

2024 年 2 月 26 日
日本銀行金融市場局

「市場調節に関する意見交換会」の概要

日本銀行では、「市場調節に関する意見交換会」（2024 年 2 月）を下記のとおり開催しました。

1. 開催要領

（日時）2024 年 2 月 22 日 16 時 30 分から

（場所）日本銀行本店

—— 参加者は電話会議で参加

（参加者）全オペレーション対象先の市場部門担当役員および実務責任者

（日本銀行出席者）金融市場局長、総務課長、市場調節課長、市場企画課長

2. 内容

（1）金融市場局長挨拶

（2）日本銀行からの説明

・最近の金融市場の動向および市場調節の運営（資料 1）

（説明者）市場調節課長

・国債市場の流動性・機能度（資料 2）

（説明者）総務課長

・「債券市場サーベイ・特別調査」の結果（資料 3）

（説明者）市場企画課長

（3）質疑応答

以 上

最近の金融市場の動向 および市場調節の運営

2024年2月22日

日本銀行金融市場局

当面の金融政策運営について（抜粋）

— 2024年1月23日 政策委員会・金融政策決定会合決定 —

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、以下のとおり決定した。

（1）長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）

① 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。

② 長短金利操作の運用

長期金利の上限は1.0%を目途とし、上記の金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促すため、大規模な国債買入れを継続するとともに、各年限において、機動的に、買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施する。

（2）資産買入れ方針

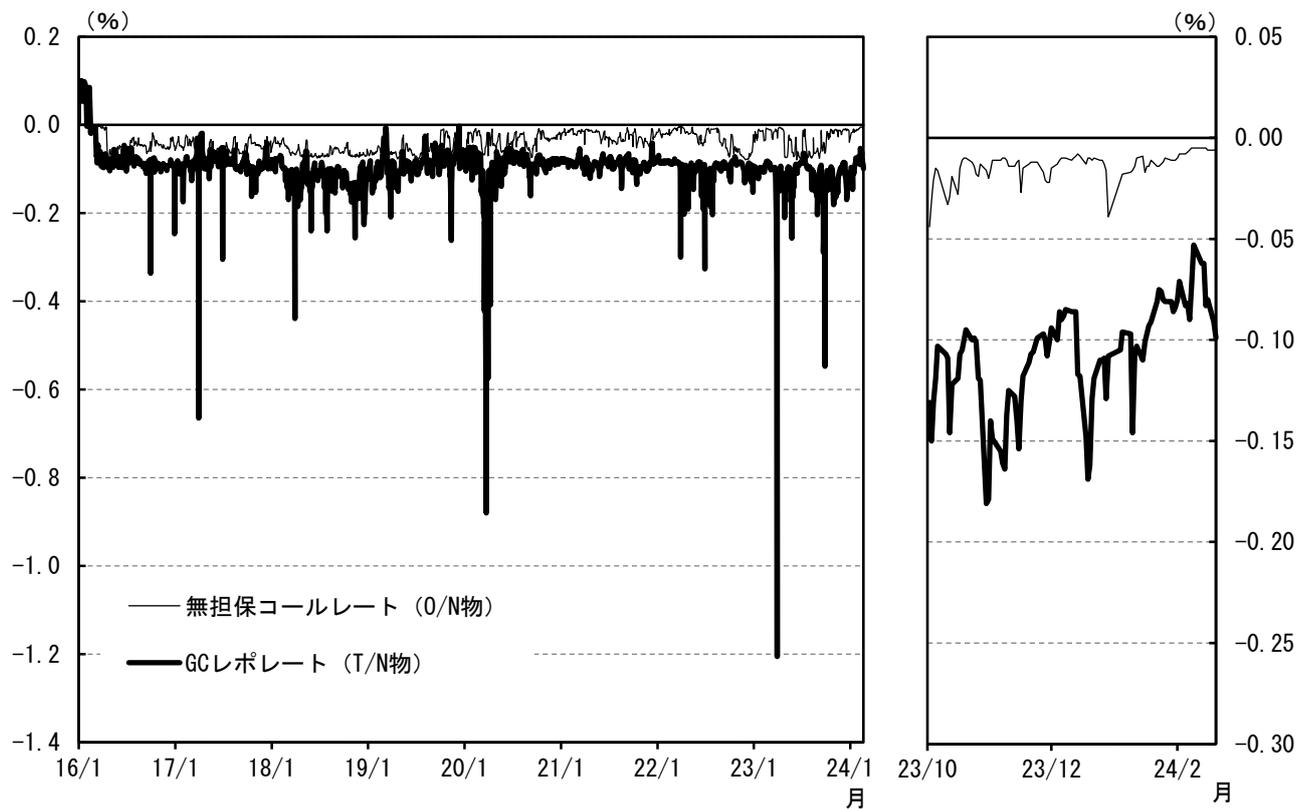
長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

① ETFおよびJ-REITについて、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。

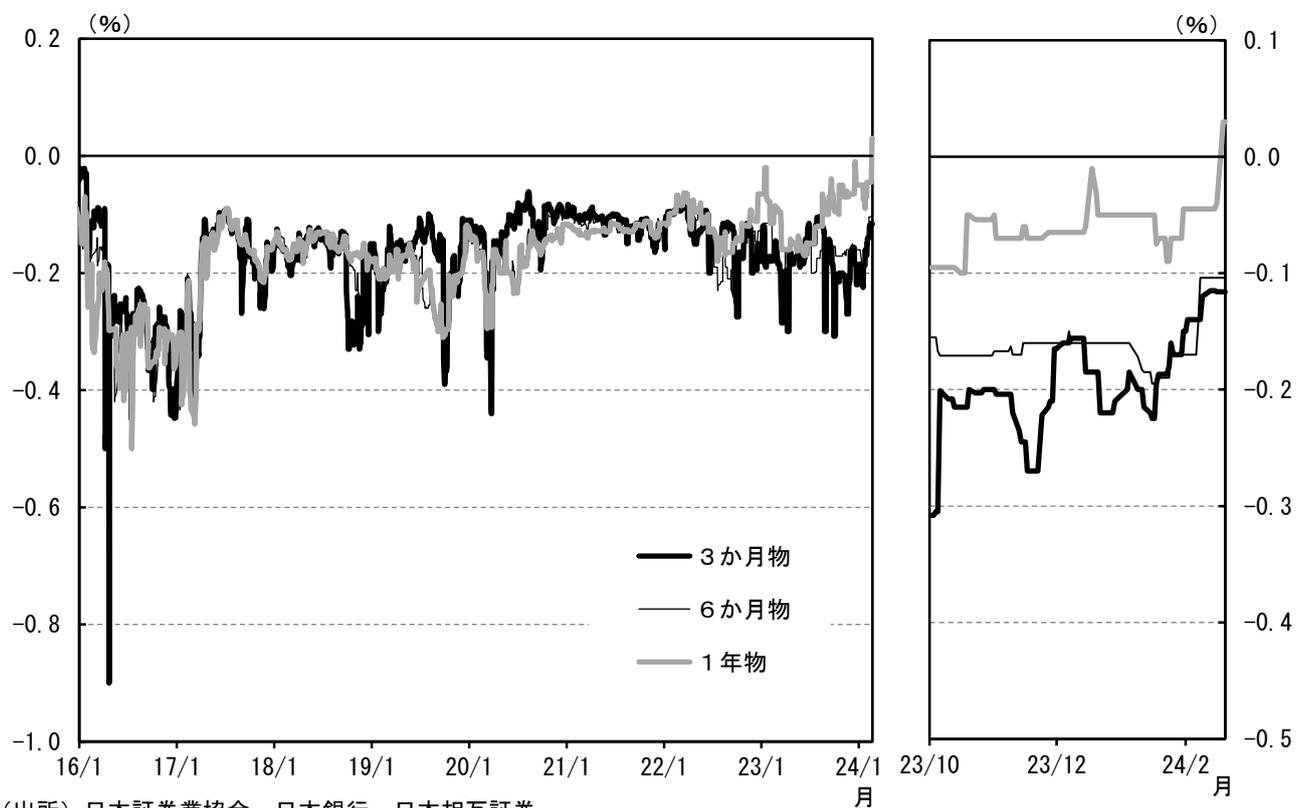
② CP等は、約2兆円の残高を維持する。社債等は、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準（約3兆円）へと徐々に戻していく。ただし、社債等の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めることとする。

短期金利

(1) 短期金利



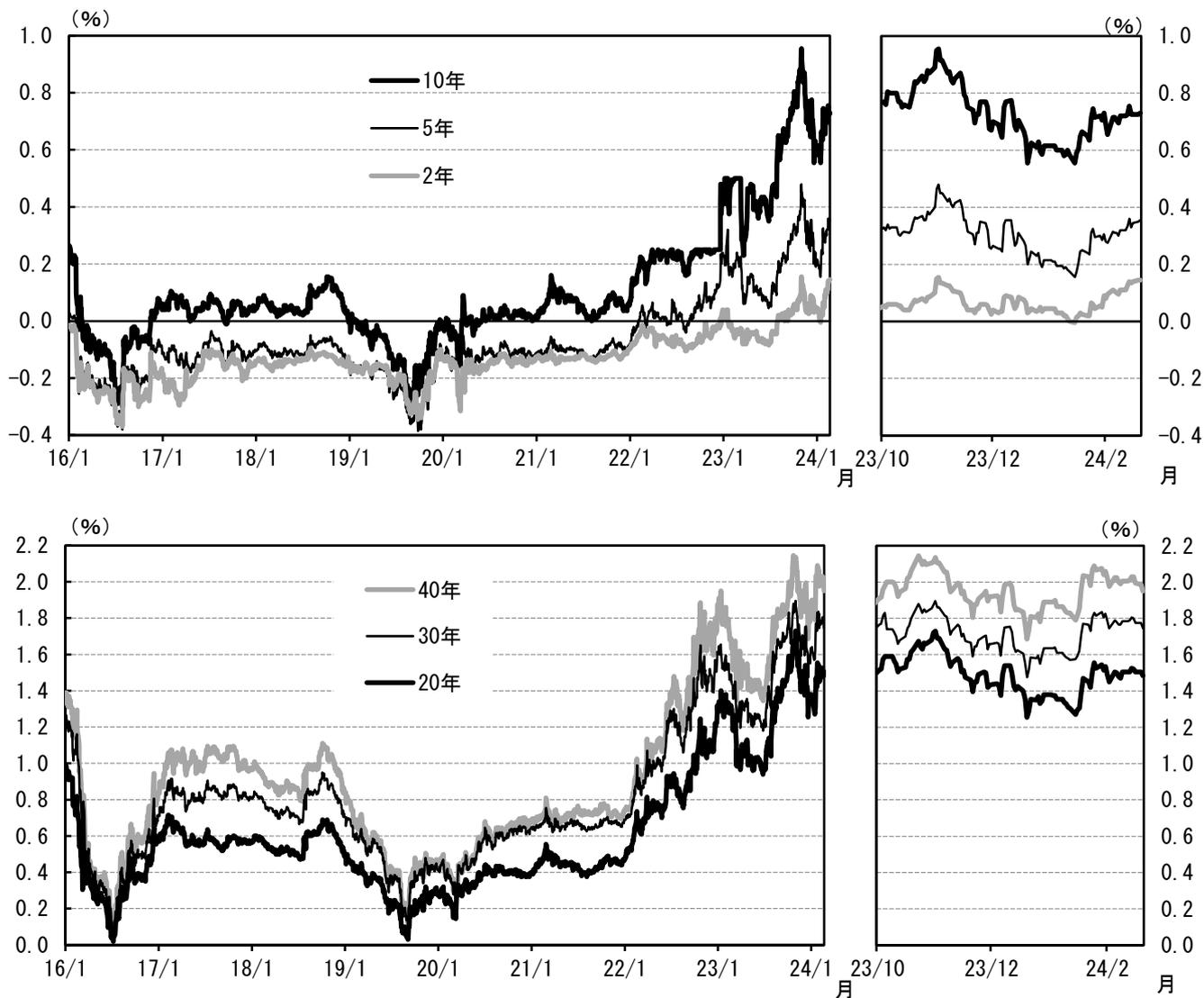
(2) 国庫短期証券の利回り



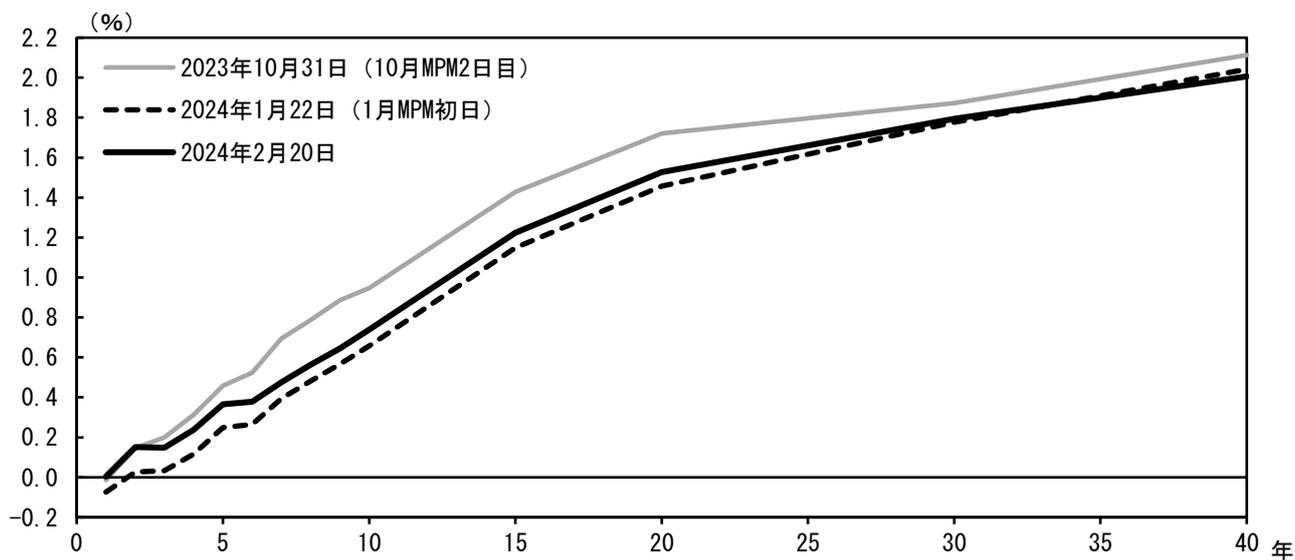
(出所) 日本証券業協会、日本銀行、日本相互証券

長期金利

(1) 長期金利の推移



(2) イールドカーブ



(出所) 日本相互証券、Bloomberg

最近の調節運営

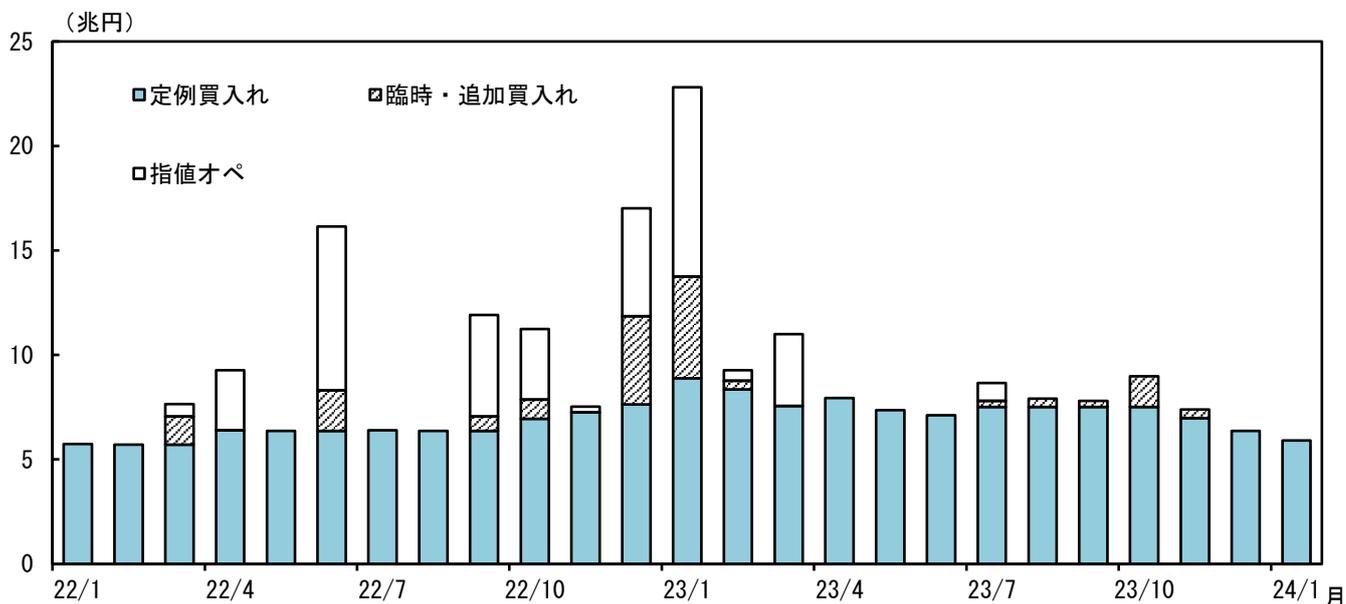
(1) 23/10月のYCCのさらなる運用柔軟化後のオペ対応

日付	対応内容
11/1日	臨時の国債買入れを実施 (3年超5年以下:1,000億円、5年超10年以下:3,000億円)
11/15日	定例の国債買入れの減額を実施 (1年超3年以下:3,750億円<▲500億円>、5年超10年以下:5,750億円<▲1,000億円>)
11/22日	定例の国債買入れの減額を実施 (5年超10年以下:5,250億円<▲500億円>、25年超:750億円<▲250億円>)
12/4日	定例の国債買入れの減額を実施 (10年超25年以下:1,500億円<▲500億円>)
12/25日	定例の国債買入れの減額を実施 (3年超5年以下:4,250億円<▲250億円>、5年超10年以下:4,750億円<▲500億円>)

(2) 長期国債買入れ(利回り・価格入札方式)の四半期予定(24/1~3月)

	残存期間	1回当たり オファー金額(億円)		オファー回数		直近 オファー額 (億円)
		23/10~12月	24/1~3月	23/10~12月	24/1~3月	
利付国債	1年以下	1,500	1,500	月1回	月1回	1,500
	1年超 3年以下	3,500~ 6,500	3,000~ 6,500	月4回	月4回	3,750
	3年超 5年以下	4,000~ 7,500	3,500~ 7,500	月4回	月4回	4,250
	5年超 10年以下	4,500~ 9,000	4,000~ 9,000	月4回	月4回	4,750
	10年超 25年以下	1,000~ 5,000	1,000~ 5,000	月4回	月3回	1,500
	25年超	500~ 3,500	500~ 3,500	月3回	月2回	750
	物価連動債	600	600	月1回	月1回	600

(3) 国債買入れ額(22/1月以降)

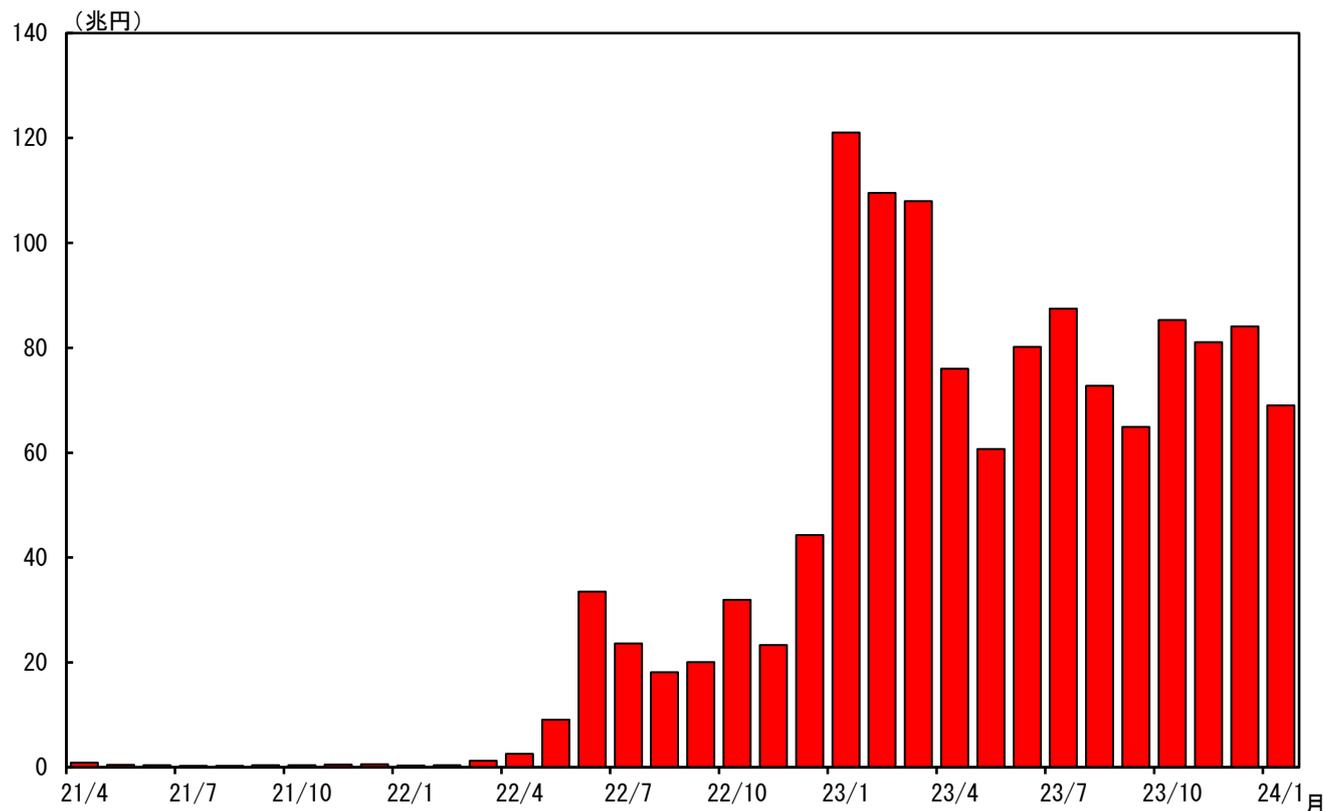


(注) (1)の<>内は、定例の国債買入れでのオファー額の前回差(減額幅)を示す。

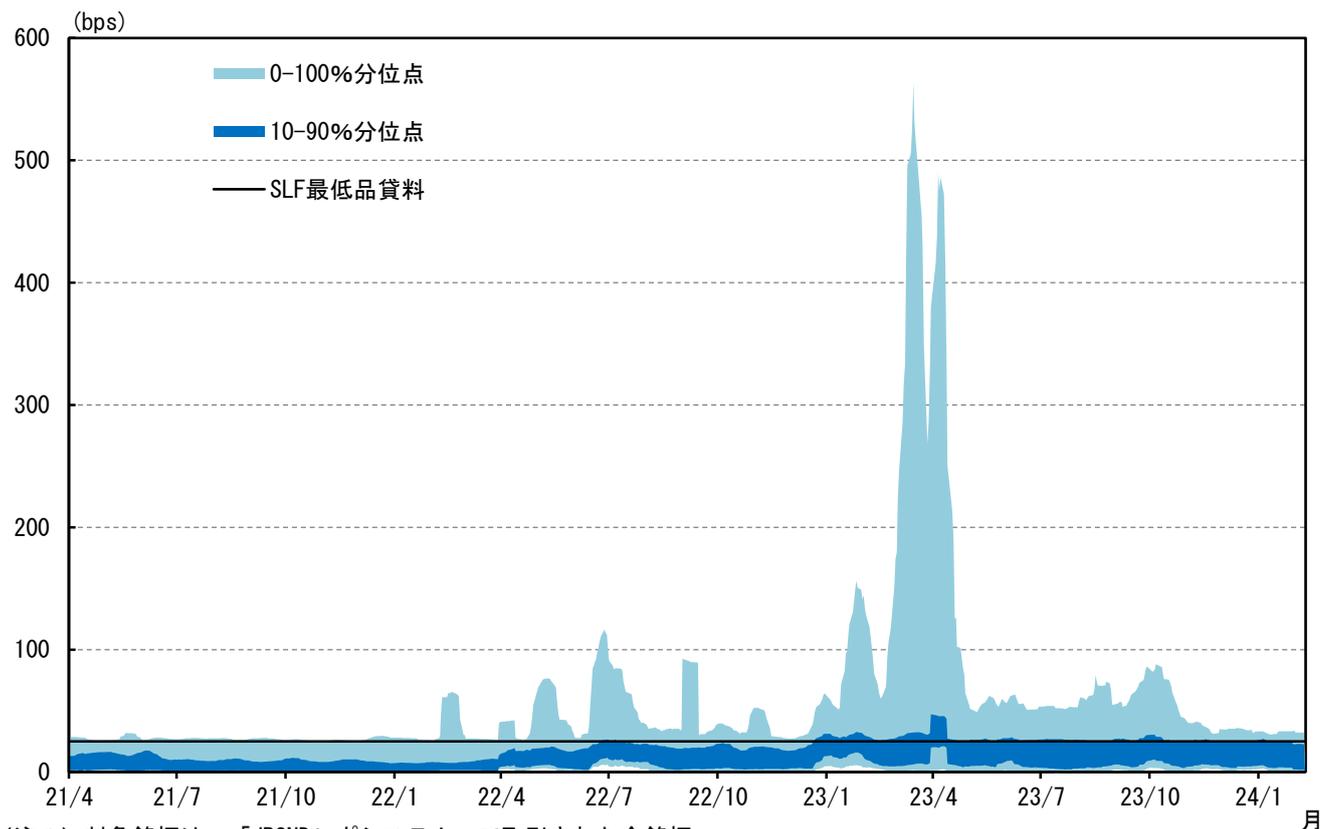
(出所) 日本銀行

国債補完供給

(1) 落札額



(2) GC-SCスプレッド



(注1) 対象銘柄は、「JBONDレポシステム」で取引された全銘柄。

(注2) 分位点は、10営業日移動平均。

(注3) SLF最低品貸料は、銘柄によってレートが異なる場合は最も低いレートを記載。

(出所) ジェイ・ボンド東短証券、日本証券業協会、日本銀行

日本銀行のバランスシート項目

(単位：兆円)

	12年度末	18年度末	19年度末	20年度末	21年度末	22年度末	24/1月末
長期国債	91.3	459.6	473.5	495.8	511.2	576.2	593.0
CP等	1.2	2.0	2.6	2.9	2.5	2.1	2.5
社債等	2.9	3.2	3.2	7.5	8.6	8.0	6.1
ETF	1.5	24.8	29.7	35.9	36.6	37.0	37.2
J-REIT	0.1	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
貸出支援基金	3.4	46.1	49.2	60.0	61.6	69.9	76.1
買入国庫短期証券	16.4	7.9	10.2	34.2	12.7	3.3	1.9
被災地金融機関支援	0.4	0.7	0.5	0.5	0.5	0.2	0.1
新型コロナ対応金融支援	—	—	3.4	64.8	86.8	6.0	0.0
気候変動対応	—	—	—	—	2.0	4.4	8.2
共通担保資金供給	21.7	0.7	1.2	0.5	0.5	14.0	17.0
その他とも 資産計	164.8	557.0	604.5	714.6	736.3	735.1	756.4
銀行券	83.4	107.6	109.6	116.0	119.9	122.0	121.6
当座預金	58.1	393.9	395.3	522.6	563.2	549.1	543.7
売現先勘定	14.5	0.2	24.1	0.6	0.9	5.4	3.6
その他とも 負債・純資産計	164.8	557.0	604.5	714.6	736.3	735.1	756.4
マネタリーベース	146.0	506.3	509.8	643.6	688.0	675.8	670.1

(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

G X 経済移行債

(1) クライメート・トランジション利付国庫債券の国債売買等のオペ等や担保受入れにおける取扱いについて (2023 年 12 月 7 日公表)

来年 2 月から発行が予定されているクライメート・トランジション利付国庫債券^(注)は、「国債売買基本要領」、「国債の条件付売買基本要領」、「補完供給を目的として行う国債の買戻条件付売却基本要領」で定めている「利付国債」、「適格担保取扱基本要領」で定めている「普通国債」に該当します。

したがって、国債売買等のオペ等や担保受入れにおける取扱いについては、既発の「利付国債」、「普通国債」と同様となります。なお、国債買入れにおける具体的な取扱いについては、「当面の長期国債等の買入れの運営について」(2023 年 12 月 7 日)をご参照ください。

また、クライメート・トランジション利付国庫債券は、「気候変動対応を支援するための資金供給オペレーション基本要領」で定めている「わが国の気候変動対応に資する投融資」として取り扱うことができます。

(注) G X 経済移行債 (およびその借換債) のうち、個別銘柄発行されるものを指します。

(2) 当面の長期国債等の買入れの運営について (2023 年 12 月 7 日公表資料の抜粋)

日本銀行は、長期国債等の買入れについて、当面、以下のとおり運営することとしました (2023 年 12 月 7 日より適用)。

—— 四半期の買入予定は、3、6、9、12 月末に公表する「長期国債買入れ (利回り・価格入札方式) の四半期予定」により別途お知らせします。

1. 長期国債の買入れ (利回り・価格入札方式)

(1) 買入対象国債

利付国債 (2 年債、5 年債、10 年債、20 年債、30 年債、40 年債、クライメート・トランジション利付国庫債券、変動利付債、物価連動債)

買入れに際しては、隣接銘柄と比べた流通利回りの違いや市中残存額、レポ市場における需給などを踏まえ、対象銘柄を選定する。

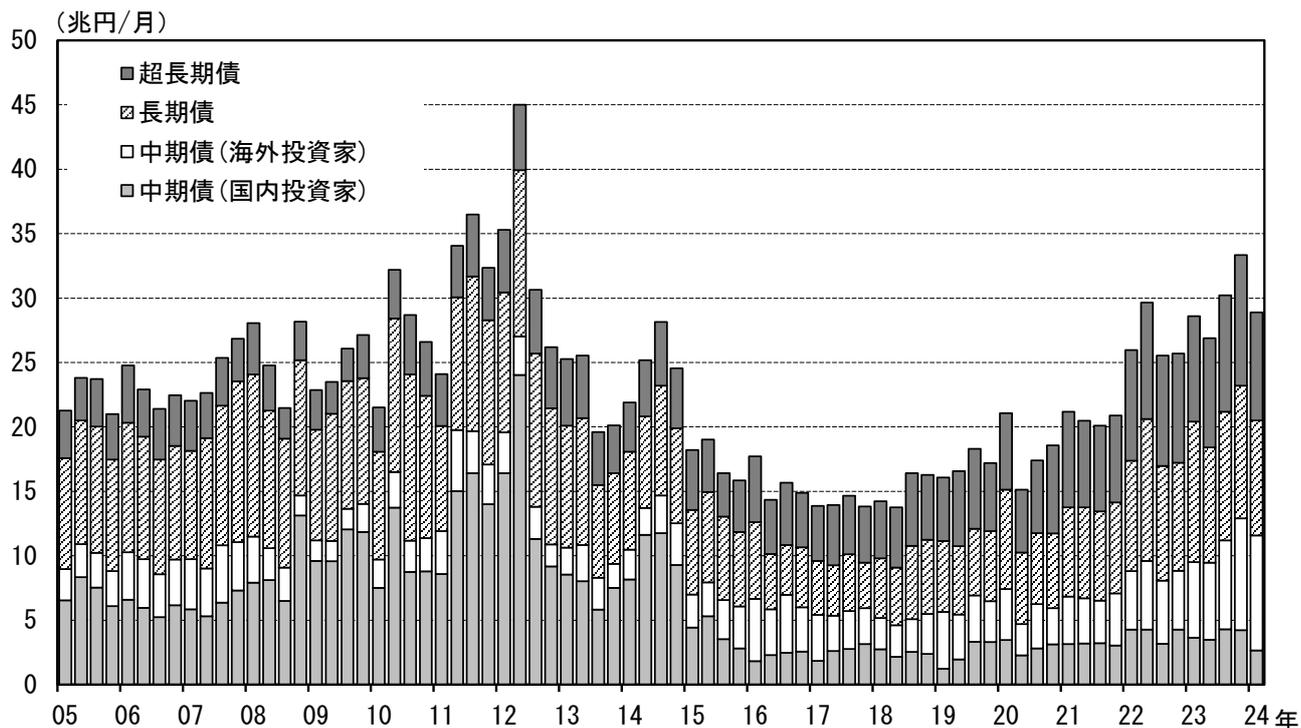
国債市場の流動性・機能度

2024年2月22日

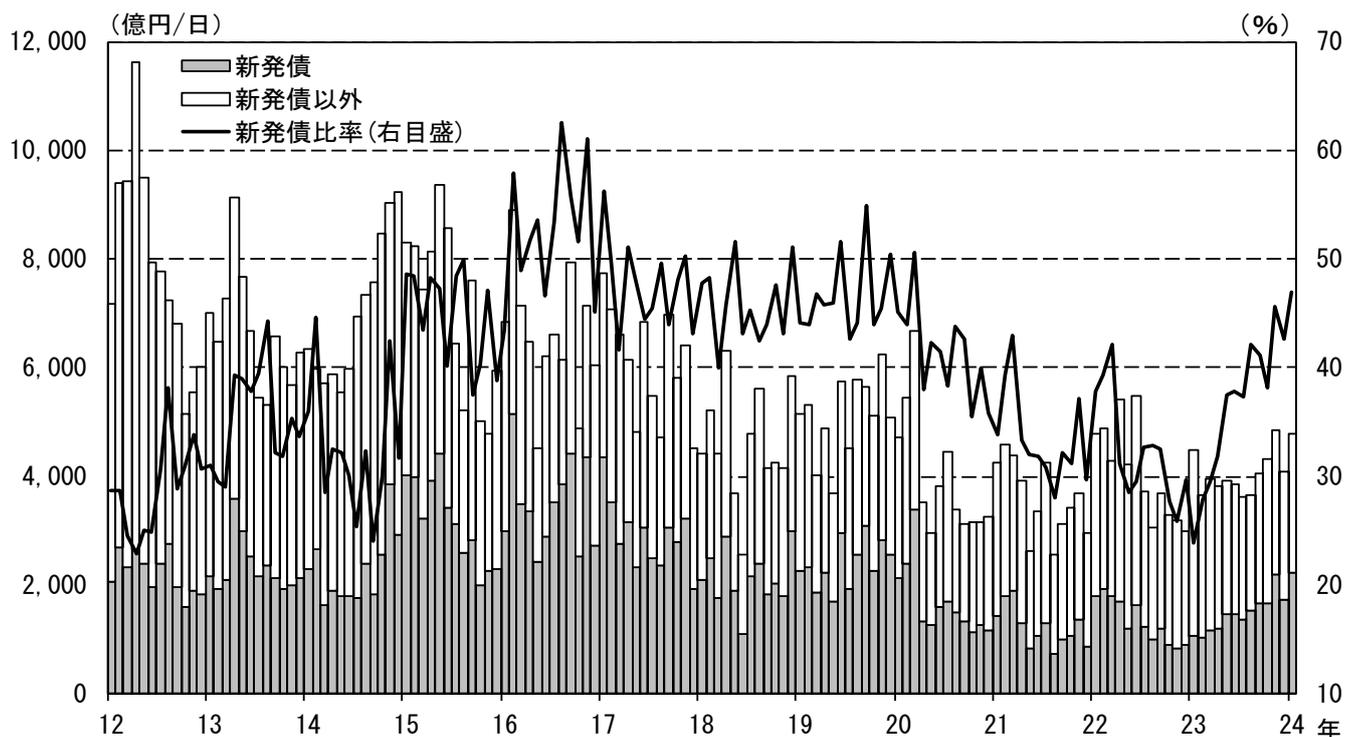
日本銀行金融市場局

現物国債市場

(1) デイラー対顧客取引の取引高 (volume)



(2) デイラー間取引の取引高 (volume)



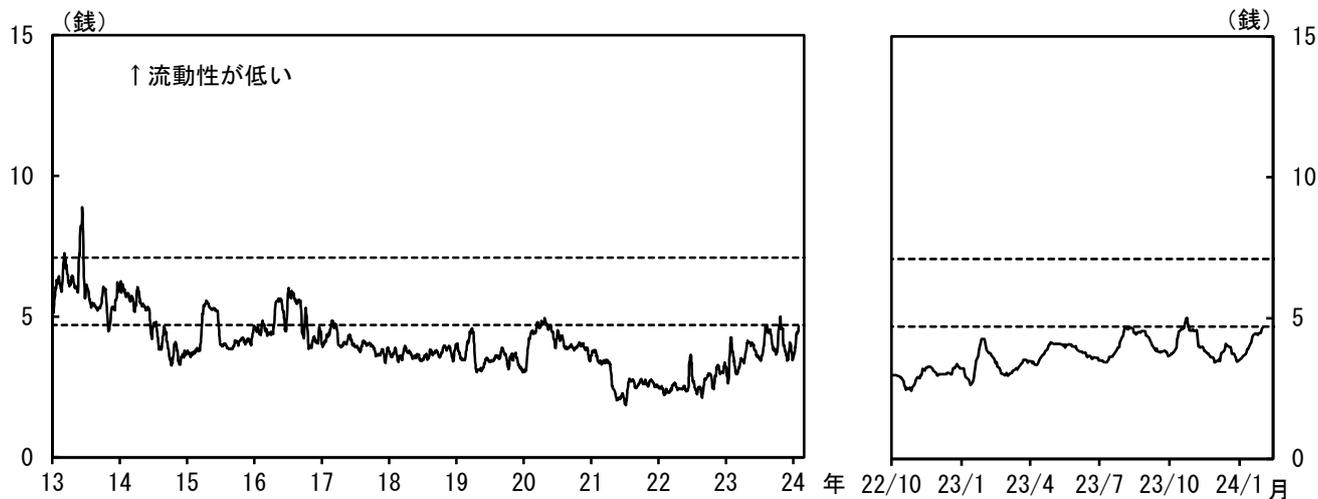
(注) 1. (1)は、顧客の国債グロス買入れ額。顧客は、都市銀行、地域金融機関、投資家（生保・損保、信託銀行、農林系金融機関、投資信託、官公庁共済組合）、外国人の合計であり、その他の主体（政府、日本銀行、ゆうちょ銀行、かんぽ生命、事業法人、その他金融機関等）を含まない。国庫短期証券等を除く。直近は1月。

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1月。

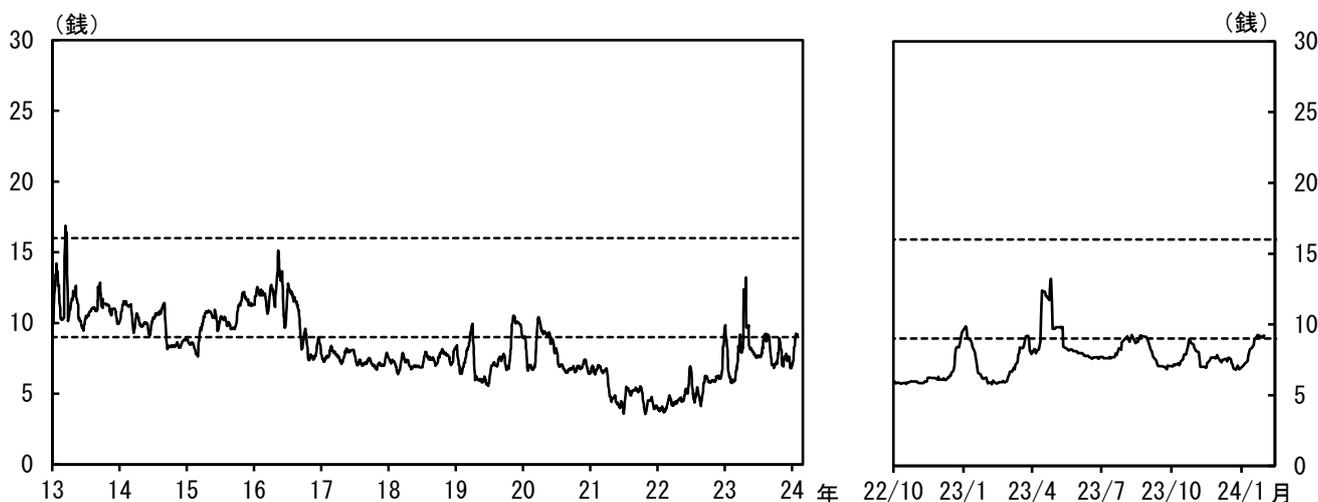
(出所) 日本証券業協会、QUICK、日本相互証券

現物国債市場 ディーラー対顧客取引の値幅の狭さ (tightness)

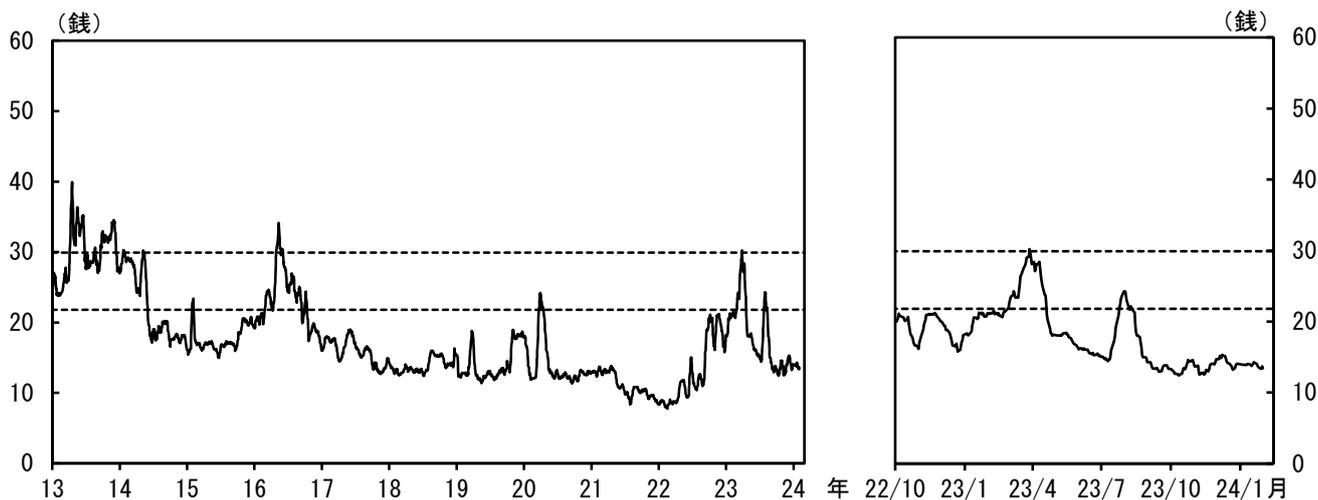
(1) ビッド・アスク・スプレッド (5年債)



(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。

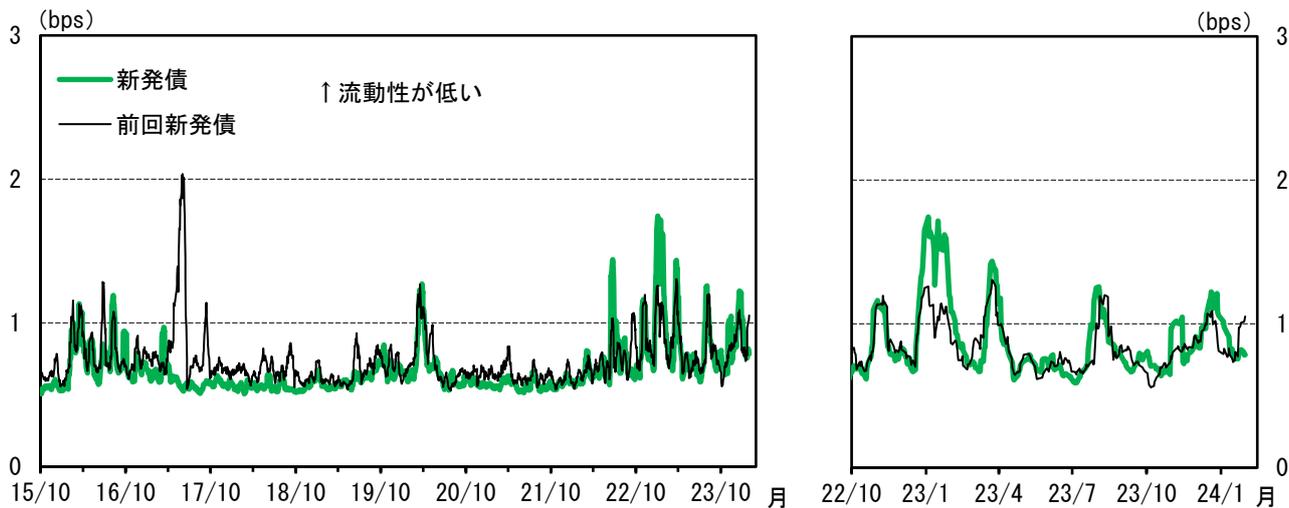
2. 後方10日移動平均。直近は1月末。

(出所) LSEG Eikon

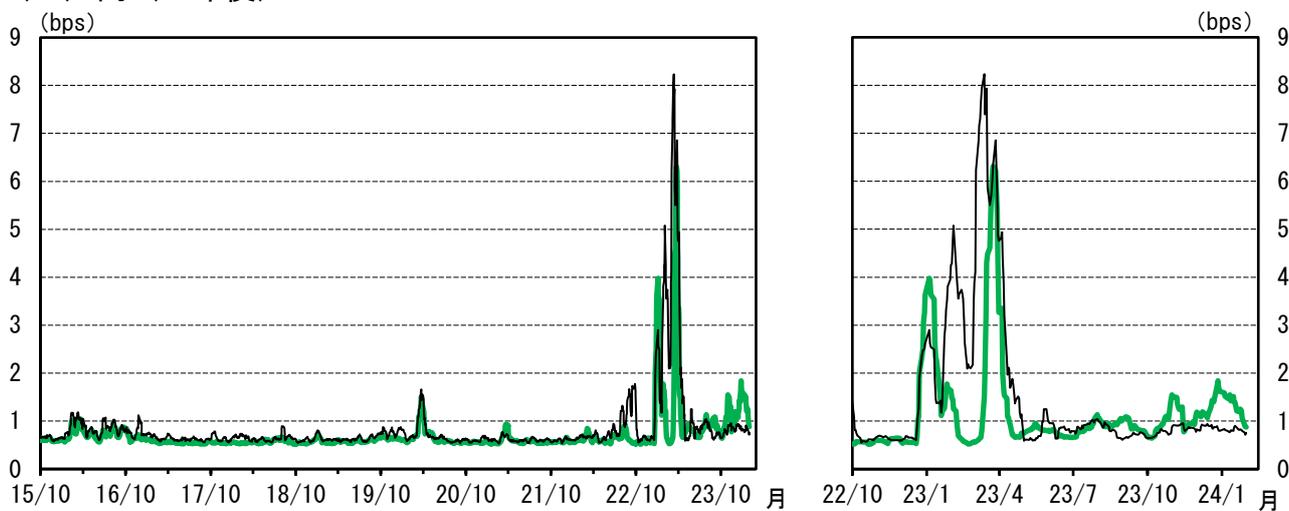
現物国債市場

ディーラー間取引の値幅の狭さ (tightness)

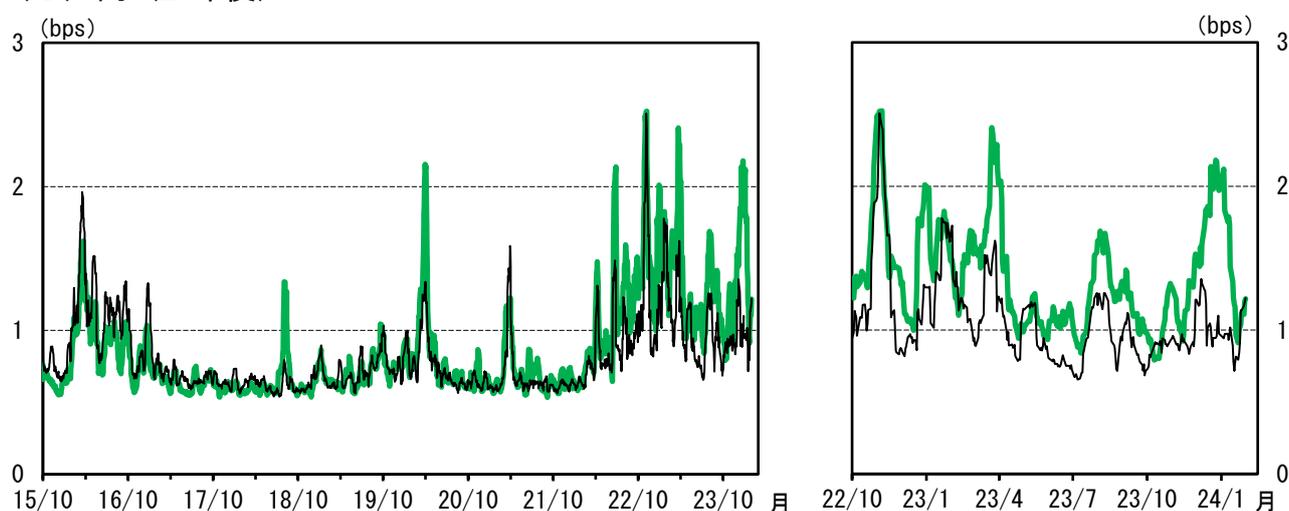
(1) ビッド・アスク・スプレッド (5年債)



(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。

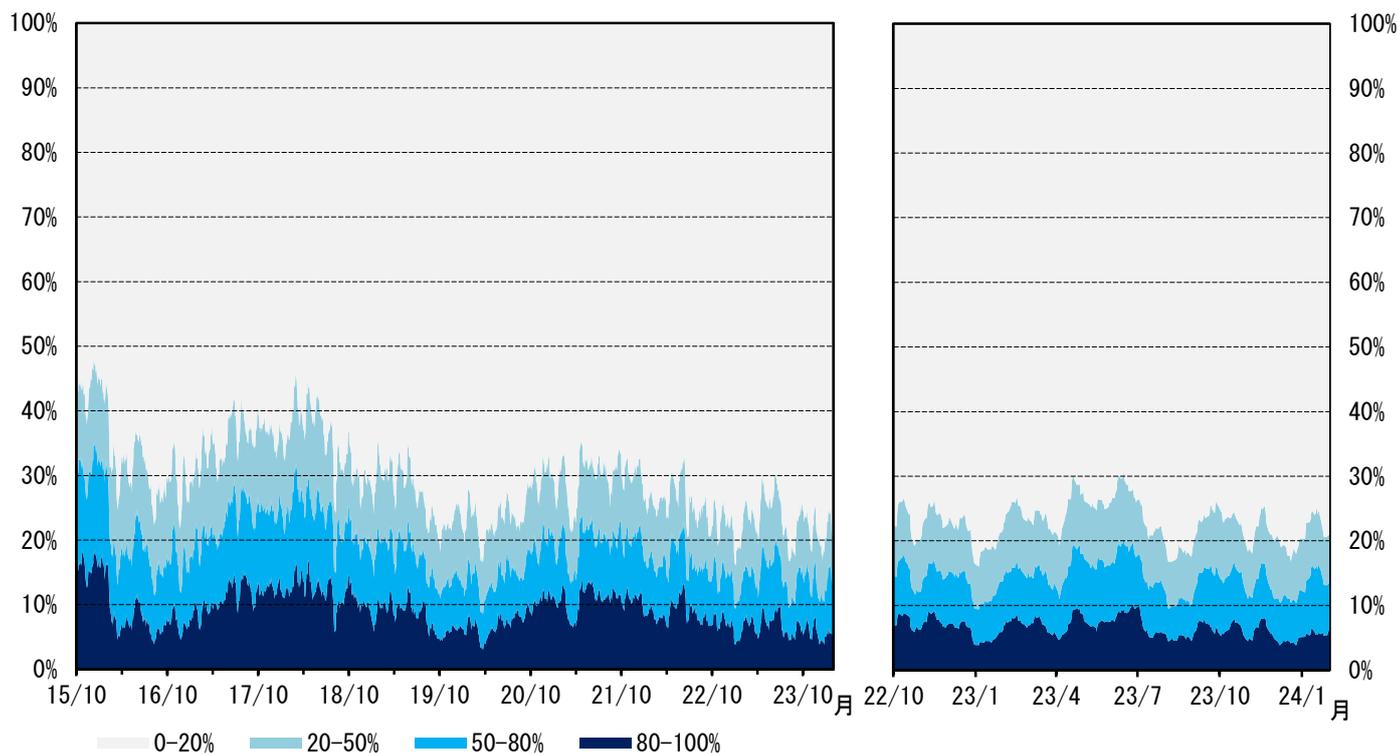
2. 後方10日移動平均。直近は1月末。

(出所) 日本相互証券

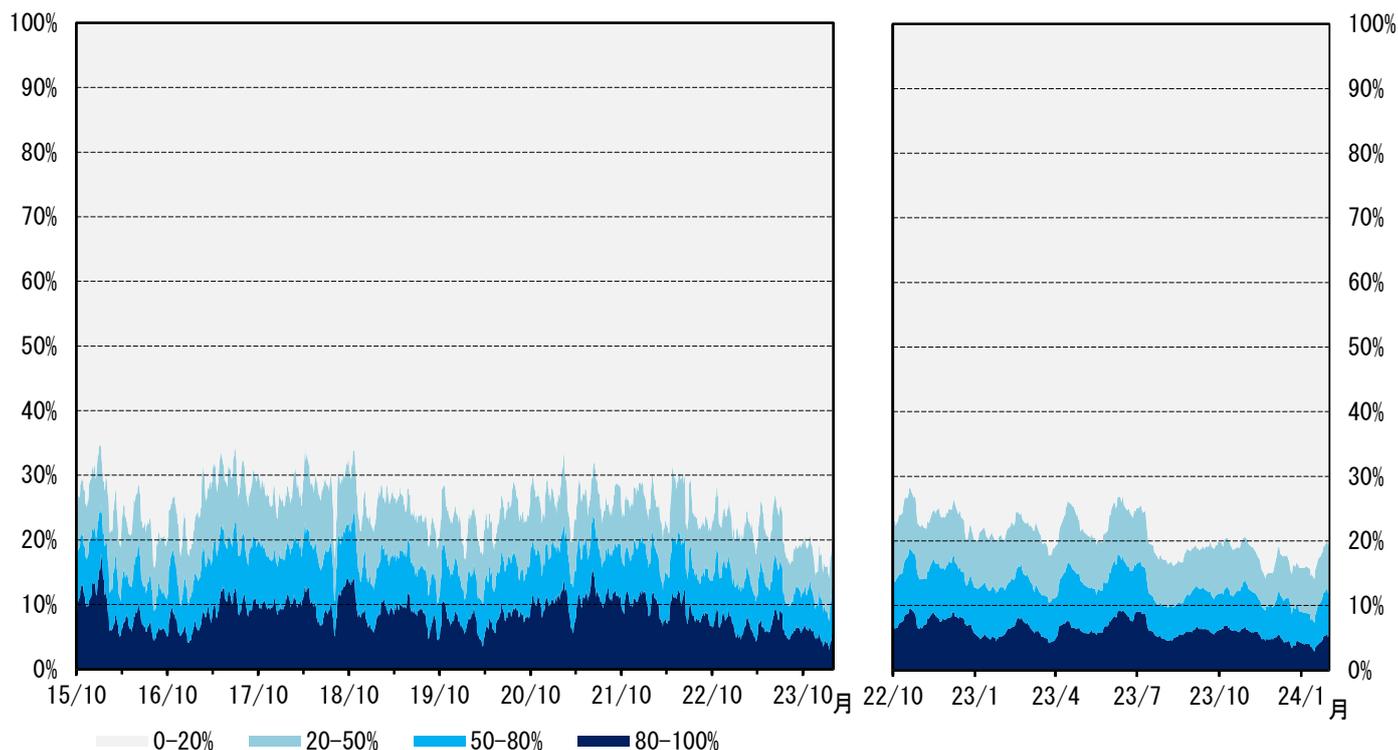
現物国債市場

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

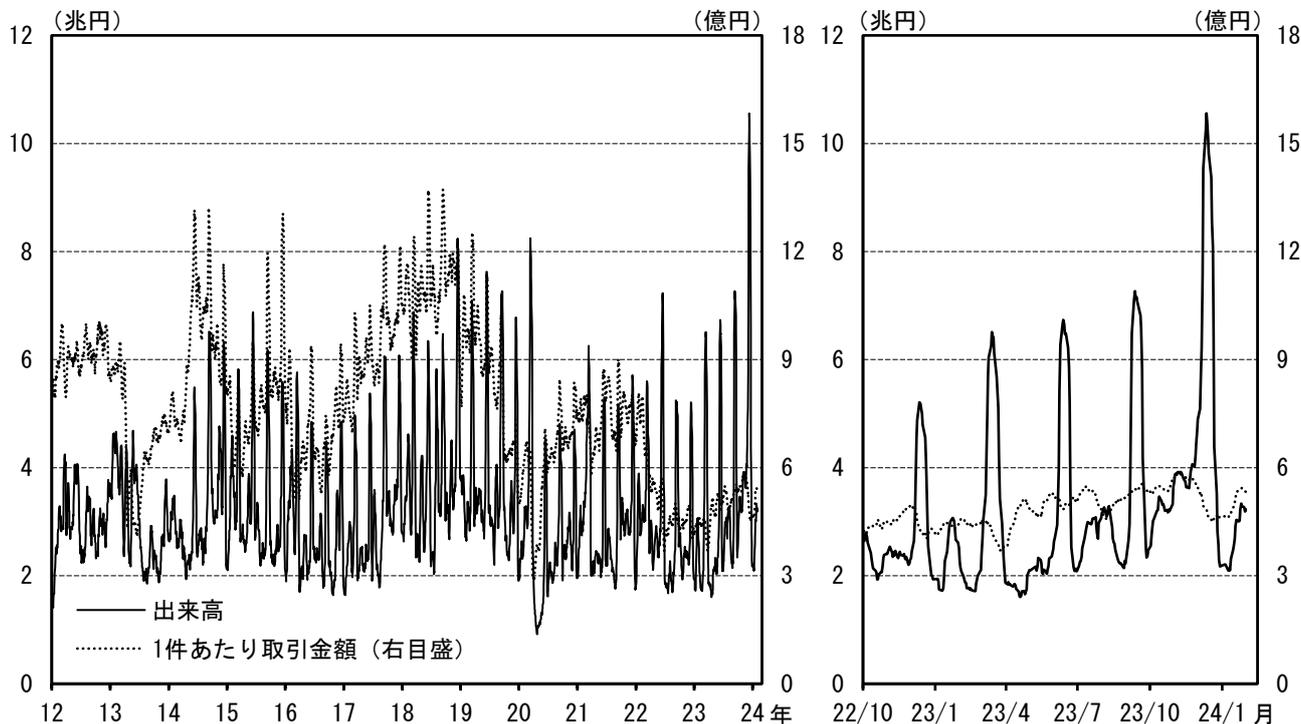


(注) 1. ビッド (アスク) 提示時間が、1日の取引時間に占める割合が、0~20%、20~50%、50~80%、80~100%である銘柄数の割合。
2. 後方10日移動平均。直近は1月末。
3. 1日の取引時間は、18/8/17日以前は7時間、18/8/20日以降は5時間20分に変更。18/8/20日から同30日までの移動平均値には、取引時間変更前後のデータが併存する点に留意を要する。

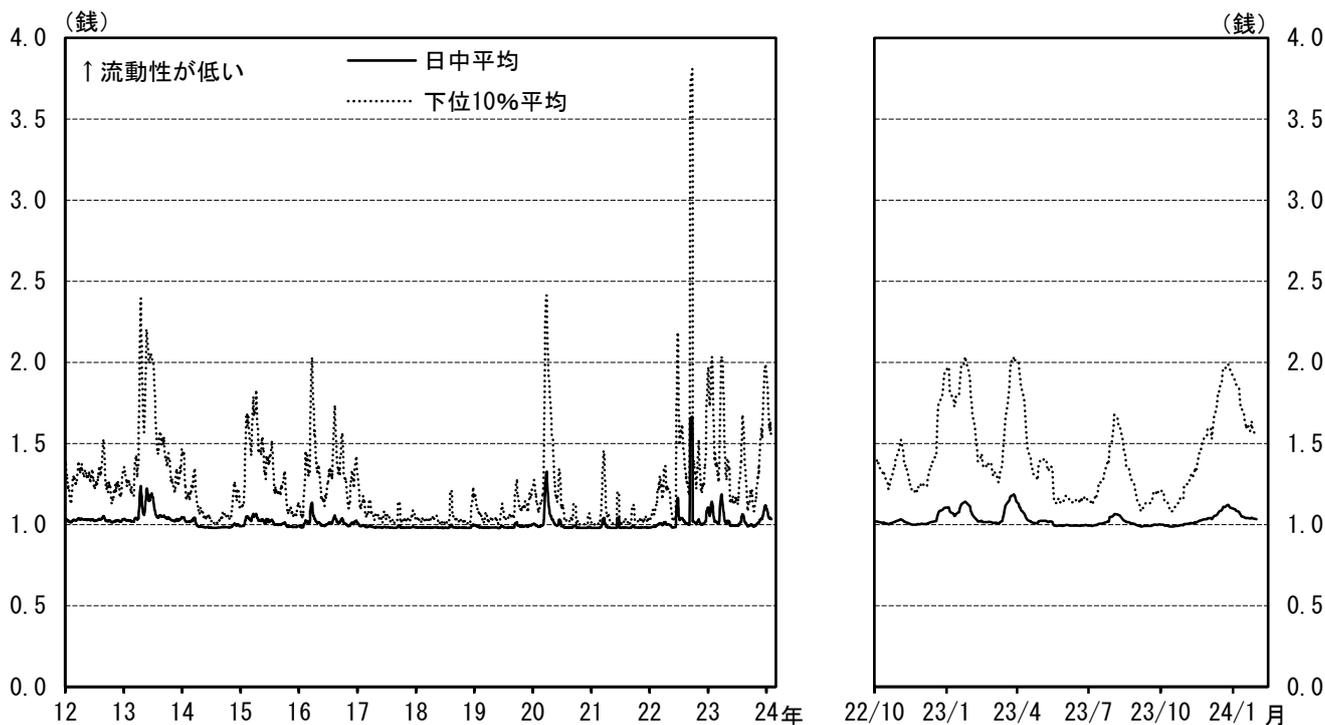
(出所) 日本相互証券

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



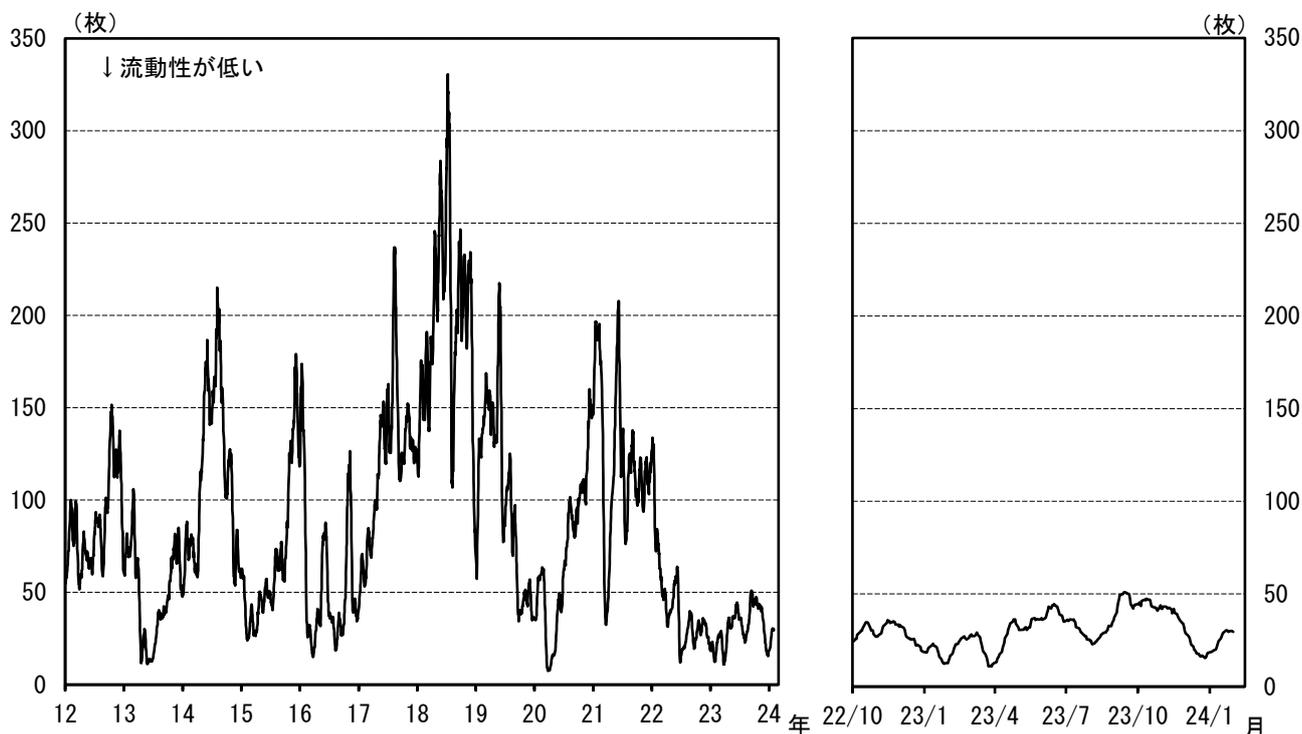
(注) 1. (2)の日中平均は、1分毎にビッド・アスク・スプレッドを求めて、平均したもの。下位10%平均は、1分毎のビッド・アスク・スプレッドのうち、スプレッドが大きい方から10%分を平均したもの。

2. (1)(2)ともに、後方10日移動平均。直近は1月末。

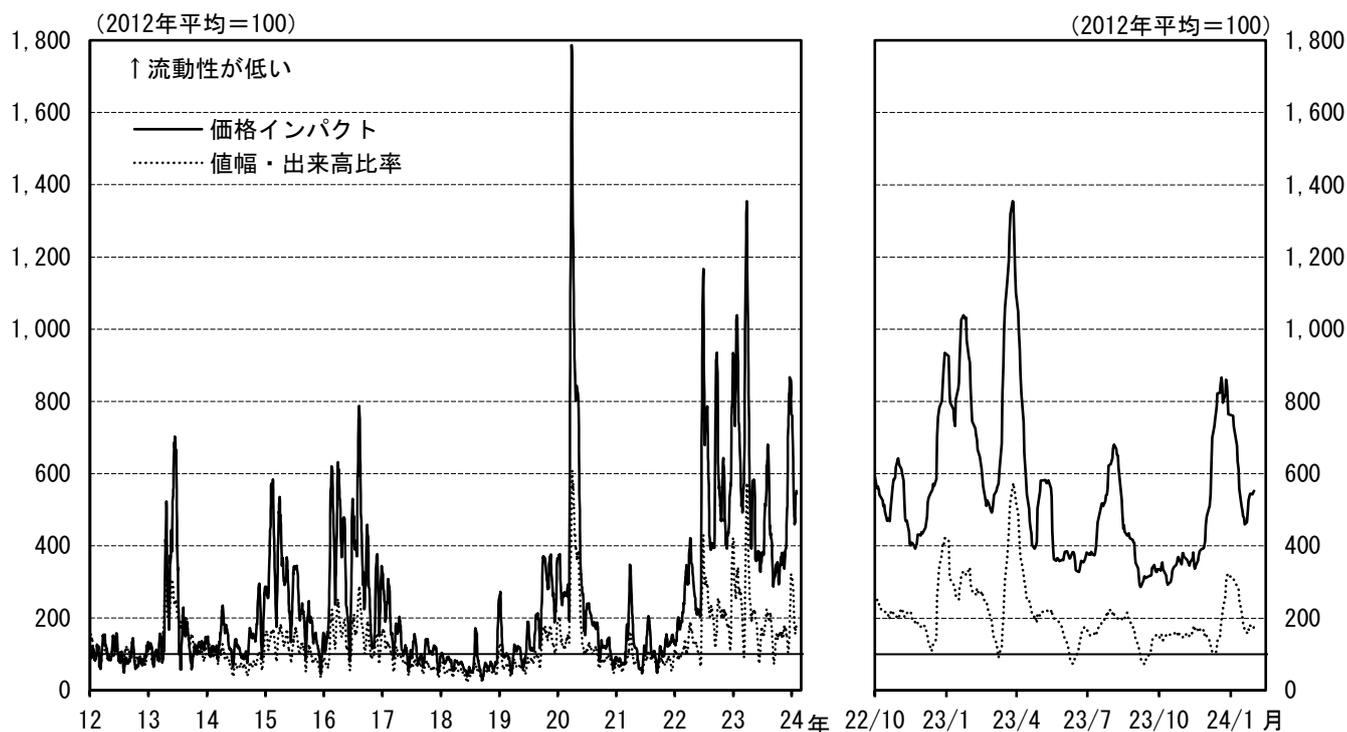
(出所) QUICK、大阪取引所、日本経済新聞社「日経NEEDS」

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

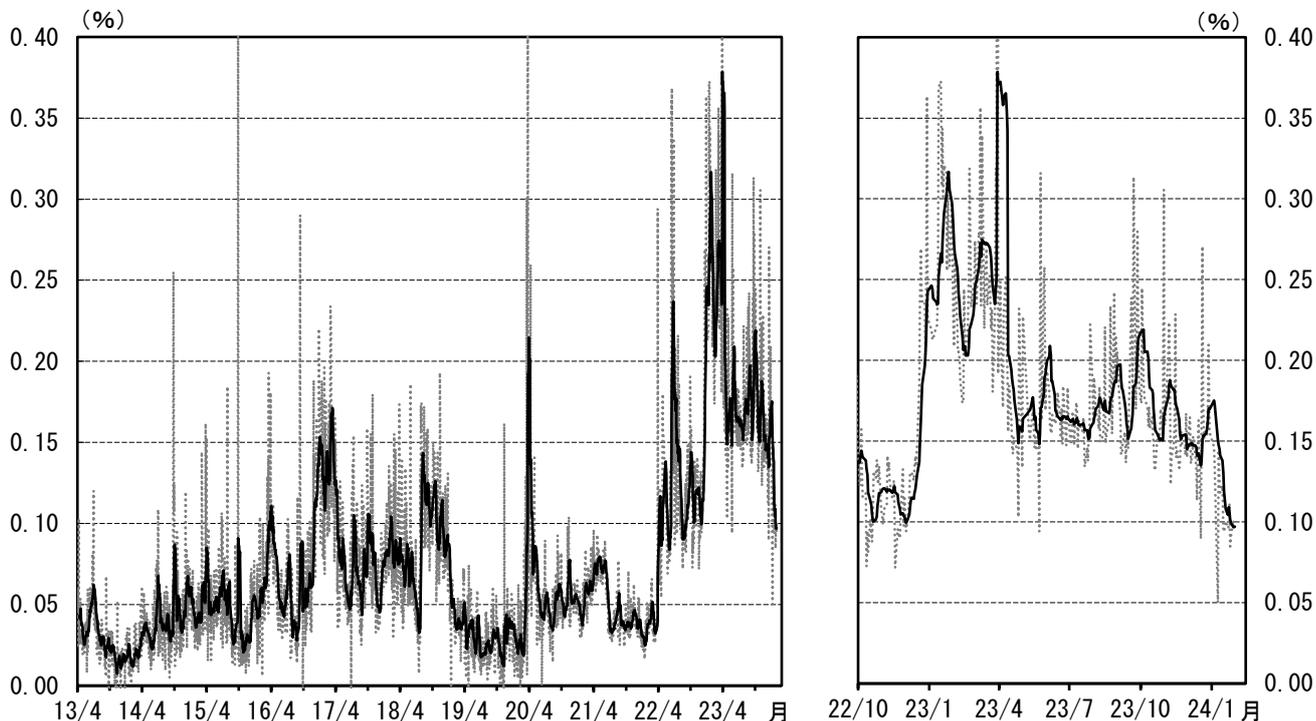


- (注) 1. (1)は、1分毎にベスト・アスク枚数を求めて、その中央値をプロットしたもの。
2. (2)の価格インパクトは、5分毎に価格インパクトを求めて、平均したもの。値幅・出来高比率は、日中の値幅(最高値と最安値の差)をその日の出来高で除したもの。
3. (1)(2)ともに、後方10日移動平均。直近は1月末。

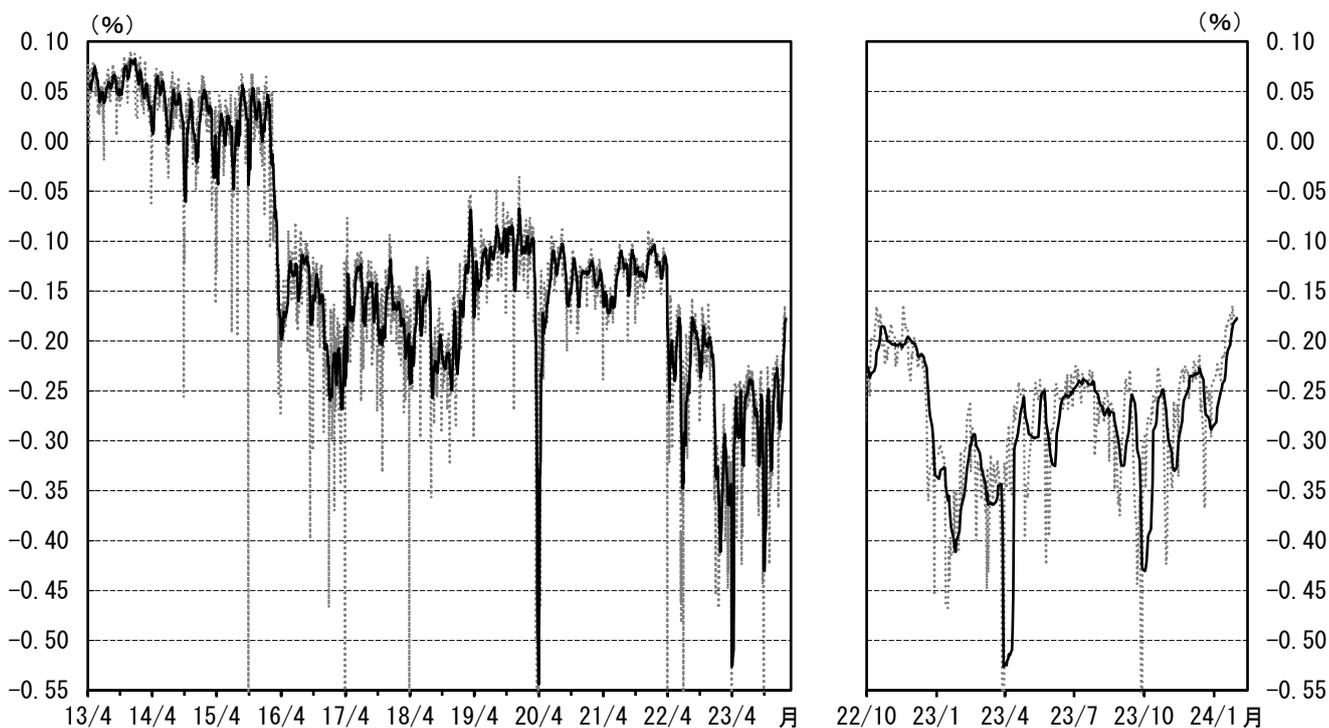
(出所) 日本経済新聞社「日経NEEDS」、QUICK、大阪取引所

SCレポ市場 特定銘柄の希少性 (scarcity)

(1) GC-SCスプレッド



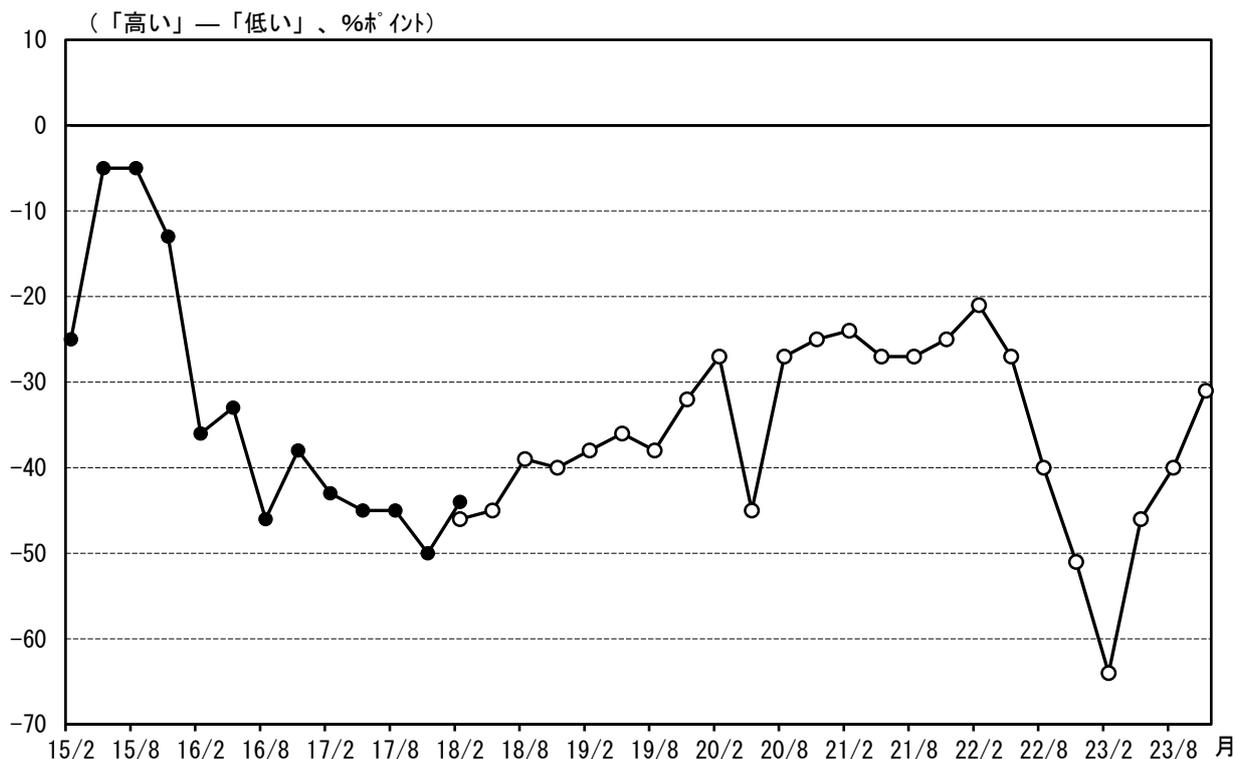
(2) SCレポレート



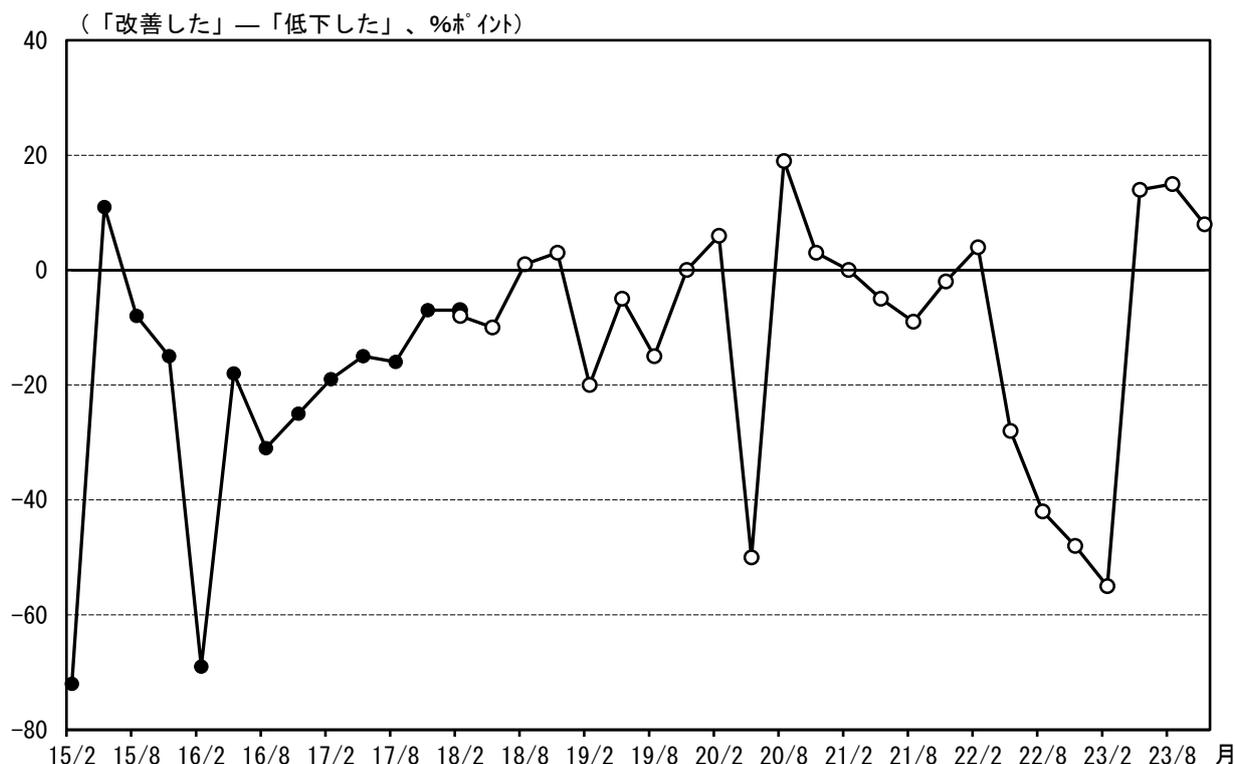
(注) 1. SCレポレートは18/4月末まではS/N、18/5月以降はT/N。SCレポレートは銘柄別のSCレポ出来高による加重平均値。
2. GCレポレート（東京レポレート）は18/4月末まではT/N、18/5月以降は0/N。
3. GC-SCスプレッドは、決済日を合わせる形で算出。
4. (1) (2)ともに、実線は後方10日移動平均。直近は1月末。
(出所) ジェイ・ボンド東短証券、日本証券業協会

債券市場サーベイ

(1) 機能度判断DI・「現状」



(2) 機能度判断DI・「3か月前と比べた変化」



(注) 1. 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。
2. 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ベース、白マーカーは大手機関投資家を対象に追加した新ベース。

(出所) 日本銀行

「債券市場サーベイ・特別調査」の結果

2024年2月22日

日本銀行金融市場局

「債券市場サーベイ・特別調査」の概要

- 金融市場局では、債券市場サーベイ（23/11月調査）において、「金融政策の多角的レビュー」の一環として「特別調査」を実施。過去 25 年間に実施してきた各種の非伝統的金融政策手段について、主として債券市場に与えた影響を局面ごとに調査した。

(債券市場サーベイ・特別調査の概要)

【作成部署】 金融市場局 市場企画課

【調査対象先】 70 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】 過去 25 年間の債券市場の機能度、機能度が低い局面で生じた問題や市場構造
の変化、リソース配分の変化

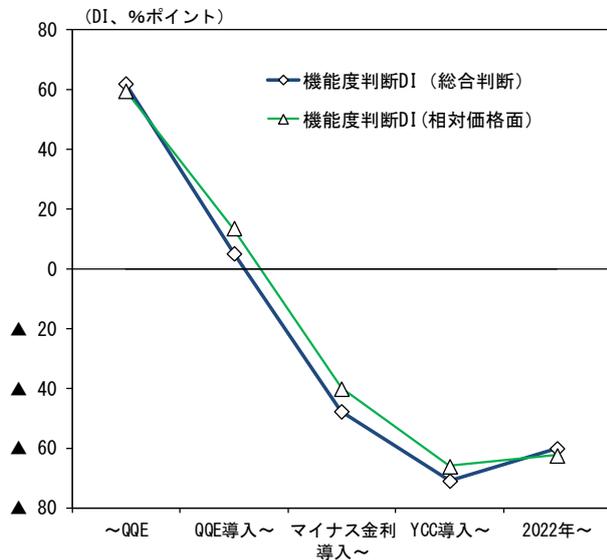
1. 過去 25 年間の債券市場の機能度の評価（総合判断、相対価格面）
 - (1) 債券市場の機能度（総合判断、相対価格面）について、5 段階評価で回答
 - (2) 機能度が低い要因について、選択肢の中から回答
2. 債券市場の機能度が低い局面で生じた問題や市場構造の変化
 - (1) 市場機能の低さに起因して生じた、主に資金調達主体からみた具体的なデメリットについて、選択肢の中から回答
 - (2) 市場機能が低い局面で生じた、市場構造の変化（日本銀行以外の市場参加者の取引減少）について、選択肢の中から回答
3. リソース配分の変化
 - (1) 円貨債券取引に関連したリソース面（人材面・システム面・資本配賦面）での変化や先行きの見通しについて、選択肢の中から回答
 - (2) 円貨債券取引部門(フロント)の人員数の変化について、回答

【公表時期】 2023 年 12 月 1 日

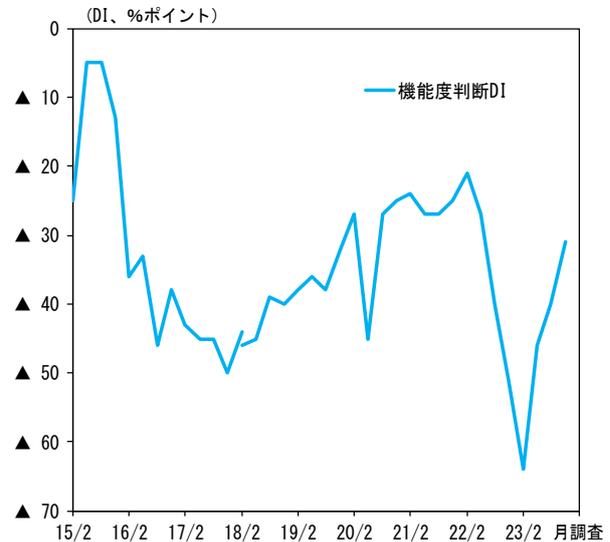
【公表方法】 本行ホームページに掲載

過去25年間の債券市場の機能度の評価

▽機能度判断 DI

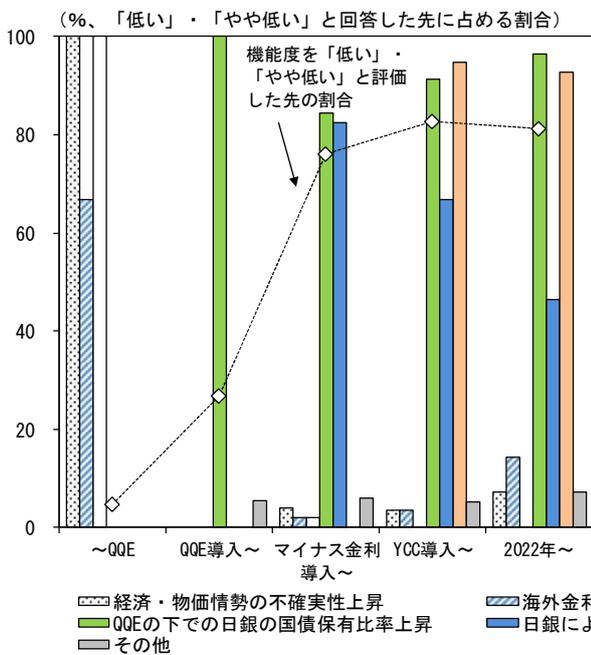


(参考) 機能度判断 DI (定例調査)

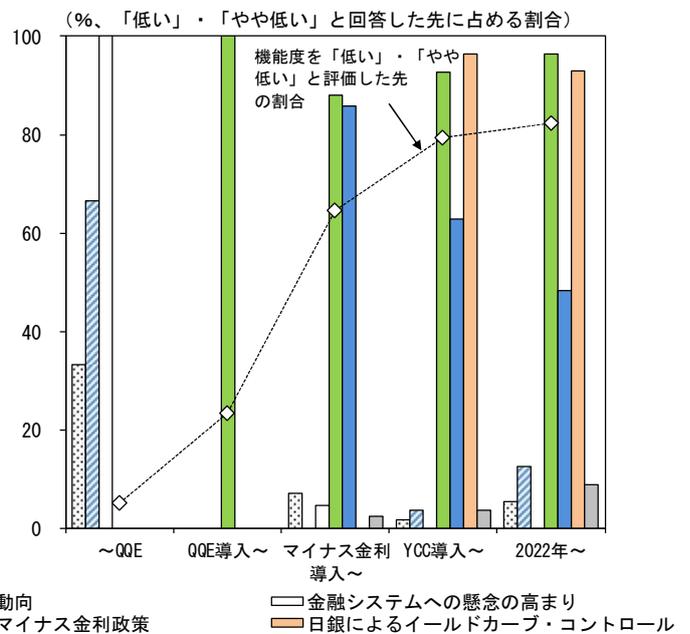


- (注1) 「機能度判断 DI (総合判断)」では、定例の債券市場サーベイと同様に、長期国債の流通市場を念頭に、市場流動性に関する各種指標などを総合的に勘案して債券市場の機能度を評価
- (注2) 「機能度判断 DI (相対価格面)」では、商品間の相対価格 (ネットベースス、銘柄間スプレッド等) の観点から債券市場の機能度を評価

▽機能度低下の要因 (総合判断)



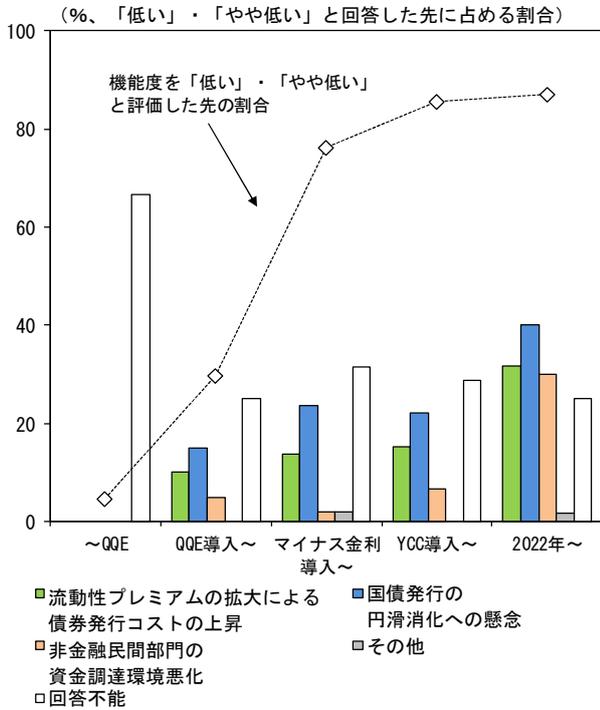
▽機能度低下の要因 (相対価格面)



(注3) 最大3つまで回答可。

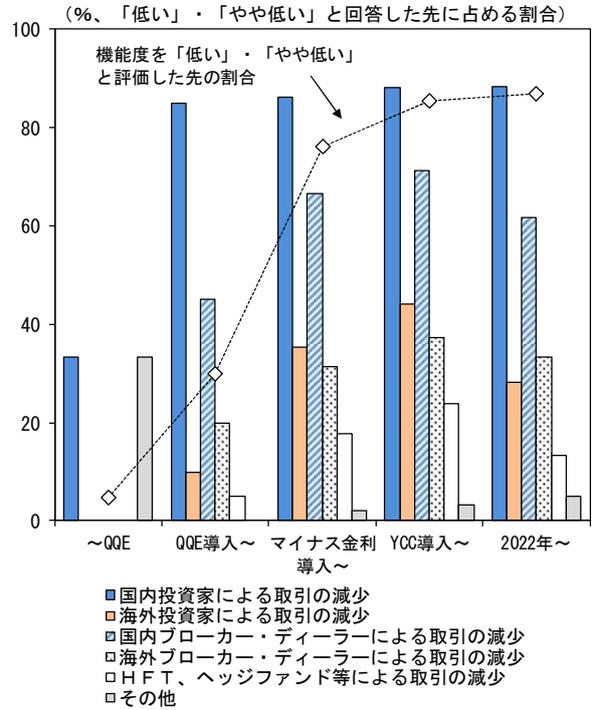
機能度が低い局面で生じた問題や市場構造・リソース配分の変化

▽資金調達主体からみたデメリット



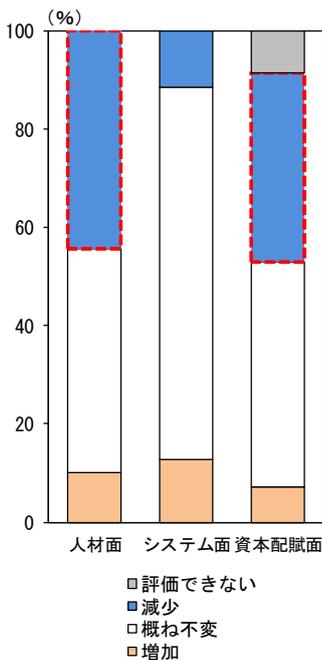
(注) 複数回答可。

▽市場構造の変化

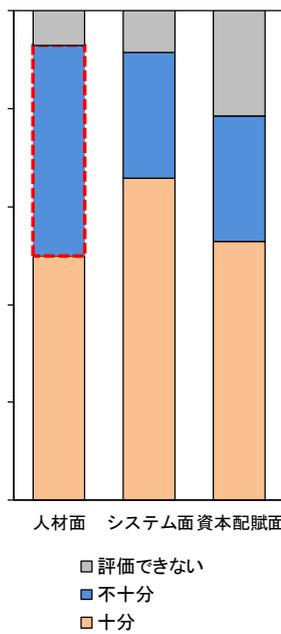


▽リソース配分の変化

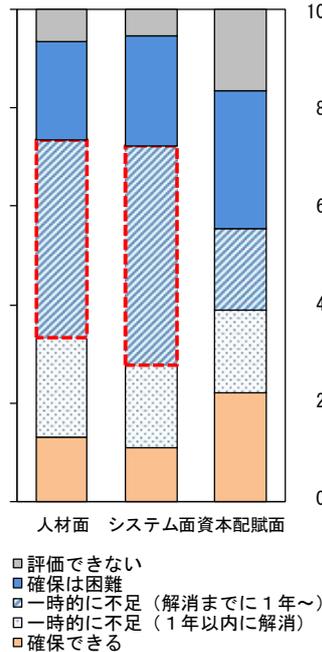
①リソース配分の変化 (QQE前対 足もと)



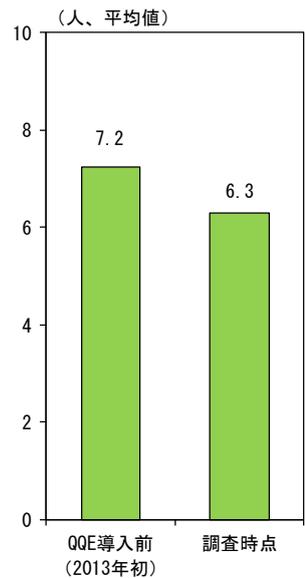
②現在のリソースの十分性



③「不十分」の場合 将来、確保可能か



④フロントの人員数



過去 25 年間の市場機能に関する主な声

1. 局面別の評価

- ・ QQE 導入以降、日本銀行の国債保有比率が高まるとともに市中流動玉が減少し、市場機能が低下した。
- ・ マイナス金利導入後は、円債の収益性が一段と低下するもとで、最終投資家が減少し、流動性の低下につながった。
- ・ YCC は、導入当初は、マイナス金利導入後の極端なイールドカーブの低下・フラット化を修正する効果があった。一方で、ボラティリティの低下により、収益機会の喪失や市場参加者の減少をもたらした。
- ・ 2022 年以降は、YCC のもとでの国債買入れ増加が流動性の低下を招いた。特に、指値オペは、市中流動玉を吸い上げ、流動性を一段と低下させたほか、チーペスト銘柄を対象とした指値オペの実施により、先物と現物の連動性を低下させ、市場のヘッジ機能を損なうなど、機能度への影響が大きかった。

2. 機能度低下の要因にかかる評価

日本銀行による国債保有比率の上昇

- ・ 日本銀行による大規模な国債買入れにより、流動性が低下した状況が続いている。
- ・ QQE 以降、国債保有比率の逡増により、ストック効果が増大する裏側で、市場機能への影響が累積的に高まっている。
- ・ 日本銀行の国債買入れに伴い、GC-SC スプレッドが拡大するなど、特定銘柄の流動性が低下し、マーケットメイクやポジションメイクに大きな影響を与えている。
- ・ YCC の柔軟化により、指値オペ実施に伴う一段の機能度低下はみられなくなったが、日本銀行による積極的な国債買入れの継続や高水準の保有比率に鑑みると、依然として流動性が低い状況には変わりがない。

相対価格の歪み

- ・ 2022 年以降は、連続指値オペによってイールドカーブの歪みが生じたほか、10 年債利回りが金利変動幅の上限に張り付き、同ゾーンの銘柄間格差や金利スワップとの差異が拡大した。
- ・ 2022 年以降の金利上昇局面においては、イールドカーブにゆがみが生じた結果、長期金利の指標性が低下し、投資家と発行体で発行金利の目線が合いにくくなり、地方債や社債の起債環境悪化につながった。
- ・ マイナス金利導入後、中長期国債の金利がマイナスを付けた場面では、地方債、社債発行において対国債スプレッドでの値付けが困難化した。

ヘッジ機能の低下

- ・2022年以降の海外金利上昇局面では、指値オペによる国債買入れ額が増加するもとのネットベーススや銘柄間スプレッド等が大きく拡大し、先物によるヘッジ機能が損なわれたことなどから、債券市場の機能度が低下した。
- ・チーペスト銘柄を対象とした指値オペの導入に伴い、現物と先物の連動性が崩れ、先物等が有効なヘッジ手段となくなること、証券会社のリスク許容度が顕著に低下する場面がみられた。

金利水準の大幅な低下

- ・金利水準低下に伴う円債の収益性悪化により、円債市場の参加者が減少したことが、債券市場の機能度悪化の一因となった。
- ・金利低下を受けて、国内投資家がポートフォリオを円債から外貨建て資産やオルタナティブ資産へシフトさせたことが、円債市場の縮小、流動性低下の一因となった。また、ボラティリティが大きく低下したことで、ヘッジファンド等の海外勢の取引も減少した。

金融政策以外の要因

- ・金融規制の強化や金融機関自身のリスク管理強化も、結果的に市場機能度を低下させる方向に作用してきたと思われる。

3. 日本銀行による機能度改善を意図した取り組みについて

- ・SLFの要件緩和等、市場機能改善に向けた取り組みが随時行われ、市場流動性改善の観点から有効に作用した。もっとも、YCCが維持されるもとの機能度改善効果は部分的なものにとどまった。
- ・日々のヒアリングに加えて、対面での会合や各種サーベイ等を含む対話方法が多様化したことによって、機能度改善を意図した取り組みに市場の声が反映されやすくなった面はあると認識している。

以上