

2018年度の金融市場調節の概要

2019年5月30日

日本銀行金融市場局

「2018年度の金融市場調節」の構成

1 はじめに

2 2018年度中の日本銀行の金融市場調節運営の概要

- (1) 金融市場調節運営
- (2) 日本銀行のバランスシート
- (3) 外生的な日銀当座預金増減要因の動向

3 国内資金・債券市場等の動向

- (1) 無担保コール市場
- (2) レポ市場
- (3) 国庫短期証券市場
- (4) 国債市場
- (5) CP市場
- (6) 社債市場
- (7) 為替スワップ市場

4 金融市場調節手段の運営状況

- (1) 日本銀行当座預金の三層構造と短期政策金利
- (2) 国庫短期証券の買入れ
- (3) 長期国債の買入れ
- (4) その他の資産買入れ
- (5) その他のオペレーション等
- (6) 補完貸付制度

5 金融市場調節運営に関する制度変更

- (1) 強力な金融緩和継続のための枠組み強化
- (2) その他の制度変更等

6 市場参加者との対話に関する取り組み

1. 金融政策決定と金融市場調節方針（概要）

- 日本銀行は、2018年度中、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、強力な金融緩和を推進した。この間、日本銀行は、2018年7月30～31日の金融政策決定会合において、「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」の一環として、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化する措置を決定した。

（1）金融市場調節方針（長短金利操作）

短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。

長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし¹、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

（2）資産買入れ方針

①ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。

②CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

（3）オーバーシュート型コミットメント

消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する。

¹ 金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施する。

—— 上記の措置と合わせて、（1）政策金利残高の見直し、（2）ETFの銘柄別の買入れ額の見直し、の実務的な対応を行うこととした。

2. 日本銀行のバランスシート

- 2018年度中、日本銀行のバランスシートおよびマネタリーベースは拡大した。
- 資産サイドでは、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、長期国債やETF、J-REITの買入れを進めた結果、これらの資産の残高が増加している。

日本銀行のバランスシート

(単位：兆円)

	12年度末	13年度末	14年度末	15年度末	16年度末	17年度末	18年度末	前年差
長期国債	91.3	154.2	220.1	301.9	377.1	426.6	459.6	+ 33.0
CP等	1.2	1.9	2.0	2.0	2.0	2.1	2.0	▲ 0.0
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	+ 0.0
ETF	1.5	2.9	4.5	7.6	12.9	18.9	24.8	+ 5.9
J-REIT	0.12	0.15	0.21	0.29	0.38	0.48	0.52	+ 0.04
貸出支援基金	3.4	11.8	27.0	30.1	43.4	45.6	46.1	+ 0.5
買入国庫短期証券	16.4	31.6	37.9	36.9	32.6	18.8	7.9	▲ 10.9
共通担保資金供給	21.7	14.1	6.8	3.7	0.7	0.4	0.7	+ 0.3
その他とも資産計	164.8	241.6	323.6	405.6	490.1	528.3	557.0	+ 28.7
銀行券	83.4	86.6	89.7	95.6	99.8	104.0	107.6	+ 3.6
当座預金	58.1	128.7	201.6	275.4	342.8	378.2	393.9	+ 15.6
その他とも負債・純資産計	164.8	241.6	323.6	405.6	490.1	528.3	557.0	+ 28.7
マネタリーベース	146.0	219.9	295.9	375.7	447.3	487.0	506.3	+ 19.3

(出所) 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」

3-1. 日銀当座預金の三層構造

- 日本銀行は、「完全裁定後の政策金利残高」が一定の範囲内で推移するよう、原則として3か月に1回、「基準比率」の見直しを行っている。
- 2018年7月の金融政策会合で、同残高を「長短金利操作の実現に支障がない範囲で、現在の水準（平均して10兆円程度）から減少させる」ことが決定されたことを受けて、2018年8月積み期間以降は、同残高が平均して5兆円程度で推移するように、基準比率を設定した。

日本銀行当座預金の三層構造

階層	対象	付利金利
①基礎残高	「2015年1月～12月積み期間（2015年1月16日～2016年1月15日）の当座預金平残（基準平残）」－「所要準備額」	+0.1%
②マクロ加算残高	「所要準備額」	0.0%
	「貸出支援基金等の平均残高」など	
	「MRFに関する特則の適用対象預金残高」	
	「マクロ加算額（基準平残×基準比率）」	
③政策金利残高	当座預金残高のうち①と②を上回る金額	▲0.1%

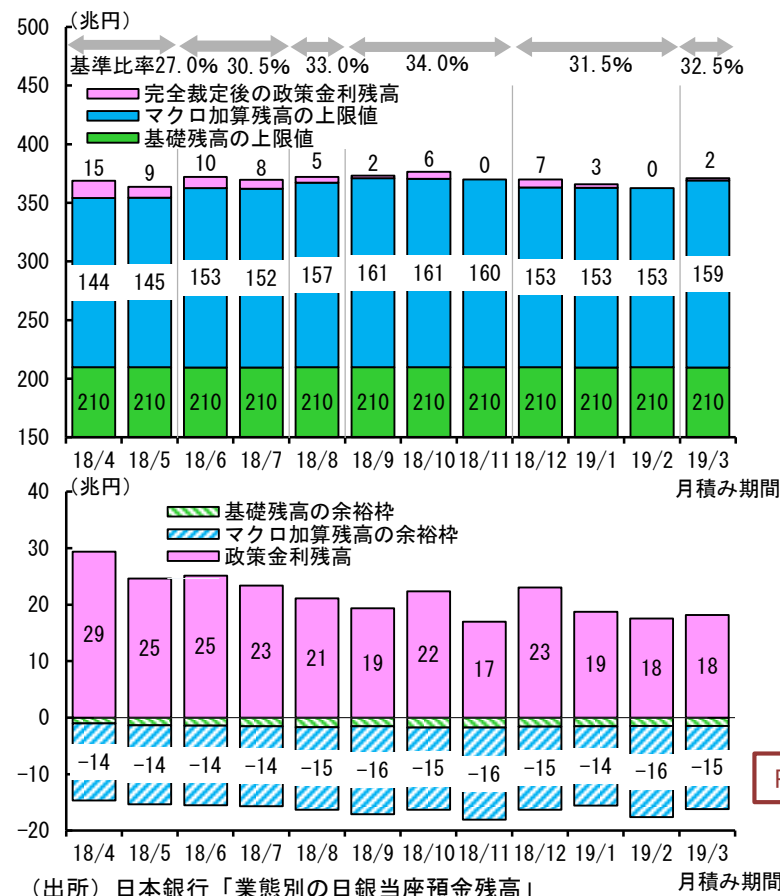
(注) 「完全裁定後の政策金利残高」とは、マクロ加算残高等の余裕枠を有する金融機関が、その余裕枠を埋め切るまで、政策金利残高を有する金融機関から資金を調達したと仮定した場合に、余裕枠の上限を超えて、政策金利残高として残る金額のこと。具体的には、以下により算出。

完全裁定後の政策金利残高

= 政策金利残高の実額－マクロ加算残高の余裕枠－基礎残高の余裕枠

= 政策金利残高の実額－（マクロ加算残高の上限値－実額）－（基礎残高の上限値－実額）

マクロ加算残高等の上限値と余裕枠、政策金利残高

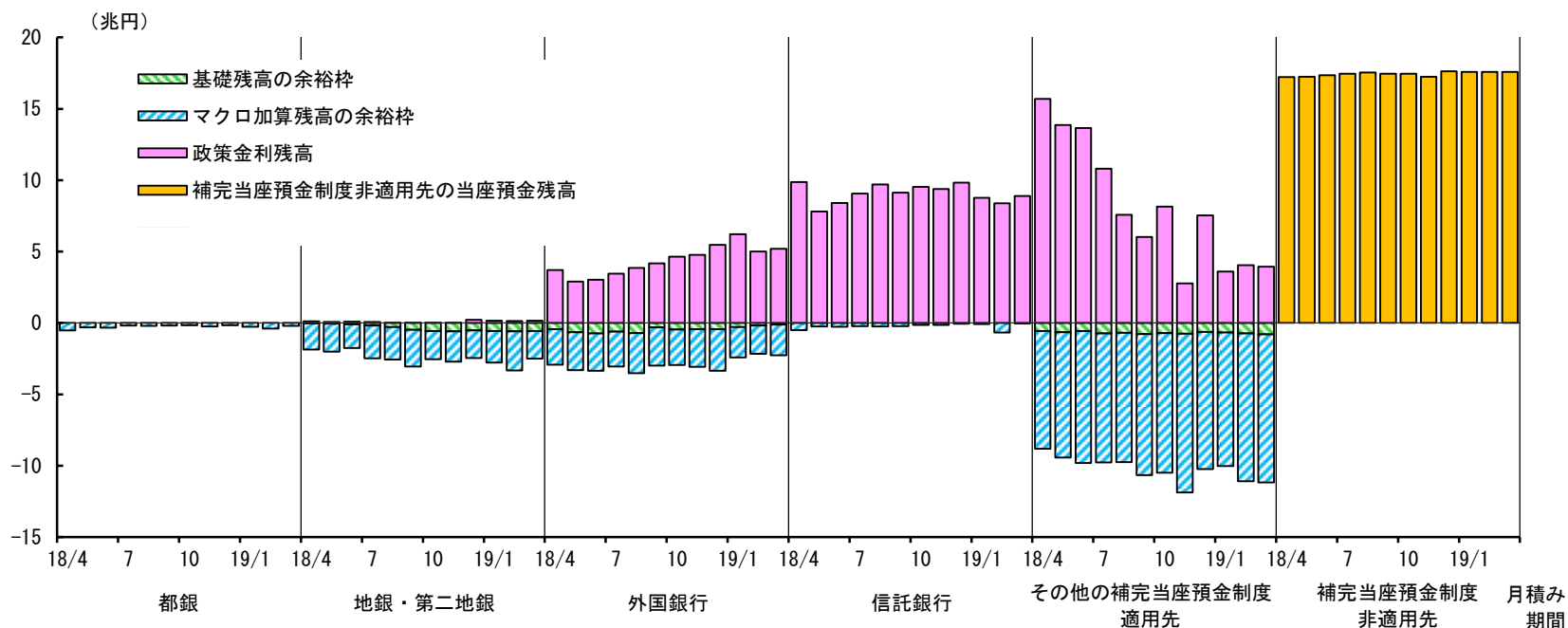


P. 40, 42

3-2. 三層構造の業態別分布

- 三層構造の動向を業態別にみると、都市銀行は、政策金利残高を生じさせず、かつマクロ加算残高の「余裕枠」を極力残さないかたちで日銀当座預金を運営している。
- 地銀・第二地銀は、業態全体として、「余裕枠」を相応に残す状態が続いた。信託銀行は、引き続き、多額の政策金利残高を保有した。
- 外国銀行は、為替スワップ市場での円資金調達コストが相対的に低位で推移する中、日銀当座預金を積極的に積み増す先があり、政策金利残高が増加した。
- その他の補完当座預金制度適用先は、業態全体としてみると、マクロ加算残高の上限値が変動するのに応じて政策金利残高が変動した一方で、「余裕枠」はあまり変動せず残り続けた。

三層構造の業態別分布

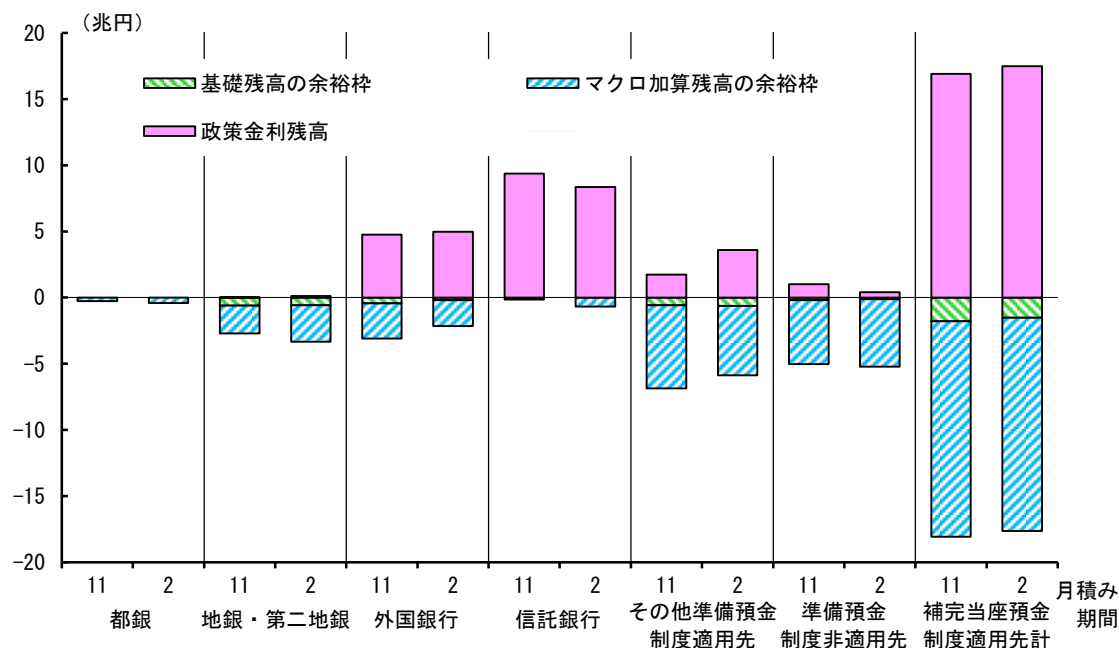


(出所) 日本銀行「業態別の日銀当座預金残高」

3-3. 「完全裁定後の政策金利残高」と短期金利

- 2018年11月積み期間および2019年2月積み期間には、「完全裁定後の政策金利残高」がゼロとなった。コールレートやGCレポレートを見ると、11月積み期間に比べて、2月積み期間ではやや大きめに上昇するという違いがみられた。
- 両期間で短期金利の動向が異なった背景としては、業態別や個別金融機関別の資金ポジションに違いがあった可能性がある。2月積み期間の方が11月積み期間よりも、「その他準備預金制度適用先」を主因として政策金利残高が大きくなっており、短期金融市場における裁定取引に積極的である金融機関の政策金利残高が、2月積み期間の方がより少なかったことを示唆している。

2018年11月積み期間と2019年2月積み期間の比較

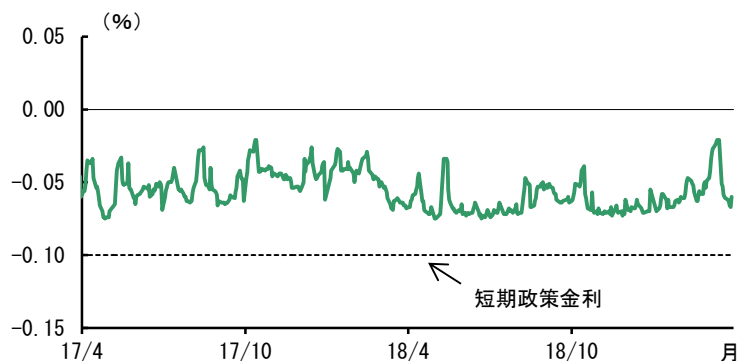


(出所) 日本銀行「業態別の日銀当座預金残高」

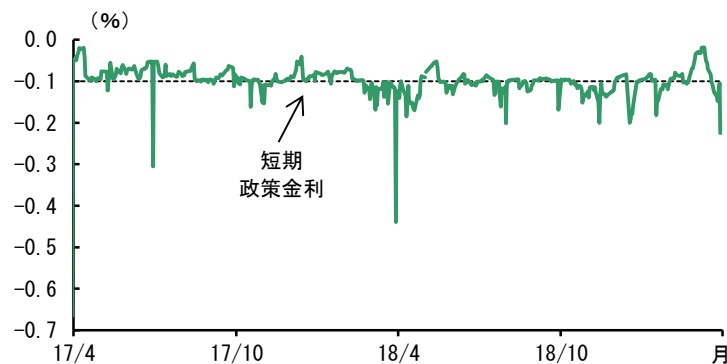
4-1. 無担保コール市場・レポ市場の動向

- 無担保コールレートは、▲0.07～▲0.02%程度で推移した。市場残高は、概ね7～9兆円程度と、引き続きマイナス金利政策導入前と同程度ないしそれを上回る水準で推移した。
- GCレポレートは、総じてみれば短期政策金利（▲0.1%）近傍で推移した。市場残高は、基準比率の見直しにより、三層構造を利用した裁定取引が活発に行われた結果、幾分増加した。

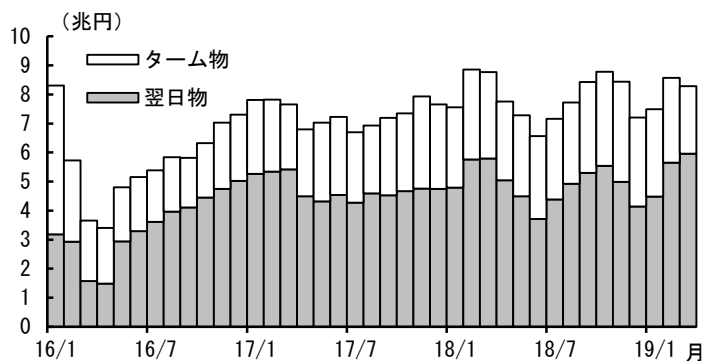
無担保コールレート



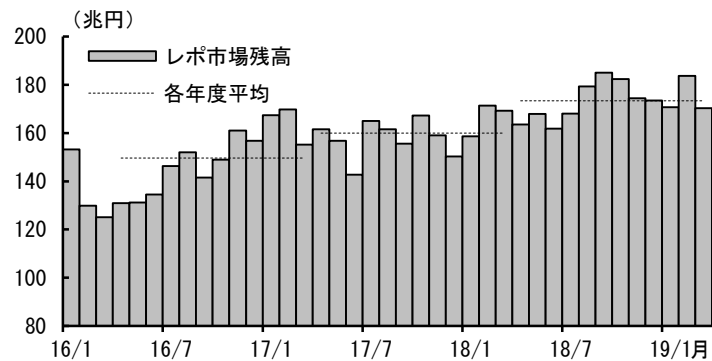
GCレポレート



無担保コール市場残高



レポ市場残高



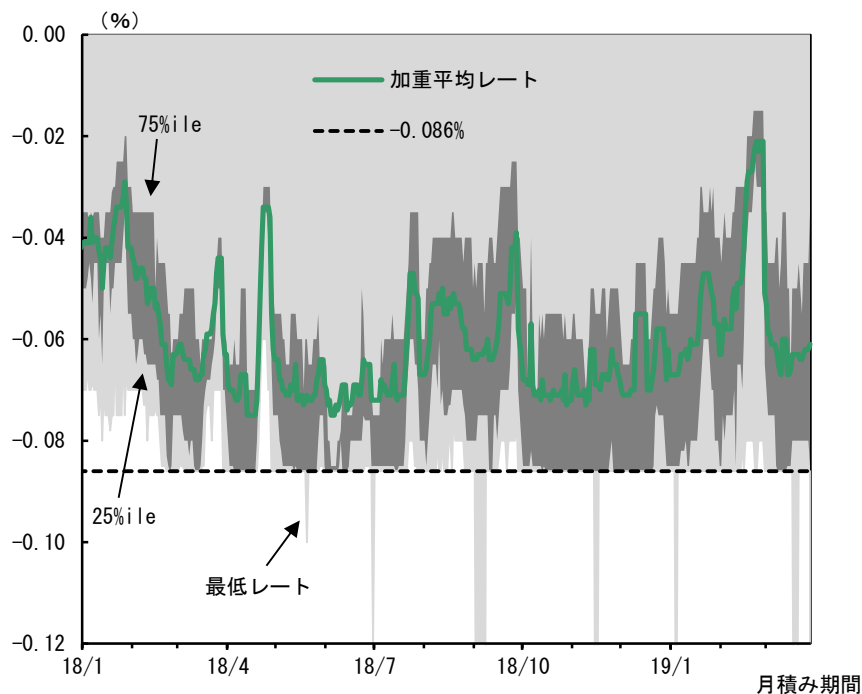
(注) 月中平均。
(出所) 日本銀行「コール市場関連統計（毎営業日）」「コール市場残高」

(注) 現担レポ（貸借形式）と新旧現先（売買形式）の合計。
(出所) 日本証券業協会「東京レポ・レート」等

4-2. 投資信託の余資増加①：コール市場への影響

- 2018年2月以降のコールレート低下は、投資信託の資金供給の増加などによってもたらされたと考えられる。投資信託による資金運用の状況を見ると、2018年3月以降、運用資産が大幅に増加する中、コールローンや金銭信託による運用が増加していることがわかる。

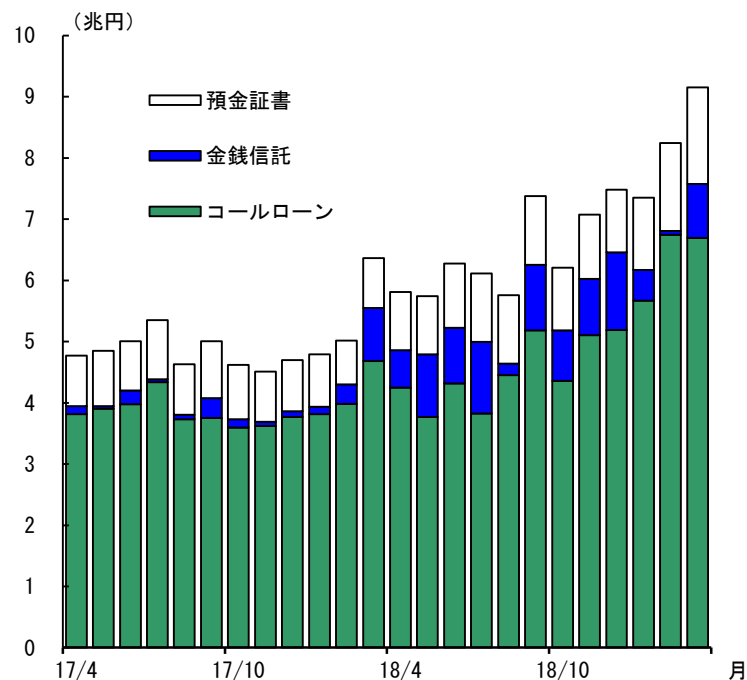
無担保コール市場での出合いのばらつき



(注) 図中の薄いシャドーは取引があったレンジを示す。濃いシャドーは、出合いの分布のうち、25%ile点から75%ile点までを示す。点線は、多くの日で最低レートとなっていた▲0.086%を示す。

(出所) 日本銀行

投資信託の余資運用

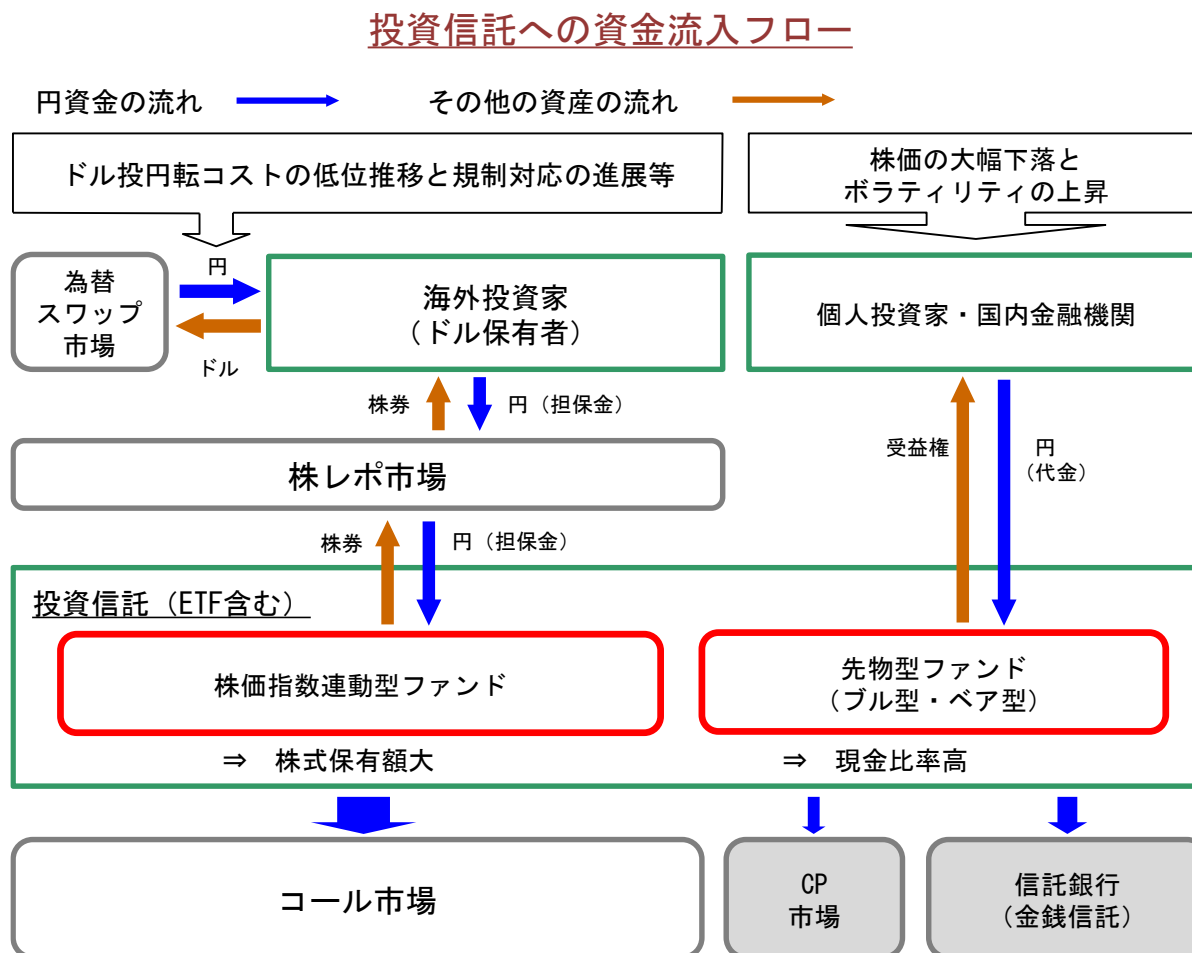


(注) 契約型公募投資信託のうち、株式投信。月末時点。

(出所) 投資信託協会「契約型公募投資信託の信託財産状況 -余資、
 その他有価証券内訳- (株式投信)」

4-3. 投資信託の余資増加②：背景

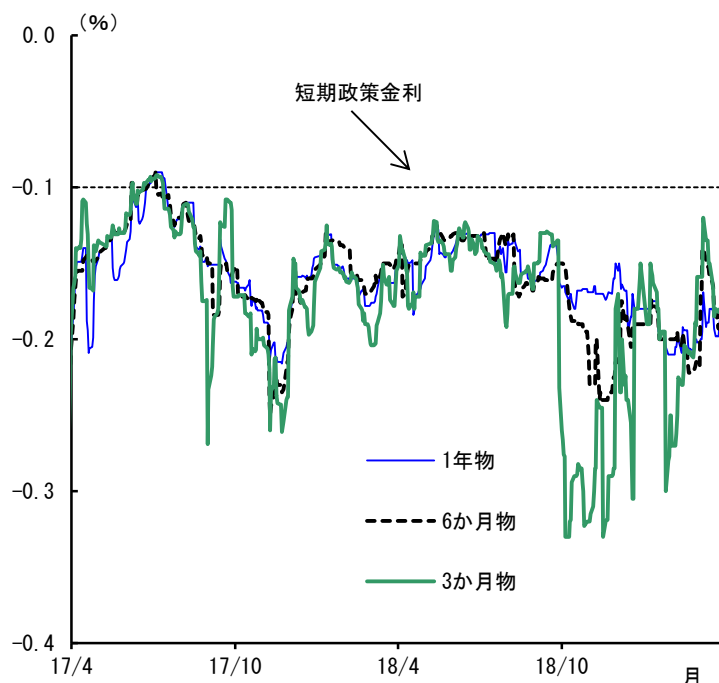
- 投資信託の資金供給が増加した背景には、ブル・ベア型投信への資金流入や株レポ市場での株券放出（資金調達）に伴う余資の増加があるとみられる。



5. 国庫短期証券市場の動向

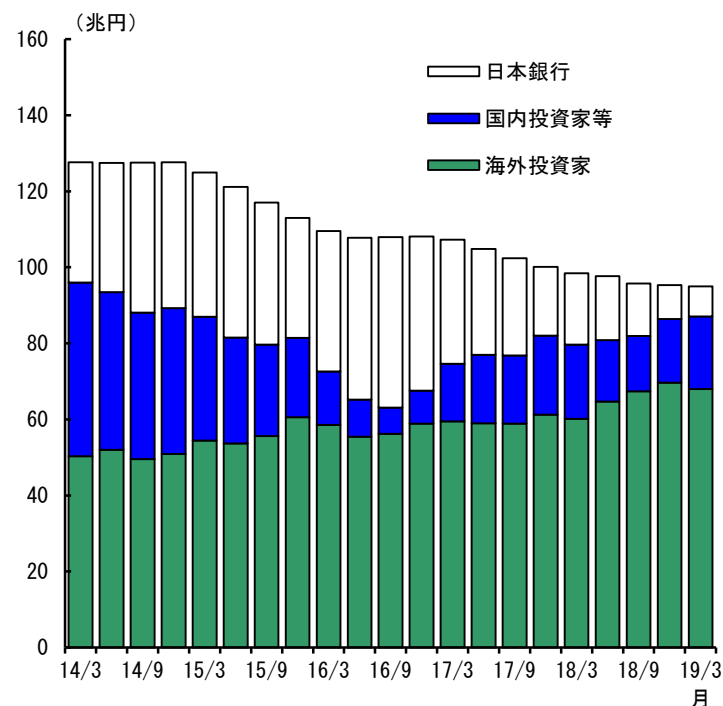
- 国庫短期証券（3か月物）の利回りは、総じてみれば▲0.3～▲0.1%程度と、短期政策金利（▲0.1%）を下回る水準で推移した。
- 主体別保有残高をみると、日本銀行の保有残高が減少する中、海外投資家の保有残高が増加した。

国庫短期証券の利回り



(出所) 日本相互証券

国庫短期証券の主体別保有残高

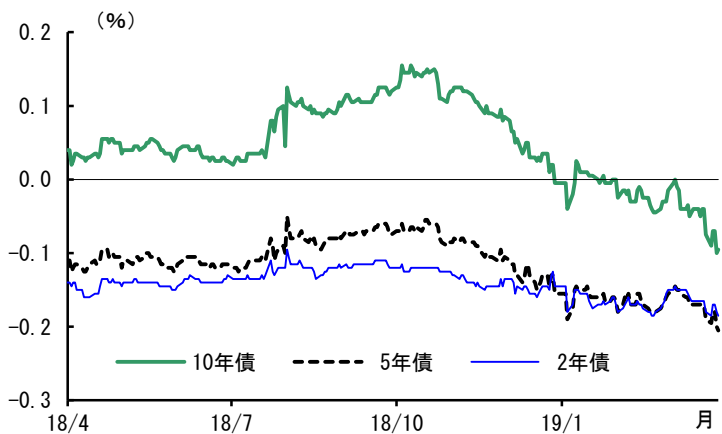
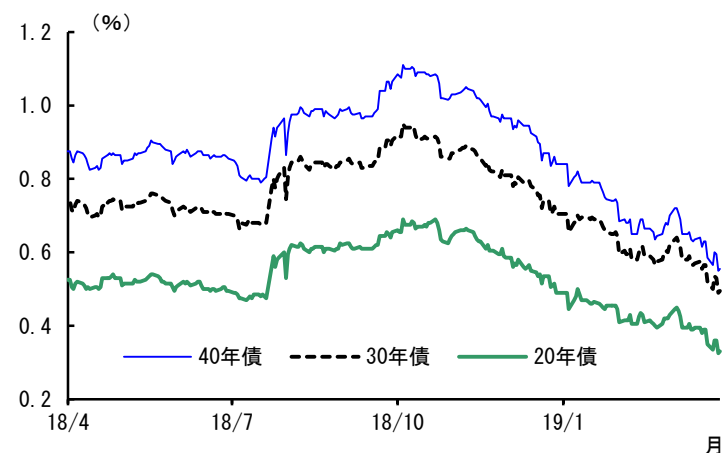


(出所) 財務省、日本銀行「資金循環」 「マネタリーベースと日本銀行の取引」

6-1. 国債金利の推移、イールドカーブ

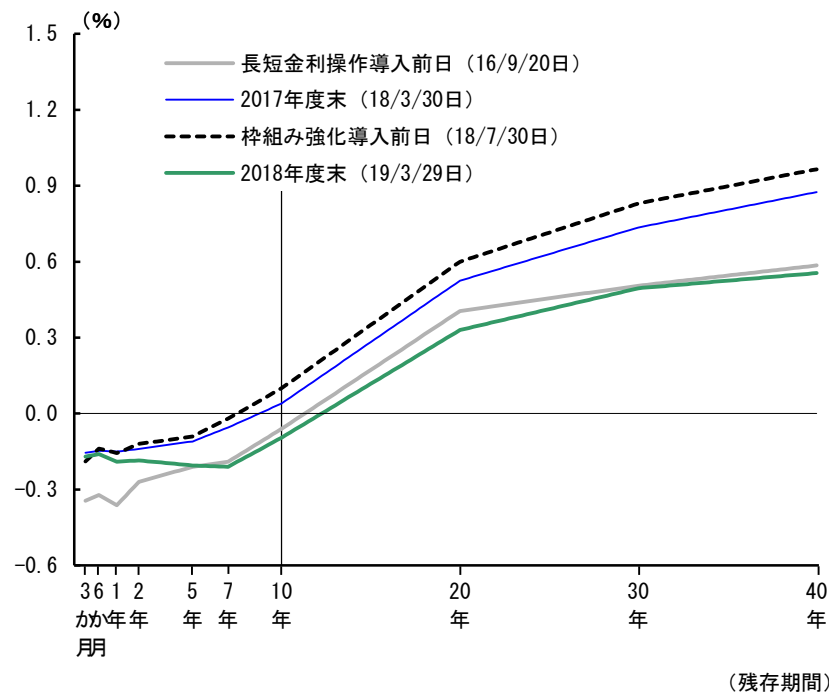
- 長期金利（10年債金利）は、ゼロ%程度で安定的に推移した。
- 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、わが国のイールドカーブは、金融市場調節方針と整合的に形成されている。

国債利回り



(出所) 日本相互証券

国債のイールドカーブ

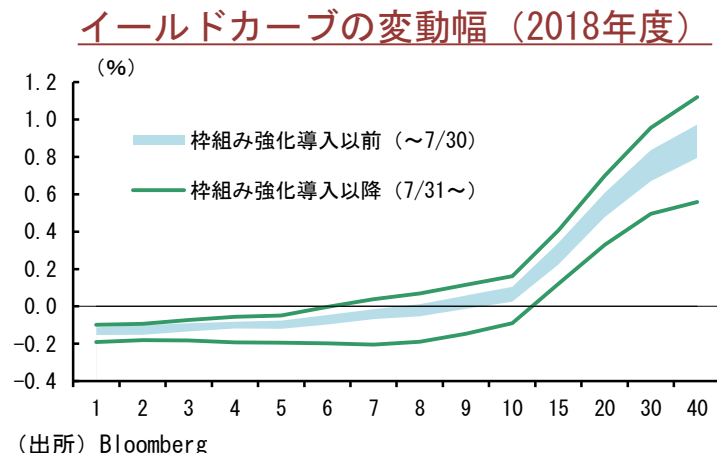
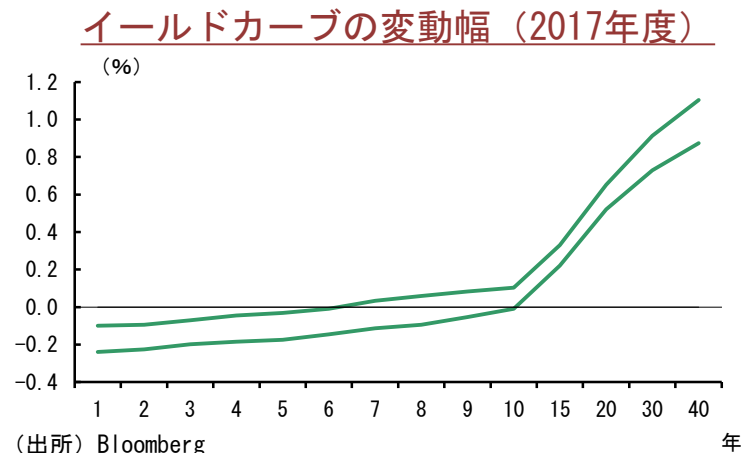
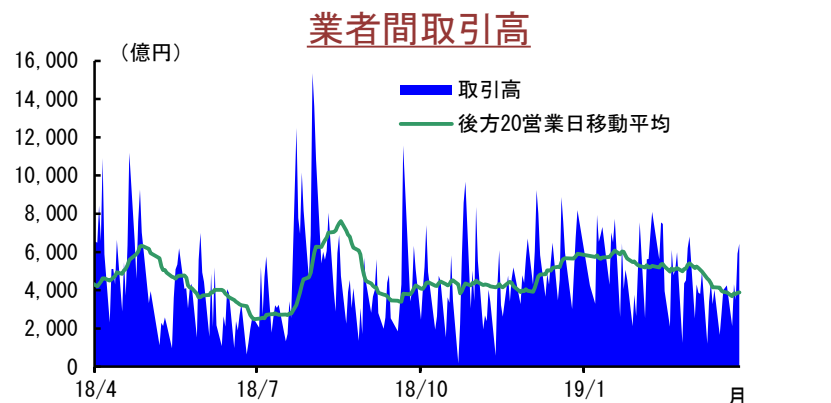
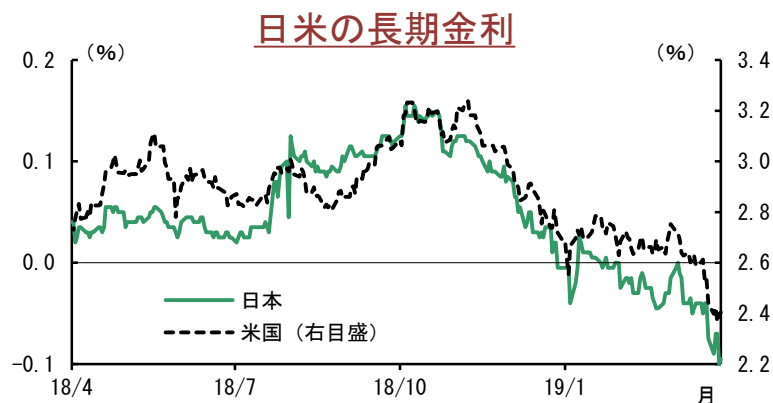


(注) 残存期間7年は、長期国債先物の最割安銘柄の利回り。
(出所) 日本相互証券

P. 32, 55

6-2. 海外金利との連動、取引高、変動幅

- 海外金利との連動性については、2018年7月の金融政策決定会合で示された金融市場調節方針に沿って、弾力的なオペ運営を行う中、米国債利回りなどにつれて上下する局面が多くみられた。
- 国債取引の出来高は、7月中旬までは減少していたものの、同会合における「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」の決定後は、引き続き低めの水準にあるものの、ひと頃と比べて増加した。
- こうしたもとで、イールドカーブの変動幅は上下に拡大した。



6-3. 弾力的な買入れ

- 日本銀行は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化する措置の決定を受けて、2018年9月以降、曜日構成も踏まえつつ、国債買入れ頻度を減らしたほか、11月以降、これまでよりも月間を通した日程のバランスや市場動向を踏まえて実施日程を設定するなど、柔軟な対応を進めた。
- 毎回の買入れ額についても、金融市場調節方針と統合的なイールドカーブが形成されるように、その時々状況に応じて柔軟に調整した。

月次の「運営方針」の変遷

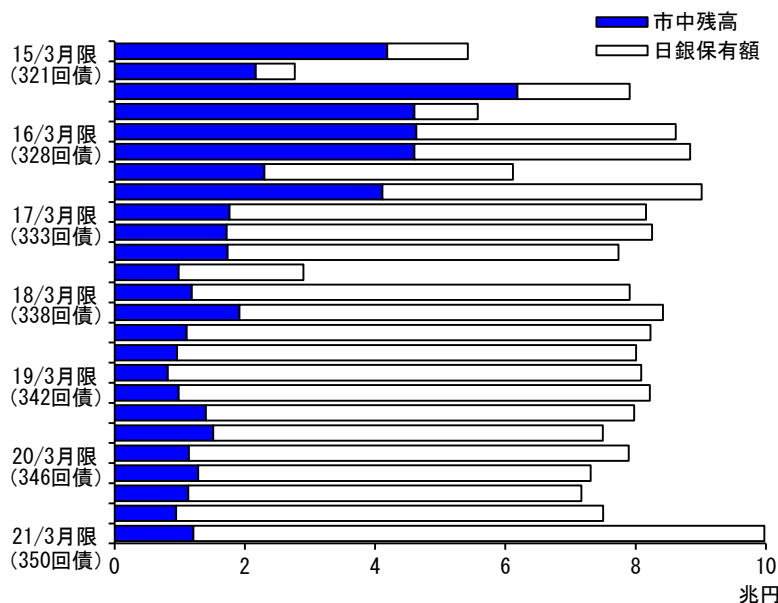
買入れ対象ゾーン		8月	9月	10月	11月	12月	19/1～2月	3月
1 5 年	1 3 年	2,000～ 3,000程度	2,000～ 4,000程度	2,000～ 4,000程度	2,500～ 4,500程度	2,500～ 4,500程度	2,500～ 4,500程度	2,500～ 4,500程度
		2,500	3,000	3,000	3,500	3,500	3,500	3,500
		6	5	5	4	4	4	4
	3 5 年	2,500～ 3,500程度	2,500～ 4,500程度	2,500～ 4,500程度	3,000～ 5,500程度	3,000～ 5,500程度	3,000～ 5,500程度	3,000～ 5,500程度
		3,000	3,500	3,500	4,000	4,000	4,000	4,000
		6	5	5	4	4	4	4
5 10 年	3,000～ 5,000程度	3,000～ 6,000程度	3,000～ 6,000程度	3,000～ 6,000程度	3,000～ 6,000程度	3,000～ 6,000程度	3,000～ 6,000程度	3,000～ 6,500程度
	4,000	4,500	4,500	4,500	4,500	4,300	4,800	
	6	5	5	5	5	5	4	
10 年 超	10 25 年	1,500～ 2,500程度	1,500～ 2,500程度	1,500～ 2,500程度	1,500～ 2,500程度	1,500～ 2,500程度	1,500～ 2,500程度	1,500～ 2,500程度
		1,800	1,800	1,800	1,800	2,000	2,000	1,800
		5	5	5	5	4	4	4
	25 年 超	500～ 1,500程度	500～ 1,500程度	100～ 1,000程度	100～ 1,000程度	100～ 1,000程度	100～ 1,000程度	100～ 1,000程度
		600	600	500	500	500	500	500
		5	5	5	5	4	4	4

(注) 上から1回当たりオファー金額のレンジ(億円)、初回オファー金額(億円)、回数(回)。
(出所) 日本銀行

6-4. 長期国債先物の割高化

- 2013年4月の「量的・質的金融緩和」の導入以降、日本銀行が大規模な国債買入れを続けてきたも
とで、長期国債先物の最割安銘柄の市中残高が減少している。
- 現物国債と長期国債先物（最割安銘柄）の価格連動性をみると、2018年12月にかけて、海外金利が
低下する中、最割安銘柄の価格が、5年・10年物国債といった現物の価格と乖離して急速に割高化
する局面がみられた。
- こうした状況なども踏まえ、日本銀行は、2019年1月以降、毎回の国債買入れで対象銘柄を選定す
る際に、将来の最割安銘柄を中心に、買入れ対象外となる銘柄を拡大した。

最割安銘柄の市中残高



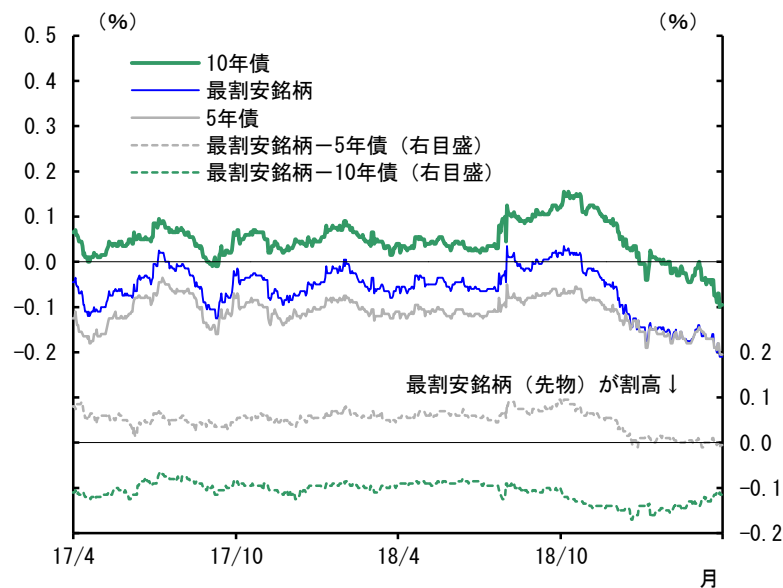
(注1) 2019年3月末時点。市中残高は、市中発行残高から日銀保有額を除いたもの。

(注2) 括弧内は各銘柄の10年債の回数。

(注3) 将来の限月の最割安銘柄の残高は、各決済期日時点で残存期間が7年に最も近い銘柄のもの。

(出所) 日本銀行「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」、財務省

5・10年債と最割安銘柄の金利の関係性

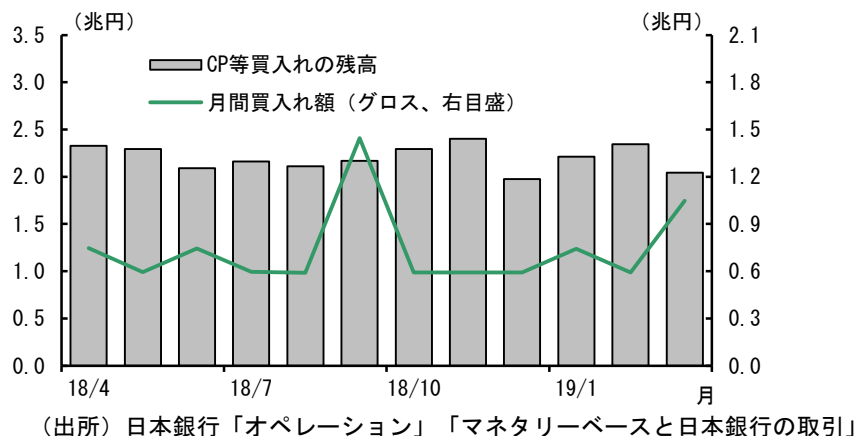


(出所) 日本相互証券

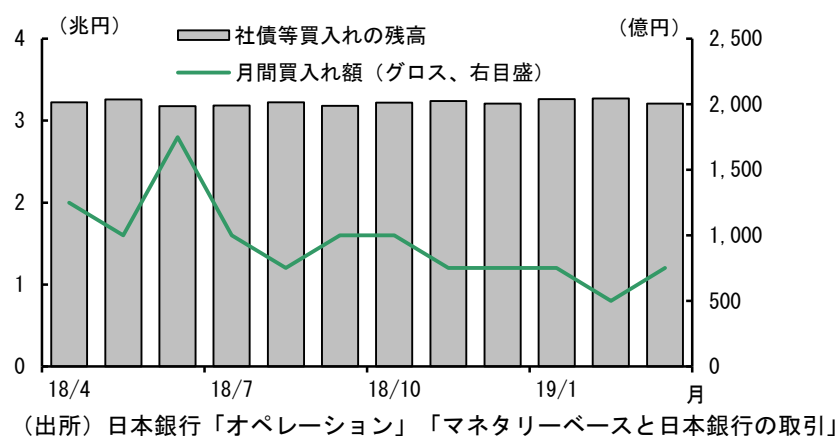
7. CP、社債の買入れ

- CP等買入れ、社債等買入れについては、金融政策決定会合で示された資産買入れ方針に沿って、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する運営を行った。
- CP市場では、CPの発行期間の長期化などが観察された。こうしたなか、日本銀行が買入れたCPの残存期間も長期化したことから、CP等買入れはオファー額の減少傾向が続いている。

CP等買入れの残高と買入れペース



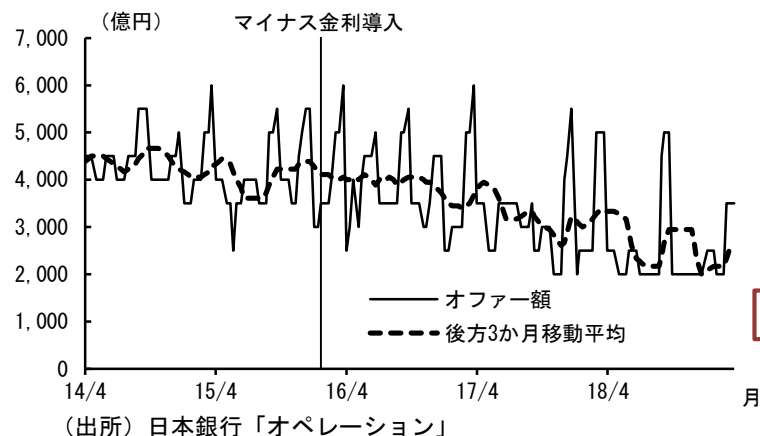
社債等買入れの残高と買入れペース



CP発行状況の特徴点

- ① 平均デュレーションが長期化した状態が継続
- ② 1銘柄あたりの発行残高が増加
- ③ 発行主体の広がりあまりみられておらず、すでに発行している主体が残高を増やす動きが中心

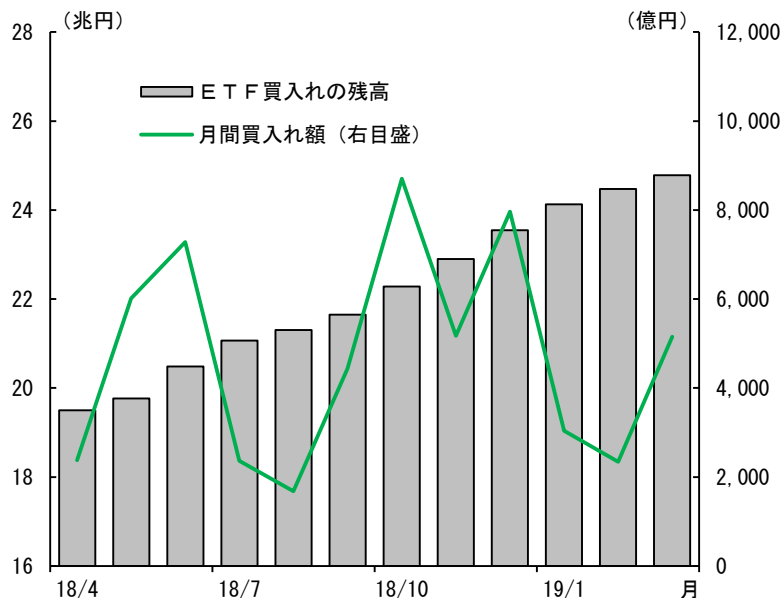
CP等買入れのオファー額の推移



8. E T F、J-R E I Tの買入れ

- E T Fについては、資産買入れ方針に沿って、保有残高が年間約6兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行った。2018年7月の金融政策決定会合では、資産買入れ方針について、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとされた。
 - 同会合において、E T Fの銘柄別の買入れ額を見直し、T O P I Xに連動するE T Fの買入れ額を拡大することが決定されたことを受け、同決定に沿って実務的な対応を行った。
- J-R E I Tについては、資産買入れ方針に沿って、保有残高が年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行った。

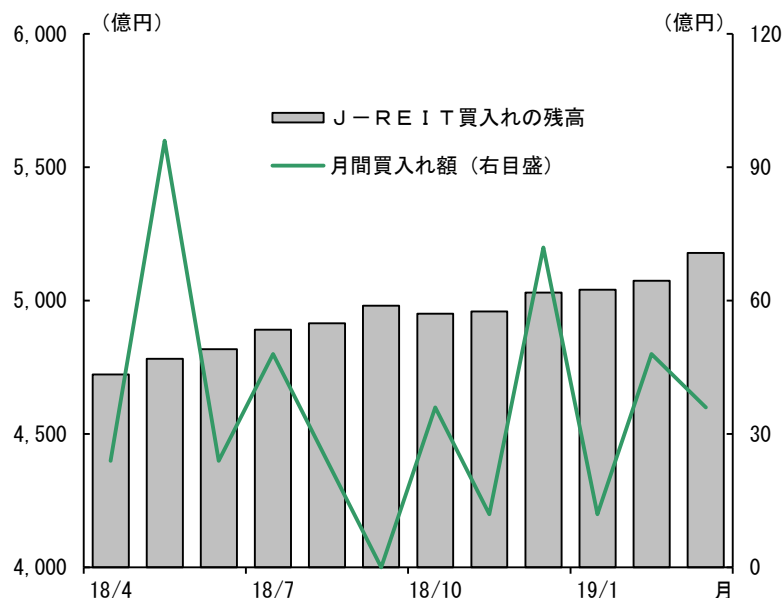
E T F買入れの残高と買入れペース



(注) 月間買入れ額は、約定日ベース。

(出所) 日本銀行「オペレーション」「マネタリーベースと日本銀行の取引」

J-R E I T買入れの残高と買入れペース



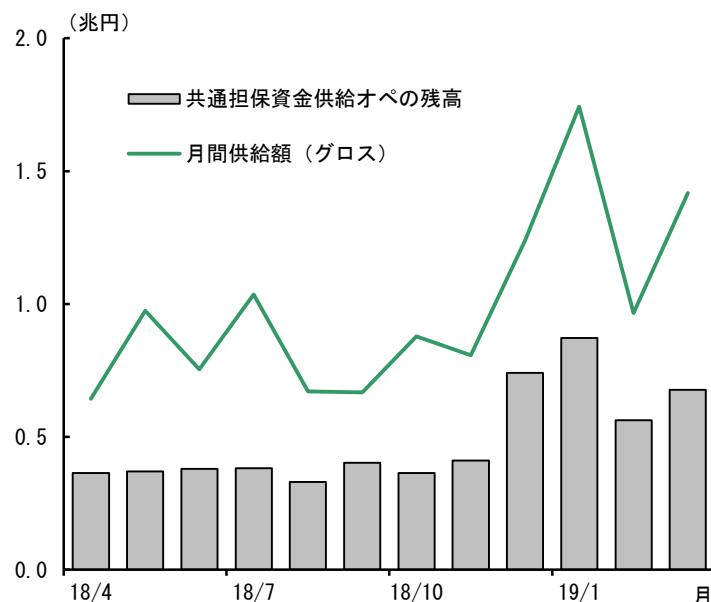
(注) 月間買入れ額は、約定日ベース。

(出所) 日本銀行「オペレーション」「マネタリーベースと日本銀行の取引」

9. 共通担保資金供給オペ

- 共通担保資金供給オペについては、各金融機関の資金繰りにおける需要などを映じて、応札額が幾分増加した。これを踏まえて、2019年3月以降は、オファー額を増加した（8,000→15,000億円）。このほか、2019年3月8日には、東京レポ・レート（T/N物）が▲0.006%まで上昇したことなどを踏まえて、3月11日スタートの翌日物（T/N物）のオファーを行った。
- この結果、2019年3月末のオペの残高は0.7兆円と、前年比0.3兆円の増加となった。

共通担保資金供給オペの残高と資金供給ペース

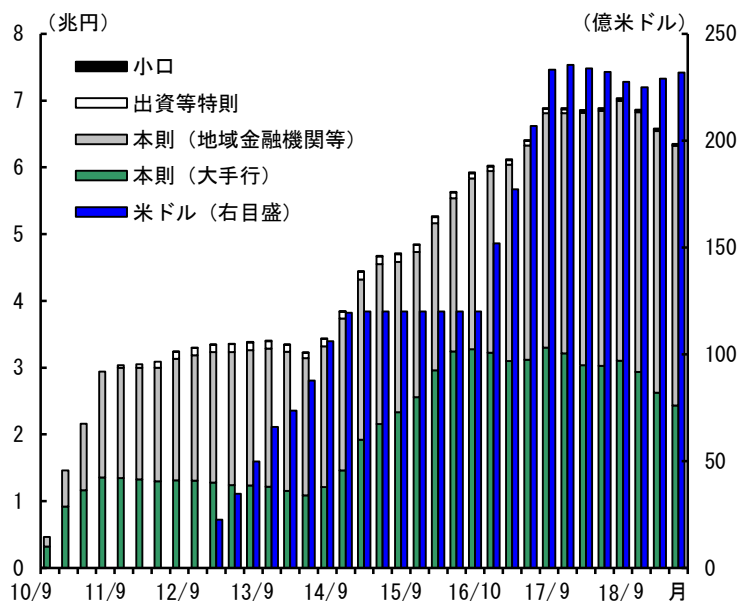


(出所) 日本銀行「オペレーション」「マネタリーベースと日本銀行の取引」

10. 成長基盤強化支援資金供給、貸出増加支援資金供給

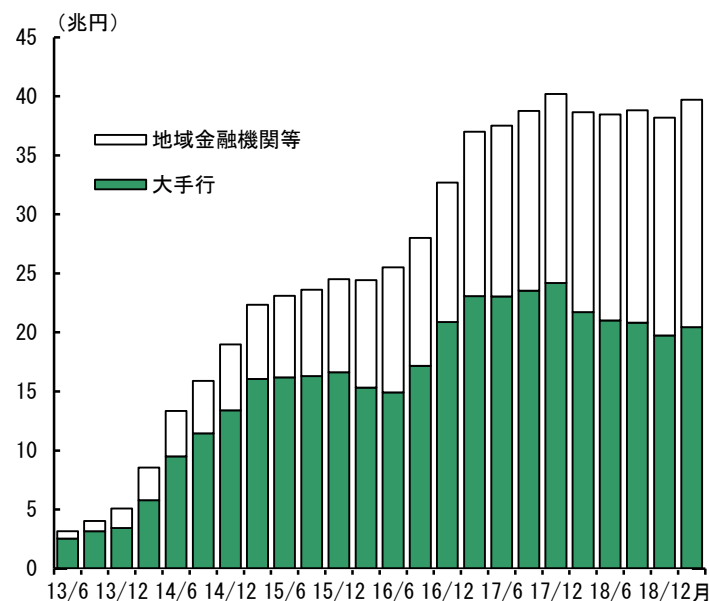
- 成長基盤強化支援資金供給の2019年3月末の残高は、本則分が6.3兆円（前年比▲0.5兆円）、米ドル特則分が232億米ドル（同▲0.2億米ドル）となった。
- 貸出増加支援資金供給の2019年3月末の残高は、39.7兆円（同+1.1兆円）となった。

成長基盤強化支援資金供給の貸付残高



(出所) 日本銀行「成長基盤強化を支援するための資金供給の実施結果」

貸出増加支援資金供給の貸付残高

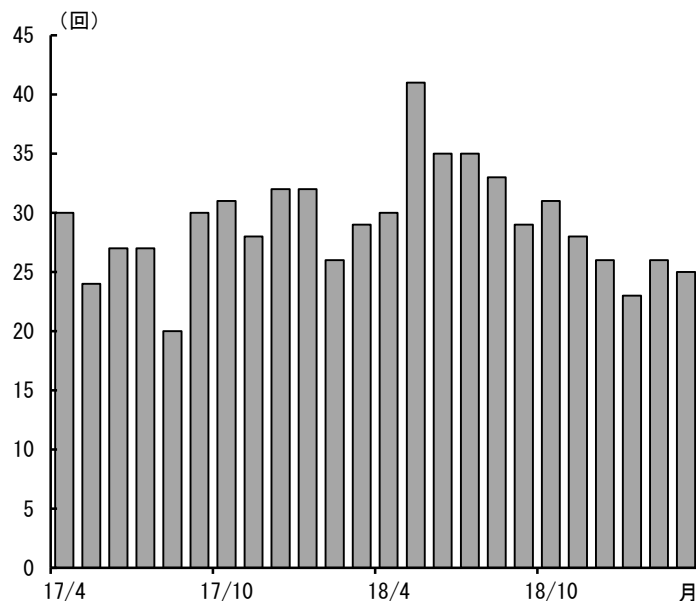


(出所) 日本銀行「貸出増加を支援するための資金供給の実施結果」

1.1. 国債補完供給

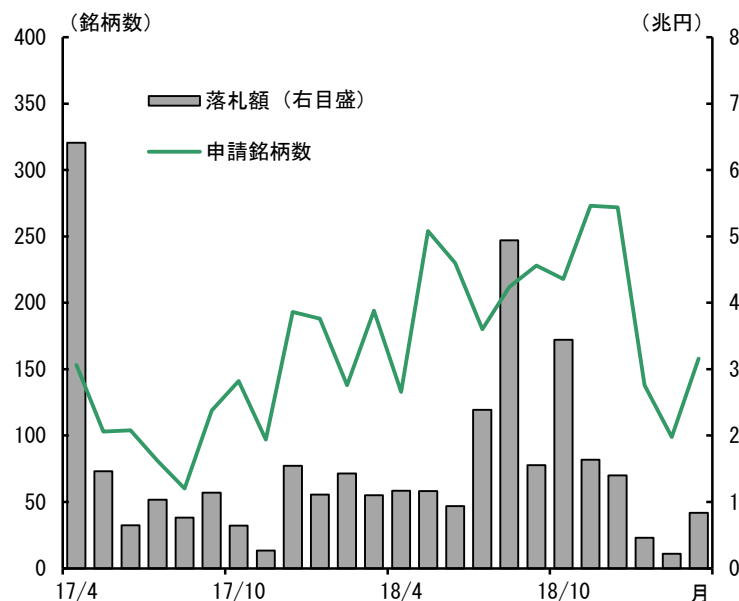
- 2018年度中の国債補完供給の実施回数は362回、申請銘柄数は2,395銘柄と、前年度（それぞれ336回、1,571銘柄）に引き続き、高水準で推移した。
- 2018年7月下旬以降、金利がやや大きく変動する中で現物国債の取引量が増加したことに加え、この間の日本銀行による大量の国債買入れの結果、新発債を中心に市中残高が急速に減少したことなどから、落札額が一時的に大きく増加する局面がみられた。
- この間、2018年5月には、国債の決済期間短縮化への円滑な移行を支援する観点から、一時的・予防的な措置として、1日3回までの入札を実施しうることとした。

国債補完供給の実施回数



(出所) 日本銀行「オペレーション」

国債補完供給の申請・落札状況



(出所) 日本銀行「オペレーション」

(参考) オペレーションの実施回数

- 2018年度のオペレーションの実施回数は1,131回となり、前年度に続き、高水準となった。

オペレーションの実施回数の推移およびオペ対象先数

(回、先)

	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	対象先数
国債買入れ	295	359	372	388	392	354	53
国庫短期証券買入れ	53	50	50	48	50	50	50
CP等買入れ	36	36	36	36	36	36	35
社債等買入れ	12	12	12	12	12	12	35
ETF買入れ	77	71	86	93	81	76	—
J-REIT買入れ	77	66	67	74	75	36	—
共通担保資金供給	111	77	74	64	62	53	269
成長基盤強化支援資金供給	37	47	59	61	62	64	161
貸出増加支援資金供給	10	15	17	18	16	16	215
被災地金融機関支援資金供給	12	12	12	12	12	12	36
熊本被災地金融機関支援資金供給	—	—	—	10	12	12	12
国債買現先	0	0	1	0	0	0	50
国債売現先	0	0	0	1	0	0	49
米ドル資金供給	64	53	49	51	50	48	70
国債補完供給	48	102	192	344	336	362	49
合計	832	900	1,027	1,212	1,196	1,131	—

(注1) 実施回数(ETFおよびJ-REITの買入れを除く)は、日本銀行がオペ対象先に通知したオペレーションの回数。

(注2) 対象先数は、2019年3月末時点。

(注3) 「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とするETFの買入れを除く。

(出所) 日本銀行