

2020 年 12 月 28 日
日本銀行金融市場局

「債券市場参加者会合」第 12 回議事要旨

1. 開催要領

- (日時) 銀行等グループ 12 月 9 日 (水) 15 時 30 分から
証券等グループ 12 月 9 日 (水) 17 時 20 分から
バイサイドグループ 12 月 10 日 (木) 15 時 30 分から
(形式) オンラインテレビ会議・電話会議
(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、金融市場局総務課長、同市場調節課長、
同市場企画課長

2. 本行からの説明等

- 本行より、①債券市場サーベイおよび東京短期金融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。

最近の債券市場についての見方

- 国債増発による影響を懸念していたが、前回会合（6 月）以降、日本銀行によるイールドカーブ・コントロールにより 10 年金利がゼロ%近傍の狭いレンジで推移しているほか、20 年金利も銀行勢の旺盛な投資需要を背景に横ばい圏内で推移している。日本銀行の買入れが相対的に少ない 30 年などの超長期ゾーンは、7 月以降の国債増発や海外金利上昇の影響もあり、幾分金利水準を切り上げている。
- 政府の経済対策に伴い預金取扱金融機関へ預け入れられる預金が増加していること等から、国債での余資運用ニーズが高まっている。
- 超長期ゾーンにおいては、生命保険会社の安定的な需要が存在することに加え、地域金融機関や海外投資家の取引が増加している。

債券市場の機能度・流動性についての見方

- 政府の緊急事態宣言発出中は市場参加者の業務運営体制の変更（在宅やバックアップサイトでの勤務等）により、債券市場の機能度・流動性は大幅に低下した。その後、市場参加者が新たな業務運営体制に習熟してきたこともあり、夏場以降、債券市場の機能度は概ね新型コロナウイルス感染症拡大前の水準に復している。
- 市場参加者の売買が国債発行入札と国債買入オペのタイミングに集中しているため、セカンダリー市場の取引は低水準となっており、債券市場の流動性は十分とはいえない。
- 株価や海外金利が変動する局面にあっても、円債市場は安定的に推移したと評価できる一方、ボラティリティが低水準であることは、取引活性化の観点からは必ずしも好ましいとはいえない。
- 発行からある程度期間が経過した一部の既発債は、需給が特にタイト化している。
- 日銀ネットの操作が必要な国債発行入札と国債買入オペへの応札を在宅で実施可能となれば、業務運営体制の一層の向上に繋がるだろう。

市場調節運営等

- 新型コロナウイルス感染症の再拡大に伴い、補正予算・来年度予算にかかるさらなる国債増発観測もあるなかで、引き続き、柔軟かつ機動的なオペ運営および市場参加者との密接なコミュニケーションをお願いしたい。
- ボラティリティが上昇する予兆を捉えた際には、機動的なオペの調整により、過度な金利変動を未然に抑制していただきたい。
- 債券市場の低すぎるボラティリティに対して、オペ頻度引下げや買入れ日程上の工夫に加え、月間購入額の減額も必要ではないか。
- 超長期ゾーンの中でも、20年債や40年債については、投資家需要が旺盛であり、需給が逼迫している。市場機能度を改善させる観点から一段と柔軟なオペ運営を期待している。
- CP・社債等買入れについては、無理に残高上限の達成を目指すのではなく、あくまでもバックストップとしての位置付けでの運用を続けることが、市場の安定に寄与すると考えられる。

今後の債券市場の見方・リスク

- 債券市場は、日本銀行によるイールドカーブ・コントロールにより、落ち着いて推移すると想定している。リスクとしては、新型コロナウイルス感染症

の感染状況、ワクチン開発の動向、これらを踏まえた各国の金融・財政政策による金利変動が考えられる。

- 新型コロナウイルス感染症の感染拡大が続く中、実体経済と財政政策への影響およびそれが債券市場に及ぼす影響に注目している。

以 上

資 料

2020 年 12 月
金融市場局

1-1. 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】 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】 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）

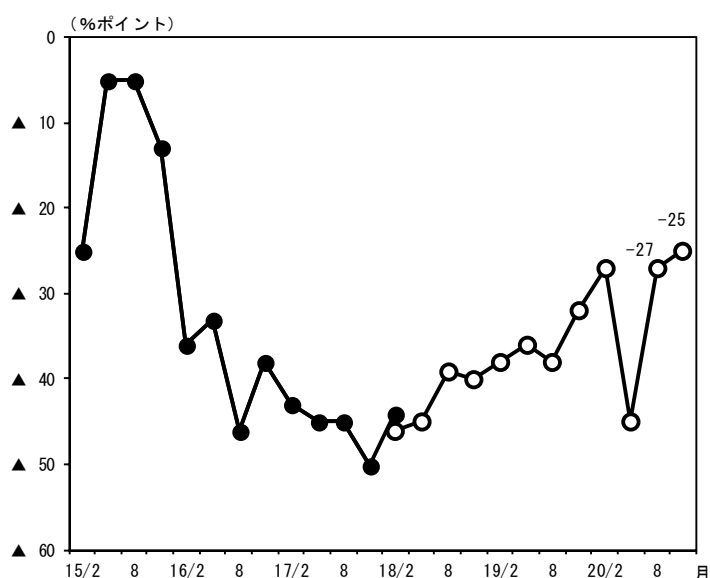
【公表時期】 原則として調査月翌月の第1営業日（※）

【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。

債券市場の機能度判断 DI

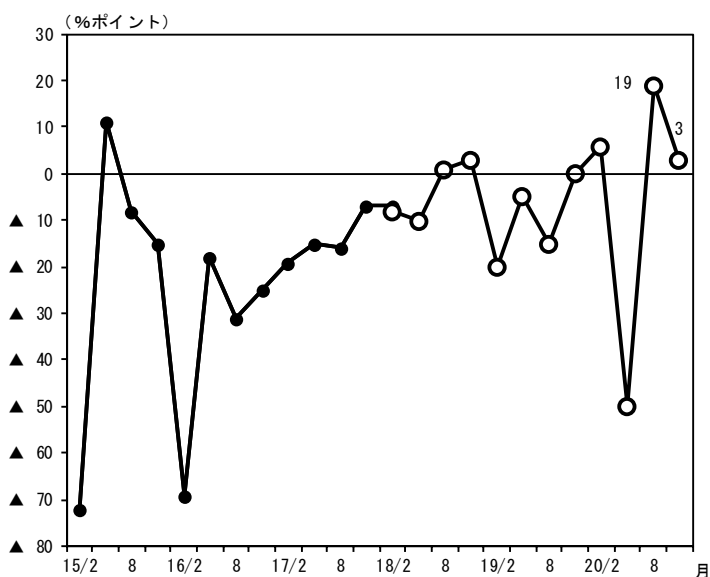
▽機能度判断 DI（現状）



（%、%ポイント）

「現 状」			
機能度判断		20/8 月	11 月
「高い」－「低い」		▲27	▲25
構 成 比	高い	4	4
	さほど 高くない	64	67
	低い	31	29

▽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		20/8 月	11 月
「改善した」－「低下した」		19	3
構 成 比	改善した	20	3
	さほど 改善して いない	79	97
	低下した	1	0

（注1）直近2回の回答期間は以下のとおり。

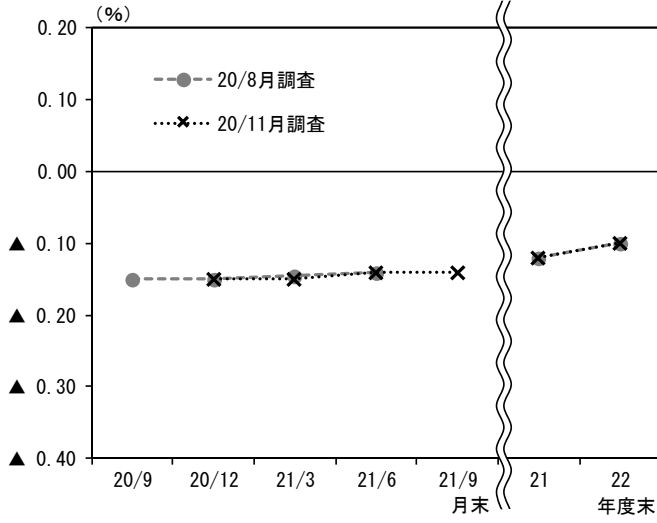
20/ 8 月：8月3日～7日
11 月：11月5日～11日

（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。

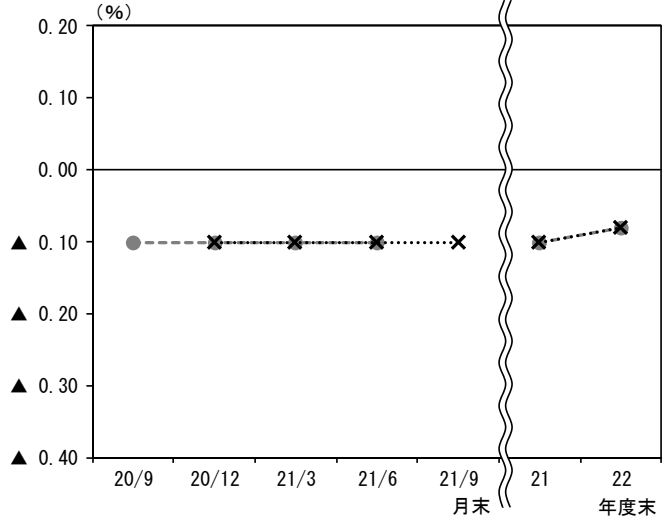
2018/2月調査以降は、上記に加え大手機関投資家（生命保険会社、損害保険会社、投資信託委託会社等）を含む。
黒マーカーは国債売買オペ先を調査対象とした従来系列、白マーカーは、大手機関投資家を対象に追加した新系列。（以降同様）

新発国債利回りの先行き見通し（中央値）

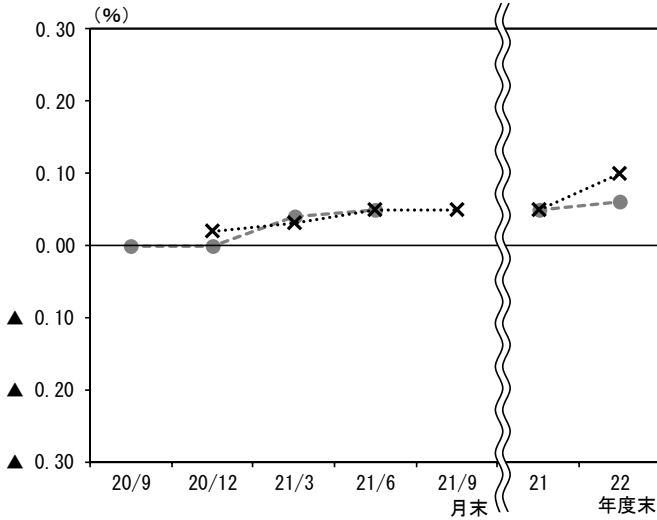
新発2年債



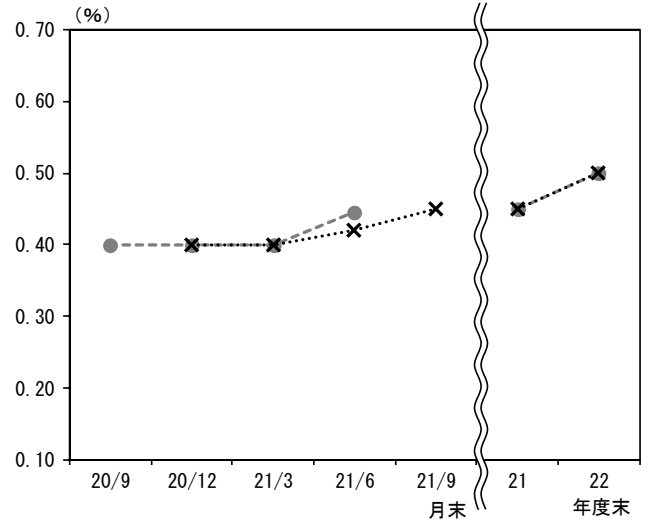
新発5年債



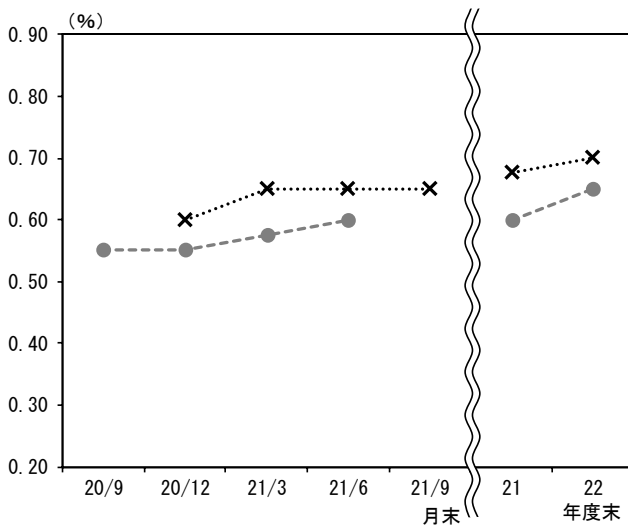
新発10年債



新発20年債



新発30年債



1-2. 東京短期金融市場サーベイの結果

「東京短期金融市場サーベイ」の概要

- 金融市場局では、2008年以降、わが国短期金融市場の取引動向などを把握するため、「東京短期金融市場サーベイ」を実施。

(東京短期金融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】 328先（日本銀行のオペレーション対象先、主要生命保険会社、主要損害保険会社、大手投資信託委託会社等のうちご協力頂ける先

【調査項目】 短期金融市場の取引残高、短期金融市場の機能度に関する見方など

【調査頻度】 年度毎（7～8月にかけて調査実施）※

なお、本年度調査は、新型コロナウイルス感染症の影響から、調査負担を鑑み、調査期間を9月上旬まで延長

【公表時期】 10月

【公表方法】 本行ホームページに掲載

※ 当初は隔年で実施していたが、市場動向をよりの確にフォローする観点から、2013年より毎年実施。

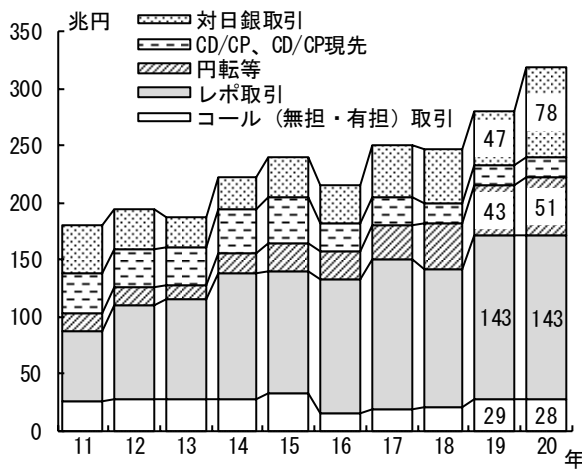
短期金融市場の取引残高

短期金融市場の取引残高は、資金調達残高・資金運用残高とも、前年から増加した¹。

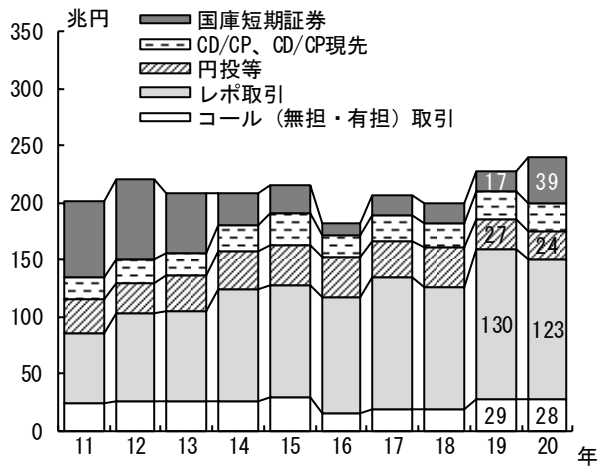
この背景としては、①資金調達サイドでは、新たに導入された「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ」²の活用や外国銀行を中心に円転する動きが広がったこと、②資金運用サイドでは、国庫短期証券の利回りが短期政策金利である▲0.1%を上回る局面がみられるなか、裁定目的や担保目的での国庫短期証券の購入が増加したことなどが挙げられる。

▽短期金融市場の取引残高

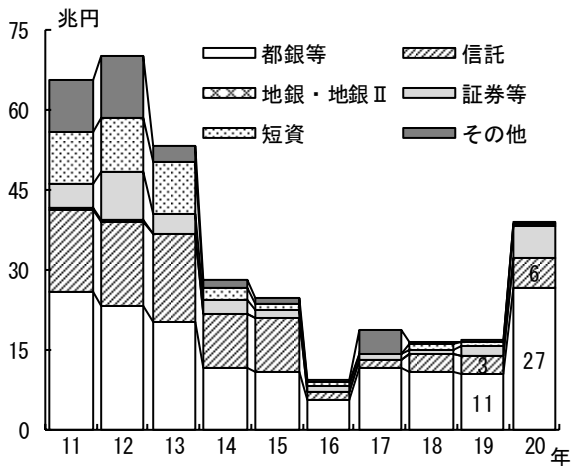
【資金調達サイド】



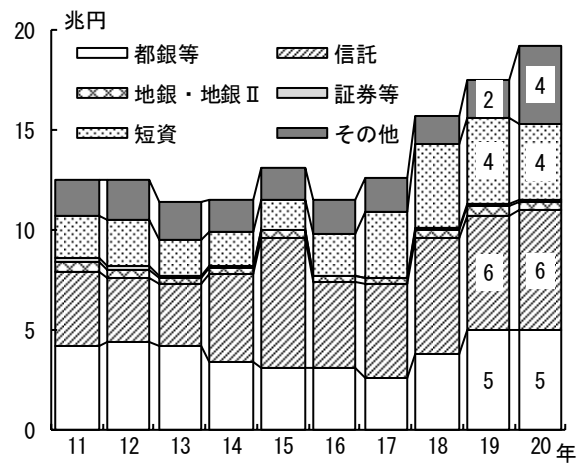
【資金運用サイド】



▽国庫短期証券による資金運用残高



▽CP による資金運用残高



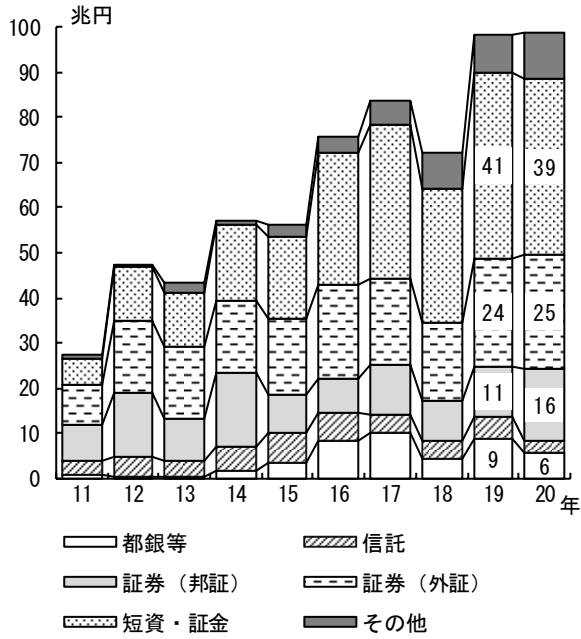
¹ 運用・調達で計数が一致しないのは、本サーベイの調査対象の制約（非居住者等は調査対象外）、調達・運用の片側のみに計上される取引種類（対日銀取引は資金調達サイド、国庫短期証券は資金運用サイドのみに計上）が存在することによる（以下同様）。

² 同オペの詳細については、日本銀行ホームページ「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ」（https://www.boj.or.jp/mopo/measures/mkt_ope/ope_v/index.htm/）を参照。

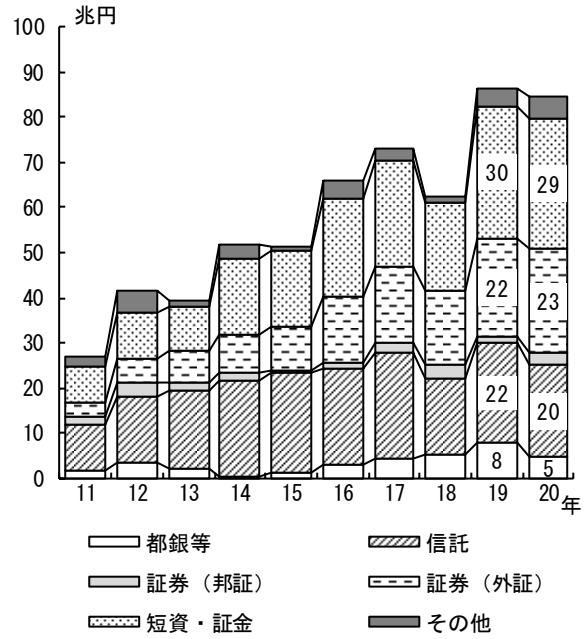
レポ市場の取引残高

▽GC レポ市場の取引残高

【資金調達サイド】

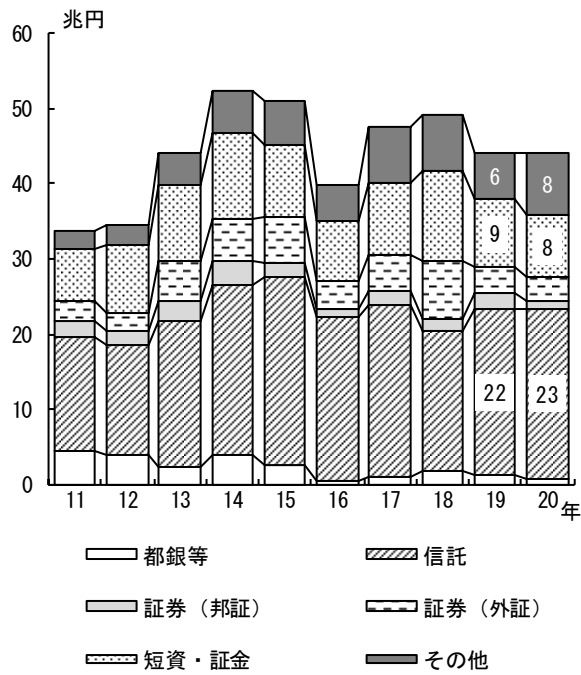


【資金運用サイド】

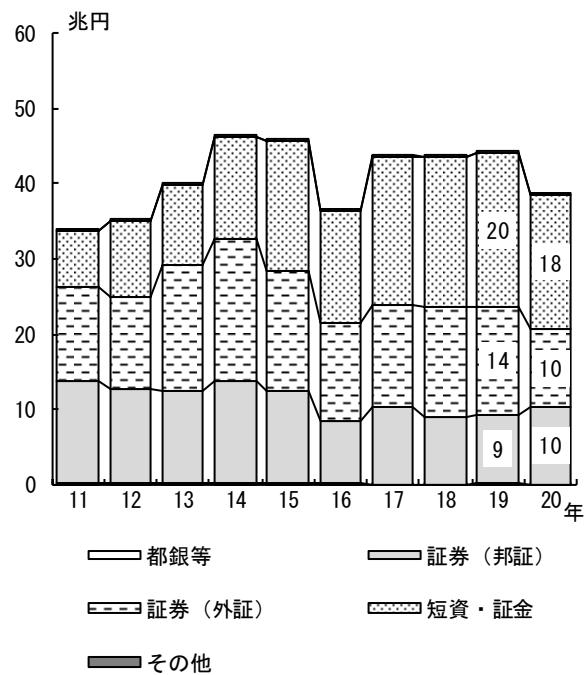


▽SC レポ市場の取引残高

【債券運用（資金調達）サイド】



【債券調達（資金運用）サイド】

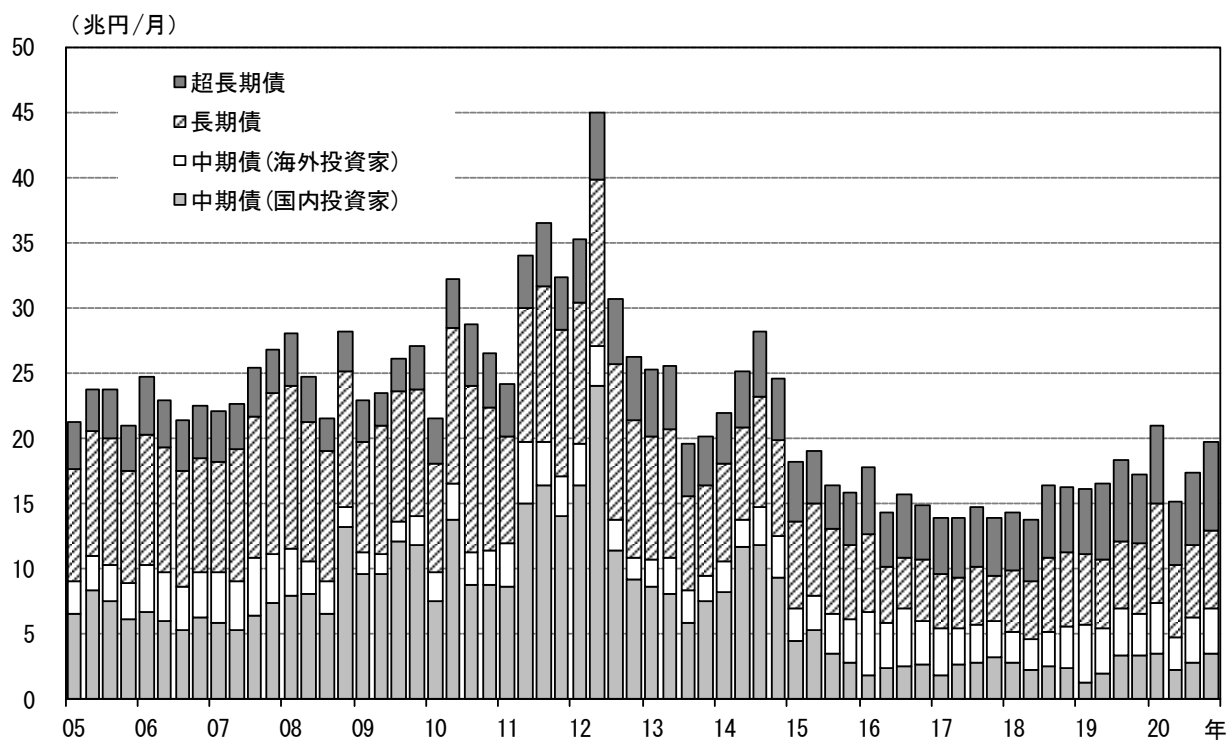


2. 国債市場の流動性

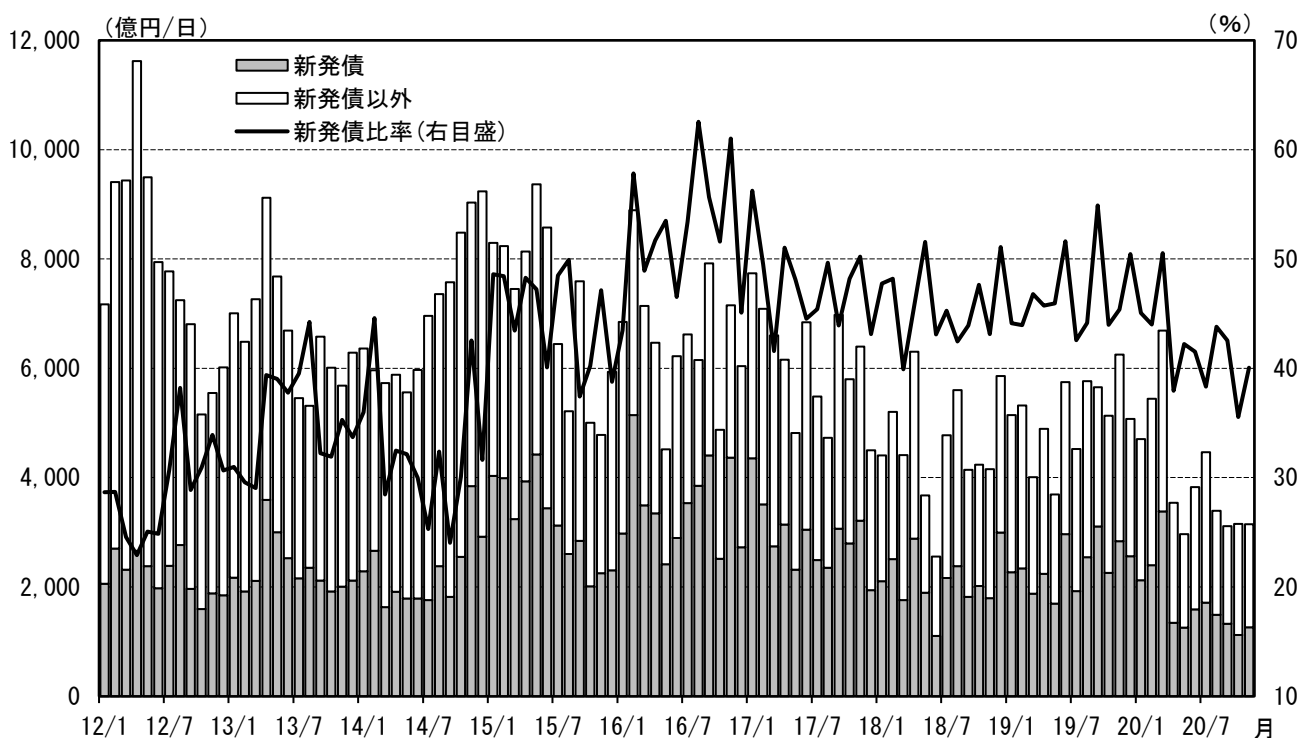
(図表 1)

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)の顧客は、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。

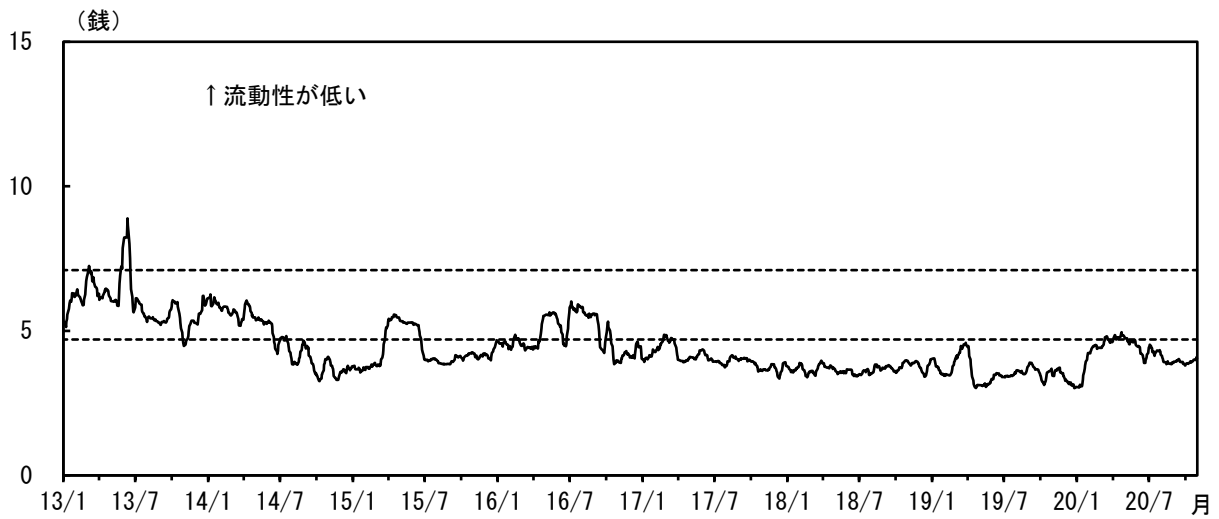
2. (2)は、2、5、10、20、30、40年債の1日あたり取引高の合計（日本相互証券）。直近は11月。

(出所) 日本証券業協会、QUICK、日本相互証券

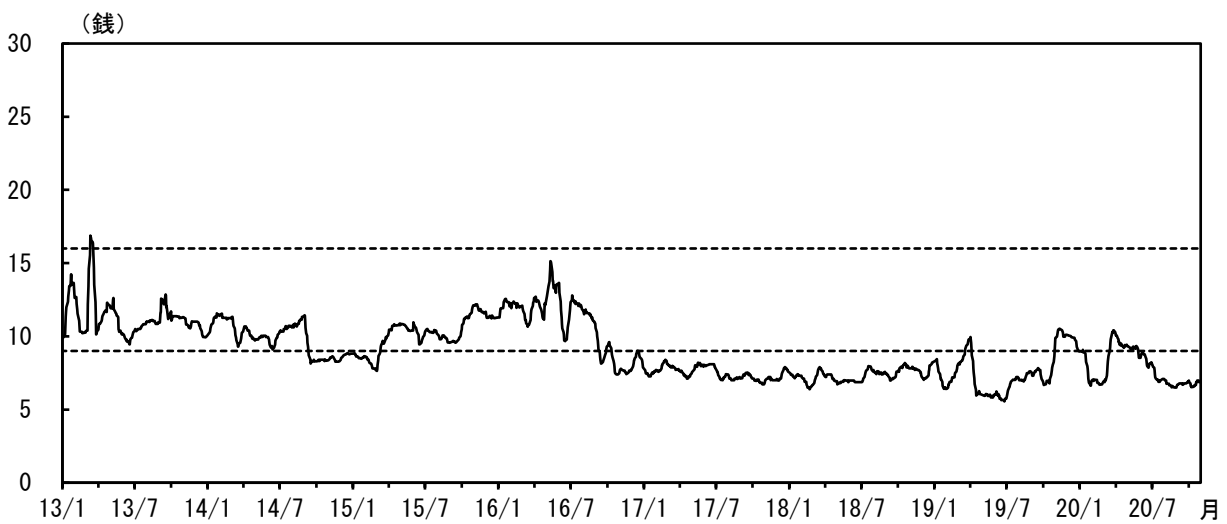
現物国債市場

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)



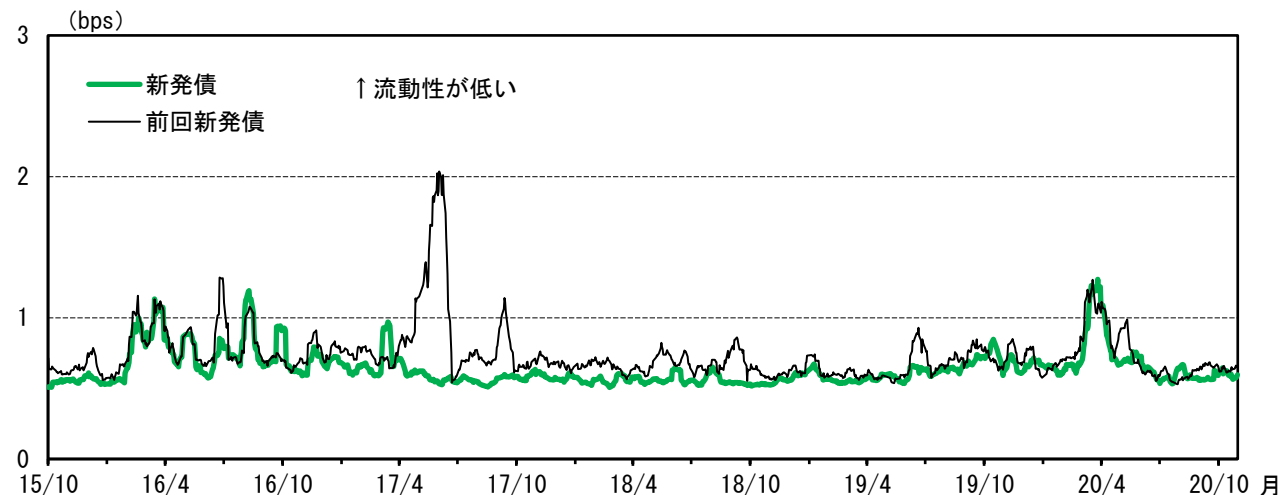
(注) 1. 15時時点のTradeweb気配値。点線は、2010/1～2013/3月における第1四分位と第3四分位を示す。
2. 後方10日移動平均。直近は10月末。

(出所) Refinitiv社 Eikon

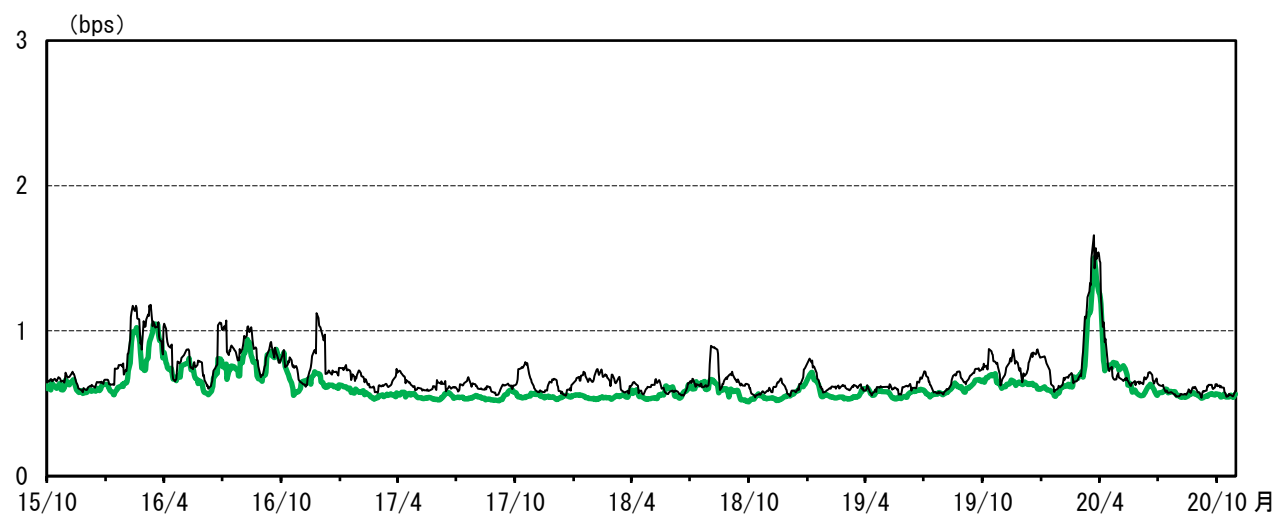
現物国債市場

ディーラー間取引の値幅の狭さ (tightness)

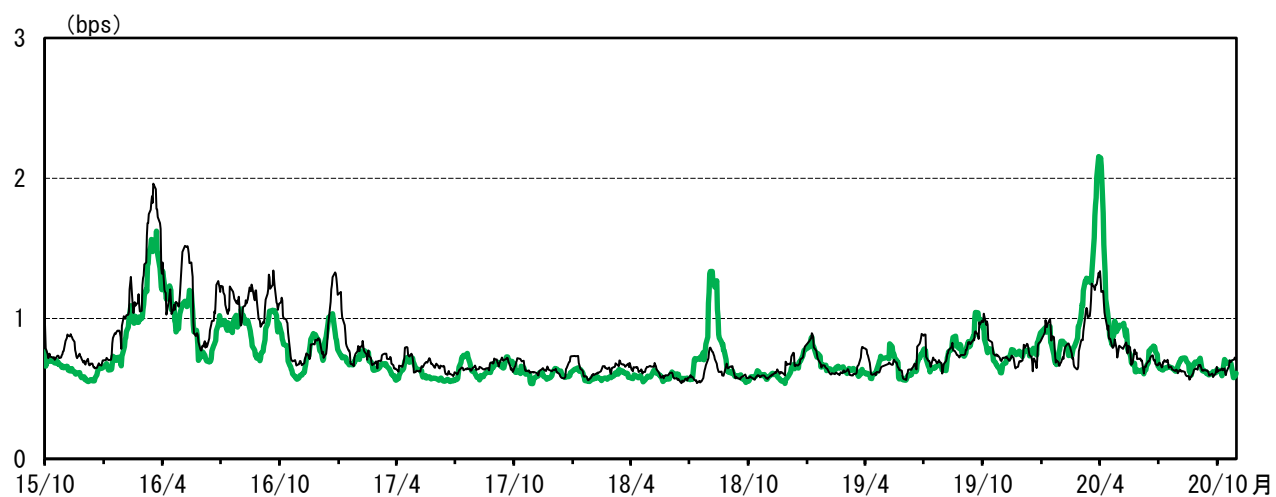
(1) ビッド・アスク・スプレッド (5年債)



(2) 同 (10年債)



(3) 同 (20年債)

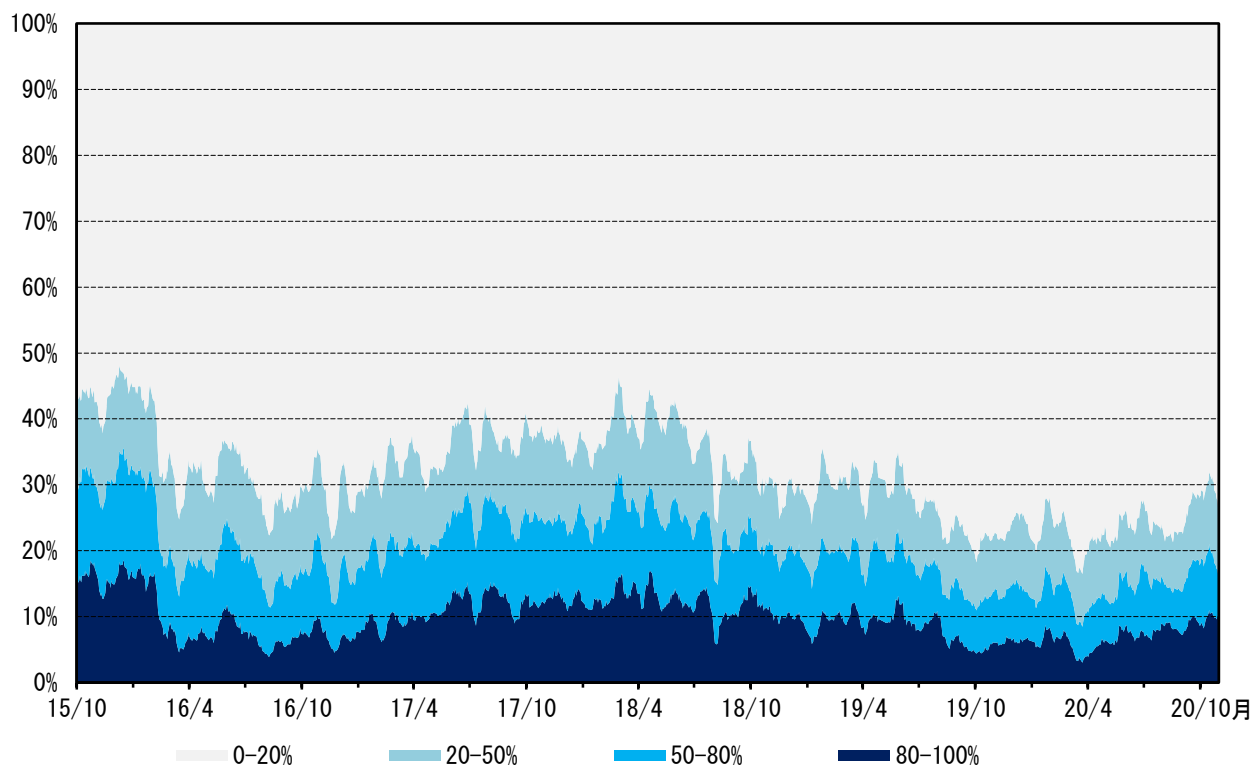


(注) 1. 当該銘柄について、1秒毎にビッド・アスク・スプレッドを求めて、平均したもの。スプレッドはビッドとアスクがともに提示されていた場合のみ算出。
2. 後方10日移動平均。直近は10月末。

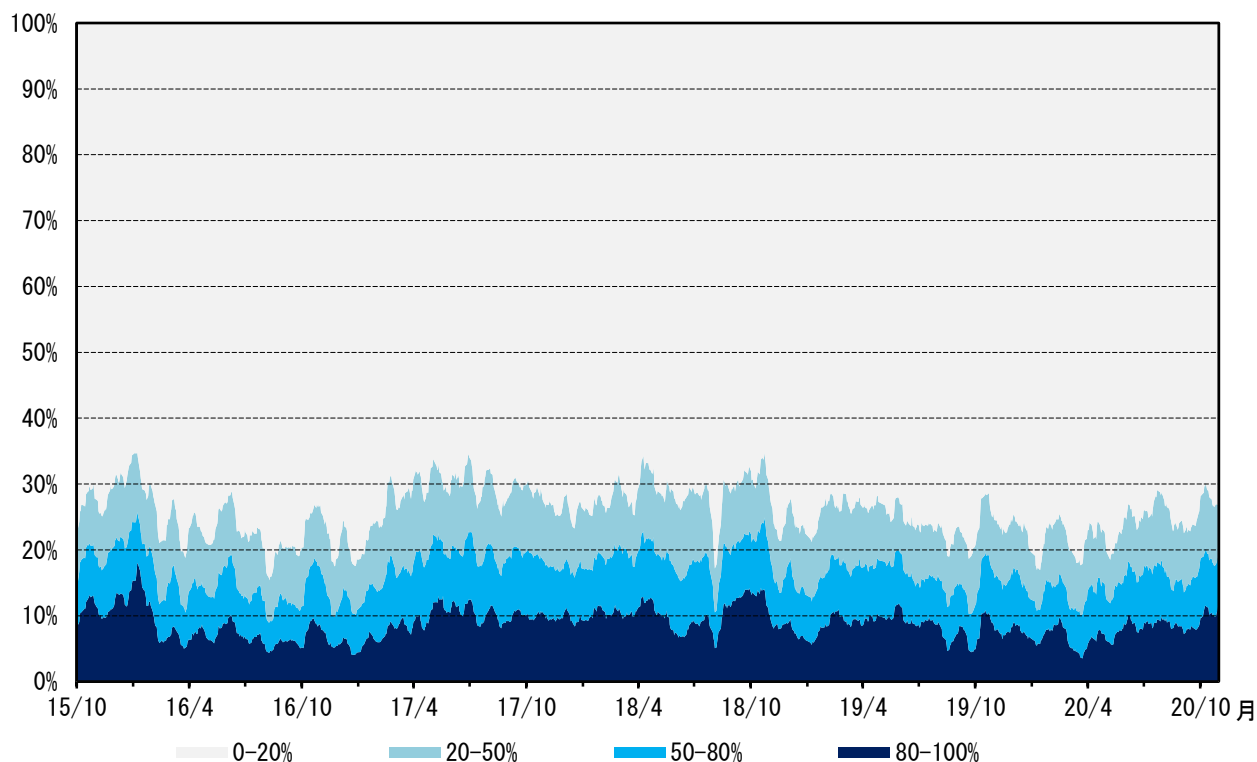
現物国債市場

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

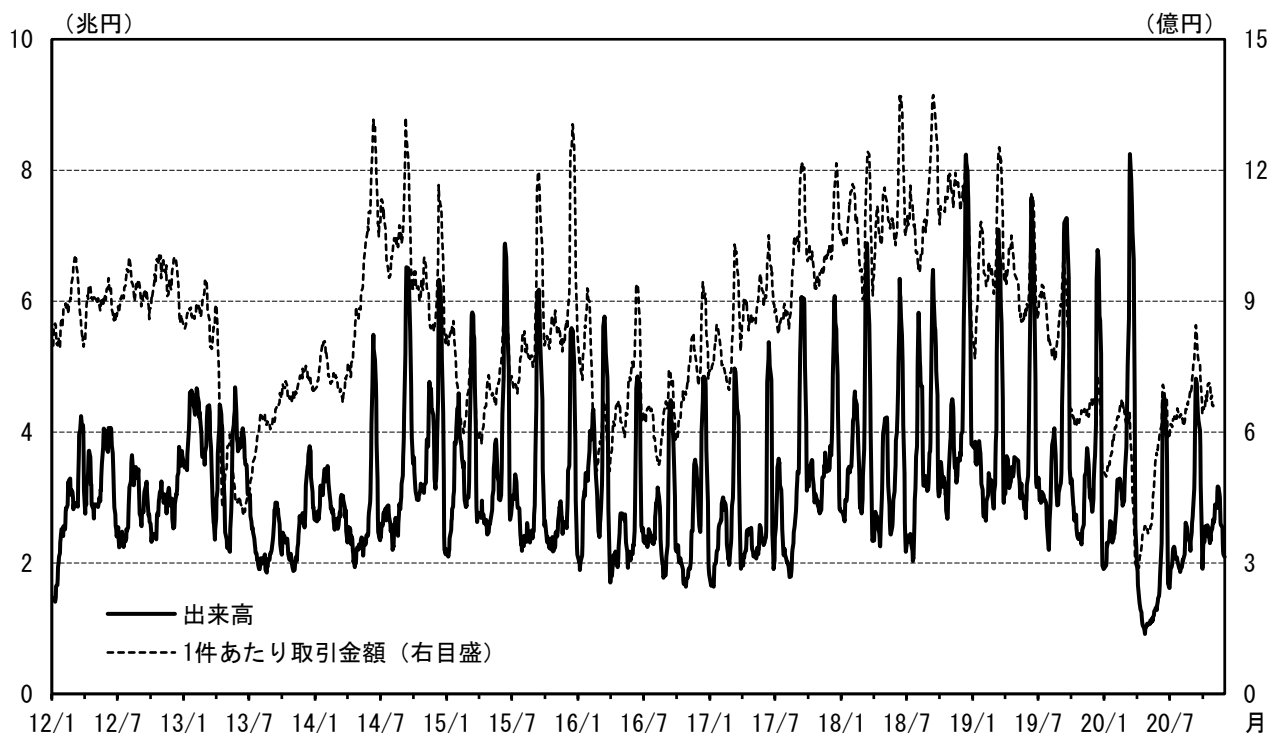


- (注) 1. ビッド（アスク）提示時間が、1日の取引時間に占める割合が、0～20%、20～50%、50～80%、80～100%である銘柄数の割合。
2. 後方10日移動平均。直近は10月末。
3. 1日の取引時間は、18/8/17日以前は7時間、18/8/20日以降は5時間20分に変更。18/8/20日から同30日までの移動平均値には、取引時間変更前後のデータが併存する点に留意を要する。

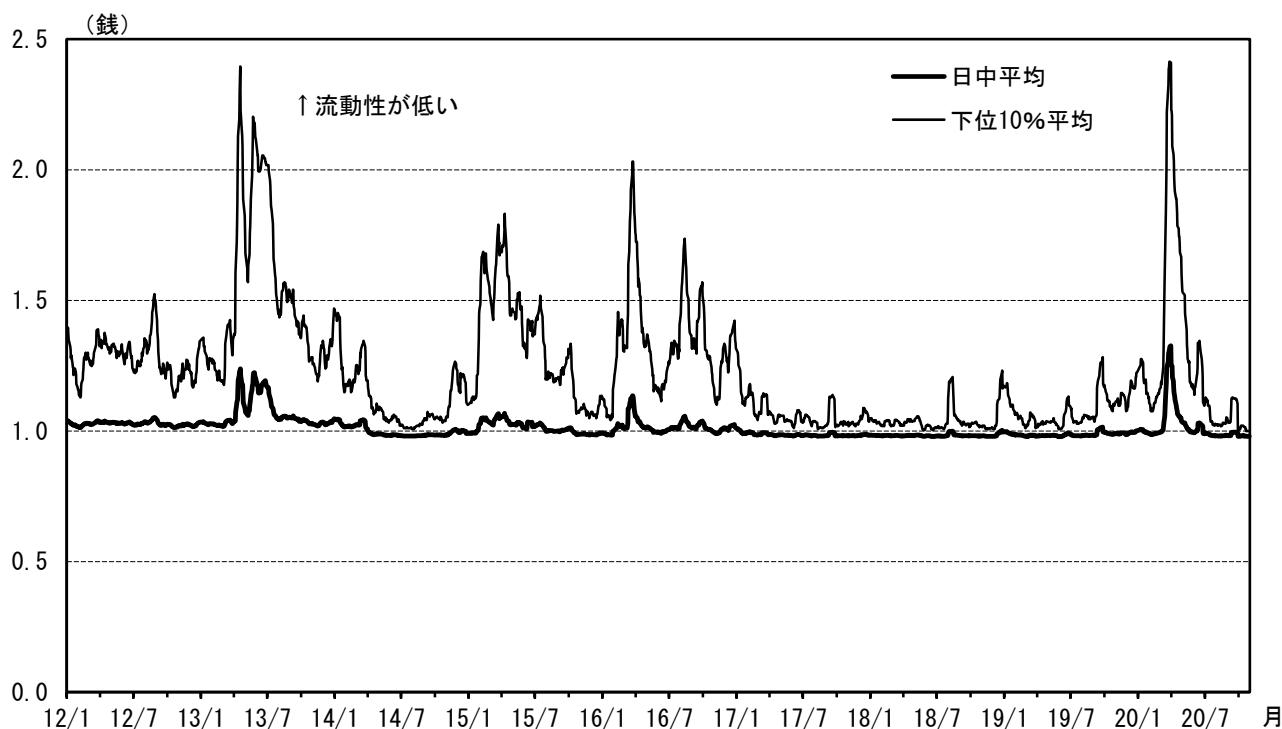
(出所) 日本相互証券

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



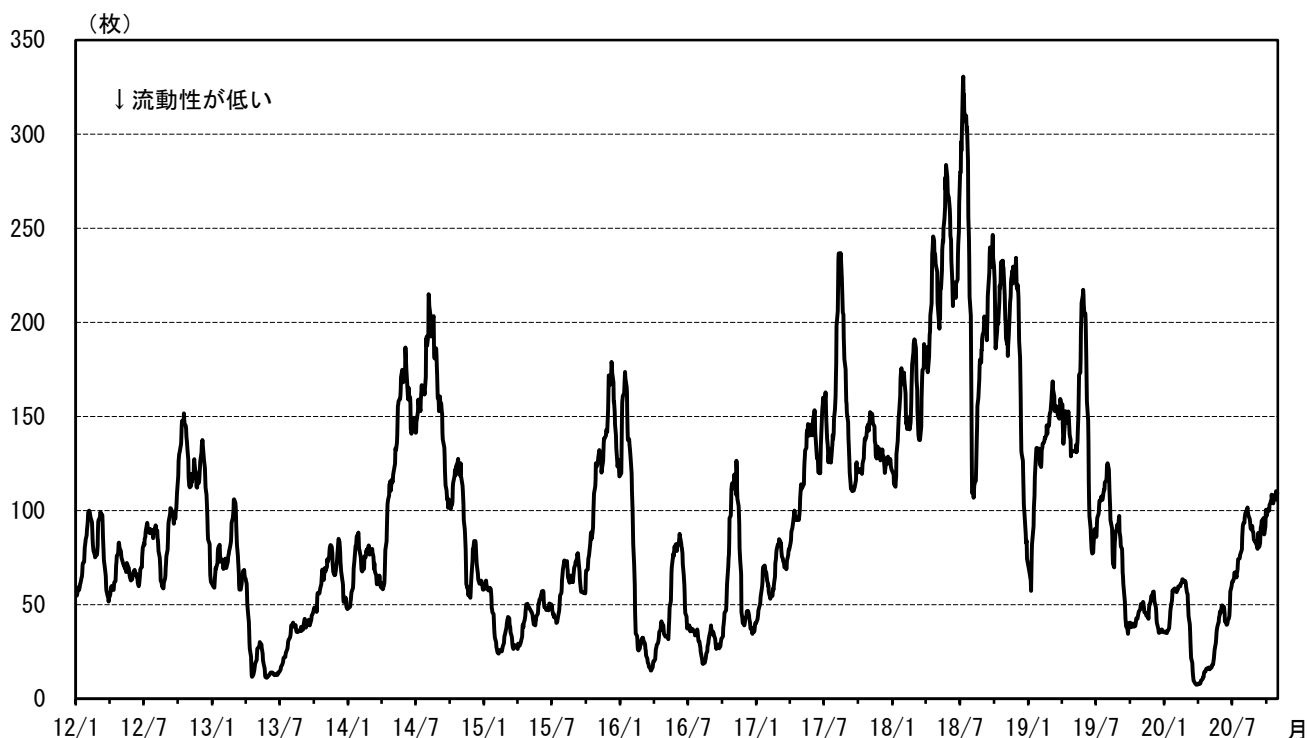
(注) 1. (2)の日中平均は、1分毎にビット・アスク・スプレッドを求めて、平均したもの。下位10%平均は、1分毎のビット・アスク・スプレッドのうち、スプレッドが大きい方から10%分を平均したもの。

2. (1)(2)ともに、後方10日移動平均。直近は、(1)の出来高は11月末、その他は10月末。

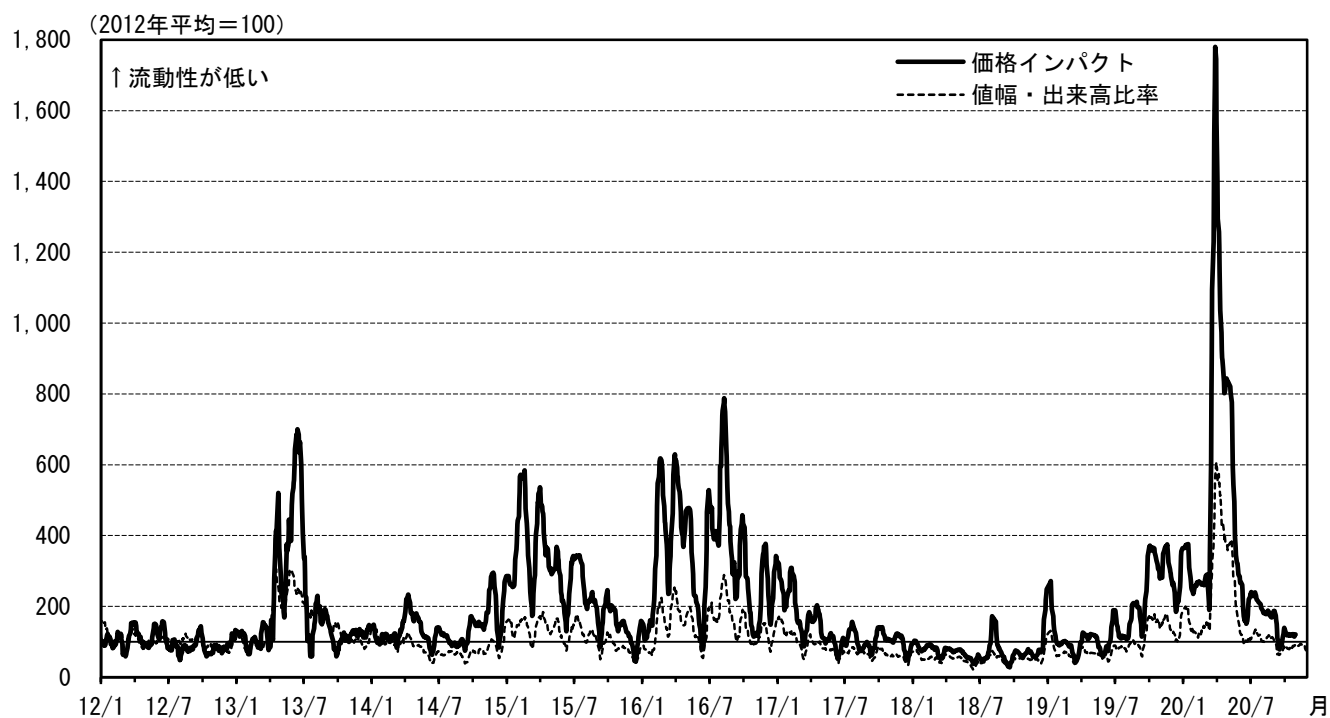
(出所) QUICK、大阪取引所、日本経済新聞社「NEEDS」

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

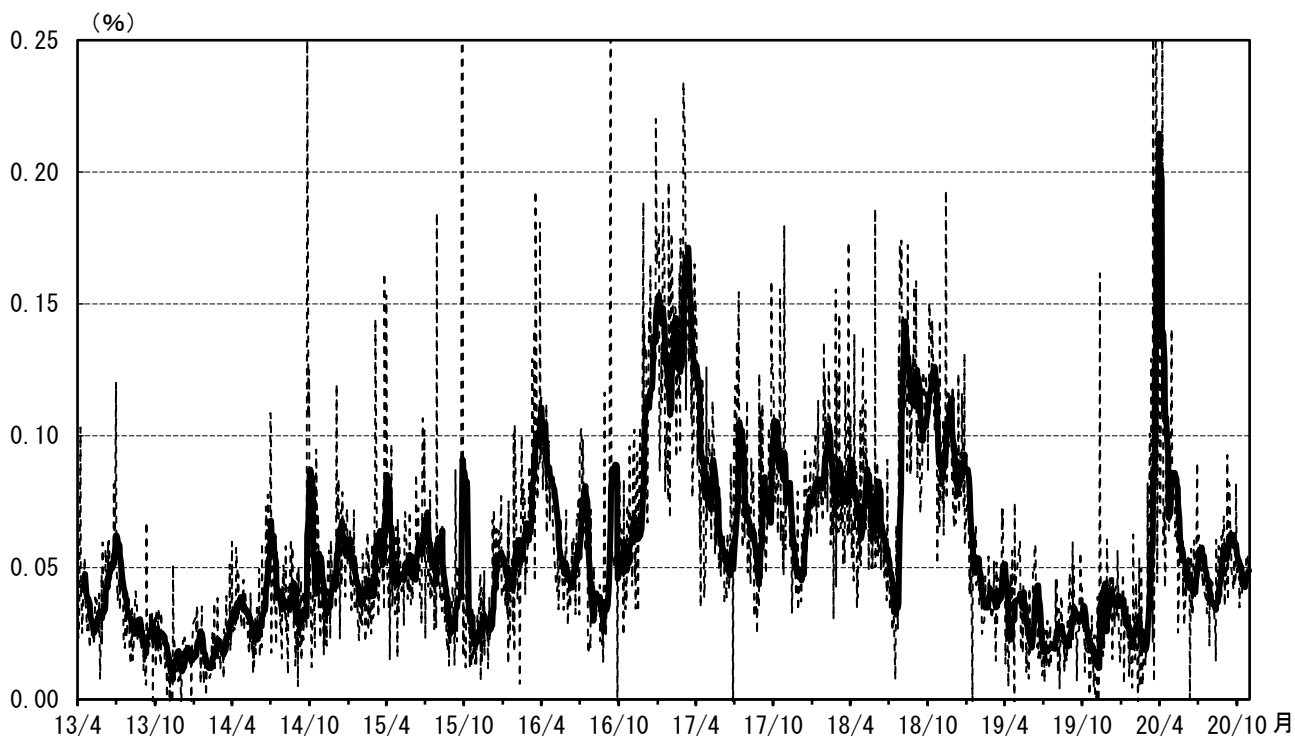


- (注) 1. (1)は、1分毎にベスト・アスク枚数を求めて、その中央値をプロットしたもの。
2. (2)の価格インパクトは、5分毎に価格インパクトを求めて、平均したもの。値幅・出来高比率は、日中の値幅(最高値と最安値の差)をその日の出来高で除したもの。
3. (1)(2)ともに、後方10日移動平均。直近は、(2)の値幅・出来高比率は11月末、その他は10月末。

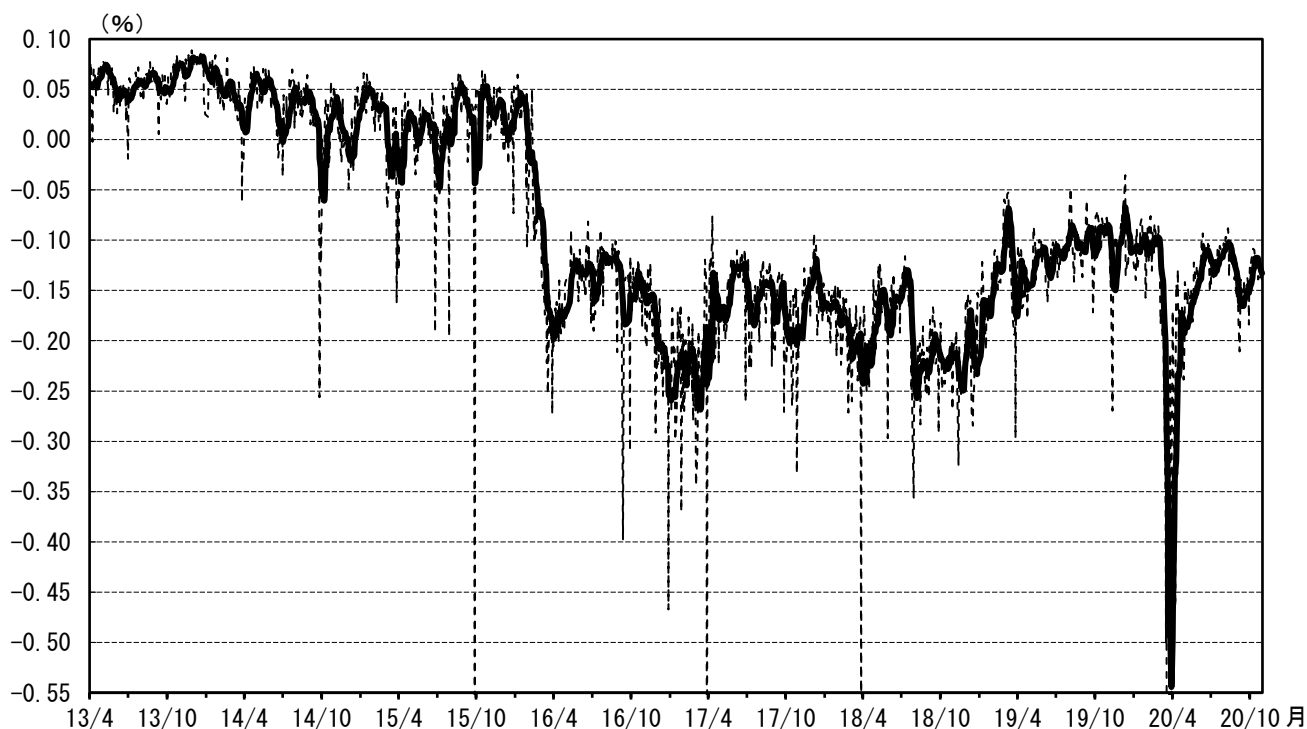
(出所) 日本経済新聞社「NEEDS」、QUICK、大阪取引所

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、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

当面の金融政策運営について（抜粋）

— 2020年10月29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）

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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとする。

（2）資産買入れ方針

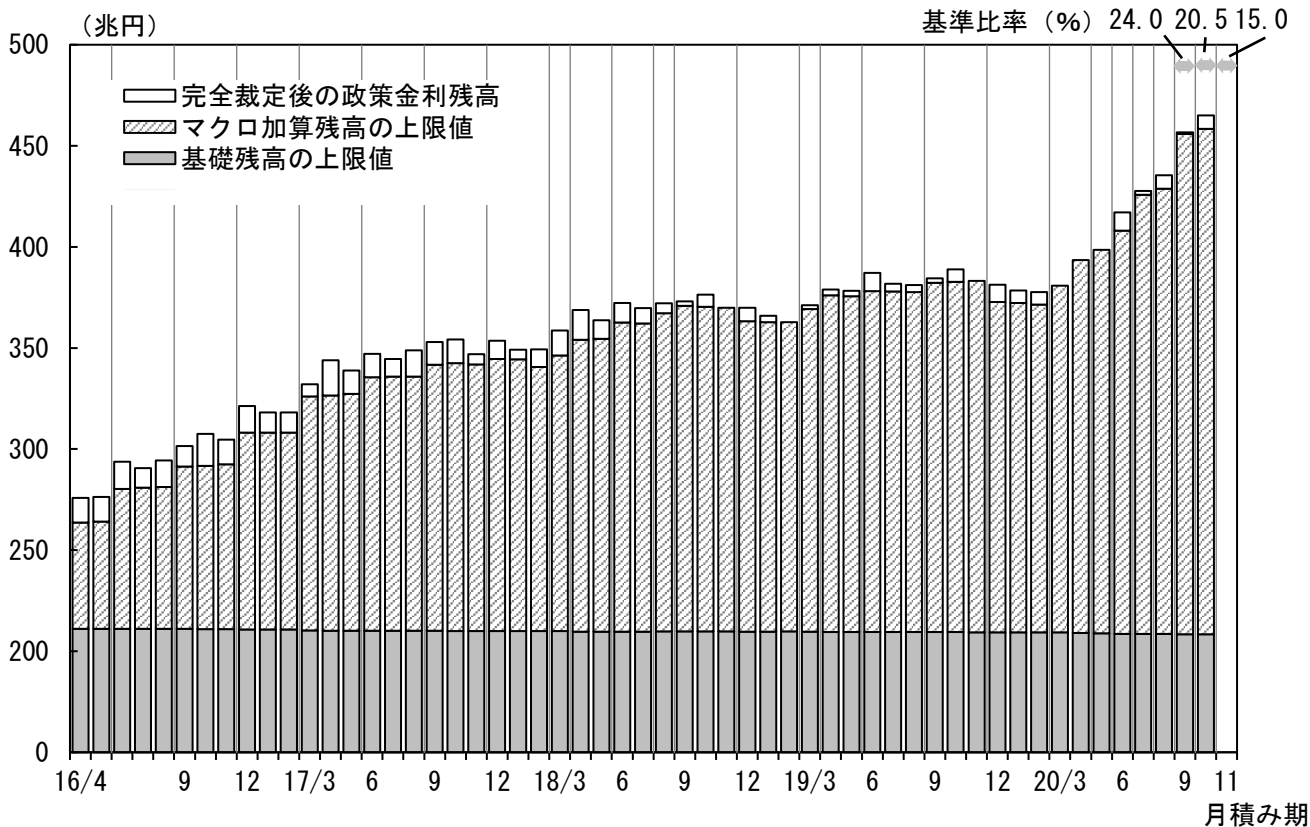
長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

①ETFおよびJ-REITについて、当面は、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、積極的な買入れを行う。

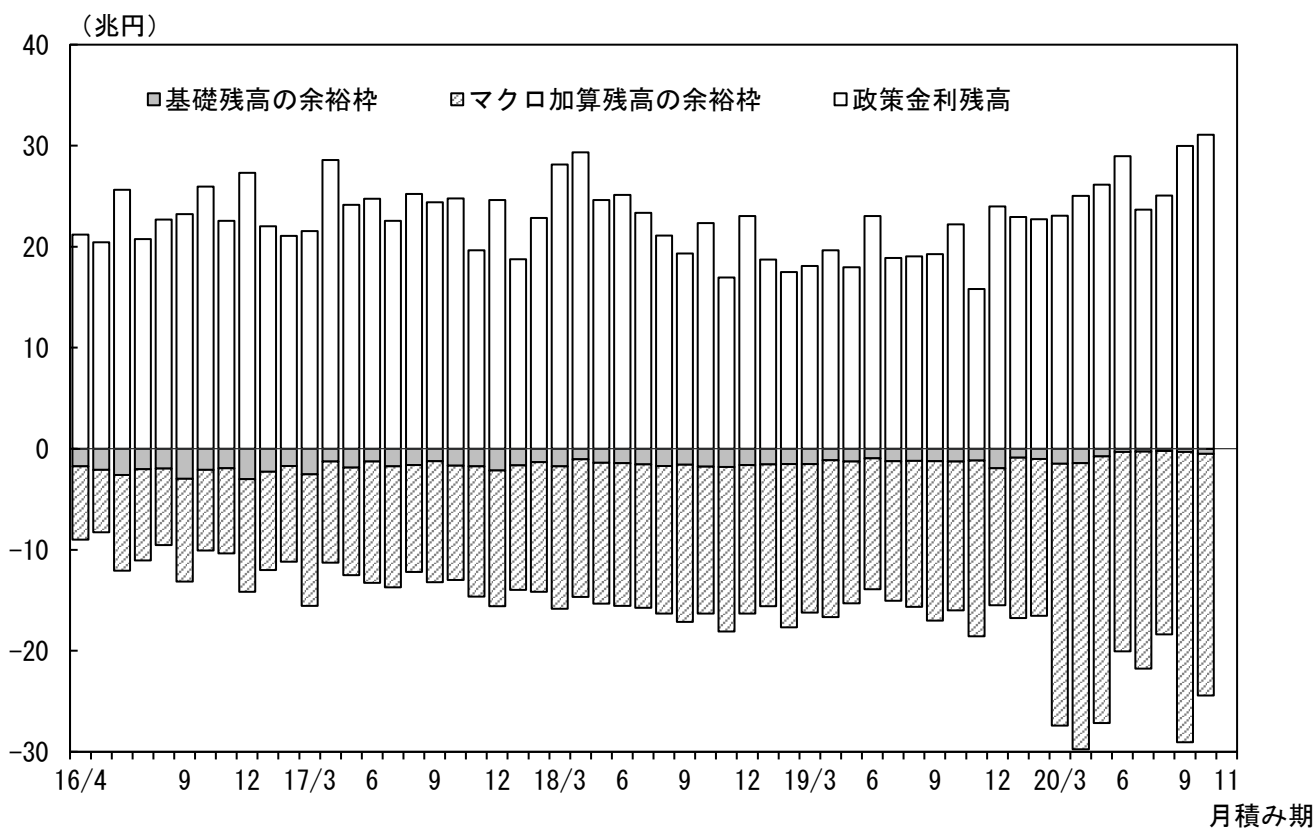
②CP等、社債等については、それぞれ約2兆円、約3兆円の残高を維持する。これに加え、2021年3月末までの間、それぞれ7.5兆円の残高を上限に、追加の買入れを行う。

適用金利別の当座預金残高

(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



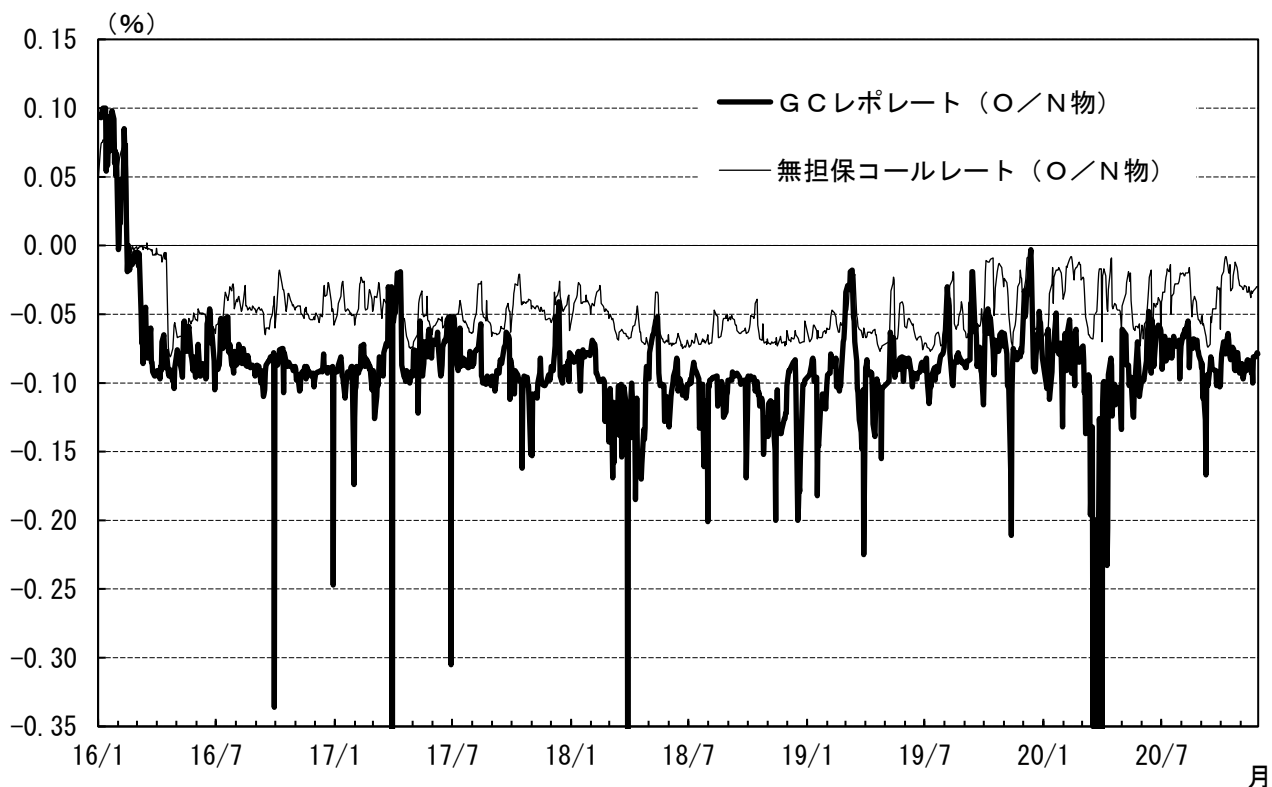
(注1) 「完全裁定後の政策金利残高」は、基礎残高やマクロ加算残高の「余裕枠」を有する金融機関が、その「余裕枠」をすべて利用して、政策金利残高を有する金融機関から資金調達を行った後に、なお残る政策金利残高を指す。

(注2) 2020年9月積み期および同10月積み期は速報値。

(出所) 日本銀行

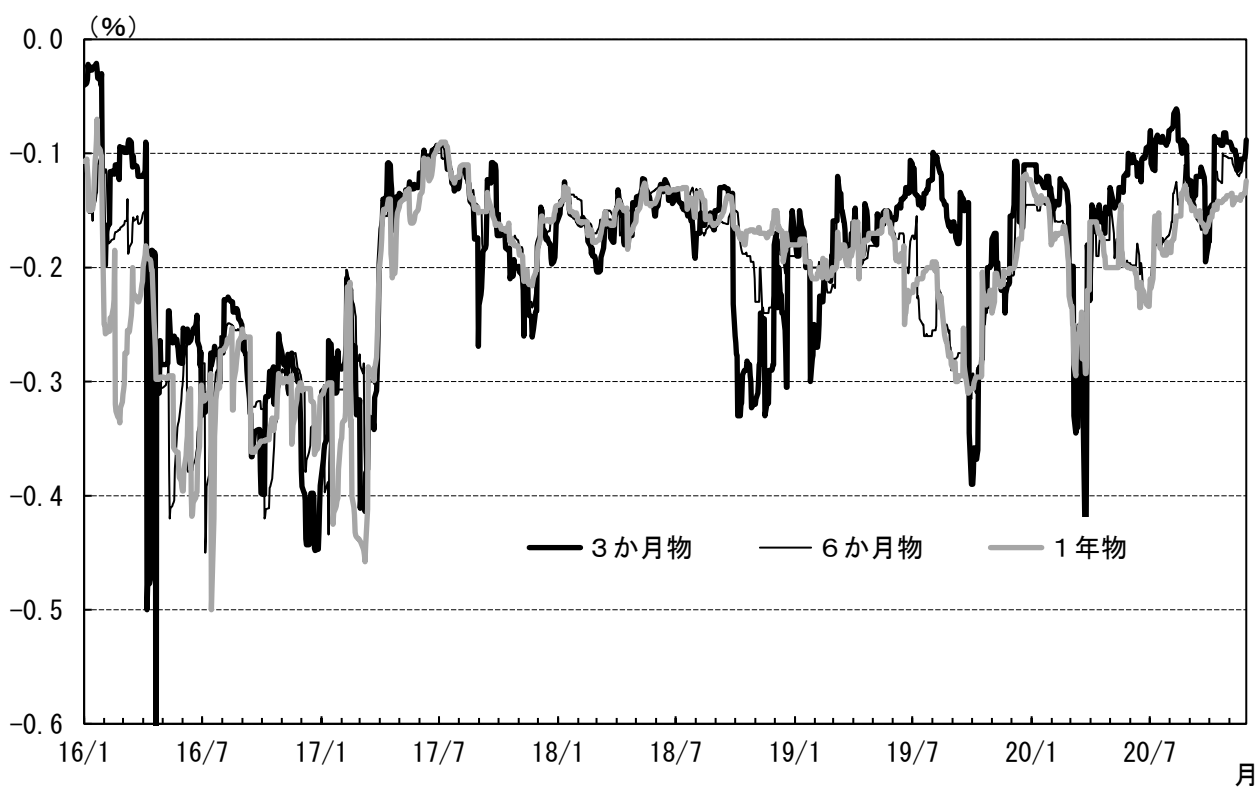
短期金利

(1) 短期金利



(注) 18/5/1日以前のGCRレポレート (O/N物) は、T/N物 (データはすべてスタート日ベース)。

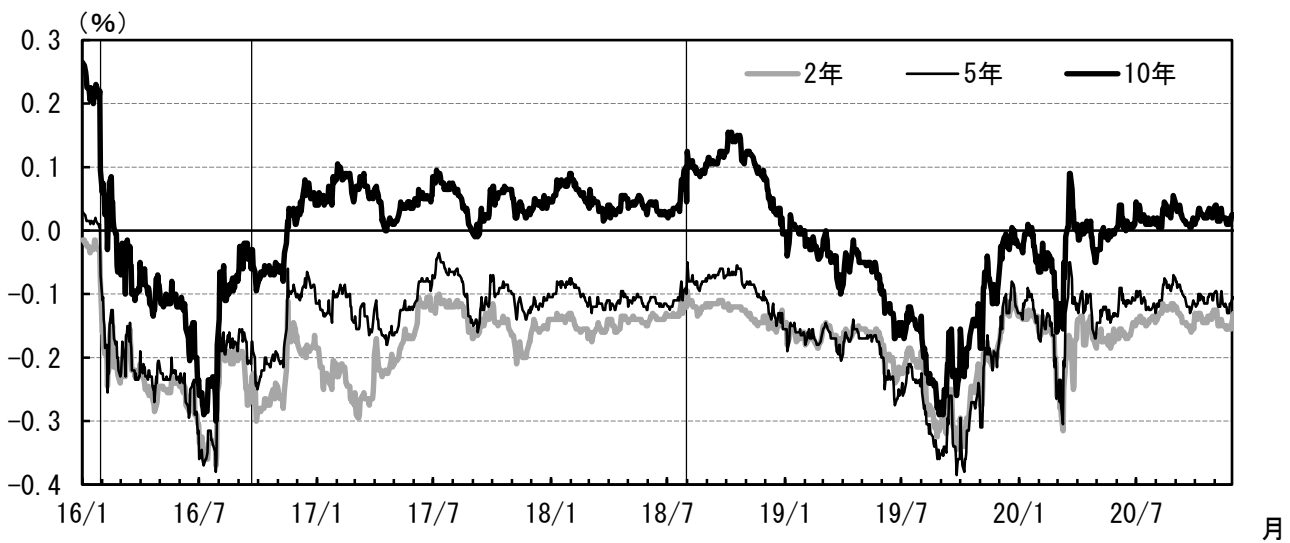
(2) 国庫短期証券の利回り



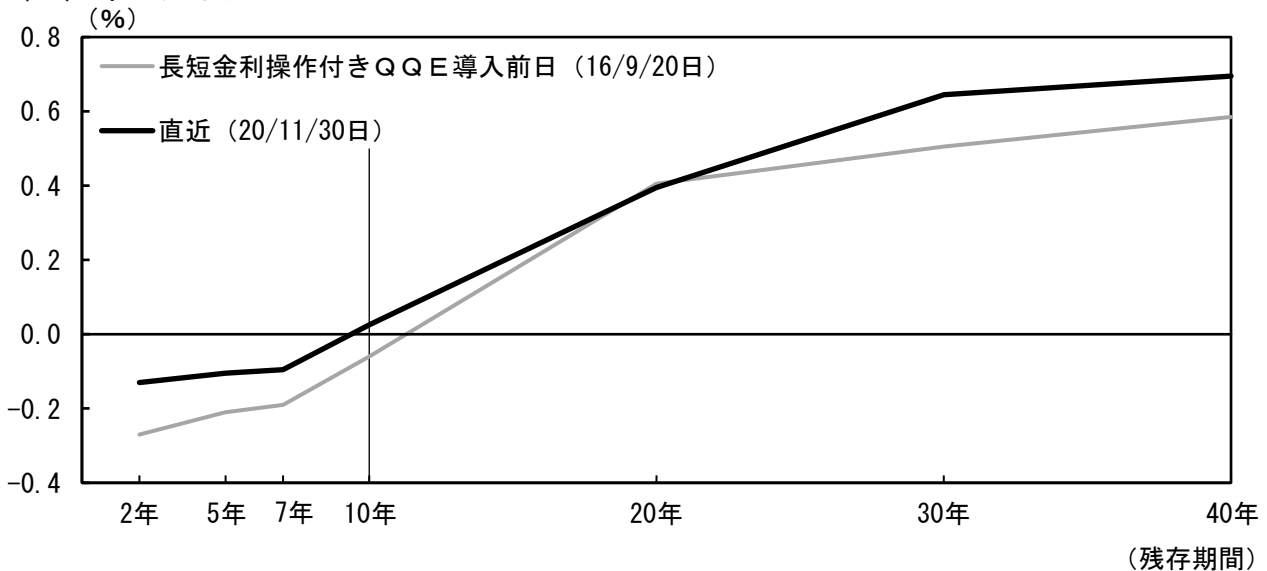
(出所) 日本銀行、日本証券業協会、日本相互証券

長期金利

(1) 長期金利の推移

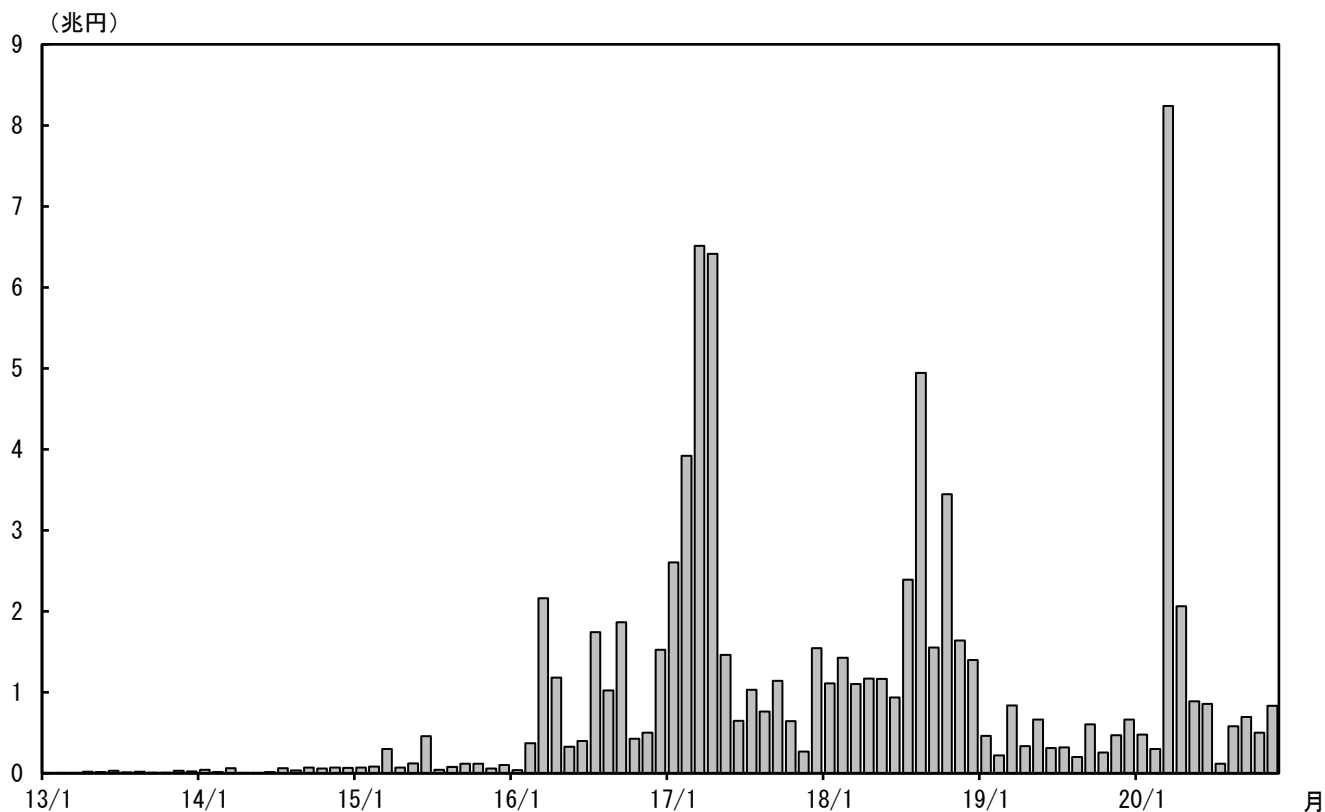


(2) イールドカーブ

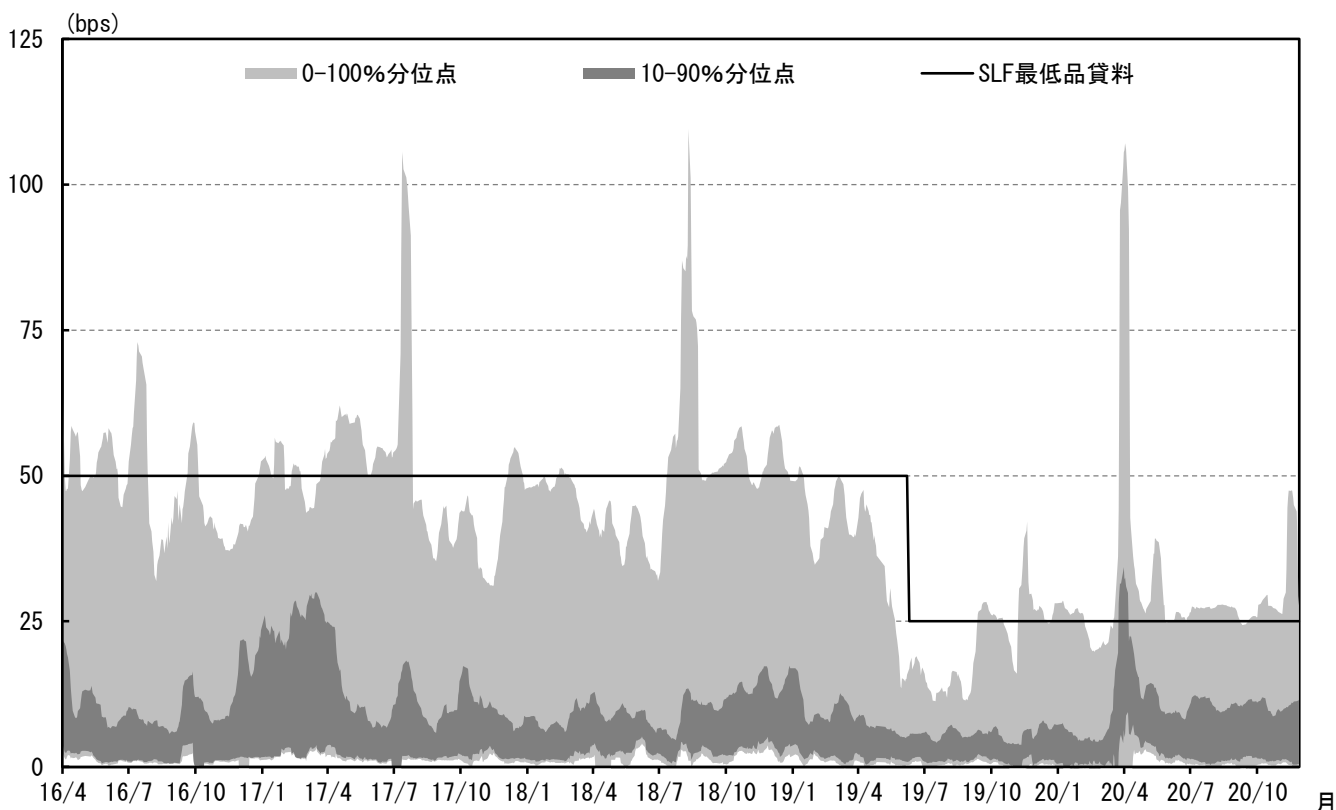


国債補完供給

(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。

(出所) ジェイ・ボンド東短証券、日本証券業協会、日本銀行

(図表6)

長期国債買入れの月間予定の変遷

買入対象ゾーン	20/3月	4月	5月	6月	7～9月	10月	11～12月
1年以下	100～ 1,000程度	500～ 1,000程度	500～ 1,000程度	500～ 1,000程度	500～ 1,500程度	500～ 1,500程度	1,000～ 2,000程度
	500	800	800	800	1,000	1,000	1,500
	2	3	3	3	3	3	2
1-3年	3,000～ 5,500程度	2,000～ 4,500程度	2,000～ 5,000程度	2,000～ 5,000程度	2,500～ 6,000程度	2,500～ 6,000程度	3,500～ 6,500程度
	4,200	3,200	3,400	3,400	4,200	4,200	5,000
	4	6	6	6	6	6	5
3-5年	2,000～ 4,500程度	1,500～ 4,000程度	2,000～ 5,000程度	2,000～ 4,500程度	2,000～ 5,000程度	2,000～ 5,000程度	2,500～ 6,000程度
	3,400	2,800	3,500	3,200	3,500	3,500	4,200
	4	6	5	6	6	6	5
5-10年	2,000～ 5,000程度	2,000～ 5,000程度	2,000～ 5,500程度	2,500～ 5,500程度	2,500～ 6,000程度	2,500～ 6,000程度	2,500～ 6,000程度
	3,500	3,500	3,700	4,000	4,200	4,200	4,200
	4	5	5	5	5	5	5
10-25年	500～ 2,000程度	500～ 2,000程度	500～ 2,000程度	500～ 2,000程度	500～ 2,000程度	500～ 2,000程度	500～ 2,000程度
	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
	2	2	2	2	2	2	2
25年超	0～ 500程度	0～ 500程度	0～ 500程度	0～ 500程度	0～ 500程度	0～ 500程度	0～ 500程度
	300	300	300	300	300	300	300
	2	2	2	2	2	2	2
物価連動債	300程度	300程度	300程度	300程度	300程度	300程度	300程度
	300	300	300	300	300	300	300
	2	2	2	2	2	2	2
変動利付債	1,000程度	1,000程度	1,000程度	1,000程度	1,000程度	500程度	500程度
	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	500	500
	隔月1回	隔月1回	隔月1回	隔月1回	隔月1回	隔月1回	隔月1回

(注1) 上から1回当たりオファー金額のレンジ(億円)、初回オファー金額(億円)、回数(回)。

(注2) シャド一部は、前月までの買入予定から変更した箇所。

(図表 7)

日本銀行のバランスシート項目

(単位：兆円)

	12年度末	15年度末	16年度末	17年度末	18年度末	19年度末	20/10月末
長期国債	91.3	301.9	377.1	426.6	459.6	473.5	491.4
CP等	1.2	2.0	2.0	2.1	2.0	2.6	4.5
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	5.7
ETF	1.5	7.6	12.9	18.9	24.8	29.7	34.8
J-REIT	0.12	0.29	0.38	0.48	0.52	0.58	0.64
貸出支援基金	3.4	30.1	43.4	45.6	46.1	49.2	59.0
買入国庫短期証券	16.4	36.9	32.6	18.8	7.9	10.2	40.4
被災地金融機関支援	0.4	0.3	0.5	0.5	0.7	0.5	0.5
新型コロナ対応金融支援	—	—	—	—	—	3.4	47.8
共通担保資金供給	21.7	3.7	0.7	0.4	0.7	1.2	0.3
その他とも 資産計	164.8	405.6	490.1	528.3	557.0	604.5	698.2
銀行券	83.4	95.6	99.8	104.0	107.6	109.6	113.9
当座預金	58.1	275.4	342.8	378.2	393.9	395.3	489.3
売現先勘定	14.5	0.2	3.4	0.3	0.2	24.1	0.0
その他とも 負債・純資産計	164.8	405.6	490.1	528.3	557.0	604.5	698.2
マネタリーベース	146.0	375.7	447.3	487.0	506.3	509.8	608.3

(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