

2018年6月21日
日本銀行金融市場局

「債券市場参加者会合」第7回議事要旨

1. 開催要領

(日時) 銀行等グループ (23 先) 6月6日(水) 16時から
証券等グループ (24 先) 6月6日(水) 17時45分から
バイサイドグループ (22 先) 6月7日(木) 17時45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

(本行出席者) 金融市場局長、金融市場局市場調節課長、同市場企画課長、
同総務課企画役

2. 本行からの説明等

- 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。

最近の債券市場についての見方と今後の注目点

- 本年入り後、海外金利や内外株価は大きく動いたが、イールドカーブ・コントロールが強力に機能するも、円債金利は安定的に推移している。
- 特に、4月以降は、日本銀行による国債買入のストック効果に加え、財務省による国債発行が減額されたことから、金利が一層上がりにくい地合いになっている。
- 為替ヘッジコストの上昇を受けて外債での運用も難しくなっていることから、引き続き円債への投資ニーズは強く、金利の上昇余地は限られている。
- 円債市場では、ボラティリティが低い状況が長く続いている。投資家からみれば売買を行いやすい面があるが、証券会社にとっては、収益機会に乏しく厳しい環境であると感じる。
- 先行きについては、現行政策が継続している間はファンダメンタルズや海

外の動きが円債市場に与える影響は限定的であるため、政策変更の有無やそのタイミングなど、金融政策に関連した動きに専ら注目が集まっている。

債券市場の機能度・流動性についての見方

- 前回会合以降、円債市場の機能度・流動性の状況に大きな変化はみられない。低金利・低ボラティリティ環境が長く続くもとで、国内のファンダメンタルズや海外市場の動きへの感応度が低下するなど、価格発見機能が失われている。
- イールドカーブ・コントロールは意図的に価格発見機能を低下させる政策と理解しているが、将来の「出口」局面で混乱を避ける観点からは、価格発見機能のある程度維持しておくべきではないか。
- カレント銘柄については取引に大きな支障は感じない一方、オフ・ザ・ラン銘柄については需給が逼迫しており、希望した銘柄を意図したロットで取引することが一段と難しくなっている。
- ビッド・アスク・スプレッドがタイト化しているように見えるが、ボラティリティの低下や取引量減少を受けた証券会社間の競争激化を反映したものであり、流動性の改善とは受け止めていない。
- 多様な見方をする市場参加者が存在するという意味での市場の厚みは、大きく損なわれている。実際、大口取引などでレート形成に歪みが発生した場合、それが解消されるまで時間がかかるようになっていると感じる。
- 現在のような市場環境では、市場参加者は日本銀行のオペだけみていれば十分で、以前のようにファンダメンタルズや適正なイールドカーブの形状を検討する必要性を感じない。それもあって、各社とも円債の部署に人材を投入しなくなっている。
- 円債ビジネスの期待リターンが低下していることから、投資家のポートフォリオが縮小しているほか、証券会社を中心に市場参加者が減少し始めている。先行きにわたって収益環境が改善する見通しを持たず、若い人材の採用や育成にコストをかけ難い環境となっている。
- こうした状況が続けば、マーケットメイクに関するスキルや人材の厚みが失われ、将来金利が大きく変動する局面が到来した際、投資家のニーズに対応できず、市場が混乱に陥るのではないかと懸念している。
- 業者間取引等もカバーした国債市場の流動性指標については、市場参加者の肌感覚とも近く、データを詳細にみることで実際の市場で起きていることを捕捉できるようになってきたように感じる。

市場調節運営等

- 市場調節運営については、市場の動きや需給をよくみて行われているほか、市場参加者とのコミュニケーションも丁寧に行われていると評価している。
- ただし、国債買入について、増額・減額の判断基準をもう少し分かりやすく示してほしい。
- 短期国債は、担保需要などを背景に需給が逼迫した状況が続いているため、買入額を減額してはどうか。
- 将来の「出口」を念頭に置くと、市場参加者のノウハウが失われるような事態は避けるべきだと思う。そうした観点からも、金利がある程度動くような柔軟な調節運営を行ってほしい。
- 個別銘柄の需給逼迫を回避するため、国債補完供給の上限期間利回りや最長連続利用日数などを見直して、一層使いやすくすることを検討してはどうか。

国債決済期間短縮化後の状況

- 国債決済期間の短縮化実施から約1か月経過したが、市場参加者が入念に準備を行ってきたこともあり、これまでのところ特段の混乱なく取引が行われている。
- レポについて、バック事務の負担が幾分増していることから、現時点では午前中に取引を終える運用としている。後場での取引は、今後、流動性等の状況をみながら検討していきたい。
- GC レポでは、現状、銘柄先決め方式と今回新たに導入された後決め方式との間にレート差があり、両者のスプレッドに着目した裁定取引もみられている。
- 銘柄後決め方式のGC レポについては、一部の市場参加者はまだ対応していないものの、当初想定されていたよりも活発に取引が行われており、今後一段と普及していくことを期待している。
- SC レポについて、国債決済期間短縮化後、決済日前日の午後にかけて債券の出し手が幾分不足しているように感じている。その結果、午前から債券の調達を行う先が増えている。

以 上

資 料

2018 年 6 月 6、7 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、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】 67 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）

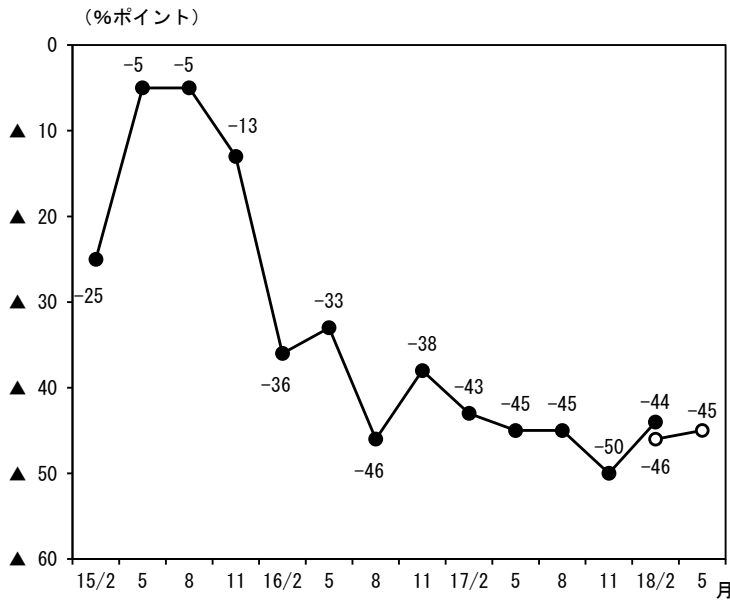
【公表時期】 原則として調査月翌月の第1営業日（※）

【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。

債券市場の機能度判断 DI

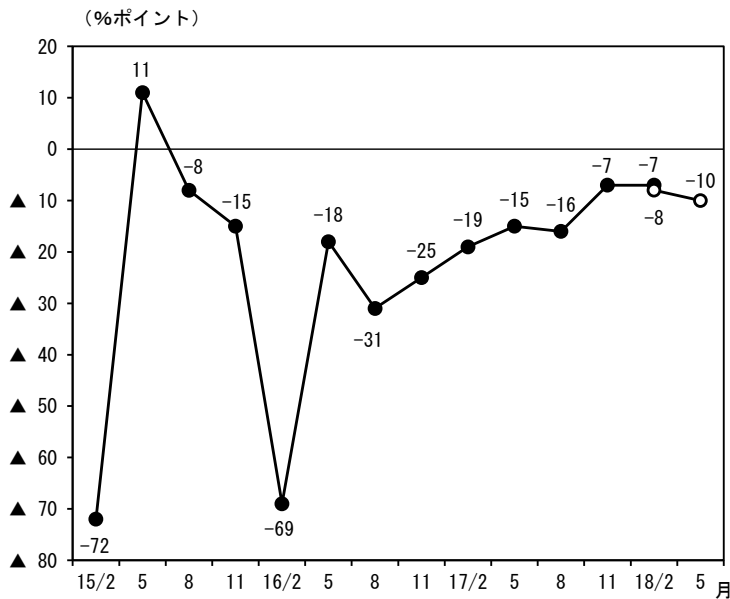
▽機能度判断 DI (現状)



(%、%ポイント)

「現 状」		
機能度判断	18/2 月	5 月
「高い」 - 「低い」	▲46	▲45
構 成 比	高い	0
	さほど 高くない	54
	低い	46
	5月	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	18/2 月	5 月
「改善した」 - 「低下した」	▲8	▲10
構 成 比	改善した	4
	さほど 改善して いない	84
	低下した	12
	5月	10

(注1) 直近2回の回答期間は以下のとおり。

18/2月：2月5日～13日

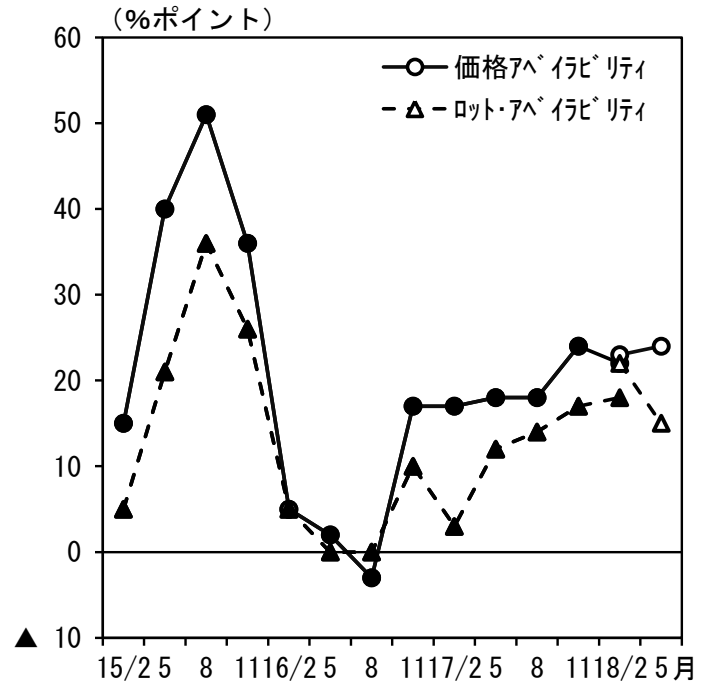
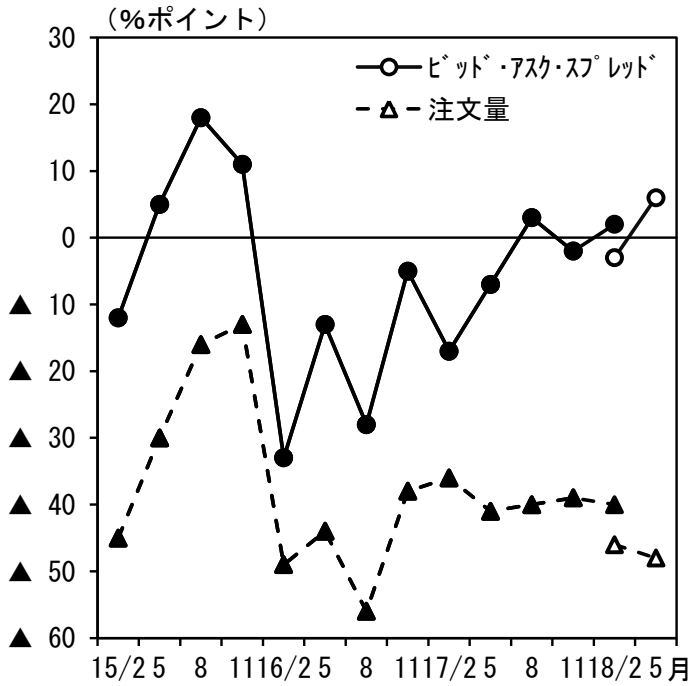
5月：5月9日～16日

(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従来系列、白マーカーは、大手機関投資家を対象に追加した新系列。（以降同様）

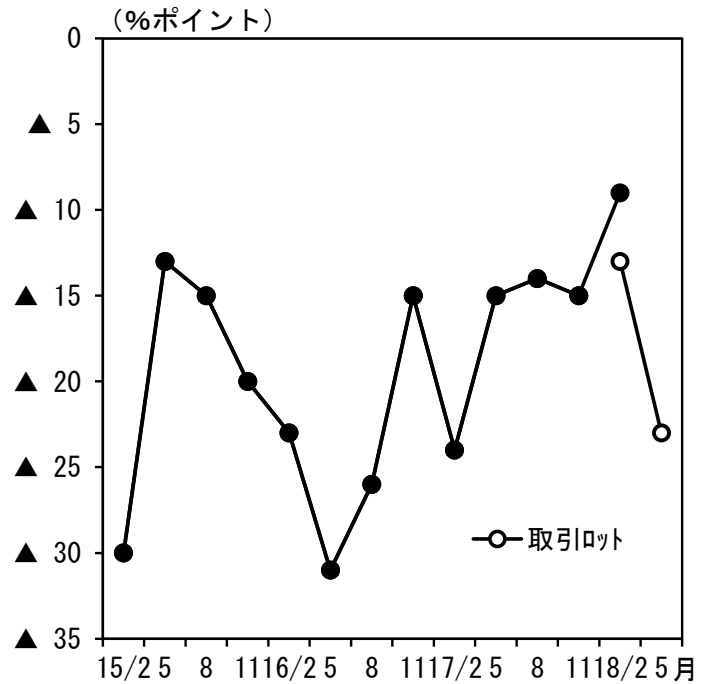
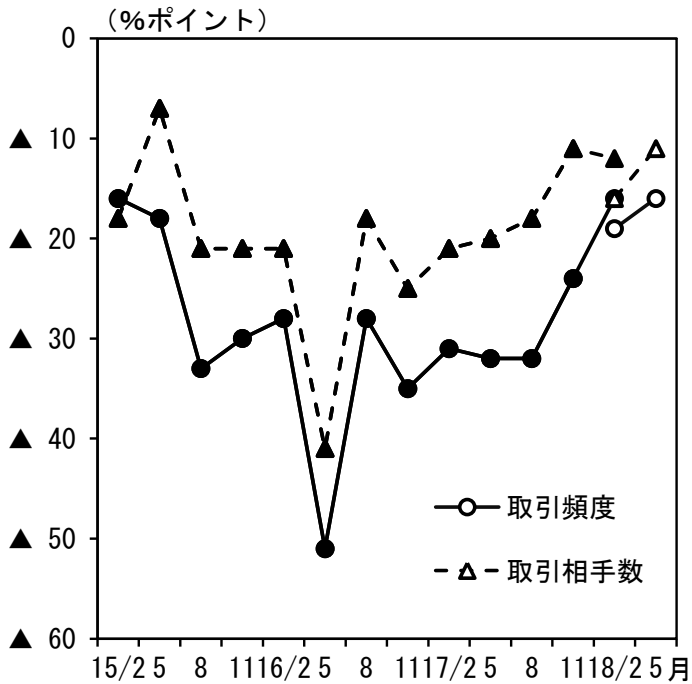
その他の判断DI（機能度・流動性に関する各論）

▽「現状」に関する調査項目



(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」
 価格アベイビリティ、ロットアベイビリティ：「できている」—「できていない」

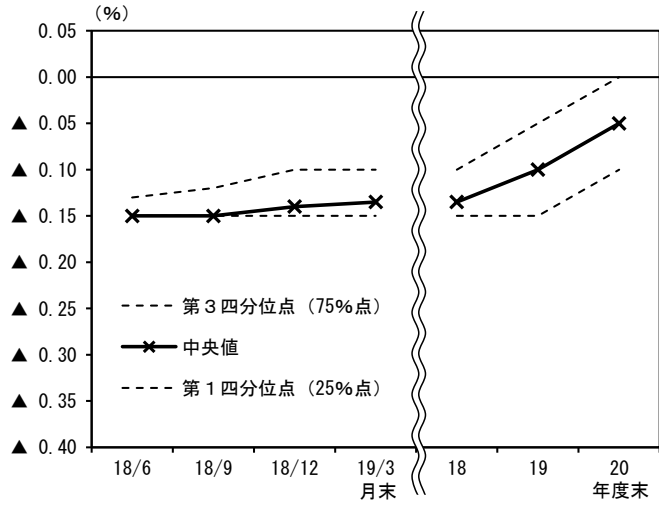
▽「3か月前と比べた変化」に関する調査項目



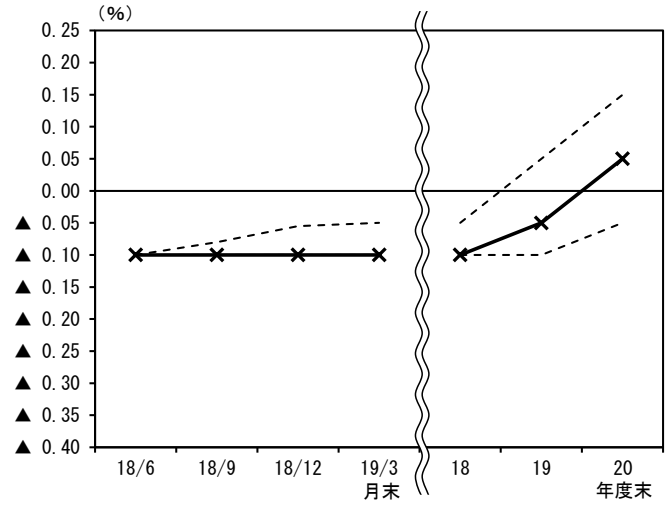
(注) 取引頻度、取引相手数、取引ロット：「増加した」—「減少した」

長期金利の先行き見通し（5月調査）

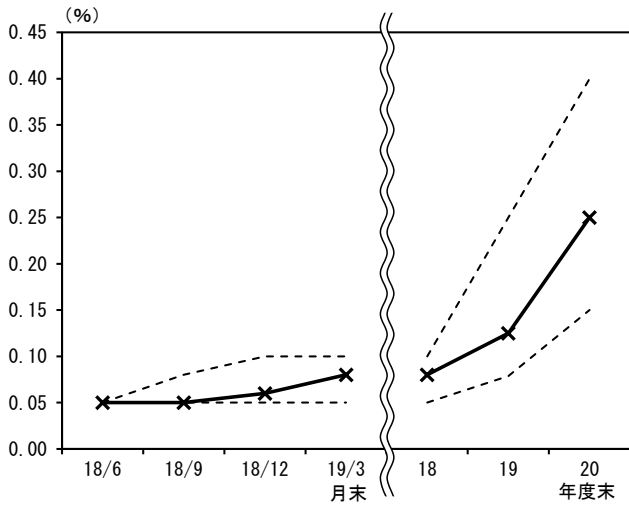
新発2年債



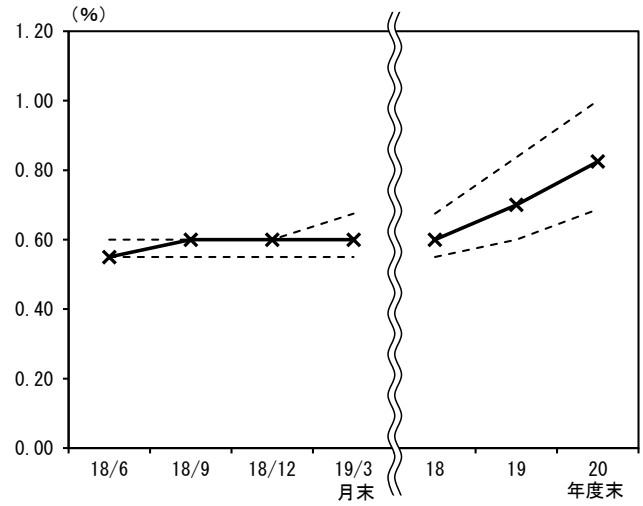
新発5年債



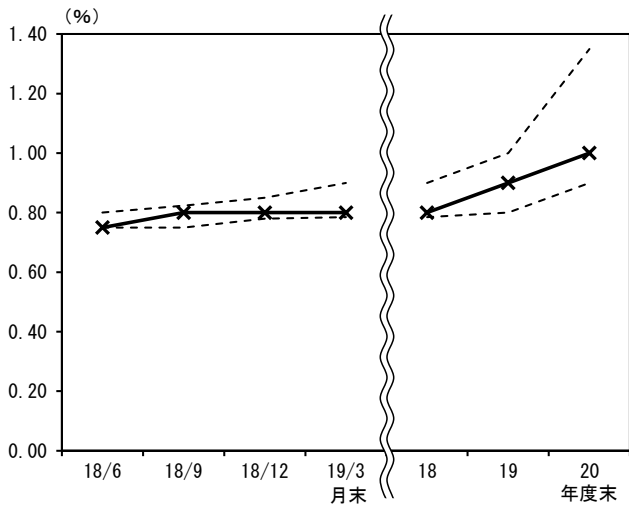
新発10年債



新発20年債

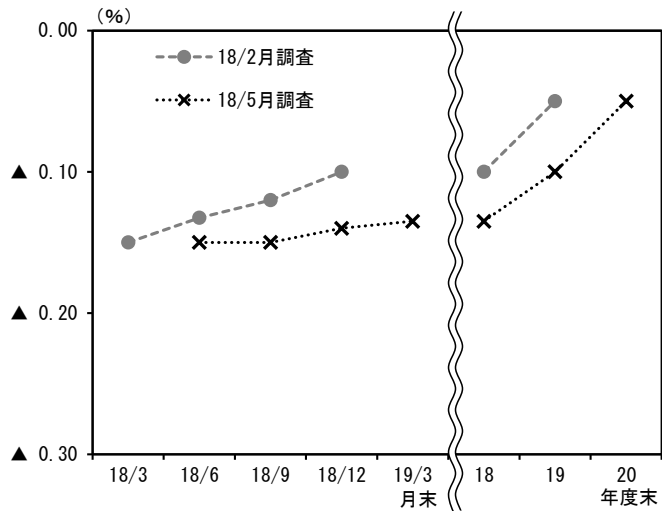


新発30年債

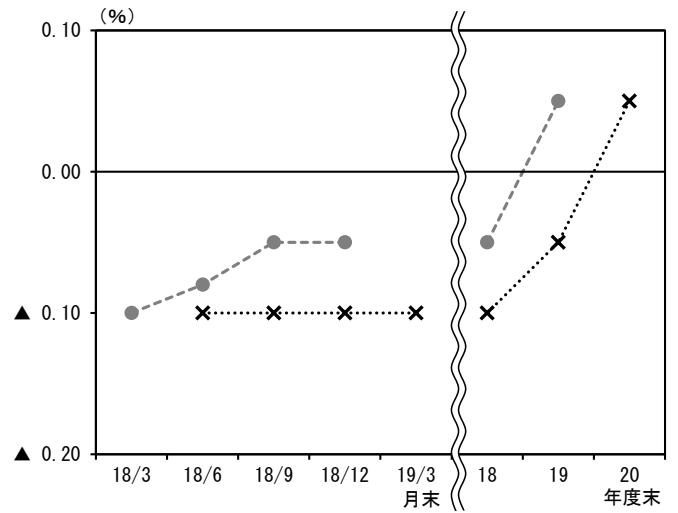


長期金利の先行き見通し（中央値）

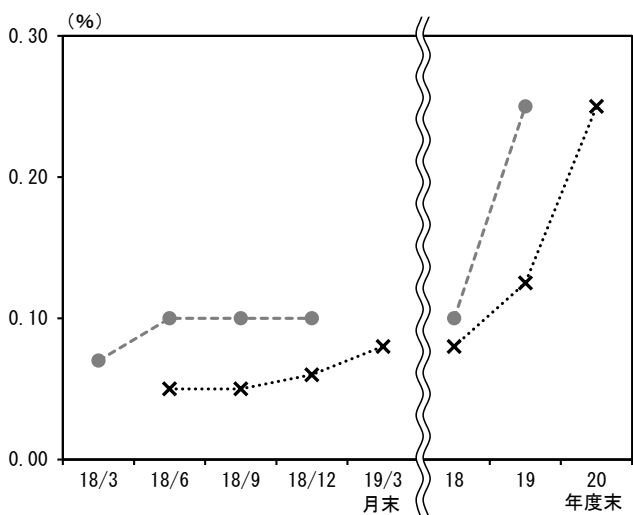
新発2年債



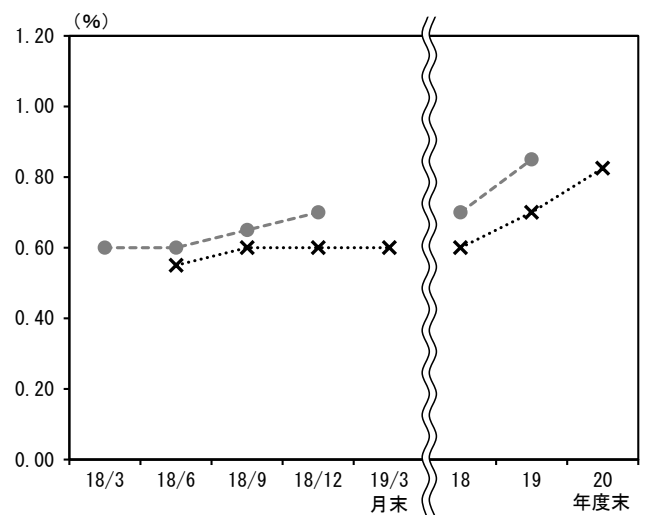
新発5年債



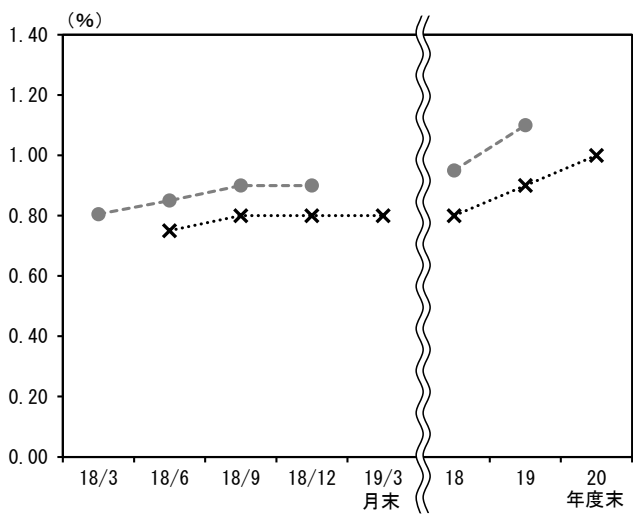
新発10年債



新発20年債

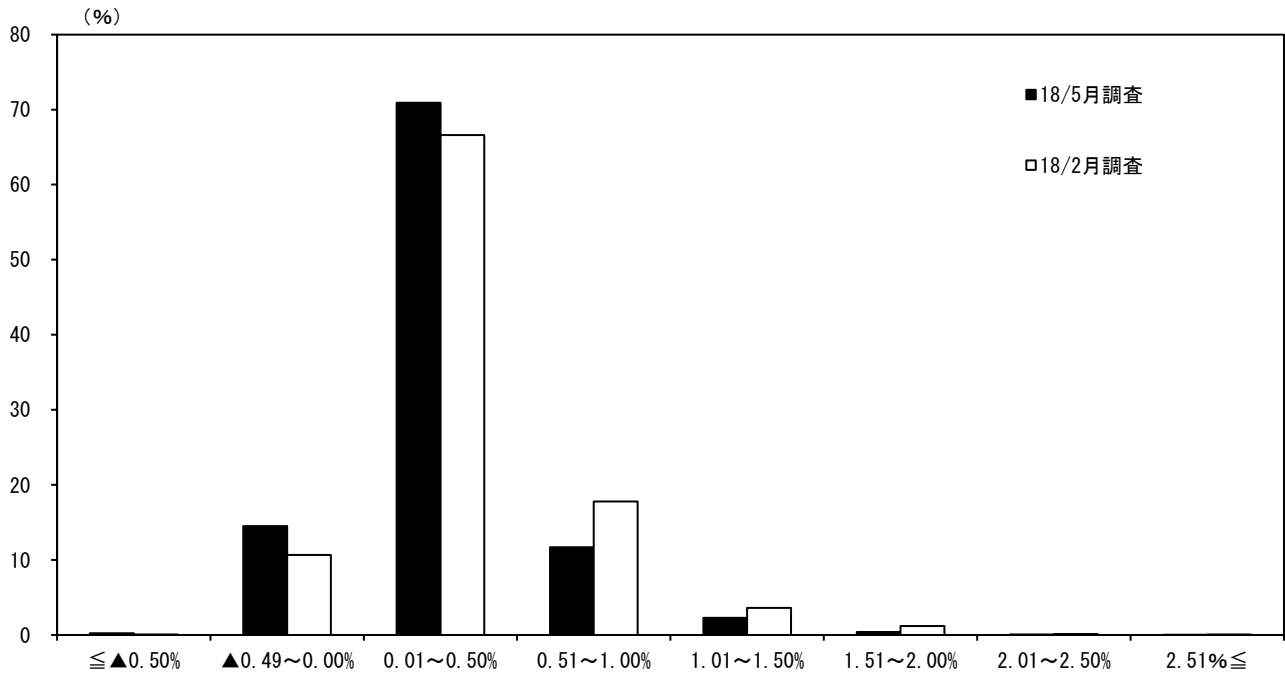


新発30年債

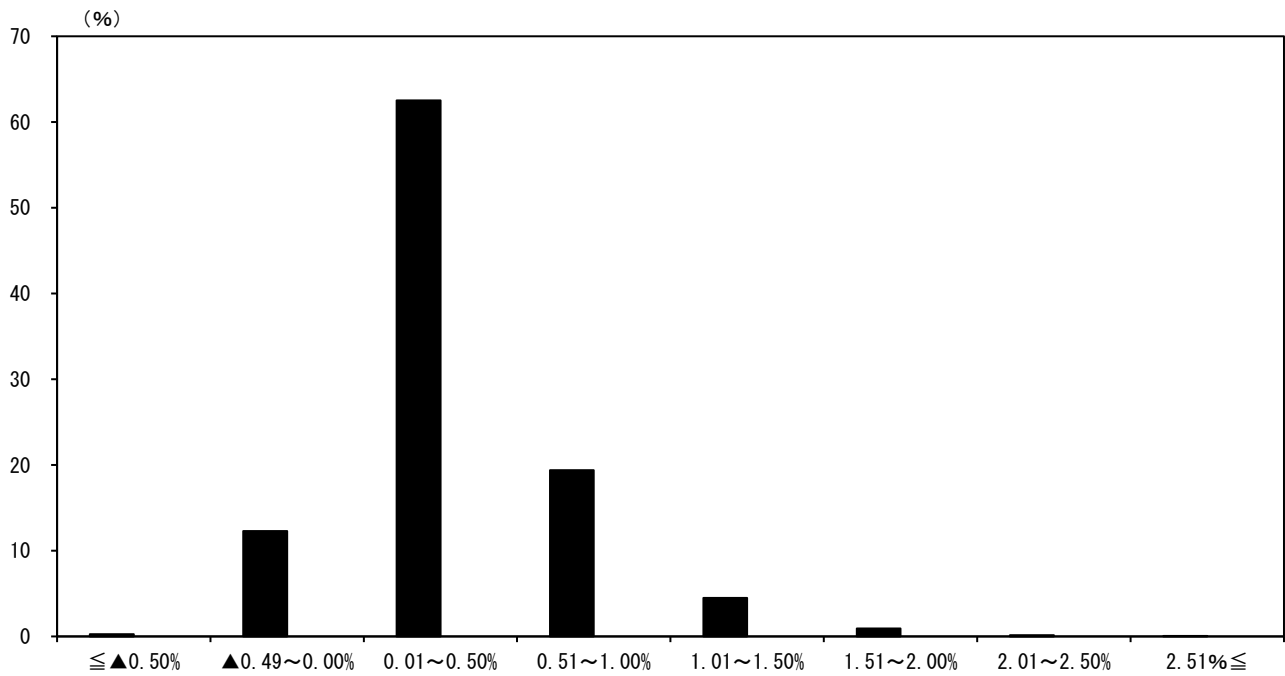


新発 10 年債利回りの確率分布

▽2019 年度末



▽2020 年度末



2. 国債市場の流動性指標

国債市場の流動性モニタリング

「市場流動性」の定義は、必ずしも一様ではない¹。

- 一般に、流動性の高い状況とは、「その時々で観察される『市場価格』に近い価格で、市場参加者が売買したい量を、速やかに売買できる」とか、「個々の市場参加者による売買が、市場価格に大きな影響を及ぼさない」などといった状況が想定。
- また、価格変動が大きい（小さい）からといって、それが常に流動性の低下（向上）を表しているとも限らない。

このため、流動性の状況は、多面的な観点から点検することが重要。

	「国債市場の流動性指標」	「債券市場サーベイ」
主な内容	個別の取引データ等を活用して日本銀行が算出した指標	市場参加者からみた債券市場の機能度や金利見通し
対象市場	長国先物市場、現物市場、SCレポ市場	現物市場
公表時期	四半期毎（3、6、9、12月）	四半期毎（3、6、9、12月） <調査月は2、5、8、11月>

その際には、次の留意点も意識しながら、やや長い目で見た傾向の変化や、非連続な変化の有無などを確認。

- 「客観的な指標」は、基本的に、実現した取引等のみが対象であること。
- 「主観的な見方」は、ビジネスモデルの違いなども反映し得ること。
- 流動性や市場機能への中長期的な（不可逆的な、または取り戻し難い）影響の見極めが重要であること。

¹ 市場流動性の定義と測定を巡る問題は、黒崎・熊野・岡部・長野「国債市場の流動性：取引データによる検証」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No.15-J-2、2015年3月も参照。

現物市場の流動性をより詳細に把握する試み

- 3月19日 調査論文「現物国債市場の流動性：高粒度データによる検証」（金融市場局 崎山登志之、小林俊）を公表
- 3月29日 拡充版「国債市場の流動性指標」を公表

<これまで公表してきた「国債市場の流動性指標」>

	長国先物市場	現物国債市場	
		対顧客取引	ディーラー間取引
取引高 (volume)	◎ (出来高)	△ (取引高)	○ (取引高)
値幅の狭さ (tightness)	◎ (ビット・アスク・スプレッド)	○ (ビット・アスク・スプレッド)	
市場の厚み (depth)	◎ (ベスト・アスク枚数)	△ (提示レート間 スプレッド)	
市場の弾力性 (resiliency)	◎ (価格インパクト)		

<日本相互証券のデータを基に新たに構築した流動性指標>

	現物国債市場
	ディーラー間取引
取引高 (volume)	◎ (取引高)
値幅の狭さ (tightness)	◎ (ビット・アスク・スプレッド)
	◎ (ビット・アスク・スプレッド提示時間※)
市場の厚み (depth)	◎ (ベスト・ビットやベスト・アスク注文量)
	◎ (ビットやアスク提示時間に 応じた銘柄数の構成比※)
市場の弾力性 (resiliency)	◎ (価格インパクト)

(注) 1. ◎：詳細な高粒度データにより計測、○：日次データにより計測、△：月次データにより計測。

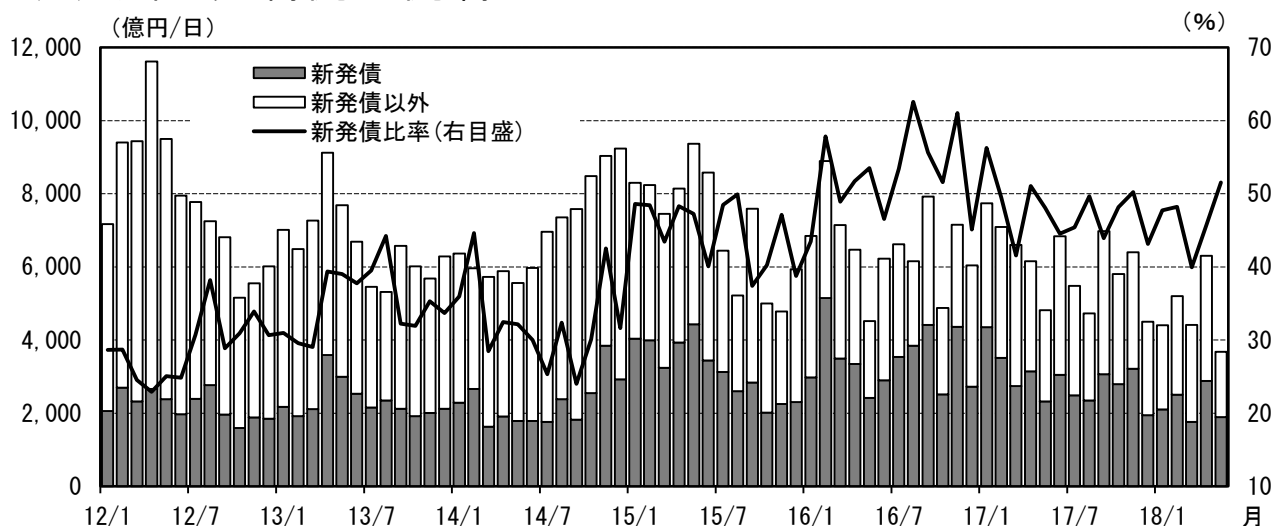
2. ※は新たな視点から構築した指標。

次頁以降、新たな指標は図表名にアンダーラインで示している。

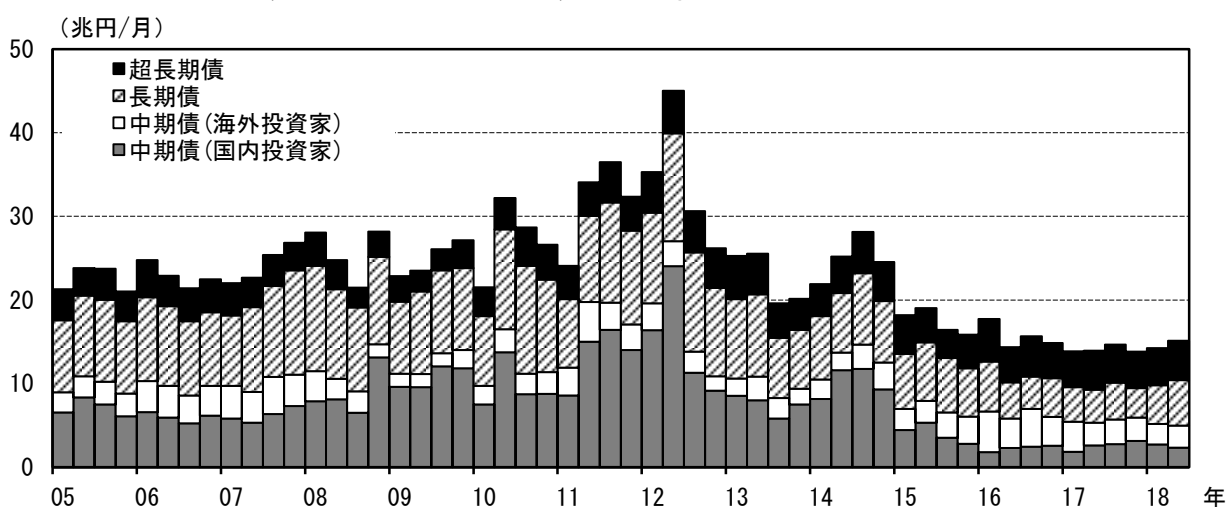
(図表 1)

取引高 (volume)

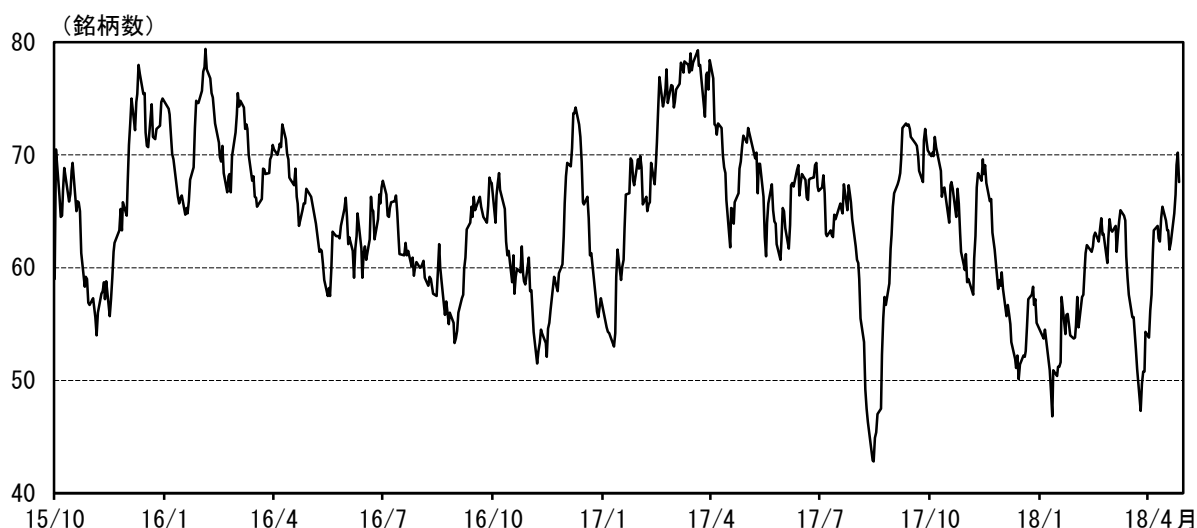
(1) ディーラー間取引の取引高



(2) ディーラー対顧客取引の取引高 (顧客の国債グロス買入れ額)



(3) ディーラー間取引の取引銘柄数



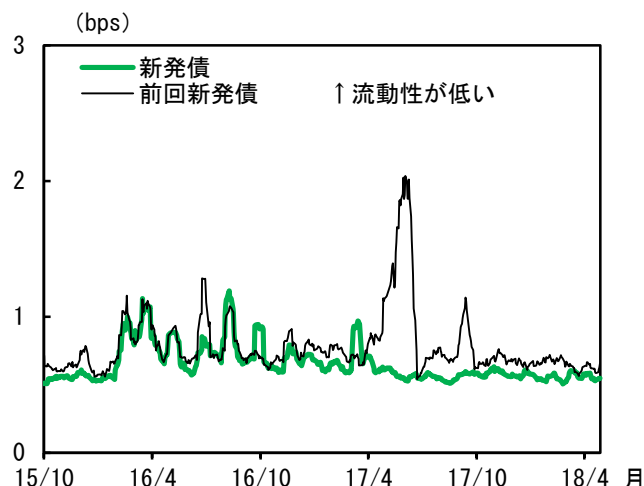
(注) 1. (1)は、2、5、10、20、30、40年債の1日あたり取引高の合計(日本相互証券)。直近は5月。
2. (2)の取引高は、国庫短期証券等を除く。顧客は、都市銀行、地域金融機関、投資家(生保・損保、信託銀行、農林系金融機関、投資信託、官公庁共済組合)、外国人の合計であり、その他の主体(政府、日本銀行、ゆうちょ銀行、かんぽ生命、事業法人、その他金融機関等)を含まない。直近は4月。
3. (3)は後方10日移動平均。直近は4月末。
(出所) QUICK、日本相互証券、日本証券業協会

ビッド・アスク・スプレッド (tightness)

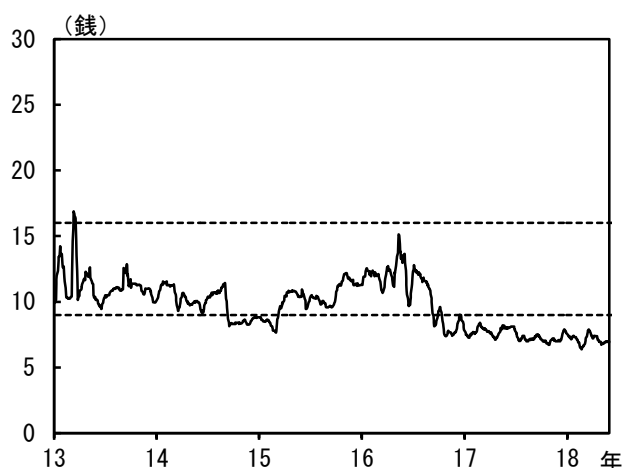
(1) デイラー対顧客取引 (5年債)



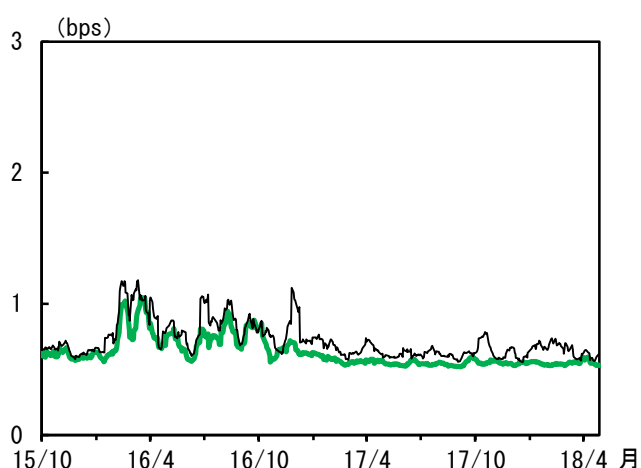
ディーラー間取引 (5年債)



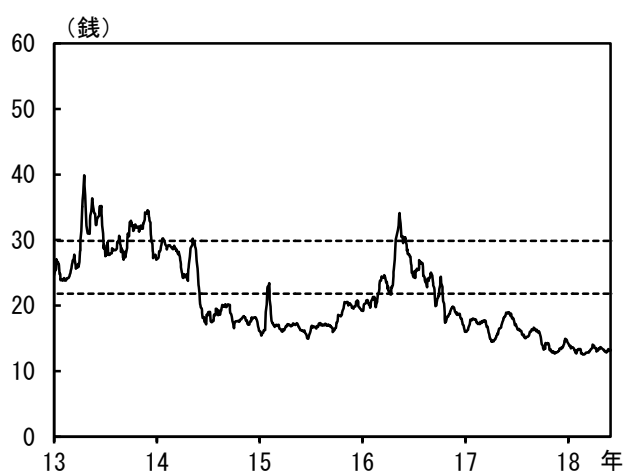
(2) 同 (10年債)



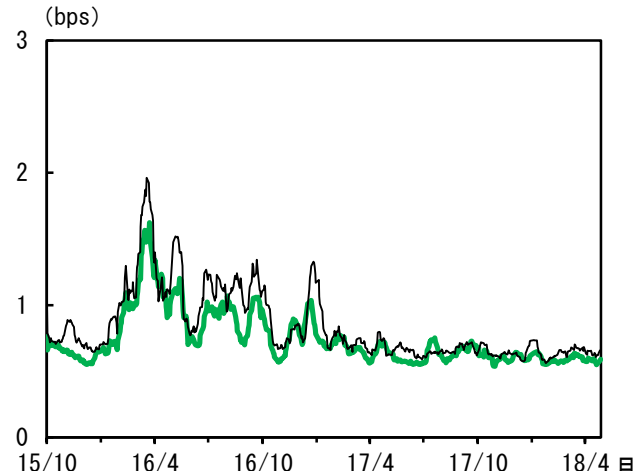
同 (10年債)



(3) 同 (20年債)



同 (20年債)

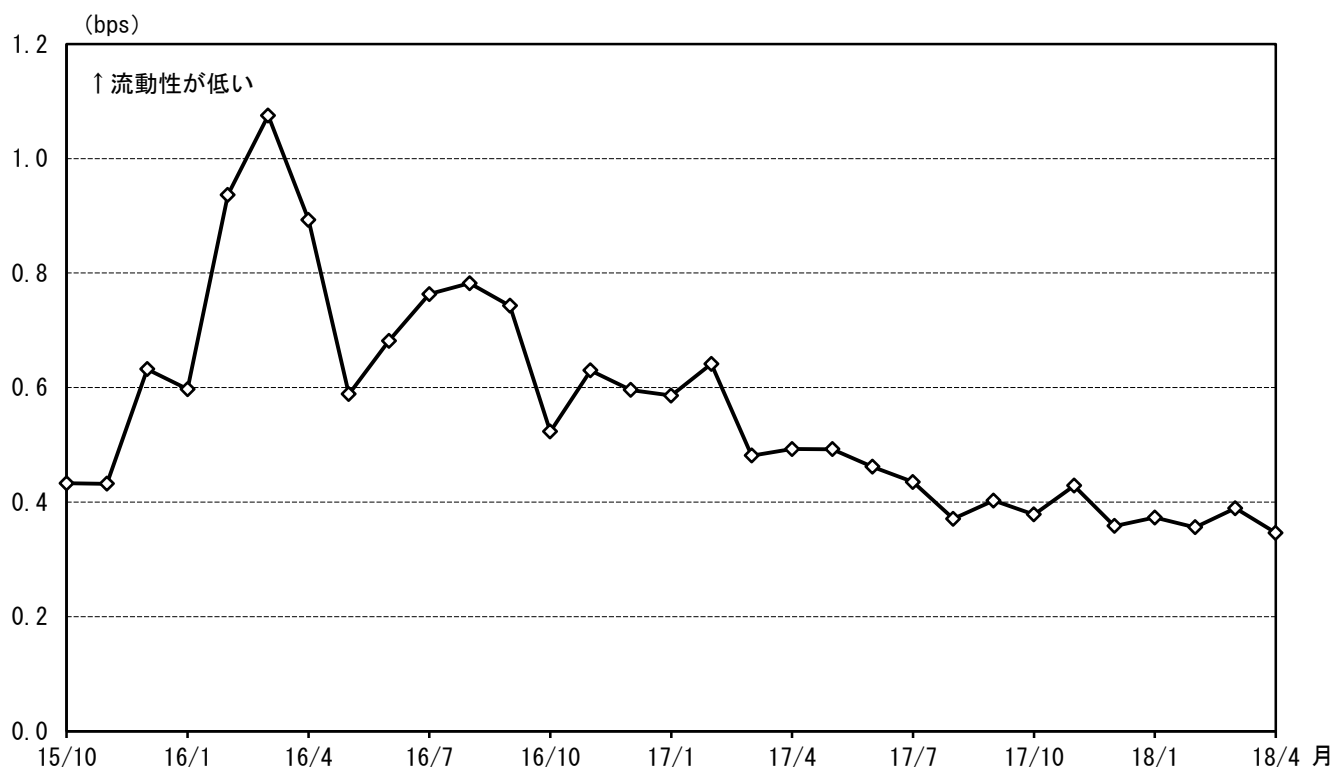


(注) 1. デイラー対顧客取引は、15時時点のTrade web気配値。点線は、2010/1~2013/3月における第1四分位と第3四分位を示す。直近は5月末。
2. デイラー間取引は、当該銘柄について、1秒毎にビッド・アスク・スプレッドを求めて、平均したもの。スプレッドはビッドとアスクがともに提示されていた場合のみ算出。直近は4月末。
3. 後方10日移動平均。

(出所) トムソン・ロイター、日本相互証券

市場の厚み (depth)

(1) デイラー対顧客取引の提示レート間スプレッド



(2) デイラー間取引のベスト・アスク (ベスト・ビッド) 注文量



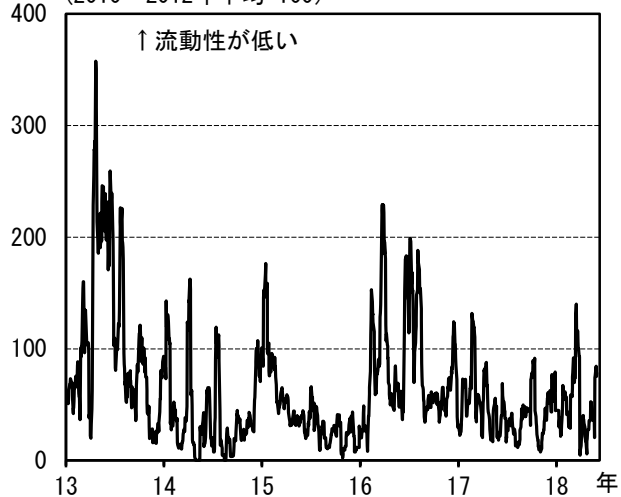
(注) 1. (1)は、銘柄毎に、ディーラーが顧客に対して提示するレートのうち、ベストとワーストの差を求めて、平均したもの。ベストとワーストの差が10bpsを超える取引を除外して集計。直近は4月。
2. (2)は、銘柄毎に、1秒毎のベスト・アスク (ベスト・ビッド) 注文量を求めて、その中央値を算出したうえ、合計したもの。後方10日移動平均。直近は4月末。

(出所) エンサイドドットコム証券、日本相互証券

市場の弾力性 (resiliency)

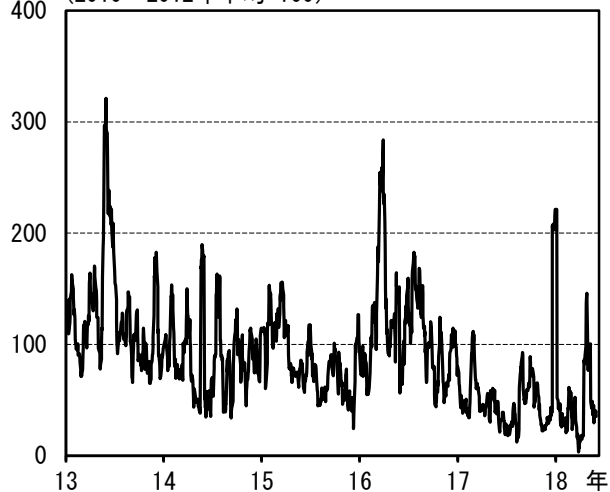
(1) 値幅・出来高比率 (5年債)

(2010~2012年平均=100)



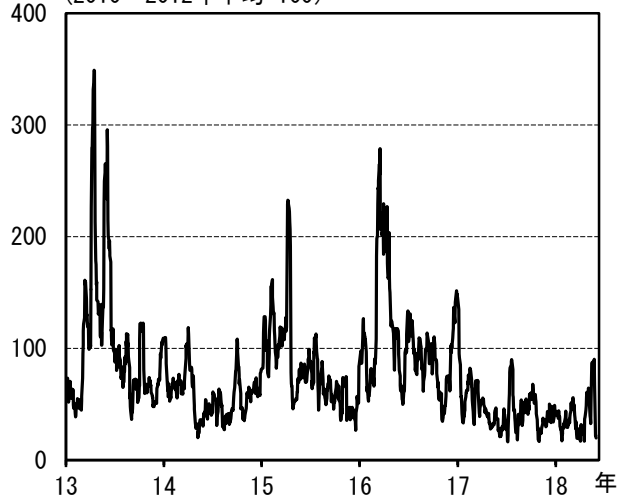
(2) 同 (10年債)

(2010~2012年平均=100)



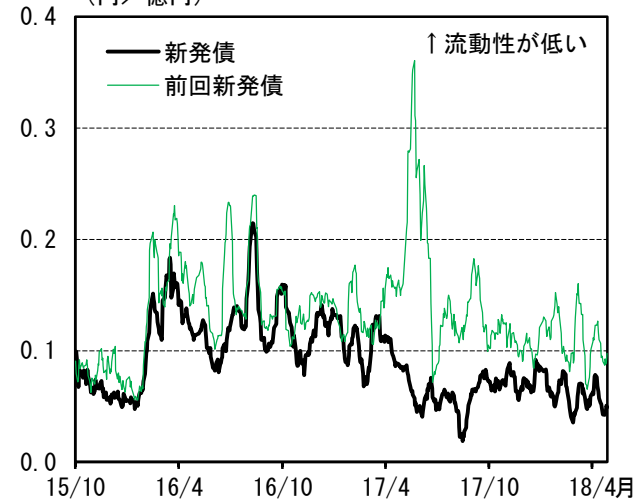
(3) 同 (20年債)

(2010~2012年平均=100)



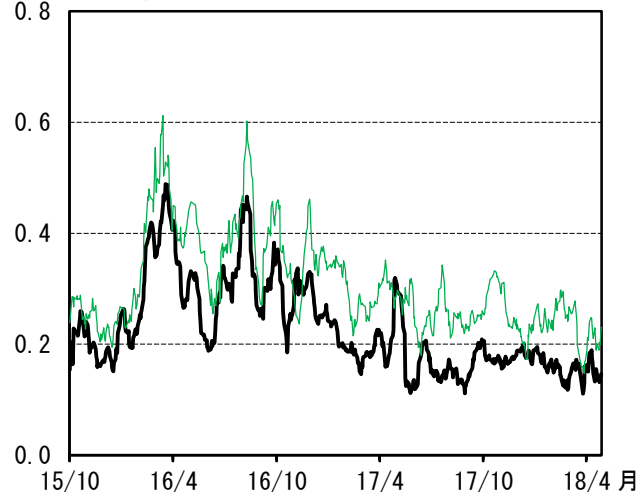
価格インパクト (5年債)

(円/億円)



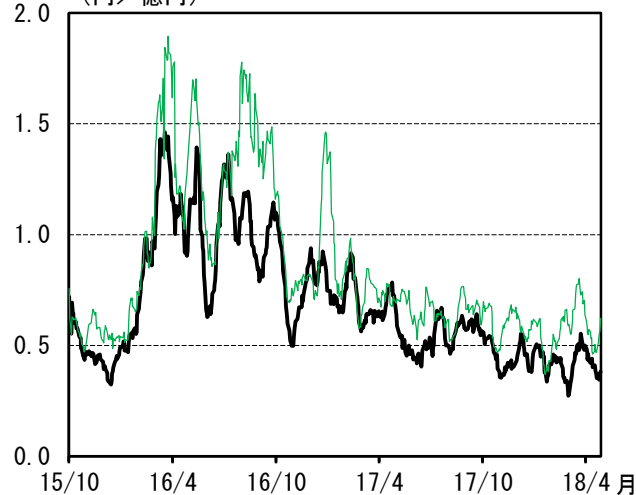
同 (10年債)

(円/億円)



同 (20年債)

(円/億円)



(注) 1. 値幅・出来高比率は、新発債が対象。直近は5月末。

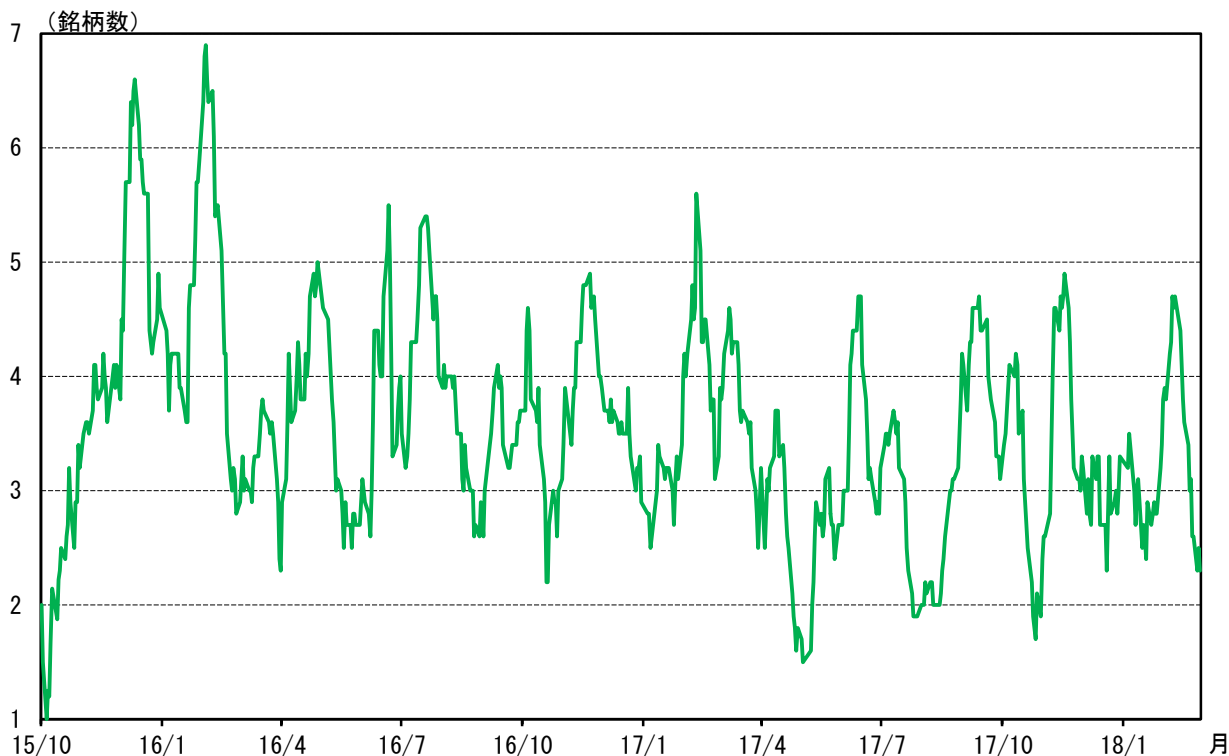
2. 価格インパクトは、1単位の注文フローの不均衡が価格に及ぼすインパクト。直近は4月末。

3. 後方10日移動平均。

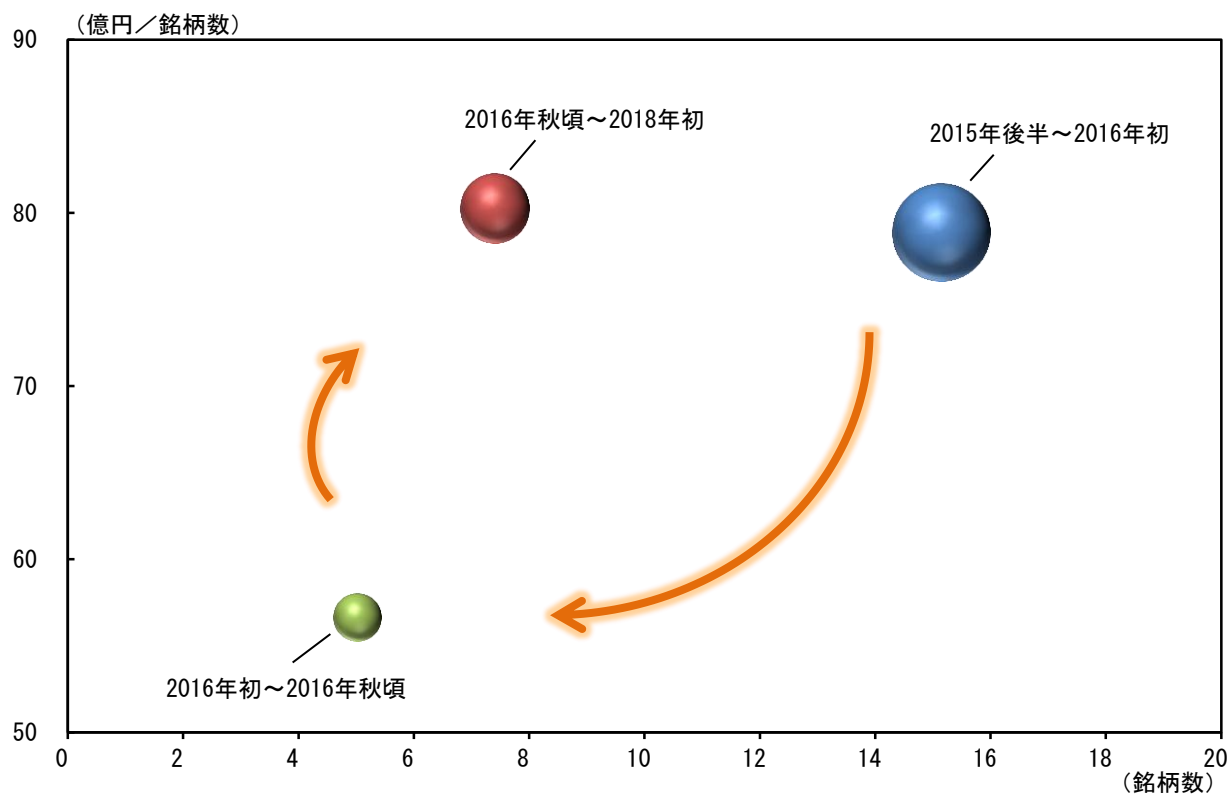
(出所) QUICK、日本相互証券

大口取引の状況

(1) 大口取引が行われたとみられる銘柄の数



(2) 大口取引が可能と想定される銘柄の数と注文量



- (注) 1. (1)では、取引データのうち約定金額が50億円であるものを大口取引とみなしている。
2. (1)は後方10日移動平均。直近は2月末。
3. (2)では、1日を通じて平均25億円以上の売り注文が提示されている銘柄が対象。円の面積は、大口取引が可能と想定される銘柄の注文量の合計を表す。

(出所) 日本相互証券

3. 最近の市場動向と市場調節

当面の金融政策運営

— 2018年4月27日 政策委員会・金融政策決定会合決定（抜粋） —

(1) 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）

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、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。

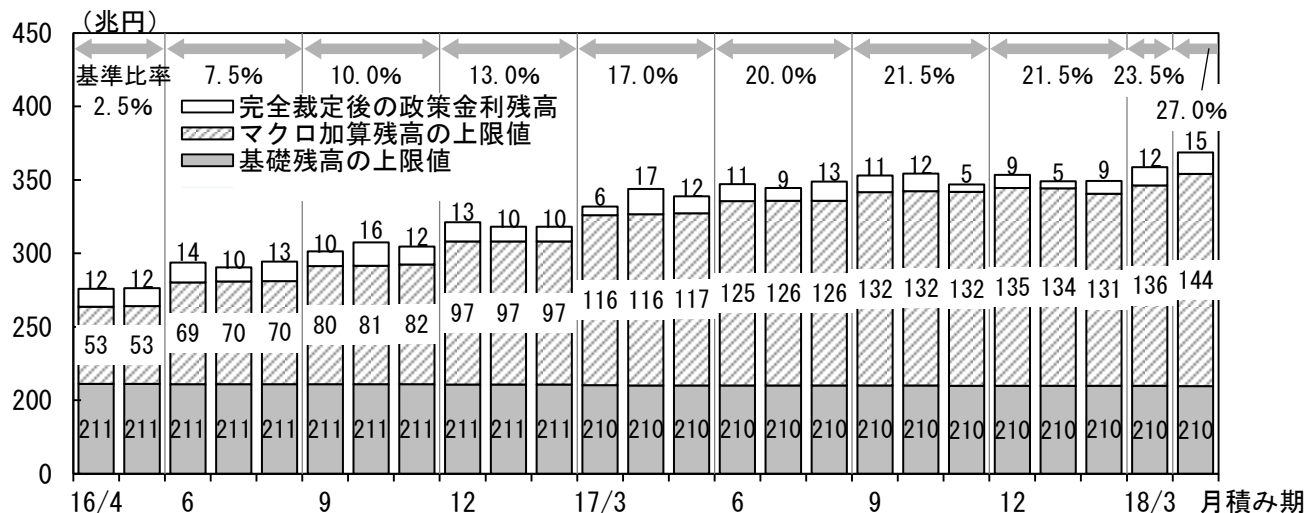
(2) 資産買入れ方針

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。

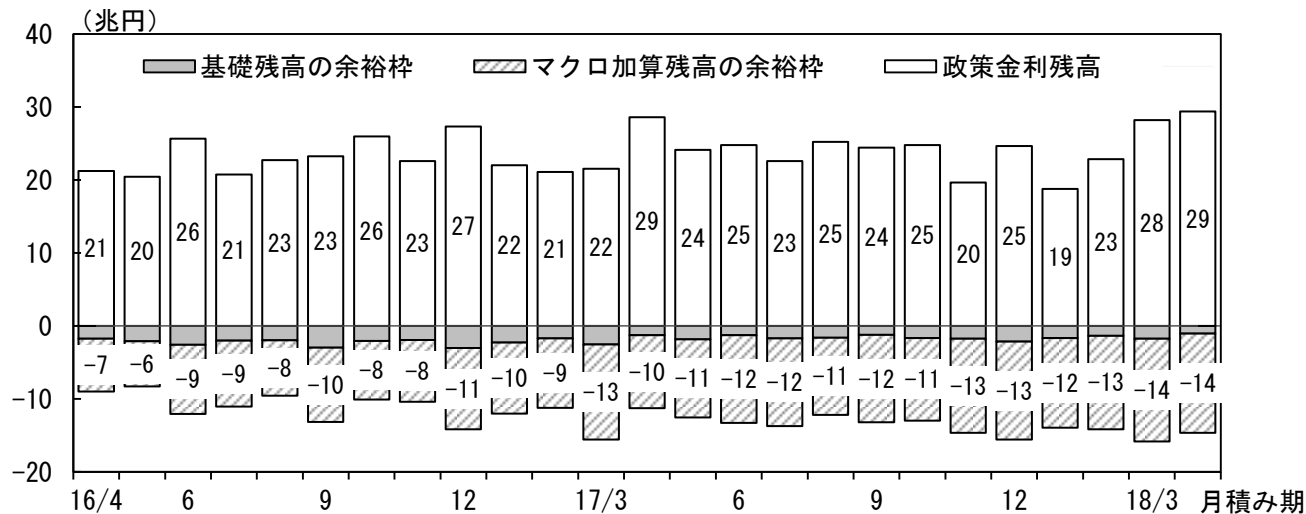
- ① E T F および J - R E I T について、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- ② C P 等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

日銀当座預金の三層構造と無担保コールレート

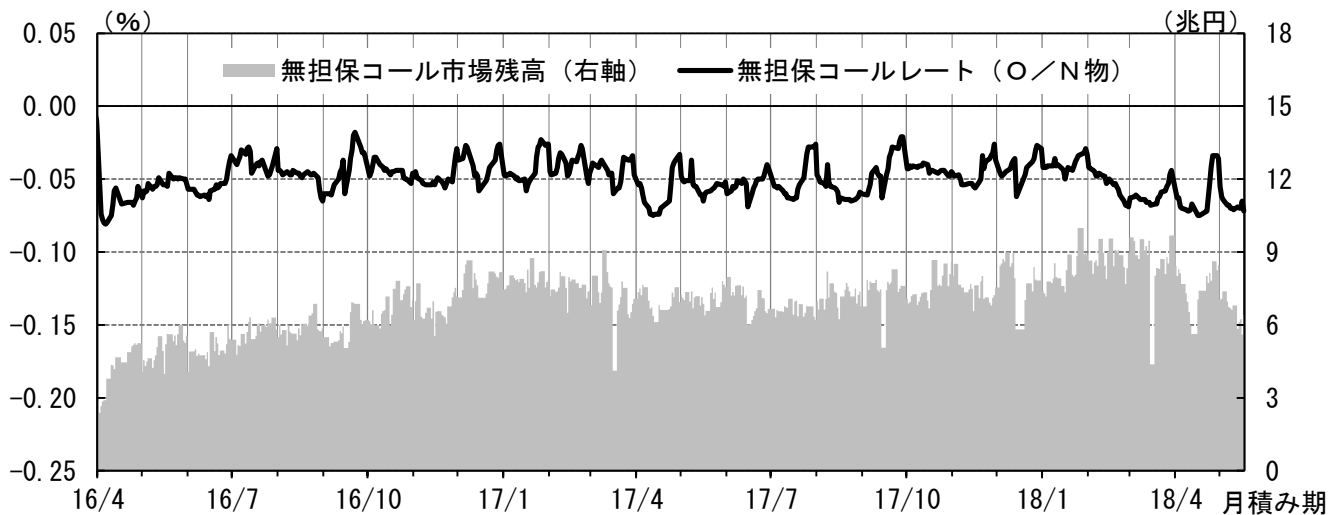
(1) マクロ加算残高等の上限値と「完全裁定後の政策金利残高」



(2) マクロ加算残高等の「余裕枠」と政策金利残高



(3) 無担保コールレート



(注1) 「完全裁定後の政策金利残高」は、基礎残高やマクロ加算残高の「余裕枠」を有する金融機関が、その「余裕枠」をすべて利用して、政策金利残高を有する金融機関から資金調達を行った後に、なお残る政策金利残高を指す。

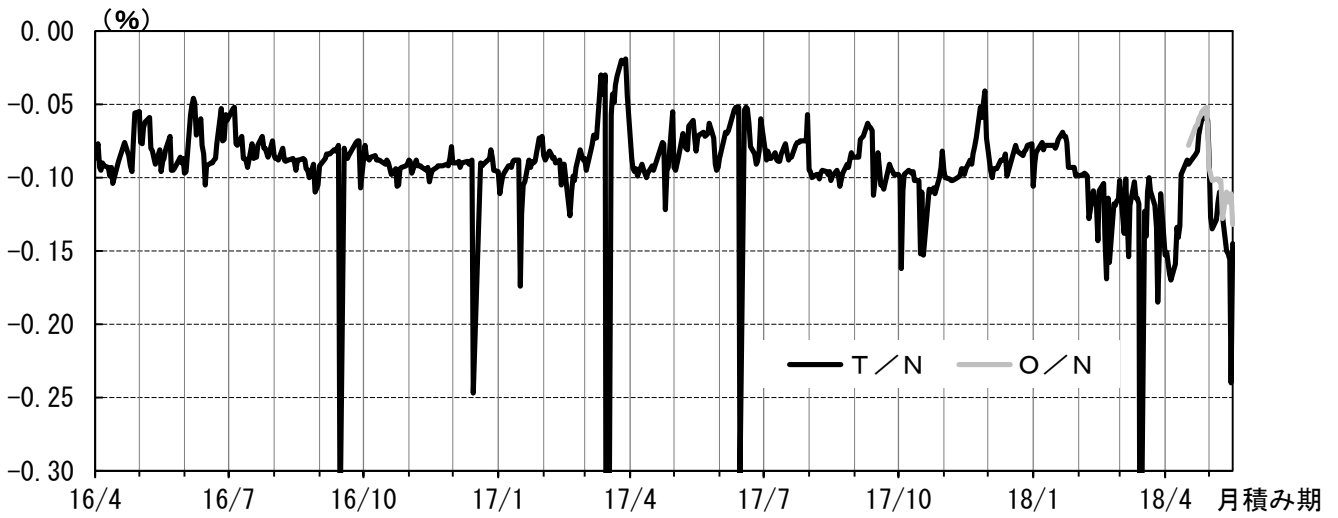
(注2) (1)、(2)の2018年3月積み期および4月積み期は速報値。

(注3) 無担保コール市場残高はターム物を含む。

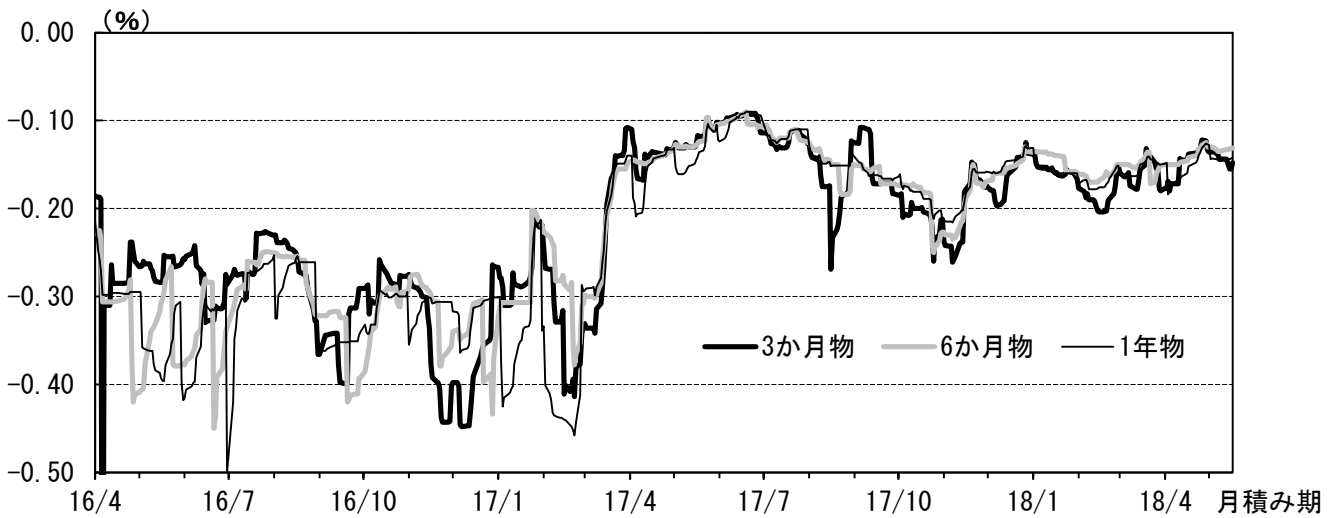
(出所) 日本銀行

短期債券

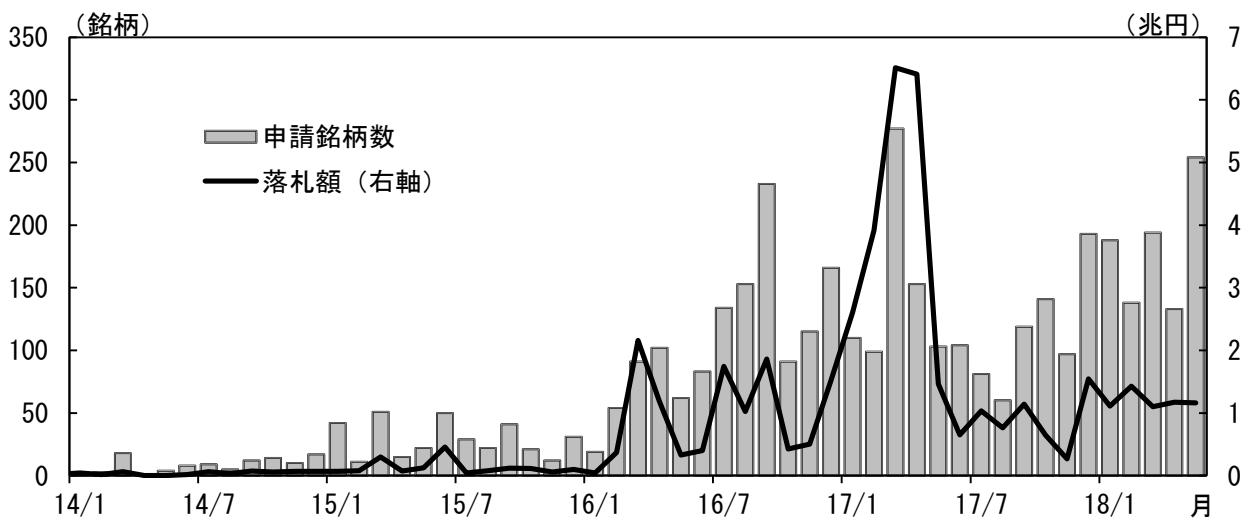
(1) GCLレポレート



(2) 短国レート



(3) 国債補完供給



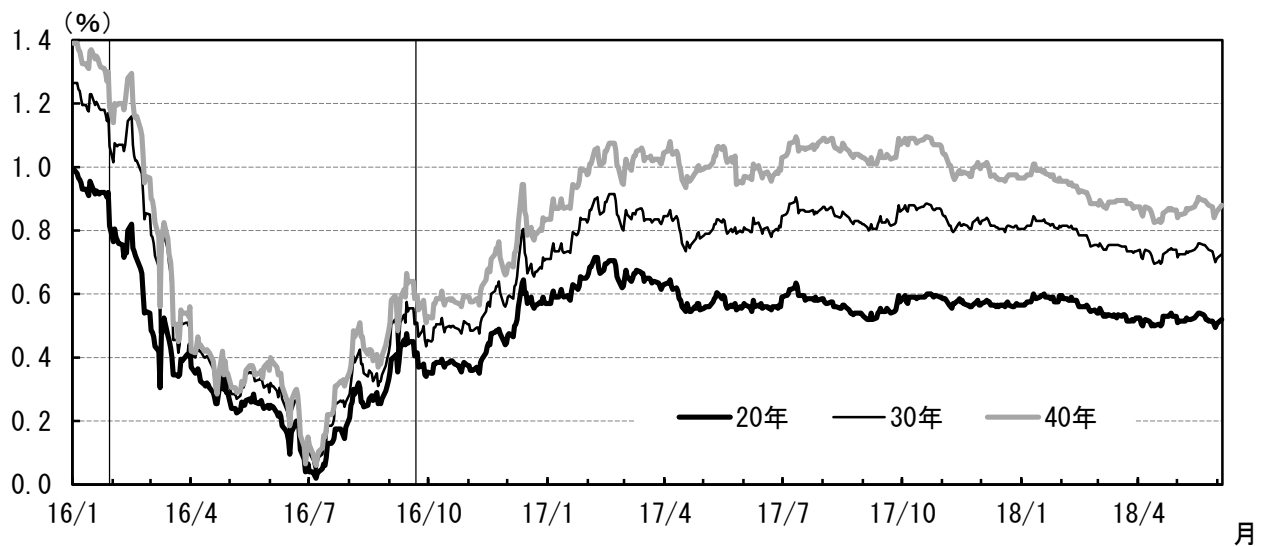
(注1) (1)は東京レポレート。決済日ベース。

(注2) (2)は約定日ベース。

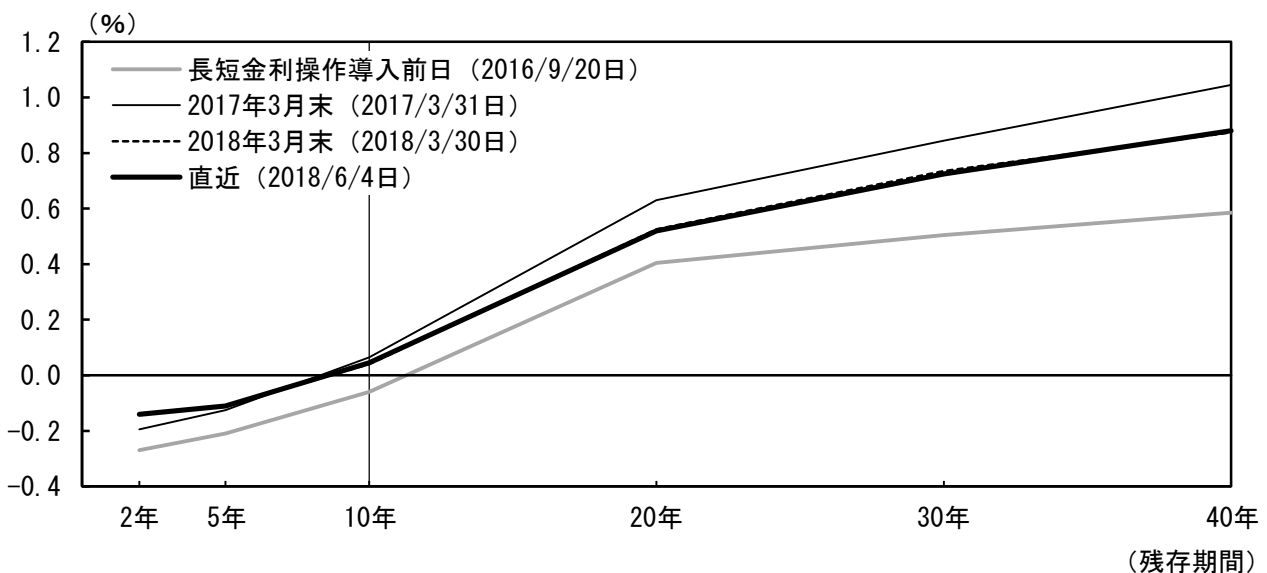
(出所) 日本銀行、日本証券業協会、日本相互証券

長期金利

(1) 長期金利の推移



(2) イールドカーブ



長期国債の6月の買入予定

	残存期間		1 回当たりオファー金額 (単位：億円)	現時点で予定している日程
利付国債（物価連動債、変動利付債を除く）	1 年以下		100～1,000 程度	月 2 回程度
	1 年超 5 年以下	1 年超 3 年以下	2,000～3,000 程度	6 月 4 日、6 日、14 日、 22 日、27 日、29 日
		3 年超 5 年以下	2,500～3,500 程度	
	5 年超 10 年以下		3,000～5,000 程度	6 月 1 日、6 日、13 日、 20 日、22 日、29 日
	10 年超	10 年超 25 年以下	1,500～2,500 程度	6 月 4 日、8 日、14 日、 20 日、27 日
		25 年超	500～1,500 程度	
物価連動債			250 程度	月 2 回程度
変動利付債＜偶数月＞			1,000 程度	隔月 1 回

（注 1）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（1 年超 3 年以下および 3 年超 5 年以下、10 年超 25 年以下および 25 年超）して同時にオファーすることがあります。

（注 2）残存期間 1 年超 5 年以下、5 年超 10 年以下および 10 年超については、市場の動向等を踏まえて、上記に加え、上記以外の日にオファーすることがあります（その場合のオファー金額は上記の金額とは限りません）。ただし、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。

（注 3）物価連動債については、買入対象銘柄を 2013 年 10 月以降に発行されたもののみとすることがあります。

（注 4）利付国債（物価連動債、変動利付債を除く）の買入れについては、市場の動向等を踏まえて、買入利回りの利回較差に下限を設けて入札を行う場合があります。

（注 5）固定利回り方式による国債買入れについては、上記にかかわらず、必要に応じて随時実施します。

日本銀行のバランスシート項目

(単位：兆円)

	12年度末	13年度末	14年度末	15年度末	16年度末	17年度末	前年差
長期国債 ¹	91.3	154.2	220.1	301.9	377.1	426.6	+ 49.4
CP等 ²	1.2	1.9	2.0	2.0	2.0	2.1	+ 0.0
社債等 ²	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	▲ 0.0
ETF ³	1.5	2.9	4.5	7.6	12.9	18.9	+ 6.0
J-REIT ³	0.12	0.15	0.21	0.29	0.38	0.48	+ 0.09
貸出支援基金	3.4	11.8	27.0	30.1	43.4	45.6	+ 2.1
買入国庫短期証券 ⁴	16.4	31.6	37.9	36.9	32.6	18.8	▲ 13.9
共通担保資金供給	21.7	14.1	6.8	3.7	0.7	0.4	▲ 0.4
その他とも資産計	164.8	241.6	323.6	405.6	490.1	528.3	+ 38.2
銀行券	83.4	86.6	89.7	95.6	99.8	104.0	+ 4.2
当座預金	58.1	128.7	201.6	275.4	342.8	378.2	+ 35.5
その他とも 負債・純資産計	164.8	241.6	323.6	405.6	490.1	528.3	+ 38.2
マネタリーベース	146.0	219.9	295.9	375.7	447.3	487.0	+ 39.7

(注1) 長期国債については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、買入れを行う。

(注2) 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。

(注3) ETFおよびJ-REITについては、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。

(注4) 買入国庫短期証券は、対政府取引等を勘案していない。

(出所) 日本銀行