



BOJ *Reports & Research Papers*

2018年5月

2017年度の金融市場調節

日本銀行金融市場局

本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合は、予め日本銀行金融市場局までご相談ください。

転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

1. はじめに.....	2
2. 2017 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
(2) 日本銀行のバランスシート.....	5
BOX 1 主要中央銀行の金融政策とバランスシートの比較.....	7
(3) 外生的な日銀当座預金増減要因の動向.....	10
3. 国内資金・債券市場等の動向	
(1) 無担保コール市場.....	13
BOX 2 地銀・第二地銀の資金調達の変動的な変動.....	14
BOX 3 地銀・第二地銀の「資金調達余力」と無担保コールレートの関係.....	16
(2) レポ市場.....	18
(3) 国庫短期証券市場.....	19
BOX 4 為替スワップ市場の円転コストが国庫短期証券の利回りに与える影響.....	21
(4) 国債市場.....	23
BOX 5 債券先物における最割安銘柄の市中残高減少の影響.....	25
(5) CP市場.....	27
(6) 社債市場.....	28
(7) 為替スワップ市場.....	29
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.....	31
BOX 6 基準比率の見直しプロセスと 2017 年度における見直しの背景.....	34
BOX 7 資金調達・運用需要の業態毎の特徴.....	38
(2) 国庫短期証券の買入れ.....	41
(3) 長期国債の買入れ.....	43
BOX 8 日本銀行の国債保有比率の上昇と国債買入れ額.....	47
(4) その他の資産買入れ.....	49
(5) その他のオペレーション等.....	52
(6) 補完貸付制度.....	58
5. 金融市場調節運営に関する制度変更.....	59
6. 市場参加者との対話に関する取り組み.....	60
参考資料.....	62
出所一覧.....	63

1. はじめに

日本銀行は、2017 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。すなわち、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）に関しては、短期金利について、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とともに、長期金利について、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った。また、国債以外の資産買入れに関しては、ETF、J-REIT、CP等、社債等の幅広い資産の買入れを進めた。

以下では、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで行われた金融市場調節について解説する。まず、金融市場調節方針と調節運営の概要を説明し、次に、そのもとの国内資金・債券市場等の動向を概観する。そのうえで、個々の金融市場調節手段の運営状況や、金融市場調節運営に関する制度変更について述べる。最後に、市場参加者との対話に関する取り組みについて紹介する。

2. 2017 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

① 金融政策決定と金融市場調節方針

日本銀行は、2017 年度中、2016 年 9 月 20～21 日の金融政策決定会合で導入した「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を維持し、そのもとで、強力な金融緩和を推進した。

具体的には、第 1 に、長短金利操作に関する金融市場調節方針については、①短期金利について、「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」こと、②長期金利について、「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」こととされた。第 2 に、国債以外の資産買入れ方針については、「ETF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」こと、「CP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」こととされた。そして第 3 に、オーバーシュート型コミットメントについては、「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」こととされた。

上記のほか、2017 年度は、2018 年 1 月 22～23 日の金融政策決定会合において、「貸出増加を支援するための資金供給（貸出増加支援資金供給）」等の措置について、受付期間を 1 年間延長することを決定した。

②「当面の長期国債等の買入れの運営について」（月次の「運営方針」）の公表

日本銀行では、金融市場調節運営の透明性を確保するため、原則として、毎月最終営業日に、長期国債買入れと国庫短期証券買入れに関する翌月の「運営方針」を事前に公表している¹。この月次の「運営方針」には、長期国債買入れについて、翌月の1回当たりのオファー金額をレンジで示しているほか、主軸の3ゾーン（1年超5年以下、5年超10年以下、10年超）については、翌月の具体的なオファーの日程を記載している²。国庫短期証券買入れについては、2017年10月の「運営方針」までは、月末の買入残高のめどを比較的狭いレンジで示してきた。しかし、11月の「運営方針」からは、国庫短期証券市場の動向を踏まえ、金融市場調節運営の柔軟性を確保するため、当面の買入残高のめどをより幅のあるかたちで示すように見直しを行い、さらに、2018年3月の「運営方針」からは、買入残高の具体的な金額に言及しないこととした。

③ オペレーションの概要

上記の金融市場調節方針および資産買入れ方針、また、月次の「運営方針」等に基づき、日本銀行は2017年度中、以下のように、各種のオペレーションを運営した。

まず、長期国債の買入れについては、月次の「運営方針」に沿って、毎月10回の買入れを行った。その時々々の市場動向に応じて、1回当たりの買入れ額を柔軟に調整し、また、必要に応じて「指値オペ」を実施することなどを通じ、市場における、金融市場調節方針（短期政策金利を▲0.1%、10年物国債金利の操作目標をゼロ%程度とする）と整合的なイールドカーブの形成を実現した。

国庫短期証券の買入れについては、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）という枠組みの中での位置付けを意識しながら、国庫短期証券の利回りや需給などに応じて、毎回の買入れ額を柔軟に調整した。具体的には、週1回オファーを行うことを基本としたうえで、オファー1回当たり1,000億～2兆円の買入れを行った。

CP等、社債等については、月毎にみれば多少の振れがあるものの、均してみれば、「それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する」という方針に沿う形で買入れを行った。ETF、J-REITについても、「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」という

¹ このほか、CP等買入れ、社債等買入れ、成長基盤強化支援資金供給、貸出増加支援資金供給、被災地金融機関支援オペ、熊本地震被災地金融機関支援オペ、米ドル資金供給オペについても、事前に日程等を公表している。

² 主軸の3ゾーン以外のゾーンについては、オファーの回数を記載している。

方針に沿って、買入れを進めた。

成長基盤強化支援資金供給および貸出増加支援資金供給については、いずれも3か月に1回のペースでオファーを行った。被災地金融機関支援オペおよび熊本地震被災地金融機関支援オペは、月1回のペースでオファーした。

固定金利方式での共通担保資金供給オペについては、期間2週間のオペを週1回、期間約100日間のオペを7週間に1回オファーした。もともと、短期金融市場における資金余剰感がきわめて強い状況が続いていることなどから、同オペへの需要は引き続き低調であった。

米国連邦準備制度との米ドル・スワップ取極に基づく米ドル資金供給オペについては、原則として期間1週間のオペを週1回オファーした。利用の多くは事務態勢の確認・維持を目的とするものであったが、四半期末を跨ぐオファーについては、市場でのドル調達コストの上昇を背景に応札額が幾分増加する場面もみられた。米ドル資金供給用担保国債供給は、いずれも訓練目的の利用であった。

国債補完供給については、2017年度は、7月21日、8月2日、3日、10日、25日、10月26日、11月22日の7日を除く全ての営業日においてオファーした。引き続き、高頻度での実施となっているが、落札額については、相応に落ち着いた状況となっている。

④ マクロ加算残高にかかる基準比率

日本銀行では、原則として3か月に1回、「マクロ加算残高にかかる基準比率」の見直しを行い、日銀当座預金残高全体の増減に応じて、ゼロ%の金利が適用されるマクロ加算残高、そしてそれにより▲0.1%のマイナス金利が適用される政策金利残高が適切な規模となるように調整している。

2017年度中、日本銀行は、基準比率を、2017年3～5月積み期間は17.0%、6～8月積み期間は20.0%、9～2018年2月積み期間は21.5%、3月積み期間は23.5%とした。その結果として、「完全裁定後の政策金利残高」は、月毎にみれば幾分増減しているものの、平均してみれば、概ね10兆円程度で推移した。

(2) 日本銀行のバランスシート

上記のような金融市場調節運営のもとで、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（図表 2-1）。

すなわち、日本銀行のバランスシートは、2017 年度末に 528.5 兆円と、前年度末に比べ 38.4 兆円の増加となった。この間、マネタリーベースも拡大を続け、2017 年度末には 487.0 兆円と、前年度末に比べ 39.7 兆円の増加となった。

バランスシートの資産サイドをみると、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、日本銀行が長期国債や E T F、J - R E I T 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。

主な資産の 2017 年度末の残高をみると、長期国債が 426.6 兆円と、前年度末に比べ 49.4 兆円の増加となった。また、E T F が 18.9 兆円（同 6.0 兆円の増加）、J - R E I T が 4,701 億円（同 878 億円の増加）と、いずれも資産買入れ方針に沿うかたちで、前年度末に比べ増加した。このほか、貸出支援基金（成長基盤強化支援資金供給〈米ドル特則分〉を除く）も 45.6 兆円と、前年度末に比べ 2.1 兆円の増加となった。

買入国庫短期証券については、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の枠組みのもと、国庫短期証券の利回りや需給などに応じて、毎回の買入れ額を柔軟に調整した結果、2017 年度末の買入残高は 18.8 兆円と、前年度末に比べ 13.9 兆円の減少となった。また、共通担保資金供給オペについては、短期金融市場において資金余剰感のきわめて強い状況が続いていることなどから、2017 年度末の残高は 0.4 兆円と、前年度末に比べ 0.4 兆円の減少となった。

バランスシートの負債サイドをみると、日銀当座預金残高は、大規模な資産買入れなどを通じた資金供給を反映し、2017 年度末には 378.2 兆円と、前年度末に比べ 35.5 兆円の増加となった。

(図表 2-1) 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	前年差
長期国債	91.3	154.2	220.1	301.9	377.1	426.6	+ 49.4
CP等	1.2	1.9	2.0	2.0	2.0	2.1	+ 0.0
社債等	2.9	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	+ 6.0
J-REIT	0.12	0.15	0.21	0.29	0.38	0.47	+ 0.09
貸出支援基金	3.4	11.8	27.0	30.1	43.4	45.6	+ 2.1
買入国庫短期証券	16.4	31.6	37.9	36.9	32.6	18.8	▲ 13.9
共通担保資金供給	21.7	14.1	6.8	3.7	0.7	0.4	▲ 0.4
その他とも資産計	164.8	241.6	323.6	405.6	490.1	528.5	+ 38.4
銀行券	83.4	86.6	89.7	95.6	99.8	104.0	+ 4.2
当座預金	58.1	128.7	201.6	275.4	342.8	378.2	+ 35.5
その他とも負債・純資産計	164.8	241.6	323.6	405.6	490.1	528.5	+ 38.4
マネタリーベース	146.0	219.9	295.9	375.7	447.3	487.0	+ 39.7

(注) 17年度末の計数は速報値。

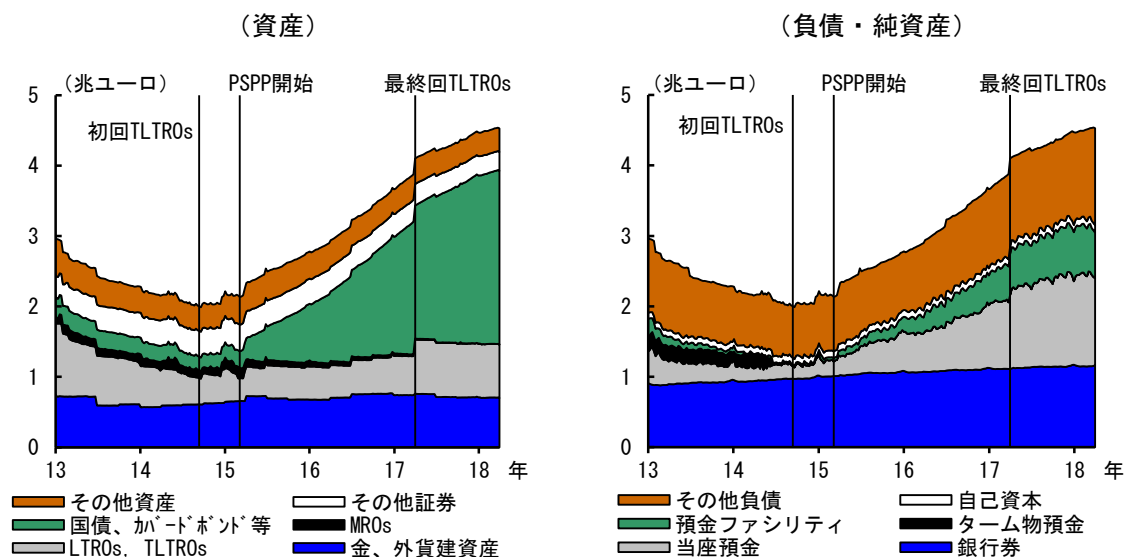
BOX 1 主要中央銀行の金融政策とバランスシートの比較

このBOXでは、2017年度中の海外主要中央銀行の金融政策の動向を概観する。

まず、欧州中央銀行は、①超過準備や預金ファシリティに適用する金利を▲0.4%とするマイナス金利政策を続けたほか、②ユーロ圏各国の国債やエージェンシー債などを買い入れる公的セクター資産買入れプログラム（PSPP）を中心とする資産買入れプログラムを継続した。資産買入れプログラムについては、ネット月間買入れ額を、2017年4月に800億ユーロから600億ユーロに、2018年1月に300億ユーロに、段階的に縮小した。一方、買入れの期限については、「2017年3月まで」から「2017年12月まで」に9か月間延長した後、「2018年9月まで」にさらに9か月間延長した。

こうしたもとで、欧州中央銀行のバランスシートは、PSPPを開始した2015年3月以降、拡大を続けている。資産サイドでは、資産買入れプログラム、具体的には、PSPP、社債買入れプログラム（CSPP、2016年6月開始）、ABS買入れプログラム（ABSPP、2014年11月開始）およびカバードボンド買入れプログラム（CBPP3、2014年10月開始）を行ってきたことで、これらの残高が特に拡大している。負債サイドでは、各種資産買入れの結果として当座預金残高が増加している（BOX図表1-1）。

（BOX図表1-1）欧州中央銀行のバランスシート



（注1）欧州中央銀行およびユーロ圏各国中央銀行の資産・負債を統合したもの。週次ベース（末残）。

（注2）MROs、LTROs、TLTROsはそれぞれ、Main Refinancing Operations、Longer-term Refinancing Operations、Targeted Longer-term Refinancing Operationsを指す。

（注3）国債、カバードボンド等は金融政策目的で保有する証券。

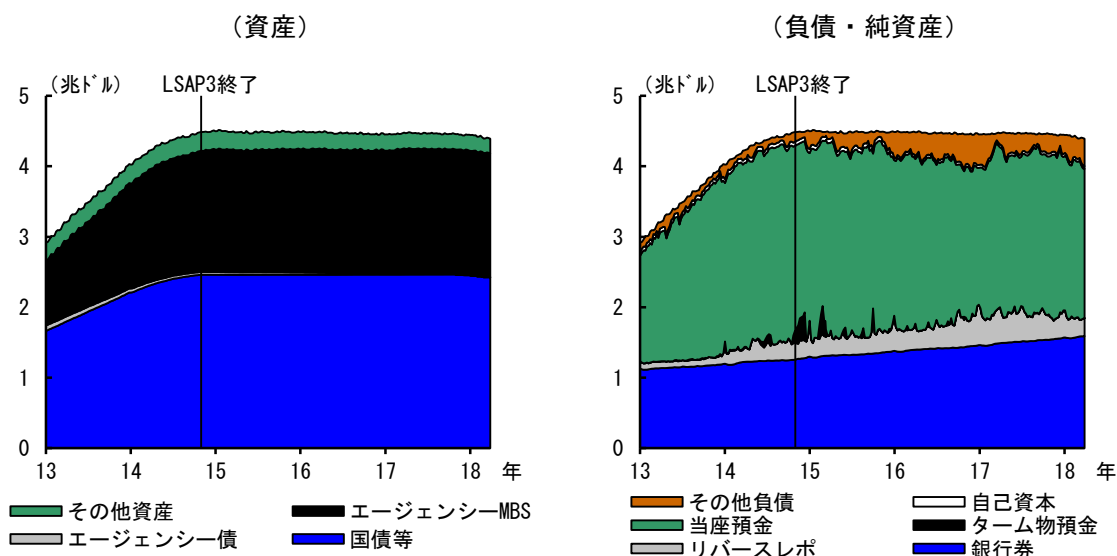
次に、米国連邦準備制度は、2017年6月、12月および2018年3月に、フェデラルファンド金利（FF金利）のターゲット・レンジの引き上げを実施した。具体的には、6月にFF金利のターゲット・レンジを0.75～1.00%から1.00～1.25%に、12月には1.25～1.50%に、3月には1.50～1.75%に、それぞれ+25bpsずつ、計+75bps

引き上げた。

資産の買入れについては、大規模資産買入れプログラム（LSAP3）によるエージェンシーMBS（2012年9月開始）および国債（2013年1月開始）の新規買入れを、2014年10月に終了した後も、買入れた資産の償還金について再投資を継続し、資産規模を維持していた。しかし、2017年9月には、再投資の一部を抑制し、資産規模を縮小することを決定した。具体的には、2017年10月以降、毎月の元本償還額のうち、国債については60億ドルまで、エージェンシー債・エージェンシーMBSについては40億ドルまでの金額を償還限度額とし、その金額を超える部分について再投資することとした。なお、償還限度額は、3か月毎に引き上げられ、最終的には、国債については300億ドル、エージェンシー債・エージェンシーMBSについては200億ドルまで引き上げられることとなっている。

こうしたもとで、米国連邦準備制度の資産規模は、2014年10月以降2017年9月までは、概ね横ばいで推移していたが、2017年10月以降は、ごく小幅に縮小している（BOX図表1-2）。

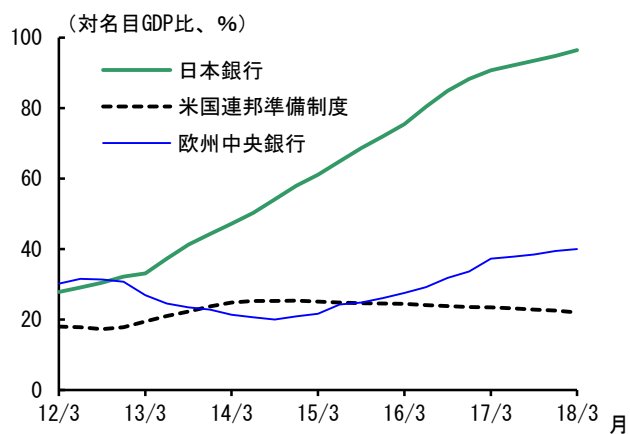
（BOX図表1-2）米国連邦準備制度のバランスシート



（注）週次ベース（水曜日の最終残高）。

各中央銀行の資産規模の対名目GDP比率をみると、日本銀行については、2018年3月末時点で96%程度になっている。その規模は、米国連邦準備制度（22%程度）や欧州中央銀行（40%程度）と比べても、引き続ききわめて大きい（BOX図表1-3）。

(BOX 図表 1-3) 主要中央銀行の資産規模



(注1) 各四半期末の資産規模を当該四半期の名目GDPで割ることで算出。

(注2) 欧州中央銀行の2018年3月末の計数については、2017年10~12月期の名目GDPを利用。

(3) 外生的な日銀当座預金増減要因の動向

各金融機関が保有する日銀当座預金の残高は、金融市場調節によって増減するほか、金融機関が日本銀行や政府との間で行う銀行券や財政資金の受払いによっても増減する。こうした金融市場調節以外の要因による日銀当座預金の増減のことを、「外生的な日銀当座預金増減要因」という。外生的な日銀当座預金増減要因は、日銀当座預金と銀行券の交換に伴う「銀行券要因」と、日銀当座預金と政府預金との間の資金の受払い等に伴う「財政等要因」に分類される。

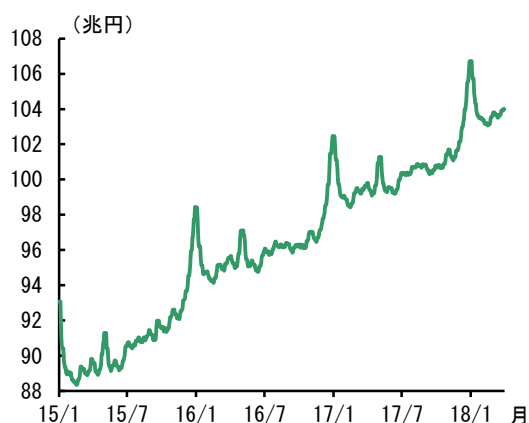
2017年度の外生的な日銀当座預金増減要因は、財政等要因を主因に110.0兆円の日銀当座預金減少となったが、その減少幅は、2016年度の134.8兆円から縮小した。

① 銀行券要因

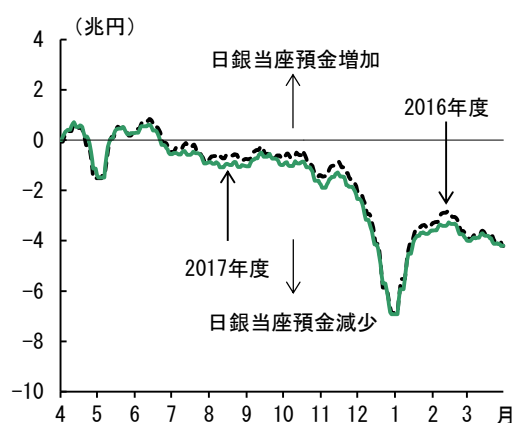
銀行券の発行残高は、2016年12月20日に初めて100兆円に到達した後、2017年度中も増加傾向を続け、2017年末は106.7兆円（前年比+4.2%）、2018年3月末は104.0兆円（同+4.2%）となった（図表2-2）。こうした銀行券の発行増加を反映して、2017年度の銀行券要因は4.2兆円の発行超と、2016年度と同水準となり、引き続き、日銀当座預金減少要因として作用した。

2017年度初からの銀行券要因の累計額の推移をみると、季節的な発行・還収の変動は2016年度と概ね同じパターンを辿っている。こうしたもとで、2017年末には、年末年始の銀行券需要が増加し、発行超幅は6.9兆円に拡大した。2018年入り後は、年末年始に市中で使用された銀行券が還収されたことなどから、2018年3月末の発行超幅は4.2兆円まで縮小した（図表2-3）。

(図表2-2) 銀行券発行残高



(図表2-3) 銀行券要因の年度初からの累計額



② 財政等要因

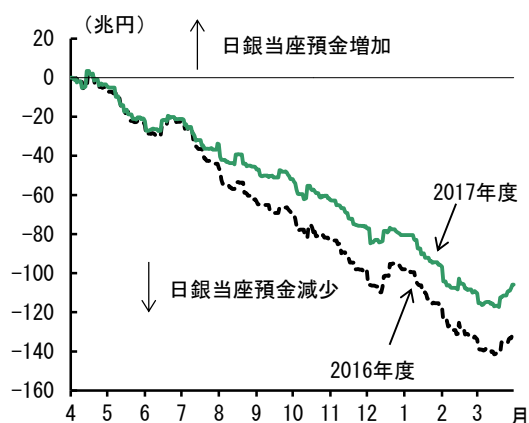
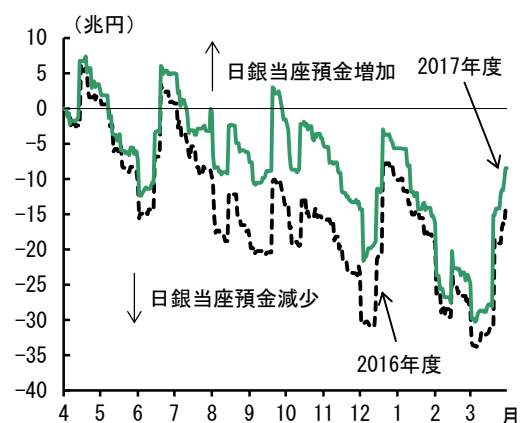
2017年度の財政等要因は、国債・国庫短期証券の受超³（日銀当座預金減少要因）が、一般財政の払超（日銀当座預金増加要因）を上回り、全体として受超となった。もともと、その受超幅は105.8兆円となり、2016年度（130.6兆円）から縮小した（図表2-4）。

2017年度の受超幅の縮小は、国庫短期証券の日本銀行への償還が2016年度中に比べて減少する一方、民間金融機関への償還（＝日銀当座預金への払込み）が増加したことなどがその背景にある。なお、このような、日本銀行による金融市場調節自体が財政等要因に及ぼす影響を取り除いてみると⁴、2017年度の財政等要因の受超幅は8.4兆円となり、2016年度（同じくオペによる影響を取り除いた場合、13.7兆円）に比べ、5.3兆円ほど日銀当座預金増加方向に振れたことになる（図表2-5）。この背景としては、年度を通じて国庫短期証券の発行額が減額されたことにより（2016年度中の発行額が295.0兆円であったのに対し、2017年度中の発行額は282.1兆円）、国庫短期証券の償還超幅が拡大したこと、また、国債（1年超）についても、年度を通じて発行額が減額されたことにより（2016年度中の発行額が137.7兆円であったのに対し、2017年度中の発行額130.7兆円）、国債（1年超）の発行超幅が縮小したこと、などが挙げられる（図表2-6）。

³ 日本銀行が金融機関から買い入れた長期国債および国庫短期証券について、政府から満期償還を受けると、それらの証券を金融機関が保有し続けていれば日銀当座預金に払い込まれていたはずの償還金が金融機関に支払われないこととなるため、財政資金の日銀当座預金に対する払いが減少する。財政等要因は、年度を通してみれば、受けと払いが概ね見合うはずのものであるが、このような扱いによって大幅な受超（日銀当座預金減少）となる。

⁴ 日本銀行が政府から償還を受けた長期国債および国庫短期証券について、その直前に日本銀行が金融機関に売却して、金融機関が政府から償還を受けたとみなす調整。例えば、2017年度の国債の動きは、調整前では、財政等要因の国債（1年超）は約80兆円の受超、金融調節の国債買入は約100兆円の日銀当座預金増加要因となるが、日銀が保有している2017年度中に償還を迎える約50兆円分の国債が日銀から金融機関に売り戻された後に償還を受けるとすれば、財政等要因の国債（1年超）は約30兆円の受超、金融調節の国債買入は約50兆円の日銀当座預金増加要因となる（図表2-6）。なお、調整後の金融調節の国債買入の日銀当座預金増加要因は、国債買入残高の増加額と概ね見合う数字となっている。

(図表 2-4) 財政等要因の年度初からの累計額

(図表 2-5) 財政等要因の年度初からの累計額
(オペによる影響を考慮)

(図表 2-6) 日銀当座預金の増減要因

	調整前			調整後		
	2016年度	2017年度	前年度差	2016年度	2017年度	前年度差
銀行券要因	-4.2	-4.2	0.0	-4.2	-4.2	0.0
財政等要因	-130.6	-105.8	24.8	-13.7	-8.4	5.3
一般財政	21.5	20.8	-0.7	21.5	20.8	-0.7
国債(1年超)	-72.1	-76.5	-4.4	-32.9	-31.2	1.6
国庫短期証券	-75.6	-43.5	32.1	2.0	8.6	6.6
外為	0.4	-0.0	-0.4	0.4	-0.0	-0.4
その他	-4.7	-6.6	-1.9	-4.7	-6.6	-1.9
金融調節	202.1	145.5	-56.6	85.3	48.1	-37.2
国債買入	115.8	96.2	-19.6	76.5	50.9	-25.6
国庫短期証券買入	73.4	38.3	-35.0	-4.2	-13.8	-9.6
貸出支援基金	13.3	2.1	-11.2	13.3	2.1	-11.2
他のオペ	-0.4	8.8	9.2	-0.4	8.8	9.2
当座預金増減	67.3	35.5	-31.8	67.3	35.5	-31.8

(注1) 銀行券要因は、発行超がマイナス。財政等要因は、受超がマイナス。金融調節は資金吸収がマイナス。

(注2) 償還調整後の国債買入および国庫短期証券買入の増減は、償却の影響等を含まないため、バランスシートの前年差とは乖離が生じている。

3. 国内資金・債券市場等の動向

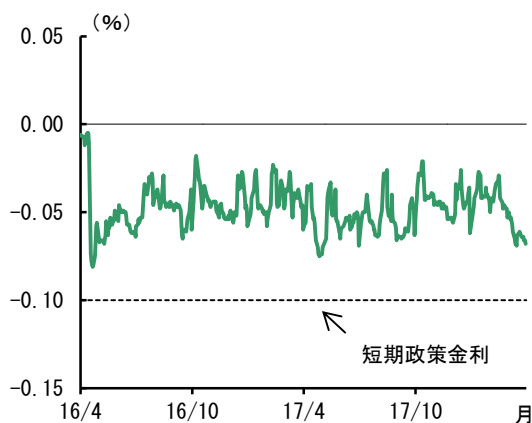
(1) 無担保コール市場

無担保コールレート（0/N物）は、概ね▲0.07～▲0.02%程度で推移した（図表3-1）。

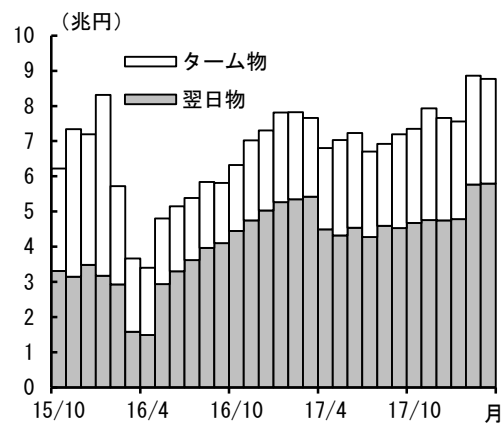
より仔細にみると、積み期間（毎月16日～翌月15日）の前半は、各金融機関が政策金利残高の発生を回避しようとして慎重な資金調達スタンスを維持したことから、総じてみれば▲0.06～▲0.05%程度とやや低めの水準で推移した一方で、積み期間の後半は、自らの日銀当座預金残高の平残の着地がある程度見通せるようになったところで、資金調達を積極化させるため、総じてみれば▲0.04～▲0.02%程度とやや高めの水準で推移した。この間、バランスシート制約等を意識して資金調達を控える先が多い四半期末には、▲0.07%程度まで低下する場面もみられた。このように、コールレートは各積み期間や四半期の中で小幅な変動を繰り返しながら、全体としてみれば、2016年度と同程度の水準で安定的に推移した。

無担保コール市場の残高は、多くの金融機関において、マイナス金利取引のためのシステム面での対応が2016年度中にほぼ完了していたことから、2017年度には大幅な増加はみられなかった。もっとも、日銀当座預金の三層構造を利用した裁定取引が活発に行われるもとの、市場残高は、概ね7～9兆円程度と、マイナス金利政策導入前と同程度ないしそれを幾分上回る水準で推移した（図表3-2）。この間、無担保コール市場の残高には季節的な変動がみられた。すなわち、年度の前半は相対的に低い水準で推移し、年度の後半から年度末にかけて水準が高まっている。この背景には、一般財政の受払いの季節性が、地方銀行・第二地方銀行（以下、「地銀・第二地銀」）の無担保コール市場での資金調達動向や金利形成に影響を与えていることが指摘できる（BOX2 および BOX3 参照）。

（図表3-1）無担保コールレート（0/N物）



（図表3-2）無担保コール市場残高



（注）月次平残。

BOX 2 地銀・第二地銀の資金調達の季節的な変動

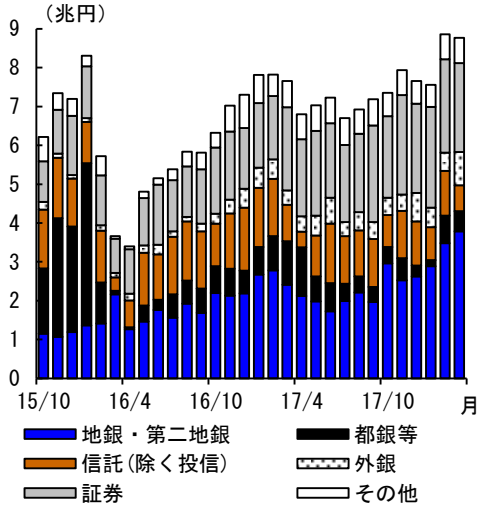
2017年度中の無担保コール市場残高を、資金調達サイドに着目してやや仔細にみると、地銀・第二地銀以外の業態では年度を通じて概ね横ばいとなっている一方で、地銀・第二地銀では年度初にやや大きめに減少し、年度後半にかけて増加している（BOX 図表 2-1、2-2）。これには、一般財政の受払いの季節性の影響を受けた地銀・第二地銀の日銀当座預金残高の増加ペースの季節性が関係していると考えられる。

日銀当座預金残高は、マネタリーベースの拡大が続くもとで、全業態でみると、年間を通して増加トレンドを有している。こうした中、地銀・第二地銀では、年度前半は全業態を上回るペースで日銀当座預金残高が増加し、年度後半は下回るという季節性がみられる（BOX 図表 2-3）。『2016年度の金融市場調節』のBOX2で指摘したとおり、日銀当座預金残高は、公共事業や社会保障費の年度末支払いなどの大口の払い要因が重なる3～5月積み期間や、年金が2回給付されるほか地方交付税交付金の支払いも重なる6～8月積み期間に大きく増加する一方、9～翌2月積み期間の増加幅は小さくなる。こうした一般財政の受払いの中には、地方交付税交付金や公共事業費など、地銀・第二地銀に大きく影響するものが多い。そのため、地銀・第二地銀の日銀当座預金残高は、一般財政の受払いの季節性の影響を他業態より強く受けていると考えられる。

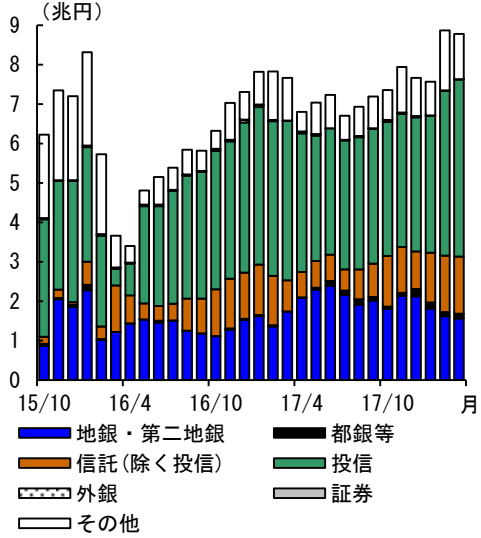
この結果、地銀・第二地銀は、日銀当座預金残高の増加ペースが高まる年度前半には、無担保コール市場における資金調達を少なめにし、日銀当座預金残高の増加ペースが鈍化する年度後半には、無担保コール市場における資金調達を多めにするという行動をとっている。また、こうした地銀・第二地銀の無担保コール市場における資金調達行動が、市場残高全体の季節的な変動を作り出している。

(BOX 図表 2-1) 業態別の無担保コール市場残高

(資金調達サイド)

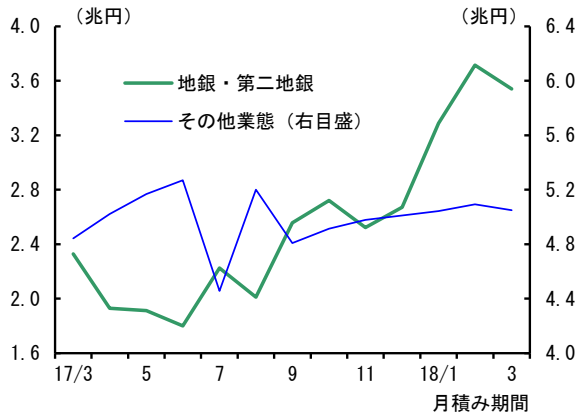


(資金放出サイド)



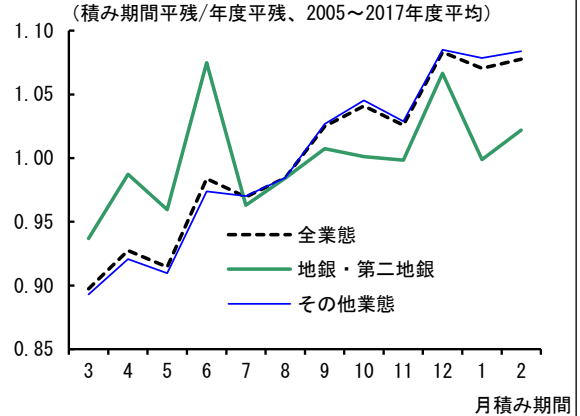
(注) 月次平残。

(BOX 図表 2-2) 2017 年度の無担保コール市場残高



(注) 資金調達サイド。積み期間平残。

(BOX 図表 2-3) 日銀当座預金残高の季節性



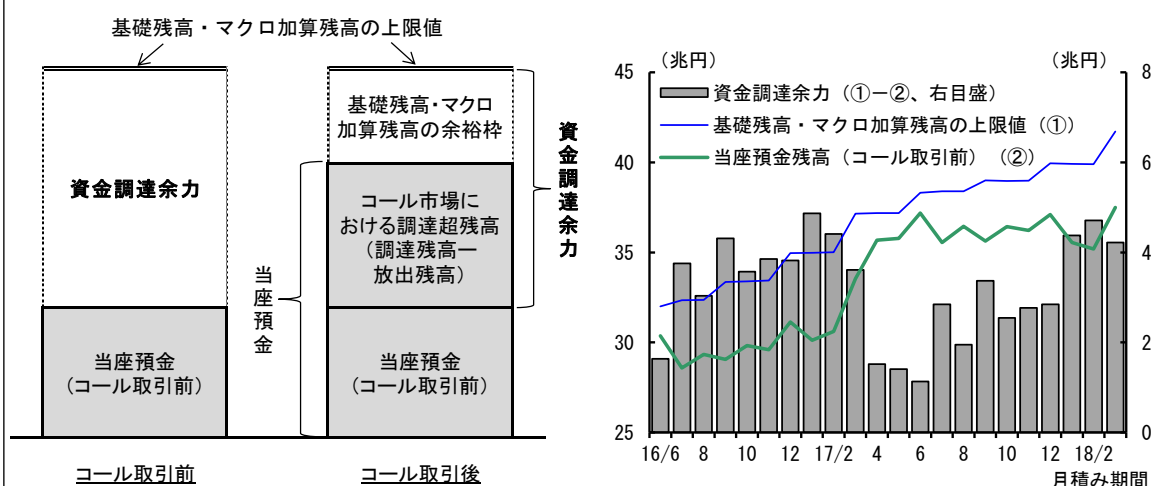
(注) 年度平残は、3～翌年2月積み期間までの平残。

BOX 3 地銀・第二地銀の「資金調達余力」と無担保コールレートの関係

BOX2では、地銀・第二地銀の資金調達行動は一般財政の影響を受けて季節的に変動しており、こうした変動が無担保コール市場残高全体の季節的な変動を作り出していることを確認した。これに加えて、地銀・第二地銀は、無担保コール市場残高の4割程度を占める最大の資金調達主体であるため、その調達姿勢は無担保コールレートの形成にも一定の影響を与えていると考えられる。

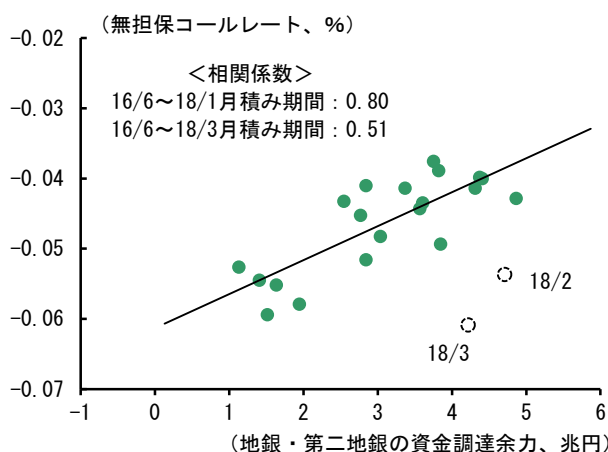
この点を検証するため、ここでは、地銀・第二地銀の調達姿勢（潜在的な調達ニーズ）を表す変数として、「資金調達余力」（地銀・第二地銀の基礎残高とマクロ加算残高の上限値から、同業態が無担保コール取引を行う前に保有していた日銀当座預金残高を差し引いたもの）を定義し（BOX 図表 3-1）、無担保コールレートとの関係をみると、2016年6月積み期間から2018年1月積み期間までの期間では、両者の間に強い相関（相関係数は0.80）が確認された（BOX 図表 3-2）。

(BOX 図表 3-1) 地銀・第二地銀の「資金調達余力」



(注) コール取引は、短資会社媒介取引のみ。

(BOX 図表 3-2) 無担保コールレートとの関係



(注) 地銀・第二地銀の「資金調達余力」のデータ制約により、16/6月積み期間より前には遡ることが出来ない。

ここで、あらためて、地銀・第二地銀の「資金調達余力」が無担保コールレートに影響を与える理由について考えると、以下の点を指摘することができる。

- ① 前述のとおり、無担保コール市場において、資金の調達主体に占める地銀・第二地銀のシェアが大きいこと。
- ② 資金運用サイドからみれば、クレジットライン等の制約が許す限り、高めのレートを提示する地銀・第二地銀への運用を優先し、残った分を順次提示レートの低い他業態へと振り向けることになる。このため、地銀・第二地銀の「資金調達余力」の大小が、地銀・第二地銀自体の調達レートだけでなく、他業態の調達レートの基準となり、結果的に市場全体のレート形成に影響を与えている可能性があること。

ただし、これらは、出し手の資金運用ニーズが大きく変化しないことが前提となっており、資金運用ニーズが大きく高まり、提示レートの低い業態にも積極的に資金運用を行う状況になると、地銀・第二地銀の調達目線が基準にならないこともあり得る。実際、2018年2月積み期間以降は、先進国を中心に株価が大幅に下落する中、もともと無担保コール市場において主要な出し手である投信の手元資金が増加しており、加えて、GCレポレート（T/N物）が▲0.1%を下回って推移する状況が続くことで、その手元資金を無担保コール市場で運用するニーズが一段と高まったことから、無担保コールレートが低下したとの声が聞かれている。このため、2018年2月積み期間と3月積み期間については、これまでの地銀・第二地銀の「資金調達余力」と無担保コールレートの関係から示唆されるレートよりも低いレートが形成されたように見受けられる。

このように、無担保コールレートを形成するメカニズムは、各業態の調達・運用動向等に応じて変化するため、今後とも、様々な視点から無担保コール市場の動向を注視していく。

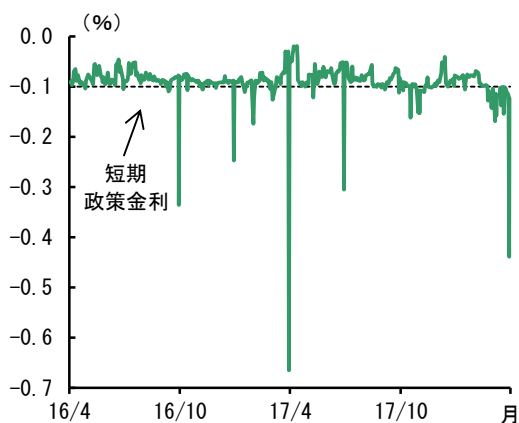
(2) レポ市場

GCレポレート（T/N物）は、証券会社による債券の購入資金調達のための取引等に加え、金融機関間での日銀当座預金の三層構造を利用した裁定取引が活発に行われる中、総じてみれば短期政策金利（▲0.1%）を若干上回る水準で推移した（図表3-3）。この間、国内投資家の資金調達余力が高まったタイミング（例えば、2017年4月前半や12月前半）には、▲0.05%を上回る水準まで上昇したほか、反対に国内投資家の資金余剰感が高まり、資金運用額が増加した局面（例えば、2017年10～11月や2018年2～3月）には、▲0.1%を下回る水準で推移した。このほか、月末（特に四半期末）においては、一部金融機関がバランスシート制約等を意識してレポ市場での資金調達（債券放出）を消極化したことから、GCレポレートが一時的に大きく低下する局面もみられた。

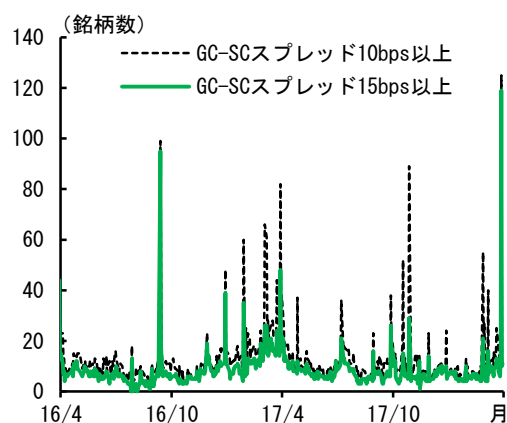
SCレポ市場では、日本銀行による大規模な国債買入れが行われる中、証券会社の債券調達ニーズが高まる国債の発行入札前や、一部金融機関が債券放出を控える四半期末を中心に、一部銘柄の需給がタイト化し、SCレポレートが大きく低下（貸借料が上昇）する局面がみられた。もっとも、こうしたSCレポ市場での個別銘柄の需給のタイト化が一段と広がるような動きはみられていない（図表3-4）。

この間、レポ市場の市場残高は、マイナス金利政策の導入以降、金融機関間で日銀当座預金の三層構造を利用した裁定取引が活発化していることなどを背景に、高水準で推移した（図表3-5）。

(図表3-3) GCレポレート

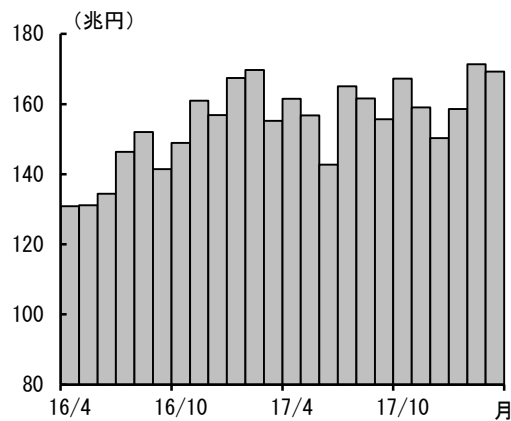


(図表3-4) 貸借料が上昇した国債の銘柄数



(注) 東京レポ・レート（T/N物）、約定日ベース。

(図表 3-5) レポ市場残高



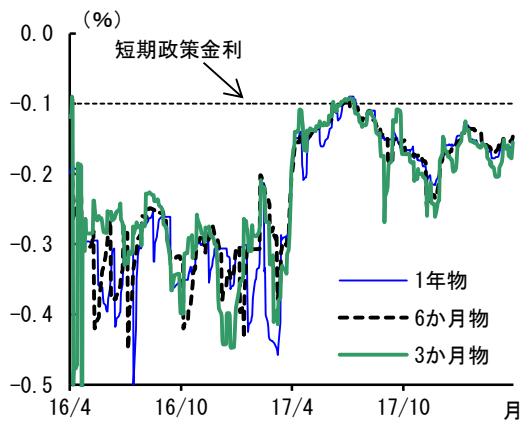
(注) 現担レポ（貸借形式）と新旧現先（売買形式）の合計。

(3) 国庫短期証券市場

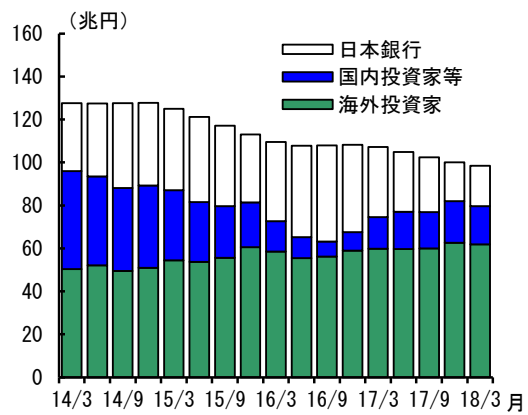
国庫短期証券（3か月物）の利回りは、2016年度から2017年度にかけてマイナス幅を縮小させた後、2017年度中は、総じてみれば▲0.2～▲0.1%程度と、短期政策金利（▲0.1%）を下回る水準で推移した（図表 3-6）。

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、国内投資家等の保有が増加した（図表 3-7）。これは、国庫短期証券利回りのマイナス幅が縮小したことで、担保需要や当座預金の運営状況に応じた保有ニーズが高まったためと考えられる。この間、海外投資家の保有残高は、引き続き高水準で推移している。このうち、海外中央銀行などの外貨準備運用については、外貨準備ポートフォリオにおける通貨構成の分散ニーズから、金利水準にかかわらず、国庫短期証券に対する一定の需要が存在したと考えられる。このほか、ドル投円転コストが引き続き低位で推移するも、ドル資金を保有する海外投資家は、為替スワップ市場等でドルを円に交換することで円資金をマイナス金利で調達し、本邦国庫短期証券に投資することで、米国財務省短期証券（以下、「米国 T-Bill」）を含めた各国の短期国債に投資するよりも高い収益を確保できたことも、国庫短期証券に対する旺盛な需要を後押ししたと考えられる（図表 3-8、BOX4 参照）。

(図表 3-6) 国庫短期証券の利回り

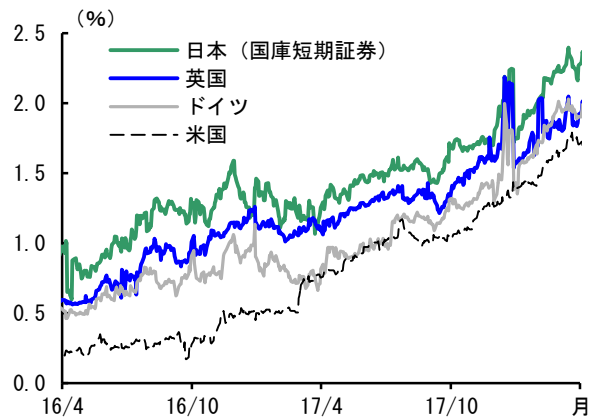


(図表 3-7) 国庫短期証券の主体別保有残高



(注) 中央政府および財政融資資金の保有分を含まないほか、日本銀行の引受分も除いている。18/3月末の海外投資家の保有残高は、「資金循環統計」をベースに、月次のネット買越し額を積み上げた試算値。国内投資家等は、全体の残高から、日本銀行、海外投資家の保有残高を差し引いたもの。

(図表 3-8) ドル保有者からみた主要国の短期国債利回り (3か月物)



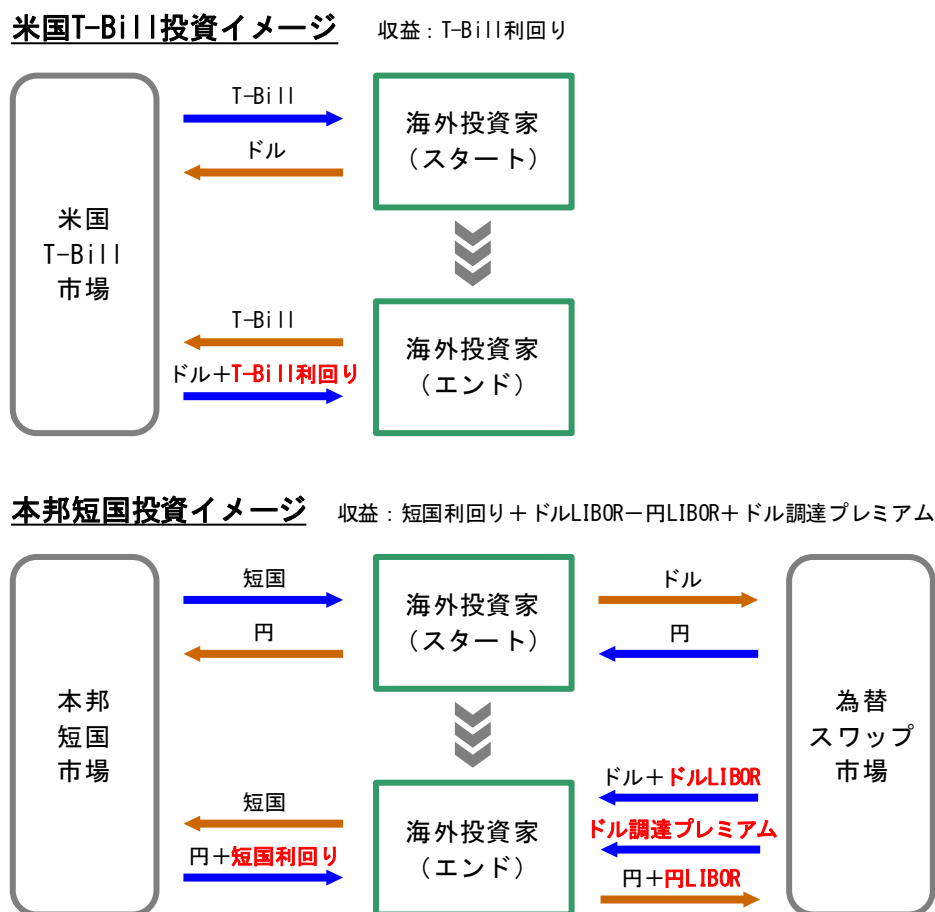
(注) 為替スワップで各国通貨を調達（ドルを放出）し、各国の割引短期国債（3か月物）に投資した際の利回り。

BOX 4 為替スワップ市場の円転コストが国庫短期証券の利回りに与える影響

国庫短期証券（以下、本 BOX では「短国」）に対する海外投資家の需要は、本文で指摘したとおり、①金利水準にかかわらず一定程度存在する需要（海外中央銀行等による外貨準備の運用需要）と、②ドル投円転コストを加味した利回り妙味に応じて変動する需要がある。

ここで、②の利回り妙味について整理すると、例えばドル保有者は、ドルを米国 T-Bill に投資することで得られる利回りと、為替スワップ市場等でドルを円に交換し、そこで得た円を本邦短国に投資することで得られる利回りを比較し、後者が上回る場合に本邦短国投資を行うものと考えられる（BOX 図表 4-1）。

(BOX 図表 4-1) ドル保有者からみた米国 T-Bill 投資と本邦短国投資の収益イメージ



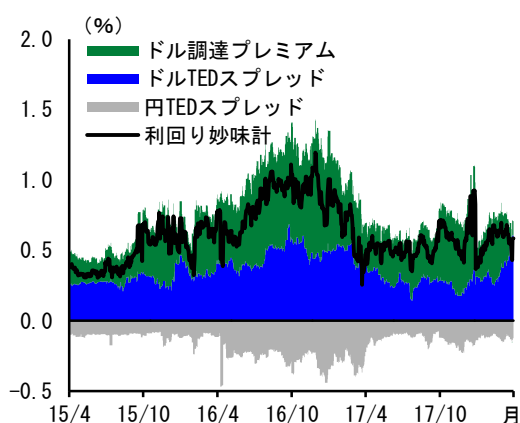
⇒ ドル保有者は、「米国T-Bill投資から得られる収益」と「本邦短国投資から得られる収益」を比較して、投資先を判断する。

ドル保有者からみた利回り妙味を式で表すと、次のとおりとなる。

$$\begin{aligned}
 \text{利回り妙味} &= (\text{ドル LIBOR} - \text{米国 T-Bill 利回り}) + \text{ドル調達プレミアム} \\
 &\quad - (\text{円 LIBOR} - \text{本邦短国利回り}) \\
 &= \text{ドル TED スプレッド} + \text{ドル調達プレミアム} - \text{円 TED スプレッド}
 \end{aligned}$$

すなわち、ドル保有者は、その時々「ドル TED スプレッド+ドル調達プレミアム」の水準を眺め、一定程度の利回り妙味を確保できるよう、円 TED スプレッドの目線（円 LIBOR が概ねゼロ%程度で推移している現状では、概ね本邦短国利回りの目線と一致する）を定めることになる。こうした観点から、ここ数年の利回り妙味の推移を確認すると（BOX 図表 4-2）、2016 年度は、米国 MMF 規制改革の本格施行を 10 月に控えて、米国プライム MMF の資金運用残高が減少し、ドル資金の需給タイト化に対する市場参加者の警戒感が高まり、「ドル TED スプレッド+ドル調達プレミアム」が拡大したことから、ドル保有者からみた本邦短国投資の利回り妙味が恒常的に高い状況にあった。このため、日本銀行が多額の短国買入れを続け、短国利回りが深めのマイナスレートで推移する中であっても、海外投資家は積極的に本邦短国投資を行った。他方、2017 年度は、「ドル TED スプレッド+ドル調達プレミアム」が前年度に比べて縮小した状態が続いたことから、海外投資家は本邦短国投資にかかるレート目線を引き上げた。このため、日本銀行による短国保有残高の減少と相まって、短国利回りに上昇圧力がかかる場面がみられた。このように、海外投資家は、2017 年度中、利回り妙味を確保するために、短国利回りを一段と意識して本邦短国投資を行ったとみられることから、「ドル TED スプレッド+ドル調達プレミアム」と短国利回りの相関関係も前年度に比べて強まっている（BOX 図表 4-3）。

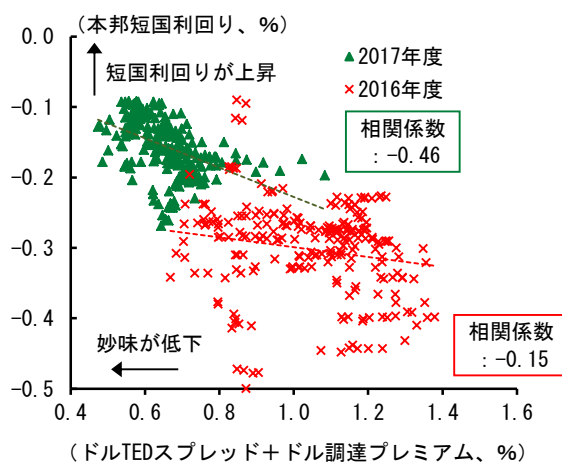
（BOX 図表 4-2）円転後短国投資妙味の要因分解



（注 1）ドル保有者が為替スワップで円を調達し、本邦短国に投資した場合の、米国 T-Bill 対比での利回り妙味を要因分解している。円 TED スプレッドは正負逆符号。

（注 2）いずれも 3 か月物。BOX 図表 4-3 も同様。

（BOX 図表 4-3）ドル TED スプレッド+ドル調達プレミアムと短国利回り



(4) 国債市場

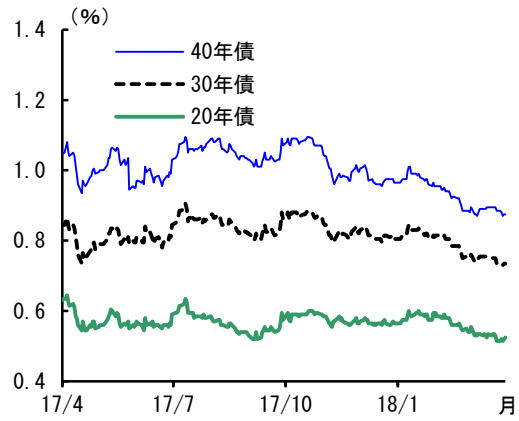
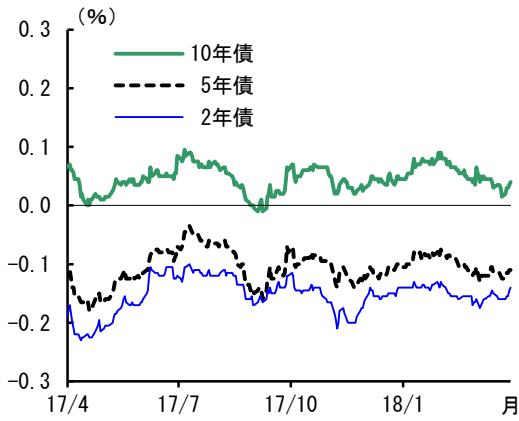
長期金利（10年物国債金利）は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもと、長期金利の操作目標が「ゼロ%程度」で据え置かれた中で、2017年度を通じて、概ね0.0~0.1%程度のレンジ圏内で安定して推移した。もともと、欧州中央銀行の金融緩和縮小が意識され、海外金利が上昇した2017年7月上旬には、一時的に0.1%を上回ったほか、国内需給のタイト化が意識されるとともに、地政学的リスクの高まりもあって海外金利が低下した2017年9月上旬には、小幅のマイナス圏に転じる場面もみられた（図表3-9、3-10）。

2年債・5年債といった短中期債の利回りは、円転コストの動きや国内投資家の資金運用ニーズ等の変化に応じて上下する場面もみられたが、総じてみれば概ね▲0.2~▲0.1%程度のレンジ圏内で推移した（図表3-9）。この間、国庫短期証券の利回りが上昇する中で、短中期債の利回りと同様に国庫短期証券の利回りの連動性が高まっており、短中期債の利回りは国庫短期証券の需給変動の影響を受けやすくなっている（図表3-11）。

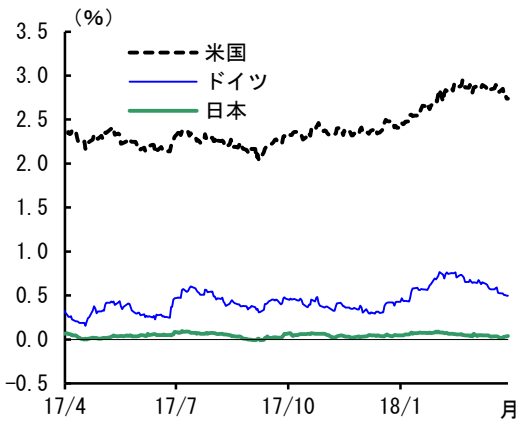
超長期債の利回りは、総じてみればレンジ圏内で推移したが、2017年度末にかけて緩やかに低下した（図表3-9）。仔細にみると、2017年度前半は、生損保が慎重な購入スタンスを維持する中で、海外金利が上昇した局面では、30年債・40年債を中心に金利が上昇した。他方、2017年度後半にかけては、生損保の需要が幾分強まる中（図表3-12）、証券会社や海外勢のショートカバーの動きがみられたこともあって、30年債・40年債金利は一転して低下した。

この間、長期国債先物価格のインプライド・ボラティリティは、米国では2018年入り後にインフレ期待の上昇などを背景に長期金利が大きく上昇したことに伴い上昇したが、日本では、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みのもと、長期金利が上述のとおりレンジ圏内で推移していることから、低水準での動きを続けた（図表3-13）。

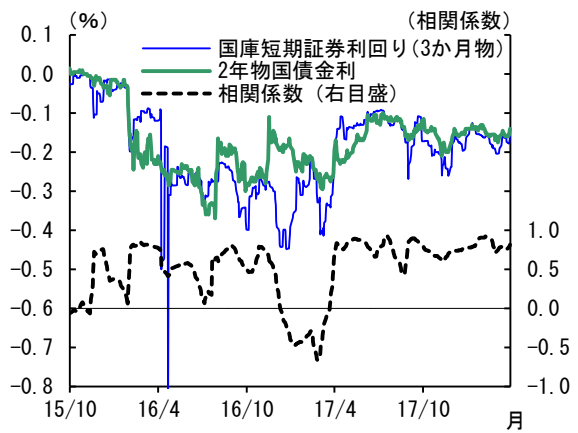
(図表 3-9) 国債利回り



(図表 3-10) 日米欧の長期金利

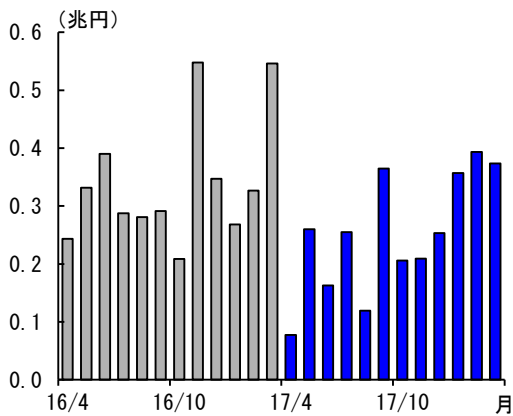


(図表 3-11) 国庫短期証券利回りと2年物国債金利

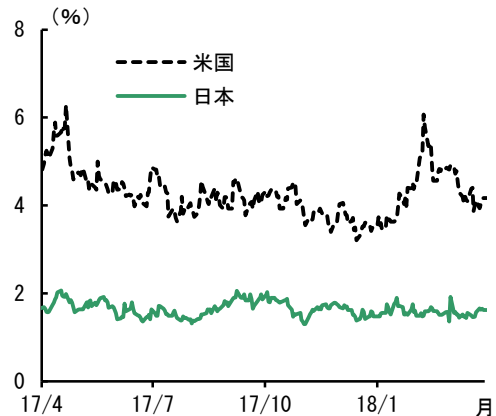


(注) 相関係数は、60 営業日ローリング。

(図表 3-12) 生損保の超長期債ネット売買高



(図表 3-13) 日米の長期国債先物価格のインプライド・ボラティリティ



(注) 日本は S&P/JPX 日本国債 VIX 指数、米国は CBOE/CBOT 米国 10 年国債ボラティリティ指数。

BOX 5 債券先物における最割安銘柄の市中残高減少の影響

長期国債先物（以下、「債券先物」）は、それ自体の価格変動を予想した売買のほか、現物国債と債券先物の価格連動性の高さを前提に、現物国債の価格変動リスクのヘッジを目的とした売買（現物国債の売買と反対方向の売買）が行われており、市場参加者が債券ポジションを調整するうえで、重要な役割を果たしている。

ここで、あらためて債券先物の決済方法について確認すると、①最終取引日（決済期日の5営業日前）までに反対売買を行う方法（差金決済方式）と、②決済期日に受渡適格銘柄（残存期間7年以上11年未満の10年物国債）の受渡しを行う方法（受渡方式）がある。②の受渡しには、受渡適格銘柄のうち最も割安な銘柄（以下、「最割安銘柄」）が用いられ、現状の金利水準では、基本的に、残存期間が7年に最も近い銘柄が用いられる。

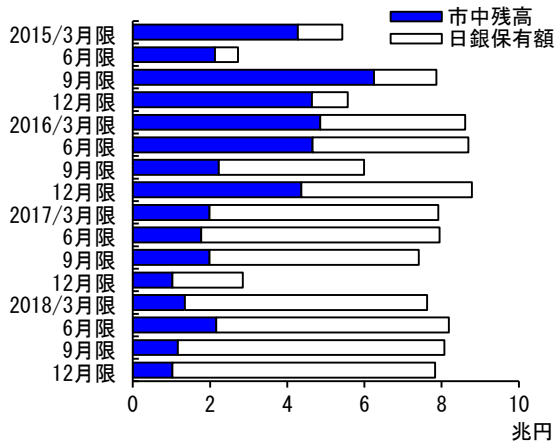
2013年4月の「量的・質的金融緩和」の導入以降、日本銀行が大規模な国債買入れを続けてきたことで、最近では最割安銘柄の市中残高が減少してきている（BOX 図表 5-1）。こうした中、一部の市場参加者からは、①最割安銘柄の需給タイト化につれて債券先物が割高化することで、現物国債との価格連動性が低下し、ヘッジ機能が低下するリスクや、②受渡方式による決済が困難化する可能性が意識され、債券先物を用いたヘッジ取引が行いにくくなる（ポジションを造成しにくくなる）リスクを指摘する声が聞かれている。そこで、以下では、最割安銘柄の市中残高の減少が、債券先物のヘッジ機能に与える影響を確認する。

まず、現物国債と債券先物の連動性をみると、最割安銘柄の市中残高が目立って減少した2017年以降も、引き続き高めの相関関係が確認されており、少なくとも現時点で、現物国債と債券先物の連動性が失われている様子はみられない（BOX 図表 5-2）。

次に、債券先物の限月交代時の動きを確認する。仮に、受渡方式による決済の困難化が強く意識されているのであれば、次限月へのロール取引のタイミングが早まったり、（現限月の売り建玉の買戻しに伴う）現限月と次限月の価格差（カレンダー・スプレッド）の拡大が生じることが予想されるが、現時点でそのような動きは特段みられていない（BOX 図表 5-3、5-4）。

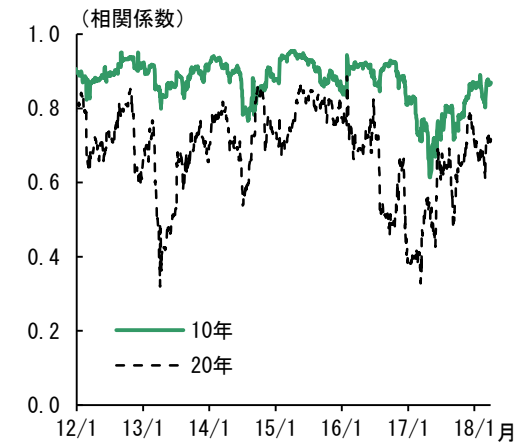
以上で確認したように、これまでのところ、最割安銘柄の市中残高が減少したことで、債券先物のヘッジ機能が低下した様子は特段みられていない。もっとも、先行きも最割安銘柄の市中残高は低位で推移することが予想されるため、このことが債券先物のヘッジ機能、ひいては現物の取引動向等に何がしかの影響を及ぼす可能性については、引き続き注視していく必要がある。

(BOX 図表 5-1) 最割安銘柄の市中残高



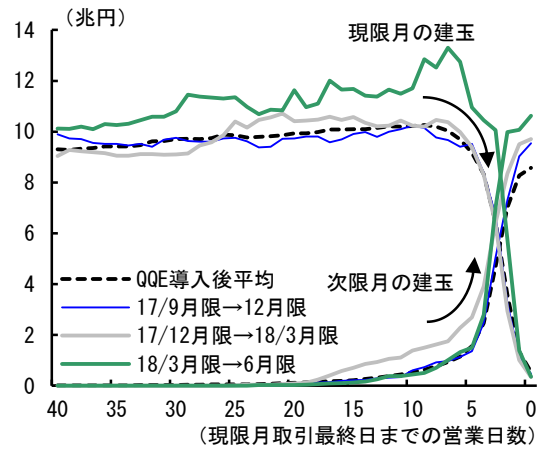
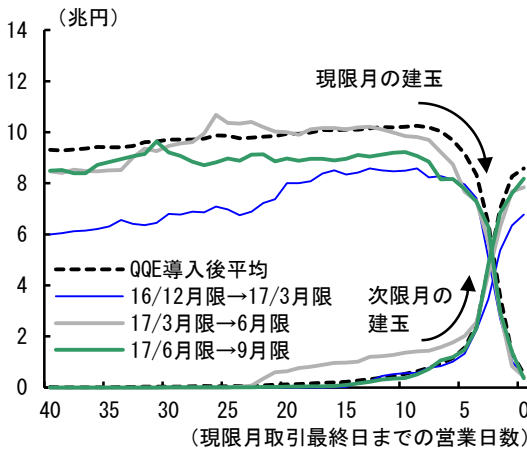
(注) 2018年3月末時点。市中残高は、市中発行残高から日銀保有額を除いたもの。

(BOX 図表 5-2) 現物国債と債券先物の連動性

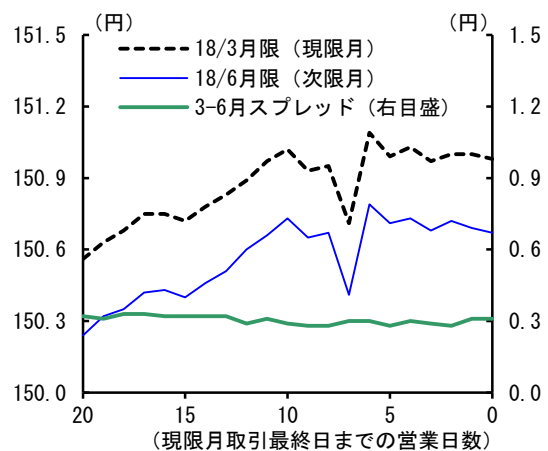
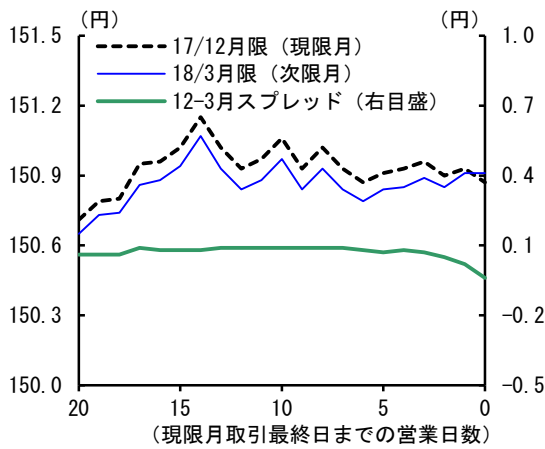


(注) 現物国債と債券先物の利回りの相関係数(前日差ベース、60営業日ローリング)。

(BOX 図表 5-3) 限月交代前の先物建玉の状況



(BOX 図表 5-4) 限月交代前の現限月と次限月の価格差 (カレンダースプレッド)

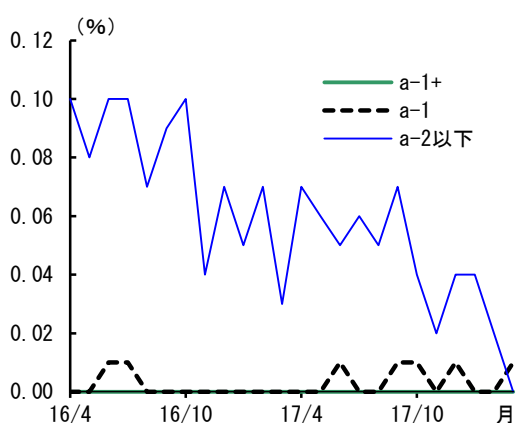


(5) CP市場

CP発行金利は、金融環境がきわめて緩和した状態にあるもとで、高格付け銘柄を中心にゼロ%程度で推移した。また、低格付け銘柄については、発行金利が一段と低下した（図表 3-14）。この間、小幅のマイナス金利での発行もみられた。

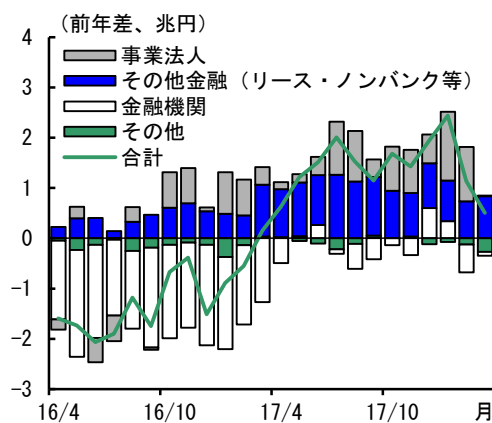
CP発行残高は、既往最低水準のレートで資金調達が可能で環境や好調な企業業績が続くもとでの資金需要の高まりなどを背景として、事業法人やその他金融（リース、ノンバンク等）を中心に、2016年度を上回って推移した（図表 3-15）。特に、期間の長いその他金融（リース、ノンバンク等）の発行が増加したことから、平均デュレーションは幾分長期化した（図表 3-16）。

(図表 3-14) CP発行金利



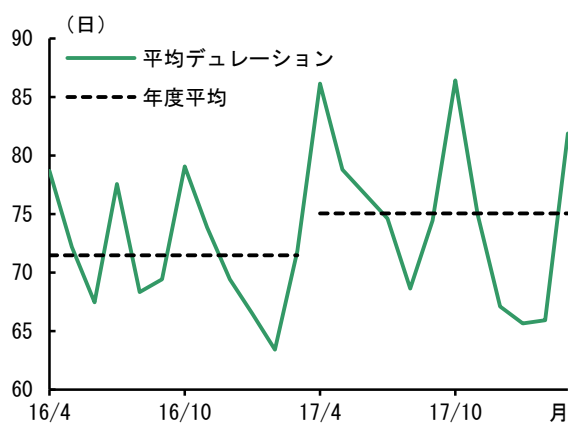
(注1) いずれも1か月物。
(注2) 月次集計した事業法人（電力・ガスを含む）およびその他金融（リース・ノンバンク等）の合計。

(図表 3-15) CP発行残高（業態別）



(注1) 月末時点。
(注2) 事業法人は、電力・ガスを含む。

(図表 3-16) 新規発行銘柄の平均デュレーション（試算値）



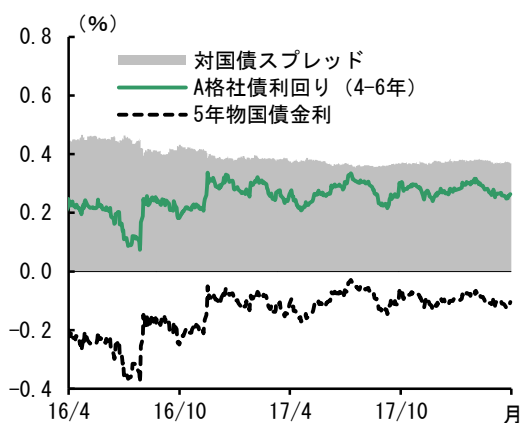
(注) 月中に新規発行された短期社債等の発行期間別額面金額から試算。

(6) 社債市場

社債流通利回りは、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもと、ベースレートである国債利回りが安定して推移する中、低水準で推移した（図表 3-17）。流通市場における対国債スプレッドをみると、投資家の利回り追求の動きを背景に、投資適格の中で相対的に利回りが高い低格付け銘柄を中心に、スプレッドは一段と縮小した（図表 3-18）。

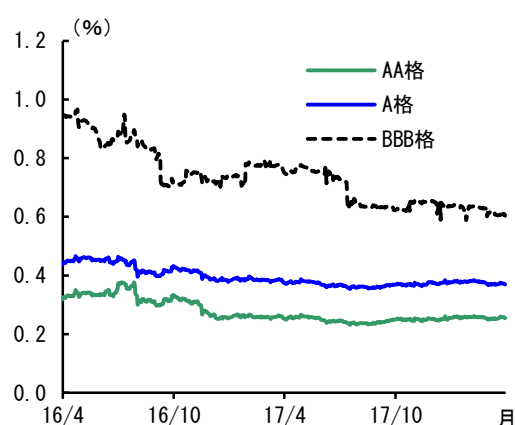
社債発行残高は、利回りが安定して推移するなど、発行体にとって起債しやすい環境が続く中で、M&Aやリファイナンスにかかる資金需要がみられたことなどから、2016年度に続いて増加している（図表 3-19）。

(図表 3-17) 社債流通利回りと国債金利



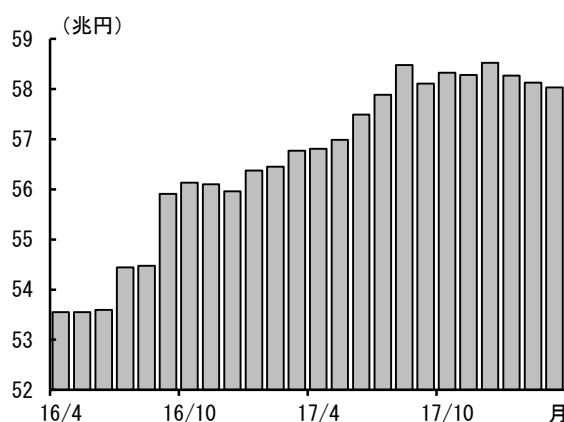
(注) 格付けはR&Iによる。図表 3-18 も同様。

(図表 3-18) 社債流通利回りの対国債スプレッド



(注) 社債は残存期間4～6年の銘柄から、国債は残存期間5年の銘柄から、それぞれ利回りを算出したうえで、スプレッドを計算。

(図表 3-19) 普通社債の発行残高



(注) 月末時点。名目金額ベース。一般担保付社債を除く。

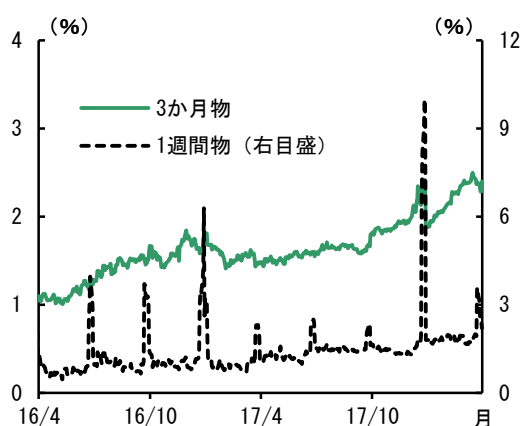
(7) 為替スワップ市場

為替スワップ市場におけるドル調達コスト（短期の円投ドル転コスト）は、米国で利上げが続く中、ドルLIBORの上昇につれて、2017年度を通じて基調的に上昇した（図表3-20、3-21）。もっとも、本邦金融機関によるドル調達手段の多様化が進んでいるほか、為替ヘッジコストを加味した米国債金利が低下する中、為替ヘッジ付きの米債投資需要が減少しているとみられることから、ドル資金の需給バランスは幾分改善し、ドル調達プレミアムは2016年度と比べて縮小した（図表3-21、3-22）。

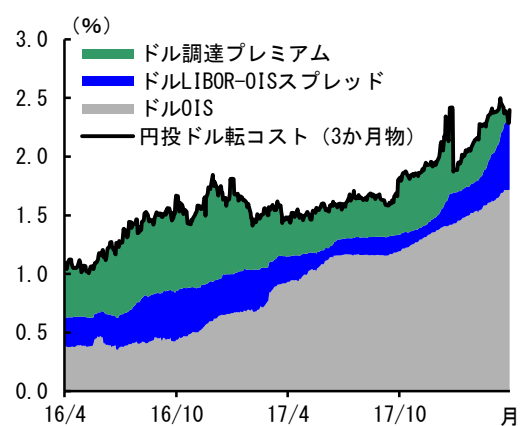
この間、レバレッジ比率規制等を意識した外国銀行等が、引き続き四半期末のドル資金放出を抑制したことから、ドル調達コストは、四半期末にかけて大きく上昇する傾向が続いた。とりわけ、2017年12月末は、G-SIBsに対する規制⁵などを背景に、年末にかけて外国銀行等がドルの資金供給を抑制したことなどもあって、他の四半期末と比べても顕著に上昇した。もっとも、こうした状況のもとでも、ドル資金のアベイラビリティそのものに問題が生じることはなかった。

2018年入り後は、こうした年末要因の剥落からドル調達コストは一旦大きく低下したものの、その後は利上げや米国 T-Bill の増発等を受けた米国短期金利の上昇につれて次第に上昇した。もっとも、本邦金融機関による為替ヘッジ付き米債投資需要がひと頃に比べて減少しているとみられることもあり、ドル調達プレミアムは3月末にかけて低下した（図表3-21、3-22）。

(図表3-20) 短期の円投ドル転コスト



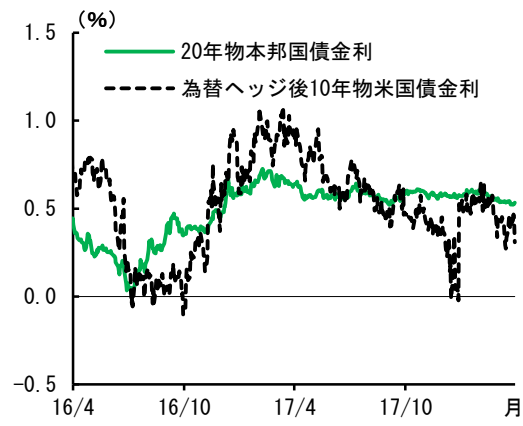
(図表3-21) 短期の円投ドル転コストの要因分解



(注) 円投ドル転コストは、円LIBORで円を調達し、為替スワップ市場でドルに交換した場合のドル調達コスト。

⁵ G-SIBsに対する自己資本の上乗せ幅の決定に際して、年末時点のバランスシートの計数が用いられる。

(図表 3-22) 為替ヘッジ後の10年物米国債金利



(注) 為替ヘッジは、円保有者が為替スワップ (3か月物) でヘッジした場合のコストを勘案。

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

① 当座預金の三層構造と基準比率の見直し

2017 年度中、日本銀行は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもと、金融機関が保有する日本銀行当座預金を 3 段階の階層構造に分割したうえで、それぞれの階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用した。具体的には、日銀当座預金を、①2015 年 1～12 月積み期間における当座預金の平均残高から所要準備額を控除した「基礎残高」、②所要準備額や貸出支援基金等の平均残高、マクロの当座預金増加を勘案したマクロ加算額などの合計額である「マクロ加算残高」、③当座預金残高のうち①と②の合計を上回る金額である「政策金利残高」の 3 段階に分割し、そのうえで、①に+0.1%、②にゼロ%、③に▲0.1%の金利を適用した。政策金利残高に適用する金利は「短期政策金利」と位置付けられ、その水準は毎回の金融政策決定会合において決定することとされているが、2017 年度中、この金利は▲0.1%で維持された（図表 4-1）。

(図表 4-1) 日銀当座預金の三層構造

階層	対象	付利金利
①基礎残高	「2015 年 1～12 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」等 ⁶	
	「MRF に関する特則の適用対象預金残高」 ⁷	
	「マクロ加算額（基準平残×基準比率 ⁸ ）」	
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%

⁶ 「貸出支援基金等」は、貸出増加支援資金供給、成長基盤強化支援資金供給、被災地金融機関支援オペおよび熊本地震被災地金融機関支援オペを指す。これら貸出支援基金等の合計利用残高のうち、2016 年 3 月末の残高からの増加分は、各金融機関のマクロ加算残高に上乘せされる（増加額の 2 倍の金額がマクロ加算残高に加算される）。

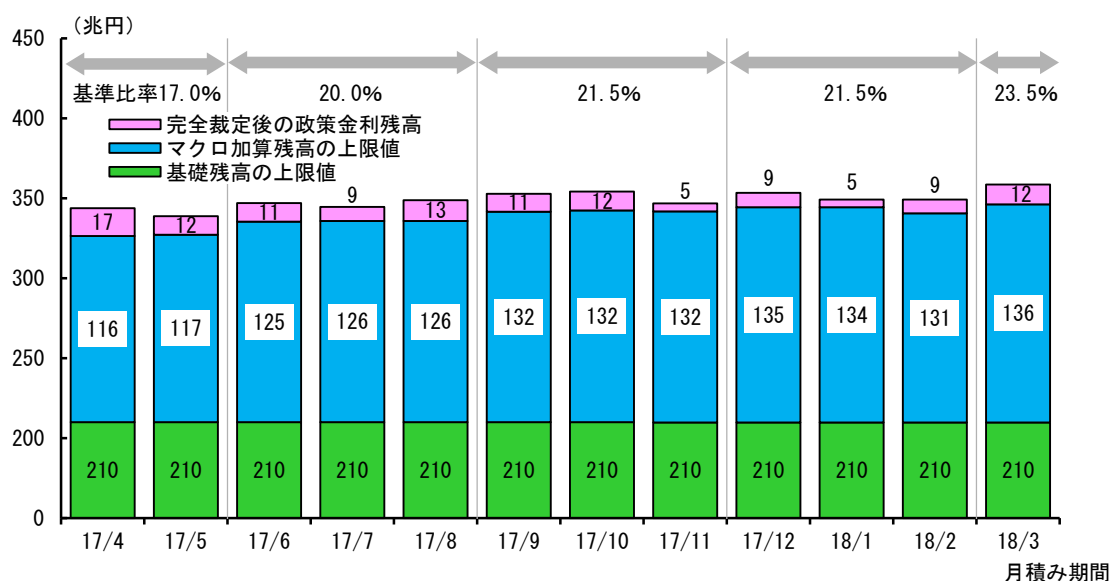
⁷ 2015 年 1～12 月積み期間の MRF 受託残高の平均残高（純資産額ベース、運用の結果日銀当座預金となっていない金額を含む）と、対象積み期間における MRF 受託残高の平均残高（純資産額ベース、運用の結果日銀当座預金となっていない金額は除く）のうち、小さい方の残高。

⁸ 全ての金融機関に対して一律に適用される比率。日本銀行は、当座預金残高のマクロ的な増加に応じて、原則として 3 か月に 1 回、基準比率の見直しを行うことで、ゼロ金利を適用するマクロ加算残高を定期的に調整し、「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にしている（BOX6 参照）。

個別の金融機関からみれば、上記の「基礎残高」や「マクロ加算残高」の金額は、プラス金利またはゼロ金利が適用される当座預金の上限値として作用する。すなわち、金融機関によって、実際の当座預金残高が基礎残高とマクロ加算残高の上限値の合計を下回り、基礎残高やマクロ加算残高に「余裕枠」が生じているケースもあれば、当座預金残高が基礎残高とマクロ加算残高の上限値の合計を上回り、政策金利残高が発生しているケースもある。三層構造のもとでのこうした資金の偏在は、短期金融市場においてマイナス金利での裁定取引を生み出す要因となっている。すなわち、政策金利残高を有する金融機関は、▲0.1%のマイナス金利が適用される当座預金を減らすために、▲0.1%を上回る金利であればマイナス金利であっても資金を放出するインセンティブがある。他方、マクロ加算残高に「余裕枠」を有する金融機関は、その枠の範囲内であれば、追加的に当座預金を積み増してもゼロ%の金利が適用されるため、ゼロ%未満の金利であれば他の市場参加者から資金を調達するインセンティブがある。

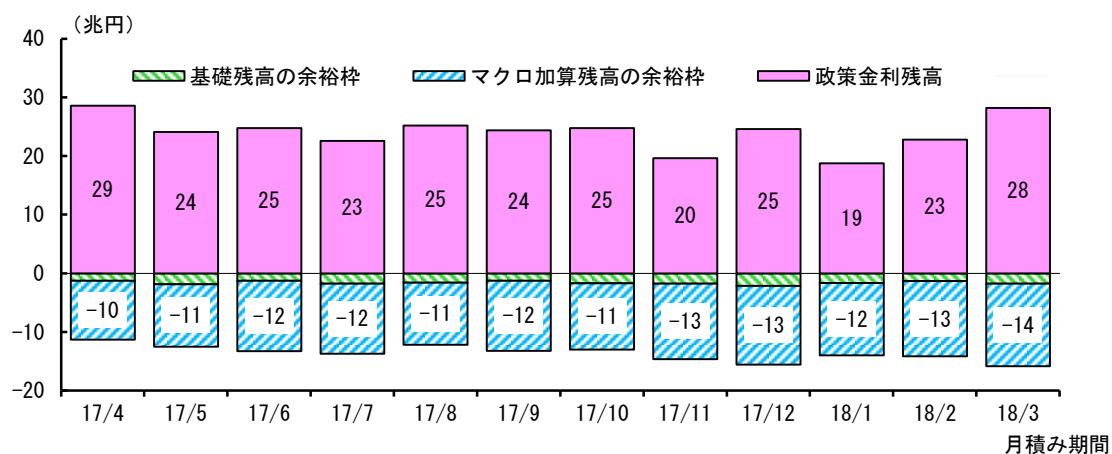
こうした状況において、基礎残高やマクロ加算残高の「余裕枠」を保有する金融機関が、その「余裕枠」を全て利用するまで、政策金利残高を保有する金融機関から資金を調達すると仮定した場合に、なお残る政策金利残高のことを「完全裁定後の政策金利残高」と呼んでいる。日本銀行は、「完全裁定後の政策金利残高」が一定の範囲内で推移するよう、原則として3か月に1回、基準比率の見直しを行っている。この結果、2017年度中、「完全裁定後の政策金利残高」は、平均して10兆円程度で推移した（図表4-2）。

（図表4-2）マクロ加算残高等の上限値と「完全裁定後の政策金利残高」の推移



もつとも、当座預金残高の階層構造を、基礎残高やマクロ加算残高の「余裕枠」に着目して捉えると、現実には、政策金利残高を有する金融機関から基礎残高やマクロ加算残高の「余裕枠」を有する金融機関に、完全に資金が移動しているわけではないことがわかる。すなわち、2016年1月に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」が導入されてから2年以上が経過したが、現在までのところ、「余裕枠」が使い果たされることはなく、常に10兆円程度の「余裕枠」が残存する格好となっている。そのため、実際の政策金利残高は、「完全裁定後の政策金利残高」より、使い切らなかった「余裕枠」の分だけ多い、20～30兆円程度となっている（図表4-3）。

（図表 4-3）マクロ加算残高等の「余裕枠」と政策金利残高



BOX 6 基準比率の見直しプロセスと2017年度における見直しの背景

本文で述べたとおり、日本銀行は、当座預金残高のマクロ的な増加に応じて、原則として3か月に1回、基準比率の見直しを行うことで、ゼロ金利を適用するマクロ加算残高を定期的に増加させ、「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にしている。ここで、あらためて基準比率の見直しの具体的なプロセスを説明すると、以下のとおりである。

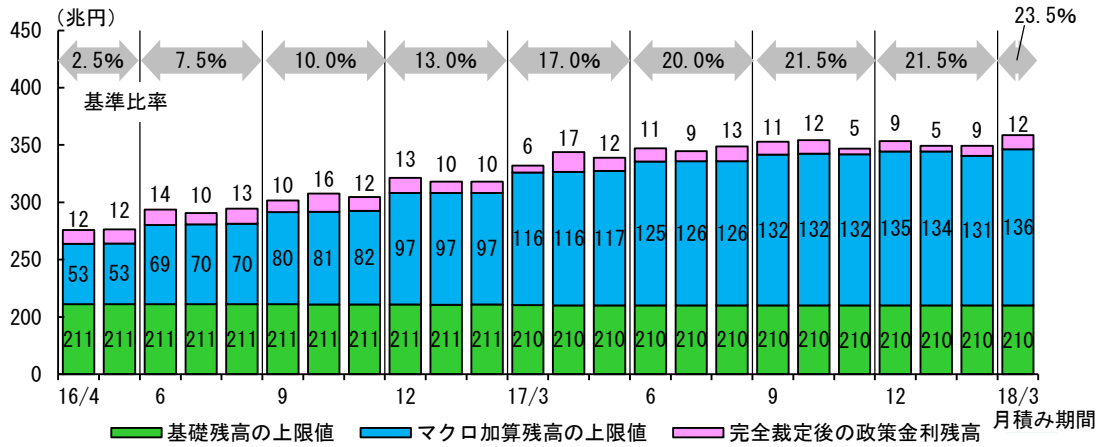
- (1) 日銀当座預金の増減に外生的な影響を与える銀行券要因および財政等要因の先行きの動きを、季節性や特殊要因を含めてできるだけ精緻に予想するとともに、先行きの金融市場調節運営を勘案し、当座預金残高の見通しを作成する。
- (2) 貸出支援基金等の平均残高やMRF特則の適用対象預金残高の変動を予想し、マクロ加算残高のうち、マクロ加算額（すなわち、基準平残×基準比率）以外の部分の見通しを作成する。
- (3) 上記(1)、(2)の見通しを基に、「完全裁定後の政策金利残高」が概ね10兆円程度となるよう、マクロ加算額（ひいては基準比率）を設定する。

日本銀行が大規模な資産買入れを通じた資金供給を続けるもとで、日銀当座預金残高は趨勢的に増加している。従って、基準比率も、趨勢的に引き上げられてきている（BOX 図表 6-1）。もっとも、引き上げの幅やタイミングについては、①銀行券要因や財政等要因の季節性等の影響から日銀当座預金の増加ペースには振れがあること（BOX 図表 6-2）、②貸出支援基金等の平均残高などの、マクロ加算残高のうちマクロ加算額以外の部分の増減は区々であること（BOX 図表 6-3）、などから、必ずしも一定にはならない。

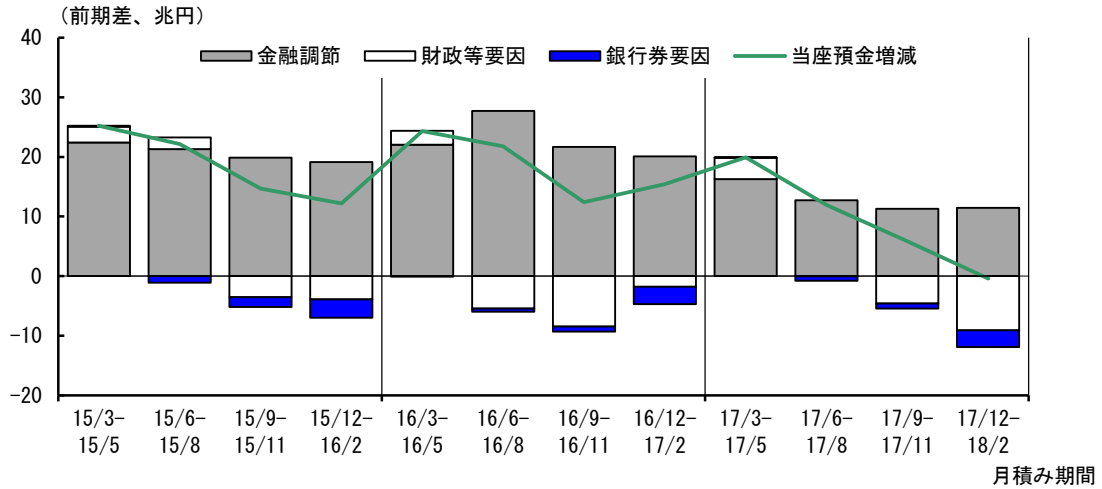
例えば、2017年12月～2018年2月積み期間については、財政等要因や銀行券要因が季節的に当座預金残高を下押す方向で作用しやすいことに加えて、2017年12月は、国債の対民償還額が前年に比べて大幅に減少することもあるため、当座預金残高が前3積み期間からほとんど増加しないと予想されたため、基準比率を前3積み期間から据え置きとした。

なお、2018年3～5月積み期間については、4月中旬までに公共事業費や地方交付税交付金等の支払いが重なり、3月積み期間から4月積み期間にかけて、当座預金残高が大きく増加すると予想されたため、「完全裁定後の政策金利残高」が積み期間毎にあまり大きく変動しないよう、3月積み期間と4～5月積み期間で異なる基準比率を設定することとした（基準比率：3月積み期間 23.5%→4～5月積み期間 27.0%）。

(BOX 図表 6-1) 基準比率と「完全裁定後の政策金利残高」等の推移

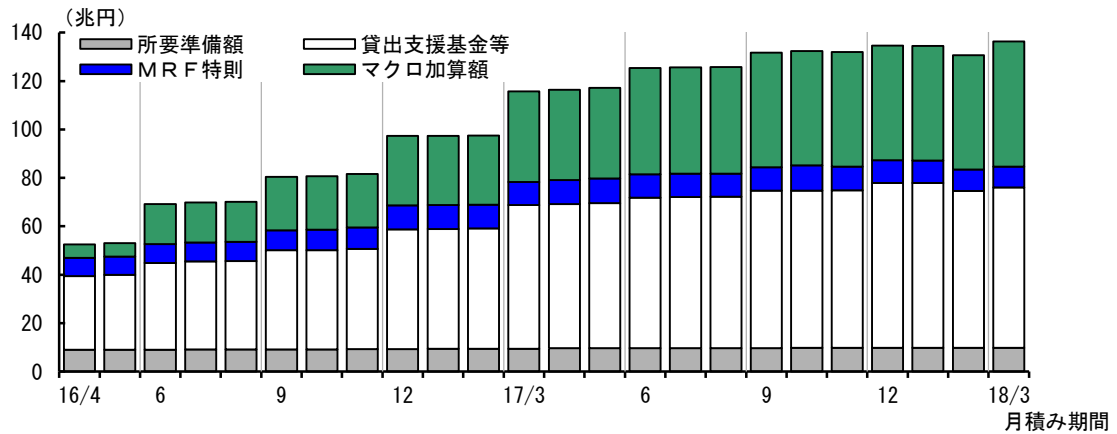


(BOX 図表 6-2) 当座預金残高の増加ペースと変動要因



(注) 金融市場調節自体が財政等要因に及ぼす影響を取り除くための調整を行ったベースの計数 (図表 2-6 参照)。

(BOX 図表 6-3) マクロ加算残高の上限値の内訳



② 業態別にみた当座預金の三層構造

当座預金残高の三層構造の動向を業態別にみると、2016年度と大きな変化はなく、以下の特徴を確認できる（図表 4-4）。

まず、都市銀行（以下、「都銀」）については、主にレポ市場において資金運用と資金調達を組み合わせる行うことなどで、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当座預金を運営している。

地銀・第二地銀については、その当座預金の規模等に応じて、政策金利残高の積み上がりを回避するため、主に資金の出し手となる先と、政策金利残高の適用までに余裕があり、主に資金の取り手となる先がある。前者に関しては、コール市場を中心に積極的に資金を放出している。また、後者については、同じくコール市場で、裁定取引目的の資金調達を行っている。もっとも、こうした先の中には、コール市場における調達レートの上昇圧力や日常的な事務負担を勘案して、マクロ加算残高の「余裕枠」があっても当座預金残高を積み増さない先や、政策金利残高を生じさせないことを優先して、当座預金残高を抑制気味に運営する先も少なくない。この結果、業態全体として、マクロ加算残高の「余裕枠」を相応に残した状態が続いている。

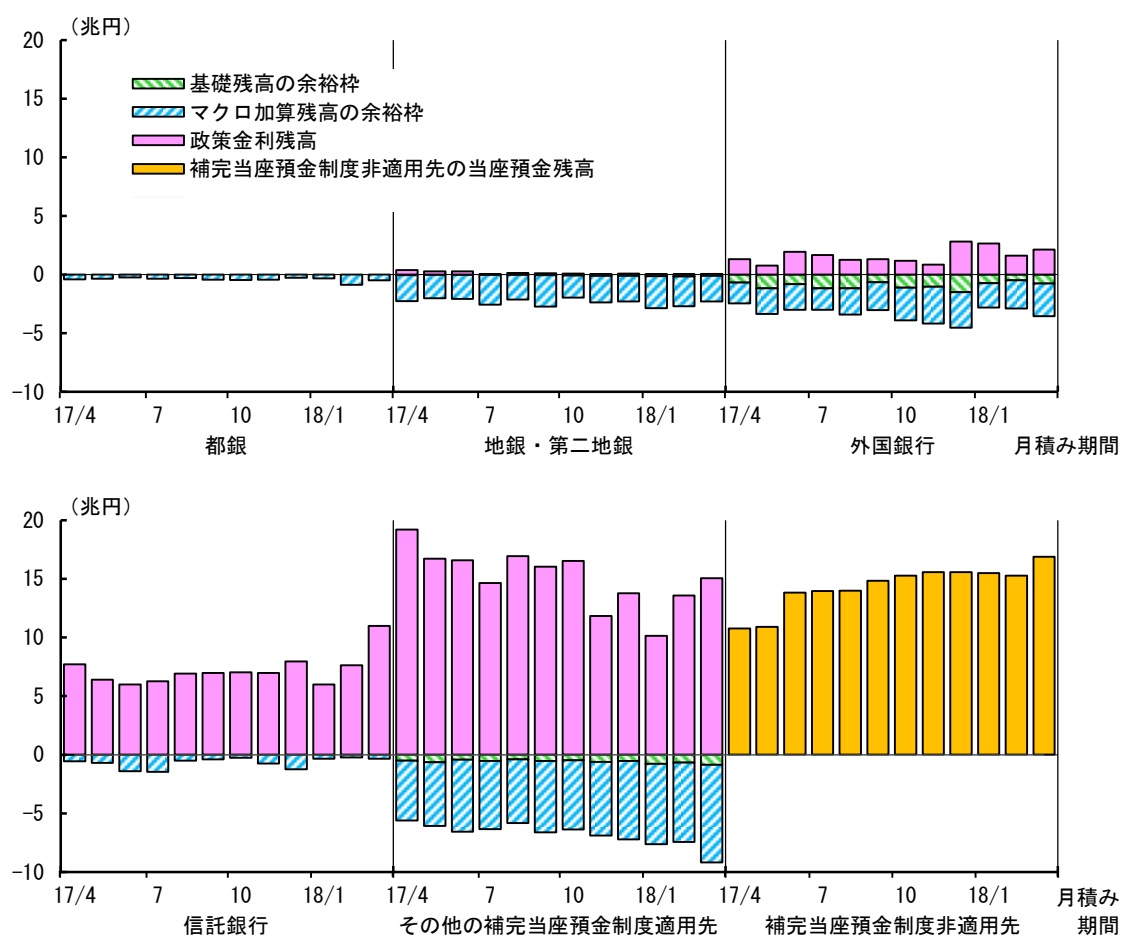
外国銀行については、グループ全体の資金繰り運営方針のもとで当座預金運営を行っている。こうした中、基礎残高やマクロ加算残高の「余裕枠」を残している先が多い。他方、政策金利残高を保有するコスト（▲0.1%）を考慮しても、市場での円資金調達コストがそれを下回る状況であれば収益を確保できるとして、政策金利残高の保有に抵抗感を示さない先もみられる。もっとも、2017年度中は、総じてみれば、2016年度と比べて為替スワップ市場での円資金調達コストが低位ではなかったため、こうした先の政策金利残高は低水準となっている。

信託銀行は、国債償還資金が継続的に流入する中、投資信託等の余剰資金の滞留もあって、2017年度を通じて、資産管理系信託銀行を中心に、引き続き、多額の政策金利残高を保有している。一部の先はコール市場での資金運用により政策金利残高を圧縮しているが、業態全体として政策金利残高を十分に圧縮するには至っていない。

その他の補完当座預金制度適用先（その他準備預金制度適用先、および準備預金制度非適用先）の中には、基礎残高やマクロ加算残高の「余裕枠」を有する先もあれば、政策金利残高を有する先も存在する。後者の先は、金融機関によって資金放出に対するスタンスは区々ながら、コール市場やレポ市場での資金運用を積極的に行っているほか、外債投信等の購入を積極化するなどして政策金利残高の圧縮に努めている。もっとも、国債償還資金の流入や預金流入が続く中で、政策金利残高は高止まっている。

このほか、日本銀行の当座預金取引先の中には、政府系金融機関や清算機関のように、補完当座預金制度の対象とならない主体（補完当座預金制度非適用先）が存在するが、これらの当座預金残高は、緩やかな増加傾向が続いている。この点については、一部の清算機関が参加者からの現金担保の受入れ拡大の措置を講じたことにより、当該清算機関への日銀当座預金の振替が生じたことなどが影響している。このように、補完当座預金制度適用先から補完当座預金制度非適用先への資金移動が生じると、前者の当座預金残高、ひいては「完全裁定後の政策金利残高」が減少する。このため、日本銀行では、こうした資金の動きも勘案しながら、「マクロ加算残高にかかる基準比率」の見直しを行い、「完全裁定後の政策金利残高」の水準をコントロールしている。

(図表 4-4) 三層構造の業態別分布



- (注1) その他の補完当座預金制度適用先は、その他準備預金制度適用先と準備預金制度非適用先の合計。
(注2) その他準備預金制度適用先には、信用金庫（預金残高1,600億円超）、ジャパンネット銀行、セブン銀行、ソニー銀行、楽天銀行、住信SBIネット銀行、じぶん銀行、イオン銀行、大和ネクスト銀行、オリックス銀行、新銀行東京、新生銀行、あおぞら銀行、SBJ銀行、整理回収機構、農林中央金庫、ゆうちょ銀行を含む。
(注3) 準備預金制度非適用先には、証券会社、短資会社、証券金融会社、信金中央金庫、信用金庫（預金残高1,600億円以下）、商工組合中央金庫、全国信用協同組合連合会、労働金庫連合会を含む。
(注4) 補完当座預金制度非適用先には、銀行協会、全国銀行資金決済ネットワーク、東京金融取引所、日本証券クリアリング機構、ほふりクリアリング、CLS BANK International、日本政策投資銀行、日本政策金融公庫、国際協力銀行、預金保険機構を含む。

BOX 7 資金調達・運用需要の業態毎の特徴

本文で確認したように、マイナス金利政策の導入以降、日銀当座預金の三層構造の業態別分布には、大きな変化はみられていない。もっとも、ここまでに確認した三層構造の業態別分布は、あくまでも短期金融市場での取引を行った後の最終的な仕上がりの姿を示している。実際には、各金融機関は、それぞれの業態の特性等に応じた資金偏在の初期状態からスタートし、短期金融市場における取引を行うことで、本文で確認したような仕上がりの姿を実現している。すなわち、短期金融市場における資金調達・運用需要は、資金偏在の初期状態によって決定され、そこからの変化によって変動する。

このような資金偏在の初期状態を正確に捉えることは難しいが、ここでは、各金融機関が直面している資金偏在の初期状態を推し量るため、資金調達・運用需要の変動を生み出す次の3つの要因に着目し、これらの要因が、マイナス金利政策導入以降どのように変化しているか、特徴的な業態に焦点を当てて確認する（BOX 図表7）。

（1）マクロ加算残高の上限値の引き上がり・引き下がり

基準比率の引き上げや、貸出支援基金等の利用増加を通じてマクロ加算残高の上限値が引き上がると、資金調達需要が増加する（資金運用需要が減少する）。一方、貸出支援基金等の返済等を通じてマクロ加算残高の上限値が引き下がると、資金運用需要が増加する（資金調達需要が減少する）。

（2）預貸ギャップの縮小・拡大

預貸ギャップが縮小（預金が減少または貸出が増加）すると、資金調達需要が増加する（資金運用需要が減少する）。一方、拡大（預金が増加または貸出が減少）すると、資金運用需要が増加する（資金調達需要が減少する）。

（3）有価証券保有残高の増加・減少

有価証券保有残高が増加すると、資金調達需要が増加する（資金運用需要が減少する）。一方、減少すると、資金運用需要が増加する（資金調達需要が減少する）。

まず、都銀は、償還等有価証券保有残高が減少してきたことに加え、預貸ギャップの大幅な拡大が続いている。この間、マクロ加算残高の上限値が引き上がるペースが徐々に鈍化していることから、趨勢的に資金調達需要が減少し、資金運用需要が増加している。

地銀・第二地銀は、有価証券保有残高が減少しているものの、マクロ加算残高の上限値の引き上がりがこれを幾分上回っており、平均的に資金調達需要のある状態

となっている。仔細にみると、財政資金の受払いの季節性の影響を受けるかたちで、預貸ギャップが年度初に拡大し、年度後半にかけて縮小するという季節的なパターンを有しており、結果として、資金調達需要の大きさにも季節的なパターンがみられるのが特徴となっている。

証券会社は、有価証券の自己ポジションが概ね一定であるほか、銀行と異なり預金流入がない一方で、基準比率の引き上げに伴いマクロ加算残高の上限値が緩やかに引き上がっていることから、資金調達需要が増加している。

こうした業態毎の資金調達・運用需要の特徴を背景に、マイナス金利政策の導入以降、主要な短期金融市場では、以下のような動きがみられている。

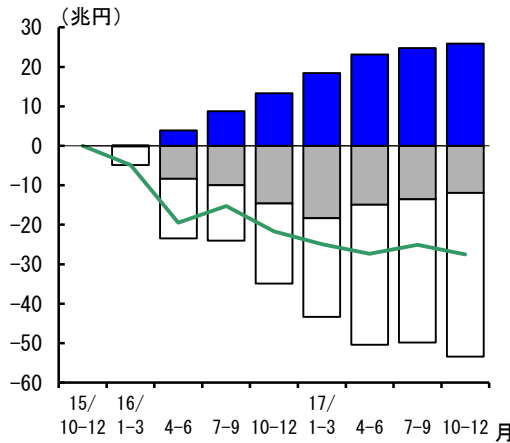
無担保コール市場：資金調達サイドでは、資金調達需要が減少している都銀のプレゼンスが低下している一方、平均的に資金調達需要を有する地銀・第二地銀や資金調達需要が増加している証券会社のプレゼンスが高まっている。とりわけ、地銀・第二地銀については、BOX2でも言及したとおり、資金調達需要の大きさの季節的な変動が、無担保コール市場残高全体の季節的な変動を作り出しているほか、BOX3で指摘したとおり、プレゼンスの高さなどから、その調達姿勢が、無担保コールレートの形成にも大きな影響を与えている。

GCレポ市場：都銀のプレゼンスが、資金運用・調達の両サイドにおいて高まっており、そのバランスがレート形成に与える影響が強まっている。

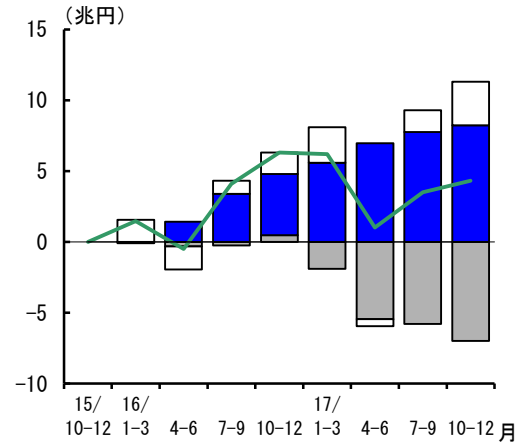
国庫短期証券市場：都銀の国庫短期証券の保有が増加している。その背景としては、有価証券保有残高が減少する中で、担保確保を目的とした保有が増えていることに加えて、資金運用需要が高まる局面では、ターム物での余資運用を目的とした保有が増えていることが指摘できる。

(BOX 図表 7) 業態毎に直面している資金偏在の初期状態

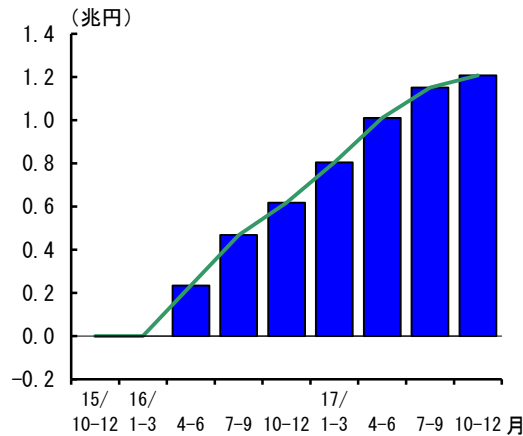
(都銀)



(地銀・第二地銀)



(証券会社)



■ マクロ加算残高の上限値	 預貸ギャップ	 有価証券保有残高	— 合計
↑ : 上限値の引き上がり	↑ : ギャップが縮小	↑ : 残高が増加	↑ : 資金調達需要増 資金運用需要減
↓ : 上限値の引き下がり	↓ : ギャップが拡大	↓ : 残高が減少	↓ : 資金運用需要増 資金調達需要減

(注1) 月末残高の四半期平均。15/10-12月を起点として、そこからの差額を示したもの。

(注2) 「預貸ギャップ」は、預金+譲渡性預金-貸出金。「有価証券保有残高」は、国庫短期証券を含む。証券会社の「預貸ギャップ」および「有価証券保有残高」は、増減がないと仮定している。

(注3) 「マクロ加算残高の上限値」のうち、「貸出支援基金等の平均残高」等は、①貸出支援基金等の平均残高と、②同残高のうち2016年3月末からの増加分(以下、「上乗せ分」)の合計であるが(図表4-1)、①については、マクロ的には、資金供給を受け、当座預金が増加した分だけ、「マクロ加算残高の上限値」も引き上がるため、ここでは「上乗せ分」の金額のみ「マクロ加算残高の上限値」に含めている。

ただし、業態別の「上乗せ分」残高は対外非公表となっているため、業態別の「マクロ加算残高の上限値」から、「所要準備額」と「マクロ加算額(基準平残×基準比率)」を差し引いたものを「貸出支援基金等の平均残高」とし(「MRFに関する特例の適用対象預金残高」はゼロと仮定)、その2016年3月積み期間以降の増加額の半分が「上乗せ分」に相当すると仮定して推計している。なお、同業態内に貸出支援基金等の平均残高を増加させた先と減少させた先がある場合には推計誤差が生じるため、本計数については幅をもってみる必要がある。

(2) 国庫短期証券の買入れ

国庫短期証券買入れについては、概ね週1回のペースで継続的にオファーを行った。

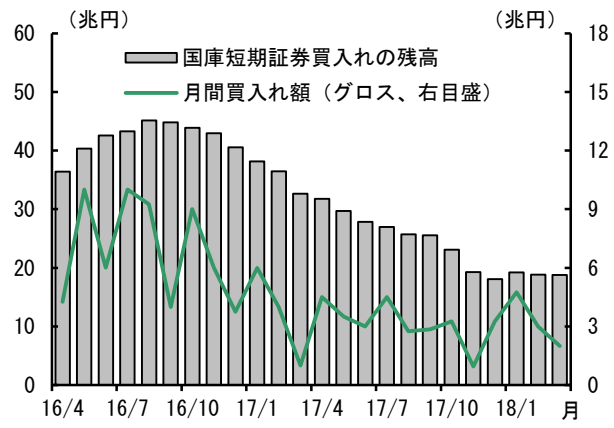
日本銀行は、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の枠組みのもと、国庫短期証券の利回りや需給、さらには、レポ金利や短期の国債金利といった周辺のレートに与える影響などを考慮しながら、オファーの都度、適切な買入れ額を決定している。具体的には、2017年度は、1回当たり1,000億～2兆円のオファーを行った。

この間、国庫短期証券の流通利回りは、前述のとおり、2016年度から2017年度にかけてマイナス幅を縮小させた後、2017年度中は、総じてみれば▲0.2～▲0.1%程度と、短期政策金利（▲0.1%）を下回る水準で推移した。こうした中、国庫短期証券買入れオペの運営については、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」導入により、マネタリーベースの増加目標がなくなるもとの、2017年度半ば頃までは、国庫短期証券の買入残高を徐々に減らしてきた。その後は、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）という枠組みの中での位置付けをより意識しながら、国庫短期証券の利回りや需給などに応じて、一層柔軟に買入れ額を決定している。

そこで、日本銀行では、毎月末最終営業日に公表している「当面の長期国債等の買入れの運営について」（月次の「運営方針」）に示していた国庫短期証券の買入残高に関する記述について見直しを行った。具体的には、2017年10月の「運営方針」までは、月末の買入残高のめどを比較的狭いレンジで示してきた。しかし、11月の「運営方針」からは、国庫短期証券市場の動向を踏まえ、金融市場調節運営の柔軟性を確保するため、当面の買入残高のめどをより幅のあるかたちで示すように見直しを行い、さらに、2018年3月の「運営方針」からは、買入残高の具体的な金額に言及しないこととした。

こうした運営方針のもとで、買入残高は、2017年11月末まで毎月概ね1～3兆円のペースで減少したが、その後は概ね横ばいで推移し、2018年3月末の残高は18.8兆円と、前年比13.9兆円の減少となった（図表4-5）。

(図表 4-5) 国庫短期証券買入れの残高と買入れペース



(3) 長期国債の買入れ

2017年度は、2016年9月に導入された「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもと、「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」という金融市場調節方針が維持された。

こうした中、日本銀行は、利回り入札方式による長期国債買入れを軸としつつ、必要に応じて随時、固定利回り方式による買入れ（指値オペ）も用いて、金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促してきた。利回り入札方式のオペについては、「当面の長期国債等の買入れの運営について」（月次の「運営方針」）において、翌月の1回当たりのオファー金額のレンジと翌月のオファー日程または回数を公表している。そのうえで、毎回の買入れ額は、その時々々の市場動向に応じて柔軟に調整している。具体的には、金利水準や金利変動の方向のほか、金利変動のスピード、ボラティリティ、あるいは金利変動が一時的なものなのか傾向的のものなのか、また、国債需給の状況やそれまでのオペの結果⁹など、幅広い要素を総合的に勘案して決定している。

長期国債買入れの実施状況をこの間の金利動向とともに振り返ると、長期金利の操作目標である10年物国債金利は、2017年4月には、海外金利の低下やシリア・北朝鮮情勢を巡る地政学的リスクの高まりなどを受けて低下したが、6月下旬以降、欧州中央銀行の金融緩和縮小が意識されて海外金利が上昇すると、これにつれる格好で上昇に転じ、7月7日には0.105%をつけた。これを受けて、同日に長期ゾーン（5年超10年以下）の買入れ増額（4,500→5,000億円）とあわせて、10年債を対象とした固定利回り（10年新発債で0.11%）の指値オペを実施した（オファー額は無制限とし、実際の応札額はゼロであった）。その後、北朝鮮情勢を巡る地政学的リスクが意識されるもとの、長期ゾーンの金利が低下するとともに、需給がタイト化し、コア応札倍率も低水準となったため、7～8月に長期ゾーンの買入れ額を段階的に減額した（5,000→4,700→4,400→4,100億円）。その後、国内需給のタイト化が意識されたほか、地政学的リスクへの警戒感が一層高まり海外金利が低下した9月には、10年物国債金利は、2016年11月以来となるマイナス圏まで一時的に低下する場面もみられた。もっとも、マイナス金利水準での投資家需要は限定的であったため、程なくプラス圏に転じた。その後は、地政学的リスクへの警戒感が徐々に後退する中で、10年物国債金利は概ね0.02～0.07%程度のレンジ圏内で安

⁹ オペの結果としては、按分レート、平均落札レート、按分比率、応札倍率、コア応札倍率等を勘案している。このうち、コア応札倍率とは、オペに対する応札額のうち、応札締切り時刻直前（概ね、前場引け時点）の流通市場において、国債の売り手が提示しているオファーレートを上回る（同オファー価格を下回る）応札分だけを取り出し、その合計額をオファー額で除した比率をいう（図表4-6）。コア応札倍率の考え方の詳細については、「2016年度の金融市場調節」のBOX8参照。

定的に推移した。2018年入り後は、海外金利が大きく上昇するもとの、日本銀行の金融政策の方向性を巡る関心が高まり、海外短期筋を中心に先物売りが強まったことから、2月初には10年物国債金利は0.095%まで上昇する場面がみられた。これを受けて、2月2日に長期ゾーンの買入れ増額（4,100→4,500億円）と10年債を対象とした固定利回り（10年新発債で0.11%）の指値オペを実施した（オファー額は無制限とし、実際の応札額はゼロであった）。その後、10年物国債金利は概ね0.02～0.09%程度のレンジ圏内で安定的に推移した（図表4-7）。

短中期ゾーン（2年物、5年物国債）でも、市場動向に応じて、オペの買入れ額を柔軟に増減した¹⁰。4～5月には、短中期ゾーンの需給がタイト化し、特に3年超5年以下の国債買入れのコア応札倍率が低位となる場面も散見されたため、短中期ゾーンの買入れ額を段階的に減額した（1年超3年以下：3,000→2,800億円、3年超5年以下：3,800→3,500→3,200→3,000億円）。6月下旬以降、海外金利の上昇などを背景に、一転して5年ゾーンに金利上昇圧力が加わったため、3年超5年以下ゾーンの買入れ額を増額した（3,000→3,300億円）。その後、北朝鮮情勢を巡る地政学的リスクが意識されるもとの、5年物国債に投資家の旺盛な需要が寄せられ、同ゾーンの需給がタイト化し、コア応札倍率も低位となったことから、9月初に、3年超5年以下の買入れ額を減額した（3,300→3,000億円）。11月には、年末を控える中、ドル調達プレミアムの拡大や本邦投資家の担保需要の高まりなどから、2年物国債の需給がタイト化し、コア応札倍率も低下したことから、1年超3年以下の買入れ額を減額した（2,800→2,500億円）。2018年入り後は、海外短期筋による先物売りが主導するかたちで5年ゾーンにも金利上昇圧力が加わったため、3年超5年以下の買入れ額を増額した（3,000→3,300億円）。

超長期ゾーンの金利（20年物、30年物、40年物国債金利）をみると、年度の後半以降、投資家の旺盛な需要などを背景に、需給がタイト化し、同ゾーンの金利は緩やかな低下を続けた。こうした市場動向を踏まえて、11月下旬から2月にかけて、同ゾーンの買入れ額を段階的に減額した（10年超25年以下：2,000→1,900億円、25年超：1,000→900→800→700億円）。

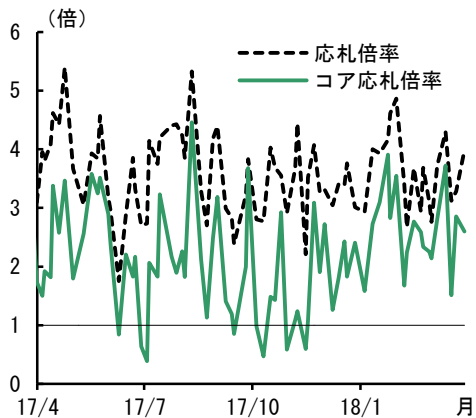
以上の長期国債買入れオペ運営の結果、わが国のイールドカーブは、金融市場調節方針と整合的に形成されている。すなわち、10年物国債金利は、2017年度中、「ゼロ%程度」という操作目標に沿って推移している（図表4-7）。そのうえで、10年物国債金利とその他の年限の国債金利のスプレッドをみると、2017年度中は、超長期ゾーンのスプレッドが幾分縮小（イールドカーブはフラット化）しているものの、

¹⁰ この間、1年以下の買入れ額については、年度初に応札倍率が上昇したことなどを受けて、6月に増額した（700→1,000億円）が、その後、応札倍率が低下したことなどから、10月以降に減額した（1,000→700→500億円）。

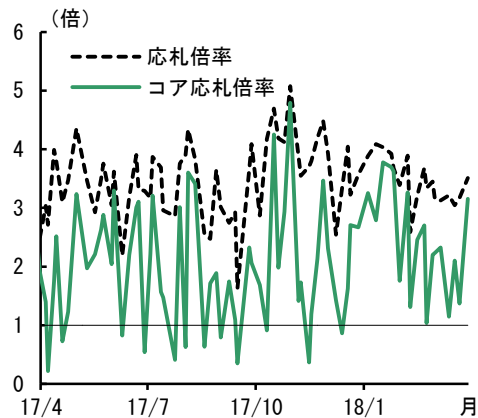
全体としてみれば、大きな変動や歪みは生じていない（図表 4-8、4-9）。

（図表 4-6）コア応札倍率

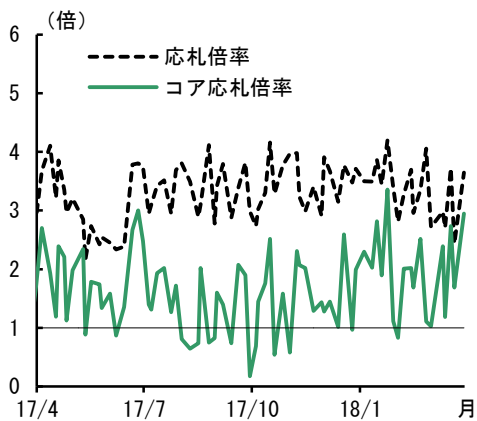
（残存期間 1 年超 3 年以下）



（残存期間 3 年超 5 年以下）



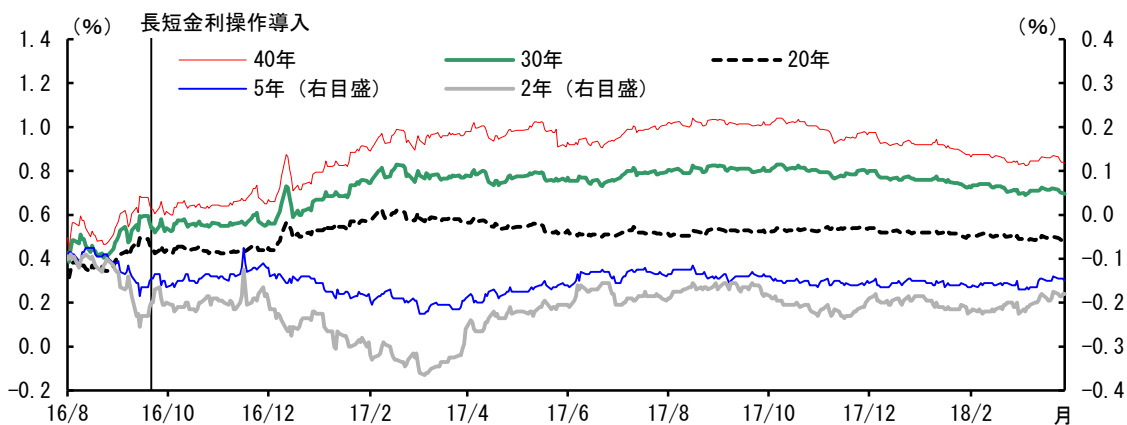
（残存期間 5 年超 10 年以下）



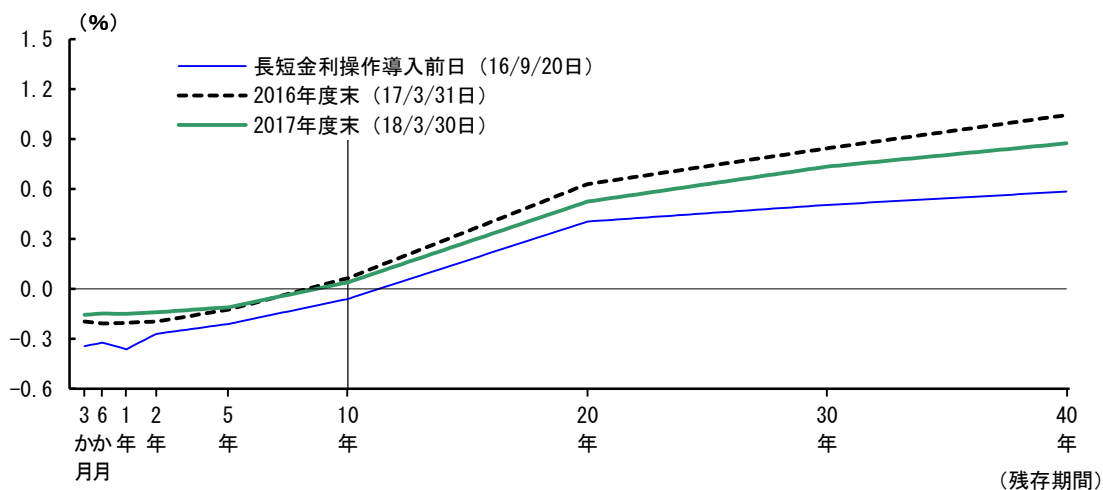
(図表 4-7) 長期金利（10年物国債金利）の推移



(図表 4-8) イールドスプレッドの推移（対10年物国債金利）



(図表 4-9) 国債のイールドカーブ



BOX 8 日本銀行の国債保有比率の上昇と国債買入れ額

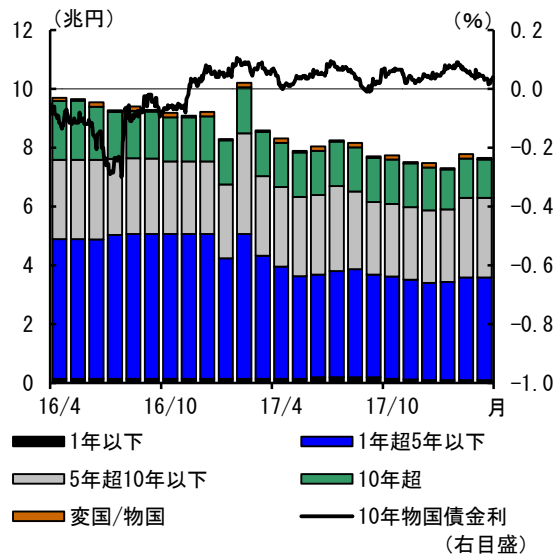
日本銀行は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みのもと、長期国債の買入れ額については、本文で述べたとおり、10年物国債金利を「ゼロ%程度」とする金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促すように、その時々市場動向に応じて柔軟に調整している。

「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」導入以降の長期国債買入れの月間買入れ額の推移をみると、振れはあるものの、結果として緩やかに減少してきていることがわかる（BOX 図表 8-1）。この背景としては、この間に金利上昇圧力が大幅に強まらなかったことに加え、2013年4月の「量的・質的金融緩和」の導入以降、日本銀行が多額の長期国債を買入れてきたことで、市中の長期国債残高が減少しており、日本銀行の国債買入れによる金利の下押し効果がしっかりと働いていることが考えられる。

実際、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入以降、国債発行残高に対する日本銀行の国債保有比率（ストックベース）をみると、2017年度には40%を超える水準まで上昇しており、いわゆる「ストック効果」が作用していることが示唆される（BOX 図表 8-2）。

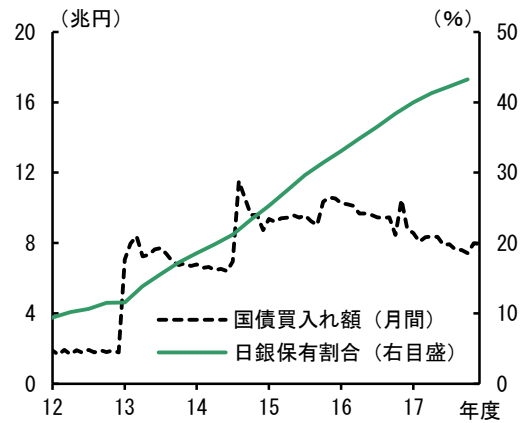
もとより、金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの実現のために必要な長期国債の買入れ額は、金融市場の状況に応じて変化する。このため、日本銀行は、今後とも金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの実現のために、市場動向に応じて長期国債の買入れ額を柔軟に調整していく考えである。

(BOX 図表 8-1) 10年物国債金利と国債買入れ額



(注) 国債買入れ額は、オファー日ベース。BOX 図表 8-2 も同様。

(BOX 図表 8-2) 国債買入れのストックとフロー



(注) 日銀保有割合は、国債発行残高全体に占める日銀保有分の割合 (四半期ベース)。ここでは、各四半期について、前四半期末の値をプロット。

(4) その他の資産買入れ

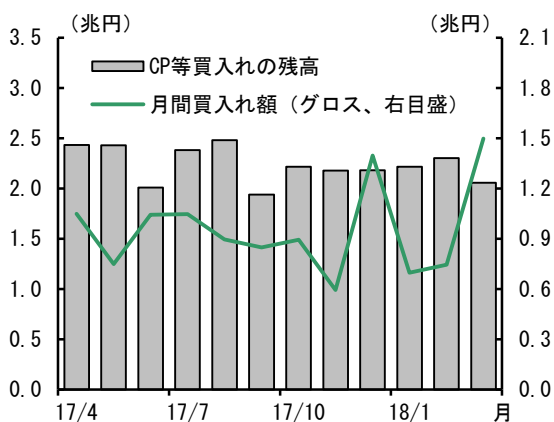
① CP等買入れ

CP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、約2.2兆円の残高を維持する運営を行った。

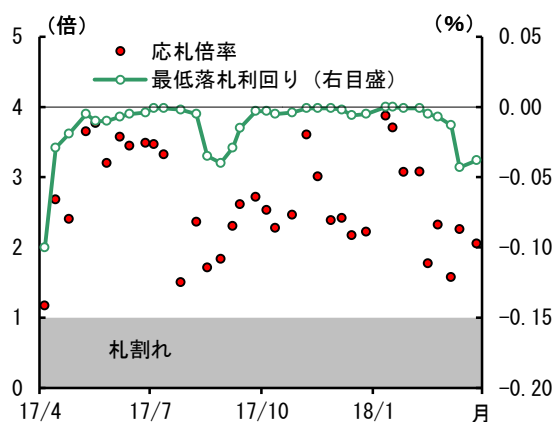
引き続き、月3回のオファーを行ったが、CPの発行期間の長期化に伴い、日本銀行が買入れたCPの残存期間も長期化したことから、1回当たりのオファー額は2,000～5,500億円と、2016年度(2,500～6,000億円)と比べて幾分少額となった。なお、CPについては、四半期末に償還が集中しやすいという特性があり、日本銀行が買入れたCPの償還も四半期末に集中する傾向があるため、オファー額も期末月には多めとなる傾向は変わっていない。こうしたオペレーションの結果、CP等の買入残高は、均してみれば約2.2兆円に維持されている(図表4-10)。

CP等買入れの最低落札利回りは、半期末および年度末前後にはやや大きめに低下する局面もみられたが、総じてみれば、引き続きごく浅いマイナスで推移した(図表4-11)。

(図表4-10) CP等買入れの残高と買入れペース



(図表4-11) CP等買入れの応札倍率と最低落札利回り



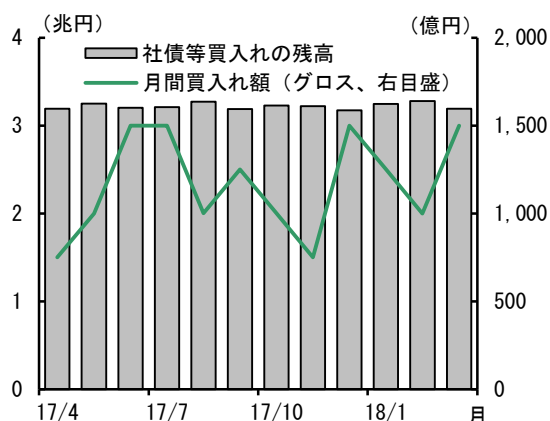
② 社債等買入れ

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、約 3.2 兆円の残高を維持する運営を行った。

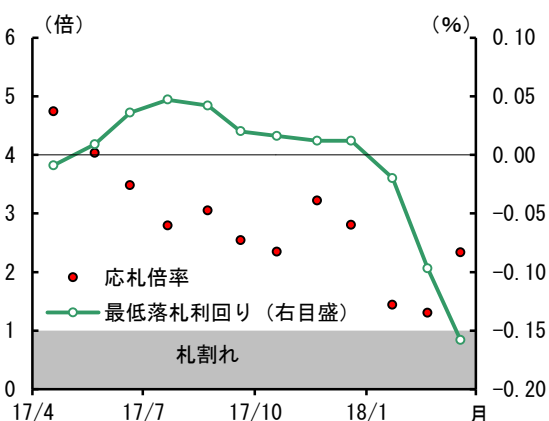
この方針のもと、日本銀行は、買入れた銘柄の償還スケジュールなどを考慮しながら、1 回当たり 750～1,500 億円の買入れを月 1 回オファーした（図表 4-12）。

この間、オペ対象となる残存期間 1 年以上 3 年以下の社債の発行残高が高水準で推移し、オペでの売却ニーズが高まるもとの、2017 年 5 月には、社債等買入れの最低落札利回りがマイナス金利政策の導入後初めてプラス圏まで上昇し、12 月までプラスで推移した。もっとも、その後は、オペでの低い利回りでの売却期待が低下したことに加え、季節的な要因もあって、オペ対象ゾーンの発行がやや少なかったことから、最低落札利回りは再びマイナスに転じている（図表 4-13）。

（図表 4-12）社債等買入れの残高と買入れペース



（図表 4-13）社債等買入れの応札倍率と最低落札利回り



③ E T F 買入れ

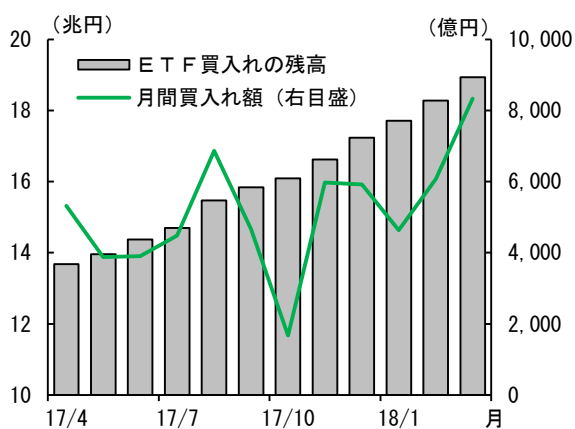
E T F については、金融政策決定会合で示された資産買入れ方針に沿って、保有残高が年間約 6 兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行った。このうち、3,000 億円の買入れは、2015 年 12 月の金融政策決定会合で決定した「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とする E T F の買入れである。2017 年度中に合計 81 回の買入れ（毎営業日実施している「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とする E T F の買入れを除く）を行い、2018 年 3 月末の残高は 18.9 兆円と、前年比 6.0 兆円の増加となった。

E T F の買入れは、株式市場におけるリスク・プレミアムに働きかける観点から実施しており、月々の買入れ額は、市場の状況に応じて変動しうる。また、資産買入れ方針に沿って、均してみても年間約 6 兆円のペースで残高が増加するように買入れを行っているが、残高増加の達成時期について特定の時点を定めているわけではない。こうしたもとの、2017 年度中の E T F の月間の買入れ額（約定日ベース）は 1,670～8,333 億円となった（図表 4-14）。

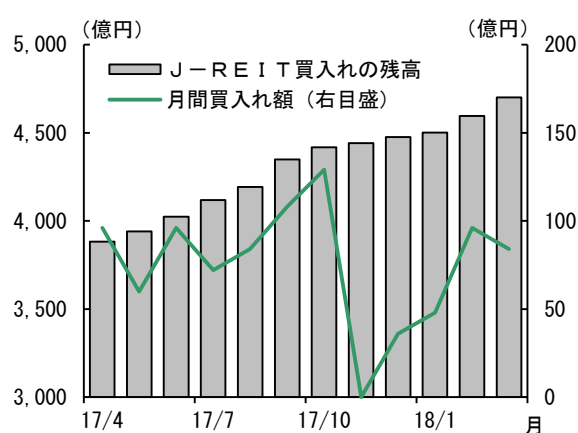
④ J - R E I T 買入れ

J - R E I T 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、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。2017 年度中に合計 75 回の買入れを行い、2018 年 3 月末の残高は 4,701 億円と、前年比 925 億円の増加となった。また、2017 年度中の J - R E I T の月間の買入れ額（約定日ベース）は 0～129 億円となった（図表 4-15）。

（図表 4-14） E T F 買入れの残高と買入れペース



（図表 4-15） 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。図表 4-15 も同様。

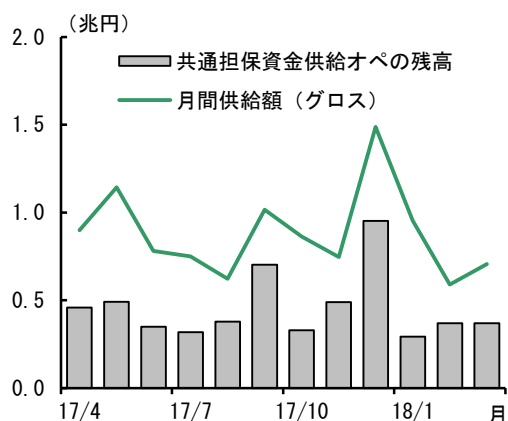
(5) その他のオペレーション等

① 共通担保資金供給オペ

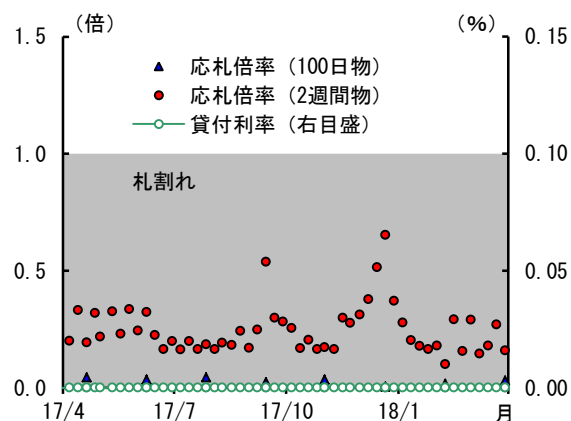
共通担保資金供給オペについては、貸付利率をゼロ%の固定金利方式としたうえで、期間2週間のオペについては1回当たり8,000億円のオファーを1週間に1回、期間約100日間のオペについては1回当たり5,000億円のオファーを7週間に1回、それぞれ継続的にオファーした。もともと、短期金融市場における資金余剰感がきわめて強い状況が続く中、本オペに対する需要は低調に推移した。

以上の結果、2018年3月末のオペの残高は0.4兆円と、前年比0.4兆円の減少となった(図表4-16、4-17)。

(図表 4-16) 共通担保資金供給オペの残高と
資金供給ペース



(図表 4-17) 共通担保資金供給オペの応札倍率



② 成長基盤強化支援資金供給

2017年度中は、2010年6月に導入した貸付枠（本則）に基づく資金供給として、四半期に1回のペースで、合計4回の貸付けを実施したほか、2011年6月に導入した貸付枠（出資等特則）に基づく資金供給、2012年3月に導入した100万円以上1,000万円未満の投融資を対象とする貸付枠（小口特則）に基づく資金供給、2012年4月に導入した外貨建て投融資を対象とする貸付枠（米ドル特則）に基づく資金供給として、それぞれ、四半期に1回のペースで、合計4回の貸付けを実施した（図表4-18）。なお、貸付利率については、米ドル特則以外はいずれも年ゼロ%としている。

2018年3月末の残高は、本則分が、貸付総額の上限10兆円に対して6.8兆円となり、前年に比べて0.5兆円増加したほか、出資等特則分が、同5,000億円に対して298億円（前年比382億円の減少）、小口特則分が、同5,000億円に対して144億円（同14億円の増加）、米ドル特則分が、同240億米ドルに対して232億米ドル（同25億米ドルの増加）となった（図表4-19）。

(図表 4-18) 成長基盤強化支援資金供給の実施結果

▽ 本則分 (億円)				
第28回 (17/5/31日)	第29回 (8/30日)	第30回 (11/29日)	第31回 (18/2/27日)	残高 (18/3/31日時点)
8,622	4,000	6,156	4,008	68,438 (13,613)

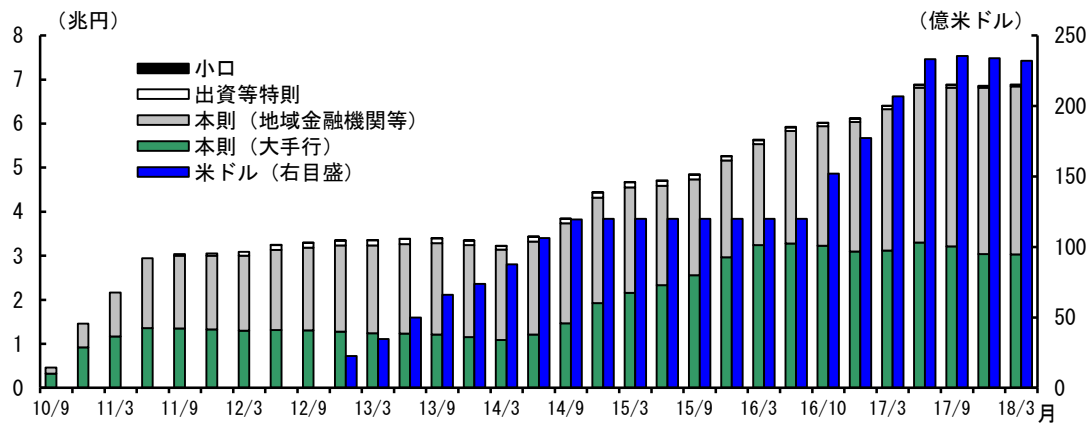
▽ 出資等特則分 (億円)				
第24期 (17/5/30日)	第25期 (8/29日)	第26期 (11/28日)	第27期 (18/2/26日)	残高 (18/3/31日時点)
14	9	20	28	298

▽ 小口特則分 (億円)				
第21期 (17/5/30日)	第22期 (8/29日)	第23期 (11/28日)	第24期 (18/2/26日)	残高 (18/3/31日時点)
22.90	7.03	7.19	7.83	143.89 (58.63)

▽ 米ドル特則分 (百万米ドル)				
第20期 (17/5/30日)	第21期 (8/29日)	第22期 (11/28日)	第23期 (18/2/26日)	残高 (18/3/31日時点)
4,000	1,722	681	1,250	23,211

(注1) 上段括弧内の日付はオファー日、計数は新規実行額。図表 4-20、22、23 も同様。
 (注2) 残高下段の括弧内の計数は、系統中央機関の会員である金融機関（日本銀行の当座預金取引の相手方でない先）の利用による系統中央機関への貸付残高。図表 4-20 も同様。

(図表 4-19) 成長基盤強化支援資金供給の貸付残高



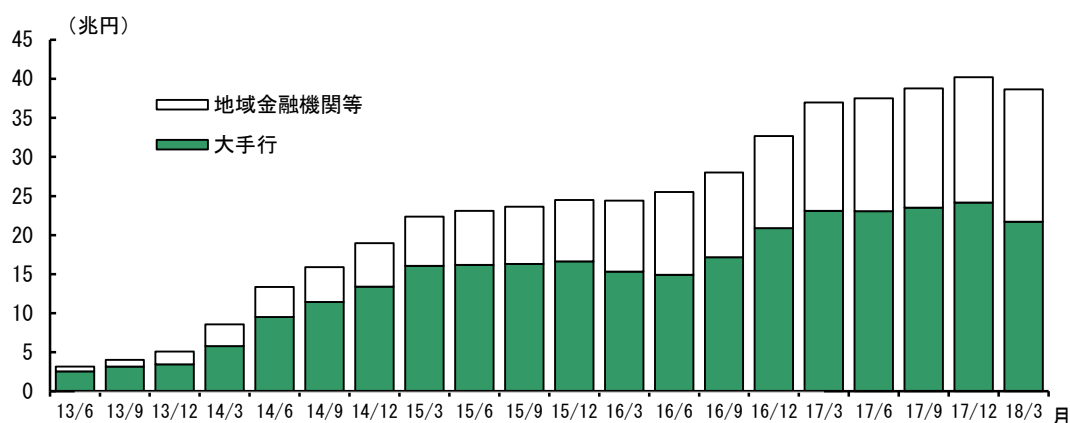
③ 貸出増加支援資金供給

2017年度中は、四半期に1回のペースで、合計4回の貸付けを実施した（図表4-20）。貸付利率は、いずれも年ゼロ%としている。この結果、2018年3月末の残高は38.7兆円となり、2017年3月末に比べて1.7兆円の増加となった（図表4-21）。

（図表4-20）貸出増加支援資金供給の実施結果

（億円）				
2017年6月実施分 (17/6/16日)	2017年9月実施分 (9/13日)	2017年12月実施分 (12/13日)	2018年3月実施分 (18/3/14日)	残高 (18/3/31日時点)
26,427	33,835	28,945	27,823	386,636 (23,900)

（図表4-21）貸出増加支援資金供給の貸付残高



④ 被災地金融機関支援オペ

2017年度中は、月1回のペースで合計12回のオファーを行った（図表4-22）。いずれも、貸付利率は年ゼロ%、貸付期間は1年としている。この結果、2018年3月末の残高は、上限の1兆円に対して、4,039億円となった（前年比51億円の減少）。

（図表4-22）被災地金融機関支援オペの実施結果

第72回 (17/4/17日)	第73回 (5/15日)	第74回 (6/8日)	第75回 (7/13日)	第76回 (8/21日)	第77回 (9/19日)
1,068	0	494	1,105	428	807

（億円）

第78回 (10/16日)	第79回 (11/17日)	第80回 (12/18日)	第81回 (18/1/12日)	第82回 (2/19日)	第83回 (3/16日)	残高 (18/3/31日時点)
86	0	51	0	0	0	4,039

⑤ 熊本地震被災地金融機関支援オペ

2017 年度中は、月 1 回のペースで合計 12 回のオファーを行った（図表 4-23）。いずれも、貸付利率は年ゼロ%、貸付期間は 1 年としている。この結果、2018 年 3 月末の残高は、上限の 3,000 億円に対して、882 億円となった（前年比 279 億円の減少）。

（図表 4-23）熊本地震被災地金融機関支援オペの実施結果

第11回 (17/4/17日)	第12回 (5/15日)	第13回 (6/8日)	第14回 (7/13日)	第15回 (8/21日)	第16回 (9/19日)		
3	0	369	0	500	0		

（億円）

第17回 (10/16日)	第18回 (11/17日)	第19回 (12/18日)	第20回 (18/1/12日)	第21回 (2/19日)	第22回 (3/16日)	残高 (18/3/31日時点)
8	0	0	2	0	0	882

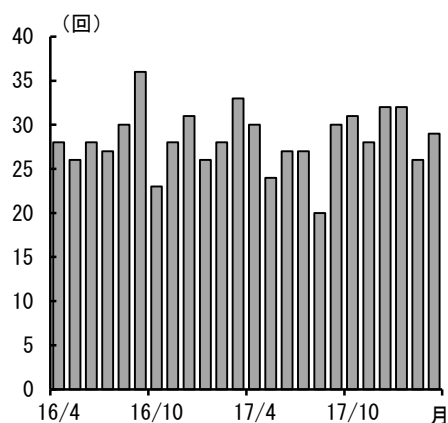
⑥ 国債補完供給

国債補完供給は、金融調節の一層の円滑化を図るとともに、国債および資金決済の円滑確保にも資するとの観点から、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。

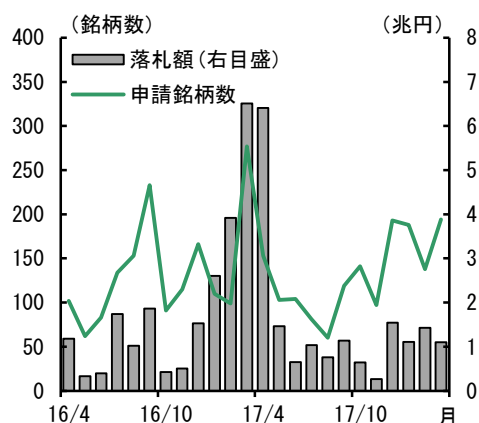
2017年度中の国債補完供給の実施回数は、336回と、2016年度（344回）に引き続き、高水準で推移している（図表 4-24）。もっとも、落札額をみると、特定の銘柄での申請・落札が相次いだ 2017年3～4月には月間6兆円台まで増加したが、その後は月間数千億～1兆円台にとどまっておき、落ち着いている（図表 4-25）。

この間、国債補完供給の申請銘柄数については、引き続き四半期末月に多くなる傾向がみられている。こうした背景としては、①四半期末に、一部金融機関がS C レポ市場における資金調達（保有国債の放出）を控えたことや、②四半期末月の国債の大量発行・償還のタイミングで、非居住者との銘柄入替取引にかかる指図相違が増加したことなどが考えられる。

（図表 4-24）国債補完供給の実施回数



（図表 4-25）国債補完供給の申請・落札状況



⑦ 米ドル資金供給オペ

2017年度中は、概ね、1週間物を週1回のペースでオファーした。これらは全て、固定金利を提示して、各金融機関が日本銀行に差し入れている適格担保の範囲内であれば、金額に上限を設けずに供給する方式により実施した。

本オペは、市場参加者が自ら市場で調達する努力を行ったにもかかわらず、ドル資金のアベイラビリティに問題が生じた場合や、ドル調達レートが大きく上昇するなど、ドル短期金融市場の緊張が高まる場合に、バックストップとして利用される。

2017年度の利用状況についてみると、市場でのドル調達コストが上昇した四半期末に、期末越えオファー分への応札が増加する傾向がみられた。特に、ドル調達コストが顕著に上昇した2017年12月末越えとなるオファー分については、やや大きめの応札額（1.6億ドル）となったが、2016年12月末越え（同12.2億ドル）と比べると、少額にとどまった。この背景としては、本邦投資家が調達手段の多様化や前倒しでのドル調達を進めていたことから、年末直前にドル調達コストが大きく上昇する中でも、ドル資金需要が限定的であったためと考えられる。また、2018年3月末越えとなるオファー分については、ドル調達プレミアムが落ち着いて推移するもとの、オペの利用はみられなかった。この間、四半期末越え以外のオファーに対しては、事務態勢の確認・維持を目的とする少額の応札が、毎月数件程度みられるのみにとどまった。

⑧ 米ドル資金供給用担保国債供給

2017年度中、本制度については、事務態勢の確認を目的とする少額の利用が散見されるにとどまった。

（6）補完貸付制度

2017年度中は、強力な金融緩和のもとで潤沢な資金が市場に供給され、短期金融市場における資金余剰感が強かったことを反映し、補完貸付制度の利用はきわめて低い水準となった。

5. 金融市場調節運営に関する制度変更

貸出支援基金等の延長

日本銀行は、2018年1月の金融政策決定会合において、貸出増加や成長基盤の強化に向け、金融機関と企業・家計の前向きな行動を引き続き促していくとともに、復興に向けた被災地金融機関の取り組みへの支援を継続する観点から、「貸出増加を支援するための資金供給」、「成長基盤強化を支援するための資金供給」、東日本大震災および熊本地震にかかる「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」等の措置について、受付期間を1年間延長することを決定した。

6. 市場参加者との対話に関する取り組み

日本銀行では、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を進めるもとで、金融市場の動向や機能度、日本銀行によるオペレーションの影響などについて注意深く点検するとともに、市場参加者との対話を一層深める観点から、日々の市場モニタリングや各種の市場サーベイを実施した。

これらに加えて、日本銀行金融市場局は、2017年度において、以下のような市場参加者との対話に関する各種の取り組みを進めた。

①「市場調節に関する懇談会」の開催

オペ対象先との間で原則として年2回開催している「市場調節に関する懇談会」を、2017年10月19日および2018年2月22日に開催した。同会合では、日本銀行から、①最近の金融市場の動向および市場調節の運営、②国債市場の流動性、③わが国短期金融市場の動向（東京短期金融市場サーベイ<17/8月>の結果）、④金利指標改革を巡る国内外の検討状況等について説明し、意見交換を行った¹¹。

②「債券市場参加者会合」の開催

債券市場参加者との間で原則として年2回開催している「債券市場参加者会合」を、2017年6月20～21日および12月6～7日に開催した。同会合では、日本銀行から、①債券市場サーベイの結果、②国債市場の流動性、③最近の金融市場の動向および市場調節の運営について説明し、意見交換を行った¹²。

③「債券市場サーベイ」と「国債市場の流動性指標」の拡充

一層多面的な観点から債券市場の流動性・機能度を把握し、市場参加者との対話に活かしていくため、「債券市場サーベイ」と「国債市場の流動性指標」の拡充を行った。「債券市場サーベイ」については、より幅広い市場参加者の見方を把握する観点から、調査対象先を、従来の、国債売買オペ先のうち協力を得られる先（銀行・証券等）から拡充し、大手機関投資家（生命保険会社、損害保険会社、投資信託委託会社等）を加えた（2018年2月調査より）。「国債市場の流動性指標」については、現物国債の市場流動性をより詳細に把握する観点から、新たな指標を作成し、「国債市場の流動性指標」の内容を拡充した（2018年3月公表分より）¹²。

¹¹ 2017年度開催分の概要については、以下を参照。

2017年10月 http://www.boj.or.jp/announcements/release_2017/re1171020b.pdf

2018年2月 http://www.boj.or.jp/announcements/release_2018/re1180223b.pdf

¹² 詳細については、<http://www.boj.or.jp/paym/bond/index.htm/>を参照。

④ 短期金融市場取引活性化研究会（短取研）との対話

短期金融市場取引を行う各業態の代表者で構成される短取研にオブザーバーとして参加し、市場参加者による短期金融市場取引の活性化のための検討・取り組みを積極的に支援した。また、短取研との間で原則として年1回開催している「短取研との実務者レベル会合」を、2017年11月9日に開催した。同会合では、①短期金融市場の動向、②リスク・フリー・レート、③国債の決済期間短縮化に向けた取り組みなどについて、意見交換を行った。

(参考資料) 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	対象先数
国債買入れ	295	359	372	388	392	53
国庫短期証券買入れ	53	50	50	48	50	50
CP等買入れ	36	36	36	36	36	33
社債等買入れ	12	12	12	12	12	33
ETF買入れ	77	71	86	93	81	—
J-REIT買入れ	77	66	67	74	75	—
共通担保資金供給	111	77	74	64	62	272
成長基盤強化支援資金供給	37	47	59	61	62	163
貸出増加支援資金供給	10	15	17	18	16	215
被災地金融機関支援資金供給	12	12	12	12	12	36
熊本被災地金融機関支援資金供給	—	—	—	10	12	12
国債買現先	0	0	1	0	0	50
国債売現先	0	0	0	1	0	49
米ドル資金供給	64	53	49	51	50	70
国債補完供給	48	102	192	344	336	49
合計	832	900	1,027	1,212	1,196	—

- (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、2018年3月末時点。共通担保資金供給については、日本銀行本支店と当座預金取引を行う金融機関を対象とする全店貸付オペの対象先数 (このうち、日本銀行本店と当座預金取引を行う金融機関のみを対象とする本店貸付オペの対象先でもある先は40先)。
(注3) ETF 買入れの2016年度以降のオペレーション実施回数は、「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 (2016年4月4日以降、毎営業日買入れ) を除くベース。

「2017年度の金融市場調節」

出所一覧

- (図表 2-1) 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」
- (図表 2-2) 日本銀行
- (図表 2-3) 日本銀行「日銀当座預金増減要因と金融調節（毎営業日更新）」
- (図表 2-4) 日本銀行「日銀当座預金増減要因と金融調節（実績）」
- (図表 2-5) 日本銀行「日銀当座預金増減要因と金融調節（実績）」
- (図表 2-6) 日本銀行「日銀当座預金増減要因と金融調節（実績）」
- (図表 3-1) 日本銀行「コール市場関連統計（毎営業日）」
- (図表 3-2) 日本銀行「コール市場残高」
- (図表 3-3) 日本証券業協会「東京レポ・レート」
- (図表 3-4) 日本証券業協会、ジェイ・ボンド東短証券
- (図表 3-5) 日本証券業協会
- (図表 3-6) 日本相互証券
- (図表 3-7) 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」
- (図表 3-8) 日本相互証券、Bloomberg
- (図表 3-9) 日本相互証券
- (図表 3-10) 日本相互証券、Bloomberg
- (図表 3-11) 日本相互証券
- (図表 3-12) 日本証券業協会「国債投資家別売買高」
- (図表 3-13) Bloomberg
- (図表 3-14) 証券保管振替機構、日本銀行
- (図表 3-15) 証券保管振替機構
- (図表 3-16) 証券保管振替機構
- (図表 3-17) QUICK、日本証券業協会
- (図表 3-18) QUICK、日本証券業協会
- (図表 3-19) 証券保管振替機構
- (図表 3-20) Bloomberg
- (図表 3-21) Bloomberg
- (図表 3-22) Bloomberg
- (図表 4-1) 日本銀行
- (図表 4-2) 日本銀行「業態別の日銀当座預金残高」
- (図表 4-3) 日本銀行「業態別の日銀当座預金残高」

- (図表 4-4) 日本銀行「業態別の日銀当座預金残高」、財務省
- (図表 4-5) 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」
- (図表 4-6) 日本銀行「オペレーション」等
- (図表 4-7) 日本相互証券
- (図表 4-8) 日本相互証券
- (図表 4-9) 日本相互証券
- (図表 4-10) 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」
- (図表 4-11) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 4-12) 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」
- (図表 4-13) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 4-14) 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」
- (図表 4-15) 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」
- (図表 4-16) 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」
- (図表 4-17) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 4-18) 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」
- (図表 4-19) 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」
- (図表 4-20) 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」
- (図表 4-21) 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」
- (図表 4-22) 日本銀行「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションの実施結果」
- (図表 4-23) 日本銀行「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションの実施結果」
- (図表 4-24) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 4-25) 日本銀行「オペレーション」
-
- (BOX 図表 1-1) 欧州中央銀行「Consolidated Financial Statement of the Eurosystem」
- (BOX 図表 1-2) 米国連邦準備制度「Factors Affecting Reserve Balances」
- (BOX 図表 1-3) 米国連邦準備制度、欧州中央銀行、米国商務省、欧州連合統計局、内閣府、日本銀行
- (BOX 図表 2-1) 日本銀行「コール市場残高」
- (BOX 図表 2-2) 日本銀行
- (BOX 図表 2-3) 日本銀行「業態別の日銀当座預金残高」
- (BOX 図表 3-1) 日本銀行「業態別の日銀当座預金残高」等

- (BOX 図表 3-2) 日本銀行「業態別の日銀当座預金残高」「コール市場関連統計（毎営業日）」等
- (BOX 図表 4-2) Bloomberg
- (BOX 図表 4-3) Bloomberg
- (BOX 図表 5-1) 日本銀行「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」、財務省
- (BOX 図表 5-2) Bloomberg
- (BOX 図表 5-3) Bloomberg
- (BOX 図表 5-4) Bloomberg
- (BOX 図表 6-1) 日本銀行「業態別の日銀当座預金残高」
- (BOX 図表 6-2) 日本銀行
- (BOX 図表 6-3) 日本銀行「業態別の日銀当座預金残高」
- (BOX 図表 7) 日本銀行「民間金融機関の資産・負債」「業態別の日銀当座預金残高」
- (BOX 図表 8-1) 日本相互証券、日本銀行「オペレーション」
- (BOX 図表 8-2) 日本銀行「日銀当座預金増減要因と金融調節（毎営業日更新）」「資金循環」
- (参考資料) 日本銀行