

# 日本国債の市場環境の現状と今後について

野村證券株式会社  
稲井田洋右

2019年10月25日

STRICTLY PRIVATE AND CONFIDENTIAL

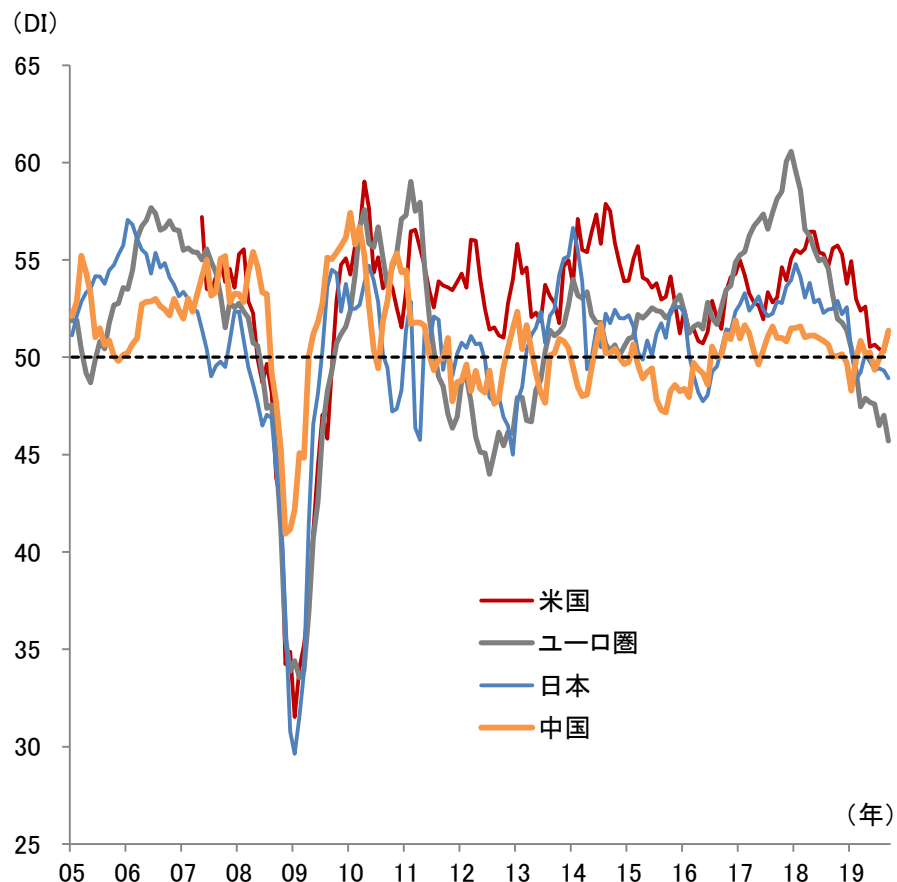
© Nomura

## 1. マクロ環境と日本国債市場の現状

# グローバル景気動向

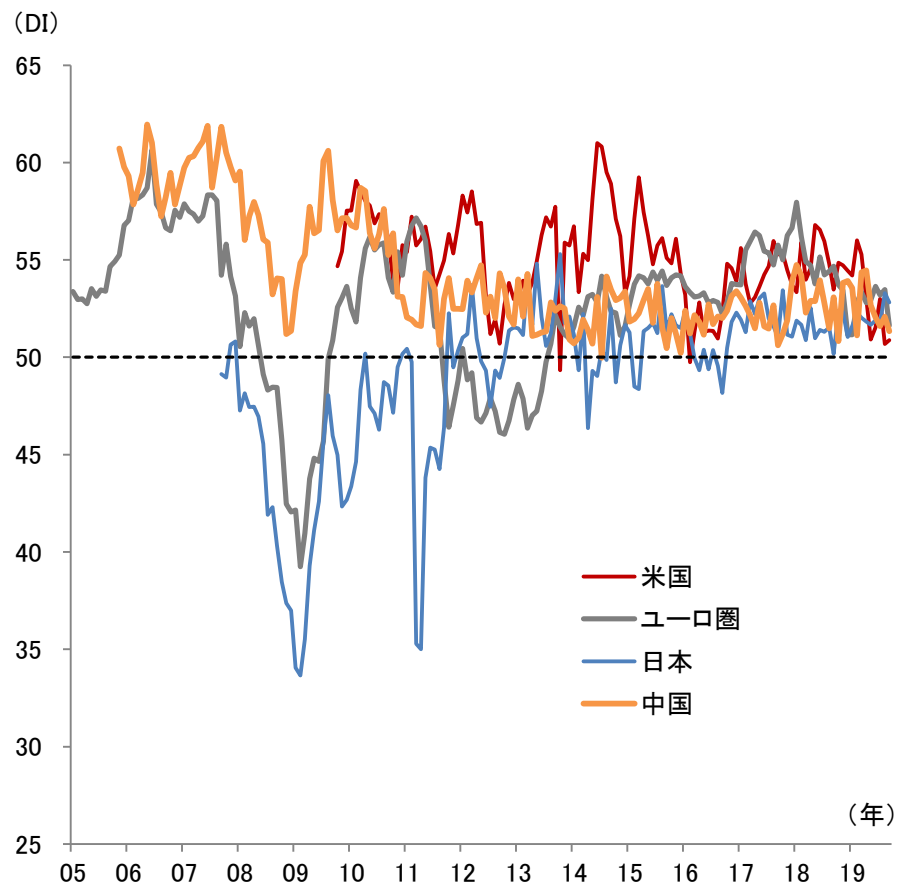
- 製造業PMIはユーロ圏で悪化が続くも、主要国全体では下げ止まり傾向
- 一方で非製造業はもともとあまり減速していない

主要国・地域の製造業PMI (2019年9月時点まで)



(出所) Markit、じぶん銀行より野村作成

主要国・地域のサービス業PMI (2019年9月時点まで)

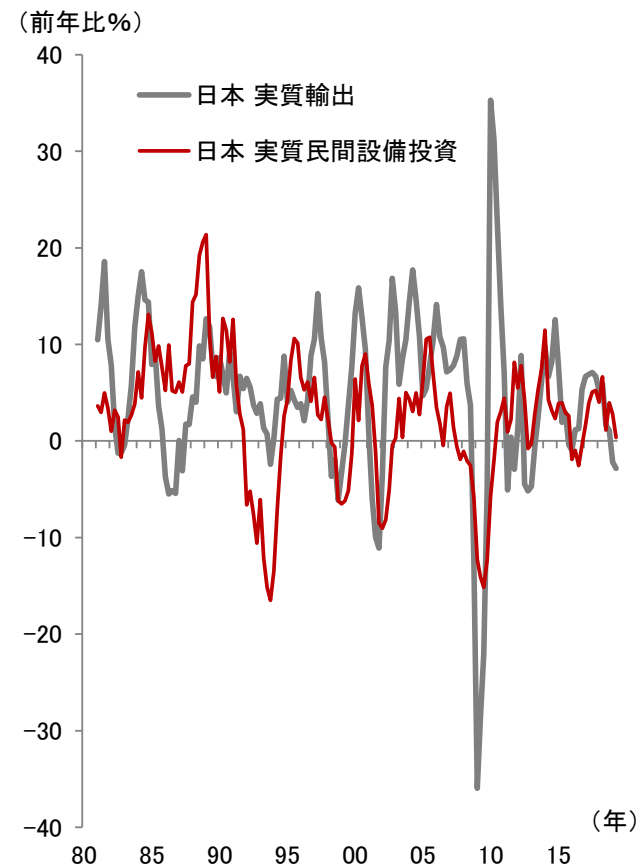
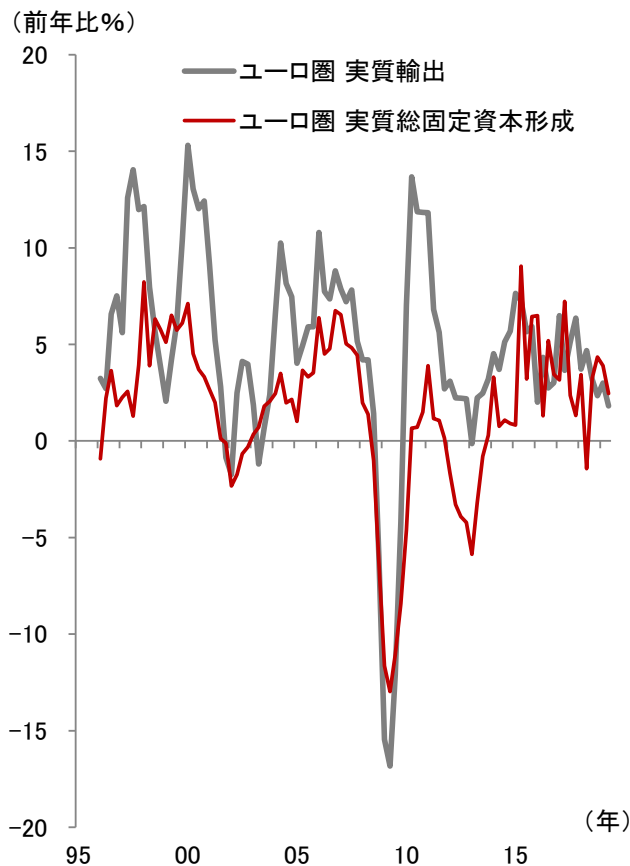
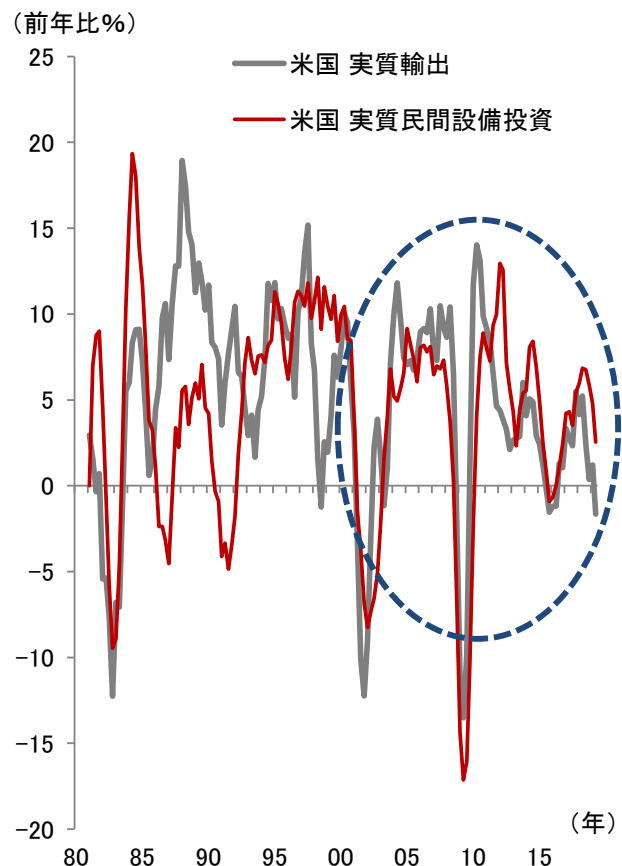


(出所) Markit、じぶん銀行より野村作成

# グローバル貿易と設備投資

- 日欧と同様に、近年では米国においても国際貿易と国内設備投資は結びつきを強めている
- 保護主義の強まりによる輸出停滞が懸念される中、企業の設備投資が抑制されるリスクが高まる

輸出と設備投資の関係 (2019年4-6月期まで)

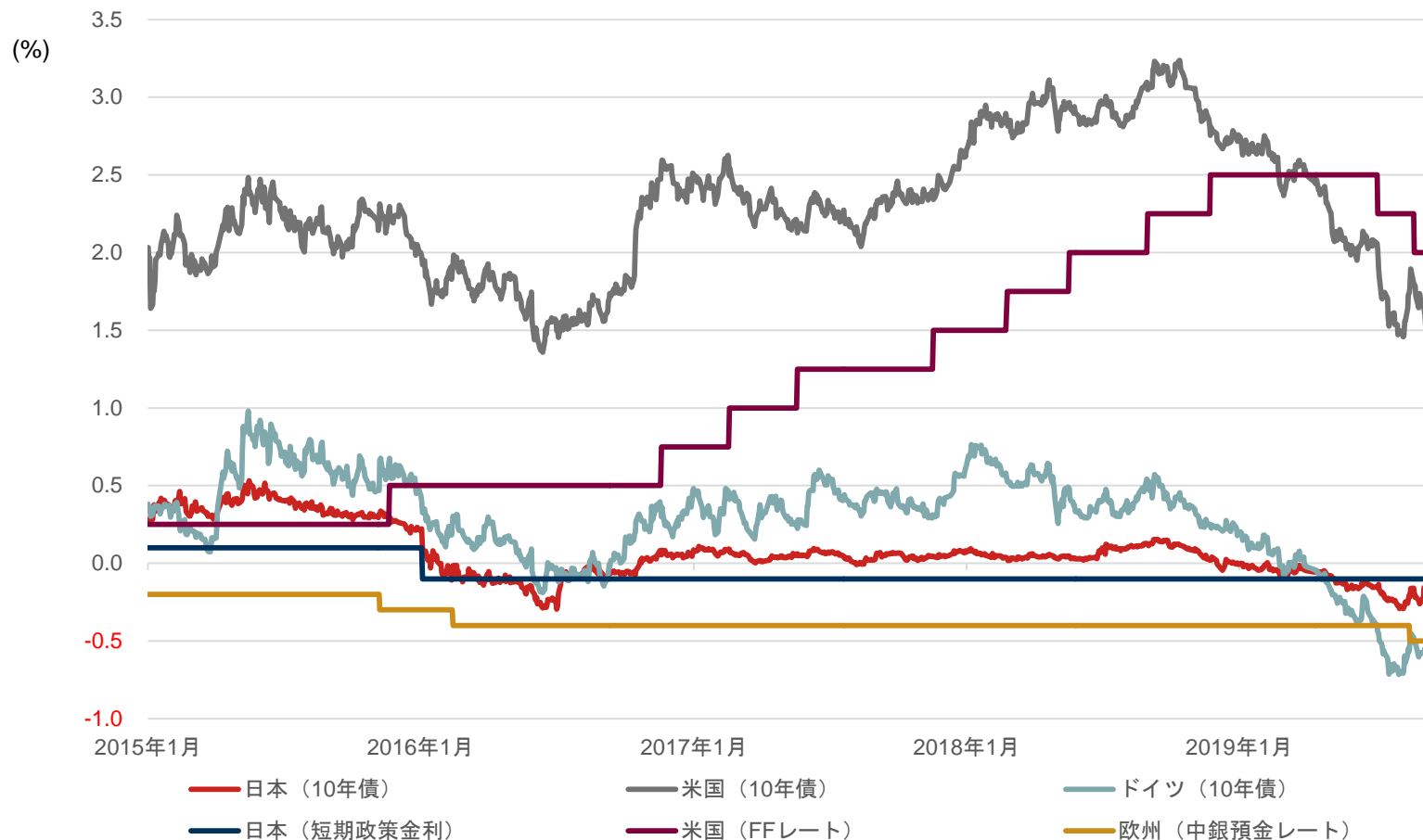


(出所) 米国商務省、Eurostat、日本内閣府より野村作成

# 日米欧の金利動向

- 日米欧の政策金利と長期金利は、昨年の秋以降は低下基調
- 足元は金利底打ちを試す展開

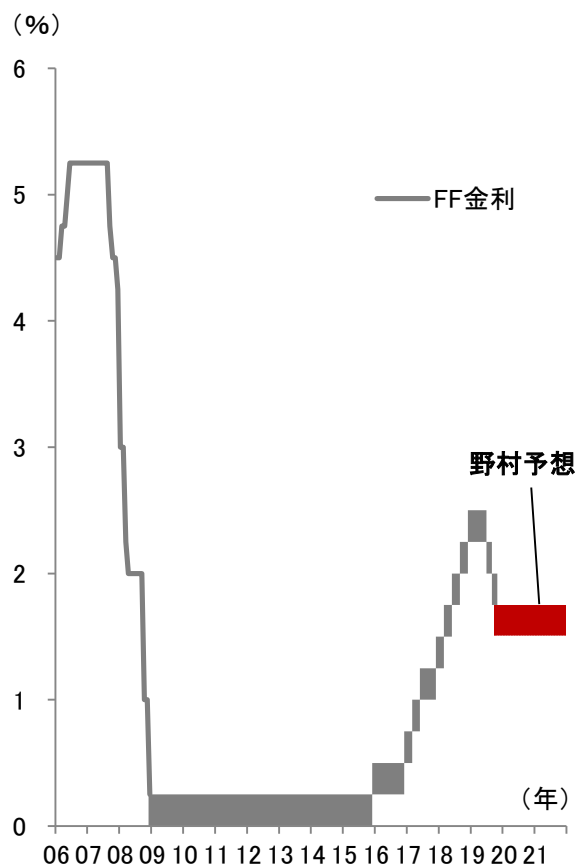
## 日米欧の政策金利と長期金利



(出所) ブルームバーグ

# FRBの金融政策

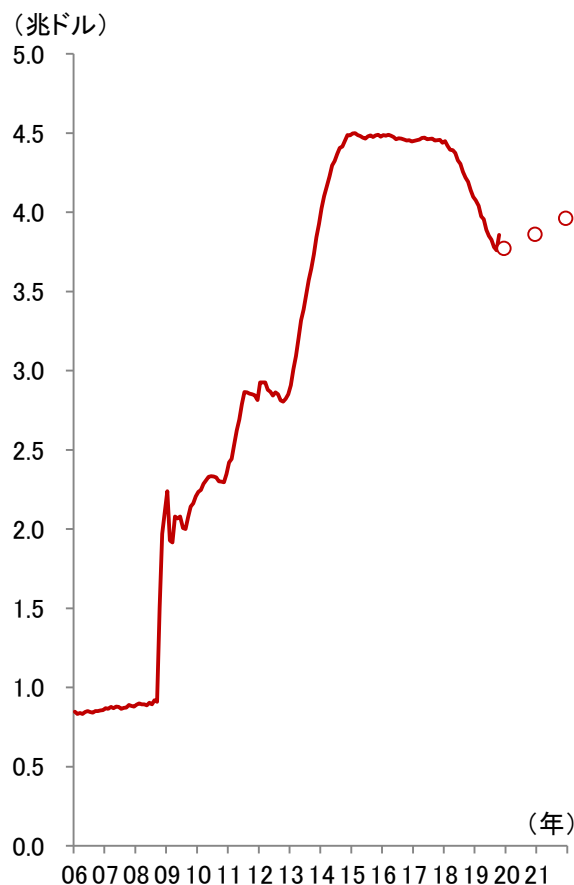
## 米国の政策金利



(出所) FRB

この資料は「国の債務管理の在り方に関する懇談会」向け資料であって、投資勧誘を目的としたものではありません。この資料に記載されている情報は当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる方法であれ、無断で複製または転送などを行わないようお願いいたします。

## FRBの資産残高



(注) 先行きは野村による試算。

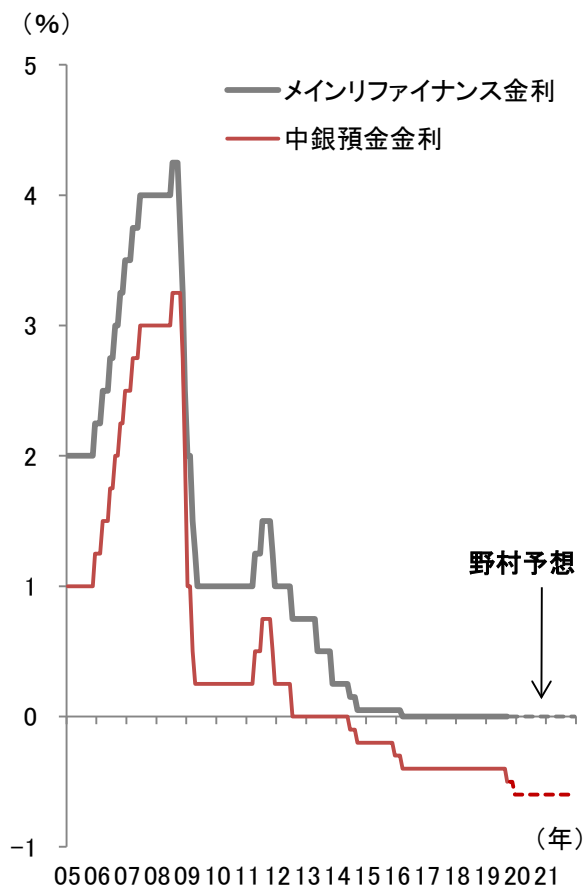
(出所) FRB

## 最近の動き

- 鈍いインフレと景気悪化リスクに予防的に対処するため、7月と9月に利下げを実施。
- 8月にバランスシート縮小を停止。米国債償還分及びMBS償還分月最大200億ドルを米国債へ再投資。さらに、9月中旬の短期市場混乱を受けて、準備預金を潤沢な水準に回復させるべく、T-bill購入によるバランスシート再拡大を10月に開始、少なくとも2020年4-6月期まで継続。T-bill購入額は当初月600億ドル。
- 9月FOMCで公表されたDotsでは、年内の追加利下げ見込みが7名、据え置き・利上げが10名。意見の不一致が大きく、歩み寄りが難しくなっている可能性がある。

# ECBの金融政策

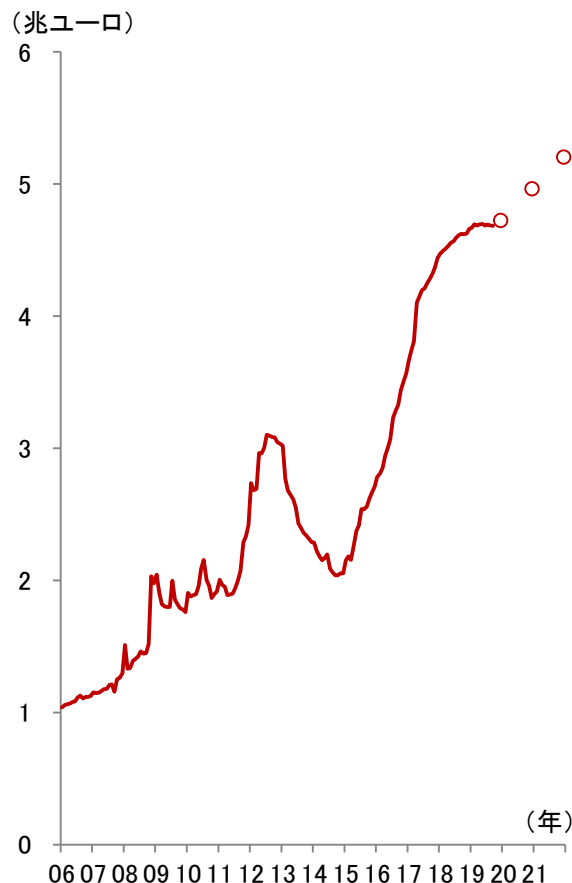
## ユーロ圏の政策金利



(出所) ECB

この資料は「国の債務管理の在り方に関する懇談会」向け資料であって、投資勧誘を目的としたものではありません。この資料に記載されている情報は当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる方法であれ、無断で複製または転送などを行わないようお願いいたします。

## ECBの資産残高



(注) 先行きは野村による試算。

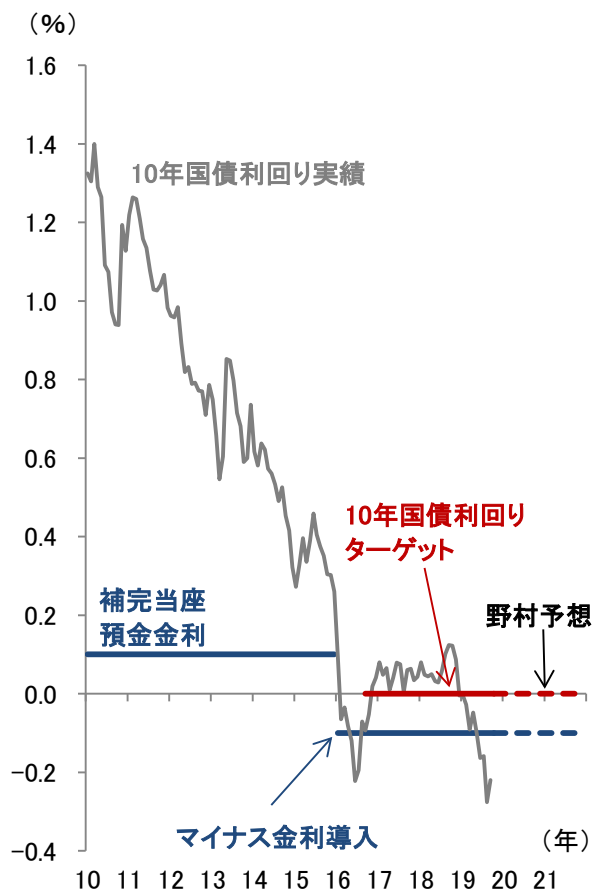
(出所) ECB

## 最近の動き

- 強まる景気減速リスクに対処するため、ECBは9月12日に金融緩和パッケージを決定。
  1. 中銀預金金利を-0.4%から-0.5%へ引き下げ
  2. フォワードガイダンスの変更、「少なくとも2020年前半まで」を削除
  3. 資産購入再開、200億ユーロ/月をオープンエンドで
  4. TLTRO-IIIの条件緩和、貸出金利に対する上乗せ分の撤廃+融資期間を2年から3年に延長
  5. 預金準備に階層方式導入、マイナス金利適用範囲を縮小
- ドイツ連銀のバイトマン総裁、フランス銀行のビルロワドガロー総裁、オランダ中央銀行のクノット総裁らが資産購入に反対した模様。金融緩和に対する見方は分裂している。

# 日本銀行の金融政策

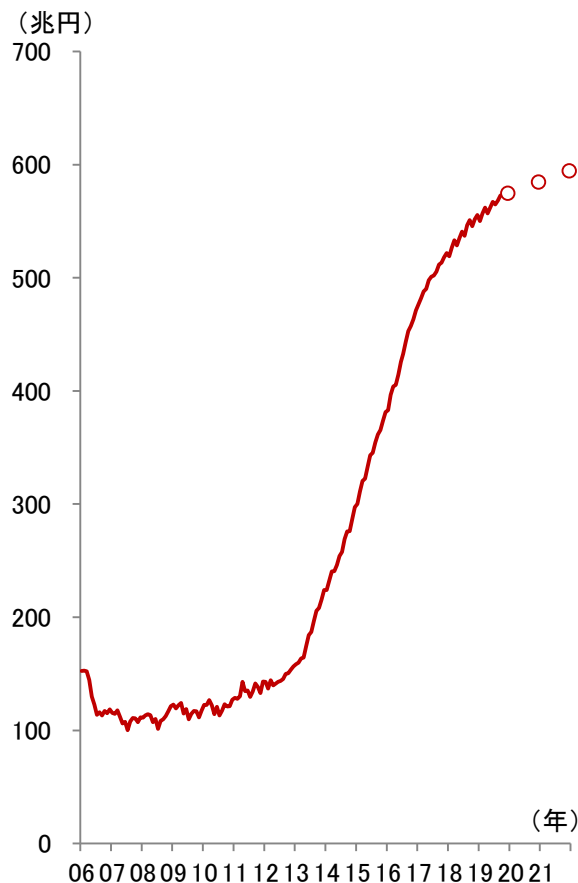
## 日本の政策金利



(出所) 日本銀行

この資料は「国の債務管理の在り方に関する懇談会」向け資料であって、投資勧誘を目的としたものではありません。この資料に記載されている情報は当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる方法であれ、無断で複製または転送などを行わないようお願いいたします。

## 日本銀行の資産残高



(注) 先行きは野村による試算。年間10兆円の増加を仮定。

(出所) 日本銀行

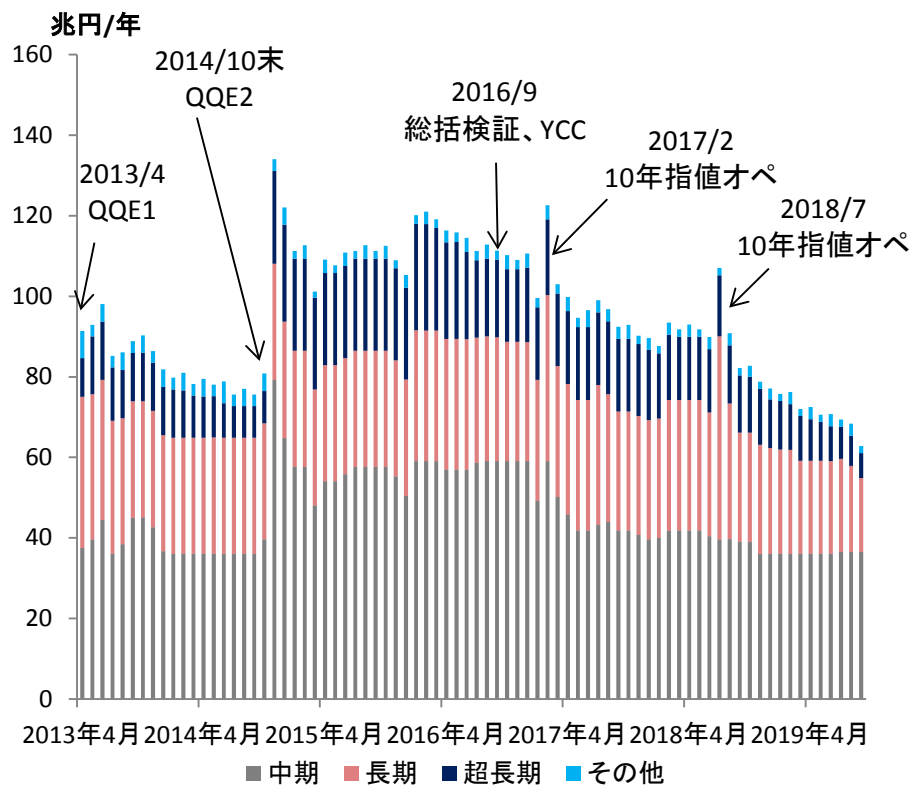
## 最近の動き

- 2019年4月 政策金利のフォワードガイダンス明確化（「当分の間、少なくとも2020年春頃まで」）
- 2019年7月 「モメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、躊躇なく」追加緩和する方針明記
- 2019年9月 次回の金融政策決定会合で経済・物価動向を改めて点検する方針明記

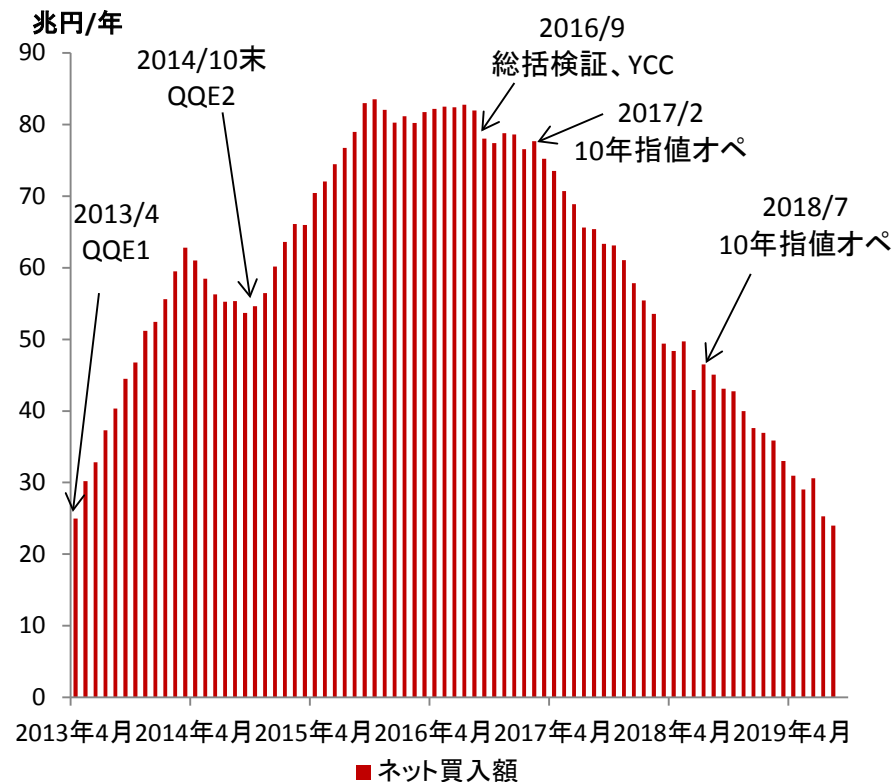


# 日本銀行の国債買入額の変遷

グロス(償還考慮前)、年率換算後



ネット(償還考慮後)



(出所) 日本銀行

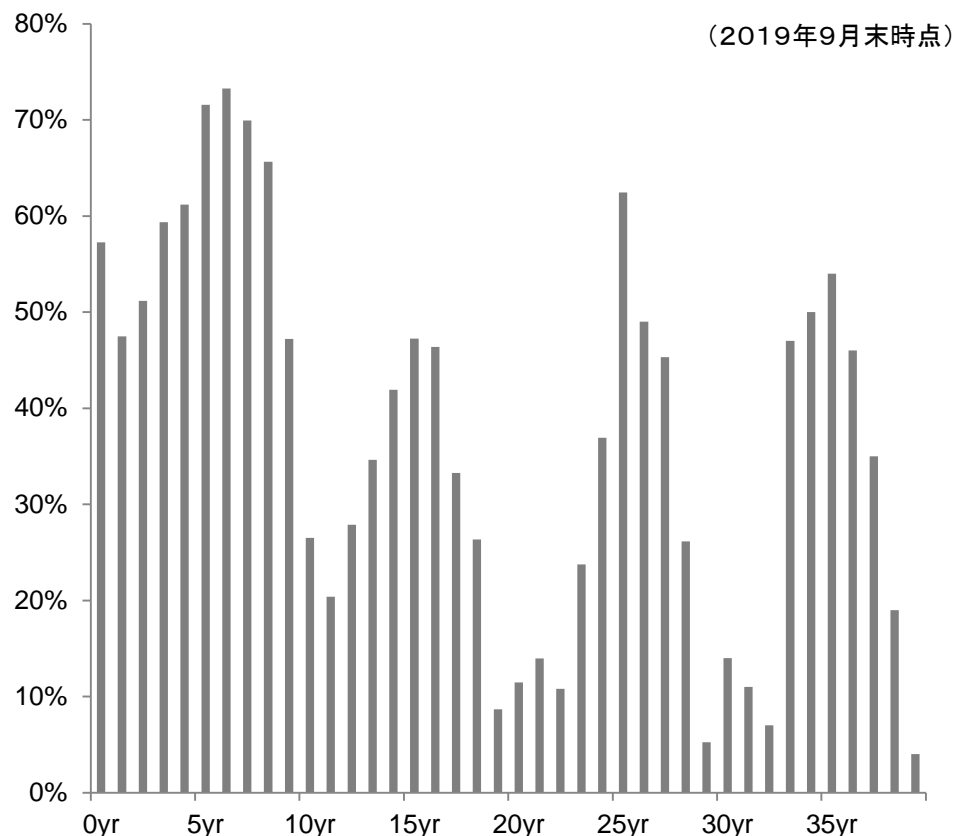
(注) 前年同月からの保有国債の増加額を表示

(出所) 日本銀行

この資料は「国の債務管理の在り方に関する懇談会」向け資料であって、投資勧誘を目的としたものではありません。この資料に記載されている情報は当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる方法であれ、無断で複製または転送などを行わないようお願いいたします。

# 年限毎の日本銀行の国債保有比率、ネット発行額

## 年限毎の日本銀行の国債保有比率



(出所) 財務省、日本銀行

この資料は「国の債務管理の在り方に関する懇談会」向け資料であって、投資勧誘を目的としたものではありません。この資料に記載されている情報は当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる方法であれ、無断で複製または転送などを行わないようお願いいたします。

## 年限別のネット発行額

年限	日本銀行 発行額	日本銀行 買入額	ネット 発行額	日銀 シェア	[兆円]	
					(1年前) 日本銀行 買入額	(変化) 日本銀行 買入額
1年以下			1.2	-1.2	1.2	0.0
1~3年	26.9	20.2	6.7	75%	18.0	2.2
3~5年	25.6	16.3	9.3	64%	21.0	-4.7
5~10年	30.6	16.8	13.8	55%	27.0	-10.2
10~25年	16.7	4.3	12.3	26%	10.8	-6.5
25年超	13.1	1.1	12.0	8%	3.0	-1.9
小計	112.8	59.9	52.9	53%	81.0	-21.1

(注) 前年同月からの保有国債の増加額を表示

(注) 発行額は第二非価格競争入札と流動性供給入札を考慮。第二非価格競争入札では発行予定額の7%が発行されると仮定。流動性供給入札で、輪番の2年限にまたがる場合、例えば1-5年流動性供給に関しては、1-3年と3-5年に等分した。日本銀行買入額は直近の買入額、月間買入回数を年率換算した。

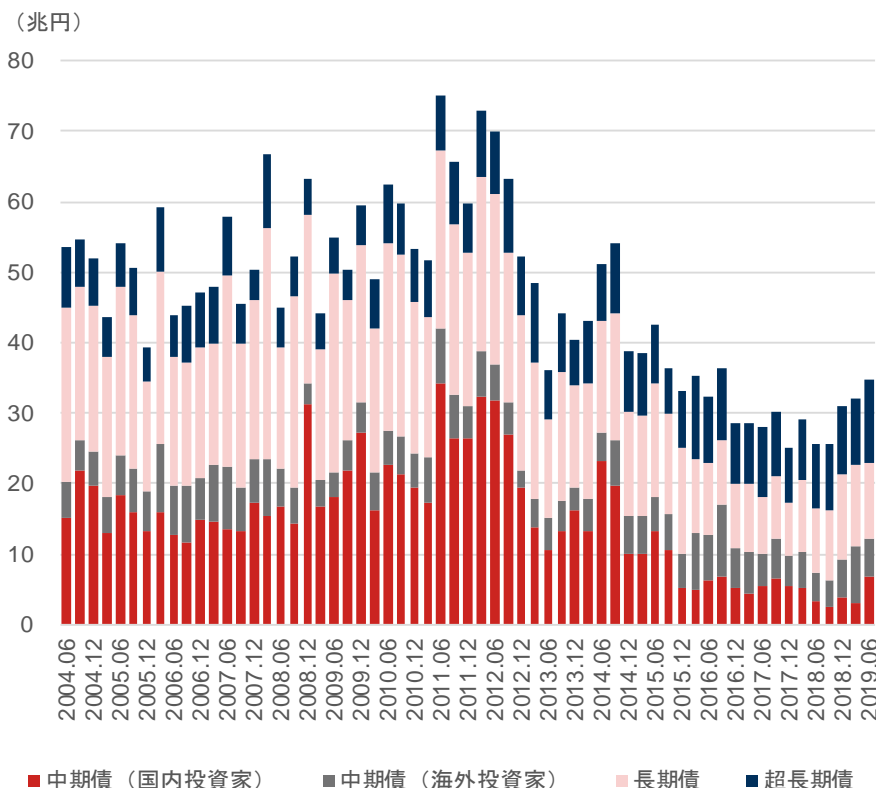
✓ 買入の中心は1年前の5~10年ゾーンから1~3年ゾーンに変化

(出所) 財務省、日本銀行

# 日本国債市場の流動性

- 国債補完供給の要件緩和や流動性供給入札の拡充等により、一時期に比べれば改善も見られているが、日本国債市場の流動性や機能度は、低い状況が続いている

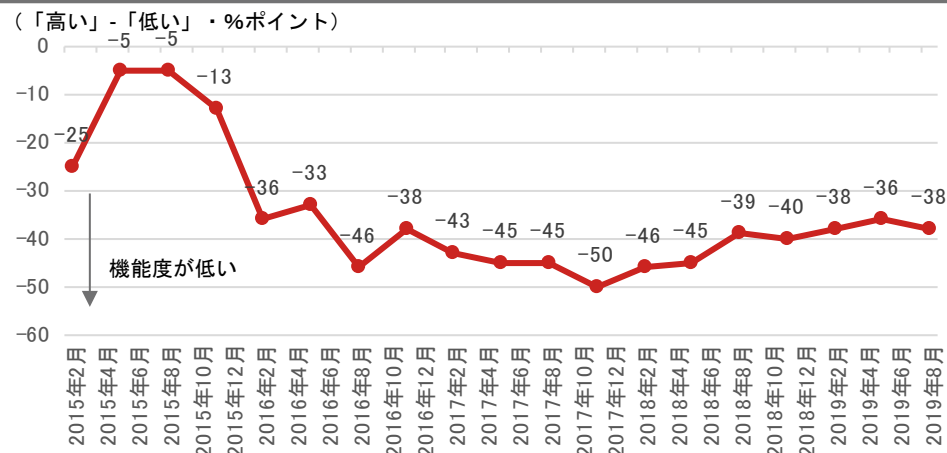
ディーラー対顧客取引の取引高(取得と売却の合計)



(注) 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、その他金融機関、事業法人、その他法人、個人、投資信託、官公庁共済組合)、外国人の合計であり、その他(政府、日本銀行、ゆうちょ銀行、かんぽ生命)を含まない。

(出所) 日本証券業協会

債券市場の機能度判断DI(日銀、債券市場サーベイ)



債券市場の機能度・流動性についての見方(債券市場参加者会合議事要旨より)

- 大口のロットでの取引は難しい状況にあるなど、依然として機能度が低い状態には変わりはない。
- 日本銀行の保有割合が高い銘柄を中心に、ショートカバーを行うことが困難な局面が引き続きみられるなど、全体として証券会社のマーケットメイク余力が低下した状態が続いている。
- 超長期ゾーンでは、金利がマイナス圏で推移する長期ゾーンからの資金シフトの影響があるほか、一部銘柄の需給タイト化が金利低下を主導する場面もみられており、金利形成が必ずしも長期的な経済見通しなどの経済物価情勢を反映していないと評価することもできる。

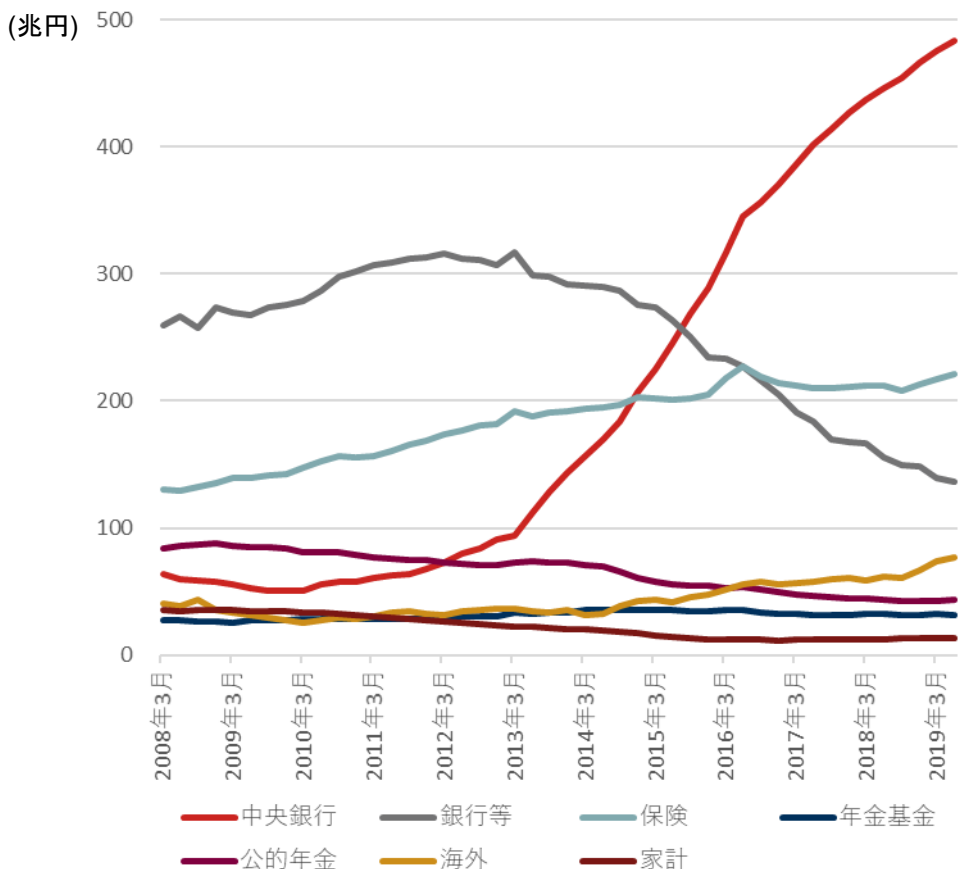
(出所) 日本銀行

## 2. 投資家の動向

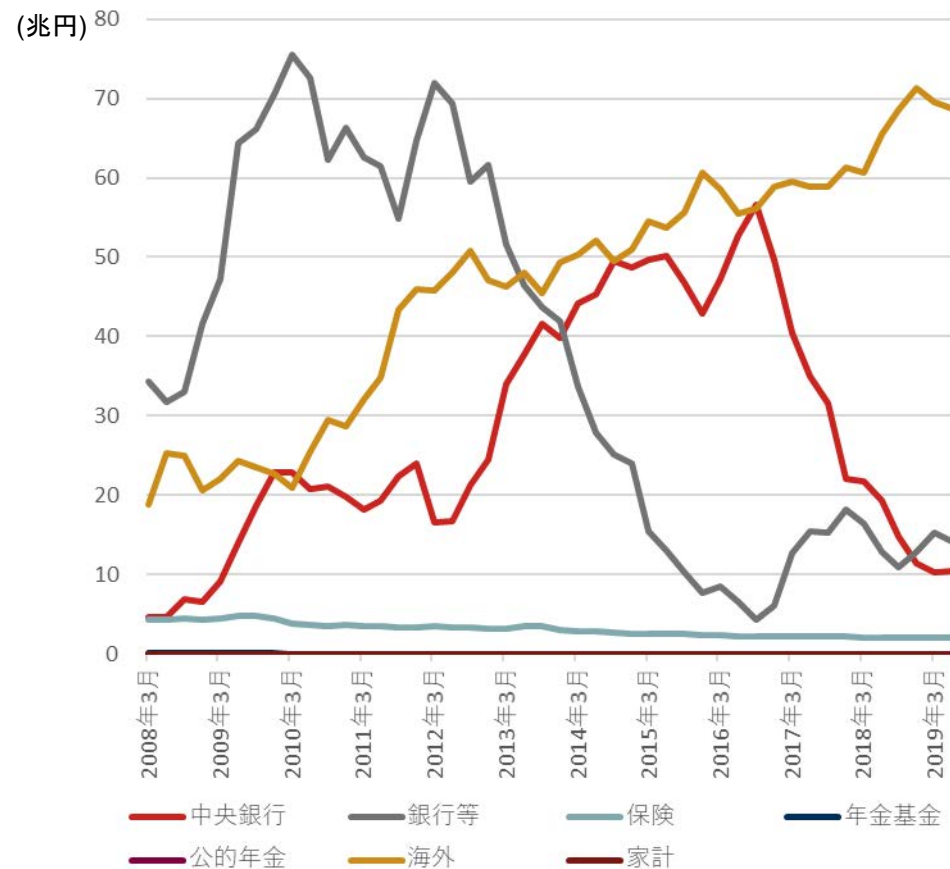
# 国債の保有者構造の変遷

- 国内投資家の国債保有残高は、銀行が減少する一方で保険は一定水準を維持
- 海外投資家の国債保有残高は、短期債、長期債ともに増加傾向

国債(除くT-Bill)の保有者内訳



T-Billの保有者内訳



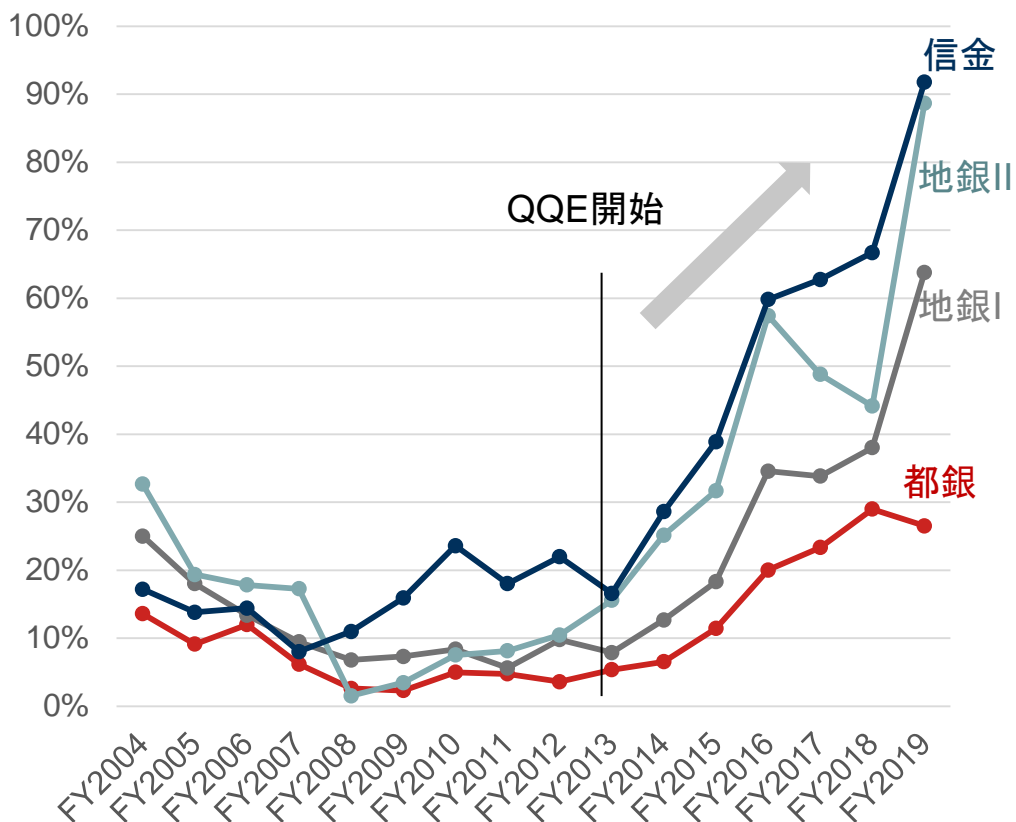
(出所) 日本銀行

この資料は「国の債務管理の在り方に関する懇談会」向け資料であって、投資勧誘を目的としたものではありません。この資料に記載されている情報は当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる方法であれ、無断で複製または転送などを行わないようお願いいたします。

# 業態別の日本国債投資の現状(銀行)

## 銀行の超長期債の取引割合が大幅に増加

各投資家毎の国債売買高に占める超長期債の割合



業態別のIRRBB(2019年3月末)

	重要性テスト* 平均値
メガバンク	8.5%
地域銀行	11.7%
信用金庫	38.4%

※重要性テストの基準は、国際統一基準行が15%、国内基準行が20%

### 金融庁の検査・監督基本方針より

本邦金融機関の経営環境は厳しさを増しており、適切なリスクテイクを通じた収益性の確保なしには持続的な健全性を確保することはできない。

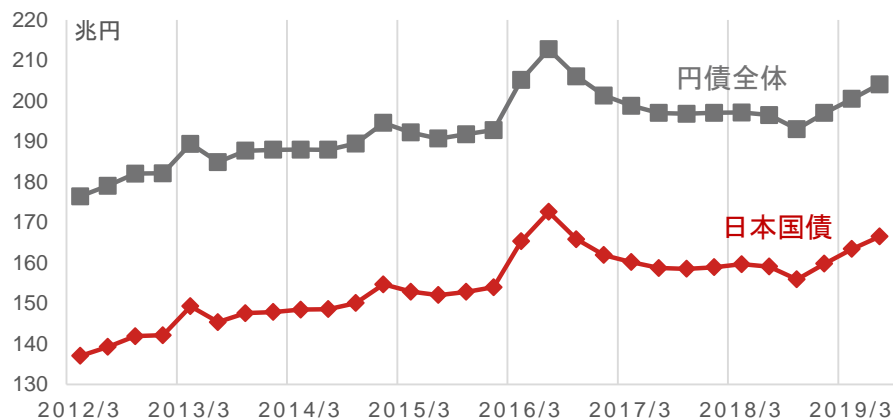
当局においても、自己資本対比での過剰なリスクテイクの抑制のみに重点を置くのではなく、金融機関の収益性にも注意を払う必要性が高まっている。

(出所) 金融庁、日本証券業協会、各社決算資料、野村

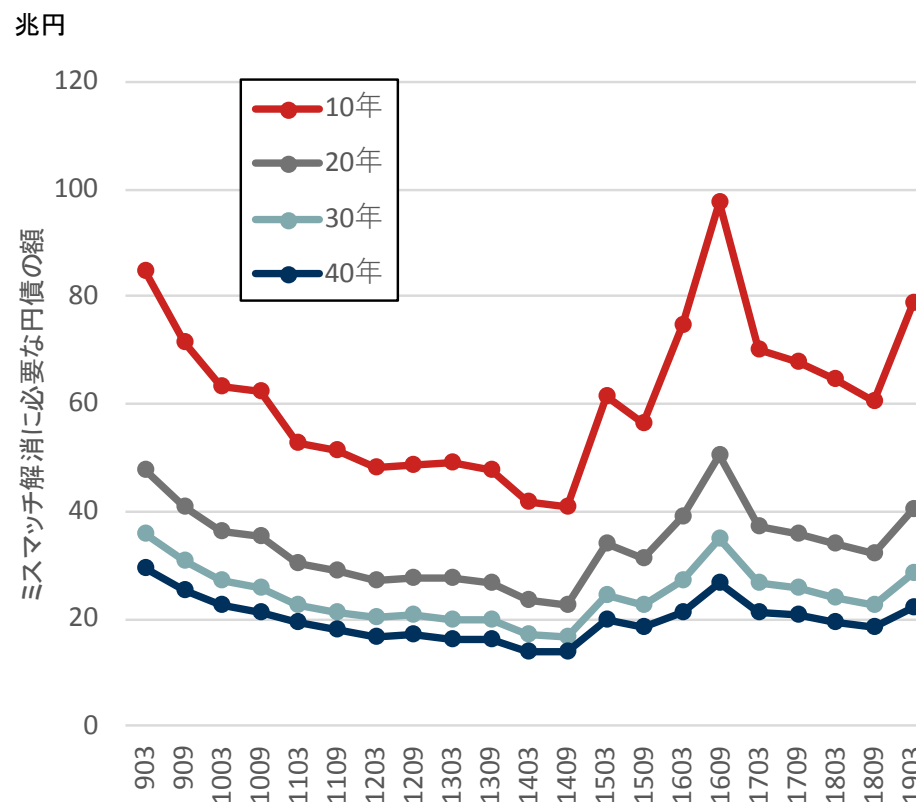
# 業態別の日本国債投資の現状(生保)

- 円債の残高は概ね一定の水準を維持
- 資産・負債の金利感応度ギャップは足元で拡大、円金利資産への潜在需要は大きい

生命保険会社が保有する円債推移



円金利ミスマッチ量の推計(円債金額ベース、EV公表大手8社合計)



## 経済価値ベースのソルベンシー規制に関する議論

- ✓ 国際資本基準(ICS)は、国際的に活動する保険グループに対して導入される見込みで、2025年の本格的な適用開始を前に、2020年から5年間はモニタリング期間として試運転的に利用される。
- ✓ 日本では、金融庁において経済価値ベースのソルベンシー規制の検討が行われており、「国際資本基準(ICS)に遅れないタイミングでの導入を念頭に、関係者と広範な議論を行っていく」とされ、今年6月からは有識者会議も行われている。
- ✓ 生保各社は経済価値ベースの指標を用いた内部管理を既に行っているが、資本規制として導入されると経営の選択肢を過度に狭めるなどの影響が懸念され、その運用について慎重な検討を求める声もある。

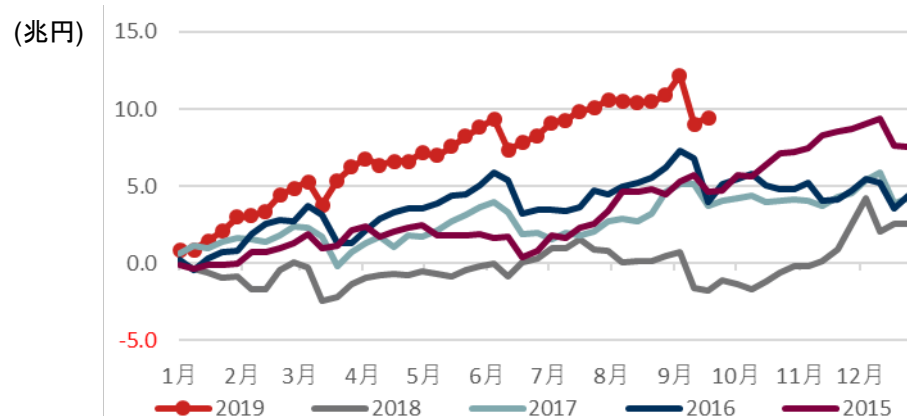
(出所) 日本銀行、各社決算資料、経済価値ベースのソルベンシー規制等に関する有識者会議、野村

この資料は「国の債務管理の在り方に関する懇談会」向け資料であって、投資勧誘を目的としたものではありません。この資料に記載されている情報は当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる方法であれ、無断で複製または転送などを行わないようお願いいたします。

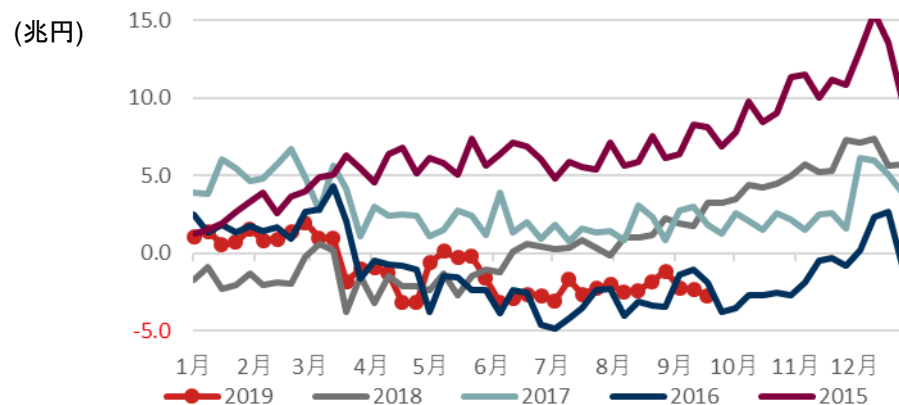
# 投資家別の日本国債投資の現状(海外投資家)

- 海外投資家の日本国債買い越し額は短期債だけでなく、中長期債でも増加
- 金利スワップ市場でも海外勢の固定受けが優勢となり、JSCC/LCHスプレッドが反転、LCH金利の方が低い状況

中長期債の買い越し額



短期債の買い越し額



(出所)財務省、ブルムバーグ、野村

東京(JSCC)とロンドン(LCH)での30年円金利スワップレートの違い



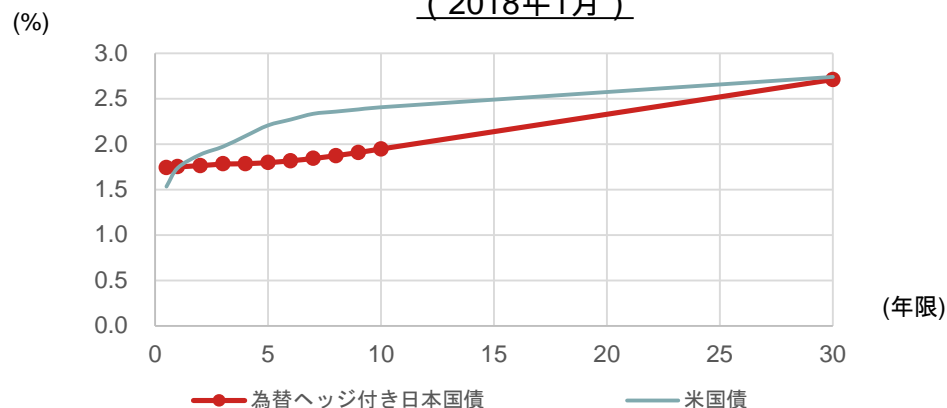


# 海外投資家からの日本国債投資の魅力

- 米ドル建てに短期為替ヘッジした日本国債の米国債対比での利回り優位は全年限に
- ユーロ建てに満期アセットスワップした日本国債の対独仏国債での割安化が進行

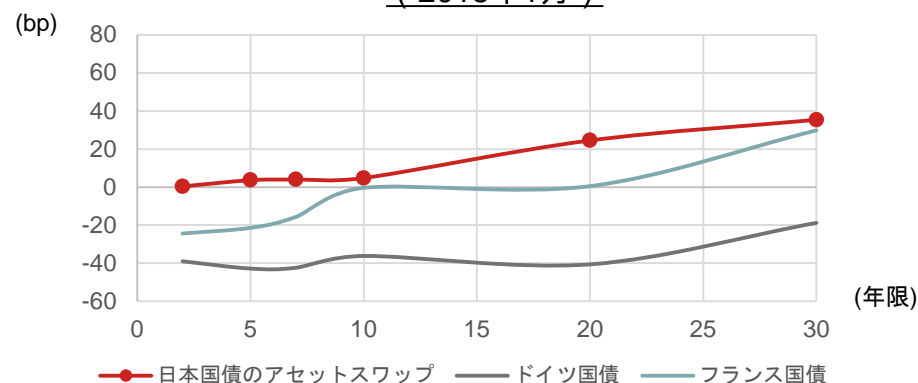
ドル投資家(短期為替ヘッジ)

(2018年1月)

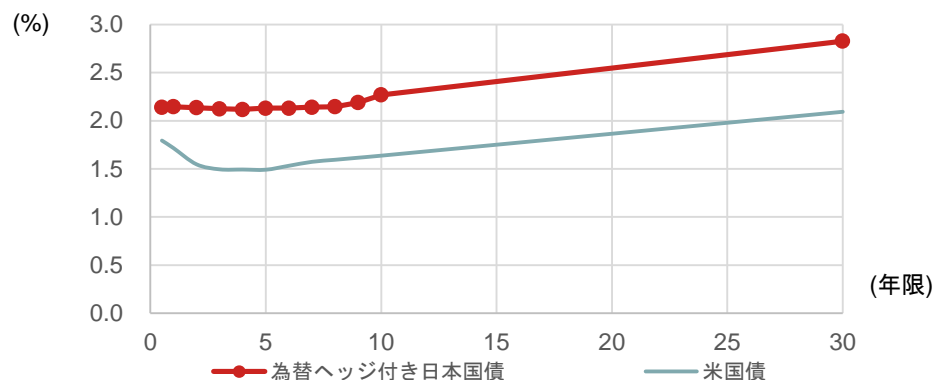


ユーロ投資家(満期アセットスワップ)

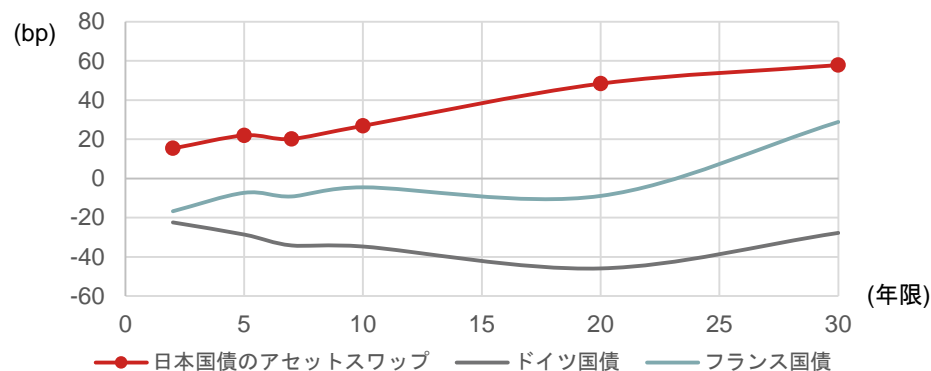
(2018年1月)



(2019年10月)



(2019年10月)



(出所)ブルームバーグ、野村

この資料は「国の債務管理の在り方に関する懇談会」向け資料であって、投資勧誘を目的としたものではありません。この資料に記載されている情報は当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる方法であれ、無断で複製または転送などを行わないようお願いいたします。

### **3. ご参考**

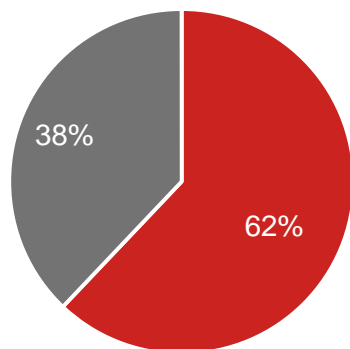
# 米国債市場の構造変化

- 米国債市場では、電子取引基盤の充実により、HFT等のアルゴリズムを活用する業者の取引シェアが増加
- HFT等のシェア増加は市場の質向上に寄与する一方で、モニター手法の高度化も必要

## 米国債の日次平均取引量における各セグメントのシェア

期間: 2017/8/1 - 2018/7/31

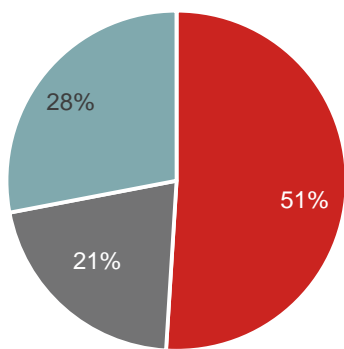
### 業者間取引での電子とボイスの割合



- 電子取引 業者間市場
- ボイス取引 業者間市場

(出所) ニューヨーク連銀

### 市場参加者別の取引シェア



- プライマリー、その他ディーラー
- Principal Trading Firms (推計)
- バイサイド (推計)

- ✓ 業者間電子取引の多くはHFTによるものと言われている
- ✓ HFT=High Frequency Trading ⇔ Principal Trading Firms
- ✓ 高速・高頻度取引を行うもののうち、受動的マーケットメイク戦略を取るものが狭義のHFT
- ✓ 受動的マーケットメイク戦略とは、市場に売りと買いの両方の注文を出しておき、他の投資家の取引相手となることで、ビッド・アスクのスプレッド分を利益とする戦略

## 電子取引基盤による市場の質の変化

### *Electronic trading in fixed income markets (Jan 2016, BIS)*

An electronic trading venue can enhance market quality due to the so-called liquidity externality. Concentrating a trade at one place and time reduces search costs and intensifies competition over price (Rochet and Tirole (2006)). Electronic venues can bring together a large and diverse participant pool and hence reduce the need for intermediaries that match demand and supply between segmented traders.

The existing evidence predominantly suggests that successful bond platforms can improve trading conditions for their customers, although this may not be the case for all securities.

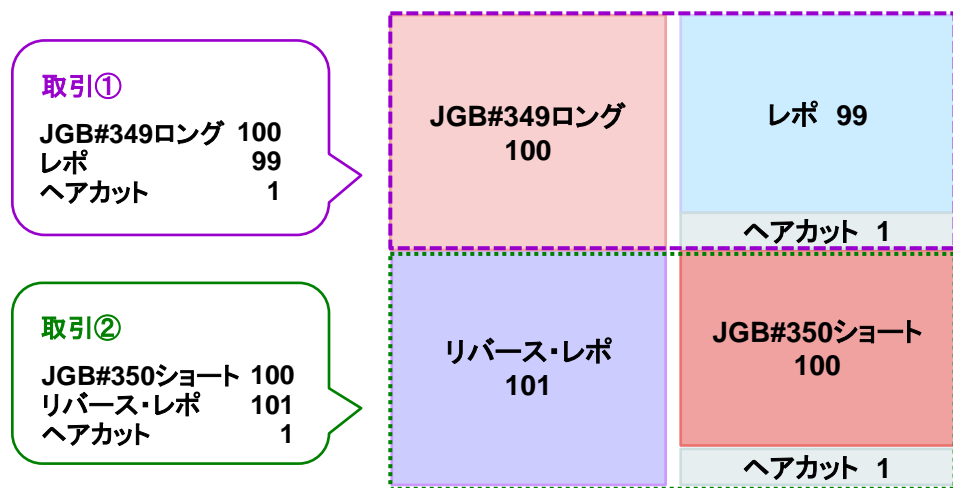
### *The Structure of the Treasury Market: What Are We Learning? (Dec 2018, The Federal Reserve Bank of New York)*

The dynamic nature of liquidity provision by high-speed market makers makes static measures of liquidity, such as posted bid-ask spreads and market depth, less useful. For the purposes of improving our assessment of financial stability, it is therefore necessary to look for alternative ways of gauging liquidity and transaction costs in these markets.

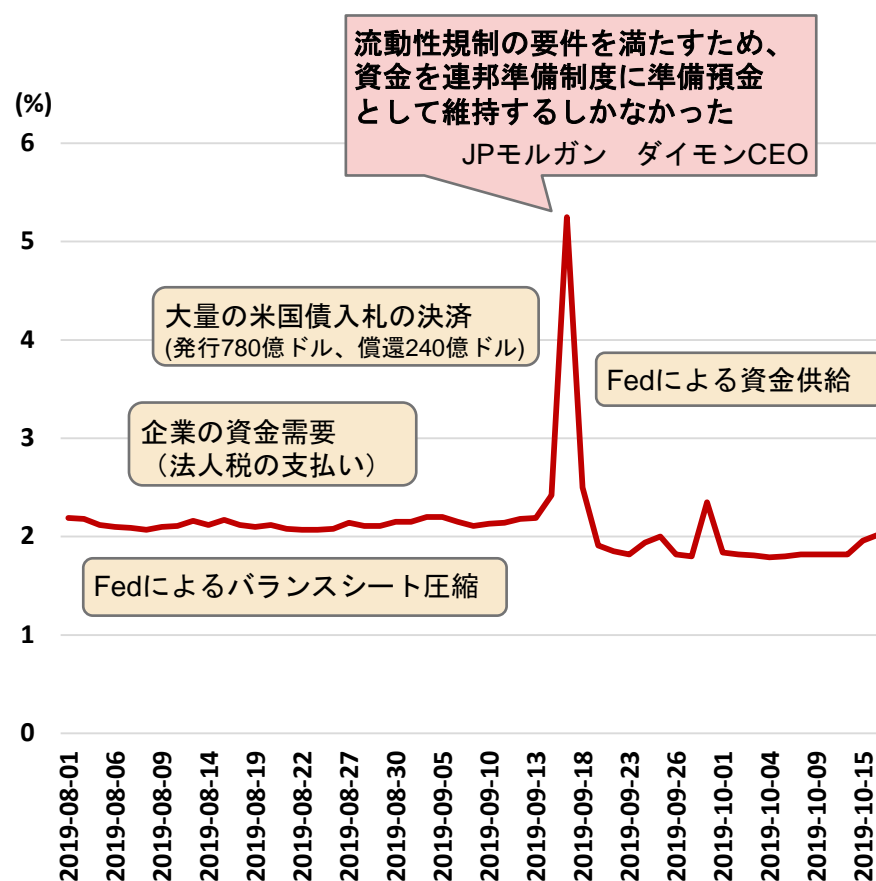
# 金融規制(NSFR・LCR)の影響

- NSFRは、低流動資産の保有額に応じて、長期安定調達を義務付ける規制となっており、流動性を指標とした資本規制の性質を有する。また、レバレッジ比率規制は、本来リスクが低いとして自己資本比率規制ではリスクアセットから除外されている国債がエクスポージャーに算入される。これらの規制は、マーケットメイク業務のコストとなる。
- LCRは一定の流動資産(国債等)を義務付けているため、同規制に基づく保有分は、市場金利の上昇時でも市場に供給することができない。

## 国債マーケット・メイクへの影響



## LCRの影響と指摘される米国レポ金利の急騰



所要安定調達額 (RSF) = 15.1

レベル1資産の5% = 100 × 5% = 5  
 レベル1資産担保リバース・レポの10% = 101 × 10% = 10.1

レバレッジ比率の所要自己資本 (最低要求水準を3%と仮定) = 6.1

オンバランス (JGBロング)	100
アドオン (レポのヘアカット)	1
SFT (リバースレポ)	101
アドオン (レポのヘアカット)	1

<エクスポージャー合計> 203

所要自己資本 = 203 × 3% = 6.1

※レポとのネットtingは不可

(出所) ニューヨーク連銀、野村

この資料は「国の債務管理の在り方に関する懇談会」向け資料であって、投資勧誘を目的としたものではありません。この資料に記載されている情報は当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる方法であれ、無断で複製または転送などを行わないようお願いいたします。

# (ご参考)バーゼル流動性規制とレバレッジ比率規制

## LCR: Liquidity Coverage Ratio / NSFR: Net Stable Funding Ratio

- バーゼルⅢは、金融危機において資金流動性が枯渇したことを踏まえ、流動性リスク管理強化のための定量的規制として、国際的に活動する銀行に対して導入。
- リバース・レポやデリバティブに対しても安定調達求められる一方、残存1年未満のホールセール調達が安定調達として十分認められないなど、預金を持たない証券会社にとって厳しい規制。

### 流動性カバレッジ比率(LCR)の概要

- 金融危機時に市場から流動性を調達することができる高品質の流動資産を、30日間のストレス期間に想定されるネット資金流出額以上に確保することを求めるもの
- 国内では2015年3月に60%から段階適用。毎年10%引き上げて、本年3月以降は100%

#### 流動性カバレッジ比率(LCR)の算式

適格流動資産(減価がなく、換金障害なし)  $\geq 100\%$

30日間のストレス期間の純資金流出額 (30日間の資金流出①-30日間の資金流入②※1)  $\geq 100\%$

高品質流動資産項目例		算入率
レベル1資産	現金、中銀預金、国債(RW0%、RW0%でない母国国債)	100%
レベル2A資産	国債(RW20%)、高品質(AA-以上)な非金融社債・カバードボンド・事業会社CP	85%
レベル2B資産	RMBS(AA以上) 一部の非金融社債(A+~BBB-)・上場株式	75%
		50%

算入制限: 全体の40% (レベル1資産)  
算入制限: 全体の15% (レベル2資産)

①30日間資金流出	項目例	算入率	②30日間資金流入	項目例	算入率
WS 調達	金法無担保調達	100%	借入 レポ と 証券	金法・中銀向け健全債権	100%
	事法無担保調達	40・20%		リテール、事法、政府・公共部門向け健全債権	50%
	レベル2B担保調達	50・25%		適格流動資産以外担保とするレポ運用	100%
	レベル2A担保調達	15%		レベル2Bを担保とするレポ取引	50%・25%
リテール 預金	レベル1担保調達	0%	レバ リス ス	レベル2Aを担保とするレポ取引	15%
	準安定預金	10%		レベル1を担保とするレポ取引※2	0%
与信 ファンディ	安定預金	5・3%	入 レ ポ と 証 券		
	金法向け	40%			
流動性 ファンディ	事法向け	10%			
	金法向け	100・40%			
	事法向け	30%			

※1 資金流入額の上限は資金流出額の75%とされており、純資金流出額が資金流出額の25%を下回ることはない。

※2 ロールオーバーが想定されることから算入率は0%に設定

基準日から30日を経過する日までに弁済期限が到来する可能性のあるもの

この資料は「国の債務管理の在り方に関する懇談会」向け資料であって、投資勧誘を目的としたものではありません。この資料に記載されている情報は当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる方法であれ、無断で複製または転送などを行わないようお願いいたします。

### 安定調達比率(NSFR)の概要

- デリバティブを含む低流動性資産に対し、中長期的な安定調達の確保を求め、資金の運用調達構造のミスマッチ抑制を図るもの
- 国内の適用日は未定

#### 安定調達比率(NSFR)の算式

安定調達額(ASF:資本+預金・市場性調達の一部)  $\geq 100\%$

所要安定調達額(RSF)  $\geq 100\%$

項目例	算入率
自己資本(残存1年以内のTier2を除く)	100%
長期負債(残存1年起)	100%
リテール預金(残存1年以内または満期なし)	95% 90%
事業法人(リテール除く)からの預金(残存1年以内または満期なし)、オペレーショナル預金、金融機関からの資金調達(残存6か月超1年以内)	50%
金融機関からの調達資金(残存6か月以内)	0%

項目例	算入率
長期貸付(残存1年超の不良債権等/その他正常債権/処分可能なRW35%以下の貸付)	100%・65%
短期貸付	50%
適格流動資産	10%・15%
	50%
	15%
	5%
デリバティブ資産-デリバティブ負債 $\geq 0$ の場合のデリバティブ・ネット資産額	100%
デリバティブ資産-デリバティブ負債 $< 0$ の場合のデリバティブ・ネット資産額	0%
デリバティブに関連して差し入れている証拠金	85%
デリバティブ負債額(変動証拠金に係る追加賦課)	5%

### レバレッジ比率(LR)の概要

- 自己資本比率の補完として、RWIによる調整を行わないエクスポージャーによって計測し、低RWエクスポージャーの過度な積上の抑制を図るもの
- 2015年以降開示義務、2019年3月末に最低水準導入、2022年に強化(G-SIBのパuffer導入など)予定

#### レバレッジ比率(LR)の算式

Tier1  $\geq 3.0\% + G-SIBパuffer$

エクスポージャー

項目	資産・取引の例	計上される額
オンバランス項目	貸出、有価証券	貸借対照表の額
デリバティブ取引	デリバティブ取引	SA-CCR※1で計測した額
SFT(証券金融取引)	レポ取引	グロスのSFT資産(会計上のネットtingは考慮せず)にカウンターパーティ・エクスポージャーを加えた額
オフバランス項目	コミットメント、債務保証	想定元本にCCF(相当するエクスポージャー額に換算する為の掛目)を乗じた額

※1 カウンターパーティ信用リスクエクスポージャーの計測に係る標準的手法

(出所) 金融庁、野村

**最後に**

## 最後に

- グローバルな経済環境の影響を受け、国内景気回復は後ずれ傾向、現時点では内需への波及は見られないものの、リスクは以前より高まってきている
  - 金融政策の正常化を目指していた主要国の中央銀行は金融緩和に方向転換、世界的に長期金利は大きく低下、日本銀行は国債買入額を大きく縮小傾向も、需給は良好であり、金利は過去最低レベルで推移
  - 日銀の国債ストック増加による国債流通量減少、マイナス金利化により、国内の市場参加者は日本国債取引については総じて動意に乏しい状況となり、一部マーケットメイカーが業務を縮小するなど、日本国債市場の機能度は低い状況が続いているのが現状
  - 一方で、従来保有比率の小さかった外国人投資家の日本国債保有は増加傾向などポジティブな面も
- 
- 国債は円滑な財政運営の基盤、中長期的に調達コストを抑えながら確実かつ円滑に財政資金の調達を行うことが出来る国債市場の育成は今後も重要な課題
  - 新しい顧客層の開拓、投資家の需要動向に応じた発行計画の策定や発行形態の導入、国債保有を阻害しない国際的な金融規制の作り込み、電子取引基盤など取引インフラの整備など、官民が一体となり協調し、投資商品としての国債の魅力向上とその啓蒙を行っていくことが重要
  - 当該懇談会については、国家債務財政状況と国債管理政策の確認、国債市場の機能点検を様々な観点から行い、国債の信頼度維持や流動性向上などのサポートを行うことが期待される