

第4回 国の債務管理に関する研究会

**国債市場の流動性と課題について**  
**～金利がある世界への備え～**

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社

市場商品本部 フィクストインカムグループ

上山 毅弘

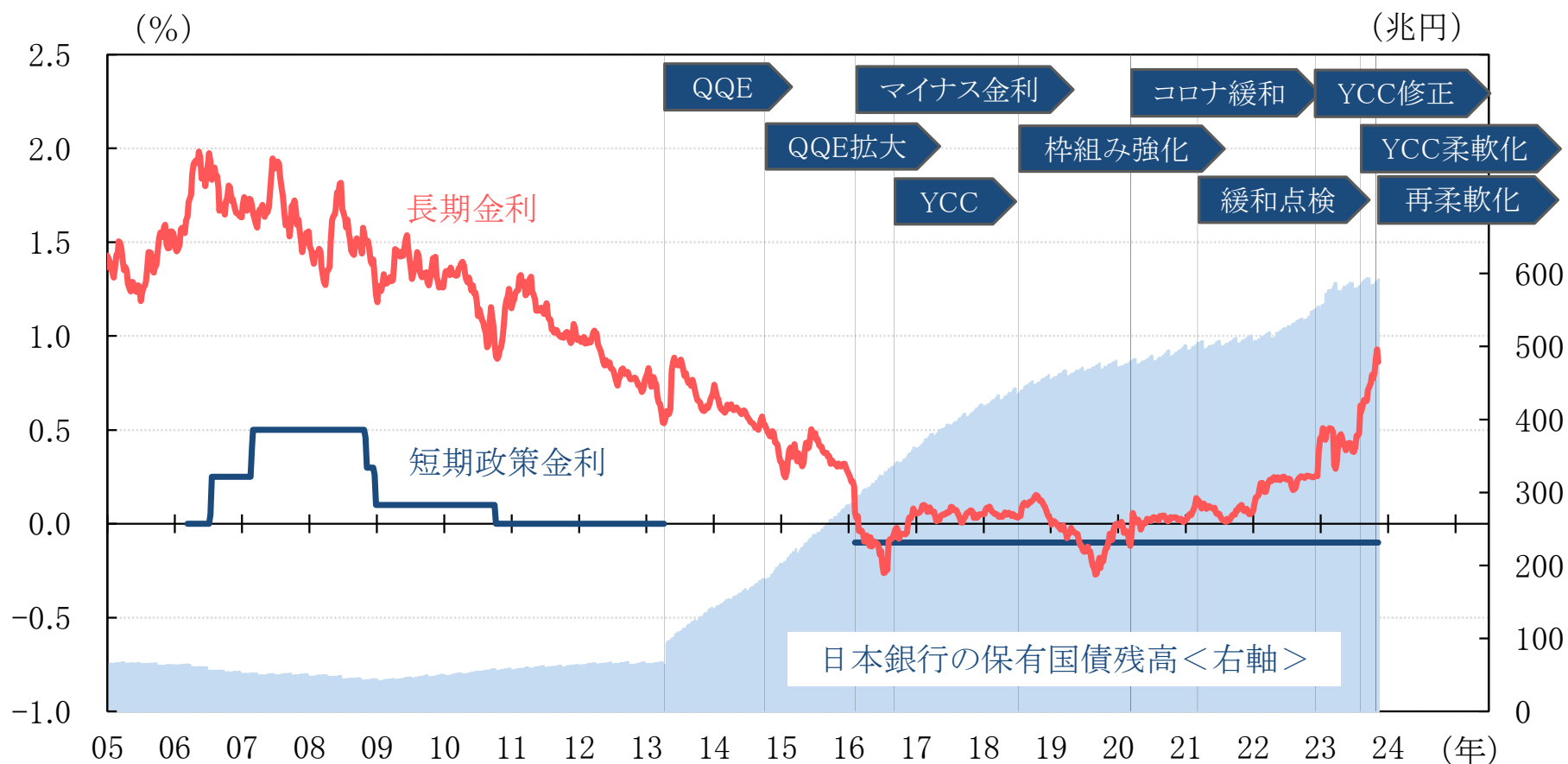
2023年11月21日

---

## 日本銀行の金融政策

- 日本銀行の金融政策と国債市場
  - 13年4月の量的・質的金融緩和(QQE)導入から10年間で国債市場を取り巻く環境は大きく変化
  - 昨年度以降、日本銀行はイールドカーブ・コントロール(YCC)政策を修正・柔軟化
  - YCC導入以降に低位で安定していた長期金利は緩やかな上昇局面に

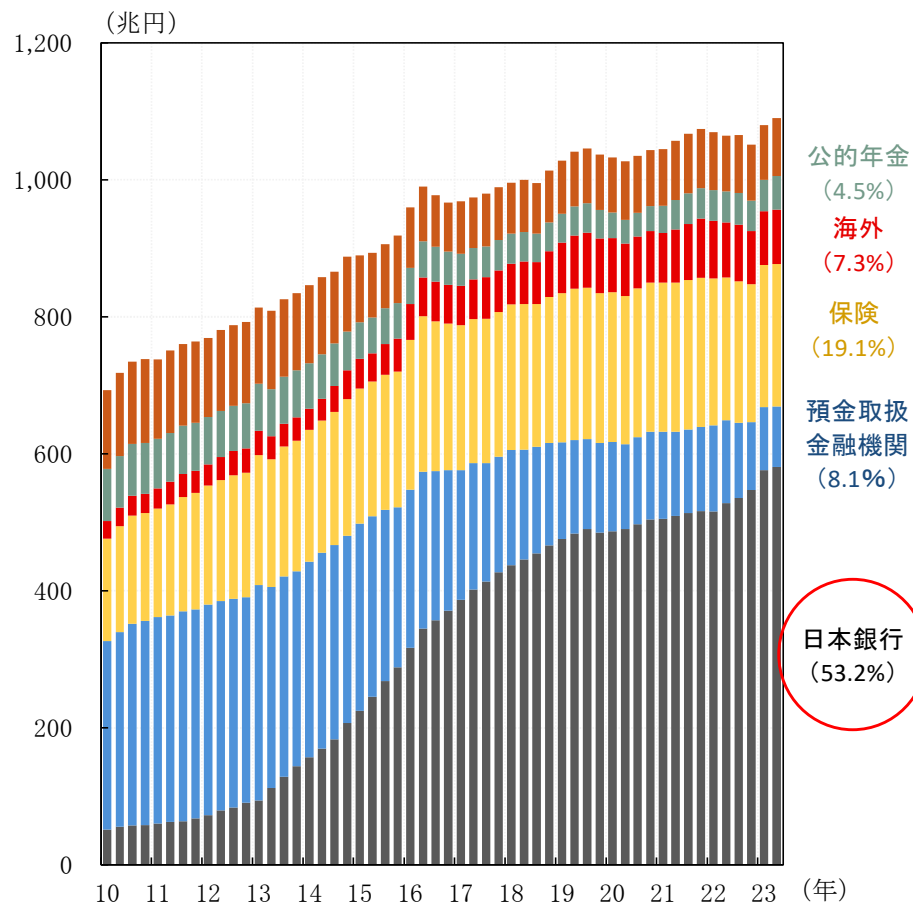
日本銀行の金融政策と長期金利の動向



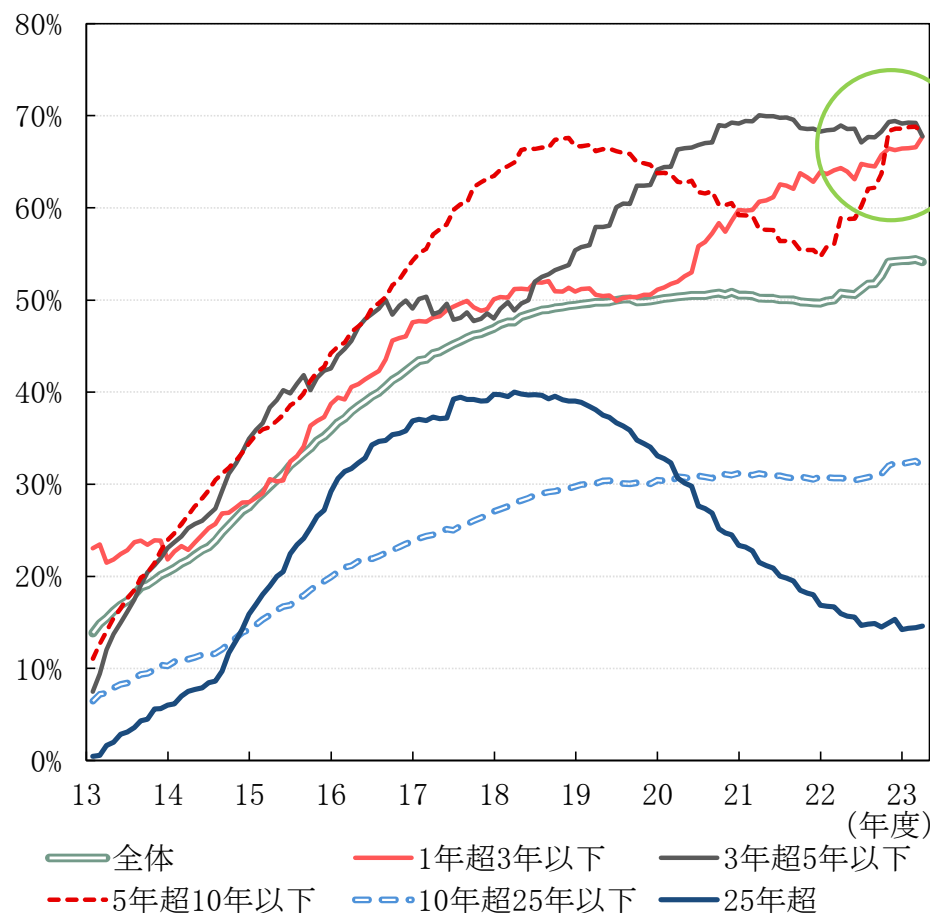
# QQE導入後の国債消化構造の変化

- 国債の投資家別保有シェア: 日本銀行の保有残高は増加
  - 日本銀行の保有残高は増加。預金取扱金融機関等の民間投資家のシェアは縮小
  - 特に、残存期間1～10年の日本銀行保有シェアは7割近くに達している

国債(短国除く)の投資家別保有シェア



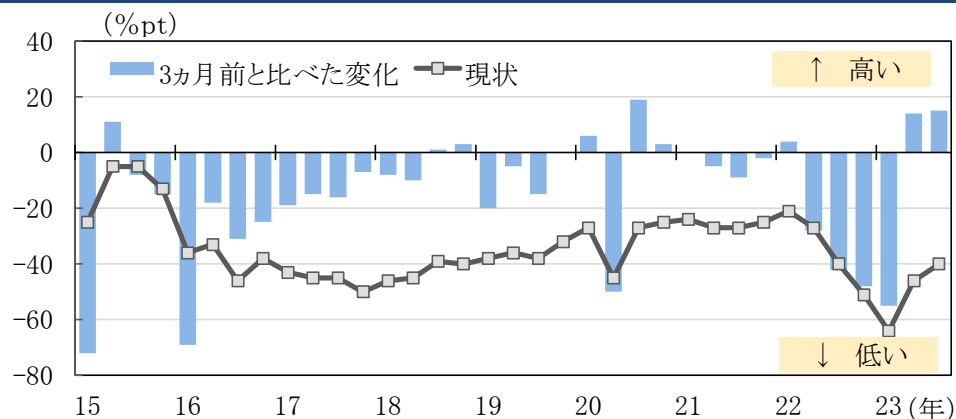
残存期間別の日本銀行の国債保有シェア



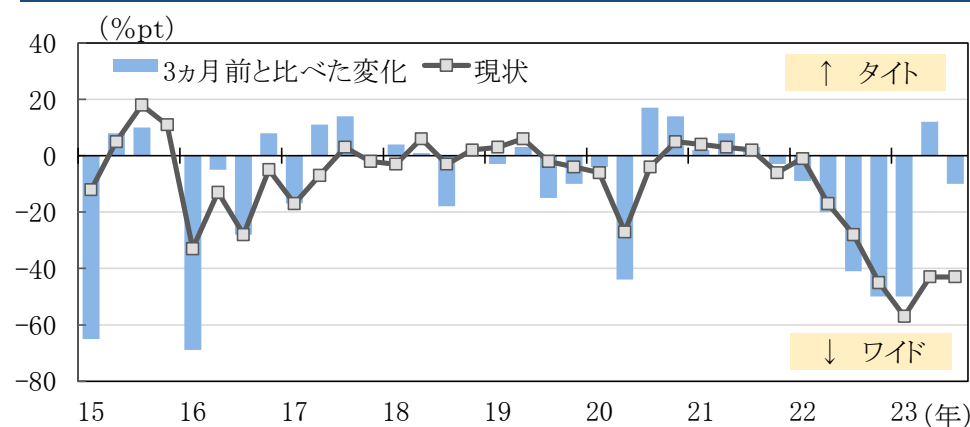
# 日本銀行・債券市場サーベイ①

- サーベイ結果からみた市場機能度・流動性は悪化傾向
  - 機能度判断DIは低迷しており、特に昨年度以降の悪化が顕著
  - オファービッドスプレッド拡大、注文量低迷など、取引に厚みがなくなっていることを示唆

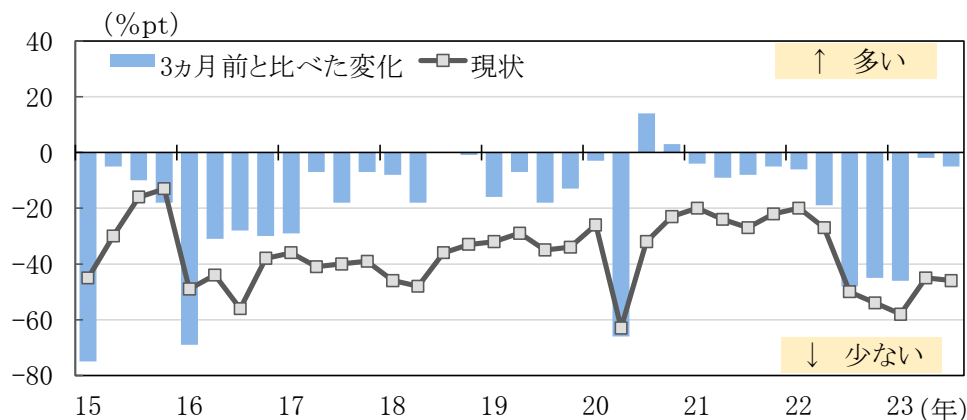
### 機能度判断DI



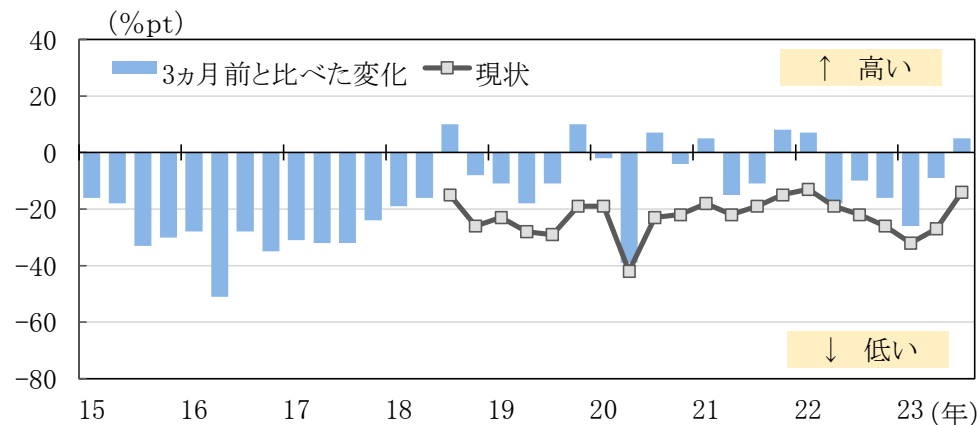
### ビット・アスク・スプレッド判断DI



### 注文量判断DI(板の厚み)



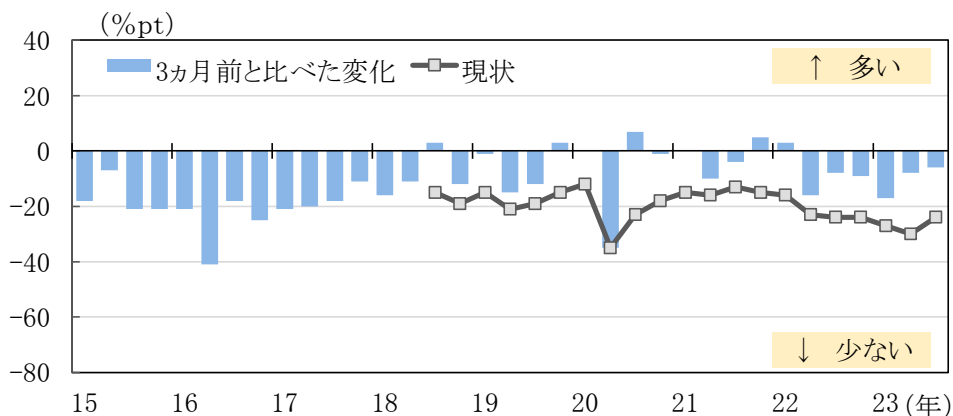
### 取引頻度判断DI



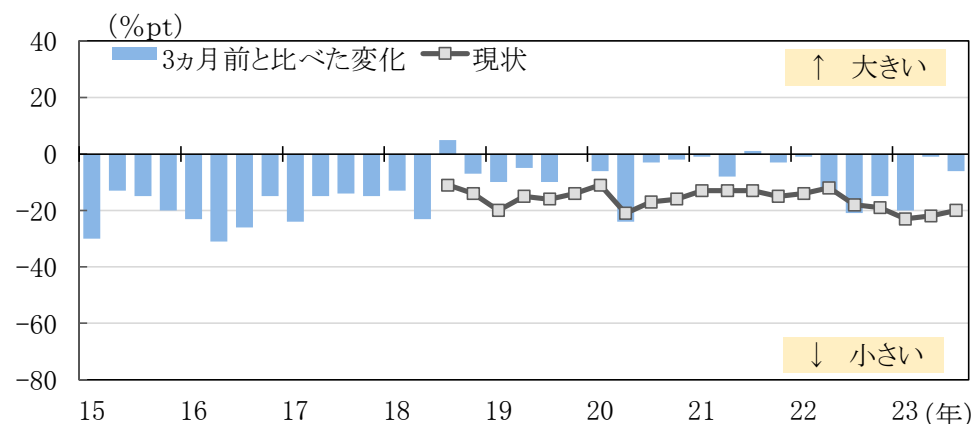
# 日本銀行・債券市場サーベイ②

- サーベイ結果からみた市場機能度・流動性は悪化傾向
  - 価格・ロットアベイラビリティ判断DIも昨年度以降は低下傾向
  - もっとも、価格・ロットアベイラビリティ判断DIは過去、長い期間にわたってプラス水準にあったことも事実

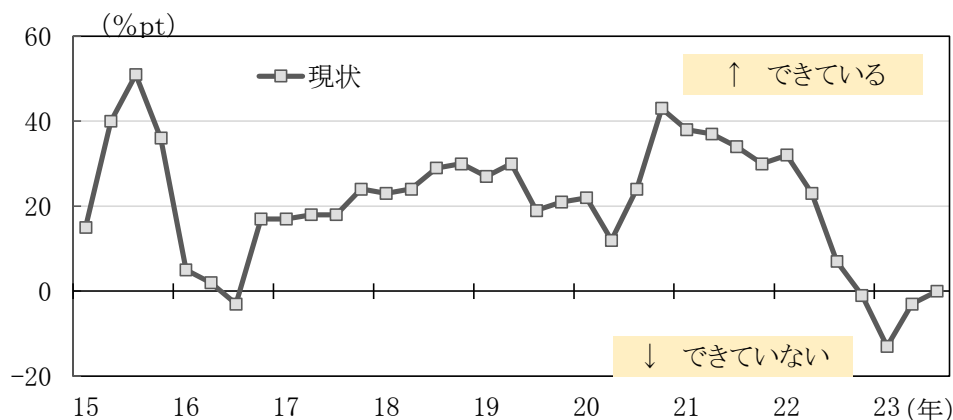
取引相手数判断DI



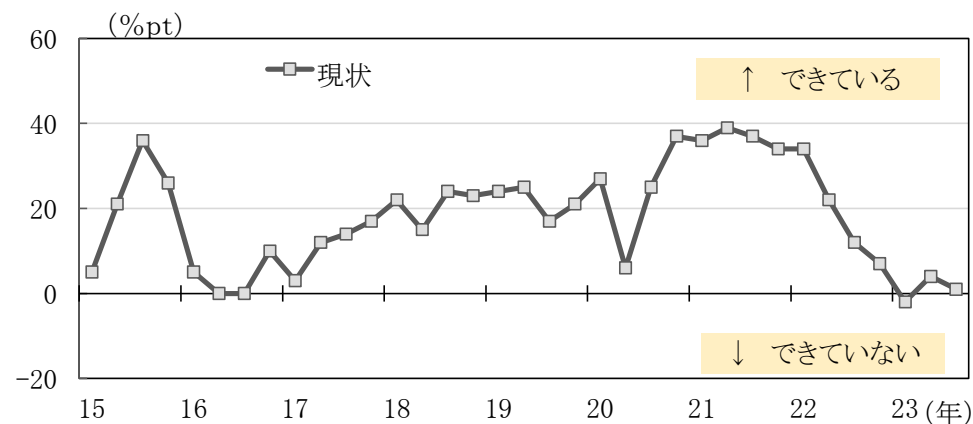
取引ロット判断DI



価格アベイラビリティ判断DI: 意図した価格で取引できているか



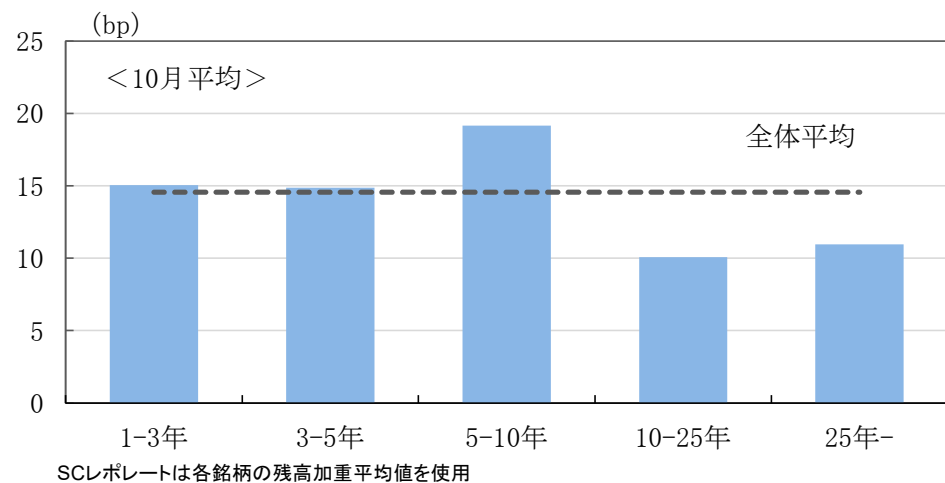
ロット・アベイラビリティ判断DI: 意図したロットで取引できているか



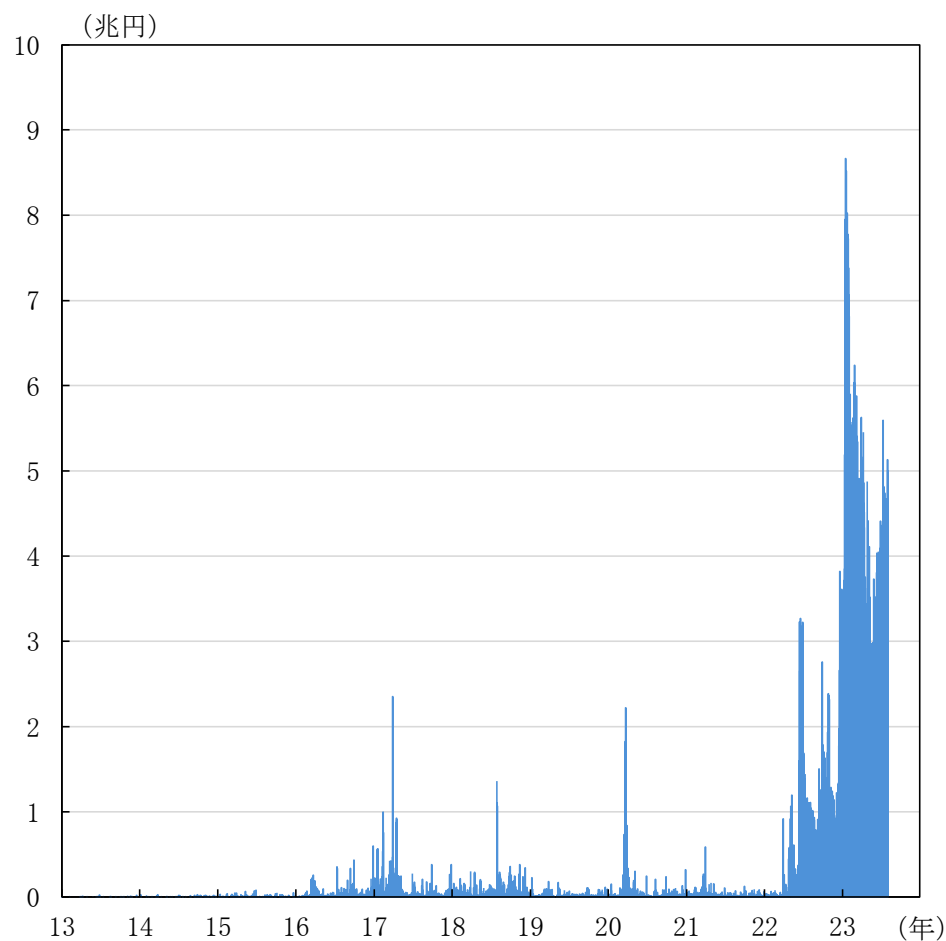
## 国債の貸借市場の動向

- 国債の貸借市場からみた需給ひっ迫・流動性の状況
  - SCLレポ市場は、個別銘柄でみた国債の「希少性 (scarcity)」が強まっていることを示唆
  - 日本銀行の国債補完供給オペ (SLF) では、昨年度から高水準の落札が継続

GC (資金調達) - SC (債券調達) スプレッドの推移



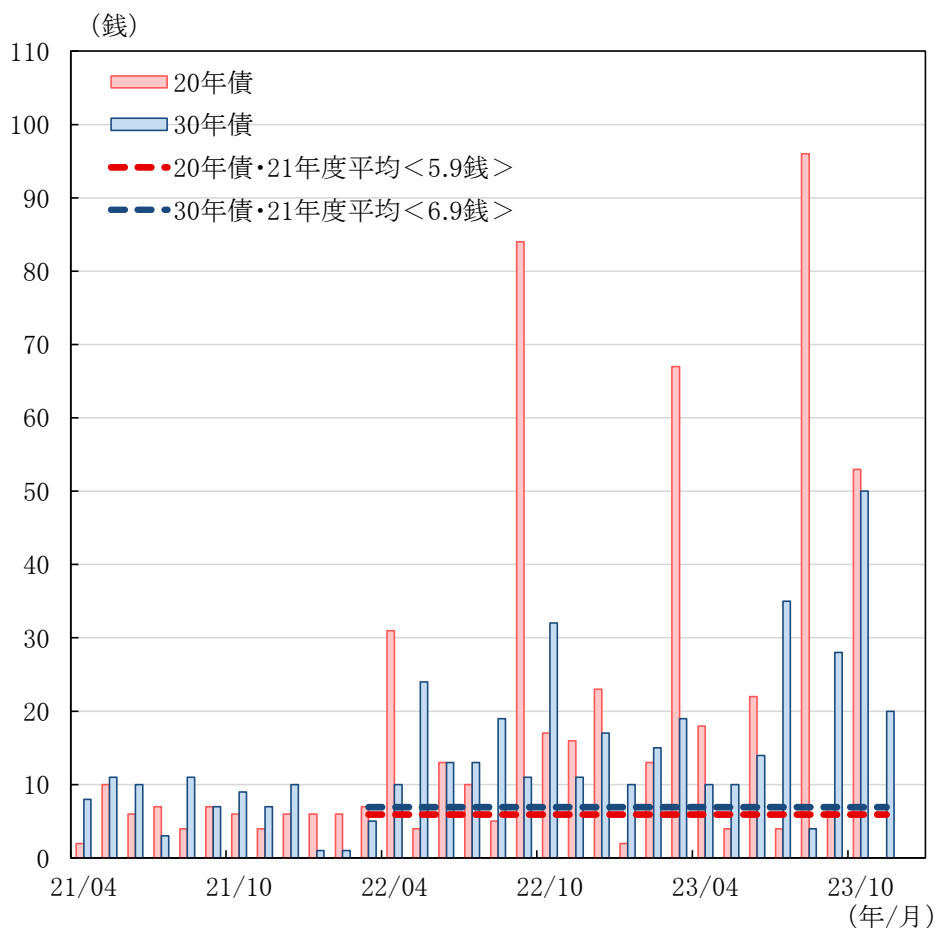
日本銀行・国債補完供給オペ (SLF) の落札実績



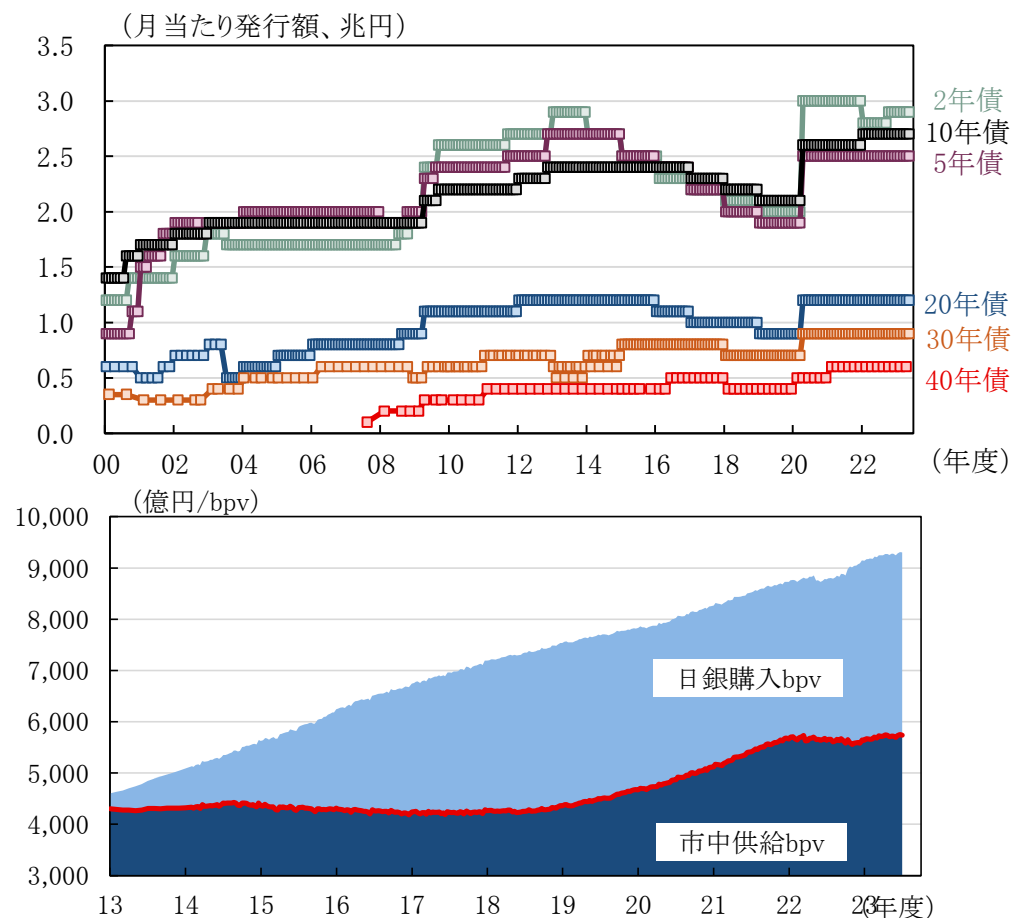
# 国債の発行市場

- 最近の国債入札の動向
  - 国債の入札におけるテール(平均落札価格－最低落札価格)は拡大傾向
  - 市中に供給される金利リスク量は拡大・高止まり

20年/30年利付国債入札におけるテール



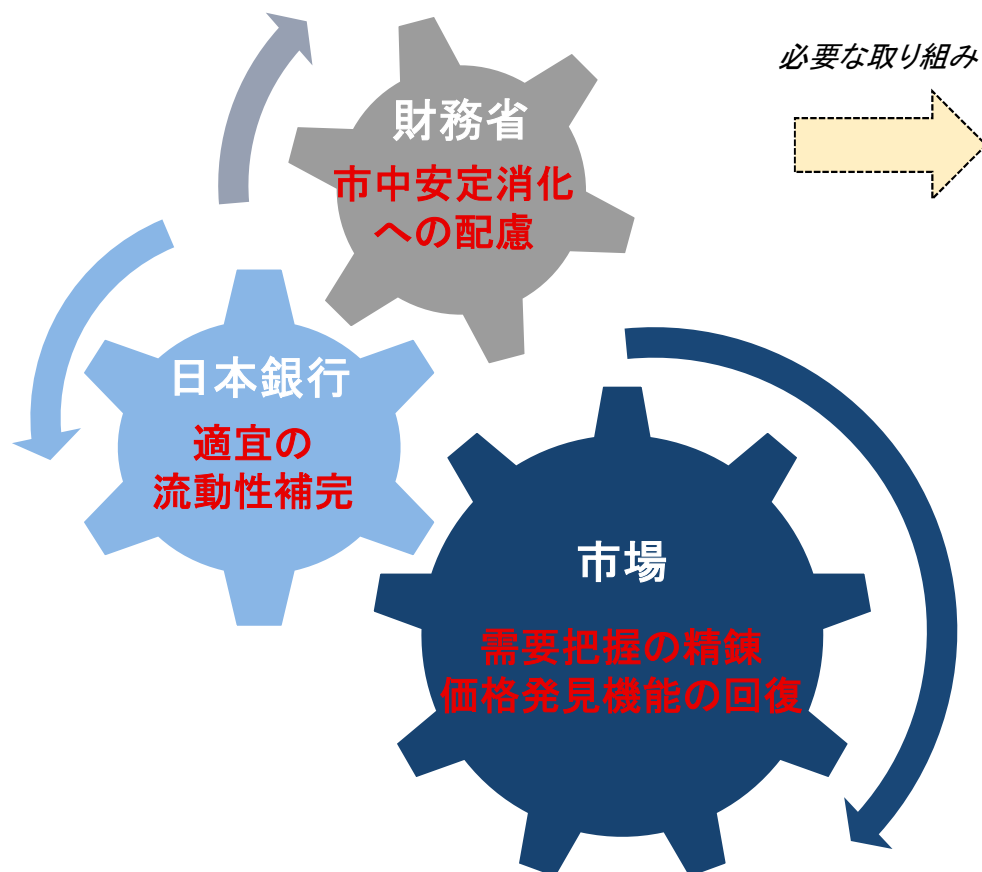
利付国債入札の1回あたり発行額/市中供給金利リスク量



## 国債市場の機能度改善に向けて

- 国債市場の機能度改善に向けて
  - 流動性という観点では国債市場の機能度は必ずしも高くない
  - 「金利のある世界」に変化するなか、相場の急変動を極力回避するための工夫が必要
  - 財務省・日本銀行・市場の3者間における対話が重要

### 国債市場の機能度改善に向けて



### 財務省・日本銀行と市場の取り組み

- **発行機能強化**: 投資ニーズの変化の見極め
  - ・財務省: 「金利ある世界」を前提とした発行計画の策定
- **流動性機能強化**: 国債投資ニーズの喚起
  - ・財務省: 流動性供給を通じて投資の選択肢を拡大
  - ・日本銀行: 金融政策正常化の道筋を明確化
- **市場機能強化**: 価格形成を市場に委ねる
  - ・財務省: 投資家ニーズに則した発行年限構成(ボラ低下)
  - ・日本銀行: 市場変動に応じたオペレーション、レポの整備



金融緩和長期化で市場機能は低下、足元では復調の兆しも回復は道半ば

金利がある世界への転換が市場機能回復の契機に

市場に価格形成を委ねる本来の価格発見機能を取り戻す重要な局面

過渡期に起こり得る相場の急変動を回避し、国債市場を安定化する工夫が必要

財務省、日本銀行、市場の3者コミュニケーションが、市場の健全な成長に必須



本資料は信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。本資料で直接あるいは間接に採り上げられている有価証券は、価格の変動や、発行者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動などにより投資元本を割り込むリスクがあります。ここに示したすべての内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。本資料は、お客様への情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券の売買あるいは特定の証券取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料にて言及されている投資やサービスはお客様に適切なものであるとは限りません。また、投資等に関するアドバイスを含んでおりません。当社は、本資料の論旨と一致しない他のレポートを発行している、或いは今後発行する場合があります。本資料でインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、当社自身のアドレスが記載されている場合を除き、ウェブサイト等の内容について当社は一切責任を負いません。本資料の利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。

当社事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

(商号等)三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社金融商品取引業者関東財務局長(金商)第2336号  
(加入協会)日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

Copyright © 2023 Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. All rights reserved.

〒100-8127 東京都千代田区大手町1-9-2 大手町フィナンシャルシティ グランキューブ

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 市場商品本部 フィクストインカムグループ 金融市場トレーディング部

---

---

Mitsubishi UFJ Morgan Stanley

---