

2024年6月27日
日本銀行金融市場局

「債券市場参加者会合」第19回議事要旨

1. 開催要領

(日時) 銀行等グループ 6月4日(火) 15時45分から
証券等グループ 6月4日(火) 17時30分から
バイサイドグループ 6月5日(水) 16時00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

- 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

- 国内金利は、本年入り後、海外金利上昇や強い春闘の結果、マイナス金利政策の解除を受けて上昇した。足もとも、先行きの日本銀行による利上げが意識されるなか、金利上昇基調が継続している。
- 3月の金融政策の枠組み変更は、過度な金利上昇を抑制する観点から、当面は現行の買入れスタンスを維持するとしたことにより、スムーズな政策変更に成功したと考えている。
- 5月の国債買入れの減額以降、海外金利対比で国内金利が上昇しやすくなっている。先行きの国債買入れの方針が必ずしも明確でない下で、毎回のオペ運営に対する予見可能性が低下し、タームプレミアムが拡大したことが寄与した可能性がある。
- 超長期ゾーンの需給悪化に伴い、イールドカーブがスティープ化している。

債券市場の機能度・流動性についての見方

- イールドカーブ・コントロールの柔軟化や枠組みの撤廃を経て、相対価格やヘッジ機能の観点からみた市場機能度には改善がみられている。
- 国債買入れ額が以前に比べて減少していることを受け、流動性は徐々に回復してきているが、大規模な国債買入れが継続していることやこれまでの国債買入れのストック効果もあることから、流動性は依然として低いと認識している。
- 国債買入れのストック効果などにより金利水準が抑制されているほか、金利先高観もあって、投資家は国債投資に慎重になっており、マーケットに厚みが無い状況と認識している。
- 超長期ゾーンはヘッジ手段が限定的であるもとの、現物とスワップの連動性が低下している点を懸念している。
- 市中残高が極端に少ない銘柄が、今後先物のチーペスト銘柄となることが見込まれるため、何らかの対応がとられるか注視している。

市場調節運営等

- 5月の国債買入れの減額はサプライズと受け止められ、国債買入れ運営の予見可能性が低下したように感じる。日々の市場調節に関する予見可能性を高めるような市場との対話や、情報発信をお願いしたい。
- 最近の需給動向等を踏まえると、5月の国債買入れ減額はサプライズではなかったが、減額のタイミングについて、市場から様々な意見が出ることはやむを得ないことだと思っている。
- 国債買入れ減額の規模やペース等の考え方が不明確であることが予見可能性の低さに繋がっている。今後、国債買入れ減額の考え方がより明確になることを期待している。
- 市場の流動性を改善させる観点からも、国債買入れの減額について、段階的に進めてほしい。
- 金融政策正常化に伴う金利上昇は望ましいが、急激な金利上昇はリスク要因となりうるため、緩やかな金利上昇を意識したオペ運営を行ってほしい。
- 超長期ゾーンの需給悪化が顕著であるにもかかわらず、超長期ゾーンの買入れが少ないと感じる。残存期間別の国債買入れ額について、国債市場全体のポートフォリオのウェイトに近づけるといった考え方もあるのではないかと。
- 国債買入れオペにおいて、買入対象の残存期間区分が細かいため、特定のゾーンで需給の歪みをもたらしている面もあると思う。残存期間区分を簡素化

することなどを通じて、イールドカーブの形成も市場へ委ねていくべきではないか。

- 国債補完供給について、先行きも既存の枠組みで継続されるのか、関心を持っている。

以 上

資 料

2024 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】 71 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（※）

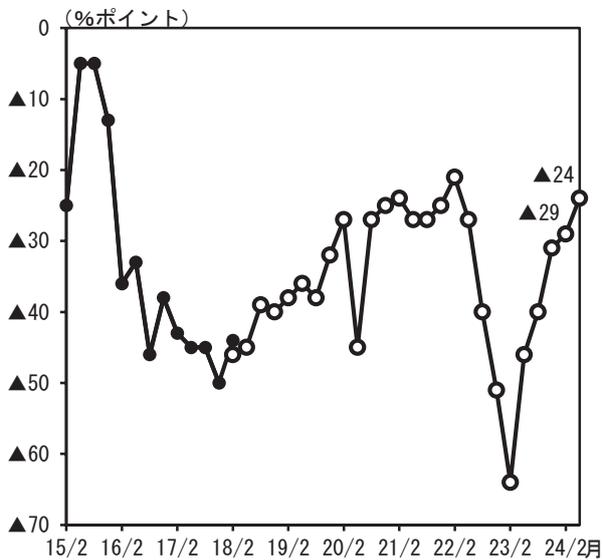
【公表方法】 本行ホームページに掲載

※ 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

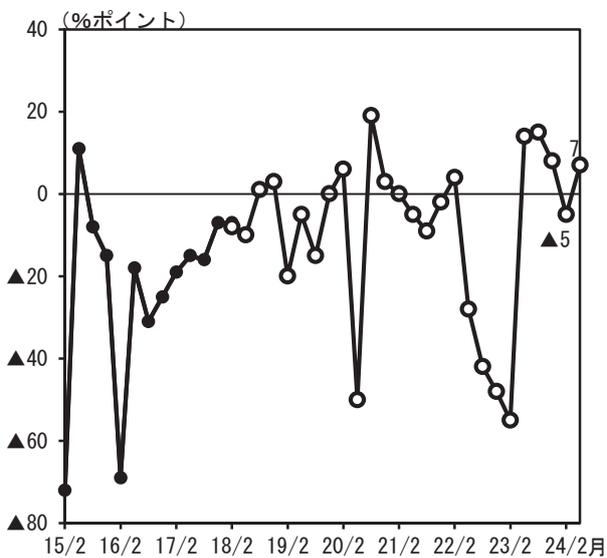
▽機能度判断 DI (現状)



(%、%ポイント)

「現 状」			
機能度判断		24/2 月	5 月
「高い」 - 「低い」		▲29	▲24
構 成 比	高い	1	7
	さほど 高くない	69	62
	低い	30	31

▽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		24/2 月	5 月
「改善した」 - 「低下した」		▲5	7
構 成 比	改善した	3	15
	さほど 改善して いない	89	76
	低下した	8	8

(注 1) 直近 2 回の回答期間は以下のとおり。

24/ 2 月 : 2 月 1 日 ~ 7 日

5 月 : 5 月 1 日 ~ 9 日

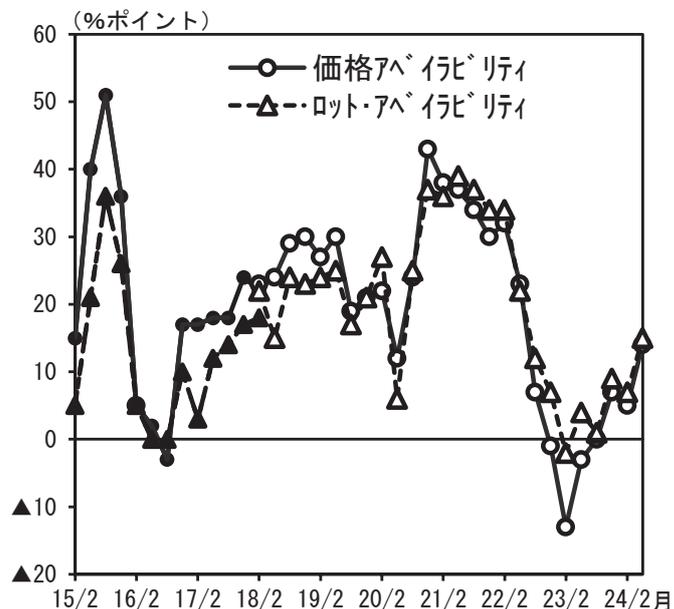
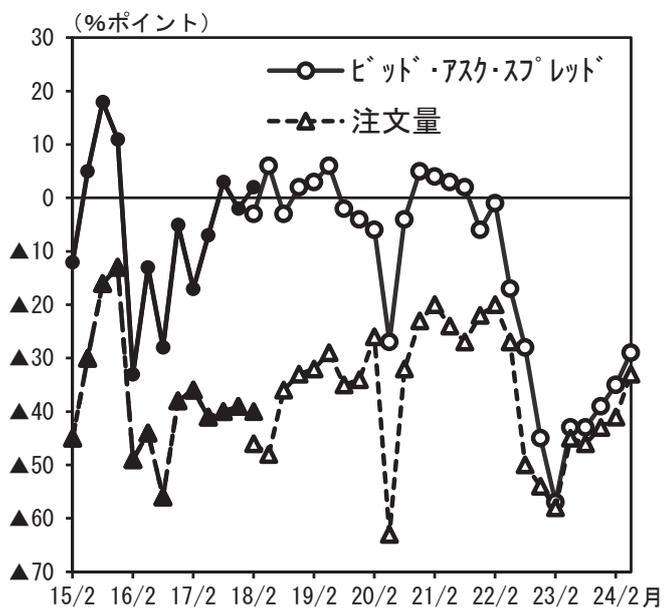
(注 2) 調査対象先は、2017/11 月調査までは国債売買オペア対象先のうち協力を得られた先。

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ア先を調査対象とした旧系列、白マーカーは、大手機関投資家を対象に追加した現行系列。（以降同様）

(図表2)

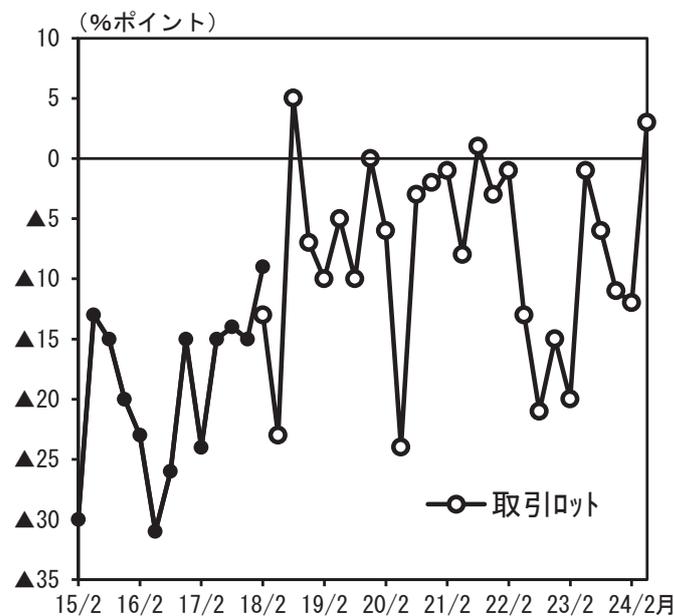
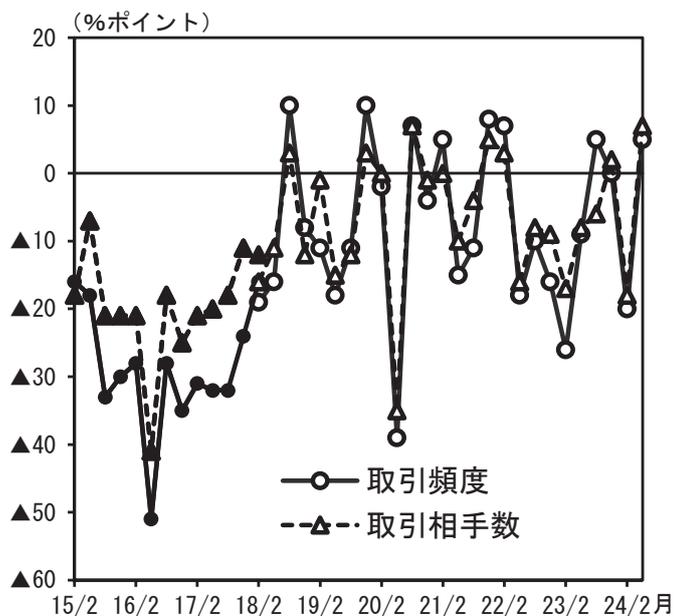
その他の判断DI (機能度・流動性に関する各論)

▽「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

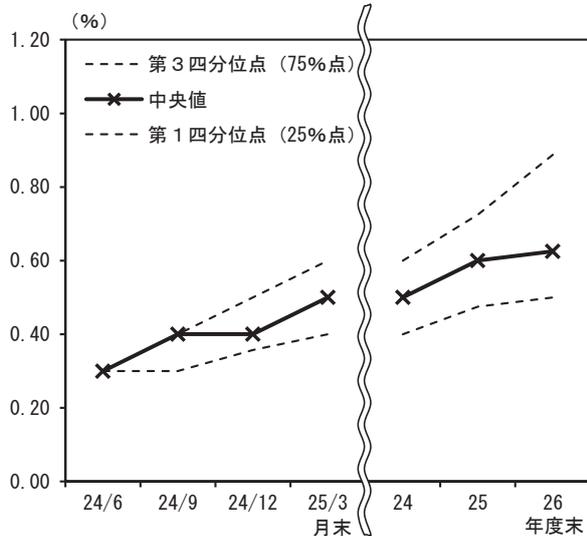


(注) 取引頻度、取引相手数、取引ロット : 「増加した」 — 「減少した」

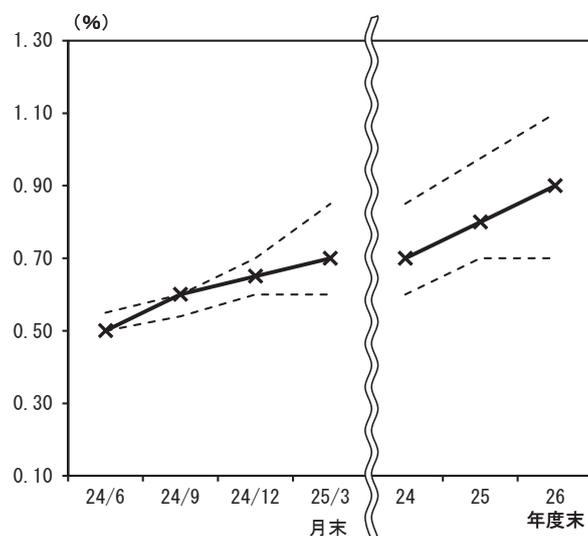
(図表 3)

長期金利の先行き見通し (24/5 月調査)

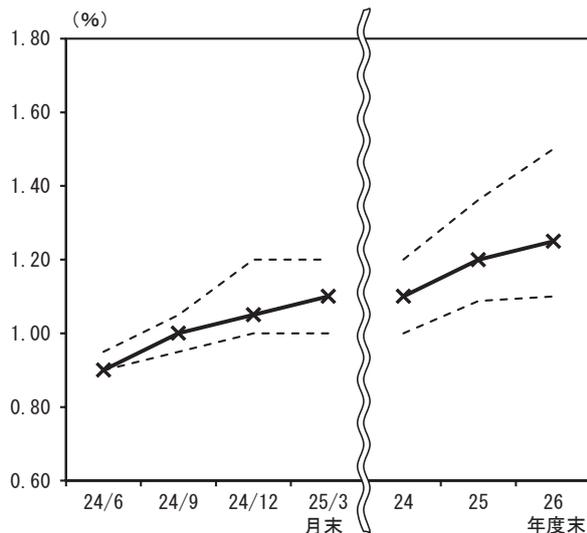
新発 2 年債



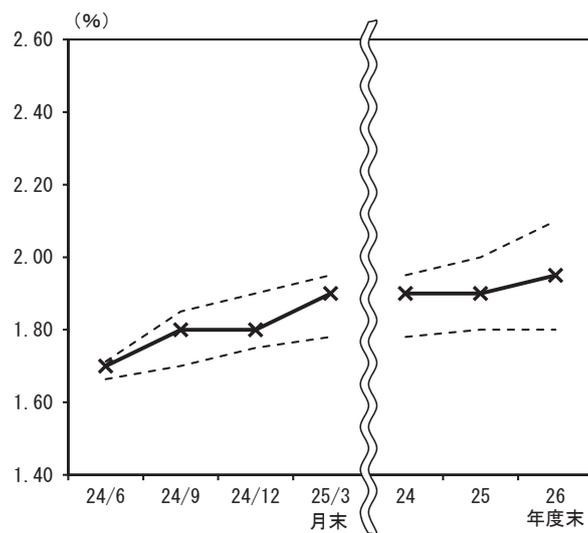
新発 5 年債



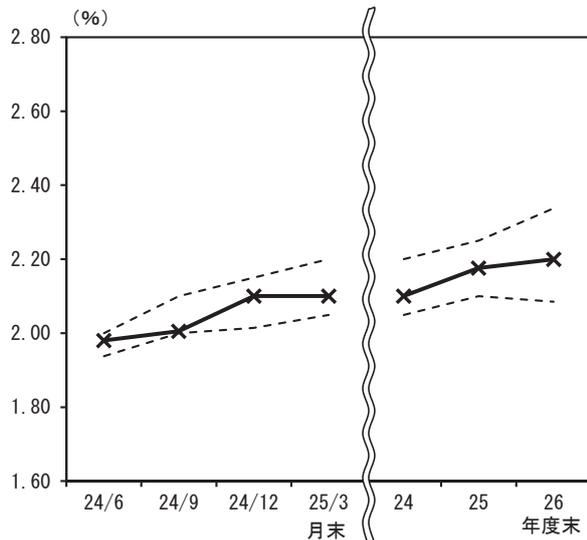
新発 10 年債



新発 20 年債

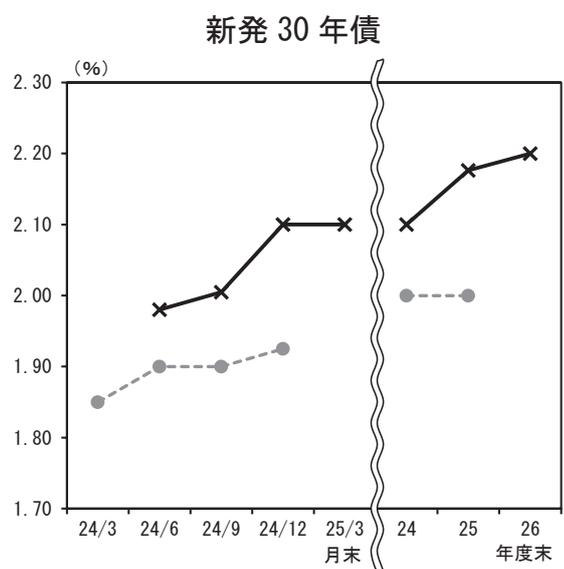
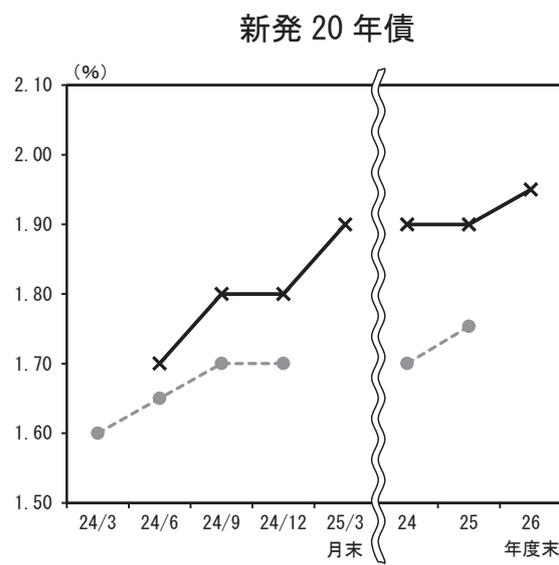
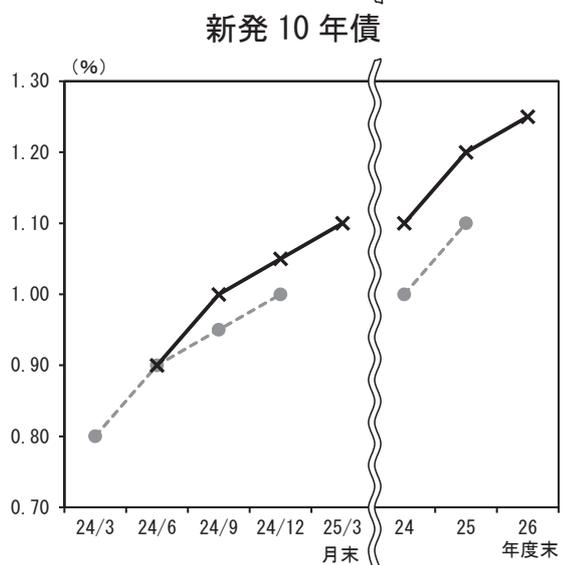
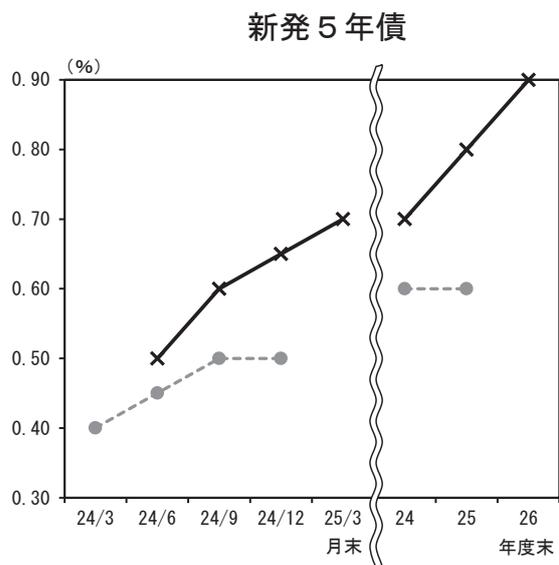
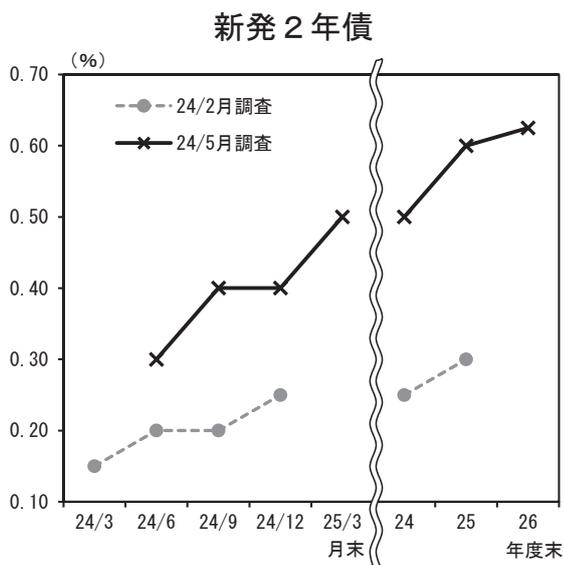


新発 30 年債



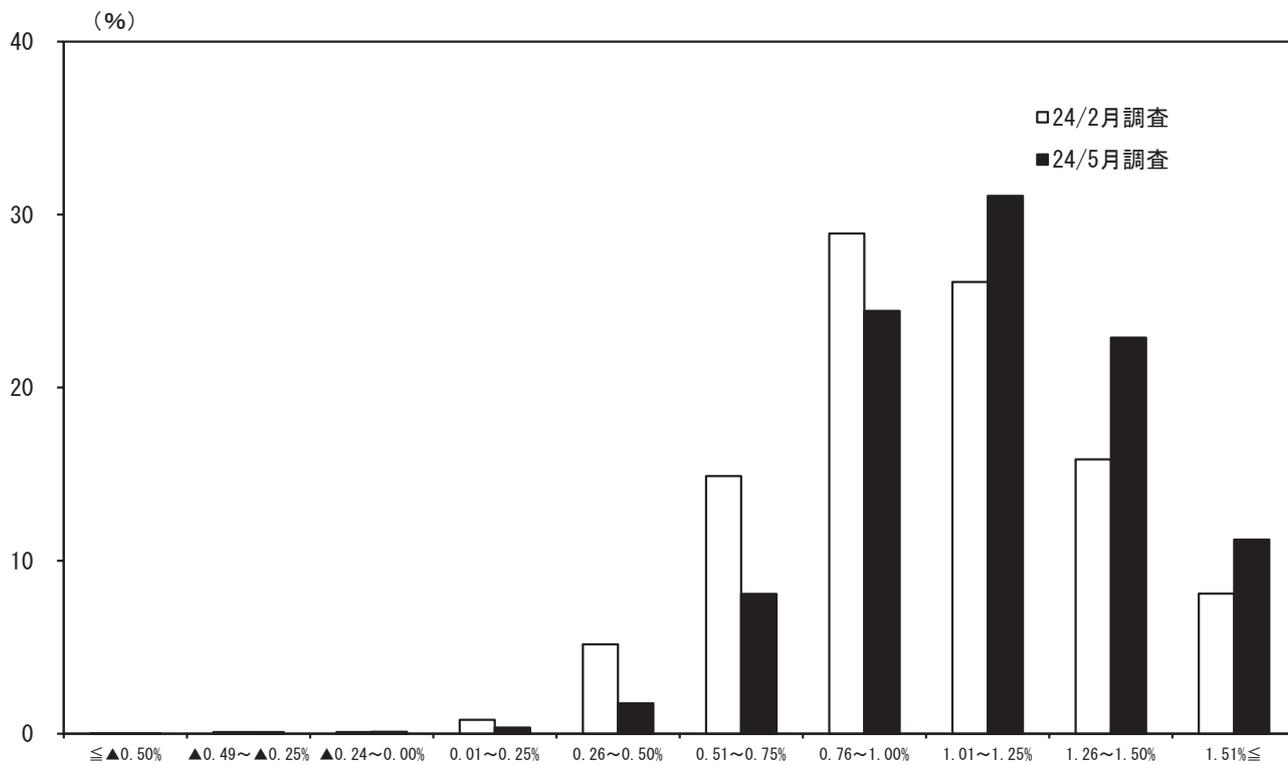
(図表4)

長期金利の先行き見通し (中央値)

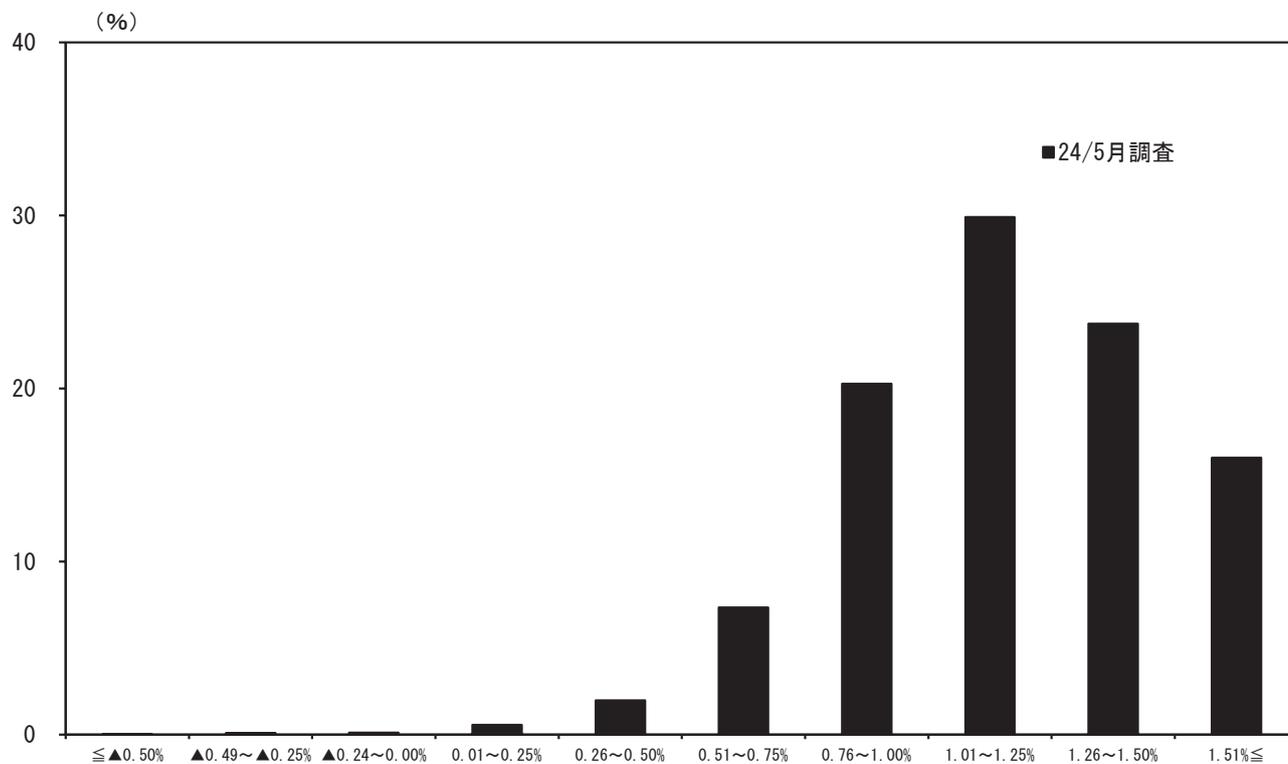


新発10年債利回りの確率分布

▽2025年度末



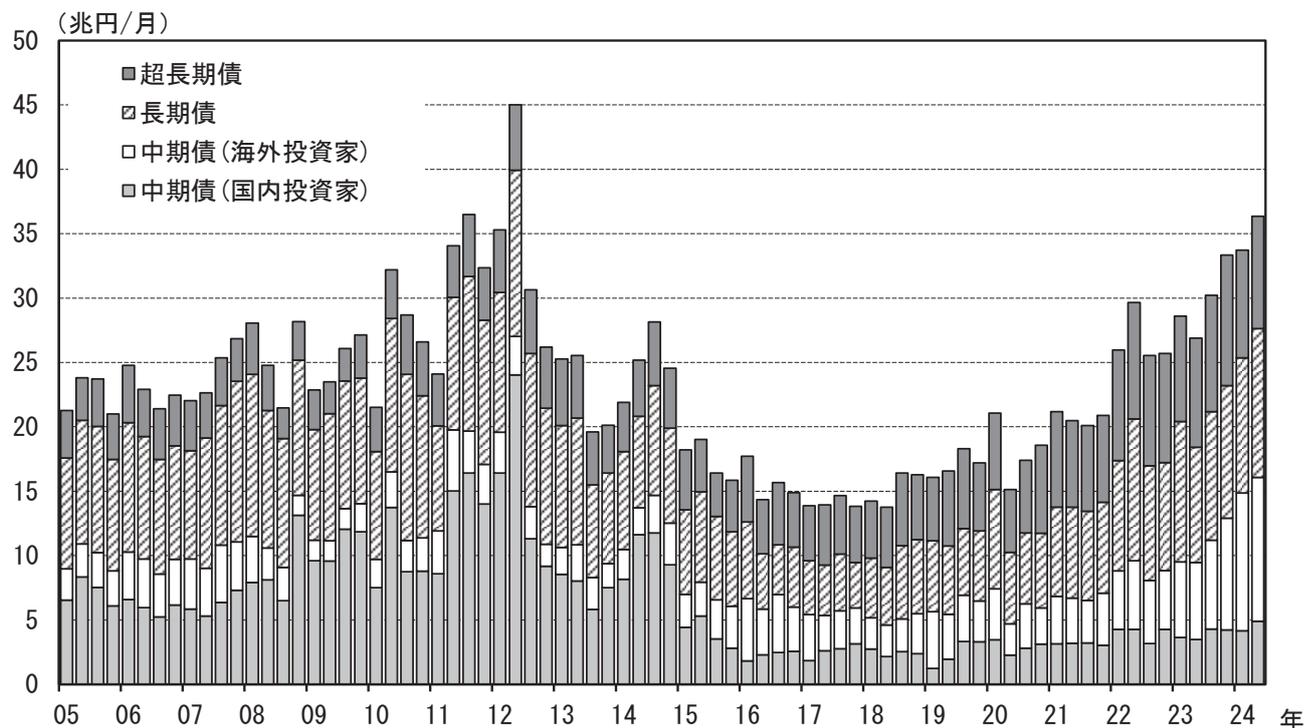
▽2026年度末



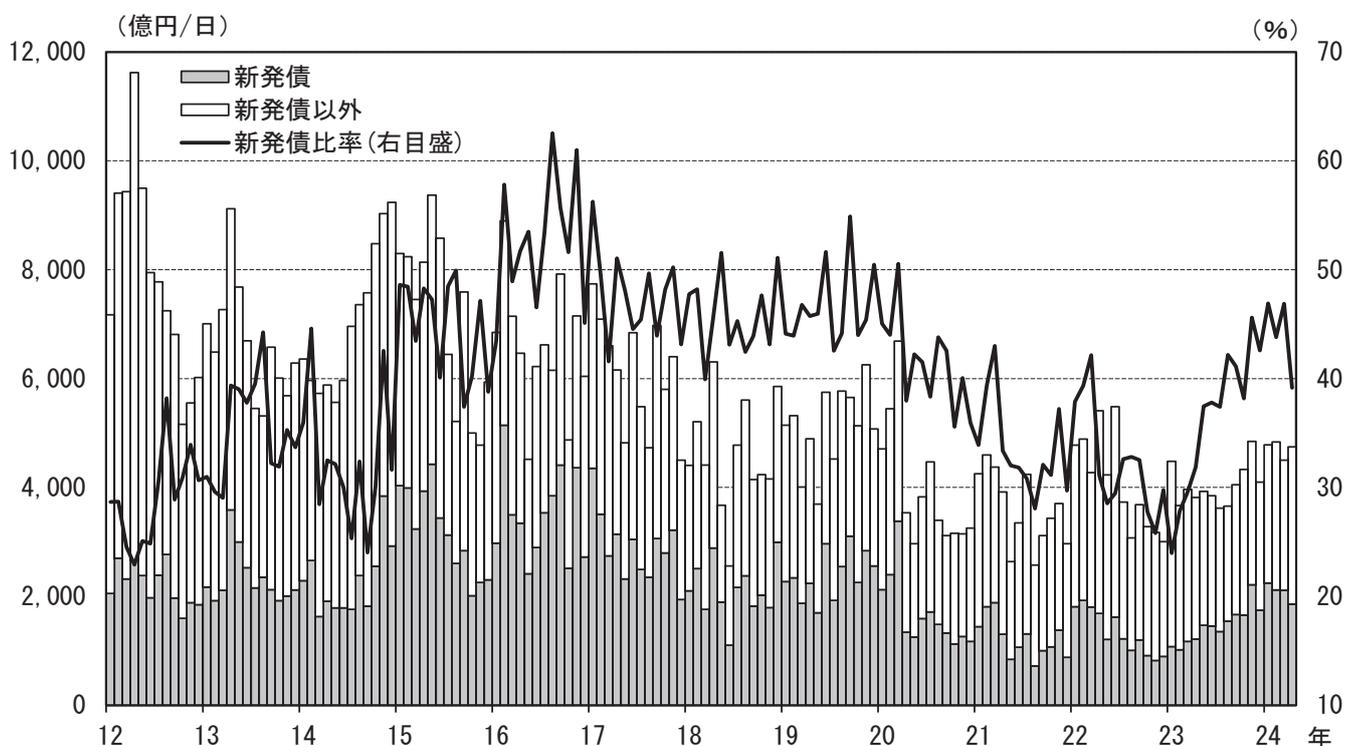
2. 国債市場の流動性

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)



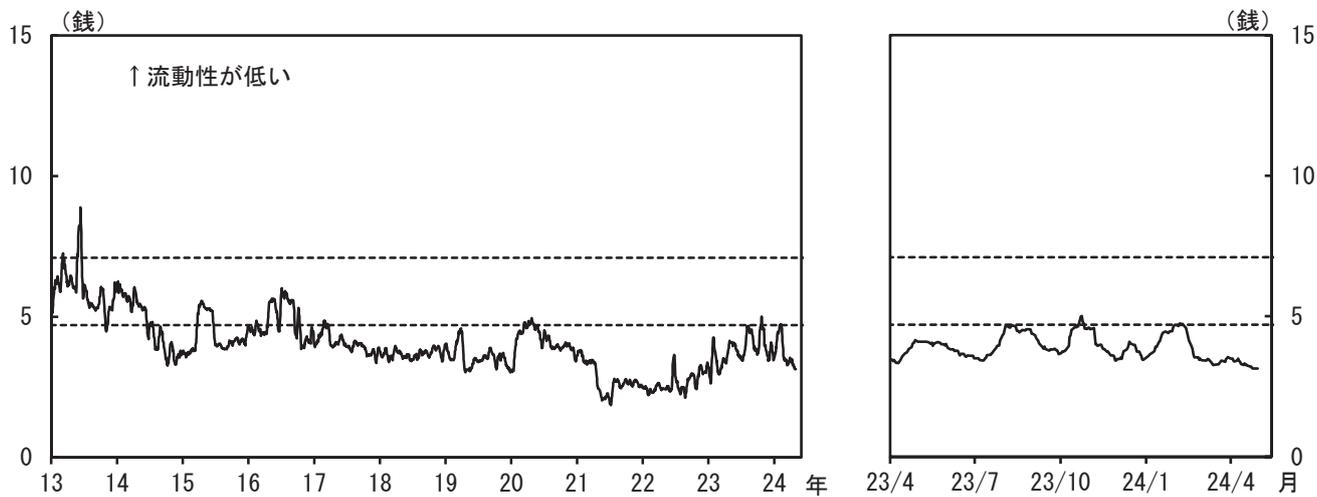
(注) 1. (1)は、顧客の国債グロス買入れ額。顧客は、都市銀行、地域金融機関、投資家（生保・損保、信託銀行、農林系金融機関、投資信託、官公庁共済組合）、外国人の合計であり、その他の主体（政府、日本銀行、ゆうちょ銀行、かんぽ生命、事業法人、その他金融機関等）を含まない。国庫短期証券等を除く。直近は4月。

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。

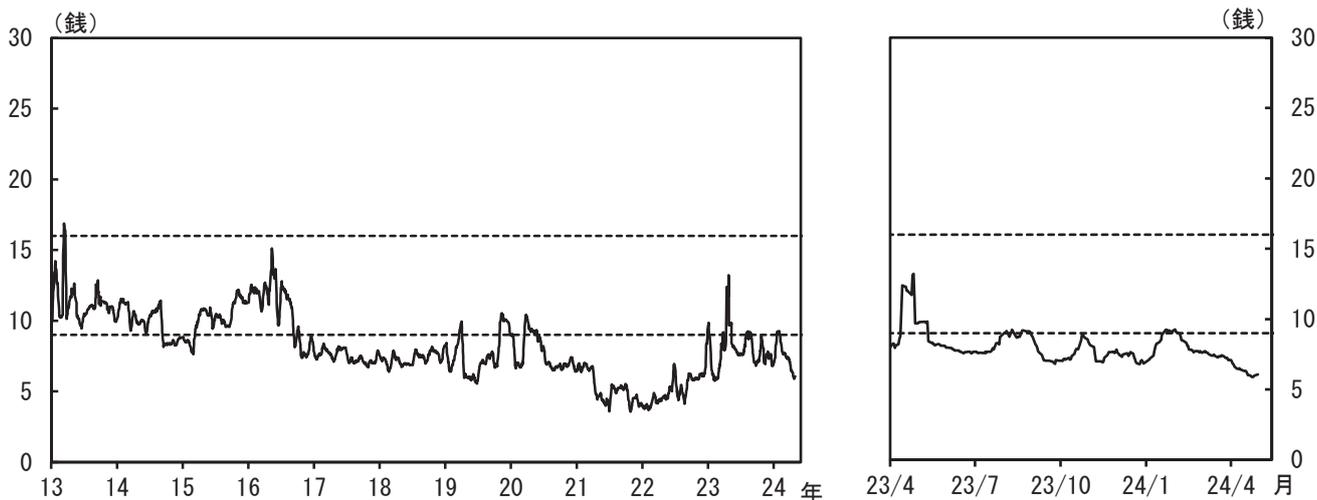
(出所) 日本証券業協会、QUICK、日本相互証券

現物国債市場 ディーラー対顧客取引の値幅の狭さ (tightness)

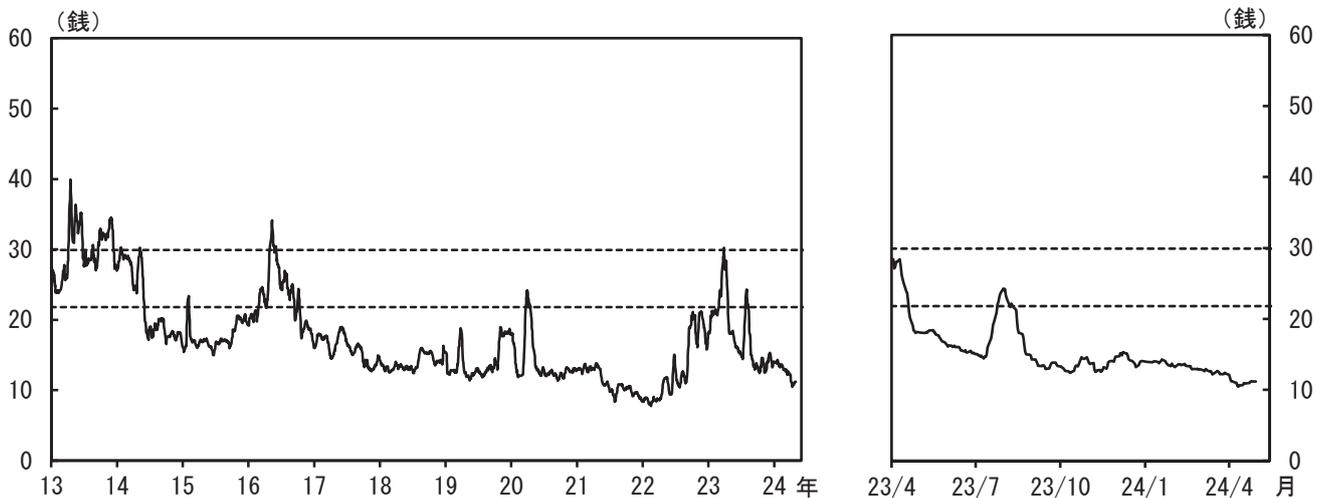
(1) ビッド・アスク・スプレッド (5年債)



(2) 同 (10年債)



(3) 同 (20年債)



(注) 1. 15時時点のTradeweb気配値。点線は、10/1~13/3月における第1四分位と第3四分位を示す。

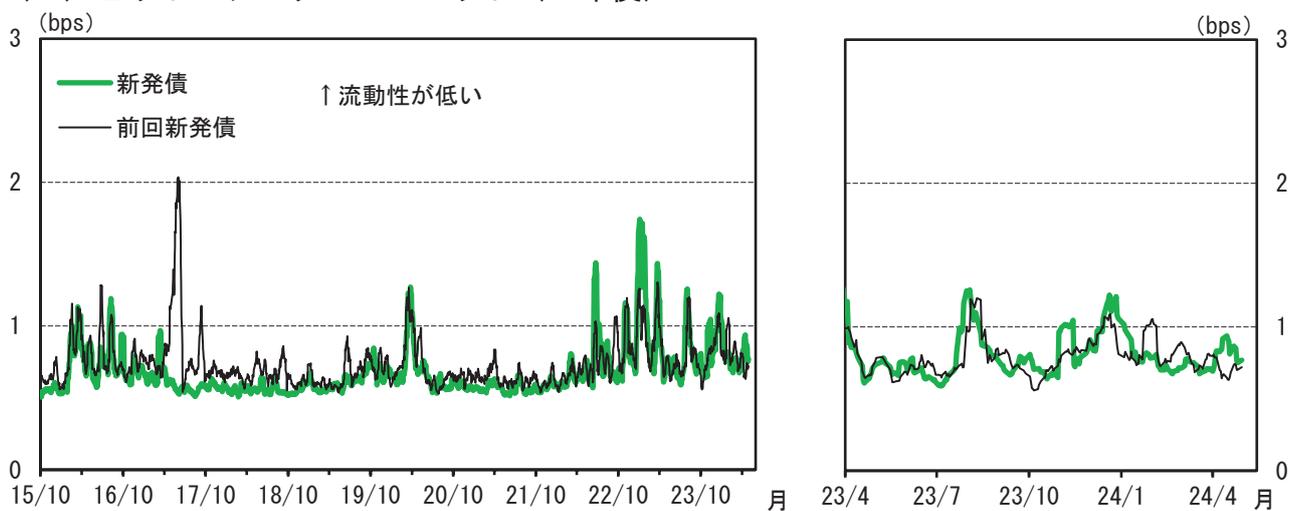
2. 後方10日移動平均。直近は4月末。

(出所) LSEG Eikon

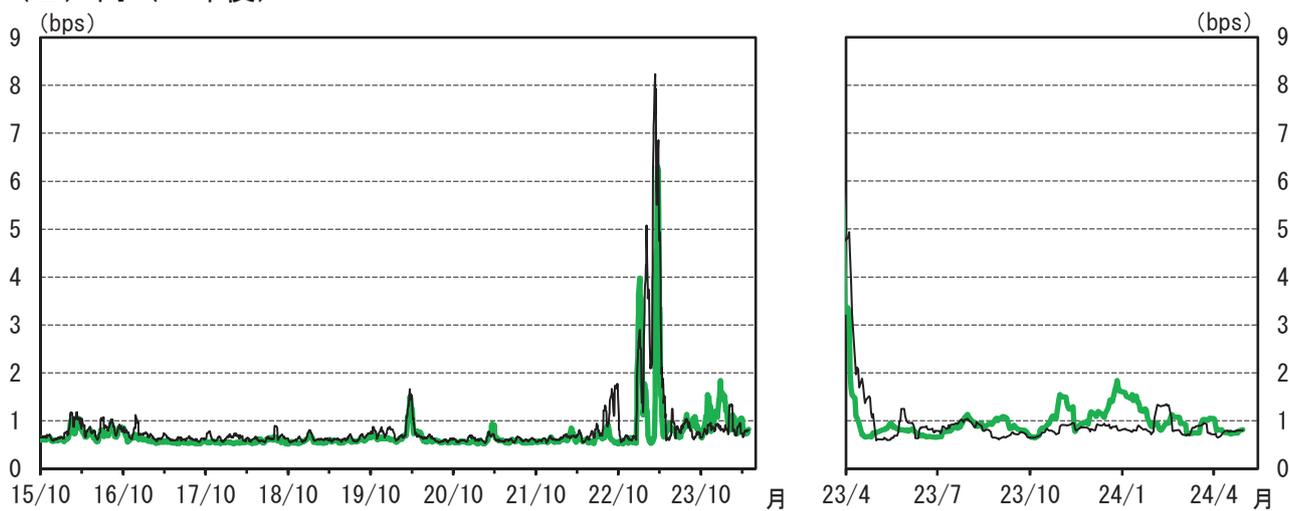
現物国債市場

ディーラー間取引の値幅の狭さ (tightness)

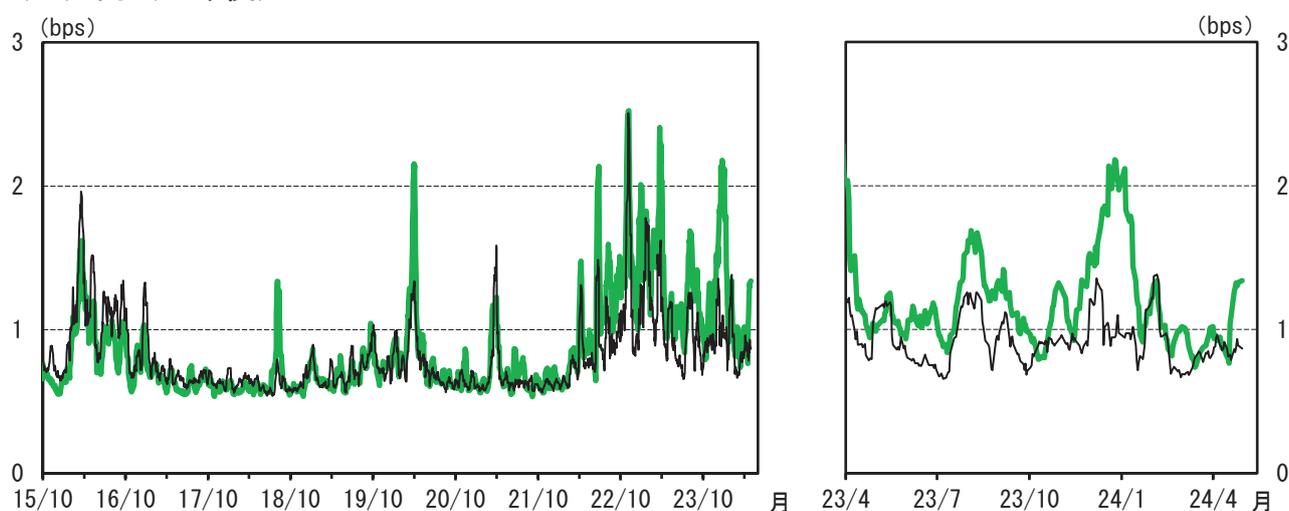
(1) ビッド・アスク・スプレッド (5年債)



(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。

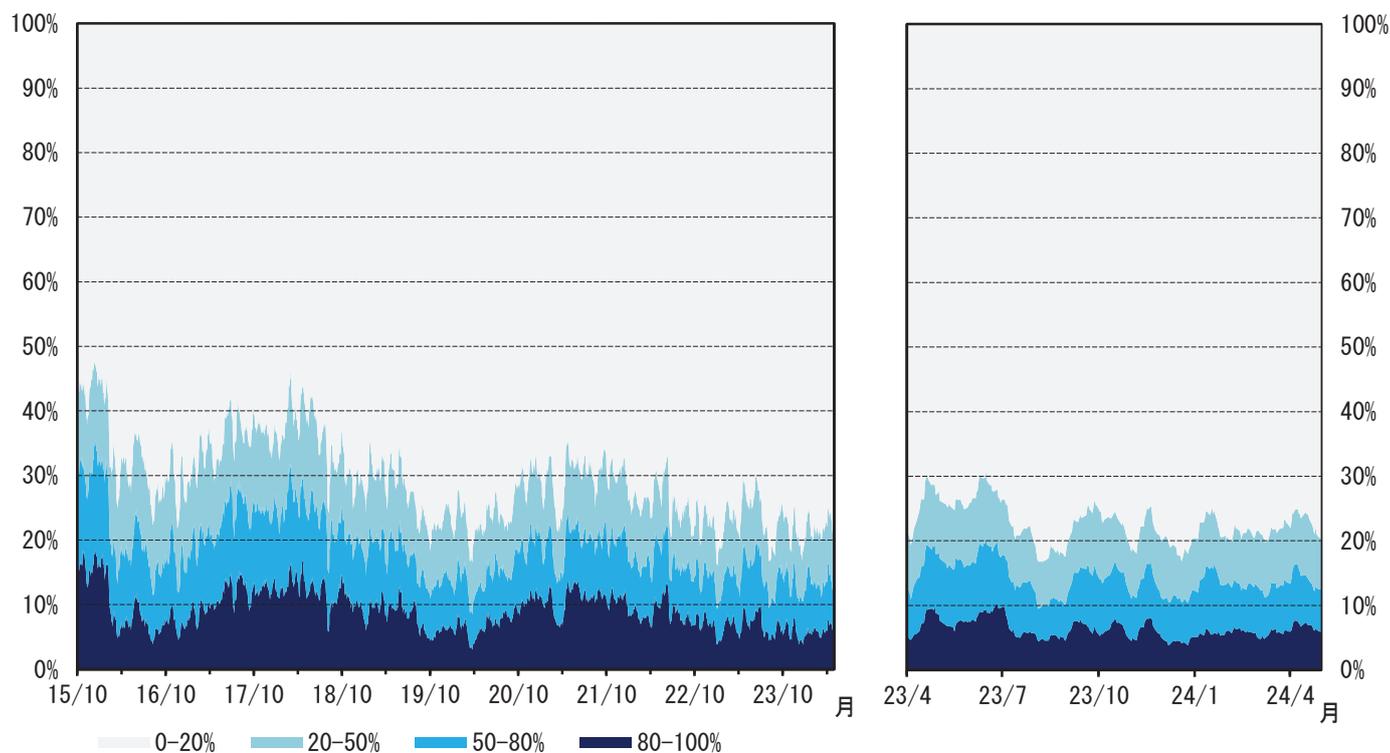
2. 後方10日移動平均。直近は4月末。

(出所) 日本相互証券

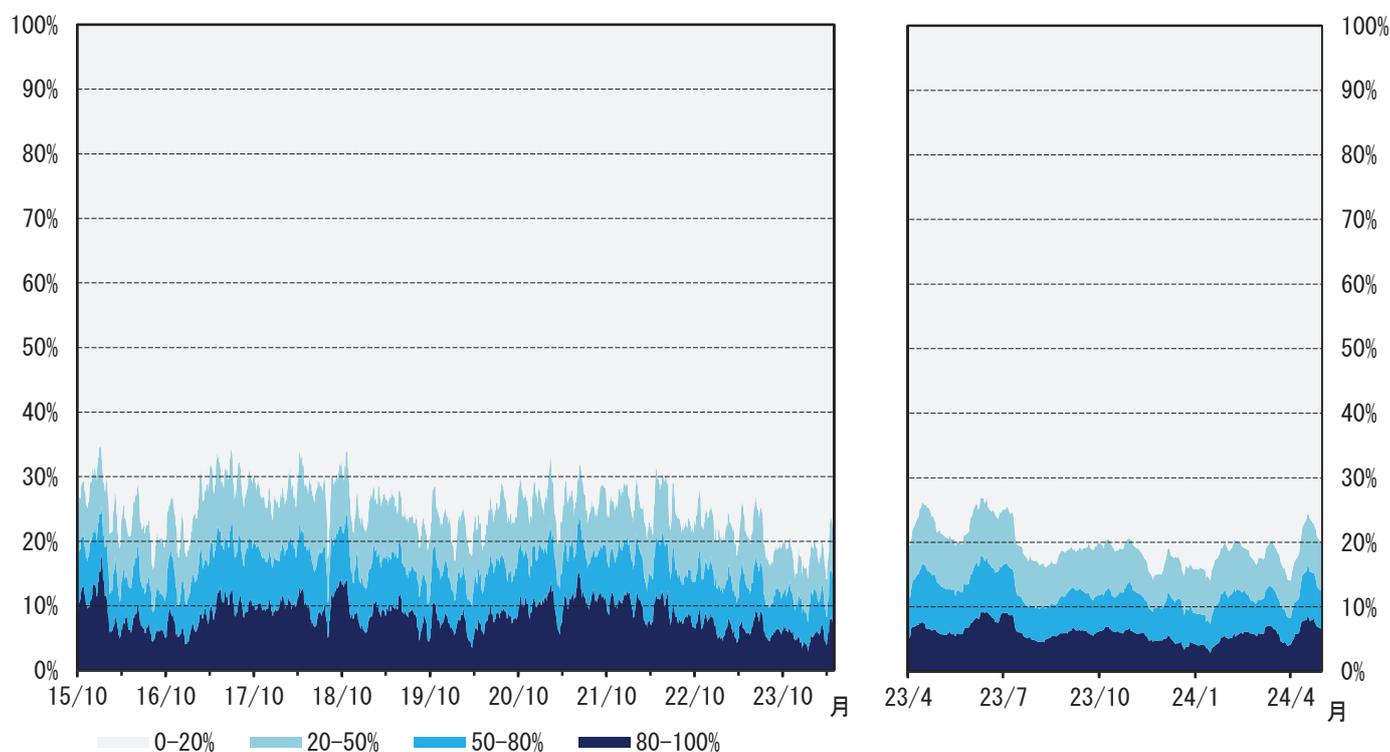
現物国債市場

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



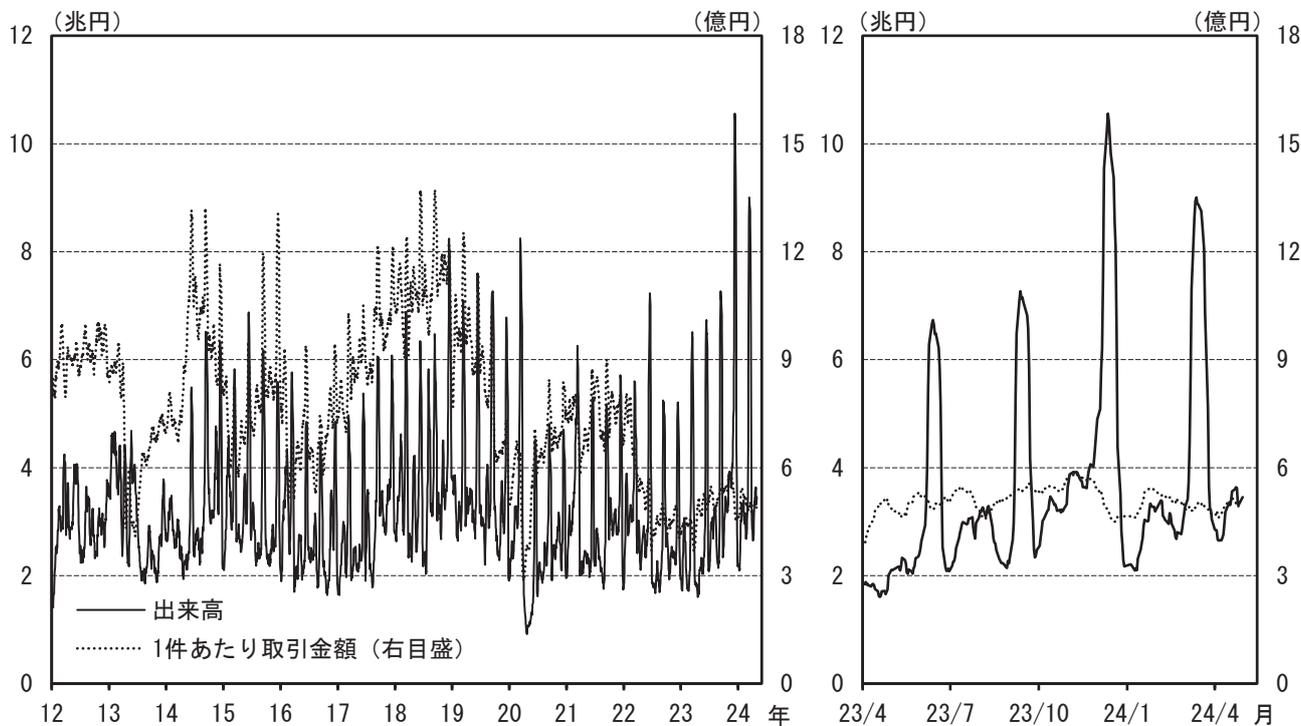
(2) アスク提示時間に応じた銘柄数の構成比



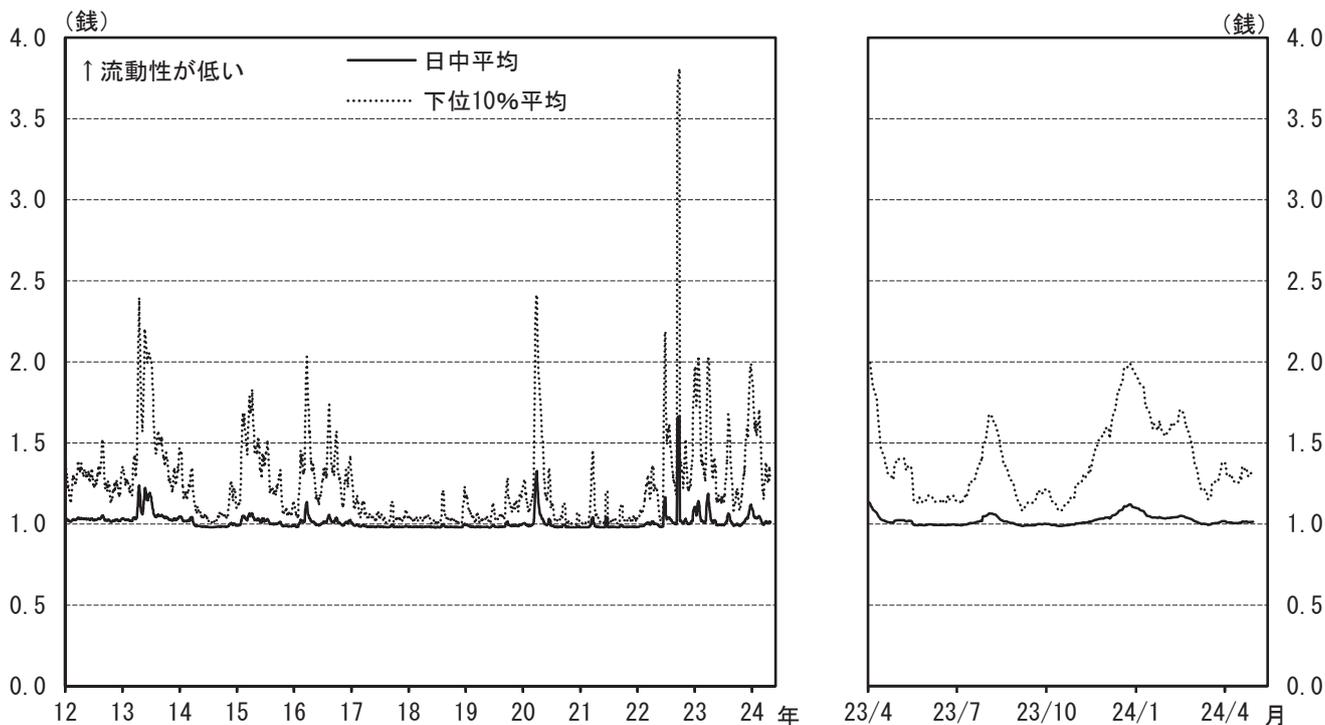
(注) 1. ビッド (アスク) 提示時間が、1日の取引時間に占める割合が、0~20%、20~50%、50~80%、80~100%である銘柄数の割合。
2. 後方10日移動平均。直近は4月末。
3. 1日の取引時間は、18/8/17日以前は7時間、18/8/20日以降は5時間20分に変更。18/8/20日から同30日までの移動平均値には、取引時間変更前後のデータが併存する点に留意を要する。

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



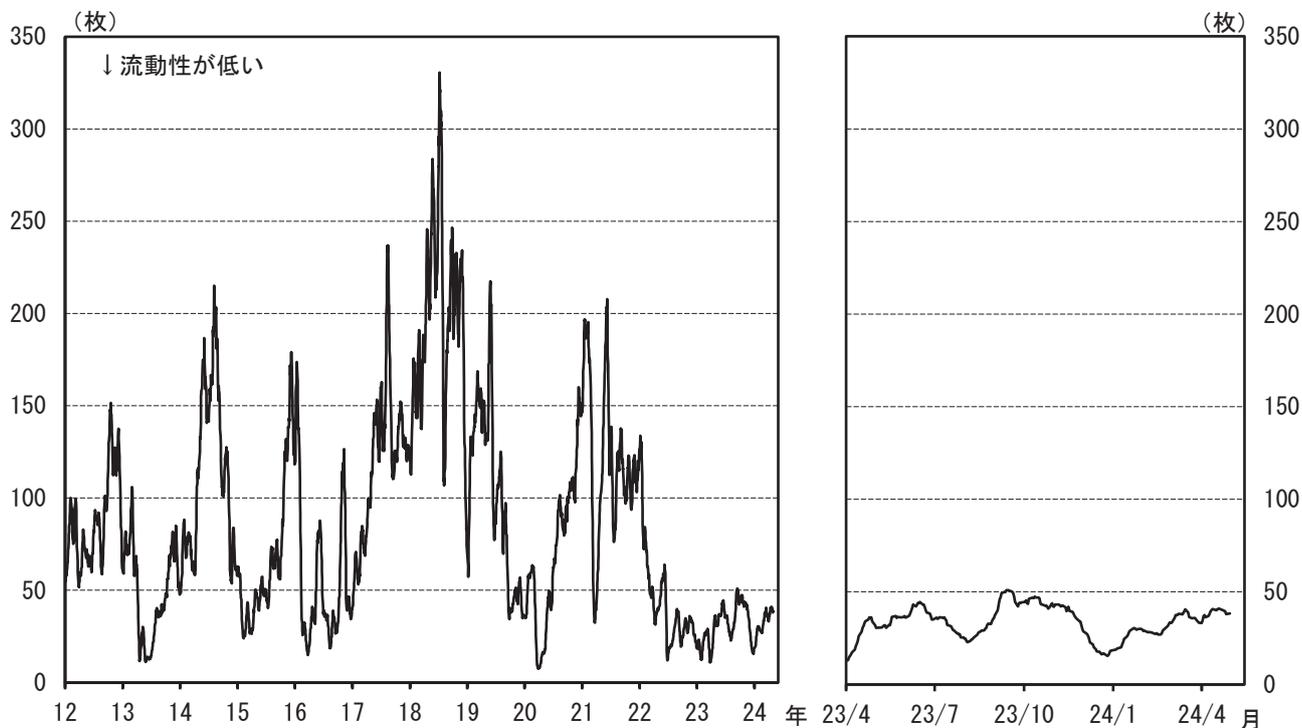
(注) 1. (2)の日中平均は、1分毎にビッド・アスク・スプレッドを求めて、平均したもの。下位10%平均は、1分毎のビッド・アスク・スプレッドのうち、スプレッドが大きい方から10%分を平均したもの。

2. (1)(2)ともに、後方10日移動平均。直近は4月末。

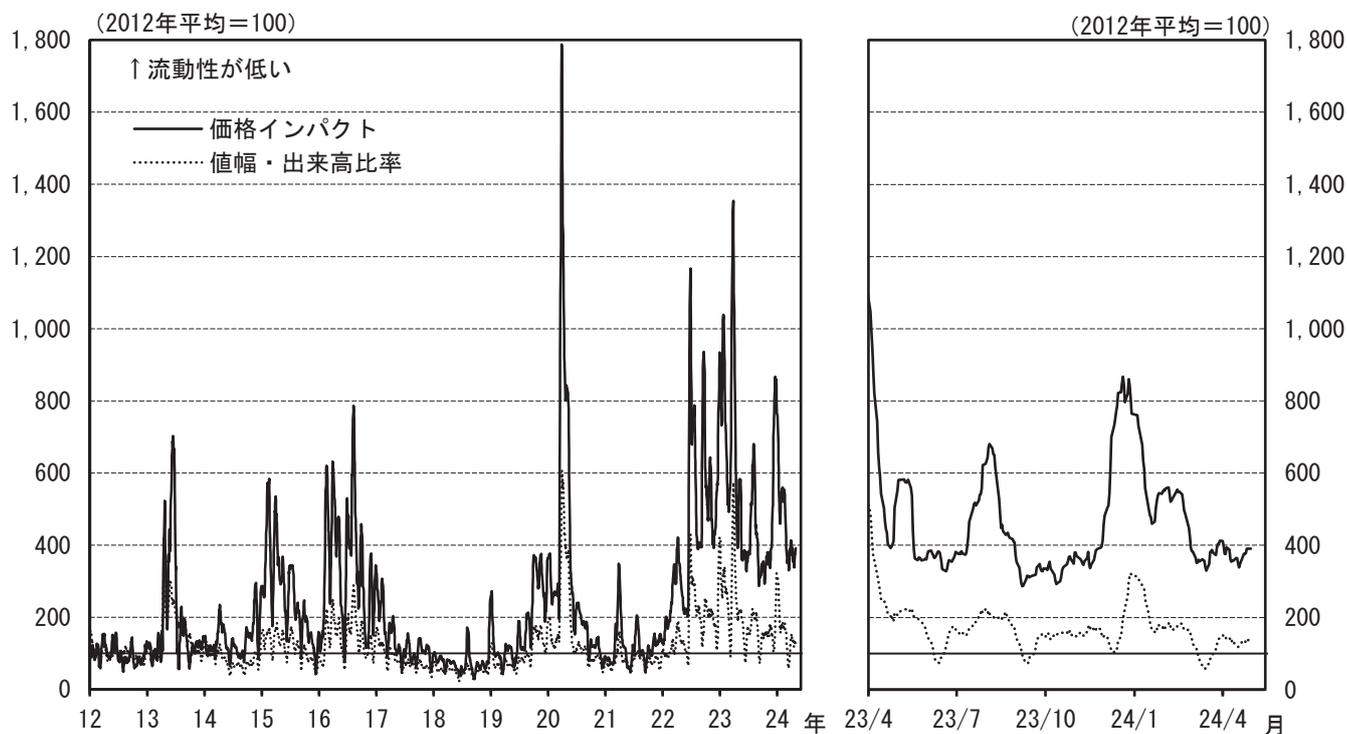
(出所) QUICK、大阪取引所、日本経済新聞社「日経NEEDS」

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



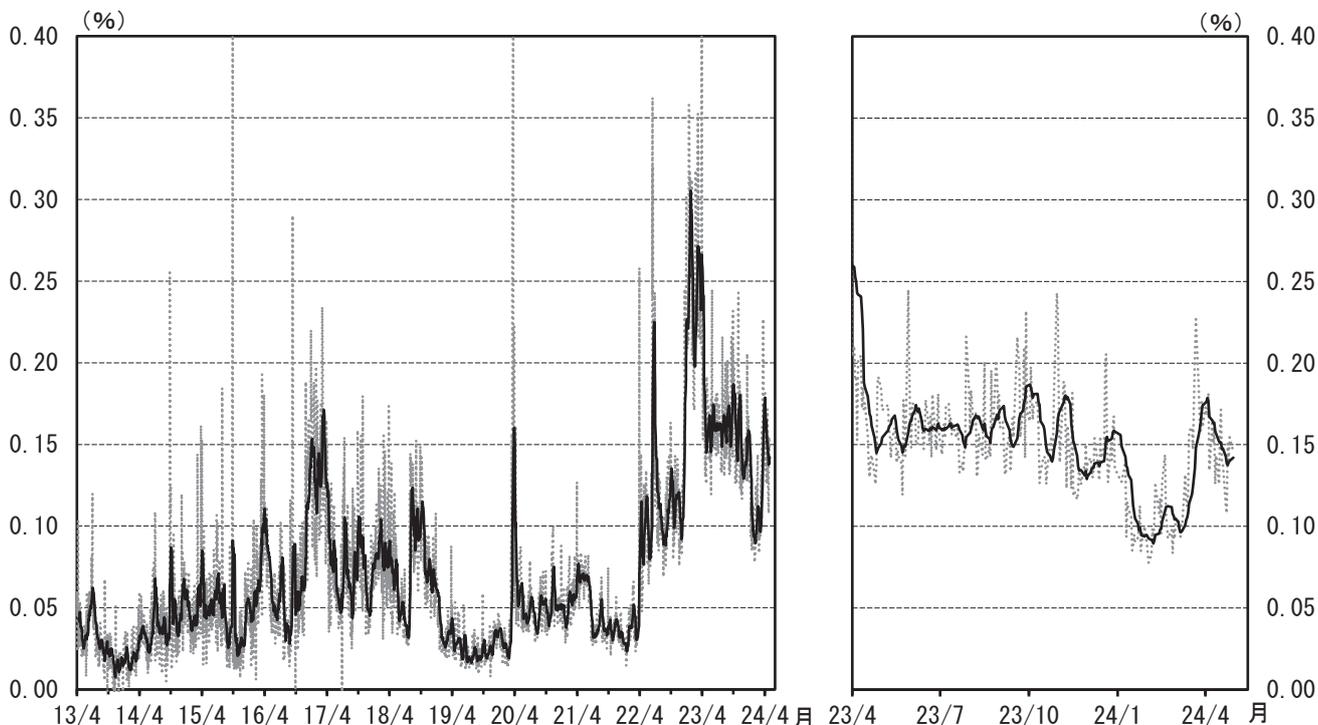
(2) 価格インパクト



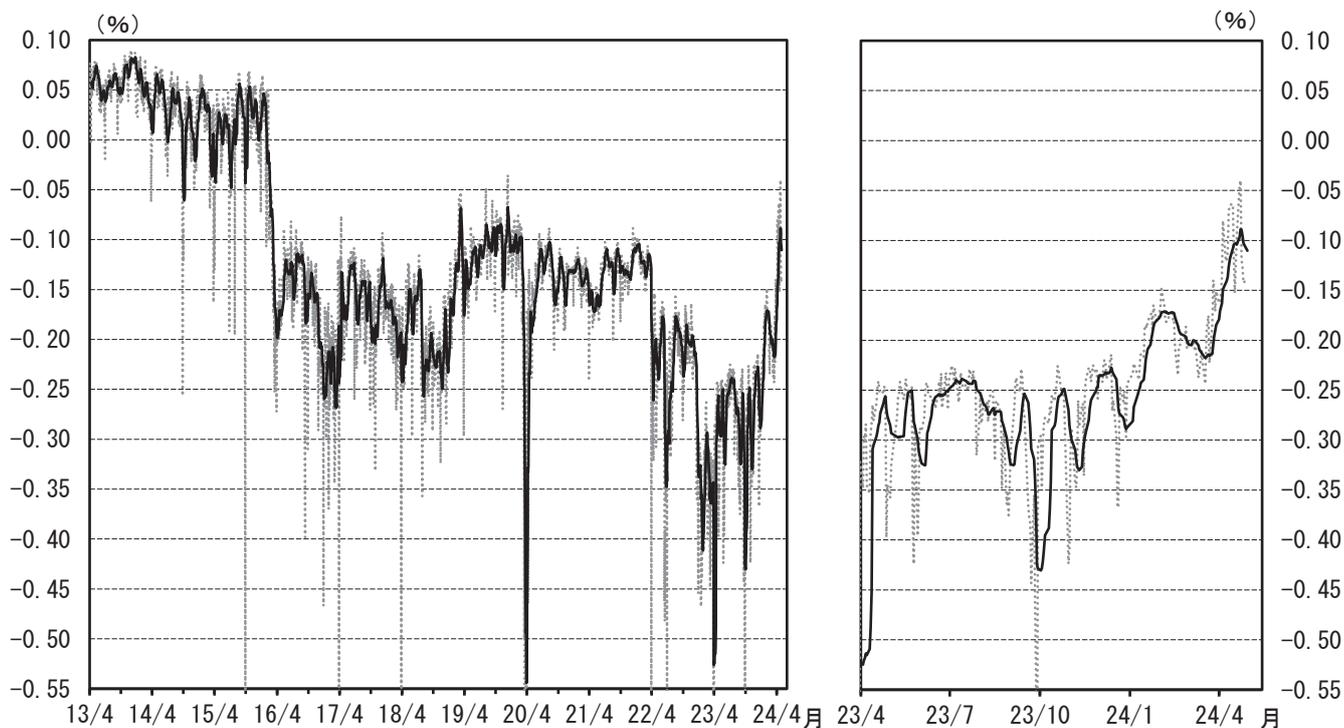
(注) 1. (1)は、1分毎にベスト・アスク枚数を求めて、その中央値をプロットしたもの。
2. (2)の価格インパクトは、5分毎に価格インパクトを求めて、平均したもの。値幅・出来高比率は、日中の値幅(最高値と最安値の差)をその日の出来高で除したもの。
3. (1)(2)ともに、後方10日移動平均。直近は4月末。
(出所) 日本経済新聞社「日経NEEDS」、QUICK、大阪取引所

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T/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、実線は後方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

金融政策の枠組みの見直しについて（抜粋）

— 2024年3月19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、賃金と物価の好循環を確認し、先行き、「展望レポート」の見通し期間終盤にかけて、2%の「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至ったと判断した。これまでの「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みおよびマイナス金利政策は、その役割を果たしたと考えている。日本銀行は、引き続き2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、短期金利の操作を主たる政策手段として、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営する¹。現時点の経済・物価見通しを前提にすれば、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている。

以上を踏まえ、金融市場調節方針等については、以下のとおりとすることを決定した。

(1) 金融市場調節方針

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。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す²。

(2) 長期国債の買入れ

これまでと概ね同程度の金額³で長期国債の買入れを継続する。長期金利が急激に上昇する場合には、毎月の買入れ予定額にかかわらず、機動的に、買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施する。

(3) 長期国債以外の資産の買入れ

①ETFおよびJ-REITについて、新規の買入れを終了する。

②CP等および社債等について、買入れ額を段階的に減額し、1年後をめどに買入れを終了する。

(4) 貸出増加支援資金供給等の新規実行分の扱い

貸出増加支援資金供給、被災地金融機関支援オペ、気候変動対応オペについては、貸付利率を0.1%、貸付期間を1年として実施する。貸出増加支援資金供給については、貸出増加額と同額までの資金供給が受けられる仕組みとする。

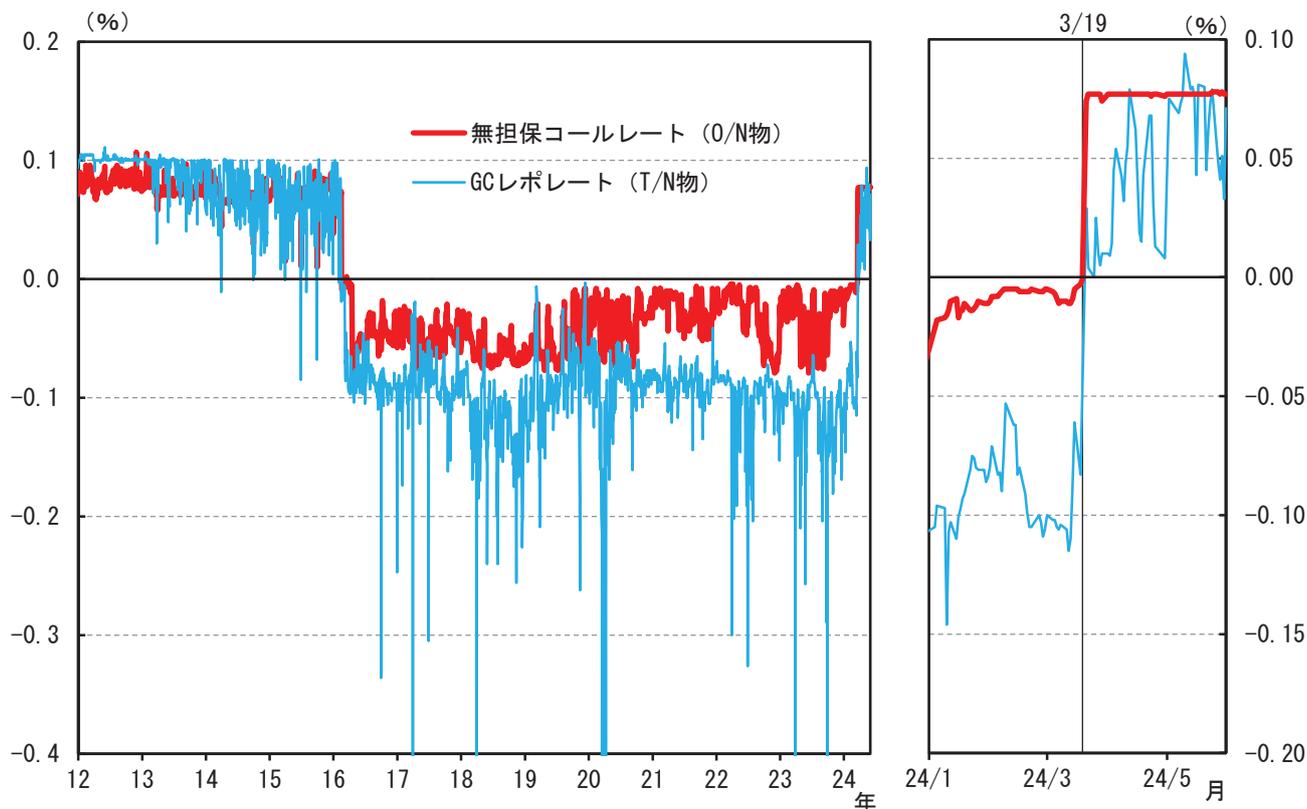
¹ マネタリーベースの残高に関するオーバーシュート型コミットメントについては、その要件を充足したものと判断する。

² この方針を実現するため、日本銀行当座預金（所要準備額相当部分を除く）に0.1%の付利金利を適用する。新たな金融市場調節方針および付利金利は、翌営業日（3月21日）から適用する。

³ 足もとの長期国債の月間買入れ額は、6兆円程度となっている。実際の買入れは、従来同様、ある程度の幅をもって予定額を示すこととし、市場の動向や国債需給などを踏まえて実施していく。

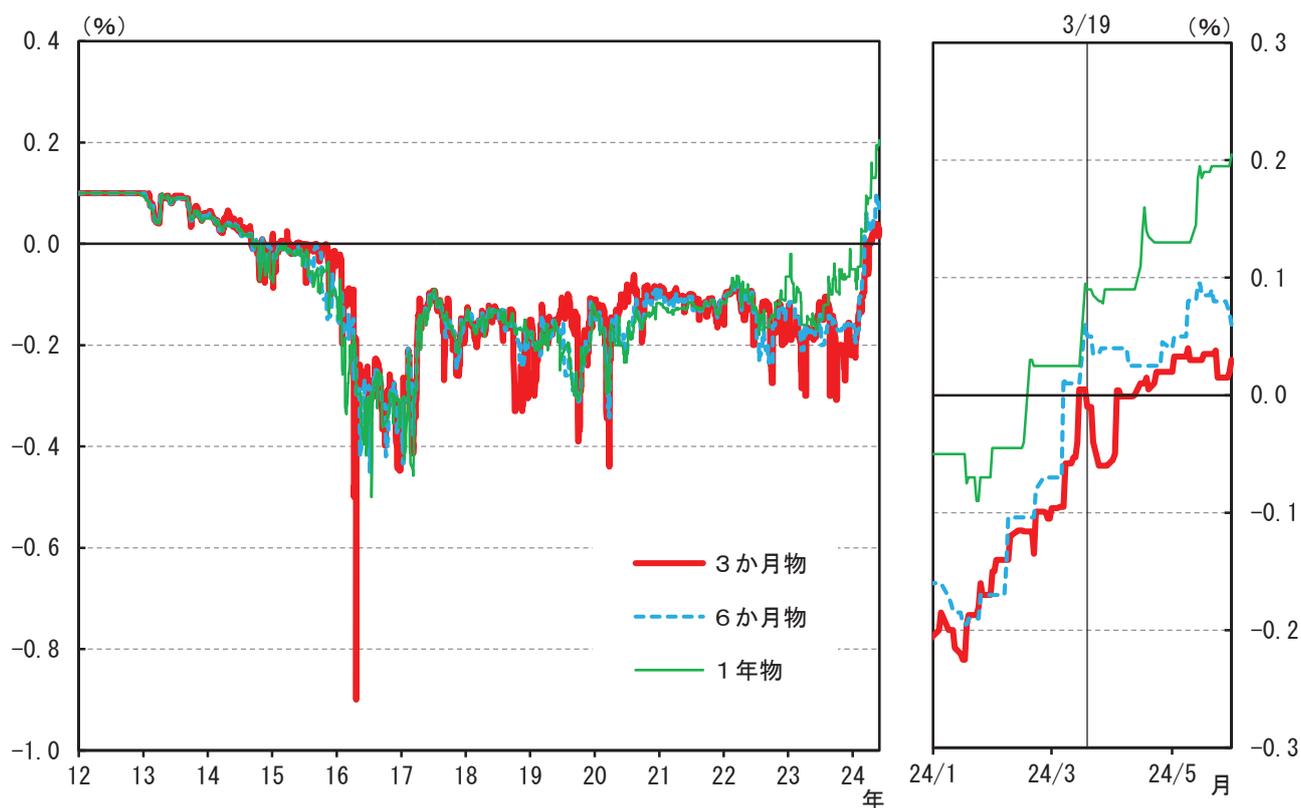
短期金利

(1) 短期金利



(注) 12/4/20日以前のGCレポレートはS/N物。

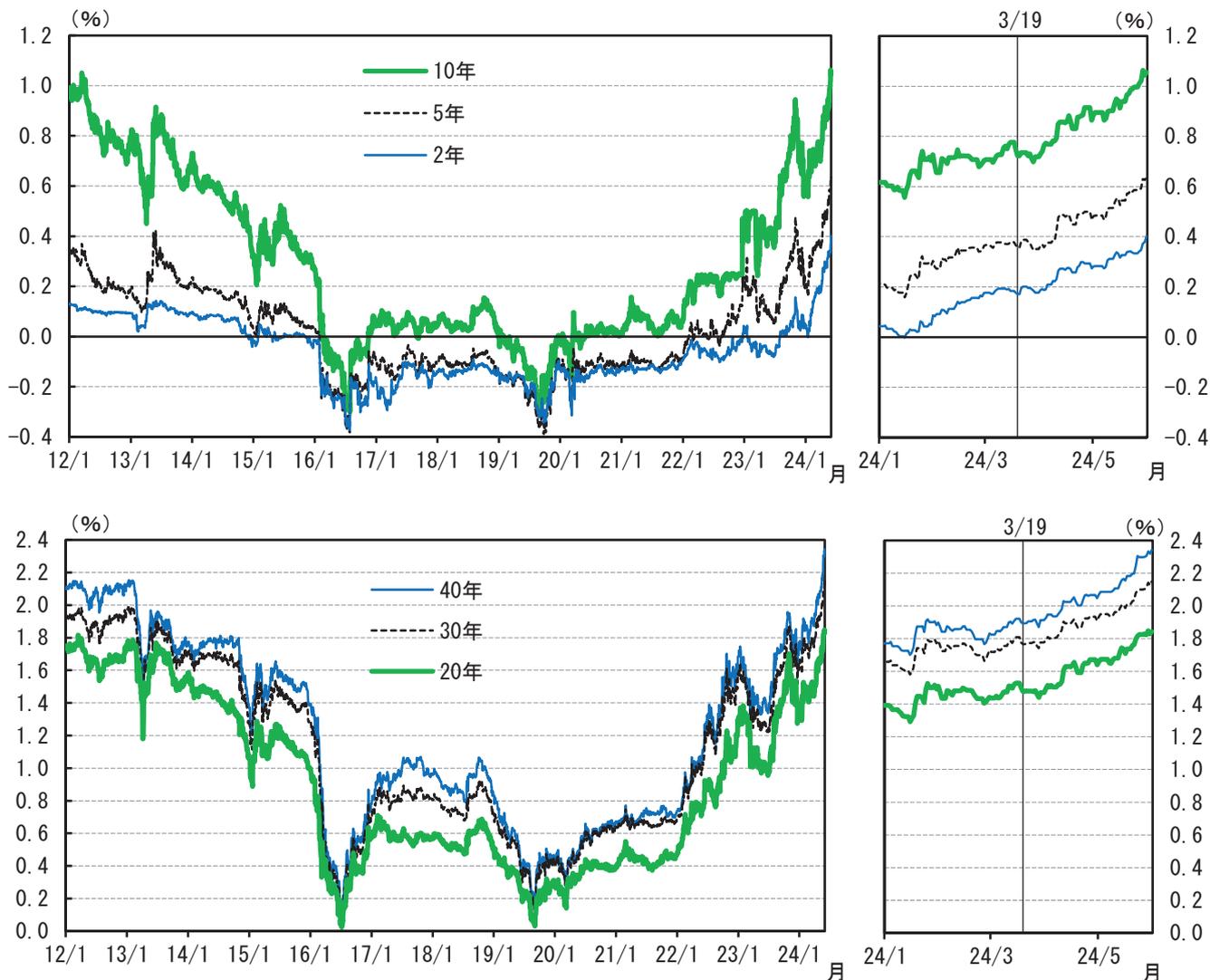
(2) 国庫短期証券の利回り



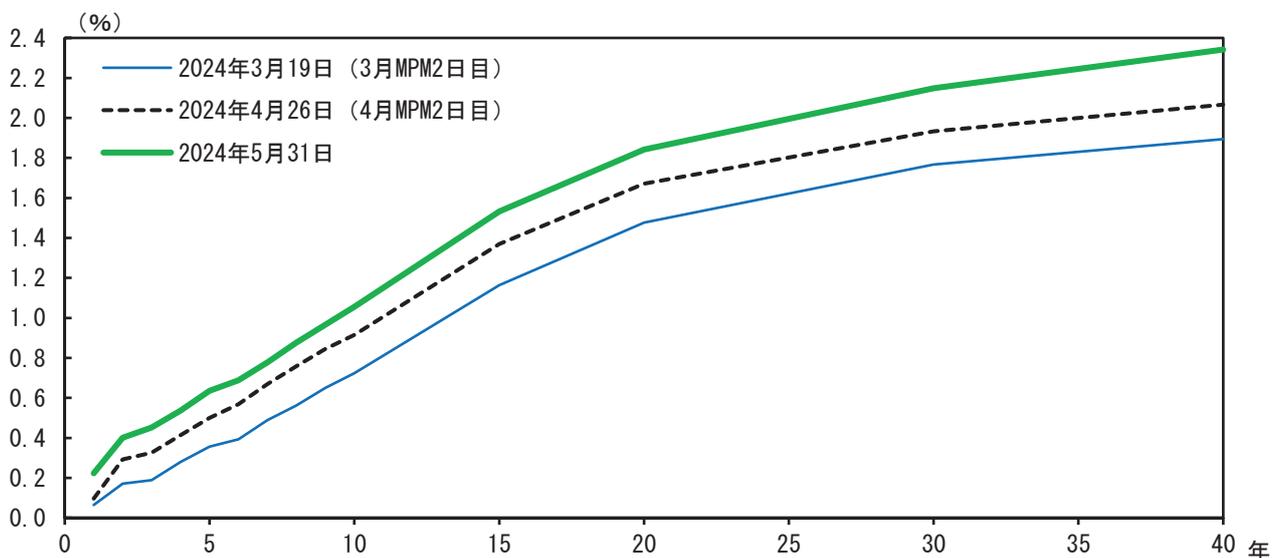
(出所) 日本証券業協会、日本銀行、日本相互証券

長期金利

(1) 長期金利の推移



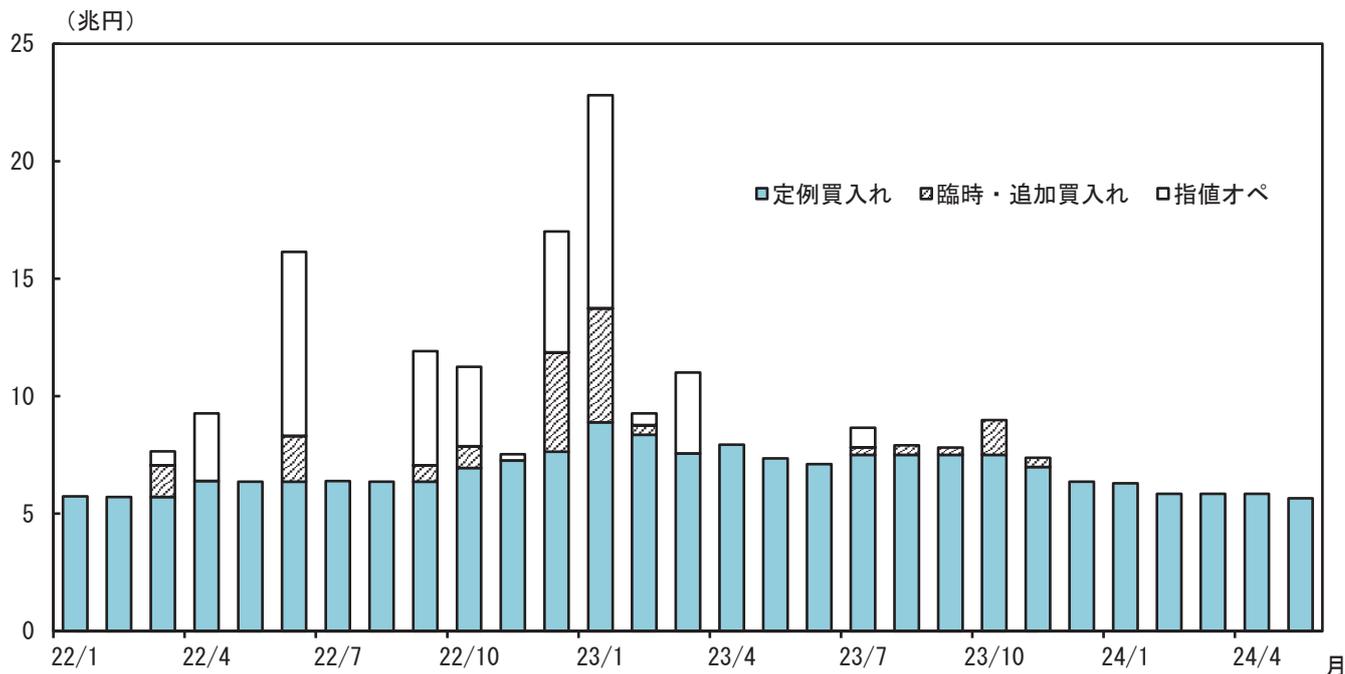
(2) イールドカーブ



(注) 複利ベース。
(出所) LSEG Eikon

国債買入れの運営

(1) 国債買入れ額の推移 (22/1月以降)



(2) 最近の定例の国債買入れ

残存期間	1回当たりオファー金額 (億円)	オファー金額 (億円)				
		5月7日	5月13日	5月17日	5月23日	5月31日
1年以下	1,500	1,500	—	—	—	—
1年超3年以下	3,000~4,500 <3,750>	3,750	3,750	3,750	3,750	—
3年超5年以下	3,500~5,000 <4,250>	4,250	—	4,250	4,250	4,250
5年超10年以下	4,000~5,500 <4,750>	—	4,250	4,250	4,250	4,250
10年超25年以下	1,000~2,000 <1,500>	1,500	1,500	—	—	1,500
25年超	500~1,000 <750>	—	—	750	—	750

(注) <>内は中央値。

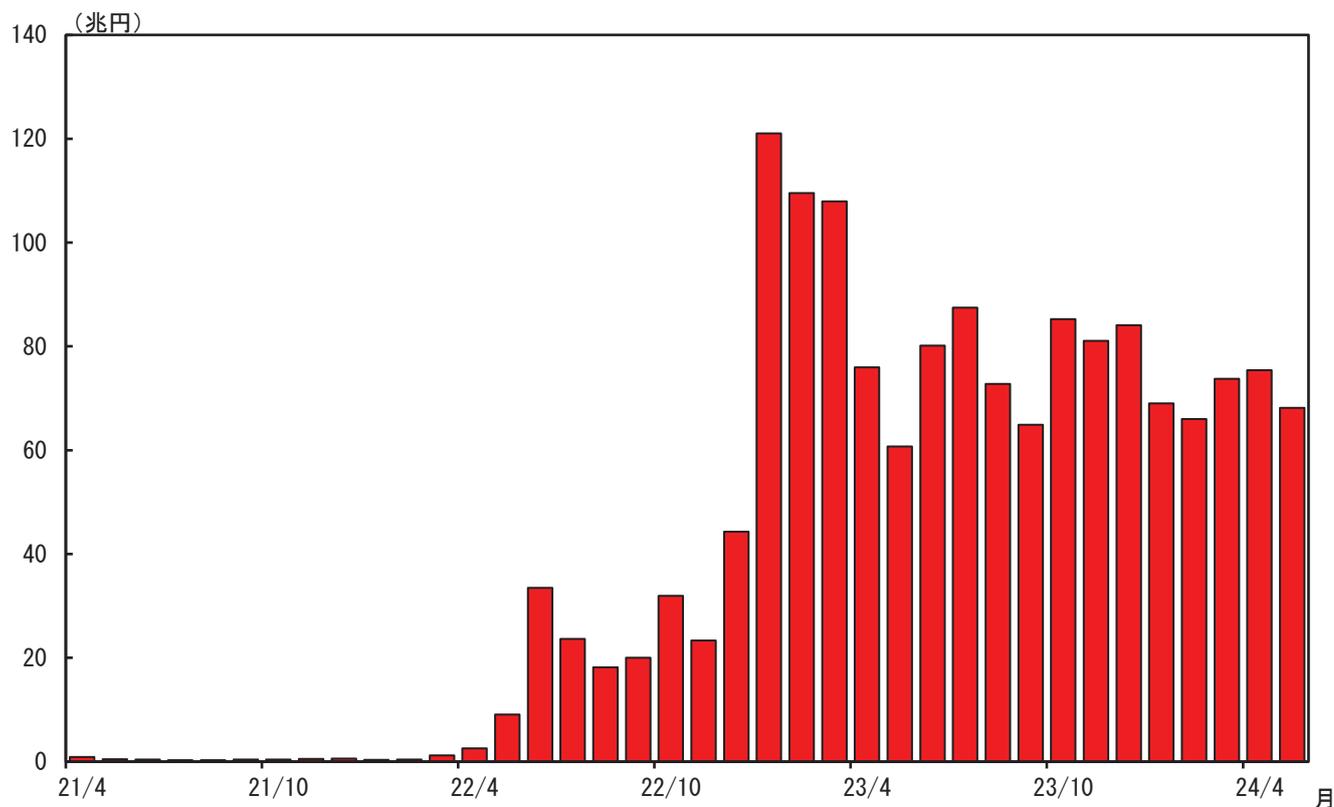
(3) クライメート・トランジション (CT) 債の買入れ

日付	対応内容
23/12/7日	CT債の国債売買等のオペ等や担保受入れにおける取扱いを対外公表
24/2/14日	10年CT 1回債入札
2/21日	国債買入れオペにおいてCT債の買入れを開始
2/27日	5年CT 1回債入札
5/28日	10年CT 2回債入札

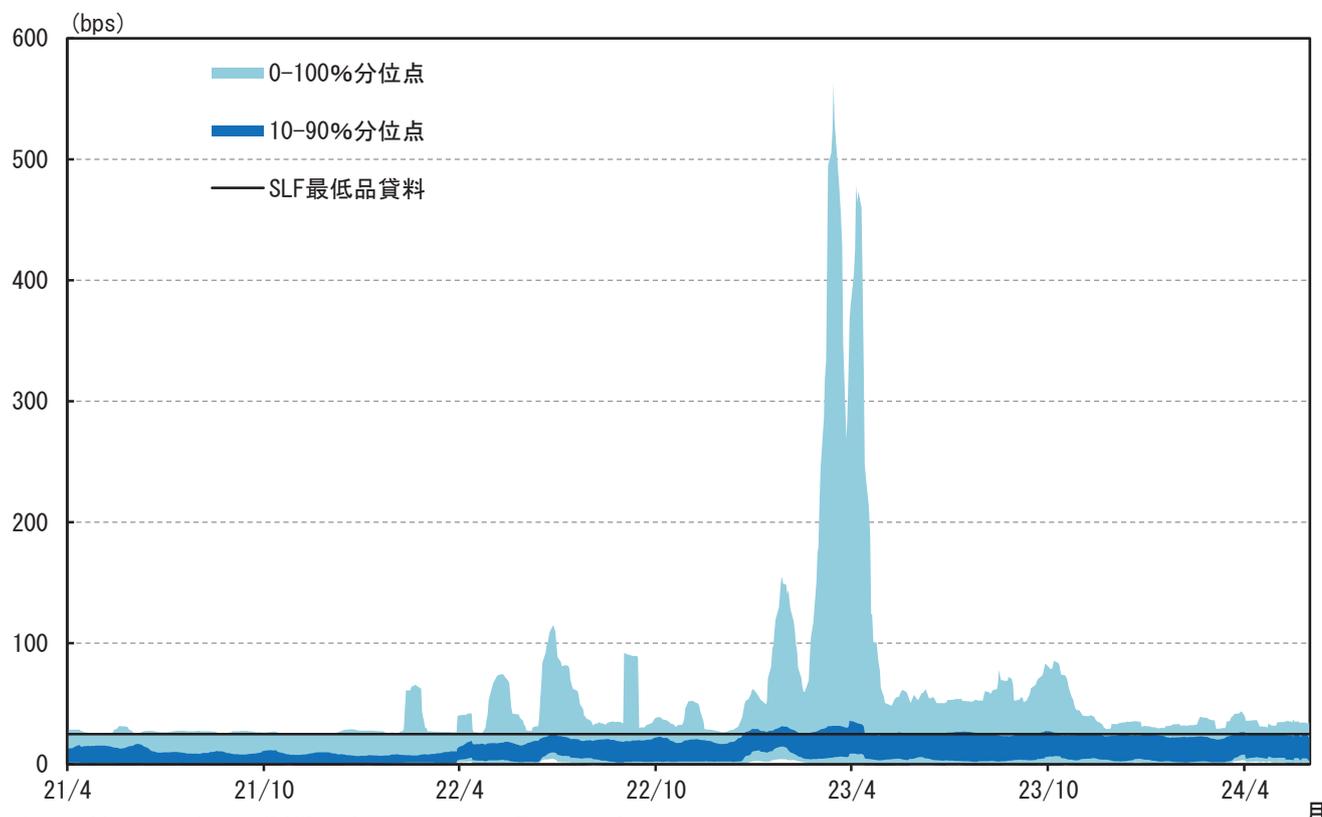
(出所) 日本銀行

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。

(注3) SLF最低品賃料は、銘柄によってレートが異なる場合は最も低いレートを記載。

(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)

日本銀行のバランスシート項目

(単位：兆円)

	12年度末	19年度末	20年度末	21年度末	22年度末	23年度末	24/4月末
長期国債	91.3	473.5	495.8	511.2	576.2	585.6	589.7
CP等	1.2	2.6	2.9	2.5	2.1	2.2	2.4
社債等	2.9	3.2	7.5	8.6	8.0	6.1	5.9
ETF	1.5	29.7	35.9	36.6	37.0	37.2	37.2
J-REIT	0.1	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
貸出支援基金	3.4	49.2	60.0	61.6	69.9	81.2	81.2
買入国庫短期証券	16.4	10.2	34.2	12.7	3.3	2.0	2.0
被災地金融機関支援	0.4	0.5	0.5	0.5	0.2	0.1	0.1
新型コロナ対応金融支援	—	3.4	64.8	86.8	6.0	—	—
気候変動対応	—	—	—	2.0	4.4	8.2	8.2
共通担保資金供給	21.7	1.2	0.5	0.5	14.0	18.5	16.8
その他とも 資産計	164.8	604.5	714.6	736.3	735.1	756.4	758.3
銀行券	83.4	109.6	116.0	119.9	122.0	120.9	121.2
当座預金	58.1	395.3	522.6	563.2	549.1	561.2	570.3
売現先勘定	14.5	24.1	0.6	0.9	5.4	4.3	13.7
その他とも 負債・純資産計	164.8	604.5	714.6	736.3	735.1	756.4	758.3
マネタリーベース	146.0	509.8	643.6	688.0	675.8	686.8	696.3

(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