

2002年度の金融調節*

2002年度中、日本銀行は、高水準の日銀当座預金残高目標のもとで、潤沢な資金供給を継続した。短期金融市場においては、無担保コール翌日物金利がゼロ%近傍の状態が続き、金融機関等が日銀当座預金を保有するための機会費用もほぼゼロに等しくなった。こうしたことから、日銀当座預金に対する需要は大きく変動し、需要が減退した時には資金供給オベの「札割れ」が発生する一方、需要が増加した時には資金供給オベに対するニーズが高まった。日本銀行は、このような日銀当座預金に対する需要の変動の大きさを念頭に置きつつ、きめ細かな市場モニタリングとオベ運営上の工夫に基づいた資金供給を続け、金融市場調節方針の実現と金融市場の安定確保に努めてきた。

1. 日銀当座預金増減要因の動向

民間金融機関は日本銀行に当座預金を保有している。この当座預金残高の総額は、銀行券の発行動向、財政資金等の動きおよび金融調節によって変動する。ここでは、銀行券と財政資金等の動きを「日銀当座預金増減要因」と呼んでいる（図表1）。

2001年3月以来、日本銀行政策委員会は、金融調節の主たる操作目標を日銀当座預金残高に設定している。このため、日々の金融調節については、日銀当座預金増減要因の動向を前提としながら、目標となっている日銀当座預金残高を達成するよう運営している。

2002年度中の日銀当座預金増減要因の動向をみると、全体で3.5兆円の小幅不足となった（図表2）。

このうち、銀行券は、3.2兆円の発行超と日銀当座預金の減少要因となったが、2001年度（9.2兆円）に比べ発行超幅は縮小した。背景としては、前年度末に定期性預金のペイオフ解禁（2002年4月）を控えて現金需要が大きく高まったことの反動等が挙げられる。一方、財政等要因は、全体としてはほぼ過不足なしとなった。

* 本稿は、マーケット・レビュー2003-J-6「2002年度の金融調節」に、一部加筆を行ったものである。

2. 金融調節の推移

2002 年度中の日銀当座預金増減要因が小幅の不足にとどまるも、金融調節運営については、日銀当座預金に対する需要の変動を念頭に置きつつ、高水準の日銀当座預金残高目標を達成するよう資金を供給することにその主眼を置いた。

以下では、2002 年度中の日銀当座預金に対する需要動向とそれに対応した金融調節運営を振り返る（図表 3、なお、オペ手段別の動向については 4. 参照）。

（1）4 月中の日銀当座預金需要の高止まり

2001 年 12 月 19 日以降、日銀当座預金残高目標は、「10～15 兆円程度」であった。しかし、2002 年 3 月には、年度末要因等を背景とした日銀当座預金需要に対応するために、金融市場調節方針上の「なお書き」¹に基づき、大量の資金供給を行った。この結果、3 月末の日銀当座預金残高は 27.6 兆円まで積み上がっていた。

4 月入り後は、年度末越えに伴って日銀当座預金需要が剥落したことを受けて、慎重に資金吸収を進め、日銀当座預金残高は一旦 18 兆円台にまで減少した。しかし、4 月初の一部行におけるシステム障害を背景に、金融市場では日銀当座預金を多めに保有する動きが広がった。このため、その後も、金融市場の安定を維持する観点から、日銀当座預金残高が 15 兆円を上回るよう、金融調節を行った。

5 月の連休明けには、一部行におけるシステム障害の影響に対する金融市場の警戒感が後退し、日銀当座預金需要が減少した。これを踏まえ、日銀当座預金残高を 15 兆円程度にまで減少させ、その後同レベルを維持する金融調節を行った。

（2）資金余剰感の強まりと日銀当座預金需要の減退（8 月～9 月中旬）

夏場にかけての短期金融市場では、日銀当座預金需要を特段増加させるような要因がなかったため、次第に資金余剰感が強まった。その結果、8 月頃からは資金供給オペへの応札額がオファー額に満たない、いわゆる「札割れ」が頻発するようになった。

こうした状況下、日本銀行は、資金供給期間が長めの手形買入（全店買入）オペや短期国債買入オペを積極的に活用することにより、日銀当座預金残高を 15 兆円程度に維持することに努めた。

（3）9 月末日における日銀当座預金需要の強まり

9 月中間期末日のコール市場では、それまでの資金余剰感の強い地合いが一転した。日銀当座預金需要は増加し、無担保コール翌日物の加重平均レートも 0.067%まで上昇した。その要因としては、期末日特有の決済の集中等に伴う資金需要の増加に加えて、市場参加者の自己資本比率規制対策も挙げられる。自己資本比率規制上、無担保コール

¹ 金融市場調節方針では、本文で日本銀行当座預金残高目標を規定するとともに、「なお書き」によって、一定の状況のもとでは、当該目標にかかわらず一層潤沢な資金供給を行う

翌日物による運用のリスク・ウエイトは 20%であるのに対して、日銀当座預金は 0%である。このため、資金余剰先は、自己資本比率規制上のリスク・アセットを抑える観点から、期末日に限って資金運用を避け、日銀当座預金を多めに保有した。

こうした状況を踏まえ、日本銀行では、金融市場調節方針の「なお書き」に基づき、同日の日銀当座預金残高を高めとする金融調節を行った。この結果、同日の日銀当座預金残高は、18.5兆円となった。

(4) 大手銀行株価下落と日銀当座預金需要の増加

(10月中旬～10月下旬)

10月入り後、金融システムの先行きに対する不透明感が強まり、大手銀行株価を中心に株価が大幅に下落した。これを受けて、金融市場ではリスク回避的な動きが強まった。資金不足先は多めに資金を調達し、資金余剰先は金融市場での資金運用を控えて日銀当座預金を保有した。金利面では、無担保コール翌日物が 0.001～0.002%で安定して推移した反面、レポ・レート、短国レートといった先日付取引やターム物取引のレートが幾分上昇した。この結果、日本銀行の資金供給オペに対するニーズが高まった。

こうした状況を踏まえ、日本銀行では、金融市場の安定を維持する観点から、資金供給オペを積極的に実施した。また同時に、日銀当座預金残高を 15兆円程度に維持するために資金吸収オペも併用した。

(10月下旬～年末)

10月30日の政策委員会・金融政策決定会合では、上記の金融市場動向および経済金融情勢を踏まえ、金融市場の円滑な機能の維持と安定性の確保に万全を期す観点から、日銀当座預金残高目標を「15～20兆円程度」に引き上げた。

このもとで、当初は、日銀当座預金残高を目標レンジの中程の水準とする調節を行った。その結果、10月末にかけて幾分上昇したレポ・レート、短国レート等は、一旦は落ち着きを取り戻した。

しかし、11月中旬には、再び、大手銀行株価が大きく下落し、金融市場では、レポ・レート、短国レート等が上昇した。こうした中、11月18・19日の政策委員会・金融政策決定会合では、日銀当座預金残高の運営について目標レンジの上限の 20兆円程度を目標にできるだけ高い水準を目指すようにとの認識が示された。これを受け、資金供給オペを一段と積極化させた結果、各種レートは低下した。

旨を規定している。

(5) 3月期末越え資金の確保やイラク情勢緊迫化を背景とした日銀当座預金需要の増加

(年初～3月上旬)

3月期末越え資金については、金融市場で取り急ぐ動きがほとんどみられなかった。その背景としては、日本銀行が早い段階から3月期末越えの資金供給オベを本格化させたことと、短期金融市場における主要な資金調達者である大手金融機関において、預金の流入や、株式売却等による資産の圧縮を受けて、預貸バランスの改善が進み、市場で調達しなければならない資金量が減少したことが挙げられる。

しかし、資金余剰先は、軟調な株価動向、不良債権処理の帰趨を巡る不透明感から、3月期末を越えるタームでの資金運用についてはきわめて慎重な姿勢を貫いた。こうした状況を踏まえ、日本銀行では、2月から3月上旬にかけて、金融機関が3月期末越え資金調達を本格化させたのにあわせて、金融機関の3月期末越え資金繰りに対応する資金供給オベを積極的に実施し、潤沢な資金供給を継続した。

(3月上旬～3月期末)

3月入り後の金融市場では、イラク情勢の緊迫化を背景に、株価がバブル後最安値を更新する等不安定な動きがみられるようになった。日本銀行では、これを踏まえ、3月11日に、金融市場調節方針の「なお書き」に基づき、手形買入オベを1兆円実施し、日銀当座預金残高を21.6兆円とした。

その後も、3月20日に米国等による対イラク武力行使が開始された際は、流動性供給を含め金融市場の安定確保に万全を期す方針である旨の総裁談話を発表し、国債買現先オベを1兆円実施する等、一段と潤沢な資金供給を継続した。また、3月25日には、米国等による対イラク武力行使の影響を含め、厳しい金融経済情勢を再点検するとともに、必要な金融調節事項の検討を行うため、臨時の金融政策決定会合を開催した。

上記のように、日本銀行が一段と潤沢な資金供給を継続したこともあって、主要行は早めに3月期末越え資金の調達に目途をつけた。この結果、3月末日のコール市場は9月末日に比べ落ち着いた地合いとなり、無担保コール翌日物の加重平均レートは0.021%までの上昇に止まった。なお、期末日の日銀当座預金残高は過去最高の30.9兆円となった。

(6) 新年度入り後の動向

- 日本郵政公社発足に伴う対応等

2003年4月1日に日本郵政公社が発足した。前身である郵政事業庁では、各種業務の資金決済を政府当座預金により行っていたが、日本郵政公社では、これを自己の日銀当座預金により行うこととなった。日本郵政公社は、準備預金制度適用先に指定されていない。しかし、全体の日銀当座預金需要を安定的かつ予見可能なものとし、また、他

の民間金融機関との競争条件の整備を図る観点から、日本郵政公社と日本銀行は、契約に基づき、日本郵政公社が準備預金制度と概ね同様のスキームで一定期間において一定金額以上を日銀当座預金に保有することとした²。これを受けて、3月4、5日に開催した政策委員会・金融政策決定会合では、4月以降の日銀当座預金残高目標について、日本郵政公社の所要預け金にほぼ相当する2兆円を機械的に上乗せし「17～22兆円程度」とした。

4月入り後、金融市場では3月期末越えに伴う日銀当座預金需要は剥落した。他方、4月1日には日本郵政公社分が上乗せされたこともあり、日銀当座預金は33.8兆円と積み上がった。また、株価低迷等から市場では日銀当座預金を多めに保有する動きが継続した。これを受けて、日本銀行では、金融市場の安定確保に万全を期す観点から、日銀当座預金残高が目標（「17～22兆円程度」）の上限である22兆円程度をかなり上回るような金融調節を継続した。

その後、4月30日と5月19、20日の政策委員会・金融政策決定会合では、経済金融情勢に関する不透明感等を踏まえ、金融市場の安定確保に万全を期する観点から、日銀当座預金残高目標を各々「22～27兆円程度」と「27～30兆円程度」に上げた。

[BOX 1] コール市場等でのマイナス金利取引

平成15年初頭の短期金融市場は、無担保コール翌日物は0.001～0.002%、短国レートも0.005%以下ときわめて安定して推移した。こうした中、1月下旬には、無担保コールレートで、マイナス金利での取引が観察された。無担保コール市場でのマイナス金利の取引はその後もしばしば行われており、これが影響するかたちで、6月下旬には、日本銀行が日々公表している無担保コール翌日物レートの加重平均値が一時的に0.004%にまで低下した。

市場で一般に観察される有担保取引³のレートは、以下のように、無担保のレートに、

² 金融調節の観点からは、日本郵政公社の日銀当座預金は実質的に準備預金と同様の機能を有するため、「日銀当座預金増減要因と金融調節」および「準備預金積立状況等」上では、準備預金適用先と同様の扱いをしている（詳細は、日本銀行ホームページ（www.boj.or.jp）上の「統計・データ」「主な統計の解説」中の「本行作成統計上の日本郵政公社の取扱いに関するお知らせ」を参照）。

³ ここでいう「有担保取引」とは、法的な意味での「担保」取引に限らず、為替スワップ取引や債券レポ取引など、担保取引としての実質を有する取引を含む。例えば、為替スワップ取引は、2つの通貨を交換する取引を2つの時点で行う取引であり（例えば、現時点でのドル売り・円買いと1か月後の円売り・ドル買いとを組み合わせる）ある通貨を一定期間相手方に差し入れることで一定期間他の通貨を調達できるという意味において、ある通貨（例えばドル）を担保とした他の通貨（例えば円）の借入としての機能を有する。また、債券レポ（現先）取引は、一定期間後に一定の価格で反対売買（売戻・買戻）を行うことを予め約して行う債券売買であり、債券を担保とした資金借入としての機能を有する。

「担保資産を保有する価値（および当該資産の決済コスト）」や「取引当事者間の信用力格差」等の要素を織り込んだものとなっている。

市場で観察される有担保レート = 「無担保レート」 - 「担保資産を保有する価値等」
- 「取引当事者間の信用力格差」

無担保レートがゼロ近傍まで低下している場合には、担保保有価値や取引当事者間の信用力格差によって、有担保レートがゼロやマイナスとなることがありうる。例えば、ゼロ金利局面下で、相対的に信用力の低い邦銀が外銀等を相手に為替スワップ取引によって外貨調達を行う場合に、特に外貨調達圧力が強い局面では外貨を保有する価値が上昇することから、外銀からみた円の調達コストはマイナスになる⁴。また、レポ市場において債券需給の逼迫している特定の銘柄（スペシャル銘柄）のレポ取引は、当該銘柄を保有することの価値の増大によって、マイナスレートで行われるという事例もみられる。

本年1月以降に観察された無担保コール市場でのマイナス金利取引の背景には、米国の経済金融情勢の見通しに基づいたドル資金ディーリングにおいて、期間が短めのドル資金調達圧力が高まったことや、日本勢の為替ヘッジ付き対外債券投資によって為替スワップ取引を通じた外貨資金調達圧力が高まったことを背景に、為替スワップ市場において、外銀による円の調達金利（円転コスト）がマイナスになったことがある。

そうしたもとで、一部の外銀は、外貨を見合いにした円資金調達をやや大きな幅のマイナス金利で大ロットに行い、その円資金が日銀当座預金に大きく積み上がることを回避するため⁵、一定の利ざやを確保したうえで、マイナス金利でコール市場に放出した。この取引が無担保コール翌日物の加重平均値を 0.004%まで押し下げることとなった。

3. 日銀当座預金保有と市場取引の動向

日銀当座預金を保有するのは、準備預金制度の対象である銀行等の預金取扱金融機関（準預先）および証券会社や短資会社等の準備預金制度非対象先（非準預先）である。

⁴ 注3で述べたとおり、為替スワップ取引は「ドルを担保とした円の借入」としての機能を有する。本文中の式に即して言えば、そもそも右辺中の「取引当事者間（＝外銀・邦銀間）の信用力格差」が大きいもとで、外貨調達圧力が強い局面では、外貨の需要が増大し、「担保資産（＝ドル）を保有する価値等」が上昇するため、左辺の「市場で観察される有担保レート」（＝外銀からみた為替スワップ取引による円の調達コスト）がマイナス幅を拡大することとなる。

⁵ 一部の外銀では、ソプリン（国・中央銀行等）向けのクレジットについても一定の上限額を設けている。こうした外銀の一部では、日銀当座預金が積み上がり、その残高がこの上限額に抵触することを回避するため、マイナス金利であってもコールローンを放出するといった取引を行うことがある。

2002 年度中は、日銀当座預金残高が準預先の所要準備額を大きく上回り、準預先、非準預先を問わず幅広い主体が大量の日銀当座預金を保有する状態が続いた（図表 4）。この点は、短期金利が有意にゼロ%を上回っている時期において、準預先が、無利息である日銀当座預金の保有について、収益上の観点から所要準備額程度にとどめる姿勢を堅持していたことと比べると対照的である。

（大量の日銀当座預金保有の背景とその動き）

日銀当座預金は、無利息であるが、決済のためのファイナリティがあり、引出しは自由で、しかも自己資本比率規制上のリスク・ウエイトは 0%となっている。他方、資金余剰先が、100 億円を無担保コール翌日物により金利 0.001%で運用した場合の利息収入は 1 日当たり僅か 273 円である。実際には、このほかに事務処理のためのコストがかかるうえに、相手先の信用リスクも勘案する必要がある。このため、市場では、短期金利がゼロ%近傍で推移するもとで、資金を日銀当座預金に積み上げることを選好する度合いが強まっている。これは、日銀当座預金保有のための機会費用の低下、あるいは、日銀当座預金の商品としての魅力の相対的な高まりと言える。

このような状況では、従来のような綿密な資金繰り運営や、わずかな金利変動に機敏に対応していくような運用・調達行動をとるインセンティブが乏しくなっている。日々の資金取引の結果、仮に余剰資金が生じれば、それをそのまま日銀当座預金に滞留させておけばよいという考え方をする先が多い。

これを、日銀当座預金への需要という観点からみると、次のように整理できる。

- ・ 金融システムに関する懸念が強まると、日銀当座預金を多めに保有しておこうとする動きが、上記の動きに加わる結果、日銀当座預金に対する需要が一気に膨れ上がる。
- ・ また、期末日に限って資金余剰先が日銀当座預金を多めに保有したり、外銀が為替スワップ市場を活用してマイナス金利で調達した円資金を、そのまま日銀当座預金として保有していること⁶の主な要因としても、上記の観点が存在している。
- ・ 逆に、金融システムに関する懸念が和らぐ等、日銀当座預金に対する需要が減退する時の減少幅も大きくなる傾向がある。

（短期金融市場における資金の流れの変化）

従来、資金不足先は、主として、コール市場などで、資金余剰先から資金を調達することにより、その資金ニーズを充たしてきた。

しかし、短期金融市場において、日銀当座預金保有の機会費用が低下し、しかも、リスク回避的な参加者が増加すると、資金不足先は、市場での調達だけでは自らの資金調達ニーズを十分に充足できないことを警戒する。9 月末日には、この傾向がオーバーナ

⁶ 外銀は、例えば、2002 年 12 月末時点で約 4 兆円の日銀当座預金を保有している。

イト取引において顕著にみられた。また、大手銀行株価が下落した10月以降の局面や、3月期末越え資金の確保については、こうした傾向が、とくに長めのターム物取引において観察された。

このように、市場を通じて資金余剰先から資金不足先に十分な資金が流れない場面では、日本銀行の金融調節が市場取引に代わり、いわば「短期金融市場の仲介役」として、重要な役割を果たすことになった。具体的には、資金供給オペが資金不足先の資金調達ニーズを満たす一方で、日銀当座預金や資金吸収オペが、資金余剰先の資金運用の受け皿となった。短期金融市場における資金の流れに変化が生じたわけである（図表5）。

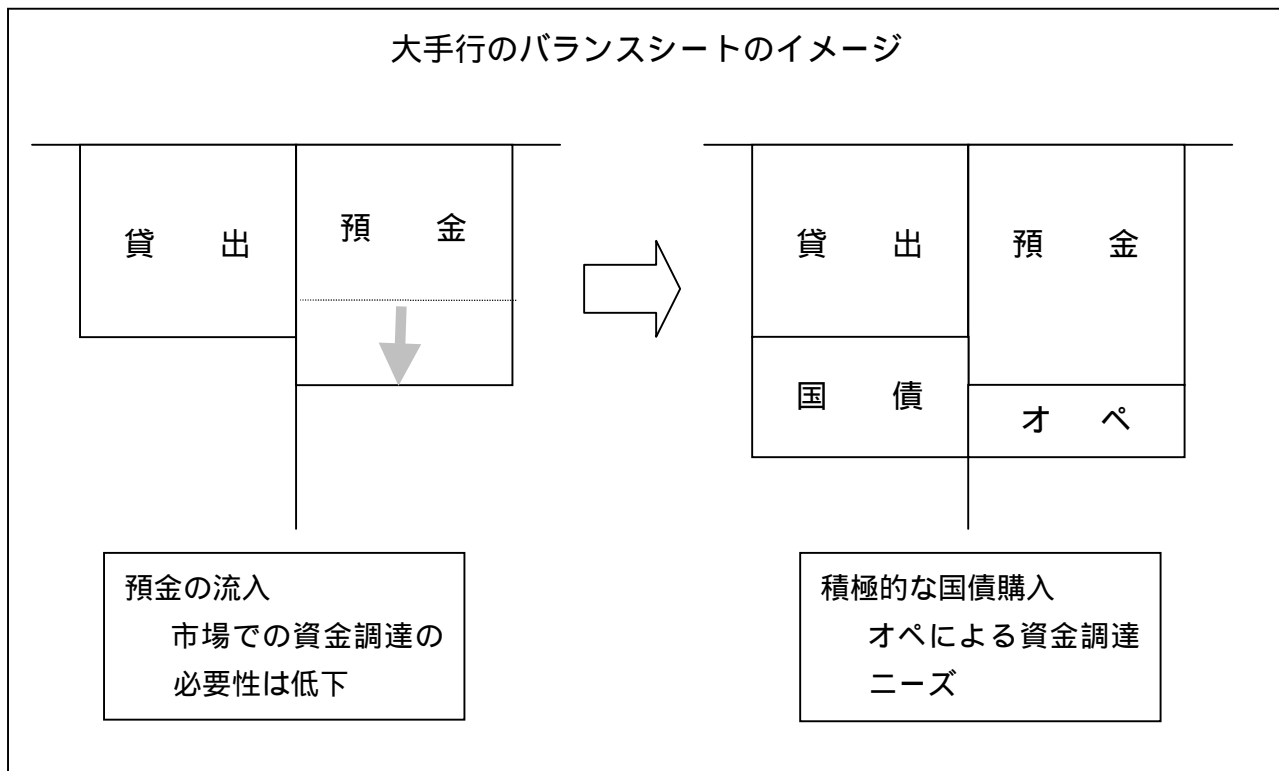
同時に、こうした状況では、市場間における金利裁定も働きにくくなっている。象徴的な事例として、日銀当座預金増減要因が余剰になると、従来であれば、資金余剰先の資金運用意欲が高まり短期金利に低下圧力がかかっていたのに対して、最近では、「資金供給オペが減少するのではないか」という思惑が強まり、オペ金利等がむしろ上昇するケースを挙げることができる。逆に、日銀当座預金増減要因が不足になると、「資金供給オペが増加するのではないか」という思惑が強まり、オペ金利等が低下するケースもある。

[BOX 2] 市場参加者の国債保有の増加と短期資金供給オペ

本文にあるように、大手金融機関では、預金の流入や貸出の減少、株式の売却等による資産の圧縮を受けて、預貸バランスの改善が進み、市場等で調達しなければならない資金量は減少していた。このことと、大手金融機関が、日銀の資金供給オペを資金調達ツールとして積極的に活用していることとを、どのように整合的に理解すればよいであろうか。

現状、大手金融機関は信用リスクを回避した上で期間収益を確保するために、国債保有額を増やしている。預貸バランスは改善しているが、国債保有の増加分が預貸バランスの改善幅よりも大きい場合には、別途資金を調達する必要がある。本来はこの資金調達を市場で行うが、最近では、手形買入や国債買現先といった日銀の短期資金供給オペへの依存を強めている。

このように、大手金融機関のバランスシートにおいては、資産サイドで国債が増加するとともに、負債サイドは日銀の短期資金供給オペに依存するといった関係がみられている。



4 . オペ手段別の動向

2002 年度中、日本銀行は、潤沢な資金供給を継続した。その中で、資金不足先の資金調達ニーズに応じる形で、期間がやや長めのオペを軸に運営した。以下では、2002 年度中におけるオペ手段別の資金供給方法についてみていくこととする（図表 6）。

（1）国債買入オペ

国債買入オペについては、2001 年 3 月に主たる操作目標を日銀当座預金残高に変更した際、政策委員会・金融政策決定会合において、日銀当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には増額する、ただし、銀行券発行残高を中長期国債の保有残高の上限とする、との考え方を打ち出した。このもとで、2002 年 3 月以降、月 1 兆円のペースで行っていたが、10 月 30 日の政策委員会・金融政策決定会合で月 1 兆 2 千億円に増額した。この結果、中長期国債の 3 月末の保有残高は 58.0 兆円となった。

（2）国債借入（レポ）・国債買現先オペ

国債借入（レポ）オペについては、11 月 11 日より、短期国債現先オペと共にいわゆる新現先オペに移行した。これは、1999 年 4 月に有価証券取引税が廃止されたことを受けて、市中において、国債を担保とする資金取引の位置付けを、「借入（レポ）」から「条件付売買（現先）」に切り替える動きが広がりつつあることに対応した措置である。

また、同時に、日本銀行では、決済の完全 RTGS 化⁷やサブステイテューション（オペ先がスタートからエンドまでの間に日本銀行に売渡した国債を差替えること）の導入等、スキームの改善を行った。

オペ残高は、夏場に札割れが発生したこと等から、12 月までは低めの水準で推移した。しかし、年明け以降は、年度末越え資金確保のニーズに対応するとともに、新スキームのもとで高まった機動性を活かして、同オペを積極的に実施した。この結果、3 月末の残高は 8.3 兆円となった。

（３）短期国債オペ

短期国債を買入対象として資金供給を行うオペには、アウトライト方式と現先方式がある。

アウトライト方式の残高は、前年対比では減少したが、引続き高水準で推移した。同方式には、例えば、短期国債買入オペで残存期間 1 年の TB を買入れた場合、同期間の資金を供給したことになり、比較的長めの資金を供給できるというメリットがあることから、手形買入オペとともに短期資金供給手段の主力として積極的に活用した。

一方、現先方式は、11 月に導入した国債買現先オペに統合した。

（４）手形買入オペ

手形買入オペの残高は、2002 年度中を通じて高水準で推移し、3 月末時点で 29.1 兆円となった。このオペは短期資金供給オペ手段の主力として機能した。背景としては、このオペは、取引先が共通担保を利用できる等利便性が高い、金融機関にとってやや長めの資金繰りニーズに対応するという性格をもつ、日本銀行としても、そうしたニーズに応えるためにこのオペを積極的に活用している、さらには、10 月 30 日の金融政策決定会合において手形期間が最長 6 ヶ月から 1 年に延長されたことを受け、より長めの資金を供給することに活用できるようになったことが挙げられる。

手形買入オペには、日本銀行本店管下所在の金融機関のみを対象とする本店買入と、2001 年 7 月に資金供給力の強化を図る観点から導入した本支店管下の幅広い金融機関を対象とする全店買入がある。現在、全店買入の対象先数は 130 先を超えている。特に、3 月期末越え資金供給を早い段階から本格化させる際には、この対象先数が多いというメリットを有する全店買入を長いタームで活用した。

（５）CP 買現先オペ

⁷ 2001 年初の日銀当座預金決済および国債決済の RTGS（Real Time Gross Settlement < 即時グロス決済 >）化実施時には、国債借入（レポ）オペにかかる国債決済のうち、日本銀行が国債の渡し方となる取引（エンド取引）については RTGS 化した一方で、日本銀行が国債の受け方となる取引（スタート取引）については 2002 年中を目途に RTGS 化を実現することとしていた（2001 年 4 月 24 日公表「国債決済の RTGS 化に関する追加措置等の実施スケジュールについて」を参照）。

CP 買現先オペの残高は、2.5～4.0兆円程度で推移した。日本銀行の潤沢な資金供給のもとで、CP 市場では、投資家の旺盛な購入スタンスが継続したため、CP を取扱う金融機関のファンディング面のニーズが弱く、CP 買現先オペへの応札はさほど増大しなかった。この結果、札割れが頻発した。

なお、日本銀行では、1月9日から資産担保コマーシャル・ペーパー（ABCP）の適格基準の緩和を実施したが（6.(3) 参照）、実際に発行されている ABCP の多くは発行から満期までの期間が比較的短い。2月下旬からは、3月期末越え資金供給の必要性和、こうした ABCP 市場の状況も勘案して、従来期間 2 ヶ月程度のおペに加え、期間 1 ヶ月程度のおペも実施した（3月末の ABCP の買入残高 1.1 兆円）。

[BOX 3] 資金吸収オペの位置づけ

日本銀行は、潤沢な資金供給を安定的に継続する観点から、日々の金融調節において、手形売出や国債売現先といった資金吸収オペを行うことがある。以下においては、こうした資金吸収オペの金融調節上の役割について、やや詳しく述べる。

まず、以下の表のとおり、日本における日銀当座預金増減要因（中央銀行の金融調節にとって所与となる資金需給の増減要因。具体的には、銀行券の発行・還収や財政と民間との間での資金の授受等）の振幅は、米国、欧州における中央銀行当座預金増減要因の振幅と比べて、きわめて大きい。

中央銀行当座預金増減要因の変化幅(1営業日当り)
(兆円)

	平均値	最大値
日本銀行	1.1	7.8
米国連邦準備制度	0.2	1.8
欧州中央銀行	0.4	2.8

(注) 日本銀行の計数は 2002 年中、米国と欧州の計数は 1999 年中。

上記の日本の最大値 7.8 兆円は、2002 年 5 月 20 日の日銀当座預金減少要因である。仮にこの全額を資金供給オペのスタートで埋める場合には、資金供給オペ（通常、1 回当たり 5000 億円～1 兆円）を、直前の数日間で集中的に（5000 億円のオペであれば 16 回）オファーする必要がある⁸。しかし、このように短期間で集中的な資金供給を行

⁸ このような大幅資金不足を埋めるために、7.8 兆円程度の規模の資金供給オペ 1 本をオファーすることも考えられるが、仮にそのような大口のオペをオファーすると、オペのエンド日に再度大幅な資金不足が生じるという不都合がある。このため、仮に大幅な資金不足日に資金供給オペのみで対応するとしても、現実的には、本文中の記述のように、スタート日が同一（＝大幅資金不足日）でエンド日が異なるオペを複数オファーし、エンド

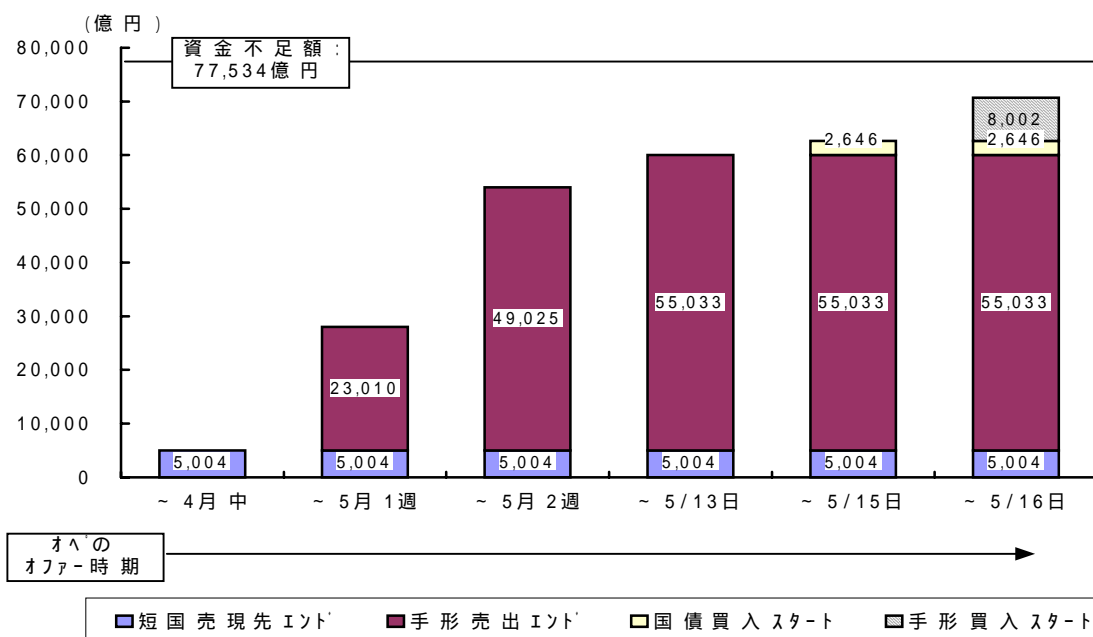
った場合、資金余剰感の強い状況下では、市場関係者の事務が輻輳することとも相俟って、円滑な資金供給が可能かどうか、不確実な面がある。

そこで、実際には、かなり早い時期から徐々に厚めの資金供給を行う一方、当座預金残高のターゲットを維持するために、その余剰資金をいったん吸収オペによって吸収し、そのエンドを資金不足日に設定して事実上の資金供給を行うかたちをとった。昨年5月20日については、以下のとおり、7.8兆円のうち6.0兆円が資金吸収オペのエンド設定によるものであり、資金供給オペは、国債買入オペ 2500 億円と手形買入 8000 億円の2本にとどまった。

このように資金吸収オペは、日銀当座預金の増減幅が大きい日本の短期金融市場において、安定的に潤沢な資金を供給するためには、欠かすことのできない重要な金融調節手段となっている。

また、本文3.にも記述したとおり、最近では、資金吸収オペが資金余剰先の資金運用の受け皿となる一方、資金供給オペが資金不足先の資金調達ニーズを満たしており、資金吸収オペは、こうした金融調節の「短期金融市場の仲介役」としての役割も果たしている。

大幅資金不足日（5月20日）に向けたオペのオファー状況



日に大幅な資金不足を招かないようにすることが必要となろう。

5. 日銀バランスシートの動向

以上のような日銀当座預金増減要因および金融調節運営の結果、2002年度末の日銀バランスシートは、前年度末と比べて2.6兆円拡大し、過去最高の141.2兆円となった（図表7）。

負債サイドについてみると、銀行券の発行残高が前年度末と比べて3.2兆円増加したことに加え、当座預金残高が前年度末と比べて3.3兆円増加し、過去最高となった。反面、政府預金等は若干減少した（図表7、8）。

一方、資産サイドについてみると、中長期国債の残高は、9.0兆円増加した。短期オペ（ネット）の残高は、66.0兆円と年度を通じてみると高水準となったが（図表6）前年度末と比べると6.7兆円減少した。日本銀行は、潤沢な資金供給のため短期オペを積極的に実施したが、当座預金残高以外の負債項目が減少ないしは小幅増加に止まるもとで、中長期国債のオペを着実に増加させたことから、短期オペの残高としては減少した。

6. オペ・担保⁹面の施策

2002年度中、日本銀行では、金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、以下の施策を講じた。

（1）いわゆる新現先方式による国債現先オペの導入（9月18日決定、11月11日実施。4.(2)参照。）

（2）手形買入オペの手形期間延長（10月30日決定、同日実施。4.(4)参照。）

（3）企業金融円滑化を目的とした施策

証書貸付債権の担保適格対象の拡大等（12月17日決定、12月27日実施。）

(i)証書貸付債権について、債務者種類および当初貸付期間毎に担保掛け目を細分化するとともに、(ii)当初貸付期間5年超10年以内の証書貸付債権を新たに適格とした。

これにより、金融機関の担保効率の改善および証書貸付債権の担保差入増加のインセンティブの相対的向上が図られ、金融機関が手形買入オペ等を通じた日本銀行からのリファイナンスを受け易くなるため、企業金融の円滑化効果が期待される。

資産担保コマーシャル・ペーパー（ABCP）の適格基準の緩和（12月17日決定、1月9日実施。）

⁹ 日本銀行の適格担保制度については、Market Review 02-J-11「日本銀行の適格担保制度と最近の担保受入状況」（日本銀行調査月報2003年2月号にも掲載）を参照。

ABCP について、日本銀行の取引先または取引先関係企業の保証する債務に関する不適格化要件を 2004 年度末まで不適用とした。

これにより、適格となる ABCP が大きく増加し（ABCP 市場全体の 5% 90% 程度）、引受金融機関が、CP 買現先オペや手形買入オペ等を通じた日本銀行からのリファイナンスを受け易くなるため、企業金融の円滑化効果が期待される。

（４）分離元本振替国債および分離利息振替国債（ストリップス債）の適格担保化（12 月 17 日決定、1 月 6 日実施。）

ストリップス債を導入当初から適格担保とすることとした。オペについては、市場規模等を見極める必要があることから、今のところ対象としていない。

（５）短期社債等（いわゆる電子 CP）の適格担保化（2 月 14 日決定、3 月 31 日実施。）

証券保管振替機構では、3 月 31 日から、社債等の振替に関する法律に基づき、電子 CP の振替業務を開始した。電子 CP は、法律上は手形ではないほか券面が発行とされ、振替機関における口座振替により権利移転が行われる点で手形 CP と異なるが、経済的には手形 CP と同一の機能を果たす。このため、導入と同時に、手形 CP と同じ基準により適格担保とすることとした。

買現先オペの対象とする措置は、2003 年 6 月 30 日より実施している。

7 . 終わりに

2002 年度は、日銀当座預金に対する需要が大きく変動した。日本銀行は、そうした金融市場の動向も念頭に置きつつ、きわめて潤沢な流動性供給を続けることにより、金融市場の安定を図ってきた。

日本銀行としては、引続き市場参加者との対話を密にしながら¹⁰、よりの確なオペ運営に努め、金融市場調節方針の円滑な実現と金融市場の安定確保に万全を期す考えである。

¹⁰ 日本銀行の金融政策を理解するうえで役立つと思われる事柄を平易に解説した論文をホームページ（www.boj.or.jp）上の「金融政策」「《テーマ別ページ》」中の「金融政策の理解に役立つ解説論文等」に掲載している。

【図表 1】日銀当座預金増減要因

銀行券要因	<p style="text-align: center;">発行超</p> <p>（日銀から民間金融機関への銀行券の発行額が銀行券の還収額よりも多い場合）</p>	<p style="text-align: center;">還収超</p> <p>（日銀から民間金融機関への銀行券の発行額が銀行券の還収額よりも少ない場合）</p>
財政等要因	<p style="text-align: center;">受超</p> <p>（政府等から民間金融機関への支払額が受取額よりも少ない場合）</p>	<p style="text-align: center;">払超</p> <p>（政府等から民間金融機関への支払額が受取額よりも多い場合）</p>
<div style="display: flex; justify-content: space-around; align-items: center;"> <div style="text-align: center;">↓</div> <div style="text-align: center;">↓</div> </div>		
日銀当預に与える影響	日銀当預が 減少	日銀当預が 増加

【図表 2】2002 年度の日銀当座預金増減要因
(短期国債オペ調整後¹¹)

(兆円)

	2001年度	2002年度
銀行券要因	9.2	3.2
財政等要因	+3.9	0.3
一般財政	+55.5	+52.1
国債	55.4	60.9
政府短期証券	+0.8	0.1
外為・その他	+2.9	+8.6
日銀当座預金増減要因	5.3	3.5

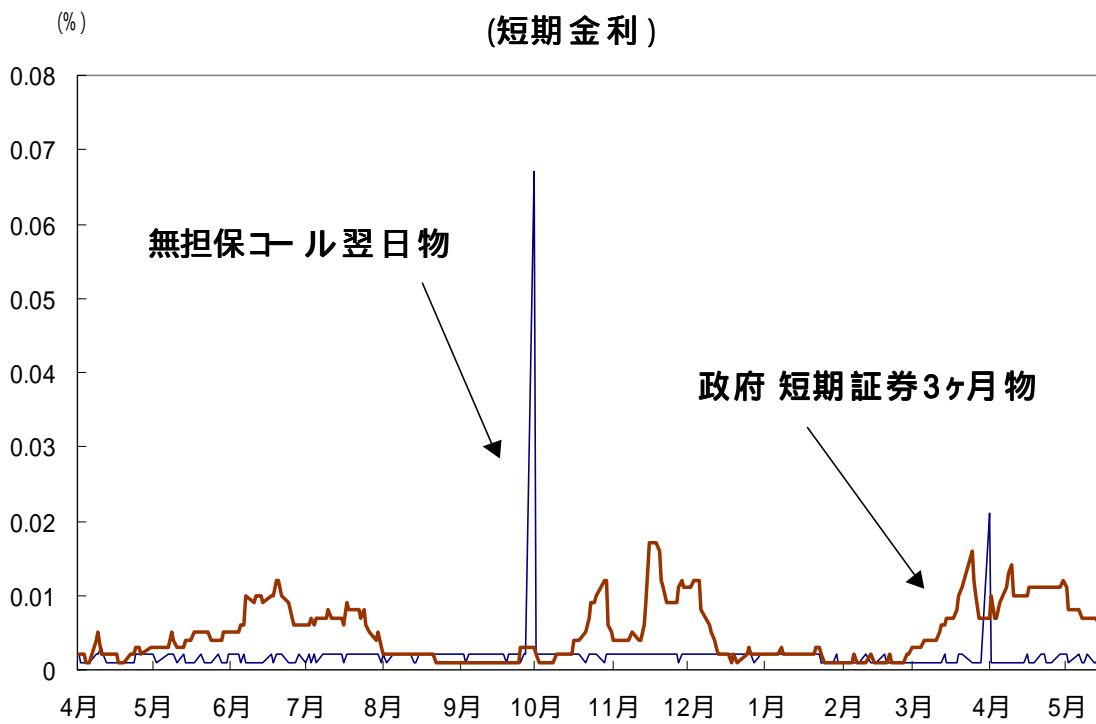
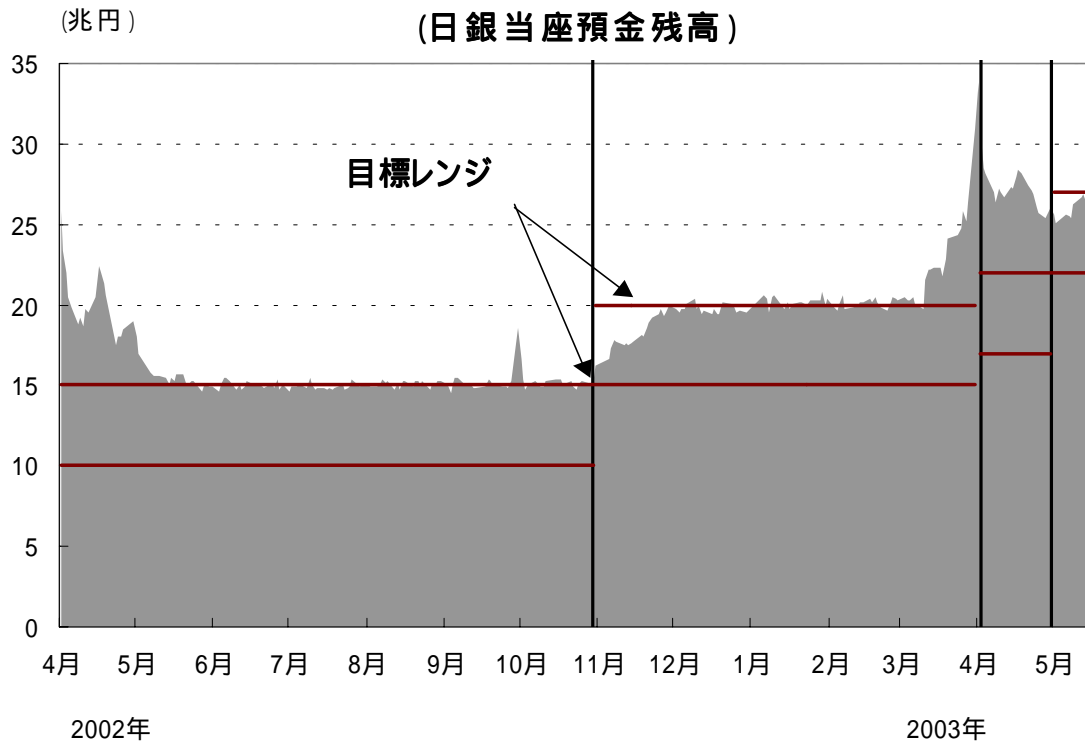
(注) 銀行券要因: は発行超を示す。

財政等要因: は財政等の受超 + は払超を示す。

日銀当座預金増減要因: は不足を示す。

¹¹ 本表は、日本銀行が年度計数として公表した実績値を、財政等要因が日銀当座預金の増減につながる様子がよりクリアにわかるよう調整を行っている。具体的には、日本銀行がアウトライイト方式で買入れた短期国債について調整を施してある。政府が市中に短期国債を発行する際には、市中から政府への支払金が財政等要因の不足となる。その後、短期国債が市中で償還を迎える際には、政府から市中に対する支払金が財政等要因の余剰となる。このため、市中発行された短期国債の全額がそのまま市中にとどまったまま償還される場合には、発行・償還トータルでニュートラルとなる。しかし、現在のように発行から償還までに日本銀行が市中からアウトライイト方式で短期国債を買入れると、買入分の償還金は政府から日本銀行に支払われ、その分だけ政府から市中への支払額および財政等要因の余剰幅は減少する。この場合は、市中発行された短期国債の全額が市中で償還を迎える場合と比較して、発行・償還トータルで見ると不足となる。本表は、財政等要因の推移をみることを目的としているため、こうした影響を排除するよう、日本銀行が市中からアウトライイト方式で買入れた短期国債の償還金の額が市中に支払われたものとして、その分を財政等要因に加えることにより、調整している。

【図表3】日銀当座預金残高と短期金利の推移



【図表4】当座預金・準備預金残高の動向

(億円)

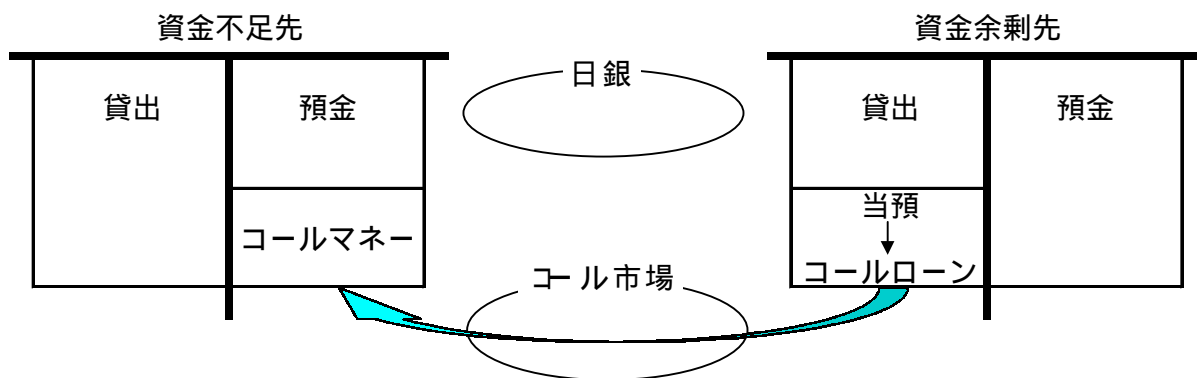
積み期間	当座預金残高 (a)=(b)+(c)	準備預金残高 (b)	準備預金残高の内訳		非準備預金 (c)
			うち所要準備	うち超過準備	
02年4月	178,400	163,700	45,200	118,500	14,700
5月	151,300	138,500	44,700	93,800	12,800
6月	149,700	135,000	42,800	92,200	14,700
7月	150,200	135,600	42,900	92,700	14,600
8月	151,400	135,400	42,600	92,800	16,000
9月	152,700	138,300	42,700	95,600	14,400
10月	161,800	146,900	42,600	104,300	14,900
11月	193,800	175,300	42,400	132,900	18,500
12月	199,200	180,900	42,800	138,100	18,300
03年1月	201,100	184,600	42,800	141,800	16,500
2月	204,600	184,000	42,700	141,300	20,600
3月	262,700	237,900	49,800	188,100	24,800

(注) 03年3月の、当座預金残高、準備預金残高には郵政公社預け金を含む。

【図表5】市場取引とオペの関係 <バランスシートによる概念図>

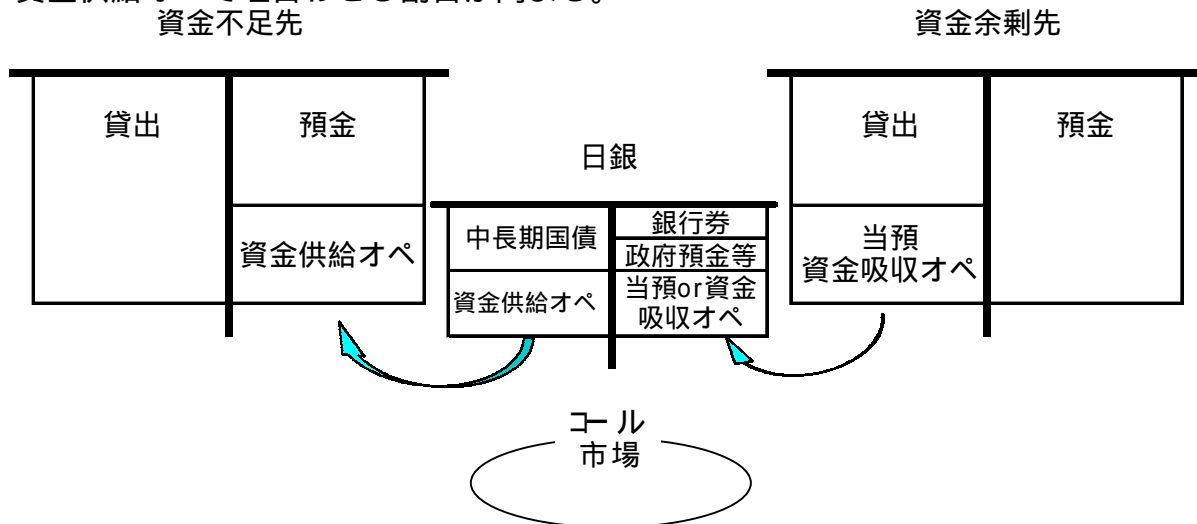
（従来の関係）

資金余剰先がコールローンを放出し、資金不足先に資金が流れる。



（最近の関係）

資金余剰先がコール放出を行わず、日銀当預を積上げ。資金不足先の不足資金は、資金供給オペで埋合わせる割合が高まる。



【図表 6】 オペ残高の推移

(兆円、未残)

	02年3月	6月	9月	12月	03年3月
ネット短期オペ残高	72.7	52.2	56.8	56.7	66.0
短期資金供給オペ	72.7	58.7	61.4	58.4	66.0
国債借入	8.5	3.7	3.5	0.0	
国債買現先				3.7	8.3
手形買入	29.5	23.7	28.0	28.0	29.1
本店買入	14.4	5.8	8.0	8.1	9.8
全店買入	15.1	18.0	20.0	19.9	19.3
CP買現先	3.5	3.3	2.6	3.8	3.9
短国買入	31.2	28.1	27.4	22.8	24.7
短期資金吸収オペ	0.0	6.6	4.6	1.7	0.0
手形売出	0.0	6.6	4.6	1.7	0.0
国債売現先				0.0	0.0
中長期国債買入残高	49.0	51.9	52.8	55.6	58.0

(注) 中長期国債買入残高は、オペによる取得分に中長期国債による借換引受分を加えたもの。

【図表 7】 バランスシート主要項目 (2003年3月末)

(兆円)

中長期国債	58.0	(+ 9.0)	銀行券	71.1	(+ 3.2)
短期オペ(ネット)	66.0	(6.7)	政府預金等	32.1	(3.0)
			当座預金	30.9	(+ 3.3)
資産合計(その他とも)	141.2	(+ 2.6)	負債合計(その他とも)	141.2	(+ 2.6)

(注) 中長期国債は、オペによる取得分に中長期国債による借換引受分を加えたもの。

【図表 8】 日本銀行の対政府取引の推移

(兆円、未残)

	02年3月	02年6月	02年9月	02年12月	03年3月
政府預金	12.9	6.7	8.3	6.3	14.6
対政府売現先	22.2	20.8	19.0	14.4	17.5
合計	35.1	27.5	27.4	20.8	32.1