



BOJ *Reports & Research Papers*

2019年5月

2018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. 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.....	3
(2) 日本銀行のバランスシート.....	7
BOX 1 主要中央銀行の金融政策とバランスシートの比較.....	9
(3) 外生的な日銀当座預金増減要因の動向.....	12
3. 国内資金・債券市場等の動向	
(1) 無担保コール市場.....	15
BOX 2 投資信託の余資増加の背景.....	17
BOX 3 コール市場での出会いの下限レートと加重平均レートの低位安定.....	21
(2) レポ市場.....	24
(3) 国庫短期証券市場.....	26
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.....	28
(4) 国債市場.....	30
BOX 5 長期国債先物の割高化.....	33
(5) CP市場.....	36
(6) 社債市場.....	38
(7) 為替スワップ市場.....	39
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.....	40
BOX 6 「完全裁定後の政策金利残高」の減少と短期金利への影響.....	46
(2) 国庫短期証券の買入れ.....	48
(3) 長期国債の買入れ.....	49
BOX 7 国債買入れの応札倍率低下の背景.....	56
(4) その他の資産買入れ.....	58
(5) その他のオペレーション等.....	62
(6) 補完貸付制度.....	70
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.....	71
(2) その他の制度変更等.....	72
6. 市場参加者との対話に関する取り組み.....	74
参考資料.....	76
出所一覧.....	77

1. はじめに

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。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。

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。すなわち、長期金利については、「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、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」こととされた。また、ETFおよびJ-REITの買入れに際しては、「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。

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 2018 年度中の金融市場調節について、「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」で決定された措置を踏まえた対応を含めて解説する。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. 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

① 金融政策決定と金融市場調節方針

日本銀行は、2018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。

この間、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」として、政策金利のフォワードガイダンスを導入することにより、「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強めるとともに、「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。

そこでは、第1に、国債買入れについて、「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、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」こととされた¹。第2に、ETFおよびJ-REITの買入れについて、「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。

また、これらの措置と合わせて、以下の2つの実務的な対応が取られた。第1に、「日本銀行当座預金のうち、マイナス金利が適用される政策金利残高（金融機関間で裁定取引が行われたと仮定した金額）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」こととされた。第2に、「ETFの銘柄別の買入れ額を見直し、TOPIXに連動するETFの買入れ額を拡大」することとされた。

1 また、「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」こととされた。

上記のほか、2019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）」などの措置について、受付期間を1年間延長することを決定した。

② 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に基づき、日本銀行は2018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、長期国債買入れと国庫短期証券買入れについては、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、「当面の長期国債等の買入れの運営について」（翌月の「運営方針」）を事前に公表している²。このうち、長期国債買入れの「運営方針」については、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）においては、翌月の具体的なオファーの日程を記載している³。2018年度中は、特に、①で述べた「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、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。また、毎回の買入れ額についても、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。この間、金利が急速に上昇する局面では、必要に応じて固定利回り方式による国債買入れ（以下、「指値オペ」）や事前の「運営方針」では予定していない国債買入れを弾力的に実施した。

また、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、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1,000～12,500億円の買入れを行った。また、買入れ実施日についても、長期国債買入れと同様に、これまでよりも柔軟な対応を進めた。

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

2 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、事前に日程などを公表している。

3 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。

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」という方針のもとで、①で述べた「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以降は「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」との方針にも沿って、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、原則として期間2週間物のオペを週1回オファーした。2018年4月までは、期間2週間物に加え、7週間に1回の頻度で期間約100日間物のオペもオファーしていたが、マイナス金利政策の導入以降、金融機関等が当座預金残高をより細かく調整するニーズが高まる中、期間約100日間物オペの利用が低調となっていたことを踏まえて、2018年5月以降は、期間約100日間物のオペを取り止め、原則として期間2週間物のみとした。その後、2018年12月末越えとなるオペについては、年末年始の曜日構成などを踏まえ、期間2週間物に代えて、期間3週間物のオファーを行った。2019年3月以降は、応札額が幾分増加したことも踏まえて、期間2週間物のオファー額を増額したほか、3月8日には、短期金融市場の動向などを踏まえて、翌日物をオファーするなど、市場動向などを踏まえた柔軟な運営を行った。

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。この間、ドル調達自体が困難になるといった問題が生じることはなく、12月末の少額の利用を除くと、同オペの応札は、いずれも事務態勢の確認・維持を目的とするものであった。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、2018年度は、ほぼ全ての営業日においてオファーしており、引き続き、高頻度での実施となった。他方、落札額については、7月から8月にかけて、指値オペなどを通じた日本銀行による大量の国債買入れなどにより市中残高が急速に減少した新発債の需給が急速にタイト化し一時的に大きく増加する場面もあったが、総じて落ち着いた状況となった。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、新たな市場慣行のもとでの取引が定着するまでの間、レポ市場の国債需給がタイト化する可能性に備えた一時的・予防的な措置として、1日3回までの入札を実施しうるものとした。

③ 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。

この点、2018年7月積み期間までは、「完全裁定後の政策金利残高」が、平均して10兆円程度となるよう基準比率を設定した。その後、2018年7月の金融政策決定会合で、「長短金利操作の実現に支障がない範囲内で、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、8月積み期間以降、完全裁定後の政策金利残高が、平均してみれば、概ね5兆円程度となるよう基準比率を設定した⁴。具体的には、2018年4～5月積み期間は27.0%、6～7月積み期間は30.5%、8月積み期間は33.0%、9～11月積み期間は34.0%、12～2019年2月積み期間は31.5%、3月積み期間は32.5%とした。

この結果、「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、基準比率設定時点で想定したとおり、2018年7月積み期間までは概ね10兆円程度、8月積み期間以降は概ね5兆円程度で推移した。

4 基準比率の見直しプロセスについては、「2017年度の金融市場調節」のBOX6参照。

(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、この間の主要中央銀行の金融政策とバランスシートについては、BOX 1 参照）。

すなわち、日本銀行のバランスシートは、2018 年度末に 557.0 兆円と、前年度末に比べ 28.7 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、2018 年度末には 506.3 兆円と、前年度末に比べ 19.3 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 2018 年度末の残高をみると、長期国債が 459.6 兆円と、前年度末に比べ 33.0 兆円の増加となった。また、E T F が 24.8 兆円（同 5.9 兆円の増加）、J - R E I T が 5,179 億円（同 418 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 46.1 兆円と、前年度末に比べ 0.5 兆円の増加となった。

一方、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、オペ毎に買入れ額などを柔軟に調整した結果、2018 年度末の買入れ残高は 7.9 兆円と、前年度末に比べ 10.9 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、2018 年度末には 393.9 兆円と、前年度末に比べ 15.6 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	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

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、2018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、米国連邦準備制度は、2018年6月、9月および12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1.50～1.75%から1.75～2.00%に、9月に2.00～2.25%に、12月には2.25～2.50%に、それぞれ+25bpsずつ、計+75bps引き上げた。その後、グローバルな経済金融情勢や落ち着いたインフレ圧力に照らし、FF金利のターゲット・レンジの調整を決定するにあたって忍耐強いアプローチを取るとして、同ターゲット・レンジを据え置いた。なお、このうち、2018年6月および12月には、上述のとおり、FF金利のターゲット・レンジを+25bps引き上げた一方、超過準備に適用する金利（IOER）の引き上げ幅（+20bps）をFF金利のターゲット・レンジ引き上げ幅よりも小幅とする技術的な調整を実施した。これは、IOERをFF金利のターゲット・レンジの上限に設定することでFF金利が同レンジ内で推移するよう促していたもとの、FF金利とIOERのスプレッドが縮小していたことを受けた対応である。

資産の買入れについては、大規模資産買入れプログラムで買入れたエージェンシーMBS（2012年9月開始）および国債（2013年1月開始）の償還金の一部を再投資しつつ、資産規模の縮小を継続した。具体的には、国債およびエージェンシー債・エージェンシーMBSそれぞれに1月当たりの償還限度額を設定し、毎月の元本償還額のうち償還限度額を超える部分について、再投資が行われた。償還限度額は3か月毎に引き上げられ、2018年10月には、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200億ドルに達したが、2019年3月に、2019年5月以降は国債の償還限度額を150億ドルに引き下げて保有残高の減少ペースを落としたうえで、2019年9月に資産規模の縮小を完了させることが公表された。

こうしたもとの、米国連邦準備制度の資産規模は、小幅に縮小している（BOX図表1-1）。

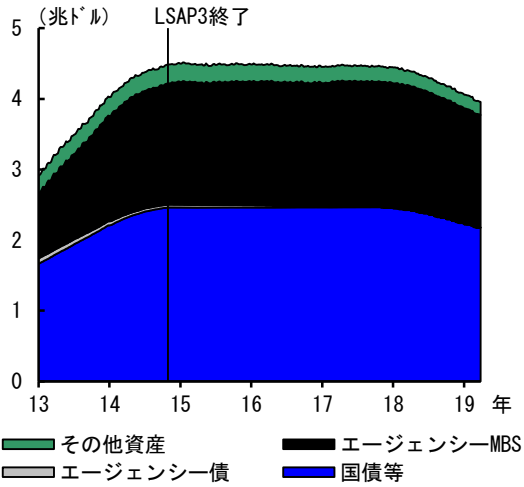
次に、欧州中央銀行は、超過準備や預金ファシリティに適用する金利を▲0.4%とするマイナス金利政策を継続した。金利に関するフォワードガイダンスについては、2018年6月に、「主要政策金利は、少なくとも2019年夏まで現行水準に止まると予想される」とした後、2019年3月に、「少なくとも2019年末まで現行水準に止まると予想される」に変更した。この間、ユーロ圏各国の国債やエージェンシー債などを買入れる公的セクター資産買入れプログラム（PSPP、2015年3月開始）を中心とする資産買入れプログラムについては、2018年10月に、ネット月間買入れ額を300億ユーロから150億ユーロに縮小した後、2018年12月に、ネットでの買入れを終了することを決定した。なお、主要な政策金利の引き上げを開始した後も、

同プログラムで買入れた資産の償還金について、長期にわたって再投資することとされている。このほか、2019年3月に、銀行による良好な貸出環境の維持と金融政策の効果を円滑に波及させるため、2019年9月から、期間2年の新たな資金供給プログラム（TLTRO-III）を開始することを決定した。

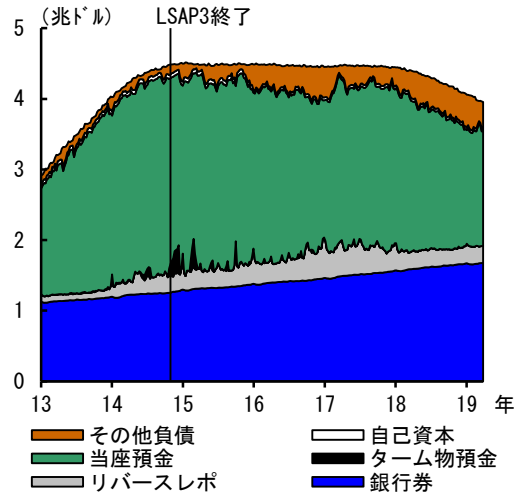
こうしたもとで、欧州中央銀行のバランスシートは、2018年12月にかけて拡大した後、2019年1月以降は、概ね横ばいで推移した。2018年12月までの間、資産サイドでは、資産買入れプログラム、具体的には、PSPP、社債買入れプログラム（CSPP、2016年6月開始）、ABS買入れプログラム（ABSPP、2014年11月開始）およびカバードボンド買入れプログラム（CBPP3、2014年10月開始）の対象となる資産を中心に拡大した。負債サイドでは、各種資産買入れの見合いで当座預金残高が増加した（BOX 図表 1-2）。

(BOX 図表 1-1) 米国連邦準備制度のバランスシート

(資産)



(負債・純資産)

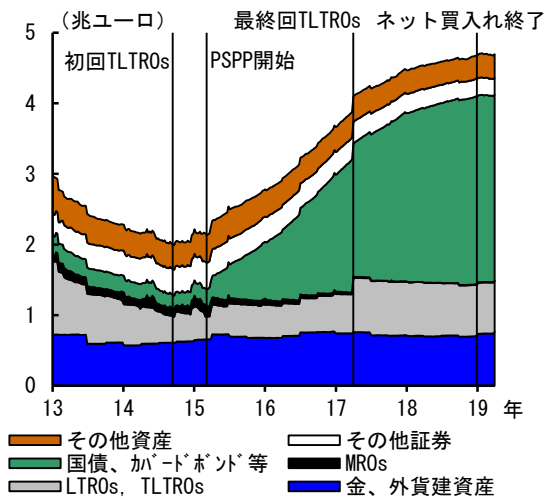


(注1) 週次ベース (水曜日の最終残高)。

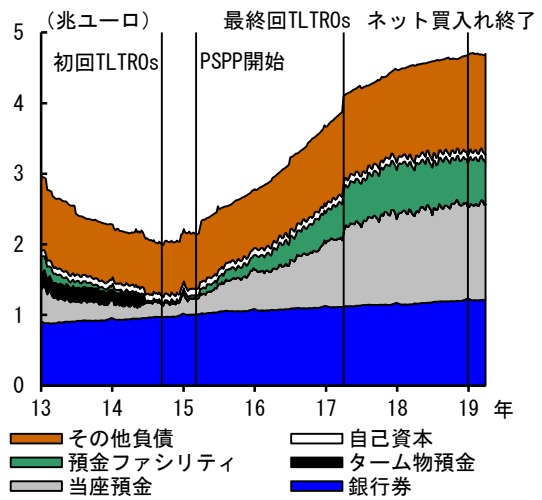
(注2) LSAP3は、Third Round of Large-Scale Asset Purchasesを指す。

(BOX 図表 1-2) 欧州中央銀行のバランスシート

(資産)



(負債・純資産)



(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。

(3) 外生的な日銀当座預金増減要因の動向

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などに伴う「財政等要因」に分類される。

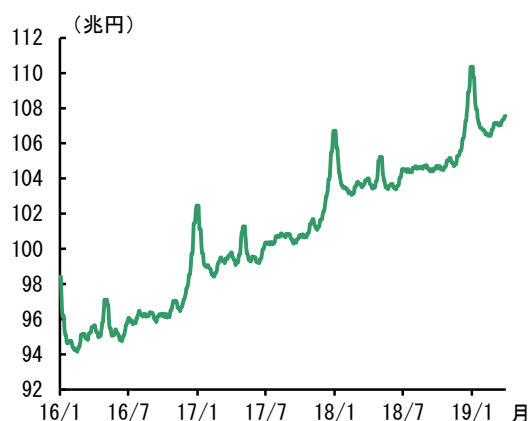
2018年度の外生的な日銀当座預金増減要因は、財政等要因を主因に99.2兆円の日銀当座預金減少となったが、その減少幅は、2017年度の110.0兆円から縮小した。

① 銀行券要因

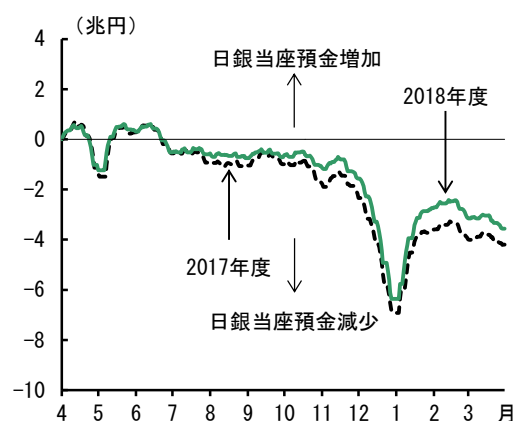
2018年度中、銀行券の発行残高は増加基調が続き、2018年12月末は110.4兆円（前年比+3.4%）、2019年3月末は107.6兆円（同+3.4%）となった（図表2-2）。こうした銀行券の発行増加を反映して、2018年度の銀行券要因は3.6兆円の発行超過と、2017年度の4.2兆円から発行超幅は縮小したものの、引き続き、日銀当座預金減少要因として作用した。

2018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2017年度と概ね同じパターンを辿った（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

2018年度の財政等要因は、国債・国庫短期証券の受超⁵（日銀当座預金は減少）が、一般財政の払超（日銀当座預金は増加）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95.7兆円となり、2017年度（105.8兆円）から縮小した（図表2-4）。2018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2017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。そこで、日本銀行が金融市場調節として国債および国庫短期証券を買入れてきた結果、金融機関への償還額が減少した分を財政等要因から調整（以下、「償還調整」⁶）すると、2018年度の財政等要因の受超幅は11.6兆円となり、2017年度（同じく償還調整後、8.4兆円）に比べ、3.2兆円ほど資金不足方向に振れたことになる（図表2-5、2-6）。この背景としては、国庫短期証券の償還超幅が縮小したことや、租税の受入増加などにより一般財政の払超幅が縮小したことなどが挙げられる。

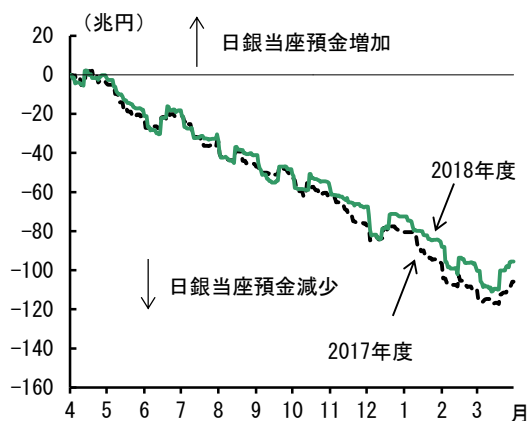
なお、財政等要因の累計額の推移を仔細にみると、国債の大量償還月（3、6、9、12月）を中心に受超幅が一時的に拡大する傾向がみられるが、これは、発行日の前倒しが背景である。すなわち、2018年5月から、国債の決済期間短縮化（後述6.④参照）に合わせて、①これまで入札日にかかわらず償還日（20日、休日の場合は翌営業日）に合わせて発行されていた5～30年債の大量償還月発行分について、T+1決済に、②同様に入札翌月15日発行（休日の場合は翌営業日）となっていた2年債について、入札翌月の1日発行（休日の場合は翌営業日）に、それぞれ変更された。この結果、2017年度と比較すると、①大量償還月には、5～30年債の

5 日本銀行による金融市場調節がなければ、長期国債および国庫短期証券は、ネット発行超（または償還超）の金額が財政等要因に計上される。政府が発行した長期国債および国庫短期証券を、日本銀行が金融機関から買入れたうえで、政府から満期償還を受けると、発行時には財政等要因の受超（日銀当座預金は減少）、買入れ時には金融調節による日銀当座預金増加要因、償還時には日銀当座預金は増減しないこととなり、発行および償還がネットアウトされない。このため、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、日本銀行が金融市場調節を行うことによって大幅な受超（日銀当座預金は減少）となる。

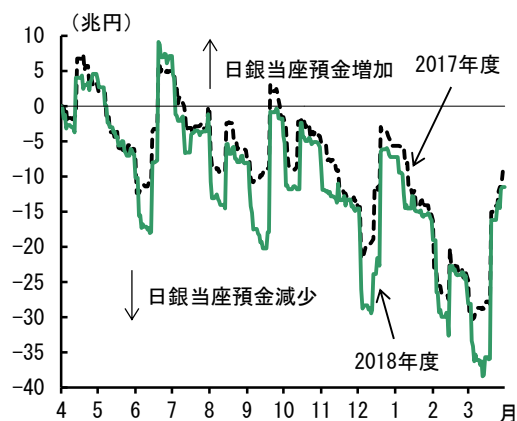
6 「償還調整」では、日本銀行が政府から償還を受けた長期国債および国庫短期証券について、その直前に日本銀行が金融機関に売却して、金融機関が政府から償還を受けたとみなして調整している。このため、償還調整後では、財政等要因のうち「国債（1年超）」と「国庫短期証券」、および金融調節のうち「国債買入」と「国庫短期証券買入」の増減額が変化する（図表2-6）。例えば、2018年度の国債の動きをみると、償還調整前では、財政等要因のうち「国債（1年超）」は79.4兆円の受超、金融調節のうち「国債買入」は87.5兆円の日銀当座預金増加要因となった。一方、償還調整後、すなわち2018年度中に償還された国債のうち日銀保有分（約50兆円分）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の調整を行った場合には、財政等要因のうち「国債（1年超）」のネット発行超による影響は26.5兆円の受超、金融調節のうち「国債買入」のネット増加額による影響は34.7兆円の日銀当座預金増加要因となる（図表2-6）。

発行により、1日から20日にかけて、財政等要因の受超幅が拡大したほか、②毎月、2年債の発行により、15日ではなく1日に、財政等要因の受超幅が拡大した（図表2-5）。

（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（償還調整後）



（図表2-6）日銀当座預金の増減要因

	償還調整前			償還調整後		
	2017年度	2018年度	前年度差	2017年度	2018年度	前年度差
銀行券要因(①)	-4.2	-3.6	0.6	-4.2	-3.6	0.6
財政等要因(②)	-105.8	-95.7	10.2	-8.4	-11.6	-3.2
一般財政	20.8	16.5	-4.3	20.8	16.5	-4.3
国債(1年超)	-76.5	-79.4	-2.8	-31.2	-26.5	4.7
国庫短期証券	-43.5	-27.9	15.6	8.6	3.3	-5.3
外為	-0.0	0.3	0.3	-0.0	0.3	0.3
その他	-6.6	-5.3	1.3	-6.6	-5.3	1.3
外生的な日銀当座預金増減要因(①+②)	-110.0	-99.2	10.8	-12.6	-15.2	-2.5
金融調節(③)	145.5	114.9	-30.6	48.1	30.8	-17.3
国債買入	96.2	87.5	-8.7	50.9	34.7	-16.3
国庫短期証券買入	38.3	20.3	-18.0	-13.8	-10.9	2.9
貸出支援基金	2.1	0.5	-1.6	2.1	0.5	-1.6
他のオペ	8.8	6.5	-2.3	8.8	6.5	-2.3
当座預金増減(①+②+③)	35.5	15.6	-19.8	35.5	15.6	-19.8

（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れおよび国庫短期証券買入れの増減は、償却の影響などを含まないため、バランスシートの前年差とは乖離が生じている。

（注3）シャドウは、償還調整後で計数に変化が生じている箇所。

3. 国内資金・債券市場等の動向

(1) 無担保コール市場

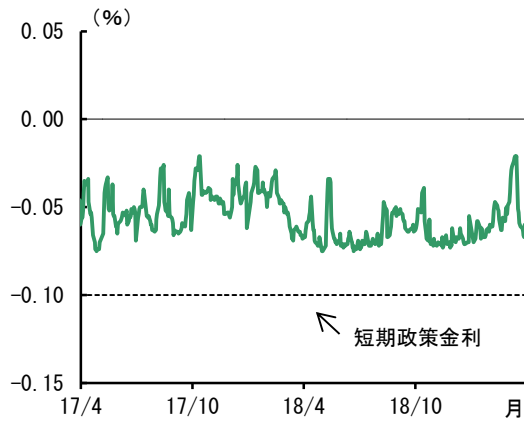
コールレートは、▲0.07～▲0.02%程度で推移した（図表 3-1）。

より仔細にみると、コールレートは、2018年2月積み期間以降、投資信託の資金供給の増加などを背景に、▲0.05%程度から▲0.07%程度まで低下した（投資信託の余資増加の背景については、BOX 2 参照）。その後、7月にかけて、一般財政の受払いの季節性などから、地方銀行・第二地方銀行（以下、「地銀・第二地銀」）の資金需要が低位で推移し、投資信託の資金供給が高止まりする中、概ね横ばいで推移した（コールレートの低位安定の背景については、BOX 3 参照）。8月以降は、2.（1）③で述べた基準比率の見直しにより、都市銀行（以下、「都銀」）や地銀・第二地銀の資金需要が増加し、コールレートは▲0.06～▲0.05%程度まで小幅に上昇した。もっとも、10月から12月にかけて、投資信託の手元資金が一段と増加したことなどから、コールレートは再び▲0.07%程度まで低下した。この間、投資信託の資金供給が高水準で推移するもとの、積み期間中での金利変動も小さくなった。その後、2019年1～2月積み期間には、財政等要因が、季節的に日本銀行の当座預金残高の減少方向に働くもとの、GCレポレートの上昇につれる形で、コールレートも▲0.021%まで上昇する局面がみられた。

無担保コール市場の残高は、2018年7月30～31日の金融政策決定会合における決定を受けた基準比率見直しの影響もあって、地銀・第二地銀を中心に裁定取引が増加したものの、信託や証券の調達が増加したため、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（図表 3-2）。この間、資金放出サイドでは投資信託の資金供給が高止まりする中、資金調達サイドで一般財政の受払いの季節性の影響を受けやすい地銀・第二地銀のプレゼンスが高まったこと⁷から（図表 3-3）、一般財政の受払いの季節性に伴う積み期間毎の市場残高の変動幅は全体として幾分拡大した。

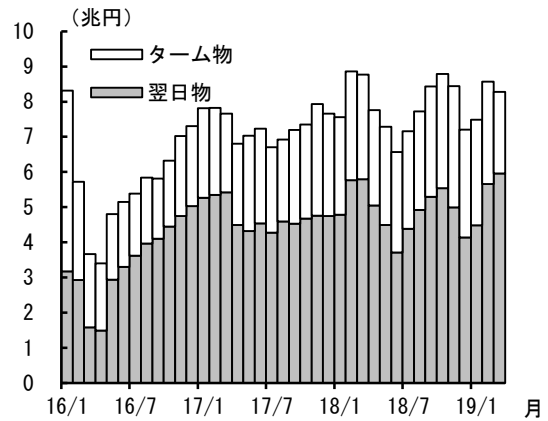
7 地銀・第二地銀の資金調達の季節的な変動については、「2017年度の金融市場調節」のBOX 2 参照。

(図表 3-1) コールレート



(注) 無担保コールレート (0/N物)。加重平均値。

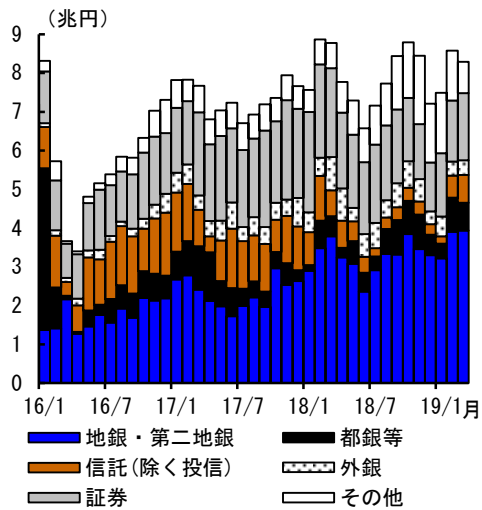
(図表 3-2) 無担保コール市場残高



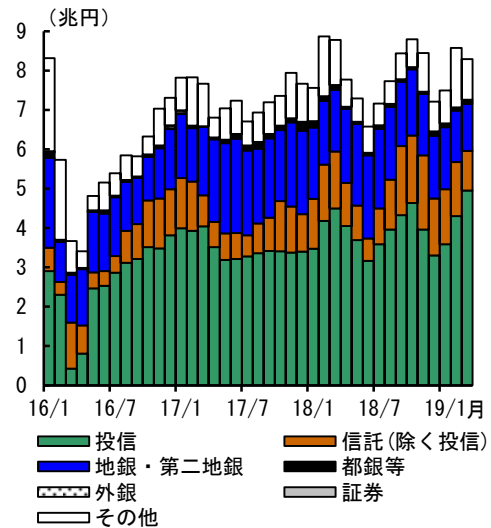
(注) 月次平残。

(図表 3-3) 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 2 投資信託の余資増加の背景

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。実際、投資信託による資金運用の状況をみると、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（BOX 図表 2-1）。

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（BOX 図表 2-2）。すなわち、投資信託の余資は、①2018年2月の株価下落やボラティリティの高まりを受けたブル・ベア型投信への資金流入や、3月のドル投円転コストの低下を受けた株レポ取引増加に伴う資金流入などにより増加した後、②10月の株価下落、ボラティリティの高まりやドル投円転コストの低下を受けた資金流入により、さらに増加したものと考えられる。

（1）ブル・ベア型投信への資金流入

ブル型（レバレッジ型）投信とは、基準となる株価指数（日経平均株価など）の値動きに対して一定の倍率で日々の価格が変動するファンド、ベア型（インバース型）投信とは、基準となる株価指数の値動きとは反対に価格が変動するファンドのことをいう⁸。こうしたブル・ベア型投信は、株価指数先物を買って建て（ベア型は売り建て）、証拠金以外の資金を主に短期資産で運用するため、通常の株式投信と比べて、現金での運用比率が高い（BOX 図表 2-3）。こうしたブル・ベア型投信の純資産残高を確認すると、2018年2月と10月にやや大きく増加しており、投資信託の余資の増加に繋がったとみられる（BOX 図表 2-4）⁹。

こうした動きには、相場の流れに逆らう「逆張り」姿勢が強いとされる個人投資家が、株価下落局面でブル型投信を購入したり、金融機関が、株式市場の下落懸念が強い局面でベア型投信を購入したことなどが寄与した可能性が考えられる。

8 ブル・ベア型投信の商品性の詳細については、「最近のレバレッジ投信の動向について」（2016年1月日銀レビュー）などを参照。

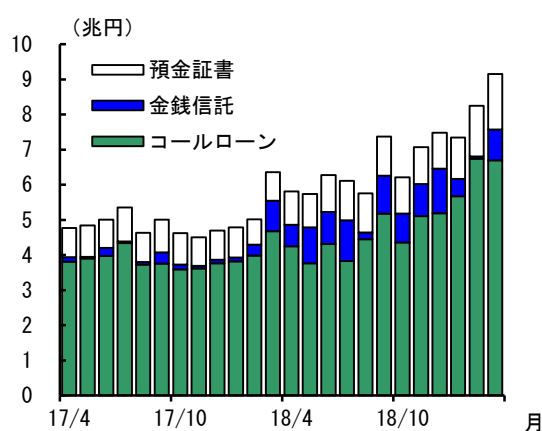
9 金融機関による投資信託の購入については、「金融システムレポート」（2019年4月）Ⅲ. 1.（3）を参照。

(2) 株レポ市場での株券放出（資金調達）

株レポ取引とは、現金等を担保として株券を貸借する取引のことで、2018年3月以降、こうした株レポ取引を媒介する証券会社の株券借入残高が増加しており（BOX図表2-5）、投資信託の余資の増加に繋がったとみられる。

株レポ取引残高を調達・放出主体別にみると、非居住者が株券の借り手、投信会社が株券の貸し手としてプレゼンスを高めていると考えられる（BOX図表2-6）。株券調達サイドでは、ドル投円転コストの低位推移や規制対応の進展などから、ドル資金を保有する海外投資家が、ドル投円転コストの一段の低下（特に2018年3、10月）をきっかけに、為替スワップ市場などにおいてマイナス金利で調達した円資金の運用先として、本邦国庫短期証券市場に加え、株レポ市場での運用を積極化させたことなどが背景にあるとみられる（BOX図表2-7）¹⁰。他方、株券放出サイドでは、投信会社が、販売手数料・信託報酬が安く、商品性の分かりやすいインデックス型ファンドの残高を増加させている中、株券の放出可能額が増加するも¹¹、運用収益の向上などのため、レポ取引による株券の放出を積極化させていることが背景にあるとみられる。

(BOX図表2-1) 投資信託の余資運用



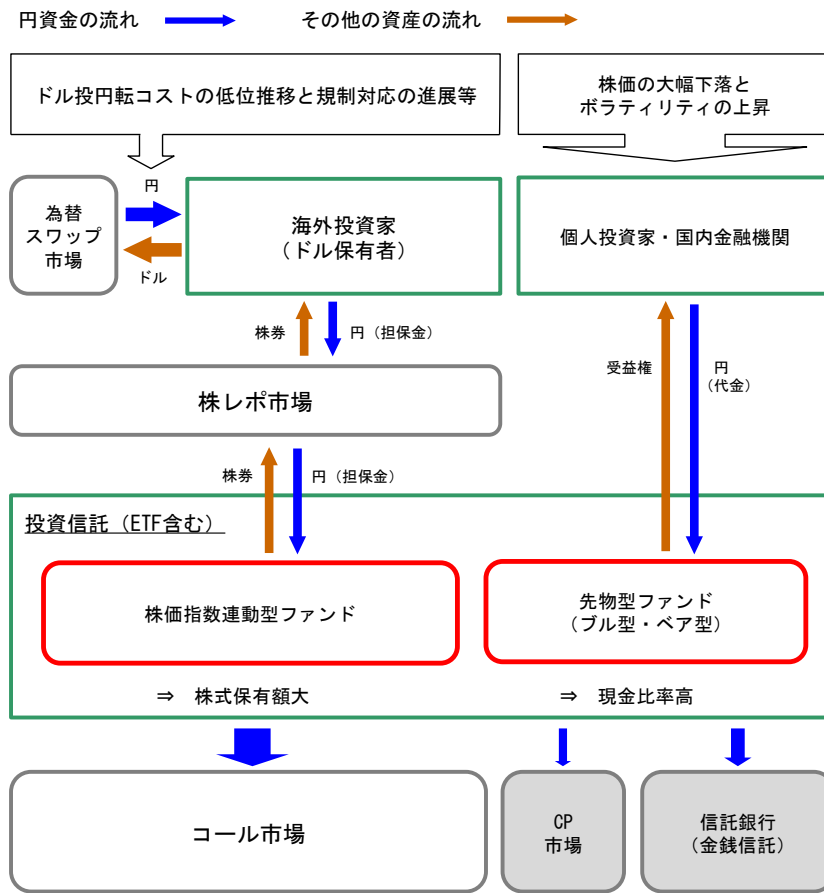
(注1) 契約型公募投資信託のうち、株式投信。

(注2) 月末時点。

10 株レポ取引は、株券による資金運用だけではなく、空売りのための株券調達にも用いられる。2018年度中は、株価の大幅下落や金融市場のボラティリティの高まりなどから、空売り比率の高止まりがみられており、こうしたことも株レポ取引残高の増加に寄与したと考えられる。

11 インデックスファンドは、銘柄の構成比率が安定しているため、銘柄入れ替えが頻繁に生じるアクティブ型ファンドと比べて、レポ取引による株券の放出可能額が大きい。

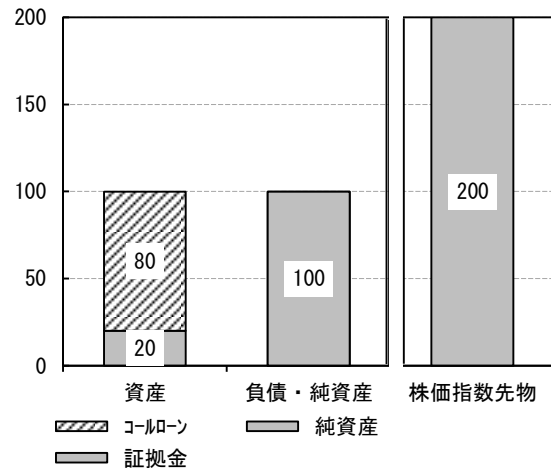
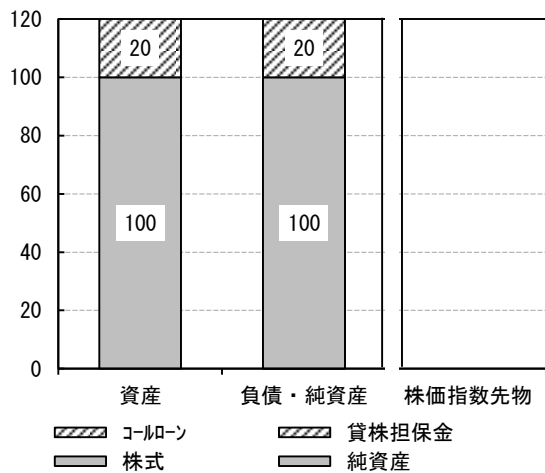
(BOX 図表 2-2) 投資信託への資金流入フロー



(BOX 図表 2-3) 投資信託のバランスシートイメージ

(通常の投資信託)

(先物型の投資信託)



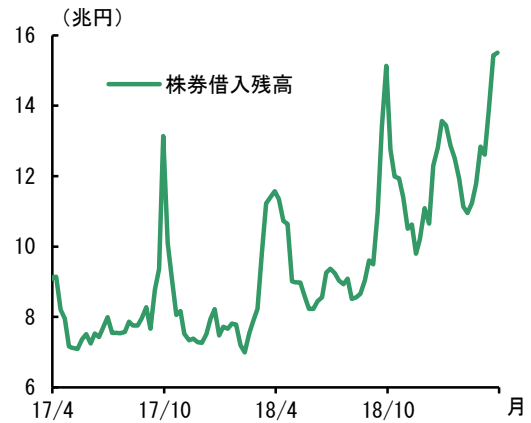
(注) 簡略化のため、純資産すべてを主な投資対象である株式に投資した場合のバランスシートを例示。実際には、資産の一部を現金などのその他の資産に投資するほか、補完的に先物取引の買い建てることもある。

(BOX 図表 2-4) ブル型投信の純資産残高



(注) 2019年4月時点で存続している、国内の株価指数をベンチマークとするブル型投信を集計。

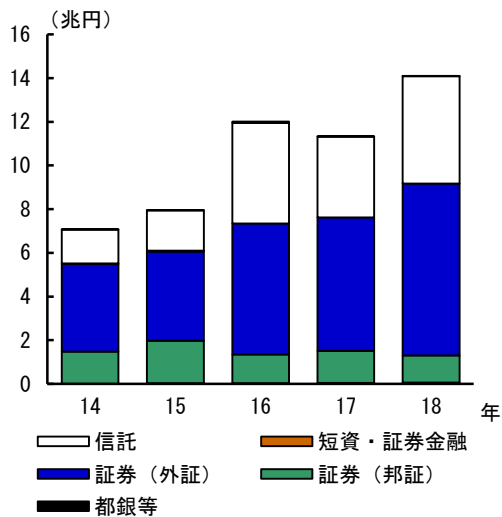
(BOX 図表 2-5) 株券借入残高



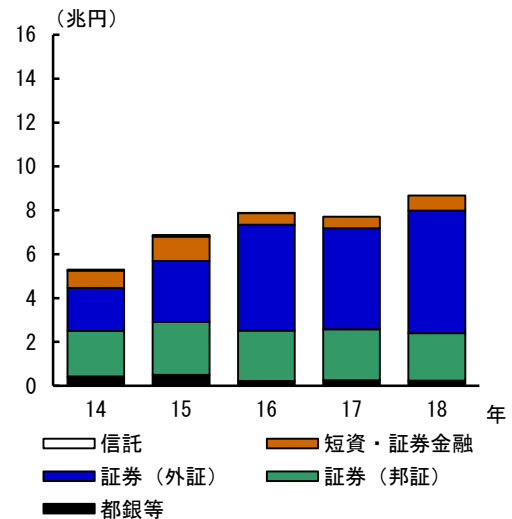
(注) 週末時点。証券会社による上場銘柄の借入残高。

(BOX 図表 2-6) 現金担保付株券等貸借取引の残高

(資金調達サイド)



(資金放出サイド)



(注) 制度信用取引、一般信用取引、貸借取引(金融商品取引業者・証券金融会社間)は含まれない。

(BOX 図表 2-7) ドル投円転コストと株券借入残高の推移



BOX 3 コール市場での出会いの下限レートと加重平均レートの低位安定

2018 年度中、投資信託の資金供給の高止まりなどから、総じて金利低下圧力が強い状態が継続したものの、コールレートは▲0.07%程度で推移する局面が多くみられた。この間の個別取引のレートの分布をみると、2018 年 2 月積み期間以降、出会いの最低レートや 25 パーセンタイル値が▲0.086%で一致する局面が多くみられており、短期政策金利（▲0.1%）よりも幾分高い水準に実質的な下限レートが存在することが示唆される（BOX 図表 3-1）。

このことは、最近のコール市場における主要な資金の出し手である投資信託の資金運用スタンスとも整合的である。すなわち、投資信託は当座預金取引先でないため、余剰資金は、主として①無担保コール（0/N 物）での資金放出、または②信託銀行に対する金銭信託によって運用されている。2016 年 4 月積み期間以降、信託銀行は、投資信託からの金銭信託に対して▲0.1%の手数料を課しているため、投資信託は、コールレートに取引関連手数料や消費税相当額を加えた仕上がりレートが、金銭信託手数料に消費税相当額を加えた仕上がりレートを上回るのであれば、コール市場での資金放出を選択することとなる（BOX 図表 3-2）。

このため、こうした投資信託を含む、コール市場における資金の出し手による資金供給量とレートとの関係を示す「供給曲線」は、単純な右上がりではなく、一定の金利水準（以下「理論上の下限レート」）で屈折（Kink）している可能性がある。このような屈折した供給曲線のもとでは、コール市場における資金の取り手の資金調達余力とレートとの関係を示す「需要曲線」が財政等要因などにより変動しても、供給曲線が水平な部分上での推移となる場合には、投資信託は十分な資金放出ができず、コールレートは下限付近で推移することになる（「出し残りモデル」、BOX 図表 3-3）。2018 年度中、コールレートが総じて低位で安定的に推移した背景には、こうした構造的な要因があったと考えられる。

この点を検証するため、2018 年 4 月積み期間から 2019 年 3 月積み期間にかけて供給曲線が固定されていると仮定して、屈折のある供給曲線を推計した¹²。結果をみると、屈折の閾値（出し残りの解消点）および切片の推計値はそれぞれ 4.2 兆円、▲0.069%となり（BOX 図表 3-4）、この閾値を超えて出来高がついたときには概ね

12 本分析は、2018 年度の無担保コール（0/N 物）において資金の出し手と資金の取り手がそれぞれを投資信託と地銀・第二地銀に概ね固定されていることを踏まえて、供給要因を全て投資信託によって説明しようとしている。なお、ここでの推定の考え方は、下記の論文を参照している。

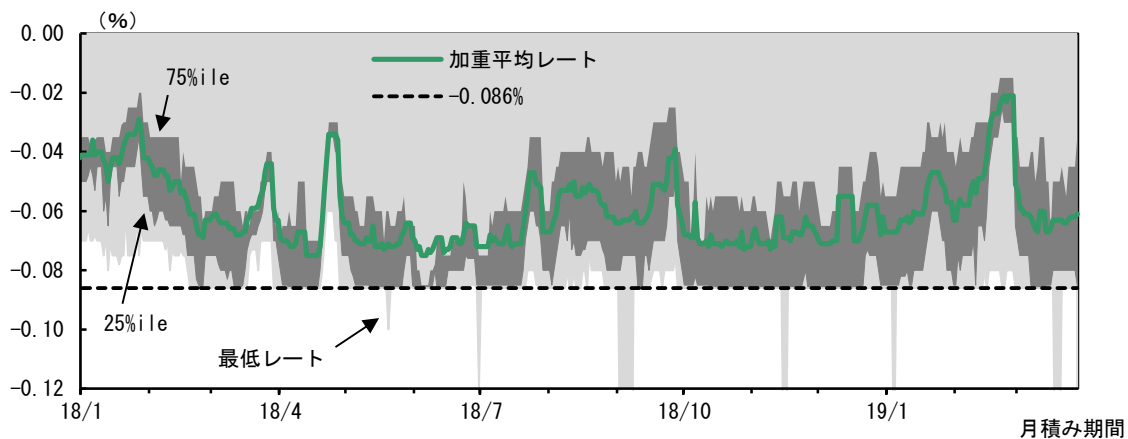
Hansen, B. E. (2017) “Regression kink with an unknown threshold,” *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol. 35(2), 228-240.

Fong, Y. Huang, Y. Gilbert, P. B. and Permar, S. R. (2017) “chnqpt: Threshold regression model estimation and inference,” *BMC bioinformatics*, Vol. 2018(1), 454-469

投資信託の出し残りが消え、加重平均レートが上昇している事実と整合的となった。なお、実際には、クレジットスコアの違いなどから、理論上の下限レートよりも高いレートで資金調達を行う先があるため、加重平均でみた下限レートは、(▲0.086%ではなく) ▲0.070%近傍となったと考えられる。

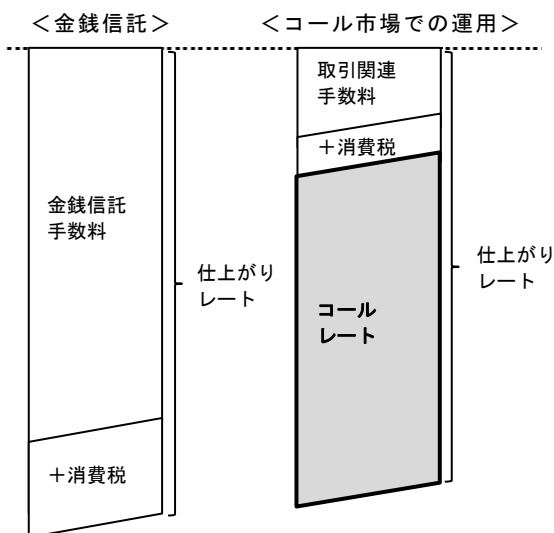
なお、得られた推計結果は一定の仮定に基づくものであり、結果については幅をもって見る必要がある¹³。

(BOX 図表 3-1) 無担保コール市場での出会いのばらつき

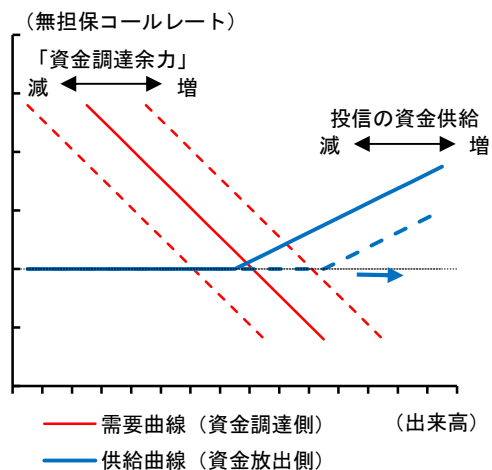


(注) 図中の薄いシャドーは取引があったレンジを示す。濃いシャドーは、出会いの分布のうち、25%ile点から75%ile点までを示す。点線は、多くの日で最低レートとなっていた▲0.086%を示す。

(BOX 図表 3-2) 投資信託の余剰資金運用目線

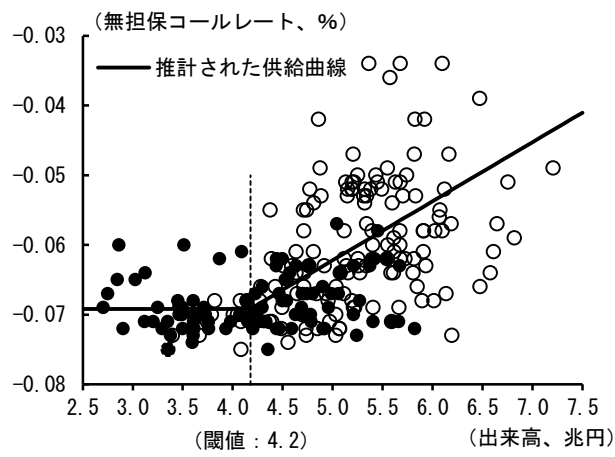


(BOX 図表 3-3) 出し残りモデル



13 本来的には同時性の偏りが生じ得るが、出し残りが発生していない日にサンプルを限定したうえで、地銀・第二地銀の「資金調達余力」(詳細については「2017年度の金融市場調節」のBOX3参照)を操作変数に用いて、(屈折のない)供給曲線を推計したところ、得られた結果は大きく変わらなかったことから、本推計には一定の合理性が認められる。

(BOX 図表 3-4) 供給曲線の推計結果



(注) 図中の黒点は、(一日の取引の大宗を占める) 午前中の取引が終わった段階で、▲0.086%でオファーを継続している投資信託が2社以上観察された日(出し残りがみられた日)を示す。白点はそれ以外。

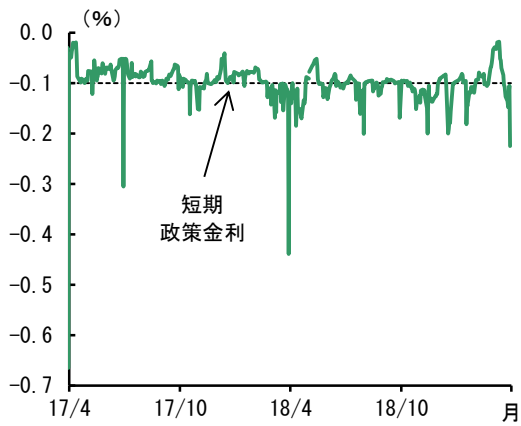
(2) レポ市場

GCレポレートは、証券会社による債券の購入資金調達のための取引などに加え、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%)近傍で推移した(図表3-4)。仔細にみると、2018年7月30~31日の金融政策決定会合前後では、金利がやや大きく変動する中、機動的な債券売買を行うために、投資家が一時的に資金調達(債券放出)を抑制したことなどから、GCレポレートがやや大きめに低下する局面がみられた。また、8月積み期間以降、2.(1)③で述べた基準比率の見直しにより、国内投資家の資金調達余力が幾分高まるもとの、一部の先でレポ市場での資金調度を積極化させる動きがみられた。こうしたもとの、2019年2月積み期間には、レポ市場での裁定取引に積極的な金融機関の政策金利残高が少なめとなる中で、GCレポレートは▲0.018%まで上昇する局面がみられた(後述BOX6参照)。なお、2017年度は、一部金融機関がバランスシート制約などを意識してレポ市場での資金調達(債券放出)を消極化する四半期末に、GCレポレートが低下する傾向がみられていたが、2018年度中は、①事前にターム物で債券調達を進める動きや、②こうしたレート低下を見越して、裁定目的で四半期末越えの資金調度を積極化する動きがみられたことなどもあって、2017年度にみられたようなGCレポレートの大きな低下は観察されなかった。

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、在庫が少なくなるため証券会社の債券調達ニーズが高まりやすい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。また、2018年7月30~31日の金融政策決定会合の前後では、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、指値オペなどを通じた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、こうした銘柄の需給が急速にタイト化し、SCレポレートが大きく低下した。このほか、10月以降は、後述するように、市中残高の特に少ない銘柄が、長期国債先物の受渡方式による決済に用いられる国債銘柄(受渡適格銘柄)のうち最も割安な銘柄(以下、「最割安銘柄」となるもとの、こうした銘柄を中心に需給がタイト化し、SCレポレートが大きく低下する局面も多くみられた。もともと、2019年入り後は、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3-5)。

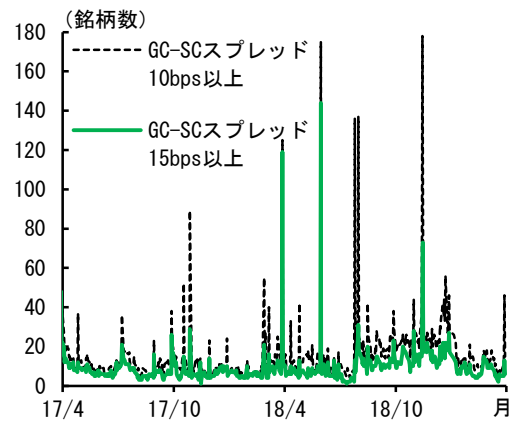
レポ市場の市場残高は、上述の基準比率の見直しにより、国内投資家の資金調達余力が幾分高まるもとの、金融機関間で日銀当座預金の三層構造を利用した裁定取引が活発に行われた結果、幾分増加した(図表3-6)。

(図表 3-4) GCレポレート



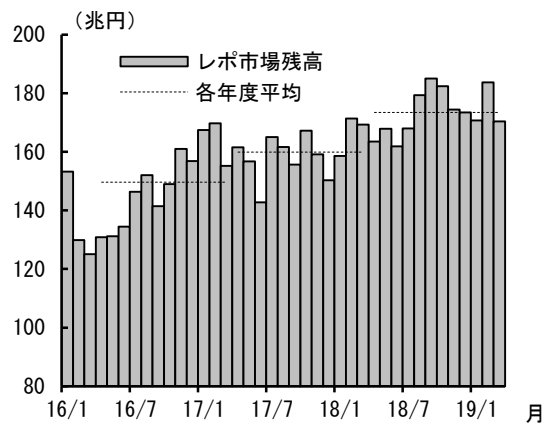
(注) 東京レポ・レート (0/N物)。2018年5月1日以前は同T/N物 (データは全てスタート日ベース)。

(図表 3-5) 貸借料が上昇した国債銘柄数の推移



(注) GCレポレートは、SCレポレート (T/N物、ただし、2018年5月1日以前はS/N物) と取引日が合致する東京レポ・レートを利用。

(図表 3-6) レポ市場残高



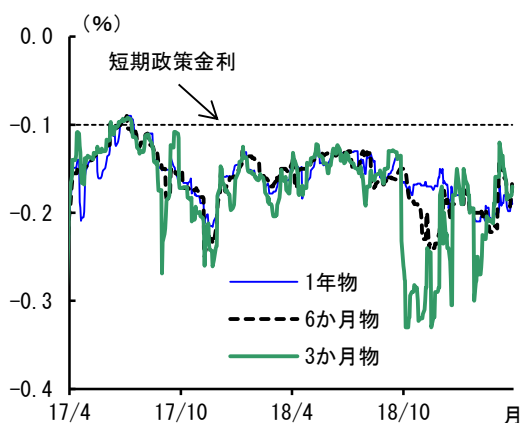
(注) レポ市場残高は現先取引および現担取引の合計。

(3) 国庫短期証券市場

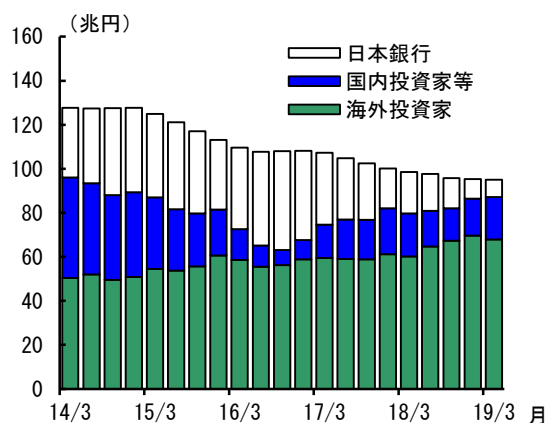
国庫短期証券（3か月物）の利回りは、総じてみれば▲0.3～▲0.1%程度と、短期政策金利（▲0.1%）を下回る水準で推移した（図表 3-7）。やや仔細にみると、2018年10月以降、12月末にかけては、為替スワップ市場においてドル調達プレミアム（3か月物）が拡大したことを受けた海外投資家（特にドル資金を保有する海外投資家）の旺盛な需要などを背景に、▲0.3～▲0.2%程度と、やや水準を切り下げて推移した（為替スワップ市場の円転コストが国庫短期証券の利回りに与える影響については、BOX 4 参照）。年明け以降、海外投資家の需要は一服したものの、国内投資家の担保需要や政策金利残高の発生を回避するための保有ニーズなどを背景に、概ね▲0.2%程度で推移した。

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（図表 3-8）。この背景としては、①ドル投円転コストを加味した利回り妙味が高水準で推移し、米国財務省短期証券を含めた各国の短期国債との対比でみて、本邦国庫短期証券での運用が魅力的となるもとの、ドル保有者が積極的に本邦国庫短期証券への投資を行ったことや、②引き続き、海外中央銀行などによる外貨準備の運用需要がみられたことなどが考えられる（図表 3-9）。この間、国内投資家の保有残高は、担保需要などを背景に、概ね横ばいとなっている。

(図表 3-7) 国庫短期証券の利回り

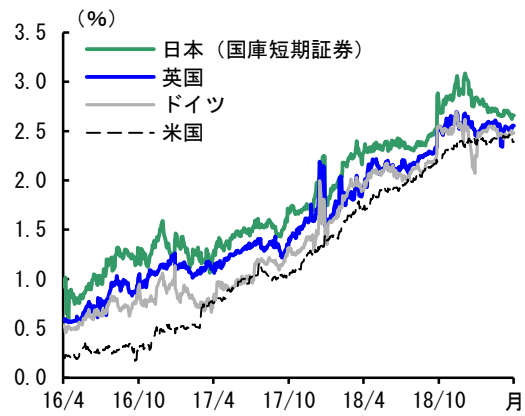


(図表 3-8) 国庫短期証券の主体別保有残高



(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。2019年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 3-9) 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（3か月物）の利回りは、2018年10～12月にかけて、海外投資家（特にドル保有者）の旺盛な需要などから、低水準で推移した。より仔細にみると、その水準は、同様にドル保有者の需要が観察されていた前年同時期を下回った（BOX 図表 4-1）。

海外投資家の需要は、①金利水準にかかわらず一定程度存在する需要と、②ドル投円転コストを加味した利回り妙味（ドル TED スプレッド+ドル調達プレミアム）に応じて変動する需要がある¹⁴。

このうち後者について、2018年10月以降の3か月物の利回り妙味を確認すると、概ね30～50bps程度で推移しており、前年同時期と比べて、特段高いわけではない（BOX 図表 4-2）。もっとも、2017年10～12月は、年末にかけて一時的に3か月物の利回り妙味が大きく高まったものの、期間を均してみれば、年限別の利回り妙味に大きな差がみられなかったのに対し、2018年10～12月は、長めの年限のドル調達プレミアムが縮小したことなどから、（2年物などと比べて）3か月物の利回り妙味が相対的に高い状態が継続した（BOX 図表 4-3、4-4、4-5）¹⁵。こうした年限間のドル調達プレミアムの差が、海外投資家からみた3か月物の利回り妙味の相対的拡大をもたらし、国庫短期証券（3か月物）に対する旺盛な需要を、一定程度後押しした可能性が考えられる。

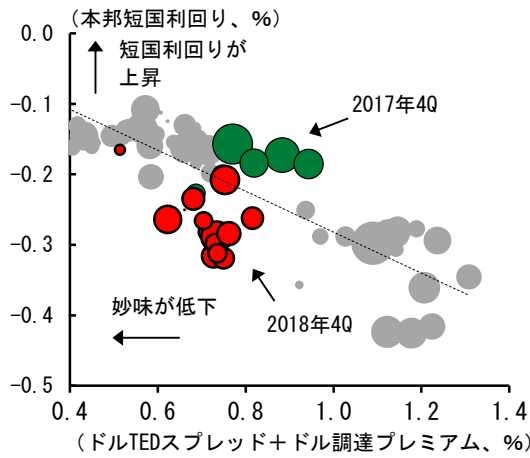
年限間のドル調達プレミアムの差が生じた背景としては、ドル需要サイドからみると、①2018年10月以降、本邦金融機関が3か月物での12月末越えのドル調達を前倒しで進める動きが継続してみられたことや、②長い目でみて、大手行中心にドル預金やTLAC債などの安定性調達が増加するもとで¹⁶、円投などによる長めのタームでのドル調達需要が落ち着いたことなどが指摘できる。ドル供給サイドからみると、米銀行勢における各種金融規制への対応の進捗などから、全体としてのドル資金運用ニーズが高まっているもとで、この間の米国イールドカーブのフラット化を眺め、こうした資金について長いタームでの運用を積極化させたことも寄与しているとみられる。ただし、1年超のドル調達プレミアムについては、サムライ債（非居住者による円建て債券）の発行などによる振れがあるため、幅をもってみる必要がある。

14 うち後者の需要のメカニズムについては、「2017年度の金融市場調節」のBOX 4 参照。

15 6か月超の利回り妙味については、同年限のドル調達プレミアムを用いて算出。ただし実務上は、同年限で為替ヘッジを行わないケース——例えば、2年債に投資する場合でも、為替ヘッジは3か月物をロールする形で実施する——もある点には留意する必要がある。

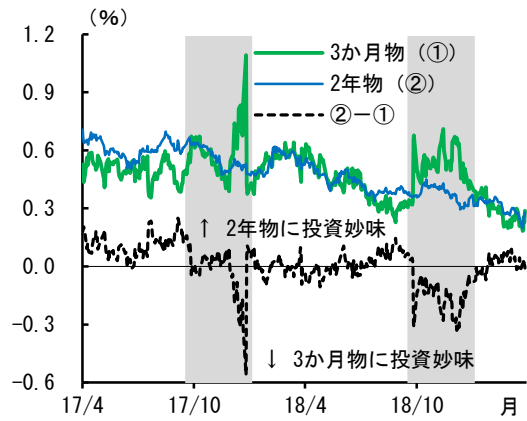
16 例えば、安定性ギャップ（流動性の乏しい貸出金と、顧客性預金、中長期円投、社債（TLAC債を含む）の安定性調達との差額）をみると、やや長い目でみれば縮小傾向にある。詳細は、「金融システムレポート」（2019年4月）IV. 4. を参照。

(BOX 図表 4-1) 「ドル TED スプレッド+ドル調達プレミアム」と国庫短期証券利回り



(注) バブルの大きさは、海外投資家による週次のネット買い越し額（後方4週移動平均）。期間は、2016年10月～2018年12月。

(BOX 図表 4-2) 利回り妙味の時系列比較

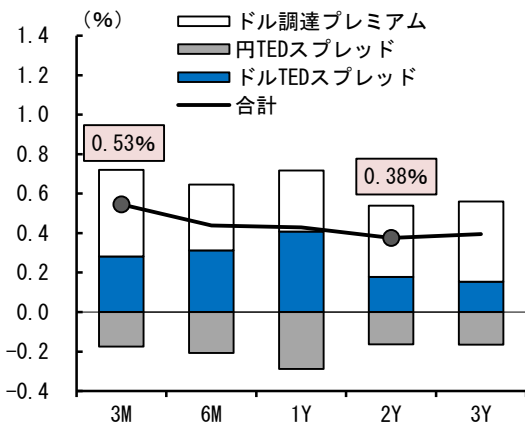


(注1) 2年物の利回り妙味の算出にあたっては、2年物スワップレートを使用。

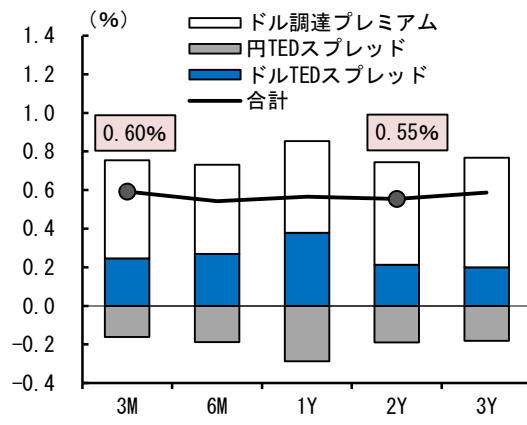
(注2) シャドーは、3か月物が年末越えを織り込んでいる期間。BOX 図表 4-5 も同様。

(BOX 図表 4-3) 年限別の利回り妙味比較

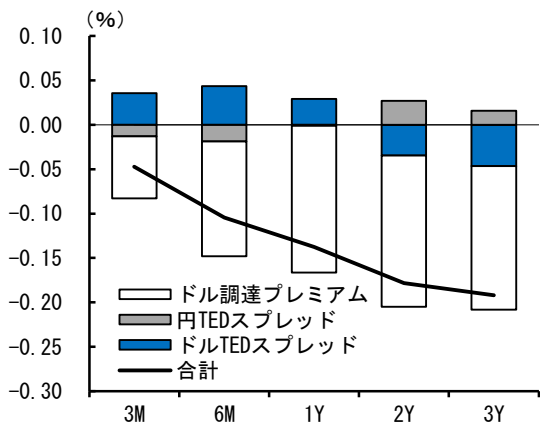
(2018年10月～12月平均)



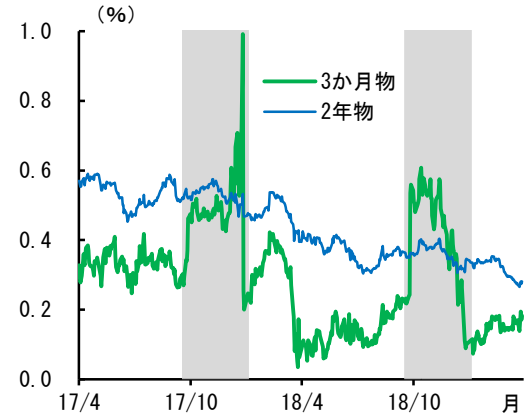
(2017年10月～12月平均)



(BOX 図表 4-4) 年限別の利回り妙味比較
(2018年10月～12月平均と
2017年10月～12月平均の差)



(BOX 図表 4-5) ドル/円ベース



(4) 国債市場

長期金利（10年債金利）は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもと、ゼロ%程度で安定的に推移した。

仔細にみると、7月中旬にかけては、海外金利が上下するもとでも、0.02～0.06%程度の極めて狭いレンジ圏内で推移した。2018年7月30～31日の金融政策決定会合前には同会合に向けた思惑などを背景に、また、同会合後には「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」のもとで、オペ運営を通じて金利上昇が促されるのではないかといった思惑などを背景に、金利が急速に上昇する場面がみられた。もっとも、8月2日に実施した、事前の「運営方針」では予定していなかった国債買入れなどを通じて、そうした思惑が後退するもとで落ち着きを取り戻し、8月中は横ばい圏内で推移した。その後は、海外金利につれて金利が上下する展開を辿った。すなわち、9月以降は、長期国債などの買入れを弾力的に実施する中、事前予想を上回る米国の経済指標などを受けて、米国債利回りが大幅に上昇したこともあって、わが国の長期金利も水準を切り上げ、0.10～0.15%程度で推移した。もっとも、10月中旬以降は、米中間の通商問題を巡る不透明感、内外株価や原油価格の下落、さらには米国の利上げ観測の後退などを背景に、長期国債先物主導で低下し、2019年1月4日には、一時▲0.05%まで低下した（この間の長期国債先物の割高化については、BOX5参照）。1月下旬以降は、グローバルに金利先高観が後退する中、国債需給の引き締まりが意識されたことなどから、▲0.05～ゼロ%程度のマイナス圏での推移が定着し、3月には、欧米の緩和的な金融政策スタンスを受けて海外金利が一段と低下したことを受けて、今年度最低となる▲0.10%まで低下した（図表3-10）。

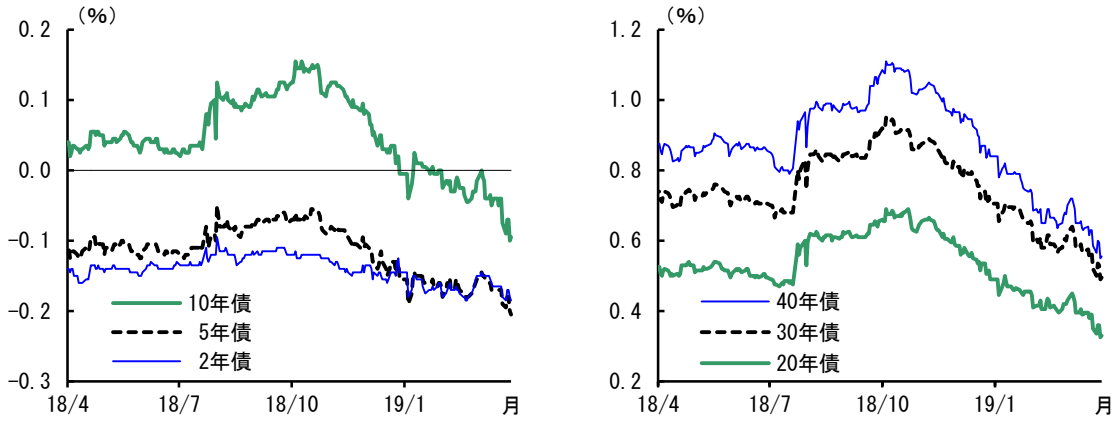
短中期金利についてみると、2年債金利は、ドル投円転コストを眺めた海外投資家の需要や、国庫短期証券対比の割安・割高さなどに応じた国内投資家の担保需要などの変化を受けて上下しつつ、▲0.18～▲0.10%程度で推移した。5年債金利は、7月中旬以降、10月にかけて、長期金利の上昇につれて、▲0.10～▲0.05%程度で推移した。もっとも、12月以降は、長期国債先物価格の大幅上昇につれて低下し、▲0.20～▲0.10%程度で推移した（図表3-10）。

超長期金利は、2018年7月30～31日の金融政策決定会合までは狭いレンジ圏で推移した後、海外金利につれて上下した。すなわち、同会合に向けた思惑などを背景に上昇した後、同会合後は、長期国債などの買入れを弾力的に実施する中、米国債利回りの上昇につれて、さらに上昇した。その後、11月以降は、米国債利回りが低下に転じ、さらには、2019年1月以降、生損保の3月末に向けた需要の高まりなどを背景に、低下傾向を辿った（図表3-10）。

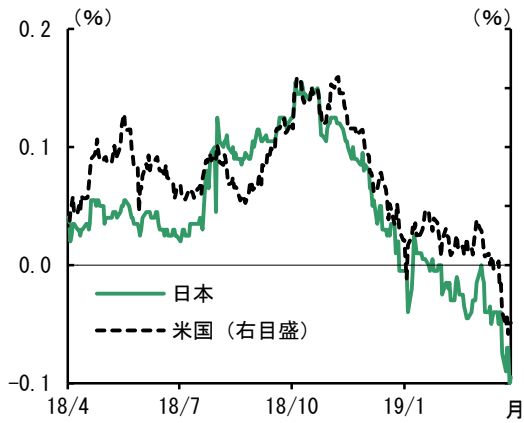
この間、海外金利との連動性をやや仔細にみると、2018年7月30～31日の金融政策決定会合で示された金融市場調節方針に沿って、弾力的なオペ運営を行う中、

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（図表 3-11）。また、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（図表 3-12）。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（図表 3-13）。

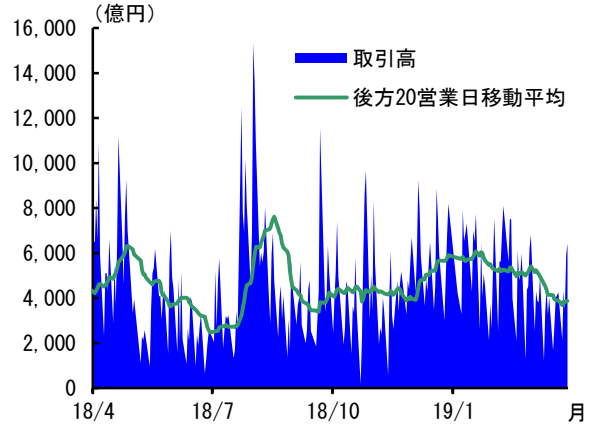
(図表 3-10) 国債利回り



(図表 3-11) 日米の長期金利



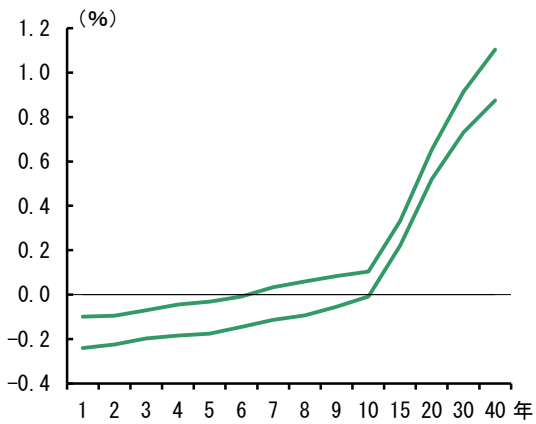
(図表 3-12) 業者間取引高



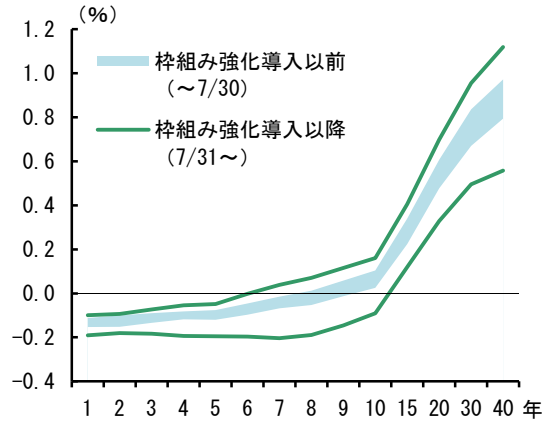
(注) 日本相互証券ベース。2～40年物国債と物価連動国債取引高の合計。

(図表 3-13) イールドカーブの変動幅

(2017年度)



(2018年度)



BOX 5 長期国債先物の割高化¹⁷

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（BOX 図表 5-1）。こうした中、一部の市場参加者からは、①受渡方式による決済の困難化に対する警戒感を背景に、長期国債先物取引が行いにくくなる可能性や、②最割安銘柄の需給タイト化につれて長期国債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、金利変動リスクへのヘッジ機能が低下する可能性を指摘する声が聞かれている。

そこで、まず、①について、長期国債先物の限月交代時の動きをみると、2018年度中は、2017年度までと同様に、特段の問題はみられなかった。仮に、決済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）の拡大が生じたりすることが予想されるが、現時点では、最割安銘柄の市中残高減少を前提に取引が行われるもとで、目立った動きは観察されなかった（BOX 図表 5-2、5-3）。

一方、②について、現物国債と長期国債先物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、先物および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（BOX 図表 5-4）。この背景としては、上述のとおり、最割安銘柄の市中残高が少ないもとで、（i）株価下落などを背景に、一部海外勢の需要が急速に強まったこと、（ii）現物国債の金利変動リスクをヘッジするため、長期国債先物を売り建てていた証券会社が、長期国債先物の価格が急速に上昇する中、損失確定の買戻しを行ったことなどが考えられる。この間、市場参加者からは、「債券市場参加者会合」などを通じ、個別銘柄の需給の歪みを懸念する声が聞かれた¹⁸。実際、SCレポ市場における個別銘柄の希少性について、銘柄別のGCレポレートとSCレポレートの格差（GC－SCスプレッド）の推移をみると、他の銘柄との比較でみて、10年340回債以降の最割安銘柄が恒常的に引き締まっていたことや、将来の最割安銘柄となる10年債でスプレッドが拡大した銘柄が散見されていた（BOX 図表 5-5）¹⁹。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

17 長期国債先物の役割や決済方法の詳細は、「2017年度の金融市場調節」のBOX 5 参照。

18 具体的には、「現物国債と長国先物の関係性がこのところ不安定であるため、金利変動リスクのヘッジを行いつらい」との声が聞かれた。第8回「債券市場参加者会合」の議事要旨については、以下を参照。

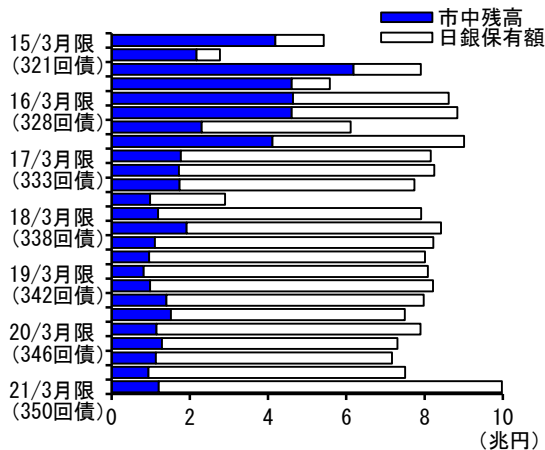
<http://www.boj.or.jp/paym/bond/mbond1812.pdf>

19 本分析は2018年度中の日次データでみた相対比較であり、結果については幅をもってみる必要がある。

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。

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、このことが長期国債先物のヘッジ機能や現物の取引動向に与える影響については、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

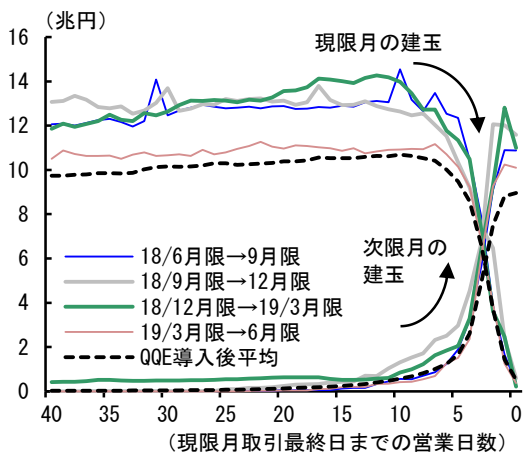


(注1) 2019年3月末時点。市中残高は、市中発行残高から日銀保有額を除いたもの。

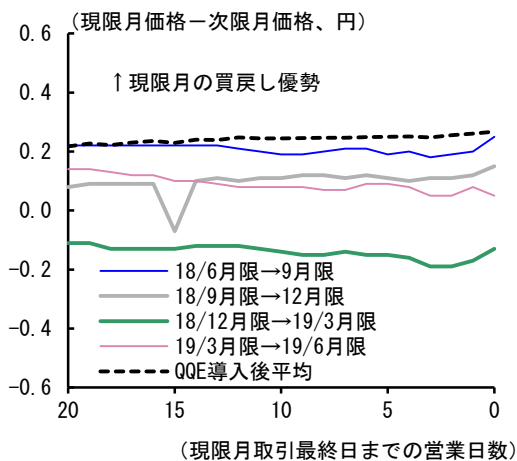
(注2) 括弧内は各銘柄の10年債の回数。

(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。

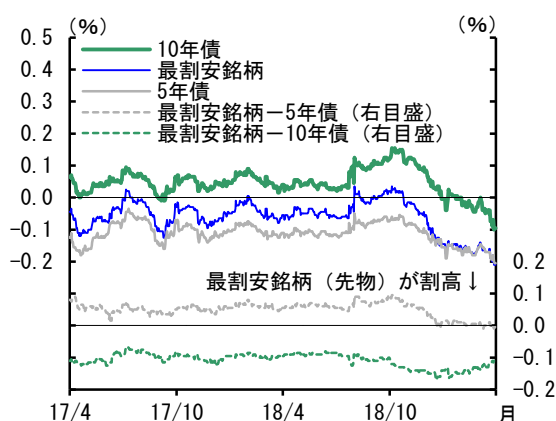
(BOX 図表 5-2) 限月交代前の先物建玉の状況



(BOX 図表 5-3) 限月交代前の現限月と次限月の価格差

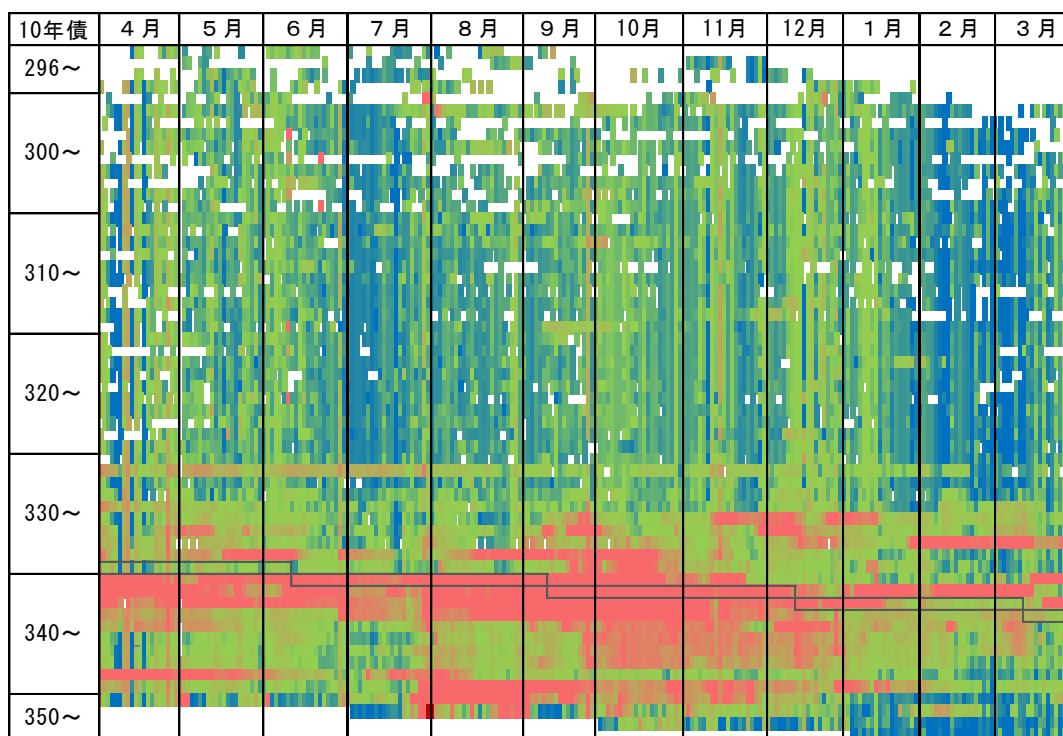


(BOX 図表 5-4) 5・10年債と最割安銘柄（長期国債先物）の金利の関係性



(BOX 図表 5-5) 10年債のGC-S Cスプレッドの推移

<10年債 296回~353回>



- (注1) 2018年度中における希少性の高い個別銘柄の変遷を視覚的に把握するため、個別銘柄の希少性を表す指標として、銘柄別のGCレポレートとSCレポレートの格差（GC-S Cスプレッド）に着目し、JBOND上で取引のあった全銘柄・全期間を通じてみた、GC-S Cスプレッドの上位5%を赤、同下位5%を青、残りの中間値を緑としたグラデーションを設定して色分けした。ただし、同スプレッドの水準が1%ptより大きい場合（例えば、7月31日および8月1日の10年351回債）には（より優先される条件として）濃い赤で色づけした。なお、白色は取引がなかったことを示す（10年295回債以前の銘柄についても取引がなかった）。
- (注2) GCレポレートは、SCレポレート（T/N物、ただし、2018年5月1日以前はS/N物）と取引日が合致する東京レポ・レートを利用。
- (注3) 10年339回債から同343回債の灰色枠は、同日における長期国債先物中心限月の最割安銘柄を示す。

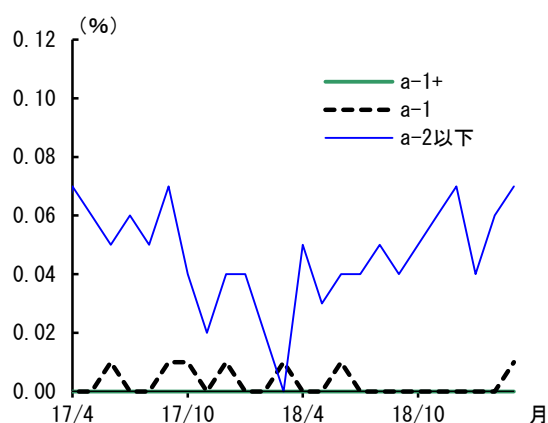
(5) CP市場

2018年度中のCP発行金利は、金融環境が極めて緩和した状態にあるもとで、引き続き、高格付け銘柄を中心にゼロ%程度で推移した(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、低水準のレートで資金調達が可能な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、2017年度を上回って推移した(図表3-15)。

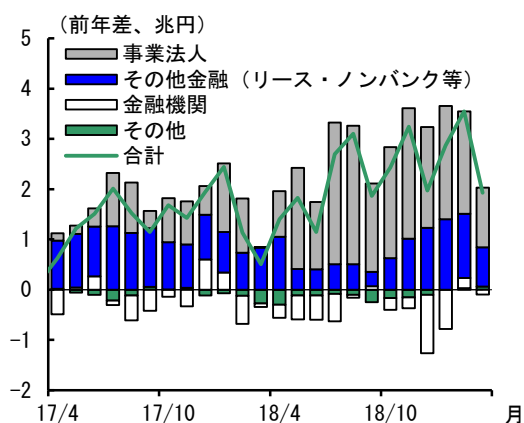
なお、この間のCP発行状況の特徴点について、やや長い目で仔細にみると、①平均デュレーションが長期化した状態が継続したほか(図表3-16)、②1銘柄あたりの発行残高が増加した(図表3-17)。もともと、③発行主体の広がりはあまりみられておらず、すでに発行している主体が残高を増やす動きが中心となった(図表3-18)。

(図表3-14) CP発行金利



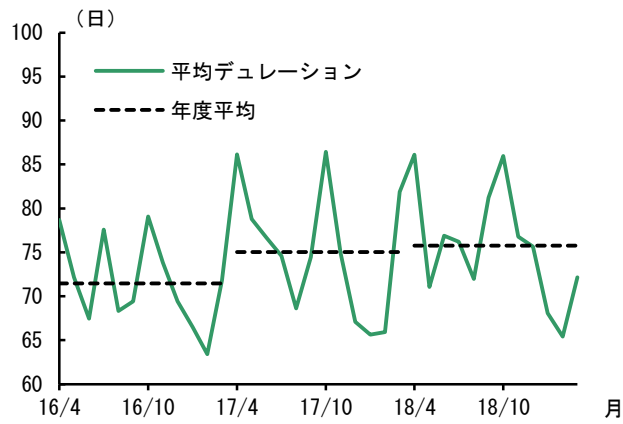
(注1) いずれも1か月物。
 (注2) 月次集計した事業法人(電力・ガスを含む)およびその他金融(リース・ノンバンク等)の合計。

(図表3-15) CP発行残高(業態別)



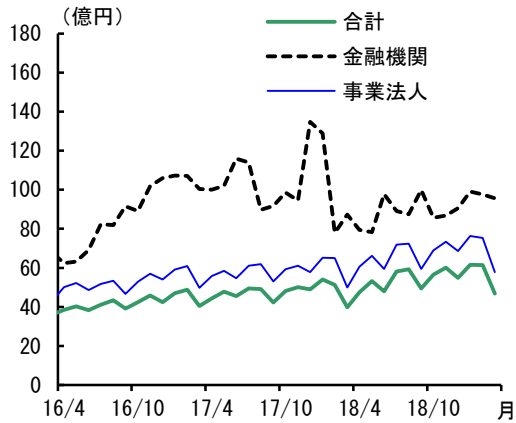
(注1) 月末時点。
 (注2) 事業法人は、電力・ガスを含む。

(図表 3-16) 新規発行銘柄の平均デュレーション (試算値)



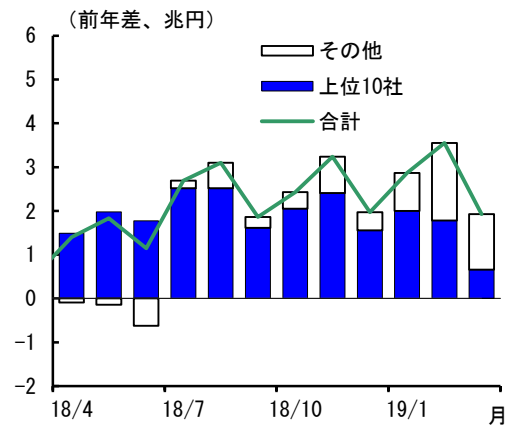
(注) 月中に新規発行されたCPの発行期間別額面金額から試算。

(図表 3-17) 1銘柄あたりの発行残高



(注) 発行残高を銘柄数で除して算出。

(図表 3-18) 発行上位企業の発行残高



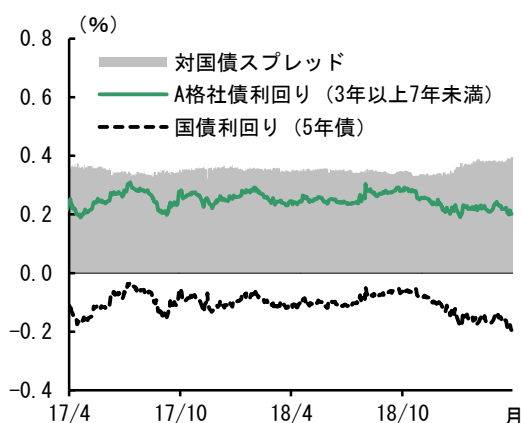
(注) 発行上位企業は、2018年度と2017年度の平均発行残高の差分を基準として、上位の企業を抽出した。

(6) 社債市場

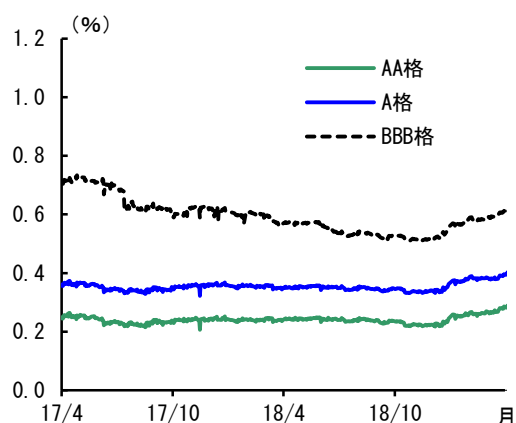
「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもと、ベースレートである国債利回りが低位で安定して推移する中、社債流通利回りおよび流通市場における対国債スプレッドは、低水準で推移した（図表 3-19）。年末以降、対国債スプレッドが幾分拡大しているものの、欧米に比べると、総じて落ち着いて推移している（図表 3-20）。

社債発行残高は、上述のような発行環境のもとで、2017 年度に続いて増加している（図表 3-21）。

(図表 3-19) 社債流通利回りと国債利回り

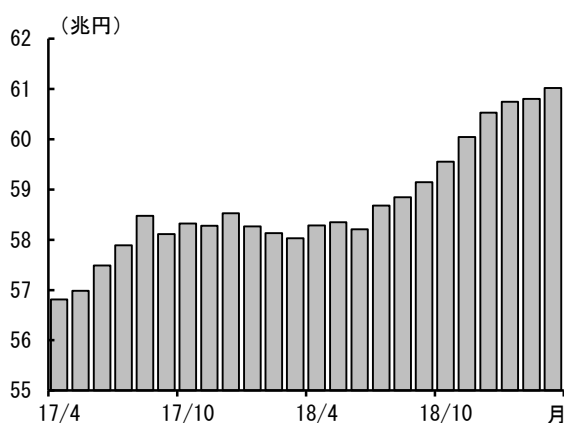


(図表 3-20) 社債流通利回りの対国債スプレッド



(注) 格付けはR&Iによる。図表 3-20 も同様。

(図表 3-21) 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。

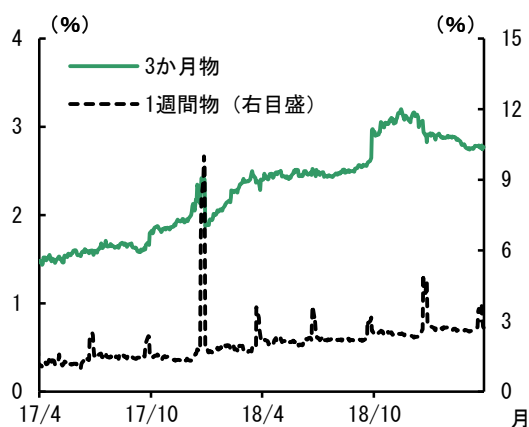
(7) 為替スワップ市場

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、2018年中は基調的に上昇した（図表3-22、3-23）。

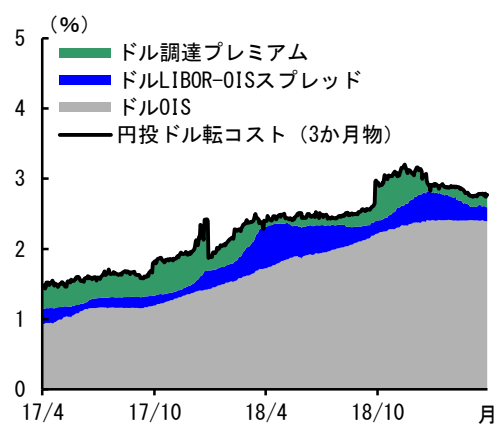
仔細にみると、2018年9月までは、ドルLIBORが横ばい圏内で推移する中、ドル調達コストは小幅の上昇にとどまった。その後、12月末越えを織り込むタイミングでは、レバレッジ比率規制やG-SIBsに対する規制を意識した外国銀行がドル資金放出を抑制することへの警戒感などから、早めに12月末越えのドル資金を手当てする動きがみられ、ドル調達コストは大きく上昇した。もっとも、こうした状況のもとでも、ドル調達自体が困難になるといった問題が生じることはなかった。

2019年入り後は、こうした年末要因や米国の利上げ期待の剥落から、ドル調達コストは幾分低下し、落ち着いて推移している（図表3-22、3-23）。

(図表 3-22) 短期の円投ドル転コスト



(図表 3-23) 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。

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

2018 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銀当座預金を 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 月～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、2018 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 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 ²⁰	
	「MRF に関する特則の適用対象預金残高」 ²¹	
	「マクロ加算額（基準平残 ²² ×基準比率 ²³ ）」	
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%

20 「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平成二十八年熊本地震にかかる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）。

21 2015 年 1 月～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。

22 「補完当座預金制度の利息の計算方法における新規先に関する特則」に基づくみなし基準平均残高を含む（5.（2）②参照）。

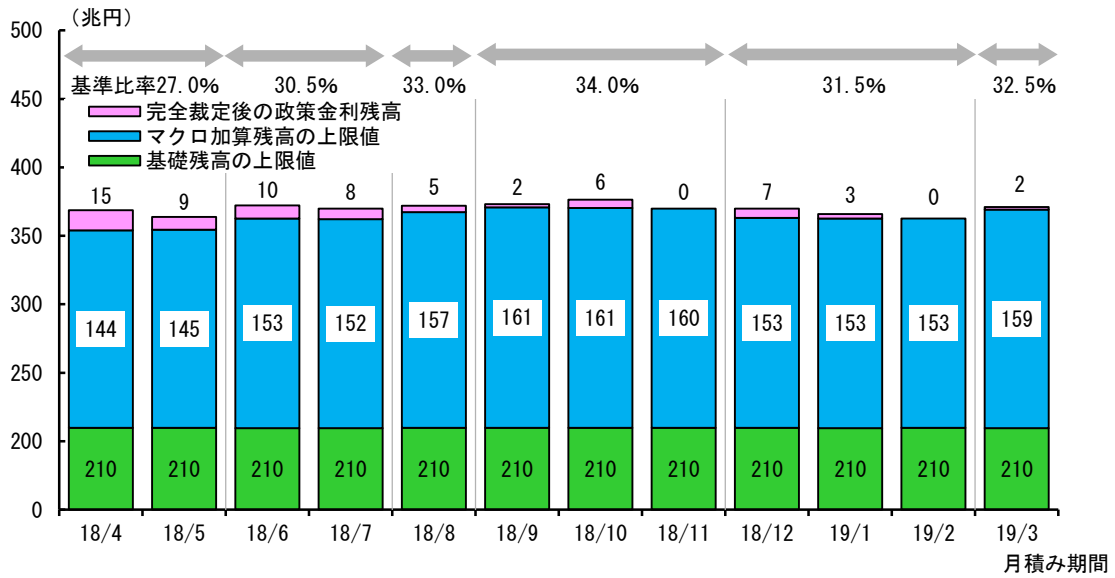
23 すべての金融機関に対して一律に適用される比率。日本銀行は、当座預金残高のマクロ的な増加に応じて、原則として 3 か月に 1 回、基準比率の見直しを行うことで、ゼロ金利を適用するマクロ加算残高を定期的に調整し、「完全裁定後の政策金利残高」が一定の範囲内で推移するようにしている。

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日銀当座預金の上限値として作用する。そして、金融機関によって、実際の日銀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、日銀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。こうした「余裕枠」の有無は、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、各金融機関は、日銀当座預金残高に応じて適用される付利金利よりも低い（高い）金利で資金を調達（運用）し、その資金を日銀当座預金に預け入れる（から放出する）ことによって、利鞘を確保する（政策金利残高を減らす）インセンティブがある。

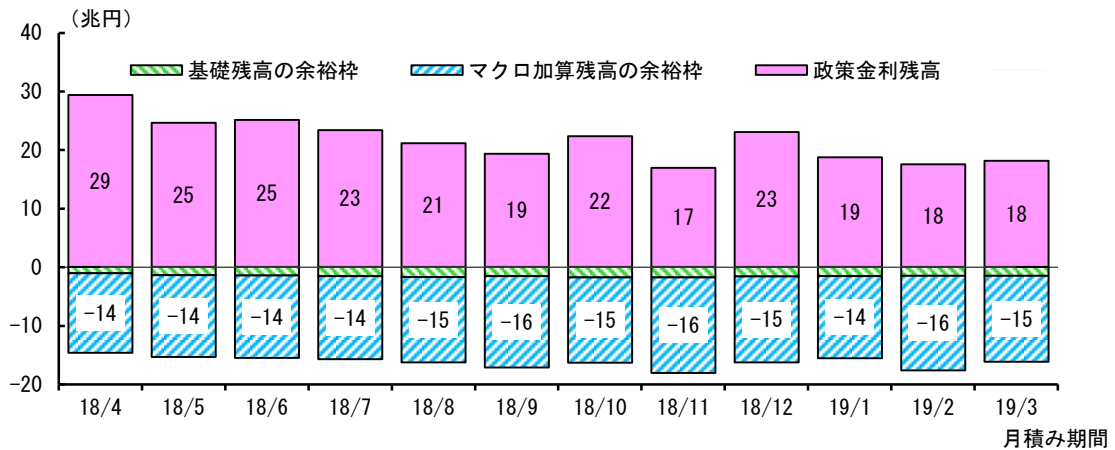
こうした裁定取引を通じて、基礎残高やマクロ加算残高の「余裕枠」を保有する金融機関が、その「余裕枠」を全て利用するまで、政策金利残高を保有する金融機関から資金を調達すると仮定した場合に、なお残る政策金利残高のことを「完全裁定後の政策金利残高」と呼んでいる。日本銀行は、「完全裁定後の政策金利残高」が一定の範囲内で推移するよう、原則として3か月に1回、基準比率の見直しを行っている。具体的には、日本銀行は、2018年7月積み期間までは、同残高が平均して10兆円程度で推移するように、基準比率を設定した。その後、2018年7月30～31日の金融政策決定会合では、同残高を「長短金利操作の実現に支障がない範囲で、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。これを受けて、日本銀行は、8月積み期間以降、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（図表4-2、こうした「完全裁定後の政策金利残高」の減少が短期金利に与える影響については、BOX6参照）。このほか、2019年3～5月積み期間については、昨年と同様、一般財政の受払いの季節性を踏まえ、「完全裁定後の政策金利残高」の大きな変動を避ける観点から、3月積み期と、4月および5月積み期とで、異なる基準比率を設定した。

もっとも、依然として、政策金利残高を有する金融機関から「余裕枠」を有する金融機関に、完全に資金が移動することはなく、むしろ「余裕枠」は小幅ながら拡大を続け、実際の政策金利残高は、その分だけ「完全裁定後の政策金利残高」より多い、15～30兆円程度となった（図表4-3）。

(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



(図表 4-3) マクロ加算残高等の「余裕枠」と政策金利残高



② 業態別にみた当座預金の三層構造

日銀当座預金残高の三層構造の動向を業態別にみると、外国銀行で政策金利残高が増えた一方、その他の補完当座預金制度適用先で政策金利残高が減少した（図表4-4）。以下では、業態毎にやや仔細に状況を確認する。

まず、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で行うことなどで、政策金利残高を生じさせず、かつ「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。仔細にみると、マクロ加算残高の上限値が引き上がった以上に、預貸ギャップが拡大したことなどから、資金運用サイドにまわる局面が徐々に多くなった（図表4-5）。

地銀・第二地銀については、それぞれの日銀当座預金の規模などに応じて、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から、「余裕枠」があり主に資金の取り手となる先まで、区々である。業態全体としてみると、マクロ加算残高の上限値が引き上がる中、預貸ギャップが縮小したことなどから、資金需要が拡大しており、無担保コール市場を中心に、積極的に資金調達を行った（図表4-5）。もっとも、裁定取引の収益性の低さや事務負担を勘案し、「余裕枠」があっても日銀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、日銀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、「余裕枠」を相応に残す状態が続いた。

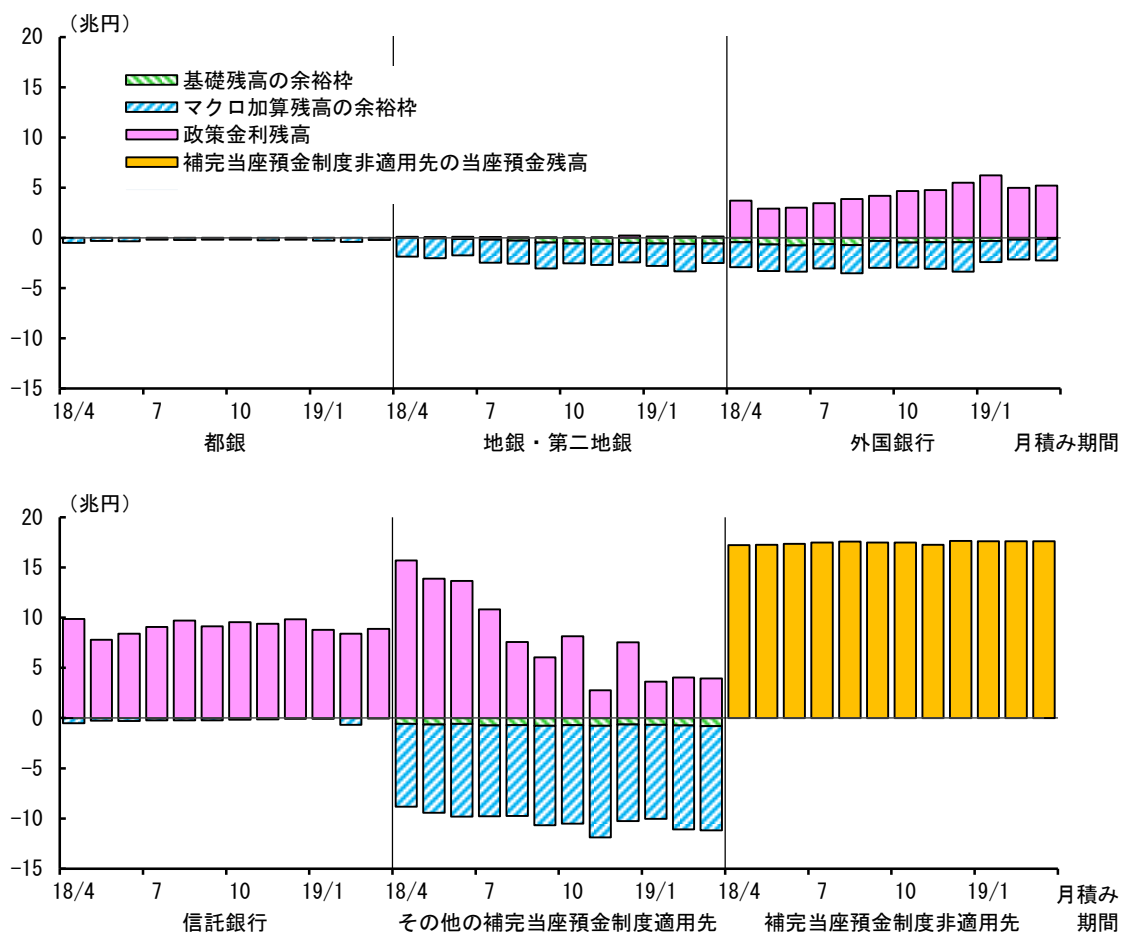
外国銀行については、為替スワップ市場での円資金調達コストが相対的に低位で推移する中、政策金利残高を保有するコスト（▲0.1%）を考慮しても、十分な収益を確保できるとして、日銀当座預金を積極的に積み増す先があり、政策金利残高が増加した。もっとも、グループ全体の資金繰り運営方針のもとで、「余裕枠」を残す先も依然として多くみられた。

信託銀行は、投資信託などの余剰資金が高止まりする中、引き続き、多額の政策金利残高を保有した。やや仔細にみると、コール市場での資金運用により政策金利残高を圧縮した先もみられる一方、委託者に対するマイナス金利相当分のコスト転嫁が定着するもとの、政策金利残高の保有に抵抗感を示さない先もみられ、業態全体として政策金利残高を圧縮するには至らなかった。

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）については、「余裕枠」の多寡や、裁定取引に対するスタンスは個別の金融機関毎に大きく異なっている。総じてみれば、政策金利残高を保有している先には、裁定取引に積極的な先と消極的な先がある一方で、「余裕枠」を保有する先は殆どが裁定取引に消極的である。このため、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。

この間、補完当座預金制度非適用先の当座預金残高は、概ね横ばいで推移した。

(図表 4-4) 三層構造の業態別分布

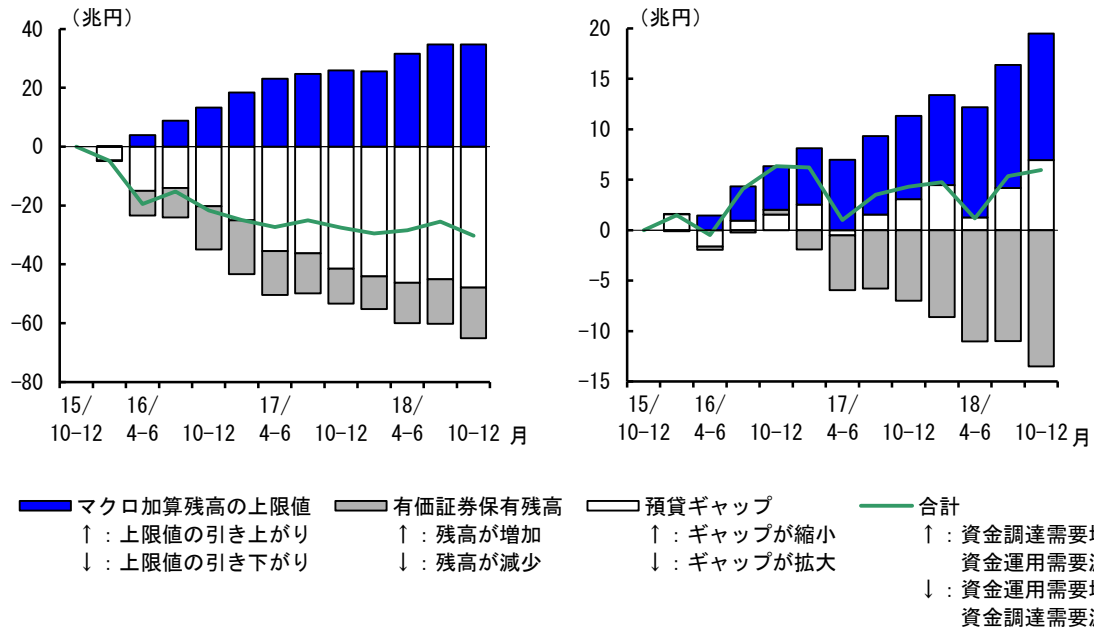


- (注1) その他の補完当座預金制度適用先は、その他準備預金制度適用先と準備預金制度非適用先の合計。
(注2) その他準備預金制度適用先には、信用金庫（預金残高1,600億円超）、ジャパンネット銀行、セブン銀行、ソニー銀行、楽天銀行、住信SBIネット銀行、じぶん銀行、イオン銀行、大和ネクスト銀行、オリックス銀行、新銀行東京（2018年4月末まで）、新生銀行、あおぞら銀行、SBJ銀行、整理回収機構、農林中央金庫、ゆうちょ銀行、ローソン銀行（2018年9月16日から）、GMOあおぞらネット銀行（2018年10月1日から）を含む。
(注3) 準備預金制度非適用先には、証券会社、短資会社、証券金融会社、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。

(図表 4-5) 都銀および地銀が直面している資金偏在の初期状態

(都銀)

(地銀・第二地銀)



- (注1) 資金偏在の初期状態に関する考え方の詳細については、「2017年度の金融市場調節」のBOX7参照。
- (注2) 月末残高の四半期平均。2015年10-12月を起点として、そこからの差額を示したもの。
- (注3) 「預貸ギャップ」は、預金+譲渡性預金-貸出金。「有価証券投資」は国庫短期証券を含む。
- (注4) 「マクロ加算残高の上限値」は、「マクロ加算額(基準平残×基準比率)+貸出支援基金等利用残高のうち2016年3月末からの増加分+「所要準備額」。
- 「マクロ加算残高の上限値」は、「所要準備額」、「貸出支援基金等の平均残高」等、「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)」で構成される。このうち、「貸出支援基金等の平均残高」等は、貸出支援基金等の利用残高と、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、資金調達・運用需要の変動を分析するにあたり、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「貸出支援基金等の平均残高」等の金額を算出したうえで、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。加えて、同業態内に貸出支援基金等の利用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。なお、「貸出支援基金等の平均残高」等や「基礎平残」の金額は、「業態別の日銀当座預金残高」から算出。「MRFに関する特則の適用対象預金残高」は、ゼロとしている。

BOX 6 「完全裁定後の政策金利残高」の減少と短期金利への影響

2018年7月30～31日の金融政策決定会合で、「完全裁定後の政策金利残高」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。このため、日本銀行は、2018年7月積み期間までは、同残高が平均して10兆円程度で推移するように基準比率を設定していたが、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。

この間、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。もっとも、実際には裁定取引が完全に行われるわけではなく、政策金利残高が発生したため（本文図表4-3）、短期市場金利はマイナス領域で推移した。そうした中、コールレートやGCレポレートをみると、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。

このように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。すなわち、基準比率の変更や一般財政の受払いが与える影響は各金融機関で一律ではないため、「完全裁定後の政策金利残高」がともにゼロであっても、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い（BOX図表6-1）。このことは、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。すなわち、2月積み期間は、11月積み期間よりも基準比率が引き下げられた（34.0→31.5%）もとで、短期金融市場での裁定取引に積極的でない金融機関の政策金利残高が増加したまま積み上がった一方、裁定に積極的な金融機関の政策金利残高が元々少なめであった結果、全体として短期金融市場（特にレポ市場）での資金放出が減少し、短期金融市場（特にレポ市場）におけるレート上昇圧力に繋がった可能性がある。

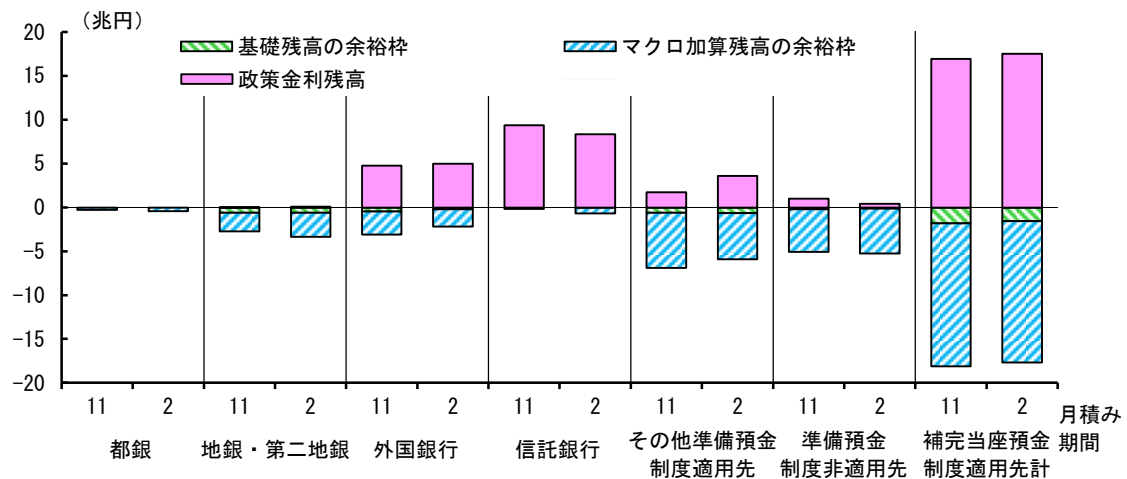
こうした裁定取引に積極的な金融機関の政策金利残高と短期金利の関係はデータからも示すことができる。上述のとおり、一部裁定取引に積極的な個別金融機関は存在するものの、相対的には短期金融市場において裁定取引に積極的でない個別金融機関が多いと考えられる業態²⁴である「その他準備預金制度適用先」を除いた「完全裁定後の政策金利残高」と、コールレートおよびGCレポレートとの関係をみると、両者の間には、負の相関関係があることがわかる（BOX図表6-2）。同残高は、11月積み期間に比べて、2月積み期間では2兆円程度少なくなっており、そのもと

24 ①コール取引において、都銀等、地銀・地銀2、信託、証券・証金、②レポ取引（債券現先取引）において、都銀、地銀、地銀2、信託、外国人、債券ディーラーが、それぞれの市場の取引残高全体に占める割合が高いことを踏まえれば、これらに該当しない「その他準備預金制度先」を除くことには一定の合理性はある。

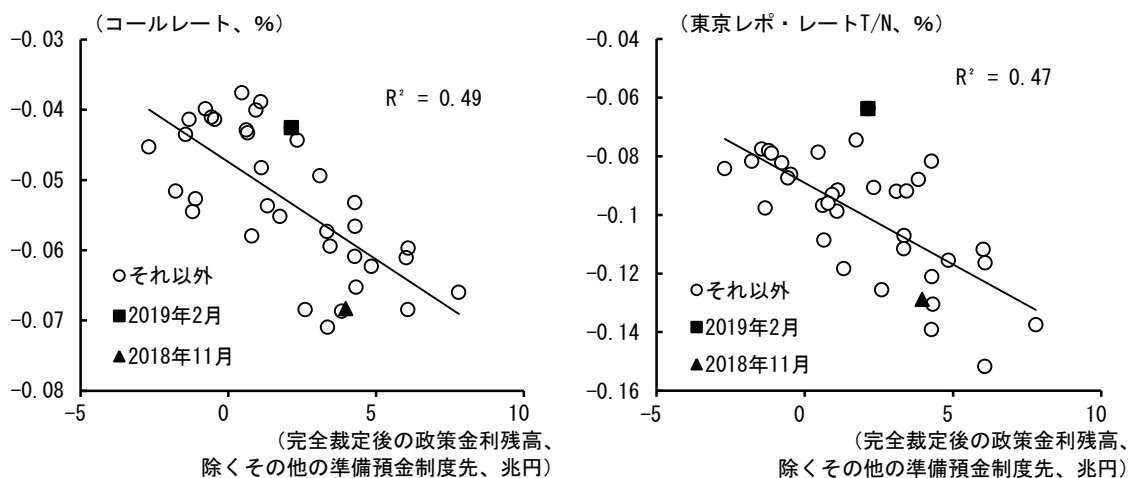
でレートは上昇した（ただし、過去の関係と比べても2月積み期間のGCレポレートは高めとなった）。

なお、繰り返しとなるが、ここでは便宜的に「その他準備預金制度適用先」を除いたが、当該業態にも短期金融市場で裁定取引を積極的に行う先が存在する一方、当該業態以外でも、こうした裁定取引に消極的な先も存在する。また、その裁定取引に対するスタンスも、その時々短期金利の水準、資金偏在の状況や裁定取引の収益性などに応じて区々であり、実際、2月積み期間には、短期金利がやや大きめに上昇する中で、これまで裁定取引に消極的だった先も、裁定取引を幾分積極化させたとの声が聞かれている。こうした点を踏まえると、短期金利の動向を把握するためには、「完全裁定後の政策金利残高」だけでなく、業態間や個別金融機関間での資金ポジションの違いをより丁寧に把握していくことが重要と考えられる。

(BOX 図表 6-1) 2018年11月積み期間と2019年2月積み期間の比較



(BOX 図表 6-2) 完全裁定後の政策金利残高と短期市場金利



(注) 積み期間の平均レート（コールレート、東京レポ・レート T/N）は、決済日かつ営業日ベースでの平均値。

(2) 国庫短期証券の買入れ

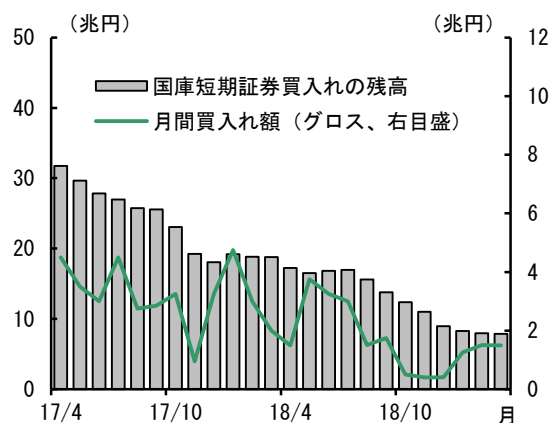
国庫短期証券買入れについては、概ね週1回のペースで、1回当たり1,000億～12,500億円のオファーを行った。この間、国庫短期証券の流通利回りは、上述のとおり、2018年度中は、総じてみれば▲0.3～▲0.1%程度と、短期政策金利(▲0.1%)を下回る水準で推移した。

日本銀行は、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、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利回り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、オファー額や日程を決定している。特に、2018年7月30～31日の金融政策決定会合以降は、同会合で導入を決定した「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」の趣旨を踏まえて、国庫短期証券買入れをより柔軟に運営した。

具体的には、国庫短期証券買入れの日程について、これまで原則として入札日の翌日に実施してきたが、2018年10月の「運営方針」において、10月初回の国庫短期証券買入れは、10月2日（入札日の翌々日）を予定している旨を事前に公表し、2018年10月以降は、入札日翌日のオペを実施しなかった。また、1回当たりのオファー金額についても、例えば、2018年10月以降、海外投資家（特にドル資金を保有する海外投資家）の旺盛な需要などを踏まえて、12月末にかけて1,000億円とするなど、柔軟に調整した。

こうした運営方針のもとで、買入れ残高は、2018年12月末にかけて、毎月概ね1兆～2兆円のペースで減少したが、その後は減少ペースが緩やかとなり、2019年3月末の残高は7.8兆円と、前年比11.0兆円の減少となった（図表4-6）。

(図表 4-6) 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

2018年度中は、「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った。この間、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」が決定されると、国債買入れに際して、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²⁵、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こととされた²⁶。以下では、同会合の前後に分けて、国債買入れの運営状況を振り返る。

① 「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」決定前の長期国債の買入れ

2018年6月には、2018年入り後の金利上昇局面において買入れ額を増額していた3年超5年以下および5年超10年以下ゾーンについて、金利が落ち着いて推移するとともに、4月からの発行額減額もあって需給がタイト化していたことなどから、買入れ額を段階的に減額した（3年超5年以下：3,300→3,000億円、5年超10年以下：4,500→4,300→4,100億円）。また、7月には、10年超ゾーンについて、投資家需要の強さなどを映じて需給がタイト化したことなどから、買入れ額を減額した（10年超25年以下：1,900→1,800億円、25年超：700→600億円）。

その後、2018年7月の金融政策決定会合前には、同会合に向けた思惑などを背景に、金利が急速に上昇したことから、10年債を対象とした固定利回りの指値オペを合計3回実施した（図表4-7）。すなわち、7月23日には、朝方から長期金利が急速に上昇したことから、10年債を対象とした固定利回り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となった）。その後も、金利上昇圧力が強い状態が続いたことから、同月27日、30日と2営業日連続で指値オペを実施した（いずれもオファー額は無制限。27日は応札額940億円、30日の応札額は過去最大の16,403億円²⁷となった）。この間、指値オペのレート水準については、市場動向を踏まえて、新発債利回りで、23日には0.11%、27日、30日には0.10%とした。

25 同日夕方の総裁定例記者会見において、「長期金利の変動幅については、イールドカーブ・コントロール導入後の金利変動幅、概ね±0.1%の幅から、上下その倍程度に変動しうることを念頭に置いている」旨の発言があった。

26 また、「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」とこととされた。

27 30日の指値オペでは、16,403億円の応札がみられたが、落札された銘柄の一部が、決済日である31日に決済されなかったため、減額措置を実施した。

② 「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」決定後の長期国債の買入れ

2018年7月30～31日の金融政策決定会合後は、政策金利のフォワードガイダンスが導入されたことなどを背景に、長期金利は一旦低下したものの、同日夕方の総裁定例記者会見における「長期金利の変動幅については、イールドカーブ・コントロール導入後の金利変動幅、概ね±0.1%の幅から、上下その倍程度に変動しうることを念頭に置いている」旨の発言を受けて、再び金利が急速に上昇した。こうした市場動向を踏まえ、8月2日午後2時に、事前の「運営方針」では予定していなかった5年超10年以下ゾーンの国債買入れ(4,000億円)を実施した²⁸(図表4-7)。

その後も、日本銀行は、2018年7月30～31日の金融政策決定会合で決定された金融市場調節方針のもとで、長期国債などの買入れを弾力的に実施した。すなわち、月次の「運営方針」において、国債買入れ頻度や買入れ実施日の設定について、これまでよりも柔軟な対応を進めたほか、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た(図表4-8)。

仔細にみると、まず、国債買入れ頻度の設定について、2018年8月までは1年超5年以下、5年超10年以下ゾーンは月6回、10年超ゾーンは月5回実施していたが、9月以降、曜日構成も踏まえつつ、「運営方針」で買入れ頻度を減らす方針を累次に亘って示した(図表4-8)。この結果、2019年3月には、主要3ゾーンの買入れ頻度は、月4回まで減っている。

次に、買入れ実施日についてみると、これまで、国債の入札日翌日に対象となるゾーンの買入れを実施してきたが、11月以降、月間を通した日程のバランスや市場動向を踏まえつつ、これまでよりも柔軟に実施日程を設定した。

このほか、2019年1月以降、個別銘柄の需給を過度に歪めないことにも配慮しつつ、金融市場の情勢などを勘案し、5年超10年以下ゾーンについて、買入れ毎に対象銘柄を判断する際、対象外となる銘柄を拡大した²⁹。

この間、「運営方針」において国債買入れ頻度を減らしてから月最初のオペでは、市場動向を踏まえつつ、対象ゾーンの買入れ額を増額ないし据え置いたほか(図表4-8)、これら以外のオペでも、その時々々の市場動向に応じ、買入れ額を柔軟に調整した。すなわち、9月21日には、投資家需要の強さなどを映じて需給がタイト化したことなどから、25年超ゾーンの買入れ額を減額した³⁰(600→500億円)。12月

28 同オペについては、前月末の「運営方針」では予定していなかったオペを、買入れ銘柄の残存期間が重複する国債(10年債)の入札日当日に実施した。ただし、当日に入札が行われた銘柄(10年351回債)は買入れ対象外とした。

29 買入れの対象外となる銘柄を10年342～344回債から10年342～350回債に拡大した。なお、こうした見直しのきっかけとなった長期国債先物の割高化については、BOX5参照。

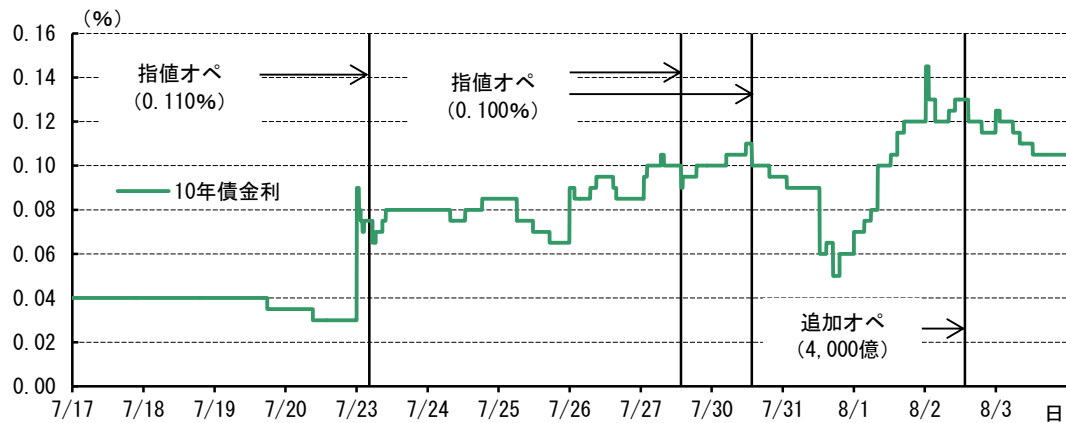
30 同日のオペについては、10年超という区分でみれば、買入れ銘柄の残存期間が重複する国債(20年債)の入札日翌日に減額した。

14日には、5年超10年以下ゾーンの買入れ額を減額した（4,500→4,300億円）。さらには、2月12日に、10年超25年以下ゾーンの買入れ額を減額した（2,000→1,800億円）。

こうした中、2018年度中の国債買入れの応札倍率（応札額／落札額）は、最終投資家需要の強まりや、市中残高比率の低下などもあって、10年以下ゾーンにおいて低下した（図表4-9、BOX7参照）。

以上のような長期国債買入れの結果、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おり、10年債金利は、2018年度中、ゼロ%程度の操作目標に沿って推移した（図表4-10、4-11）。また、2018年7月30～31日の金融政策決定会合で決定された金融市場調節方針に沿って、長期国債などの買入れを弾力的に実施する中、ひと頃と比べると、経済・物価情勢や海外金利の動向などに応じた柔軟な価格形成がなされている。

(図表 4-7) 7月金融政策決定会合前後のオペ運営



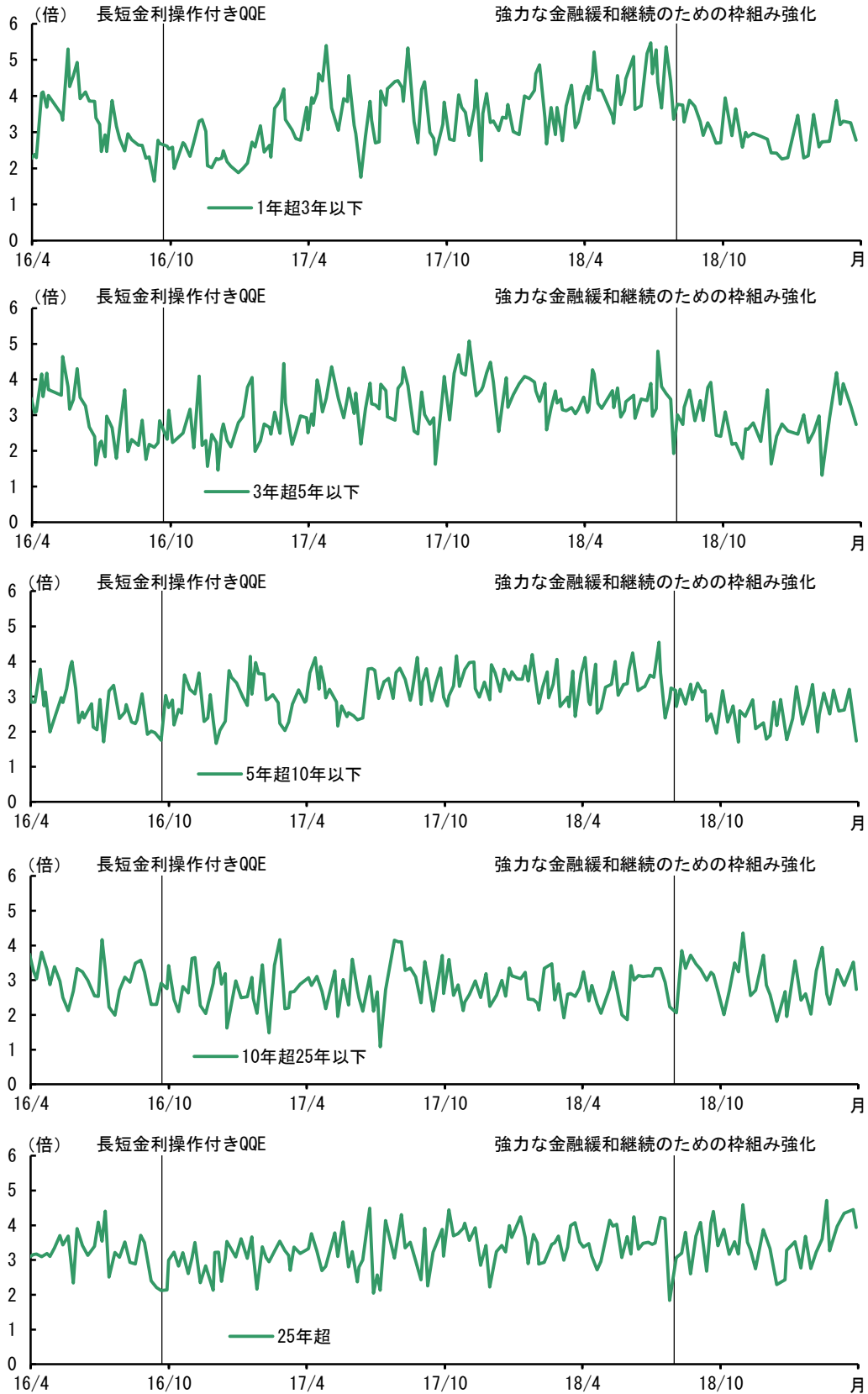
(図表 4-8) 月次の「運営方針」の変遷

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~ 6,500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

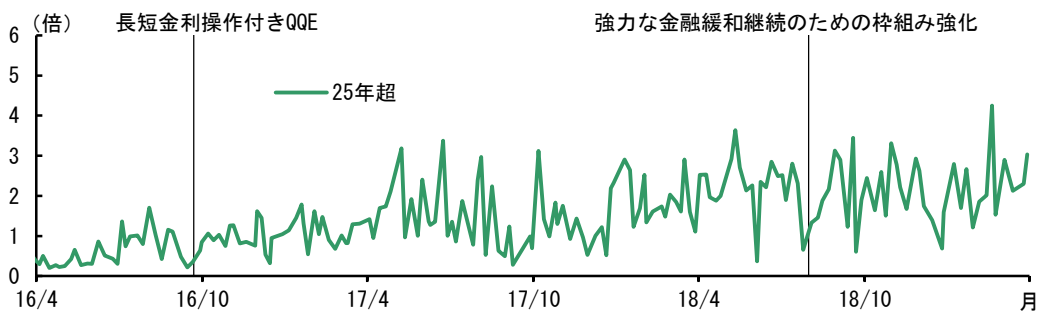
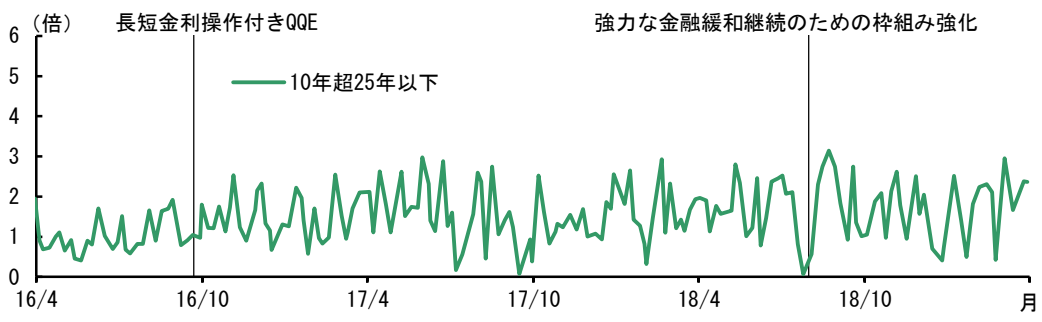
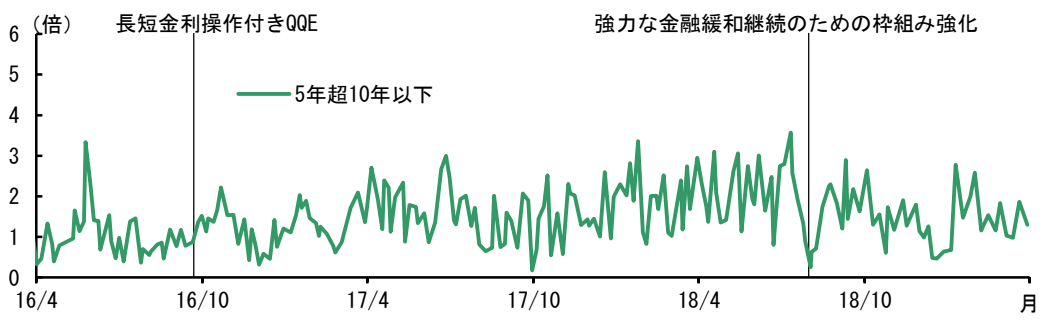
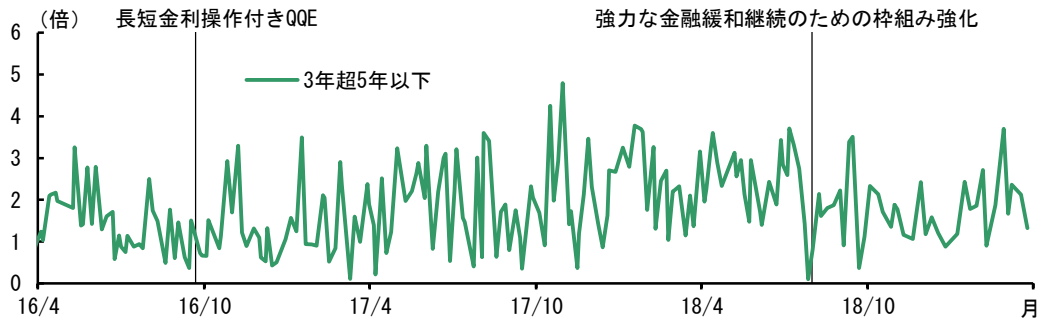
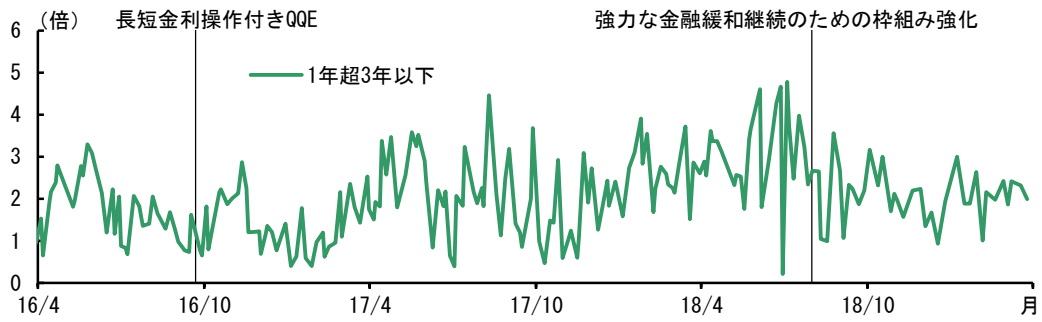
(注) 上から1回当たりオファー金額のレンジ(億円)、初回オファー金額(億円)、回数(回)。

(図表 4-9) 国債買入れオペの応札倍率およびコア応札倍率

(応札倍率)



(コア応札倍率)

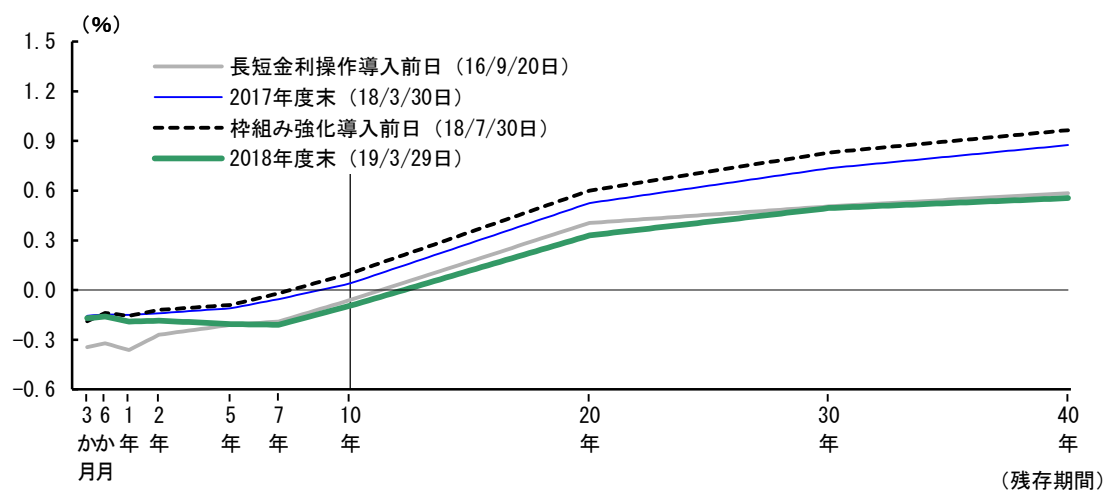


(注) コア応札倍率とは、オペに対する応札額のうち、応札締切り時刻直前（概ね、前場引け時点）の流通市場において、国債の売り手が提示しているオファーレートを上回る（同オファー価格を下回る）応札分だけを取り出し、その合計額をオファー額で除した比率をいう。コア応札倍率の考え方の詳細については、「2016年度の金融市場調節」のBOX8参照。

(図表 4-10) 長期金利（10年債金利）の推移



(図表 4-11) 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。

BOX 7 国債買入れの応札倍率低下の背景

2018 年度中の国債買入れの応札倍率をみると、10 年以下ゾーンにおいて低下した。一般に、オペの応札倍率が低いことは、競争入札に参加して日本銀行に国債を売却しようとする先が相対的に少ないことを意味するため、その時点の国債需給がタイト化していることを示唆する。そこで、以下では、①最終投資家需要と、②2013 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による市中残高比率の低下に着目し、こうした国債需給タイト化の背景をゾーン毎に考察する。

まず、1 年超 3 年以下ゾーンをみると、2018 年 7 月以降、長期金利の上昇につれて 2 年債金利が上昇した一方、10 月以降、国庫短期証券の利回りが低下したことから、2 年債が、国庫短期証券と比べて割安な状態が続いた (BOX 図表 7-1)。こうしたもとで、担保確保を目的とした最終投資家需要が増加したことから、同ゾーンの国債需給がタイト化し、応札倍率が低下したと考えられる。もともと、1 月以降、国庫短期証券の利回りが幾分上昇する中で、2 年債から国庫短期証券に担保を入れ替える動きもみられ、応札倍率は幾分上昇している。

次に、3 年超 5 年以下ゾーンをみると、2013 年 4 月の「量的・質的金融緩和」の導入以降に発行され、日本銀行の保有比率が高い 10 年債の銘柄の残存期間が、順次 5 年以下となることで、同ゾーンでの市中残高比率が低下している (BOX 図表 7-2)。こうしたもとで、応札倍率は、2018 年度を通じて、振れを伴いつつ低下傾向を辿った。

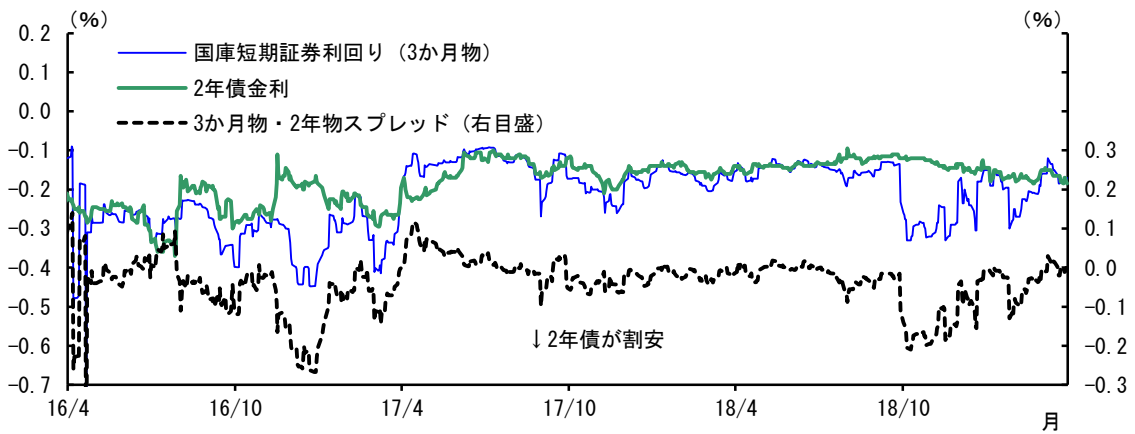
最後に、5 年超 10 年以下ゾーンをみると、同ゾーンでは、他ゾーンと比べて発行対比で多額の買入れが続く中、市中残高比率が一段と低下している。加えて、2018 年 7 月以降の金利上昇局面では、最終投資家の需要が幾分強まり、応札倍率の低下に繋がったとみられる。

なお、現時点で応札倍率の低下が観察されていない 10 年超 25 年以下ゾーンについても、もともと最終投資家の需要が強いことに加え、日本銀行の保有比率が高い 30 年債の銘柄の残存期間が 25 年以下となることに伴う市中残高比率の低下が、今後、同ゾーンにおける需給のタイト化や応札倍率の低下に繋がる可能性がある (BOX 図表 7-2)。

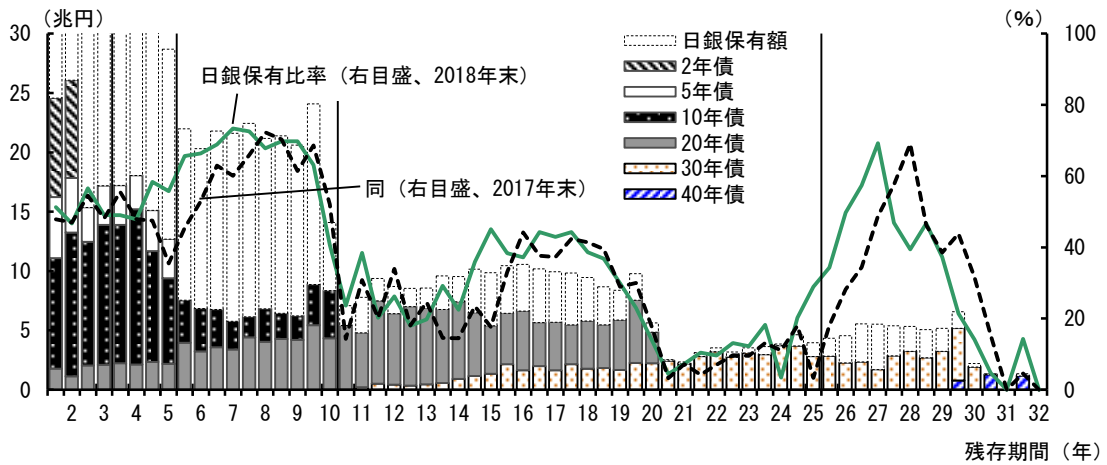
この他、12 月末にかけて、長期国債先物が、現物国債の価格と乖離して急速に割高化した局面³¹においては、証券会社を中心に、一時的にオペでの売却が手控えられたことが、隣接する 3 年超 5 年以下ゾーンおよび 5 年超 10 年以下ゾーンの応札倍率低下に寄与した可能性もある。

31 BOX 5 参照。

(BOX 図表 7-1) 国庫短期証券利回り と 2 年債金利



(BOX 図表 7-2) 残存期間別・発行年限別にみた市中残高と日銀保有比率



(注) 2、5、10、20、30、40年債を半年毎の残存期間区分で分類。残高は2018年12月末時点。

(4) その他の資産買入れ

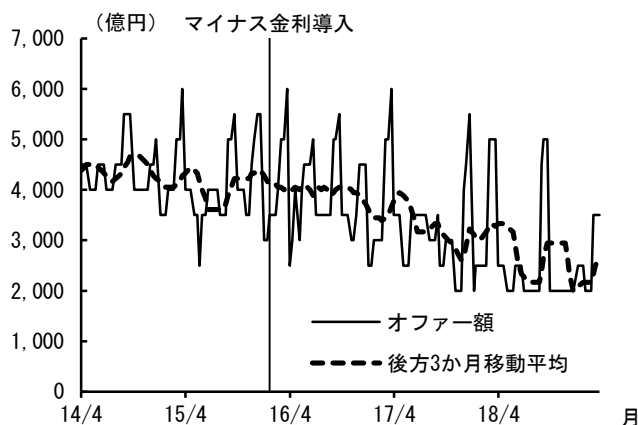
① CP等買入れ

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。

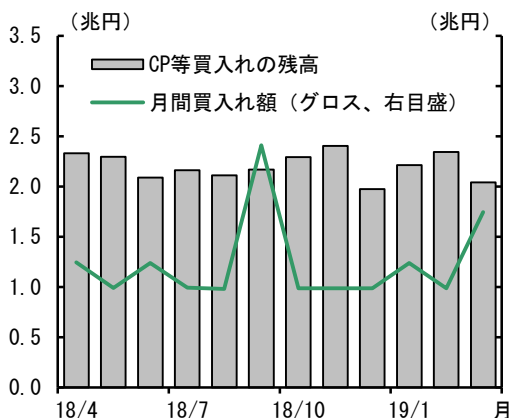
引き続き、月3回のオファーを行ったが、CPの発行期間の長期化に伴い、日本銀行が買入れたCPの残存期間も長期化したことから、1回当たりのオファー額は2,000～5,000億円と、2017年度(2,000～5,500億円)と比べて幾分少額となり、オファー額の減少傾向が続いている(図表4-12)。なお、CPについては、四半期末に償還が集中しやすいという特性があり、日本銀行が買入れたCPの償還も四半期末に集中する傾向があるため、オファー額も四半期末月には多めになりやすいという傾向は変わっていない。こうしたオペレーションの結果、CP等の買入れ残高は、均してみれば約2.2兆円に維持されている(図表4-13)。

CP等買入れの最低落札利回りは、引き続きごく浅いマイナスで推移した(図表4-14)。

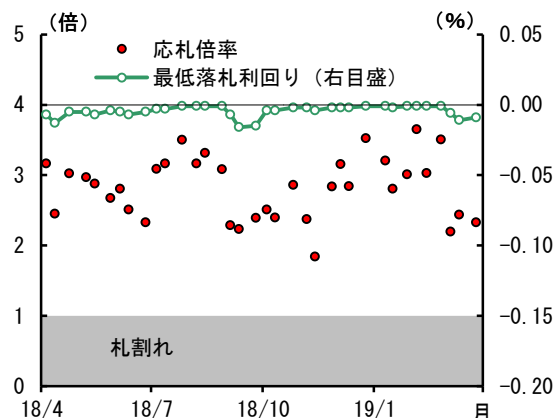
(図表4-12) CP等買入れのオファー額の推移



(図表4-13) CP等買入れの残高と買入れペース



(図表4-14) CP等買入れの応札倍率と最低落札利回り



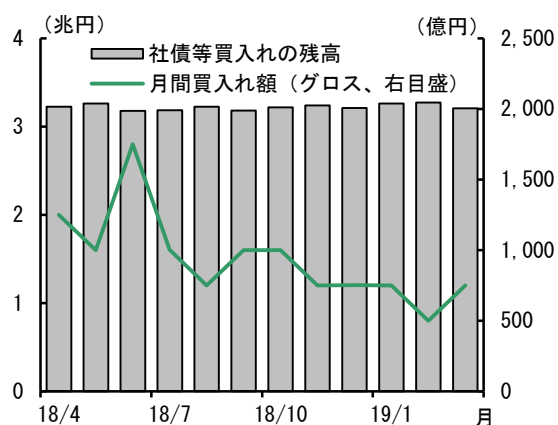
② 社債等買入れ

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。

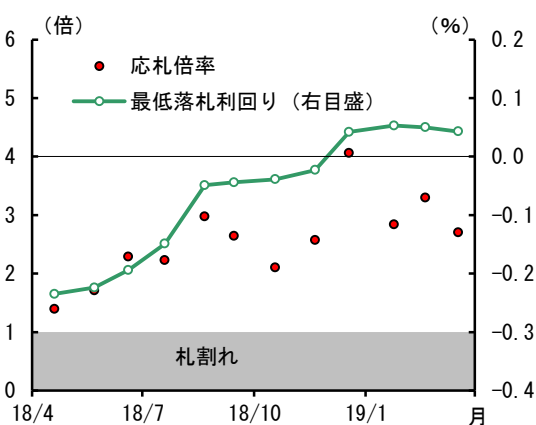
この方針のもと、日本銀行は、買入れた銘柄の償還スケジュールなどを考慮しながら、1 回当たり 500～1,750 億円の買入れを月 1 回オファーした（図表 4-15）。

この間、社債等買入れの最低落札利回りは、年度の前半は、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低水準であったことなどから、やや深めのマイナス圏で推移した。もっとも、年度の後半にかけてオペ対象ゾーンの発行残高が増加したほか、2018 年 12 月以降、社債の対国債スプレッドが幾分拡大した局面では、オペでの売却ニーズが高まったこともあり、最低落札利回りはプラス圏まで上昇した（図表 4-16）。

（図表 4-15）社債等買入れの残高と買入れペース



（図表 4-16）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。2018 年 7 月 30～31 日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。なお、2015 年 12 月 17～18 日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 の買入れについては、これまでどおり、年間約 3,000 億円の買入れを行うこととされた。

こうしたもとで、2018 年度中に合計 76 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、2019 年 3 月末の残高は 24.8 兆円となった。また、2018 年度中の E T F の月間の買入れ額（約定日ベース）は 1,682～8,700 億円となった（図表 4-17）。

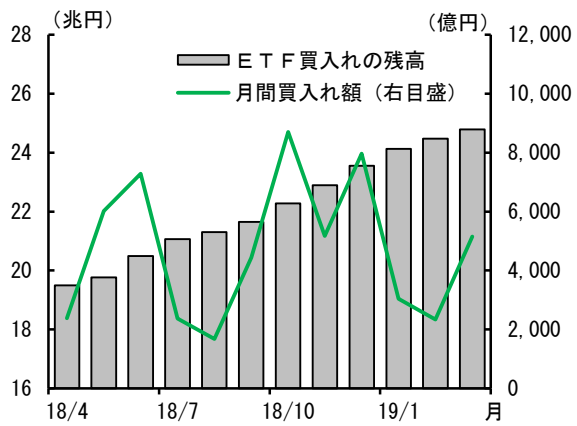
なお、2018 年 7 月 30～31 日の金融政策決定会合において、E T F の銘柄別の買入れ額を見直し、T O P I X に連動する E T F の買入れ額を拡大することが決定されたことを受け、同決定に沿って実務的な対応を行った（後述 5.（1）および（2）①参照）。

④ J - R E I T 買入れ

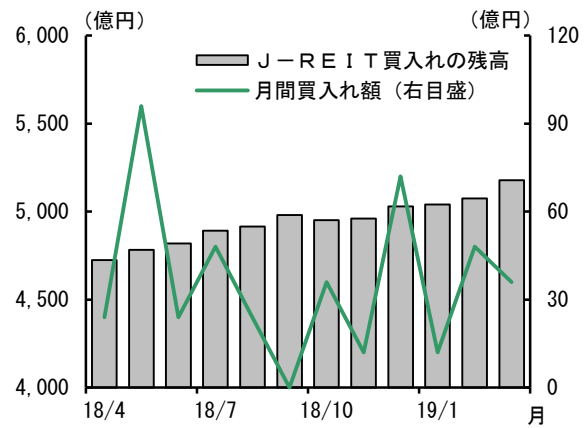
J - R E I T については、金融政策決定会合で示された資産買入れ方針に沿って、保有残高が年間約 900 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行った。なお、2018 年 7 月 30～31 日の金融政策決定会合では、資産買入れ方針について、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとされた。

こうしたもとで、2018 年度中に合計 36 回の買入れを行い、2019 年 3 月末の残高は 5,179 億円となった。また、2018 年度中の J - R E I T の月間の買入れ額（約定日ベース）は 0～96 億円となった（図表 4-18）。

(図表 4-17) E T F 買入れの残高と
買入れペース



(図表 4-18) 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 4-18 も同様。

(5) その他のオペレーション等

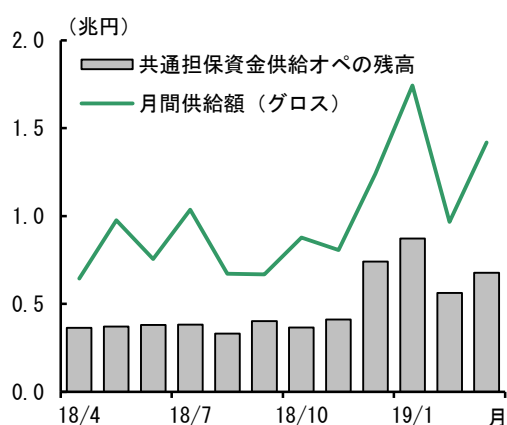
① 共通担保資金供給オペ

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、概ね週1回のペースで、継続的にオファーを行った。

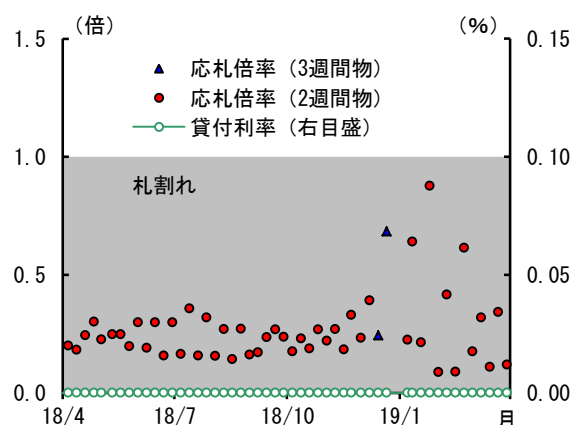
オファー額や貸付期間については、その時々々の市場動向などに応じて柔軟に調整した。すなわち、2018年4月までは、週1回の「期間2週間、1回当たり8,000億円」に加え、7週間に1回の頻度で「期間約100日間、1回当たり5,000億円」のオファーも行っていたが、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入以降、各金融機関において当座預金残高をより細かく調整するニーズが高まるもとの、低調な利用実績が続いたことから、2018年5月以降は期間約100日間物のオファーを取り止め、期間2週間物のみとした。その後、2018年12月末越えとなるオペについては、年末年始の曜日構成などを踏まえ、期間2週間物に代えて、期間3週間物のオファーを行った。2019年3月以降は、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とも踏まえ、オファー額を増額した(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(図表4-19、4-20)。

(図表4-19) 共通担保資金供給オペの残高と
資金供給ペース



(図表4-20) 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

2018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4-21）。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。

2019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6.3兆円となり、前年に比べて0.5兆円減少した。また、出資等特則分が、同5,000億円に対して177億円（前年比121億円の減少）、小口特則分が、同5,000億円に対して130億円（同14億円の減少）、米ドル特則分が、同240億米ドルに対して232億米ドル（同0.2億米ドルの減少）となった（図表4-22）。

(図表 4-21) 成長基盤強化支援資金供給の実施結果

▽ 本則分				(億円)
第32回 (18/5/30日)	第33回 (8/30日)	第34回 (11/29日)	第35回 (19/2/27日)	残高 (19/3/31日時点)
5,222	2,910	4,099	2,852	63,216 (18,387)

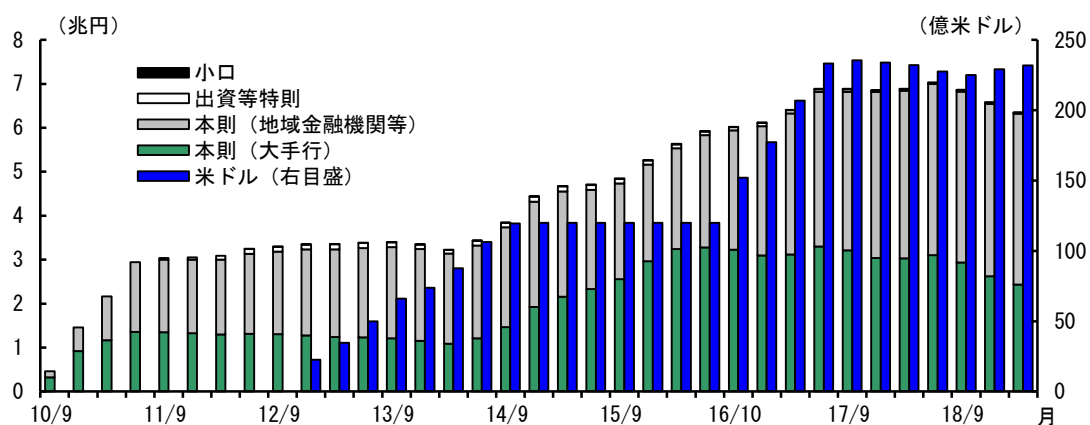
▽ 出資等特則分				(億円)
第28期 (18/5/29日)	第29期 (8/29日)	第30期 (11/28日)	第31期 (19/2/26日)	残高 (19/3/31日時点)
13	8	3	1	177

▽ 小口特則分				(億円)
第25期 (18/5/29日)	第26期 (8/29日)	第27期 (11/28日)	第28期 (19/2/26日)	残高 (19/3/31日時点)
7.38	7.66	5.98	6.80	129.99 (66.05)

▽ 米ドル特則分				(百万米ドル)
第24期 (18/5/29日)	第25期 (8/29日)	第26期 (11/28日)	第27期 (19/2/26日)	残高 (19/3/31日時点)
1,450	1,399	832	575	23,187

(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 4-23、25、26 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 4-23 も同様。

(図表 4-22) 成長基盤強化支援資金供給の貸付残高



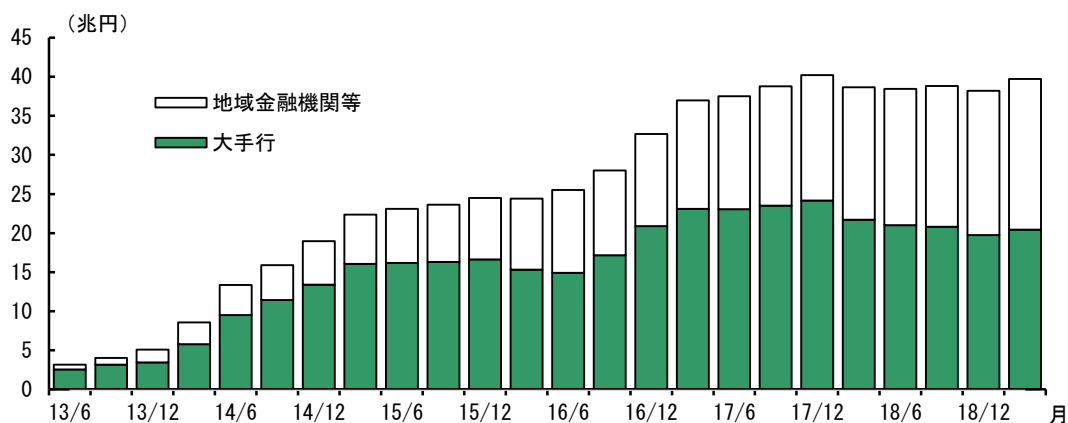
③ 貸出増加支援資金供給

2018 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 4-23）。貸付利率は、いずれも年ゼロ%としている。この結果、2019 年 3 月末の残高は 39.7 兆円となり、2018 年 3 月末に比べて 1.1 兆円の増加となった（図表 4-24）。

（図表 4-23）貸出増加支援資金供給の実施結果

（億円）				
2018年6月実施分 (18/6/18日)	2018年9月実施分 (9/12日)	2018年12月実施分 (12/12日)	2019年3月実施分 (19/3/14日)	残高 (19/3/31日時点)
17,559	10,663	17,417	37,714	397,226 (31,596)

（図表 4-24）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

2018 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 4-25）。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、2019 年 3 月末の残高は、上限の 1 兆円に対して、4,075 億円となった（前年比 36 億円の増加）。

（図表 4-25）被災地金融機関支援オペの実施結果

第84回 (18/4/16日)	第85回 (5/14日)	第86回 (6/8日)	第87回 (7/13日)	第88回 (8/20日)	第89回 (9/14日)	
1,068	0	494	1,105	428	807	

（億円）

第90回 (10/15日)	第91回 (11/20日)	第92回 (12/19日)	第93回 (19/1/16日)	第94回 (2/20日)	第95回 (3/19日)	残高 (19/3/31日時点)
102	0	71	0	0	0	4,075

⑤ 熊本地震被災地金融機関支援オペ

2018 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 4-26）。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、2019 年 3 月末の残高は、上限の 3,000 億円に対して、2,773 億円となった（前年比 1,891 億円の増加）。

（図表 4-26）熊本地震被災地金融機関支援オペの実施結果

第23回 (18/4/16日)	第24回 (5/14日)	第25回 (6/8日)	第26回 (7/13日)	第27回 (8/20日)	第28回 (9/14日)	
200	300	1,763	0	500	0	

（億円）

第29回 (10/15日)	第30回 (11/20日)	第31回 (12/19日)	第32回 (19/1/16日)	第33回 (2/20日)	第34回 (3/19日)	残高 (19/3/31日時点)
8	0	0	2	0	0	2,773

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。

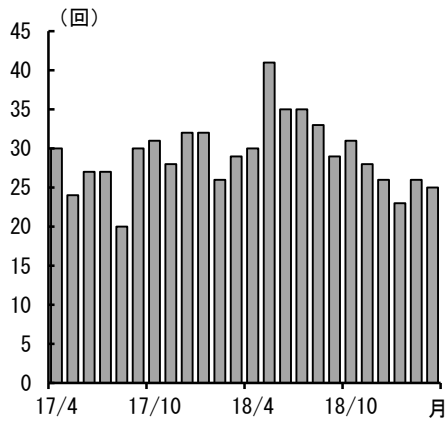
2018年度中の国債補完供給の実施回数は362回、申請銘柄数は2,395銘柄と、2017年度（それぞれ336回、1,571銘柄）に引き続き、高水準で推移した（図表4-27、4-28）。また、引き続き、四半期末日には、一部金融機関がS Cレポ市場における資金調達（保有国債の放出）を控えることなどから、申請・落札銘柄数が増加する傾向がみられた。

この間、2018年5月1日～11日の間に実施する国債補完供給については、国債の決済期間短縮化（後述6.④参照）への円滑な移行を支援する観点から、新たな市場慣行のもとでの取引が定着するまでの間、レポ市場の国債需給がタイト化する可能性に備えた一時的・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。もっとも、ターム物のレポ取引などによって、予め必要な手当てを行うなど、多くの市場参加者が保守的な対応を講じたことなどから、実際の利用は限定的となった。

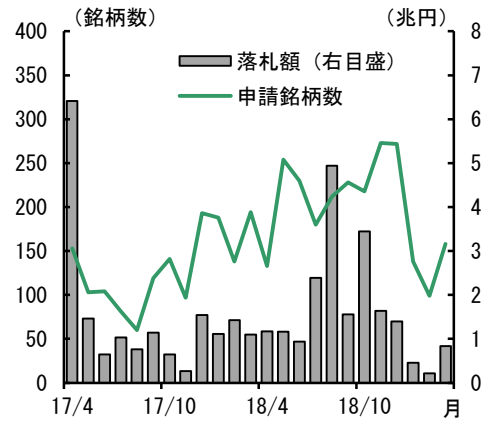
2018年度の利用状況をやや仔細にみると、7月下旬以降、金利がやや大きく変動する中で現物国債の取引量が増加したことに加え、この間の日本銀行による大量の国債買入れの結果、新発債を中心に市中残高が急速に減少したことなどから、国債補完供給の落札額が一時的に大きく増加する局面がみられた。特に、7月30日の指値オペ後に行われた7月31日の国債補完供給の午前オフアワー分については、10年351回債に対して多額の応札がみられ、平均落札レートは▲4.76%まで大きく低下した³²（図表4-29）。また、2018年度を通じて、上述のとおり、市中残高が特に少ない銘柄が長期国債先物の最割安銘柄となるもとの、こうした銘柄を中心に応札が増加する局面も多くみられた。

32 日本銀行は、4.（3）の注27で述べたとおり、国債買入れオペの減額措置が適用されたことなどを踏まえ、8月に、国債補完供給の利用を前提として、国債買入れや国庫短期証券買入れに応札することはできない旨の注意喚起を行った。

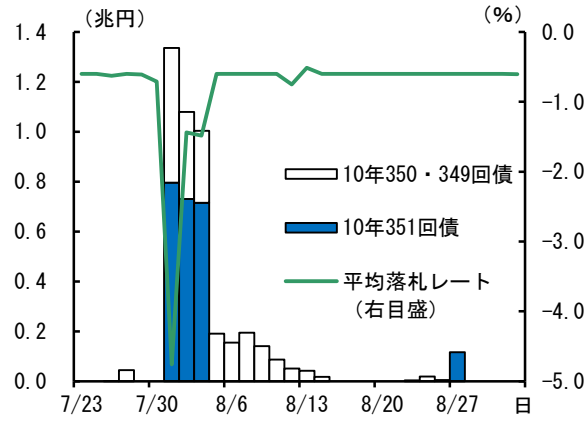
(図表 4-27) 国債補完供給の実施回数



(図表 4-28) 国債補完供給の申請・落札状況



(図表 4-29) 指値オペ対象銘柄の SLF 落札額と平均落札レート



(注) 指値オペ (7月30日) の買入れ対象銘柄は、10年349~351回債。

⑦ 米ドル資金供給オペ

2018 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、ドル短期金融市場の緊張が高まることにより、市場参加者が自ら市場で調達する十分な努力を行ったにもかかわらず、ドル調達が困難な場合や、その調達レートが大きく上昇する場合などに、バックストップとして利用される。

2018 年度の利用状況についてみると、2018 年 12 月末越えを除き、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。2018 年 12 月末越えとなるオファー分に対する応札額についても、0.1 億ドルと、本邦投資家が前倒しでのドル調達を進めていたことなどから、少額にとどまった。

⑧ 米ドル資金供給用担保国債供給

2018 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

2018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、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。

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

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、強力な金融緩和を粘り強く続けていく観点から、政策金利のフォワードガイダンスを導入することにより、「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強めるとともに、「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。

具体的には、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の枠組みのもとで、金融市場調節方針は、以下のとおりとされた。

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³³、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。

また、長期国債以外の資産の買入れのうち、ETFおよびJ-REITの買入れについては、以下のとおりとされた。

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。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。

さらに、以上の措置と合わせて、以下の実務的な対応を行うこととされた。

(i) 政策金利残高の見直し

日本銀行当座預金のうち、マイナス金利が適用される政策金利残高（金融機関間で裁定取引が行われたと仮定した金額）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。

(ii) ETFの銘柄別の買入れ額の見直し

ETFの銘柄別の買入れ額について、TOPIXに連動するETFの買入れ額を拡大する。

33 また、「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」とされた。

(2) その他の制度変更等

① E T F の銘柄別の買入れ額の見直し

2018年7月30～31日の金融政策決定会合において、E T F の銘柄別の買入れ額について、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。

これを受けて、日本銀行は、E T F の年間買入れ額6兆円のうち、「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（年間買入れ額3,000億円）を除く5.7兆円について、銘柄別の買入れ額を以下のように見直し、2018年8月6日から実施することとした。

- (i) 1.5兆円（見直し前：3兆円）については、3指数（T O P I X、日経225、J P X日経400）に連動するE T F を対象に、銘柄毎の時価総額に概ね比例するように買入れる。
- (ii) 残りの4.2兆円（見直し前：2.7兆円）については、T O P I X に連動するE T F を対象に、銘柄毎の時価総額に概ね比例するように買入れる。

② 補完当座預金制度の利息の計算方法における新規先に関する特則の制定

日本銀行は、2018年9月18～19日の金融政策決定会合において、新規先（2016年1月16日以降に補完当座預金制度の対象先に該当することとなった基準平均残高を保有しない先）に対して、2018年10月積み期間より、みなし基準期間³⁴における対象預金の平均残高に基準比率を乗じて算出した金額を、マクロ加算額に付加することを決定した。

③ 貸出支援基金等の延長

日本銀行は、2019年1月22～23日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」などの措置について、受付期間を1年間延長することを決定した。

34 みなし基準期間とは、当該先が補完当座預金制度の対象となった日を含む積み期間から11か月後の日を含む積み期間までの期間。

④ 国債買入れオペ等における決済期間の短縮化

日本銀行は、2018年5月1日からの国債の決済期間短縮化に伴い、同日以降の国債買入れオペおよび国庫短期証券買入れオペのオファー分について、オファー日からスタート日までの日数を、これまでのT+2からT+1へと短縮した。また、これと合わせて、先日付オペのうち、共通担保資金供給オペ（固定金利方式）についても、オファー日からスタート日までの日数を、これまでのT+2からT+1へと短縮した。

⑤ オファー停止、対象先除外等の措置にかかる取扱いの明確化

日本銀行は、2018年10月、金融市場調節取引の対象先が遵守すべき事項に背馳した場合の措置（オファー停止または対象先除外等）について、取扱いの明確化を行った。具体的には、これまで具体的に示していた国債系オペにおける国債決済未了時の措置に限らず、全ての金融市場調節取引を対象に、また、措置の前提となる事象についても決済未了時以外のケースも範囲に含めて、措置の発動要件や、発動に至るまでの過程を示した。

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、2018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「市場調節に関する意見交換会³⁵」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「市場調節に関する意見交換会」を、2018年10月23日および2019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<18/8月>の結果）、④金利指標改革を巡る国内外の検討状況などについて説明し、意見交換を行った³⁶。

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、2018年6月6～7日および12月5～7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³⁷。

③ 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、2018年11月22日に開催した。同会合では、①短期金融市場の最近の動向、②金利指標改革の取り組みなどについて、意見交換を行った。

35 2019年2月開催分より「市場調節に関する懇談会」から「市場調節に関する意見交換会」に改称。

36 2018年度開催分の概要については、以下を参照。

2018年10月 http://www.boj.or.jp/announcements/release_2018/re1181024b.pdf

2019年2月 http://www.boj.or.jp/announcements/release_2019/re1190225a.pdf

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

④ 国債の決済期間短縮化に関する対話

上述のとおり、2018年5月1日から、国債の決済期間短縮化が実施された。日本銀行は、国債市場やレポ市場で取引を行う各業態の代表者で構成される「国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ」にオブザーバーとして参加し、その実現を積極的に支援してきた。国債の決済期間短縮化の実施後は、国債・レポ取引の動向などのモニタリングを継続的に行い、2018年10月12日に公表した「東京短期金融市場サーベイ」では、国債の決済期間短縮化に関する短期金融市場参加者の移行状況について包括的に調査を実施し、その結果を市場参加者に還元した³⁸³⁹。

⑤ 「日本円金利指標に関する検討委員会」の創設

金利指標を巡る国際的な動きを背景に、市場参加者や金利指標ユーザーが、金融商品や取引の性質に応じて円金利指標を適切に選択し利用していくうえで必要な検討を行うため、2018年8月1日、「日本円金利指標に関する検討委員会」が設立された。同委員会は、円金利指標を利用する金融機関、機関投資家、事業法人などの幅広い市場参加者や金利指標ユーザーから構成されており、日本銀行は、オブザーバーとして参加するとともに事務局も務めている。

同委員会では、①円金利指標の適切な選択と利用に関する基本的な考え方の整理、②①を踏まえた具体的課題とその対応策の整理、③①および②に基づく円金利指標の利用を可能とする枠組みに移行するための計画の策定について、検討を行うこととされている。なお、これらの検討には、LIBORなどの既存の金利指標が恒久的に公表停止した場合に備えた契約の頑健性の確保や、金利指標をLIBORなどから銀行のクレジット・リスクなどを反映しない「リスク・フリー・レート」に移行する場合に利用が想定される「リスク・フリー・レート」にもとづく金利の期間構造（ターム物金利）の構築に関する事項も含むものとされている⁴⁰。

38 詳細については、<http://www.boj.or.jp/paym/market/market1810.htm>を参照。

39 このほか、2019年5月30日に公表した「国債決済期間短縮（T+1）化後の市場取引動向—レポ市場を中心に—」（http://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2019/ron190530a.htm）では、レポ取引を中心に、決済期間の短縮化、新現先取引の利用拡大および清算機関の参加者拡大といった市場整備面での取組みについてレビューしたうえで、国債決済 T+1 化後の実際の取引状況等について整理した。

40 詳細については、http://www.boj.or.jp/paym/market/jpy_cmte/index.htmを参照。

(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)

	13年度	14年度	15年度	16年度	17年度	18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。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。

「2018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) 日本銀行「コール市場残高」
- (図表 3-4) 日本証券業協会「東京レポ・レート」
- (図表 3-5) 日本証券業協会、ジェイ・ボンド東短証券
- (図表 3-6) 日本証券業協会
- (図表 3-7) 日本相互証券
- (図表 3-8) 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 3-9) 日本相互証券、Bloomberg
- (図表 3-10) 日本相互証券
- (図表 3-11) 日本相互証券、Bloomberg
- (図表 3-12) QUICK
- (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) 証券保管振替機構
- (図表 3-18) 日本銀行
- (図表 3-19) Bloomberg、日本証券業協会
- (図表 3-20) Bloomberg、日本証券業協会
- (図表 3-21) 証券保管振替機構
- (図表 3-22) Bloomberg
- (図表 3-23) 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「民間金融機関の資産・負債」「業態別の日銀当座預金残高」
- (図表 4-6) 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 4-7) Bloomberg
- (図表 4-8) 日本銀行
- (図表 4-9) 日本銀行
- (図表 4-10) 日本相互証券
- (図表 4-11) 日本相互証券
- (図表 4-12) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 4-13) 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 4-14) 日本銀行「オペレーション」
- (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」
- (図表 4-17) 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 4-18) 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 4-19) 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 4-20) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 4-21) 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 4-22) 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 4-23) 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 4-24) 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 4-25) 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 4-26) 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 4-27) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 4-28) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 4-29) 日本銀行「オペレーション」
- (BOX 図表 1-1) 米国連邦準備制度「Factors Affecting Reserve Balances」
- (BOX 図表 1-2) 欧州中央銀行「Consolidated Financial Statement of the Eurosystem」
- (BOX 図表 2-1) 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)」
- (BOX 図表 2-2) 日本銀行

(BOX 図表 2-3)	日本銀行
(BOX 図表 2-4)	Bloomberg、QUICK、Refinitiv
(BOX 図表 2-5)	日本証券業協会「株券等貸借取引状況（週間）」
(BOX 図表 2-6)	日本銀行「短期金融市場サーベイ」
(BOX 図表 2-7)	日本証券業協会「株券等貸借取引状況（週間）」、Bloomberg
(BOX 図表 3-1)	日本銀行
(BOX 図表 3-2)	日本銀行
(BOX 図表 3-3)	日本銀行
(BOX 図表 3-4)	日本銀行
(BOX 図表 4-1)	財務省、日本相互証券、Bloomberg
(BOX 図表 4-2)	Bloomberg
(BOX 図表 4-3)	Bloomberg
(BOX 図表 4-4)	Bloomberg
(BOX 図表 4-5)	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)	日本相互証券
(BOX 図表 5-5)	日本証券業協会、ジェイ・ボンド東短証券
(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「無担保コールO／N物レート（毎営業日）」「コール市場残高」「業態別の日銀当座預金残高」
(BOX 図表 7-1)	日本相互証券
(BOX 図表 7-2)	QUICK
(参考資料)	日本銀行