

2001年度の金融調節

金融市場局金融調節課(注)

2002年5月

Market Review

2001年度中は、金融市場調節方針における当座預金残高目標が数次に亘り引上げられ、一段と潤沢な資金供給を行うことが求められた。大量の資金供給により短期市場金利はゼロ近傍まで低下し、資金供給オペレーションに対する応札額がオファー額に満たない「札割れ」も頻発した。こうした状況の下、日本銀行では、オペレーション手法における工夫や、きめ細かな市場モニタリングを通じて、金融市場調節方針の安定的な実現に努めた。

当座預金残高ターゲットの下での金融調節

日本銀行の金融調節は、政策委員会・金融政策決定会合で決定される「金融市場調節方針」を実現するために行われる¹。2001年度中は、日銀当座預金残高を主たる操作目標とする新たな枠組みの下で、以下のとおり数次に亘って目標水準が引上げられた(図表1)。

当座預金残高目標5兆円(3月19日~8月13日)

2001年3月19日の金融政策決定会合で、主たる操作目標が無担保コール翌日物レートから日銀当座預金残高に切り替えられ(当預残高ターゲット)、残高目標が5兆円程度に設定された。これを受け、所要準備額(約4兆円)を上回る5兆円程度の当座預金が継続的に供給され、市場金利はゼロ近傍まで低下した。例えば、短国レートは、5月上旬には0.01%を下回った。当初、国債買入と短国買入を除くオペ(日本銀行のオペの種類については図表6参照)の入札最低レートは0.01%であったため、この時点で、資金供給オペは、市場での調達と比べて、金利面で割高となった。この結果、資金供給オペの応札がオファー額に届かない「札割れ」が多発した。日本銀

行は、短国買入オペの積極活用や、オペ入札レートの刻み幅細分化(0.01%刻み 0.001%刻み)等の対応を行い、5月下旬以降は札割れが一旦解消した。

当座預金残高目標6兆円(8月14日~9月17日)

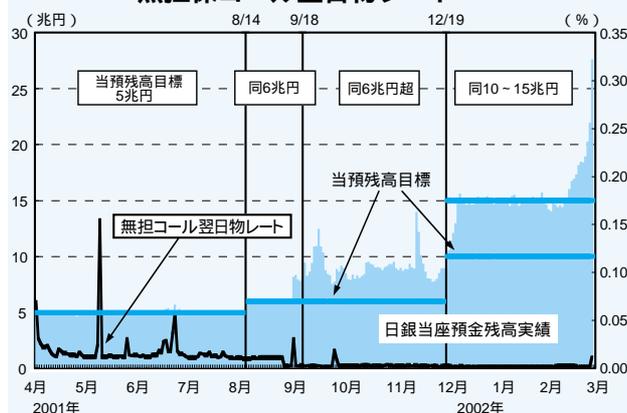
8月14日には、当預残高目標が6兆円程度へと引上げられた。これを受けて、市場金利は一段と低下し²、供給オペへの応札レートも、9月初めには最低水準(0.001%)まで低下した。しかし、9月11日に米国で同時多発テロが発生すると、翌12日以降は、本邦市場でも、外為取引やクロスボーダー取引に絡む円資金決済等に関し、不安感が強まった。また、中間期末を控えていたことも加わって、不測の事態に備えて手許資金を厚めに保有しようとする予備的資金需要が増大した。こうした市場地合いの急変を踏まえ、日本銀行は、資金決済の円滑と金融市場の安定の確保を目的に、目標水準である6兆円を上回る潤沢な資金供給を機動的に実施した。具体的には、テロ翌日の9月12日朝に2兆円の資金供給を行い³、当預残高を8兆円台まで上げたほか、その後も、高水準の当預残高を維持した。予備的資金需要の増大から、資金供給オペへの応札は再び改善に向かった。

当座預金残高目標6兆円超(9月18日~12月18日)

9月18日の金融政策決定会合では、米国テロ発生後の資金需要の不安定さを勘案し、当預残高目標を一定の水準に固定せずに、「6兆円を上回ることを目標として潤沢な資金供給を行う」とされた。実際、9月末にかけては、米国テロの影響や、中間期末の接近が意識されたことから、中間期末越えの短期金利が強含むなど、予備的な資金需要はさらに増大した。こうした需要増加に対応した金融調節を行った結果、9月末の当預残高は12.5兆円となった。なお、9月中は、財務省による円売り介入が実施され、2.4兆円⁴の資金余剰要因となった。

10月入り後は、中間期末要因の剥落に伴い、予備的資金需要はやや落ち着きを示した。ただ、外銀の超

【図表1】日銀当座預金残高と無担保コール翌日物レート



(注) 本稿の作成は、主として加藤壮太郎が担当した。

過準備は高水準で推移した。この背景には、格付の高い外銀は、為替スワップ取引を活用して実質的に若干のマイナスレートで円資金を調達することが出来たことから、無利息だが無リスクの日銀当座預金保有を愛好する動きが広がったことがある（BOX）。このような超過準備の存在は、資金需要を嵩上げし、資金供給オペへの応札を増加させた。この結果、当預残高は8～9兆円程度で推移した。なお、11月下旬には、米エンロン社の破綻により一部のMMF等で大量の解約が発生したことを主因に、市場で予備的な資金需要が再び強まった。金融調節面では、需要増に対応して潤沢な資金供給を行い、11月末の当預残高は、一時的に14.0兆円まで拡大した。

当座預金残高目標10～15兆円（12月19日～）

12月18日～19日の金融政策決定会合では、当預残高目標が10～15兆円程度に引上げられ、その後、日々の当預残高は目標レンジ上限の15兆円程度で推移した。年明け後も大量の資金供給を継続した結果、市場の資金余剰感は著しく強まり、1月16日以降、全ての種類の短期資金供給オペで札割れが頻発するようになった。金融調節運営面では、相対的に応札の集まり易い短国買入オペや長めの手形買入オペの積極活用などにより、高水準の当預残高維持に努めた。さらに、2月28日の決定会合では、年度末やペイオフ解禁を控えているといった事情を勘案し、市場の安定を維持する観点から、残高目標に拘わらず、年度末に向けての資金供給を強化する決定がなされた。これを受けて、3月中旬以降は15兆円を上回る当預残高を造成する調節を行った。この結果、年度末の当預残高は27.6兆円と、過去最高水準に達した。

超過準備保有の増加

日銀当座預金は、準備預金制度の対象である銀行等の預金取扱金融機関（準預先）のほか、証券会社や短資会社などの準備預金制度非対象先（非準預先）も保有している（図表2）。日本銀行が所要準備額を上回る当座預金供給を行うと、準預先の超過準備や非準預先の当預残高が増加する。この点、1999年2月～2000年8月のゼロ金利政策時には、平均的にみれば5兆円程度の当預残高が供給されたが、所要準備額（約4兆円）を上回る部分の多くは、短資会社などの非準預先当座預金の形で保有された。

それでは、当預残高ターゲットの枠組みの下で日本銀行が大量に供給した日銀当座預金は、金融機関の間でどのように保有されたであろうか。超過準備、非準預先の当座預金の保有状況を積み期間ごとに見ると、2001年7月積み期までは、非準預先の当預残高が、超過準備を上回っていた。これは、大手銀行を中心とする準預先が、市場での資金調達量を抑制したり、短資会社等の非準預先向けに資金放出を行うことにより、超過準備の保有を極力回避する姿勢を続けたためと考えられる。この状況は、ゼロ金利政策時とさほど変わるものではなかった。

しかし、8月積み期以降は、当預残高目標が6兆円

6兆円超 10～15兆円と大幅に引上げられていく中で、逆に、準預先の超過準備が非準預先の当座預金残高を大きく上回る状態に転じている。日本銀行が資金供給を一段と強化した結果、所要準備額を上回って供給された当座預金が、ゼロ金利政策下よりも幅広い主体に保有されるようになったことが分かる。

【図表2】当座預金・準備預金残高の動向

積み期間	当座預金残高 (a)=(b)+(c)		準備預金残高 (b)		非準預先 (c)
				うち超過準備	
01年4月	50,800	44,300	44,300	3,600	6,500
5月	50,100	45,400	45,400	4,500	4,700
6月	51,400	45,300	45,300	4,500	6,100
7月	50,700	44,300	44,300	3,300	6,400
8月	62,700	52,000	52,000	11,200	10,700
9月	91,900	79,100	79,100	38,000	12,800
10月	87,600	79,700	79,700	38,800	7,900
11月	93,300	81,000	81,000	40,100	12,300
12月	134,800	108,500	108,500	66,800	26,300
02年1月	150,300	127,300	127,300	85,900	23,000
2月	149,200	131,600	131,600	90,400	17,600
3月	202,900	184,300	184,300	142,300	18,600

参考 ゼロ金利政策時（99年2月積み期～00年7月積み期）の平均*
50,600 42,800 4,000 7,800

* コンピュータ2000年問題の影響で大量の当預供給が行われた99年12月積み期を除く。

「札割れ」多発下における当座預金供給

ここで、多額の超過準備を伴う大量の当座預金供給が何故可能であったのかを考えてみよう。まず、準備預金需要は、全体で約4兆円である。4兆円という水準は、平常時における資金決済のための流動性需要を上回っていると考えてよい。このことは、2001年3月に当預残高ターゲットの枠組みに移行する前は、4兆円前後の当座預金供給の下で無担保コール翌日物レートが安定していたことから分かる。したがって、準備需要を大幅に上回る当座預金供給が継続された場合、金融機関は超過準備保有を回避するために、資金供給オペへの参加を見合わせ、オペの札割れが多発しがちとなる。しかし、実際には、オペの札割れは頻発したものの、これまでのところ所要準備額を大幅に上回る当座預金残高目標を達成し得ている。何故であろうか。

ひとつの可能性は、短期金利がかつてない低水準まで低下したことに伴い、超過準備保有に伴う機会費用が従来に比べて殆ど意識されなくなっていることである。例えば、ゼロ金利政策の下では、無担保コール翌日物金利（加重平均）は0.02%が最低であったが、当預残高ターゲットの下では、0.001%まで低下した。こうした「超低金利」の下で、余剰資金を抱える金融機関が運用を見合わせ、日銀当座預金に資金を滞留させるといった動きは、事後的には日銀当座預金の需要増加と理解することもできる。また、前述のとおり、超低金利の下で、格付の高い外銀は実質的にマイナス金利での円資金調達が可能となっている（BOX）。このような外銀は、無利息だが無リスクの日銀当座預金の保有によっても利鞘を得ることができるので、この分日銀当座預金への需要が増大している。

もうひとつの可能性は、先行きの資金繰りの不確実性である。日本銀行のオペは、市場では通常取引が成立しにくいような長い期間に亘って、大口の資

金供給を行うことが多い。このため、大手銀行などの資金の取り手は、長めの資金供給オペに参加して、先行きの資金繰りを確定しておくことにメリットを見出すケースも少なくない。しかも、札割れが生じるほど高い当座預金残高目標が示されている下では、多額の応札をしても、最低レート（0.001%）で落札できる蓋然性が高い。もちろん、資金供給オペに頻繁に参加すれば、足許の当座預金残高が必要以上に積み上がることになるが、機会費用を殆ど意識しないですむ状況の下では、先行きの資金繰りを固められるメリットをある程度優先するかもしれない。さらに、決算期末や金融システム不安など、資金繰りの不確実性が増大する局面では、オペへの参加意欲がより強まるはずである。後述するように、オペ期間が長めの手形買入オペで良好な応札を確保できたのは、こうした動機の反映とみることができる。

このほか、オペへの応札により収益を得られる場合にも、応札インセンティブが高まり易い。例えば、オペ対象先は、発行入札で獲得した短期国債を日本銀行の短国買入オペに応札して売り切ることによって、キャピタルゲインを得ることができたと言われている。この利益は最初から保証されているものではないが、高水準の当座預金残高目標達成のために多額のオペが継続的に実施されている局面では、オペレートは最低水準（0.001%）に貼り付き易い（高い価格で売却し易い）。このため、金融機関は、発行入札にも積極的に参加し易かったという面がある。

このように、当預残高ターゲットの下では、上述のような要因や金融環境が組み合わさって、追加的な当座預金需要が発生した。これにより、現在までのところ所要準備額を大幅に上回る当座預金の供給が可能になっていると考えられる。ただし、上記要因のうち、資金繰り面での不確実性は、金融環境にも大きく左右される。年度末を無事通過したことに伴い、今後は、予備的な資金需要が弱まる可能性がある。

日銀バランスシートの拡大

金融調節による極めて潤沢な当座預金供給は、日本銀行のバランスシートの拡大をもたらした⁵。具体的には、2001年度中当預残高は+21.8兆円増加し、3月末時点で27.6兆円に達している。日本銀行バランスシートの負債項目である当預残高の増大は、バランスシート全体の規模を大幅に拡大させる主因となった（図表3）。

【図表3】バランスシート主要項目(2002年3月末)

		(兆円)	
中長期国債	49.0 (+2.8)	銀行券	67.9 (+9.2)
引受短国(TB・FB)	6.1 (+1.5)	政府預金等	35.1 (+7.8)
短期オペ(ネット)	72.7 (+19.4)	当座預金	27.6 (+21.8)
貸出等	1.1 (0.4)		
資産合計(その他も)	138.6 (+24.7)	負債合計(その他も)	138.6 (+24.7)

注1：()内は前年度末比。なお、2002年3月末との比較を行うため、2001年3月末の計数を日本銀行の貸借対照表とは異なる方法で整理している。このため、上記表の前年度末比は、2000年度と2001年度の日本銀行の貸借対照表を単純に比較した計数とは一致しない。
注2：中長期国債は出資国債等を除いたもの。

もっとも、日銀のバランスシートは、当座預金以外の負債項目である銀行券要因や財政等要因の影響も受けている。以下では、2001年度中の銀行券要因と財政等要因の動きを簡単に紹介する（図表4）。

【図表4】日銀当座預金増減要因

	2000年度	2001年度	2001年度		
			前年比	短国買入調整後 前年比	
銀行券要因	1.6	9.2	7.6	9.2	7.6
財政等要因	32.7	35.9	3.2	+3.7	+36.4
一般財政	+16.2	+55.5	+39.3	+55.5	+39.3
国債	45.5	69.3	23.8	55.4	9.9
政府短期証券	10.5	24.9	14.4	+0.8	+11.3
外為・その他	+7.1	+2.7	4.4	+2.7	4.4
資金過不足	34.3	45.1	10.8	5.5	+28.8

まず、銀行券要因をみると、一時的なものも含めて次の要因から、前年を大幅に上回る資金不足方向への寄与となった。

- 超低金利の下で銀行券を保有する機会費用が低下したこと
- 郵貯の集中満期到来により現金払出しが増加したこと
- ペイオフ解禁を控え、年度末にかけて金融機関を含む企業や個人が現金の保有を増やしたこと

次に、財政等要因について、短国買入オペの影響を調整した上で2000年度と比較すると⁶、2001年度は、一般財政と政府短期証券（FB）の寄与により、小幅ながら資金余剰（+3.7兆円）方向への寄与に転じた。一般財政は、財政融資資金の対市中国債売現先による資金調達が増加したことや、集中満期到来に伴う郵貯から民間商品への資金シフトを主因に、資金余剰幅が拡大した。また、政府短期証券も、政府が資金効率を重視するスタンスを強める中で、ネット償還超（=市中発行残高の減少）となり、資金余剰要因に転じた。この結果、日本銀行バランスシート上の政府の手許流動性残高（政府預金等=政府預金+対日銀現先運用）は、2001年度中 7.8兆円減少した（図表3・5）。

【図表5】日本銀行の対政府取引の推移

	(兆円)				
	01年3月	01年6月	01年9月	01年12月	02年3月
政府預金	22.1	12.4	15.5	6.0	12.9
対政府売現先	20.8	24.5	20.4	19.5	22.2
合計	42.9	36.9	35.8	25.4	35.1

以上より、2001年度中の日本銀行バランスシートの負債項目は、政府預金等が減少したものの、当座預金残高の引上げや、銀行券発行残高の増加を主因に、全体としては前年比で+24.7兆円の増加をみたことが分かる。一方、資産サイドでは、中長期国債の増加や短期資金供給オペ残高の積上げにより対応した（前掲図表3）。

オペレーション手段別の動向

以下では、2001年度中におけるオペレーション手段別の資金供給方法についてやや詳しくみていくこととする（図表6）。

【図表6】短期オペ残高の推移

	01年3月	6月	9月	12月	02年3月
短期資金供給オペ	57.7	59.2	56.4	57.1	72.7
国債借入	18.5	16.3	12.4	11.0	8.5
手形買入	9.8	14.9	17.3	20.7	29.5
本店買入	9.8	14.9	11.7	11.1	14.4
全店買入			5.6	9.6	15.1
CP買現先	1.6	2.2	2.0	3.6	3.5
短国買現先	26.9	7.0	1.5	0.5	0.0
短国買入	0.9	18.8	23.1	21.4	31.2
短期資金吸収オペ	4.4	6.5	0.5	0.3	0.0
手形売出	4.4	6.5	0.5	0.3	0.0
短国売現先	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ネット短期オペ残高	53.3	52.7	55.9	56.8	72.7

国債買入オペ

国債買入オペは、日本銀行バランスシートの負債項目である銀行券発行残高の趨勢的な増加に対応させるという考え方で進んでいる。具体的な買入額については、2001年3月に主たる操作目標が日銀当座預金に変更された際、a) 当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には増額する、b) ただし、銀行券発行残高を中長期国債の保有残高の上限とする、との考え方が打ち出されている。こうした方針の下で、同オペは、当初月4,000億円のペースで実行されてきたが、2001年8月に月6,000億円へ、12月に月8,000億円へ、2002年2月に月1兆円へ、買入額が引上げられた。国債買入オペの増額は、その分だけ、それ以外の短期の資金供給オペにかかる負担を減らす効果がある。

買入額が増加する中で買入対象の見直しも随時行い、2001年5月18日には、それまでの10・20年債に加えて2・4・5・6年債を対象に追加した。さらに、2002年1月16日には、発行後1年以内の銘柄を買入対象外とするいわゆる「1年ルール」を見直し、直近発行2銘柄を対象外とする方式に改めた。

国債借入オペ（レポオペ）

国債借入オペの残高は、2000年度中に大幅な増加をみた（1999年度末7.9兆円 2000年度末18.5兆円）が、2001年度末には8.5兆円まで減少した。国債借入オペの対象先は、大手銀行とレポディーラー（証券会社、短資会社等）である。銀行の資金調達ニーズは1か月以上と長めであることが多いのに対し、ディーラーの場合は、保有国債在庫のファンディングが主眼なので、数日から数週間程度と短い。2001年度中は、後述するように手形買入オペの使い勝手が向上したことに伴い、主に銀行の資金調達が手形買入オペにシフトしたことから、国債借入オペの残高を2000年度中ほど高水準に保つ必要がなくなった。このため、同オペの期間を短縮してオフアーすることにより、ディーラーのニーズの汲み上げに努めた。特に、本年1月以降は、年度末越え取引に目処がついた3月央

までの間、やや短めの国債借入オペをほぼ毎営業日連続でオフアーした。この結果、銀行勢の応札が総じて冴えない中でも、国債借入オペの残高は2月央以降概ね8兆円台で安定している。

短期国債（買現先・買入）オペ

日本銀行が短期国債を買入対象として資金供給を行うオペには、現先形式の短国買現先オペとアウトライト形式の短国買入オペがある。2001年度中は、短国買現先オペが残高ゼロまで減少した一方で、短国買入オペの残高は大幅に増加した（2000年度末0.9兆円 2001年度末31.2兆円）。短国買入オペは、金融調節運営の面からは、他の短期オペ手段より長期の資金供給が行えるメリットがあり⁷、所要準備額を大幅に上回る高水準の当座預金を供給するために、最大限活用してきた。また、オペ先からみても、0.001%刻みでの応札が当初から可能であったうえ、日本銀行に売り切ることにより収益を確定できるというメリットもある。このように、双方にとっての活用ニーズが合致したため、短国買入オペの残高は大幅に増加した。一方、短国買現先オペの残高は、短国買入オペの残高増加と入れ替わる形で減少し、2001年度後半はほぼ残高ゼロで推移した。

手形買入（本店買入・全店買入）オペ

手形買入オペ（本店買入と全店買入の合計）の残高は、2001年度中大幅に増加し、3月末時点で29.5兆円と、短国買入（同31.2兆円）と並ぶ最大の短期資金供給オペ手段となった。これは、手形買入担保の共通担保化⁸、全店買入方式の導入、手形期間の延長（最長3か月 6か月）といったスキーム面での見直しにより、オペ先にとっての使い勝手が大きく改善したためである。

全店買入方式は、2001年7月に新たに導入された。従来、手形買入オペは、本店管下所在の金融機関のみを対象としてきた。しかし、資金供給力の強化を図る目的から、全店買入では地方所在先も含む幅広い金融機関を対象に加え、従来の本店買入と併存する形で活用している。本店買入の対象先が40先であるのに対し、全店買入の対象先は、導入当初から120先に上る。また、対象先の顔ぶれも、邦銀、外銀、内外証券、短資会社と極めて多様である。全店買入は、当初月3回の頻度で実施されたが、応札状況が良好であったことも踏まえ、2001年12月以降、オフアー頻度が上げられた。同オペは、10～15兆円程度という高い当預残高目標を達成するために積極的に活用されたうえ、オフアー期間も長期化されたため、2002年3月末には、全店買入の残高が本店買入を上回るに至っている。

一方、本店買入は、オペ先数が全店買入よりも少ないが、事務処理上の制約が小さく機動性が高い。高水準の当預残高を維持するために恒常的に資金供給が必要な部分は、全店買入で代替されるようになってきているため、本店買入は、短期的な資金過不足への対応や、即日オペなどの機動的な資金供給を行

う手段として活用している。実際、米国テロ事件の翌朝は、9時から約1時間の間に本店買入オペを1兆円ずつ2回オファーし、市場の安定化に努めた。

CP買現先オペ

CP買現先オペは、2001年度前半は2兆円程度の残高で推移した。その後、12月18～19日の決定会合で本オペの積極活用が打ち出されたことを受けて、年度末にかけては、残高を3～4兆円程度まで増加させた。CP買現先オペによる資金供給の多寡は、日本銀行のオペ運営方針のみならず、CP発行体やオペ先の資金需要にも大きく左右される。2001年度中は、日本銀行の潤沢な資金供給の下で、CPを保有する金融機関サイドのファンディング面の不安が総じて弱かったことから、CP買現先オペに応札するニーズはさほど増大しなかった。この結果、日本銀行によるCP買現先オペの積極的なオファーに対しても、札が集まらない状況が続いている。なお、12月18～19日の決定会合においては、金融市場調節手段の拡充措置の一環としてABCPの適格担保化も打出され、2月4日から審査受入が開始された。

終わりに

日本銀行は、2001年度を通じて大量の資金供給を続けてきた。特に、9月以降年度末にかけては、決算期末要因、米国大規模テロ事件やエンロンショック、ペイオフ解禁に向けた警戒感など、市場不安定化要因が少なからず存在したものの、極めて潤沢な流動性供給を通じて、市場の安定を実現できた。

しかし、こうした流動性供給面での安心感の醸成は、裏を返せば、資金供給オペへの応札インセンティブの低下をもたらす面もある。この点、2001年度の金融調節は、高い当座預金残高目標を継続的に達成していくという課題へのチャレンジであったとも言える。オペ運営面では、まず上で述べたように、オペ手段ごとの特性や対象市場のニーズを見極め、そ

の時々で応札パフォーマンスの良いオペ手段を多用した。また、国債借入オペや手形買入（本店買入）オペなど、「札割れ」が頻発するオペ手段についても、札割れを回避するためにそのオファーを減らすことはせず、少しでも多くの資金を供給する観点から、むしろ毎営業日オファーを続け、銀行・証券、長め・短めのいずれのニーズにも常時対応できるようにした。

さらに、中長期的な視点からは、オペ先にとってのオペの使い勝手を事務・システムの両面から改善し、オペへの応札を安定的に確保するため、日本銀行は次のようなオペ手段の見直しを実施してきた（詳細は巻末参照）。

入札レート単位の細分化（0.01%刻み 0.001%刻み）

日銀ネット・オペ入札システムの機能高度化⁹

オペ先数の拡大（全店手形買入の導入、輪番オファー制の廃止¹⁰）

オペ期間の長期化

オペ先選定手続の簡素化（シード権方式の導入¹¹、全店手形買入先の随時選定化）

オペ適格担保の拡充（ABCP、住宅ローン債権・不動産ABS、交付税特会向け証書貸付債権、預金保険機構向け証書貸付債権）

国債買入対象銘柄の拡大（2・4・5・6年国債の追加、1年ルール¹²の廃止）

こうした様々なオペ運営上の工夫を凝らしてきた結果、2001年度中は、所要準備を大幅に上回る日銀当座預金の供給が実現された。また、日本銀行当座預金と銀行券・貨幣流通高の合計であるマネタリー・ベースも、第一次オイルショック時以来の記録的な伸びを示している。日本銀行としては、引続き市場参加者との対話を密にしながらオペレーション運営の効率化に努め、金融市場調節方針の円滑な実現に努めていく所存である。

【BOX】市場におけるゼロレート・マイナスレートでの取引について

市場で一般に観測される有担保取引やアウトライト取引のレートは、「金利」（厳密には、無担保かつ無リスクの名目金利）そのものではなく、「担保資産を保有する価値（および当該資産の決済コスト）」や、「取引当事者間の信用力格差」等の要素を織り込んだ「利回り」である。

市場で観測される有担保レート = (無担保)リスクフリー金利 - 担保資産を保有する価値や決済コスト
- 取引主体間の信用力格差等

したがって、ゼロレートやマイナスレートで取引されることは、「金利」がゼロ近傍まで低下している場合には特別なことではなく、実際にも複数のマーケットで観測されている。例えば、邦銀が、外銀等を相手に為替スワップ取引による外貨調達を行う場合、外貨調達圧力が強い局面では、外貨を保有する価値（右辺第2項）が増大するうえ、外貨放出側の外銀の信用力が円放出側の邦銀よりも高い場合には、信用力格差（同第3項）も寄与するため、外銀からみた円転コスト（左辺）のマイナス化をもたらすこととなる。また、レポ市場におけるスペシャル銘柄（債券需給の逼迫している銘柄）のレポレートは、当該銘柄を保有する価値（右辺第2項）の増大によりマイナスレートで取引されることが多いほか、資金余剰感が極めて強い状況下で、短国レートが時折0%で取引される点についても、同様に理解することが出来る。

【付】2001年度中のオペレーション面での施策

時期	金融市場調節方針	施策
2001/4月 5月	当座預金残高 5兆円	<ul style="list-style-type: none"> 4/24 「国債決済のRTGS化に関する追加措置等の実施スケジュールについて」(国債系オペの完全RTGS化の日程公表) 5/18 「金融市場調節の円滑化に向けた措置について」 手形買入オペの手形期間延長(3か月以内 6か月以内) 手形買入(本店買入)オペの対象先数拡大(30先 40先) 入札レート刻み幅細分化(0.01% 0.001%。7月下旬までに順次実施) 国債買入オペの対象を追加(2・4・5・6年債を追加)
		<ul style="list-style-type: none"> 5/29 「国債市場の流動性と金融調節の透明性を向上するための施策」 本行保有国債の銘柄別残高公表 国債系オペにおける国債決済未了時の措置公表
7月		<ul style="list-style-type: none"> 7/23 手形買入(全店買入)オペ導入 日銀ネットの金融調節等入札システムの機能高度化
8月	当座預金残高 6兆円	<ul style="list-style-type: none"> 8/14 国債買入オペ増額、月6,000億円
9月	当座預金残高 6兆円超	<ul style="list-style-type: none"> 9/18 公定歩合引下げ(0.25% 0.1%) 9月積み期間の補充貸付の公定歩合による利用上限日数引上げ(5営業日 10営業日)
12月		<ul style="list-style-type: none"> 12/10 電子貸付方式による補充貸付導入
	当座預金残高 10-15兆円	<ul style="list-style-type: none"> 12/19 国債買入オペ増額、月8,000億円 金融市場調節手段の拡充 (イ)CP現先オペの積極活用 (ロ)ABCPの適格担保化、適格ABSの範囲拡充 (ハ)手形買入(全店買入)オペのオファー頻度引上げ (ニ)輪番オファー制の廃止 12/21 オペ先選定においてシード導入
2002/1月		<ul style="list-style-type: none"> 1/16 ABCPの適格基準決定 国債買入オペの対象銘柄選定ルール見直し(除外銘柄:「発行後1年以内のもの」「発行後1年以内のものうち発行年限別の直近発行2銘柄」) 手形買入オペの対象先選定方法見直し(手形買入 全店買入 オペの対象先選定の随時化等) 1/31 短期供給オペの応札限度額を引上げ(短国、手形買入および国債借入: 応札予定額の1/2 全額、CP買現先: 1,000 2,000億円)
2月		<ul style="list-style-type: none"> 2/21 1/16日決定会合を受けて、手形買入(全店買入)オペ先の随時選定(2月分)の結果公表(全店買手先数120先 125先) 2/28 国債買入オペ増額、月1兆円 3月1日から3月積み期間の終了時まで補充貸付の公定歩合による利用上限日数を撤廃 預金保険機構向けおよび地方交付税特別会計向け貸付債権の適格担保化に向けての検討開始
3月	当座預金残高 10-15兆円、 年度末に向けた一層潤沢な 資金供給	<ul style="list-style-type: none"> 3/20 預金保険機構向けおよび地方交付税特別会計向け貸付債権の適格担保化 " 手形買入(全店買入)オペ先の随時選定(3月分)の結果公表(全店買手先数125先 131先)

1 日本銀行の金融調節の枠組みについては、金融市場局ワーキングペーパーシリーズ00-J3「日本銀行の金融調節の枠組み」を参照。

2 例えばコール市場では、9月6日より、短資会社を経由する取引のレート刻み幅が0.01%から0.001%に引下げられ、0.001%~0.002%で多くの翌日物取引が成立するようになった。

3 9月12日には、定例のオペタイム(9:20)よりも早い時刻(9:03)に1兆円の資金供給を行い、10:05にも追加的に1兆円の資金供給を行った。

4 出所:財務省「外国為替平衡操作の実施状況」9月中の決済ベース。

5 日本銀行のバランスシートと金融調節の関係については、Market Review 2001-J-6「2000年度の金融調節」を参照。

6 日本銀行が、オペで買入れた短期国債の償還を受けると、その分だけ民間金融機関が政府から受け取る償還金の額が減少するため、財政等要因の不足(あるいは余剰額の縮小)となる。しかし、日本銀行が、短国買入オペ以外の供給手段で資金供給を行う場合、財政等要因に影響は及ぼさない。例えば、日本銀行が短国買現先オペで買入れた短期国債は、償還前に民間金融機関に売り戻され、償還日には民間金融機関が償還金を全額受け取るからである。従って、財政等要因の時系列比較を行ううえでは、日本銀行が短期国債の償還を受けた金額を、財政等要因に足し戻して分析することが適当である。

7 他のオペ手段の供給期間は6か月が最長であるが、短国買入オペは1年物TBを対象とすることにより約1年の資金供給まで可能である。

8 従来の手形買入オペでは、個々の手形債権(被担保債権)について、買入時(オペのスタート時)に担保となる手形や公社債を特定する必要があった(いわゆる一件担保)。一方、2001年1月のRTGS化に伴って導入された根

担保による共通担保方式では、個々の手形債権について担保となる資産を特定する必要がなく、担保価額の総額が被担保債権額の総額を上回っていれば足りるため、担保の差替も機動的に行うことができる。

9 オペに持込む国債の銘柄指定は従来FAXで行っていたが、新システムではオンライン送信で行えるようにした。また、地方に所在する金融機関にもオペ入札システムを使用可能にした。

10 国債買入、国債借入、CP買現先、手形売出の各オペについては、従来オペ先の一部に対して2回に1回の割合でオファーを行っていたが、12月19日以降、すべてのオペ先に対して毎回オファーすることとした。

11 2001年12月の短国売買、CP買現先のオペ先選定より、落札実績上位の先(シード先)を優先的に選定することとした。シード先については、選定時に市場取引高等の計数提出が免除される。

マーケット・レビューは、金融市場に関する理解を深めるための材料提供を目的として、日本銀行金融市場局が編集・発行しているものです。

内容に関するご質問および送付先の変更等に関しましては、日本銀行金融市場局清水(E-mail: tokiko.shimizu@boj.or.jp)までお知らせ下さい。なお、マーケット・レビューおよび金融市場局ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。