

2017年12月21日
日本銀行金融市場局

「債券市場参加者会合」第6回議事要旨

1. 開催要領

(日時) 銀行等グループ (24先) 12月6日(水) 16時から
証券等グループ (25先) 12月6日(水) 17時30分から
バイサイドグループ (22先) 12月7日(木) 16時45分から

(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. 本行からの説明等

- 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、について説明した。
—— 国債市場の流動性指標等の拡充を検討していく旨も併せて説明した。

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。

最近の債券市場についての見方と今後の注目点

- イールドカーブ・コントロールが導入されて1年以上経つが、この枠組みはしっかりと機能を発揮しており、海外金利が上下する場面でも、円債金利は安定的に推移してきた。
- 最近では、米金利がフラットニングするもとの、為替ヘッジコストが上昇した結果、外債への投資妙味が減退し、円債市場への資金流入がみられている。
- 債券市場のボラティリティが低い状況が続いており、投資家は投資しやすい一方で、トレーディングを収益源とする証券会社等にとっては厳しい環境だとみている。
- 債券市場は安定しており安心感があるが、株価が大きく変動した時も逆相

関となるべき債券価格が動かないため、投資家としてポートフォリオの形成が難しくなっている。

- 先行きについては、他に大きなイベントが見当たらず、債券市場は金融政策の影響を強く受けやすい環境になっている。来年には正副総裁の任期が到来する中、政策変更の有無やタイミング、市場参加者がどういったきっかけでそれを織り込み始めるのかなどの点に注目している。
- 前回会合以降、イールドカーブは円滑にコントロールされてきたが、この背景には、海外金利がさほど大きく上昇しなかったこともあるとみている。先行き、海外要因などを起点に強い金利上昇圧力が掛かった際に、イールドカーブ・コントロールの実効性が問われるのではないか。

債券市場の機能度・流動性についての見方

- 現在の債券市場をみると、日本銀行と市場参加者の密なコミュニケーションやオペレーションの透明性の高さを背景に、金利の予見可能性が高く、投資し易い環境にある。
- ただし、イールドカーブ・コントロール導入から時間が経過し、投資家や証券会社が市場での取引量を踏まえ、円滑に取引できる範囲にロットを絞っているという面もある。
- 低金利・低ボラティリティ環境が長く続いていることで、取引量が少なくなるとともに、市場参加者の厚みが減少している。
- 客観的な指標やサーベイによって評価が異なるようだが、実際に取引している実感としては、債券市場の機能度や流動性は明らかに低下している。
- ビッド・アスク・スプレッドはタイトで、板の厚みもあり、一見すると流動性があるように見えるが、これはイールドカーブ・コントロールのもとでボラティリティが低く抑えられている結果に過ぎない。
- 特にオフザラン銘柄については、日本銀行の保有割合の高まりを背景に取引が難しくなっている。最近では、オファーやビットがみられないという以前には見られなかった現象も散見されている。
- そうした状況で、仮に投資家からオフザラン銘柄の大量の売りがでた場合、マーケットが吸収できるかを懸念している。レポ市場もあまり機能しておらず、オフザラン銘柄については、売買のサイズを絞らざるを得ない。
- 市場参加者の多くが経済指標やファンダメンタルズへの関心を失い、日本銀行のオペレーション以外の要因で金利が動かなくなっており、債券市場の価格発見機能が損なわれているように感じる。

- 昨今の低金利・低ボラティリティ環境の下では、国債は投資対象になり難く、国内から海外へ、金利からクレジット等へと、人員面などのリソース配分をシフトさせている。
- 現在のような市場環境が長期化していくと、若手を中心に動きのある相場を知らない市場参加者が増えていくので、将来、金利上昇局面が到来した際にしっかりマーケットメイクできるかを懸念している。
- 人員減やスキルの低下が一旦起こってしまうと、所謂「出口」を迎えても、債券市場の機能度の回復には時間を要するのではないかと懸念している。
- 国債の流動性については、引き続き、様々な角度から検証し、指標等も拡充して欲しい。

市場調節運営等

- 市場調節運営は、マーケットをよくみてきめ細かく行われており、安心感がある。
- 短期国債については、海外勢の需要や国内勢の担保需要を背景に需給が逼迫するような場面では、買入の必要性は乏しいのではないか。
- 来年度の国債発行額減額が見込まれるなか、日本銀行もそれに合わせる形で買入額の減額を行って欲しい。
- 市場環境が良好なこのタイミングでこそ、将来「出口」に向かう際の円滑な移行を見据えて、買入減額を進めておくべきではないか。
- オフザラン銘柄の流動性改善のために、カレント銘柄を買い入れつつ、オフザラン銘柄を売り出すという形でのオペレーションを検討しても良いのではないか。

国債決済期間短縮化への対応等

- 国債決済期間短縮化について、事務・システム面での準備は着実に進展している。
- これまでの総合運転試験では、すべての参加先において問題なく完了している。短縮化後に遅い時間の取引が滞りなく実行できるかやや懸念しているが、来年入り後に行われる幅広い市場参加者を対象とした総合運転試験も活用して、しっかりと準備を進めたい。
- 来年5月の短縮化実施後、レポ市場の流動性がどのように変化するかという点に関心を持っている。

以 上

資 料

2017 年 12 月 6、7 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、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】 46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）

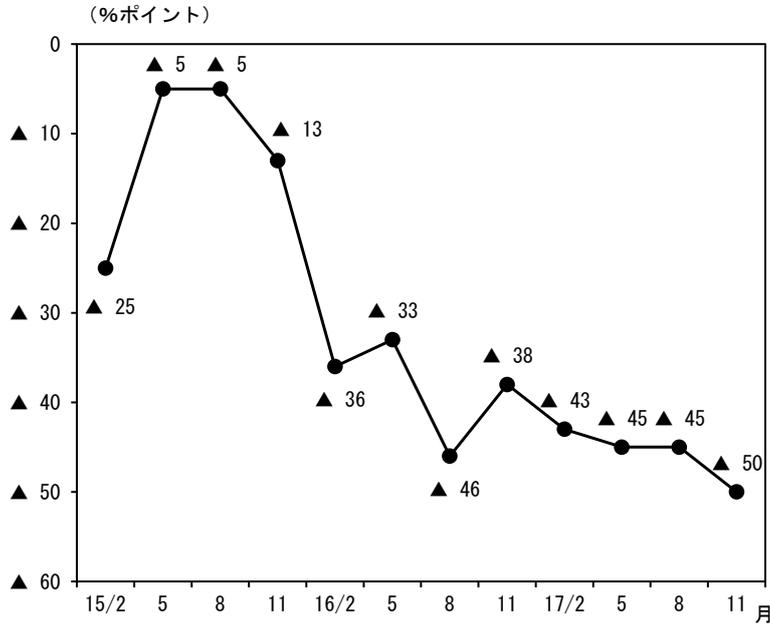
【公表時期】 原則として調査月翌月の第1営業日（※）

【公表方法】 本行ホームページに掲載

※ 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。

債券市場の機能度判断 DI

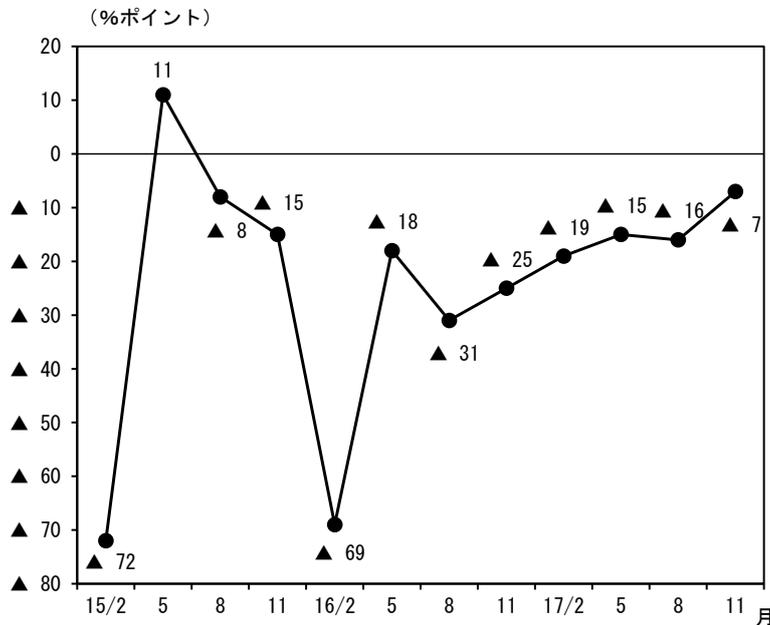
▽機能度判断 DI（現状）



(%、%ポイント)

| 「現 状」 | | | | |
|----------------------|-------------|-----------|-----|------|
| 機能度判断 「高い」 - 「低い」 | | 17/5 月 | 8 月 | 11 月 |
| | | ▲45 | ▲45 | ▲50 |
| 構 成 比 | 高い | 0 | 0 | 0 |
| | さほど 高くない | 55 | 55 | 50 |
| | 低い | 45 | 45 | 50 |

▽機能度判断 DI（3 か月前と比べた変化）



(%、%ポイント)

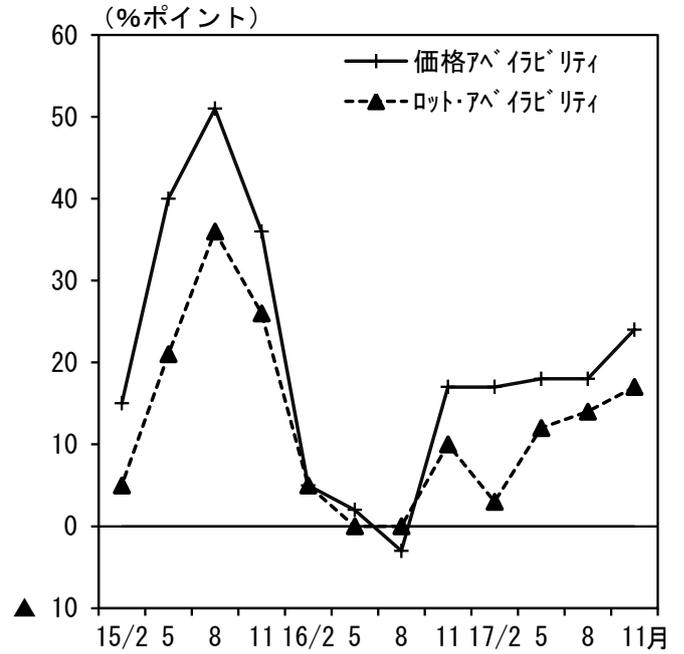
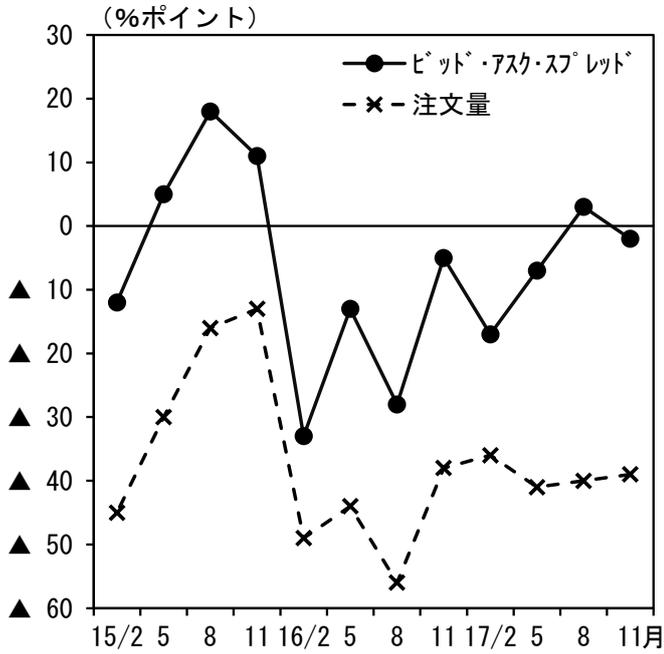
| 「3 か月前と比べた変化」 | | | | |
|--------------------------|--------------------|-----------|-----|------|
| 機能度判断 「改善した」 - 「低下した」 | | 17/5 月 | 8 月 | 11 月 |
| | | ▲15 | ▲16 | ▲7 |
| 構 成 比 | 改善した | 5 | 0 | 0 |
| | さほど 改善して いない | 75 | 84 | 93 |
| | 低下した | 20 | 16 | 7 |

(注) 直近3回の回答期間は以下のとおり。

- 17/5 月： 5月11日～18日
- 8 月： 8月8日～17日
- 11 月： 11月9日～16日

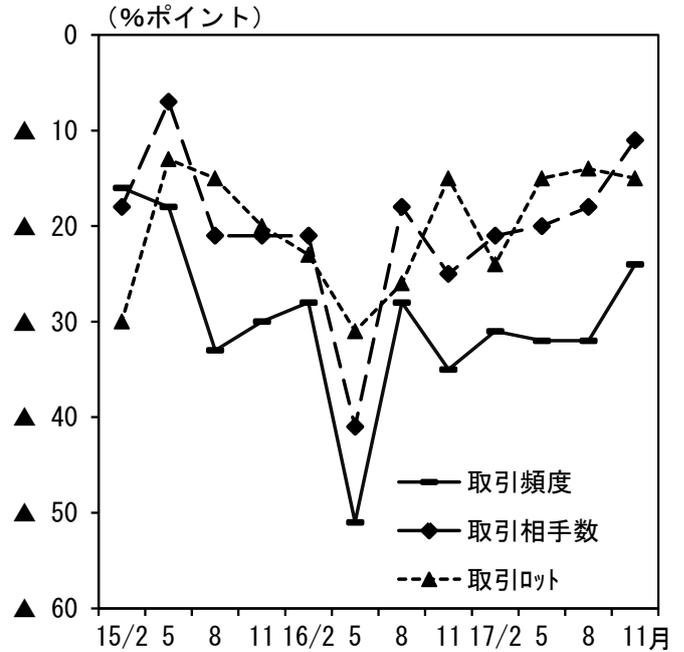
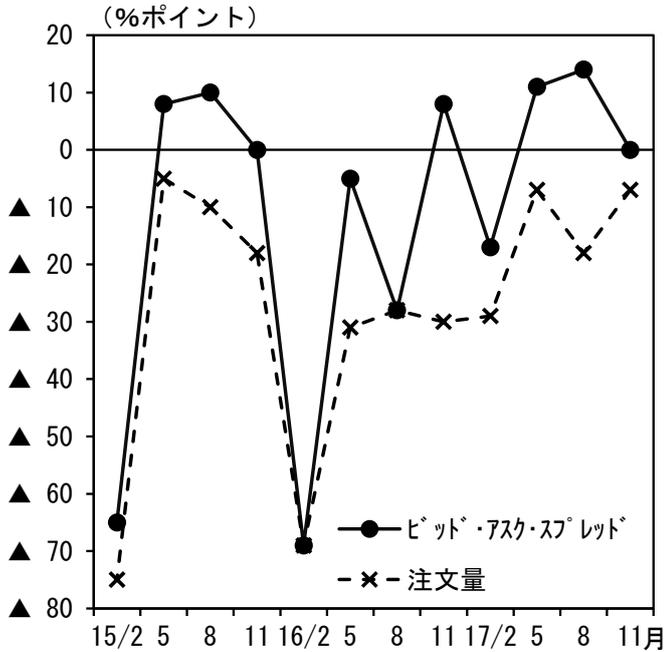
その他の判断DI（機能度・流動性に関する各論）

▽「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」

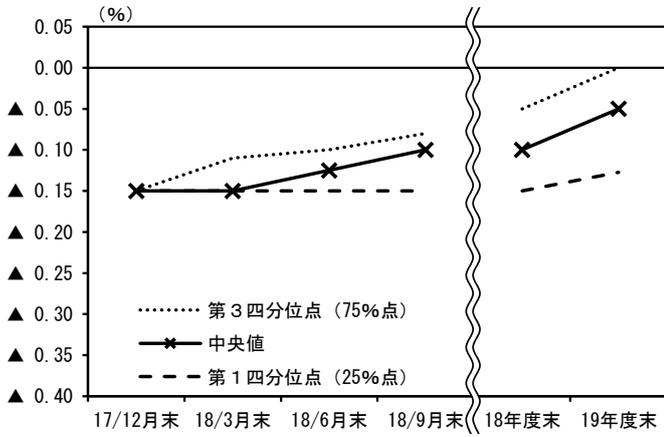
▽「3か月前と比べた変化」に関する調査項目



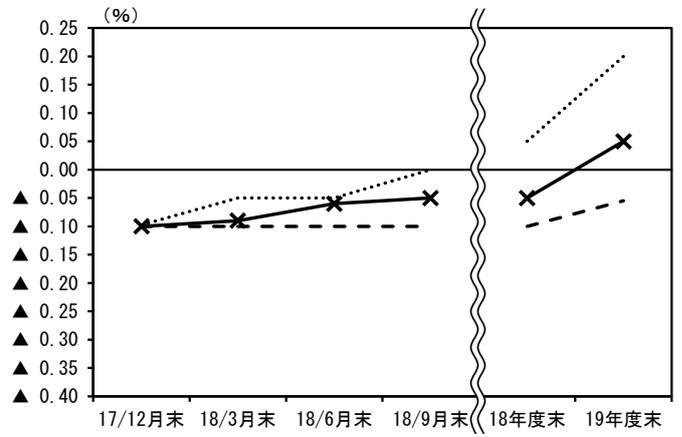
(注) ビッド・アスク・スプレッド：「縮小した」—「拡大した」
 注文量、取引頻度、取引相手数、取引ロット：「増加した」—「減少した」

長期金利の先行き見通し (11月調査)

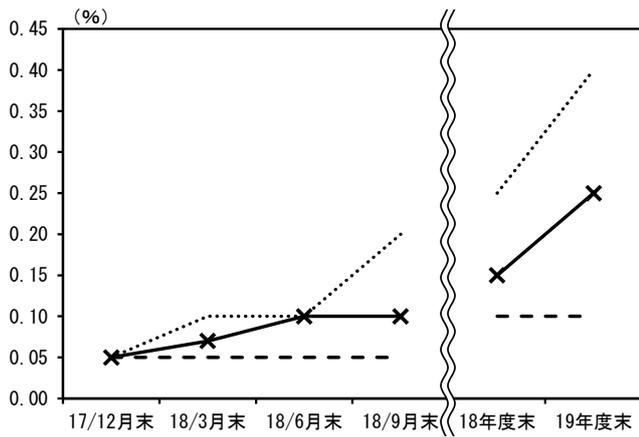
新発2年債



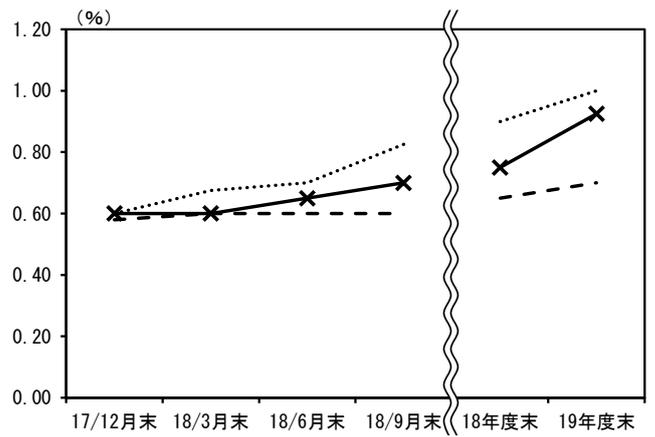
新発5年債



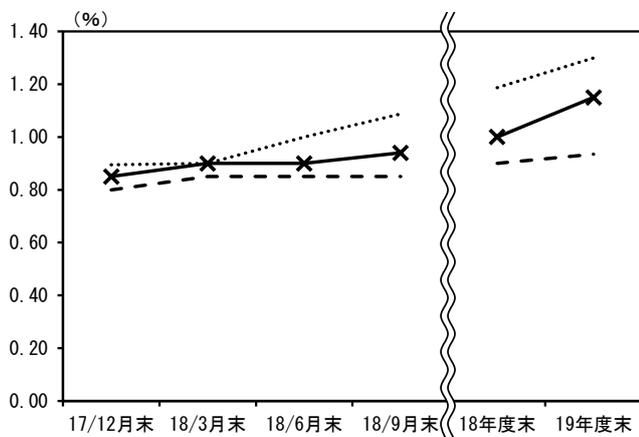
新発10年債



新発20年債

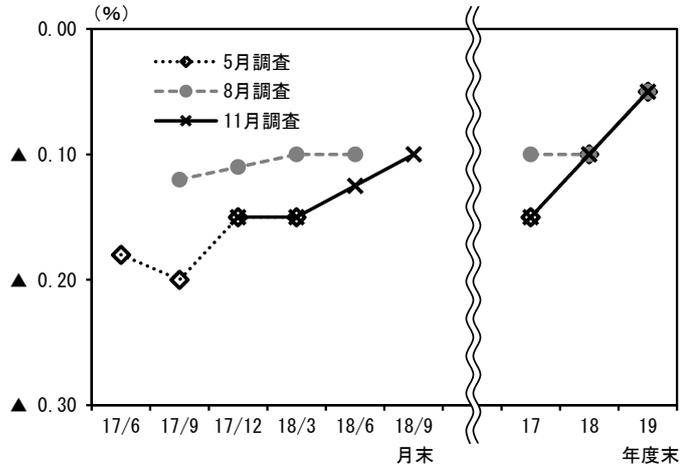


新発30年債

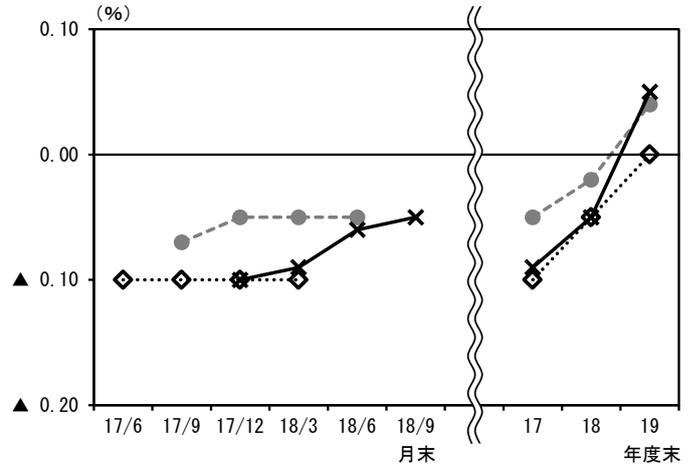


長期金利の先行き見通し（中央値）

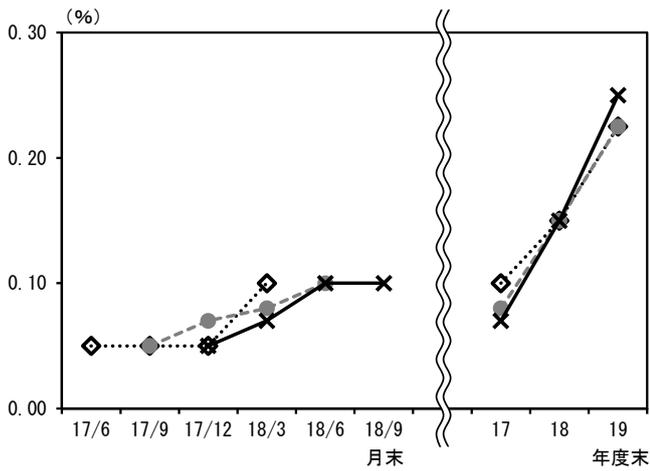
新発2年債



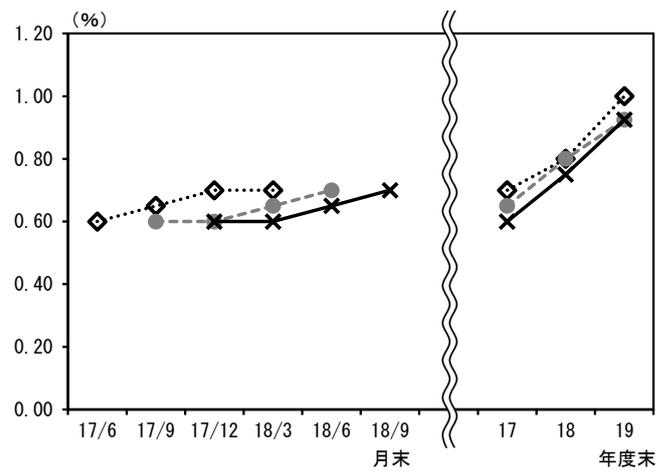
新発5年債



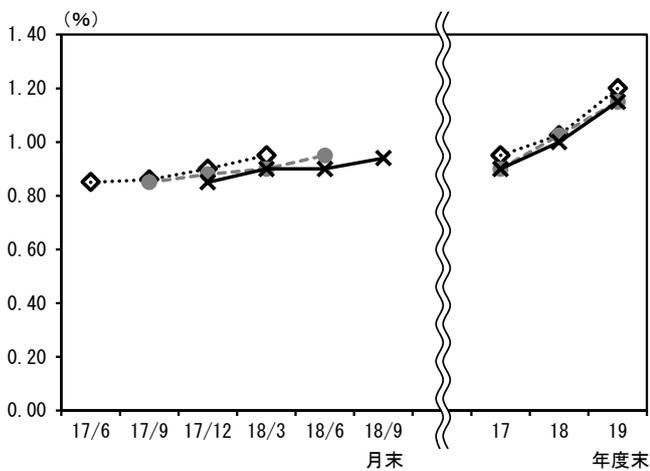
新発10年債



新発20年債

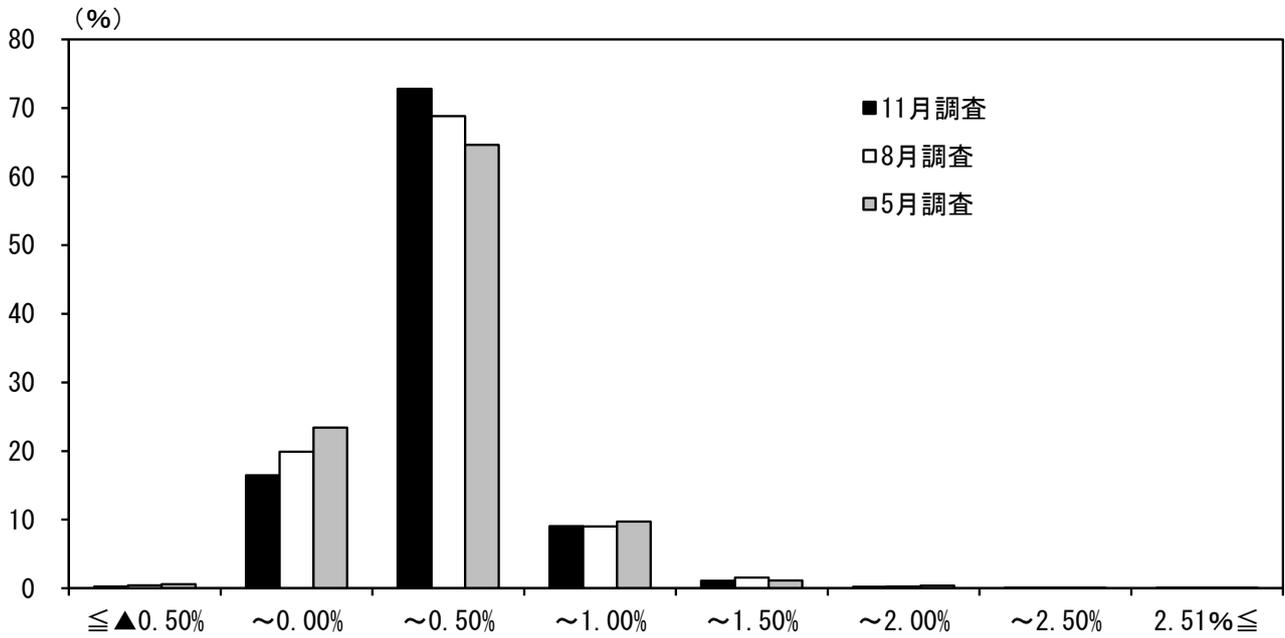


新発30年債

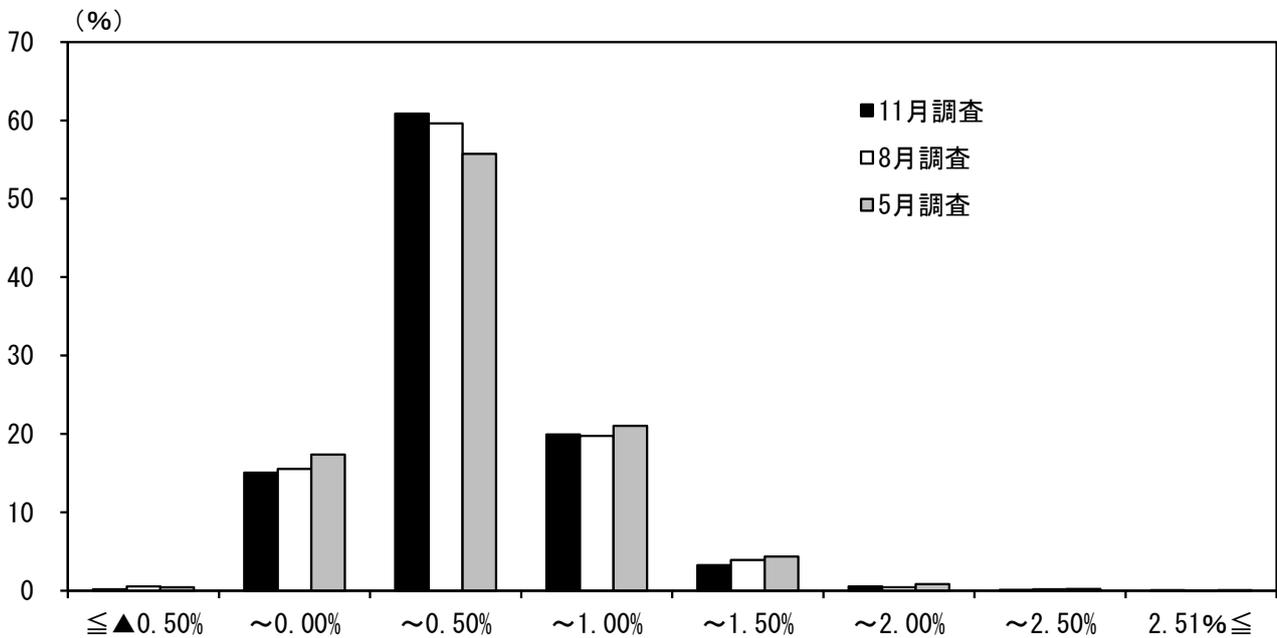


新発 10 年債利回りの確率分布

▽2018 年度末



▽2019 年度末



2. 国債市場の流動性指標

国債市場の流動性モニタリング

「市場流動性」の定義は、必ずしも一様ではない¹。

- 一般に、流動性の高い状況とは、「その時々で観察される『市場価格』に近い価格で、市場参加者が売買したい量を、速やかに売買できる」とか、「個々の市場参加者による売買が、市場価格に大きな影響を及ぼさない」などといった状況が想定。
- また、価格変動が大きい（小さい）からといって、それが常に流動性の低下（向上）を表しているとも限らない。

このため、流動性の状況は、多面的な観点から点検することが重要。

| | 「国債市場の流動性指標」 | 「債券市場サーベイ」 |
|------|---------------------------|------------------------------------|
| 主な内容 | 個別の取引データ等を活用して日本銀行が算出した指標 | 市場参加者からみた債券市場の機能度や金利見通し |
| 対象市場 | 長国先物市場、現物市場、SCレポ市場 | 現物市場 |
| 公表時期 | 四半期毎（3、6、9、12月） | 四半期毎（3、6、9、12月） <調査月は2、5、8、11月> |

その際には、次の留意点も意識しながら、やや長い目で見た傾向の変化や、非連続な変化の有無などを確認。

- 「客観的な指標」は、基本的に、実現した取引等のみが対象であること。
- 「主観的な見方」は、ビジネスモデルの違いなども反映し得ること。
- 流動性や市場機能への中長期的な（不可逆的な、または取り戻し難い）影響の見極めが重要であること。

¹ 市場流動性の定義と測定を巡る問題は、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月も参照。

現物市場の流動性をより詳細に把握する試み

今般、現物国債の市場流動性をより詳細に把握する観点から、新たな指標を試行的に作成（アンダーラインが、新たな指標）。

—— 日本相互証券のデータを基に日本銀行が作成

(図表 1) 現物国債の取引高

(図表 2) ビッド・アスク・スプレッド

—— 15:00 時点の気配値。新発債が対象。

(図表 3) ビッド・アスク・スプレッド (ディーラー間取引)

—— 日中の気配値の平均。新発債および前回新発債が対象。

(図表 4) ビッド・アスクの存在時間 (ディーラー間取引)

—— 1日のうち、ビッド・アスクが双方とも提示されていた時間の長さ。
新発債および前回新発債が対象。

(図表 5) 市場の厚み

(1) 対顧客取引の提示レート間スプレッド

—— 証券会社が顧客に提示するレートのうち、ベストとワーストの差。

(2) ディーラー間市場における板の厚み (ベスト・アスクでの注文量)

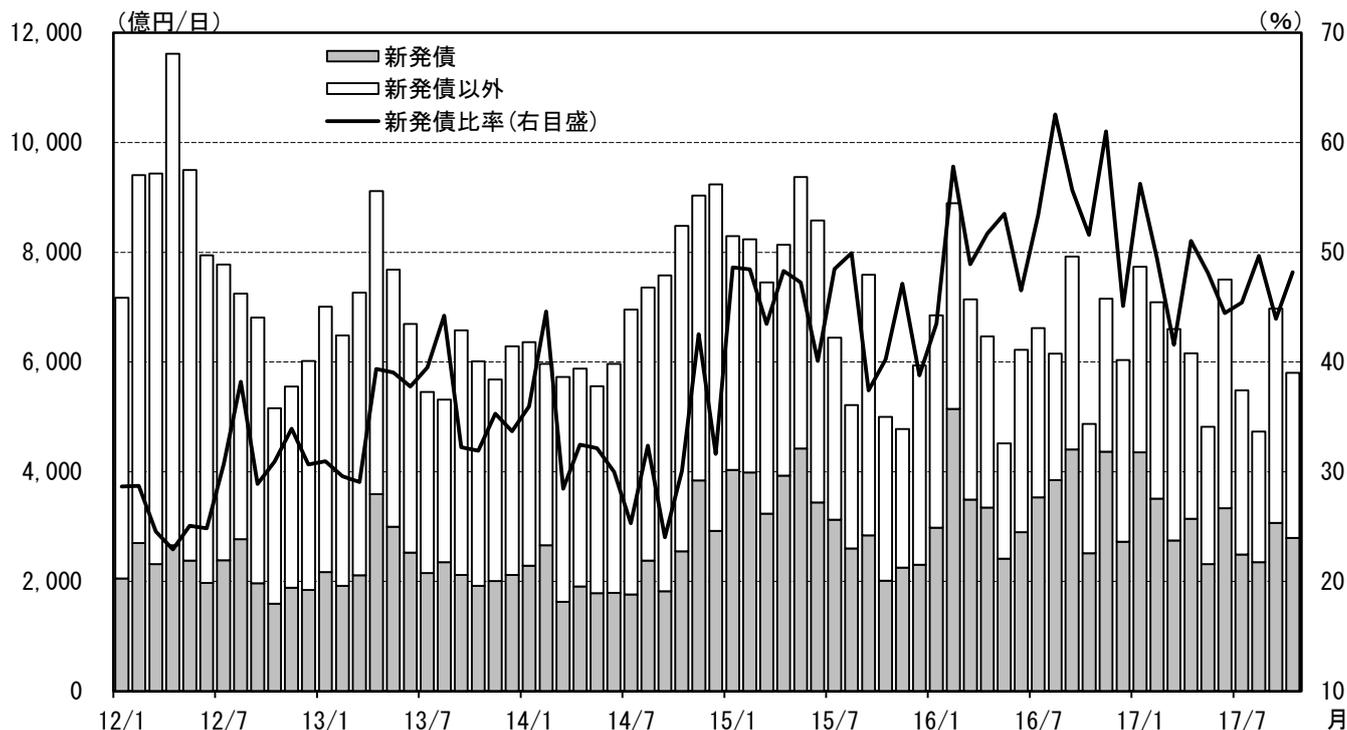
—— 1日のベスト・アスク注文量の中央値。

(図表 6) ビッドの存在時間でみた銘柄数割合

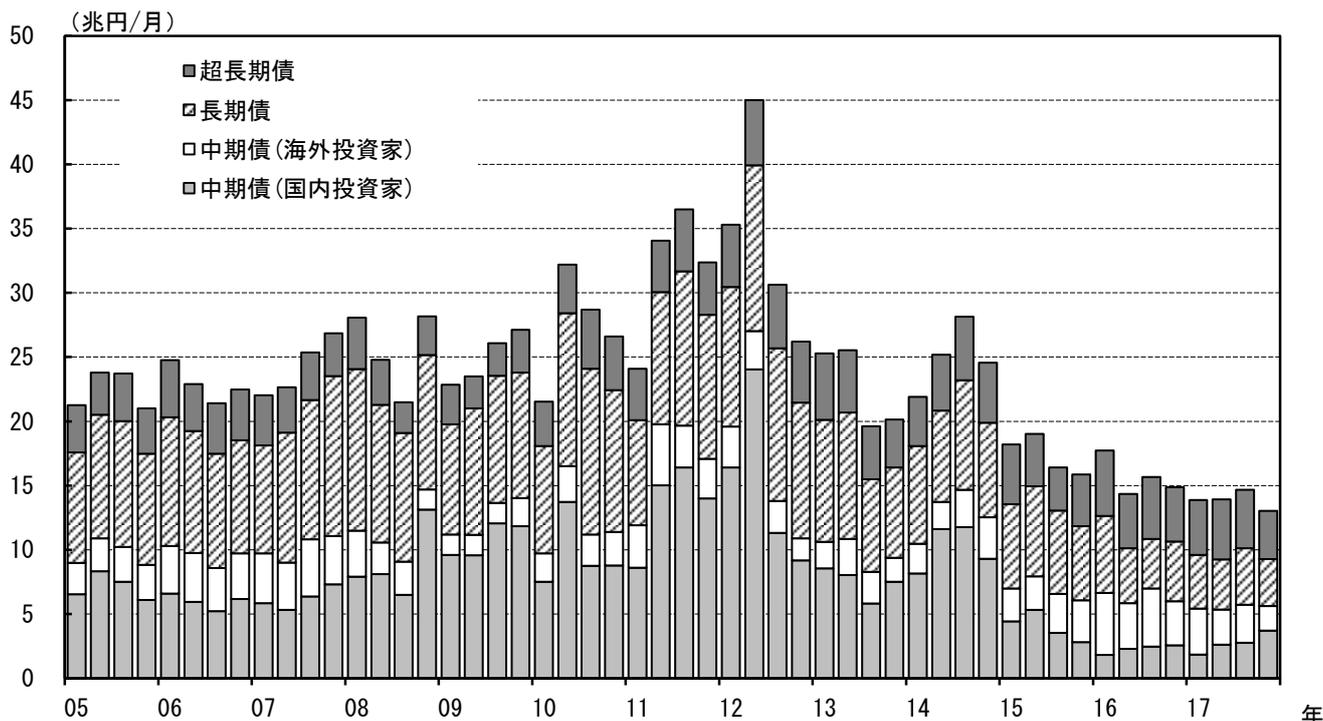
—— 日中、ビッドが提示されている時間の長さに応じた銘柄数の構成比。

現物国債の取引高

(1) ディーラー間の国債取引高 (日本相互証券)



(2) ディーラーの対顧客取引高 (顧客の国債グロス買入れ額)

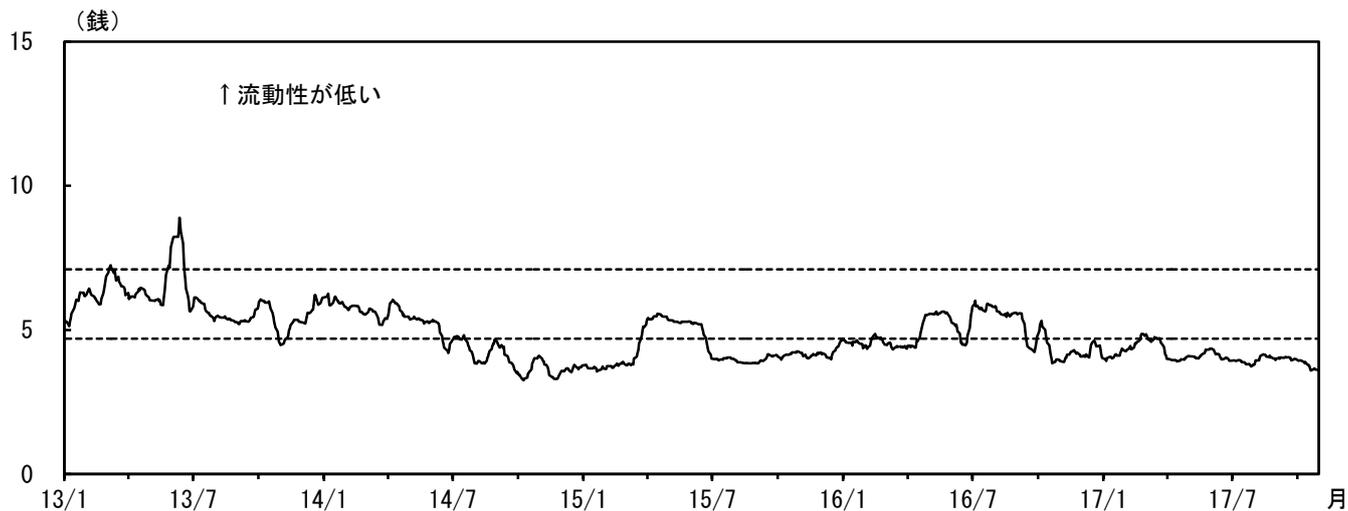


(注) 1. (1)は、2、5、10、20、30、40年債の1日当たり取引高(日本相互証券)。直近は10月。
2. (2)は国庫短期証券等を除く。直近は10月。
3. 顧客は、都市銀行、地域金融機関、投資家(生保・損保、信託銀行、農林系金融機関、投資信託、官公庁共済組合)、外国人の合計であり、その他の主体(政府、日本銀行、ゆうちょ銀行、かんぽ生命、事業法人、その他金融機関等)を含まない。

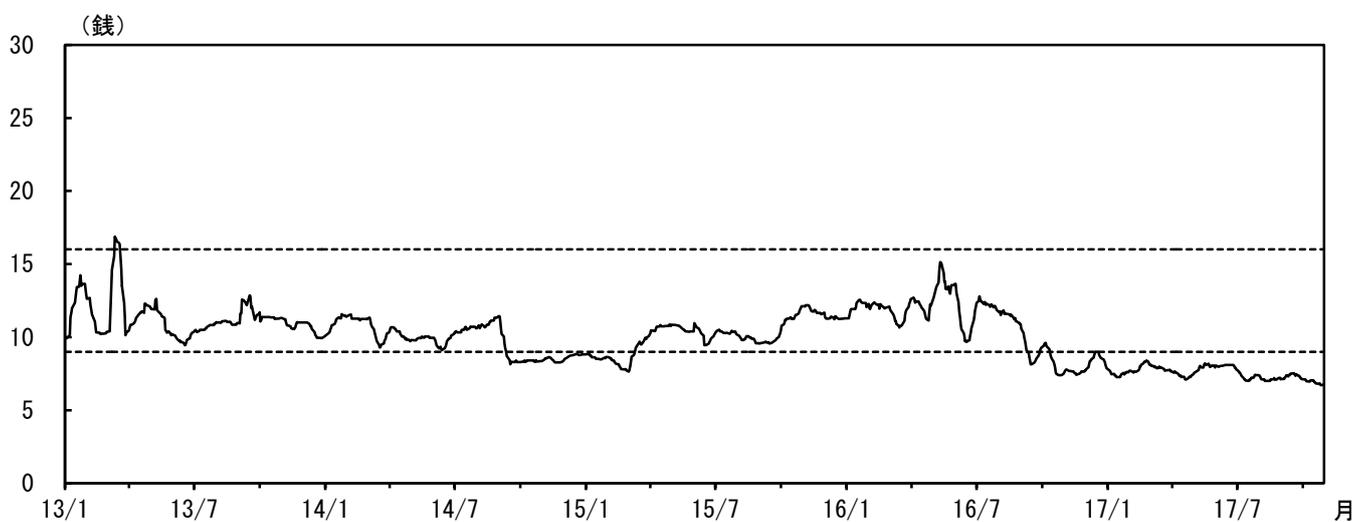
(出所) QUICK、日本証券業協会

ビッド・アスク・スプレッド

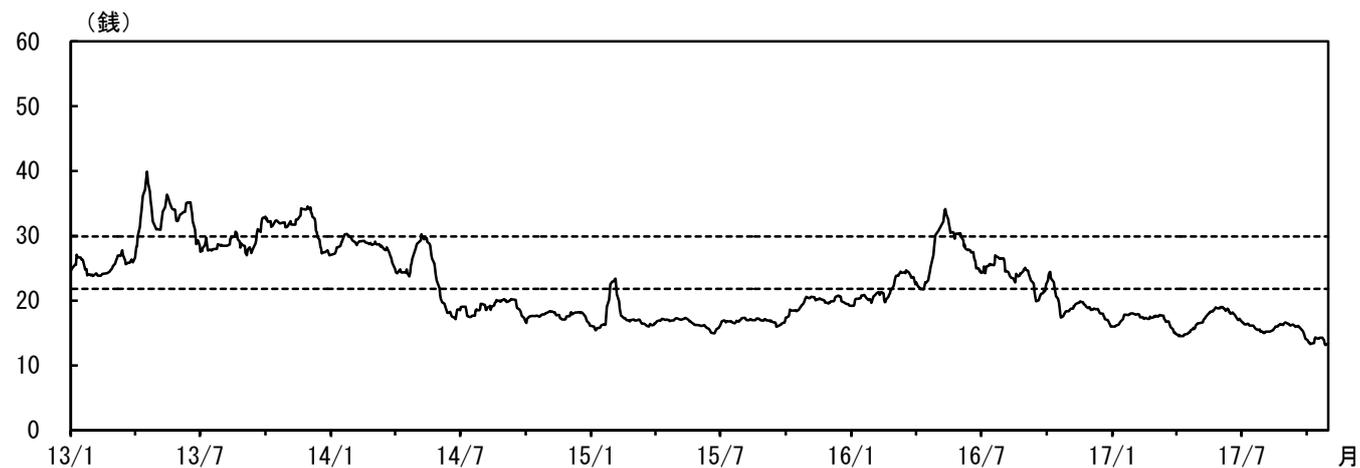
(1) 5年



(2) 10年



(3) 20年

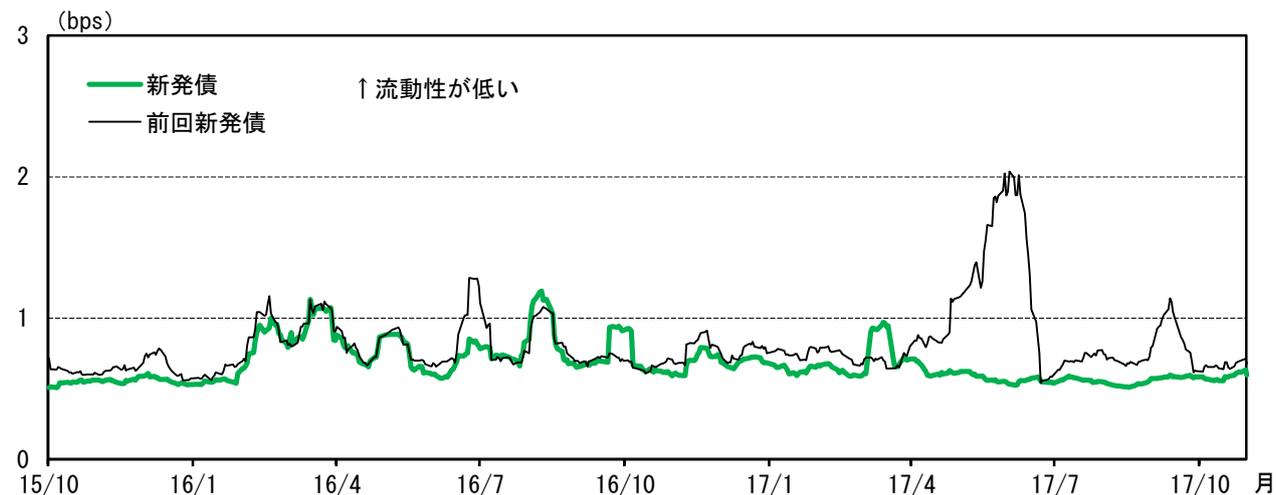


(注) Trade web気配値(15時時点)の後方10日移動平均。点線は、2010/1~2013/3月における第1四分位と第3四分位を示す。直近は10月末。

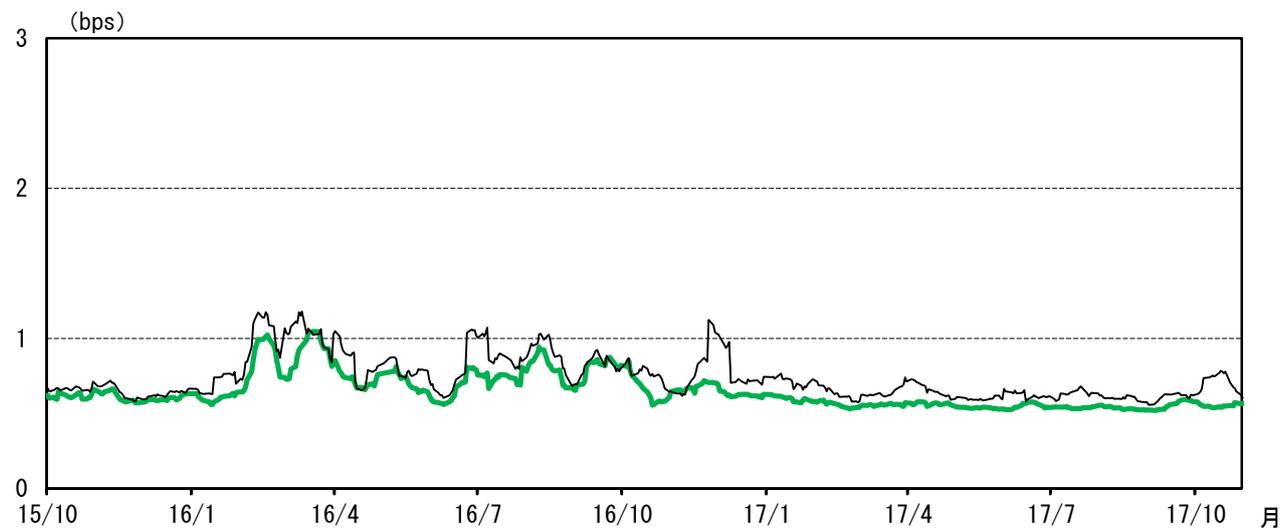
(出所) トムソン・ロイター

ビッド・アスク・スプレッド (ディーラー間取引)

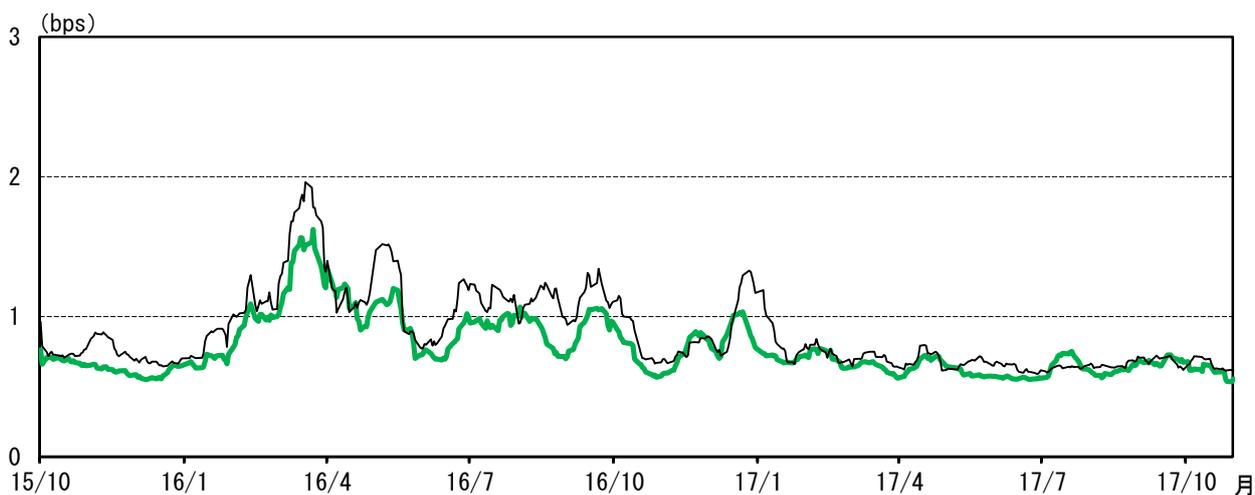
(1) 5年債



(2) 10年債



(3) 20年債



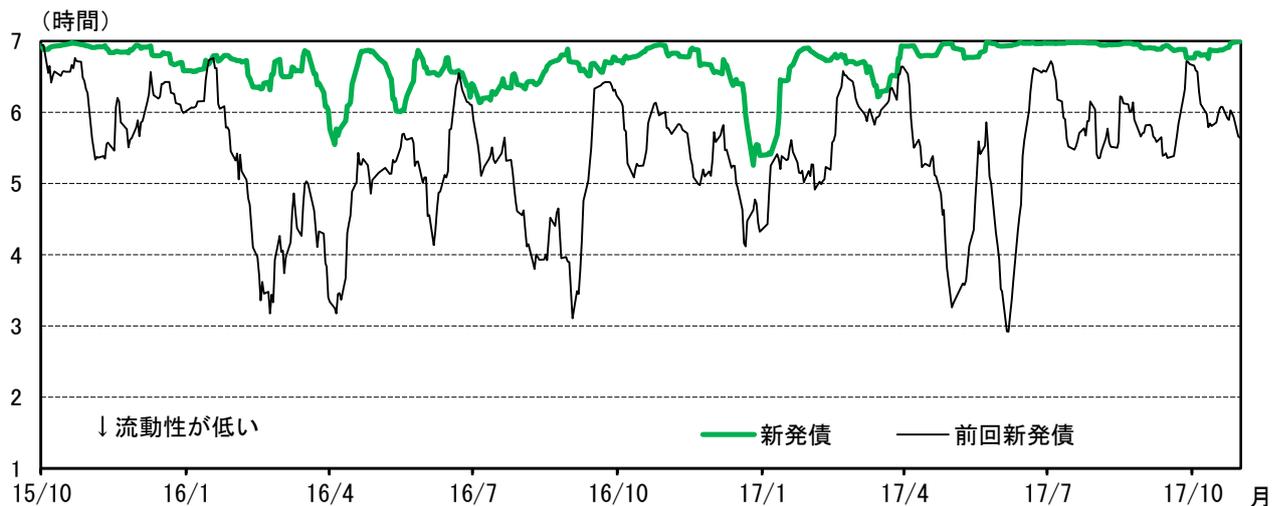
(注) 1. 日中平均値。ビッドとアスクがともに提示されている時間のみが対象。

2. 後方10日移動平均。直近は10月末。

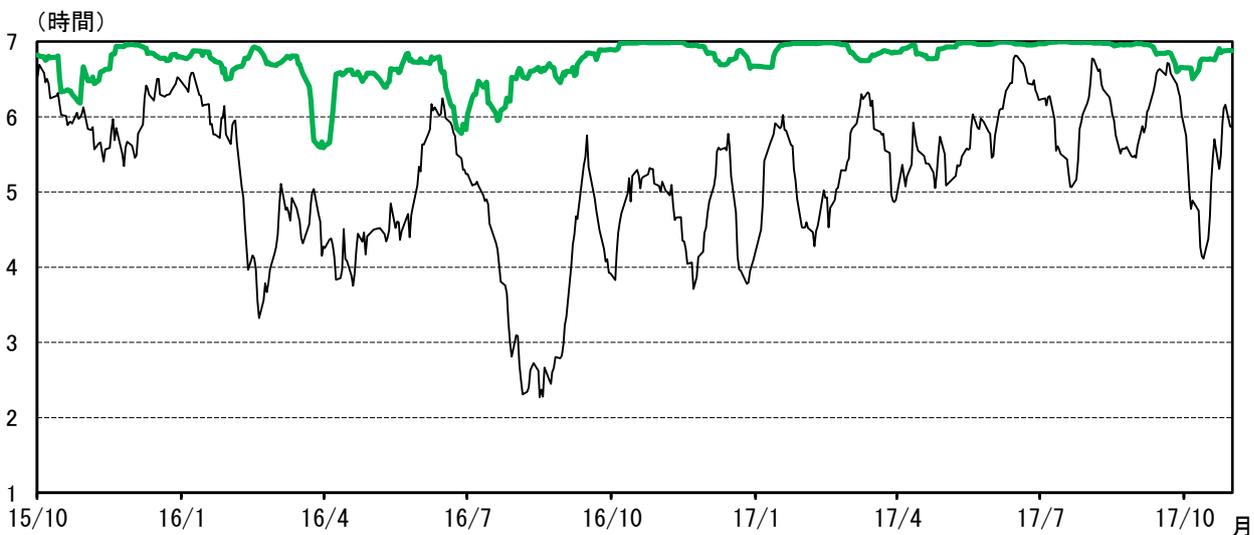
(出所) 日本相互証券

ビッド・アスクの存在時間 (ディーラー間取引)

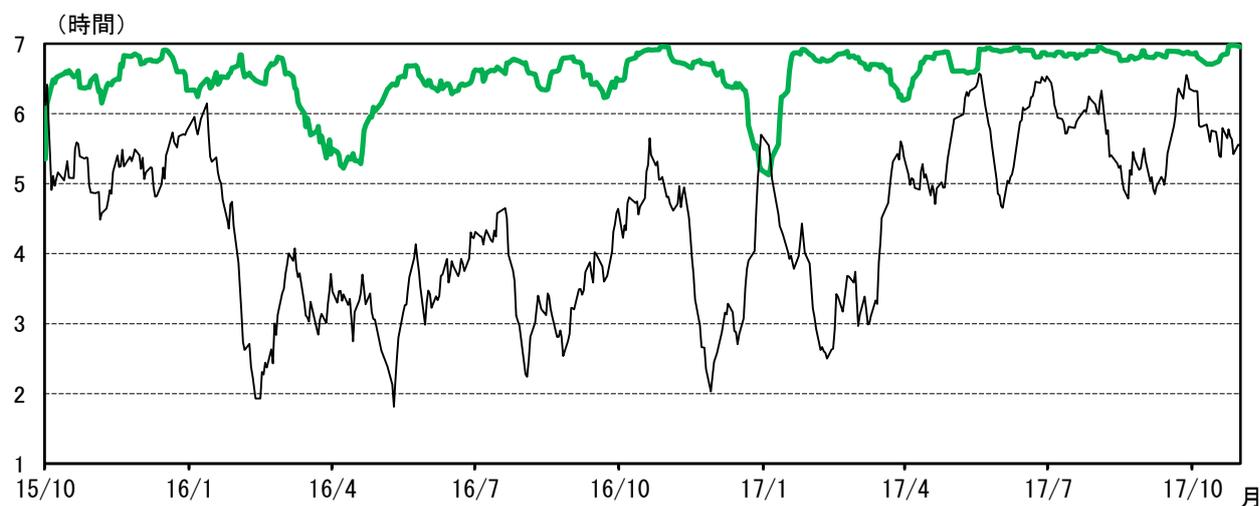
(1) 5年債



(2) 10年債



(3) 20年債



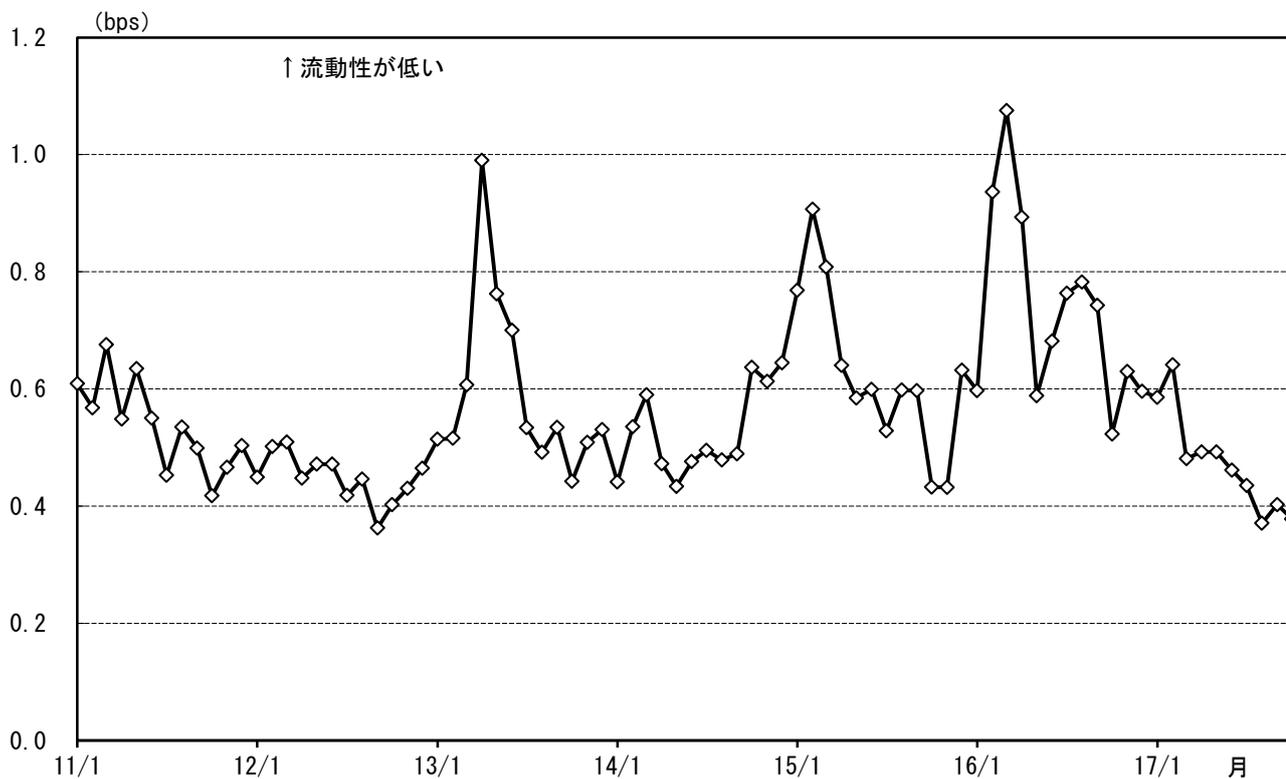
(注) 1. ビッドとアスクがともに提示されている時間。

2. 後方10日移動平均。直近は10月末。

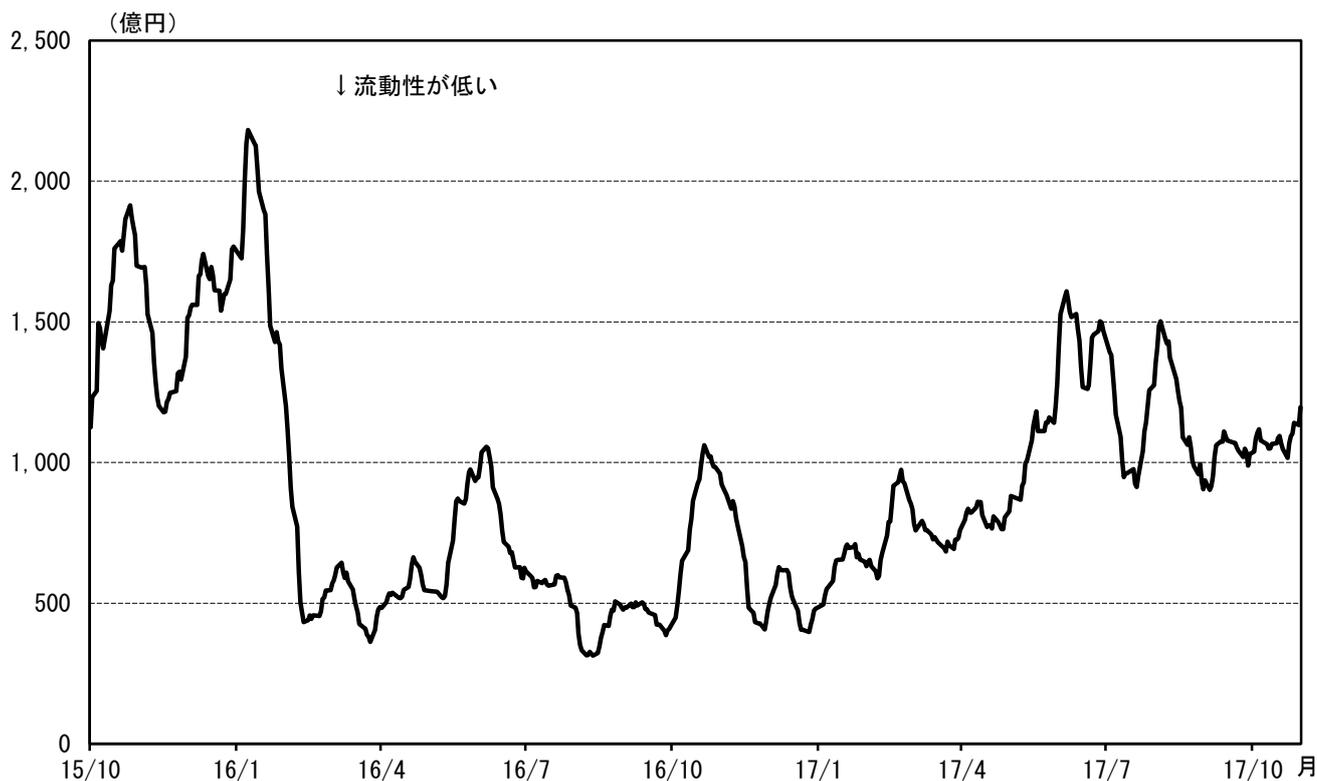
(出所) 日本相互証券

市場の厚み

(1) 対顧客取引の提示レート間スプレッド



(2) ディーラー間市場における板の厚み(ベスト・アスクでの注文量)



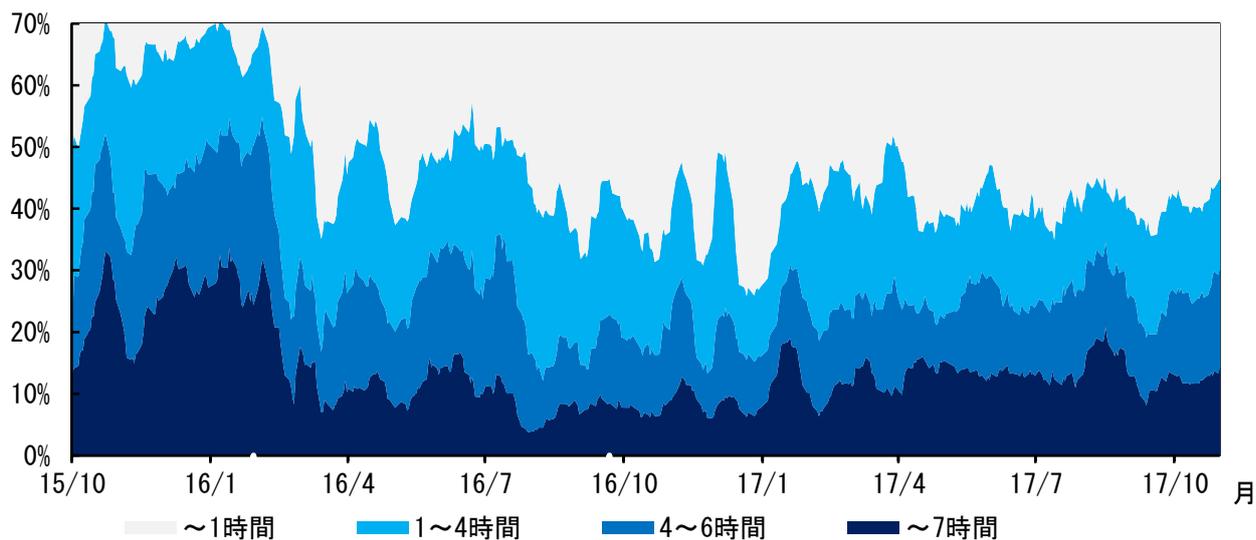
(注) 1. (1)はスプレッドが10bpsを超える一部の取引を除外して集計。(2)は日中中央値。後方10日移動平均。

2. 直近は10月末。

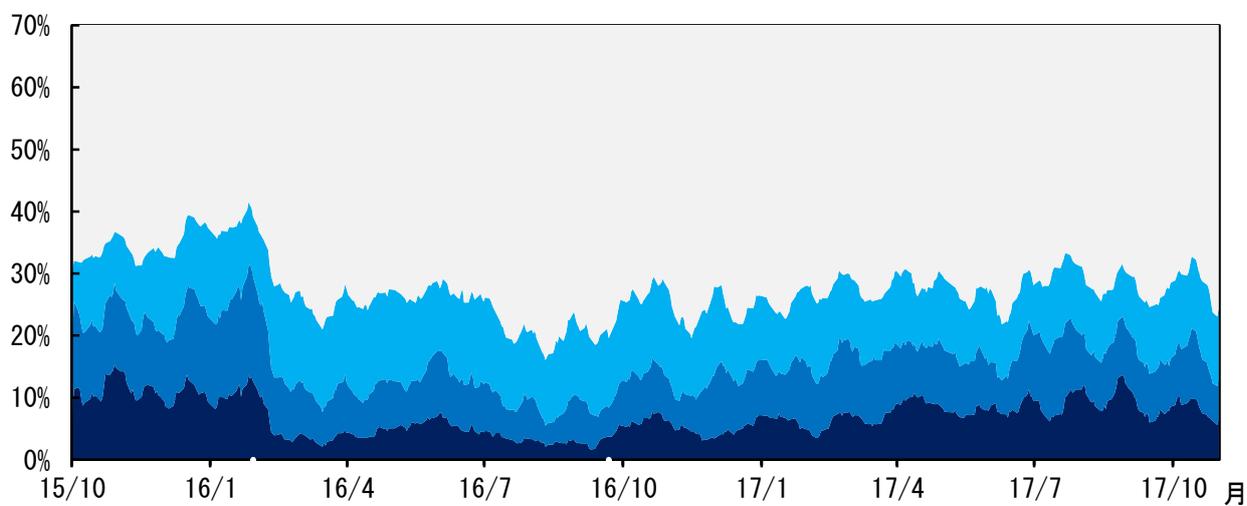
(出所) エンサイドドットコム証券、日本相互証券

ビッドの存在時間でみた銘柄数割合

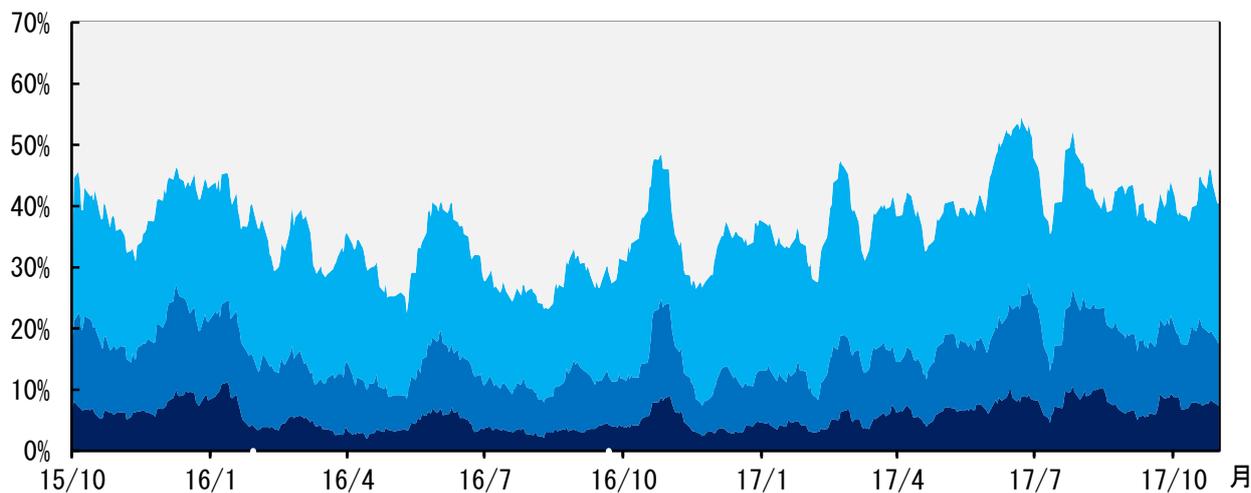
(1) 残存2～5年



(2) 残存5～10年



(3) 残存10～20年



(注) 1. ビッドが提示されている時間の長さに応じた銘柄数の構成比。

2. 後方10日移動平均。直近は10月末。

(出所) 日本相互証券

3. 最近の市場動向と市場調節

当面の金融政策運営

— 2017年10月31日 政策委員会・金融政策決定会合決定（抜粋） —

(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。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。

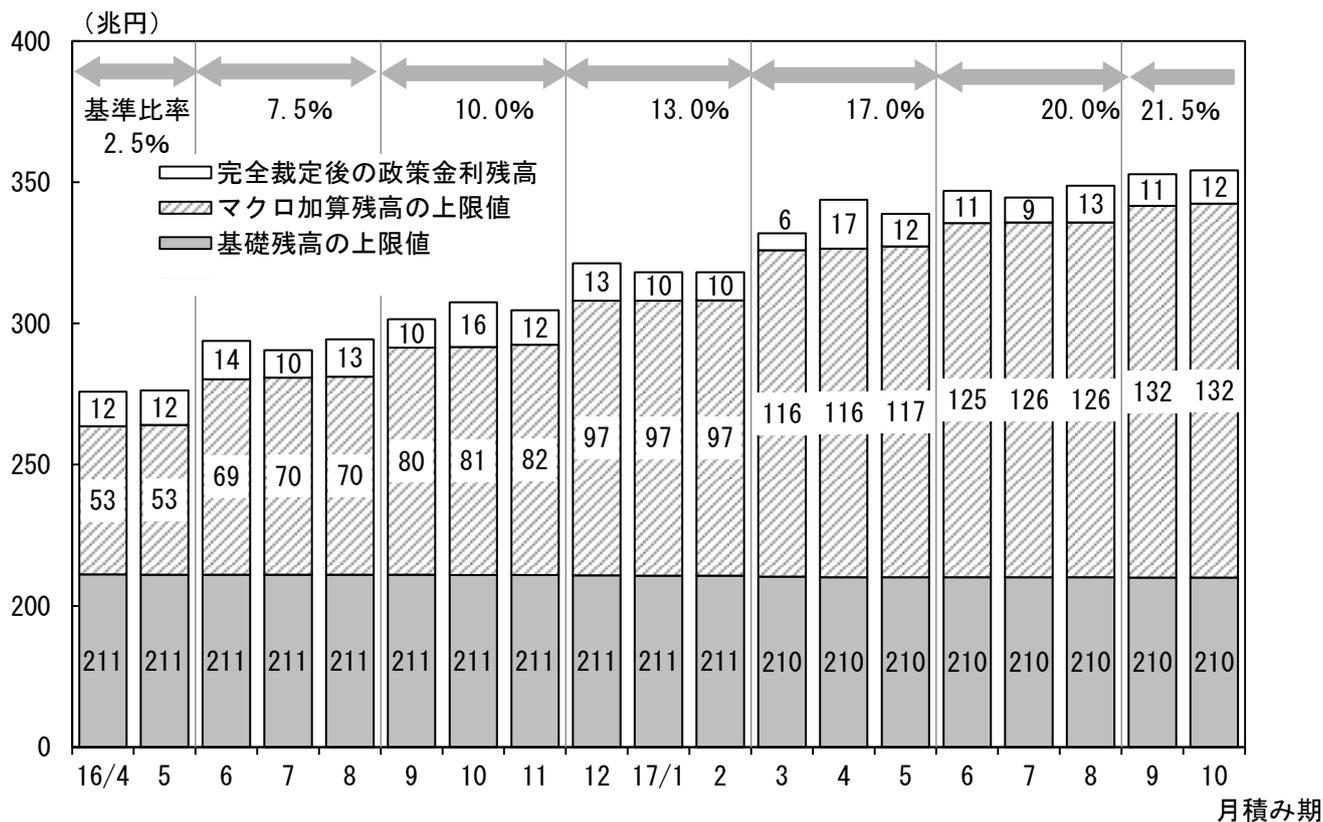
(2) 資産買入れ方針

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。

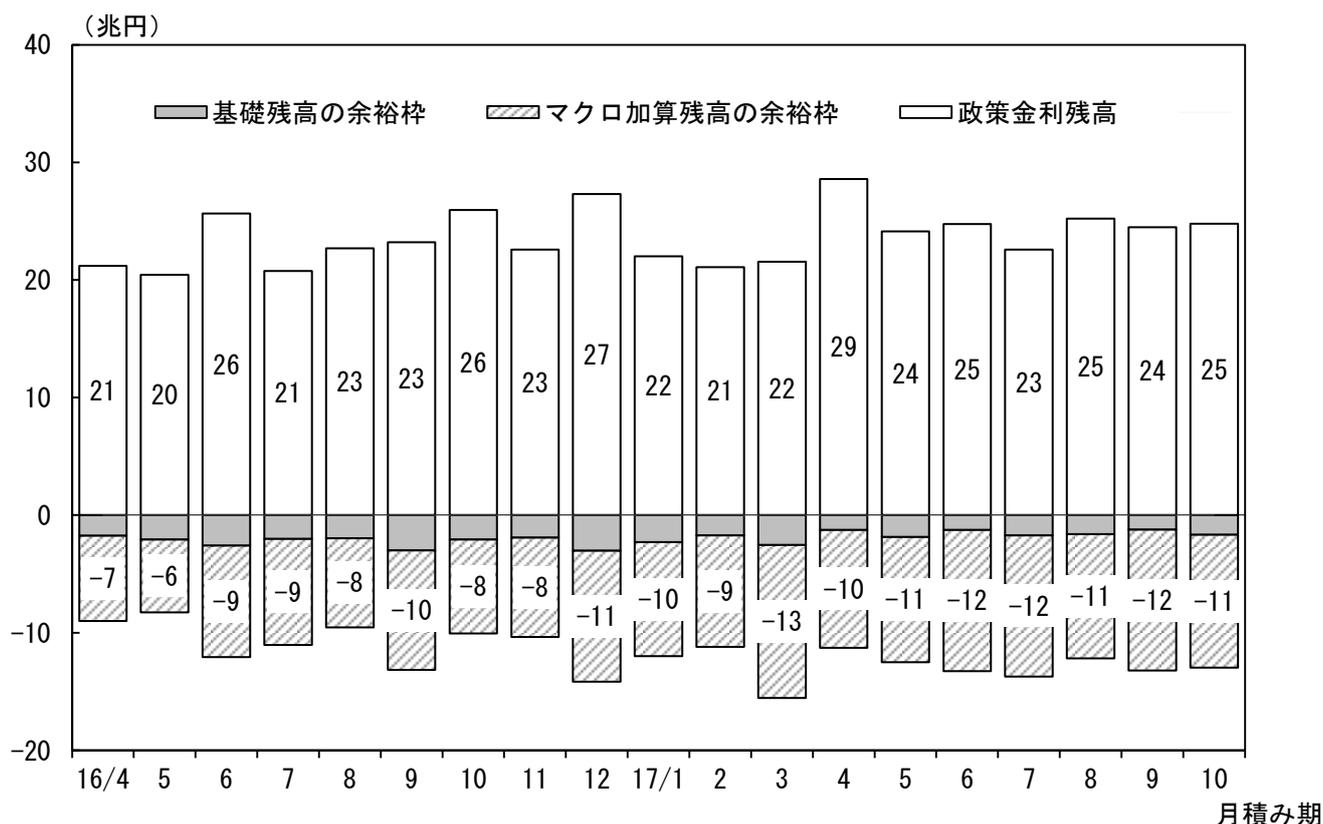
- ① E T F および J - R E I T について、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- ② C P 等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

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

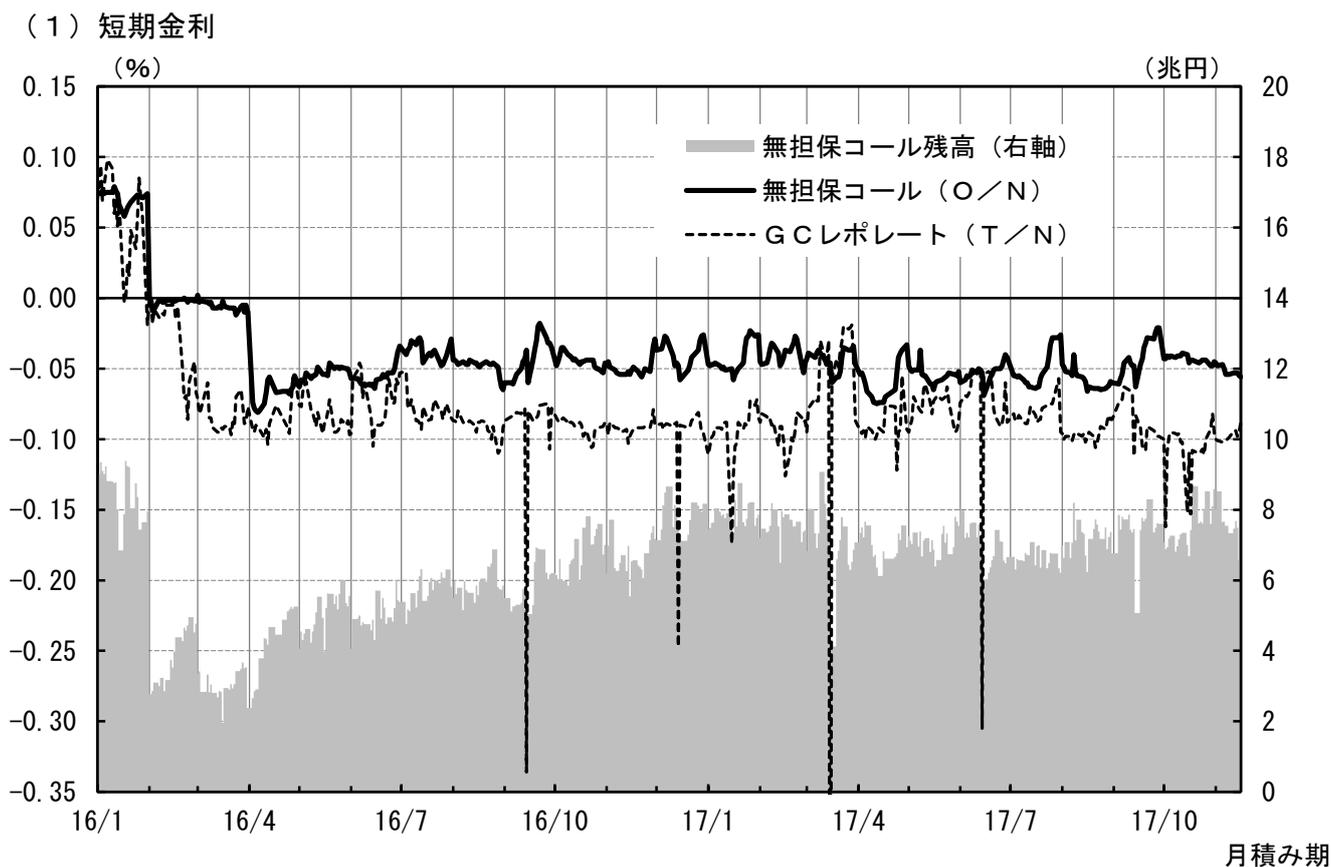


(注1) 「完全裁定後の政策金利残高」は、基礎残高やマクロ加算残高の「余裕枠」を有する金融機関が、その「余裕枠」をすべて利用して、政策金利残高を有する金融機関から資金調達を行った後に、なお残る政策金利残高を指す。

(注2) 2017年9月積み期および10月積み期は速報値。

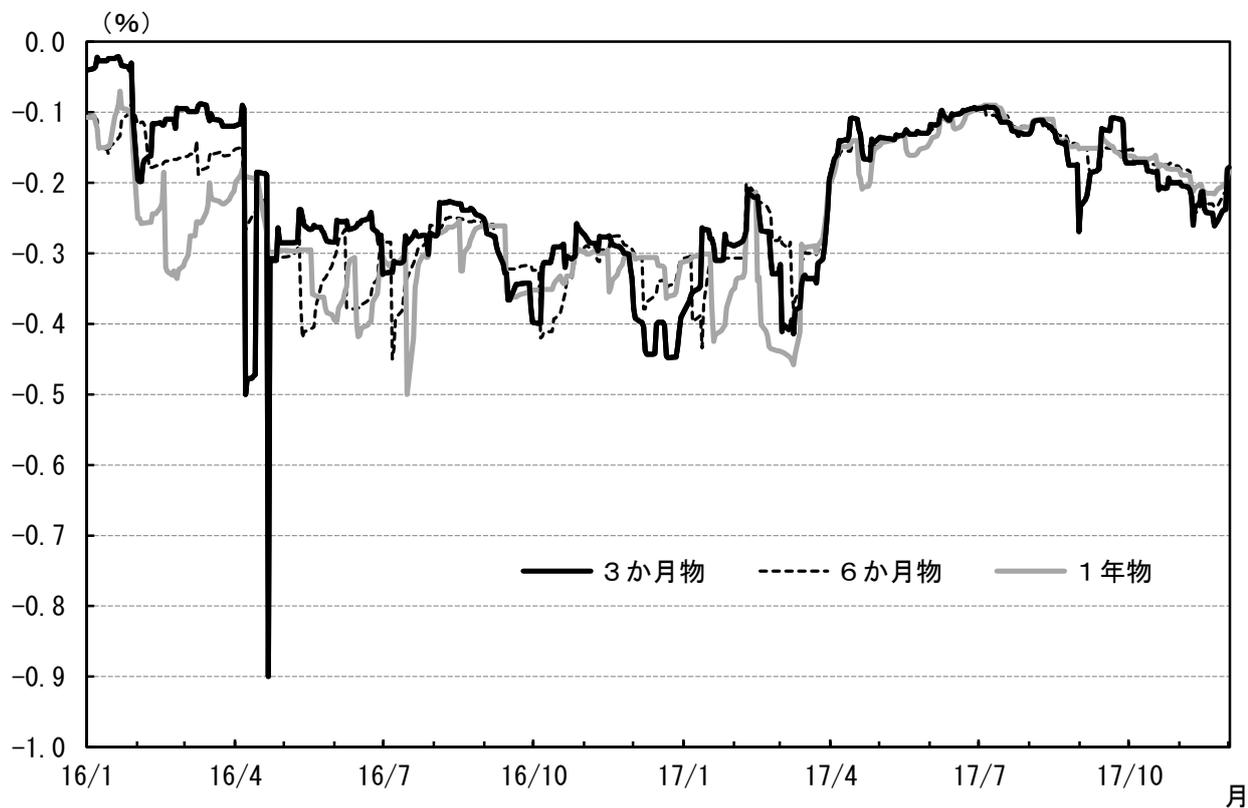
(出所) 日本銀行

短期金利



(注1) GCRレポレートは、東京レポレート。
(注2) 積み期は、当月16日から翌月15日まで。

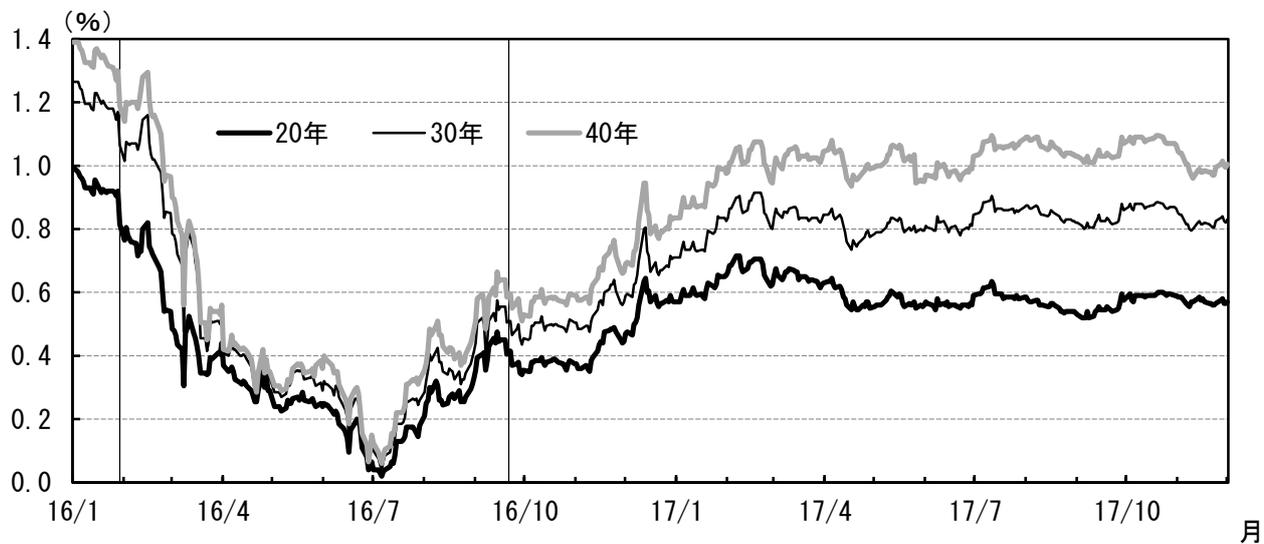
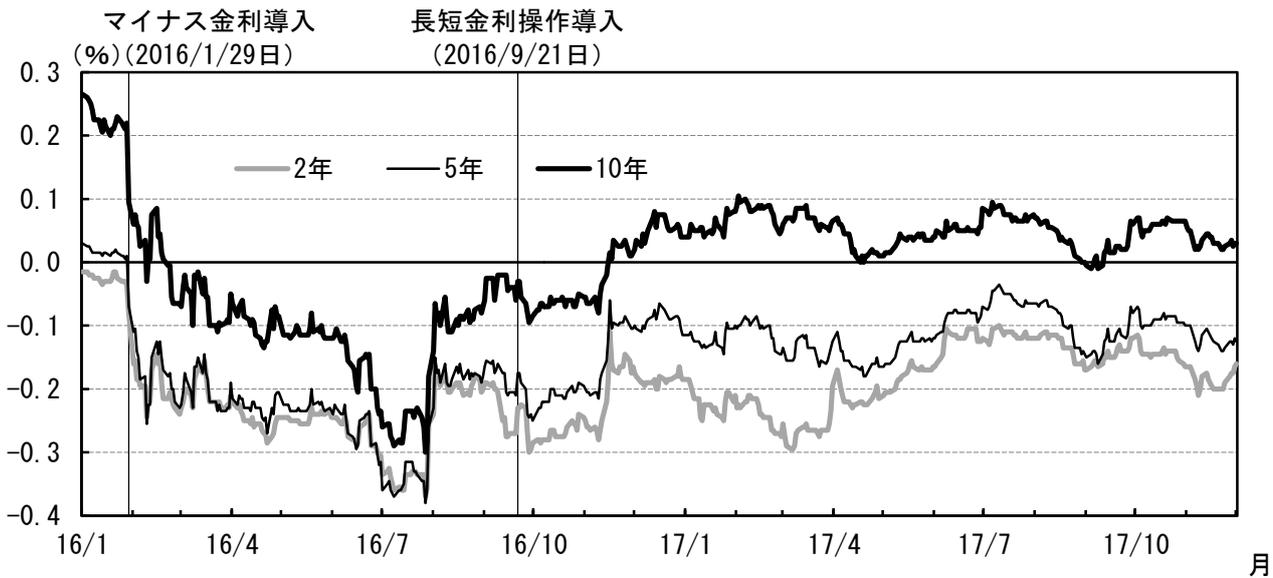
(2) 国庫短期証券の利回り



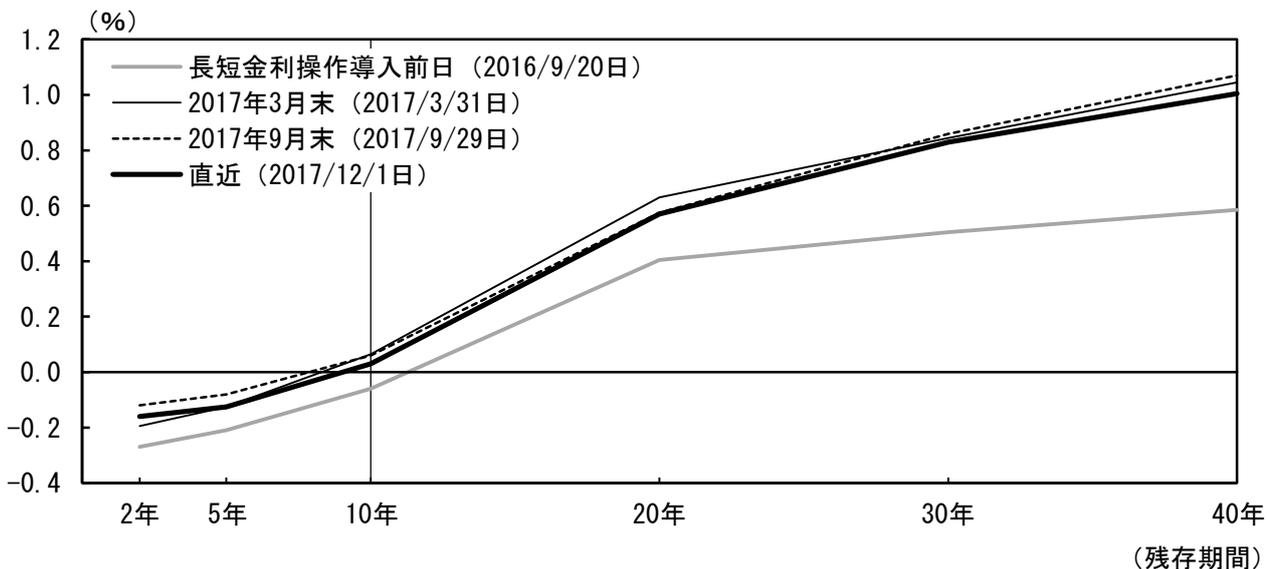
(出所) 日本銀行、短資協会、日本証券業協会、日本相互証券

長期金利

(1) 長期金利の推移



(2) イールドカーブ



(図表5)

2017年11月30日
日 本 銀 行
金 融 市 場 局

当面の長期国債等の買入れの運営について

日本銀行は、長期国債等の買入れについて、当面、以下のとおり運営することとしました(2017年12月1日より適用)。

—— 次回公表は2017年12月28日17時を予定。

1. 長期国債の買入れ(利回り・価格入札方式)

(1) 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)

(2) 買入頻度

現時点で予定している買入れの日程は、別紙のとおり。ただし、必要に応じて回数を増やすことがある。

(3) 買入金額

金利操作方針を実現するため、市場の動向等を踏まえて弾力的に運用する。

(4) 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

2. 長期国債の買入れ（固定利回り方式）

（1）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）のうち、各年限のカレント銘柄を中心とする。

（2）買入頻度

イールドカーブの水準が大きく変動した場合など、必要に応じて随時、買入れを実施する。

（3）買入金額

1回当たりのオファー金額については、市場の動向等に応じて、これを定めて買入れを行う場合と、これを定めず、金額を無制限として買入れを行う場合がある。

（4）買入方式

オファーの都度、日本銀行が別に定める基準利回りからの利回較差を示すことによって買入利回りを指定する。

3. 国庫短期証券の買入れ

金融市場調節の一環として行う国庫短期証券の買入れについては、当面、残高を概ね10兆円台後半から20兆円台前半とすることをめどとしつつ、金融市場に対する影響を考慮しながら1回当たりのオファー金額を決定する。

以 上

<照会先>

日本銀行金融市場局市場調節課 飯島（03-3277-1234）、安藤（03-3277-1284）

<当面の月間買入予定（利回り・価格入札方式）>

| | 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 | 2,000～3,000程度 | 12月1日、8日、13日、 18日、20日、27日 |
| | | 3年超 5年以下 | 2,500～3,500程度 | |
| | 5年超10年以下 | | 3,000～5,000程度 | 12月1日、6日、13日、 18日、25日、28日 |
| | 10年超 | 10年超 25年以下 | 1,500～2,500程度 | 12月8日、15日、20日、 25日、28日 |
| | | 25年超 | 500～1,500程度 | |
| 物価連動債 | | | 250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) 物価連動債については、買入対象銘柄を2013年10月以降に発行されたもののみとすることがあります。

(注4) 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5) 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 10月末 |
|-----------------------|------------|-------|-------|-------|-------|-------------|
| 長期国債 ¹ | 91.3 | 141.6 | 201.8 | 282.0 | 360.7 | 411.5 |
| CP等 ² | 1.2 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.3 | 2.2 |
| 社債等 ² | 2.9 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 3.2 |
| ETF ³ | 1.5 | 2.5 | 3.8 | 6.9 | 11.1 | 16.1 |
| J-REIT ³ | 0.12 | 0.14 | 0.18 | 0.27 | 0.36 | 0.44 |
| 貸出支援基金 | 3.4 | 8.4 | 23.4 | 29.8 | 38.8 | 45.7 |
| 買入国庫短期証券 ⁴ | 16.4 | 24.2 | 38.4 | 31.6 | 40.5 | 23.1 |
| 共通担保資金供給 | 21.7 | 18.1 | 8.0 | 6.4 | 0.5 | 0.3 |
| その他とも 資産計 | 164.8 | 224.2 | 300.2 | 383.1 | 476.5 | 518.0 |
| 銀行券 | 83.4 | 90.1 | 93.1 | 98.4 | 102.5 | 101.5 |
| 当座預金 | 58.1 | 107.1 | 178.1 | 253.0 | 330.2 | 370.4 |
| その他とも 負債・純資産計 | 164.8 | 224.2 | 300.2 | 383.1 | 476.5 | 518.0 |
| マネタリーベース | 146.0 | 201.8 | 275.9 | 356.1 | 437.4 | 476.6 |

(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、買入れを行う。

(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および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。

(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