

日本銀行の金融調節の枠組み

金融市場局 宮野谷篤*

目 次

1. はじめに
 2. 金融調節とは何か
 - (1) 金融政策と金融調節
 - (2) 金融市場調節の基本方針
 - (3) 金融調節の役割
 3. 金融調節の実務的枠組み
 - (1) 金融調節で調整する「資金」
 - (2) 金融調節による翌日物金利誘導の仕組み
 - A. 民間金融機関相互間の日銀当座預金残高の調整
 - B. 金融調節によるマクロ的な日銀当座預金残高の調整
 - (3) 翌日物金利に影響する要因：
その1——資金需要
 - A. 法定準備需要
 - B. 資金決済需要
 - (4) 翌日物金利の変動要因：
その2——日銀当座預金残高の外生的な増減要因
 - A. どのような要因があるのか
 - B. 銀行券要因、財政要因の予測
 - C. 銀行券要因、財政要因の振れの大きさ
 - (5) 金融調節による資金供給量の決定
 - A. 日銀当座預金残高の変動を相殺するオペレーション
 - B. 即日スタートのオペレーションによる最終的な資金供給額の調整
 4. ゼロ金利政策の下で寄せられた金融調節上の疑問
 - (1) 日々の積み上幅のシグナル化
 - (2) 金融調節関連データの信頼性に関する疑問
 - (3) 大量の資金供給継続に伴う「残り所要準備額」の急減
 - (4) オペレーションの札割れ
 5. 金融調節関連情報の公表方式の見直し
 - (1) 金融調節の透明性
 - (2) 資金需給表および積み上幅アナウンスメントの見直し
 - A. 資金需給表の形式の変更
 - B. 「積み上（下）幅見込み額」のアナウンスメントの見直し
 6. おわりに
- 資料編—

本稿中の金融調節実務に関する記述は現時点でのもので、あり得べき誤りは、すべて筆者個人に帰属します。また、文中の意見は筆者個人に属し、必ずしも日本銀行または金融市場局の見解ではありません。

* 日本銀行金融市場局金融調節課 (E-mail : atsushi.miyano@boj.or.jp)

1. はじめに

近年、市場参加者、アナリスト、マスコミ等の方々から、金融調節についての質問が寄せられ、あるいは報道されることが大変多くなっています。本稿は、そうした方々を含め、なるべく多くの皆様に日本銀行の金融調節について理解を深めていただくことを願って、日本銀行の金融政策運営における金融調節の位置付けや、現時点における実務的な枠組みなどについて、筆者個人の理解に基づき解説を試みたものです。

以下では、2章で現在の金融調節の位置付けを、3章で金融調節の実務的な枠組みを解説します。その後、4章では、ゼロ金利政策実施以降金融調節に関して寄せられた疑問点等について説明を試み、5章では、そうした点も踏まえ、今回（2月14日）日本銀行が発表した金融調節関連情報の公表方式の見直し措置を紹介します。最後に6章で今後の課題を述べて結びとします。

2. 金融調節とは何か

(1) 金融政策と金融調節

日本銀行は、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資するため、金融政策を遂行しています。日本銀行の金融政策スタンスは、政策委員会の金融政策決定会合（注1）で

議論のうえ、決定されます。金融政策手段には、大別すれば、①公開市場操作、②公定歩合操作、③預金準備率操作の3つがあります。かつては、公定歩合操作が金融政策の中心手段でしたが、現在では、公開市場操作——中央銀行が、市場で行う債券や手形の売買等——による市場金利の誘導が中核的な政策手段となっています。このように、日本銀行が、金利の適切な誘導を目的として、公開市場操作などを用いて金融市場における資金量の調整を行うことを、金融調節と言います。

(2) 金融市場調節の基本方針

金融政策運営の基本方針は、政策委員会の金融政策決定会合により、会合の都度、「金融市場調節方針（ディレクティブ（注2）」）として決定され、直ちに公表されます。現在の金融市場調節方針は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）が**%程度で推移するよう促す」といった形で、具体的な金利誘導水準を示しています（現行のディレクティブは資料1参照（注3）、以下資料は本文末に掲載）。このように、ある特定の金利を一定水準（または範囲）に誘導することを金融政策運営上の目標とする方式を、「金利ターゲット方式」と言います。金融調節の担当

（注1）政策委員会は、日本銀行総裁、2名の副総裁および6名の審議委員より構成され、日本銀行の政策や業務全般にかかると重要な事項を決定します。そのうち、金融政策の基本事項については、「金融政策決定会合」という特別な会合で決定されます。金融政策決定会合は、月1～2回開催され、①政策委員のほか、政府からも出席する、②会合の決定事項が直ちに公表されるほか、会合における議論の概要が「議事要旨」として約1か月後に公表される、という仕組みとなっているのが特徴です。

（注2）政策委員会の金融政策決定会合で金融市場調節方針が決定されると、政策委員会から執行部に対して、同方針に基づき金融調節を実施するよう指示が行われます。従って、金融市場調節方針は、しばしば「ディレクティブ」と称されます。

（注3）なお、2000年2月現在のディレクティブは、いわゆるゼロ金利を目標とするもので、「豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）をできるだけ低めに推移するよう促す」という表現となっています。金利水準を「ゼロ%」という形で特定していませんが、市場では、コール取引の仲介コストを勘案した事実上の最低取引金利（現状では0.02%程度）を示すとの解釈が定着しています。

部署である金融市場局は、このディレクティブに基づいて、金利を目標どおりに誘導するため、日々の金融調節の金額や方法等を決定し、市場参加者に通知・入札のうえ、資金の供給・吸収を行います。

市場金利の誘導対象として、無担保コール市場の翌日物金利を採用していることには、3つの理由があります。第1は、同レートは、中央銀行にとってコントロールできる可能性が高いことです。無担保コール市場における翌日物取引は、銀行等の金融機関が当日の資金過不足を最終的に調整し合うための取引であり、そこに市場全体の資金需要の強弱が反映されます。また、翌日物取引は、取引期間が極めて短いため、先行きの金利動向や経済動向等に関する市場参加者の期待が金利形成に影響する度合いが長めの金利に比べると小さく、主に資金の需給関係で金利が決まります。従って、コール市場での資金需要に対し、日本銀行が資金供給の量を調整することにより、金利水準の誘導を比較的容易に行うことが可能なのです。第2に、長めの金利は、金利形成上、市場参加者の期待に影響される度合いが大きくなります。こうした長めの市場金利の動きから、市場参加者の期待や金利観の変化を読み取ることは極めて重要であるため、長めの金利形成はできるだけ市場メカニズムに委ね、金利誘導の対象は翌日物金利とすることが望ましいと考えられます。第3に、無担保コールの翌日物金利は、最も短い期間の金利であるため、コール市場やその他の市場におけるより長めの金利形成の基準とされるという特徴があります。日本銀行は、このような特徴のある翌日物金利をコントロールすることにより、金利裁定を通じて、より長めの金利形成にも影響を与えることができます。

(3) 金融調節の役割

このように、日本銀行の金融市場調節の基本方針は、政策委員会の金融政策決定会合によって定められます。しばしば、「本日の金融調節ではいつもよりも供給額が増えましたが、これは一層の緩和への政策方針の変更ですか？」といった質問を受けたり、そうした趣旨の観測記事が掲載されますが、日々の金融調節において政策スタンスを示すというようなことはありません。金融調節は、その時点でのディレクティブを達成するために行われるものであり、日々の金融調節額の増減自体に政策的な意味はありません。

もっとも、過去を振り返ってみますと、金融市場調節の基本方針は、常に特定金利の誘導水準をピンポイントする形で公表してきた訳ではありません。日本銀行が、公定歩合操作よりも、金融調節による短期市場金利の誘導を重視し、かつ誘導目標について対外的に発表するようになったのは、1995年3月の短期金利低め誘導からです。その当時の対外公表文は、「市場金利は、平均的にみて現行公定歩合をある程度下回って推移することを想定している」（1995年7月7日政策委員会決定）といった表現であり、誘導対象とする市場金利（ターゲット金利）の種類を特定していないほか、誘導水準をピンポイントでは示していませんでした。こうした幅のある誘導目標の下では、日々の金融調節が、短期金利の誘導レンジを示すシグナルとして受け取られることもありました。

しかし、現行のディレクティブは、無担保コール市場における翌日物金利の誘導水準を具体的に示しているため、ある時点の市場金利が誘導水準より高いか低いかは誰の目にも明らかであり、日々の金融調節によって、翌日物金利の許

容範囲に関するシグナルを市場に送る必要はありません。従って、現在の金融調節は、「ターゲット金利が誘導水準を上回る場合には資金供給量を増やし、逆の場合には減らす」、という（概念的には）極めてシンプルな操作を行うものです。この点は、FRB（米国連邦準備制度）やECB（欧州中央銀行）など、当面の金融政策スタンスをターゲット金利の誘導水準としてピンポイントで公表している海外中央銀行と、基本的に同様です（注4）。

3. 金融調節の実務的枠組み

前述のように、金融調節上の誘導対象である無担保コール翌日物金利は、主として資金の需要と供給の関係で決まるものと考えられます。本章では、翌日物金利に影響する資金の「需要」と「供給」がどのような要因で決まるかについて整理します。

（1）金融調節で調整する「資金」

前述のとおり、金融調節とは、ターゲット金利の適切な誘導を目的とした、市場における資金量の調整を言いますが、「資金」という用語は色々な意味で使われますので、ここで用語の意味を明確化しておきます。

金融調節で調整する資金とは、民間金融機関が日本銀行に開設している日銀当座預金（金融機関サイドからみると日銀預け金）の残高を言います。日銀当座預金残高の内訳をみますと、

①預金取扱金融機関が、法律に基づいて行う準備預金の積立額（準備預金残高）が、大きな部分を占めています。②また、日本では、預金取扱金融機関以外の金融機関（証券会社、証券金融会社、短資会社等）も、日銀当座預金を開設しており、資金決済ニーズなどに応じて残高が発生します。本稿では、とくに断らない限り、①②の双方を含む民間金融機関の日銀当座預金全体の残高に対する需要を「資金需要」と言い、金融調節により供給される日銀当座預金残高を「資金供給」と言います。

（2）金融調節による翌日物金利誘導の仕組み

A. 民間金融機関相互間の日銀当座預金残高の調整

民間金融機関は、企業や家計などの顧客からの要求払い預金の引き出し請求等いつでも応じる義務を負っているほか、顧客からの依頼に応じて為替送金等を行っています。こうした預金および決済サービスを円滑に提供するために、民間金融機関は、日本銀行の当座預金に十分な資金を保有しています。このような様々な金融業務の遂行に伴い、個々の民間金融機関の日銀当座預金残高は、日々変動します。民間金融機関は、このような日々の日銀当座預金残高に生じる余剰や不足を、短期金融市場、とりわけ取引の約定当日に資金授受が可能なコール市場における資金取引を通じて相互に調整します（注5）。資金の授受は、通常、金融機関が日本銀行に開

（注4）米国FRBでも、1995年7月に、FOMCが定める翌日物金利の誘導水準をピンポイントの形で公表しましたが、それ以降、市場では、NY連銀の行う日々の金融調節の微妙な変化から金融政策スタンスの変化を読み取る必要性がなくなったと言われているようです。

（注5）短期金融市場には、コール市場以外にも、ユーロ円預金取引市場、短期国債市場、国債レポ市場、CD市場、CP市場等様々な市場が存在しますが、これらの市場では約定の翌日または翌々日に資金授受を行う先日付スタートの取引が多く、即日スタートの資金取引はコール取引が中心です。

設した日銀当座預金の資金振替によって行われます。仮に、A行に適正な日銀当座預金残高の水準に比べて10億円の余剰、B行に同額の不足があれば、A行がB行にコール資金の放出を行い（B行からみればコール資金の調達）、日銀当座預金の資金振替が行われれば、過不足の調整ができます（図表1参照）。このような日銀当座預金残高の相互調整は、実際には、民間金融機関全体で行われています。

B. 金融調節によるマクロ的な日銀当座預金残高の調整

民間金融機関にとっての適正な日銀当座預金残高は、資金決済ニーズや法定準備保有ニーズなどにより決まります。ある日の民間金融機関全体の資金需要に対し、十分な残高が日銀当座預金に存在している場合には、コール市場を通じて民間金融機関相互間の資金過不足調整が可能であり、日本銀行の出番はありません。しかしながら、何らかの外的要因——銀行券や財政資金の動きに左右されます（後述）——により、民間金融機関全体の日銀当座預金残高が減少

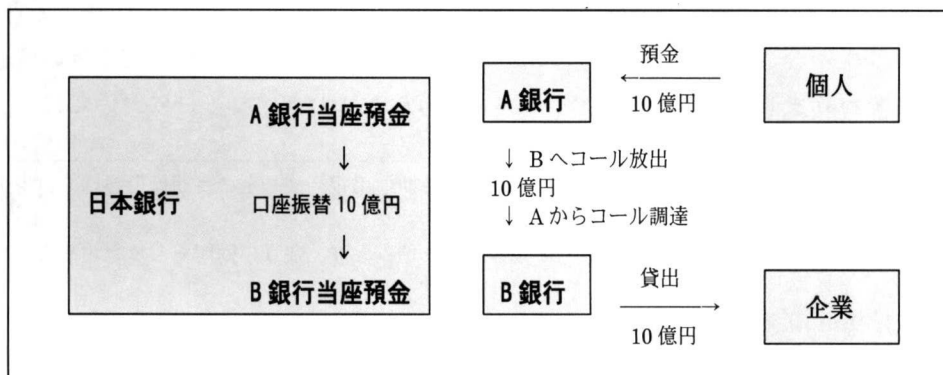
（増加）する場合には、いくら金融機関相互間で調整しても、資金需要に比べて、民間金融機関全体として日銀当座預金残高の不足（余剰）の発生が避けられません。この結果、そのままでは翌日物金利に上昇（低下）圧力が働きます。ここで、日本銀行が、金融調節による資金供給の量を多め（少なめ）にすれば、翌日物金利の上昇（低下）圧力は弱まり、金利上昇（低下）を防ぐことができます。このように、資金需要の状況や日銀当座預金残高全体の増減要因の動きを勘案して、金融調節による資金供給量を調整するのが、翌日物金利誘導の基本的な仕組みです。

（3）翌日物金利に影響する要因：

その1——資金需要

先に述べたように、中央銀行による資金供給が、資金需要に比して多めか少なめかによって、翌日物金利に低下・上昇圧力が生じます。以下では、まず、資金需要——民間金融機関全体の日銀当座預金残高に対する需要——の決定要因について説明します。

＜ 図表1 ＞ コール取引を通じた銀行間の資金余剰・不足の調整



A. 法定準備需要

わが国では、民間の預金取扱金融機関^(注6)に対し、預金などの対象債務の額に所定の比率を乗じた金額（法定準備需要）以上の資金を、「準備預金」として、日銀当座預金残高で保有することを法律で義務づけています（準備預金制度の概要は資料2参照）。準備預金の保有は、1か月間（毎月16日から翌月15日まで＜積み期間＞）の日々の日銀当座預金残高の合計値（積数）が法定所要額を上回るように行えばよく、毎日一定額以上の残高を保有する必要はありません^(注7)。金融機関は、積み期間を通して、法定所要額以上の資金残高を確保しようとする一方、準備預金には付利されないので、法定所要額を上回る金額（超過準備額）を極力小さくし、法定所要額を充足するギリギリの水準に日銀当座預金残高を調整しようとしています。なお、2000年1月積み期における1日当たりの法定所要準備額は、3.9兆円です。

上述のように、金融機関は毎日一定額の準備預金残高を持っていなければならないという訳ではなく、「積み期間」を通じて法定所要額を満たせばよいこととなっています。このため、金融機関には先行きの金利動向を勘案しながら、自らの積立額を調整し得る余地があります。例えば、仮に積み期間中の金利水準が一定の場合は、金融機関はどのタイミングで準備預金を積んでもコストは変わりません。しかしながら、

市場参加者の間で、積み期間中に金利水準が上昇（低下）する可能性が高いとの見方が強まった場合には、各金融機関が準備預金の積みコストを抑制しようとして、極力積みの進捗を早める（遅らせる）結果、現時点での準備需要が強まり（弱まり）、翌日物金利に上昇（低下）圧力がかかります。このように、市場参加者の金利観も、法定準備の積みペースを通じて翌日物金利に影響を与えます。

なお、民間金融機関が、法定準備需要を充足するために日銀当座預金に保有する資金残高は、次項で述べる資金決済需要を満たすためにも使うことが可能です。

B. 資金決済需要

民間金融機関は、前述のとおり、銀行業務遂行に伴って発生する日々の資金決済需要を満たすためにも、必要な日銀当座預金残高を保有しようとしています。ただ、わが国の場合、現状では、準備預金制度に基づく法定所要額の1日当たりの平均金額（平均所要準備額）が、通常時における日々の資金決済に必要な当座預金残高を上回っていることが多いと考えられる^(注8)ため、民間金融機関は、それぞれの平均所要準備額を基準に自己の当座預金残高を調整する傾向があります。しかし、5・10日（ごとう日）^(注9)、決算期末など、手形や小切手等の資金決済額が通常より大きくなる日においては、平均所要準

(注6) 準備預金制度の対象金融機関は、「銀行法」上の銀行、「長期信用銀行法」上の長期信用銀行、信用金庫（預金残高が1,600億円超の先）、農林中央金庫と定められています。

(注7) 極論すれば、積み期間のどこか1日だけ法定準備額全額を積み上げ、残りの期間をゼロとするような積み方も可能です。

(注8) これは、現行の準備預金制度や準備率、および日銀当座預金を通じた決済システムの仕組みなどの下で成立している現象であり、これらの制度・システムや金融環境が変化すれば、資金決済需要が恒常的に法定準備需要を上回ることもあり得ます。

(注9) 毎月5日、10日、15日、20日、25日、月末日を総称して、「5・10日」と言います。

備額と同程度の当座預金残高では、資金決済需要を充足できない可能性があります。とくに、日本のコール市場の場合、13時（交換戻時点）を資金決済時点とする取引のウエイトが70%程度を占めていることから、その資金決済額が大きくなる日には、大手金融機関は1日の決済終了時点（17時頃）ではなく、日中の13時の時点で、十分な当座預金残高を確保しようとしています（注10）。このような繁忙日には、それまでの準備預金の積みが順調であっても、資金決済需要の強まりを主因に、翌日物金利が上昇することもあります。こうしたケースでは、通常は法定準備需要を下回っている資金決済需要が、法定準備需要を上回るため、資金需要に対して、より強い影響を及ぼすこととなります。

なお、市場参加者の流動性リスクに関する見方の変化も、資金決済需要に影響します。流動性リスクとは、例えば預金が突然大量に引き出されたような場合に、金融機関がコール等の資金市場で十分な資金（流動性）を調達できないリスクです。流動性リスク不安は、銀行の不良資産問題の悪化など金融システム不安の強まりから生じることがあります。例えば、1997年から1998年にかけて、わが国では大手銀行や証券会社の経営破綻が相次ぎ、金融システム不安が増大しました。この局面では、万一の預金解約等に備えて、民間金融機関が法定準備需要を上回る日銀当座預金残高を確保する傾向が強まり、金利上昇圧力が増大しがちでした。

また、流動性リスク不安は、何らかの事情で市場全体の資金決済リスクに関する懸念が増大したり、市場取引が著しく不活発になるなど、市場機能が大きく低下するおそれが強まることによっても生じます。例えば、最近ではコンピューター2000年問題の影響が典型です。昨年末にかけて、多くの金融機関は、コンピューターの誤作動に伴う資金決済リスクの顕現化に備え、昨年末の日銀当座預金残高を例年より大幅に積み増しました。

このような場合、日本銀行が法定所要額や通常の資金決済需要のみを勘案して資金供給するだけでは、資金需要が十分に満たされないこととなります。

（4）翌日物金利の変動要因：

その2——日銀当座預金残高の外生的な増減要因

金融調節以外で、民間金融機関全体の日銀当座預金残高の不足または余剰を発生させる要因は、わが国では「資金需給変動要因」と呼ばれていますが、本稿では、これを「日銀当座預金残高増減要因」と呼びます。以下では、こうした要因の内容と、その動きの予測等について説明します。

A. どのような要因があるのか

日銀当座預金残高増減要因の主なものは、①銀行券の発行・還収（銀行券要因）と、②民

（注10）日銀当座預金を通じた資金決済は、現在では、ほとんどが特定の決済時点に、支払指図全体をネットアウトする形で行われています（このような決済方式を、時点ネット決済と言います）。決済時点には、9時、13時、15時および17時過ぎ、があります。無担保コール翌日物金利の日中の動きをみると、13時決済の取引のレートが最も高く、その後、15時決済取引、17時決済取引と進むにつれて、レートが低下することが多くみられます。なお、日本銀行では、2000年末までに、即時グロス決済（支払指図をネットアウトせず、1件毎に、グロス支払金額を、リアルタイムで決済する方式〈略称RTGS〉）に移行する計画です。

間金融機関と政府との間の財政資金の受け払い（財政要因）の2つです（注11）。これらの要因の動きは、企業、家計、政府、さらには非居住者といった幅広い主体の経済活動の結果を反映するものであり、少なくとも短期的には、中央銀行にも、個々の民間金融機関にもコントロールできません。このため、海外中央銀行も含め、これらの要因は、日々の金融調節を行ううえでは、「外生的」とされています。

- ① 銀行券の発行は、例えば、企業の給与支払や行楽資金需要に伴う預金の引き出しに備えるなどの目的で、民間金融機関が日銀当座預金から銀行券を引き出すときに生じ、日銀当座預金残高が減少するので資金不足要因となります。逆に、銀行券の還収は、例えば連休明けなどに、顧客から金融機関預金に銀行券が戻り、民間金融機関がそれを日銀当座預金に預け入れるときに生じ、日銀当座預金残高が増加するので資金余剰要因となります（注12）。
- ② 財政資金の支払は、例えば、個人への年金支払や企業への公共事業費支払等のために、政府が民間金融機関に資金を支払うときに生じます。政府と民間金融機関の間の資金の受け払いは、日銀当座預金口座を用いて行われるため、政府によ

る支払は、日銀当座預金の増加をもたらすし、資金余剰要因となります。逆に、財政資金の受入とは、個人や企業から税金などを徴収するため、政府が民間金融機関から資金を引き揚げるときに生じ、日銀当座預金の減少をもたらすので資金不足要因となります。

なお、為替介入に伴う円資金決済も、日本銀行に開設された政府当座預金と民間金融機関の日銀当座預金との間で行われますので、財政要因の支払（円売り介入）または受入（円買い介入）になります。

B. 銀行券要因、財政要因の予測

このような銀行券や財政資金の変動は毎日発生しますので、民間金融機関全体の日銀当座預金の残高には、日々資金過不足が生じることとなります。従って、金融調節により市場に供給すべき資金の量を適切に決定するうえでは、銀行券要因と財政要因の変動を的確に予測することが不可欠です。これらの要因の予測に当たっては、まず、3か月程度先までの中期的な予測を行い、これを月次予測、週次予測、翌日の予想という形で、より正確になるよう見直していきます。当日も、日中数回に亘り、見直しを行っています。予測の正確を期すため、日本銀行の本支店が、民間金融機関や官庁から必要なデータを日々集めているほか、中期的な予測におい

（注11）このような中央銀行当座預金残高の変動をもたらす要因を、銀行券や財政要因等で捉える考え方は、海外主要国でも基本的には同様です。例えば、米国では、準備預金（reserves）の需要や供給を左右する要因を、factors affecting reserve balances、民間金融機関全体の「資金過不足」をもたらす外生的要因を、autonomous factorsと呼び、銀行券要因、財政要因等に分解しています。

（注12）「銀行券の発行時には、金融機関の保有銀行券が増えるのに、何故資金不足要因になるのか」という質問をよく受けます。これは、ここで言う「資金」が、民間金融機関の日銀当座預金残高を指すためです。個人や企業の場合でも、自分の預金口座から銀行券を引き出せば預金残高が減少し、その分、口座振替や自動引き落としなどの決済に使える資金が不足しますが、これと同じことです。

ては、過去の資金過不足データのパターン分析や経済・マネー指標の分析結果も加味しています（資料3参照）。

- ① 銀行券要因については、中期的な予測は、主として過去の季節性等のパターンと、最近の伸び率のトレンドなどに基づいて行います。短期的な予測は、日本銀行本支店が、各金融機関から銀行券の受け払いの見込み額を聴取し、それを合計することによって行います。
- ② 財政要因の中期的な予測は、日本銀行が政府の諸官庁から資金の受け払いの予定データを集め、これを積み上げるとともに、企業決算等の経済指標分析も用いて行います。短期の予測は、官庁および民間金融機関からの財政資金受払見込み額の聴取に基づいて行います。

なお、日本銀行は、金融調節に関する情報開示を充実させるため、上記のようにして作成した銀行券要因、財政等要因（注13）およびそれらの合計としての資金過不足に関する予測と実績を、月次ベースと日次ベースで公表しています（注14）。具体的には、これらの計数は、「資金需給と調節」（通称「資金需給表」）として一表に取りまとめられ、実績については、資金過不

足とともに、金融調節による資金供給（吸収）額と準備預金・日銀当座預金の計数も併せて開示しています（実例は資料4参照（注15））。日々の銀行券要因や財政要因に関し、実績のみならず予測計数まで公表しているのは、主要国の中央銀行では日本銀行のみです。日銀当座預金残高全体の増減要因は、個々の民間金融機関にとって外生的要因であるため、日次ベースでの予測公表は、資金の需給状況に関する市場参加者の見方を収斂させることを通じ、翌日物金利の安定に寄与している可能性があります（注16）。また、こうした情報開示により、日本銀行の銀行券・財政等要因の予測精度や金融調節による資金供給量について、市場参加者が日々チェックできる訳であり、透明性の高い仕組みと言えます。

C. 銀行券要因、財政要因の振れの大きさ

日本では、欧米に比べ、銀行券要因、財政要因ともに日々の変動幅が極めて大きいのが特徴です（この背景は後掲BOX1参照）。例えば、1998年中の週間変動幅を日米で比較しますと、変動幅（絶対額）の平均値は、銀行券要因で日本（10,674億円）は米国（1,416億円）の約7倍、財政等要因では日本（23,547億円）は米国（5,181億円）の約4倍となっています（注17）（資料5参照）。この結果、日々の資金過不足全体の

（注13）日銀当座預金残高の外生的な増減要因には、銀行券要因、財政要因のいずれにも属さない「その他要因」があります。例えば、海外中央銀行や国際機関が日本銀行に開設している円預金勘定と、民間金融機関の日銀当座預金との間の資金移動などがあります。「財政等要因」とは、財政要因とその他要因とを合計したものです。

（注14）これらの計数は、日本銀行のホームページに毎日（月次計数は毎月）掲載されます。

（注15）なお、2000年3月16日から、資金需給表の公表方式が変更されます。詳細は、後述5章（2）および資料13参照。

（注16）当座預金残高、金利水準の相違や決済制度の相違（日本は時点ネット決済、米国は即時グロス決済）等から、必ずしも単純比較はできませんが、1998年中の無担保コールレート（米国はFFレート）翌日物の前日差のボラティリティー（目標誘導水準との格差の標準偏差）は、日本が約0.05%、米国が約0.21%と、日本の方が小さくなっています。

（注17）便宜上1ドル=100円で換算。

<BOX 1>

わが国の銀行券・財政要因の振れは何故大きいのか？

日本において、銀行券要因、財政要因の変動が大きい理由としては、以下のような点が指摘できます。

- ① まず、銀行券要因については、日本では経済規模に比した銀行券の発行残高（＝市中流通額）が極めて大きいのが特徴です。例えば米国と比較すると、日本の経済規模は米国の約2分の1ですが、銀行券発行残高はほぼ同額です（1998年末銀行券発行残高：日本55.9兆円、米国51.8兆円<資料6>）。これは、日本では、個人の資金決済に小切手がほとんど使用されていないほか、クレジット・カードの普及率も米国に比べれば低いことなどが影響しています。銀行券が活発に使用される分だけ、曜日や季節性による変動幅も大きくなります。例えば、年間でみれば、12月には年末・年始のための、3月には新年度向けの、ゴールデン・ウィーク前にはレジャー向けの現金需要が増大するため、銀行券発行額が増大します。逆に、これらの時期の後は、市中で使われた銀行券が民間金融機関に還流してきますので、銀行券還収額が増大します。また、月末や週末に向けて銀行券発行額が増加し、月初や週初には還収額が増加するというパターンもみられます。
- ② 次に、財政要因の変動幅は、銀行券以上の大きさです（資料5参照）。これは、a) 政府預金の受け払いがすべて日本銀行に集中される仕組みとなっている（注18）こと、b) 財政資金の支払（年金等）を行う日と、財政資金の受入（税金等）を行う日が、所轄官庁毎に別々に特定日に設定されていること、c) 法人税の受入は決算期毎に年2回、年金の支払は年6回、というように、事務処理の効率上、財政資金受け払いの頻度を小さく抑えていること、などが原因と考えられます。

フレも極めて大きくなっており、その日その日の金融調節だけでは調整できない日がほとんどです。このため、予め先行きの資金過不足を予測して、早いうちから金融調節を行っておくことが必要（本章（5）A参照）であり、この意味でも、先行きの資金過不足の予測が非常に重要です。

（5）金融調節による資金供給量の決定

以下では、先に述べたような資金需要の状況および日銀当座預金残高の増減要因の予測を踏まえ、日本銀行が、金融調節による資金供給（吸収）の量を決定するプロセスについて説明します。

（注18）米国では、財政資金の決済の一部が、民間銀行に開設された政府の預け金勘定（Treasury Tax and Loan Account）を通じて行われているため、決済日の異なる財政資金の受入と支払が、民間銀行において相殺され得る仕組みとなっています。ただし、民間銀行が、政府から受け入れた資金を上記の勘定に保有できる残高は、一定要件を満たす担保保有額の範囲内に限られます。

A. 日銀当座預金残高の変動を相殺するオペレーション

日本銀行が、金融調節による資金供給量を決定する際の最もオーソドックスな手法は、銀行券や財政要因の変動に伴う資金過不足を相殺し、日銀当座預金残高の増減が生じないようにすることです。上述のとおり、日本では、銀行券要因、財政要因とも、季節的な変動が極めて激しいのが特徴です。このため、金融調節では、日々あるいは季節的な資金過不足を均すようにオペレーションを行うことが多くなります。例えば、ある月の2日に法人税の納付に伴う資金不足があり、翌月の15日に年金の支払による資金余剰が予想されているとします。この場合、当月2日にスタートする資金供給オペレーションを実施するとともに、そのオペレーションの資金返済期日を翌月15日に設定することにより、予め、先行きの資金余剰見込み額の吸収も行うておくのです（資料7参照）。このような季節的な資金過不足を均すためのオペレーションは、主に先日付スタートで実行することが多く、そのうえで、最終的な資金供給額の調整を、即日スタートのオペレーションで行います（詳細はB参照）。

B. 即日スタートのオペレーションによる最終的な資金供給額の調整

当日は、銀行券要因や財政要因の予測に基づく資金過不足額の見込みと、前日までにオファー済みのオペレーションの金額（先日付オペの新規実行額および実行済オペの期落ち額）をネットアウトし、日銀当座預金残高の増減見込み額

を把握します（注19）。こうした日銀当座預金残高の増減見込み額に、即日スタートのオペレーションの金額を加えたものが、当日の資金供給額となります。日本銀行は、金融機関からのヒアリングや、当日朝のコール市場における調達・運用レートの動き等から資金需要の状況を勘案したうえで、即日スタートのオペレーションによる資金供給額を決定し、9時20分に、その金額を市場に通知します。即日オペレーションによる資金供給量を、資金需要に対し多め／少なめに調整することによって、無担保コール翌日物金利をディレクティブに沿った水準に誘導することができるのです。

このように、日本銀行は、先日付スタートのオペレーションと即日スタートのオペレーションを組み合わせて、短期的な資金供給を行っています。

C. 長期的な資金供給

——長期国債の買切りオペレーション

先に述べたように、銀行券要因や財政要因は、短期的には季節性等を反映して変動しますが、経済規模や決済規模の拡大等に伴い、銀行券に対する需要は、長期的には増大していきます。このような長期的な資金需要に対する資金供給には、期間の長いオペレーションを使用するのが自然であると考えられます。日本銀行では、こうした考えの下で、長期国債の買切りオペレーション（国債買入オペ）の金額を、長い目でみた銀行券の増加ペースにほぼ見合うように決定しており、2000年2月現在では、1回当たり2000億円の国債買入オペを、月2回の頻度で実

（注19）当日の資金過不足額の予測と、オファー済みの金融調節の金額（新規実行額および期落ち額）は、前日の17時30分頃、金融市場局から公表されます。従って、即日スタートのオペレーション実施前の当座預金残高の増減見込み額は、事前に把握できるようになっています。

施しています。仮に、長期的な資金需要に対し、短期の資金供給オペレーションだけで対応しようとする、短期オペレーションの実行回数が極めて多くなり、入札回数やオペ対象証券の受渡回数が増大するといった問題が生じるほか、オペレーションの本数を抑制するために、1回当たりの短期オペレーションの金額を大幅に上げると、オペレーションの入札に十分な応募が集まらず、円滑な資金供給を行えないおそれがあるなど、実務的にみても非効率です。逆に、長期国債の買切りオペレーションの金額が過大になると、短期のオペレーションによる資金供給額がマイナスになるケースが多くなり、資金吸収オペレーションにかかる負担が大きくなってしまいます。

D. 金融調節による資金供給額の多寡の見方

それでは、金融調節による資金供給額の多寡は、どのようにして見るのでしょうか。これには、国によって（あるいは1国の中でも）様々な方法がありますが、いずれも幾つかの仮定をおいた目安であり、これが絶対というものではありません。まず、金利ターゲットを採用している国では、その時々で市場で成立しているターゲット金利の水準が有効な尺度になると思います。これが中央銀行の誘導水準から乖離していなければ、資金需要に対して適切な資金供給が

行われているとみることができるからです。このほか、先に述べた法定準備需要を資金需要とみなし、それとの関係で資金供給をみることがあります。例えば、①積み期間中の法定所要準備額の1日当たり平均値に対して、実際の準備預金残高がどれだけ多いか少ないかをみる方法や、②積み期間中の積みの進捗ペース^(注20)でみる方法などです。

従来、日本銀行では、法定所要準備額を尺度としつつ、上記とは異なる手法も用いてきました。前述のように、日本では、準備預金制度に基づく法定準備の金額の方が、資金決済需要よりも大きいことが多いのが通常です。また、準備預金には付利されないの、準備預金制度の対象先金融機関は、通常時には、法定準備需要を充足するためだけに日銀当座預金残高を保有すると考えられます。日本銀行は、このことを前提に、日々の資金供給額の多寡を、その時点での法定準備需要——具体的には残り所要額^(注21)——との対比という形で算出し、当日の定例金融調節通知時に公表しています。ただし、この手法は、ゼロ金利政策実施以降、有効性が低下しており、2000年2月に、公表方式の見直しを発表しました。詳細は、後述第4～5章で説明しますが、ここでは、「残り所要額対比」方式の考え方を、解説しておきます。

この方式では、金融調節による資金供給額

(注20) 日割り進捗率と実際の積み進捗率とを比較する方法。日割り進捗率とは、積み期間中、毎日同じ残高を維持するように準備預金を積んだ場合の、t日目の積みの進捗率（ t / 積み期間中の日数）を指します。実際の積み進捗率とは、積み初日からt日目までの準備預金残高の累計額を、法定所要積数で除した数値を指します。例えば、積み期間が30日とすると、15日目の日割り進捗率は50%となります。法定所要積数が120兆円（1日平均4兆円）として、15日目までの実際の積みの累計額が60兆円であれば、実際の進捗率は50%となり、「平均的」な積みペースとみられます。実際の進捗率が50%より高ければ、「早い」ペース、低ければ「遅い」ペースとみられます。

(注21) 「準備預金の残り所要額」とは、準備預金制度の対象金融機関が、積み期間（当月16日から翌月15日）の法定所要準備額の積み立てを行うために、翌営業日以降積み最終日までに日銀当座預金に保有しなければならない金額の1日当たりの平均値を指します。

(即日スタートのオペレーション実行後の準備預金残高見込み)が、その積み期の残り所要額を上回る(下回る)場合、その乖離幅を「積み上幅」(積み下幅)と言ひ、両者が同額の場合には、「中立的(リザーブ・ニュートラル)」と言います。「積み上」(積み下)を形成する金融調節を行うと、準備預金の積み立てのペースが早まり(遅くなり)、残り期間での法定準備需要が減少(増大)します(積み上<下>幅の計算式等はBOX2参照)。

当日の資金供給量をどの程度にするかは、当日の資金需要の動向と、その翌日物金利への影響を勘案のうえ、翌日物金利がディレクティブで定められた誘導水準に対し、どのように変化するかの見通しに依存します。資金需要の把握に当たっては、積みの進捗状況による法定準備需要のモニターのほか、先に述べたように、資金決済需要等が資金需要に大きく影響する日もあるので、コール市場での出し手と取り手の運用・調達希望レートの状況等も勘案しなければなりません。

いずれにせよ、冒頭述べたように、現行の金融政策の枠組みの下では、日々の金融調節は、翌日物金利をディレクティブに定められた水準に誘導するために行うものです。積み上(下)幅は、単に金融調節による資金供給額の多寡をみるひとつの尺度に過ぎず、それ自体に何らの政策的なメッセージを含むものではありません。従って、ディレクティブが同じである限り、日々の金融調節における資金供給量の変化が、金融調節方針の変更であることはあり得ません。

(6) 資金供給(吸収)方法の決定

金融調節による資金供給の総額を決定した後は、どのオペレーション手段をどのような期間で使うかを決定し、オペレーション対象先に対し、入札の実行通知(オファー)を行います。当日の資金調整を目的とするオペレーション(即日スタート)は、9時20分に通知し、翌日以降の資金調整を目的とするオペレーション(先日付スタート)は、9時30分から12時10分までの間の定例時刻に通知します。

<BOX2>

積み上(下)幅の計算方法

「積み上(下)幅」=「即日オペ実施後の準備預金残高(RE)」-「翌日以降の残り所要額(RR)」

RE = 前日の準備預金残高 + 当日の資金過不足見込み + 「当日の金融調節増減(OMO)」

RR = (当日以降の残り所要準備積数 - RE) / 残り積み日数

OMO = 実行済みのオペの期落ち額 + 前日までにオファーした先日付オペのスタート額
+ 当日オファーした即日オペのスタート額

準備需要(RD) ≒ RR、準備供給(RS) ≒ REと仮定すると、

積み上調節(RE > RR)の場合、RS > RD

積み下調節(RE < RR)の場合、RS < RD

A. オペレーション手段の選択

現在、日本銀行は、下図のような10種類のオペレーション手段を有しています（詳細は資料8参照）。

これらのオペレーション手段は、市場慣行や決済方法の相違によって、機動性や売買可能金額、売買期間等の特徴が異なります。オペレーション手段の選択は、このような特徴を勘案のうえで行われます。

日本銀行のオペレーション手段のうち、現時点で、即日スタートのオペレーションとして使用できる高い機動性を備えているのは、資金供給手段では短期国債の買い現先オペと手形買入オペ、資金吸収手段では短期国債の売り現先オ

ペと手形売出オペに限られています（注24）。なお、オペレーションの日中の決済時点（注25）にも差異があります。国債系オペレーション（短期国債現先およびアウトライトオペ、国債借入<レポ>オペ、国債買入オペ）の決済時点は、3時時点（15時頃）のみですが、手形系オペレーション（手形買入オペおよび手形売出オペ、CP買い現先オペ）は、3時時点のほか、交換戻時点（13時頃）、為決時点（17時過ぎ<CP買い現先オペを除く>）でも決済が可能です（資料8参照）。このため、銀行券発行額が嵩む日など、1日のうち比較的早い時刻から資金需要が増大する日には、交換戻時点スタートの手形系オペを活用します。

<図表2> 現行オペレーション手段

(短期の資金供給手段 (注22))
短期国債買い現先 (注23)、短期国債買入 (アウトライト)、国債借入 (レポ)、手形買入、CP買い現先、社債等担保手形買入
(短期の資金吸収手段)
短期国債売り現先、短期国債売却 (アウトライト)、手形売出
(長期的な資金供給)
国債買入 (アウトライト)

(注22) 短期資金供給のための手段としては、公定歩合による有担保の日銀貸出が存在しますが、1996年1月以降は、原則として、貸出に依存しない金融調節を行うこととしています。

(注23) 「買い現先」とは、将来の特定日に売り戻す条件を付して、証券を買入れる取引を指します。取引実行日に資金が供給され、売り戻し日に資金が吸収されるため、短期間の資金供給機能を有します。「売り現先」は、逆に、買い戻し条件付の売却取引であり、短期間の資金吸収機能があります。これに対し、このような買いまたは売り戻し条件が付かない売買取引を、アウトライト（無条件）取引と言います。

(注24) オペレーション手段の機動性は、主としてオペレーション対象証券（または担保証券）の受渡し事務の効率性に依存します。短期国債の現先オペの機動性が高いのは、入札オファーから決済までの一連のプロセスが、すべて日銀ネット（後述脚注31参照）を通じたオンライン・ベースで処理され、ペーパーの授受がないためです。手形買入オペは、買入対象手形の担保（優良企業振出手形、国債代用証書等）が、予め金融機関から日本銀行に寄託されているため、効率的な担保授受が可能です。手形売出オペは、日本銀行が振り出す手形を売買するもので、担保授受を必要としないことが、機動性が高い理由です。

(注25) 前述脚注10参照。

また、売買可能金額の面では、従来は、手形買入オペが中核的な手段でしたが、1999年4月の政府短期証券の公募発行開始（注26）に伴う短期国債市場の急速な拡大を背景に、短期国債の買い現先オペが中核的なオペレーション手段に成長しています。因みに、日本銀行の短期オペレーションによる資金供給残高が過去最高（46兆円）を記録した1999年12月末時点での、オペレーション手段毎の残高をみると、短期国債買い現先オペが最大で21.5兆円、次いで国債借入（レポ）オペが10.0兆円、CP買い現先オペ9.5兆円、手形買入オペ3.1兆円、短期国債買入オペ1.9兆円、社債等担保手形買入オペ0.5兆円となっています。

資金供給（吸収）の期間は、政策委員会が定めた各オペレーション毎の取引基本要領によって、国債系オペレーション（短期国債現先オペ、

国債借入<レポ>オペ）は6か月以内、手形系オペレーション（手形買入・売出オペ、CP買い現先オペ、社債等担保手形買入オペ）は3か月以内と決められています。もっとも、実際には、オペレーションの期間は市場の状況や金利観等に影響されるため、国債系オペが、常に手形系オペよりも長めの期間設定となっている訳ではありません。

B. オペレーションの実行

現在、日本銀行のすべてのオペレーションは、金利入札方式で実行されています。オペレーションの入札実行通知（オファー）は、即日スタートと先日付スタートに分けて、それぞれ一定の時刻に実行されます（図表3）。オペレーションのオファーは、オペレーション対象先に通知されると同時に、情報ベンダーにも公表される

<図表3>オペレーションの定例オファー時刻

9時20分：即日スタートの短期国債現先オペ、手形買入オペ、手形売出オペ
9時30分：先日付スタートの国債借入（レポ）オペ
10時10分：先日付スタートの短期国債現先オペ、短期国債買入（アウトライト）オペ、CP買い現先オペ、国債買入（アウトライト）オペ
12時10分：即日スタート（為決時点<17時過ぎ>スタート）の手形売出オペ
：先日付スタートの手形買入オペ、社債等担保手形買入オペ、手形売出オペ

（注26）政府短期証券は、短期的な資金繰り調整を目的に政府により発行される割引債券ですが、1999年3月までは、発行利回りが市場金利よりも低く設定されていたため、民間からの応募はほとんどなく、発行額のほぼ全額が日本銀行により引き受けられていました。しかし、1999年4月には、政府短期証券の発行は原則として公募入札方式となり、それ以降政府短期証券の市場が急速に拡大しています。

ため、オファー後直ちに市場全体に周知されま
す^(注27)。このように、日本銀行が定例時刻にオ
ファーを行うのは、オペレーション対象先が入
札に参加し易いようにするためです。このよう
な定例の金融調節通知時刻のうち、市場から最
も注目されているのは、9時20分の即日スタ
ートのオペレーション通知時です。これは、既に
述べたように、即日スタートのオペレーション
により、金融調節による当日の資金供給額が最
最終的に決まるからです。

ただし、9時20分に即日スタートのオペレー
ションを通知した後も、決済需要や流動性リス
ク不安の強まり等から予想以上に資金需要が上
振れし、翌日物金利が誘導水準から乖離して上
昇するおそれがある場合（あるいは逆に資金供
給が過剰で金利が低下する場合）には、日本銀
行は、随時、追加的なオペレーションを実施し、
翌日物金利の変動を抑制するように努めます。

入札のオファー後は、入札を受付け、オファー
金額が満たされるように落札決定を行います。
落札方式はコンベンショナル方式^(注28)です。
入札締切から落札決定までの事務は、極力速や
かに行い、落札決定を行い次第、落札結果（応
募総額、落札総額、落札決定レート、落札平均
レート等）をオペレーション対象先および情報
ベンダーに通知します。落札結果が、オペ対象
市場の金利形成に影響を与えることもありますが、
落札結果は専らオペ対象先の入札状況に依

存しており、落札結果に日本銀行の政策意図は
一切含まれていません。各種オペレーションは、
全体として適切な資金供給（吸収）を行うこと
によって無担保コール翌日物金利を適切に誘導
するために行うものであり、短期国債市場や
CP市場など、個別のオペレーション対象市場
のターム物金利コントロールを意図したもので
はありません。

ただ、短期国債の現先市場やCP現先市場等
では、日本銀行のオペレーションが市場売買高
の中で大きなシェアを占めています。とくに、
銀行券や財政要因の変動から資金不足額が大き
くなる局面においては、日本銀行がこの不足に
見合うだけの十分な資金供給を行う結果、これ
らのオペレーション残高が増大し、市場シェア
が上昇します。そうした状況では、日本銀行が
オペレーション対象市場の金利低下を促してい
るとみられがちですが、オペレーションの目的
は、あくまでも必要な資金の供給です。しかし、
先に述べたように、日本では、銀行券要因や財
政要因の季節的な変動が極めて大きいため、
短期オペレーション残高も大きく振れることにな
ります。この変動の大きさ故に、ある市場で
ディーラーの予想以上にオペレーションが実施
されるようにみえたり、逆に予想していたオペ
レーションが実施されなくなるという状況が生
じ得ます。オペレーションの実行に当たっては、
資金過不足の円滑な調整のみならず、オペレー

(注27) 1989年12月、日本銀行は、情報ベンダー6社（共同通信社、ブリッジニュース、時事通信社、ブルムバーグ、ロイター・ジャパン、Quick）に対し、金融調節に関する情報（オペレーションのオファー、落札結果等）をリアルタイムで送信する方式を導入しました。

(注28) コンベンショナル方式とは、入札された金利（または価格）のうち、入札実施者に有利な順に、入札予定金額に達するまで落札していく方法で、落札者は、自己が落札した金利（または価格）により取引を行います。

ションの実行により、市場に意図せざるノイズをできるだけ発信しないようにするという点にも、配慮しています。

C. オペレーション対象先の選定

オペレーションのオファーは、予め選定したオペレーション対象先に対して行います。オペレーション手段によって、毎回オペレーション対象先すべてにオファーするものと、常時オファー先と輪番オファー先（注29）を設けているものがあります。

日本銀行は、1998年4月の新日銀法施行を契機として、金融調節運営の透明性やアカウントビリティを一段と向上させる観点から、政策委員会の金融政策決定会合が定めて予め公表する基準に基づいて、定期的にオペレーション対象先を選定する方式を導入しました。オペレーション対象先には、オペレーション入札への積極的な参加、正確かつ迅速な事務処理、金融政策遂行に有効な市場情報の提供（注30）、という役割を果たすことが求められています。このため、日本銀行は、基本的な選定基準として、次の事項を設定しています。

- ① 日本銀行本店当座預金取引先であること。
- ② 信用力に問題がないこと。
- ③ 日銀ネットの利用先（注31）であること。
- ④ オペレーション対象市場において十分なプレゼンスを有していること。
- ⑤ 既存対象先についてはオペレーションでの落札実績が高いこと。

こうしたオペレーション対象先の公募選定は、1998年6月の国債借入（レポ）オペレーションから順次開始され、現在では手形買入・売オペ（短資会社6社のみを対象に実施）を除くすべてのオペレーション手段について、公表された基準に基づく定期選定（原則として年1回）と選定結果（選定先金融機関名等）の公表が行われています。

なお、対象先の選定は、オペレーション手段毎に市場プレゼンス等を考慮して行うため、対象先にどのような金融機関が多いかは、オペレーション手段によって異なります。主力の国債系オペでは、証券会社のウエイトが高い一方、CP買い現先オペおよび社債等担保手形買入オペでは、銀行のウエイトが高くなっています（注32）（資料9参照）。

（注29）常時オファー先に対しては、毎回オペレーションのオファーが行われますが、輪番オファー先に対しては、毎回ではなく、所定の頻度（原則として2回に1回）でオファーが行われます。

（注30）このような市場情報の例としては、オペレーション対象市場のオファー・ビッド価格などの計数のほか、各市場での特徴的な動きなどの定性的な情報が挙げられます。

（注31）日本銀行金融ネットワークシステムの略称。日銀ネットは、金融機関の日銀当座預金を通じた資金決済や、国債の決済、オペレーションの入札等を、金融機関に設置されたコンピューター端末からの入力により、オンライン・ベースで処理するシステムです。日銀ネットの利用により、金融機関は、書面を日本銀行に持ち込むことなく、決済や入札を行うことができます。

（注32）「日本銀行は、銀行のみを対象に金融調節を行っているが、銀行の信用仲介機能が低下している状況では、銀行に資金供給を行っても有効に活用されない」といった議論がなされることがあります。しかし、上述のように、日本銀行の主力のオペレーション手段である短期国債の現先オペや国債借入（レポ）オペおよび国債買入オペの対象先は、証券会社が過半を占めており、しかも証券会社は、機関投資家等の顧客から広く注文を集めてオペレーションに入札しています。従って、上記のような指摘は、日銀貸出と手形オペが金融調節の中心手段であった時代はともかく、現在はあてはまりません。

4. ゼロ金利政策の下で寄せられた金融調節上の疑問

1999年2月12日、政策委員会の金融政策決定会合は、いわゆる「ゼロ金利政策」を採択しました。それ以降日本銀行は、「豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す」というディレクティブに沿って大量の資金供給を継続し、翌日物金利を0.02～0.03%の事実上のゼロ金利で安定的に推移させています。

しかし、無担保コールの翌日物金利を事実上ゼロ%に維持するため、法定準備需要を1兆円ほども上回る大量の資金供給を継続してきた結果、民間金融機関の日銀当座預金残高の構成に、次のような大きな変化が生じています。まず、準備預金制度の適用先金融機関に多額の超過準備残高が恒常的に存在するようになりました。また、準備預金制度の非適用先金融機関が多額

の日銀当座預金残高を恒常的に保有するようになってきました。従来は、このような超過準備残高や準備預金制度非適用先の日銀当座預金残高は、極めて少額に止まっていた（注33）。このため、「準備預金残高」は積み期の平均でみれば法定所要額にほぼ等しく、かつ「日銀当座預金残高」ともほぼ同水準でした。しかし、ゼロ金利政策実施以降は、超過準備額や準備預金制度の非適用先の当座預金残高が増大したことに伴い、法定所要準備額<準備預金残高<日銀当座預金残高という状態が恒常化しています（図表4）。

こうした中で、ゼロ金利政策実施以降、市場関係者の一部から、日本銀行の資金供給スタンスに関する誤解が生じたり、日本銀行が公表する金融調節関連情報の信頼性に関する疑問が寄せられたりするようになってきました。本章では、そうした疑問点等について説明します。

<図表4> 法定準備額、準備預金残高、当座預金残高の関係の変化

1997年4～9月		1999年4～9月	
34,026	法定所要準備額	38,576	
+		+	
<88>	<超過準備残高>	<2,893>	
34,114	準備預金残高	41,469	
+		+	
<48>	<準備預金非適用先当預残高>	<5,339>	
34,162	日銀当座預金残高	46,808	

(注33) 超過準備や準備預金制度非適用先の当座預金残高は、1997年秋から1998年末にかけて金融システム不安が増大した局面では、若干増加しましたが、それでも1日平均で見れば、いずれも1,000億円未満に止まっていました。

(1) 日々の積み上幅のシグナル化

歴史的にみても極めてユニークな「ゼロ金利政策」は、従来日本銀行の金融調節をさほど注視していなかった短期金融市場以外の市場関係者や海外の市場関係者も含め、極めて多くの先の関心を、日々の金融調節に引きつけるようになりました。この結果、「政策委員会の定めるディレクティブの達成」という金融調節の役割が十分に理解されないまま、「積み上(下)幅」という日本独特の開示情報が、いわば「豊富な資金供給」の度合いを示すバロメーターとして注目される結果を招きました。とくに、日本銀行が、確実にゼロ金利を達成するために、事後的にみれば、常に所要準備額を1兆円ほども上回る大量の資金供給を続けてきたこともあって、市場では、「積み上幅」の変化が、ある種の政策的意味を持つシグナルとして誤解されている面が少なからずあるようです。

しかしながら、既に述べたように、無担保コール翌日物金利の具体的な誘導水準がディレクティブで示される以上、日々の金融調節額の変化や「積み上幅」には政策的な意味はありません。日本銀行が、これまで日々の積み上(下)幅のアナウンスメントを継続してきたのは、市

場参加者の利便性に配慮したものです。

(2) 金融調節関連データの信頼性に関する疑問

日本銀行が日々公表する資金過不足の予測と「準備預金の残り所要対比」で資金供給の多寡をみるという手法は、前述のとおり、①積み期間トータルでは超過準備が発生しないこと、②日本銀行による資金供給が準備預金制度の適用先のように保有されること、が前提となっています(前述3章(5)D参照)。

しかし、ゼロ金利政策実施以降は、無担保コール翌日物金利が事実上ゼロ%で推移するよう、法定準備需要を大きく上回る資金を供給しているため、準備預金制度の適用先に超過準備が恒常的に存在し、同時に、短資会社等準備預金制度の非適用先金融機関に資金供給額の相当部分が保有されるなど、そうした前提が崩れています。この結果、夕方発表される翌営業日の資金過不足額の予想や、当日9時20分にアナウンスされる「積み上幅見込み額」と、これらの実績が大幅に乖離する現象が恒常的に生じています(図表5)。また、昨年12月末にかけては、日本銀行が、コンピューター2000年問題対応として、極めて大量の資金を供給する中で、上記のよう

<図表5> 資金過不足等の予測と実績の乖離(億円)

	1999年11月積み期平均	12月積み期平均
資金過不足(一) 予測 (a)	5,800	81,100
同 実績 (b)	-3,200	-3,600
乖離幅 (a - b)	9,000	84,700
積み上(下<->) 幅見込み (c)	10,200	107,000
同 実績 (d)	-100	8,600
乖離幅 (c - d)	10,300	98,400

(注) 積み期とは、当月16日から翌月15日までの1か月間。

な乖離が一段と拡大するという事態も生じました。このような予想と実績の乖離は、「日本銀行の予測精度が低下したのではないか」とか、「日本銀行は実際には十分に資金供給を行っていないのではないか」といった誤解を一部で招いています。

こうした予測と実績の乖離が生じるのは、次の事情によるものです。

- ① 資金過不足額の予想と実績との乖離は、予想段階では、財政等要因の中に前日の超過準備残高と準備預金非適用先当預残高を、支払要因（余剰要因）として全額算入しています（これらが全額市場に放出されると仮定）^(注34)が、実際には、市場に常に豊富な流動性が存在する下では、その日も再び超過準備等として保有されることが多いことによるものです。
- ② また、朝9時20分にアナウンスする「積み上（下）幅の見込み額」と実績との乖離は、①と同様、「金融調節による資金供給がすべて有効に準備預金制度の適用先金融機関によって保有される」という前提が実現せず、資金供給額の大半が超過準備や準備預金制度の非適用先金融機関の当座預金として保有されることによって生じるものです（資料10参照）。

このように、資金過不足額等の予測と実績の乖離は、超過準備や準備預金制度の非適用先当座預金の計数処理に伴う技術的なものであり、

日本銀行が行う資金過不足の予測精度がゼロ金利政策以降低下している訳ではありません。資金過不足額から超過準備等の金額を除いたベース（本来の銀行券要因と財政等要因の合計額）で予測と実績を比較すると、乖離は平均1,000億円程度と、ゼロ金利実施前後ではほとんど変わっていません（図表6）。

<図表6>資金過不足（超過準備等を除くベース）の1日平均予測誤差（億円）

	1998年3～11月	1999年3～11月
銀行券要因	350	290
財政等要因	740	940

また、朝方には1兆円程度の「積み上幅」見込み額が、実績では小幅の積み上ないしは積み下に下振れる点についても、金融調節による資金供給額が準備預金制度の適用先以外の金融機関や積み終了先に保有されるからであり、金融調節で十分な資金を供給していない訳ではありません。実際、超過準備や準備預金制度非適用先の保有資金も含む当座預金残高をみると、実績ベースでも、ほとんどの日において、残り所要準備額（3～4兆円の間で変動）を1兆円以上上回る資金供給を行っていることがわかります。また、実績ベースで積み下となる日でも、翌日物金利が上昇することは全くありませんが、これは、金融調節で市場に対して十分な資金供給がなされており、市場参加者もそれを認識していることの証左であると考えられます（資料11参照）。

(注34) 民間金融機関が、利息の付かない超過準備や準備預金制度非適用先の当座預金残高をある日の業務終了時点で保有したとしても、翌日は準備預金制度の適用先に対して有利子で全額放出するはず、との考え方にに基づきます。

(3) 大量の資金供給継続に伴う「残り所要準備額」の急減

「積み上幅」は、準備預金残高と、翌日以降の残り所要準備額との差額を表わす可変的な数値です。大きな「積み上」を形成する金融調節を行い、かつそれが法定準備需要を満たす資金として有効に保有された場合には、残り所要額が急速に縮小することになります。毎日、残り所要準備額を1兆円ほども上回るような大量の資金供給を継続すると、積みの進捗状況によっては残り所要準備額が大幅に減少し、積み上1兆円となるような金融調節を行っても、資金決済需要を充足できない水準まで資金預金残高が減少する可能性があります。

仮に、積み上1兆円の資金供給が、準備預金制度の非適用先による保有などがなく、準備預金制度適用先の法定準備に有効に積まれていく場合を想定してみましょう（図表7）。積み初日に準備預金残高5兆円でスタートすると、残り所要準備額は20日目に2.9兆円（準備預金残高3.9兆円）、30日目にはゼロ（準備預金残高1兆円）になります。この場合、準備預金残高が1兆円では、資金決済需要を充足できず、翌日物金

利が上昇するおそれがありますので、残高を例えば3兆円にするような金融調節を行うと、積み上幅は3兆円に拡大します。こうした大幅な積み上幅の拡大は、市場参加者がこれを緩和スタンスの強化と解釈するなどの誤解を招きかねません。

上記の問題は、ゼロ金利政策実施当初から存在していましたが、日本銀行による大量の資金供給の相当部分が、偶々準備預金制度の非適用先や積み終了先に保有され、実際には積みがさほど進捗しない事態が続いてきたため、問題が顕現化していませんでした。しかし、昨年12月積み期（12/16～1/15日）は、コンピューター2000年問題に伴う民間金融機関の流動性保有需要増大に対応するため、昨年末に巨額の積み上（22.6兆円：12/30～1/3日の5日間滞留）を形成する金融調節を実施した結果、12月30日以降、朝方の金融調節通知時点での残り所要準備額が計算上ゼロとなりました（注36）。この結果、昨年末以降、市場参加者等の一部では、正確な積み上幅が計算できなくなったり、日本銀行の金融調節スタンスが変化したとの見方が生じるなど、若干の混乱が生じました。

<図表7>積み上幅と残り所要額・準備預金残高の関係（兆円）（注35）

積み上幅	1日目	15日目	20日目	30日目	
1兆円	残り所要	4.0	3.3	2.9	0.0
	準備預金残高	5.0	4.3	3.9	1.0
2兆円	残り所要	4.0	2.6	1.9	0.0
	準備預金残高	6.0	4.6	3.9	2.0
3兆円	残り所要	4.0	2.0	0.8	0.0
	準備預金残高	7.0	5.0	3.8	3.0

（注35）平均所要準備額4兆円、積み期間30日として計算。

（注36）積み上幅は、準備預金残高と残り所要準備額との差額であるため、残り所要準備額がゼロになると、理論上、本行の資金供給額（＝準備預金残高）がすべて積み上幅となります。

- ① 残り所要準備額ゼロの場合の積み上幅の計算方法を巡って混乱が生じ、とくに12月30日の積み上幅予想に関し多くの照会が寄せられたほか、一部では誤った計数が報じられました。
- ② 年初に2000年問題を無事乗り越えた後、日本銀行は、昨年末までに供給した超過的な流動性の吸収を開始しましたが、その吸収ペースが海外中銀に比べて遅いとの見方から、「量的緩和への転換ではないか」、「円安誘導ではないか」との誤解が外国為替市場の一部などで生じました。そもそも、昨年末にかけての日本銀行の資金供給額が他国に比べ極めて多額に上ったため、年初の余剰額吸収にある程度の時間を要したことは事実です。しかし、「吸収ペースが遅い」との印象は、通常4兆円程度存在する残り所要準備額が昨年末以降ゼロになっていたため、年明け後1月15日までの積み上幅が、計算上大き目に出ていることも影響していると思われる。

(4) オペレーションの札割れ

日本銀行は、ゼロ金利政策実施以降、所要準備額を1兆円ほども上回る大量の資金供給を続けてきました。この結果、企業や家計の資金需要が低迷を続ける中で、金融機関には、「いつで

も市場には十分な流動性がある」との安心感が広がり、民間金融機関の資金調達意欲は大きく減退しています。こうした状況を反映して、1999年6月から9月にかけて、日本銀行の手形買入オペレーション等で、応募額が入札予定額に満たない「札割れ」が相次いで発生しました(図表8)。日本銀行が、豊富な資金供給をギリギリまで押し進めている証左とみなしてよいと思います。

こうした札割れは、コンピューター2000年問題を背景とする流動性リスク不安の増大等から、昨年10月以降本年1月にかけて一時的に解消しました。それどころか、民間金融機関の超過的な流動性保有ニーズが最も強まった昨年末には、日本銀行が、残り所要準備額を20兆円余も上回る史上最高額の資金供給を行っても、札割れは生じませんでした。つまり、現在の日本銀行の金融政策方針は、資金需要が高まった際には、いくらかでも資金供給を行うとの積極的な姿勢にあるし、またそれが可能であることが確認されたと言えましょう。しかし、2000年問題を無事乗り越えると、金融機関の資金調達意欲は再び大きく減退してきており、本年1月末以降、先日付スタートのオペレーションの札割れが再び生じています。それでも、無担保コール市場の翌日物金利が、0.02~0.03%程度で安定的に推移している状況に変わりはありません。

<図表8>オペレーションの札割れ発生回数

	手形買入	社債等担保 手形買入	CP買い現 先	短期国債 買い現先	国債借入 (レポ)
1999年6~9月	9回	1回	1回	1回	—
2000年1~2月*	—	1回	—	5回	1回

*2月10日までの計数。

5. 金融調節関連情報の公表方式の見直し

(1) 金融調節の透明性

前章で述べたように、ゼロ金利政策実施以降、日本銀行の金融調節に関して幾つかの疑問が寄せられています。実際の金融調節は、政策委員会の金融政策決定会合のディレクティブに沿って、「豊富で弾力的な」資金供給を行い、無担保コール市場の翌日物金利を事実上ゼロ%で安定的に推移させています。従って、ターゲット金利の誘導という面で、金融調節の有効性に問題が生じている訳ではありません。しかし、市場関係者の間に、前章で紹介したような誤解や疑問が生じているのは事実です。金融調節の機能に問題はないとしても、金融調節の透明性やわかりやすさという面で、疑問が呈されているのだと思います。

もちろん、日本銀行は、金融調節の透明性については、これまでも改善を図ってきました。前述のとおり、日次ベースで資金過不足額の予測と実績を公表しているほか、オペレーション結果のリアルタイム公表やオペレーション対象先選定基準の公開など、情報開示の拡充に努めてきました。ゼロ金利政策実施後、準備預金制度非適用先の当座預金残高が恒常的に生じるようになったことについても、1999年4月以降、日次ベースで当座預金残高の公表を開始し、準備預金残高との比較により、市場参加者が非適用先当座預金残高を容易に把握できるようにしました。

しかしながら、既に述べたように、法定準備需要を尺度として資金供給額の多寡をみる手法は、超過準備や非適用先当座預金が恒常的に存在する状況には適合しません。超過準備等を差

し引いて正しく計算をすれば、予測と実績が乖離しないことが把握はできますが、そのような資金過不足額や「積み上幅」の見方はかなり複雑です。

また、法定準備需要が資金決済需要を上回るという前提も、RTGS化等に伴う資金決済需要の変化を勘案すれば、今後常に成立するとは限りません。以上のような点を踏まえると、金融調節およびその前提となる資金過不足に関して、市場参加者の多様な行動と、それを反映した市場全体の状況を的確に示すことができるような情報開示の仕組みが、ますます必要になっていると考えられます。予測と実績が乖離しないような公表の仕方の方が望ましいことは言うまでもありません。

(2) 資金需給表および積み上幅アナウンスメントの見直し

こうした点を踏まえ、日本銀行は、金融市場局が日々公表している「資金需給表」の形式を変更するとともに、定例金融調節実施時に行っている「積み上（下）幅見込み額」のアナウンスメントの見直しを実施することとしました（2000年2月14日発表、3月16日から実施予定）。これらの措置は、資金需給表等の金融調節関連情報の公表方式を、より適切でわかりやすい形式に改めることにより、金融調節に関するアカウンタビリティの一層の向上を図ることを目的としたものです。

主な変更内容は、以下のとおりです（詳細は、資料12の対外公表文参照）。

A. 資金需給表の形式の変更

資金需給表を、「資金過不足+金融調節=準備

預金増減」という現行形式（資料12の別紙2参照）から、「資金過不足+金融調節=当座預金増減」という形式（資料12の別紙3）に改めます。

当座預金は、超過準備も含めた準備預金残高および準備預金制度の非適用先当座預金残高を対象とする広い概念（下式参照）です。従って、新形式の資金需給表では、そうした当座預金全体の増減をもたらす要因のみを「資金過不足」として定義するため、当座預金の中の内訳項目である超過準備や非適用先当座預金残高がどのように増減しても、「資金過不足」の計算には影響を与えません。このため、前述のような資金過不足額の予測と実績との間に生じている大幅かつ恒常的な乖離が解消されます。

当座預金残高

$$\begin{array}{l} \text{超過準備額を含む} \\ \text{準備預金残高} \end{array} + \begin{array}{l} \text{準備預金制度非適用先} \\ \text{当座預金残高} \end{array}$$

B. 「積み上（下）幅見込み額」のアナウンスメントの見直し

上記のように、資金需給表の形式を当座預金ベースに改めることに伴い、即日スタートの金融調節オフター時（朝9時20分が中心）に行っている「積み上（下）幅見込み額」のアナウンスメントは取りやめ、「当日の金融調節」と、その結果としての「当座預金残高の前日比増減額見込み」をアナウンスすることとします。

例：「**オペにより、〇〇億円の資金供給（吸収）を行います。この結果、本日の当座預金残高は前日比△△億円の増加（減少）となる見込み」

上記A. で説明したとおり、金融調節で供給した資金は、すべて当座預金残高の動きに反映されますので、「当座預金残高の前日比増減額見込み」額が、実績と大幅かつ恒常的に乖離することはありません。なお、既に述べたとおり、金融市場調節の基本方針は、政策委員会の金融政策決定会合で決定され、日々の金融調節はそれに定められた誘導目標を達成するように実施されます。2000年3月15日まで公表する「積み上（下）幅見込み額」や、新方式移行後の「当座預金残高の前日比増減額見込み」は、あくまでも日々の金融調節における資金供給量の多寡をみるうえでの参考計数として公表するものです。

6. おわりに

金融調節の役割は、これまで繰り返し述べてきたとおり、ターゲット金利を適切に誘導するため、必要な資金量の調整を円滑に行うことにあります。その役割を果たすため、日本銀行は、これまでオペレーション手段の整備やその機能の改善等に努めてきました。また、金融調節の透明性の面でも、指値方式から入札方式への移行やオペレーション対象先選定の公募化など、市場メカニズムの活用を図るとともに、金融調節に関連する情報開示も充実させてきました（近年のオペレーション手段の整備措置等の推移は資料13参照）。

ただ、テクノロジーの進化や規制緩和、金融取引のグローバル化等に伴って、金融取引手法、取引情報伝達チャネル、取引・決済インフラなど金融調節を巡る環境は常に変化しています。金融調節が、オペレーションという市場での取

引を通じて実現されるものである以上、金融調節の枠組みや手法も、市場構造等の変化に適合したものでなければなりません。今後とも、金融調節に関し、一層「わかりやすい」情報開示

に努めるとともに、金融調節の円滑な遂行のため、オペレーション手段・手法のさらなる改善や、オペレーション事務の効率性向上に努めていきたいと考えています。

— 資料編 —

(資料1) 金融市場調節方針 (例)

平成12年2月10日

日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した(賛成多数)。

すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりである。

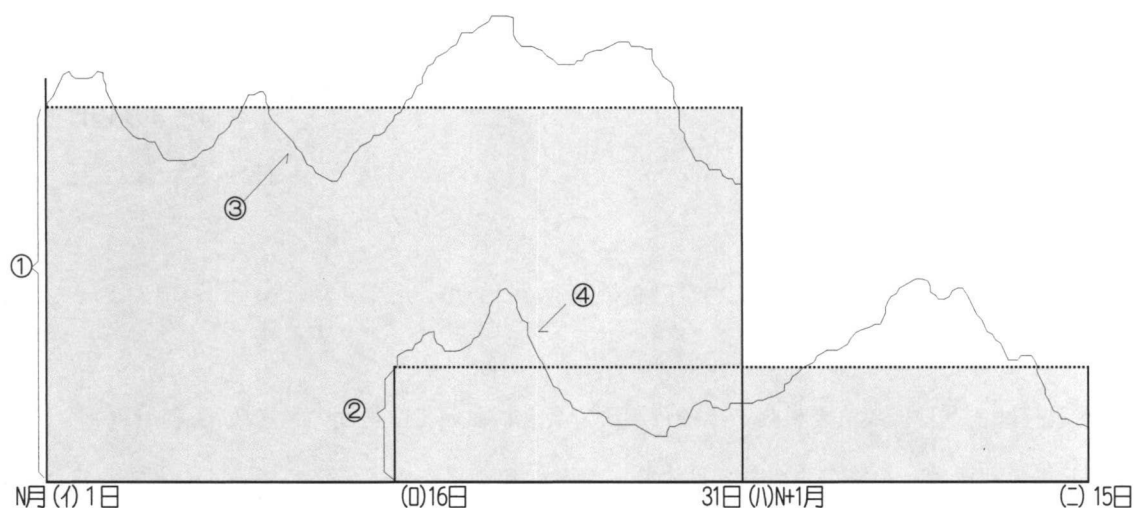
豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート(オーバーナイト物)を、できるだけ低めに推移するよう促す。

以 上

(資料2) 準備預金制度の概要

【準備預金制度】

1957年(昭和32年)「準備預金制度に関する法律」によって導入され、59年(昭和34年)9月に初めて準備率が設定された。準備預金制度の対象となる金融機関は、法定の準備率から算出した所要準備額を、無利子で日本銀行の預金口座へ預けなければならない。所要準備額は、当月の預金量から決定される。対象金融機関は、所要準備額(月中平均残高)に積み上げ日数を掛けた積数金額を、その月の16日から翌月の15日までの間に積み上げなければならない。



- | | |
|----------------|---|
| (I) 月初日 | ① 計算期間の準備率適用対象債務の平均値 |
| (D) 16日 | ② 積み期間に保有する準備の平均 ($\geq ① \times \text{準備率}$) |
| (I) 月末日 | ③ 準備率適用対象債務の実際の残高 |
| (C) 次の月の15日 | ④ 準備の実際の残高 |
| (I) ~ (I) 計算期間 | |
| (D) ~ (C) 積み期間 | |

【現行準備預金準備率】（単位：％）

○ 預金についての準備率

銀行	長期信用銀行 信用金庫（年度末残高1,600億円超）		
	預金残高	定期性預金 （譲渡性預金を含む）	その他の預金
	2兆5,000億円超	1.2	1.3
	1兆2,000億円超 2兆5,000億円以下	0.9	1.3
	5,000億円超 1兆2,000億円以下	0.05	0.8
	500億円超 5,000億円以下	0.05	0.1
農林中央金庫		0.05	0.1

○ 債券の残高についての準備率
銀行 長期信用銀行

0.1

○ 金銭信託（貸付信託を含む）元本の残高についての準備率

0.1

○ 非居住者外貨債務の残高についての準備率
（特別国際金融取引勘定に係るものを除く）

0.15

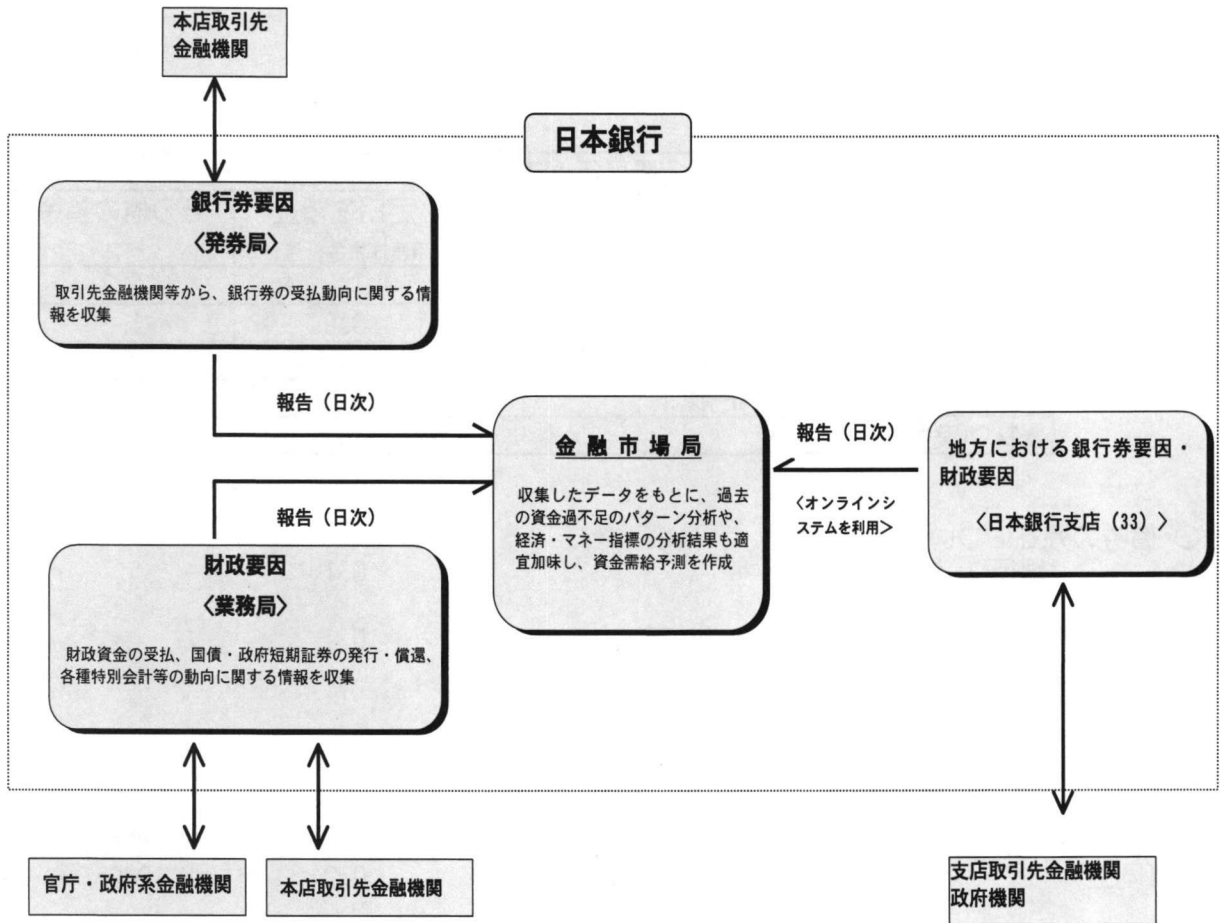
○ 居住者外貨預金の残高についての準備率
（同上）定期性預金
0.2その他の預金
0.25○ 非居住者円勘定に係る債務の残高についての準備率
（特別国際金融取引勘定に係るものを除く）

0.15

○ 特別国際金融取引勘定からその他の勘定への
資金の振替に係る金額の残高についての準備率

0.15

(資料3) 資金需要変動要因の予測プロセス



(資料4)

資金需給と調節 (1月17日<月> 分)

日本銀行金融市場局

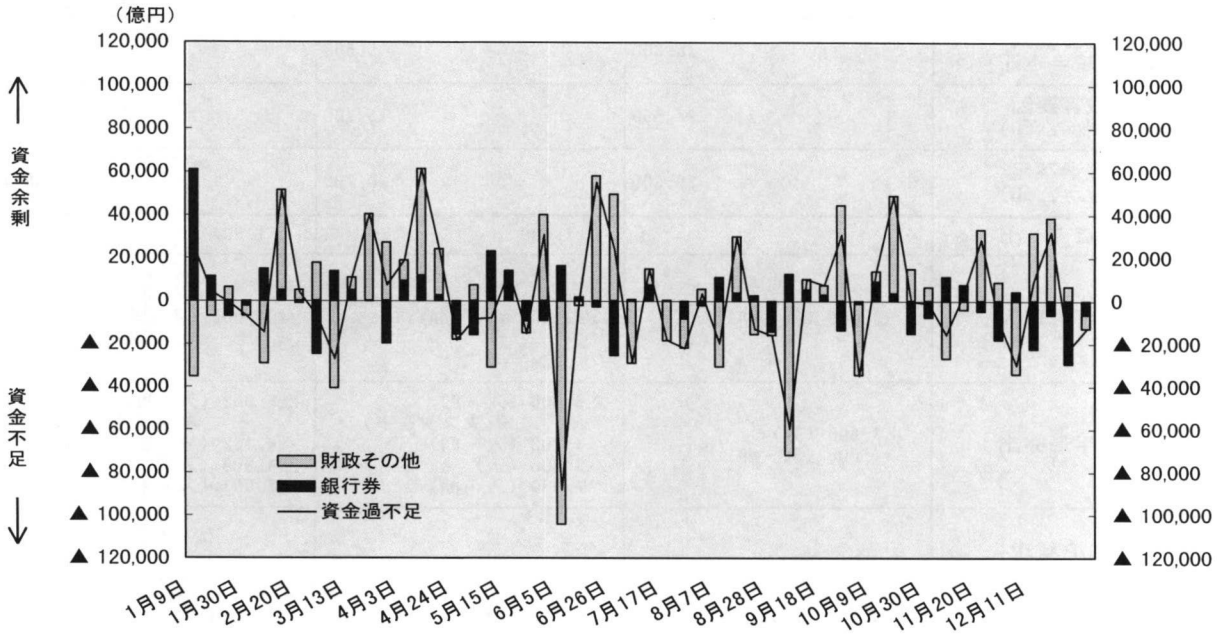
(単位: 億円)

		予 想	速 報	実 績
銀行券要因 (発行超=△印)		5,800	5,500	5,522
財政等要因 (受超=△印)		23,500	15,200	15,139
資金過不足 (不足=△印)		29,300	20,700	20,661
金 融 調 節	貸 出		1,500	1,504
	手形買入	△3,000 (入・期)	△3,000 (入・期)	△3,003 (入・期)
	手形売出	△3,800 (入) 7,000 (入・期)	△5,000 (入・即、 為決スタート) △4,200 (入・即) △3,800 (入) 7,000 (入・期)	△5,002 (入・即、 為決スタート) △4,162 (入・即) △3,808 (入) 7,003 (入・期)
	C P買現先			
	短国買現先	4,000 (買入) △6,000 (売戻)	4,000 (買入) △6,000 (売戻)	4,000 (買入) △6,005 (売戻)
	短国売現先	△6,000 (売却)	△6,000 (即日・売却) △6,000 (売戻)	△6,003 (即日・売却) △6,005 (売戻)
	短国買入			
	短国売却			
	国債借入			
	国債買現先			
	国債買入			
	小 計		△21,500	△21,481
	準備預金増減 (取崩し=△印)			△800
準備預金残高			44,700	44,700
残り要積立額対比 (積下=△印)			△1,300	△1,300
残り所要額 (1日当り)			39,100	39,100
(参考) 当座預金残高			53,500	53,500

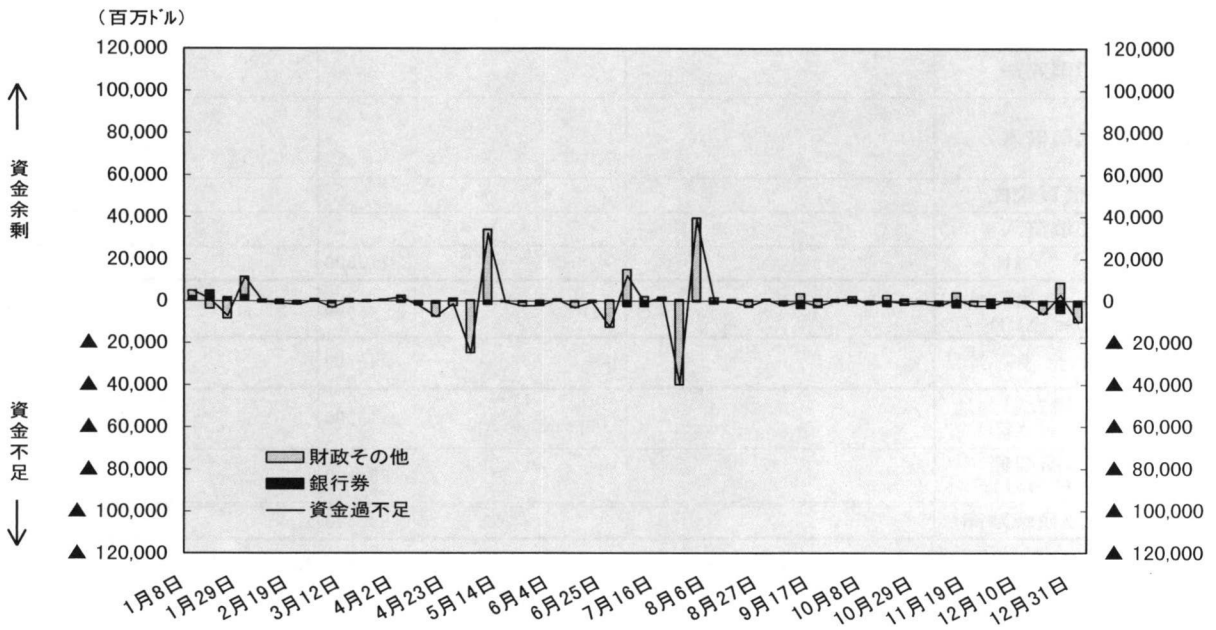
- (備考) 1. 予想・速報欄の計数は、100億円単位で端数を四捨五入したもの(準備預金残高、残り要積立額対比および残り所要額(1日当り)ならびに(参考)当座預金残高については、実績欄の計数も同様)。
2. 予想欄の調節部分は、公表時までにオファーの終了した調節を記入したものであり、為決時点まで含んだ当日のオペ予定全体を示したものではない。
3. 当座預金残高は、日本銀行と当座預金取引のある金融機関等(政府系金融機関を除く)が日本銀行に保有している残高の合計(準備預金残高を含む)。

(資料5) 資金需給の週次変動(1998年中)

日 本



米 国



※1ドル=100円とみれば、1百万ドル=1億円となり、上表はそのままのスケールで対比可能。

(資料6) 日米欧の銀行券発行残高*の比較

	日本		米国		EU	
	(億円)	対名目GDP比 (%)	(百万ドル)	対名目GDP比 (%)	(百万ユーロ)	対名目GDP比 (%)
98年12月	558,648	11.2	518,257	5.9		
99年1月	506,424	10.2	506,835	5.8	326,534	5.6
2月	512,528	10.3	512,771	5.9	325,207	5.5
3月	512,866	10.3	516,067	5.9	327,128	5.6
4月	529,324	10.6	520,644	5.9	332,280	5.7
5月	508,431	10.2	526,353	6.0	335,147	5.7
6月	523,026	10.5	528,923	6.0	337,877	5.8
7月	521,355	10.5	534,465	6.1	345,768	5.9
8月	514,103	10.3	537,160	6.1	340,626	5.8
9月	513,885	10.3	544,082	6.2	340,327	5.8
10月	522,150	10.5	555,448	6.3	343,584	5.9
11月	528,369	10.6	578,547	6.6	343,342	5.9
12月	654,048	13.1	628,357	7.2	374,953	6.4
<前月差>	<+125,679>	<+2.5>	<+49,810>	<+0.6>	<+31,611>	<+0.5>
99年平残**	528,876	10.6	540,804	6.2	339,398	5.8
(99/1-11月平残)***	(517,496)	(10.4)	(532,845)	(6.1)	(336,165)	(5.7)
名目GDP(98年)	4,984,993	—	8,759,900	—	5,863,800	—

* 銀行券発行残高のデータは、日本は各月末、米国は各月最終水曜日(99/12月は29日)、EUは同最終金曜日(同31日)の値。

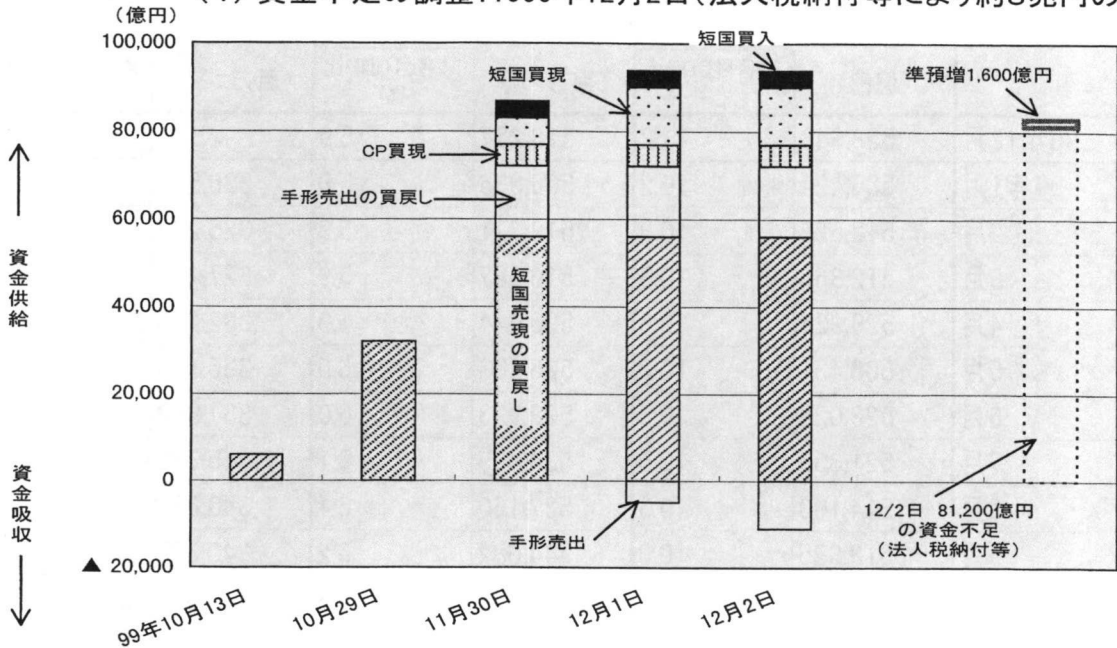
** 各月末値の単純平均値

*** コンピューター2000年問題の影響を除いた値をみるために掲載。

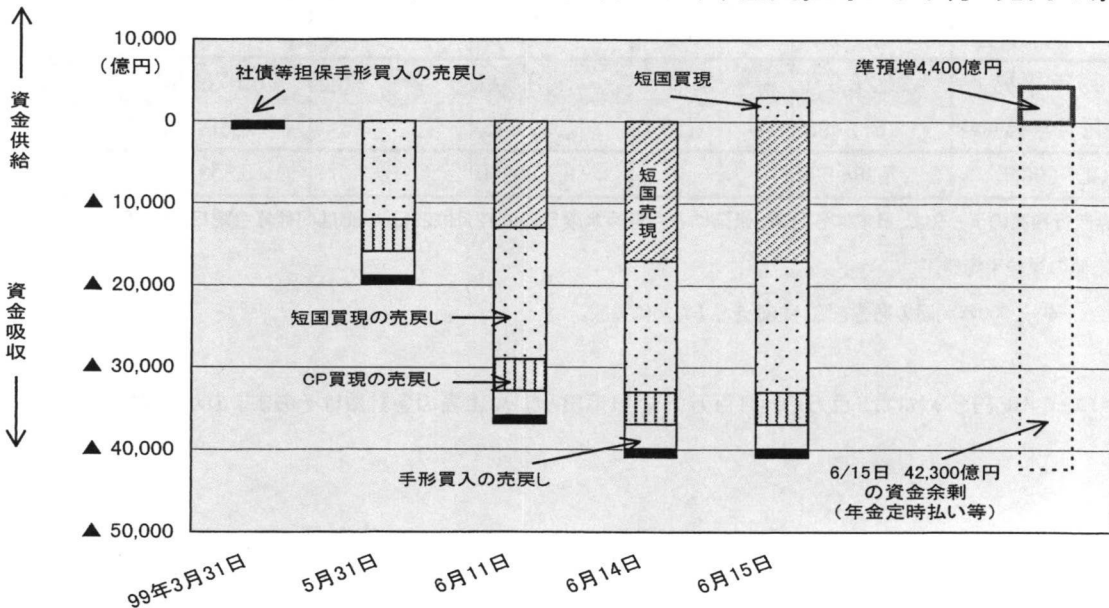
※ 1ドル=1ユーロ=100円とみれば、1百万ドル=1百万ユーロ=1億円となり、上表の各計数はそのままのスケールで対比可能。

(資料7) 短期的な資金過不足調整の例

(1) 資金不足の調整: 1999年12月2日(法人税納付等により約8兆円の不足)



(2) 資金余剰の調整: 1999年6月15日(年金支払等により約4兆円の余剰)



(注) グラフ中の日付は、各オペレーションの実行(スタート日)を示す。また各オペレーションの買戻しまたは売戻しは、グラフで示された日に、当該オペレーションをスタートさせるとともに、その期日(買戻し日または売戻し日)を、(1)では12月2日、(2)では6月15日に設定することにより、(1)では資金供給(吸収オペの買戻し)、(2)では資金吸収(供給オペの売戻し)を行ったことを示している。

(資料8) オペレーション手段の概要 (2000/1月現在)

調節手段	取引形態	スタート日(T:お ^レ のオ ^レ 日)	スタート・イント ^レ 時点		期 間	対象先 (お ^レ 先総数)	2000/1月末残 (千億円)	98年度以降の ビ ^レ 残(千億円)
			スタート	イント ^レ				
手形買入	現先方式	T+0~4	交換戻 3時	3時	3か月 以内	短資(6) (銀行等は間接参加)	25	61 <98/12/30日>
社債等担保 手形買入		T+2	3時	同左		銀行・証券等 (20)	4	5 <99/11/18>
CP買現先		T+2	交換戻 3時	交換戻		銀行・証券・短資等 (35)	66	95 <99/12/10日>
短国買現先		T+0~2	3時	同左	6か月 以内	銀行・証券・短資等 (50)	194	215 <99/12/30日>
短国買入	7外 ^レ 方式	T+3	3時	—			8	19 <99/12/22日>
国債借入 (レ ^レ)	現先類似 (債券貸借)	T+2	3時	同左	6か月 以内	銀行・証券・短資等 (35)	81	100 <99/12/30日>
国債買入	7外 ^レ 方式	T+3	3時	—	—	銀行・証券等 (40)	99/9月末残: 4,277*	
手形売出 (吸収お ^レ)	現先方式	T+0~4	3時 為決	交換戻 3時	3か月 以内	短資(6) (銀行等は間接参加)	67	232 <98/12/21日>
短国売現先 (吸収お ^レ)		T+0~2	3時	同左	6か月 以内	短国買現先・同買入 と共通	40	107 <99/8/19日>
短国売却 (吸収お ^レ)	7外 ^レ 方式	T+3	3時	—	—		—	2000/2/1日 に初オ ^レ ファー

* 99/9月末における①利付国債10年、②同20年、③買戻条件付で売却している長期国債、の各残高を合計した値(「第115回事業年度上半期付属明細書」中の「1.資産の明細」(5)国債)より。

(資料9) オペレーションの対象先

(行・社、%)

	オペ対象先							
	合計		銀行		証券		その他***	
		シェア		シェア		シェア		シェア
合計*	192	100.0	79	41.1	82	42.7	31	16.1
手形系*	67	100.0	37	55.2	12	17.9	18	26.9
手形買入	6	100.0	0	0.0	0	0.0	6	100.0
手形売出	6	100.0	0	0.0	0	0.0	6	100.0
社債等担保 手形買入	20	100.0	19	95.0	1	5.0	0	0.0
CP買現先	35	100.0	18	51.4	11	31.4	6	17.1
国債系*	125	100.0	42	33.6	70	56.0	13	10.4
短国売買**	50	100.0	19	38.0	25	50.0	6	12.0
国債借入	35	100.0	11	31.4	17	48.6	7	20.0
国債買入	40	100.0	12	30.0	28	70.0	0	0.0

* 合計、手形系の小計および国債系の小計は、いずれも内訳計数の単純合計(同一金融機関を重複カウント)。

** 短国買現先・同売現先・同買入・同売却については、オペ対象先がすべて共通。

*** 短資会社、証券金融会社。

(資料10) 積み上幅見込みと実績の乖離

単位: 億円

		見込み
前日の準預残高	A	40,000
当日以降の残り所要額 (1日当り)	B	40,000

当日の資金過不足	C=D+E	8,000
銀行券	D	4,000
財政等	E	4,000
金融調節(オペ・貸出)	F	2,000
当日の準預残高増減	G=C+F	10,000

当日の準預残高	H=A+G	50,000
翌日以降の残り所要額 (1日当り)	I	39,655
積み上(下)幅	J=H-I	+10,345

超過準備・非準預先による
保有: 7,000

実績	
当日の準預残高	43,000
翌日以降の残り所要額 (1日当り)	39,897
積み上(下)幅	+3,103

$$= (B \times K - H \times L) / M$$

$$= (40,000 \times 30日 - 50,000 \times 1日) / 29日$$

$$= (B \times K - H \times L) / M$$

$$= (40,000 \times 30日 - 43,000 \times 1日) / 29日$$

当日以降の残り積み日数	K	30
積み日数	L	1
翌日以降の残り積み日数	M=K-L	29

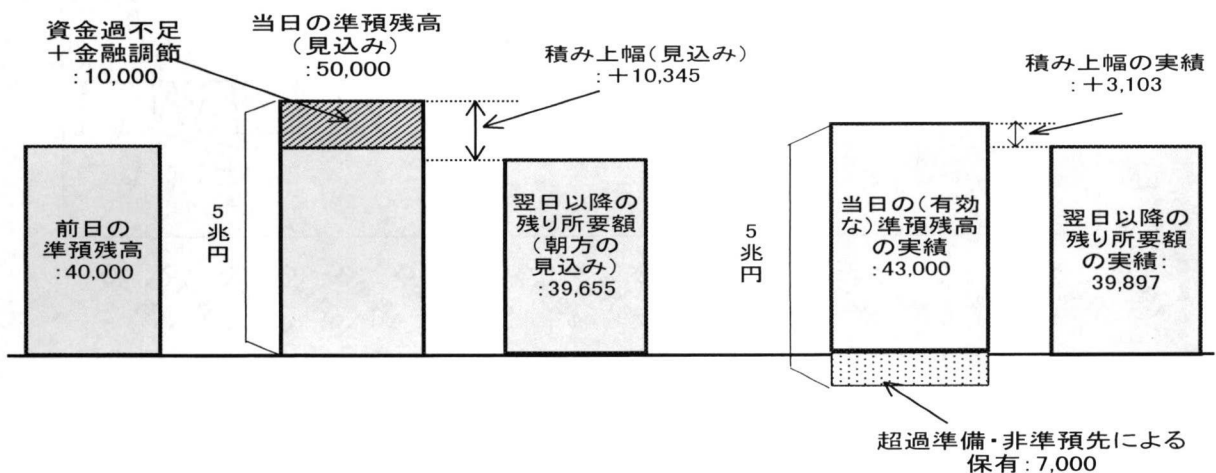
当日以降の残り積み日数: 当日~積み最終日(翌月15日)までの日数。

積み日数: 当日積んだ準預残高が準預計算上何日分として計算されるか。

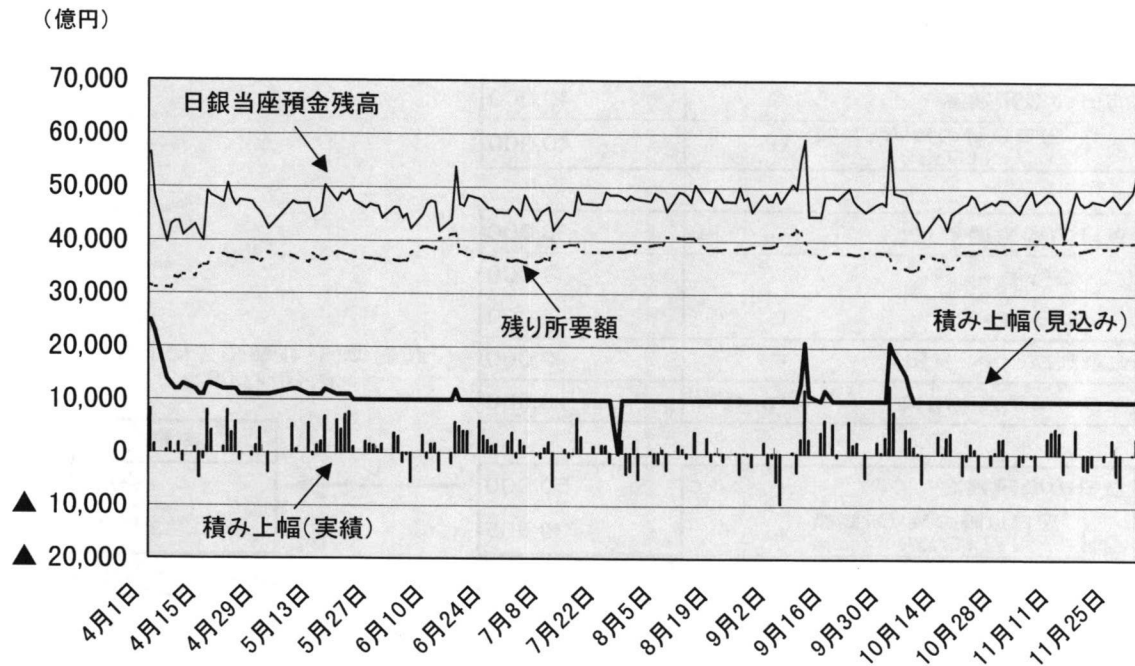
平日は1日、休日前の日は(休日数+1)日として計算。

翌日以降の残り積み日数: 翌日~積み最終日(翌月15日)までの日数。

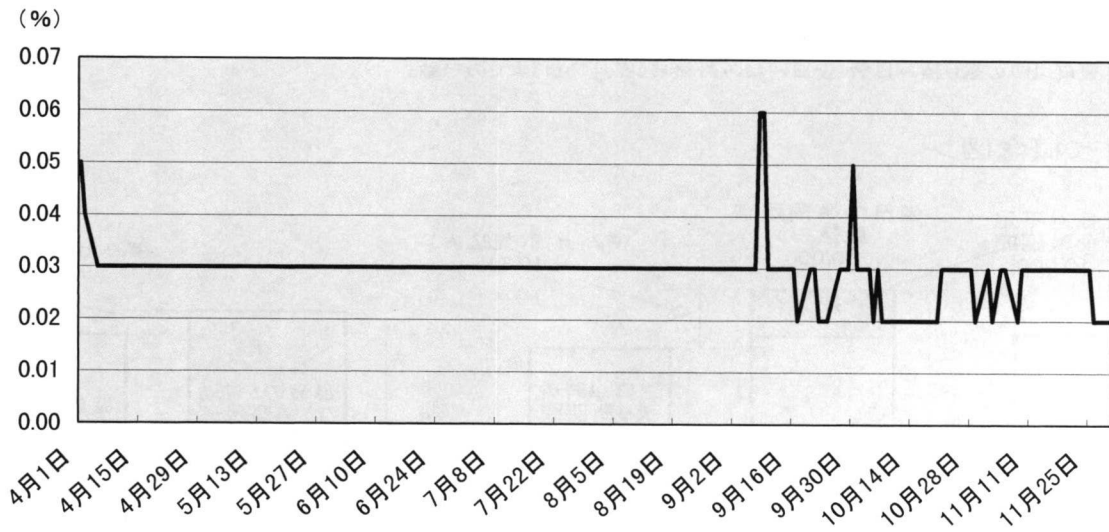
<概念図>



(資料11) 積み上幅(見込み)と当預残高(実績)の推移



O/Nレートの推移



注: ゼロ金利が定着した99/4月からコンピューター2000年問題対応が本格化する直前の11月までのデータを掲載。

(資料12)

平成12年2月14日
日本銀行金融市場局

資金需給表等金融調節関連情報の公表方式の見直しについて

日本銀行は、金融市場局が日々公表している「資金需給表」(「資金需給と調節」)の形式を変更するとともに、定例金融調節実施時に行っている「積み上(下)幅見込み額」のアナウンスメントの見直しを実施することとしました。これらの措置は、資金需給表等の金融調節関連情報の公表方式を、より適切でわかりやすい形式に改めることにより、金融調節に関するアカウンタビリティの一層の向上を図ることを目的としたものです。

今次見直しの背景および具体的な変更内容等は以下のとおりです。

1. 見直しの背景

- 現行の資金需給表や、「積み上(下)幅」(準備預金残高と残り所要準備額との差額)の考え方は、金融調節による資金供給(吸収)が、すべて所要準備の積み立て額の変動に反映されることを前提としています。しかし、いわゆる「ゼロ金利政策」の下で、従来にない豊富な資金供給を継続し、かつその相当部分が、超過準備額や準備預金制度の非適用先(以下、「非適用先」といいます)の当座預金残高として保有されている結果、次のような問題が生じています。こうした問題は、政策委員会・金融政策決定会合でも議論されました(別紙1)。

- ① 日本銀行が公表する資金過不足額の予測と実績が大幅かつ恒常的に乖離している。
- ② 朝方の定例金融調節時に通知する「積み上(下)幅」の見込み額と実績が大幅かつ恒常的に乖離している。

(注) これらの乖離は、①資金過不足の予測段階では、前日に非適用先が日銀当座預金に保有した資金や超過準備額を、資金過不足中の財政等要因に余剰要因として算入していますが、②実際には、その日も非適用先の日銀当座預金残高や超過準備額として保有されるために、生じているものです。

- また、昨年末には、コンピューター2000年問題対応として、日本銀行が極めて大量の資金を供給する中で、上記のような乖離が一段と拡大するという事態も生じました。

▼ 資金過不足等の予測と実績の乖離

	— 単位・億円	
	99年11月積み期平均	12月積み期平均
資金過不足 (一) 予測 (a)	5,800	81,100
同 実績 (b)	-3,200	-3,600
乖離幅 (a - b)	9,000	84,700
積み上(下<->)幅見込み (c)	10,200	107,000
同 実績 (d)	-100	8,600
乖離幅 (c - d)	10,300	98,400

(注) 積み期とは、当月16日から翌月15日までの1か月間。

- 以上のような経験を踏まえ、また、今後のRTGSの導入も展望しますと、市場参加者の多様な行動と、それを反映した市場全体の状況を的確に示すことができるような仕組みが、ますます必要になっていると考えられます。

2. 見直し措置の内容

(1) 資金需給表の形式の変更

- ① 資金需給表を、「資金過不足+金融調節=準備預金増減」という現行形式(別紙2)から、「資金過不足+金融調節=当座預金増減」という形式(別紙3)に改めます。

—— 当座預金は、超過準備も含めた準備預金残高および非適用先当座預金残高を対象とする広い概念(下式参照)です。従って、新形式の資金需給表では、そうした当座預金全体の増減をもたらす要因のみを「資金過不足」として定義するため、当座預金の中の内訳項目である超過準備や非適用先当座預金残高がどのように増減しても、「資金過不足」の計算には影響を与えません。このため、前述のような資金過不足額の予測と実績との間に生じている大幅かつ恒常的な乖離が解消されます。

当座預金残高=超過準備額を含む準備預金残高+非適用先当座預金残高

- ② 現在、月次データのみ公表している超過準備残高と非適用先の当座預金残高実績について、日次データを当座預金残高の内訳項目として新たに開示します。なお、参考計数として、残り所要準備額実績の公表も継続します。
- ③ 資金需給実績については、これまで当日夕方に速報を、翌日に確報を公表していますが、両者の差異は、表示単位の違い(速報:百億円単位、確報:一億円単位)に過ぎず、確報の情報価値は乏しいと判断されるため、新方式移行後は、翌日の確報公表(別紙2のシャドウ部分)を取りやめます。

(2) 「積み上(下)幅見込み額」のアナウンスメントの見直し

- 上記のように、資金需給表の形式を当座預金ベースに改めることに伴い、即日スタートの金融調節オフアワー時(朝9時20分が中心)に行っている「積み上(下)幅見込み額」のアナウンスメントは取りやめ、「当日の金融調節」と、その結果としての「当座預金残高の前日比増減額見込み」をアナウンスすることとします。

例:「**オペにより、〇〇億円の資金供給(吸収)を行います。この結果、本日の当座預金残高は前日比△△億円の増加(減少)となる見込み」

—— 金融市場調節の基本方針は、政策委員会の金融政策決定会合で決定され、日々の金融調節はそれに定められた誘導目標(現在は「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、できるだけ低めに推移するように促す)を達成するように実施されます。現在の「積み上(下)幅見込み額」や、新方式移行後の「当座預金残高の前日比増減額見込み」は、あくまでも日々の金融調節における資金供給量の多寡をみるうえでの参考計数として公表するものです。

3. 実施時期

本件見直しについては、今後システム対応等実務面での準備を整えたうえで、本年3月16日から実施する予定です。

<本件に関する照会先>

日本銀行金融市場局金融調節課 宮野谷(03-3277-1234)、岩崎(03-3277-1284)

(別紙1)

現行の資金需給表の問題点に関する金融政策決定会合での議論

(政策委員会・金融政策決定会合議事要旨からの抜粋)

99年4月22日開催分P14～15

「……何人かの委員から、準備預金制度非適用先に大量の資金が滞留している状況では、日々の金利形成と、資金需給や朝方公表される積み上金額（翌営業日以降積み最終日までの間に積みなければならぬ一日当りの準備預金額＜残り所要額＞と比べて、当日の準備預金残高が上回っている分）との関係が、わかりにくくなっているとの指摘があった。……

このうち、金利と資金需給などとの関係がわかりにくいと指摘した複数の委員は、日々のオーバーナイト金利形成に影響力を有しているのは、現時点では、日銀当座預金全体の金額や準備預金対象行の超過準備額ではなく、毎朝アナウンスされる積み上金額であるとの見方を述べた。そのうえで、それにしても、短資口座に資金が大量に漏出するため、朝方の積み上金額の予想と一日の最終時点（通常午後5時、準備預金制度上の準備預金を確定し、計算する時点）での積み上金額実績が著しく乖離するようになっているため、これまで同様に市場との対話が円滑にいくかどうか懸念されるとの発言を行った。この点は、金融市場調節の透明性にかかわる事柄でもあるので、日々の準備預金残高だけでなく、準備預金制度非適用先も含めた、日々の当座預金残高を公表するなどの工夫を検討すべきとの指示*が、何人かの委員から執行部に対して行われた。」

* これを受けて、99年4月末より当座預金残高の日次データの公表を開始。

99年8月13日開催分P15

「……また、この委員は、ゼロ金利政策のスタート後、積み上幅の見込みと実績との間に大きな乖離が生じており、こうした状況が続けば中央銀行のクレディビリティにも影響を与えかねないと発言した。さらにこの委員は、その原因として、資金需給の予想の中に準備預金制度非適用先（短資会社等）への漏出分が含まれているなど、現在の金融調節・金融環境にそぐわない枠組みとなっており、積み上幅や資金需給予想のあり方も含めて全般的に見直しを行うべきと主張した。」

資金需給と調節 (1月17日<月> 分)

日本銀行金融市場局

(単位:億円)

		予 想	速 報	実 績
銀行券要因 (発行超=△印)		5,800	5,500	5,522
財政等要因 (受超=△印)		23,500	15,200	15,139
資金過不足 (不足=△印)		29,300	20,700	20,661
金 融 調 節	貸 出		1,500	1,504
	手形買入	△3,000 (入・期)	△3,000 (入・期)	△3,003 (入・期)
	手形売出	△3,800 (入) 7,000 (入・期)	△5,000 (入・即、 為決スタート) △4,200 (入・即) △3,800 (入) 7,000 (入・期)	△5,002 (入・即、 為決スタート) △4,162 (入・即) △3,808 (入) 7,003 (入・期)
	C P買現先			
	短期買現先	4,000 (買入) △6,000 (売戻)	4,000 (買入) △6,000 (売戻)	4,000 (買入) △6,005 (売戻)
	短期売現先	△6,000 (売却)	△6,000 (即日・売却) △6,000 (売戻)	△6,003 (即日・売却) △6,005 (売戻)
	短期買入			
	短期売却			
	国債借入			
	国債買現先			
国債買入				
小 計			△21,500	△21,481
準備預金増減 (取崩し=△印)			△800	△800
準備預金残高			44,700	44,700
残り要積立額対比 (積下=△印)			△1,300	△1,300
残り所要額 (1日当り)			39,100	39,100
(参考) 当座預金残高			53,500	53,500

- (備考) 1. 予想・速報欄の計数は、100億円単位で端数を四捨五入したもの(準備預金残高、残り要積立額対比および残り所要額(1日当り)ならびに(参考)当座預金残高については、実績欄の計数も同様)。
2. 予想欄の調節部分は、公表時までにはオファーの終了した調節を記入したものであり、為決時点まで含んだ当日のオペ予定全体を示したものではない。
3. 当座預金残高は、日本銀行と当座預金取引のある金融機関等(政府系金融機関を除く)が日本銀行に保有している残高の合計(準備預金残高を含む)。

新形式

(別紙3)

資金需給と調節 (1月17日<月>分)

日本銀行金融市場局
(単位: 億円)

		予 想	実 績
銀行券要因 (発行超=△印)		5,800	5,500
財政等要因 (受超=△印)		△7,500	△7,100
資金過不足 (不足=△印)		△1,700	△1,600
金 融 調 節	貸 出		1,500
	手形買入	△3,000	△3,000
	社債等担保		
	手形売出	△3,800 7,000	△5,000 (即日、 為決スタート) △4,200 (即日) △3,800 7,000
	C P 買現先		
	短国買現先	4,000 △6,000	4,000 △6,000
	短国売現先	△6,000	△6,000 (即日) △6,000
	短国買入		
	短国売却		
	国債借入		
	国債買現先		
	国債買入		
	小 計		△21,500
当座預金増減 (取崩し=△印)			△23,100
当座預金残高			53,500
準備預金残高			44,700
積み終了先			6,900
超過準備			6,900
積み未了先			37,800
非準備先残高			8,800

(参考)

今積み期間 (1/16~2/15日) の所要準備額 (積数)	1,211,300
1/18日以降の残り要積立額 (残り所要準備額) (積数)	1,134,500
1/18日以降の残り要積立額 (残り所要準備額) (1日平均)	39,100

(備考) 1. 計数は、100億円単位で端数を四捨五入したもの。

2. 予想欄の調節部分は、公表時までにオファーの終了した調節を記入したものであり、為決時まで含んだ当日のオペ予定全体を示したものではない。

3. 当座預金残高は、日本銀行と当座預金取引のある金融機関等が日本銀行に保有している残高の合計 (準備預金残高を含む)。

(資料 13) 日本銀行のオペレーション手段の整備等

1. オペレーション手段の整備・改善、担保範囲の見直し

90/1 月	・TB オペ（現・短国買現先オペ）開始。
91/1 月	・手形買入オペに入札方式を導入するとともに、同オペの適格担保の範囲拡大（公社債、外貨手形を追加）。
91/11 月	・TB オペ（現・短国買現先オペ）の即日実施可能化。 — 日銀ネット短期国債売買システム稼動に伴うもの。
94/5 月	・手形売出オペに入札方式を導入。
95/7 月	・入札方式の手形（買入・売出）オペの即日実施可能化。
95/11 月	・CP 買現先オペに入札方式を導入するとともに、オペ対象先を従来の短資 6 社から銀行、証券等に拡大。
96/1 月	・貸出限度額（クレジットライン）制度を廃止。併せて、市場金利が急変した場合等の例外的なケースを除き、貸出に依存せず、オペ中心の調節を行う方針を公表。
97/11 月	・国債借入（レポ）オペ開始。 ・為決時点スタートの手形売出オペ開始。
98/11 月	・CP 買現先オペの買入対象 CP の期間拡大（3 か月以内→1 年以内）。
99/1 月	・国債借入（レポ）オペの対象銘柄の範囲を拡大（従来の 10・20 年債に、4・6 年債を追加）。
99/2 月	・FB オペ（現・短国売現先オペ）に入札方式を導入するとともに、オペ対象先を従来の短資 6 社から銀行、証券等に拡大。
99/3 月	・社債等を担保とする手形買入オペ開始。 ・FB の市中公募化に対応して、TB オペと FB オペを、短国現先オペとして統合。
99/6 月	・国債買入オペの買入対象銘柄を拡大（買入対象 20 銘柄を個別に指定→対象外銘柄のみを指定）。
99/9 月	・当座預金取引の相手方である金融機関等の債務を、日本銀行与信担保から除外する方針を決定・公表。 — 但し、経過措置として、金融債については 2001/3 月末まで、証券会社・証券金融会社の発行する CP は 2000/3 月末までは、なお適格とされた。
99/10 月	・短国アウトライト・オペ（買入・売却）を導入。 — オペ対象先は、短国現先オペと同じ。 ・国債借入（レポ）オペの対象銘柄の範囲を拡大（2 年債を追加）。 ・日本銀行の与信の適格担保に ABS を追加（適格化の方針自体は 99/9 月に公表済み。なお当面、社債等担保手形買入オペの担保に限定）。

2. 金融調節に関連する情報開示の拡充等

89/8 月	・資金需給、金融調節に関する日次の情報の公表開始。
95/2 月	・オペレーション結果（入札総額、落札総額）の公表開始。
95/12 月	・情報ベンダー画面へのオペ関連情報の直接入力・送信開始。
98/6 月	<ul style="list-style-type: none"> ・各オペにおける落札総額の決定方法を公表。 ・オペレーション結果に係る公表情報の充実（平均落札レート、落札決定レート等を追加）。 ・国債借入（レポ）オペに係るオペ対象先の選定基準を公表した上で、対象先の公募を開始。
98/10 月	・準備預金積立て状況等（超過準備等の月次計数）の公表開始。
98/12 月	<ul style="list-style-type: none"> ・短国オペに係るオペ対象先の選定基準を公表した上で、対象先の公募を開始。 ・CP買現先オペに係るオペ対象先の選定基準を公表した上で、対象先の公募を開始。
99/2 月	・社債等担保手形買入オペに係るオペ対象先の選定基準を公表した上で、対象先の公募を開始。
99/3 月	・国債買入オペに係るオペ対象先の選定基準を公表した上で、対象先の公募を開始。
99/4 月	・日銀当座預金残高の日次計数の公表開始。