

資 料

2025 年 5 月
金融市場局

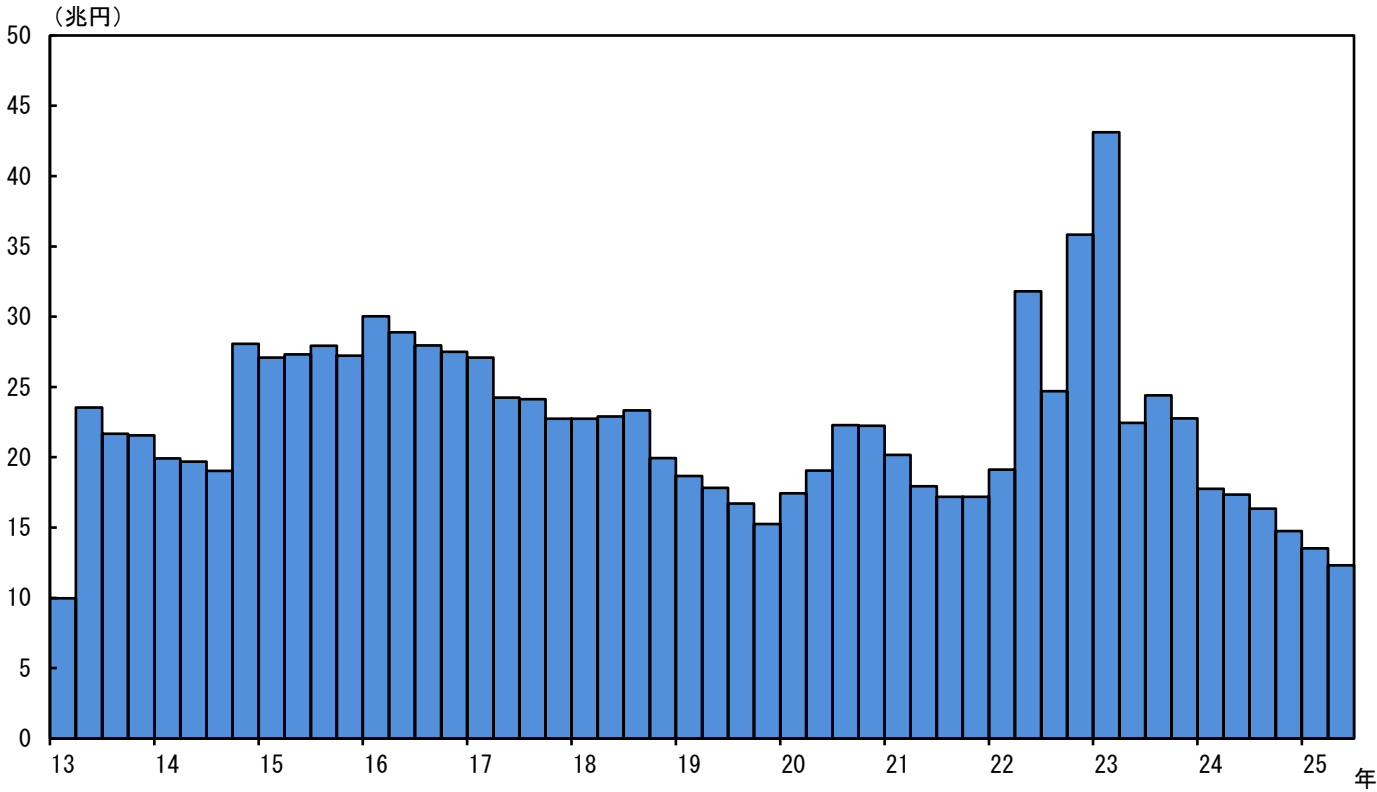
(注) 本資料は、銀行等グループ、証券等グループ、バイサイドグループ共通。

1. 最近の市場動向と市場調節

(図表 1)

国債買入れ額

(1) 国債買入れ額の推移 (四半期)



(2) 残存期間別・種類別の国債買入れ額

	残存期間	月間オファー金額 (億円)				
		2024年 7月	2024年 8～9月	2024年 10～12月	2025年 1～3月	2025年 4～6月
利付国債	1年以下	1,500 < — >	1,500 < — >	1,500 < — >	1,500 < — >	1,000 < — >
	1年超 3年以下	15,000 <57.7%>	14,000 <53.8%>	13,000 <50.0%>	12,000 <46.2%>	11,000 <42.3%>
	3年超 5年以下	17,000 <73.9%>	15,000 <65.2%>	13,000 <56.5%>	12,000 <52.2%>	11,000 <45.8%>
	5年超 10年以下	17,000 <65.4%>	16,000 <61.5%>	15,000 <57.7%>	13,000 <50.0%>	12,000 <46.2%>
	10年超 25年以下	4,500 <45.0%>	4,500 <45.0%>	4,500 <45.0%>	4,500 <45.0%>	4,050 <40.5%>
	25年超	1,500 <12.0%>	1,500 <12.0%>	1,500 <12.0%>	1,500 <12.0%>	1,500 <14.3%>
物価連動債		600 <72.0%>	600 <72.0%>	600 <72.0%>	500 <60.0%>	500 <60.0%>
計		57,100	53,100	49,100	45,000	41,050

(注 1) (1) の直近は、2025 年 4 ～ 6 月 (買入れ予定額を含む)。

(注 2) (2) の < > 内は、発行額に対する買入れ比率。1 年超 3 年以下では 2 年債、3 年超 5 年以下では 5 年債、5 年超 10 年以下では 10 年債、10 年超 25 年以下では 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。

(出所) 日本銀行、財務省

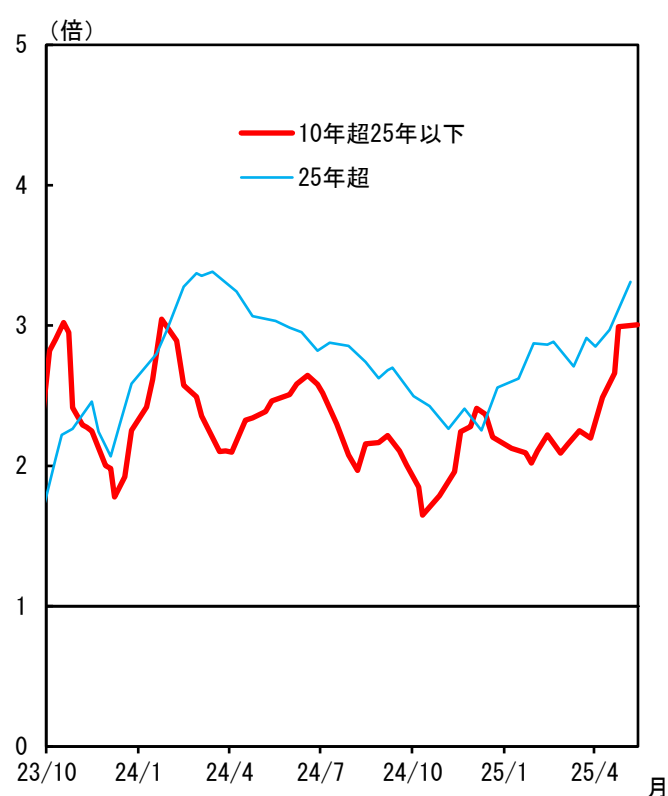
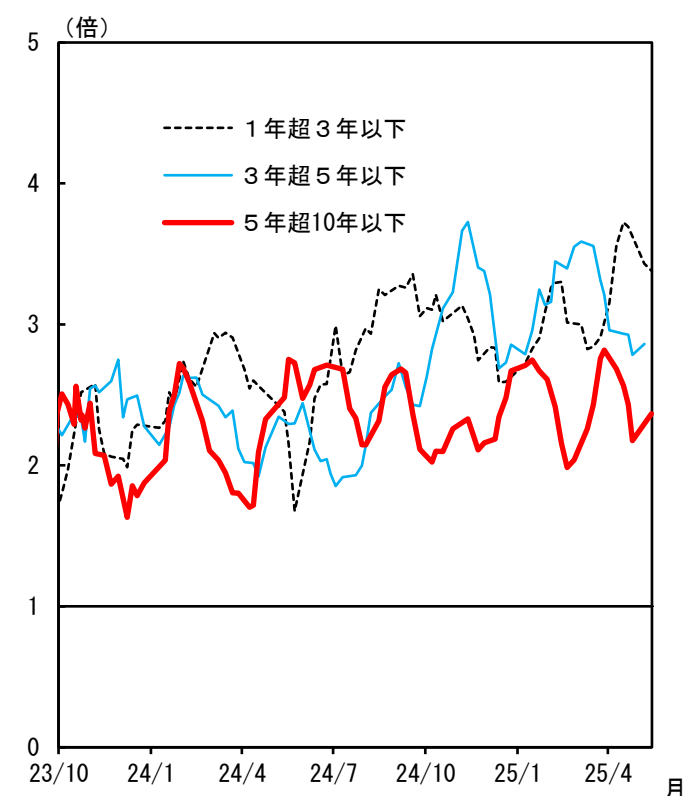
(図表 2)

国債買入れのオペ結果

(1) 応札倍率

①10年以下

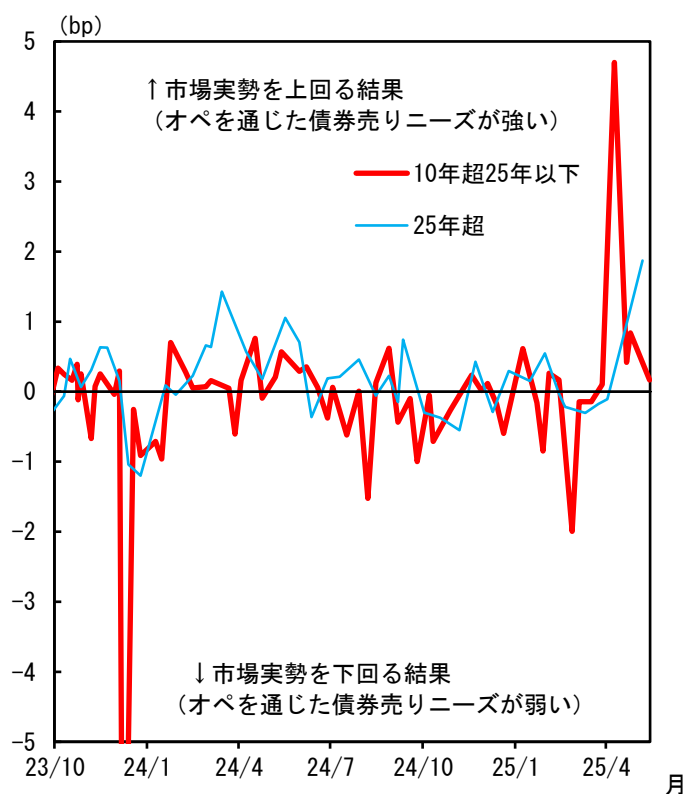
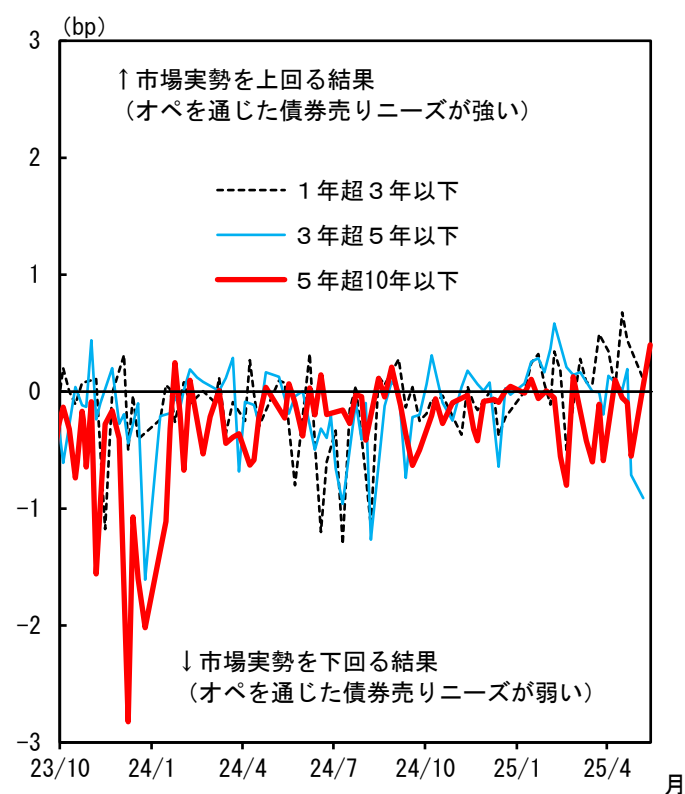
②10年超



(2) 最低落札利回りと市場実勢利回りの差

①10年以下

②10年超



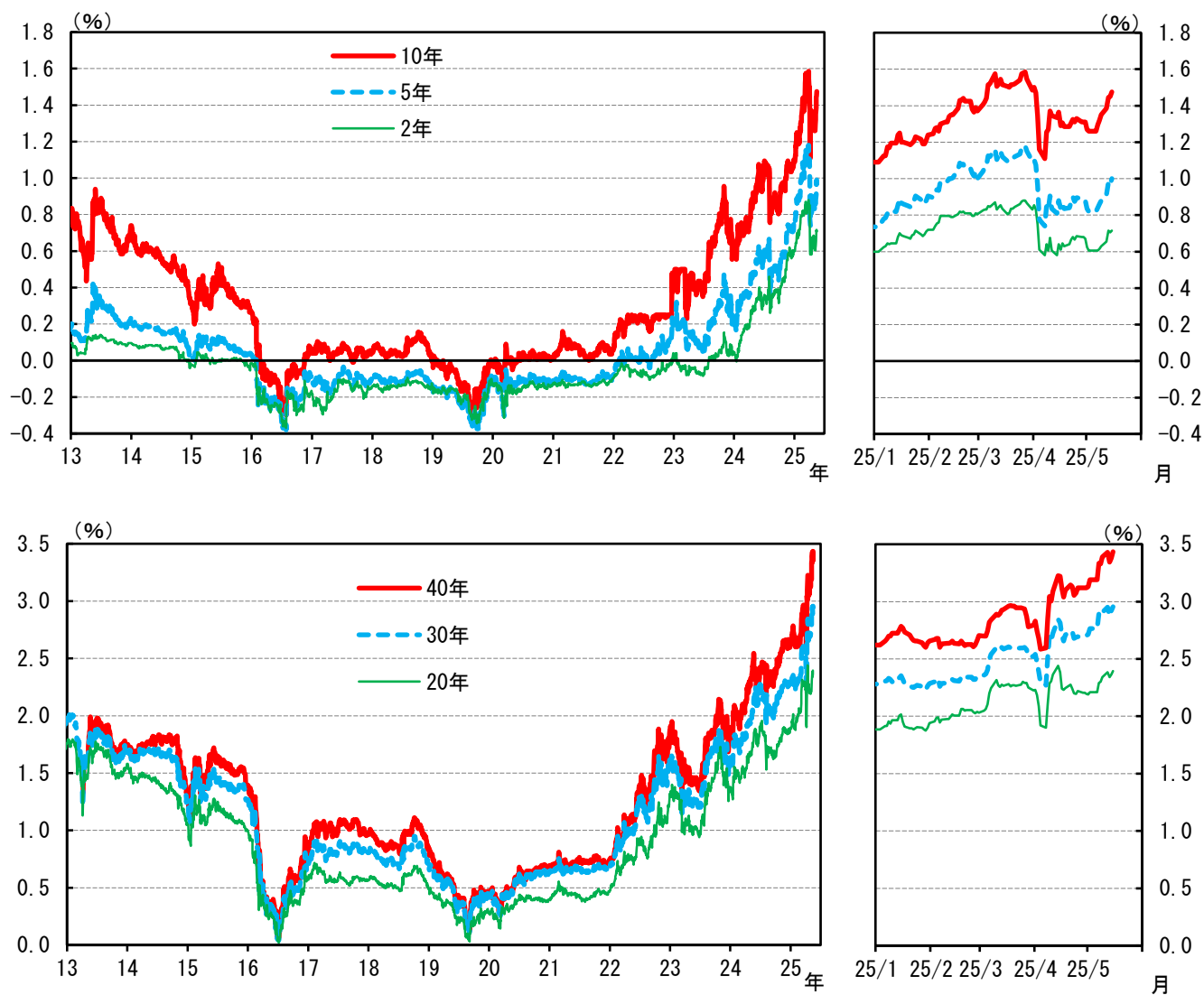
(注 1) (1) の応札倍率は、後方 5 回移動平均。

(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。

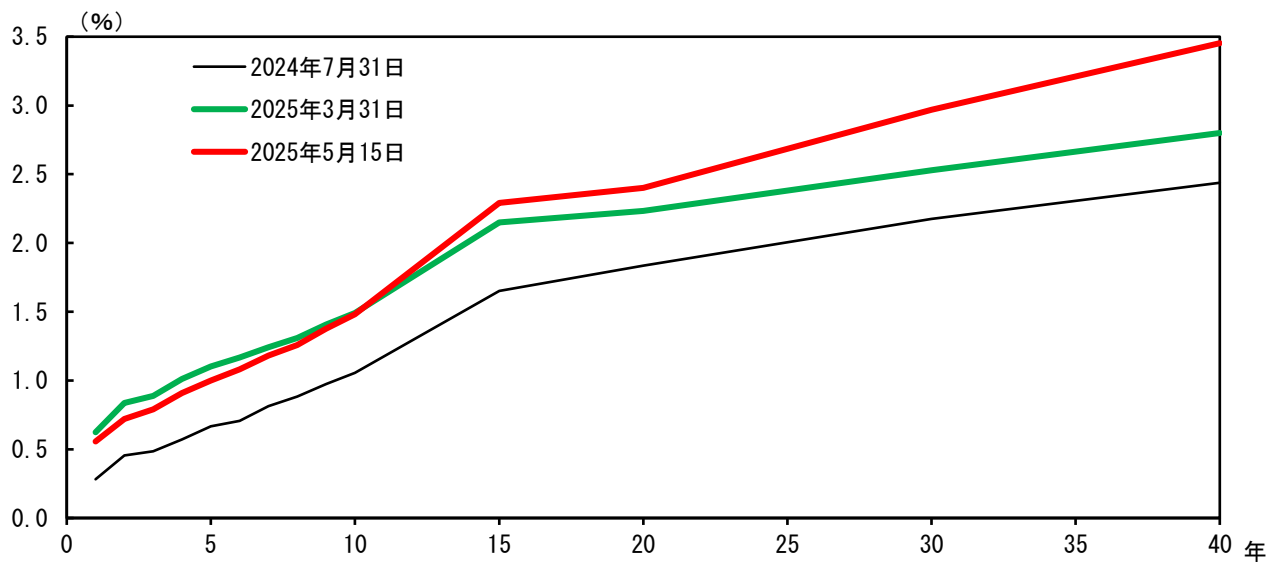
(出所) 日本銀行、Tradeweb

長期金利

(1) 長期金利の推移



(2) イールドカーブ

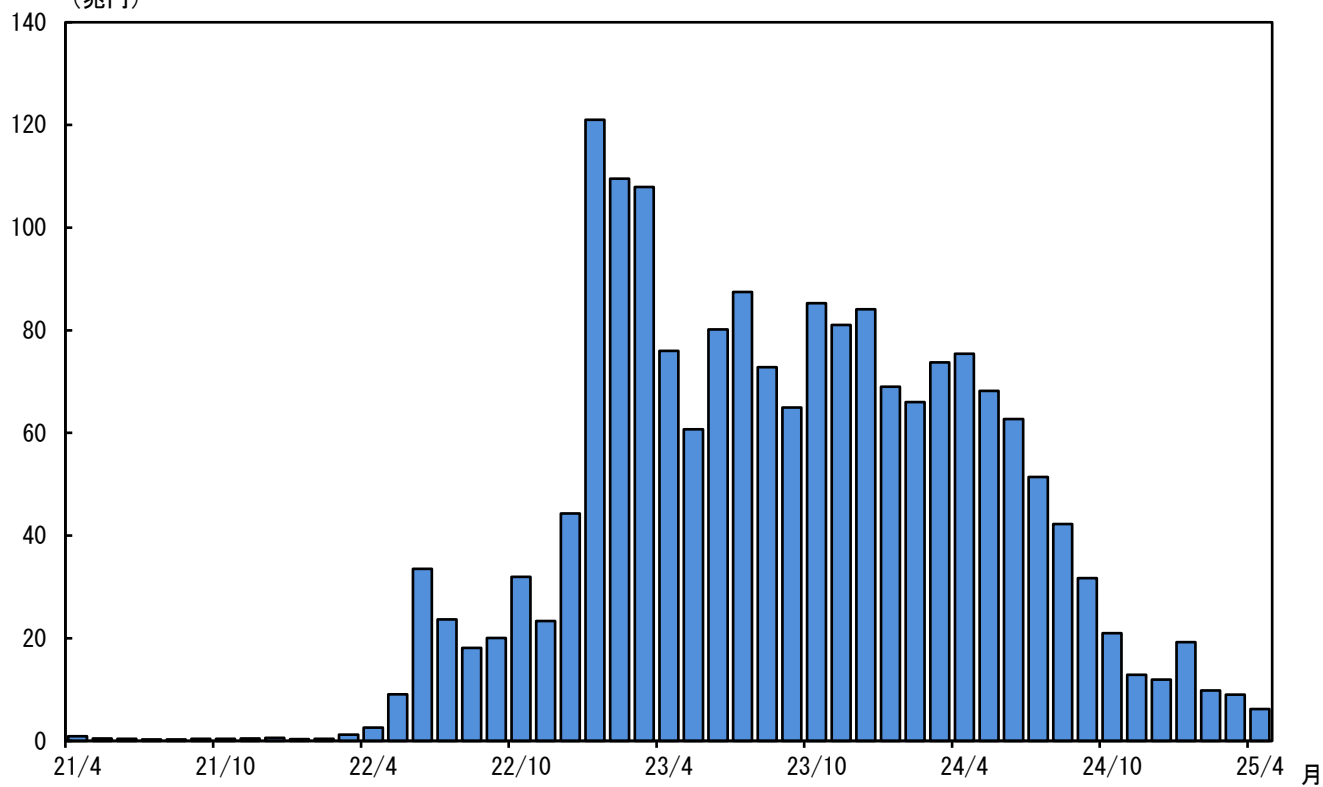


(出所) 日本相互証券、Bloomberg

国債補完供給

(1) 国債補完供給の落札額

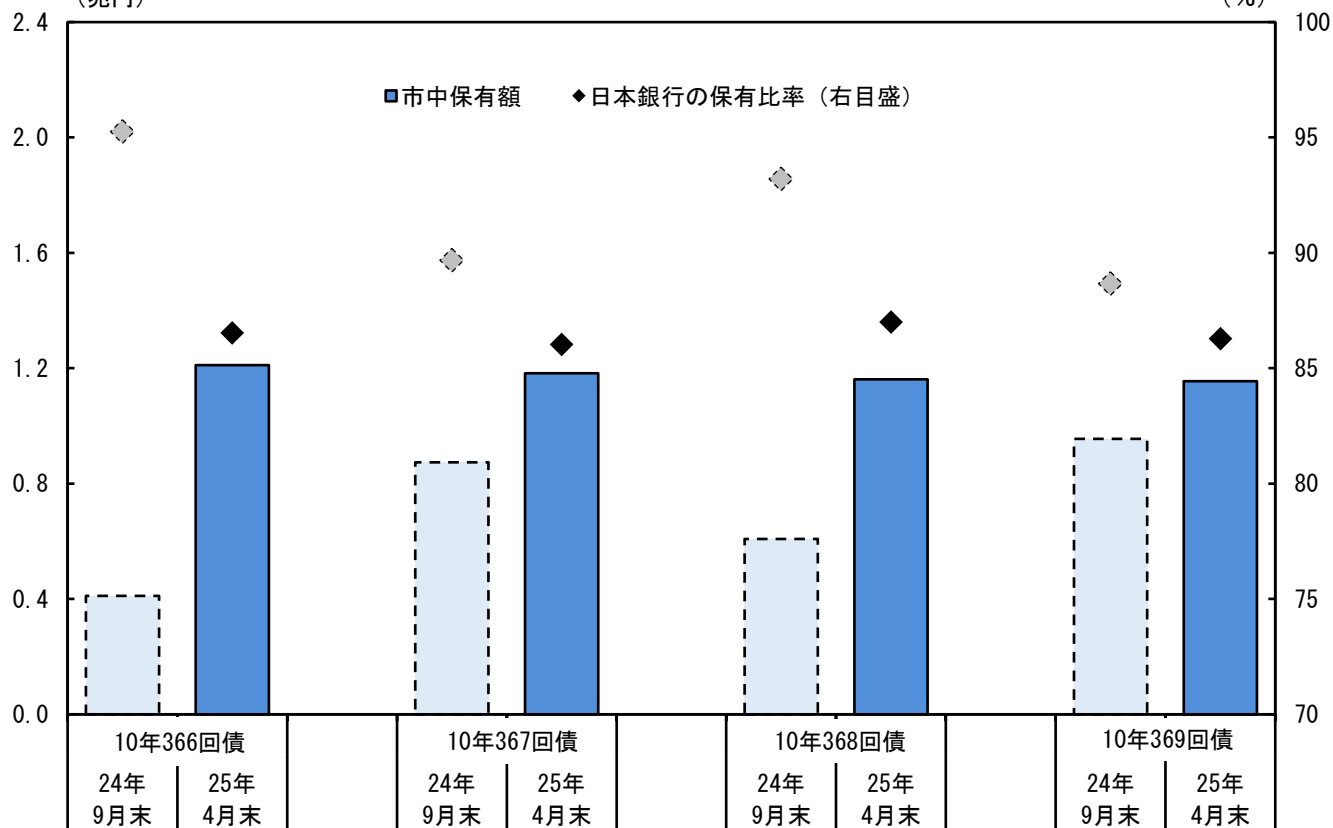
(兆円)



(2) チーペスト銘柄等の市中保有額と日本銀行の保有比率

(兆円)

(%)



(注) (2) の市中保有額は、窓販を含まない。

(出所) 日本銀行、財務省

(参考資料)

日本銀行のバランスシート項目

(単位：兆円)

	12年度末	20年度末	21年度末	22年度末	23年度末	24年度末	25/4月末
長期国債	91.3	495.8	511.2	576.2	585.6	574.2	576.6
C P 等	1.2	2.9	2.5	2.1	2.2	1.0	0.9
社債等	2.9	7.5	8.6	8.0	6.1	4.9	4.6
E T F	1.5	35.9	36.6	37.0	37.2	37.2	37.2
J - R E I T	0.1	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
貸出支援基金	3.4	60.0	61.6	69.9	81.2	74.7	74.7
買入国庫短期証券	16.4	34.2	12.7	3.3	2.0	0.0	0.0
被災地金融機関支援	0.4	0.5	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1
新型コロナ対応金融支援	—	64.8	86.8	6.0	—	—	—
気候変動対応	—	—	2.0	4.4	8.2	14.2	14.2
共通担保資金供給	21.7	0.5	0.5	14.0	18.5	7.8	7.8
その他とも 資産計	164.8	714.6	736.3	735.1	756.4	729.2	731.2
銀行券	83.4	116.0	119.9	122.0	120.9	118.7	118.6
当座預金	58.1	522.6	563.2	549.1	561.2	530.4	543.2
売現先勘定	14.5	0.6	0.9	5.4	4.3	12.8	10.2
その他とも 負債・純資産計	164.8	714.6	736.3	735.1	756.4	729.2	731.2
マネタリーベース	146.0	643.6	688.0	675.8	686.8	653.8	666.4

(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。

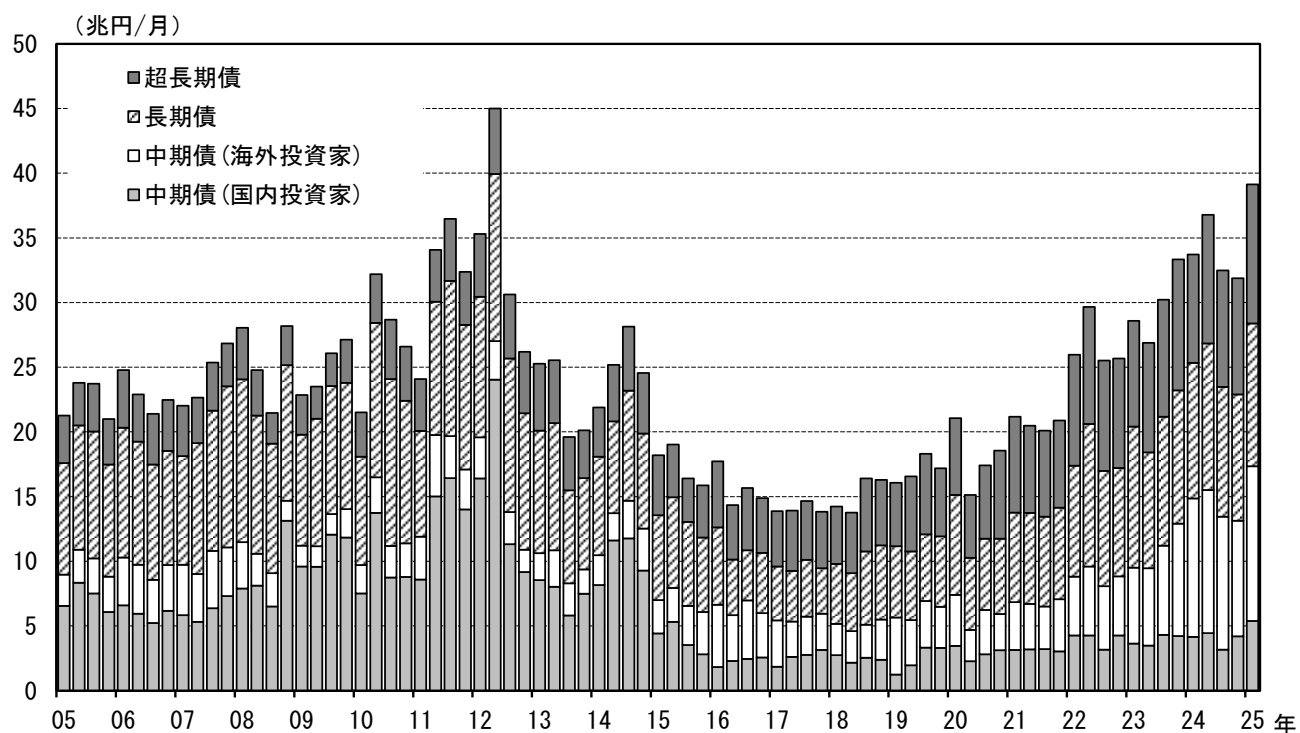
(注3) 被災地金融機関支援は、熊本被災地金融機関支援オペを含む。

(出所) 日本銀行

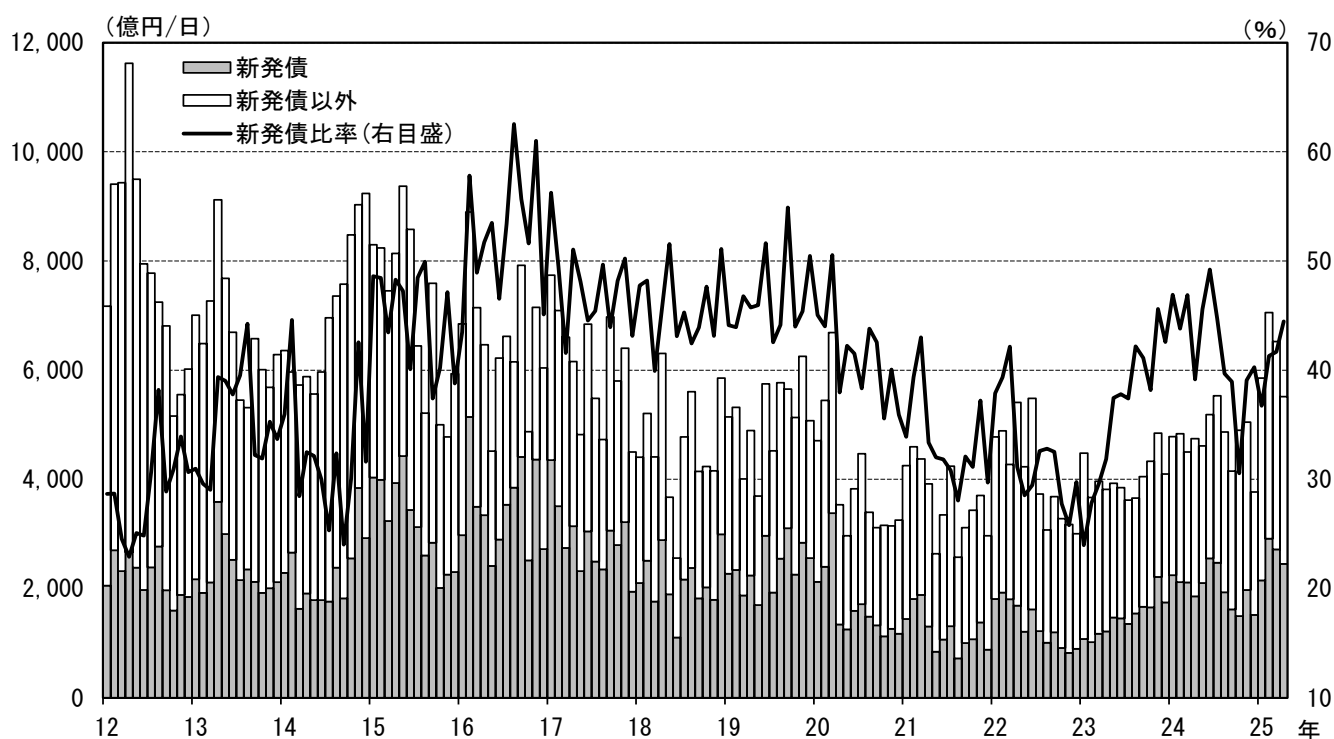
2. 国債市場の流動性

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1～3月。

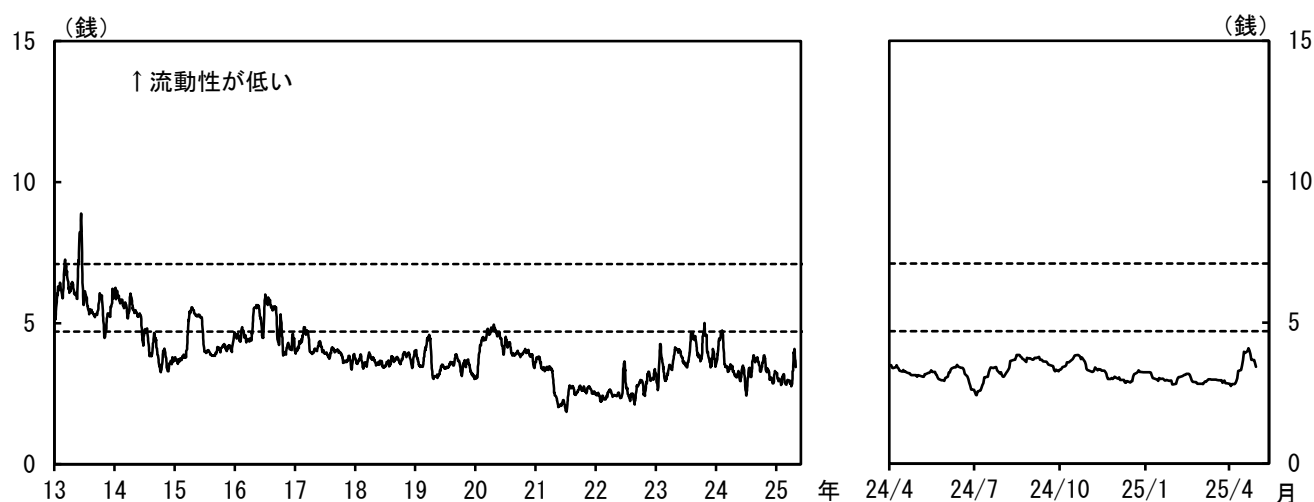
2. (2)は、2、5、10、20、30、40年債の1日あたり取引高の合計（日本相互証券）。直近は4月。

(出所) 日本証券業協会、QUICK、日本相互証券

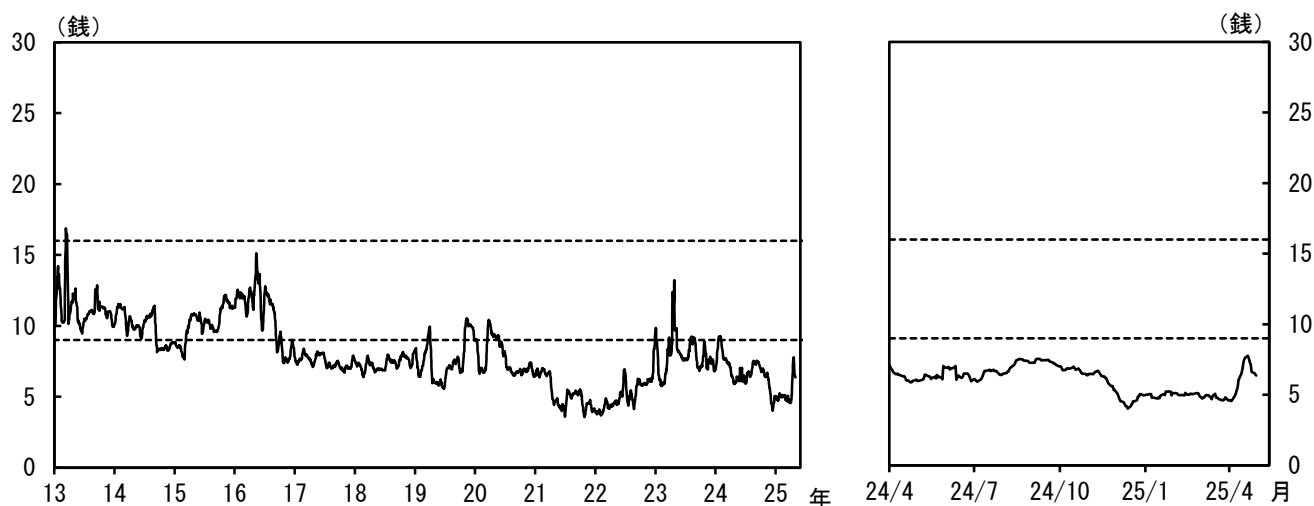
(図表2)

現物国債市場
ディーラー対顧客取引の値幅の狭さ (tightness)

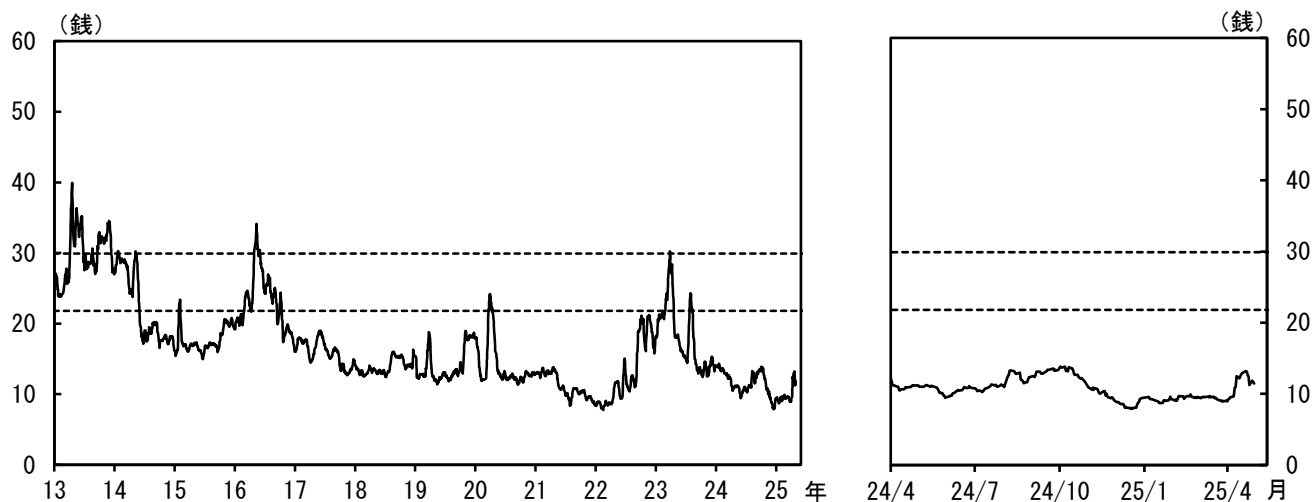
(1) ビッド・アスク・スプレッド (5年債)



(2) 同 (10年債)



(3) 同 (20年債)



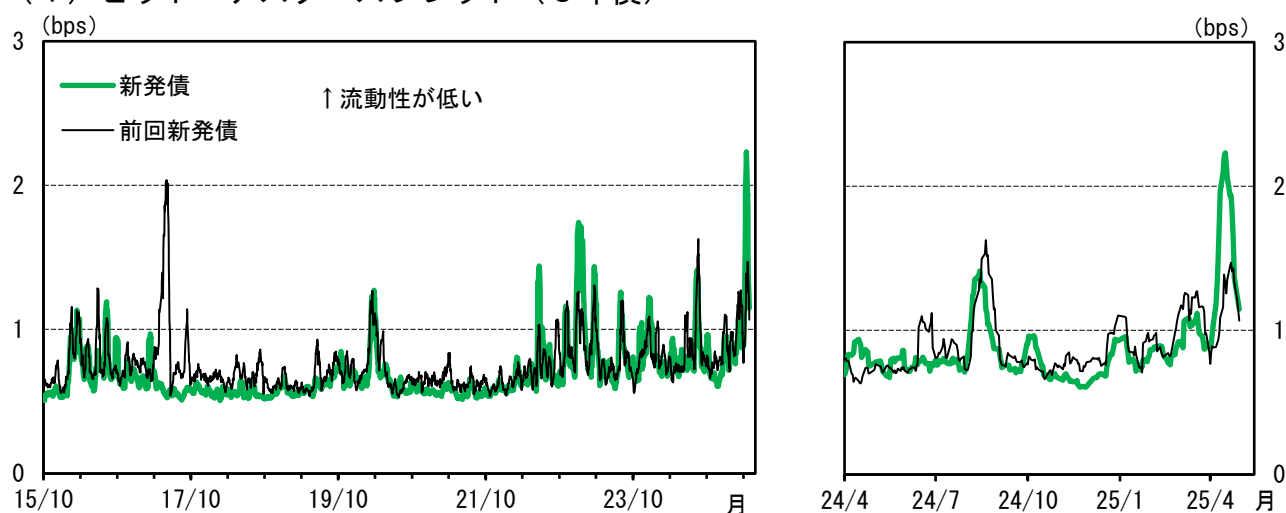
(注) 1. 15時時点のTradeweb気配値。点線は、10/1～13/3月における第1四分位と第3四分位を示す。

2. 後方10日移動平均。直近は4月末。

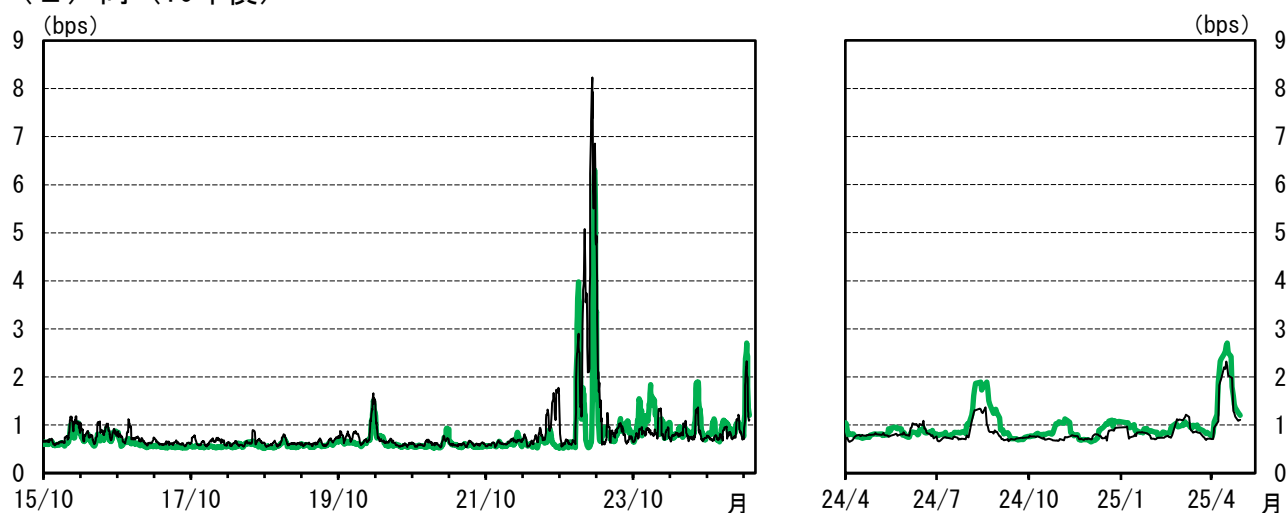
(出所) LSEG

現物国債市場 ディーラー間取引の値幅の狭さ (tightness)

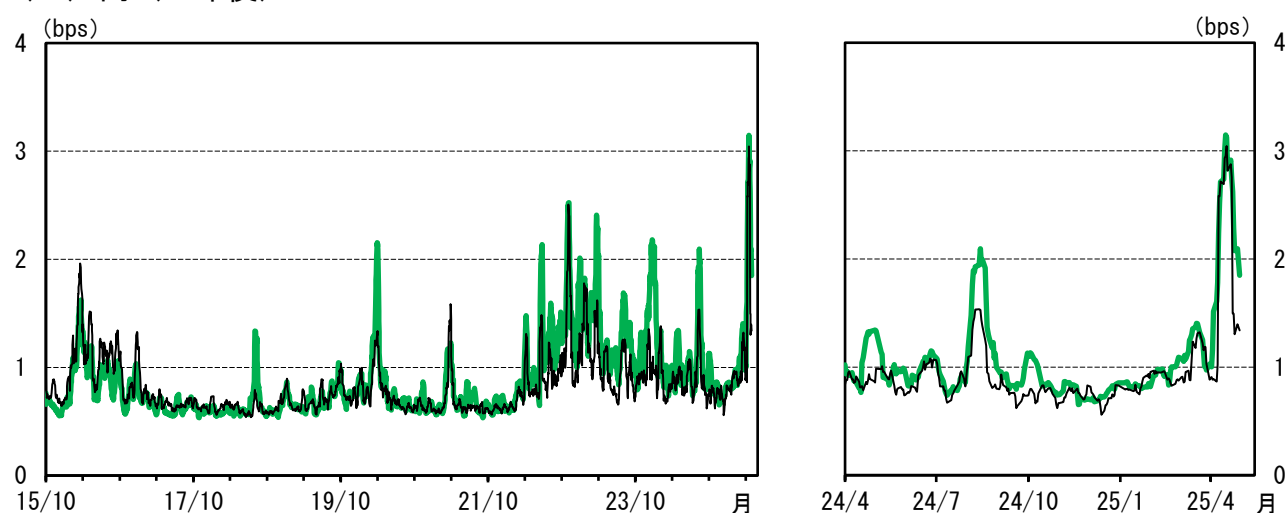
(1) ビッド・アスク・スプレッド (5年債)



(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。

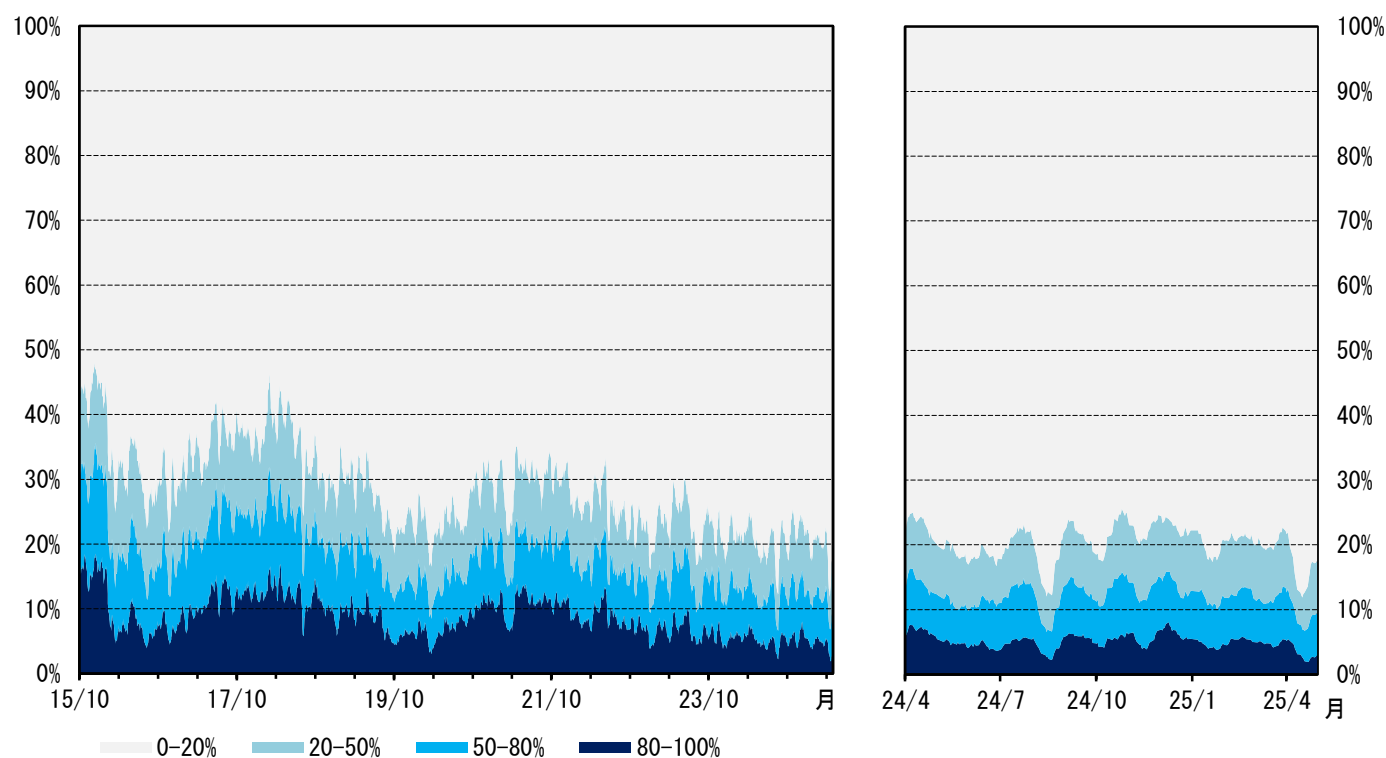
2. 後方10日移動平均。直近は4月末。

(出所) 日本相互証券

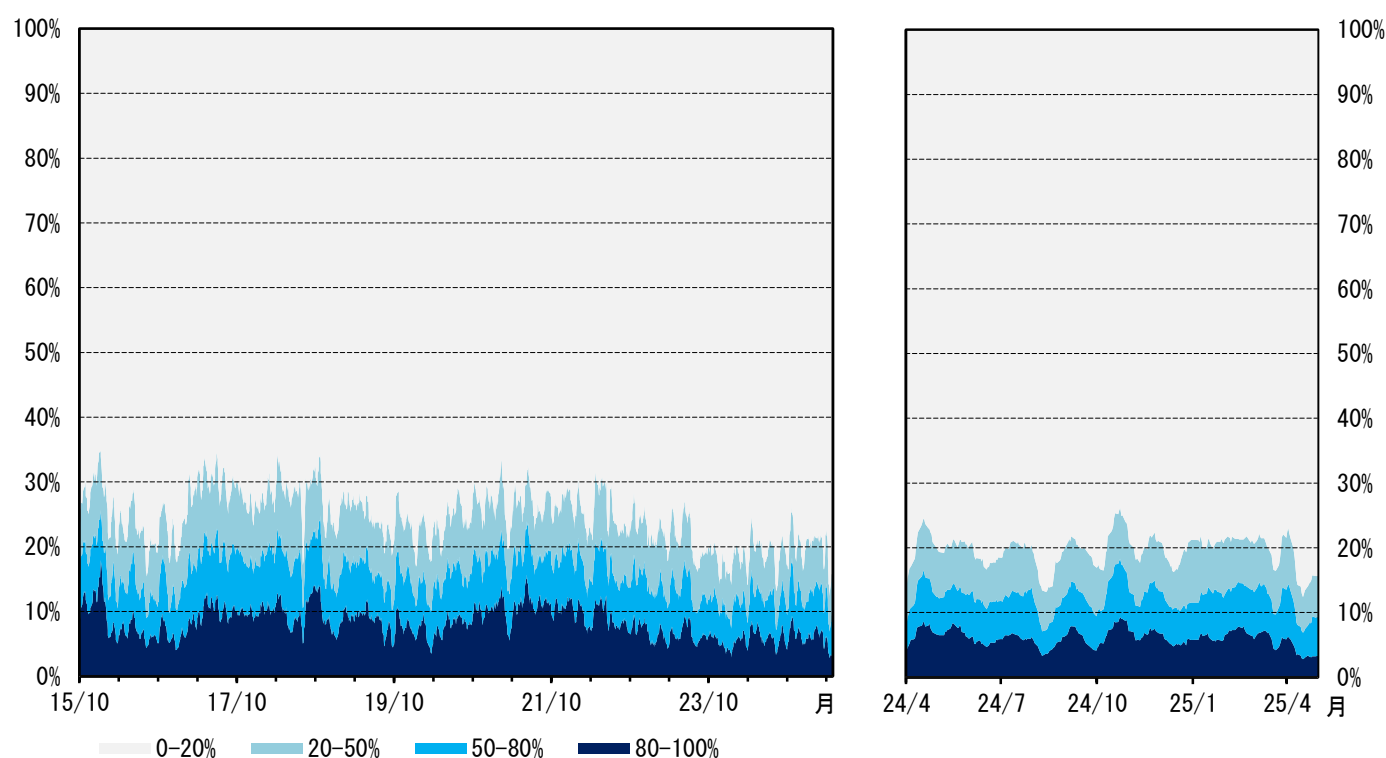
現物国債市場

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



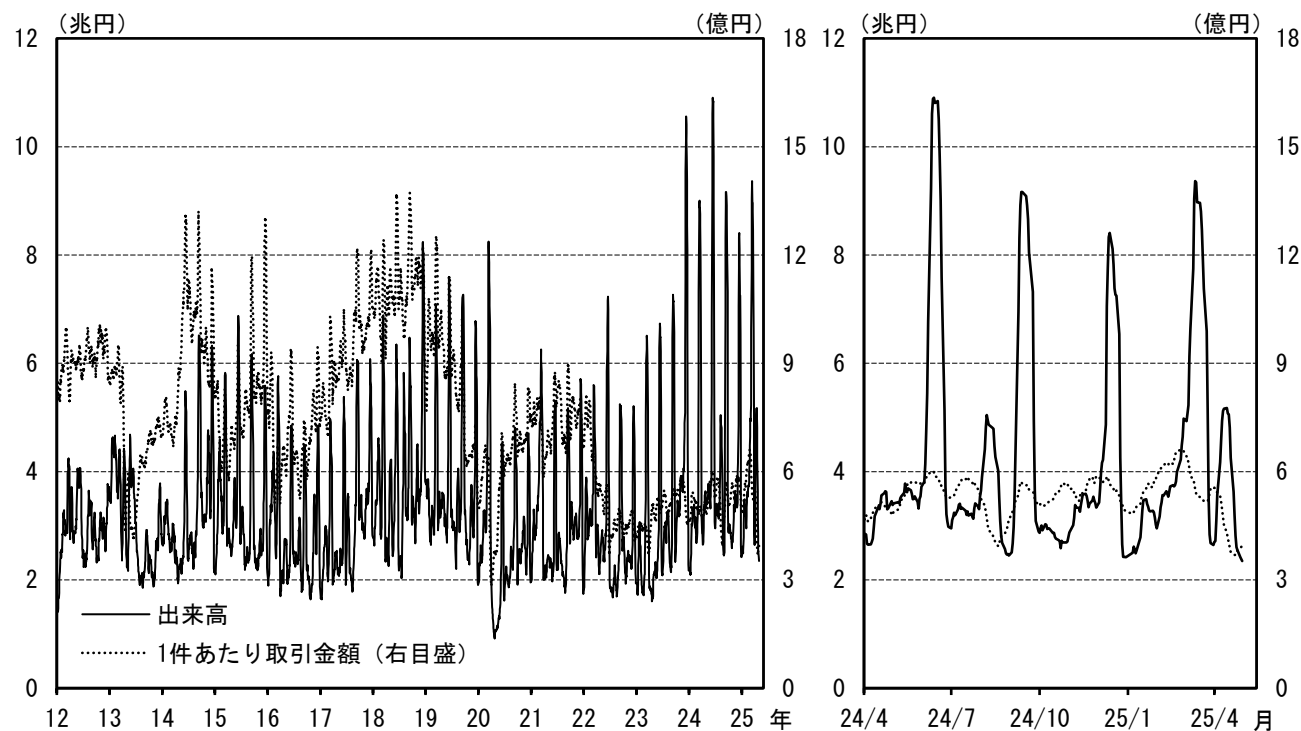
(2) アスク提示時間に応じた銘柄数の構成比



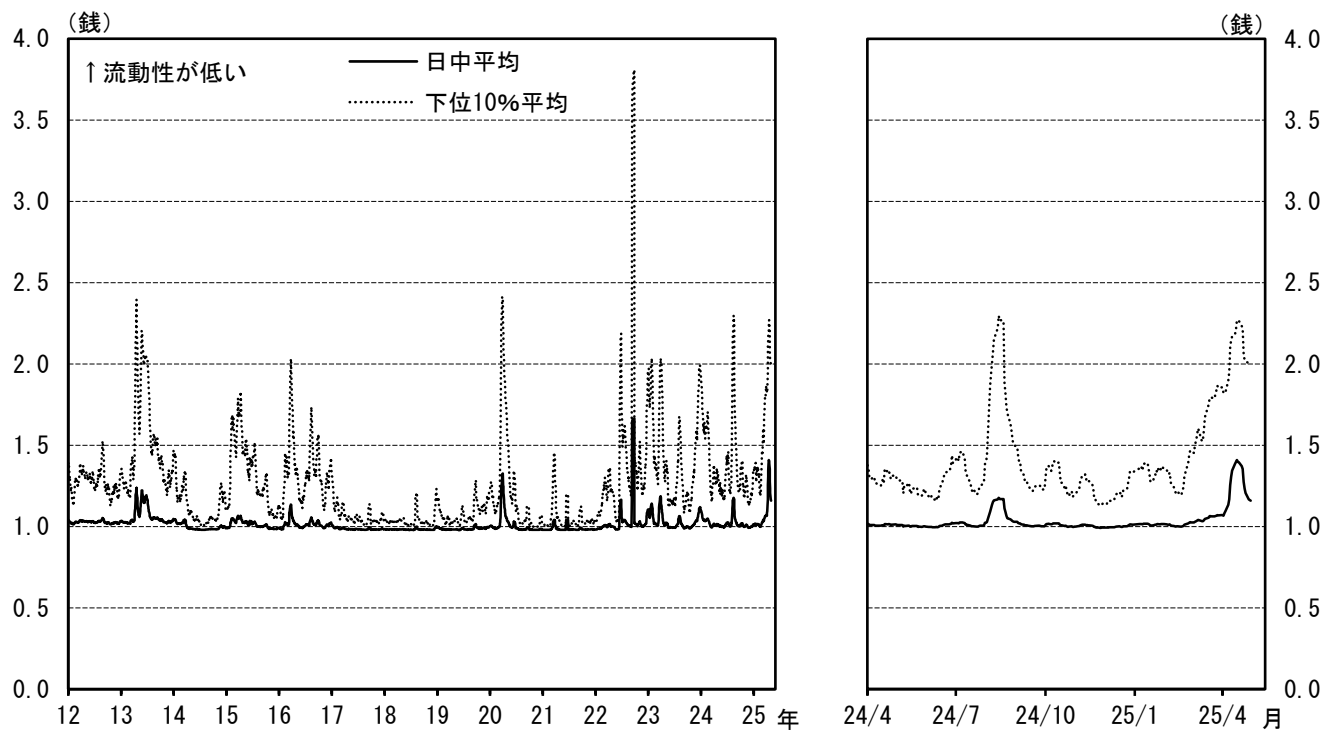
- (注) 1. ビッド（アスク）提示時間が、1日の取引時間に占める割合が、0～20%、20～50%、50～80%、80～100%である銘柄数の割合。
 2. 後方10日移動平均。直近は4月末。
 3. 1日の取引時間は、18/8/17日以前は7時間、18/8/20日以降は5時間20分に変更。18/8/20日から同30日までの移動平均値には、取引時間変更前後のデータが併存する点に留意を要する。
- (出所) 日本相互証券

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



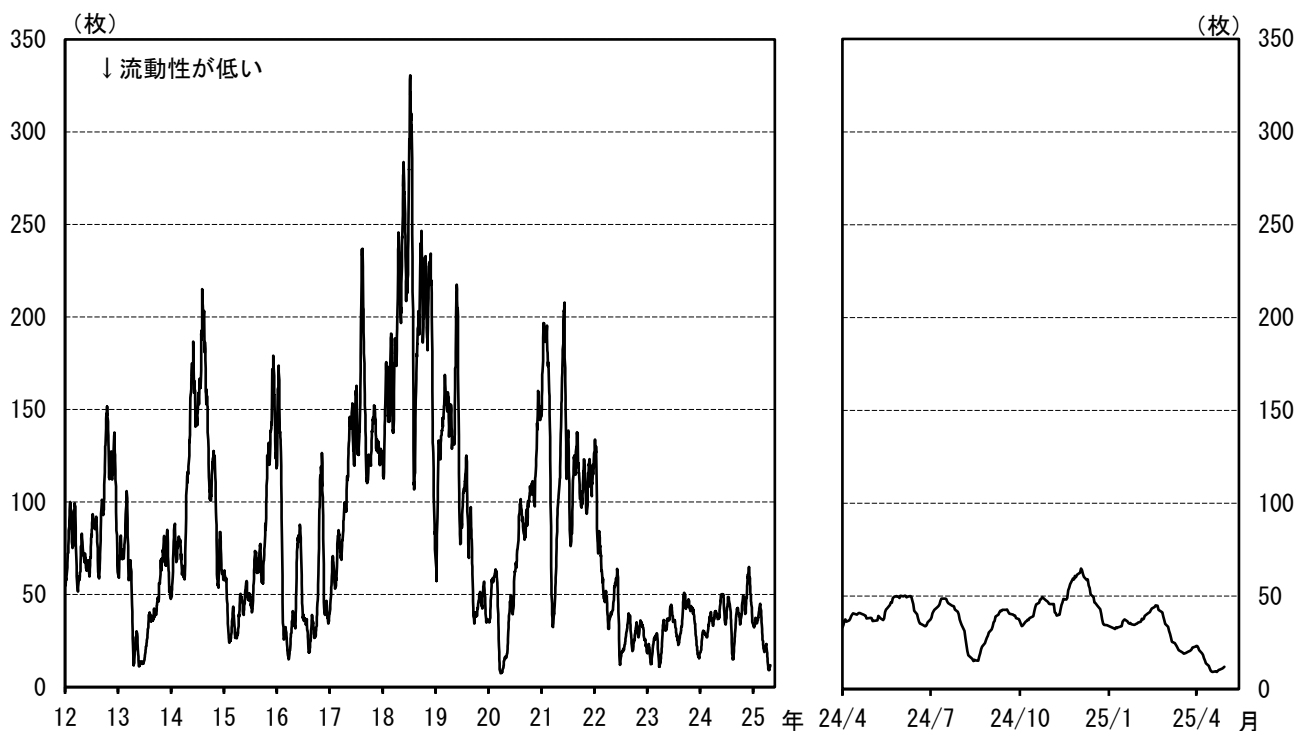
(注) 1. (2)の日中平均は、1分毎にビッド・アスク・スプレッドを求めて、平均したもの。下位10%平均は、1分毎のビッド・アスク・スプレッドのうち、スプレッドが大きい方から10%分を平均したもの。

2. (1) (2)ともに、後方10日移動平均。直近は4月末。

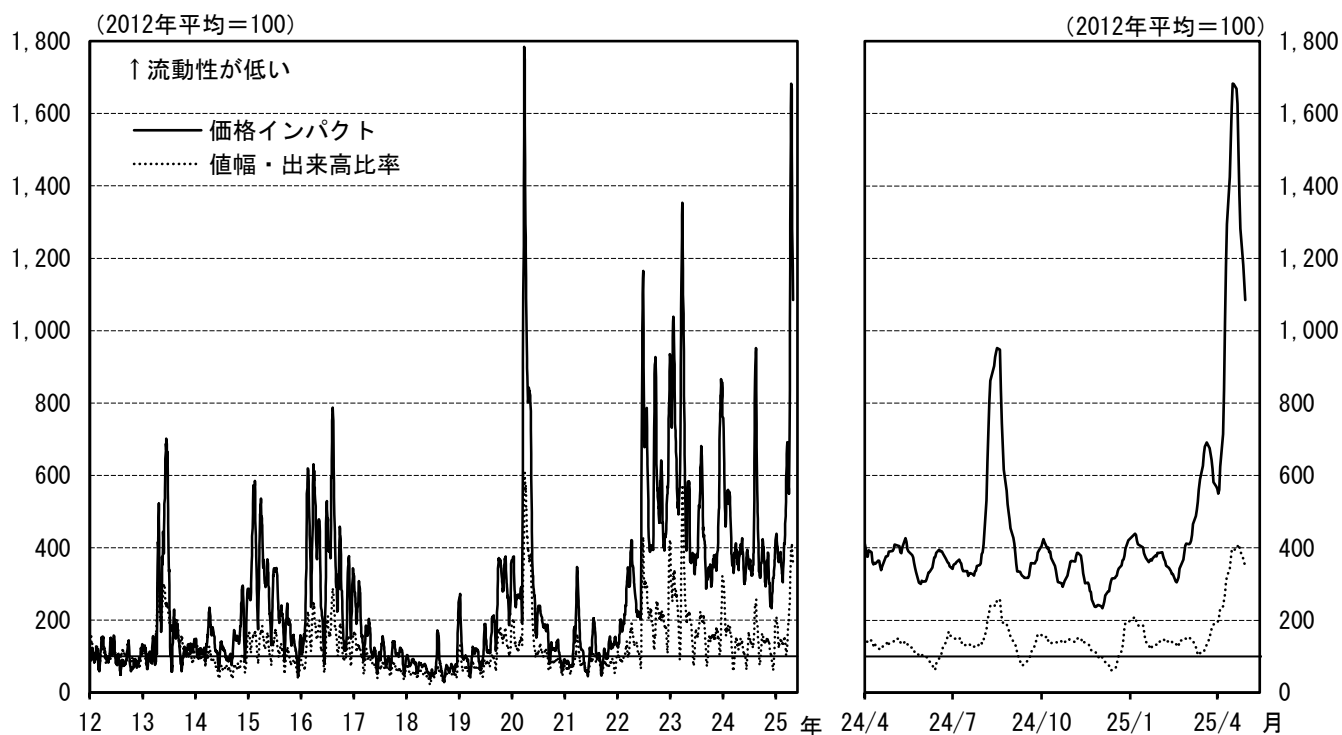
(出所) QUICK、大阪取引所、日本経済新聞社「日経NEEDS」

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



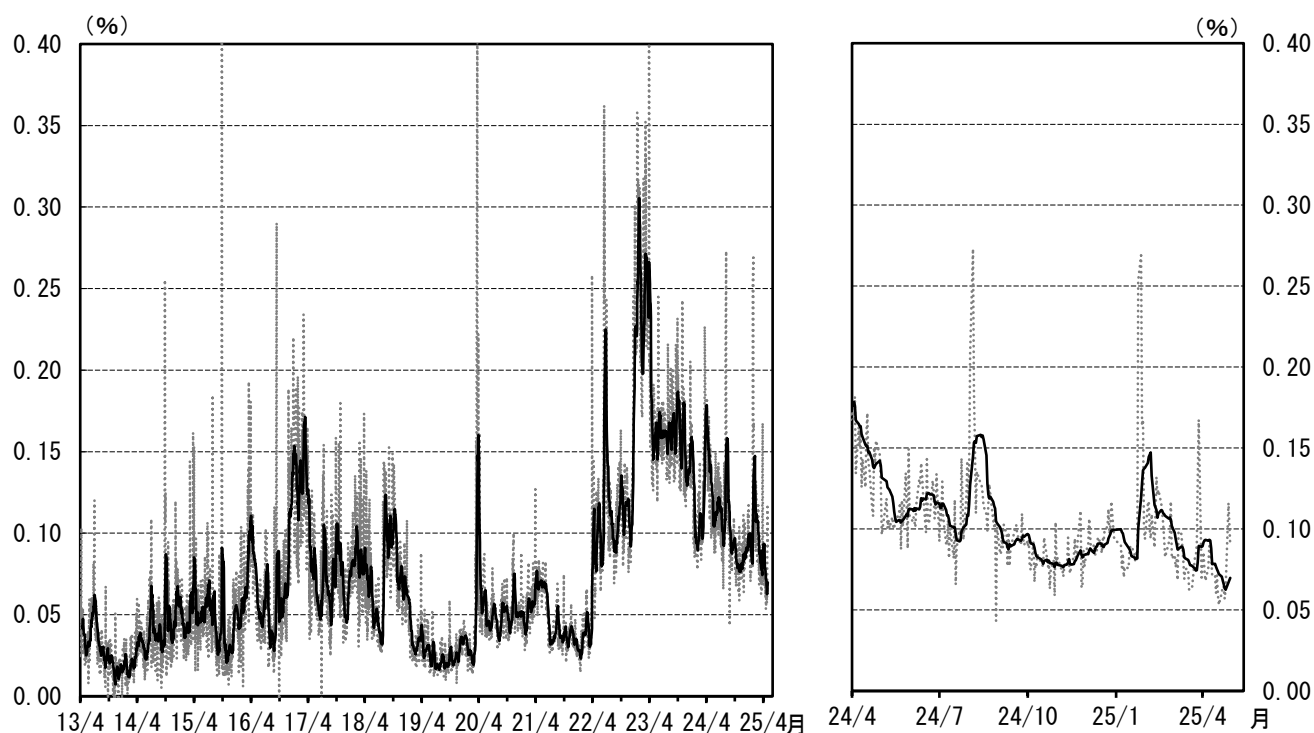
(2) 価格インパクト



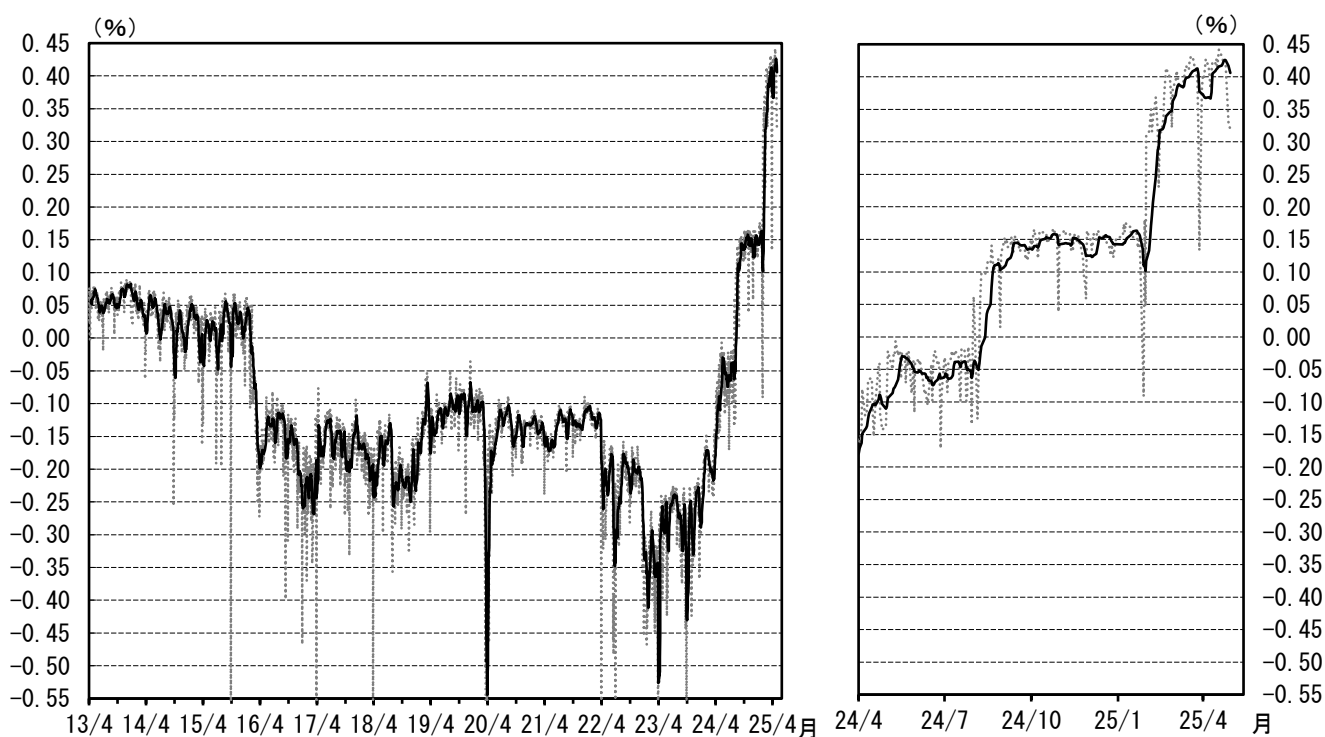
- (注) 1. (1)は、1分毎にベスト・アスク枚数を求めて、その中央値をプロットしたもの。
 2. (2)の価格インパクトは、5分毎に価格インパクトを求めて、平均したもの。値幅・出来高比率は、日中の値幅（最高値と最安値の差）をその日の出来高で除したもの。
 3. (1) (2)ともに、後方10日移動平均。直近は4月末。
 (出所) 日本経済新聞社「日経NEEDS」、QUICK、大阪取引所

S C 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. 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】 75 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（※）

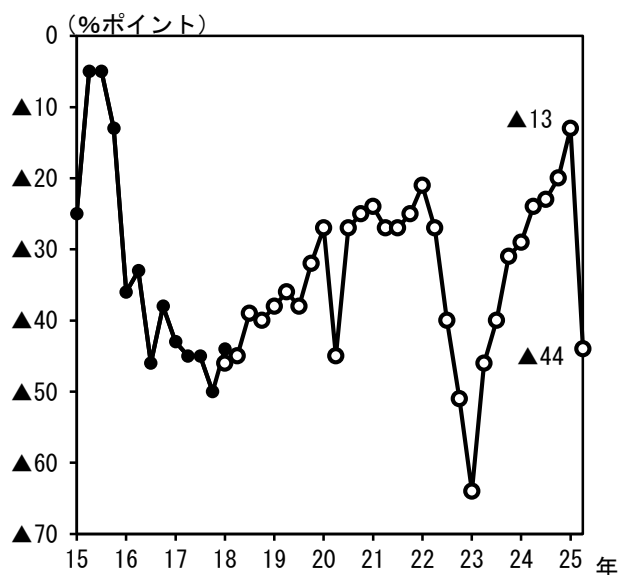
【公表方法】 本行ホームページに掲載

※ 25年5月調査については、債券市場参加者会合を5月20日、21日に開催することに伴い、5月19日に公表。

(図表 1)

債券市場の機能度判断 DI

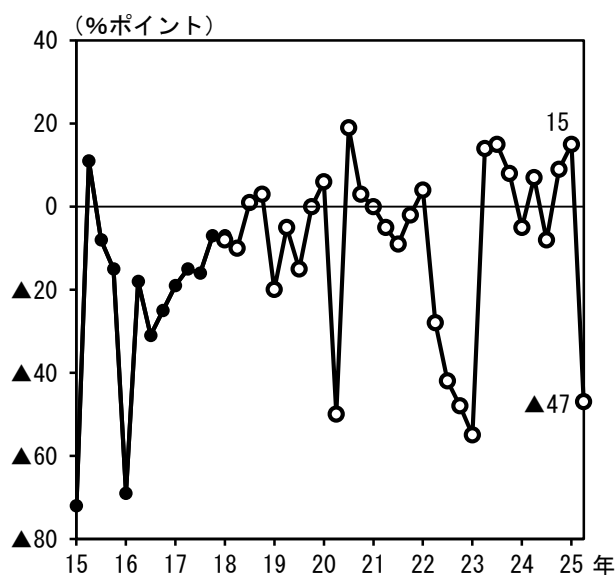
▽機能度判断 DI (現状)



(%, %ポイント)

「現 状」			
機能度判断		25/2 月	5 月
「高い」－「低い」		▲13	▲44
構 成 比	高い	4	1
	さほど 高くない	79	53
	低い	17	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		25/2 月	5 月
「改善した」－「低下した」		15	▲47
構 成 比	改善した	16	0
	さほど 改善して いない	83	53
	低下した	1	47

(注 1) 直近 2 回の回答期間は以下のとおり。

25/2 月：2 月 3 日～7 日

5 月：5 月 1 日～9 日

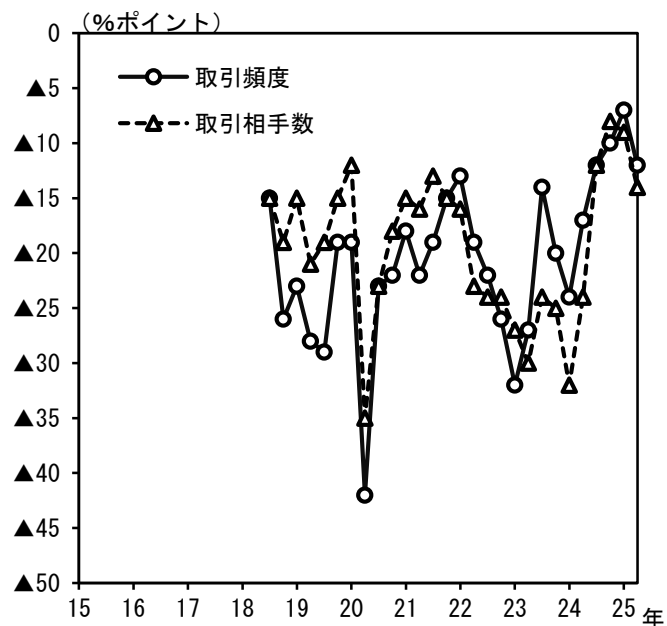
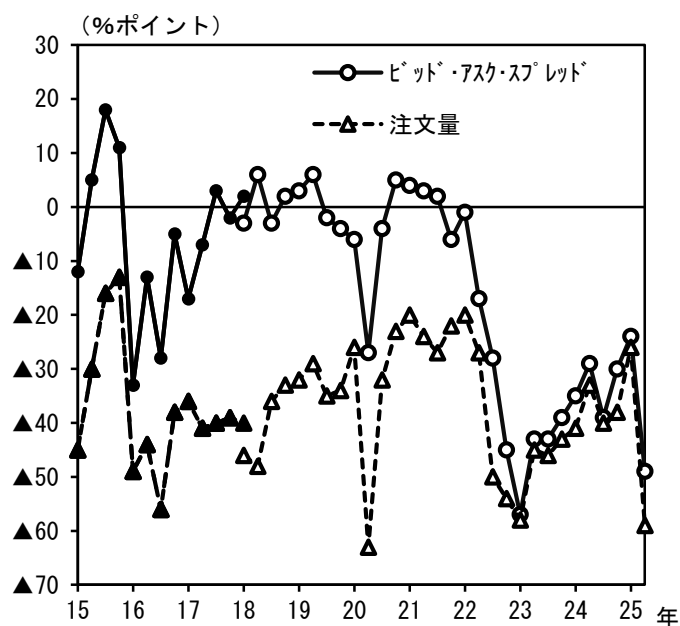
(注 2) 調査対象先は、2017/11 月調査までは国債売買オペ対象先のうち協力を得られた先。

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)

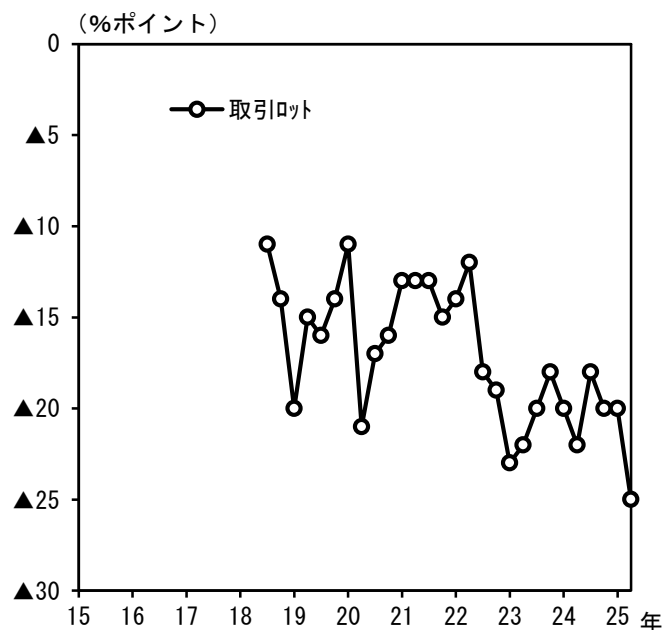
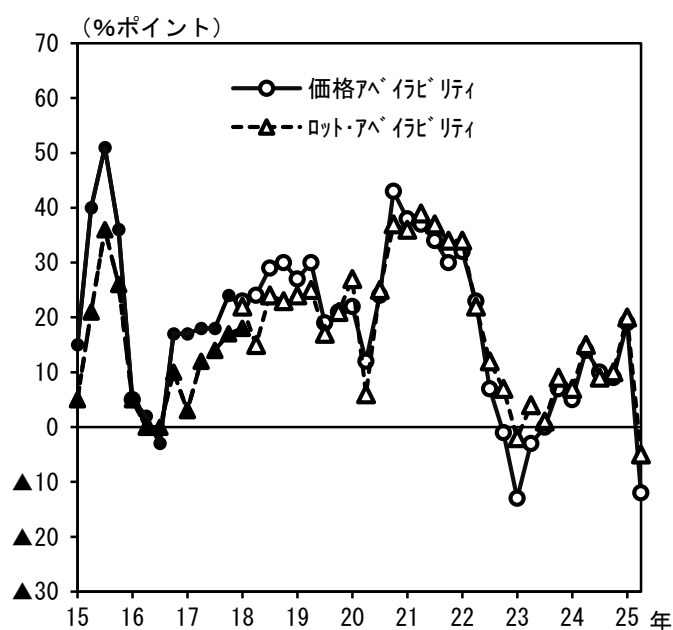


(注) ビッド・アスク・スプレッド: 「タイトである」 — 「ワイドである」

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)

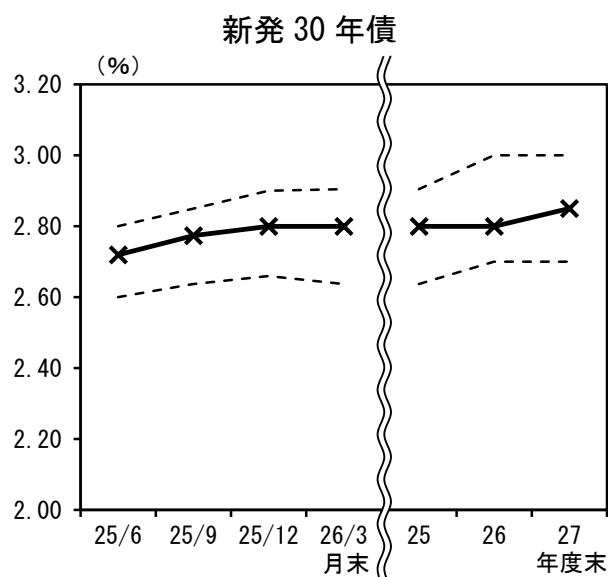
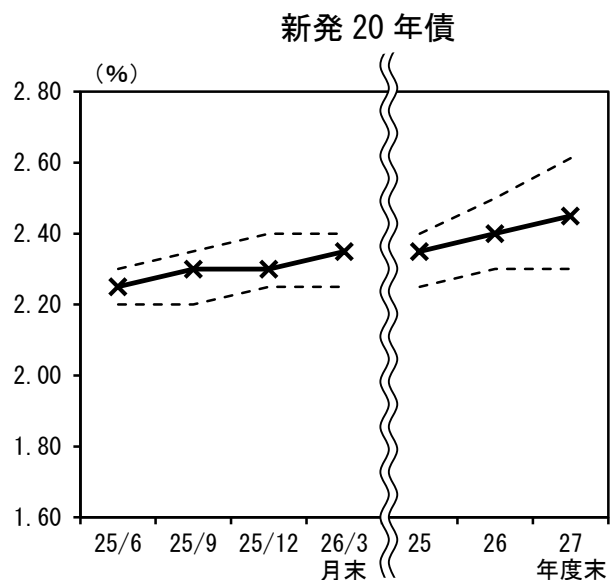
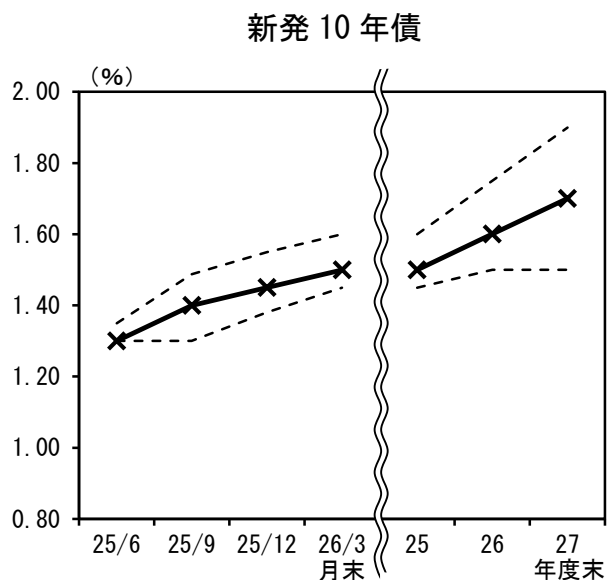
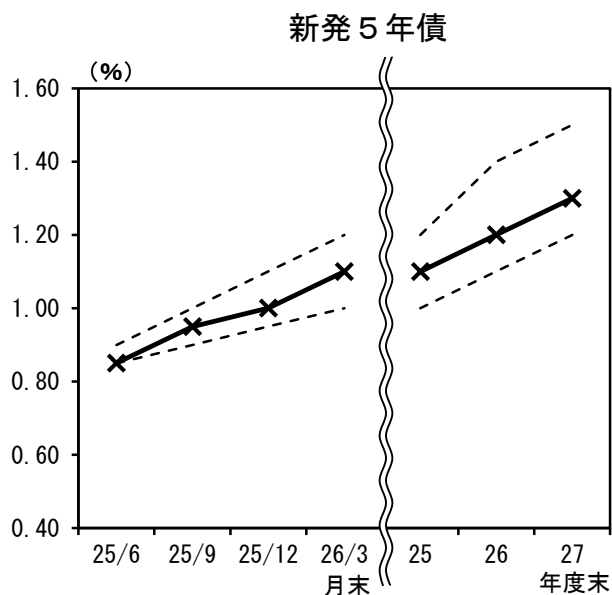
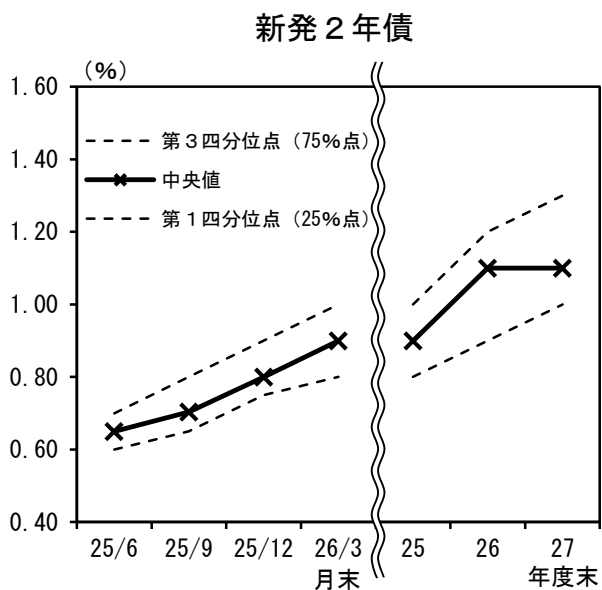


(注) 価格アベイラビリティ、ロット・アベイラビリティ: 「できている」 — 「できていない」

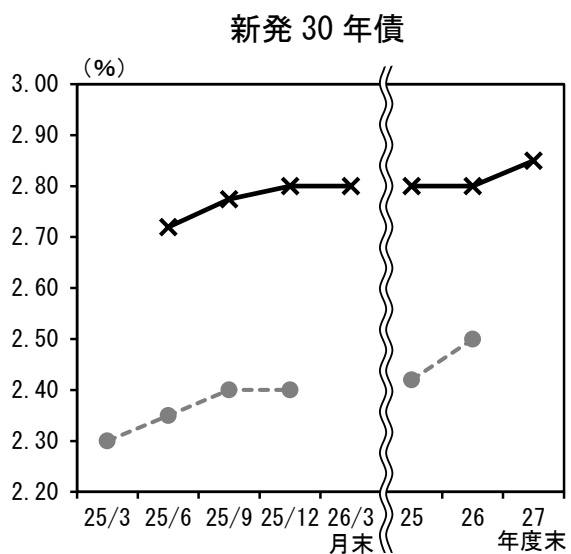
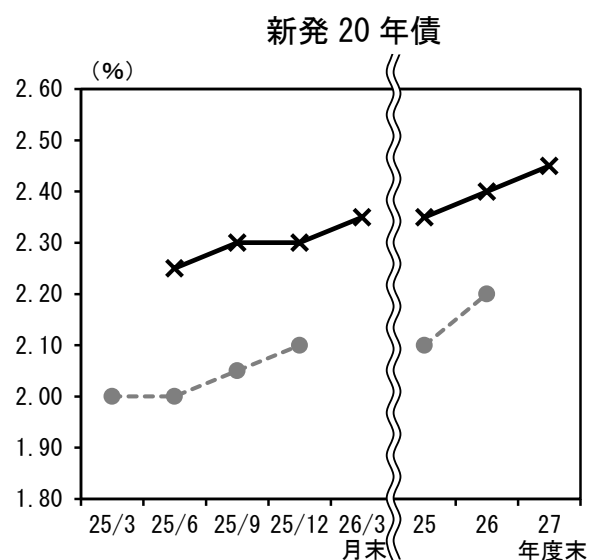
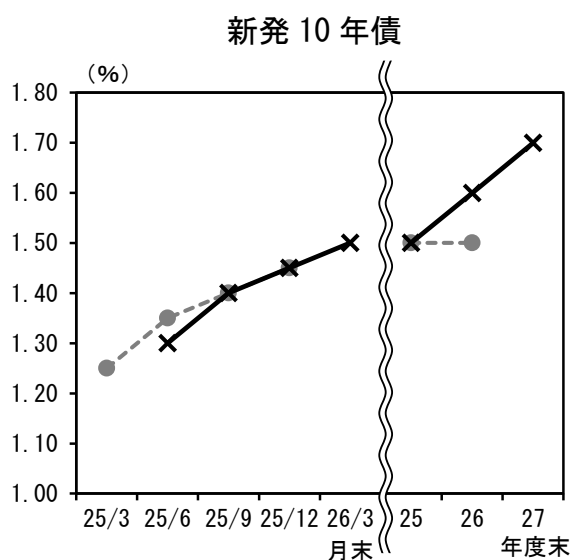
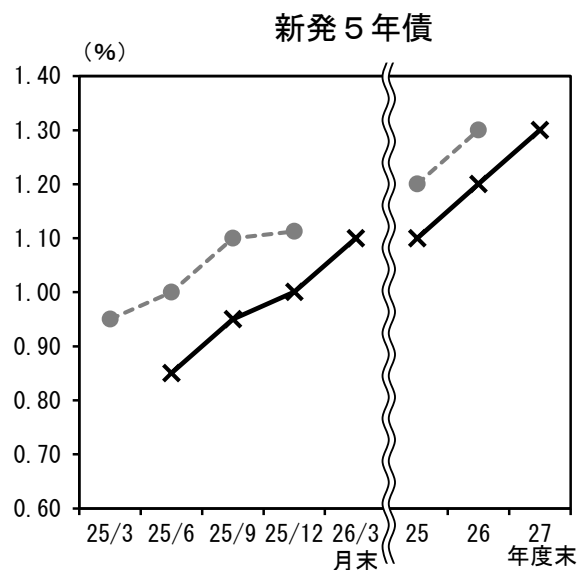
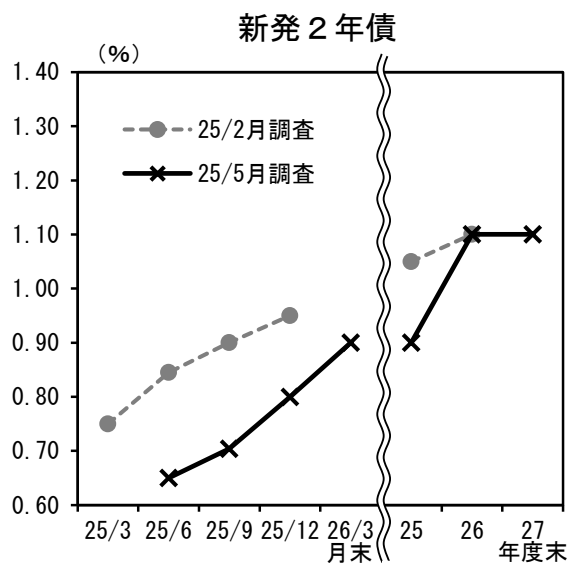
取引ロット: 「大きい」 — 「小さい」。2018 年 8 月調査より調査項目に追加。

(図表3)

長期金利の先行き見通し (25/5月調査)



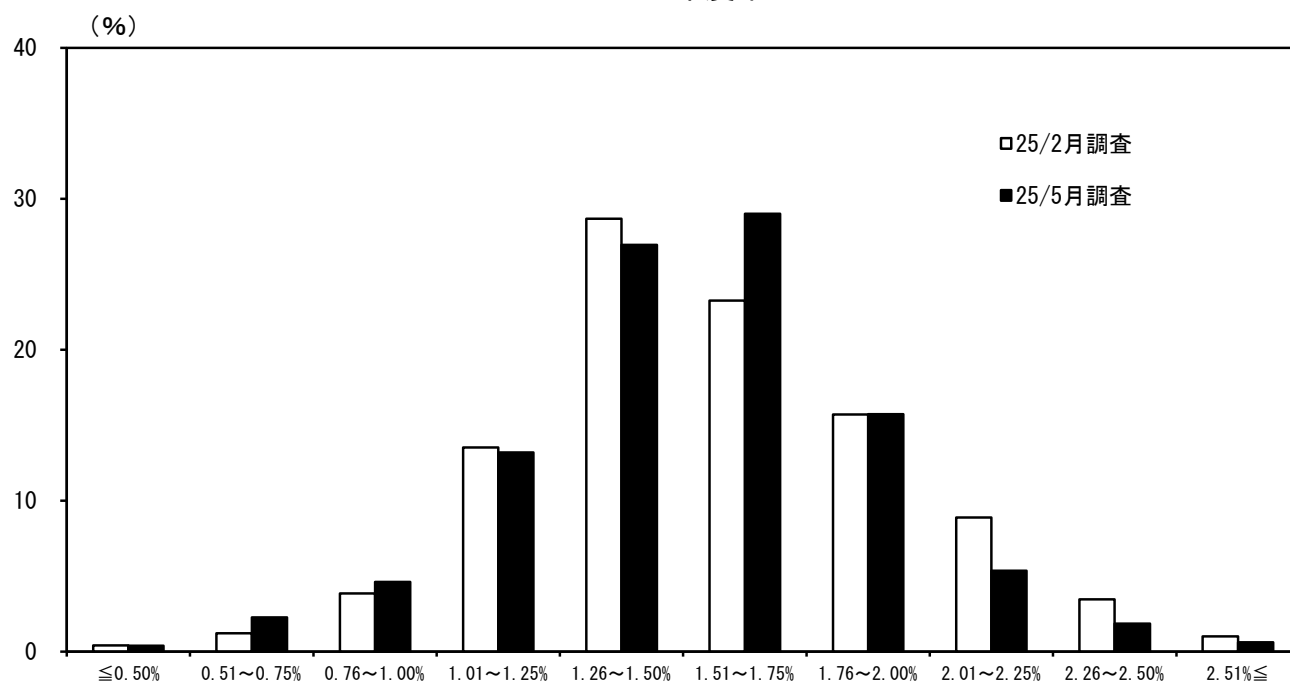
長期金利の先行き見通し（中央値）



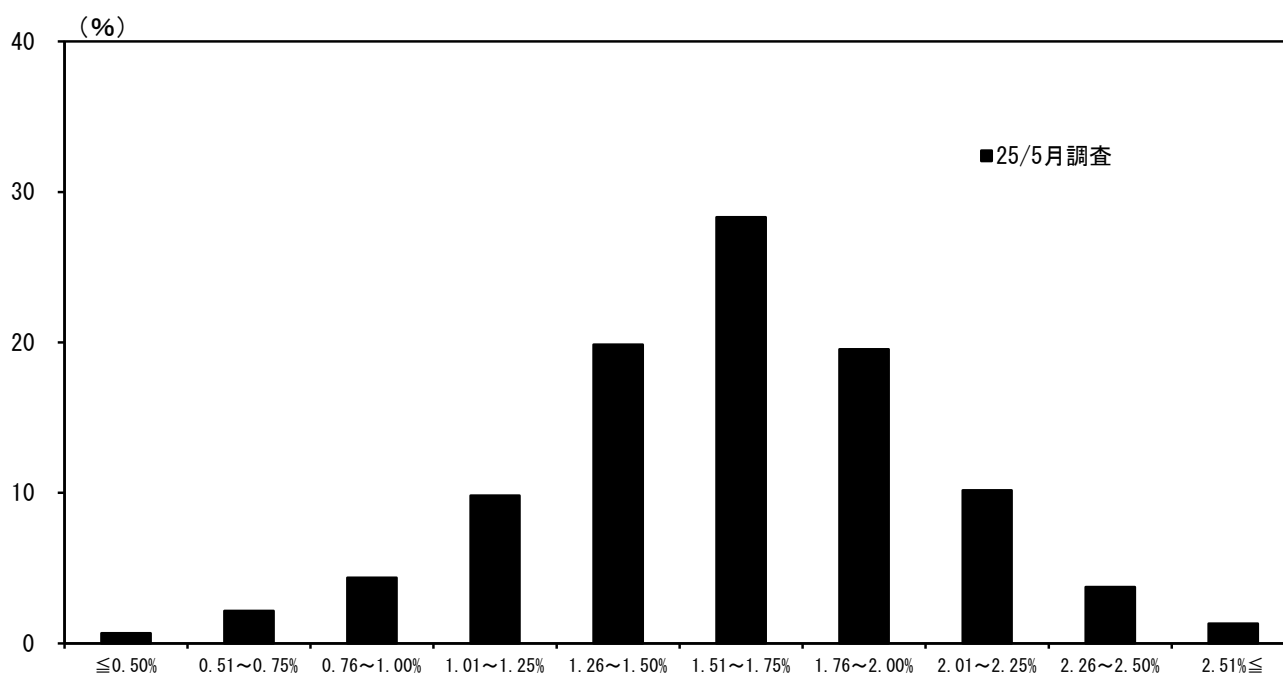
(図表 5)

新発 10 年債利回りの確率分布

▽2026 年度末



▽2027 年度末



4. 意見照会へのご回答

今回会合の経緯

(1) 2024 年 7 月の金融政策決定会合での決定事項（抜粋）

来年 6 月の金融政策決定会合では、長期国債買入れの減額計画の中間評価を行う。中間評価では、今回の減額計画を維持することが基本となるが、国債市場の動向や機能度を点検したうえで、必要と判断すれば、適宜、計画に修正を加える。また、同時に、2026 年 4 月以降の長期国債の買入れ方針について検討し、その結果を示すこととする。

(2) 事前のご照会事項（照会期間：5/1 日～5/12 日）

- ① これまでの買入れ減額を踏まえた国債市場の動向や機能度
—— 市場動向、需給環境、流動性などに対するご意見をお聞かせください。
- ② 現行の長期国債買入れ減額計画
—— 2026 年 3 月までの現行の計画について、上記①を踏まえ、追加的に考慮すべき点がありましたらご意見をお聞かせください。
- ③ 2026 年 4 月以降の長期国債の買入れ
—— 具体的な買入れ金額・ペース、対象期間について、ご意見をお聞かせください。
- ④ その他のご意見
—— これまでも、本会合では、残存期間別の買入れ金額といった金融市場調節運営に関するご意見・ご要望を頂いておりますが、こうした点を含め、①～③以外の観点でのご意見がありましたらお聞かせください。

意見照会へのご回答（国債市場の動向）

- 市場動向について、年度末にかけては「政策金利の引き上げや買入れ減額を背景に金利が上昇した」、本年度入り後は「10 年以下の金利は、米国の関税政策発表を受けて低下した」、「超長期ゾーンの金利は、投資家需要の弱さやポジションの巻き戻しにより、大きく上昇した」といったご意見を頂きました。
- 国債需給について、年度末にかけて「投資家の様子見姿勢から悪化する場面もみられた」、足もとでは「中長期ゾーンの需給はタイト」、「超長期ゾーンの需給は顕著に悪化」といったご意見を頂きました。

（具体的なご意見の例）

- ✓ 年度末にかけては、日本銀行による政策金利の引き上げや買入れ減額を背景に金利が上昇した。その際、政策金利の終着点を巡る不透明感や期末要因から投資家の買いが手控えられ、需給環境が悪化する場面もみられた。
- ✓ 4 月入り後は、米国の関税政策発表をきっかけに、景気減速懸念から本邦追加利上げ観測が後退し、10 年以下の金利は大きく低下した。
- ✓ 中長期ゾーンは、本年度入り後、国内銀行等による買いがみられており、需給はタイトである。
- ✓ 超長期ゾーンは、米国の関税政策発表をきっかけに、アセット・スワップやフラットナーのアンワインドが発生し、生保需要の減退という構造変化も相俟って、需給が顕著に悪化し、金利も大きく上昇した。

意見照会へのご回答（国債市場の機能度）

- 「国債の買入れ減額により国債市場の機能度は改善傾向にある」、「国債補完供給の減額措置によりチーペスト銘柄の流動性は改善した」、「4月入り後は、ボラティリティが高まり、超長期ゾーンの流動性が特に低下するもとで、長期までのゾーンとの市場の分断が生じている」、「ストック効果が大きいもとで機能度の改善は道半ば」といったご意見を頂きました。

（具体的なご意見の例）

- ✓ 段階的に買入れが減額されていることで、債券市場の流動性や金利のより自由な形成といった市場機能度は改善傾向にある。
- ✓ 国債補完供給にかかる減額措置により、チーペスト銘柄の流動性は、ひと頃と比べて改善した。
- ✓ 4月入り後は、ボラティリティが上昇するもと、市場のリスク許容度が低下し、需給悪化が顕著となった超長期ゾーンを中心に流動性が低下した。足もとにかけて、流動性は回復しつつあるが、超長期ゾーンの流動性は改善していない。
- ✓ 特に超長期ゾーンの流動性の著しい低下が懸念されており、長期ゾーンまでと超長期ゾーンで市場分断のような状況が発生している。
- ✓ 10年以下と10年超で日銀保有比率に大きな差があることが、4月入り後のイールドカーブのスティープ化や市場分断の遠因となった。
- ✓ スtock効果が残存するもと、利上げ見通しや経済ファンダメンタルズ対比では金利上昇が抑制され、投資家の国債需要が十分に喚起されず、機能度の改善は道半ば。

意見照会へのご回答（現行の長期国債買入れ減額計画）

- 現行の減額計画については、「買入れ減額のペースを早めるべき」、「現行計画どおり進めるべき」、「買入れ減額をより緩やかなペースに変更すべき」、「一度に大幅な減額をすべき」といったご意見を頂きました。

（具体的なご意見の例）

- ✓ 10 年以下のゾーンについては、日銀保有比率は高いままであり、投資家需要対比で市中流通玉が不足しているほか、イールドカーブに歪みが生じていることを踏まえ、同ゾーンを中心に買入れ減額を加速するべき。
- ✓ ボラティリティの上昇により市場全体のリスク許容度が低下している状況で減額ペースを加速させると、かえって市場の機能度を低下させる恐れがあるため、現行計画を変更することは望ましくない。
- ✓ 足もとの超長期債のように、特定の年限の流動性が著しく低下する場合には、内訳としての残存期間別の減額の割り振りを慎重に検討する必要があるものの、国債買入れの減額幅やペースの予見性を保つことは重要であり、現行の減額計画自体は変えるべきではない。
- ✓ 現行計画のもとで、過度なボラティリティが生じることなく、着実に減額が進んでいる。計画を変える必要はない。
- ✓ 足もと流動性が低下しているが、米国の関税政策という買入れ減額とは別要因によるものであり、計画どおりに減額を進めるべき。
- ✓ 足もとの国債市場の動向を踏まえると、国債買入れの減額が、流動性を悪化させる方向に作用している可能性もあるため、買入れ減額をより緩やかなペースに変更すべき。
- ✓ 段階的な減額により、市場機能の改善は不十分なものとどまっているため、段階的な減額をやめて、一度に大幅な減額を行う形に見直すべき。

意見照会へのご回答 (26/4 月以降の長期国債の買入れペース)

- 26/4 月以降は、現行の国債買入れの四半期毎の減額ペース (4,000 億円) を「加速すべき」、「維持すべき」、「減速すべき」といったご意見、また、「減額は停止すべき」、「段階的な減額を終了し、一度に大幅な減額を行うべき」といったご意見を頂きました。
- 長期国債の買入れ方針の示し方については、「1 年程度延長し、2 年程度の計画を示すべき」、「1 年以内に望ましい水準まで減額し、その後は同水準を維持する方針を示すべき」といったご意見を頂きました。

(具体的なご意見の例)

- ✓ 市中流通玉を増やし、より自由な金利形成を早期に実現するために、現行の減額ペースから加速すべき。
- ✓ 現行ペースでの減額は、大きな混乱なく市場で消化されていることから、四半期当たり 4,000 億円の減額ペースを維持することで問題ない。
- ✓ 予見性の観点から、現在の減額ペースを維持することで良いのではないかな。
- ✓ 市場不安定化時に需給が悪化しやすくなるリスクを踏まえつつ、減額を続けるために、四半期当たりの減額幅を 2,000 億円前後まで減らすべき。
- ✓ 現行計画下でも相応の水準まで減額が進むため、減額ペースを減速すべき。
- ✓ 減額を更に進めると需給不安が拡大し、かえって投資が手控ええられるリスクもあるため、減額を一旦停止することも選択肢とすべき。
- ✓ 段階的な減額を終了し、一度に大幅な減額を行うべき。
- ✓ 期間を 1 年間延長し、現行計画同様に、先行き 2 年程度の計画として示すことが望ましい。
- ✓ 26/4 月以降 1 年以内に、望ましい水準まで減額し、その後は同水準を維持する方針を示すべき。

意見照会へのご回答（26/4 月以降の長期国債の買入れ＜買入れ金額等＞）

- 計画期間末時点における買入れ金額（月額）についても、「ゼロ」、「1 ～ 2 兆円程度」、「3 兆円程度」といったご意見を頂きました。また、「今後も、中間評価を行うべき」、「目指すべき超過準備の姿を示すべき」、「状況を見極めるべき」とのご意見も頂きました。

（具体的なご意見の例）

- ✓ 市場で自由な金利形成ができるように買入れ金額がゼロになるまで減額を続けて欲しい。
- ✓ 現行の減額ペースを 1 年間維持し、1 兆円程度まで減額を続けるべき。
- ✓ 国債買入れ額を大きく増加させる前の 1 ～ 2 兆円程度まで、月間買入れ金額を減らすべき。また、市場流動性の観点からは、買入れ額ゼロよりも、この程度の買入れで低流動性銘柄の売却機会を確保できた方が良い。
- ✓ 国内投資家の保有余力を勘案しつつ、減額を通じた市場機能改善を図るために、2 兆円程度に向けて慎重に減額を続けることが望ましい。
- ✓ 3 兆円程度であれば、需給バランスが崩れ、金融システムの不安定化を招く恐れが低く、かつ日銀保有額も徐々に減少していくため、一旦この水準を維持することが望ましい。
- ✓ 26/4 月以降も、中間評価を行うなど、柔軟性を持たせた枠組みとすべき。
- ✓ 長期の計画を示す場合、目指すべき超過準備の姿も示すべき。
- ✓ 超長期債の需給悪化が継続するのかをもう少し見極めたうえで、26/4 月以降の買入れについては検討しても良いのではないかと。

意見照会へのご回答（その他）

- その他のご意見として、残存期間別の買入れ額・年限区分に関するご意見、機動的な国債買入れに関するご意見、日本銀行の保有比率の高い銘柄の流動性改善策に関するご意見などを頂きました。

（具体的なご意見の例）

- ✓ 超長期ゾーンは、流動性の低下が著しいため、減額の停止、買入れ金額の増額、10 年超の区分の統合といった柔軟な対応を検討すべき。一方で、10 年以下は、日銀保有比率も高く、需給がタイトなゾーンを中心に優先的に減額すべき。
- ✓ 超長期ゾーンの需給悪化は、発行に比して投資家需要が少ないという構造的な要因によるものであり、日本銀行が根本的に対応できる余地は小さい。
- ✓ 残存期間別の国債買入れ金額の決定に当たっては、フローだけでなく、ストックである発行残高対比の国債保有比率も勘案すべき。
- ✓ 日銀保有国債の適切な満期構成を検討し、買入れ方針に反映させるべき。
- ✓ 先行き減額が進むと、一回当たりのオファー額が減少するため、オペの頻度や年限区分を見直すことが必要となるのではないかな。
- ✓ 市場機能や流動性を注視し、場合によっては、臨時の買入れを行う、残存期間別の買入れ金額を変更する等、柔軟なスタンスでの対応が望ましい。
- ✓ 日銀保有比率の高い残存 5 ～ 7 年の銘柄が恒常的に割高な状態となっており、イールドカーブの歪みを改善する観点からも、国債補完供給の減額措置の上限緩和、要件緩和の対象銘柄の拡大などの柔軟な措置を検討しても良いのではないかな。