

2004 年度の金融調節

2005 年 5 月
金 融 市 場 局

1. 概観

2. 日銀当座預金増減要因の動向

- (1) 銀行券
- (2) 一般財政
- (3) 国債
- (4) 外為・政府短期証券

3. 短期金融市場の動向

- (1) 短期市場金利
- (2) コール市場残高

4. 金融調節運営の特徴点

- (1) 資金供給オペの応札状況
- (2) 資金供給オペの応札倍率低下の背景
- (3) オペ運営面での対応
- (4) オペ手段別の運営状況
- (5) 補完貸付
- (6) 金融調節運営に関する留意点

5. オペ制度の整備

- (1) 国債補完供給制度の導入と実施
- (2) 国債現先オペへの金銭担保の導入
- (3) 「保証付サムライ電子CP」の適格担保化・オペ対象資産化

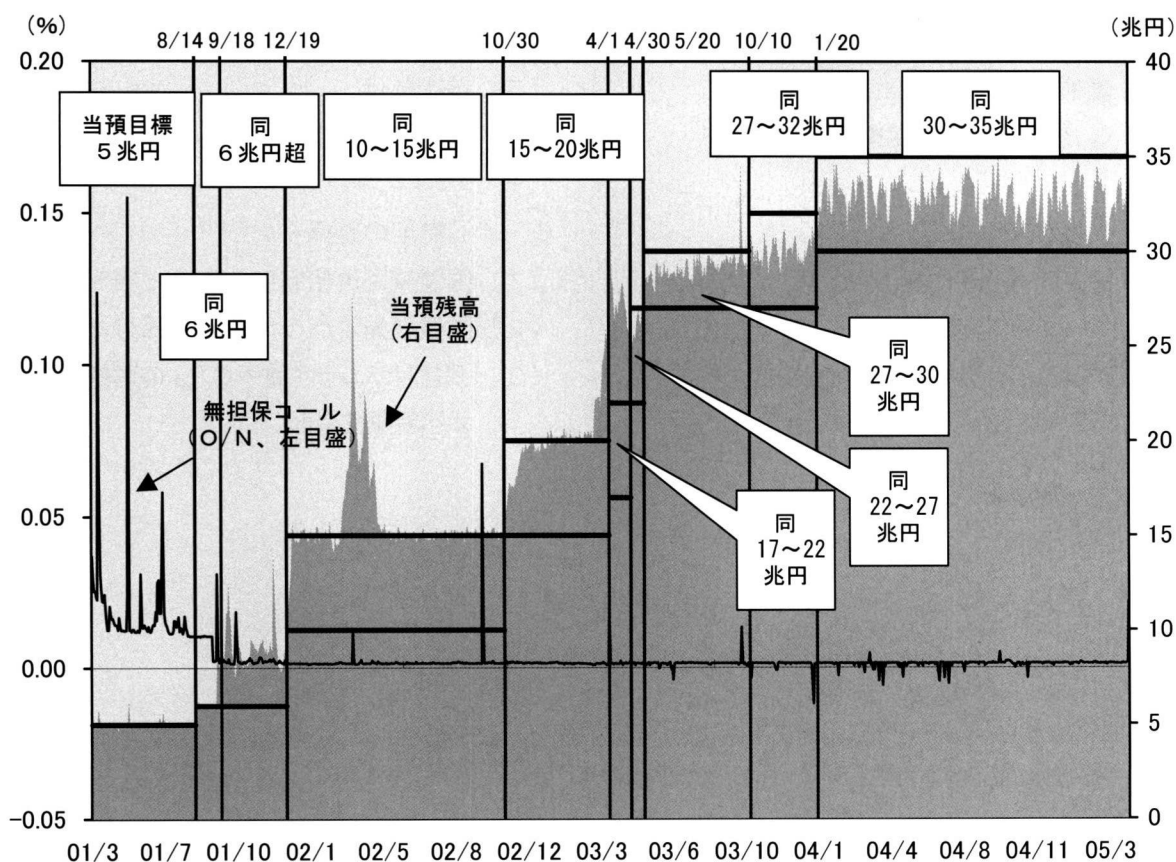
1. 概観

日本銀行は、2004年度を通して、日銀当座預金残高の目標を、2004年1月19、20日の金融政策決定会合において決定された「30～35兆円程度」に据え置いた（図表1）。この目標水準は、金融機関が準備預金制度等により預け入れが義務付けられている所要準備額（約6兆円）を大幅に上回っている。

2004年度中は、金融システム不安の後退に伴って、流動性需要が次第に低下した。短期市場金利は全般に低水準で推移し、年度後半にかけて

は、ターム物金利がさらに低下しほぼゼロに張付くこととなった。このような環境のもと、金融調節においては、年度後半に資金供給オペレーション（以下「オペ」という）の「札割れ」（応札額が資金供給予定額に満たない状況）がかなりの頻度で発生することとなった（図表2）。日本銀行は、こうした状況に対し、資金供給オペ期間の長期化や多様化、その時々で多めの応札を見込めるオペ手段の機動的な実施などによって、当座預金残高の目標を達成することに努めた。

（図表1）日銀当座預金残高と無担保コールレート



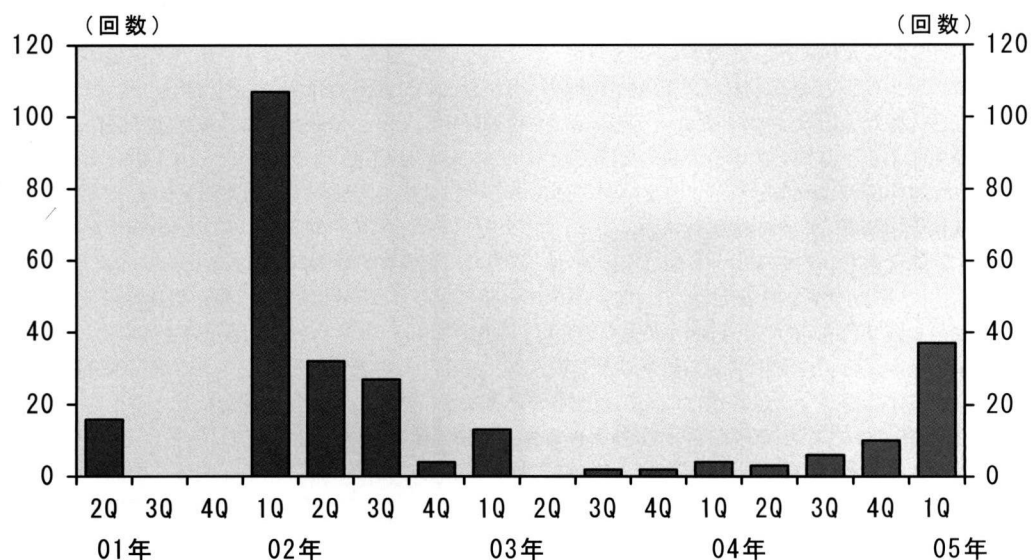
(図表2) 資金供給オペにおける札割れの状況

(1) 2003・2004年度のオファーおよび札割れの状況

—— 上段は札割れ回数、下段()内はオファー回数

	2003年度	2004年度				
			4－6月	7－9月	10－12月	1－3月
手形買入(全店)	0 (39)	4 (56)	0 (12)	0 (13)	0 (16)	4 (15)
手形買入(本店)	0 (42)	15 (56)	2 (13)	0 (13)	3 (16)	10 (14)
C P等買現先	5 (50)	15 (53)	0 (13)	3 (12)	2 (11)	10 (17)
国債買現先	3 (43)	18 (54)	1 (11)	3 (15)	4 (11)	10 (17)
短国買入	0 (64)	4 (69)	0 (15)	0 (18)	1 (17)	3 (19)
国債買入	0 (48)	0 (48)	0 (12)	0 (12)	0 (12)	0 (12)
合計	8 (286)	56 (336)	3 (76)	6 (83)	10 (83)	37 (94)

(2) 資金供給オペの札割れ回数計の推移



2. 日銀当座預金増減要因の動向

日本銀行は、2001年3月19日以降、金融市場調節の主たる操作目標を、日銀当座預金残高としている（いわゆる「量的緩和政策」）。このもとでは、日本銀行は、金融機関が日本銀行に保有する当座預金の残高の総額を、政策委員会・金融政策決定会合で決められた目標の範囲内に維持するよう、金融調節を行なっている。具体的には、銀行券や財政の受払い等により生じる日銀当座預金残高の増減に応じて^{（注1）}、目標となる当座預金残高が維持されるよう、オペによって資金を供給・吸収している。

2004年度中の日銀当座預金増減要因は、前年度の7.7兆円の増加から一転して、27.2兆円の大幅な減少となった。この背景としては、①国債発行の大幅な増加、②前年度末にかけて膨らんだ為替市場介入に伴う政府短期証券の市中発行の2004年度への一部ずれ込み、③新しい日本銀行券の発行やペイオフ全面解禁前の予備的需要

の増加などに伴う銀行券の発行超幅の拡大、が挙げられる。項目毎に詳しくみると、以下のとおりである（図表3）^{（注2）}。

（1）銀行券

銀行券は、3.3兆円の発行超と、発行超幅が前年度（0.3兆円）に比べ拡大した。この背景としては、以下のような点が指摘できる。

- ① 新しい日本銀行券の発行初日（11月1日）に2兆円を越す大幅な発行超となる一方、金利がほぼゼロとなるもとで銀行券保有の機会費用が小さいことなどから旧券の還流が緩やかであったこと（前回新券発行が行なわれた1984年との比較については、BOX1参照）。
- ② 年度末にかけて、ペイオフ全面解禁（2005年4月）を控え、金融機関が予備的動機から手許現金を幾分積み増す動きがみられたこと。

（注1）銀行券や財政の受払いのように、金融調節にとって所与となる日銀当座預金残高の増減要因を「日銀当座預金増減要因」という。具体的には、銀行券については、①金融機関が手持ちの銀行券を日銀当座預金に預入れれば、日銀当座預金の増加要因となる一方、②金融機関が銀行券を自己の日銀当座預金から引き出せば、日銀当座預金の減少要因となる。また、財政については、①国債発行や税納付等により、金融機関の日銀当座預金から政府預金への払込みが発生すると、日銀当座預金の減少要因となる一方、②国債償還や年金払いといった財政支出等により、政府預金から金融機関の日銀当座預金への支払いが発生すると、日銀当座預金の増加要因となる。

米国の連邦準備制度や欧州中央銀行においても、銀行券や財政の受払い動向に応じて金融調節を実施している点はわが国と同様であり、わが国の「日銀当座預金増減要因」に相当する要因は“autonomous factors”と呼ばれている。

（注2）注1では、「日銀当座預金増減要因」を「金融調節にとって所与となる当座預金残高の増減要因」としたが、実際の日銀当座預金増減要因のうち、財政等要因の動きは、金融調節の手段である短国売買オペによっても変動する。なぜならば、日本銀行が金融機関から短期国債を買入れ、満期にその償還を受けると、本来金融機関の当座預金に振り込まれたはずの償還金が日本銀行に支払われることとなり、財政の日銀当座預金に対する払い（日銀当座預金の増加要因）が減少するからである（日本銀行が保有する短期国債を金融機関に売却した場合には、その逆になる）。

本稿では、こうした金融調節（短国売買オペ）の影響を除去し、財政自体の動きを明確に把握する目的から、日銀当座預金増減要因の計数として「短国買入（売却）オペで買入れた（売却した）短期国債の償還金が市中金融機関（日本銀行）に支払われた」と仮定した場合の計数を用いている。

(図表 3) 2004 年度の日銀当座預金増減要因

(年度中の動き)

(兆円)

	2003年度	2004年度
銀行券要因	▲ 0.3	▲ 3.3
財政等要因	+ 8.0	▲ 23.9
一般財政	+ 54.4	+ 59.7
国債	▲ 63.9	▲ 82.0
政府短期証券	▲ 15.6	▲ 2.6
外為	+ 32.7	▲ 0.0
その他	+ 0.4	+ 1.1
日銀当座預金増減要因	+ 7.7	▲ 27.2

(参考)

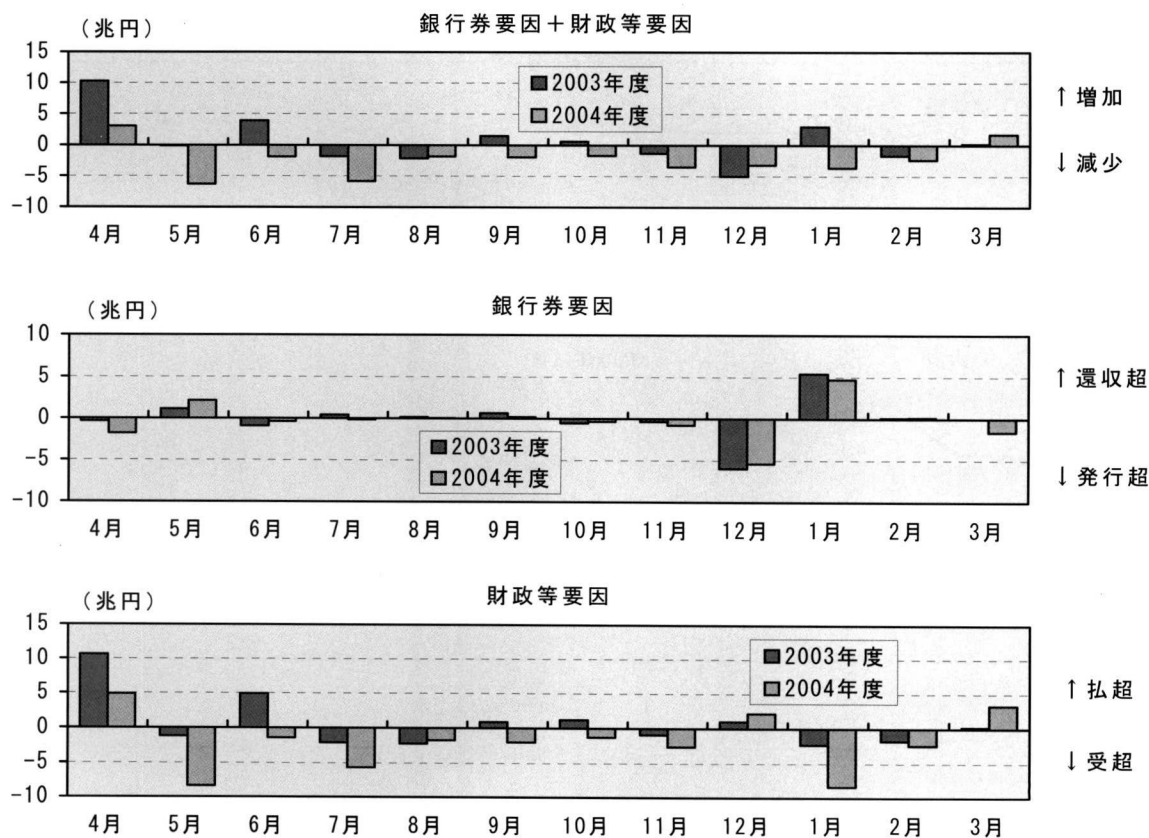
銀行券末残	71.4	74.7
-------	------	------

(注) 銀行券要因：▲は発行超を示す。

財政等要因：▲は財政等の受超、+は払超を示す。

日銀当座預金増減要因：▲は減少、+は増加を示す。

(月次の動き)



(注) 短国売買オペ調整後。

(資料) 日本銀行「日銀当座預金増減要因と金融調節」

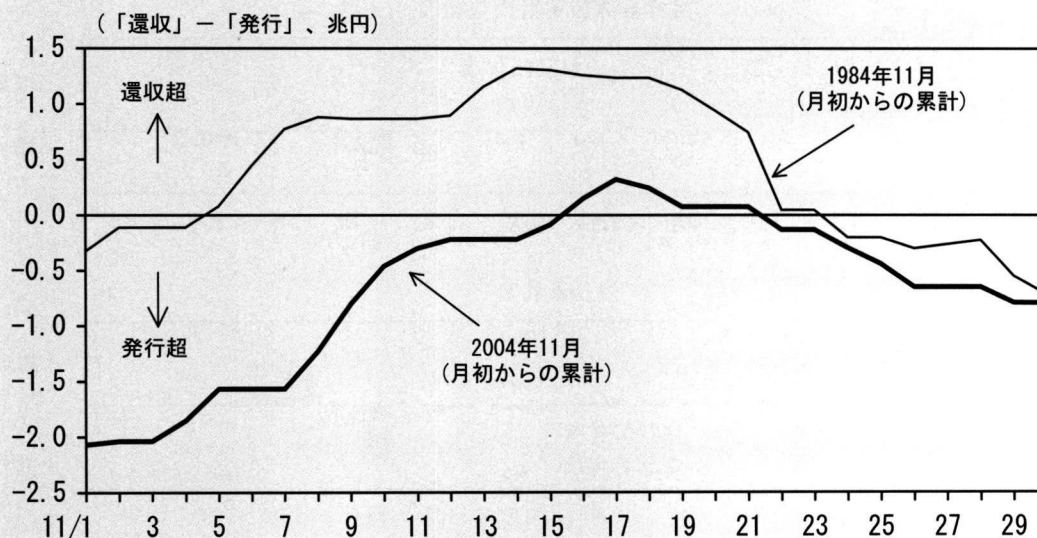
[BOX 1]

新しい日本銀行券発行の影響

2004年11月1日に、1984年11月1日以来20年振りとなる新しい日本銀行券（以下「新券」という）の発行が始まった。新券発行初日には、過去最高となる2兆677億円の発行超（大幅な当座預金減少要因）となったこともあり、金融調節面からは、当座預金残高目標の維持に万全を期すため、即日実行の資金供給オペ（全店手形買入オペ）をオファーする等の対応をとった。

新券発行初日前後の銀行券の動向について、前回発行時と今回を比較すると、①発行初日の発行超幅が過去最大となった（1984年は3,269億円の発行超）、②前後の10月・11月に旧券の還流が鈍かった、といった特徴がみられた。①については、日本銀行が当日早朝6時から新券発行を開始するといった対応をとったことが影響したと考えられる。また、②については、短期金利が5%程度あった1984年とは異なり、短期金利がほぼゼロとなるもとで、銀行券保有に伴う機会費用が小さく、旧券を急いで還流させるインセンティブが金融機関に働かなかった点を指摘できる。

銀行券の動向



（２）一般財政

「一般財政」とは、財政の受払いから国債、外為（為替市場介入に伴う受払い等）および政府短期証券に関するものを除いた概念であり、租税の受入れや公共事業費・社会保障費（年金等）の支払いなどが含まれる。一般財政は、租税の受入れが増加したものの、財政融資資金の払い（預託金の払い戻し等）の増加を主因に 59.7 兆円の払超と、前年度（54.4 兆円）に比べ払超幅を幾分拡大した。

（３）国債

「国債」には、利付国債（長期国債）や割引短期国債（ＴＢ）等の発行・償還が含まれる^{（注３）}。国債は、借換え債の前倒し発行の増加等を反映して^{（注４）}、82.0 兆円の受超（発行が償還を上回る状態）となり、前年度（63.9 兆円）に比べ受超幅が大きく拡大した。

（４）外為・政府短期証券

外為は、為替市場介入が行なわれなかったため、受払いはほぼゼロとなった。前年度は、過去最大規模の円売り・外貨買いの為替市場介入が行なわれた結果、32.7 兆円の払超となっていたため、それと比べると払超幅は大きく縮小した。一方、政府短期証券（ＦＢ）は、前年度に

行なわれた円売り介入に伴う円資金調達のための市中発行が次第に減少したことから、2.6 兆円の受超（発行が償還を上回る状態）にとどまり、15.6 兆円の受超となった前年度と比べて受超幅は大きく縮小した。

外為と政府短期証券を合算すると、前年度（17.1 兆円の払超）から一転し、2.6 兆円の受超となった。受超となった背景としては、2003 年度は年度末にかけて円売り介入が膨らんだため、その円資金調達を目的としたＦＢの市中発行の一部が 2004 年度にずれ込んだことが指摘できる。

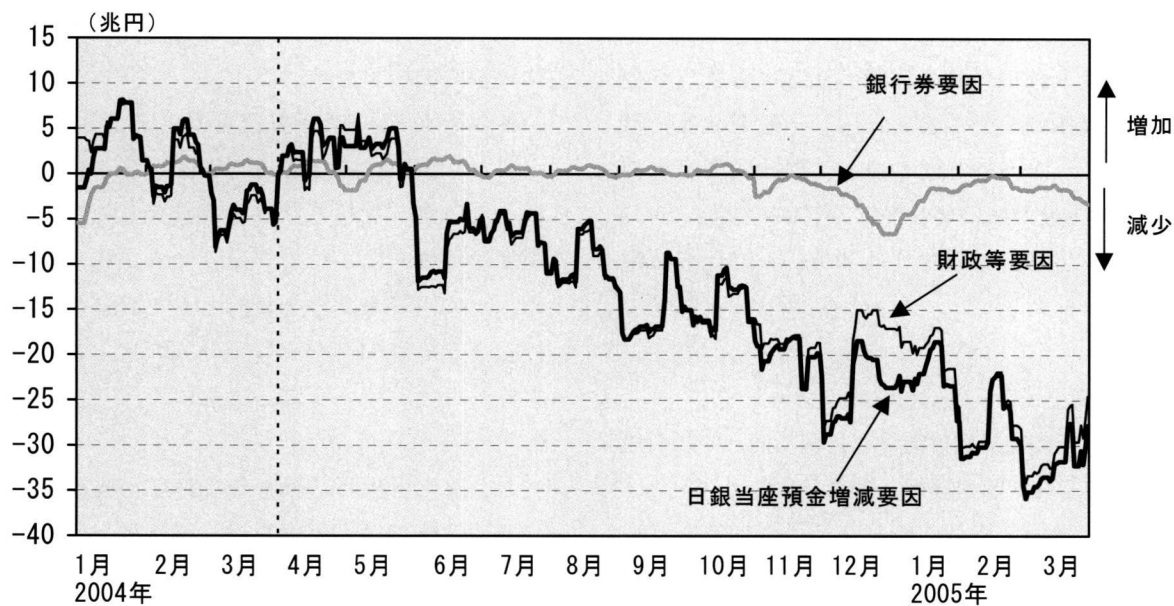
こうした各項目の動きを受けて、当座預金増減要因全体では、年度を通じて日銀当座預金残高を減少させる方向に作用し、この結果、目標を維持するために必要な短期資金供給オペの残高は増加傾向を辿った（図表４）。また、国債発行や税収の増加等から、当座預金増減要因の短期的な振れも拡大した（図表５）。そうした傾向はとくに年度後半において強く、国債発行と大規模な法人税の揚げが重なる四半期に一度の局面（12・3 月の月初にかけて）では、短期間で極めて多額の短期資金供給オペの残高を積み上げることが必要となった。

（注 3）政府短期証券の発行・償還は「国債」には含まれず、別項目の「政府短期証券」において表示される（後述（４）を参照）。

（注 4）借換え債の前倒し発行額は、2003 年度に 8.9 兆円となった後、2004 年度は 20.3 兆円と大幅に増加した。

(図表4) 日銀当座預金増減要因および短期資金供給オペ残高の推移

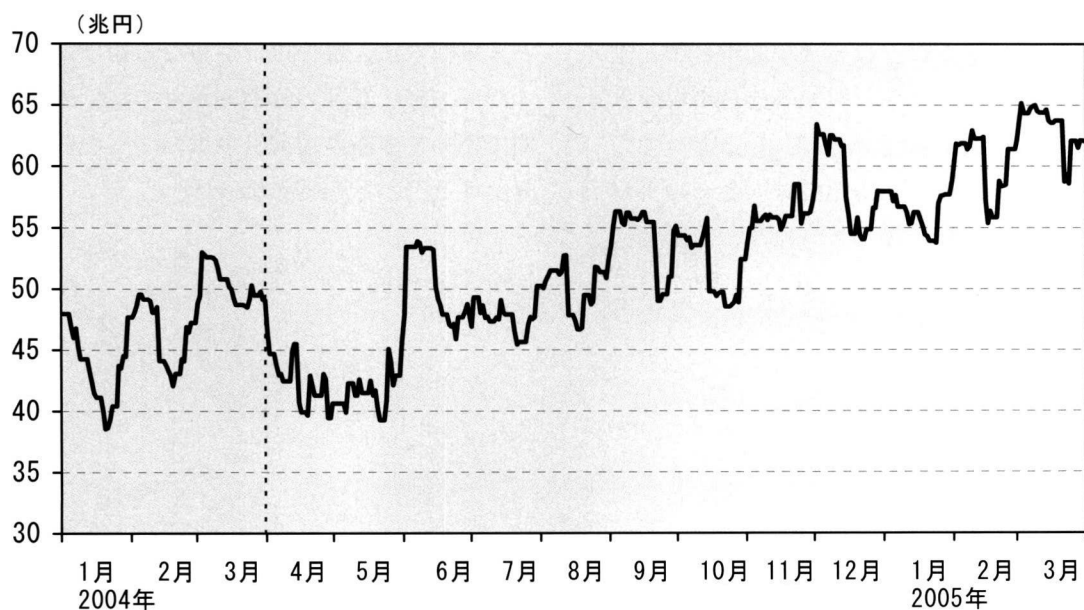
(1) 日銀当座預金増減要因<2003年度末をゼロとした場合の累計値>



(注) 計数は短期売買オペ調整後。

(資料) 日本銀行「日銀当座預金増減要因と金融調節」

(2) 短期資金供給オペ残高



(資料) 日本銀行

(図表 5) 日銀当座預金増減要因の「振れ」

(億円)

	日銀当座預金増減要因		うち財政等要因		うち銀行券要因	
	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差
2000 年度	8,970	11,526	8,471	11,878	3,027	2,406
2001 年度	10,634	13,398	10,959	13,508	2,938	2,575
2002 年度	10,183	13,033	10,513	13,266	2,584	2,301
2003 年度	11,086	13,964	10,958	13,900	2,167	1,866
2004 年度	11,655	15,389	11,557	15,545	2,027	1,914

(注) 前営業日対比での増減幅。

3. 短期金融市場の動向

(1) 短期市場金利

(無担保コールレート)

2004 年度中の無担保コールレート（オーバーナイト物、加重平均値）の推移をみると、金融システム不安の後退が次第にはっきりとするもとの、所要準備を大幅に上回る潤沢な資金が供給されていたことから、中間期末・年度末当日に一時的に上昇したほかは、概ね 0.001～0.002% と極めて低水準で推移した（図表 6（1））。

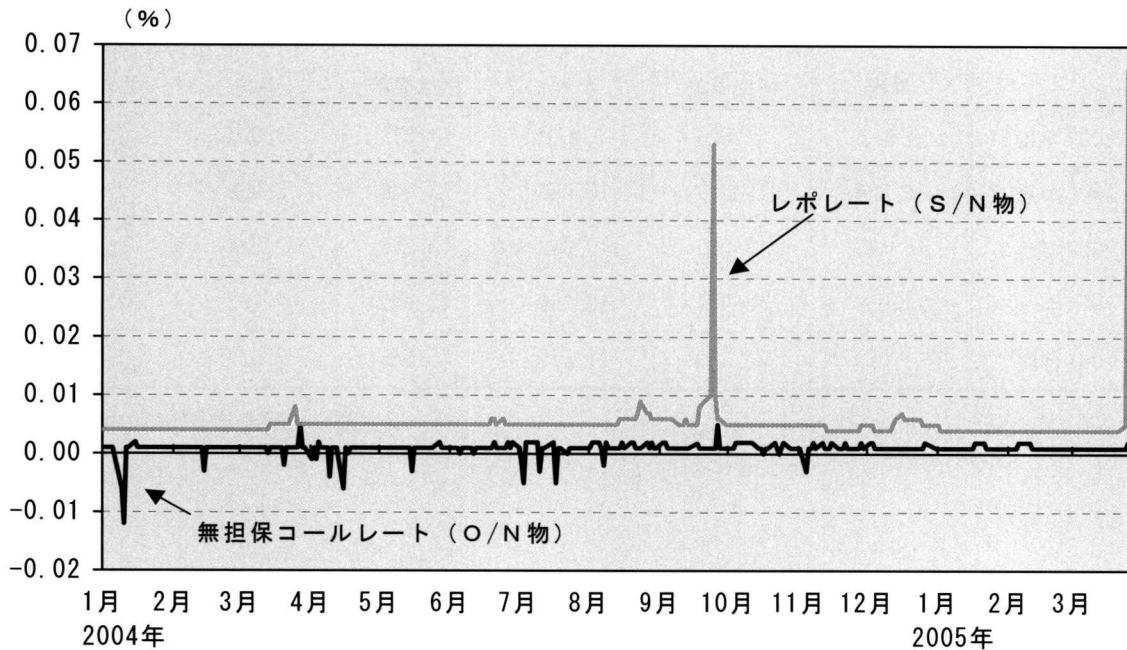
期末当日の無担保コールレートをみると、9 月の中間期末日には 0.005% とごく僅かの上昇に

とどまった。3 月の年度末日には、ペイオフ全面解禁を控えて国内金融機関に手許資金を幾分積み増そうとする動きが出たことなどから、無担保コールレートは 0.022% と中間期末に比べやや高めとなったが、金利上昇の程度は限定的であった。なお、量的緩和政策のもとで、2003 年度までは、期末には「なお書き」を発動してさらに厚めの資金供給を行ない、当座預金残高が目標を上回っていたが（注 5）、2004 年度は、中間期末、年度末のいずれにおいても、当座預金残高は目標の範囲内に収まった。

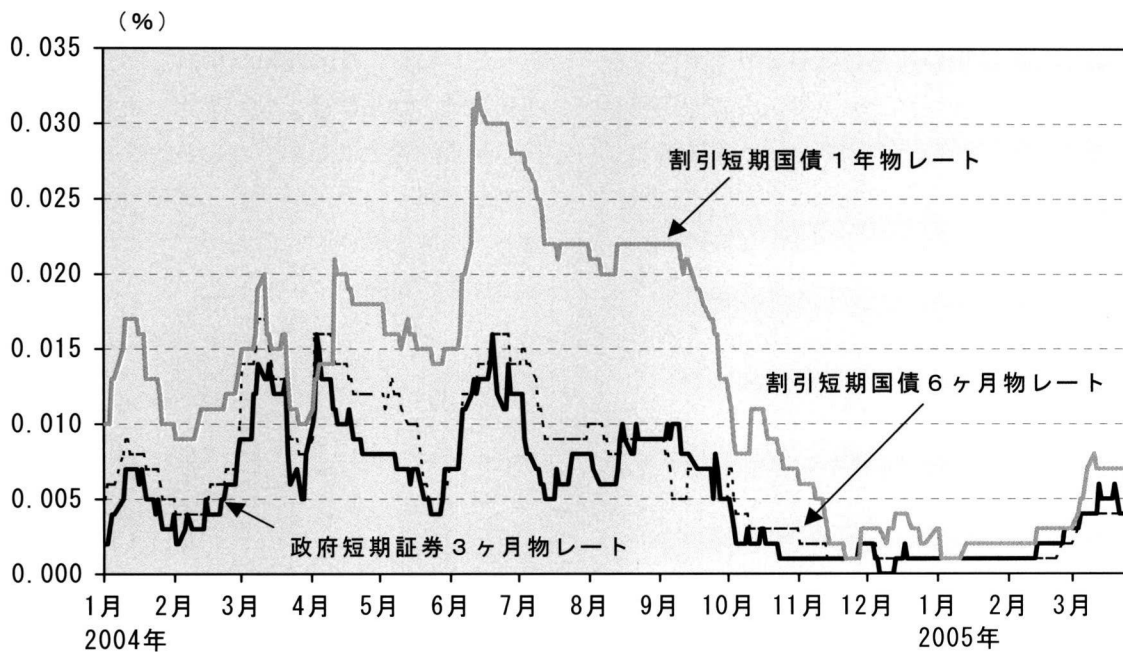
(注 5) 金融市場調節方針では、日銀当座預金残高目標となる金額を定めるほかに、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがあるといった状況下では、当該目標にかかわらず一層潤沢な資金供給を行なう旨が規定されており、この規定が「なお書き」と呼ばれている。

(図表6) 短期市場金利

(1) コールレート、レポレート



(2) 短期国債金利



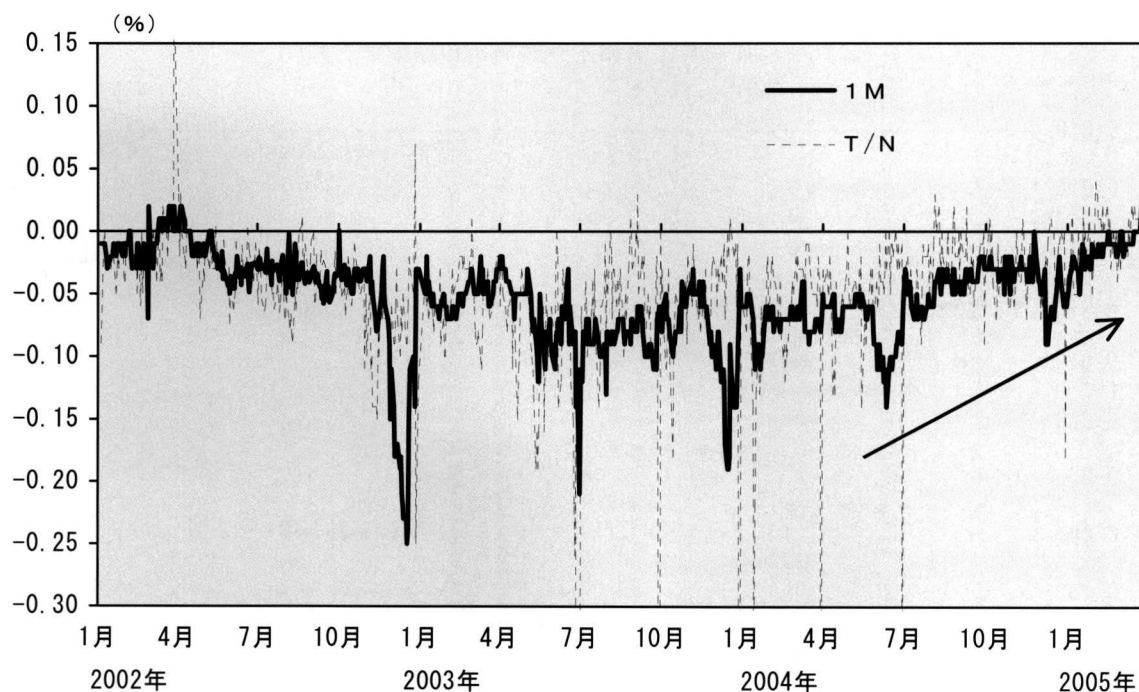
(資料) 日本銀行、日本相互証券

また、コール市場では、2003 年度に断続的にみられたマイナス金利での取引が、2004 年度後半にかけて減少した。その結果、年度後半には、加重平均値でみて無担保コールレートがマイナスとなったのは、1 日だけであった。

こうした変化の背景としては、邦銀の信用力改善を受け、外銀が為替スワップ市場においてマイナスコストでの円資金調達（円転）を行ないにくくなったこと、が指摘できる（図表 7）。為替スワップ取引は、一定期間異なる通貨（例えば円とドル）を交換する取引であり、円を借

入れる主体（例えば外銀）の信用力が円を貸出す主体（例えば邦銀）の信用力に比して高ければ、円の調達サイド（外銀）が有利な条件で調達を行なうことができる。このため、邦銀が円をゼロ金利で調達できるような環境下では、外銀の円転コストがマイナス方向に振れやすくなるが、2004 年度には、邦銀の信用力が改善に向かい、とりわけ秋以降は格上げが相次いだことなどから、外銀がマイナスコストで円資金を調達できる機会は次第に少なくなっていくものと考えられる。

（図表 7）円転コスト



（注）円転コストはドル資金市場の金利（外銀の調達希望金利）と為替スワップ市場の価格を基に試算。

（資料）メイタン・トラディション、日本銀行

(ターム物金利)

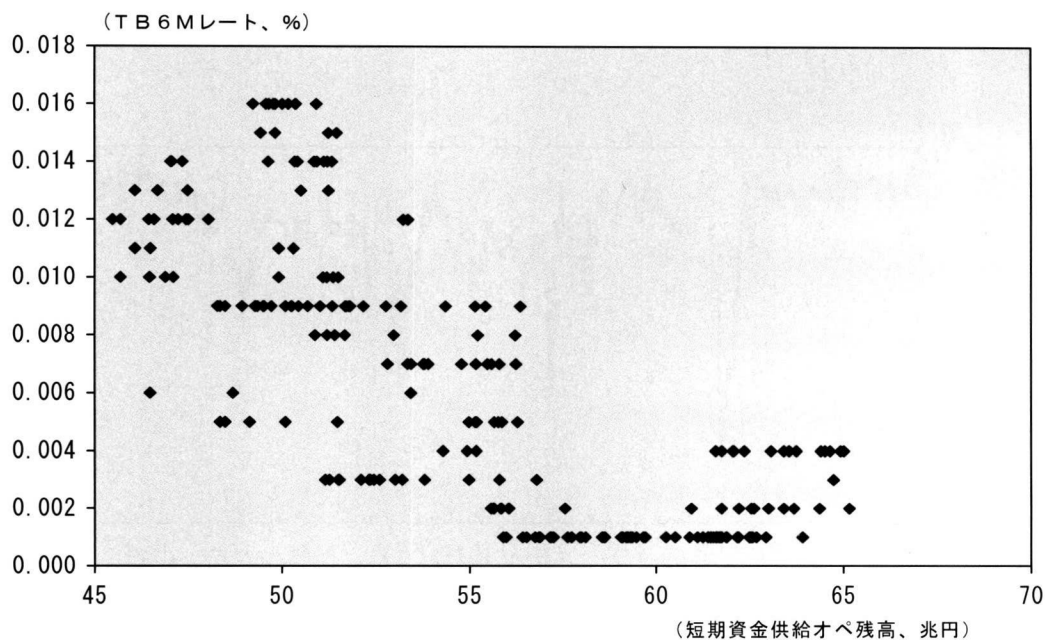
短期市場におけるターム物金利（F B、T B金利等）については（図表6（2））、年度前半は、景気回復期待の強まりやそれに伴う金融政策に関する思惑等から、金利が強含む場面もあった。しかし、年度後半には、1年物の金利に至るまでゼロ近傍の水準まで低下することとなった^{（注6）}。この背景としては、以下のような点が考えられる。

- ① 金融システムの安定化に伴い資金余剰感が高まるも、金融機関が余資をF B・T Bでの運用に振り向けた。
- ② 年度後半には、消費者物価の前年比マイナ

ス幅が拡大するなど経済指標が弱めとなったことを反映し、量的緩和政策がしばらくは続くとの見方が再び強まった。

- ③ 当座預金増減要因が大きく減少方向に振れるも、日本銀行が残高目標を達成するために積極的に資金供給オペを行なったことが、ターム物金利のリスク・プレミアムを低下させる方向に働いた。ちなみに、2004年度中の短期資金供給オペ残高と短期国債金利の関係をみると、短期資金供給オペ残高が50兆円台半ばを超えると短期国債金利がほぼ下限に達するという傾向が窺われる（図表8）。

（図表8）短期資金供給オペ残高と短期国債金利



（注） 1. 短期資金供給オペ残高は、短期資金供給オペ各々の残高の合計（グロス・ベース）。
2. 2004年度のデータを利用。

（資料）日本銀行、日本相互証券

（注 6）2004年12月15日に行なわれた政府短期証券（3か月物）の入札においては、1999年4月の公募入札発行の開始以来初めて、全額がゼロ%で落札された。また、2月から3月にかけては、期間が6か月で流動性が低いためF B 3か月物やT B 6か月物と比べてレートが高くなりやすい地方交付税特会向け貸付の落札レートも、0.001%にまで低下することとなった。

(2) コール市場残高

無担保コール市場の取引残高をみると^(注7)、2004 年度中は、量的緩和政策導入前に比べなおかなり低い水準にとどまったが、ごく緩やかながらも回復した(図表9)。これを資金の調達サイドからみると、証券会社・証券金融の資金調達が前年度に続き増加したほか、2004 年秋以降は外銀や地銀・地銀Ⅱによる調達増加が比較的に目立った。

調達を増加させた業態についてその背景をみると、証券会社等に関しては、株式売買の増加等に伴い、①証券会社の資金需要が増加したこと、②証券会社の業績改善を受けて運用サイドの設定する与信枠が拡大されやすくなったことが指摘されている。外銀による調達増加の背景としては、前述のとおり、2004 年秋頃から邦銀各行の格上げなどに伴い為替スワップ市場においてマイナスコストでの円転が行ないにくくなったため、円資金調達をコール市場にシフトさせたことが挙げられる。地銀・地銀Ⅱの調達が増

えた背景としては、①ペイオフ全面解禁等の環境変化を意識して試行的な調達を行なう先が増えたこと、②地銀・地銀Ⅱの信用力改善に伴い運用サイドの与信枠が拡大されやすくなったことが指摘されている。

無担保コール市場取引の増加には、このように様々な事情が影響したとみられるが、共通する要因として、金融機関の信用力の改善が挙げられる。ただ一方で、従来の主たる調達先であった都銀等のコール市場調達については、日本銀行が潤沢な資金供給を行なっているもとの、預金増加・貸出伸び悩みに伴う資金ポジションの改善もあって、低水準で推移してきているが、2004 年度も、資金余剰感が強まったことから、幾分減少した。

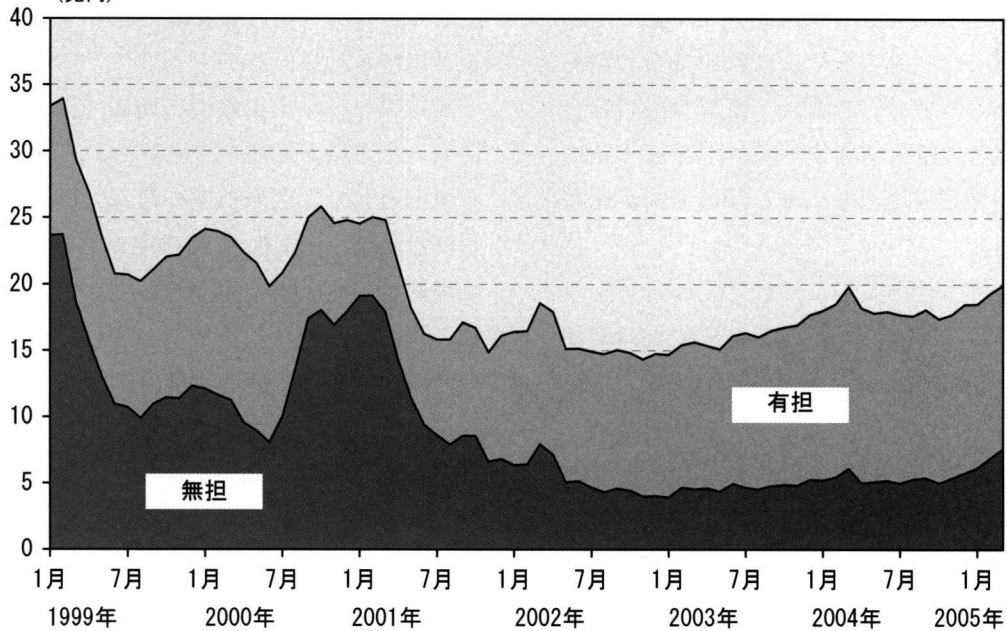
なお、有担保コール市場の取引残高は横這い圏内で推移した。調達主体は短資会社であり、信託銀行の信託勘定分の待機資金を受入れたものが大半となっている。

(注 7) コール市場取引は、担保の有無等により、無担保コール取引と有担保コール取引とに分けられる。いずれも短資会社を媒介とする取引が多いが、前者では短資会社の勘定を通さない取引(ブローキング)が多いのに対し、後者では短資会社が自己勘定で資金の取入・放出を行なう取引(ディーリング)が多い。

(図表 9) コール市場残高

(1) 残高合計

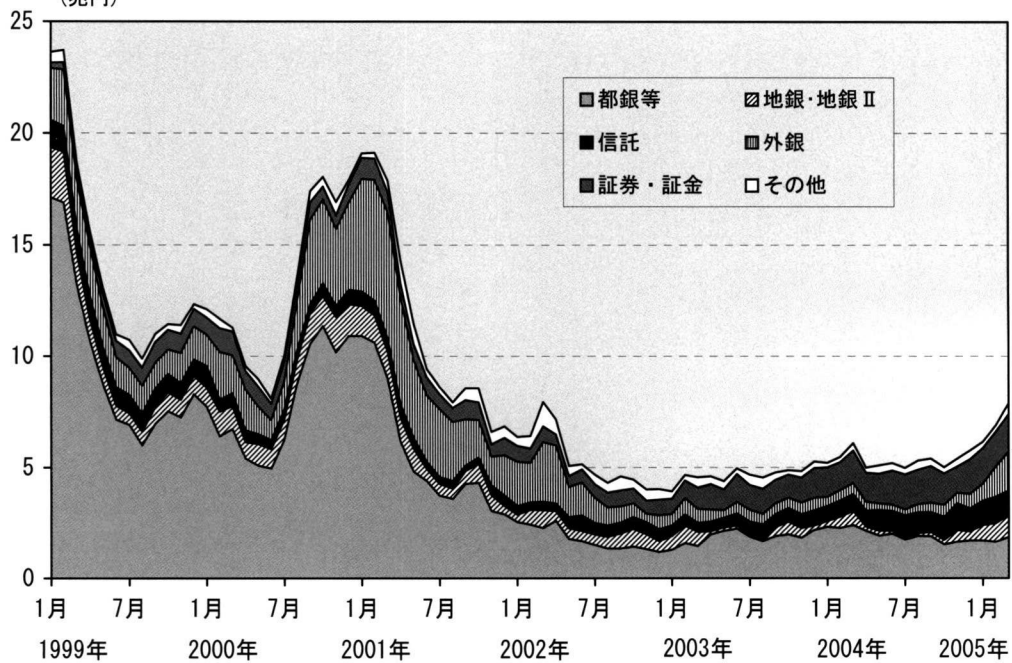
(兆円)



(注) 有担コールは、ブローキング分とディーリング分(資金の出し手ベース)との合計。

(2) 無担保コール調達の業態別残高

(兆円)



(資料) 日本銀行「コール市場残高」

4. 金融調節運営の特徴点

(1) 資金供給オペの応札状況

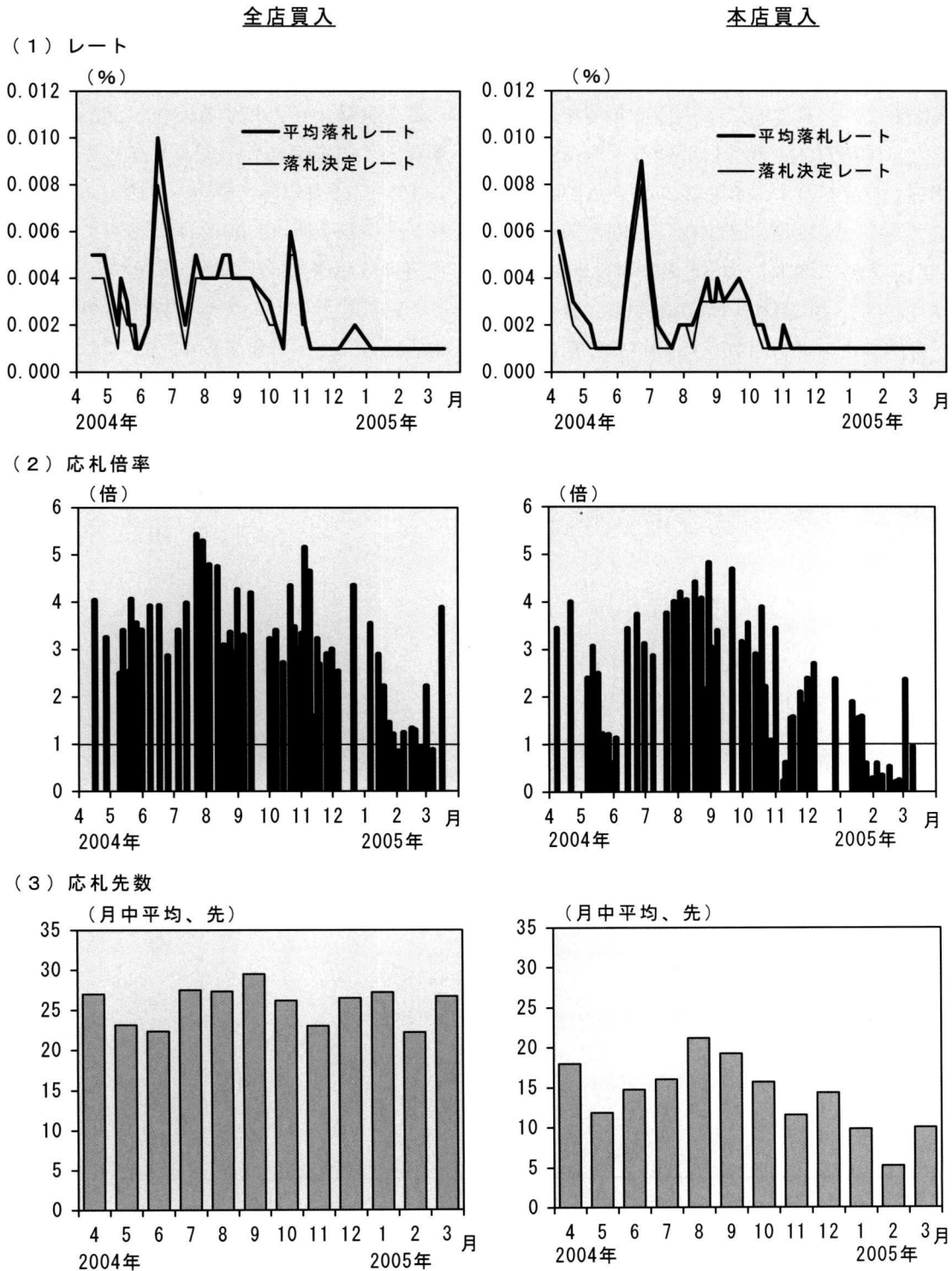
第1節で述べたように、2004年度は年度後半に資金供給オペの「札割れ」が大幅に増加した（前掲図表2）。具体的には、2004年度を通してみると、国債買入を除くいわゆる「短期資金供給オペ」の全てのオペ手段において「札割れ」が生じ^{（注8）}、その回数は全体で56回と前年度の8回から大幅に増加した。とりわけ、2005年1～3月には、「札割れ」は37回生じ、資金供給オペ全体のオファー回数（94回）の4割程度に達した。「札割れ」は、資金供給の実行日から満期日までの期間が相対的に短い本店手形買入オペ（3～6か月程度が中心）や国債買現先オペ（1～3か月程度が中心）においてとくに

顕著であったが、供給期間が相対的に長い全店手形買入オペ（6～8か月程度が中心）や残存1年までを対象に買切り方式をとっている短期国債買入オペにおいても数回生じた。

資金供給オペに対する応札状況について、手形買入オペを例にとりより詳しくみると（図表10）、11月以降、全店・本店買入ともに、落札レートが下限（0.001%）に張付くもとで、応札倍率は急速に低下した。加えて、オペ1回当りの応札先数についても、期間が相対的に短い本店買入（オペ対象先数40先）では、夏場には20先を超えていたが、1～3月には10先を切る水準にまで低下した。これは、資金供給オペを利用する必要性が低下した金融機関が増えたことを示唆している。

（注8）資金供給オペに関しては、日本銀行の中長期的な負債（銀行券）の増加への対応を主たる目的として行なわれる長期オペと、短期的な資金需給の変動に対応するために行なわれる短期オペとに分けて整理することができる。日本銀行では国債買入オペを長期オペとして位置付けているが、米国の連邦準備制度でも同様である（詳しくは、日本銀行金融市場局「2003年度の金融調節」を参照。日本銀行ホームページ＜http://www.boj.or.jp/ronbun/ronbun_f.htm＞および『日本銀行調査月報』2004年6月号に掲載）。

(図表 10) 手形買入オペの応札・落札状況



(注) 1. 期越え資金の供給に重点を置いたタームの短い全店買入(9月28日、3月29日オファー分)を除く。
 2. オペ対象先数(2004年度定例選定時)は、全店買入137先、本店買入40先。

(2) 資金供給オペの応札倍率低下の背景

このように資金供給オペへの応札が減退したのは、①第2節で述べたように財政資金の受けの増加を主因に、当座預金残高の目標を維持するために必要な資金供給オペの金額が増加した一方、②金融システム不安の後退等を背景に金融機関の資金供給オペに対する需要が低下したため、と考えられる。

30～35兆円程度という当座預金残高目標は、所要準備額の6兆円程度を大幅に上回っている。本来であれば、金融機関は、こうした多額の超過準備を持つ必要を感じないはずである。それにもかかわらず、金融機関が資金供給オペに応札してくるのは、目先の当座預金を調達するためだけではなく、オペを幅広い目的に利用する手段と位置付けているためと考えられる。

ここで、日本銀行の資金供給オペに対する需要について改めて整理すると、応札のインセンティブは、①当座預金という資金、言い換えれば流動性を調達することを目的としたものと、②損益確定など流動性調達以外の目的に基づいたものに区分けすることができる。2004年度に関しては、年度後半にかけて、上記両方のインセンティブが低下し、オペの応札倍率の低下に繋がったと考えられる。

(流動性調達を目的とした応札)

まず、当座預金という流動性の調達を目的としたオペへの応札は、邦銀の信用力改善を背景に、次第に減退した。とりわけ、2004年秋以降は、邦銀各行の相次ぐ格上げに象徴されるように、金融システム不安の後退がはっきりとしたことから、そうした傾向が強まった。

流動性調達を目的とした応札は、目先の所要準備の確保や決済上の必要性に基づくものもあ

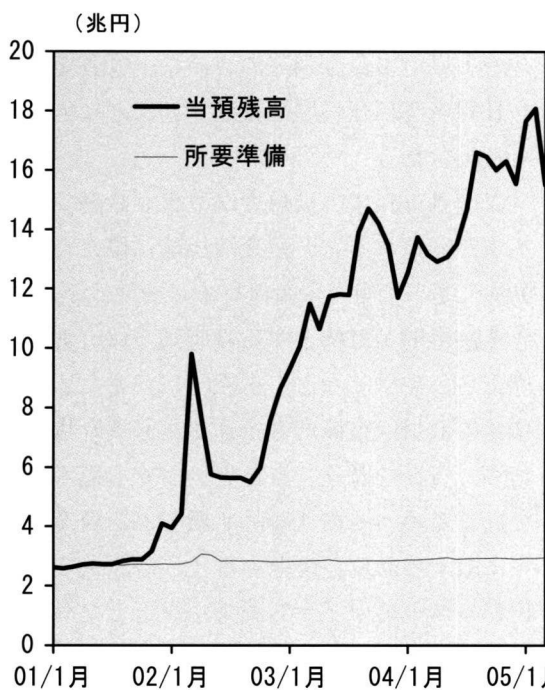
るが、不確実性が相対的に高い先行きの流動性を予め確定することに主眼を置いたものが多い。こうしたオペ需要は、①各金融機関の日銀当座預金保有額に関するおおよその目標額、②短期金融市場での資金調達の容易さ、③各金融機関の日銀当座預金の増減見通し、などに依存すると考えられる。

この点、邦銀の信用力が改善し金融システム不安が後退すると、預金流出等に備えた予備的動機に基づく当座預金保有の必要性低下等から、各金融機関が目標とする当座預金保有額が下方修正されやすくなる（上記①）。また、コール市場の取引回復傾向等を通じ、必要な場合には市場で資金を調達できるという安心感が高まっていくため、その代替的手段である資金供給オペに対する需要が後退する（上記②）。さらに、円転コストのマイナス幅縮小を通じた外銀の日銀当座預金減少や短期金利の低下に伴う運用難に伴い、邦銀各行の日銀当座預金が積み上がりやすくなるため、この点からもオペ需要低下に繋がる（上記③）。

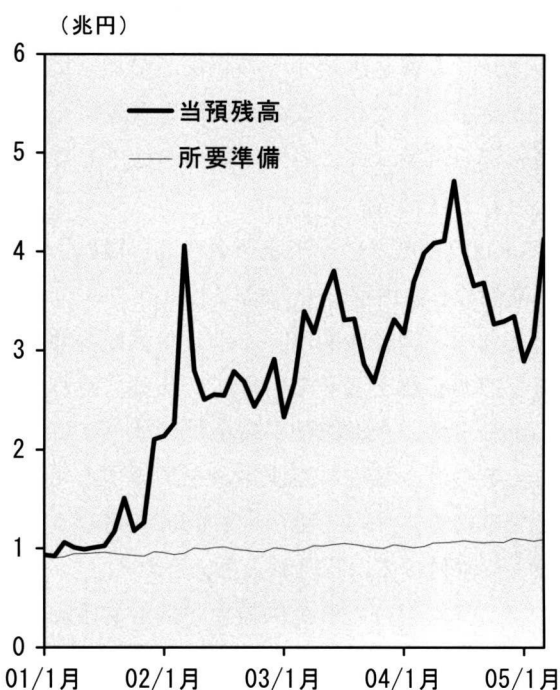
このうち③の点に関し、日銀当座預金残高を保有業態別にみると（図表11）、2004年度は、当座預金残高全体が変わらないなかで、外銀の当座預金残高が減少した一方、都銀等の当座預金残高が増加した。都銀等はオペ応札のウエイトが比較的高い先であるため、その当座預金残高の積み上がりは、資金供給オペ全体の応札減少に繋がった可能性が高いと考えられる。ちなみに、当座預金残高目標が30～35兆円程度に設定されている時期について、都銀等の当座預金残高と資金供給オペの応札倍率の関係をみると（図表12）、都銀等の当座預金が積み上がると応札倍率が低下するという緩やかな関係が観察される。

(図表 11) 業態別の日銀当座預金残高

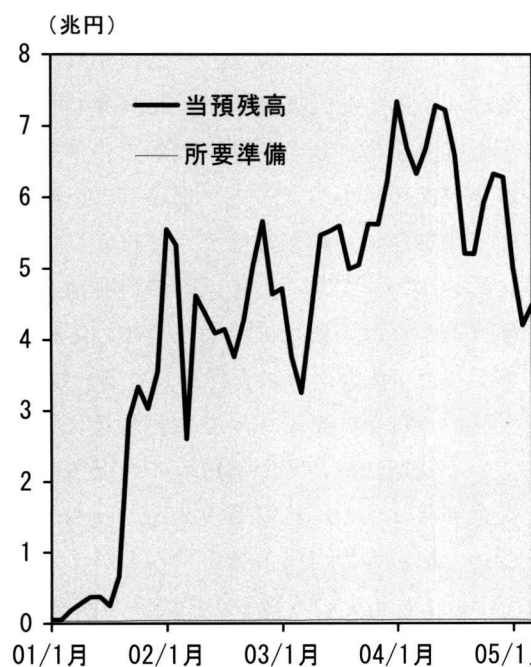
(1) 都長銀



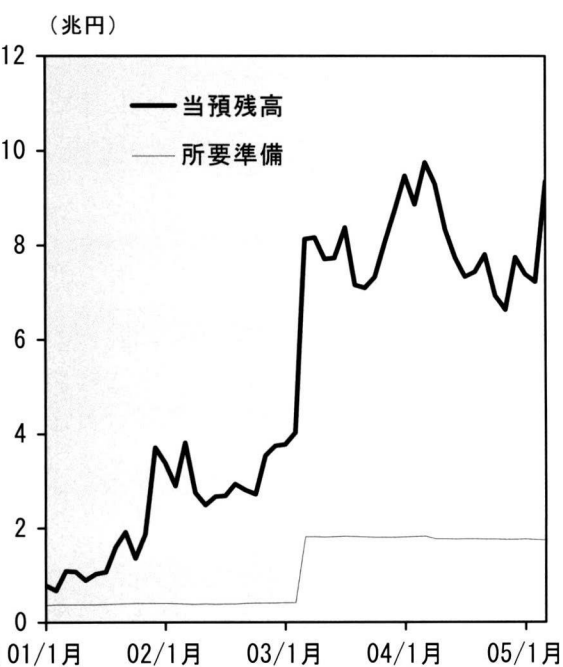
(2) 地銀・地銀Ⅱ



(3) 外銀



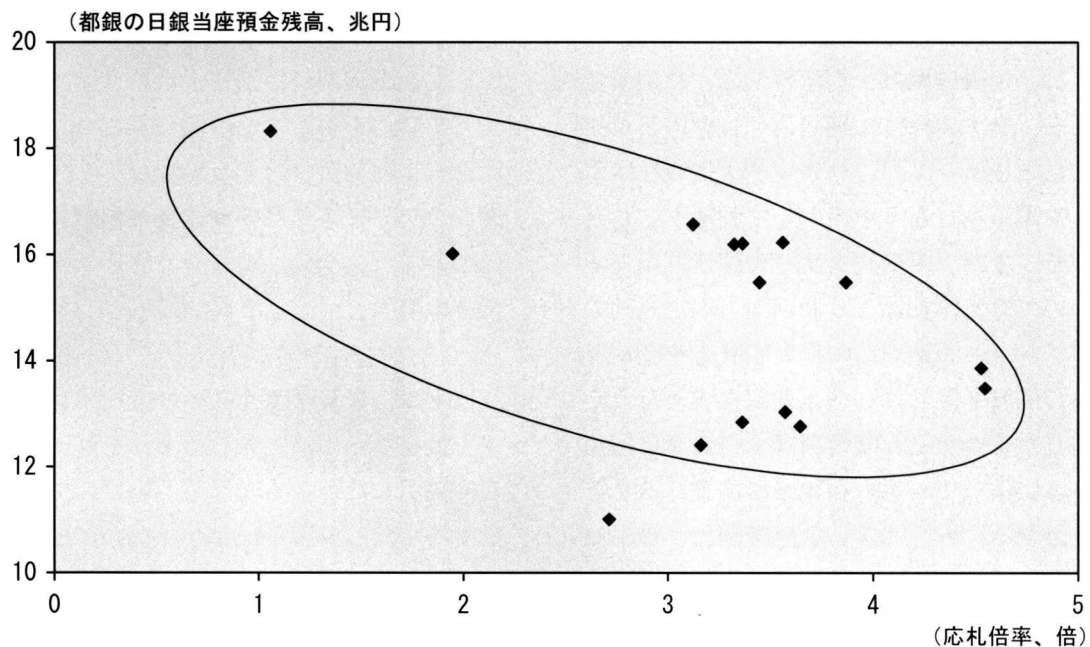
(4) その他(郵政公社等)



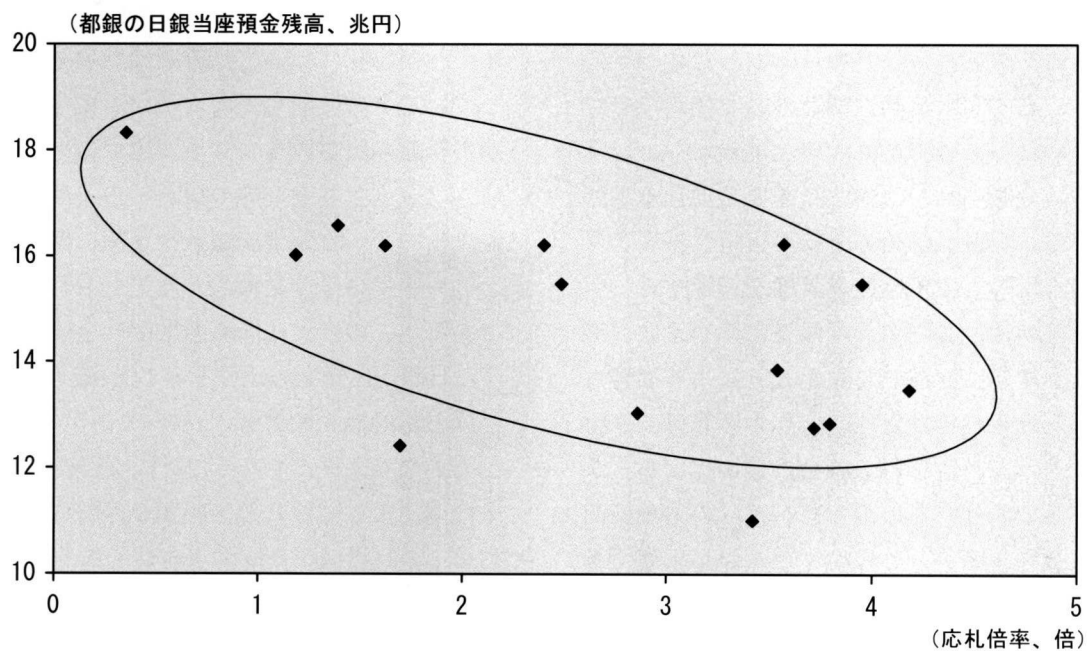
(注) 積み期(平残)ベース。

(図表 12) 都銀の日銀当座預金残高と手形買入オペの応札倍率

(1) 全店買入



(2) 本店買入



(注) 2004年1月以降の月次データ(月中平均)を利用。

(資料) 日本銀行

（損益確定などを目的とした応札）

金融機関は、流動性調達以外の目的でも資金供給オペに応札するが、2004年度はそうした動機に基づく需要も減退した。

例えば、金融機関は、短国買入オペや国債買入オペを、日本銀行に短期国債や長期国債を売却することによって損益の確定や国債の在庫ポジション調整を行なう手段として利用することができる。また、手形買入オペや国債買現先オペについては、落札により同期間の固定金利の払いポジションを造成して損失の確定や金利リスク量の削減を図ることや、期間を揃えたうえで調達した資金をより高い利回りの資産に運用することによって一定の利鞘獲得に繋げることが可能となる。とりわけ、金融機関は、市場流動性の低い銘柄を纏まった金額で売却する場合や、債券投資等のために纏まった金額での資金調達を行ないたい場合には、市場価格に直接的な影響を及ぼしにくいという観点から、オペへの応札を選好する傾向がみられる。

こうした損益確定などを目的としたオペへの応札は、必ずしも流動性調達の必要性がなくても行なわれるものであり、資金供給オペという独自の「金融商品」に対する需要と捉えることもできる。金融システム不安が後退するもとでも、高水準の当座預金残高目標を実現することができたのは、このような需要に基づくオペへの応札が相応に存在してきたことによる影響も大きいとみられる。ただ、応札の多寡は、金融機関にとって収益を得る機会がどの程度あるかに依存しており、この点では、オペの対象期間となる金利水準がどの程度プラスかが重要であ

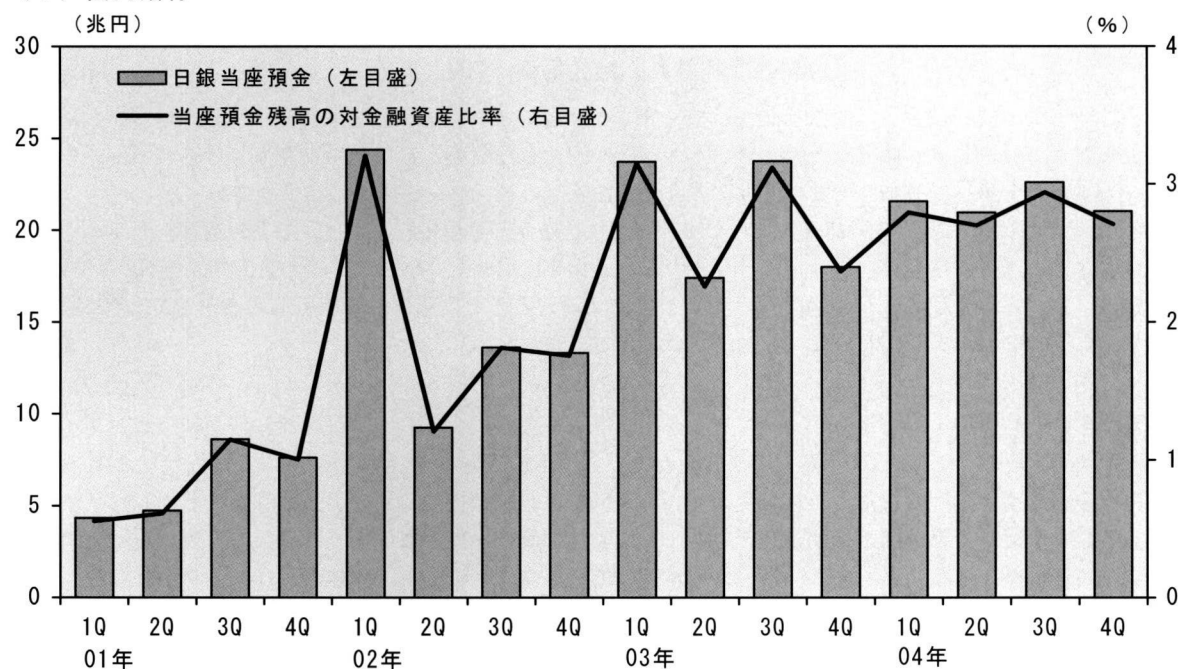
ると考えられる。

2004年度は、短期資金供給オペで得た資金の運用対象となるターム物商品（主にF B・T B）の金利がほぼゼロまで低下したため（第3節参照）、金融機関が短期資金供給オペへの応札によって収益を得ることが難しくなった。そうしたターム物金利の低下の要因のうち、第一の「金融システム安定化に伴う資金余剰感の高まり」については、流動性調達を目的としたオペ需要低下の要因と共通したものである。

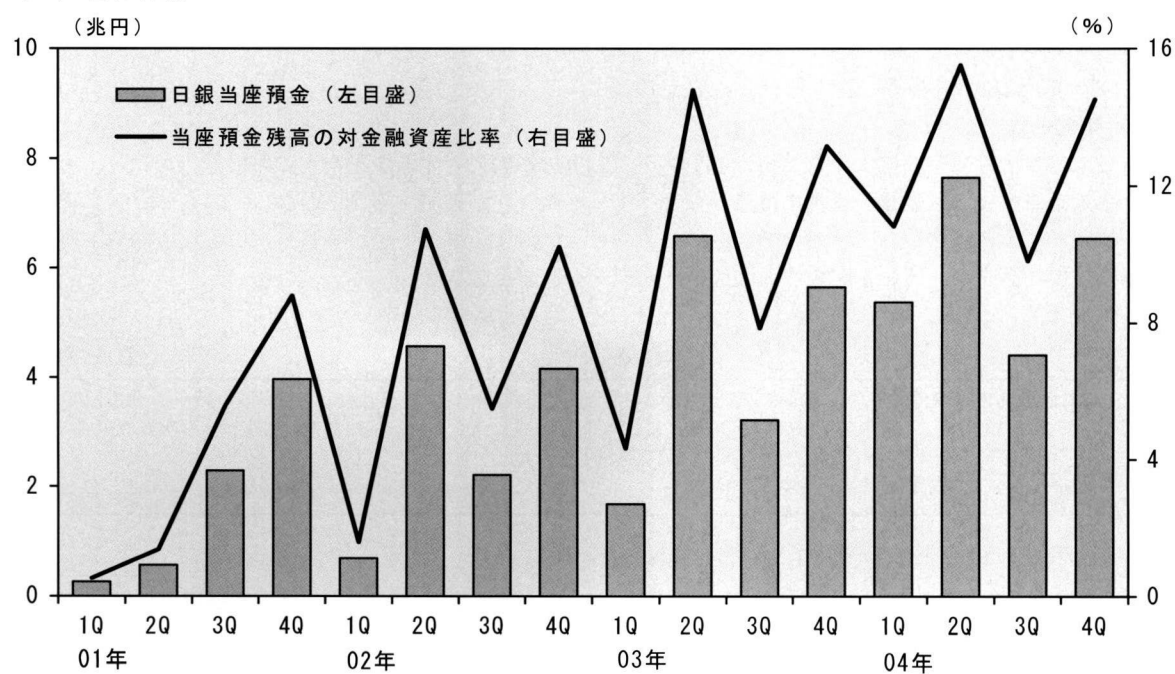
以上では資金供給オペへの応札インセンティブを大きく二つに区分し、それぞれについて詳しく説明したが、そのうち、いずれが応札を規定する主たる要因かは定かでない。仮に、損益確定などを目的としたオペという独自商品に対する需要が大きいのであれば、金融システム不安が後退し流動性需要が減退する状況下でも、景況感が改善しターム物金利が上昇した場合には、オペへの応札が増加することとなる。ただ、オペへの応札について、流動性調達を主目的としている金融機関も少なくない。また、金融機関が資産の収益性をより重要視するもとで、R O A（資本収益率）等の観点から、最近では、収益を生まない日銀当座預金を多額に保有することについての是非を検討する先もみられるようである。この点、民間金融機関の金融資産に対する日銀当座預金の比率をみると、最近では3%程度と量的緩和政策導入当初の0.5%程度に比べてかなり高まっているだけに（図表13）、金融機関によっては日銀当座預金保有に関するおおよその目標額を見直す可能性もある。

(図表 13) 日銀当座預金残高の対金融資産比率

(1) 国内銀行



(2) 在日外銀



(注) 末残ベース。

(資料) 日本銀行「資金循環統計」

[BOX 2]

過去の「札割れ」頻発局面（2002 年）

いったん「札割れ」が頻発した後にオペへの応札が回復した局面として、2002 年が挙げられるが、その回復の主たる背景は、流動性不安の増大に伴う流動性確保のインセンティブの高まりであった。

2001 年 3 月に量的緩和政策が導入された後、当座預金残高の目標は、当初は「5 兆円程度」と定められた後、8 月に「6 兆円程度」、9 月に「6 兆円超」と徐々に引き上げられた。その後、2001 年 12 月には、目標は「10～15 兆円程度」へと大きく引き上げられた。こうした度重なる目標引上げ後の 2002 年には、以下のような 2 度の局面において「札割れ」が頻発した^(注)。

（2002 年 1～3 月期）

2001 年 12 月 18 日、19 日の金融政策決定会合で、日銀当座預金残高の目標が「6 兆円超」から「10～15 兆円程度」に引き上げられた。これを受けて、資金供給オペが積極的にオファーされたことや、ペイオフ部分解禁を控えて金融機関が余剰資金を主として流動性の高い短期国債に振り向けたこと等から短期国債金利が急速に低下したこともあり、資金供給オペの応札倍率は低下した。具体的には、1 月中旬以降、資金供給期間がもっとも短い（1～2 か月程度）国債借入オペで「札割れ」が始まったのを皮切りに、1 月末からは、期間が 3～4 か月程度の本店買入オペでも「札割れ」が始まった。さらに、2 月末以降は、資金供給期間がもっとも長い（5～6 か月程度）全店買入オペや短国買入オペでも「札割れ」が頻発することとなった。

しかし、4 月に入ると一部大手行においてシステム障害が発生し、金融市場では日銀当座預金を多めに保有する動きが広がり、資金供給オペの応札倍率は上昇した。

（2002 年夏～秋）

5 月の連休明けには一部大手行におけるシステム障害の影響に対する金融市場の警戒感は後退し、再び資金余剰感が高まった結果、夏場には様々なオペで「札割れ」が頻発することとなった。もっとも、その後、株価が軟調に推移したことや金融システムの先行きに対する不透明感が強まったことなどから、再び流動性需要が高まり、オペの応札状況は次第に改善することとなった。

(注) 2002 年当時の当座預金残高目標は現在よりもかなり低かった（「10～15 兆円程度」、10 月以降「15～20 兆円程度」）が、買入長国残高が 2004 年度（65 兆円前後）に比べ小さかった（50 兆円前後）ため、当座預金残高目標達成に必要な短期資金供給オペ残は 2004 年度とほぼ同水準であった。

(3) オペ運営面での対応

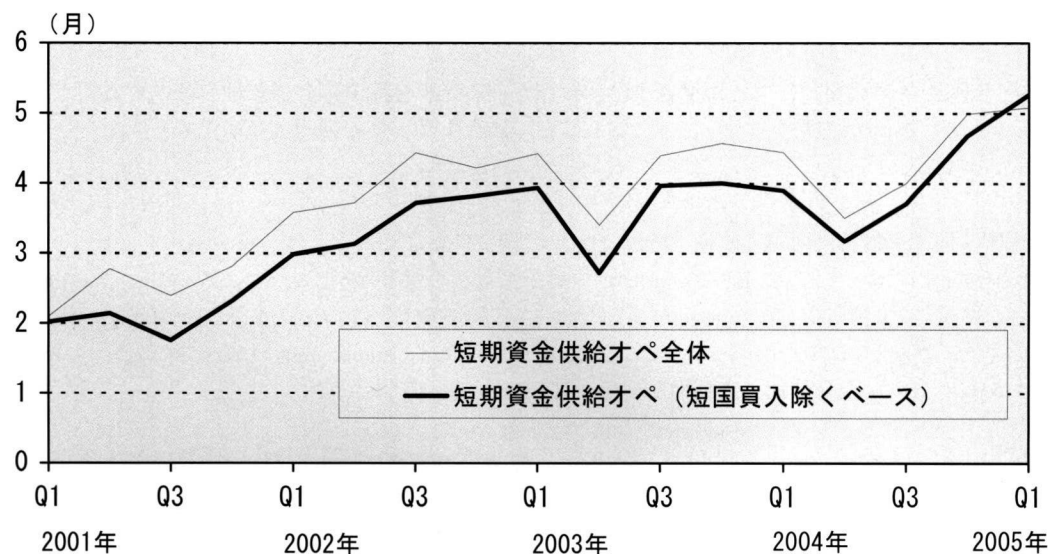
以上のような状況下、当座預金残高目標の達成の観点からは、従来以上にオペ運営面での様々な対応が必要となった。とりわけ、年度後半において国債発行と大規模な法人税の揚げが重なる12月・3月初にかけての局面では、様々な対応を行ない、当座預金残高の目標を実現した（2005年3月初にかけての金融調節運営の詳細については、後掲BOX4参照）。

具体的にとった対応としては、短期資金供給オペにおける、①資金供給期間の長期化、②多様な資金供給期間でのオペのオファー、③その時々で相対的に多めの応札を見込めるオペ手段の機動的な選択、などを挙げることができる。これらについて、やや詳しくみると、以下のとおりである。

まず、資金供給期間については、長めの期間の方が、流動性に関する不確実性や金利が相対的に高いため、金融機関の応札インセンティブは高くなる傾向がある。短期資金供給オペの平均期間をみると（図表14）、量的緩和政策の導入当初の2か月程度から徐々に長期化し、2004年度の後半には5か月を超える水準となった。このうち、手形買入オペの期間は、3月初のオファーでは10～11か月となり、金融政策決定会合で定められている上限である1年近くにまで達した。なお、量的緩和政策のもとで、日本銀行のオペの期間は他の主要国（1～2週間）に比べて著しく長くなっている（BOX3参照）。期間の長い資金供給オペの増加は、日本銀行の資産の固定化に繋がり、将来の金融調節の機動性を低下させうるという面もある。

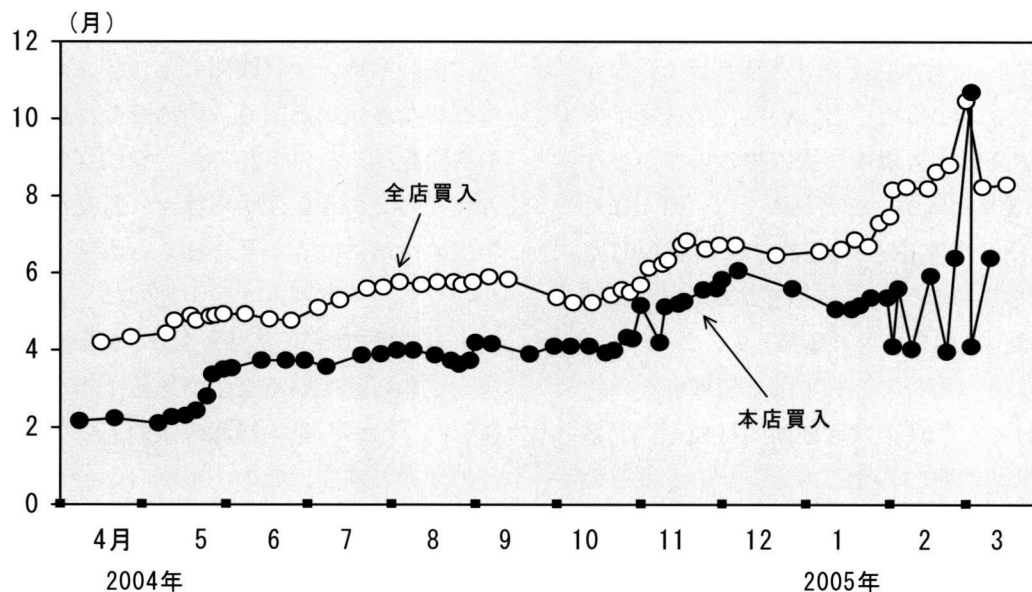
（図表14）短期資金供給オペの期間の推移

(1) 短期資金供給オペ



- (注) 1. 「短期資金供給オペ全体」とは、各四半期中にオファーされた、①手形買入、国債レポ（国債買現先、国債借入、短国買現先）およびCP等買現先の期間と、②短国買入において実際に買入れた銘柄の残存期間を、金額加重平均したもの。
2. 「短期資金供給オペ（短国買入除くベース）」とは、上記①の各オペの期間を金額加重平均したもの。

(2) 手形買入オペのターム



(注) 1. 横軸はオファー日ベース。

2. 期越え資金の供給に重点を置いたタームの短い全店買入（9月28日、3月29日オファー分）を除く。

[BOX 3]

海外主要中央銀行における短期資金供給オペ

海外主要国の金融調節における短期資金供給オペをみると、金融調節の機動性を確保する観点から、2週間程度までの資金供給期間を中心としており、とくに近年は、供給期間は短縮化の方向にある、といった傾向がみられる。

- 米国・連邦準備制度では、短期（temporary）の資金供給オペとしては、資金供給期間が13日未満の Short-term レポと13日以上 Long-term レポが主たる手段となっている。このうち、Short-term レポとしてはO/N物が中心、Long-term レポでは14日物が殆どとなっている。また、Long-term レポについては、従来28日物を用いていたが、2003年9月以降は、autonomous factors（準備預金の増減要因）の振れに対応し金融調節の柔軟性を確保するために、14日物に短縮している。
- 欧州中央銀行では、週1回の Main Refinancing Operation が主要な資金供給手段となっており、資金供給期間は1週間程度となっている。これについても、従来は2週間程度であったが、2004年3月以降は、金融調節の枠組みの見直しのなかで、積み期間の変更等とあわせ、期間を短縮している。
- 英国・イングランド銀行では、現在のところオペ手段としては、毎日定例的に実施される資金供給期間が2週間程度のレポオペが中心となっている。また、現在提示されている金融調節の枠組みの見直し案では、同オペの期間はさらに短縮され、1週間程度にすることが検討されている。

このように長めの期間の供給オペは相対的に多い応札を確保する一方で、金融機関によっては、保有資産の期間とのマッチングや資金ポジションの調整などの事情から、短めの期間の資金供給を必要とする場合がある。資金供給期間の設定においては、そうした金融機関の様々なニーズも勘案しつつ、同じ種類のオペでも複数の期間を設定するなど多様化を進め、応札インセンティブを高めるようにした。

オペの応札状況が全般に良好な場合には、短

国買入やC P等買現先といった、特定の市場の需給に影響を及ぼしやすい性格を持つオペ手段については、定期的かつ一定額でのオファーを基本としてきた。しかし、2004年度後半は、オペの応札が全般に減退するもとで、これらオペ手段についても、その時々で多めの応札が見込めるものの頻度や金額を増やしたり、より多額の応札が確保できるタイミングを選択してオファーを行なった。

[BOX 4]

2005年3月初にかけての金融調節運営

2005年入り後には、金融システム不安の後退等を反映し、短期資金供給オペにおいて、「札割れ」が日常的に発生するなど、応札の減退が顕著となった。こうしたもとで、3月初にかけては、国債発行と大規模な法人税揚げなどが重なり当座預金増減要因が大きく減少方向に振れることが予想されたため、残高目標の達成が困難化する恐れが強まった。

そのような状況を踏まえ、オペの実施に当たっては、目標達成のため、従来以上に木目細かな市場モニタリングを行なったうえで、そこで得た情報を踏まえ様々な対応を施した。具体的には、手形買入オペについては、全店買入の資金供給期間を徐々に長期化した。本店買入は、もともと全店買入より短めの期間で資金供給することが多いが、従来は1種類の期間でのオファーであったところを2種類の期間での交互のオファーとするよう運営を変更し、多様な需要に応えるようにした。また、国債買現先・C P等買現先オペにおいては、従来は1種類の資金供給期間で週1回程度行なうことが多かったが、2種類の期間での交互のオファーとするとともに、頻度も週2回程度に増加させた。さらに、相対的にパフォーマンスが良好であった短国買入オペについても、オペが市場における需要と供給のバランスに与える影響にも留意しつつ、頻度・金額を増加させた。

以上のようなオペ運営により、「札割れ」を伴いながらも、当座預金残高目標達成のために必要な水準に向けて短期資金供給オペ残高を増加させていったが、3月初にかけては、銀行券を中心に当座預金増減要因が事前の想定以上に減少方向に振れることとなった。こうしたもとで、3月3日には、即日実行の手形買入（本店買入）をオファーし、残高目標の維持を図るという対応を行なった^(注)。その際、資金供給期間については、9か月程度の手形買入でも「札割れ」が発生するなどオペの応札状況が低調であったことを考慮し、手形買入オペとしては過去最長となる約11か月とした（金融政策決定会合で定められている同オペの資金供給期間の上限は1年）。

(注) 即日スタートのオペとしては、BOX 1で言及した2004年11月1日（新券発行日、全店買入）以来のオファーとなった。

(4) オペ手段別の運営状況

2004 年度中における、オペ手段毎の具体的な運営状況は以下のとおりであった（図表 15）。

イ. 資金供給オペ

(国債買入オペ)

長期国債（利付国債）を買切るオペである。買入方式としては、オペ対象先が希望する売却利回りと日本銀行が定める基準利回りとの利回較差による入札方式をとっている^(注9)。政策委員会・金融政策決定会合で決定された額を実施しており、2002 年 10 月 30 日の金融政策決定会合以降、月間買入額は 1.2 兆円とされている。

実際の運営としては、1 回の買入額を 3,000 億円とし、月 4 回オファーを行なっている。

なお、月間買入額は、長期国債の保有残高が銀行券発行残高を上限とするよう、決められている。これは、日本銀行による国債買入が、日本銀行が保有する資産の固定化を回避し、金融調節の機動性を将来に亘って確保するとともに、国債価格の買い支えや財政ファイナンスを目的とするものではないという趣旨を明確にするために、設けられたルールである。2004 年度末でみると、長期国債の保有残高は 65.3 兆円と、銀行券発行残高の 74.7 兆円を 9 兆円程度下回った。

(図表 15) オペ残高の推移

	(兆円)				
	2004年 3 月	6 月	9 月	12 月	2005年 3 月
ネット短期オペ残高	49.0	47.8	52.9	56.3	61.1
短期資金供給オペ	51.6	50.2	52.9	57.4	63.4
国債買現先	2.3	3.4	5.0	2.8	2.7
手形買入	27.2	25.5	29.0	36.1	37.6
本店買入	9.8	7.4	12.0	14.7	12.9
全店買入	17.4	18.0	17.0	21.4	24.8
C P 等買現先	2.7	2.7	2.7	2.7	2.5
短国買入	19.3	18.5	16.0	15.8	20.5
資産担保証券買入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
短期資金吸収オペ	2.6	2.4	0.0	1.1	2.3
手形売出	2.6	2.4	0.0	0.0	1.8
国債売現先	0.0	0.0	0.0	0.5	0.5
短国売却	0.0	0.0	0.0	0.6	0.0
長期国債買入残高	65.2	65.4	63.6	65.1	65.3

(注) 長期国債買入残高は、オペによる取得分に長期国債による借換引受分を加えたもの。

(資料) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」、「日銀当座預金増減要因と金融調節」

(注 9) 基準利回りは、日本証券業協会の公表する「公社債店頭売買参考統計値」（前日集計分）を用いている。

(短国買入オペ)

短期国債（F B・T B）を買切るオペである。残存期間が2か月～1年程度の短期国債を買入れるため、比較的長い期間の資金供給手段としての性格を有している。

短国買入オペは、日銀当座預金増減要因の短期的な振れを均すというより、同要因の中期的な振れを意識しながら、必要かつ安定的な資金を供給するオペ手段と位置付けてきた。こうした同オペの目的や、短期国債市場の需給に影響を及ぼしやすいといった性格も踏まえ、基本的に、一定額のオファーを定期的に行なう運営をしてきた。しかし、同オペは比較的「札割れ」が起りにくいものであったため、年度後半において短期資金供給オペへの応札が全般に減退する局面では、当座預金残高目標を達成するために、同オペの頻度や金額を増やしたほか、より多額の応札が確保できるタイミングを選択しオファーを行なうといった、機動的な運営を行なった。

(手形買入オペ)

金融機関から日本銀行に差入れられた適格資産を共通担保として^(注10)、オペ対象先である金融機関が振り出す手形を買入れるオペである。共通担保には、国債等の公的部門の債務や、社債・C P等の民間債務が含まれる。手形買入オペは、機能的には、入札によってレート・金額が決定される担保付き資金取引としての性格を有している。

手形買入オペは、短国買入オペやC P等買現

先オペに比して特定市場との結び付きが強くないことや、期間を自由に設定できることから、オファーに定期性を持たせることなく、日銀当座預金増減要因の短期的な振れに対応させることを意識しながら実施できるという利点がある。一方、オペ対象先にとっては、多様な資産を担保として活用できることなどから、利便性が高い。このような手形買入オペの特性から、同オペについては、短国買入オペと並んで、主力の短期資金供給オペ手段として活用している。

手形買入オペのうち、全店買入オペ（日本銀行本店・支店管下の金融機関を広くオペ対象先とする手形買入）については、比較的長い期間での資金供給を中心とする運営を行なった。一方、本店買入オペ（日本銀行本店管下の金融機関のみをオペ対象先とする手形買入）については、短めの期間での資金供給を中心とする運営を行なった。2005年入り後は、全店買入オペについては、安定的な応札を確保すべく期間を8～10か月程度まで延ばした一方、本店買入オペについては、金融機関の多様なオペ需要に応えようよう、基本的には、4か月・6か月程度という2種類の期間を設定しオファーを行なった。

(国債買現先オペ)

国債を売戻条件付で一定期間買入れるオペであり、証券会社などが国債ポジションのファイナンスに用いる場合が多く、従来から、比較的短い資金供給期間でオファーすることが多い。ただ、国債買現先オペは、国債のみを担保とした資金取引であることなどから、上述の手形買

(注10) 共通担保とは、金融機関が、こうした手形買入や補完貸付といった日本銀行との諸取引に関する約定や代理店契約等に基づき、差入れる必要のある担保のことである。従来は、各約定や契約毎に担保を特定し、それぞれ所要額以上の担保を差入れる必要があったが、2001年1月より、各約定や契約により必要とされる額の合計額を上回る共通担保を差入れれば足りる扱いとなった。

入オペに比して応札が低調になりがちであり、2004年度も他のオペに比べ「札割れ」が多く発生した。

こうしたなか、手形買入オペと期間をより明確に差別化して、1～2か月程度と従来（3か月程度が中心）よりも短い期間でオファーするように運営した。これは、多様なオペ需要を喚起し、全体の短期資金供給オペ残高を多少なりとも嵩上げすることを目的としたものであった。また、市場でのレポレートが強含むなど、相対的に多めの応札が確保できる可能性が高いと判断される局面では、機動的にオファーを行なった。

（ＣＰ等買現先オペ）

ＣＰを売戻条件付で一定期間買入れるオペである。ＣＰ等買現先オペの残高は、ＣＰ市場が国債市場等に比べて小規模であることを反映して、国債系オペや手形買入オペに比して小さい。2004年度中も、前年度同様、ＣＰ等買現先オペについては、一定の残高を安定的に維持するよう、かつて実行したオペの満期日に新しいオペの実行日が重なるようなオファーを中心に行なった。もっとも、資金余剰感の強まりを背景に、投資家のＣＰ需要が堅調に推移したことから、オペへの応札は総じて低調であった。

こうしたなか、年度末にかけて、短期資金供給オペへの応札が全般に減退するもとの、ＣＰ等買現先オペについて、従来からの期間が2か月程度のオペのオファーと並行して、期間が1か月程度と短いオペをオファーし、金融機関からの応札をできるだけ多く確保するよう努めた。

これは、年度末にかけては、市場で発行されるＣＰの期間が、長めのものとともに、短めのものも増えたことをも踏まえた対応であった^(注11)。

（資産担保証券買入オペ）

資産担保証券買入オペは、金融緩和効果の浸透を図るためには金融資本市場の機能が十分に発揮されることが不可欠であるとの認識のもと、資産担保証券市場の基盤整備に向けた市場参加者の様々な努力を支援すること等を目的として2003年4月7、8日の金融政策決定会合において決定されたものであり、買入上限額は残高ベースで1兆円としている。

その後、2004年1月に買入基準見直しを実施したこともあり、日本銀行が買入適格とするＡＢＣＰの銘柄数は徐々に増加し、ＡＢＣＰ買入オペへの応札額も次第に増加した。こうしたことを受け、2004年5月27日オファー分以降は、1回あたりの買入上限額を500億円から1,000億円に引き上げ、月2回程度のペースでオペを実施した。この結果、2003年8月の初オファー以降2005年3月までの累計買入額は、2兆3,808億円に達した。

なお、日本銀行が入札をオファーするＡＢＣＰ買入と異なり、オペ対象先からの申込みに基づき実施するＡＢＳ買入は、2003年12月19日以降申込みがなく、2004年度中は実施されなかった。

ロ．資金吸収オペ

資金吸収オペは、実行日には資金吸収となる

(注11) 2004年度末をもって手形ＣＰにかかる印紙税の特別軽減措置（租税特別措置法により、手形ＣＰにかかる印紙税について、印紙税法の定めにかかわらず一通につき5,000円と軽減する措置）が終了し、2005年4月以降手形ＣＰの発行コストが増加する一方、投資家サイドの電子ＣＰに関するシステム面での対応が進んでいなかったため、電子ＣＰへの円滑な移行に懸念を持つ発行体が多かった。こうした事情を反映し、2005年入り後には、期間の長い手形ＣＰが発行される一方、再度手形ＣＰでロールすることを前提とした年度末直前にエンドの来る期間の短い手形ＣＰの発行が増加した。

一方、満期日には資金供給の役割を果たすこととなるため、当座預金残高の短期の振れを調整しつつ潤沢な資金供給を続けるための手段として活用した。具体的には、2004 年度は、必要とする吸収オペの期間に応じて、期間を自由に設定できる国債売現先オペや手形売出オペを中心としつつ、やや長めの資金を吸収する場合には短国売却オペも併用し^(注 12)、円滑な資金吸収の実施に努めた。資金吸収オペの期間は、1～4 週間程度であった。

これに対し落札レートは、高水準の当座預金残高が維持されるもと、ペイオフ全面解禁を控え金融機関の資金放出姿勢がやや慎重になった2005 年 3 月末越えのオペを除いては、殆どのオファーで応札可能な下限レート（0.001%）と

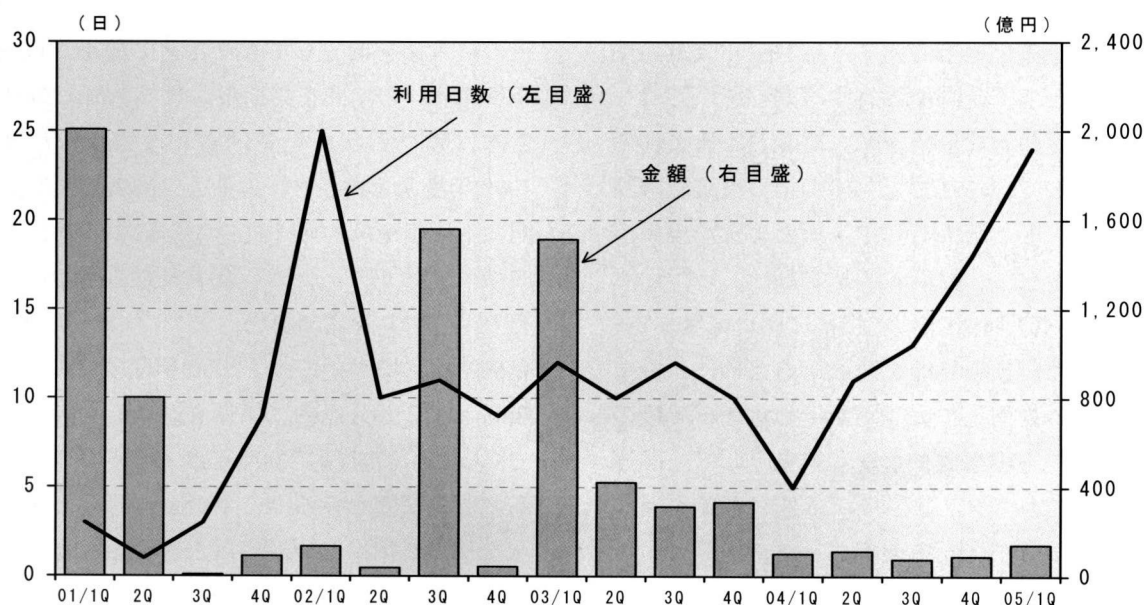
なった。

（5）補完貸付

2004 年度中には、年度末にかけて補完貸付の利用実績が増加した（図表 16）。2001 年 2 月 9 日の金融政策決定会合で導入が決定された補完貸付制度は、日本銀行が、取引先からの借入申込みを受け、差入れられた共通担保の範囲内で、原則として公定歩合（現行 0.1%）で受動的に貸出を実行する制度であり、資金調達の安全弁としての役割を期待されている。

2004 年度中の利用については、ペイオフ全面解禁を控えた年度末やその後の利用可能性を意識した金融機関が、事務フローの確認等を目的に試験的に利用した場合が多かったのではないと思われる。

（図表 16）補完貸付の利用実績



（注 12）短国売却オペは、売却日に資金吸収となる一方、当該短国の償還日には、日本銀行が受け取ることであった。したがって、金融調節上は、売却日から償還日までを期間とした国債売現先や手形売出と同様の効果を持つ。2004 年度には、2004 年 12 月 14 日に、2000 年 2 月 1 日以来となる同オペのオファーを実施した後、数回オファーを実施した。これは、やや長めの資金を吸収する必要性が生じたなかで、吸収オペの多様化を図ることを企図したものであった。

(6) 金融調節運営に関する留意点

以上みたように、2004年度は、金融システムの安定化に伴う流動性需要の後退などに伴い資金供給オペへの応札が減退するも、金融調節面では、資金供給期間の長期化・多様化、応札が集まりやすいオペ手段の機動的な実施などによって、30～35兆円程度という当座預金残高目標を達成するよう努めた。

潤沢な資金供給は、金融システムに対する不安感が強かった時期において、金融機関の流動性需要に応えることによって、金融市場の安定や緩和的な金融環境を維持し、物価下落が企業収益の下落などを通じて経済活動の収縮を招くリスクを回避することに大きな効果を発揮した（日本銀行「経済・物価情勢の展望（2005年4月）」参照）。

現在、金融システムに対する不安感は後退してきており、金融機関の流動性に対する需要も減少している。金融機関には量的緩和政策の枠組みのもとで資金調達に対する安心感が定着しており、緩和的な企業金融の環境が維持されている。一方で、これまで上述のような金融調節を行ってきた結果として、次のような現象が生じている点にも留意が必要である。

第一は、短期金融市場の機能についてである。高水準の当座預金目標を達成するために、資金供給期間の長期化や需要が見込めるオペ手段の機動的な実施が必要となり、結果として、関連する市場のリスク・プレミアムを、需給を通じて直接的に縮小させる面があった。本来は、資金の効率的な配分は、金融市場で形成される金

利に流動性プレミアムや信用プレミアムが反映されることによって実現されるものであり、こうしたプレミアムは、民間経済主体の将来に対する予測に基づいて変動するものである。日本銀行がオペを積極的に活用することは、自らこのような市場機能を代替することとなるため、市場取引を減少させる面がある。例えば、コール市場取引をみると、金融機関の信用力の改善に伴ってある程度回復しているが、量的緩和政策導入前の水準と比べれば、かなり少ない水準にとどまっている。金融システムが安定化することにつれて、そうした将来に対する予測に基づいた各種リスク・プレミアムの変動や市場価格・取引相手の発見といった、市場本来の機能に配慮することは重要な課題となってくる。

第二は、日本銀行の資産の流動性についてである。量的緩和政策導入以降、高水準の当座預金残高目標を実現するために、段階的に長期国債の買入額を増やしてきたことに加え、短期資金供給オペの期間を長期化させてきた。2004年度末における状況を量的緩和政策導入当初の2000年度末と比較してみると（図表17）、この間に本行資産は約115兆円から約150兆円へと35兆円程度増加したが、保有長期国債の増加はその半分以上を占めている^(注13)。また、短期資金供給オペについては、2000年度末時点のオペ残高は、3か月以内に満期を迎えるものが全てであったのに対し、2004年度末時点でのオペ残高の残存期間をみると、半分近くが3か月以上となり、2割程度が半年以上となるなど、かなり長期化している。主要国中央銀行は、オペの

(注13) 保有長期国債の増加に伴い、「対政府取引に関する基本要領」に基づき政策委員会の決定を受けた借換引受（日本銀行保有国債のうち償還期限が到来する利付国債について、割引短期国債をもって、借換のための引受を行なうこと）が増えたことから、引受短国も大きく増加している（日本銀行企画局、「2004年度中における日本銀行の対政府取引」を参照。日本銀行ホームページ<http://www.boj.or.jp/ronbun/ronbun/_f.htm>および本誌に掲載）。

期間を短期に設定するなど、資産の流動性確保に努めているが（前掲BOX 3 参照）、日本銀行にとっても、金融政策の遂行能力に対する信

認を確保するために資産の流動性を維持することは重要な課題のひとつである。

（図表 17）日銀バランスシートと短期資金供給オペの残存日数

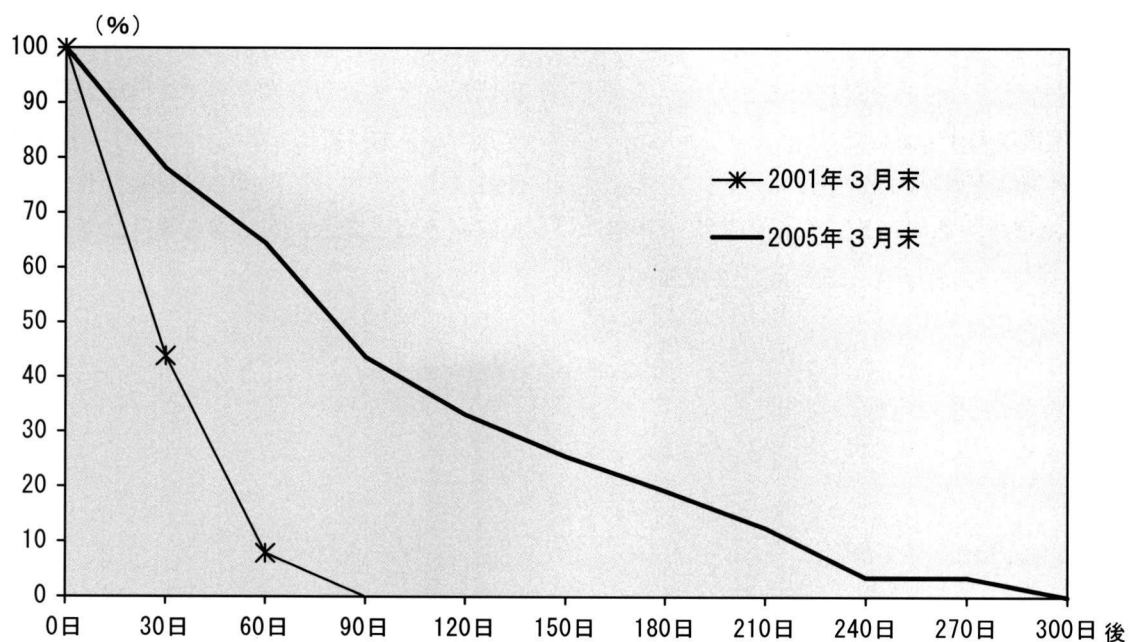
（１）日銀バランスシート（資産サイド）

（兆円）

	2001年 3 月末	2005年 3 月末	変化額
短期資金供給オペ	57.7	63.4	5.7
長期国債	46.2	65.3	19.1
引受短国	4.6	15.6	11.0
その他	6.5	6.0	▲ 0.5
合計	115.1	150.3	35.2

（資料）日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」
「営業毎旬報告」

（２）短期資金供給オペの残存日数



- （注） 1. 期末日時点の短期資金供給オペ残高のうち、経過日数ごとに残存している（満期日を迎えていない）オペの割合を示したもの。
2. 手形買入、国債レボ（国債買現先、国債借入、短国買現先）およびCP等買現先の合計。

5. オペ制度の整備

日本銀行は、2004 年度中、以下のようなオペ制度の整備を行なった。

(1) 国債補完供給制度の導入と実施

2004 年 4 月 8、9 日の金融政策決定会合において、国債の補完供給制度の導入が決定され、その枠組みを定める「補完供給を目的として行なう国債の買戻条件付売却基本要領」が制定された。同制度は、国債市場の流動性向上と円滑な市場機能の維持に貢献するとの観点から、日本銀行が保有する国債を市場参加者に対して一時的かつ補完的に供給する制度である。同年 2 月 26 日の金融政策決定会合において、執行部に対し同制度の導入に関する実務的な検討を行なうよう指示がなされ、執行部の検討を経て、4 月に導入が決定された（5 月 10 日に実施）。その後、9 月 28 日に初めて発動された（2004 年度の発動は 1 回）。

(2) 国債現先オペへの金銭担保の導入

従来の国債現先オペにおいては、マージン・コールの受入れ担保は国債に限定されていたが^(注 14)、市場での国債現先取引において金銭担保の利用も行なわれている状況等を踏まえ、「金銭」も

担保として受入れることが 2004 年 2 月 5 日の金融政策決定会合で決定され、同年 4 月 12 日に実施となり、その後利用されている。

(3) 「保証付サムライ電子 C P」の適格担保化・オペ対象資産化

2005 年 3 月 15、16 日の金融政策決定会合では、いわゆる「サムライ電子 C P」（外国法人が日本国内で発行する円建ての電子 C P）のうち国内法人の保証が付されているものについて、これを適格担保とするとともに、C P 等買現先オペの買入対象資産とすることを決定した。これは、手形 C P にかかる印紙税の軽減措置が同年 3 月末で終了し、手形 C P から電子 C P への移行が今後も一層進んでいくことが見込まれるもとで、手形 C P では「サムライ C P」のうち保証付きのものについて適格となっていた状況に対応した措置であった。

なお、国内法人の発行する電子 C P については、従来、発行企業の信用力のみを勘案して適格担保・オペ対象資産としての受入れを行ってきたが、本措置にあわせ、手形 C P と同様に、保証企業の信用力を勘案して適格担保・オペ対象資産として受入れができるよう、手続の整備を行なった。

(注 14) 例えば、国債買現先オペでは、日本銀行が買入れた国債は日々値洗いし、国債の価格下落に伴って国債時価が現先時価（当初の買入価格に運用利子を加えたもの）を下回った場合に、日本銀行からオペ対象先に対して「純与信額」が発生する。その調整を行なうために日本銀行がオペ対象先に対し担保の差し入れを請求することを、マージン・コールと呼ぶ。

[参考文献] (注 15)

日本銀行、「経済・物価情勢の展望（2005 年 4 月）」

日本銀行企画局、「2004 年度中における日本銀行の対政府取引」、『日本銀行調査季報』2005 年夏（7 月）号

日本銀行金融市場局、「2002 年度の金融調節」、『日本銀行調査月報』2003 年 8 月号

——、「2003 年度の金融調節」、『日本銀行調査月報』2004 年 6 月号

——、「短期金融市場におけるマイナス金利取引」、『日本銀行調査季報』2005 年冬（1 月）号

武藤日本銀行副総裁、「『非伝統的』金融調節から得られた発見」、「金融調節に関する懇談会」における講演、『日本銀行調査月報』2003 年 8 月号

Bank for International Settlements, “Comparing Monetary Policy Operating Procedures across the United States, Japan and the Euro Area”, BIS Papers No. 9, December 2001

Federal Reserve Bank of New York, “Domestic Open Market Operations During 2003”, January 2004

——, “Domestic Open Market Operations During 2004”, January 2005

Maeda, Eiji, Bunya Fujiwara, Aiko Mineshima, and Ken Taniguchi, “Japan's Open Market Operations under the Quantitative Easing Policy”, Bank of Japan Working Paper Series, No. 05-E-3, April 2005

(注 15) 日本銀行の論文・レポートは、日本銀行ホームページの「論文・レポート」コーナーで閲覧できる（<http://www.boj.or.jp/ronbun/ronbun.htm>）。総裁・副総裁・審議委員の講演等の内容も、同様に「会見・談話・講演」コーナーでの閲覧が可能である（<http://www.boj.or.jp/press/05/press.htm>）。

また、BIS papers（<http://www.bis.org/publ/bispapers.htm>）や Federal Reserve Bank of New York のペーパー（http://www.ny.frb.org/markets/annual_reports.html）についても、インターネットでの閲覧が可能となっている。