

2015年6月22日  
日本銀行金融市場局

## 「債券市場参加者会合」第1回議事要旨

### 1. 開催要領

(日時) バイサイドグループ (21 先) 6月11日 (木) 18時～19時30分  
銀行等グループ (22 先) 6月12日 (金) 16時～17時30分  
証券等グループ (25 先) 6月12日 (金) 18時～19時30分

(場所) 日本銀行本店

(参加者) 「債券市場サーベイ」や「市場参加者との意見交換会」等に参加する  
金融機関の実務担当者

(本行出席者) 金融市場局長、総務課長<sup>1</sup>、市場調節課長、市場分析グループ長<sup>2</sup>、  
市場整備グループ長

### 2. 参加者の意見

- 各グループにおいて、本行より、①債券市場サーベイの結果、②国債市場の流動性、③最近の金融市場の動向および市場調節運営、について説明し、意見交換を実施。会合参加者から聞かれた意見は以下のとおり。

#### 債券市場サーベイ

- 債券市場の機能度は、サーベイ結果が示しているとおり、大分安定してきた印象を持っている。
- サーベイ結果をみると、債券市場の機能度は改善しているが、投資家の肌感覚としては、機能度は引き続き低いという印象がある。
- 債券市場の機能度判断の水準が低い背景には、低金利の中でそもそも取引を諦めている市場参加者が多いといった、流動性指標に表れにくい要素があるのではないか。

<sup>1</sup> バイサイドグループおよび証券等グループの会合に出席。

<sup>2</sup> 銀行等グループの会合に出席。

## 国債市場の流動性

- 5年物国債のビッド・アスク・スプレッドは、14年10月末以降の方が13年4月のQQE導入直後よりも拡大していたが、金融規制の強化等も影響しているのではないかと心配している。
- 小ロットで取引を行う際のビッド・アスク・スプレッドはタイトであるが、大きなロットサイズでは、価格変動が大きくなりうるのではないかと心配している。
- 長い目でみれば、低金利が続くもとで債券市場の投資家層は薄くなってきており、国債入札や日本銀行の国債買入れオペがある日とない日では相場の地合いが異なる印象がある。
- わが国の債券市場のボラティリティは海外と比べるとまだ落ち着いている。
- 流動性が低いレベルで改善と悪化を繰り返すのは、低金利環境の中、金利変動の過程で、金利が上昇すれば投資家が市場に戻る、といった動きにより生じている振れにすぎないようにも思える。
- 日本銀行ワーキングペーパー「国債市場の流動性」(2015年3月19日公表)が示しているような価格インパクトの分析は、市場流動性の指標として実感に合う。
- 相場があまり動いていない時は取引ロットを小さくしていることもあり、市場の機能度が不全であるとの実感はない。
- 現時点では、JGB市場の流動性の問題が当行の事務に影響を及ぼしているということはない。こうしたなか、注意深くみていくべきは、「市場にストレスがかかった際に、投げ売りによって価格発見機能が損なわれる」というリスクである。
- 国債の個別銘柄の需給環境を巡っては、財務省や日本銀行において各種施策が講じられており、SCレポレートも、多数の銘柄が同時に大幅なマイナスとなることはなくなっている。
- 金融緩和策の出口局面では、金融規制に伴う金融機関のバランスシート制約を意識する必要がある。

## 金融市場の動向・オペ運営

- 短国などで運用を行う先にとっては、短期金利が恒常的にマイナスである状況は厳しい。
- 足もとの金利上昇について年始と少し雰囲気は異なるのは、金利水準が上昇

したことで顧客の顔ぶれが増えてきたことである。このため、現在の金利上昇は、幾分安心してみていられる状況にある。

- 金融政策の変更がない中で、日本銀行が国債買入れオペのオファー額を変更することは、市場のボラティリティを大きくする要因となっているのではないか。
- 国債買入れオペのオファー日程・ゾーン・金額を予め公表することを検討して欲しい。
- 日本銀行によるオペの種類・数が増加しているため、オペの応札事務でミス等が発生しないか不安を感じる。
- 足もとでは、国債取引の執行に大きな問題は感じないものの、国債補完供給制度の更なる要件の見直しなど、ボラティリティの上昇した局面でも、流動性を確保できる方策を検討しておくことは有益ではないか。
- 物価連動国債の発行額増加を踏まえ、日本銀行の国債買入れオペによる買入れの増額を検討して欲しい。

#### 市場参加者との対話

- 日本銀行による市場参加者との対話の場の提供や、市場動向をしっかりと注視しているといった情報発信は、市場の安定性を高めるうえで有効であると思う。

以 上

# 資 料

2015 年 6 月 11、12 日

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、本年2月より、四半期毎の「債券市場サーベイ」を新たに導入。

### (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】 39 先（国債売買オペ先のうち、ご協力頂ける先）

【調査項目】 債券市場の機能度、長期金利見通し

#### 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、1回当たりの取引金額、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

3か月後、6か月後、1年後、2年後等の長期金利見通し（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）

【調査票発送時期】 調査月の金融政策決定会合2日目の終了後

【公表時期】 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

【公表方法】 本行ホームページに掲載

## 債券市場の機能度判断 DI

(2月調査→5月調査)

(%、%ポイント)

「現 状」		
機能度判断 「高い」－「低い」		▲25 → ▲ 5
構 成 比	高い	5 → 13
	さほど高くない	65 → 69
	低い	30 → 18

(%、%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」		▲72 → +11
構 成 比	改善した	3 → 21
	さほど改善していない	23 → 69
	低下した	75 → 10

その他の判断DI（機能度・流動性に関する各論）

（2月調査→5月調査）

（%ポイント）

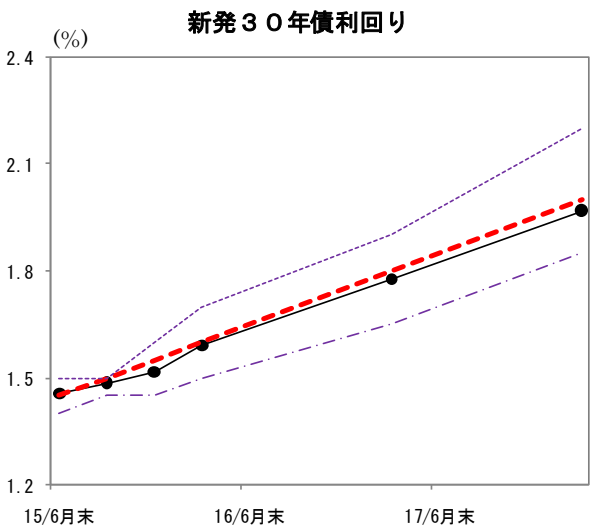
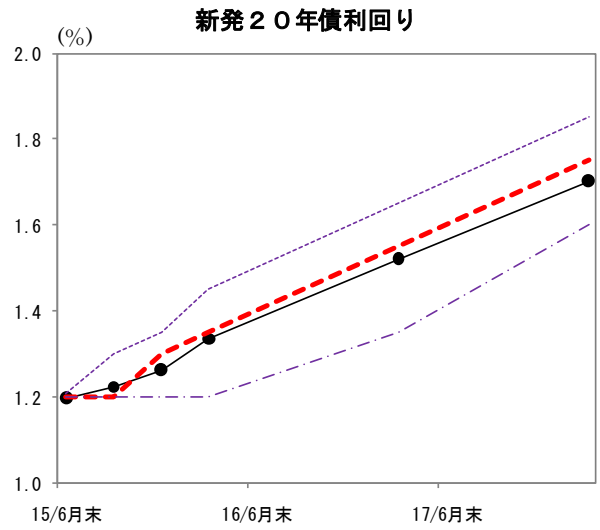
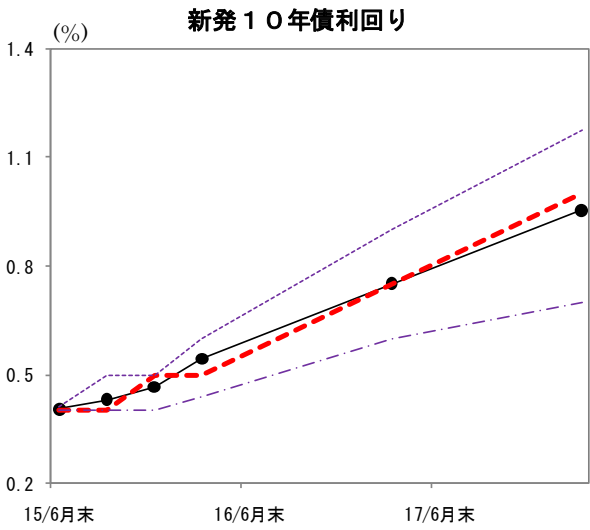
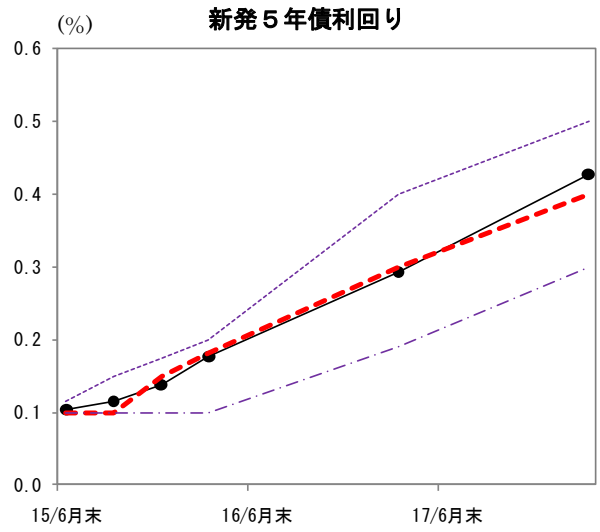
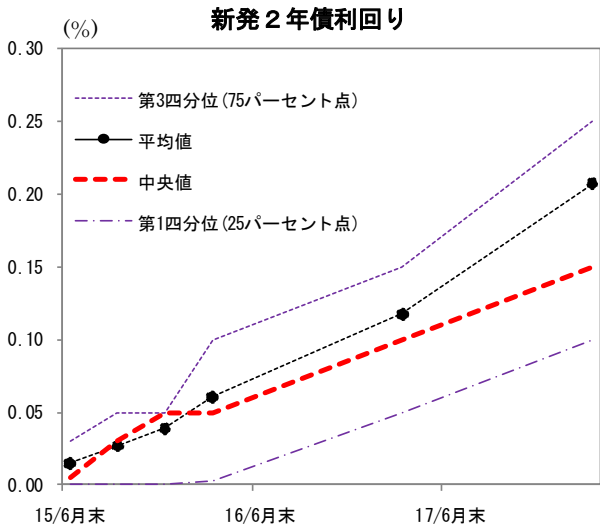
「現 状」	
ビッド・アスク・スプレッド 「タイトである」－「ワイドである」	▲12 → + 5
注文量 「多い」－「少ない」	▲45 → ▲30

「3か月前と比べた変化」	
▲65 → + 8	ビッド・アスク・スプレッド 「縮小した」－「拡大した」
▲75 → ▲ 5	注文量 「増加した」－「減少した」
▲16 → ▲18	取引頻度 「増加した」－「減少した」
▲18 → ▲ 7	取引相手数 「増加した」－「減少した」
▲30 → ▲13	取引ロット 「増加した」－「減少した」

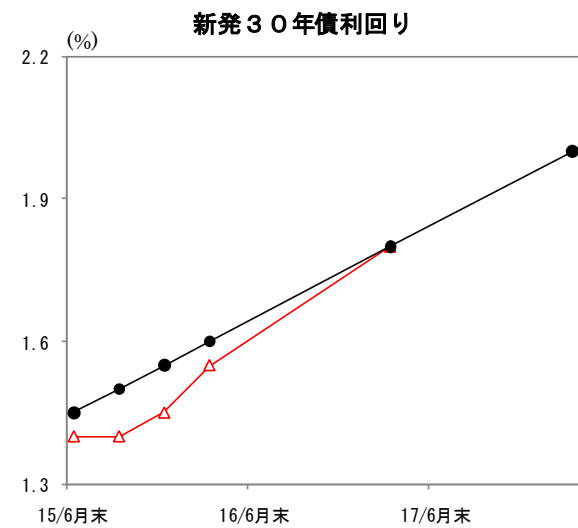
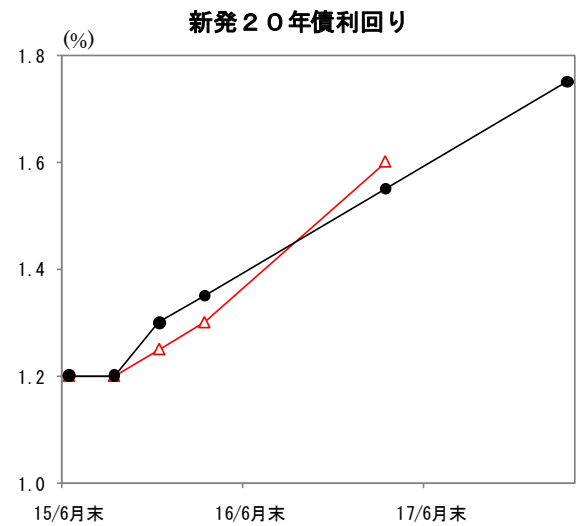
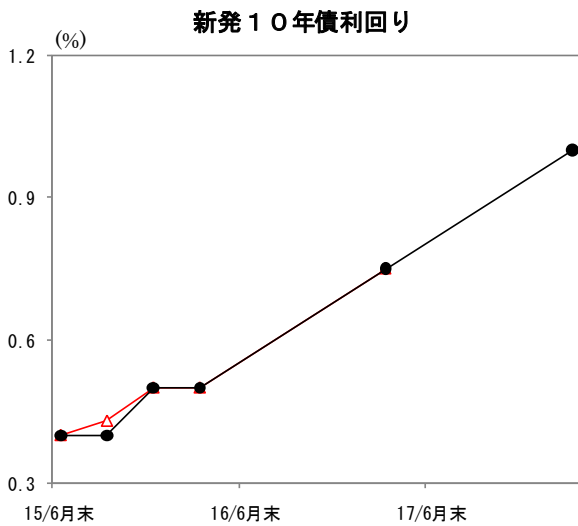
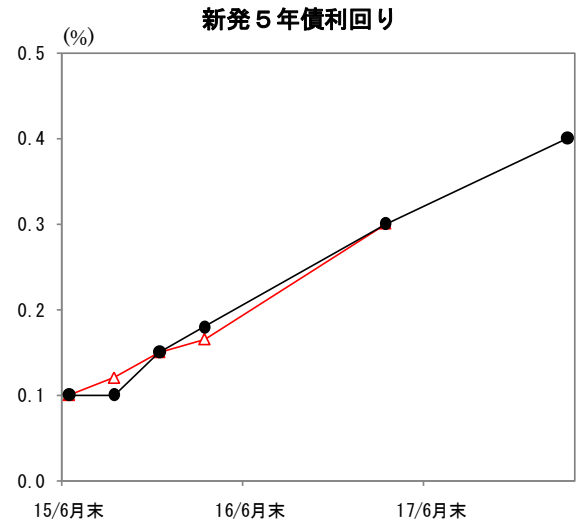
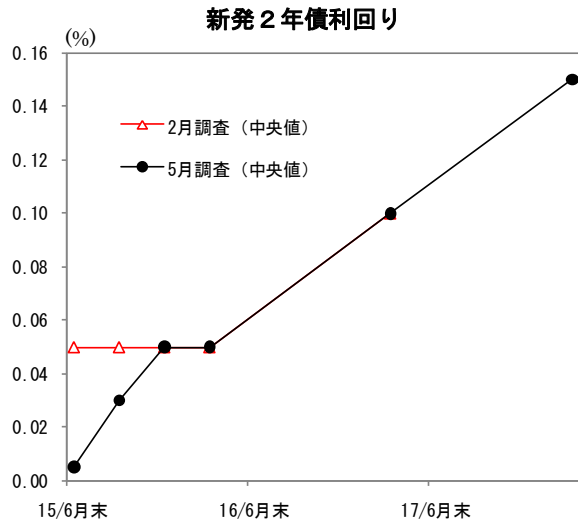
価格アベイラビリティ 「できている」－「できていない」	+15 → +40
ロット・アベイラビリティ 「できている」－「できていない」	+ 5 → +21



## 長期金利の先行き見通し (5月調査)

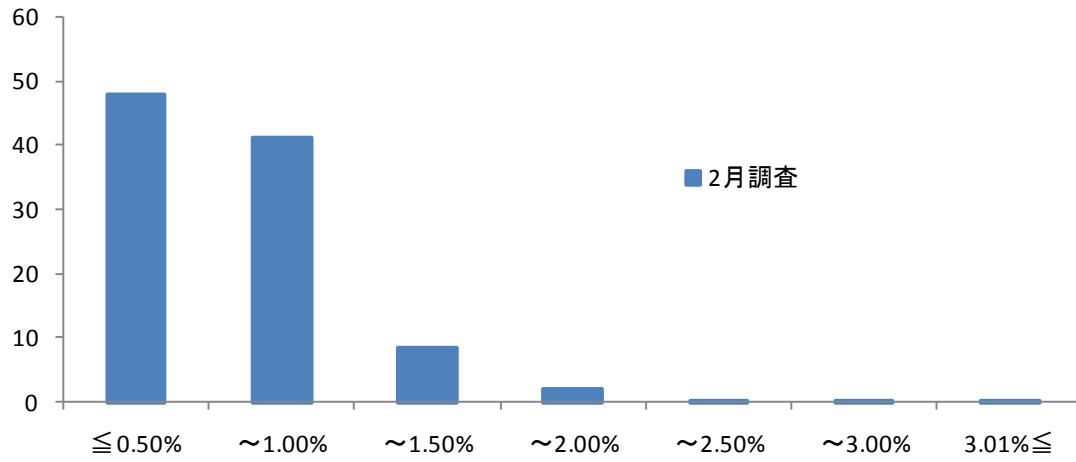


## 長期金利の先行き見通し（2月調査からの変化）

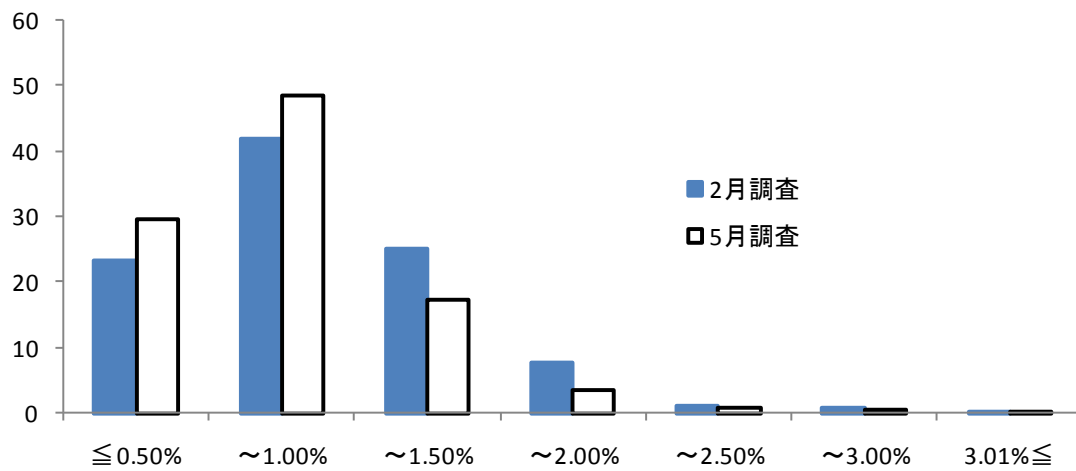


## 新発 10 年債利回りの確率分布

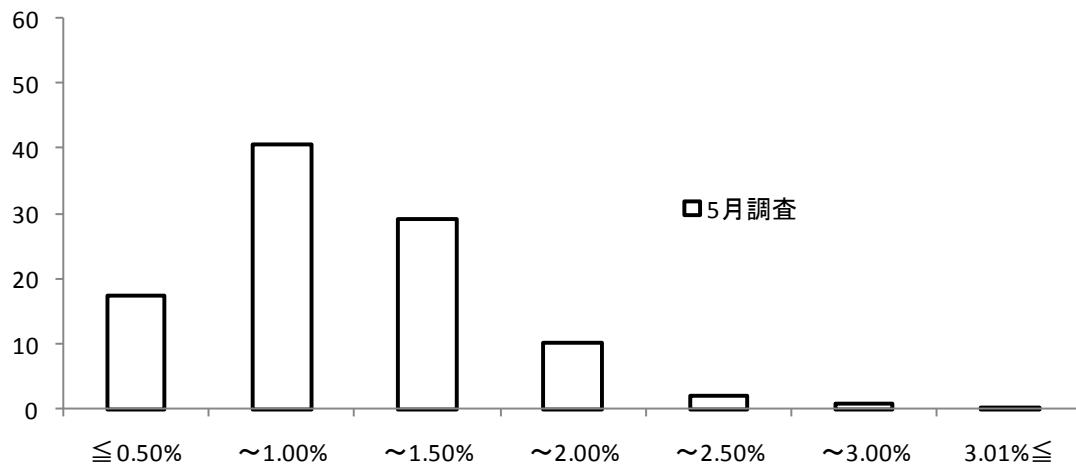
### ▽ 2015年度末の確率分布



### ▽ 2016年度末の確率分布

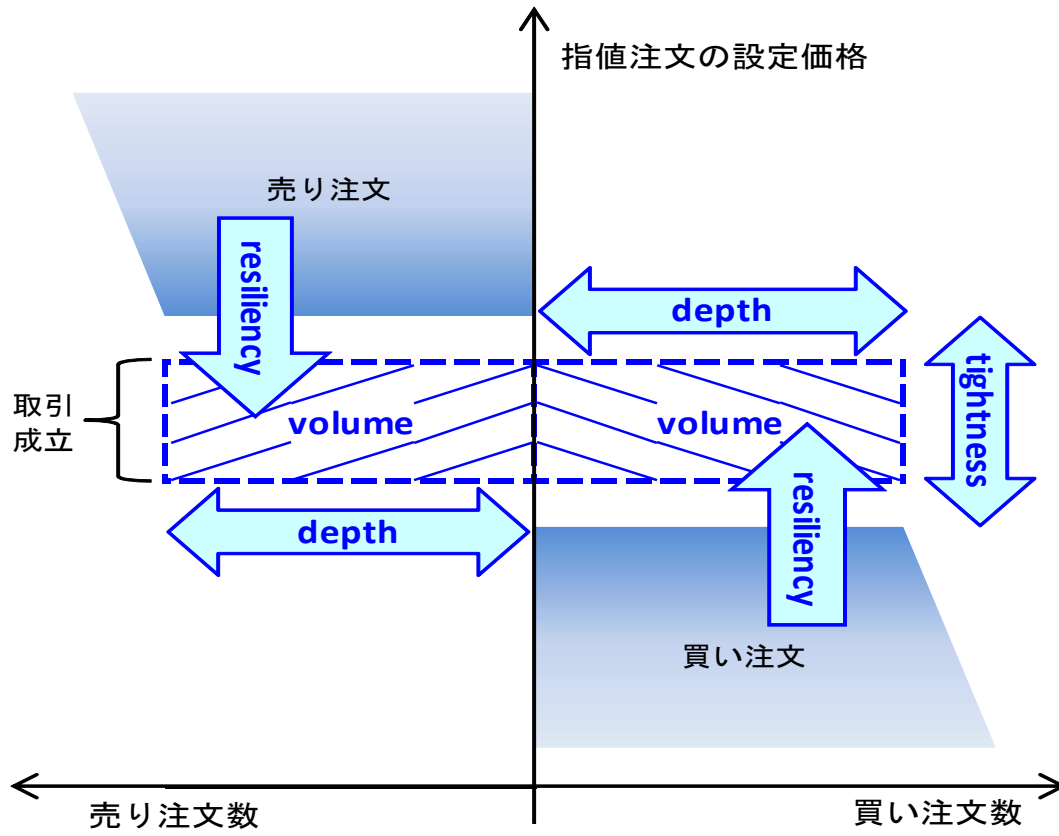


### ▽ 2017年度末の確率分布



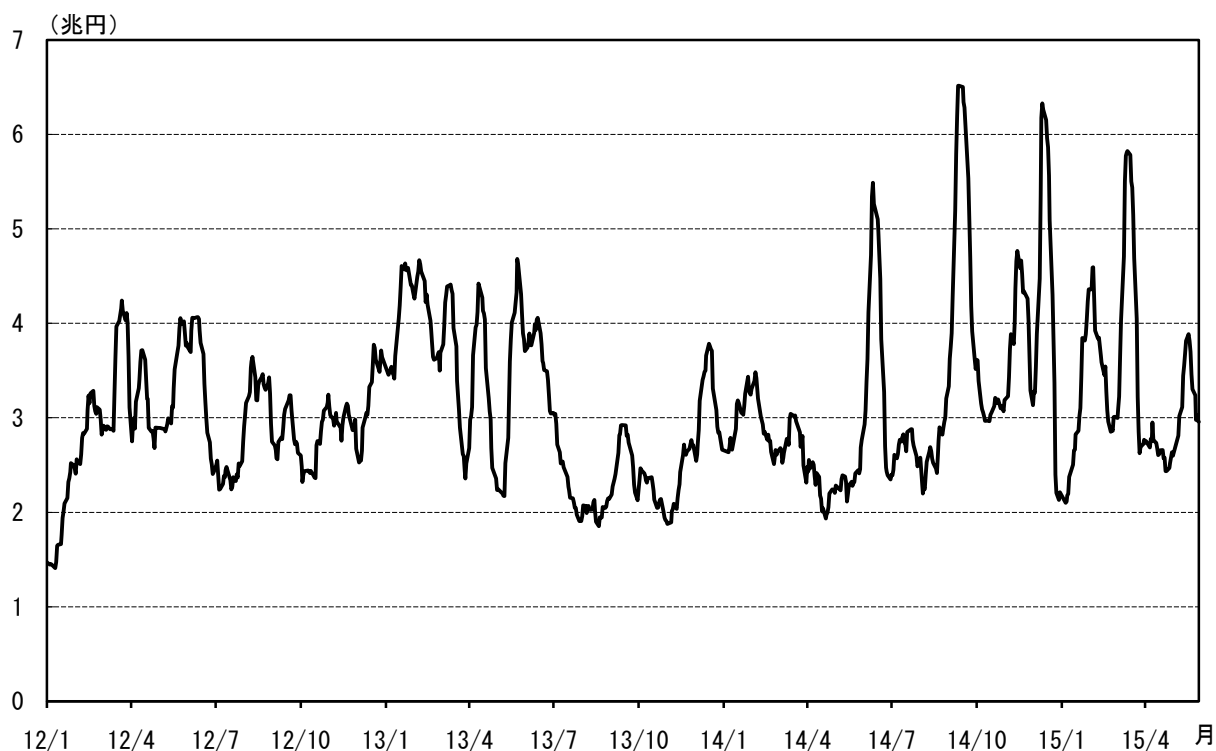
## 2. 国債市場の流動性

# 市場流動性の概念整理



## 長期国債先物①：出来高と取引サイズ (volume)

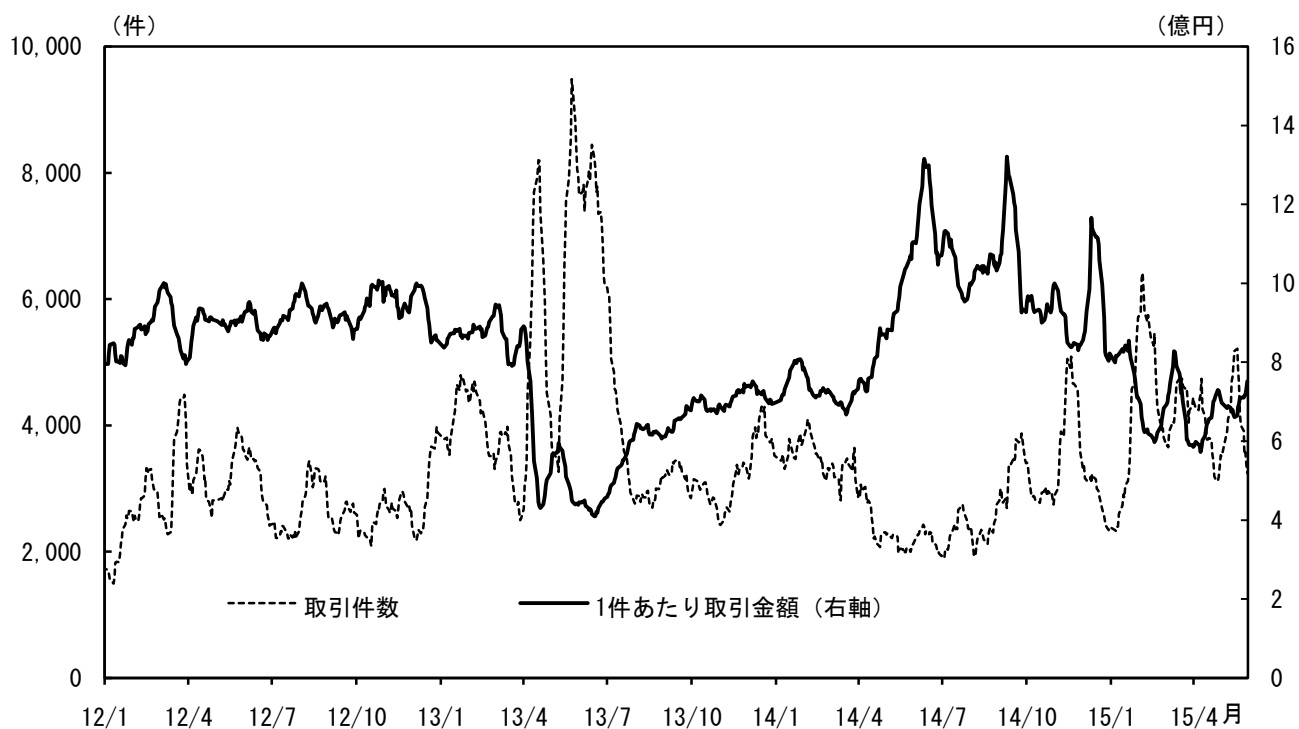
### (1) 長国先物の出来高



(注) 後方10日移動平均。直近は2015年5月末。

(資料) Bloomberg

### (2) 取引件数と1件当たり取引サイズ

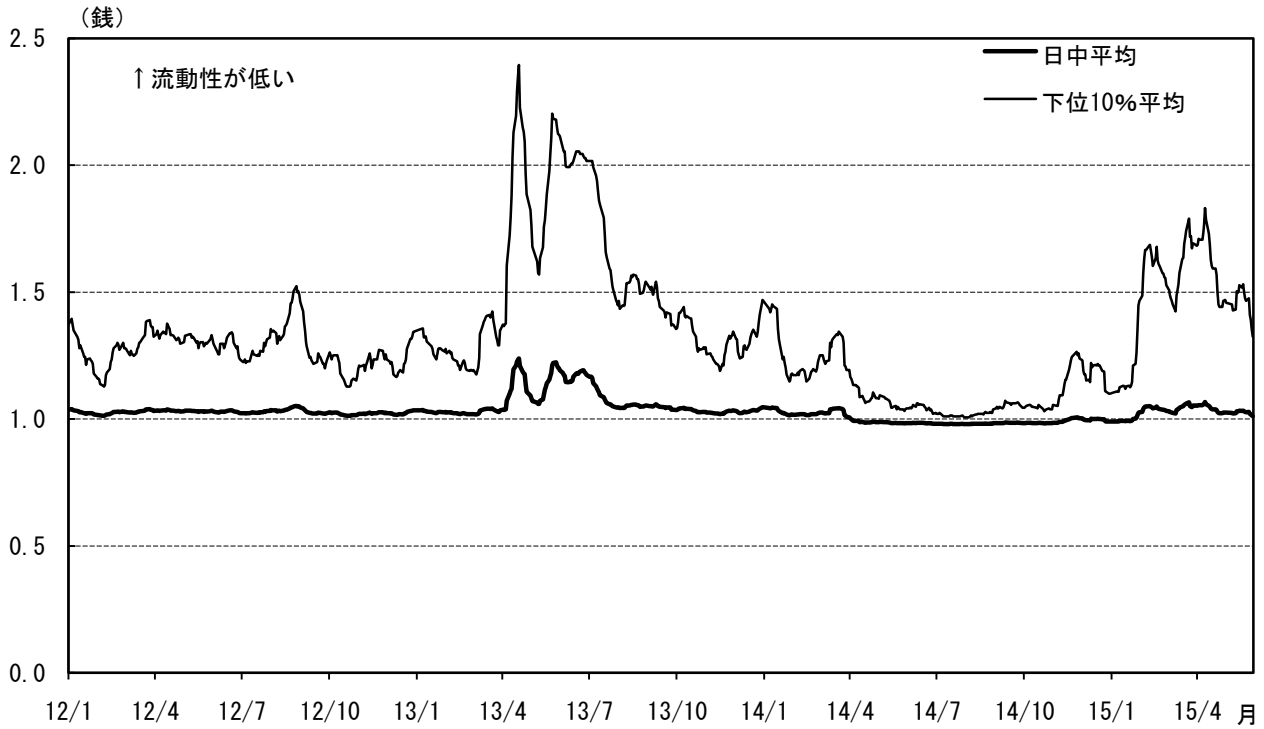


(注) 後方10日移動平均。直近は2015年5月末。

(資料) 日経NEEDS

## 長期国債先物②：ビッド・アスク・スプレッド (tightness)

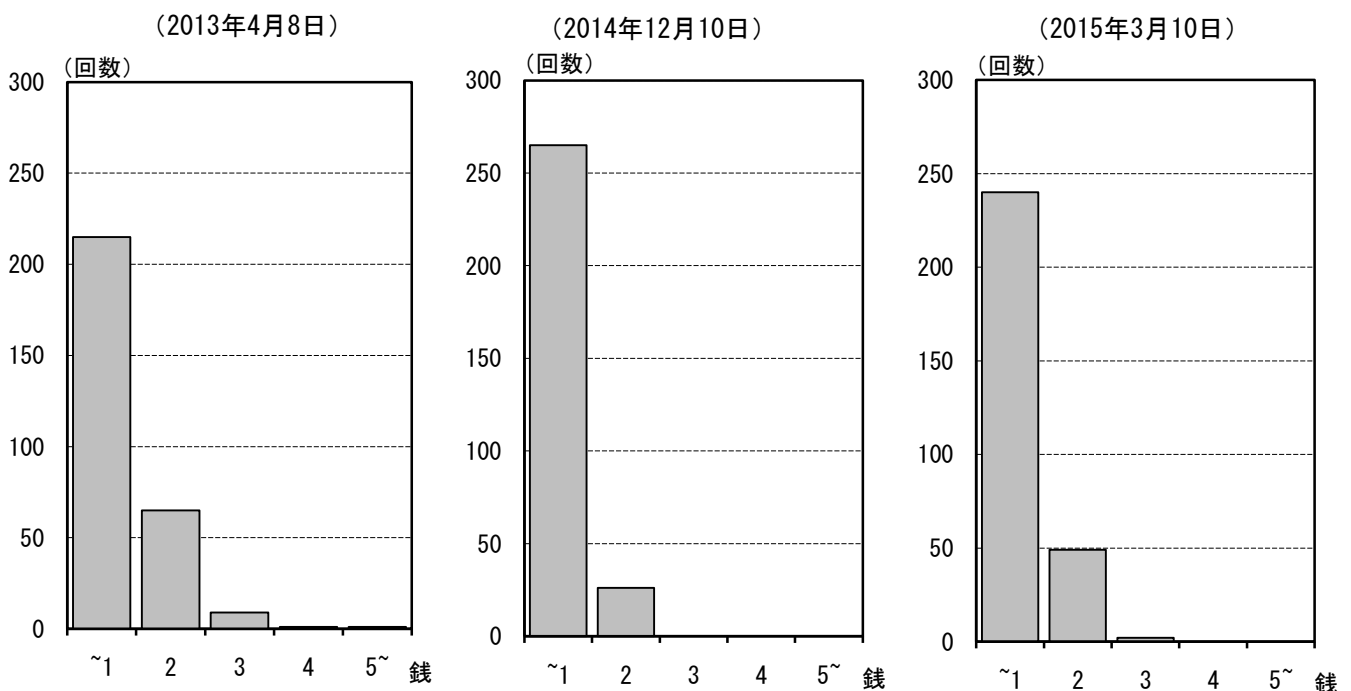
### (1) ビッド・アスク・スプレッド (1分足データの日中平均、下位10%平均)



(注) 1. 後方10日移動平均。直近は2015年5月末。

2. ビッド・アスク・スプレッドは、1分毎のスプレッドから算出。下位10%平均は、各営業日(1分足)について、口スプレッドが大きい方から10%分のデータを抽出し、平均したもの。

### (2) ビッド・アスク・スプレッドの出現頻度分布



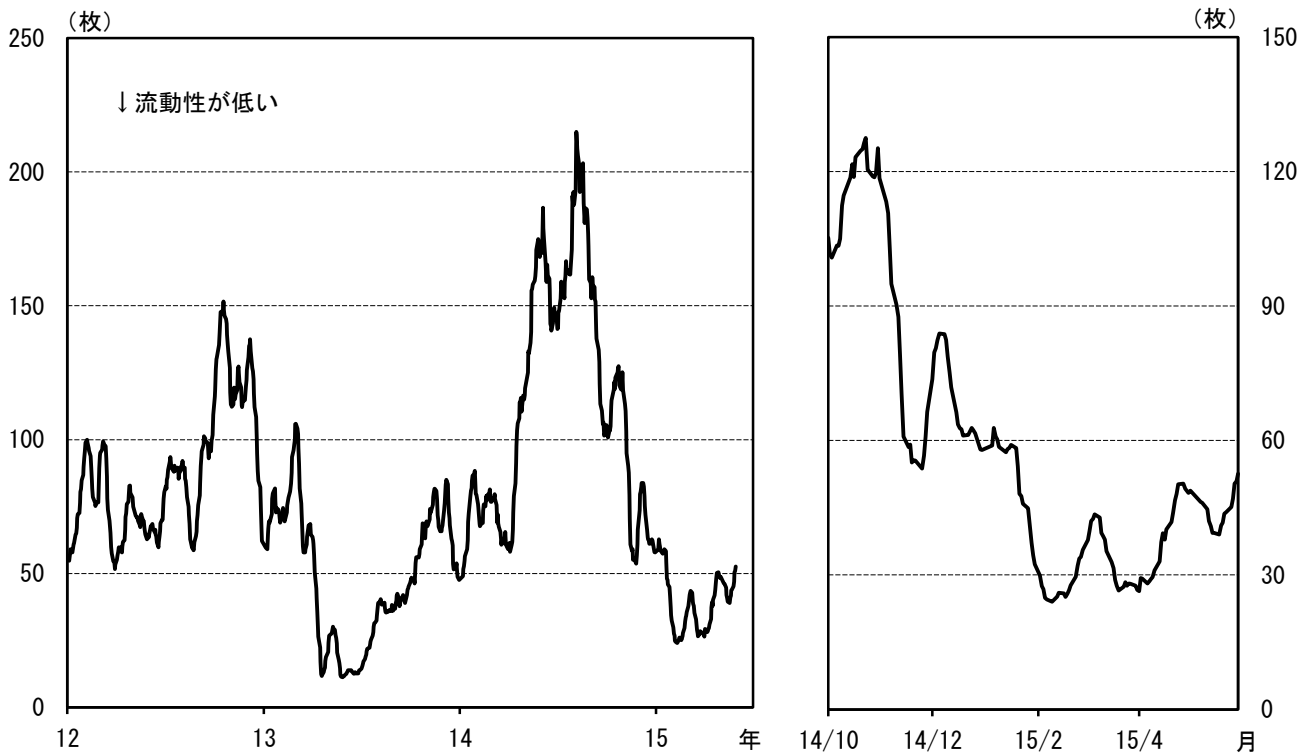
(注) 1. 2014年12月10日は、2014年10~12月でもっともビッド・アスク・スプレッド(下位10%平均)が拡大した日。

2. 2015年3月10日は、2015年入り後でもっともビッド・アスク・スプレッド(下位10%平均)が拡大した日。

(資料) 日経NEEDS

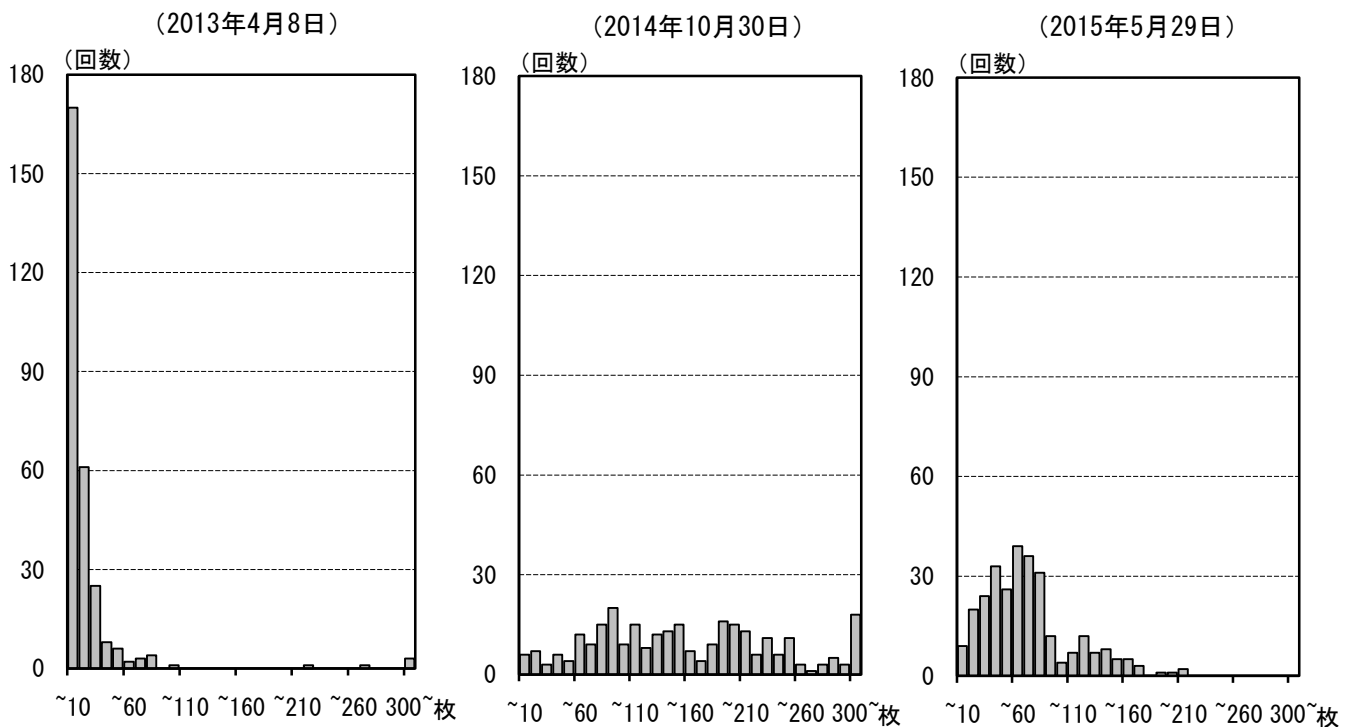
## 長期国債先物③：板の厚み（depth）

### （１）長国先物の板の厚み（ベスト・アスク枚数）



- （注）1. 後方10日移動平均。直近は2015年5月末。  
 2. 各営業日において1分毎にベスト・アスク枚数を計測し、その中央値をプロットしたものの。

### （２）ベスト・アスク枚数の出現頻度分布

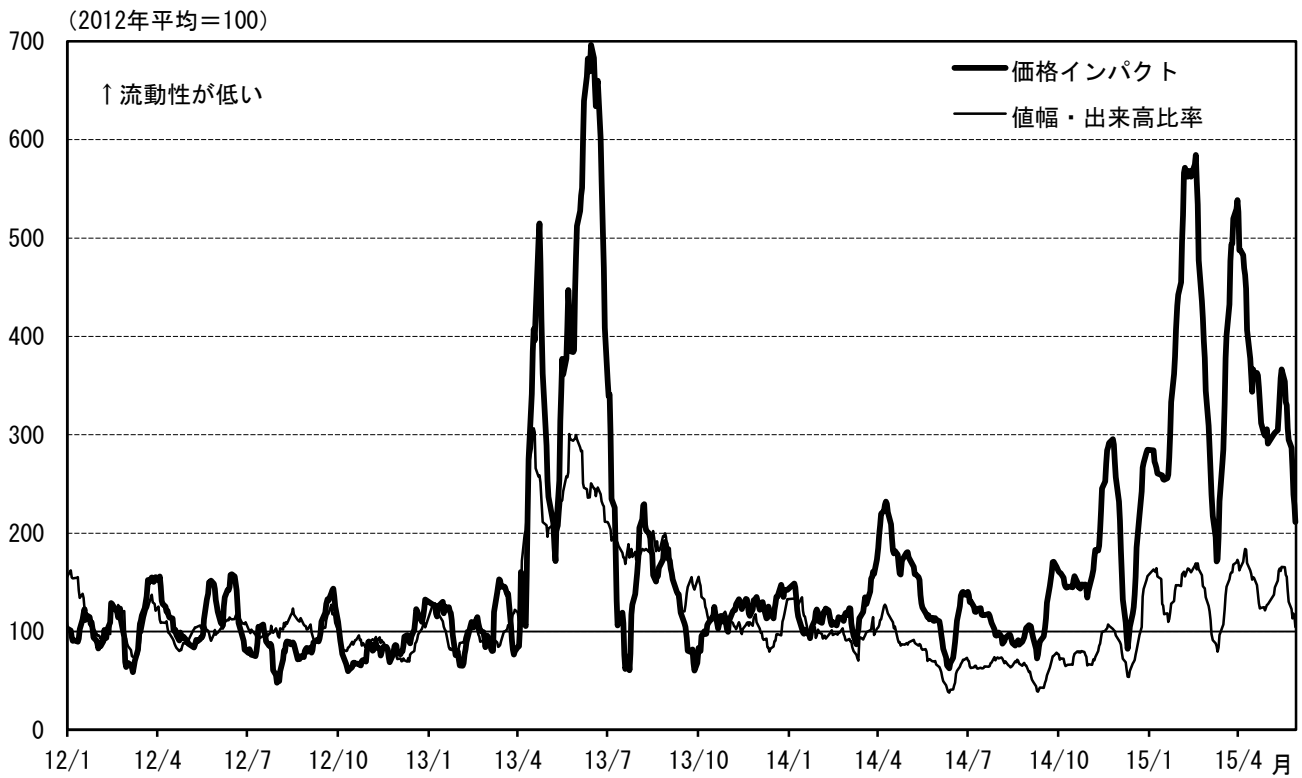


- （注）各営業日において1分毎にベスト・アスク枚数を計測し、その出現回数を足し上げたもの。

（資料）日経NEEDS



## 長期国債先物④：価格インパクト（resiliency）

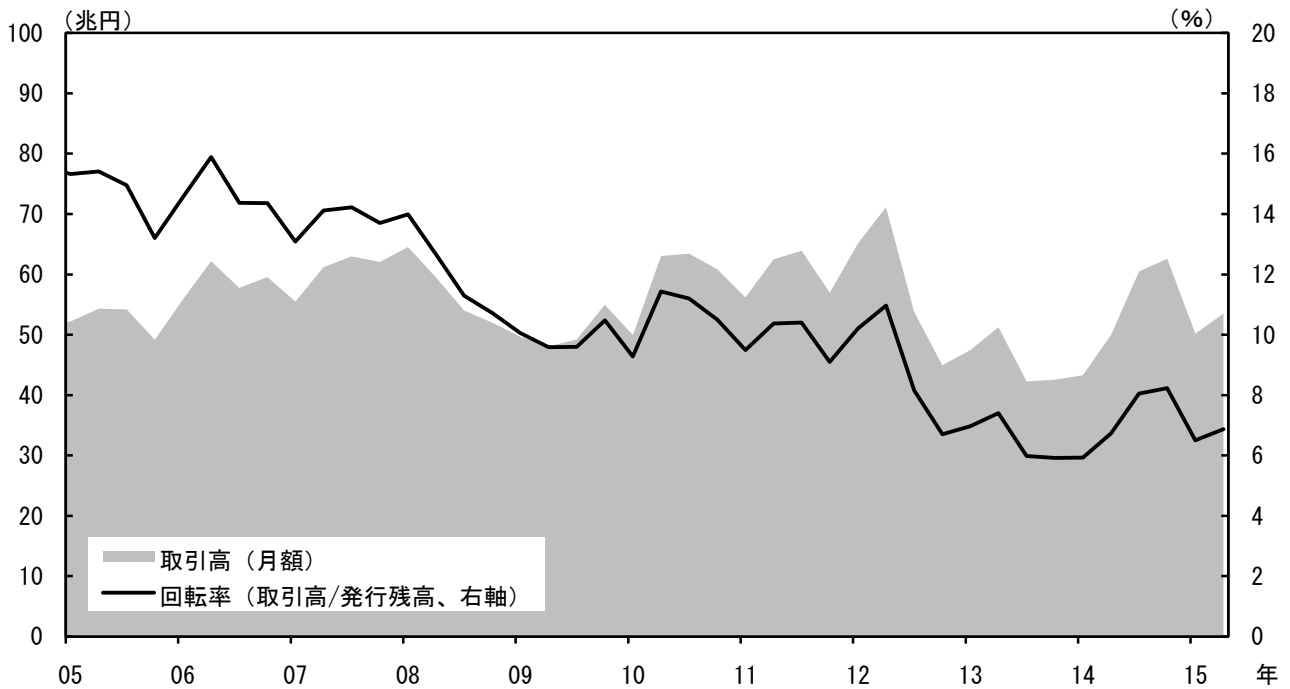


(注) 価格インパクトは各営業日の平均。後方10日移動平均。直近は、2015年5月末。

(資料) 日経NEEDS、Bloomberg

## 現物国債①：ディーラー間取引（volume）

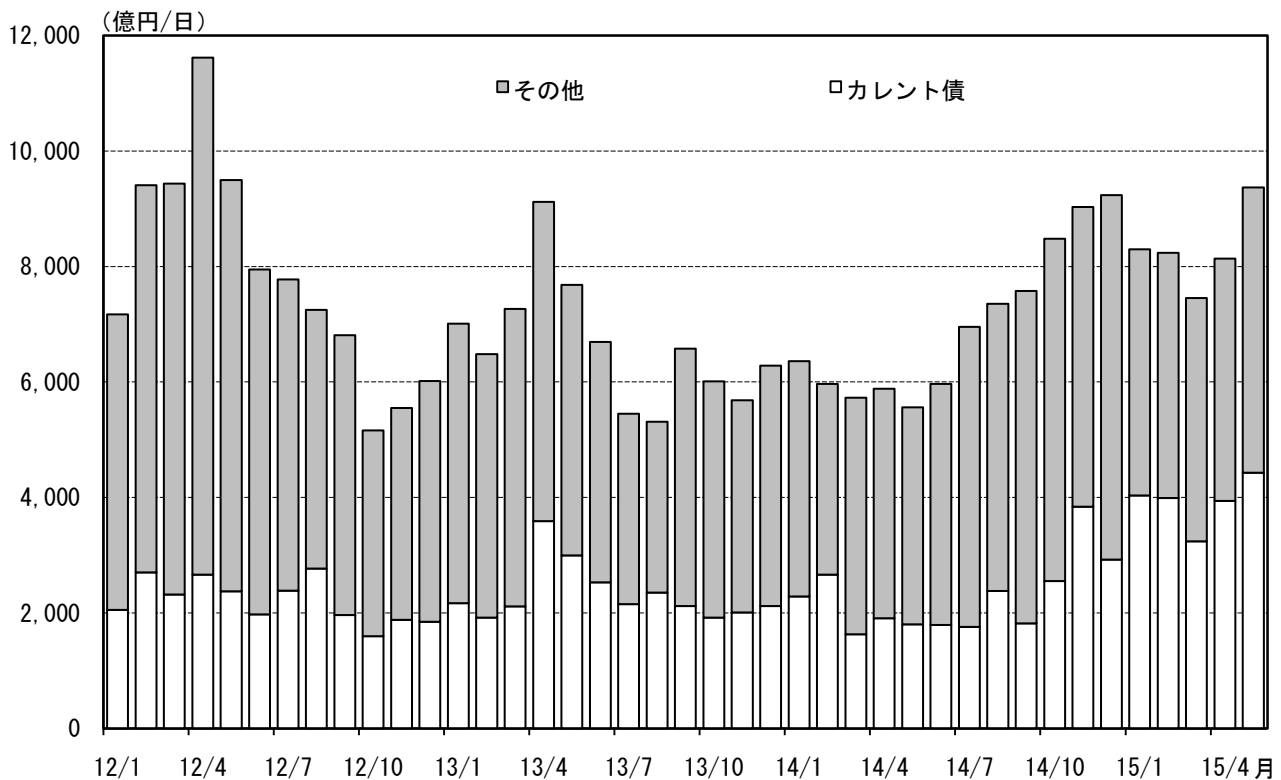
### （１）ディーラー間の国債取引高（日本証券業協会）



（注）取引高は国庫短期証券等を除く。直近は2015年4月。

（資料）日本証券業協会、財務省

### （２）ディーラー間の国債取引高（日本相互証券）

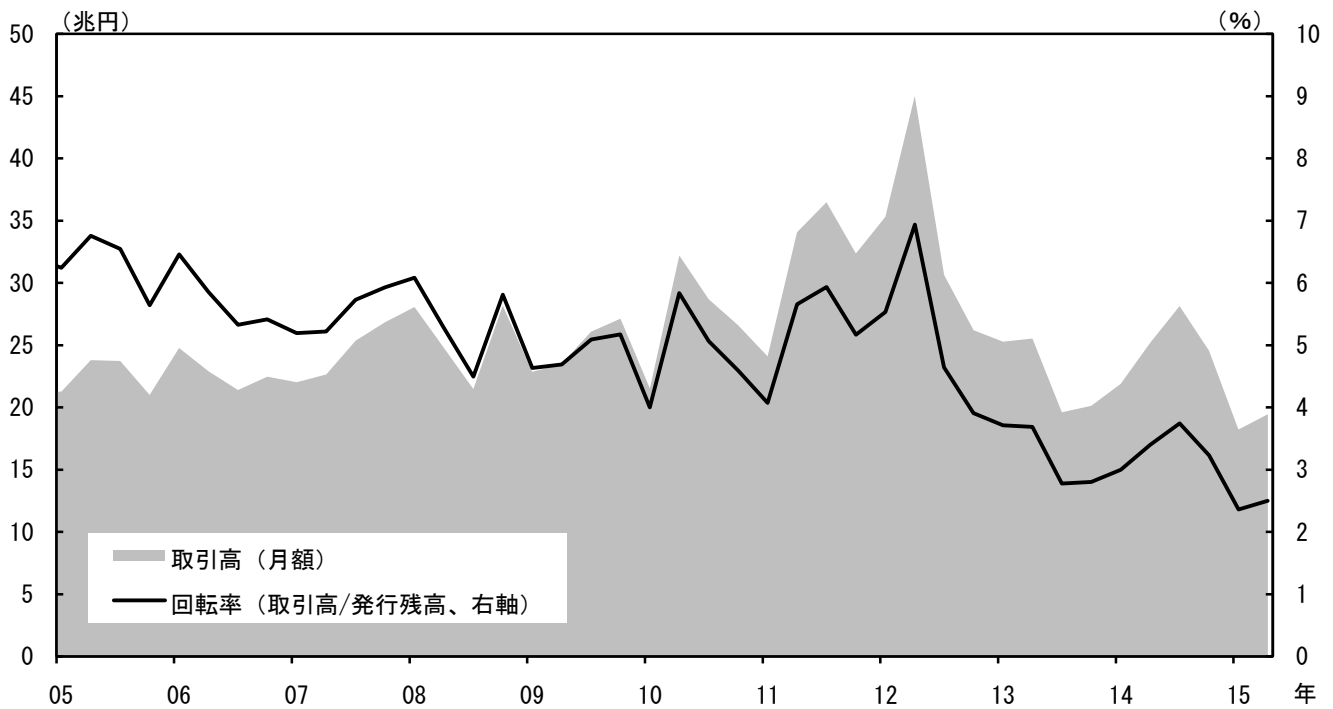


（注）2、5、10、20、30、40年債の1日当たり取引高（日本相互証券）。直近は2015年5月。

（資料）QUICK

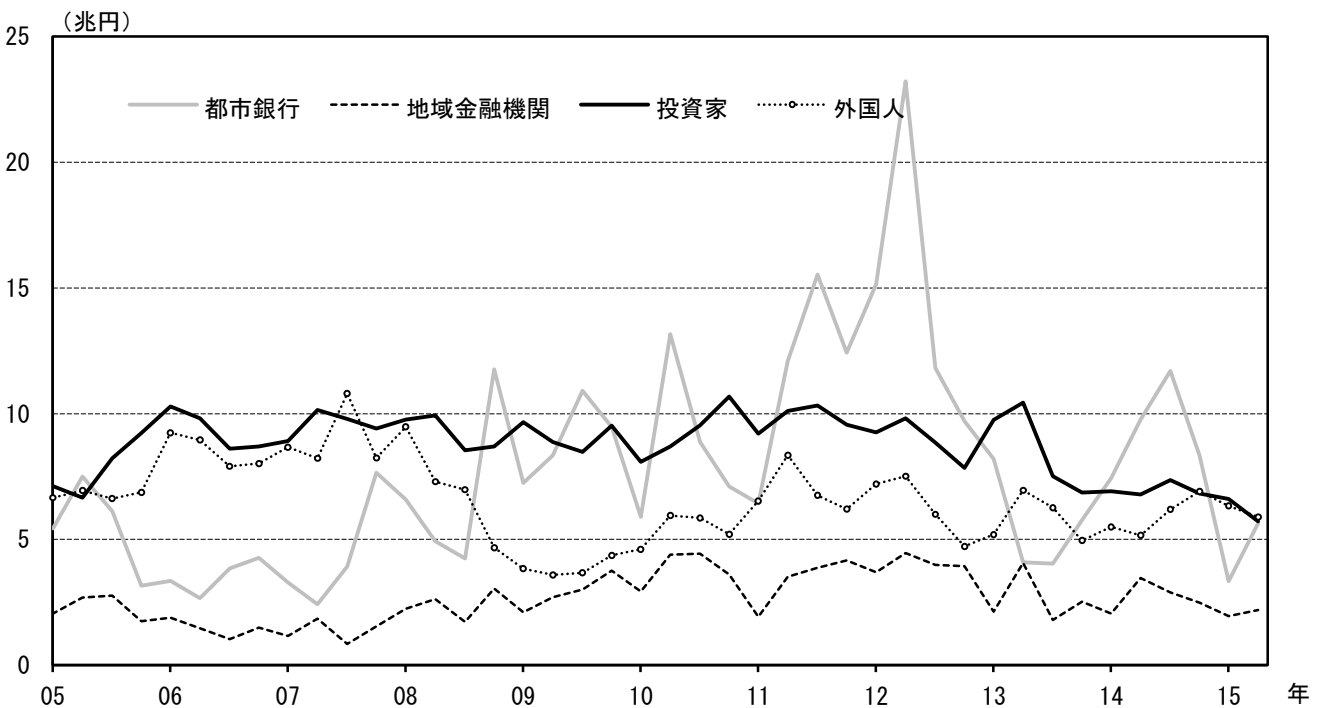
## 現物国債②：投資家等の売買動向（volume）

### （1）ディーラーの対顧客取引高（顧客の国債グロス買入れ額）



- （注） 1. 取引高は国庫短期証券等を除く。直近は、2015年4月。  
 2. 顧客は、「その他」（政府、日本銀行、ゆうちょ銀行、かんぽ生命等）を含まない。  
 （資料）日本証券業協会、財務省

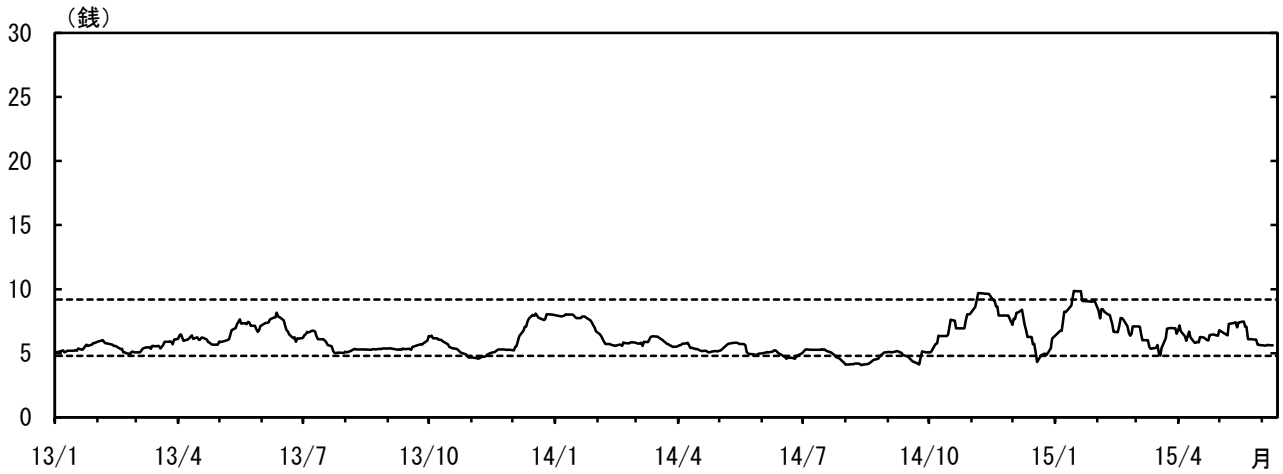
### （2）対顧客取引の内訳（顧客の国債グロス買入れ額、月当たり）



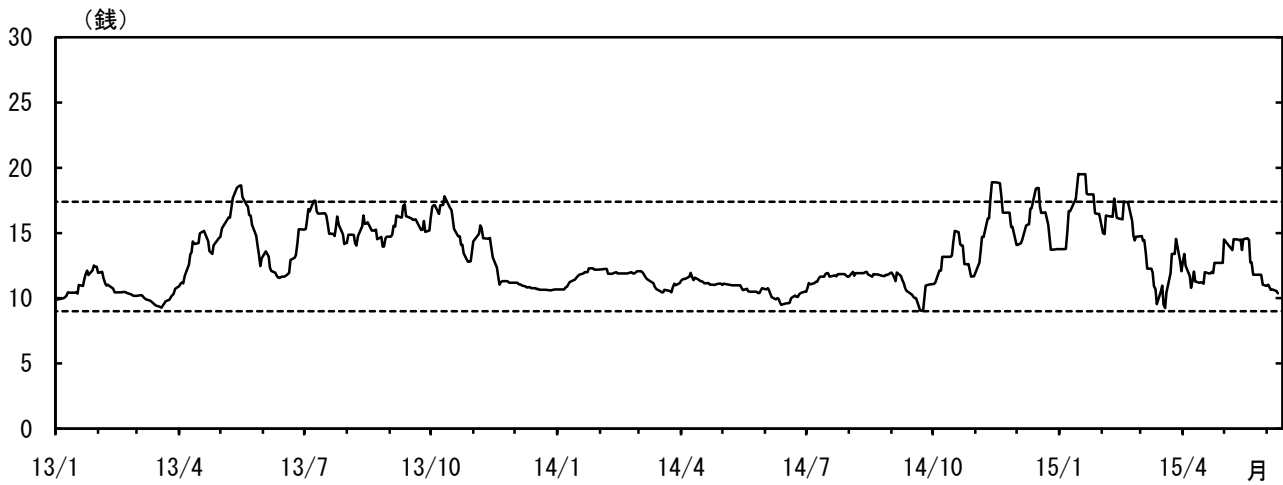
- （注）投資家は、生保・損保、信託銀行、農林系金融機関、投資信託、官公庁共済組合の合計。直近は2015年4月。  
 （資料）日本証券業協会

## 現物国債③：ビッド・アスク・スプレッド (tightness)

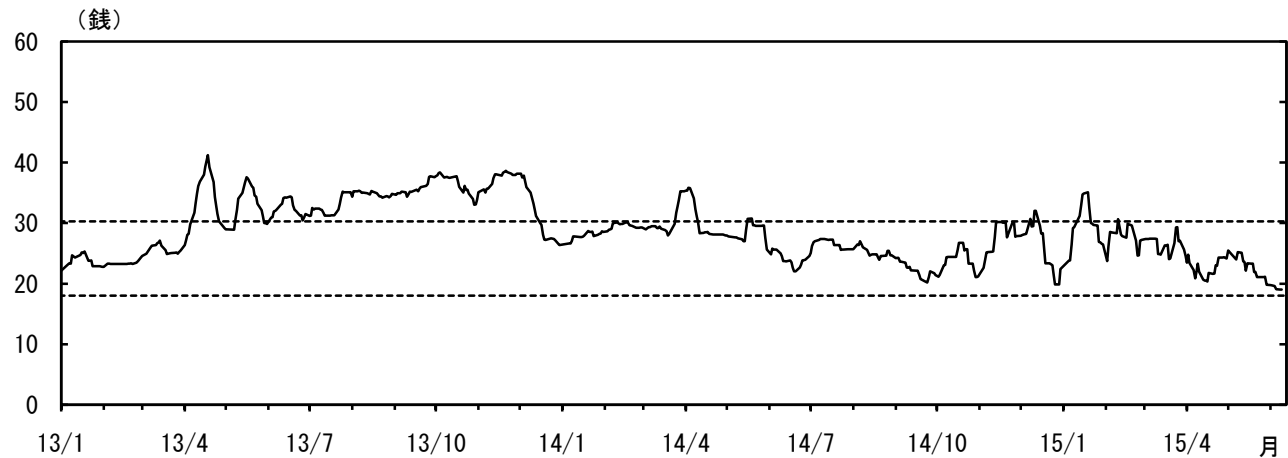
### (1) 5年



### (2) 10年



### (3) 20年



(注) 後方10日移動平均。点線は、2010/1～2013/3月における第1四分位と第3四分位を示す。

直近は6/9日。

(資料) トムソン・ロイター

### 3. 最近の市場動向と市場調節

## 当面の金融市場調節方針

(2014年10月31日 政策委員会・金融政策決定会合決定)

### 「量的・質的金融緩和」の拡大

#### 1. マネタリーベース増加額の拡大

マネタリーベースが、年間約80兆円（約10～20兆円追加）に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

#### 2. 資産買入れ額の拡大および長期国債買入れの平均残存年限の長期化

(1) 長期国債について、保有残高が年間約80兆円（約30兆円追加）に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間を7年～10年程度に延長する（最大3年程度延長）。

(2) ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円（3倍増）、年間約900億円（3倍増）に相当するペースで増加するよう買入れを行う。新たにJPX日経400に連動するETFを買入れの対象に加える<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> CP等、社債等については、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する（従来通り）。

## 日本銀行のバランスシートの現状と見通し

(単位：兆円)

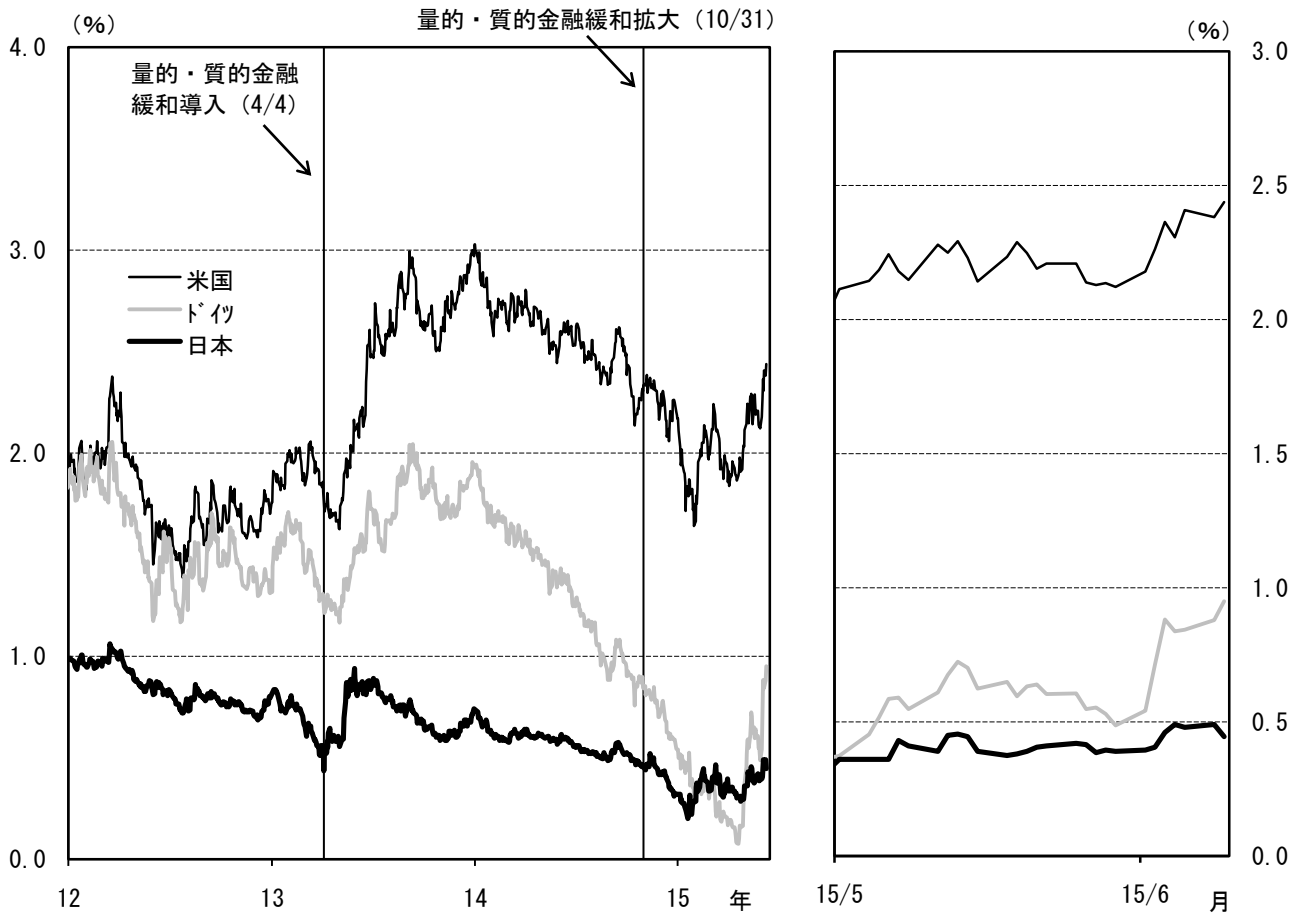
	13年3月末 (実績)	13年末 (実績)	14年末		15年5月末 (実績)	今後の年間 増加ペース (14年10月 31日公表)
			見通し (14年10月 31日公表)	実績		

マネタリーベース	146.0	201.8	275	275.9	307.4	+約80兆円
----------	-------	-------	-----	-------	-------	--------

(バランスシート項目の内訳)

長期国債	91.3	141.6	200	201.8	237.0	+約80兆円
CP等	1.2	2.2	2.2	2.2	2.3	残高維持
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	残高維持
ETF	1.5	2.5	3.8	3.8	5.1	+約3兆円
J-REIT	0.12	0.14	0.18	0.18	0.22	+約900億円
貸出支援基金	3.4	8.4	—	23.4	27.0	—
買入国庫短期証券	16.4	24.2	—	38.4	40.5	—
共通担保資金供給	21.7	18.1	—	8.0	7.5	—
その他とも資産計	164.8	224.2	297	300.2	343.1	—
銀行券	83.4	90.1	93	93.1	89.7	—
当座預金	58.1	107.1	177	178.1	213.0	—
その他とも負債・純資産計	164.8	224.2	297	300.2	343.1	—

# 日米独長期金利



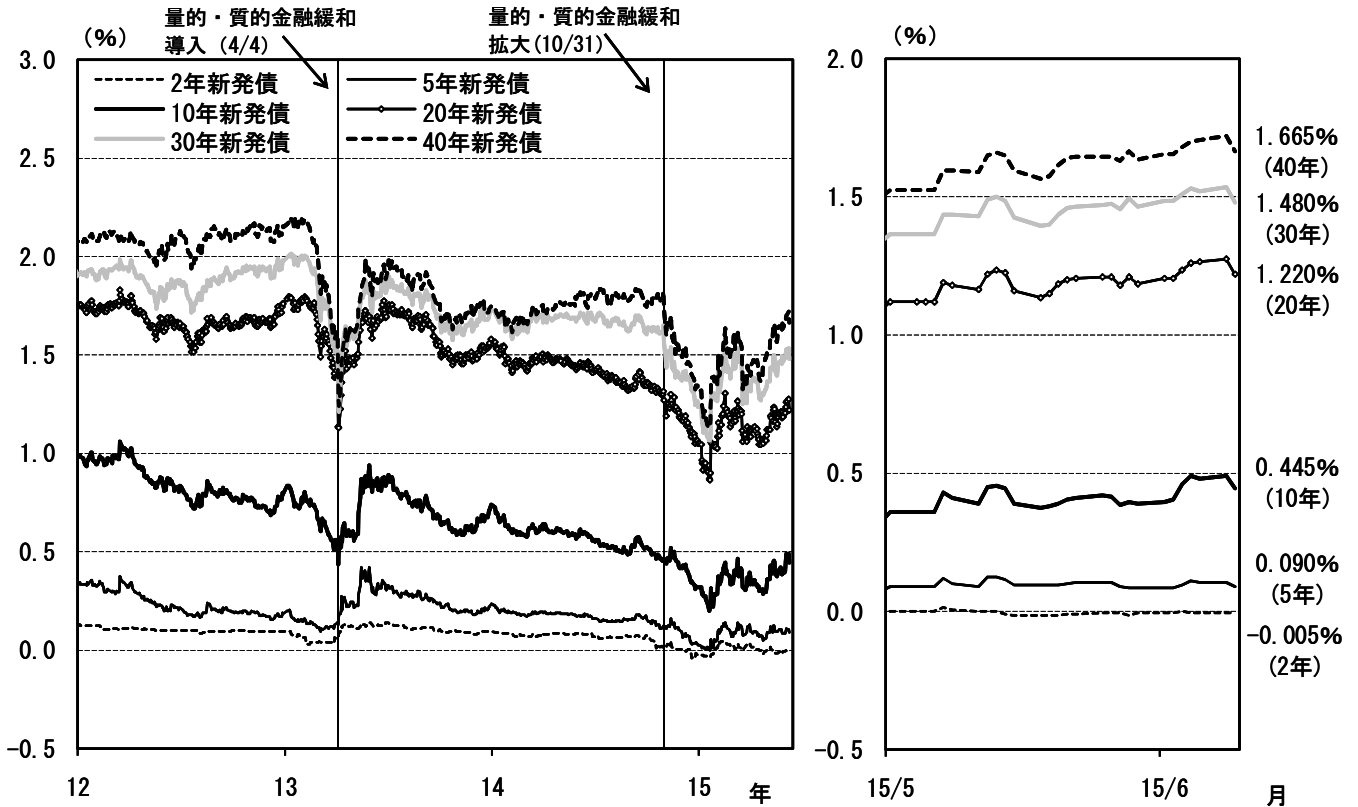
(注) 直近は6/9日。

(資料) 日本相互証券、Bloomberg



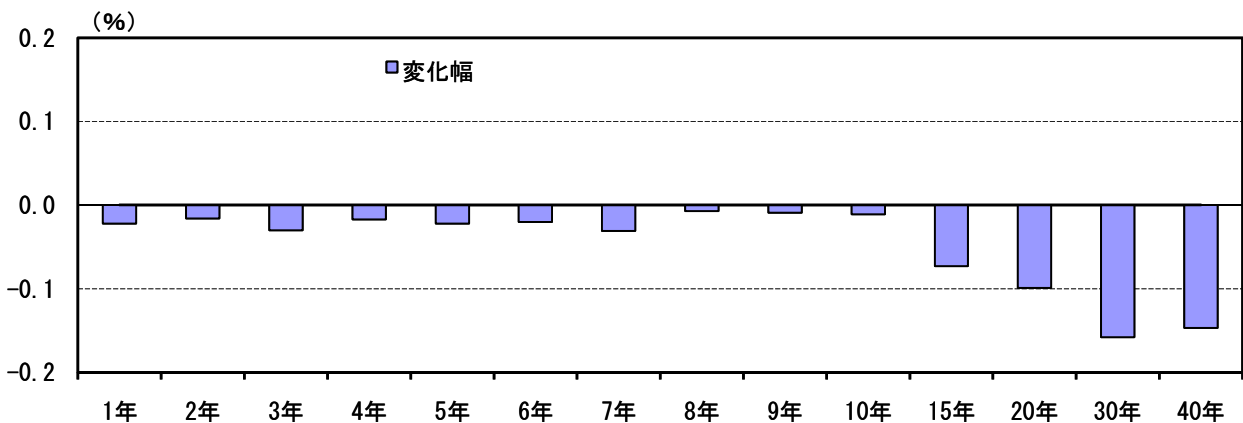
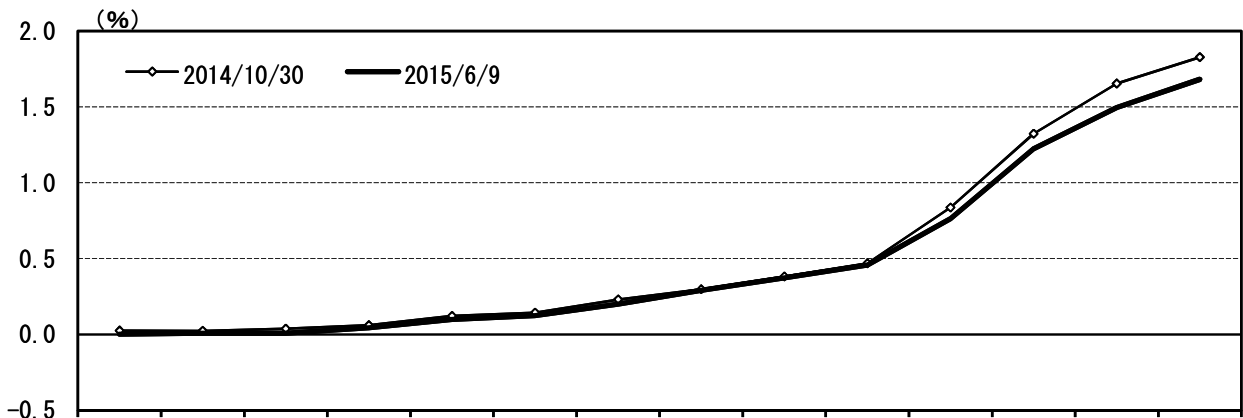
# 日本の長期金利

## (1) 年限別利回り



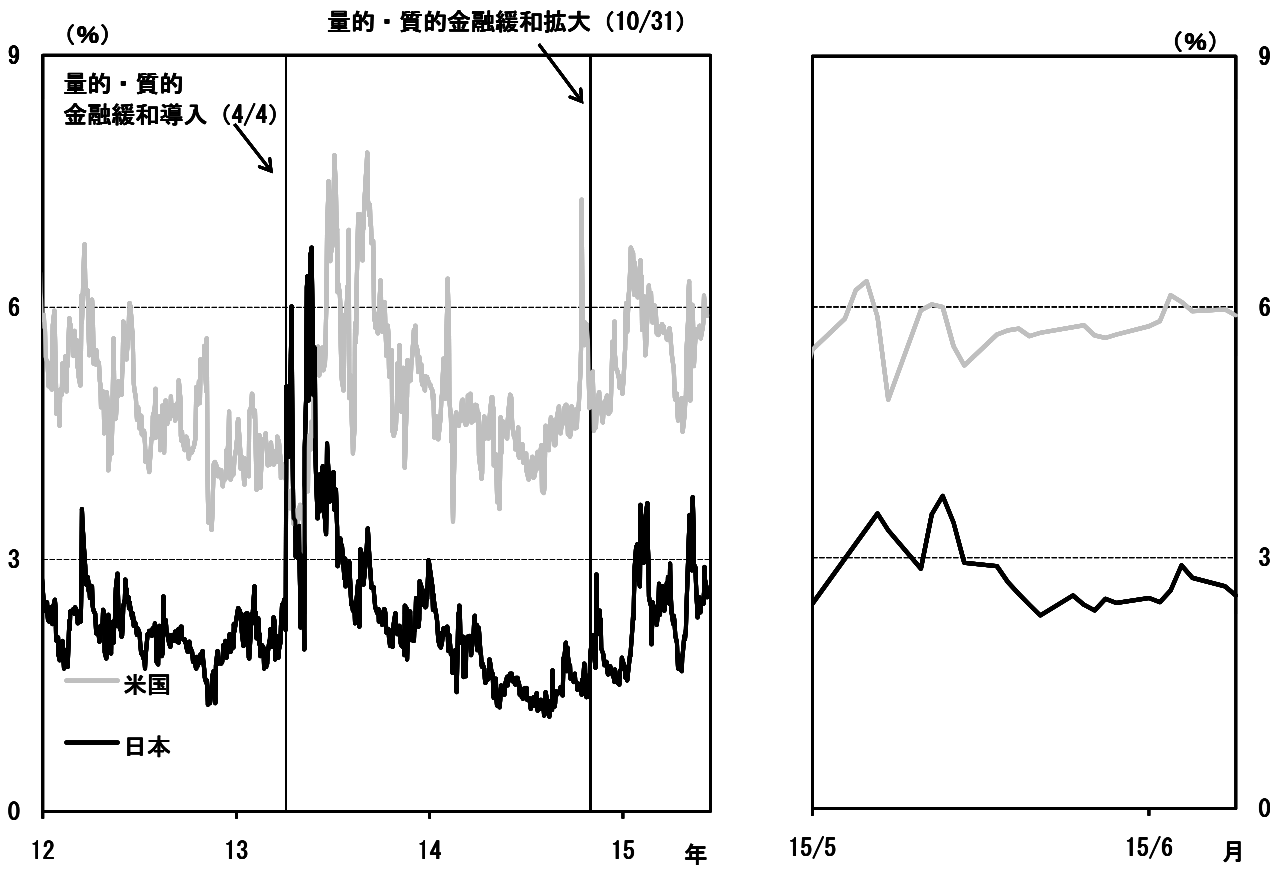
(注) 直近は6/9日。

## (2) イールド・カーブ



(資料) Bloomberg

## 国債市場のボラティリティ

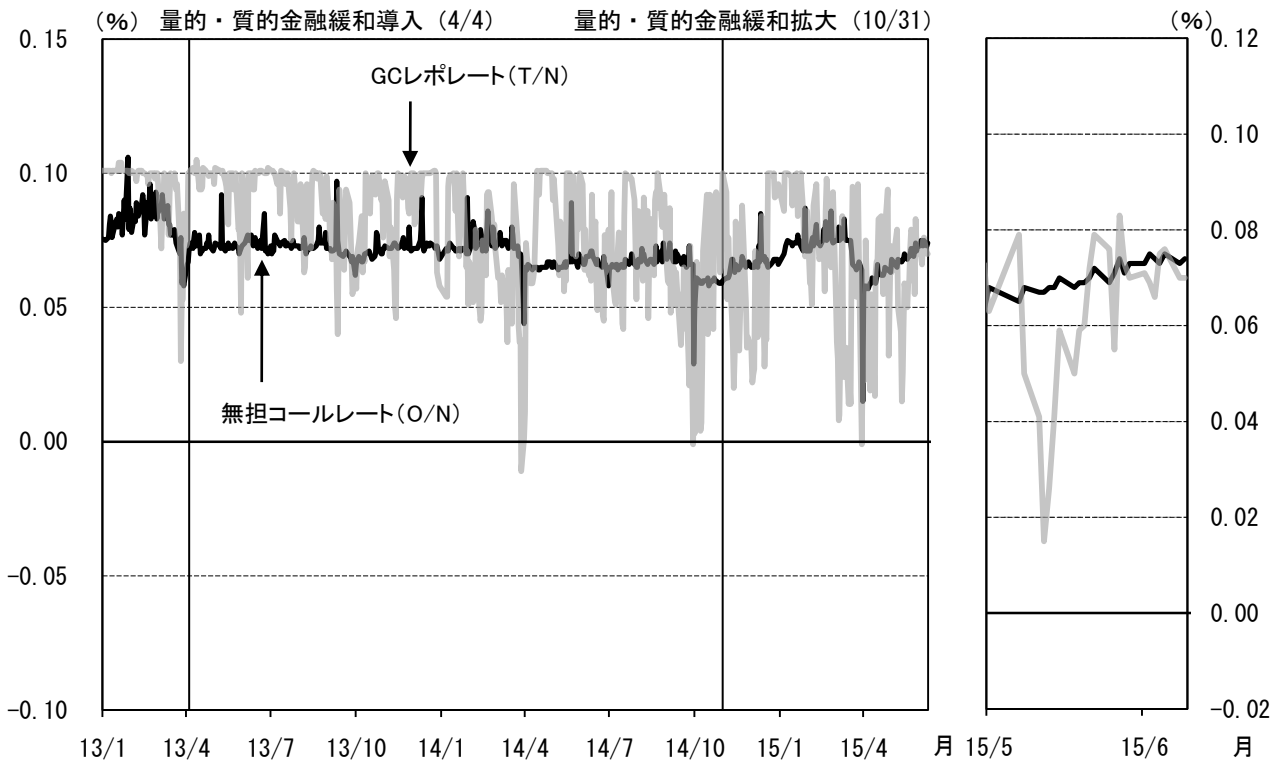


(注) 長国先物オプションのインプライド・ボラティリティ。直近は6/9日。

(資料) Bloomberg

# 短期金利

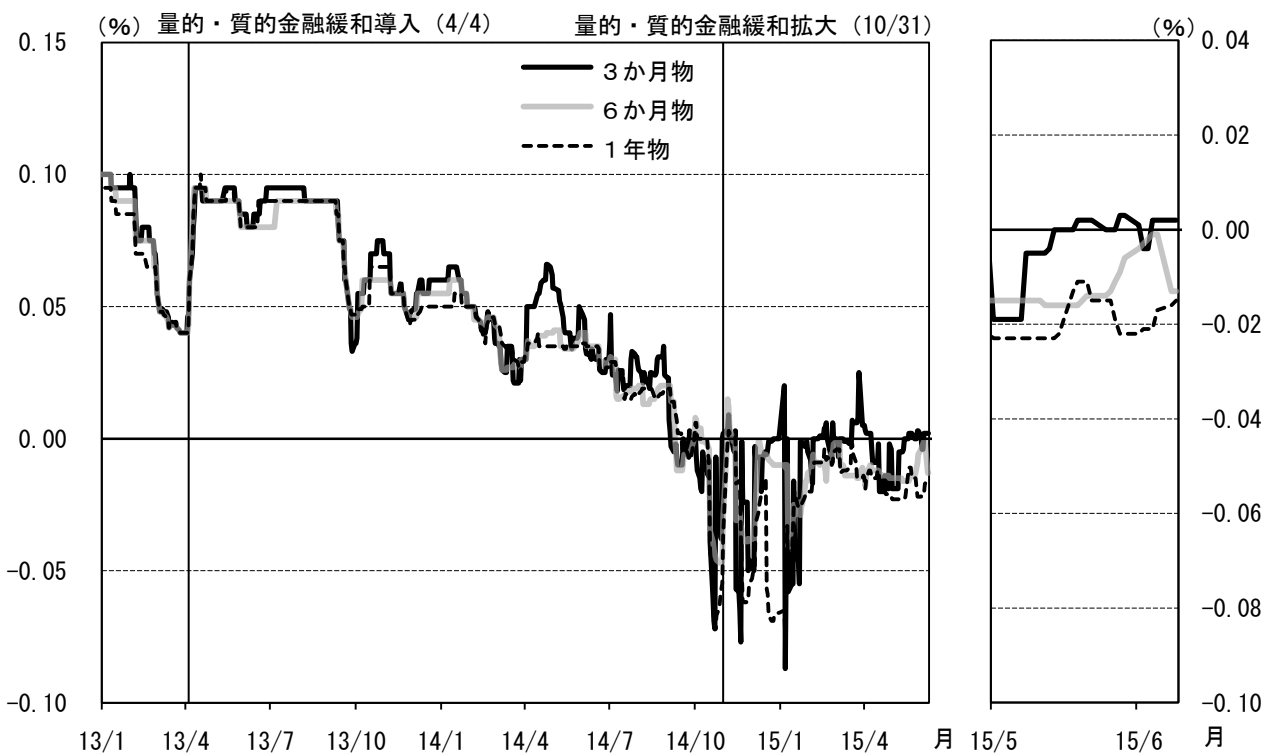
## (1) 短期金利



(注) GCLレポレートは、東京レポレート。直近は6/9日

(資料) 日本証券業協会、日本銀行

## (2) 国庫短期証券の利回り



(注) 直近は6/9日。

(資料) 日本相互証券

## 当面の長期国債買入れ方針

(2015年5月29日公表)

2015年5月29日  
日 本 銀 行  
金 融 市 場 局

### 当面の長期国債買入れの運営について

日本銀行は、長期国債買入れについて、当面、以下のとおり運営することとしました（2015年6月1日より適用）。

—— 次回公表は6月30日17時を予定。

#### 1. 買入金額

毎月8～12兆円程度を基本とする。ただし、政策効果の浸透を促すため、市場動向を踏まえて弾力的に運用する。

#### 2. 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、変動利付債、物価連動債）

#### 3. 国債種類・残存期間による区分別の買入金額

別紙のとおり

#### 4. 買入頻度

月8～10回（営業日）程度（必要に応じて回数を増やすことがある）

#### 5. 買入方式

コンベンショナル方式による入札

- ・利付国債（変動利付債、物価連動債を除く）：利回較差入札方式
- ・変動利付債、物価連動債：価格較差入札方式

以 上

(別紙)

<当面の月間買入予定>

(単位：億円)

		オファー回数	1回あたりオファー金額	合計
利付国債 (変動利付 債、物価連 動債を除 く)	残存期間：1年以下	2回程度	500～1,500程度	1,000～3,000 程度
	残存期間：1年超5年以下	6回程度	4,000～10,000程度	24,000～60,000 程度
	残存期間：5年超10年以下	6回程度	3,000～6,000程度	18,000～36,000 程度
	残存期間：10年超	5回程度	2,500～4,000程度	12,500～20,000 程度
変動利付債<偶数月>		隔月1回	1,400程度	1,400程度
物価連動債<奇数月>		隔月1回	200程度	200程度

(注1) 上記2つまたは3つの残存期間区分(変動利付債および物価連動債も各々1つの区分として数えます)を同時にオファーします。

(注2) 買入対象銘柄の残存期間が重複する利付国債の入札日(流動性供給入札を含む)には、原則オファーしません。また、物価連動債および変動利付債の買入は月の後半に行います。

(注3) 残存期間1年超5年以下および残存期間10年超については、残存期間の区分を細分化して同時にオファーすることがあります。

(注4) 2015年6月1日以降の最初のオファー金額は、残存期間1年以下700億円、残存期間1年超3年以下3,750億円、残存期間3年超5年以下4,000億円、残存期間5年超10年以下4,000億円、残存期間10年超25年以下2,400億円、残存期間25年超1,400億円、変動利付債1,400億円、物価連動債200億円とする予定です。

## 貸出支援基金の概要

	貸出増加支援資金供給	成長基盤強化支援資金供給
趣旨	・貸出増加に向けた取り組みの支援	・金融機関の成長基盤強化に向けた取り組みの支援
資金供給の枠	・無制限	・総額 12 兆円 <sup>(注1)</sup>
残高	・22.3 兆円	・6.0 兆円
資金供給の支援対象	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「残高算出期の貸出残高」から、「2012 年 10 月から 12 月までの四半期以降、残高算出期を除く各四半期における既往ピーク貸出残高」を除いた貸出増加額<sup>(注2)</sup></li> <li>— 上記貸出増加額の 2 倍の範囲内まで貸付を行うことが可。なお、各四半期中の貸付限度額の未使用枠は、次回以降に引き継がれない</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・予め提出を受けた「成長基盤強化に向けた取り組み方針」に則して行われた投融資</li> <li>— 貸出等がネットで増加している必要はない</li> </ul>
貸付期間 <sup>(注3)</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・4 年</li> <li>— 貸付先が希望する場合、1 年単位で期日前返済を行うことが可</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・(米ドル特則以外) 4 年</li> <li>— 貸付先が希望する場合、1 年単位で期日前返済を行うことが可</li> <li>・(米ドル特則) 1 年</li> <li>— 最長 4 年まで借り換え可</li> <li>・いずれの貸付も、貸付期間中に、見合いとなる投融資がなくなった場合は、期日前返済を求める</li> </ul>
適用金利	・年 0.1%	・年 0.1% <sup>(注4)</sup>
対象先 <sup>(注5)</sup>	・預金取扱金融機関	・預金取扱金融機関、証券会社等
資金供給の方式	・共通担保を担保とする貸付け	・共通担保を担保とする貸付け
新規資金供給の受付期限	・2016 年 3 月末までの貸出増加分が対象となる期限	・2016 年 3 月末までの新規貸出分が対象となる期限

(注1) 本則：10 兆円、ABL 特則：5 千億円、小口特則：5 千億円、米ドル特則：120 億米ドル（1 兆円相当）。

(注2) 新規貸付にかかる貸出増加額。

(注3) 新規貸付にかかる貸付期間。

(注4) 米ドル特則は、米ドル 6 か月物 LIBOR。

(注5) 日本銀行の当座預金取引の相手方ではない金融機関のうち、系統中央機関の会員である先については、各々の系統中央機関を通じて制度を利用することができる。

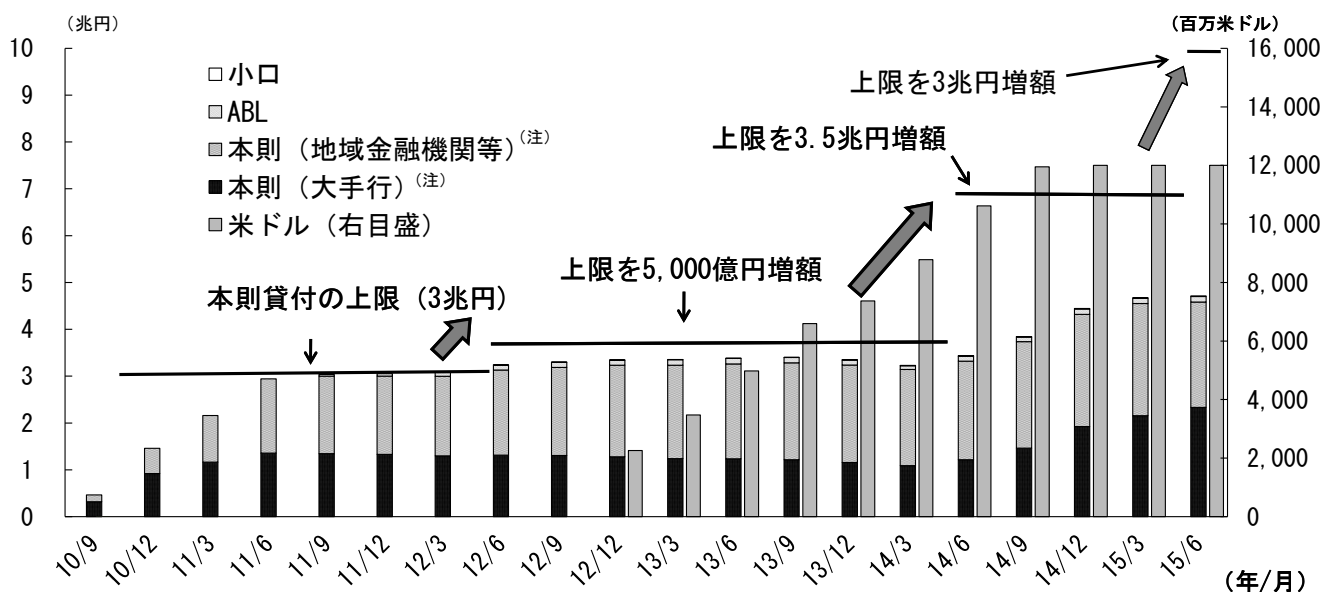
## 成長基盤強化支援資金供給の実績

### 1. 貸付実績（貸付先数、貸付額〈本則、ABL 等特則、小口特則は億円、米ドル特則は百万米ドル〉）

貸付期	本則		ABL 等特則		小口特則 <sup>(注)</sup>		米ドル特則	
	先数	貸付額	先数	貸付額	先数	貸付額	先数	貸付額
第1回	47	4,625	17	381	9	30	6	711
第2回	106	9,983	9	175	27	14.66	17	1,546
第3回	122	7,221	13	380	19	9.15	16	1,219
第4回	126	8,296	11	214	22	12.06	30	1,518
第5回	99	1,395	7	36	18	6.92	26	1,636
第6回	85	1,629	7	115	21	6.34	23	864
第7回	80	1,469	9	102	21	7.42	25	1,418
第8回	87	2,896	5	30	19	12.25	25	1,999
第9回	71	2,122	7	29	22	15.23	35	1,562
第10回	80	2,156	11	50	23	11.73	13	172
第11回	78	1,611	13	116	21	8.63	8	9
第12回	73	3,099	13	313	20	15.52	14	44
第13回	68	1,808	7	29	22	29.07		
第14回	71	2,237	10	186				
第15回	64	1,866	2	54				
第16回	71	4,172	3	85				
第17回	71	6,568						
第18回	79	11,530						
第19回	71	6,463						
第20回	67	6,685						

(注) 第2期より貸付額を億円単位から百万円単位に変更。

### 2. 貸付残高の推移



(注) 「大手行」は、みずほ、三菱東京UFJ、三井住友、りそな、埼玉りそな、三菱UFJ信託、みずほ信託、三井住友信託、新生、あおぞら。「地域金融機関等」は、地方銀行、第二地方銀行、信用金庫、系統上位金融機関、政府系金融機関、外国金融機関、証券会社等。以下、同様。

## 貸出増加支援資金供給の実績

### 1. 貸付実績（貸付先数、貸付額<億円>）

貸付期	先数	貸付額
2013年6月実施分	70	31,519
同9月実施分	26	8,812
同12月実施分	45	10,528
2014年3月実施分	54	34,653
同6月実施分	60	49,368
同9月実施分	32	25,865
同12月実施分	48	31,336
2015年3月実施分	40	44,000

### 2. 貸付残高の推移

