

2025 年 12 月 24 日
日本銀行金融市場局

「債券市場参加者会合」第 23 回議事要旨

1. 開催要領

- (日時) 銀行等グループ 12 月 8 日 (月) 15 時 45 分から
証券等グループ 12 月 8 日 (月) 17 時 30 分から
バイサイドグループ 12 月 9 日 (火) 16 時 10 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

- 短期から長期までの金利は、前回会合以降、関税政策への懸念が幾分後退するとともに、日本銀行による政策金利の引き上げが織り込まれるなかで上昇した。
- 超長期ゾーンは、海外投資家や年金からの需要がみられるものの、生保の需要が低調なもとで、内外の経済・物価、財政政策を巡る投資家の思惑なども背景に金利が上昇した。
- 本年 6 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、事前に市場に織り込まれていたことから、大きな材料とはならなかった。

債券市場の機能度・流動性についての見方

- 国債買入れの減額は、段階的かつ予見可能な形でサプライズなく進められており、不必要なボラティリティは生じていない。

- 国債買入れの減額により、カレント銘柄を中心に市中の流通玉が増加していることで、市場の機能度や流動性は全体として緩やかに改善している。
- 足もとの長期金利の上昇は、ファンダメンタルズや金融・財政政策への見方を反映する動きであり、市場の価格発見機能が発揮された結果ではないか。
- 市中の流通残高の増加に伴い市場の機能度は回復しており、長期ゾーンまでと超長期ゾーンとの金利の連動性も徐々にみられるようになってきている。
- 本年6月の国債補完供給にかかる減額措置の拡充は、チーペスト周辺のオフザラン銘柄の過度な引き締まりを緩和し、先物のヘッジツールとしての機能回復や中長期セクターの価格発見機能の向上に繋がっている。
- 注文量や取引量の改善は十分ではなく、板の厚みが出るには、時間が必要。
- 年度初からの高いボラティリティを背景に、証券会社のリスク許容度が低いままとなっていることで、マーケットメイク機能にも影響が出ており、特に超長期ゾーンについては、一方向に価格が動きやすくなっている。
- 超長期ゾーンは、カレント銘柄とオフザラン銘柄との間での需給の偏りからイールドカーブに歪みが発生しており、こうした歪みが是正されないもとで、一部のゾーンでは相対価値に基づく投資戦略が機能しづらくなっている。

市場調節運営への見方

(残存期間別・種類別の買入れ額等について)

- 市場のボラティリティが上昇することは避けた方が良く、予見可能性を維持する形で買入れ減額を進めることが望ましい。
- 市場の価格発見機能・流動性を回復させるには、一段と市中保有額を増加させる必要がある。
- 引き続き、発行額に対する買入れ比率が高いゾーンから優先的に減額するといった考えを基本に据えつつ、予見可能な形で買入れの減額を進めてほしい。
- 超長期ゾーンはボラティリティが高い状況にあり、マーケットの機能度を保つために、現状の緩やかな減額ペースを維持してほしい。
- 超長期ゾーンについては、更なる発行減額が見込まれるなか、需給環境も踏まえて柔軟に買入れ額を決定してほしい。
- 超長期ゾーンの需給バランスについては、供給サイドで調整されるべきであり、日本銀行が主体的に対応することではない。
- オフザラン銘柄の需給環境も踏まえ、現状の発行額対比の買入れ比率に加え、ストックベースの日銀保有比率も勘案して、残存期間別の国債買入れ額を決

定していくことも一案ではないか。

- 減額が進み買入れ額が少なくなった段階では、買入れ区分を統合することが望ましい。応札される銘柄の年限の幅が出ることで、買入れへの市場の依存度を軽減し、市場による自由な金利形成を促すことが期待できる。
- 物価連動債やクライメート・トランジション利付国債についても、需給動向に注意しつつ買入れ減額を進めることで問題ない。
- 物価連動債は流動性が低い状態が続いており、買入れ減額は慎重に検討してほしい。
- これまでと同様に、各年限の国債買入れ額の減少に応じて、月間の買入れ回数も減少させていくことが望ましい。
- 市場に大きなショックが生じた際には、臨時オペの実施など機動的な対応をお願いしたい。

（国債補完供給について）

- 国債補完供給に関する各種の要件緩和措置は、徐々に正常化が必要なタイミングが近付いてくる可能性。その際には、個別銘柄の需給にも引き続き配慮しながら、市場との対話を丁寧に行っていただきたい。
- 債券市場の機能度が改善したとはいえ、なお道半ばであり、国債補完供給については今まで通りの運営を続けてほしい。
- 国債補完供給への応札額の減少が示すとおり、これまでの減額措置により、チーペスト周辺の銘柄の流動性は改善している。一部に需給がタイト化している銘柄もみられるが、イールドカーブ全体への影響が懸念される状況ではなく、減額措置を更に拡充する必要はない。
- 徐々にチーペスト銘柄の日銀保有比率が低下していくことを踏まえると、減額措置という例外的な枠組みが必要な状況からは脱しつつある。
- チーペスト銘柄の需給は減額措置により改善方向にはあるが、市中保有額の回復が十分ではなく SC レポレートが相対的に低い銘柄もあるため、減額措置の対象銘柄の拡充や実施上限の引き上げを更に行ってほしい。

以 上

資 料

2025 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】 76 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（※）

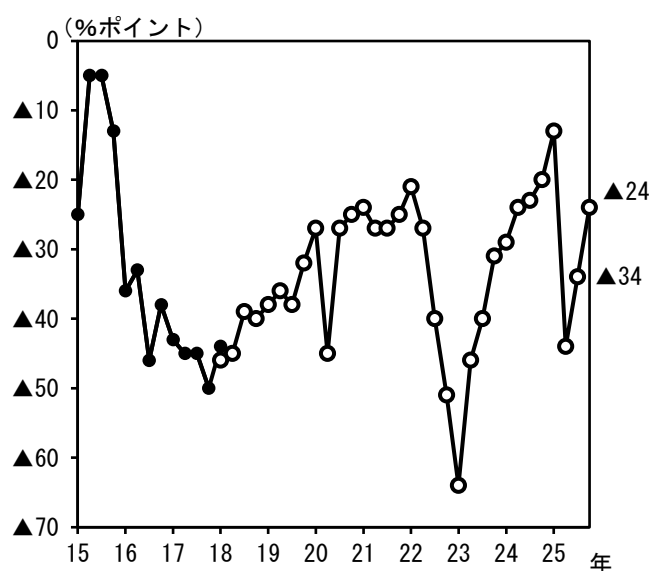
【公表方法】 本行ホームページに掲載

※ 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

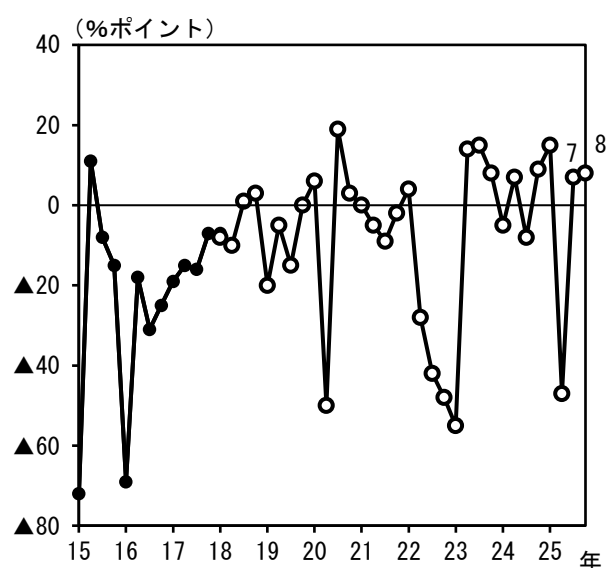
▽機能度判断 DI (現状)



(%、%ポイント)

「現 状」			
機能度判断 「高い」－「低い」		25/8 月	11 月
構 成 比	高い	1	4
	さほど 高くない	64	68
	低い	35	28

▽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 「改善した」－「低下した」		25/8 月	11 月
構 成 比	改善した	12	11
	さほど 改善して いない	83	87
	低下した	5	3

(注 1) 直近 2 回の回答期間は以下のとおり。

25/ 8 月： 8 月 1 日～7 日

11 月： 11 月 4 日～10 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。

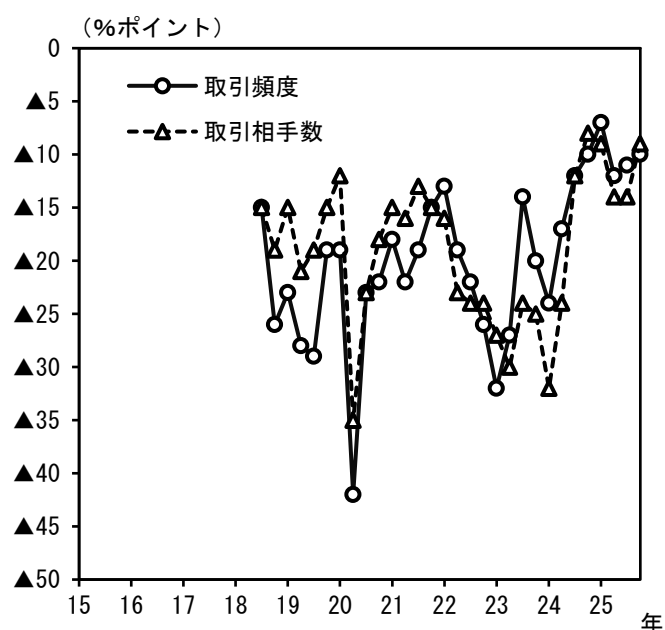
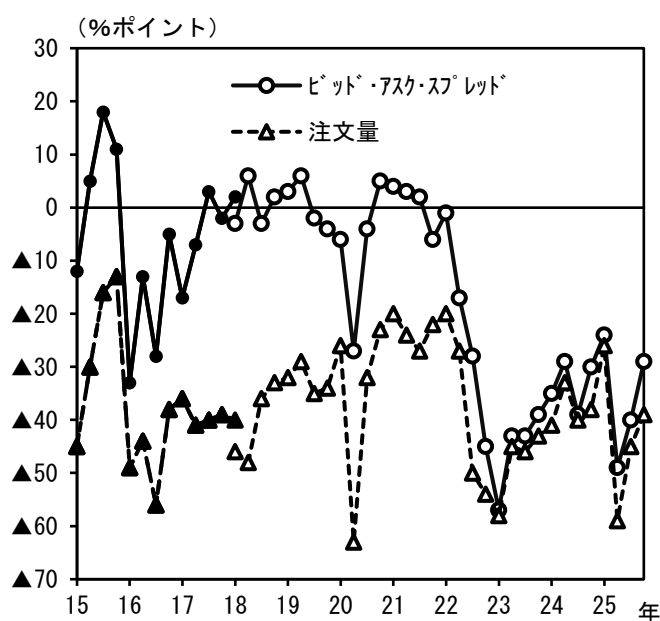
2018/2 月調査以降は、上記に加え大手機関投資家（生命保険会社、損害保険会社、投資信託委託会社等）を含む。

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)

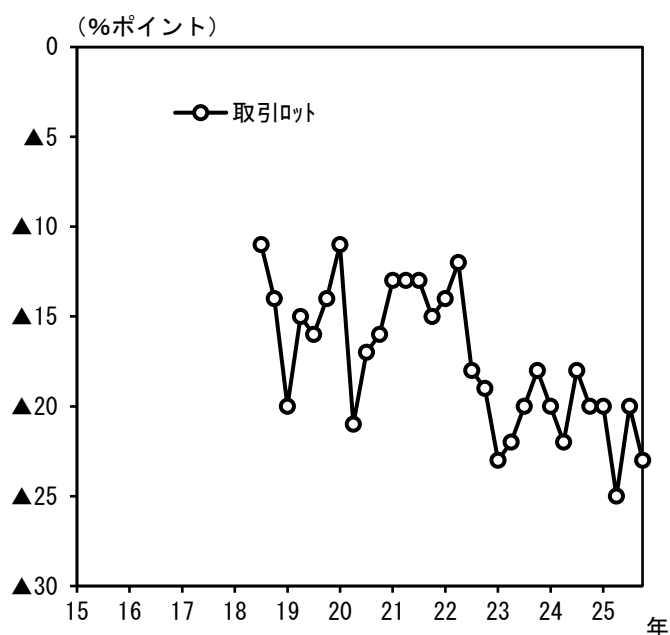
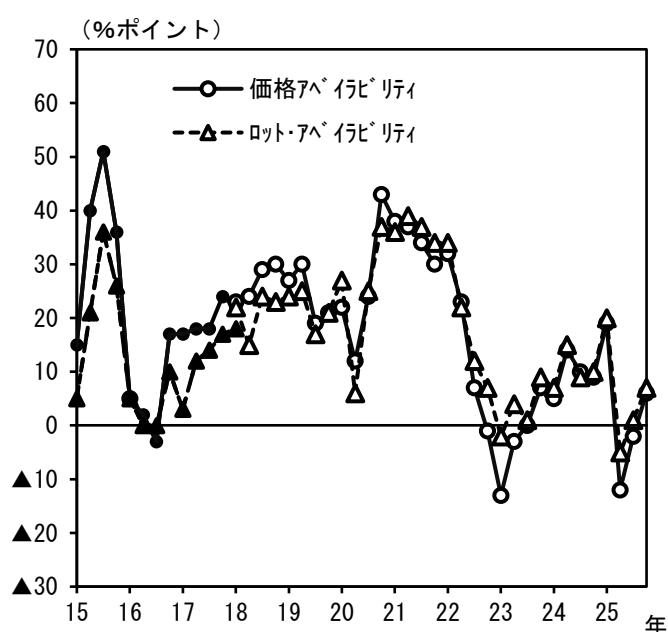


(注) ビッド・アスク・スプレッド: 「タイトである」 — 「ワイドである」

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)

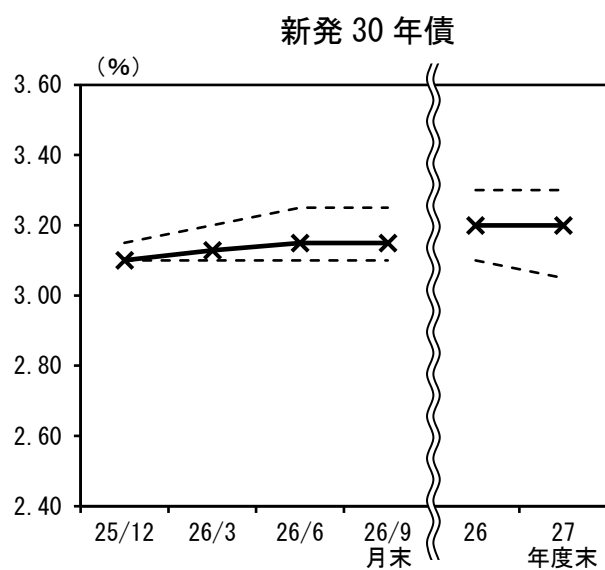
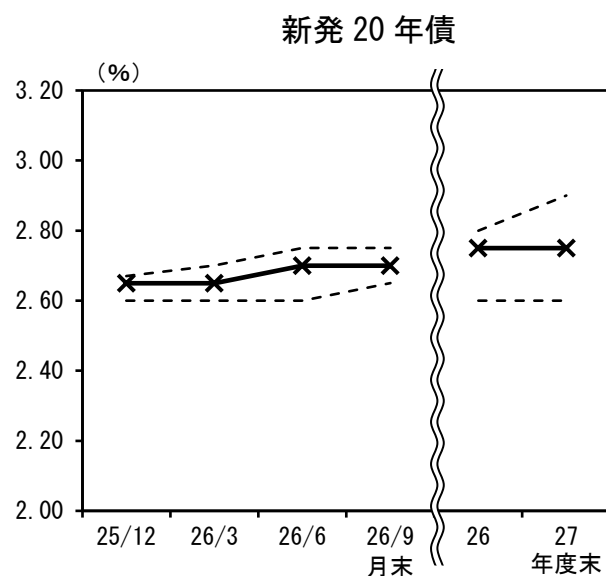
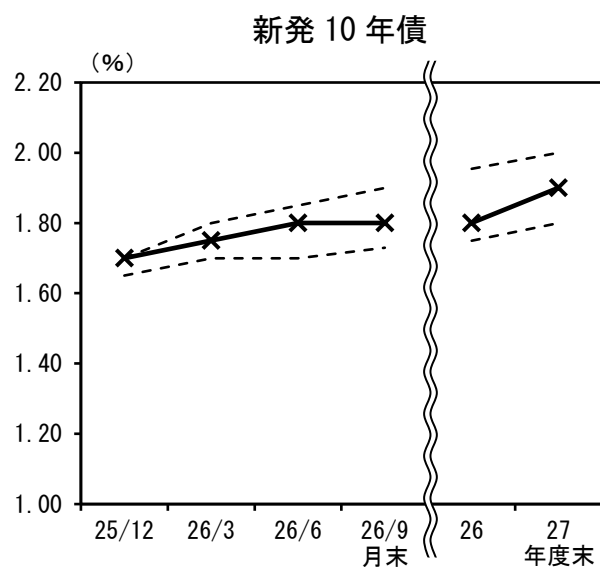
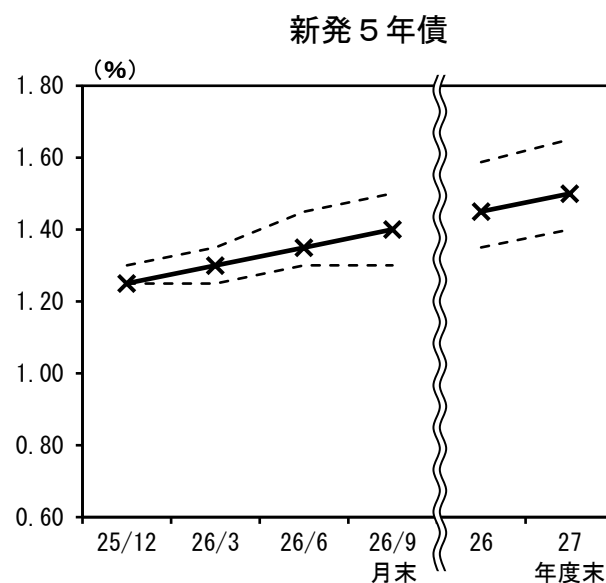
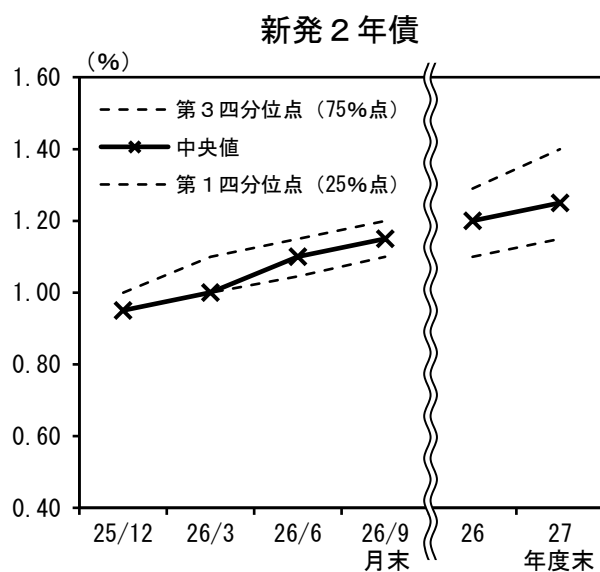


(注) 価格アベイラビリティ、ロット・アベイラビリティ: 「できている」 — 「できていない」

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)

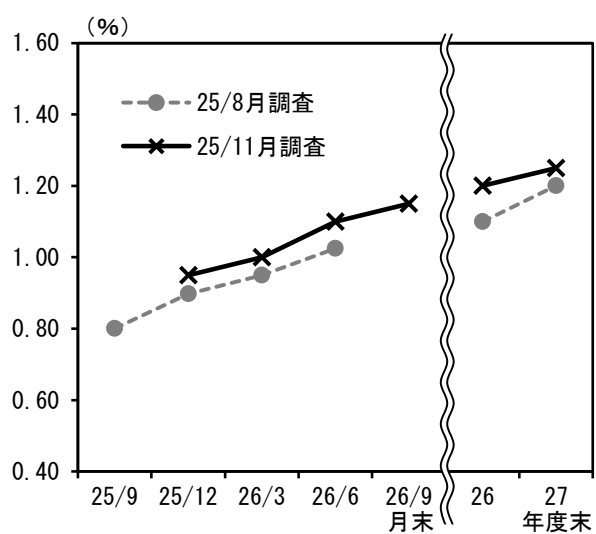
長期金利の先行き見通し (25/11 月調査)



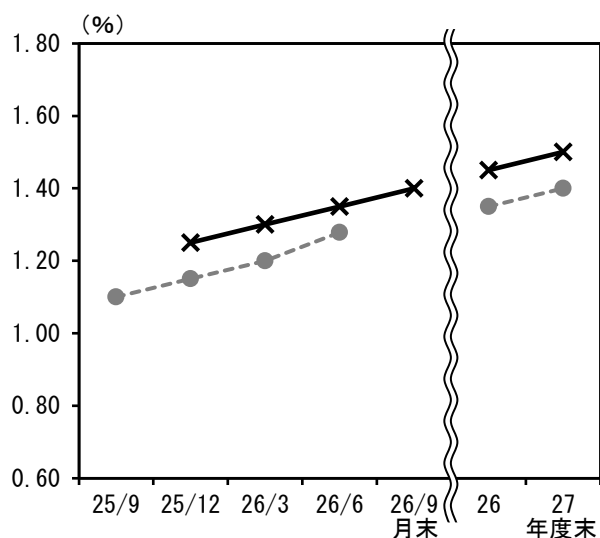
(図表 4)

長期金利の先行き見通し（中央値＜前回調査との比較＞）

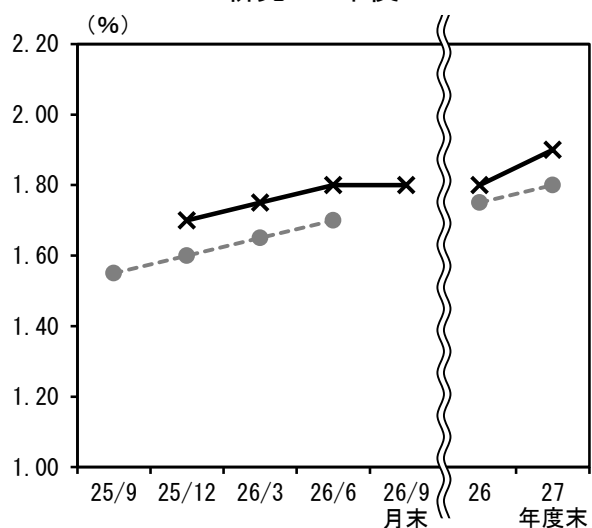
新発 2 年債



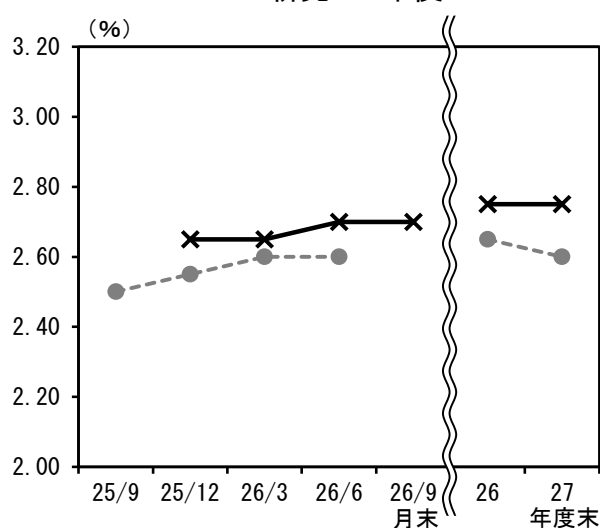
新発 5 年債



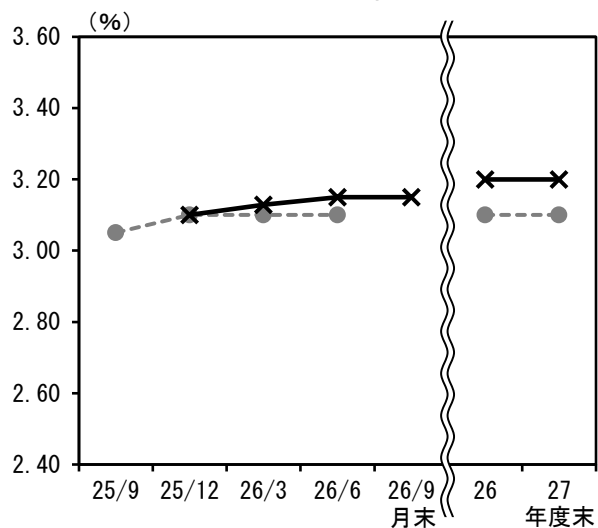
新発 10 年債



新発 20 年債



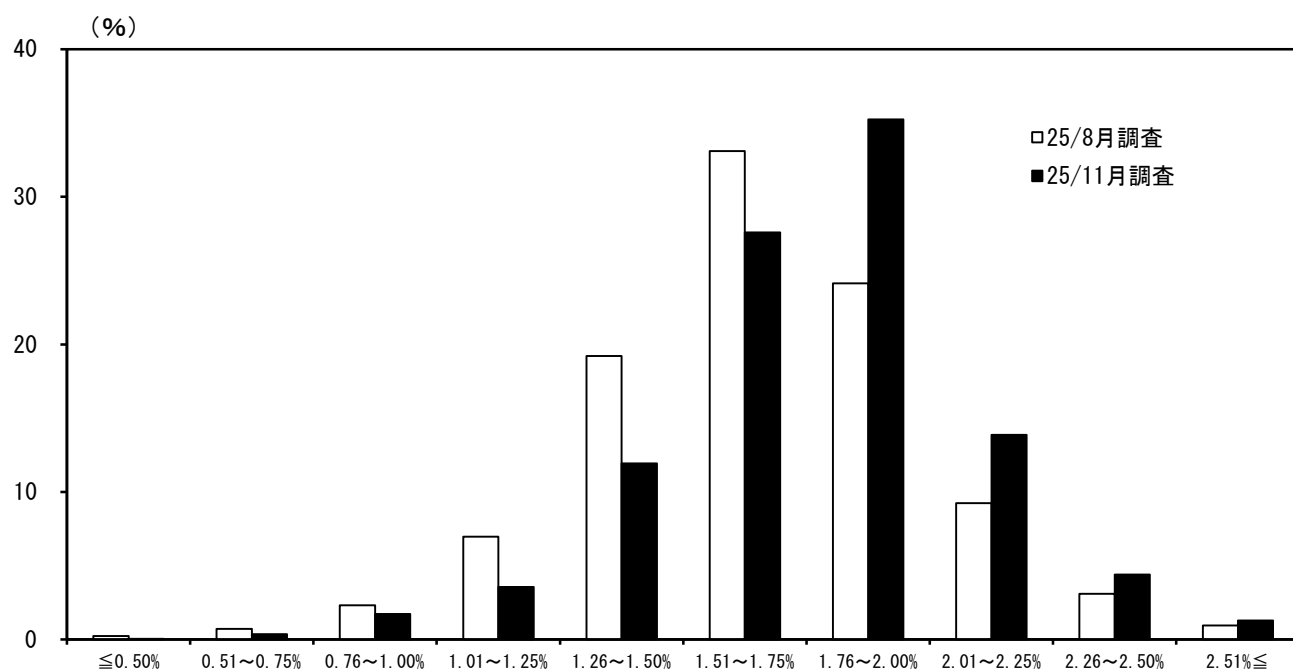
新発 30 年債



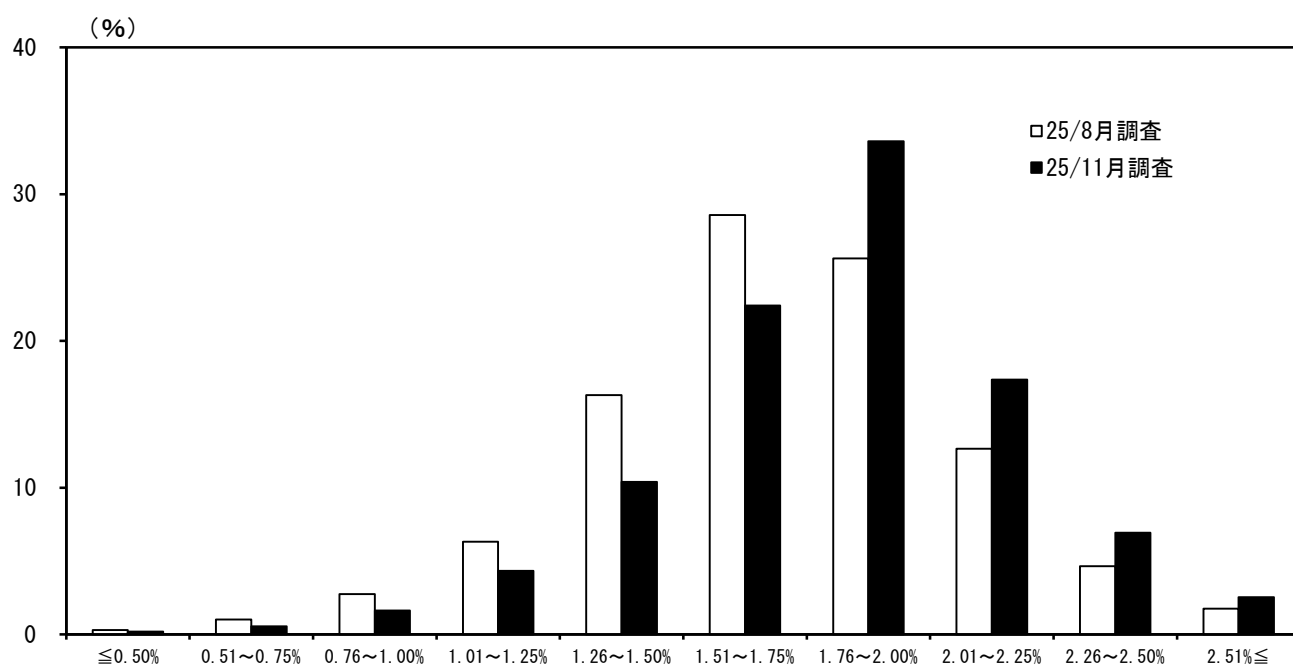
(図表 5)

新発 10 年債利回りの確率分布

▽2026 年度末



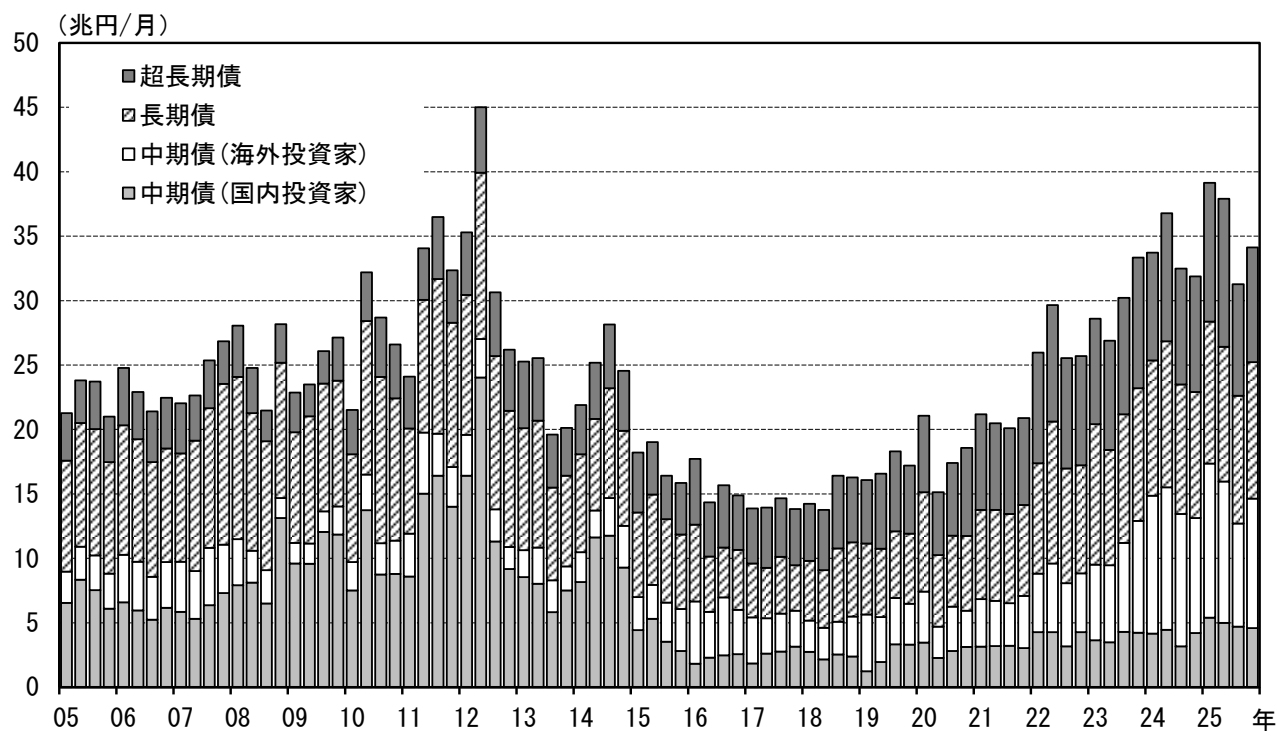
▽2027 年度末



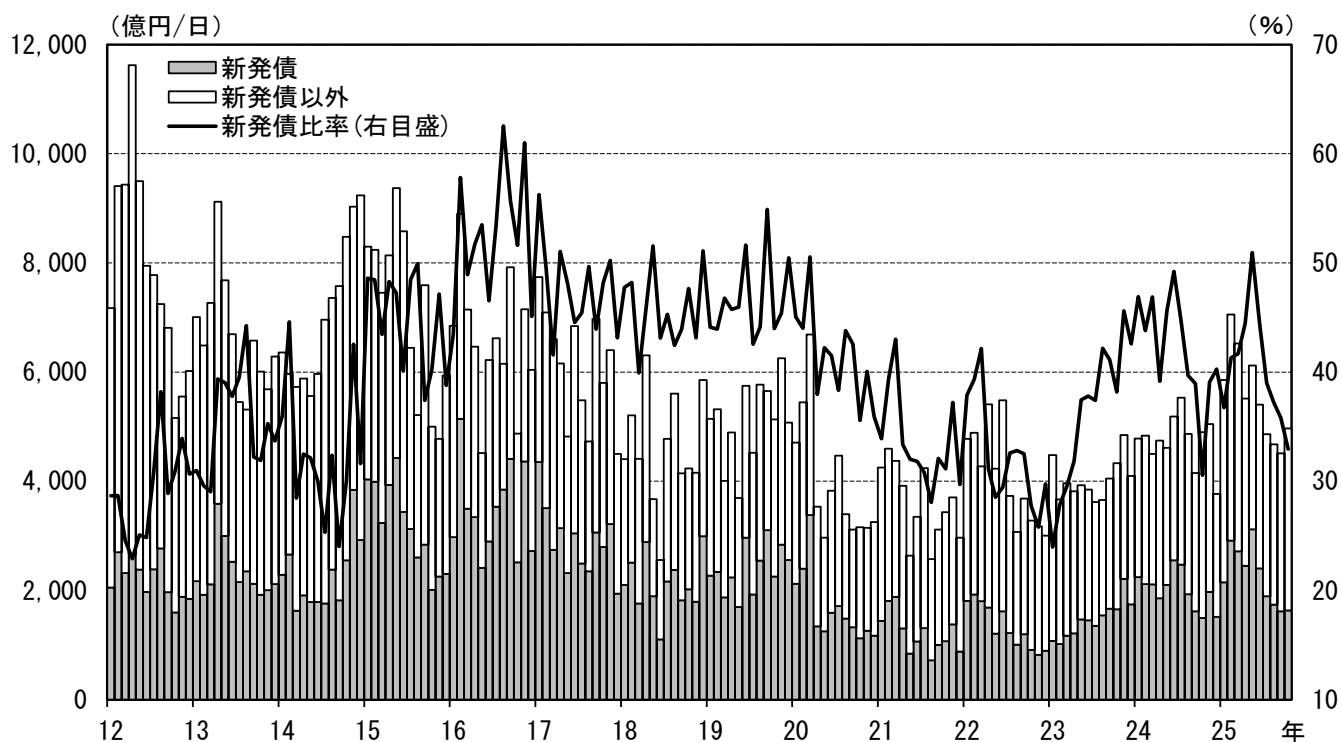
2. 国債市場の流動性

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)



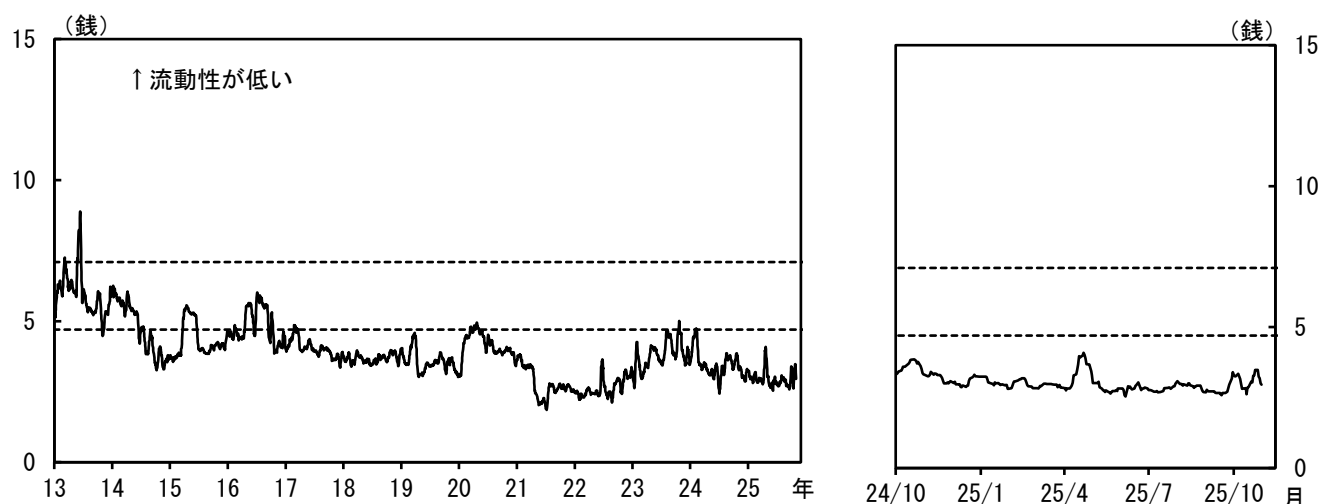
(注) 1. (1)は、顧客の国債グロス買入れ額。顧客は、都市銀行、地域金融機関、投資家（生保・損保、信託銀行、農林系金融機関、投資信託、官公庁共済組合）、外国人の合計であり、その他の主体（政府、日本銀行、ゆうちょ銀行、かんぽ生命、事業法人、その他金融機関等）を含まない。国庫短期証券等を除く。直近は10月。

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。

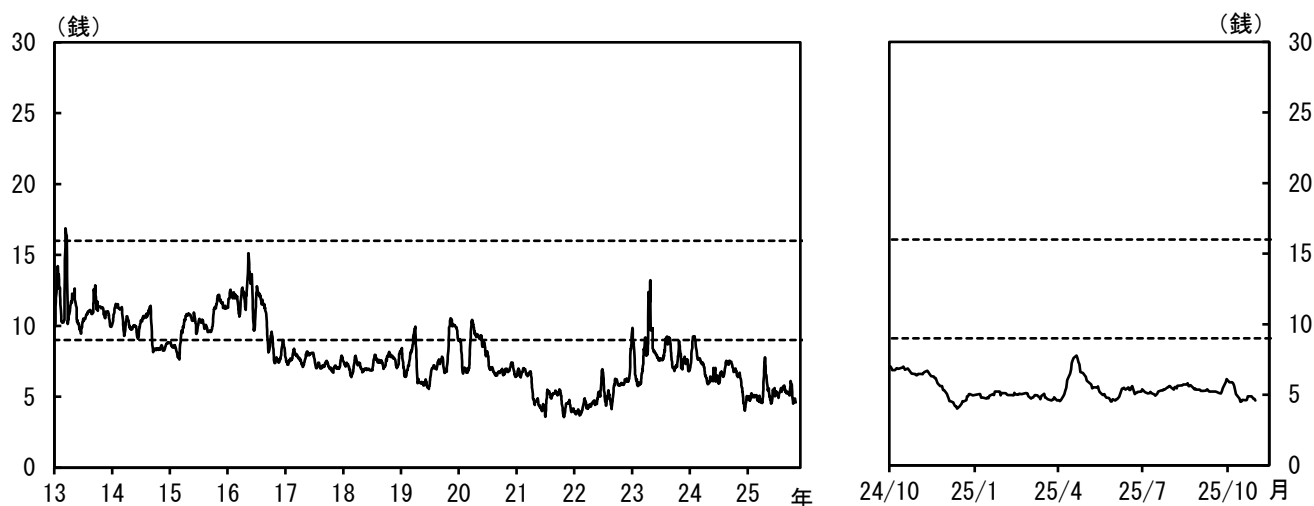
(出所) 日本証券業協会、QUICK、日本相互証券

現物国債市場 ディーラー対顧客取引の値幅の狭さ (tightness)

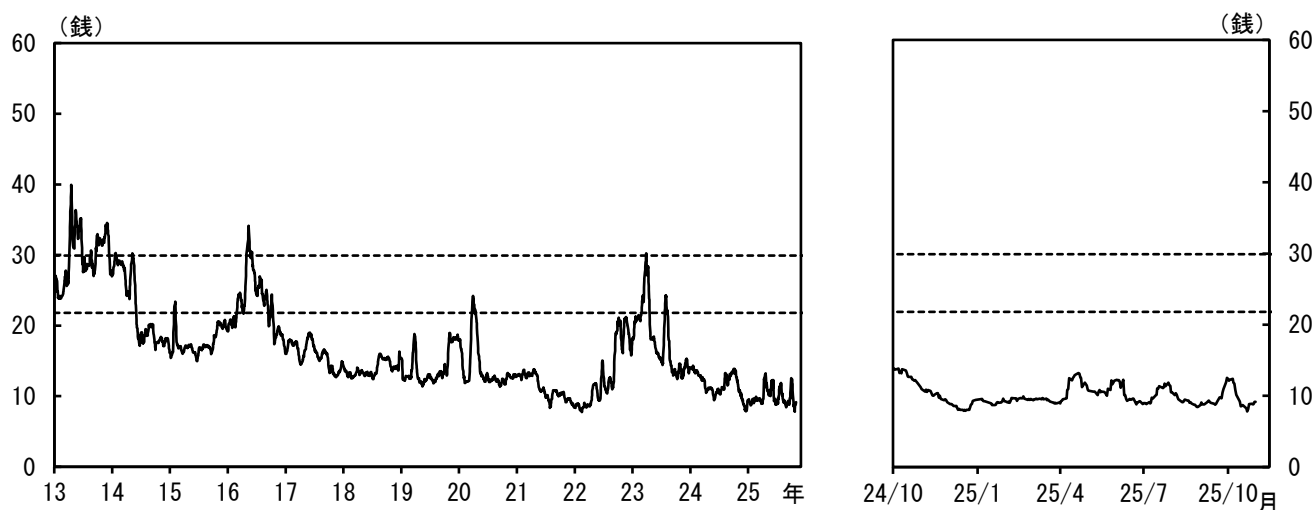
(1) ビッド・アスク・スプレッド (5年債)



(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。

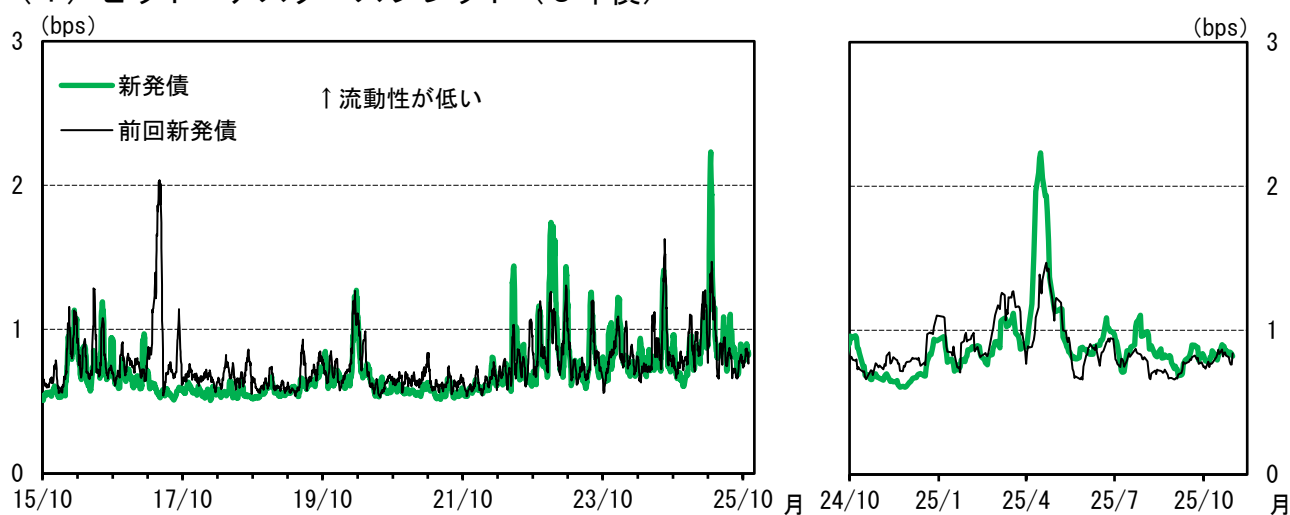
2. 後方10日移動平均。直近は10月末。

(出所) LSEG

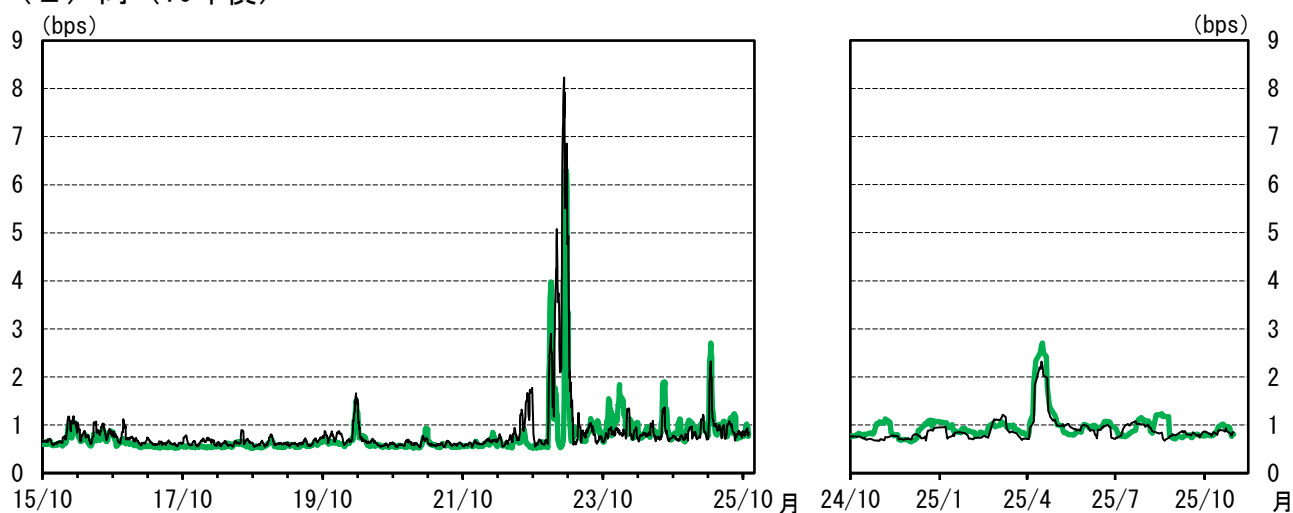
現物国債市場

ディーラー間取引の値幅の狭さ (tightness)

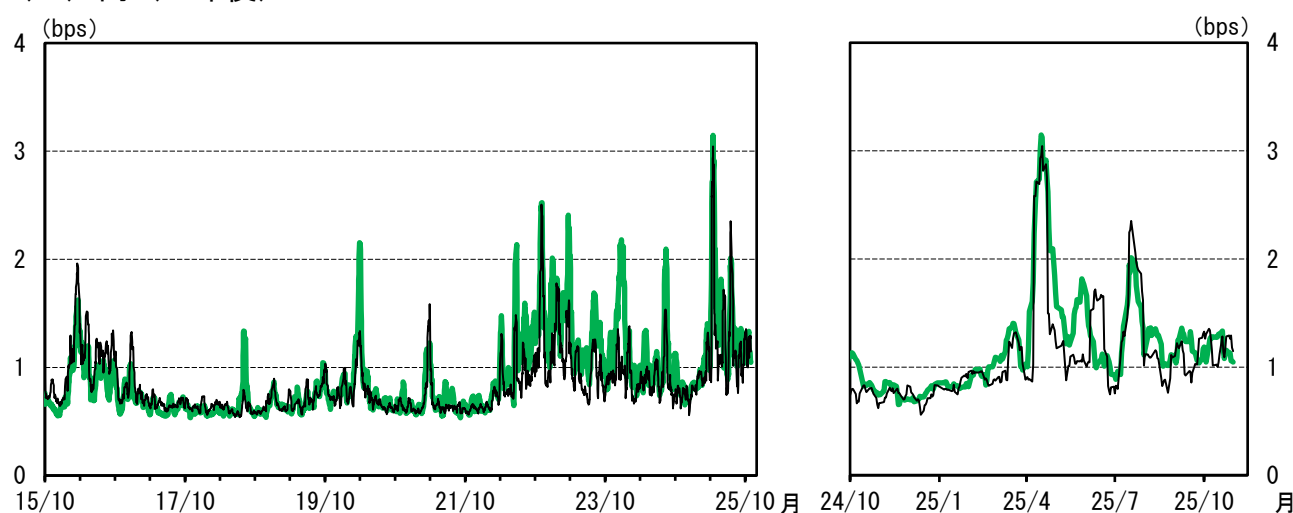
(1) ビッド・アスク・スプレッド (5年債)



(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。

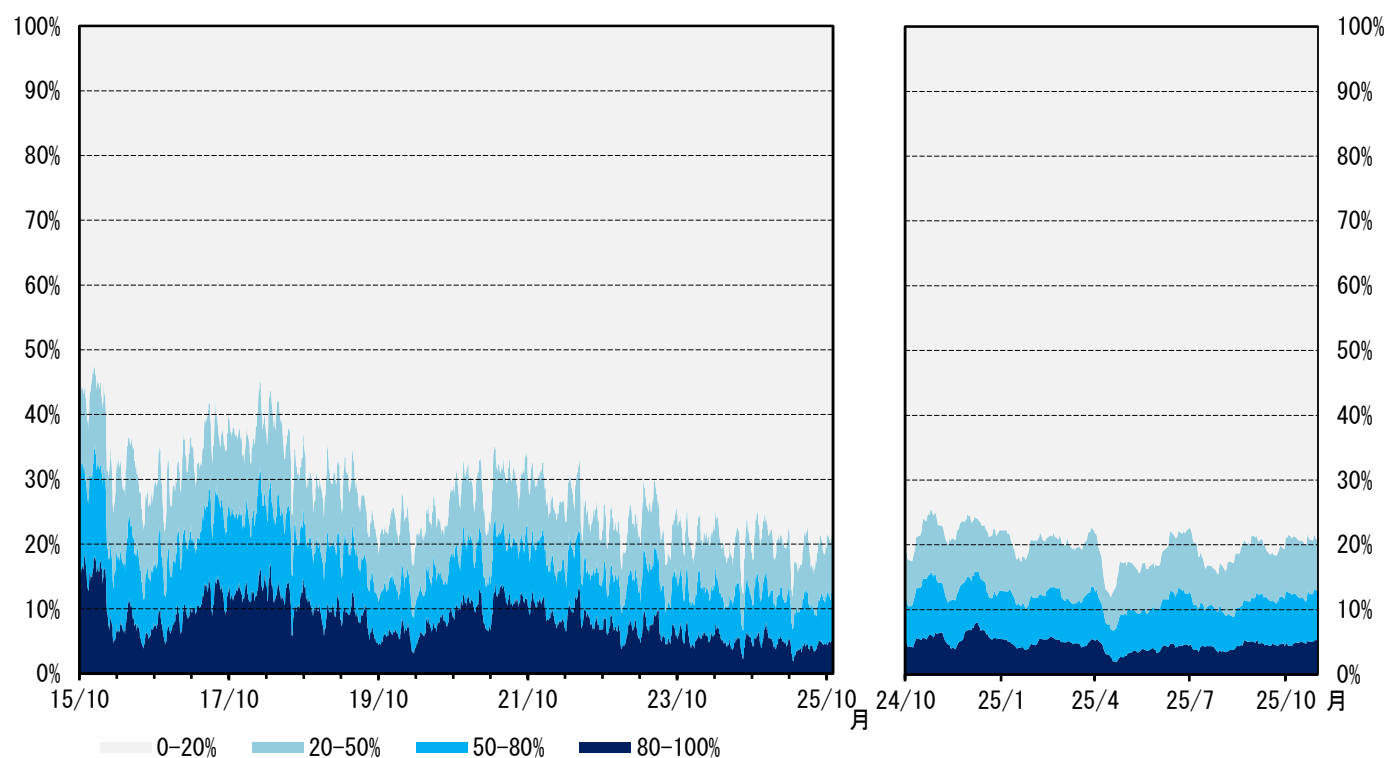
2. 後方10日移動平均。直近は10月末。

(出所) 日本相互証券

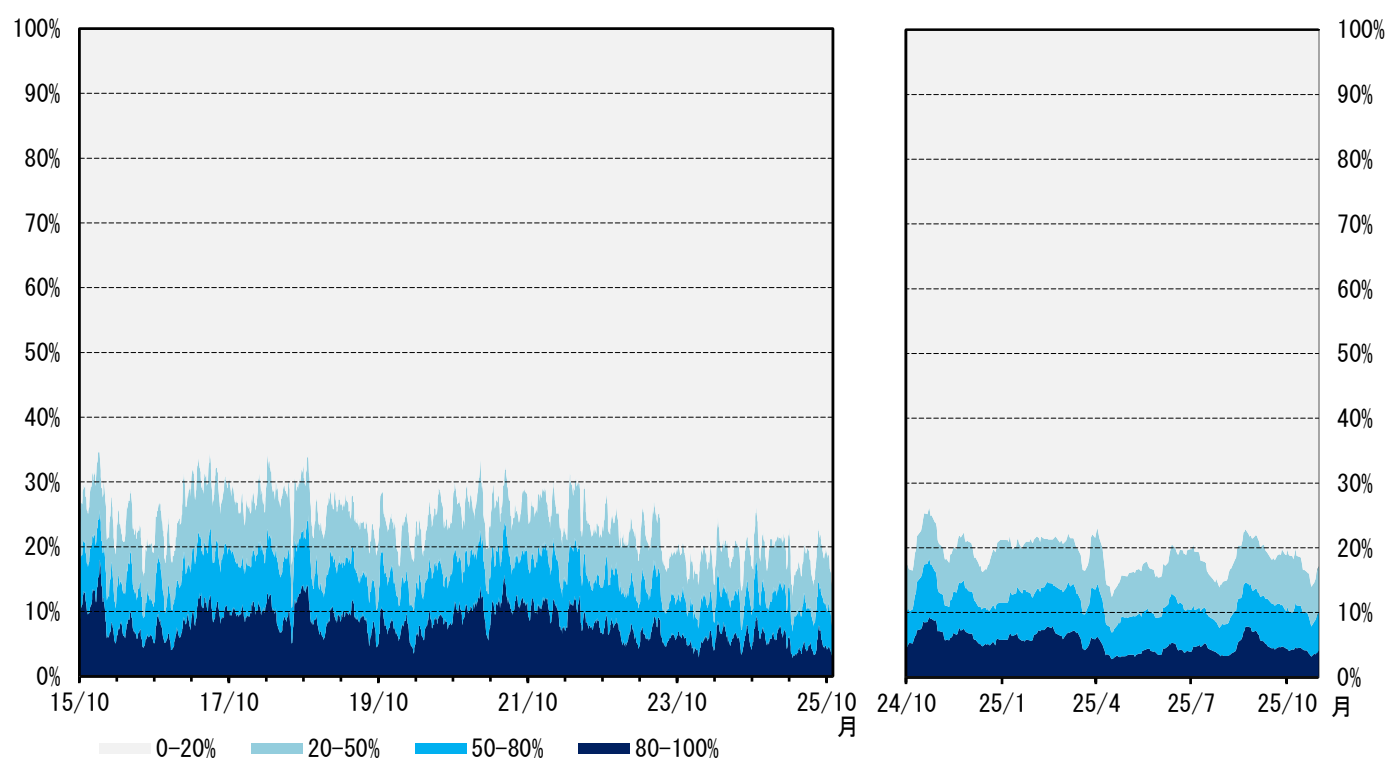
現物国債市場

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

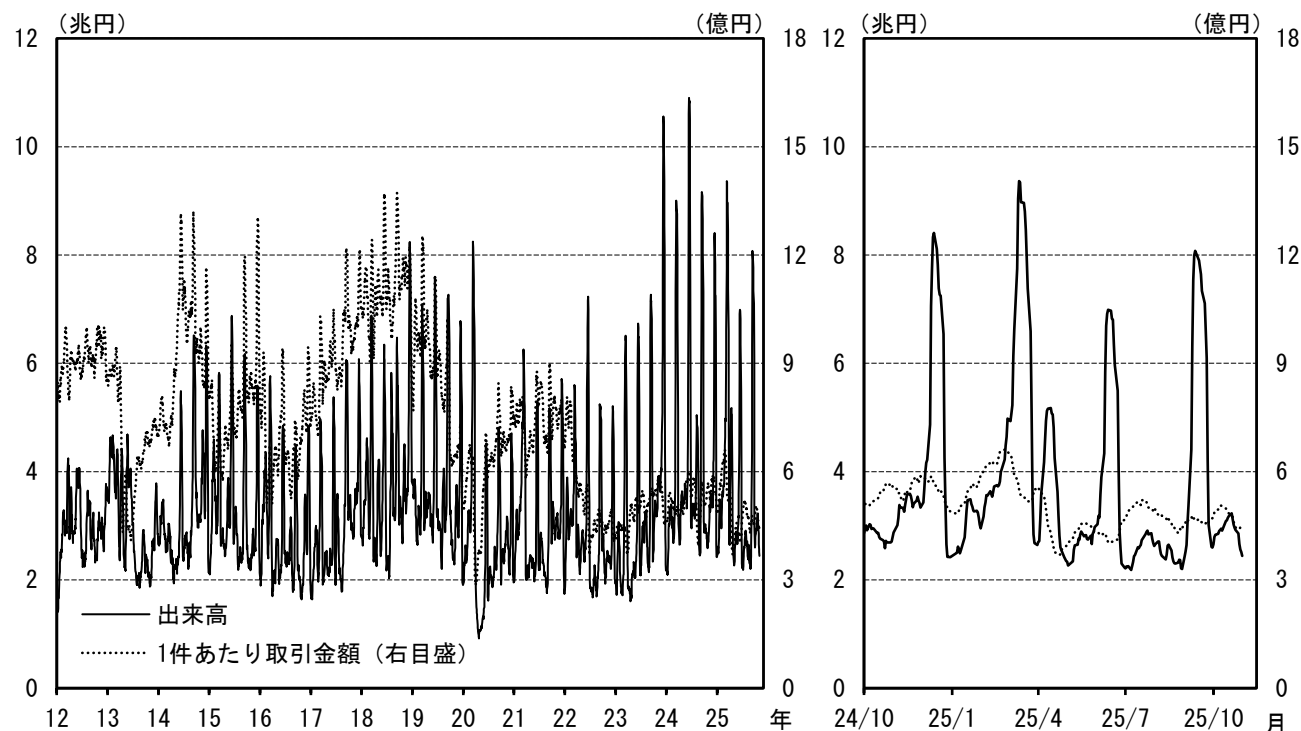


- (注) 1. ビッド（アスク）提示時間が、1日の取引時間に占める割合が、0～20%、20～50%、50～80%、80～100%である銘柄数の割合。
 2. 後方10日移動平均。直近は10月末。
 3. 1日の取引時間は、18/8/17日以前は7時間、18/8/20日以降は5時間20分に変更。18/8/20日から同30日までの移動平均値には、取引時間変更前後のデータが併存する点に留意を要する。
- (出所) 日本相互証券

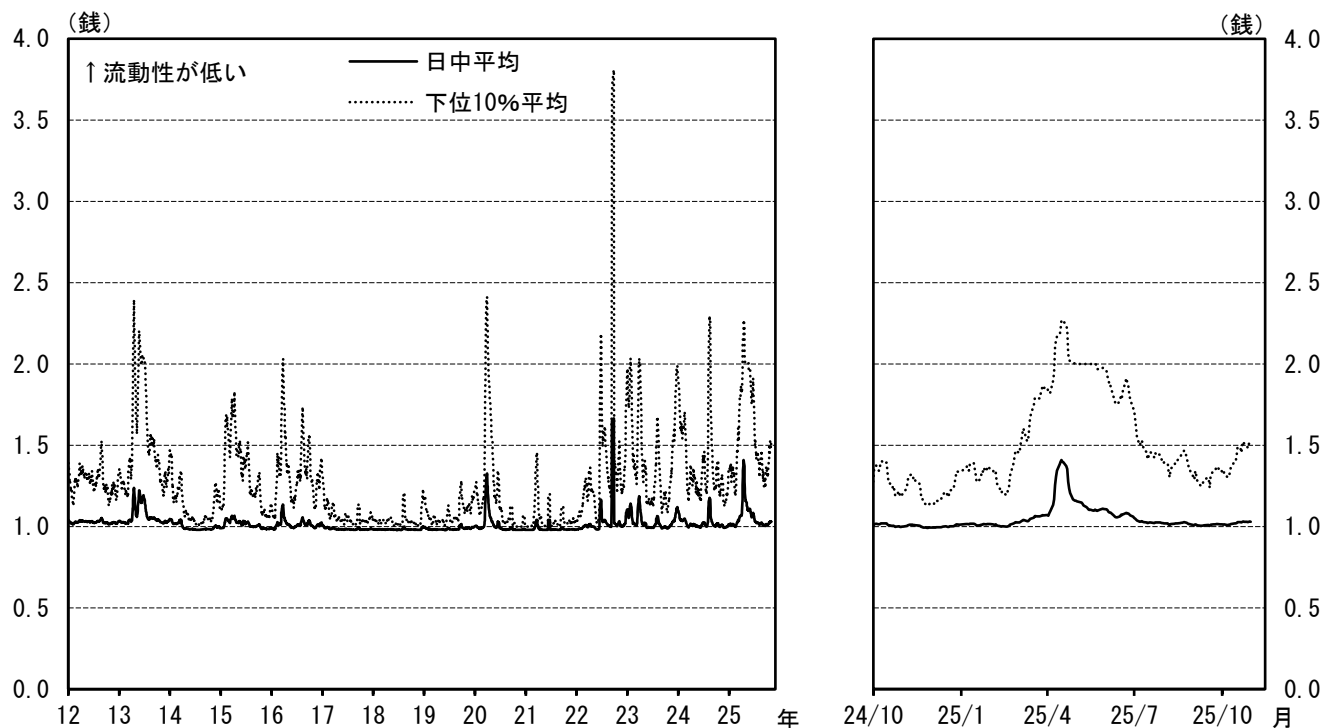
(図表5)

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。

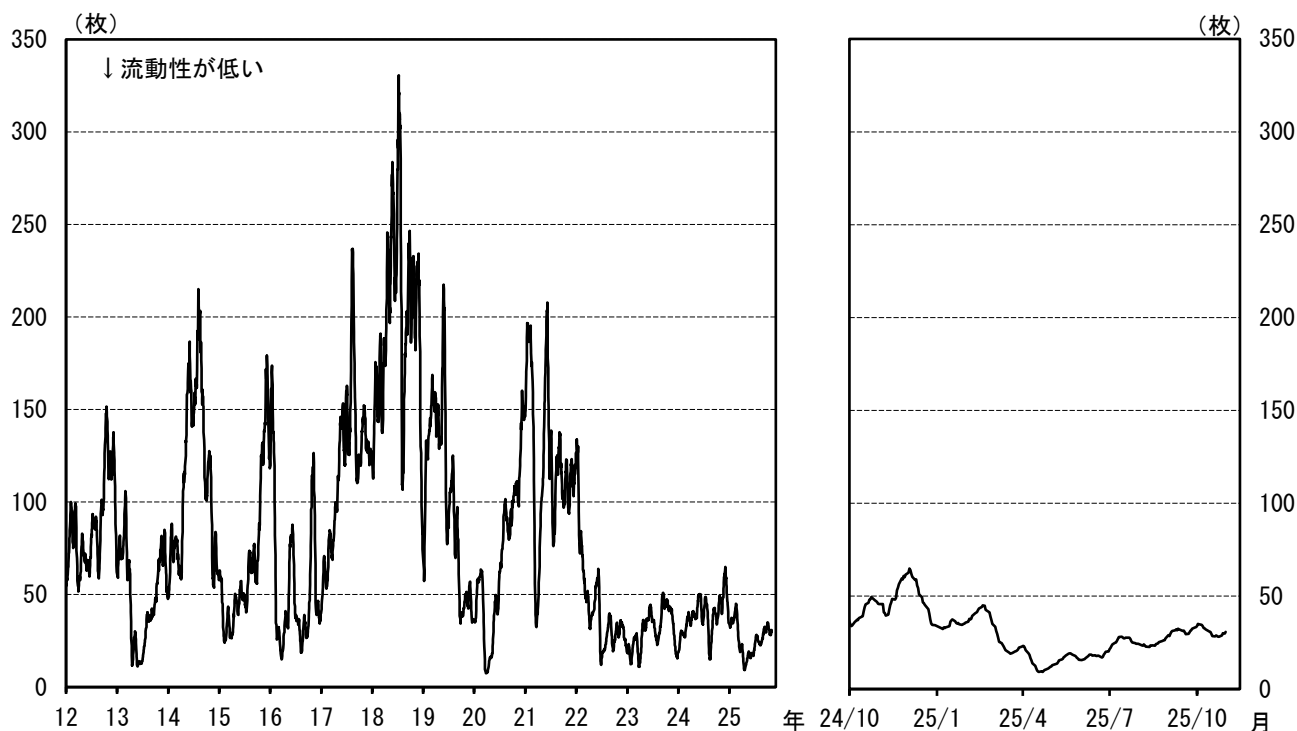
2. (1) (2)ともに、後方10日移動平均。直近は10月末。

(出所) QUICK、大阪取引所、日本経済新聞社「日経NEEDS」

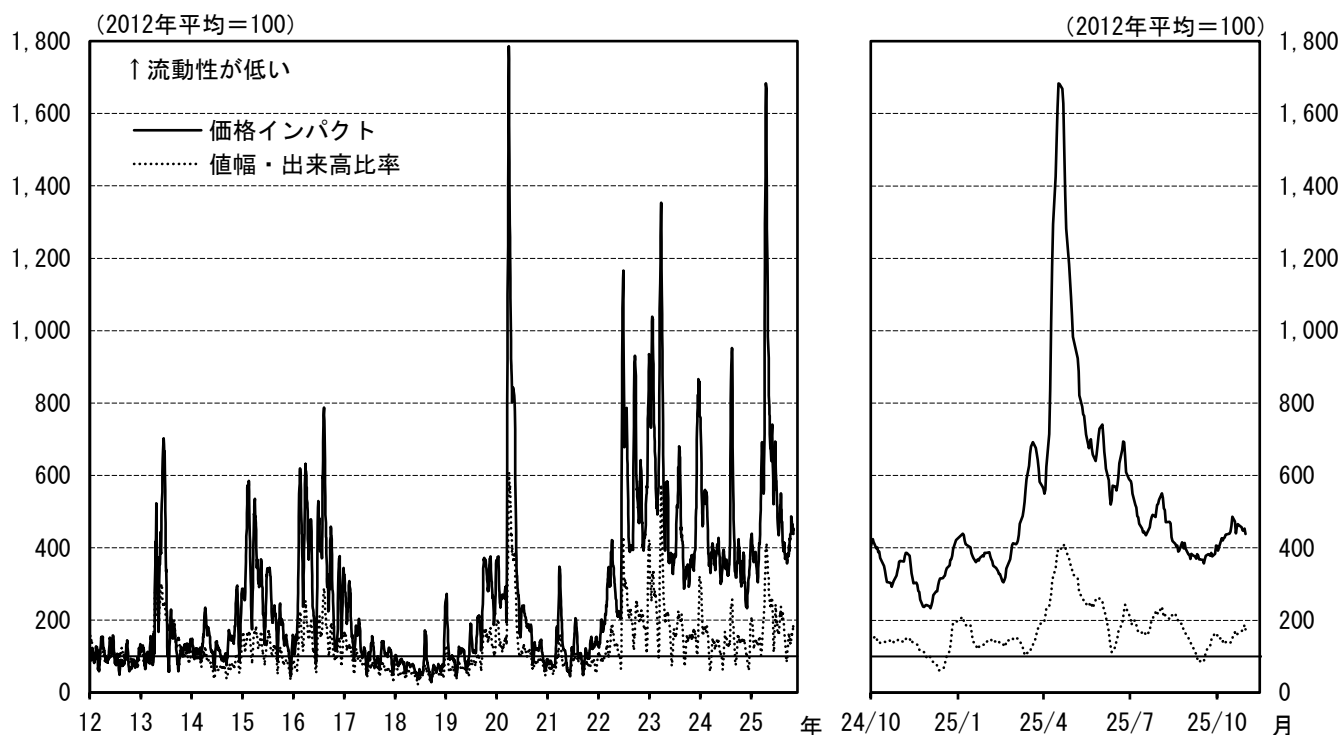
(図表 6)

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

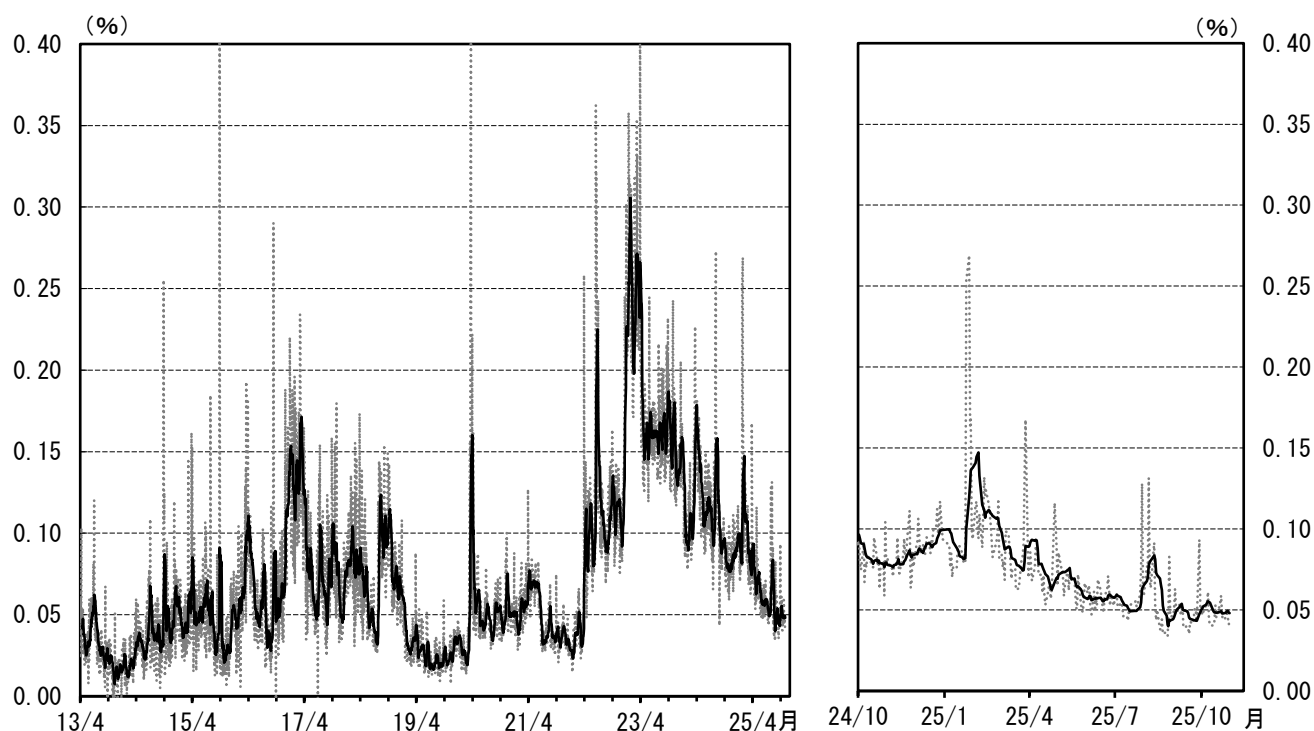


- (注) 1. (1)は、1分毎にベスト・アスク枚数を求めて、その中央値をプロットしたもの。
 2. (2)の価格インパクトは、5分毎に価格インパクトを求めて、平均したもの。値幅・出来高比率は、日中の値幅（最高値と最安値の差）をその日の出来高で除したもの。
 3. (1) (2)ともに、後方10日移動平均。直近は10月末。
 (出所) 日本経済新聞社「日経NEEDS」、QUICK、大阪取引所

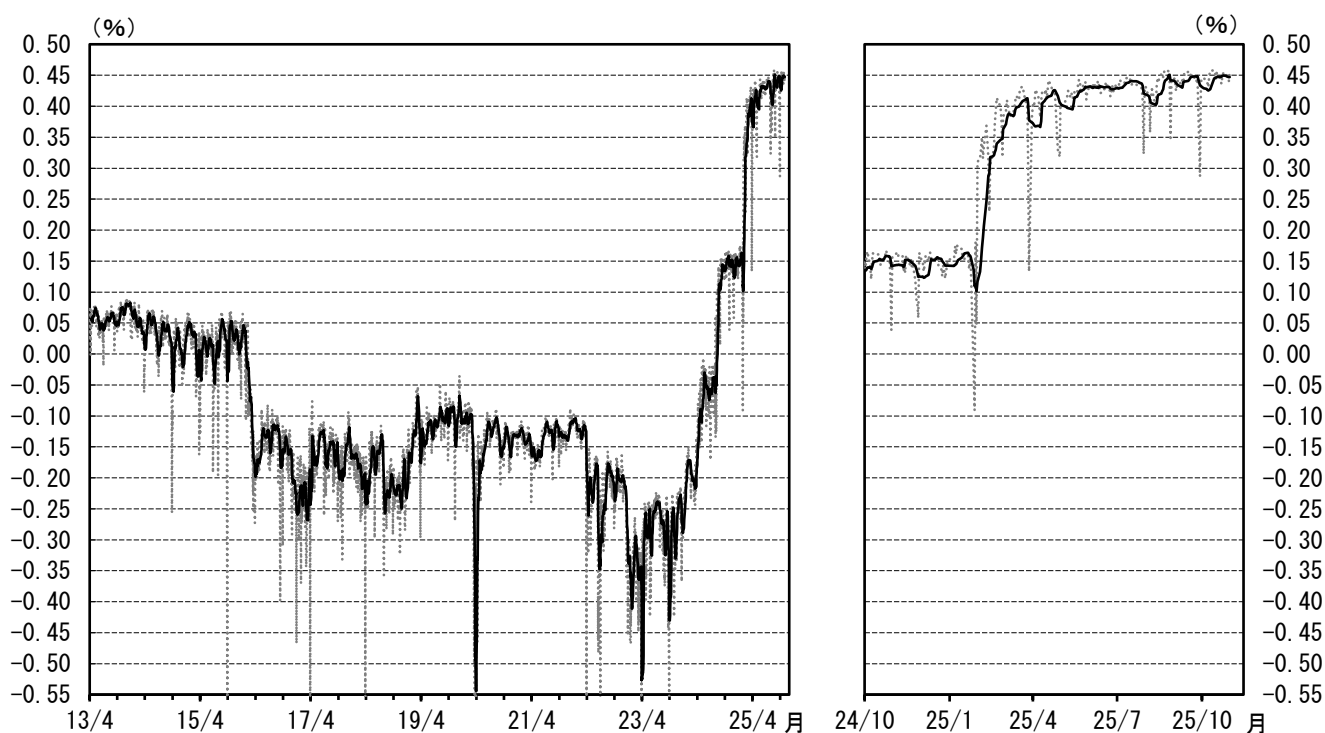
(図表 7)

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

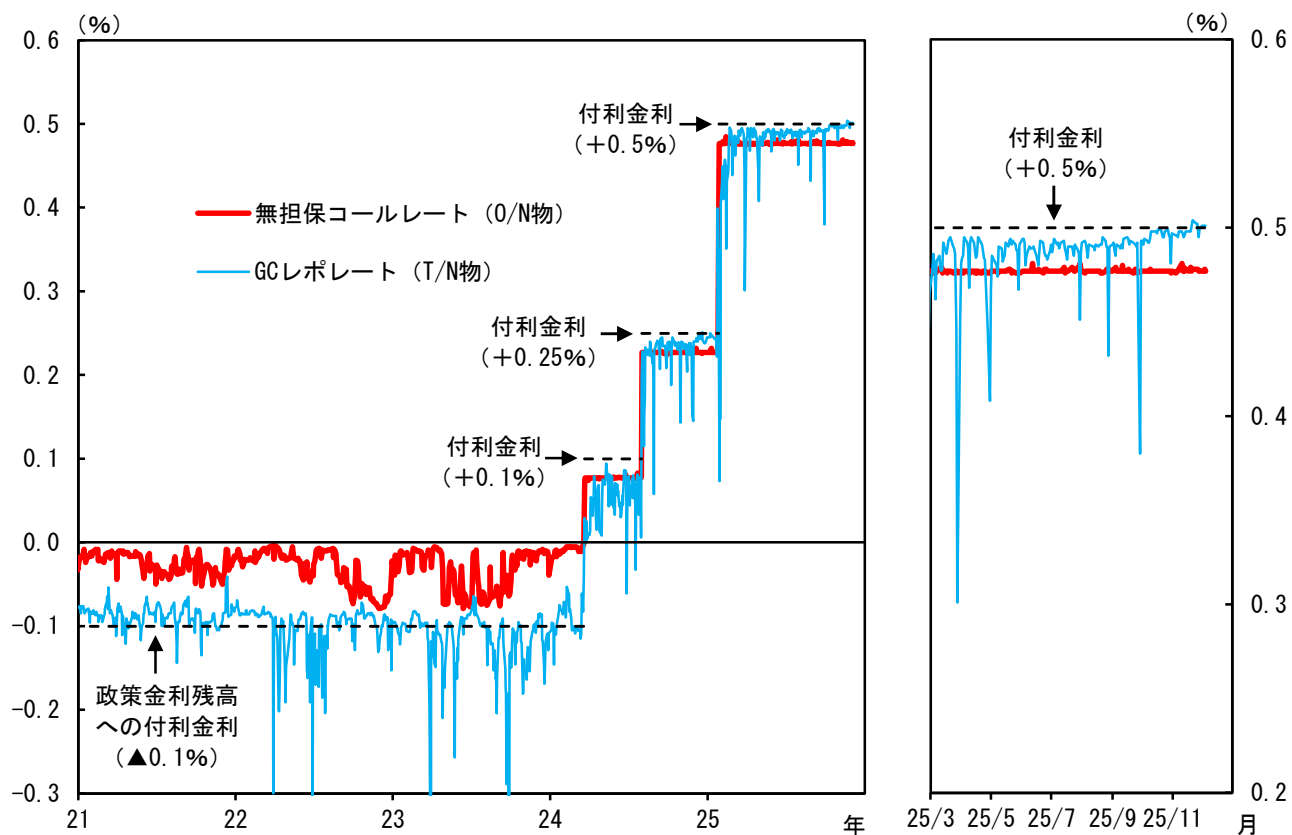


- (注) 1. SCレポレートは18/4月末まではS/N、18/5月以降はT/N。SCレポレートは銘柄別のSCレポ出来高による加重平均値。
2. GCレポレート（東京レポレート）はT/N。
3. GC-SCスプレッドは、決済日を合わせる形で算出。
4. (1) (2) とともに、太線は後方10日移動平均。直近は10月末。
(出所) ジェイ・ボンド東短証券、日本証券業協会

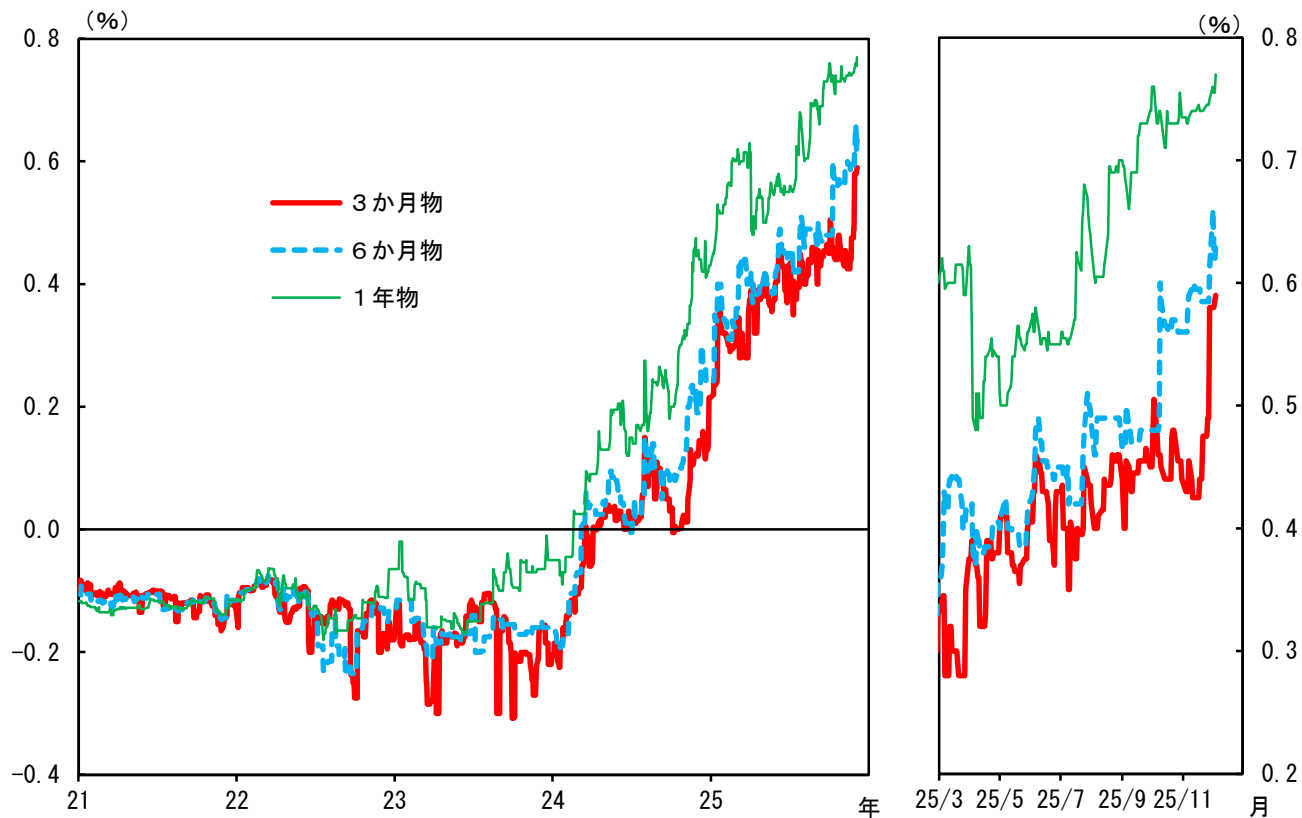
3. 最近の市場動向と市場調節

短期金利

(1) 短期金利



(2) 国庫短期証券の利回り

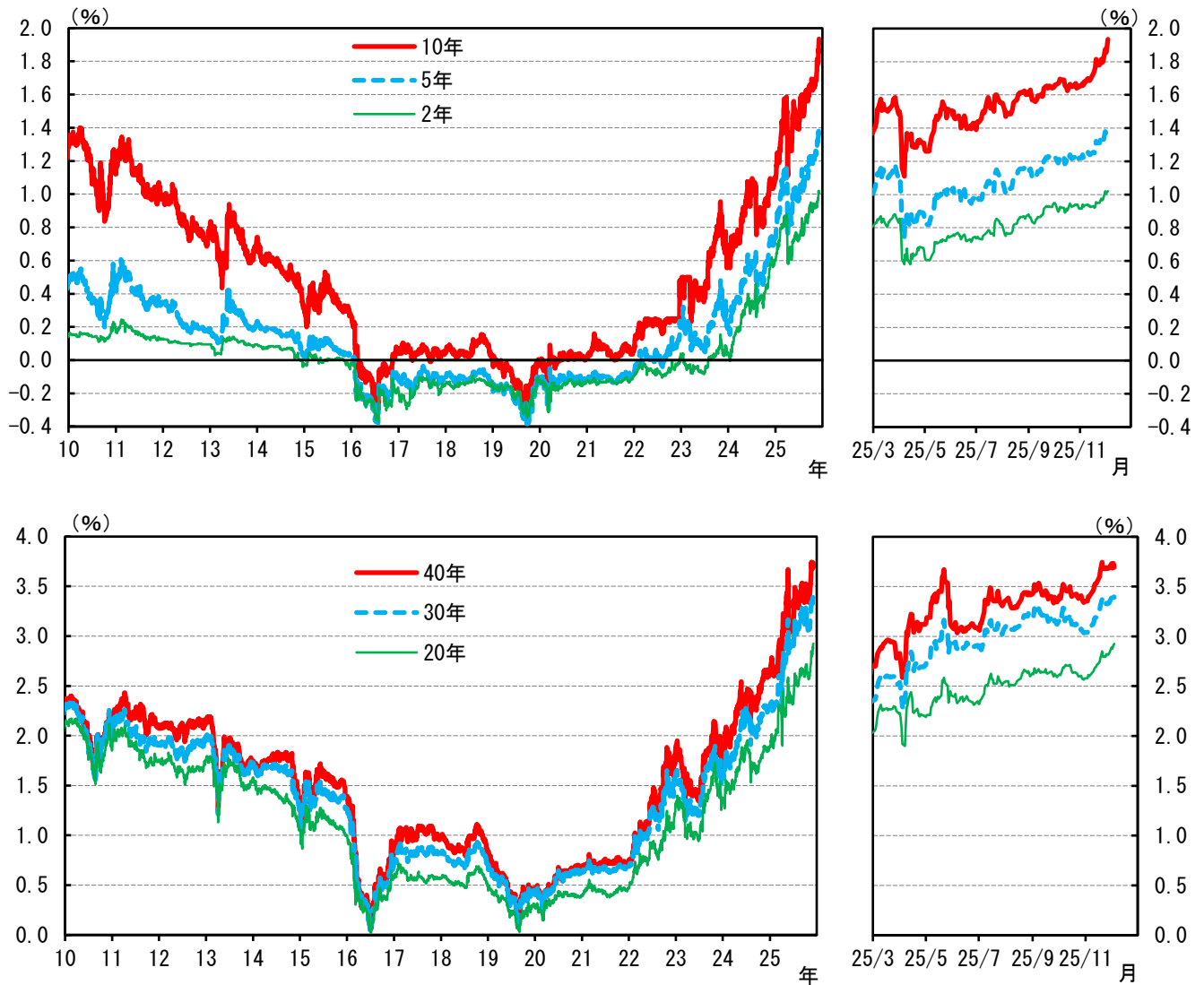


(出所) 日本証券業協会、日本銀行、日本相互証券

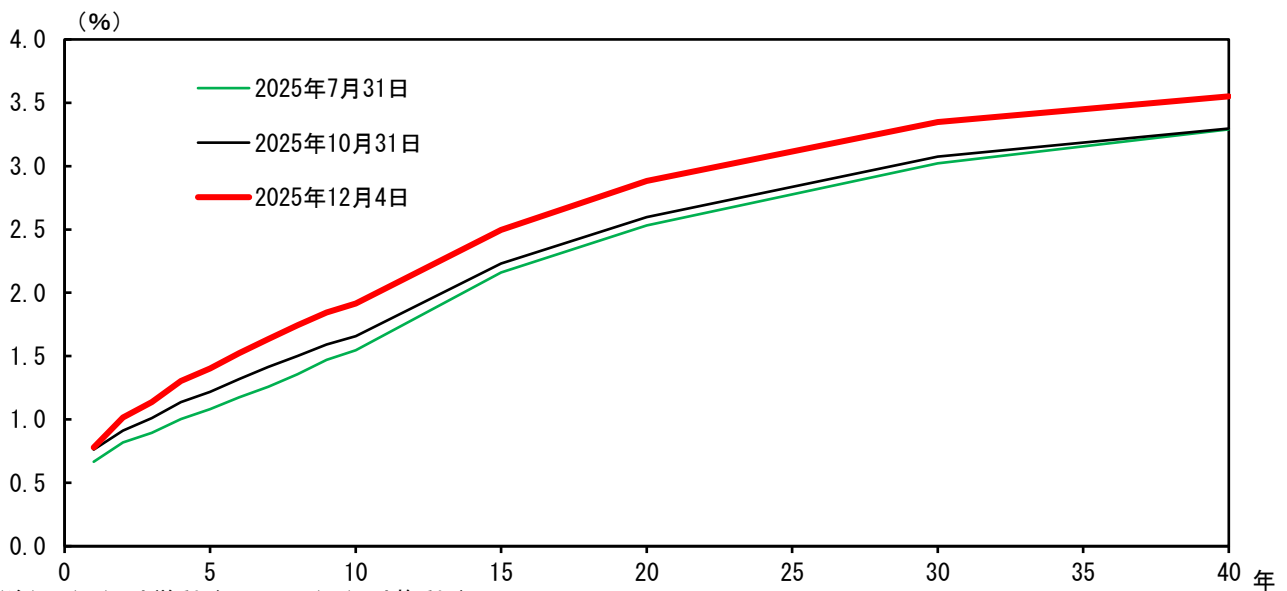
(図表 2)

長期金利

(1) 長期金利の推移



(2) イールドカーブ



(注) (1) は単利ベース、(2) は複利ベース。

(出所) 日本相互証券、LSEG

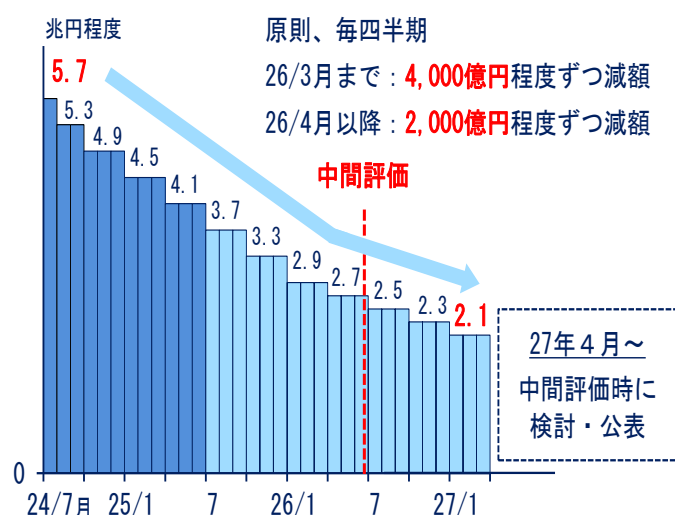
国債買入れの運営（１）：国債買入れの減額計画

（2025 年 6 月金融政策決定会合）

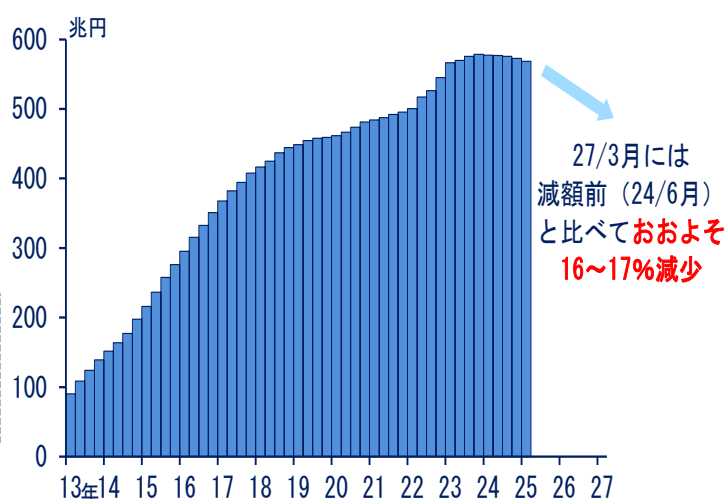
- ① 長期金利：金融市場において形成されることが基本
- ② 国債買入れ：国債市場の安定に配慮するための柔軟性を確保しつつ、予見可能な形で減額が適切
 - 2026 年 3 月まで：原則、毎四半期 4,000 億円程度ずつ減額（従来の減額計画を維持）
 - 2026 年 4 月～2027 年 3 月まで：原則、毎四半期 2,000 億円程度ずつ減額
 - 国債市場の安定に配慮した形で市場機能の改善を進めていけるよう、段階的に減額していく

＜予見可能な形で減額＞

月間の買入れ予定額



日本銀行の保有国債残高



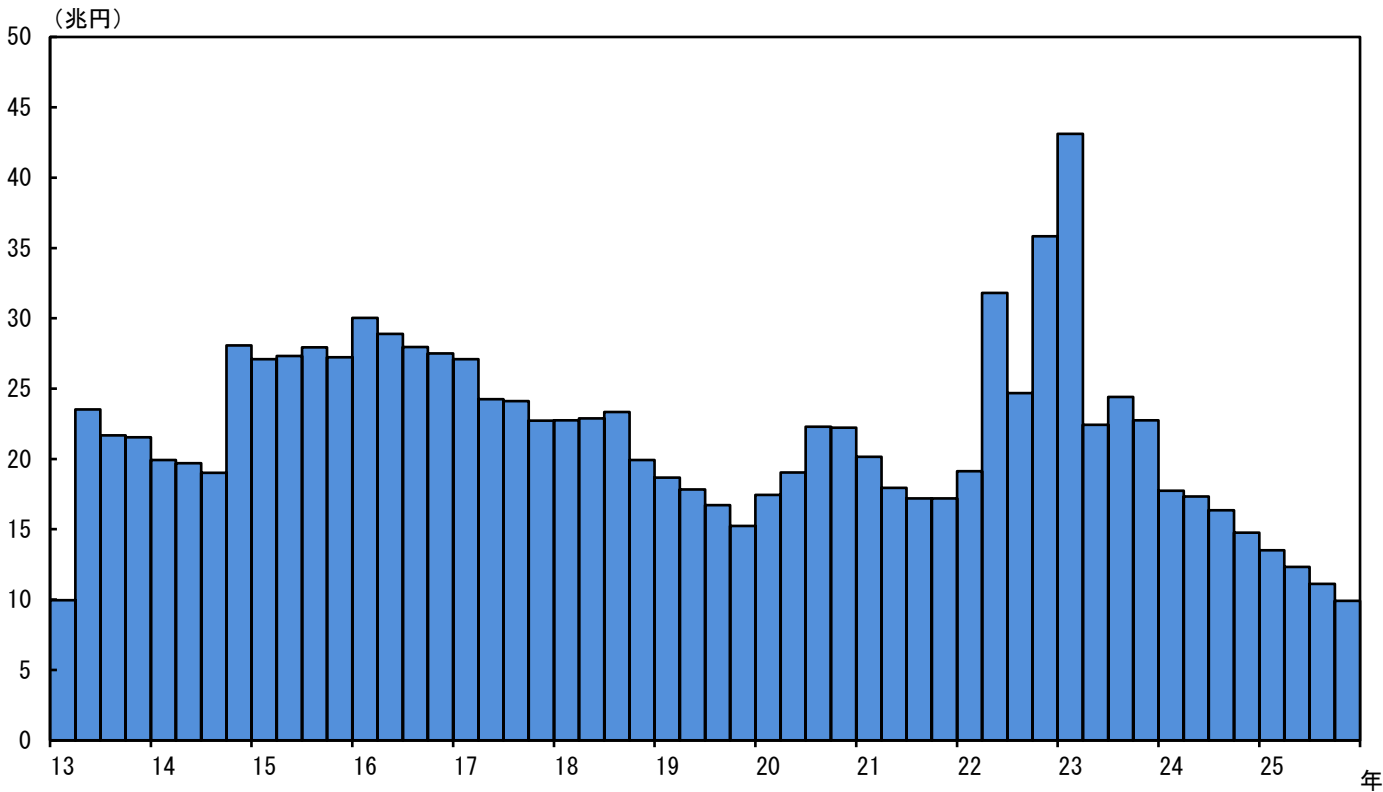
＜柔軟性の確保＞

- 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

(図表 4)

国債買入れの運営（２）：買入れ額の推移

(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	月間オフー金額（億円）			
		2025年 1～3月	2025年 4～6月	2025年 7～9月	2025年 10～12月
利付国債	1年以下	1,500 < — >	1,000 < — >	1,000 < — >	1,000 < — >
	1年超 3年以下	12,000 <46.2%>	11,000 <42.3%>	9,750 <37.5%>	9,000 <33.3%>
	3年超 5年以下	12,000 <52.2%>	11,000 <45.8%>	9,750 <40.6%>	8,400 <35.0%>
	5年超 10年以下	13,000 <50.0%>	12,000 <46.2%>	10,500 <40.4%>	9,150 <35.2%>
	10年超 25年以下	4,500 <45.0%>	4,050 <40.5%>	4,050 <50.6%>	3,450 <43.1%>
	25年超	1,500 <12.0%>	1,500 <14.3%>	1,500 <16.7%>	1,500 <16.7%>
物価連動債		500 <60.0%>	500 <60.0%>	500 <60.0%>	500 <60.0%>
計		45,000	41,050	37,050	33,000

(注 1) (1) の直近は、2025年10～12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。シャドーは、買入れ額が減額された年限を示す。

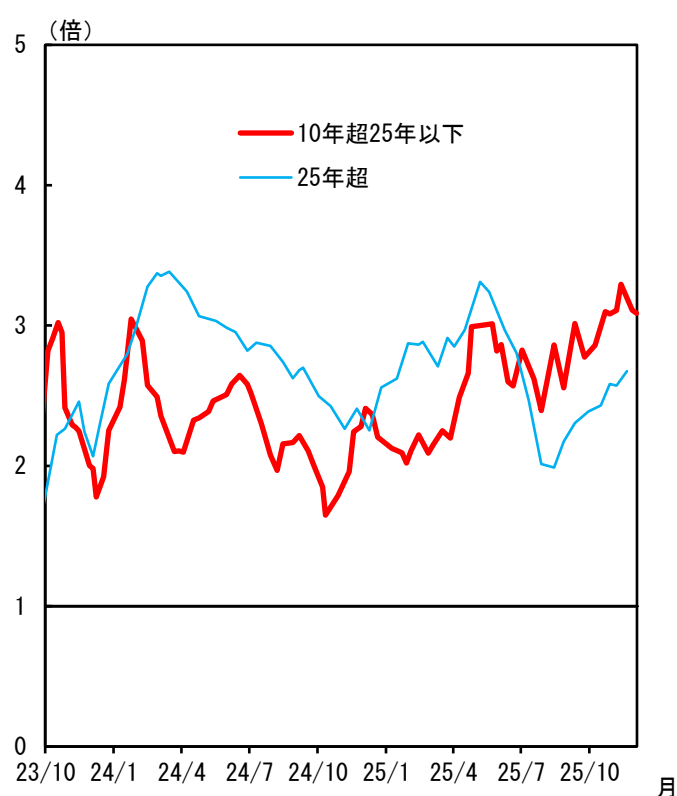
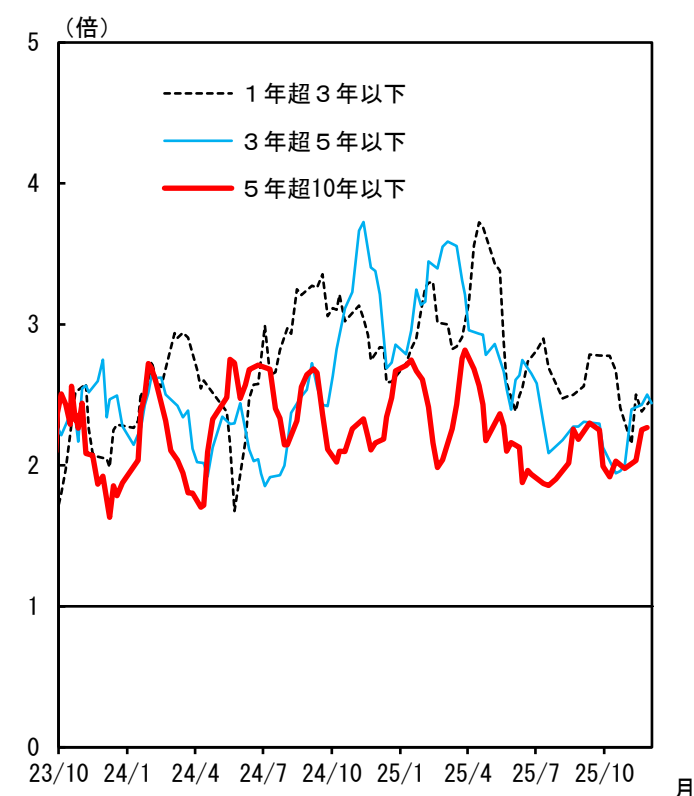
(出所) 日本銀行、財務省

国債買入れの運営（3）：最近のオペ結果

(1) 応札倍率

①10年以下

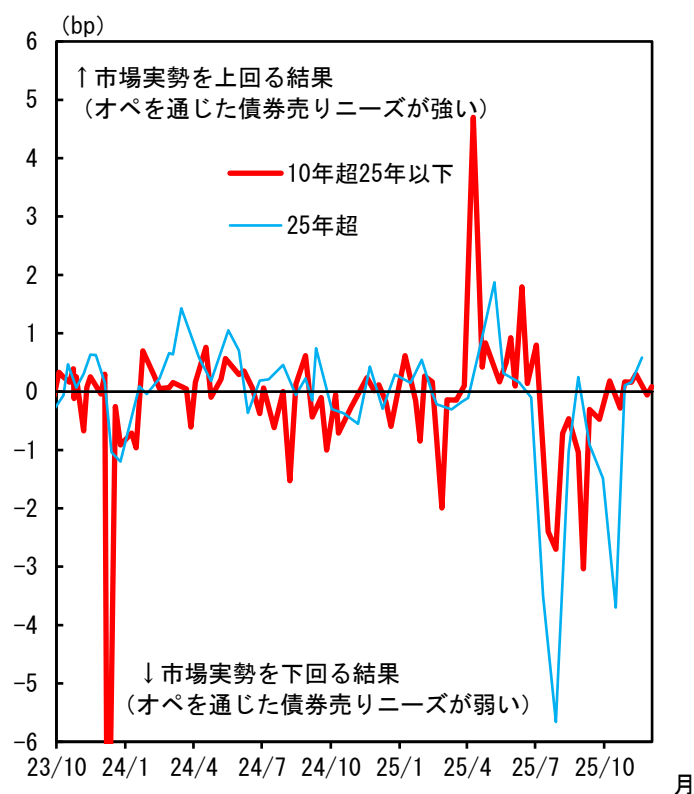
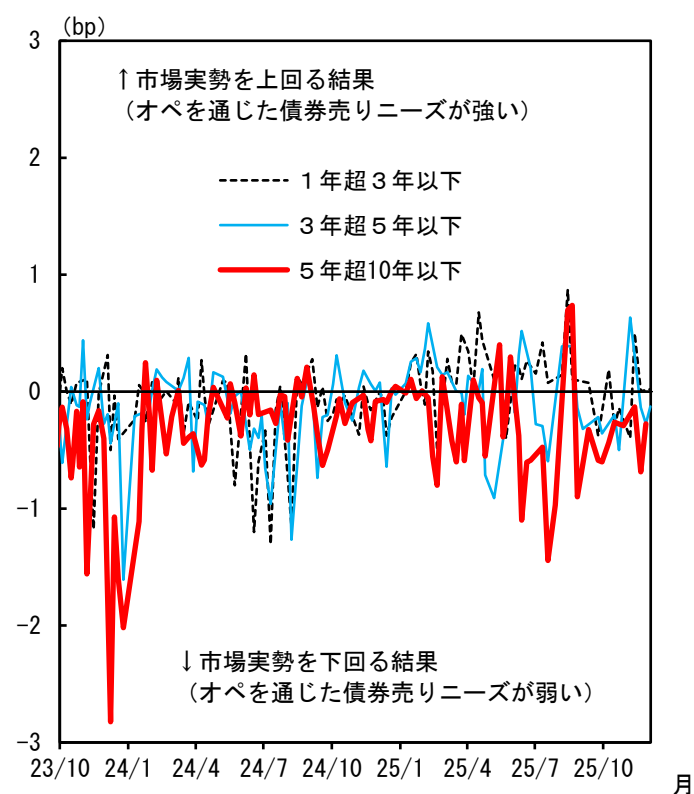
②10年超



(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



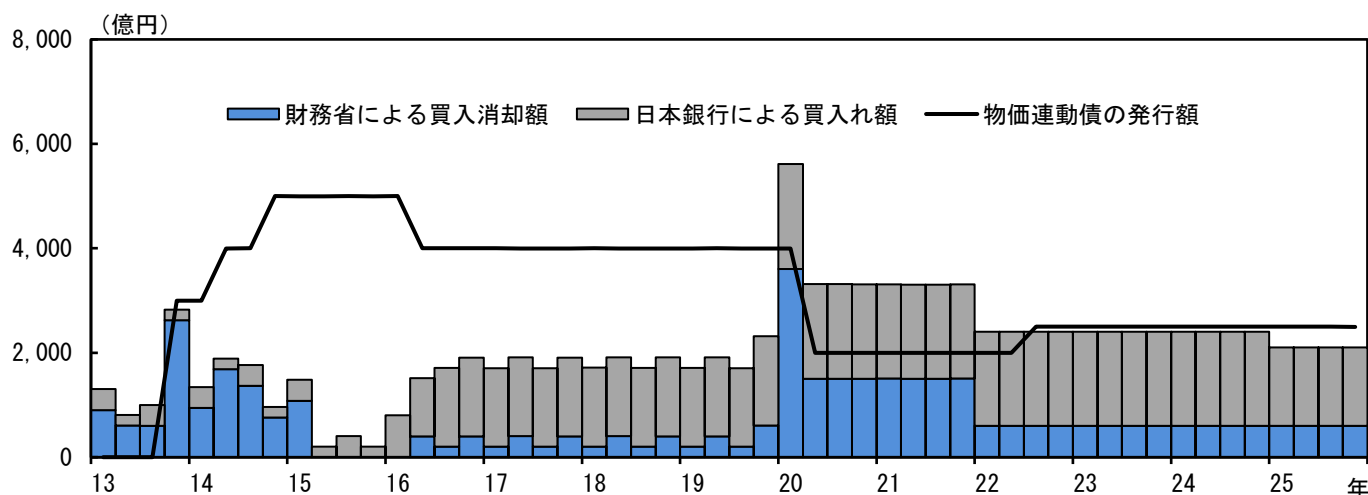
(注1) (1) の応札倍率は、後方5回移動平均。

(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。

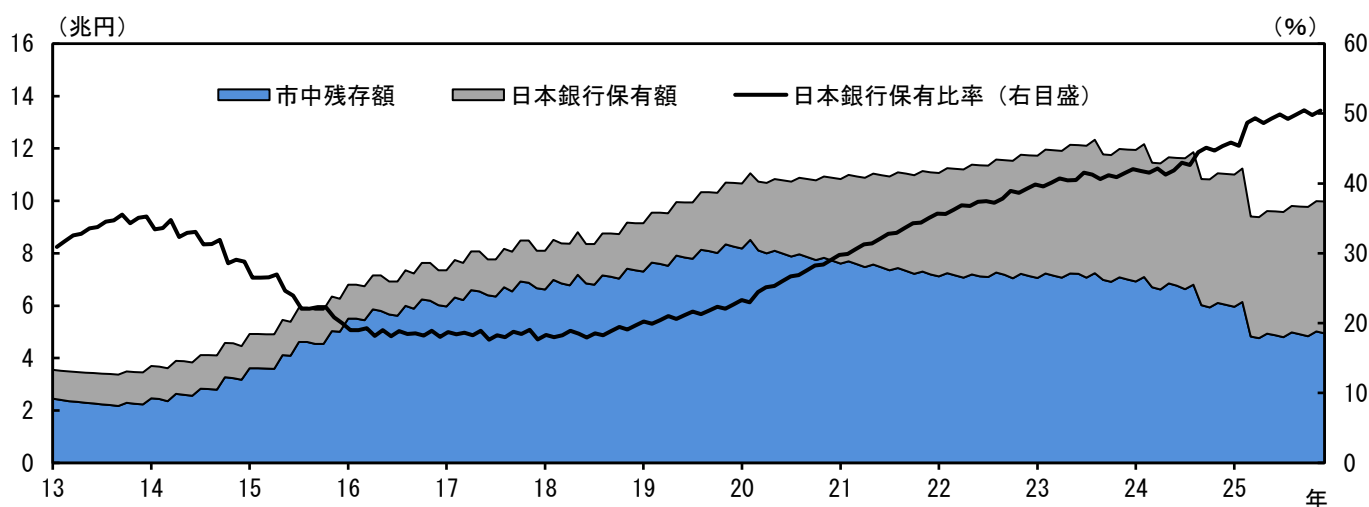
(出所) 日本銀行、Tradeweb

国債買入れの運営（４）：物価連動債

(1) 物価連動債の日本銀行の買入れ額（フロー）



(2) 物価連動債の日本銀行の買入れ額（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、2025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、2025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。

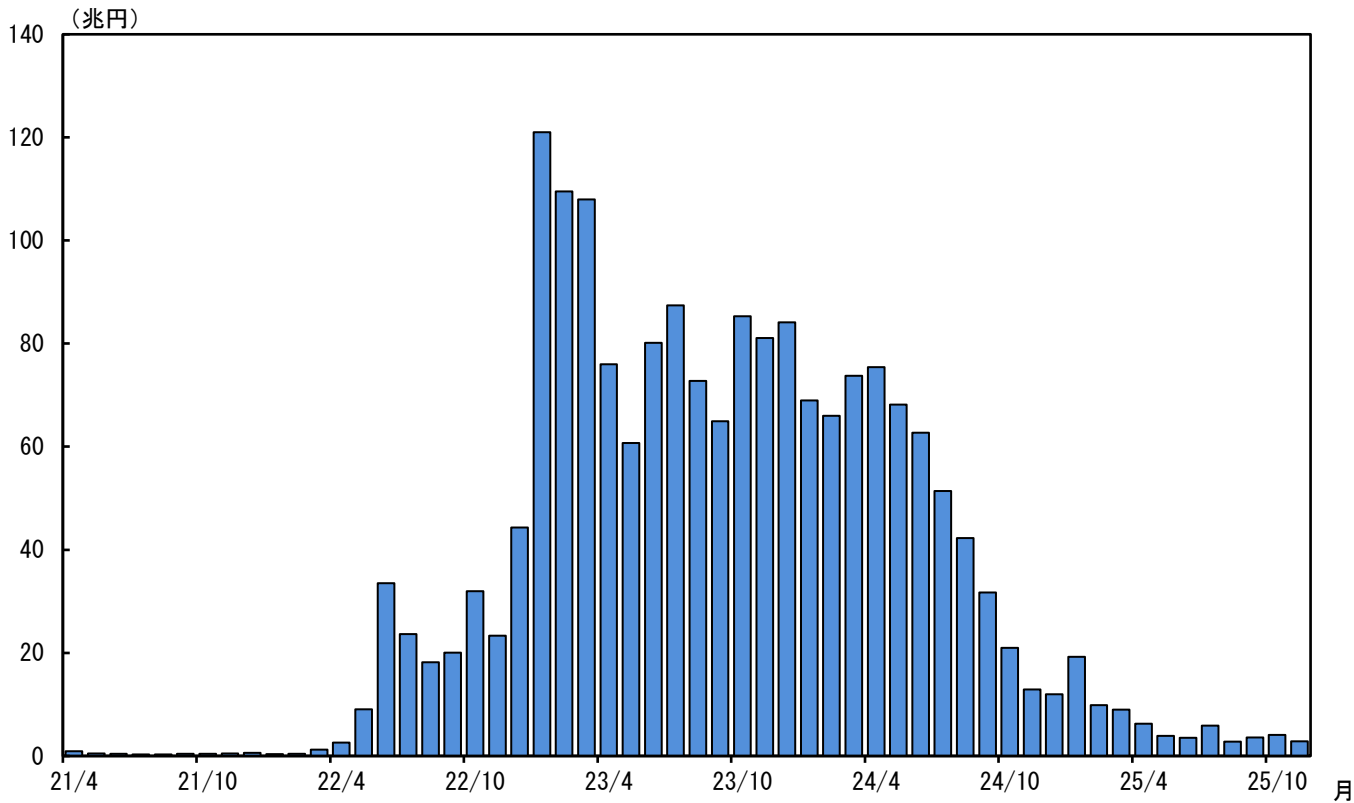
旧物価連動債の最長物は、16回債の利回りを用いて算出。

(出所) 財務省、日本銀行、LSEG

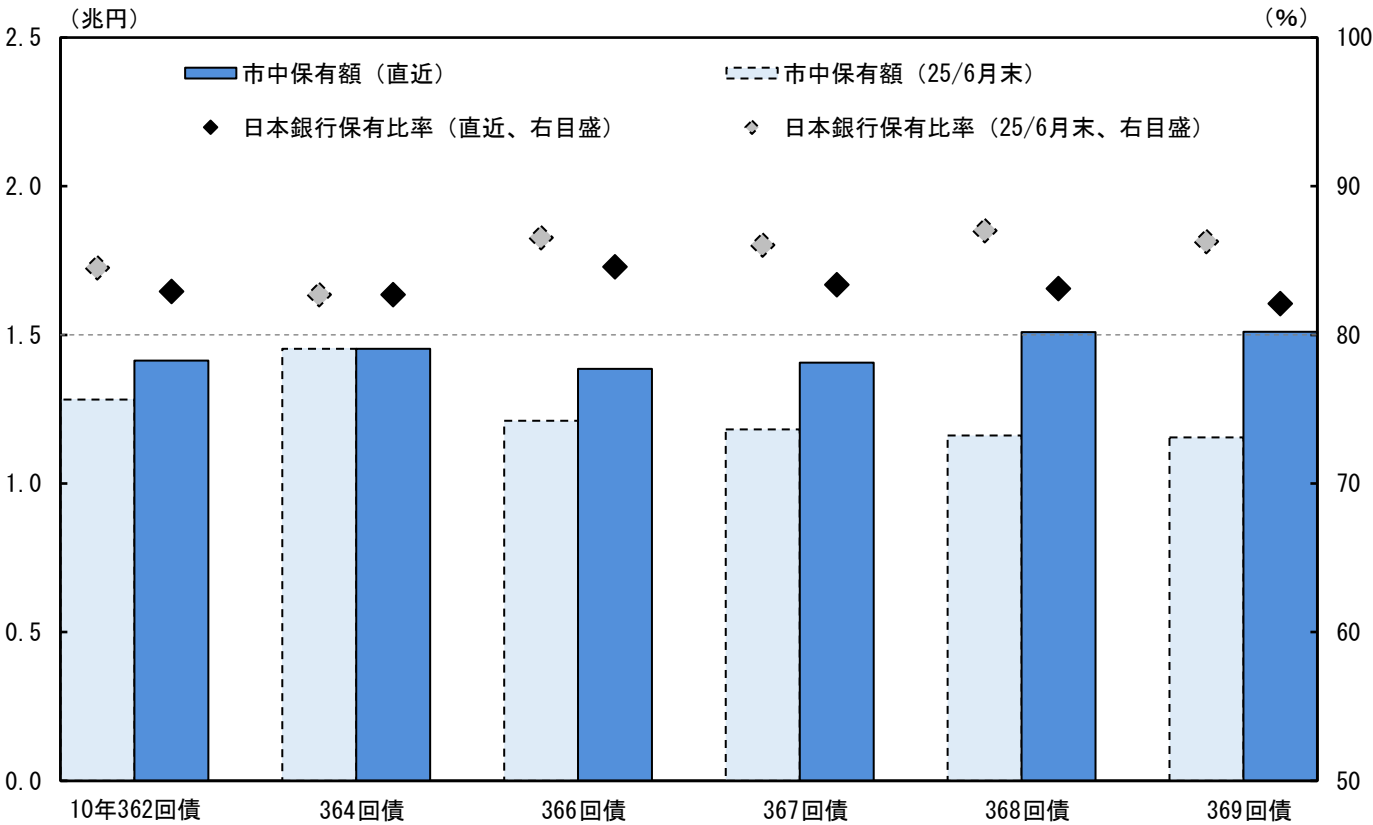
(図表 7)

国債補完供給 (1)

(1) 利用額の推移



(2) 減額措置の要件緩和の対象銘柄



(注) (2) の市中保有額は、窓販を含まない。現時点で市中保有額が1.5兆円（各銘柄の減額措置の実施上限）を下回る銘柄は、10年利付国債362・364・366・367回。同362回は、残存期間が5年に近づいていることから、26/1月以降、要件緩和の対象から外れる。

(出所) 日本銀行、財務省

国債補完供給（２）

国債補完供給にかかる減額措置の取り扱いの変更について (2025 年 6 月 17 日公表、抜粋)

日本銀行では、国債市場の流動性を改善する観点から、国債補完供給にかかる減額措置の要件緩和の対象銘柄の拡充等を行うこととしましたので、お知らせします。

１．減額措置の要件緩和の対象となる国債の銘柄

国債市場の流動性改善に資する場合における国債補完供給の減額措置の対象となる国債の銘柄を、以下のとおり拡充します。

	従来の取り扱い	変更後の取り扱い
減額措置の要件緩和の対象銘柄	チーペスト銘柄等 ^１	2031 年以降に償還期日を迎える 10 年利付国債 ^２ で、発行残高に占める日本銀行の保有比率が 80%を超える銘柄

２．減額措置の実施上限

国債補完供給の減額措置の実施が国債市場の流動性改善に資するかどうかについては、これまでと同様、当該銘柄の市中保有額^３の水準を判断の基本に据え、１銘柄当たりの市中保有額が 1.5 兆円程度の水準を回復するまでは、国債補完供給の利用先からの減額措置の願い出を原則として承諾することとします。

	従来の取り扱い	変更後の取り扱い
各銘柄の減額措置の実施上限	市中保有額が 1.2 兆円程度の水準を回復するまで (対象銘柄：チーペスト銘柄等)	市中保有額が 1.5 兆円程度の水準を回復するまで (対象銘柄：上記「１．」の取り扱い変更後の銘柄)

なお、減額措置の実施に際しては、国債の需給面への影響に配慮し、こうした観点で、国債市場の流動性改善に資すると判断する場合の減額措置の承諾は、１か月当たり 2,000 億円程度を上限のめどとします^４。

^１ 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。

^２ クライメート・トランジション利付国債、物価連動債、変動利付債は含まない。なお、残存期間が 5 年に近づいた段階で、国債市場の流動性改善に資する場合における国債補完供給の減額措置の対象銘柄から外す扱いとする。

^３ 市中保有額は、当該銘柄の発行残高から日本銀行の保有残高を控除したもの。

^４ １回当たりの減額措置の承諾は、これまでと同様、1,000 億円程度を上限のめどとする。

(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	21年度末	22年度末	23年度末	24年度末	25/11月末	前年差
長期国債	91.3	511.2	576.2	585.6	574.2	558.1	▲ 32.2
C P 等	1.2	2.5	2.1	2.2	1.0	0.1	▲ 1.6
社債等	2.9	8.6	8.0	6.1	4.9	3.2	▲ 2.1
E T F	1.5	36.6	37.0	37.2	37.2	37.2	+0.0
J - R E I T	0.1	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	▲ 0.0
貸出支援基金	3.4	61.6	69.9	81.2	74.7	58.9	▲ 22.1
買入国庫短期証券	16.4	12.7	3.3	2.0	0.0	0.0	▲ 0.4
被災地金融機関支援	0.4	0.5	0.2	0.1	0.1	0.0	▲ 0.1
新型コロナ対応金融支援	—	86.8	6.0	—	—	—	—
気候変動対応	—	2.0	4.4	8.2	14.2	17.1	+5.2
共通担保資金供給	21.7	0.5	14.0	18.5	7.8	7.8	▲ 9.1
その他とも 資産計	164.8	736.3	735.1	756.4	729.8	697.9	▲ 62.0
銀行券	83.4	119.9	122.0	120.9	118.7	116.8	▲ 3.2
当座預金	58.1	563.2	549.1	561.2	530.4	487.0	▲ 56.1
売現先勘定	14.5	0.9	5.4	4.3	12.8	24.6	▲ 0.6
その他とも 負債・純資産計	164.8	736.3	735.1	756.4	729.8	697.9	▲ 62.0
マネタリーベース	146.0	688.0	675.8	686.8	653.8	608.5	▲ 59.4

(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