

2022 年 7 月 12 日  
日本銀行金融市場局

## 「債券市場参加者会合」第 15 回議事要旨

### 1. 開催要領

(日時) 銀行・証券等グループ 6月7日(火)15時45分から  
バイサイドグループ 6月7日(火)17時30分から

(形式) 電話会議

(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最近の市場動向と市場調節、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。

#### 最近の債券市場等についての見方

- 国際金融市場は、本年1月以降、米欧の金融政策スタンスの修正や、ウクライナ情勢の混迷、原油高・資源高によるインフレ圧力の高まり、市場参加者のリスク許容度の低下等を背景に、不安定な相場となった。
- 長期金利は、海外金利の上昇や、海外勢を中心とする本邦金融政策スタンスの変更への思惑等から、イールドカーブ・コントロールのもとでの変動幅の上限である0.25%まで上昇。臨時の国債買入れや連続指値オペもあり、長期金利は0.25%付近の狭いレンジで推移しており、一旦、落ち着いた状態となっている。
- 日本銀行の指値オペ等の国債買入れによって、長期金利はタイトなレンジでの推移が継続する一方、超長期ゾーンは、グローバルな金利先高観を背景に、金利が大きく上昇し、イールドカーブはスティープ化した。

## 債券市場の機能度・流動性についての見方

- 長期金利がイールドカーブ・コントロールの上限付近で推移する中、10年ゾーン近辺の市場機能度は低下しているが、金利をレンジ内でコントロールする政策であるため、ある程度やむを得ない。
- 本年3月下旬には、投資家のリスク許容度が低下し、投資が手控えられたこと等から流動性が低下した。これにより、金利が上昇し値幅も増幅しやすくなるという悪循環に陥った。もっとも、足もとの流動性は、概ねそれ以前の水準まで回復している。
- 債券市場の機能度は前回会合時の昨年12月から大きく変化しておらず、流動性は概ね新型コロナウイルス感染症拡大前の水準を維持している。
- 海外市場の動きに連動して金利が上昇したことは、一定程度の市場機能度を示している。但し、イールドカーブの歪みや一部銘柄の極端な需給の逼迫といった事態が時折みられている点には、留意が必要。
- 市場機能度・流動性の低下を感じている。ポートフォリオにおける銘柄入れ替えを相応の規模で行う際等には、市場の厚みを考慮して取引を行っている。
- やや長い目でみると、債券相場の変動幅が抑えられており、超長期ゾーンの投資家層は多様に乏しく厚みが減ってきている。

## 市場調節運営等

- 日本銀行による一連のオペレーションが機動的に行われた結果、本年4月以降、米欧市場と比べて本邦の債券市場ではボラティリティが抑制され、安定した投資環境が実現した。引き続き、柔軟かつ機動的なオペ運営を期待する。
- 今後、債券市場に大きなストレスがかかった場合であっても、流動性が維持され、市場機能が最大限発揮されるように配慮して頂きたい。
- 本年3月末の相場急変時のように、レポ市場の需給が逼迫しているタイミングでは、国債補完供給のより柔軟な運用をお願いしたい。
- 債券市場において値動きが小さい状態が続き収益機会が減った結果、投資家の厚みが減っている。これまでもお願いしているように、流動性向上に向けて、超長期ゾーンの買入金額の減額など、市場の状況に応じた対応をお願いしたい。

### 今後の債券市場の見方・リスク

- 長期金利は、引き続き海外金利の影響を受けながら、当面はイールドカーブ・コントロールのもとでの変動幅の上限である 0.25%付近でもみ合う展開を想定している。
- 先行きのリスクとしては、新型コロナウイルス感染症の影響やウクライナ情勢、為替動向、それらの国内外の景気・物価への影響や金融政策の動向に注目している。
- 今後、国債の銘柄間の需給格差が拡大したり、極端な場合、買入対象銘柄の市中残高が枯渇したりする可能性が懸念される。

以 上

# 資 料

2022 年 6 月  
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】 69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（※）

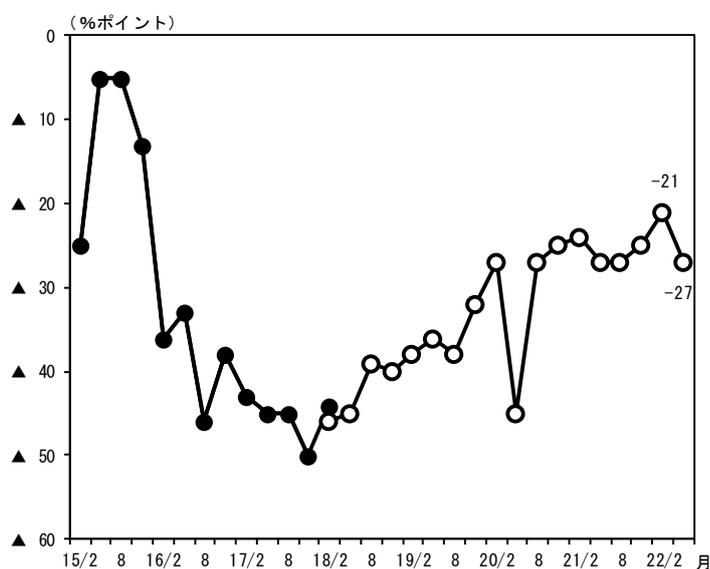
【公表方法】 本行ホームページに掲載

※ 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。

(図表 1)

### 債券市場の機能度判断 DI

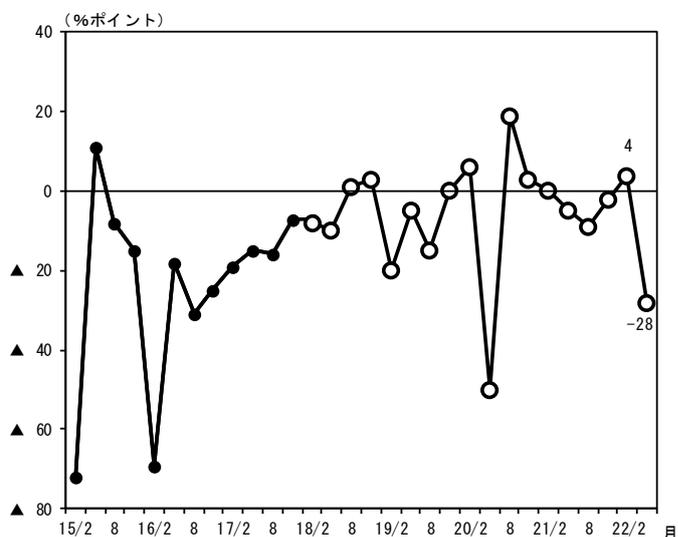
#### ▽機能度判断 DI (現状)



(%, %ポイント)

「現 状」			
機能度判断		22/2 月	5 月
「高い」 - 「低い」		▲21	▲27
構 成 比	高い	4	3
	さほど 高くない	71	67
	低い	25	30

#### ▽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		22/2 月	5 月
「改善した」 - 「低下した」		+4	▲28
構 成 比	改善した	10	0
	さほど 改善して いない	84	72
	低下した	6	28

(注 1) 直近 2 回の回答期間は以下のとおり。

22/ 2 月 : 2 月 1 日~7 日

5 月 : 5 月 2 日~11 日

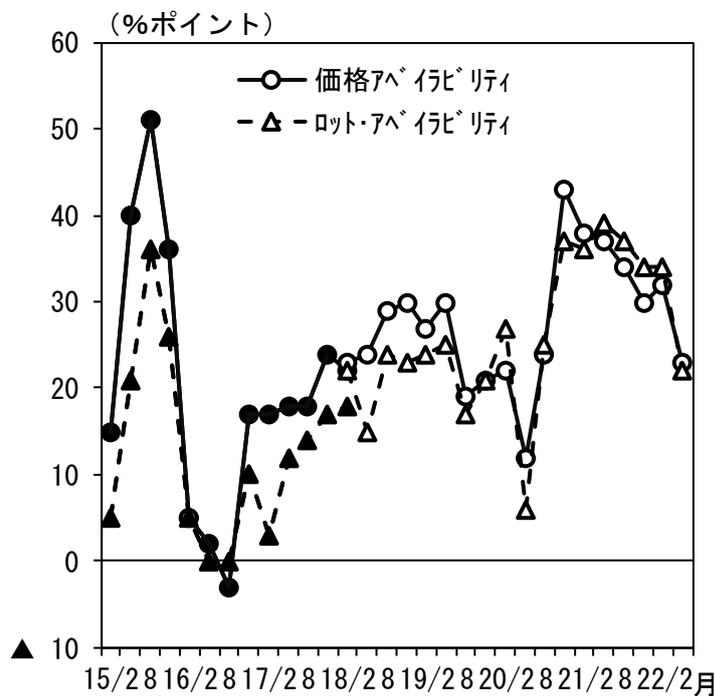
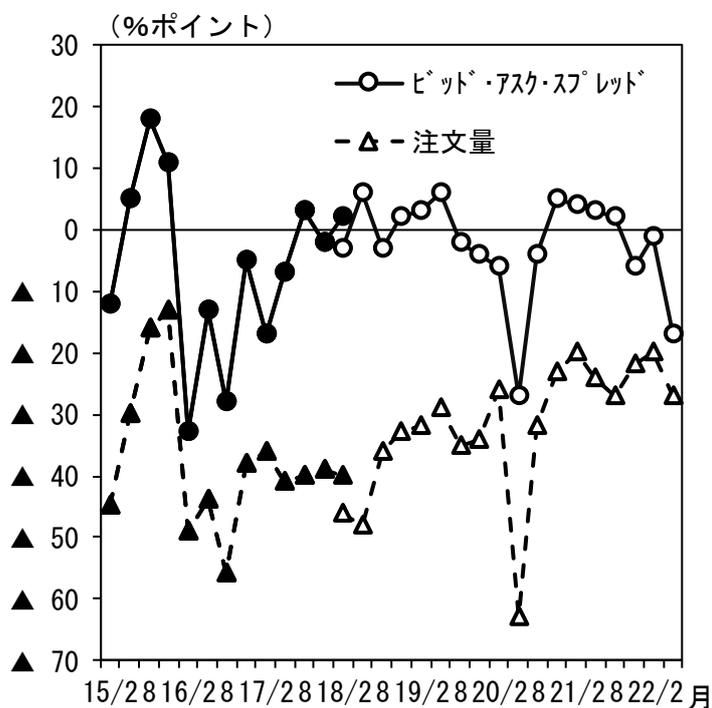
(注 2) 調査対象先は、2017/11 月調査までは国債売買オペ対象先のうち協力を得られた先。

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)

(図表2)

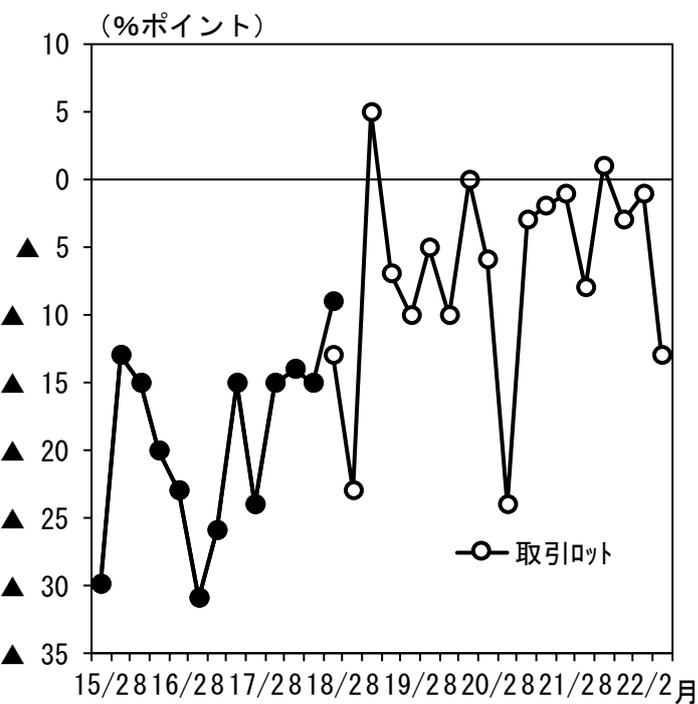
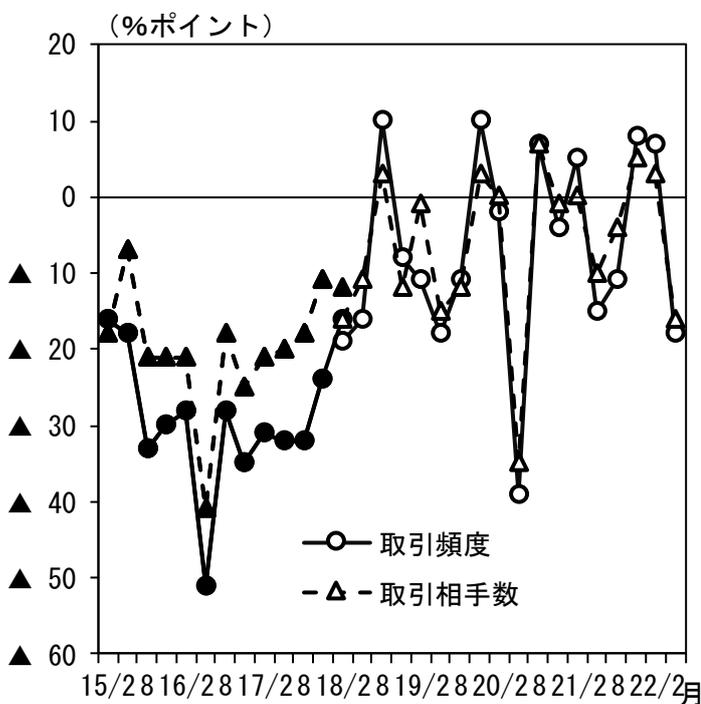
### その他の判断DI（機能度・流動性に関する各論）

#### ▽「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

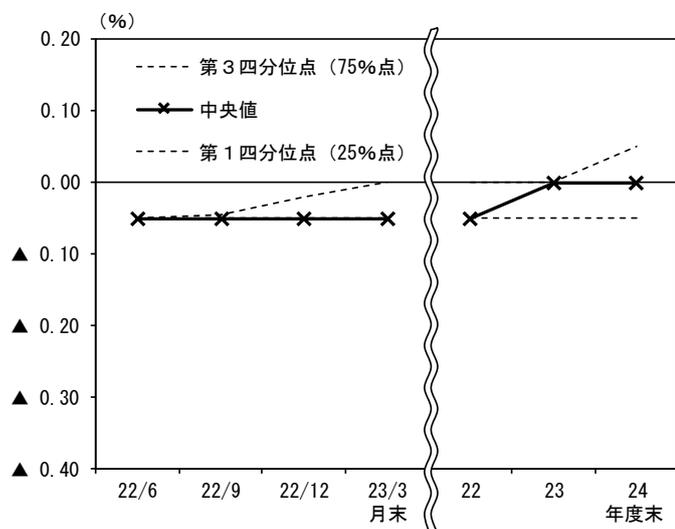


(注) 取引頻度、取引相手数、取引ロット：「増加した」—「減少した」

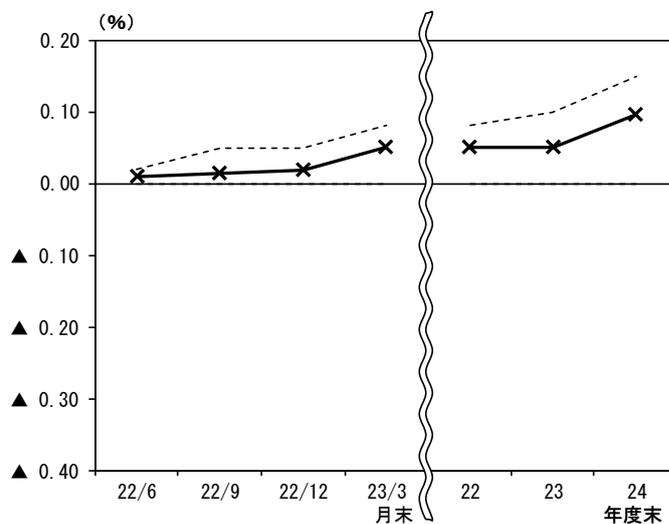
(図表3)

### 長期金利の先行き見通し (5月調査)

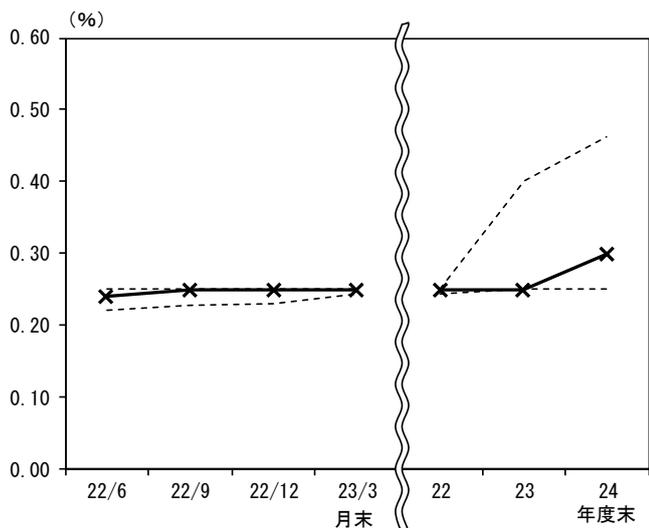
#### 新発2年債



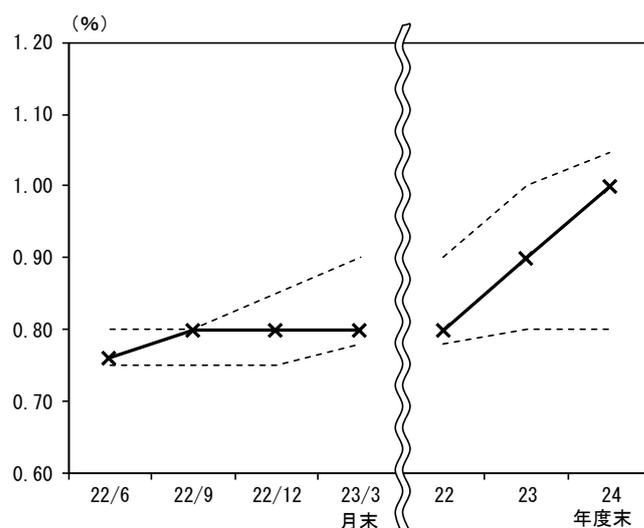
#### 新発5年債



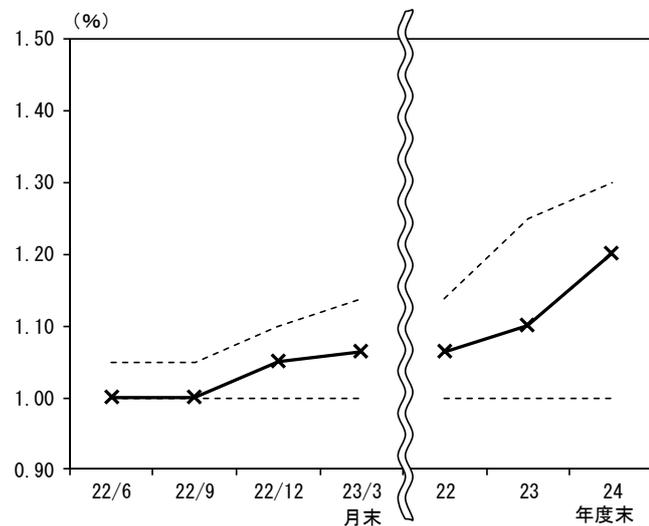
#### 新発10年債



#### 新発20年債

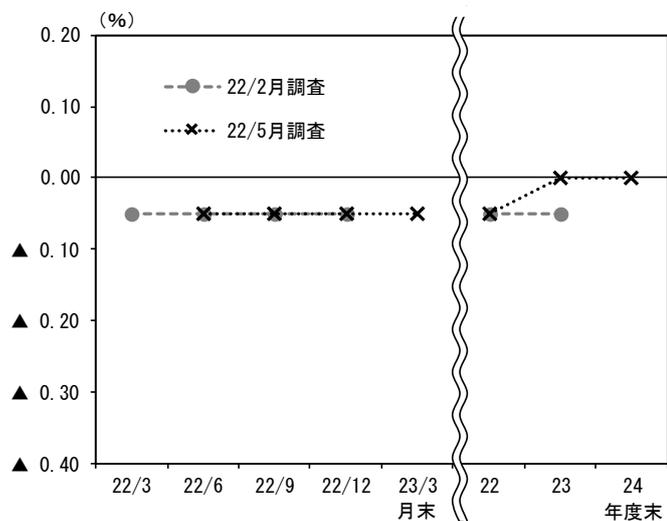


#### 新発30年債

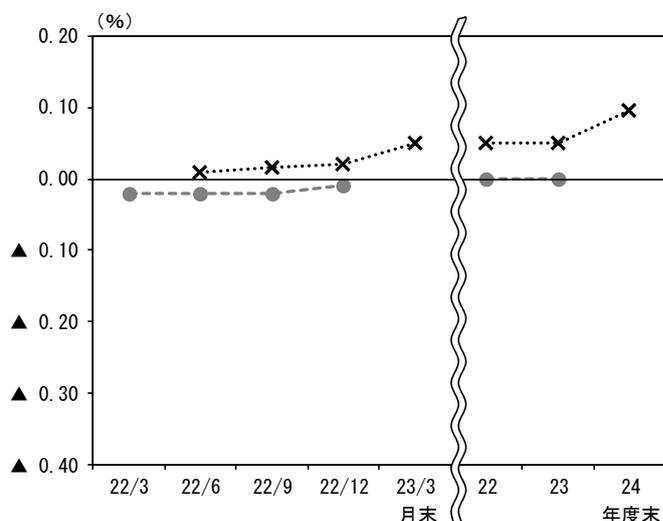


### 長期金利の先行き見通し (中央値)

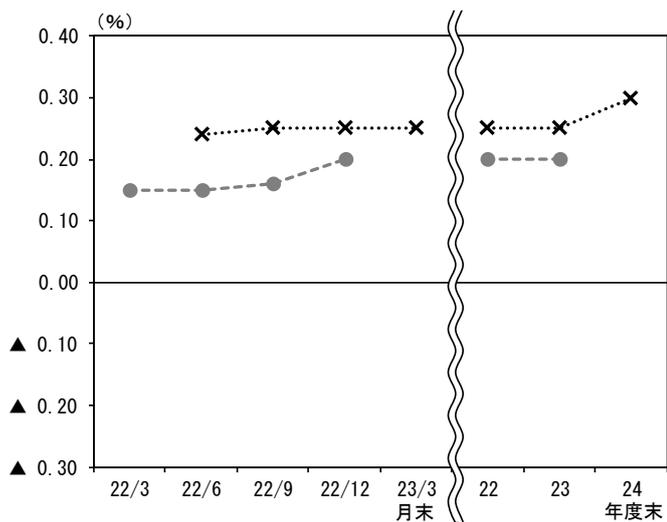
#### 新発2年債



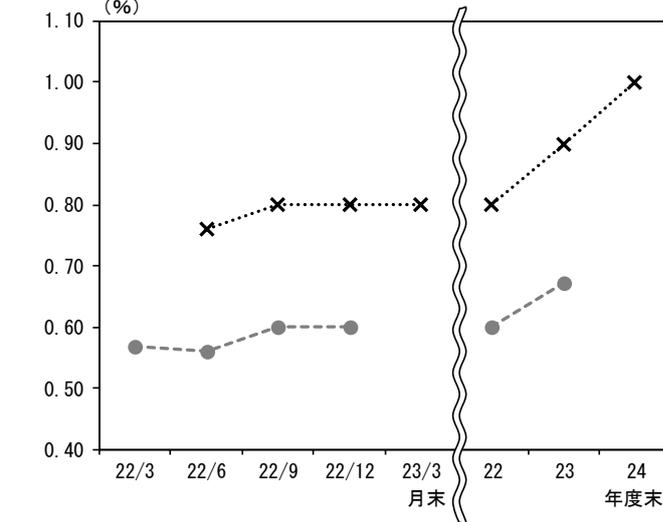
#### 新発5年債



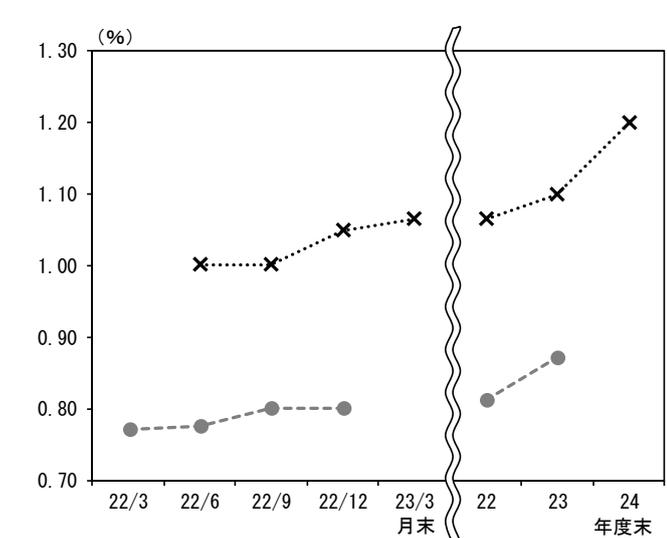
#### 新発10年債



#### 新発20年債

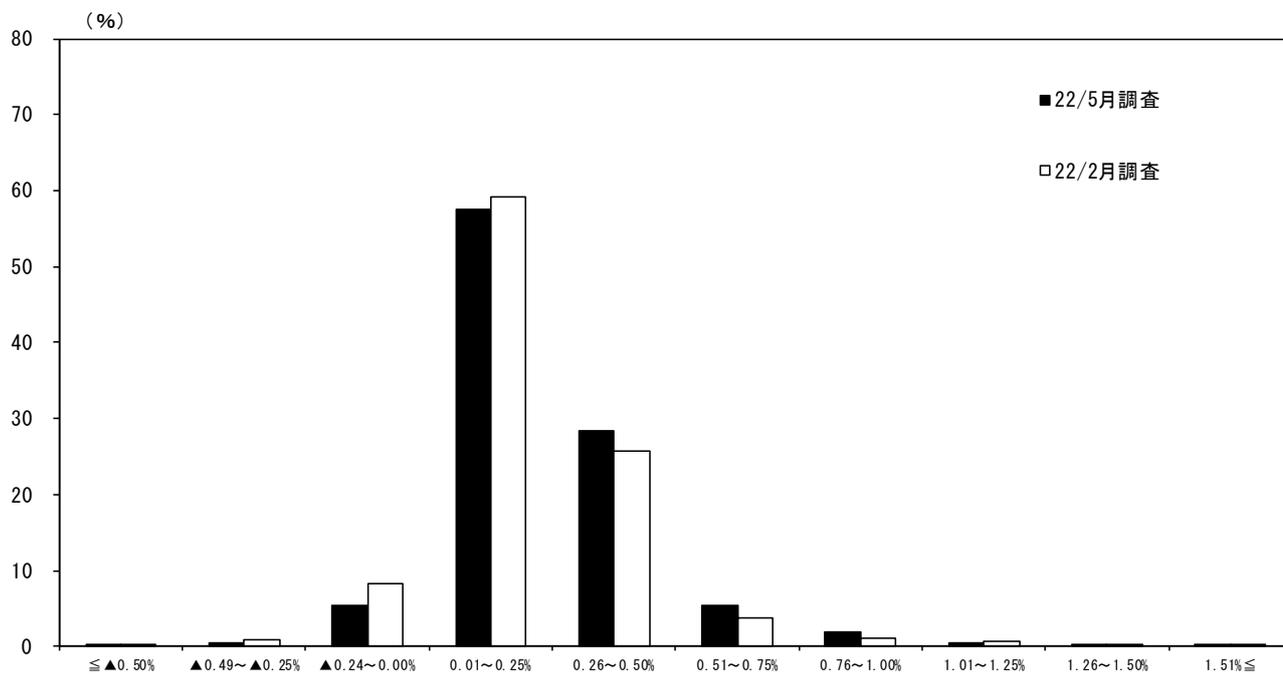


#### 新発30年債

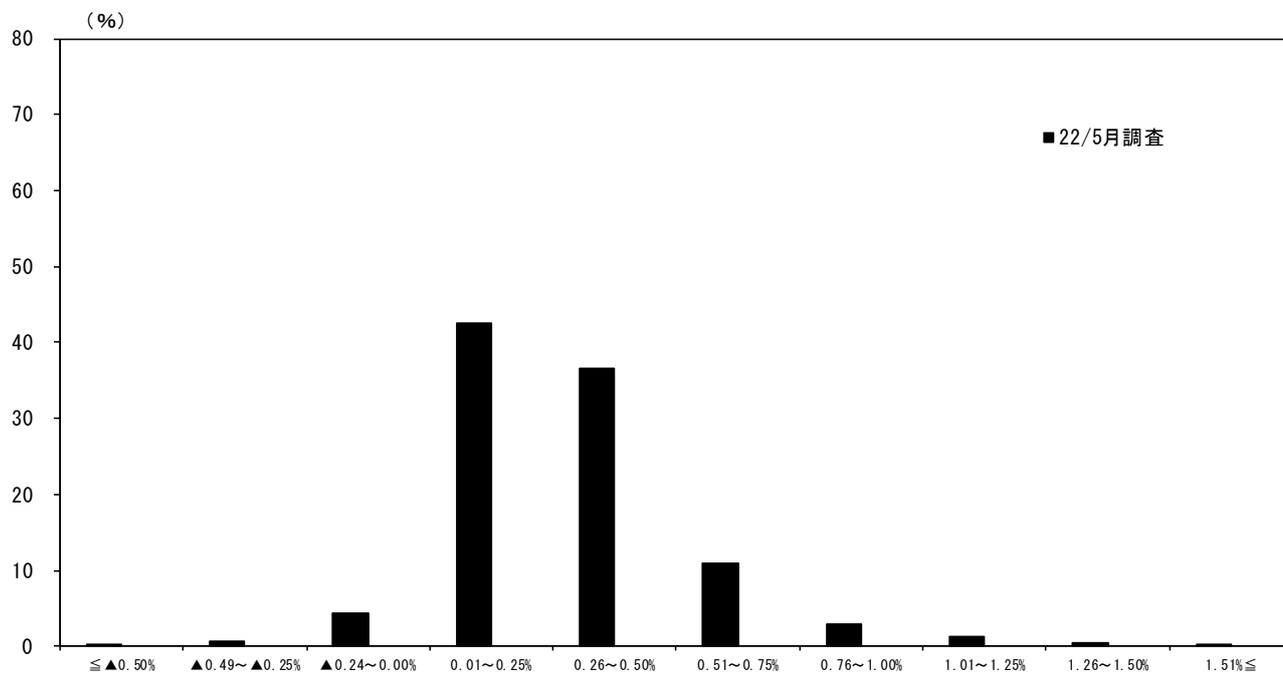


### 新発10年債利回りの確率分布

▽2023年度末



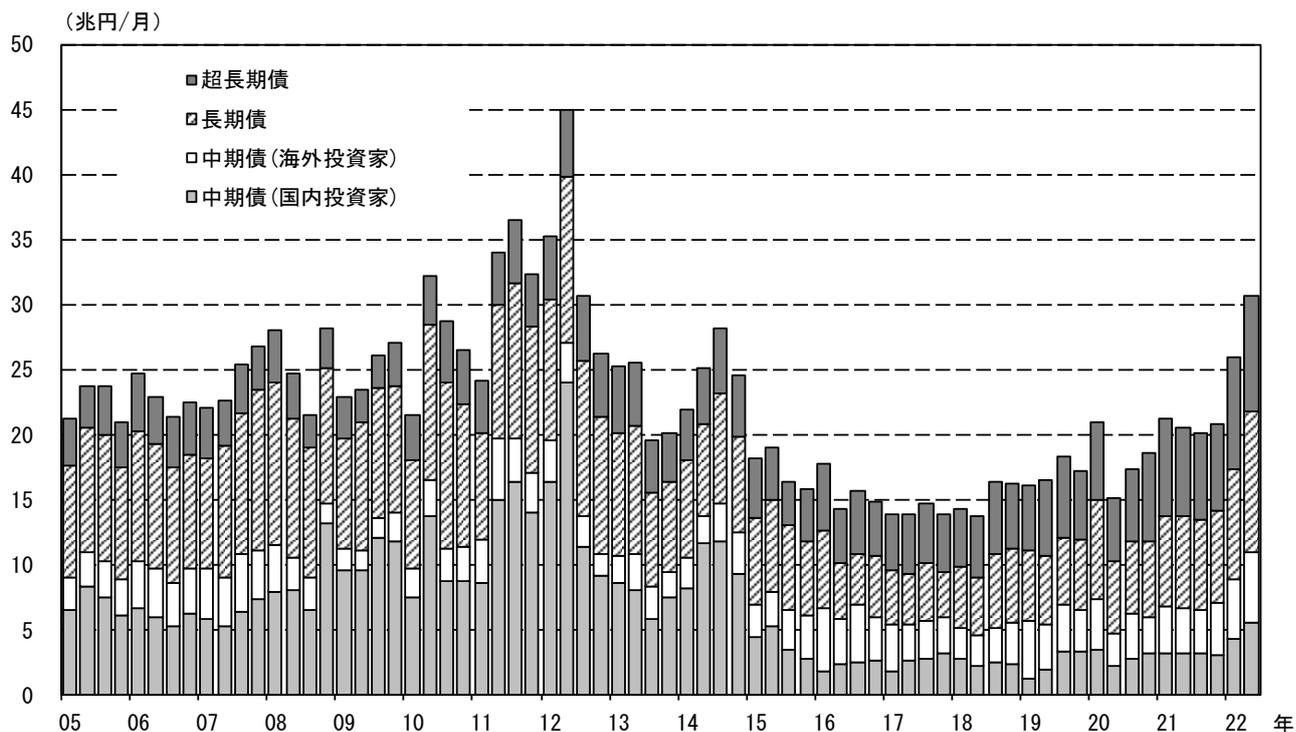
▽2024年度末



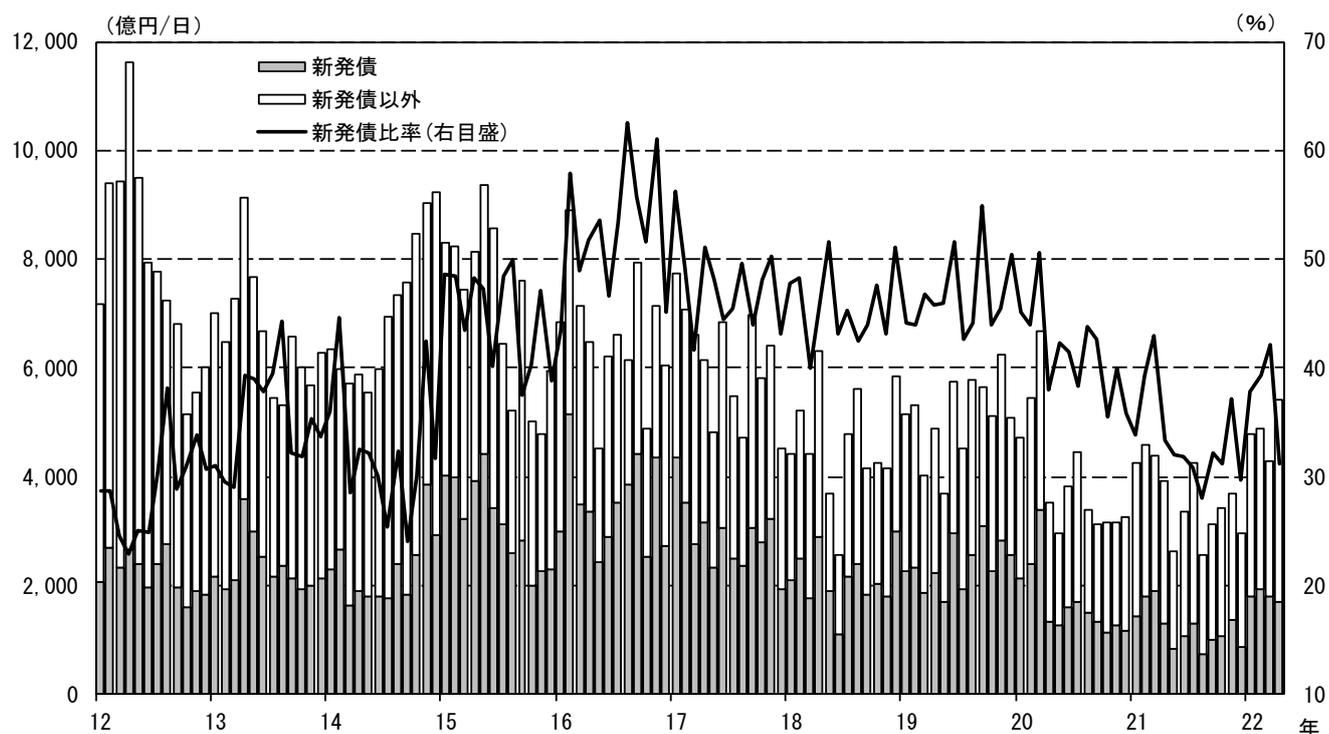
## 2. 国債市場の流動性

## 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)は、顧客の国債グロス買入れ額。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。

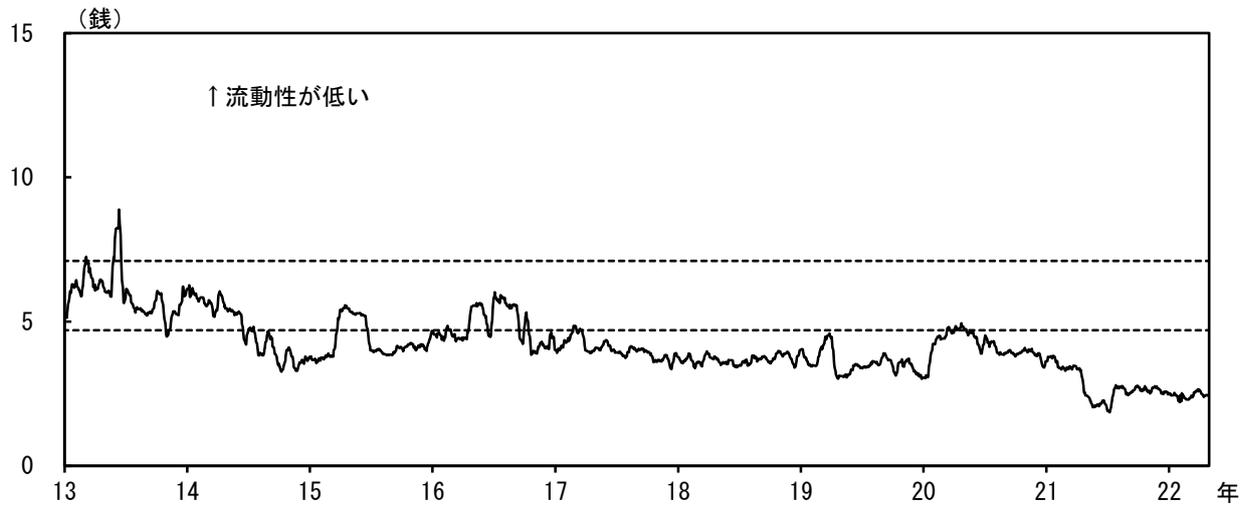
2. (2)は、2、5、10、20、30、40年債の1日あたり取引高の合計（日本相互証券）。直近は4月。

(出所) 日本証券業協会、QUICK、日本相互証券

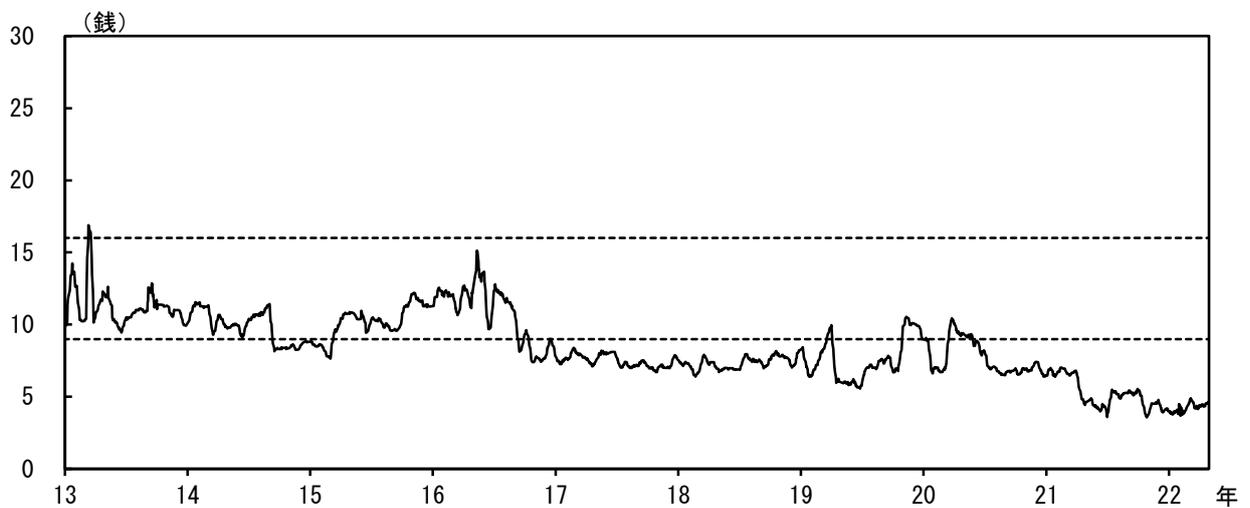
## 現物国債市場

### ディーラー対顧客取引の値幅の狭さ (tightness)

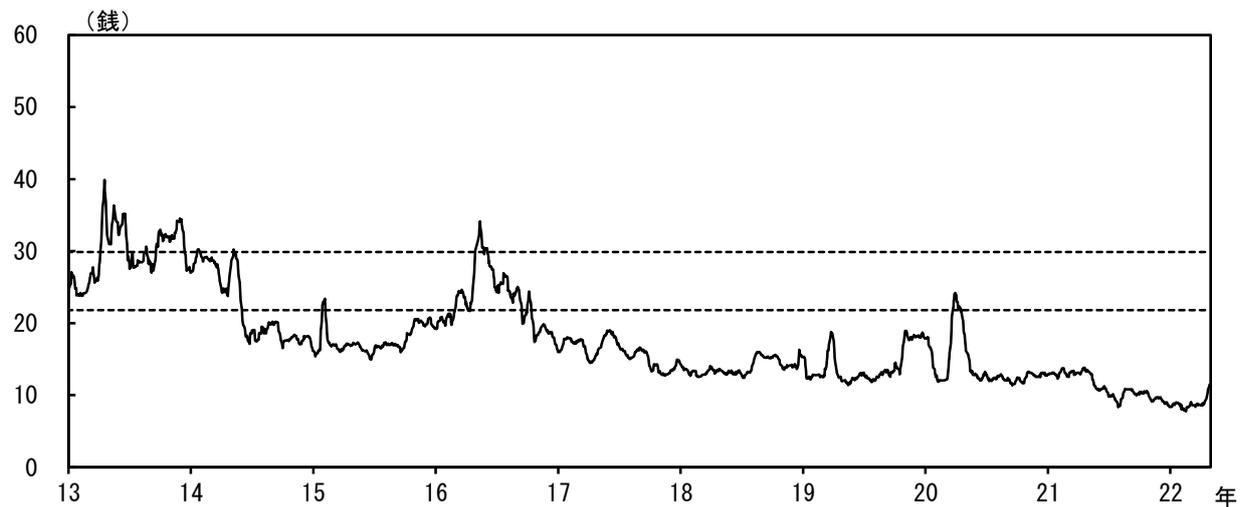
#### (1) ビッド・アスク・スプレッド (5年債)



#### (2) 同 (10年債)



#### (3) 同 (20年債)



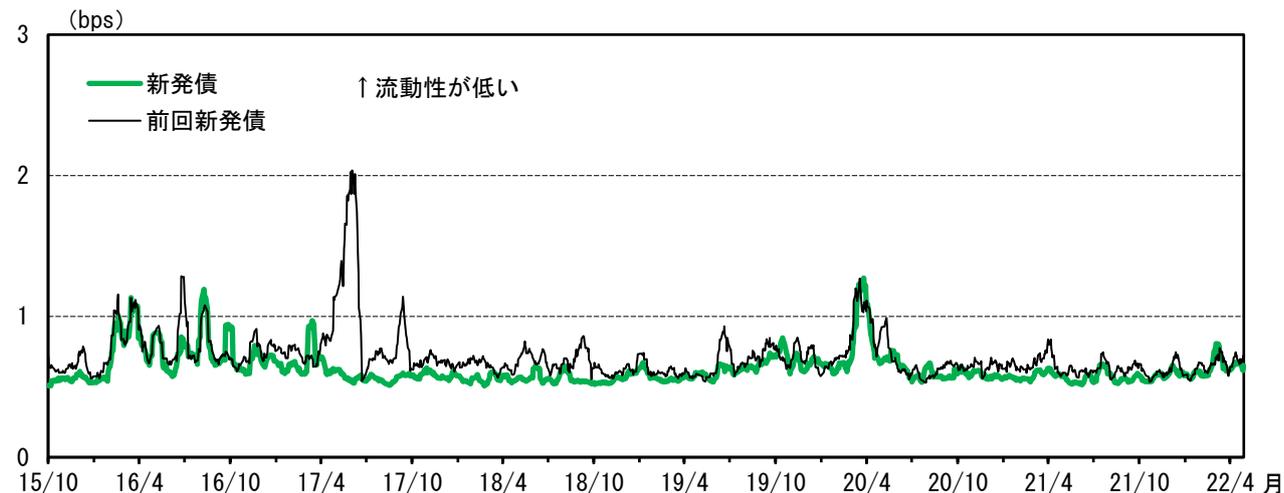
(注) 1. 15時時点のTradeweb気配値。点線は、2010/1～2013/3月における第1四分位と第3四分位を示す。  
2. 後方10日移動平均。直近は4月末。

(出所) Refinitiv社 Eikon

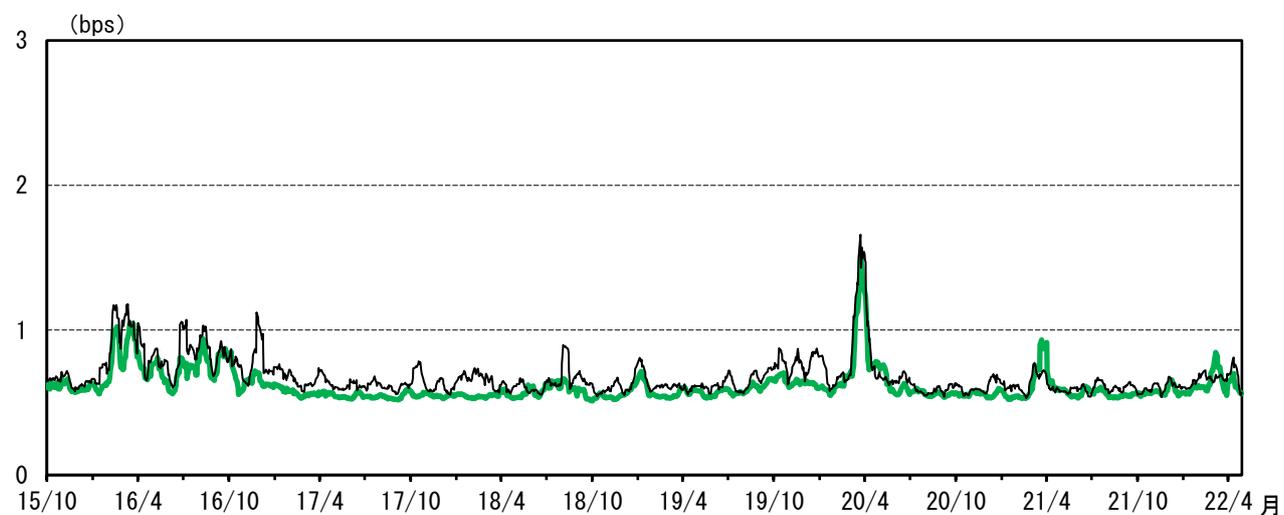
# 現物国債市場

## ディーラー間取引の値幅の狭さ (tightness)

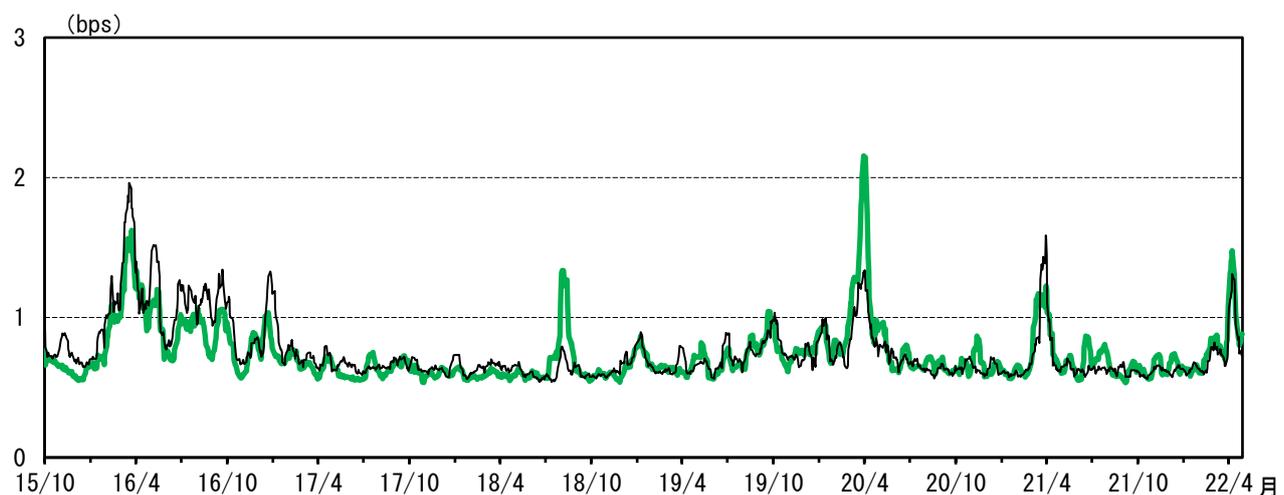
### (1) ビッド・アスク・スプレッド (5年債)



### (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。

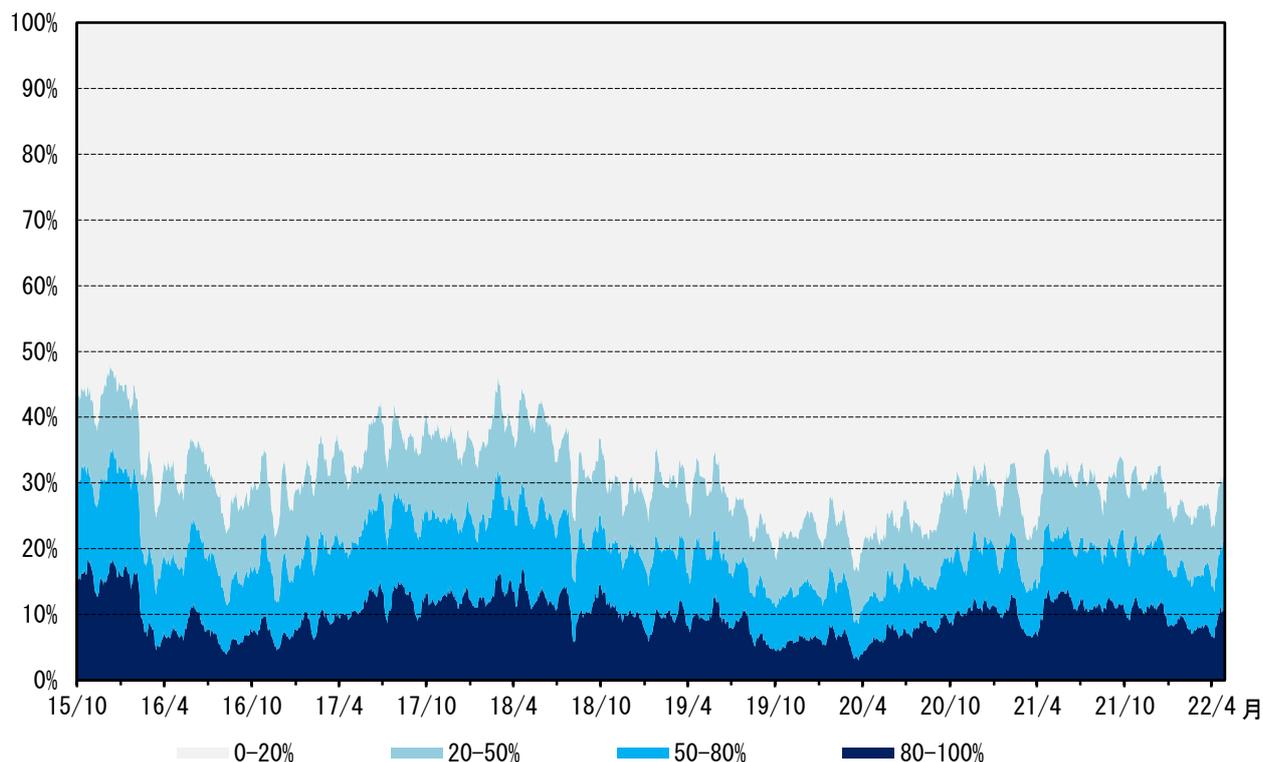
2. 後方10日移動平均。直近は4月末。

(出所) 日本相互証券

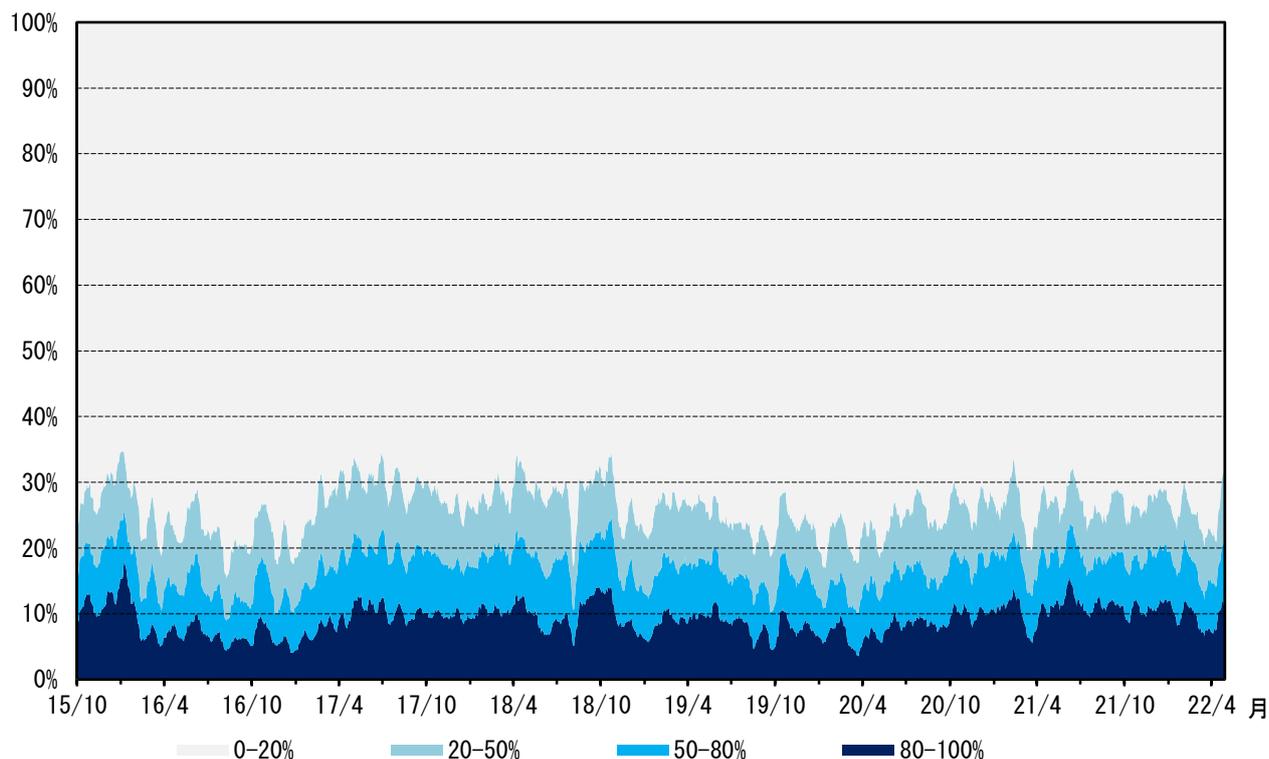
## 現物国債市場

### 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

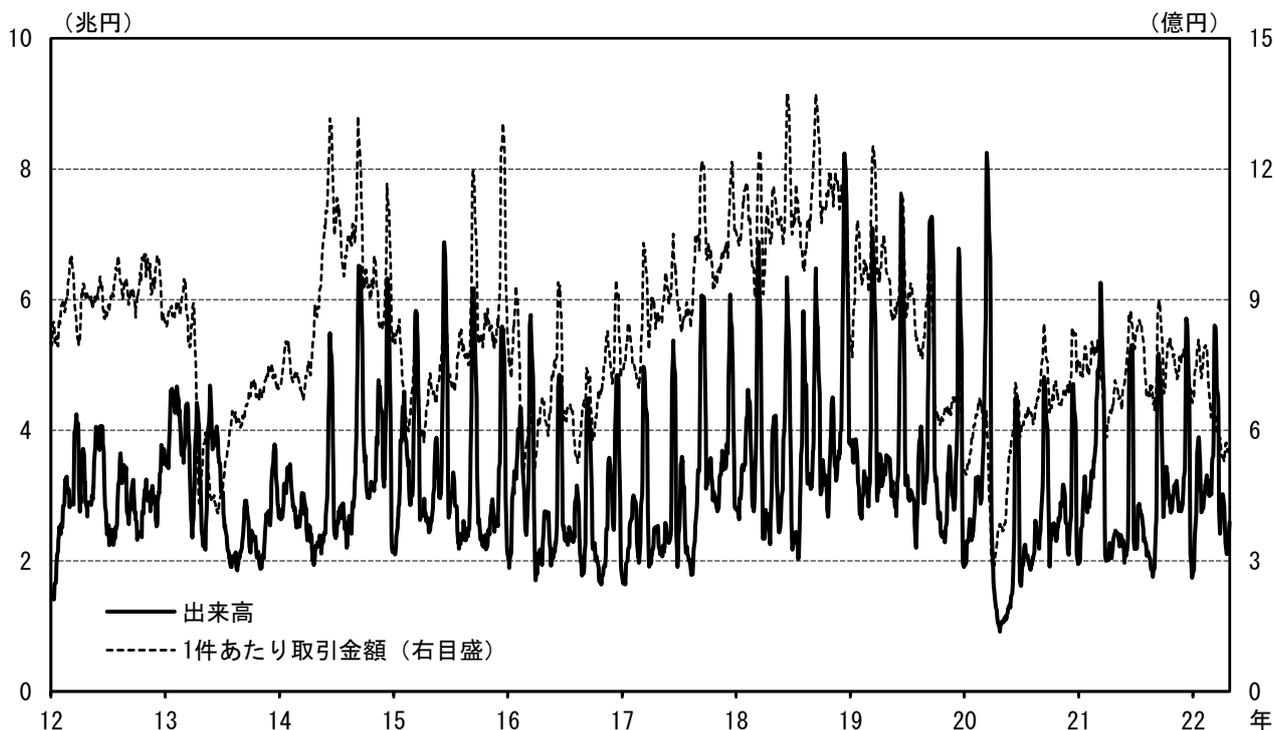


- (注) 1. ビッド (アスク) 提示時間が、1日の取引時間に占める割合が、0~20%、20~50%、50~80%、80~100%である銘柄数の割合。  
2. 後方10日移動平均。直近は4月末。  
3. 1日の取引時間は、18/8/17日以前は7時間、18/8/20日以降は5時間20分に変更。18/8/20日から同30日までの移動平均値には、取引時間変更前後のデータが併存する点に留意を要する。

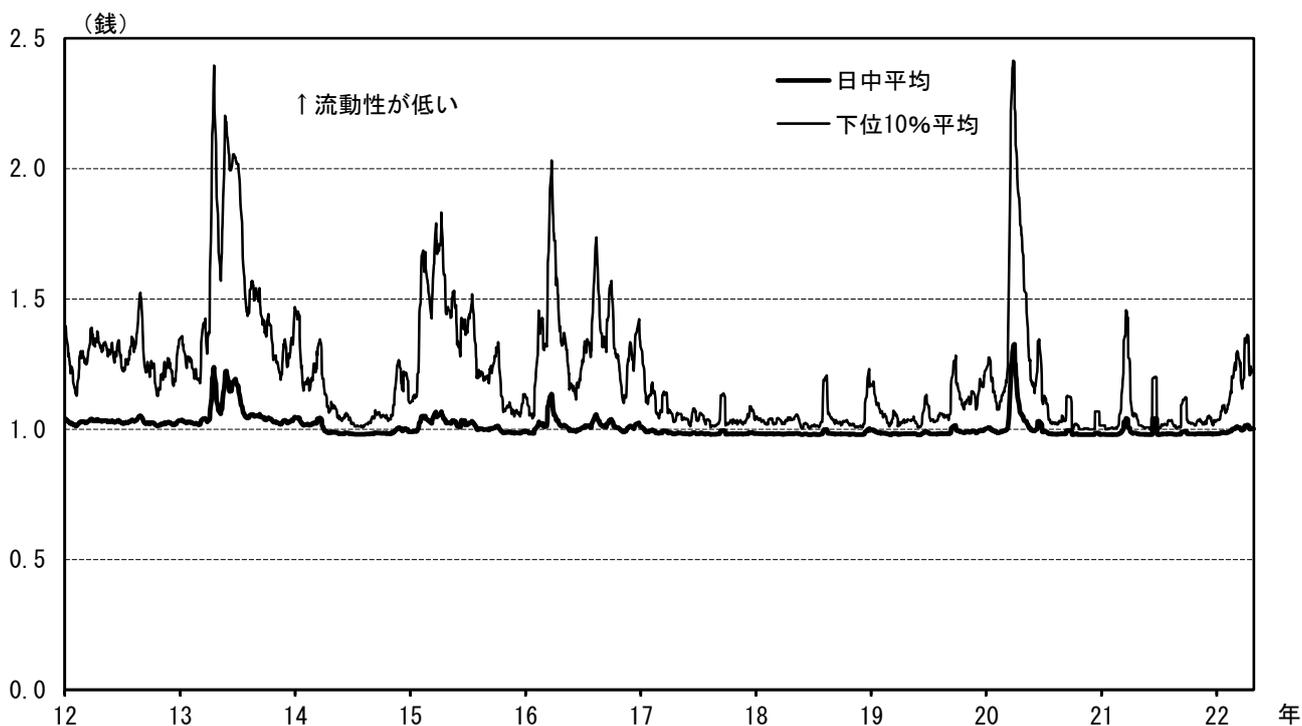
(出所) 日本相互証券

### 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



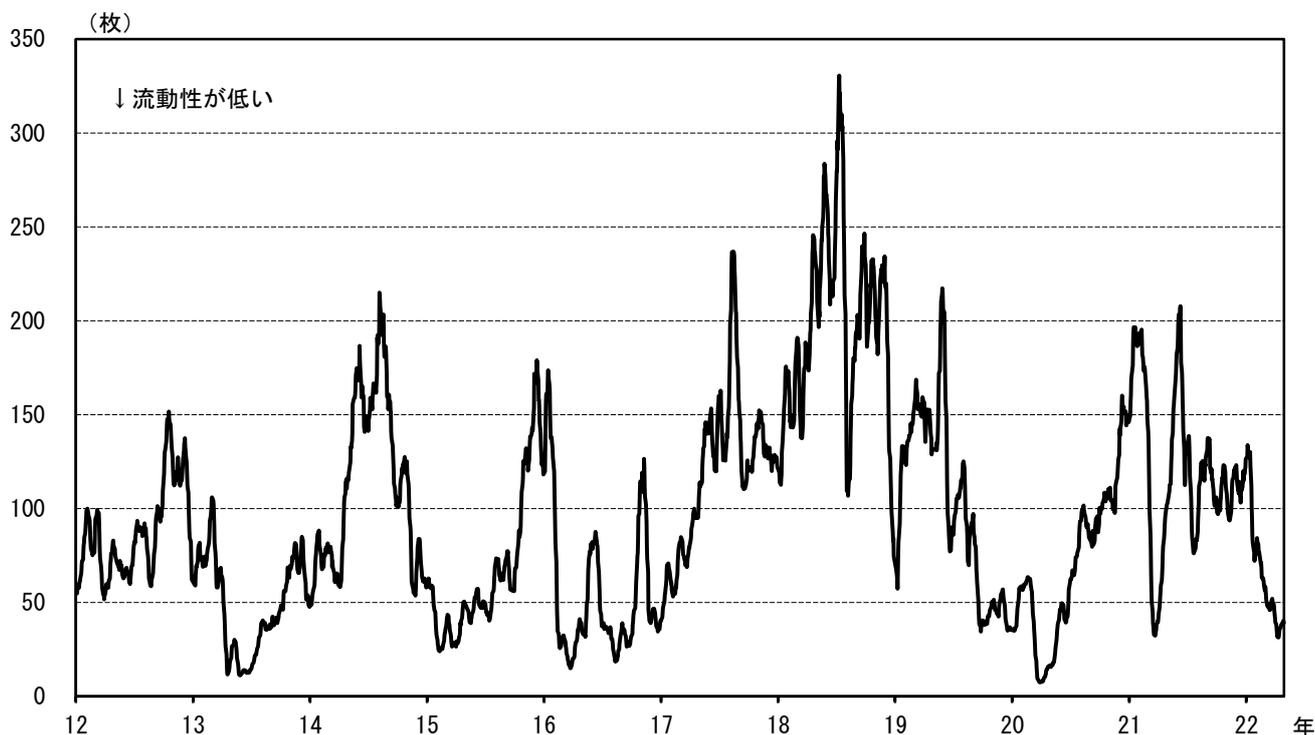
(注) 1. (2)の日中平均は、1分毎にビッド・アスク・スプレッドを求めて、平均したもの。下位10%平均は、1分毎のビッド・アスク・スプレッドのうち、スプレッドが大きい方から10%分を平均したもの。

2. (1)(2)ともに、後方10日移動平均。直近は4月末。

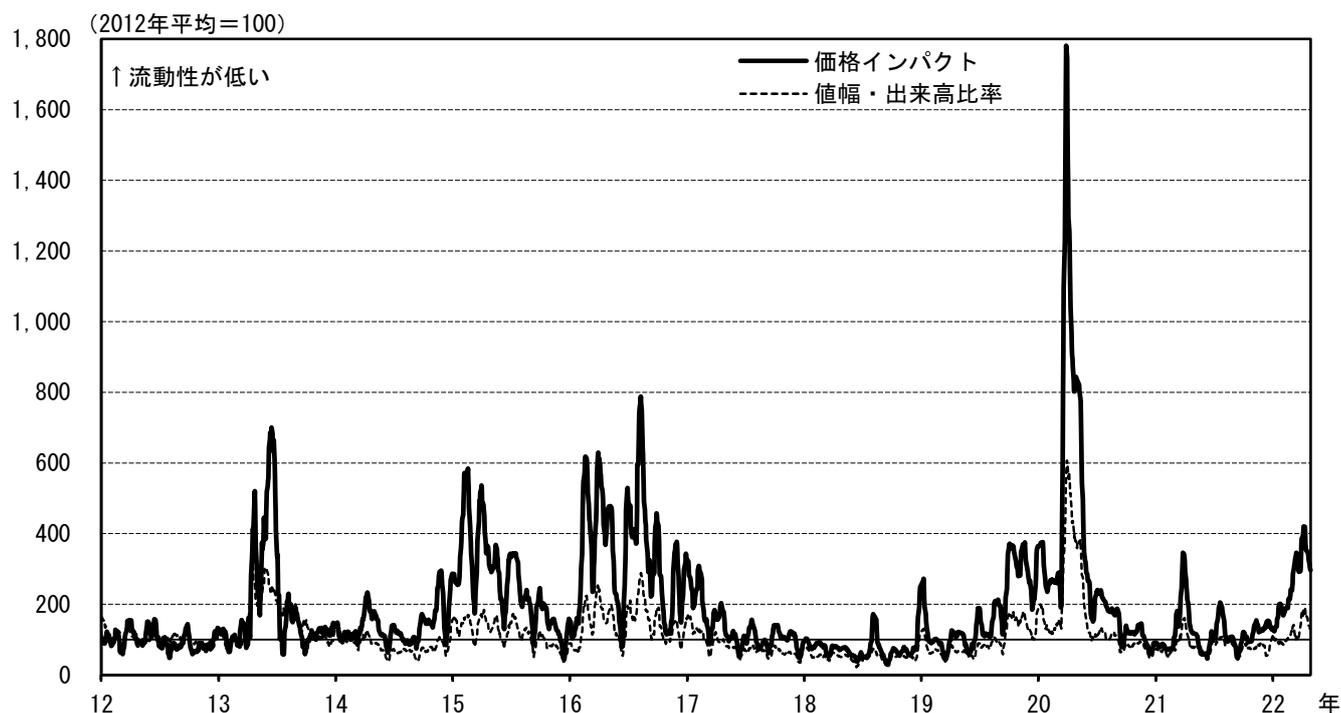
(出所) QUICK、大阪取引所、日本経済新聞社「NEEDS」

## 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



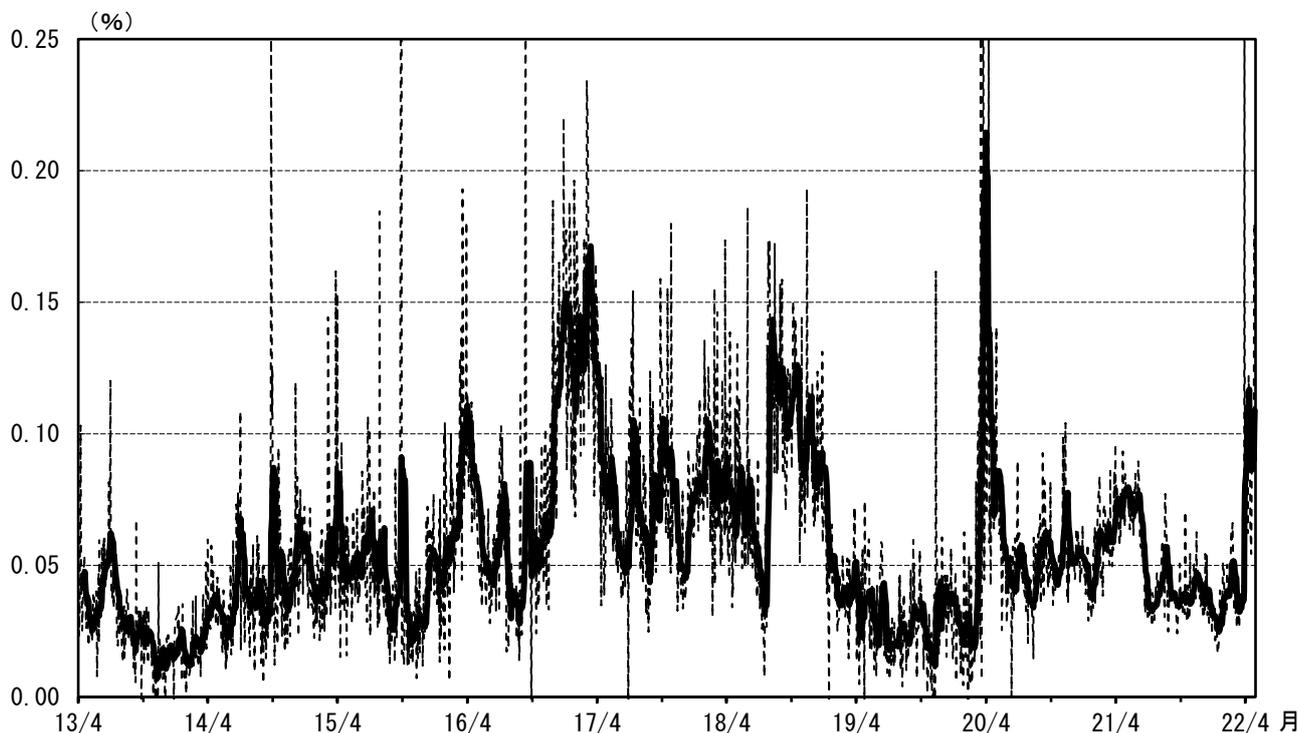
### (2) 価格インパクト



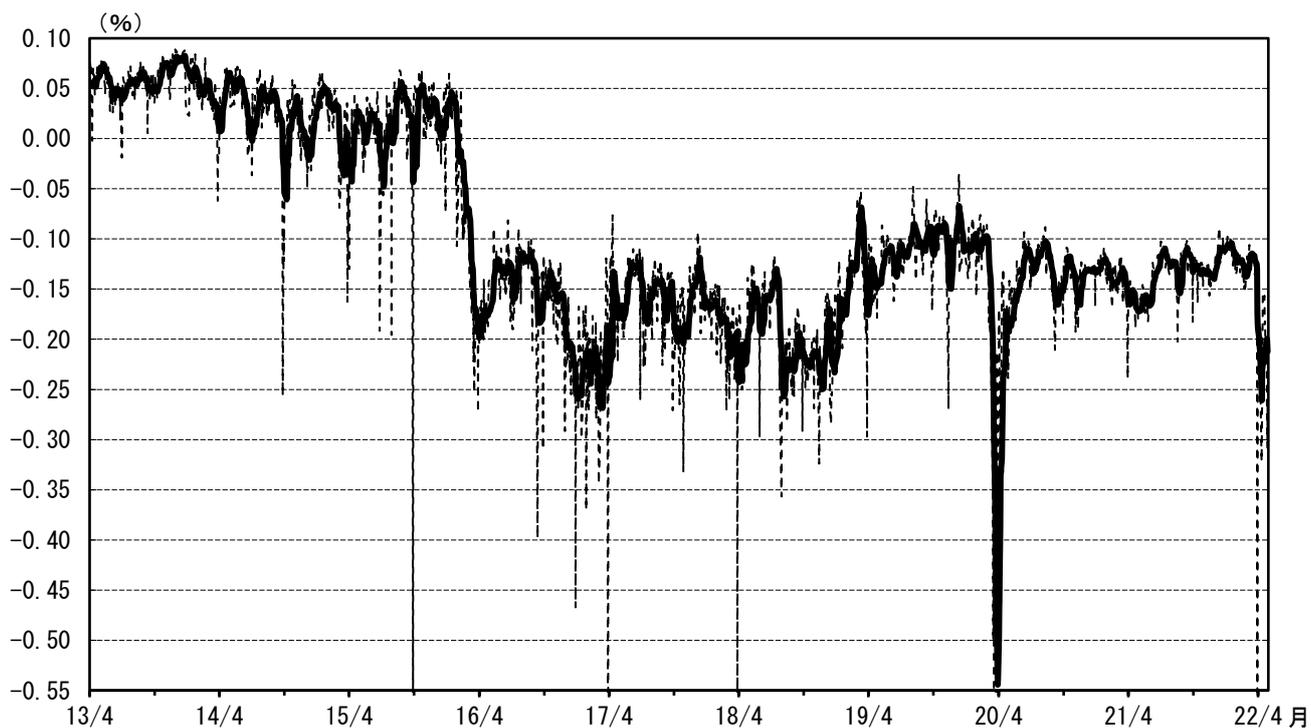
- (注) 1. (1)は、1分毎にベスト・アスク枚数を求めて、その中央値をプロットしたもの。  
2. (2)の価格インパクトは、5分毎に価格インパクトを求めて、平均したもの。値幅・出来高比率は、日中の値幅(最高値と最安値の差)をその日の出来高で除したもの。  
3. (1)(2)ともに、後方10日移動平均。直近は4月末。  
(出所) 日本経済新聞社「NEEDS」、QUICK、大阪取引所

## 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）

— 2022年4月28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）

①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。

②連続指値オペの運用の明確化

上記の金融市場調節方針を実現するため、10年物国債金利について0.25%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施することとした。

### （2）資産買入れ方針

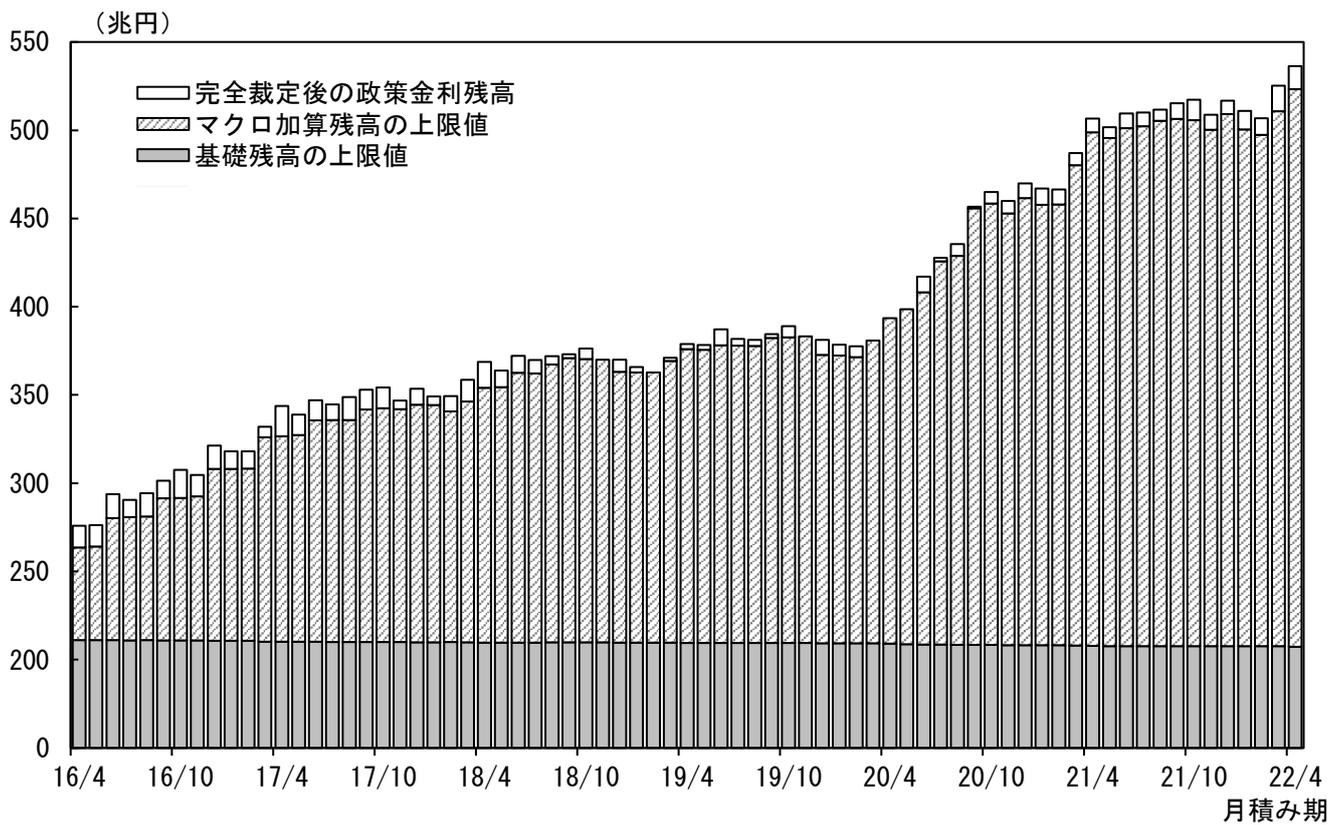
長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

①ETFおよびJ-REITについて、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、必要に応じて、買入れを行う。

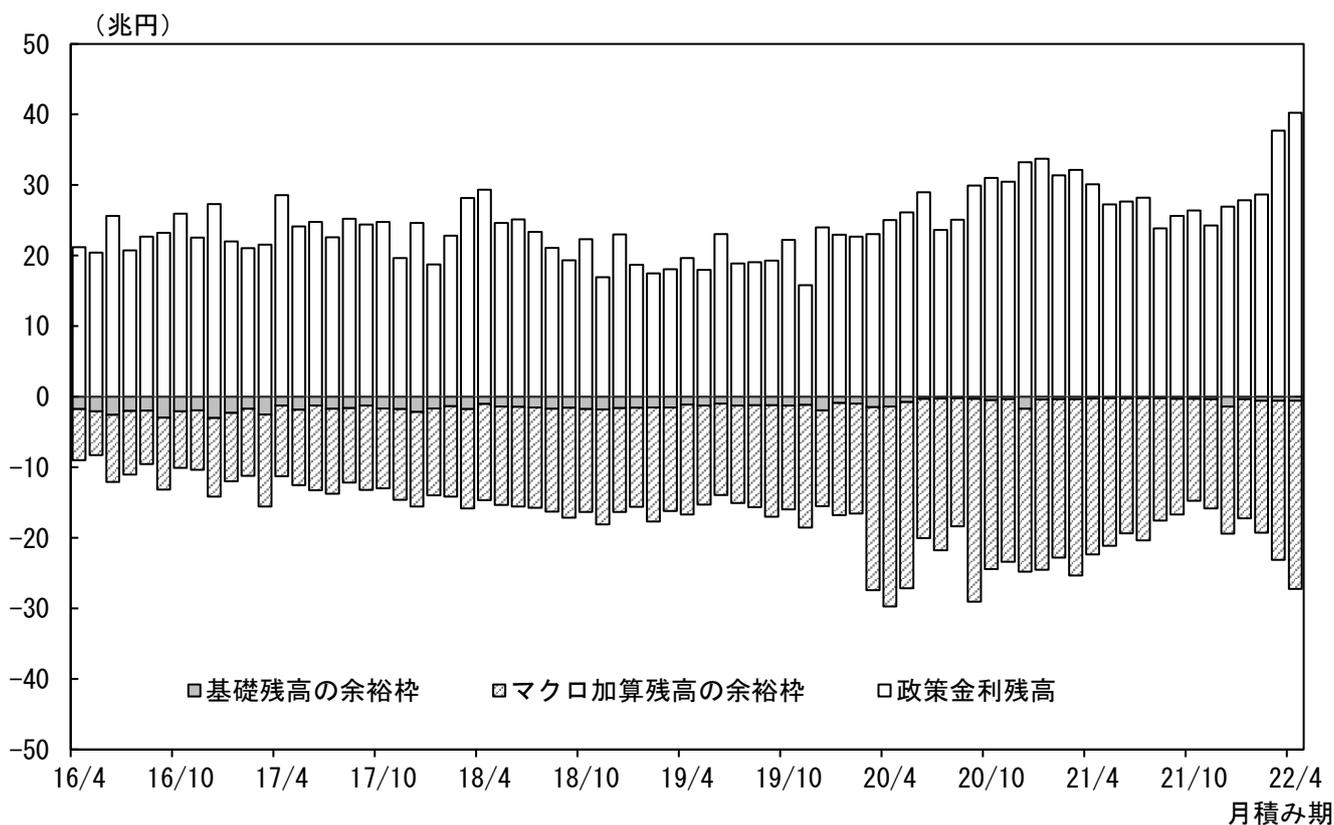
②CP等、社債等については、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準（CP等：約2兆円、社債等：約3兆円）へと徐々に戻していく。

### 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



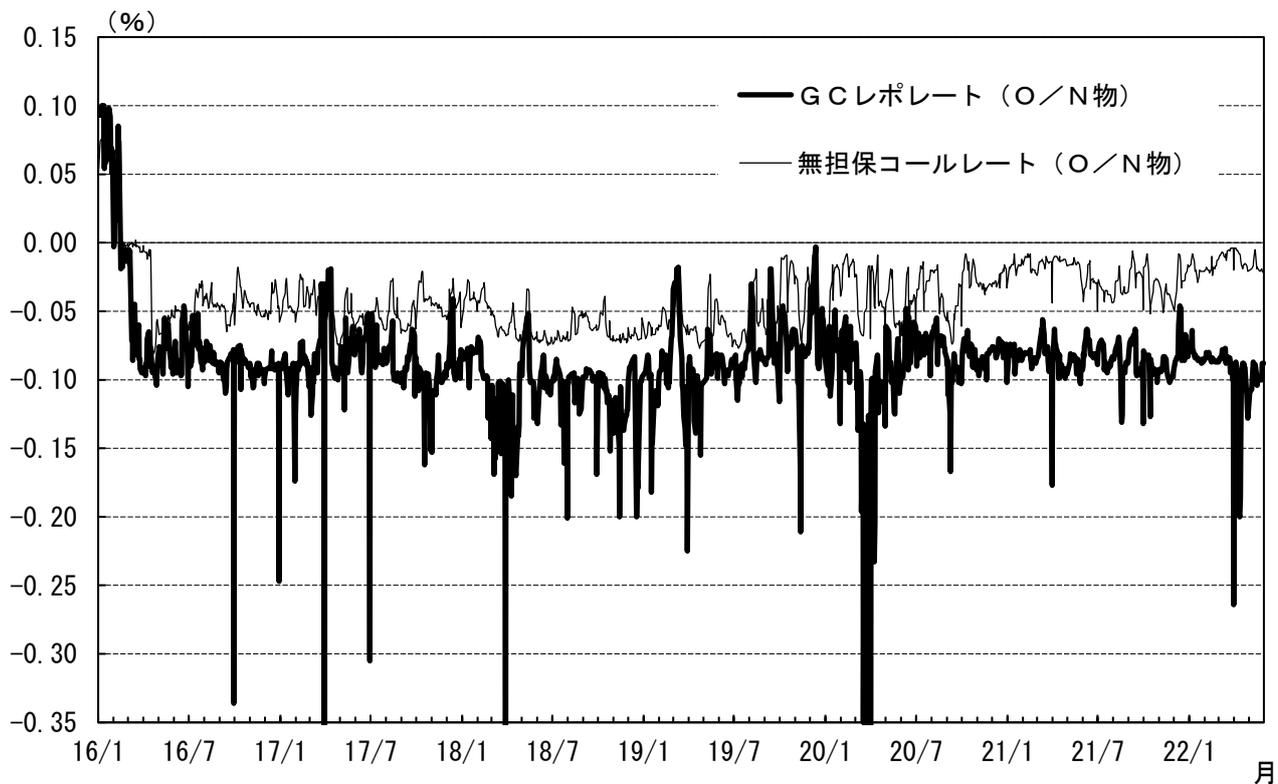
(注1) 「完全裁定後の政策金利残高」は、基礎残高やマクロ加算残高の「余裕枠」を有する金融機関が、その「余裕枠」をすべて利用して、政策金利残高を有する金融機関から資金調達を行った後に、なお残る政策金利残高を指す。

(注2) 2022年3月積み期および同4月積み期は速報値。

(出所) 日本銀行

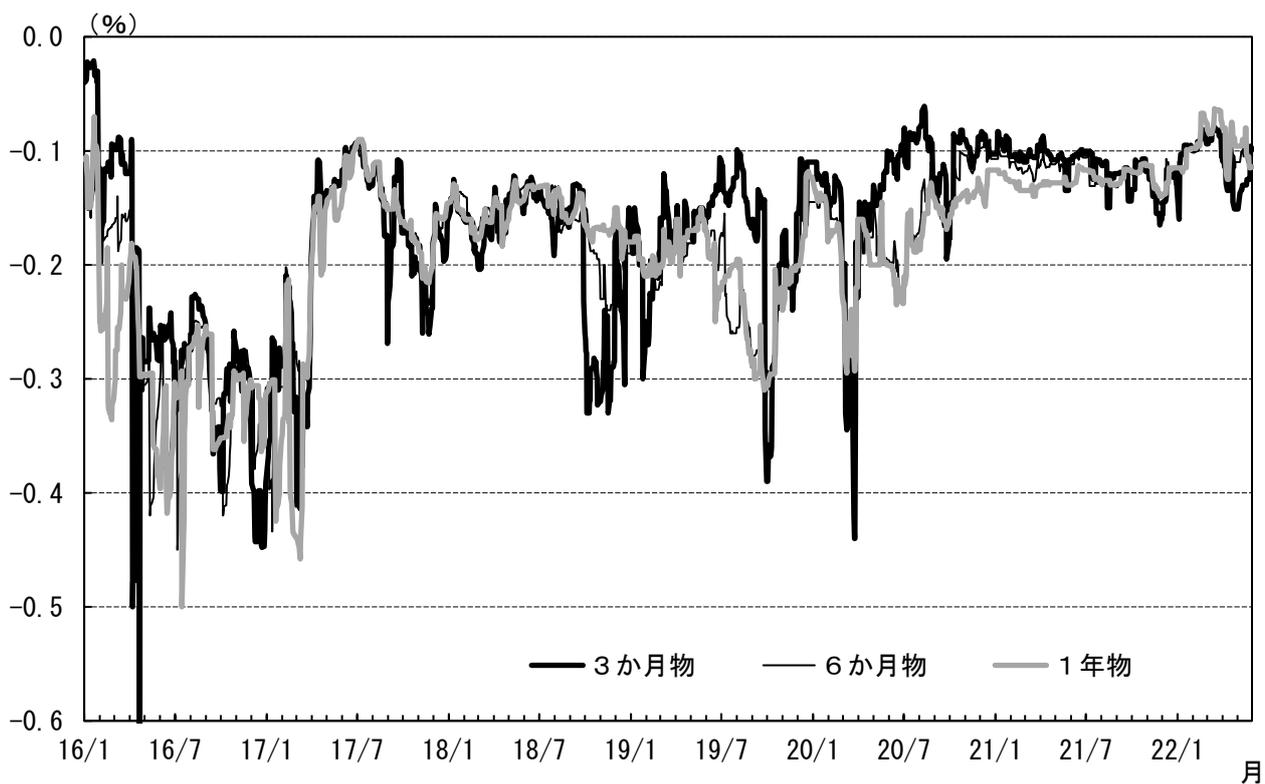
### 短期金利

#### (1) 短期金利



(注) 18/5/1日以前のGC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)。

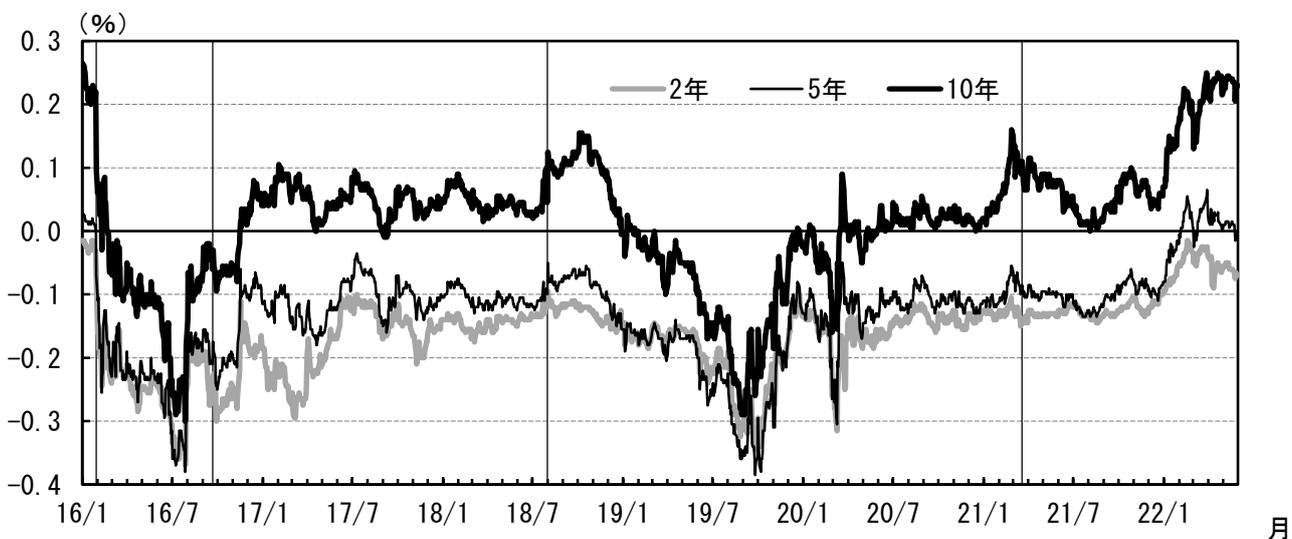
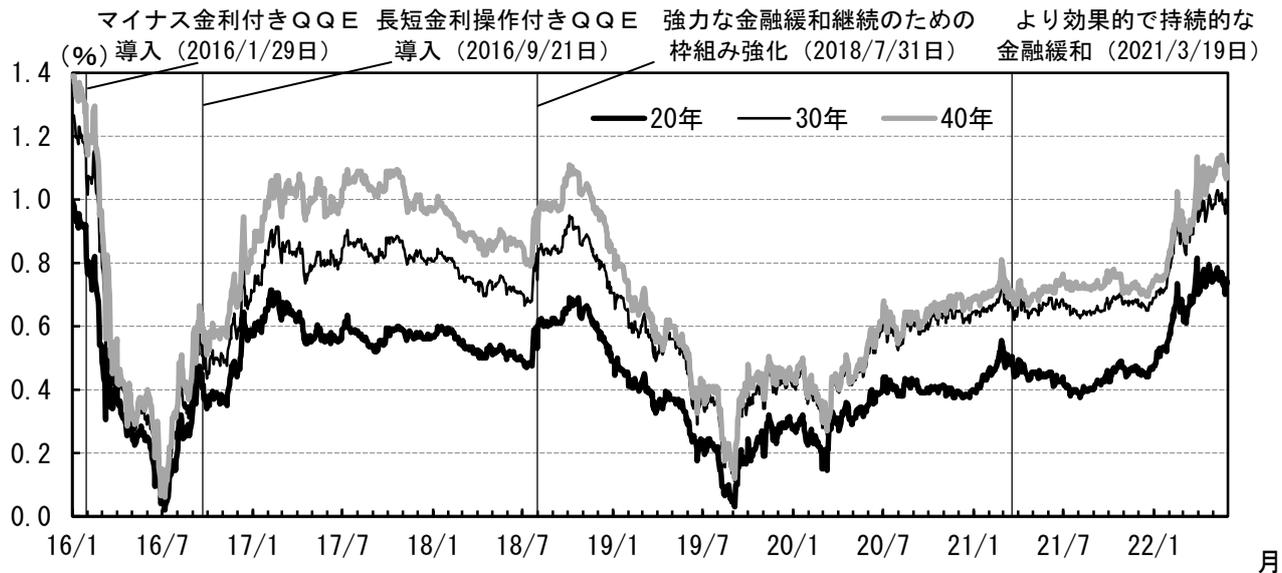
#### (2) 国庫短期証券の利回り



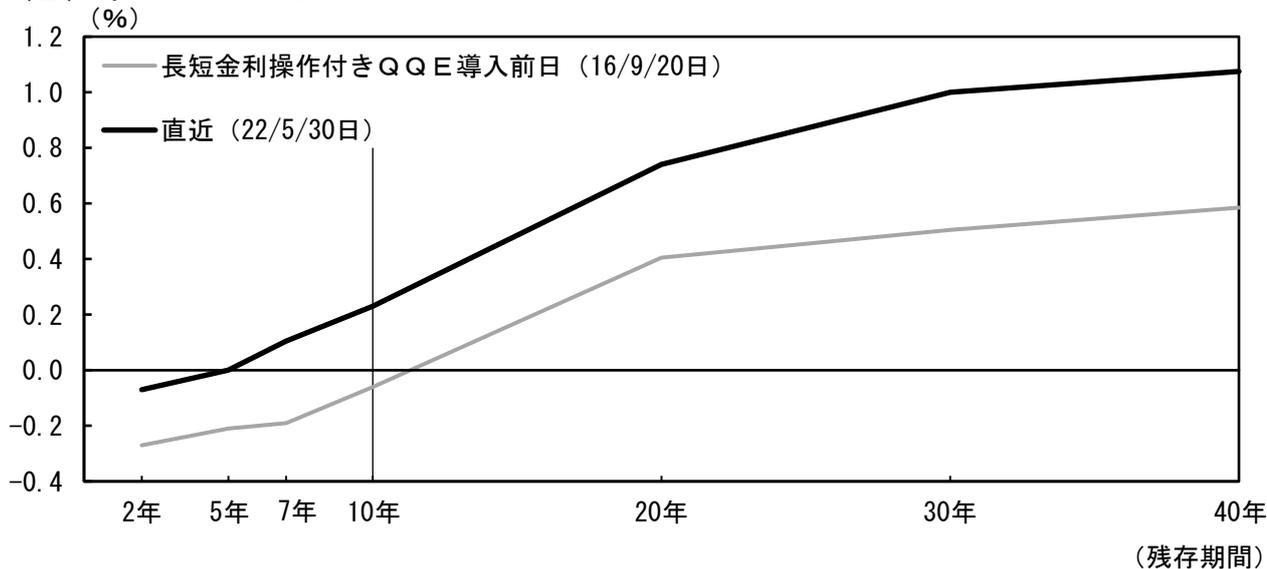
(出所) 日本銀行、日本証券業協会、日本相互証券

# 長期金利

## (1) 長期金利の推移

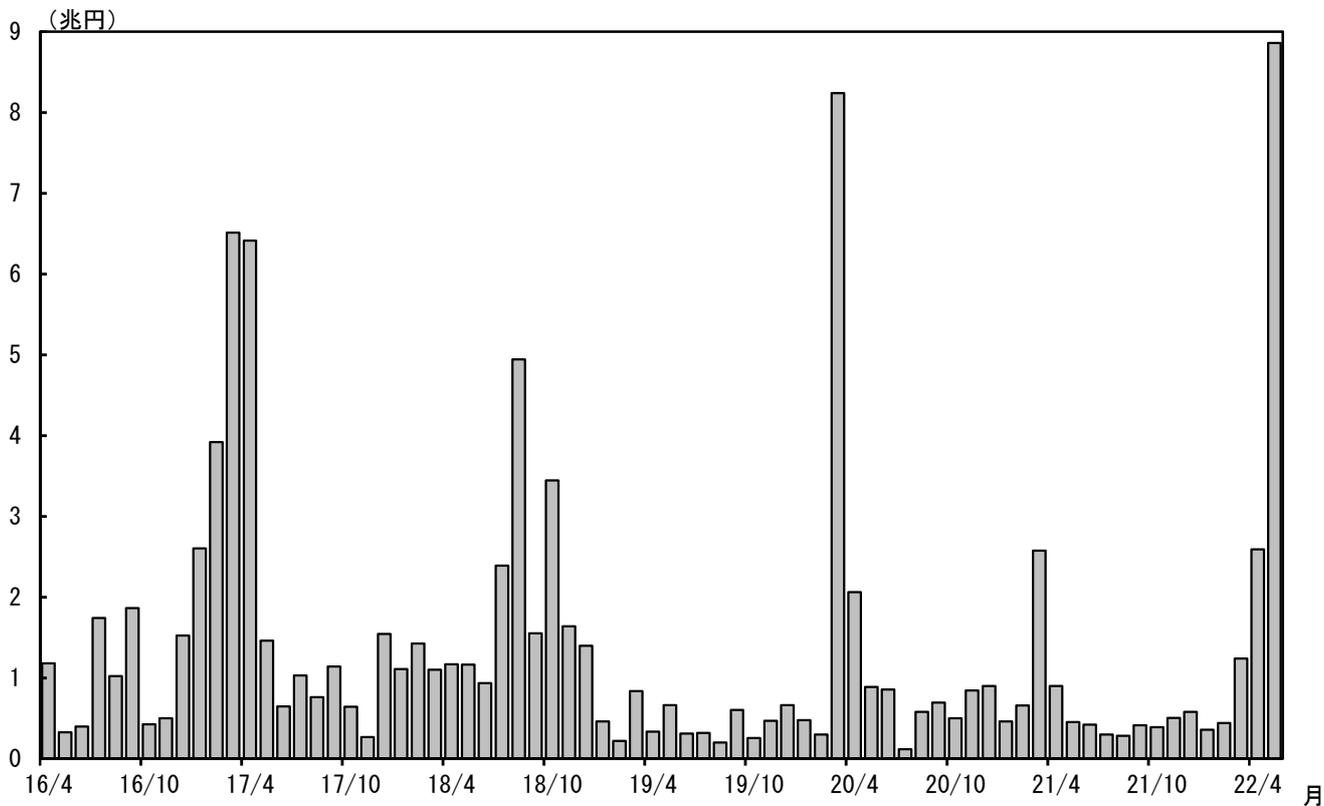


## (2) イールドカーブ

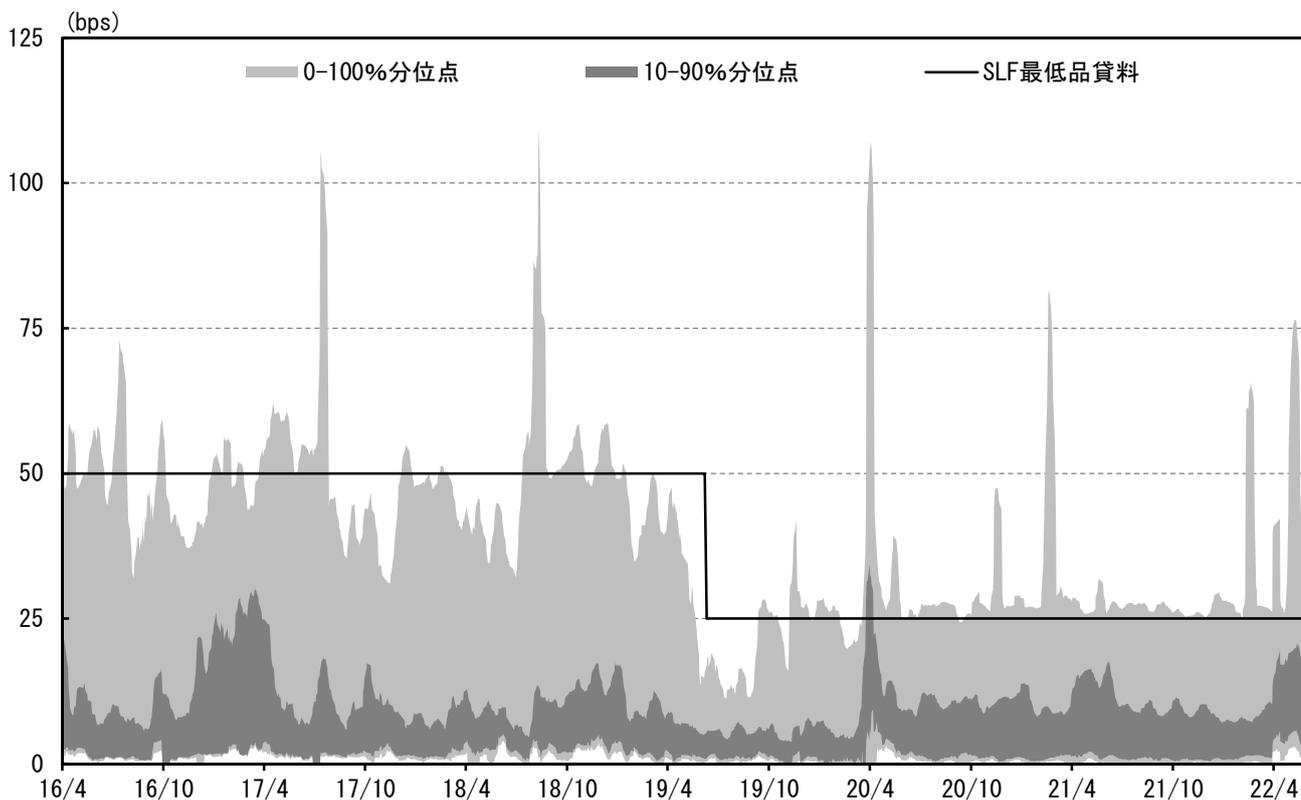


### 国債補完供給

#### (1) 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。

(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 6)

## 長期国債買入れ（利回り・価格入札方式）の四半期予定（2022年4～6月）

	残存期間	1回当たりオファー金額 <sup>(注2)</sup> (単位：億円)	オファー回数 <sup>(注3)</sup>	オファー日程 (4～6月分)
利付国債 <sup>(注1)</sup>	1年以下	1,500	月1回	—
	1年超3年以下	4,750	月4回	4/4、8、13、20 5/9、13、19、25 6/3、8、15、22
	3年超5年以下	4,750	月4回	4/4、8、20、26 5/9、13、25、30 6/3、8、15、29
	5年超10年以下	5,000	月4回	4/8、13、20、26 5/13、19、25、30 6/8、15、22、29
	10年超25年以下	1,250	月2回	4/4、20 5/9、25 6/8、29
	25年超	500	月2回	4/13、26 5/19、30 6/3、22
物価連動債		600	月1回	—
変動利付債		300	四半期に1回	4/8

(注1) 物価連動債、変動利付債を除く。

(注2) 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3) 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、原則としてオ  
ファーしません。

## 日本銀行のバランスシート項目

(単位：兆円)

	12年度末	17年度末	18年度末	19年度末	20年度末	21年度末	22/4月末
長期国債	91.3	426.6	459.6	473.5	495.8	511.2	518.3
CP等	1.2	2.1	2.0	2.6	2.9	2.5	3.0
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	7.5	8.6	8.6
ETF	1.5	18.9	24.8	29.7	35.9	36.6	36.7
J-REIT	0.1	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
貸出支援基金	3.4	45.6	46.1	49.2	60.0	61.6	61.6
買入国庫短期証券	16.4	18.8	7.9	10.2	34.2	12.7	13.3
被災地金融機関支援	0.4	0.5	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
新型コロナ対応金融支援	—	—	—	3.4	64.8	86.8	81.3
気候変動対応	—	—	—	—	—	2.0	2.0
共通担保資金供給	21.7	0.4	0.7	1.2	0.5	0.5	0.4
その他とも 資産計	164.8	528.3	557.0	604.5	714.6	736.3	738.7
銀行券	83.4	104.0	107.6	109.6	116.0	119.9	121.3
当座預金	58.1	378.2	393.9	395.3	522.6	563.2	562.2
売現先勘定	14.5	0.3	0.2	24.1	0.6	0.9	0.6
その他とも 負債・純資産計	164.8	528.3	557.0	604.5	714.6	736.3	738.7
マネタリーベース	146.0	487.0	506.3	509.8	643.6	688.0	688.4

(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。

(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。

(注3) 被災地金融機関支援は、熊本被災地金融機関支援オペを含む。

(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

当面の長期国債等の買入れの運営について（抜粋）

1. 長期国債の買入れ（利回り・価格入札方式）<sup>(注)</sup>

（略）

2. 長期国債の買入れ（固定利回り方式）<sup>(注)</sup>

（略）

3. 国庫短期証券の買入れ<sup>(注)</sup>

（略）

（注）国債補完供給（S L F）の利用を前提とした応札はできません。日本銀行が  
適当と認める場合には、国債買入、国庫短期証券買入または国債補完供給に対  
する応募の全部または一部を募入外とすることがあります。