

2024 年 7 月 19 日
日本銀行金融市場局

「債券市場参加者会合」第 20 回議事要旨

1. 開催要領

(日時) 銀行等グループ 7月9日 (火) 15時45分から
証券等グループ 7月9日 (火) 17時30分から
バイサイドグループ 7月10日 (水) 16時30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、今回会合を開催した経緯や、事前照会で寄せられた意見について、説明した。

3. 参加者の意見

- 上記説明の後、①減額の幅やペース、②減額のガイダンスの示し方、③残存期間別の減額の進め方、④その他、について意見を尋ねた。事前照会を含め、会合参加者から聞かれた主な意見は以下のとおり。

減額の幅についてのご意見

- 国債買入れは、もはや主たる金融調節手段ではなく、日本銀行のバランスシートが異例の規模となっていることも考えると、買入れ額をゼロとすべき。
- 成長通貨の供給のための国債買入れという姿に戻るべきであり、国債買入れ額を大きく増加させる前の1～2兆円程度を目指すことが望ましい。
- 海外中銀のQTの事例などを踏まえると、2～3兆円程度までの減額が望ましい。
- 投資家の保有余力等を勘案すると、「量的・質的金融緩和」導入前の3兆円程度が一旦のめどとなるのではないか。

- 3兆円程度まで減額すれば、大幅な減額を行うというメッセージが明確となるほか、発行に対する買入れ比率も相応に低下し、市場機能度の改善が期待できる。
- IRRBB上の制約等を踏まえると、国内銀行の債券購入ニーズは限定的と考えられ、4兆円程度までの減額が適当と考える。
- 過度な減額をすると需給バランスが崩れ、国債市場の機能度が低下してしまうので、4兆円程度までの減額がよい。
- 5兆円程度までの減額を一旦行い、その後は国債需給などの状況をみながら、さらなる減額を検討していくことでよいのではないか。
- 年限ごとの国債発行額、ボラティリティに応じて減額幅・ペースを検討していくべきである。

減額のペースについてのご意見

- 市場機能の回復を図るとともに、材料の出尽くし感を醸成して投資家需要を喚起する観点から、今後2年程度で目指す減額幅を、一気に達成してしまうのがよい。
- 当初大きく減額した後、緩やかな段階的減額を行うことで、減額への警戒感や金利先高観の形成を抑制し、投資家の債券投資需要を喚起しながら減額を進めることが出来るほか、市場機能の早期回復も期待できるのではないか。
- 当初段階で買入れ金額を大きく減らしたとしても、日本銀行の国債保有額はなお大きいため、ストック効果が持続し、過度な金利上昇は生じないのではないか。
- 急激な減額は、ボラティリティ上昇をもたらし、市場機能悪化やリスク調整後のリターン悪化によって、かえって投資需要を減退させるおそれがあるため、段階的な減額が望ましい。
- 国債の投資判断においては、先行きの政策金利見通しも重要なファクターであり、買入れ減額の材料が出尽くすだけで投資家需要が大きく増えるかは不透明である。段階的な減額の方が望ましいのではないか。
- 預金取扱金融機関がどこまで金利リスクを取れるかは、外債投資スタンスや国内の預貸金の動向など様々な要素に左右されるため、不確実性が大きい。減額は慎重に進めるべきである。
- 急激な減額は市場に不必要なボラティリティを発生させる可能性があり、金利リスクを抱えている地域金融機関等のリスク許容度を低下させ、国債消化

の不安定化を招くリスクがある。2年程度かけて段階的かつ予見可能な形で減額を行うべき。

- 地域金融機関の状況は、これまでのリスク管理方針によって異なるなど、個別性が強い。必ずしも一様ではない点を踏まえて判断してほしい。

減額のガイダンスの示し方についてのご意見

- ある程度の柔軟性を確保するため、買入れ額は四半期ごとにレンジで示しつつ、減額幅はそのレンジの中央値を引き下げて示していくのがよい。
- レンジ形式の継続が適切だと思うが、予見可能性を高めるために、レンジの幅は狭めることが望ましい。
- 買入れ金額に幅があると、様々な局面で市場参加者の思惑が生じ、オペがイベント化することで、ボラティリティの上昇につながるため、買入れ金額をピンポイントで示すことが望ましい。
- 買入れ額をピンポイントで示したうえで、金利急騰時には、臨時オペや指値オペ等で機動的に対応できる余地を残しておくことが望ましい。
- 臨時オペや指値オペの実施頻度が高まると、予見可能性が低下するので、金融システムへの影響が懸念されるようなケースに実施を限るべき。
- 臨時オペや指値オペ等の発動条件が明確であれば、そうした手段の存在自体がボラティリティを高めるとは考えにくく、むしろ、そうした手段が実施されるような場面では、ボラティリティの低下に寄与すると考えられる。
- 国債買入れの総額は、決定会合で2年先までの計画を公表すべき。残存期間別の内訳は、柔軟性を確保する観点から四半期ごとに金融市場局で決定すればよい。
- 残存期間別の内訳についても、2年程度先までの買入れ予定を示すべき。

残存期間別の減額の進め方についてのご意見

- ボラティリティ抑制の観点から、短中期ゾーン中心に減額を進めるべき。
- 海外投資家の需要がコンスタントにある中期ゾーンを中心に減額すべき。
- 日本銀行に代わる国債保有主体として預金取扱金融機関を想定するのであれば、中長期ゾーンを中心に減額する方が、需給バランスが崩れにくい。
- 日本銀行の国債保有比率を下げ、先物の機能度を高めるために、長期ゾーンを優先して減額すべき。
- 発行額に対する日本銀行の買入れ比率や日本銀行の保有比率が高い、10年以下のゾーンを優先して減額すべき。

- デュレーション短期化の観点から、超長期ゾーンを優先して減額すべき。
- 超長期ゾーンは需給が緩んでいるほか、発行に対する買入れ比率が10年以下のゾーンと比べて低いので、減額の優先度は低い。
- 現状の年限別の買入れ比率にあわせて減額していくことが望ましい。
- 現在の年限別の買入れ額は、10年以下のゾーンで厚く、10年超のゾーンでは薄くなっており、アンバランス。イールドカーブを歪めており、より市場中立的な買い方に見直していくべきである。

その他のご意見

- 日本銀行の保有比率の高い銘柄が、今後チーペスト銘柄になるため、流動性の回復策が講じられることを期待している。
- 既発債の流動性の回復という観点から、国債買入れの減額を行う際には、併せて保有国債の売却もお願いしたい。
- イールドカーブ・コントロールの枠組みは撤廃されているので、金利の形成をより市場に委ねる観点から、買入れ年限区分を「量的・質的金融緩和」導入前の3区分（「1年以下」、「1年超10年以下」、「10年超」）に簡素化してはどうか。
- 国債買入れオペ当日のイールドカーブ形状によって、買入れ国債のデュレーションが大きく変動することとなり、不要なボラティリティが生じる危険性もあるため、買入れ年限区分の統合は避けるべき。
- 買入れ年限区分の統合は、将来的には望ましいと思うが、買入れ減額が相応に進んでから検討すべきである。
- 日本銀行による大規模な国債保有が、わが国財政の健全性に対する、一部海外投資家の懸念に繋がっている現状を踏まえれば、1～2年間の減額計画を示すにとどまらず、より大胆かつ長期的な減額計画を示すことが望ましい。
- スtockベースで国債保有額の目標を定め、それに向けてフローを調整する方法が望ましい。
- 保有国債のデュレーションの方針を示し、それに沿った減額を行うことが望ましい。

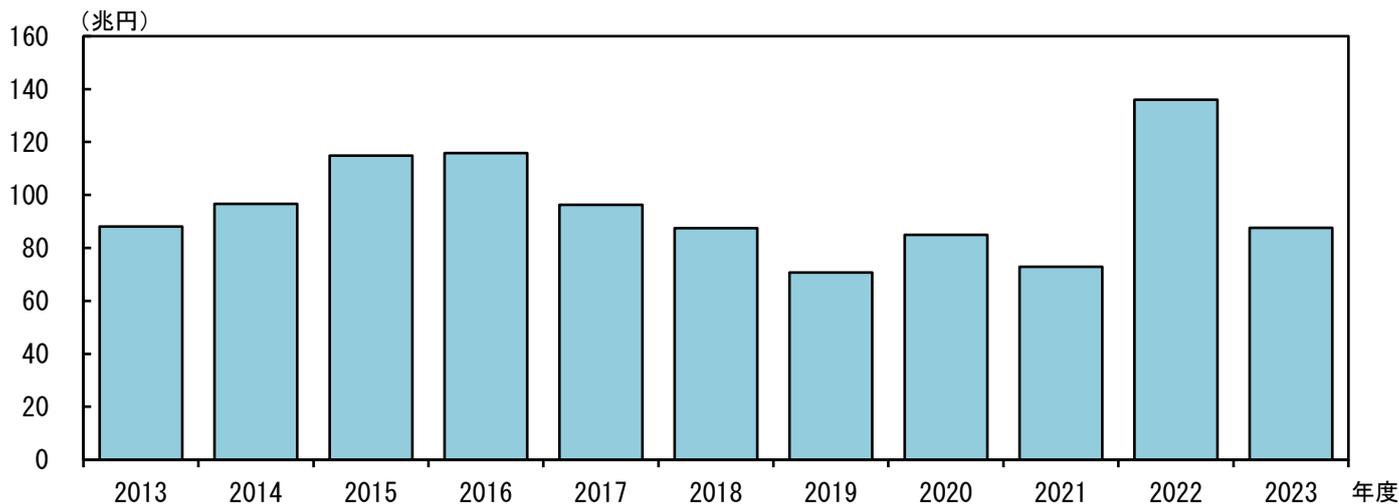
以 上

資 料

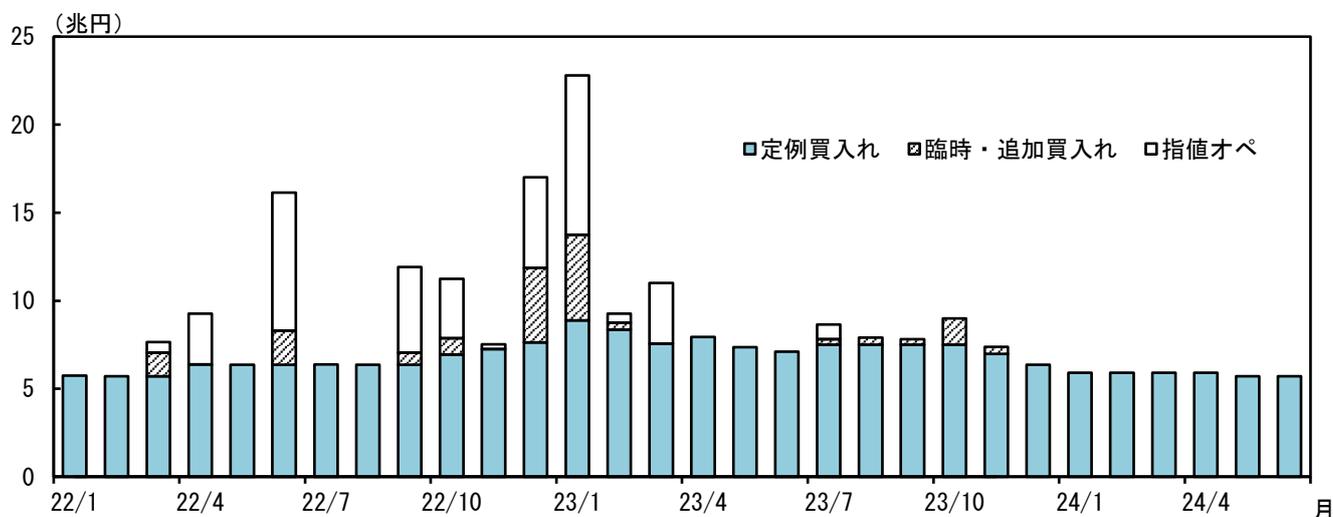
2024 年 7 月
金融市場局

国債買入れの運営

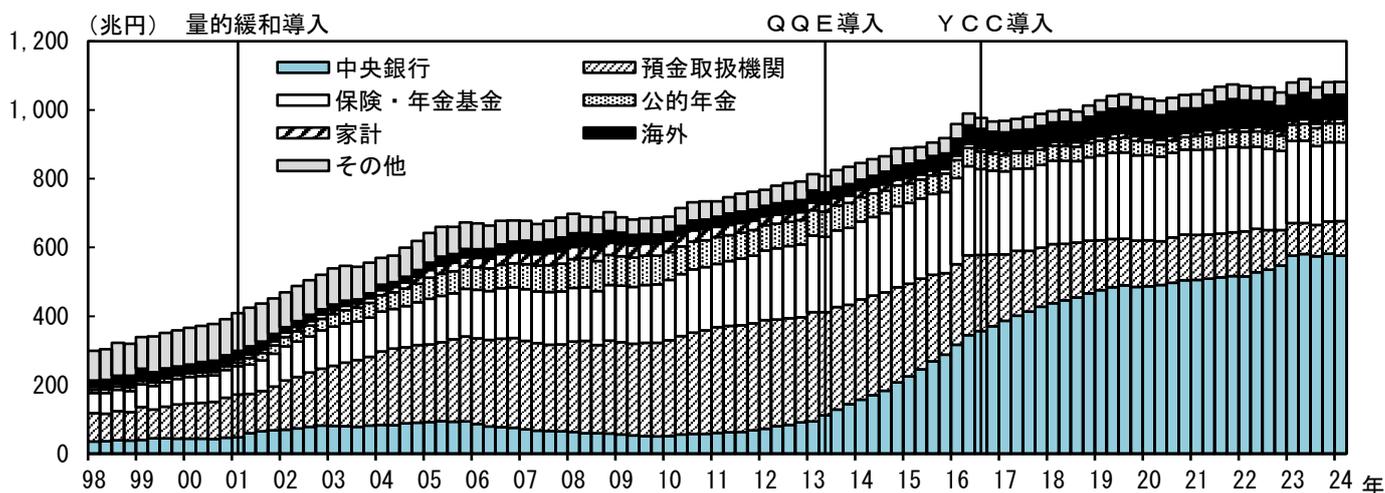
(1) 国債買入れ額の推移 (年次)



(2) 国債買入れ額の推移 (月次)



(3) 国債・財投債の主体別保有動向

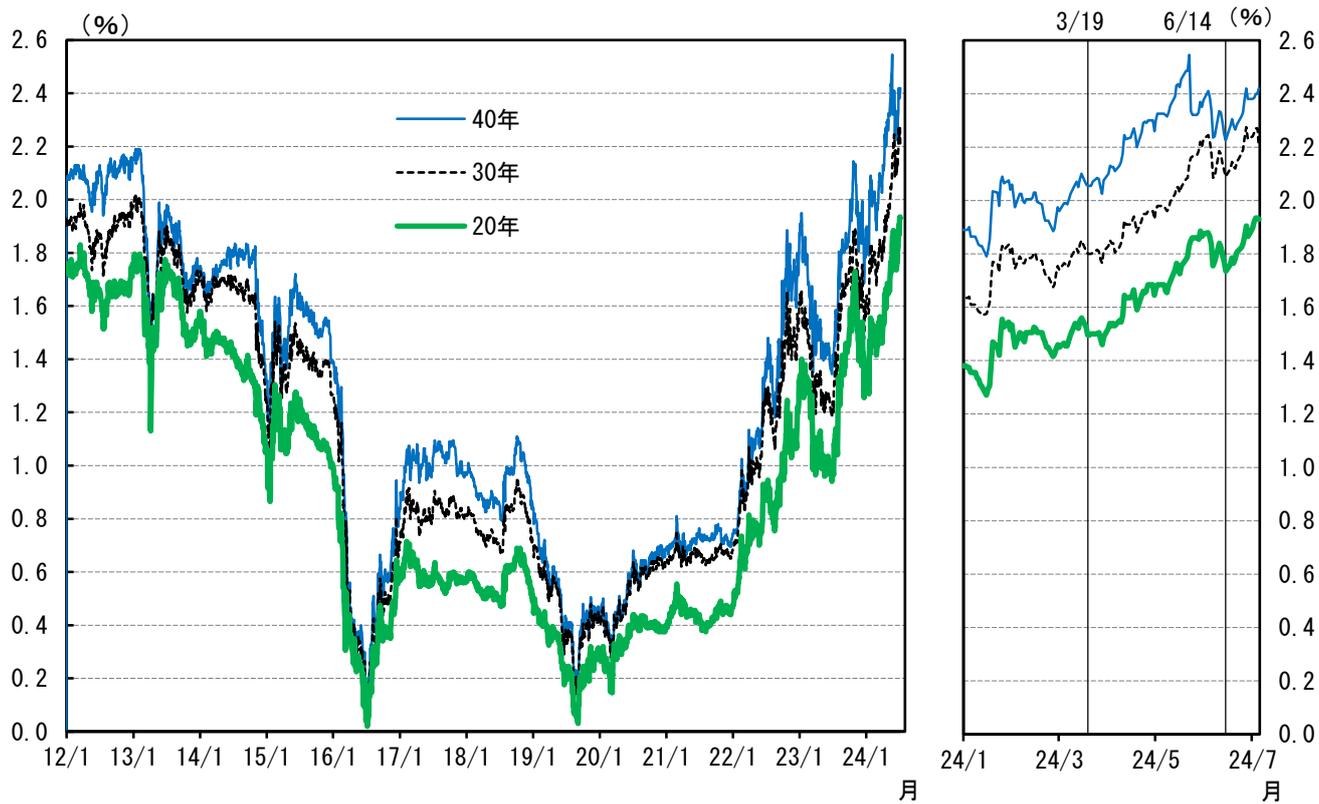
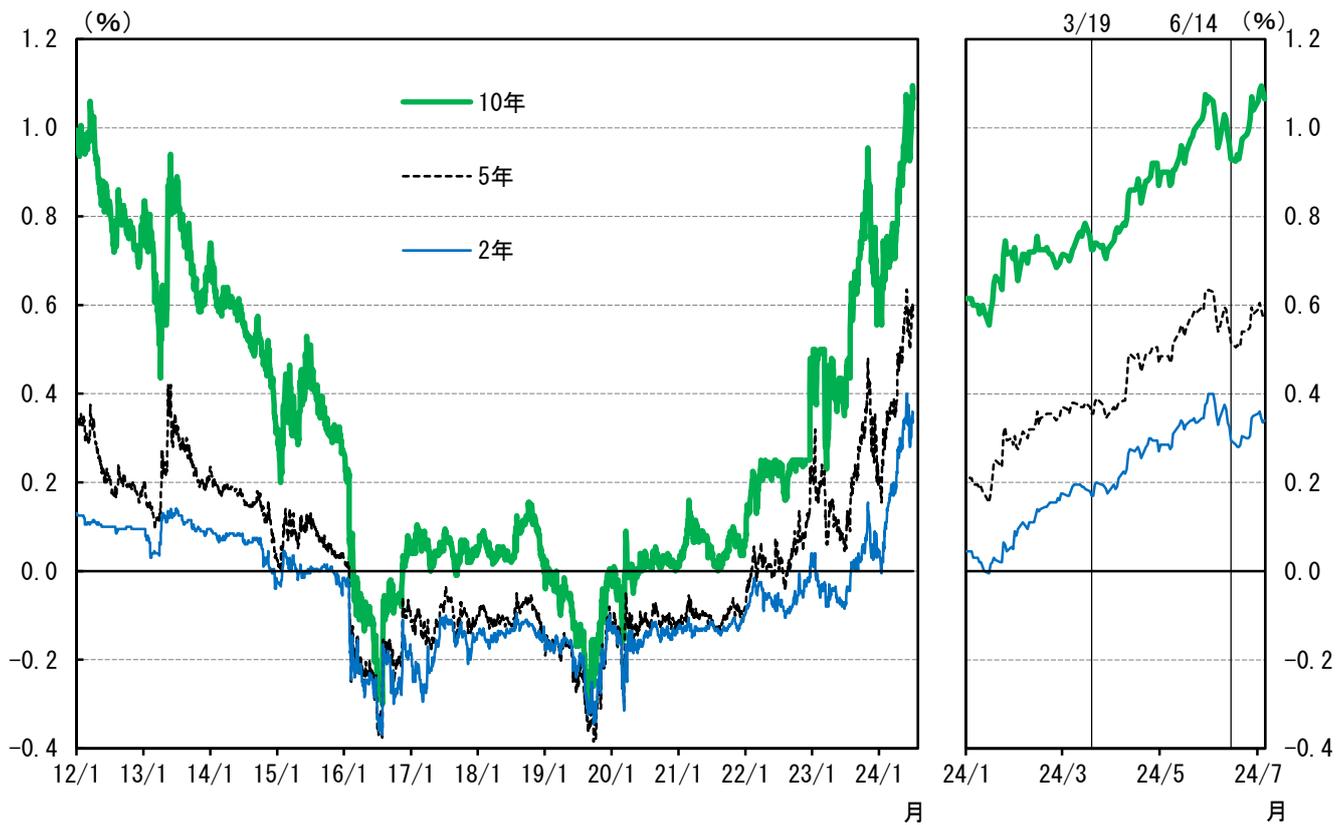


(注) (3)は、資金循環統計ベース。なお、資金循環統計上、国債・財投債には、国庫短期証券は含まれない。ただし、2009/2月に政府短期証券と割引短期国債が国庫短期証券として統合発行される以前の資金循環統計では、割引短期国債が国債・財投債に含まれている。

(出所) 日本銀行

(図表 2)

長期金利の推移



(出所) 日本相互証券

今回会合の経緯

(1) 2024年6月の金融政策決定会合での決定事項（抜粋）

次回金融政策決定会合までの長期国債およびCP等・社債等の買入れについては、2024年3月の金融政策決定会合において決定された方針に沿って実施する。その後については、金融市場において長期金利がより自由な形で形成されるよう、長期国債買入れを減額していく方針を決定した。市場参加者の意見も確認し、次回金融政策決定会合において、今後1～2年程度の具体的な減額計画を決定する。

(2) 事前のご照会事項

① 減額の幅やペース

—— 具体的な減額の幅やペースについて、ご意見をお聞かせ下さい。

② 減額のガイダンスの示し方

—— 現在、日本銀行では、金融市場局が公表している「長期国債買入れの四半期予定」において、月間のフローの国債買入れ金額をレンジ形式（5～7兆円）で示しています。今後、減額を実施していく際、柔軟性と予見可能性の適切なバランスを確保する観点から、減額計画の対象期間や買入れ金額の示し方（買入れ金額のレンジをどうするか等）などについて、ご意見をお聞かせ下さい。

③ 残存期間別の減額の進め方

—— 金融市場局では、「長期国債買入れの四半期予定」の中で残存期間別の月間の買入れ金額を示していますが、残存期間別の減額の進め方について、ご意見をお聞かせ下さい。

④ その他

—— 上記①～③以外の論点について、何かご意見がございましたらご記載頂ければ幸いです。

意見照会へのご回答（減額の幅）

- 減額計画期間中の最終的な減額の幅については、「最終的に買入れはゼロにすべき」、「月間 2～3 兆円程度の買入れとすべき」、「月間 4 兆円程度の買入れは継続すべき」など、幅広いご意見を頂いたほか、具体的な減額幅に言及しない、より定性的なご意見も頂きました。

（具体的なご意見の例）

- ✓ 国債買入れは、もはや主たる金融調節手段ではないため、買入れ額ゼロまでのパスを示すことが重要。
- ✓ 成長通貨の供給のための国債買入れという姿に戻るべきであり、国債買入れ額を大きく増加させる前の 1～2 兆円程度を目指すことが望ましい。
- ✓ 海外中銀の QT の事例などを踏まえると、2～3 兆円程度までの減額が望ましい。
- ✓ 投資家の保有余力等を勘案すると、「量的・質的金融緩和」導入前の 3 兆円程度が一旦のめどとなるのではないか。
- ✓ IRRBB 上の制約等を踏まえると、国内銀行の債券購入ニーズは限定的と考えられ、4 兆円程度までの減額が適当と考える。
- ✓ 5 兆円程度までの減額を一旦行い、その後は国債需給などの状況をみながら、さらなる減額を検討していくことでよいのではないか。
- ✓ 年限ごとの国債発行額、ボラティリティに応じて減額幅・ペースを検討していくべきである。

意見照会へのご回答（減額のペース）

- 減額のペースについては、主に、「一定額を速やかに減額すべき」、「一定額を速やかに減額した後、段階的に緩やかな減額をすべき」、「2年程度かけて徐々に減額を行うべき」とのご意見を頂きました。

（具体的なご意見の例）

- ✓ 国債買入れ減額という材料に出尽くし感がなく、買いが手控えられているという現状を踏まえれば、段階的な減額は不要。
- ✓ 当初大きく減額した後、緩やかな段階的減額を行うことで、減額への警戒感や金利先高観の形成を抑制し、投資家の債券投資需要を喚起しながら減額を進めることが出来るほか、市場機能の早期回復も期待できるのではないか。
- ✓ 減額の影響は予想しにくく、段階的に減額幅を調整する方法が望ましい。
- ✓ 急激な減額は市場に不必要なボラティリティを発生させる可能性があり、金利リスクを抱えている地域金融機関等のリスク許容度を低下させ、国債消化の不安定化を招くリスクがある。2年程度かけて段階的かつ予見可能な形で減額を行うべき。

意見照会へのご回答（減額のガイダンスの示し方）

- 減額のガイダンスについては、「レンジ方式の継続が適当」とのご意見と「レンジではなく固定値で示すべき」とのご意見を頂きました。

（具体的なご意見の例）

- ✓ ある程度の柔軟性を確保するため、買入れ額は四半期ごとにレンジで示しつつ、減額幅はそのレンジの中央値を引き下げて示していくのがよい。
- ✓ レンジ形式の継続が適切だと思うが、予見可能性を高めるために、レンジの幅は狭めることが望ましい。
- ✓ 買入れ金額に幅があると、様々な局面で市場参加者の思惑が生じ、オペがイベント化することで、ボラティリティの上昇につながるため、レンジは不要。
- ✓ レンジは不要。ただし、金利急騰時には、臨時オペや指値オペ等で機動的に対応できる余地を残しておくことが望ましい。
- ✓ 国債買入れの総額は、決定会合で2年先までの計画を公表すべき。残存期間別の内訳は、柔軟性を確保する観点から四半期ごとに金融市場局で決定すればよい。
- ✓ 残存期間別の内訳についても、2年程度先までの買入れ予定を示すべき。

意見照会へのご回答（残存期間別の減額の進め方）

- 残存期間別の減額の進め方については、「短中期ゾーン中心に減額すべき」、「中長期ゾーンを優先すべき」、「10 年以下のゾーンを優先的に減額すべき」、「超長期ゾーンの減額を優先すべき」といったゾーン別の需給環境などを踏まえたご意見のほか、「市場中立的な買い方に見直していくべき」といったご意見を頂きました。

（具体的なご意見の例）

- ✓ ボラティリティ抑制の観点から、短中期ゾーン中心に減額を進めるべき。
- ✓ 日本銀行に代わる国債保有主体として預金取扱金融機関を想定するのであれば、中長期ゾーンを中心に減額する方が、需給バランスが崩れにくい。
- ✓ 発行額に対する日本銀行の買入れ比率が高い、10 年以下のゾーンを優先して減額すべき。
- ✓ デュレーション短期化の観点から、超長期ゾーンを優先して減額すべき。
- ✓ 超長期ゾーンは需給が緩んでおり、減額の優先度は低い。
- ✓ 現状の年限別の買入れ比率にあわせて減額していくことが望ましい。
- ✓ 現在の年限別の買入れ額は、10 年以下のゾーンで厚く、10 年超のゾーンでは薄くなっており、アンバランス。イールドカーブを歪めており、より市場中立的な買い方に見直していくべきである。

意見照会へのご回答（その他）

- 其他のご意見として、流動性回復という観点からのご意見や、残存年限の区分の方法、買入れフロー以外の国債買入れ方針の示し方などについてご意見を頂きました。

（具体的なご意見の例）

- ✓ 日本銀行の保有比率の高い銘柄が、今後チーペスト銘柄になるため、流動性の回復策が講じられることを期待している。
- ✓ 既発債の流動性の回復という観点から、国債買入れの減額を行う際には、併せて保有国債の売却もお願いしたい。
- ✓ イールドカーブ・コントロールの枠組みは撤廃されているので、金利の形成をより市場に委ねる観点から、買入れ年限区分を「量的・質的金融緩和」導入前の3区分（「1年以下」、「1年超10年以下」、「10年超」）に簡素化してはどうか。
- ✓ 国債買入れオペ当日のイールドカーブ形状によって、買入れ国債のデュレーションが大きく変動することとなり、不要なボラティリティが生じる危険性もあるため、買入れ年限区分の統合は避けるべき。
- ✓ スtockベースで国債保有額の目標を定め、それに向けてフローを調整する方法が望ましい。
- ✓ 保有国債のデュレーションの方針を示し、それに沿った減額を行うことが望ましい。