、40年債の1日あたり取引高の合計（日本相互証券）。直近は5/27日。

(出所) 日本証券業協会、QUICK、日本相互証券

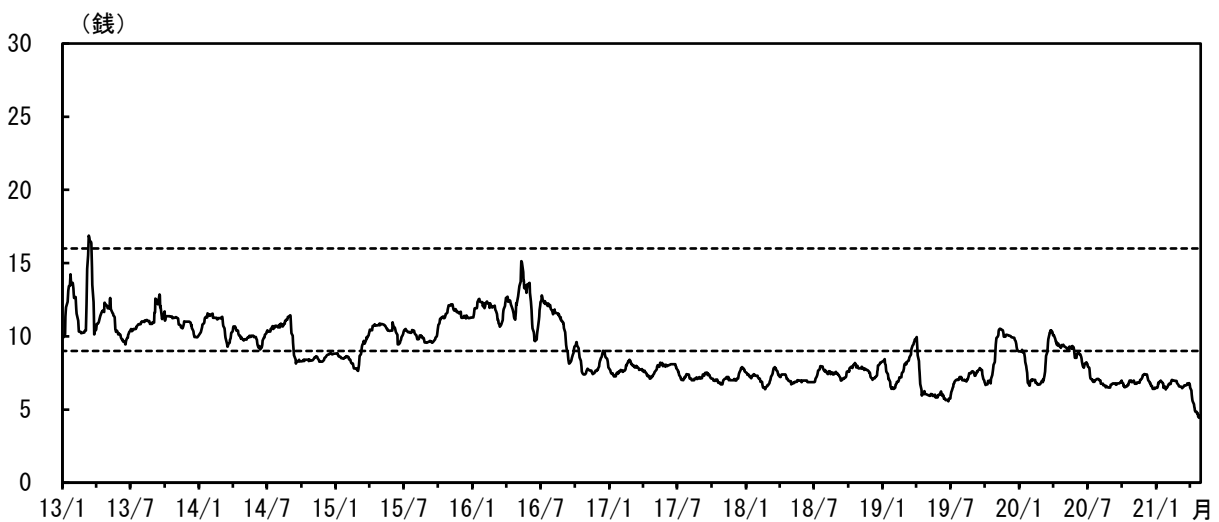
現物国債市場

ディーラー対顧客取引の値幅の狭さ (tightness)

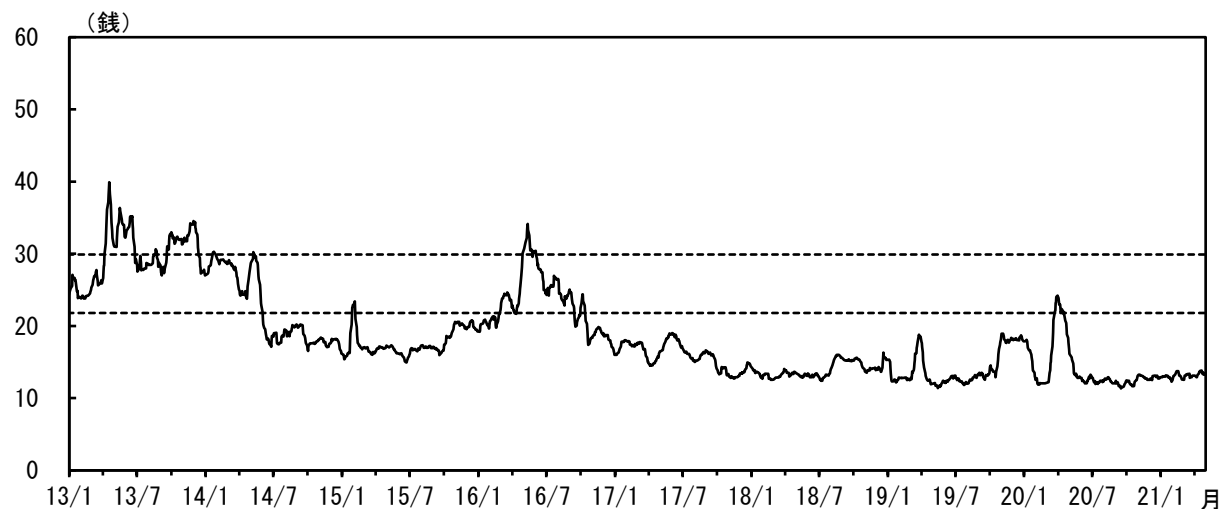
(1) ビッド・アスク・スプレッド (5年債)



(2) 同 (10年債)



(3) 同 (20年債)



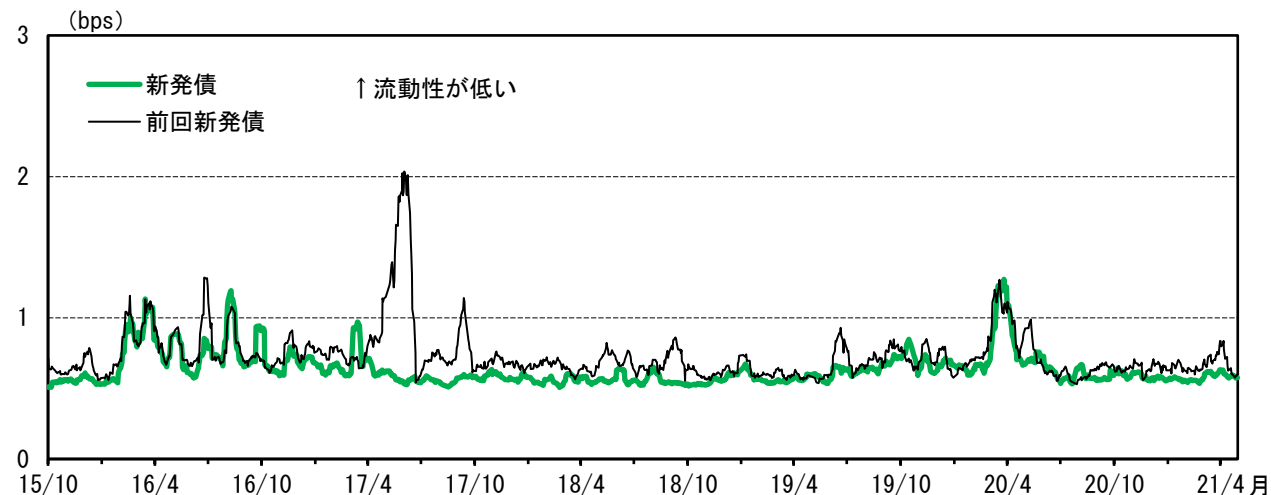
(注) 1. 15時時点のTradeweb気配値。点線は、2010/1～2013/3月における第1四分位と第3四分位を示す。
2. 後方10日移動平均。直近は4月末。

(出所) Refinitiv社 Eikon

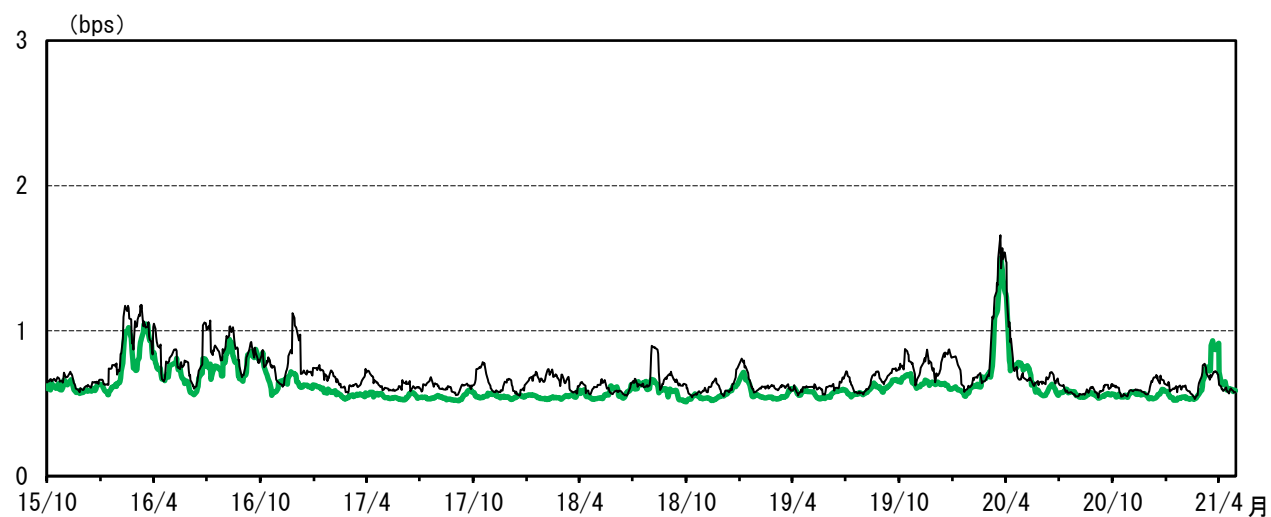
現物国債市場

ディーラー間取引の値幅の狭さ (tightness)

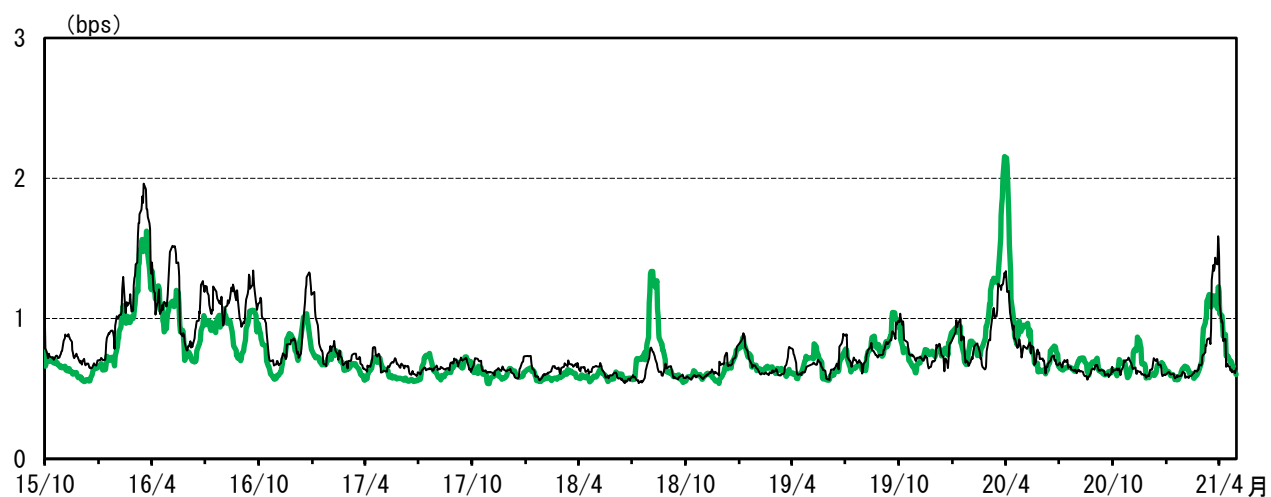
(1) ビッド・アスク・スプレッド (5年債)



(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。

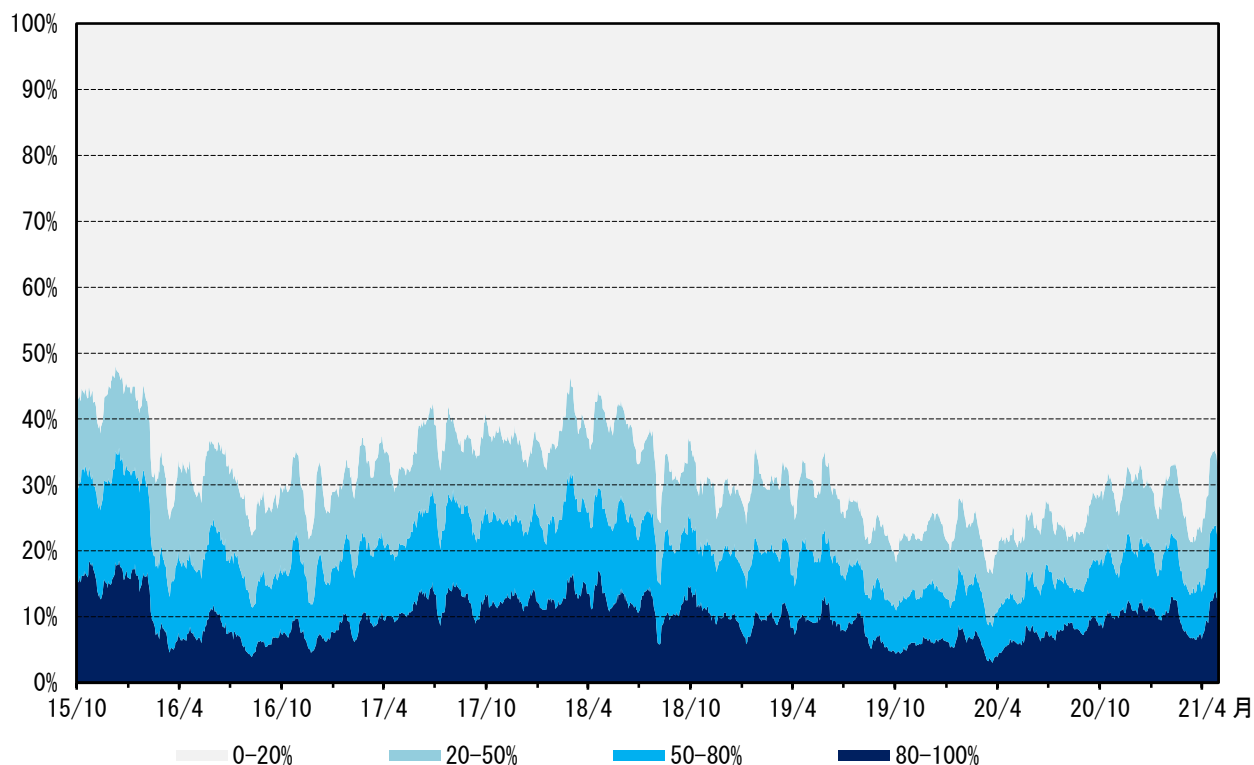
2. 後方10日移動平均。直近は4月末。

(出所) 日本相互証券

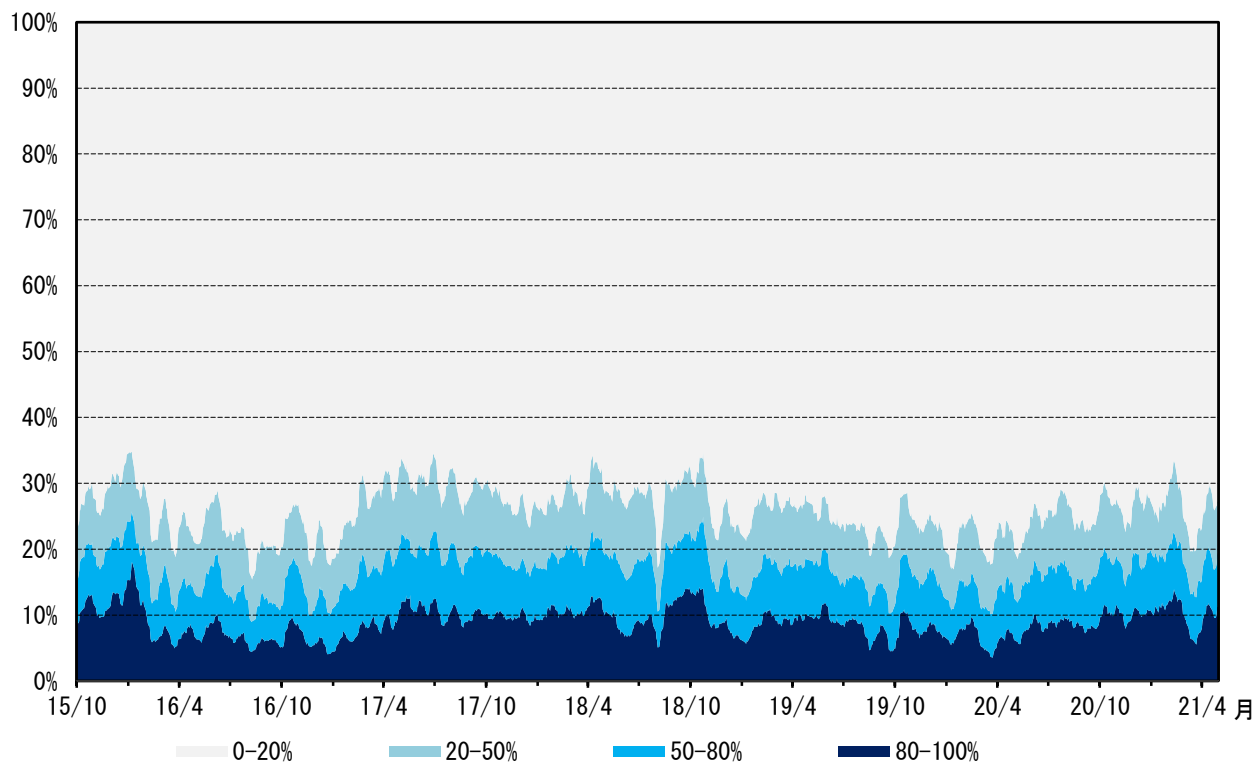
現物国債市場

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

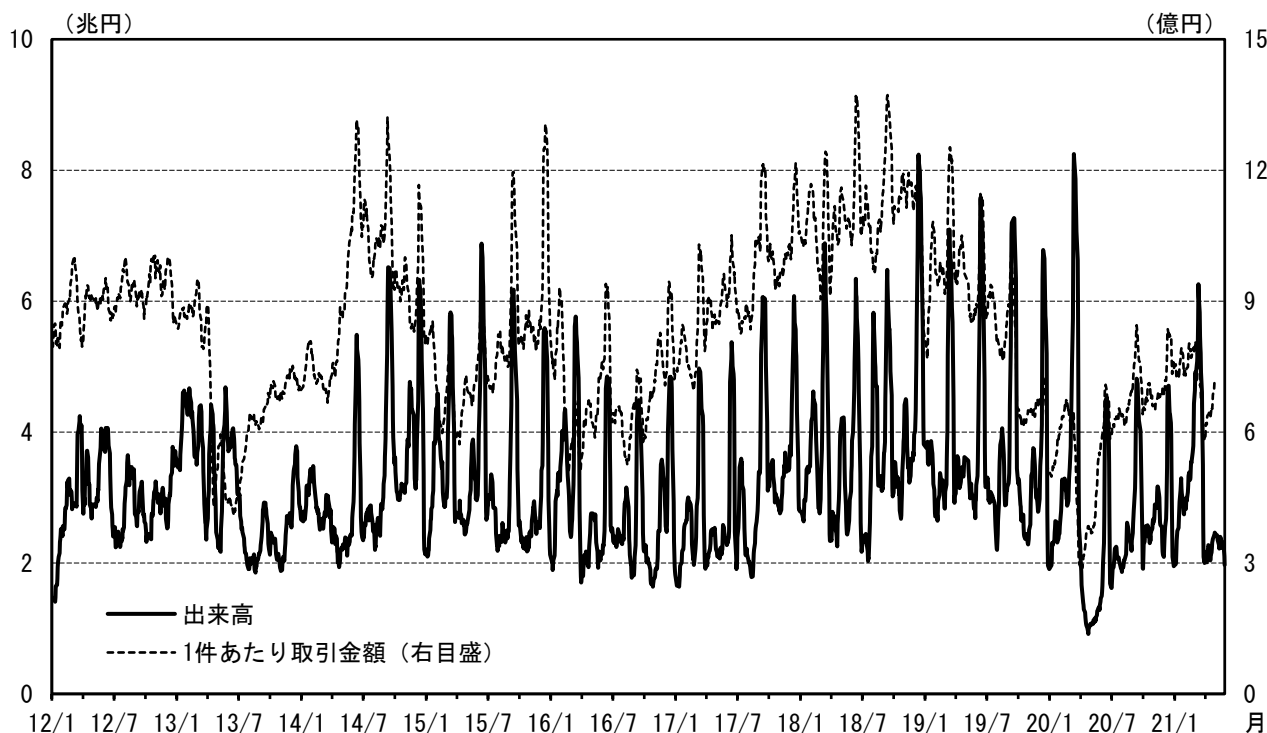


- (注) 1. ビッド(アスク)提示時間が、1日の取引時間に占める割合が、0~20%、20~50%、50~80%、80~100%である銘柄数の割合。
2. 後方10日移動平均。直近は4月末。
3. 1日の取引時間は、18/8/17日以前は7時間、18/8/20日以降は5時間20分に変更。18/8/20日から同30日までの移動平均値には、取引時間変更前後のデータが併存する点に留意を要する。

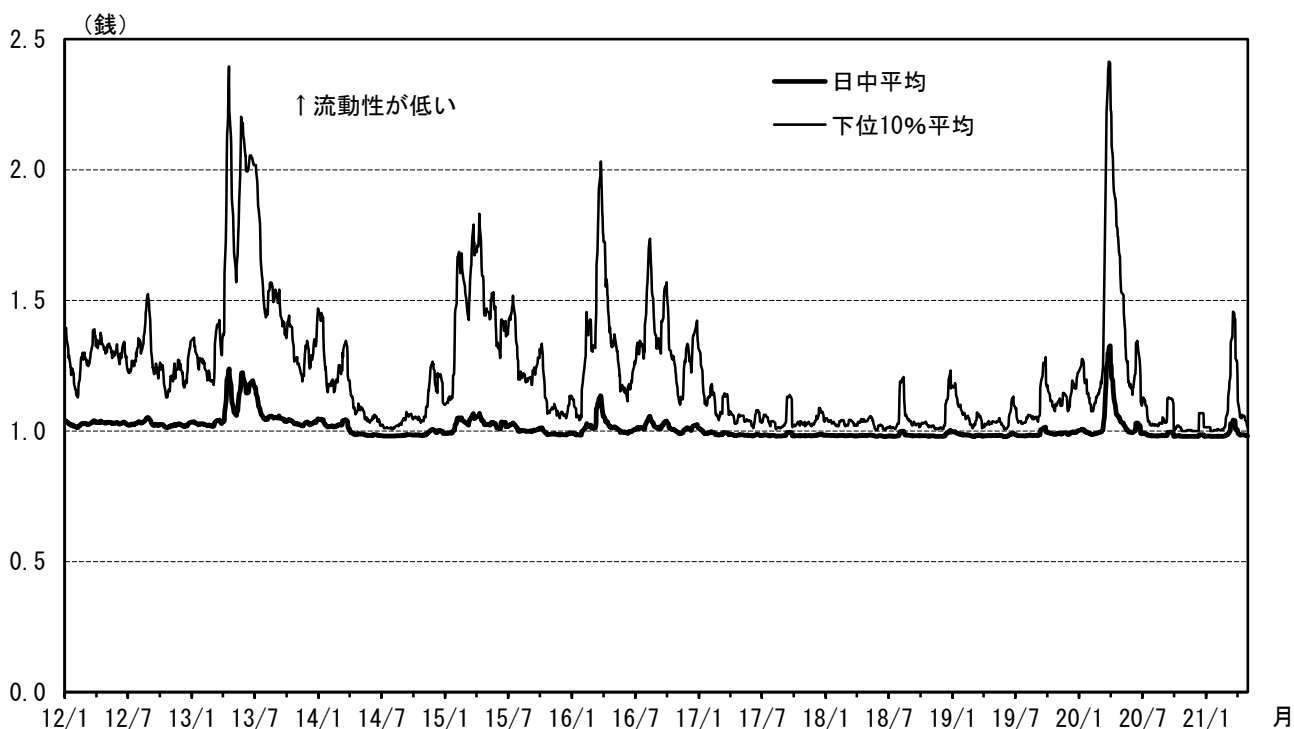
(出所) 日本相互証券

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



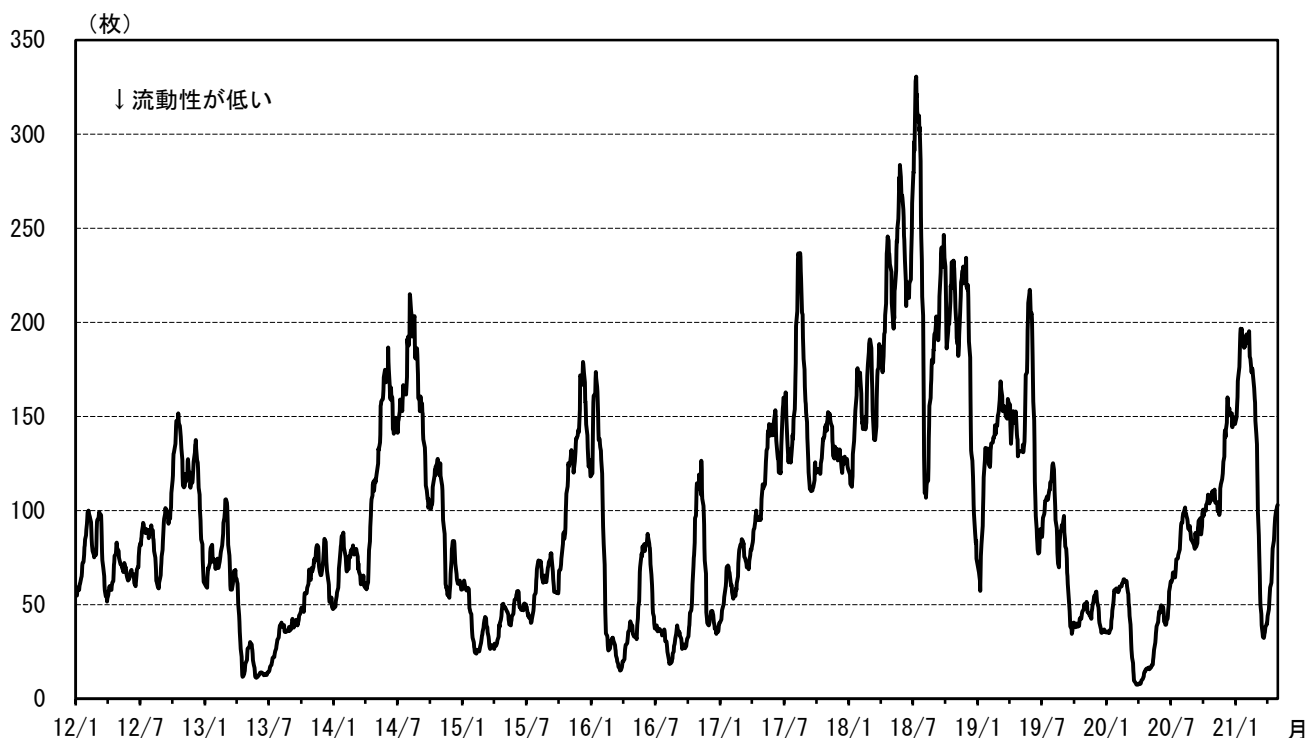
(注) 1. (2)の日中平均は、1分毎にビッド・アスク・スプレッドを求めて、平均したもの。下位10%平均は、1分毎のビッド・アスク・スプレッドのうち、スプレッドが大きい方から10%分を平均したもの。

2. (1)(2)ともに、後方10日移動平均。直近は、(1)の出来高は5/27日、その他は4月末。

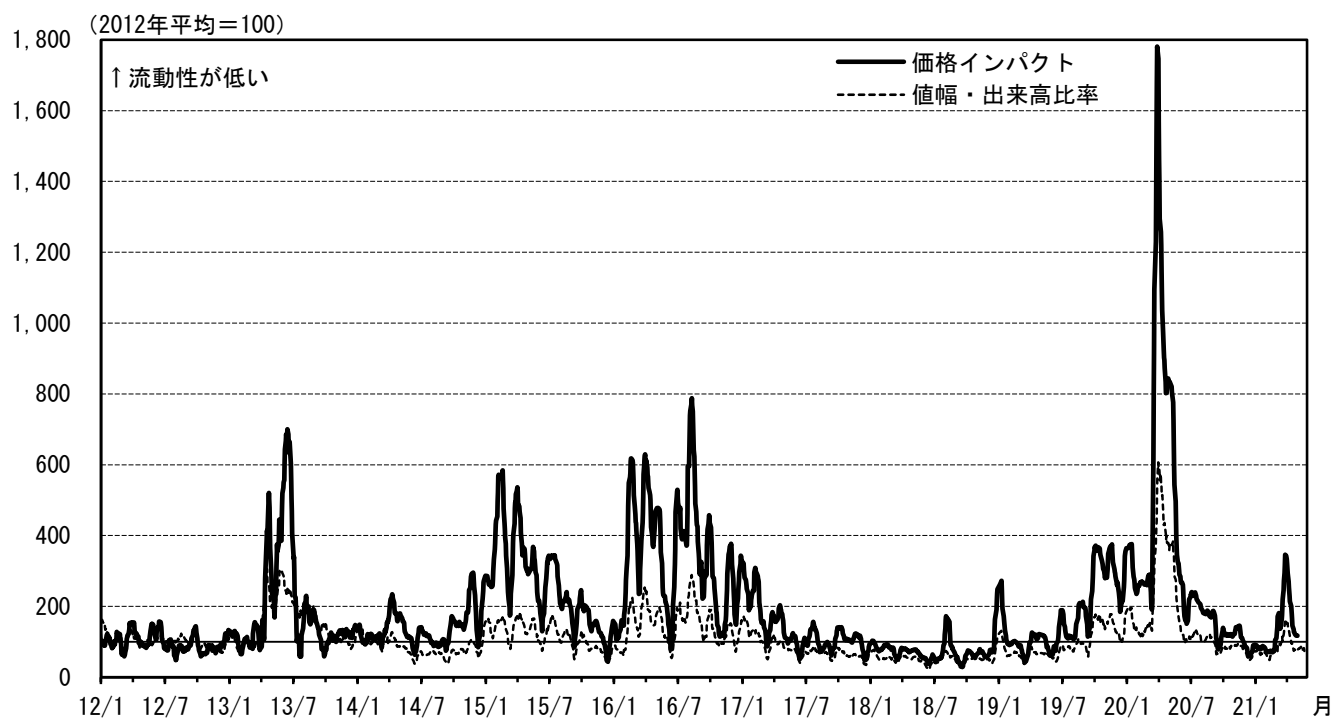
(出所) QUICK、大阪取引所、日本経済新聞社「NEEDS」

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

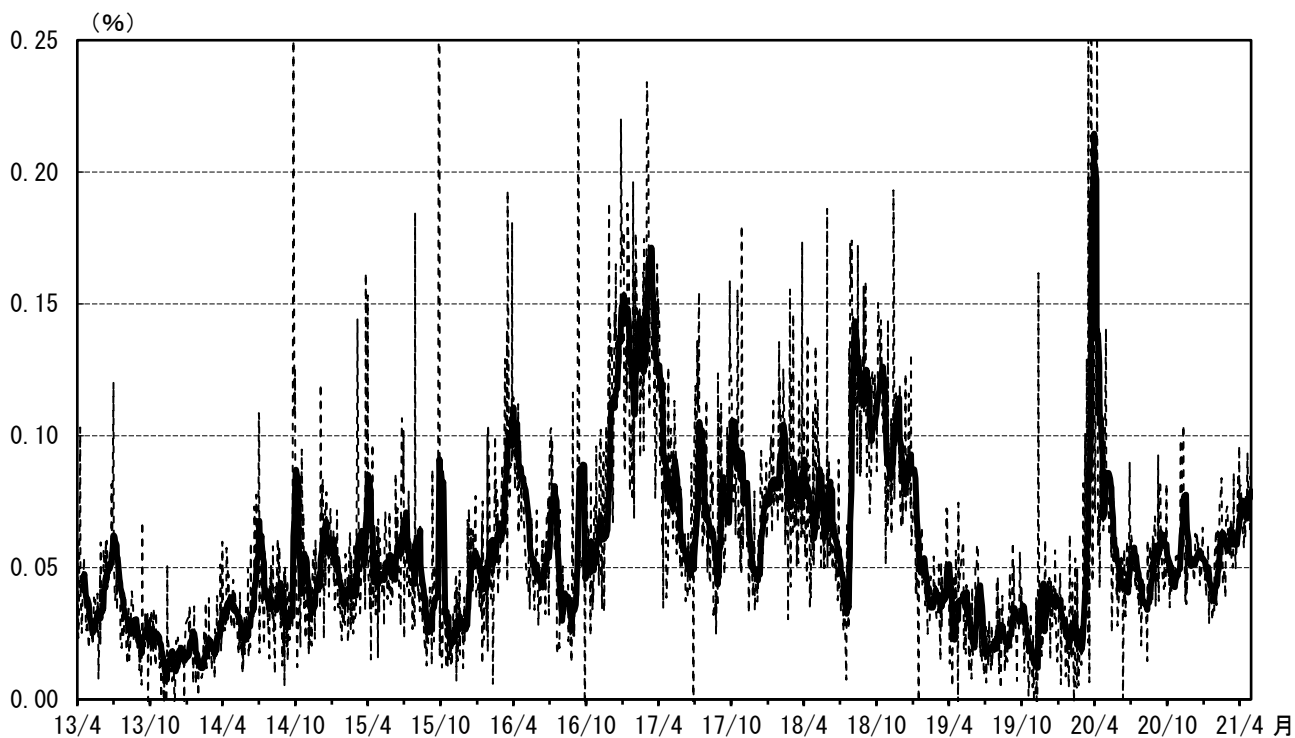


- (注) 1. (1)は、1分毎にベスト・アスク枚数を求めて、その中央値をプロットしたもの。
2. (2)の価格インパクトは、5分毎に価格インパクトを求めて、平均したもの。値幅・出来高比率は、日中の値幅(最高値と最安値の差)をその日の出来高で除したもの。
3. (1)(2)ともに、後方10日移動平均。直近は、(2)の値幅・出来高比率は5/27日、その他は4月末。

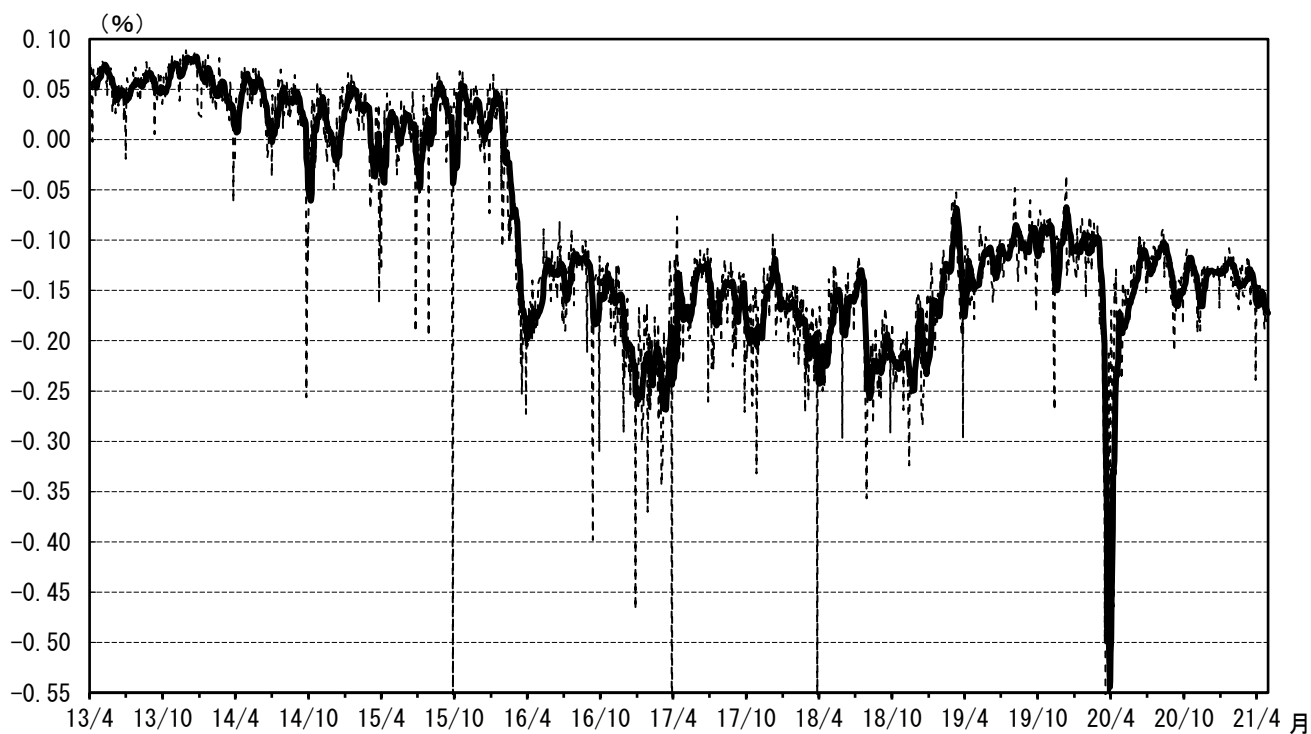
(出所) 日本経済新聞社「NEEDS」、QUICK、大阪取引所

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4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

当面の金融政策運営について（抜粋）

— 2021年4月27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、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。

(2) 資産買入れ方針

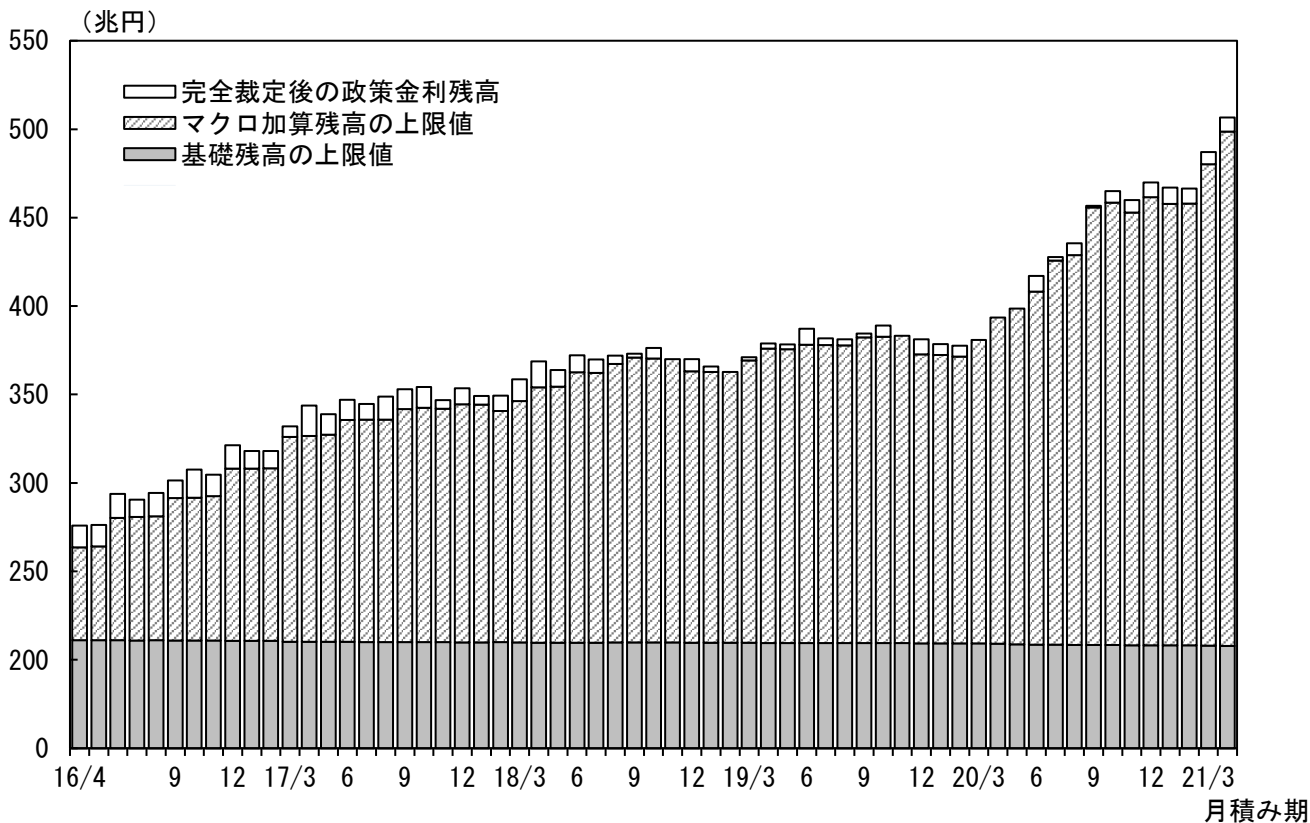
長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

①ETFおよびJ-REITについて、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。

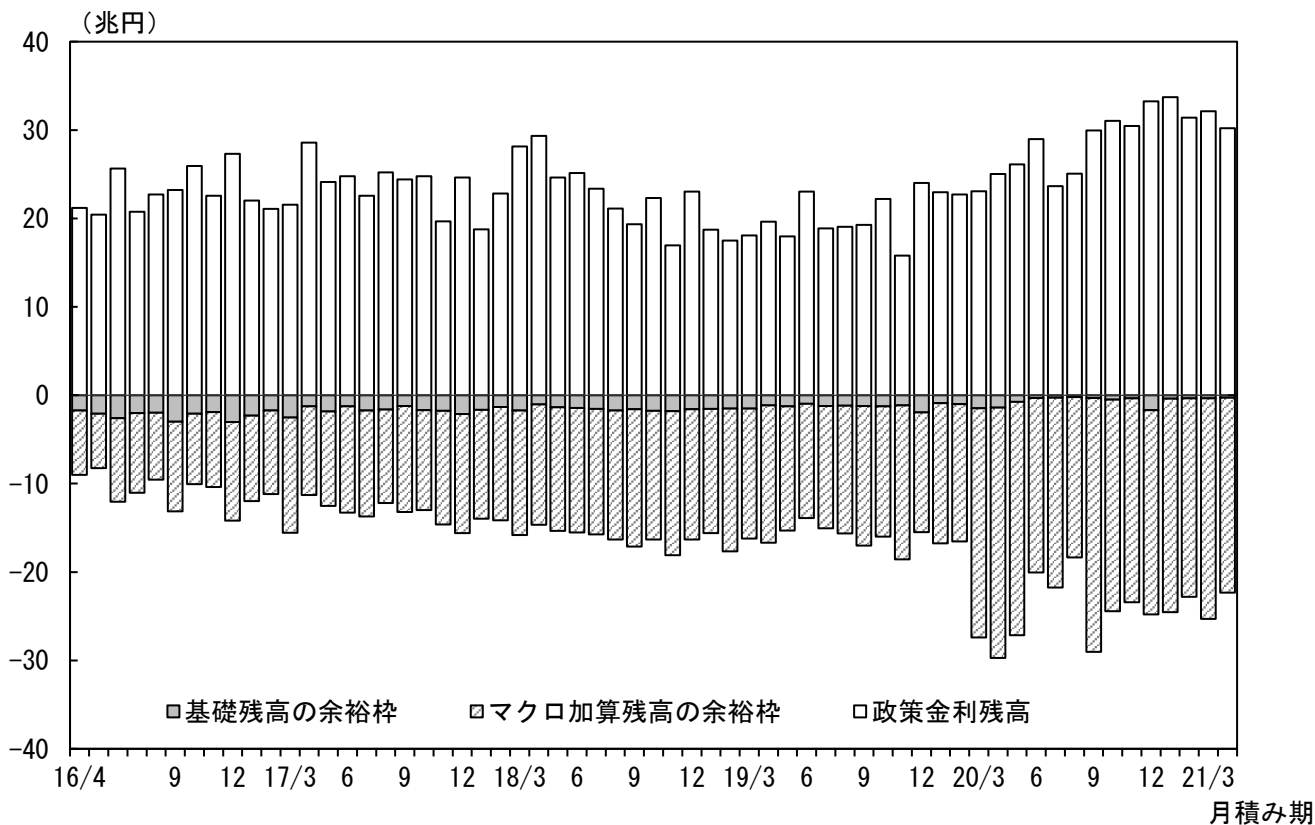
②CP等、社債等については、2021年9月末までの間、合計で約20兆円の残高を上限に、買入れを行う。

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



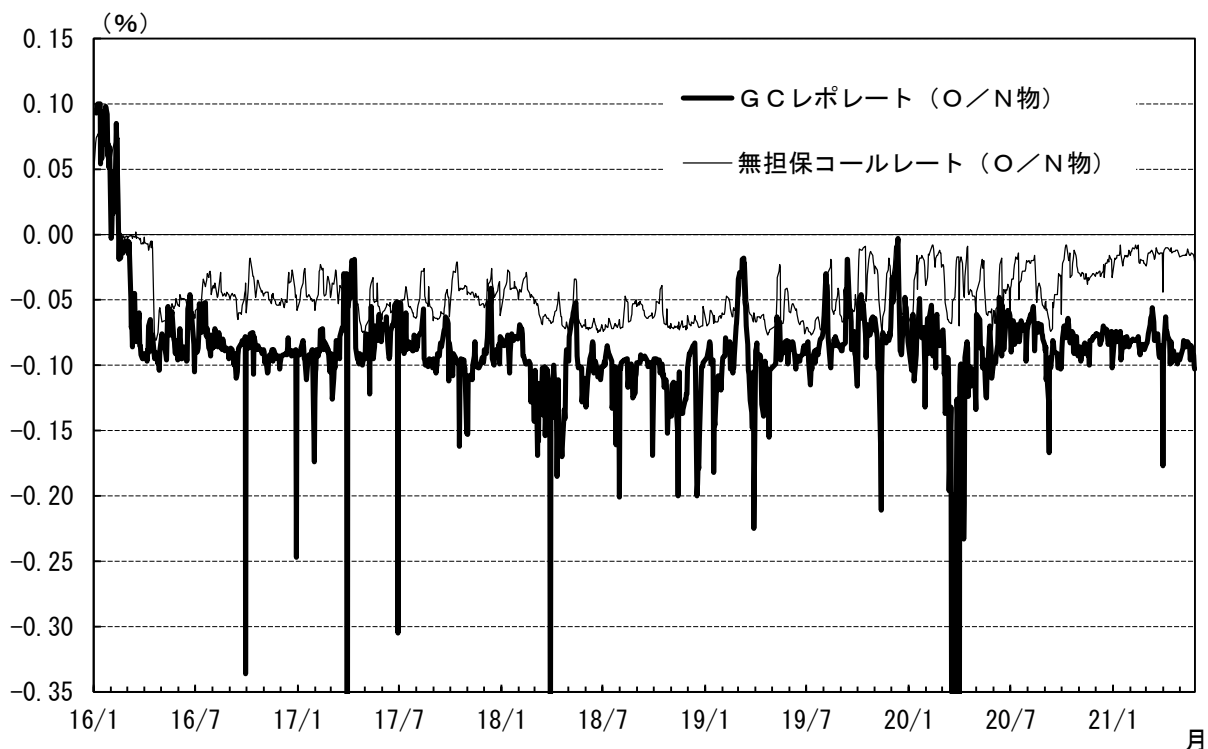
(注1) 「完全裁定後の政策金利残高」は、基礎残高やマクロ加算残高の「余裕枠」を有する金融機関が、その「余裕枠」をすべて利用して、政策金利残高を有する金融機関から資金調達を行った後に、なお残る政策金利残高を指す。

(注2) 2021年3月積み期および同4月積み期は速報値。

(出所) 日本銀行

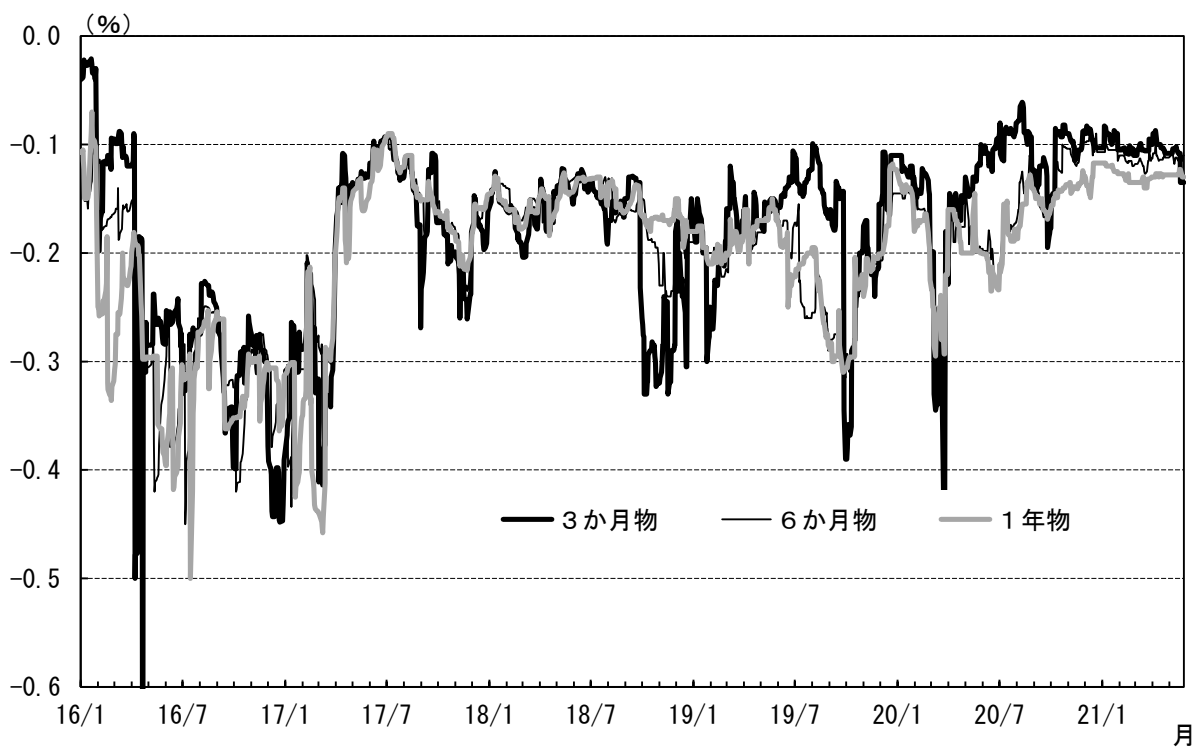
短期金利

(1) 短期金利



(注) 18/5/1日以前のGCL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)。

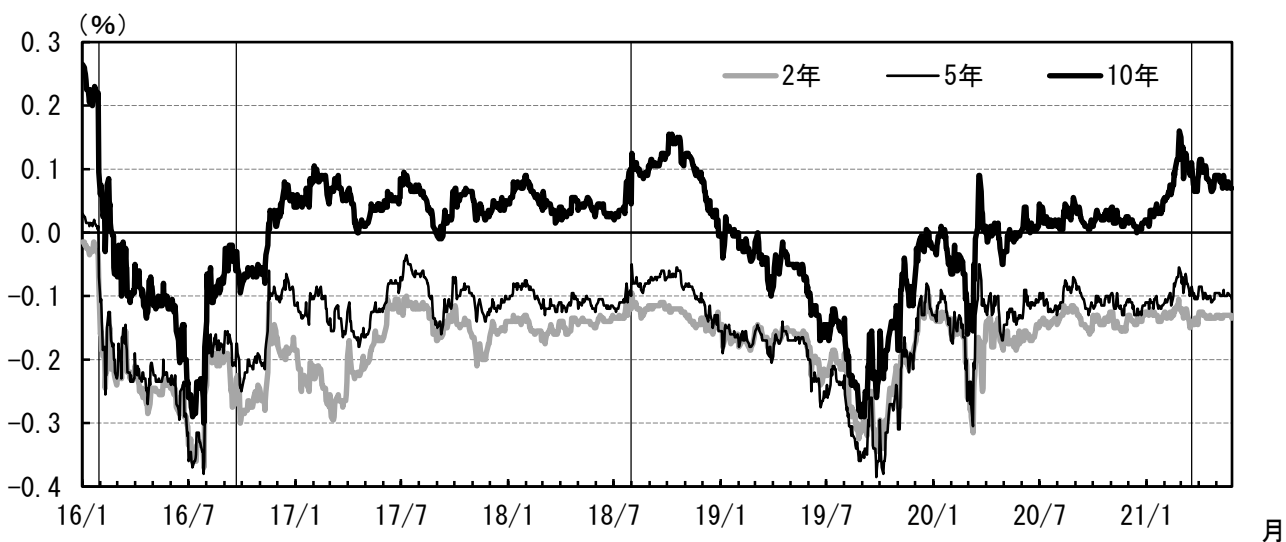
(2) 国庫短期証券の利回り



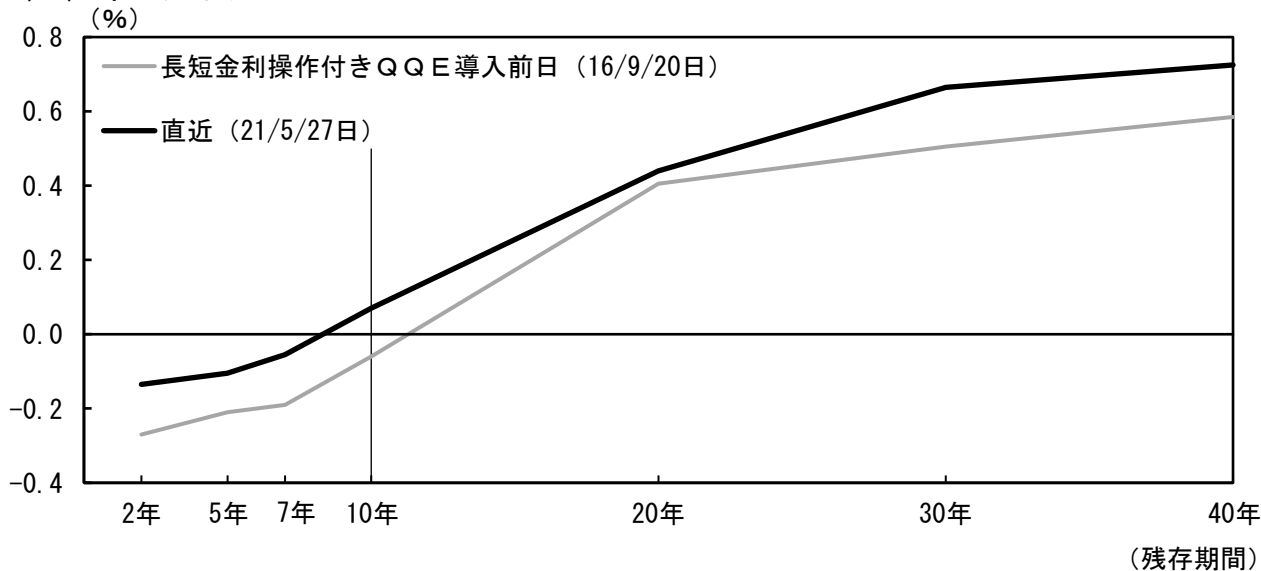
(出所) 日本銀行、日本証券業協会、日本相互証券

長期金利

(1) 長期金利の推移

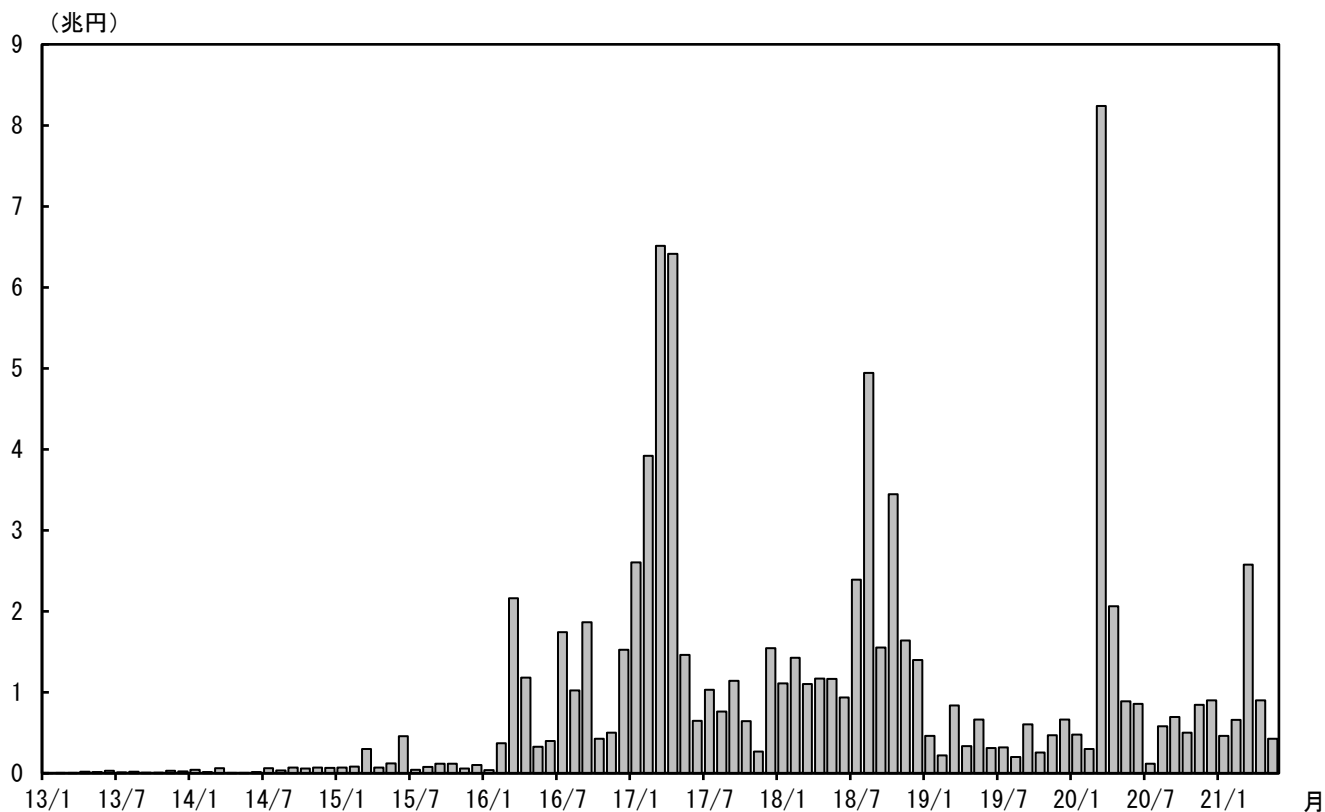


(2) イールドカーブ

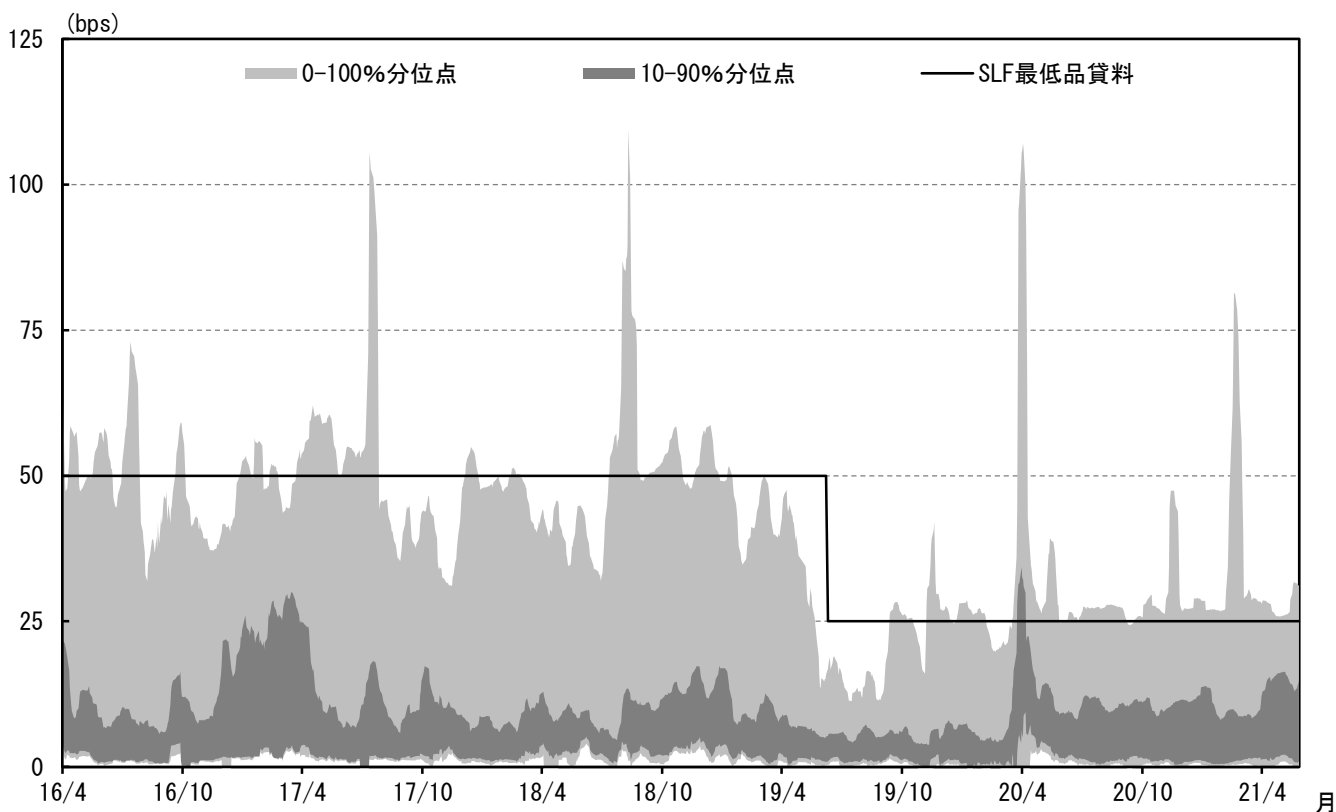


国債補完供給

(1) 落札額



(2) GC-SCスプレッド



(注1) 対象銘柄は、「JBONDレポシステム」で取引された全銘柄。

(注2) 分位点は、10営業日移動平均。

(出所) ジェイ・ボンド東短証券、日本証券業協会、日本銀行

長期国債の買入れの運営

(1) 利回り・価格入札方式の買入れ

買入対象ゾーン	20/3月	7～9月	10月	11～12月	21/1月	2～3月	4～6月
1年以下	100～ 1,000	500～ 1,500	500～ 1,500	1,000～ 2,000	1,000～ 2,000	500～ 1,500	1,500
	500	1,000	1,000	1,500	1,500	1,000	
	2	3	3	2	2	2	1
1～3年	3,000～ 5,500	2,500～ 6,000	2,500～ 6,000	3,500～ 6,500	3,000～ 6,000	2,500～ 5,500	4,750
	4,200	4,200	4,200	5,000	4,500	4,000	
	4	6	6	5	5	5	4
3～5年	2,000～ 4,500	2,000～ 5,000	2,000～ 5,000	2,500～ 6,000	2,500～ 6,000	2,000～ 5,500	4,500
	3,400	3,500	3,500	4,200	4,200	3,700	
	4	6	6	5	5	5	4
5～10年	2,000～ 5,000	2,500～ 6,000	2,500～ 6,000	2,500～ 6,000	2,500～ 6,000	2,500～ 6,000	4,500
	3,500	4,200	4,200	4,200	4,200	4,200	
	4	5	5	5	5	5	4
10～25年	500～ 2,000	500～ 2,000	500～ 2,000	500～ 2,000	500～ 2,000	500～ 2,000	2,000
	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	
	2	2	2	2	2	2	1
25年超	0～ 500	0～ 500	0～ 500	0～ 500	0～ 500	0～ 500	500
	300	300	300	300	300	300	
	2	2	2	2	2	2	1
物価連動債	300	300	300	300	300	300	600
	300	300	300	300	300	300	
	2	2	2	2	2	2	1
変動利付債	1,000	1,000	500	500	500	500	300
	1,000	1,000	500	500	500	500	
	隔月1回	隔月1回	隔月1回	隔月1回	隔月1回	隔月1回	四半期に1回

(注1) 2021/3月までは、上から1回当たりオファー金額のレンジ(億円)、初回オファー金額(億円)、回数(回)。

(注2) 2021/4月からは、上から1回当たりオファー金額(億円)、回数(回)。

(注3) シャド一部は、前月までの買入予定から変更した箇所。

(2) 固定利回り方式の買入れ

- イールドカーブの水準が大きく上昇し、長期金利(10年債利回り)が変動幅の上限を超える恐れがある場合などに、必要に応じて随時、買入れを実施する。
- 必要に応じて、固定利回り方式の長期国債の買入れを複数日に亘って行う旨を、予め公表する。その場合には、日本銀行ホームページにおいて、原則として、買入対象国債、買入日程、買入金額および買入れを行う利回り水準を公表するものとする。

(図表 7)

日本銀行のバランスシート項目

(単位：兆円)

	12年度末	16年度末	17年度末	18年度末	19年度末	20年度末
長期国債	91.3	377.1	426.6	459.6	473.5	495.8
CP等	1.2	2.0	2.1	2.0	2.6	2.9
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	7.5
ETF	1.5	12.9	18.9	24.8	29.7	35.9
J-REIT	0.12	0.38	0.48	0.52	0.58	0.67
貸出支援基金	3.4	43.4	45.6	46.1	49.2	60.0
買入国庫短期証券	16.4	32.6	18.8	7.9	10.2	34.2
被災地金融機関支援	0.4	0.5	0.5	0.7	0.5	0.5
新型コロナ対応金融支援	—	—	—	—	3.4	64.8
共通担保資金供給	21.7	0.7	0.4	0.7	1.2	0.5
その他とも 資産計	164.8	490.1	528.3	557.0	604.5	714.6
銀行券	83.4	99.8	104.0	107.6	109.6	116.0
当座預金	58.1	342.8	378.2	393.9	395.3	522.6
売現先勘定	14.5	3.4	0.3	0.2	24.1	0.6
その他とも 負債・純資産計	164.8	490.1	528.3	557.0	604.5	714.6
マネタリーベース	146.0	447.3	487.0	506.3	509.8	643.6

(注1) 貸出支援基金は、成長基盤強化支援資金供給（米ドル特則）による米ドル建て貸付は含まない。

(注2) 買入国庫短期証券は、対政府取引等を勘案していない。

(注3) 被災地金融機関支援は、熊本被災地金融機関支援オペを含む。

(注4) 19年度末の新型コロナ対応金融支援は、新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペレーションの残高。

(出所) 日本銀行