

主要国の中央銀行における金融調節の枠組み

2006年6月

企画局

1. はじめに

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、金融政策を運営している。現在、金融政策の運営は、民間金融機関がごく短期の資金を貸借する際の金利である無担保コールレート（オーバーナイト物）を一定の水準に誘導し、これを起点として民間経済主体の金融・経済活動に影響を与えることにより行われている。この無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導は、具体的には、民間金融機関が日本銀行に開設している日銀当座預金に対する需給に働き掛けることによって実現されており、これを「金融調節」と呼んでいる。

米国や英国、ユーロエリア^(注1)を始めとする各国の中央銀行においても、現在、金融調節によって短期の市場金利を誘導することを通じ金融政策を運営するという枠組みがとられている。

したがって、金融調節の円滑な運営は、中央銀行にとって重要な課題であり、各中央銀行とも、それぞれが置かれた金融市場の環境等を踏まえつつ、金融調節に関する制度の見直しや運営上の工夫に努めてきている。

本稿では、米国・FRS^(注2)（Federal Reserve System：連邦準備制度）、ユーロエリア・ECB^(注3)（European Central Bank：欧州中央銀行）、英国・BOE（Bank of England：イングランド銀行）および日本銀行における金融調節の枠組みの現状について、近年の制度変更や運営上の工夫に着目しながら整理することとした。

2. 金融調節の基本的な仕組み

まず始めに、金融調節の基本的な仕組みについて概観したい。

日本・米国・ユーロエリア・英国の中央銀行

* 本稿の内容は、公表時点である2006年6月30日までの情報に基づいている。なお、その後の日本銀行における本稿に関連した変化点について、末尾の追記（2006年9月8日現在）を参照。

（注1）EU（European Union：欧州連合）のうち、通貨としてユーロを採用している地域。現在は、ベルギー、ドイツ、ギリシャ、スペイン、フランス、アイルランド、イタリア、ルクセンブルグ、オランダ、オーストリア、ポルトガル、フィンランドの12か国となっている。

（注2）米国の中央銀行であるFRSは、連邦準備制度理事会（Board of Governors of the Federal Reserve System）と12の地区にそれぞれ設けられた連邦準備銀行（Federal Reserve Banks）から構成される。

（注3）ユーロエリアでは、欧州中央銀行と域内各国の中央銀行から構成されるユーロシステム（Eurosystem）が全体として中央銀行機能を担っているが、本稿では、特に断りのない限り、これをECBと略称する。

では、いずれも、金融調節によって短期の市場金利をコントロールすることを通じ金融政策を運営している。その際、各中央銀行は、「政策金利」として、特定の短期金利の誘導目標ある

いは中央銀行が行う短期オペ（後述）の基準金利等を決定・公表し、これと整合的な水準に短期の市場金利を誘導することとしている（図表1）。

（図表1） 主要国の中央銀行における政策金利

日本（日本銀行）	米国（FRS）	ユーロエリア（ECB）	英国（BOE）
無担保コールレート（オーバーナイト物） 〔誘導目標〕	FF（Federal Funds）レート 〔誘導目標〕	Main Refinancing Operations（後述）の最低応札レート	Short-term Repo Open Market Operations（後述）の適用レート

無担保コールレート（オーバーナイト物）やFF（Federal Funds）レートなど、ごく短期の市場金利は、短期金融市場における資金、すなわち、民間金融機関が中央銀行に預け入れている当座預金（中銀当預）残高の需要と供給のバランスによって決まるものであり、中央銀行は、金融調節により両者のバランスに働き掛けることによって、当該金利を一定の水準に誘導している。

民間金融機関は、金融市場における国債売買等の様々な取引、顧客に対する預金の受払いや送金等の業務を行っており、これらに伴って、日々、中銀当預を通じた資金決済を行っている^{（注4）}。

こうした資金決済を円滑に行うため、民間金融機関は所要の中銀当預残高を確保する（資金決済需要）。各国で導入されている準備預金制度等（後述）のもとでは、一定の中銀当預残高の保有が義務付けられており（準備需要）、通常、準備需要が資金決済需要を上回る水準となっている。

個々の民間金融機関は、これらの需要に照らして中銀当預残高に過不足が生じた場合には、短期金融市場における資金取引を通じて、これを調整する。しかし、銀行券の発行・還収や財政資金の受払い等^{（注5）}により、民間金融機関全

（注4）民間金融機関は、金融市場における取引や送金等にかかる資金決済を中銀当預を通じて行うほか、顧客との銀行券の受払いに応じて中央銀行との間で行う銀行券の預け入れ・引き出しも、中銀当預を通じて行っている。

（注5）例えば、企業の給与支払いや個人の行楽資金手当て等に伴う預金の引き出しに応じて、民間金融機関が中銀当預から銀行券を引き出すと（銀行券の発行）、その残高が減少する。逆に、休日明けなどに銀行券が民間金融機関に預金として戻り、その結果手許に溜まった銀行券を民間金融機関が中央銀行に預け入れると（銀行券の還収）、中銀当預残高が増加する。また、例えば、個人への年金支払いや企業への公共事業費支払いなどのために、政府が中央銀行に設けた政府預金口座から民間金融機関に資金を支払うと（財政資金の払い）、中銀当預残高が増加する。逆に、個人や企業からの税金の納付を受けるために、政府が民間金融機関から資金の支払いを受けると（財政資金の受け）、中銀当預残高が減少する。

このように銀行券の発行・還収や民間金融機関と政府との間の財政資金の受払いは、中銀当預残高の変動をもたらすが、これらは、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ないものである。このため、多くの中央銀行において、銀行券や財政資金等の動きに伴う中銀当預残高の変動は、中央銀行が金融調節を行ううえでの「外生的」な要因（autonomous factors）とみなされている。

体としての中銀当預残高も変動するため、民間金融機関の中に、中銀当預残高の過不足を調整し切れない先が生じる。

このような民間金融機関全体としての中銀当預残高の過不足、すなわち、短期金融市場におけるマクロ的な資金過不足が放置されると、市場金利が過度に変動することになりかねない。そこで中央銀行は、公開市場操作等の手段を用いて資金の供給または吸収を行い、民間金融機関全体としての中銀当預残高を調整することによって、短期の市場金利の誘導を実現している。

以上のような金融調節のメカニズムは、日本・米国・ユーロエリア・英国の中央銀行に共通のものであるが、金融調節運営の前提となるマクロ的な資金過不足の大きさ・変動幅や予測可能性は、銀行券需要の動きや財政資金を管理する仕組みの相違などを反映して、国・地域によって大きく異なっている。例えば、わが国の場合、他の国・地域と比べて、銀行券、財政資金ともに大きく変動し、全体としての変動幅も大きい（図表2）。もっとも、その予測可能性についてみると、日本銀行が民間金融機関や官庁から必要なデータを詳細に収集できていることもあって、比較的高い精度でその変動を予測することが可能となっている。

こういった金融調節を実施する具体的な環境を踏まえて、各中央銀行は、マクロ的な資金過

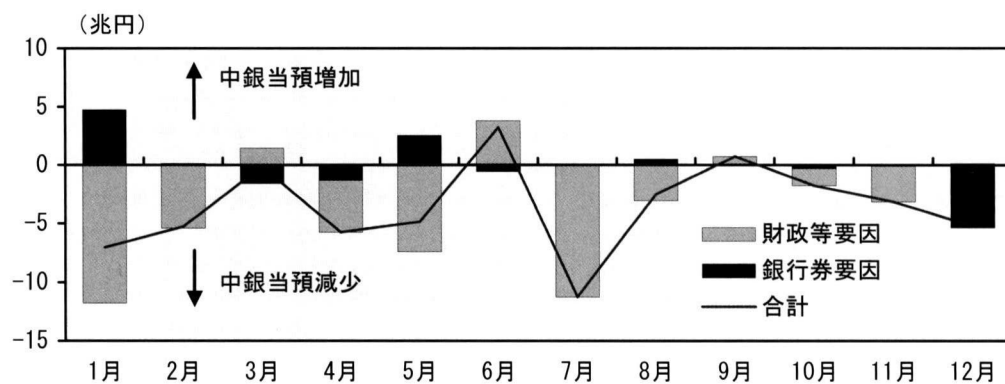
不足の予測精度の向上を始め、金融調節運営面での工夫を講じているほか、金融調節手段の整備等を行うことにより、円滑な金融調節の確保に努めている。

この点、日本・米国・ユーロエリア・英国の中央銀行における金融調節の基本的な枠組みは、現在、大きく整理すれば、①法令または契約に基づく中銀当預の積み立て制度、②公開市場操作、③スタンディング・ファシリティという3つの手段から構成されるようになってきている。

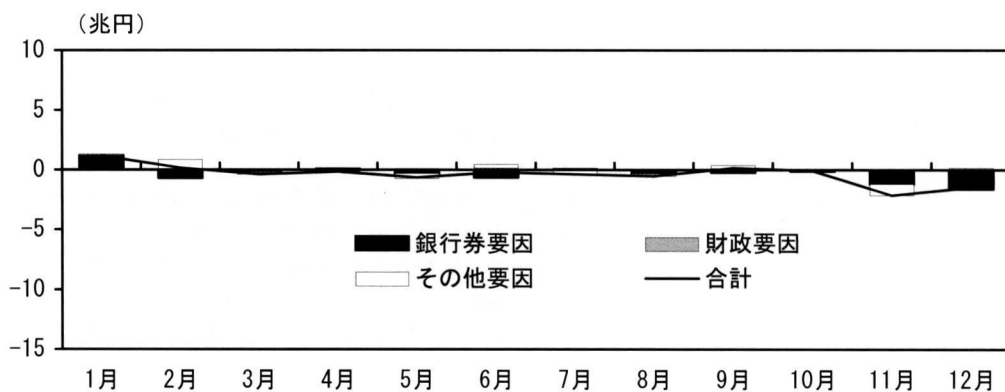
すなわち、①法令に基づく準備預金制度や契約に基づく中銀当預の積み立て制度を設け、民間金融機関に対し、ある一定の期間（積み期間）における平均残高として、一定の中銀当預残高を積み立てる義務を課している。こうした仕組みのもとで、準備需要が資金決済需要を安定的に上回るものとなっていることによって、中銀当預に対する需要がより安定的で予測可能なものとなっている。そのうえで、各中央銀行は、②公開市場操作を主たる手段としてマクロ的な資金過不足の調整を行うとともに、③予め定められた金利により受動的に短期の資金貸付けや預金受入れを行うスタンディング・ファシリティを設け、短期金利の変動の上限や下限を画することによって、政策金利と整合的な水準に短期の市場金利を誘導している。

(図表2) 銀行券や財政資金等が中銀当預残高に与える影響 (2005 年中)
(月次ベース)

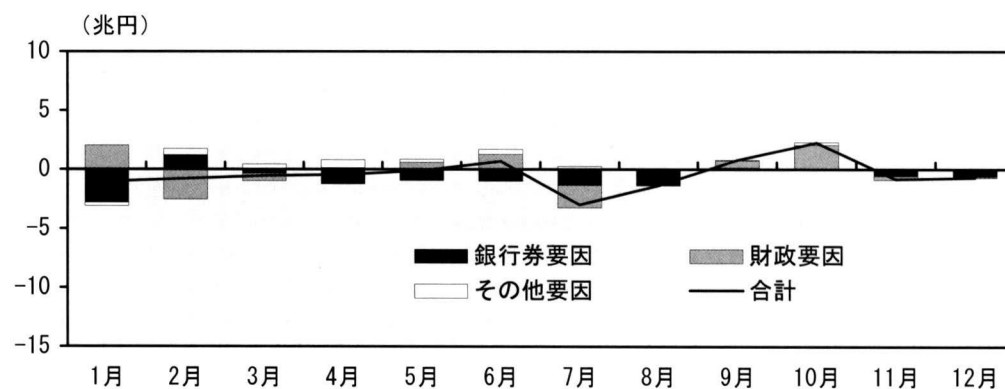
【 日 本 】



【 米 国 】



【ユーロエリア】



(注1) 米国については、前月最終水曜日の残高と当月最終水曜日の残高との差額、ユーロエリアについては、前月中に終了する積み期間の最終日の残高と当月中に終了する積み期間の最終日の残高との差額。

(注2) 為替レートは2005年中の平均レート (\$1=¥110.20=€0.8037) で換算。

(日次ベース)

— 億円

	日本		米国		ユーロエリア	
	平均	最大	平均	最大	平均	最大
銀行券 要因	1,810 [3%]	6,891 [12%]	942 [5%]	3,229 [16%]	n. a. —	n. a. —
財政 要因	9,800 [17%]	71,602 [122%]	776 [4%]	5,446 [27%]	n. a. —	n. a. —
合計	9,905 [17%]	73,230 [125%]	1,836 [9%]	8,247 [41%]	4,335 [2%]	27,157 [14%]

(注1) []内は所要準備額（米国は総所要準備額。後述）に対する比率。

(注2) 日本の財政要因には、その他の要因を含む。

(注3) 為替レートは2005年中の平均レート（\$1=¥110.20=€0.8037）で換算。

(予測値と実績値の乖離幅)

— 億円

	日本		米国		英国	(参考) ユーロエリア	
	平均	最大	平均	最大	平均	平均	最大
合計	489 [0.8%]	2,500 [4.3%]	965 [4.8%]	8,988 [44.2%]	277 [0.6%]	1,255 [0.6%]	5,750 [2.9%]

(注1) 前日もしくは当日朝時点の予測値と実績値の乖離幅（ユーロエリアは週次の予測値と実績値の乖離幅）。英国は、各四半期中の平均値を単純平均した値。

(注2) []内は所要準備額（米国は総所要準備額。後述）に対する比率。英国については、2005年時点の所要準備額が存在しないため、2006年5月18日に開始した積み期間にかかる所要準備額を基に試算。

(注3) 2005年中の平均為替レート（\$1=¥110.20=€0.8037=£0.5499）で換算。

3. 主要国の中央銀行における金融調節手段

日本・米国・ユーロエリア・英国の中央銀行における金融調節手段は、①法令または契約に基づく中銀当預の積み立て制度、②公開市場操作、③スタンディング・ファシリティという3つの手段を活用しているという点で共通したものとなってきた。

以下では、各中央銀行における金融調節の具体的な仕組みについて、公開市場操作、スタンディング・ファシリティ、中銀当預積み立て制度の順にみていくこととする^(注6)。

(1) 公開市場操作

公開市場操作（オペレーション、オペ）とは、中央銀行が金融市場において民間金融機関との間で行う金融資産の売買や資金貸付けなどの取引であり、現在、各中央銀行における金融調節の主たる手段となっている。

オペは、概念上、長期オペと短期オペに大別されることが多い。長期オペは、主に、銀行券など、中央銀行の安定的な負債に対応するものとして、長期的に資金を供給するための手段であり、国債の買入れがその典型例である。他方、短期オペは、主として一時的な資金過不足に対応するための手段であり、例えば、期間の短いレポ取引（債券等の売戻し条件付き買入れもしくは買戻し条件付き売却）や有担保の資金貸付けなどを通じて実施される。

金融調節において長期オペを用いると、一度に長期間に亘る資金供給を行うことが可能とな

り、短期金融市場において巨額の短期オペを頻繁に実施する必要性が低下する。この結果、中央銀行のオペにより短期金融市場における金利形成を歪めることを回避できるとともに、オペにかかる中央銀行・民間金融機関双方の実務負担も軽減することができる。他方、長期オペは中央銀行の資産の固定化にもつながるため、その規模が安定的な負債に見合わないものになると、資金過不足の変動に合わせて柔軟に金融調節を実施していくことがより難しくなる惧れがある。

イ、長期オペ

イ) 日本

日本銀行は、円滑な資金供給を実現する観点から、長期国債の買入れを行っている。長期国債の買入れについては、資産の過度の固定化を回避し、金融調節の柔軟性を確保する趣旨から、「日本銀行が保有する長期国債の残高は、銀行券発行残高を上限とする」とのルールを設けている。2001年3月から2006年3月までのいわゆる量的緩和政策のもとで、月間買入額は順次引き上げられ、現在は1.2兆円^(注7)としている。

買入対象は、原則として、発行後1年以内のもののうち発行年限別の直近発行2銘柄を除いた、すべての銘柄である^(注8)。買入れは金利競争入札により実施される。買入れ時の銘柄選定に当たっては、個別銘柄の価格形成や流動性に配慮する観点から、市場における残存流通量を勘案することとしている。

(注6) BOEは、2006年5月に金融調節の枠組みおよび取引先の選定基準等について大幅な見直しを実施した。以下では、特に断りのない限り、見直し後の制度について説明する。

(注7) 原則として、1回3千億円の買入れを毎月4回実施している。

(注8) ただし、30年国債や変動利付国債、物価連動国債は買入対象としていない。

ロ) 米国

F R Sでは、長期国債および短期国債の買入れ^(注9)を「永続的(permanent)な資金不足に対応する観点から実施するもの」と位置付け、国債保有残高の増加額が銀行券発行高の増加額に概ね見合うように買入れを行っている。国債の保有残高や買入総額に関しては、従来、F R Sにおける金融政策の決定機関であるF O M C (Federal Open Market Committee: 連邦公開市場委員会)がF O M C会合間の純増減額に一定の制限を設けていたが、2005年2月以降は、金融調節上の必要に応じて適宜決定する扱いとなっている^(注10)。年間や月間の買入れ予定額は事前に公表されない。2005年中は、24回のオペにより、総額248億ドルを買い入れている。買入れは金利競争入札により行われる。

F R Sでは、国債買入れの運営においては、「流動性の高いポートフォリオを維持すること」を目的としつつ、「個別銘柄の価格形成や流動性を大きく歪めないこと」に配慮することとしており、銘柄毎の保有比率について残存期間に応じた上限を設けている。

また、買入れを行うに当たっては、買入対象となる国債を種別や残存期間に応じて幾つかの

グループに区切り、そのグループ毎に買入れを実施している。

ハ) ユーロエリアおよび英国

E C Bでは、長期オペに相当するものとして、Structural Operations^(注11)と呼ばれるオペ手段を制度上設けているが、これまでのところ実施されたことはない。その背景は必ずしも明らかではないが、ユーロシステム全体のバランスシートに占める金・外貨資産の比率がそもそも大きく、長期オペにより固定的な資産を積み増す必要性がさほど高くないといった事情による面もあるのではないかと考えられる(図表3)。

対政府貸付など、固定資産の比率がE C Bと同様にもともと高かったB O Eでも、従来は、期間が1年を超えるオペ手段を有していなかった。こうしたなか、B O Eは、2006年5月に金融調節の枠組みの見直しを実施するに当たり、その一環として、債券買入オペを導入する方針を明らかにした。当面は、年平均40億ポンドの英国国債のほか、これを若干下回る額の外貨建債券を買い入れることが予定されている。B O Eでは、買入債券の残高を銀行券発行高の推移に応じて調整していくこととしている。

(注9) 制度上は米国の連邦政府関連機関債(Agency 債)を買い入れることも可能であるが、現状、実施されていない。

(注10) オペは、長期オペ、短期オペとも、F O M Cの授権を受けて、ニューヨーク連邦準備銀行が一元的に実施している。

(注11) Structural Operationsの取引方式としては、レポ取引もしくは有担保の資金貸付け、金融資産の(条件を付さない)買入れ・売却、負債証券の発行が想定されている。

(図表 3) 主要国の中央銀行のバランスシート構成 (%)

【日本銀行】

金・外貨資産	4	銀行券	52
長期国債	42	当座預金	22
短期国債	23	政府預金等	19
短国買入オペ	9	吸収オペ	1
短期供給オペ		対海外中銀レポ等	2
(除く短国買入オペ)	30	その他	0
貸出ファシリティ	0	自己資本	4
その他	2		
合計	100	合計	100

【FRS】

金・外貨資産	4	銀行券	90
長期国債	57	当座預金	2
短期国債	32	政府預金	1
短期供給オペ	6	対海外中銀レポ	4
貸出ファシリティ	0	その他	1
その他	2	自己資本	3
合計	100	合計	100

【ユーロシステム】

金・外貨資産	33	銀行券	54
国債等	13	当座預金	15
短期供給オペ		預金ファシリティ	0
週次オペ(MRO)	30	政府預金	3
月次オペ(LTRO)	9	吸収オペ	0
貸出ファシリティ	0	その他	10
その他	15	自己資本	17
合計	100	合計	100

【BOE】

外貨資産	28	銀行券	60
対政府貸付等	27	銀行等預金	5
短期供給オペ	43	政府預金	1
その他	1	海外中銀預金	18
		外貨負債証券	11
		その他	2
		自己資本	3
合計	100	合計	100

(注) 日本銀行は 2006 年 3 月末、FRS (12 連邦準備銀行の統合ベース) およびユーロシステム (ECB とユーロシステムに参加する 12 か国中央銀行の統合ベース) は 2005 年 12 月末、BOE は 2006 年 2 月末の計数 (一部に推計を含む)。

口、短期オペ

イ) 日本

わが国では、共通担保資金供給オペ (共通担保オペ)、国債現先オペ、短期国債売買オペ、CP 等買現先オペ、手形売出オペと、他の国・

地域と比べてオペ手段の数が多い (図表 4) (注 12)。

いずれのオペ手段も、それぞれがかなり高い頻度で実施されており、実施のタイミングや期間には必要に応じて柔軟に決定される。

(注 12) 各オペ手段の詳細については、日本銀行ホームページ (http://www.boj.or.jp/theme/seisaku/syudan/ope/ope_gaiyo/index.htm) を参照。

(図表 4) 日本銀行の短期オペ手段の概要

	資金の供給／吸収	取引の方式	資金供給の裏付資産（担保）
共通担保オペ	供給	資金の貸付け	日本銀行の適格担保 ^(注)
国債現先オペ	供給（買現先オペ）	売戻し条件付き買入れ	国債
	吸収（売現先オペ）	買戻し条件付き売却	—
短期国債売買オペ	供給（買入オペ）	買入れ	—
	吸収（売却オペ）	売却	—
CP等買現先オペ	供給	売戻し条件付き買入れ	CP等
手形売出オペ	吸収	手形の売出し	—

(注) 国債、地方債、政府保証債、財投機関等債、社債、CP等、手形、政府等・企業向け証書貸付債権など、幅広い金融資産が対象となり得る。

ロ) 米国

米国では、資金供給手段として、Short-term Repo（期間 13 日未満）と Long-term Repo（同 13 日以上）が実施されている。また、資金吸収手段としては Reverse Repo が設けられている。いずれも取引方式は名称のとおりレポ取引である。

Short-term Repo は、日々のマクロ的な資金過不足に対する限界的な調整手段と位置付けられ、ほぼ毎日実施されている。期間は 1 営業日（オーバーナイト物）が中心となっている。Long-term Repo は、季節的な資金需要など、一定の期間継続する動きに対応するための手段と位置付けられ、通常週 1 回（木曜日）実施されている。期間は、従来 28 日間が基本とされていたが、よりきめ細かな調整を可能とするため、2003 年に、14 日間を中心とする運用に改められた。Short-term Repo および Long-term Repo における売戻し条件付き買入れの対象資産、すなわち、資金供給の裏付資産（担保）としては、国債、連邦政府関係機

関債（Agency 債）、MBS（Mortgage-Backed Securities：住宅ローン担保証券）の 3 種類が対象となっている。

一方、Reverse Repo は、国債を対象とする買戻し条件付き売却であり、必要に応じて実施される。2004 年中はオーバーナイト物のオペを 2 回実施したが、2005 年中は行われなかった。

ハ) ユーロエリア

ユーロエリアでは、Main Refinancing Operations（MRO）と Longer-term Refinancing Operations（LTRO）の 2 つの資金供給手段が中心的に用いられている。

MRO は、マクロ的な資金過不足に対する主たる調整手段と位置付けられ、毎週 1 回（水曜日^(注 13)）、期間 1 週間で実施されている。MRO の入札では、最低応札レートが設定されており、これが ECB の政策金利となっている。他方、LTRO は、補助的な資金供給手段とされ、原

(注 13) 火曜日に入札を行い、水曜日に実行する。

則毎月1回、期間3か月で実施されている。オペ残高全体に占める割合は4分の1程度となっている。

このほか、マクロ的な資金過不足に対する微調整のための手段として Fine-tuning Operations が設けられており、必要に応じて、通常オーバーナイト物で実施される。2005 年中は、準備預金制度における積み期間の最終日（積み最終日）に、資金供給・吸収を合わせ9回実施された。

ECBでは、通常の場合、オペの金額、期間等や募入の決定は欧州中央銀行が行う一方、オペにかかる事務手続の大部分は域内各国の中央銀行が個々に実施している。オペの取引方式は国によって異なっており、MROやLTROについてはレポ取引もしくは有担保の資金貸付けのいずれかの方式がとられている^(注14)。資金供給オペにおいて受け入れる裏付資産（担保）は、レポ取引、資金貸付けのいずれの場合でも、民間債務を含む幅広い金融資産が対象となっている。

二) 英国

英国では、Short-term Repo Open Market Operations (Short-term Repo OMOs) と Long-term Repo Open Market Operations (Long-term Repo OMOs) が中心的に用いられている。

Short-term Repo OMOs は、マクロ的な資金過不足に対する主たる調整手段として、毎週1回（木曜日）、期間1週間で実施されている。同オペは、BOEが予め金利を定め、応札者は金額のみを応札する固定金利入札方式により行われ、この金利がBOEの政策金利となっている。Long-term Repo OMOs は、Short-term Repo OMOs

の実施負担を軽減する目的から、毎月1回、原則3、6、9、12か月の4つの期間で、応札者が金利と金額をともに応札する金利競争入札方式により行われている。

このほか、マクロ的な資金過不足に対する微調整のための手段として Fine-tuning Open Market Operations (Fine-tuning OMOs) が設けられており、通常、契約に基づく中銀当預積み立て制度（後述）の積み最終日にオーバーナイト物で実施される。

取引方式はいずれもレポ取引で、資金供給オペにおいて受け入れる裏付資産（担保）は、英国国債（外貨建てを含む）や欧州諸国の国債などの金融資産が対象となっている。

ハ、各中央銀行におけるオペ手段の運用状況

各中央銀行における各種オペ手段の使い分けや運用実態をみると、その前提となる金融調節を巡る環境の相違が反映されている（図表5、6）。

まず、わが国では、①長期オペと短期オペを併用していること、②短期オペの手段や期間を柔軟に選択・設定しつつ、極めて高い頻度で資金供給オペを実施しているほか、同時に資金吸収オペも相応の頻度で実施していることが特徴点である。これには、前述のとおり銀行券や財政資金等の動きに伴うマクロ的な資金過不足の振れが大きいことから、金融調節の柔軟性を確保しつつ機動的にオペを実施する必要性がその分大きいこと、また、日々の資金過不足の振れをその日のオペのみで調整することが難しい場合には、予め先行きの資金過不足を予測し、早めの段階から長めの資金供給と短めの資金吸収

(注14) Fine-tuning Operations の取引方式は、通常、資金供給の場合はレポ取引もしくは有担保の資金貸付け、資金吸収の場合は定期預金の受入れとなっている。なお、こうした取引方式のほかにも、金融資産の（条件を付さない）買入れ・売却、為替スワップなどを用いることが可能であるが、ほとんど利用されていない。

を並行して実施すること（いわゆる「両建てオペ」）が必要となることなどが影響している（注15）。

一方、米国では、①オペ残高のほとんどを長期オペが占めていること、②ごく短期（オーバーナイト物が中心）の資金供給オペを極めて高い頻度で実施している一方で、資金吸収オペはさほど実施していないことが特徴点である。これは、そもそも負債の9割程度が銀行券で占められていることに加え、資金過不足の振れが絶対額としては比較的小さいため、資産の大部分を固定化しても吸収オペを多用することなく円滑な金融調節を行うことができる一方で、資金過不足の振れ幅との対比でみた所要準備額が小さいほか、積み期間（2週間）が短い（後述）こともあって、日々の資金過不足に対してきめ細かく微調整していく必要があるためと考えら

れる。

また、ユーロエリアでは、前述のとおり①長期オペを実施していないほか、②短期オペについては、一定期間のオペを定期的の実施していること、また、③主要なオペはほとんどが資金供給として行われており、資金吸収は微調整のためにごく限定的にしか行われないことが特徴点である。英国についても、長期オペが導入された点を除けば、概ねユーロエリアと同様である。ユーロエリア、英国とも、資金過不足の振れが小さいことに加え、比較的高水準の所要準備額が課されており、積み期間（約1か月）も長い（後述）ため、日々の資金過不足の振れに逐次対応する必要性が相対的に低いことなどを背景とした運用状況と考えられる。

（図表5） 主要国の中央銀行のオペ残高（2005年末）

— 兆円

		日本 (日本銀行)	米国 (FRS)	ユーロエリア (ECB)	英国 (BOE)
長期オペ		63.1 [53%]	88.1 [94%]	0 [0%]	0 [0%]
短期オペ	供給オペ	62.8 [53%]	5.5 [6%]	56.5 [100%]	10.5 [100%]
	吸収オペ	-7.3 [-6%]	0 [0%]	0 [0%]	0 [0%]

（注）英国は、金融調節の枠組みの見直しに伴いオペ残高も大きく変化したため、2006年5月末時点の計数。いずれも2005年末の為替レート（\$1=¥117.48=€0.8429=£0.5803）で換算。[]内はオペによる資金供給量全体に占める比率。

（注15）2005年中の短期オペの残高が大きい点については、量的緩和政策のもとで、高水準の中銀当預残高を維持する必要があったことも背景の一つとして挙げられる。

(図表 6) 主要国の中央銀行における短期オペの実施状況 (2005 年中)

		日本 (日本銀行)	米国 (FRS)	ユーロエリア (ECB)	(参考) 英国 (BOE)
資金供給	頻度	ほぼ毎営業日 (292 回)	ほぼ毎営業日 (STRP: 256 回) (LTRP: 毎週<53 回>)	MRO: 毎週 LTRO: 毎月 FTO: 3 回	STRP: 毎週 LTRP: 毎月 FTO: 積み最終日に実施
	期間	平均約 4 か月 (9~321 日間)	STRP: 1 営業日中心 LTRP: 2 週間中心	MRO: 1 週間 LTRO: 3 か月 FTO: 1 営業日	STRP: 1 週間 LTRP: 3、6、9、12 か月 FTO: 1 営業日
資金吸収	頻度	68 回	0 回	FTO: 6 回	FTO: 積み最終日に実施
	期間	平均 12 日間 (3~32 日間)	—	1 営業日	1 営業日

(注 1) 英国については、金融調節の枠組み見直し後の制度の内容を整理したもの。日本については、量的緩和政策のもとでのデータであるため、最近のオペの実施状況とは必ずしも同様でない点には留意する必要がある。

(注 2) 米国・英国の STRP、LTRP は、Short-term Repo・Short-term Repo OMOs、Long-term Repo・Long-term Repo OMOs を、ユーロエリア・英国の FTO は Fine-tuning Operations・Fine-tuning OMOs をそれぞれ指す。

(注 3) 日本については、短期国債売買および資産担保証券買入 (2006 年 3 月末で終了) は「頻度」の算出に含まれる一方、「平均期間」の算出には含まれない。

(注 4) 英国の FTO は、資金供給・吸収のいずれか一方が積み最終日に必要に応じて実施される。

[BOX 1]

資金過不足の予測・実績の公表

金融調節を行う中央銀行にとって、マクロ的な資金過不足の動きを正確に予測することが極めて重要であることは言うまでもないが、個々の民間金融機関にとっても、その動きの予測や実績が分かれば、市場環境やオペの実施規模などに関する予測可能性が高まり、ひいては短期の市場金利の安定的な形成にも資すると考えられる。

このため、主要国の中央銀行は、資金過不足の予測・実績の公表内容の拡充や頻度の引き上げに取り組んでおり、現在、すべての国において実績が公表されているほか、日本、英国、ユーロエリアにおいては予測も公表されている。

	日本 (日本銀行)	米国 (FRS)	ユーロエリア (ECB)	英国 (BOE)
予測の公表	月次および日次	—	週次	週次および日次
実績の公表	月次および日次	週次	日次	日次

(2) スタンディング・ファシリティ

既に述べたとおり、マクロ的な資金過不足が適切にコントロールされていれば、個々の民間金融機関における資金過不足は、基本的に、金融市場を通じた資金の相互融通により調整される。しかし、現実には、様々な制約から必ずしもこうした調整が円滑に行われず、民間金融機関が資金を調達（運用）するために借入（貸付）金利を大幅に引き上げ（下げ）ざるを得ない状況に陥り、短期の市場金利が金融調節上の誘導目標から大幅に乖離する事態が起こり得る。

このため、各中央銀行では、オペによる金融調節を補完し、短期の市場金利を安定化させる仕組みとして、中央銀行が民間金融機関からの申込みを受け、ごく短期間、予め定められた金利により受動的に資金貸付けもしくは預金受入れを行う制度^(注16)を設けており、これをスタンディング・ファシリティと呼んでいる。日本および米国では、貸付ファシリティのみを設けている一方、ユーロエリアおよび英国は、貸付ファシリティと預金ファシリティの双方を設けている（図表7）。

スタンディング・ファシリティの適用金利は、通常、政策金利からある程度の乖離幅をもって、それを利用する民間金融機関にとって不利になるように、つまり、貸付金利は政策金利より高く、預金金利は政策金利より低く設定される。このように金利を設定することにより、民間金融機関には、短期の市場金利がスタンディング・ファシリティの貸付金利と預金金利の間にある

限り、極力市場取引を通じて資金を調達・運用しようとする誘因が働く。同時に、何らかの理由により短期の市場金利がこの範囲を超えて上昇もしくは低下する場合には、いつでもスタンディング・ファシリティを利用することが可能であることが予め明確になっているため、結果として、スタンディング・ファシリティの金利が短期の市場金利の上限・下限を画するといった効果が期待される。このようなメカニズムを通じて、スタンディング・ファシリティはオペによる短期の市場金利の誘導を補完する役割を果たしている。

イ) 日本

わが国では、2001年に導入された補完貸付制度がスタンディング・ファシリティに当たる。

補完貸付制度における貸付期間は1営業日である。貸付金利は、政策金利（無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標）を上回る水準に設定されている^(注17)。利用対象先は、日本銀行の取引先のうち一定の要件を満たす先となっている。

ロ) 米国

米国では、貸出制度（Discount Window）が2003年に抜本的に見直され、Primary Credit Programと呼ばれる新たな資金貸付けの仕組みがスタンディング・ファシリティとして機能するようになった。

Primary Credit Programの貸付期間はごく短期

（注16）資金貸付けについては、民間金融機関から差し入れを受けた担保の価額の範囲内で実行される。

（注17）補完貸付については、原則として、日本銀行法第15条第1項第2号に規定されている同法第33条第1項第2号の貸付けに係る基準となるべき貸付利率（基準貸付利率）が適用され、現在、その水準は、年0.1%である。利用日数が1積み期間における上限（5営業日）を超えた場合には、基準貸付利率に年2.0%を上乗せした利率が適用される。ただし、2003年3月以降、すべての営業日を通じて基準貸付利率による利用を可能とする臨時措置が実施されている。

間（通常1営業日）であり、貸付金利は、これまでのところ「政策金利（FFレートの誘導目標）+1%」となるように設定されている。利用対象先は、連邦準備銀行の取引先のうち、一般的に健全と認められる先^{（注18）}となっている。

ハ) ユーロエリア

ユーロエリアでは、貸付ファシリティ(Marginal Lending Facility)と預金ファシリティ(Deposit Facility)の双方が設けられている。

いずれも、取引の期間は1営業日であり、貸付金利・預金金利は、「政策金利（MROの最低応札レート）±1%」となるように設定されている。ECBの取引先はすべて両ファシリティの利用対象先となることができる。

二) 英国

英国では、ユーロエリアと同様に、貸付ファシリティと預金ファシリティの双方が設けられている。

いずれも、取引の期間は1営業日である。貸付金利・預金金利は、通常の日は「政策金利（Short-term Repo OMOsの適用レート）±1%」であるが、積み最終日については、政策金利からの乖離幅が狭められ、「政策金利±0.25%」となる。契約に基づく中銀当預積み立て制度（後述）の利用先は両ファシリティの利用先となるよう義務付けられているほか、一定の預金取扱金融機関のうち中銀当預積み立て制度を利用しない先も、希望により、両ファシリティの利用対象先となることができる。

（図表7） 主要国の中央銀行におけるスタンディング・ファシリティの概要

	日本 (日本銀行)	米国 (FRS)	ユーロエリア (ECB)	英国 (BOE)
貸付ファシリティ	あり	あり	あり	あり
期間	1営業日	通常1営業日	1営業日	1営業日
金利	0.1% 〔政策金利は「概ねゼロ%」〕	政策金利+1%	政策金利+1%	通常日：政策金利+1% 積み最終日：政策金利+0.25%
預金ファシリティ	なし	なし	あり	あり
期間	—	—	1営業日	1営業日
金利	—	—	政策金利-1%	通常日：政策金利-1% 積み最終日：政策金利-0.25%

（注）金利は2006年5月末時点。

（注18） Primary Credit Programの対象とならない先は、類似の制度である Secondary Credit Programを利用することができる。同プログラムでは、貸付金利が Primary Credit Programより高く設定されている（現状、FFレートの誘導目標+1.5%）ほか、資金使途に制約があるなど、Primary Credit Programと比べて利用条件が厳しくなっている。

（３）法令または契約に基づく中銀当預の積み立て制度

以上では、主に中央銀行による資金の供給・吸収に焦点を当ててみてきたが、金融調節を円滑に実施するためには、同時に、中銀当預に対する需要が安定的かつ予測可能であることが不可欠である。

既に述べたとおり、中銀当預は民間金融機関の様々な取引にかかる資金決済に利用されるため、一義的には、中銀当預に対する需要はそうした資金決済を円滑に行っていくために必要とされる残高（資金決済需要）となる。しかし、個々の民間金融機関の資金決済金額の動き^{（注19）}に応じて、全体としての資金決済需要は日々変動し、中央銀行がこれを予め正確に予測することは必ずしも容易ではない。

こうしたなか、中銀当預の残高について、日々の資金決済需要を安定的に上回る一定の水準に維持するように促す仕組みが設けられていれば、中央銀行による中銀当預に対する需要の予測は容易になり、金融調節を円滑に行うことが可能となる。

この点、日本・米国・ユーロエリア・英国をみると、法令で定められた準備預金制度が存在する国では準備預金制度がそうした仕組みとして機能しているほか、これが存在しない（あるいは十分に機能しにくい）国では中央銀行と民間金融機関の契約に基づく中銀当預積み立て制度を設けている（図表８）^{（注20）}。これらの制度はいずれも以下の要件を概ね満たすものとなっており、中銀当預に対する需要の安定化、ひいては短期金利の円滑な誘導に寄与している。

<要件>

- ① 個々の民間金融機関が預け入れる必要のある金額（所要準備額）が、その資金決済需要を安定的に上回る水準に設定されていること。
- ② 民間金融機関に対して、その所要準備額に見合った中銀当預残高の保有を促すような誘因が働く仕組みが設けられていること。
- ③ 所要準備額は、毎営業日の残高ではなく、一定の「積み期間」中の平均残高とされていること。
- ④ 所要準備額が、積み期間の終了前に余裕を持って確定されること。

こうした仕組みのもとでは、中銀当預に対する需要は、基本的には所要準備額（準備需要）により決定され（①、②）、またその金額は予測できる（④）ため、より円滑に金融調節を行

うことが可能となる。同時に、個々の民間金融機関において、日々の中銀当預残高が所要準備額から乖離することを許容すること（③）で、資金繰りに多少の誤差が生じたとしても、これ

（注 19）資金決済需要は、単に決済金額の多寡だけでなく、個々の民間金融機関の資金繰り予測の正確性などにも依存する。例えば、先行きの資金繰りの不透明性が高いような場合には、中銀当預残高を通常よりも多めに確保しようとする動きから、資金決済需要が増大する。

（注 20）これらの制度に基づいて預け入れられた中銀当預残高は、資金決済に利用することができる。

を柔軟に吸収することが可能となる^(注 21)。

イ) 日本

わが国では、「準備預金制度に関する法律」に基づき、銀行等の預金取扱金融機関について、日本銀行に対する預け金、具体的には当座預金として準備預金を保有することが義務付けられている^(注 22)。所要準備額は、預金などの一定の負債に所定の準備率を乗じて計算され、その規模は、名目GDP対比で約 1.2% (2005 年) となっている。

準備預金の積み期間は 1 か月間であり、ある月 (月初から月末まで) の準備預金対象負債の平均残高から計算される所要準備額を、その月の 16 日から翌月の 15 日までの間に積み立てる必要がある (部分的後積み方式^(注 23))。当座預金の残高が所要準備額に満たない場合、その不足額 (準備不足額) に対し「基準割引率^(注 24) + 3.75%」の利率でペナルティが課される一方、当座預金には付利が行われていないため、対象

先には、基本的に当座預金残高が所要準備額に一致するよう積み立てを行う誘因が働く仕組みとなっている^(注 25)。

ロ) 米国

米国では、法令に基づく準備預金制度と契約に基づく中銀当預積み立て制度が併設されている。

準備預金制度では、銀行等の預金取扱金融機関に対して、預金などの一定の負債に所定の準備率を乗じて計算される所要準備額の積み立て義務が課されている。ただし、金融機関が手許に保有する銀行券も所要準備額を充足するための準備金として算入されるため、連邦準備銀行の当座預金として積む必要がある金額は、全体から手許の銀行券保有高を控除した額となる。積み期間は 2 週間であり、完全後積み方式を採用している^(注 26)。

一方、Clearing balance 制度と呼ばれる契約に基づく中銀当預積み立て制度は、民間金融機関が F R S との任意契約により当座預金の積み立

(注 21) ただし、こうした柔軟性を設ける結果、どのようなスピードで残高を積み上げていくかについて各民間金融機関に裁量の余地が生ずるため、かえって日々の中銀当預に対する需要が不安定になることもある。すなわち、積み期間中に金利が上昇 (低下) する可能性が高いとの見方が強まった場合、各民間金融機関には、中銀当預の積み立てにかかるコストを抑制する観点から、その積み上げの進捗を早める (遅らせる) 誘因が働くことになる。こうした意図的な積み進捗操作に関連したユーロエリアおよび英国における対応について、BOX 2 を参照。

(注 22) わが国の準備預金制度の基本的な位置付けは、通貨調節手段とされている (準備預金制度に関する法律第 1 条)。

(注 23) 準備預金制度における積み立ての方式は、概念的には、大きく「後積み方式」と「同時積み方式」に分けられる。後積み方式は、過去の一定期間 (または時点) における準備預金対象負債を基に所要準備額を算出のうえ、後日これを積み立てる方式である。他方、同時積み方式は、所要準備額の算出対象期間と積み期間が一致しており、所要準備額が確定する前にこれを積み立てていく方式である。わが国で採用されている部分的後積み方式は、本文中で述べたように、両者が折衷された方式といえる。

(注 24) 日本銀行法第 15 条第 1 項第 1 号に規定されている同法第 33 条第 1 項第 1 号の手形の割引に係る基準となるべき割引率。

(注 25) ただし、短期の市場金利がゼロ%近傍で推移する状況では、利息のつかない当座預金残高を所要準備額以上に積み上げることに伴う機会費用はほとんど発生しないため、このようなメカニズムは必ずしも機能しない。

(注 26) ある週 (i 週) の火曜日からその翌々週 (i+2 週) の月曜日までの 2 週間における準備預金対象負債の平均残高から算出される所要準備額を、4 週間後の週 (i+4 週) の木曜日からその翌々週 (i+6 週) 水曜日までの 2 週間に積み立てる仕組み (所要準備額に算入される銀行券保有高の算定も同様)。なお、小規模の金融機関にかかる所要準備額の算出や積み期間は、これと異なる取扱いとなっている。

てを約束するものである。この仕組みのもとで、民間金融機関は、資金決済を円滑に行う観点等から必要と認める金額（クリアリング・バランス）をFRSの同意を得て予め定め、これを連邦準備銀行の当座預金に積み立てる義務を負う。積み期間は準備預金制度と同じ期間とされている。クリアリング・バランスに対応する当座預金残高については、これに市場金利に連動する基準レートに乗じて算出した金額（earnings credits）をFRSに対する各種手数料の支払いに充当することができるため、実質的に付利されるのと同じ効果をもっている。これは、民間金融機関に十分なクリアリング・バランスを維持するように促し、中銀当預に対する安定的な需要を創出する方向に寄与しているものと考えられる。

いずれの制度のもとでも、準備不足額にはペナルティが課される（図表8参照）一方、当座預金には、クリアリング・バランス分に実質的な付利がなされるほかは付利されない^(注27)ため、当座預金残高が両制度に基づく総所要準備額に一致するよう積み立てを行う誘因が対象先に働く^(注28)。

銀行券保有高控除後の総所要準備額は、名目GDP対比で約0.1%（2005年）となっている。

ハ) ユーロエリア

ユーロエリアでは、わが国と同様、法令に基づく準備預金制度のみが設けられている。同制度では、銀行等の預金取扱金融機関に域内各国の中央銀行の当座預金として準備預金を保有することを義務付けている。所要準備額は、預金などの一定の負債に所定の準備率を乗じて算出され、その規模は名目GDPの約1.8%（2005年）となっている。当座預金残高のうち、所要準備額には付利が行われるが、所要準備額を超える残高（超過準備額）には付利されない^(注29)。一方、準備不足額にはペナルティが課される（図表8参照）。こうした仕組みが、日米と同様、対象先に当座預金残高を所要準備額に一致させる誘因となっている。

準備預金の積み期間は、金融政策を決定する毎月初回の政策理事会（通常第1木曜日）直後のMROの実行日（翌週の水曜日）からその翌月における同様の日の前日までの約1か月間であり（BOX2参照）、完全後積み方式となっている^(注30)。

二) 英国

英国では、2006年5月に、契約に基づく中銀当預積み立て制度が新たに導入された^(注31)。同

(注 27) 現在、連邦準備銀行の当座預金に対し、準備預金を含めて付利することを認める法案が連邦議会において審議されている。

(注 28) クリアリング・バランスにかかる所要準備額については上下2%の乖離が許容されており、その範囲内であれば、超過準備額（後述）もしくは準備不足額とはみなさない扱いとなっている。

(注 29) 所要準備額に対する付利は、積み期間中の各日において直近に実行されたMROの足切りレートを平均したレートにより行われる。なお、超過準備の発生が見込まれる場合には、預金ファシリティを通じて超過見込み額を預け入れることによって、同レートを下回る金利による付利を受けることは可能である（3.（2）ハ）参照）。

(注 30) ある月（i月）の月末の負債を基に計算される所要準備額をその翌々月（i+2月）中に開始する積み期間に適用する。なお、小規模の金融機関にかかる所要準備額の算出は、これと異なる取扱いとなっている。

(注 31) このほか、BOEの運営経費に充てるための運用益の源泉とするため、CRD（Cash Ratio Deposits）と呼ばれる無利息の預金の預け入れを預金取扱金融機関に義務付ける制度が従来から設けられている。

制度では、一定の預金取扱金融機関が対象先となる^(注32)。所要準備額は、BOEが設定する上限の範囲内で、対象先が自由に設定できる。所要準備額には政策金利による付利が行われるが、超過準備額には実質的に付利がなされず^(注33)、また、準備不足額にはペナルティが課される(図表8参照)点はユーロエリアと同様である^(注34)。

積み期間は、毎月の金融政策委員会(MPC)の結果公表日(木曜日)から次回(翌月)のMPCの結果公表日の前日(水曜日)までの約1か月間である(BOX2参照)。利用先は、積み期間の開始日の2営業日前までに、その積み期間に適用する所要準備額をBOEに申告する必要がある(完全後積み方式)。

(図表8) 主要国における中銀当預積み立て制度の概要

	日本 (日本銀行)	米国 (FRS)	ユーロエリア (ECB)	英国 (BOE)
制度の根拠	法令	①法令、②契約	法令	契約
所要準備額の規模 ^(注1)	1.2%	0.1%	1.8%	1.9%
積み期間	1か月(固定)	2週間(固定)	約1か月 ^(注2)	約1か月 ^(注2)
積み方式	部分的後積み	完全後積み	完全後積み	完全後積み
付利の有無	なし	①: なし ②: 実質的にあり	あり (所要準備額まで)	あり (所要準備額まで ^(注3))
準備不足額に対するペナルティの利率等	基準割引率＋3.75%	①: Primary Credit Programの貸付金利＋1% ②: 金額に応じ、2%または4%	1) Marginal Lending Facilityの貸付金利＋5%を上限に定める利率 2) 同金利の2倍を上限に定める利率 3) 準備不足額の3倍を上限に定める金額の無利息預金の預け入れ ^(注4)	政策金利

(注1) 所要準備額の規模は、2005年の対名目GDP比。ただし、BOEについては、2005年時点の所要準備額が存在しないため、2006年5月18日に開始した積み期間にかかる所要準備額を基に計算。

(注2) 積み期間は、政策理事会(ユーロエリア)または金融政策委員会(英国)の日程に応じて設定される(BOX2参照)。

(注3) 脚注33参照。

(注4) 1)から3)の選択や、それらの利率・金額はECBが決定する。

(注32) 民間の決済システムであるCHAPS(Clearing House Automated Payment System)およびCRESTにかかる資金決済をBOEの当座預金を通じて行う先は自動的に利用先となるほか、その他の一定の要件を満たす先は希望により利用先となることできる。

(注33) 当座預金残高の全額に対して政策金利による付利が行われるが、所要準備額を超過する分については同時に政策金利でペナルティが課されるため、実質的には利息が発生しない。なお、超過準備の発生が見込まれる場合には超過見込み額を預金ファシリティに預け入れることによって、政策金利を下回る金利による付利を受けることは可能である(3.(2)ニ参照)。

(注34) ただし、所要準備額の下1%のレンジで乖離が許容されており、その範囲内であれば、超過準備額もしくは準備不足額とはみなさない扱いとなっている。

【BOX 2】

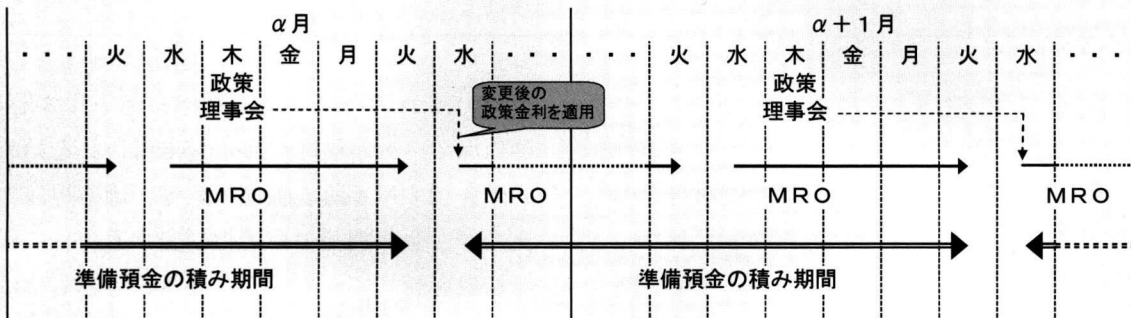
ECB、BOEにおける積み期間やオペ期間の変更

法令や契約に基づく中銀当預積み立て制度における積み期間の途中に、金融政策決定会合の開催が予定されていると、時により、目先の政策変更を見込んだ民間金融機関の裁定行動（意図的な積み進捗操作＜前掲脚注 21 参照＞）を通じて中銀当預に対する需要が変動し、オーバーナイト物など、ごく短期の市場金利が政策金利と整合的な水準から大きく乖離することがあり得る。また、オペの金利が政策金利とされ、必ずしも市場動向を反映して柔軟に形成されるわけではない場合には、同様に、オペの期間の途中に金融政策決定会合の開催が予定されていると、目先の政策変更を見込んで変化した短期の市場金利と比べてオペの金利が有利もしくは不利となり、オペにおける応札の過熱や札割れ（応札額が資金供給予定額に満たない事態）が発生し易くなる。

オペの金利を政策金利としているユーロエリア（MROの最低応札レート）や英国（Short-term Repo OMOs の適用レート）では、こうした事態が発生することを防ぐ観点から、積み期間やオペの実施日・期間を金融政策決定会合の日程と整合的に設定することにより、金融調節運営の円滑化を図っている（注1）。

【ユーロエリア】

ECBは、2004年3月より、従来毎月24日から翌月23日までとしていた積み期間を政策理事会の日程に合わせて設定することとし、また、MROの期間を2週間から1週間に短縮した（注2）。



- * 1. 金融政策を決定する政策理事会は、原則として毎月上旬の木曜日に開催される。決定された政策金利は、翌週実行のMROから適用される。
- * 2. 週次のMRO（期間1週間）は毎週水曜日に実行。
- * 3. 準備預金制度の積み期間は、毎月初回の政策理事会直後の水曜日から翌月初回の同理事会直後の火曜日まで。

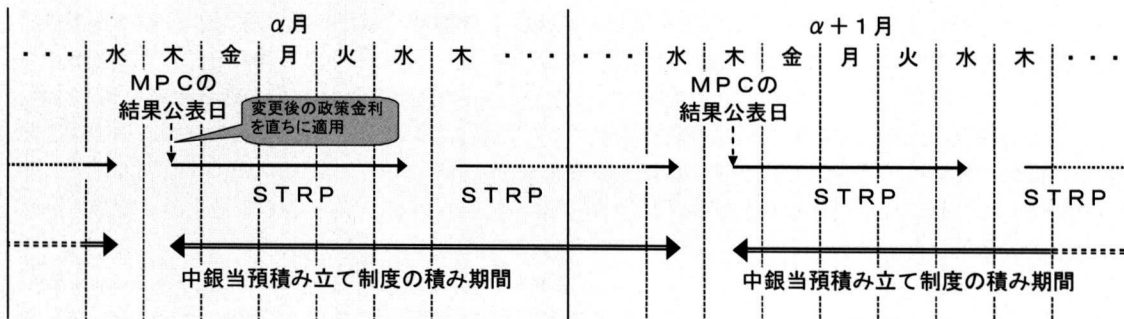
（注1）米国では、FOMCが通常積み期間中に開催され、政策金利の変更は直ちに実施されるため、意図的な積み進捗操作を行う誘因が働き得る仕組みとなっており、翌日物の市場金利は政策変更を先取りして動く傾向がある。もっとも、FRSでは、オペの金利は、応札レートに制約のない金利競争入札によって市場動向を反映するかたちで形成されることから、オペの応札過熱や札割れといった事態は比較的生じにくい。また、FRSでは、積み進捗操作に伴う需要の増大をある程度吸収するかたちでオペを運営している。

また、わが国では、これまで、量的緩和政策のもとで所要準備額を上回る当座預金残高が供給されてきたため、民間金融機関による積み進捗の操作といった行動は特段意識されることが少ない状況が続いてきた。もっとも、金融調節の枠組みの観点からみると、金融政策決定会合は通常積み期間中に開催され、政策金利の変更は直ちに実施される点、オペの金利は金利競争入札により決定される点など、本来的に米国と類似したものとなっている。

（注2）ECBは、当初、政策金利をMROの適用レートとしていたが、利上げ局面においてオペへの応札が過熱する事態が生じたことなどを受け、2000年6月にこれをMROの最低応札レートに変更した。2004年3月の見直しは、利下げ局面においてオペの札割れが生じやすいことを踏まえて実施されたものである。

【英国】

BOEは、2006年5月に実施した金融調節の枠組みの見直しにおいて、中銀当預積み立て制度を新たに導入し、その積み期間をMPCの日程に合わせて設定することとしたほか、Short-term Repo OMOs（期間1週間）も、週1回、木曜日に実施することとした。



- * 1. MPCは、通常、毎月上旬の水・木曜日に開催（2日間）し、木曜日の正午に結果が公表される。決定された政策金利は直ちに適用される。
- * 2. Short-term Repo OMOs（STRP）は毎週木曜日に実行。
- * 3. 中銀当預積み立て制度の積み期間は、MPC 2日目（結果公表日）から次回MPCの1日目まで。
- * 4. 結果公表日に実行するSTRPの入札は、結果公表後の12時15分に行われる。

4. 結びに代えて

日本・米国・ユーロエリア・英国の中央銀行の金融調節を巡る環境は、銀行券や財政資金の受払動向を始めとして、大きく異なっており、これを反映して、各中央銀行における金融調節の具体的な運用にも違いがみられる。もっとも、制度面をみると、各中央銀行がそれぞれに金融調節の一層の円滑化を図る観点から見直しを重ねてきた結果として、金融調節の基本的な枠組みは、①法令または契約に基づく中銀当預積み立て制度が中銀当預需要の安定化に資する仕組みとして機能するもとで、②公開市場操作を主軸にマクロ的な資金過不足を調整しつつ、③短期の市場金利の上限・下限を画するスタンディング・ファシリティによってこれを補完するといったかたちでお互いに類似したものとなってきている。

日本銀行においても、近年、補完貸付制度の

導入のほか、手形買入オペのペーパーレス化（共通担保オペへの移行＜2006年6月＞）を始めとする各種オペ手段の整備・改善、適格担保の拡充など、金融調節の円滑化に資するために様々な措置を講じてきている。日本銀行としては、今後とも、わが国に固有の環境を踏まえつつ、海外の中央銀行における事例も参考にしながら金融調節の枠組みのあり方を不断に検証し、より円滑な金融調節の運営に努めていきたいと考えている。

（追記）日本銀行は、2006年7月13～14日の政策委員会・金融政策決定会合において、政策金利（無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標）を0.25%前後とし、補完貸付金利の適用金利（基準貸付利率）を0.4%とすることを決定した。

[参 考]

日本・米国・ユーロエリア・英国の中央銀行における金融調節の枠組みに関する基礎資料

日本銀行金融市場局、「2005 年度の金融市場調節」（日本銀行ホームページ
<<http://www.boj.or.jp/type/ronbun/ron/research/data/ron0605a.pdf>>に掲載）

Federal Reserve Bank of New York, Markets Group, “DOMESTIC OPEN MARKET OPERATIONS DURING 2005,” February 2006
Federal Reserve System, “Reserve Maintenance Manual,” October 2005

European Central Bank, “THE IMPLEMENTATION OF MONETARY POLICY IN THE EURO AREA – GENERAL DOCUMENTATION ON EUROSISTEM MONETARY POLICY INSTRUMENTS AND PROCEDURES,” February 2005

Bank of England, “The Framework for the Bank of England’s Operations in the Sterling Money Markets,” May 2006

C E V Borio, “A hundred ways to skin a cat: comparing monetary policy operating procedures in the United States, Japan and the euro area,” *BIS Papers No. 9*, December 2001

Denis Blenck, Harri Hasko, Spence Hilton and Kazuhiro Masaki, “The main features of the monetary policy frameworks of the Bank of Japan, the Federal Reserve and the Eurosystem,” *BIS Papers No. 9*, December 2001