



BOJ

Reports & Research Papers

2025年6月

2024 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。

＜目 次＞

1. 概観.....	2
2. 金融市場の動向と調節運営	
(1) 短期金融市場の動向	4
BOX 1 プラス金利のもとでの無担保コール市場の構図と取引動向	6
BOX 2 プラス金利のもとでのG Cレポ市場の構図とレート形成の特徴	11
(2) 国庫短期証券市場の動向と国庫短期証券の買入れ	14
(3) 国債市場の動向と長期国債の買入れ	16
BOX 3 国債買入れの減額が進捗するもとでの債券市場の機能度	24
(4) S Cレポ市場と国債の供給	27
BOX 4 国債補完供給の利用額減少の背景	29
BOX 5 日本銀行の保有比率が極めて高い銘柄がチーペスト銘柄となる ことに伴う対応	32
(5) C P・社債市場の動向とC P等・社債等の買入れ	35
(6) 為替スワップ市場の動向と米ドル資金の供給	39
(7) その他のオペレーション等	40
BOX 6 貸出増加支援資金供給および気候変動対応オペの利用状況	44
(8) 補完貸付制度	47
3. 日銀当座預金の動向と日本銀行のバランスシート	
(1) 日銀当座預金の動向	48
BOX 7 日銀当座預金のばらつきの状況	53
(2) 日本銀行のバランスシート	55
4. 金融市場調節運営に関する主な制度変更等.....	58
5. 市場参加者との対話に関する取り組み.....	61
参考資料.....	63
出所一覧.....	64

1. 概観

日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現の観点から、2024年度を通じて、短期金利の操作を主たる政策手段として、金融政策を運営した。具体的には、金融市場調節方針として、7月の金融政策決定会合までは、政策金利である無担保コールレート(0/N物)を0～0.1%程度で推移するよう促すこととした。その後、7月の金融政策決定会合では、同レートを0.25%程度で推移するよう促すこと、2025年1月の金融政策決定会合では、同レートを0.5%程度で推移するよう促すことを、それぞれ決定した。この間、長期国債の買入れについては、2024年7月の金融政策決定会合において、月間の買入れ予定額を、原則として毎四半期4,000億円程度ずつ減額し、2026年1～3月に3兆円程度とする計画を決定した。

こうした金融市場調節方針等のもとでの短期金融市場や国債市場の動向および各種のオペレーションの運営のポイントを整理すると、以下の通りである。

(短期金融市場)

短期金融市場では、無担保コールレート(0/N物)は、地銀等の補完当座預金制度の適用先が積極的に資金調達を行う構図が続くもと、日銀当座預金への付利金利(補完当座預金制度の適用金利)を若干下回る水準で極めて安定的に推移した。G・Cレポレートは、2024年度入り後しばらくは日々の変動が比較的大きい状況が続いたが、夏場以降はプラス金利が定着するもと、銀行等が、保有する国債を有効活用してレポ市場での資金調達を積極化させたことなどから、レート水準が切り上がるとともに安定化し、付利金利により近接して推移するようになった。

(長期国債の買入れと国債市場の動向)

長期国債の買入れについては、2024年7月までは、月間6兆円程度の買入れを継続し、8月以降は、7月に決定した減額計画に沿う形で、毎四半期4,000億円程度ずつ買入れ額を減額した。その結果、2025年1～3月の国債買入れ額は13.5兆円(月間4.5兆円)と、量的・質的金融緩和が開始された2013年4～6月以降で最も低い水準となった。この間の残存期間別の減額の状況をみると、日本銀行では、一定の予見可能性を確保する観点から、各残存期間の毎月の発行額に対する日本銀行の買入れ比率が高い年限から優先的に減額するという考えを基本に据え、残存「10年以下」の買入れ額を優先的に減額した。

国債買入れの減額が進捗するもと、長期金利は、金融市場においてより自由に形成されるようになり、①日本銀行の政策金利が0.5%程度まで引き上がったことに加えて、②わが国の堅調な経済・物価指標等を受けて、市場参加者の間で先々の政策金利の引き上げ期待が高まったことなどを背景に、2024年度を通じてはっきりと上昇し、2025年3月下旬には、一時2008年10月以来となる1.59%を記録した。

（ＣＰ等および社債等の買入れ）

ＣＰ等および社債等については、2024 年 3 月の金融政策決定会合で決定された「買入れ額を段階的に減額し、1 年後をめどに買入れを終了する」との方針に沿って、買入れ額を段階的に減額し、2025 年 1 月のオファー分をもって買入れを終了した。減額ペースが緩やかであったこともあり、買入れの終了がＣＰ・社債市場へ与えた影響は、極めて限定的であった。

（その他の資金供給）

その他の資金供給オペの状況をみると、貸出増加支援資金供給は、経済・金融情勢に応じて適度な利用インセンティブを与える観点から、変動金利貸付に変更されるもとで、2024 年 9 月貸付け以降、全体としては利用スタンスが後退し、残高が減少に転じた。一方、気候変動対応オペは、対象投融资残高の増加が続くもとで、金利先高観を踏まえた低利かつ固定金利での安定的な資金調達の観点等から、引き続き積極的な利用がみられ、残高の増加が続いた。

（国債補完供給）

この間、国債補完供給については、前述した日本銀行による国債買入れの減額等に伴う国債の市中保有額の増加などから、利用額は全体として減少したものの、相応の銘柄では引き続き恒常的な利用がみられた。こうしたもとで、日本銀行では、保有するすべての利付国債・国庫短期証券の銘柄を対象としてオファーする措置等を継続し、毎営業日、オファーを実施した。このほか、日本銀行の保有比率が極めて高いチーペスト銘柄等を対象に、日本銀行が「流動性改善に資する」と判断した場合には、国債補完供給にかかる減額措置（日本銀行が貸し出した国債をオペ先が買い取る措置）を認める方針を明確にするなど、これらの銘柄の需給逼迫感の改善にも努めた。

（オペレーションの実施回数）

以上のような金融市場調節のもとで、日本銀行が 2024 年度に実施したオペレーションの回数は、国債買入れを中心に減少し、全体では 879 回（2023 年度は 1,340 回）と、量的・質的金融緩和が開始された 2013 年度以降では、2013 年度に次ぐ少ない回数となった。

以下、本稿では、2024 年度中の金融市場調節について解説する。まず、2 章では、短期金融市場や国債市場等の動向と個々の金融市場調節手段の運営状況を説明する。次に、3 章では、日銀当座預金の動向と日本銀行のバランスシートについて説明する。4 章では、この間の金融市場調節運営に関する主な制度変更等を説明し、最後に、5 章で、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. 金融市場の動向と調節運営

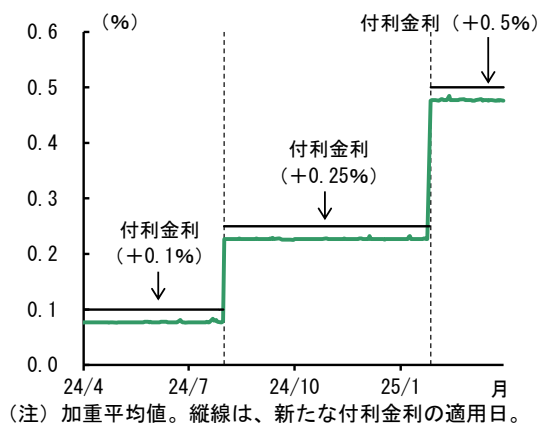
(1) 短期金融市場の動向

① 無担保コール市場の動向

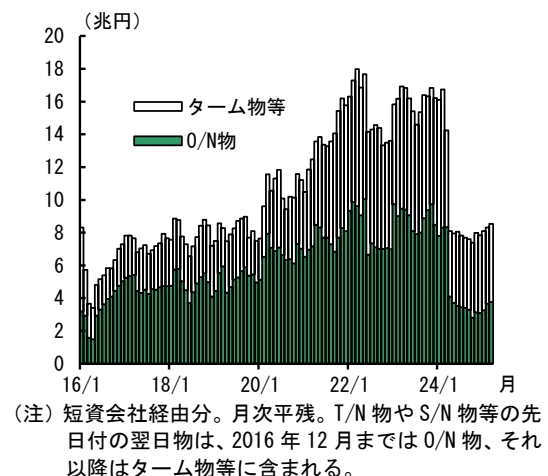
無担保コール 0/N 物市場では、2024 年度を通じて、地銀等の補完当座預金制度の対象先（以下、「付利先」）が、投資信託等の補完当座預金制度の非対象先（以下、「非付利先」）を相手に、補完当座預金制度の適用金利（以下、「付利金利」）との裁定目的で積極的に資金調達を行う構図が続いた。こうしたもとで、無担保コールレート（0/N 物）は、付利金利を若干下回る水準で極めて安定的に推移した（プラス金利のもとでの無担保コール市場の構図と取引動向の詳細は、BOX 1 参照）。

レート動向を子細にみると、2024 年 7 月および 2025 年 1 月の政策金利引き上げのタイミングでは、無担保コールレートは、新たな付利金利の適用日から直ちに利上げ幅分だけ上昇し、2024 年 4 月～7 月（付利金利：+0.1%）は+0.07%台後半、同年 8 月～2025 年 1 月 24 日（同：+0.25%）は+0.22%台後半、同年 1 月 27 日以降（同：+0.5%）は+0.47%台後半で推移した（図表 2-1）。

（図表 2-1）無担保コールレート（0/N 物）



（図表 2-2）無担保コール市場残高

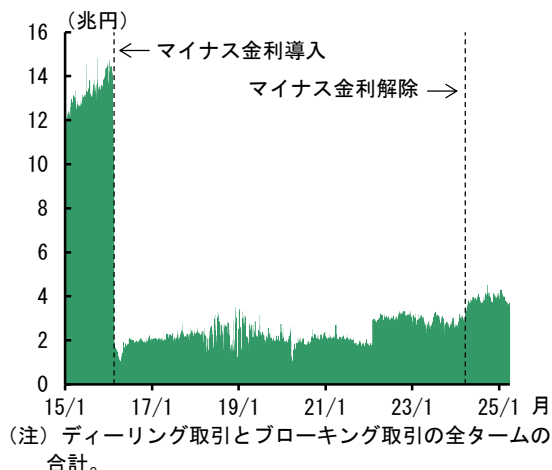


無担保コール市場の取引残高（短資会社経由分）は、①日銀当座預金の超過準備全額に付利金利が適用されるもとで、三層構造が採用されたマイナス金利政策下とは異なり、銀行等の政策金利残高の圧縮目的の資金放出がなくなったため、付利先同士の取引が大幅に減少したことや、②一部で、短資会社を経由しないダイレクト取引へのシフトが生じたことなどから、マイナス金利解除直後に大きく減少した（図表 2-2）。もっとも、後者のダイレクト取引へのシフトの動きは、2024 年 4 月頃で概ね一巡し、同年 5 月以降、無担保コール市場の取引残高（短資会社経由分、0/N 物）は、3～4 兆円程度で安定的に推移した。

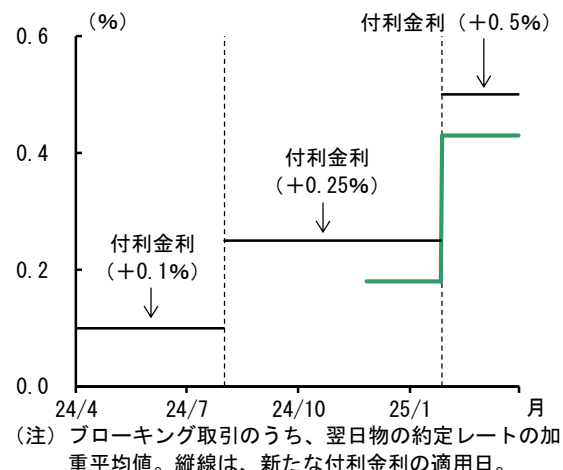
② 有担保コール市場の動向

有担保コール市場は、マイナス金利政策下では、主たる資金放出主体であった信託銀行が、受託した資金をマイナス金利で運用することに制約があったため、取引残高が大幅に減少した¹。もっとも、マイナス金利解除後は、取引レートがプラス圏に復するもとの、一部の投資信託で取引を再開する動きがみられ、2024年度は、取引残高が緩やかに増加した（図表 2-3）。

（図表 2-3）有担保コール市場残高



（図表 2-4）有担保コールレート（翌日物）



有担保コール取引は、ディーリング取引（金融機関と短資会社の取引）とブローキング取引（短資会社が媒介する取引）に分かれるが、このうち取引の大半を占めるディーリング取引をみると、資金放出サイドでは、取引レートがプラス圏で推移し、一定の運用益が確保できる市場環境のもと、投資信託等が徐々に資金放出を再開させた。この間、資金調達サイドの短資会社は、有担保コール市場で調達した資金を、G C レポ市場においてより高いレートで運用する取引に取り組んだ。

また、マイナス金利政策下で長らく取引が成立していなかったブローキング取引においても、2024 年 11 月に約 8 年 7 か月ぶりに取引が再開され、有担保コール翌日物のレートが公表された（図表 2-4）。その後も、1 日当たり 400 億円～1,300 億円程度と少額ながら、付利金利を幾分下回るレートで取引が行われた。

このように、プラス金利が定着する中で、有担保コール市場の取引残高は幾分増加したが、2024 年度中の回復ペースは緩やかなものにとどまった。この背景としては、①都銀等では、マイナス金利政策下で有担保コール取引からレポ取引へのシフトが進んだことや、②マイナス金利導入以前に主たる資金放出主体であった信託銀行による余資運用の動きも然程積極化しなかったことが挙げられる。

1 詳細は、日本銀行金融市場局（2016）「2015 年度の金融市場調節」の B O X 4 参照。

BOX 1 プラス金利のもとでの無担保コール市場の構図と取引動向

無担保コールレート（0/N 物）（TONA : Tokyo Overnight Average rate）は、イールドカーブの起点、すなわち金融政策の効果波及の出発点としての機能を担っているほか、近年は、金利指標としての重要性も高まっている。こうしたTONAの役割を踏まえると、無担保コール市場では、①多様な主体の参加により一定の取引規模が確保され、②安定的なレート形成が可能となることが重要である。以下では、2024年3月のマイナス金利解除以降の無担保コール市場の構図と取引動向を整理する。

日本銀行では、2024年3月の金融政策の枠組みの見直しに際して、無担保コールレート（0/N 物）を政策金利とした。超過準備が存在する中で無担保コールレートの誘導目標を実現するためには、米国や欧州などの海外の中央銀行同様、日銀当座預金の超過準備全額に対する付利金利の適用を通じた短期金融市場における金融機関の裁定行動が重要な役割を果たしている。具体的には、付利金利の適用を受ける先（付利先）は、無担保コール市場において付利金利より低い金利で資金を調達し、日銀当座預金で運用するインセンティブを有する一方、付利金利の適用を受けない先（非付利先）は、付利金利より低い金利でも資金を放出するインセンティブを有するため、付利先と非付利先との間で資金取引が行われる（BOX 図表 1-1）。この点、わが国では、投資信託や保険会社等の非付利先も一定程度存在する一方、預金取扱金融機関に限らず、証券会社や短資会社等を含む多くの金融機関が付利先となっている。こうしたもとでは、付利金利の水準が金利の事実上の上限を形成するかたちで、無担保コールレート（0/N 物、以下、「TONA」）は、付利金利近くで安定して推移することが想定される。

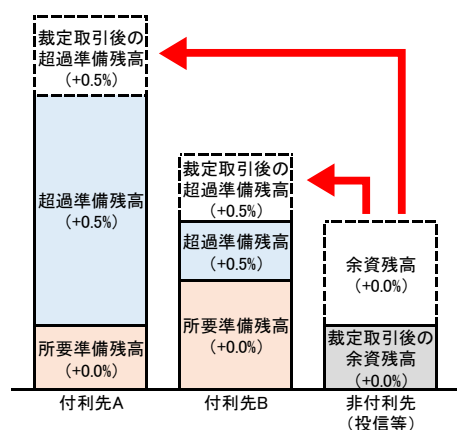
実際、プラス金利のもとでのTONAの動きを振り返ると、本文で指摘したように、超過準備への付利金利を若干下回る水準で、極めて安定的に推移している。なお、マイナス金利解除直後に短資会社を介さないダイレクト取引へのシフトが生じた結果、2024年度は、ダイレクト取引の比率が前年比で大きく上昇したが、こうしたダイレクト取引のレート形成においては、短資会社経由分の取引をもとに作成・公表されるTONAが参考にされている。日本銀行が昨年8月に実施したサーベイ（東京短期金融市場サーベイ）²でも、ダイレクト取引を含む0/N物取引全体のレートとTONAの間に大きな差異はみられず、TONAが市場の実勢を反映していると考えられる。

次に、無担保コール0/N物（短資会社経由分）の取引規模をみると、本文で指摘した通り、2024年度の日々の取引残高は3～4兆円程度で推移し、マイナス金利解

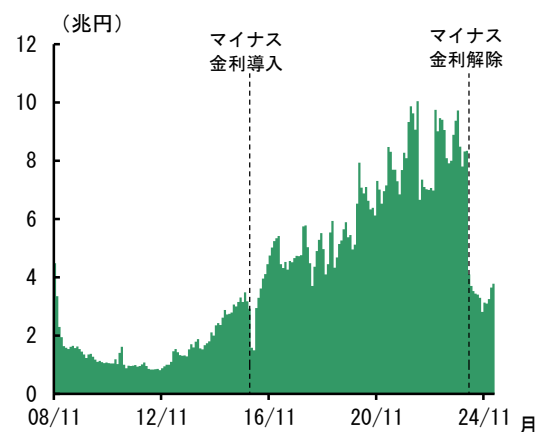
2 日本銀行金融市場局（2024）「わが国短期金融市場の動向—東京短期金融市場サーベイ（24/8月）の結果—」を参照。

除直前と比べると大きく減少した。この点、マイナス金利政策下では、日銀当座預金の三層構造が採用されるもと、一部の資金供給オペにかかるマクロ加算2倍措置（オペの利用額の2倍をゼロ%付利のマクロ加算残高の上限値に加算する措置）の影響もあって、無担保コール市場の取引残高が大きく増加したが、やや長い目でみれば、2024年度の3～4兆円程度の取引規模は、現在と同じように超過準備全額に付利金利が適用されていた時期（2008年11月～2016年1月）の後半とほぼ同程度であり、相応の取引が行われていると評価できる（BOX図表1-2）³。

（BOX図表1-1）無担保コール0/N物の市場構造 （BOX図表1-2）無担保コール市場残高（0/N物）



（注）超過準備への付利金利が+0.5%の場合。



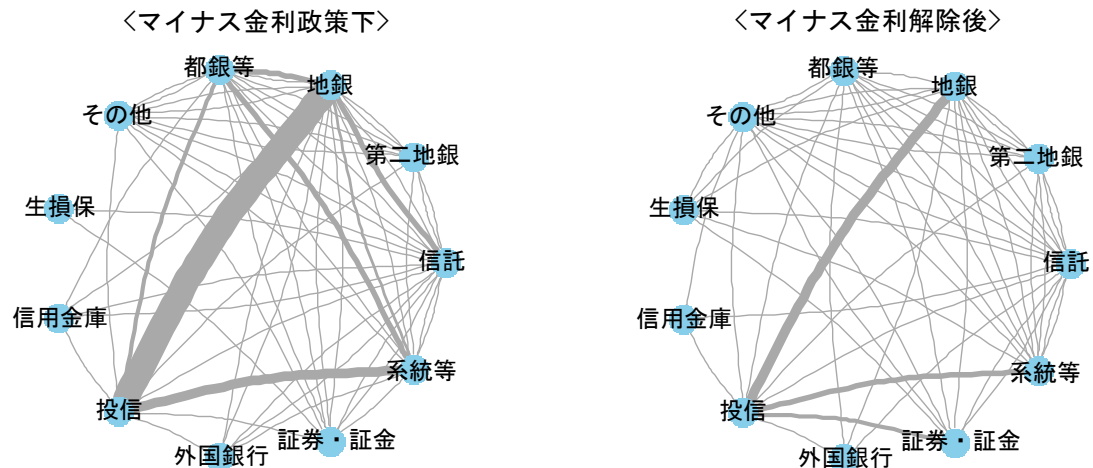
（注）短資会社経由分。月次平残。2016年12月以前は、T/N物やS/N物等の先日付の翌日物を含む。

この間、取引主体をみると、資金調達サイドでは、地銀、系統、証券会社など、幅広い業態が無担保コール取引を手掛ける状況が継続した。マイナス金利政策の三層構造下では、多くの地銀が無担保コール市場で新たに取引を開始するなど、市場参加者の顔ぶれが広がったが、こうした取引ネットワークは、プラス金利の世界でも大部分が維持されており（BOX図表1-3）、円滑な市場取引を支える基盤として履歴効果を持っていると考えられる⁴。資金放出サイドでは、非付利先のうち、投資信託が引き続き主要な市場参加者ではあったが、2024年度後半にかけては、一部の生損保会社が短期資金取引に回帰し、無担保コール市場における資金放出を増やすなど、新たな動きもみられた（BOX図表1-4）。

3 マイナス金利解除後のダイレクト取引へのシフトの動きを踏まえ、ダイレクト取引を含めた取引規模を前述の東京短期金融市場サーベイの結果を用いて確認すると、2024年7月末時点の無担保コール0/N物の取引残高は30兆円弱と、前年対比の減少幅は小幅にとどまった。

4 マイナス金利政策下における取引ネットワークの広がりについては、日本銀行金融市場局（2024）「超過準備下の短期金融市場の動向と機能度」を参照。

(BOX 図表 1-3) 無担保コール 0/N 物の取引ネットワーク

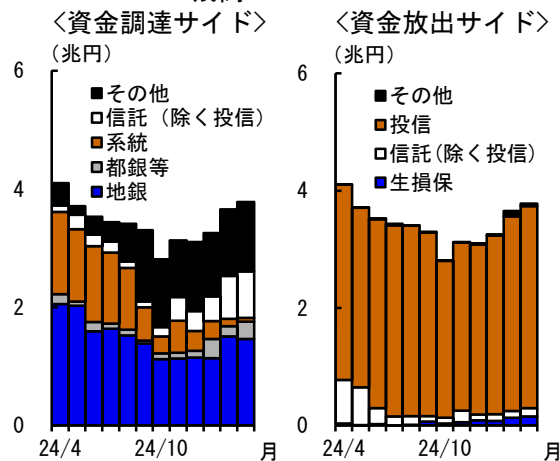


(注) コール市場関連統計における業態別の取引データをもとに作成。線の太さは、業態間のコール取引額に対応している。左図は、マイナス金利政策下の 2023 年 4 月 1 日～2024 年 3 月 20 日の 1 日当たりの平均取引額、右図は、マイナス金利解除後の 2024 年 3 月 21 日～2025 年 3 月 31 日の 1 日当たりの平均取引額を表す。

以上の通り、プラス金利が定着するもとの、短資会社経由の無担保コール 0/N 物取引の市場機能はしっかりと維持されており、そうした取引から算出される TONA は、引き続き市場における金利の実勢水準をしっかりと示していると考えられる。

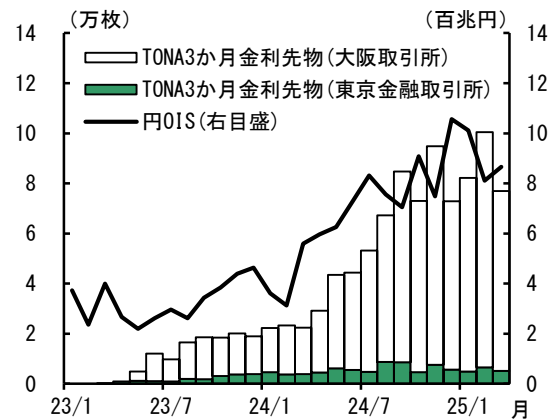
こうした中、TONA を参照するデリバティブ取引（スワップ取引や先物取引）も、将来的な金利上昇リスクをヘッジするニーズの高まり等を受けて、活発に行われた。実際、2024 年度の円 O I S の取引高（日本証券クリアリング機構における債務負担金額）は、2024 年 12 月に 1,000 兆円の大台を突破するなど、増加傾向を辿ったほか、TONA 3 か月物金利先物の月末建玉残高も、2025 年 2 月に 2023 年の上場以来の最高水準を更新するなど、2024 年度に大きく増加した (BOX 図表 1-5)。

(BOX 図表 1-4) 無担保コール 0/N 物の業態別残高



(注) 月中平残。

(BOX 図表 1-5) TONA を参照するデリバティブ取引の規模

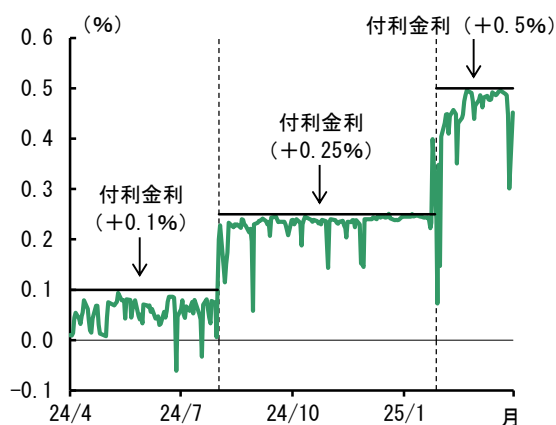


(注) 円 O I S は、日本証券クリアリング機構の債務負担金額。TONA 3 か月金利先物は、月末時点の建玉残高。

③ G Cレポ市場の動向

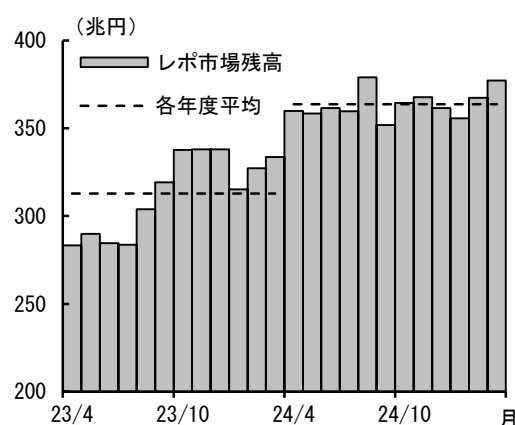
G Cレポレート（T/N 物）は、政策金利の引き上げに応じて水準を切り上げ、振れを伴いつつも、総じてみれば付利金利を小幅に下回る水準で推移した（図表 2-5）。

（図表 2-5）G Cレポレート



（注）東京レポ・レート（T/N 物）。縦線は、新たな付利金利の適用日。

（図表 2-6）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。

子細にみると、2024 年 4 月以降の G Cレポレートは、マイナス金利政策下の▲0.1%程度から水準を切り上げたものの、資金調達を行う銀行等の担保制約が強かったもとで、証券会社の在庫ファンディング需要の多寡などによって、日々の変動が比較的大きい状況が続いた。特に、債券需給が引き締めやすい月末等にはレートがやや大きめに下がり、2024 年 6 月末等にはゼロ%を下回る場面もみられた。

もっとも、政策金利が+0.25%に引き上げられた夏場以降は、月末等を中心に一時的な振れがみられる状況は続いたものの、プラス金利が定着するもとで、銀行等が、保有する国債を有効活用してレポ市場での資金調達を積極化させたことなどから、レート水準が幾分切り上がるとともに安定化し、付利金利により近接して推移するようになった（プラス金利のもとでの G Cレポ市場の構図とレート形成の特徴については、BOX 2 参照）。

なお、2025 年 1 月の金融政策決定会合直後には、G Cレポレートが一時大きく低下する場面がみられた。これは、同会合に向けて事前に利上げ期待が高まる中、同会合を跨ぐ取引の約定が手控えられ、ターム物取引の期落ちが同会合の翌営業日（1 月 27 日）に集中した結果、これら取引のロールが十分に行われず、幅広い銘柄の国債で需給が一時的に逼迫したことが影響した。もっとも、こうした状況は、ターム物取引が回復する中、1 週間程度で解消された⁵。

この間、レポ市場の残高は、2023 年度を上回った（図表 2-6）。前述した銀行等の

5 レポ市場における国債需給の逼迫を受け、日本銀行では1月24日に、国債補完供給における応募銘柄数の上限を一時的に引き上げる措置を発表した。詳細は、後述の（4）②国債補完供給を参照。

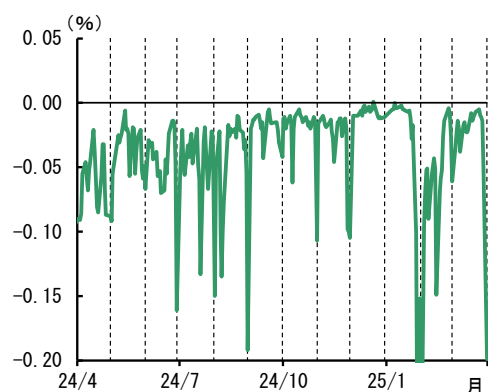
資金調達の積極化に加え、G Cレポレートが安定化する中、市場参加者のレート目線が揃いやすくなったことが、G Cレポ市場とS Cレポ市場間の裁定目的の取引も含め、レポ市場全体の取引の活発化につながったと考えられる。

BOX 2 プラス金利のもとでのG Cレポ市場の構図とレート形成の特徴

G Cレポレート（T/N物）は、2024年3月のマイナス金利解除以降、しばらくは日銀当座預金への付利金利からの乖離幅がやや大きかったほか、日々の変動も目立ったが、2024年夏場以降は、付利金利近くまで水準を切り上げるとともに、日々の変動も小さくなった（BOX 図表 2-1）。以下では、プラス金利のもとでのG Cレポ市場の構図を概観しつつ、レート形成の特徴を整理する。

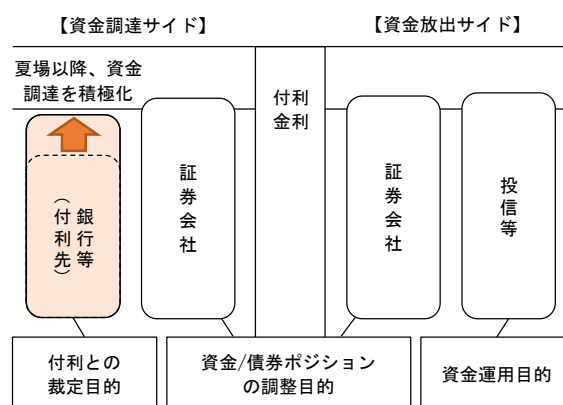
プラス金利のもとでのG Cレポ市場の参加主体をみると、①資金調達サイドには、在庫ファンディング（在庫となっている債券を担保とした資金調達）目的の証券会社や、付利金利との裁定目的の銀行等が存在し、②資金放出サイドには、債券調達が必要な証券会社や、余剰資金等の運用を目的とした投資信託等が存在する（BOX 図表 2-2）。この点、証券会社のポジションは、国債の発行・償還や日本銀行の国債買入れ等に伴う国債の在庫量の変化等に応じて、日常的に大きく変動するため、レポ市場における債券需給（資金需給）はそもそも振れやすい性質を有している。こうしたもと、マイナス金利解除後しばらくの間は、担保制約等から銀行等の資金調達量（債券放出量）が必ずしも多くなかったため、証券会社の在庫ファンディング需要が減少したタイミングを中心に、レポレートが付利金利から乖離するなど、日々のレート変動が目立っていた。

（BOX図表2-1）G Cレポレートと日銀当座預金への付利金利との乖離



（注）レポレートは東京レポ・レート（T/N物、スタート日ベース）。縦線は、月末。

（BOX図表2-2）G Cレポ市場の構図

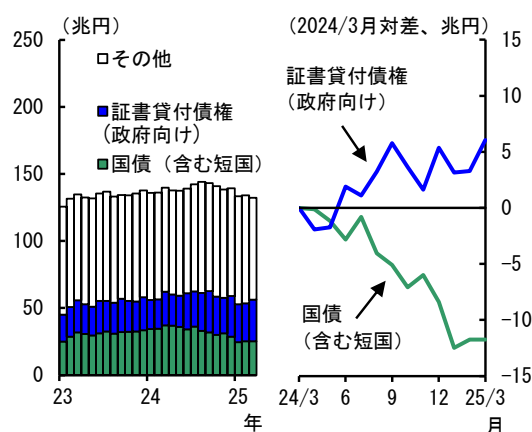


もともと、2024年夏場以降は、プラス金利が徐々に定着する中、銀行等が政府向けの証書貸付債権への応札を積極化し、その見合いで、従前から保有していた国債の有効活用を企図してレポ市場での資金調達を積極化させたことから、証券会社の日々の債券需給（資金需給）の振れが市場全体のレート形成に与える影響は小さくなった。そうしたもと、レポレートは、付利金利近くまで水準を切り上げるとともに、日々のレート変動も小幅となった。銀行等による国債の有効活用について、日

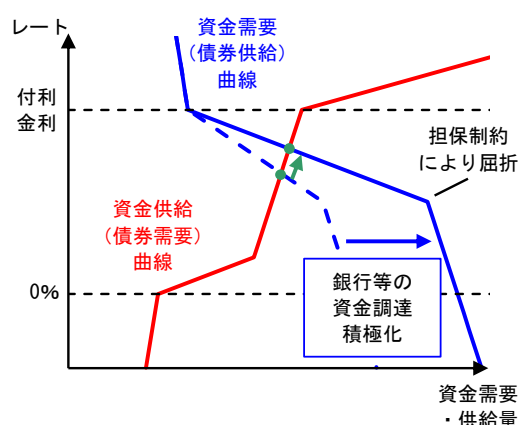
本銀行が受け入れている担保の内訳をみると、2024 年半ば以降は、証書貸付債権が差し入れられる代わりに国債が引き出されており、レポ市場での資金調達にも活用されたものとみられる（BOX 図表 2-3）。このほか、2025 年 1 月には、日本銀行が 2023 年 1 月に実施した 2 年物の共通担保オペが 9 兆円程度期落ちし、これに伴って金融機関の担保制約が若干緩和したことも、G C レポレート の安定化に寄与したと考えられる。

上述の G C レポレート の水準の切り上がりは、レポ市場における資金需要（債券供給）曲線と資金供給（債券需要）曲線の関係から、概念的に示すことも可能である。すなわち、BOX 図表 2-4 の通り、レポ市場における資金需要（債券供給）曲線は、銀行等の担保制約を考慮すると右下がりの屈折した曲線となるが、2024 年夏場以降は、保有する国債の有効活用を企図した銀行等の資金調達の積極化によって、資金需要（債券供給）曲線は右方向にシフトした。この結果、右上がりの資金供給（債券需要）曲線との交点で示されるレポレート の水準は引き上がることになった。

（BOX図表2-3） 日本銀行が受け入れている担保残高



（BOX図表2-4） G C レポ市場の需要・供給曲線のイメージ



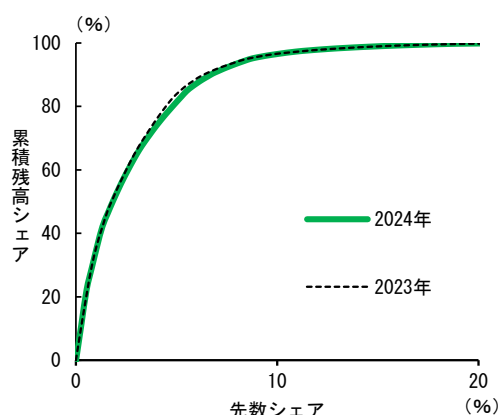
このように、プラス金利が定着するもとで、G C レポレート の水準は引き上がり、レートは徐々に安定化したが、日本銀行の国債保有残高が大きい状況が続いていることもあって、レポ市場において資金調達（債券放出）を積極的に行うことができる主体が限られるという、わが国レポ市場の構造自体が変わった訳ではない。実際、レポ市場における資金調達主体の取引集中度をみると、2024 年度も高い状況が続いた（BOX 図表 2-5）。こうした状況下、レポレートが相対的に付利金利に近接して安定化した 2024 年度後半も、資金調達（債券放出）主体としてのプレゼンスが大きい一部先が、月末のバランスシート調整やその他の理由で資金調達を抑制せざるを得なくなった際には、一時的にレートが大きめに低下する場面もみられた（前掲 BOX 図表 2-1）。

先行きの G C レポ市場を展望すると、①日本銀行による国債買入れの減額が進むもとで、債券需給は徐々に緩和される方向にあるほか、②貸出増加支援資金供給

(2025 年 3 月末時点の残高は 73 兆円) の新規貸付け終了に伴い、金融機関の担保制約も徐々に緩和されることが見込まれるもとで、レポレートが一段と安定化していくかが注目される。

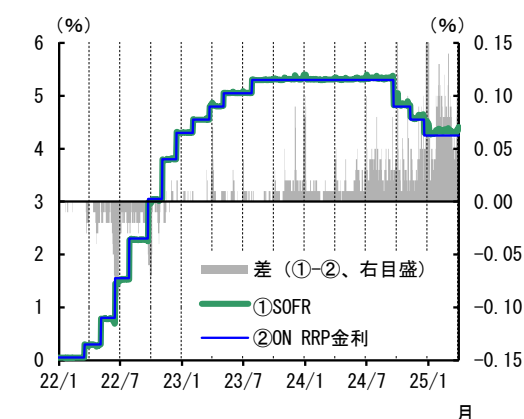
この間、中央銀行のバランスシート縮小が先行している米国の事例をみると、2022 年頃までは、債券需給の引き締めもあって、レポレート (SOFR) はオーバーナイト・リバース・レポ・ファシリティ (ON RRP) ⁶ 金利を下回って推移していたが、その後は、債券需給の緩和や中央銀行による資金供給量の減少が進捗するもとで、レポレートは、同ファシリティ金利を小幅に上回るようになったほか、上振れ幅も幾分拡大した (BOX 図表 2-6)。わが国では、なお超過準備が極めて潤沢なもとで、GC レポレートが付利金利を上回ると、銀行等の付利先が資金放出を積極化させており、GC レポレートが付利金利の水準をはっきりと上抜ける場面はみられていない。もっとも、中長期的な観点から、超過準備の減少がレポレートの形成にどのような影響を与えるのかについては、丁寧にフォローしていく必要がある。

(BOX図表2-5) GC レポ市場の取引集中度



(注) 資金調達サイド。各年の7月末時点の比較。

(BOX図表2-6) 米国におけるレポレートと
リバース・レポ・
ファシリティ金利との乖離



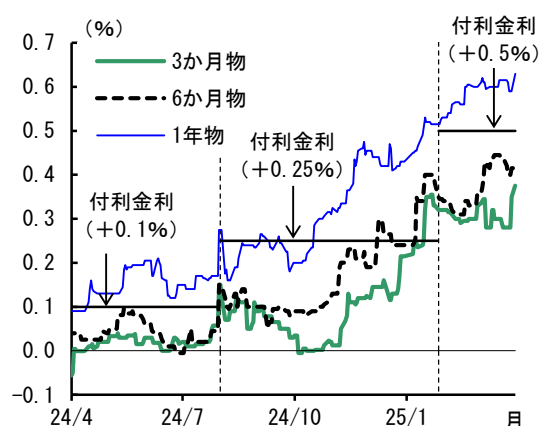
(注) 縦線は、四半期末。

6 非付利先を含む幅広い金融機関を対象に、米国連邦準備制度が有担保で資金吸収 (金融機関が資金運用) を行うファシリティ。レポレートが同ファシリティの金利を下回ると、MMFなどの資金運用主体は、同ファシリティの利用を選好し、レポ市場で資金放出を行うインセンティブを失うため、レポレートの緩やかな下限を形成している。

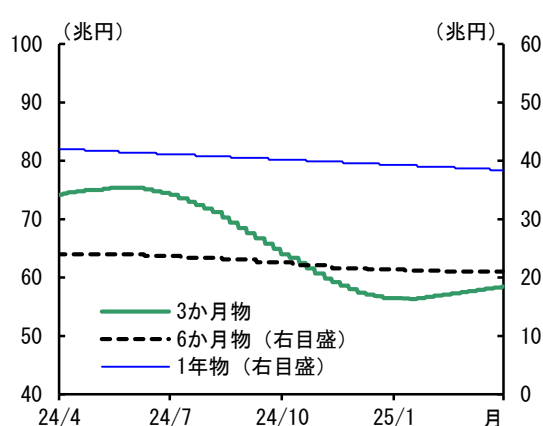
（２）国庫短期証券市場の動向と国庫短期証券の買入れ

2024 年度中の国庫短期証券（３か月物）の利回りは、政策金利の引き上げに応じて水準を切り上げたものの、発行残高が減少する中、国内外の幅広い投資家から旺盛な需要がみられ、概ね付利金利を下回る水準で推移した（図表 2-7）。

（図表 2-7）国庫短期証券の利回り



（図表 2-8）国庫短期証券の年限別発行残高



（注）縦線は、新たな付利金利の適用日。

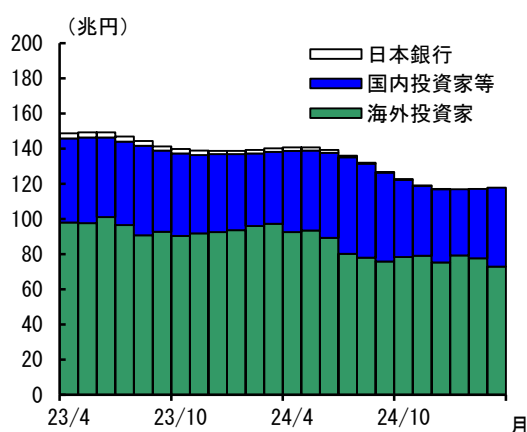
2024 年 4 月以降の動きを子細にみると、①ドル調達プレミアムが存在する中、海外投資家による為替スワップ取引（ドル投円転）見合いでの投資需要がみられたほか、②銀行等による根強い担保需要に加えて、③プラス金利が定着するもと、投資信託⁷など国内の非付利先による資金運用需要もみられるようになったことから、3 か月物の利回りは付利金利を幾分下回る水準で推移した。特に、10 月にかけては、2024 年度前半の外国為替平衡操作の影響などから 3 か月物の発行残高が減少するもとで（図表 2-8）、年末を越える季節的なドル投円転コストの低下を背景として、海外投資家の投資需要が一段と強まったことから、3 か月物の利回りはゼロ％程度まで大きく低下した。その後、2025 年 1 月半ばにかけては、年末越え要因の剥落に伴って海外投資家の需要が一服したほか、1 月の金融政策決定会合における＋0.5％への追加利上げの思惑が高まったことから、一時的に付利金利を上回る水準まで上昇したが、＋0.5％への追加利上げ後は、銀行等の担保需要や非付利先の資金運用需要が根強くみられるもとで、再び付利金利を下回り、＋0.3％程度で推移した。

6 か月物の利回りは、銀行等による根強い担保需要などから、概ね 3 か月物と連動し、ほとんどの期間で付利金利を下回って推移した。1 年物の利回りは、同年限への担保需要や資金運用需要が、3 か月物や 6 か月物ほどにはみられないこともあって、付利金利を概ね上回って推移した。

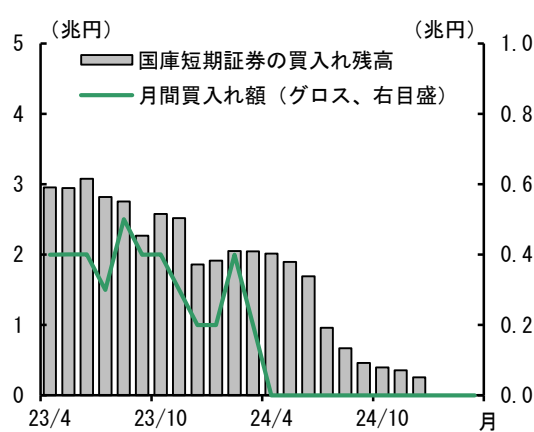
⁷ MRF 等の一部の投資信託は、規則上、資産の一定程度を国庫短期証券等で運用することが求められている。

この間、国庫短期証券の保有残高を主体別にみると、2024年3月のマイナス金利解除後しばらくは、前述の非付利先による資金運用再開の影響で、国内投資家等の保有割合が増加した一方、秋口から年末にかけては、前述の年末越え要因から、海外投資家の保有割合が増加した。なお、日本銀行の保有残高をみると、良好な需給環境が続くもとで国庫短期証券の買入れを行わなかったことから、償還に合わせて減少し、2025年1月にはゼロとなった（図表2-9～10）。

（図表2-9）国庫短期証券の主体別保有残高



（図表2-10）国庫短期証券の買入れ残高



（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。海外投資家の保有残高は、本邦対外債務（一般政府・短期債）の四半期末残高をベースに非居住者による月次のネット対内証券投資額を積み上げた試算値。国内投資家等は、市中発行残高から、日本銀行、海外投資家の保有残高を差し引いたもの。

(3) 国債市場の動向と長期国債の買入れ

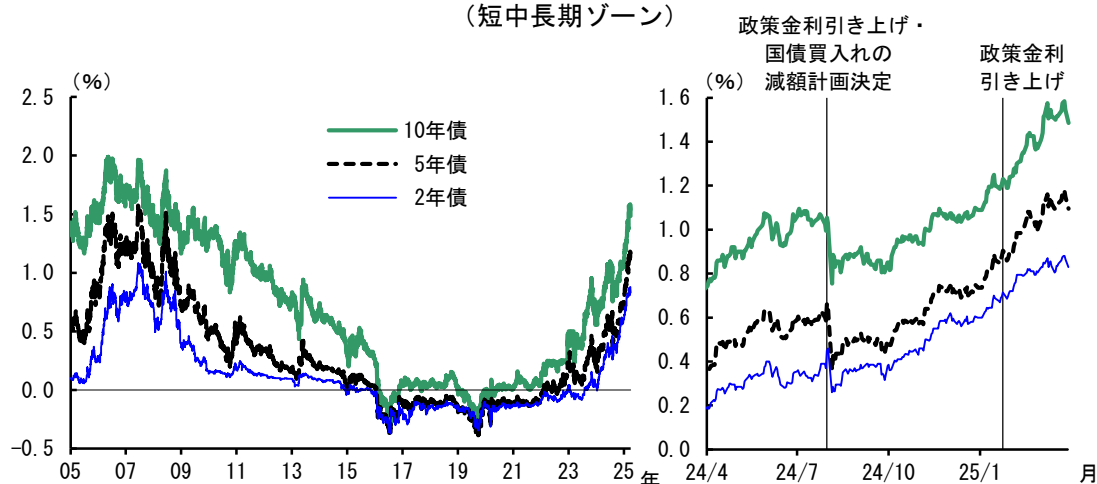
① 国債市場の動向

(長期金利)

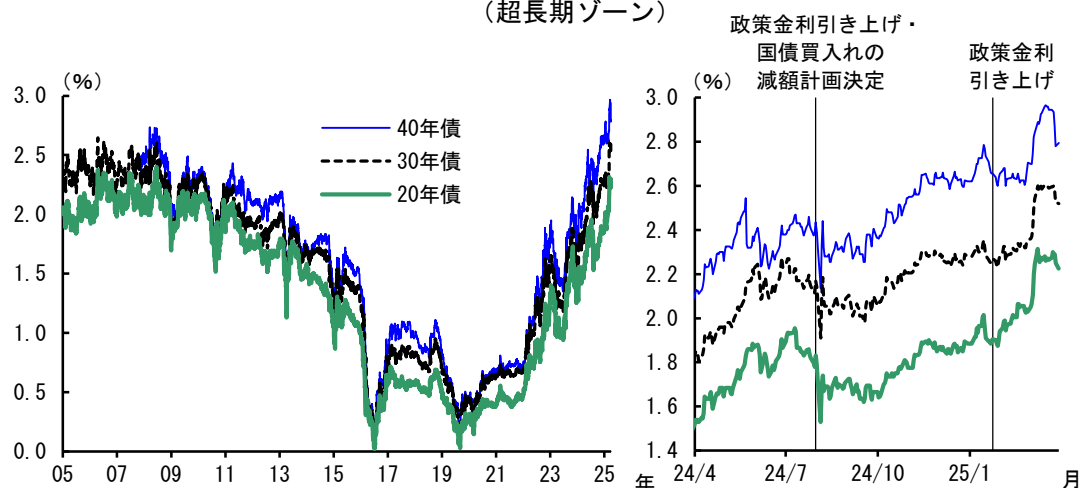
2024年度中の長期金利の動きをみると、追加利上げ期待の高まりや国債買入れの減額を巡る思惑などから、7月末にかけて1.1%程度まで上昇した。8月入り後は、米国の景気減速懸念を契機としたリスクセンチメントの慎重化を受けて、一旦0.7%台に急低下したが、その後は、国債買入れの減額が進捗するもと、米国金利の上昇や追加利上げ期待の高まりなどから、2025年1年半ばにかけて1.25%程度まで上昇した。1月の金融政策決定会合で政策金利が0.5%に引き上げられた後も、わが国の堅調な経済・物価指標等を受けて、市場参加者の間で政策金利の到達点に関する見方が引き上がる中、年度末を控えた投資家の買い控え姿勢も相俟って、長期金利は上昇傾向を続け、3月下旬には一時2008年10月以来となる1.59%を記録した(図表2-11)。

(図表2-11) 国債利回り

(短中長期ゾーン)



(超長期ゾーン)



(注) 40年債の利回りは、発行が開始された2007年11月から表示。

長期金利の動きを子細にみると、2024年5月末にかけては、①為替円安が進行するもとで、追加利上げ期待が高まったことや、②3月の「金融政策の枠組みの見直し」以降、毎回の国債買入れのオファー額が据え置かれていた中、5月13日の国債買入れの減額（「5年超10年以下」のオファー額を500億円減額）がややサプライズと受け止められ、先行きの国債買入れの減額に対する警戒感が高まったことなどから、1.0%台後半まで上昇した。その後は、7月の金融政策決定会合で決定することとされた国債買入れの減額計画が相応の規模になるとの見方が浸透するもと、長期金利は7月末にかけて1.1%程度まで上昇した。

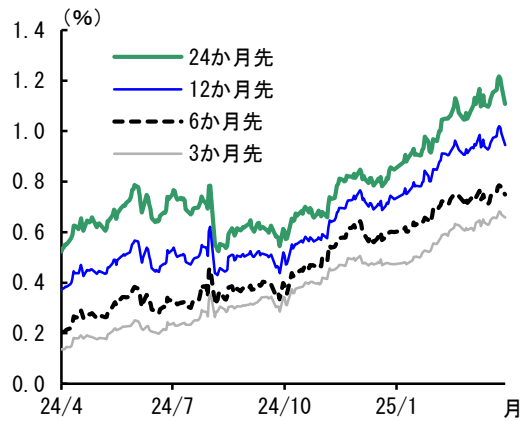
8月入り後は、米国の雇用統計の市場予想比下振れをきっかけに米国の景気減速懸念が急速に高まり、リスクセンチメントの慎重化を受けてわが国の株価が急落する中、日本銀行の追加利上げ期待が一旦大きく後退し、債券市場では、それまで海外投資家勢を中心に造成されていた円債のショート・ポジションを一斉に巻き戻す動きが生じ、長期金利は一時0.755%まで低下した。

10月以降は、①米国の良好な経済指標の発表が続く中、米国大統領選挙の結果を巡る思惑もあって米国金利が上昇したことや、②円安進行もあって、日本銀行の追加利上げ期待が回復したことなどから、長期金利は12月下旬に1.1%まで再び上昇した。2025年入り後は、堅調な経済・物価指標の公表が続くもと、1月の金融政策決定会合における追加利上げ観測が高まり、長期金利は1年半ばには1.25%程度まで上昇した。

1月の金融政策決定会合で政策金利が0.5%に引き上げられた後も、堅調な経済・物価指標の公表に加えて、春季労使交渉における賃上げ率が高めとなる蓋然性が強まったことなどを受けて、市場参加者の間で政策金利の到達点に関する見方が引き上がる中（図表2-12）、長期金利は、後述の短中期金利の上昇に連れる形で上昇し、3月下旬には一時2008年10月以来となる1.59%を記録した。なお、1月以降の金利上昇がやや速いペースで進んだ背景としては、金利先高観が意識される中、年度末を控える投資家の買い控え姿勢が強く、国債入札の結果が総じて低調となるなど、押し目買いの動きが鈍かったことを指摘できる。

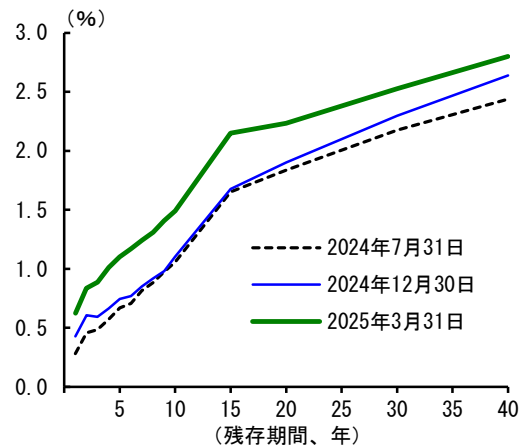
この間、2024年8月以降の国債買入れの減額の進捗や、11月以降の日本銀行による国債補完供給にかかる減額措置の実施（詳細は、BOX5参照）は、特に残存7～10年ゾーンの現物の需給を緩和させる方向に作用したと考えられる。実際、2024年7月末から12月にかけては、前述の8月のショートカバーの動きの影響もあり、7～10年ゾーンの金利はなかなか上昇せず、このゾーンの割高感が指摘されていたが、国債買入れの減額等が進捗するもとで、こうしたイールドカーブ上の割高感は徐々に修正されていった（図表2-13）。

(図表 2-12) 円 O I S のフォワードレート



(注) 3 か月先、6 か月先は各 3 か月間、12 か月先は 6 か月間、24 月先は 12 か月間。

(図表 2-13) 国債のイールドカーブ



(短中期金利)

短中期金利は、追加利上げ観測の高まりを背景に、7月末にかけて、2年金利は0.4%台半ば、5年金利は0.6%台半ばまで上昇した。その後、8月入り後にリスクセンチメントが慎重化した際には、2年金利、5年金利ともに一旦大きく低下したが、秋口以降は、追加利上げ期待を背景に、再び上昇傾向を辿った。2025年1月に政策金利が0.5%まで引き上げられた後も、わが国の堅調な経済・物価指標等を眺めて、市場参加者の間で政策金利の到達点に関する見方が引き上がる中、年度末を控えて投資家の押し目買いの動きが鈍かったこともあって、短中期金利は上昇傾向が続いた。こうした中、3月には、2年金利は2008年6月以来となる0.8%台後半、5年金利は2008年10月以来となる1.1%台後半を記録した（前掲図表 2-11）。

(超長期金利)

超長期金利は、超長期債の主要な投資家である生命保険会社による規制対応目的の投資需要の一巡に伴い、超長期債の需給の緩みが意識されるもと、2024年秋口にかけては、長期金利とのスプレッドが拡大するなどやや速いペースで上昇し、11月には、30年金利は2.3%程度、40年金利は2.6%台まで上昇した。その後、財務省が12月末に公表した2025年度国債発行計画において、30年債・40年債の発行減額の方針が示され、需給の改善が意識されたことなどから、上昇傾向は一服したが、2025年3月入り後には、国防費の増額観測を背景にドイツの長期金利が急騰する中、需給面の弱さが意識されて超長期金利は再び上昇し、3月中旬には、30年金利は2008年6月以来となる2.6%台前半まで上昇したほか、40年金利は過去最高となる3.0%に達した（前掲図表 2-11）。もっとも、3月下旬に行われた40年債入札が、割安感から投資家需要がみられたこともあって順調な結果となったことで、年度末にかけては、超長期金利は低下に転じ、長期金利とのスプレッドも幾分縮小した。

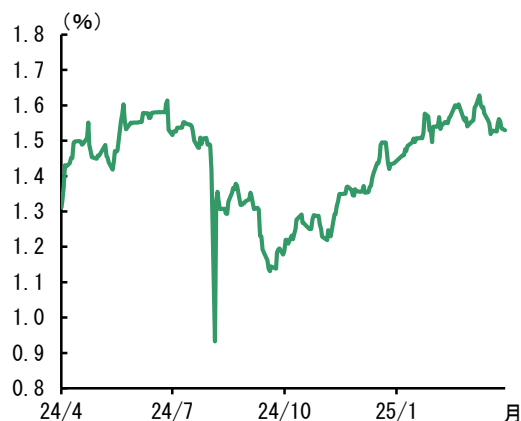
（物価連動国債）

この間、物価連動債について、同年限の名目債利回りとの差分として計算されるB E I（ブレイク・イーブン・インフレ率）をみると、2024年6月末にかけては、円安進行に伴い、輸入物価を通じた物価の上振れリスクが意識される中、1.6%程度まで上昇した。8月入り後にリスクセンチメントが慎重化した際には、物価連動債でも売り圧力が強まり、B E Iは一時0.9%台に急低下する場面がみられたが、10月以降は、再び円安が進行する中で上昇に転じた。その後は、わが国の堅調な賃金・物価動向等を眺めて上昇傾向を続け、2025年3月末にかけては、1.5～1.6%程度で推移した（図表2-14）。

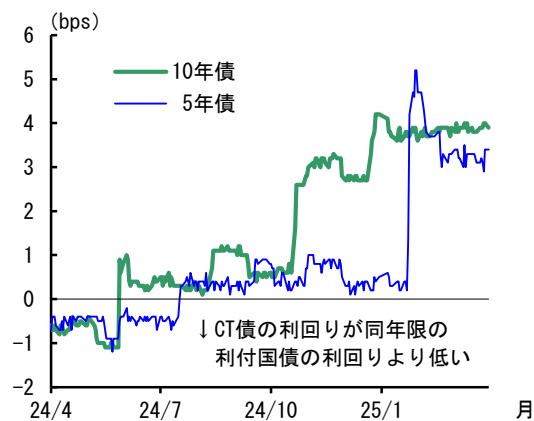
（クライメート・トランジション債）

クライメート・トランジション利付国庫債券（以下、「C T債」）の利回りをみると、2024年2月の初回入札からしばらくの間は、総じて同年限の利付国債の利回り対比で若干低位で推移したが、その後は、投資家の間で同債券の流動性の低さが意識される中、5年C T債、10年C T債とも、利回りが同年限の利付国債の利回りより高い状況が続いた（図表2-15）。

（図表2-14）B E I（ブレイク・イーブン・インフレ率）



（図表2-15）C T債の同年限の利付国債との利回り較差



② 長期国債の買入れ

（概要）

日本銀行は、2024 年 3 月の「金融政策の枠組みの見直し」において、それまでと概ね同程度（月間 6 兆円程度）の買入れを継続することとした。そのうえで、実際の買入れは、従来同様、ある程度の幅をもって予定額を示すこととし（レンジ形式）、市場の動向や国債需給などを踏まえて実施することとした。

その後、7 月の金融政策決定会合で、長期金利は金融市場において形成されることが基本との観点から、長期国債買入れの減額計画を決定した。減額計画では、予見可能な形で減額していくことが適切という考え方にに基づき、月間の買入れ予定額を原則として毎四半期 4,000 億円程度ずつ減額し、2026 年 1～3 月に 3 兆円程度とすることとした。また、四半期ごとに示す残存期間別の買入れ予定額についても、それまでのレンジ形式ではなく特定の金額をピンポイント形式で示す扱いに変更した。

2024 年 8 月以降は、上記の減額計画に沿って長期国債の買入れを減額し、2025 年 1～3 月の買入れ額は四半期計で 13.5 兆円と、量的・質的金融緩和が開始された 2013 年 4～6 月以降で最も低い水準となった（国債買入れの減額が進捗するもとの国債市場の機能度については、BOX 3 参照）。

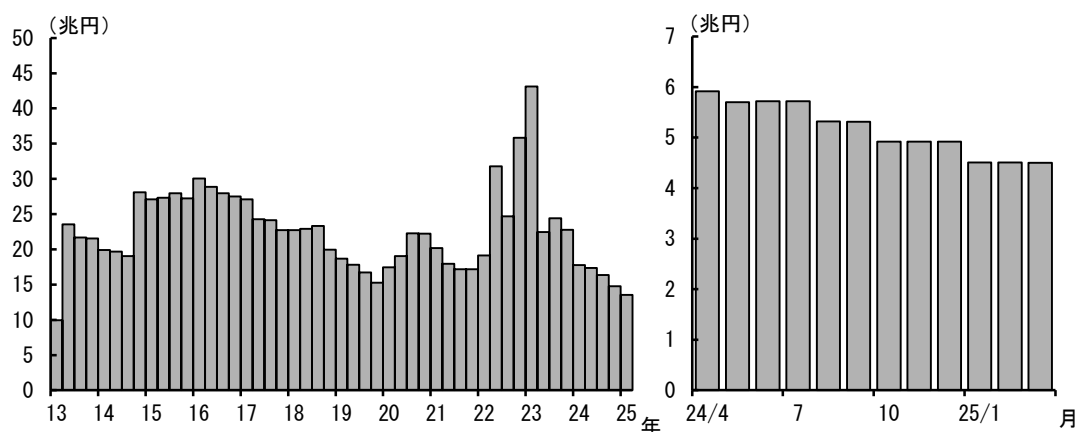
なお、減額計画では、国債市場の安定に配慮するための柔軟性を確保する観点から、長期金利が急激に上昇する場合には、毎月の買入れ予定額にかかわらず、機動的に、買入れ額の増額や指値オペなどを実施する扱いとした。もっとも、2024 年度中は、こうした機動的なオペ対応を実施することはなかった。

（買入れ額の推移）

日本銀行の国債買入れ額の推移をみると（図表 2-16）、2024 年 4 月中は毎回のオフー額は据え置かれ、4 月の月間の買入れ額は、1～3 月と変わらない 5.9 兆円となった。その後、5 月 13 日には、3 月の「金融政策の枠組みの見直し」以降で初めてとなる減額（「5 年超 10 年以下」の買入れ額を 500 億円減額）を実施した。前述の通り、3 月の枠組みの見直し以降、国債買入れについては、それまでと概ね同程度（月間 6 兆円程度）の買入れを継続することとしつつ、実際の買入れは、市場の動向や国債の需給等を踏まえて実施するという枠組みが採用された。こうしたもとの、3 月以降の国債買入れオペにおいて、「5 年超 10 年以下」の最低落札利回りが市場実勢を下回る結果となるケースが散見され、当該ゾーンの需給の引き締め感が相対的に強かったことを踏まえ、減額を実施した。この結果、5～7 月の買入れ額は 5.7 兆円となった。

8月以降は、7月の金融政策決定会合で決定された減額計画に沿う形で、毎四半期4,000億円程度ずつ国債買入れ額を減額し、月間ベースの国債買入れ額は、8～9月は5.3兆円、10～12月は4.9兆円、2025年1～3月は4.5兆円となった⁸。

(図表 2-16) 長期国債の買入れ額
(四半期) (月次)



国債買入れの減額を開始した8月以降について、残存期間別の減額の状況をみると(図表 2-17)、日本銀行では、一定の予見可能性を確保する観点から、各残存期間の毎月の発行額に対する日本銀行の買入れ比率(以下、「買入れ比率」)が高い年限から優先的に減額するという考えを基本に据え、残存「10年以下」の買入れ額を優先的に減額した。すなわち、2024年8～9月、10～12月、2025年1～3月の国債買入れでは、「1年超3年以下」、「3年超5年以下」、「5年超10年以下」の3ゾーンで、計4,000億円程度の減額を実施した。

この結果、「10年以下」の3ゾーンと「10年超25年以下」の買入れ比率が概ね50%程度と近接した状況となったことを踏まえ、2025年3月末に公表した4～6月の国債買入れの予定では、「10年超25年以下」についても、買入れ比率の減少幅が他の残存期間と概ね同程度となるよう、買入れ額を小幅に減額することとした。この間、「25年超」については、もともと日本銀行による買入れ比率が高くないことから、減額の対象としなかった。

物価連動債については、8月初にリスクセンチメントが慎重化した際に、B E Iが急低下したこともあり、2024年10～12月までは、買入れ額を600億円で据え置いたが、①発行額に対する日本銀行の買入れ比率が高い状況が続いていることや、②ストックベースでみた日本銀行の保有比率が上昇を続けていることを踏まえ、2025年1～3月に買入れ額を100億円減額した。

この間、C T債(5年債、10年債)については、前年度と同様に、既発の利付国

8 長期国債の買入れに際しては、隣接銘柄と比べた流通利回りの違いや市中保有額、レポ市場における需給などを踏まえ、買入対象銘柄を選定する扱いを継続した。

債と区別することなく、利回り入札方式で買入れを行った。もっとも、C T債については、①発行額が限られているうえ、②流動性供給入札によって、事後的に市中保有額が増える訳ではないことなどを踏まえ、市場の流動性に十分配慮する必要がある。こうした観点から、これまで通り、落札総額に上限を設けたほか、1銘柄当たりの日本銀行の保有比率が4割程度となった時点で当該銘柄を買入対象外とする扱いとした。

(図表 2-17) 残存期間別・種類別の長期国債の買入れ額

対 象 ゾ ーン	国債買入れの減額開始						(億円、%)
	2024年 1～3月	4月	5～7月	8～9月	10～12月	2025年 1～3月	
1年以下	1,500	1,500 <—>	1,500 <—>	1,500 <—>	1,500 <—>	1,500 <—>	1,000 <—>
1年超 3年以下	15,000	15,000 <57.7>	15,000 <57.7>	14,000 <53.8>	13,000 <50.0>	12,000 <46.2>	11,000 <42.3>
3年超 5年以下	17,000	17,000 <73.9>	17,000 <73.9>	15,000 <65.2>	13,000 <56.5>	12,000 <52.2>	11,000 <45.8>
5年超 10年以下	19,000	19,000 <73.1>	17,000 <65.4>	16,000 <61.5>	15,000 <57.7>	13,000 <50.0>	12,000 <46.2>
10年超 25年以下	4,500	4,500 <45.0>	4,500 <45.0>	4,500 <45.0>	4,500 <45.0>	4,500 <45.0>	4,050 <40.5>
25年超	1,500	1,500 <12.0>	1,500 <12.0>	1,500 <12.0>	1,500 <12.0>	1,500 <12.0>	1,500 <14.3>
物価 連動債	600	600 <72.0>	600 <72.0>	600 <72.0>	600 <72.0>	500 <60.0>	500 <60.0>
合計	59,100	59,100	57,100	53,100	49,100	45,000	41,050

買入れ予定額はレンジ形式で公表

買入れ予定額はピンポイント形式で公表

(注1) 各ゾーンの上段は月間買入れ額（オファー金額、億円）、下段は発行額に対するフローの買入れ比率（%）。

(注2) 買入れ比率は、「1年超3年以下」では2年債、「3年超5年以下」では5年債、「5年超10年以下」では10年債、「10年超25年以下」では20年債の発行額を、「25年超」では30年債と40年債の発行額の合計を用いて算出。40年債と物価連動債の発行額は、月次換算。物価連動債の発行額は、財務省の買入消却額を控除する前の値。

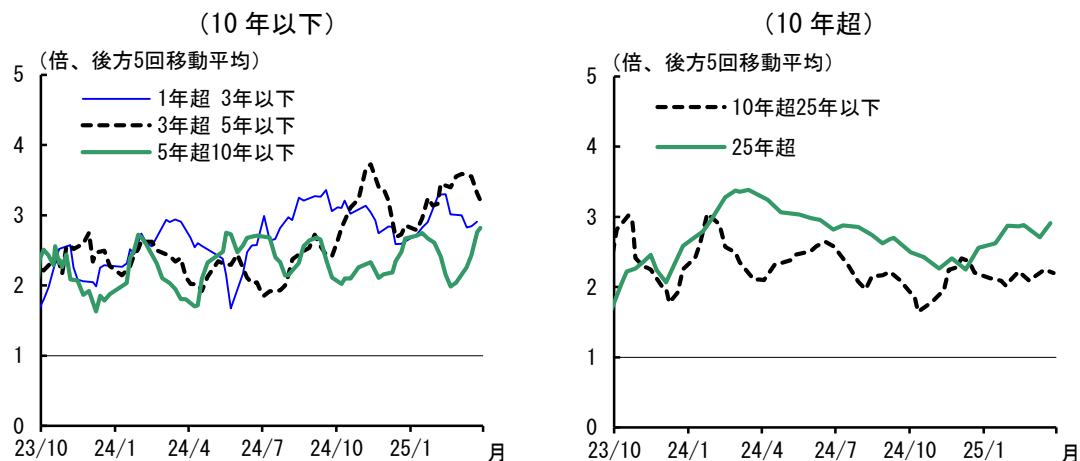
(注3) シャドウは、前月までの買入れ額から変更した箇所。

(注4) 太枠内が当年度。

(国債買入れオペの結果)

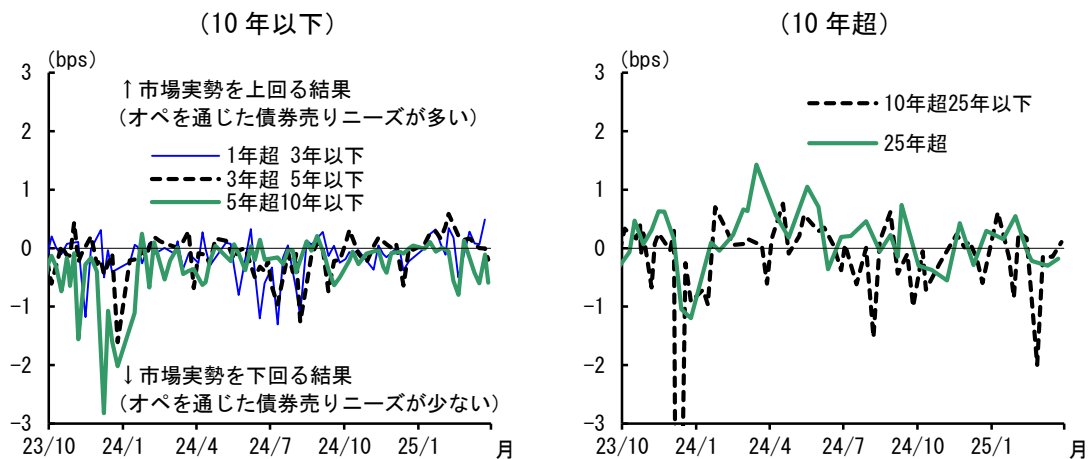
2024年度の国債買入れオペの結果をみると、まず、応札倍率については、振れを伴いつつも、いずれのゾーンも、概ね2～3倍程度と安定的に推移した(図表 2-18)。この間、イールドカーブ全体が大きく上方シフトした2025年1月から3月にかけては、「3年超5年以下」の応札倍率が3倍を超える水準まで上昇するなど、オペ先の売りニーズの高まりが観察された。

(図表 2-18) 国債買入れオペの応札倍率



次に、国債買入れオペにおける最低落札利回りと市場実勢利回りの差をみると、前年度までは、市場実勢を大きく下回る、すなわち、オペを通じた債券売りニーズが少ない結果となることが多かったが、2024 年夏場以降は、国債買入れの減額が進捗するもとで、新発債の需給の引き締まりが緩和されたこともあり、10 年以下のゾーンを中心に、市場実勢並みの結果となることが増加した（図表 2-19）。この間、前述した通り、2025 年 1～3 月の金利上昇局面では、オペ先の売りニーズの高まりが観察されたが、オペ先が市場実勢を大きく上回る利回りで国債を売る、所謂「投げ売り」的な動きはみられなかった。

(図表 2-19) 国債買入れオペにおける最低落札利回りと市場実勢利回りの差



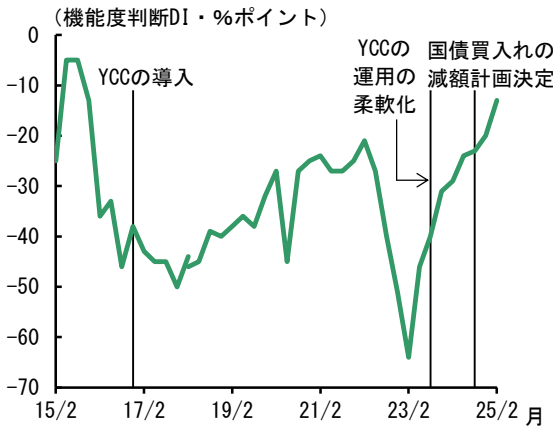
(注) 市場実勢利回りは、最低落札利回りで落札された銘柄のオペ実施日前場引け時点における気配値の加重平均値。

BOX 3 国債買入れの減額が進捗するもとの債券市場の機能度

日本銀行は、長期金利は金融市場において自由な形で形成されることが基本との考えのもと、2024年7月に決定した国債買入れの減額計画に沿って、夏場以降、買入れの減額を進めた。こうした中で、10月以降は、国債補完供給の減額措置により、日本銀行の保有比率が極めて高いチーペスト銘柄等⁹の需給逼迫感の改善にも努めた（詳細はBOX 5 参照）。そうしたもと、日本銀行が実施している「債券市場サーベイ」の結果をみると、債券市場の機能度に対する市場参加者の見方を示す「機能度判断DI」は、8四半期連続でマイナス幅が縮小し、2015年11月調査と同水準を回復した（BOX 図表 3-1）。以下では、取引高やレート形成の観点から、債券市場の機能度改善の動きを整理する。

まず、国債買入れの減額が進捗する中、新発債の需給にははっきりとした変化が生じた。日本銀行による10年債の保有比率をみると（BOX 図表 3-2）、2022年半ばから2023年前半にかけては、固定利回り方式の指値オペ等を通じた大規模な国債買入れが続く中、発行直後から日本銀行が大半を保有する状況が発生したが、2024年度は、国債買入れの減額が進捗するもと、新発債の保有比率は相対的に低位で推移した¹⁰。このように新発債の市中保有額がはっきりと増加するもとで、現物債の店頭売買の取引高は改善傾向を辿り、2024年度後半には、量的・質的金融緩和の導入直前の水準程度まで回復した（BOX 図表 3-3）。

（BOX 図表 3-1）債券市場の機能度判断DI



（注1）現状に対する機能度判断について、「高い」から「低い」を引いて算出。

（注2）2018年2月調査以降は調査先対象が異なる新系列。

（BOX 図表 3-2）10年債の銘柄ごとの日本銀行保有比率

年 月	22				23				24				25			
	1	4	7	10	1	4	7	10	1	4	7	10	1	4	7	10
10年365回債	1	40	64	83	83	83	84	84	84	84	84	83	82			
366回債		76	89	92	96	96	95	95	95	95	95	93	87			
367回債			29	76	106	92	90	90	90	90	90	90	88			
368回債				109	104	95	94	93	93	93	93	93	90			
369回債				111	90	89	89	89	89	89	89	89	89			
370回債					56	58	73	78	81	81	81	81	81			
371回債						44	52	56	58	60	63	64	64			
372回債							70	54	54	59	62	63	63			
373回債									17	29	36	43	44			
374回債										30	29	39	39			
375回債											20	18	26			
376回債												5	15			
377回債													12			

（注）太枠は、各回号の初回発行月。各月末時点。

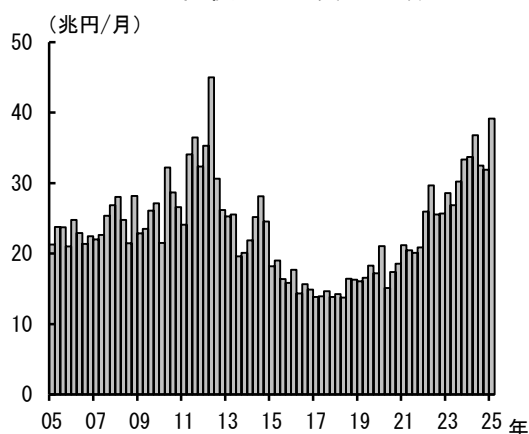
次に、チーペスト銘柄等の需給についても、国債補完供給の減額措置や財務省の流動性供給入札を通じて、一定の改善がみられた。例えば、2025年3月限の債券先物のチーペスト銘柄であった10年366回債の市中保有額は、2024年9月末時点では4,000億円程度であったが、12月半ばの限月交代前には1兆円程度まで回復し

9 長期国債先物取引の直近2限月におけるチーペスト銘柄およびセカンド・チーペスト銘柄。

10 こうした動きは、2年債や5年債の新発債でも確認できる。

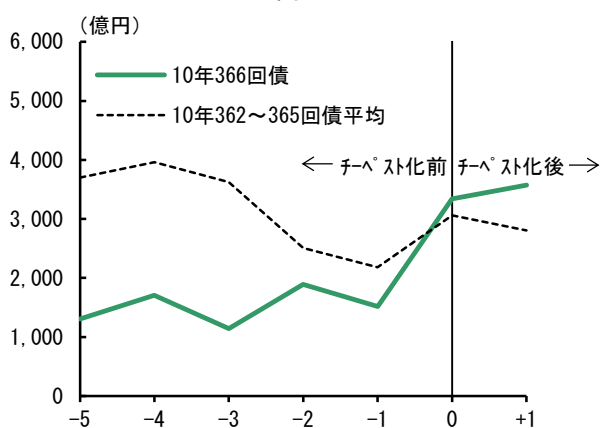
た。この間、同銘柄のディーラー間取引の取引高は、市場流動性の低さから、長らく過去の銘柄と比べて低水準であったが、減額措置の利用が進むもとで回復し、同銘柄のチーペスト期間中（2024年12月半ば～2025年3月半ば）は、過去のチーペスト銘柄と概ね同程度の取引高となった（BOX図表3-4）。

（BOX図表3-3）現物国債の取引高：顧客の
国債グロス買入れ額



（注）顧客は、都銀・地銀・信金、投資家（生保・損保、信託銀行、農林系金融機関、投資信託、官公庁共済組合）、外国人の合計であり、その他の主体（政府、日本銀行、ゆうちょ銀行、かんぽ生命、事業法人、その他金融機関等）を含まない。

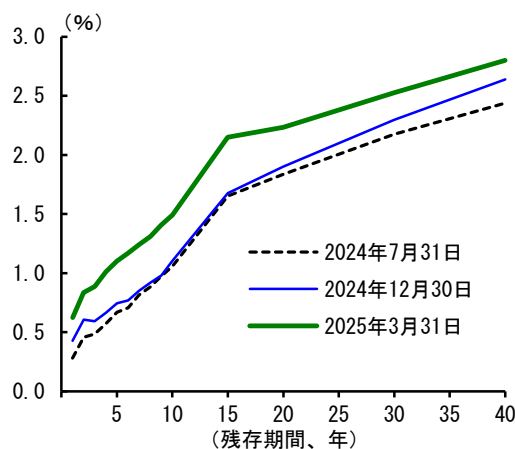
（BOX図表3-4）チーペスト銘柄のディーラー間
取引高



（注）四半期ごとの取引高の合計。縦線は、各銘柄における限月交代の月を含む四半期。

このように新発債やチーペスト銘柄等の市中保有額が増え、先物～10年ゾーンの需給の逼迫感が幾分緩和されたことで、同ゾーンのイールドカーブ上の割高感は徐々に修正されていった。実際、イールドカーブの変化をみると、2024年7月末から12月にかけては、短中期金利が上昇する中であっても長期金利はほぼ横ばいとなっていたが、2025年入り後は、短中期金利の上昇に概ね連れる形で、長期金利が上昇したことが確認できる（BOX図表3-5）。

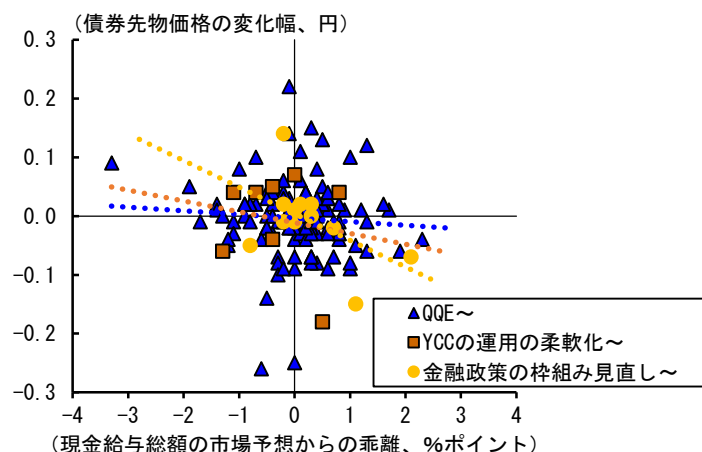
（BOX図表3-5）イールドカーブの変化



金融市場において、より自由な形で金利形成がなされるようになる中、債券価格の値動きには、わが国経済指標の強弱やそれを踏まえた市場参加者の先行きの金融政策に対する見方も反映されやすくなっていると考えられる。例えば、賃金指標である毎月勤労統計に対する反応をみると、日本銀行の金融政策の先行きを占ううえ

で、賃金動向に注目が集まる中、最近は、市場予想を上回る内容が公表された日には前場の債券価格が下落するなど、ひと頃より債券価格が経済指標に反応するようになったことが窺われる（BOX 図表 3-6）。

（BOX 図表 3-6）債券先物価格と賃金統計の関係



（注1）QQE～：2013年4月～2023年7月、YCCの運用の柔軟化～：2023年8月～2024年3月、金融政策の枠組みの見直し～：2024年4月～。

（注2）「現金給与総額の市場予想からの乖離」は、毎月勤労統計の現金給与総額（前年比）に関するBloombergのエコノミスト予想と実績の乖離。

（注3）「債券先物価格の変化幅」は、2019年1月以前が「当日前場寄り～当日前場引き」、2019年2月以降が「前日夜間引き～当日前場寄り」。

（注4）破線は最小二乗法による回帰直線。

以上のように、国債買入れの減額が進捗するもとの、債券市場の機能度は改善傾向を辿っている。もっとも、債券市場の機能度判断D Iは依然としてマイナス圏にあるなど、市場機能の改善は道半ばと言える。日本銀行としては、今後とも、国債買入れの減額が進むもとの、市場機能度面にどのような変化が生じていくかを丁寧にフォローしていく。

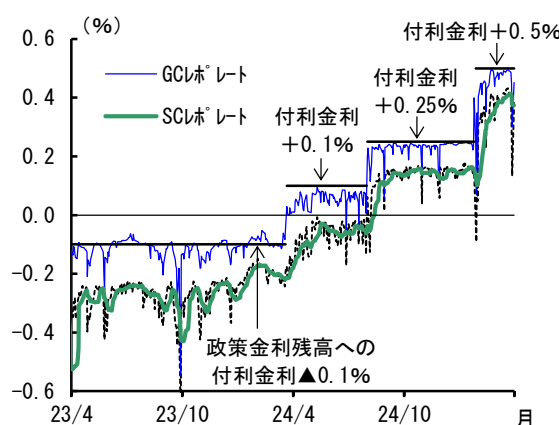
（４）ＳＣレポ市場と国債の供給

① ＳＣレポ市場の動向

2024 年度中の ＳＣレポレートは、ＧＣレポレートに概ね連れて動き、ＧＣレポレートの日々の振れが小さくなった夏場以降は、ＳＣレポレートもより安定的に推移した（図表 2-20）。

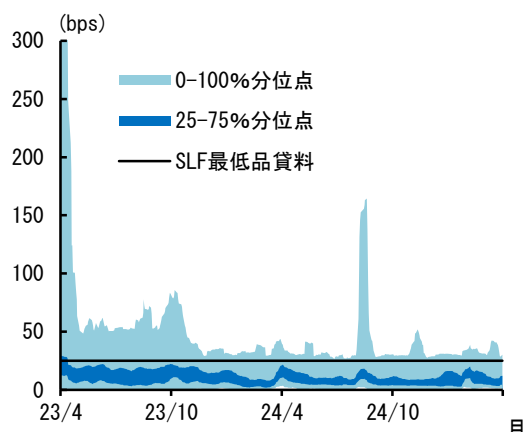
ＧＣ－ＳＣスプレッドをみると、中心的な取引レートを示すと考えられる 50% 分位点は、前年度対比で幾分低下した（図表 2-21）。これは、①国債買入れの減額が進捗するもとの、国債需給の逼迫感が幾分緩和したことや、②夏場以降の ＧＣレポレートの安定化を通じて、ＳＣレポ市場で国債の借り手と貸し手の間のレート目線が揃いやすくなったことで、ＳＣレポの取引量が増加したことなどから、多くの銘柄で ＳＣレポレートの上昇がみられたためと考えられる。また、最も需給が引き締まった銘柄の取引レートを示す、ＧＣ－ＳＣスプレッドの 100% 分位点は、一時的に拡大する場面はみられたものの、国債補完供給の最低品貸料が実質的なスプレッドの上限として機能するもとの、概ね安定的に推移した。

（図表 2-20） ＳＣレポレート



（注 1） ＳＣレポレート、ＧＣレポレートともに T/N 物。
（注 2） 破線は、銘柄別 ＳＣレポ出来高による加重平均値。太線は、加重平均値の 10 営業日後方移動平均。

（図表 2-21） ＧＣ－ＳＣスプレッド



（注 1） ＧＣレポレートは、東京レポ・レート（T/N 物）を利用。
（注 2） 対象銘柄は、「JBOND レポシステム」で取引された全銘柄。
（注 3） 分位点は、10 営業日後方移動平均。
（注 4） ＳＬＦ最低品貸料は、銘柄によってレートが異なる場合は最も低いレートを記載。

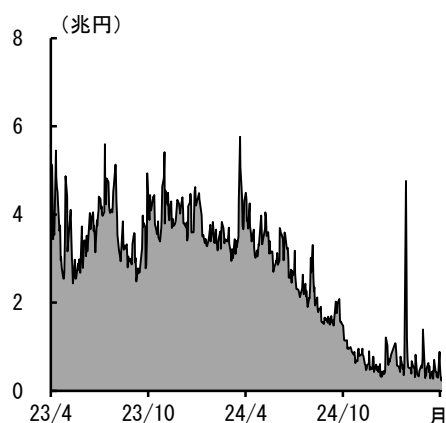
② 国債補完供給

国債補完供給は、日本銀行が保有するすべての利付国債・国庫短期証券の銘柄を対象としてオファーする措置等を継続しつつ、毎営業日（午前・午後）のオファーを実施した。

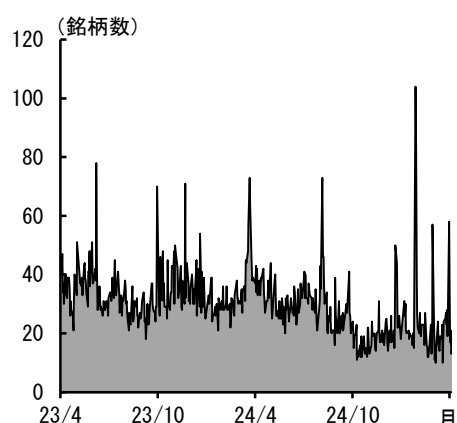
落札額の推移をみると、2024 年度初は、1 日当たり 4 兆円程度の落札がみられていたものの、次第にはっきりと減少し、10 月には 1 兆円を下回った。その後は、2025 年 1 月の金融政策決定会合直後などに一時的に増加した場面がみられたが、年度末

にかけては、均してみれば1日当たりの落札額は数千億円程度となった(図表2-22)。このように落札額が大きく減少した背景としては、①日本銀行による国債買入れの減額等に伴う国債の市中保有額の増加、②投資家のポジション動向の変化、③レポ市場におけるレート形成の安定化、などが挙げられる(詳細は、BOX4参照)。

(図表2-22) 国債補完供給の落札額



(図表2-23) 国債補完供給の利用銘柄数



利用銘柄数をみると、落札額の減少とともに幾分減少したものの、残存8年程度以下の10年債を中心に需給が逼迫した銘柄が残存するもとで、引き続き相応の銘柄で恒常的な利用が続いた(図表2-23)。なお、2025年1月の金融政策決定会合直後には、前述の「GCレポ市場の動向」で詳述した通り、レポ市場で幅広い銘柄の国債需給が逼迫したため、日本銀行では、国債補完供給における1先当たりの応募銘柄数の上限を一時的に緩和し、従来の30銘柄から50銘柄に引き上げる措置を講じた¹¹。実際、当該措置を講じた直後の1月27日には、幅広い銘柄で国債補完供給の利用がみられ、利用銘柄数は104銘柄と過去最高を更新した(前掲図表2-23)。

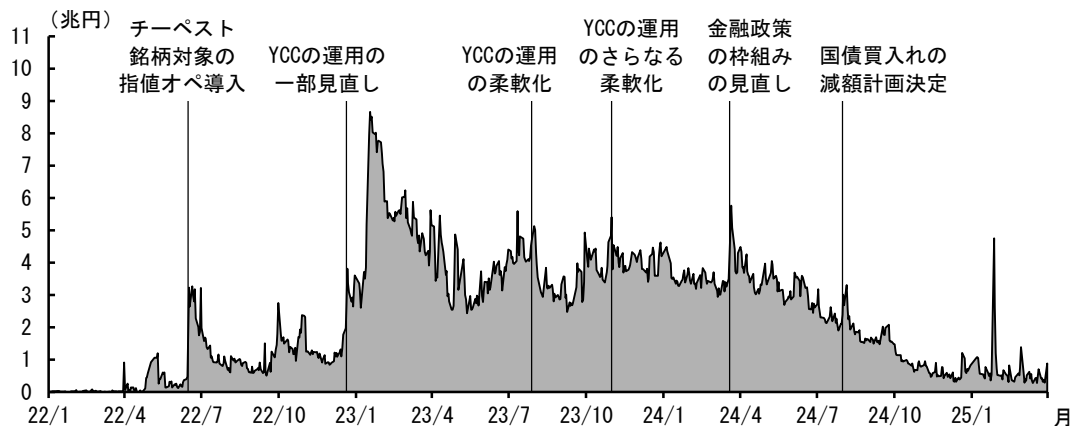
この間、日本銀行では、2024年10月に、日本銀行の保有比率が極めて高いチーペスト銘柄等を対象に、日本銀行が「流動性改善に資する」と判断した場合には、国債補完供給にかかる減額措置(日本銀行が貸し出した国債をオペ先が買い取る措置)を認める方針を明確にするなど、これらの銘柄の需給逼迫感の改善に努めた(詳細は、BOX5参照)。

11 詳細は、日本銀行金融市場局「国債補完供給における応募銘柄数の上限引き上げについて」(2025年1月24日)を参照。

BOX 4 国債補完供給の利用額減少の背景

国債補完供給の利用額は、2024 年 3 月の「金融政策の枠組みの見直し」以降も、しばらくは 3 兆円前後で推移していたが、同年半ば以降ははっきりと減少し、2025 年 3 月には 3,000 億円程度となった（BOX 図表 4-1）。こうした利用額減少は、国債の現物市場やレポ市場における需給動向の変化を映じていると考えられる。以下では、その背景を 3 つの観点から整理する¹²。

（BOX 図表 4-1）国債補完供給の利用額（日次）



第 1 に、日本銀行による国債買入れの減額等に伴い、国債の市中保有額が増加したことである。日本銀行では、2024 年 8 月以降、国債買入れの減額を進め、2025 年 1～3 月の買入れ額は、量的・質的金融緩和が開始された 2013 年 4～6 月以降で最も低い水準となった（BOX 図表 4-2）。月間の国債発行額に対する日本銀行の国債買入れ比率が低下したことで、新発債の市中保有額は増加し、新発債のショート・ポジションを有する市場参加者は、債券調達ニーズを S C レポ市場で満たしやすくなったため、新発債では、国債補完供給が殆ど利用されなくなった。

また、日本銀行の保有比率が極めて高かった既発債に関しても、財務省の流動性供給入札や日本銀行の国債補完供給にかかる減額措置を通じて、銘柄ごとのばらつきはありつつも、市中保有額は幾分増加し、国債補完供給の利用額減少に繋がった。実際、流動性供給入札で落札が多かった銘柄や減額措置の利用がみられた銘柄では、市中保有額の増加に応じて国債補完供給の利用額が減少した（BOX 図表 4-3）。

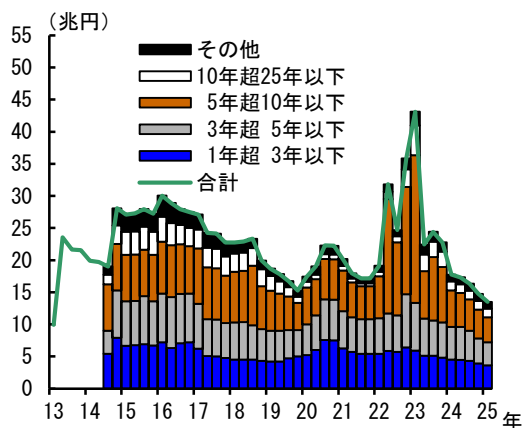
第 2 に、投資家のポジション動向が変化したことである。この点、債券先物の主要な取引主体である海外投資家の売買動向をみると、2024 年春先以降、①マイナス金利解除やイールドカーブ・コントロール撤廃を巡る思惑、②円安進行を受けた追加利上げ期待、③国債買入れの減額を巡る思惑等から、ショート・ポジションを造成する動きが進んだ（BOX 図表 4-4）。もっとも、8 月入り後に、米国の景気減速懸

12 本 BOX の内容は、以下の文献に基づく。

井出穰治・高橋優豊・増田朋晃（2025）「国債補完供給の利用状況からみた国債市場の機能度」、日銀レビュー、2025-J-1。

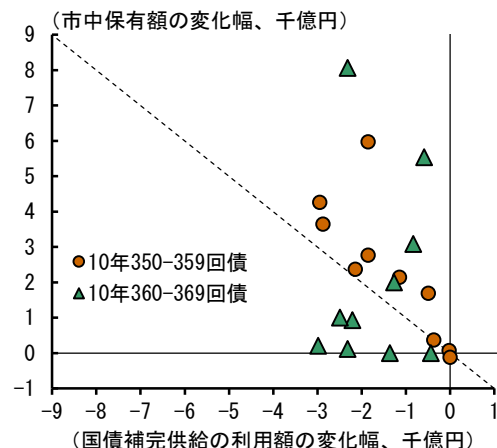
念の高まりをきっかけにリスクセンチメントが慎重化すると、現物・スワップ市場を含め、本邦国債市場でショート・ポジションを大きく巻き戻す動きが生じた。こうしたショート・ポジションの手仕舞いは、S Cレポ市場における債券調達需要の減少を通じて、国債補完供給の利用額減少に繋がったとみられる。

(BOX 図表 4-2) 日本銀行による国債買入れ額



(注) 指値オペを含む。「その他」は1年以下・25年超、物価連動債・変動利付債の合計。2013年10月から2014年20は、残存期間区分が異なるため、内訳を表示していない。

(BOX 図表 4-3) 市中保有額と国債補完供給の利用額(10年債)



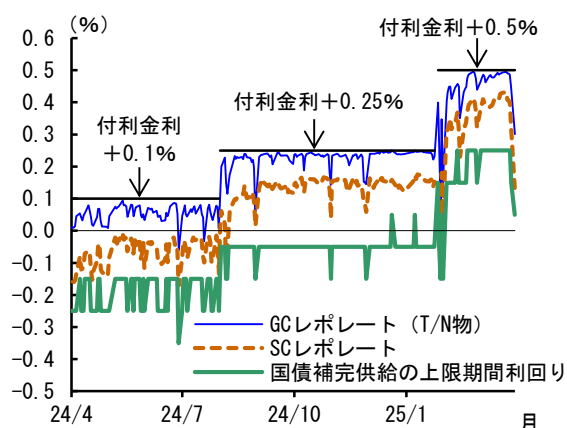
(注) 2024年3月から2025年3月の変化。市中保有額は、月末時点。国債補完供給の利用額は、月中平均。破線は、 -45 度線。

なお、2024年秋口以降は、わが国の経済・物価が、日本銀行の見通しに概ね沿って推移し、追加利上げ期待が高まる中、海外投資家を中心に、ショート・ポジションの造成を再開させる動きがみられた。もっとも、そうした局面でも、国債補完供給の利用額が以前のように大きく増加する事象は生じなかった。これは、投資家が現物を新たにショートする際には、日本銀行の保有比率が高く需給が逼迫している銘柄ではなく、国債買入れ減額が進捗する中で需給の逼迫感が薄れている新発債やその周辺の既発債を使うケースが増加したためとみられる。

(BOX 図表 4-4) 海外投資家による債券先物の売買動向



(BOX 図表 4-5) レポレートと国債補完供給の上限期間利回り

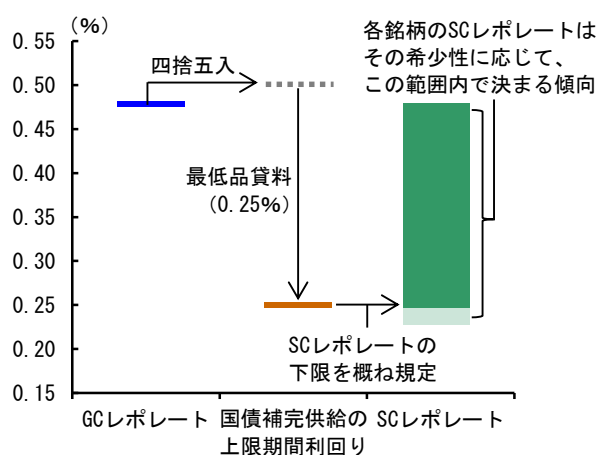


(注) S Cレポレートは、銘柄別のS Cレポ出来高による加重平均。

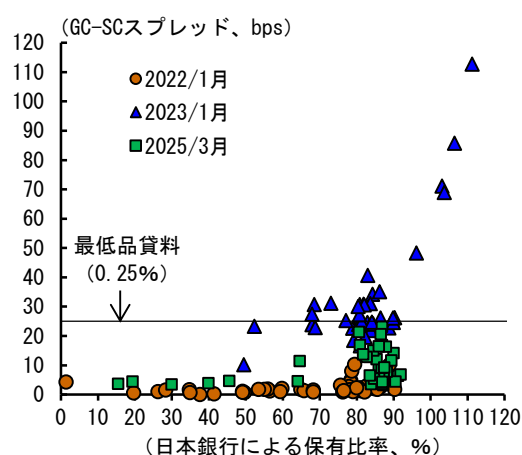
第3に、レポ市場におけるレート形成が安定化したことの影響も指摘できる。BOX 図表 4-5 で詳述した通り、2024 年夏場以降、GC レポレートが付金利近くで安定したことで、それに基づいて決定される国債補完供給の上限期間利回りも安定するようになった (BOX 図表 4-5)。また、市場参加者は、日本銀行からの債券調達コストとも言える国債補完供給の上限期間利回りを念頭に、SC レポ取引におけるレート目線を形成するため、GC レポレートの安定は、国債補完供給の上限期間利回りを通じて、SC レポレートの安定にも繋がった (BOX 図表 4-6)。実際、市場参加者からも、SC レポ市場で国債の貸し手と借り手のレート目線が揃いやすくなったことで、SC レポの取引量が増加したとの声が聞かれている。

上記で指摘した3点を背景とした国債補完供給の利用額減少は、ひと頃に比べて国債市場の需給が幾分緩和し、レポ市場の機能度が幾分改善した証左と言える。もっとも、残存8年程度以下の10年債を中心に、日本銀行の国債保有比率が極めて高い銘柄は残存し、個別銘柄の希少性を表すGC-SC スプレッドをみても、国債補完供給が殆ど利用されていなかった2022年初と比べると、そうした銘柄を中心に拡大した状況が継続した (BOX 図表 4-7)。こうしたもと、相応の銘柄で恒常的な国債補完供給の利用が続いた。また、2025年1月下旬にレポ市場の需給が一時的に逼迫した際には、国債補完供給の利用額・利用銘柄数が急増した。その意味では、国債補完供給は、2024年度中も国債市場の流動性を下支えする役割を引き続き果たしたと考えられる。

(BOX 図表 4-6) 国債の貸借市場における
レート形成のメカニズム



(BOX 図表 4-7) GC-SC スプレッドと日本銀行
による保有比率 (10 年債)



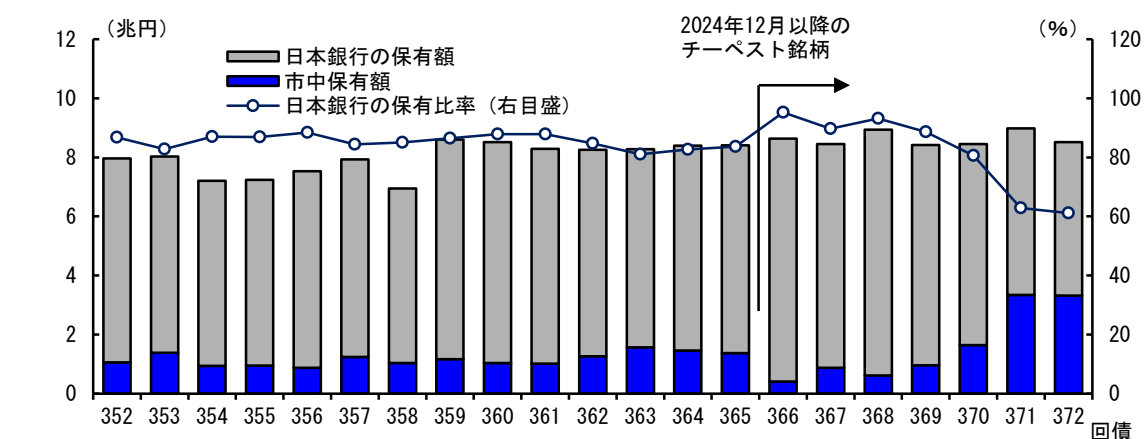
(注) GC-SC スプレッドは月中平均、日本銀行による保有比率は月末時点。

日本銀行では、今後とも、国債買入れの減額が国債の需給動向に与える影響等も含め、国債補完供給の利用状況に映し出される国債の流通市場の機能度を、丁寧にフォローしていく。

BOX 5 日本銀行の保有比率が極めて高い銘柄がチーペスト銘柄となることに伴う対応

2024年度の債券市場では、日本銀行による過去の大規模な国債買入れによって市中保有額がとりわけ少なくなった銘柄（10年366回債～369回債）が、債券先物のチーペスト銘柄¹³になる時期が近付く中（10年366回債は、2024年12月にチーペスト銘柄となった）、これら銘柄の需給が過度に引き締まり、債券先物の流動性低下につながる懸念が高まった（BOX図表5-1）。特に10年366回債に関しては、2024年9月末時点で、日本銀行の国債保有比率が95%程度と極めて高く、市中保有額が4,000億円程度と極端に少なかったため、市場参加者の懸念が強かった。こうした懸念を踏まえ、日本銀行では2024年10月以降、これら銘柄の需給逼迫感の改善に努めた。以下では、日本銀行の対応とそのもとでの市場動向を整理する。

（BOX図表5-1）日本銀行の10年債の保有比率（2024年9月末時点）



（注）市中保有額は、窓販を含まない。352回債から372回債までの値を掲載。

まず、日本銀行では2024年10月に、「チーペスト銘柄等にかかる国債補完供給の要件緩和措置」を当面継続する方針を示し、日本銀行の保有比率が極めて高い銘柄がチーペスト銘柄等になった際には、債券先物の受渡決済日までの期間、国債補完供給の連続利用が可能となるよう、これまで通り連続利用日数に関する上限を引き上げることが明確にした。また、減額措置についても、必要な場合には同措置の利用が妨げられないよう、従来の運用を改めて周知し、チーペスト銘柄等については、日本銀行が「国債市場の流動性改善に資する」と判断した場合には、減額措置を原則として承諾する方針を明確にした¹⁴。

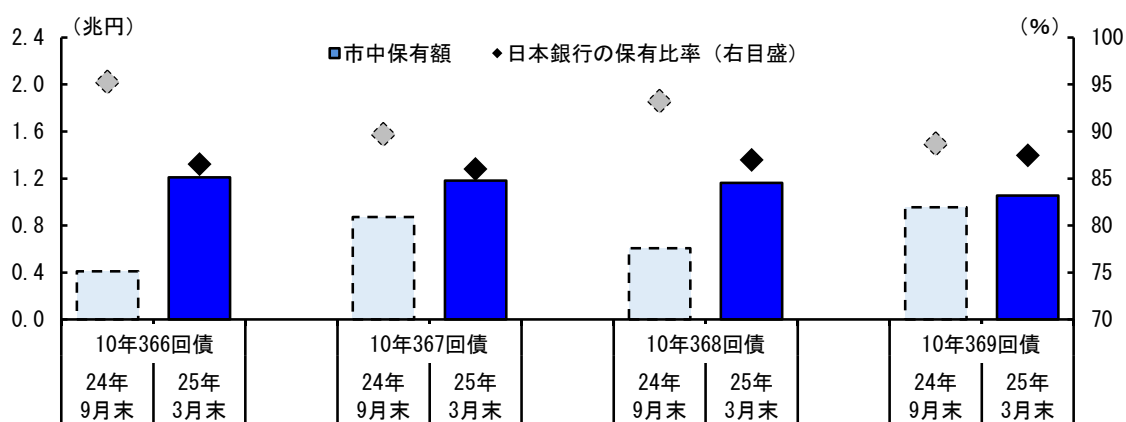
13 長期国債先物取引の受渡決済を行う際の受渡適格銘柄（残存7年以上11年未満）のうち、受渡側（債券先物の売り手）にとって、受渡のコストが最も安くなる銘柄であり、低金利下においては通常残存7年程度の10年債を指す。

14 詳細は、日本銀行金融市場局「チーペスト銘柄等にかかる国債補完供給の要件緩和措置の継続について」（2024年10月16日）参照。なお、日本銀行では、レポ市場における国債需給が過度に引き締まることを抑制し、市場の安定を確保する観点から、2022年6月より、チーペスト銘柄等にかかる国債補完供給の要件緩和措置を実施しており、上記のリリースは、これを改めて明確化したものである。

その後、2025 年 1 月には、実際に減額措置の利用がみられる中、「国債市場の流動性改善に資する」と日本銀行が判断する基準についての照会が増えたことを踏まえ、減額措置の取り扱いの透明性向上を図った。具体的には、①流動性改善に資するかどうかの判断に際し、当該銘柄の市中保有額の水準という客観的なベンチマークを設けたうえで、②過去の債券先物の取引最終日にかかる建玉等も参考としつつ、1 銘柄当たりの市中保有額が 1.2 兆円程度を回復するまでは、原則として減額措置を承諾する方針を示した¹⁵。

一連の対応のもとで、10 年 366 回債・367 回債・368 回債・369 回債のいずれの銘柄においても減額措置の利用がみられ、財務省による流動性供給入札も相俟って、チーペスト銘柄等の流動性は幾分改善した。この結果、これらの銘柄の市中保有額は、それぞれ 1.2 兆円程度まで回復し、日本銀行の保有比率も 85%程度まで低下した（BOX 図表 5-2）。この間、これらの銘柄の S C レポレートを見ると、減額措置の利用がみられる前までは、国債補完供給の上限期間利回りと同程度で推移するなど、需給が逼迫した状況が続いていたが、2024 年 11 月下旬以降、同措置の利用がみられるもとで、S C レポレートは緩やかに上昇しており、これらの銘柄の需給が幾分緩和したことが窺われる（BOX 図表 5-3）。

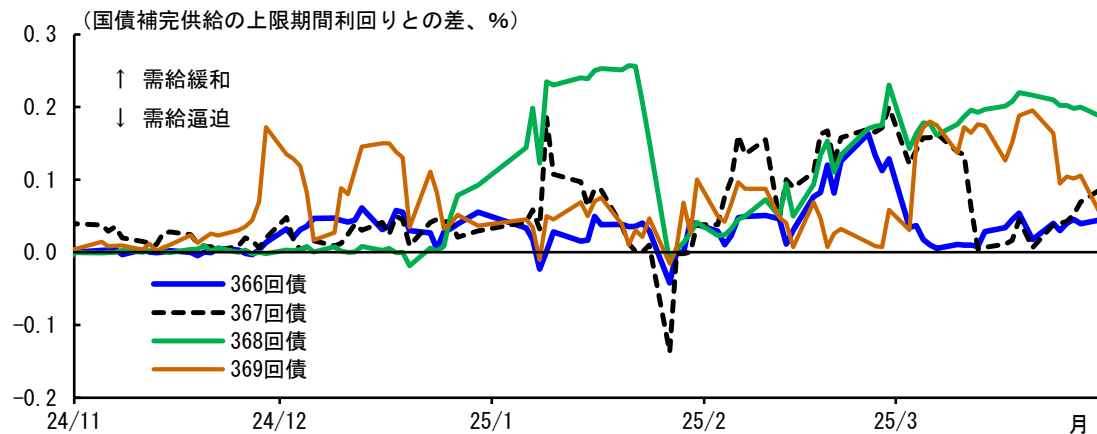
（BOX 図表 5-2）チーペスト銘柄等の市中保有額の状況



（注）市中保有額は、窓販を含まない。

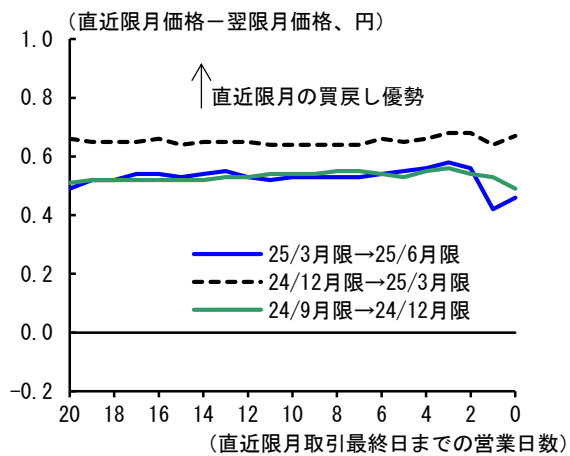
15 詳細は、日本銀行金融市場局「チーペスト銘柄等の国債補完供給にかかる減額措置の取り扱いについて」（2025 年 1 月 16 日）参照。

(BOX 図表 5-3) 減額措置を実施した 10 年利付国債の S C レポレート

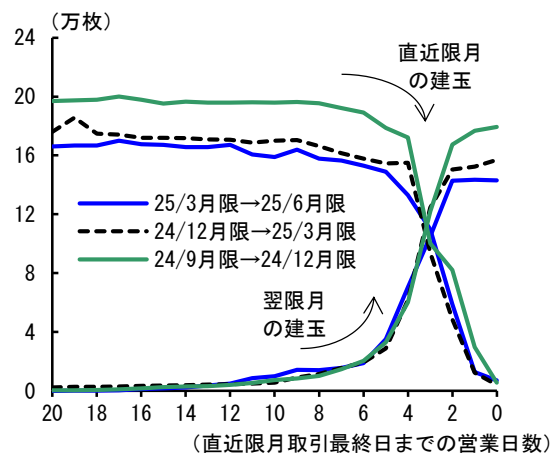


こうしたもとで、2025 年 3 月の限月交代 (2025 年 3 月限<チーペスト銘柄: 10 年 366 回債>から 2025 年 6 月限<同: 10 年 367 回債>への交代) の際は、カレンダー スプレッド (直近限月の先物価格と翌限月の先物価格の差) が概ね安定して推移するもとで、先物建玉の翌限月分へのシフトが円滑に実施されるなど (BOX 図表 5-4～5)、限月交代の前後で混乱はみられなかった。

(BOX 図表 5-4) 限月交代時のカレンダー スプレッド



(BOX 図表 5-5) 限月交代時の先物建玉の状況



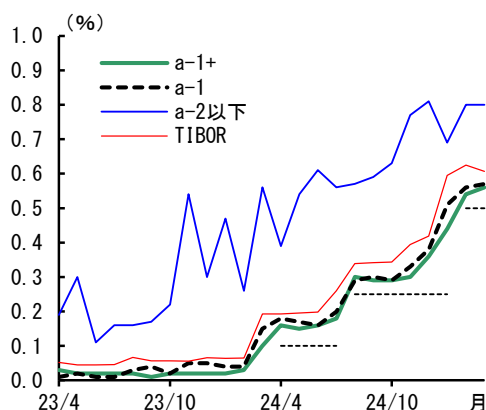
（５）ＣＰ・社債市場の動向とＣＰ等・社債等の買入れ

① ＣＰ市場の動向

2024 年度中のＣＰ発行金利（１か月物）をみると、政策金利の引き上げに応じてＴＩＢＯＲ等の短期金利の水準が切り上がる中、高格付け銘柄は、概ねその動きに連れる形で上昇した。子細にみると、2024 年３月のマイナス金利解除以降は 0.1% 台半ばで推移し、７月末に政策金利が 0.25% へ引き上げられた後は、0.3% 程度で推移した。その後は、追加利上げの思惑から緩やかに上昇し、2025 年 1 月に政策金利が 0.5% へ引き上げられた後は、0.6% 程度で推移した（図表 2-24）。この間、ＣＰ等買入れについては、後述の通り、買入れ額を段階的に減額し、2025 年 1 月のオフアワー分をもって買入れを終了したが、減額ペースが緩やかであったこともあり、ＣＰ市場への影響は極めて限定的であった。

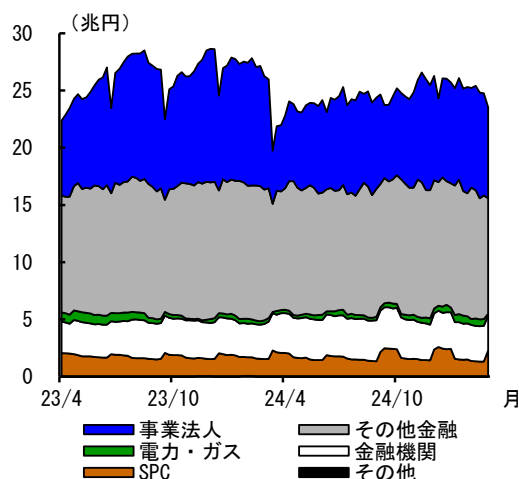
ＣＰ発行残高は、発行レートの上昇を受けて、マイナス金利政策下で多くみられていた予備的な資金調達目的の発行が減少したことなどから、前年度を幾分下回ったものの、国内経済の緩やかな回復などを背景に旺盛な運転資金需要がみられ、引き続き高水準で推移した（図表 2-25）。この間、国内銀行や投資信託等からの担保目的や余資運用目的でのＣＰ需要は根強く、こうした投資家需要にも支えられて、良好な発行環境が継続した。

（図表 2-24）ＣＰ発行金利



（注 1）いずれも 1 か月物。
（注 2）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）の月次集計値。
（注 3）破線は各期間における付利金利の水準。

（図表 2-25）ＣＰ発行残高（業態別）



（注）事業法人は電力・ガス、その他金融を除くベース。

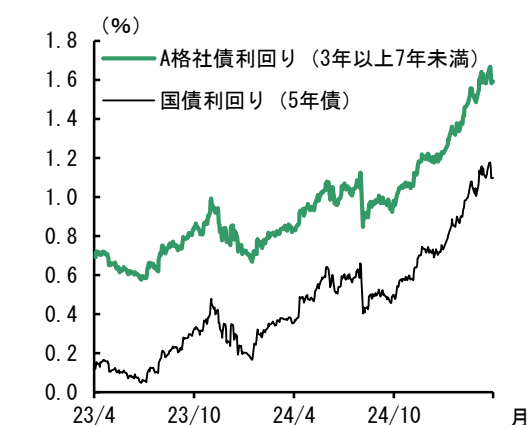
② 社債市場の動向

2024 年度中の社債流通利回りは、ベースレートである国債利回りに概ね連れる形で上昇し、国債利回りの上昇ペースが幾分速まった 2025 年 1 月以降は、社債流通利回りも一段と水準を切り上げた（図表 2-26）。流通市場における対国債スプレッド

は、金利の絶対水準の高さを好感した投資家による需要もあって、横ばい圏内で落ち着いた動きとなった（図表 2-27）。この間、社債等買入れについては、後述の通り、買入れ額を段階的に減額し、2025 年 1 月のオファー分をもって買入れを終了したが、段階的に減額を進めたこともあり、社債市場への影響は極めて限定的であった。

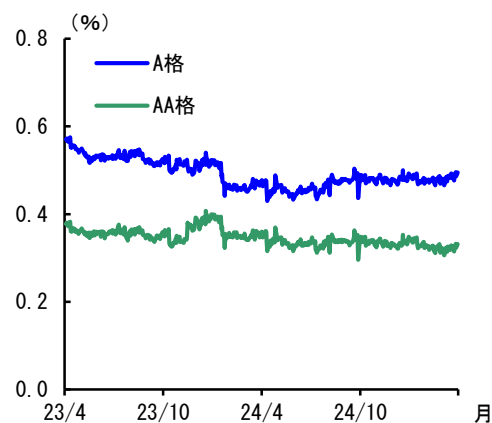
社債発行額は、旺盛な投資家需要に支えられて良好な発行環境が継続するもとで、一部では、金利先高観を受けて前倒しで起債を行う動きがみられたこともあり、2024 年度の累計発行額は前年度を幾分上回った（図表 2-28）。

（図表 2-26）社債流通利回りと国債利回り



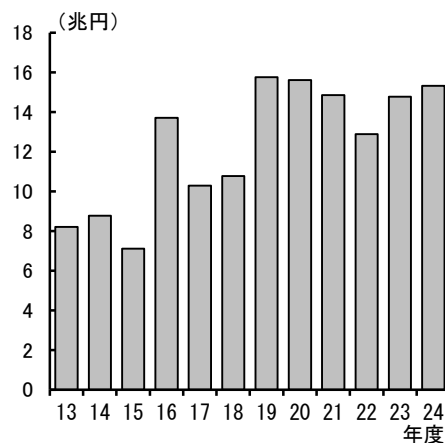
（注）格付けはR&Iによる。図表 2-27 も同様。

（図表 2-27）社債流通利回りの対国債スプレッド



（注）残存期間 3 年以上 7 年未満の銘柄。

（図表 2-28）普通社債の発行額



（注）名目金額ベース。非公募債を除く。

③ CP等・社債等の買入れ

（概要）

日本銀行は、2024 年 3 月の金融政策決定会合で決定された「CP等および社債等について、買入れ額を段階的に減額し、1 年後をめどに買入れを終了する」との方針に沿って、CP等および社債等の買入れ額を段階的に減額し、2025 年 1 月のオファー分をもって買入れを終了した。この間、予見可能性を高める観点から、先行き

2か月分の買入れ額や買入れ日程等を毎月末に示す扱いを継続したほか、2025年1月のオファー分をもって買入れを終了する点についても、2024年11月末に事前に公表した。

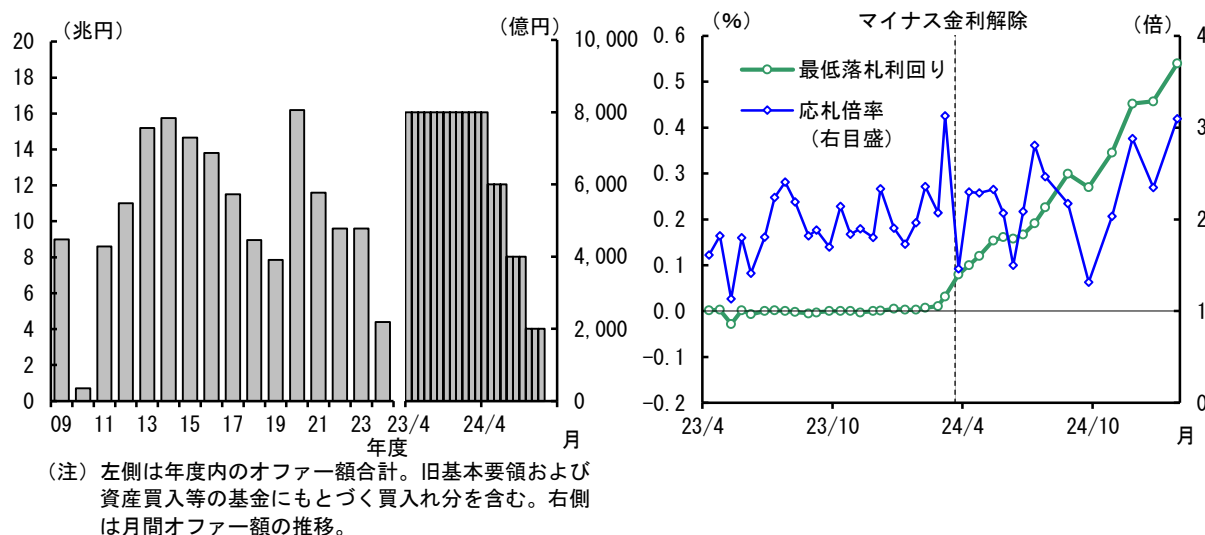
（ＣＰ等買入れ）

ＣＰ等買入れのオファー額については、前述の方針に沿って、2024年4月時点では8,000億円となっていた月間のオファー額を毎四半期2,000億円ずつ減額し、5月～7月は6,000億円、8月～10月は4,000億円、11月～2025年1月は2,000億円の買入れを行い、1月分のオファーをもって買入れを終了した（図表2-29）。この間、2024年8月以降は、月間のオファー回数を2回から1回に引き下げた。

ＣＰ等買入れの最低落札利回りは、季節的な要因から小幅に低下する場面もみられたものの、短期金利の動きに連れてＣＰ発行レートが上昇する中、上昇傾向が続いた。子細にみると、オファー額が2,000億円となった2024年11月以降のオペでは、ＣＰ等買入れの終了を見据えた高レート銘柄の積極的な応札もあり、最低落札利回りが大きめに上昇したほか、応札倍率も3倍程度まで上昇した（図表2-30）。この間、日本銀行は、ＣＰ等の適正な価格形成を促し、市場の安定に資する観点から、引き続き毎回のオファーに際して、応札下限利回りを設定した。

（図表2-29）ＣＰ等買入れのオファー金額

（図表2-30）ＣＰ等買入れの最低落札利回り
と
応札倍率



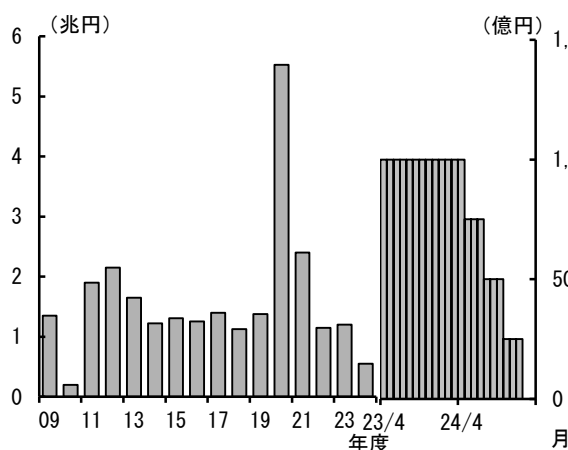
（社債等買入れ）

社債等買入れのオファー額については、前述の方針に沿って、2024年4月は1,000億円となっていた月間のオファー額を毎四半期250億円ずつ減額し、5月～7月は750億円、8月～10月は500億円、11月～2025年1月は250億円の買入れを行い、1月分のオファーをもって買入れを終了した（図表2-31）。

社債等買入れの最低落札利回りをみると、ベースレートである国債利回りの上昇

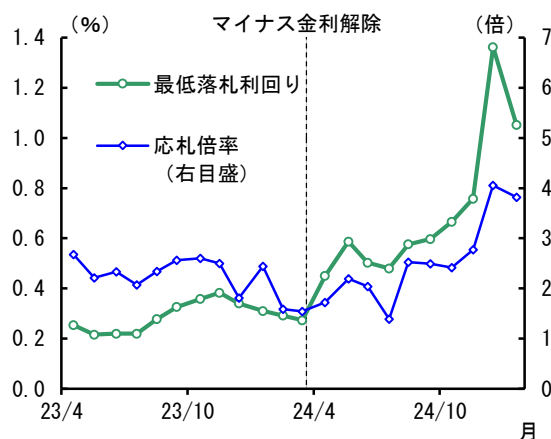
に概ね連れる形で、上昇傾向を辿った。なお、2024 年 12 月や 2025 年 1 月のオペでは、買入れ額が 250 億円と少額となっていたもとで、高レート銘柄の積極的な応札がみられたことから、最低落札利回りがやや大きめに上昇したほか、応札倍率も 4 倍程度となった（図表 2-32）。この間、日本銀行は、社債等の適正な価格形成を促し、市場の安定に資する観点から、引き続き毎回のオファーに際して、応札下限利回りを設定した。

（図表 2-31）社債等買入れのオファー金額



（注）左側は年度内のオファー額合計。旧基本要領および資産買入等の基金にもとづく買入れ分を含む。右側は月間オファー額の推移。

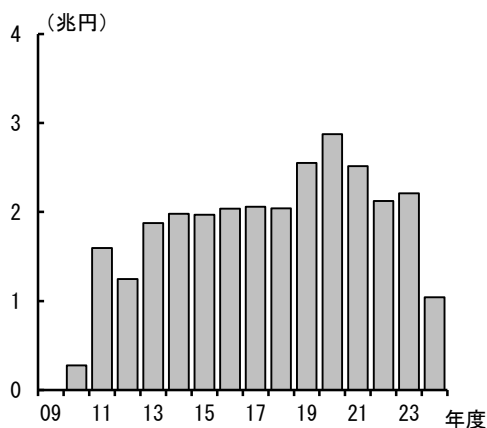
（図表 2-32）社債等買入れの最低落札利回りと応札倍率



（ＣＰ等・社債等買入れの残高）

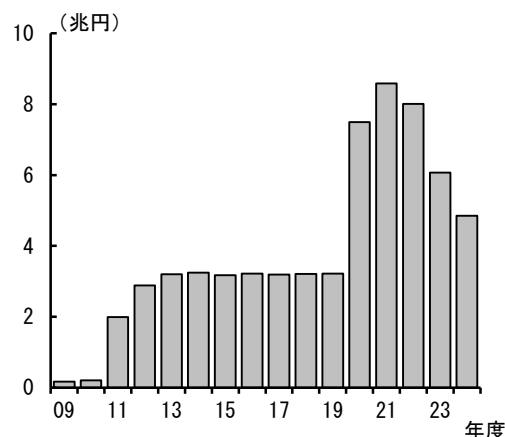
ＣＰ等および社債等の買入れ残高は、買入れ額の減額が進捗するもとで、緩やかに減少し、2025 年 3 月末の残高は、ＣＰ等が 1.0 兆円（前年差▲1.2 兆円）、社債等が 4.9 兆円（同▲1.2 兆円）となった（図表 2-33～34）。2025 年 1 月のオファー分をもって買入れが終了したことで、ＣＰ等は 2025 年度の後半にかけて、社債等は 2027 年度の後半にかけて、買入れ残高がゼロとなることが見込まれる。

（図表 2-33）ＣＰ等買入れの残高



（注）旧基本要領および資産買入等の基金にもとづく買入れ分を含む。

（図表 2-34）社債等買入れの残高



（注）旧基本要領および資産買入等の基金にもとづく買入れ分を含む。

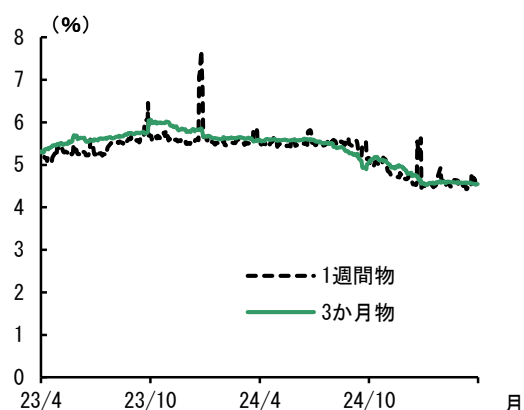
（６）為替スワップ市場の動向と米ドル資金の供給

① 為替スワップ市場の動向

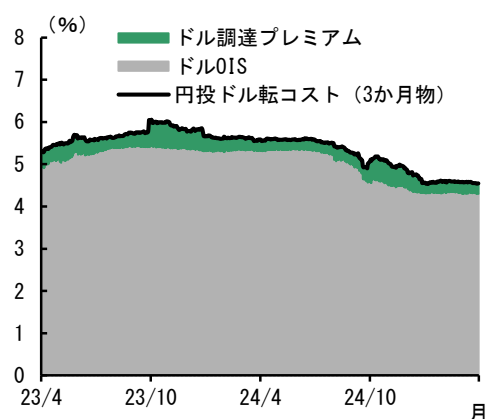
2024年度中の為替スワップ市場におけるドル調達コスト（短期の円投ドル転コスト）をみると、2024年7月までは、米国連邦準備制度が政策金利を据え置くもとで、概ね横ばいの動きとなった後、8月入り後には、米国の景気減速懸念の高まりから利下げ織り込みが進み、実際に9月・11月・12月と3会合連続で利下げが実施されるもとで、ドルOISの低下を主因に低下した（図表2-35）。

この間、ドル調達プレミアムは、2024年末にかけては、例年通り一部の外国銀行がバランスシートの拡大回避を企図してドル資金の放出を抑制するのではないかと警戒感などから、一時的に拡大した。もっとも、その拡大幅自体は、邦銀が年末に向けて資金調達を前倒しで進めたことなどから、前年度と比較すると幾分小幅にとどまった。2025年入り後は、年末要因が剥落するもとで、ドル調達プレミアムは縮小した（図表2-36）。

（図表 2-35） 短期の円投ドル転コスト



（図表 2-36） 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OIS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。

② 米ドル資金の供給

米ドル資金供給オペは、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することが想定されている。2024年度は、原則として期間1週間のオペを週1回オフアーした。オペの利用状況をみると、邦銀の米ドル資金繰りに特段の問題がみられないもとで、年度を通じて、訓練目的での応札がごく少額みられるのみにとどまった。

この間、米ドル資金供給用担保国債供給制度については、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。

（７）その他のオペレーション等

① 共通担保資金供給オペ

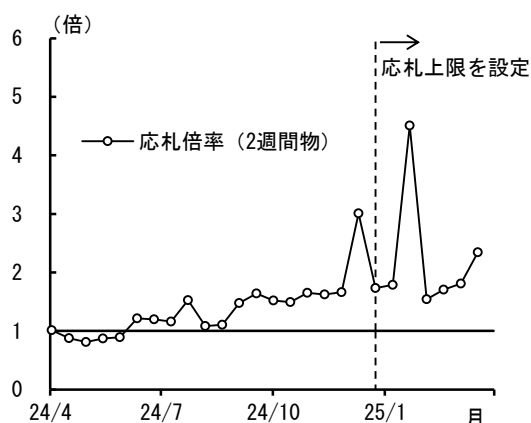
共通担保資金供給オペは、２週間物を１回当たり８,０００億円、固定金利方式で隔週１回のペースで継続的にオファーした。貸付利率は、金融市場調節方針を踏まえ、オファー日における付利金利と同水準に設定した。

オペの利用状況を応札倍率でみると、２０２４年夏場までは１倍前後で推移していたが、それ以降は、地方債や社債等の一般債のファンディングを目的とした証券会社による応札が積極化する中、緩やかな上昇傾向を辿り、２０２５年３月末にかけて２倍程度まで上昇した（図表２-３７）。この間、２０２４年１２月や２０２５年１月の金融政策決定会合の直前には、追加利上げの可能性を意識した一部先による積極的な応札がみられ、応札倍率は一時的に大きく上昇した。

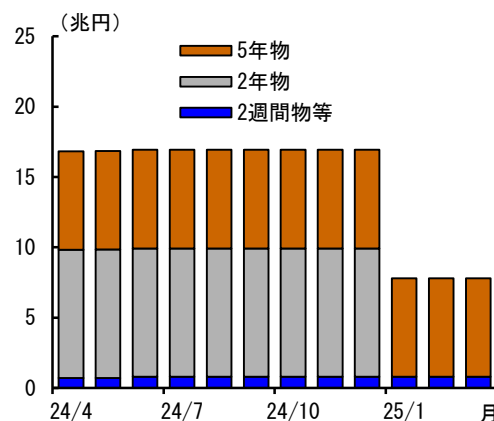
なお、１先当たりの応札額に関しては、当初は上限を設定していなかったが、応札倍率の上昇傾向を踏まえ、金融機関ごとの落札額の多寡に大きな偏りが生じることを避ける観点から、２０２４年１２月２４日以降は、１先当たりの応札額に２,０００億円の上限を設定してオファーした。

オペの残高をみると、２０２３年１月に実施した２年物の共通担保資金供給オペが期落ちを迎えたことから、２０２５年３月末で７.８兆円（前年差▲１０.７兆円）と大きく減少した（図表２-３８）。

（図表 2-37） 共通担保資金供給オペの
応札倍率



（図表 2-38） 共通担保資金供給オペの残高



② 貸出増加支援資金供給

２０２４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２-３９）。オペの利用状況をみると、固定金利貸付であった２０２４年６月までは、金利先高観を踏まえた低利かつ固定金利での資金調達の観点から、地銀を中心に積極的な利用がみられ、残高の増加傾向が続いた。もっとも、日本銀行が、２０２４年７月の金融政策

決定会合で同資金供給を変動金利貸付に変更することを決定した後は、利用を見送る動きが次第に拡がり、9月貸付け以降、残高は減少に転じた。この結果、2025年3月末の残高は73.0兆円（前年差▲5.3兆円の減少）となった（詳細は、BOX 6 参照）。

この間、日本銀行は、2025年1月の金融政策決定会合において、2025年6月末をもって新規貸付けを終了することとしたうえで、同資金供給を円滑に終了するための経過措置として、2025年7月以降、2025年中は、満期到来額の半分を上限として、貸付期間1年の借り換えを認めることを決定した。

（図表 2-39）貸出増加支援資金供給の実施結果

（億円）			
2024年6月実施分 (24/6/17日)	2024年9月実施分 (9/11日)	2024年12月実施分 (12/11日)	2025年3月実施分 (25/3/13日)
67,646	121,454	33,838	18,695
790,646	783,814	771,475	730,190

（注）上段括弧内の日付はオファード日、計数は新規実行額。下段の計数は各月末時点の残高。

③ 成長基盤強化支援資金供給

2024年度中は、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）に基づく資金供給の借り換えのみ実施した¹⁶（図表 2-40）。

2025年3月末の残高は、本則分が1.7兆円（前年差▲1.1兆円の減少）、米ドル特則分が87億米ドル（前年差▲77億米ドルの減少）となった（図表 2-41）。

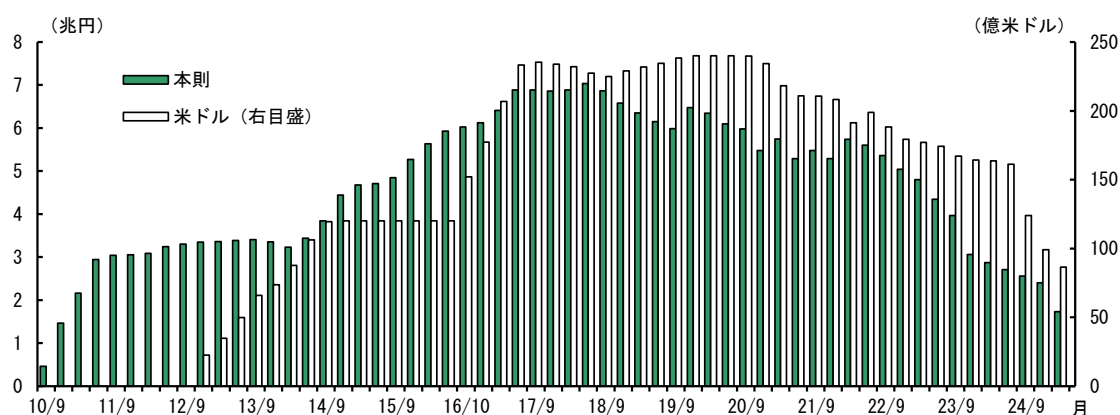
（図表 2-40）成長基盤強化支援資金供給の実施結果

本則残高 (25/3/31日時点)	米ドル特則残高 (25/3/31日時点)
17,307億円 (3,493億円)	8,651百万米ドル

（注）本則分の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。

¹⁶ 米ドル特則および2010年6月に導入し2019年10月に見直しを行った貸付枠（本則）に基づく資金供給の新規貸付けは、2022年6月をもって終了した。

(図表 2-41) 成長基盤強化支援資金供給の貸付残高



④ 被災地金融機関支援オペ

2024 年度中は、四半期に 1 回のペースで合計 4 回のオファーを行った（図表 2-42）。既往の貸付けの返済により、2025 年 3 月末の残高は、517 億円（前年差▲484 億円の減少）となった。

(図表 2-42) 被災地金融機関支援オペの実施結果

(億円)				
第 24 回 (24/5/15日)	第 25 回 (8/15日)	第 26 回 (11/14日)	第 27 回 (25/2/13日)	残高 (25/3/31日時点)
0	279	57	0	517

(注) 上段括弧内の日付はオファー日、計数は新規実行額。

⑤ 気候変動対応オペ

2024 年度中は、半期に 1 回のペースで合計 2 回の貸付けを実施した（図表 2-43）。対象投融资の残高増加が続くもと、金利先高観を踏まえた低利かつ固定金利での安定的な資金調達観点等から、引き続き積極的な利用がみられ、利用額は増加が続いた（詳細は、BOX 6 参照）。この結果、2025 年 3 月末の残高は 14.2 兆円（前年差+6.0 兆円の増加）となった。

(図表 2-43) 気候変動対応オペの実施結果

(億円)		
第 6 回 (24/7/18日)	第 7 回 (25/1/29日)	残高 (25/3/31日時点)
72,361	69,704	142,065

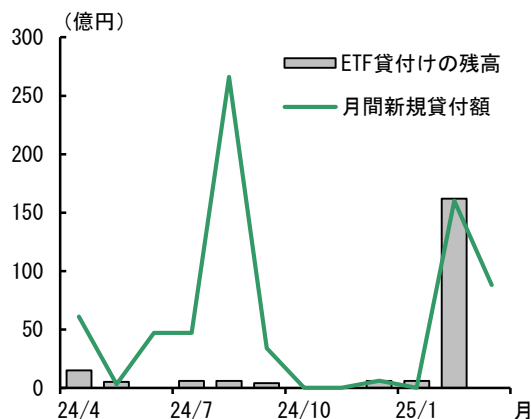
(注) 上段括弧内の日付はオファー日、計数は新規実行額。

⑥ E T F 貸付け

E T F 貸付けは、2024 年度中に合計 35 回行い、2025 年 3 月末の残高はゼロとな

った。月間の新規貸付額（約定日ベース）をみると、米国の景気減速懸念の高まりを背景にリスクセンチメントが慎重化し、本邦株価が急落した8月には、新規貸付額が250億円程度となるなど、一時的に利用がやや増加する場面がみられたものの、大半の月では100億円未満と少額だった（図表2-44）。

（図表2-44）ETF貸付けの残高と貸付けペース

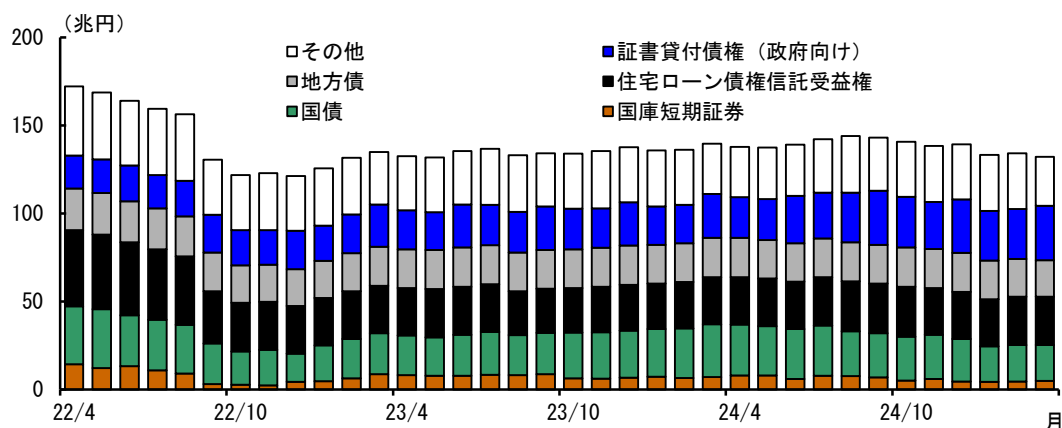


（注）月間新規貸付額は、約定日ベース。

⑦ 日本銀行の受入担保

日本銀行が金融機関から受け入れている担保の残高は、2024年4月から8月にかけては、前述の貸出増加支援資金供給や気候変動対応支援オペの利用増などを受けて、幾分増加した。9月以降は、貸出増加支援資金供給の利用が減少したほか、2025年1月に共通担保資金供給オペの残高が減少したため、幾分減少した（図表2-45）。日本銀行が受け入れている担保の内訳をみると、2024年夏場以降は、国債をG C レポ市場で資金調達する際の担保としてより有効活用する動きが広がったため、国債の残高が減少した一方、証書貸付債権の残高が増加した。

（図表2-45）日本銀行受入担保残高の推移



BOX 6 貸出増加支援資金供給および気候変動対応オペの利用状況

貸出増加支援資金供給（以下、「貸出増加支援」）および気候変動対応オペは、いずれも貸付期間1年の資金供給であり、2025年3月末時点の貸付残高は、それぞれ73.0兆円、14.2兆円に上る（BOX図表6-1）。2024年度の利用状況をみると、本文で指摘した通り、貸出増加支援は、制度が見直されるもとで貸付残高が減少した一方、気候変動対応オペは、貸付残高の増加が続いた。以下では、貸出増加支援および気候変動対応オペについて、2024年度の利用状況を整理する。

（BOX図表6-1）貸出増加支援および気候変動対応オペの概要

	貸出増加支援（2012年12月に導入）	気候変動対応オペ（2021年9月に導入）
趣旨	民間金融機関の一段と積極的な行動と企業や家計の前向きな資金需要の増加を促す観点から、金融機関の貸出増加を支援する。	民間における気候変動対応を支援する。
貸付利率	変動金利（貸付期間中の補完当座預金制度の適用利率の平均値）	固定金利（貸付日の補完当座預金制度の適用利率）
貸付期間	1年	1年
貸付残高	73.0兆円	14.2兆円
対象先数	217先	83先

（注）貸付利率、貸付残高および対象先数は2025年3月末時点。

【貸出増加支援資金供給】

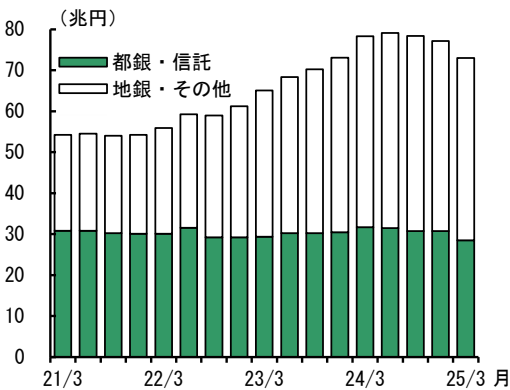
貸出増加支援については、2024年3月以降、経済・金融情勢に応じて適度な利用インセンティブを与える観点から、段階的に制度を見直した（BOX図表6-2）。具体的には、①3月には、貸付期間をそれまでの4年間から1年間に短縮したほか、②7月には、新規実行分を変動金利貸付に変更した。その後、2025年1月には、それまでの経済・金融情勢を踏まえ、6月末をもって新規貸付けを終了することとしたうえで、貸出増加支援を円滑に終了するための経過措置を設けることを決定した。

こうした変更のもとでの利用状況をみると、2024年6月貸付けでは、貸付期間の短縮を受けて、一部先で利用を見送る動きがみられたものの、先行きの金利上昇を見据えた低利かつ固定金利での資金調達の観点から、全体としては積極的な利用が続き、貸付残高の増加が続いた（BOX図表6-3）。

（BOX図表6-2）2024年3月以降の制度変更
＜貸出増加支援＞

	金融政策決定会合における 制度変更の内容
2024年3月	新規実行分は、貸付利率を0.1%、貸付期間を1年として実施（従来は、貸付利率0%、貸付期間4年）。また、貸付限度額を、貸出増加額と同額までに変更（従来は、2倍の金額相当額まで）。
2024年7月	新規実行分は、変動金利貸付に変更のうえ、実施（従来は、貸付利率0.1%）。
2025年1月	2025年6月末をもって新規の貸付けを終了することとし、制度を円滑に終了するための経過措置として、借り換えを認める。

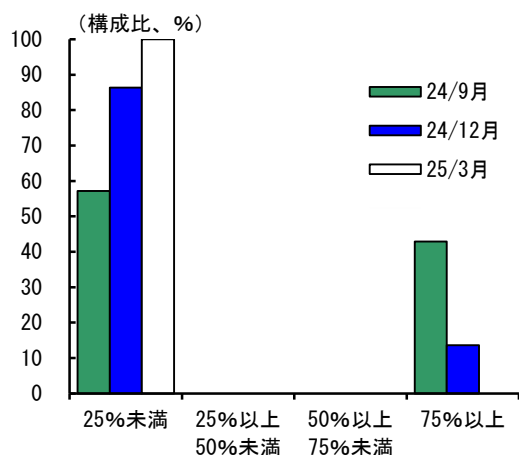
（BOX図表6-3）業態別の貸付残高の推移
＜貸出増加支援＞



その後、2024 年 9 月以降の貸付けでは、変動金利貸付化に伴う利用インセンティブの低下により、地銀を中心に利用スタンスが次第に後退し、残高は減少に転じた。もっとも、一部の先では、安定調達比率（NSFR）への影響や、預金獲得競争の高まりなどを意識し、引き続き貸出増加支援を積極的に利用する動きもみられたため、2025 年 3 月末時点の貸付残高は 73.0 兆円（前年差▲5.3 兆円の減少）と、高水準が維持された。この間、利用スタンスの変化に関して、地銀における貸出増加支援の借り換え率（満期到来額に占める借り換え額の割合）の推移をみると、2024 年 9 月以降、25%未満の割合が増加し、2025 年 3 月貸付けでは、全先の借り換え率が 25%未満となるなど、地銀の利用スタンスが全体として後退したことが確認できる（BOX 図表 6-4）。

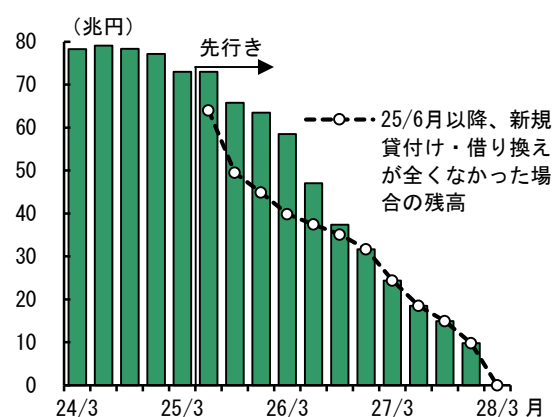
今後については、2025 年 7 月以降の経過措置期間中の利用状況等によって、残高の減少ペースには多少の幅があるが、貸付残高は緩やかに減少し、2028 年 3 月には残高がゼロとなる見込みである（BOX 図表 6-5）。

（BOX 図表 6-4）地銀の借り換え率の分布
＜貸出増加支援＞



（注）地銀を対象に、直近 3 回の貸付けにおける満期到来額に占める借り換え額の割合（借り換え率）を貸付対象先ごとに算出。借り換え率に応じて貸付対象先を分類し、各回の満期到来先数に対する構成比を算出。

（BOX 図表 6-5）先行きの貸付残高の見通し
＜貸出増加支援＞



（注）棒グラフの 2025 年 6 月は、全先が貸付残高を維持し、経過措置期間中は、借り換え可能先の全先が満期到来額の半分の借り換えを行うとした場合の残高。2025 年 6 月以降の期日前返済はゼロと仮定。

【気候変動対応オペ】

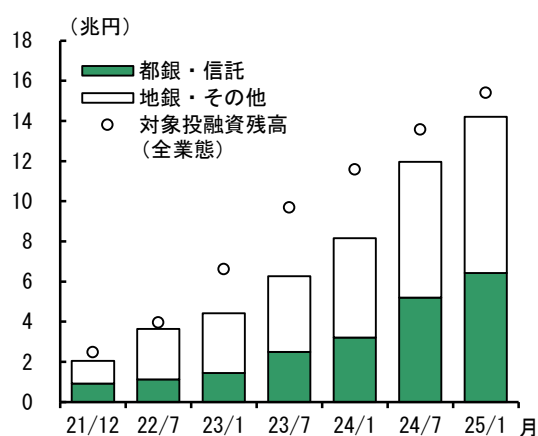
気候変動対応オペは、2024 年 3 月、7 月および 2025 年 1 月の金融政策決定会合における付利金利の引き上げの決定に応じて、貸付利率が引き上げられたが、民間における気候変動対応を支援するという制度趣旨を踏まえ、固定金利貸付の枠組みは維持され、固定金利での資金供給が継続された。

利用状況をみると、対象投融资残高の増加が着実に続くもとで、金利先高観を踏まえた低利かつ固定金利での安定的な資金調達の観点等から、引き続き幅広い業態で積極的な利用がみられた。この結果、直近の 2025 年 1 月貸付け実施後の貸付残高は、14.2 兆円（2024 年 7 月貸付け対比で+2.2 兆円の増加）と、増加が続いた（BOX

図表 6-6)。

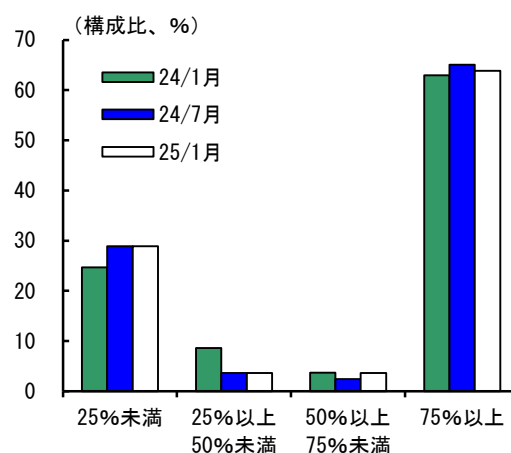
なお、直近3回の貸付けにおける利用実績を用いて、気候変動対応オペの対象投融资見合いでの活用度合いを確認すると、貸付対象先ごとの貸付限度額¹⁷に占める新規実行額の割合は、約6割の先で75%以上となっており、この間、多くの先が経営上の重点分野として気候変動対応を推進するもと、引き続きオペの利用を前提に関連投融资に取り組んでいる姿が窺われる（BOX 図表 6-7）。日本銀行としては、今後とも、気候変動対応オペを通じて民間における気候変動対応を支援するとともに、オペの利用状況について丁寧に把握していく。

(BOX 図表 6-6) 業態別の貸付残高の推移
＜気候変動対応オペ＞



(注) 棒グラフは業態別の貸付残高を表す。

(BOX 図表 6-7) 貸付限度額に占める新規実行額の割合の分布
＜気候変動対応オペ＞



(注) 直近3回の貸付けにおける貸付限度額に占める新規実行額の割合（利用率）を貸付対象先ごとに算出。利用率に応じて貸付対象先を分類し、各回の全先数に対する構成比を算出。

17 貸付ごとに対象投融资残高から貸付残高（貸付日と同日を返済期日とする金額を除く）を控除して算出する金額。貸付対象先は、貸付限度額の範囲内で希望する金額を借り入れることができる。

（８）補完貸付制度

2024 年度中は、日銀当座預金の残高が全体として極めて高い水準を維持したもとで、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、本制度の利用は引き続き極めて低い水準となった。

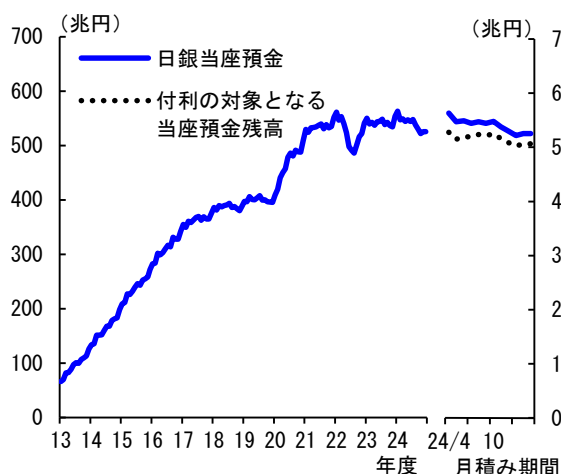
3. 日銀当座預金の動向と日本銀行のバランスシート

(1) 日銀当座預金の動向

① 概要

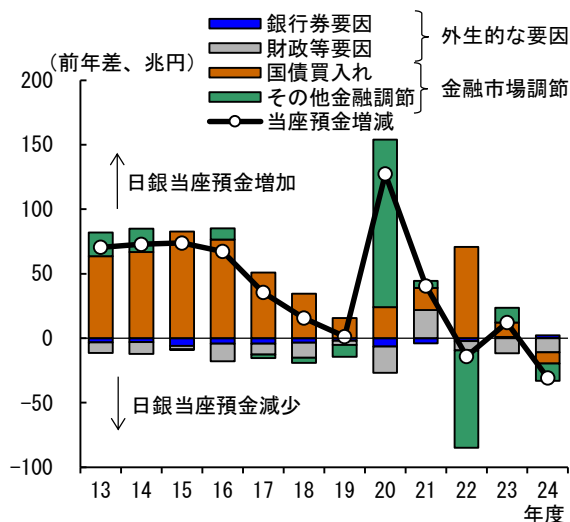
2024 年度中の日銀当座預金の残高は、2 章で詳述した金融市場調節のもとで、極めて高い水準を維持しつつも、年度後半にかけて緩やかに減少し、2025 年 3 月末の残高は 530.4 兆円となった（前年差▲30.7 兆円、図表 3-1）。日銀当座預金の変動要因をみると¹⁸、長期国債の買入れ額の減額、貸出増加支援資金供給や共通担保資金供給オペの残高減少などから、「金融市場調節」がマイナス寄与に転じたほか、財政等要因や銀行券要因で構成される「外生的な要因」のマイナス寄与が続いた（図表 3-2）。この間、補完当座預金制度における付利の対象となる当座預金残高は、当座預金残高全体の動きに概ね連れて推移し、年度後半にかけて緩やかに減少した。

(図表 3-1) 日銀当座預金残高



(注) 付利の対象となる当座預金残高は、右図にのみ掲載。

(図表 3-2) 日銀当座預金残高の変動要因



(注) 財政等要因および金融市場調節は償還調整後。償還調整については、後述③の外生的な日銀当座預金の増減要因の動向を参照。

② 業態別にみた日銀当座預金の動向

2024 年度中の日銀当座預金の動向を業態別にみると、区々な動きとなった（日銀当座預金の状況の詳細は、BOX 7 参照）。

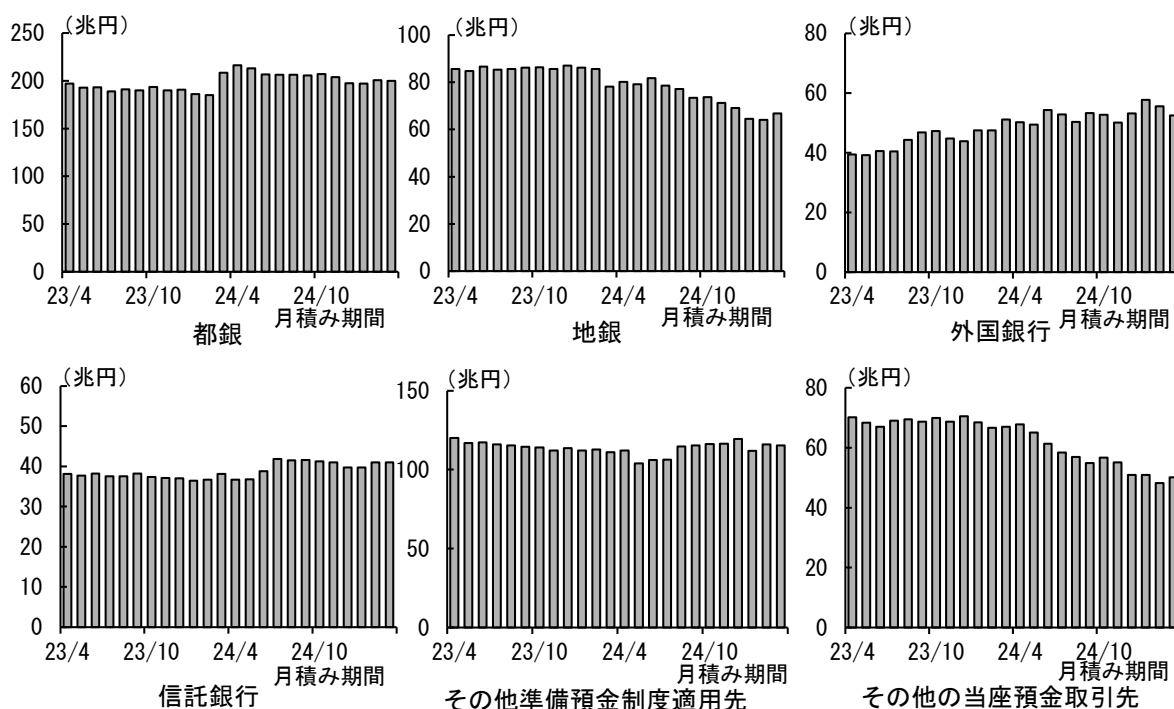
都銀では、①マイナス金利解除に伴い、三層構造下でみられていた政策金利残高の圧縮を目的とした資金放出の動きがなくなったほか、②超過準備全額に付利金利が適用される中、レポ市場等において、付利金利との裁定目的の資金調達を積極化したことから、年度前半に増加し、その後は横ばい圏内の動きとなった（図表 3-3）。また、外国銀行では、為替円安が進行した 2024 年 6 月積み期間や円転妙味が高まった局面で、ドル投円転資金を日銀当座預金に積む動きがみられたことから、年度を

18 日銀当座預金の残高は、金融市場調節とそれ以外の外生的な要因（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）によって増減する。

通じて増加した。

一方、地銀は、マイナス金利政策の三層構造下では、無担保コール市場において、都銀等の資金放出の主要な受け皿となっていたが、マイナス金利解除に伴い、こうした資金放出ニーズを受けた資金調達の動きがみられなくなったことに加えて、預金と貸出金の差を示す預貸ギャップの縮小等も映じて、日銀当座預金は年度を通じて減少した。また、その他の当座預金取引先では、主にこのうちの補完当座預金制度非適用先が、プラスの市場金利が定着する中、市場運用を再開したことなどから、年度を通じて減少した。

(図表 3-3) 業態別の当座預金残高の推移



(注1) 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）、PayPay銀行、セブン銀行、ソニー銀行、楽天銀行、住信SBIネット銀行、au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、日本カストディ銀行、SBI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、GMOあおぞらネット銀行、みんなの銀行、UI銀行を含む。

(注2) その他の当座預金取引先には、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、全国銀行協会、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。

③ 外生的な日銀当座預金の増減要因の動向

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の増減要因」という。外生的な日銀当座預金の増減要因は、①日銀当座預金と銀行券の交換に伴う「銀行券要因」、②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。

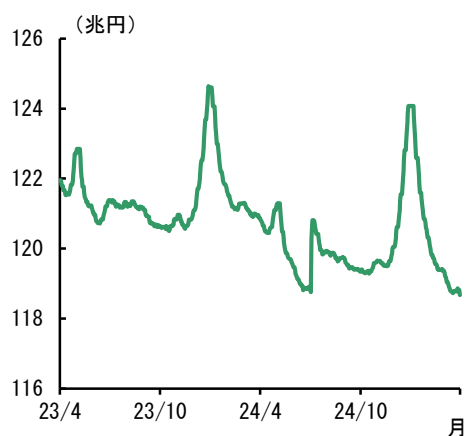
2024年度の外生的な日銀当座預金の増減要因をみると、銀行券要因が増加に作用したものの、財政等要因が減少に大きく作用したことから、全体では日銀当座預金を80.4兆円減少させた。その減少幅は、2023年度の92.3兆円と比べて縮小した。

（銀行券要因）

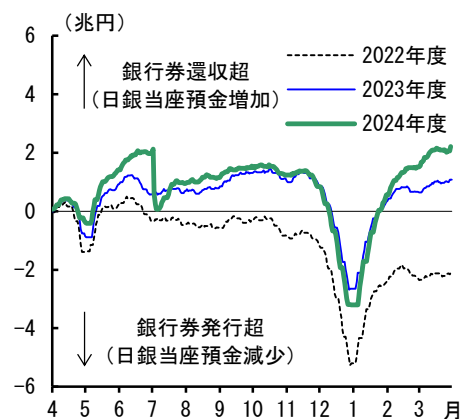
2024年度の銀行券発行高は、キャッシュレス決済の進展などを背景に小幅ながらも減少傾向が続き、2025年3月末には118.7兆円（前年比▲1.8%）となった（図表3-4）。こうした動きを反映して、2024年度の銀行券要因は、還収超幅が2023年度の1.1兆円から2.2兆円に拡大し、引き続き日銀当座預金の増加要因として作用した。

2024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、2023年度と概ね同じパターンを辿った。2024年度は20年ぶりとなる銀行券の改刷が行われたことから、新券の発行初日（7月3日）には大幅な発行増となった。また、改刷前後のタイミングでは、新券受入に対する備えや新券との入れ替わりにより、旧券を還流させる動きもみられた¹⁹（図表3-5）。

（図表3-4）銀行券発行高



（図表3-5）銀行券要因の年度初からの累計額



19 こうした新券の発行前後の銀行券要因の動きは、前回改刷（2004年11月）の前後と概ね同様の傾向を辿った。子細にみると、近年のキャッシュレス決済の進展などから受払規模が全体として縮小傾向にあるもとの、前回改刷時対比、改刷に伴う銀行券要因の振れ（新券の発行日の発行超幅やその前後の還収超幅）は幾分小幅にとどまった。

（財政等要因）

2024 年度の財政等要因は、82.6 兆円の受超（日銀当座預金は減少）となり、2023 年度（93.3 兆円の受超）から受超幅が縮小した（図表 3-6）。財政等要因には、国債や国庫短期証券の償還に伴う金融機関への払いが含まれるため、日本銀行が金融市場調節としてこれらを買入れると、金融機関への償還額が減少し、財政等要因における払いの減少要因となる²⁰。財政等要因を、こうした金融市場調節の影響と、この影響を取り除く調整（以下、「償還調整」）²¹を行ったベースに分けてみると（図表 3-7～8）、金融市場調節の影響は 71.7 兆円の受超と、2023 年度（81.7 兆円の受超）と比べて受超幅は 10.0 兆円縮小したほか、償還調整後の財政等要因も 10.9 兆円の受超と 2023 年度（11.6 兆円の受超）と比べて受超幅は 0.7 兆円縮小し、日銀当座預金の減少寄与は縮小した。この要因としては、国債（1 年超）および国庫短期証券において、発行超幅が縮小したことなどが挙げられる。

すなわち、財政等要因（償還調整後）の内訳をみると、国債（1 年超）および国庫短期証券（償還調整後）では、2024 年度の発行額が 2023 年度から減額されたことから、発行超幅が縮小した（図表 3-9）。他方、一般財政では、前年度に引き続き大規模な予算が執行されたものの、法人税や消費税といった税収の受入れが、経済の回復や雇用・所得環境の緩やかな改善などを受けて増加し、全体としては払超幅が縮小した（図表 3-10）。この間、外為については、2024 年 4 月、5 月、7 月に実施されたドル売り・円買いの外国為替平衡操作に伴う円資金が計上されたことから、受超幅が拡大した²²（前掲図表 3-8）。

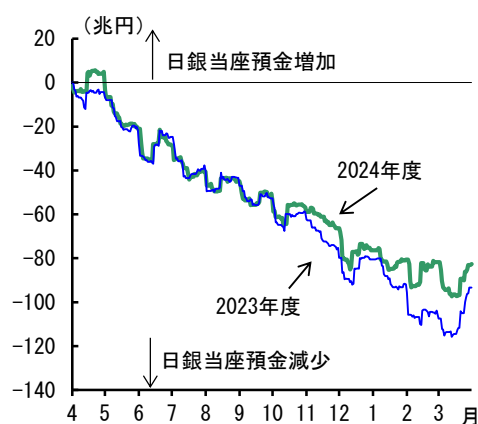
なお、「その他」に含まれる海外預り金（日本銀行が外国中央銀行等や国際機関から受入れている円建ての預り金）の動向も、日銀当座預金残高に影響を及ぼす。2024 年度は、海外預り金の残高が引き続き増加したものの、その増加幅は前年度対比では小幅にとどまったことから、「その他」の受超幅が縮小した。

20 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け（日銀当座預金は減少）、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。

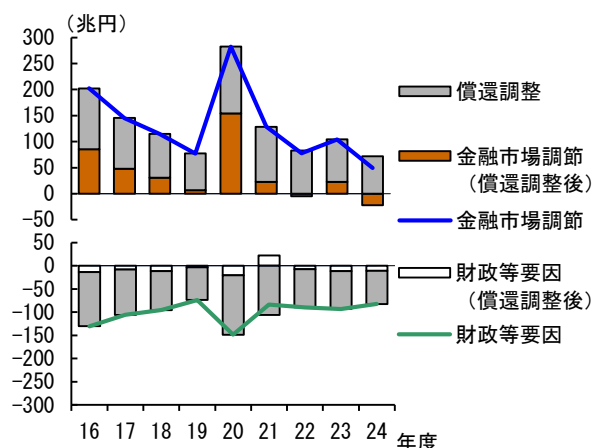
21 「償還調整」では、日本銀行が政府から償還を受けた長期国債および国庫短期証券について、その直前に日本銀行が金融調節として金融機関に売却して、金融機関が政府から償還を受けたとみなして調整している。このため、償還調整後では、財政等要因のうち「国債（1 年超）」と「国庫短期証券」、および金融調節のうち「国債買入」と「国庫短期証券買入」の増減額が変化する（図表 3-7～8）。

22 外国為替平衡操作が日銀当座預金に与える影響については、日本銀行金融市場局（2023）「2022 年度の金融市場調節」の BOX 1 参照。

(図表 3-6) 財政等要因の年度初からの累計額



(図表 3-7) 財政等要因と金融市場調節の影響



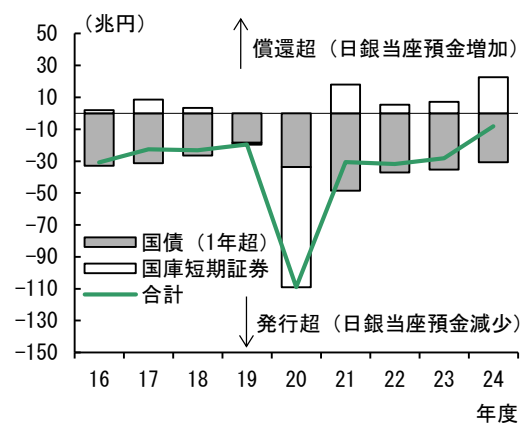
(図表 3-8) 日銀当座預金の増減要因

	償還調整前			償還調整後		
	2023年度	2024年度	前年度差	2023年度	2024年度	前年度差
銀行券要因(①)	1.1	2.2	1.1	1.1	2.2	1.1
財政等要因(②)	-93.3	-82.6	10.7	-11.6	-10.9	0.7
一般財政	26.0	21.5	-4.4	26.0	21.5	-4.4
国債(1年超)	-111.7	-100.3	11.4	-35.3	-30.6	4.7
国庫短期証券	1.9	20.5	18.6	7.2	22.5	15.3
外為	-0.3	-15.5	-15.2	-0.3	-15.5	-15.2
その他	-9.1	-8.9	0.3	-9.1	-8.9	0.3
外生的な日銀当座預金増減(①+②)	-92.3	-80.4	11.9	-10.5	-8.7	1.8
金融調節(③)	104.4	49.7	-54.7	22.6	-22.1	-44.7
国債買入	87.6	61.1	-26.5	11.2	-8.6	-19.8
国庫短期証券買入	4.1	0.0	-4.1	-1.3	-2.0	-0.8
新型コロナ対応特別オペ	-6.0	—	6.0	-6.0	—	6.0
気候変動対応オペ	3.7	6.0	2.3	3.7	6.0	2.3
共通担保オペ	4.5	-10.7	-15.2	4.5	-10.7	-15.2
貸出支援基金	11.3	-6.4	-17.7	11.3	-6.4	-17.7
他のオペ	-0.9	-0.4	0.5	-0.9	-0.4	0.5
当座預金増減(①+②+③)	12.1	-30.7	-42.9	12.1	-30.7	-42.9

(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、資金供給がプラス。

(注2) シャドローは、償還調整後で計数に変化が生じている箇所。

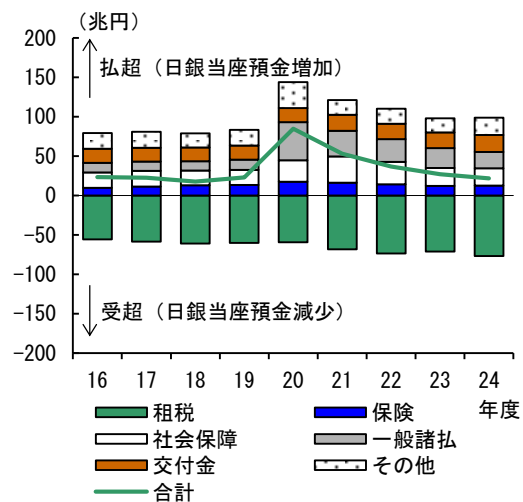
(図表 3-9) 国債と国庫短期証券の発行・償還による日銀当座預金への影響



(注1) 発行超がマイナス、償還超がプラス。

(注2) 償還調整後。

(図表 3-10) 一般財政の対民間収支

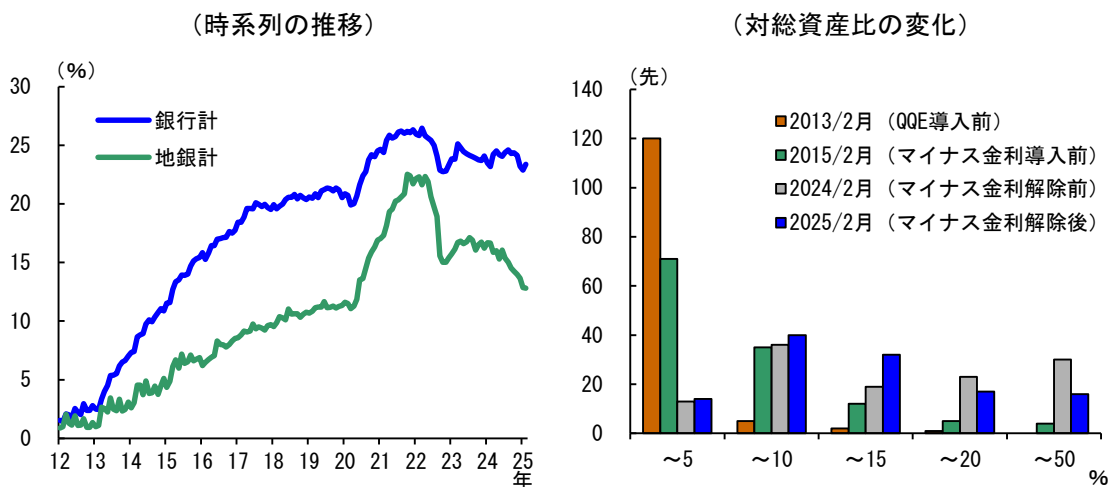


BOX 7 日銀当座預金のばらつきの状況

2024年度は、日銀当座預金の残高が減少に転じる中、本文で指摘した通り、業態別にはその動きに違いがみられた。こうした業態ごとの違いには、各金融機関のALM運営を受けた個別先の日銀当座預金のばらつきが反映されていると考えられる。以下では、こうした問題意識のもと、マイナス金利解除後の日銀当座預金のばらつきの状況を確認する。

まず、やや長い時間軸で国内銀行の日銀当座預金の規模感の変遷を振り返ると、2013年の量的・質的金融緩和の導入以降、日本銀行による大規模な資金供給の結果として、国内銀行における日銀当座預金の対総資産比率は、全体として大きく上昇した（BOX 図表 7-1 左図）。同時に、個別先ごとの同比率のばらつきも拡大した（BOX 図表 7-1 右図）。そのうえで、マイナス金利解除後の過去1年間の動きをみると、日銀当座預金の残高が全体として減少に転じる中、日銀当座預金の対総資産比率が相対的に高い（20%超）金融機関の数が減少する一方、同比率が相対的に低い（5%超～15%以下）金融機関の数が増加した。

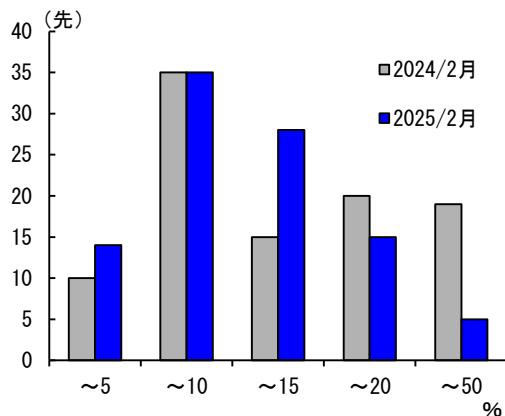
（BOX 図表 7-1）日銀当座預金（対総資産比）



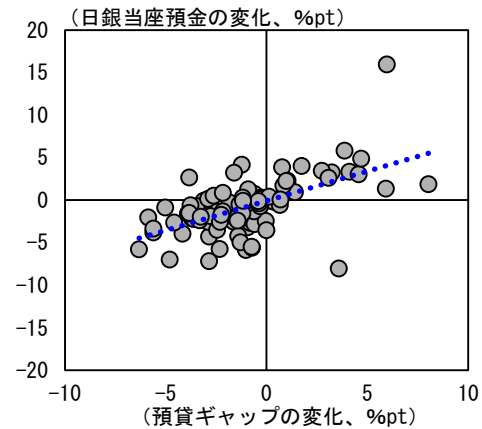
（注）銀行計は、国内銀行（除く信託銀行子会社、外資系信託、地銀系インターネット専門銀行）を集計。

こうしたマイナス金利解除後の動きは、主に地銀の動きを映じたものと考えられる。この点、地銀における日銀当座預金の対総資産比率の分布をみると、全体として同比率が低下方向にシフトしたことが分かる（BOX 図表 7-2）。この背景としては、本文で指摘した通り、①無担保コール市場における資金調達が減少したことや、②貸出が総じて堅調な増加を続ける中、家計の預かり資産への資金シフトや他業態との預金獲得競争の高まりによって、預貸ギャップが縮小したことなどが影響していると考えられる。実際、個別先ごとに日銀当座預金と預貸ギャップの関係をみると（BOX 図表 7-3）、預貸ギャップが縮小している先ほど、日銀当座預金が減少しているという関係がみて取れる。

(BOX 図表 7-2) マイナス金利解除前後の日銀当座預金（対総資産比）の比較（地銀）



(BOX 図表 7-3) 日銀当座預金と預貸ギャップの関係（地銀）

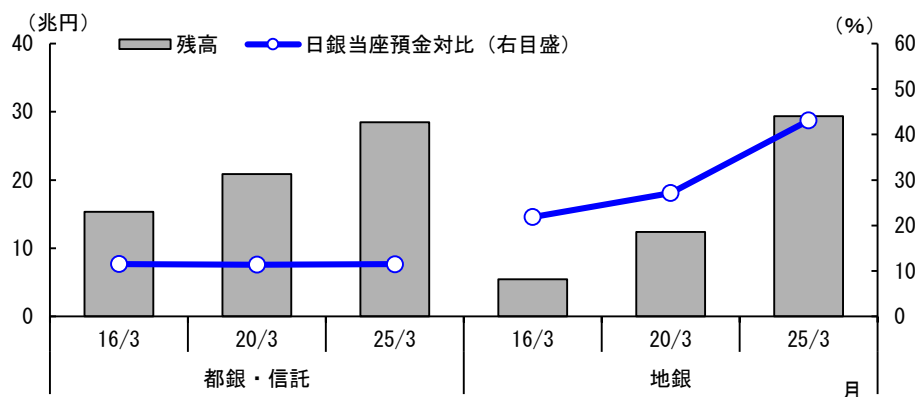


- (注1) 日銀当座預金はコール取引前の計数を使用。
 (注2) 預貸ギャップは預金と貸出の差。
 (注3) 縦軸、横軸とも総資産に対する比率の2025年2月末の前年同月からの変化。
 (注4) 破線は最小二乗法による回帰直線。

もっとも、この間に日銀当座預金がやや大きめに減少した先を含め、地銀が潤沢な手元流動性を有している状況に変わりはなく、2024年度中は、①日本銀行の共通担保オペへの応札を増やす動きや、②短期金融市場において、ターム物での資金調達を増やすといった動きは、特段みられなかった。

先々を展望すると、国債買入れの減額の進捗に加え、貸出増加支援資金供給の終了に伴い、2025年度以降も、日銀当座預金の残高は全体として減少していくことが見込まれる。特に、地銀は、貸出増加支援資金供給の利用額が相対的に大きく、制度終了は、日銀当座預金の残高をより大きく減少させる方向に作用することが想定される（BOX 図表 7-4）。日本銀行としては、今後とも、業態別の動きだけでなく、個別先ごとのばらつきの状況も踏まえて、日銀当座預金残高の動向を丁寧にモニタリングしていく。

(BOX 図表 7-4) 貸出増加支援資金供給の利用残高と日銀当預残高に対する比率



（２）日本銀行のバランスシート

２章で詳述した金融市場調節のもとで、2024年度の日本銀行のバランスシートは、縮小した（図表 3-11）。

日本銀行のバランスシートは、2024年度末に 729.8 兆円となり、前年度末に比べ、▲26.7 兆円の減少となった。この間、マネタリーベースは、2024年度末には 653.8 兆円となり、前年度末に比べて▲33.0 兆円の減少となった。

資産サイドをみると、金融政策の枠組みが見直されるもとで、幅広い項目が減少した。子細にみると、2024年7月に決定された国債買入れの減額計画に沿って、8月以降に減額が進捗したことから、長期国債（574.2 兆円、前年差▲11.4 兆円）が減少したほか、2025年1月には、日本銀行が2年前に実施した2年物の共通担保オペが9兆円ほど満期を迎えた結果、共通担保オペ（7.8 兆円、同▲10.7 兆円）も減少した。また、2025年1月に買入れを終了したＣＰ等（1.0 兆円、同▲1.2 兆円）および社債等（4.9 兆円、同▲1.2 兆円）も減少した。このほか、貸出支援基金（74.7 兆円、同▲6.4 兆円）も、貸出増加支援資金供給の変動金利貸付化等に伴い、利用を取り止める動きがみられ、減少した。一方、気候変動対応オペ（14.2 兆円、同＋6.0 兆円）は、幅広い先からの積極的な利用が引き続きみられ、増加が継続した。

負債サイドをみると、日銀当座預金残高（530.4 兆円、同▲30.7 兆円）は減少したほか、銀行券（118.7 兆円、同▲2.2 兆円）も減少した。この間、プラスの市場金利が定着する中、対政府の売現先取引が、2015年以来9年ぶりに再開されたことから、売現先勘定（12.8 兆円、同＋8.6 兆円）が増加した一方、政府預金（3.9 兆円、同▲11.8 兆円）は減少した（図表 3-12）。

(図表 3-11) 日本銀行のバランスシート

(単位：兆円)

	19年度末	20年度末	21年度末	22年度末	23年度末	24年度末	前年差
長期国債	473.5	495.8	511.2	576.2	585.6	574.2	▲11.4
C P 等	2.6	2.9	2.5	2.1	2.2	1.0	▲1.2
社債等	3.2	7.5	8.6	8.0	6.1	4.9	▲1.2
E T F	29.7	35.9	36.6	37.0	37.2	37.2	▲0.0
J - R E I T	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	▲0.0
貸出支援基金	49.2	60.0	61.6	69.9	81.2	74.7	▲6.4
買入国庫短期証券	10.2	34.2	12.7	3.3	2.0	0.0	▲2.0
被災地金融支援オペ	0.5	0.5	0.5	0.2	0.1	0.1	▲0.0
新型コロナ対応特別オペ	3.4	64.8	86.8	6.0	—	—	—
気候変動対応オペ	—	—	2.0	4.4	8.2	14.2	+6.0
共通担保オペ	1.2	0.5	0.5	14.0	18.5	7.8	▲10.7
外国為替	26.0	7.7	8.3	9.1	10.7	11.2	+0.4
その他とも 資産計	604.5	714.6	736.3	735.1	756.4	729.8	▲26.7
銀行券	109.6	116.0	119.9	122.0	120.9	118.7	▲2.2
当座預金	395.3	522.6	563.2	549.1	561.2	530.4	▲30.7
その他預金	51.8	26.8	26.6	28.9	37.8	47.0	+9.2
政府預金	12.6	36.9	13.0	15.6	15.7	3.9	▲11.8
売現先勘定	24.1	0.6	0.9	5.4	4.3	12.8	+8.6
その他とも 負債・純資産計	604.5	714.6	736.3	735.1	756.4	729.8	▲26.7
マネタリーベース	509.8	643.6	688.0	675.8	686.8	653.8	▲33.0

(注1) 貸出支援基金は、成長基盤強化支援資金供給（米ドル特則）による米ドル建て貸付は含まない。

(注2) 買入国庫短期証券は、対政府取引等を勘案していない。

(注3) 被災地金融支援オペは、廃止前の東日本大震災にかかる被災地金融機関支援資金供給および熊本地震被災地金融機関支援資金供給を含む。

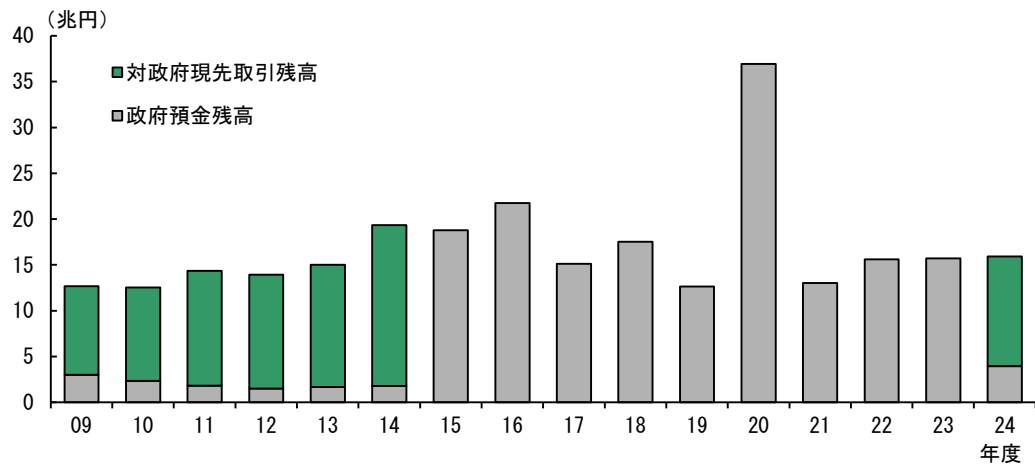
(注4) 2019年度末の新型コロナ対応特別オペは、新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペレーションの残高。

(注5) 外国為替は、日本銀行保有外貨資産、米ドル資金供給オペなどの合計。

(注6) その他預金は、外国中央銀行等の預金。

(注7) 売現先勘定は、国債補完供給、国債売現先オペ、米ドルオペ用担保国債供給を含む。

(図表 3-12) 対政府現先取引残高と政府預金残高



4. 金融市場調節運営に関する主な制度変更等

(1) 金融市場調節方針と補完当座預金制度の適用利率等

日本銀行は、2024 年 7 月 30～31 日の金融政策決定会合において、無担保コールレート（0/N 物）を 0.25%程度で推移するよう促すことを決定し、こうした金融市場調節方針の変更に伴い、補完当座預金制度の適用利率（日本銀行当座預金＜所要準備額相当部分を除く＞への付利金利）を 0.25%とすることを決定した²³。また、金融調節の一層の円滑化を図る観点から、固定金利方式の国債売現先オペを新たに導入することを決定した。

日本銀行は、2025 年 1 月 23～24 日の金融政策決定会合において、無担保コールレート（0/N 物）を 0.5%程度で推移するよう促すことを決定し、こうした金融市場調節方針の変更に伴い、補完当座預金制度の適用利率（同上）を 0.5%とすることを決定した²⁴。

(2) 長期国債買入れの減額計画

日本銀行は、2024 年 7 月 30～31 日の金融政策決定会合において、7 月 9～10 日に臨時で開催した債券市場参加者会合等を通じて得られた市場参加者の意見も参考にしつつ、長期国債買入れの減額計画を決定した。減額計画では、長期金利は金融市場において形成されることが基本であり、日本銀行による長期国債の買入れは、国債市場の安定に配慮するための柔軟性を確保しつつ、予見可能な形で減額していくことが適切であるとの観点から、2026 年 3 月までの長期国債の買入れを、以下の通り運営することとした。

- ① 月間の長期国債の買入れ予定額を、原則として毎四半期 4,000 億円程度ずつ減額し、2026 年 1～3 月に 3 兆円程度とする。
- ② 2025 年 6 月の金融政策決定会合では、長期国債買入れの減額計画の中間評価を行う。中間評価では、今回の減額計画を維持することが基本となるが、国債市場の動向や機能度を点検したうえで、必要と判断すれば、適宜、計画に修正を加える。また、同時に、2026 年 4 月以降の長期国債の買入れ方針について検討し、その結果を示すこととする。
- ③ 長期金利が急激に上昇する場合には、毎月の買入れ予定額にかかわらず、機動的に、買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施する。
- ④ なお、必要な場合には、金融政策決定会合において、減額計画を見直すこともありうる。

²³ 被災地金融機関支援オペ、気候変動対応オペについては、貸付利率を 0.25%とした。

²⁴ 被災地金融機関支援オペ、気候変動対応オペの貸付利率は、引き続き、補完当座預金制度の適用利率とすることとした。

（３）貸出増加支援資金供給

日本銀行は、2024 年 7 月 30～31 日の金融政策決定会合において、貸出増加支援資金供給について、変動金利貸付に変更（貸付利率は、貸付期間中の補完当座預金制度の適用利率の平均値とする）のうえ、実施することを決定した。

その後、同資金供給については、2025 年 1 月 23～24 日の金融政策決定会合において、予定通り 2025 年 6 月末をもって新規の貸付けを終了することとしたうえで、同資金供給を円滑に終了する観点から、経過措置として、7 月以降、2025 年中は、満期到来額の半分を上限として、貸付期間 1 年の借り換えを認めることとした。

（４）被災地金融機関支援オペ

日本銀行は、2024 年 4 月 25～26 日の金融政策決定会合において、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に関して、その対象災害のひとつである平成二十八年熊本地震については、被災地金融機関の復旧・復興に向けた取り組みを支援するとの所期の目的を達成したことから、対象災害から解除することを決定した。

（５）その他の制度変更等

① チーペスト銘柄等にかかる国債補完供給の要件緩和措置

日本銀行は、2024 年 10 月 16 日、12 月半ば以降に日本銀行の保有比率が極めて高い銘柄がチーペスト銘柄になることを踏まえ、当面、これまでと同様、チーペスト銘柄等にかかる国債補完供給の要件緩和措置を継続する方針を示すとともに、チーペスト銘柄等の国債補完供給にかかる減額措置の願い出について、日本銀行が国債市場の流動性改善に資すると判断した場合には、原則として当該願い出を承諾する方針を明確にした。

その後、2025 年 1 月 16 日には、チーペスト銘柄等の減額措置が国債市場の流動性改善に資するかどうかの判断に際しては、同措置が、債券先物の受渡決済における現物の受渡しにかかる懸念を和らげる趣旨で講じられたものであることに鑑み、当該銘柄の市中保有額の水準を判断の基本に据える方針を示した。具体的には、過去の債券先物の取引最終日時点の先物建玉残高の水準を参考として、1 銘柄当たりの市中保有額が 1.2 兆円程度の水準を回復するまでは、減額措置の願い出を原則として承諾することとした。

② 国債補完供給における応募銘柄数の上限引き上げについて

日本銀行は、2025 年 1 月 24 日、レポ市場における国債需給の過度な引き締まりを抑制し、レポ市場の安定を確保する観点から、1 月 27 日から 1 月 31 日までの間に実施する国債補完供給について、売却対象先ごとの 1 回当たりの応募銘柄数の上

限を一時的に緩和し、従来の 30 銘柄から 50 銘柄に引き上げることとした。

③ E T F 貸付け、米ドル資金供給用担保国債供給

日本銀行は、2024 年 7 月 30～31 日の金融政策決定会合において決定した金融市場調節方針の変更に伴い、E T F 貸付けにおける貸付対象先が差し入れた担保金に適用する利率について、2024 年 8 月 1 日以降、無担保コールレート（0/N 物）の水準を勘案して別に定める利率を適用することとした。

米ドル資金供給用担保国債供給制度における上限期間利回りについても、2024 年 8 月 1 日以降、無担保コールレート（0/N 物）の水準を勘案した利回りとなるよう設定することとした。

5. 市場参加者との対話に関する取り組み

日本銀行では、金融政策決定会合で決定された方針に沿った金融市場調節を実行する中で、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債券市場サーベイ、東京短期金融市場サーベイ等の各種の市場サーベイを実施している。

こうした調査結果も活用して、日本銀行金融市場局では、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。特に、債券市場参加者会合については、2024年6月の金融政策決定会合での決定内容を踏まえ、先行きの日本銀行による国債買入れの運営について、市場参加者の意見を確認するための会合を7月に臨時で開催した。

① 「市場調節に関する意見交換会」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「市場調節に関する意見交換会」を、2024年10月16日および2025年2月20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・機能度、③東京短期金融市場サーベイの結果、短期金融市場を巡る話題などについて説明し、意見交換を行った²⁵。

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、2024年6月4～5日、7月9～10日および12月5～6日に計3回開催した²⁶。

6月および12月の会合では、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最近の市場動向と市場調節について説明し、意見交換を行った。

7月の会合は、2024年6月の金融政策決定会合での決定内容を踏まえ、先行きの日本銀行による国債買入れの運営について、市場参加者の意見を確認するために臨時で開催した。日本銀行から、会合の開催経緯や事前照会で寄せられた意見を説明したうえで、①国債買入れの減額の幅やペース、②減額のガイダンスの示し方、③残存期間別の減額の進め方などについて、意見交換を行った。

③ 短期金融市場取引活性化研究会との対話

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期金融市場取引活性化

25 2024年度開催分の概要については、以下を参照。

2024年10月 <https://www.boj.or.jp/paym/market/mkt241017a.pdf>

2025年2月 <https://www.boj.or.jp/paym/market/mkt250221a.pdf>

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

研究会（短取研）において、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、2024年11月18日に開催した。同会合では、短期金融市場の動向や機能度等について、意見交換を行った。

(参考資料 1) オペレーションの実施回数およびオペ対象先数

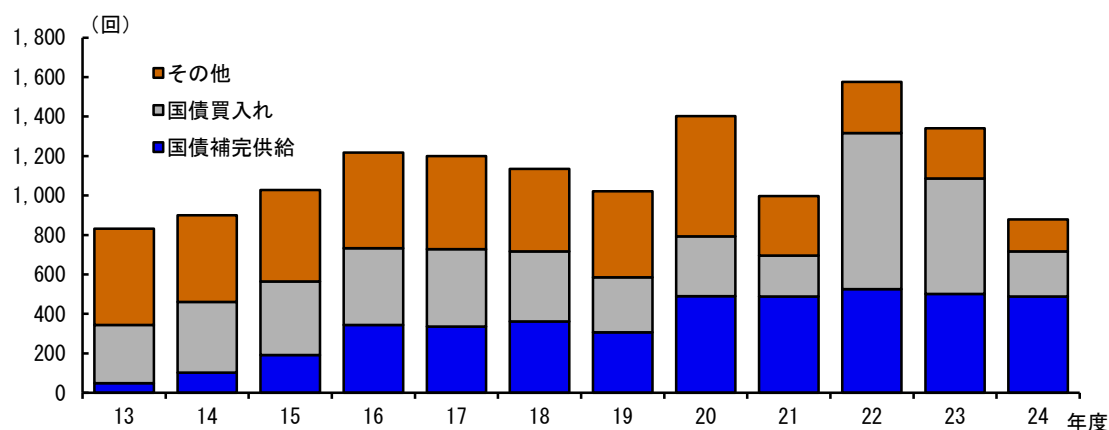
(回、先)

	21年度	22年度	23年度	24年度	対象先数
国債買入れ	208	790	585	228	59
国庫短期証券買入れ	43	44	41	0	54
C P・社債等買入れ	48	36	36	24	—
E T F 買入れ	8	7	1	—	—
J－R E I T 買入れ	2	1	0	—	—
E T F 貸付け	55	39	44	35	11
共通担保オペ	27	36	29	27	349
成長基盤強化支援資金供給	20	14	9	5	158
貸出増加支援資金供給	4	4	4	4	217
被災地金融支援オペ	6	4	4	4	36
新型コロナウイルス対応特別オペ	12	12	—	—	—
気候変動対応オペ	1	2	2	2	83
国債買現先	8	0	8	0	54
国債売現先	0	0	0	0	54
米ドル資金供給	62	57	66	51	88
国債補完供給	488	526	501	488	59
米ドルオペ用担保国債供給	5	4	10	11	50
合計	997	1,576	1,340	879	—

(注 1) 実施回数 (E T F および J－R E I T の買入れ、E T F 貸付けを除く) 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、2025 年 3 月末時点。共通担保オペについては、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 42 先)。

(参考資料 2) オペレーションの実施回数の推移



以 上

「2024 年度の金融市場調節」

出所一覧

(図表 2-1)	日本銀行「コール市場関連統計（毎営業日）」
(図表 2-2)	日本銀行「コール市場残高」
(図表 2-3)	日本銀行「コール市場関連統計（毎営業日）」
(図表 2-4)	日本銀行「コール市場関連統計（毎営業日）」
(図表 2-5)	日本証券業協会「東京レポ・レート」
(図表 2-6)	日本証券業協会
(図表 2-7)	日本相互証券
(図表 2-8)	財務省
(図表 2-9)	財務省、日本銀行
(図表 2-10)	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 2-11)	日本相互証券
(図表 2-12)	LSEG
(図表 2-13)	Bloomberg
(図表 2-14)	QUICK
(図表 2-15)	日本証券業協会
(図表 2-16)	日本銀行「オペレーション」
(図表 2-17)	財務省、日本銀行
(図表 2-18)	日本銀行
(図表 2-19)	日本銀行、Tradeweb
(図表 2-20)	ジェイ・ボンド東短証券、日本証券業協会「東京レポ・レート」
(図表 2-21)	ジェイ・ボンド東短証券、日本証券業協会「東京レポ・レート」
(図表 2-22)	日本銀行「オペレーション」
(図表 2-23)	日本銀行「オペレーション」
(図表 2-24)	証券保管振替機構、全銀協 TIBOR 運営機関
(図表 2-25)	証券保管振替機構
(図表 2-26)	Bloomberg、日本証券業協会、QUICK
(図表 2-27)	Bloomberg、日本証券業協会、QUICK
(図表 2-28)	証券保管振替機構
(図表 2-29)	日本銀行「オペレーション」
(図表 2-30)	日本銀行「オペレーション」
(図表 2-31)	日本銀行「オペレーション」
(図表 2-32)	日本銀行「オペレーション」
(図表 2-33)	日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」
(図表 2-34)	日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」

(図表 2-35)	Bloomberg
(図表 2-36)	Bloomberg
(図表 2-37)	日本銀行「オペレーション」
(図表 2-38)	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 2-39)	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 2-40)	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 2-41)	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 2-42)	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 2-43)	日本銀行「気候変動対応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 2-44)	日本銀行「指数連動型上場投資信託受益権（ETF）の新規貸付結果」 「指数連動型上場投資信託受益権（ETF）の月末貸付残高」
(図表 2-45)	日本銀行
(図表 3-1)	日本銀行「業態別の日銀当座預金残高」
(図表 3-2)	日本銀行
(図表 3-3)	日本銀行「業態別の日銀当座預金残高」
(図表 3-4)	日本銀行
(図表 3-5)	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 3-6)	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 3-7)	日本銀行
(図表 3-8)	日本銀行「日銀当座預金増減要因と金融調節（実績）」
(図表 3-9)	日本銀行
(図表 3-10)	財務省「財政資金対民間収支」
(図表 3-11)	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 3-12)	日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」
(BOX 図表 1-1)	日本銀行
(BOX 図表 1-2)	日本銀行
(BOX 図表 1-3)	日本銀行
(BOX 図表 1-4)	日本銀行
(BOX 図表 1-5)	大阪取引所、東京金融取引所、日本証券クリアリング機構
(BOX 図表 2-1)	日本証券業協会「東京レポ・レート」
(BOX 図表 2-2)	日本銀行
(BOX 図表 2-3)	日本銀行
(BOX 図表 2-4)	日本銀行
(BOX 図表 2-5)	日本銀行「わが国短期金融市場の動向——東京短期金融市場サーベイ（24/8 月）の結果——」

(BOX 図表 2-6)	米国連邦準備制度
(BOX 図表 3-1)	日本銀行
(BOX 図表 3-2)	財務省、日本銀行
(BOX 図表 3-3)	日本証券業協会
(BOX 図表 3-4)	日本相互証券
(BOX 図表 3-5)	Bloomberg
(BOX 図表 3-6)	QUICK、Bloomberg
(BOX 図表 4-1)	日本銀行「オペレーション」
(BOX 図表 4-2)	日本銀行「オペレーション」
(BOX 図表 4-3)	財務省、日本銀行
(BOX 図表 4-4)	大阪取引所
(BOX 図表 4-5)	日本銀行、日本証券業協会、ジェイ・ボンド東短証券
(BOX 図表 4-6)	日本銀行
(BOX 図表 4-7)	財務省、日本銀行、日本証券業協会、ジェイ・ボンド東短証券
(BOX 図表 5-1)	財務省、日本銀行
(BOX 図表 5-2)	財務省、日本銀行
(BOX 図表 5-3)	ジェイ・ボンド東短証券、日本銀行
(BOX 図表 5-4)	QUICK
(BOX 図表 5-5)	大阪取引所
(BOX 図表 6-1)	日本銀行
(BOX 図表 6-2)	日本銀行
(BOX 図表 6-3)	日本銀行
(BOX 図表 6-4)	日本銀行
(BOX 図表 6-5)	日本銀行
(BOX 図表 6-6)	日本銀行
(BOX 図表 6-7)	日本銀行
(BOX 図表 7-1)	日本銀行
(BOX 図表 7-2)	日本銀行
(BOX 図表 7-3)	日本銀行
(BOX 図表 7-4)	日本銀行
(参考資料 1)	日本銀行
(参考資料 2)	日本銀行