

## 債券市場サーベイ・特別調査 〈2023年11月調査〉

回答期間：2023年10月23日～11月10日

調査対象先数：70先

〔調査対象先数〕は、国債売買ペア対象先のうち調査協力を得られた先、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>

- 日本銀行は、本年4月の金融政策決定会合において、「金融政策の多角的レビュー」を実施することを公表し、本年7月には実施方針を公表したところ  
です。実施方針では、レビューを進めていくうえで、多様な知見を取り入れつつ、客観性や透明性を高める観点から、「既存の調査・サーベイ等の活用」  
が掲げられ、「債券市場サーベイ」も活用することとしております。
- 本調査は、過去25年間に実施してきた各種の非伝統的金融政策手段について、主として債券市場(国債市場)に与えた影響(副作用を含む)につい  
て、以下の局面ごとに明らかにすることを目的としております。  
局面Ⅰ：1990年代後半～2013年4月(量的・質的金融緩和<QQE>導入前)  
局面Ⅱ：2013年4月～2016年1月(QQE導入後)  
局面Ⅲ：2016年1月～2016年9月(マイナス金利導入後)  
局面Ⅳ：2016年9月～2021年12月(イールドカーブ・コントロール導入後)  
局面Ⅴ：2022年～(足もと)

### 1. 過去25年間の債券市場の機能度の評価

【問1】 貴行(庫・社)からみた債券市場の機能度について、1990年代後半以降の25年間を振り返った際に、各局面(Ⅰ～Ⅴ)ごとにどのように評価しているか選択  
してください。その際、債券市場サーベイと同様に、長期国債の流通市場を念頭に、市場流動性に関する各種指標等を総合的に勘案して、ご回答ください。

(%ポイント、先)

		局面Ⅰ	局面Ⅱ	局面Ⅲ	局面Ⅳ	局面Ⅴ
機能度判断DI(総合判断)		62	5	-48	-71	-60
回答 先数	高い	29	5	1	0	0
	やや高い	23	17	3	1	0
	さほど高くない	8	27	12	11	13
	やや低い	3	16	33	15	29
	低い	0	2	18	42	27
	評価できない	7	3	3	1	1
計		70	70	70	70	70

※ DI=(「高い」と回答した先の割合+0.5×「やや高い」と回答した先の割合)-(「低い」と回答した先の割合+0.5×「やや低い」と回答した先の割合)  
ただし、「評価できない」と回答した先は除く。

【問2】 問1において、「低い」、「やや低い」を選択した局面について、その要因と考えられるものを、最大3つまで選択してください。

(先)

	局面Ⅰ	局面Ⅱ	局面Ⅲ	局面Ⅳ	局面Ⅴ
経済・物価情勢の不確実性上昇	3	0	2	2	4
海外金利の動向	2	0	1	2	8
金融システムへの懸念の高まり	3	0	1	0	0
QQEの下での日本銀行の国債保有比率上昇		18	43	52	54
日本銀行によるマイナス金利政策			42	38	26
日本銀行によるイールドカーブ・コントロール				54	52
その他	0	1	3	3	4
問1において、「低い」「やや低い」を選択	3	18	51	57	56

【問3】 債券市場の機能度を測る尺度としては、問1でお尋ねした、主として市場流動性の観点からの尺度のほか、デリバティブ市場を含めた商品間の相対価格  
(ネットベース、銘柄間スプレッド等)の観点も有用と考えられます。この相対価格の観点からみた債券市場の機能度について、各局面をどのように評価  
しているか選択ください。

(%ポイント、先)

		局面Ⅰ	局面Ⅱ	局面Ⅲ	局面Ⅳ	局面Ⅴ
機能度判断DI(相対価格面)		59	13	-40	-66	-63
回答 先数	高い	26	6	0	0	0
	やや高い	22	21	4	2	1
	さほど高くない	8	22	19	12	11
	やや低い	2	14	28	16	26
	低い	1	1	14	38	30
	評価できない	11	6	5	2	2
計		70	70	70	70	70

※ DI=(「高い」と回答した先の割合+0.5×「やや高い」と回答した先の割合)-(「低い」と回答した先の割合+0.5×「やや低い」と回答した先の割合)  
ただし、「評価できない」と回答した先は除く。

【問4】 問3において、「低い」、「やや低い」を選択した局面について、その要因と考えられるものを、最大3つまで選択してください。

(先)

	局面Ⅰ	局面Ⅱ	局面Ⅲ	局面Ⅳ	局面Ⅴ
経済・物価情勢の不確実性上昇	1	0	3	1	3
海外金利の動向	2	0	0	2	7
金融システムへの懸念の高まり	3	0	2	0	0
QQEの下での日本銀行の国債保有比率上昇		15	37	50	54
日本銀行によるマイナス金利政策			36	34	27
日本銀行によるイールドカーブ・コントロール				52	52
その他	0	0	1	2	5
問3において、「低い」「やや低い」を選択	3	15	42	54	56

## 2. 債券市場の機能度が低い局面で生じた問題や市場構造の変化

【問5】 問1または問3において、「低い」、「やや低い」を選択した局面について、市場機能の低さに起因して生じた、主に資金調達主体からみた具体的なデメリットと考えられるものを、全て選択してください(複数回答可)。デメリットが特にならない場合は、空欄で構いません。また、選択した項目について、流動性面、相対価格面のいずれの機能度低下によってもたらされたかご回答ください。

(先)

	局面Ⅰ	局面Ⅱ	局面Ⅲ	局面Ⅳ	局面Ⅴ
流動性プレミアムの拡大による 債券発行コストの上昇	0	2	7	9	19
流動性面の機能度低下	0	1	3	5	9
相対価格面の機能度低下	0	0	1	1	0
双方の機能度低下	0	1	3	3	10
国債発行の円滑消化への懸念	0	3	12	13	24
流動性面の機能度低下	0	0	5	6	4
相対価格面の機能度低下	0	0	1	0	0
双方の機能度低下	0	3	6	7	20
非金融民間部門の資金調達環境悪化	0	1	1	4	18
流動性面の機能度低下	0	0	0	1	3
相対価格面の機能度低下	0	0	0	2	3
双方の機能度低下	0	1	1	1	12
その他	0	0	1	0	1
流動性面の機能度低下	0	0	0	0	1
相対価格面の機能度低下	0	0	1	0	0
双方の機能度低下	0	0	0	0	0
問1または問3において、 「低い」・「やや低い」を選択	3	20	51	59	60
うち回答不能を選択	2	5	16	17	15

【問6】 問1または問3において、「低い」、「やや低い」を選択した局面で生じたと考えられる、市場構造の変化(日本銀行以外の市場参加者の取引減少)を全て選択してください(複数回答可)。また、選択した項目が、債券市場の機能度低下にどの程度の影響を与えたか、についてもご回答ください。

(先)

	局面Ⅰ	局面Ⅱ	局面Ⅲ	局面Ⅳ	局面Ⅴ
国内投資家による取引の減少	1	17	44	52	53
大きく影響した	0	9	24	34	29
やや影響した	1	8	18	17	22
さほど影響しなかった	0	0	2	1	2
海外投資家による取引の減少	0	2	18	26	17
大きく影響した	0	1	4	12	6
やや影響した	0	1	13	13	11
さほど影響しなかった	0	0	1	1	0
国内ブローカー・ディーラー による取引の減少	0	9	34	42	37
大きく影響した	0	3	18	28	19
やや影響した	0	6	13	12	16
さほど影響しなかった	0	0	3	2	2
海外ブローカー・ディーラー による取引の減少	0	4	16	22	20
大きく影響した	0	1	7	14	11
やや影響した	0	3	8	7	8
さほど影響しなかった	0	0	1	1	1
HFT、ヘッジファンド等 による取引の減少	0	1	9	14	8
大きく影響した	0	0	1	7	2
やや影響した	0	1	8	7	5
さほど影響しなかった	0	0	0	0	1
その他	1	0	1	2	3
大きく影響した	0	0	0	0	1
やや影響した	0	0	1	2	2
さほど影響しなかった	1	0	0	0	0
問1または問3において、 「低い」・「やや低い」を選択	3	20	51	59	60

### 3. 貴行(庫・社)におけるリソース配分の変化

【問7】 貴行(庫・社)における、円貨債券取引に関連したリソース面(人材面・システム面・資本配賦面)での変化や先行きの見通しについてお聞かせください。

① 2013年(QQE導入)以前と以降を比較した際、リソース配分はどのように変化しましたか。

(先)

	人材面	システム面	資本配賦面
増加	7	9	5
概ね不変	32	53	32
減少	31	8	27
評価できない	0	0	6
計	70	70	70

② 現在のリソースは、先行きの円貨債券取引を巡る事業環境を展望した際に、十分と考えられますか。

(先)

	人材面	システム面	資本配賦面
十分	35	46	37
不十分	30	18	18
評価できない	5	6	15
計	70	70	70

③ ②で「不十分」を選択した場合、将来、各リソースが必要となる時点までに確保できると思いますか。

(先)

	人材面	システム面	資本配賦面
確保できる	4	2	4
一時的に不足する (1年以内に解消)	6	3	3
一時的に不足する (解消までに1年～)	12	8	3
確保は困難	6	4	5
評価できない	2	1	3
②において、 「不十分」を選択	30	18	18

【問8】 2013年(QQE導入)以前と現時点における円貨債券取引部門(フロント)の人員数(兼務の扱いや回答基準時点含め、概数で結構です)をご記入ください。

(人)

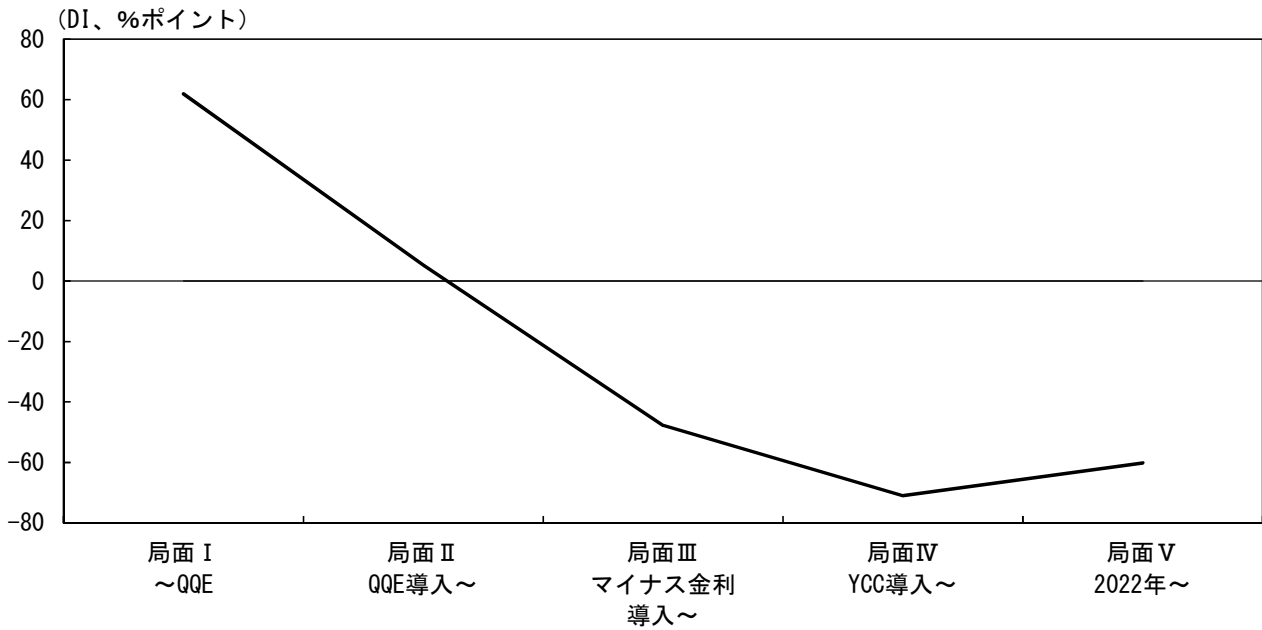
	QQE導入前 (2013年初)	調査時点
円貨債券取引部門(フロント)の人員数 <70先の平均値>	7.2	6.3

照会先: 金融市場局 市場企画課 市場整備グループ TEL:03-3277-1246

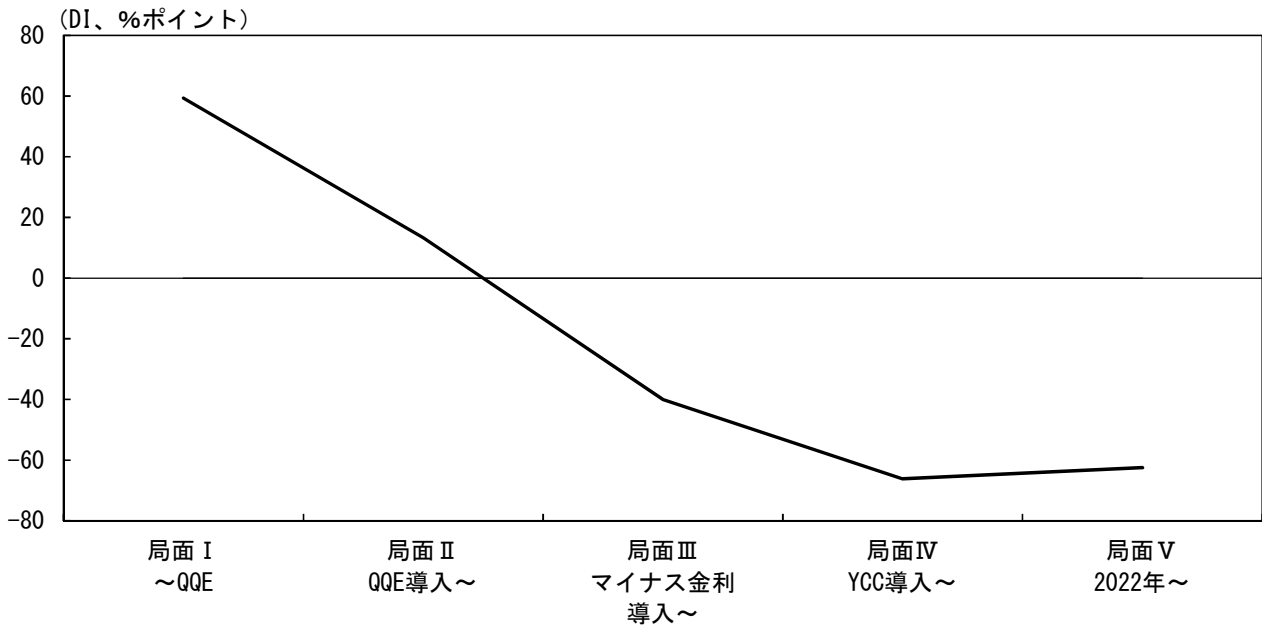
以 上

## 参考図表：機能度判断DI

(総合判断)



(相対価格面)



(注1)「機能度判断DI(総合判断)」では、定例の債券市場サーベイと同様に、長期国債の流通市場を念頭に、市場流動性に関する各種指標等を総合的に勘案して債券市場の機能度を評価。

(注2)「機能度判断DI(相対価格面)」では、商品間の相対価格(ネットベース、銘柄間スプレッド等)の観点から債券市場の機能度を評価。