

2019年12月26日
日本銀行金融市場局

「債券市場参加者会合」第10回議事要旨

1. 開催要領

(日時) 銀行等グループ (23先) 12月6日(金) 16時から
証券等グループ (24先) 12月6日(金) 17時45分から
バイサイドグループ (21先) 12月9日(月) 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。

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

- 本年9月上旬にかけて、米欧における金融緩和期待や米中通商協議を巡る不透明感の高まりを受け、国内金利は低下した。9月半ば以降は、グローバルな景気回復期待や米中通商協議の進展期待が広がったことに加えて、その後の日本銀行による政策金利の引き下げを巡る市場の予想の後退もあって、金利が上昇している。
- 過度な金利低下圧力が緩和している背景には、海外投資家の買いフローが以前と比べ鈍化している点も挙げられる。
- 超長期ゾーンについては、国債買入れの減額が続いているなかで、総裁記者会見などでの「超長期の金利が下がり過ぎるのは好ましくない」といった趣旨の発言もあって、金利が上昇した。もっとも、依然として投資家の需要は強く、同ゾーンの金利低下圧力は高い。

- 前回会合以降の相場動向を全体としてみれば、日本国債は米欧債に比べてアンダーパフォームする展開だった。この背景には、Fed は累計で 75bps の利下げ、ECB は 10bps の利下げに加えて資産買入れプログラムの再開を決定した一方で、日本銀行はフォワードガイダンスの修正に留まったことなどが考えられる。

債券市場の機能度・流動性についての見方

- 国債買入れ額の調整を含めた弾力的なオペ運営や国債補完供給の要件緩和措置などに伴い、債券市場の機能度は一頃に比べ改善している。
- 全年限に亘って値動きが生じており、マーケットメーカーにとっては好ましい環境にある。もっとも、大口のロットでの取引は依然として難しい点など、マーケットの厚みという観点からは、市場機能の改善は十分とはいえない。
- カレント銘柄（新発債）については市場機能度の改善がみられているものの、これまでの買入れによって日本銀行の保有比率が高くなっているオフ・ザ・ラン銘柄（既発債）については、依然として流動性は低い。
- 20 年債・30 年債のカレント銘柄を国債買入オペの対象外としたことについては、超長期債のカレント銘柄への需要が強いもとの需給緩和に寄与した。この間、20 年債のカレント銘柄では、一時的に SC レポの貸借料が高騰する場面もみられたが、投資家の拡がりにつれ貸借料は次第に安定すると考えられ、長い目で見て SC レポ市場の機能度向上に資するものと考えている。
- 長期国債のマイナス利回りが定着するなか、一般債の利回りについては、信用リスクが十分に反映されず、絶対値を重視するような価格形成が行われてきたが、足もとの金利上昇により、長期ゾーンを中心に、より信用スプレッドを反映した価格形成もみられるようになっている。

市場調節運営等

- 最近の需給環境を踏まえると、現在の国債買入れの頻度や金額については各ゾーンともバランスがとれている。
- 超長期ゾーンについては、投資家需要が強いことから、買入れをやめ、価格形成を市場に委ねてもよいのではないか。
- 長期金利がマイナス圏で推移していることにより一部投資家が資金を超長期ゾーンにシフトさせ、超長期ゾーンの金利に低下圧力を及ぼしていることを踏まえると、長期ゾーンについても引き続き買入れの減額を進めてほしい。
- 長期金利がプラスに転じれば、投資家の厚みも増して、市場の価格発見機能は向上する。このため、長期金利がプラス圏に上昇したとしてもすぐに入

れを増額するのではなく、ある程度価格形成を市場に委ねてほしい。

- レポ市場においては、このところ GC レポレートが高めとなる局面がみられており、証券会社の債券保有コストの上昇を通じて、最近の短中期ゾーンの軟調さに繋がっていると指摘する声もある。レポレートの動向にも配慮して、国債買現先オペの活用も検討していただきたい。
- 社債市場においては、日本銀行の買入対象になるか否かが銘柄の需給に影響を与える事例も散見されているので、ご留意いただきたい。
- 今年の夏場に長期金利が大幅に低下した局面では、国債買入れの減額ペースが従来に比べてやや急であったとの印象を受けた。こうした局面では、市場調節運営について、市場参加者との間でよりきめ細かなコミュニケーションを図っていただきたい。

以 上

資 料

2019 年 12 月 6、9 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】 67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）

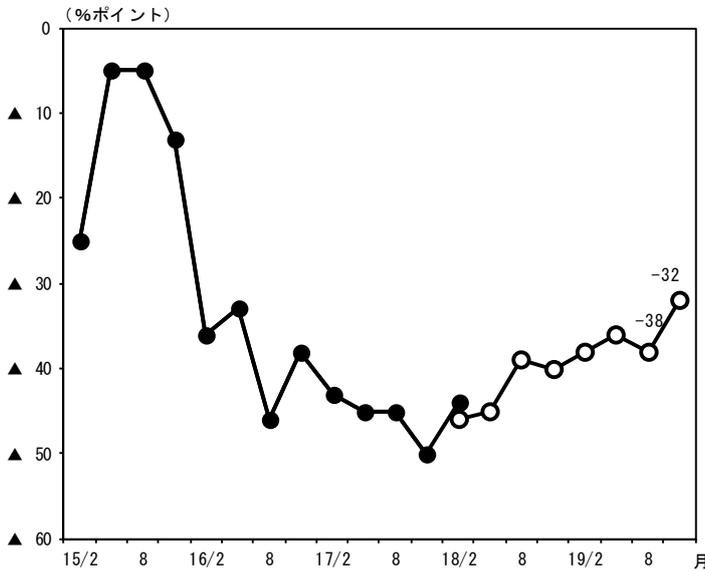
【公表時期】 原則として調査月翌月の第1営業日（※）

【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。

債券市場の機能度判断 DI

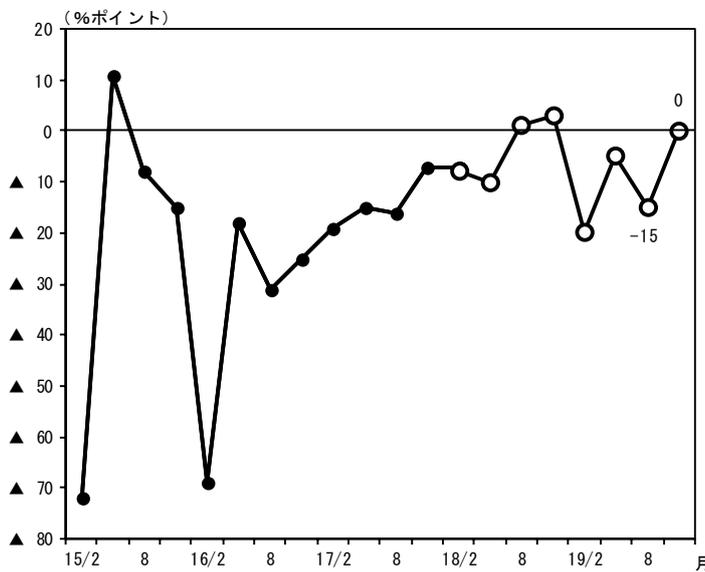
▽機能度判断 DI（現状）



(%、%ポイント)

「現 状」			
機能度判断		19/8 月	11 月
「高い」 - 「低い」		▲38	▲32
構 成 比	高い	1	1
	さほど 高くない	60	66
	低い	39	33

▽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		19/8 月	11 月
「改善した」 - 「低下した」		▲15	0
構 成 比	改善した	1	9
	さほど 改善して いない	82	82
	低下した	16	9

(注1) 直近2回の回答期間は以下のとおり。

19/ 8 月 : 8 月 5 日~9 日

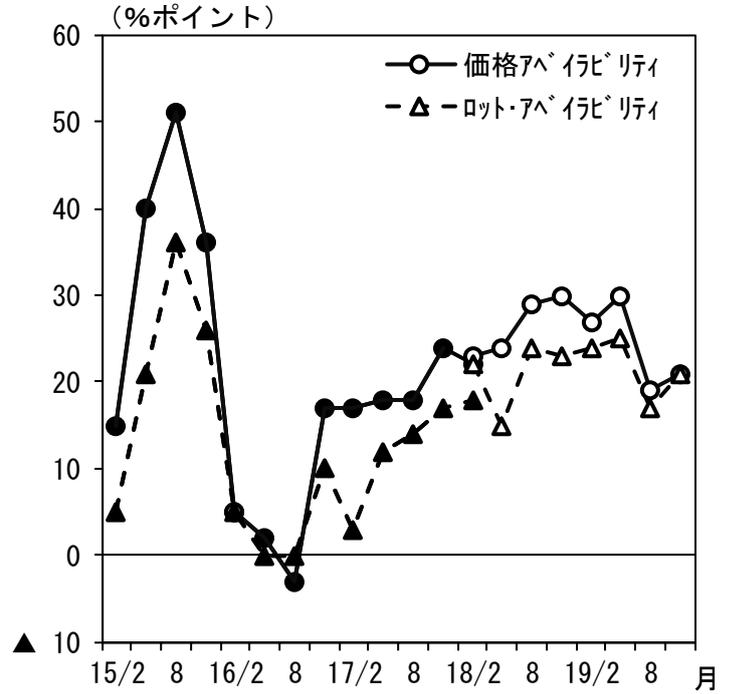
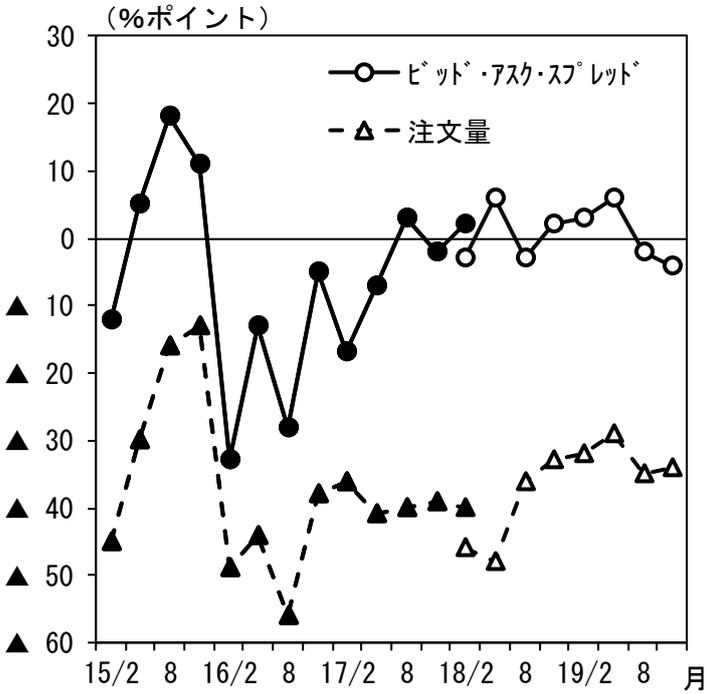
11 月 : 11 月 5 日~11 日

(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）

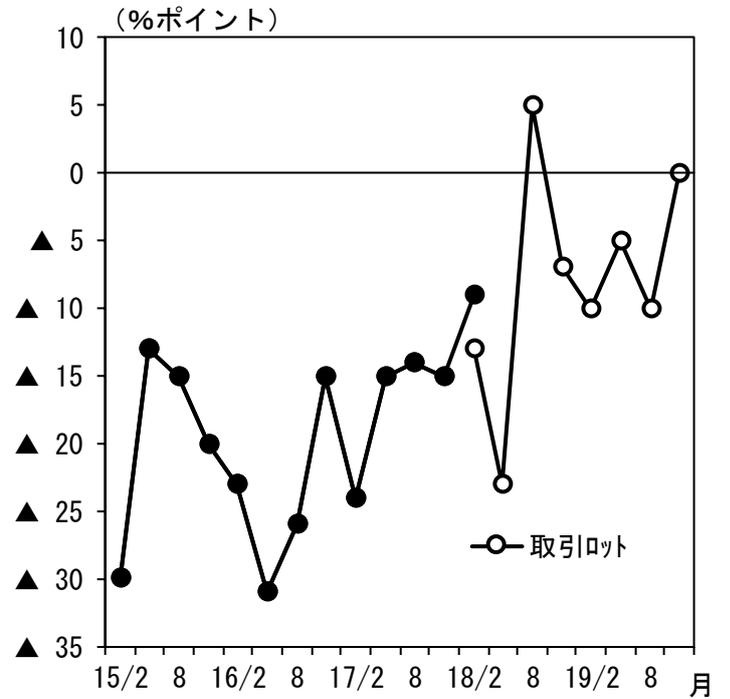
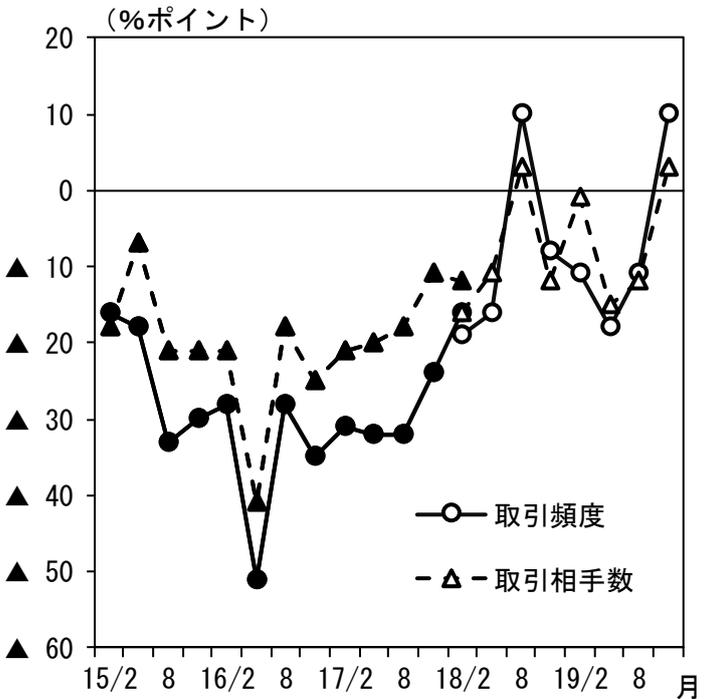
その他の判断DI（機能度・流動性に関する各論）

▽「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」

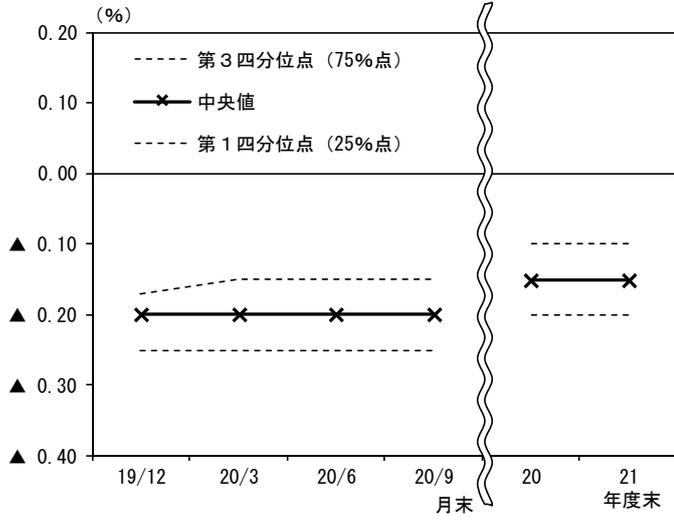
▽「3か月前と比べた変化」に関する調査項目



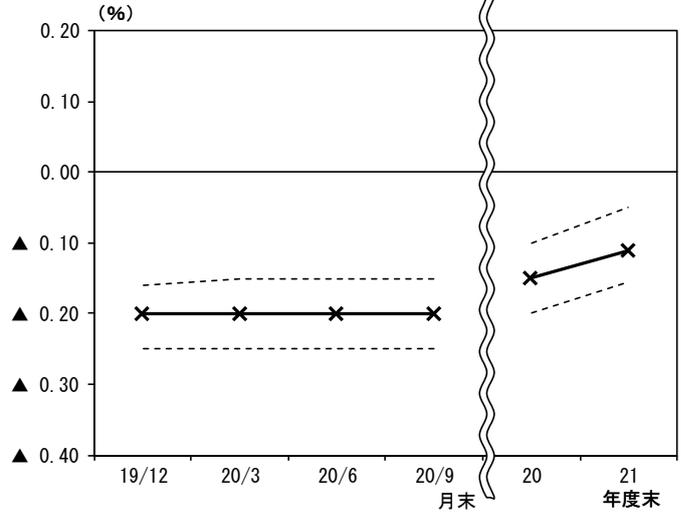
(注) 取引頻度、取引相手数、取引ロット：「増加した」—「減少した」

長期金利の先行き見通し（11月調査）

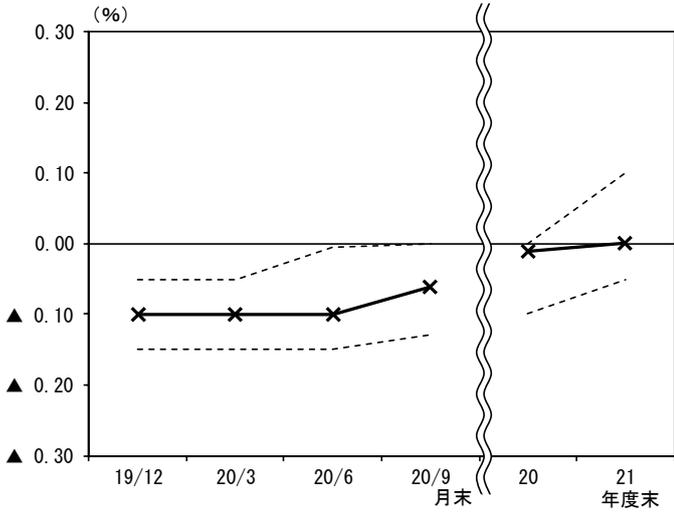
新発2年債



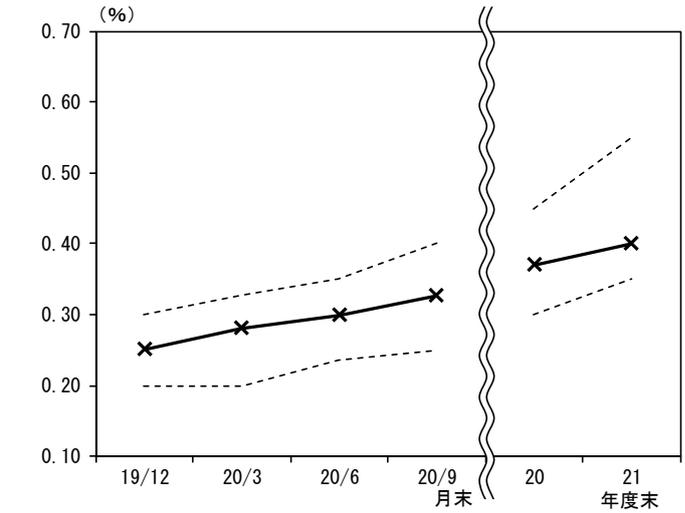
新発5年債



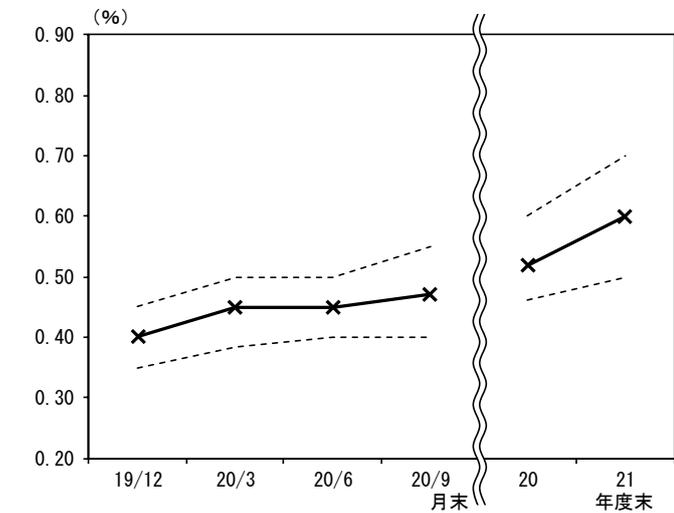
新発10年債



新発20年債

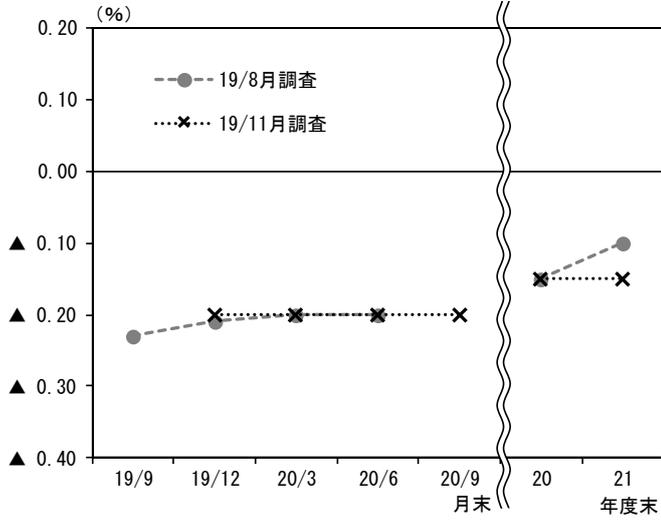


新発30年債

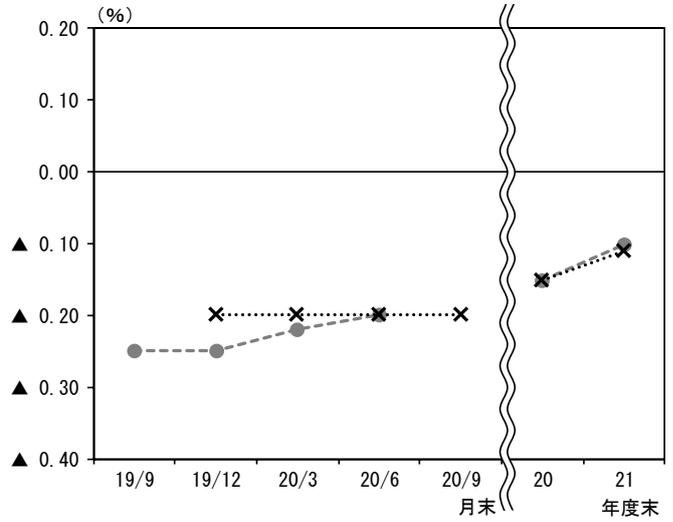


長期金利の先行き見通し（中央値）

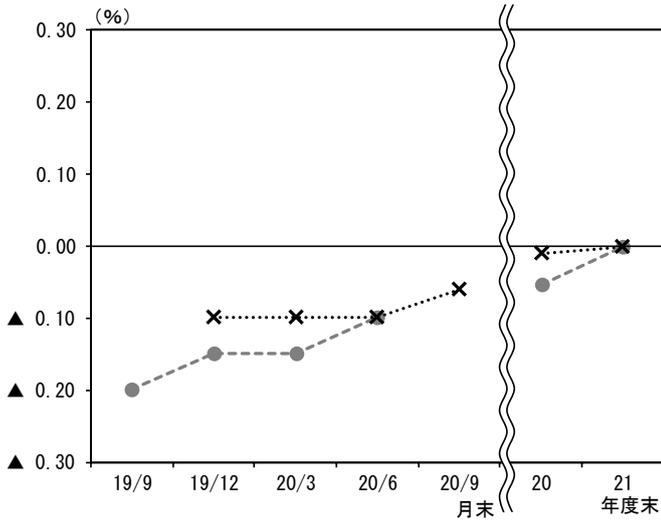
新発2年債



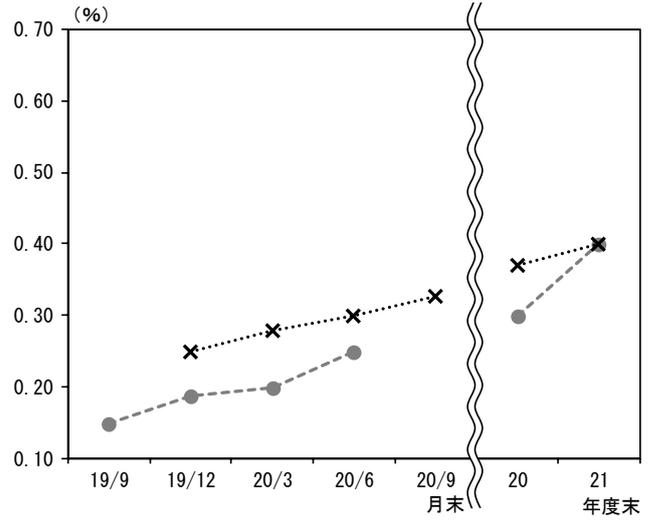
新発5年債



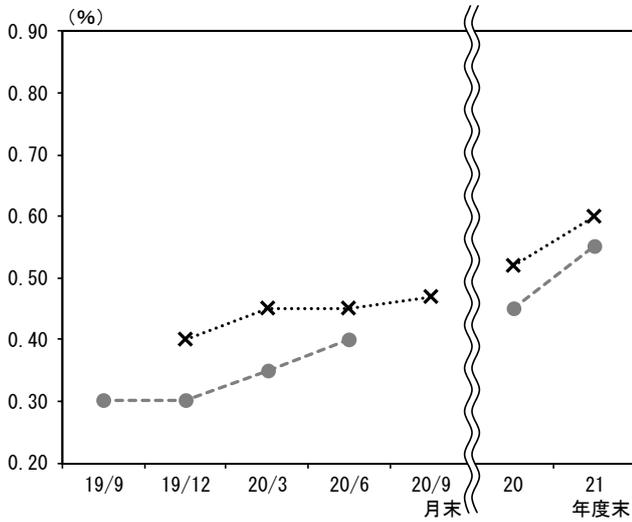
新発10年債



新発20年債

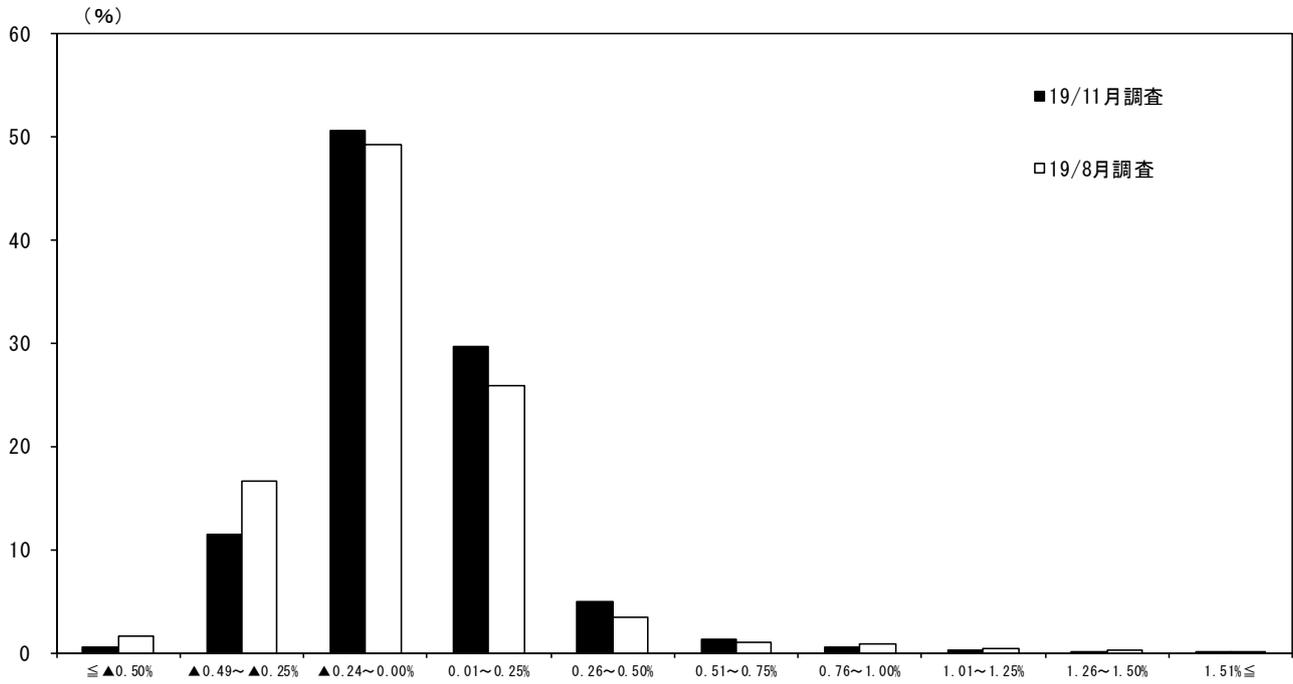


新発30年債

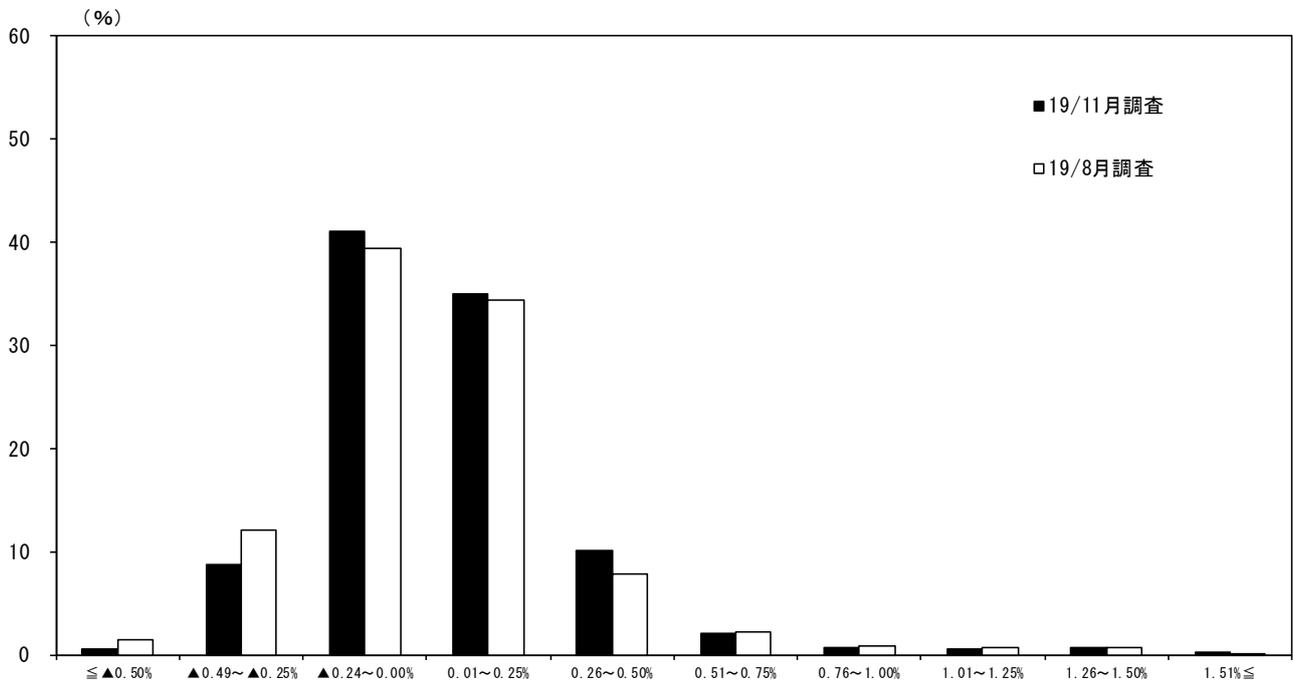


新発 10 年債利回りの確率分布

▽2020 年度末



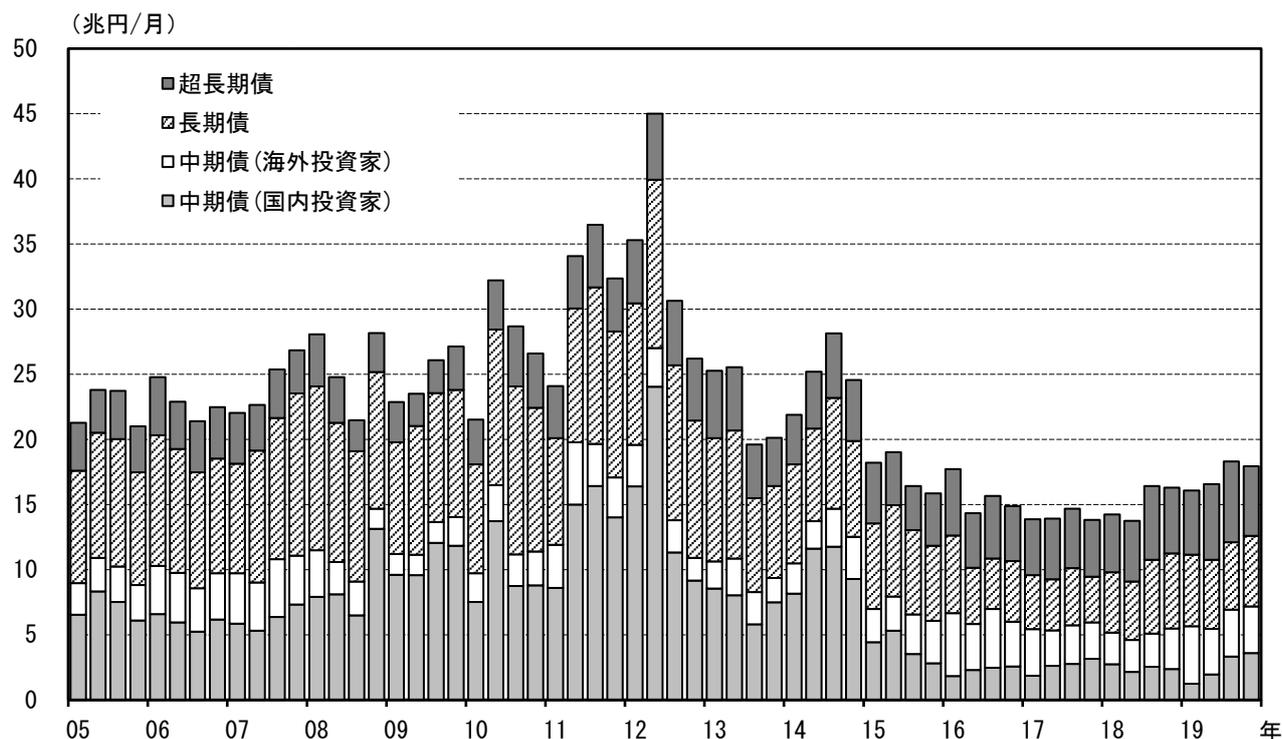
▽2021 年度末



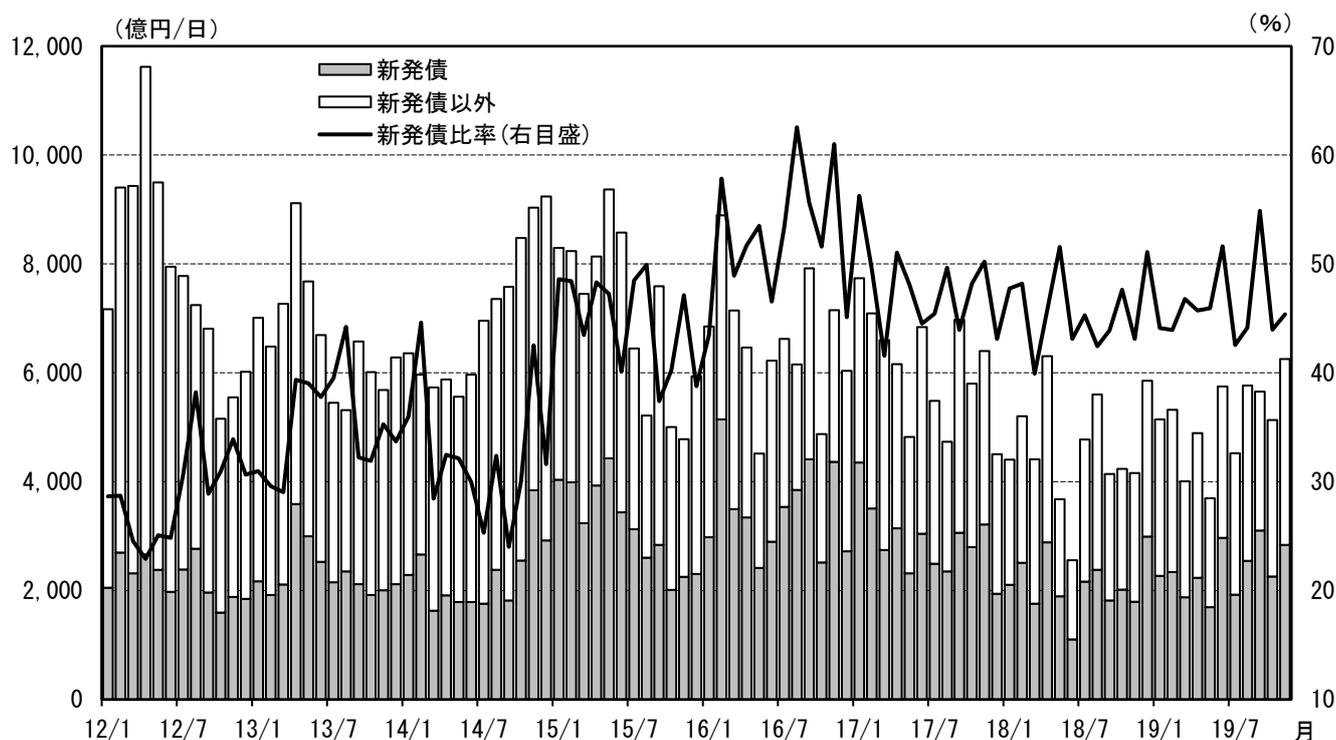
2. 国債市場の流動性

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)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。

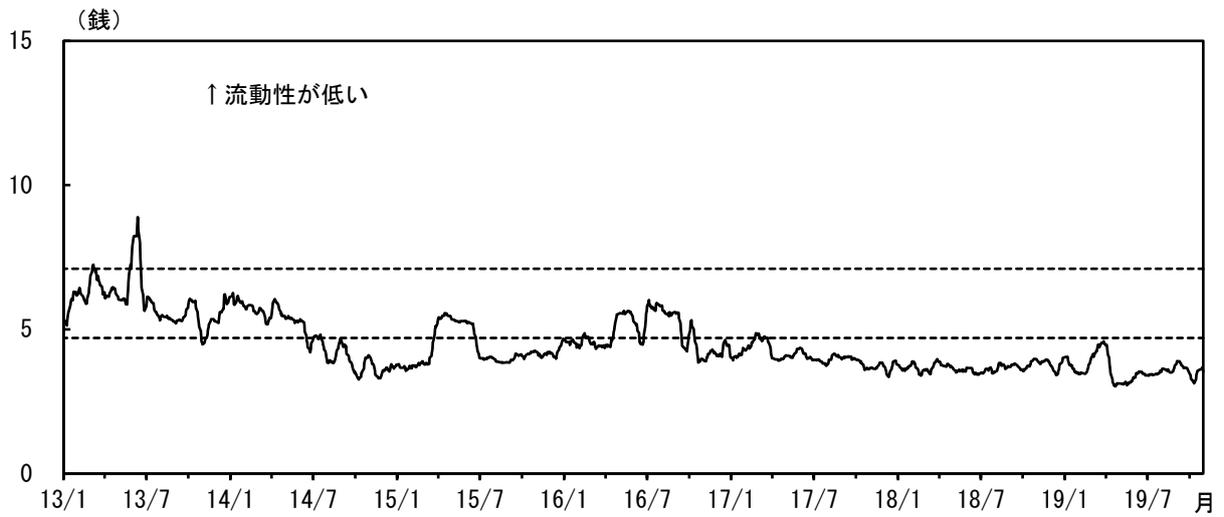
2. (2)は、2、5、10、20、30、40年債の1日あたり取引高の合計（日本相互証券）。直近は11月。

(出所) 日本証券業協会、QUICK

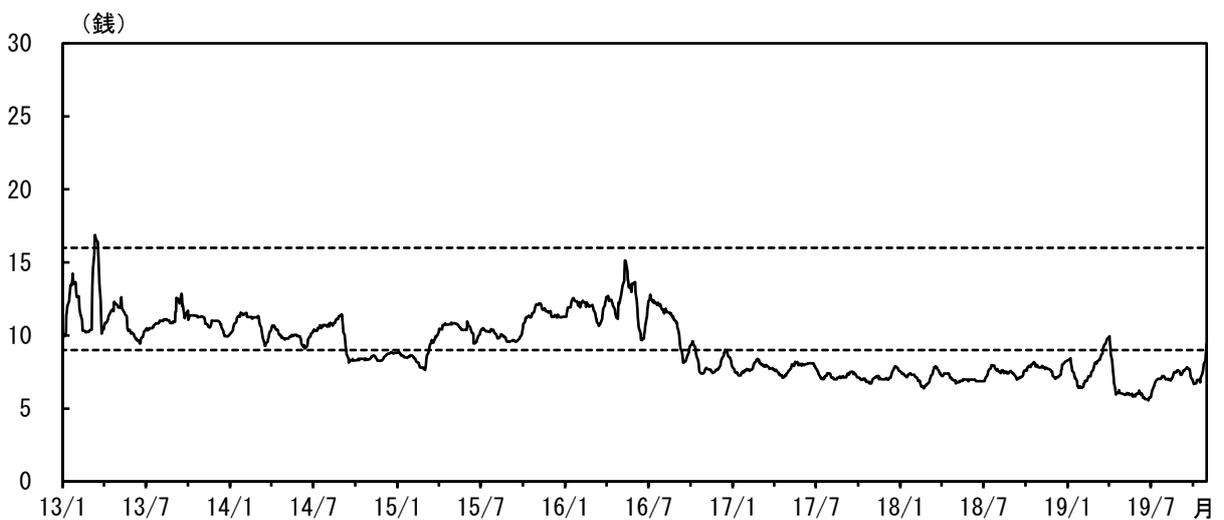
現物国債市場

ディーラー対顧客取引の値幅の狭さ (tightness)

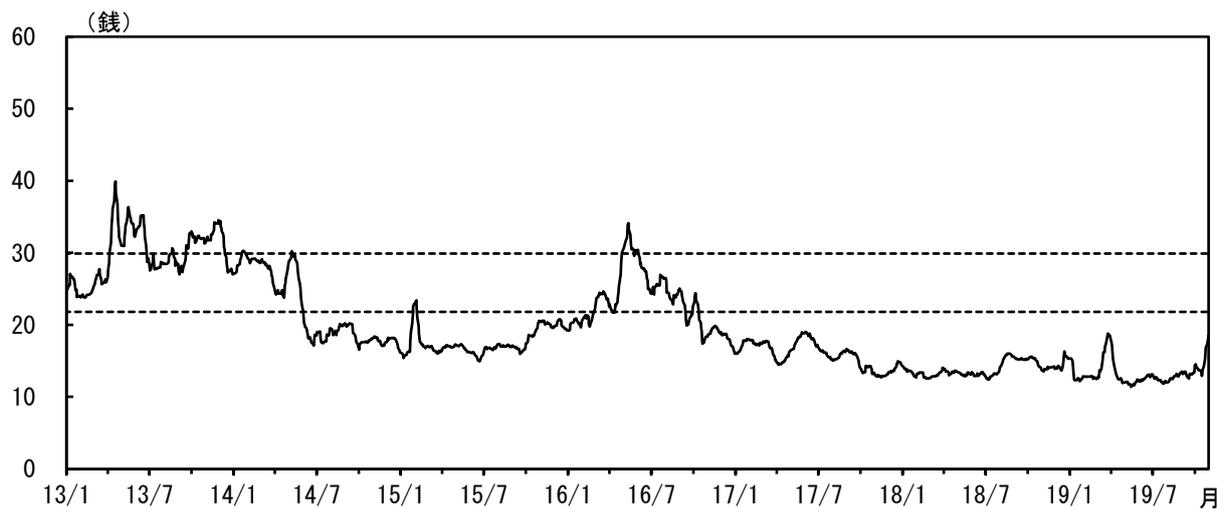
(1) ビッド・アスク・スプレッド (5年債)



(2) 同 (10年債)



(3) 同 (20年債)



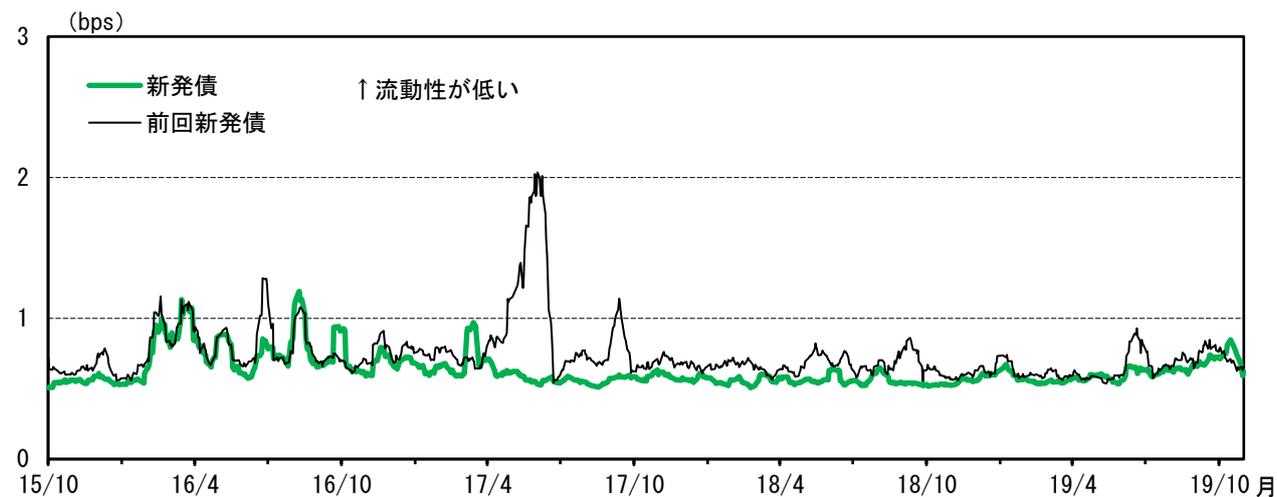
(注) 1. 15時時点のTrade web気配値。点線は、2010/1～2013/3月における第1四分位と第3四分位を示す。
2. 後方10日移動平均。直近は10月末。

(出所) Refinitiv社 Eikon

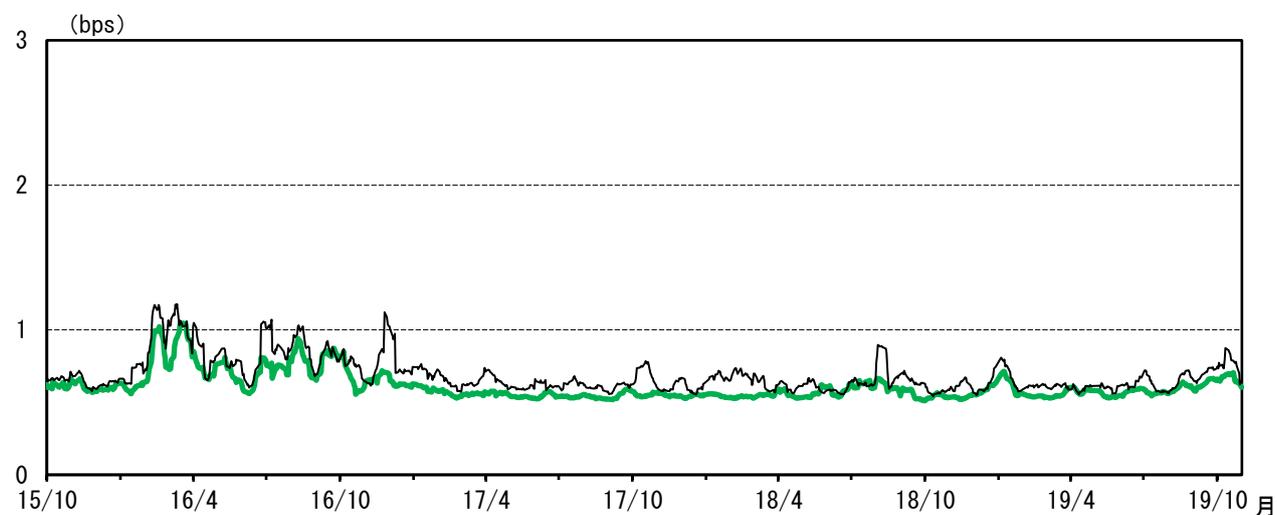
現物国債市場

ディーラー間取引の値幅の狭さ (tightness)

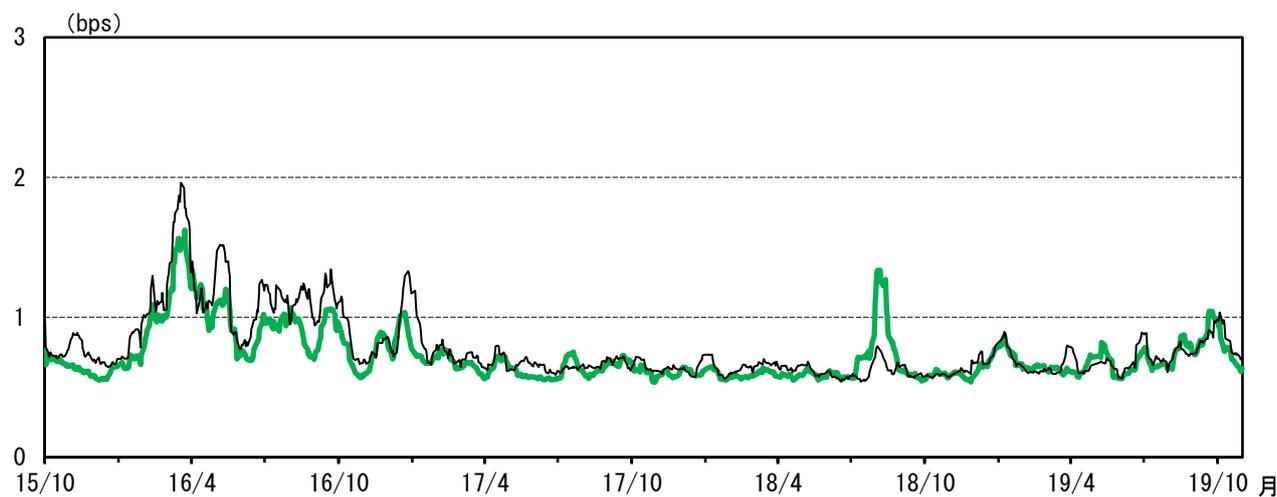
(1) ビッド・アスク・スプレッド (5年債)



(2) 同 (10年債)



(3) 同 (20年債)

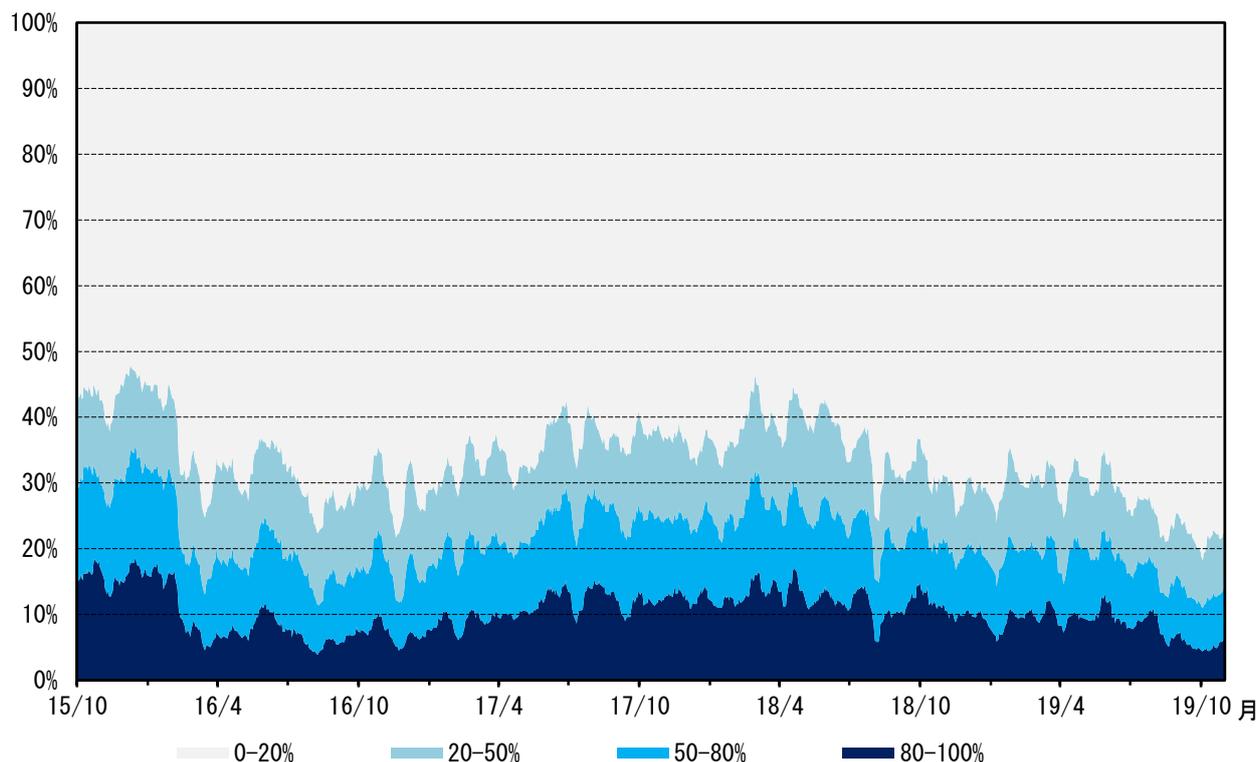


(注) 1. 当該銘柄について、1秒毎にビッド・アスク・スプレッドを求めて、平均したもの。スプレッドはビッドとアスクがともに提示されていた場合のみ算出。
2. 後方10日移動平均。直近は10月末。

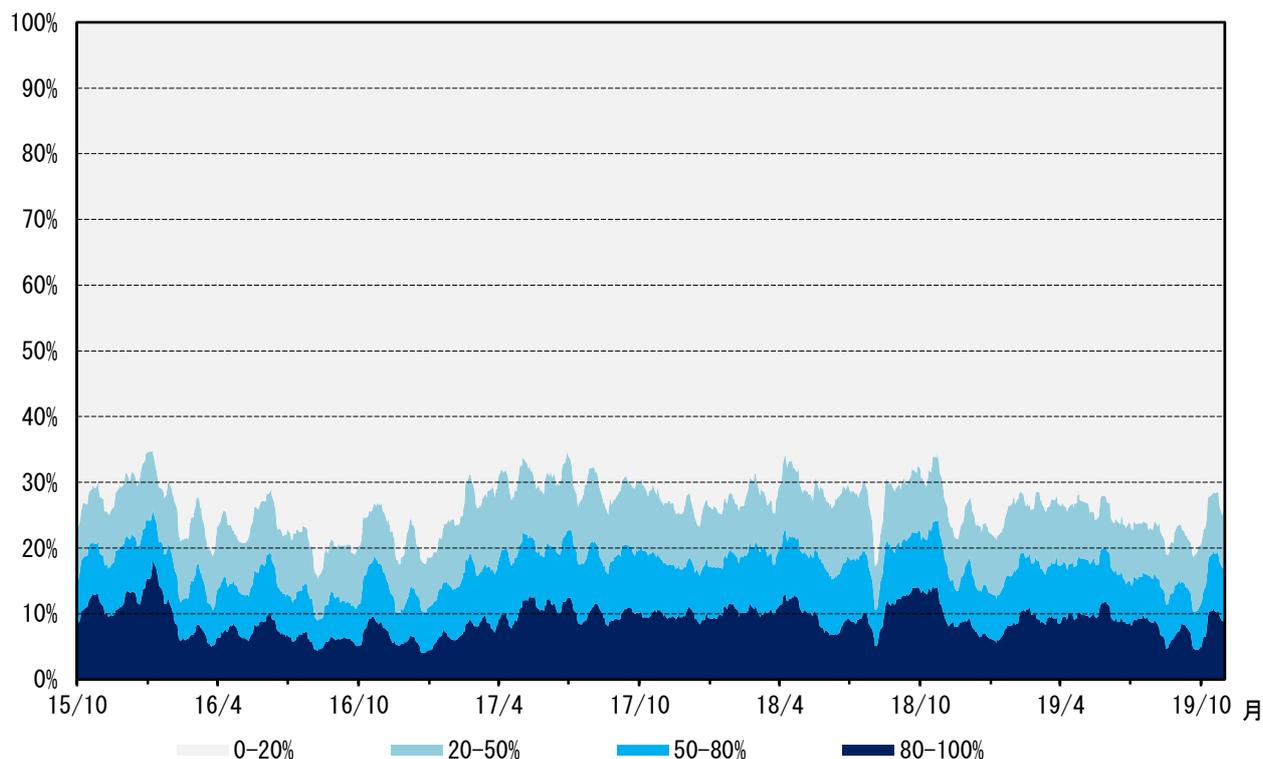
現物国債市場

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

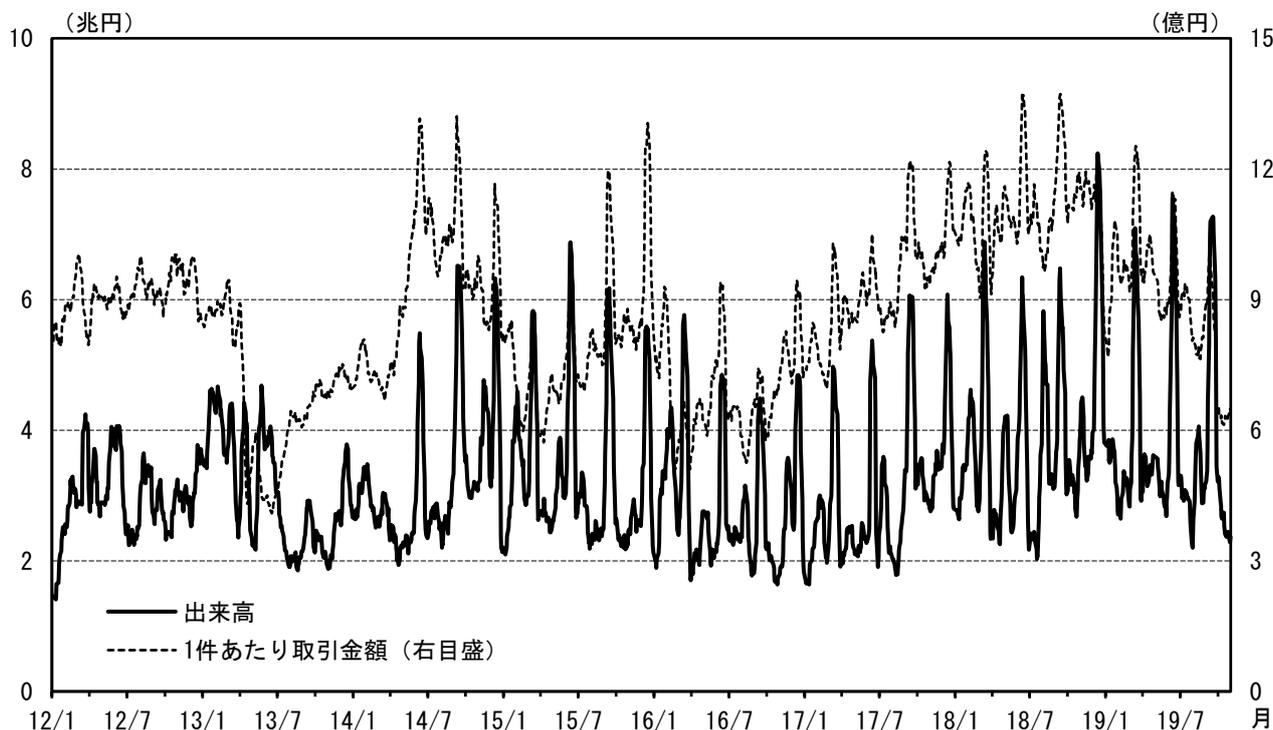


- (注) 1. ビッド(アスク)提示時間が、1日の取引時間に占める割合が、0~20%、20~50%、50~80%、80~100%である銘柄数の割合。
2. 後方10日移動平均。直近は10月末。
3. 1日の取引時間は、18/8/17日以前は7時間、18/8/20日以降は5時間20分に変更。18/8/20日から同30日までの移動平均値には、取引時間変更前後のデータが併存する点に留意を要する。

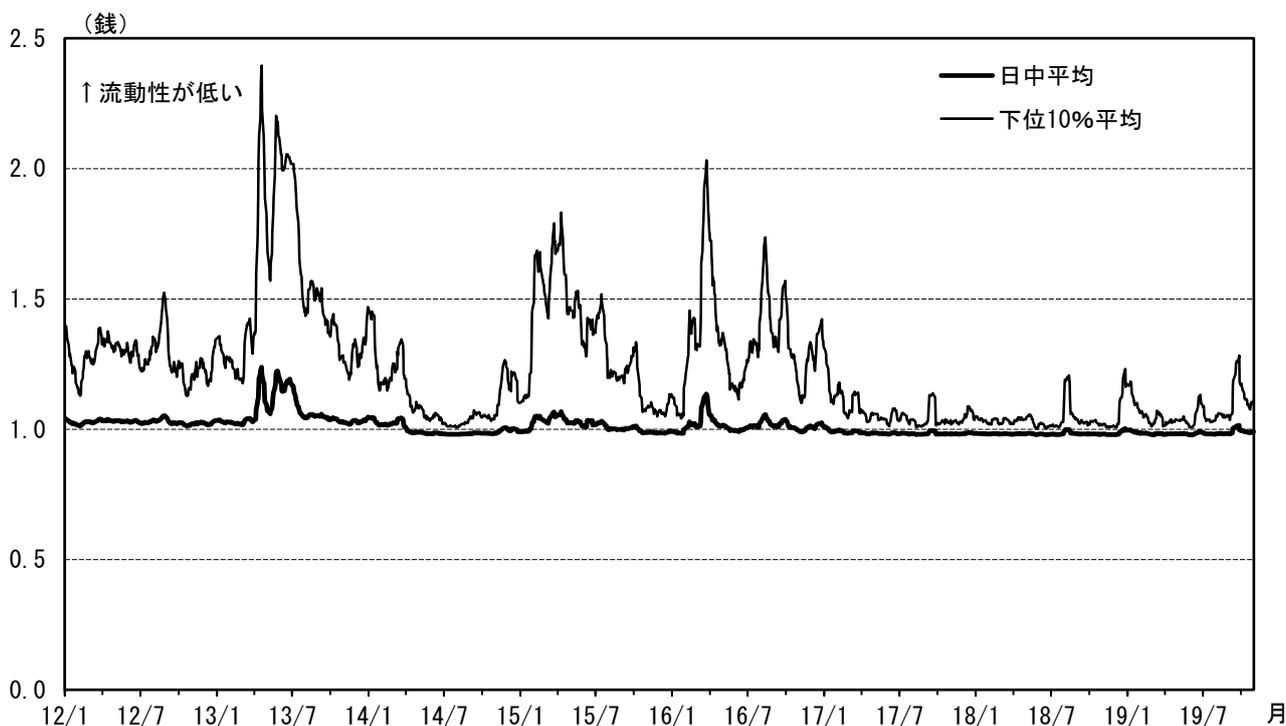
(出所) 日本相互証券

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



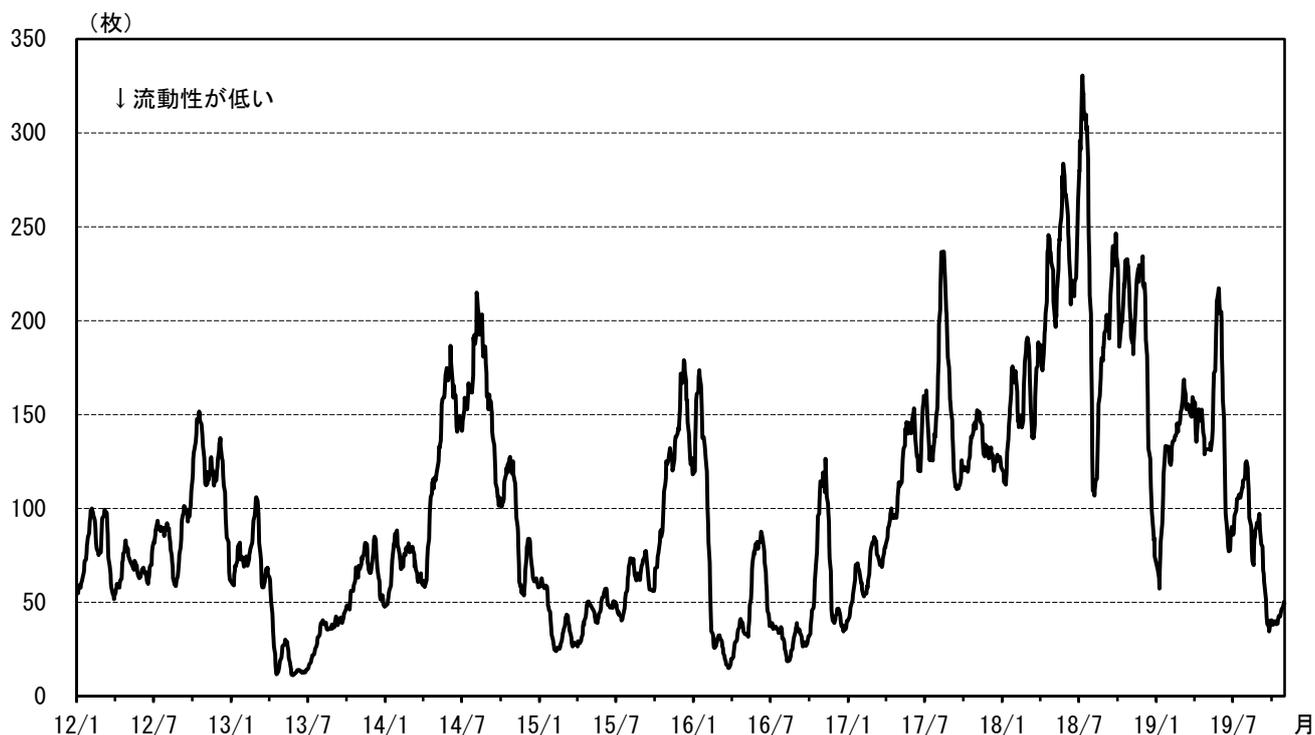
(注) 1. (2)の日中平均は、1分毎にビッド・アスク・スプレッドを求めて、平均したもの。下位10%平均は、1分毎のビッド・アスク・スプレッドのうち、スプレッドが大きい方から10%分を平均したもの。

2. (1)(2)ともに、後方10日移動平均。直近は10月末。

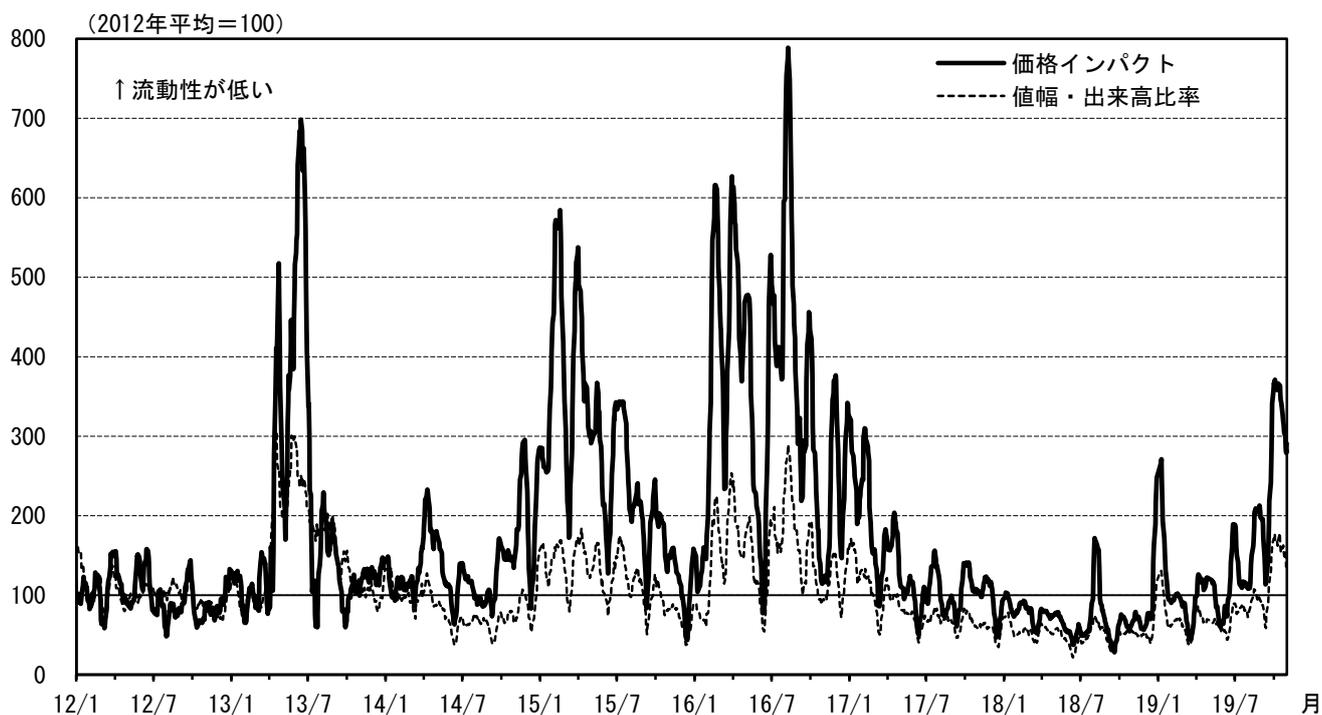
(出所) QUICK、大阪取引所、日本経済新聞社「NEEDS」

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



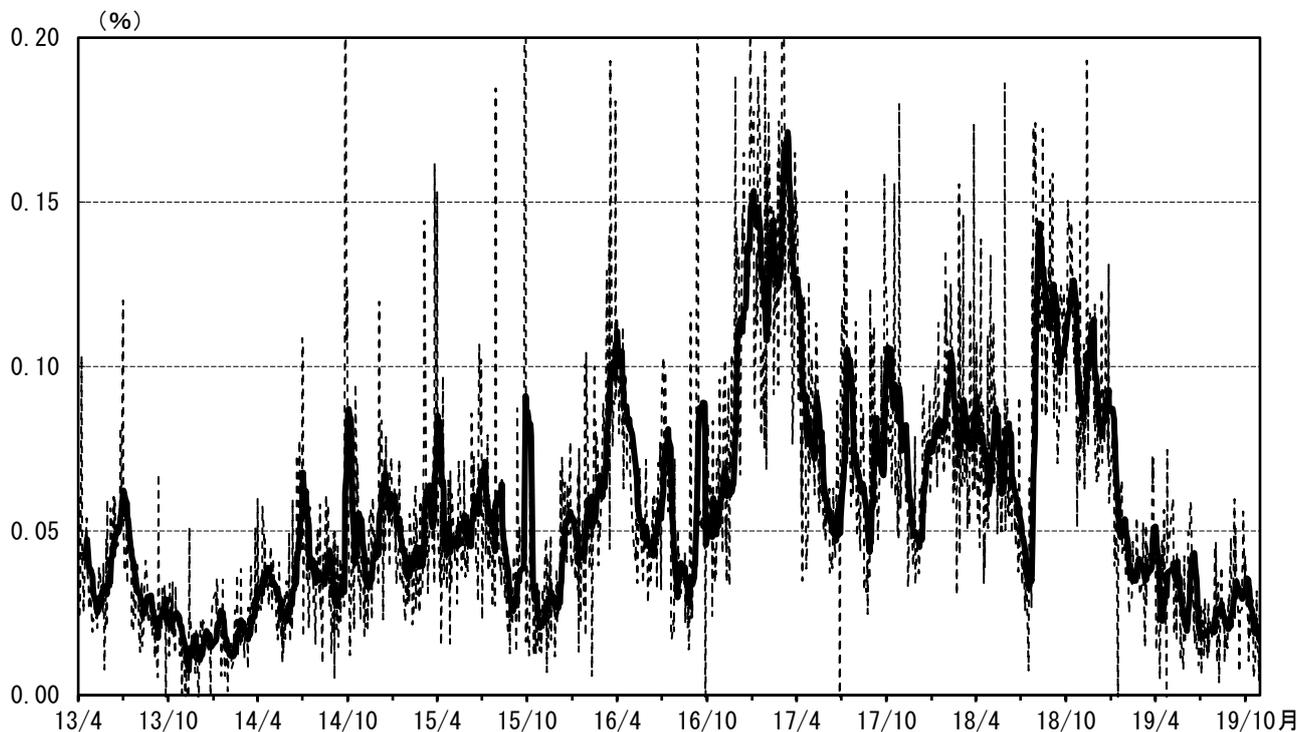
(2) 価格インパクト



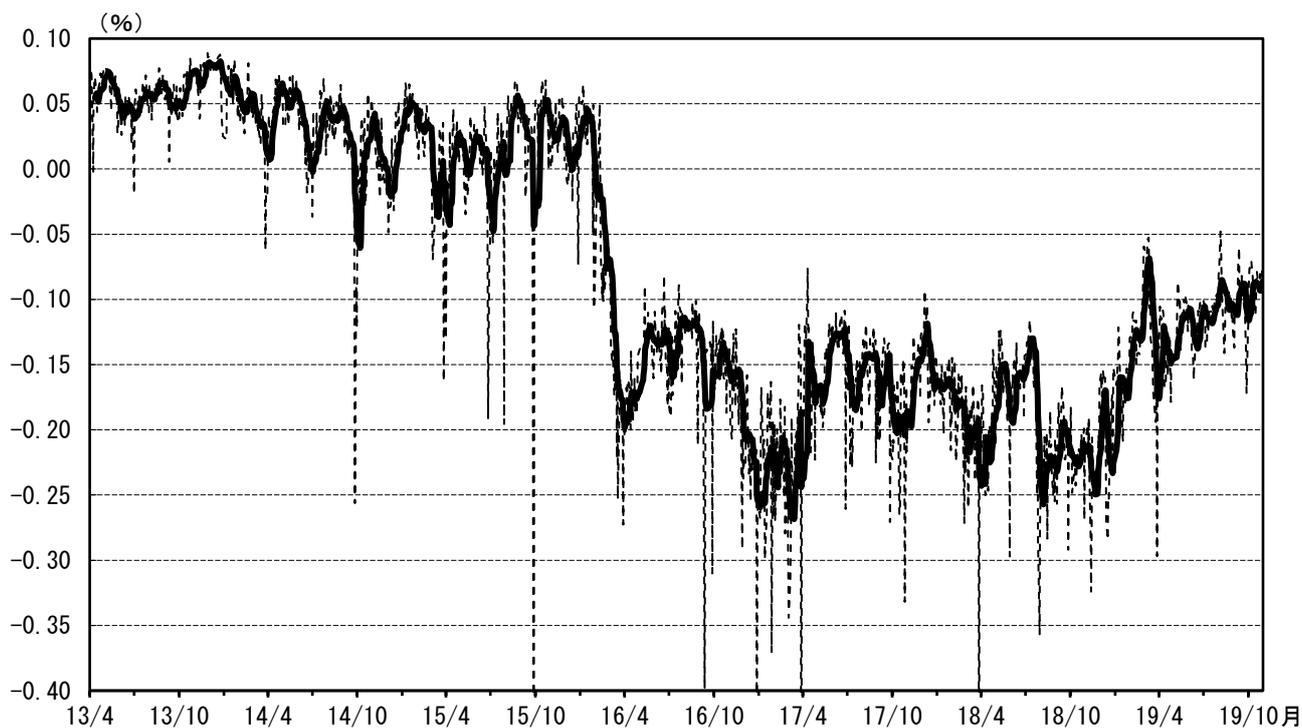
- (注) 1. (1)は、1分毎にベスト・アスク枚数を求めて、その中央値をプロットしたもの。
2. (2)の価格インパクトは、5分毎に価格インパクトを求めて、平均したもの。値幅・出来高比率は、日中の値幅(最高値と最安値の差)をその日の出来高で除したもの。
3. (1)(2)ともに、後方10日移動平均。直近は10月末。
(出所) 日本経済新聞社「NEEDS」、QUICK、大阪取引所

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）

— 2019年10月31日 政策委員会・金融政策決定会合決定 —

1. 日本銀行は、本日の政策委員会・金融政策決定会合において、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れについて、一段と高まる状況ではないものの、引き続き、注意が必要な情勢にあると判断した。こうした認識を明確にする観点から、以下のとおり、新たな政策金利のフォワードガイダンスを決定した。

日本銀行は、政策金利については、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。

2. 金融市場調節方針および資産買入れ方針については、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

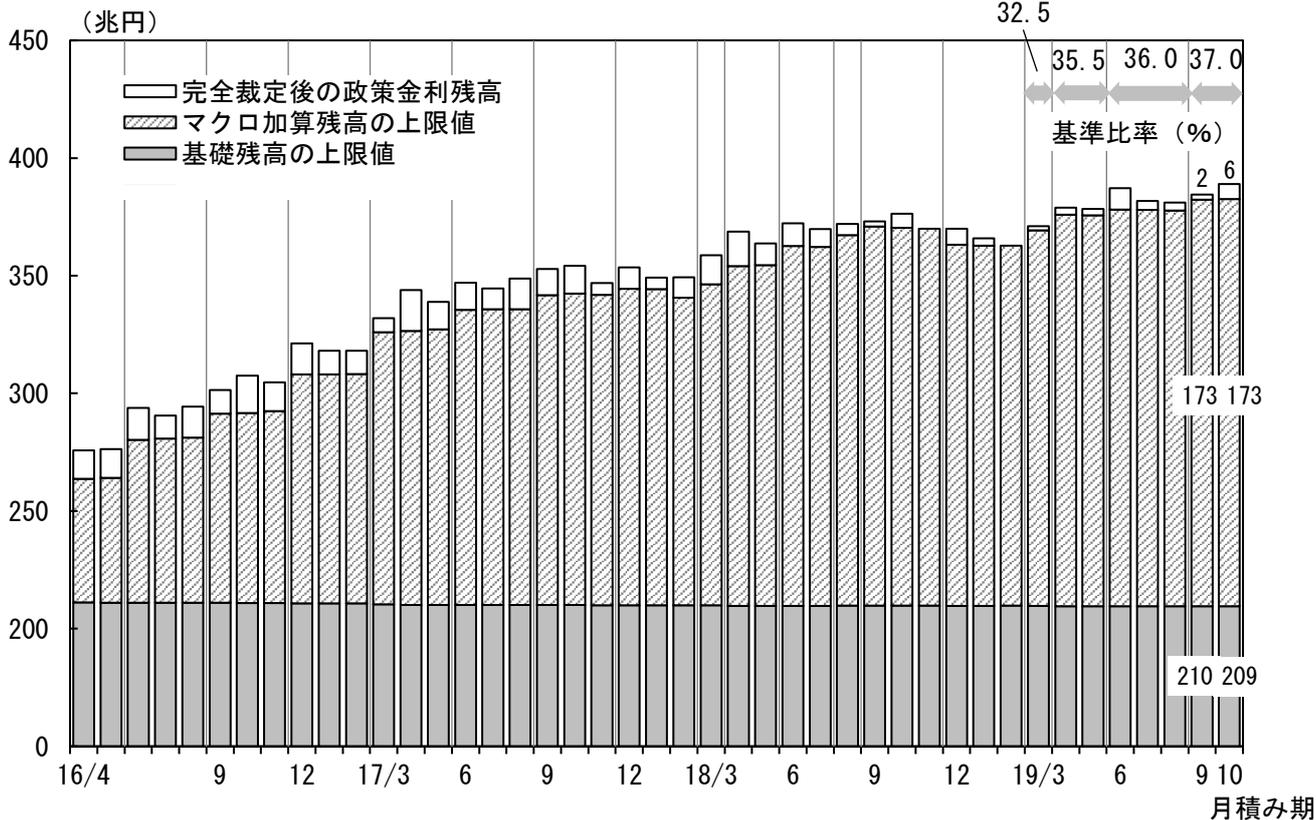
長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

① ETF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。

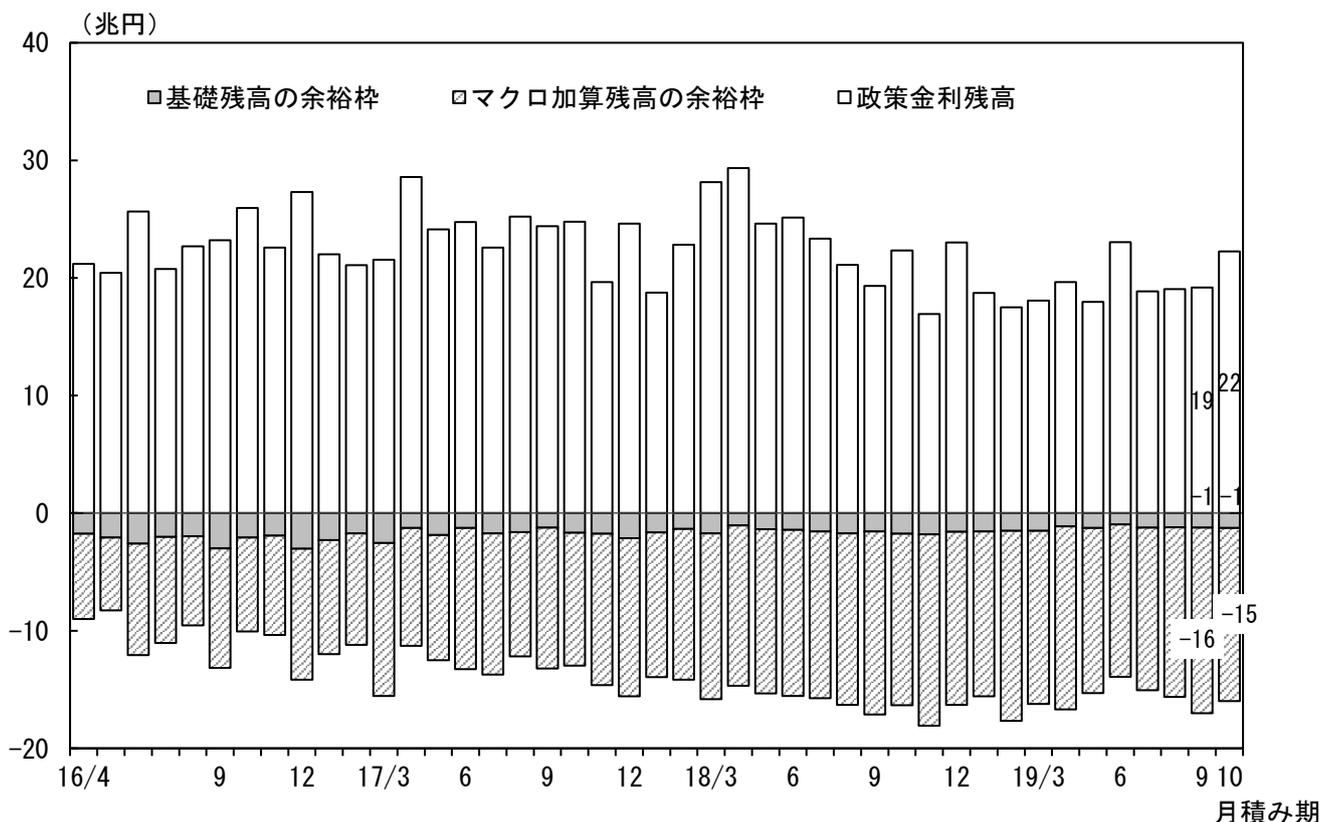
② CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

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



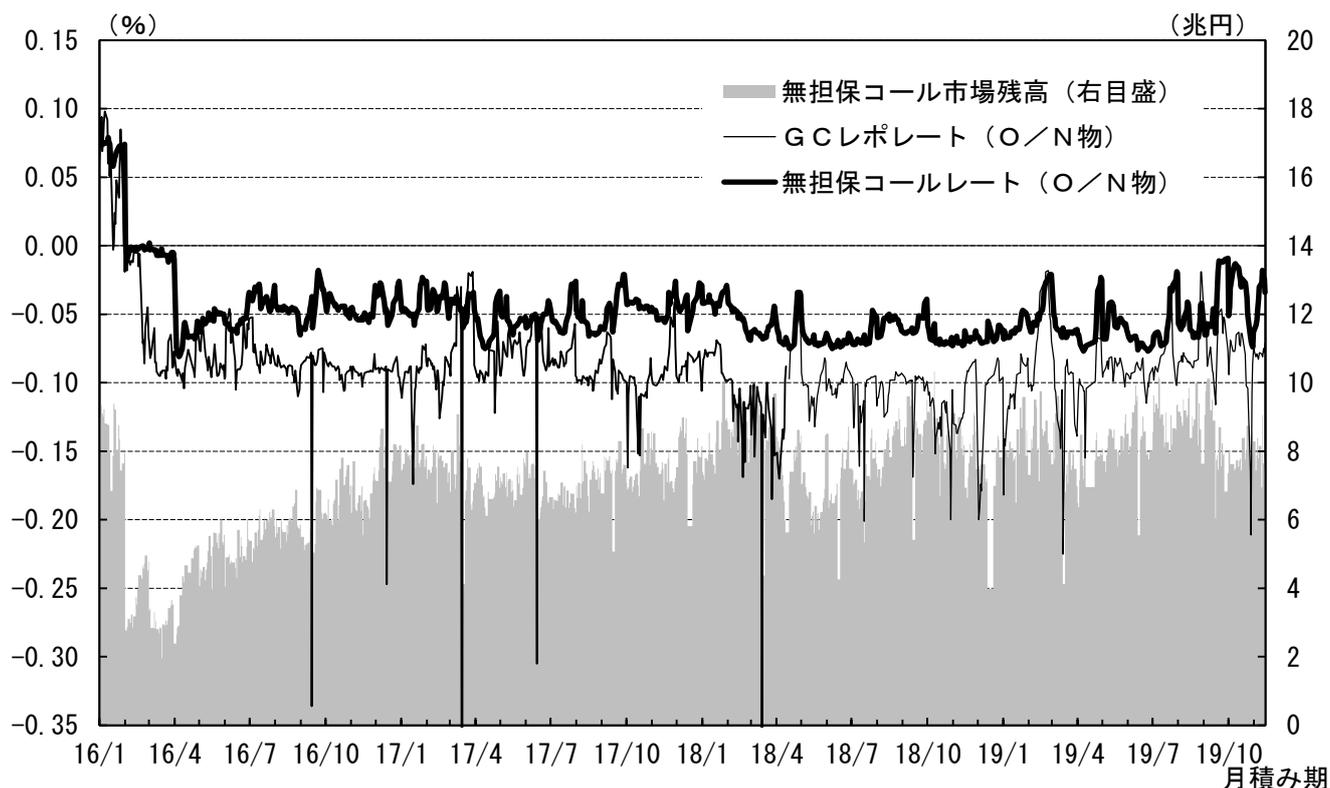
(注1) 「完全裁定後の政策金利残高」は、基礎残高やマクロ加算残高の「余裕枠」を有する金融機関が、その「余裕枠」をすべて利用して、政策金利残高を有する金融機関から資金調達を行った後に、なお残る政策金利残高を指す。

(注2) 2019年9月積み期および2019年10月積み期は速報値。

(出所) 日本銀行

短期金利

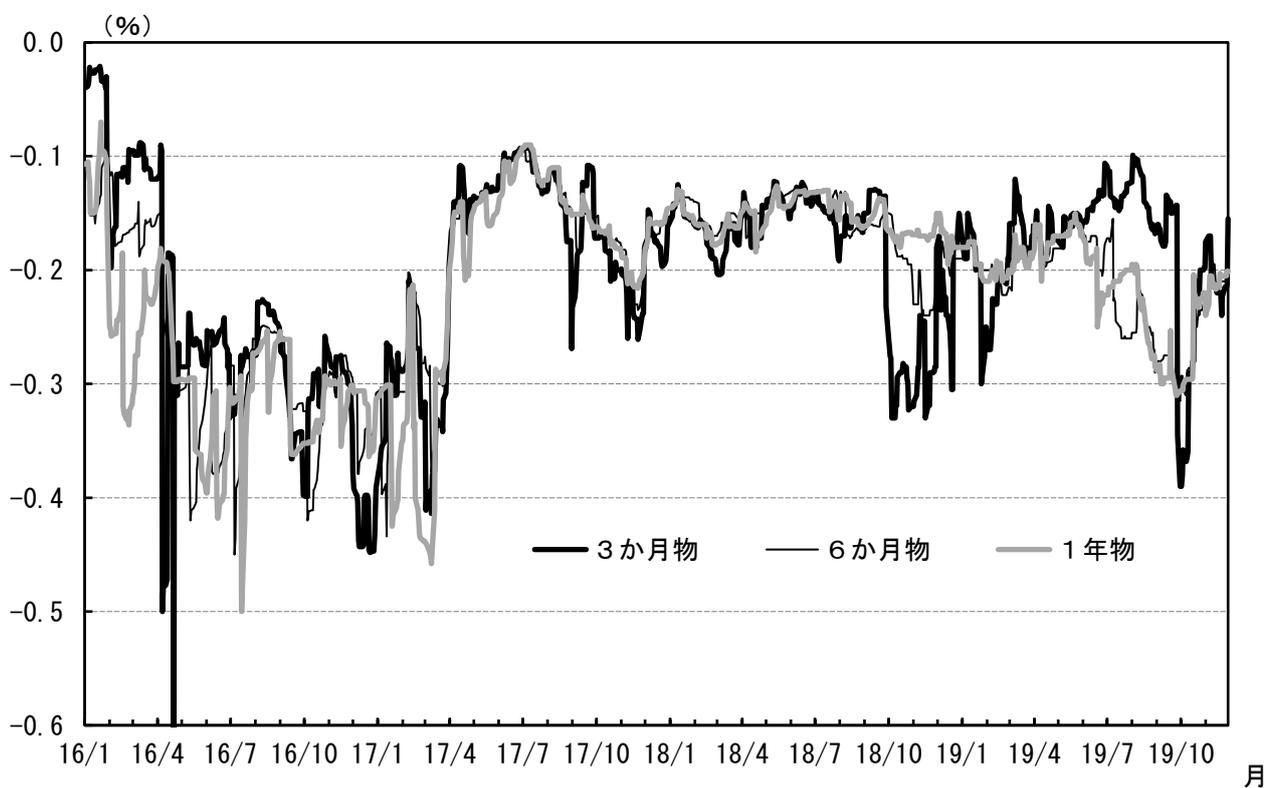
(1) 短期金利



(注1) 18/5/1日以前のGCL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)。

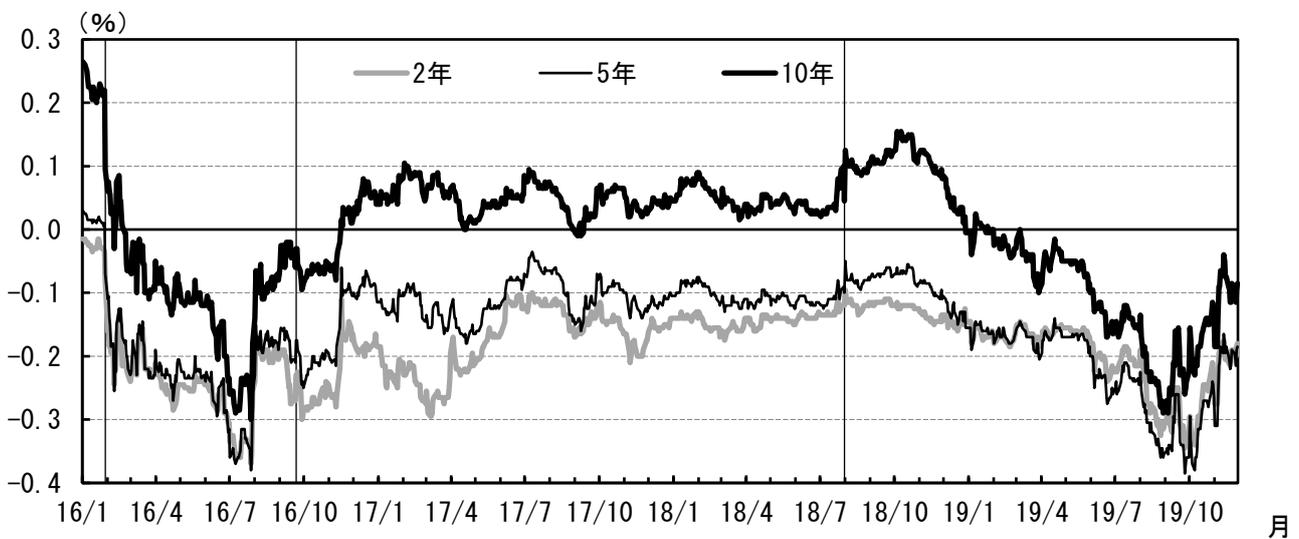
(注2) 無担保コール市場残高は、ターム物を含む。

(2) 国庫短期証券の利回り

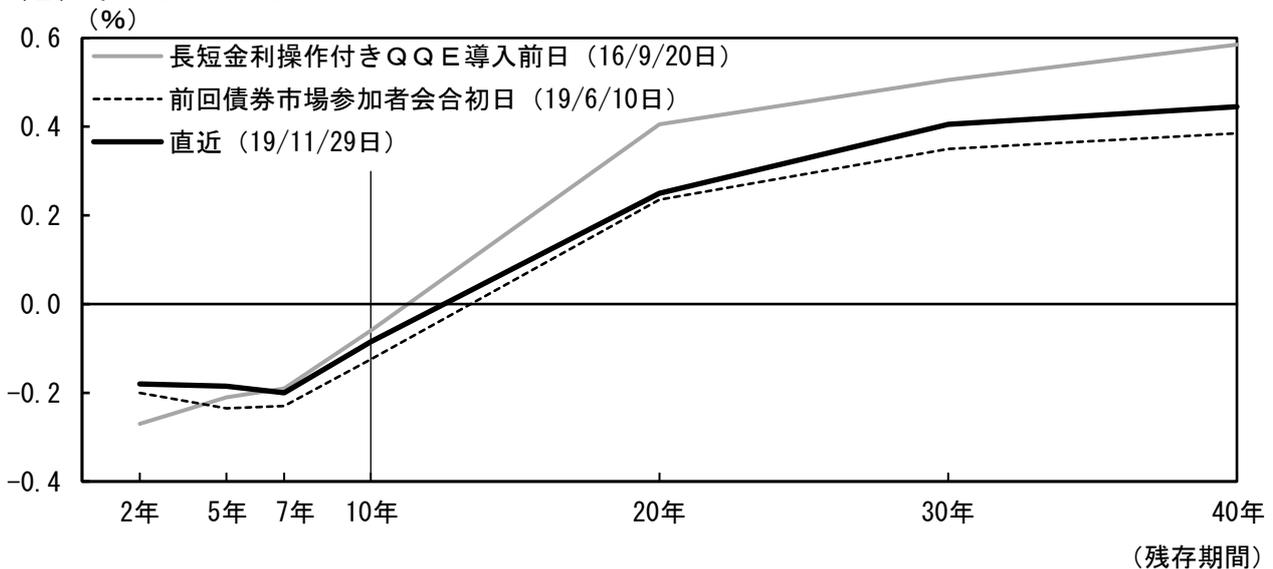


長期金利

(1) 長期金利の推移



(2) イールドカーブ



長期国債等の12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	12月2日、6日、13日、 18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	12月6日、13日、18日、 25日
	10年超	10年超 25年以下	500～1,500程度	12月2日、9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。

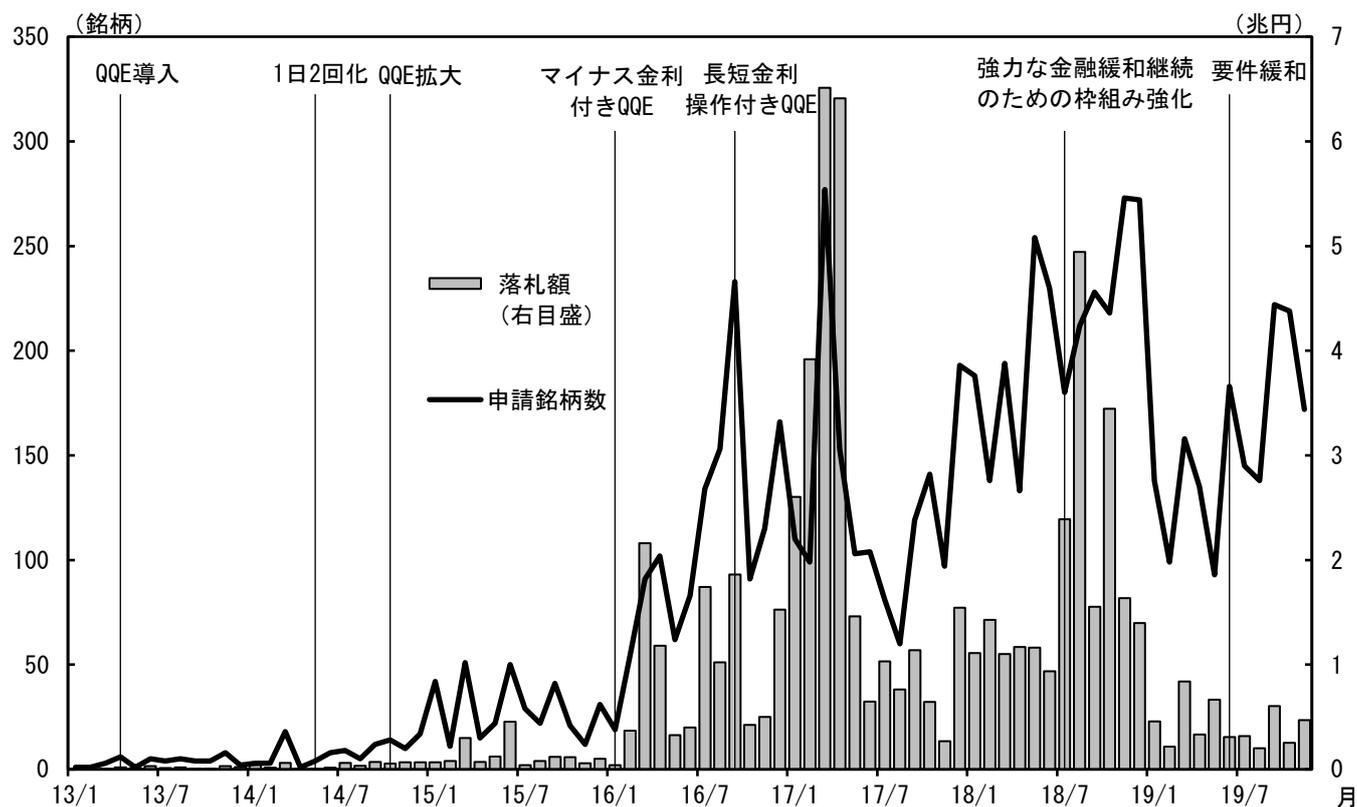
（注2）残存期間1年超5年以下、5年超10年以下および10年超については、市場の動向等を踏まえて、上記に加え、上記以外の日にオファーすることがあります（その場合のオファー金額は上記の金額とは限りません）。ただし、買入対象銘柄の残存期間が重複する利付国債の入札日（流動性供給入札を含む）には、原則オファーしません。

（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。

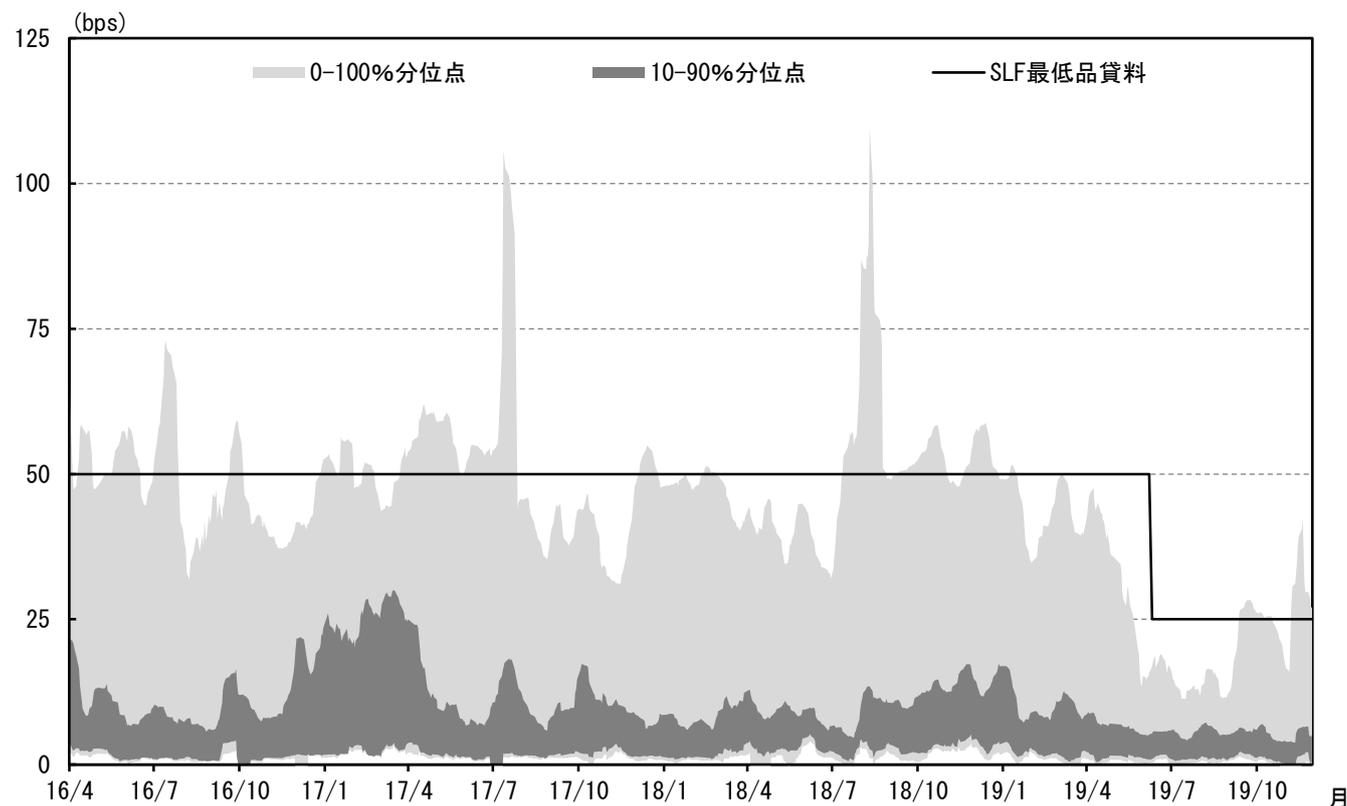
（注4）固定利回り方式による国債買入れについては、上記にかかわらず、必要に応じて随時実施します。

国債補完供給

(1) 申請銘柄数と落札額



(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。直近は、11/29日。

(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7)

日本銀行のバランスシート項目

(単位：兆円)

	12年度 末	13年度 末	14年度 末	15年度 末	16年度 末	17年度 末	18年度 末	19年 10月末
長期国債 ¹	91.3	154.2	220.1	301.9	377.1	426.6	459.6	474.7
CP等 ²	1.2	1.9	2.0	2.0	2.0	2.1	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	2.9	4.5	7.6	12.9	18.9	24.8	27.9
J-REIT ³	0.12	0.15	0.21	0.29	0.38	0.48	0.52	0.53
貸出支援基金	3.4	11.8	27.0	30.1	43.4	45.6	46.1	46.7
買入国庫 短期証券 ⁴	16.4	31.6	37.9	36.9	32.6	18.8	7.9	8.6
共通担保 資金供給	21.7	14.1	6.8	3.7	0.7	0.4	0.7	0.8
その他とも 資産計	164.8	241.6	323.6	405.6	490.1	528.3	557.0	575.7
銀行券	83.4	86.6	89.7	95.6	99.8	104.0	107.6	107.5
当座預金	58.1	128.7	201.6	275.4	342.8	378.2	393.9	410.6
その他とも 負債・純資産計	164.8	241.6	323.6	405.6	490.1	528.3	557.0	575.7
マネタリー ベース	146.0	219.9	295.9	375.7	447.3	487.0	506.3	523.0

(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