

2020年2月25日
日本銀行金融市場局

「市場調節に関する意見交換会」の概要

日本銀行では、「市場調節に関する意見交換会」（2020年2月）を下記のとおり開催しました。

1. 開催要領

（日時）2020年2月21日（金）17時30分から

（場所）日本銀行本店

（参加者）全オペレーション対象先の市場部門担当役員または実務責任者

（日本銀行出席者）金融市場局長、総務課長、市場調節課長、市場企画課長

2. 内容

（1）金融市場局長挨拶

（2）日本銀行からの説明

・最近の金融市場の動向および市場調節の運営（資料1）

（説明者）市場調節課長

・国債市場の流動性・機能度（資料2）

（説明者）総務課長

・わが国における金利指標改革の取組み（資料3）

（説明者）市場企画課長

以 上

最近の金融市場の動向 および市場調節の運営

2020年2月21日

日本銀行金融市場局

当面の金融政策運営について（抜粋）

— 2020年1月21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

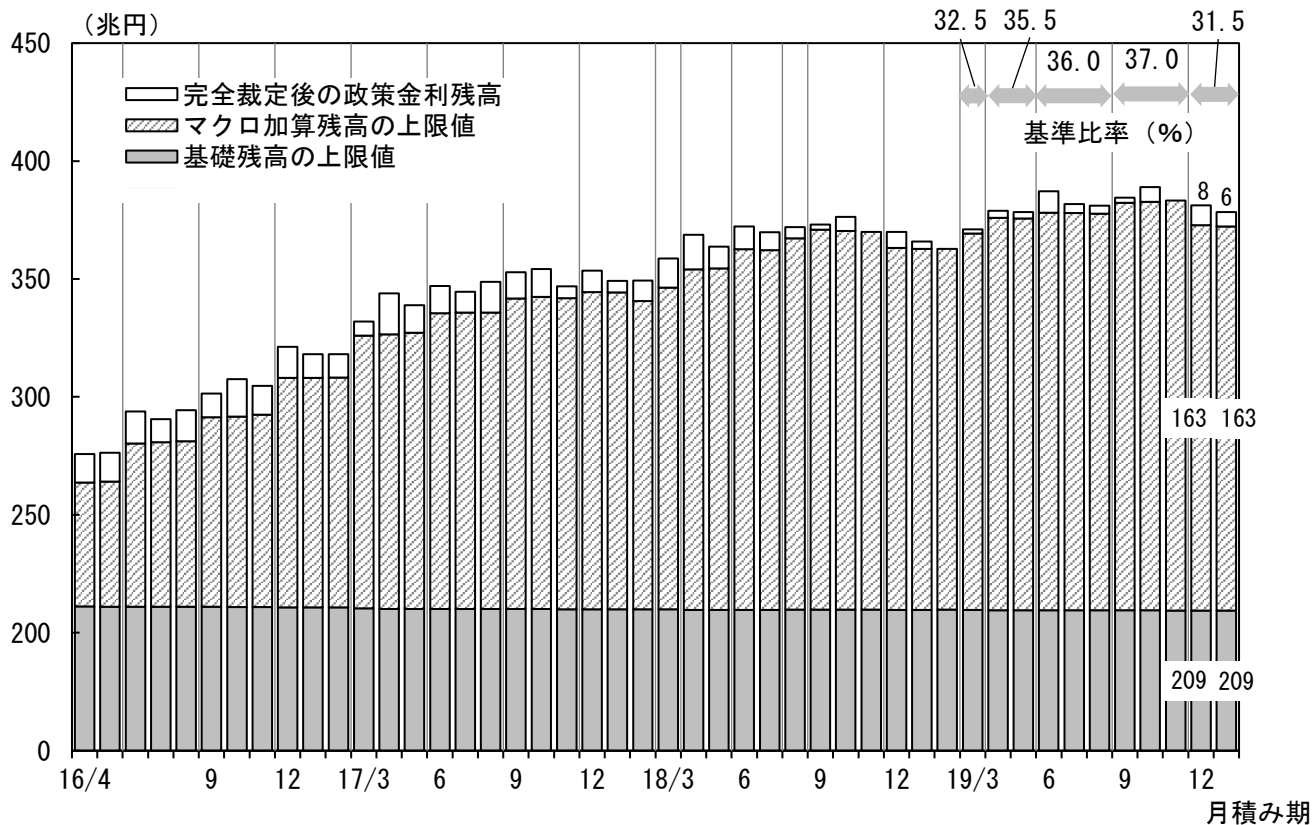
長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

①ETF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。

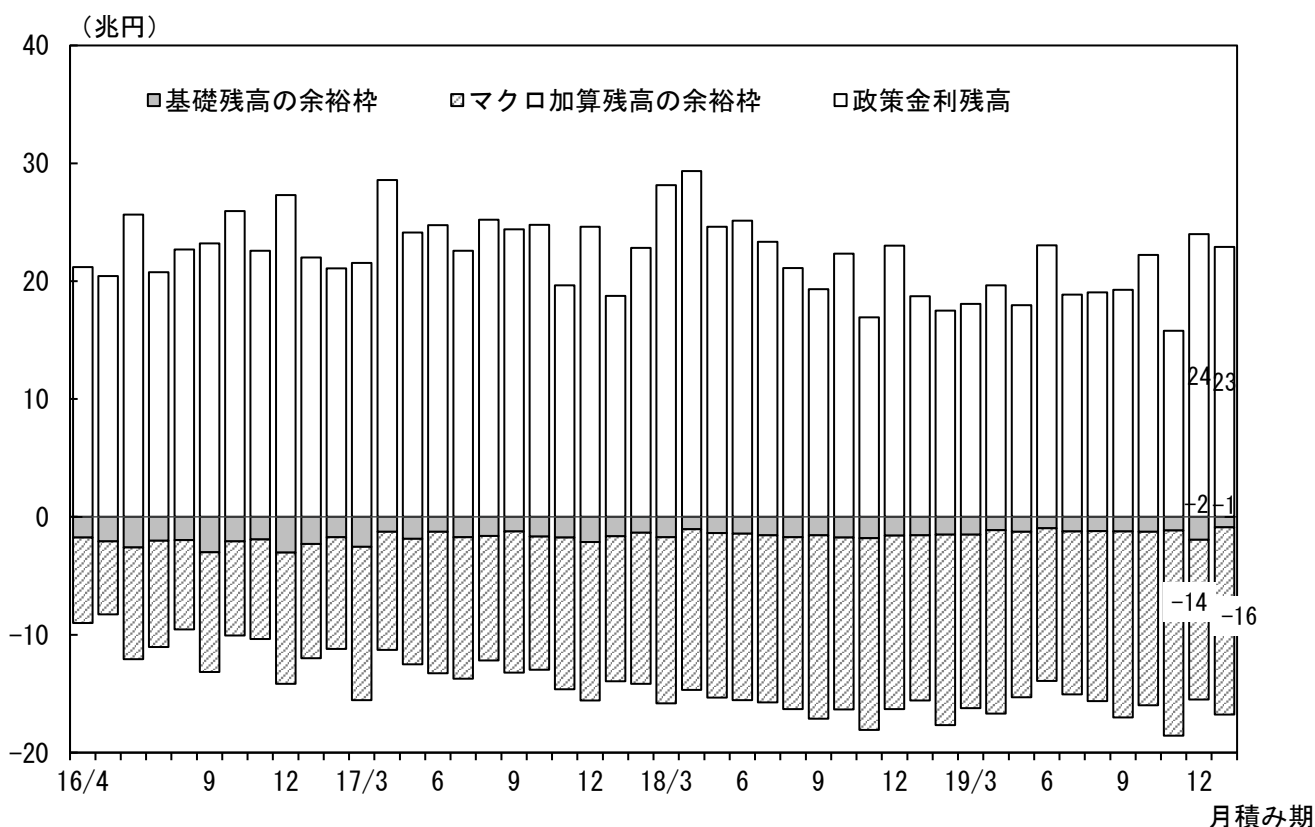
②CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

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



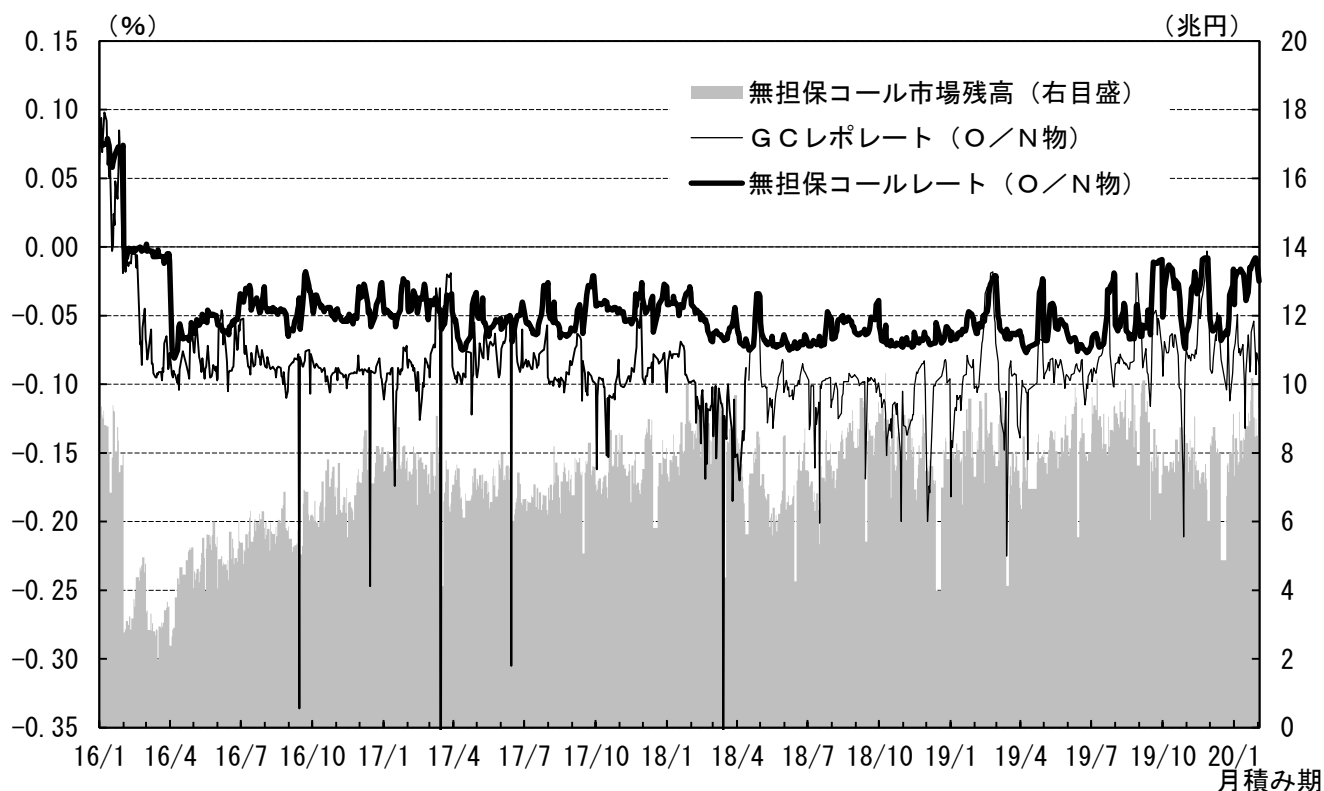
(注1) 「完全裁定後の政策金利残高」は、基礎残高やマクロ加算残高の「余裕枠」を有する金融機関が、その「余裕枠」をすべて利用して、政策金利残高を有する金融機関から資金調達を行った後に、なお残る政策金利残高を指す。

(注2) 2019年12月積み期および2020年1月積み期は速報値。

(出所) 日本銀行

短期金利

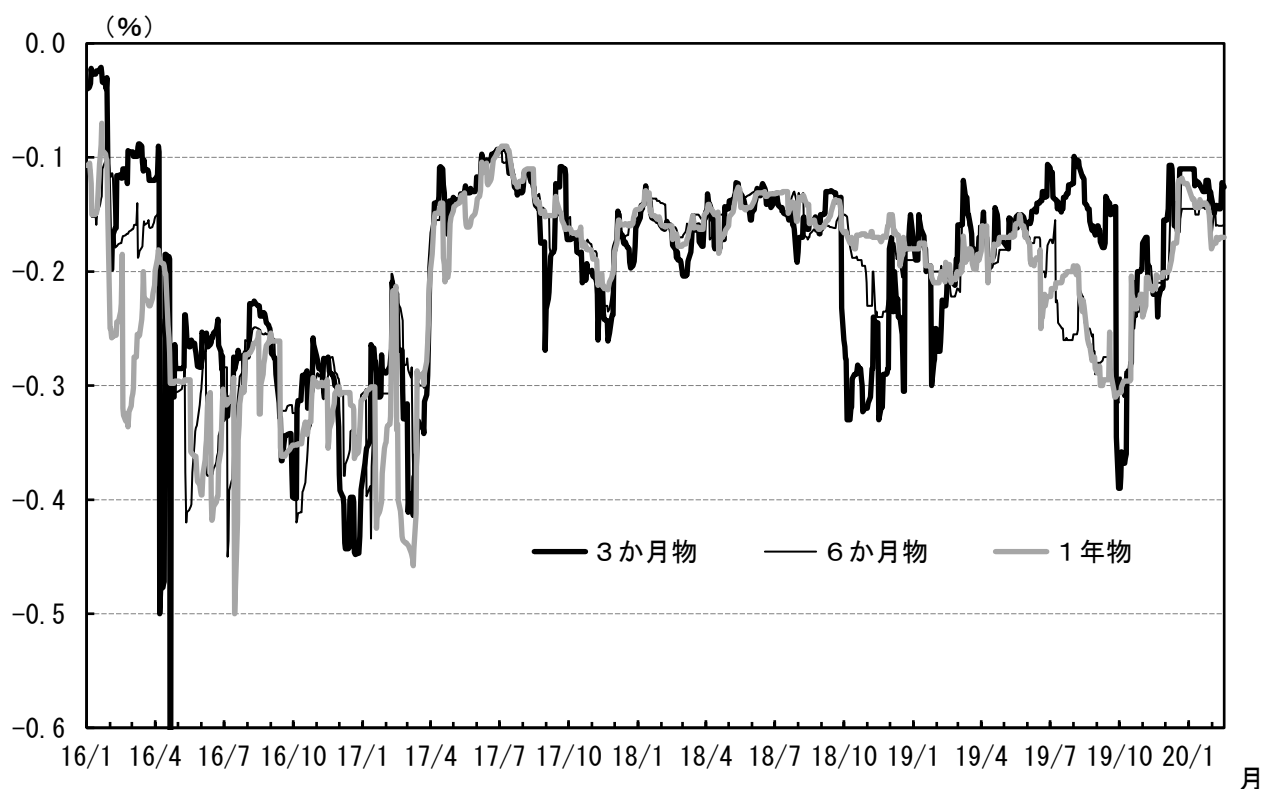
(1) 短期金利



(注1) 18/5/1日以前のGCR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)。

(注2) 無担保コール市場残高は、ターム物を含む。

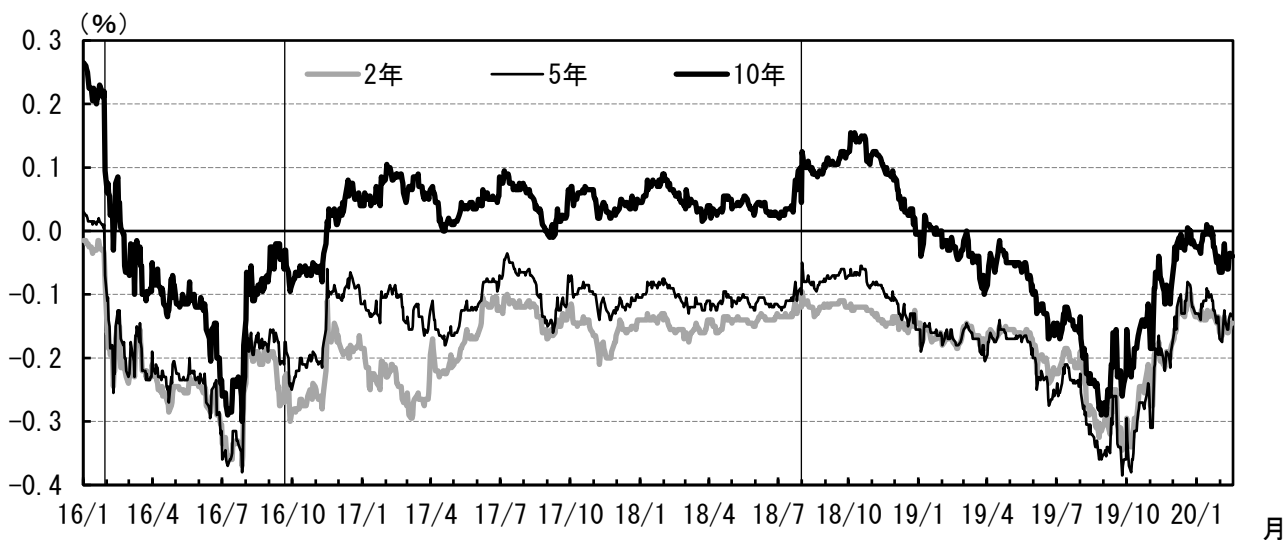
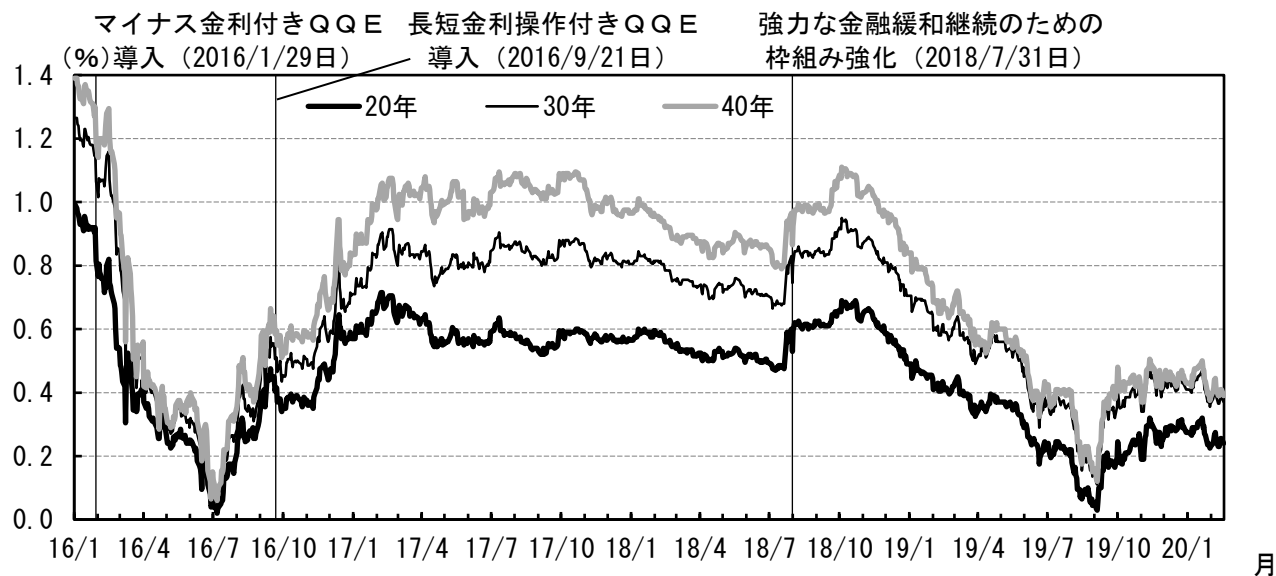
(2) 国庫短期証券の利回り



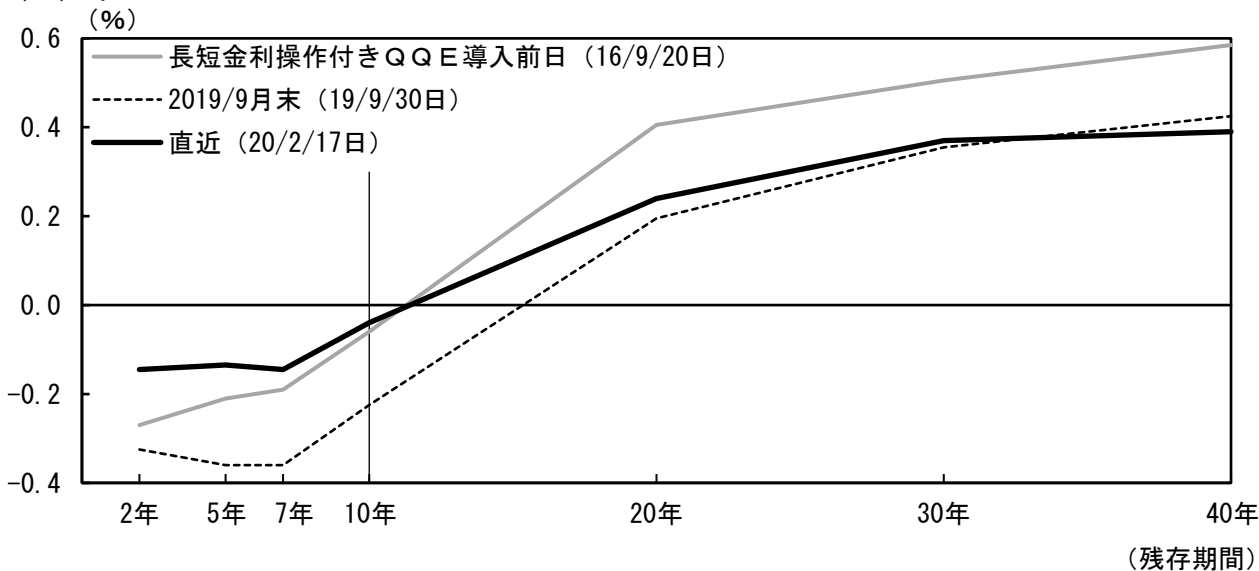
(出所) 日本銀行、日本証券業協会、日本相互証券

長期金利

(1) 長期金利の推移



(2) イールドカーブ



(出所) 日本相互証券

長期国債等の2月の買入予定

	残存期間		1回当たりオファー金額 (単位：億円)	現時点で予定している日程
利付国債（物価連動債、変動利付債を除く）	1年以下		100～1,000程度	月2回程度
	1年超 5年以下	1年超 3年以下	3,000～5,500程度	2月7日、13日、21日、 27日
		3年超 5年以下	2,000～4,500程度	
	5年超10年以下		2,000～5,000程度	2月7日、13日、21日、 27日
	10年超	10年超 25年以下	500～2,000程度	2月10日、25日
		25年超	0～500程度	
物価連動債			300程度	月2回程度
変動利付債＜偶数月＞			1,000程度	隔月1回

（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年末	19年末
長期国債 ¹	91.3	141.6	201.8	282.0	360.7	418.5	456.1	471.9
CP等 ²	1.2	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.0	2.2
社債等 ²	2.9	3.2	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	23.5	28.3
J-REIT ³	0.12	0.14	0.18	0.27	0.36	0.45	0.50	0.55
貸出支援基金	3.4	8.4	23.4	29.8	38.8	47.1	44.8	47.5
買入国庫短期証券 ⁴	16.4	24.2	38.4	31.6	40.5	18.1	8.9	7.2
共通担保資金供給	21.7	18.1	8.0	6.4	0.5	1.0	0.7	0.6
その他とも 資産計	164.8	224.2	300.2	383.1	476.5	521.4	552.1	573.1
銀行券	83.4	90.1	93.1	98.4	102.5	106.7	110.4	112.7
当座預金	58.1	107.1	178.1	253.0	330.2	368.5	389.0	400.5
その他とも 負債・純資産計	164.8	224.2	300.2	383.1	476.5	521.4	552.1	573.1
マネタリーベース	146.0	201.8	275.9	356.1	437.4	480.0	504.2	518.2

(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、弾力的な買入れを実施する。

(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、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。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。

(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

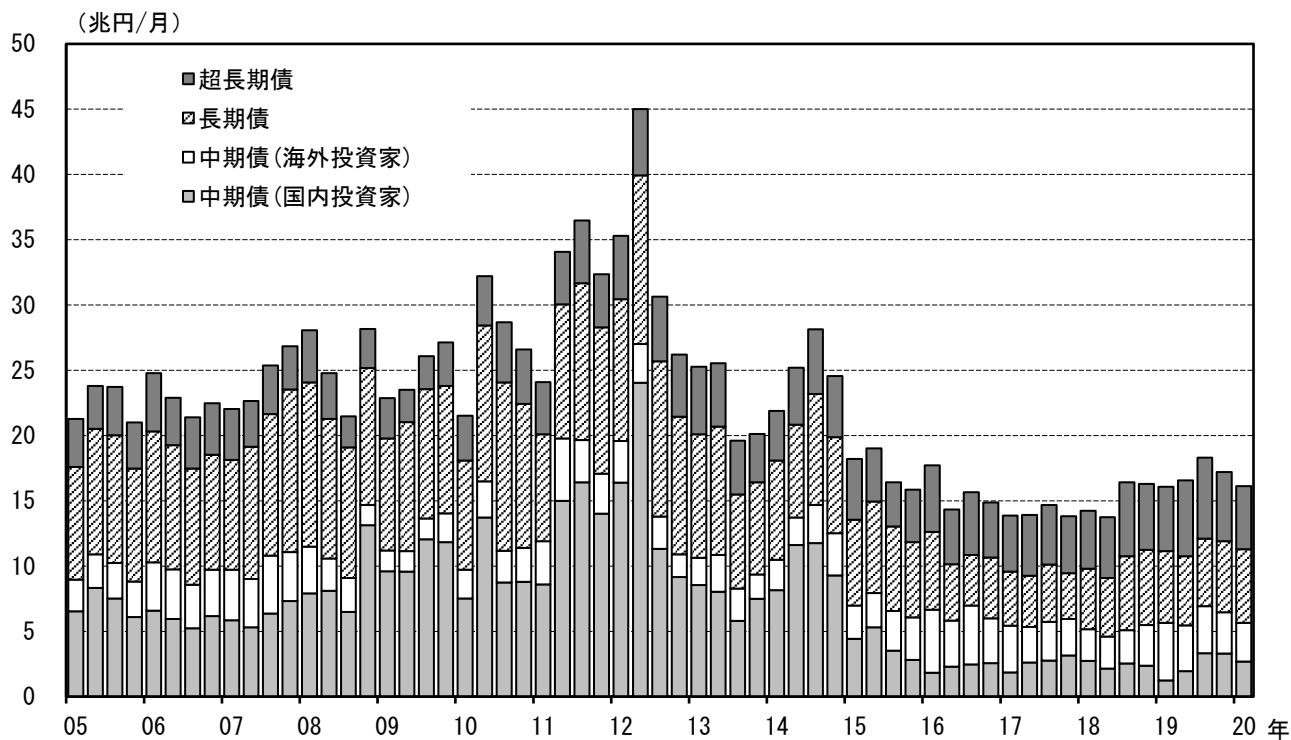
国債市場の流動性・機能度

2020年2月21日

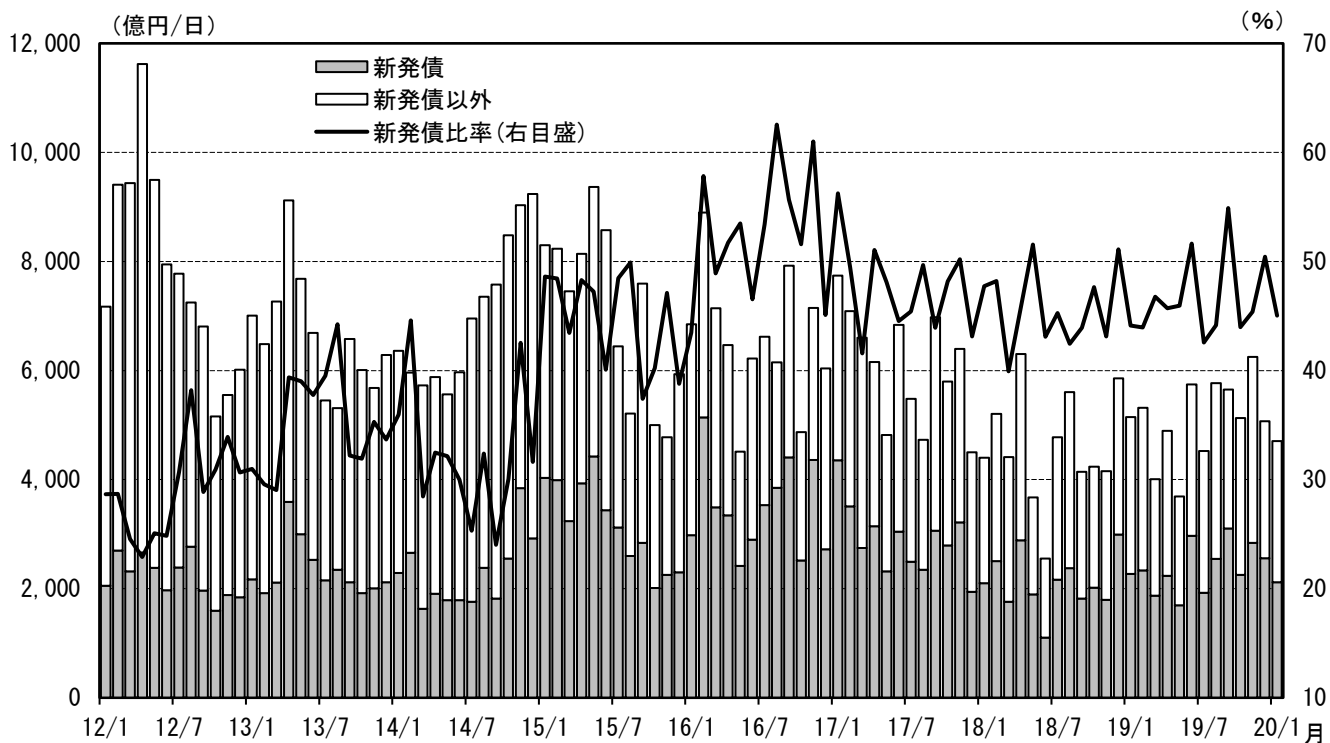
日本銀行金融市場局

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1月。

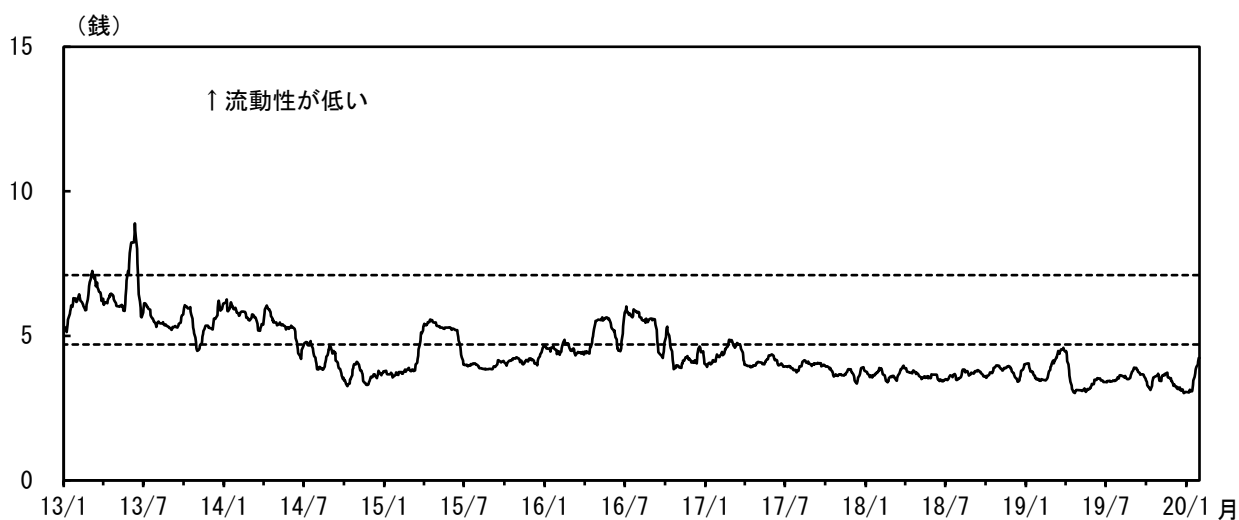
2. (2)は、2、5、10、20、30、40年債の1日あたり取引高の合計（日本相互証券）。直近は1月。

(出所) 日本証券業協会、QUICK

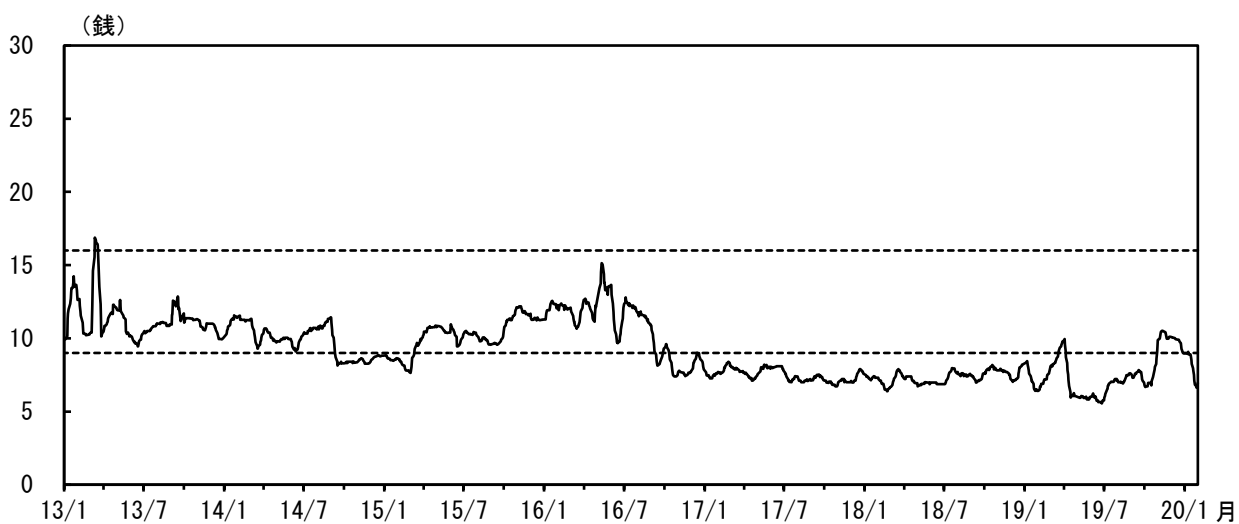
現物国債市場

ディーラー対顧客取引の値幅の狭さ (tightness)

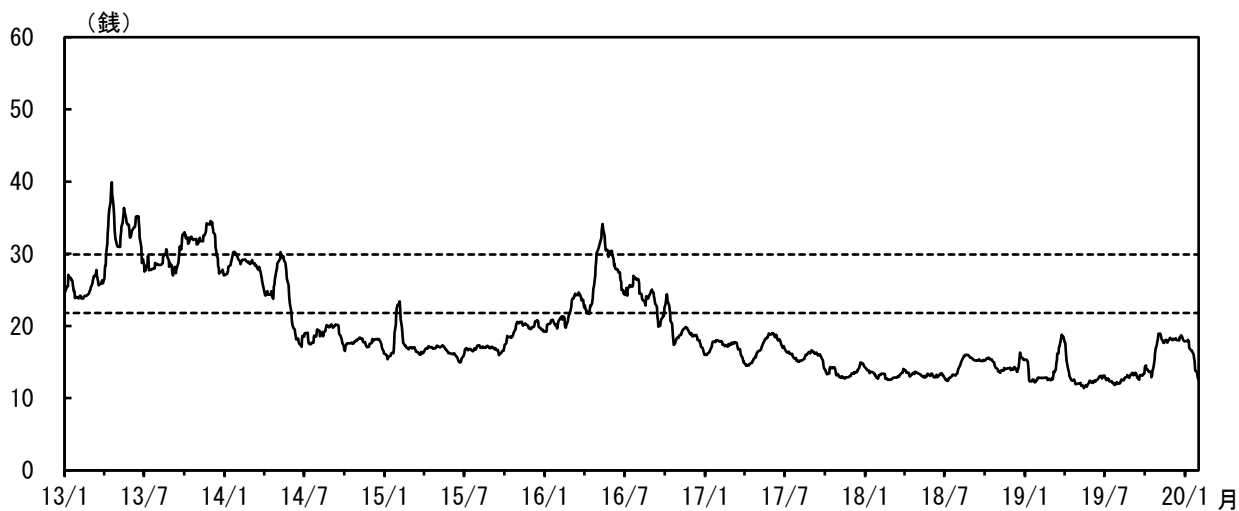
(1) ビッド・アスク・スプレッド (5年債)



(2) 同 (10年債)



(3) 同 (20年債)



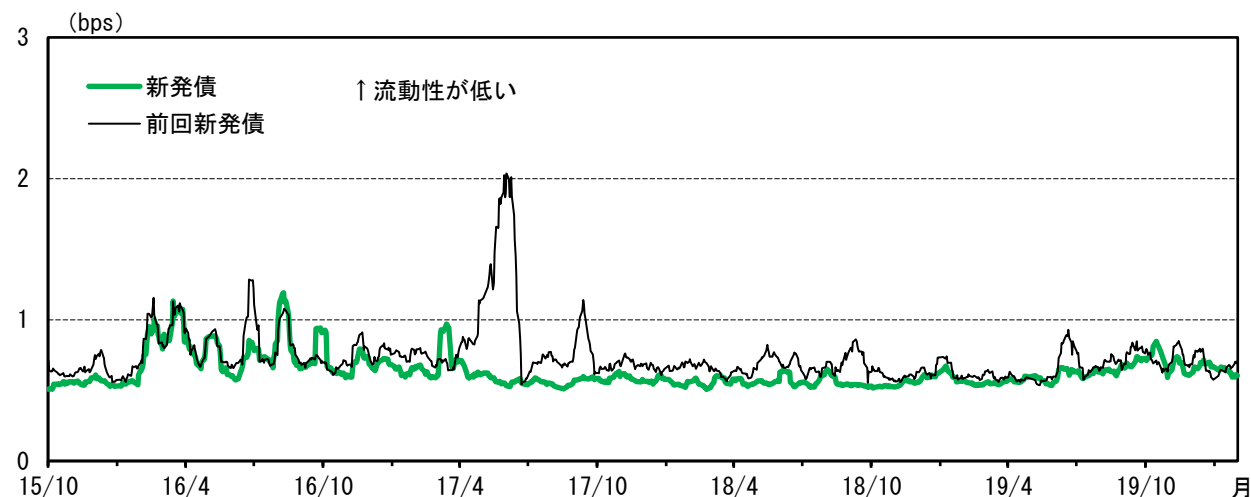
(注) 1. 15時時点のTrade web気配値。点線は、2010/1～2013/3月における第1四分位と第3四分位を示す。
2. 後方10日移動平均。直近は1月末。

(出所) Refinitiv社 Eikon

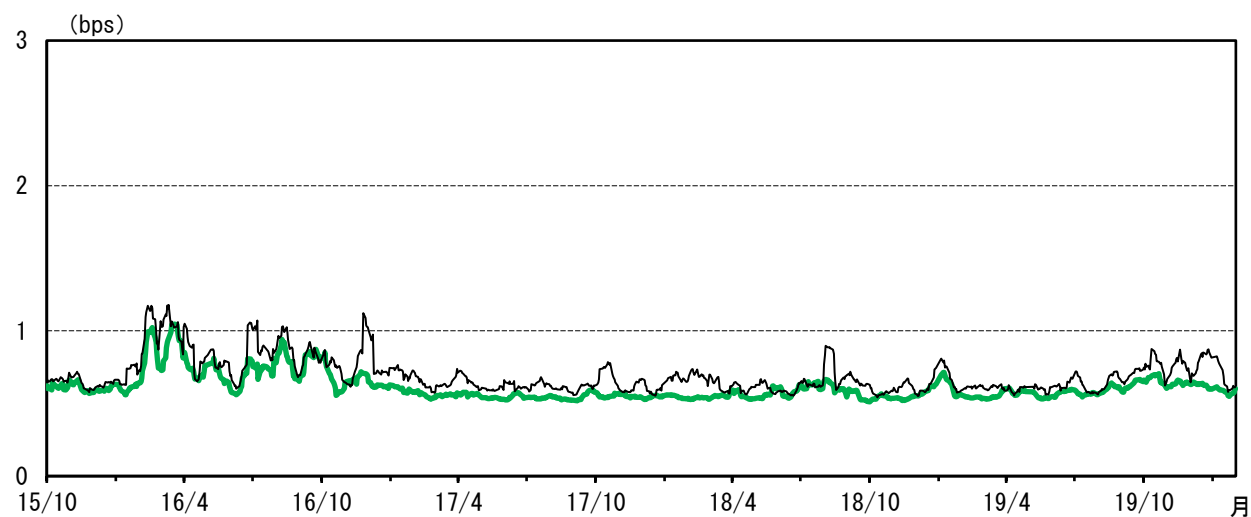
現物国債市場

ディーラー間取引の値幅の狭さ (tightness)

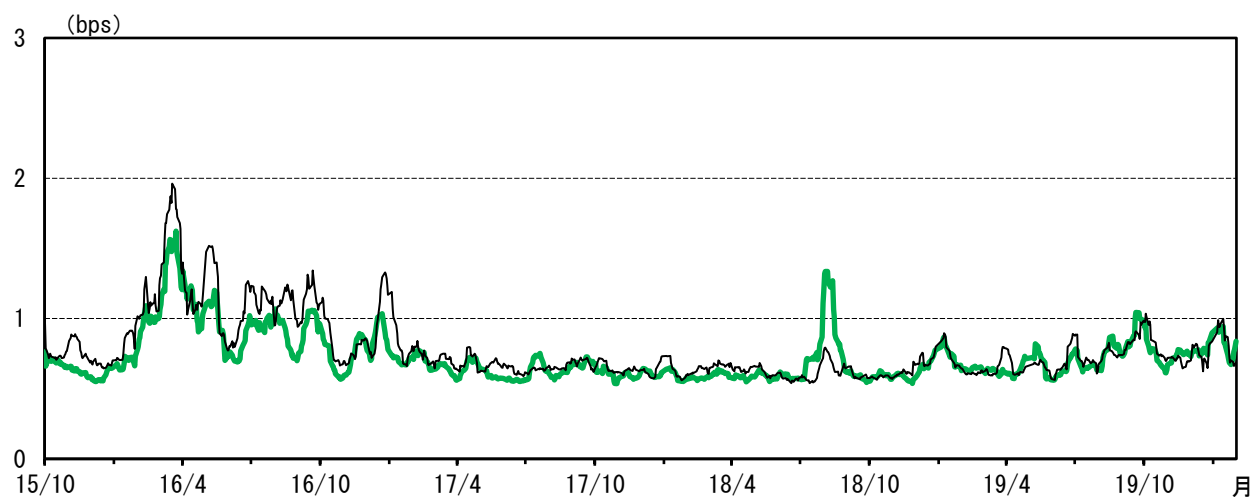
(1) ビッド・アスク・スプレッド (5年債)



(2) 同 (10年債)



(3) 同 (20年債)



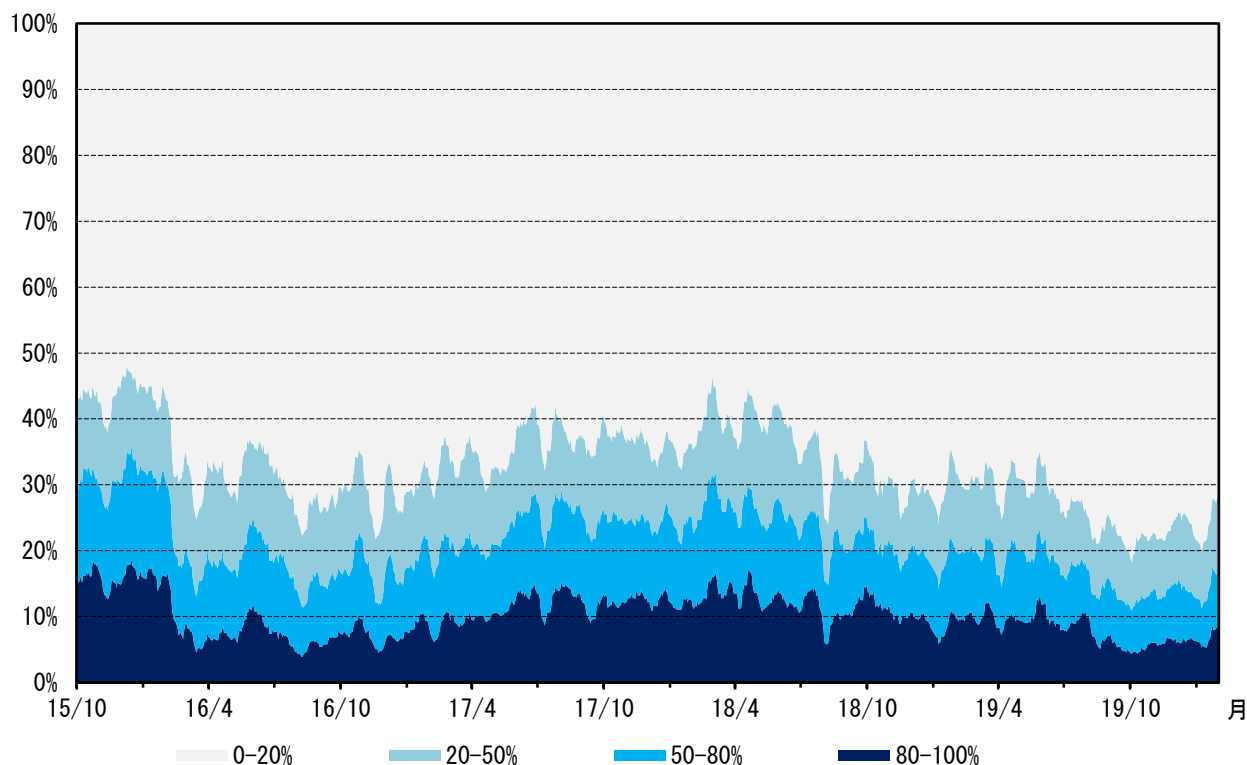
(注) 1. 当該銘柄について、1秒毎にビッド・アスク・スプレッドを求めて、平均したもの。スプレッドはビッドとアスクがともに提示されていた場合のみ算出。
2. 後方10日移動平均。直近は1月末。

(出所) 日本相互証券

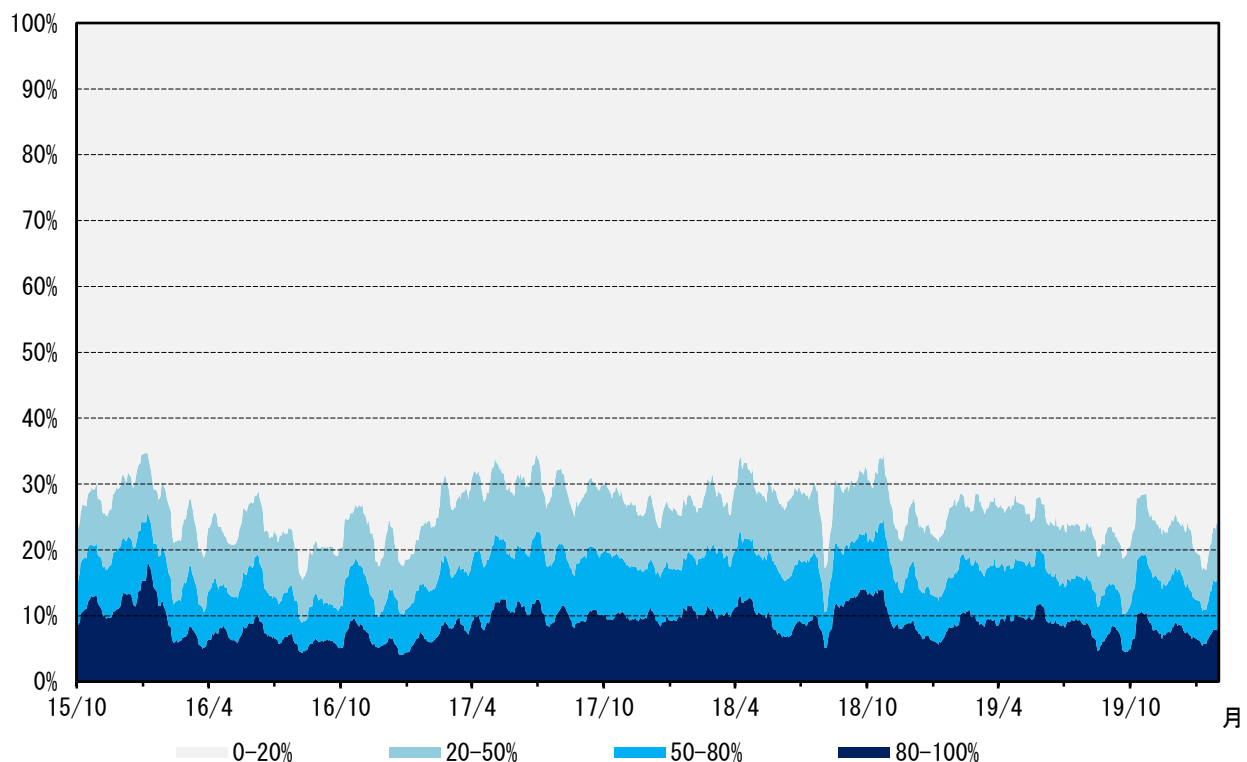
現物国債市場

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

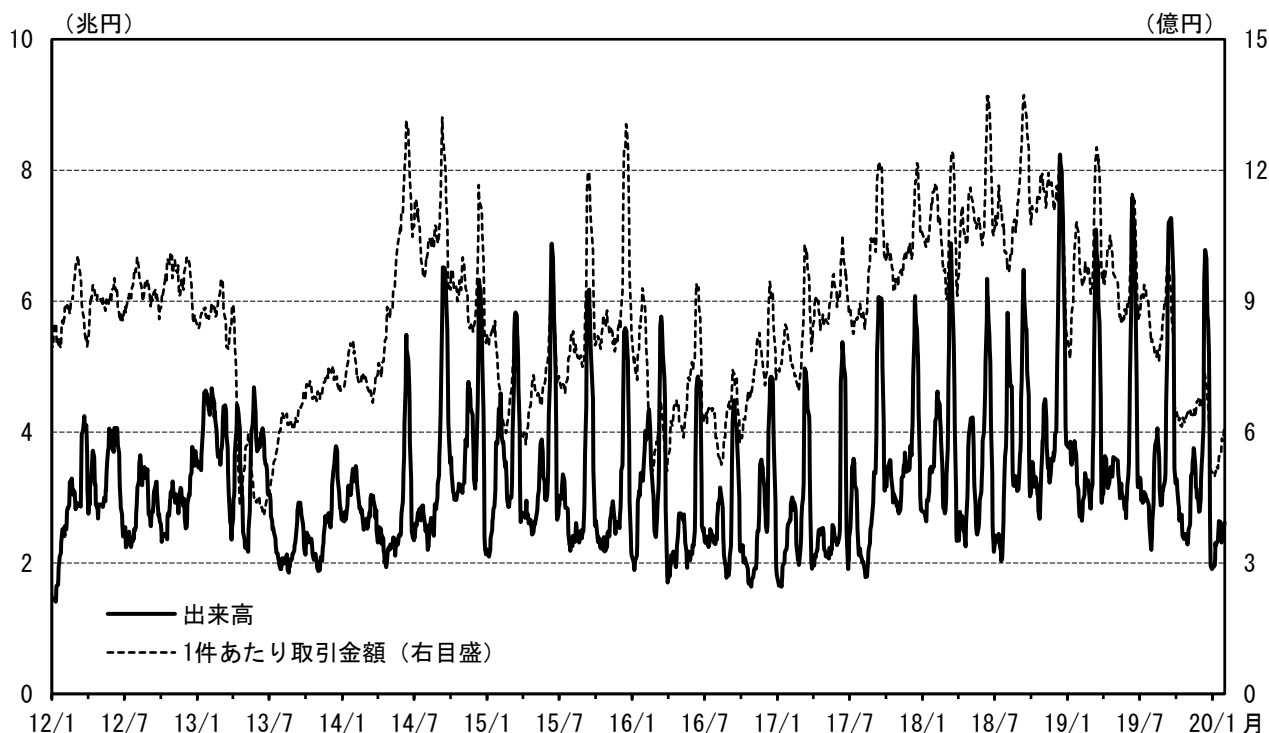


- (注) 1. ビッド (アスク) 提示時間が、1日の取引時間に占める割合が、0~20%、20~50%、50~80%、80~100%である銘柄数の割合。
2. 後方10日移動平均。直近は1月末。
3. 1日の取引時間は、18/8/17日以前は7時間、18/8/20日以降は5時間20分に変更。18/8/20日から同30日までの移動平均値には、取引時間変更前後のデータが併存する点に留意を要する。

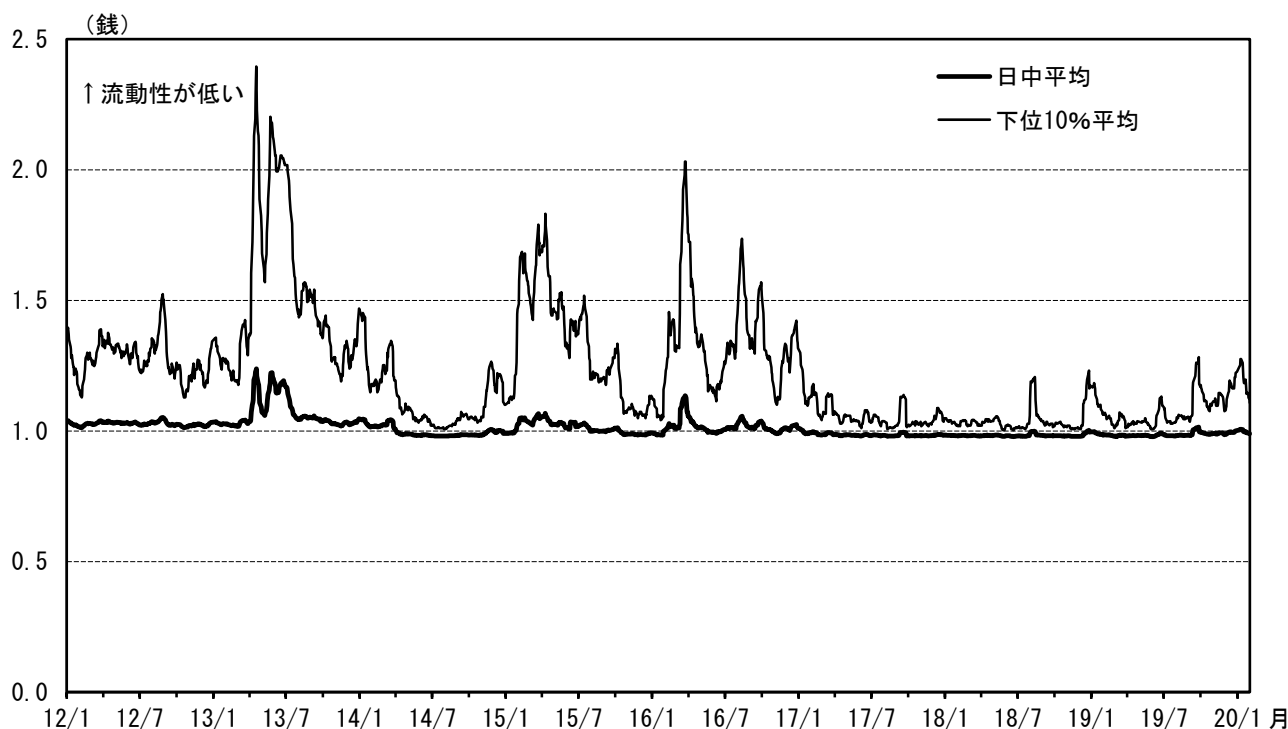
(出所) 日本相互証券

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



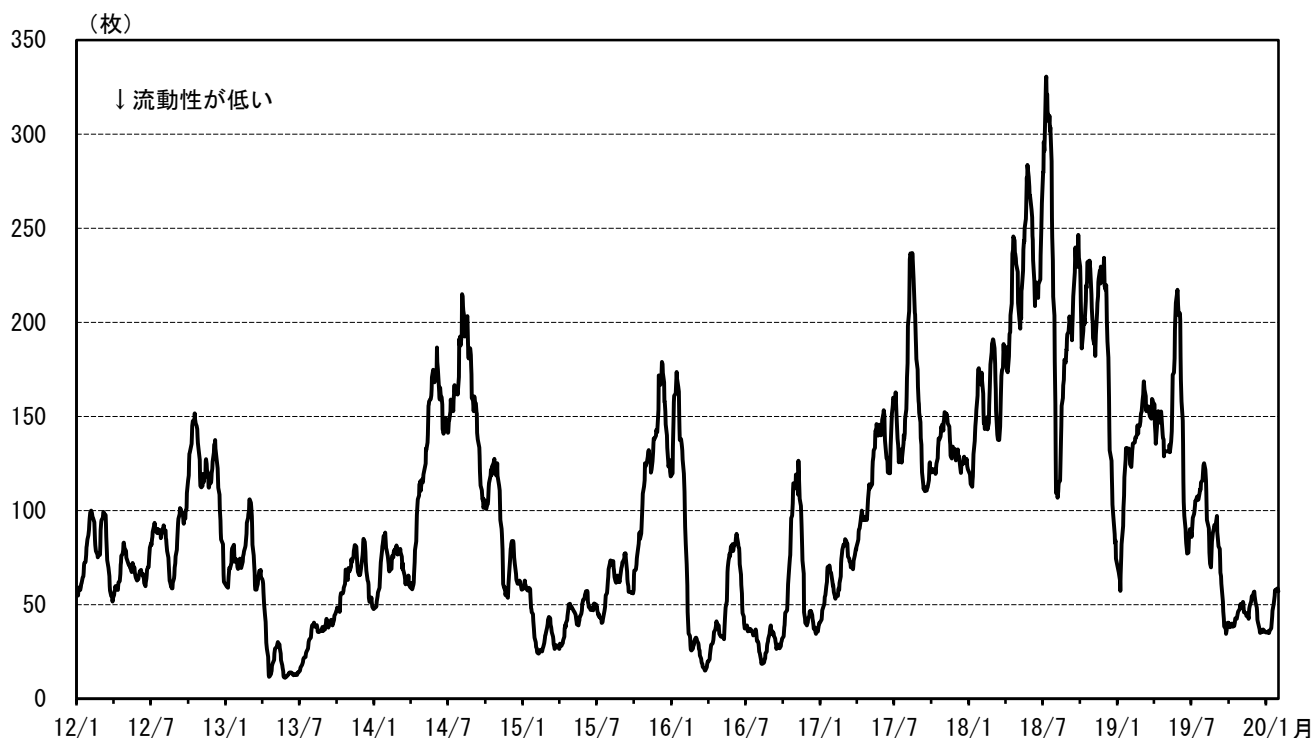
(注) 1. (2)の日中平均は、1分毎にビッド・アスク・スプレッドを求めて、平均したもの。下位10%平均は、1分毎のビッド・アスク・スプレッドのうち、スプレッドが大きい方から10%分を平均したもの。

2. (1)(2)ともに、後方10日移動平均。直近は1月末。

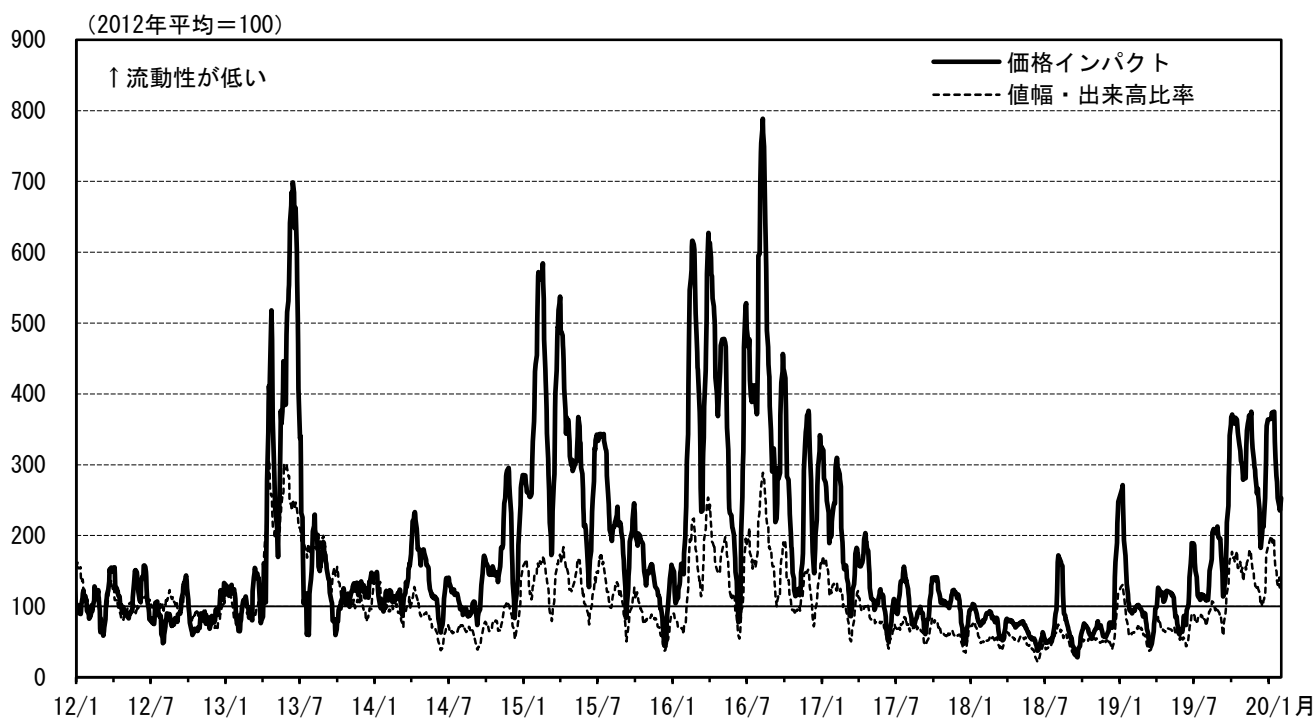
(出所) QUICK、大阪取引所、日本経済新聞社「NEEDS」

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



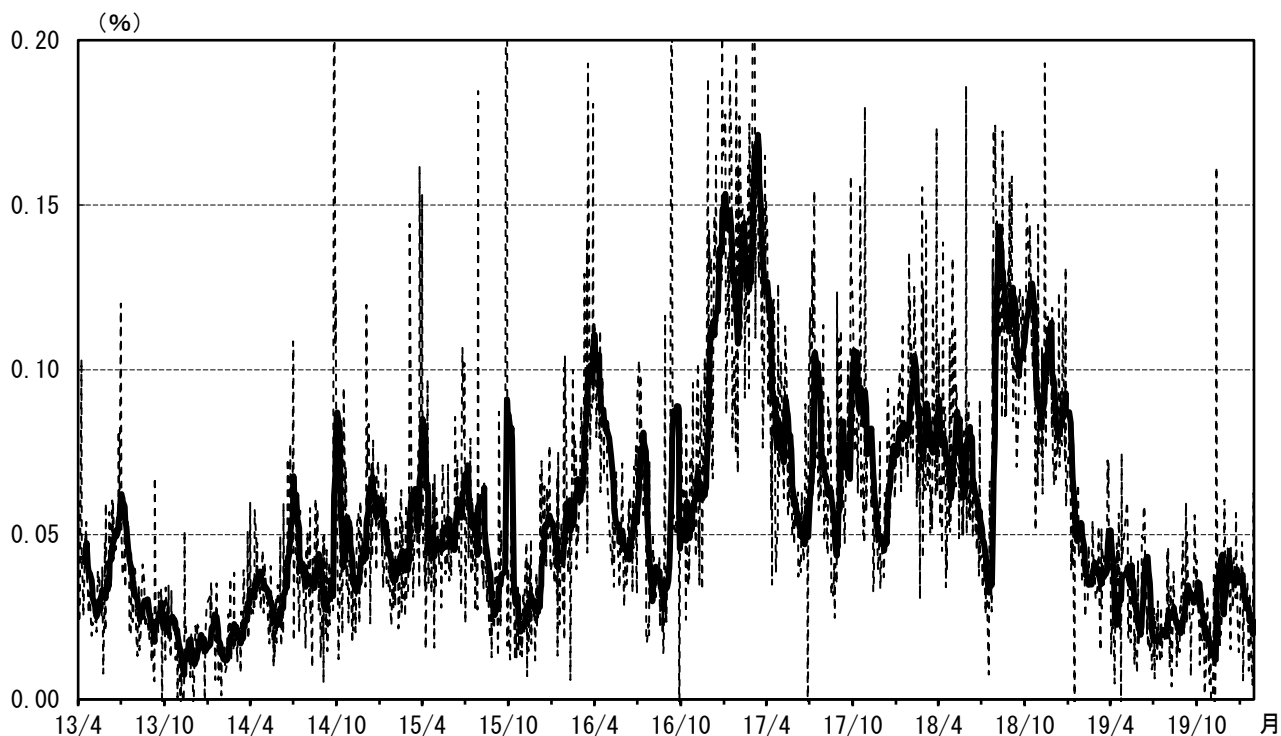
(2) 価格インパクト



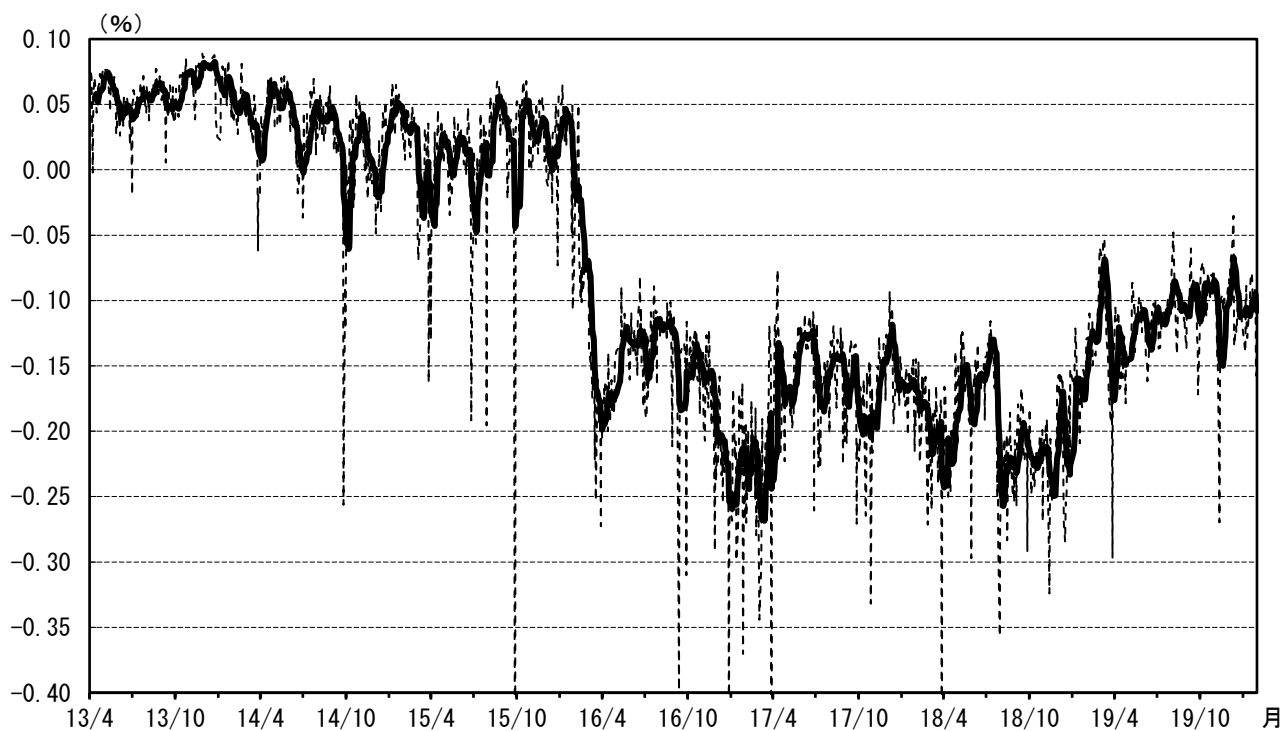
- (注) 1. (1)は、1分毎にベスト・アスク枚数を求めて、その中央値をプロットしたもの。
2. (2)の価格インパクトは、5分毎に価格インパクトを求めて、平均したもの。値幅・出来高比率は、日中の値幅(最高値と最安値の差)をその日の出来高で除したもの。
3. (1)(2)ともに、後方10日移動平均。直近は1月末。
(出所) 日本経済新聞社「NEEDS」、QUICK、大阪取引所

SCレポ市場 特定銘柄の希少性 (scarcity)

(1) GC-SCスプレッド



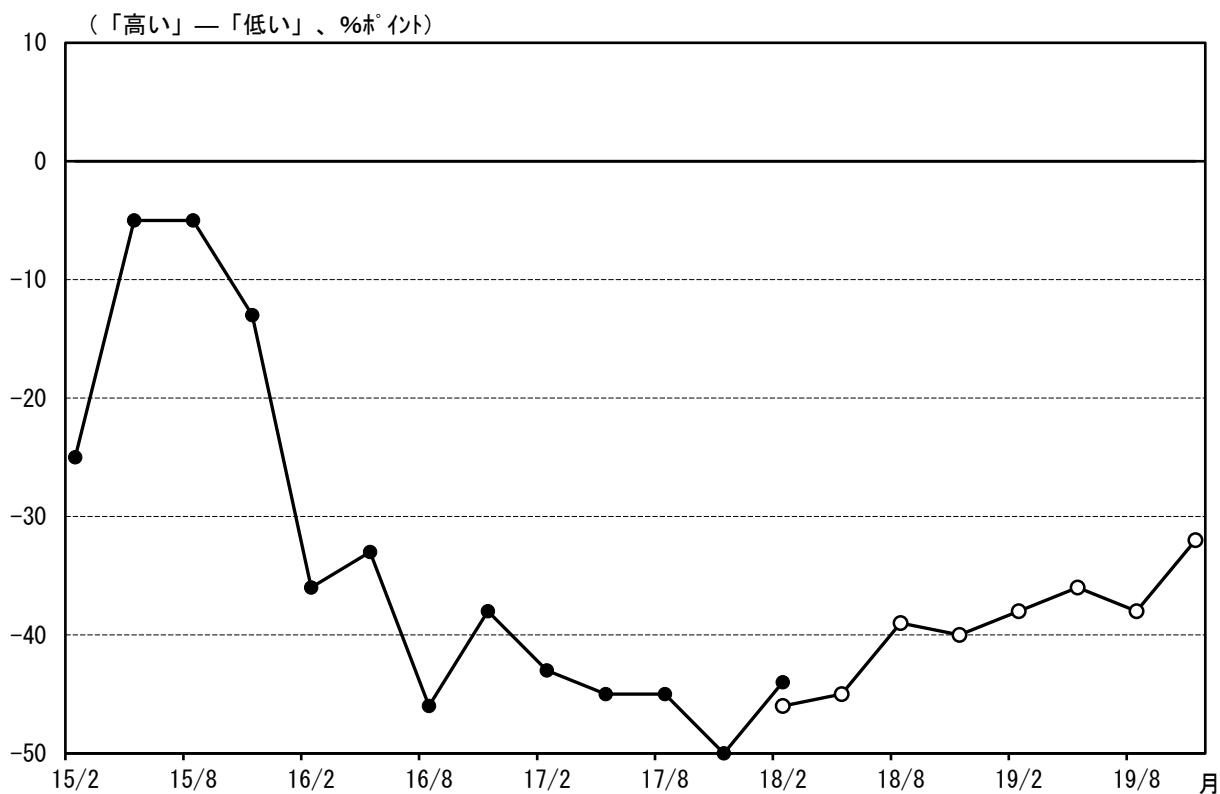
(2) SCレポレート



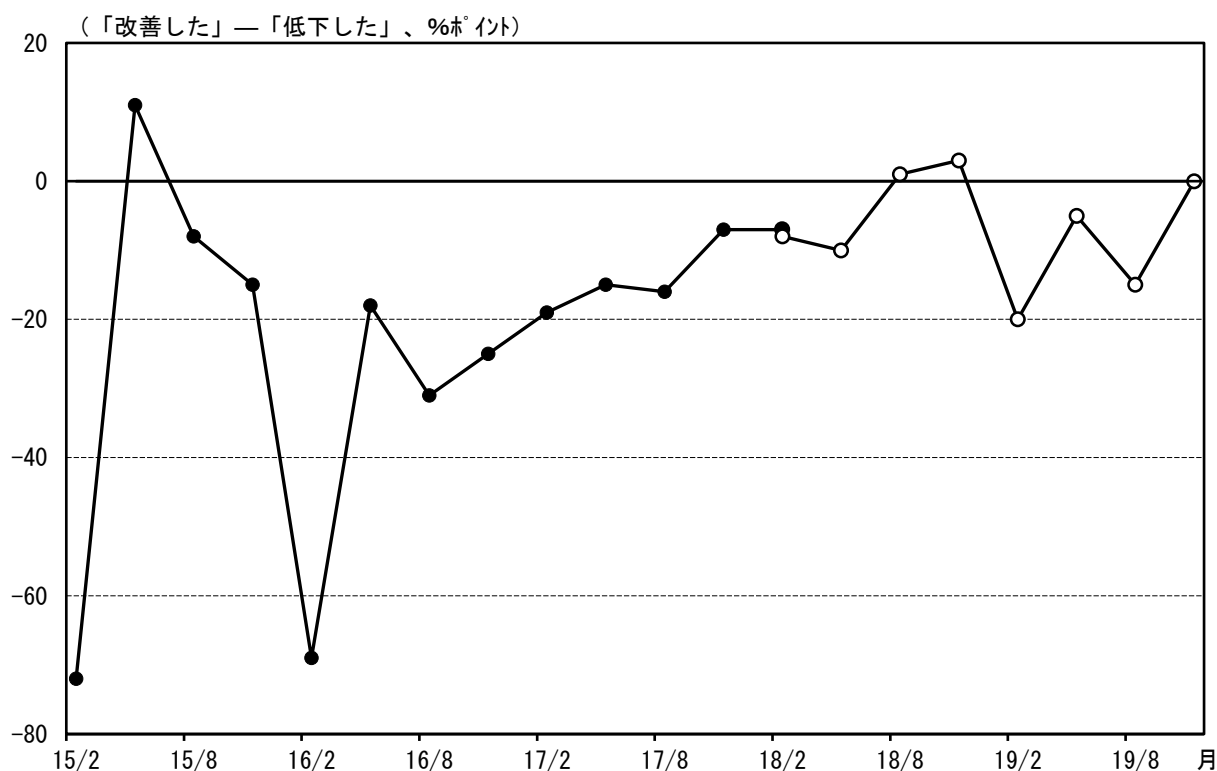
- (注) 1. SCレポレートは18/4月末まではS/N、18/5月以降はT/N。SCレポレートは銘柄別のSCレポ出来高による加重平均値。
2. GCレポレート（東京レポレート）は18/4月末まではT/N、18/5月以降は0/N。
3. GC-SCスプレッドは、決済日を合わせる形で算出。
4. (1) (2)ともに、太線は後方10日移動平均。直近は1月末。
(出所) ジェイ・ボンド東短証券、日本証券業協会

債券市場サーベイ

(1) 機能度判断DI・「現状」



(2) 機能度判断DI・「3か月前と比べた変化」



- (注) 1. 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。
 2. 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。

(出所) 日本銀行

わが国における金利指標改革の取組み

2020年2月21日

日本銀行金融市場局

円LIBORの代替金利指標に関する市中協議

- 英FCA(金融行為規制機構)のベイリー長官は2017/7月、「2021年末以降、LIBORのパネル行にレート呈示を強制する権限の行使は行わない」旨を表明。その後も、英米当局は、2021年末でのLIBOR公表停止に備えた取組みを強く求めており、各国の当局や金融機関においては、それを前提にした対応が進められている。
- キャッシュ商品(貸出・債券)については各国の検討体が、デリバティブ商品についてはISDA(国際スワップ・デリバティブズ協会)が、LIBORの公表停止に備えた検討を行ってきた。
- わが国の検討体である「日本円金利指標に関する検討委員会(事務局:日本銀行)」は、貸出と債券について円LIBORに代わる5つの代替金利指標を提示し、その選択に関する論点を中心に昨年7-9月に市中協議を実施。その結果を取りまとめ報告書として11月に公表(※)。ターム物リスク・フリー・レートが最大の支持を集めた(次ページ参照)。

(※) https://www.boj.or.jp/announcements/release_2019/rel191129f.htm/

▽LIBOR等の契約金額(2014年時点)と検討委員会における市中協議の対象

対象通貨	金額	
米ドルLIBOR	150兆ドル	2021年末に 公表停止見込み
英ポンドLIBOR	30兆ドル	
スイスフランLIBOR	6.5兆ドル	
ユーロLIBOR	2兆ドル	
円LIBOR	(貸出) 143兆円 (債券) 3兆円 (デリバ) 2,993兆円	市中協議の対象
TIBOR	5兆ドル	17/7月に改革実施済

(注) 計数は海外取引を含むベース。デリバティブは想定元本ベース。

(資料) 「Market Participants Group on Reforming Interest Rate Benchmarks」(2014年3月)

▽円LIBORの代替金利指標として市中協議で提示された整理

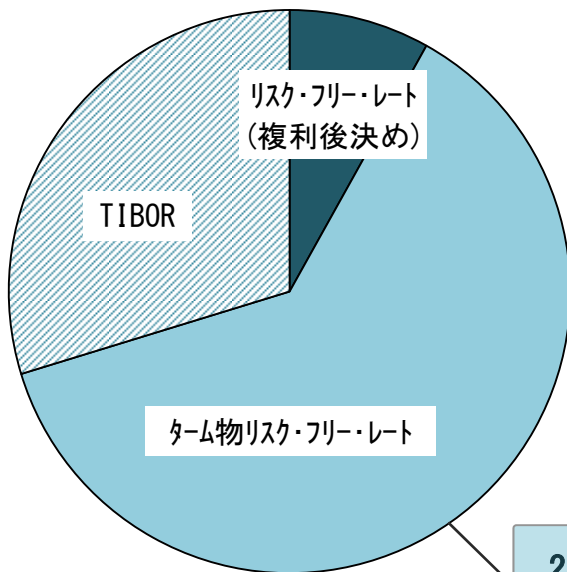
2021年末 見込み LIBORの 公表停止	代替金利指標の整理	リスク・フリー・レート (複利前決め)	<ul style="list-style-type: none"> 無担保コールO/N物レートを複利計算 金利適用期間のスタート時点で金利決定
		リスク・フリー・レート (複利後決め)	<ul style="list-style-type: none"> 無担保コールO/N物レートを複利計算 金利適用期間のエンド時点で金利決定
		ターム物リスク・フリー・レート (スワップ)	<ul style="list-style-type: none"> 日本円OISをベースとするターム物金利 2020年春頃を目途に「参考値」、遅くとも2021年半ば頃に「確定値」を算出・公表予定
		ターム物リスク・フリー・レート (先物)	<ul style="list-style-type: none"> 無担保コールO/N金利先物をベースとするターム物金利 先物は現在取引停止中(東京金融取引所)
		TIBOR	<ul style="list-style-type: none"> 全銀協TIBOR運営機関が算出・公表 銀行の信用リスクを含む

市中協議の結果

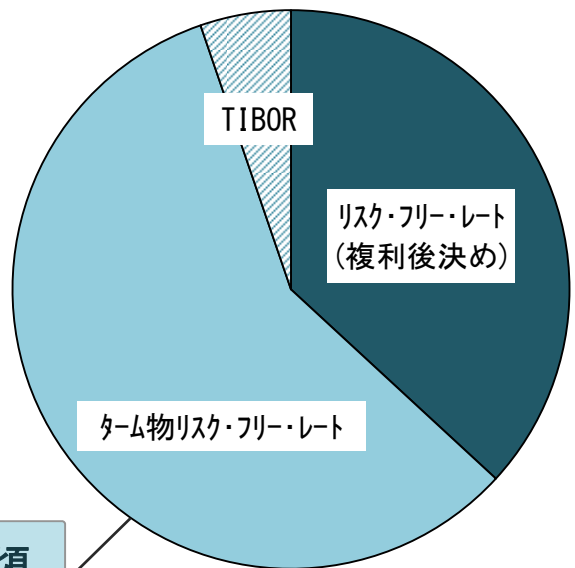
- 市中協議には、銀行、証券、機関投資家、事業法人などの幅広い業種、計40先から意見が寄せられた。全体として、幅広い関係者からの意見を募集するという市中協議の所期の目的は達成されたと評価できる。
- 検討委員会が提示した円LIBORの5つの代替金利指標について、幅広い業種から、金融商品・取引の特性に応じた具体的な評価が得られた。

貸出・債券共にターム物リスク・フリー・レートが最大の支持を集めた

貸出



債券



2021年半ば頃までに公表予定

(参考) 市中協議の回答先内訳

合計	銀行等	証券	機関投資家	事業法人	その他
40先	9先	12先	3先	10先	6先

(注) 業界団体は、傘下の会員数にかかわらず、それぞれ1先として集計。

今後の課題

- LIBOR公表停止に備えた市中全体の取組みとしてターム物リスク・フリー・レートの早期構築が重要。
 - 近日中にターム物リスク・フリー・レートの公表主体が選定されたのち、本年春頃を目途に、実際の取引での利用を前提としない「参考値」の公表を開始。遅くとも2021年半ば頃に、実際の取引での利用を前提とする「確定値」を公表する予定。
 - 指標の頑健性の観点からは、OIS取引量増加による流動性向上が重要。この点、参考値の公表を通じて、LIBOR公表停止により金利スワップ取引の受け皿が必要となることに留意の上、OIS取引の活用も検討していただきたい。
- デリバティブの標準契約書(ISDA契約書)や会計基準につき、今後順次最終化される見込み。こうした市場全体の取組みに加え、各金融機関の対応も進めていただきたい。

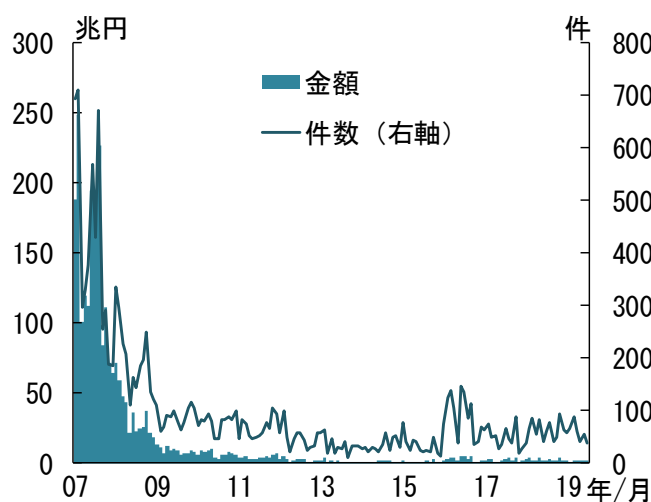
市場全体の取組みに関するスケジュール

LIBOR公表停止(見込み)

実施事項	2020年				2021年			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
ターム物リスク・フリー・レート 参考値・確定値の公表	参考値の 算出・公表 開始予定	遅くとも2021年半ばまでに 確定値の算出・公表開始予定 ※可能な限り前倒しを目指す						
ISDA定義集の改訂および プロトコルの公表	「公表停止前トリガー」についての市中協議を 経た後、定義集等の最終化を行う予定							
会計上の問題への対応	公開草案 の公表	会計基準の最終化						

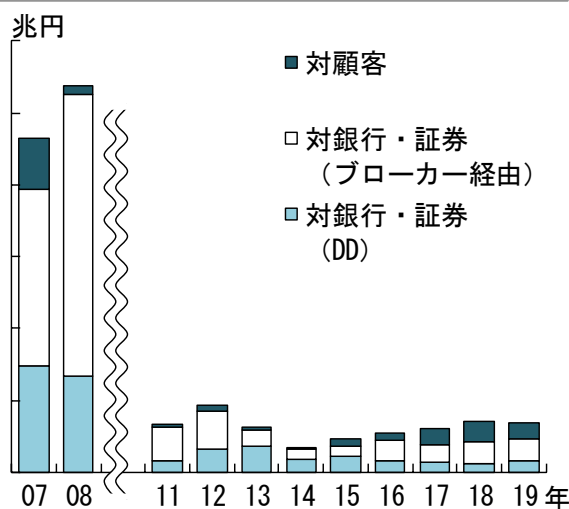
日本円OISの取引状況

ブローカー経由の取引高、取引件数



(資料) マネー・ブローカーズ・アソシエーション

取引残高



(注) 各年の7月末時点。海外拠点分の取引を含む。想定元本ベース。

(資料) 日本銀行「東京短期金融市場サーベイ」