2021 年 12 月 27 日
日本銀行金融市場局

「債券市場参加者会合」第 14 回議事要旨

１．開催要領

（日時）銀行・証券等グループ　12 月７日（火）15 時 45 分から
　　　　バイサイドグループ　　12 月７日（火）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。

<u>最近の債券市場についての見方</u>

- 本年８月初までは、海外金利の低下に連れて長期金利は０%に向け低下したものの、８月後半から９月にかけて海外金利が上昇に転じると、長期金利も上昇に転じた。10 月には、国内政治イベントを控え投資家の様子見姿勢が強まったことに加え、インフレ懸念の高まり等による海外金利の上昇に伴い、長期金利は一時 0.1%程度まで上昇。その後は、海外金利が低下した流れを受け、長期金利は 0.05%程度まで低下した。
- 国債金利は、基本的に米国金利に連動して推移している。イールドカーブ・コントロール下にある国債金利のボラティリティは、米国金利と比較すれば低い水準だが、ひところよりは変動幅が大きくなっている。
- 超長期ゾーンについては、生保業態からの当該ゾーンに対する投資需要に支えられる形で安定して推移している。

債券市場の機能度・流動性についての見方

- ３月の「点検」以降、国債金利は、海外金利に連動する局面が増えてきており、機能度は幾分回復していると評価できる。日本銀行のオペ運営の工夫も、市場機能度や流動性の回復に寄与したと考えられる。
- 機能度や流動性は総じて低い状態が続いている。わが国は引き続きイールドカーブ・コントロール下であることから、米欧債市場との比較では値幅が狭い状況が継続している。
- 債券市場では、引き続き参加者の多様性や厚みが十分な水準にあるとは言えず、特定の投資家の売買が目立っており、取引が活発でない状況が継続している。

市場調節運営等

- 長期国債等の買入れ予定の公表について、４月以降、１回あたりのオファー金額を従来のレンジではなく特定の金額で事前に示すこととしたことや、7月以降は公表頻度を月次から四半期ごとに変更したことは、市場機能回復に向けて適切であったと評価している。
- 引き続き、国債買入れの減額等を通じて日本銀行の関与を減らすことで、市場流動性・価格形成メカニズムの回復を図っていただきたい。
- 国庫短期証券買入れについては、引き続き、発行額の変動や市場参加者の担保需要、市場流動性を踏まえたオペ運営が行われることを期待する。
- 超長期ゾーンでは、市場参加者の厚みが減っているため、日本銀行の国債買入オペによる流動性の確保が市場の安定にとって重要である。

今後の債券市場の見方・リスク

- 引き続き、国債金利は、グローバルな物価上昇圧力や米欧の金融政策スタンスを背景とする海外金利の動きに連動すると想定しており、特にFRBによるテーパリングのペースや2022年中の利上げ回数に注目している。
- グローバルに物価が上昇するなか、わが国でも一部ではあるが物価上昇がみられている。こうした状況が続けば、本邦市場でもボラティリティが高まる可能性がある。
- 国内におけるコロナウイルスの感染状況は、小康状態を保っているが、諸外国の状況を鑑みれば、感染が再拡大する可能性は排除し切れないため、引き続き留意が必要である。

以　上

資　　料

2021年12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】69 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（※）

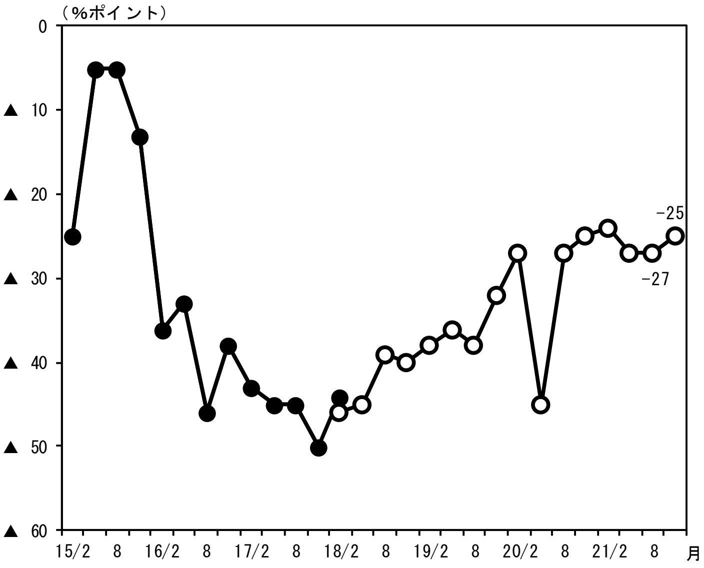
【公表方法】本行ホームページに掲載

※ 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

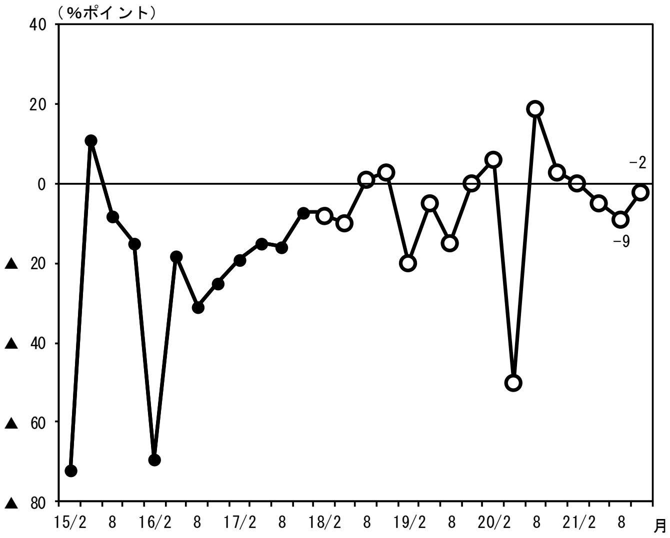
▽機能度判断DI（現状）



（%、%ポイント）

「現　状」			
機能度判断 「高い」－「低い」		21/8月	11月
		▲27	▲25
構成比	高い	3	1
	さほど高くない	67	72
	低い	30	26

▽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」		21/8月	11月
		▲9	▲2
構成比	改善した	1	7
	さほど改善していない	88	84
	低下した	10	9

（注１）直近２回の回答期間は以下のとおり。

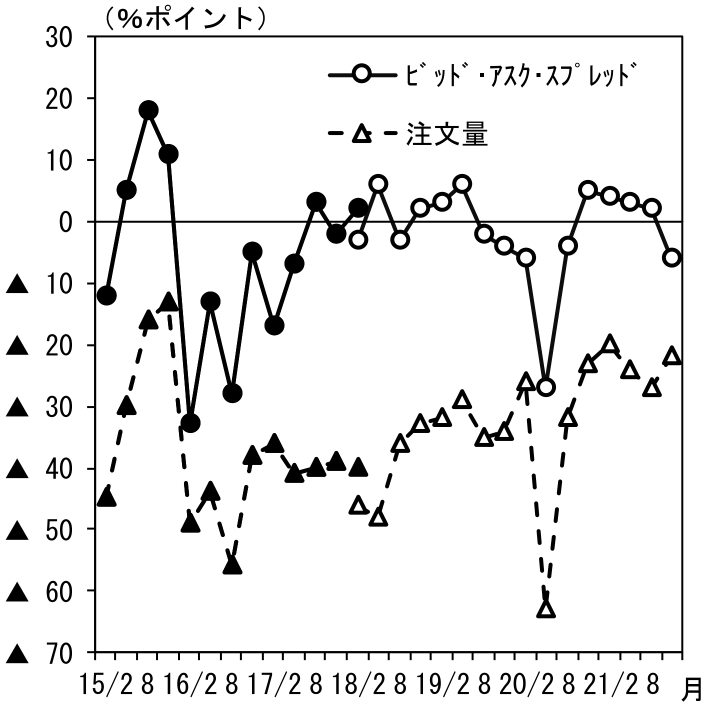
21/　8月：8月2日～6日
　　　11月：11月1日～8日

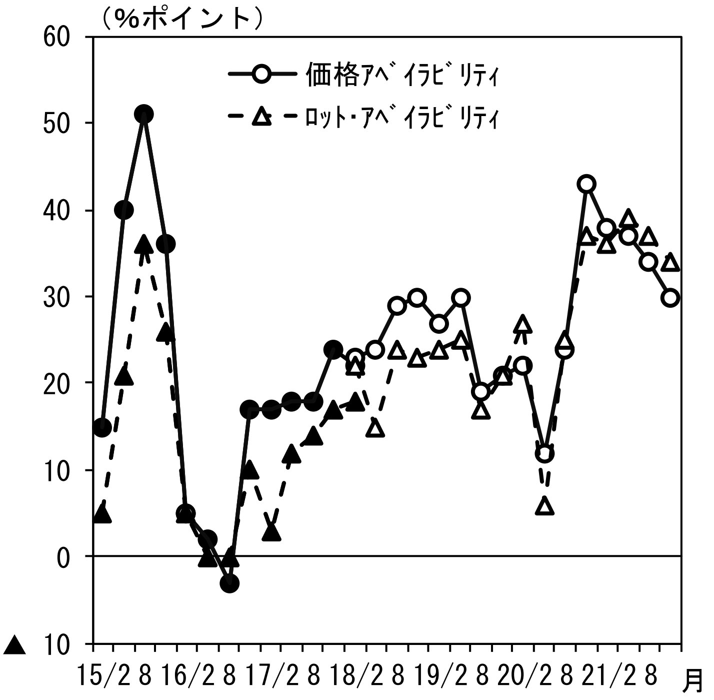
（注２）調査対象先は、2017/11月調査までは国債売買オペ対象先のうち協力を得られた先。
2018/2月調査以降は、上記に加え大手機関投資家（生命保険会社、損害保険会社、投資信託委託会社等）を含む。
黒マーカーは国債売買オペ先を調査対象とした従来系列、白マーカーは、大手機関投資家を対象に追加した新系列。（以降同様）

（図表２）

その他の判断DI（機能度・流動性に関する各論）

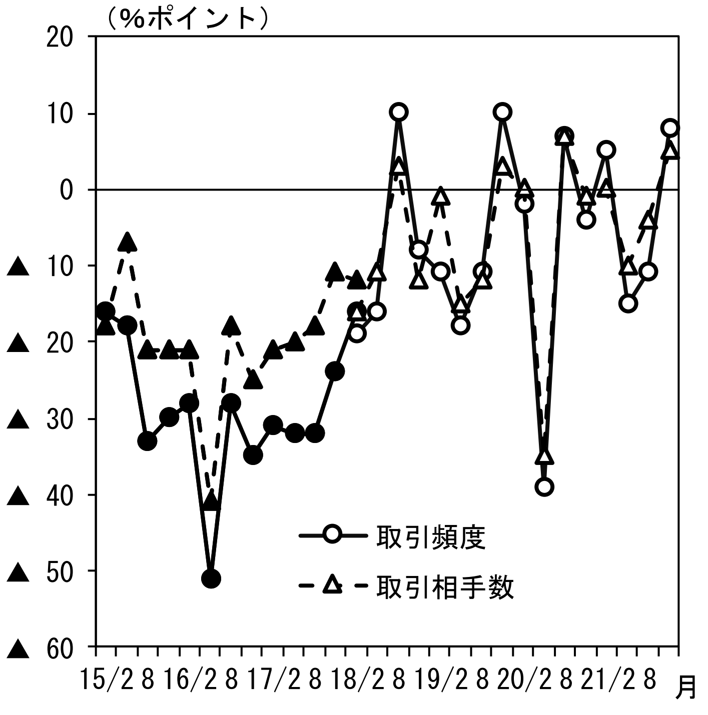
▽「現状」に関する調査項目

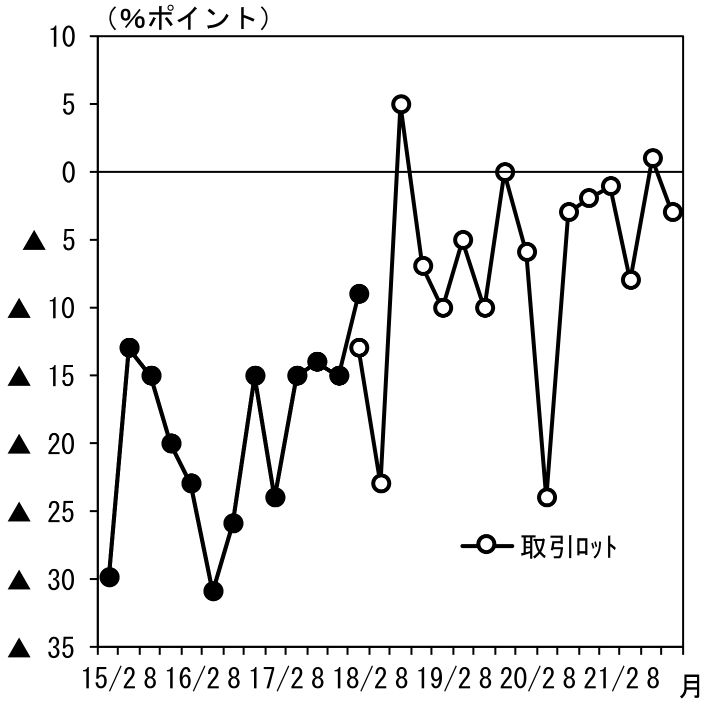




（注）ﾋﾞｯﾄﾞ･ｱｽｸ･ｽﾌﾟﾚｯﾄﾞ：「ﾀｲﾄである」―「ﾜｲﾄﾞである」
注文量：「多い」―「少ない」
価格ｱﾍﾞｲﾗﾋﾞﾘﾃｨ、ﾛｯﾄ･ｱﾍﾞｲﾗﾋﾞﾘﾃｨ：「できている」―「できていない」

▽「３か月前と比べた変化」に関する調査項目



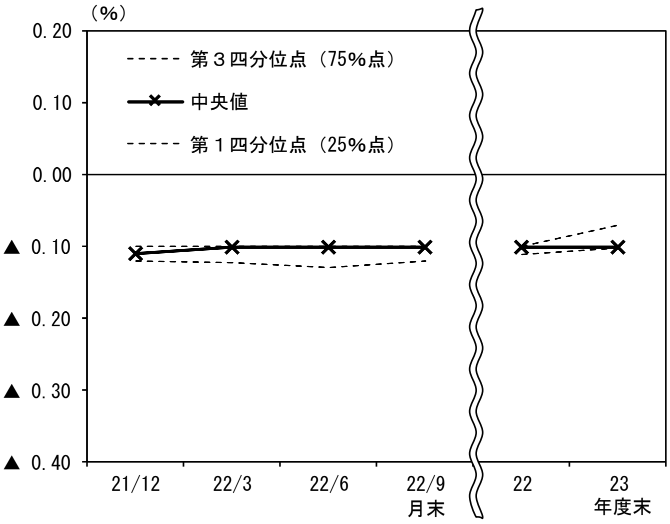


（注）取引頻度、取引相手数、取引ﾛｯﾄ：「増加した」―「減少した」

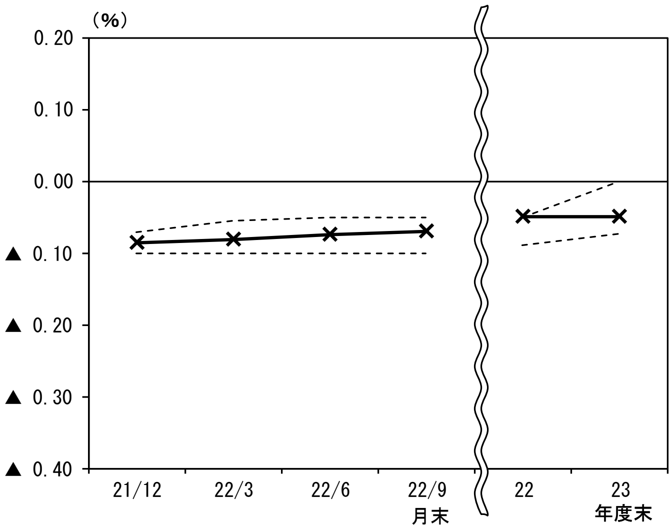
（図表３）

長期金利の先行き見通し（11 月調査）

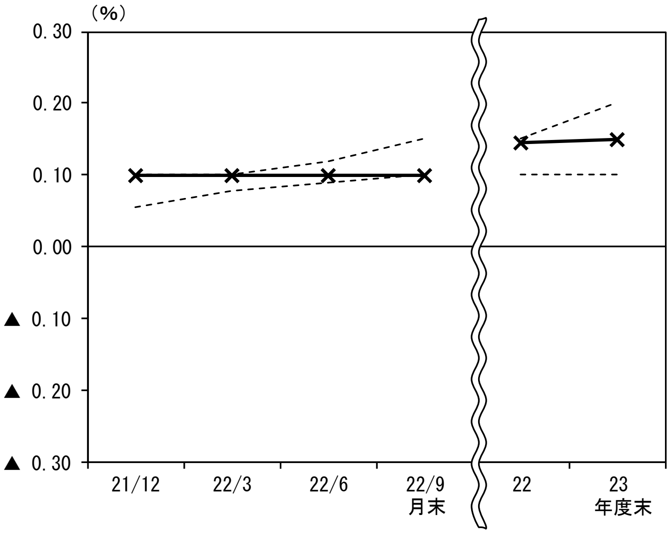
新発２年債



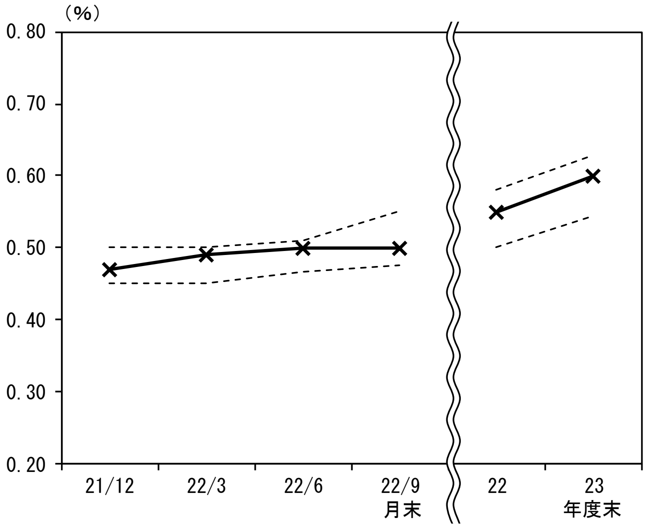
新発５年債



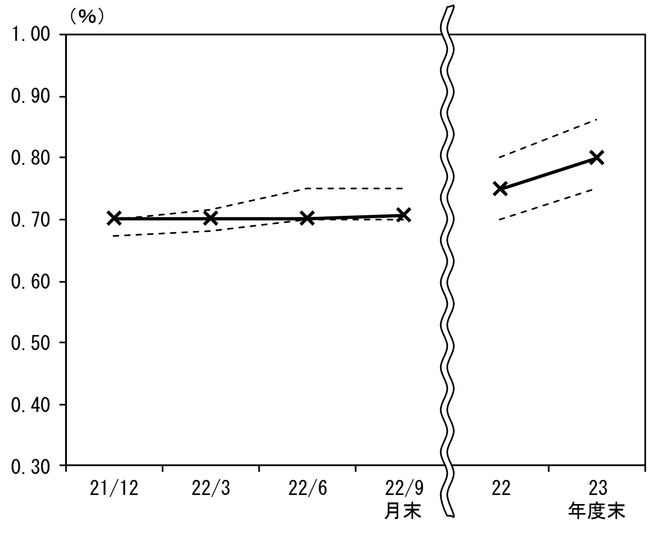
新発 10 年債



新発 20 年債



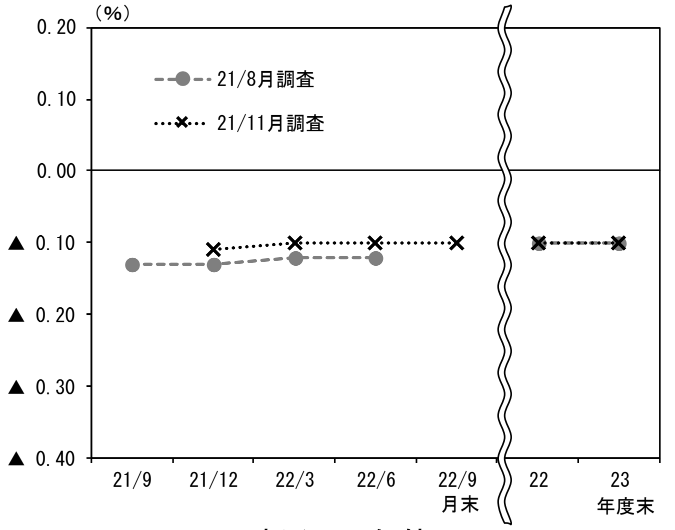
新発 30 年債



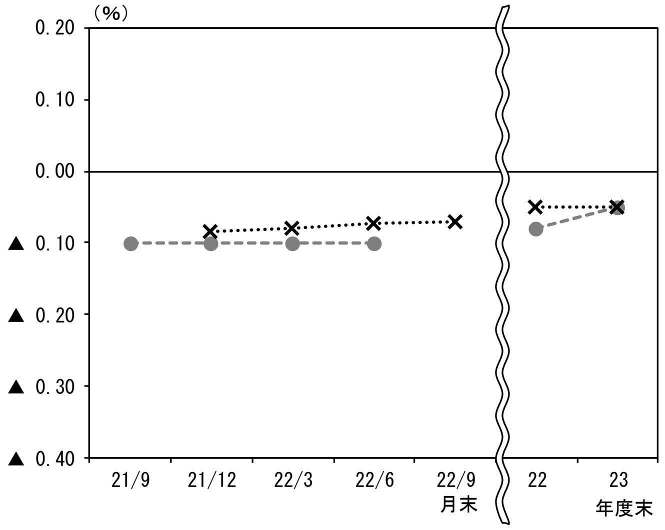
（図表４）

長期金利の先行き見通し（中央値）

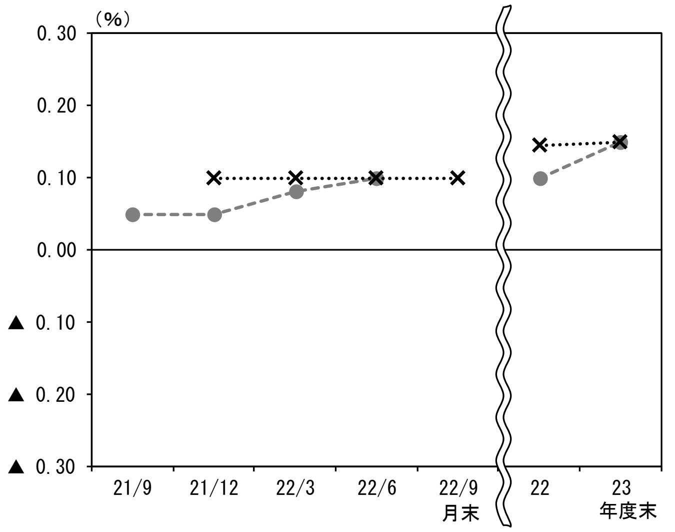
新発２年債



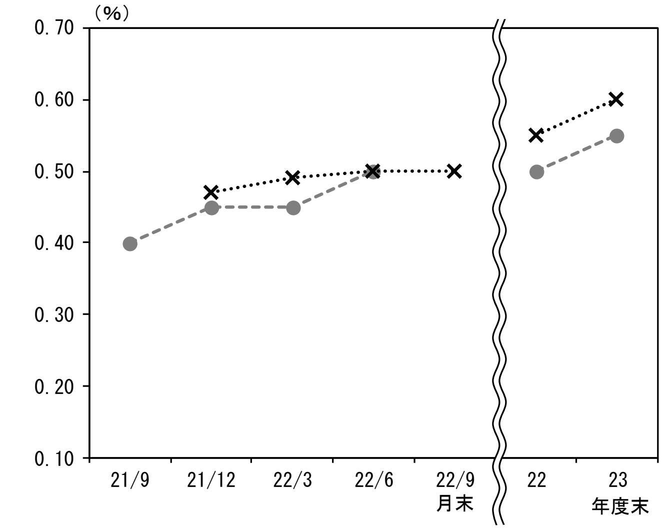
新発５年債



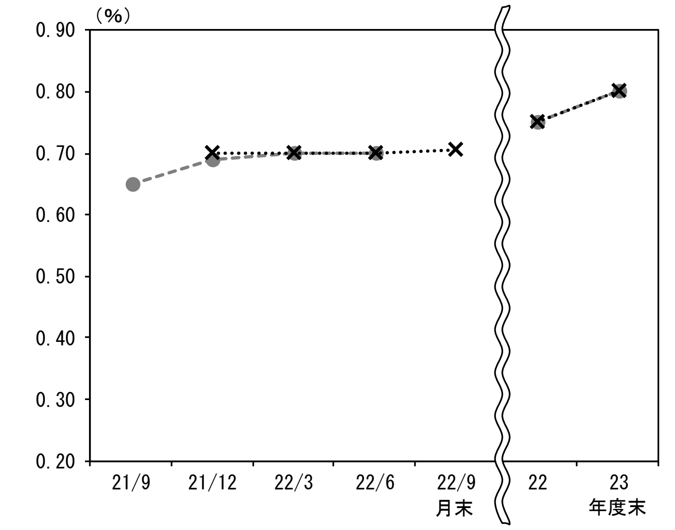
新発 10 年債



新発 20 年債

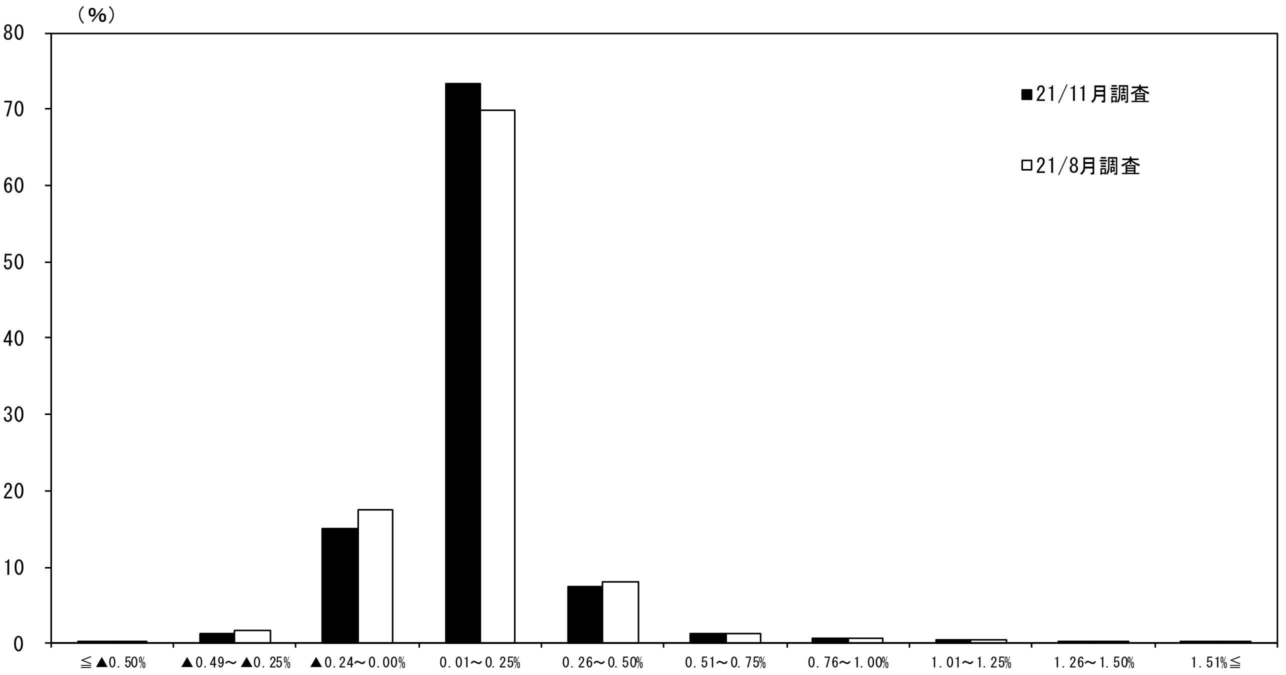


新発 30 年債

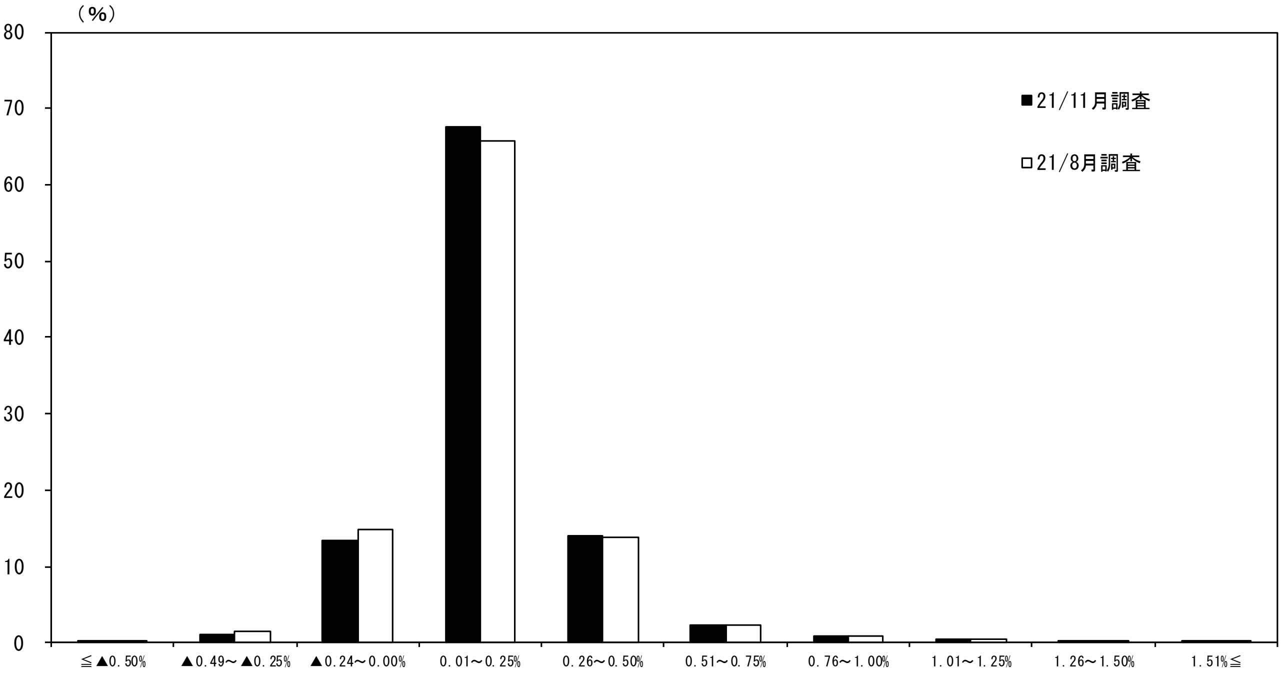


新発 10 年債利回りの確率分布

▽2022 年度末



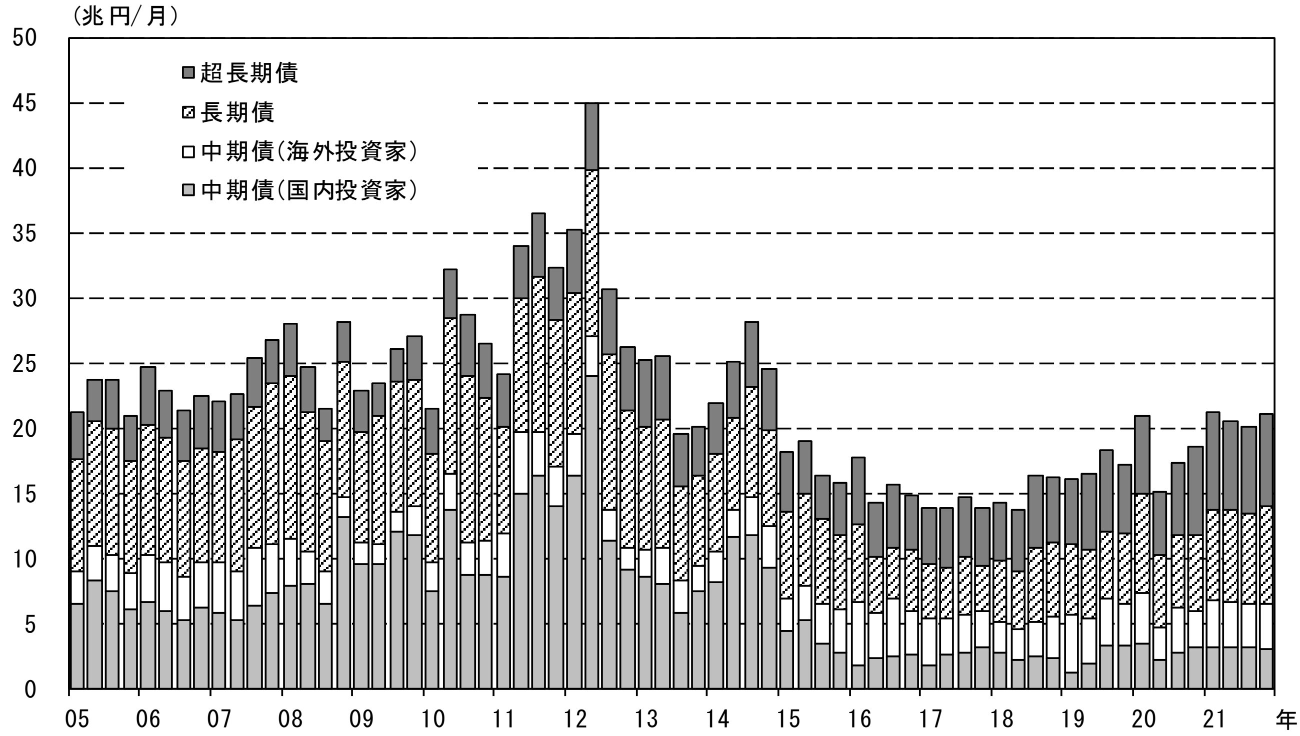
▽2023 年度末



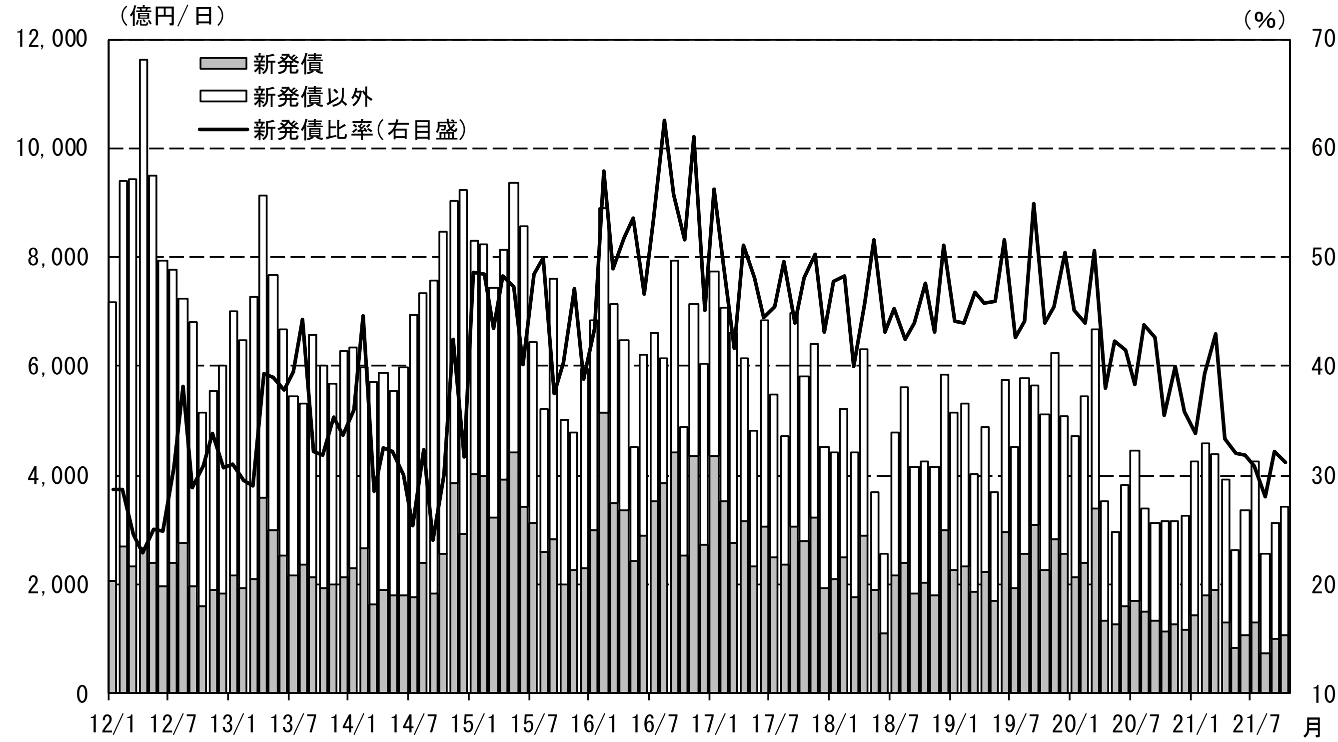
２． 国債市場の流動性

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。

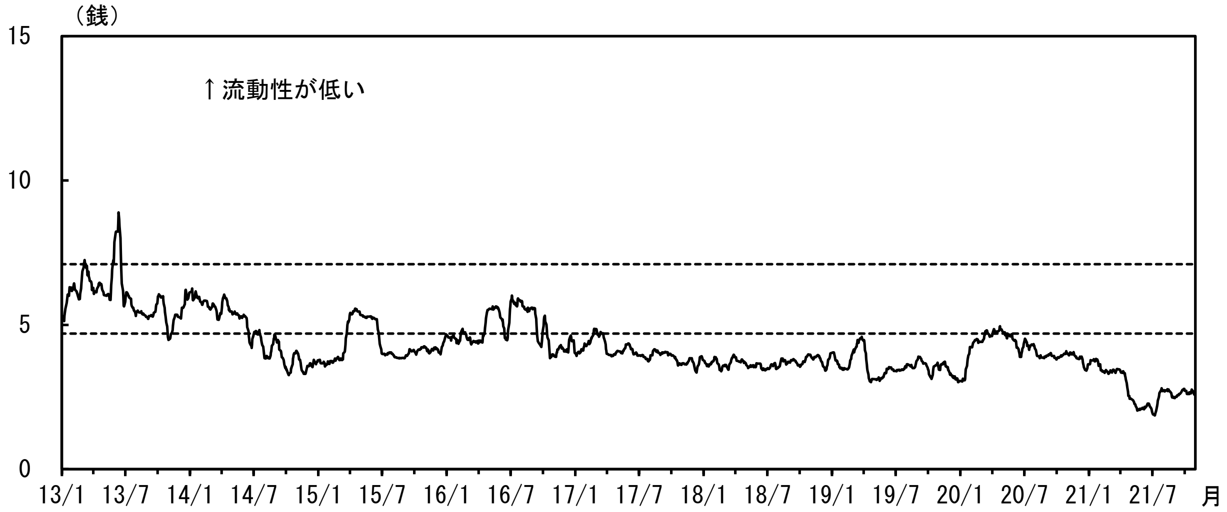
2.(2)は、2、5、10、20、30、40年債の1日あたり取引高の合計（日本相互証券）。直近は10月。

（出所）日本証券業協会、QUICK、日本相互証券

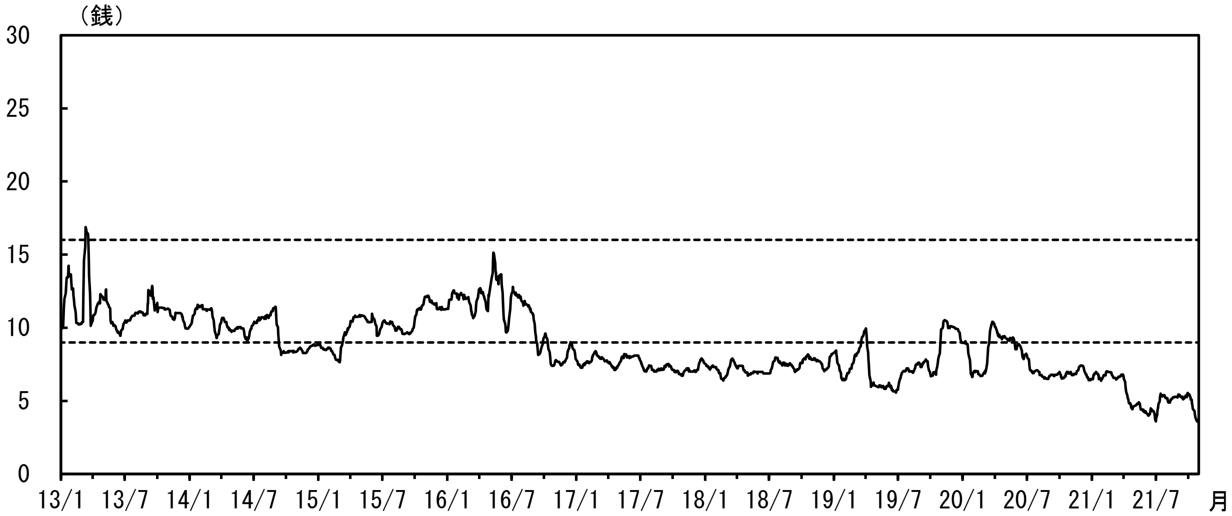
（図表２）

現物国債市場
ディーラー対顧客取引の値幅の狭さ（tightness）

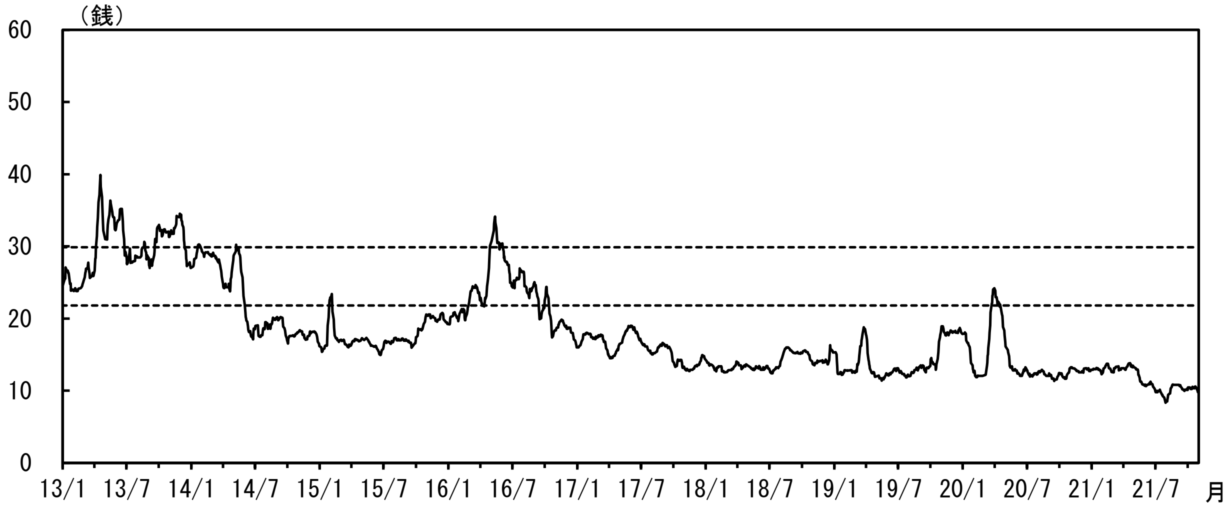
（１）ビッド・アスク・スプレッド（５年債）



（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10月末。

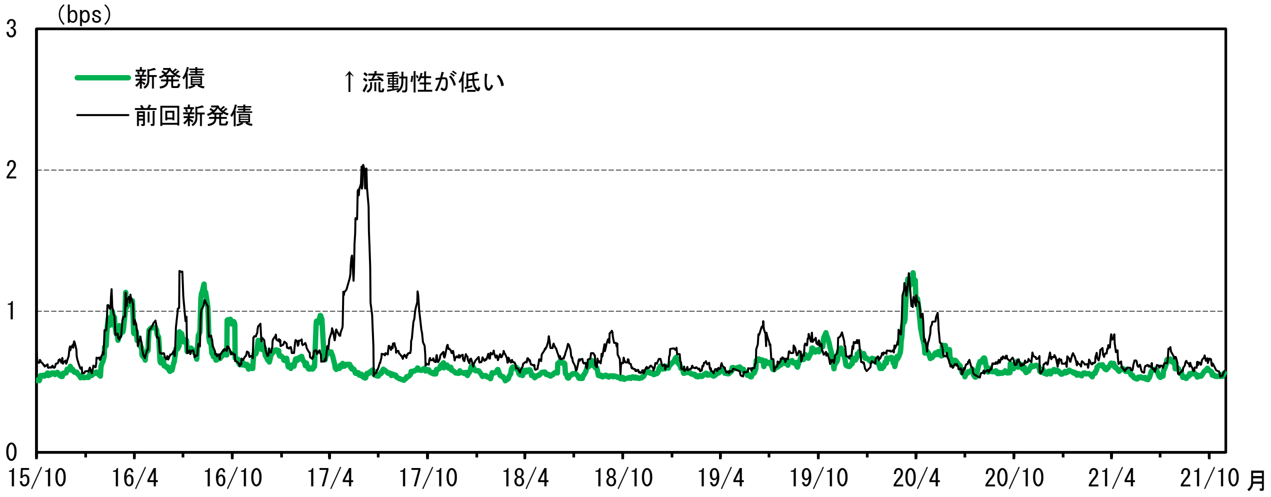
（出所）Refinitiv社 Eikon

（図表３）

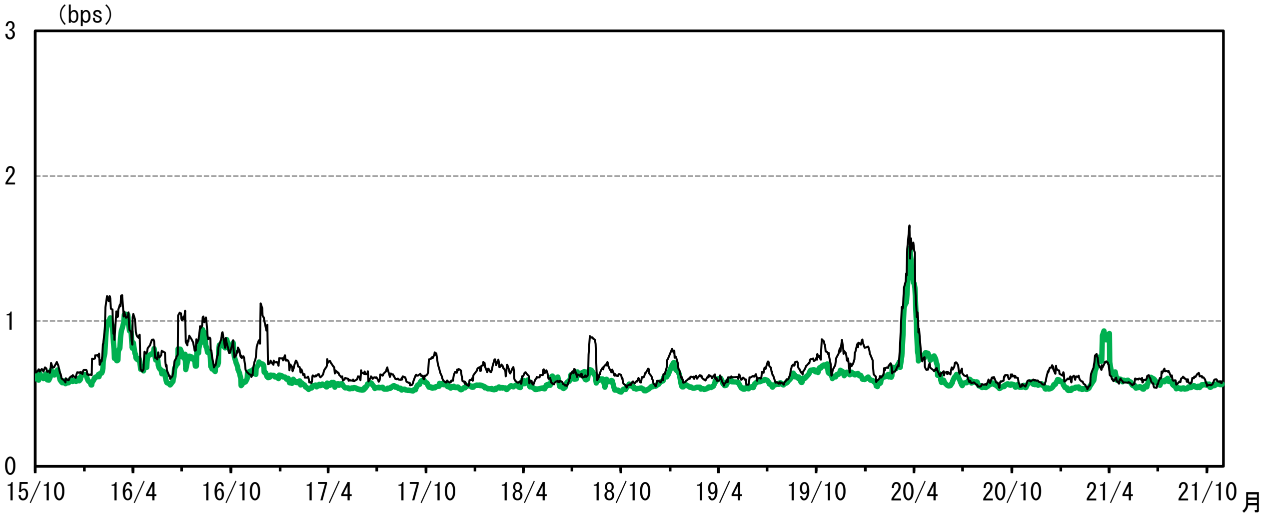
現物国債市場

ディーラー間取引の値幅の狭さ（tightness）

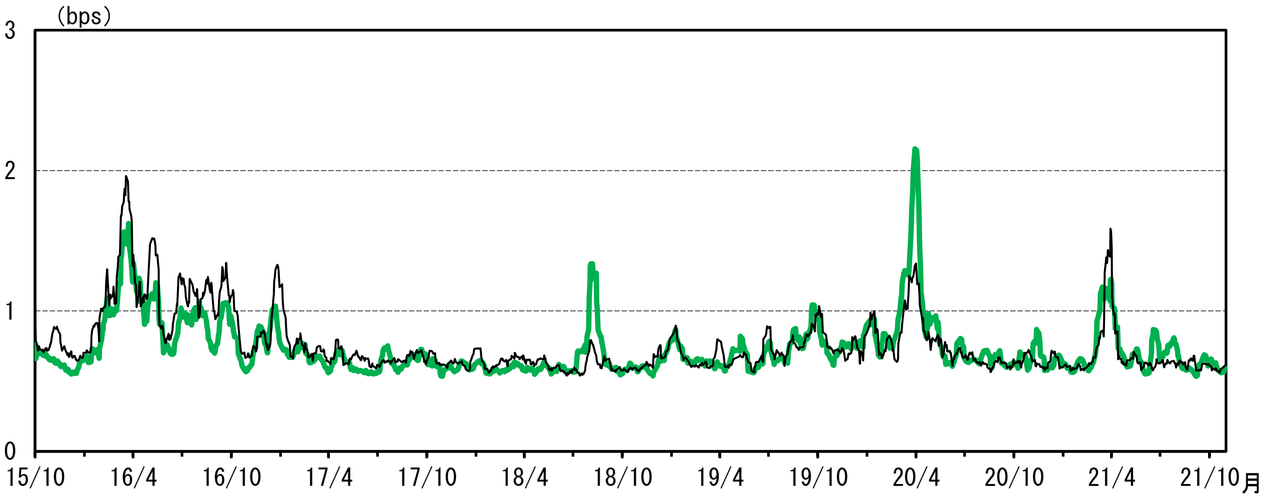
（１）ビッド・アスク・スプレッド（５年債）



（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。

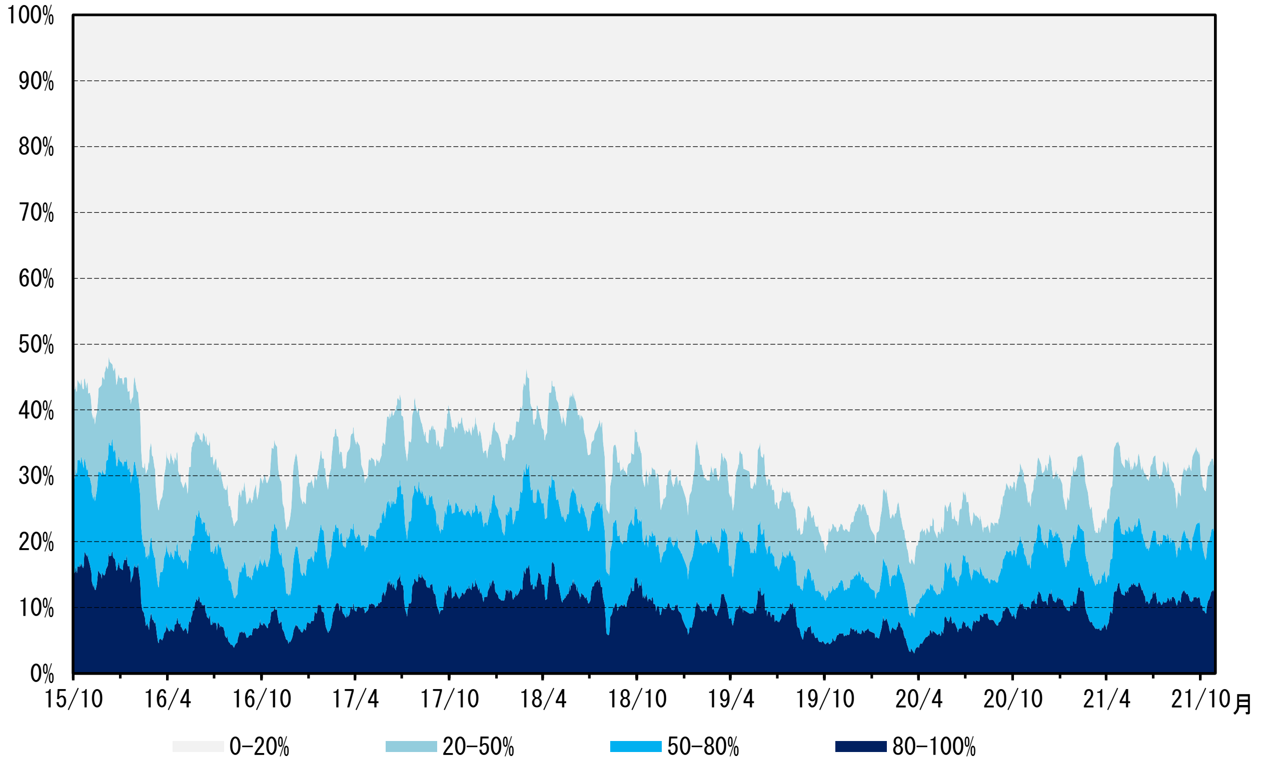
2. 後方10日移動平均。直近は10月末。

（出所）日本相互証券

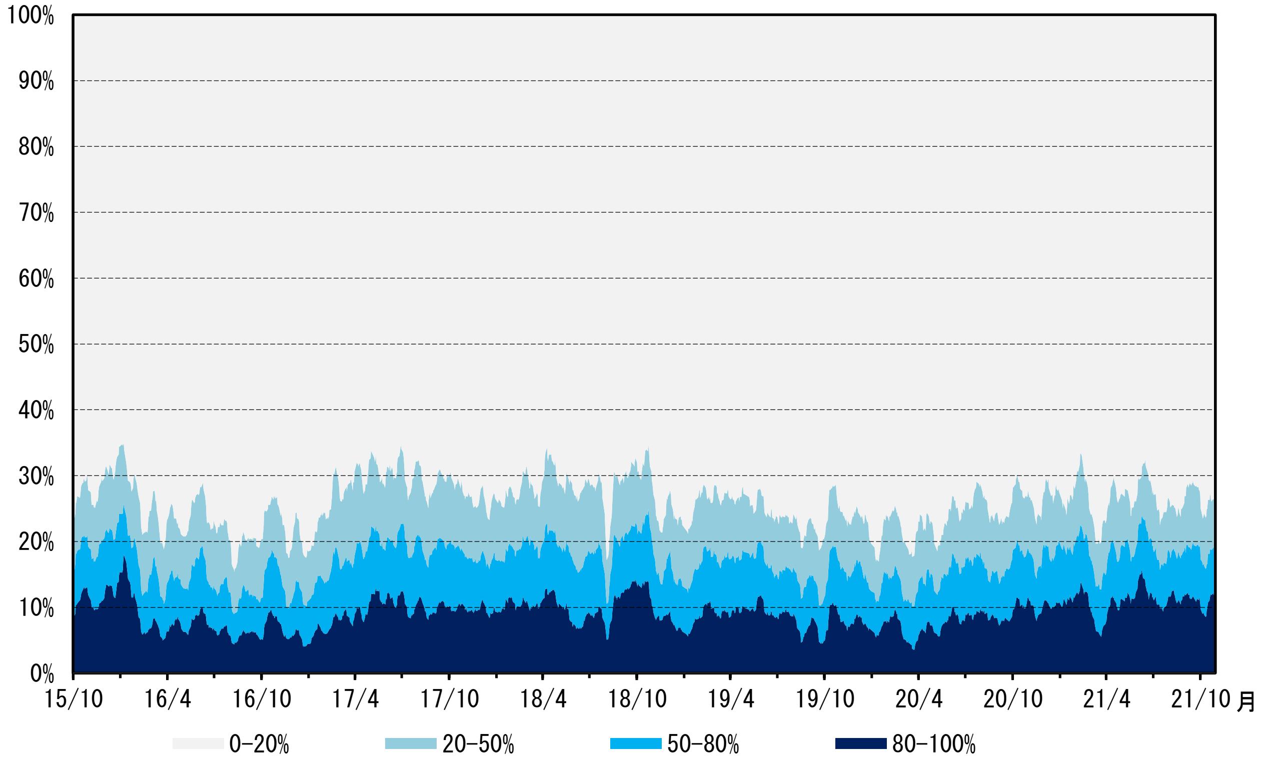
（図表４）

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

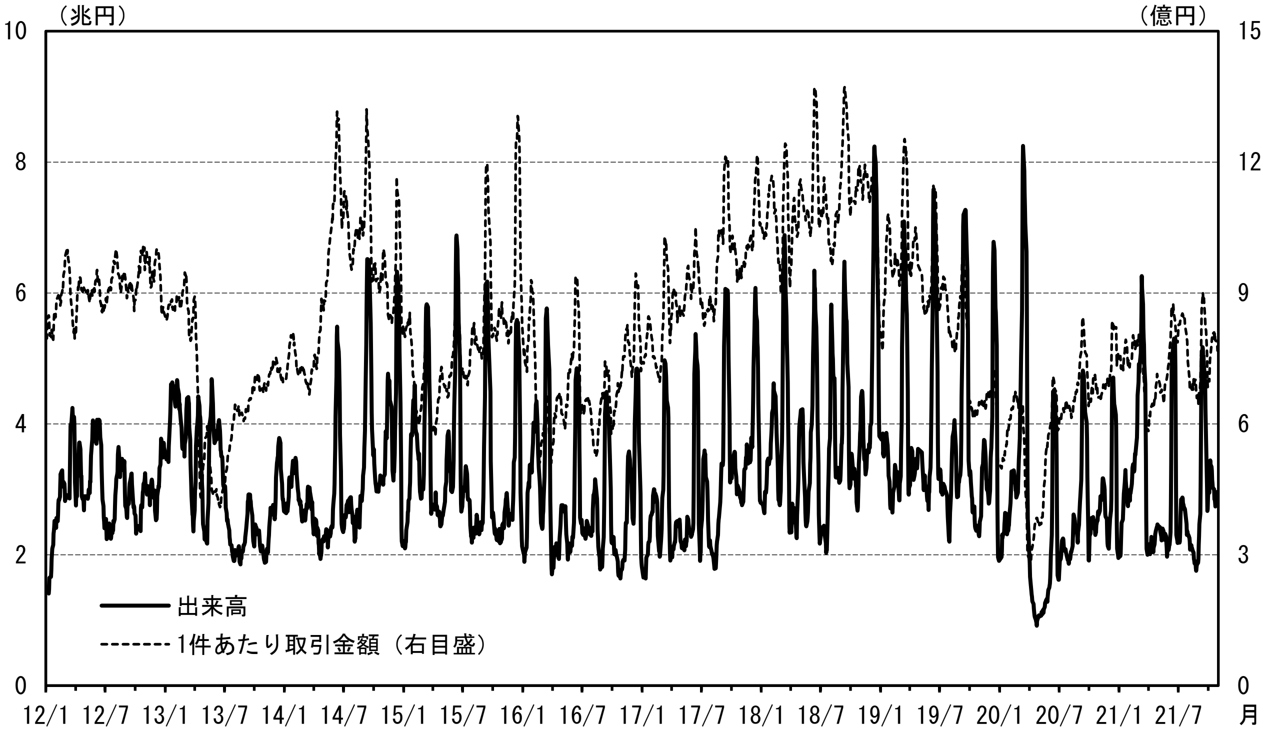


（注）1. ビッド（アスク）提示時間が、1日の取引時間に占める割合が、0～20%、20～50%、50～80%、80～100%である銘柄数の割合。
2. 後方10日移動平均。直近は10月末。
3. 1日の取引時間は、18/8/17日以前は7時間、18/8/20日以降は5時間20分に変更。18/8/20日から同30日までの移動平均値には、取引時間変更前後のデータが併存する点に留意を要する。

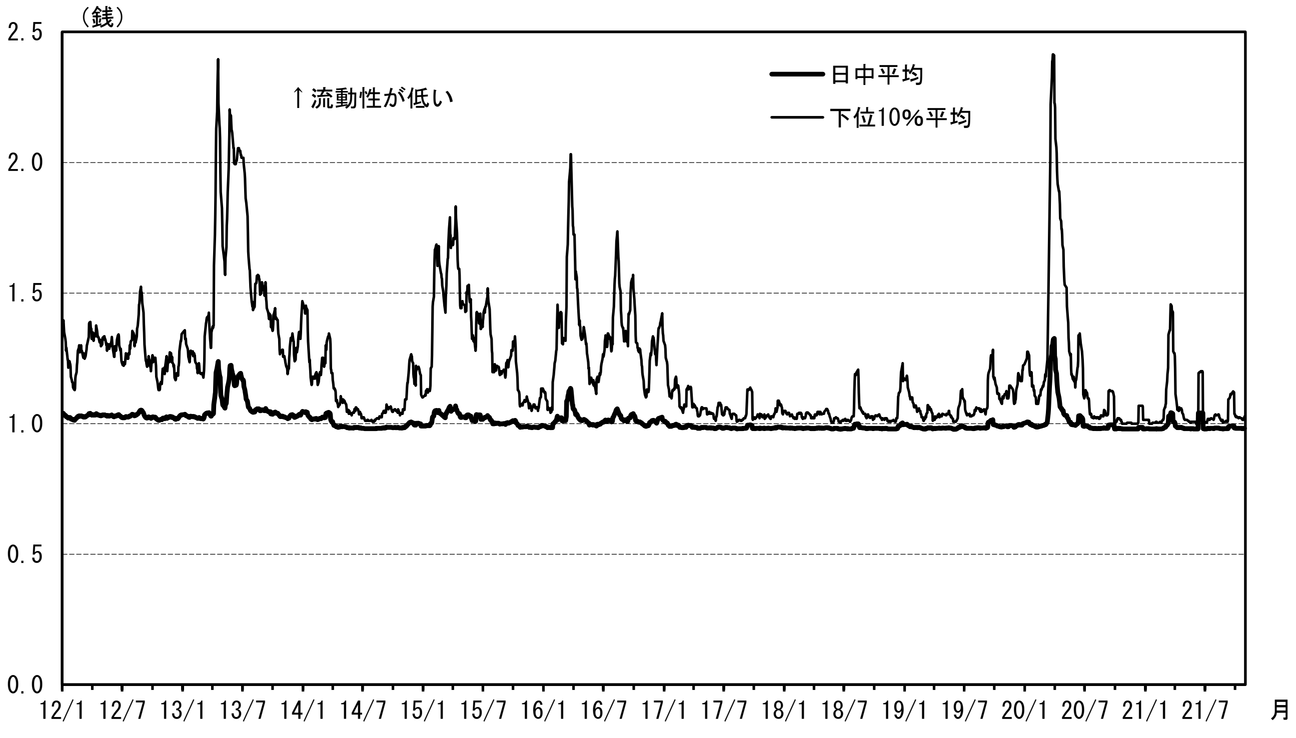
（出所）日本相互証券

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

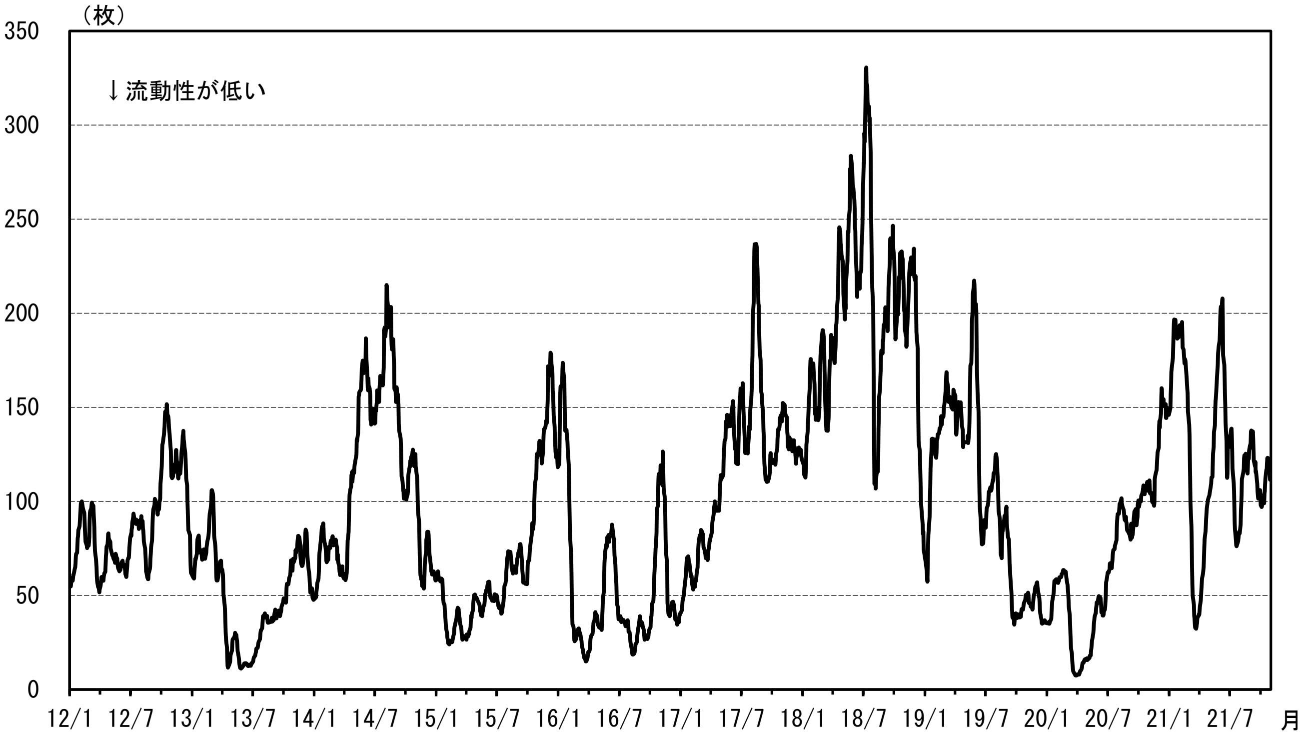


（注）1. (2)の日中平均は、1分毎にビッド・アスク・スプレッドを求めて、平均したもの。下位10%平均は、1分毎のビッド・アスク・スプレッドのうち、スプレッドが大きい方から10%分を平均したもの。
2. (1)(2)ともに、後方10日移動平均。直近は10月末。
（出所）QUICK、大阪取引所、日本経済新聞社「NEEDS」

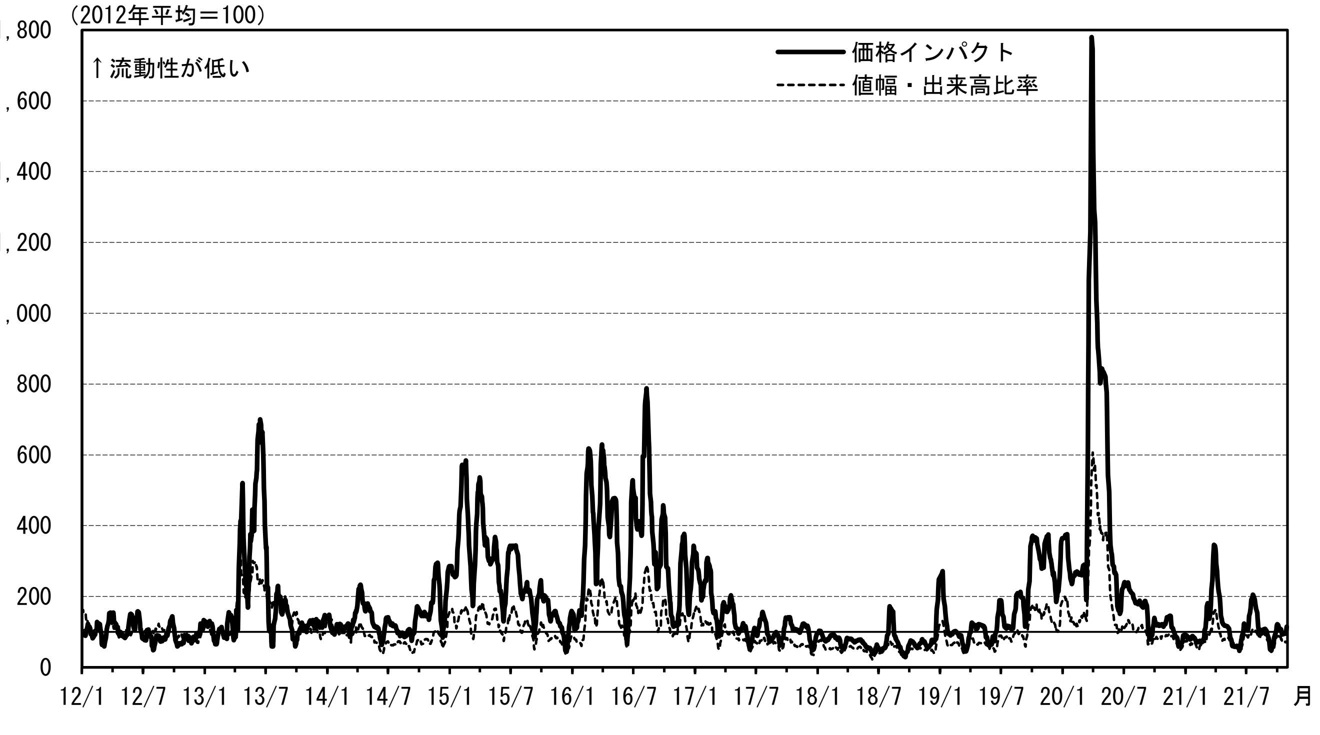
（図表６）

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

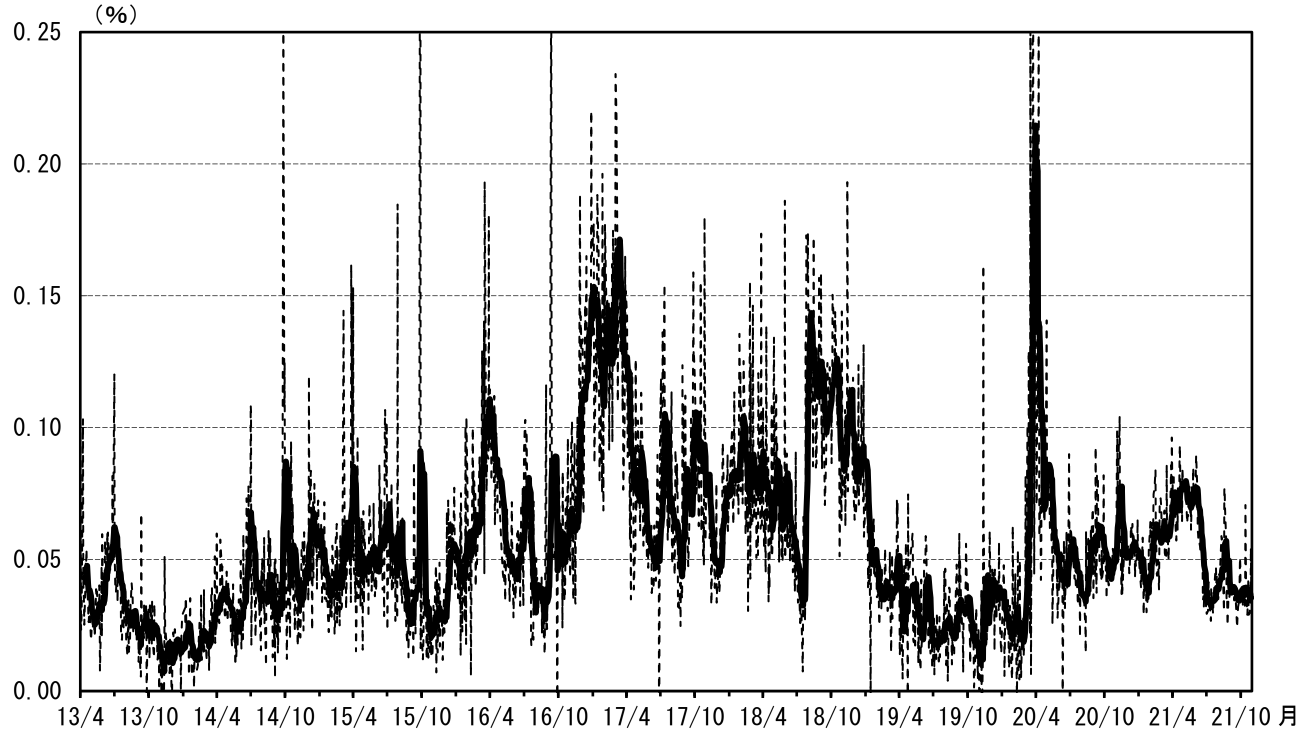


（注）1.(1)は、1分毎にベスト・アスク枚数を求めて、その中央値をプロットしたもの。
2.(2)の価格インパクトは、5分毎に価格インパクトを求めて、平均したもの。値幅・出来高比率は、日中の値幅（最高値と最安値の差）をその日の出来高で除したもの。
3.(1)(2)ともに、後方10日移動平均。直近は10月末。

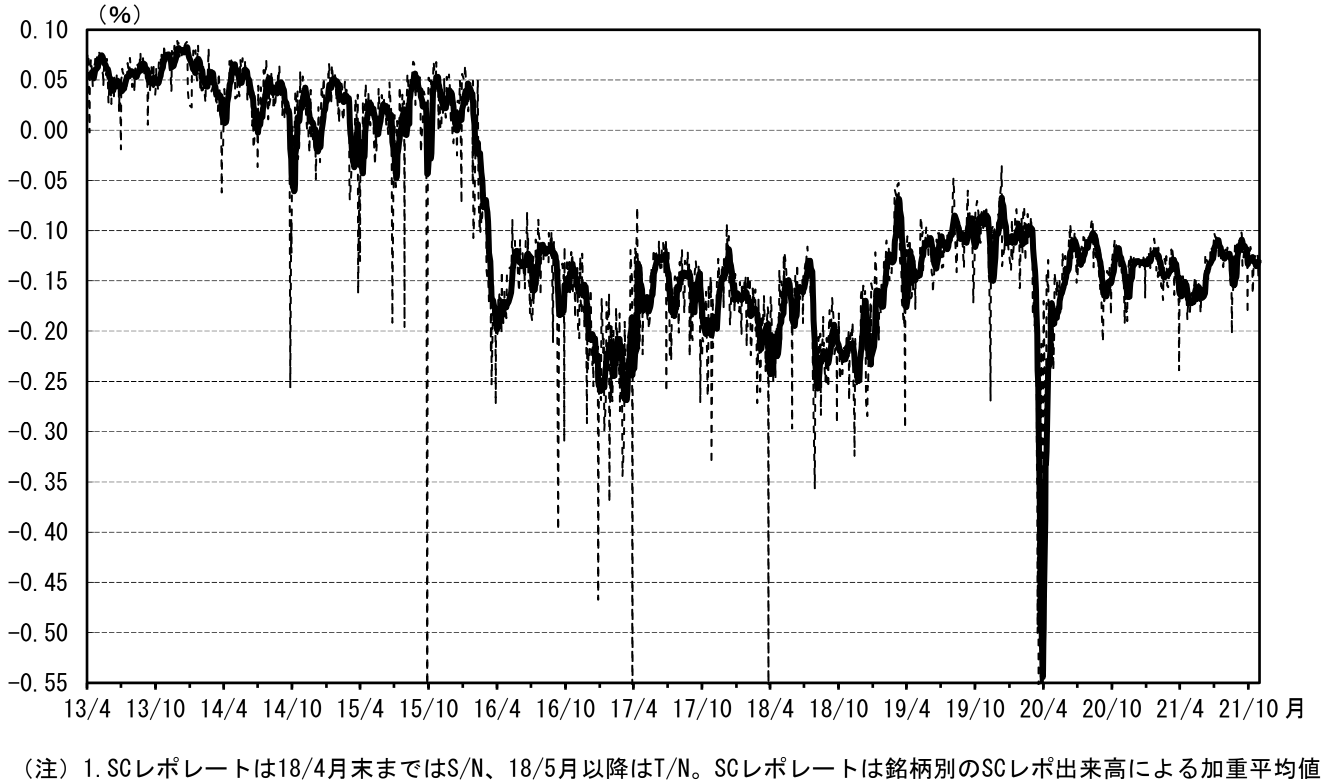
（出所）日本経済新聞社「NEEDS」、QUICK、大阪取引所

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

（図表８）

長期金利の感応度（対米長期金利）

（注）1.金利の前日差を用いた、過去90日間のローリング推計値（米金利は1日ラグ）。
2.直近は10月末。
（出所）Bloomberg

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）

―　2021 年 10 月 28 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。

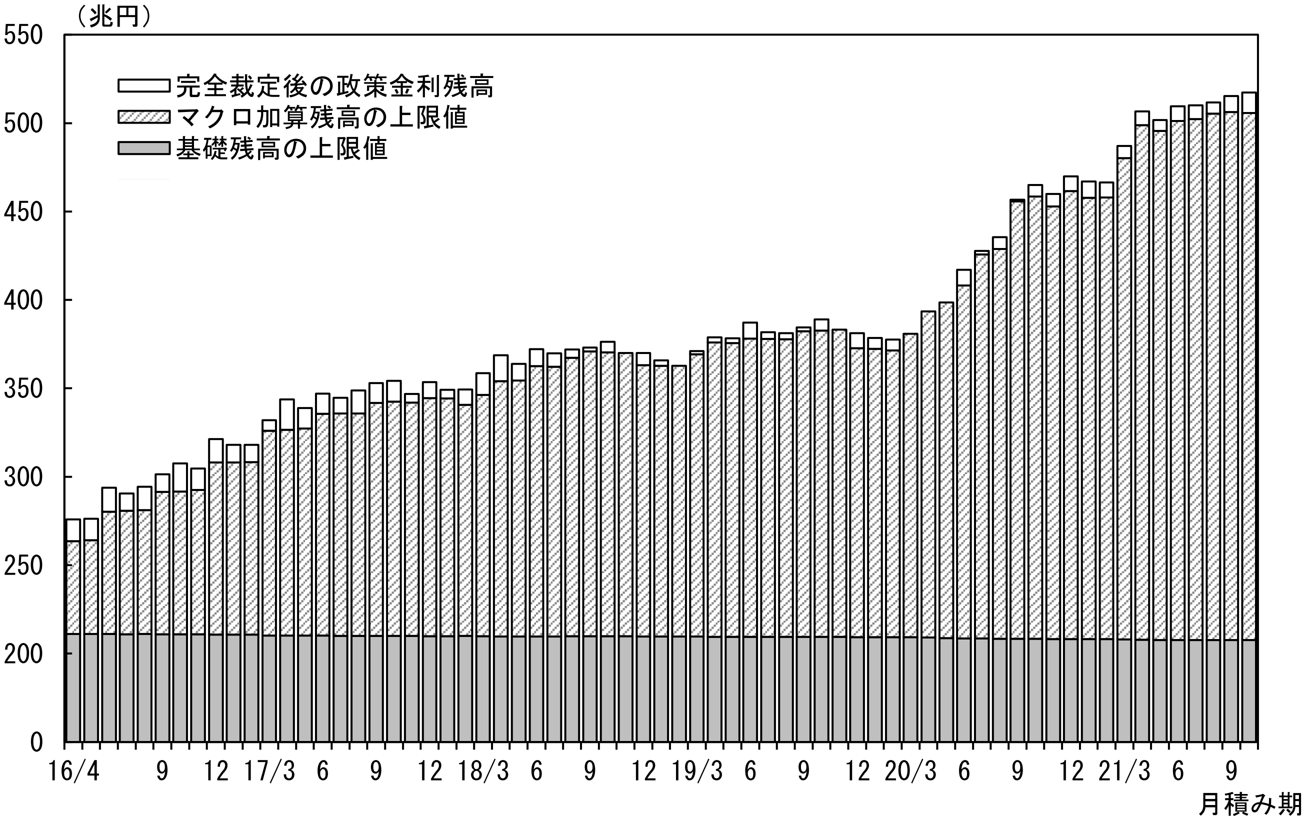
① ＥＴＦおよびＪ－ＲＥＩＴについて、それぞれ年間約１２兆円、年間約１，８００億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。

② ＣＰ等、社債等については、2022 年３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。

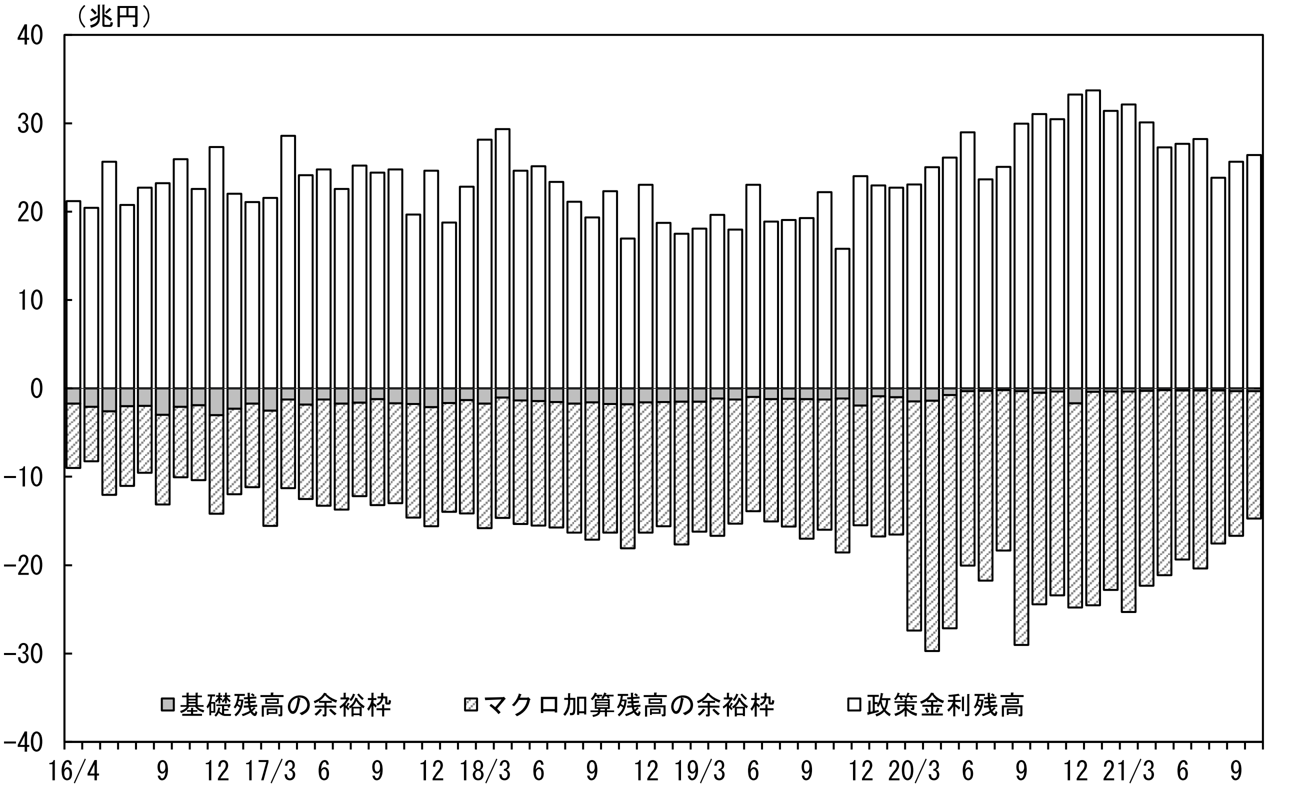
（図表２）

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」



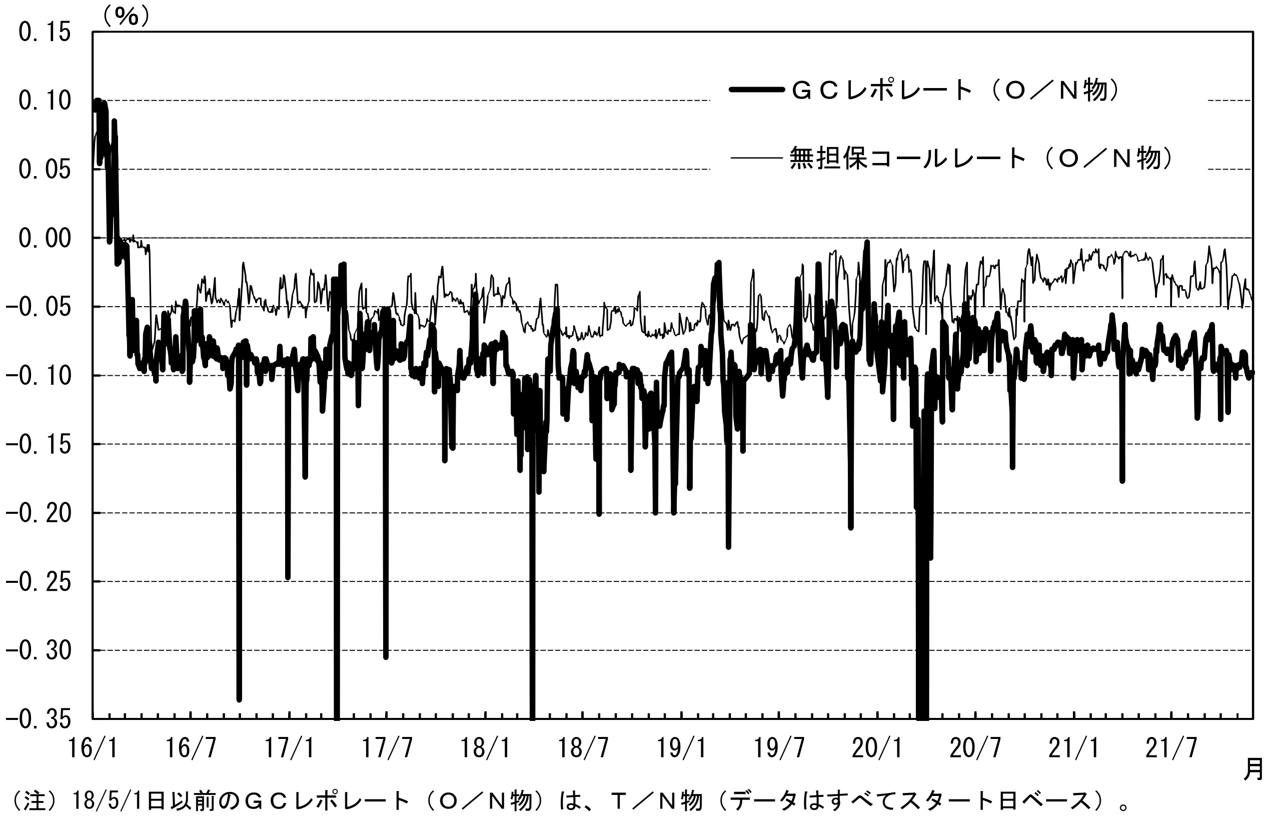
（２）マクロ加算残高等の「余裕枠」と政策金利残高



（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）2021年9月積み期および同10月積み期は速報値。
（出所）日本銀行

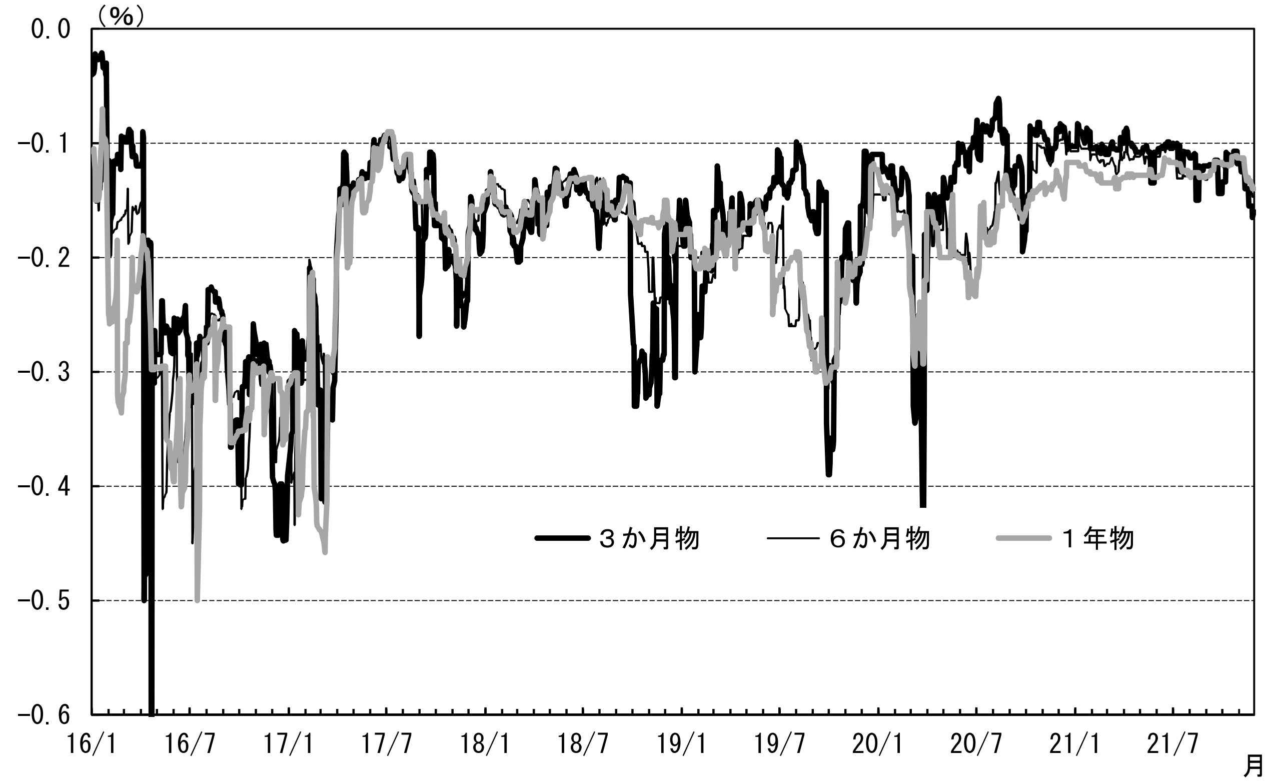
短期金利

（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）。

（２）国庫短期証券の利回り

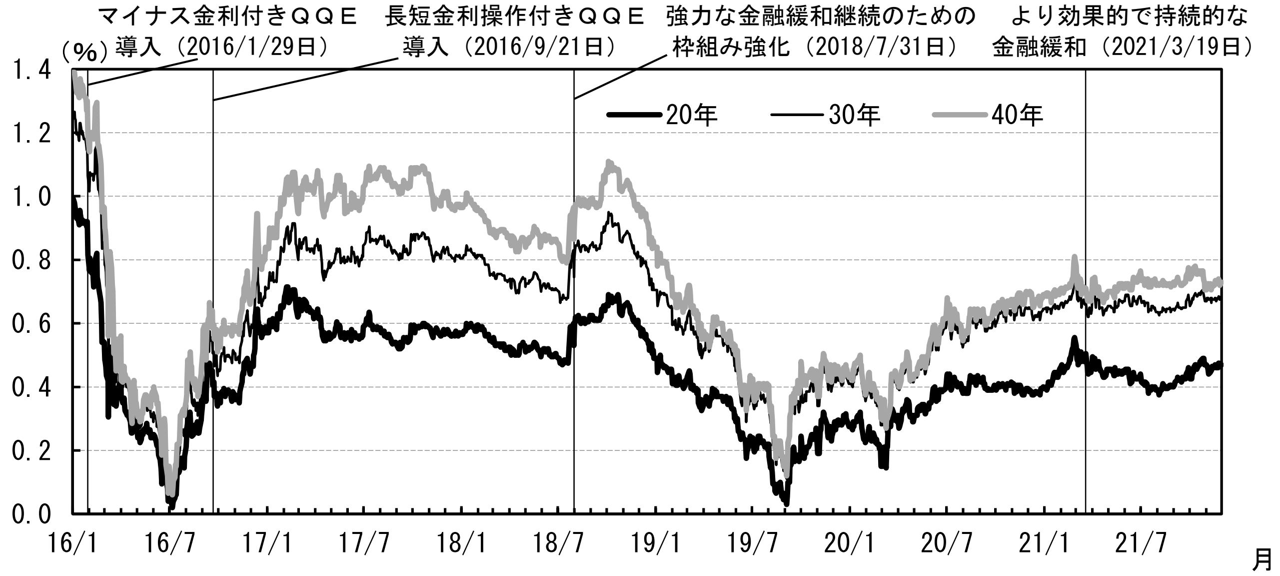


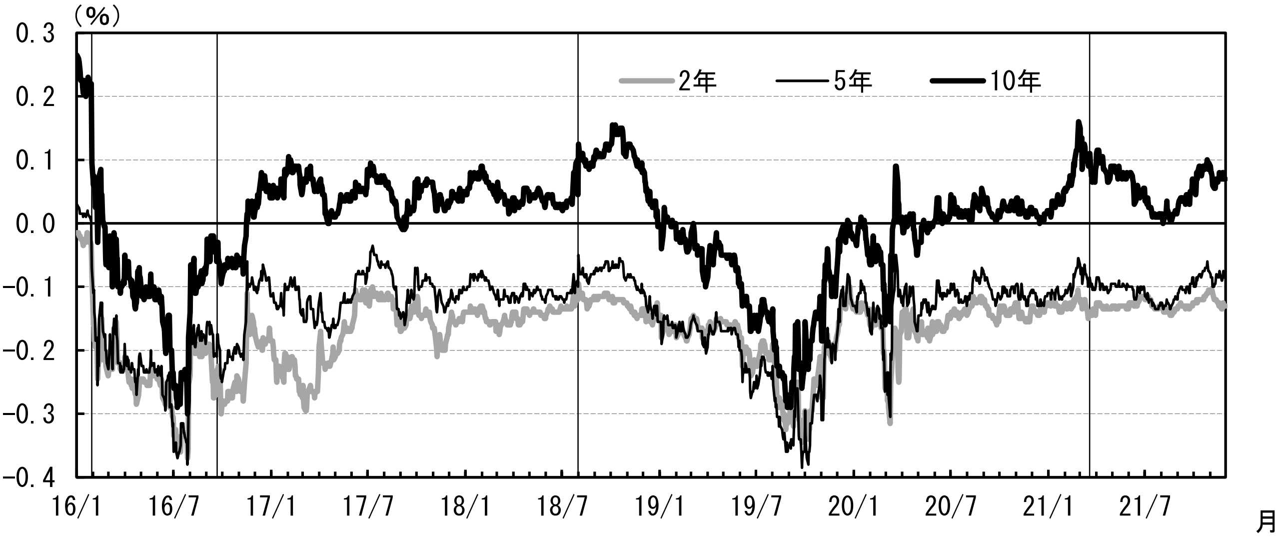
（出所）日本銀行、日本証券業協会、日本相互証券

（図表４）

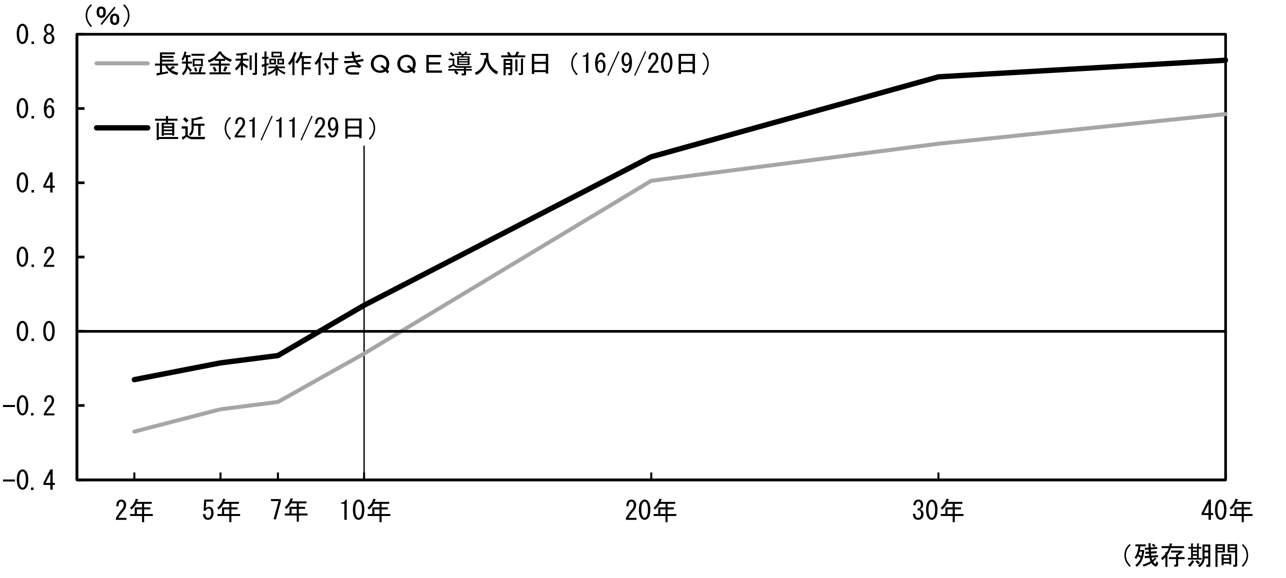
長期金利

（１）長期金利の推移





（２）イールドカーブ

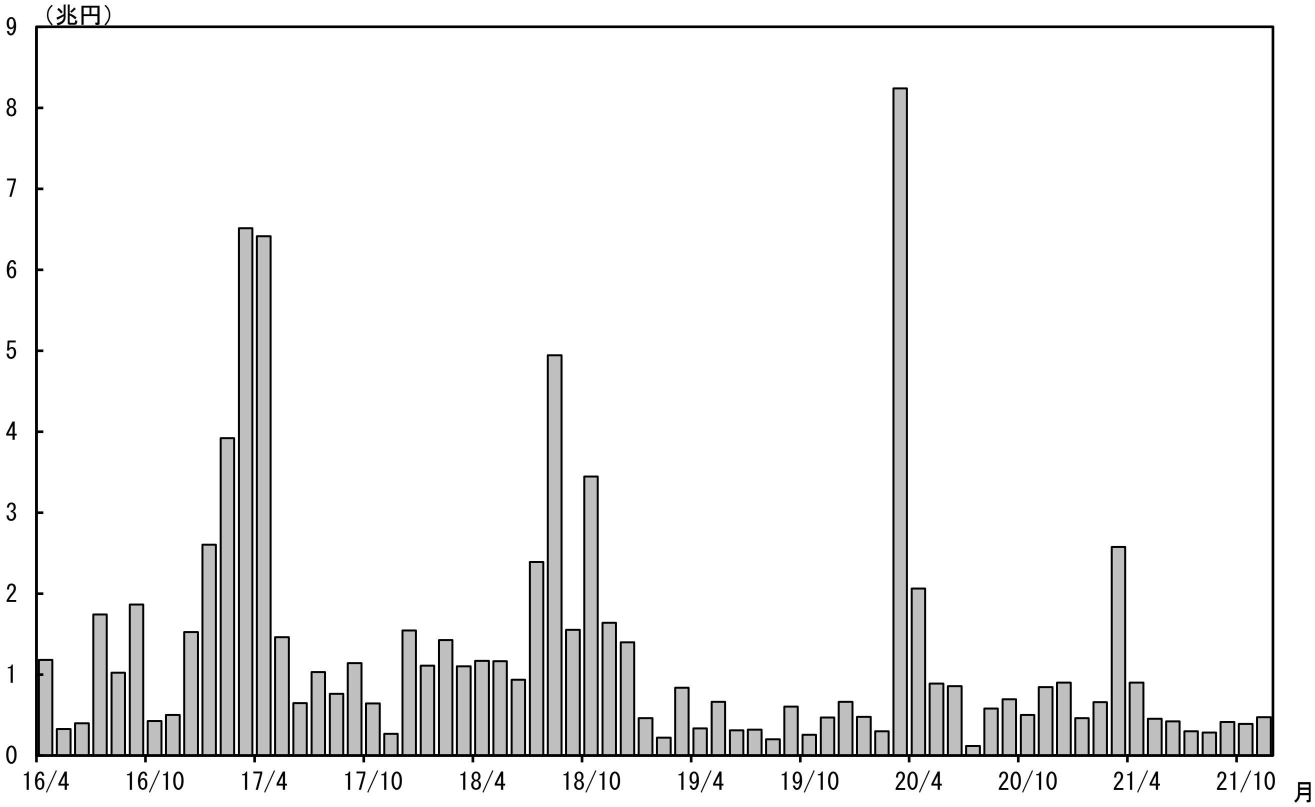


（出所）日本相互証券

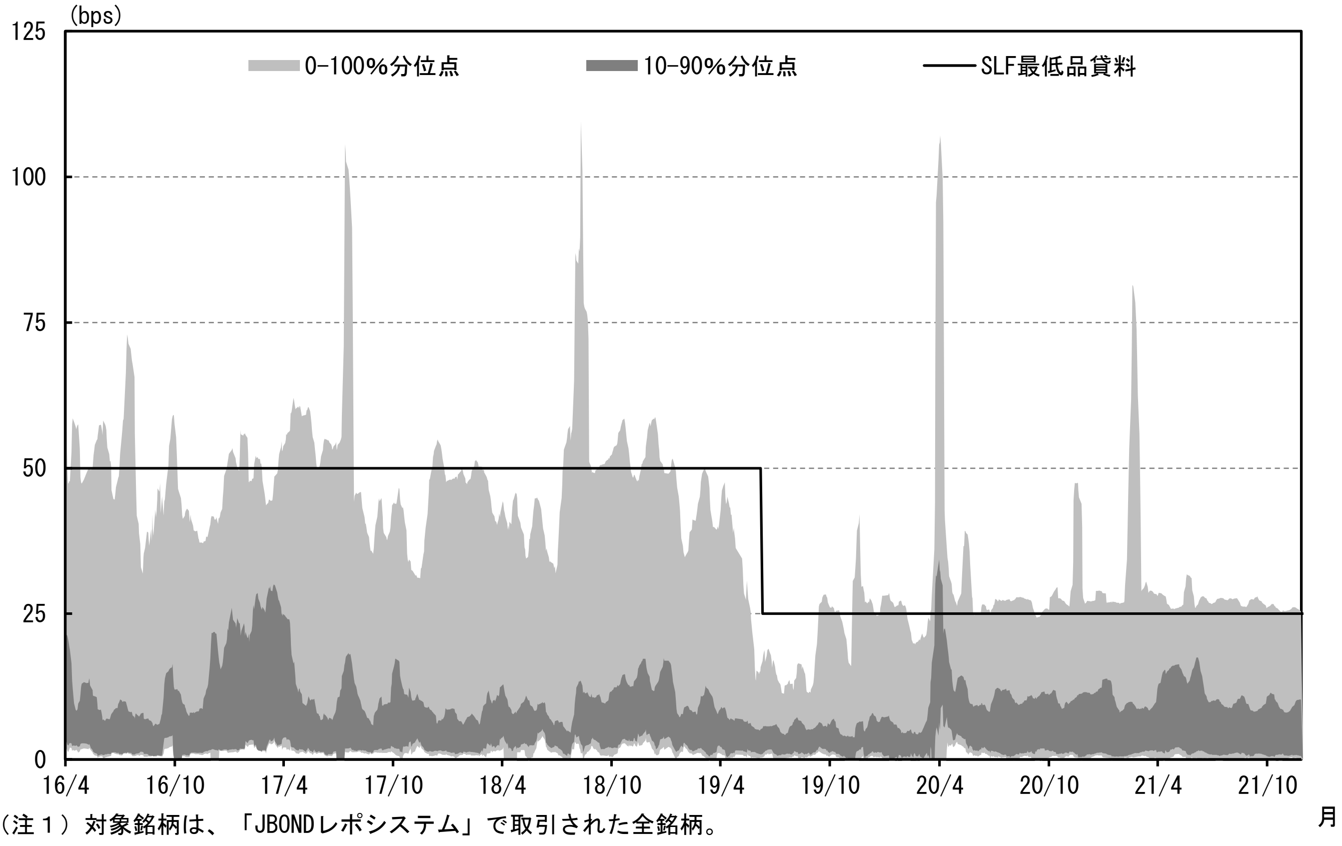
（図表５）

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

（図表６）

長期国債買入れ（利回り・価格入札方式）の四半期予定（2021 年 10～12 月）

	残存期間	1 回当たりオファー金額（注2） （単位：億円）	オファー回数（注3）	オファー日程 （10～12 月分）
利付国債（注1）	1 年以下	1,500	月 1 回	―
	1 年超 3 年以下	4,500	月 4 回	10/4、8、13、20 11/2、10、17、24 12/3、8、15、21
	3 年超 5 年以下	4,500	月 4 回	10/4、8、20、26 11/2、10、24、29 12/3、15、21、24
	5 年超 10 年以下	4,250	月 4 回	10/8、13、20、26 11/10、17、24、29 12/8、15、21、24
	10 年超 25 年以下	1,500	月 1 回	10/4、11/2、12/3
	25 年超	500	月 1 回	10/20、11/17、12/15
物価連動債		600	月 1 回	―
変動利付債		300	四半期に 1 回	10/13

（注１）　物価連動債、変動利付債を除く。

（注２）　オファー金額は目安です。実際のオファー金額は、オファー通知等で確認してください。

（注３）　市場の動向等を踏まえて、必要に応じて回数を変更することがあります。上記以外の日にオファーする場合のオファー金額は上記の金額とは限りません。なお、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、原則としてオファーしません。

（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	21/10月末
長期国債	91.3	377.1	426.6	459.6	473.5	495.8	509.2
ＣＰ等	1.2	2.0	2.1	2.0	2.6	2.9	3.3
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	7.5	8.0
ＥＴＦ	1.5	12.9	18.9	24.8	29.7	35.9	36.3
Ｊ－ＲＥＩＴ	0.1	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
貸出支援基金	3.4	43.4	45.6	46.1	49.2	60.0	59.5
買入国庫短期証券	16.4	32.6	18.8	7.9	10.2	34.2	16.5
被災地金融機関支援	0.4	0.5	0.5	0.7	0.5	0.5	0.5
新型コロナ対応金融支援	―	―	―	―	3.4	64.8	79.1
共通担保資金供給	21.7	0.7	0.4	0.7	1.2	0.5	0.2
その他とも 資産計	164.8	490.1	528.3	557.0	604.5	714.6	725.2
銀行券	83.4	99.8	104.0	107.6	109.6	116.0	117.4
当座預金	58.1	342.8	378.2	393.9	395.3	522.6	541.6
売現先勘定	14.5	3.4	0.3	0.2	24.1	0.6	0.0
その他とも 負債・純資産計	164.8	490.1	528.3	557.0	604.5	714.6	725.2

マネタリーベース	146.0	447.3	487.0	506.3	509.8	643.6	664.0

（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