

2024年12月20日  
日本銀行金融市場局

## 「債券市場参加者会合」第21回議事要旨

### 1. 開催要領

- (日時) 銀行等グループ 12月5日(木) 15時45分から  
証券等グループ 12月5日(木) 17時30分から  
バイサイドグループ 12月6日(金) 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  
(日本銀行出席者) 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. 日本銀行からの説明等

- 日本銀行より、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

- 本年7月の金融政策決定会合で決定された長期国債買入れの減額計画は、市場の事前予想に沿った内容であり、大きな材料とはならなかったが、同時に実施された利上げを受けて、長期金利はやや上昇した。
- 8月入り後は米景気減速懸念を背景に急速にリスクオフムードが広がり、ボラティリティが高まったほか、本邦の利上げ観測が後退するなかで、長期金利が大きく低下した。その後は、堅調な米経済指標や米大統領選の結果を受けて、米長期金利が上昇に転じるもと、本邦の利上げ観測も徐々に高まったこともあり、長期金利は再度上昇した。
- 8月のボラティリティ上昇、金利低下がトリガーとなる形で投資家のショートポジションが大きく解消され、リスク許容度も低下したため、金利が上昇しにくい状況がみられた。

- 年限別にみると、超長期ゾーンは、生保が規制対応の一巡もあって様子見姿勢を続けるなか、需給懸念から他年限対比で大幅に金利が上昇した。
- 8月以降、国債買入れの段階的な減額が行われているが、これによって国債の需給環境に大きな変調が生じている様子は窺われない。

#### 債券市場の機能度・流動性についての見方

- 国債買入れ額は段階的に減っているが、ペースは緩やかであり、正常な状態には道半ばといった状況。流動性の改善ペースもしばらくは緩やかだろう。
- 減額の影響が徐々に現れ、海外金利との連動性が緩やかに高まっている。カレント銘柄を中心に、板の厚みは改善しており、国債買入れによる需給逼迫は徐々に緩和している。
- 国債補完供給の落札額減少にみられるように、市場の機能度・流動性は幾分改善している。また、買入れ減額や将来の買入額の予見性の高まりが、価格発見機能の回復や流動性の向上に寄与していると感じる。
- 日銀保有比率が極めて高い銘柄がチーペストとなることで、海外投資家を中心に、スクイズへの懸念を示す向きもみられる。
- 流動性供給入札や国債補完供給の減額措置によって、10年366回債の市中流通残高は増加した。先行きもこれらの制度の利用を通じて市中流通残高が増えるかは利用者の経済合理性の判断次第の面もあるが、バックストップとしての機能が確認されたことで、先物限月交代への警戒感は幾分後退した。
- チーペスト銘柄等にかかる国債補完供給の要件緩和措置が継続する限りにおいては、スクイズが発生する蓋然性は低く、先物の機能度に特段の懸念はない。日本銀行は、こうした状況であることを、海外投資家も含めて、市場に向けて丁寧な情報発信をしてほしい。

#### 市場調節運営への見方

(残存期間別の買入れ減額について)

- 発行額に対する買入れ比率が高いゾーンから順に減額していくこれまでのやり方は、市場機能度向上の観点から理に適っていると思う。
- 残存期間別の買入れ減額幅を決める際は、フローである発行に対する買入れ比率に加えて、ストックとしてのゾーン毎の日銀保有比率も勘案してほしい。
- 引き続き、買入れ減額は銀行等の需要がある10年以下のゾーンを中心に進めるのが良い。超長期ゾーンについては、投資家需要が減退するなか、減額の優先順位は低い。

- 超長期ゾーン等、これまで買入れ減額を行ってきていない年限の減額については、サプライズと受け止められることも予想されるので、予見可能性を高めるために、丁寧なコミュニケーションをお願いしたい。

(物価連動債の買入れについて)

- 固定利付債の発行額に対する買入れ比率が徐々に低下していることを踏まえると、高止まりしている物価連動債の買入れ比率についても、徐々に引き下げていくことが自然。
- 物価連動債は、財務省による買入消却を勧案すると、発行額のほぼ全てを日本銀行が買入れている状況。需給環境を踏まえて慎重に進める必要があるが、価格形成を市場に委ねる観点から、買入れ減額を検討すべきタイミングとなっているのではないかと。
- 物価連動債の買入れはいずれ減らすべきだとは思いますが、流動性の低さや投資家の裾野の狭さを考えると、かえって市場機能に悪影響が生じる可能性もあるので、慎重に検討してほしい。

(国債補完供給等について)

- チーペスト銘柄等にかかる国債補完供給の要件緩和措置は、先物の流動性を担保するうえで極めて重要なので、来年以降も継続してほしい。また、こうした措置を変更する際には、丁寧なコミュニケーションを行ってほしい。
- 日銀保有比率が高い銘柄については、国債補完供給の最低品賃料を、他の銘柄と比べて相対的に低い水準とすることによって、市場機能度の改善を図ることができるのではないかと。
- 国債補完供給の減額措置にかかる手数料の引き下げや、国債の売りオペと買いオペを組み合わせたスイッチングオペによって、日銀保有比率の高い銘柄の市中流通残高をさらに増やすことが可能なのではないかと。

以 上

# 資 料

2024 年 12 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】 74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（※）

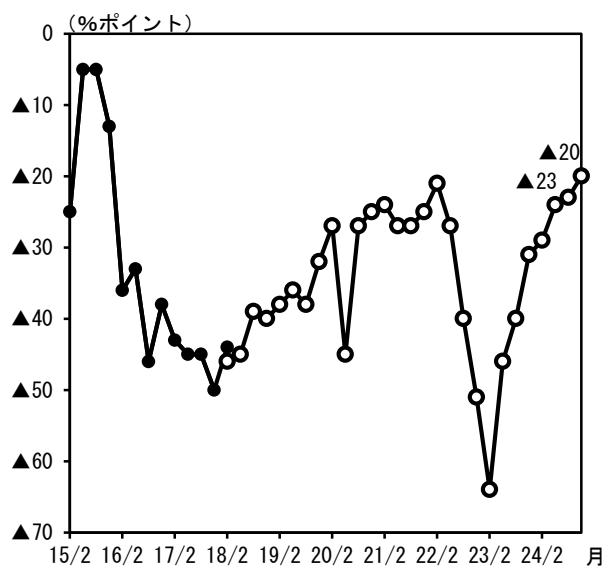
【公表方法】 本行ホームページに掲載

※ 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

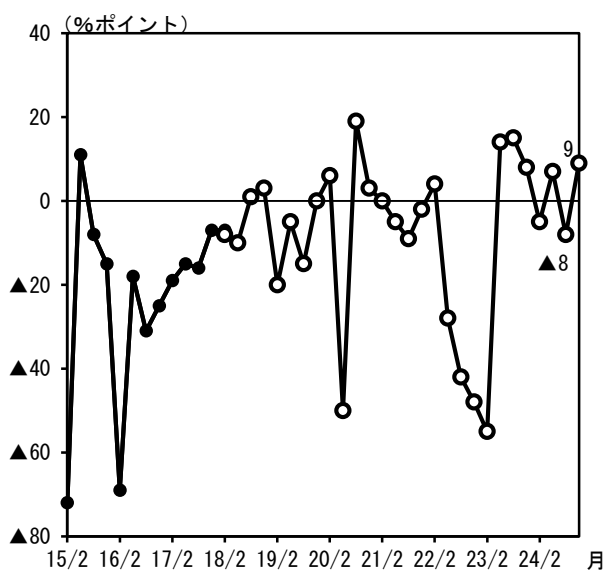
## ▽機能度判断 DI (現状)



(%, %ポイント)

「現 状」			
機能度判断		24/8 月	11 月
「高い」 - 「低い」		▲23	▲20
構 成 比	高い	3	3
	さほど 高くない	71	74
	低い	26	23

## ▽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		24/8 月	11 月
「改善した」 - 「低下した」		▲8	9
構 成 比	改善した	3	12
	さほど 改善して いない	86	85
	低下した	11	3

(注 1) 直近 2 回の回答期間は以下のとおり。

24/ 8 月： 8 月 1 日～7 日

11 月： 11 月 1 日～8 日

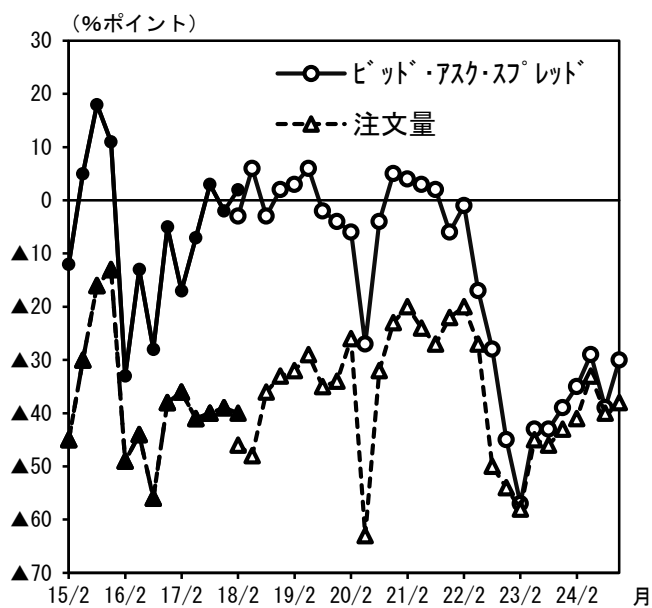
(注 2) 調査対象先は、2017/11 月調査までは国債売買オペア対象先のうち協力を得られた先。

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）

#### ▽ビッド・アスク・スプレッドや取引頻度等に関する調査項目（現状）

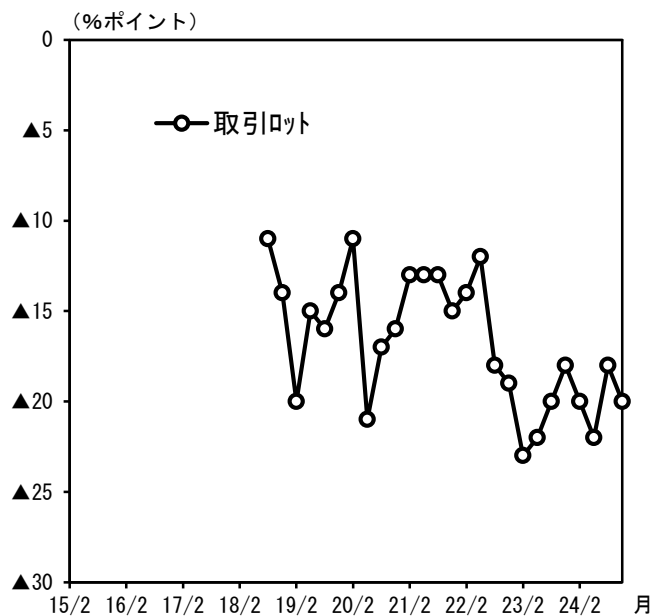
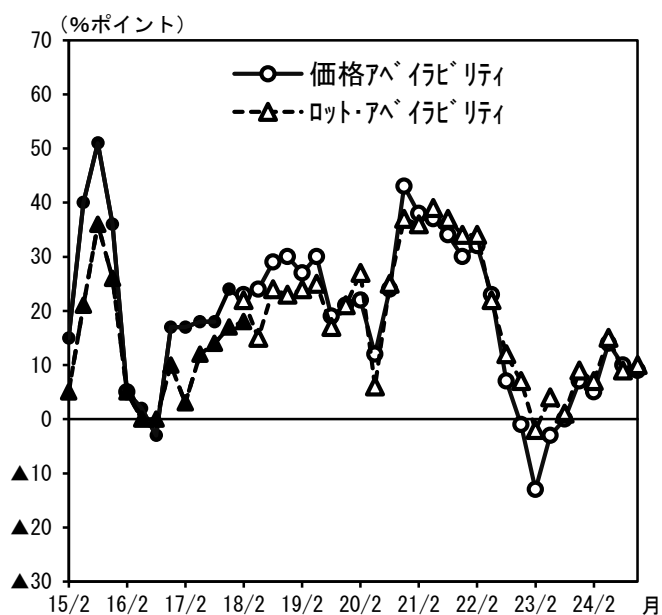


(注) ビッド・アスク・スプレッド：「タイトである」—「ワイドである」

注文量：「多い」—「少ない」

取引頻度：「高い」—「低い」、取引相手数：「多い」—「少ない」。2018年8月調査より調査項目に追加。

#### ▽価格アベイラビリティや取引ロット等に関する調査項目（現状）



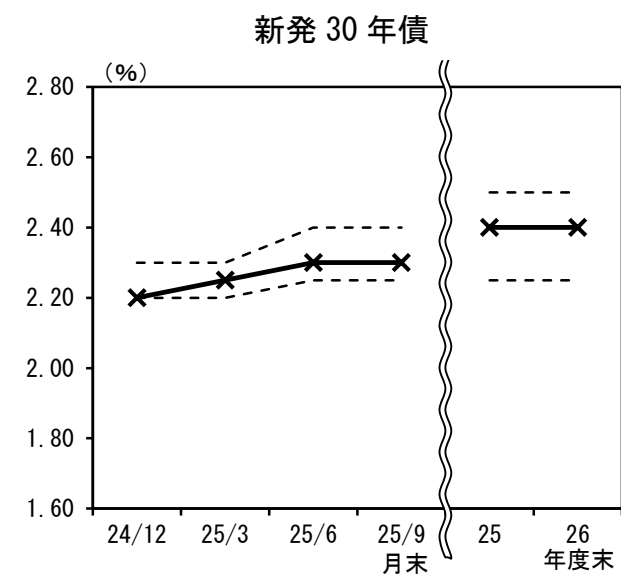
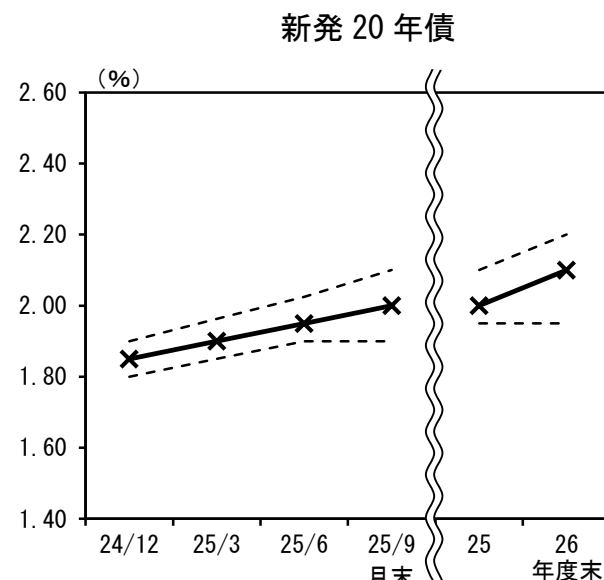
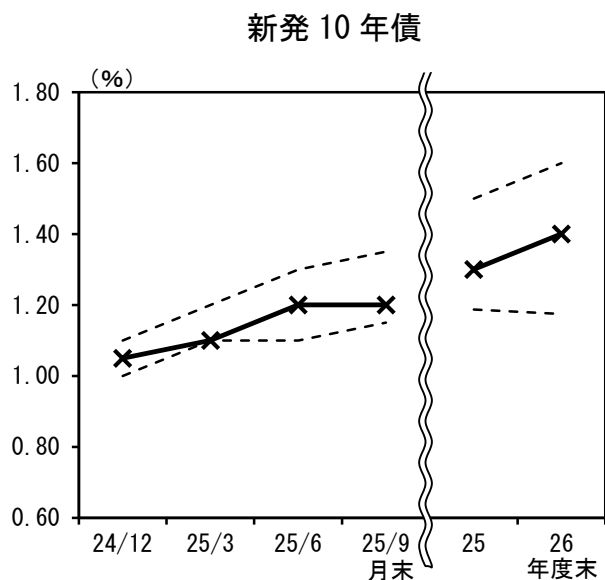
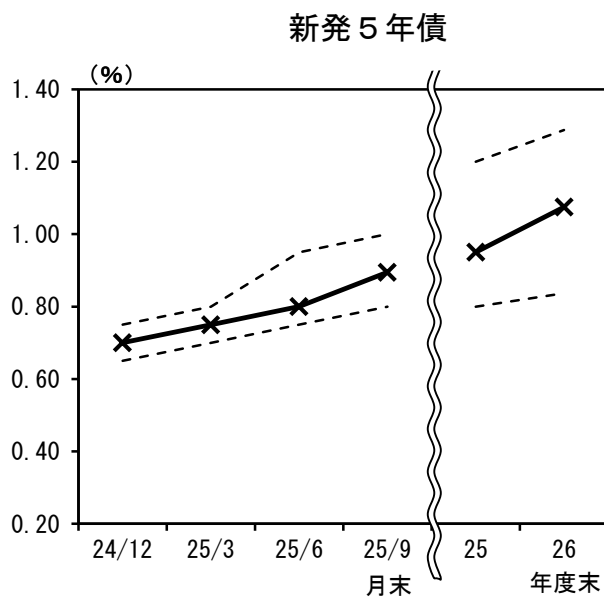
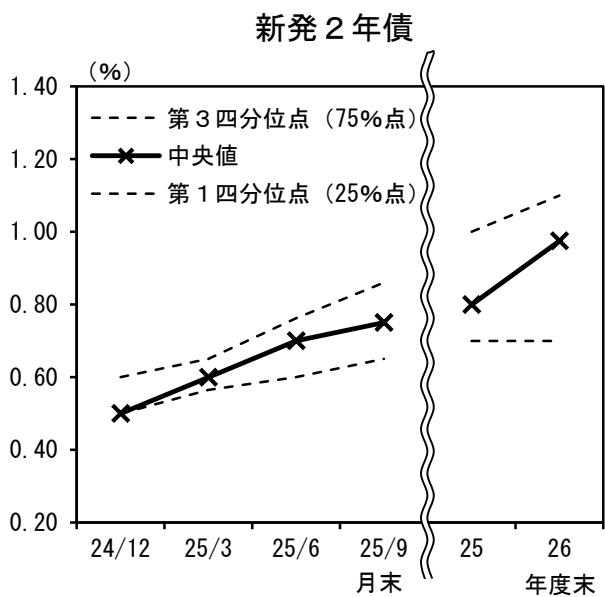
(注) 価格アベイラビリティ、ロットアベイラビリティ：「できている」—「できていない」

取引ロット：「大きい」—「小さい」。2018年8月調査より調査項目に追加。

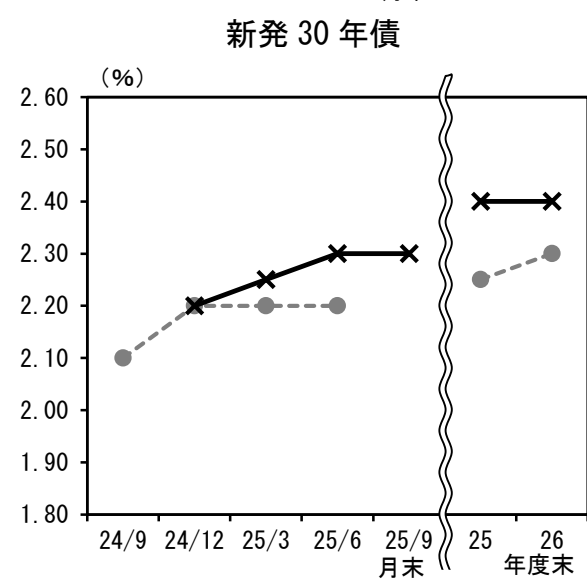
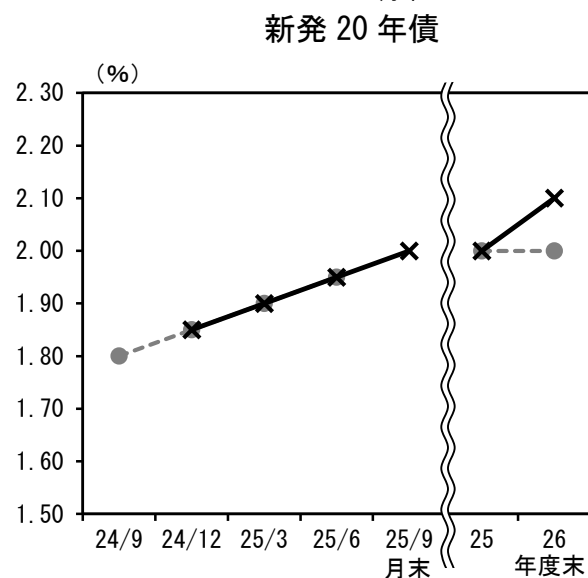
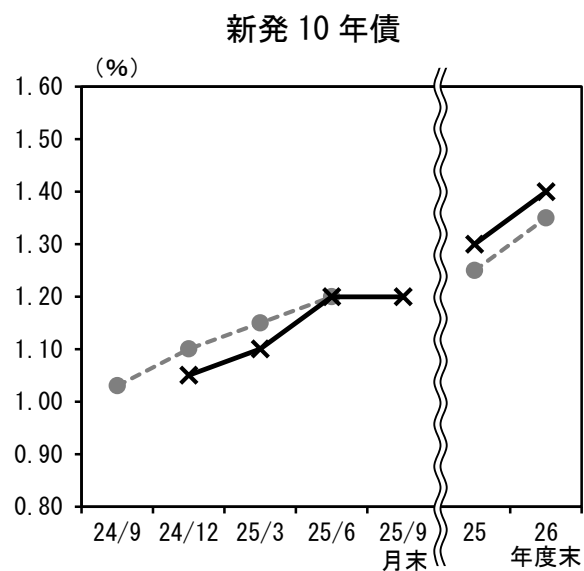
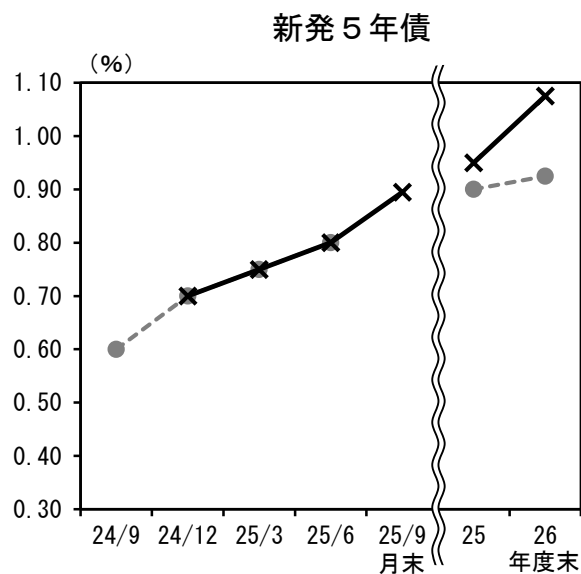
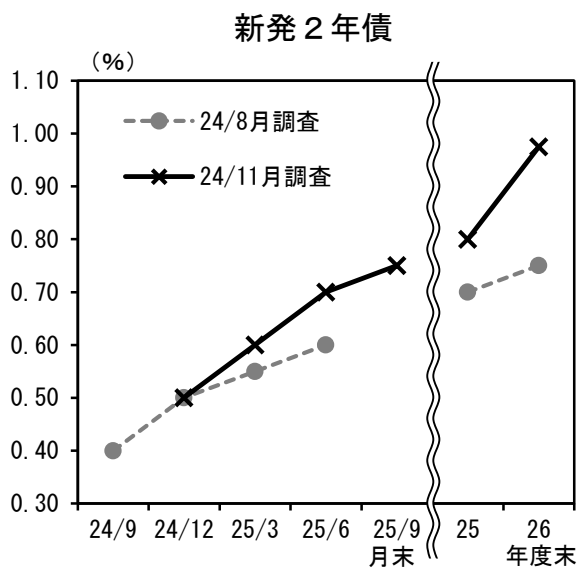


(図表3)

### 長期金利の先行き見通し (24/11月調査)

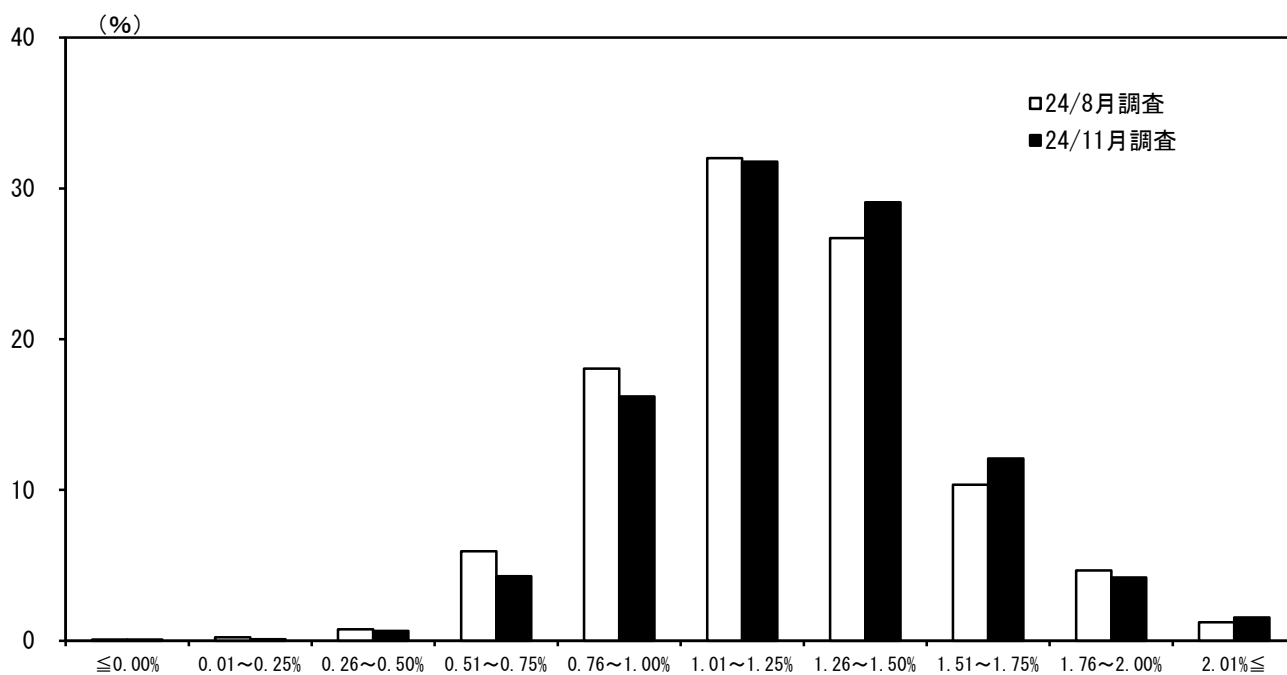


### 長期金利の先行き見通し (中央値)

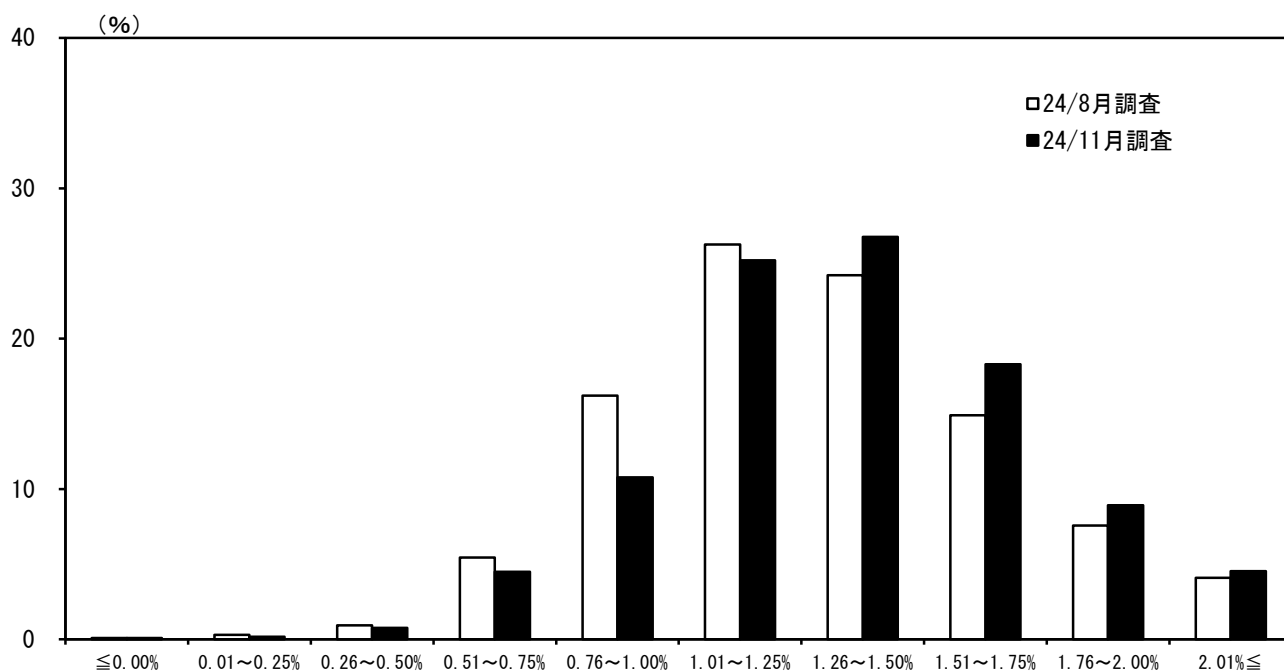


### 新発10年債利回りの確率分布

▽2025年度末



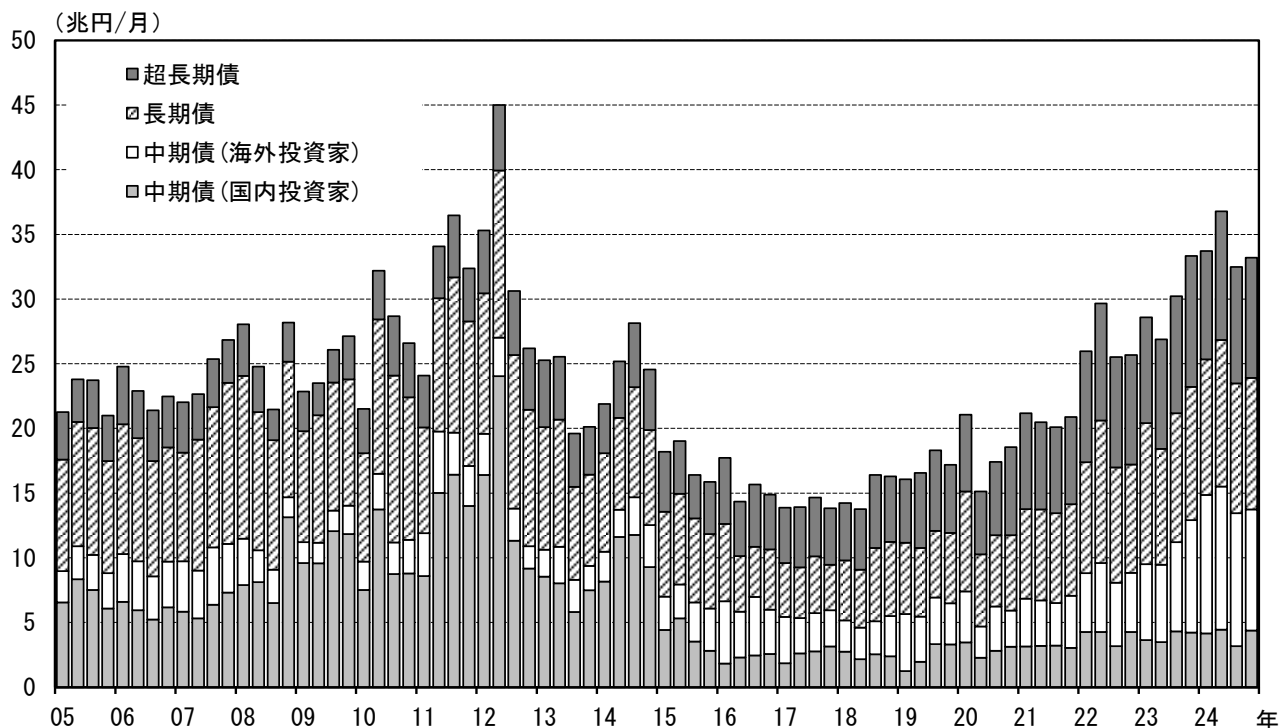
▽2026年度末



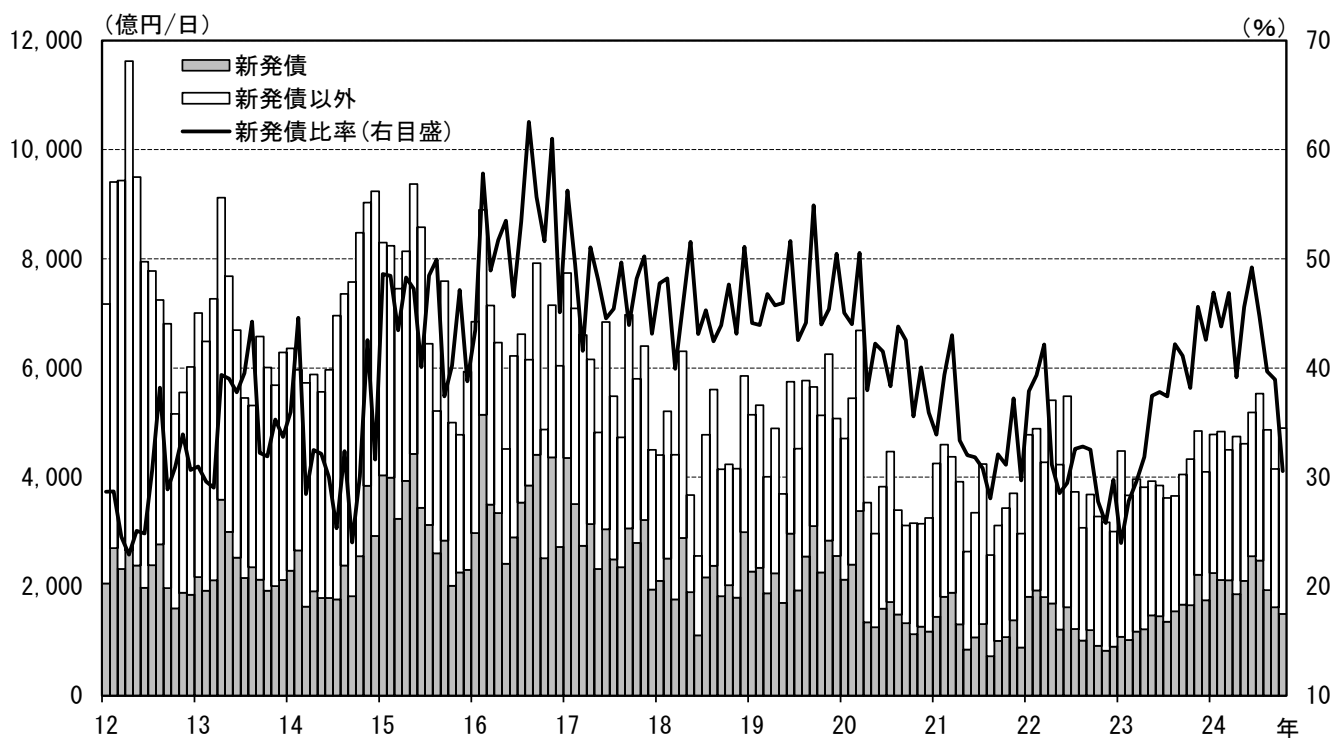
## 2. 国債市場の流動性

## 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)



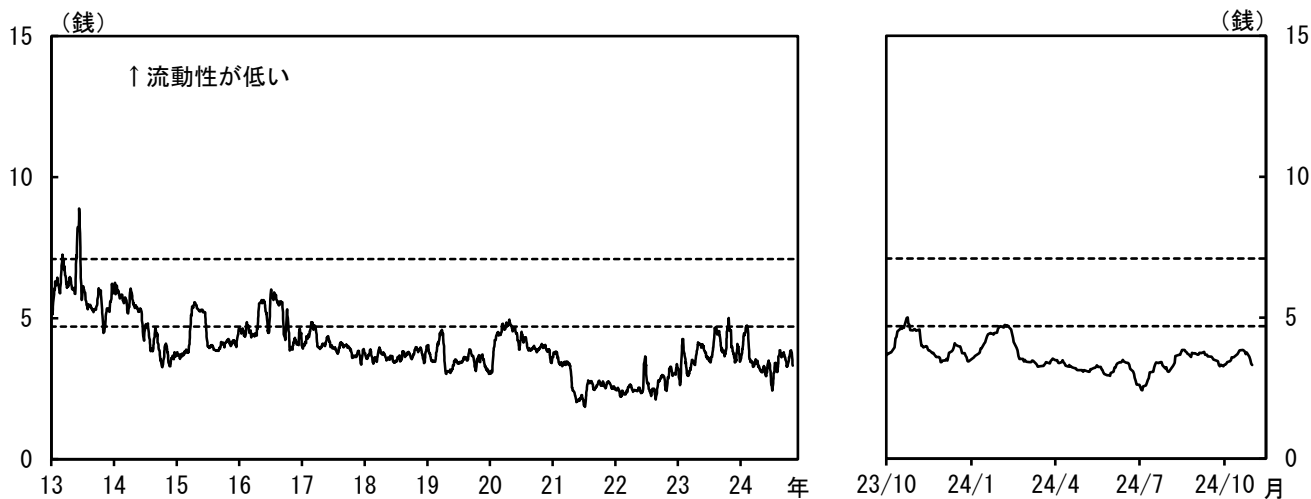
(注) 1. (1)は、顧客の国債グロス買入れ額。顧客は、都市銀行、地域金融機関、投資家（生保・損保、信託銀行、農林系金融機関、投資信託、官公庁共済組合）、外国人の合計であり、その他の主体（政府、日本銀行、ゆうちょ銀行、かんぽ生命、事業法人、その他金融機関等）を含まない。国庫短期証券等を除く。直近は10月。

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10月。

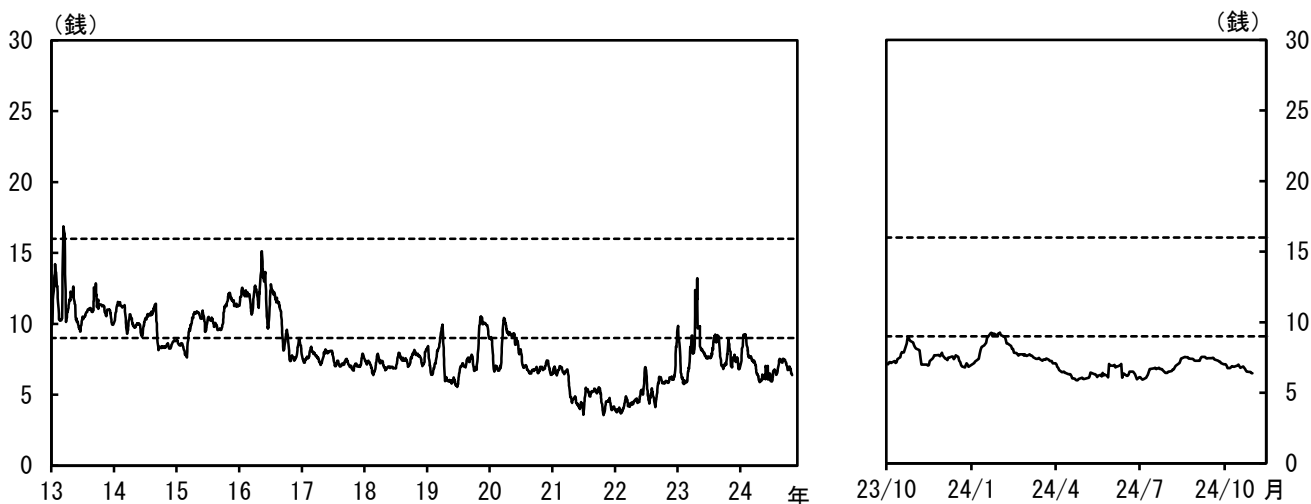
(出所) 日本証券業協会、QUICK、日本相互証券

## 現物国債市場 ディーラー対顧客取引の値幅の狭さ (tightness)

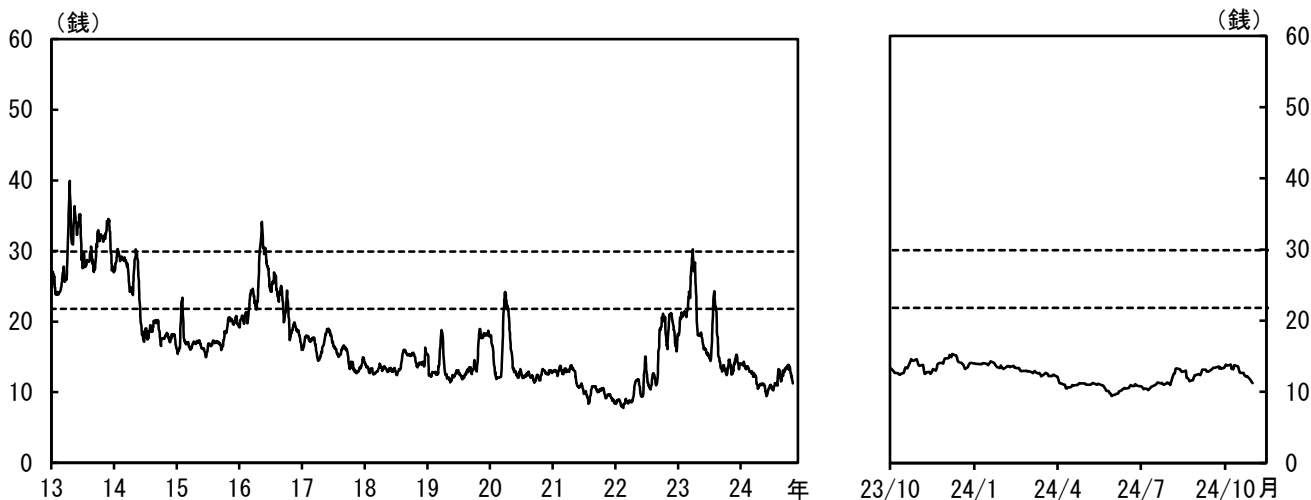
### (1) ビッド・アスク・スプレッド (5年債)



### (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。

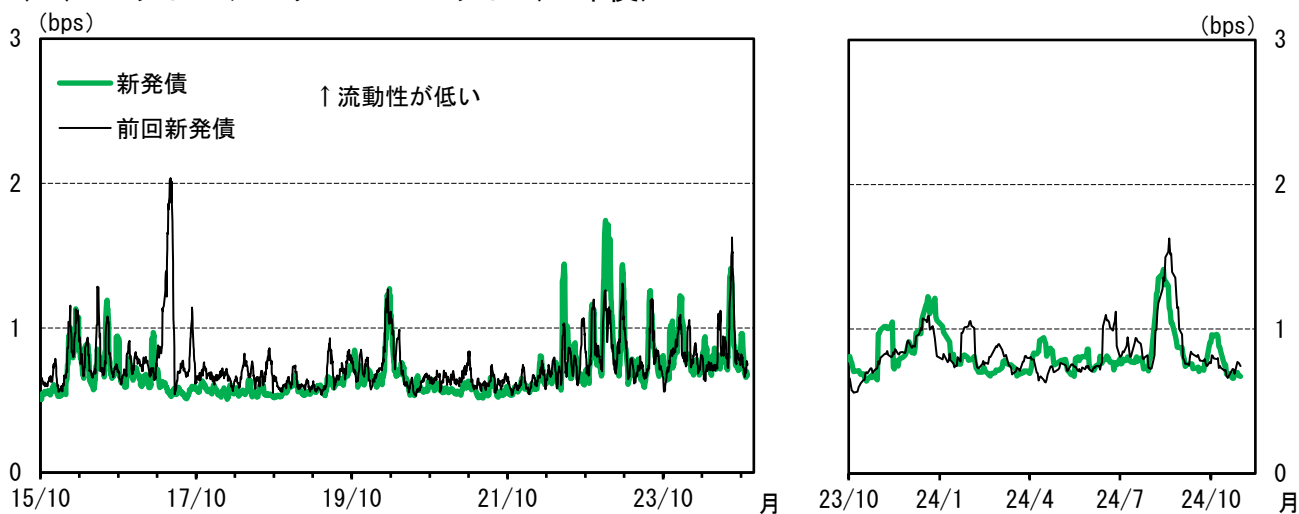
2. 後方10日移動平均。直近は10月末。

(出所) LSEG Eikon

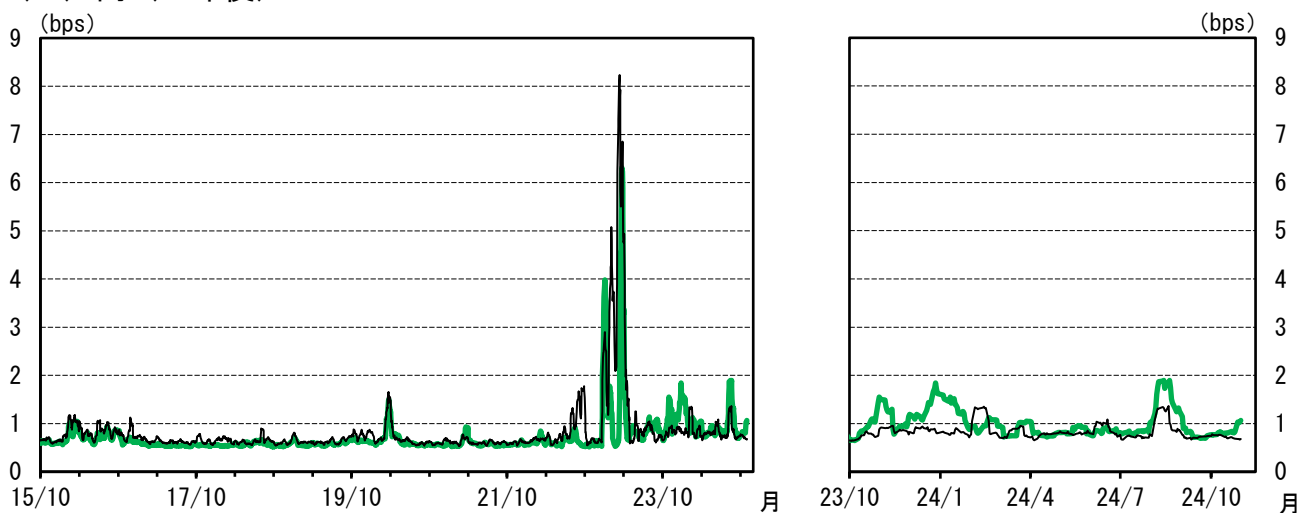
### 現物国債市場

### ディーラー間取引の値幅の狭さ (tightness)

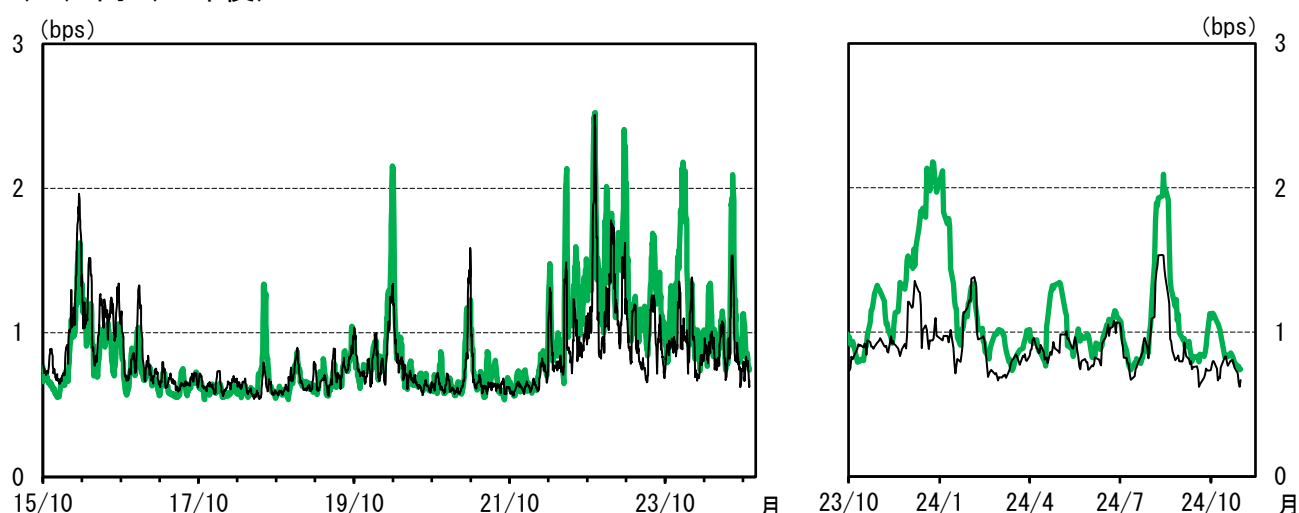
(1) ビッド・アスク・スプレッド (5年債)



(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。

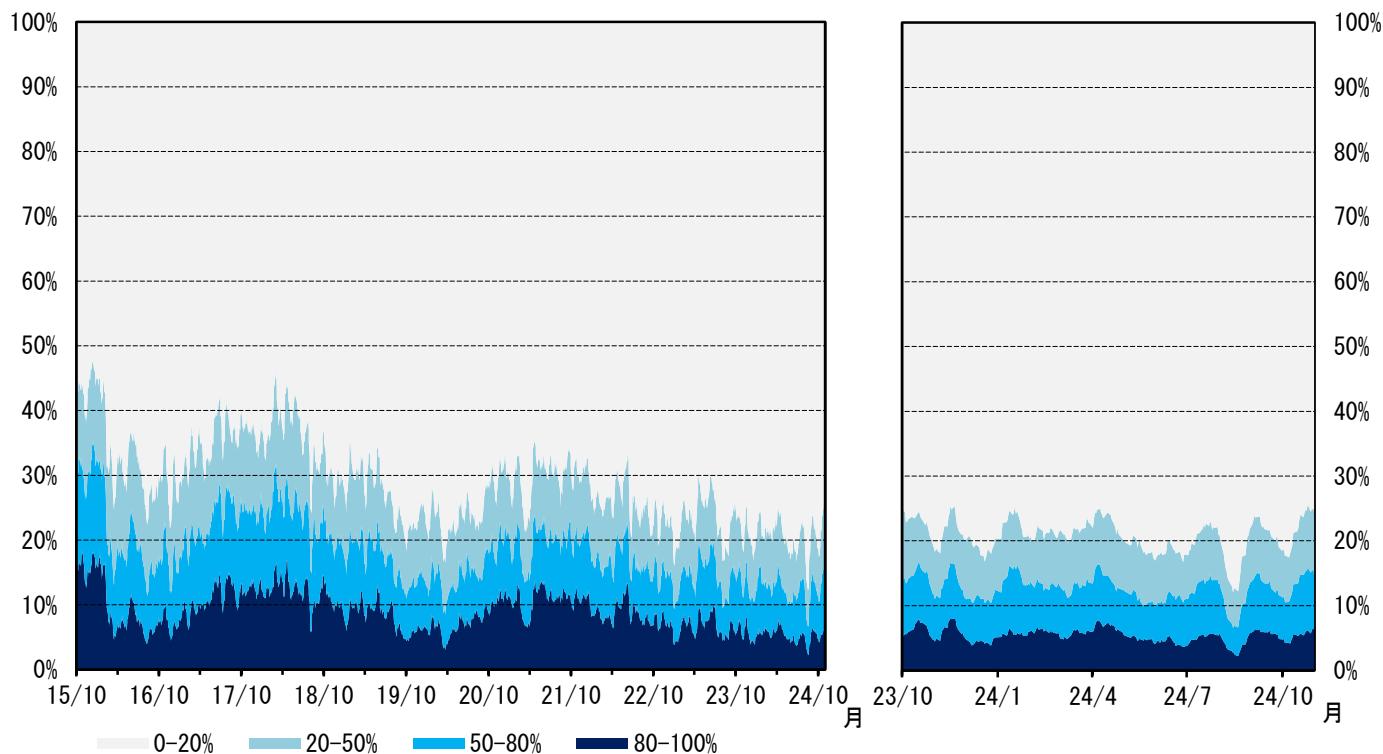
2. 後方10日移動平均。直近は10月末。

(出所) 日本相互証券

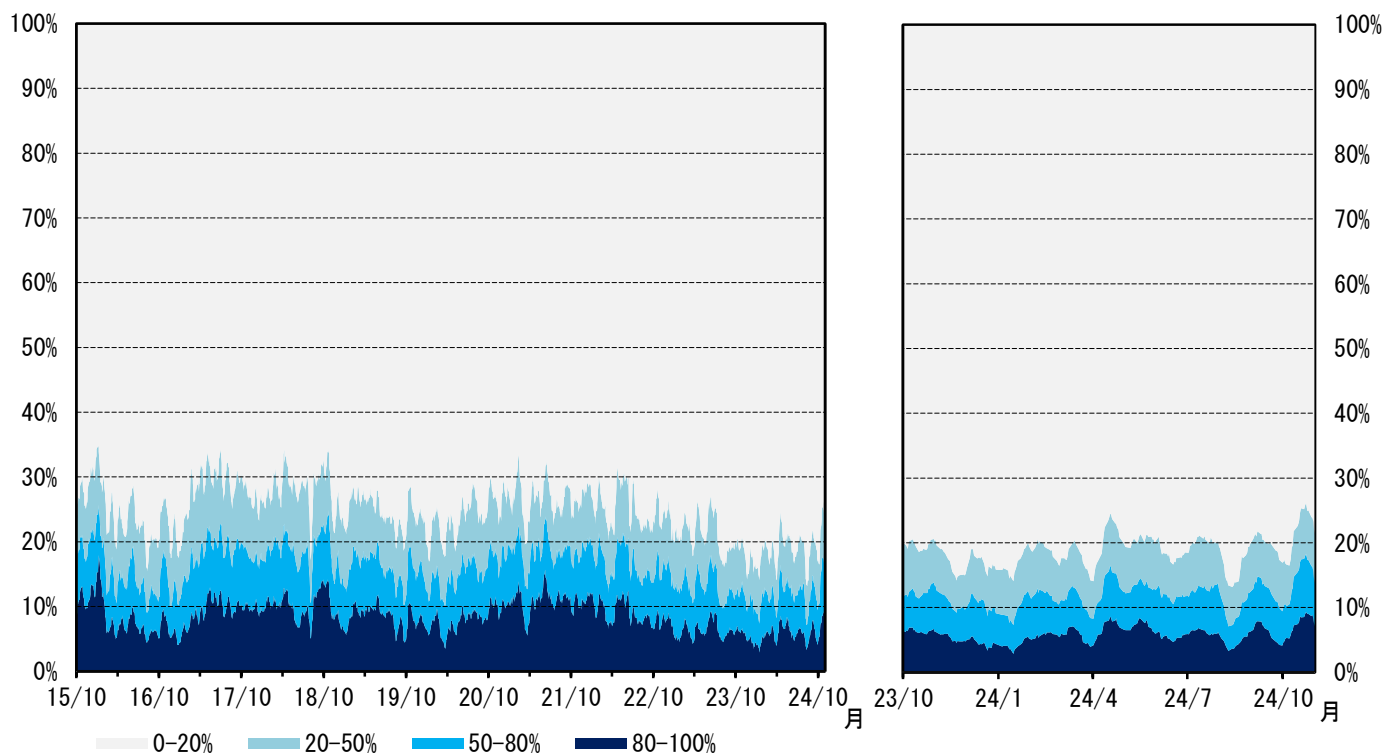
### 現物国債市場

#### 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



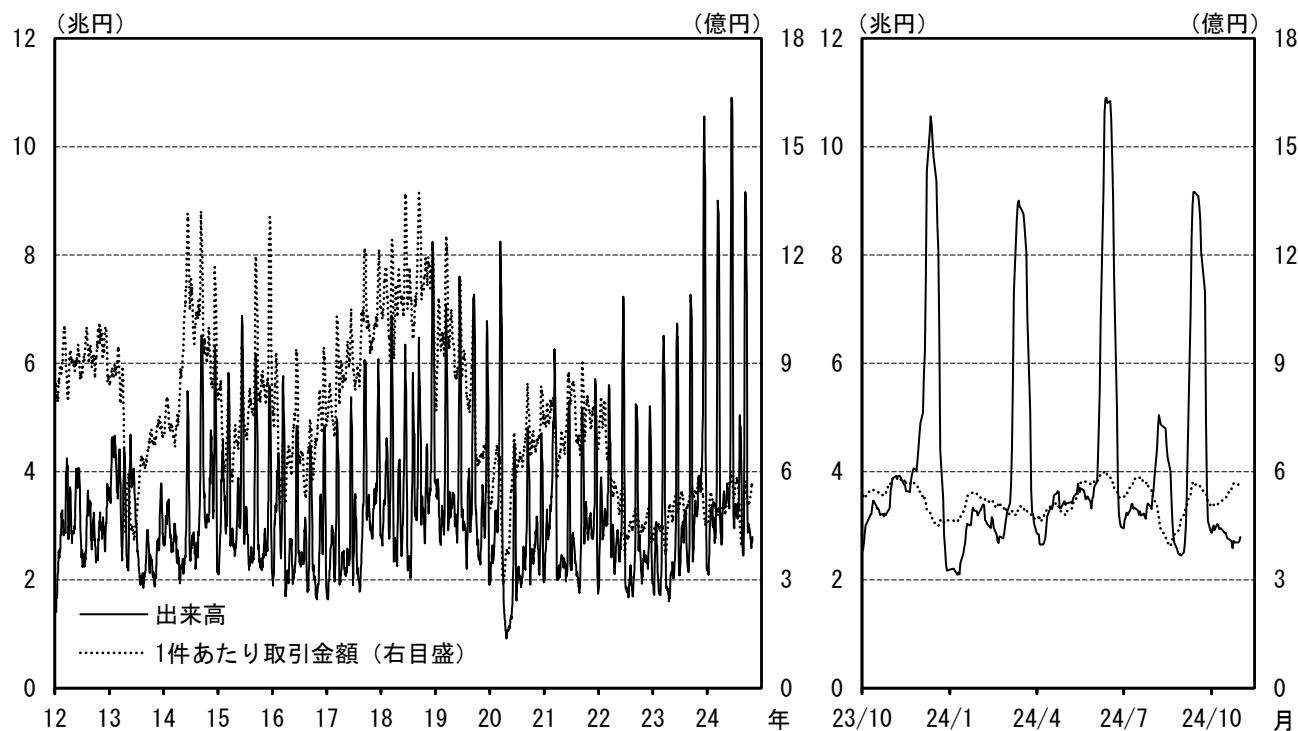
- (注) 1. ビッド (アスク) 提示時間が、1日の取引時間に占める割合が、0~20%、20~50%、50~80%、80~100%である銘柄数の割合。
- 2. 後方10日移動平均。直近は10月末。
- 3. 1日の取引時間は、18/8/17日以前は7時間、18/8/20日以降は5時間20分に変更。18/8/20日から同30日までの移動平均値には、取引時間変更前後のデータが併存する点に留意を要する。

(出所) 日本相互証券

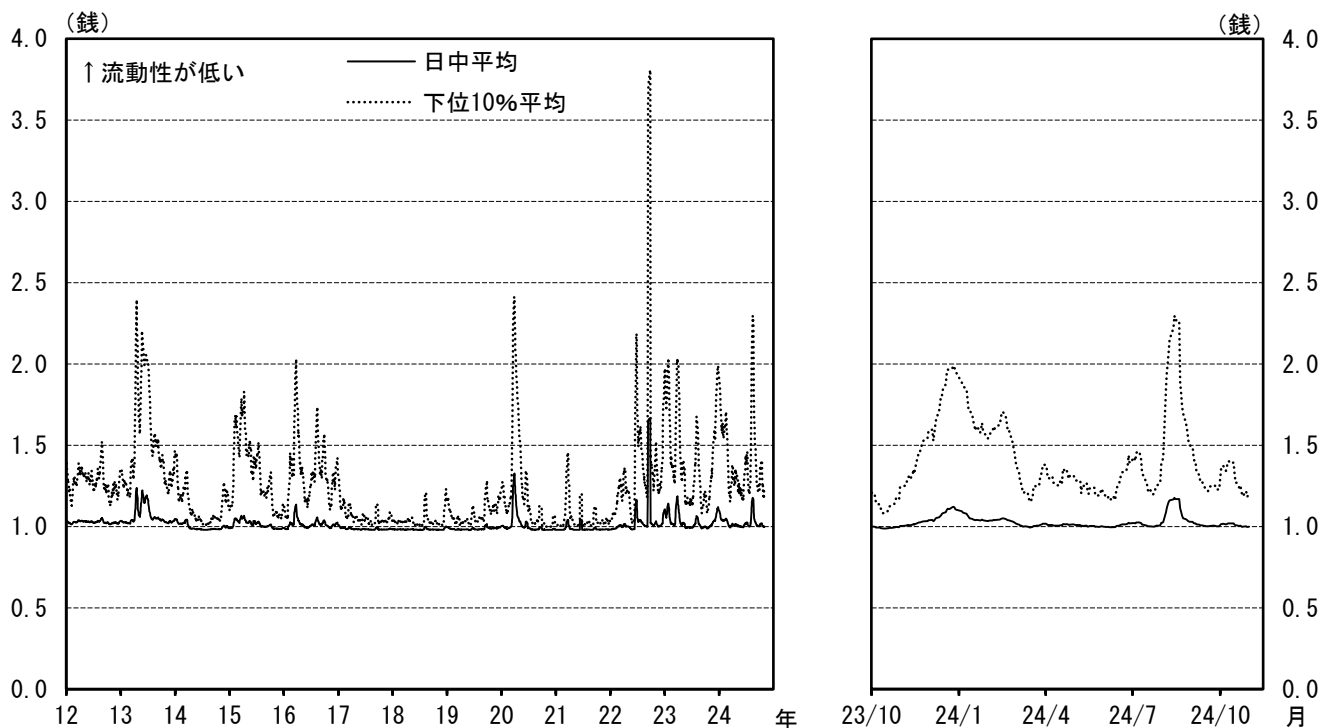


### 長期国債先物市場 出来高(volume)と値幅の狭さ(tightness)

#### (1) 出来高



#### (2) ビッド・アスク・スプレッド



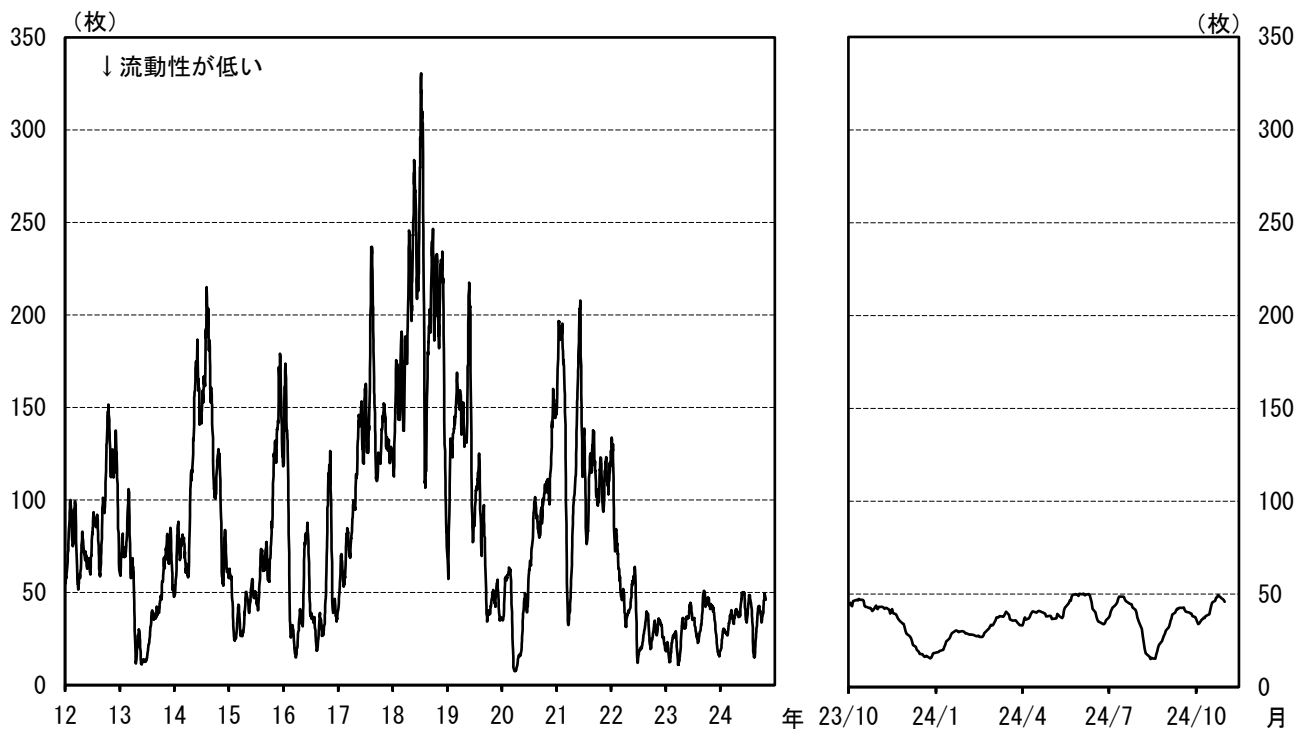
(注) 1. (2)の日中平均は、1分毎にビッド・アスク・スプレッドを求めて、平均したもの。下位10%平均は、1分毎のビッド・アスク・スプレッドのうち、スプレッドが大きい方から10%分を平均したもの。

2. (1) (2)ともに、後方10日移動平均。直近は10月末。

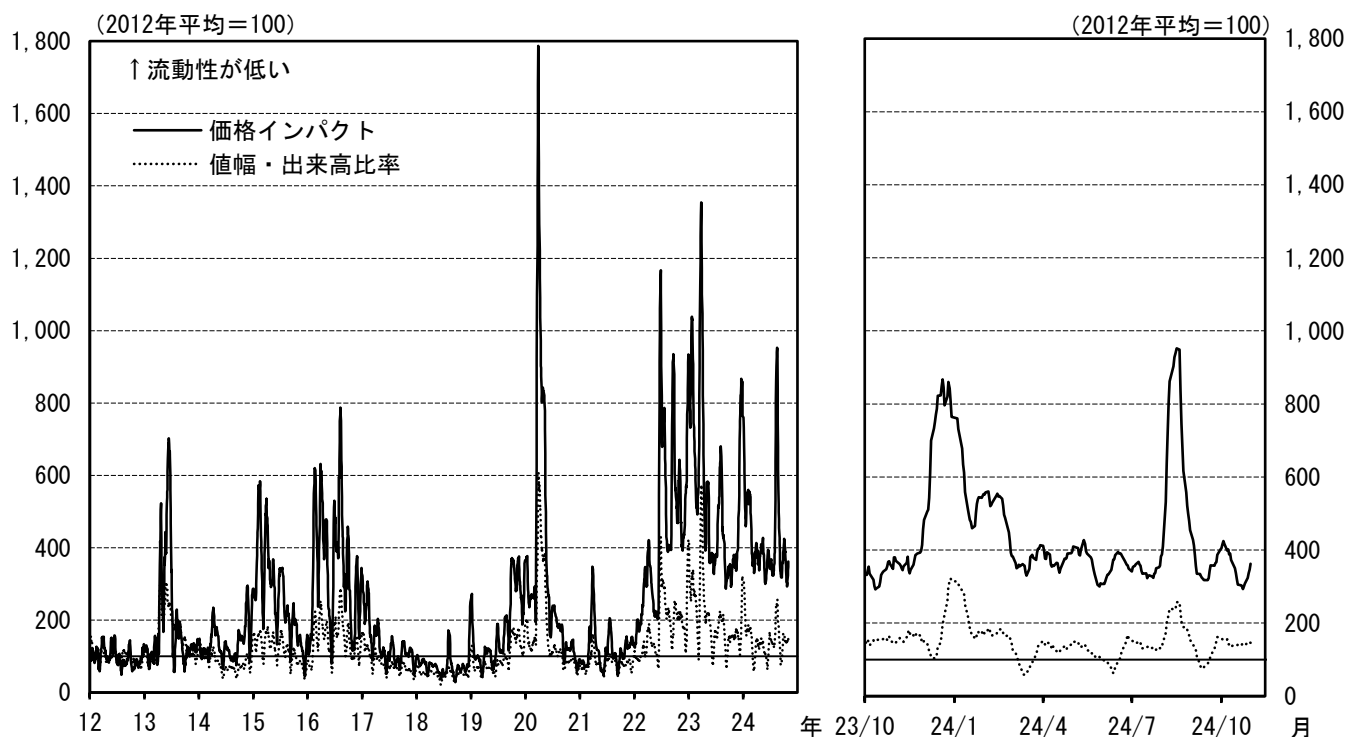
(出所) QUICK、大阪取引所、日本経済新聞社「日経NEEDS」

## 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

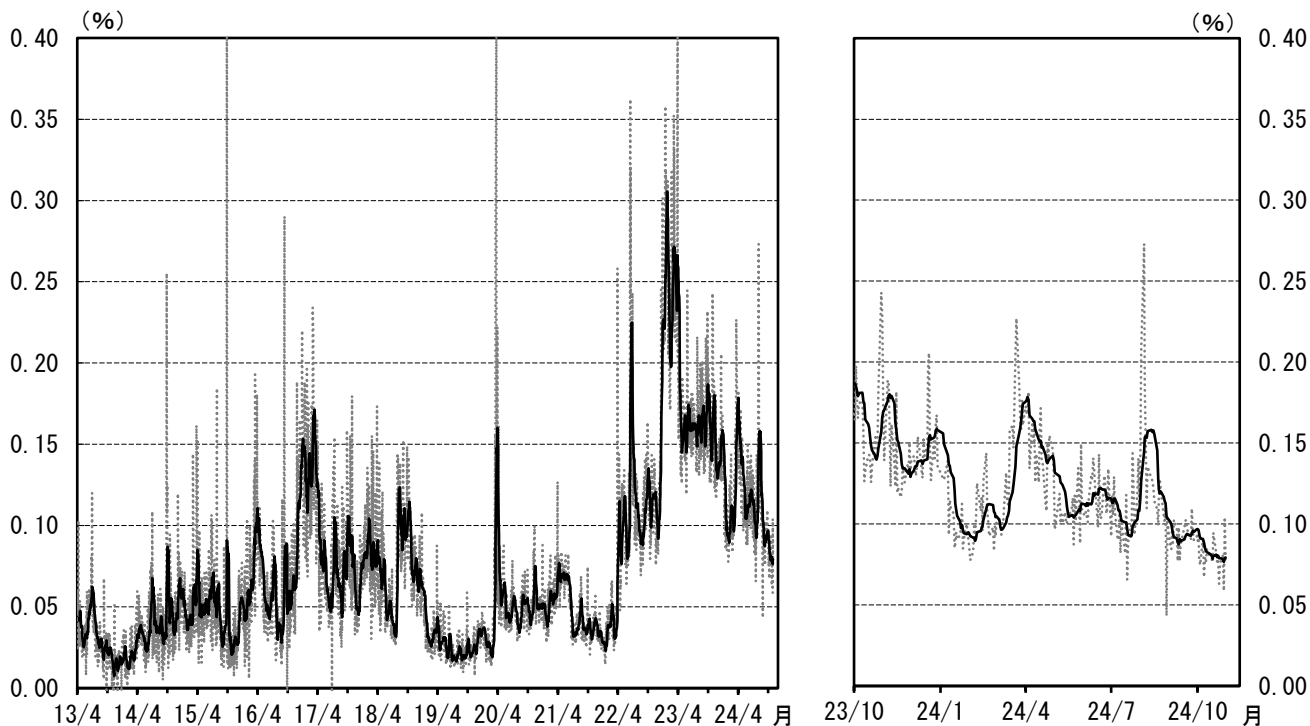


- (注) 1. (1)は、1分毎にベスト・アスク枚数を求めて、その中央値をプロットしたもの。  
2. (2)の価格インパクトは、5分毎に価格インパクトを求めて、平均したもの。値幅・出来高比率は、日中の値幅（最高値と最安値の差）をその日の出来高で除したもの。  
3. (1)(2)ともに、後方10日移動平均。直近は10月末。

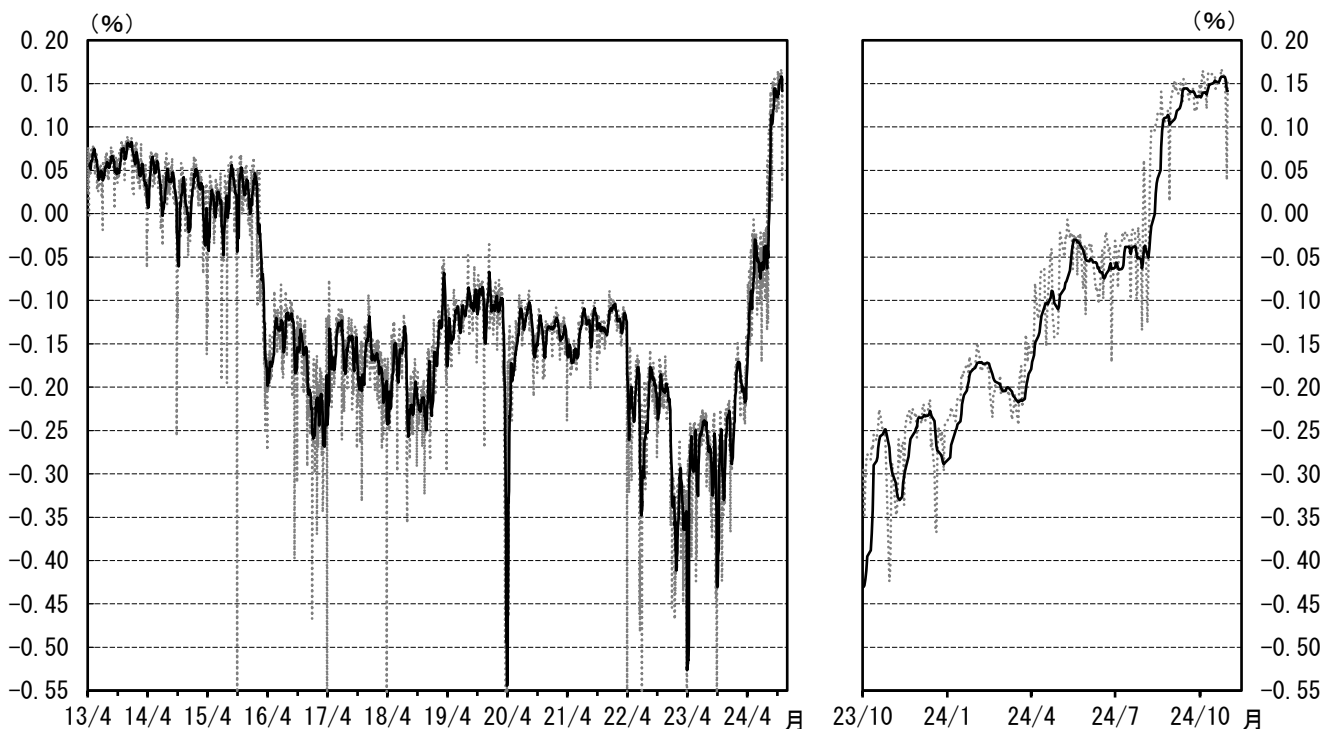
(出所) 日本経済新聞社「日経NEEDS」、QUICK、大阪取引所

## 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

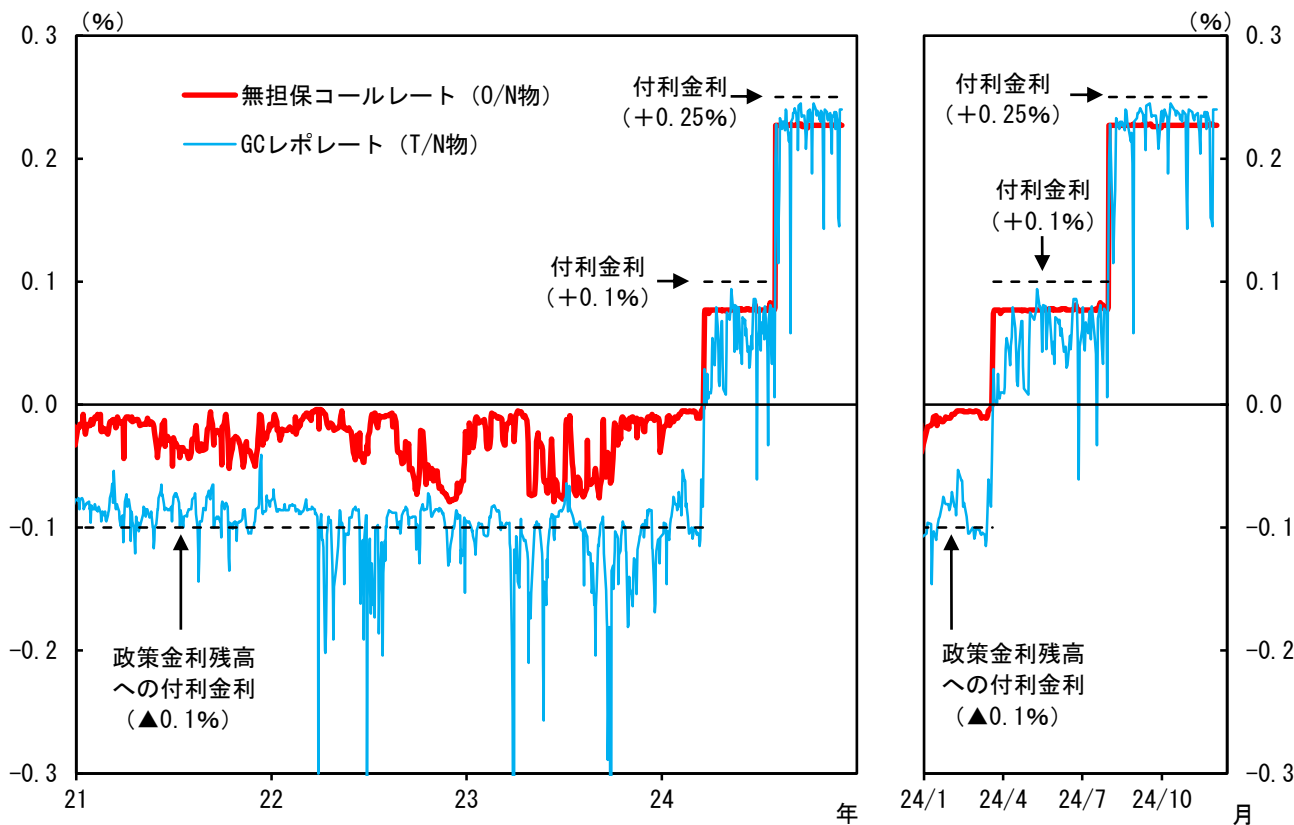


(注) 1. SCレポレートは18/4月末まではS/N、18/5月以降はT/N。SCレポレートは銘柄別のSCレポ出来高による加重平均値。  
2. GCレポレート（東京レポレート）はT/N。  
3. GC-SCスプレッドは、決済日を合わせる形で算出。  
4. (1) (2)ともに、実線は後方10日移動平均。直近は10月末。  
(出所) ジェイ・ボンド東短証券、日本証券業協会

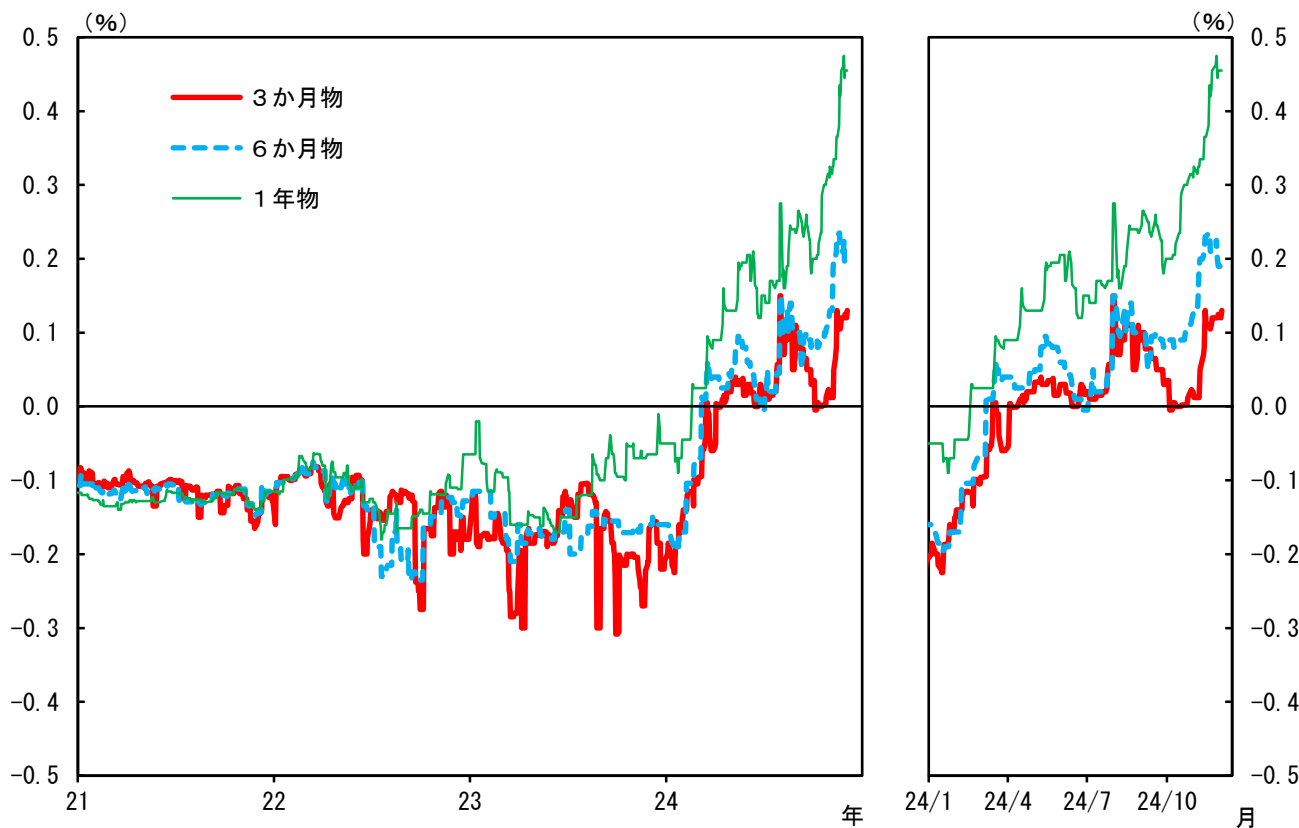
### 3. 最近の市場動向と市場調節

# 短期金利

## (1) 短期金利



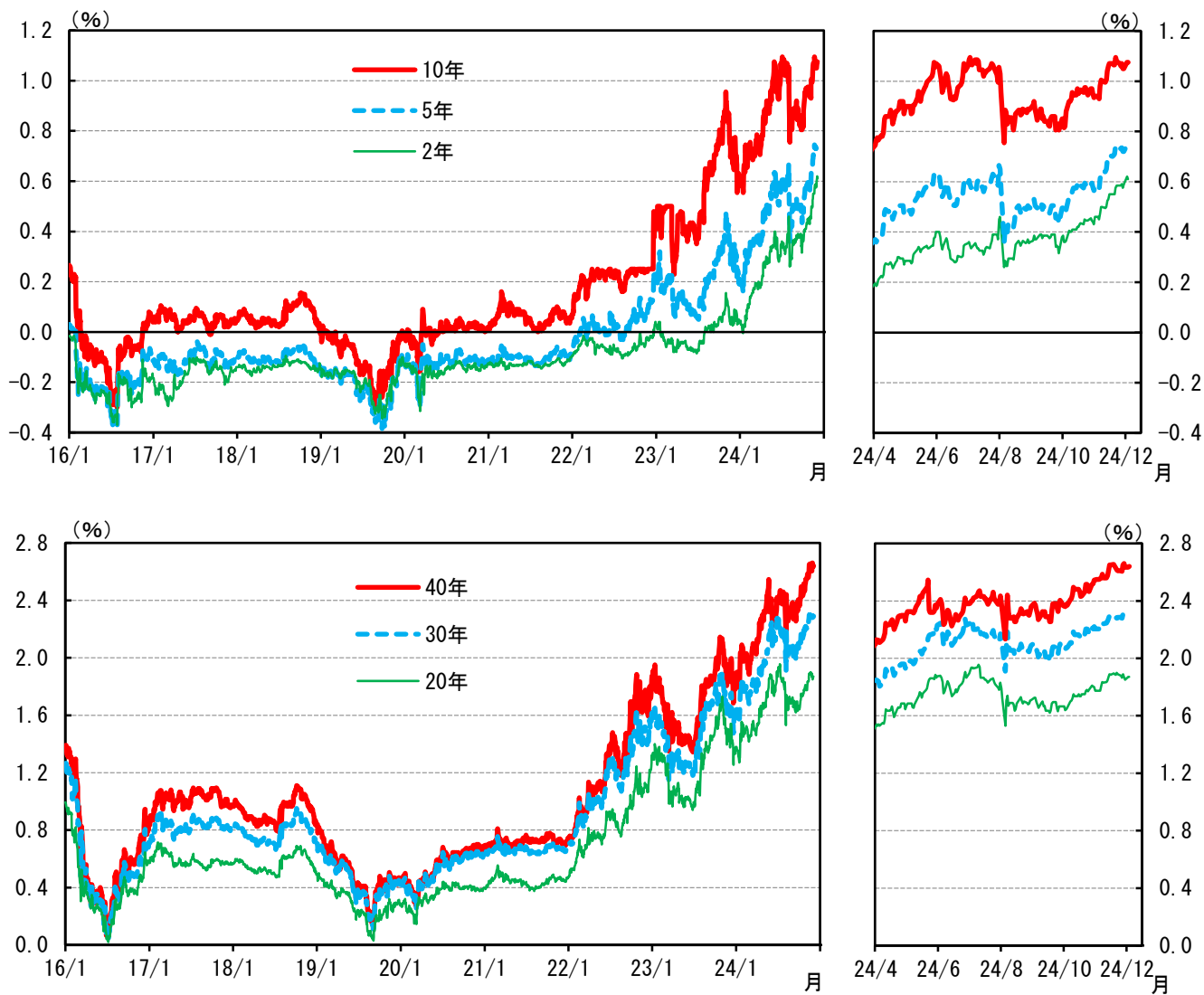
## (2) 国庫短期証券の利回り



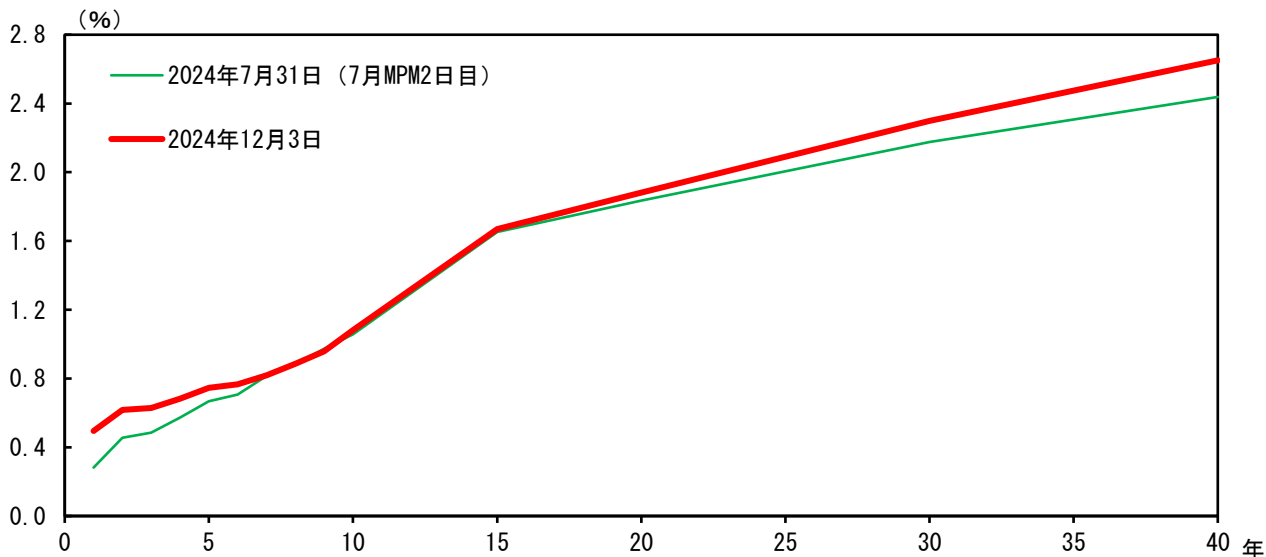
(出所) 日本証券業協会、日本銀行、日本相互証券

# 長期金利

## (1) 長期金利の推移



## (2) イールドカーブ



## 国債買入れの運営（1）：買入れ額の推移

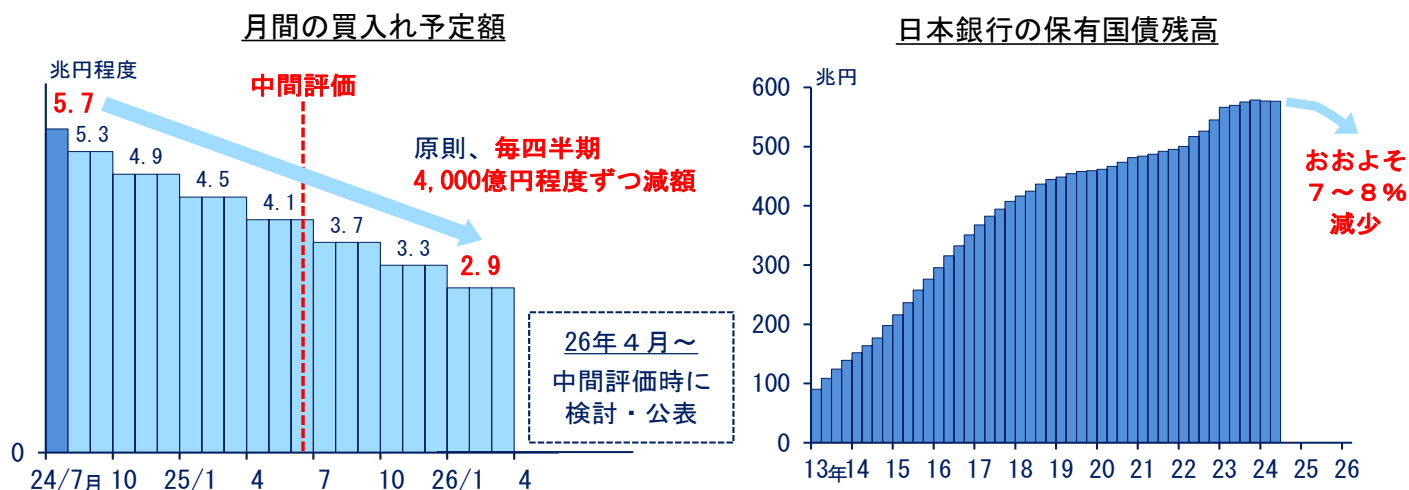
### (1) 国債買入れの減額計画

#### 2026年3月までの減額計画の考え方

長期金利：金融市場において形成されることが基本

国債買入れ：国債市場の安定に配慮するための柔軟性を確保しつつ、予見可能な形で減額が適切

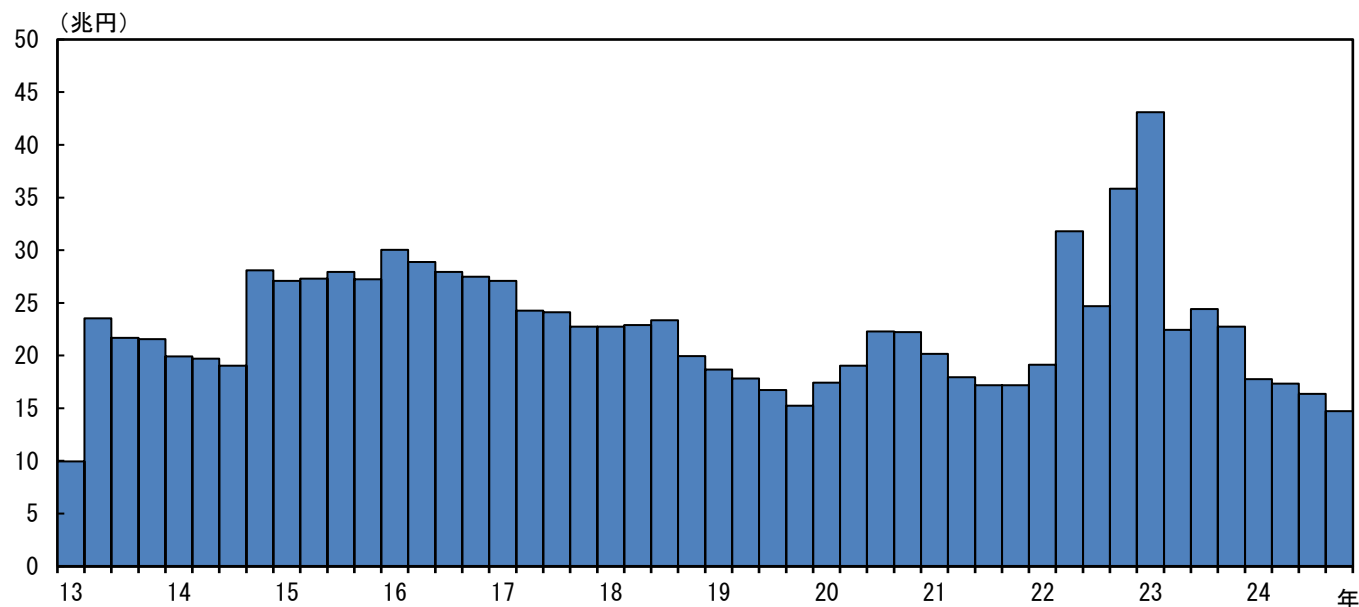
#### <予見可能な形での減額>



#### <柔軟性の確保>

- ① 来年6月の金融政策決定会合で中間評価を実施
- ② 長期金利が急激に上昇する場合には、機動的に、買入れ額の増額等を実施
- ③ 必要な場合には、金融政策決定会合において、減額計画を見直す

### (2) 国債買入れ額の推移



(注) (2)の直近は、2024年10~12月(買入れ予定額を含む)。

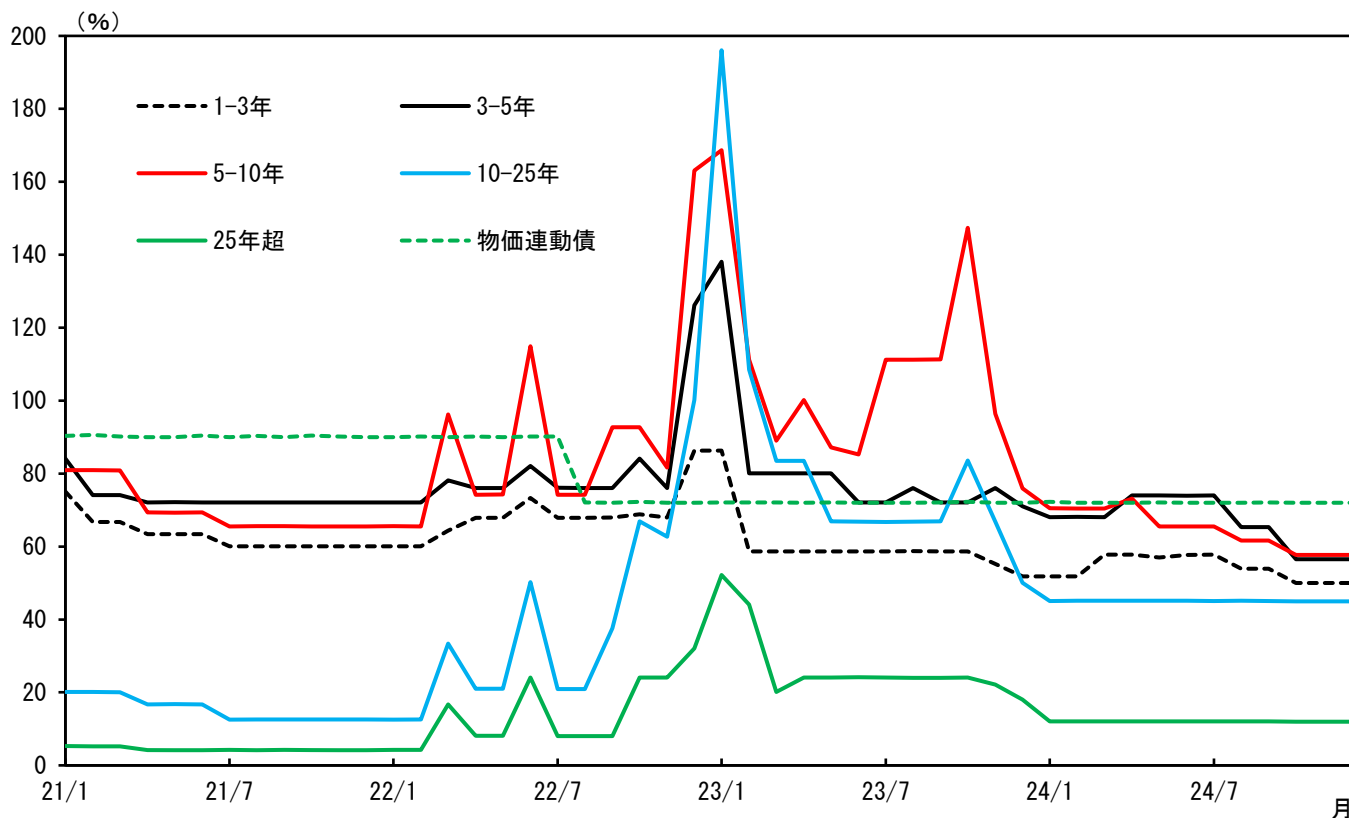
(出所) 日本銀行

## 国債買入れの運営（2）：残存期間別・種類別

### （1）残存期間別・種類別の国債買入れ額

	残存期間	1回当たり オファー金額（億円）			月間オファー金額 （億円）		
		2024年 7月	2024年 8～9月	2024年 10～12月	2024年 7月	2024年 8～9月	2024年 10～12月
利付国債	1年以下	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
	1年超 3年以下	3,750	3,500	3,250	15,000	14,000	13,000
	3年超 5年以下	4,250	3,750	3,250	17,000	15,000	13,000
	5年超 10年以下	4,250	4,000	3,750	17,000	16,000	15,000
	10年超 25年以下	1,500	1,500	1,500	4,500	4,500	4,500
	25年超	750	750	750	1,500	1,500	1,500
物価連動債		600	600	600	600	600	600
					計 57,100	計 53,100	計 49,100

### （2）発行額に対するフローの買入れ比率



（注1）（2）において、1-3年では2年債、3-5年では5年債、5-10年では10年債、10-25年では20年債の発行額を、25年超では30年債と40年債の発行額の合計を用いて、買入れ比率を算出。40年債と物価連動債の発行額は、月次換算。

（注2）（2）の物価連動債の発行額は、財務省の買入消却額を控除する前の値。

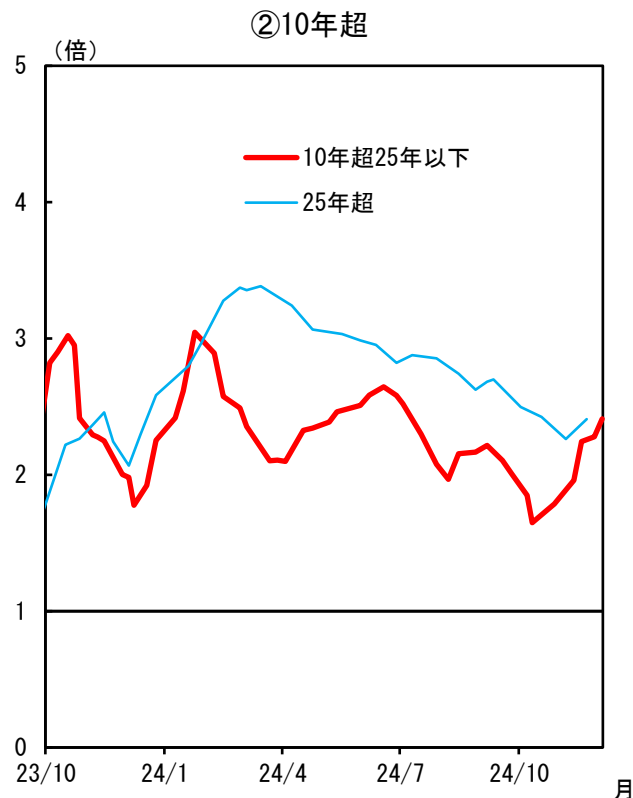
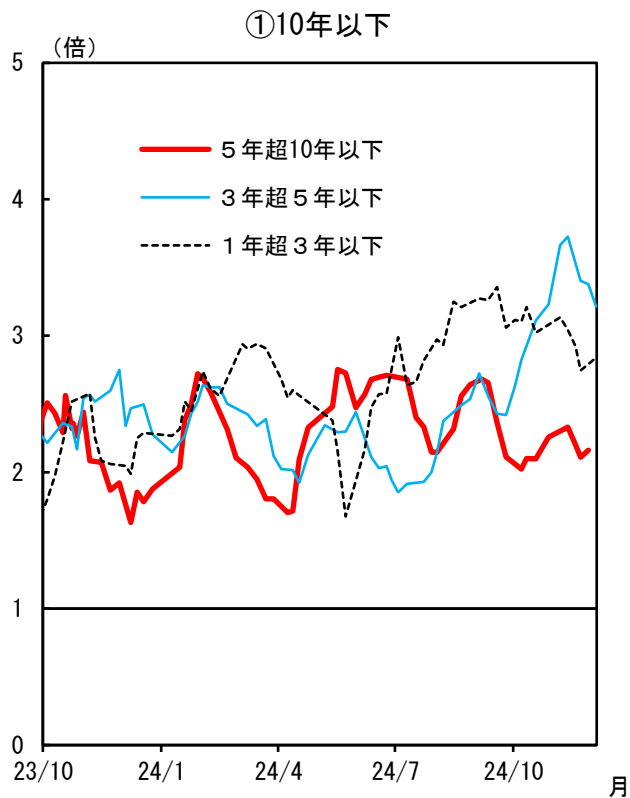
（注3）（2）の本行の買入れ額は、指値オペによる買入れを除く。

（出所）財務省、日本銀行

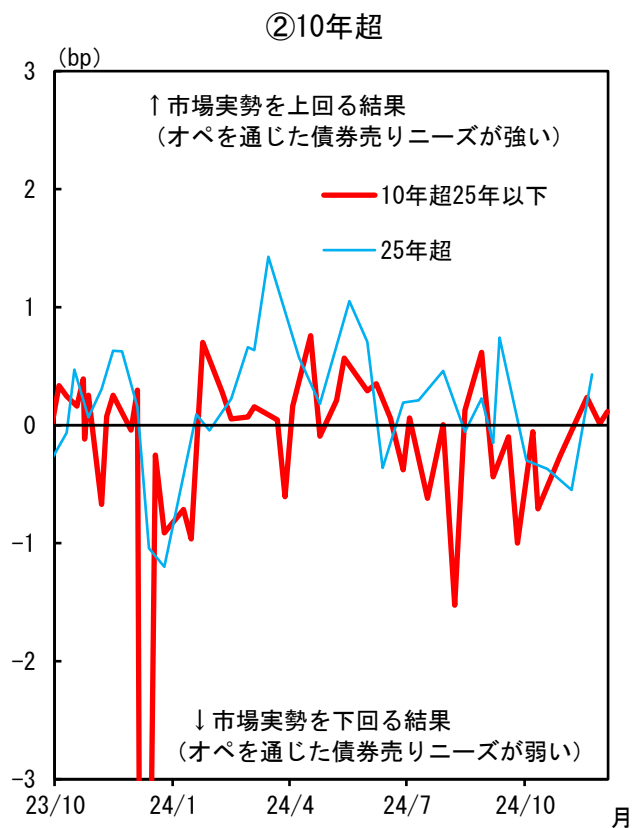
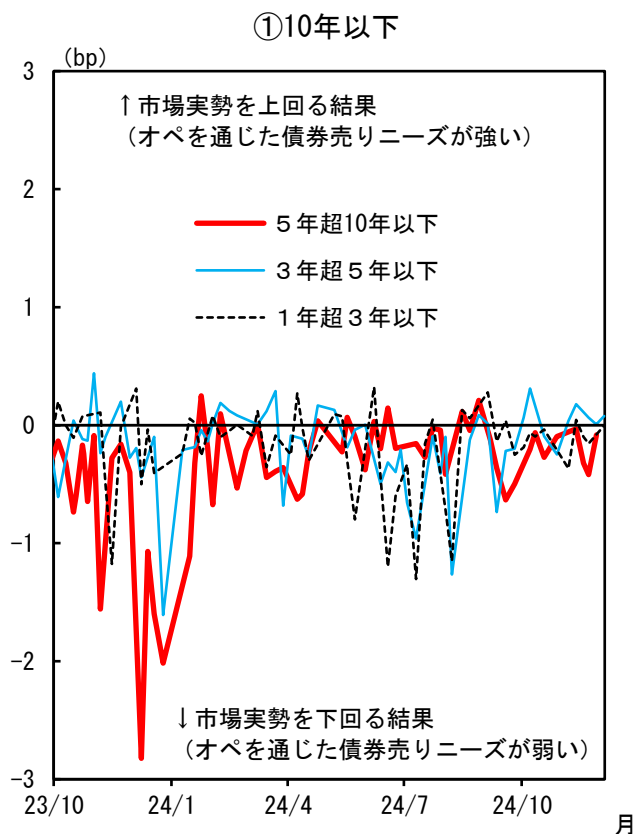


### 国債買入れの運営（3）：最近のオペ結果

#### (1) 応札倍率



#### (2) 最低落札利回りと市場実勢利回りの差



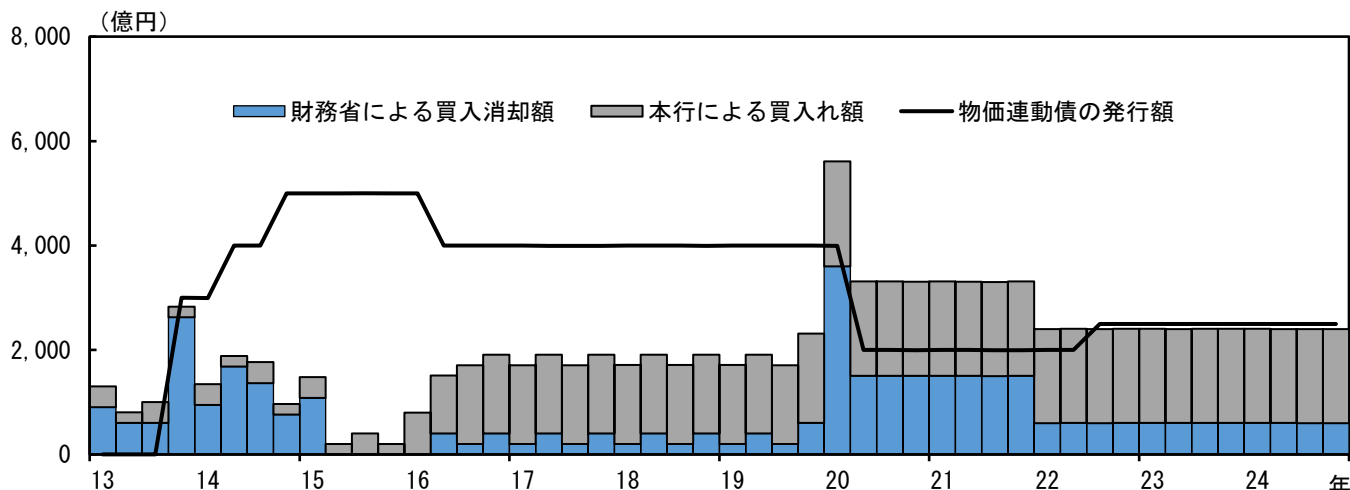
(注1) (1)の応札倍率は、後方5回移動平均。

(注2) (2)の市場実勢利回りは、最低落札利回りで落札された銘柄のオペ実施日前場引け時点における気配値の加重平均値。

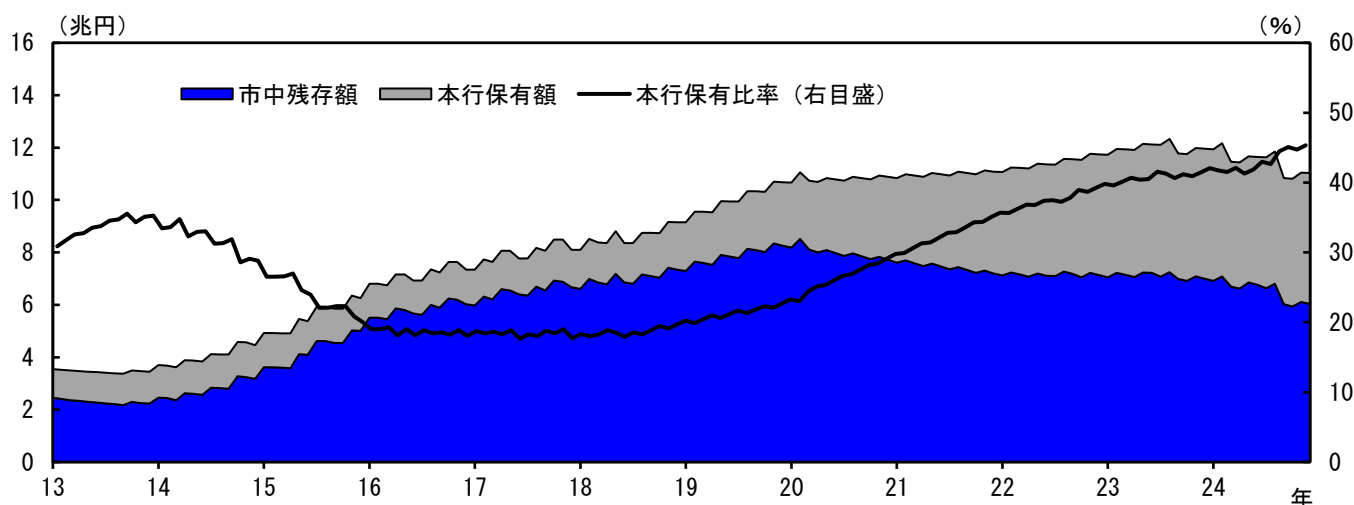
(出所) 日本銀行、Tradeweb

### 国債買入れの運営(4) : 物価連動債

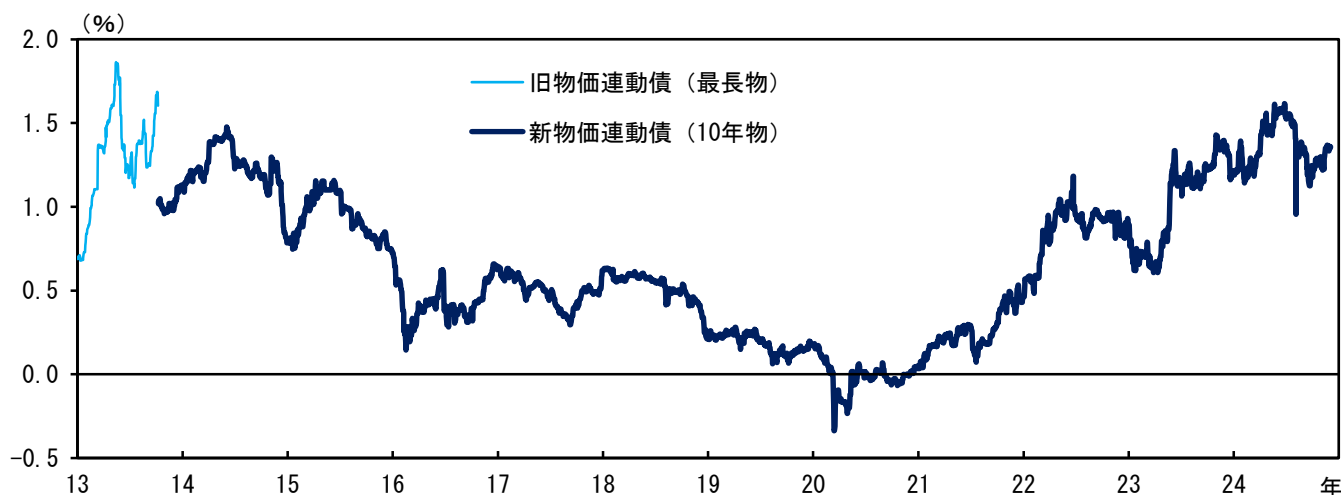
(1) 物価連動債の本行の買入れ額(フロー)



(2) 物価連動債の本行の買入れ額(ストック)



(3) ブレーク・イーブン・インフレ率



(注1) (1)の直近は、2024年10~12月(発行・買入消却・買入れ予定額をもとに算出)。

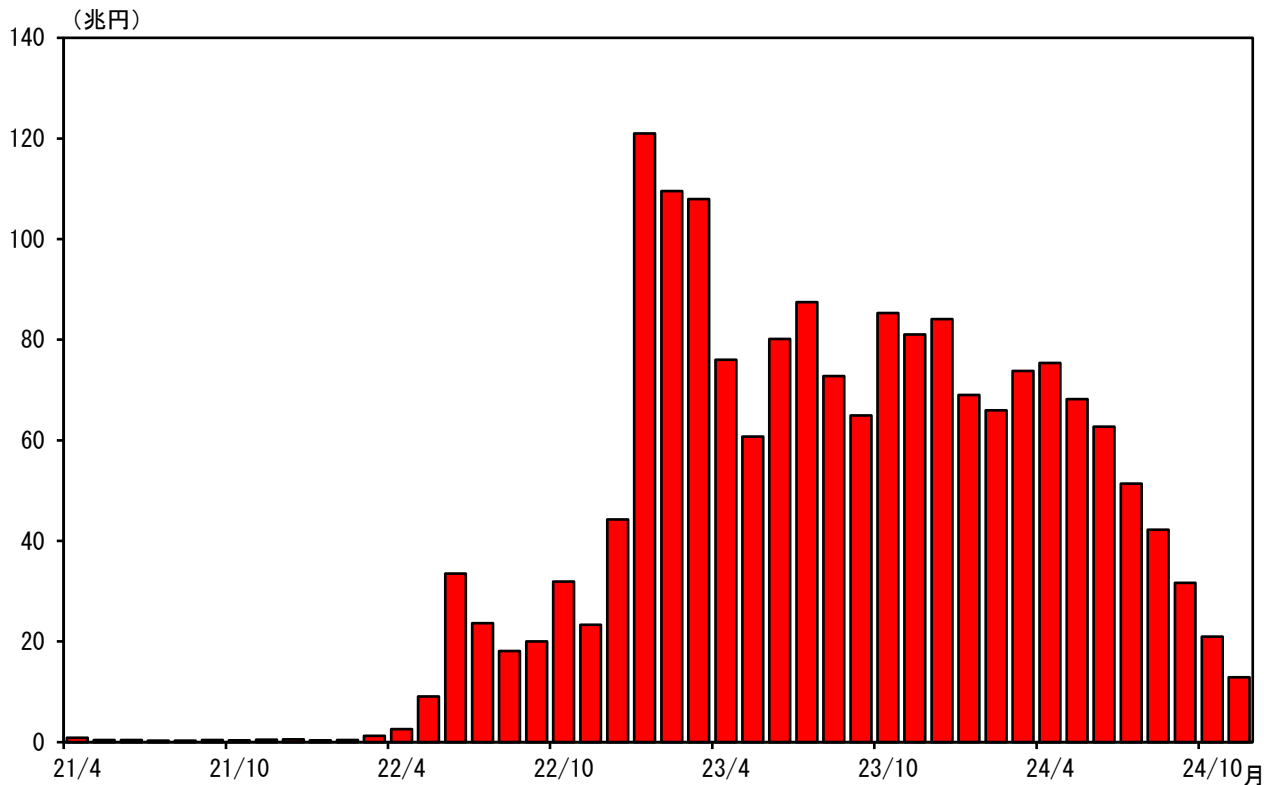
(注2) (2)の直近は、2024年12月(同上)。

(注3) (3)の新物価連動債は、2013年10月以降に発行されたものを指し、旧物価連動債は、それ以外を指す。  
旧物価連動債の最長物は、16回債の利回りをを用いて算出。

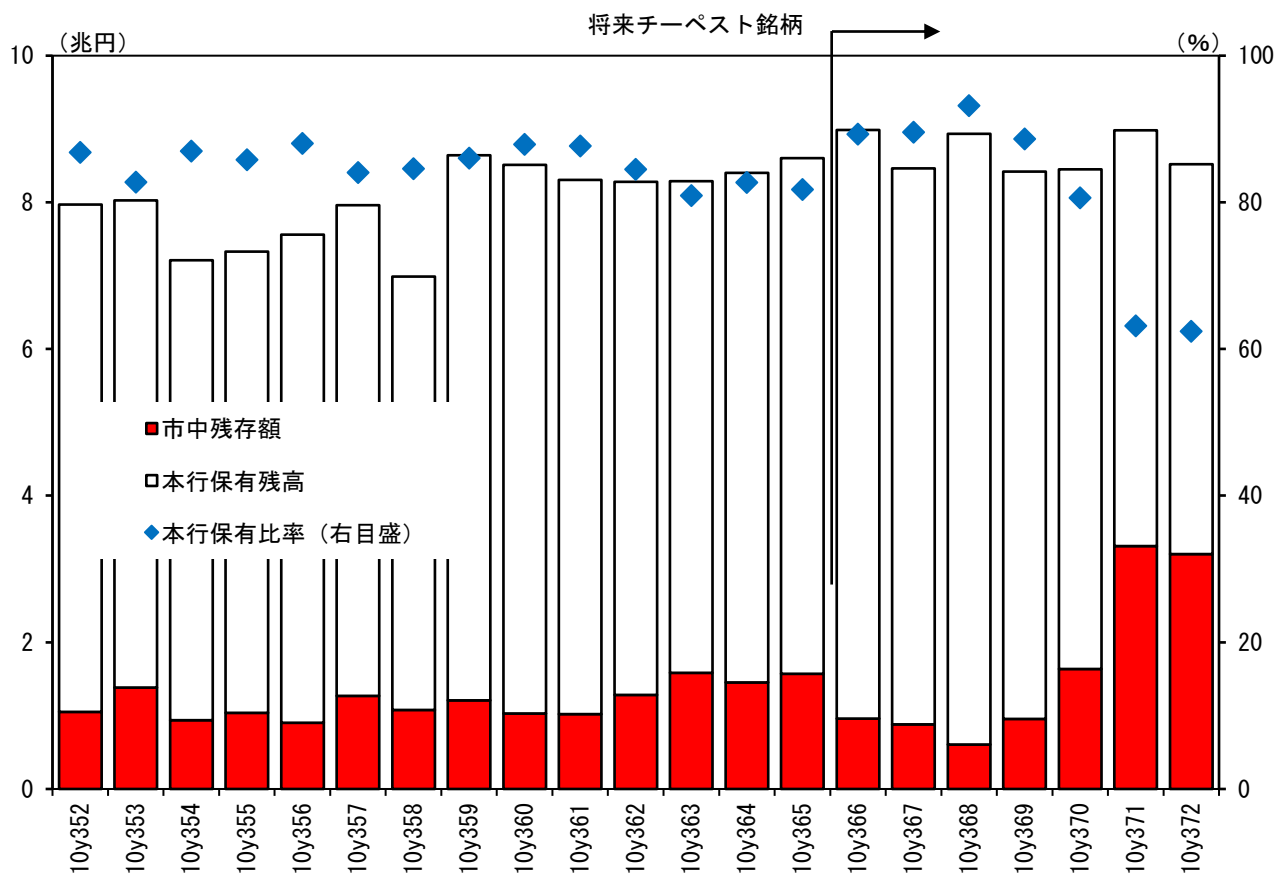
(出所) 財務省、日本銀行、LSEG Eikon

### 国債補完供給 (1)

#### (1) 国債補完供給の落札額



#### (2) 10年債の本行保有比率



(注) (2) は、2024年11月末時点。352回債から372回債までの保有比率を掲載。

(出所) 財務省、日本銀行

## 国債補完供給 (2)

チーペスト銘柄等にかかる国債補完供給の要件緩和措置の継続について  
(2024年10月16日公表)

日本銀行では、国債補完供給について、レポ市場における国債需給が過度に引き締まることを抑制し、市場の安定を確保する観点から、2022年6月より、チーペスト銘柄等<sup>1</sup>にかかる国債補完供給の要件緩和措置を実施しており、債券先物の限月交代の都度、対象銘柄を入れ替えつつ、当該措置を継続しています。

本年12月半ば以降、日本銀行の保有比率が極めて高い銘柄がチーペスト銘柄になることも踏まえ、日本銀行では当面、これまでと同様、以下のチーペスト銘柄等にかかる国債補完供給の要件緩和措置を継続する方針です。

## 1. 連続利用日数に関する上限の引き上げ

チーペスト銘柄等に関しては、債券先物の受渡決済日までの期間、国債補完供給の連続利用が可能となるよう、連続利用日数を引き上げています。具体的には、国債補完供給の連続利用日数について、通常の見扱いは、原則として最長50営業日としていますが、現在は、これを原則として最長80営業日としています。

## 2. 引き渡しにかかる要件の緩和の対象となる銘柄の拡大

日本銀行への引き渡しにかかる要件の緩和の対象となる銘柄について、通常の見扱いは、チーペスト銘柄等のうち日本銀行の保有割合が発行残高の80%を超えるものとしていますが、現在は、原則としてすべてのチーペスト銘柄等としています。

なお、2. で示している通り、チーペスト銘柄等については、①国債補完供給の利用先において、日本銀行への引き渡しが可能となるめどが立たない場合に加えて、②国債市場の流動性改善に資する場合には、国債補完供給の利用先は、当該売却国債にかかる日本銀行による買戻額を減額する措置（減額措置）を願い出ることができます。国債補完供給の利用先より、後者②の願い出があった場合、日本銀行では、これまでと同様、当該願い出が国債市場の流動性改善に資すると判断とした場合には、原則として当該願い出を承諾します。

<sup>1</sup> 長期国債先物取引の直近2限月におけるチーペスト銘柄およびセカンド・チーペスト銘柄。

(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	19年度末	20年度末	21年度末	22年度末	23年度末	24/9月末
長期国債	91.3	473.5	495.8	511.2	576.2	585.6	583.0
CP等	1.2	2.6	2.9	2.5	2.1	2.2	1.9
社債等	2.9	3.2	7.5	8.6	8.0	6.1	5.5
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	80.9
買入国庫短期証券	16.4	10.2	34.2	12.7	3.3	2.0	0.5
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	12.0
共通担保資金供給	21.7	1.2	0.5	0.5	14.0	18.5	16.9
その他とも 資産計	164.8	604.5	714.6	736.3	735.1	756.4	753.3
銀行券	83.4	109.6	116.0	119.9	122.0	120.9	119.3
当座預金	58.1	395.3	522.6	563.2	549.1	561.2	549.4
売現先勘定	14.5	24.1	0.6	0.9	5.4	4.3	21.3
その他とも 負債・純資産計	164.8	604.5	714.6	736.3	735.1	756.4	753.3
マネタリーベース	146.0	509.8	643.6	688.0	675.8	686.8	673.5

(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