



BOJ *Reports & Research Papers*

2007年5月

2006 年度の金融市場調節

日本銀行金融市場局

本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合は、予め日本銀行金融市場局までご相談ください。

転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

1. 概観.....	1
2. 日銀当座預金増減要因の動向.....	2
(1) 銀行券.....	2
(2) 一般財政.....	3
(3) 国債.....	3
(4) 政府短期証券・外為.....	3
3. 金融市場調節運営の推移.....	4
(1) 誘導目標「概ねゼロ%」の下での金融市場調節.....	4
(2) 誘導目標「0.25%前後」の下での金融市場調節.....	7
(3) 誘導目標「0.5%前後」の下での金融市場調節.....	9
(4) 日銀当座預金残高等の推移.....	9
(5) 量的緩和政策下の金融市場調節運営からの変化.....	10
4. 短期金融市場の動向と金融市場調節運営への影響.....	11
(1) 無担0/Nコールレートの動向.....	11
(2) 短期金融市場の動向.....	12
(3) 日中流動性需要への対応.....	14
5. 金融市場調節手段別の動向.....	16
(1) オペ手段別の運営状況.....	16
(2) 補完貸付の利用状況.....	18
6. 金融市場調節運営に関する主な変更.....	19
(1) 共通担保資金供給オペの開始.....	19
(2) 適格担保の担保価格等の定例見直し.....	19
(3) 「日銀当座預金増減要因と金融調節」の公表方式の変更等.....	19
(4) オペにおける応札限度額の変更.....	20
(5) オペにおける応札レートの刻み幅の変更.....	20

1. 概観

日本銀行は、2006年度を通じて、無担保コールレート（オーバーナイト物）（以下「無担0/Nコールレート」）を操作目標とする枠組みの下で金融市場調節を行った。日本銀行では、2001年3月から2006年3月までの間、日銀当座預金残高を主たる操作目標とするいわゆる「量的緩和政策」を採用していたことから、無担0/Nコールレートを操作目標とする枠組みの下での金融市場調節運営は、約5年ぶりとなった。

無担0/Nコールレートの誘導目標は、2006年7月13、14日の政策委員会・金融政策決定会合（以下「決定会合」）において、「概ねゼロ%」から「0.25%前後」に引き上げられた。その後、誘導目標は、2007年2月20、21日の決定会合において、「0.5%前後」に引き上げられた（図表1）。

こうした無担0/Nコールレートの誘導目標の引き上げとともに、補完貸付に適用される基準貸付利率も、2006年7月の決定会合で0.1%から0.4%に引き上げられ、さらに2007年2月の決定会合で0.4%から0.75%に引き上げられた。この結果、基準貸付利率と誘導目標の差は、0.1%ポイントから0.15%ポイント、0.25%ポイントへと順次拡大した（前掲図表1）。

こうした変化の下で、無担0/Nコールレートは、期末日や、無担0/Nコールレート誘導目標の引き上げ観測が高まった場合などに強含む動きがみられたものの、2006年度を通じて誘導目標水準で推移した。また、短期金融市場の機能は着実に回復した。この間、日銀当座預金残高は、量的緩和政策の終了後間もない2006年4月初めには約30兆円であったが、残高を削減するプロセスを経て、6月半ばに10兆円程度まで減少し、7月の決定会合における無担0/Nコールレート誘導目標の引き上げ後は、6～13兆円程度で推移した（図表2）。

2006年度中の金融市場調節手段にかかる変更としては、2006年6月、手形買入オペに代えて共通担保資金供給オペを導入し、金融調節実務の効率化を一層進めた。また、毎営業日の準備預金残高見込みを当日朝に公表するなど、金融市場調節の運営手法にも改善を加えた。

以下、本稿では、金融市場調節運営の前提となる日銀当座預金増減要因の動向をみたのち、金融市場調節運営の推移と、その下での無担0/Nコールレートの動きなど短期金融市場の動向等を述べる。また、金融市場調節手段別の動向、金融市場調節運営に関する主な変更についても説明する。

2. 日銀当座預金増減要因の動向

日銀当座預金残高は、金融機関等と日本銀行・政府との間で行われる銀行券や財政等の受払いによって増減する。日本銀行は、無担O/Nコールレートが誘導目標水準で推移するよう促すため、こうした日銀当座預金残高の増減を予測した上で、必要に応じ資金供給や資金吸収のオペレーションを行うことにより、日銀当座預金残高を調整している。このように、日銀当座預金増減要因¹の動向は、日本銀行がオペレーションを行う前提となる重要な要素である。

2006 年度中の日銀当座預金増減要因は、前年度に続き日銀当座預金残高を減少させる方向に働き、その減少寄与額は 16.7 兆円と、前年度の 12.4 兆円に比べて拡大した。これは、国債の発行額は減少したものの、政府短期証券（FB）の市中発行額が増加したほか、銀行券の発行超幅も幾分拡大したこと等によるものである。こうした動向を項目毎にみると、以下のとおりである（図表 3）²。

（1）銀行券

銀行券は、0.9 兆円の発行超と、発行超幅が前年度（0.3 兆円）に比べて幾分拡大した。2006 年 7 月および 2007 年 2 月の誘導目標の引上げにより、現金保有に伴う機会費用は増加したものの、2006 年度中は、これに伴う発行超幅

¹ 銀行券や財政の受払いのように、金融市場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、①金融機関等が手持ちの銀行券を日銀当座預金に預け入れれば、日銀当座預金の増加要因となる一方、②金融機関等が銀行券を自己の日銀当座預金から引出せば、日銀当座預金の減少要因となる。また、財政については、①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、②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。

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動向に応じて金融市場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。

² 脚注 1 では、「日銀当座預金増減要因」を「金融市場調節にとって所与となる日銀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、金融市場調節の一手段である短国売買オペによっても変動する。なぜなら、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、本来金融機関等の日銀当座預金に振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（日本銀行が保有する短期国債を金融機関等に売却した場合には、その逆になる）。

本稿では、こうした金融市場調節（短国売買オペ）の影響を除去し、財政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は、原則として「短国買入（売却）オペで買入れた（売却した）短期国債の償還金が市中金融機関等（日本銀行）に支払われた」と仮定した場合の計数を用いている。

の縮小あるいは還収超への転化といった動きはみられていない。

(2) 一般財政

「一般財政」とは、財政の受払いから国債、政府短期証券および外為（為替市場介入に伴う受払い等）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・年金等の支払いなどが含まれる。一般財政は、租税の受入増加や財政融資資金による預託金の払戻減少等を主因に、39.6兆円の払超と、前年度（43.3兆円）に比べ払超幅を縮小した。

(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³。国債は、51.8兆円と引続き大幅な受超（発行が償還を上回る状態）となったが、新規財源債の発行額の減少および財投債の償還額の大幅な増加に加え、TB（6か月物）の発行がFB（6か月物）の発行に一部振替えられたこと等もあって、前年度（63.6兆円）に比べれば受超幅は大きく縮小した。

(4) 政府短期証券・外為

政府短期証券は、上述（3）のとおり、TB（6か月物）の発行がFB（6か月物）の発行に一部振替えられたことによる市中発行額の増加等から、6.7兆円の受超となり、前年度8.3兆円の払超から日銀当座預金の減少要因に転じた。

外為は、為替市場介入が行なわれなかったため、受払はほぼゼロとなった⁴。

上述の各項目の動向は、銀行券要因、財政等要因、両者を合計した資金過不足の3項目に集約できる。日本銀行は、これらの3項目について、翌営業日の予

³ 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）参照）。

⁴ このほか、日銀当座預金残高の増減に影響を与えた項目に、海外預り金の動向がある。この預り金残高の日銀当座預金残高への影響は、2005年度中はほぼゼロであったのに対して、2006年度累計では3.2兆円の日銀当座預金の増加要因となった。これは、2度にわたる無担0/Nコールレート誘導目標の引上げに伴う市中金利の上昇を受け、外国中央銀行や国際機関等が、日本銀行に対する海外預り金を減少させ、市中運用を増加させたことを反映したものと考えられる。日本銀行は、外国中央銀行や国際機関等との取極めにに基づき、これらの機関からの預り金を、個別の指図に基づかずに市中金利を若干下回る利回りで運用するサービス（預り金の自動運用）を提供しているが、市中金利が自動運用レート対比で有利化したことが、海外預り金の保有動向に影響を与えたとみられる。

想、当日実績の速報および確報を作成・公表している⁵。これに加え、後述するように、当日の準備預金残高の見込みも朝方に公表している。日本銀行が公表するこれらの情報は、主要国の中央銀行に比べても充実している⁶。公表される予想値は、市場参加者にとって、当日の短期金融市場の状況や日本銀行のオペレーションを予測するうえで有益な情報であるほか、市場での資金運用・調達を行うにあたっても有用と考えられる。

これらのうち、翌営業日の日銀当座預金増減要因の予想について、2006年度中の日々の予想値を実績値と比較すると、資金過不足の予測誤差は平均的にみて500億円前後にとどまっており、予測精度の観点から金融市場調節に大きな影響を与えることは稀であった（図表4）。ただし、日によっては、数千億円の誤差が生ずることもあり、こうした場合には、即日オペによる日銀当座預金残高の追加的な調整が必要となることもあった。また、銀行券要因と財政等要因に分けてみると、財政等の受払額が銀行券の受払額を大きく上回っていることもあって、予想値と実績値の乖離額は、財政等要因の方が大きい⁷。

3. 金融市場調節運営の推移

2. で述べた日銀当座預金増減要因を踏まえた日本銀行のオペレーションおよび日銀当座預金等の動向は以下のとおりである。

（1）誘導目標「概ねゼロ%」の下での金融市場調節

日本銀行は、2006年3月8、9日の決定会合において、金融市場調節の操作目標を日銀当座預金残高から無担0/Nコールレートに変更したうえで、これを「概ねゼロ%で推移するよう促す」ことを決定した。また、同時に、日銀当座

⁵ このほか、これらの3項目について、月次の見込み、実績速報および実績も作成・公表している。

⁶ 米国の連邦準備制度はこうした予想値を公表していない。欧州中央銀行は、概ね週毎の資金過不足の予想額（日次平均）をその期間入り後に公表している。こうした取扱いの違いについては、関連する情報のアベイラビリティや資金過不足の振れの大きさが国により異なる（米欧は日本ほど振れが大きくない）こと等が影響しているように考えられる。

⁷ 近年、財政資金の受払額の増加に伴い、資金過不足の振れが大きくなる等の影響が生じていた。こうした中、財務省は、2005年8月、国庫金の効率的な管理を図るべく、税揚げや国債発行等による資金流入と年金・交付税支払い等による資金流出のタイミングを極力合わせる各種の施策を実施した（「国庫金の効率的な管理について」＜2005年8月26日＞）。また、財務省は、2006年5月、財政の支払超過となる日を発行日、財政の受取超過となる日を償還日とする償還期間2か月程度のFBを年間を通じて適宜発行することとした（「国庫金の効率的な管理の強化について」＜2006年5月24日＞）。これらは、財政等要因の振れを小さくする効果を有している。

預金残高については、数か月程度の期間を目途としつつ、短期金融市場の状況を十分に点検しながら、所要準備額（6兆円程度⁸）に向けて削減していくこととした（前掲図表1）。

2006年4月からの金融市場調節は、こうした方針に沿って運営した。3月末に31.2兆円であった日銀当座預金残高の削減については、4月に入ってから本格的に着手し、主として短期資金供給オペの期落ちを利用して実施した（前掲図表2）。もっとも、短期金融市場の安定を確保する観点から、新たな短期資金供給オペもオファーすることにより、その削減ペースを調整した。

こうしたもとの、無担0/Nコールレートは、2006年度入り後しばらくは0.001%～0.002%で推移していたが、日銀当座預金残高の削減が進むにつれ、極めて低い水準の中ではあるものの、幾分強含む場面もみられるようになった。特に、5月下旬以降、日銀当座預金残高が12兆円程度になった段階で、国債発行日等、証券会社の資金調達ニーズが強まる日を中心にGCレポレート⁹が上昇し始め、これが無担0/Nコールレートにも波及するようになった（図表5）。この局面では、補完貸付（当時の適用金利＜基準貸付利率＞は0.1%）の利用も増加した。こうした局面を経て、日銀当座預金残高は6月中旬に10兆円程度まで減少し、この時点で削減プロセスはほぼ終了したと判断された。

上述のレート上昇が、日銀当座預金残高が所要準備額（6兆円程度）対比相当多い段階で生じた背景としては、一部の当座預金取引先が高水準の日銀当座預金残高を維持していた中で、量的緩和政策の下で金融機関等の主たる資金調達手段であった短期資金供給オペ残高が減少したこと等を受けて、短期金融市場での資金調達に不確実性を感じる先が、レートを上げて調達を急ぐ傾向があったことを指摘できる。また、証券会社等がGCレポでの資金調度を増やそうとした一方で、GCレポでの資金の出し手に広がり乏しかったことも影響したとみられる。

このため、金融市場調節においては、国債発行日等の資金不足日に向けて、市場の資金不足をより早めに埋めるよう、オファー日の3営業日後（T+3）にスタートする先日付の手形買入（本店買入）オペ（6月26日以降は共通担保

⁸ 日本郵政公社は、準備預金制度の適用先ではないが、日本銀行との契約により所定の金額を日本銀行に対する預り金として保有することとなっている。6兆円程度の所要準備額は、こうした日本郵政公社の所要預け金額を含めたものである。

⁹ GCとは「General Collateral」の略で、レポ（ここでは国債の現金担保付貸借取引）において、貸借する国債の銘柄を特定しないものをいう。なお、これに対して貸借する国債の銘柄を指定するものをSC（Special Collateral）という。

資金供給（本店貸付）オペ）を積極的にオファーするなどの対応を行い、市場金利の安定に努めた。

日銀当座預金残高の削減プロセスがほぼ終了した後の金融市場調節運営では、短期金融市場における円滑な金利形成のために、市場参加者が市場における資金過不足を把握することが重要となった。しかし、準備預金制度非適用先が極めて多額の日銀当座預金を保有する傾向がある中で、日銀当座預金残高全体の動きは、市場における実質的な資金過不足を必ずしも的確に示さなくなった。たとえば、ある日の日銀当座預金残高が前日に比べ大きく増加する場合でも、これが一部の準備預金制度非適用先による日銀当座預金の保有増加に伴うもので、当該先の市場における資金運用が増加しないケースでは、市場における実質的な資金の余剰には繋がらない。逆に、日銀当座預金残高が減少しても、こうした準備預金制度非適用先による日銀当座預金の保有減少に伴うもので、当該先の市場における資金運用が増加するケースでは、市場における実質的な資金不足は生じない。

このように、日々巨額の資金の運用・調達を行う金融機関等にとっては、市場における実質的な資金過不足の指標という点で、全体の日銀当座預金残高よりも、準備預金制度適用先の預け金残高（準備預金残高）の方が重要となった。これを踏まえ、2006年6月16日に、「日銀当座預金増減要因と金融調節」の公表内容等を変更した。具体的には、従来「準備預金残高」に含めていた日本郵政公社の日銀預け金を「非準預先残高」と合算し、「その他残高」として計上する扱いに変更したほか、同日以降、毎営業日9時20分頃に当日の準備預金残高見込みを公表することとした（後述6.（3）参照）。

この間、オペの応札限度額や応札レートの刻み幅を変更するなどして、無担0/Nコールレートを操作目標とする金融市場調節への円滑な移行を図った（後述6.（4）および（5）参照）。

2006年7月13、14日の決定会合においては、誘導目標および基準貸付利率が引上げられたが、その曜日構成¹⁰から、一部の金融機関の間では、7月14

¹⁰ 準備預金の積み期は各月の16日から翌月15日までの1か月間であり、準備預金制度適用先は、各積み期の中に、所要準備額（月中平均残高）に積み期中の日数を乗じた金額を準備預金額として積立てなければならない。2006年6月積み期は7月15日（土）に終了したが、14日（金）が積立ての最終日であり、この終業時点の準備預金残高は、6月積み最終日である翌15日（土）の積立てに充当されただけでなく、7月積み期の初めにあたる7月16日（日）および17日（月・祝）の2日間の残高としても継続し、7月積み期の準備預金の積立てにも充当されることとなった。

日に引上げ前の基準貸付利率¹¹で多額の補完貸付を利用し、7月積み期の準備預金の積立てを大幅に前倒しにする動きがみられた。

(2) 誘導目標「0.25%前後」の下での金融市場調節

2006年7月13、14日の決定会合では、無担0/Nコールレートを「0.25%前後で推移するよう促す」こと、および補完貸付に適用される基準貸付利率を0.4%とすることが決定されたことから、その後は、この決定に従って金融市場調節運営を行った。

この間、無担0/Nコールレートは、概ね「0.25%前後」で推移した。もっとも、利上げ直後の7月積み期には、無担0/Nコールレートが期初に強含み、後半には弱含むなど、振れがちとなった（前掲図表5）。その要因としては、①無担コール市場における外国銀行の資金調達需要が増加した一方、各外国銀行の市場調達可能額（クレジットライン）には制約があったため、資金を取り急ぐ動きがみられたこと、②短期金融市場での資金調達に不確実性を感じる邦銀が、市場での資金運用より準備預金の積立てを前倒しで進める傾向があったこと、③準備預金の積立てが大きく前倒しとなった反動から、積み期後半に資金余剰感が高まりやすくなったこと等が挙げられる。

こうした状況下、7月積み期中は、即日オペを資金供給・資金吸収の両面で積極的にオファーし、金融市場の安定化を図るとともに、無担0/Nコールレートが誘導目標から大きく乖離しないよう促した。また、市場における資金不足が見込まれる場合には、T+3の共通担保資金供給（本店貸付）オペをオファーすることにより、市場金利の安定に努めた。

8月積み期以降は、短期金融市場における資金運用・調達が次第に活発となる中、市場での資金調達の確実性に対する不安が徐々に和らいだほか、外国銀行等のクレジットラインの制約等も次第に緩和していった。こうした中で、無担0/Nコールレートは、9月中間期末日に、金融機関の自己資本比率規制の影響等から資金の出し手の運用姿勢が慎重化したことを受けて上昇するなどの変動がみられたものの、総じてみればレート形成は次第に安定化していった。こうした変化を受けて、即日スタートのオペは、利上げ直後に比べて幾分減少した。また、9月以降は、T+3の共通担保資金供給（本店貸付）オペを原則としてオファーしない扱いとした。このように、利上げ後の市場機能の回復状況

¹¹ 引上げ後の基準貸付利率（0.4%）は、「金融市場調節方針の変更について」の公表（7月14日13時40分）後直ちに適用された。

等を踏まえつつ、市場における自律的なレート形成をなるべく活用する金融市場調節運営への転換を徐々に進めた。

2007年1月以降は、無担0/Nコールレートの誘導目標が引上げられる等の観測を受けて、無担0/Nコールレート等の翌日物金利が上昇する局面がみられた（BOX参照）。こうした局面では、日本銀行は多額の即日資金供給オペをオフアードし、金利上昇の抑制を図った。また、即日の資金調達が困難となった金融機関等が補完貸付を利用する動きが多くみられた。こうした多額の即日資金供給オペや補完貸付により、2007年1月積み期および2月積み期については、期初の準備預金残高が所要準備額を大幅に上回り、準備預金の積立てが前倒しで進捗する結果となった（図表6）。このため、これら積み期の後半においては、資金余剰感が強まり、無担0/Nコールレートが低下しやすくなるといった影響が生じた。

[BOX] 利上げ観測の高まりと無担0/Nコールレート等の上昇

無担0/Nコールレートの誘導目標が引上げられるとの観測（利上げ観測）が生じると、利上げが予想される決定会合前でも、準備預金制度適用先の行動の変化等を通じて、無担0/Nコールレート等の翌日物金利に上昇圧力が加わる。

即ち、準備預金の積み期中に利上げが実施されるとすると、利上げ後の積み期における準備預金積立ての機会費用（市場で運用したならば得られる利益）は、引上げ後の無担0/Nコールレート誘導目標とほぼ等しくなる。これに対して利上げ前においては、準備預金積立ての機会費用はそれよりも小さい。この場合、準備預金制度適用先は、当該積み期の利上げ前の期間において、1日あたりの所要準備額よりも多くの準備預金を積立てる、すなわち積立てを前倒しにすることが合理的となる。これにより、利上げ実施前に市場での資金運用の希望が減り（調達の希望は増え）、無担0/Nコールレート等の翌日物金利に上昇圧力が加わることになる。

なお、翌日物、特に即日スタートの0/N物の取引においては、当日の決済需要を満たすためにレートを上げてでも調達する必要のある資金の取り手がいることから、市場での調達希望額が増える局面では上昇圧力が顕現化しやすい。

(3) 誘導目標「0.5%前後」の下での金融市場調節

2007年2月20、21日の決定会合において、無担0/Nコールレートを「0.5%前後で推移するよう促す」こと、および補完貸付に適用される基準貸付利率を0.75%とすることが決定されたことから、その後は、この決定に従って金融市場調節を運営した。

利上げ後、上述のとおり2月の決定会合までに準備預金の積立てが大きく前倒しとなっていた下で、無担0/Nコールレートはやや振れがちとなる局面もあったが、短期金融市場の機能が相応の回復を遂げてきたこともあって、比較的円滑に新たな誘導目標水準に落ち着いた。

2006年度の最終営業日である3月30日には、金融機関の自己資本比率規制の影響もあって無担コール市場では資金の出し手の運用姿勢が総じて慎重な一方で、一部の金融機関等には強い資金調達ニーズがみられたことから、即日の資金供給オペをオファーして対応した。こうした中、無担0/Nコールレートは0.715%に上昇したほか、補完貸付の利用も多額に上った（前掲図表5）。

(4) 日銀当座預金残高等の推移

上述の金融市場調節運営の下で、2006年度中の日銀当座預金残高は、前年度末の31.2兆円から2006年6月半ばに10兆円程度まで減少し、7月の決定会合における無担0/Nコールレート誘導目標の引上げ後は、6～13兆円程度で推移した（前掲図表2）。2006年度末の日銀当座預金残高は、上述のように、資金の出し手の運用姿勢が慎重化するといった期末要因等から11.7兆円となった（前年度末比▲19.5兆円）。

オペレーションの残高も、2006年度中に大幅に減少した。短期資金供給オペ¹²の残高は、日銀当座預金増減要因は2005年度以上に減少方向に作用したものの、日銀当座預金残高が大幅に減少したこと等に伴い、2005年度末の56.5兆円から減少し、日銀当座預金残高の削減プロセス終了後は、概ね40兆円前後で推移した。2006年度末の同残高は、34.6兆円となった（前年度末比▲21.9兆円、図表7および図表8）。

日銀当座預金残高のうち準備預金残高は、所要準備額が年度を通じて4.7兆

¹² 短期資金供給オペとは、短国買入オペ、共通担保資金供給オペ、国債買現先オペ等、期間1年以内の資金供給を行うオペを指す（なお、2005年度末をもって廃止された資産担保証券買入も含む）。国債買入オペはこれに含まれない。

円程度¹³となる下で、準備預金制度適用先が所要準備額を超えて保有する日銀当座預金残高（超過準備）を減少させたことから、2005年度末の23.5兆円から大きく減少し、2006年7月の決定会合後は、平均的にみて5～6兆円で推移した（2006年度末は、期末要因等から8.8兆円程度となった）。超過準備の削減はいずれの業態でもみられたが、削減の時期については業態により若干前後している。また、準備預金制度非適用先の日銀当座預金残高（その他残高）も、振れを伴いつつも減少した（図表9および図表10）。これらは、利上げに伴い、日銀当座預金保有の機会費用が次第に意識されるようになってきたことに加え、積み期を経るにつれ、短期金融市場における調達不安が徐々に薄らいだこともあり、資金繰りのバッファーとして保有する日銀当座預金が減少したことによるものと考えられる。

（5）量的緩和政策下の金融市場調節運営からの変化

ここで、量的緩和政策の下での金融市場調節運営（主に2005年度中）と、2006年7月利上げ以後の金融市場調節運営を比較すると、次のような変化を指摘することができる。

第1に、日銀当座預金残高の大幅な減少等に伴い、短期資金供給オペ残高は減少した（前掲図表7および前掲図表8）。

第2に、オペの期間は短縮化された。量的緩和政策の下では、短期資金供給オペの期間を長期化するとともに、資金余剰日には資金吸収オペを積極的にオフアフェして日銀当座預金残高をターゲットの範囲内で平準化する運営を行っていた。短期資金供給オペの平均期間は、2005年第2四半期には6か月程度まで長期化したが、これは、短期資金供給オペの札割れが頻発する中で、オペ先の資金需要を喚起し、日銀当座預金残高のターゲットを維持するための方策であった。これに対し、利上げ後は、短期資金供給オペの残高が減少し、かつオペの札割れも発生しなくなったことを背景に、短期資金供給オペの平均期間は1か月程度で推移している（図表11）。もともと、日銀当座預金増減要因が引続き減少方向にある中で、日銀当座預金増減要因の変動に応じつつ、準備預金残高を安定的に推移させる等の観点から、比較的長めの資金供給も行っている。

第3に、オペのオフアフェ数は増加した（図表12）。このうち、短期資金供給オペについては、主として、オペ残高の減少度合いに比べてオペの平均期間を

¹³ 準備預金制度適用先の所要準備額（日本郵政公社の所要預け金額を含まない）。

大幅に短縮したことにより、必要なオペ残高を積み上げるためのオファー数が増加した。これに関しては、準備預金の積み進捗等が変化する中でも、先行きの準備預金残高を必要十分な水準に調整できるよう、先日付オペ1回あたりのオファー額を大きくしていないことも影響している。また、無担 0/N コールレートが誘導目標水準から乖離して上昇するような場合等には即日資金供給オペを機動的にオファーしていることも、オファー数の増加に寄与している。

また、資金吸収オペについては、無担 0/N コールレートが誘導目標水準から乖離して低下するような場合などに、即日オペをオファーすることが増えた。ただし、量的緩和政策の下とは異なり、日銀当座預金残高をターゲットの範囲内で推移させるために資金吸収オペを多用する必要がなくなったことや、財政資金の払い等により資金余剰が発生する場合には、主として短期資金供給オペのエンドを当該余剰日にあてることで対応していることから、先日付のオファー数は少なくなった（前掲図表 12）。

4. 短期金融市場の動向と金融市場調節運営への影響

（1）無担 0/N コールレートの動向

日本銀行が操作目標としている無担 0/N コールレートの動向をみると、日次ベースの加重平均値は、2006 年度中、その時々誘導目標水準で推移した。

誘導目標が 0.25%前後であった期間（2006 年 7 月～2007 年 2 月）については、無担 0/N コールレートの加重平均値の誘導目標からの乖離は、過去にターゲットが 0.25%前後であったとき（1998 年 9 月～1999 年 2 月および 2000 年 8 月～2001 年 2 月）と概ね同水準となっている（図表 13）。

また、この間の加重平均値の推移をみると、0.25%を上回ることの方が下回ることよりも多かった（図表 14）。この背景としては、上述のように、市場機能が回復途上にある中で、資金を取急ぐ動きや準備預金の積立てを優先する動きがみられたことや、利上げ観測の高まりから金利上昇圧力が生じた局面があったこと等が指摘できる。また、外国銀行の中には、取引の決済に必要な資金が恒常的に所要準備額を大幅に上回る先があり、こうした先は日々多額の資金調達を行うため、準備預金残高が当日以降の一日当たり所要準備額を上回っている日でも、無担 0/N コールレートに上昇圧力がかかりやすい面がある。

誘導目標が 0.5%前後に引上げられた後については、誘導目標が 0.25%前後

であったときに比べ、無担 0/N コールレートの変動は幾分大きくなったように窺われる。これは、誘導目標自体が 0.25%前後から 0.5%前後に上昇したことや、誘導目標と補完貸付に適用される基準貸付利率との差が従来の 0.15%ポイントから 0.25%ポイントに拡大したことにより、レートの変動余地が大きくなったことによるものと考えられる。

なお、各営業日の最高レート・最低レートをみると、日中のレート変動はかなり大きいことが分かる（前掲図表 14）。実際の日中のレートの動きとしては、朝方、幾分高めのレートで調達が始まり、緩やかにレートが低下傾向をたどることが多い。ただし、日中における資金・証券決済等の進捗状況や、資金の取り手の資金調達姿勢あるいは出し手の運用姿勢の変化などによっては、日中にレートが強含むことや大幅に低下することもある。

（２）短期金融市場の動向¹⁴

短期金融市場は、2度の利上げを受けて、市場参加者が取引を活発化させたこと等から、その機能を着実に回復させた。なお課題も残されているが、以下にみるように、コール市場の規模の回復が進んだほか、市場間の金利裁定取引も広がるなどの変化がみられた。

2006年度中のコール市場残高の推移をみると、緩やかに増加している。当該残高の伸びの中心は無担コール市場となっており、短資会社を経由する取引で見ると、特に2006年12月以降に伸びを高めている（図表 15-1）。また、短資会社を経由しないいわゆるダイレクト・ディール（DD）取引も幾分増加しているように窺われる（図表 16）。

このように無担コール市場の残高が増加した背景として、量的緩和政策の終了後、コール市場での資金取引を再開・拡大した先が増えたことや¹⁵、コール市場での取引動向に応じて、受信・与信両面でクレジットラインを拡充し、短期金融市場における運用・調達体制の整備を図る動きがあったことが指摘できる。

一方、有担コール市場の残高は、有担コールから無担コール等に運用資金が

¹⁴ 量的緩和政策解除後および2006年7月利上げ後の短期金融市場の変化と課題についての詳細は、それぞれ日本銀行金融市場局の金融市場レポート（追録）「量的緩和政策解除後の短期金融市場の動向」（2006年7月31日）および「2006年7月の政策金利引上げ後の短期金融市場の動向」（2007年1月19日）を参照。

¹⁵ 2001年3月19日から2006年3月9日までの約5年にわたる量的緩和政策の期間中に、地域金融機関を中心に、コール市場での運用・調達を取止めたり、市場取引部門を東京から撤退する動きがみられていた。

シフトしたこと等から減少していたが、2006年9月以降は幾分増加に転じた（前掲図表15-2）。有担コール取引については、時価ベースでみた担保価額がGCレポ取引に比べて低く評価されていることや、DVP決済があまり行われていないこと等が、取引の拡大が進まない要因となっているとみられる。なお、担保価額に関しては、2007年3月19日より、担保効率を高める方向で国債に係る担保掛目の見直しが行われた¹⁶。

コール市場以外の短期金融市場のうち、コール市場と特に密接に関係するものとして、GCレポ市場、ユーロ円市場、為替スワップ（円転・円投）市場などがある。これらの動向を窺うと、概要以下のとおりである。

GCレポ取引は、調達サイドでは証券会社が国債ポジションのファイナンスに利用することが多く、T+3やT+2でスタートする取引が主流である。このため、T+2の翌日物取引（S/N¹⁷）においてファイナンスできなかったポジションについては、コール市場での調達を行う動きがみられることがある。特に、2006年5～6月には、こうした動きが顕著であり、GCレポレート（S/N）の上昇が、無担0/Nコールレートの上昇に繋がる動きがみられた（前掲図表5）。

その後、無担コール市場での調達の確実性に対する懸念が徐々に後退すると、大手銀行等が、GCレポレート（S/N）が無担0/Nコールレートを上回る水準で推移していることに着目し、先日付のGCレポで資金放出を行い、無担コール等でそのファンディングを行う裁定取引を拡大させたこと等を受け、市場残高は幾分拡大している（図表17）。また、引続き資金の出し手の広がりには乏しいものの、T+0やT+1のGCレポ取引も幾分拡大している。こうしたことから、GCレポレート（S/N）がまず上昇し、その後これが無担0/Nコールレートの上昇に波及するという動きはあまりみられなくなっている。

一方、ユーロ円や為替スワップといった取引は、海外市場でも広く取引が行われていることから、主に外国銀行が円資金の調達・運用に利用しており、ブローカー経由の日々の取引高は、ユーロ円取引において増加しているとみられる（図表18）。これらの取引の主たる取引時間帯は、東京時間の夕刻からロン

¹⁶ 短資協会「有担保コールの掛目見直しについて」（2007年3月19日）参照。2007年3月末から適用される新しい自己資本比率規制（いわゆる「バーゼルⅡ」）においては、有担コールにおける担保差入額（時価ベース）が資金借入額を上回る場合、借り手において超過部分を信用リスクエクスポージャーとして認識しなければならない。2007年3月の掛け目見直しにより、国債の時価を勘案して、担保差入額の超過部分を圧縮することが可能となった。

¹⁷ 約定日の翌々営業日に資金等の受渡しが行われる翌日物の取引。「スポット・ネクスト」の略。

ドン市場が開いている時間帯までであり、T+1の翌日物取引（T/N¹⁸）のレートは、翌営業日の無担コール市場における外国銀行の調達レートと密接に関連している。

ユーロ円市場では、日本の大手銀行や地域金融機関などが外国銀行に対してT/Nでの資金放出を行い、翌営業日の無担コール市場等でそのファンディングを行う動きが広くみられている。また、為替スワップ市場では、ユーロ円市場と同様に外国銀行がT/Nで円資金調達する動きのほかに、無担コール市場での調達力が相対的に高い外国銀行が、他の外国銀行に対しT/Nや0/Nの円投により資金放出を行い、その円資金のファンディングを無担コール市場等で行う裁定取引もみられる。

2006年7月の利上げ後、これらの翌日物市場の間での裁定取引が徐々に拡大しているとみられ、これらの市場間での金利の連動性はより高まったものと考えられる（図表19）。例えば、2006年12月の円安局面や2007年2月の利上げ前後においては、円転コスト（T/N）が上昇し、これにつれる形でユーロ円レート（T/N）も上昇した。また、こうしたユーロ円レートや円転コストの上昇に伴い、外国銀行が円資金調達の一部をユーロ円・為替スワップ（円転）から無担コール（0/N物）にシフトさせる動きもみられ、こうした市場間の裁定行動が無担0/Nコールレートの上昇につながった面があると考えられる（図表20）。なお、この背景には、海外の投資家等による円資金調達ニーズの高まりがあったように窺われ、局面によっては、こうした円の調達需要の変化が無担0/Nコールレートの動向に影響を及ぼしているようにみられる。

（3）日中流動性需要への対応

日中流動性とは、市場取引の決済等に伴い、日中一時的に必要となる資金のことである。2001年1月に日銀当座預金決済がRTGS化され、無担コール取引においては、「返金先行の慣行」¹⁹が導入されたことから、資金の取り手が、前日借り入れた無担コール（0/N物）等の返金を行う朝10時頃までの時間帯に、日中流動性への需要が高まりやすい。こうした決済システムや決済に関する市場慣行の変化は、RTGS化直後に量的緩和政策が採用され、潤沢な資金供給が行われたことから、その後はあまり意識されていなかったが、量的緩和政策が終了した2006年度には、一定の影響を生じさせた。

¹⁸ 約定日の翌営業日に資金等の受渡しが行われる翌日物の取引。「トゥモロー・ネクスト」の略。

¹⁹ コール取引について、RTGSのもとで円滑に資金決済を行う観点から、「資金の取り手は、原則として資金の出し手に対して遅くとも午前10時までに返金する」という市場慣行を指す。

日本銀行は、金融機関等が差入れた共通担保²⁰の担保余裕額の範囲内で、当日終業時点を返済期限とする無利子の当座貸越により、日中流動性を供給している。しかし、適格担保の保有額は金融機関等ごとに異なるうえ、金融機関等が日々行う取引の規模により、日中流動性の必要額も異なる。こうした中で、外国銀行等では、無担コール（O/N物）等を10時までに返済するのに必要な日中流動性の額が日中当座貸越の借入可能額を上回るとき等に、「日中コール取引」を利用して日中流動性を調達することや、翌日物取引等の決済において日中流動性を節約することで対応している²¹。

日中流動性を節約する動きとしては、借入額と返済額をネットティングして差額決済できる取引が選択されることが少なくない（図表21）。ユーロ円取引は、外為円決済システムでネット決済することにより、RTGSで決済する無担コール取引に比べ、日中流動性を節約できる。ユーロ円レート（T/N）は、無担O/Nコールレートを超える水準で通常推移しているが、そのスプレッドには、日中流動性節約のプレミアムも含まれているとみることができる。

また、無担コール取引においては、2006年11月頃から、「12時エンド」などの約定がみられるようになっている。これは、10時頃までに返金先行するという市場慣行を適用せず、当事者間の合意により、12時までに返金すればよいという条件を付した取引である。これにより、資金の取り手は、共通担保の余裕額を当日の無担コール返済額より少なくでき、日中流動性コスト（適格担保を共通担保として差入れるのに伴うコスト）を節約している（前掲図表21）。このような返金時刻を市場慣行に比べ後ずらしした取引の約定レートは、10時頃までに返金しなければならない通常の無担コール取引に比べ、幾分高めとなっている²²。

²⁰ 共通担保とは、日本銀行との諸取引に関する約定や代理店契約等に基づいて金融機関等が差入れる担保のことを指す。日本銀行は、「適格担保取扱基本要領」で適格と認める担保（適格担保）を定めており、実際には国債、社債、その他債券、証書貸付債権等を中心に差入れられている。金融機関等は、差入れている共通担保の範囲内で、共通担保資金供給オペ、補完貸付、日中当座貸越など、日本銀行から様々な形態で与信を受けることができる。かつては、各約定や契約毎に担保を特定し、それぞれについて所要額以上の担保を差入れる必要があったが、2001年1月より、一定の与信については、それぞれの約定や契約により必要とされる額の合計額以上の共通担保を差入れれば足りる扱いとなっている（後述5.（1）参照）。

²¹ なお、邦銀は概して適格担保を十分に保有しているため、日中流動性の確保が問題となることは少ない。

²² 通常は1～2ベースポイント高い。

5. 金融市場調節手段別の動向

(1) オペ手段別の運営状況²³

(国債買入オペ)

国債買入オペは、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²⁴。2002年10月30日の決定会合以降、月間買入額は1.2兆円とされており、原則として1回3千億円の買入を月4回オフアーする運営を継続している。2006年7月および2007年2月に無担O/Nコールレートの誘導目標が引上げられた際も、「先行きの日本銀行の資産・負債の状況などを踏まえつつ、当面は、これまでと同じ金額、頻度で実施していく方針である」としている。

(短国買入オペ)

短国買入オペは、残存2か月～1年程度の短期国債（TB・FB）を買切るオペであり、買入方式としては、国債買入オペと同様、利回較差入札方式をとっている。

短国買入オペは、短期資金供給オペ手段の中でも、比較的長い期間の資金を供給する手段としての性格を有している。2006年度中の運営としては、短期国債市場の需給動向への影響も考慮してオフアー頻度は週1回程度とし、オフアー頻度やオフアー額を機動的に変更するといったことは行わなかった。また、1回あたりのオフアー額は2006年度入り後5千億円程度まで増額した後、9月以降は4千億円程度としている。

(共通担保資金供給オペ)²⁵

共通担保資金供給オペは、金融機関等から日本銀行に差入れられた共通担保を裏付けとして、オペ対象先である金融機関等に対して資金を貸付けるオペである。貸付方式としては、貸付利率を入札に付す方式をとっている。

共通担保資金供給オペには、全店貸付オペ（日本銀行本支店管下の金融機関

²³ 各オペ手段の残高は、前掲図表8参照。

²⁴ 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。

²⁵ 共通担保資金供給オペは、手形買入オペの取引方式を見直すかたちで導入された（後述6.（1）参照）。本項目での記述は、一部を除き2006年6月26日より前にオフアーされた手形買入オペについてもあてはまる。

等を広くオペ対象先とする貸付)と本店貸付オペ(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貸付)があり、全店貸付オペは、比較的長めの資金を安定的に供給するとの位置付けで運営した。一方、本店貸付オペは、オーバーナイトの即日オペなど超短期の資金供給から、比較的長めの資金供給まで多様なタームで運営し、日本銀行が有する短期資金供給オペ手段の中でも中核的な位置付けとして活用している。

共通担保には、国債等の公的部門の債務に加え、日本銀行が適格と認める社債等の民間債務も含まれる。共通担保は、このように幅広い資産を担保として受入可能であることや、担保の差替えが容易であるなど、オペ対象先にとっても利便性が高い。共通担保の資産構成をみると、引続き国債の差入れが多いが、短期社債・企業向け証書貸付債権等の民間債務の差入れが増加し、民間債務比率が幾分上昇した(図表 22)。

(国債買現先オペ)

国債買現先オペは、国債を売戻条件付で一定期間買入れるオペである。証券会社が国債ポジションのファイナンスに用いることが多い。

国債買現先オペは、国債のみを裏付けとした資金供給であることや、現先時価やマージン調整担保の管理等が必要なこと、また、応札限度額をオファー額の4分の1としていること(国債買現先オペ以外のオペの応札限度額は、通常はオファー額の2分の1)等から、応札倍率が共通担保資金供給オペに比べ幾分低くなる傾向がある。2006年度中は、共通担保資金供給オペに比べると幾分短めのタームで、主として国債発行日をスタート日とするオファーを行った。

(CP等買現先オペ)

CP等買現先オペは、CPおよび短期社債(電子CP)を売戻条件付で一定期間買入れるオペである。2006年度中は、CP等に対する投資家の需要が総じて旺盛なこともあり、応札倍率は他のオペに比べ低い状況が続いた。こうした点等を踏まえ、1回あたり3千億円程度で、月1~2回程度のオファーを行った。

(資金吸収オペ)

資金吸収オペについては、主として無担0/Nコールレートが誘導目標水準から乖離して下落する場合などに、オーバーナイト等ごく短いタームでオファーした。オペ手段としては手形売出オペを多く用いた。また、大幅な資金不足日

にターム物の国債売現先オペのエンドをあてることにより、資金供給手段としても活用した。ただし、こうしたケースはごく限定的なものであった。

資金吸収オペのオファー頻度は、日銀当座預金増減要因が引続き減少方向で推移していることもあり、資金供給オペに比べると全般に低い（前掲図表 12）。

なお、国債売現先の形式で行う国債補完供給については、2006 年度中の利用は 3 件にとどまった。

（２）補完貸付の利用状況

補完貸付制度は、日本銀行が、取引先の借入申込みを受け、差入れられた共通担保の範囲内で、原則として基準貸付利率（2006 年度末時点では 0.75%）により、受動的に翌営業日を返済期限とする貸付を実行する制度であり、翌日物金利の上限を画する機能を期待されている。本制度では、1 積み期間あたりの上限日数（原則 5 営業日）までの利用には基準貸付利率、これを上回る利用には基準貸付利率に 2.0%を加えた利率を適用することが原則とされているが、2003 年 3 月、全営業日にわたって基準貸付利率で借入ができるとの措置が講じられ、これが継続されている。

2006 年度中の基準貸付利率の推移をみると、無担 0/N コールレートの誘導目標の引上げとともに、2006 年 7 月の決定会合で 0.1%から 0.4%に引き上げられ、さらに 2007 年の 2 月決定会合で 0.4%から 0.75%に引き上げられた。この結果、基準貸付利率と誘導目標との差は、0.1%ポイントから 0.15%ポイント、0.25%ポイントへと順次拡大した（前掲図表 1）。こうした誘導目標との差の設定は、短期金融市場の機能回復の状況等を踏まえたものであり、2007 年 2 月決定会合においては、誘導目標との差を 0.15%ポイントよりやや大きめの 0.25%ポイントとしても、安定的なレート・コントロールに支障はないと判断された²⁶。

この間の利用状況については、2006 年 7 月決定会合までは、GC レポレートの上昇が無担 0/N コールレートに波及した場面で多額の利用がみられた。2006 年 7 月決定会合以降は、期末日や、利上げ観測の高まった決定会合の直前や当日など、短期金融市場における資金の出し手の運用姿勢が慎重化した局面で、即日の資金調達が困難となった金融機関等が多額の利用を行った。なお、2006

²⁶ 米国およびユーロエリア、英国の中央銀行においても、補完貸付制度と同様、オペレーションを補完して短期市場金利の安定を図る常設貸出ファシリティが設けられている。これらについては、政策金利と常設貸出ファシリティの貸付利率との乖離幅はいずれも 1%となっている。

年7月と2007年2月の誘導目標引上げの当日においては、引上げ後の誘導目標が引上げ前の基準貸付利率を上回るとの予想から、一部には、引上げ前の基準貸付利率により積極的に補完貸付を利用した金融機関等もあったとみられる（前掲図表5）。

6. 金融市場調節運営に関する主な変更

（1）共通担保資金供給オペの開始

共通担保資金供給オペは、手形買入オペの取引方式を見直し、オファーから期日決済に至るプロセスのペーパーレス化を実現することにより、金融調節実務の効率化を図る観点から導入された。共通担保資金供給オペの導入方針は2005年9月7、8日の決定会合で決定されていたが、2006年4月10、11日の決定会合において「共通担保資金供給オペレーション基本要領」が制定された。実際のオファーは2006年6月26日から開始した。

（2）適格担保の担保価格等の定例見直し

適格担保の担保価格等²⁷については、2005年9月7、8日の決定会合において見直しが決定されたが、その際、以後原則として年1回程度の頻度で見直しの要否を検証していくこととされた。そうした検証の結果、2006年10月12、13日の決定会合において担保価格等の見直しが行われ、同年10月26日より新しい担保価格等が適用された。

（3）「日銀当座預金増減要因と金融調節」の公表方式の変更等

日銀当座預金残高の水準が低下していく中で、準備預金制度が適用されていない先が多額の日銀当座預金残高を保有していること等により、市場における実質的な資金過不足の程度を把握することが難しくなった。このため、2006年6月16日以降、従来は準備預金制度の適用先の準備預金と同様に扱っていた日本郵政公社の預け金残高を準備預金残高から除外し、従来の非準備先残高と合算した「その他残高」として公表を開始した。あわせて、同日以降、同様の観点から、毎営業日9時20分頃に、当日の準備預金残高の見込み（概数）

²⁷ 適格担保の担保価格のほか、国債現先オペにおける売買対象国債の時価売買価格比率およびマージン調整担保国債の担保価格ならびに国債補完供給における売却対象国債の時価売却価格比率を含む。

の公表を開始した²⁸。

(4) オペにおける応札限度額の変更

資金吸収オペの応札限度額については、2006年3月16日以降、日銀当座預金残高の減少プロセスにおいて資金余剰先から円滑に資金を吸収する観点から、応札限度額をオファー額と同額としていたが、6月29日以降オファーする資金吸収オペの応札限度額をオファー額の全額から2分の1に変更した。

一方、特定のオペ先に対する資金集中を抑制する観点から、2006年7月3日以降オファーする国債買現先オペについて、応札限度額をオファー額の2分の1から4分の1に変更した。

このほか、多額の即日資金供給オペをオファーする場合等において、特定のオペ先に対する資金集中を一定程度に抑制することが適切と考えられるケースでは、応札限度額を随時変更のうえオファーを行っている。

(5) オペにおける応札レートの刻み幅の変更

国債売買オペ・短国売買オペを除く全てのオペについて、2006年7月24日以降、入札におけるレートの刻み幅を0.001%から0.01%に変更した。これらのオペについては、量的緩和政策導入当初の2001年5～7月にかけて、レートの刻み幅を0.01%から0.001%に細分化していたものである。

以 上

²⁸ 「短期金融市場の機能向上への取組み」の一環として、2007年4月16日以降、当日の準備預金残高見込みの公表時刻を午前8時頃に前倒ししている。

(参考文献²⁹)

日本銀行金融市場局「2005年度の金融市場調節」、『日本銀行調査季報』2006年夏号

—— 「金融市場レポート ―2006年前半の動き―」、2006年7月31日

—— 「金融市場レポート ―2006年後半の動き―」、2007年1月31日

—— 「量的緩和政策解除後の短期金融市場の課題」、金融市場レポート(追録) 2006年4月5日

—— 「量的緩和政策解除後の短期金融市場の動向」、金融市場レポート(追録) 2006年7月31日

—— 「2006年7月の政策金利引上げ後の短期金融市場の動向」、金融市場レポート(追録) 2007年1月19日

長野哲平・大岡英興・馬場直彦「量的緩和政策解除以降の短期金融市場における裁定行動 ―為替スワップ・ユーロ円市場を中心に―」、日銀レビュー 2007-J-1、日本銀行金融市場局

—— 「円金利市場における海外投資家の動向について ―量的緩和政策解除以降を中心に―」、日銀レビュー2007-J-2、日本銀行金融市場局

Federal Reserve Bank of New York, “Domestic Open Market Operations During 2006,” February 2007

European Central Bank, “The implementation of monetary policy in the euro area,” September 2006

²⁹ 日本銀行のレポート・論文は、日本銀行ウェブサイトの「レポート・論文」コーナーで閲覧できる (<http://www.boj.or.jp/type/ronbun/index.htm>)。

また、Federal Reserve Bank of New Yorkのペーパー (http://www.ny.frb.org/markets/annual_reports.html) やEuropean Central Bankのペーパー (<http://www.ecb.int/pub/html/index.en.html>) についても、インターネットでの閲覧が可能となっている。

金融市場調節方針の推移

2006年3月9日公表文（抜粋）

（金融市場調節方針の変更）

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、金融市場調節の操作目標を日本銀行当座預金残高（以下、「当座預金残高」）から無担保コールレート（オーバーナイト物）に変更した上で、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、概ねゼロ%で推移するよう促す。

（金融市場調節面の措置）

当座預金残高については、所要準備額に向けて削減していくことになる。（略）当座預金残高の削減は、数か月程度の期間を目途としつつ、短期金融市場の状況を十分に点検しながら進めていく。（略）補完貸付については、適用金利を据え置くとともに、2003年3月以降、利用日数に関して上限を設けない臨時措置を実施しているが、この措置は当面継続する。

2006年7月14日公表文（抜粋）

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすること（略）を決定した（略）。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%前後で推移するよう促す。

2. 補完貸付については、その適用金利である「基準貸付利率」を0.4%とすること（略）を決定するとともに（略）、利用日数に関して上限を設けない臨時措置を当面継続することとした。

2007年2月21日公表文（抜粋）

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすること（略）を決定した（略）。

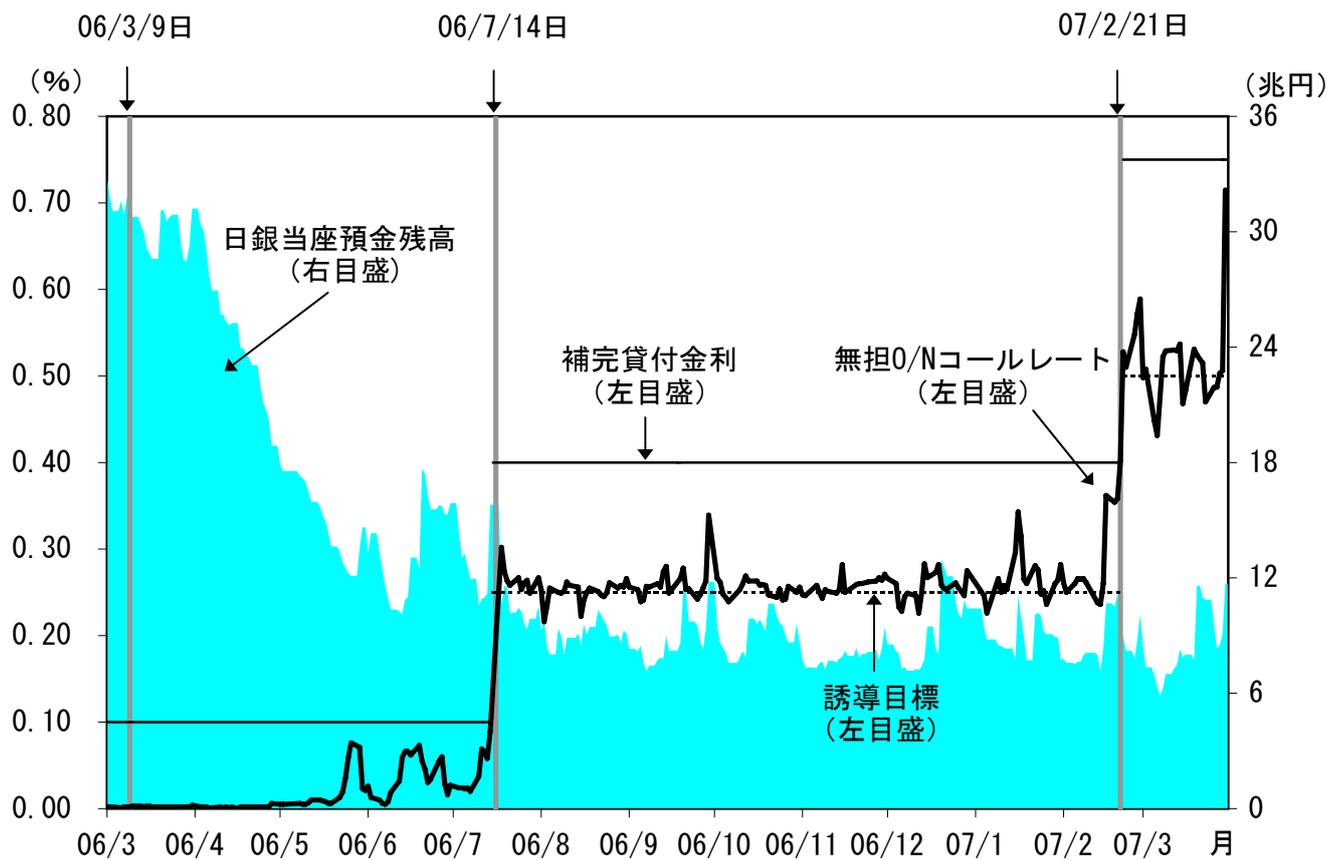
無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す。

2. 補完貸付については、その適用金利である基準貸付利率を0.75%とすること（略）を決定した（略）。

（参考）誘導目標と基準貸付利率の推移

	06/3/9～7/14	7/14～07/2/21	2/21～
誘導目標 (A) 〈無担O/Nコールレート〉	概ねゼロ%	0.25%前後	0.5%前後
基準貸付利率 (B)	0.1%	0.4%	0.75%
(B-A)	0.10%	0.15%	0.25%

日銀当座預金残高と無担0/Nコールレート



(出所) 日本銀行

2006年度の日銀当座預金増減要因

(年度中の動き)

		(兆円)		
		2005年度	2006年度	前年差
銀行券要因		▲ 0.3	▲ 0.9	▲ 0.6
財政等要因		▲ 12.1	▲ 15.8	▲ 3.7
	一般財政	+43.3	+39.6	▲ 3.7
	国債	▲ 63.6	▲ 51.8	+11.8
	政府短期証券	+8.3	▲ 6.7	▲ 15.0
	外為	+0.0	+0.0	+0.0
	その他	▲ 0.1	+3.2	+3.3
資金過不足		▲ 12.4	▲ 16.7	▲ 4.3

(参考)

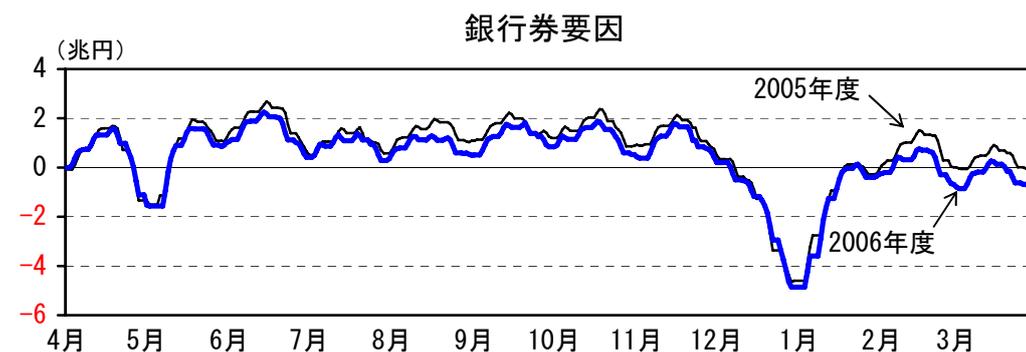
銀行券末残	75.0	75.9
-------	------	------

(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(短国売買オペ調整後)。

日銀当座預金増減要因：▲は減少、+は増加を示す(短国売買オペ調整後)。

(日次の動き)



(注) 年度初からの累積ベース(短国売買オペ調整後)。

(出所) 日本銀行

日銀当座預金増減要因の予測精度

資金過不足（銀行券要因＋財政等要因） (億円)

	実績平均	平均誤差	最大誤差	最小誤差
2006年度	9,570	524	4,593	1
4月	10,393	517	1,662	83
5月	9,537	877	2,396	89
6月	12,389	621	2,030	3
7月	9,450	434	1,815	65
8月	6,517	482	4,593	14
9月	9,332	410	1,078	37
10月	7,822	559	3,326	8
11月	6,350	450	1,375	11
12月	12,513	731	2,208	2
1月	10,515	357	1,315	9
2月	7,228	403	1,320	1
3月	12,684	424	1,662	21

銀行券要因 (億円)

	実績平均	平均誤差	最大誤差	最小誤差
2006年度	1,673	199	1,192	3
4月	2,135	230	522	60
5月	2,258	319	879	52
6月	1,391	139	309	16
7月	1,395	151	370	4
8月	974	182	503	3
9月	1,295	190	470	9
10月	1,251	168	501	16
11月	1,461	210	491	5
12月	2,534	159	438	3
1月	2,984	342	1,192	32
2月	1,406	130	355	10
3月	1,181	182	349	19

財政等要因 (億円)

	実績平均	平均誤差	最大誤差	最小誤差
2006年度	9,536	469	4,436	2
4月	10,185	528	1,321	46
5月	9,076	735	2,139	65
6月	12,118	615	1,992	2
7月	10,002	371	1,867	36
8月	6,330	424	4,436	11
9月	9,125	334	1,064	47
10月	7,875	480	3,352	12
11月	6,470	462	1,597	46
12月	13,493	712	2,034	37
1月	9,899	211	841	5
2月	6,910	394	1,288	31
3月	12,785	337	1,418	55

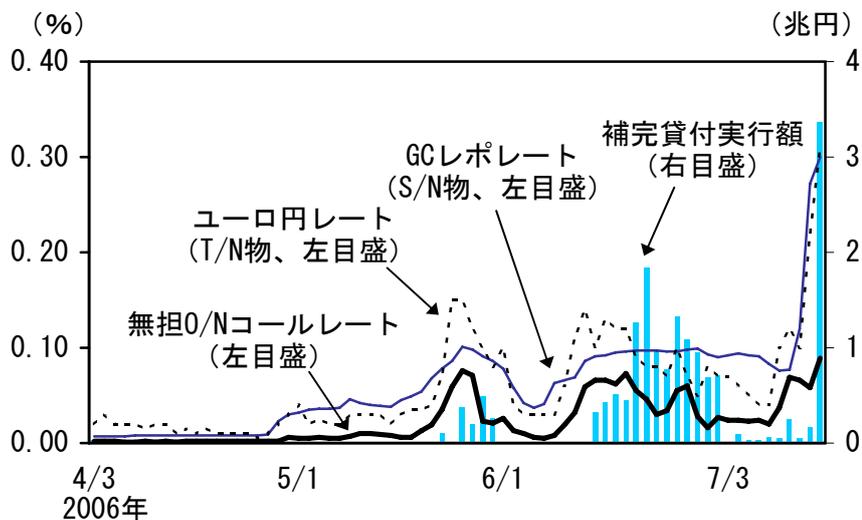
(注1) 実績平均は、各期間中の日銀当座預金増減要因に関する実績（絶対値）の平均。

(注2) 誤差は、各期間の日銀当座預金増減要因に関する前営業日予想値と実績値（いずれも短国売買オペ調整前）の誤差（絶対値）の平均、最大および最小。

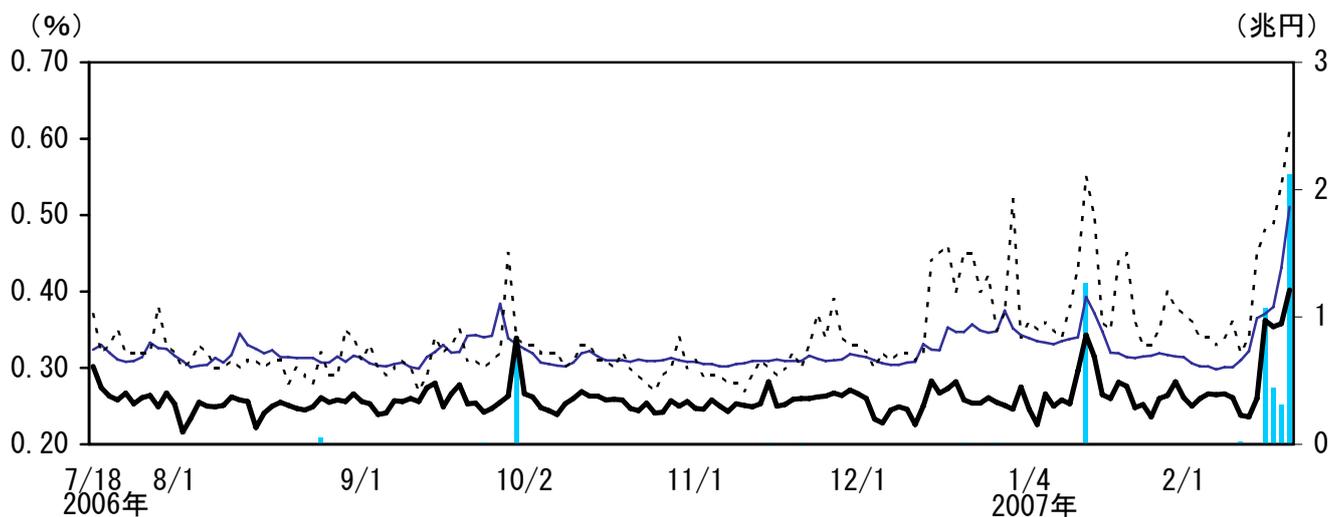
(出所) 日本銀行

短期市場金利と補完貸付実行額

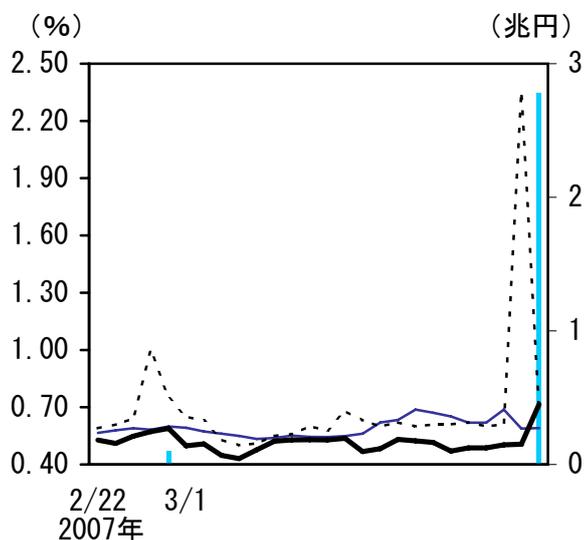
(1) 2006年4月3日～2006年7月14日 (誘導目標「概ねゼロ%」)



(2) 2006年7月18日～2007年2月21日 (誘導目標「0.25%前後」)



(3) 2007年2月22日～2007年3月30日 (誘導目標「0.5%前後」)



(注) 約定日ベース
(出所) QUICK、日本銀行

2007年1月・2月決定会合時の金融市場調節運営

2007年1月		(兆円)		
	1/16	1/17 (決定会合)	1/18 (決定会合)	
日銀当座預金残高見込み (即日オペオファー前)	8.2	7.9	7.7	
準備預金残高見込み	5.0	4.8	4.6	
即日オペオファー額	+ 1.6	+ 2.0	+ 1.2	
即日供給オペ	+ 1.6	+ 2.0	+ 1.2	
即日吸収オペ	-	-	-	
補完貸付実行額	+ 1.3	+ 0.0	-	
日銀当座預金残高(実績)	11.1	9.9	9.0	
準備預金残高(実績)	7.8	6.8	5.9	
準備預金積立て進捗率	5.2%	9.8%	13.7%	
(日数進捗率)	(3.2%)	(6.5%)	(9.7%)	
無担0/Nコールレート	0.343%	0.315%	0.265%	

2007年2月 (2/21日に金融市場調節方針を変更)		(兆円)		
	2/16	2/19	2/20 (決定会合)	2/21 (決定会合)
日銀当座預金残高見込み (即日オペオファー前)	8.0	8.0	8.5	8.4
準備預金残高見込み	4.4	4.4	4.2	4.2
即日オペオファー額	+ 1.6	+ 2.1	+ 2.3	▲ 1.3
即日供給オペ	+ 1.6	+ 2.1	+ 2.3	+ 1.5
即日吸収オペ	-	-	-	▲ 2.8
補完貸付実行額	+ 1.1	+ 0.4	+ 0.3	+ 2.1
日銀当座預金残高(実績)	10.7	10.5	11.2	9.2
準備預金残高(実績)	7.1	6.9	7.0	5.2
準備預金積立て進捗率	15.9%	21.0%	26.1%	29.6%
(日数進捗率)	(10.7%)	(14.3%)	(17.9%)	(21.4%)
無担0/Nコールレート	0.362%	0.354%	0.358%	0.402%

(注) 日数進捗率とは、積み期の総日数に対する積み期初からの経過日数(当該営業日およびそれに連続する休日を含む)の割合を示す。

日本銀行のバランスシートと短期資金供給オペ残高

(1) 日本銀行のバランスシート

(兆円)

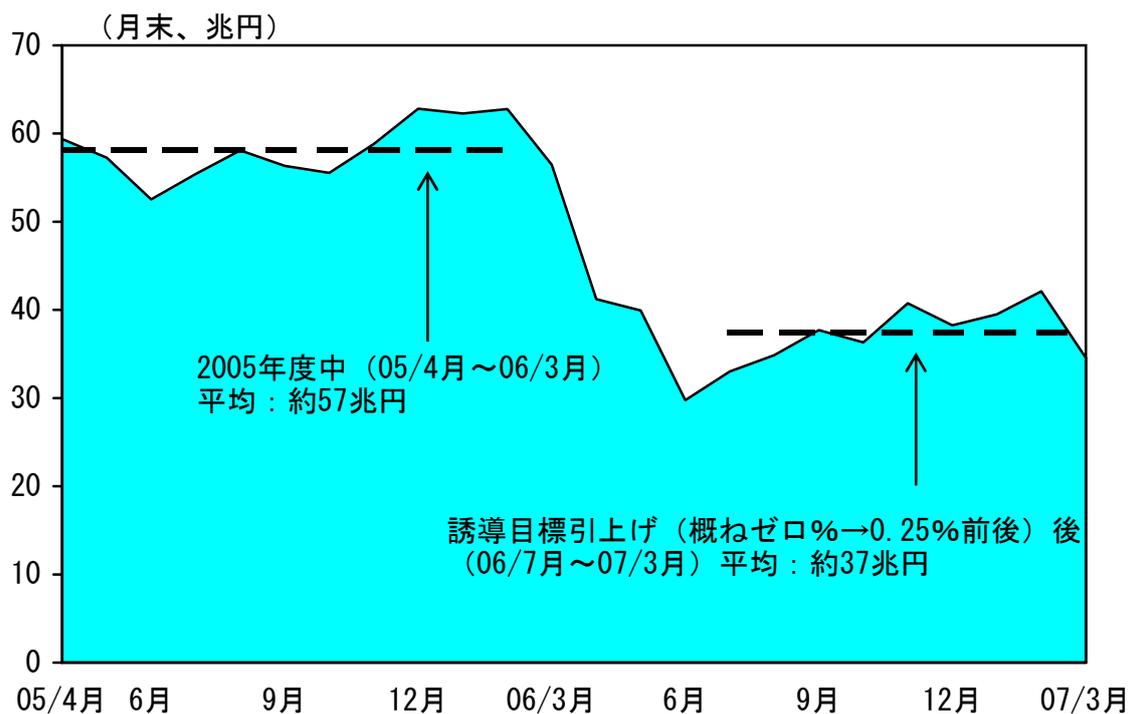
資産				負債			
	07/3月末	06/3月末	変化		07/3月末	06/3月末	変化
短期資金供給オペ	34.6	56.5	▲ 21.9	短期資金吸収オペ	0.0	2.0	▲ 2.0
短期国債(オペ分除く)	17.6	19.5	▲ 1.9	当座預金	11.7	31.2	▲ 19.5
長期国債	49.2	60.5	▲ 11.2	政府余資	17.7	27.3	▲ 9.6
信託財産株式	1.5	2.0	▲ 0.5	発行銀行券	75.9	75.0	+0.9

(注1) 主要項目のみ抜粋。

(注2) 短期国債(オペ分除く)には、外国中央銀行等による円建資金運用に応じるために引き受けた政府短期証券、長期国債・割引短期国債の借換のために引き受けた割引短期国債が含まれる。

(出所) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」、「日本銀行の対政府取引」

(2) 短期資金供給オペ残高



(出所) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」

オペ残高の推移

(兆円)

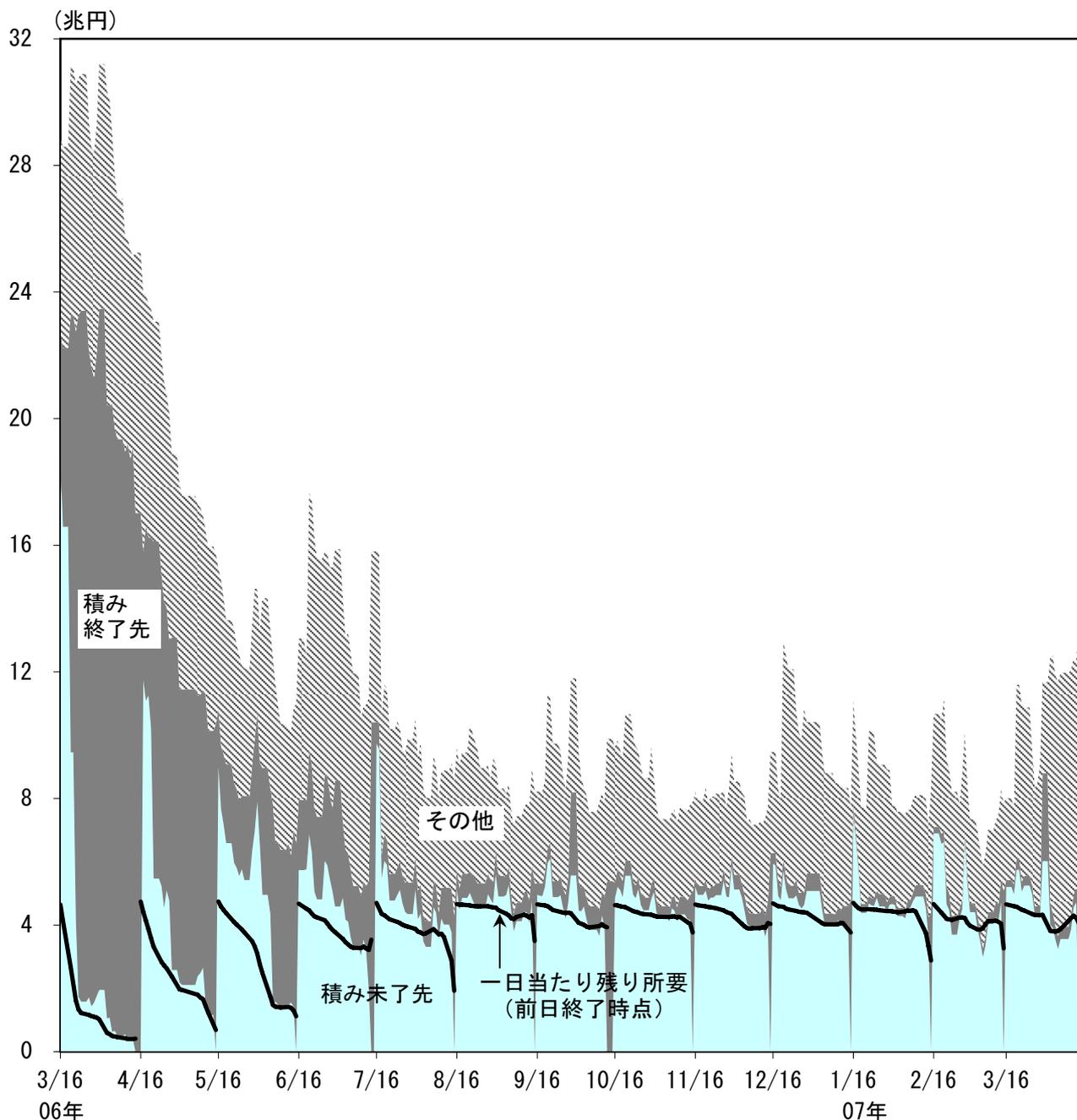
	2006年3月末	9月末	2007年3月末
ネット短期オペ残高	54.5	37.7	34.6
短期資金供給オペ	56.5	37.7	34.6
国債買現先	2.8	6.6	4.2
共通担保資金供給	37.8	20.2	20.4
本店貸付	14.2	14.8	14.2
全店貸付	23.6	5.4	6.2
CP等買現先	2.4	0.6	0.3
短国買入	13.4	10.3	9.6
資産担保証券買入	0.1	—	—
短期資金吸収オペ	2.0	0.0	0.0
手形売出	1.4	0.0	0.0
国債売現先	0.6	0.0	0.0
短国売却	0.0	0.0	0.0
長期国債買入残高	60.5	53.6	49.2

(注1) 長期国債買入残高は、国債買入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。

(注2) 2006年3月末時点の共通担保資金供給の計数は、手形買入の計数。

(出所) 日本銀行

日銀当座預金残高・準備預金残高



(注1) 積み未了先は、準備預金制度適用先のうち、積み期間中に積立てなければならない準備預金額の積立てを当日終了時点で完了していない先。

(注2) 積み終了先は、準備預金制度適用先のうち、積み期間中に積立てなければならない準備預金額の積立てを当日終了時点で完了している先。

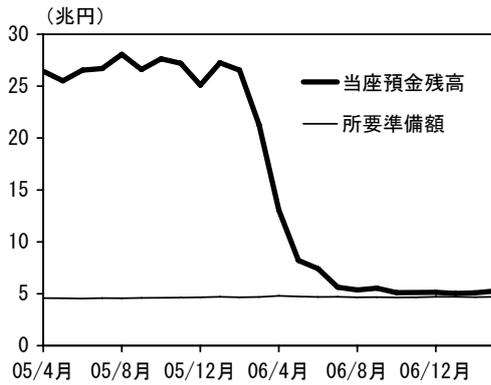
(注3) その他は、準備預金制度の適用がない先（日本郵政公社を含む）。

(注4) 一日当たり残り所要（前日終了時点）は、前日終了時点の積み未了先が、当該積み期の残り期間中に積立てなければならない準備預金額を平均的に積立てるとした場合の一日当たりの金額。

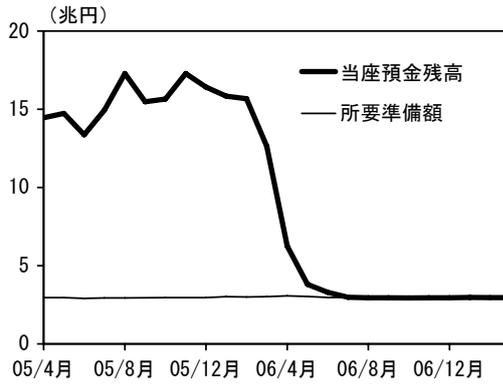
(出所) 日本銀行

業態別の日銀当座預金残高

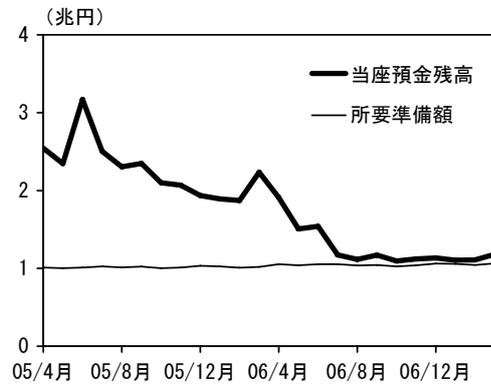
(1) 準備預金制度適用先合計



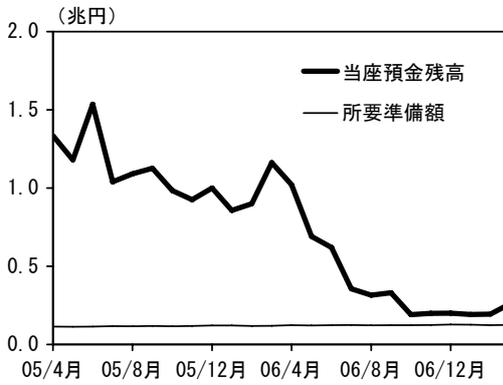
(1)-① 都市銀行（都銀）



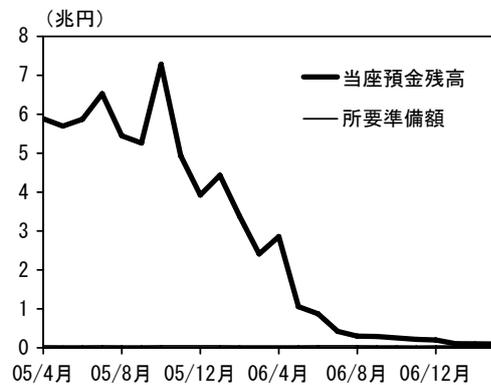
(1)-② 地方銀行（地銀）



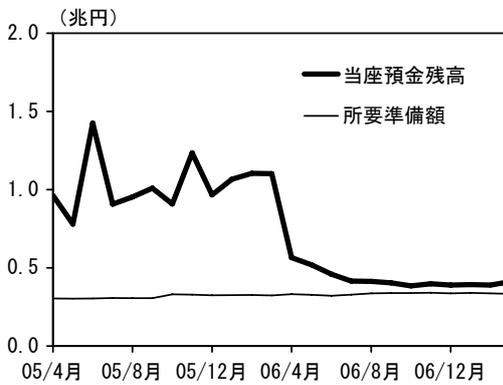
(1)-③ 第二地銀協加盟行（地銀II）



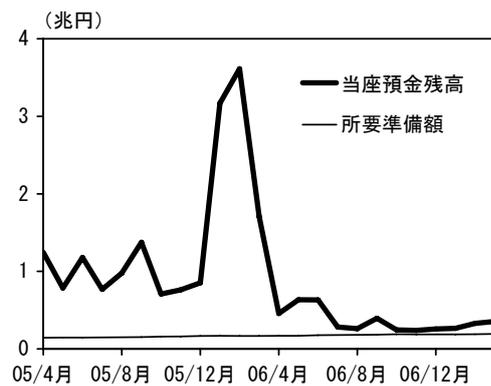
(1)-④ 外国銀行（外銀）



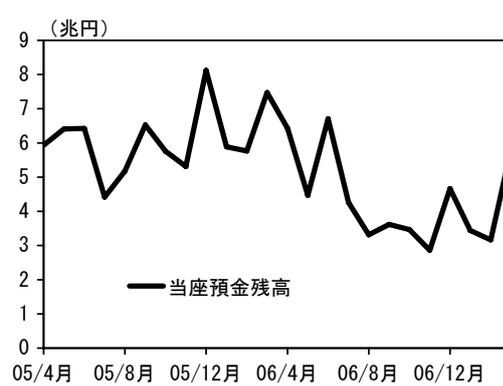
(1)-⑤ 信託銀行（信託）



(1)-⑥ その他の準備預金制度適用先

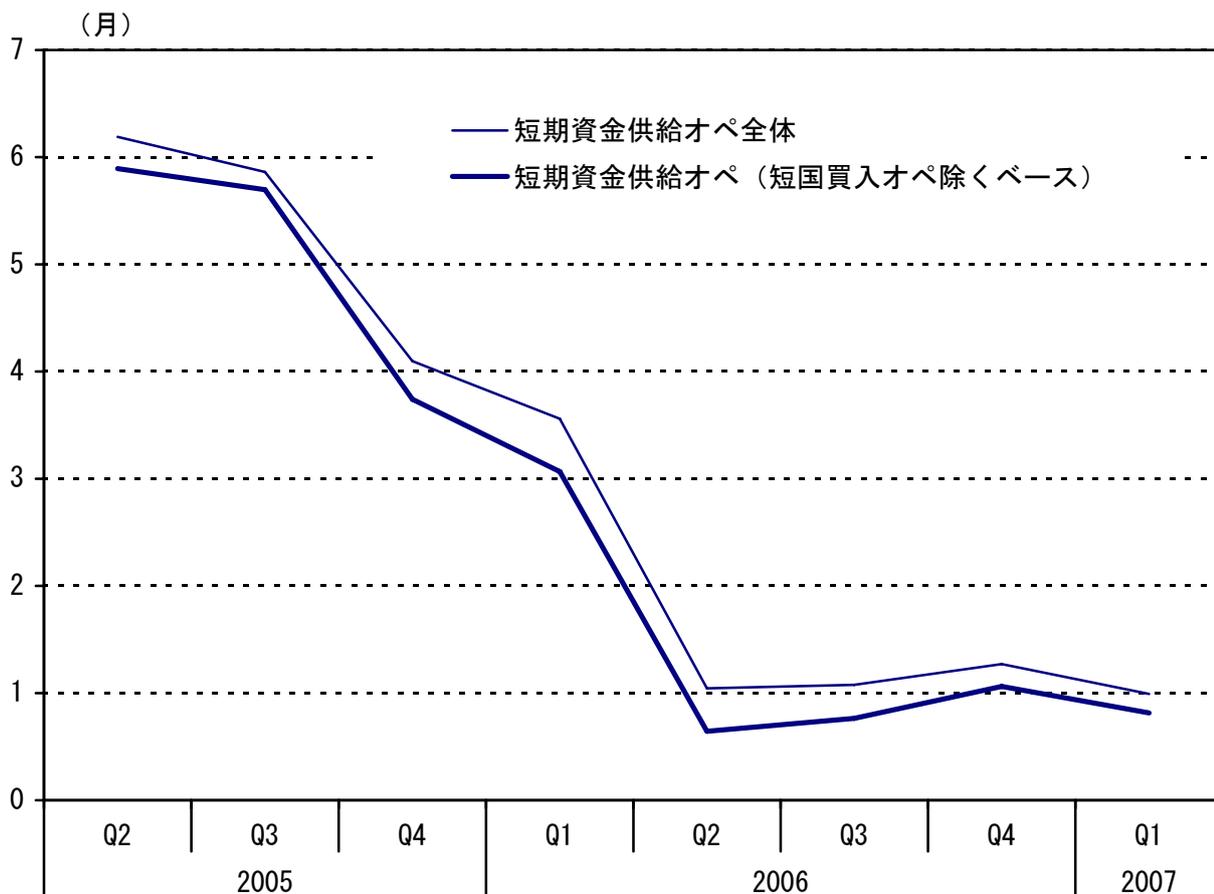


(2) その他先



(注)各積み期の平均残高(準備預り金を含む)。日本郵政公社はその他先を含む。
(出所)日本銀行

短期資金供給オペの平均期間



(注1) 「短期資金供給オペ全体」とは、各四半期中にオファーした、①共通担保資金供給オペ、手形買入オペ、国債買現先オペおよびCP等買現先オペの期間と、②短国買入オペにおいて買い入れた銘柄の残存期間を、落札金額で加重平均したもの。

(注2) 「短期資金供給オペ (短国買入オペ除くベース)」とは、上記①の各オペの期間を金額をウェイトとして加重平均したもの。

(出所) 日本銀行

オペのオファー数

	短期資金供給オペ						短期資金吸収オペ				
		T+0 (即日)	先日付計				T+0 (即日)	先日付計			
			T+1	T+2	T+3			T+1	T+2		
05/4月	17	0	17	0	17	0	5	0	5	1	4
5月	15	0	15	0	15	0	2	0	2	2	0
6月	17	0	17	0	17	0	4	0	4	1	3
7月	23	0	23	0	23	0	0	0	0	0	0
8月	14	0	14	0	14	0	3	0	3	2	1
9月	9	0	9	0	9	0	8	0	8	5	3
10月	15	0	15	0	15	0	6	0	6	4	2
11月	23	0	23	0	23	0	5	0	5	2	3
12月	15	0	15	0	15	0	6	0	6	3	3
06/1月	17	0	17	0	17	0	11	0	11	8	3
2月	21	0	21	0	21	0	5	0	5	3	2
3月	10	0	10	1	9	0	6	0	6	2	4
4月	8	0	8	2	6	0	6	0	6	4	2
5月	26	3	23	6	14	3	4	0	4	3	1
6月	45	5	40	5	32	3	1	1	0	0	0
7月	56	12	44	5	32	7	5	5	0	0	0
8月	43	5	38	6	29	3	10	10	0	0	0
9月	43	3	40	10	30	0	5	5	0	0	0
10月	41	2	39	7	32	0	7	7	0	0	0
11月	44	5	39	2	37	0	8	4	4	3	1
12月	36	4	32	4	28	0	8	8	0	0	0
07/1月	46	7	39	4	35	0	3	3	0	0	0
2月	50	13	37	2	35	0	5	4	1	1	0
3月	39	6	33	2	30	1	10	10	0	0	0

(注) 国債買入オペ、短国売買オペ、国債補完供給および資産担保証券買入を含まない。

(出所) 日本銀行

無担0/Nコールレートの誘導目標からの乖離

積み期	営業 日数	誘導目標 (A)	誘導目標 からの 乖離 (B)	誘導目標 水準に対 する乖離 (B)/(A)	補完貸 付金利 (C)	補完貸付 金利に対 する乖離 (B)/(C)	加重平均レート のレンジ	
	(日)	(%)	(%)		(%)		(%)	
98/8月積み期	(3)	0.25	0.02	0.09			0.23	- 0.28
98/9月積み期	(21)	0.25	0.05	0.21			0.20	- 0.47
98/10月積み期	(20)	0.25	0.05	0.20			0.15	- 0.33
98/11月積み期	(21)	0.25	0.04	0.17			0.17	- 0.30
98/12月積み期	(19)	0.25	0.04	0.14			0.18	- 0.32
99/1月積み期	(19)	0.25	0.02	0.07			0.22	- 0.28
00/7月積み期	(2)	0.25	0.11	0.43			0.10	- 0.22
00/8月積み期	(22)	0.25	0.01	0.04			0.24	- 0.28
00/9月積み期	(19)	0.25	0.01	0.04			0.23	- 0.28
00/10月積み期	(22)	0.25	0.01	0.03			0.23	- 0.26
00/11月積み期	(21)	0.25	0.00	0.02			0.24	- 0.26
00/12月積み期	(17)	0.25	0.02	0.08			0.20	- 0.28
01/1月積み期	(22)	0.25	0.01	0.05			0.23	- 0.28
01/2月積み期	(9)	0.25	0.01	0.02			0.24	- 0.26
01/2月積み期	(11)	0.15	0.01	0.04			0.14	- 0.16
01/3月積み期	(2)	0.15	0.02	0.11	0.25	0.06	0.13	- 0.14
06/7月積み期	(21)	0.25	0.02	0.07	0.40	0.05	0.216	- 0.302
06/8月積み期	(23)	0.25	0.01	0.04	0.40	0.03	0.239	- 0.280
06/9月積み期	(18)	0.25	0.02	0.10	0.40	0.06	0.239	- 0.339
06/10月積み期	(22)	0.25	0.01	0.04	0.40	0.02	0.241	- 0.282
06/11月積み期	(21)	0.25	0.01	0.06	0.40	0.04	0.226	- 0.283
06/12月積み期	(17)	0.25	0.02	0.07	0.40	0.04	0.226	- 0.296
07/1月積み期	(22)	0.25	0.03	0.11	0.40	0.07	0.236	- 0.343
07/2月積み期	(4)	0.25	0.12	0.48	0.40	0.30	0.354	- 0.402
07/2月積み期	(16)	0.50	0.04	0.09	0.75	0.06	0.431	- 0.589
07/3月積み期	(20)	0.50	0.05	0.11	0.75	0.07	0.469	- 0.715

(注1) 誘導目標からの乖離は、以下のように定義。

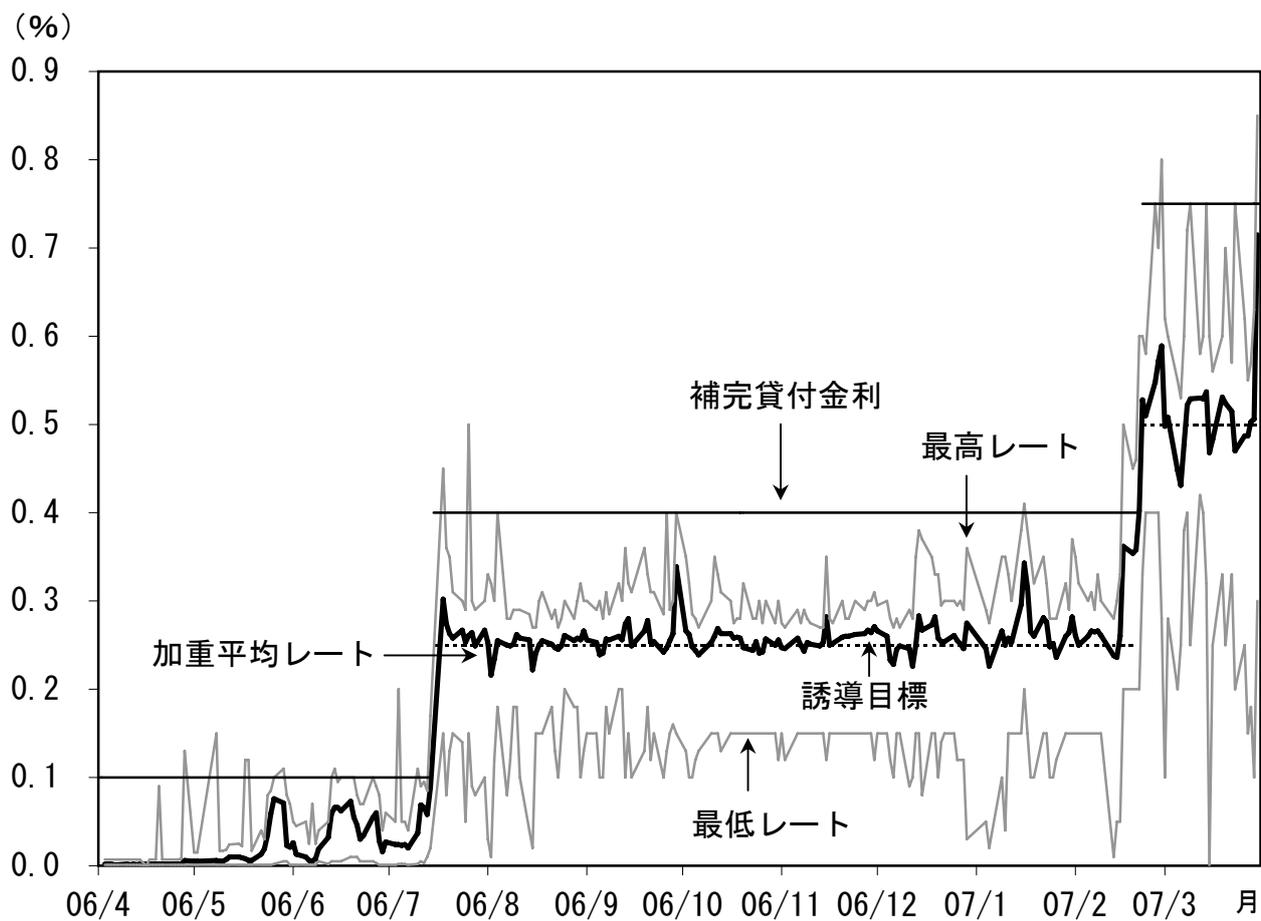
$$\text{乖離} = \sqrt{\frac{\sum (\text{加重平均レート} - \text{誘導目標})^2}{\text{営業日数}}}$$

(注2) 無担0/Nコールレートの誘導目標が実質的にゼロであった期間 (99/2~00/8月、06/3~06/7月) および量的緩和期 (01/3月~06/3月) を除く。

(注3) 補完貸付制度は、2001年3月から実施。

(出所) 日本銀行

無担0/Nコールレートの変動

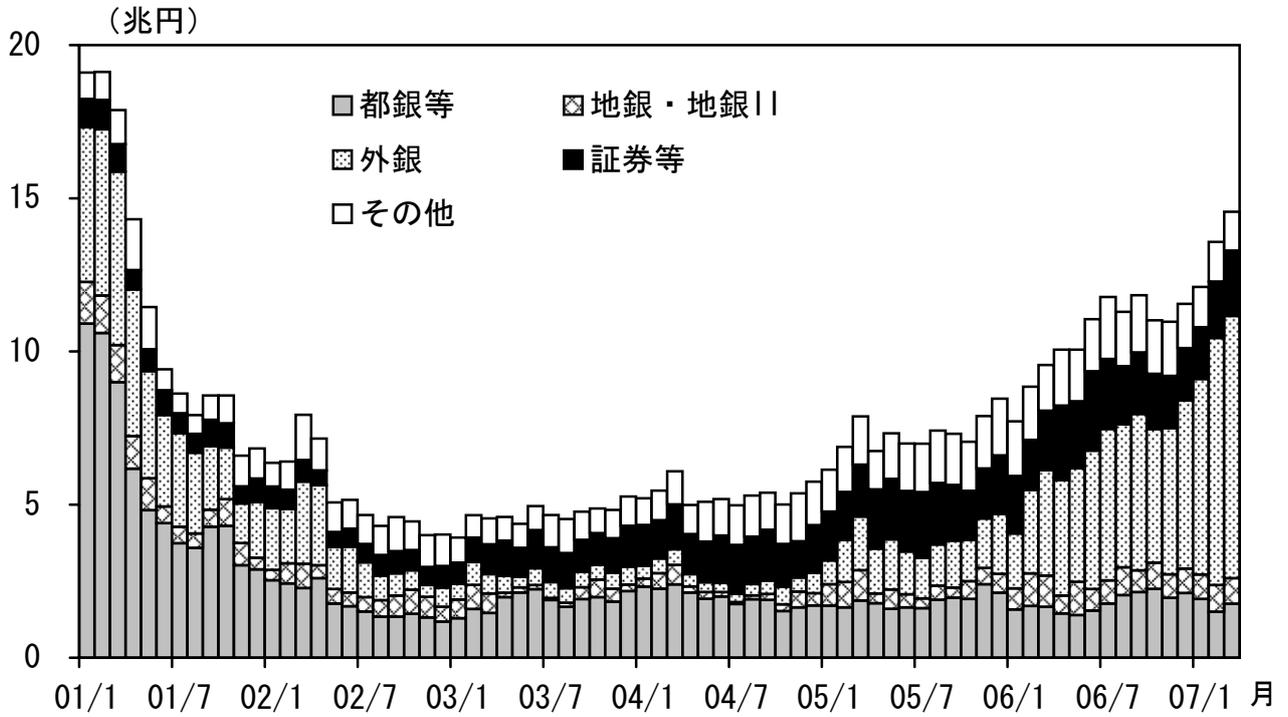


(出所) 日本銀行

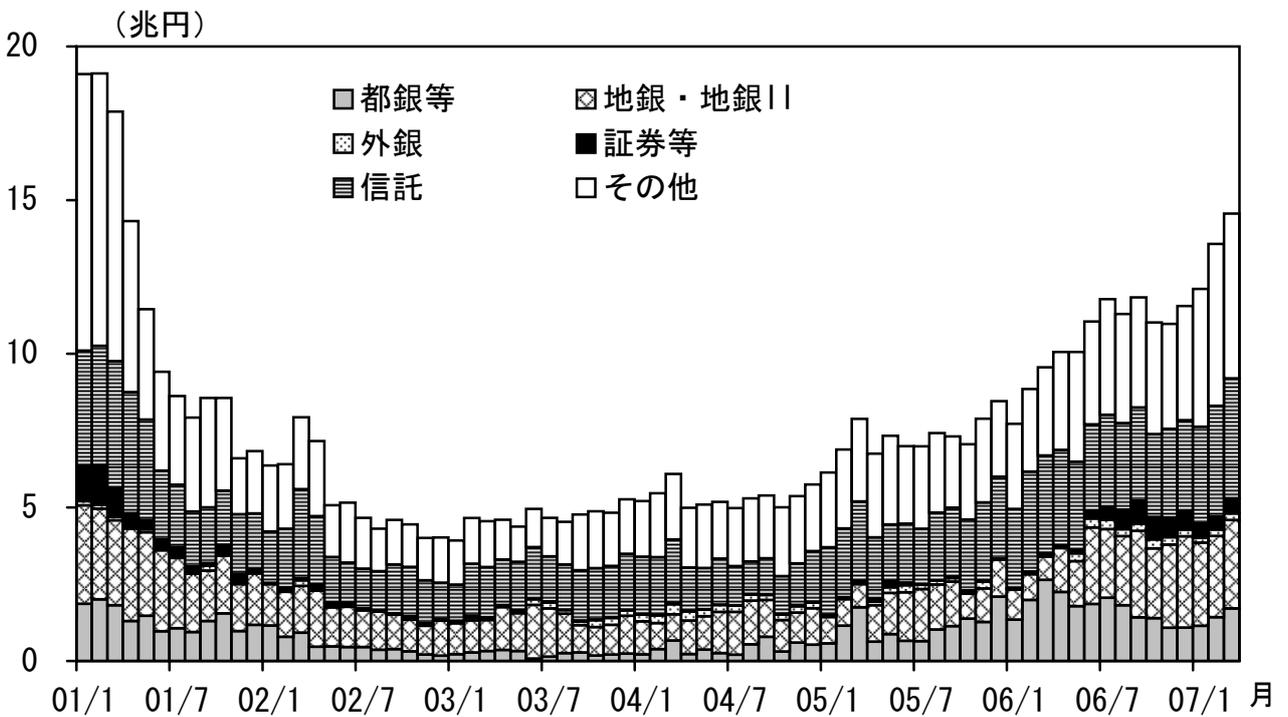
コール市場残高 (業態別)

(1) 無担コール市場

<取り手別>

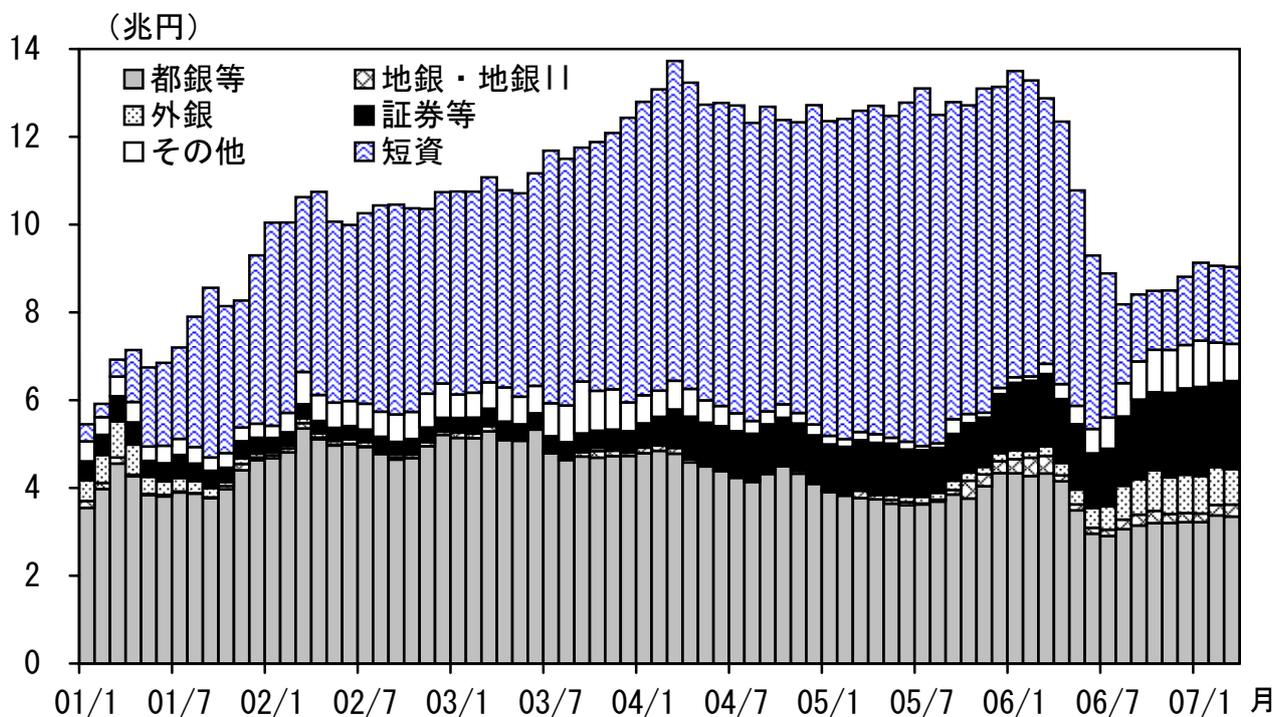


<出し手別>

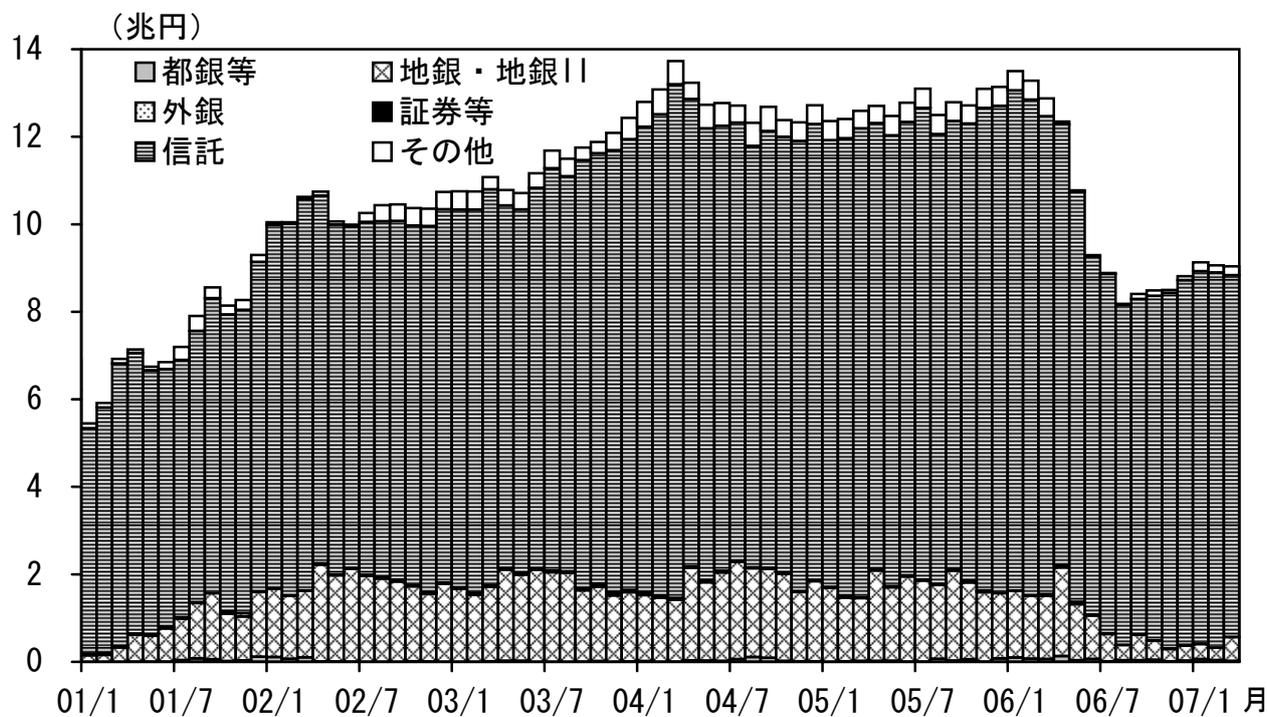


(2) 有担コール市場

<取り手別>



<出し手別>

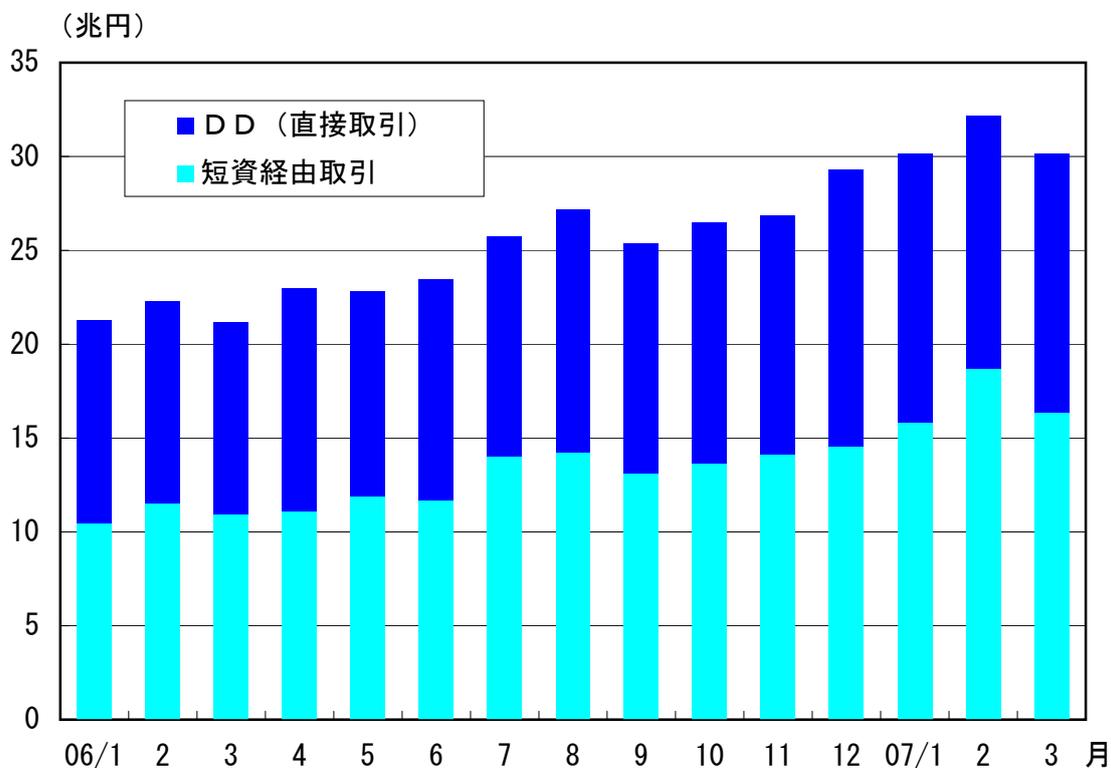


(注1) いずれも短資会社経由分(平残)。

(注2) 「都銀等」は都銀、新生銀行、あおぞら銀行。「証券等」は証券会社および証券金融。

(出所) 日本銀行

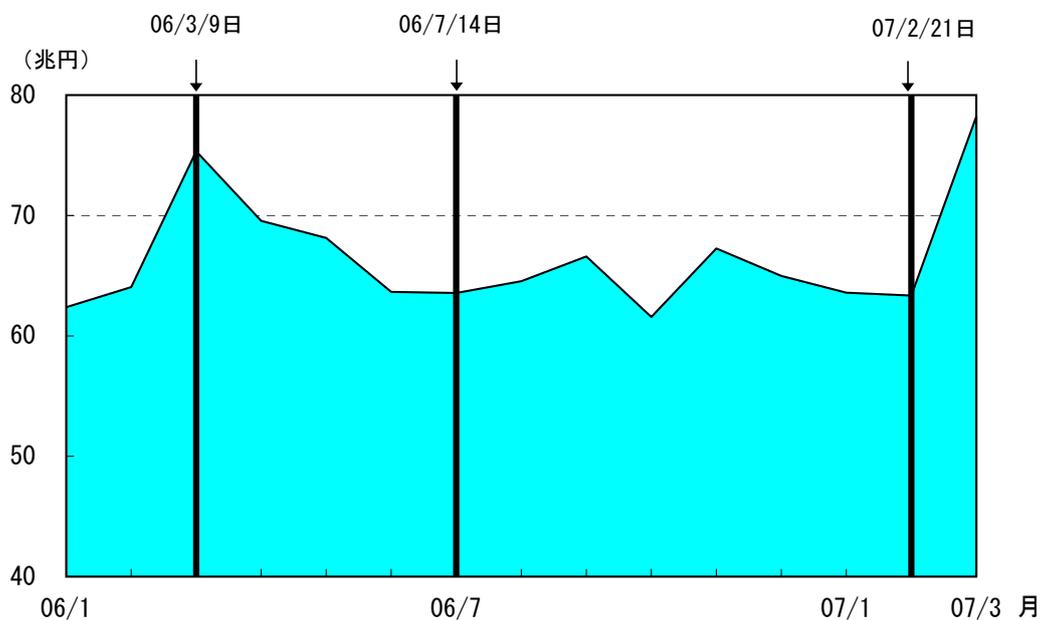
コール取引残高（DDおよび短資経由分）



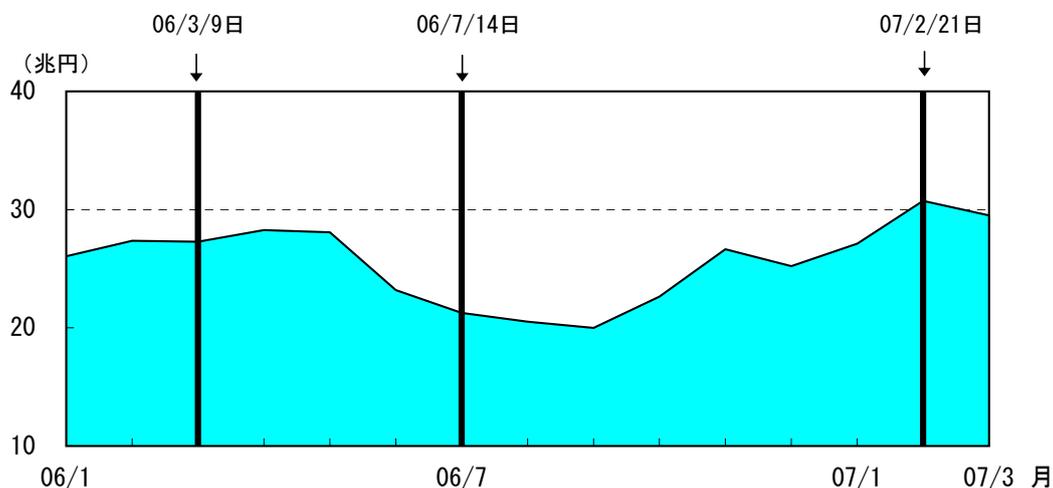
(注1) 国内銀行（都銀等、信託、地銀、地銀Ⅱ）・外銀在日支店の合算ベース（末残）。
(注2) DDコール取引（直接取引）は、国内銀行（都銀等、信託、地銀、地銀Ⅱ）と外銀在日支店のコールマネー残高の合計から短資経由取引を差引いて算出した推計値。
(出所) 日本銀行

レポ市場残高

①現金担保付債券貸借取引残高（資金調達、債券貸付）



②債券現先取引残高（資金調達、債券売却）



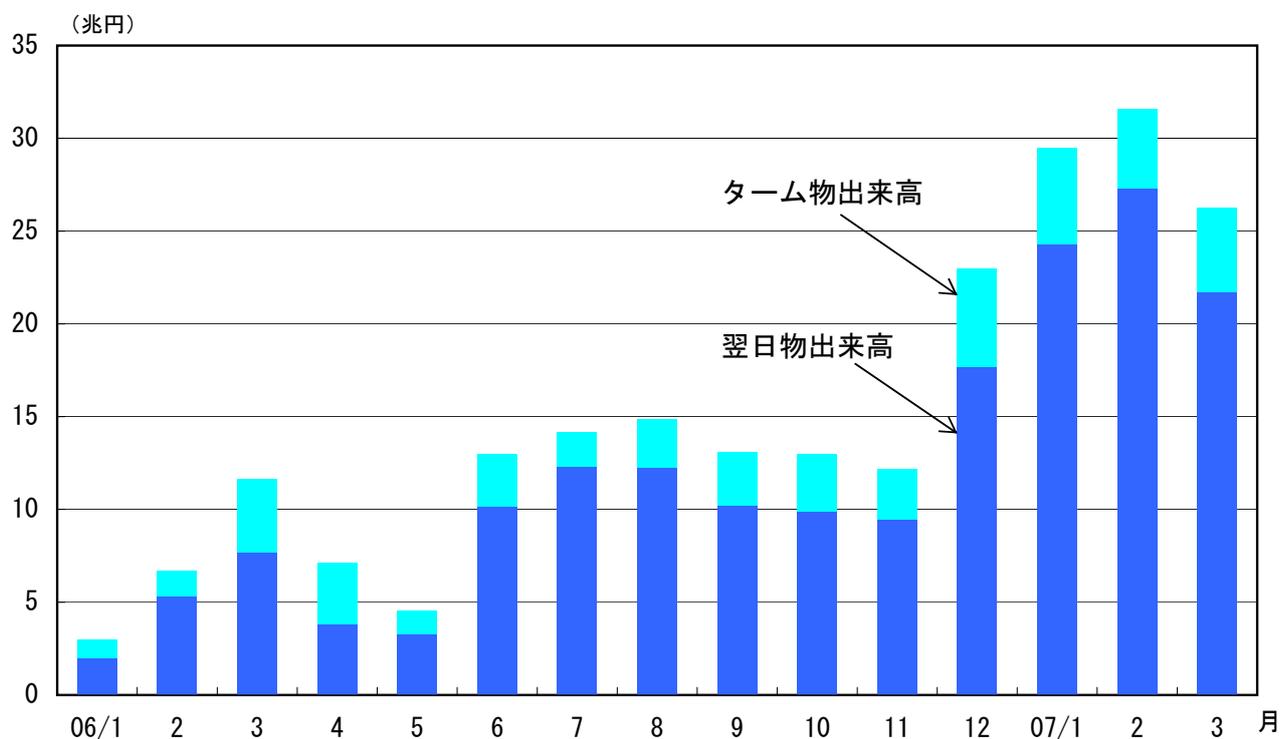
(注1) 日銀・政府等（日銀・政府、地公体、簡保、政府関係機関等）を除外。また、日銀・政府等の買現先残高を控除。

(注2) 広い意味でのレポの取引形式としては、現金担保付債券貸借と債券現先があるため、ここでは両者の残高（末残）を掲げている。一方、これらにおいてG CとS Cは区別されていない。

なお、日本銀行の実施したオペ対象先等へのアンケートによると、2006年10月末のG C、S Cの残高は、各々32.6兆円、53.5兆円であった（金融市場レポート（追録）「2006年7月の政策金利引上げ後の短期金融市場の動向」（2007年1月19日）を参照）。

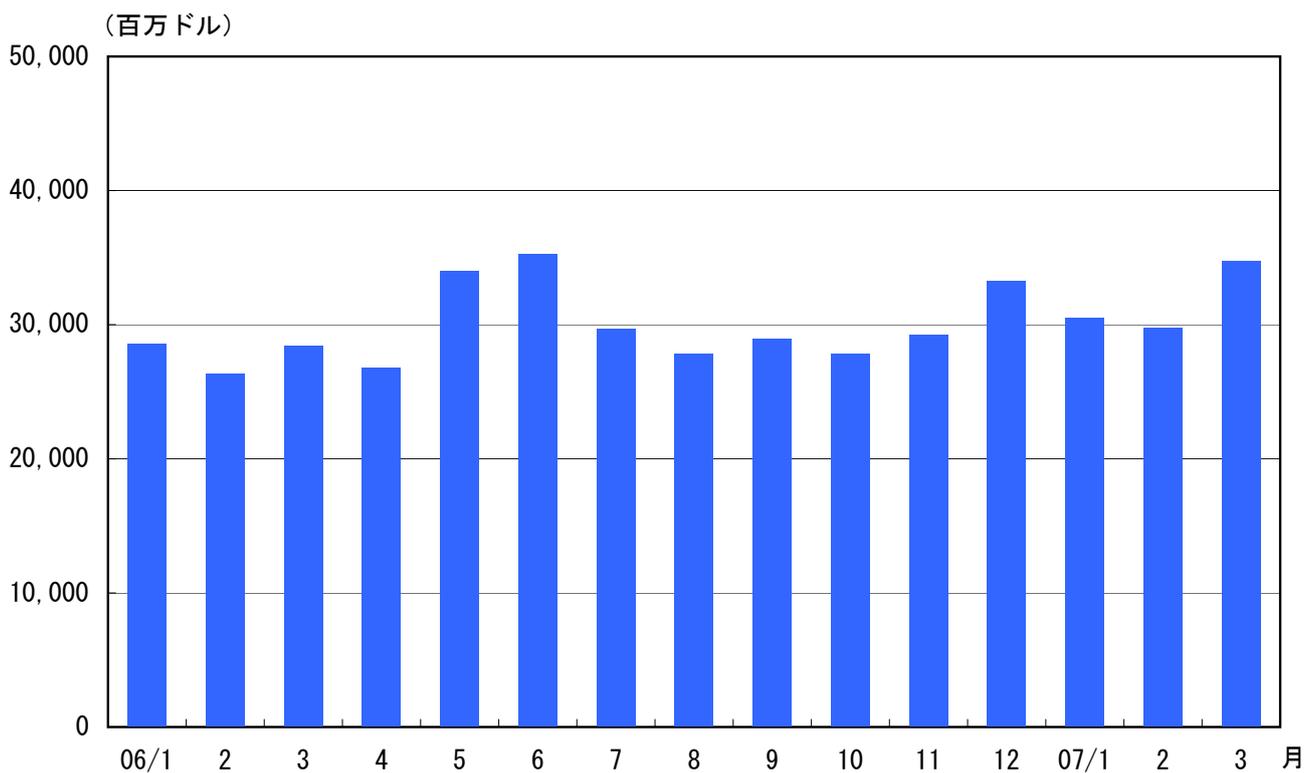
(出所) 日本証券業協会

ユーロ円出来高（東京オフショア市場）



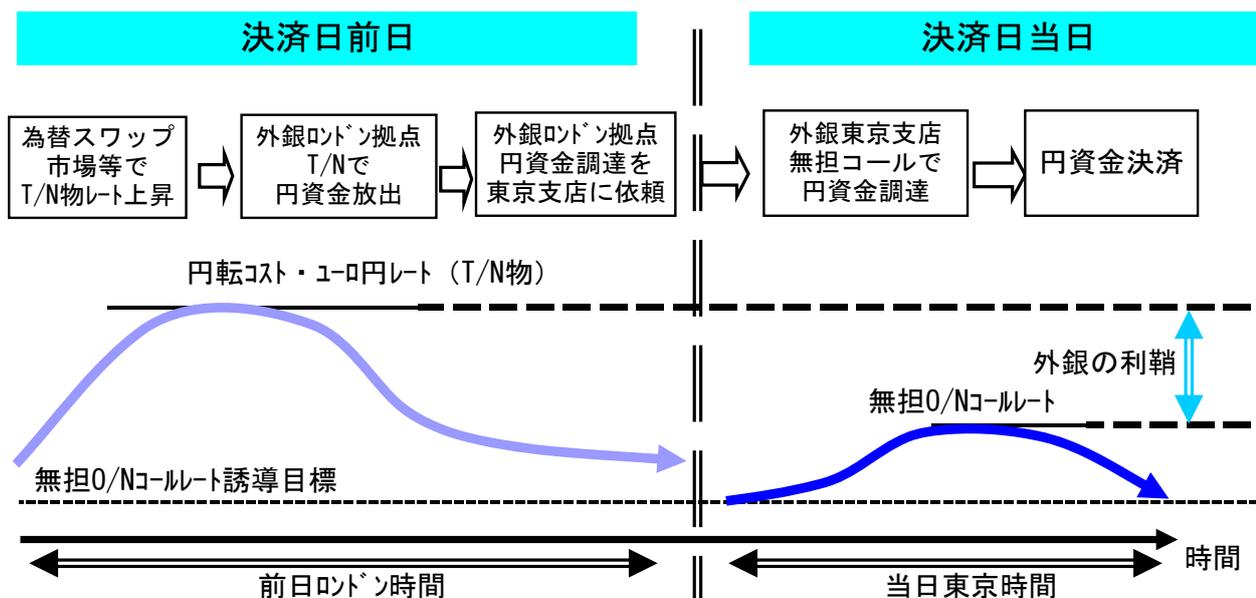
(注)「特別国際金融取引勘定」に係る取引高の月次累計。
(出所)日本銀行

為替スワップ出来高（ドル/円取引、営業日平均）



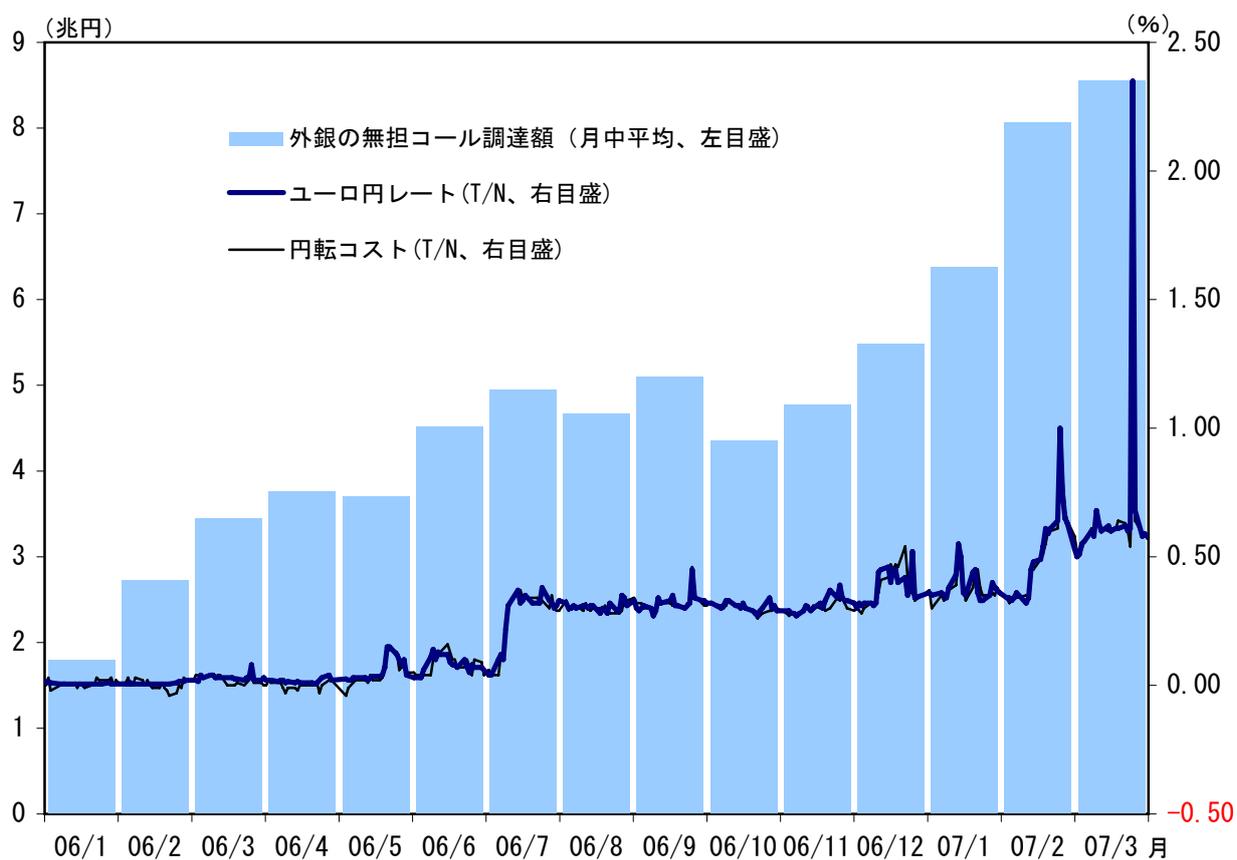
(出所)マネー・ブローカーズ・アソシエーション

翌日物レート間の内外裁定取引の概念図



(注) 東京支店を有する外銀が行う裁定取引のイメージ。

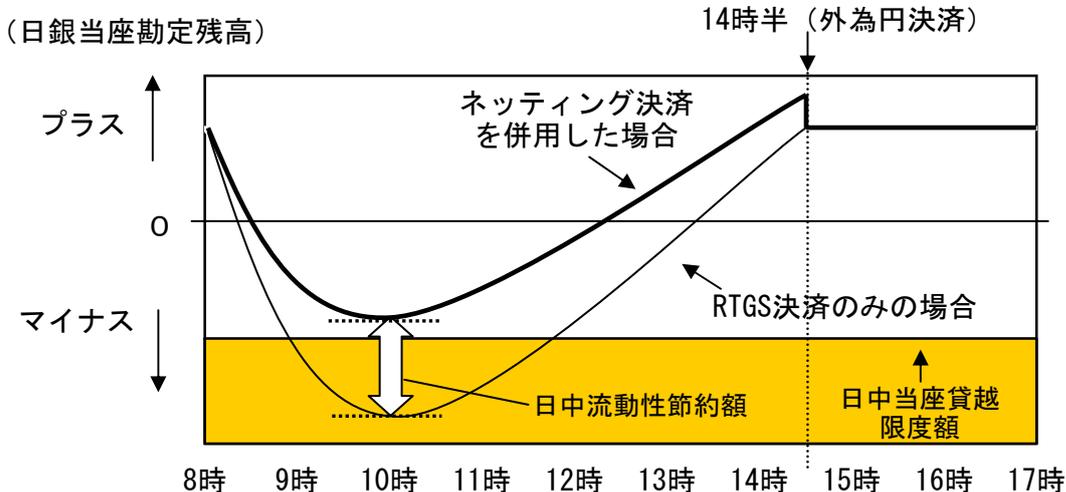
ユーロ円・円転コスト(T/N)と外銀のコール調達額



(出所) QUICK、メイタン・トラディション、日本銀行

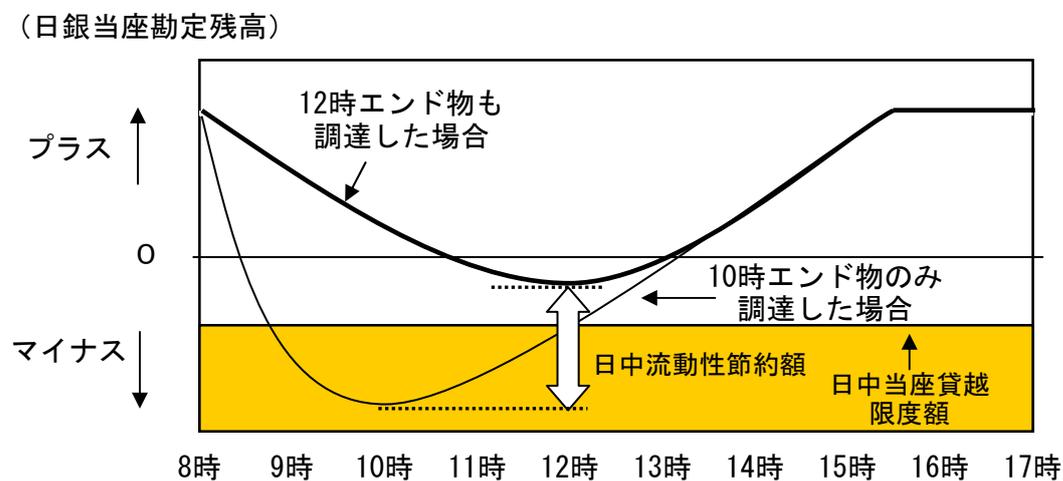
流動性節約のイメージ

①外為円決済でのネットィングを利用した場合



- ・ ユーロ円で調達を行い、これを外為円決済でネットィングする場合、RTGS決済のみの場合に比べ、10時までの支払額が減少するため、日中流動性必要額を圧縮できる。14時半の外為円決済では、ユーロ円での調達と返済の受払差額のみが決済される。

②12時エンド物を調達した場合



- ・ 12時エンド物のコールマネー調達を行うことにより、通常物（10時までに返済）だけの場合に比べ、12時までの支払額が減少することから（受取額は不変）、日中流動性必要額を圧縮できる。

(注) 日銀当座勘定残高は、日中当座貸越限度額を超えるマイナスとすることはできない。

共通担保の差入状況

(兆円)

担保種類	2006/3月末		2007/3月末	
	担保価額	比率	担保価額	比率
総計	84.6	100.0%	75.9	100.0%
国債	59.7	70.6%	49.6	65.4%
利付国債等 ^(注1)	43.8	51.8%	37.9	49.9%
TB・FB	15.9	18.8%	11.7	15.5%
社債	0.4	0.5%	0.3	0.5%
その他債券	4.0	4.7%	4.5	6.0%
うち短期社債	0.9	1.1%	2.0	2.6%
手形	0.3	0.3%	0.2	0.3%
うちCP	0.0	0.0%	0.0	0.0%
証書貸付債権	20.2	23.9%	21.2	27.9%
企業向け	0.2	0.3%	0.3	0.4%
交付税特会等 ^(注2)	20.0	23.7%	20.8	27.5%
うち民間債務分	1.8	2.2%	2.9	3.8%

(注1) 利付国債、割引国債、承継国債および分離国債。

(注2) 交付税及び譲与税特別会計、預金保険機構、産業再生機構および銀行等保有株式取得機構向け。

(出所) 日本銀行