

2020年6月29日
日本銀行金融市場局

「債券市場参加者会合」第11回議事要旨

1. 開催要領

(日時) 6月5日(金) 16時45分から(電話会議形式)

(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

- 会合に先立ち、予め参加者から寄せら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

- 新型コロナウイルス感染症の拡大に伴う世界経済の不透明感の高まりから、国際金融市場の不安定化が急速に進んだ。その後、各国・地域の中央銀行による追加緩和措置や流動性供給により、金融市場は落ち着きを取り戻しつつある。
- 円債市場においては、2月にかけて新型コロナウイルス感染症の拡大に伴い金利は低下したあと、3月に大きく変動する局面がみられたが、日本銀行による国債の積極的な買入れにより、ボラティリティは低下に転じた。4月以降は、日本銀行が国債買入れをさらに積極化したことにより、長期金利は、狭いレンジでの落ち着いた推移となっている。超長期金利は、追加の経済対策に伴う国債増発を織り込んで幾分上昇する局面がみられたが、投資家の安定した需要等を背景に上昇幅は小幅に止まっている。

債券市場の機能度・流動性についての見方

- 政府の緊急事態宣言を受け、市場参加者の業務運営体制の変更(在宅勤務への移行等)がみられた。この影響もあって、市場参加者の売買が国債発行入札と国債買入オペに集中し、それ以外の店頭売買や業者間売買における注文

量・取引頻度が大幅に減少するなど、全体として債券市場の機能度・流動性は低下している。

- 市場参加者のリスク許容度の低下から、幅広い年限でビッド・アスク・スプレッドがワイド化している。
- 足もとの状況が長期化し、市場の厚みがなくなることを懸念している。当面、多くの市場参加者が在宅勤務等を継続するものとみられ、構造的な変化が生じるか注目している。

市場調節運営等

- 国債増発が予定されているもとで、低下した市場機能を補完する観点から、手厚めに、きめ細かく国債買入れを実施するとともに、市場参加者と密接なコミュニケーションを継続してほしい。
- 超長期ゾーンについては、安定的な投資家層が存在することもあり、価格形成を市場に委ねてほしい。
- この間導入された、レポ市場の安定を確保するための措置（オファー銘柄の拡大、応募銘柄数の上限引き上げ）については、今後も継続してほしい。
- 日本銀行による CP・社債買入れの増額等により、CP 発行レートや社債利回りは総じて低下するなど、企業の資金調達環境は改善している。もっとも、買入れ金額が大きいだけに、信用スプレッドの過度な縮小を招きかねない点には留意してほしい。

今後の債券市場の見方・リスク

- 引き続き、新型コロナウイルス感染症の動向とそれに伴う実体経済への影響が最大の注目点となる。その他、米国大統領選挙、米中関係、海外中央銀行の金融政策にも注目している。
- 新型コロナウイルス感染症の影響が長引くと、市場参加者のリスク許容度や債券市場の流動性の改善には時間がかかる可能性がある。
- グローバルな債券市場は、景気の落ち込みによる金利低下圧力と、各国の拡張的な財政政策による金利上昇圧力による綱引き状態となっている。円債市場は、日本銀行によるイールドカーブ・コントロールにより、落ち着いた推移が続くと想定しているが、いずれかの国で政府債務に対する懸念が強まった際にはその影響が伝播する可能性がある点に留意している。

以 上

資 料

2020 年 6 月 5 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）

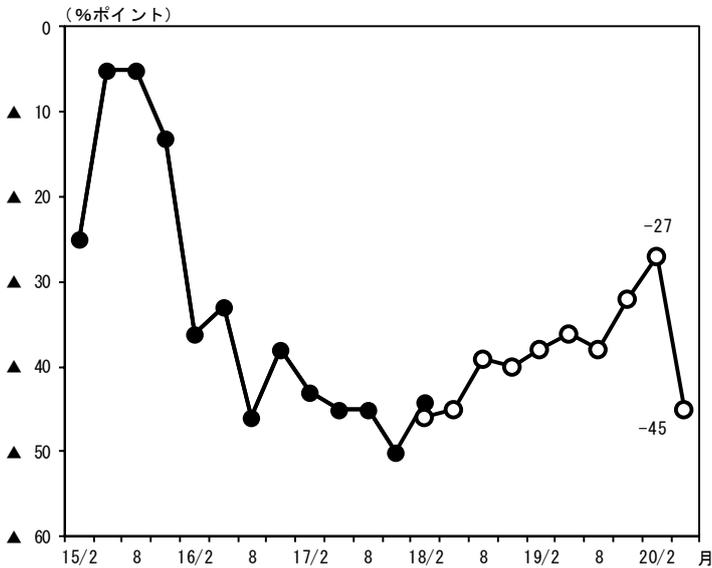
【公表時期】 原則として調査月翌月の第1営業日（※）

【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

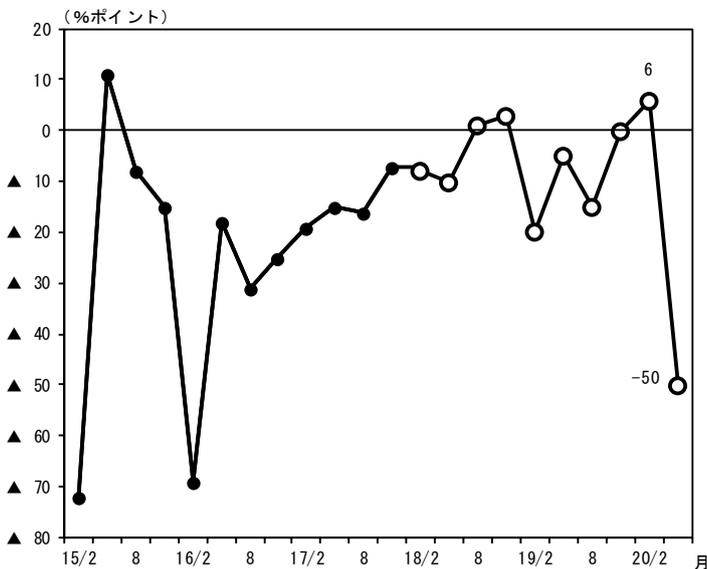
▽機能度判断 DI（現状）



(%、%ポイント)

「現 状」			
機能度判断		20/2 月	5 月
「高い」 - 「低い」		▲27	▲45
構 成 比	高い	1	0
	さほど 高くない	70	55
	低い	28	45

▽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		20/2 月	5 月
「改善した」 - 「低下した」		6	▲50
構 成 比	改善した	7	1
	さほど 改善して いない	91	48
	低下した	1	51

(注1) 直近2回の回答期間は以下のとおり。

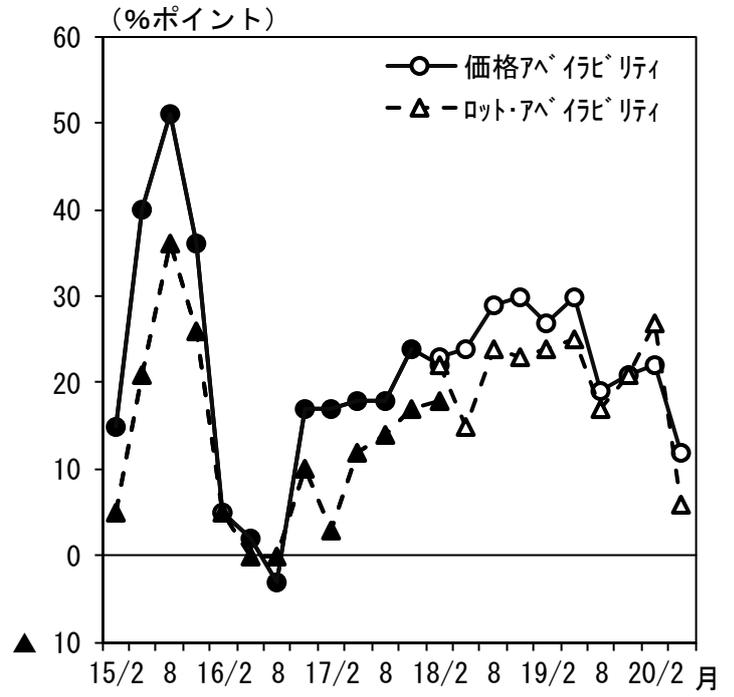
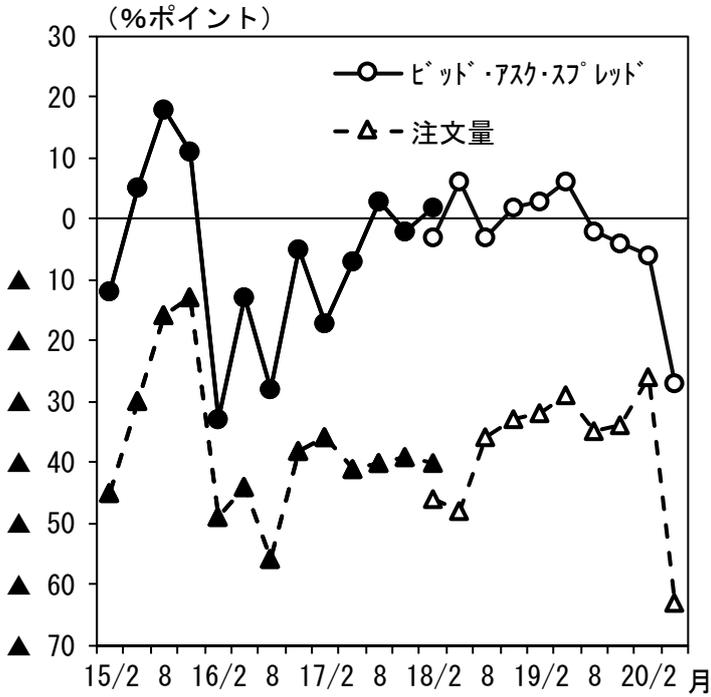
20/ 2月：2月3日～7日
5月：5月7日～15日

(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）

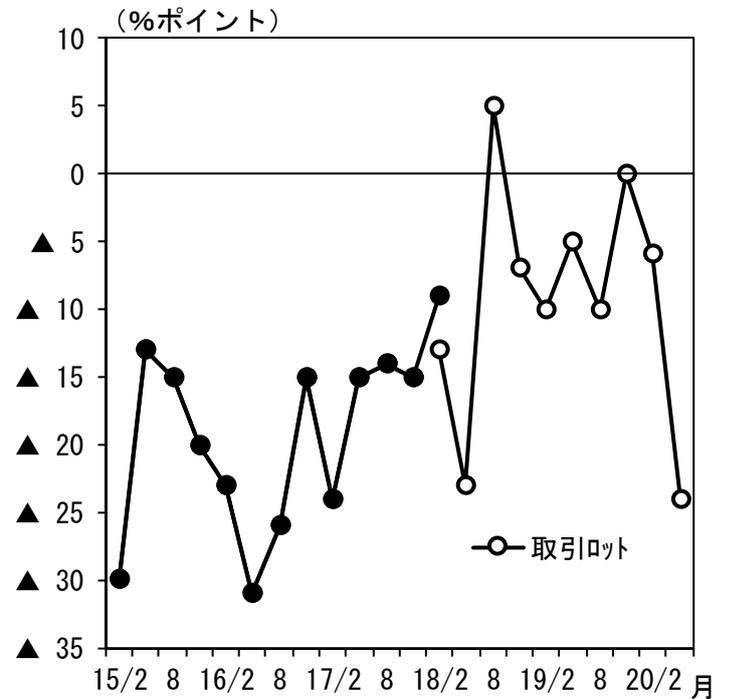
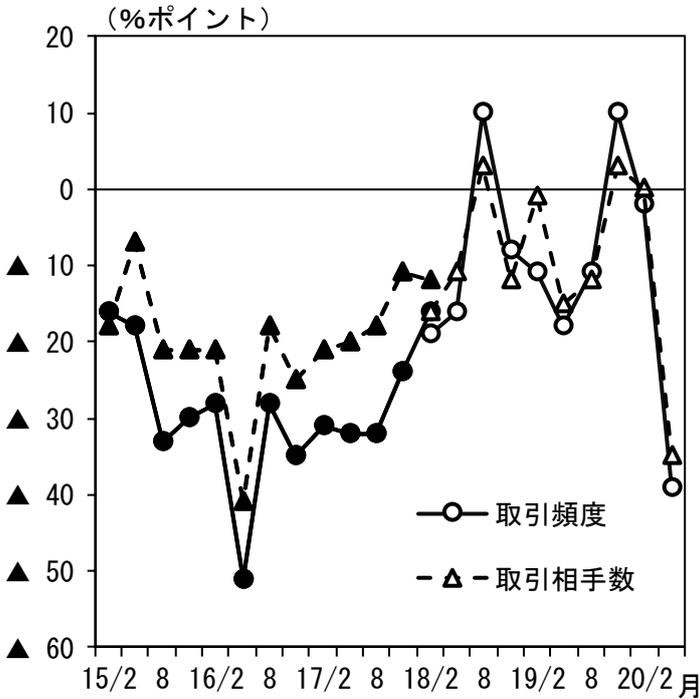
その他の判断DI（機能度・流動性に関する各論）

▽「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」
 価格アパイバリティ、ロットアパイバリティ：「できている」—「できていない」

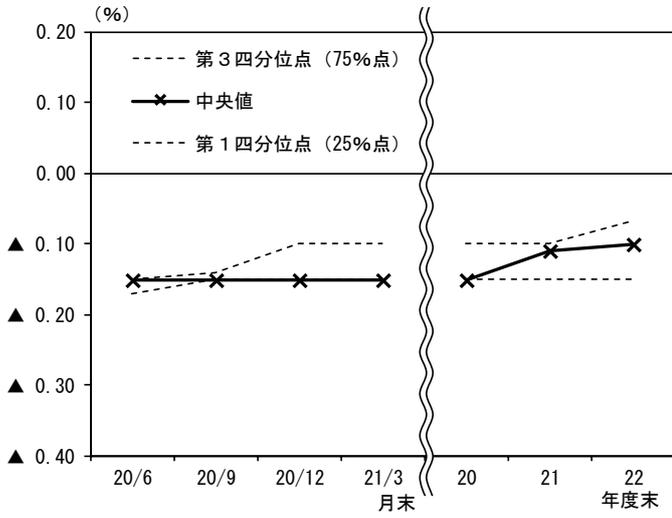
▽「3か月前と比べた変化」に関する調査項目



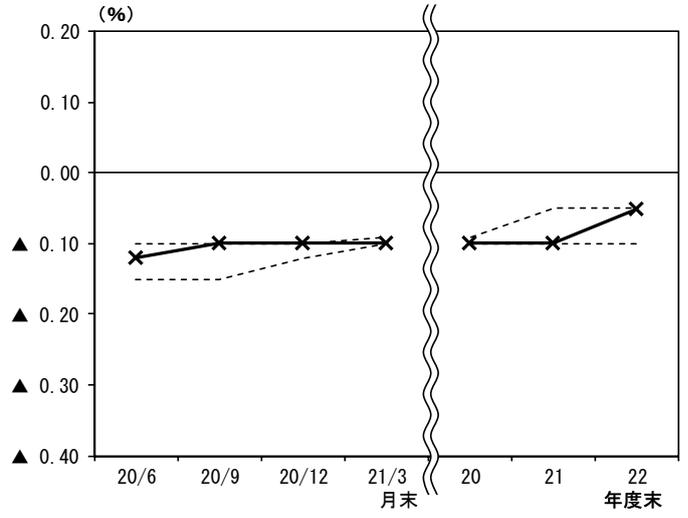
(注) 取引頻度、取引相手数、取引ロット：「増加した」—「減少した」

長期金利の先行き見通し (5月調査)

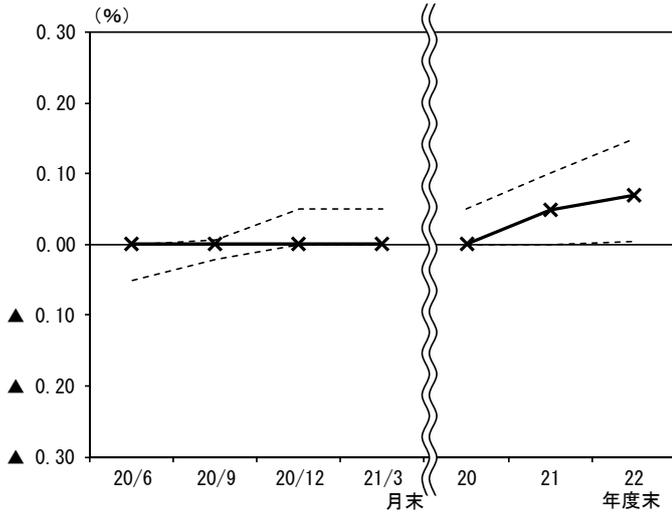
新発2年債



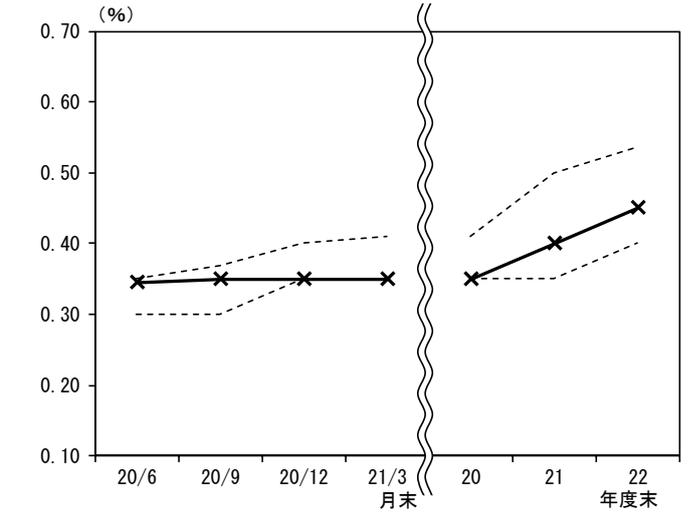
新発5年債



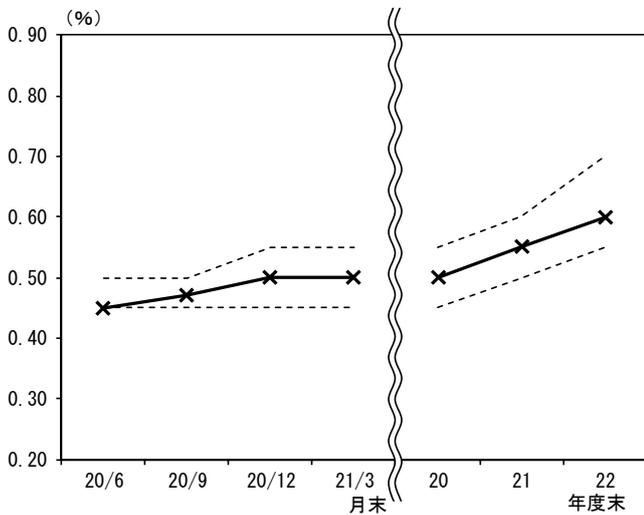
新発10年債



新発20年債

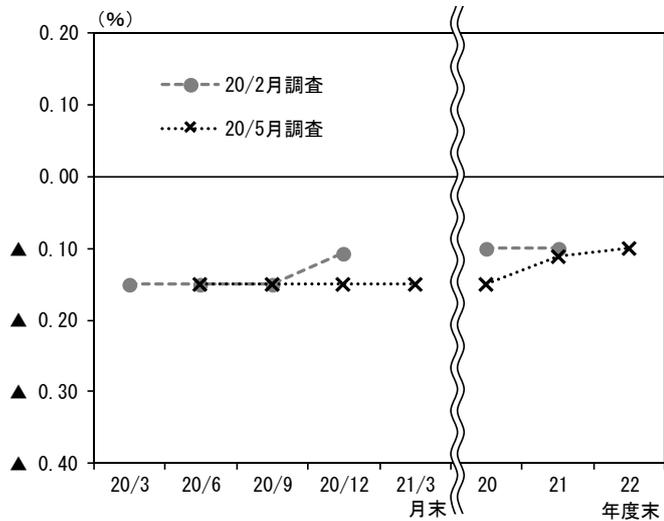


新発30年債

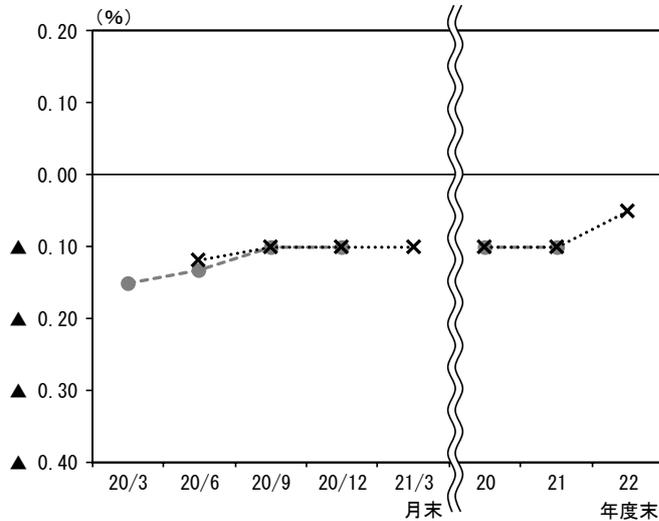


長期金利の先行き見通し（中央値）

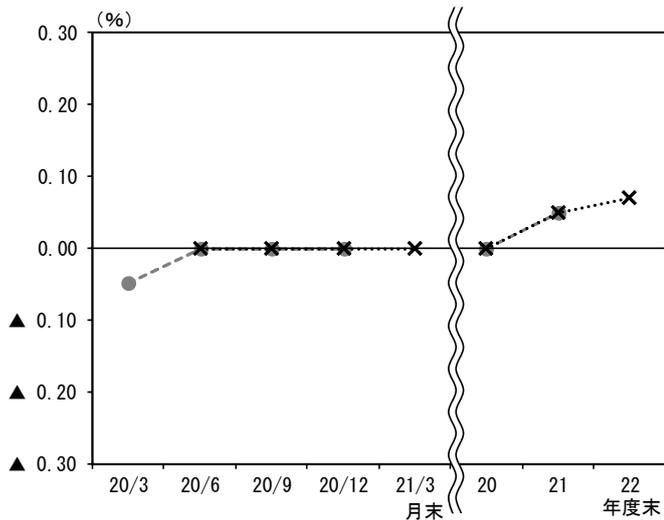
新発2年債



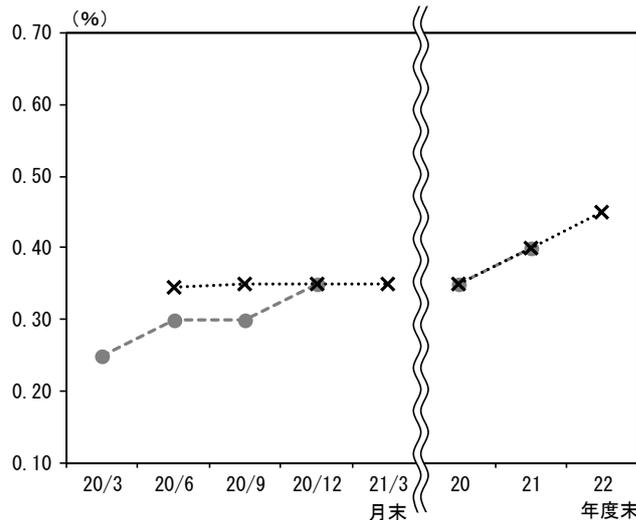
新発5年債



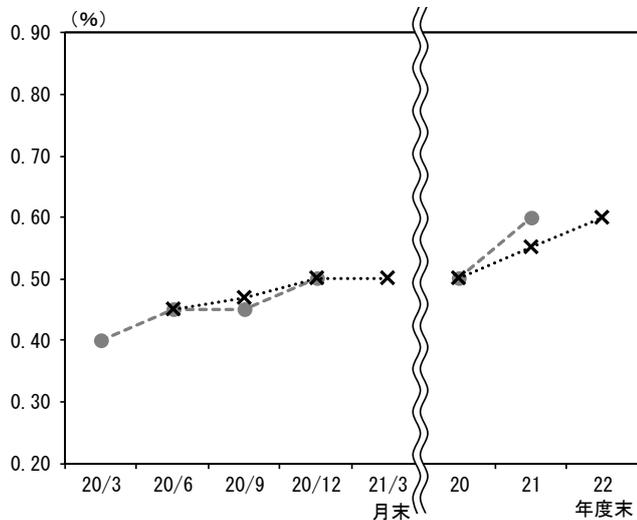
新発10年債



新発20年債

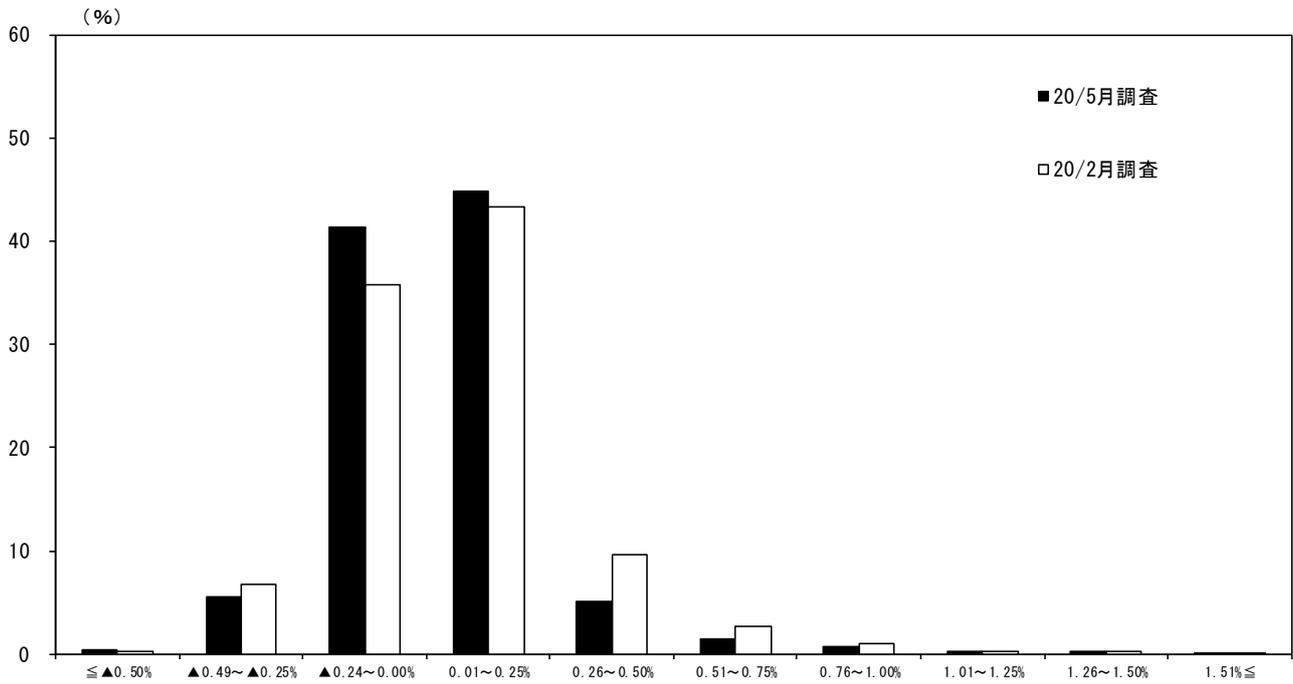


新発30年債

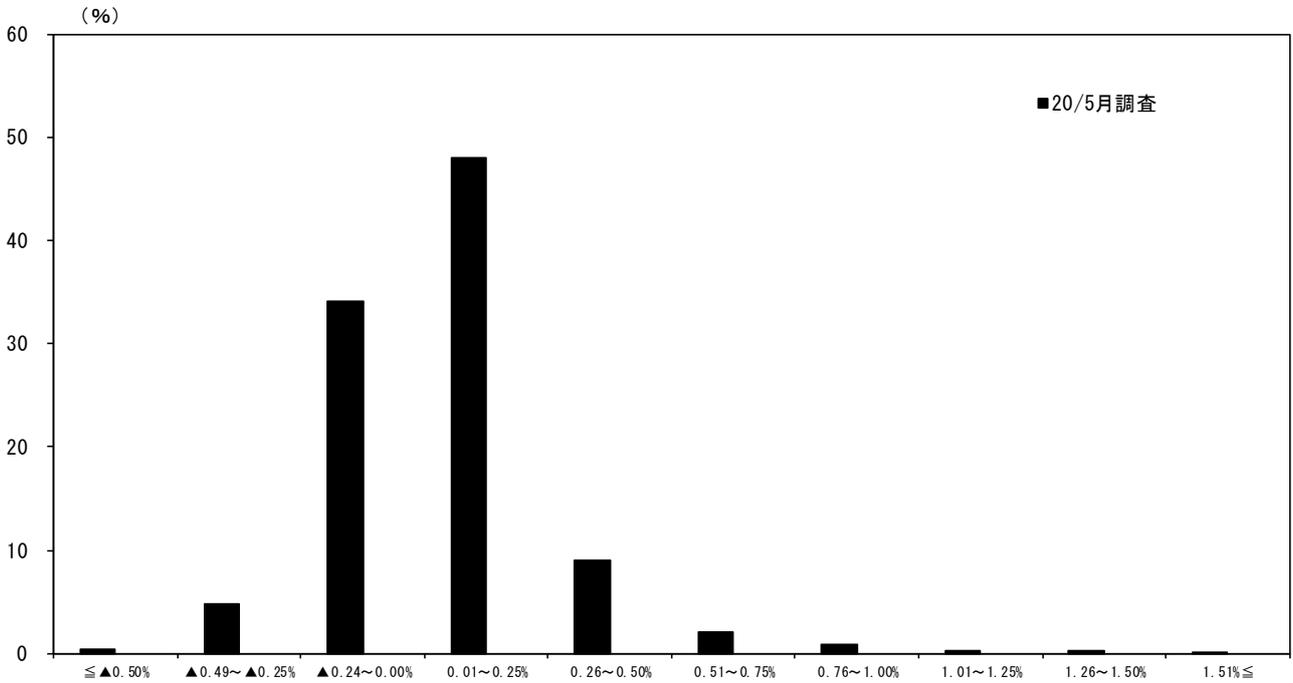


新発 10 年債利回りの確率分布

▽2021 年度末



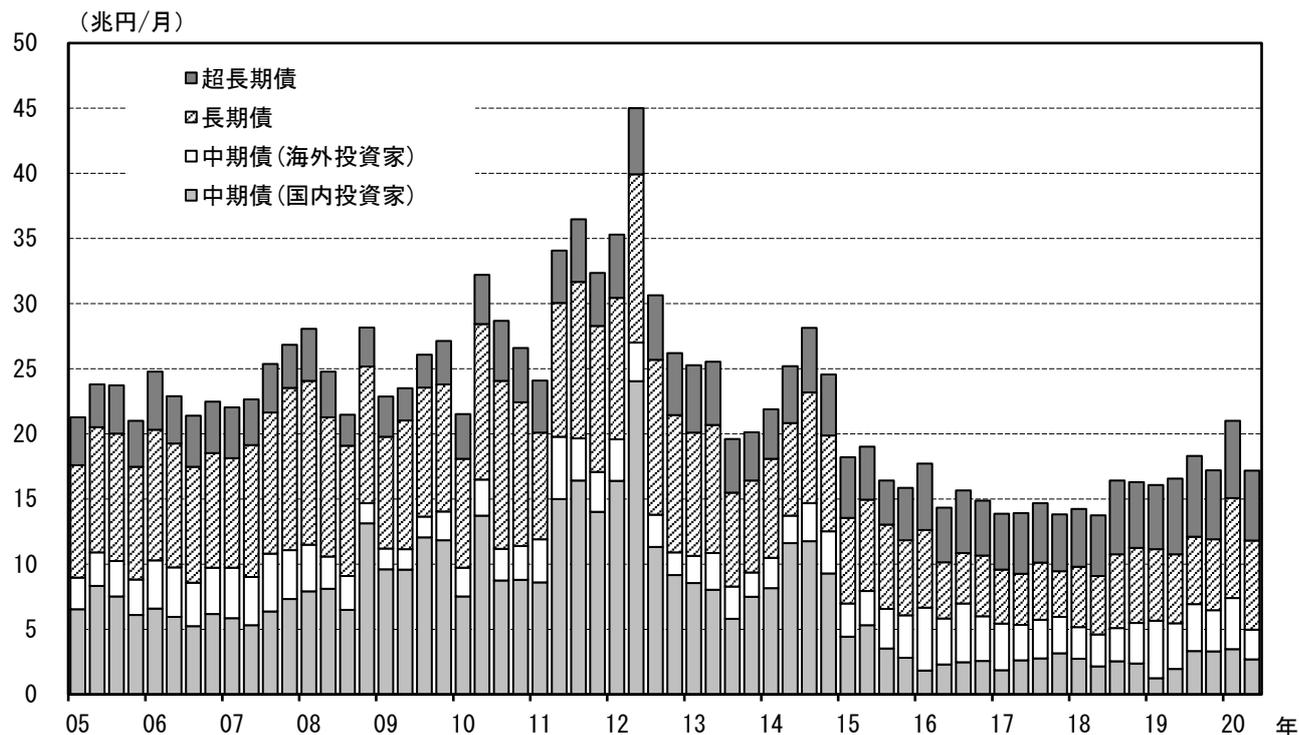
▽2022 年度末



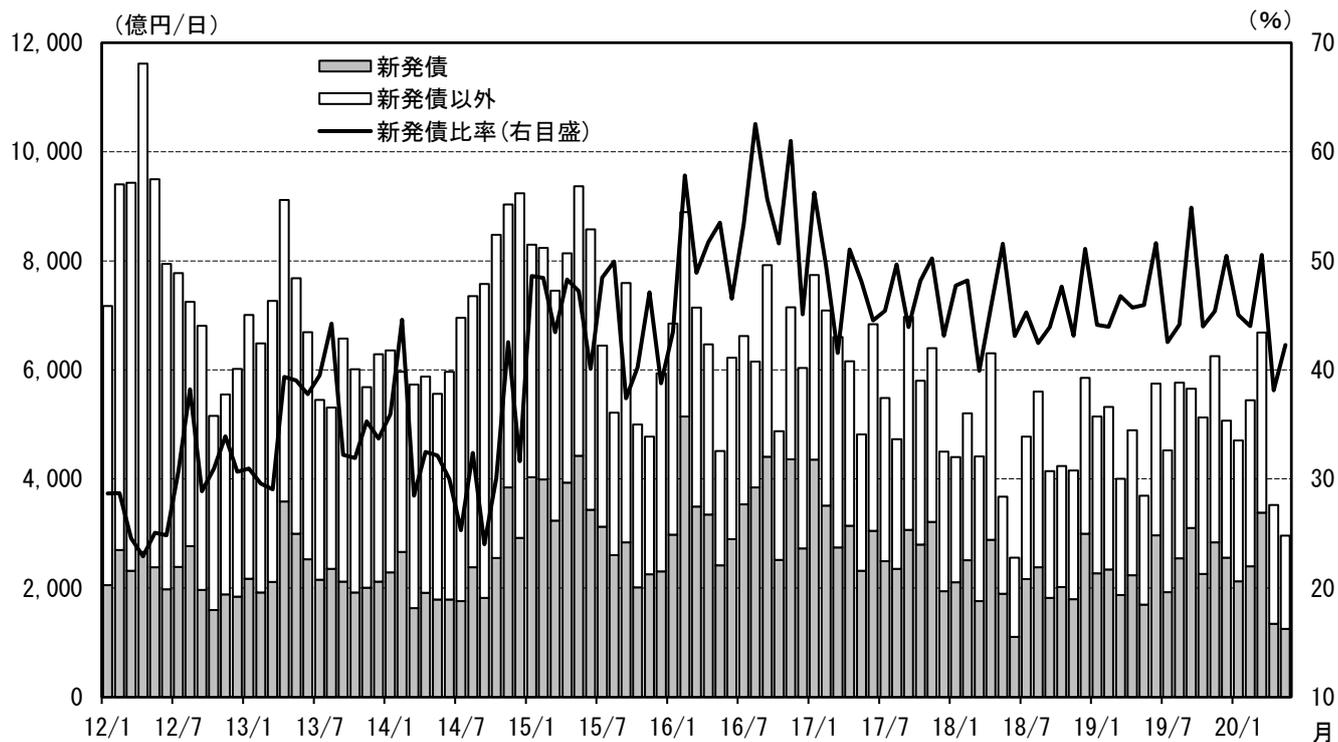
2. 国債市場の流動性

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4月。

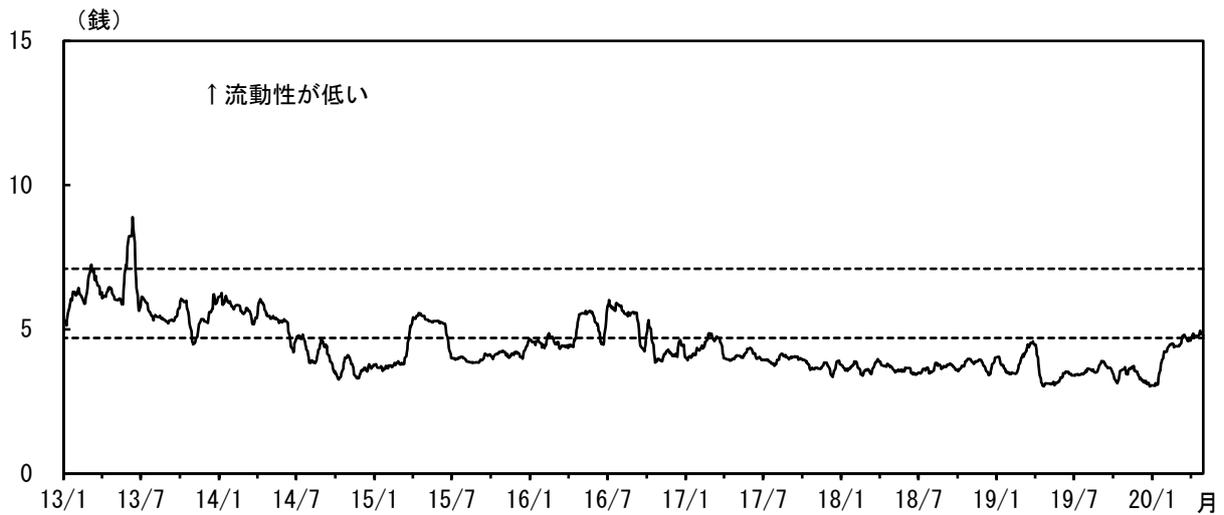
2. (2)は、2、5、10、20、30、40年債の1日あたり取引高の合計（日本相互証券）。直近は5月。

(出所) 日本証券業協会、QUICK、日本相互証券

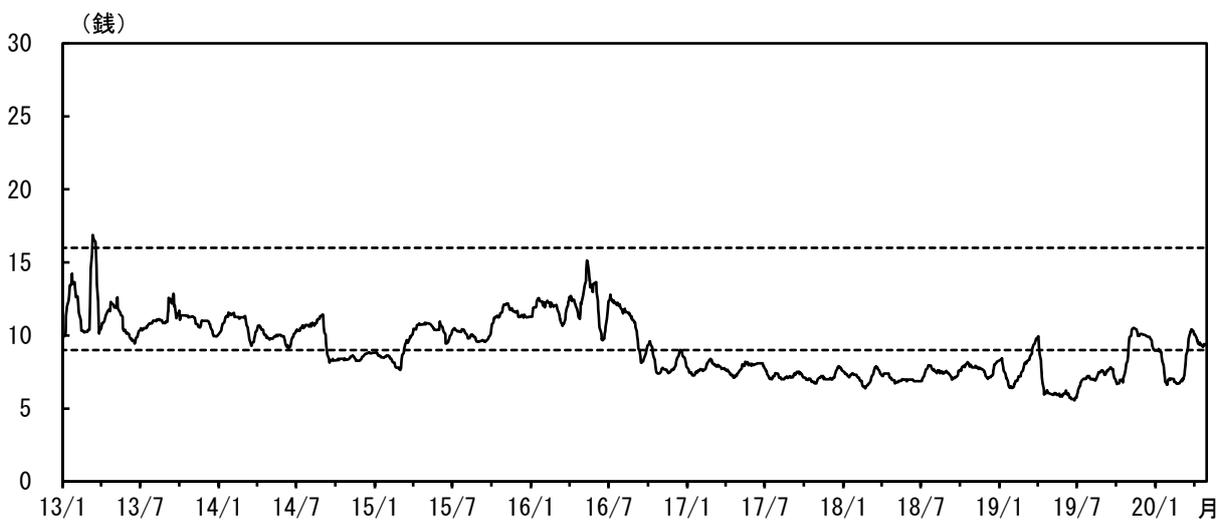
現物国債市場

ディーラー対顧客取引の値幅の狭さ (tightness)

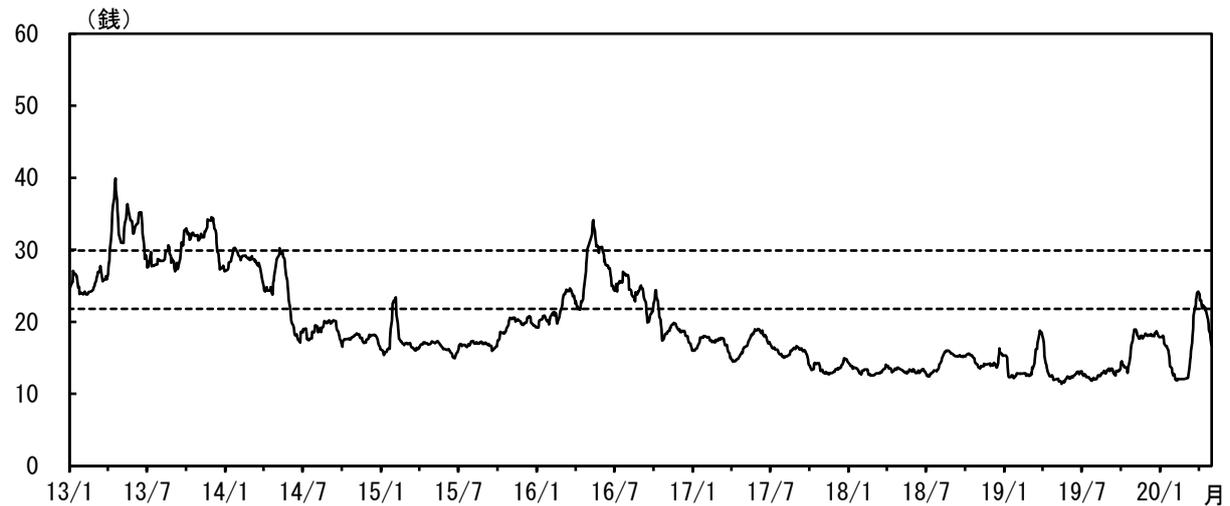
(1) ビッド・アスク・スプレッド (5年債)



(2) 同 (10年債)



(3) 同 (20年債)



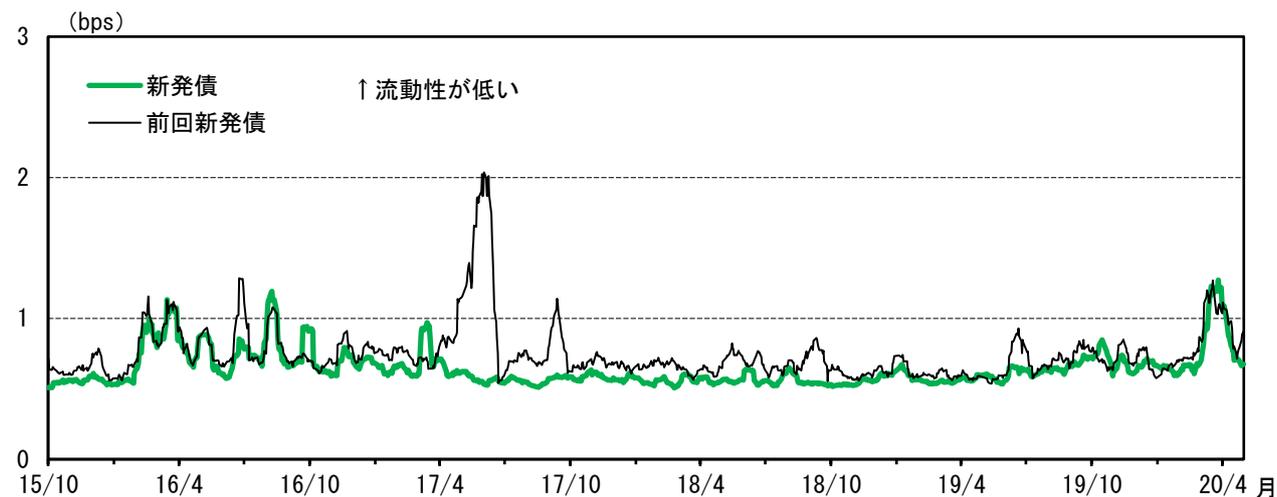
(注) 1. 15時時点のTrade web気配値。点線は、2010/1～2013/3月における第1四分位と第3四分位を示す。
2. 後方10日移動平均。直近は4月末。

(出所) Refinitiv社 Eikon

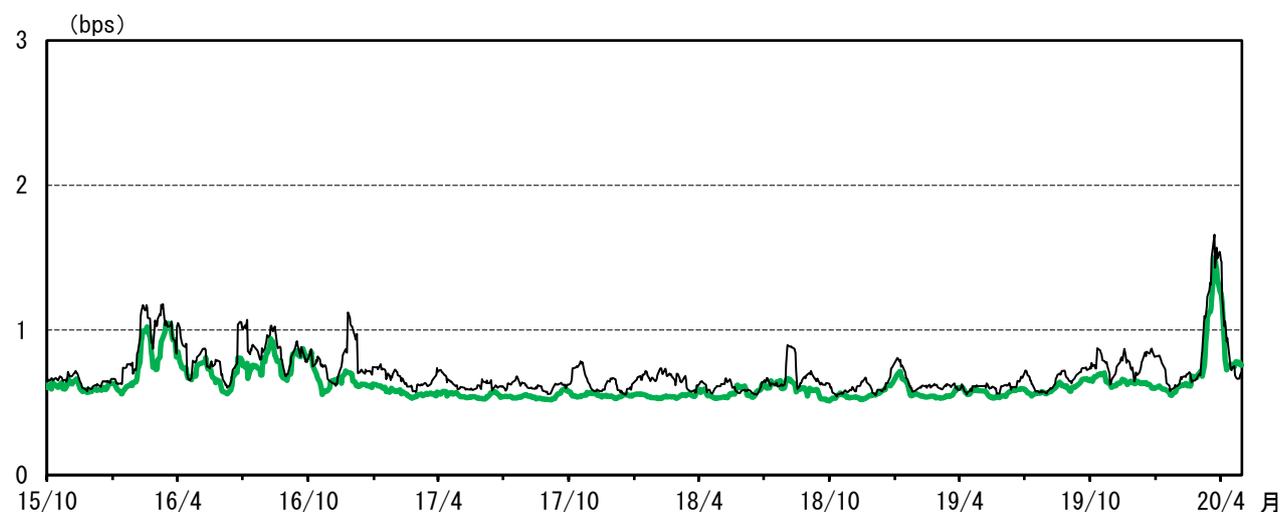
現物国債市場

ディーラー間取引の値幅の狭さ (tightness)

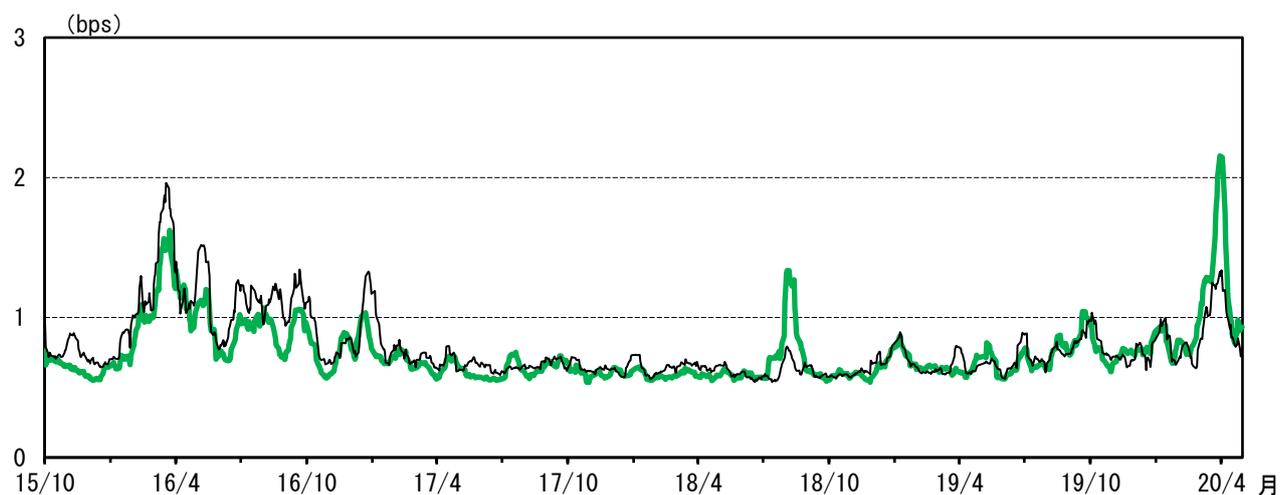
(1) ビッド・アスク・スプレッド (5年債)



(2) 同 (10年債)



(3) 同 (20年債)

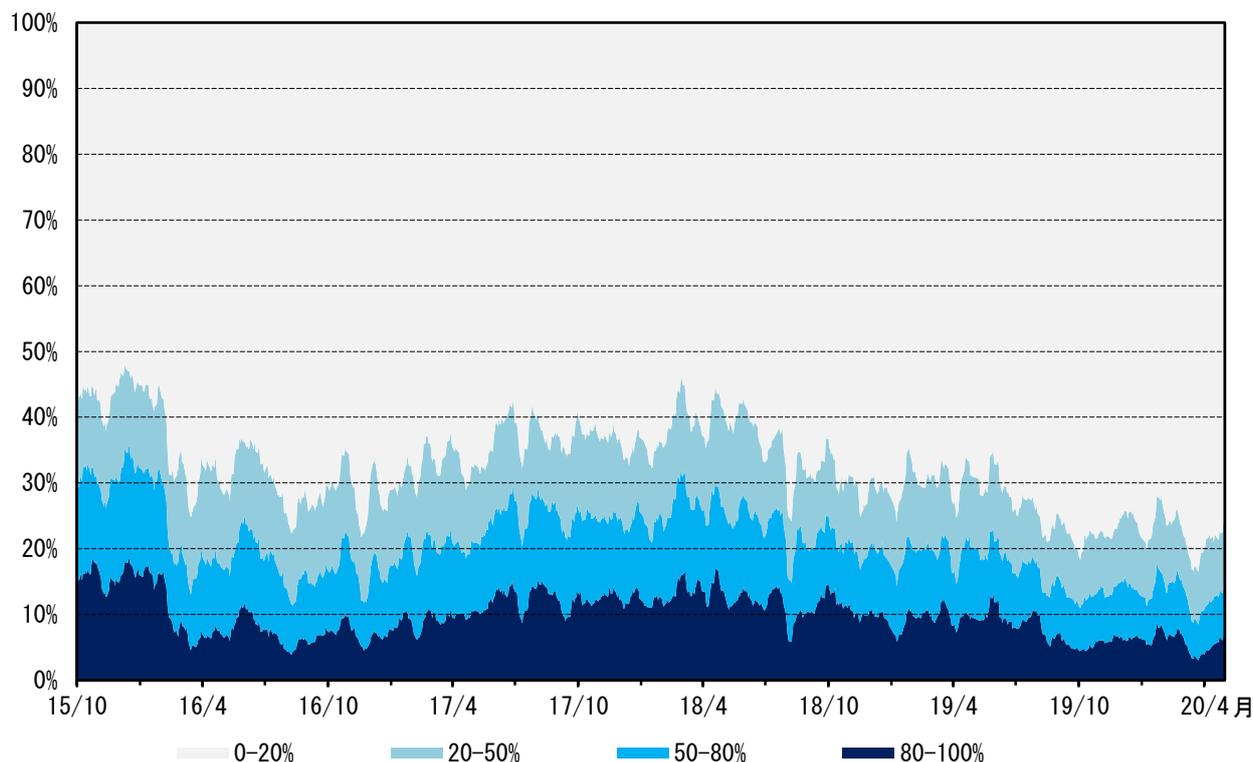


(注) 1. 当該銘柄について、1秒毎にビッド・アスク・スプレッドを求めて、平均したもの。スプレッドはビッドとアスクがともに提示されていた場合のみ算出。
2. 後方10日移動平均。直近は4月末。

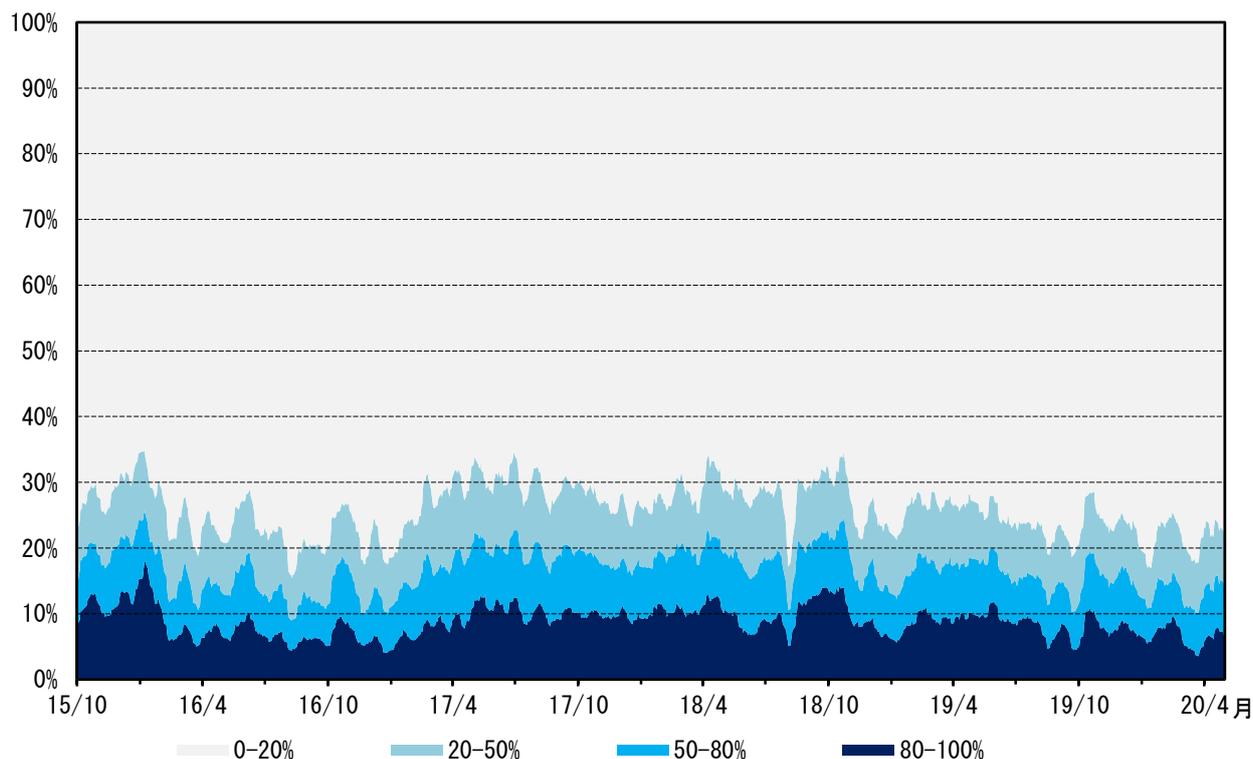
現物国債市場

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

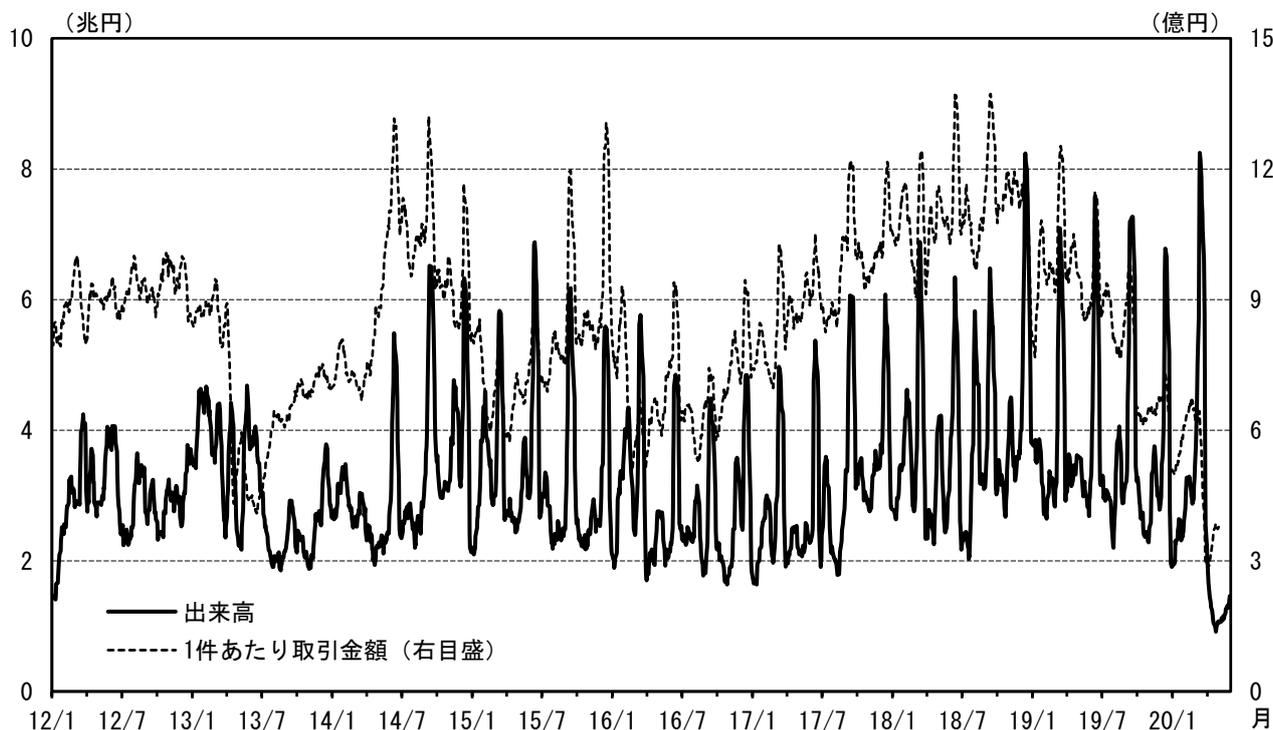


- (注) 1. ビッド（アスク）提示時間が、1日の取引時間に占める割合が、0～20%、20～50%、50～80%、80～100%である銘柄数の割合。
2. 後方10日移動平均。直近は4月末。
3. 1日の取引時間は、18/8/17日以前は7時間、18/8/20日以降は5時間20分に変更。18/8/20日から同30日までの移動平均値には、取引時間変更前後のデータが併存する点に留意を要する。

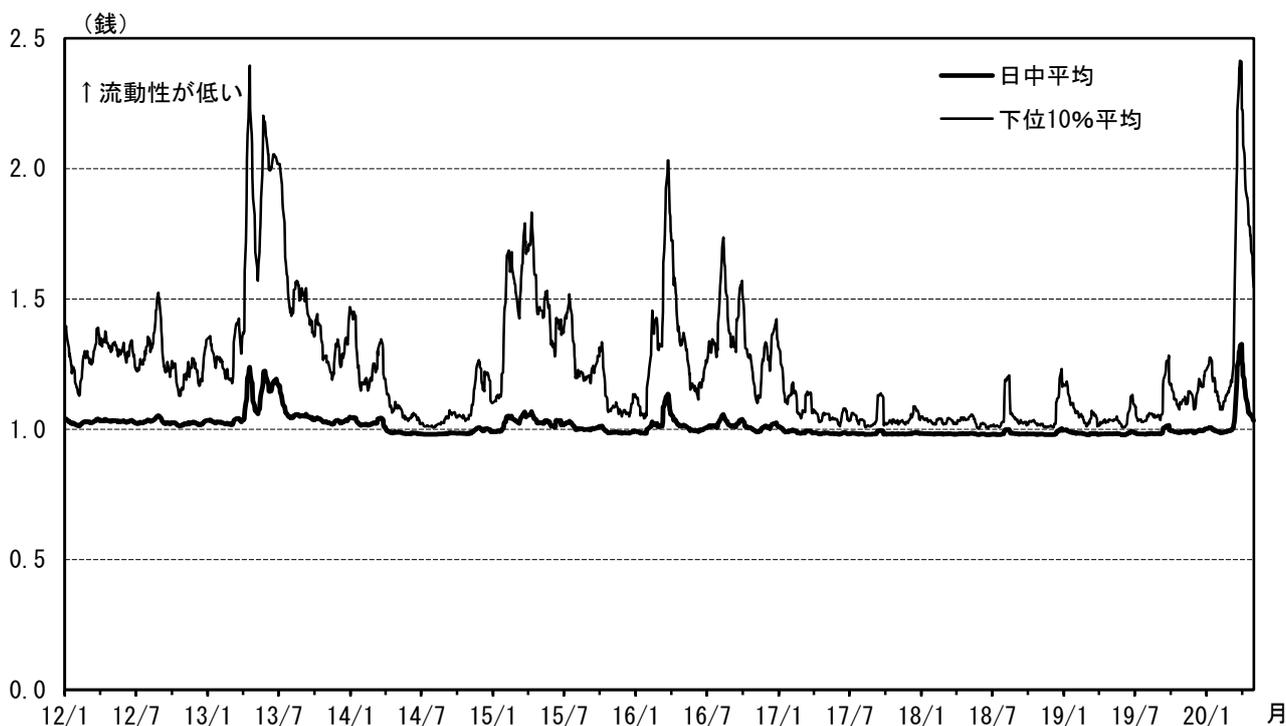
(出所) 日本相互証券

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



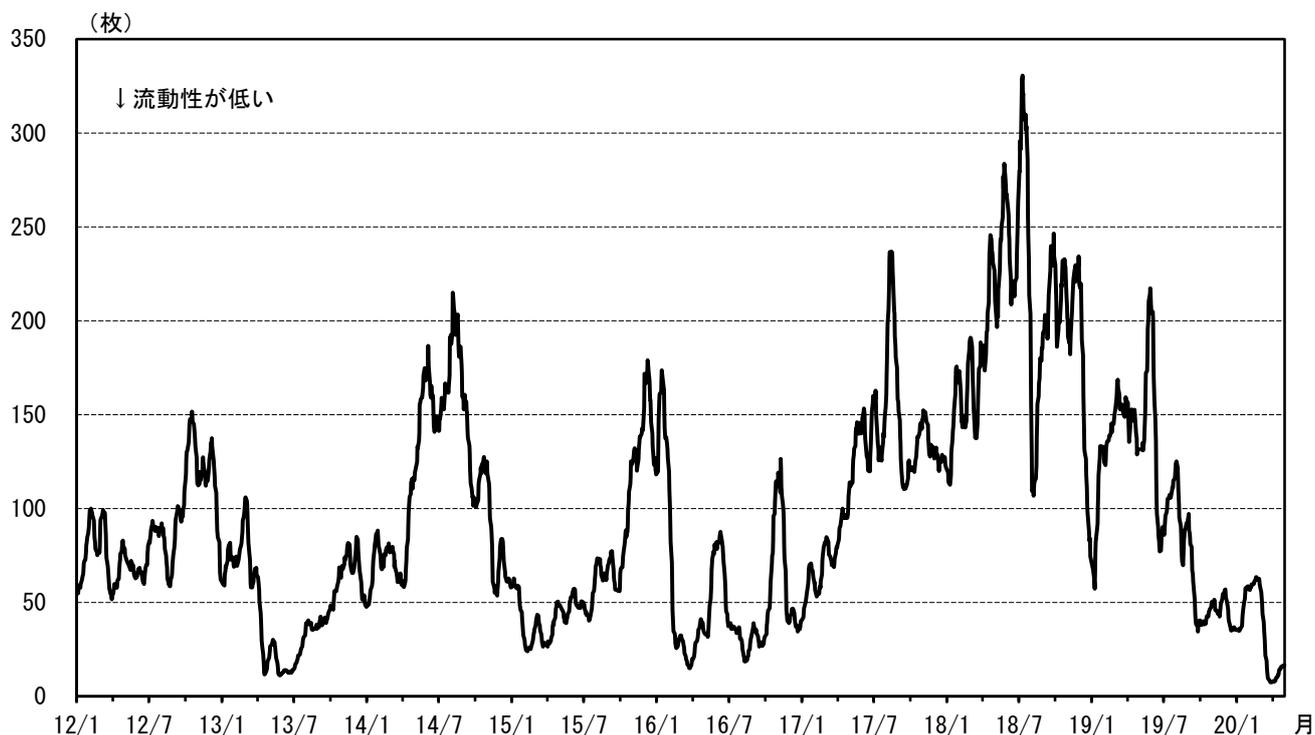
(注) 1. (2)の日中平均は、1分毎にビッド・アスク・スプレッドを求めて、平均したもの。下位10%平均は、1分毎のビッド・アスク・スプレッドのうち、スプレッドが大きい方から10%分を平均したもの。

2. (1)(2)ともに、後方10日移動平均。直近は、(1)の出来高は5月末、その他は4月末。

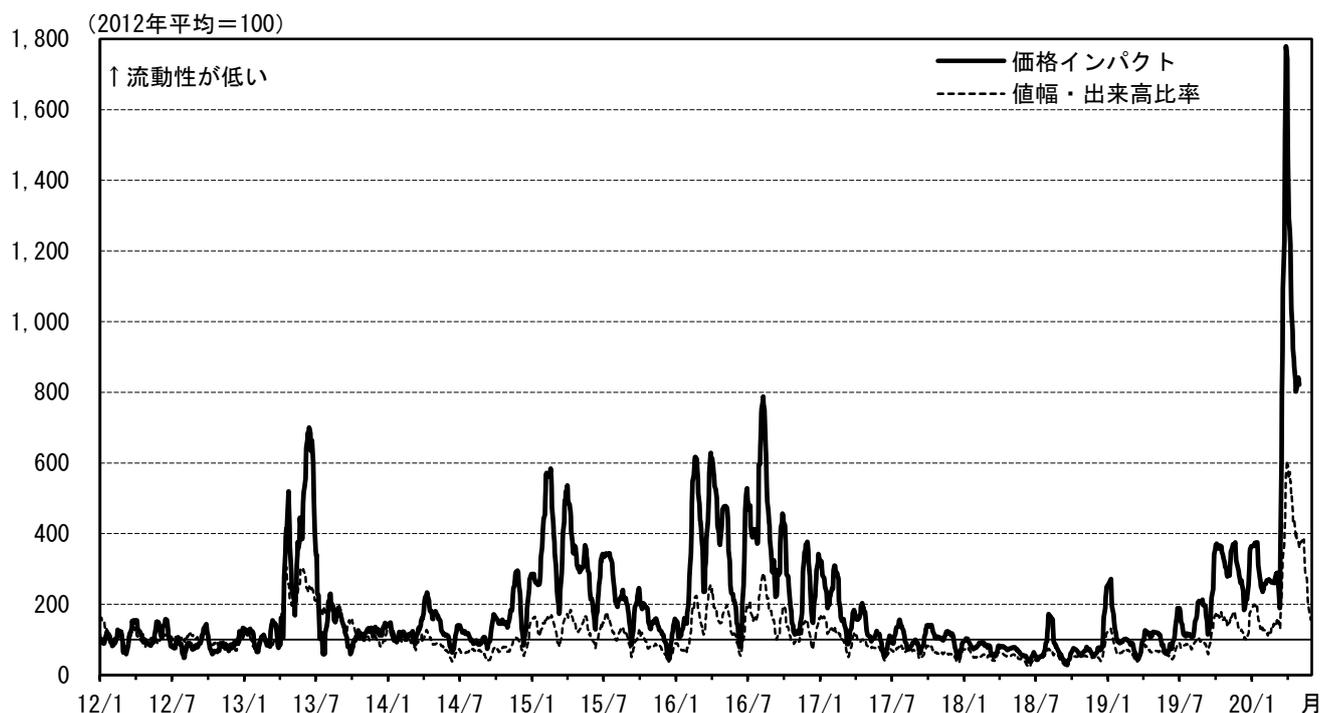
(出所) QUICK、大阪取引所、日本経済新聞社「NEEDS」

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

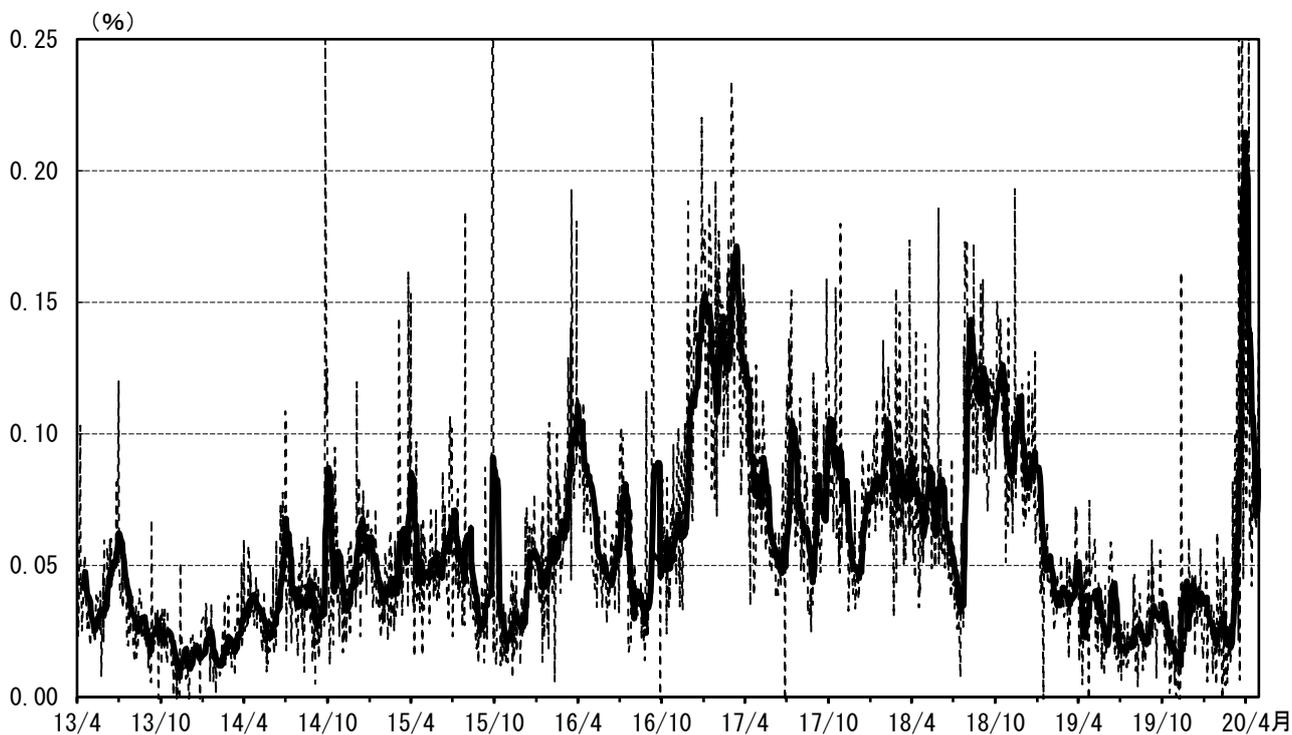


- (注) 1. (1)は、1分毎にベスト・アスク枚数を求めて、その中央値をプロットしたもの。
2. (2)の価格インパクトは、5分毎に価格インパクトを求めて、平均したもの。値幅・出来高比率は、日中の値幅（最高値と最安値の差）をその日の出来高で除したもの。
3. (1)(2)ともに、後方10日移動平均。直近は、(2)の値幅・出来高比率は5月末、その他は4月末。

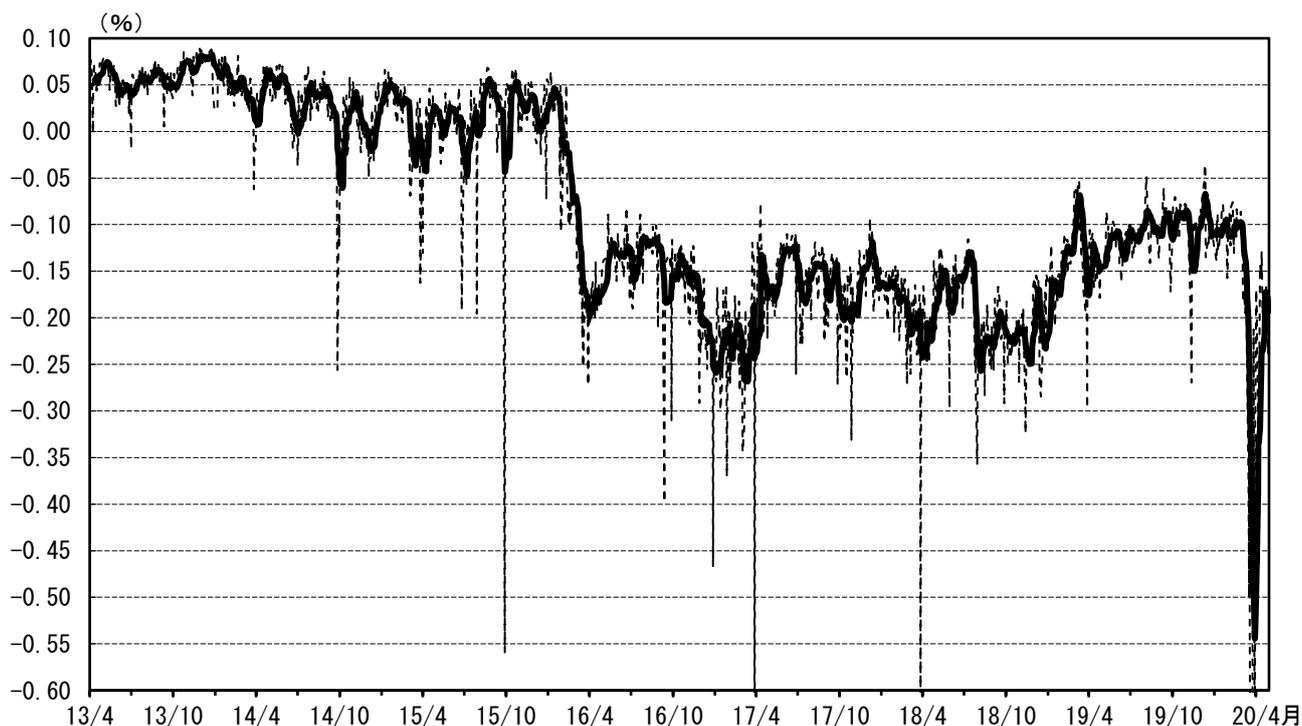
(出所) 日本経済新聞社「NEEDS」、QUICK、大阪取引所

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4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）

— 2020年5月22日 政策委員会・金融政策決定会合決定 —

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、金融市場調節方針および資産買入れ方針について、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、上限を設けず必要な金額の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、当面は、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、積極的な買入れを行う。
- ② CP等、社債等については、それぞれ約2兆円、約3兆円の残高を維持する。これに加え、2021年3月末までの間、それぞれ7.5兆円の残高を上限に、追加の買入れを行う。

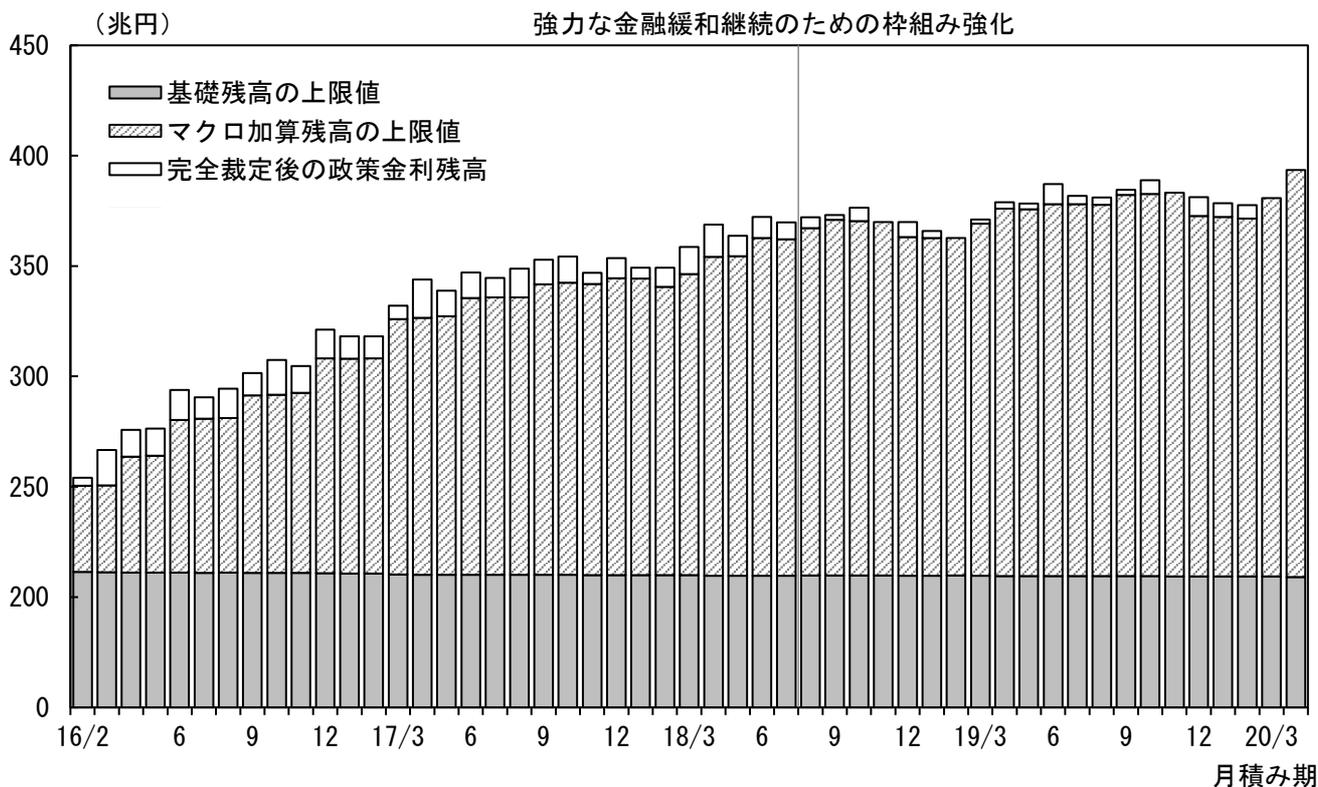
【参考】2020年4月27日 政策委員会・金融政策決定会合決定

3. (3) 国債のさらなる積極的な買入れ

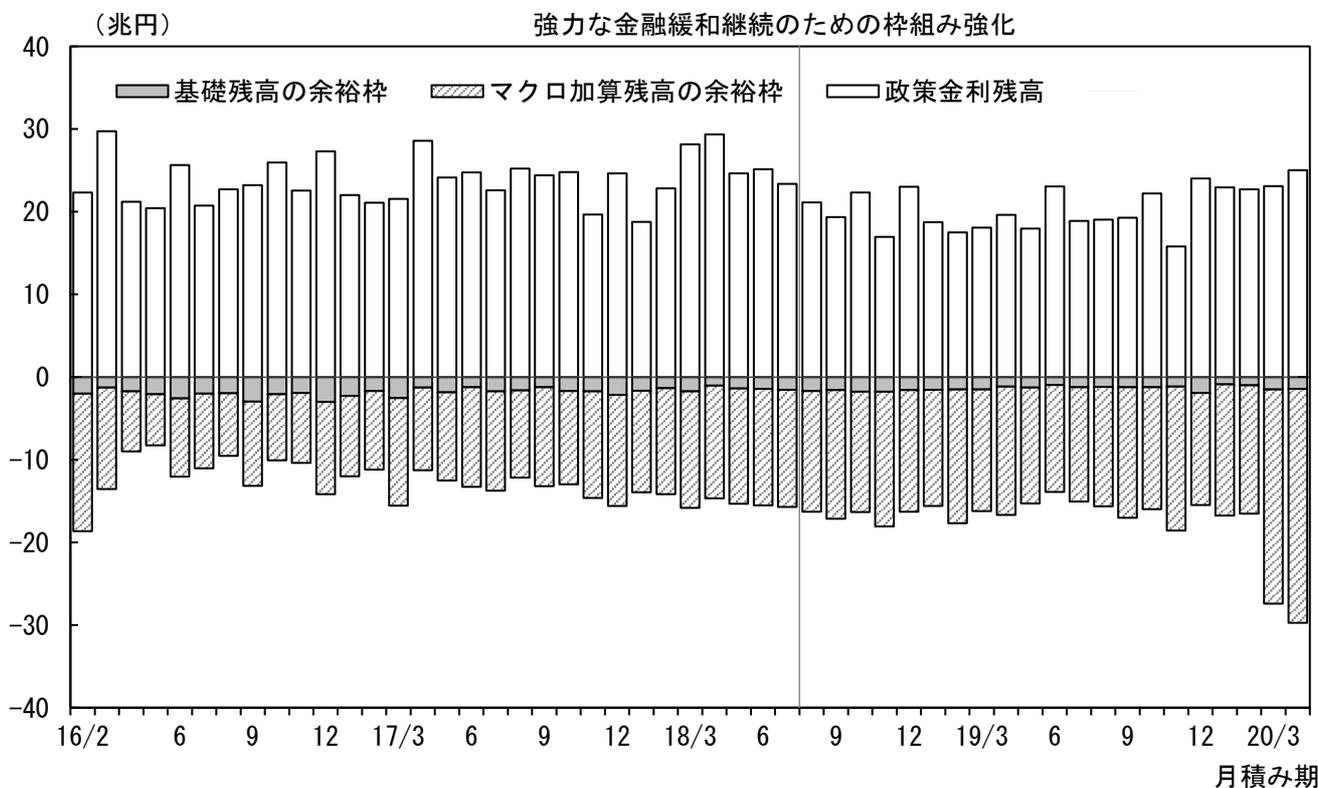
債券市場の流動性が低下しているもとで、政府の緊急経済対策により国債発行が増加することの影響も踏まえ、債券市場の安定を維持し、イールドカーブ全体を低位で安定させる観点から、当面、長期国債、短期国債ともに、さらに積極的な買入れを行う。

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



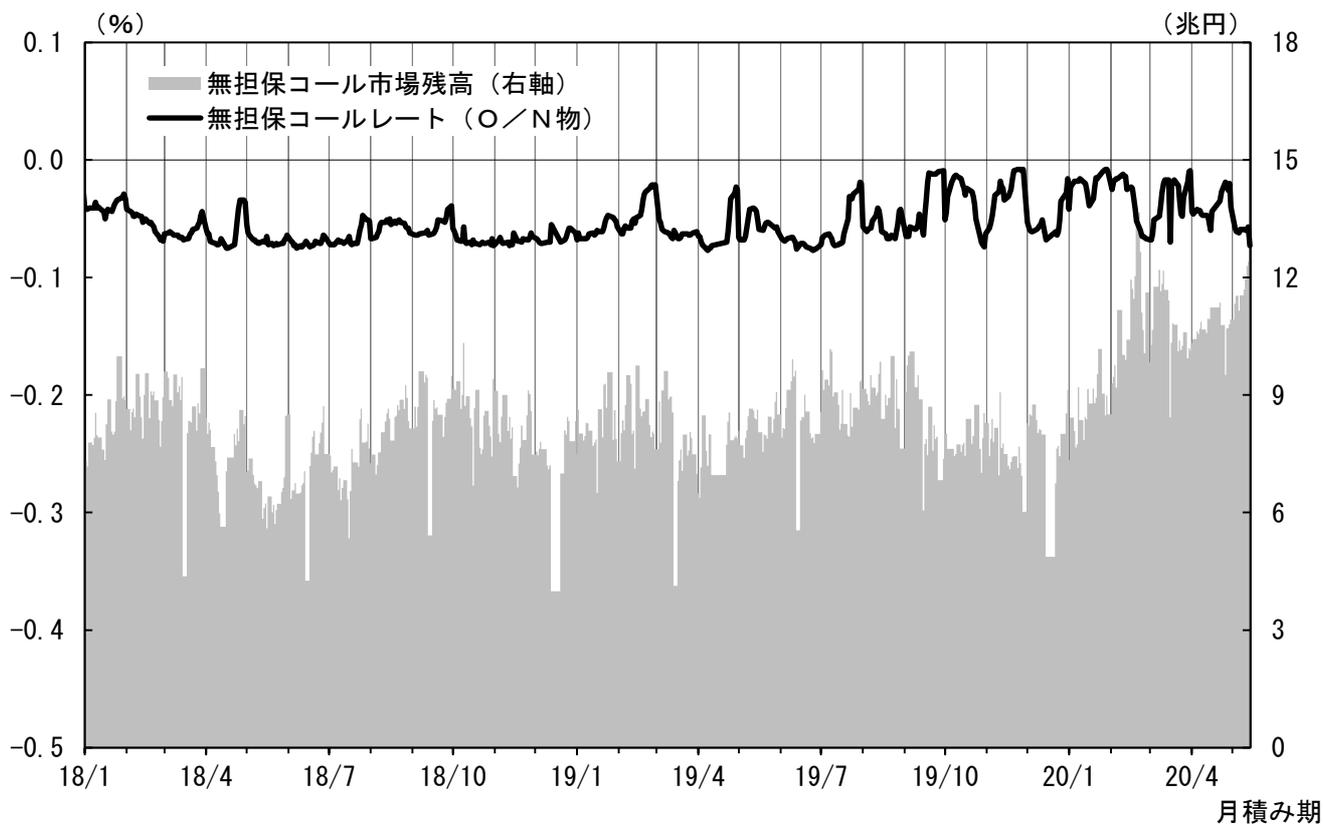
(注1) 「余裕枠」は、基礎残高やマクロ加算残高の上限値から実額を差し引いた金額。「完全裁定後の政策金利残高」は、「余裕枠」を有する金融機関が、その「余裕枠」をすべて利用して、政策金利残高を有する金融機関から資金調達を行った後に、なお残る政策金利残高を指す。

(注2) 2020年3月積み期および2020年4月積み期は速報値。

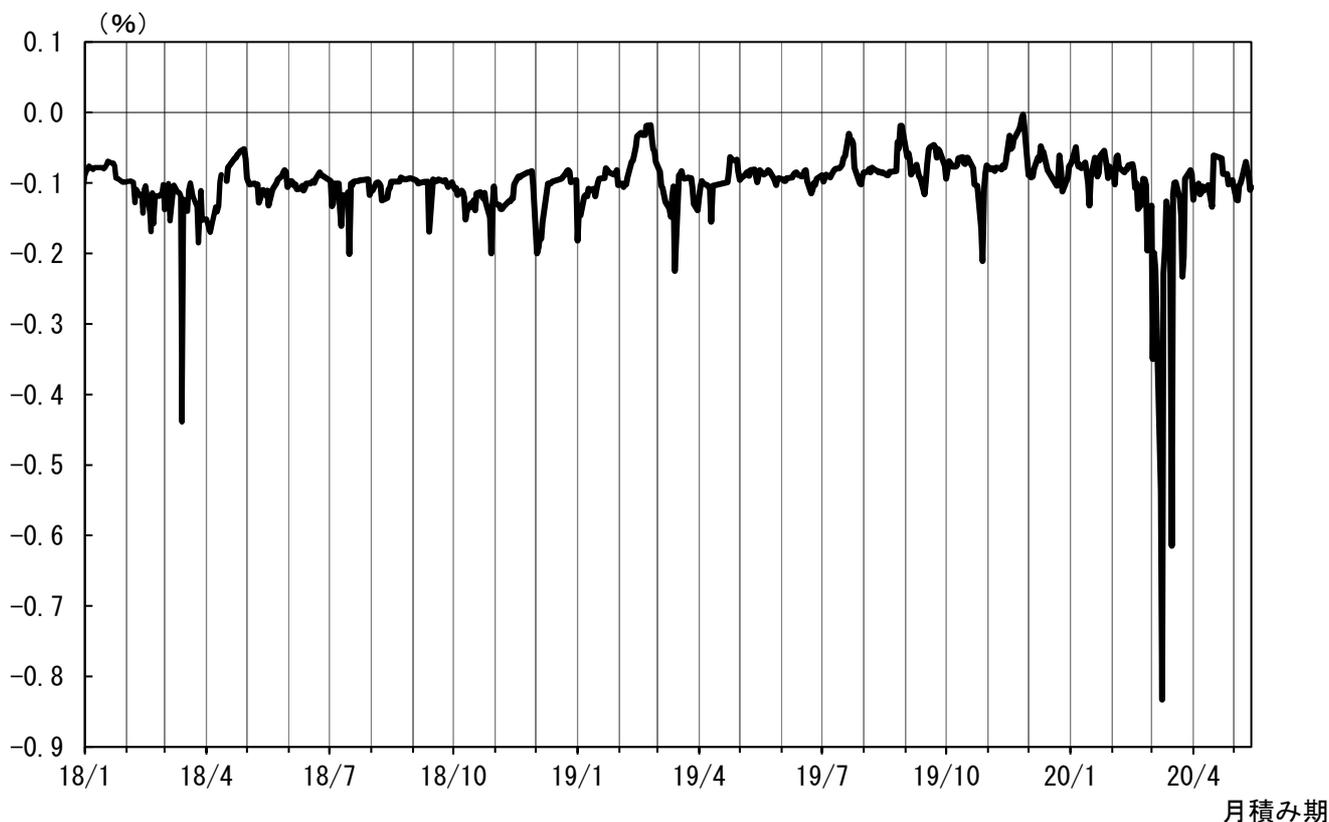
(出所) 日本銀行

無担保コール・G Cレポ

(1) 無担保コールレート



(2) G Cレポレート (O/N物)



(注1) 無担保コール市場残高は、ターム物を含む。

(注2) 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)。

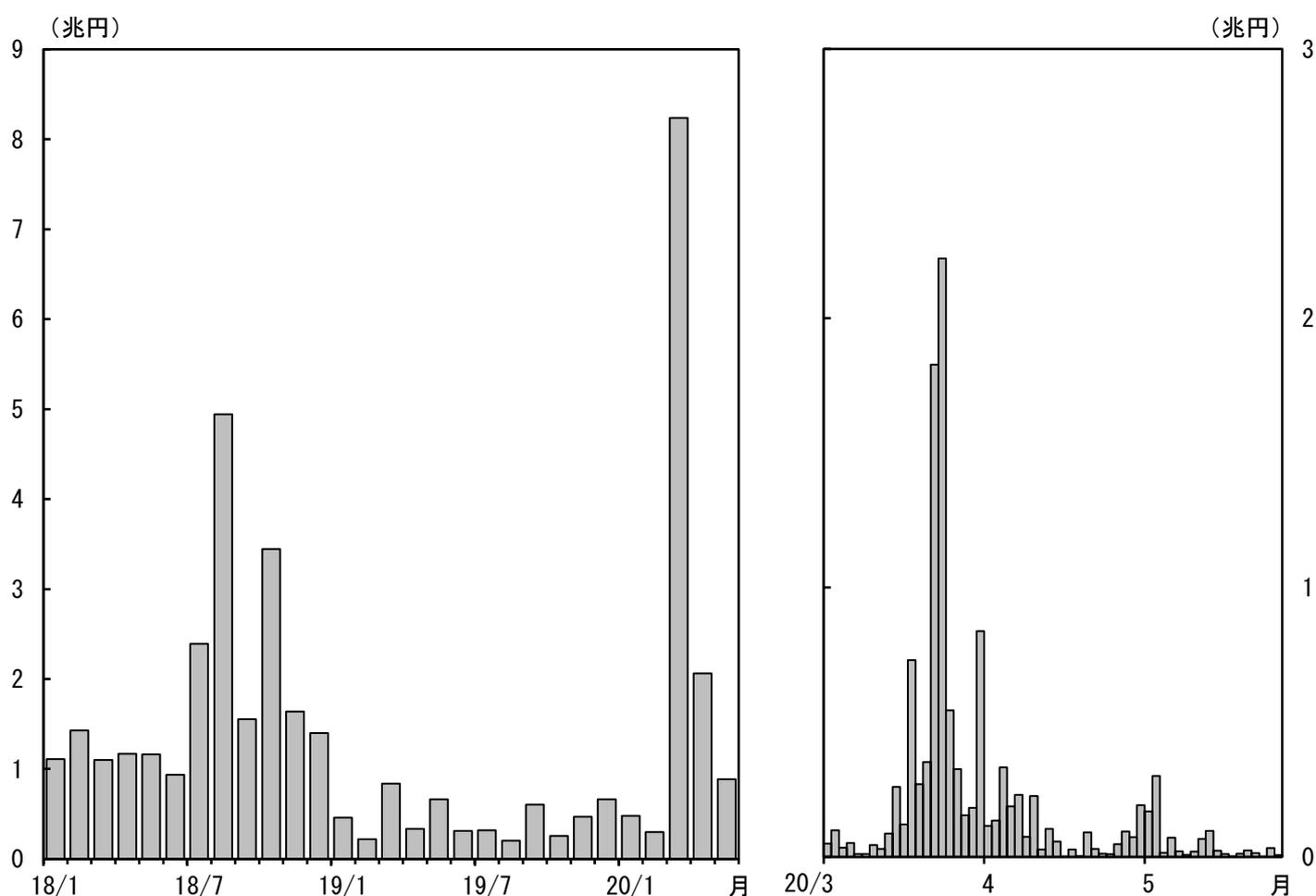
(出所) 日本証券業協会、日本銀行

国債補完供給

(1) 落札額

<月次>

<日次>



(2) レポ市場の安定を確保するための追加的な措置

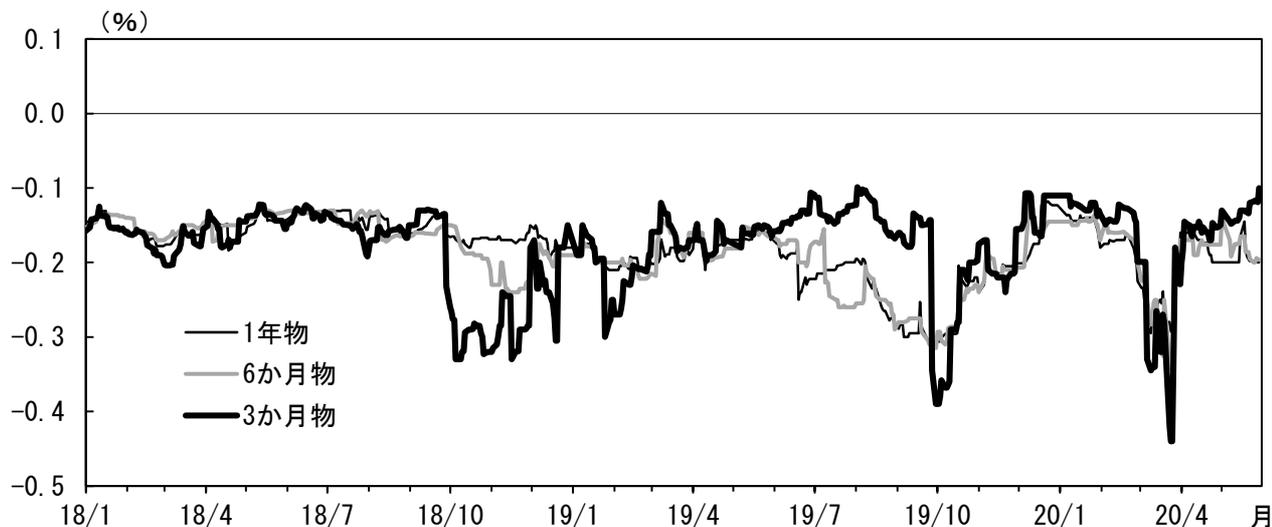
レポ市場の安定を確保するための追加的な措置の実施期間延長について（抜粋）

— 2020年4月27日公表 —

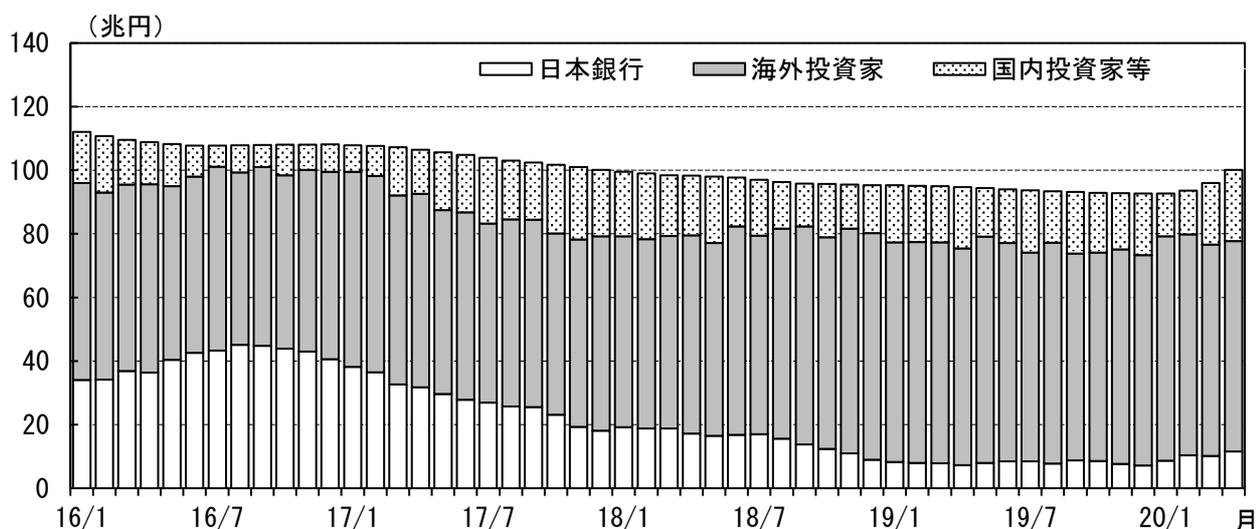
日本銀行では、3月24日（火）に公表した「レポ市場の安定を確保するための追加的な措置について」で示した国債補完供給にかかる2つの措置（オファー銘柄の拡大、応募銘柄数の上限引き上げ）について、4月30日（木）までとしていた実施期間を延長し、当面、これらの措置を継続することとしましたので、お知らせします。

国庫短期証券

(1) 国庫短期証券の利回り



(2) 主体別の国庫短期証券保有残高



(注) 海外投資家の保有残高は、財務省・日本銀行「対外債務」の四半期末残高をベースに、月次のネット買越し額を積み上げた試算値。国内投資家は、国庫短期証券の市中発行残高から日本銀行、海外投資家の保有残高を差し引いたもの。

(3) 国庫短期証券買入れの運営

当面の長期国債等の買入れの運営について（抜粋）

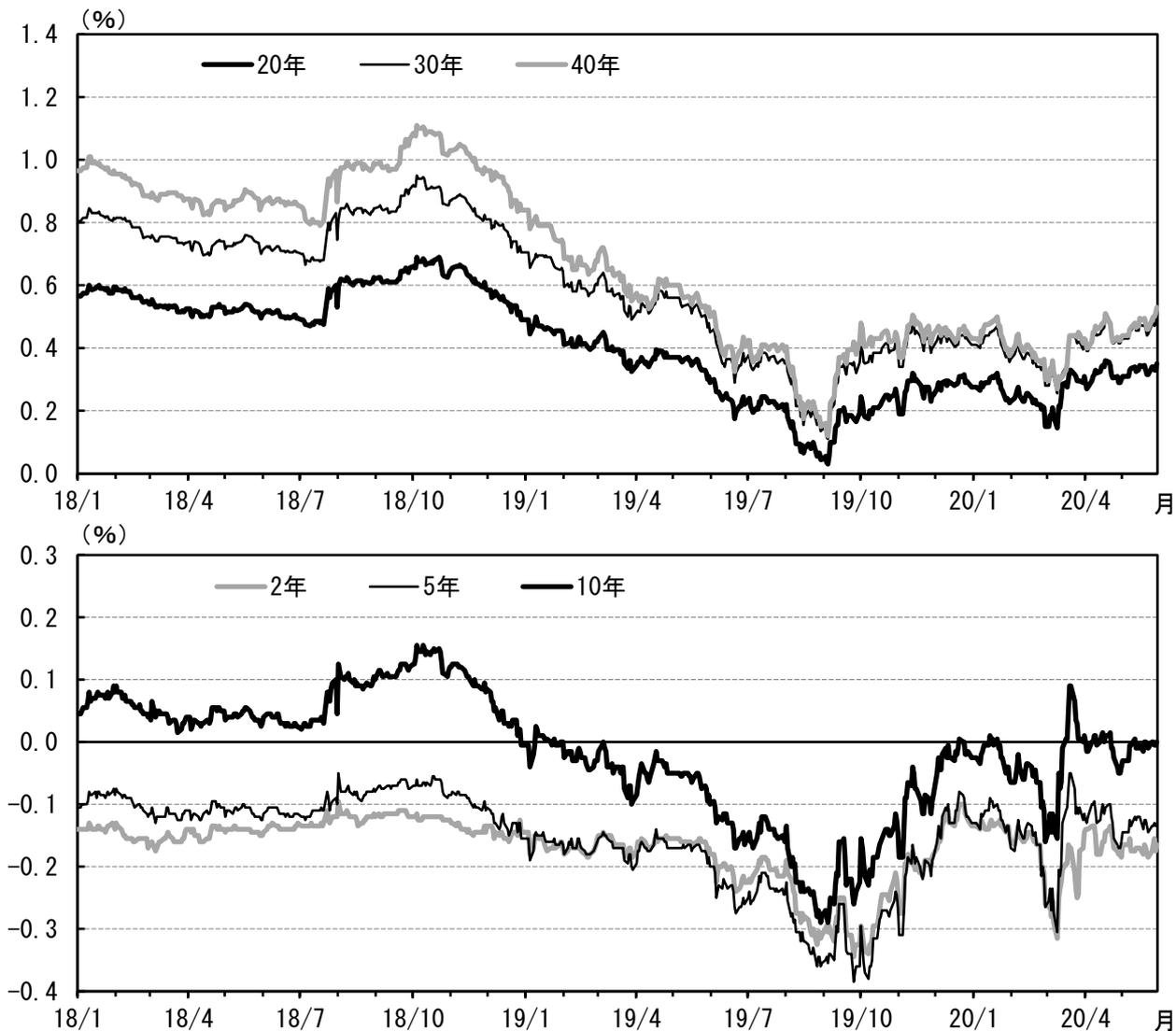
— 2020年4月27日公表 —

3. 国庫短期証券の買入れ

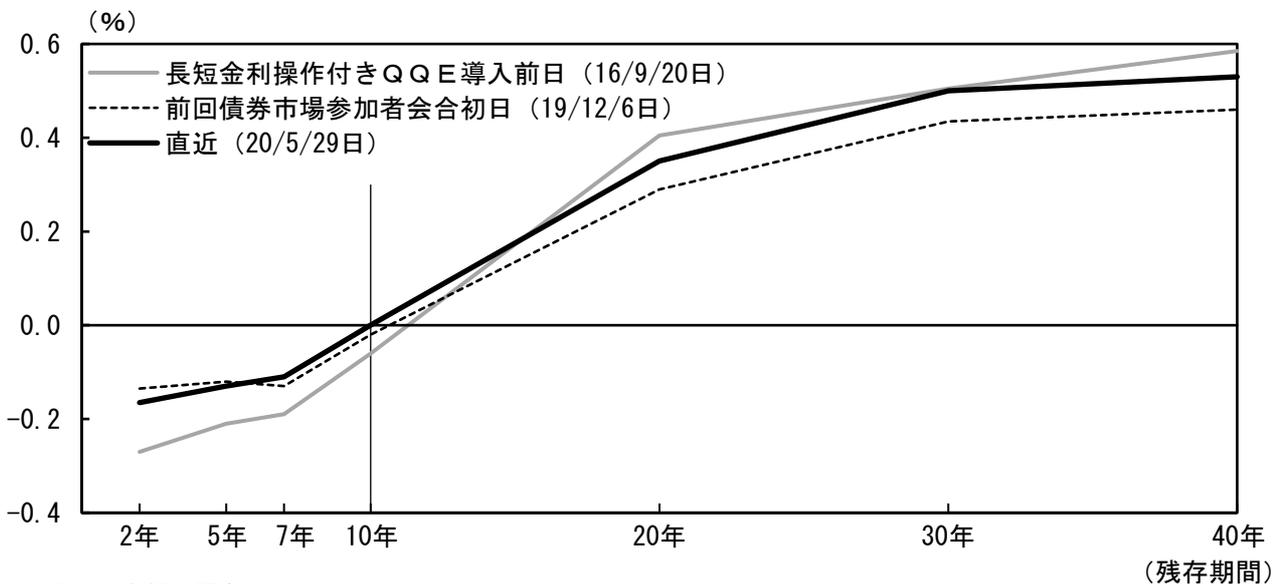
金融市場調節の一環として行う国庫短期証券の買入れについては、金融市場に対する影響を考慮しながら1回当たりのオファー金額を決定する。当面は、1回当たりのオファー金額を、5,000億円～3兆円程度をめどとして、買入れを実施する。

長期金利

(1) 長期金利の推移



(2) イールドカーブ



長期国債買入れ（利回り・価格入札方式）の月間予定（2020年6月）

	残存期間 Residual maturity	1回当たりオファー金額 ¹ Approximate purchase size per auction (単位：億円) (100 million yen)	当月中に現時点で 予定している日程 ² Scheduled dates
利付国債（物価連動債、 変動利付債を除く） JGBs with coupons (excluding inflation- indexed bonds and floating-rate bonds)	1年以下 Up to 1 year	500 - 1,000	月3回程度 About three times a month
	1年超3年以下 More than 1 year and up to 3 years	2,000 - 5,000	1、5、12、17、22、26
	3年超5年以下 More than 3 years and up to 5 years	2,000 - 4,500	3、5、10、12、22、26
	5年超10年以下 More than 5 years and up to 10 years	2,500 - 5,500	5、10、17、22、29
	10年超25年以下 More than 10 years and up to 25 years	500 - 2,000	3、29
	25年超 More than 25 years	0 - 500	1、17
物価連動債 Inflation-indexed bonds		300	月2回程度 About twice a month
変動利付債＜偶数月＞ Floating-rate bonds (in the even months)		1,000	隔月1回 Once every two months

—— 次回公表は2020年6月30日17時を予定。
The next announcement will be on June 30, 2020 at 5 p.m.

(注1) 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2) 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、原則オファーしません。

Notes: 1. Purchase sizes of these auctions listed above are approximate. The actual purchase size will be notified when conducting the corresponding outright purchase.

2. The Bank may change the frequency as needed, taking account of market conditions. In case that the Bank announces auctions in addition to the dates listed above, the purchase sizes of these auctions will not necessarily fall within those listed above. On the day of the JGBs auctions (including liquidity enhancement auctions) by the Ministry of Finance, the Bank will in principle refrain from announcing auctions for the corresponding maturity segments.

(図表8)

長期国債買入れの月間予定の変遷

	1年以下			1年超 3年以下			3年超 5年以下			5年超 10年以下			10年超 25年以下			25年超		
	100 ～ 1,000 程度	500	2	2,500 ～ 4,500 程度	3,500	4	3,000 ～ 5,500 程度	4,000	4	3,000 ～ 6,500 程度	4,800	4	1,500 ～ 2,500 程度	1,800	4	100 ～ 1,000 程度	500	4
19/4月	100 ～ 1,000 程度	500	2	2,500 ～ 4,500 程度	3,500	4	3,000 ～ 5,500 程度	4,000	4	3,000 ～ 6,500 程度	4,800	4	1,500 ～ 2,500 程度	1,800	4	100 ～ 1,000 程度	500	4
5月	100 ～ 1,000 程度	500	2	2,500 ～ 4,500 程度	3,500	4	3,000 ～ 5,500 程度	4,000	4	3,000 ～ 6,500 程度	4,800	4	1,000 ～ 2,500 程度	1,600	4	100 ～ 1,000 程度	400	4
6月	100 ～ 1,000 程度	500	2	2,500 ～ 4,500 程度	3,500	4	3,000 ～ 5,500 程度	4,000	4	3,000 ～ 6,500 程度	4,800	4	1,000 ～ 3,000 程度	2,000	3	100 ～ 1,000 程度	400	3
7-8月	100 ～ 1,000 程度	500	2	2,500 ～ 5,000 程度	3,800	4	2,500 ～ 5,000 程度	3,800	4	3,000 ～ 6,500 程度	4,800	4	1,000 ～ 2,500 程度	1,800	3	100 ～ 1,000 程度	400	3
9月	100 ～ 1,000 程度	500	2	2,500 ～ 5,000 程度	4,000	4	2,500 ～ 5,000 程度	3,600	4	2,500 ～ 5,500 程度	4,000	4	1,000 ～ 2,500 程度	1,400	3	100 ～ 1,000 程度	400	3
10月	100 ～ 1,000 程度	500	2	3,000 ～ 5,500 程度	4,200	4	2,000 ～ 4,500 程度	3,400	4	2,000 ～ 5,000 程度	3,500	4	500 ～ 2,000 程度	1,200	3	0 ～ 500 程度	300	3
11月	100 ～ 1,000 程度	500	2	3,000 ～ 5,500 程度	4,200	4	2,000 ～ 4,500 程度	3,400	4	2,000 ～ 5,000 程度	3,500	4	500 ～ 2,000 程度	1,000	3	0 ～ 500 程度	300	3
12- 20/1月	100 ～ 1,000 程度	500	2	3,000 ～ 5,500 程度	4,200	4	2,000 ～ 4,500 程度	3,400	4	2,000 ～ 5,000 程度	3,500	4	500 ～ 1,500 程度	1,000	3	0 ～ 500 程度	300	3
2-3月	100 ～ 1,000 程度	500	2	3,000 ～ 5,500 程度	4,200	4	2,000 ～ 4,500 程度	3,400	4	2,000 ～ 5,000 程度	3,500	4	500 ～ 2,000 程度	1,200	2	0 ～ 500 程度	300	2
4月	500 ～ 1,000 程度	800	3	2,000 ～ 4,500 程度	3,200	6	1,500 ～ 4,000 程度	2,800	6	2,000 ～ 5,000 程度	3,500	5	500 ～ 2,000 程度	1,200	2	0 ～ 500 程度	300	2
5月	500 ～ 1,000 程度	800	3	2,000 ～ 5,000 程度	3,400	6	2,000 ～ 5,000 程度	3,500	5	2,000 ～ 5,500 程度	3,700	5	500 ～ 2,000 程度	1,200	2	0 ～ 500 程度	300	2
6月	500 ～ 1,000 程度	800	3	2,000 ～ 5,000 程度	3,400	6	2,000 ～ 4,500 程度	3,200	6	2,500 ～ 5,500 程度	—	5	500 ～ 2,000 程度	1,200	2	0 ～ 500 程度	300	2

(注1) 左から1回当たりオファー金額のレンジ(億円)、初回オファー金額(億円)、回数(回)。

(注2) シャドー部は、前月までの買入予定から変更した箇所。

(図表 9)

日本銀行のバランスシート項目

(単位：兆円)

	12年度末	15年度末	16年度末	17年度末	18年度末	19年度末	20/5月末
長期国債	91.3	301.9	377.1	426.6	459.6	473.5	482.8
CP等	1.2	2.0	2.0	2.1	2.0	2.6	4.1
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.8
ETF	1.5	7.6	12.9	18.9	24.8	29.7	32.3
J-REIT	0.12	0.29	0.38	0.48	0.52	0.58	0.60
貸出支援基金	3.4	30.1	43.4	45.6	46.1	49.2	51.8
買入国庫短期証券	16.4	36.9	32.6	18.8	7.9	10.2	17.3
被災地金融機関支援等	0.4	0.3	0.5	0.5	0.7	0.5	
新型コロナ対応金融支援	—	—	—	—	—	3.4	15.3
共通担保資金供給	21.7	3.7	0.7	0.4	0.7	1.2	
その他とも 資産計	164.8	405.6	490.1	528.3	557.0	604.5	638.6
銀行券	83.4	95.6	99.8	104.0	107.6	109.6	111.4
当座預金	58.1	275.4	342.8	378.2	393.9	395.3	427.1
売現先勘定	14.5	0.2	3.4	0.3	0.2	24.1	18.5
その他とも 負債・純資産計	164.8	405.6	490.1	528.3	557.0	604.5	638.6
マネタリーベース	146.0	375.7	447.3	487.0	506.3	509.8	543.4

(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（20/5月末を除く）。

(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（20/5月末を除く）。

(注3) 被災地金融機関支援等は、被災地金融機関支援オペと熊本被災地金融機関支援オペの合計。

(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