

「2024年度の金融市場調節」の概要

2025年6月4日

日本銀行金融市場局

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年度を通じてはつきりと上昇し、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。

概観（続き）

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月のオフア一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アする措置等を継続し、毎営業日、オフアを実施した。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。

「2024年度の金融市場調節」の構成

1 概観

2 金融市場の動向と調節運営

(1) 短期金融市場の動向

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

BOX 2 プラス金利のもとでのGCレポ市場の構図とレート形成の特徴

(2) 国庫短期証券市場の動向と国庫短期証券の買入れ

(3) 国債市場の動向と長期国債の買入れ

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

(4) SCレポ市場と国債の供給

BOX 4 国債補完供給の利用額減少の背景

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

(5) CP・社債市場の動向とCP等・社債等の買入れ

(6) 為替スワップ市場の動向と米ドル資金の供給

(7) その他のオペレーション等

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

(8) 補完貸付制度

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

BOX 7 日銀当座預金のばらつきの状況

(2) 日本銀行のバランスシート

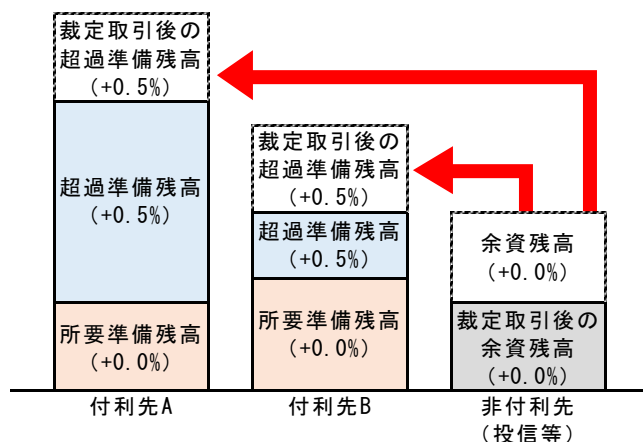
4 金融市場調節運営に関する主な制度変更等

5 市場参加者との対話に関する取り組み

1-1. 無担保コール市場

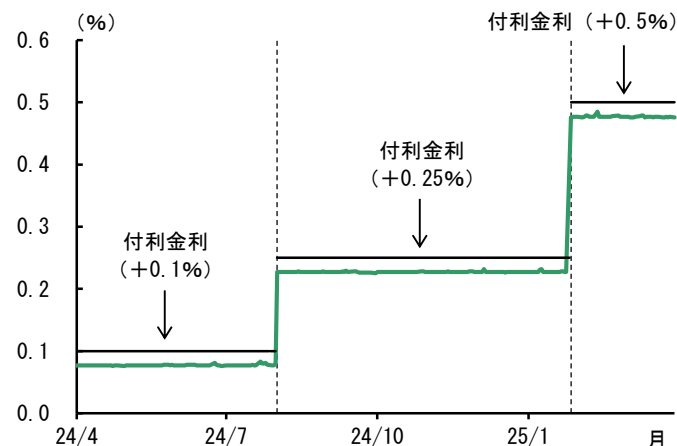
- 日本銀行では、2024年3月の金融政策の枠組みの見直しに際して、無担保コールレート（0/N物）を政策金利とした。超過準備が存在する中で無担保コールレートの誘導目標を実現するためには、米国や欧州などの海外の中央銀行同様、日銀当座預金の超過準備全額に対する付利金利の適用を通じた短期金融市場における金融機関の裁定行動が重要な役割を果たしている。具体的には、付利先は、無担保コール市場において付利金利より低い金利で資金を調達し、日銀当座預金で運用するインセンティブを有する一方、非付利先は、付利金利より低い金利でも資金を放出するインセンティブを有するため、付利先と非付利先との間で資金取引が行われる。この点、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）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、無担保コール0/N物市場では、2024年度を通じて、地銀等の付利先が、投資信託等の非付利先を相手に、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くもとで、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。

無担保コール0/N物の市場構造



(注) 超過準備への付利金利が+0.5%の場合。
(出所) 日本銀行

無担保コールレート（0/N物）

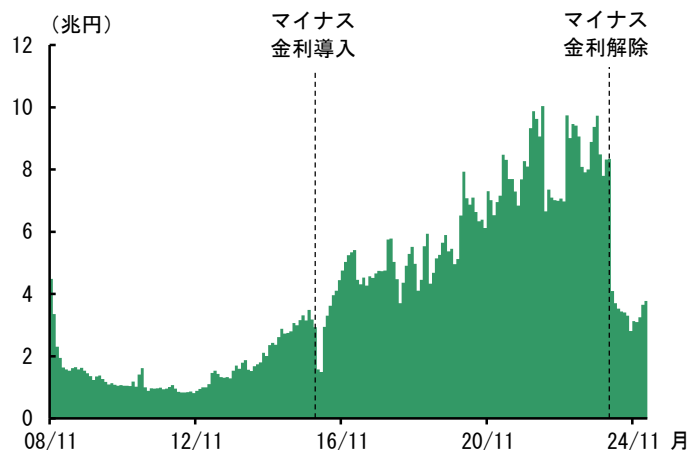


(注) 加重平均値。縦線は、新たな付利金利の適用日。
(出所) 日本銀行

1-1. 無担保コール市場（続き）

- 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、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。
- 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、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。

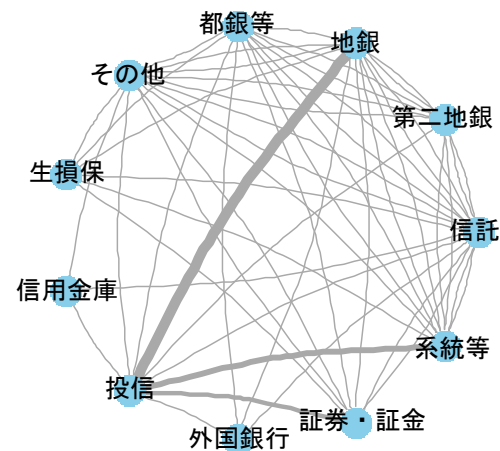
無担保コール市場残高（0/N物）



（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。

（出所）日本銀行

無担保コール0/N物の取引ネットワーク
（マイナス金利解除後）



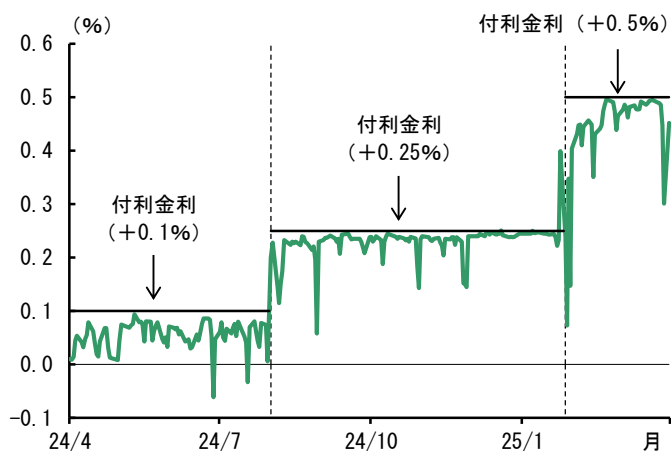
（注）コール市場関連統計における業態別の取引データをもとに作成。線の太さは、業態間のコール取引額（2024年3月21日～2025年3月31日の1日当たりの平均取引額）に対応。

（出所）日本銀行

1-2. GCレポ市場

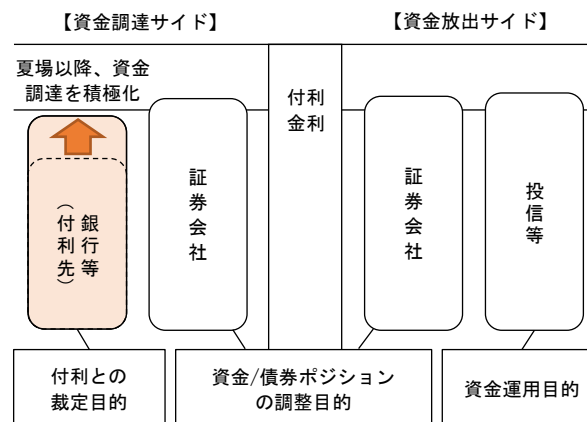
- GCレポレート（T/N物）は、政策金利の引き上げに応じて水準を切り上げ、振れを伴いつつも、総じてみれば付利金利を小幅に下回る水準で推移した。
- プラス金利のもとでのGCレポ市場の参加主体をみると、①資金調達サイドには、在庫ファンディング目的の証券会社や、付利金利との裁定目的の銀行等が存在し、②資金放出サイドには、債券調達が必要な証券会社や、余剰資金等の運用を目的とした投資信託等が存在する。この点、証券会社のポジションは、国債の在庫量の変化等に応じて、日常的に大きく変動するため、レポ市場における債券需給はそもそも振れやすい性質を有している。こうしたもと、マイナス金利解除後しばらくの間は、担保制約等から銀行等の資金調達量が必ずしも多くなかったため、日々のレート変動が目立っていた。
- もっとも、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。こうしたもと、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。

GC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。
(出所) 日本証券業協会

GCレポ市場の構図

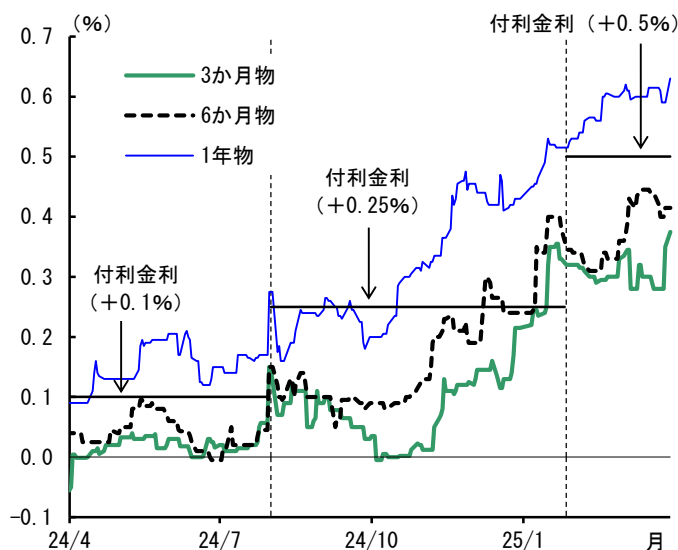


(出所) 日本銀行

2. 国庫短期証券市場の動向と国庫短期証券の買入れ

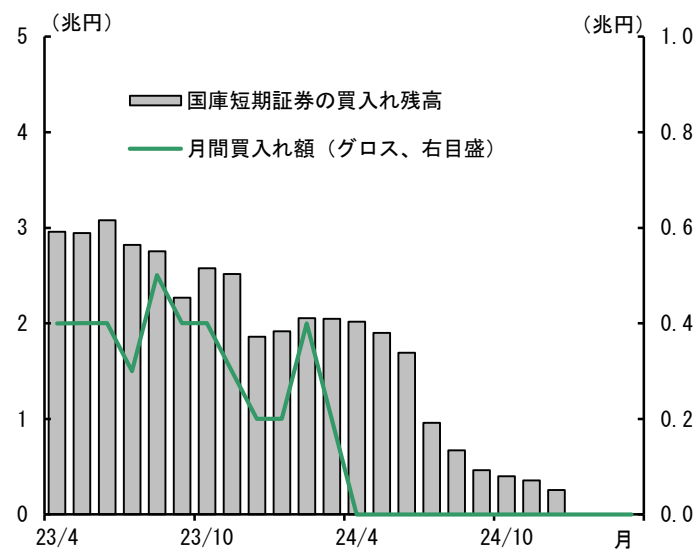
- 2024年度中の国庫短期証券（3か月物）の利回りは、政策金利の引き上げに応じて水準を切り上げたものの、発行残高が減少する中、国内外の幅広い投資家から旺盛な需要がみられ、概ね付利金利を下回る水準で推移した。具体的には、①ドル調達プレミアムが存在する中、海外投資家による為替スワップ取引（ドル投円転）見合いでの投資需要がみられたほか、②銀行等による根強い担保需要に加えて、③プラス金利が定着するもと、投資信託など国内の非付利先による資金運用需要もみられるようになった。
- この間、日本銀行の保有残高をみると、良好な需給環境が続くもとで国庫短期証券の買入れを行わなかったことから、償還に合わせて減少し、2025年1月にはゼロとなった。

国庫短期証券の利回り



(注) 縦線は、新たな付利金利の適用日。
(出所) 日本相互証券

国庫短期証券の買入れ残高

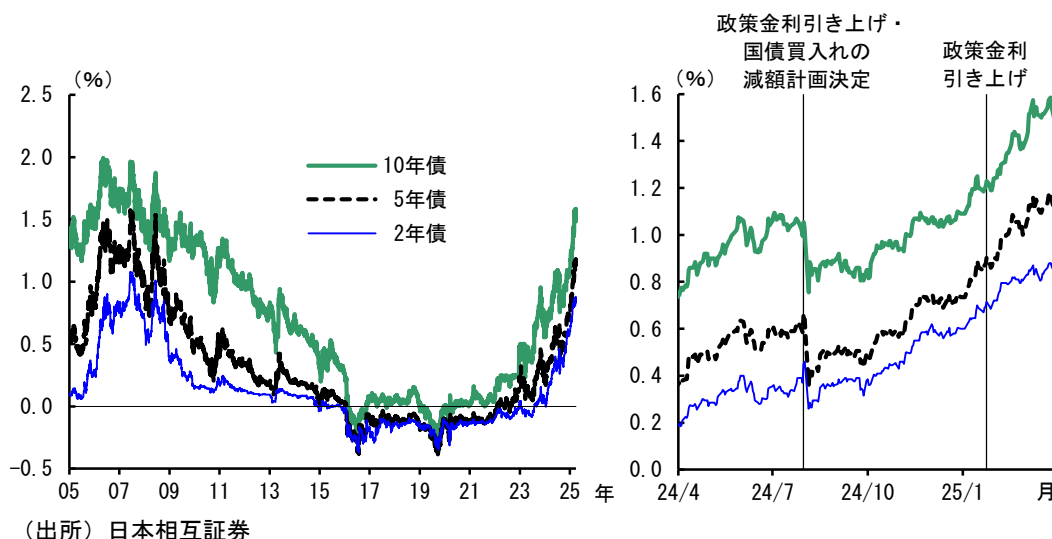


(出所) 日本銀行

3-1. 国債市場の動向

- 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月半ばにかけて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。
- 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。

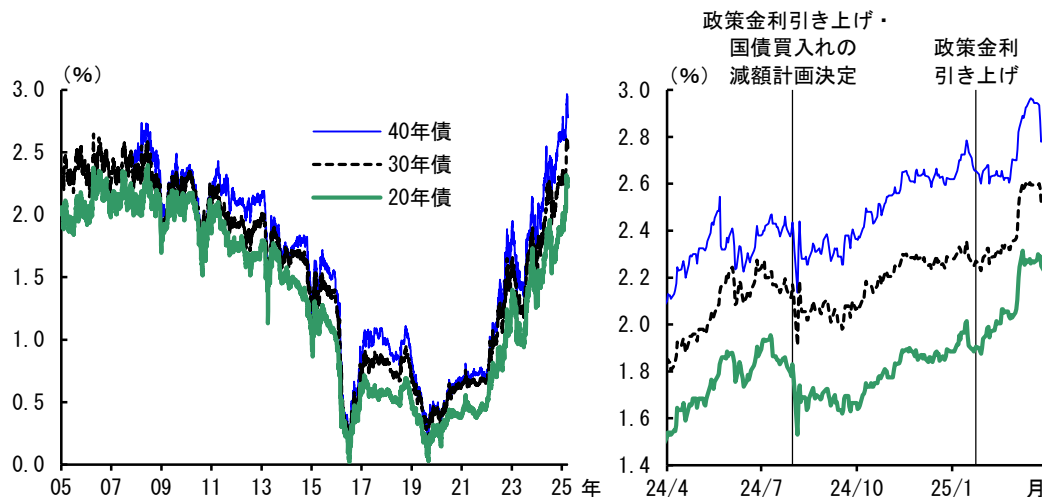
国債利回り（短中長期ゾーン）



3-1. 国債市場の動向（続き）

- 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。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。

国債利回り（超長期ゾーン）



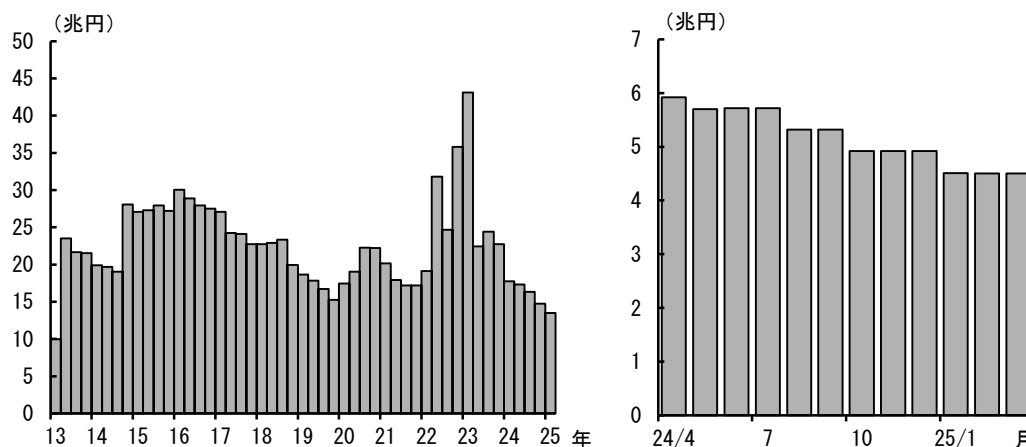
(注) 40年債の利回りは、発行が開始された2007年11月から表示。

(出所) 日本相互証券

3－2．長期国債の買入れ

- 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。

長期国債の買入れ額



(出所) 日本銀行

3-2. 長期国債の買入れ（続き）

- 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態をみると、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。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。

残存期間別・種類別の長期国債の買入れ額

対 象 ゾ ー ン	2024年 1～3月	国債買入れの減額開始 →						(億円、%)
		4月	5～7月	8～9月	10～12月	2025年 1～3月	4～6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

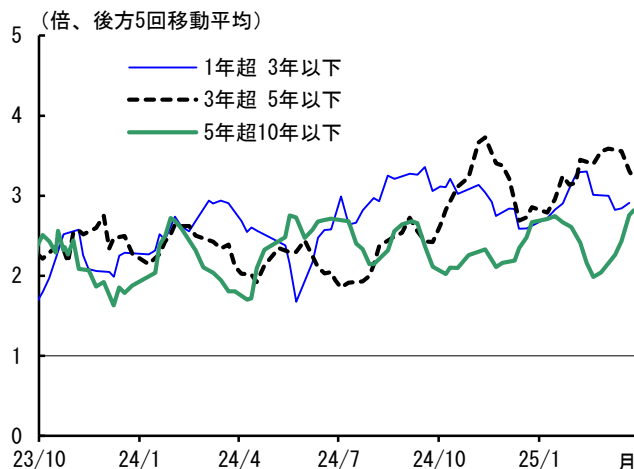
買入れ予定額はピンポイント形式で公表

(注) 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（%）。
(出所) 財務省、日本銀行

3-2. 長期国債の買入れ（続き）

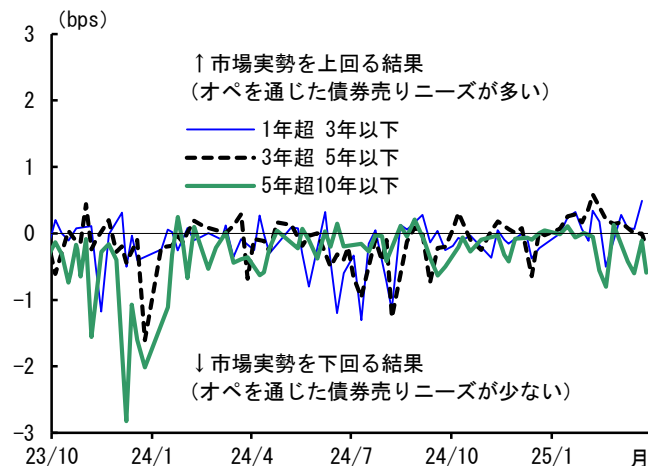
- 2024年度の国債買入れオペの結果をみると、まず、応札倍率については、振れを伴いつつも、いずれのゾーンも、概ね2～3倍程度と安定的に推移した。この間、イールドカーブ全体が大きく上方シフトした2025年1月から3月にかけては、「3年超5年以下」の応札倍率が3倍を超える水準まで上昇するなど、オペ先の売りニーズの高まりが観察された。
- 次に、国債買入れオペにおける最低落札利回りと市場実勢利回りの差をみると、2023年度までは、市場実勢を大きく下回る、すなわち、オペを通じた債券売りニーズが少ない結果となることが多かったが、2024年夏場以降は、国債買入れの減額が進捗するもとで、新発債の需給の引き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。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。

国債買入れオペの応札倍率（10年以下）



（出所）日本銀行

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（10年以下）

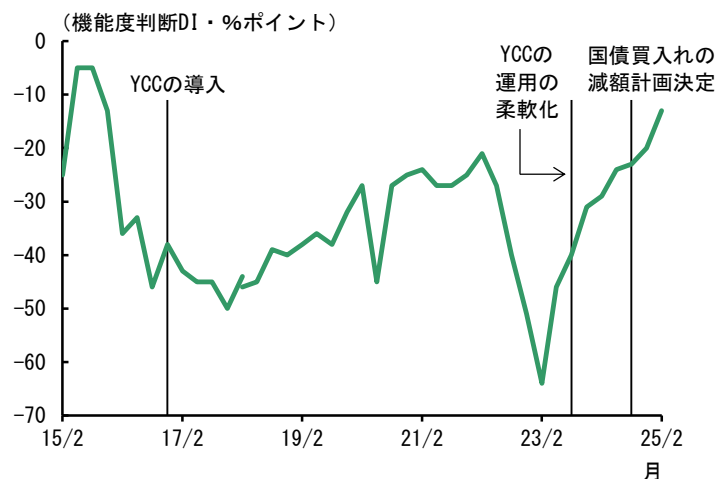


（出所）日本銀行、Tradeweb

3-3. 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

- 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の需給逼迫感の改善にも努めた。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。
- 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、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。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。また、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。

債券市場の機能度判断DI



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	25
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	
370回債						56	58	73	78	81	81	81	81	
371回債							44	52	56	58	60	63	64	
372回債								70	54	54	59	62	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。

(出所) 日本銀行

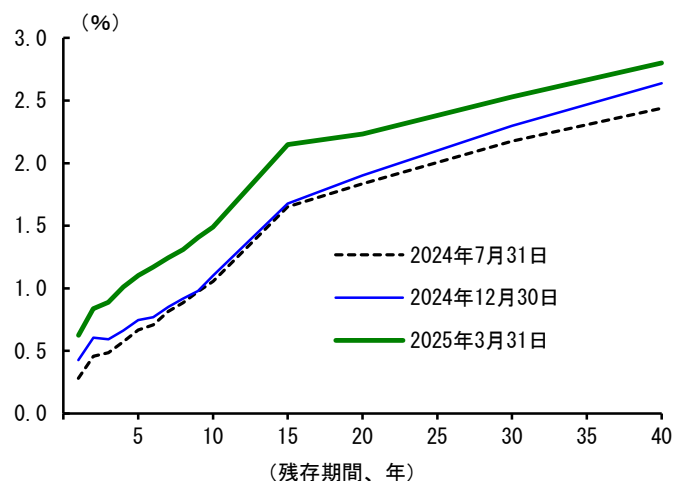
(注) 太枠は、各回号の初回発行月。各月末時点。

(出所) 財務省、日本銀行

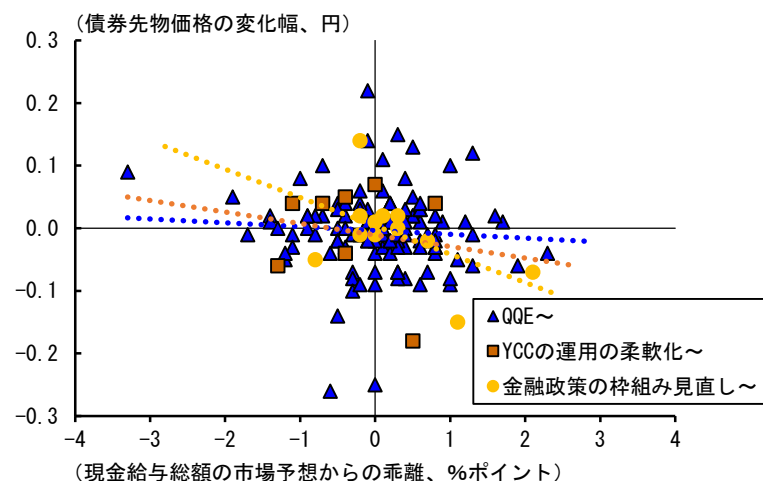
3-3. 国債買入れの減額が進捗するもとの債券市場の機能度（続き）

- 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。
- 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、最近では、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。

イールドカーブの変化



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」。

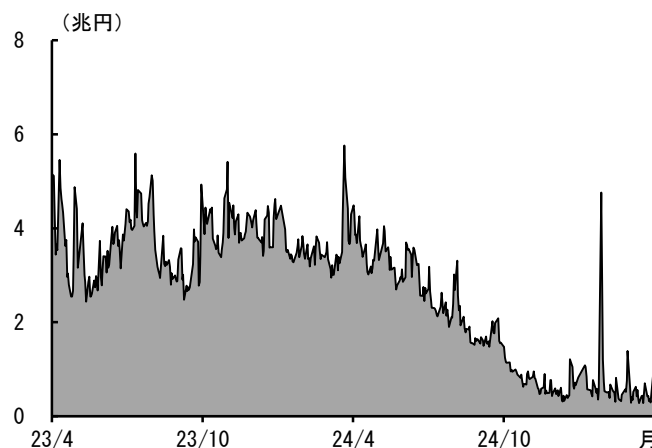
（注4）破線は最小二乗法による回帰直線。

（出所）Bloomberg、QUICK

4－1．国債補完供給の利用状況

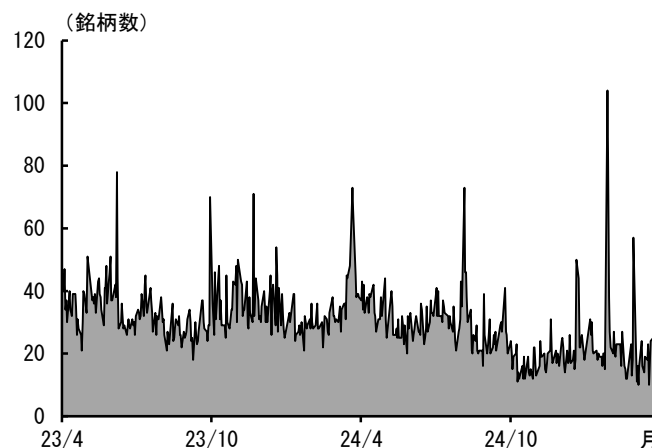
- 国債補完供給の落札額の推移をみると、2024年度初は、1日当たり4兆円程度の落札がみられていたものの、次第にはっきりと減少し、10月には1兆円を下回った。その後は、2025年1月の金融政策決定会合直後などに一時的に増加した場面がみられたが、年度末にかけては、均してみれば1日当たりの落札額は数千億円程度となった。このように落札額が大きく減少した背景としては、①日本銀行による国債買入れの減額等に伴う国債の市中保有額の増加、②投資家のポジション動向の変化、③レポ市場におけるレート形成の安定化、などが挙げられる。
- 利用銘柄数をみると、落札額の減少とともに幾分減少したものの、残存8年程度以下の10年債を中心に需給が逼迫した銘柄が残存するもとの、引き続き相応の銘柄で恒常的な利用が続いた。

国債補完供給の落札額



(出所) 日本銀行

国債補完供給の利用銘柄数

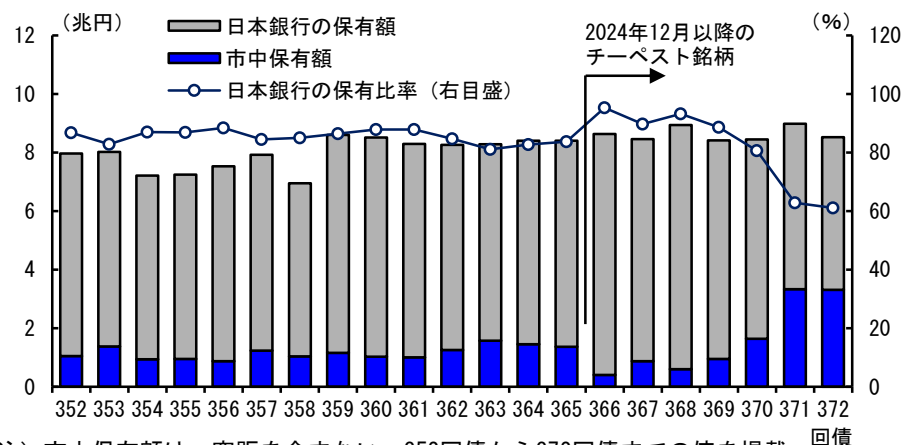


(出所) 日本銀行

4-2. 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になる時期が近付く中、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。
- こうしたもと、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を明確にした。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。
- 一連の対応のもとで、10年366～369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。こうしたもとで、2025年3月の限月交代の際は、カレンダーズプレッド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、限月交代の前後で混乱はみられなかった。

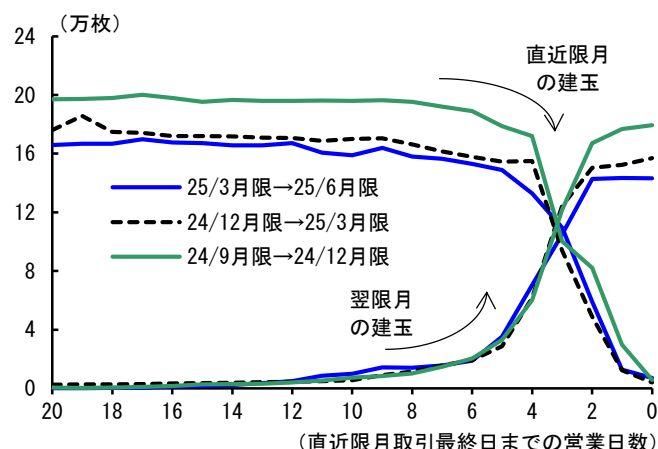
日本銀行の10年債の保有比率（2024年9月末時点）



（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。

（出所）財務省、日本銀行

限月交代時の先物建玉の状況

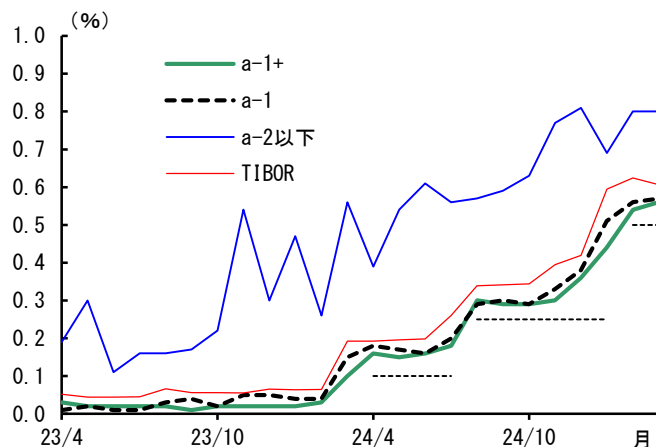


（出所）大阪取引所

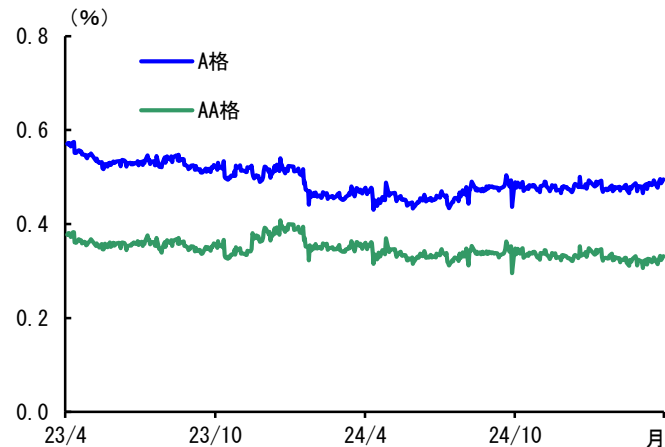
5. CP・社債市場の動向とCP等・社債等の買入れ

- 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。
- 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。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。
- この間、CP等・社債等買入れについては、買入れ額を段階的に減額し、2025年1月のオファ―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、CP・社債市場への影響は極めて限定的であった。

CP発行金利



社債流通利回りの対国債スプレッド



(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。

(出所) 証券保管振替機構、全銀協TIBOR運営機関

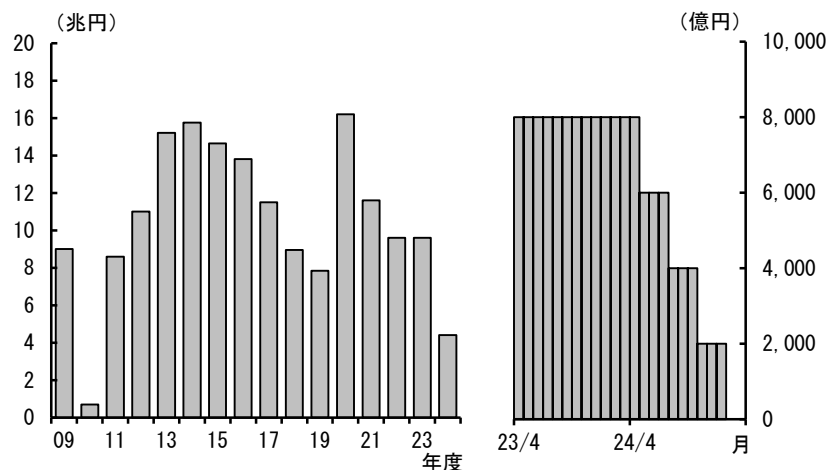
(注) 残存期間3年以上7年未満の銘柄。

(出所) Bloomberg、日本証券業協会、QUICK

5. CP・社債市場の動向とCP等・社債等の買入れ（続き）

- 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。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。

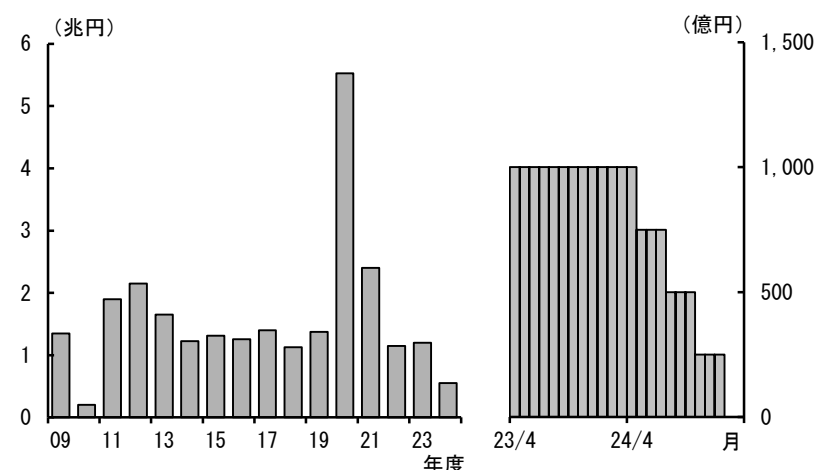
CP等買入れのオファー金額



（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。

（出所）日本銀行

社債等買入れのオファー金額



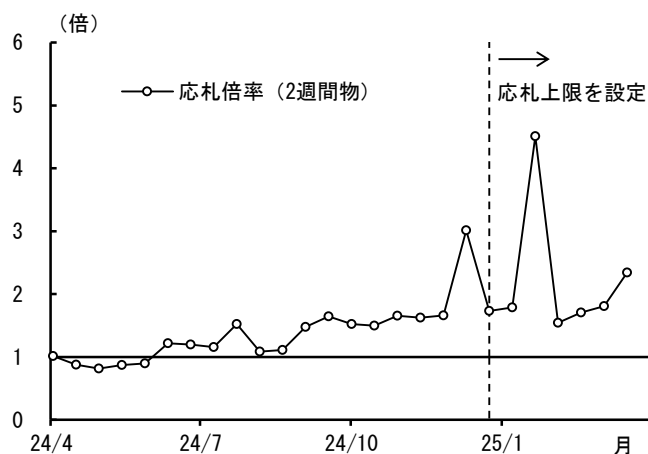
（注）左側は年度内のオファー額合計。旧基本要領および資産買入等の基金にもとづく買入れ分を含む。右側は月間オファー額の推移。

（出所）日本銀行

6. 共通担保資金供給オペ

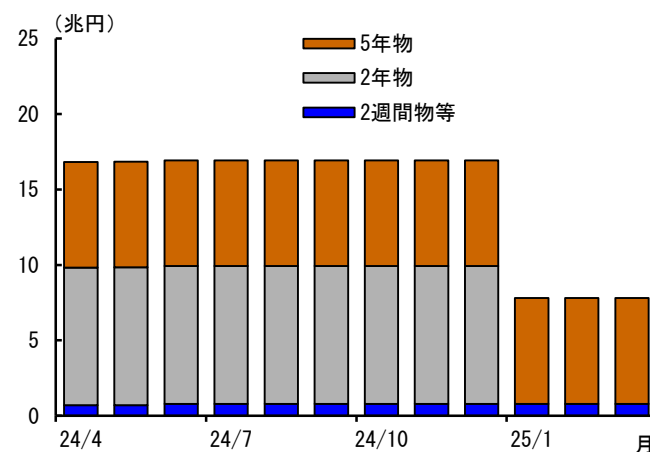
- 共通担保資金供給オペは、2週間物を1回当たり8,000億円、固定金利方式で隔週1回のペースで継続的にオファーした。貸付利率は、金融市場調節方針を踏まえ、オファー日における付利金利と同水準に設定した。
- オペの利用状況を応札倍率でみると、2024年夏場までは1倍前後で推移していたが、それ以降は、地方債や社債等の一般債のファンディングを目的とした証券会社による応札が積極化する中、緩やかな上昇傾向を辿り、2025年3月末にかけて2倍程度まで上昇した。この間、2024年12月や2025年1月の金融政策決定会合の直前には、追加利上げの可能性を意識した一部先による積極的な応札がみられ、応札倍率は一時的に大きく上昇した。
- 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。

共通担保資金供給オペの応札倍率



(出所) 日本銀行

共通担保資金供給オペの残高



7. 貸出増加支援資金供給

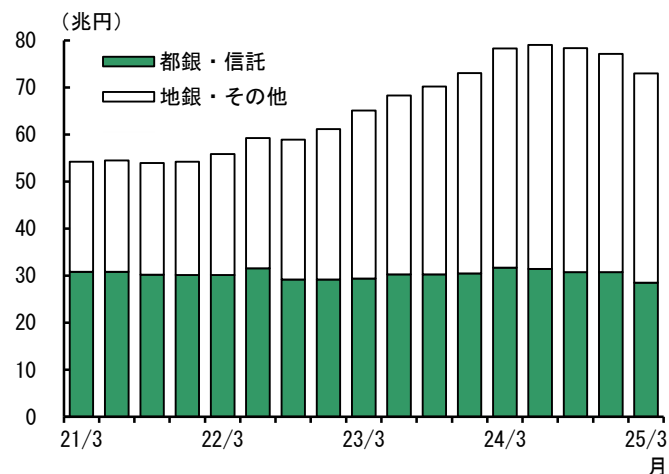
- 貸出増加支援資金供給については、2024年3月以降、経済・金融情勢に応じて適度な利用インセンティブを与える観点から、段階的に制度を見直した。具体的には、①3月には、貸付期間をそれまでの4年間から1年間に短縮したほか、②7月には、新規実行分を変動金利貸付に変更した。その後、2025年1月には、それまでの経済・金融情勢を踏まえ、6月末をもって新規貸付けを終了することとしたうえで、貸出増加支援を円滑に終了するための経過措置を設けることを決定した。
- こうした変更のもとでの利用状況をみると、2024年6月貸付けでは、貸付期間の短縮を受けて、一部先で利用を見送る動きがみられたものの、先行きの金利上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。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73.0兆円と、高水準が維持された。

2024年3月以降の制度変更

	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。

（出所）日本銀行

業態別の貸付残高の推移

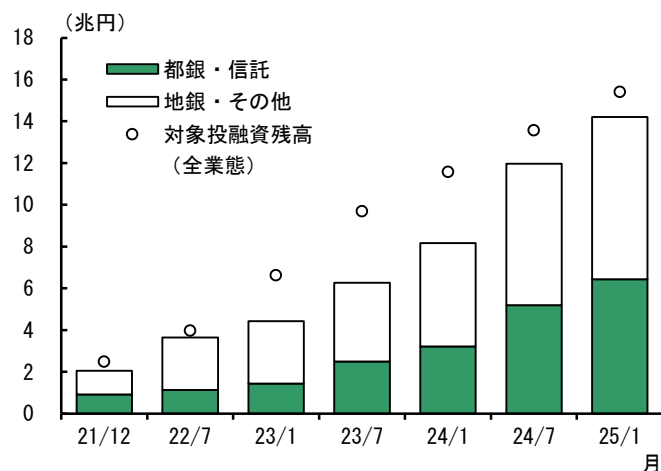


（出所）日本銀行

8. 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、対象投融資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、14.2兆円と増加が続いた。
- 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資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資に取り組んでいる姿が窺われる。

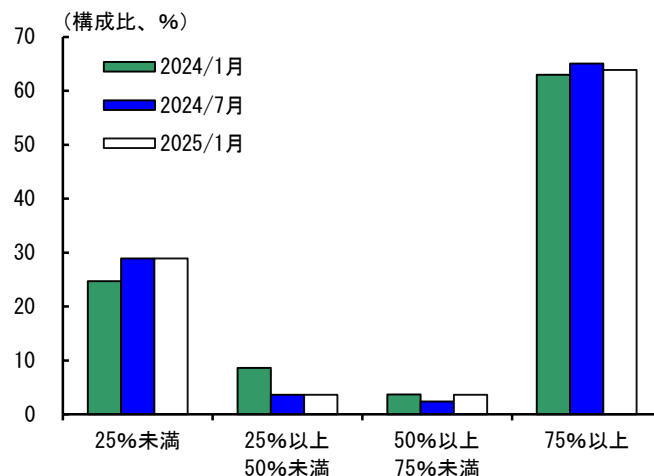
業態別の貸付残高の推移



(注) 棒グラフは業態別の貸付残高を表す。

(出所) 日本銀行

貸付限度額に占める新規実行額の割合の分布



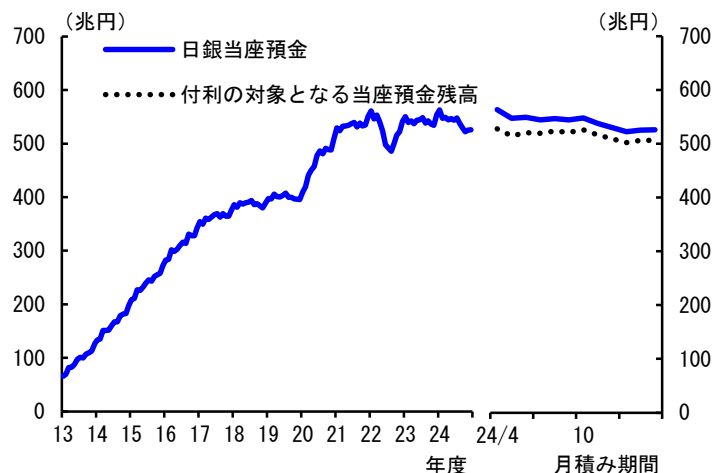
(注) 直近3回の貸付けにおける貸付限度額に占める新規実行額の割合(利用率)を貸付対象先ごとに算出。利用率に応じて貸付対象先を分類し、各回の全先数に対する構成比を算出。

(出所) 日本銀行

9. 日銀当座預金の動向

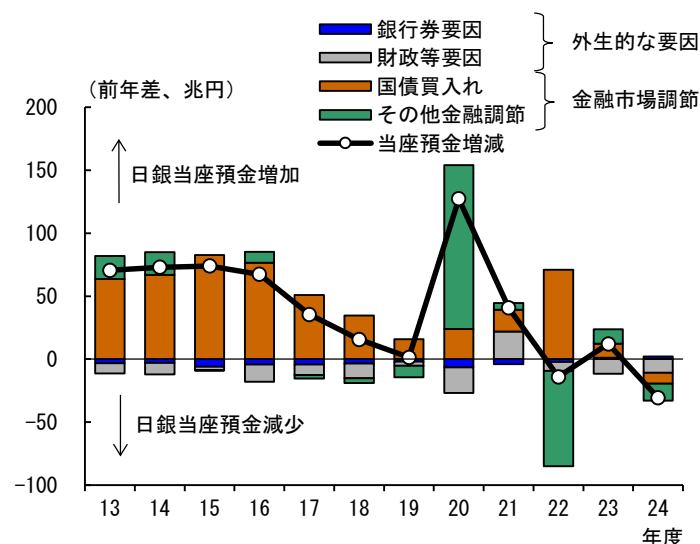
- 2024年度中の日銀当座預金の残高は、極めて高い水準を維持しつつも、年度後半にかけて緩やかに減少し、2025年3月末の残高は530.4兆円となった。日銀当座預金の変動要因をみると、長期国債の買入れ額の減額、貸出増加支援資金供給や共通担保資金供給オペの残高減少などから、「金融市場調節」がマイナス寄与に転じたほか、財政等要因や銀行券要因で構成される「外生的な要因」のマイナス寄与が続いた。この間、補完当座預金制度における付利の対象となる当座預金残高は、当座預金残高全体の動きに概ね連れて推移し、年度後半にかけて緩やかに減少した。

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。
(出所) 日本銀行

日銀当座預金残高の変動要因



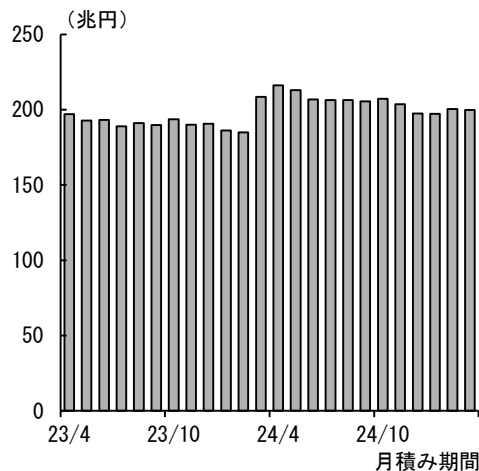
(注) 財政等要因および金融市場調節は償還調整後。
(出所) 日本銀行

9. 日銀当座預金の動向（続き）

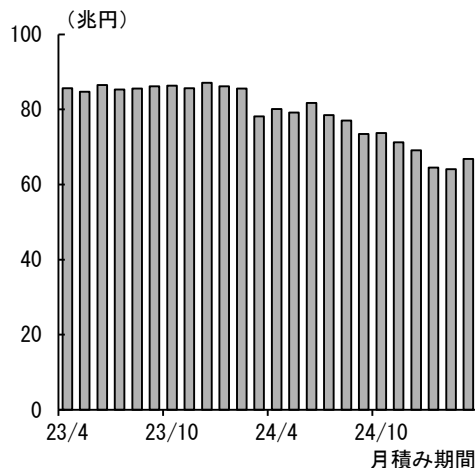
- 2024年度中の日銀当座預金の動向を業態別にみると、区々な動きとなった。
- 都銀では、①マイナス金利解除に伴い、三層構造下でみられていた政策金利残高の圧縮を目的とした資金放出の動きがなくなったほか、②超過準備全額に付利金利が適用される中、レポ市場等において、付利金利との裁定目的の資金調達を積極化したことから、年度前半に増加し、その後は横ばい圏内の動きとなった。また、外国銀行では、為替円安が進行した2024年6月積み期間や円転妙味が高まった局面で、ドル投円転資金を日銀当座預金に積む動きがみられたことから、年度を通じて増加した。
- 一方、地銀は、マイナス金利政策の三層構造下では、無担保コール市場において、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。

業態別の当座預金残高の推移

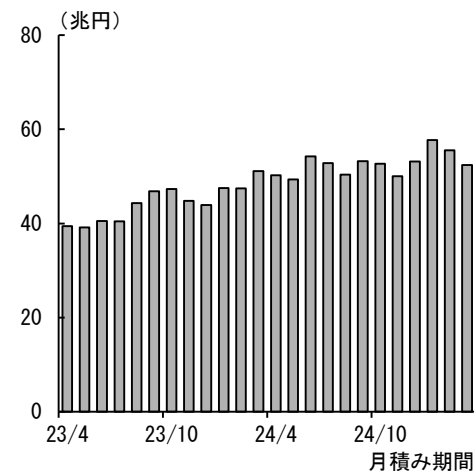
（都銀）



（地銀）



（外国銀行）



（出所）日本銀行

10. 日本銀行のバランスシート

- 2024年度の日本銀行のバランスシートは、縮小した。
- バランスシートの資産サイドでは、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。国債買入れの減額計画に沿って、2024年8月以降に減額が進捗したことから、長期国債が減少したほか、2025年1月には、2年物の共通担保オペが9兆円ほど満期を迎えた結果、共通担保オペも減少した。また、2025年1月に買入れを終了したCP等・社債等も減少した。このほか、貸出支援基金も、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。

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
CP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
ETF	29.7	35.9	36.6	37.0	37.2	37.2	▲0.0
J-R EIT	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
新型コロナウイルス対応特別オペ	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

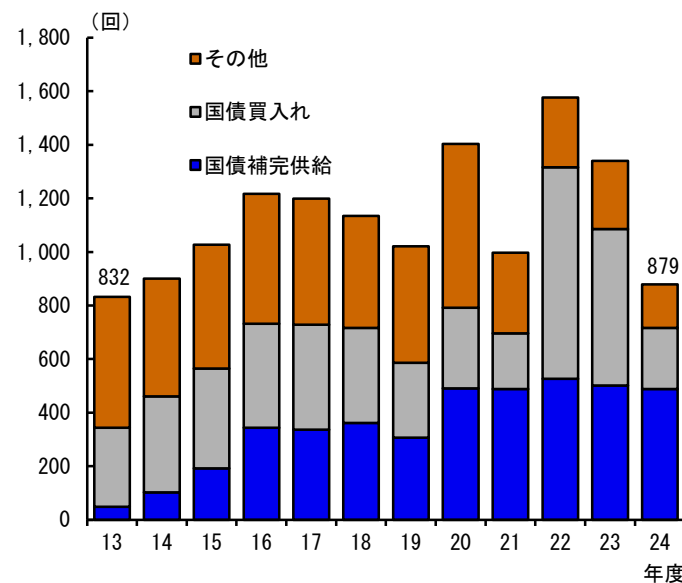
(出所) 日本銀行

(参考) オペレーションの実施回数

オペレーションの実施回数およびオペ対象先数

	21年度	22年度	23年度	24年度	(回、先) 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
ＣＰ・社債等買入れ	48	36	36	24	—
ＥＴＦ買入れ	8	7	1	—	—
Ｊ－ＲＥＩＴ買入れ	2	1	0	—	—
ＥＴＦ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	—

オペレーションの実施回数の推移



(注1) 実施回数（ＥＴＦおよびＪ－ＲＥＩＴの買入れ、ＥＴＦ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）。

(出所) 日本銀行