

2022 年 12 月 28 日  
日本銀行金融市場局

## 「債券市場参加者会合」第 16 回議事要旨

### 1. 開催要領

(日時) 銀行等グループ 12 月 5 日 (月) 15 時 45 分から  
証券等グループ 12 月 5 日 (月) 17 時 30 分から  
バイサイドグループ 12 月 6 日 (火) 15 時 45 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。

#### 最近の債券市場等についての見方

- 海外金利は、グローバルなインフレ圧力とそれを受けた各国中銀の利上げが続く中で、上昇した。足もとでは、利上げペース減速の見方もあって、金利上昇は一服しているものの、なおボラティリティの高い状況は続いている。
- 本邦長期金利は、海外金利の上昇や、本邦金融政策の変更への思惑等から、イールドカーブ・コントロールのもとでの変動幅の上限である 0.25%に張り付いた状況が続いている。この間、超長期金利は上昇したことから、イールドカーブはスティープ化したほか、足もとでは、中期ゾーンも上値が重い状況がみられている。
- 超長期ゾーンは、海外金利の上昇や、チーペスト銘柄の指値オペ導入に伴う先物のヘッジ機能低下により、市場参加者のリスク許容度が低下したこと等から、不安定な相場が続いた。足もとでは、日本銀行の買入れ増額もあって、落ち着きを取り戻しつつあるが、依然として、不安定な相場環境にある。

- 長期ゾーンでは、新発 10 年債の利回りは 0.25% で推移しているものの、残存 10 年以下の既発債の利回りは 0.25% を超える状況もみられている。

#### 債券市場の機能度・流動性についての見方

- 債券市場の機能度や流動性は、全体的に低下している。特に、超長期ゾーンでは、ボラティリティが高まる中、金利上昇への警戒感もあって、投資を手控える動きがみられている。
- 現物と先物の動きが乖離したことで、先物を用いた金利リスクヘッジが難しくなり、市場参加者のリスク許容度が低下している。
- ビッド・アスク・スプレッドが拡大し、板の厚みも薄くなったことから、債券市場の価格発見機能が低下し、意図した価格やロットでの取引がしづらくなっている。

#### 市場調節運営等

- 市場機能度に配慮する方針とはいえ、イールドカーブ・コントロールが金利をレンジ内にコントロールすることを優先する政策である以上、長期金利が変動幅の上限に近づく局面では、市場の機能度や流動性のある程度犠牲にすることはやむを得ないものと認識している。
- 先物に大きな売り圧力がみられた際に、チーペスト銘柄の指値オペを導入したことに異論はない。一方、同指値オペがその後も継続されていることで、現物と先物のリンクが低下した状態が続いており、ヘッジツールとして先物を使いにくくなっている。先物の機能を改善させるためにも、同指値オペを停止し、通常の国債買入れの増額で対応してはどうか。
- イールドカーブ全体を低位にする観点から、指値オペの対象を 10 年カレント銘柄やチーペスト銘柄だけでなく、他の銘柄まで拡げる策があってもよい。
- 残存 10 年以下の既発債の利回りが 0.25% を超える状況について、日本銀行がどの程度許容するのか、対応をとるのか関心を持っている。
- 国内外の金利変動が大きいことや、日本銀行の買入れ対象銘柄とそれ以外の銘柄との間の金利差も生じていること等を踏まえて、買入れ対象銘柄の選定や買入れ予定の公表方法等について、柔軟な運営をお願いしたい。
- 超長期ゾーンの金利上昇への対応として、臨時オペではなく、国債買入れの四半期予定における月間オファー回数引き上げで対応することとした狙いや効果に、関心を持っている。
- 超長期ゾーンの買入れについて、市場環境が落ち着いた際には、買入れの減額等を通じて、日本銀行の市場への関与度合いを低減していただきたい。

### 今後の債券市場の見方・リスク

- 長期金利は、イールドカーブ・コントロールのもとでの変動幅の上限である0.25%付近での推移を想定している。
- 先行きのリスクとして、米欧を中心とする海外の経済・物価動向や金融政策運営、ウクライナ情勢等の地政学リスク、国内の物価および賃金の動向に注目している。
- 今後、本邦の金融政策変更に対する思惑が強まる場合には、流動性が低い環境下、今まで以上に債券価格に値幅が出る可能性もある。

以 上

# 資 料

2022 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（※）

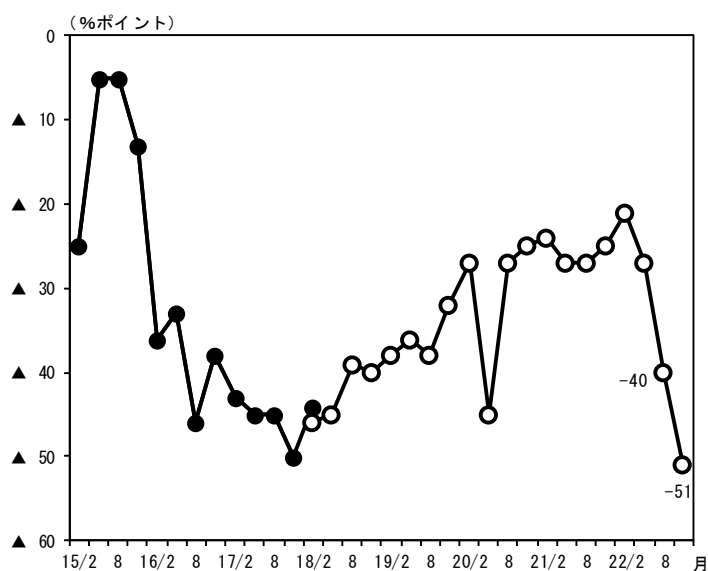
【公表方法】 本行ホームページに掲載

※ 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

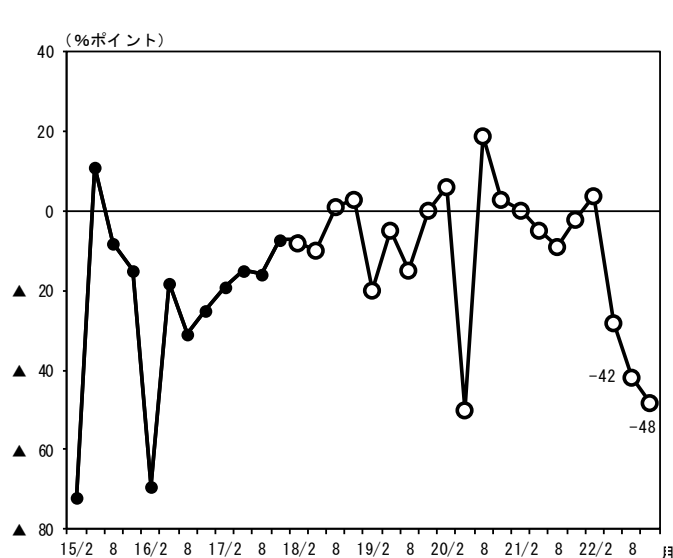
## ▽機能度判断 DI (現状)



(%、%ポイント)

「現 状」			
機能度判断		22/8 月	11 月
「高い」 - 「低い」		▲40	▲51
構 成 比	高い	1	1
	さほど 高くない	58	46
	低い	41	52

## ▽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		22/8 月	11 月
「改善した」 - 「低下した」		▲42	▲48
構 成 比	改善した	1	0
	さほど 改善して いない	55	52
	低下した	43	48

(注 1) 直近 2 回の回答期間は以下のとおり。

22/ 8 月 : 8 月 1 日~5 日

11 月 : 11 月 1 日~8 日

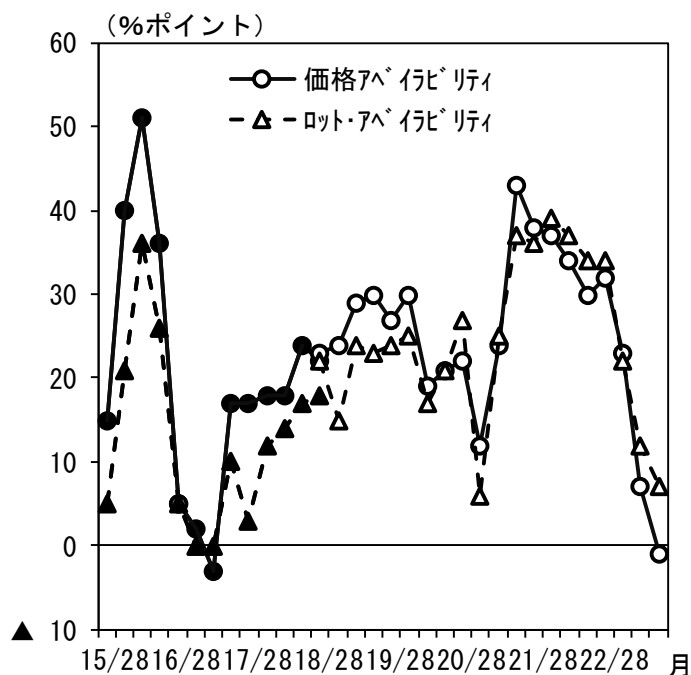
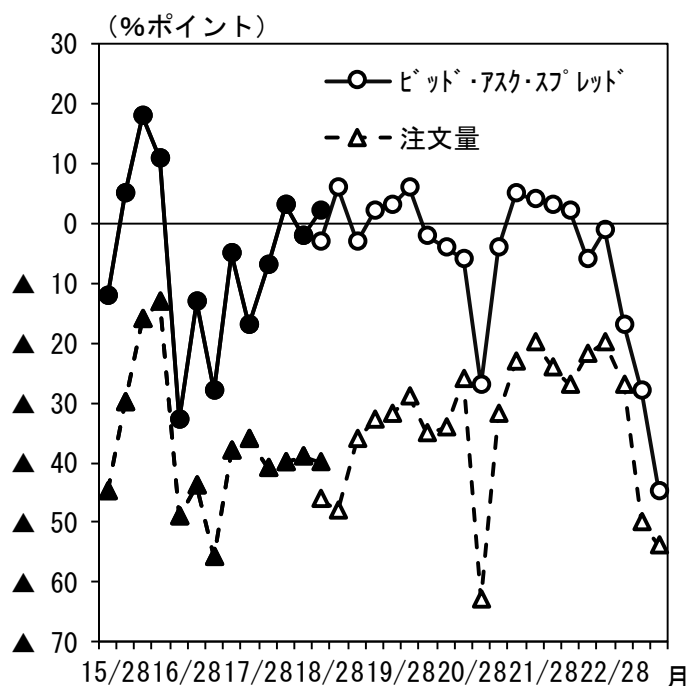
(注 2) 調査対象先は、2017/11 月調査までは国債売買オペ対象先のうち協力を得られた先。

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)

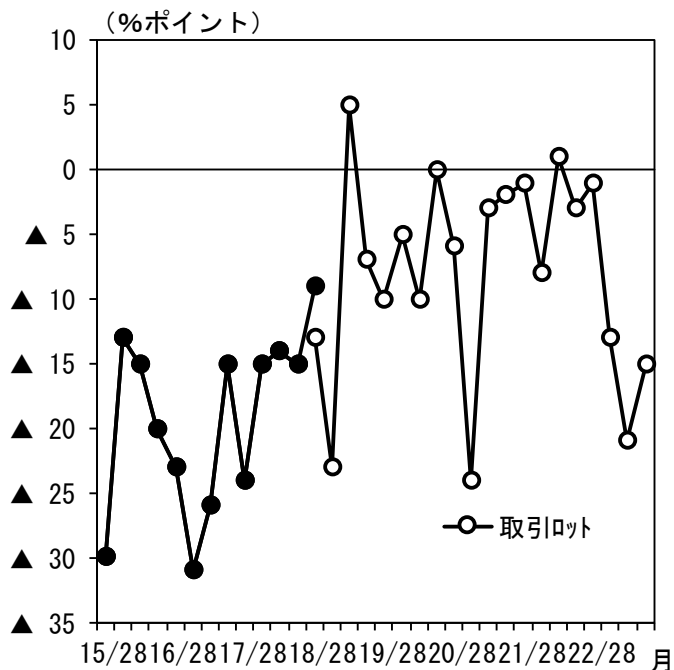
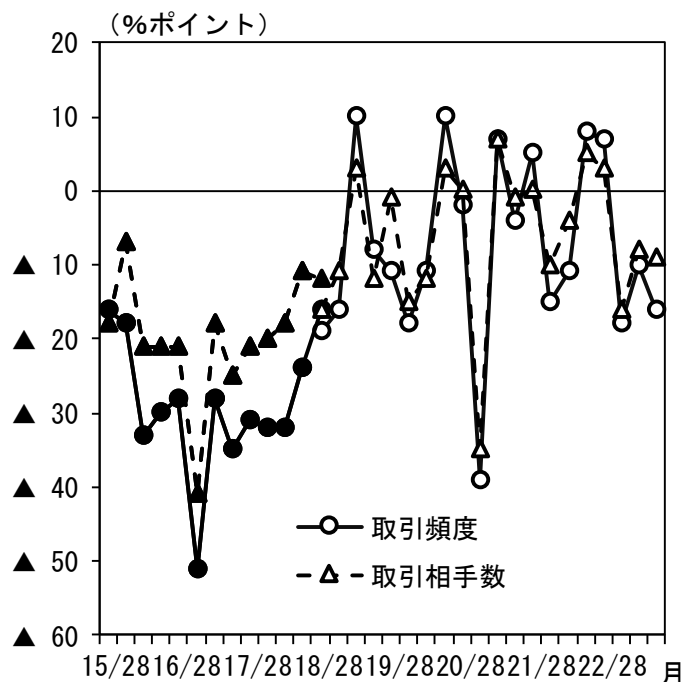
### その他の判断DI（機能度・流動性に関する各論）

#### ▽「現状」に関する調査項目



(注) 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



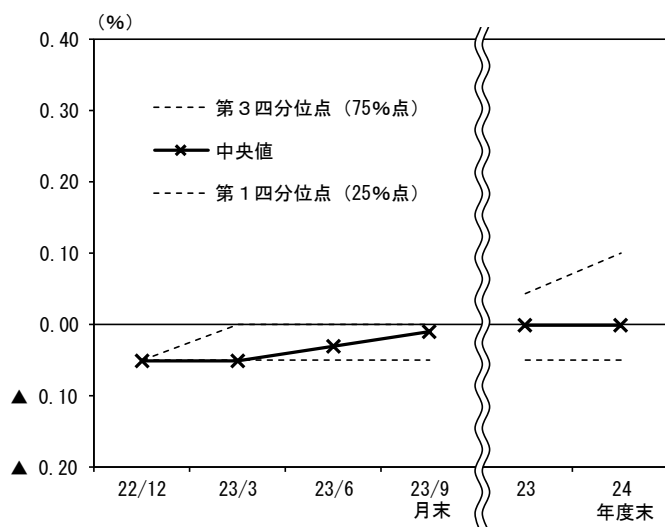
(注) 取引頻度、取引相手数、取引ロット：「増加した」—「減少した」



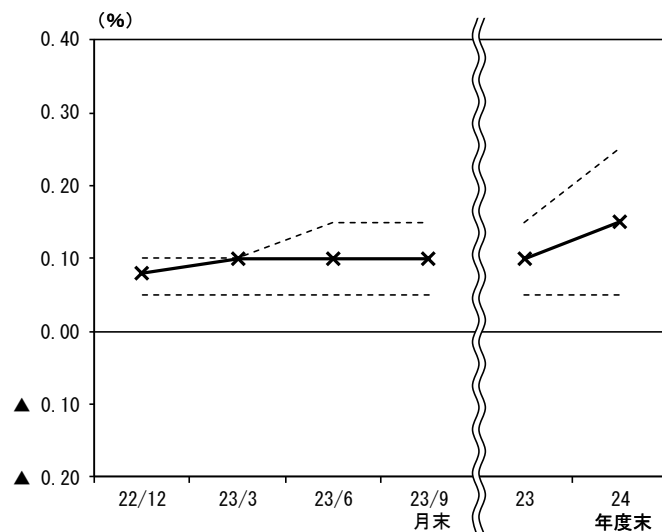
(図表3)

### 長期金利の先行き見通し (11月調査)

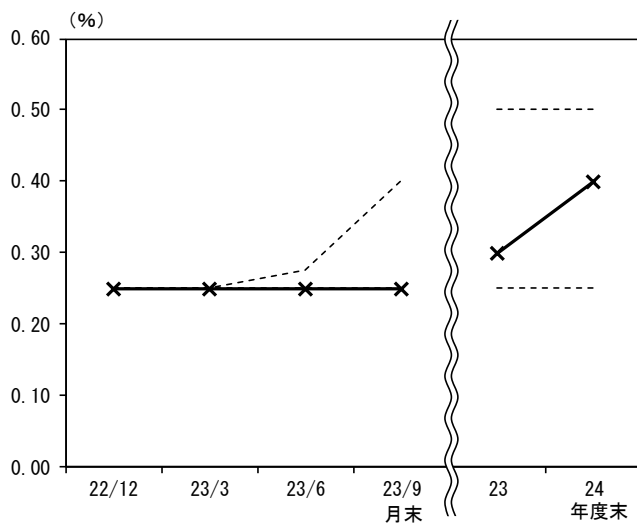
#### 新発2年債



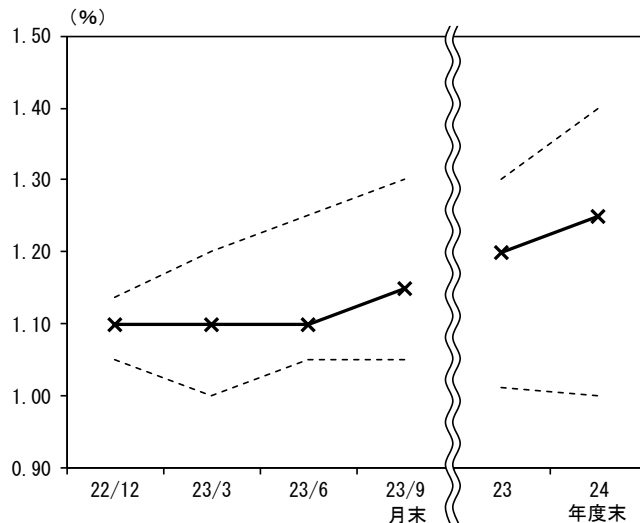
#### 新発5年債



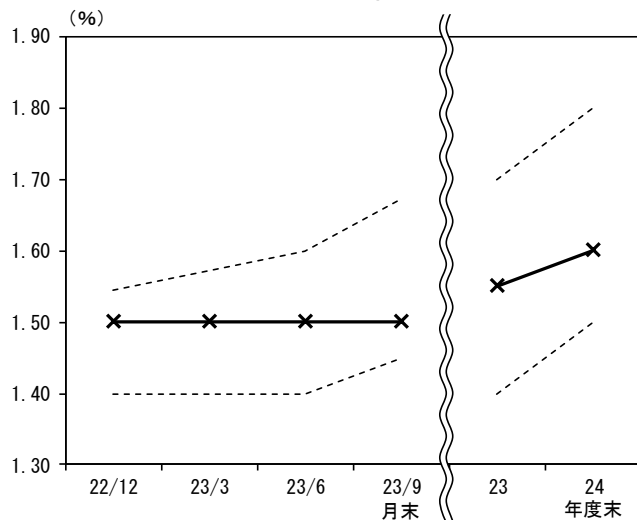
#### 新発10年債



#### 新発20年債



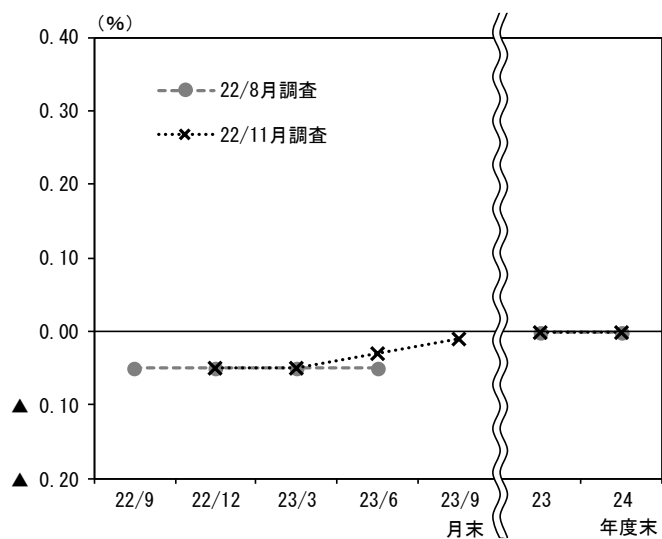
#### 新発30年債



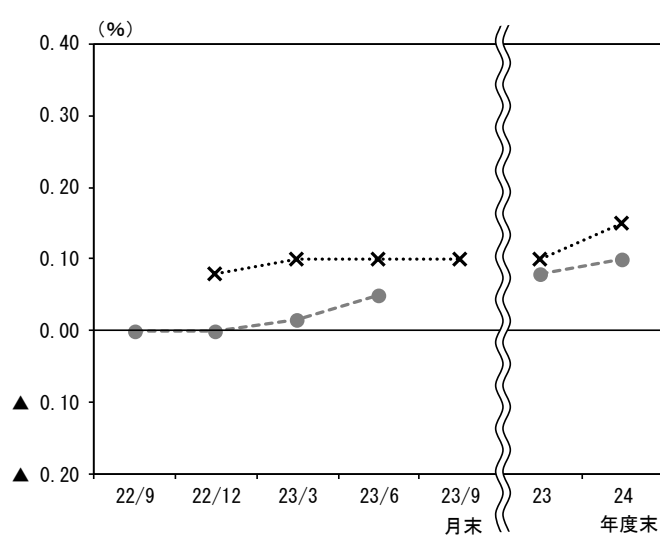
(図表4)

### 長期金利の先行き見通し（中央値）

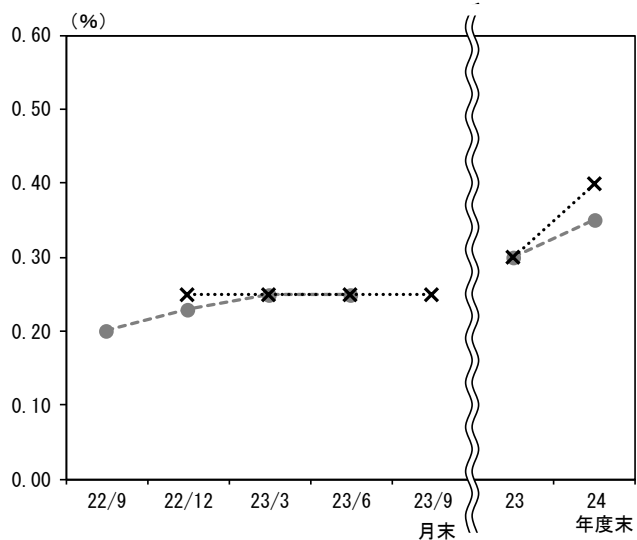
#### 新発2年債



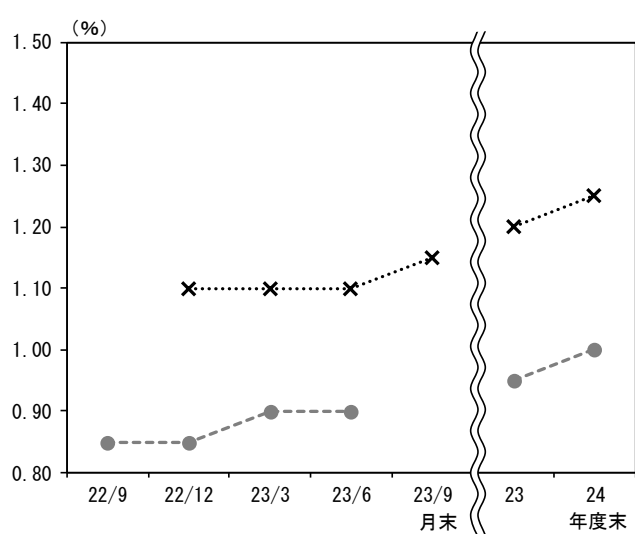
#### 新発5年債



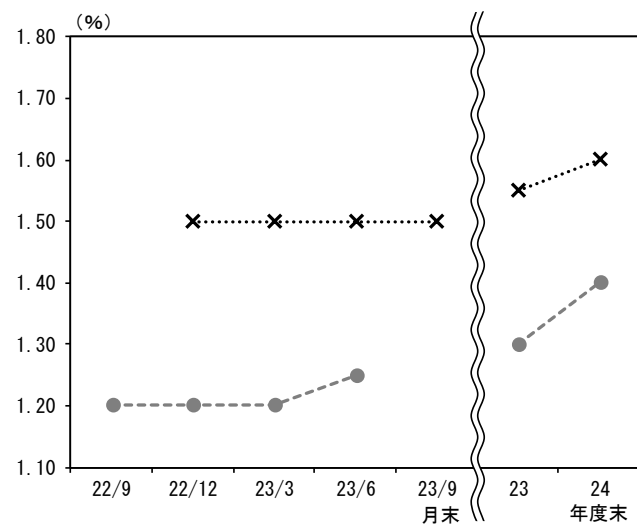
#### 新発10年債



#### 新発20年債



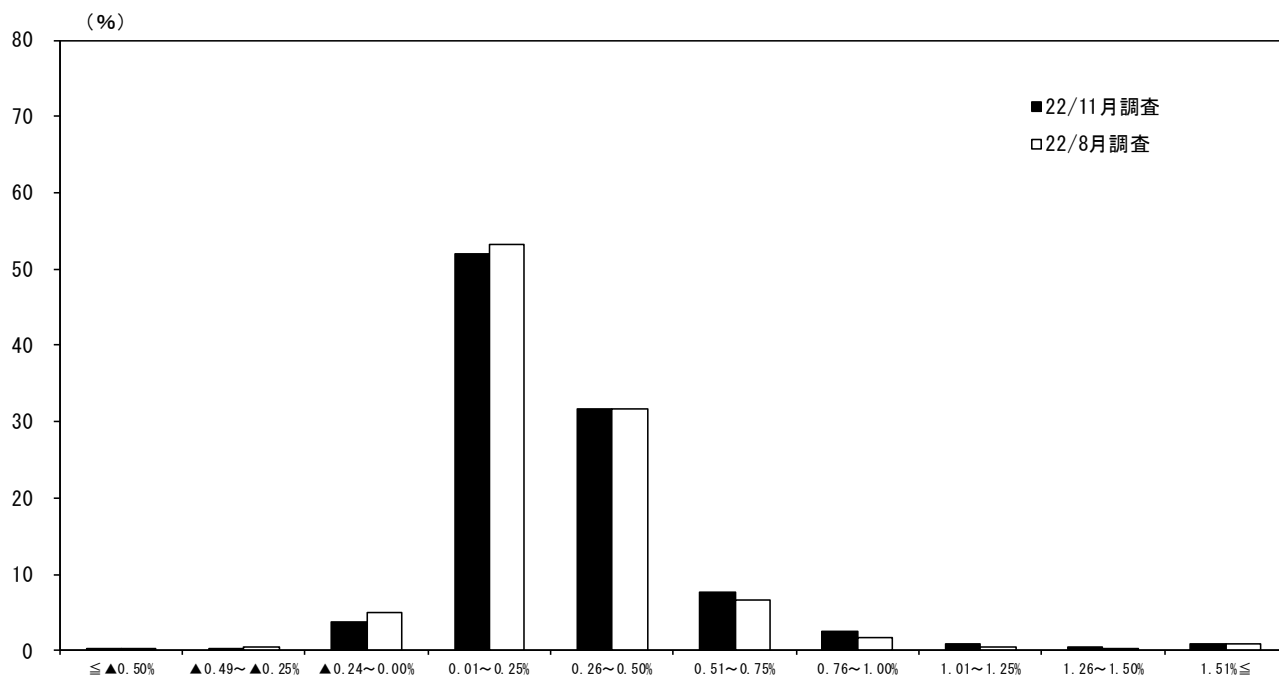
#### 新発30年債



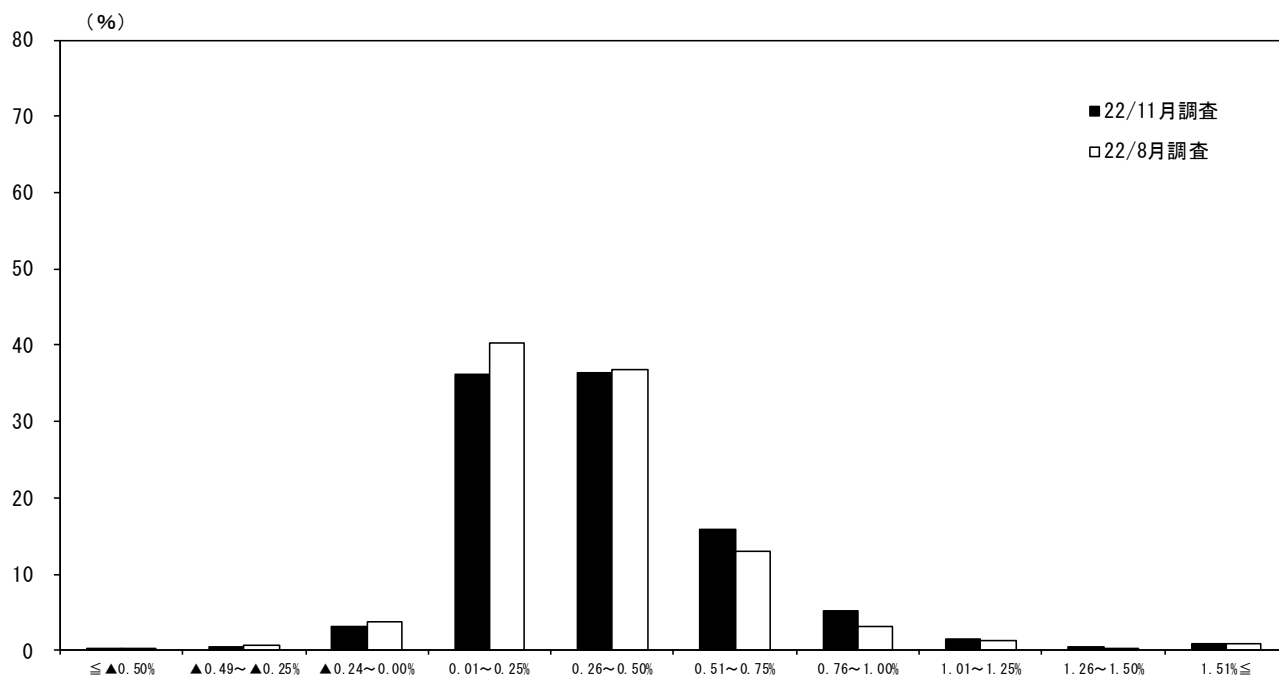
(図表5)

### 新発10年債利回りの確率分布

▽2023年度末



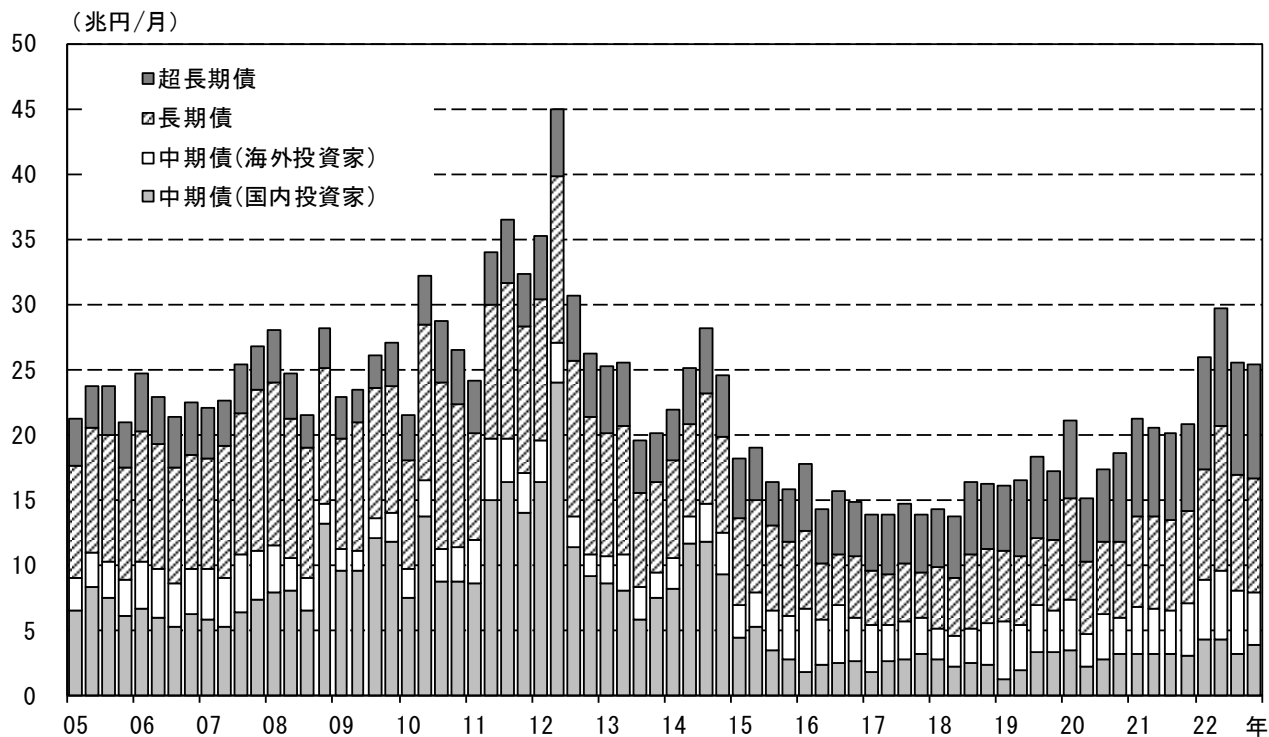
▽2024年度末



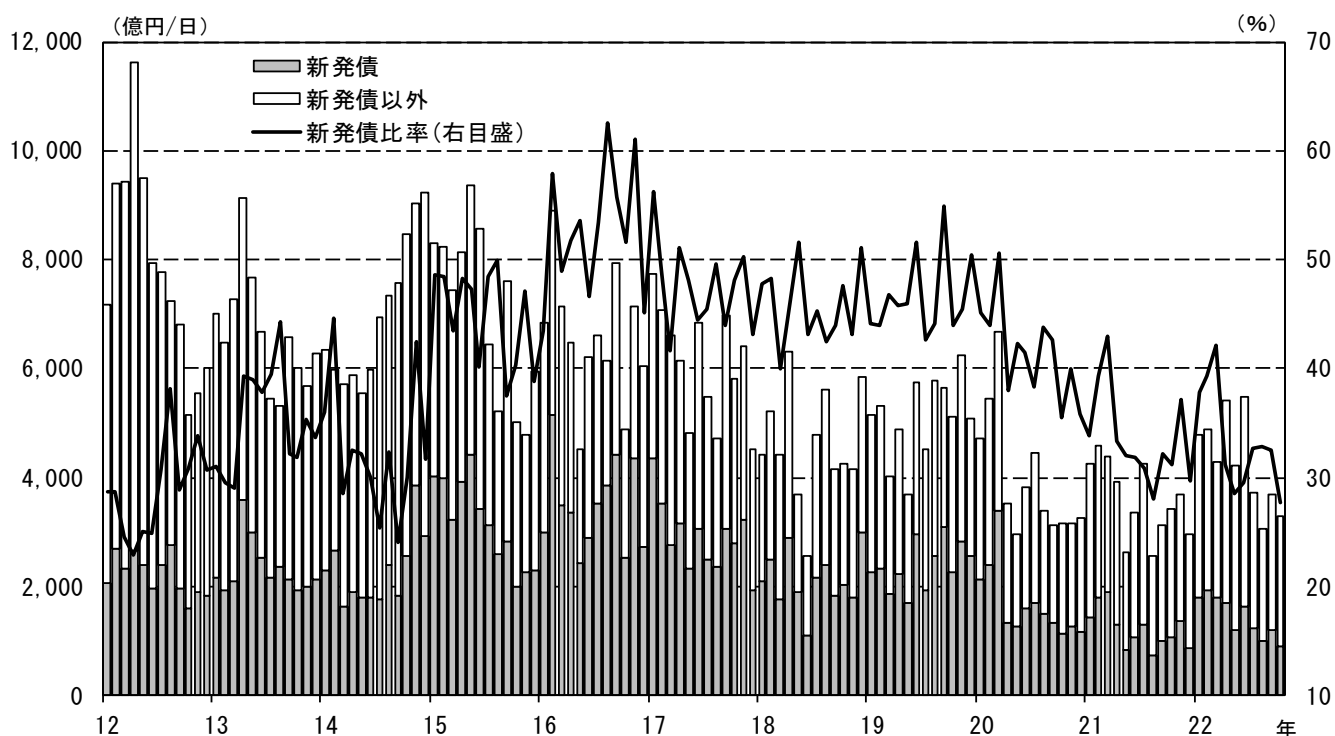
## 2. 国債市場の流動性

## 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)は、顧客の国債グロス買入れ額。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。

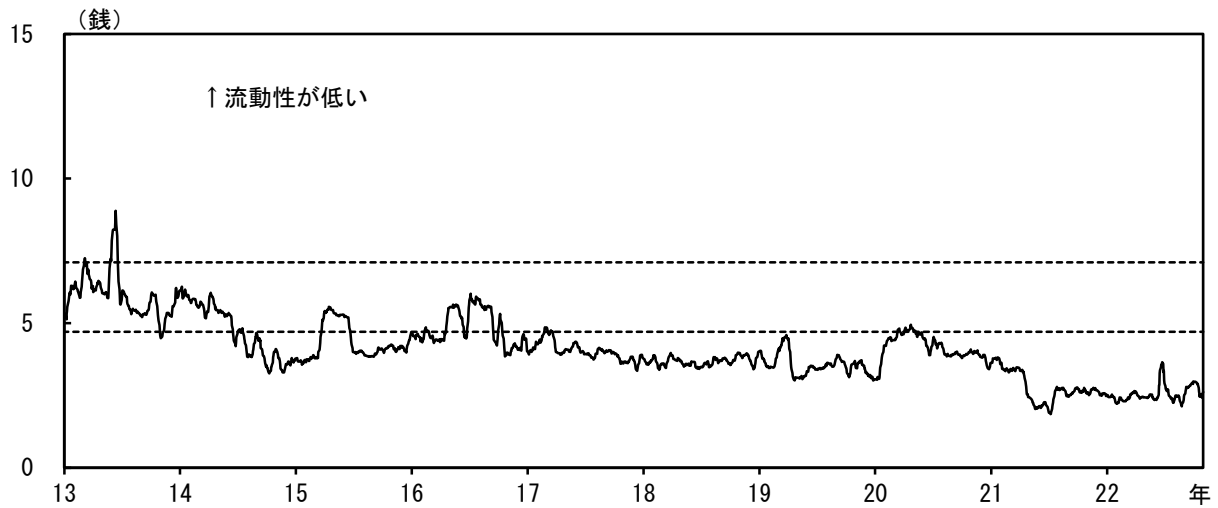
2. (2)は、2、5、10、20、30、40年債の1日あたり取引高の合計（日本相互証券）。直近は10月。

(出所) 日本証券業協会、QUICK、日本相互証券

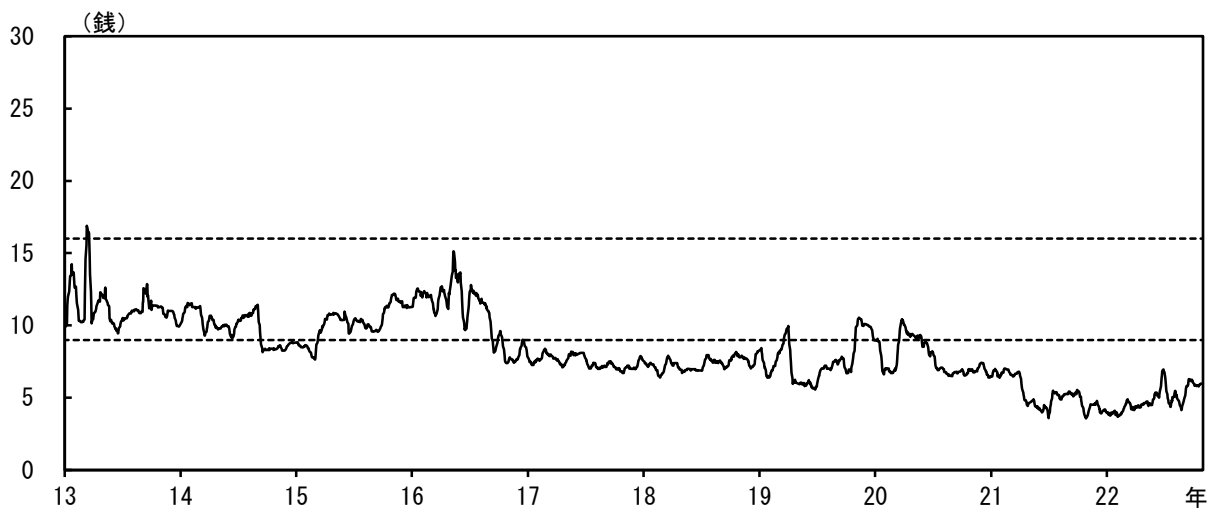
## 現物国債市場

### ディーラー対顧客取引の値幅の狭さ (tightness)

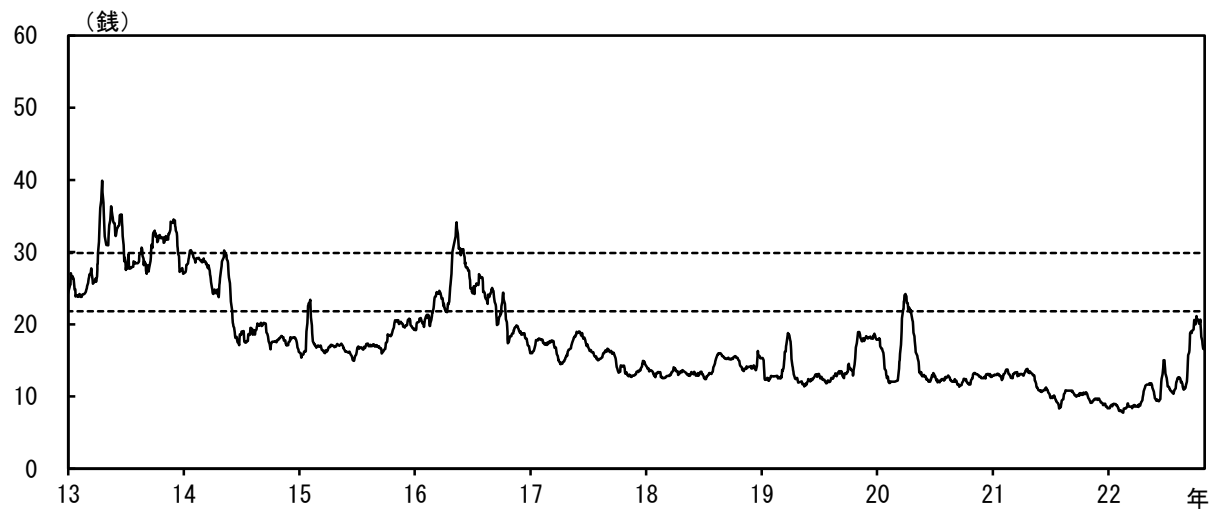
#### (1) ビッド・アスク・スプレッド (5年債)



#### (2) 同 (10年債)



#### (3) 同 (20年債)



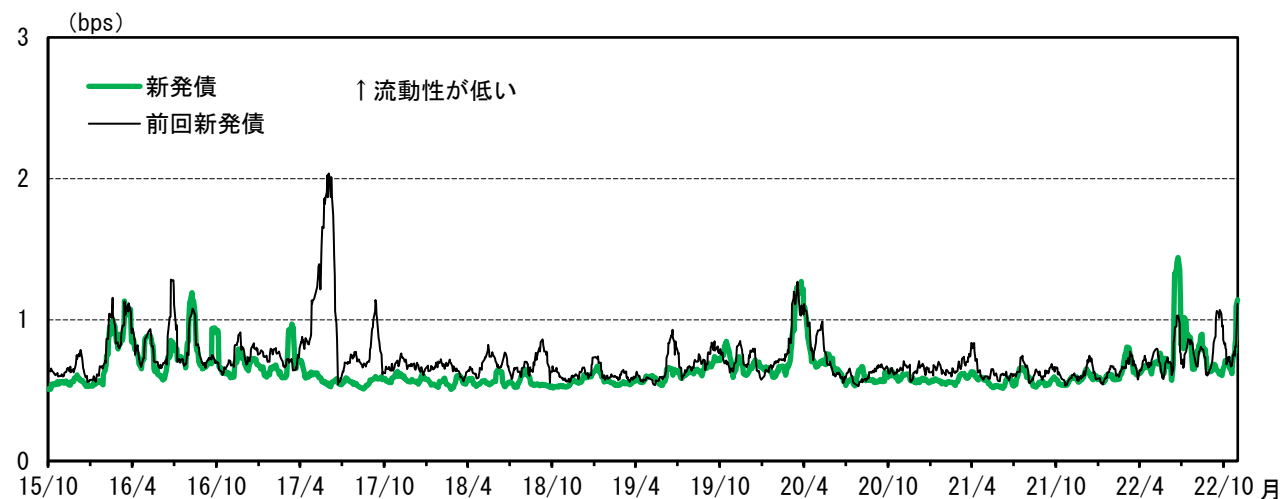
(注) 1. 15時時点のTradeweb気配値。点線は、2010/1～2013/3月における第1四分位と第3四分位を示す。  
2. 後方10日移動平均。直近は10月末。

(出所) Refinitiv社 Eikon

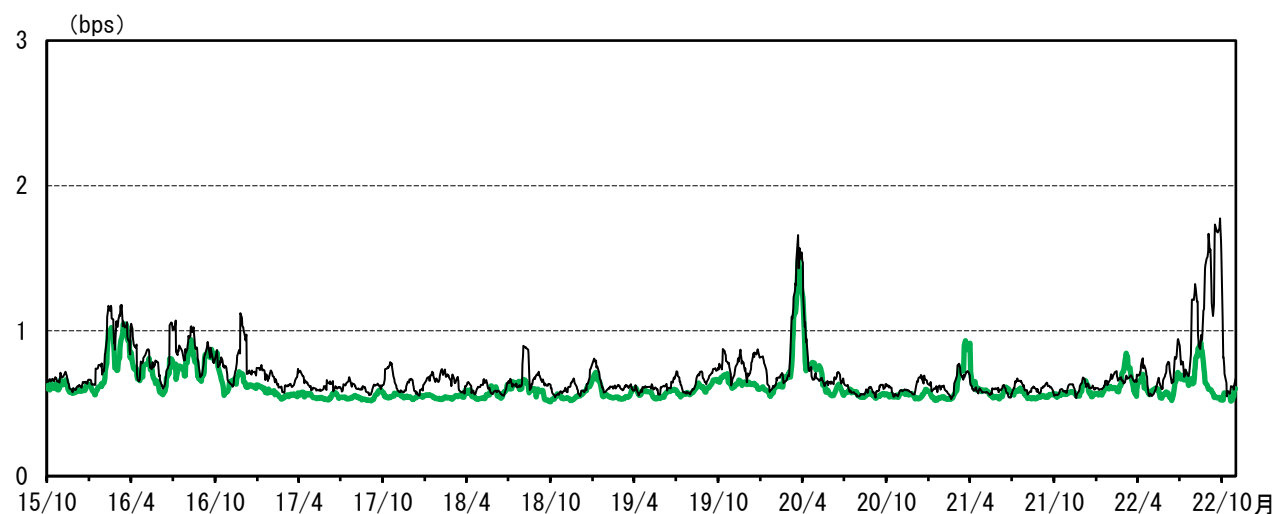
# 現物国債市場

## ディーラー間取引の値幅の狭さ (tightness)

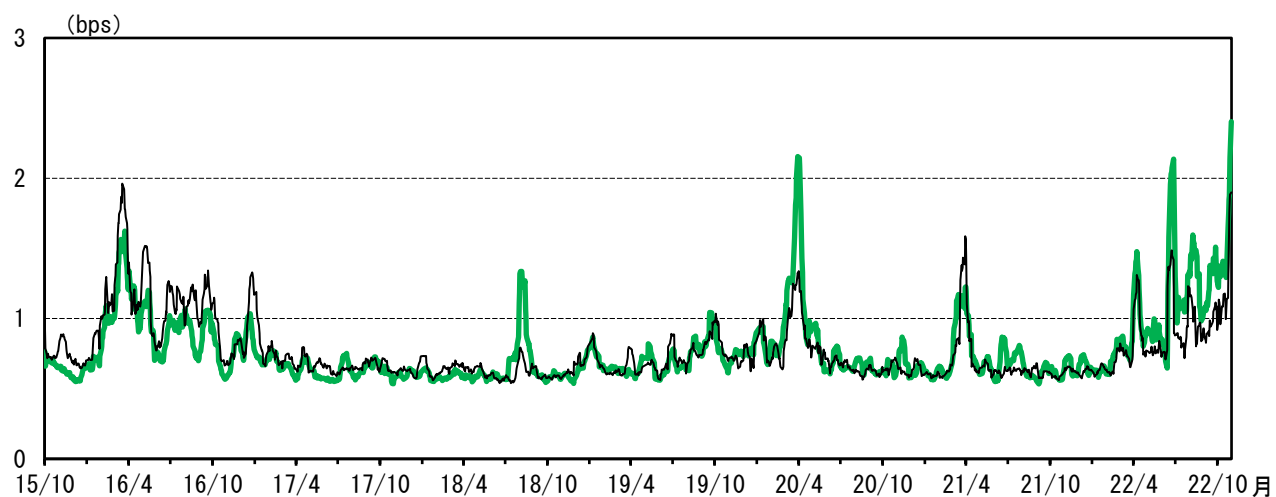
### (1) ビッド・アスク・スプレッド (5年債)



### (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。

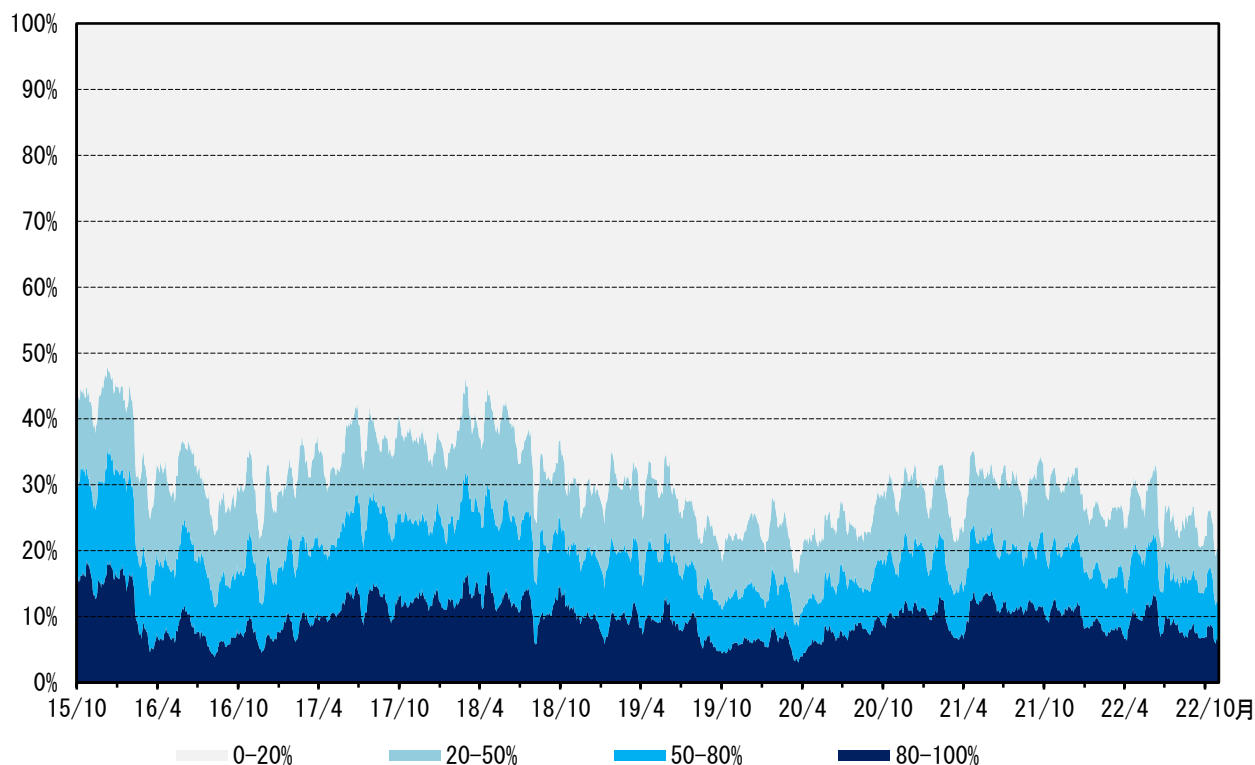
2. 後方10日移動平均。直近は10月末。

(出所) 日本相互証券

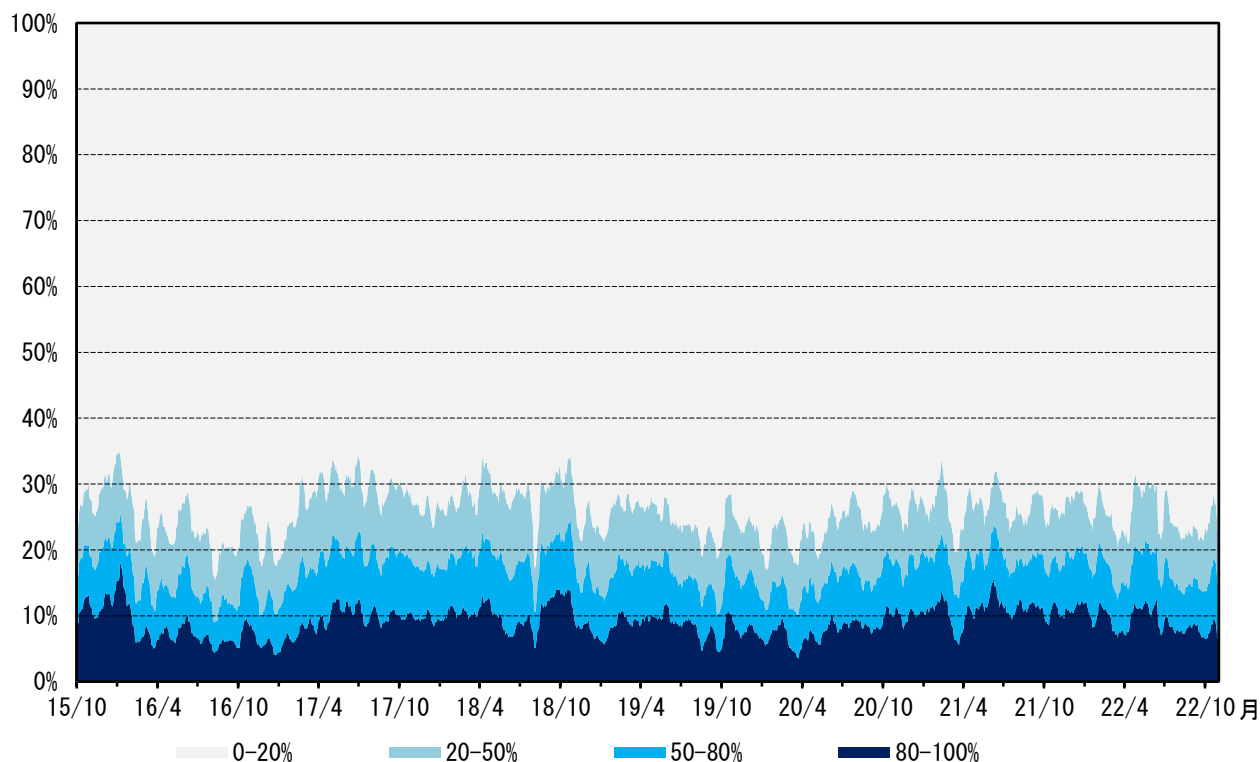
## 現物国債市場

### 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



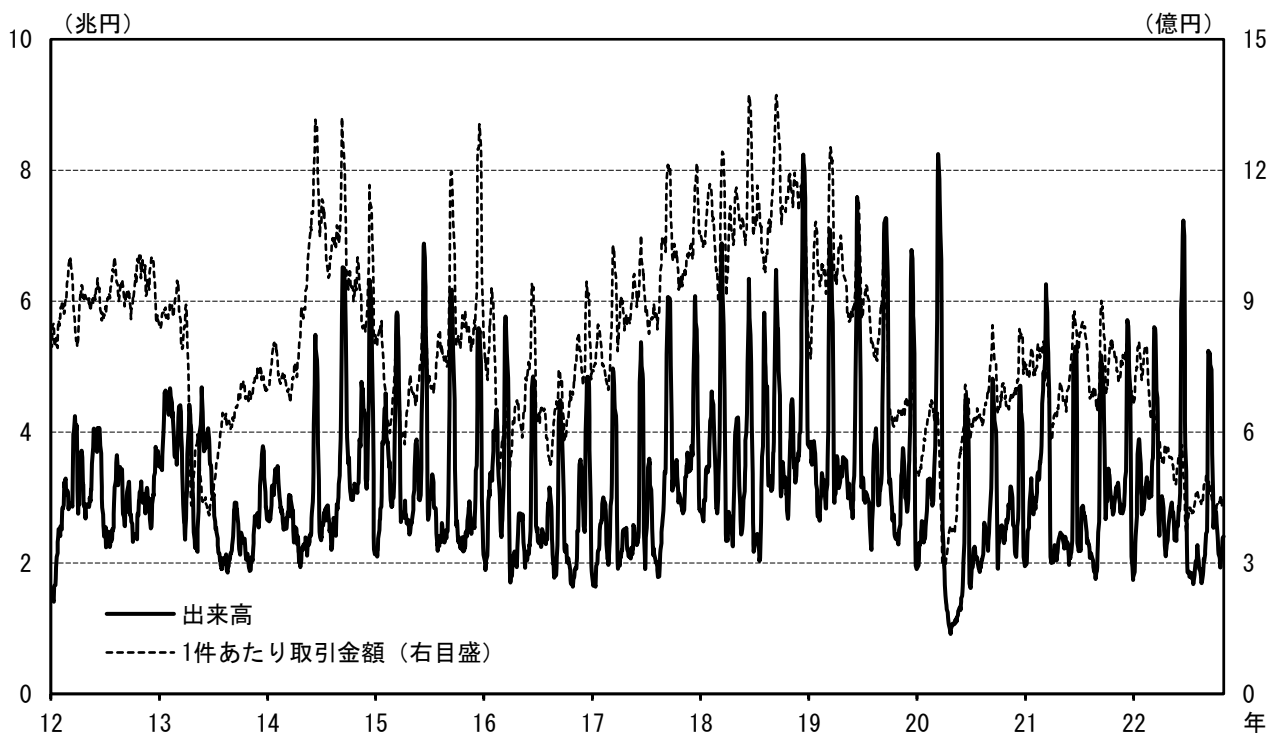
- (注) 1. ビッド(アスク)提示時間が、1日の取引時間に占める割合が、0~20%、20~50%、50~80%、80~100%である銘柄数の割合。  
2. 後方10日移動平均。直近は10月末。  
3. 1日の取引時間は、18/8/17日以前は7時間、18/8/20日以降は5時間20分に変更。18/8/20日から同30日までの移動平均値には、取引時間変更前後のデータが併存する点に留意を要する。

(出所) 日本相互証券

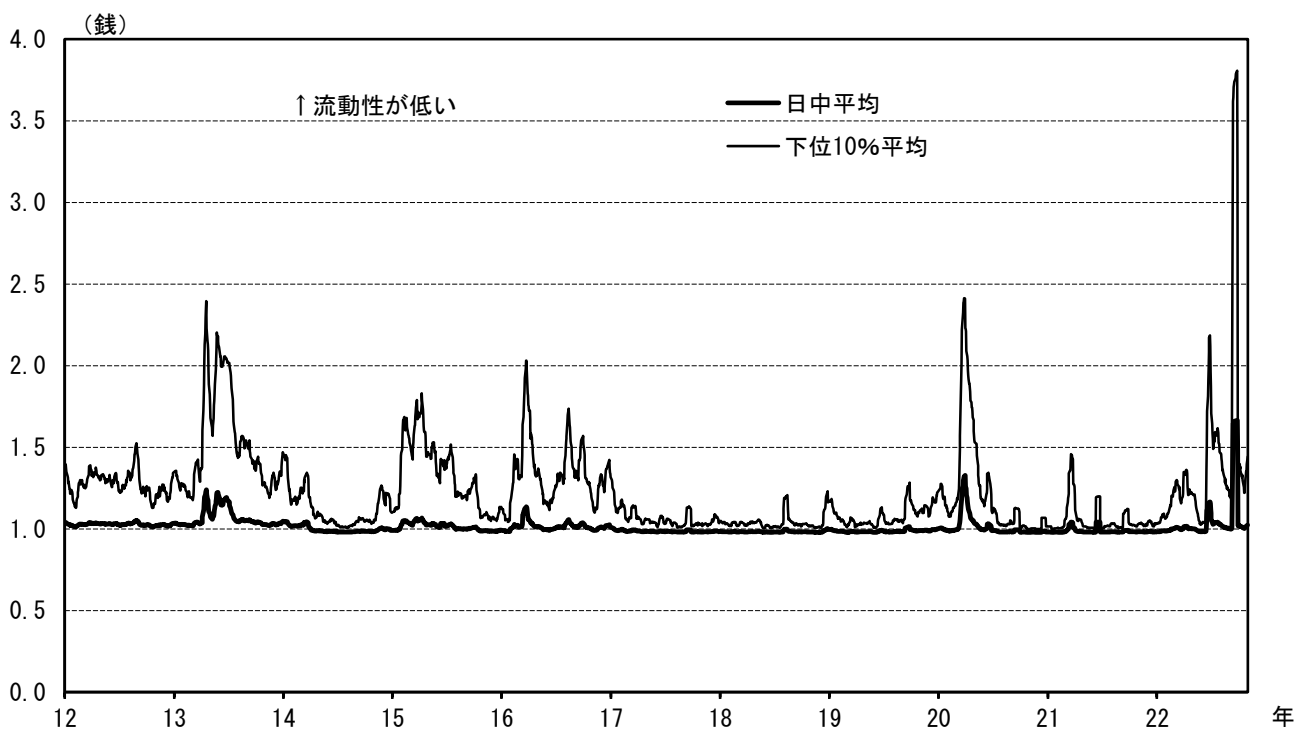


### 長期国債先物市場 出来高(volume)と値幅の狭さ(tightness)

#### (1) 出来高



#### (2) ビッド・アスク・スプレッド



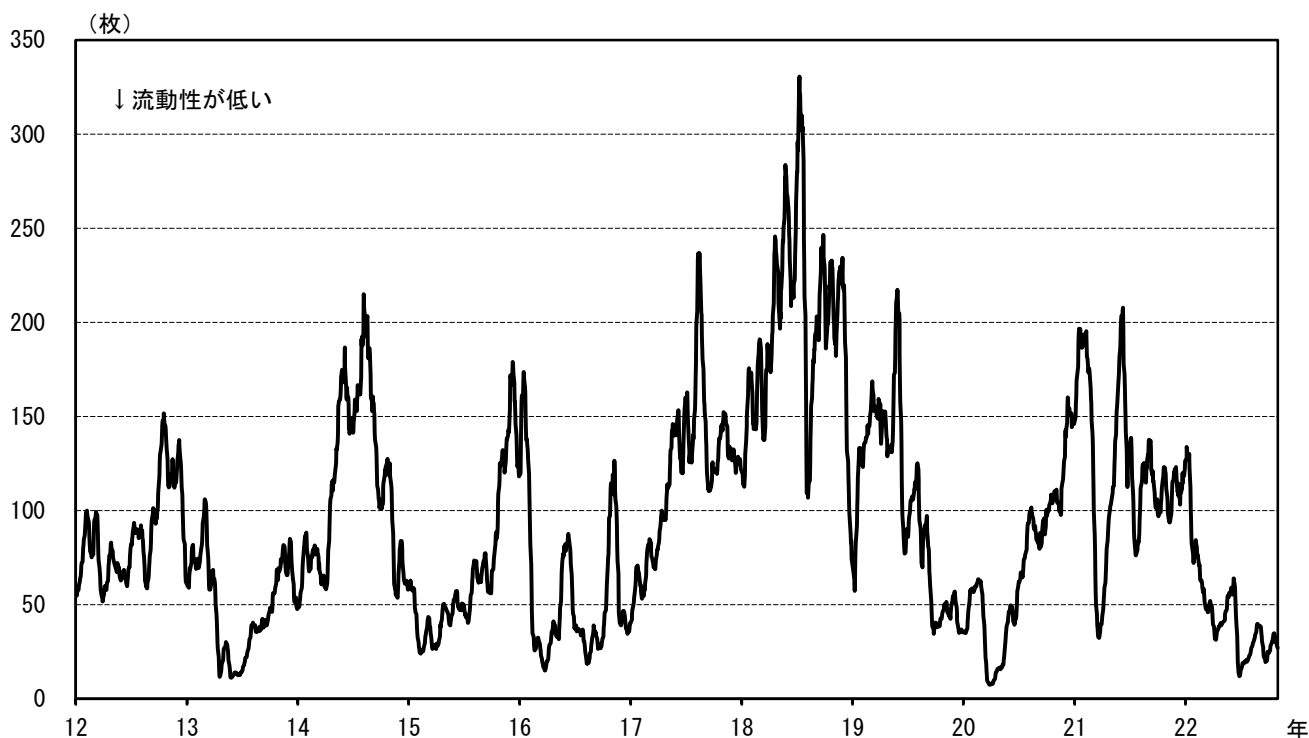
(注) 1. (2)の日中平均は、1分毎にビッド・アスク・スプレッドを求めて、平均したもの。下位10%平均は、1分毎のビッド・アスク・スプレッドのうち、スプレッドが大きい方から10%分を平均したもの。

2. (1)(2)ともに、後方10日移動平均。直近は10月末。

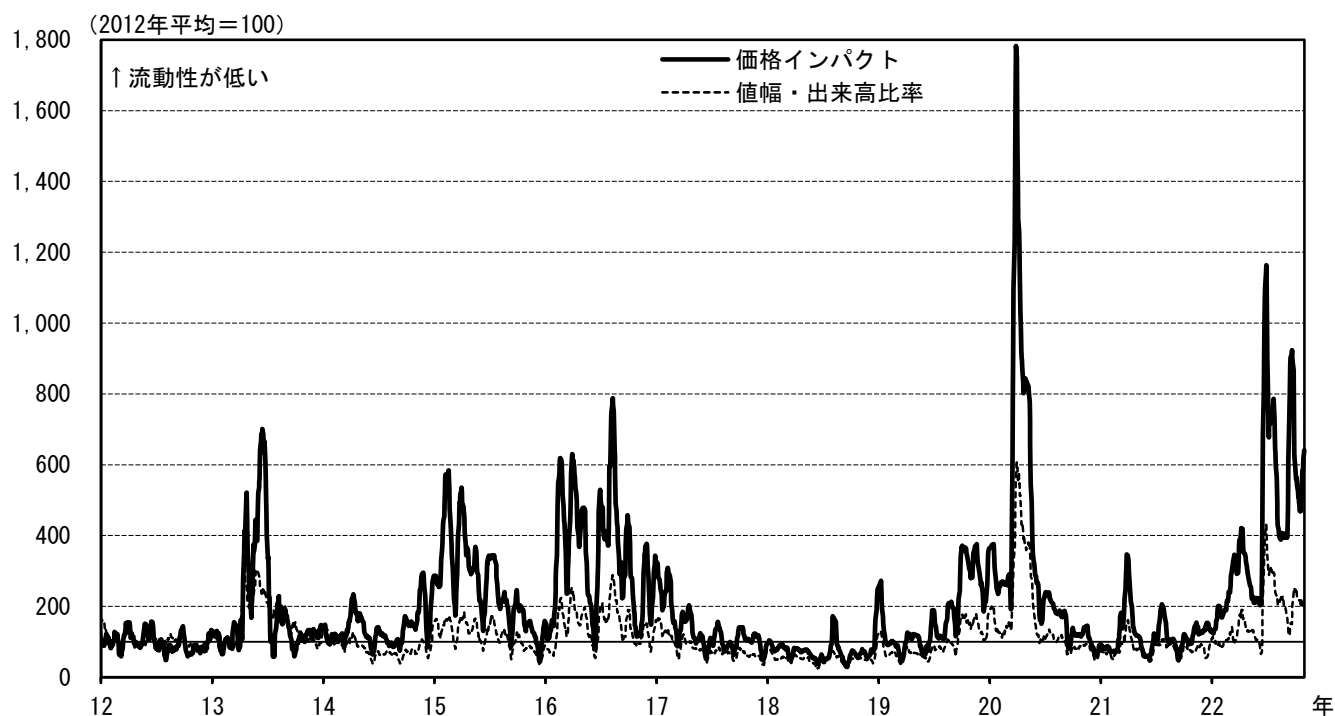
(出所) QUICK、大阪取引所、日本経済新聞社「日経NEEDS」

## 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



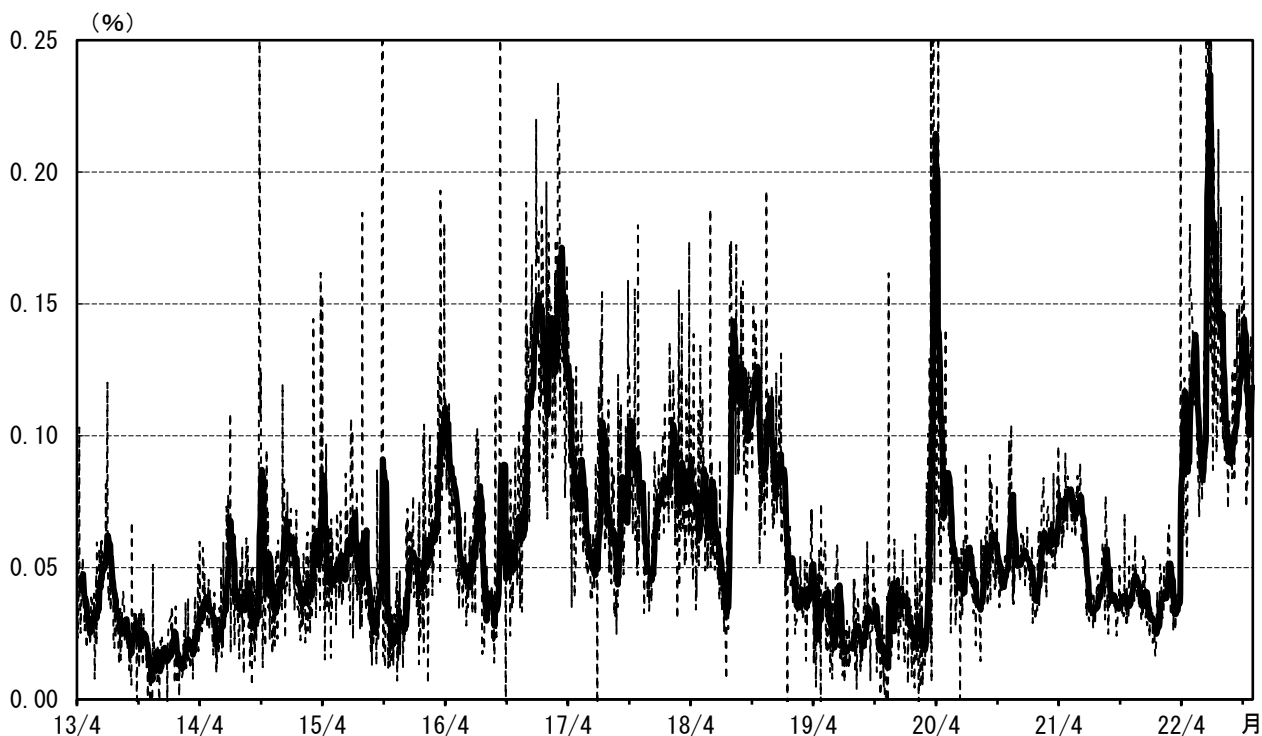
### (2) 価格インパクト



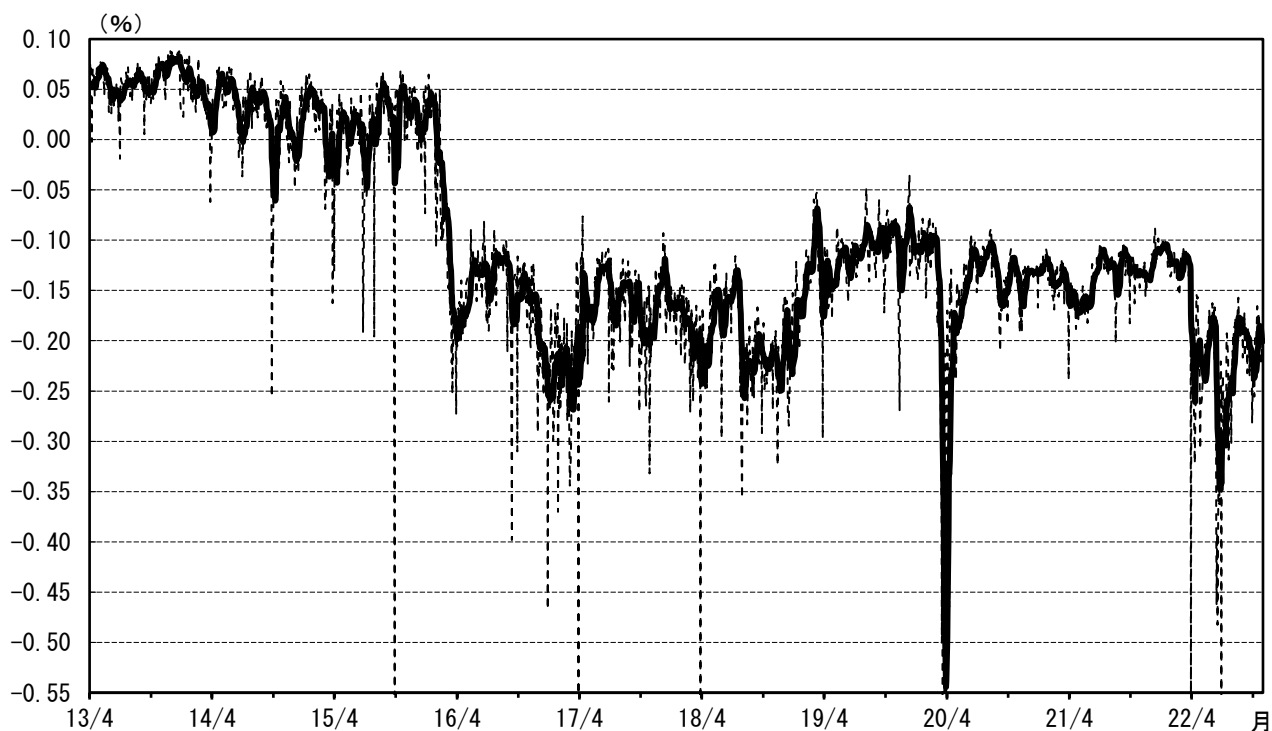
- (注) 1. (1)は、1分毎にベスト・アスク枚数を求めて、その中央値をプロットしたもの。  
2. (2)の価格インパクトは、5分毎に価格インパクトを求めて、平均したもの。値幅・出来高比率は、日中の値幅(最高値と最安値の差)をその日の出来高で除したもの。  
3. (1)(2)ともに、後方10日移動平均。直近は10月末。  
(出所) 日本経済新聞社「日経NEEDS」、QUICK、大阪取引所

## 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

## 当面の金融政策運営について（抜粋）

— 2022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）

①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連続指値オペの運用

上記の金融市場調節方針を実現するため、10年物国債金利について0.25%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。

### （2）資産買入れ方針

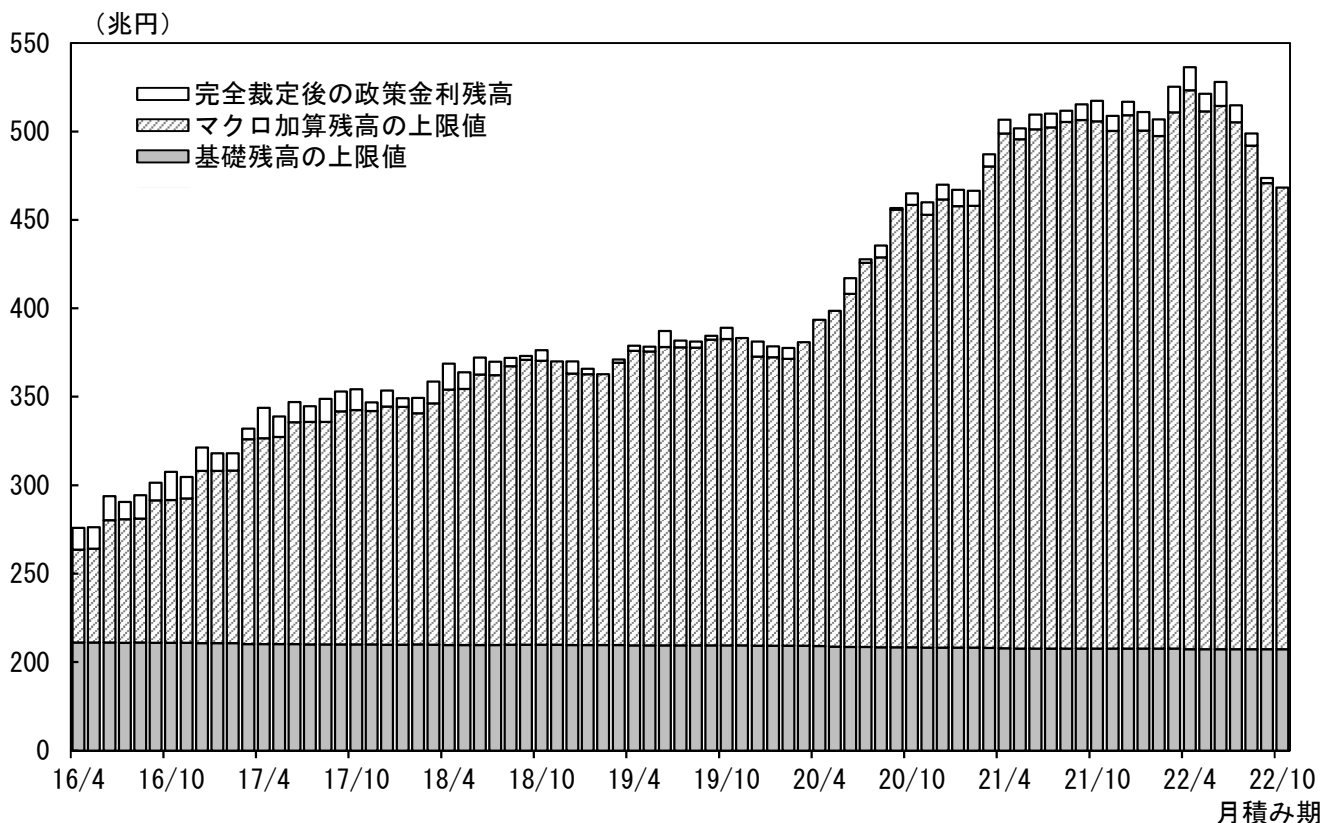
長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

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。

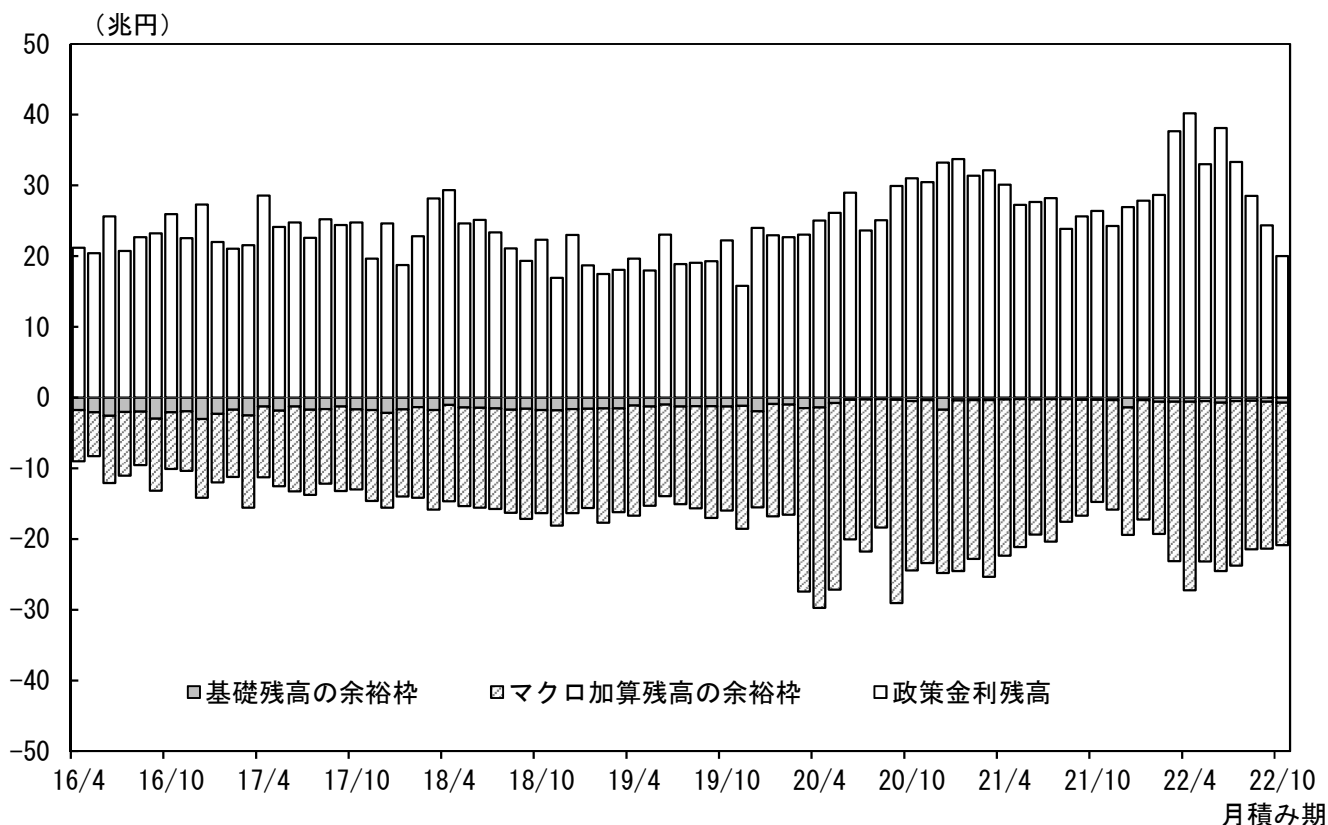
②CP等、社債等については、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準（CP等：約2兆円、社債等：約3兆円）へと徐々に戻していく。

### 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



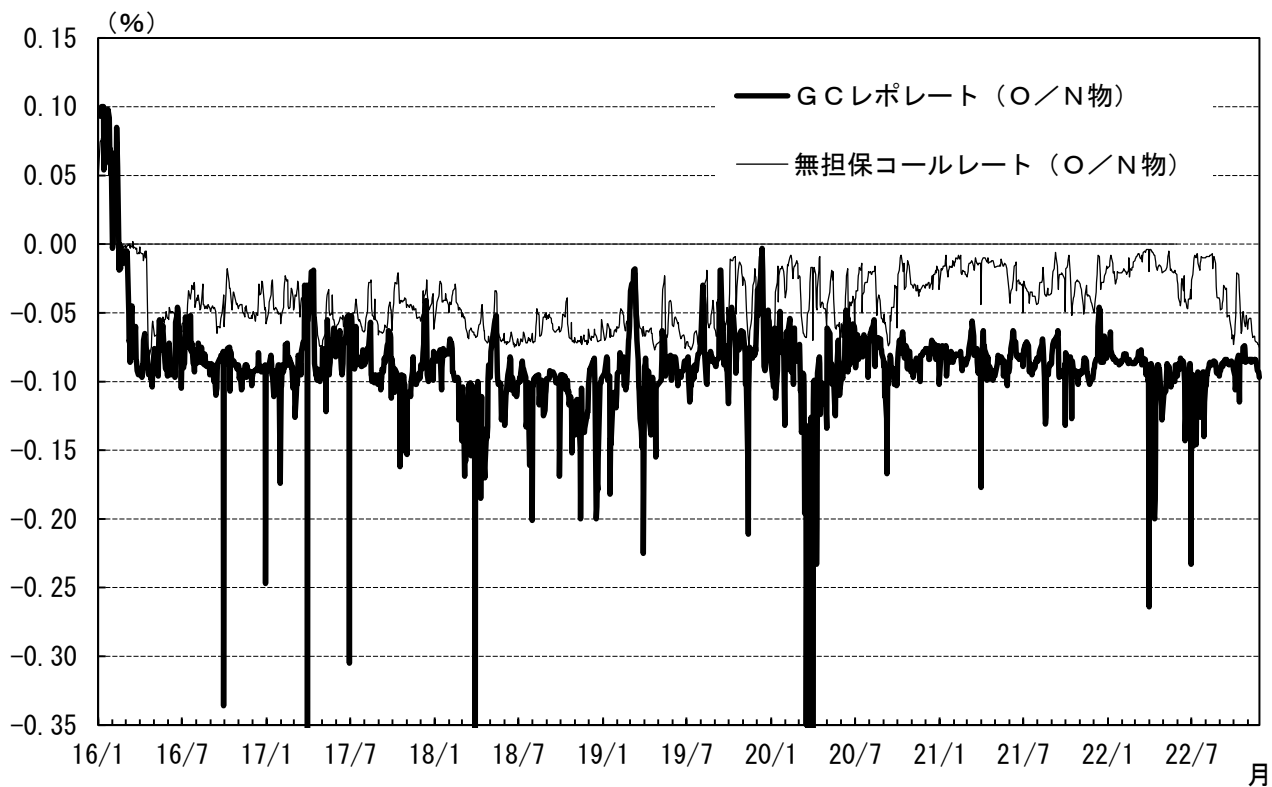
(注1) 「完全裁定後の政策金利残高」は、基礎残高やマクロ加算残高の「余裕枠」を有する金融機関が、その「余裕枠」をすべて利用して、政策金利残高を有する金融機関から資金調達を行った後に、なお残る政策金利残高を指す。

(注2) 2022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

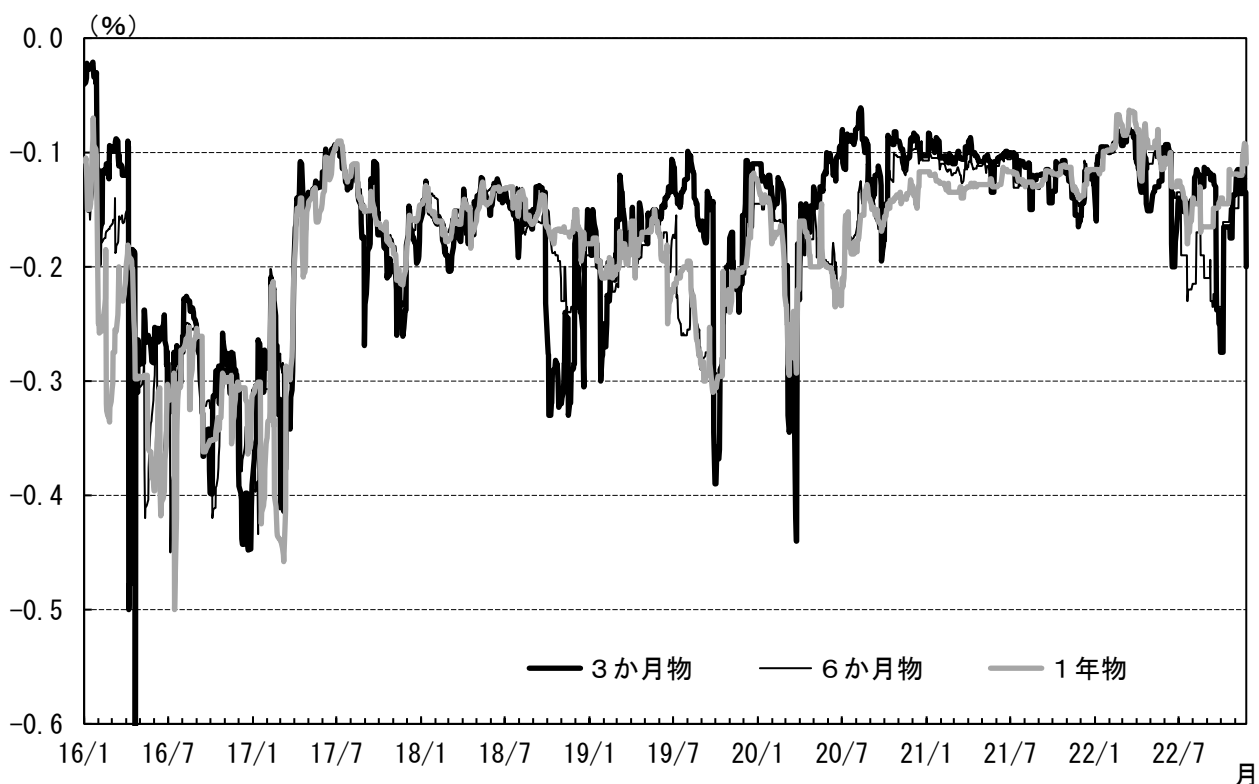
### 短期金利

#### (1) 短期金利



(注) 18/5/1日以前のG C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)。

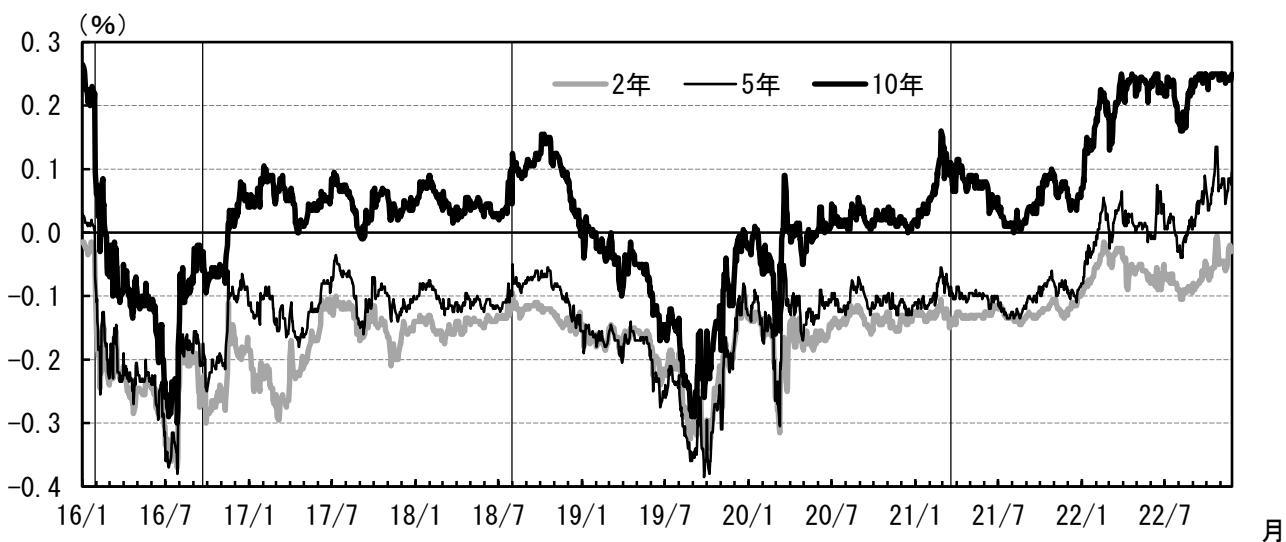
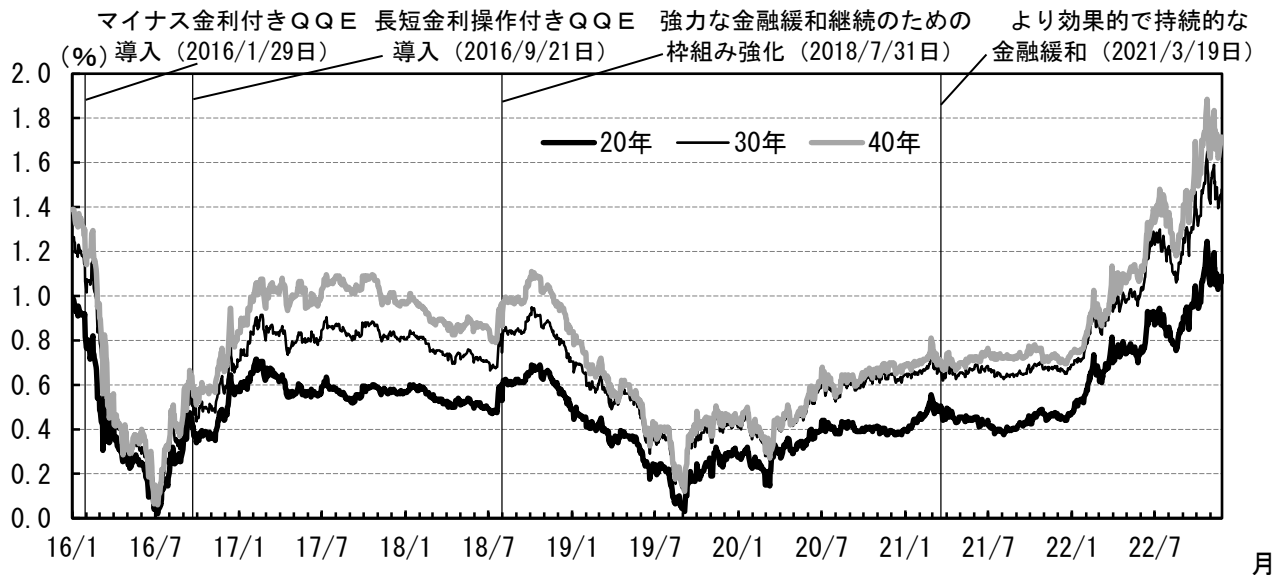
#### (2) 国庫短期証券の利回り



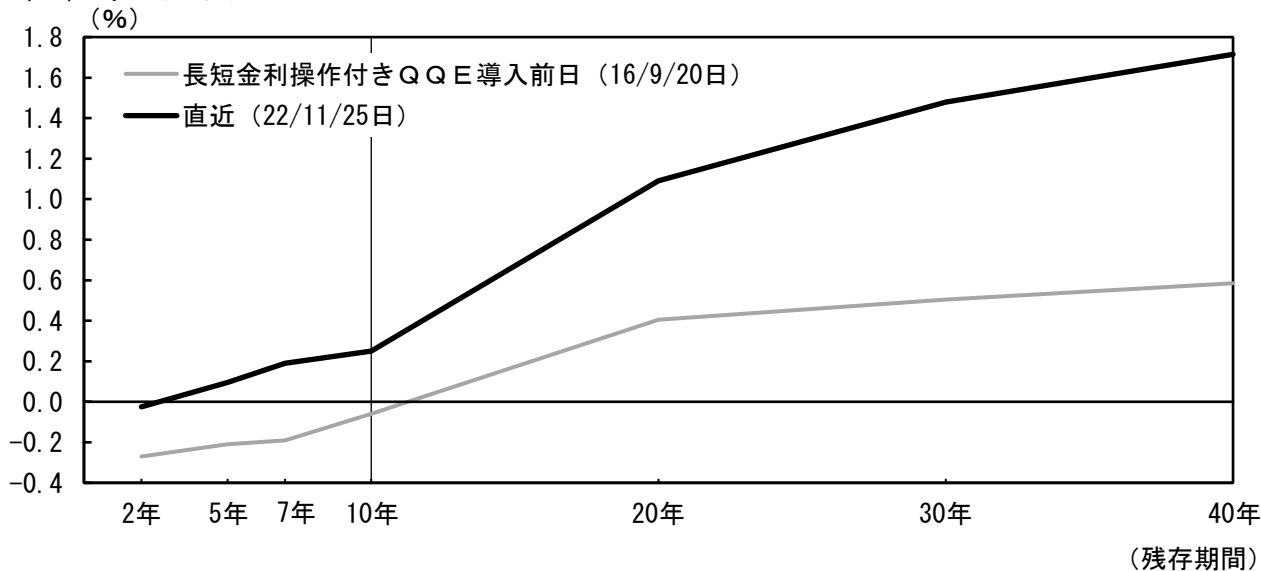
(出所) 日本銀行、日本証券業協会、日本相互証券

# 長期金利

## (1) 長期金利の推移



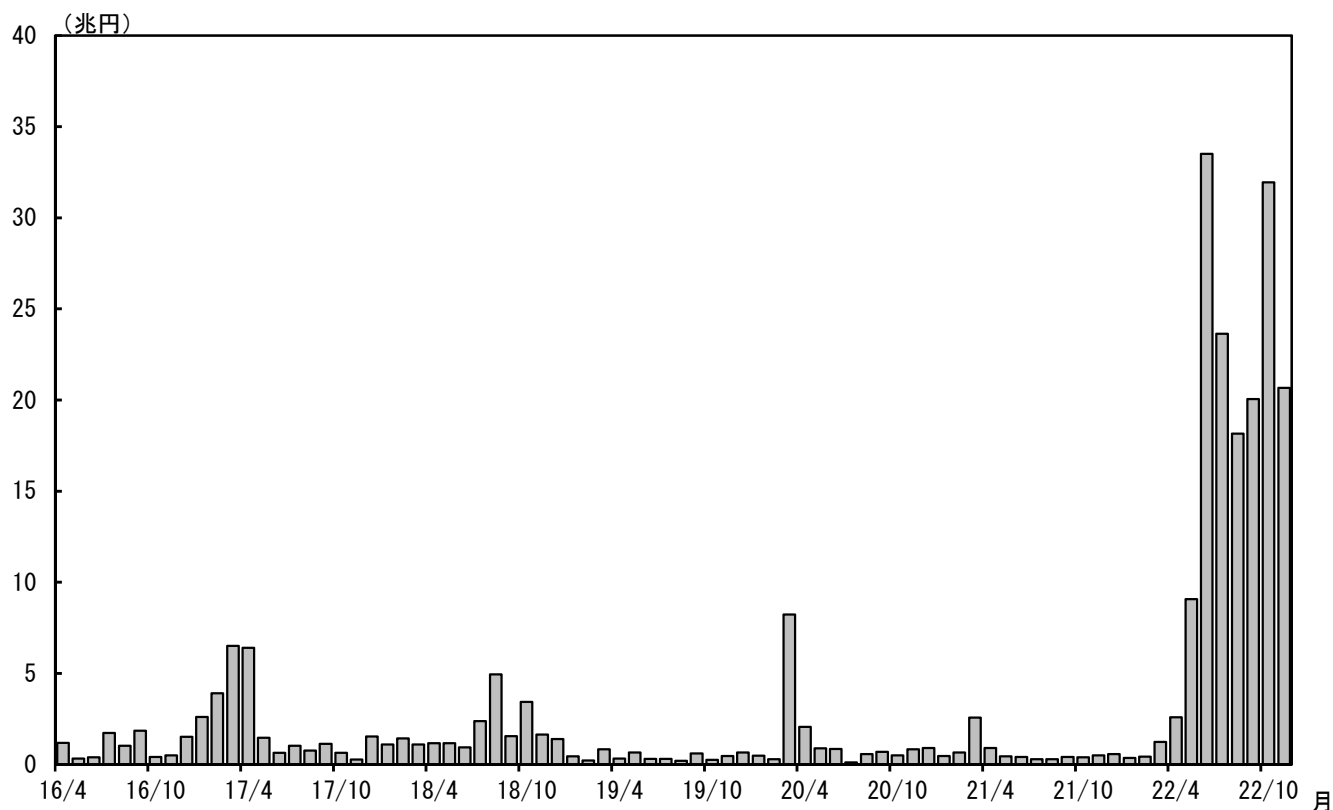
## (2) イールドカーブ



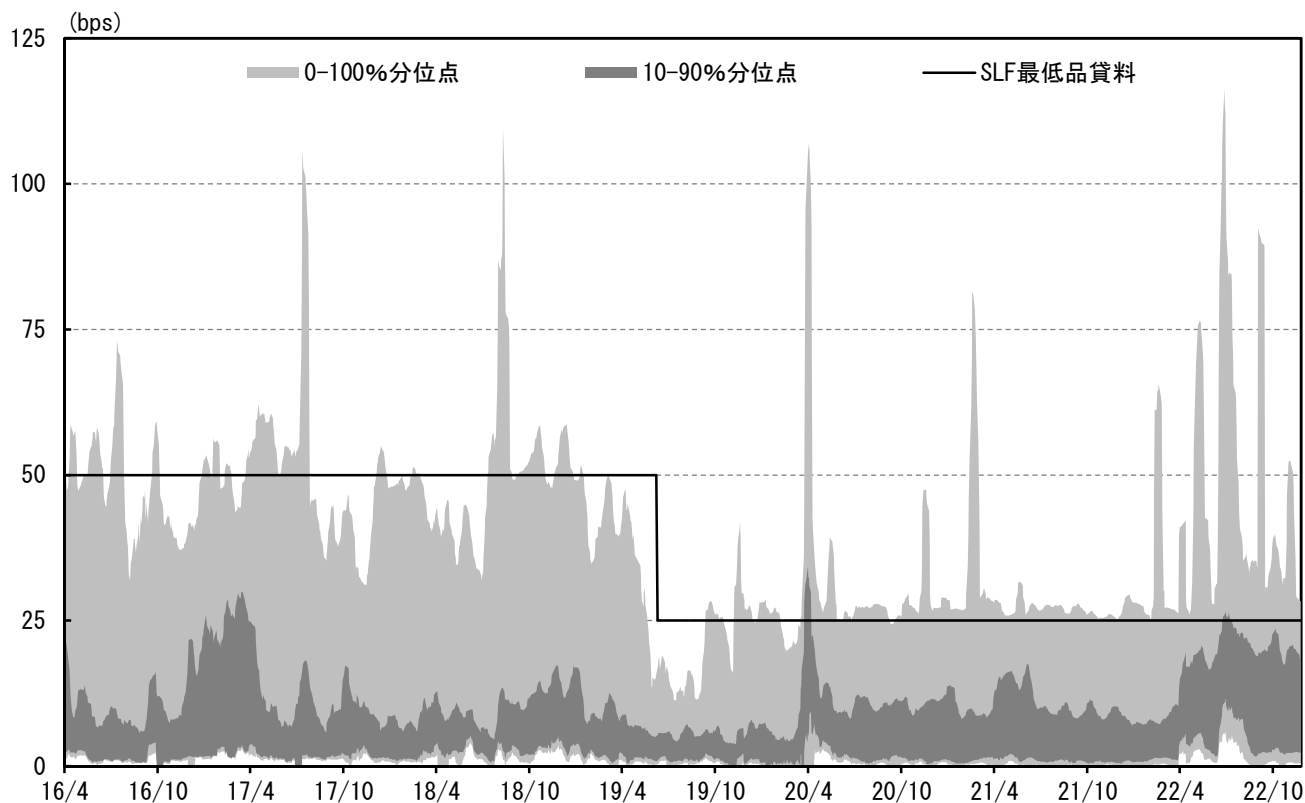


### 国債補完供給

#### (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

(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（2022年10～12月）

	残存期間	1回当たり オファー金額 <sup>(注2)</sup> (単位：億円)	オファー回数 <sup>(注3)</sup>		オファー日程
			10月	11月・12月	
利付国債 <sup>(注1)</sup>	1年以下	1,500	月1回	月1回	—
	1年超3年以下	4,750	月4回	月4回	10/5、11、17、21 11/2、8、14、21 12/2、7、14、19
	3年超5年以下	4,750	月4回	月4回	10/5、11、21、26 11/2、8、21、28 12/2、14、19、26
	5年超10年以下	5,500	月4回	月4回	10/11、17、21、26 11/8、14、21、28 12/7、14、19、26
	10年超25年以下	2,500	月2回	月3回	10/11、26 11/8、21、28 12/7、19、26
	25年超	1,000	月2回	月3回	10/17、26 11/2、14、28 12/2、14、26
物価連動債		600	月1回	月1回	—
変動利付債		300	四半期に 1回	四半期に 1回	10/17

(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。

(注4) シャドー部は、10月分からの変更箇所。

## 金利上昇局面における一連の対応 (2022 年 6 月以降)

日付	対応内容
6/13 日	翌日の国債買入れにおけるオファー分の追加 (5 年超 10 年以下) を発表
6/14 日	上記追加オファー分を増額したうえで、超長期ゾーンも対象に加えて臨時の国債買入れを実施
	翌日の国債買入れにおけるオファー分の追加・増額を発表
6/15 日	チーペスト銘柄の指値オペを実施
	翌日以降のチーペスト銘柄の連続指値オペ実施 (期間: 6/16~17 日) を発表
6/17 日	翌営業日以降のチーペスト銘柄の連続指値オペ実施 (期間: 6/20 日以降当分の間) を発表
	チーペスト銘柄等にかかる国債補完供給の要件緩和措置を発表
8/31 日	チーペスト銘柄の連続指値オペおよびチーペスト銘柄等にかかる国債補完供給の要件緩和措置について、対象銘柄の追加・入れ替えの実施を発表
9/7 日	当日の国債買入れにおける 5 年超 10 年以下のオファー額を増額
9/14 日	当日の国債買入れにおける 5 年超 10 年以下のオファー額を増額
9/21 日	臨時の国債買入れを実施 (5 年超 10 年以下、10 年超 25 年以下)
9/26 日	当日の国債買入れにおける 5 年超 10 年以下のオファー額を増額
9/27 日	臨時の国債買入れを実施 (5 年超 10 年以下、10 年超 25 年以下)
9/30 日	当日の国債買入れにおける 5 年超 10 年以下のオファー額を増額
	「長期国債買入れの四半期予定 (2022 年 10~12 月)」において、5 年超 10 年以下から 25 年超までの計 3 ゾーンで、1 回当たりオファー金額の増額を発表
10/20 日	臨時の国債買入れを実施 (5 年超 10 年以下、10 年超 25 年以下、25 年超)
10/21 日	当日の国債買入れにおける各ゾーンのオファー額を増額、10 年超 25 年以下のオファーを追加
10/26 日	当日の国債買入れにおける各ゾーンのオファー額を増額
10/28 日	「長期国債買入れの四半期予定 (2022 年 10~12 月)」において、10 年超 25 年以下および 25 年超の計 2 ゾーンで、月間オファー回数を引き上げを発表
11/29 日	チーペスト銘柄の連続指値オペおよびチーペスト銘柄等にかかる国債補完供給の要件緩和措置について、対象銘柄の追加・入れ替えの実施を発表

(図表 8)

## 日本銀行のバランスシート項目

(単位：兆円)

	12年度末	17年度末	18年度末	19年度末	20年度末	21年度末	22/10月末
長期国債	91.3	426.6	459.6	473.5	495.8	511.2	547.8
CP等	1.2	2.1	2.0	2.6	2.9	2.5	2.6
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	7.5	8.6	8.2
ETF	1.5	18.9	24.8	29.7	35.9	36.6	36.9
J-REIT	0.1	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
貸出支援基金	3.4	45.6	46.1	49.2	60.0	61.6	64.3
買入国庫短期証券	16.4	18.8	7.9	10.2	34.2	12.7	6.5
被災地金融機関支援	0.4	0.5	0.7	0.5	0.5	0.5	0.3
新型コロナ対応金融支援	—	—	—	3.4	64.8	86.8	10.8
気候変動対応	—	—	—	—	—	2.0	3.6
共通担保資金供給	21.7	0.4	0.7	1.2	0.5	0.5	1.0
その他とも 資産計	164.8	528.3	557.0	604.5	714.6	736.3	696.0
銀行券	83.4	104.0	107.6	109.6	116.0	119.9	120.7
当座預金	58.1	378.2	393.9	395.3	522.6	563.2	495.3
売現先勘定	14.5	0.3	0.2	24.1	0.6	0.9	2.4
その他とも 負債・純資産計	164.8	528.3	557.0	604.5	714.6	736.3	696.0
マネタリーベース	146.0	487.0	506.3	509.8	643.6	688.0	620.9

(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