

# 2003年度の金融調節

2004年5月  
日本銀行  
金融市場局

1 . はじめに .....	1
2 . 日銀当座預金増減要因の動向 .....	1
( 1 ) 銀行券 .....	2
( 2 ) 一般財政 .....	2
( 3 ) 国債 .....	3
( 4 ) 外為・政府短期証券 .....	3
3 . 金融調節の推移 .....	6
( 1 ) 日銀当座預金残高目標 17 ~ 22 兆円 .....	6
( 2 ) 残高目標 22 ~ 27 兆円、同 27 ~ 30 兆円 .....	7
( 3 ) 残高目標 27 ~ 32 兆円 .....	8
( 4 ) 残高目標 30 ~ 35 兆円 .....	10
4 . 短期金融市場における特徴的な動き .....	10
( 1 ) 短期市場金利の動向 .....	10
( 2 ) コール市場残高の動向 .....	13
5 . 金融調節運営の特徴点 .....	13
( 1 ) 日銀当座預金残高目標の安定的な達成 .....	13
( 2 ) オペ手段毎の運営状況 .....	17
6 . オペ制度の整備 .....	21
( 1 ) 国債系オペレーションに関する施策 .....	22
( 2 ) 担保に関する施策 .....	23
( 3 ) 資産担保証券に関する施策 .....	24
( 4 ) 国債の補完供給制度の導入 .....	24
7 . おわりに .....	25

## 1. はじめに

日本銀行は、2003 年度中、日銀当座預金残高の目標を 5 回にわたって変更し、15 兆円引き上げた。金融調節においては、短期金融市場の安定を確保しつつ、この目標を実現するため、短期金融市場の状況やオペレーション(以下、オペ)への応札動向も踏まえ、適切なオペの運営に努めた。こうしたもとで、財政や銀行券が当座預金残高を下支えする方向で作用したことなどもあって、大幅に引き上げられた当座預金残高の目標は安定的に達成されるとともに、短期金融市場も、潤沢な資金供給によって年度を通じ概ね落ち着いた状況を維持した。

オペ制度の面では、金融調節の一層の円滑化を図る観点から既存のオペ手段の枠組みに見直しを加えるとともに、資産担保証券市場の発展を支援し金融緩和の波及メカニズムを強化する目的で「資産担保証券買入」を新たに導入した。加えて、国債市場の流動性向上や円滑な市場機能の維持に貢献するとの観点から「国債の補完供給制度」を導入するなど(決定は 2004 年度入り後)市場関係者からの意見・要望も踏まえた上で、幅広い観点から積極的に制度整備を行った。

## 2. 日銀当座預金増減要因の動向

日本銀行は、2001 年 3 月 19 日以降、金融市場調節の主たる操作目標を、日銀当座預金残高としている(いわゆる「量的緩和政策」)。この枠組みのもとでは、日本銀行は、金融機関等が日本銀行に保有する当座預金の残高の総額を、政策委員会・金融政策決定会合で決められた目標の範囲内に維持するよう金融調節を運営している。具体的には、銀行券や財政の受払い等により生じる日銀当座預金残高の増減に応じて<sup>1</sup>、目標となる当座預金残高が維持されるよう、オペによって資金供給・資金吸収を行っている。なお、ここでの「資金供給・資金吸収」という表現を含め、本稿において「資金」の語は「日銀当座預金」

---

<sup>1</sup> 銀行券や財政の受払いのように、金融調節にとって所与となる日銀当座預金残高の増減要因を「日銀当座預金増減要因」という。具体的には、銀行券については、金融機関等が手持ちの銀行券を日銀当座預金に預入れれば、日銀当座預金の増加要因となる一方、金融機関等が銀行券を自己の日銀当座預金から引き出せば、日銀当座預金の減少要因となる。また、財政については、国債発行や税納付等により、金融機関等の日銀当座預金から政府預金への払込みが発生すると、日銀当座預金の減少要因となる一方、国債償還や年金払いといった財政支出等により、政府預金から金融機関等の日銀当座預金への支払いが発生すると、日銀当座預金の増加要因となる。

なお、米国の連邦準備制度や欧州中央銀行においても、銀行券や財政の受払い動向に応じて金融調節を実施している点はわが国と同様であり、わが国の「日銀当座預金増減要因」に相当する要因は“autonomous factors”と呼ばれている。

を指すものとして用いている。

2003年度中の日銀当座預金増減要因は、前年度の3.5兆円の不足から一転して、7.7兆円の余剰となった。これには、日本郵政公社の発足に伴う同公社による日銀当座預金の保有開始（後述3.(1)参照）といった技術的な要因とともに、銀行券発行の鈍化や年度末にかけての為替市場介入の増加といった実体的な要因も影響している。この点について、詳しくみると、以下のとおりである（図表1参照）<sup>2</sup>。

#### （1）銀行券

銀行券は、2003年度を通じてみると0.3兆円とごく小幅の発行超にとどまり、発行超幅は前年度（3.2兆円）に比べ縮小した。このように銀行券の発行が鈍化した背景としては、金利が極めて低い状態が長期間続くもとの、機会費用である短期金利の低下による銀行券需要の追加的な押し上げ効果が徐々に減衰したこと、金融システム不安の後退に伴い、安全資産としての銀行券に対する需要の伸びが鈍化したこと、などが挙げられる。

月次の動きをみると、年末や年度末といった決済需要等から銀行券の発行が増えやすい月において、発行の鈍化が目立っており、金融機関をはじめ民間経済主体が既に取引需要に対応できるだけの大量の銀行券を「在庫」として保有していたことが窺われる。

#### （2）一般財政

「一般財政」とは、財政の受払いから国債、外為および政府短期証券に関するものを除いた概念であり、租税の受入れや公共事業費・社会保障費の支払いなどが含まれる。一般財政は、54.4兆円の払超となり、前年度（52.1兆円）に比べ払超幅を拡大した。これは、日本郵政公社が2003年4月1日に発足し、前身である郵政事業庁が政府預金を保有していたのと異なり、日銀当座預金を保有することとなったため、その移管が生じたことによる技術的な面が大きい。

---

<sup>2</sup> 注1では、「日銀当座預金増減要因」を「金融調節にとって所与となる当座預金残高の増減要因」としたが、実際の日銀当座預金増減要因のうち、財政等要因の動きは、金融調節の一手段である短国買入オペによって変動しうる。なぜならば、日本銀行が金融機関等から短期国債を買入れ、満期にその償還を受けると、本来金融機関等の当座預金に振り込まれたはずの償還金が日本銀行に支払われることとなり、財政の日銀当座預金に対する払い（日銀当座預金の増加要因）が減少するからである。

本稿においては、こうした金融調節（短国買入オペ）の影響を除去し、財政それ自体の動きを明確に把握する目的から、日銀当座預金増減要因の計数として「短国買入オペで買入れた短期国債の償還金が市中金融機関に支払われた」と仮定した場合の計数を用いている。

ちなみに、日本郵政公社の日銀当座預金残高は、2003 年度末で 3.4 兆円であった。

### (3) 国債

「国債」には、利付国債（長期国債）や割引短期国債（TB）等の発行・償還が含まれる<sup>3</sup>。国債は、発行の増加を反映して、63.9 兆円の受超（発行が償還・利払いを上回る状態）となり、前年度（60.9 兆円）から受超幅を拡大した。

### (4) 外為・政府短期証券

外為は、年度中の円売り・外貨買いの為替市場介入が過去最大規模になったことを主因に、32.7 兆円の払超となり、前年度に比べ払超幅を大きく拡大した。一方、政府短期証券（FB）は、円売り介入に伴う円調達のための市中発行が増加したことから、15.6 兆円の受超（発行が償還を上回る状態）となり、前年度から受超幅を拡大した。

両者の差し引きは、17.1 兆円とかなりの払超となった。円売り介入に必要な円は、最終的には、FB の市中発行により調達されるため、為替介入に伴う一連の取引を通してみれば、為替介入が日銀当座預金残高に与える影響は中立である。ただし、介入の実施から FB の市中発行までにある程度のタイムラグがある場合には、介入は当座預金残高を一時的に押し上げる方向に作用する。2003 年度については、介入の規模がとくに年度末にかけて膨らみ、FB の市中発行が翌年度にずれ込んだことなどが、外為と政府短期証券の差し引きが払超となった背景として指摘できる（BOX 1 参照）。

#### [ BOX 1 ] 為替介入の日銀当座預金残高への影響

2003 年度中においては、年度を通じて為替介入（円売り・外貨買い介入）が断続的に実施され、その規模は、32.9 兆円と過去最高に達した。為替介入による外国為替売買の決済は、日銀当座預金により行われる。

以下においては、為替介入が日銀当座預金に及ぼす影響と、これを受けた金融調節運営について、本邦通貨当局による円売り・外貨買い介入の場合を取り上げ、簡単に整理することとする。

<sup>3</sup> 政府短期証券の発行・償還は「国債」には含まれず、別項目の「政府短期証券」において表示される（後述（4）を参照）。

(一連の取引を通じた影響)

円売り・外貨買い介入が行われると、2営業日後にその決済が行われ、財政から民間金融機関に円が支払われる。この円の支払いは、日銀当座預金口座を通じて行われるため、日銀当座預金残高の増加要因となる。他方、為替介入の主体である財政(外国為替資金特別会計)は、為替介入の決済に必要な円を調達するため、市場でF Bを発行する。F Bが市場で発行された場合、その発行代り金は日銀当座預金を通じて財政に払込まれるため、この時点において、日銀当座預金残高の減少要因となる。

このため、円売り介入が日銀当座預金残高に与える影響は、為替介入に伴う一連の取引を通してみれば中立である。したがって、金融調節の面でも、ある程度の期間をとると、資金供給・吸収オペとともに、基本的には影響を受けないこととなる。

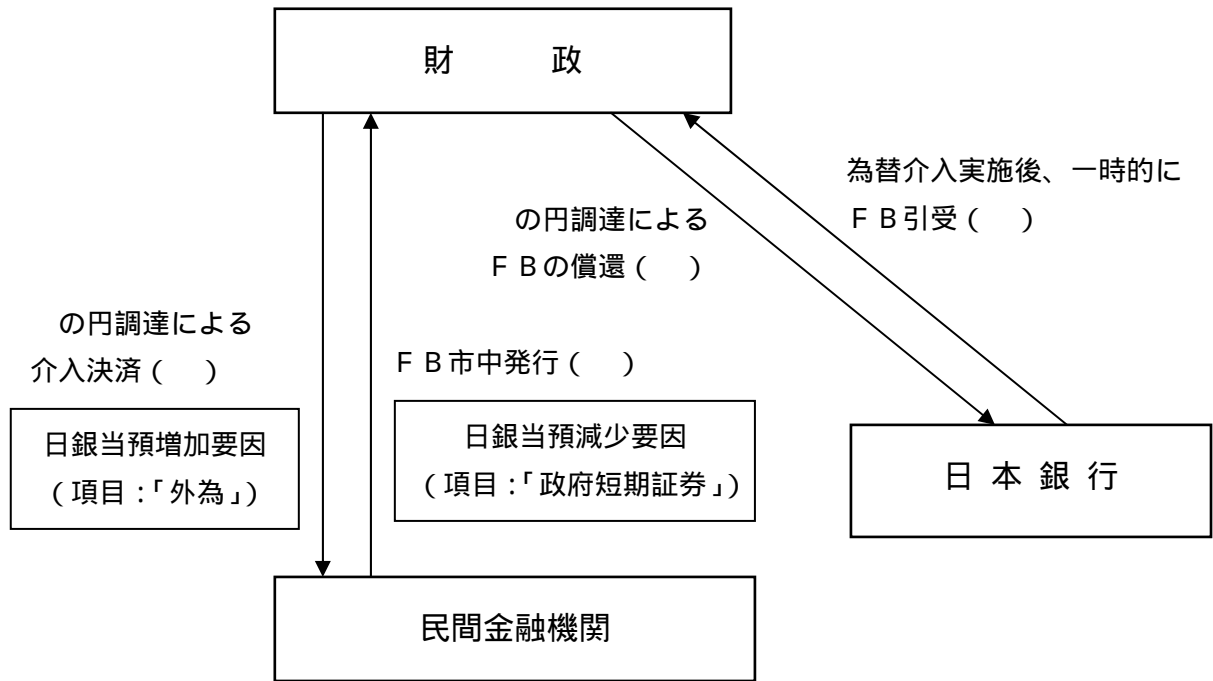
(短期的な影響)

ただし、介入の決済とF B市中発行の間に一定のタイムラグが生じることがある。この場合、市場でのF B発行までの一時的な「つなぎ」の円調達手段として、国庫余裕金の使用や日銀によるF Bの引受等が用いられる<sup>4,5</sup>。これらの調達手段は、市場での取引ではなく、日銀当座預金残高に影響を及ぼすことはない。したがって、介入の実施・決済からF Bの市中発行までの間、日銀当座預金には一時的に増加要因が生じる。逆に、その後、F Bの市中発行が増加する段階では、日銀当座預金に減少要因が生じる。2003年度に、外為とF Bの日銀当座預金への影響がネットで増加に働いたのは、為替介入が年度末にかけて膨らんだことを背景に、必要な円調達のためのF B市中発行が2004年度にある程度ずれ込んだことが影響しているとみられる。

<sup>4</sup> 日本銀行は「対政府取引に関する基本要領」(1999年3月26日政策委員会決定)において、「国庫に予期せざる資金需要が生じた場合には、例外的に、所要の政府短期証券の引受けを行うものとする」こととしている。また、引受けた政府短期証券については「次回以降の公募入札発行代り金により、可及的速やかに償還を受ける扱いとする」としている。為替介入に伴う一時的なF Bの引受は、この決定に基づき行われている。

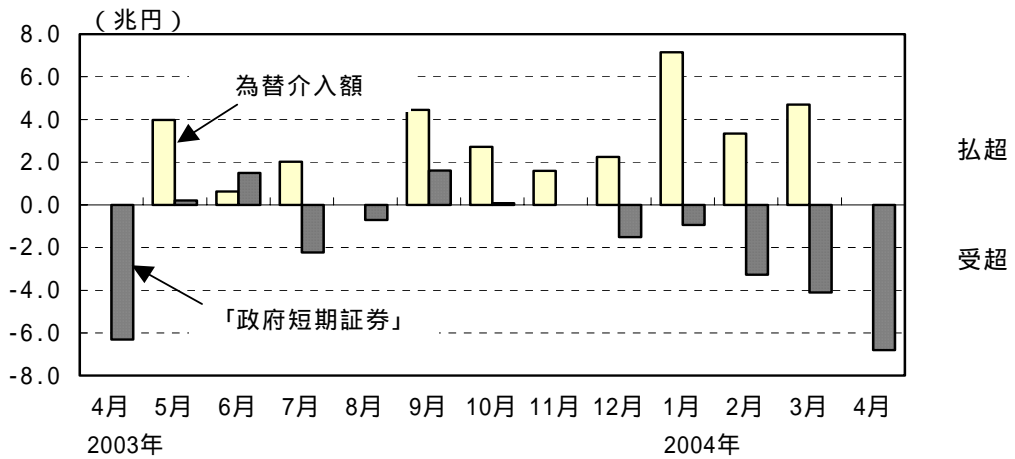
<sup>5</sup> なお、2003年12月26日政策委員会決定により、2004年3月31日までの時限的な対応として、財務省から日本銀行に対して外国為替資金特別会計が保有する外貨債券の買入の依頼があったときには、日本銀行は、同特別会計が保有する外貨債券について売戻条件付買入を行うことができることとされた(詳細は「外国為替資金特別会計からの外貨債券の売戻条件付買入に関する取極要綱」を参照)。これも、為替介入のための一時的な円資金調達としての性格を有するものである。

【円売り為替介入に伴う円の流れ】



(注) 日本銀行により一時的なF B引受が行われた場合の例。

【為替介入と「政府短期証券」の状況】



(注) 「政府短期証券」は、「日銀当座預金増減要因と金融調節」中の同項目の計数 (但し、短期買入オペ調整後)。

(資料) 財務省「外国為替平衡操作の実施状況」  
日本銀行「日銀当座預金増減要因と金融調節」

### 3. 金融調節の推移

日本銀行は、以上のような日銀当座預金増減要因の動きに対応し、短期金融市場の動向にも配慮を加えつつ、当座預金残高がその目標の範囲内で推移するよう、金融調節を行った。

2003年度中、金融調節方針は5回にわたり変更された。以下においては、それぞれの当座預金残高の目標別に、金融調節運営、およびそれを取り巻く環境について整理する（図表2参照）。

2003年度中の日銀当座預金残高目標の水準を時期毎に示すと、以下のとおりである。

期間	当座預金残高目標
4月1日～	17～22兆円
4月30日～	22～27兆円
5月20日～	27～30兆円
10月10日～	27～32兆円
1月20日～	30～35兆円

#### (1) 日銀当座預金残高目標 17～22兆円

2003年3月4、5日の金融政策決定会合において、同年4月1日以降、日銀当座預金残高目標をそれまでの「15～20兆円程度」から「17～22兆円程度」に変更することが決定された。これは、4月1日の日本郵政公社の発足に伴う措置である。

前述のように、日本郵政公社は日銀当座預金を保有することとなったが、これに伴い、日本郵政公社が一定期間において日銀当座預金に一定額以上の平均残高を保有するとの契約が、日本銀行と日本郵政公社の間で締結された。この契約は、準備預金制度適用先としての政令指定を受けていない日本郵政公社が、所要預け金以上の金額を日銀当座預金に保有することにより、民間金融機関との競争条件の整備を図るとともに、日銀当座預金全体の需要を安定的かつ予見可能なものとし、金融調節の円滑な実施を確保する観点から締結されたものである。

3月4、5日に決定された日銀当座預金残高目標の引き上げは、この契約に基づき算出される日本郵政公社の所要預け金額にほぼ相当する2兆円を、それまでの目標に機械的に上乘せしたものである。



4月入り後の短期金融市場においては、3月末越えの流動性需要は剥落したものの、イラク情勢の緊迫化持続や株価の一段下落等から（図表3）、流動性に対する需要は高水準で推移した。また、日本郵政公社が実際に保有した当座預金残高は、4月中の平均で6.4兆円と、当座預金残高目標の引き上げ幅を大きく上回った。この間、短期金利については、足許の流動性の需給を示す無担保コールレート（オーバーナイト物）は極めて低位で安定的に推移したが、先日付のレポレート（S/N物<sup>6</sup>）や期間の短い資金吸収オペレートに上昇圧力がかかる展開となった。

こうした状況において、日本銀行は、イラク情勢の緊迫化を背景に3月中旬から適用していたいわゆる「なお書き」を継続的に適用し<sup>7</sup>、日銀当座預金残高が目標の「17～22兆円」を上回るような金融調節を行った。このため、4月中の当座預金残高は、25～33兆円台で推移した。

## （2）残高目標 22～27兆円、同 27～30兆円

その後の金融政策決定会合では、4月30日および5月20日の2回にわたり、金融市場の安定確保に万全を期すとの観点から、当座預金残高目標は、それぞれ「22～27兆円程度」、「27～30兆円程度」に引き上げられた。この間、5月17日の政府の金融危機対応会議において、りそな銀行に対する資本増強の必要性の認定が行われたことを踏まえ、週明け後の19日朝方、通常の日オペタイム（午前9時20分）よりも早い時刻に即日の手形買入（本店買入）オペをオファーし、1兆円の追加的な資金供給を行った。

当座預金残高目標の引き上げにより短期の流動性供給が一層拡大し、また、日本郵政公社の当座預金残高の積み上がりが解消する中<sup>8</sup>、短期金融市場においては、4月にやや強含んで推移したレポレートが低下するなど、徐々に落ち着いた取引状況となった。その後、銀行株価が反発し、金融システム不安が徐々に和らぐ中で、高水準の当座預金残高が維持されることによって、資金余剰感が次第に強まる状況となった。このため、日銀当座預金増減要因が不足方向に振れる7月後半から8月初に向けて資金供給オペ残高を積み上げる過程では、

---

<sup>6</sup> 約定日の翌々営業日に資金受渡しが行われるオーバーナイト物の取引。「スポット・ネクスト」の略。

<sup>7</sup> 金融市場調節方針では、日銀当座預金残高目標となる金額を定めるほかに、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがあるといった状況下では、当該目標にかかわらず一層潤沢な資金供給を行う旨が規定されており、この規定が「なお書き」と呼ばれている。

<sup>8</sup> 日本郵政公社の当座預金残高（平残）は、5月に約4.2兆円、6月に約3.4兆円と、減少傾向を辿った。

資金供給オペへの応札意欲が次第に減退し、7月末には国債買現先オペの落札決定レートが下限の0.001%に達した。

8月以降も、短期金融市場は総じて落ち着いた状況を維持したものの、8月後半に生じた長期金利上昇の余波を受け、TBやFBなどの長めの期間では、金利が強含む展開となった。こうした中で、9月中間期末が意識されたことに加え、手形買入オペ等の落札により金利リスク削減を企図する動きも一部にみられたことから<sup>9</sup>、期末越えの資金供給オペに対する応札がそれまでとは一転して積極化した。日本銀行では、日銀当座預金増減要因が不足方向に振れる9月初に向け、期間のやや長い手形買入オペなどを中心に短期資金供給オペ残高を増加させたが、そのレートは総じて上昇した。しかし、この間においても、無担保コールレート（オーバーナイト物）やレポレート（S/N物）は極めて低位で安定的に推移したほか、期内エンドの資金吸収オペのレートも下限で推移しており、ごく短い流動性に対する需要の増加は観察されなかった。

9月入り後には、長期金利は次第に落ち着きを取り戻したが、市場では、中間期末が引き続き意識される中で、為替介入もあって日銀当座預金増減要因が一時的に払超方向に振れたことから、資金供給オペが一時的に減少すると観測が高まったこともあって、ターム物金利はやや高めの水準を維持した。こうしたもとで、日本銀行では、流動性需要が高まる中間期末越えの資金供給オペを引き続き積極的に行い、金融市場全体に資金が行き渡ることにも配慮しつつ、金融調節運営を行った。また、9月30日と10月1日には、期末要因等から流動性に対する需要が増大したことを踏まえ、「なお書き」を適用し、日銀当座預金残高を目標（27～30兆円程度）よりも高めとする金融調節を行った。この結果、9月30日の当座預金残高は、その時点での過去最高水準の34.6兆円となった。このような状況下で迎えた中間期末越えは、期末当日の無担保コールレート（オーバーナイト物、加重平均値）が0.013%と、前年度の中間期末（0.067%）に比して小幅の上昇に止まるなど、期末日としては安定したものとなった。

### （3）残高目標 27～32兆円

10月9、10日に開催された金融政策決定会合では、金融調節の柔軟性を高め、流動性供給面から機動的に対応する余地を広げる観点から、日銀当座預金

---

<sup>9</sup> 例えば、資産として2年物国債を1兆円保有していた場合に、期間6か月の手形買入オペを1兆円落札すると、負債サイドとして6か月の固定金利の払いポジションを造成することとなる。このため、その後金利が上昇しても、オペにより固定金利の払いポジションが造成された部分は金利リスクに対して中立となり、全体として金利リスクが幾分軽減されることとなる。

残高の目標値の上限を引き上げ、同目標を「27～32兆円程度」とすることが決定された。その後、この方針を受け、日銀当座預金残高の日々の変動は、従来に比べやや大きいものとなった（BOX 2 参照）。

#### [ BOX 2 ] 当座預金残高の日々の振れと金融調節運営

昨年10月10日の金融政策決定会合においては、当座預金残高目標の上限が2兆円引き上げられた。これにより、当座預金残高目標の幅は、従来の3兆円から5兆円に拡大した。

日銀当座預金残高の振れ（前日対比での増減幅の平均）をみると、10月10日以降の平均は、それ以前よりも大きくなった。

#### 【日銀当座預金残高の「振れ」の状況】

（億円）

03年4月1日～10月10日	03年10月14日～04年3月31日
5,082	6,639

（注）日銀当座預金残高の前営業日対比での増減幅の平均値。

具体的な金融調節運営との関係で言えば、日銀当座預金残高にある程度の幅を持たせることによって、日々の日銀当座預金増減要因が大きく変動する場合でも、それを素直に日銀当座預金残高に反映させることが可能となるなど、金融調節の運営余地が広がることとなる。

その後の短期金融市場では、中間期末越え資金需要が剥落する中、当座預金残高目標の上限が引き上げられたこともあり、資金余剰感が一層強まった。この結果、資金吸収オペのレートが中間期末明け後一貫して下限（0.001%）で推移したほか、資金供給オペのレートも総じて低下傾向を辿った。そうしたもとで、12月初に税揚げや銀行券発行から日銀当座預金増減要因が大幅に不足方向に振れることに対応して短期資金供給オペ残高を積み上げる過程においては、国債買現先オペが2回連続で札割れ（応札額がオファー額に満たない状況）となった。

この間、11月29日に足利銀行の一時国有化が決定されたことを踏まえ、金

融市場の安定確保に万全を期すとの観点から、週明け後の12月1日朝方、通常の即日オペタイム（午前9時20分）よりも早い時刻に即日の手形買入（全店買入）オペをオファーし、1兆円の追加的な資金供給を行った。なお、これは、支店管下の金融機関も対象とする全店買入方式の手形買入として初の即日オペとなった。

#### （4）残高目標 30～35兆円

1月19、20日に開催された金融政策決定会合では、デフレ克服に向けた日本銀行の政策スタンスを改めて明確に示し、今後の景気回復の動きをさらに確かなものとする趣旨から、日銀当座預金残高目標を「30～35兆円程度」に引き上げることが決定された。

3月期末を控えた市場においては、当預残高目標が一段と引き上げられるとともに、金融システム不安の後退により資金調達環境が好転する中、多くの金融機関が早くから期末越えの資金調達に目途をつける形となり、資金を取り急ぐ動きはみられなかった。この間、市場で金利上昇の思惑を招きやすい要因として、為替介入を背景とした資金供給オペの一時的な減少観測やF B発行の増加が生じたが、期越えのターム物金利の上昇は限定的であった。金融調節面では、9月中間期末と同様、資金供給オペにより金融市場全般に資金が行き渡るよう運営し、期末越えの資金供給・吸収オペのレート上昇はごく小幅なものにとどまった。また、期末当日においては、金融市場の安定に万全を期すとの考えから「なお書き」を適用し、当座預金残高を過去最高の36.4兆円とする金融調節を行った。こうした状況のもと、期末当日の無担保コールレート（オーバーナイト物、加重平均値）が0.005%と、前年度の3月期末（0.021%）、さらには2003年度の9月中間期末（0.013%）に比べてもかなりの低水準となるなど、短期金融市場は期末日としては極めて平穏な状況となった。

### 4．短期金融市場における特徴的な動き

#### （1）短期市場金利の動向

##### （無担保コールレートの動向）

2003年度中の無担保コールレート（オーバーナイト物、加重平均値）の推移をみると、日銀当座預金残高目標の引き上げに伴い資金余剰感が強まる中で、9月中間期末・3月期末当日に一時的に上昇したほかは、概ね0.001～0.002%と極めて低水準で推移した。また、期末当日の上昇も、前述のとおり、2002年度の期末日に比べ、かなり限定的なものにとどまった。

### (コール市場でのマイナス金利取引)

こうしたもとで、コール市場では、2003年1月から観察されるようになったマイナス金利での取引が、年度を通じて断続的に行われた。その結果、無担保コールレートが、6月25日に初めてマイナス(0.001%)を記録した後、同日を含め2003年度中で計9回にわたってマイナスとなった<sup>10</sup>。

コール市場におけるマイナス金利取引の背景には、為替スワップ市場における「円転コスト」(ドルと円を一定期間交換することにより円を調達する際の調達コスト)がマイナスであるという状況が存在する(図表4)<sup>11</sup>。もちろん、「円転コスト」がマイナスとなっても、マイナス金利で調達した先が日銀当座預金に資金を積み上げておけば、ゼロ金利で運用できる分利鞘が稼げることになるため、コール市場においてマイナス金利で放出する必要はない。しかし、一部の外銀では、日銀当座預金を含む本邦公的債務の保有に一定の限度額を設けており、為替スワップ市場においてマイナス金利で調達した円を、一定の利鞘を確保した上で、与信枠の範囲内において他の金融機関にコール市場で放出するという行動を採っている。

為替スワップ取引における「円転コスト」には、取引当事者(例えば邦銀と外銀)の信用力格差、円とドルの需給関係が反映されると考えられる<sup>12</sup>。このうち、まず前者について考えると、例えば、邦銀が為替スワップにより外銀からドルを調達する局面においては、両者の信用力の格差が円転コストのマイナスをもたらす可能性がある。しかし、2003年度においては、わが国における金融システム不安が後退する中で、取引当事者の信用力格差が拡大したとは考えにくい。また、図表4のような円転コストの一時的な振れを、当事者の信用力格差の変化により説明することは困難である。このように考えると、2003年度における円転コストのマイナス幅の変動は、主として一時的な円・ドルの需給関係の変化に起因したものと考えるのが自然である。

<sup>10</sup> このうち最もレートが低下した日(2004年1月14日)においては、無担保コールレートは0.012%となった。

<sup>11</sup> 円転コストは、おおよそ「ドル円の直先スプレッド(現時点ではマイナス)+ドル金利」として表される。

<sup>12</sup> 為替スワップ取引は、一定期間異なる通貨(例えば円とドル)を交換する取引である。したがって、円を借入れる者(例えば外銀)の信用力が円を貸出す者(例えば邦銀)の信用力に比して高ければ、円の調達サイド(外銀)が有利な条件で調達を行うことができ、円転コストがマイナス方向に振れる。また、ドル需給が逼迫した場合には、多額の円を差し出してでもドルを得たいという需要が発生するため、円を有利な条件で借入れることができ、同じく円転コストがマイナス方向に振れる。

2003年度の円・ドル需給の動向を考えると、円については、当座預金残高目標が累次にわたって引き上げられる中で、流動性の余剰は以前にも増して強まった。一方、ドルについては、米国の短期金融市場におけるドル流動性の需給要因や、大規模な為替介入によるドル支払需要の増大などの影響から、為替スワップ市場において一時的にドル需給がタイト化することがあった。円流動性の余剰度合いが高まったことにより、そうした一時的なドル需給のタイト化の影響が、円転コストのマイナス幅拡大、ひいては、マイナス金利での無担保コール取引という形で、短期金融市場に現れやすくなったとみることができる。ちなみに、円転コストのマイナス幅が拡大した時期を具体的にみると、図表4に示されるとおり、とりわけ、四半期末（決算期末）を控えドルの需要が高まった時期に、大きくマイナス幅が拡大した。また、米国の税揚げ日、国債発行日、準備預金の積み最終日が重なった10月半ばや、大規模な為替介入が断続的に行われるもとの、米国での税揚げ日と国債発行日が重なった1月半ばにも、比較的大きなマイナスが観察された。

#### （ターム物金利の動向）

短期市場におけるターム物金利としては、コール市場において長い期間の取引は殆どみられないため、F B・T Bのレートや日本銀行のオペレートが代表的なものとして挙げられる。オペレートについては、2003年度中は、手形売しオペの期間が1か月未満、手形買入オペの期間は3～6か月程度のものが多く、それぞれ当該期間の金利を表すものと考えられる。

これら金利の動向をみると、高水準の当座預金残高目標のもとで潤沢な資金供給を行ったこと、金融システム不安の後退に伴う流動性需要の減退がみられたことなどから、総じて安定的に推移した。ただし、以下の各局面においては、いずれも限定的ながら、金利の上昇が観察された。

- ・ 年度初の4～5月には、金融機関が株価下落等に伴う不確実性の高まりから当座預金を厚めに保有する動きを強めたことなどを背景として、資金吸収オペなど短めの期間、F Bや資金供給オペなど長めの期間ともに、金利がやや強含んだ。
- ・ 8～9月には、長期金利上昇の影響等から、T B・F Bや資金供給オペなどの長めの期間について、比較的是っきりとした金利上昇がみられた。
- ・ 1～3月には、F Bについて、累次の発行額増加に伴い需給が緩和するとの懸念等から、金利がやや強含んだ。

## (2) コール市場残高の動向

2003 年度中の無担保コール市場残高をみると、期間を通じて 5 兆円程度と、量的緩和導入前に比べ 3 分の 1 程度の水準で推移した(図表 5)。無担保コール取引は、2002 年度以降、極めて低調な状況となったが、これは、出し手サイドからみると、短期金利がほぼゼロに張り付くもとの金利収入で取引コストを賄うことが困難となったほか、金融システム不安の高まりに伴い与信枠が圧縮されたことを通じて、取引意欲が低下したこと、一方で、取り手サイドについてみると、主要な取り手である都市銀行の流動性ポジションが貸出減少や預金流入を受けて改善したほか、日本銀行の資金供給オペが主要な調達手段となった結果、コール市場で調達する必要性が低下したこと、などが影響したものと考えられる。

ただし、2003 年夏頃から、無担保コール市場残高は、僅かではあるが増加した。この基本的な背景としては、金融システム不安が次第に後退し、金融機関の格付けも総じて引き上げ方向となったことを反映して、一頃に比べ無担保取引が行いやすくなったことが挙げられる。

一方、有担保コール市場残高は、無担保コール市場残高とは逆に、2001 年初をボトムとして、緩やかな増加傾向を示した。ただし、有担保コール市場残高の増加分の大半は、短資会社が取引先から受け入れたものである。これは、当座預金残高目標の引き上げに伴う短期流動性の余剰の強まりを反映したものと考えられる。

## 5. 金融調節運営の特徴点

### (1) 日銀当座預金残高目標の安定的な達成

量的緩和の枠組みのもとで、日銀当座預金残高の目標は、準備預金制度等により金融機関等が保有すべき所要準備額を上回っている。2003 年度中は、その目標がさらに引き上げられたため、金融機関等の多くが積み期間の早い段階で所要準備額分の積みを終了し、全体で見ると、所要準備額(6 兆円程度)を上回る積立て額である超過準備額が、積み期間の平均で 20 兆円を超える状況となった。こうしたもとで、当座預金残高目標の達成に関する不確実性が高まることも予想されたが、2003 年度中は、資金供給オペの「札割れ」(応札額がオファー額に満たない状況)の発生回数は前年度に比して大きく減少し(図表 6) 結果的にみると、当座預金残高目標が比較的円滑に達成されることとなった。

このような状況は、足許の当座預金残高が所要準備額を大きく上回り、流動性に対する余剰感が一層強まったにもかかわらず、「日本銀行の資金供給オペに対する相応の需要がオペ対象先側に存在した」ことを意味している。その背景としては、資金供給オペを取り巻く環境について、以下のような事情の存在を指摘できる。

( 需要サイドの要因 )

日本銀行の資金供給オペに対する需要は、幾つかの動機に基づいている。金融機関は、必ずしも当座預金を調達することのみを目的に、資金供給オペに応札している訳ではない。資金供給オペは、多様な期間や手段で行われている。このため、金融機関は、資金供給オペを幅広い目的に利用しうる金融取引と位置付けた上で、様々な動機に基づいてオペに応札しており、その結果として、足許の当座預金が積み上がることになると考えた方が分かりやすい。資金供給オペに対する需要については、以下のように、その性格別に大きく二つに分けて整理できるものと考えられる。

第1に、流動性需要である。個々の金融機関では、所要準備額を満たす必要のほか、決済上の必要性などから当座預金を保有しようとする。この点、金融システム不安の高まりなどに伴い、市場からの流動性調達の困難化などの恐れがある場合や、金融市場取引の低迷により、必要な時に十分な金額の流動性を調達できるかについて不確実性が高い場合などには、金融機関は総じて慎重な流動性管理を行う傾向がある。このような流動性管理のもとでは、仮に目先の必要額の調達は既に終了していても、先行きの流動性を予め確定する目的から、長めの資金供給オペに応札しようという動機が発生し、結果的に当座預金を目先の必要額以上に保有することとなる。この点、当座預金の金利はゼロであるため、ごく短期の市場金利(機会費用)が明確なプラスであれば、金融機関は超過準備を持つことを極力回避しようとするが、量的緩和のもとでは、機会費用がほぼゼロであるため、超過準備の保有をさほど問題視していないように窺われる。

第2に、損益の確定や、金利リスク量の削減を目的とした需要である。金融機関は、短国買入や国債買入オペにおいて、日本銀行に短期国債や国債を売却することによって、損益の確定を行うことができる。また、手形買入オペや国債買現先オペにおいて、オペで調達した資金でより利回りの高い資産を買入れることができれば、一定の利鞘を得ることが可能であるほか、オペの落札によって、同期間の固定金利の払いポジションを造成し、損失の確定や金利リスク量の減少を図ることも可能となる。これと同様の効果は、国債の現物や先物の売却、金利スワップの払い、ターム物での資金調達といった、民間市場取引で



も得られる。しかし、日本銀行のオペで落札する方が市場の価格や金利に及ぼす影響が小さいことなどから、オペへの応札が選好される場合がある。そうした傾向は、オペの期間が長い場合や金利がゼロから乖離する場合、纏まった金額での債券売却や資金調達を行いたい場合、市場で金利が上昇しボラティリティが高まっているような場合、などにおいてより強まるものと考えられる。

以上の整理に即して 2003 年度の動向をみると、第 1 の流動性調達という動機に基づくオペ需要は、金融システム不安の後退や、貸出減少・預金増加に伴う流動性ポジションの改善などにより、ある程度減退したとみられる。一方、第 2 の損益の確定・金利リスク量の削減を目的としたオペ需要は、時としてターム物金利や長期金利がやや強含むもとで、幾分高まったとみられる。こうした現象は、F B レートがやや強含みとなった 2004 年 1 ～ 3 月において、ごく僅かな利鞘獲得の目的から手形買入オペに対する応札が高まった局面や、2003 年夏場の長期金利上昇時において、金利リスク量の削減目的から長めの手形買入オペに対する応札が高まった局面において、比較的目立って観察された。こうしたことから、資金供給オペに対する需要全体としては、大きく減退するには至らなかったものと考えられる。

#### (供給サイドの要因)

一方、オペの供給サイドをみると、2003 年度中は、以下のような、オペに対する応札を相応に確保し得る幾つかの要因があったものとみられる。

第 1 に、財政や銀行券の受払いの動向等を反映して、資金供給オペの必要額が全体として減少し、オペの希少性を幾分高める方向に働いたことである。2003 年度は、第 2 節で述べたように、財政の払超や銀行券発行の鈍化等から、日銀当座預金の増減要因が 7.7 兆円の大規模な増加となった。このことは、当座預金残高を押し上げる方向に作用すると同時に、その額が年度中の当座預金残高の増加額 (5.4 兆円) を上回ったため、資金供給オペ全体の必要額を減少させることとなった。もちろん、財政の払いなどは、当座預金残高の増加をもたらす点では資金供給オペと同じである。しかし、資金供給オペへの需要は、前述のとおり、様々な動機に基づいており、財政の払い等による足許の当座預金増加ではそうした需要を埋め切れない。このため、財政の払い等による資金供給オペの減少は、オペの希少性を高め、オペに対する応札を確保する方向に作用したものと考えられる。

第 2 に、資金供給オペのうち、長期国債買入が、日銀当座預金の安定的な供給手段として重要な役割を果たしたことである。長期国債の買入オペは、短期

金利がゼロの状況下では、他のオペに比べ、相対的に安定した需要が期待できる。これは、オペの期間が長く、金利のゼロ制約に直面しにくいことに加え、オペ対象先が纏まった金額を売却する際に、銘柄によっては市場流動性が低いこともあって、民間市場取引よりもオペへの応札が選好されやすいことなどが背景である。長期国債の買入額は、量的緩和の導入後、段階的に引き上げられ、2002年11月以降は月額1.2兆円まで増加した。このため、2003年度には、同オペにより、年間で15兆円近く（前年度は13兆円程度）の日銀当座預金を供給した<sup>13</sup>。

第3に、短期資金供給オペのうち、長い期間のオペを増やしたことである。長めの期間のオペは、金融機関にとって、より遠い将来の流動性を確定できるほか、金利が高い分だけ前述のような損益確定などを目的とした利用価値が大きいいため、相対的に高い応札を確保することができる。2003年度は、短期資金供給オペについても、長めの期間のオペを活用した。主要な短期資金供給オペの期間をみると、2001年3月の量的緩和政策導入後、振れを伴いつつも長期化の傾向を辿ってきた（図表7）。

以上のうち第1と第2の点は、日本銀行のバランスシートの動きに示されている（図表8）。日本銀行のバランスシートについて、2003年度末時点での主な項目をみると、以下のような特徴点が観察される。

- ・ 負債サイドをみると、銀行券残高は、71.4兆円と、前年対比で小幅（+0.3兆円）の増加にとどまった。また、政府預金・政府余資は31.4兆円と、前年対比で小幅（-0.7兆円）ながら減少した。このため、両者は、バランスシートを膨らます要因とはならなかった。一方、当座預金は、36.4兆円と、前年対比で5.4兆円増加した。
- ・ 資産サイドでは、長期国債の残高が65.2兆円と、前年対比で7.2兆円増加した。また、引受短国の残高が15.2兆円と、前年対比で9.8兆円増加した。これは、保有している長期国債の償還分が1年物の短期国債に乗り換えられたことと、為替介入に伴う財政の円調達目的から一時的に引受ける政府短期証券の残高が増加したことによるものである<sup>14</sup>。一方、短期資金供給オペの残高は51.6兆円と、前年対比で14.4兆円減少した。

---

<sup>13</sup> 長期国債の月中買入額は、量的緩和導入当初の2001年3月には4,000億円であったが、同年8月に6,000億円、12月に8,000億円に引き上げられた。また、2002年に入ると、2月に1兆円に引き上げられた後、10月30日の金融政策決定会合で1.2兆円に引き上げる方針が決定された。

<sup>14</sup> このほか、2003年度末時点では、同様の性格を持つ「外為特会からの外貨債券の売戻条件付買入」（BOX1の脚注を参照）の残高が6.1兆円存在した。

## (2) オペ手段毎の運営状況

金融調節運営においては、2003年度中も、多様なオペ手段を用いながら、当座預金目標の円滑な実現に努めた。これは、わが国の場合、銀行券や財政の受払いの短期的な振れが大きく、資金吸収を含め多様なオペ手段を用いた方が、そうした振れを均しやすいこと、高水準の当座預金残高目標は、多様な供給手段を用いた方が、円滑に実現しやすいこと、などが背景である。また、特定市場の価格形成に影響を及ぼしやすいと考えられるオペについては、オファーを定期的に行うなど、市場への中立性も意識した。

個別のオペ手段毎の具体的な運営状況は、以下のとおりであった（オペ残高の推移は図表9）。

### イ．資金供給オペ

#### （国債買入オペ）

長期国債（利付国債）を買切るオペである。買入方式としては、オペ対象先が希望する売却利回りと日本銀行が定める基準利回りとの利回較差による入札方式をとっている<sup>15</sup>。政策委員会・金融政策決定会合で決定された額を実施しており、2002年10月30日の金融政策決定会合以降、月間買入額はそれまでの1兆円から1.2兆円となった。実際の運営としては、1回の買入額を3,000億円とし、月4回オファーを行っている<sup>16</sup>。

買入額は、長期国債の保有残高が銀行券発行残高を上限とするよう、決められている。これは、日本銀行による国債買入が、国債価格の買い支えや財政ファイナンスを目的とするものではないという趣旨を明確にするとともに、日本銀行が保有する資産の固定化を回避し、金融調節の機動性を確保するために設けられたルールである（BOX3参照）。

2003年度末でみると、長期国債の保有残高は65.2兆円と、銀行券発行残高の71.4兆円を6兆円程度下回る結果となった。

#### [ BOX 3 ] 米国連邦準備制度における国債買入オペ

米国の連邦準備制度においても、わが国と同様、金融調節の手段として、国

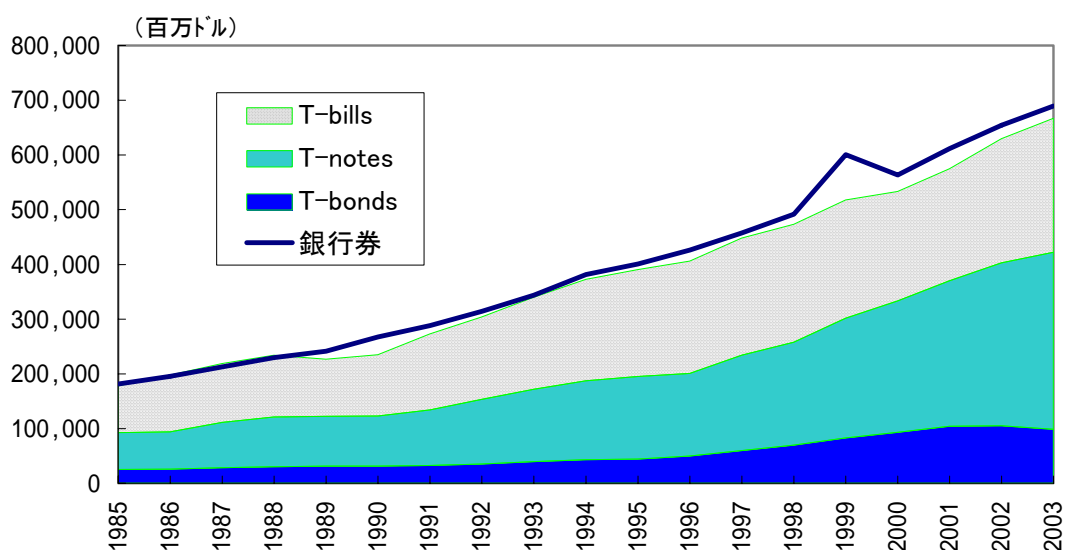
<sup>15</sup> 基準利回りは、日本証券業協会の公表する「公社債店頭売買参考統計値」（前日集計分）を用いている。

<sup>16</sup> 国債買入オペの現在の実行方式や、その変遷の詳細については、日本銀行金融市場局「国債市場と日本銀行」（日本銀行調査月報2004年5月号）を参照。

債の買入を実施している。このうち、短期の割引債（treasury bills）の買入は bill pass と呼ばれ（わが国の短期買入オペに該当）、長期の利付債（treasury notes, treasury bonds）の買入は coupon pass と呼ばれている（わが国の国債買入オペに該当）。実際の買入の運営は、ニューヨーク連邦準備銀行により行われている。

米国の金融調節においては、わが国の「日銀当座預金増減要因」に相当する“autonomous factors”の短期的な変動に対応する場合には、オーバーナイト物や14日物など、短い期間のレポ・オペにより準備預金（reserve）の量を調節している。一方、国債の買入は、“autonomous factors”の長期的な変動に従って行われている。実際、過去の状況をみると、国債買入の残高は、銀行券の発行残高をやや下回る水準で推移し、両者は同様のトレンドを持っていることが分かる（下図）。

【米国連邦準備制度の国債買入残高と銀行券残高】



（注）「T-bills」は、treasury bills。発行年限が1年以内の割引債券。  
「T-notes」は、treasury notes。発行年限が1年超10年以内の利付債券。  
「T-bonds」は、treasury bonds。発行年限が10年超の利付債券。

（資料）Annual Report of the Board of Governors of the Federal Reserve System

本文中でも説明したとおり、日本銀行では、国債買入オペを、現在、「日本銀行が保有する長期国債の残高は、銀行券発行残高を上限とする」とのルールに基づき運営している。米国の場合は、長期国債だけでなく短期国債を含めた

国債全体の買入残高が銀行券発行残高をやや下回る形で推移している<sup>17</sup>。しかし、基本的な位置付けとしては、わが国の国債買入オペに関する運営は、米国の金融調節における国債の買入と共通する側面を持っている。

#### （短国買入オペ）

短期国債（割引短期国債・政府短期証券）を買切るオペである。残存期間が2か月～1年程度の短期国債を買入れるため、比較的長い期間の資金供給手段としての性格を有しており、これまでの経験では、比較的「札割れ」しにくいオペと言える。このため、高水準の当座預金残高目標を達成する上で、重要な役割を担っている。

短国買入オペは、日銀当座預金増減要因の短期的な振れを均すというより、同要因の中期的な振れを意識しながら、必要かつ安定的な資金を供給する目的で活用した（図表10）。こうしたオペの目的や、短期国債市場の需給に影響を及ぼしやすいといったオペの性格を踏まえつつ、基本的に、一定額のオフアーを定期的に行う運営とした。短国買入オペの残高は、2003年度中は、短期資金供給オペ全体の残高が減少するもとで減少したが、引き続き、手形買入オペと並び、短期資金供給オペの残高の主要な部分を占めた。

#### （手形買入オペ）

金融機関等から日本銀行に差し入れられた共通担保を担保として、オペ対象先である金融機関等が振り出す手形を買入れるオペである。共通担保には、国債等の公的部門の債務や、社債・CP等の民間債務が含まれる。手形買入オペは、機能的には、入札によってレート・金額が決定される担保付き資金取引としての性格を有している。

手形買入オペは、短国買入オペ等に比して特定市場との結び付きが強くないことや、期間を自由に設定できることから、オフアーに定期性を持たせることなく、日銀当座預金増減要因の短期的な振れに対応させることを意識しながら実施できるという利点がある<sup>18</sup>。オペ対象先にとっては、多様な資産を担保として活用できることなどから、利便性が高い。このような手形買入オペの特性

<sup>17</sup> わが国の場合、高水準の当座預金残高目標を実現するための重要な手段として短国買入オペを用いているため、本文図表10のとおり、国債買入と短国買入の双方を合わせた残高は、銀行券発行残高を上回って推移している。

<sup>18</sup> 実際、2003年度中について、オペ残高の日々の振れをみても、手形買入および同様の性格を持つ国債買現先の残高の振れは、短国買入の残高の振れより大きくなっている（図表9下段）。

から、同オペについては、短国買入オペと並んで、主力の短期資金供給オペとして活用した。

手形買入オペのうち、全店買入オペ（日本銀行本店・支店管下の金融機関等を広くオペ対象先とする手形買入）については、幅広い金融機関等に長めの資金を安定的に供給するとの趣旨から、比較的長い期間での資金供給を中心とする運営を行った。一方、本店買入オペ（日本銀行本店管下の金融機関等のみをオペ対象先とする手形買入）については、全店買入に比して短い期間での資金供給を中心とする運営を行った。

#### （国債買現先オペ）

国債を売却条件付で一定期間買入れるオペである。国債買現先オペは、従来、日銀当座預金増減要因の短期的な振れを均しつつ、やや短めの資金を供給する手段として活用してきた。ただし、国債買現先オペは、国債のみを担保とした資金取引であることなどから、上述の手形買入オペに比して応札が低調になりがちであり、とくに資金余剰感の強い時期においては、比較的「札割れ」が発生しやすいものとなった。このため、2003年度中は、他の資金供給オペへの応札が総じて堅調である中、国債買現先オペの残高は比較的少額にとどまった。

#### （CP買現先オペ）

CPを売却条件付で一定期間買入れるオペである。CP買現先オペの残高は、CP市場が国債市場等に比べて小規模であることを反映して、国債系オペや手形買入オペに比して小さい。2003年度中は、CP買現先オペについては、一定の残高を安定的に維持するよう、ロールオーバーでのオファーを中心に行った。もっとも、資金余剰感の強まりを背景に、市場においてもCP需要が堅調に推移したことから、オペへの応札は総じて低調であった。とくに、当座預金残高目標が一段と高水準となった2004年入り後などを中心に、年度中合計で5回の札割れが発生した。

#### （資産担保証券買入オペ）

資産担保証券買入オペは、発展途上にある資産担保証券市場の活性化を通じて企業金融の円滑化を図り、金融緩和の波及メカニズムを強化することを目的として導入されたものである（導入の経緯等については、後述6.(3)を参照）。買入上限額は残高ベースで1兆円としており、当座預金残高目標を達成するための資金供給手段としての役割は小さい。

実際の運営としては、同オペの実施が7月28日より可能になったことを受け、ABC P買入オペについては、8月11日に第1回目のオファーを行った。

その後も、同オペで買入対象となるＡＢＣＰの残高の状況等を勘案し、月に１～３回程度のオファーを実施した（オファー額はいずれも５００億円）。また、日本銀行が入札をオファーするＡＢＣＰ買入と異なり、オペ対象先からの申込みに基づき実施するＡＢＳ買入は、２回の買入を行った。資産担保証券の市場自体が発展途上の市場であり、その規模が小さいことに加え、同証券に対する市場での需要も堅調に推移したことから、残高は２００４年３月末時点で１,２０４億円となった。この間、２００４年１月に買入基準見直しを実施したこともあり、日本銀行が買入適格とするＡＢＣＰの銘柄数は、徐々に増加した。

#### ロ．資金吸収オペ

資金吸収オペは、当座預金残高の短期の振れを調整し、これを目標の範囲内に維持するための手段として活用した。短期的な振れを調整するとの目的から、タームは１～２週間程度を中心とした。資金吸収オペの種類としては、手形売しオペを中心としつつ、国債売現先オペも併用し、円滑な資金吸収の実施に努めた。

２００３年度中においては、高水準の当座預金残高が維持されるもと、期末越えのオペを実施した時期や、年度初にイラク情勢や株価下落を受けて日銀当座預金を厚めに保有する動きがみられた時期を除いては、殆どのオペでレートは応札可能な下限レートである０.００１％となった。

## ６．オペ制度の整備

日本銀行は、２００３年度中、幅広い観点から、オペ制度の整備を行った。

まず、既存のオペ手段の枠組みについて、様々な見直しを行った。これらは、市場の取引慣行や決済方法に合わせることによる利便性の向上、適格担保の拡大などによって、市場に対する中立性の維持を図りつつ、金融調節の一層の円滑化に資するとの観点から行ったものである。また、発展途上にある資産担保証券市場の活性化を通じて企業金融の円滑化を図ることにより、金融緩和の波及メカニズムを強化することを目的として、資産担保証券買入を新たに導入した。さらに、国債市場の流動性向上や円滑な市場機能の維持に貢献するとの観点から、「国債の補完供給制度」の新たな導入の検討にも着手した（決定は２００４年度入り後）。

具体的な施策の内容は、以下のとおりである。

## (1) 国債系オペレーションに関する施策

### イ．国債買入・短国買入オペ関係

#### (a) 短国買入オペの買入対象銘柄選定方法の変更、日本銀行による短期国債の銘柄別買入状況の公表

短国買入オペにおける買入対象銘柄については、従来、原則として2か月以上の残存期間を有する全ての銘柄を指定してきたが、短国買入オペの金利形成に与える影響をより中立なものとする観点から、7月以降にオファーする短国買入オペにおいては、残存期間の他に、銘柄毎の買入状況等も勘案して買入対象銘柄を指定することとした。

併せて、金融調節に関する情報の市場への提供を一層充実させる観点から、日本銀行による短期国債の銘柄別買入状況を、月次で公表することとし、7月2日に第一回目の公表を行った。

#### (b) 短国売買・国債売買オペのRTGS化

2001年4月24日付で日本銀行が公表した「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」の実現の一環として、短国売買・国債売買オペにかかる全ての取引に関するRTGS化を11月10日に実施した。また、国債整理基金が行う国債の買入についても、同様にRTGS化が実現された。

これにより、オペの決済も市場での決済方法に即した形となったことに加え、同時に約定から決済までの情報のやりとりが電子化(STP化)されることとなり、オペ対象先、日本銀行の双方にとって使い勝手が向上するものとなった。

なお、国債現先オペに関しては、その導入時(2002年11月)よりRTGS化・STP化が実現されている。

### ロ．国債現先オペ関係

#### (a) 国債現先オペの期間延長

従来、日本銀行の金融調節においては、手形買入オペや短期国債買入オペは最長期間が1年であるのに対し、国債現先オペは最長期間が6か月となっていたが、金融調節を機動的に行う観点から、国債現先オペのうち買現先オペについて、その最長期間を1年に延長した(10月10日金融政策決定会合決定、同日実施)。

また、運用面の措置として、こうした期間延長に伴って、オペで差し入れた国債が長期間固定化されることにより、オペ対象先の応札インセンティブが減



殺されないようにするため、オペ期間中の銘柄差し替え（サブスティテュ・ション）の回数を弾力化する扱いとした。

#### （b）国債現先オペへの金銭担保の導入

従来の国債現先オペにおいては、マージン・コールの受入れ担保は国債に限定されていたが<sup>19</sup>、市場での国債現先取引において金銭担保の利用も行われている状況を踏まえ、「金銭」も担保として受け入れることとした（2月5日金融政策決定会合決定、2004年度の4月12日実施）。

#### （2）担保に関する施策

日本銀行は、信用度および市場性が十分であり、担保権その他の権利の行使に支障がないと認めるものを適格担保とすることを基本原則としている。2003年度中においては、こうした基本原則に照らした上で、以下の資産を適格担保とする措置を実施した。

産業再生機構に対する政府保証付証券貸付債権（4月30日金融政策決定会合決定、同日実施）

シンジケート・ローン債権（実務面の工夫により、適格担保としての受入れを11月21日より実施）

物価連動国債（2月5日金融政策決定会合決定、3月1日実施）

銀行等保有株式取得機構に対する政府保証付証券貸付債権（3月16日金融政策決定会合決定、同日実施）

このほか、いわゆる「電子CP」については、2003年3月31日に適格担保化が図られたが、これと並んで、6月30日より、CP買現先オペの対象資産とする措置が実施された（6月11日金融政策決定会合決定）。

なお、共通担保の受入れ状況をみると、2003年度末で79.8兆円と前年に比べ8兆円程度増加した（図表11）。これは、手形買入オペの残高（27.2兆円）を大きく上回っており、共通担保が主として手形買入オペの担保として利用されている現状においては、オペ対象先全体としては、担保繰りに余裕のある状況であったといえる。内訳をみると、残高・増加額とも、国債が過半を占めた。

---

<sup>19</sup> 例えば、国債買現先オペでは、日本銀行が買入れた国債は日々値洗いし、国債の価格下落に伴って国債時価が現先時価（当初の買入価格に運用利子を加えたもの）を下回った場合に、日本銀行からオペ対象先に対して「純与信額」が発生する。その調整を行うために日本銀行がオペ対象先に対し担保の差し入れを請求することを、マージン・コールと呼ぶ。

### (3) 資産担保証券に関する施策

4月7、8日に開催された金融政策決定会合において、「中堅・中小企業関連資産を主たる裏付資産とする資産担保証券を、時限的措置として金融調節上の買入れ対象資産とすることについて、検討を進めること」が決定された。これは、わが国の金融機関の信用仲介機能が万全でない中で、発展途上にある資産担保証券市場の活性化を通じて企業金融の円滑化を図り、金融緩和の波及メカニズムを強化することを目的とするものである。

この決定に基づき、広く市場関係者等の意見も求めた上で、6月25日の金融政策決定会合において、買入の枠組みを定める「資産担保証券買入基本要領」が制定され、7月28日より実施された(枠組みの概要については、図表12上段を参照)。

その後、12月15、16日の金融政策決定会合においては、実際の資産担保証券買入の経験を踏まえて、資産担保証券の買入基準に見直しの余地があるかどうかについて検討を行うことが執行部に対して指示された。これを受け、1月19、20日の金融政策決定会合において、資産担保証券の買入基準見直しが決定され、1月20日より実施された(見直しの内容については図表12下段を参照)。

### (4) 国債の補完供給制度の導入

2月26日の金融政策決定会合においては、国債市場の流動性向上や円滑な市場機能の維持の観点から、日本銀行が保有する国債を市場に対し供給し得る制度(いわゆる「品貸し」)の導入の是非について議論が行われた。これを受け、執行部に対し、「品貸し」制度の導入に関する実務的な検討を行うよう指示がなされた。

この指示を受けた執行部の検討を経て、2004年度の4月8、9日の金融政策決定会合において、国債の補完供給制度の枠組みを定める「補完供給を目的として行う国債の買戻条件付売却基本要領」が決定され、5月10日より実施された。

これは、国債市場の流動性向上と円滑な市場機能の維持に貢献するとの観点から、日本銀行が保有する国債を市場参加者に対して一時的かつ補完的に供給する制度である。取引形式としては、国債の買戻条件付売却(売現先)によることとし、競争入札により売却先・条件(期間利回り)を決定することとしている。また、原則として1銘柄につき3先以上から売却依頼を受けた場合等に入札を実施する、期間利回りに上限を設定する(「品貸料」に下限を設定する趣旨)等、「一時的かつ補完的な供給」との性格付けに合致した制度の枠

組みを設けている（制度の概要については図表 13 を参照）。

## 7. おわりに

以上みたように、2003 年度は、日銀当座預金残高目標が、累次の引き上げにより、30～35 兆円という極めて高い水準に達する中で、金融調節面では、期間の長めのオペを中心に資金供給を行い、金融市場の安定を確保しつつ、残高目標の円滑な達成を図ってきた。また、オペ制度面では、市場関係者からの意見・要望も踏まえた上で、金融調節の一層の円滑化を図る観点からの既存オペ手段の見直しに加え、金融緩和の波及メカニズムを強化する目的から新たな制度を導入するなど、幅広い観点から積極的に制度整備を行った。

日本銀行としては、今後とも、よりの確なオペ運営・制度整備に努め、短期金融市場の安定を確保しつつ、金融調節方針の円滑な実現を図っていく考えである。

以 上

(参考文献<sup>20</sup>)

日本銀行金融市場局「2002年度の金融調節」(日本銀行調査月報 2003年8月号)

日本銀行金融市場局「国債市場と日本銀行」(日本銀行調査月報 2004年5月号)

武藤副総裁スピーチ「『非伝統的』金融調節から得られた発見」(日本銀行調査月報 2003年8月号)

BIS Papers No.9 - Comparing monetary policy operating procedures across the United States, Japan and the euro area (December 2001)

---

<sup>20</sup> 日本銀行の論文・レポートは、日本銀行ウェブサイトの「論文・レポート」コーナーでの閲覧が可能である (<http://www.boj.or.jp/ronbun/ronbun.htm>)。総裁・副総裁・審議委員の講演等の内容は、同様に「会見・談話・講演」コーナーでの閲覧が可能である (<http://www.boj.or.jp/press/04/press.htm>)。また、BIS papers についても、インターネットでの閲覧が可能である (<http://www.bis.org/publ/bispapers.htm>)。

【図表1】2003年度の日銀当座預金増減要因  
(短国買入才ペ調整後)

(年度中の動き)

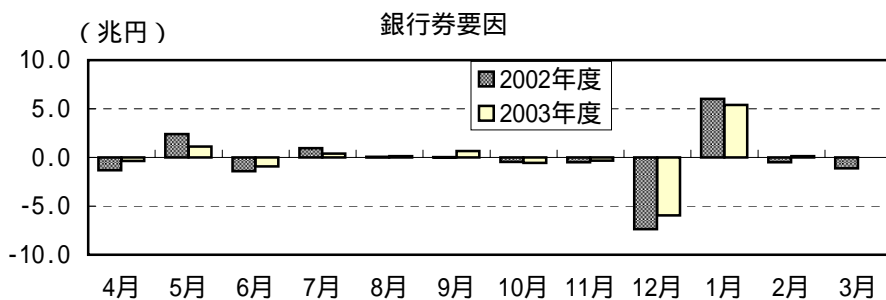
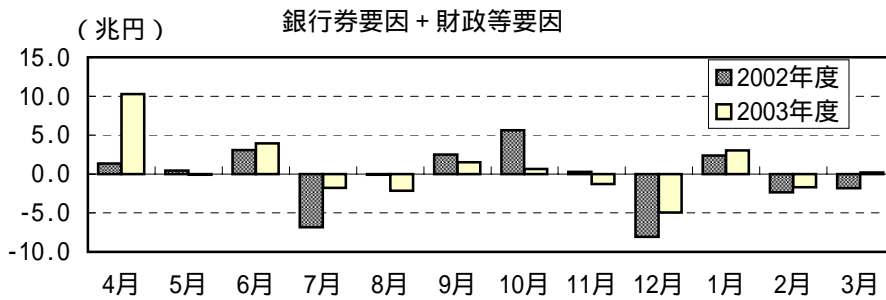
	(兆円)	
	2002年度	2003年度
銀行券要因	3.2	0.3
財政等要因	0.3	+8.0
一般財政	+52.1	+54.4
国債	60.9	63.9
政府短期証券	0.1	15.6
外為	+6.1	+32.7
その他	+2.5	+0.4
日銀当座預金増減要因	3.5	+7.7

(参考)

銀行券末残	71.1	71.4
-------	------	------

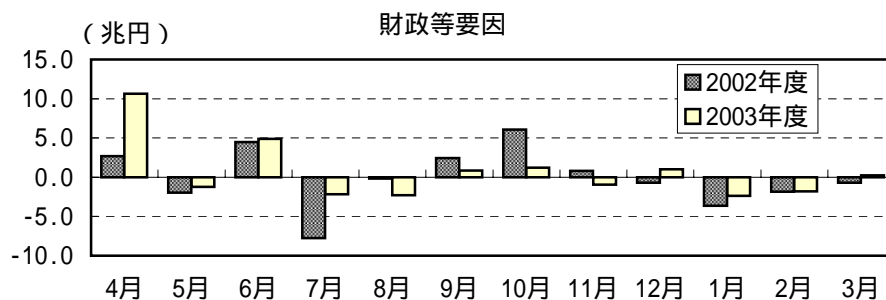
(注) 銀行券要因： は発行超を示す。  
 財政等要因： は財政等の受超、+は払超を示す。  
 日銀当座預金増減要因： は不足、+は余剰を示す。

(月次の動き)



↑ 還収超

↓ 発行超



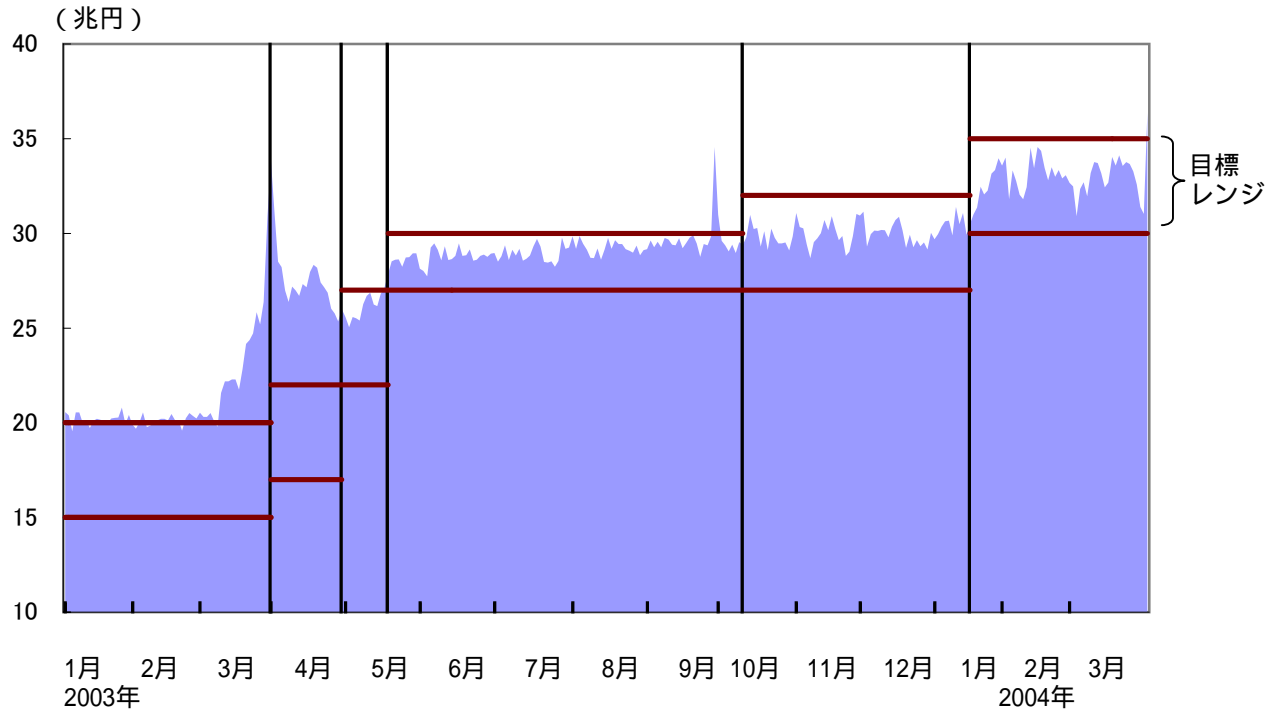
↑ 払超

↓ 受超

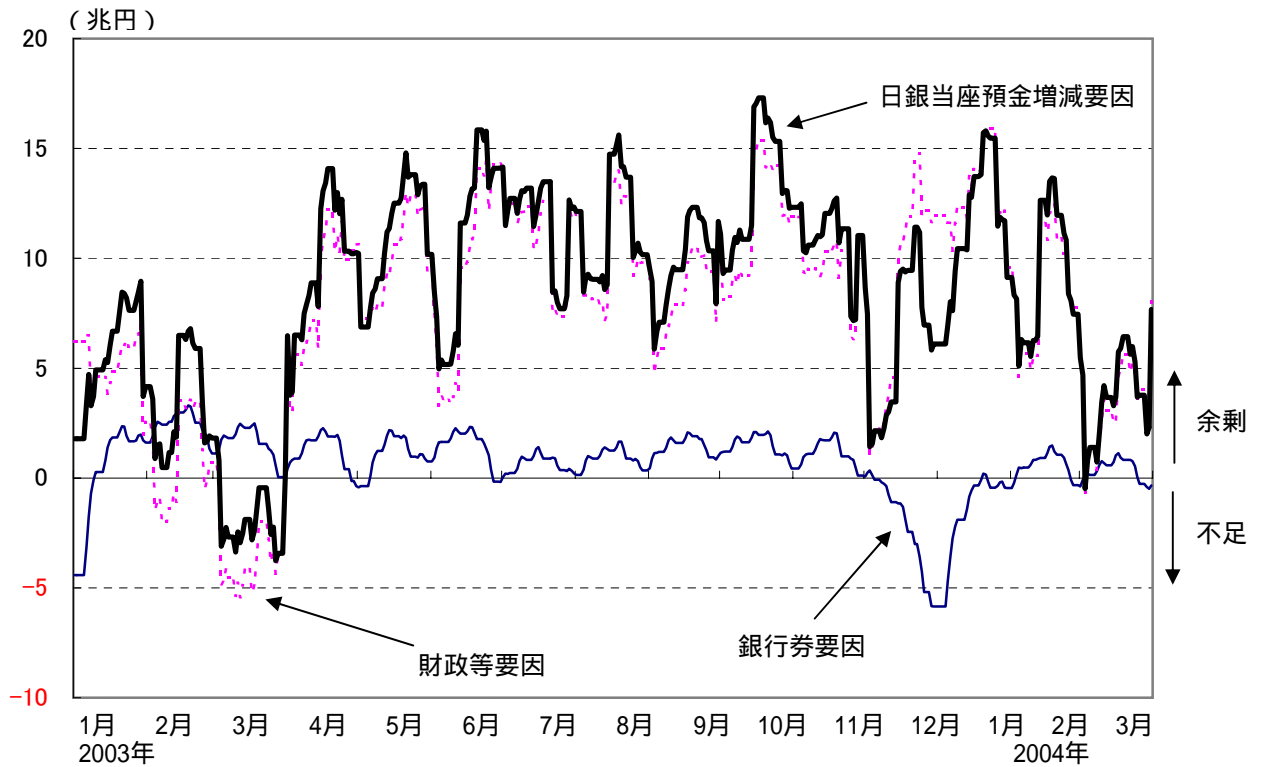
(資料) 日本銀行「日銀当座預金増減要因と金融調節」

【図表2】金融調節とこれを取り巻く環境(1)

(日銀当座預金残高)



(日銀当座預金増減要因 < 2002年度末をゼロとした場合の累計値 > )

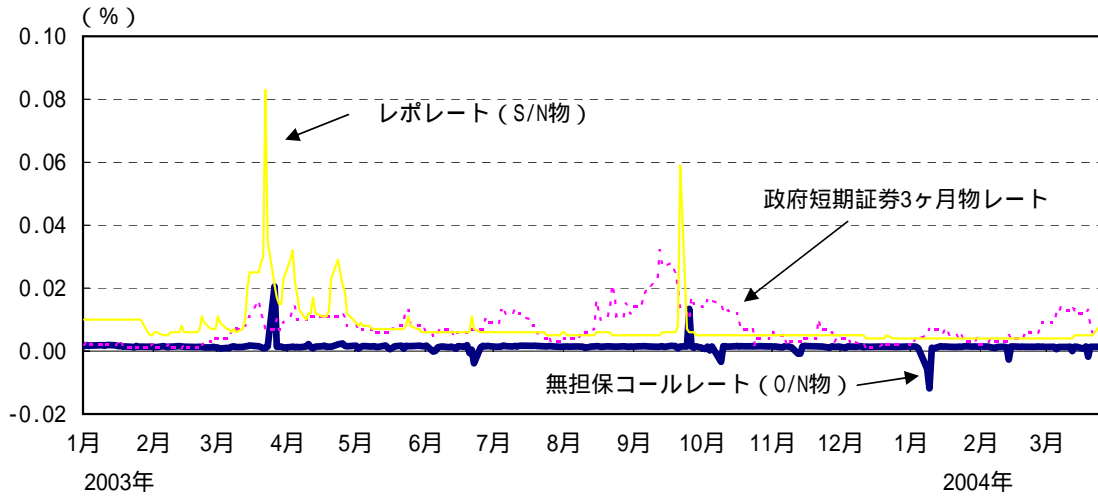


(注) 計数は短国買入才ペ調整後。

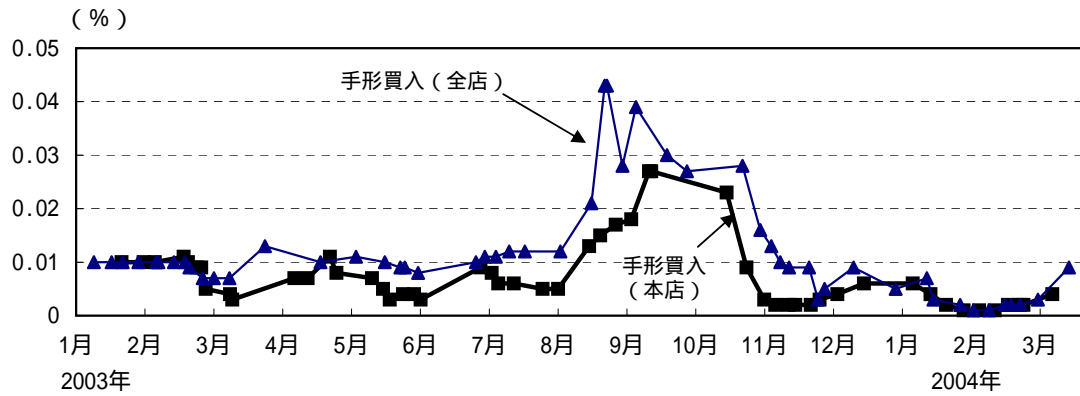
(資料) 日本銀行「日銀当座預金増減要因と金融調節」

【図表2】金融調節とこれを取り巻く環境(2)

(短期金利)

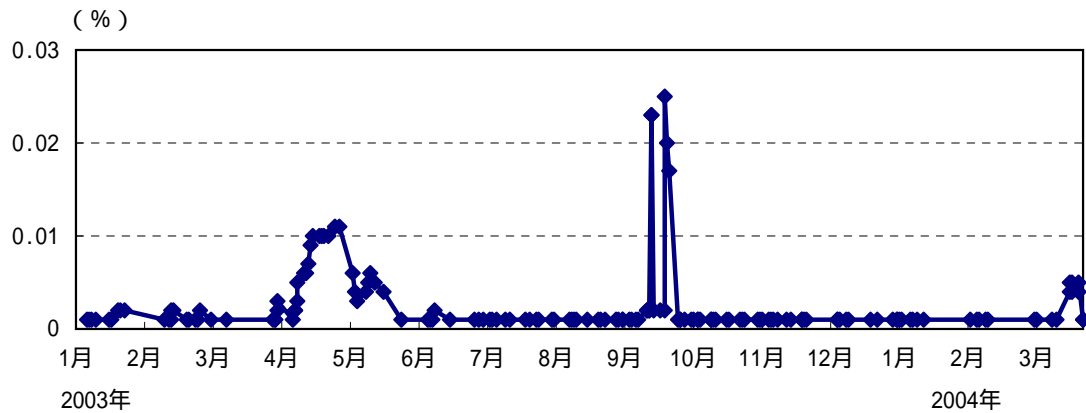


(手形買入オペレート)



(注) 手形買入オペは、主要な資金供給手段。レートは、落札決定ベース。

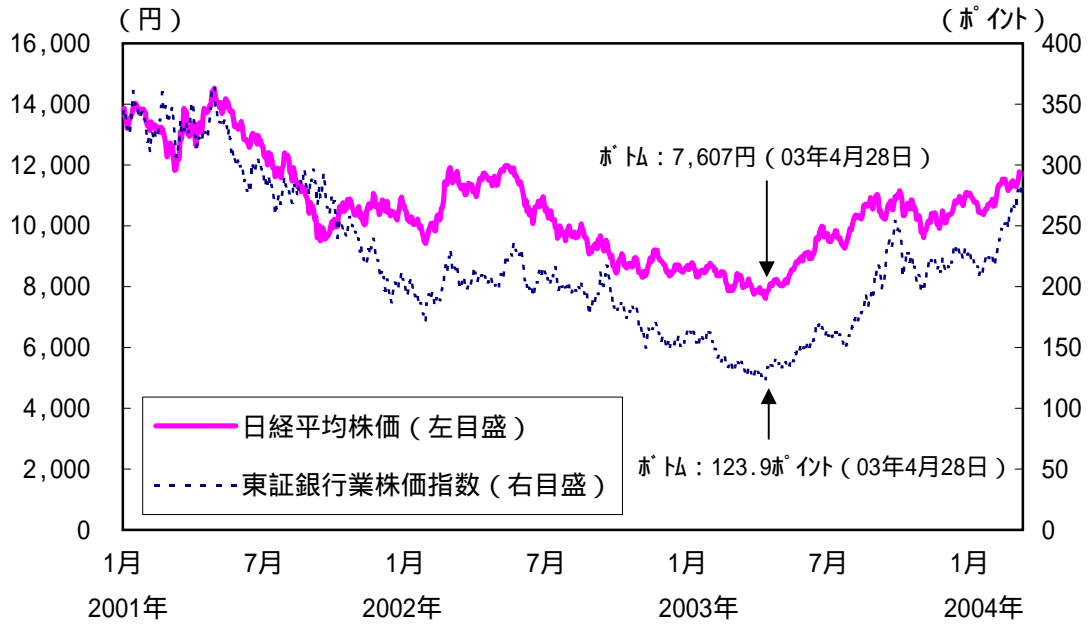
(手形売出オペレート)



(注) 手形売出オペは、主要な資金吸収手段。レートは、落札決定ベース。

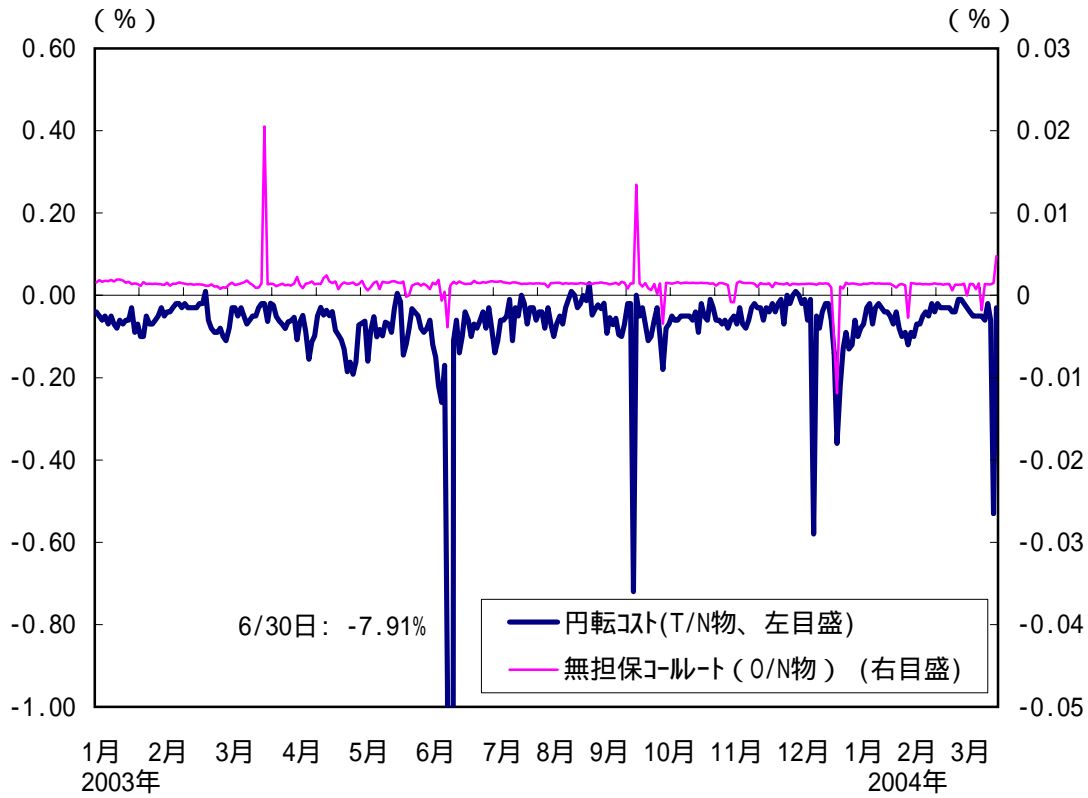
(資料) 日本銀行、日本相互証券

【図表3】 日経平均株価と銀行株価の推移





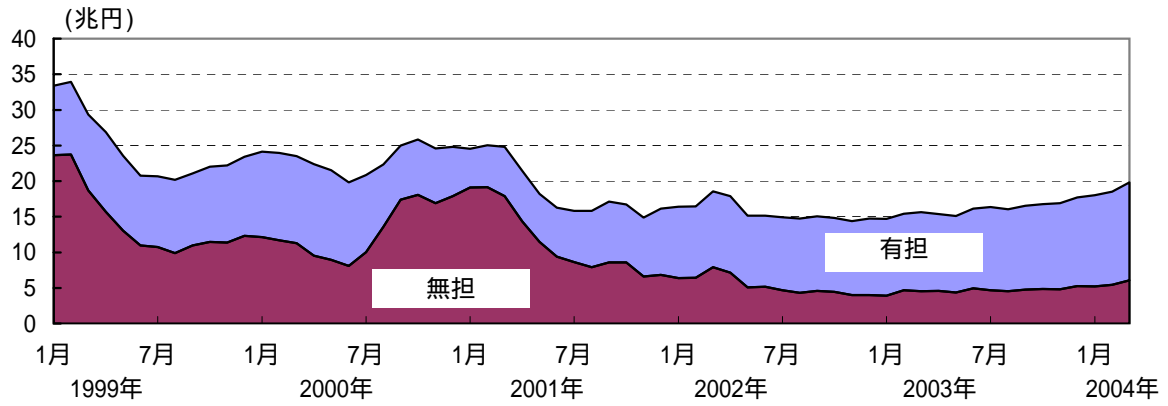
【図表4】円転コストと無担保コールレートの推移



(注) 円転コストは、ドル資金の調達金利およびフォワード・スプレッド(直物為替レートと先物為替レートの差)を基に試算したもの。

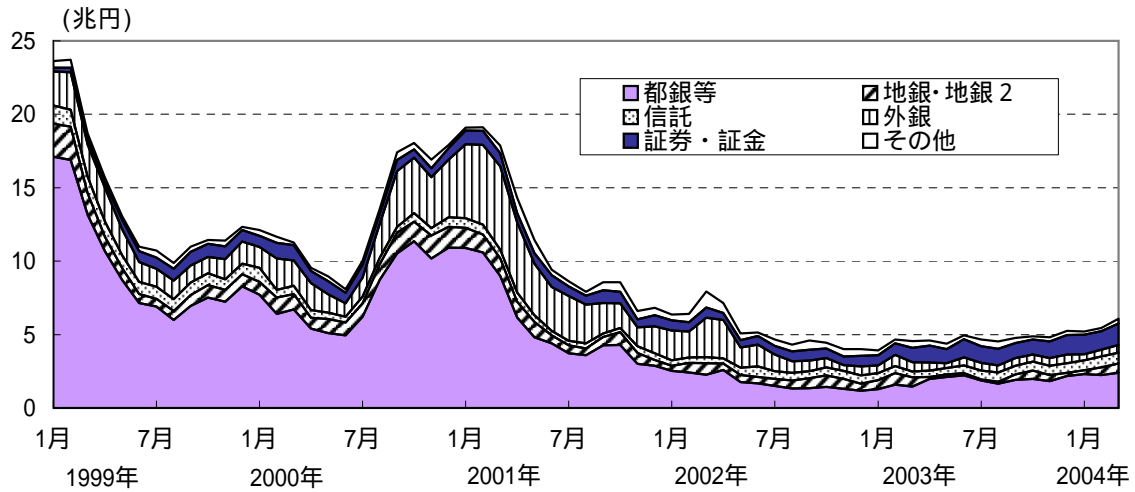
【図表5】コール市場残高

(残高合計)

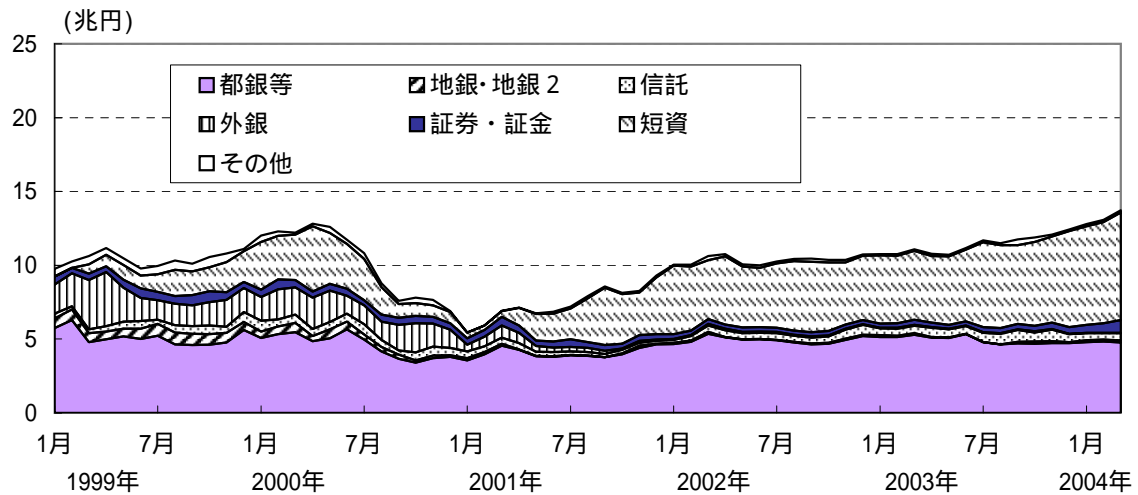


(注) 有担コールは、ブローキング分とディーリング分(出し手ベース)との合計。

(無担保コール調達の業態別残高)



(有担保コール調達の業態別残高)



(注) 有担保コール市場における短資の調達額は、有担保コール市場全体の「放出額 - 調達額」として計算。

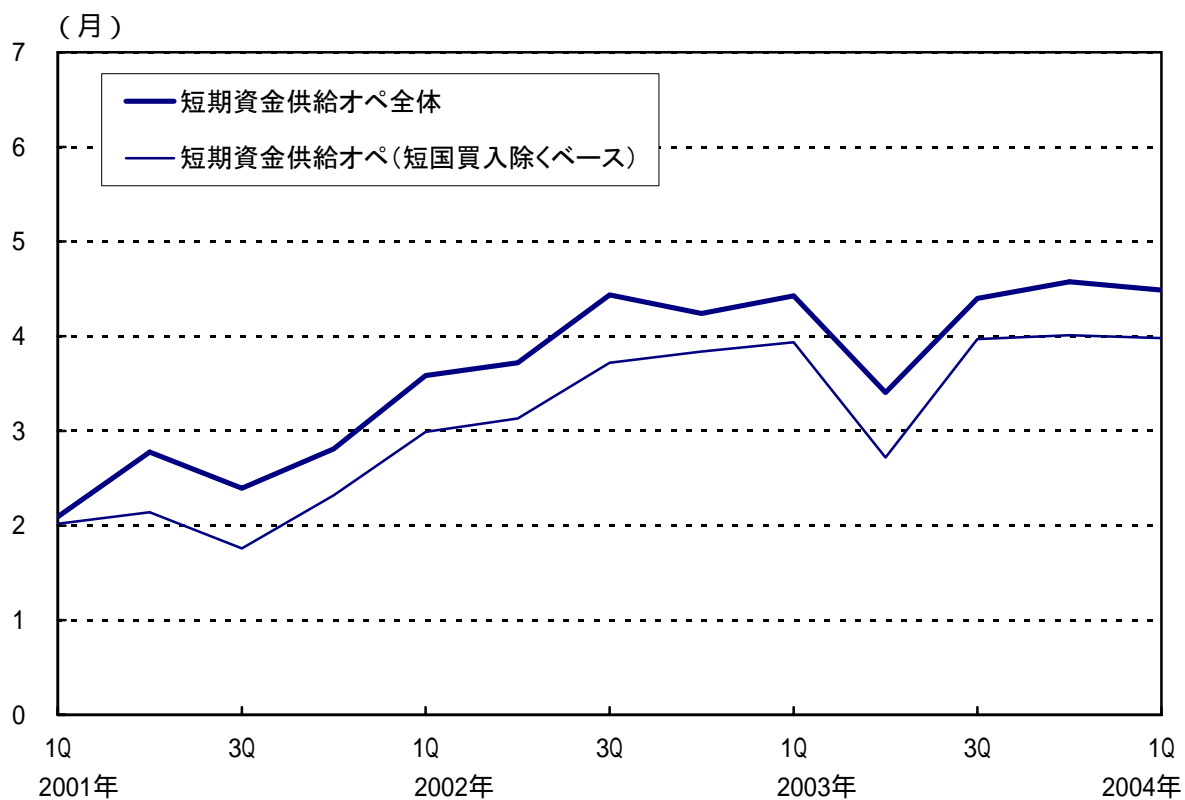
(資料) 日本銀行「コール市場残高」

【図表6】資金供給オペにおける札割れの状況

資金供給オペ手段	2002年度		2003年度	
	オペ回数	札割れ回数	オペ回数	札割れ回数
手形買入（全店）	53	3	39	0
手形買入（本店）	50	10	42	0
C P 買現先	67	42	50	5
国債レポ	84	17	43	3
短国買入	87	6	64	0
国債買入	48	0	48	0

（注）「国債レポ」は、国債買現先・国債借入・短国買現先の合計。

【図表7】短期資金供給オペの期間の推移



(注) 「短期資金供給オペ全体」とは、各四半期中にオファーされた、手形買入、国債レポ(国債買現先、国債借入、短国買現先)およびCP買現先の期間と、短国買入において実際に買入れた銘柄の残存期間を、金額加重平均したもの。  
 「短期資金供給オペ(短国買入除くベース)」とは、上記の各オペの期間を金額加重平均したもの。

【図表 8】日銀バランスシート主要項目（2004年3月末）

短期資金供給オペ	51.6	( 14.4)	銀行券	71.4	(+0.3)
長期国債	65.2	(+7.2)	当座預金	36.4	(+5.4)
引受短国	15.2	(+9.8)	政府預金および 政府余資	31.4	( 0.7)
信託財産株式	1.9	(+0.8)	短期資金吸収オペ	2.6	(+2.6)
外為特会からの 外債買現先	6.1	(+6.1)			

（注）主要項目のみ抜粋。単位：兆円。（ ）内は前年差。

（資料）日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」・

「外国為替資金特別会計からの外貨債券の売戻条件付買入残高」・

【図表 9】 オペ残高の推移

(オペ毎の残高推移)

(兆円)

	2003年 3月	6月	9月	12月	2004年 3月
ネット短期オペ残高	66.0	45.2	50.6	48.0	49.0
短期資金供給オペ	66.0	46.6	53.0	48.0	51.6
国債買現先	8.3	3.6	5.7	3.3	2.3
手形買入	29.1	23.5	25.4	23.8	27.2
本店買入	9.8	6.9	9.8	7.4	9.8
全店買入	19.3	16.6	15.6	16.4	17.4
C P買現先	3.9	2.8	2.8	2.8	2.7
短国買入	24.7	16.7	19.1	18.0	19.3
資産担保証券買入			0.0	0.1	0.1
短期資金吸収オペ	0.0	1.4	2.4	0.0	2.6
手形売出	0.0	0.6	2.4	0.0	2.6
国債売現先	0.0	0.8	0.0	0.0	0.0
長期国債買入残高	58.0	59.9	61.9	64.0	65.2

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

(資料) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」

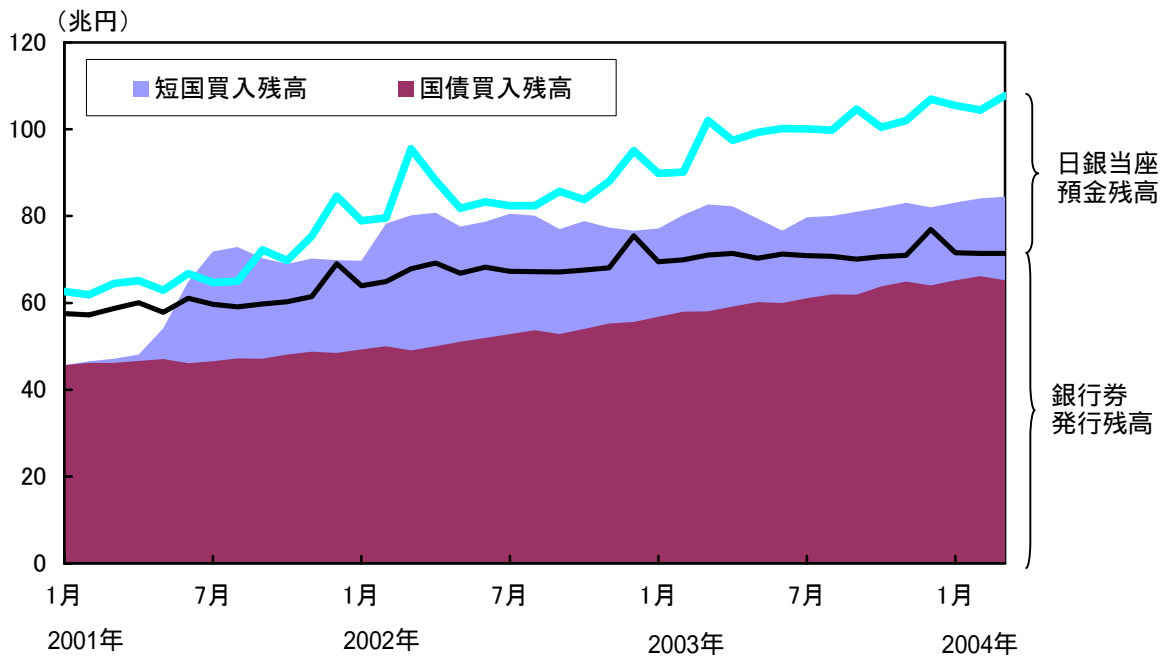
(短期資金供給オペ残高の変動)

(兆円)

	日次の変動幅の大きさ (2003年度中平均)
短期資金供給オペ残高	0.55
手形買入・国債買現先	0.47
短国買入	0.30

(注) オペ残高(短国買入以外の項目については、各オペの残高の合計)の日々の変動幅の年度平均。

【図表10】 国債買入・短国買入残高と銀行券・日銀当預残高



(資料) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」

【図表 11】日本銀行が受入れている担保の残高

	2002年度末		2003年度末	
	額面金額 (億円)	構成比 (%)	額面金額 (億円)	構成比 (%)
総計	718,020	100.0	798,450	100.0
債券計	486,148	67.7	540,496	67.7
国債	450,504	62.7	503,105	63.0
うちTB・FB	103,809	14.5	127,462	16.0
政府保証付債券・地方債・財投機関等債券	29,675	4.1	32,083	4.0
民間部門債券(社債等)	5,969	0.8	5,308	0.7
外国政府・国際金融機関債券	0	0.0	0	0.0
手形計	7,718	1.1	7,059	0.9
一般手形	5,355	0.7	4,946	0.6
コマーシャル・ペーパー	2,363	0.3	2,112	0.3
うち資産担保コマーシャル・ペーパー	1,429	0.2	512	0.1
証書貸付債権計	224,154	31.2	250,895	31.4
企業向け証書貸付債権	6,021	0.8	4,758	0.6
交付税及び譲与税特別会計向け証書貸付債権	111,396	15.5	153,566	19.2
預金保険機構向け政府保証付証書貸付債権	106,737	14.9	91,086	11.4
産業再生機構向け政府保証付証書貸付債権	--	--	335	0.0
銀行等保有株式取得機構向け政府保証付証書貸付債権	--	--	1,150	0.1

(注) 当座貸越取引、電子貸付取引および手形買入取引ならびに代理店契約および歳入代理店契約に基づく債務の担保。

「額面金額」は、分割償還債および証書貸付債権の場合には残存元本額。

「民間部門債券」は、社債・短期社債・資産担保債券・資産担保短期債券を含む。

(参考) 現先オペでの買入残高

(億円)

	2002年度末	2003年度末
国債買現先オペでの国債買入残高	82,975	22,828
C P 買現先オペでのコマーシャル・ペーパー買入残高	38,906	27,021
資産担保コマーシャル・ペーパー	11,087	7,991
短期社債	--	2,490
資産担保短期債券	--	0

(資料) 日本銀行「日本銀行が受入れている担保の残高」



## 【図表 12】資産担保証券買入の枠組み

### 1. 発足時の枠組み（2003年6月決定）

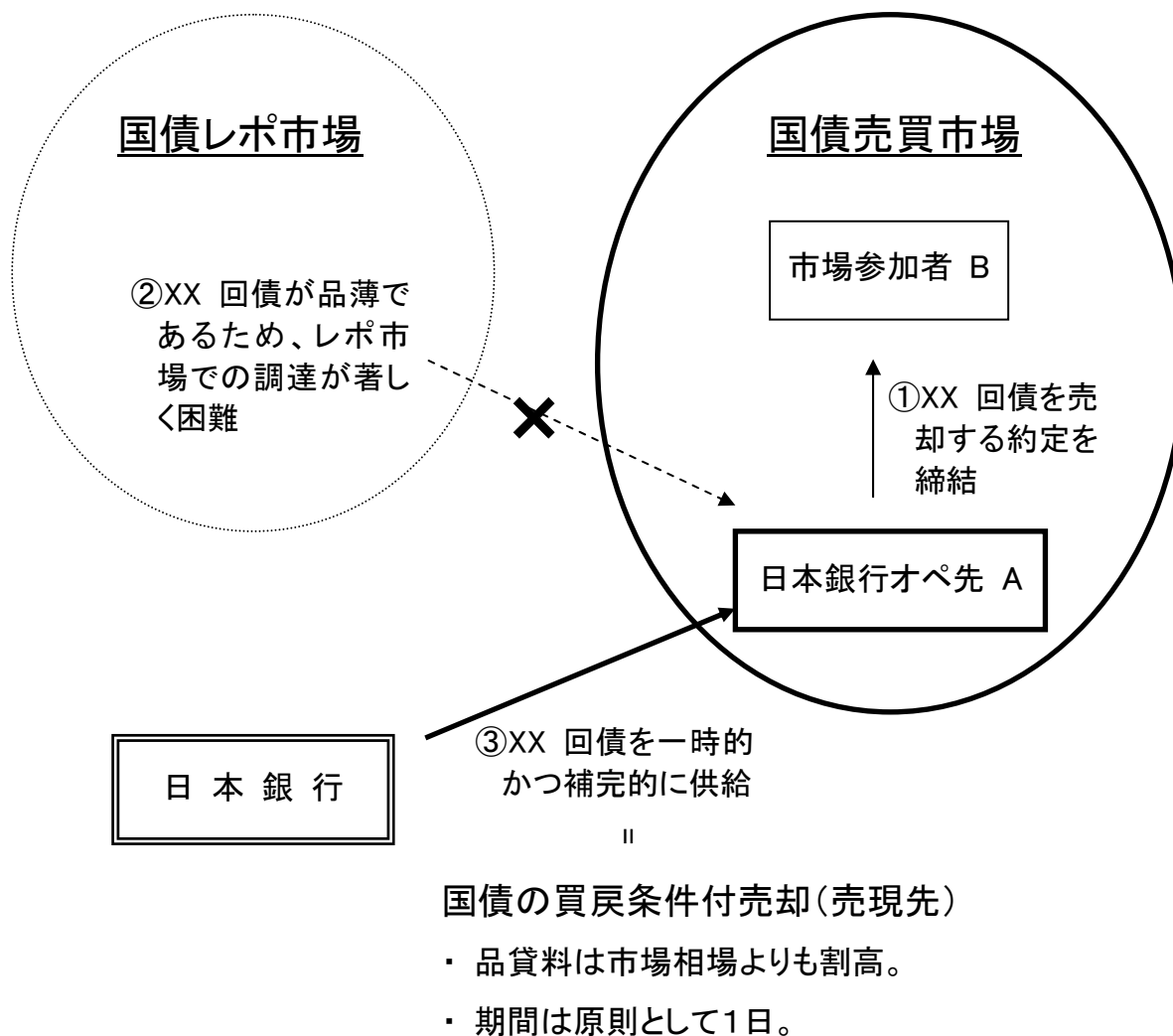
買入対象	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ A B S（資産担保債券、シンセティック型債券）</li> <li>・ A B C P（電子 C Pを含む）</li> </ul>
適格基準	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 裏付資産に占める中堅・中小企業（＝資本金 10 億円未満の会社）関連資産の割合が、金額ベースで 5 割以上であること。</li> <li>・ 裏付資産が金融機関の貸付債権である場合には、その債務者が金融検査マニュアルに定める「正常先」に分類されるものであること。</li> <li>・ 一定以上の格付を複数取得していること。</li> </ul>
買入方式	<p>〔 A B S 〕 公募時の募集価格をベースに相対で買入れ。</p> <p>〔 A B C P 〕 金利入札（下限利回り付）。</p>
買入限度額	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 全体の買入限度額（残高）は、1 兆円。</li> <li>・ A B S については、個別銘柄のランシェ毎の発行総額の 5 割。</li> </ul>
買入対象先	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 原則として 1 年に 1 回選定。</li> </ul>
買入期間	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 2005 年度末まで。</li> </ul>

### 2. 買入基準見直し（2004年1月決定）

	見直し前	見直し後
裏付資産に占める中堅・中小企業関連資産の割合	「金額」で 5 割	「金額または件数」で 5 割
「中堅・中小企業」の定義	「資本金 10 億円未満」の会社	「資本金 10 億円未満または常用雇用者数 999 人以下」の会社
「正常先」要件	あり（上表参照）	撤廃
格付要件	一定以上の格付の複数取得が必要	A B C P については、単数の格付取得で可
買入対象先の選定頻度	原則として年 1 回	随時選定（毎月 1 回の追加選定）を導入

【図表 13】「国債の補完供給制度」の概要（1）

## 1. 概念図



## 2. 効果

### （1）国債市場の流動性向上と円滑な市場機能の維持

- 国債市場においては、時として、特定銘柄の調達困難化やその懸念によって市場流動性が低下し、円滑な市場価格の形成が損なわれることがある。
- 本制度の導入により、国債市場の流動性や市場機能が向上することが期待できる。この結果、金融調節の円滑な実施、金融調節の効果の浸透といった点でも好影響が期待できる。

### （2）国債および資金決済の円滑化への寄与

- 本制度の導入は、災害やシステム障害等を背景として、国債市場において、所謂「フェイル」（国債の受渡不能）が多発・連鎖することに伴う混乱を回避することにも資する。

【図表 13】「国債の補完供給制度」の概要（2）

### 3. スキームの骨子

(1) 取引形態	<ul style="list-style-type: none"> <li>国債の買戻条件付売却（売現先）とする。</li> </ul>
(2) 売却対象先	<ul style="list-style-type: none"> <li>国債系オペ（国債売買、短国売買および国債現先オペ）の対象先のうち、予め希望する先とする。</li> </ul>
(3) 売却対象国債	<ul style="list-style-type: none"> <li>日本銀行が保有する利付国債、割引短期国債および政府短期証券のうち、日本銀行が適当と認める銘柄とする。</li> </ul>
(4) 売却期間	<ul style="list-style-type: none"> <li>原則として1日とする。 決済日は原則として約定当日。</li> </ul>
(5) 発動条件	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融市場の情勢等を勘案して決定する。 具体的には、以下の2つの場合に実施する。 原則として、1銘柄につき3先以上から売却依頼を受けた場合。 災害や大規模なシステム障害の発生時等、金融市場の情勢等を踏まえ、日本銀行が必要と認める場合。</li> </ul>
(6) 売却方式等	<ul style="list-style-type: none"> <li>期間利回りを対象として競争入札を実施する。</li> <li>期間利回りには上限を設定する（品貸料に下限を設定する）。 競争入札のオファーは、市場取引がピークアウトする午後後に実施する。 「上限期間利回り」は、無担コール翌日物金利と市場取引における品貸料の推移等を勘案して、市場参加者が本制度に過度に依存することがないような水準に設定する。</li> </ul>
(7) 売却金額等	<ul style="list-style-type: none"> <li>1日の売却総額に上限を設定する。 当面は1,000億円程度を上限とする。</li> <li>銘柄別および取引先別の売却額にも上限を設定する。 当面は、銘柄別の売却額は日本銀行が保有する残高（オペ等で売却が決定している金額を除く）の50%、取引先別の売却額は売却総額・銘柄別売却額の50%をそれぞれ上限とする。</li> </ul>
(8) 再売却	<ul style="list-style-type: none"> <li>エンド決済が未了となった場合への対応として、一定限度で再売却（ロール・オーバー）を認める。 再売却可能回数は、市場におけるフェイル慣行に則り、最高21回とする。</li> <li>再売却時の期間利回りは、当初の期間利回りを上限とする。 当面は、当初の期間利回りと0%のいずれか低い方の利回りを適用する。</li> </ul>
(9) リスク管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>（マイナスの）ヘアカットを実施する。</li> </ul>