2025 年 6 月 2 日
日本銀行金融市場局

「債券市場参加者会合」第 22 回議事要旨

１．開催要領

（日時）銀行等グループ　　５月 20 日（火）15 時 45 分から
　　証券等グループ　　５月 20 日（火）17 時 30 分から
　　バイサイドグループ　５月 21 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
（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最近の市場動向と市場調節、②国債市場の流動性、③債券市場サーベイの結果について説明し、④事前照会で寄せられた意見を紹介した。

３．参加者の意見

- 上記説明の後、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、②現行の長期国債買入れ減額計画、③2026 年４月以降の長期国債の買入れ、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。

<u>国債市場の動向</u>

- 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。同ゾーンの需給環境については、財政政策を巡る投資家の思惑の影響にも注意が必要である。

国債市場の機能度

- 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、全体とし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。こうしたもとで、長国先物を含め、超長期ゾーンのヘッジを効果的に行うことが難しくなった。
- 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。
- ストック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。

現行の長期国債買入れ減額計画

- 段階的な減額により、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るなど、市場機能の改善は不十分なものにとどまっているため、同ゾーンを中心に一度に大幅な減額を行う形に見直すべき。
- 市場分断を解消し、機能度を早期に改善するために減額を早めるべきだが、一度に減額するよりは、買入れ減額を加速する形で見直しを行うべき。
- 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。
- 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、需給環境も良好ではない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。また、減額は金融政策の正常化の一環と理解しており、計画の途中で減額ペースを緩めると、誤ったメッセージを送ることになるため、これも適切ではない。

- 市場にショックが生じ、かえって減額の流れが途切れてしまうような事態は避けるべきであり、予見性を維持するという観点でも、減額の加速や一度の大幅な減額といった見直しはせず、現行計画を維持するべき。
- 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、着実に減額が進んだことや、国債補完供給に関する措置も相俟って、市場機能度が緩やかに改善してきた点を評価している。現行計画については、当初予定どおり実施することが適切だと考えている。
- 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。

<u>26/4 月以降の長期国債の買入れ＜ペース＞</u>

（月間買入れ金額の減額ペース）

- 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（月間買入れ金額を毎四半期 4,000 億円ずつ減額）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。
- 望ましい月間買入れ金額の水準を示したうえで、当該水準に達するまでは、現行ペースで減額を続けるのが良い。
- 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。
- 日銀の適正な国債保有残高の見極めが困難な中では、市場の反応をみつつ減額を進めていくといった一定の慎重さが必要であり、減額幅を 2,000 億円程度に縮小させることが望ましい。
- 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。

（長期国債の買入れ方針の示し方）

- 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。

<u>26/4 月以降の長期国債の買入れ＜買入れ金額等＞</u>

（計画期間末時点における月間買入れ金額）

- 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。この水準なら、当面、ストック効果が急に剥落することはないほか、当座預金需要を満たし続けることも可能。
- 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。
- 買入れ額が 1.5～２兆円程度になるまで、現行の減額ペースを続けるのが望ましい。
- 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。更なる減額を行う場合、IRRBB 上の制約を踏まえた銀行の保有余力や、銀行以外の投資家の保有余力の確認が必要。

（その他）

- 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含めたバランスシートの考え方を示すと、予見性の向上につながると思われる。

- 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。

<u>その他のご意見</u>

（残存期間別の買入れ額・年限区分・機動的な国債買入れ）

- 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 25 年以下と 25 年超の区分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。
- 超長期ゾーンの年限統合を行えば、より需給環境に応じた買入れがなされるようになり、超長期ゾーンの流動性改善に資するのではないか。
- 超長期ゾーンの年限統合は、今ではなく、買入れ金額が少なくなる将来時点でのオプション。現時点で統合すると、残存が長いものが多く買入れられ、意図しない買入れデュレーションの長期化が生じかねない。
- 超長期ゾーンの買入れ額が多い段階で年限区分を統合すると、価格形成に急な変化が生じ、予期しないショックが生じたと市場に受け止められる可能性もある。慎重に検討すべき。
- 超長期の状況が中長期にも波及し、悪影響を及ぼす可能性もある。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、柔軟に対応する余地を排除しないことが望ましい。
- 超長期の買入れ増額は、将来の予見性を低め、不確実性を高めるため望ましくない。安易に増額すると、市場の期待がコントロールできなくなり、先行きの減額に支障が生じるリスクがある。基本的には、更なる減額のタイミングを慎重に見極めるといった対応にとどめるべきである。
- 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。

（国債補完供給等）

- 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。

- 国債補完供給の減額措置の上限緩和や要件緩和の対象銘柄拡大は、先物によるヘッジ機能改善に資する。また、日銀保有比率が高い銘柄の国債補完供給の最低品貸料を、他の銘柄と比べて相対的に低い水準とすることや、利付国債の単利と複利で変化幅の差が拡がっていることを踏まえ、オペにおける買入れ方法を工夫することなども、市場機能度改善に資するのではないか。

以　　上