

2015年12月21日  
日本銀行金融市場局

## 「債券市場参加者会合」第2回議事要旨

### 1. 開催要領

(日時) 銀行等グループ (22 先) 12月10日(木) 16時から  
証券等グループ (25 先) 12月10日(木) 18時から  
バイサイドグループ (19 先) 12月11日(金) 16時から

(場所) 日本銀行本店

(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. 参加者の意見

- 各グループにおいて、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最近の金融市場の動向および市場調節運営、について説明し、意見交換を実施。会合参加者から聞かれた意見は以下のとおり。

#### 債券市場サーベイ

- 債券市場の機能度が、前回8月調査と比べて若干低下した結果は、実感に合っている。
- 昨年の金融緩和拡大後、市場環境は大きく変わっておらず、概ね意図した価格やロットで取引はできている。債券市場の機能度が急速に悪化したわけではない。
- 投資家の中には、流通量の減少を背景に、意図したロットで国債を購入できていない先が存在するのではないか。
- 担保繰りやレポ取引など国債の取引を執行する機会は引き続き存在しており、取引実務のノウハウや事務体制などのインフラ面は維持されている。
- 債券市場の機能度といった場合、投資家の目線としては、金利水準が最も重要であり、運用手段としての日本国債の魅力は低下している。

## 国債市場の流動性

- 金融規制等を背景に主要なプレーヤーである証券会社等のリスク許容度が低下しており、市場の潜在的な脆弱性を高めているのではないか。
- 先行きの懸念材料は、市場に何らかのショックが加わった場合に、市場機能が維持されるのか、といった点である。
- 長国先物を用いたヘッジ手段が機能しているか、といった点も、国債市場の機能度を測る重要なポイント。
- 足許、国債の購入は抑制しているが、今後、規制対応などを背景に保有額を拡大する必要が生じた際、市場から支障なく購入できるか心配である。

## 金融市場の動向

- 超過準備の付利金利（0.1%）が維持される中、タームプレミアム等を勘案すると、更なる長期金利の低下は見込み難い。
- 国債発行が減額される一方、日本銀行の国債買入れが継続すれば、長期金利は一段と低下する可能性がある。
- 超長期国債は、イールドカーブの形状が比較的スティープであるため、ロールダウンによる収益を見込める点で、なお魅力がある。
- 債券運用を巡る議論では、専ら日本銀行の国債買入れオペの話題が中心となっている。
- 多くのバイサイド投資家において、リーマン・ショック以降、債券運用チームの統合が進んだ結果、円債と外債間の運用シフトは以前より行われやすくなっている。
- 日本国債の更なる格下げがあった場合に、金利が非連続的に上昇するリスクを警戒している。また、海外投資家とのデリバティブ取引において、わが国金融機関が差し入れる担保として、日本国債への選好が低下しないか、心配である。

## オペ運営

- 日本銀行によるオペの数が増加しているので、オペの応札事務でミス等が発生しないか引き続き不安を感じる。
- 国債補完供給は要件緩和もあって使い勝手が良くなった。国債市場の銘柄間の需給の歪みも調整されてきたように思う。

- 国債補完供給について、更なる制度見直しを進めれば、国債市場の流動性に関する市場参加者の不安がより一層和らぐのではないか。

#### 市場参加者との対話

- 平時のみならず、市場で何かのショックが発生した場合にも、こうした会合で市場機能の維持について議論することができれば有益と思う。
- 将来、金融緩和の方向性が大きく転換する際には、前広かつ丁寧なコミュニケーションをお願いしたい。

以 上

# 資 料

2015 年 12 月 10、11 日

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、本年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】 39 先（国債売買オペ先のうち、ご協力頂ける先）

【調査項目】 債券市場の機能度、長期金利見通し

#### 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、市場参加者の注引量、取引頻度、取引相手の数、1回当たりの取引金額、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

3か月後、6か月後、1年後、2年後等の長期金利見通し（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）

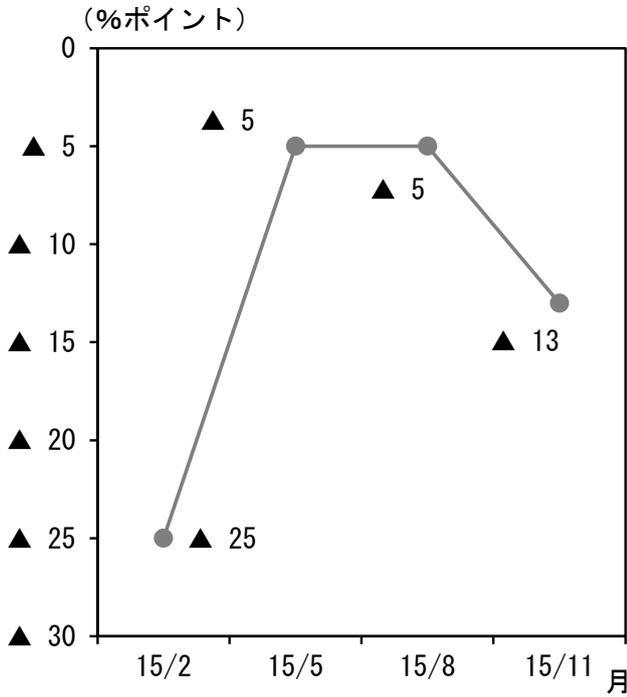
【公表時期】 原則として調査月翌月の第1営業日（※）

【公表方法】 本行ホームページに掲載

※ 2015年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。

# 債券市場の機能度判断 DI

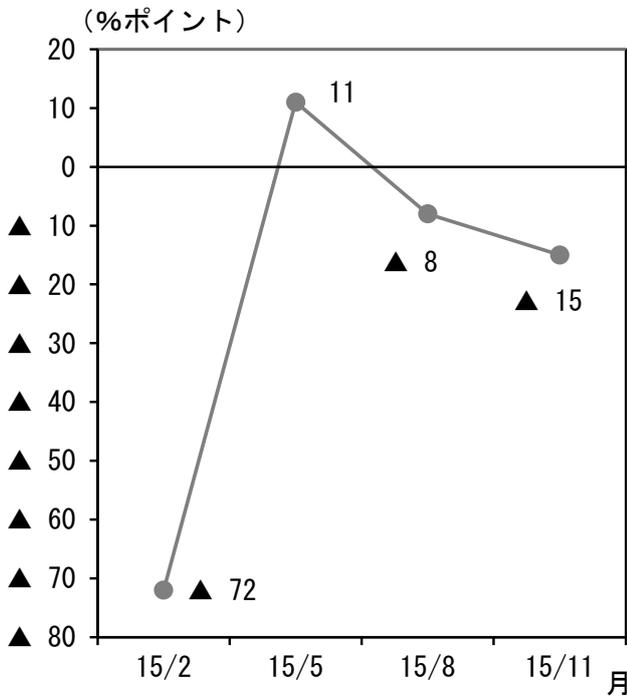
## ▽機能度判断 DI (現状)



(%、%ポイント)

「現 状」					
機能度判断		2月	5月	8月	11月
「高い」 - 「低い」		▲25	▲5	▲5	▲13
構 成 比	高い	5	13	10	10
	さほど 高くない	65	69	74	67
	低い	30	18	15	23

## ▽機能度判断 DI (3か月前と比べた変化)

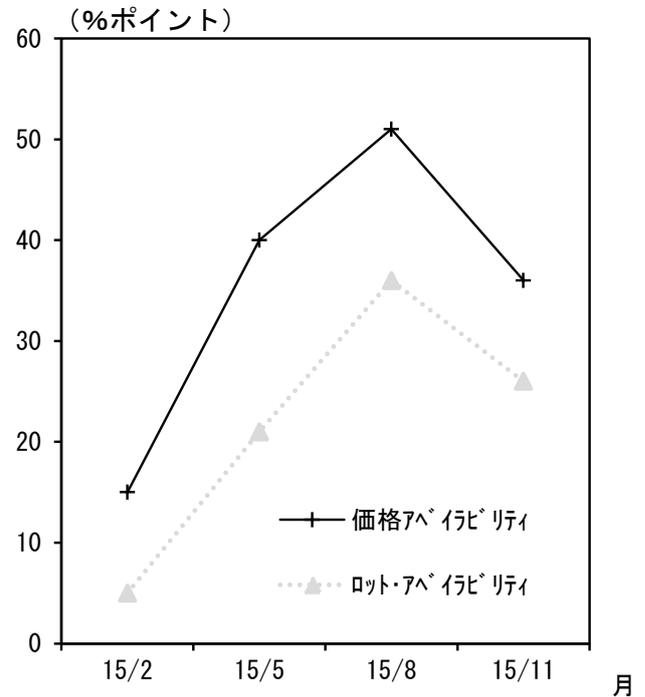
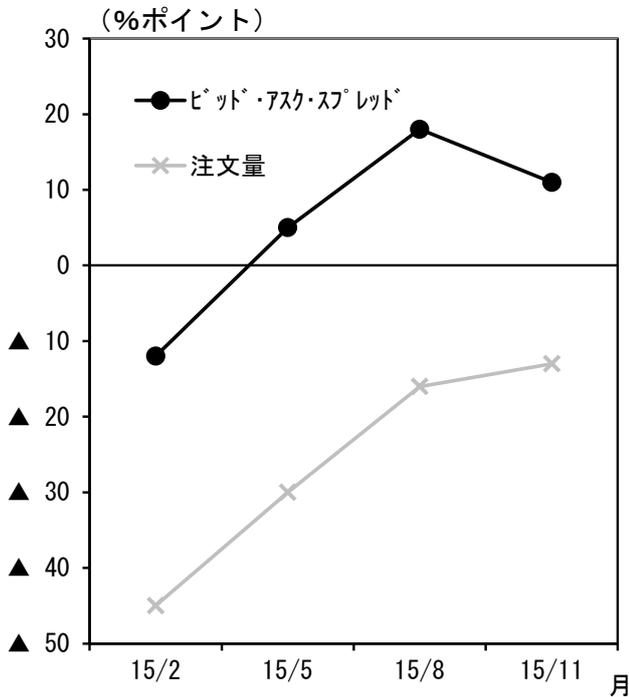


(%、%ポイント)

「3か月前と比べた変化」					
機能度判断		2月	5月	8月	11月
「改善した」 - 「低下した」		▲72	+11	▲8	▲15
構 成 比	改善した	3	21	5	3
	さほど 改善して いない	23	69	82	79
	低下した	75	10	13	18

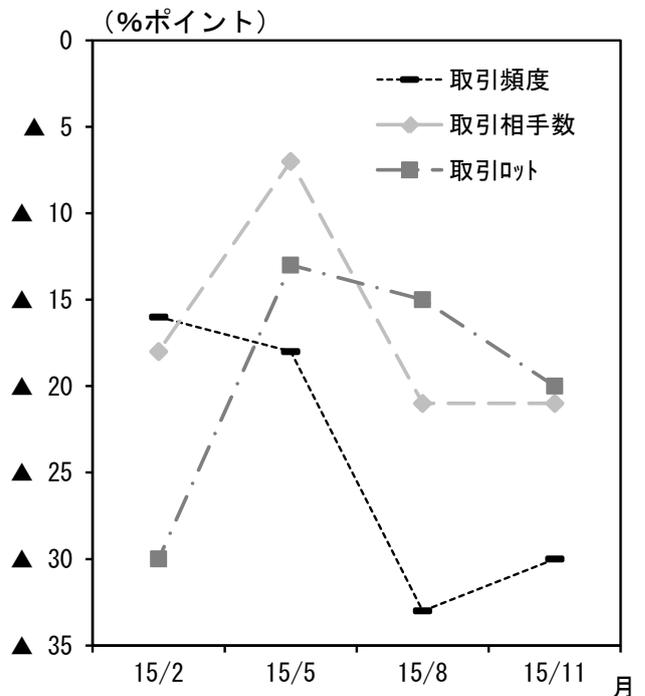
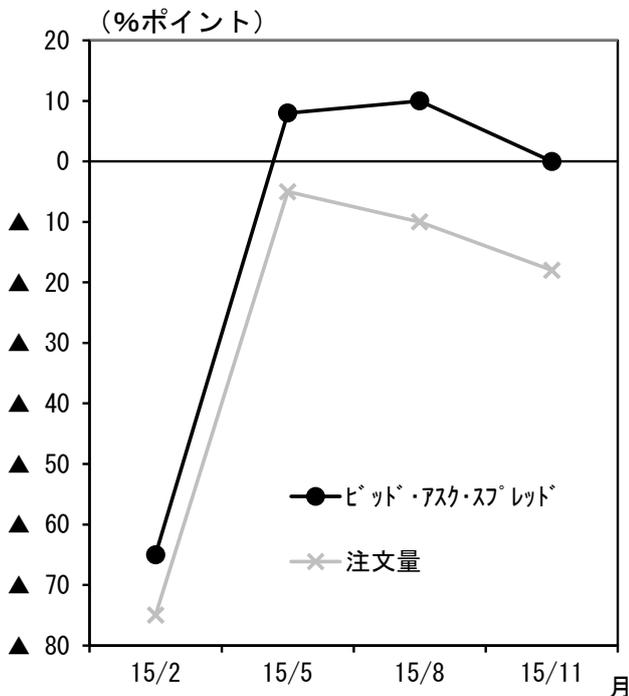
## その他の判断DI（機能度・流動性に関する各論）

### ▽「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」

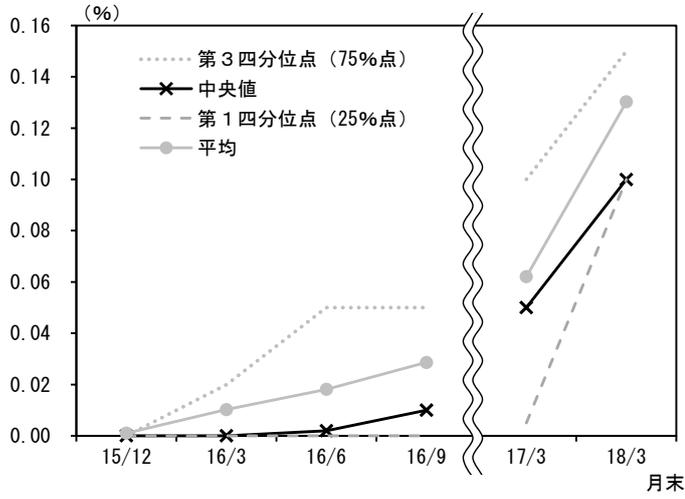
### ▽「3か月前と比べた変化」に関する調査項目



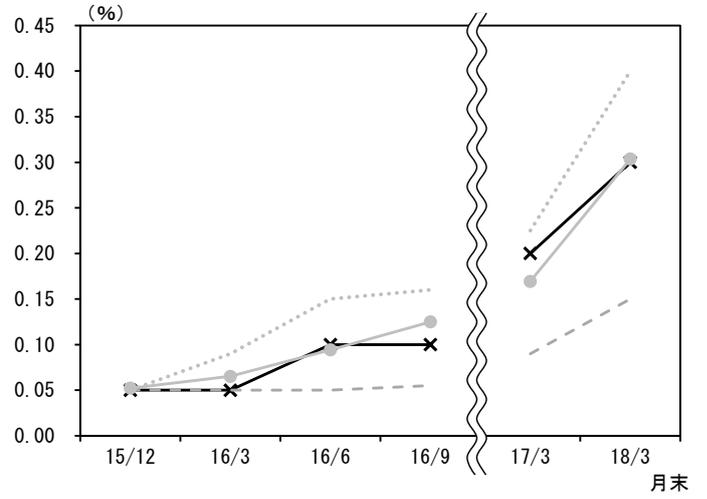
(注) ビッド・アスク・スプレッド：「縮小した」－「拡大した」  
 注文量、取引頻度、取引相手数、取引ロット：「増加した」－「減少した」

# 長期金利の先行き見通し (11月調査)

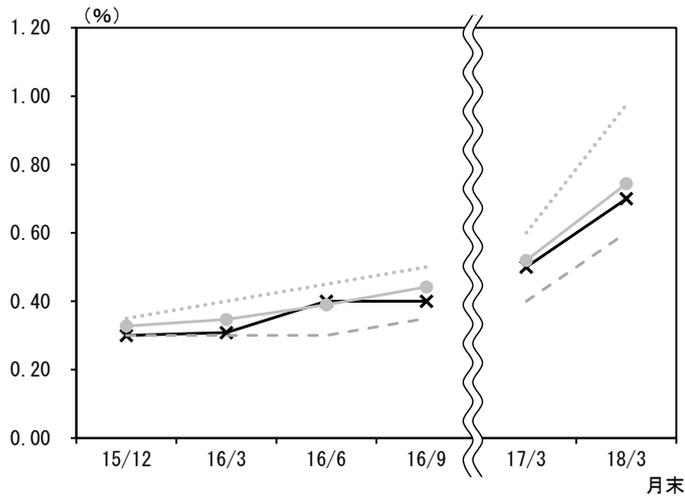
## 新発2年債



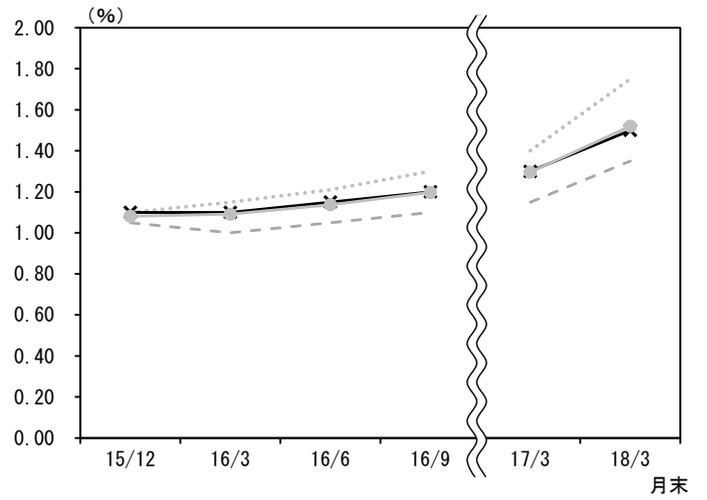
## 新発5年債



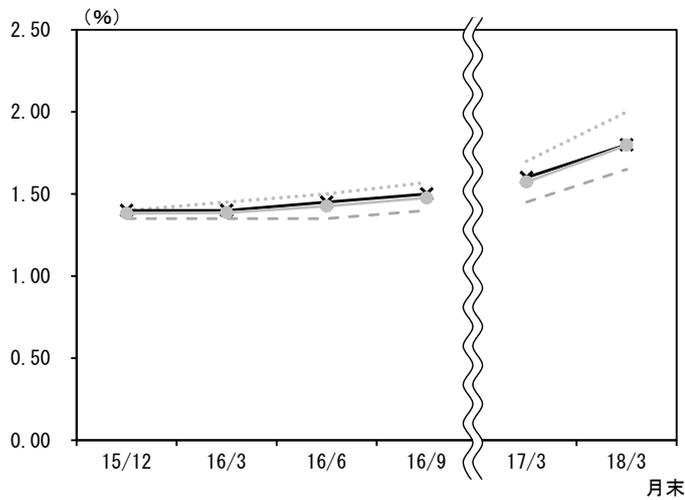
## 新発10年債



## 新発20年債

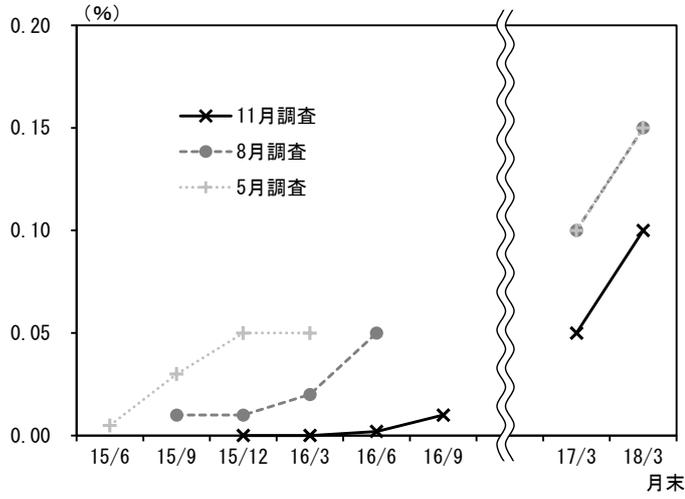


## 新発30年債

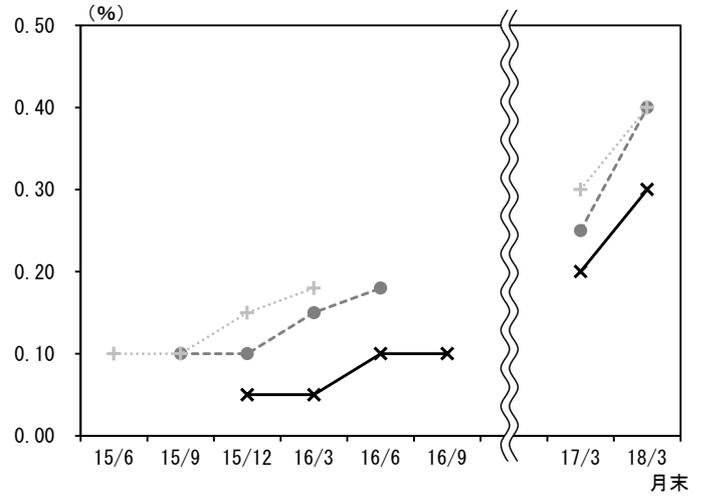


# 長期金利の先行き見通し（中央値）

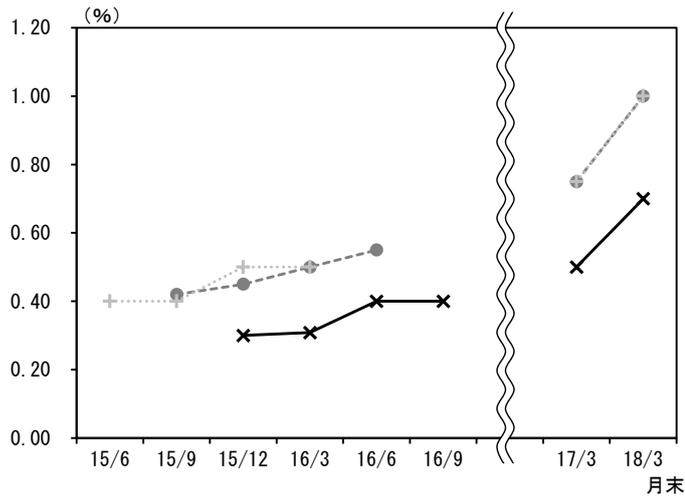
## 新発2年債



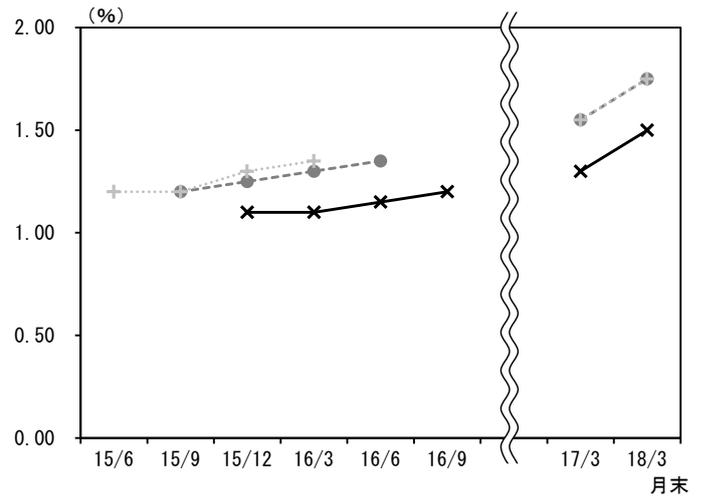
## 新発5年債



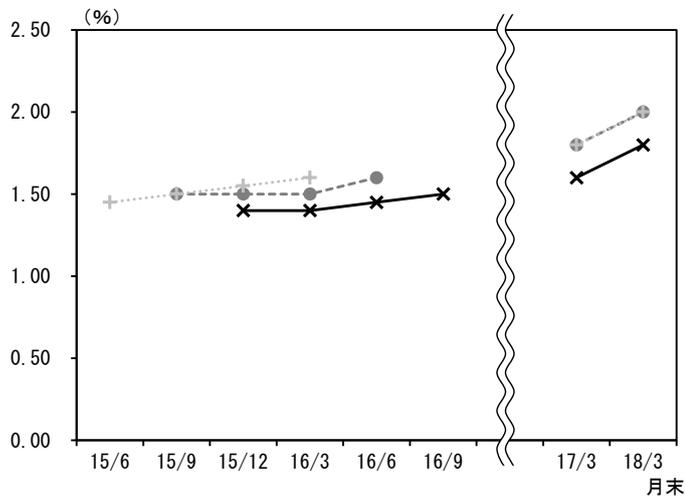
## 新発10年債



## 新発20年債

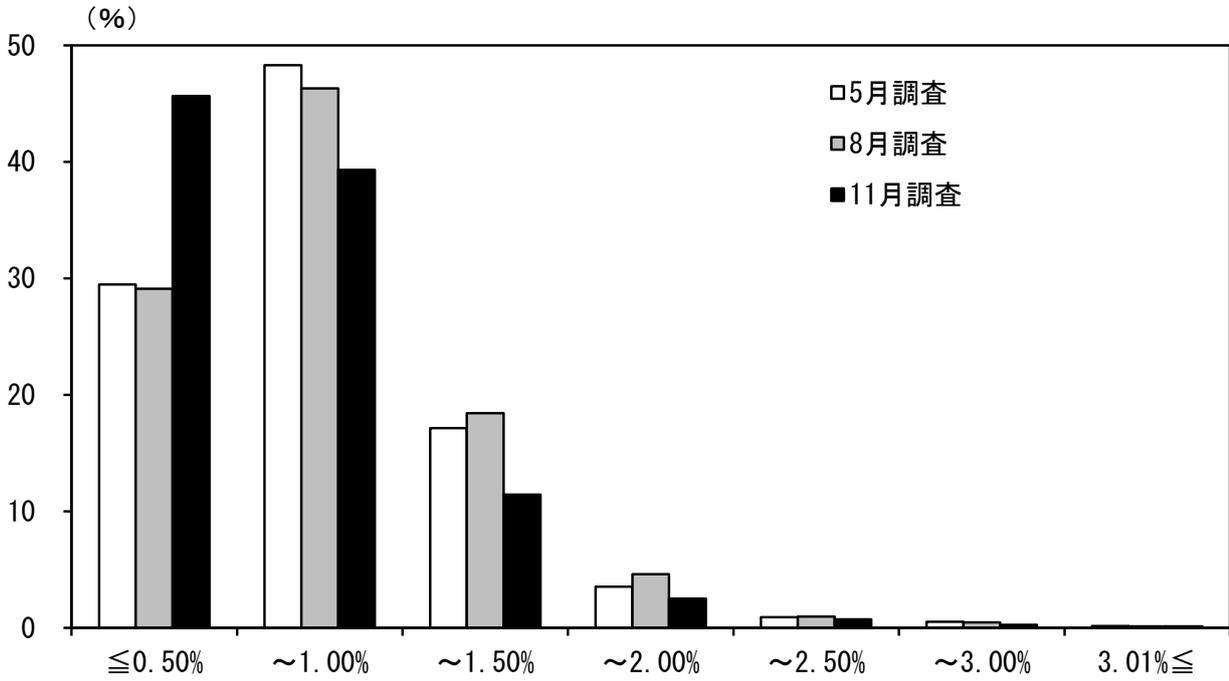


## 新発30年債

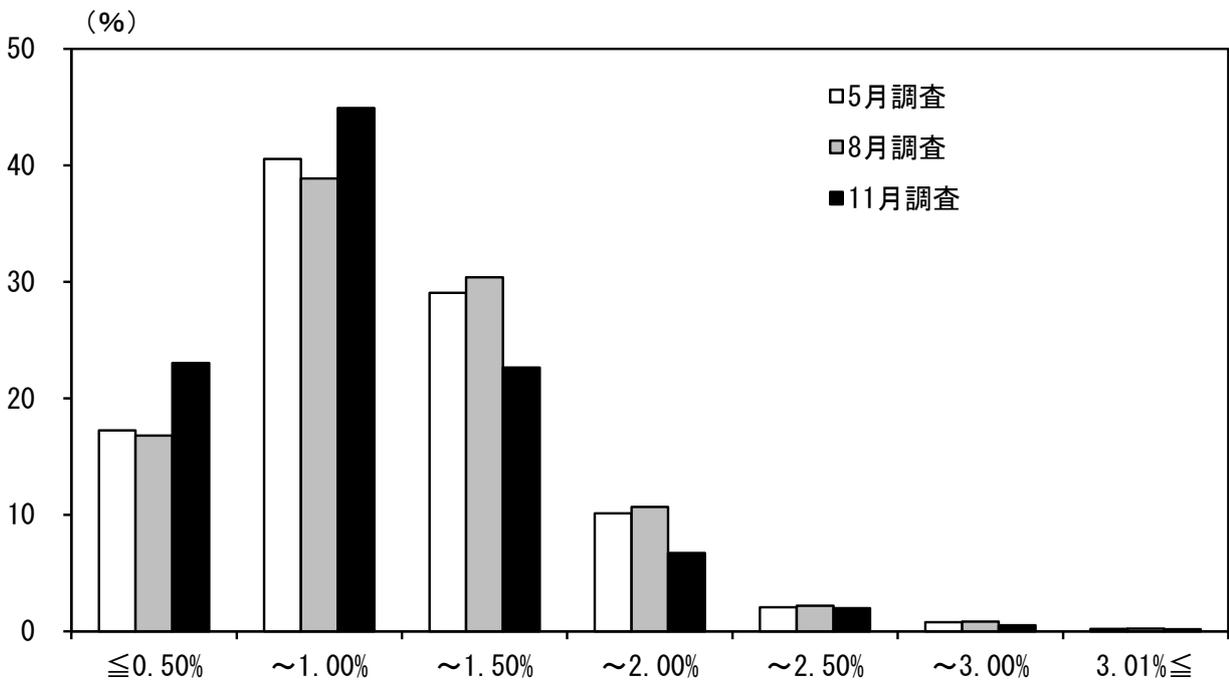


# 新発 10 年債利回りの確率分布

▽2016 年度末



▽2017 年度末



## 2. 国債市場の流動性

## 国債市場の流動性指標※

### <長期国債先物市場>

- 図表1：出来高と取引サイズ (volume)
- 図表2：ビッド・アスク・スプレッド (tightness)
- 図表3：板の厚み (depth)
- 図表4：価格インパクト (resiliency)

### <現物国債市場>

- 図表5：ディーラー間取引高 (volume)
- 図表6：投資家等の売買動向 (volume)
- 図表7：対顧客取引のビッド・アスク・スプレッド (tightness)
- 図表8：対顧客取引の提示レート間スプレッド (depth)
- 図表9：残存年限別の提示レート間スプレッド (depth)

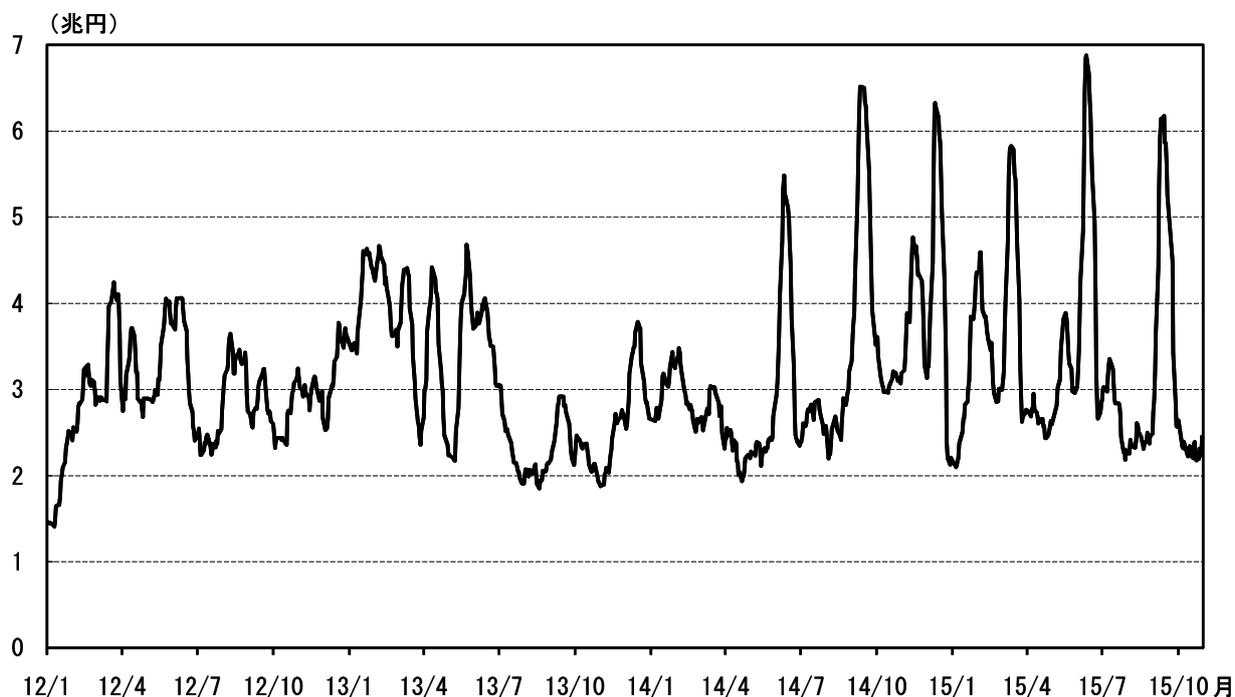
### <SCレポ市場>

- 図表10：GC-SCスプレッド
- 図表11：SCレポレート

※ 各指標の定義等については、黒崎・熊野・岡部・長野「国債市場の流動性：取引データによる検証」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No. 15-J-2、2015年3月を参照。

### 長期国債先物の出来高と取引サイズ (volume)

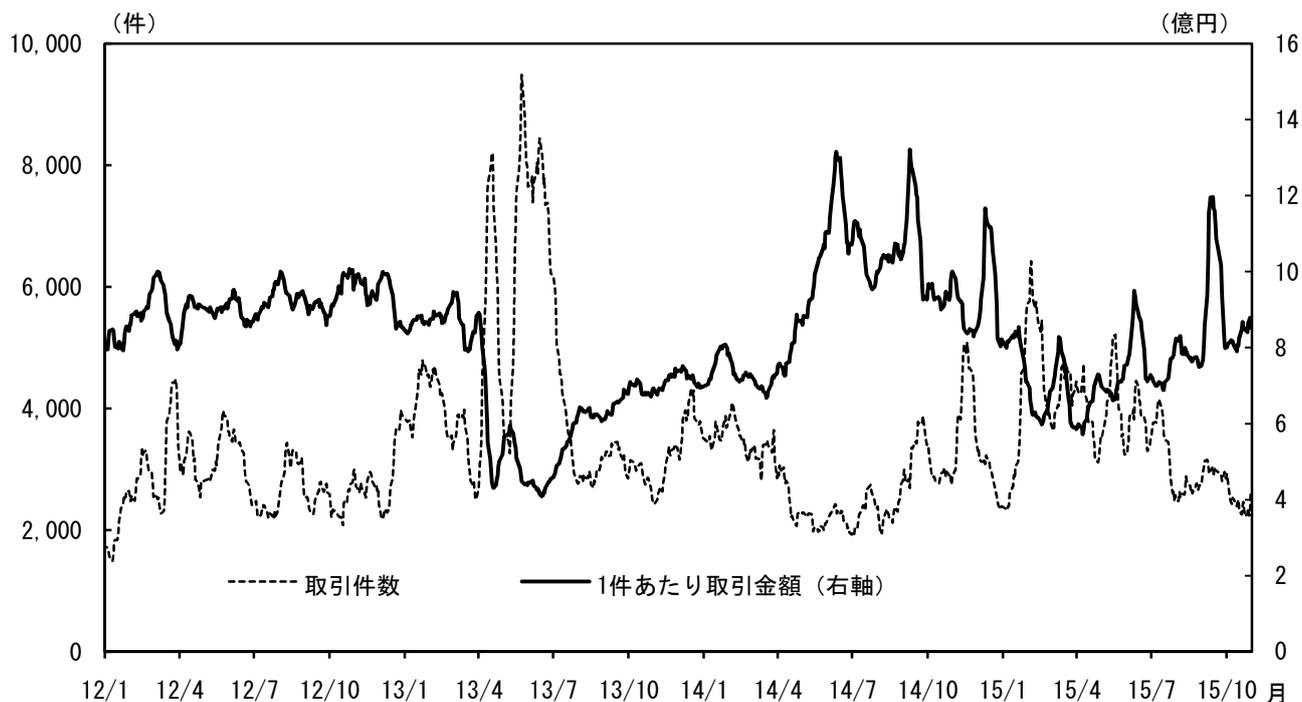
#### (1) 長国先物の出来高



(注) 後方10日移動平均。直近は10月末。

(資料) QUICK、大阪取引所

#### (2) 取引件数と1件当たり取引サイズ

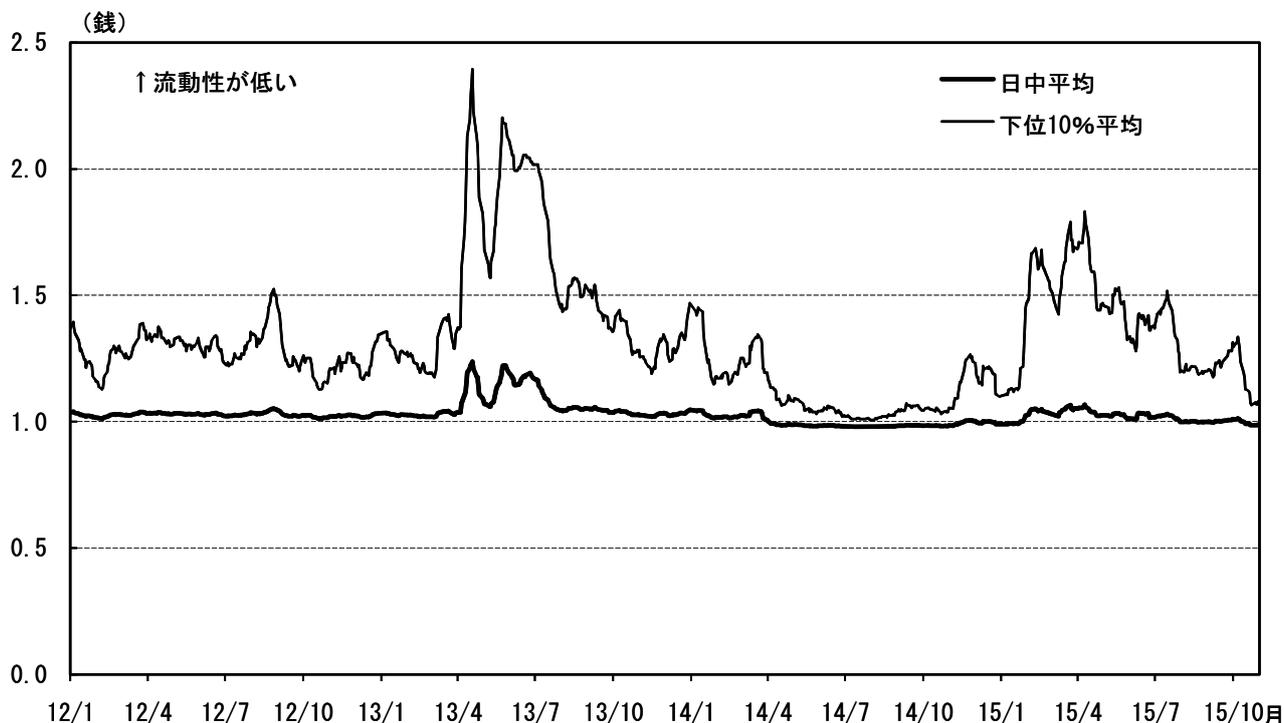


(注) 後方10日移動平均。直近は10月末。

(資料) 日本経済新聞社「NEEDS」

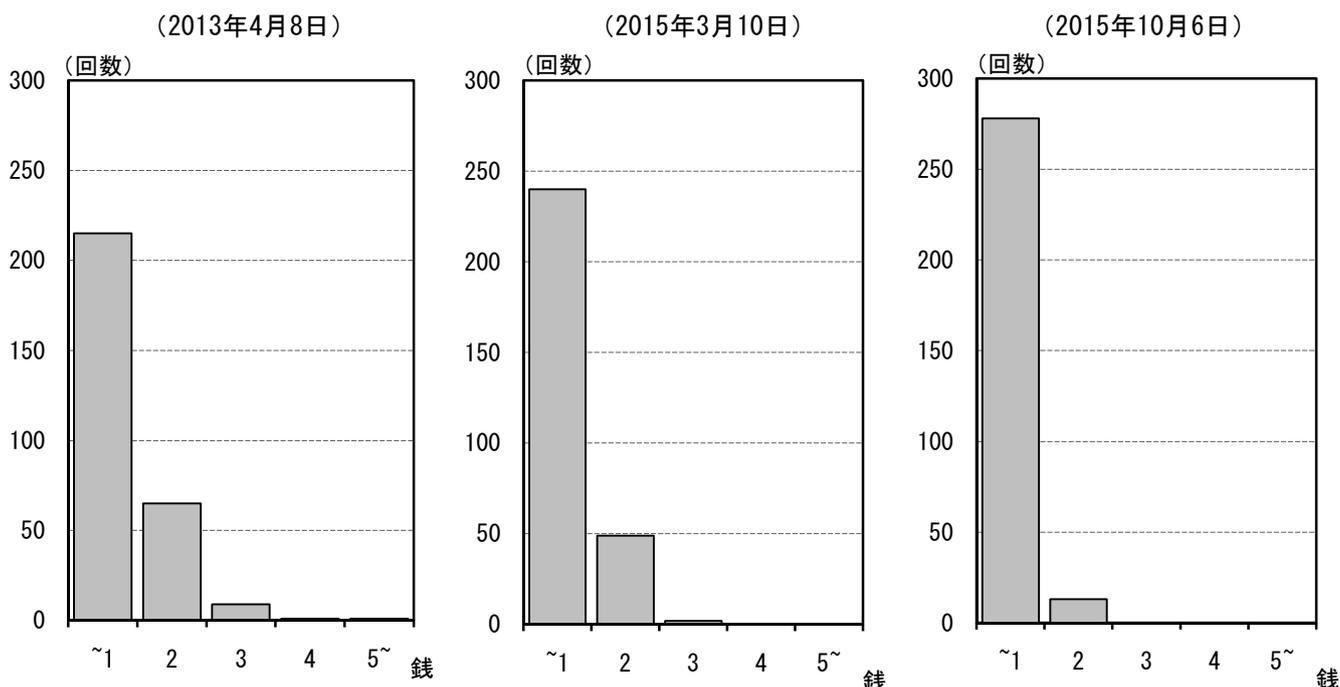
### 長期国債先物のビット・アスク・スプレッド (tightness)

#### (1) ビッド・アスク・スプレッド (1分足データの日中平均、下位10%平均)



- (注) 1. 後方10日移動平均。直近は10月末。
- 2. ビッド・アスク・スプレッドは、1分毎のスプレッドから算出。下位10%平均は、各営業日（1分足）について、スプレッドが大きい方から10%分のデータを抽出し、平均したもの。

#### (2) ビッド・アスク・スプレッドの出現頻度分布 (1分足データ)



- (注) 1. 2015年3月10日は、2014年以降でもっともビット・アスク・スプレッド（下位10%平均）が拡大した日。
- 2. 2015年10月6日は、2015年10月中でもっともビット・アスク・スプレッド（下位10%平均）が拡大した日。

(資料) 日本経済新聞社「NEEDS」

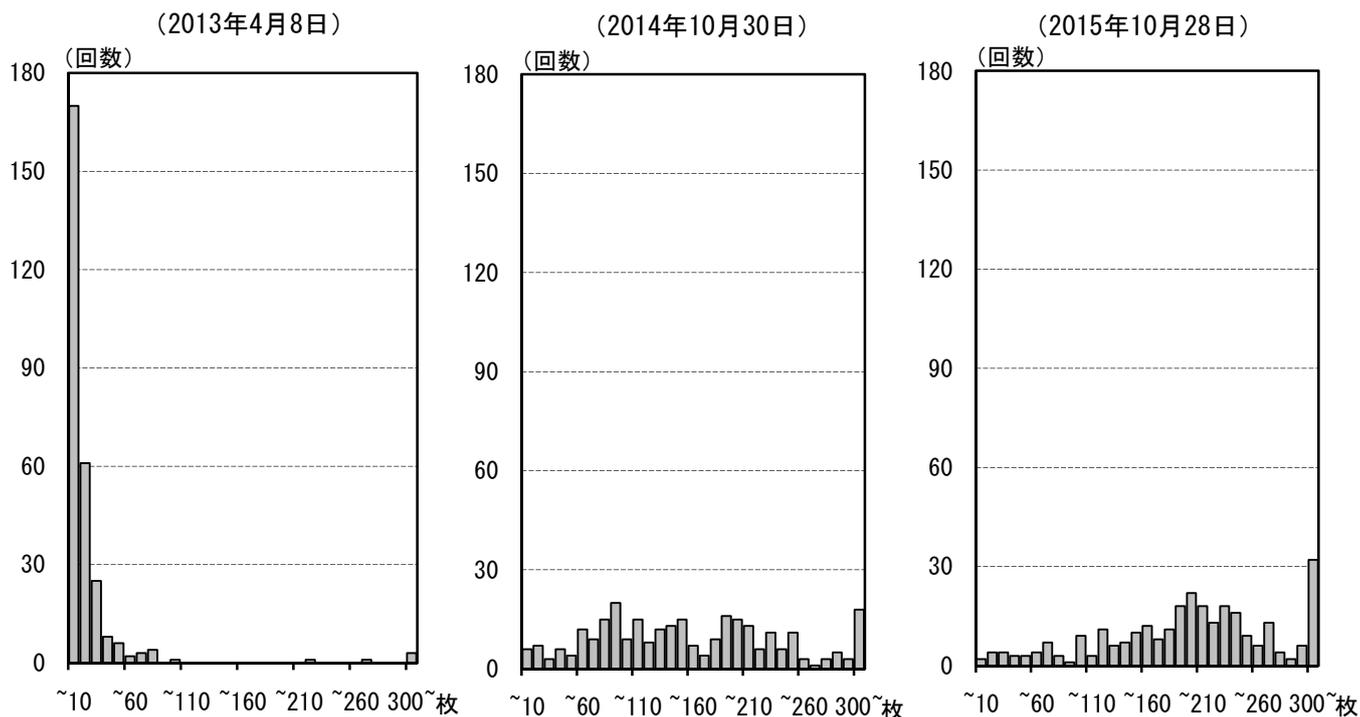
### 長期国債先物の板の厚み (depth)

#### (1) 長国先物の板の厚み (ベスト・アスク枚数)



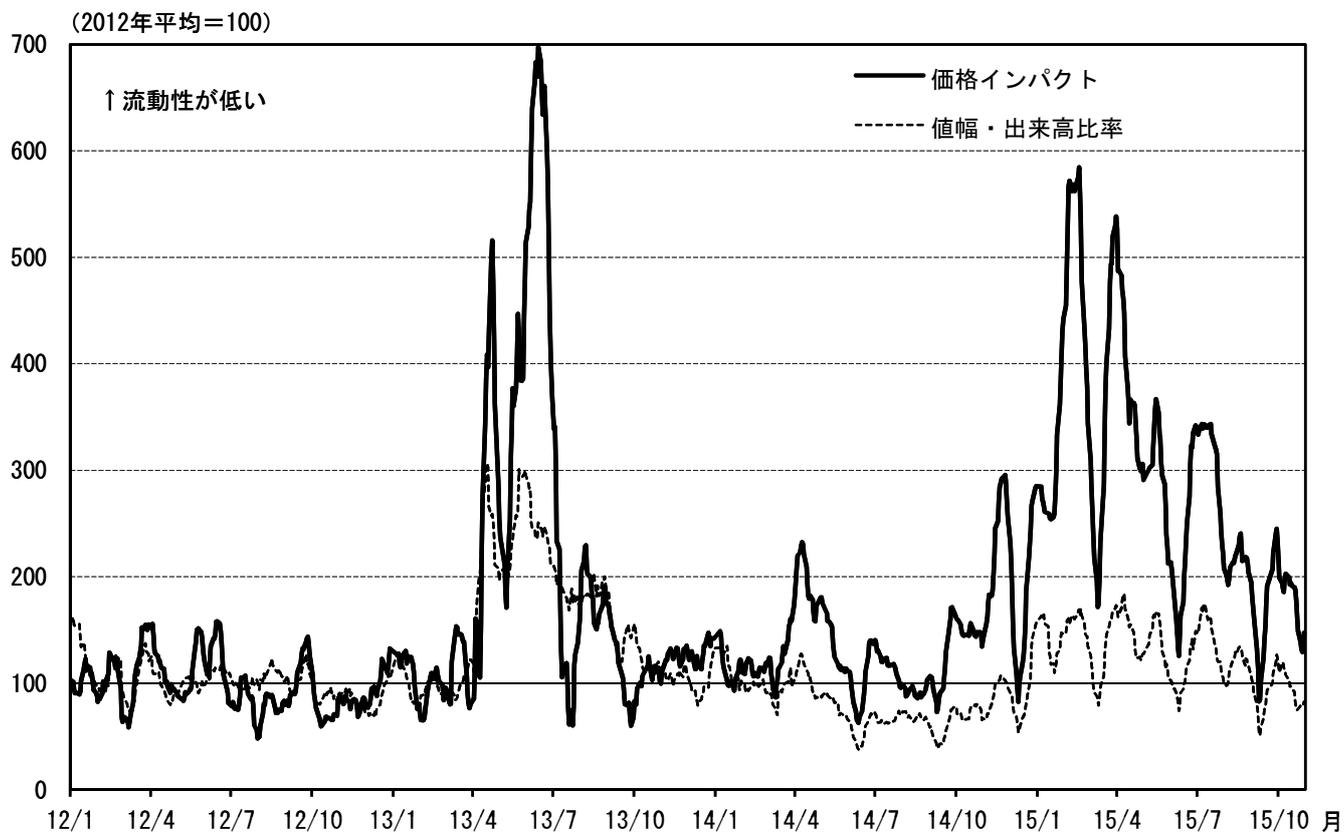
(注) 1. 後方10日移動平均。直近は10月末。  
2. 各営業日において1分毎にベスト・アスク枚数を計測し、その中央値をプロットしたもの。

#### (2) ベスト・アスク枚数の出現頻度分布



(注) 各営業日において1分毎にベスト・アスク枚数を計測し、その出現回数を足し上げたもの。  
(資料) 日本経済新聞社「NEEDS」

### 長期国債先物の価格インパクト (resiliency)

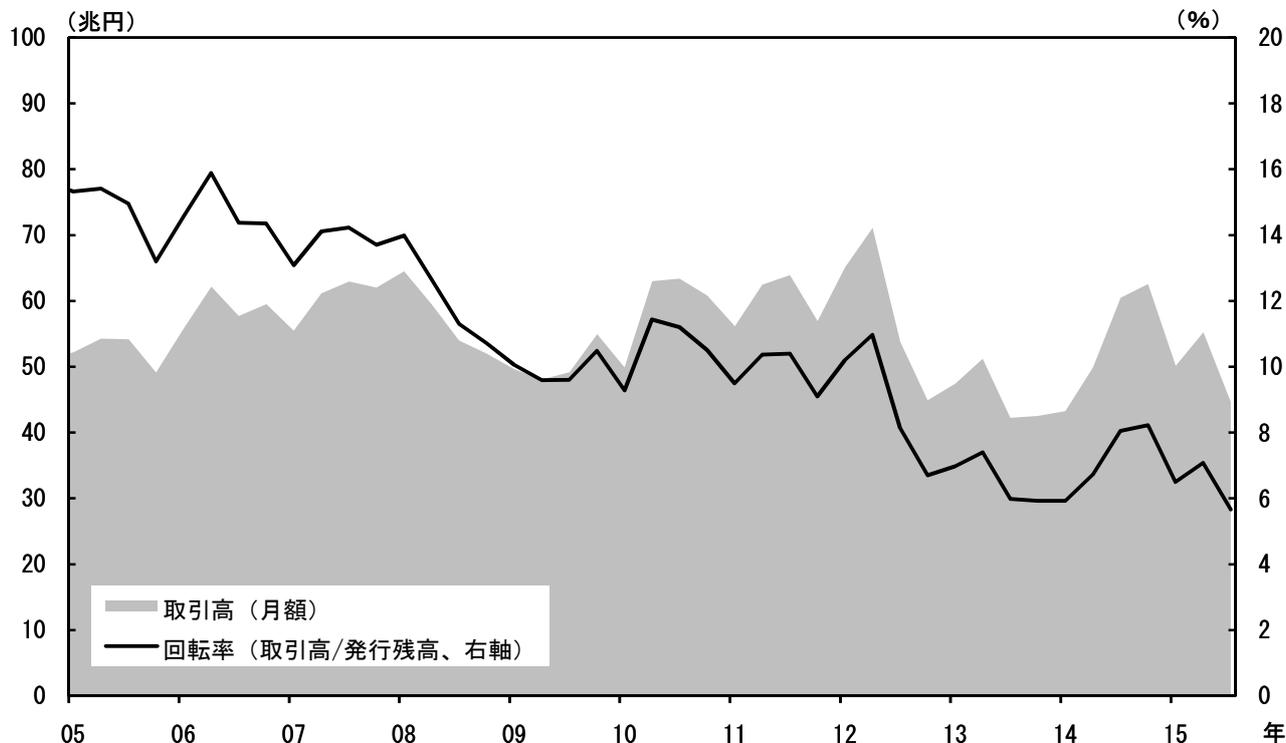


(注) 価格インパクトは各営業日の平均。後方10日移動平均。直近は10月末。

(資料) 日本経済新聞社「NEEDS」、QUICK、大阪取引所

### 現物国債のディーラー間取引高 (volume)

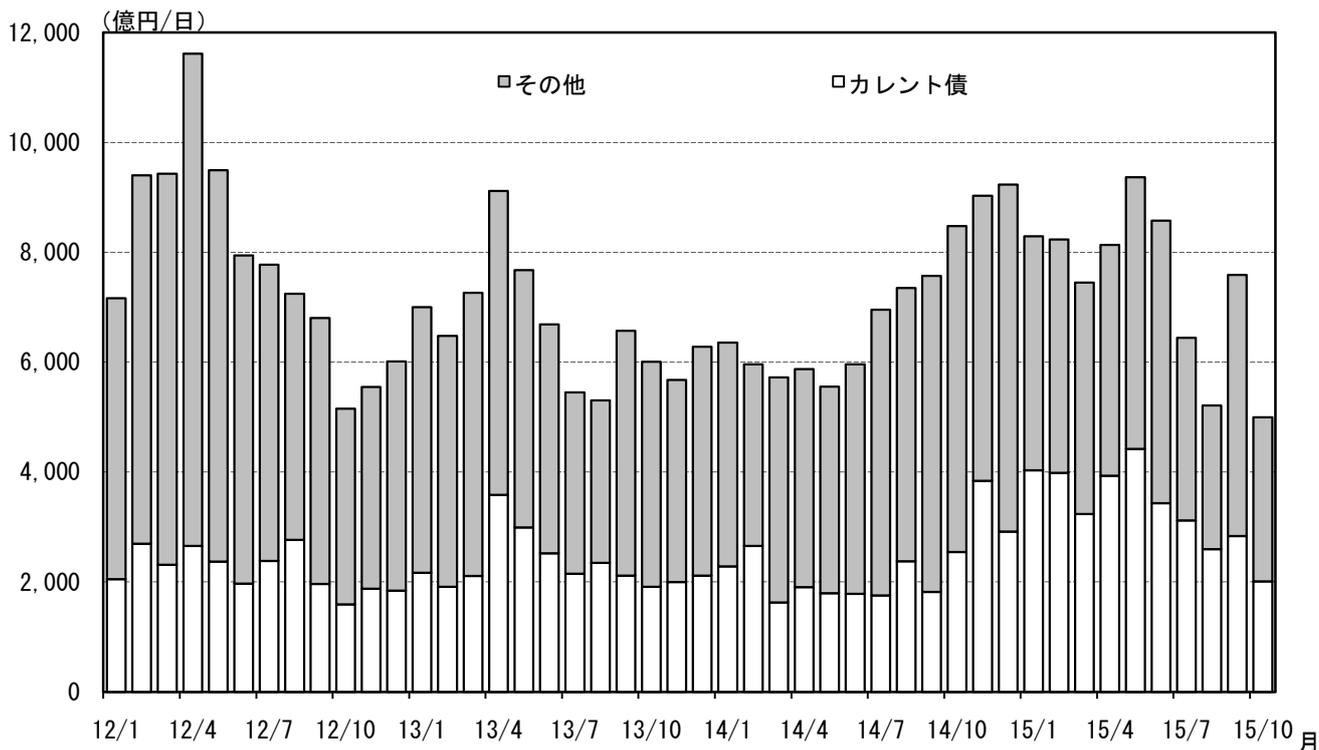
#### (1) ディーラー間の国債取引高 (日本証券業協会)



(注) 取引高は国庫短期証券等を除く。直近は7~9月。

(資料) 日本証券業協会、財務省

#### (2) ディーラー間の国債取引高 (日本相互証券)

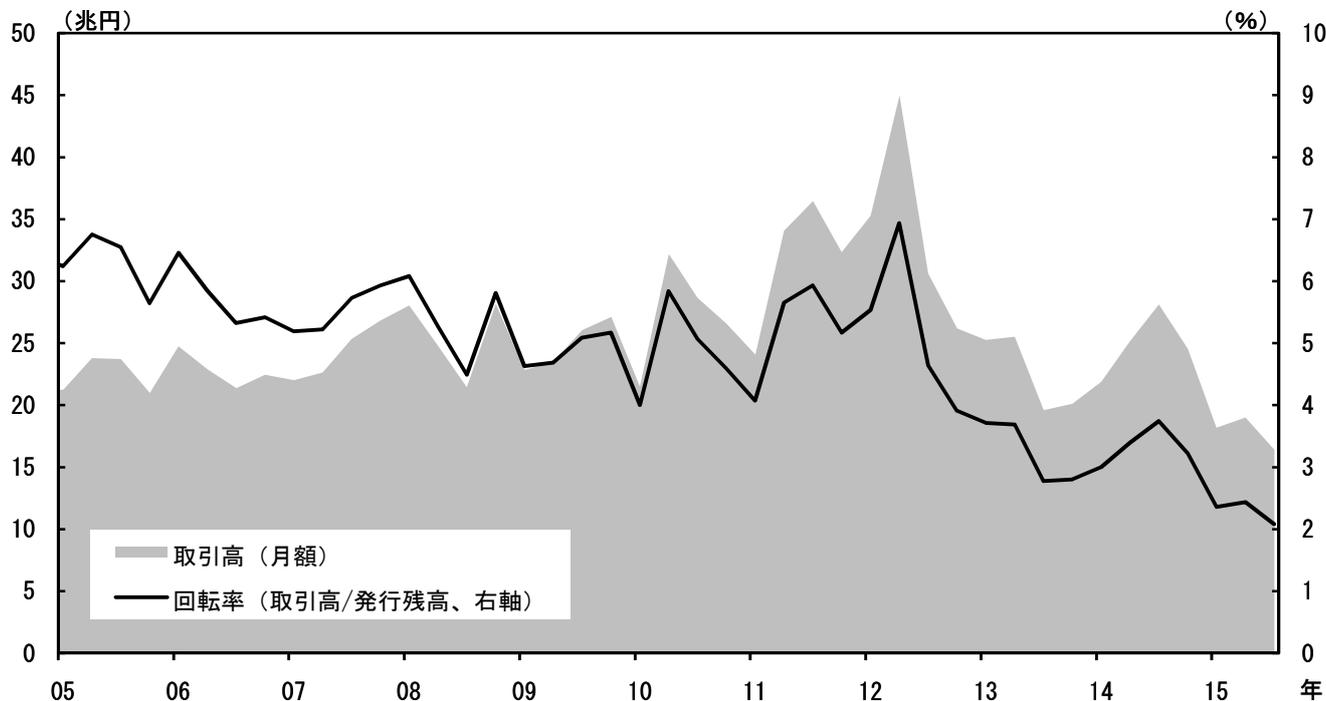


(注) 2、5、10、20、30、40年債の1日当たり取引高 (日本相互証券)。直近は10月。

(資料) QUICK

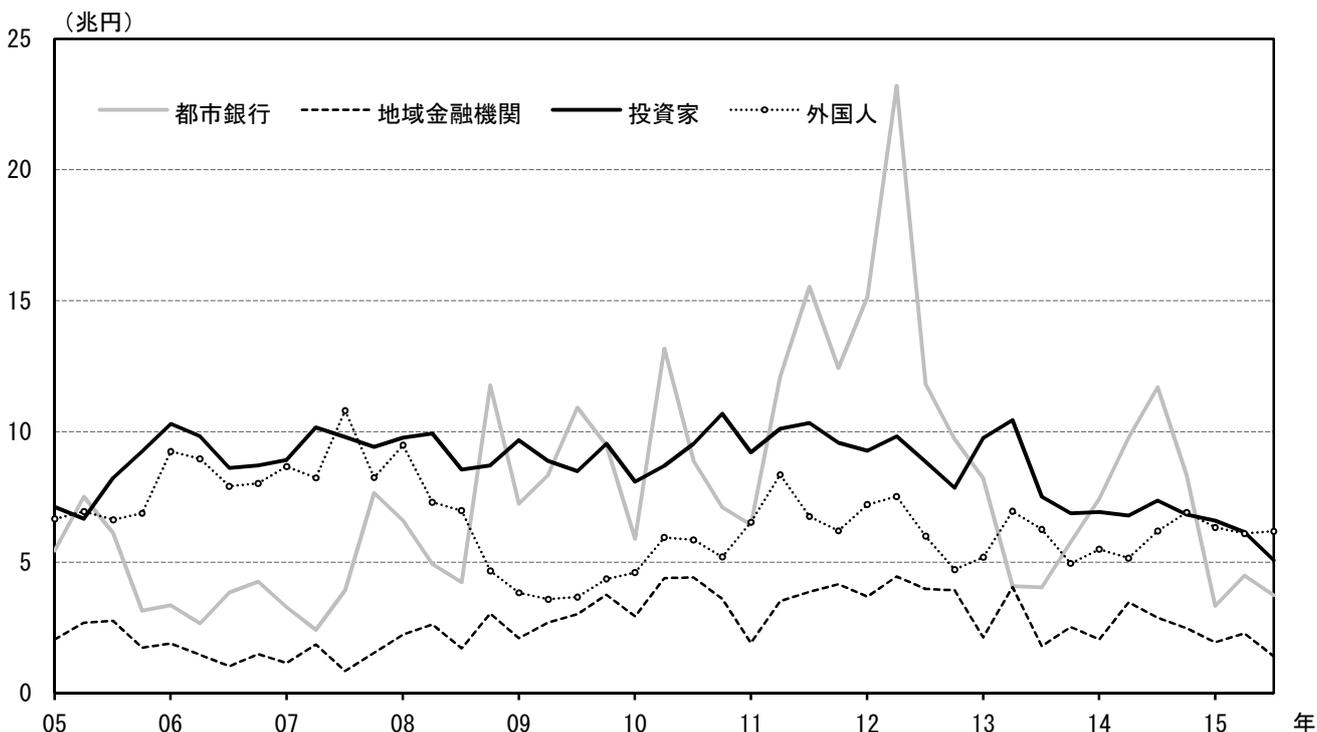
### 現物国債の投資家等の売買動向 (volume)

#### (1) ディーラーの対顧客取引高 (顧客の国債グロス買入れ額)



(注) 1. 取引高は国庫短期証券等を除く。直近は7～9月。  
2. 顧客は、「その他」（政府、日本銀行、ゆうちょ銀行、かんぽ生命等）を含まない。  
(資料) 日本証券業協会、財務省

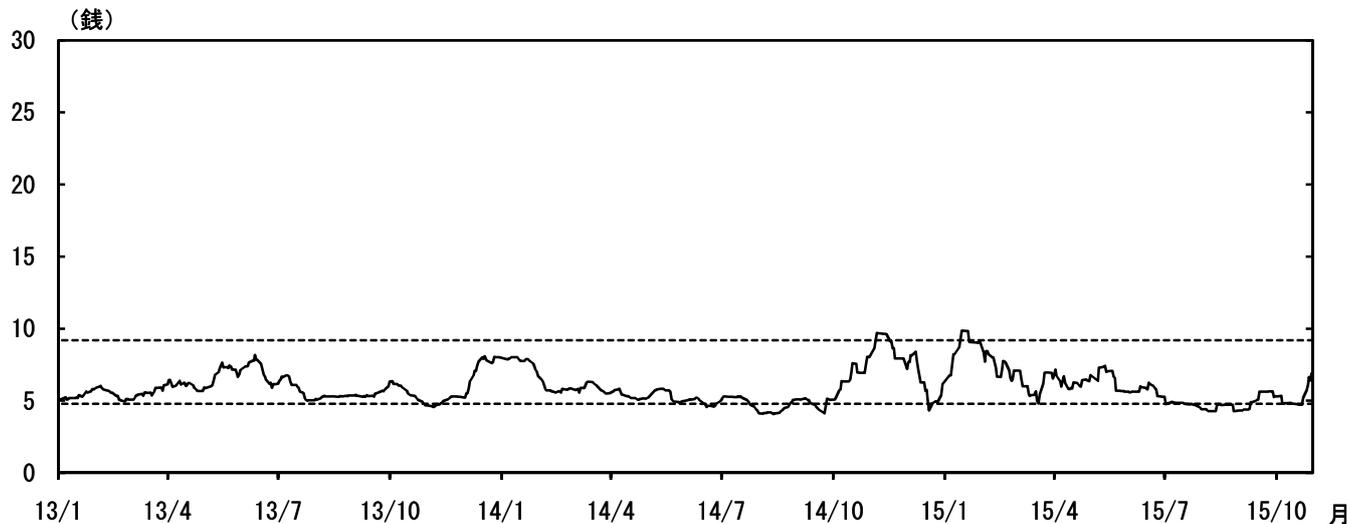
#### (2) 対顧客取引の内訳 (顧客の国債グロス買入れ額、月当たり)



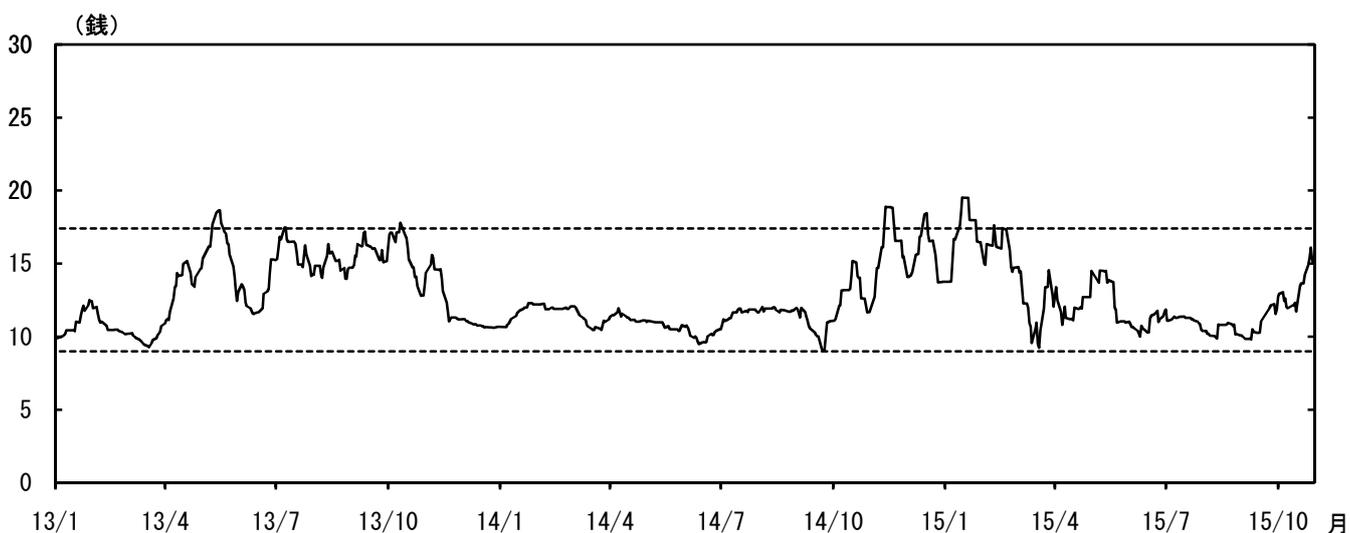
(注) 投資家は、生保・損保、信託銀行、農林系金融機関、投資信託、官公庁共済組合の合計。直近は7～9月。  
(資料) 日本証券業協会

### 現物国債のビッド・アスク・スプレッド (tightness)

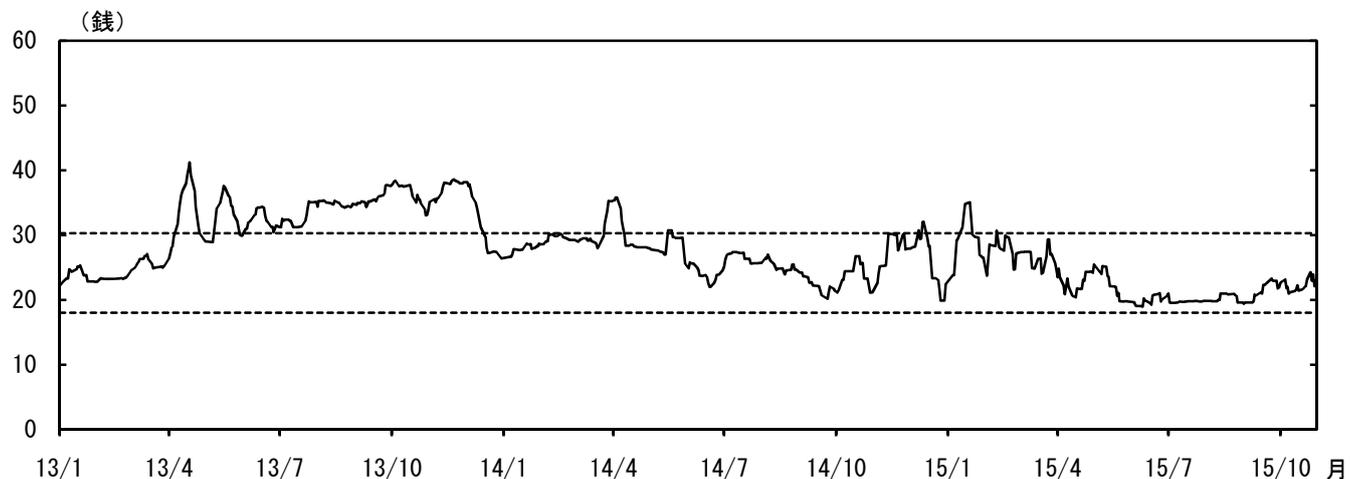
(1) 5年



(2) 10年



(3) 20年



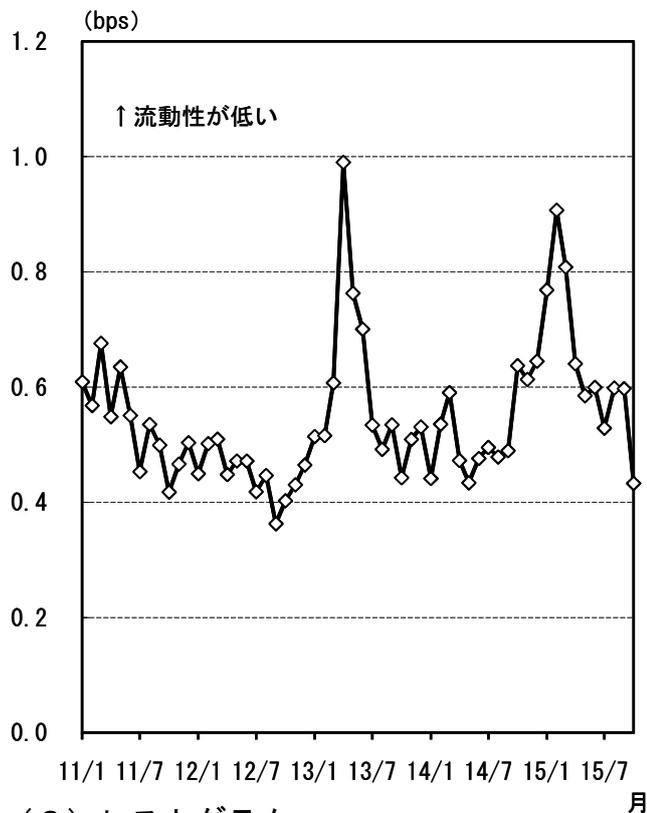
(注) Trade web気配値の後方10日移動平均。点線は、2010/1~2013/3月における第1四分位と第3四分位を示す。直近は10月末。

(資料) トムソン・ロイター

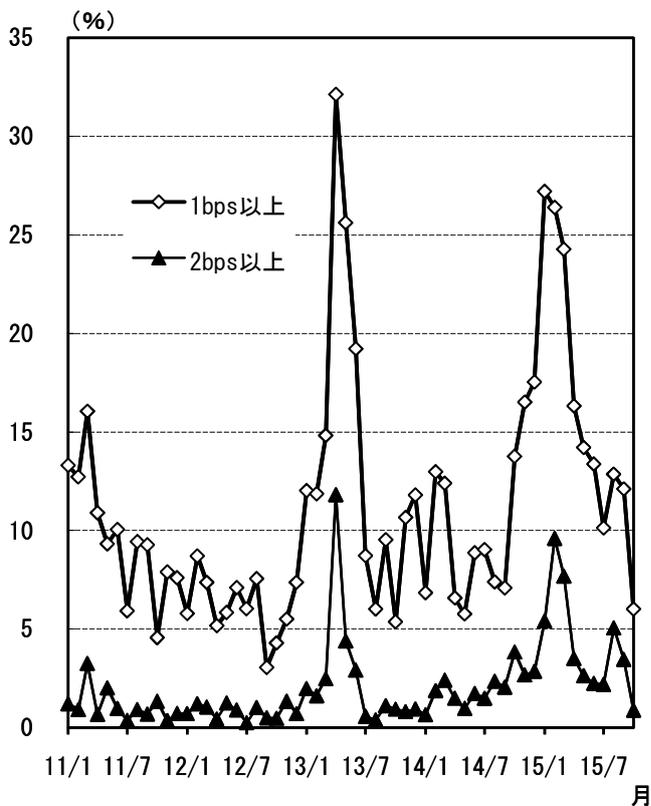
(図表8)

### 現物国債・対顧客取引の提示レート間スプレッド (depth)

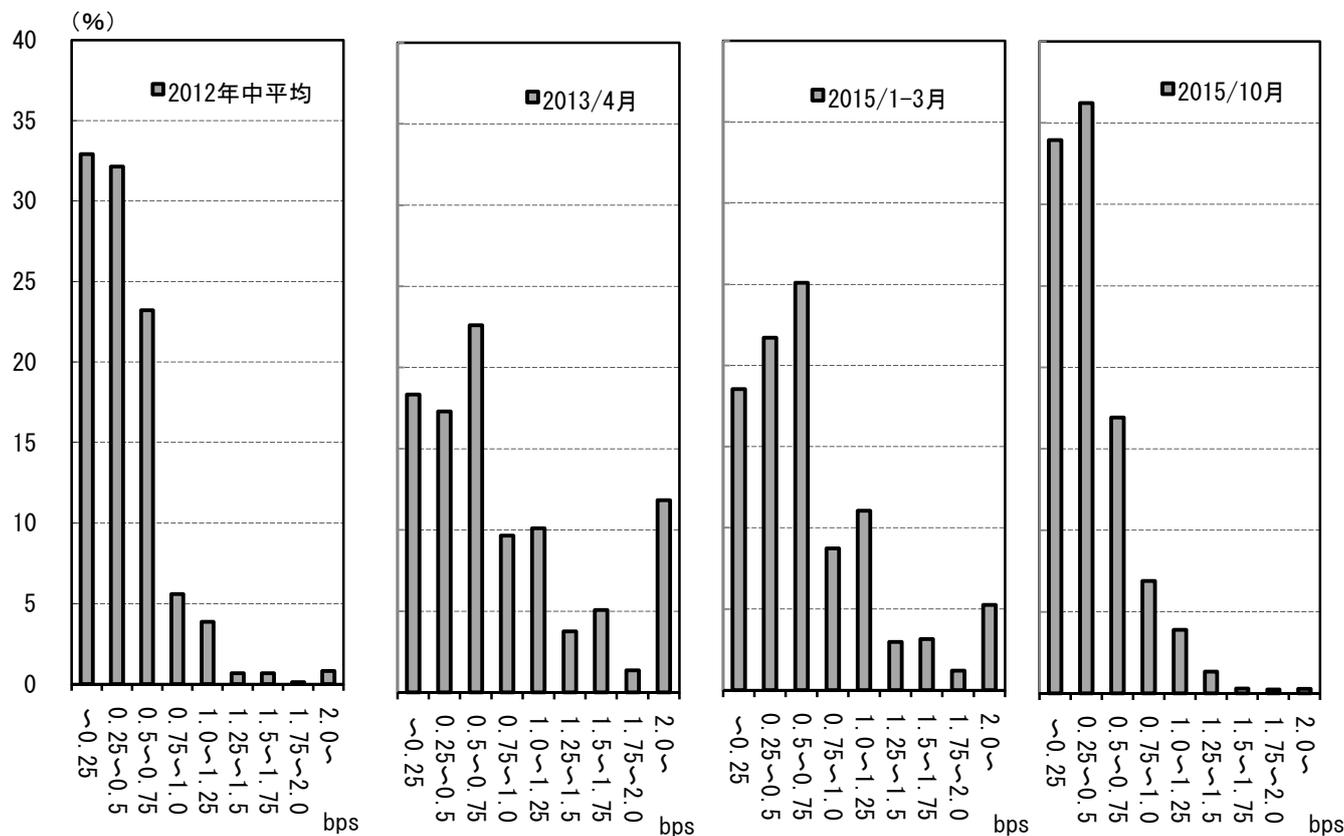
(1) 提示レート間スプレッド (平均)



(2) 同スプレッドが1、2bps超となる確率



(3) ヒストグラム



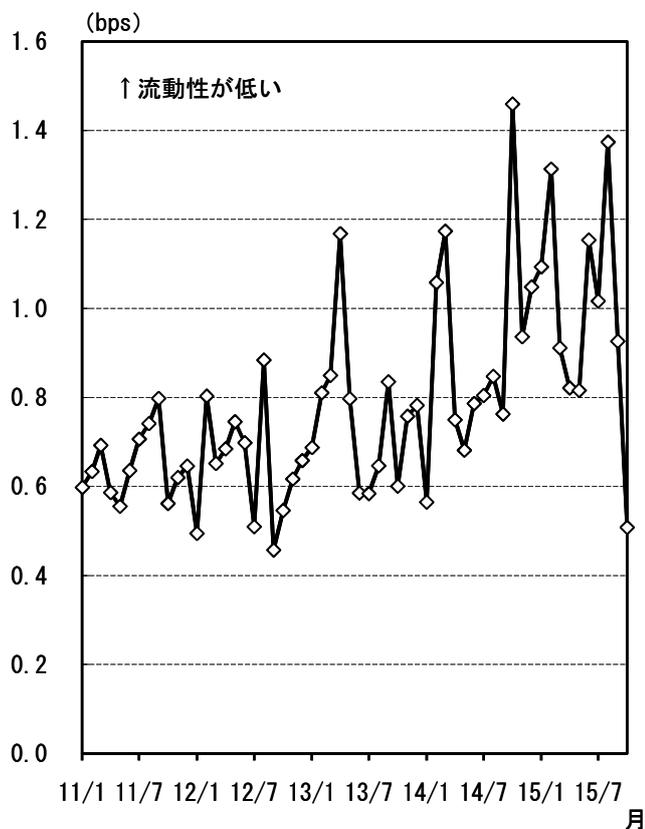
(注) スプレッドが10bpsを超える一部の取引を除外して集計。(1)、(2)の直近は10月。

(資料) エンサイドドットコム証券

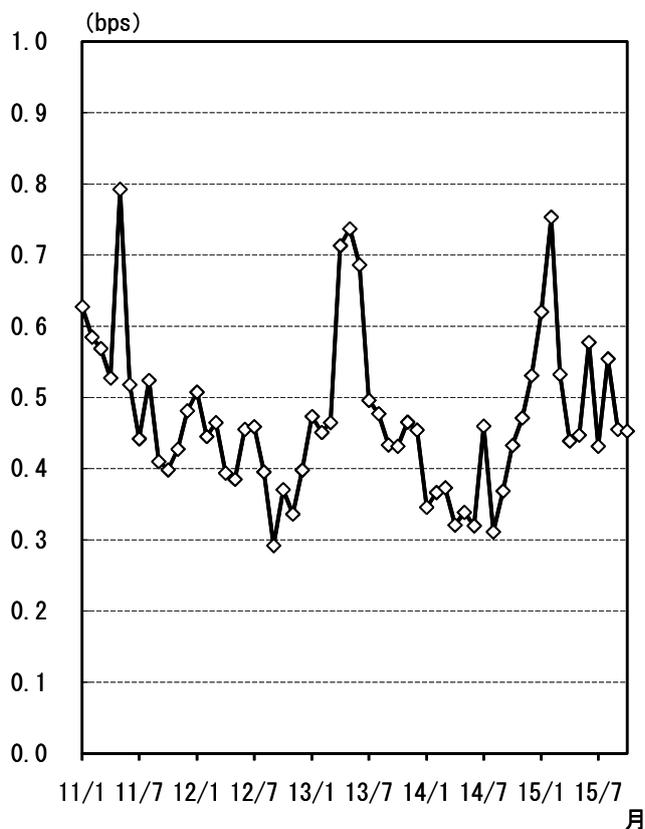
(図表9)

### 残存年限別の提示レート間スプレッド (depth)

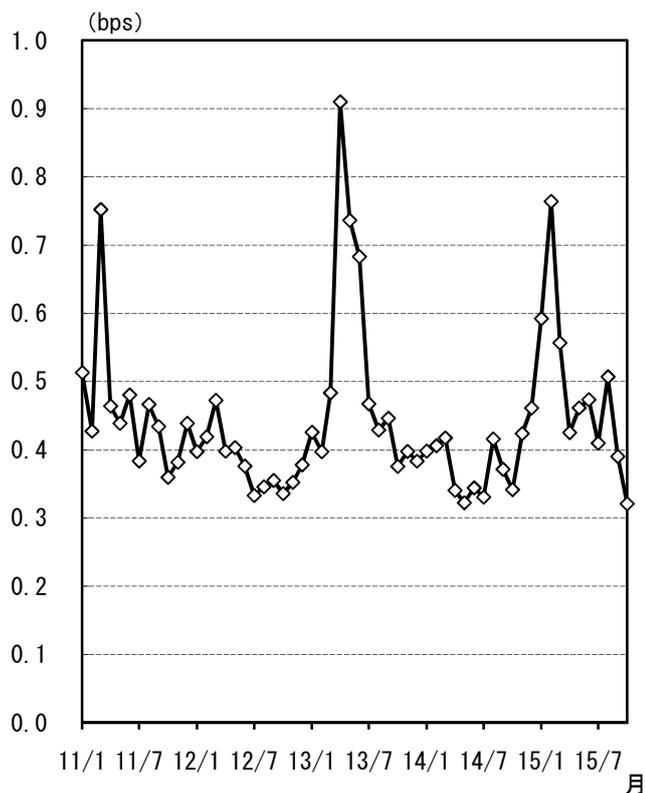
(1) 短期ゾーン (2年以下)



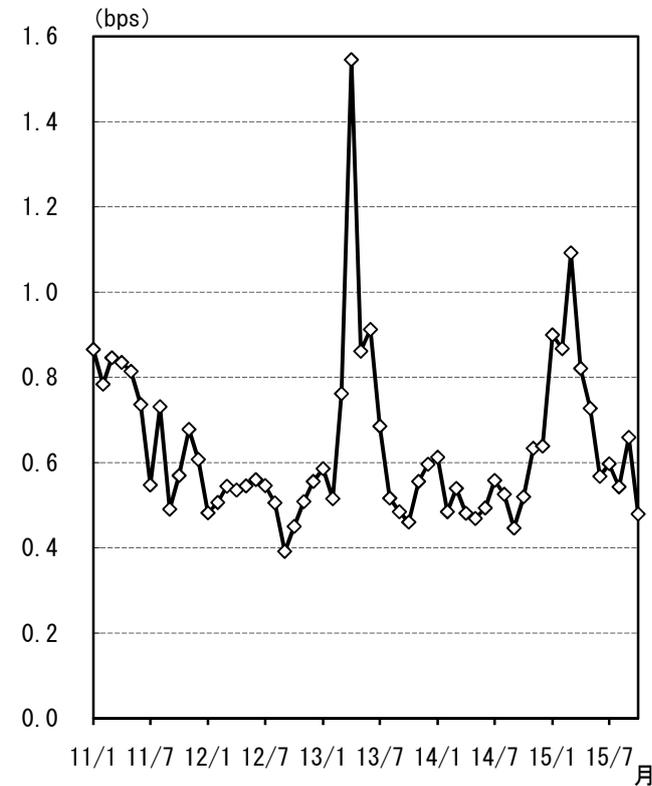
(2) 中期ゾーン (2~5年)



(3) 長期ゾーン (5~10年)



(4) 超長期ゾーン (10年超)

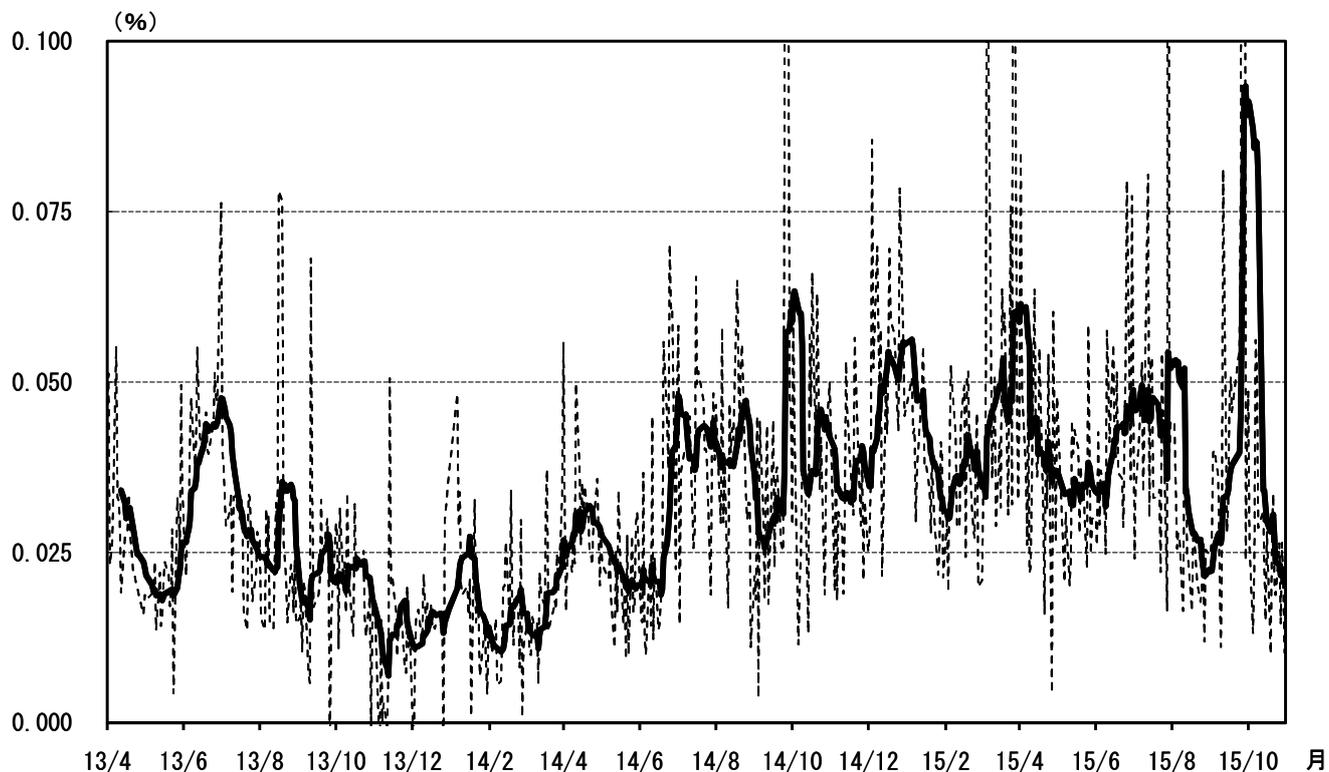


(注) スプレッドが10bpsを超える一部の取引を除外して集計。直近は10月。

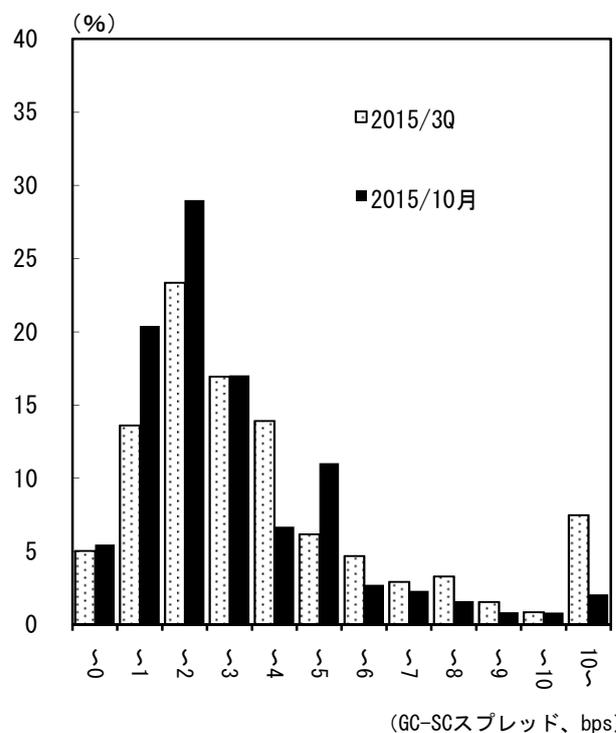
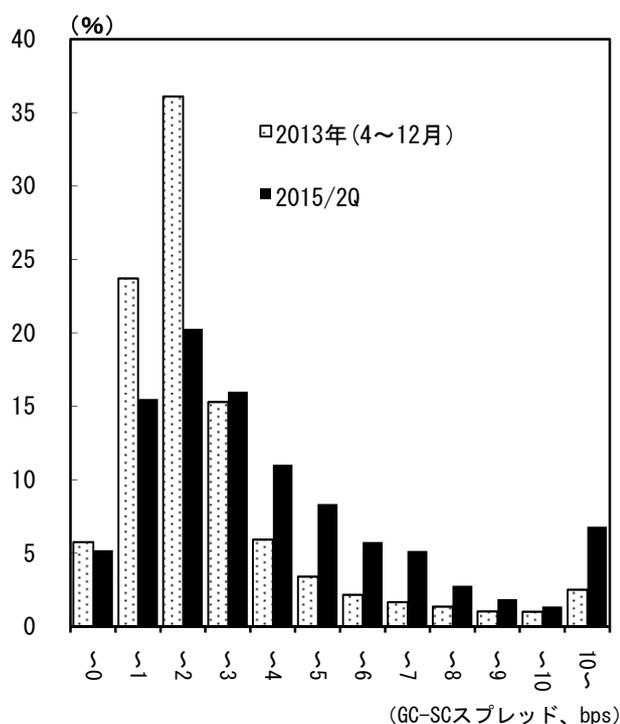
(資料) エンサイドットコム証券

## GC-SCスプレッド

(1) GC-SCスプレッドの推移 (全銘柄の単純平均)



(2) GC-SCスプレッドのヒストグラム



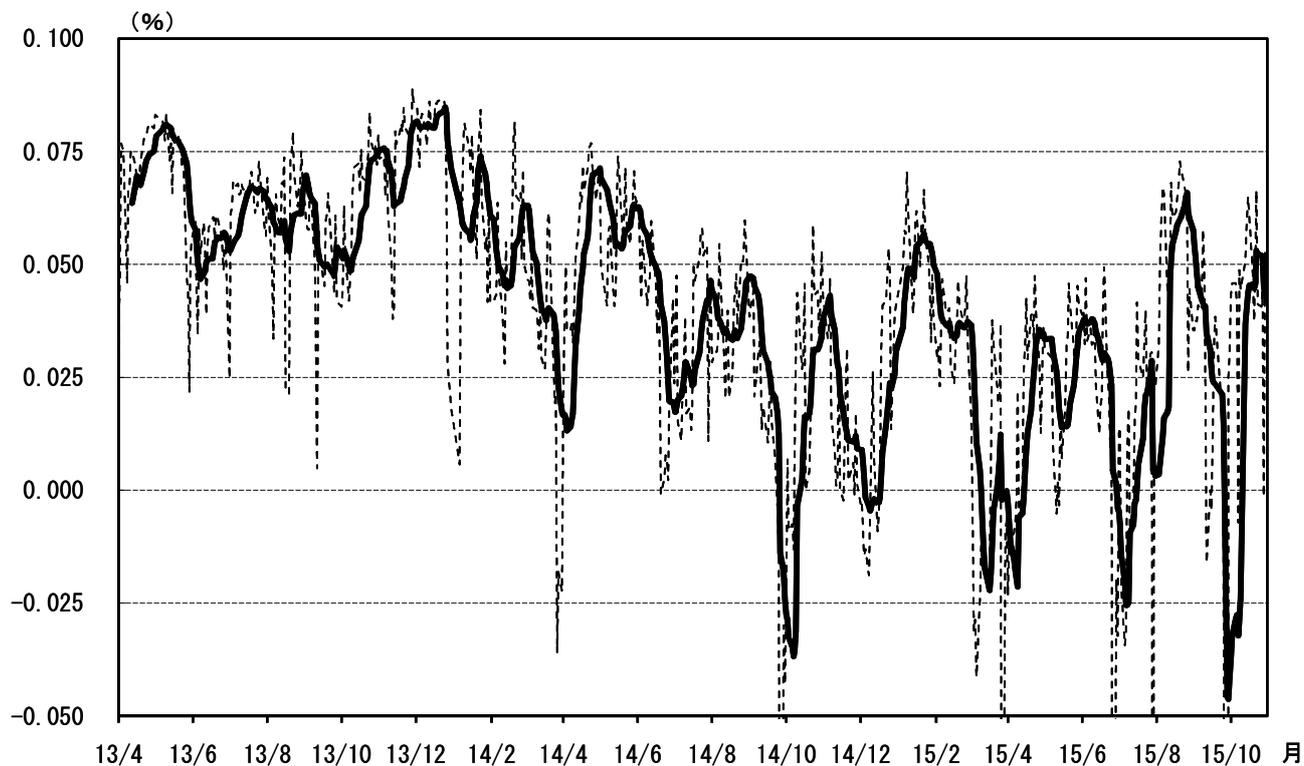
(注) 1. (1) の太線は後方10営業日移動平均。直近は10月末。

2. SCレポレートはS/N。GCレポレートは、東京レポレート (T/N)。GC-SCスプレッドは、決済日を合わせる形で算出。

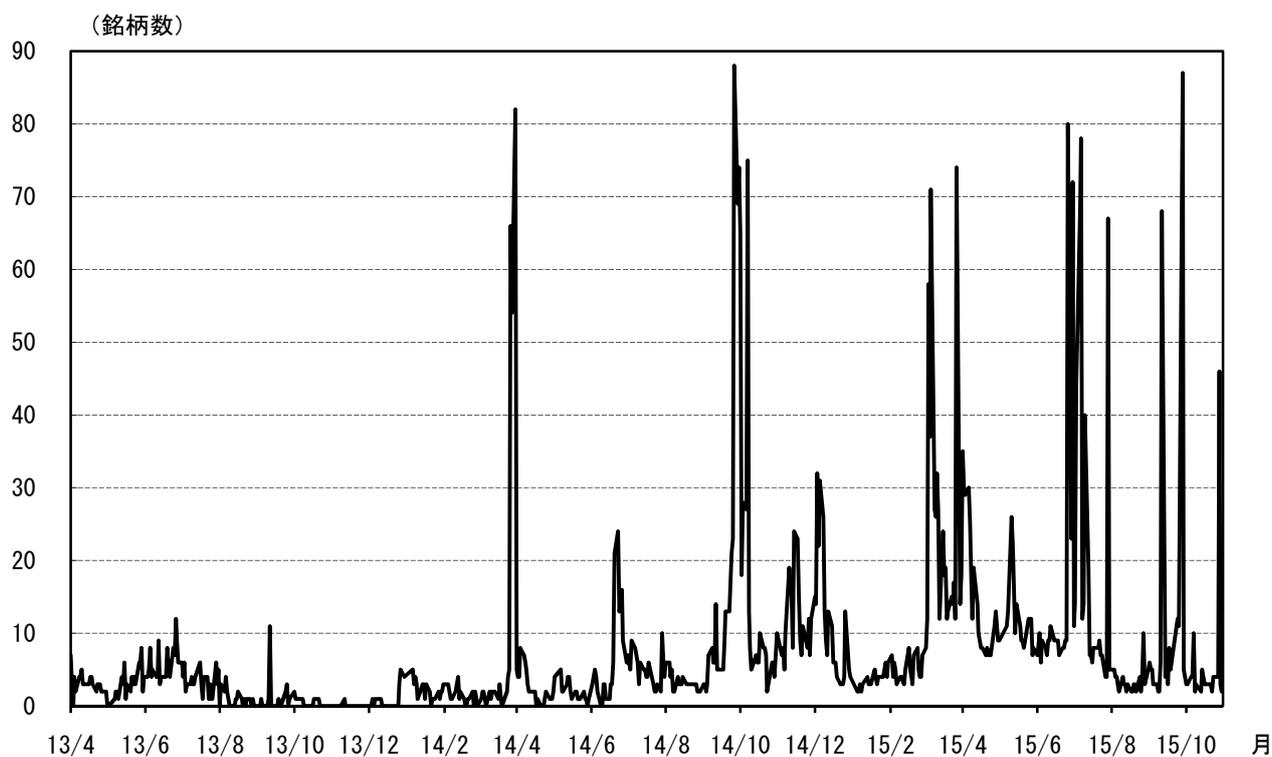
(資料) ジェイボンド東短証券、日本証券業協会

### SCレポレート

#### (1) 単純平均SCレポレート (S/N) の推移



#### (2) SCレポレートがマイナスとなった銘柄数



(注) 直近は10月末。(1)の太線は後方10営業日移動平均。

(資料) ジェイボンド東短証券

### 3. 最近の市場動向と市場調節

## 当面の金融市場調節方針

(2015年11月19日 政策委員会・金融政策決定会合決定)

### 当面の金融政策運営について（抜粋）

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、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した。

マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

2. 資産の買入れについては、以下の方針を継続する。

- ① 長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年～10年程度とする。
- ② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円、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。
- ③ CP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。

## マネタリーベースと日本銀行のバランスシート

(単位：兆円)

	13年3月末 (実績)	13年末 (実績)	14年末		15年11月末 (実績)	今後の年間 増加ペース (14年10月 31日公表)
			見通し (14年10月 31日公表)	実績		

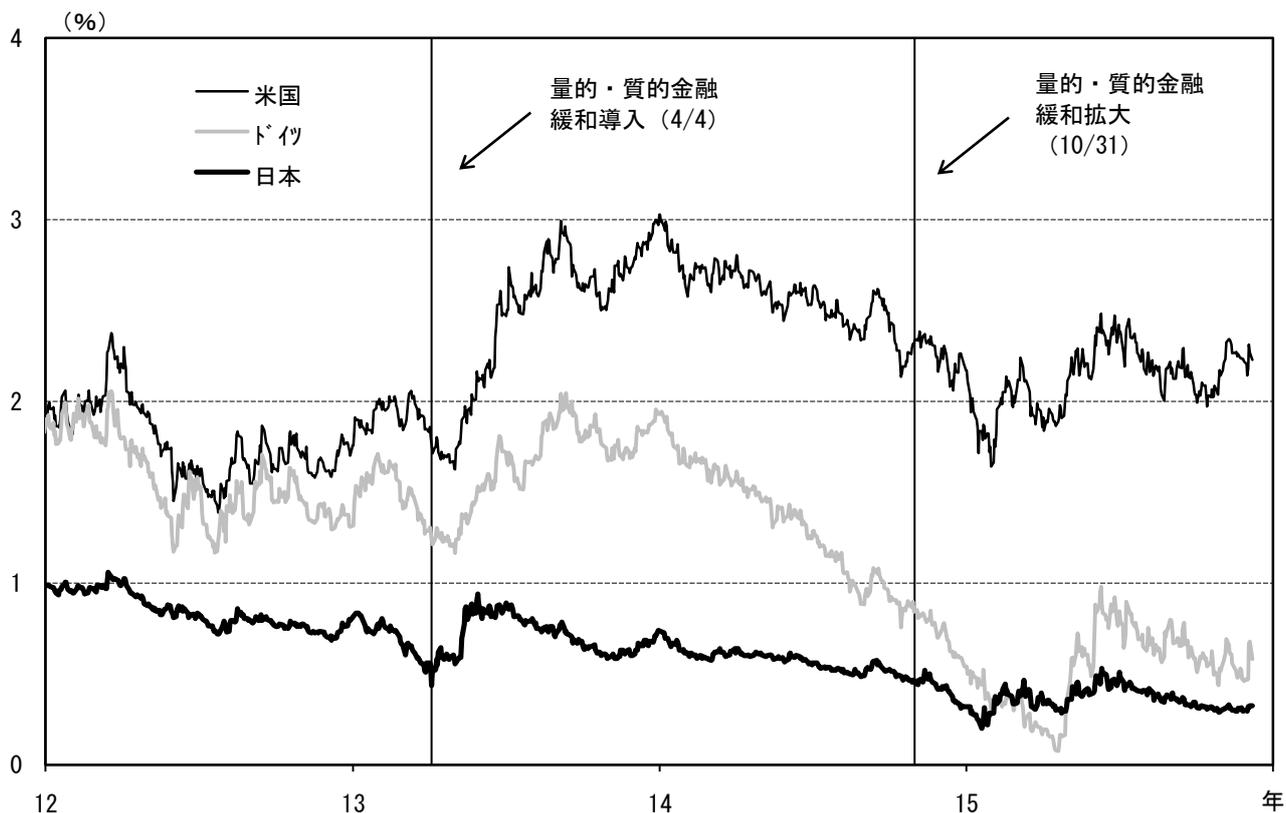
マネタリーベース	146.0	201.8	275	275.9	343.7	+約80兆円
----------	-------	-------	-----	-------	-------	--------

(バランスシート項目の内訳)

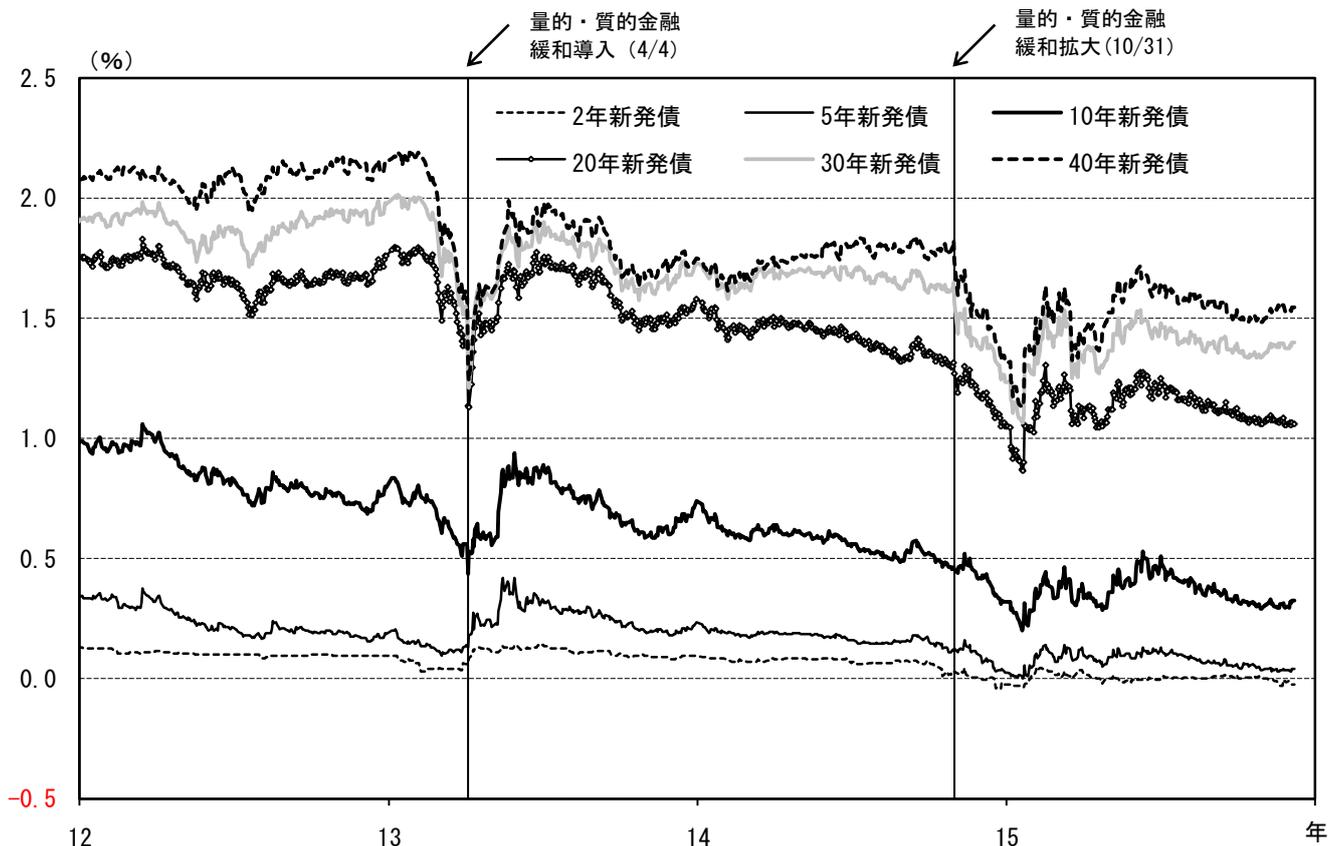
長期国債	91.3	141.6	200	201.8	278.7	+約80兆円
CP等	1.2	2.2	2.2	2.2	2.2	残高維持
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	残高維持
ETF	1.5	2.5	3.8	3.8	6.5	+約3兆円
J-REIT	0.12	0.14	0.18	0.18	0.26	+約900億円
貸出支援基金	3.4	8.4	—	23.4	28.5	—
共通担保資金供給	21.7	18.1	—	8.0	6.5	—
買入国庫短期証券	16.4	24.2	—	38.4	34.9	—
その他とも資産計	164.8	224.2	297	300.2	381.3	—
銀行券	83.4	90.1	93	93.1	93.2	—
当座預金	58.1	107.1	177	178.1	245.8	—
その他とも負債・純資産計	164.8	224.2	297	300.2	381.3	—

# 長期金利

## (1) 日米欧の長期金利



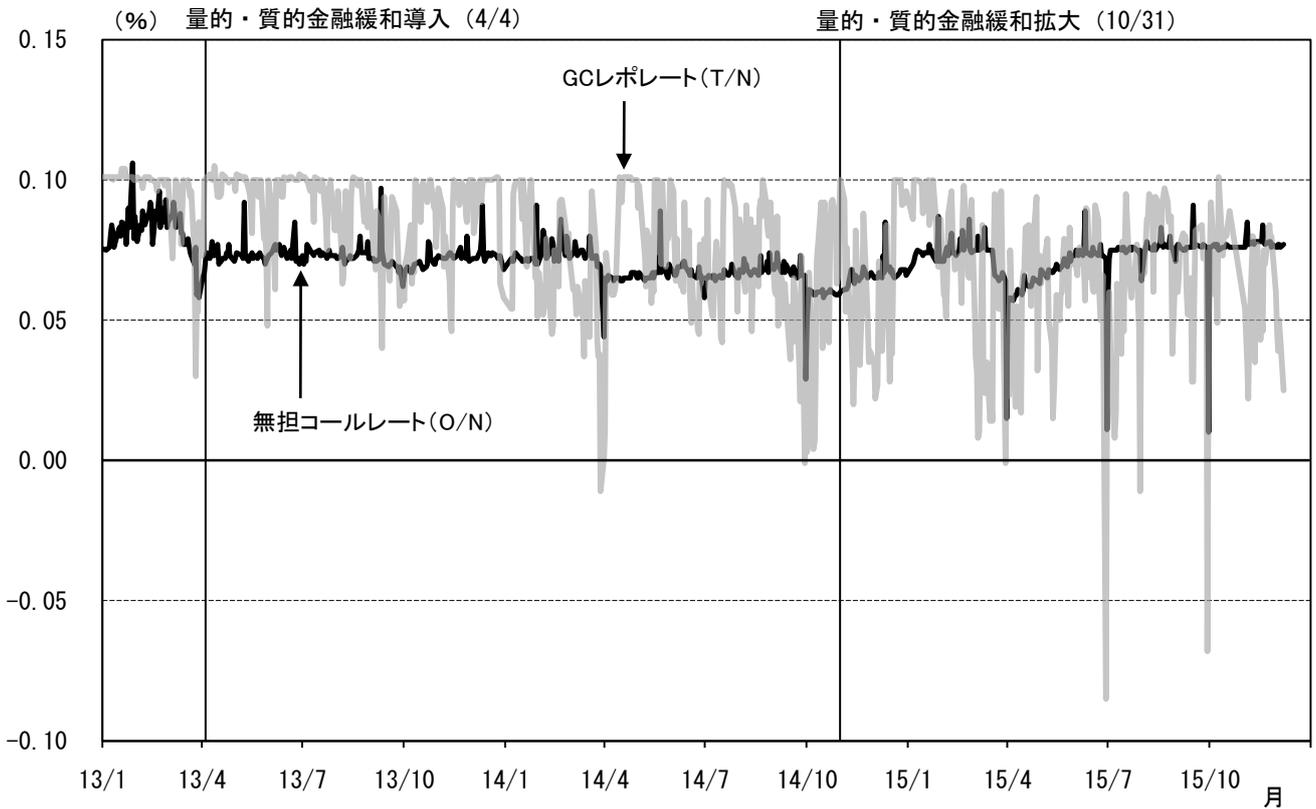
## (2) 年限別利回り



(資料) 日本相互証券、Bloomberg

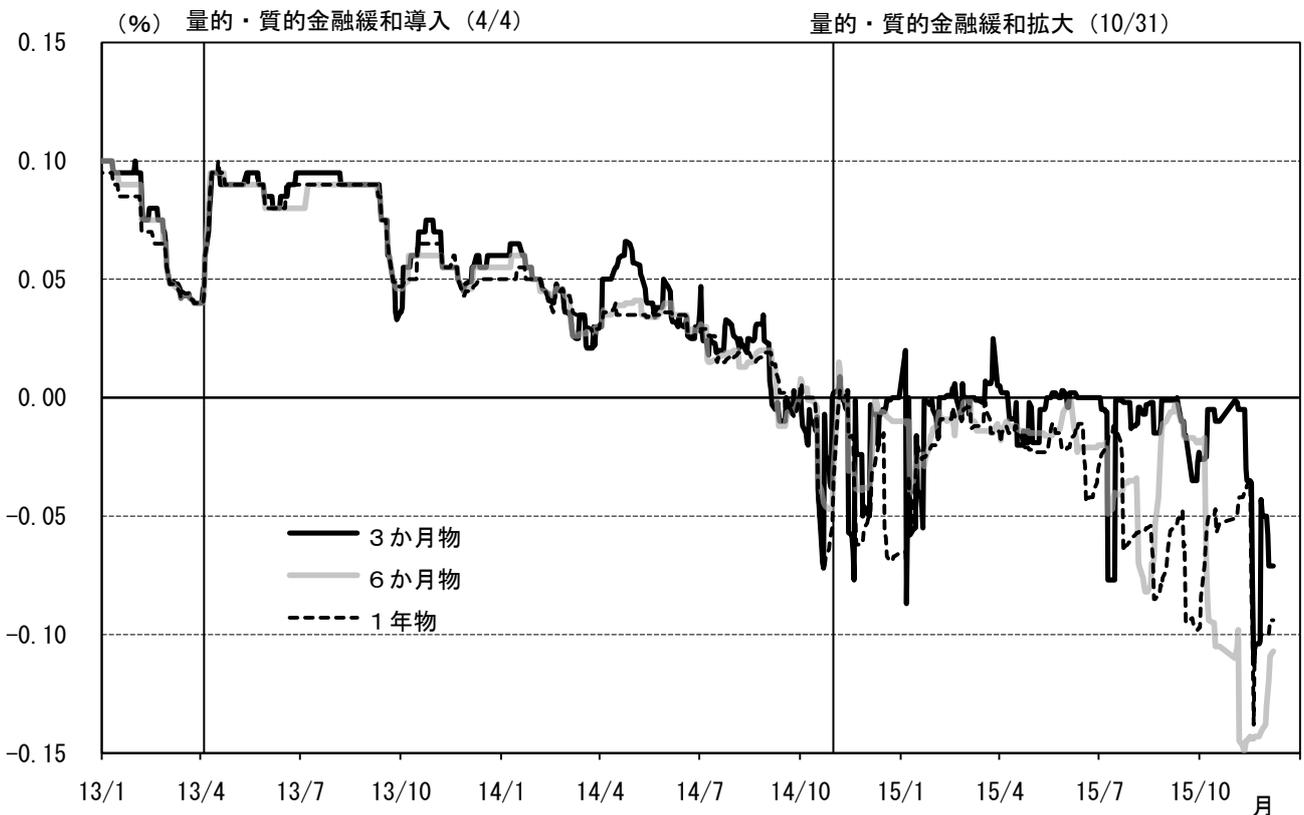
# 短期金利

## (1) 短期金利



(注) Gレポレートは、東京レポ・レート。

## (2) 国庫短期証券の利回り



(資料) 日本証券業協会、日本相互証券、日本銀行

# 当面の長期国債買入れ方針

(2015年11月30日公表)

2015年11月30日  
日 本 銀 行  
金 融 市 場 局

## 当面の長期国債買入れの運営について

日本銀行は、長期国債買入れについて、当面、以下のとおり運営することとしました（2015年12月1日より適用）。

—— 次回公表は12月30日17時を予定。

### 1. 買入金額

毎月8～12兆円程度を基本とする。ただし、政策効果の浸透を促すため、市場動向を踏まえて弾力的に運用する。

### 2. 買入対象国債

利付国債（2年債、5年債、10年債、20年債、30年債、40年債、変動利付債、物価連動債）

### 3. 国債種類・残存期間による区分別の買入金額

別紙のとおり

### 4. 買入頻度

月8～10回（営業日）程度（必要に応じて回数を増やすことがある）

### 5. 買入方式

コンベンショナル方式による入札

- ・利付国債（変動利付債、物価連動債を除く）：利回較差入札方式
- ・変動利付債、物価連動債：価格較差入札方式

以 上

(別紙)

<当面の月間買入予定>

(単位：億円)

	残存期間	オファー回数	1回あたり オファー金額	合計
利付国債(変動 利付債、物価連 動債を除く)	1年以下	2回程度	500~1,500程度	1,000~3,000程度
	1年超5年以下	6回程度	4,000~10,000程度	24,000~60,000程度
	5年超10年以下	6回程度	3,000~6,000程度	18,000~36,000程度
	10年超	5回程度	2,500~4,000程度	12,500~20,000程度
変動利付債<偶数月>		隔月1回	1,200程度	1,200程度
物価連動債<奇数月>		隔月1回	200程度	200程度

(注1) 上記2つまたは3つの残存期間区分(変動利付債および物価連動債も各々1つの区分として数えます)を同時にオファーします。

(注2) 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。また、物価連動債および変動利付債の買入は月の後半に行います。

(注3) 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して同時にオファーすることがあります。

(注4) 2015年12月1日以降の最初のオファー金額は、残存期間1年以下700億円、残存期間1年超3年以下3,500億円、残存期間3年超5年以下3,500億円、残存期間5年超10年以下4,000億円、残存期間10年超25年以下2,400億円、残存期間25年超1,400億円、変動利付債1,200億円、物価連動債200億円とする予定です。

## 貸出支援基金の概要

	貸出増加支援資金供給	成長基盤強化支援資金供給
趣旨	・貸出増加に向けた取り組みの支援	・金融機関の成長基盤強化に向けた取り組みの支援
資金供給の枠	・無制限	・総額 12 兆円 <sup>(注1)</sup>
残高	・23.6 兆円	・5.3 兆円、120 億米ドル
資金供給の支援対象	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「残高算出期の貸出残高」から、「2012 年 10 月から 12 月までの四半期以降、残高算出期を除く各四半期における既往ピーク貸出残高」を控除した貸出増加額<sup>(注3)</sup></li> <li>— 上記貸出増加額の 2 倍の範囲内まで貸付を行うことが可。なお、各四半期中の貸付限度額の未使用枠は、次回以降に引き継がれない</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・予め提出を受けた「成長基盤強化に向けた取り組み方針」に則して行われた投融資</li> <li>— 貸出等がネットで増加している必要はない</li> </ul>
貸付期間 <sup>(注4)</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・4 年</li> <li>— 貸付先が希望する場合、1 年単位で期日前返済を行うことが可</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・(米ドル特則以外) 4 年</li> <li>— 貸付先が希望する場合、1 年単位で期日前返済を行うことが可</li> <li>・(米ドル特則) 1 年</li> <li>— 最長 4 年まで借り換え可</li> <li>・いずれの貸付も、貸付期間中に、見合いとなる投融資がなくなった場合は、期日前返済を求める</li> </ul>
適用金利	・年 0.1%	・年 0.1% <sup>(注5)</sup>
対象先 <sup>(注6)</sup>	・預金取扱金融機関	・預金取扱金融機関、証券会社等
資金供給の方式	・共通担保を担保とする貸付け	・共通担保を担保とする貸付け
新規資金供給の受付期限	・2016 年 3 月末までの貸出増加分が対象となる期限	・2016 年 3 月末までの新規貸出分が対象となる期限

(注1) 本則：10 兆円、ABL 特則：5 千億円、小口特則：5 千億円、米ドル特則：120 億米ドル（1 兆円相当）。

(注2) 新規貸付にかかる貸出増加額。

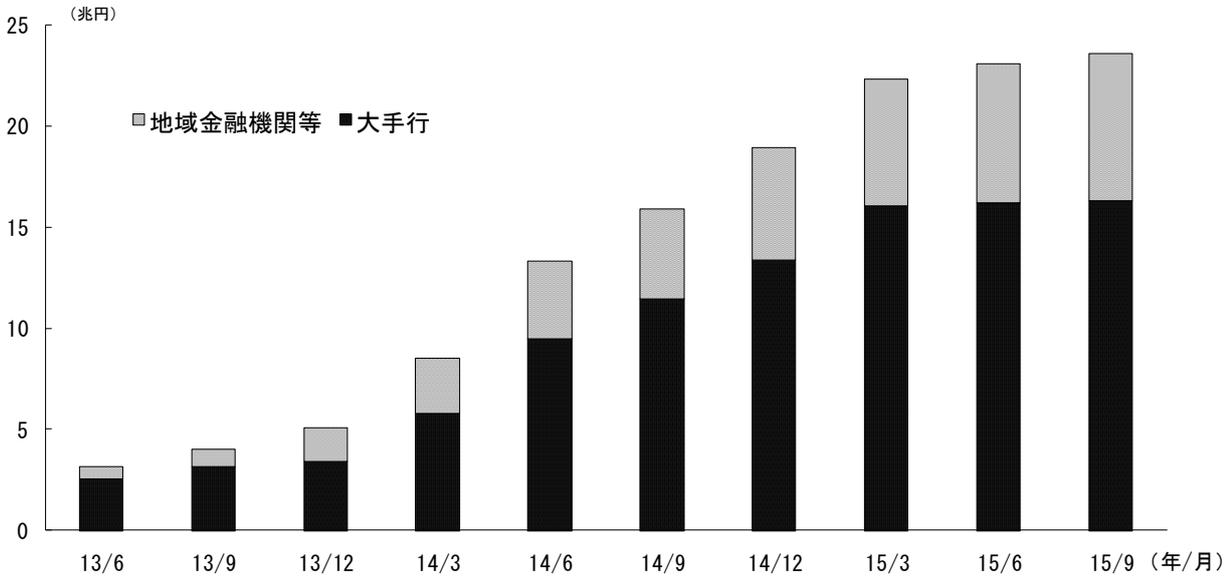
(注3) 新規貸付にかかる貸付期間。

(注4) 米ドル特則は、米ドル 6 か月物 LIBOR。

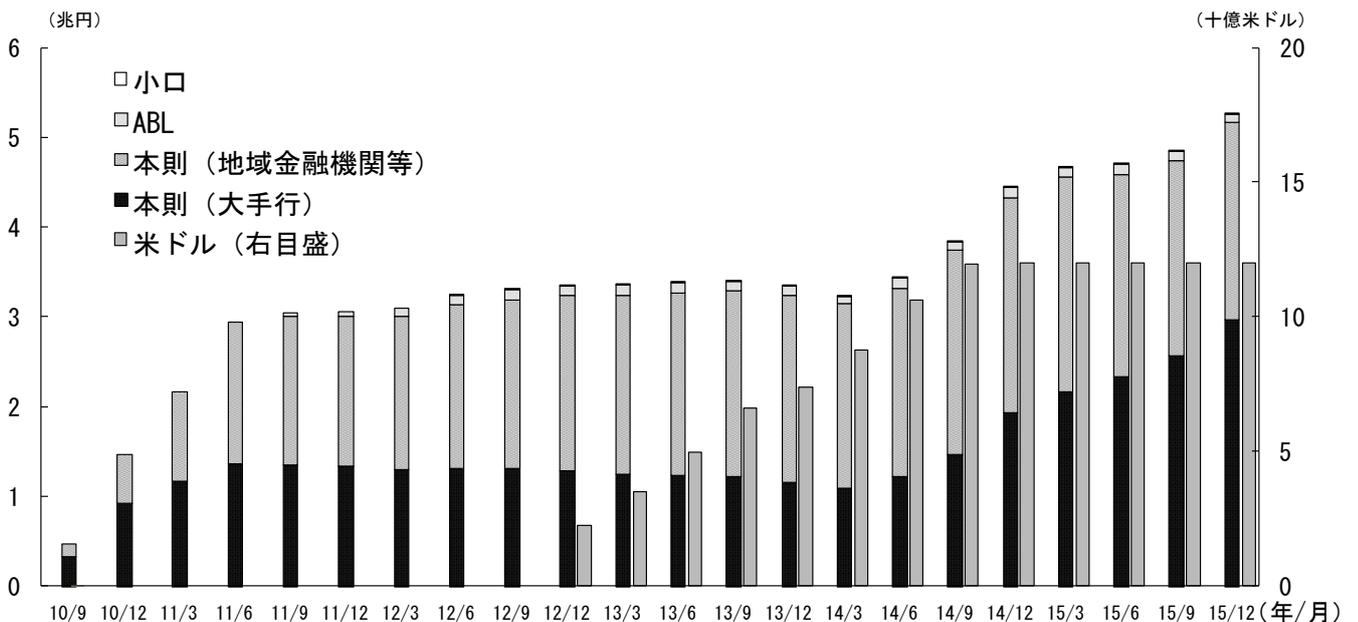
(注5) 日本銀行の当座預金取引の相手方ではない金融機関のうち、系統中央機関の会員である先については、各々の系統中央機関を通じて制度を利用することができる。

## 貸出支援基金による資金供給の実績

### (1) 貸出増加支援資金供給の実績



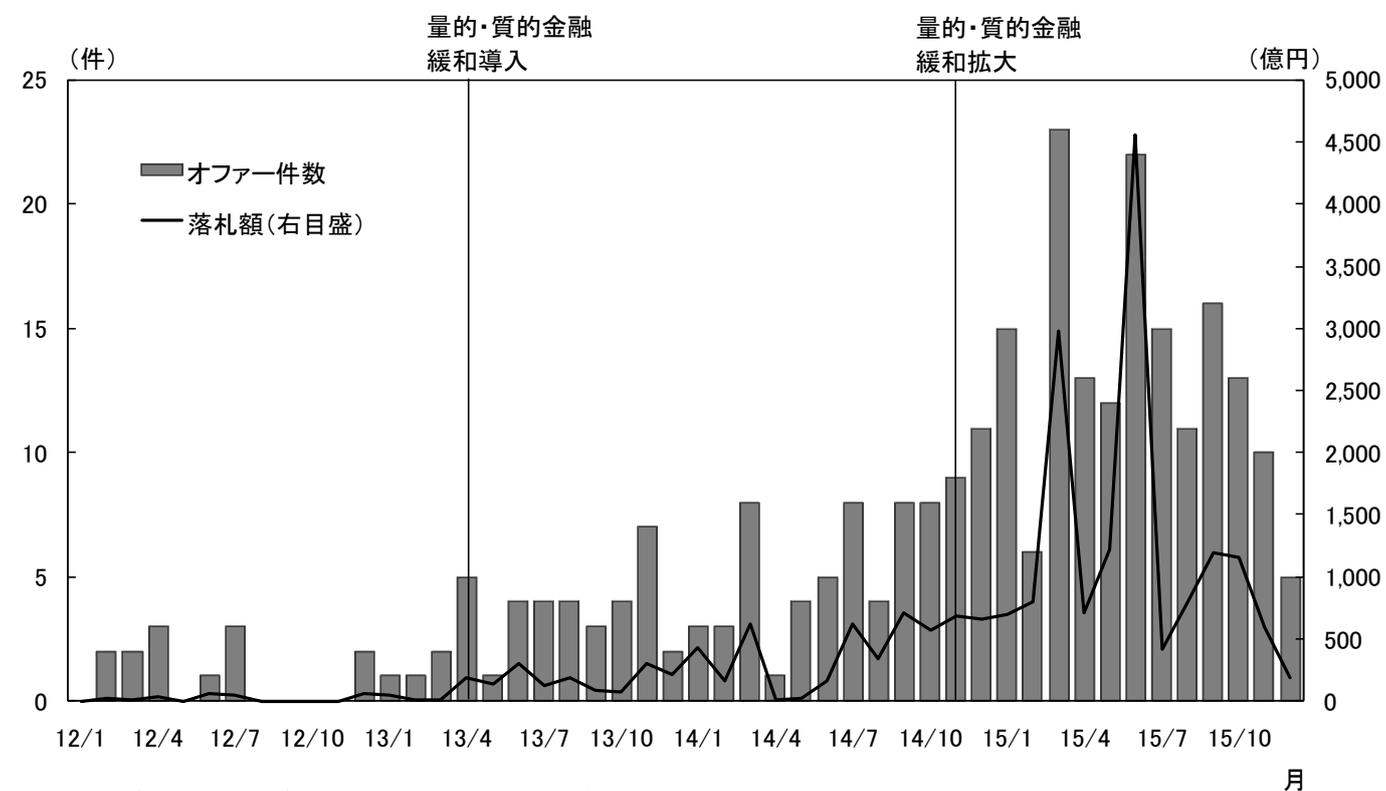
### (2) 成長基盤強化支援資金供給の実績



(注)「大手行」は、みずほ、三菱東京 UFJ、三井住友、りそな、埼玉りそな、三菱 UFJ 信託、みずほ信託、三井住友信託、新生、あおぞら。「地域金融機関等」は、地方銀行、第二地方銀行、信用金庫、系統上位金融機関、政府系金融機関、外国金融機関、証券会社等。以下、同様。

## 国債補完供給の実務運用の変更

### 国債補完供給の実行額



(注) 2015/12月は、12/7日オファー分までの合計。

### (2015年8月31日) 国庫短期証券を新たに対象に追加

#### 1. 銘柄別の売却上限額

日本銀行が保有する残高（オペ等で売却が決定している金額を除く）の100%または1,000億円のいずれか小さい額

#### 2. 連続利用日数

一の売却対象先に対して同一銘柄を連続して売却することができる日数は、原則として最長5営業日