

# 2005 年度の金融市場調節

2006 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. 金融市場調節運営の推移
  - (1) 当座預金残高目標下での金融市場調節
  - (2) 金融政策の枠組み変更後の金融市場調節
4. 短期金融市場の取引動向
  - (1) コール市場の取引動向
  - (2) 短期金融市場の構造変化と調節運営上の留意点
5. 金融市場調節手段別の動向
  - (1) オペ手段別の運営状況
  - (2) 補完貸付の利用状況
6. オペ手段に係る制度の整備
  - (1) 国債現先オペ等に係る決済の委託可能化
  - (2) 手形買入オペの取引方式の見直し
  - (3) 分割償還債に係る適格担保としての取扱いの見直し
  - (4) 適格担保の担保掛け目等の見直し
  - (5) 民間企業債務の担保利便性向上

---

\* (図表) については、本文末にまとめて掲載。

## 1. 概観

日本銀行は、2005 年度の殆どの期間において、日銀当座預金残高を主たる操作目標とする金融市場調節を行い、同目標を、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<sup>（注 1）</sup>（6 兆円程度）を大幅に上回るものであった。この間、2005 年 5 月 19、20 日の会合では、資金余剰感の強まりに伴う資金供給オペレーションへの応札意欲の減退といった状況を踏まえ、従来の金融市場調節方針の「なお書き」の後に、「資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、目標の下限を下回ることがありうるものとする」との文言を付け加えることを決定した。

日本銀行は、こうした調節方針のもとで、引続き潤沢な資金供給を行った。金融市場調節を取り巻く環境は、夏頃を境に、次第に変化した。7 月までは、4 月にペイオフが全面解禁されて以降、金融システム不安の後退がさらに明確になるもとで、金融機関の流動性需要は一段と低下し、資金供給オペレーションの札割れが頻発した（図表 2）。このため、6 月初や 7 月末～8 月初には、5 月に修正した「なお書き」を適用する形で、日銀当座預金残高は目標下限の 30 兆円を一時的に下回った（合計 6 営業日）。一方、8 月以降は、金融政策の枠組み変更に対する思惑の高まりから金利先高観が生じた結果、資金供給オペレー

ションへの応札が次第に回復し、残高目標は安定的に達成されることとなった。

日本銀行は、2006 年 3 月 8、9 日の会合において、金融市場調節の操作目標を、それまでの日銀当座預金残高から無担保コールレート（オーバーナイト物）に変更したうえで、これを「概ねゼロ%で推移するよう促す」ことを決定した。同時に、当座預金残高については、数か月程度の期間を目途に、所要準備額に向けて削減していく方針を示した。

金融政策の枠組み変更後の無担保コールレートをみると、3 月期末にかけては、当座預金残高を 30 兆円前後に維持するもとで、枠組み変更前と同様に極めて低い水準で推移し、期末日も 0.004%と年度末としては極めて落ち着いた状況となった。4 月入り後も、当座預金残高を徐々に削減しているが、無担保コールレートは、4 月末までのところ、ゼロ%近傍での推移となっている。

## 2. 日銀当座預金増減要因の動向

日本銀行は、2001 年 3 月 19 日から 2006 年 3 月 9 日までの間、約 5 年にわたり、金融市場調節の主たる操作目標を日銀当座預金残高（以下「当預残高」）としてきた（いわゆる「量的緩和政策」）。このもとで、日本銀行は、金融機関が日本銀行に保有する当預残高の総額を、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、金融市場調節を行なった。具体的には、銀行券や財政の受払い等により生じる当預残高の増減（以下「日銀当座預金増減要因」）に応じ

（注 1）日本郵政公社は、準備預金制度の対象とはなっていないが、日本銀行との契約により所定の金額を日本銀行に対する預り金として保有することとなっている。本稿では、こうした日本郵政公社の所要預け金額を含めて計算している。

て<sup>(注2)</sup>、目標となる当預残高が維持されるよう、オペレーション（以下「オペ」）を通じて資金を供給・吸収した。

2006年3月8、9日の決定会合では、金融市場調節の主たる操作目標を無担保コールレート（オーバーナイト物）（以下「無担〇/Nコールレート」）に変更し、これを「概ねゼロ%で推移するよう促す」ことを決定した。この新しい金融市場調節方針のもとでは、日本銀行は日銀当座預金増減要因に対応し、当預残高の振れを均すように金融市場調節を行いつつ、無担〇/Nコールレートが概ねゼロ%で推移するよう促している。

2005年度中の日銀当座預金増減要因は、前年度に引続き当預残高を減少させる方向に働いたが、その減少寄与幅は12.4兆円と、前年度の27.2兆円と比較すると縮小した。この変化の主因としては、①国債について、発行額の拡大が一般する一方、償還額が3月を中心に大きく増加したこと、②政府短期証券の市中発行額が減少したこと、③新しい日本銀行券の発行やペイオフ

全面解禁など、前年に銀行券の発行超幅を拡大させた特殊要因が剥落したこと、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）<sup>(注3)</sup>。

#### （1）銀行券

銀行券は、0.3兆円の発行超と、発行超幅が前年度（3.3兆円）に比べて大きく縮小した。この背景としては、①新しい日本銀行券の発行（2004年11月）、②ペイオフ全面解禁（2005年4月）を控えた金融機関の予備的動機に基づく手許現金の積み増し、といった前年度に銀行券の発行超幅を拡大させた諸要因が剥落したことが挙げられる。

#### （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、租税や財政融資資金の受入れの増加、公共事業費の

（注2）銀行券や財政の受払いのように、金融市場調節にとって所与となる日銀当預残高の増減要因を「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け入れれば、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市場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3）注2では、「日銀当座預金増減要因」を「金融市場調節にとって所与となる日銀当預残高の増減要因」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、金融市場調節の一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、こうした金融市場調節（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。

払いの減少を主因に、43.3兆円の払超と、前年度（59.7兆円）に比べ払超幅を縮小した。

### （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<sup>（注４）</sup>。国債は、63.6兆円と引続き大幅な受超（発行が償還を上回る状態）となったが、郵便貯金資金等による財投債引受額の減少や国債大量償還開始等を背景に、前年度（82.0兆円）に比べれば受超幅が大きく縮小した。

### （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、受払はほぼゼロとなった。

政府短期証券（ＦＢ）は、国庫内引受額の増加などを背景に市中発行額が減少し、8.3兆円の払超と、前年度 2.6 兆円の受超から当預増加要因に転じた<sup>（注５）</sup>。

こうした各項目の動きを受けて、日銀当座預

金増減要因は、前年度に比べれば小幅なマイナスに止まったものの、引続き当預残高を減少させる方向に作用した。これを背景に、当預残高目標の維持のために必要な短期資金供給オペ<sup>（注６）</sup>の残高は、前年度をさらに上回る高水準で推移した（図表４）。

この間、政府は、2005年8月に国庫金の効率的な管理についての各種施策を実施した（ＢＯＸ１参照）。この措置は、ＢＯＸ１に示したように、財政資金の流入と流出のタイミングを合わせることで、政府資金繰りの振れを極力小さくしようとするものである。この措置の導入により、多くの局面で財政資金の受払いの振れが縮小し、調節面での対応の必要性が低減することとなった。ただ、税収額や国債償還額の増加を背景に、同措置の適用後も、財政等要因の振れが大きい局面は引続きみられている。例えば、国債の償還が集中した 2006 年 3 月 20 日の日銀当座預金増減要因は、前日比＋8.6 兆円と大幅なプラスとなった<sup>（注７）</sup>。

（注 4）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 5）このほか、日銀当預増減に少なからぬ影響を与えた項目に、海外預り金の動向がある。日本銀行は海外中央銀行や国際機関等との取り極めにに基づき、これらの機関からの預り金を、個別の指図に基づかず、市中金利を若干下回る利回りで運用するサービス（預り金の自動運用）を提供している。この預り金残高の当預残高への影響は、2005 年度累計ではほぼゼロとなったが、期中では大きな変動を示した。2005 年中、ＦＢの利回りが大幅に低下した局面では、市中金利対比で自動運用レートが相対的に有利化した結果、預り金残高が大幅に増加し、当預減少要因として寄与した。逆に、2006 年入り後は、ＦＢの利回りが徐々に上昇するもとで、一転して減少に転じ、当預増加要因として作用した。

（注 6）短期資金供給オペとは、手形買入オペ、短期国債買入オペ、国債買現先オペ、ＣＰ等買現先オペ等、期間 1 年未満の資金供給を行うオペを指す。国債買入オペはこれに含まれない。

（注 7）国債の発行・決済は、毎月しかも複数の日に分散して行われているが、償還は、短期国債や 2 年債等を除き、3・6・9・12 月の 20 日に集中している。このため、国債の償還額が増加すると、当該日の財政資金の払いの規模が大きくなる傾向がある。



## [BOX 1]

## 国庫金の効率的な管理

国庫金は、税揚げや国債発行等による資金流入と、年金・交付税支払いや国債償還等による資金流出のタイミングが同時とは限らないため、資金不足や資金余剰が生じる。政府はその間、日本銀行における政府預金や、対日本銀行での現先運用等で調整を行っている。近年は、財政資金の受払い額の増加に伴い、こうした資金過不足の振れが大きくなるとともに、国債の大量償還に備え借換債を前倒し発行してきた結果、対日本銀行での資金運用額等も増加している。

2005 年 8 月 26 日に、財務省は、財政資金の流入と流出のタイミングを極力合わせることを通じて国庫金の効率的な管理を図るべく、下記の①～③のような各種施策を実施した。

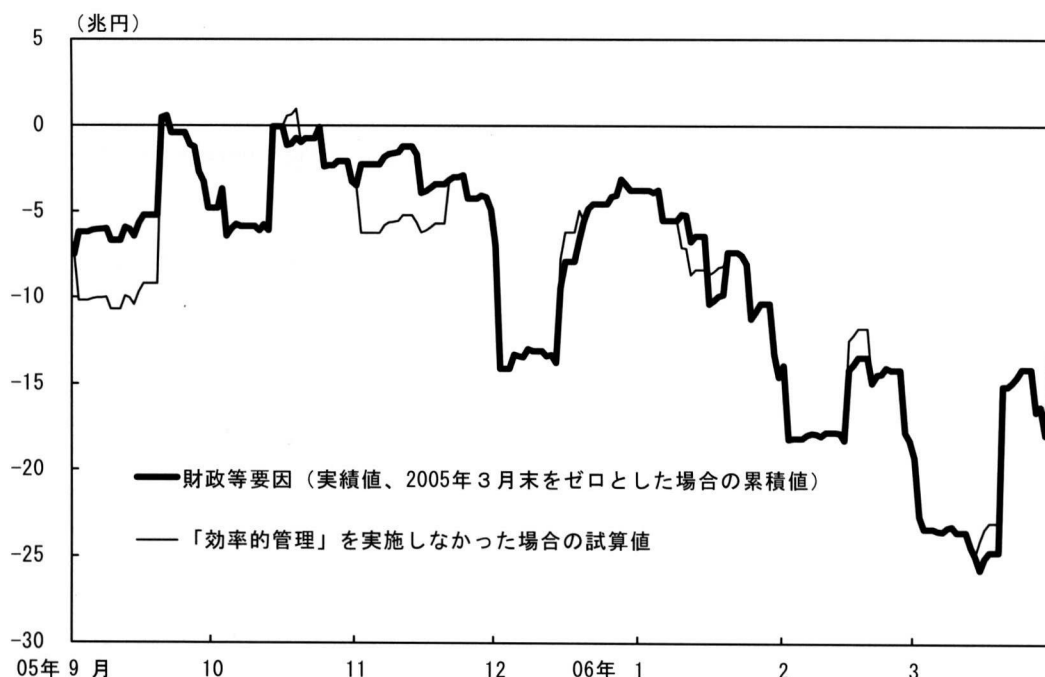
- ①普通交付税（4・6・9・11 月に交付）について、交付日を原則月末から 2 営業日目（租税・年金保険料の受入計上日）に移動。
- ②個人向け国債（1・4・7・10 月の原則 10 日発行）・2 年物国債（毎月の原則 20 日発行）の発行日を原則 15 日（偶数月は年金支給日に該当）に移動。
- ③各行政機関に対し、支払日が法定されていない歳出金等の支払日を、原則月末から 2 営業日目（租税・年金保険料の受入計上日）とするよう協力を要請。

本措置については、例えば 9 月には、税揚げ日と交付税の支払日が重なることになり、財政要因の振れが均されるなど、一定の効果があがっている。この結果、これまで税揚げ日など大幅な不足日に向けて短期資金供給オペ残高を増加させる必要があったが、振れの縮小に伴い、調節面での対応の必要性が低減することとなった。

ただ、局面によっては相殺すべき受払いがない結果、財政要因の振れが均しきれない場合も生じている<sup>(注)</sup>。また、近年の税収額や国債償還額の増加に伴って財政等要因の振れそのものがこれまで以上に大きくなる日が生じていることもあり、引続き調節面で対応する必要性が高い局面もみられている。

(注) 例えば、3 月には 2 年債の発行が 20 日から 15 日に移動したが、これを相殺する年金支給がないため、月初の税揚げ以降のマイナス要因が長引く一方、3 月 20 日の国債の大量償還を相殺できなくなり、同日の日銀当座預金増減要因が +8.6 兆円まで膨らむこととなった。また、これとは別に、年金支払日および 2 年物国債発行日となる 15 日が休日にあたる場合、年金支払日は前倒しされる一方、国債発行日は後ろ倒しとなるため、短期的な資金の振れが必ずしも相殺されない局面も生じている。

(図表)「国庫金の効率的管理」の日銀当預への影響



(注1) 短国売買オペ調整後。

(注2) 試算値は、①普通交付税の交付日を月初第2営業日ではなく20日（休日の場合は翌営業日）、  
②2年債・個人向け国債の発行日を15日ではなく20日（休日の場合は翌営業日）と仮定して  
算出したもの。

### 3. 金融市場調節運営の推移

#### (1) 当座預金残高目標下での金融市場調節

##### (夏場までの状況：資金供給オペへの応札の減少)

2005年度入り後、4月のペイオフ全面解禁を特に波乱もなく通過し、金融システム不安の後退がさらに明確なものとなった。その結果、金融システム不安を背景とした流動性需要の減少が顕著となり、資金供給オペに対する応札は一段と低調になった。このため、税揚げなどにより民間部門から財政部門に大幅な資金移動が見込まれる時期には、当座預金残高目標を確実に維持できるかどうか不確定な状況となった。

このような状況に対処し、2005年5月19、20日の金融政策決定会合では、金融市場調節方針の「なお書き」の修正が決定された。従来の調節方針では、当座預金残高目標を「30～35兆円程度」としつつ、「なお書き」として、「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場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う」旨を示していたが、これに「資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする」との文言を付け加えることが決定された。

日本銀行は、金融システム不安が後退し、金融機関の流動性需要の減少が顕著になるもとで、2004 年度後半以降、①手形買入オペを最長 11 か月近くの期間でオファーすることをはじめとした資金供給の長期化、②応札が集まりやすいオペ手段の機動的な実施など、当預残高目標を達成するために、調節運営面で様々な対応を行ってきた。ただ、このことは、同時に、短期金融市場における自然な金利形成を妨げたり、あるいはオペが市場取引を代替する度合いを強めるという副作用をもたらした。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は、金融市場の安定や緩和的な金融環境を維持することに効果を発揮した。しかし、金融機関の健全性が回復してきた状況のもとで、オペ運営によって短期金融市場が本来持つ機能を過度に抑え続けることは、効果に比べて副作用が大きくなってしまふおそれがある。「なお書き」修正の背景には、こうした市場機能に対しての配慮という考え方もあった。

この「なお書き」修正後、日本銀行は、オペ期間の設定や特定市場への影響が相対的に大きいオペの運営などの面において、短期金融市場の機能への影響にも一定の配慮を加えつつ、潤沢な資金供給を継続した。当預残高は、殆どの期間、目標レンジ内で推移した。もっとも、夏場にかけては、オペへの応札状況に改善がみられず、札割れが一段と増加したため、法人税納付や国債発行等により民間から政府に大幅な資金移動が生じた 6 月初（2 営業日）や 7 月末～8 月初（4 営業日）には、目標の下限である 30 兆円を一時的に下回る事となった。

#### （夏場以降の状況：資金供給オペへの応札の回復）

一方、8 月以降は、期間の長い資金供給オペを中心に、オペに対する応札状況が次第に改善し（図表 5）、当預残高目標は安定的に達成された。

資金供給オペに対する応札の動機は、昨年公表した「2004 年度の金融調節」でも述べたように、①当座預金という資金、言い換えると流動性を調達することを目的としたものと、②リスクヘッジや損益確定など流動性調達以外の目的に基づいたものに、区分することができる。この区分に従うと、夏場以降も、①の流動性需要に基づくオペ応札の動機は、低調な状況が続いた。事実、当面の流動性需要に対応した期間の短いオペについては、相対的に応札は低調であり、無担 O/N コールレートやレポレートといったごく足許の流動性の需給を示す市場金利は、期末や年末を除き、概ね 0.001～0.002% 程度で推移した（図表 6）。しかし、景気回復や物価の下げ止まりが徐々に明確化するもとで、金融機関は、先行きの金融政策の枠組み変更の可能性を徐々に意識するようになり、長めの資金供給オペに応札することで、早めに低金利の資金調達を行う行動が広がった（上記②の動機）。F B、T B といったターム物の市場金利をみても、7 月までは、1 年物 T B に至るまでほぼゼロに張り付いていたが<sup>（注 8）</sup>、8 月以降は、金融機関の金利観の修正を反映して、期間の長めのものを中心に徐々に金利が上昇した。

資金供給オペに対する応札状況の改善を眺めて、オペ運営面では、それまで長期化していたオペ期間を徐々に短縮した（図表 7）。これは、操作目標を安定的に実現できる限りにおいて、極力、金融市場調節の機動性を確保するととも

（注 8）特に F B は、利回りがゼロ%となる 100 円での入札がたびたび発生した。

に、ターム物の金利形成を市場に委ね、オペが過度な影響を及ぼすことがないようにする、という点を意識したものであった<sup>(注9)</sup>。こうした観点に基づいて、供給オペの中心的な期間は、夏場以降、手形買入（全店買入）では8～10か月程度から4～5か月程度に、手形買入（本店買入）でも5～6か月程度から3～4か月程度に、それぞれ短縮した（前掲図表5）。

## （2）金融政策の枠組み変更後の金融市場調節

2006年3月8、9日の金融政策決定会合では、金融市場調節の操作目標をこれまでの当預残高から無担O/Nコールレートに変更したうえで、これを「概ねゼロ%で推移するよう促す」ことが決定された。

当預残高については、数か月程度の期間を目途としつつ、短期金融市場の状況を十分に点検しながら、所要準備額（6兆円程度）に向けて削減していくこととされた。これは、金融機関が、量的緩和政策採用以降、長期間にわたって、多額の当預残高や資金供給オペを前提とした資金繰りを行ってきたことを踏まえた措置である。当預残高の削減は、短期資金オペによって対応し、長期国債の買入については、先行きの日本銀行の資産、負債の状況などを踏まえつつ、当面、それまでと同じ金額、頻度で実施していくこととされた。同時に、補完貸付について、適用金利（0.1%）を据え置くとともに、2003年3月以降実施している利用日数に関して上限を設けない臨時措置を、当面継続することとされた。こうした補完貸付制度に係わる措置は、無担O/N

コールレートが0.1%を超えて上昇することに歯止めを掛けるものとして作用すると考えられる。

枠組み変更後、3月中のオペ運営は、期末を控えた短期金融市場の安定に配慮し、当預残高が30兆円前後で推移するように運営した。無担O/Nコールレートは、やや強含む日もみられたが、量的緩和政策時から大きな変化はなく、極めて低い水準で推移した。期末日も、加重平均で0.004%と幾分上昇したものの、年度末としては過去最低水準となり、補完貸付の適用金利（0.1%）を大きく下回った。

4月入り後は、主として過去に実施した短期資金供給オペの満期日到来に伴う資金吸収（期落ち）を利用しつつ、当預残高を緩やかに削減している（図表8）。その過程では、短期金融市場の安定を確保するとの観点から、短期資金供給オペもある程度実施している。一方、短期資金吸収オペについては、財政資金の受払い等に伴う当預残高の振れを均す観点から実施しており、少額かつごく短い期間での実施に止めている。なお、短期資金供給オペは、3月末時点で56兆円程度あるため、当預残高が所要準備額の6兆円程度まで削減された時点で、その他のバランスシート項目に変化がなければ、30兆円程度のオペ残高が存在する計算となる（図表9）。

当預残高が削減される過程でも、無担O/Nコールレートは、4月までのところ、ゴールデンウィークを控えた4月末には0.006%とやや強含んだが、これを含め、ゼロ%近傍での推移となった。この基本的な背景は、当預残高が低下したとはいえ、4月末では19兆円と、所要準備

（注 9） 海外の主要中央銀行をみると、金融市場調節の機動性を確保する観点から、短期資金供給オペの期間は、日本銀行と比べても大幅に短く設定されており、例えば米国の連邦準備制度は、短期資金供給オペとして、O/N物を中心とする短期レポと14日物（以前は28日物）の長期レポを用いている。また、欧州中央銀行の資金供給期間も1週間（以前は2週間）となっている。詳しくは日本銀行金融市場局「2004年度の金融調節」を参照。

額（6兆円程度）をなお大幅に上回る水準にあったことである。この点に関し、量的緩和政策下での当預残高と無担O/Nコールレートとの関係を見ると、当預残高が郵政公社を除くベースでみて10兆円を超える水準では、レートがほぼゼロ%に張り付いていることが分かる（図表10）。また、レートの落ち着きには、多くの金融機関が、それぞれの所要準備額を意識して、当預残高を早めに圧縮する姿勢を強め、余剰資金の運用を積極化したことも影響したと考えられる。これは、先行きマクロの当預残高が所要準備額近くまで減少する局面に備え、資金繰り体制の整備を進めようとする動きと捉えることができる。この点に関し、当預残高を保有業態別にみると（図表11）、金融政策の枠組み変更後は、都銀等が先行して削減を進めた姿が見て取れる。このため、当預残高全体の減少にも拘わらず、金融機関によってはむしろ当預残高が増加するな

ど、資金余剰感の強さが続いたものと考えられる。

なお、金融政策の枠組み変更後、オペに対する応募限度額について見直しを行った。日本銀行は、量的緩和政策のもとで、2002年1月以降、資金供給オペのうち国債買入オペ、CP等買入先オペを除くオペについて、資金供給力を向上させることを目的として、オファー額と同額まで応札を認めることとしてきた。枠組み変更後は、特定のオペ先に対する資金の集中を抑制し、円滑な金融市場調節を遂行する観点から、全ての資金供給オペについて、応募額の上限をオファー額の半分とすることとした。同時に、これまで応募限度額をオファー額の半分までとしてきた資金吸収オペについては、当預残高削減過程において、資金偏在を均し、円滑な金融市場調節を遂行することを目的として、当面、応募限度額をオファー額と同額まで引き上げることとした（注10）。

（注10） 量的緩和政策導入当初の2001年5～7月にかけて、日本銀行は、資金供給力向上の観点から、オペの応札金利の刻み幅をそれまでの0.01%刻みから0.001%刻みへと引き下げた。この点については、枠組み変更後も現時点では0.001%刻みを継続している。

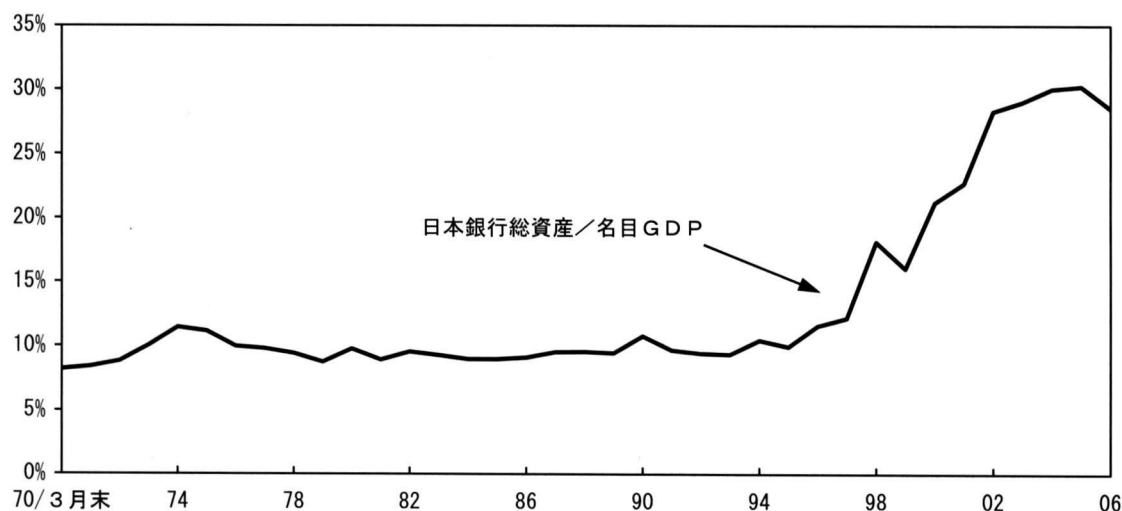
## [BOX 2]

### 日本銀行のバランスシートの拡大と縮小

日本銀行のバランスシートには、資産として長期国債、短期資金供給オペ等、負債として銀行券、日銀当座預金等が計上されている（図表9参照）。

1990年代半ば以降、日本銀行が長期にわたって金融緩和政策を続けるなかで、バランスシートの規模は徐々に拡大し、特に量的緩和政策採用以降は急速に拡大してきた。日本銀行の総資産額の対名目GDP比率をみると、長期間にわたって10%程度で推移してきたが、1990年代半ば以降上昇し、特に量的緩和政策を導入した2000年度末以降は30%程度まで上昇した。

#### 日本銀行総資産の対名目GDP比率の推移



（注）名目GDPはそれぞれ3月末を含む四半期の計数を利用。

こうしたバランスシートの拡大は、負債サイドにおいて、①金利がゼロ近傍まで低下して保有に伴う機会費用が低下したことなどを反映し、銀行券の発行残高が大きく増加したこと、②当預残高目標の引き上げに伴って当預残高が増加を続けたことが、主な背景である。負債の増加に対応し、資産サイドでは、短期資金供給オペ残高が大幅に増加しているほか、国債買入額の増加に伴って長期国債残高が増加している。

長期的には、増加した負債が減少し、これに対応して資産も減少すると考えられる。



## 4. 短期金融市場の取引動向

### (1) コール市場の取引動向

コール市場残高<sup>(注 11)</sup>は、2005 年度を通じて緩やかに増加し、年度半ば以降はそのペースを幾分速める展開となった。この背景には、第一に、外銀が、邦銀の信用力回復に伴って、為替スワップ市場等で円資金をマイナス金利で調達する機会が減少したため、コール市場での資金調達を増やしたことが指摘できる<sup>(注 12)</sup>。第二に、多くの金融機関が、政策の枠組み変更に備えたクレジットラインのチェックや新規調達先開拓を目的として、試行的に調達を行ったことも増加に寄与した。枠組み変更後においては、資金供給オペの減少を受けてコール市場での調達ニーズが高まるとともに、それも一つの要因となって無担 O/N コールレートがやや強含んだ局面においては運用を積極化する動きもみられたことなどから、コール市場残高はさらに増加した。ただ、2006 年 4 月時点でみると、無担コール市場の残高は、平残ベースで 10 兆円程度と、量的緩和政策導入直前（2001 年 2 月：19 兆円程度）に比べ依然低い水準に止まっている。

無担コール市場について取り手・出し手の構造をみると（図表 12-1）、取り手では外銀、証券等の増加が目立っている。これは、外銀については、前述の通り為替スワップ取引を通じたマイナス金利での調達機会の減少に伴ってコール市場での調達ニーズが高まったこと、証券等については、株式や債券の取引増加などに伴って決済資金ニーズが高まったことが背景と考え

られる。さらに、政策の枠組み変更に関する思惑の高まりや、その後の資金繰りに対する不透明感から、これらの業態で、ターム物取引を用いつつ早めに年末越え、年度末越えの資金調達を進めたことも、市場残高の増加に寄与したのと考えられる。また、足許では地銀・地銀Ⅱも、枠組み変更後を展望してラインチェックを兼ねた調達を進めたため、幾分増加した。

一方、かつてはコール市場における中心的な取り手であった都銀は、量的緩和政策のもとでオペを通じて多額の調達を行ったこと、預金・貸出構造が「預超」に変化したことから、コール市場での調達を減少させ、出し手に回る場合も観察されている。枠組み変更後もこの構造には大きな変化はみられず、むしろ量的緩和下で多額の当預を保有していた都銀等が、所要準備額を意識しつつ当預残高を圧縮する過程で、資金の出し手となる場合が増えた。このほか、信託（投信を含む）も、コール資金放出を増加させた。

有担コール市場についてみると<sup>(注 13)</sup>（図表 12-2）、取引残高全体では概ね横這い圏内で推移した。ただ、取り手の内訳をみると、引続き信託銀行の信託勘定分の待機資金の受け皿等の機能を果たしている短資会社の調達が大きな割合を占めているものの、幾分減少方向に転じている。一方、株式、債券取引の増加を背景に資金調達ニーズが高まった証券等を中心として、短資会社以外の調達が幾分増加した。

（注 11）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。

（注 12）日本銀行金融市場局「2003 年度の金融調節」、同「短期金融市場におけるマイナス金利取引」を参照。

（注 13）有担保コール取引では、短資会社がいったん自己勘定で資金を取入れ、その後放出を行なう取引（ディーリング）が殆どであるため、ここでの短資会社の調達額は、当初の調達額ではなく、最終的に短資に滞留した金額を指す。



## （２）短期金融市場の構造変化と調節運営上の留意点

量的緩和政策は、2001年3月から2006年3月まで、約5年間にわたって継続された。その間、短期金融市場を取り巻く環境は、以下に挙げるように、大きく変化した<sup>（注14）</sup>。

第一に、上述の通り、コール市場を中心として、資金の取り手、出し手双方の顔ぶれに変化が生じている。従来は、預金・貸出構造の面で「預超」となる地銀や信託から「貸超」の都銀等に資金を供給するという比較的固定的な構造がみられていた。一方、最近では、新たな調達主体として、外銀、証券のウエイトが高まる一方、「預超」となった都銀が出し手に回るケースも増えている。

第二に、規模の大きい都銀等が合併を通じて「メガ化」した点を挙げるができる。都銀等の合併は、市場の主要参加者数の減少に繋がるほか、関連する取引の規模拡大を通じて、少数の金融機関の行動が市場全体に及ぼす影響の度合いが高まることに繋がった。また2003年4月に、預金量等の観点からみて、これらのメガバンクよりも更に大きい日本郵政公社が日本銀行の取引先となったことも大きな変化である。

第三に、1990年代後半以降、金融システムが不安定な時期が長く続いたことから、市場参加者のカウンターパーティー・リスクに対する意識が高まり、相互に相手の信用力に応じたクレジットラインを厳格に設定する傾向が高まったことが挙げられる。

第四に、量的緩和政策が始まる直前の2001年

初に日銀当預決済と国債決済がRTGS（即時グロス決済）化され、2006年1月には電子CPや一般債の取引をDVP決済する仕組みが本格的に導入されるなど、資金決済の制度面での変化があったことも指摘できる。こうした変化は、コール市場での「返金先行の慣行」<sup>（注15）</sup>と相俟って、金融機関にとって、日中一時的に必要なとなる資金（日中流動性需要）を増加させ、日中での日銀当預残高の変動を拡大させることに繋がっている。

しかし、短期金融市場では、日本銀行による潤沢な資金供給が続いていたことを背景に、こうした大きな構造変化の影響が顕現化することがなかったことから、市場参加者の対応が必ずしも十分に進んでこなかった面がある。むしろ、量的緩和政策に伴って市場金利が極端に低下し、市場取引規模も大幅に減少したことで、クレジットライン網、資金繰り部門の人員・システム等の事務体制など、円滑な市場取引を支える基本的なインフラそのものが縮小したとする向きも多い。従って、今後、市場参加者の構造変化への対応が進捗し、資金取引が円滑に行われるようになるには、ある程度の期間を要するものと考えられる。

2006年3月の枠組み変更にあたっては、以上のような状況を踏まえ、当預残高の所要準備額に向けた削減は、数か月程度の期間を目途としつつ、短期金融市場の状況を十分に点検しながら、進めることとされた。上述の構造変化の結果、日本銀行が市場全体でみて必要と考えられる資金量を供給していても、資金が個々の市場

（注14）短期金融市場の構造変化と課題についての詳細は、日本銀行金融市場局「量的緩和政策解除後の短期金融市場の課題」を参照。

（注15）コール取引について、RTGSのもとで円滑に資金決済を行う観点から、「資金の取り手は、原則として資金の出し手に対して遅くとも午前10時までに返金する」という市場慣行を指す。

参加者に十分に行き渡らなかったり、日中の一時的な資金需要に対する調達が難しくなったりするなど、ミクロレベルでの資金偏在が残り、市場取引や金利形成が円滑に進まない可能性がある。当面の当預残高の削減過程やその後の金融市場調節にあたっては、そうした可能性を念頭に置き、特に下記の①～③のような点に留意しながら運営していく方針である。

### ①無担O/Nコールレートの変動

今後、当預残高が所要準備額に近づいていく過程で、徐々に市場取引規模の回復、クレジットラインの整備や市場取引にかかるノウハウの新たな蓄積が進み、円滑な市場取引を支えるインフラが徐々に整備されていくものと考えられる。もっとも、そこへ至る過程では、資金偏在の結果として資金が円滑に行き渡らず、無担O/Nコールレートの変動が高まる可能性がある。また、先行き、資金の流れが円滑化するとしても、量的緩和政策導入以前と比べ、上述したような各種の構造変化、とりわけ、カウンターパーティー・リスクへの意識の高まり、資金の取り手の顔ぶれの構造的変化等によって、日々の加重平均レートの変動が幾分高くなる可能性がある。

無担O/Nレートの変動を日米欧で比較すると（図表13）、米国・欧州では、総じて変動の度合いが大きく、局面によってはかなり大幅なレート変動が生じていることが分かる。一方、日本では、量的緩和政策導入以前に金利を操作目標としていた時代には、レートの変動がかなり小さいものに止まっていた。今回、日本銀行は、金利を操作目標とする金融政策の枠組みに復帰したが、上述の各種の構造変化を踏まえると、米国・欧州の例ほど高くはならないとしても、必ずしも以前と同様の極めて小さい金利変動に

止まるとは限らないものと思われる。

### ②当預残高の水準、振れ

無担O/Nコールレートを操作目標とする調節運営のもとでは、当預残高について、所要準備額（6兆円程度）に向けて削減した後、原則としては、平均して所要準備額に近い残高を維持していくことになる。もっとも、少なくとも当面は、金融機関が保守的な資金繰りを行った場合、決済に必要な当預残高が所要準備額を幾分上回る状態が続く可能性もある。また、郵政公社等の一部金融機関が、多額の当預を一時的に保有することも考えられる。

日々の金融市場調節運営に当たっては、このような資金の一時的な偏在も勘案したうえで、市場全体の資金に不足が生じないよう資金供給を行う必要がある。その結果として、当預残高全体の水準は、準備預金制度適用先金融機関にとっての実質的な資金過不足がさほど変わらなくても、見掛け上は日々大きく振れる場合が生じるものと思われる。

### ③日中流動性需要

上述の日銀当預決済等のRTGS化など決済制度面の変化は、金融機関が決済を行うための日中流動性の需要を高める方向に作用する。今後、当預残高が相当程度削減されてくると、日中流動性需要は、O/Nコールの取引量やレートにも影響を及ぼしうる。

今後は、RTGSをはじめとする新しい資金決済環境のもとで、初めての無担O/Nコールレートを操作目標とする金融市場調節運営となるだけに、日中流動性の需給がどのようにO/Nコールのレートや取引量等に影響を及ぼすのか、といった点について注意深く点検することが重要となる。

# [BOX 3]

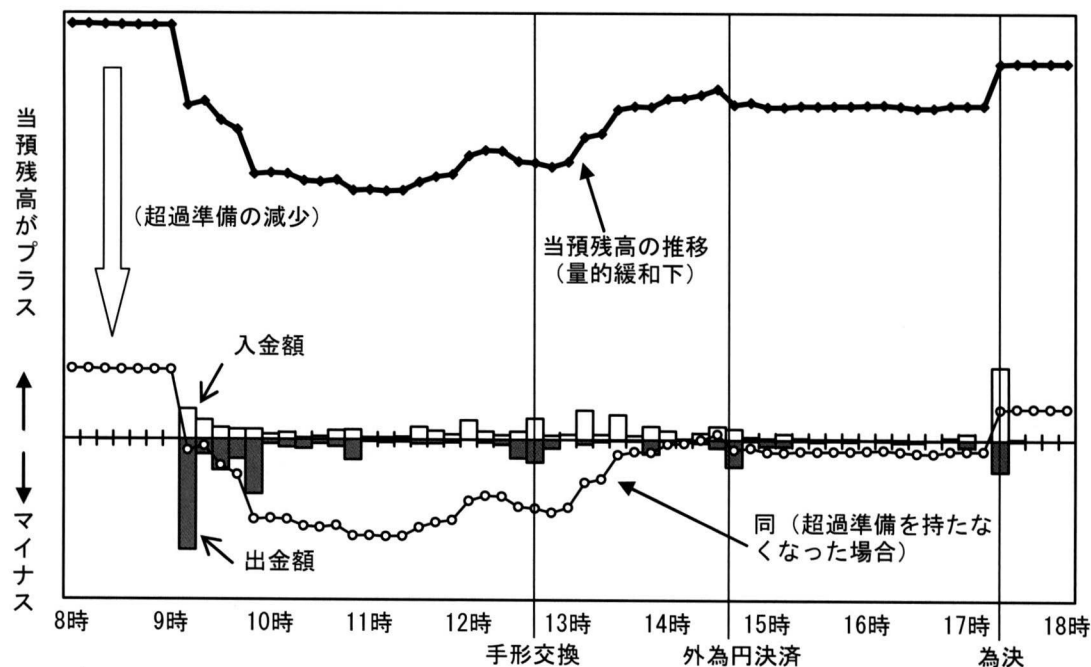
## 日中コール市場

金融機関が日中の流動性を融通しあう市場としては、日中コール市場が存在している。コール市場では、かつては半日物コール取引が存在していたが、2001年に、日銀当預決済等のRTGS化に伴って、適格担保を裏付けとした日本銀行による流動性供給（日中O/D）だけでは応じることのできない日中流動性需要に対応することを目的として、日中コール取引が導入された。日中流動性は、例えば、コール取引における「返金先行の慣行」により、資金の受取りに先行して支払いを行う先の需要が高い。量的緩和政策のもとでは、有担コール取引を通じて信託銀行の待機資金を大量に受け入れていた短資会社が、その返済に充てるために日中コール資金を調達していた。

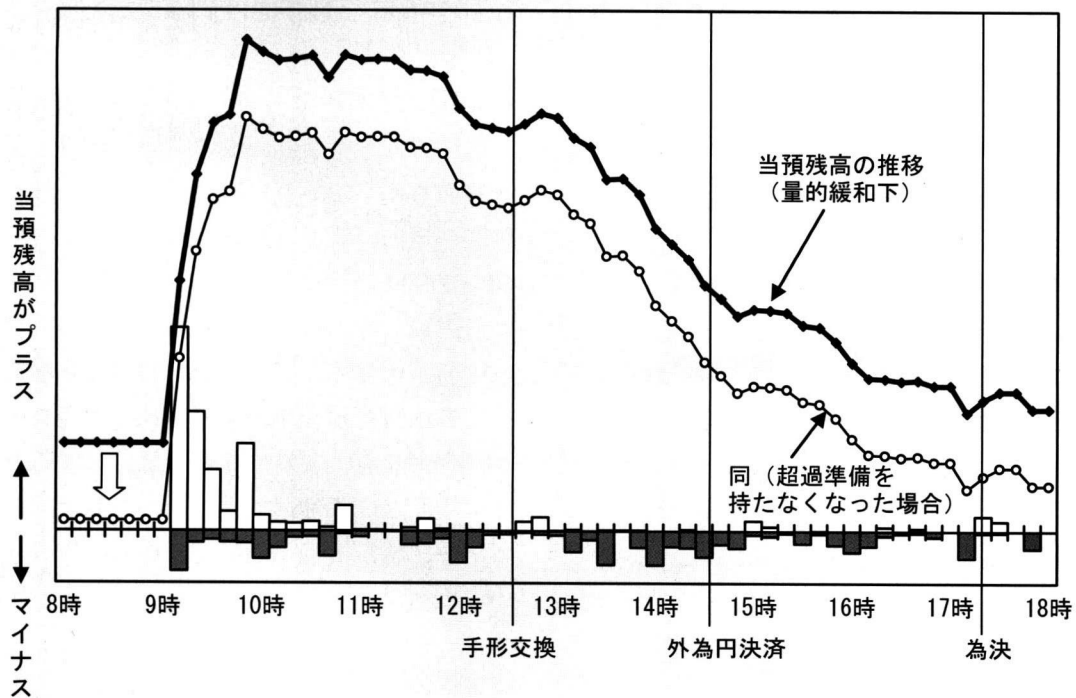
2006年3月に金融政策の枠組みが変更され、当預残高が所要準備額に向けて削減されていく過程では、このような待機資金の減少等により短資会社等の日中流動性負担が減少するものとみられる。他方で、当預保有によるバッファが薄くなることに伴い、担保面の制約等から日銀の日中O/Dの利用可能額が小さい先を中心に、日中コール資金に対する需要が高まる可能性がある。実際、下図の仮設例のように、日銀当預残高の減少に伴って当預のバッファが薄くなることに伴い、支払いが先行する金融機関の中には、日中一時的に流動性を調達する必要性が生じる先が現れやすくなることが分かる。

日本銀行取引先の当座預金残高の日中推移（仮設例）

### （１）午前中に支払いが先行する金融機関



## (2) 午前中に受取りが先行する金融機関



ここで日中流動性調達手段の一つである日本銀行の日中O/Dについてみると、2006年3月末時点では、日本銀行に差入れられている共通担保（後述の脚注17を参照）の総額（85兆円程度）から手形買入等を使用される分を除いた45兆円程度が利用可能となっている。このため、マクロ的にみれば日中流動性は十分な額が供給されうる状態となっていると考えられる。

もっとも、必ずしも全ての金融機関が十分な共通担保を保有しているわけではないことから、日中流動性に余裕のある先から不足する先に対し、円滑に資金が流れることが重要である。この点、市場参加者にとっては、日中の資金繰りの精度を高めるための事務体制の整備や、日中コール取引のためのクレジットラインの設定などが、課題になると考えられる。

## 5. 金融市場調節手段別の動向

### (1) オペ手段別の運営状況

2005年度から2006年度初にかけての、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（各オペの残高は図表14参照）。

#### イ. 資金供給オペ

##### (国債買入オペ)

国債買入オペとは、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<sup>(注16)</sup>。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。3月の金融政策の枠組み変更後も、同じ金額、頻度で実施している。

国債買入オペは、量的緩和政策のもとで、円滑な資金供給を実現する上で必要と判断される場合に、銀行券発行残高を長期国債保有残高の上限として実施されてきた。これは、主として、日本銀行が保有する資産の固定化を回避し、金融市場調節の機動性を将来に亘って確保するということを目的としたものである。日本銀行のバランスシートを考えると（図表9、BOX2）、資産に占める長期国債の割合が増加すれば、他の項目に変化がない限り、短期資金供給オペを行う余地が縮小することになる。しかし、日々の日銀当座預金増減要因の振れ幅が大きいという状況も踏まえると、資金の振れを均しつつ短期金融市場の安定を確保するためには、機動的な運営が可能な短期資金供給オペを活用できる余地を十分に持つておくことが必要となる。

なお、2005年度末でみると、日本銀行の長期国債の保有残高は60.5兆円と、銀行券発行残高の75.0兆円を14.5兆円下回った。

##### (短国買入オペ)

短国買入オペとは、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、短期資金供給オペのなかでは期間が相対的に長めとなる傾向があることから、日銀当座預金増減要因の日々の振れを均すというよりも、安定的な資金を供給するためのオペ手段と位置付けてきた。こうした同オペの目的や、特定市場への影響が相対的に大き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。2004年度には、当預残高目標の達成のため、同オペの金額や頻度を大幅に増加させた局面もあったが、2005年度は、5月の「なお書き」修正の背景にあった市場機能への一定の配慮という考え方も踏まえ、1回あたりのオファー額を少なめにするとともに、ほぼ定期的なオファーを行った。

具体的には、1回あたりのオファー額は5千億円を中心とし、ほぼ週1回のペースでオファーした。同オペは、入札で決定した利回較差に基づいて買切るという仕組みのため、基準利回りがほぼゼロ%（下限0.001%）にならない限りは「札割れ」が起きりにくい。しかし、年度前半にはF Bの発行金利がほぼゼロ%に張り付いた結果、仕上がりレートが必ず0.001%以上となる短国買入オペに対する応札意欲が減退したことなどから、「札割れ」が頻繁に発生した。もともと、年度後半には、金融政策の枠組み変更

（注16）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。

対する思惑等から短国レートが上昇したこともあって、短国買入オペに応札するインセンティブが回復し、「札割れ」の発生は減少した。

枠組み変更後は、1回あたりのオファー額を幾分減少させながら、ほぼ定期的なオファーを続けている。

#### (手形買入オペ)

手形買入オペとは、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<sup>(注17)</sup>、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に加え、日本銀行が適格と認める社債・CP等の民間債務も含まれる。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CP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、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機動的に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、日本銀行は、同オペを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。このように期間に一定の差を設けることで、金融機関の多様なオペ需要に応えるように工夫した。

手形買入オペは主力の資金供給手段として、国債発行日や6・9・12・3月初を中心とする税揚げ日など大幅な資金不足が見込まれる局面においては、当預残高目標を維持できるよう、早めの段階からオファー回数を増やすことで対応した。その際、オファーが増加するに伴って、金融機関のオペに対する応札姿勢が徐々に後退し、札割れが頻発した場合には、オペ期間を延ばすことなどによって、応札の確保に努めた。もともと、市場機能への一定の配慮といった観点から、同オペの運営に際しては、短期金融市場の状況を点検しながら、頻度を過度に高めない、あるいは期間を過度に長期化させないことも意識したうえで、オファーを実施した。また、秋口以降は、金融政策の枠組み変更を意識して金融機関のオペに対する応札姿勢が次第に回復したため、こうした状況に応じてオペ期間を短縮した。

枠組み変更後、当預残高の削減過程では、オファー回数は減らしたうえで、当座預金の短期的な振れを均すことを主な目的としつつ、1週間から2か月程度の比較的短い期間で実施している。手形買入オペは、量的緩和政策下では、

(注 17) 共通担保とは、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いて金融機関が差入れる担保のことを指す。日本銀行は、「適格担保取扱基本要領」で適格と認める担保（適格担保）を定めており、実際には国債、社債、その他債券、証書貸付債権等を中心に差入れられている。金融機関は、差入れている共通担保の範囲内で、手形買入、補完貸付、日中O/Dなど、日本銀行から様々な形態で与信を受けることができる。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。

当預残高目標を達成するうえで最も活用していたオペ手段であったため、当預残高削減に当たっては、同オペの削減額が最も大きいものとなっている。

#### （国債買現先オペ）

国債買現先オペとは、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、上述の手形買入オペに比して応札が低調になりがちであり、2005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差別化して、1～2か月程度と短めの期間としつつ、ほぼ定期的にオファーするよう運営した。これは、多様なオペ需要に対応し、全体の短期資金供給オペ残高を積み上げて、日銀当預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。夏場以降は、手形買入オペの落札金利が強含むなかで、レートがほぼ下限に張り付いていた国債買現先オペを有利なファイナンス手段として見直す先からの応札がみられ、全体としての短期資金供給オペ残高下支えに寄与した。

枠組み変更後、当預残高の削減過程では、オファー回数は減らしたうえで、当座預金の短期的な振れを均すことを主な目的としつつ、1か月程度と従来よりやや短めの期間で実施している。

#### （ＣＰ等買現先オペ）

ＣＰ等買現先オペとは、ＣＰおよび短期社債（電子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等の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。2005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、1回あたりのオファー額を固定しつつ、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。2004年度には、当預残高目標の達成のため、同オペの頻度を増加させた局面もあったが、2005年度は、市場機能への影響に配慮し、ほぼ定期的なオファーとした。

同オペへの応札は、資金余剰感の強まりを背景に投資家のＣＰ等の需要が堅調に推移し、オペ先の資金手当ての必要性が低下したことから、総じて低調に推移した。もともと、2005年12月末にかけては、賞与・法人税支払い等のためにＣＰ等の発行額が膨らむなか、需給悪化懸念を背景にＣＰ等の発行レートが上昇し、相対的に割安かつ確実な資金手当て手段としてＣＰ等買現先オペへの応札ニーズが増大した。このため、年末にかけてＣＰ等買現先オペの落札レートは上昇した。一方、年明け後は、レート上昇を背景として投資家からの需要が高まり、オペ先の保有する在庫が少なめとなったことから、ＣＰ等買現先オペで再び札割れが頻発することとなった。

枠組み変更後は、1回あたりのオファー額・頻度を従来よりも幾分減少させ、期間もやや短めとしている。

なお、オペ先の中には、ＣＰ等の資金手当て手段として、これまでＣＰ等買現先オペを活用してきたものの、事務的な煩雑さの軽減や、スタート・エンド時に発生する一時的な資金負担を回避する等の目的で、ＣＰ等を共通担保とし



て日本銀行に差入れたうえで、手形買入オペで資金を手当てするよう、手段を変更する先もみられるようになっていく。

#### (資産担保証券買入)

資産担保証券買入は、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年に導入が決定されたものであり、買入上限額は残高ベースで1兆円とされた。

2005年度中は、ABCPの買入については、1回あたりの買入上限額を1,000億円とし、月2回のペースで実施した。もっとも、ABCPの発行需要が鈍化する一方、投資家への販売も堅調に推移したことなどから、応札額・落札額は前年度に比べて低下した。

2005年12月15、16日の金融政策決定会合では、2005年度末までの時限措置として実施していた資産担保証券の買入および資産担保コマーシャル・ペーパー等の適格基準の緩和について、資産担保証券市場の着実な成長がみられ、市場の発展の初期段階を支援するという所期の目的を達成したと考えられるほか、企業金融を巡る環境も大幅に改善してきているとみられることから、予定通り2006年3月31日をもって終了することを对外公表することとし、併せて一定の経過措置を講じることが決定された<sup>(注18)</sup>。これに沿って、ABCPの買入は、予定通り、2005年度末をもって終了した。2003年8月の初オファー以降、2006年3月の買入終了までの買入累計額は、3兆2,877億円に達した。また、対象

先からの申込みに基づき実施するABS買入も、同様に2005年度末をもって予定通り終了した。

#### 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、当預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、2005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て<sup>(注19)</sup>、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。

枠組み変更後は、当預残高の段階的な削減が実現されるよう、その振れを均す観点から、少額をごく短い期間吸収するといった運営を行っている。

#### (2) 補完貸付の利用状況

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。なお、補完貸付の適用金利は、本来積み期間あたり5営業日までは公定歩合、その日数を上回る期間は基準利回りに2.0%を加えたものであるが、2003年3月以降、時限措置として、全

(注18) 適格基準の緩和措置に基づいて適格と判定された資産担保コマーシャル・ペーパー等のうち、2006年3月31日までにCP等買現先オペにより買入れたものについては、売戻日までの間、なお従前の例によることとした。

(注19) 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。償還金が金融機関に払われるため、資金供給の役割を果たすこととなる。したがって、金融市場調節上は、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。

営業日にわたって公定歩合で借入ができるものとされている。この措置は、2006年3月の金融政策の枠組み変更後も引き続き適用されるものとされた。

2005年度中は、年度末にかけて利用実績が増加した。これについては、金融政策の枠組み変更に関する思惑の高まりや実際の変更を受けて、先行き利用する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として、試験的に利用したケースが多かったのではないかと推察される。

## 6. オペ手段に係る制度の整備

日本銀行は、2005年度中、以下のようなオペ手段に係る制度の整備を行なった。

### (1) 国債現先オペ等に係る決済の委託可能化

2005年5月19、20日の金融政策決定会合では、金融機関等の間で国債取引に係る決済を委託・受託する動きがみられること等を踏まえ、国債現先オペ、国債売買オペ、短期国債売買オペ、補完供給を目的として行う国債の買戻条件付売却について、これに係る国債・資金の決済を他の金融機関に委託する者をオペ先として選定し得る扱いとすることが決定され、2005年5月24日より実施された。

なお、本措置に伴い、オペ先については、これまで国債振替決済制度における直接参加者であることを要件としてきたが、決済を委託する場合には、その要件を外すこととした。一方、決済の受託先については、為替取引を業務として行えること、および現行のオペ先の資格要件を全て満たすことを要件とした。

これに併せて、国債系のオペ（国債買入オペ、短期国債買入オペ、国債買現先オペ、国債売現先オペ）について、決済締切時刻（日本銀行金融ネッ

トワークシステム国債系のオンライン入力締切時刻の1時間前の時刻）までに、オペ対象先が、国債の全部または一部を日本銀行に引渡すことができなかった場合の措置が改定された。

### (2) 手形買入オペの取引方式の見直し

2005年9月7、8日の金融政策決定会合では、金融市場調節に関する日本銀行およびオペ対象先の取引実務の効率化を図る観点から、手形買入オペについて、ペーパーレス化を実現するため、取引方式の見直しに関する検討を進めることとされた。

これを踏まえ、2006年4月10、11日の金融政策決定会合では、「共通担保資金供給オペレーション基本要領」および「共通担保資金供給オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」が制定され、手形買入オペから共通担保資金供給オペレーション（以下「共通担保オペ」）への移行は7月末までに行うこととされた（図表15）。なお、第1回の対象先選定については9月末までに実施することとされ、それまでの間は、現行の手形買入オペの対象先の中で、共通担保オペの対象先となることを希望し、一定の遵守事項を約した先を対象先とすることとした。

### (3) 分割償還債に係る適格担保としての取扱いの見直し

2005年6月14、15日の金融政策決定会合では、パス・スルー債等、元本の分割償還が行われることがある債券（以下「分割償還債」）について、発行後5年超のものも適格担保とすることが決定された。

併せて、貸付債権担保住宅金融公庫債券（以下「住宅金融公庫RMB S」）については、時価が安定的に取得可能であることから、①当該時価をベースに担保価格を算定することとし、

②当該時価の過去のデータを用いて新たに掛け目を設定することが決定された。また、住宅金融公庫RMB S以外の分割償還債については、時価が安定的に取得できないため、保守的に担保価格を把握する観点から、償還の最終期限として定められた期日に残存元本が一括償還されるものとみなしたうえで、必要に応じ時価の推計を行い、債券の種類および残存期間に応じた掛け目を適用することが決定された。

本件は、2005 年 6 月 30 日から実施された。

#### （４）適格担保の担保掛け目等の見直し

2005 年 9 月 7、8 日の金融政策決定会合では、適格担保の担保掛け目等<sup>（注 20）</sup>について、日本銀行の資産の健全性確保や市場参加者の担保利用の効率性向上に資する観点から、近年の市場金利の変動状況等を踏まえて、これを見直すこととし、2005 年 10 月 14 日より実施された。また、今後、概ね 1 年を経過するごとに見直しの要否を検証していくことも決定された。

#### （５）民間企業債務の担保利便性向上

2005 年 12 月 16 日には「民間企業債務の担保利便性の向上等について」を公表した。これは、今後もクレジット市場が健全な発展を続けることが信用仲介機能の向上等の観点から重要との考えのもと、日本銀行の諸取引においても、取引先等が民間企業債務（クレジット市場関連商品）を担保としてより利用しやすくなるようにするため、①社債等の担保利用の効率化、②証書貸付債権の担保受入手続等の簡素化、③信用判定の効率化・迅速化といった取り組みを行っていく旨を明らかにしたものである。

この取り組みの一環として、まず 2006 年 1 月 10 日、社債等の担保受払をオンライン化するほか、新規に発行される社債等の担保適格銘柄としての選定頻度を引上げることとした（これまでの月 1 回から概ね週 1 回の頻度）。

また 2006 年 3 月 20 日には、信用判定制度の見直し<sup>（注 21）</sup>、証書貸付債権の担保受入手続等の簡素化<sup>（注 22）</sup>といった措置を実施することを公表し、2006 年 4 月 3 日より実施した。

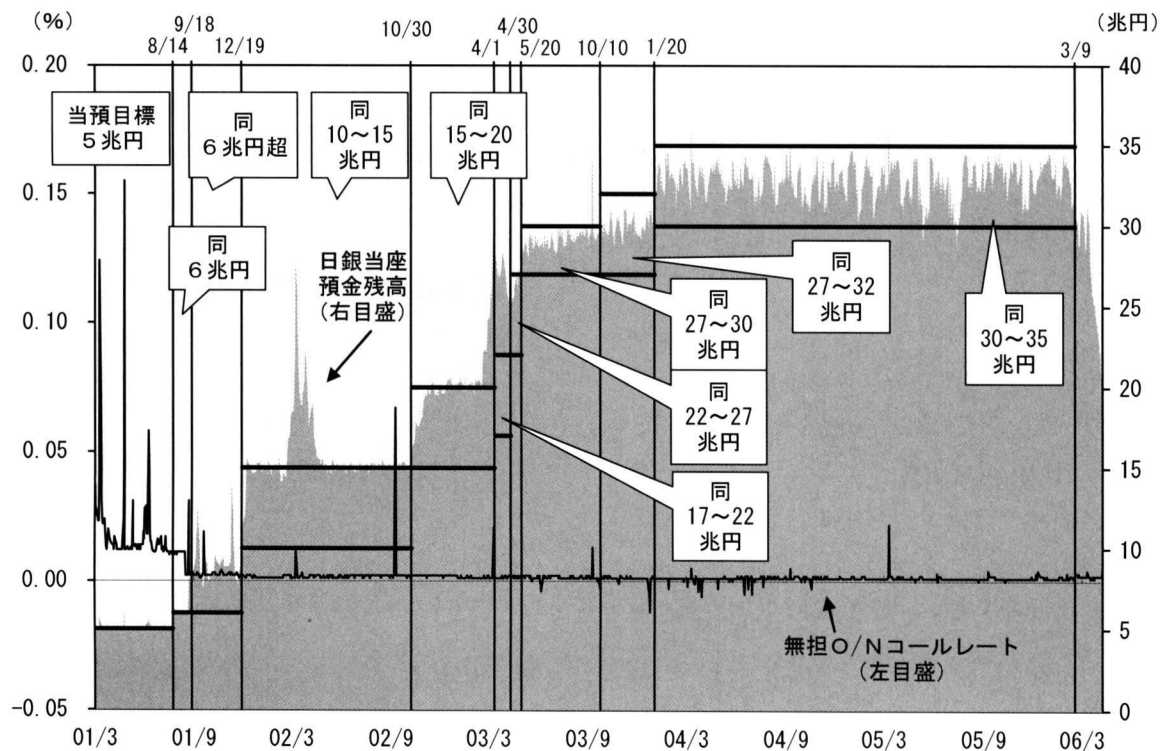
（注 20）適格担保の担保掛け目のほか、国債現先オペにおける売買対象国債の時価売買価格比率およびマージン調整担保国債の担保掛け目ならびに国債補完供給における売却対象国債の時価売却価格比率を含む。

（注 21）取引先金融機関等の手続上の負担軽減、適格・不適格の予見性の向上を図る措置として、①外部格付を取得している企業（債務者）については、原則として外部格付に基づいて信用判定を行う、②A格相当以上は特段の事情がない限り適格とすること、BB格相当以下は不適格としたうえで、それ以外の外部格付けを取得している企業や無格付企業については従来通り審査する、③外部格付けその他の市場情報を活用し、よりタイムリーに企業の信用力変化を信用判定に反映させる、といった見直しを行うこととした。

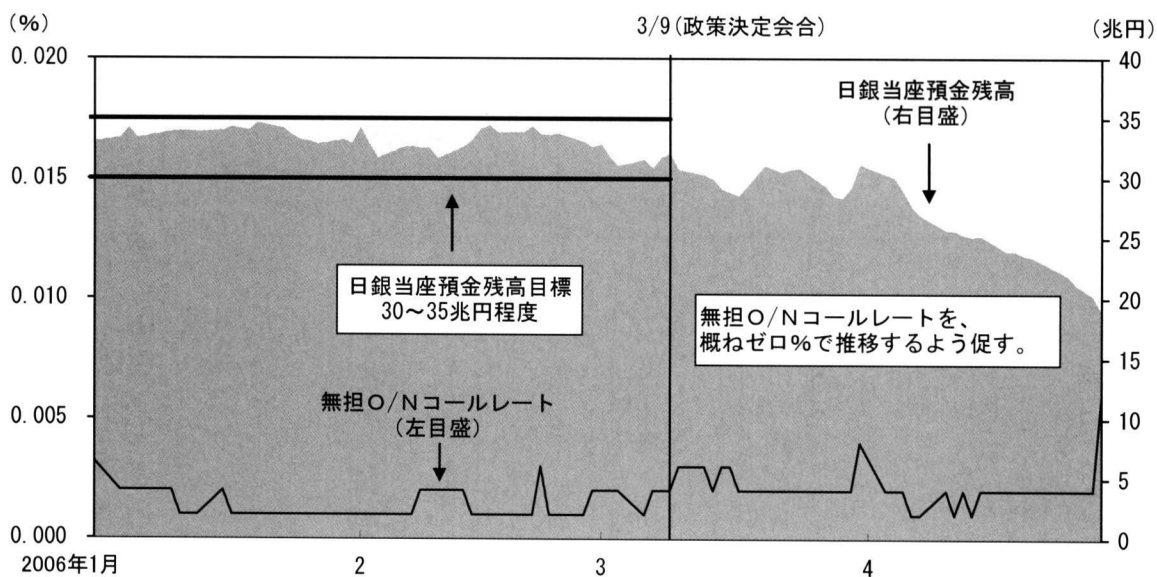
（注 22）担保受入れにあたり、①先行する譲渡等の登記がないことの証明書（登記事項証明書等）の提出を免除可能にすること、②シンジケート・ローンの債務者（借入人）の異議なき承諾書を当該債務者あての通知書により代替可能にすること、また、③シンジケート・ローンに係る担保権実行にあたっては、原則として貸付人の地位を承継する扱いとすること、等の措置を講じるものとした。

(図表 1) 日銀当座預金残高と無担O/Nコールレート

(1) 量的緩和政策導入以降の推移



(2) 2006年1月以降の推移



(出所) 日本銀行

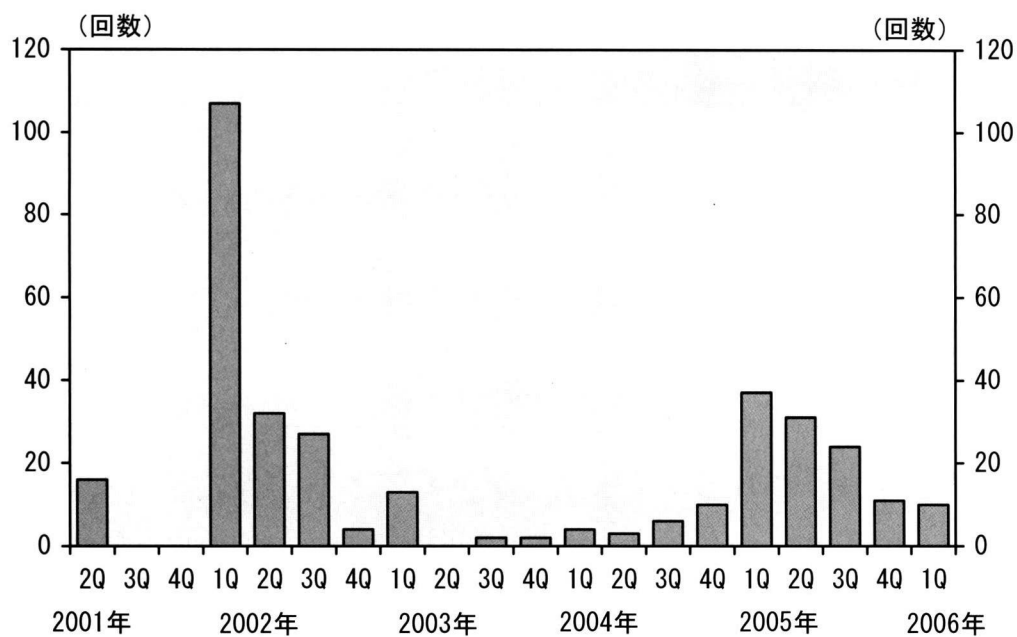
(図表 2) 資金供給オペにおける札割れの状況

## (1) 2004・2005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

	2004年度	2005年度				
			4－6月	7－9月	10-12月	1－3月
手形買入（全店）	4 (56)	4 (49)	2 (13)	2 (12)	0 (12)	0 (12)
手形買入（本店）	15 (56)	23 (53)	12 (13)	9 (12)	2 (15)	0 (13)
CP等買現先	15 (53)	13 (51)	5 (12)	3 (13)	0 (14)	5 (12)
国債買現先	18 (54)	27 (43)	10 (11)	4 (9)	9 (12)	4 (11)
短国買入	4 (69)	8 (49)	2 (11)	6 (13)	0 (13)	0 (12)
国債買入	0 (48)	1 (48)	0 (12)	0 (12)	0 (12)	1 (12)
合計	56 (336)	76 (293)	31 (72)	24 (71)	11 (78)	10 (72)

## (2) 資金供給オペの札割れ回数計の推移



(出所) 日本銀行

(図表3) 2005年度の日銀当座預金増減要因

(年度中の動き)

(兆円)

	2004年度	2005年度	前年差
銀行券要因	▲ 3.3	▲ 0.3	+3.0
財政等要因	▲ 23.9	▲ 12.1	+11.8
一般財政	+59.7	+43.3	▲ 16.4
国債	▲ 82.0	▲ 63.6	+18.4
政府短期証券	▲ 2.6	+8.3	+10.8
外為	▲ 0.0	+0.0	+0.0
その他	+1.1	▲ 0.1	▲ 1.2
日銀当座預金増減要因	▲ 27.2	▲ 12.4	+14.7

(参考)

銀行券末残	74.7	75.0
-------	------	------

(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(短国売買オペ調整後)。

日銀当座預金増減要因：▲は減少、+は増加を示す(短国売買オペ調整後)。

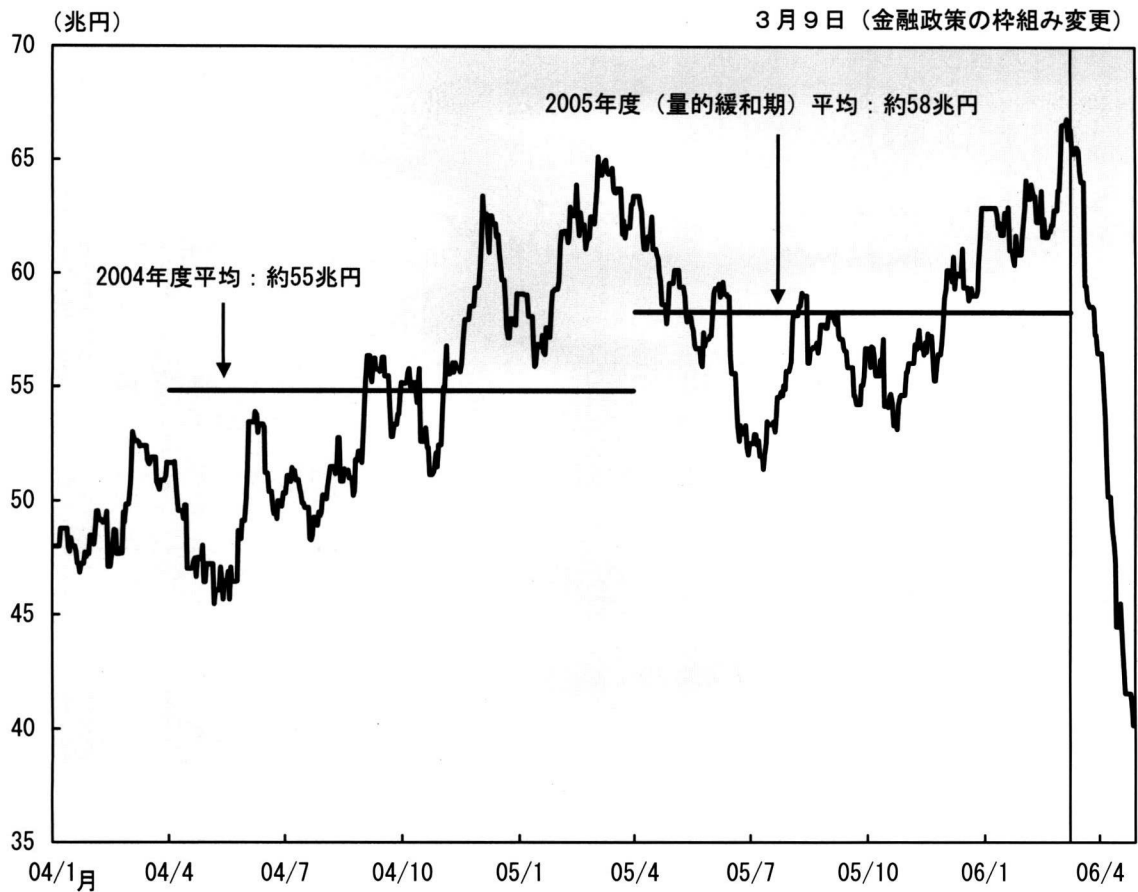
(日次の動き)



(注) 年度初からの累積ベース(短国売買オペ調整後)。

(出所) 日本銀行

(図表 4) 短期資金供給オペ残高の推移

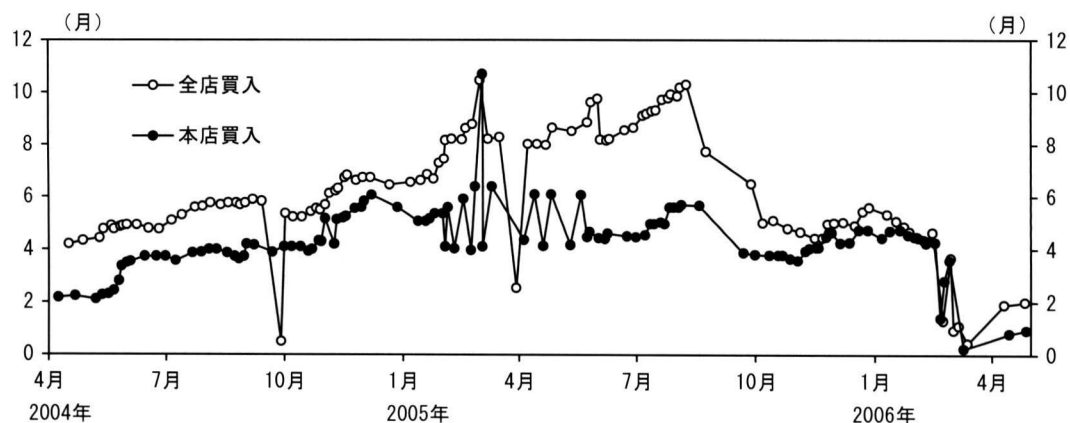


(出所) 日本銀行

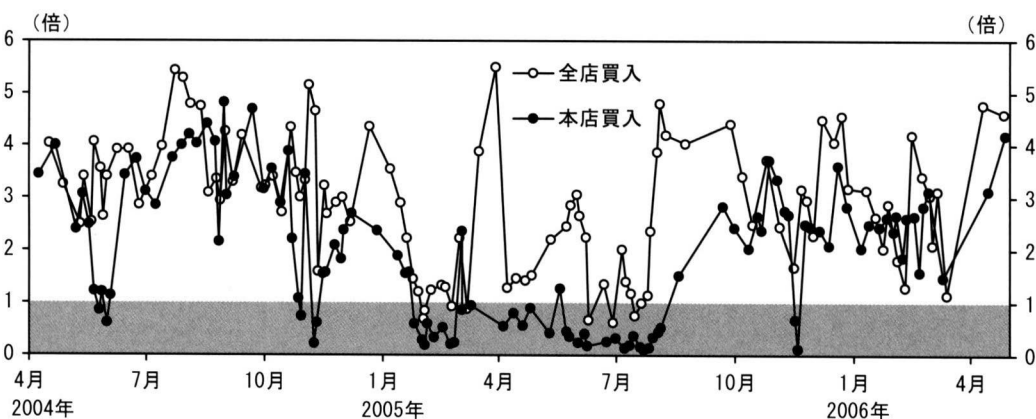


(図表5) 手形オペの期間と応札状況

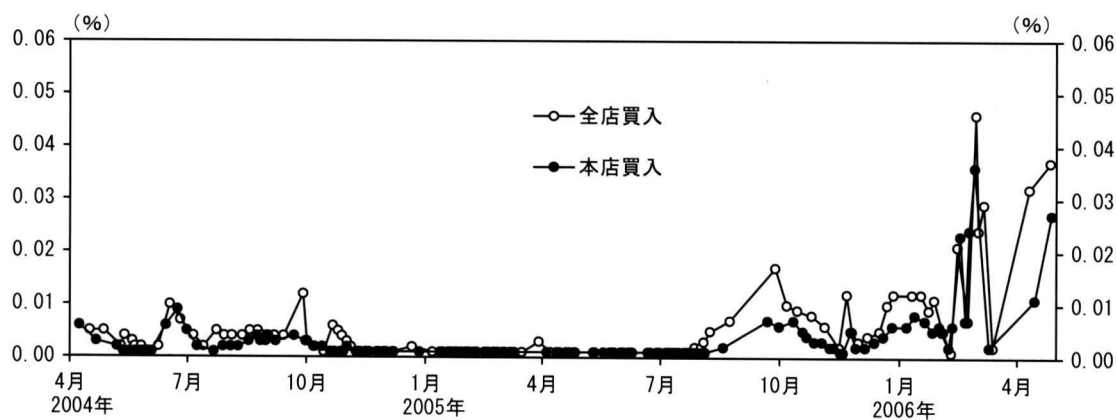
(1) 資金供給期間



(2) 応札倍率



(3) 平均落札金利

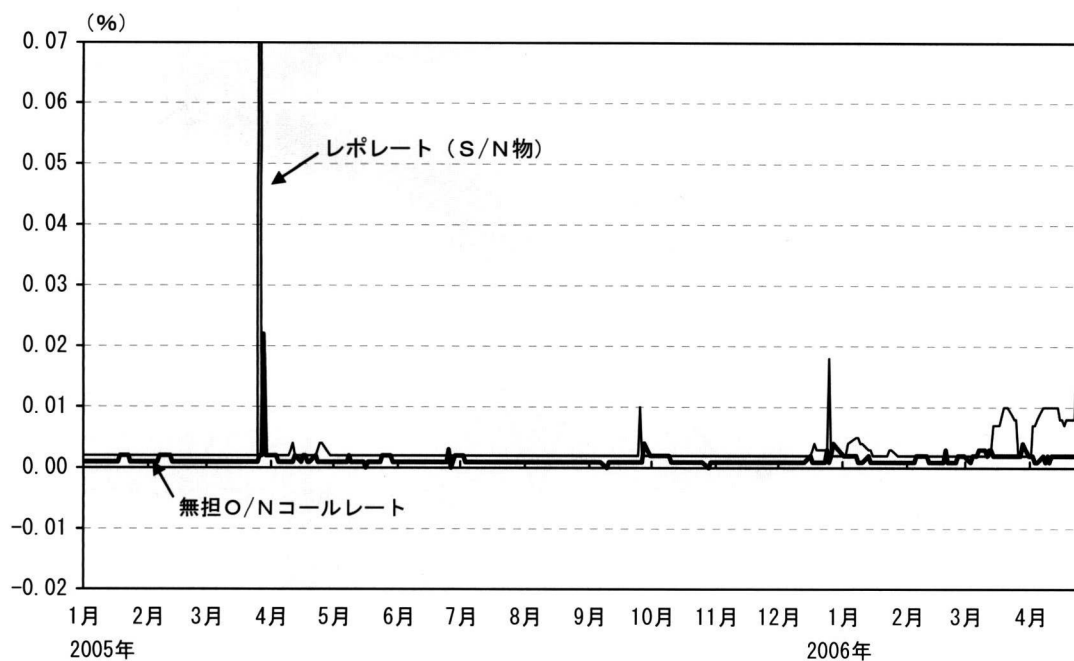


(注) 横軸はオファー日ベース。

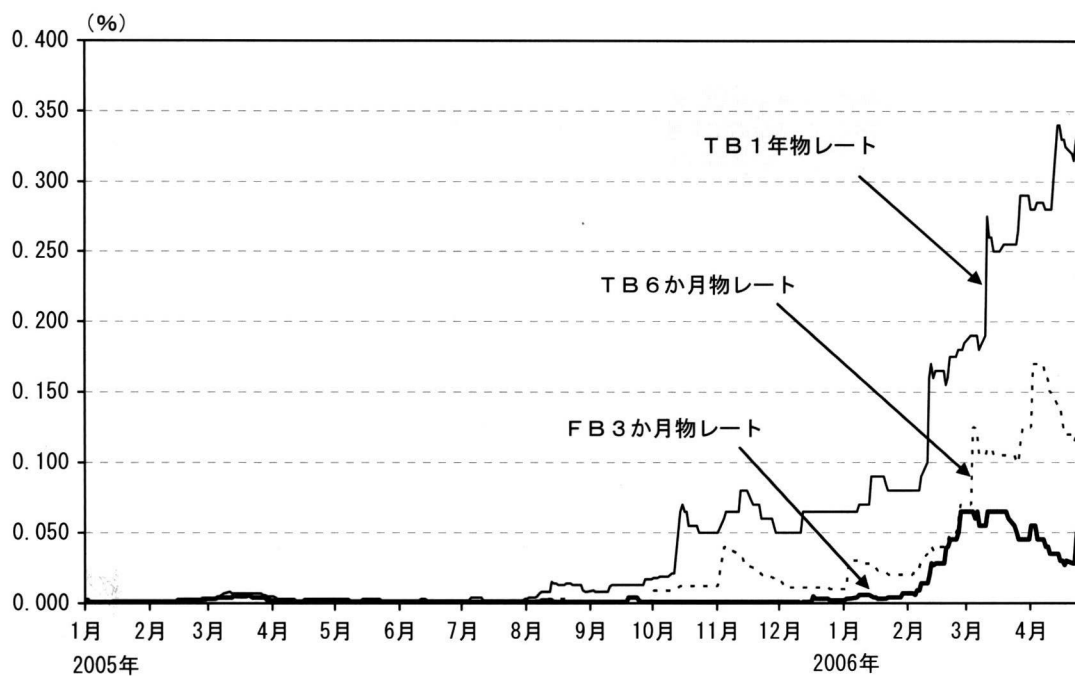
(出所) 日本銀行

(図表 6) 短期市場金利

## (1) 無担O/Nコールレート、レポレート

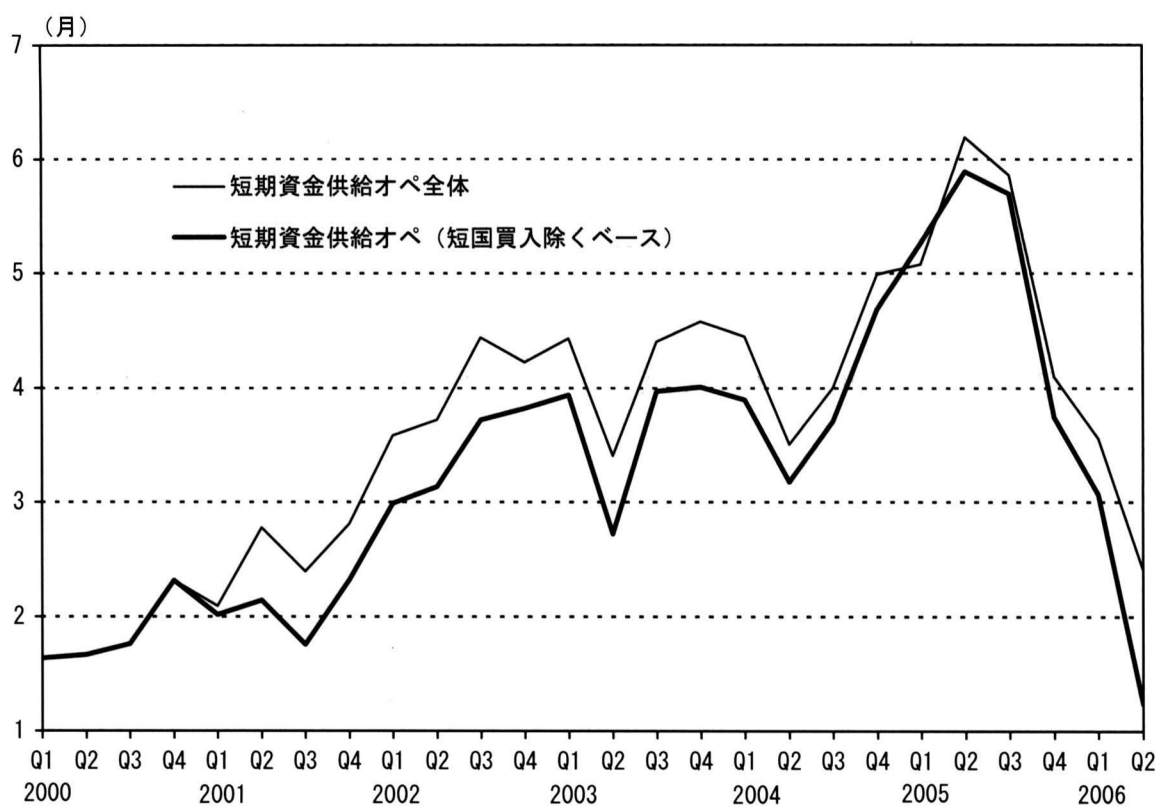


## (2) 短期国債金利



(出所) 日本銀行、日本相互証券

(図表 7) 短期資金供給オペの平均期間



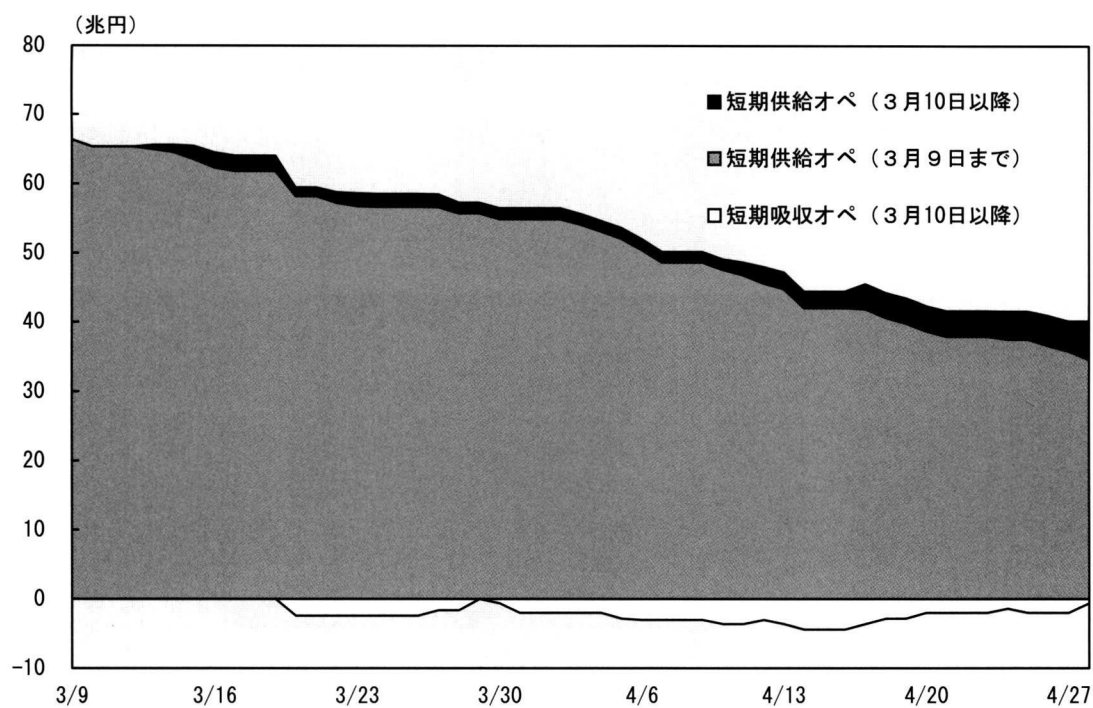
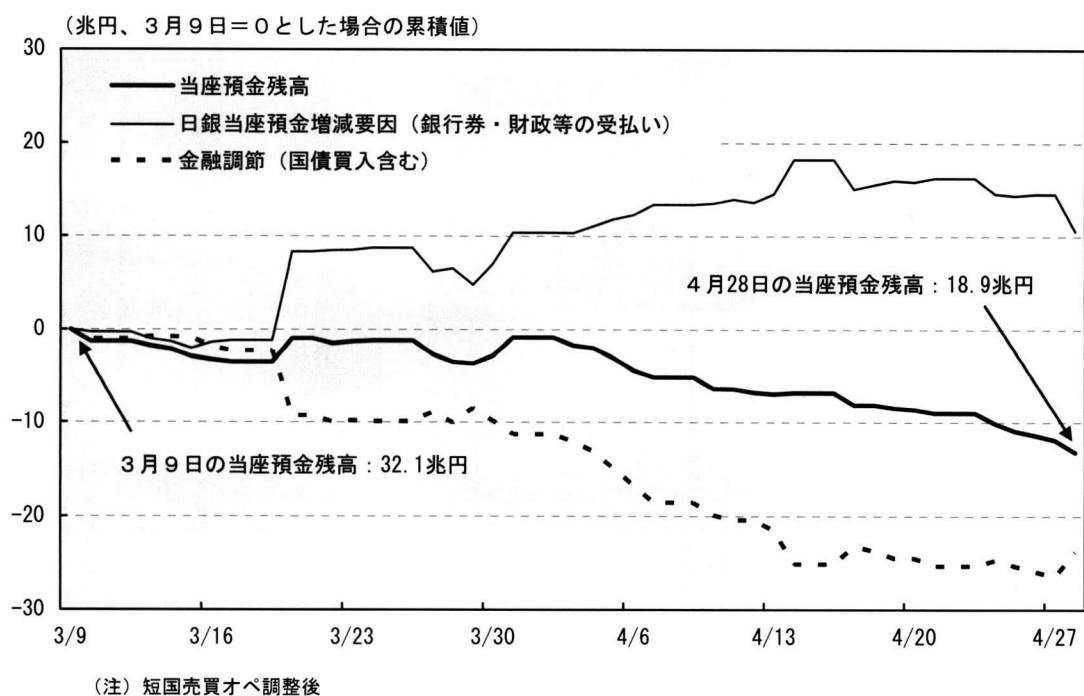
(注 1) 「短期資金供給オペ全体」とは、各四半期中にオファーされた、①手形買入、国債レポ（国債買現先、国債借入、短国買現先）およびCP等買現先の期間と、②短国買入において実際に買入れた銘柄の残存期間を、落札金額で加重平均したもの。

(注 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をウェイトとして加重平均したもの。

(注 3) 2006 年 2 Qについては、4 月 28 日時点でオファーされているオペのデータを用いて計算。

(出所) 日本銀行

(図表 8) 枠組み変更後の日銀当座預金残高の動き



(出所) 日本銀行

(図表 9) 日本銀行のバランスシートと短期資金供給オペ残高

(1) 日本銀行のバランスシート

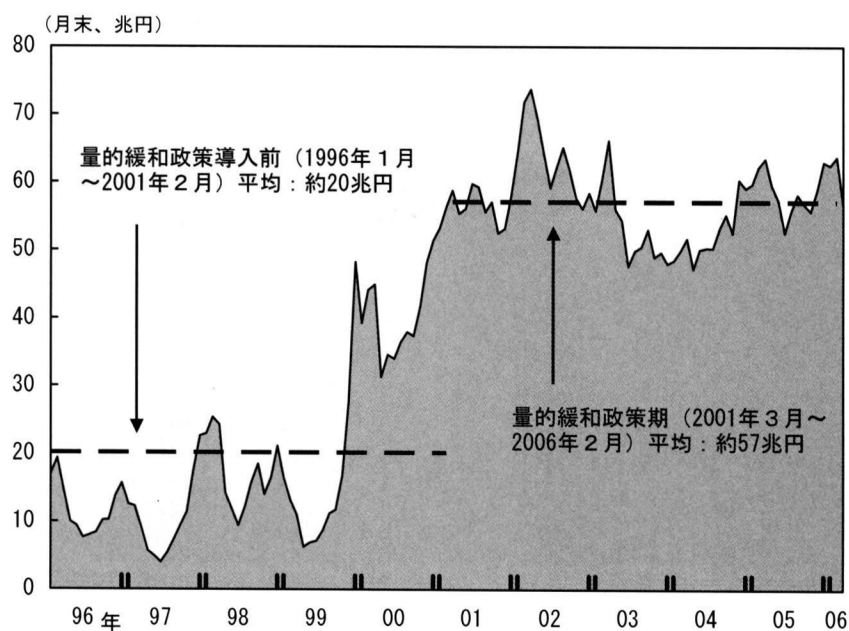
資産				負債			
	2006年 3月末	2005年 3月末	変化		2006年 3月末	2005年 3月末	変化
短期供給オペ	56.5	63.4	▲ 6.9	短期吸収オペ	2.0	2.3	▲ 0.3
短期国債 (オペ分除く)	19.5	15.6	+3.9	当座預金	31.2	35.8	▲ 4.6
長期国債	60.5	65.3	▲ 4.8	政府余資	27.3	29.8	▲ 2.5
信託財産株式	1.9	2.0	▲ 0.1	発行銀行券	75.0	74.7	+0.3

(注1) 主要項目のみ抜粋。

(注2) 短期国債（オペ分除く）には、外国中央銀行等による円建資金運用に応じるために引き受けた政府短期証券、長期国債・割引短期国債の借換のために引き受けた割引短期国債が含まれる。

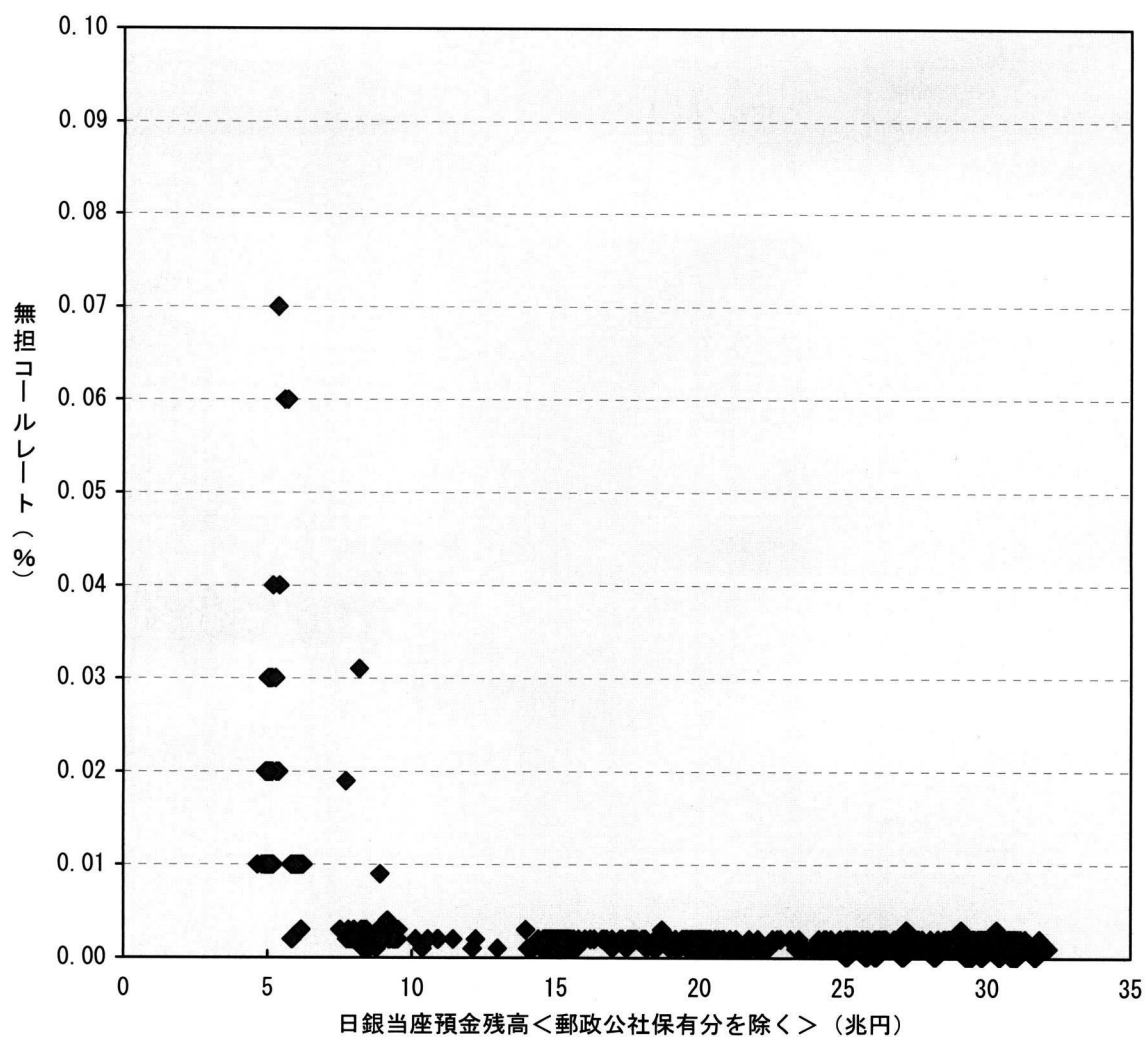
(出所) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」、「日本銀行の対政府取引」

(2) 短期資金供給オペ残高



(出所) 日本銀行

(図表 10) 量的緩和下における無担O/Nコールレートと日銀当座預金残高



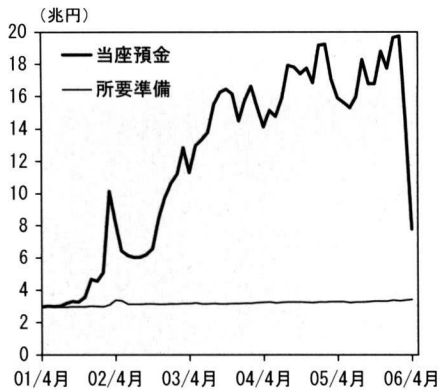
(注 1) 期末日、年末日を除くベース。

(注 2) 2001 年 5 月 15 日のデータ (当預 : 6.3 兆円、コールレート : 0.16%) を割愛。

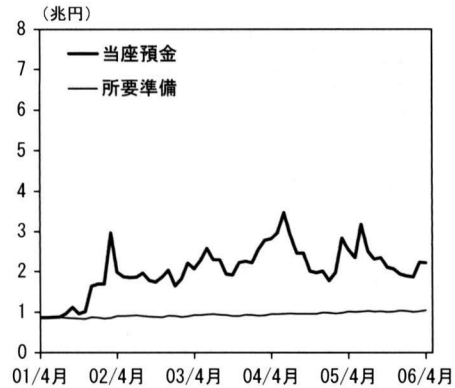
(出所) 日本銀行

(図表 11) 業態別の日銀当座預金残高

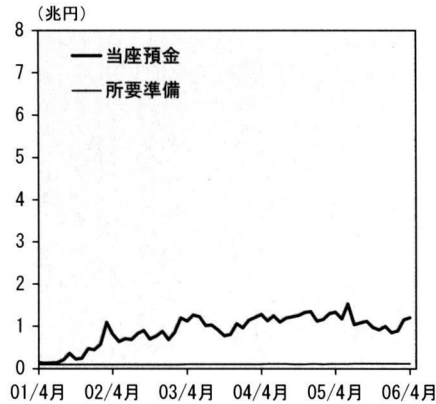
(1) 都銀等



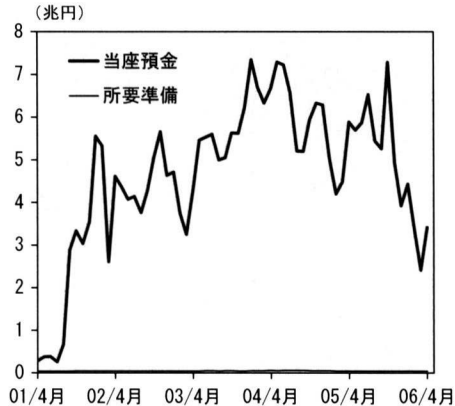
(2) 地銀



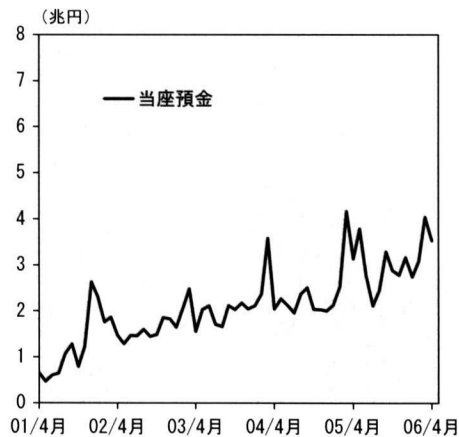
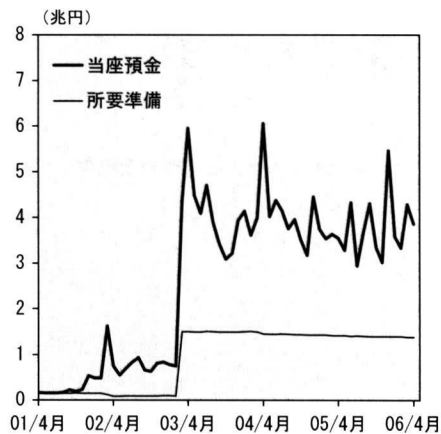
(3) 地銀Ⅱ



(4) 外銀



(5) その他準備預金制度適用先 (含む郵政公社) (6) 非準備預先 (除く郵政公社)



(注1) 積み期平残。

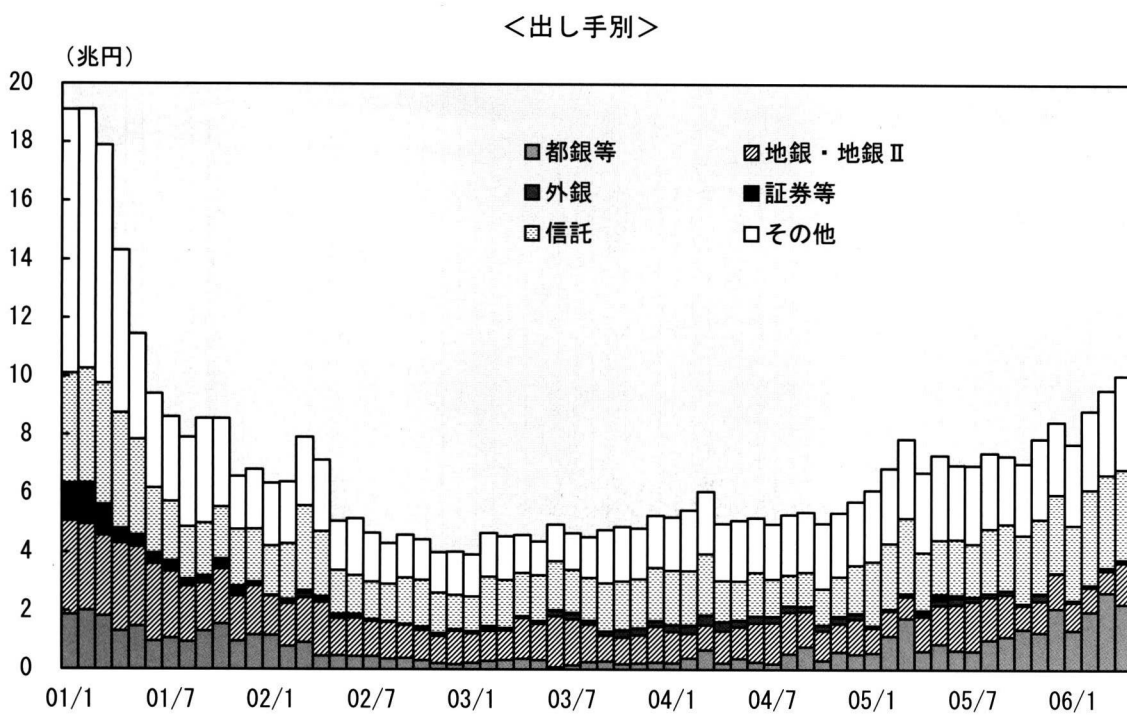
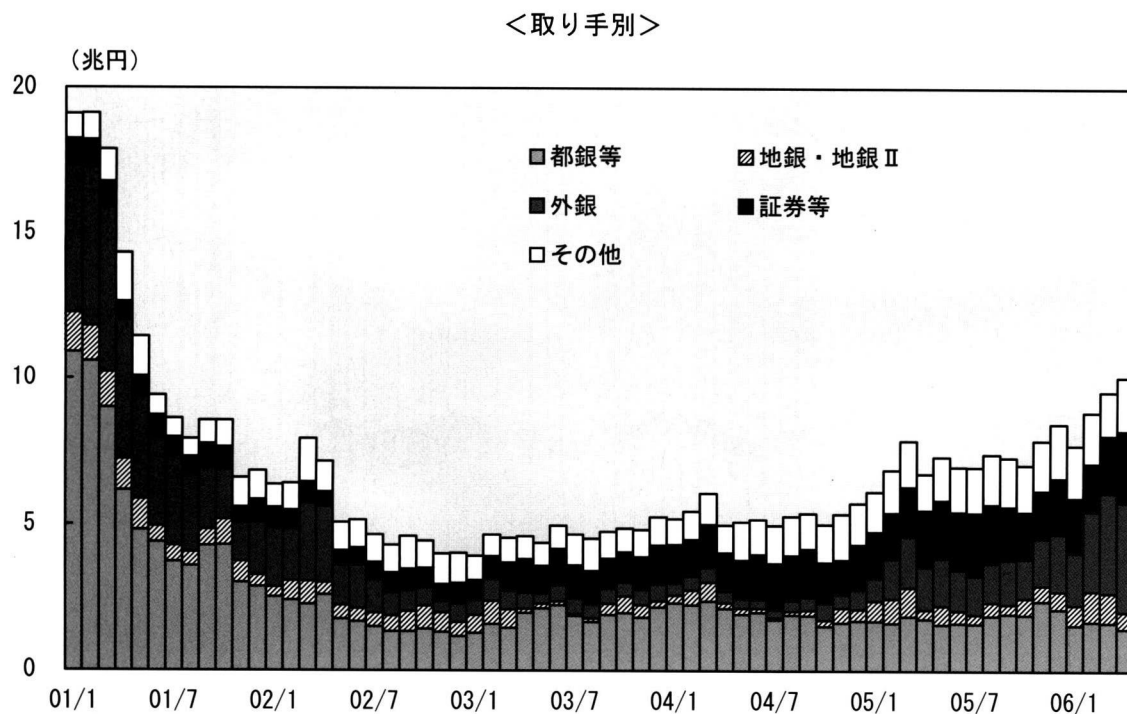
(注2) 都銀等には、都銀のほか、信託銀行、農林中央金庫を含む(2006年4月末時点で合計28行庫)。

(出所) 日本銀行



(図表 12-1) コール市場残高 (業態別)

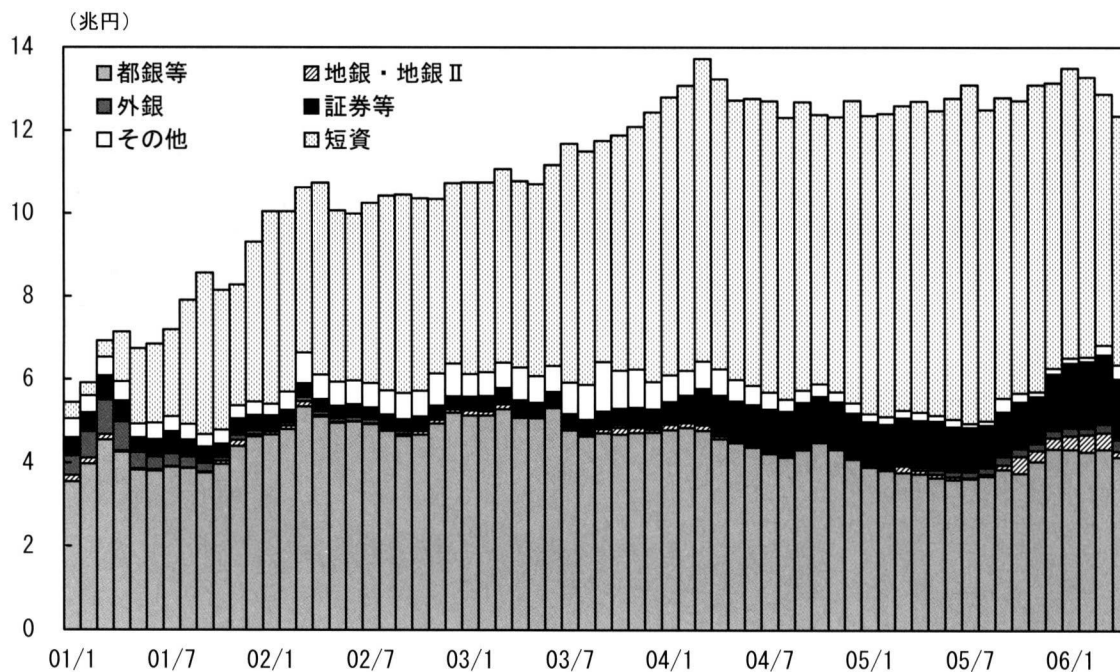
## (1) 無担コール市場



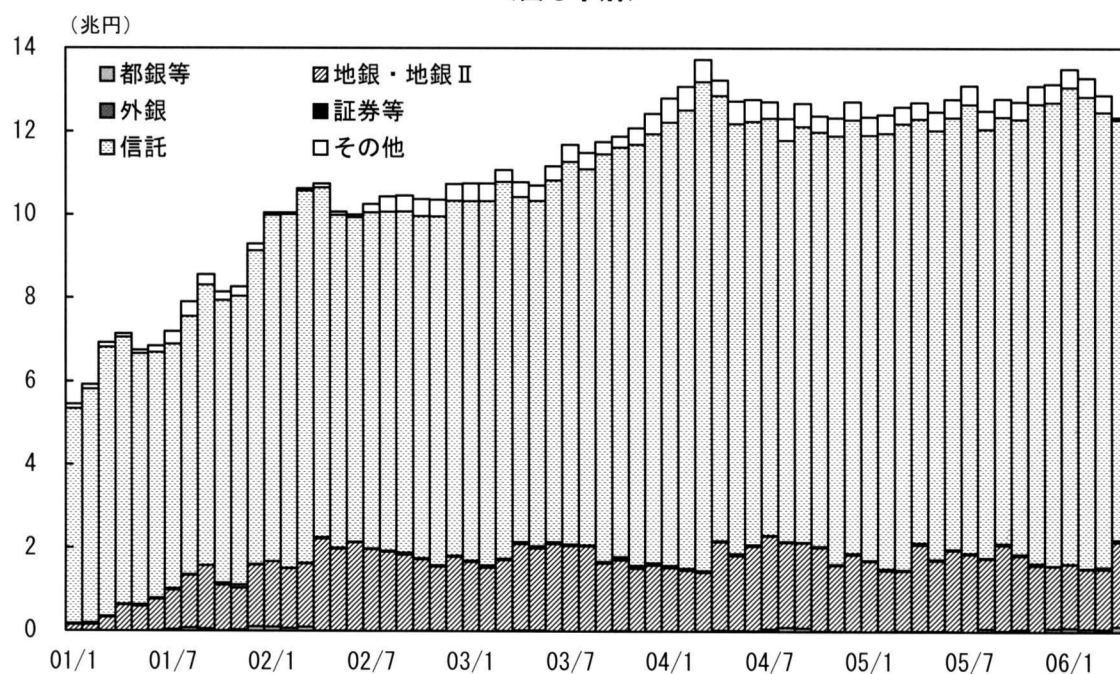
(図表 12-2) コール市場残高 (業態別)

(2) 有担コール市場

<取り手別>



<出し手別>



(注)「都銀等」は都銀、新生銀行、あおぞら銀行。「証券等」は証券会社および証券金融。

(出所) 日本銀行

(図表 13) O/Nレートの変動 (日米欧比較)

(%)

	米国	欧州	日本
O/Nレート	FFレート	EONIAレート	無担コールO/Nレート
平均標準偏差 ※1	0.15	0.14	0.03
最大標準偏差 ※2	0.71 [3.00]	0.32 [3.75]	0.06 [1.00]
最小標準偏差 ※3	0.04 [1.25]	0.03 [2.50]	0.01 [0.15]

(注1) 特定の政策金利が適用される期間毎にO/Nレートの標準偏差を算出したものの平均値、最大値、最小値を記載。

(注2) [ ] 内の値は該当期間の政策金利。

※1 米国：1995年1月～、欧州：1999年1月～、日本：1995年1月～2001年3月(量的緩和政策導入前)

※2 米国：2001年9月18日～2001年10月2日、欧州：2001年9月18日～2001年11月8日

日本：1995年7月7日～1995年9月7日

※3 米国：2002年11月7日～2003年6月25日、欧州：2006年3月8日～2006年4月28日

日本：2001年3月1日～2001年3月19日

(出所) Bloomberg、日本銀行

(図表 14) オペ残高の推移

(兆円)

	2005年3月末	9月末	2006年3月末	4月末
ネット短期オペ残高	61.1	55.3	54.5	40.8
短期資金供給オペ	63.4	56.3	56.5	41.4
国債買現先	2.7	2.1	2.8	0.4
手形買入	37.6	37.0	37.8	28.0
本店買入	12.9	8.0	14.2	11.6
全店買入	24.8	29.1	23.6	16.4
CP等買現先	2.5	2.6	2.4	1.2
短国買入	20.5	14.5	13.4	11.7
資産担保証券買入	0.1	0.1	0.1	0.1
短期資金吸収オペ	2.3	1.0	2.0	0.6
手形売出	1.8	0.6	1.4	0.6
国債売現先	0.5	0.0	0.6	0.0
短国売却	0.0	0.4	0.0	0.0
長期国債買入残高	65.3	62.4	60.5	60.6

(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。

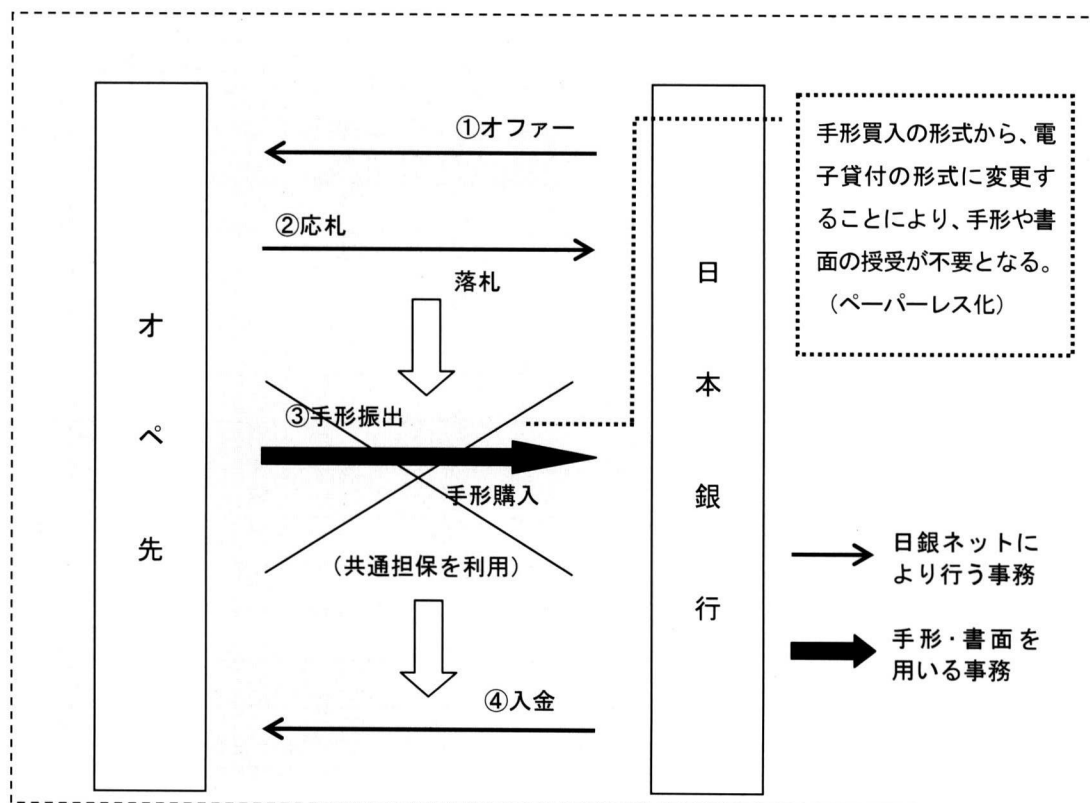
(出所) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」、「日銀当座預金増減要因と金融調節」

(図表 15) 共通担保オペの概要

(1) 手形買入オペとの比較

	共通担保オペ	(参考) 手形買入オペ
取引の形式	手形や証書を用いることなく、日銀ネットにより行う貸付 (電子貸付)	取引対象先金融機関等が振出す手形の買入
取引実施店	日本銀行本店(業務局)または全店	
取引対象先	金融機関、証券会社、証券金融会社、短資会社のうち希望する先から選定	
取引期間	1年以内	
利率	貸付利率を入札に付してコンベンショナル方式により決定	割引率を入札に付してコンベンショナル方式により決定
利息の徴収	後取り	前取り
担保	「適格担保取扱基本要領」に基づく適格担保を根担保として受入れ (共通担保)	

(2) 共通担保オペのイメージ図



[参考文献]

白川方明、「短期金融市場と日本銀行」、『金融調節に関する懇談会』におけるスピーチ、2005 年 11 月 29 日

日本銀行金融市場局、「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

——、「2004 年度の金融調節」、『日本銀行調査季報』2005 年夏（7 月）号

——、「金融市場レポート — 2005 年前半の動き —」、2005 年 7 月 28 日

——、「金融市場レポート — 2005 年後半の動き —」、2006 年 1 月 27 日

——、「量的緩和政策解除後の短期金融市場の課題」、『金融市場レポート』追録 2006 年 4 月 5 日

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

——, “Domestic Open Market Operations During 2005”, February 2006

Eiji Maeda, 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）日本銀行の論文・レポートは、日本銀行ウェブサイトの「論文・レポート」コーナーで閲覧できる（<http://www.boj.or.jp/theme/research/ron/index.htm>）。総裁・副総裁・審議委員の講演等の内容も、同様に「講演・記者会見」コーナーでの閲覧が可能である（<http://www.boj.or.jp/theme/public/koen/index.htm>）。

また、BIS papers（<http://www.bis.org/forum/research.htm>）や Federal Reserve Bank of New York のペーパー（[http://www.ny.frb.org/markets/annual\\_reports.html](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。