



BOJ *Reports & Research Papers*

2009年6月

2008 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	2
(3) 国債(1年超)	3
(4) 国庫短期証券	3
(5) 外為・その他	3
3. 金融市場動向と金融市場調節運営	5
(1) 2008年9月中旬まで	5
(2) 9月中旬以降	7
① 9月中旬～9月末まで	7
② 10月～年末まで	10
③ 1月～年度末まで	14
4. 無担0/Nコールレート等の動向	18
(1) 無担0/Nコールレート	18
(2) 日銀当座預金残高等	19
5. 短期金融市場残高の推移	21
6. 金融市場調節手段別の動向	23
(1) オペ手段別の運営状況	23
① 通常の資金供給手段	23
② 時限的に導入した資金供給手段	29
③ 資金吸収手段	32
④ 国債補完供給	32
(2) 補完貸付の利用状況	33
(3) 補完当座預金制度の導入	33
(4) 共通担保の受入状況	34
7. 金融市場調節運営に関する主な変更	35
(1) 適格担保の担保価格の定例見直し	35
(2) 資産担保CPの適格要件緩和	35
(3) 社債と企業向け証書貸付債権の担保適格要件の緩和	35
(4) 日本政策投資銀行のCP等買現先オペ対象先への追加	35
(5) 不動産投資法人債等の適格担保化	35
(6) 政府保証付短期社債の適格担保化	36
BOX 1 超過準備等の保有状況	20
BOX 2 金融市場調節と日本銀行のバランスシート	26

1. 概観

日本銀行は、2008年度中、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もとで金融市場調節を行った。無担0/Nコールレートの誘導目標については、2008年10月31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「0.5%前後」から「0.3%前後」に、さらに12月18、19日の決定会合において「0.1%前後」に引下げた。補完貸付に適用される基準貸付利率（以下「基準貸付利率」）についても、10月31日の決定会合において0.75%から0.5%に、さらに12月18、19日の決定会合において0.3%に引下げた。この間、11月16日から時限措置として補完当座預金制度を実施し、日銀当座預金等のうち所要準備額を超える金額について0.1%で付利を行った。

2008年度の金融市場調節は、9月中旬のリーマン・ブラザーズの破綻を契機に、国際金融市場において緊張が著しく高まり、わが国においても年末、年度末にかけて金融市場、企業金融の双方で逼迫感が大きく強まったことから、金融市場の安定確保と企業金融円滑化の支援に最大限配慮した運営とした。

すなわち、政策金利を引下げるとともに、金融市場調節においては、海外の中央銀行と密接に連絡をとって海外市場の動向を把握しつつ、わが国短期金融市場のモニタリングを一層強化し、機動的かつきめ細かなオペレーション（以下「オペ」）を実施した。また、米ドル資金供給オペ、企業金融支援特別オペ、CP等買入オペ、社債買入オペといった新しいオペ手段や補完当座預金制度を導入したほか適格担保を拡充し、これらを駆使して年末・年度末越え資金を積極的に供給することにより、金融市場の安定確保と企業金融円滑化の支援に努めた（図表1）。

こうした金融市場調節運営のもと、無担0/Nコールレートは、2008年度を通じて誘導目標水準前後で概ね安定して推移したほか、年末以降、企業や金融機関の調達環境にも改善がみられた。もっとも、全体としてみれば、金融市場は緊張した状況が続いたほか、企業金融面でも厳しい状況が続いた。

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説明した後、金融市場動向および金融市場調節運営について述べる。また、オペ手段別の動向や、金融市場調節運営に関連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 0/N コールレートが誘導目標水準前後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オペや資金吸収オペを行うことにより、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、日本銀行がオペを行う前提となる重要な要素である²。

2008 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いたが、その減少寄与額は 17.4 兆円と、前年度の 20.4 兆円に比べて縮小した。これは、国債（1 年超）³の発行額の減少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 2）。

（1）銀行券

銀行券は、0.4 兆円の発行超（日銀当座預金減少要因）と前年度（0.6 兆円）に比べて発行超幅が幾分縮小した。2008 年度中の動きをみると、年末にかけて発行超幅が拡大し、銀行券残高が 81 兆円程度となったが、その後は還収超により銀行券残高が減少した。

（2）一般財政

「一般財政」とは、財政の受払いから国債（1 年超）、国庫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

¹ 「日銀当座預金増減要因」とは、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 日本銀行の金融市場調節の枠組みの詳細については、日本銀行金融市場局「日本銀行の金融市場調節」（2008 年 6 月）を参照。

³ 国庫短期証券の発行・償還は「国債（1 年超）」には含まれず、別項目の「国庫短期証券」に含まれる（後述（4）参照）。

政は、財政融資資金による預託金の払戻減少等を主因に、26.7兆円の払超（日銀当座預金増加要因）と、前年度（40.6兆円）に比べて払超幅が縮小した。

（３）国債（１年超）

「国債（１年超）」には、利付国債（長期国債）等の発行・償還が含まれる。国債（１年超）は、24.5兆円と引続き大幅な受超（発行が償還を上回る状態、日銀当座預金減少要因）となったが、借換債の発行減等もあって、前年度（49.8兆円）に比べて受超幅が縮小した。なお、受超幅縮小のうち6.4兆円は、国庫短期証券の発行開始に伴って、統計上、割引短期国債を「国債」に含める扱いから「国庫短期証券」に含める扱いに変更した⁴ことによるものである。

（４）国庫短期証券⁵

国庫短期証券は、市中発行額の増加等のほか国債から国庫短期証券への区分替えを背景に18.7兆円の受超（日銀当座預金減少要因）と、前年度（9.7兆円）に比べて受超幅が拡大した。なお、受超幅拡大のうち6.4兆円は、国庫短期証券の発行開始に伴って、割引短期国債の統計上の扱いを変更したことによるものである。

（５）外為・その他

外為は、為替市場介入は行われなかったものの、国際協力銀行が米ドル資金の調達を行う際に、外国為替資金特別会計との間で円とドルの交換を開始した

⁴ 政府短期証券および割引短期国債が、2009年2月より「国庫短期証券」として統合発行されることとなったため、「国債」、「政府短期証券」としていた財政要因の内訳区分を廃止し、新たに「国債（１年超）」、「国庫短期証券」として区分することとした。また、従来の「短国買入」を「国庫短期証券買入」、「短国売却」を「国庫短期証券売却」に、それぞれ名称を変更した。なお、統合発行以前に発行された割引短期国債の償還については、「国債（１年超）」に含まれる。

⁵ 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国庫短期証券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国庫短期証券を買入れ、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国庫短期証券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（国庫短期証券買入オペ）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「国庫短期証券買入（売却）オペで買入れた（売却した）国庫短期証券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。

こと等⁶に伴い、0.6兆円の受超となった。

「その他」は、前年度が海外預り金残高⁷の増加を主因に1.1兆円の日銀当座預金減少要因であったのに対し、2008年度の受払いはほぼゼロとなった。

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、翌営業日の予想、当日実績の速報および確報を作成・公表している⁸。これに加え、当日の準備預金残高の見込みも朝方に公表している。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、2008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500億円前後と前年度（600億円前後）と同程度となっており、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少なかった（図表3）。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引続き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。なお、財政等要因のうち海外預り金は、前年度に比べて一段と日々の振れが拡大し、資金過不足の予測誤差を大きくする方向に作用したとみられる⁹。

⁶ 財務省「国際協力銀行と外国為替資金特別会計との間の外貨交換について」（2008年5月13日）を参照。

⁷ 日本銀行は、外国中央銀行等や国際機関から預り金を受入れている。海外預り金残高の増加は、通常、日銀当座預金残高の減少要因となり、同残高の減少は、日銀当座預金残高の増加要因となる。

⁸ このほか、これらの3項目に関する月次の見込み、実績速報および実績も作成・公表している。

⁹ 海外預り金要因の日々の増減（絶対値、推計ベース）は、2007年度の平均、標準偏差とも約640億円であったのに対し、2008年度は平均約1,060億円、標準偏差約1,170億円となった。

3. 金融市場動向と金融市場調節運営

2008年度のわが国金融市場の動向をみると、サブプライム住宅ローン問題を発端とする国際金融市場の混乱等を受けて、4月以降も神経質な動きが続いていた。さらに、9月中旬のリーマン・ブラザーズの破綻を契機に、カウンターパーティ・リスクへの警戒感が著しく高まり、コール、レポ、為替スワップ等の各市場において流動性が大きく低下するとともに、市場が極端に不安定化した。10月には、世界的な株価急落等を受けた投資家のリスク回避姿勢の強まりから、CPや社債等を中心に企業の資金調達環境が著しく悪化するとともに、金融機関においてもコール取引やCD等による無担保のターム物調達が困難化した。12月末にかけては、予備的需要も含めて、企業や金融機関の年末越え資金調達圧力が強まり、国際金融市場と同様に、わが国金融市場も逼迫の度合いを強めた。3月末にかけても、年度末越え資金調達圧力の強まり等を背景に不安定な状況が続いた。

こうした状況を踏まえて、日本銀行は、政策金利を引下げるとともに、金融市場調節においても、米ドル資金供給オペ、企業金融支援特別オペ、CP等買入オペ、社債買入オペといった新しいオペ手段や補完当座預金制度を導入したほか適格担保の拡充を図り、これらを駆使して年末・年度末越え資金を積極的に供給することにより、金融市場の安定確保と企業金融円滑化の支援に努めた。

こうした金融市場調節運営のもと、無担0/Nコールレートは、2008年度を通じて誘導目標水準前後で概ね安定して推移した(図表4)。また、CPの発行レートは2009年入り後、明確に低下したほか、金融機関による無担保のターム物の調達環境も改善傾向を辿った。もっとも、全体としてみれば、金融市場は緊張した状況が続いたほか、企業金融面でも厳しい状況が続いた。

以下では、2008年度を9月中旬前後で区分し、さらに9月中旬以降を市場動向に応じて幾つかの期間に分けて、その間の金融市場動向と金融市場調節運営について述べる。

(1) 2008年9月中旬まで

わが国短期金融市場は、2008年4月以降も、2007年8月以降のサブプライム住宅ローン問題を発端とする国際金融市場の混乱等を受けて、神経質な動きが続いた。無担保コール市場においては、資金の出し手は引続きターム物での

資金運用にやや慎重であった。レポ市場においても、証券会社¹⁰の在庫負担が重くなる国債発行日、資金の出し手が慎重化する積み最終日や月末等にはレートが上昇しやすいなど、やや不安定な状況が続いた。また、ドル資金調達市場においては、2008年3月に米国の主要投資銀行であったベア・スターンズの救済を巡る動きがあったことなどから、流動性が低下しドル調達のプレミアム（LIBOR-OIS スプレッド）が2007年8月より前と比べて拡大した状況が目立った改善はみられなかった（図表5）。一方で、ドル調達プレミアムが拡大したもとでは、外国金融機関等が、為替スワップ（ドル投・円転）やこれと裁定関係が強いユーロ円での翌日物（T/N¹¹）取引によって誘導目標水準である0.5%を下回る低めの水準で円資金を調達できることも多く、そうした調達の増加が無担保コール市場における調達圧力の低下やレポ市場での運用増加を通じて、短期金利の安定化に繋がった面もあった¹²。この間、円のLIBOR-OIS スプレッドについては、ドル対比では落ち着いて推移したが、長めのタームを中心に2007年8月より前と比べて拡大した状況が続いた（図表6）。

こうした状況を踏まえて、日本銀行は金融市場の安定に配慮しつつ、前年度に引続き潤沢な資金供給を行った。この結果、無担0/Nコールレートは誘導目標水準である0.5%前後で安定して推移した（図表4）。

四半期末である6月30日の無担保コール市場においては、一部金融機関でリスクアセット抑制の観点から資金運用を削減する動きがみられた。また、国債の発行・大量償還日となった6月20日前後から強含んでいたGCレポレートが0.7%程度まで上昇したこと等を背景に、証券会社等で強い資金調達ニーズがみられた。こうした状況を受け、日本銀行は、即日資金供給オペ（2回、計7千億円）を実施して金利上昇を抑制した。この結果、無担0/Nコールレートは0.572%となった。その後、夏場にかけては、無担0/Nコールレートは安定して推移した。この間、潤沢な資金供給を受けて、積み期終盤にかけては、無担0/Nコールレートに低下圧力がかかる傾向がみられたことから、積み期の最終日には、少額の即日資金吸収オペをオファーし、レートの低下を抑制した（無担0/Nコールレートは、それぞれ0.454%〈7月15日〉、0.504%〈8月15日〉、0.468%〈9月12日〉となった）。

¹⁰ 証券会社とは、金融商品取引法上の有価証券関連業を行う第一種金融商品取引業者。

¹¹ 約定日の翌営業日に資金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。

¹² 月末などドル調達ニーズが強い局面では、円転コスト（T/N）がマイナスとなることもあった。

(2) 9月中旬以降

①9月中旬～9月末まで

(金融市場動向)

9月15日に米国の主要投資銀行であったリーマン・ブラザーズが破綻すると、国際金融市場における緊張は一挙に高まった。米欧短期金融市場では、翌日物金利に極めて強い上昇圧力がかかったほか、ターム物取引が極端に縮小し、LIBOR-OIS スプレッドも急速に拡大した(図表5)。わが国の短期金融市場においても、カウンターパーティ・リスクに対する警戒感が著しく強まったことから、各市場で流動性が急速に低下した。

無担保コール市場においては、リーマン・ブラザーズの破綻後の最初の営業日となった9月16日には、資金の出し手が資金運用を見合わせる動きが急速に広がった。一方、資金の取り手は資金の困り込みの動きを強めたことから、無担0/Nコールレートに強い上昇圧力がかかった。翌9月17日以降は、外国金融機関の資金調達が一層困難化する一方、米欧金融市場の混乱の直接的な影響が少ないとみられた本邦金融機関向けには積極的な資金運用が行われ、外国金融機関と本邦金融機関の調達レートに20～30bps程度の格差が生じるなど、市場の二極化が明確化していった。資金の出し手は、保守的な資金繰りスタンスのもと、先日付やターム物での資金放出を見合わせ、0/N物での資金放出も日々の余剰資金が確定した後に行うようになった。一方で資金の取り手は、先日付取引やターム物取引による資金確保を指向したことから、先日付やタームのプレミアムが急速に拡大した(図表6)。また、無担0/Nコールレートの日中の推移をみると、外国金融機関等の調達が集中する朝方に取引レートが上昇する一方、取引が一巡した午後には、本邦金融機関向けにごく低いレートでの資金運用がみられるようになる等、日中のレート変動幅が拡大した(図表7)。

レポ市場においても流動性が大きく低下した。わが国のレポ市場における主要な参加者であったリーマン・ブラザーズの破綻を受けて、外国金融機関とのレポ取引を回避する動きが広がった。また、関連取引のフェイルが急増したが、わが国ではフェイル慣行が米国ほど定着していないことから、フェイルに伴う事務処理負担を嫌って、レポ取引自体を忌避する動きもみられた。さらに、レポ市場における主な資金の出し手である都市銀行等が、保守的な資金繰りの観点から、無担保コール市場で調達した資金をレポ市場で運用するという裁定取引を縮小させたことも、市場流動性の低下に繋がった。これらを受けて、G C

レポレートは基準貸付利率（0.75%）近傍まで大幅に上昇した（図表4）。

さらに、為替スワップ市場（円投・ドル転）などドル資金調達市場の流動性も大きく低下した。この点は、外国金融機関だけでなく、サブプライム住宅ローン問題が顕現化して以降、自己資本制約が強まった米欧金融機関を一部代替するかたちでドル建て資産が増加していた本邦金融機関にも大きな影響を及ぼすこととなった。

（金融市場調節運営）

こうした状況を踏まえて、金融市場調節運営面では、第1に、金融市場の安定確保の観点から、連日¹³、大量の即日資金供給を行った^{14,15}。9月16日には、無担0/Nコールレートに強い上昇圧力がかかったことから、多額の即日資金供給（2回、計2兆5千億円）を実施した（この結果、9月16日の無担0/Nコールレートは0.524%となった）。その後も、外国金融機関や証券会社等が無担保コール市場で高めのレートで調達を行う動きがみられる中で、1日当たり最大で3兆円に上る資金供給を、連日、複数回の即日供給オペで実施した。また、国債買現先オペ¹⁶も1回当たりのオファー金額を上げたうえで1～3週

¹³ 即日の資金供給は、9月16日から10月14日まで19営業日連続で実施した。

¹⁴ 年末までの金融市場調節においては、必要に応じて定例時刻外の即日資金供給オペ・資金吸収オペを活用した。無担保コール市場では、朝方8時頃から取引が開始されることが多いが、前日の海外市場の動向により緊張が高まり、取引レートが大きく上昇するような場面では、通常9時20分としている即日オペのオファー時刻を9時頃に繰り上げたうえで多額の資金供給を行うなど、機動的な資金供給を実施した。資金吸収オペについても、潤沢な資金供給の結果、朝方から0/Nコールレートに強い低下圧力がかかる場面等では、定例時刻前のオファーを行うことがあった。また、市場流動性が低下するもとの、できるだけ市場取引の成立を促す観点から、通常12時50分としている午後の即日オペのオファー時刻より遅い時間に資金吸収オペを実施する等の対応を取った。

¹⁵ オペの応札限度額は、原則として、資金供給オペのうち、国債買現先オペについてはオファー額の4分の1、国債買現先オペ以外のオペについてはオファー額の2分の1、資金吸収オペについてはオファー額の2分の1としている。もっとも、リーマン・ブラザーズ破綻以降は、市場流動性の低下を受けて、オペによる資金調達ニーズが高まると同時に、一部金融機関に資金が偏在する動きもみられたことから、できるだけ幅広い金融機関に資金を供給する一方で、資金吸収により機動的に資金偏在を均す観点から、状況に応じて応札限度額を通常より縮小または拡大した。

¹⁶ 共通担保資金供給オペは、銀行や証券会社等をオペ対象先として、国債や民間企業債務等幅広い適格担保を見合いに貸付を行う中核的な資金供給手段。国債買現先オペは、銀行や証券会社等をオペ対象先として、売戻条件付きで国債を買入れる資金供給手段。いずれも国債を担保に資金供給ができる手段であるが、国債買現先オペは、レポ取引のための事務体制が整っている証券会社のオペ対象先に占める比率が高いことから、レポ市場の安定化により資する面がある。

間の期間ではほぼ連日実施し、市場の安定確保に努めた（図表8）^{17,18}。こうしたもとにおいても、無担保コール市場やレポ市場の流動性低下を背景に、連日、多額の補完貸付の実行がみられた（図表4）¹⁹。

無担保コール市場が二極化するなかで、大量の資金供給を受けて本邦金融機関向けの低めのレートでの取引が増加する場面では、加重平均値である無担0/Nコールレートが幾分弱含むこともあった（無担0/Nコールレートは、9月19日には0.433%、9月22日には0.399%となった）。

中間期末日である9月30日には、金融機関によるリスクアセット削減の動きも加わり、外国金融機関向けの資金運用が一段と縮小するなど、無担保コール市場の緊張は朝方やや強まった。もっとも、即日資金供給を午前・午後の2回（計3兆円）オファーするなど、厚めの資金供給を行った結果、無担0/Nコールレートは、2008年3月末（0.641%）などリーマン・ブラザーズ破綻以前の期末日と比較しても落ち着いた水準（0.544%）となった。9月30日の日銀当座預金残高は13.3兆円、準備預金残高²⁰は10.5兆円と高水準となった。

第2に、機能が大幅に低下したレポ市場を補完する観点から、日本銀行が保有する国債を買戻条件付きで売却する国債補完供給の実施条件を時限措置として緩和した（受付締切時刻の繰下げ等）。フェイルが増加する中、国債補完供給の9月中の実施回数は6回と1か月当たりの既往ピークとなった。

第3に、ドル資金調達市場における調達圧力の高まりが円市場の流動性に及ぼしうる影響に対応するため、9月18日の臨時決定会合において、各国中央銀行²¹と協調して、時限的に米国連邦準備制度との米ドル・スワップ取極を締結するとともに、日本銀行の適格担保を見合いにドルを供給する米ドル資金供

¹⁷ なお、リーマン・ブラザーズ破綻から9月末までの資金供給は、市場参加者の要調達額の不確実性が高かったことを踏まえて、その日に最も資金ニーズの強い先が調達しやすいように即日スタート・翌日物を中心に行った。その後、10月入り後は、市場参加者の要調達額が幾分見通しやすくなり始めたことを踏まえて、金融機関の資金繰り安定化の観点から即日スタート・ターム物による資金供給を併用した。

¹⁸ この間、大量の資金供給を受けて準備預金の積みが進捗するのを抑制するため、先日付スタート・ターム物の資金吸収を実施した。

¹⁹ 日本銀行では、オペ等により与信を行う場合には担保の差入を求めているが、リーマン・ブラザーズ証券の破綻に伴い、同社向けの与信について、その担保資産を取得した。

²⁰ 準備預金制度適用先の準備預金残高で、ゆうちょ銀行の準備預金残高を含まない。準備預金関連計数は、特に断りのない限り、以下同様の扱い。

²¹ 日本銀行のほか、カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度、スイス国民銀行が同日に協調策を公表した。

給オペを導入した²²。さらに、9月下旬にはドル資金調達市場の需給逼迫が一層顕著となったことから、これが円市場の流動性に及ぼし得る影響に鑑み、9月29日の臨時決定会合において、米ドル・スワップ取極の引出限度額の増額や米ドル資金供給オペの期限延長を決定した。

この時期は、世界的に市場が不安定化する中において、各国中央銀行の間で金融市場に関する情報や金融市場調節方針について特に密接かつ高い頻度での意見交換が行われたことが特徴である。

②10月～年末まで

(金融市場動向)

短期金融市場では、10月上旬には、9月後半にみられた著しい逼迫感は幾分緩和したものの、全体としてみれば極めて不安定な状況が続いた。無担保コール市場においては、二極化した状況に大きな変化はなかったが、外国金融機関が資産圧縮や本部からの回金、円転等によりコール市場調達を大きく削減したことから、外国金融機関と本邦金融機関のレート格差は、ごく一部の取引を除いて10月半ば以降徐々に目立たなくなった(図表7)。

また、10月14日は日銀当座預金における次世代RTGS²³第1期対応の稼働日となったことから、稼働日の直前には資金の出し手が慎重化し、無担0/Nコールレートは10月10日に0.585%まで上昇した一方で、順調な稼働が確認された10月15日には資金運用が増加して0.348%まで急低下するなど、一時的に振れが大きくなった。GCレポレートも、金融機関の資金運用額が減少したことから、10月上旬に一時基準貸付利率(0.75%)近傍まで上昇した。

この間、10月には、米欧の金融システム不安の強まりや世界経済の急速な悪化、これを受けたドル安・円高の進行を背景に株価が急落したこと等を契機に、

²² 米ドル資金供給オペのオペ対象先は、本邦金融機関、外国金融機関の双方が含まれるが、日本銀行の適格担保を担保としていることから、これを多く保有している本邦金融機関が中心的な利用先となった。

²³ 次世代RTGSとは、わが国の大口資金決済システム全体の効率性と安全性の一段の向上を目的としたプロジェクトであり、①日銀当座預金上のRTGS処理への流動性節約機能の導入、および②民間決済システムを通じて時点ネット決済で処理されている大口資金取引(外為円決済取引、大口内為取引)の前述①のもとでの処理の実現を柱としている。次世代RTGSプロジェクトは、関係者の負担やリスクを考慮し、稼働開始時期を2段階に分けており、まず、2008年10月14日には、第1期対応として、上記①の流動性節約機能の導入と、②のうちの「外為円決済取引のRTGS化」を実現した(詳細は、日銀レビュー「次世代RTGS第1期対応実施後の決済動向」(2009年5月13日)参照)。

投資家のリスク回避姿勢が一段と強まった²⁴。これを受けて、CPや社債等クレジット市場における資金調達が著しく困難となり（図表9）、これらによる資金調達が多い大企業を中心に、営業キャッシュフローの悪化等を眺めた予備的需要を含め、年末越え資金の金融機関借入れ需要が急速に高まった。

金融機関は、借入れ需要の急増や株価急落、円投・ドル転ニーズの強まりなどを背景に短期金融市場での資金確保の動きを強めたが、一方で資金の出し手は、CDや無担保コール等長めの無担保ターム物取引への運用姿勢を慎重化させた。こうしたもとで、TIBOR等のターム物金利やGCレポレートに上昇圧力がかかりやすい状況が続いた（図表10）が、特に11月下旬には、金融機関が年末越え資金調達を一段と本格化したことから、年末越えのオペの平均落札金利やGCレポレートが基準貸付利率（0.5%）近傍まで上昇した（図表4）²⁵。ドル資金調達市場においても、資金の出し手のリスク回避姿勢の強まりから、10月上旬以降逼迫感が一段と強まり、市場金利が大きく上昇した。

このように、年末に向けて、企業金融の逼迫度合いが強まるとともに、わが国金融市場における緊張は大きく高まることとなった。

（金融市場調節運営）

こうした状況のもとで日本銀行は、無担0/Nコールレートの誘導目標を、10月31日の決定会合において「0.5%前後」から「0.3%前後」に、さらに12月18、19日の決定会合において「0.1%前後」に引下げた。また、基準貸付利率についても、10月31日の決定会合において0.75%から0.5%に、さらに12月18、19日の決定会合において0.3%に引下げた。

金融市場調節運営面では、まず第1に、金融市場の安定確保の観点から、年末越え資金を積極的に供給した。年末越えのターム物オペは、10月14日の臨時決定会合に際して、金融市場の安定確保のための金融調節面での対応策の一環として、年末越えのターム物オペを早期に開始することにより、年末越え資金を積極的に供給することとしたことを踏まえて、共通担保資金供給オペにより10月15日から開始した。さらに、10月31日の決定会合において、年末、年度末に向けて積極的な資金供給を一層円滑に行う観点から、所要準備額を上

²⁴ 10月10日に大和生命保険が破綻したことも、投資家の姿勢を慎重化させたとみられる。

²⁵ 補完貸付制度においては、日本銀行の適格担保を見合いに受動的に貸付が実行されることから、補完貸付に適用される利率は、無担0/Nコールレートのほか、オペの金利やGCレポレートの上限の目処とされている。

回る日銀当座預金残高等（超過準備）に付利する補完当座預金制度²⁶を時限措置として導入した（11月16日から実施。適用利率は2008年度中0.1%で据置き）。年末越え資金供給については、国際金融市場の混乱を受けて積極的に年末越え資金供給を実施した前年を上回る頻度・金額で実施したが、特に金融機関の年末越え資金調達が一段と本格化した11月下旬以降12月下旬までは、ほぼ連日、年末越え資金供給オペを実施し、市場の安定化に努めた。また、12月22日および24日には、年末日スタート・年初日エンドのオペを通常よりも先日付（T+4、T+5）の共通担保資金供給オペで実施した²⁷。この結果、年末越えオペ残高は、前年を大幅に上回る水準となった（図表11）。

一方で、こうした積極的な資金供給を受けて、足許の無担0/Nコールレートには強い低下圧力が加かったことから、即日の資金吸収を連日、最大で1日に4回実施した（図表8）^{28,29,30}。それでも、12月入り後は、年末越え資金供給をさらに積極化したことを受けて、無担0/Nコールレートは0.3%をやや下回って推移した（図表7）。

年末最終営業日となった12月30日には、市場参加者の大半が既に資金調達に目処をつけていたことから、無担0/Nコールレートは0.103%となり、補完貸付の利用も比較的少額に止まるなど、ごく落ち着いた状況となった。日銀当座預金残高は15.2兆円（前年比+50%）、準備預金残高は11.7兆円（同+69%）と高水準となった。なお、金融機関が保守的な資金繰りを進める中で日本銀行が潤沢な資金を供給したこともあって、12月末の日銀当座預金残高が結果的

²⁶ 同制度のもとでは、超過準備に付利されることから、同制度の対象先である銀行、証券会社等は、基本的に付利金利（或いは付利金利に無担保コール取引を利用する際の仲介手数料を加えた利率）を下回る金利での無担保コール運用は控えるものと考えられる。このため、同制度には、積極的に資金供給するもとでも無担0/Nコールレートの下限を画する機能が期待できる。実際、補完当座預金制度の導入前の10月積み期までは0.05～0.10%程度の無担0/Nコール取引も見られていたが、導入した11月積み期の無担0/Nコールレートの下限は0.10～0.15%程度となった。

²⁷ 2008年度中に実施した先日付の共通担保資金供給オペは、基本的にT+1決済ないしT+2決済であったが、年末および年度末には、一層潤沢な資金供給を行うため、これよりもオフアー日からスタート日までの日数が長いオペをオフアーした。

²⁸ 10月31日の決定会合の数日前からは、利下げ観測のもとでレート低下圧力が強まったことから、機動的な即日吸収を実施した。

²⁹ 積極的な資金供給を行うもとでも、市場の分断や流動性低下等を背景に、補完貸付は相応の頻度・規模で実行された（図表4）。補完貸付が実行されると、補完貸付制度対象先が市場から調達しなかった額に見合う資金が市場全体では余剰となることから、無担0/Nコールレートの低下圧力の一因となった。

³⁰ 即日の資金吸収は、11月13日から12月19日まで、26営業日連続で実施した。

に予想対比上振れした先も多くみられた。

第2に、レポ市場の安定確保の観点から、10月14日の臨時決定会合において国債現先オペの対象国債に30年利付国債、変動利付国債および物価連動国債を追加した。また併せて、時限措置として国債補完供給における最低品貸料を1%から0.5%に引下げた。変動利付国債と物価連動国債については、9月半ば以降の価格急落を受けてレポ市場で担保国債として利用しにくくなっていた³¹ことから、銀行・証券会社を中心に継続的に利用された（12月末時点の利用実績は、変動利付国債1.2兆円、物価連動国債0.2兆円）。

また、レポ市場における資金運用額の減少を背景にGCレポレートは基準貸付利率近傍まで上昇しやすい状況が続き（図表4）、国庫短期証券利回りやTIBOR等ターム物金利が低下しにくい一因にもなっていた³²。これを踏まえて、レポ市場の安定確保の観点から、新しい積み期に入り資金運用額が減少しやすい³³11月17日スタートの取引に合わせて、国債買現先オペによる資金供給を増額した。具体的には、11月13日から、レポ市場でニーズが強い先日付の翌日物（S/N³⁴）と1週間物の国債買現先オペを毎日実施し、1日当たり最大5兆円規模の資金供給を行った。また、11月下旬などGCレポレートが上昇した局面では、共通担保資金供給オペによる資金供給も併せて増額した。

第3に、ドル資金調達市場の安定確保の観点から、10月14日の臨時決定会合において、各国中央銀行と協調して³⁵、米ドル資金供給オペを金利入札方式から「固定金利を提示して、供給総額に制限を設けずにドル供給を行う方式」に変更した。これにより、適格担保の範囲内であれば必要なドル資金を確実に調達できるほか、期日が到来するオペをロールオーバーできないリスクもなくなったため、オペ対象先のドル資金繰りは大きく安定化した。ドル調達金利は、

³¹ 資金の出し手には、レポ取引の相手方が破綻した場合に、担保として受け入れた変動利付国債や物価連動国債を自己ポジションとして保有することになることを嫌う先が多かった。

³² レポ取引は証券会社等が在庫として保有する国庫短期証券や国債の主要なファンディング手段であることから、翌日物のGCレポレートは国庫短期証券利回りの下限の目処として意識されることが多い。また、国庫短期証券利回りは、ターム物の無リスク金利として、TIBOR等他のターム物金利のベンチマークとなっている。

³³ 積み期序盤は金融機関が前倒しで準備預金の積みを進捗させる傾向があることから、積み期中盤から終盤に比べてレポ運用が減少することが少なくない。

³⁴ 約定日の2営業日後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。

³⁵ イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度、スイス国民銀行は、10月13日に変更を公表した。なお、FRBの入札型ターム物貸出制度（Term Auction Facility<TAF>）は、金利入札方式で実施しており、固定金利方式は採用していない。

10月上旬以降大きく上昇したが、各国中央銀行がドル資金を大量に供給したことを受けて、年末にかけて大きく低下した（図表5）。

第4に、企業金融円滑化を支援する観点から、10月14日の臨時決定会合時の方針を踏まえてCP等買現先オペを頻度・金額の面で積極的に活用したほか、時限措置としてABCPや民間企業債務の担保適格要件を緩和した（ABCPについては、10月14日の臨時決定会合で日本銀行取引先が保証するABCPを適格化。民間企業債務については、12月2日の臨時決定会合で社債および企業向け証書貸付債権の格付要件をA格相当以上からBBB格相当以上に緩和）。また、時限措置として、12月2日の臨時決定会合で民間企業債務を活用した新たなオペ（共通担保として差入れられている民間企業債務の担保価額の範囲内で金額に制限を設けずに、誘導目標水準と同水準の金利で資金供給するオペ）を導入する方針を、またこれを踏まえて12月18、19日の決定会合で企業金融支援特別オペの導入をそれぞれ決定したほか、CPを買切る方針を決定した。この決定を受けて金融市場には安心感が広がり、CP発行レートは、企業が年末越え資金調達に目処をつけつつあったことと相俟って、大きく低下することとなった（図表9）³⁶。

こうした対応のほか、12月18、19日の決定会合の際に、短期の資金供給オペの負担を軽減するため、長めの資金供給となる長期国債の買入れを増額する（1年当たり14.4兆円から16.8兆円に増額）ことを決定するとともに、買入対象国債に、30年利付国債、変動利付国債および物価連動国債を追加することを決定した。また、買入国債の残存期間が極端に短期化あるいは長期化することを避けるため、残存期間別の買入れ方式を導入する方針を決定した。

③1月～年度末まで

（金融市場動向）

1月に入ると、短期金融市場は、年末越え資金ニーズの剥落から、年末にかけてみられた著しい逼迫感は一旦緩和したが、年度末に向けて全体として警戒感が強い状況が続いた。

無担保コール市場では、積極的な資金供給を受けて日銀当座預金残高や準備預金残高が高水準となるもとでも、無担O/Nコールレートは誘導目標水準近傍

³⁶ 日本政策投資銀行がCPの買入れを実施するとされたことも、市場の地合の改善の背景となった。

で安定して推移した（図表 7）。これは、12 月 18、19 日の決定会合において補完当座預金制度の適用利率を誘導目標水準と同水準（いずれも 0.1%）としたもとで、適用利率が無担 0/N コールレートの下限金利を画する機能がよく発揮されたことによる。もっとも、日本銀行による積極的な資金供給を背景に無担保コール 0/N 物の取引金額が大きく減少するもとで、生命保険会社、損害保険会社、投資信託など補完当座預金制度の非対象先が 0.1%を下回る水準で運用する取引の比率が相対的に高まり、加重平均値である無担 0/N コールレートが 0.1%を下回ることもあった。

レポ市場では、資金の出し手が余剰資金を中心に運用する状況に変わりはなく、GCレポレートは振れやすい状況が続いた（図表 4）。また、国庫短期証券の市中発行増加が続き³⁷、証券会社の在庫ファンディング・ニーズが強まったことも、1月の下旬以降、GCレポレートが上昇しやすい要因となった。

この間、TIBOR 等のターム物金利は、年度末に対する警戒感から下がりにくい状況が続いた（図表 10）。クレジット市場においては、CPについては年末の地合を引継いで発行環境の改善が進んだが、社債については厳しい状況が続いた（図表 9）。ドル資金調達市場は、年末までの地合を引継いで調達環境の改善が続いた（図表 5）。

（金融市場調節運営）

こうした状況を踏まえて、金融市場調節運営面では、まず第 1 に、金融市場の安定確保の観点から、年度末越え資金を積極的に供給した。具体的には、前年度より 2 週間程度早く、1 月 5 日から共通担保資金供給オペにより年度末越えの資金供給を開始し、着実に供給を続けるとともに、企業金融支援特別オペによる年度末越え資金の供給を 1 月 8 日から開始した（3 月末までに年度末越えで 9 回実施）。また、3 月 5 日、13 日および 23 日には、年度末日スタート・年度初日エンドのオペを通常よりも先日付（T+17、T+11、T+6）の共通担保資金供給オペで実施した³⁸。この結果、年度末越えオペ残高は、前年を大幅に上回る水準となった（図表 11）。

³⁷ 国庫短期証券（1 月以前は、政府短期証券）の発行金額は、3 か月物が 12 月は毎週 4.5 兆円、1 月は同 4.8 兆円、2～3 月は同 5.1 兆円、6 か月物が 12 月までは毎月 3.0 兆円、1 月以降は同 3.5 兆円と増額が続いた。

³⁸ このようなかかり先日付の年度末日スタート・年度初日エンドのオペは、市場参加者から、年度末越え資金ニーズに応えるとともに、積極的な資金供給スタンスを示すものとして、金融市場の安定化に資するものと受け止められた。

この間、積極的な資金供給を受けて日銀当座預金残高と準備預金残高は高めの水準となったが、補完当座預金制度により無担 0/N コールレートが誘導目標水準から大きく下方に乖離する動きはみられなかったことから、手形売出等の資金吸収は、準備預金の積みの進捗調整を図る場合を除いて実施しなかった（図表 7、8）。

年度末日の 3 月 31 日には、市場参加者の大半が既に資金調達に目処をつけていたことから、無担 0/N コールレートは、0.088% となり、補完貸付の利用も少額に止まるなど、ごく落ち着いた推移となった。日銀当座預金残高は、22.1 兆円（前年比+55%）、準備預金残高は 17.1 兆円（同+90%）といずれも量的緩和政策を解除した直後の 2006 年 4 月以来の高水準となった。

第 2 に、レポ市場の安定確保の観点から、引続き、先日付の翌日物（S/N）と 1 週間物の国債買現先オペを毎日、最大で 5 兆円実施した。また、1 月下旬など G C レポレートが上昇する局面では、共通担保資金供給オペも活用して資金供給を行った。年度末にかけては、レポ・国債市場の流動性が低下しているもとでフェイルが増加³⁹したことを背景に、3 月は 9 月を上回る 7 回の国債補完供給を実施した。

第 3 に、企業金融円滑化を支援する観点から、企業金融支援特別オペに加えて、1 月 21、22 日の決定会合で C P 等買入れの具体的内容を、2 月 18、19 日の決定会合で、社債買入れの具体的内容を、それぞれ時限措置として決定した。これを受けて、C P 等買入れについては、1 月 30 日から 3 月末までに 11 回、1 回当たり 3 千億円でオファーした。この間、C P 等買現先オペについては、1 月以降、原則として週 2 回、1 回当たり 4 千億円で継続的にオファーした。C P 等買入オペ、C P 等買現先オペおよび企業金融支援特別オペといった企業金融円滑化を支援するためのオペを、1 月末以降ほぼ毎日実施したこともあって、C P の発行環境は大きく改善し、発行レートも日本銀行の買入れ対象や適格担保となる銘柄を中心に大きく低下した（図表 9）^{40, 41, 42}。社債買入れ

³⁹ 年度末には、一部投資家のレポ取引が一時的に減少することを背景に、例年フェイルが発生しやすい。

⁴⁰ わが国の C P 発行市場における主な資金の出し手は、銀行のトレーディング勘定である。銀行のトレーディング勘定では、引受けた C P は、一定期間は C P 等買現先等でファンディングしつつ保有することも多いが、大半は最終的に投資信託や生命保険会社、地域金融機関等の最終投資家に買戻条件なしで売却する運用となっている。このため、最終投資家の運用姿勢が慎重化した年末にかけて、トレーディング勘定の C P 引受け姿勢も慎重化した。C P 等買入オペの実施は、こうした状況を緩和する効果があったと考えられる。

⁴¹ C P は企業金融支援特別オペによる資金調達の担保としても利用可能であることから、同オ

については、3月4日から月1回、1回当たりオファー額1,500億円で開始した。

以上のように、積極的な年度末越え資金の供給に加えて、CPの発行環境が年末に比べて大きく改善し、CP発行による資金調達の困難化を背景とした金融機関貸出へのニーズが緩和されたこと等もあって、年度末が近づくにつれて、年度末越え資金調達に対する警戒感は徐々に緩和していった。

第4に、企業が実際に資金調達を行うやや長めの金利の低下を促すとともに、企業の資金調達に関する安心感を確保する観点から、2月18、19日の決定会合に際して、企業金融支援特別オペの強化・延長について、①資金供給期間を長期化させて3か月に統一すること、②実施頻度を週1回ペースに上げること、③期限を2009年3月末から同9月末に延長することとした。また、2月下旬以降、共通担保資金供給オペにより、3か月以上の長めの資金供給を着実に実施した。この間、金融機関貸出の基準金利となるTIBOR等のターム物金利は、急速な実体経済の悪化を背景とする信用コストの増加や不安定な株価を背景とする自己資本制約に対する警戒感等もあって、低下しにくい状況が続いたが、企業や金融機関が年度末越え資金調達に目処をつけ始めた3月中旬以降、緩やかに低下が進んだ（図表10）。

第5に、ドル資金調達市場の安定確保の観点から、米ドル資金供給オペを継続した。ドル資金調達市場については、年末以降も総じて金利の低下や流動性の回復など市場調達環境の改善傾向が続き、利率が市場金利対比で割高となっていた⁴³オペから市場調達に切り替える動きが広がった。この結果、米ドル資金供給オペの残高は12月にピーク（1,276億ドル）となって以降、減少傾向を辿った（3月末残高は610億ドル）⁴⁴。

この間、2月18、19日の決定会合において、足許の金融市場や企業金融の厳しい状況を踏まえて、2009年9月中間期末にかけて金融市場の安定確保と企業金融の円滑化を図る観点から、2008年9月以降導入した各種時限措置の

ペはCPの発行レート低下に寄与したと考えられる。

⁴² このようにCPの発行環境は大きく改善したが、日本銀行の買入れ対象や適格担保でない銘柄には効果が波及しにくいといった面もあった。

⁴³ 米ドル資金供給オペの利率は、同オペが市場機能を補完するものであることを踏まえて設定されている。同オペの導入当初、オペの利率は市場金利（LIBOR）を下回っていたが、米ドルのターム物金利が低下するに伴って、次第に市場金利対比で割高となった。

⁴⁴ もっとも、市場参加者には、ドル資金調達市場の機能は十分に回復しておらず、安全網としての米ドル資金供給オペに対するニーズは強いとの指摘が多い。

延長を決定した。

こうした対応のほか、3月17、18日の決定会合の際に、金融市場の安定を確保するため、年度明け後も、積極的な資金供給を行っていくことが重要であるとの判断から、長期の資金供給手段を一層活用し、円滑な金融市場調節を行っていくために、年16.8兆円ペースで行ってきた長期国債の買入れを、4.8兆円増額し、年21.6兆円ペースで実施することを決定した。

4. 無担0/Nコールレート等の動向

(1) 無担0/Nコールレート

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、2008年度中、誘導目標水準前後で概ね安定して推移した(図表12)。

2008年度中、誘導目標水準が0.5%前後であった期間(4月1日から10月31日まで)をみると、8月積み期までは0.5%を僅かに上回って推移したが、9月積み期から10月積み期にかけては、金融市場における緊張の高まりを受けて、日本銀行が積極的な資金供給を行ったことから、0.5%を若干下回った。誘導目標水準が0.3%前後であった期間(10月31日から12月19日まで)は、日次ベースの加重平均値が0.3%を下回ることも多くみられた。これは、①日本銀行が年末に向けて一段と積極的な資金供給を行ったこと、②外国金融機関の無担保コール調達の減少により、調達レートが誘導目標水準を下回る本邦金融機関の取引全体に占める割合が高まったこと、③利下げ観測の高まりから金利低下圧力が高まった場面があったこと等によるものとみられる。誘導目標水準が0.1%前後であった期間(12月19日以降)は、補完当座預金制度の適用利率が無担0/Nコールレートの下限を画す機能を果たしたため、所要準備額を大幅に上回る資金供給を行うもとでも、日次ベースの加重平均値が0.1%を幾分上回ることが多かった。もっとも、無担保コール0/N物の取引金額が大幅に減少するもとで、補完当座預金制度の非対象先である生命保険会社、損害保険会社、投資信託等が0.1%を下回る金利で運用する取引の比率が高まったことから、3月末にかけて加重平均値は幾分低下した。

加重平均値の振れ(誘導目標水準からの乖離)については、リーマン・ブラザーズの破綻以降大きくなっているが、特に年末越え資金供給を一段と積極化した11月積み期と12月積み期の乖離が大きくなっている。

(2) 日銀当座預金残高等

2008 年度中の日銀当座預金残高（図表 13）は、4月から9月中旬までは6～10兆円台で推移したが、9月中旬以降は、積極的な資金供給を受けて、12月末までは6～15兆円台、1月から3月末までは7～22兆円台と高水準で推移した。また、日銀当座預金のうち準備預金残高は、所要準備額が年度を通じて5兆円程度となるもとの、4月から8月積み期までは3～6兆円台、9月積み期から12月積み期までは3～11兆円台、1月積み期から3月末までは7～17兆円台で推移した。準備預金の積み立てについては、進捗ペースが2007年度に比べて前倒しとなった（図表 14）。

超過準備（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等の残高）および準備預金制度非適用先（証券会社等）が保有する日銀当座預金の保有状況をみると（図表 15）、2008年8月積み期までは前年度とほぼ同程度の水準で推移したが、9月積み期以降大きく増加した。これは、9月以降、金融市場の緊張が高まるもとの、金融機関が手許資金を厚めに保有する動きを見せたことや日本銀行が積極的な資金供給を行ったこと等によるものである。12月以降は一段と増加しているが、これは、12月18、19日の決定会合で補完当座預金制度の適用利率を誘導目標水準と同水準としたことから、超過準備等を保有する機会費用が大きく低下したこと等が背景である（BOX 1 参照）。業態別にみると、都市銀行は、年末越え資金を積極的に供給した12月積み期を除き、2008年度を通じてほとんど超過準備を保有していないのに対して、地方銀行、第二地方銀行、外国銀行、信託銀行の超過準備や準備預金制度非適用先の日銀当座預金の保有額は、9月積み期以降の増加が顕著となっている。

2008年度中、短期資金供給オペ残高⁴⁵は大きく増加した。2008年度末の同残高は55.3兆円（前年度差+8.9兆円）となった。また、短期資金供給オペの平均期間をみると（図表 16）、9月以降の金融市場の緊張の高まりを受けて、即日スタート・翌日物の共通担保資金供給オペや先日付スタート・翌日物（S/N）の国債買現先オペ等のごく短期のオペを活用して積極的な資金供給を行ったことから、短期資金供給オペ全体では、2008年第4四半期以降、平均期間は短期化した。もっとも、3月末にかけては、長めのタームの共通担保資金供給オペや企業金融支援特別オペ等により年度末越え資金を積極的に供給したことから、国債買現先オペを除くベースで見ると、2009年第1四半期は平均期

⁴⁵ 共通担保資金供給オペ、国債買現先オペ、CP等買現先オペ、企業金融支援特別オペ、国庫短期証券買入オペ、CP等買入オペ、社債買入オペの合計。

間が長期化した。

[BOX 1 超過準備等の保有状況]

超過準備や準備預金制度非適用先が保有する日銀当座預金は、9月積み期以降、地方銀行、第二地方銀行、外国銀行、信託銀行、証券会社等を中心に大きく増加した（図表15）。

この間の市場参加者の対応を見ると、まず、9月半ば以降の短期金融市場の緊張の高まりや10月の株価急落等を受けて、外国銀行、地方銀行、第二地方銀行、証券会社等を中心に手許資金を厚めに確保する動きが広がった⁴⁶。また、都市銀行等のコール市場の資金の取り手も、保守的な資金繰りの観点から、オペによる調達増額やレポ等による資金運用の削減により市場調達額を抑制したため、資金の出し手である地方銀行、第二地方銀行が運用しきれずに資金を抱えることが増えた。こうした状況を踏まえて、日本銀行が、金融市場の安定確保の観点から、年末、年度末にかけて、所要準備額を大幅に上回る積極的な資金供給を行ったこと等が超過準備等の増加の背景である。

さらに、12月19日以降、補完当座預金制度の適用利率と誘導目標水準が同水準（いずれも0.1%）となり、超過準備等を保有する機会費用がほぼゼロとなった。この間、外国銀行の中には、海外市場の不安定化等を背景に、為替スワップ（ドル投・円転）やユーロ円により0.1%を下回るレートで資金調達し、日銀当座預金に置くことにより裁定を行う先もみられた。また、こうしたもとにあっても、補完当座預金制度により、無担0/Nコールレートが誘導目標水準から下方乖離しにくくなったことから、年末までに比べて資金吸収オペの頻度を大きく減少させたことも、超過準備等が大きく増加する背景となった。

補完当座預金制度による付利対象預金（準備預金制度適用先が保有する超過準備と準備預金制度非適用先のうち証券会社、短資会社等が保有する日銀当座預金）の金額をみると、11月積み期が1.0兆円だったのに対して、12月積み期が3.9兆円、1月積み期が4.3兆円、2月積み期が5.3兆円、3月積み期が7.1兆円と大きく増加している。

金融市場調節運営の観点からみると、日本銀行が積極的な資金供給を行うもとでも、超過準備等は市場運用されずに日銀当座預金に止まるため、無担0/N

⁴⁶ 外国金融機関では本部の指示により流動性管理を厳格化した先があることも、超過準備の保有額が増加した一因となったとみられる。

コールレートの下限を画す機能はかなりよく発揮されている。反面、高水準となった超過準備等は日々の振れが大きくなりやすく、結果的に準備預金残高も振れることから、準備預金の積み進捗を調整することにより無担 0/N コールレートを誘導するもとではやや攪乱的な要因となり得る点に留意が必要である。

市場機能の観点からみると、日本銀行が、金融市場の安定確保等の観点から、補完当座預金制度の適用利率と誘導目標水準を同水準としたもとで積極的な資金供給を行うことは、無担保コール市場残高の減少等市場機能の低下に繋がっている面がある。こうしたもとで高水準の超過準備等の保有が市場参加者間で定着していくと、市場流動性の一段の低下に繋がる恐れもある。この点、所要準備額が大きい都市銀行が、余剰資金をレポ市場で運用すること等を通じて準備預金の積みの進捗管理を維持し、超過準備をほとんど保有しない運営を続けているのは、短期金融市場の機能維持の面で重要な意味を持っている。また、このことは、日銀当座預金が高水準となるもとでも1日当たりの残り所要準備額が安定的に維持される背景となっており、無担 0/N コールレートの安定的な形成に資する面がある⁴⁷。

5. 短期金融市場残高の推移

短期金融市場は、量的緩和政策解除以降 2007 年度までは着実に活性化が続けたが、2008 年度はリーマン・ブラザーズの破綻を契機に、各市場で流動性が大幅に低下し、残高も大きく減少した。

(コール市場)

2008 年度の無担保コール市場残高をみると、4 月以降、外国金融機関等が旺盛なドル需要を受けた割安な円転コストを背景にコール市場調達を削減したことを主因に減少傾向にあった。9 月のリーマン・ブラザーズ破綻以降は、カウンターパーティ・リスクに対する警戒感の高まりから、外国金融機関向けの運用減少を映じてさらに大きく減少した。期間別にみると、9 月中旬以後、まずターム物取引の減少が顕著となったが、資金の取り手が保守的な資金繰りの観点から当日の要調達額を抑制する一方で、日本銀行が補完当座預金制度のもとで潤沢な資金供給を行ったこともあって、翌日物の取引も大きく減少した。2009

⁴⁷ 準備預金制度適用先は、市場金利が高いと市場調達を減らして積みを遅らせ、市場金利が低いと市場調達を増やして積みを進めることから、無担 0/N コールレートの安定的な形成に資する面がある。

年3月の無担保コール市場残高は、6.8兆円と直近ピークである2008年1月の半分以下の水準となった(図表17、18)。この間、短資会社を経由しないいわゆるダイレクト・ディール(DD)取引は、9月以降も概ね横這い圏内で推移したとみられる(図表19)。

一方、有担保コール市場の残高は、安全性の高い有担保コールへの運用資金のシフトや、都市銀行等の無担保コール調達の抑制を受けて地方銀行、第二地方銀行が余剰資金を短資会社向けに有担保コールで運用する動きが広がったこと等から増加した。この結果、2008年末以降、無担保コール市場残高を有担保コール市場残高が上回る状態が続いている(図表17、20)。

(レポ市場)

2008年度は、リーマン・ブラザーズの破綻を契機にレポ市場の残高も減少した(図表21)。これは、①リーマン・ブラザーズを相手方とする取引がデフォルトしたことや連鎖的なフェイルが嫌気され、外国金融機関を相手方とする取引を敬遠し、あるいはレポ取引自体を忌避する動きがみられたこと、②従来、T+3やT+2の翌日物取引(S/N)のレポレートが無担0/Nコールレートを上回ることに着目し、先日付のGCレポ取引で資金運用を行い、無担保コール0/N物等でそのファンディングをする裁定取引を行っていた都市銀行等が、保守的な資金繰りの観点から裁定取引を大きく減少させたことが主な背景である。

(ユーロ円市場、為替スワップ市場)

ユーロ円取引や為替スワップ取引は、海外でも広く行われていることから、主に外国金融機関や都市銀行などが円資金の調達・運用に利用しているが、リーマン・ブラザーズの破綻以降、これらの取引市場においてもターム物を中心に流動性が大幅に低下し(図表22)、レートが大きく振れやすい状況が続いた(図表23)。

6. 金融市場調節手段別の動向

(1) オペ手段別の運営状況⁴⁸

①通常の資金供給手段

(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。同オペによる買入額は、2002年10月30日の決定会合以降年14.4兆円（月1.2兆円）とされ、2008年度中も、12月の第3回目の国債買入れまでは、原則として1回3千億円の買入れを月4回オファーする運営を続けた。その後、12月18、19日の決定会合の際に、①短期資金供給オペの負担を軽減するため、長めの資金供給となる長期国債の買入れを増額する観点から、買入れのペースを年16.8兆円（月1.4兆円）に増額すること、②買入対象国債に30年利付国債、変動利付国債および物価連動国債を追加すること、③買入国債の残存期間が極端に短期化あるいは長期化することを避けるため残存期間別の買入方式（残存1年以下、1年超から10年以下、10年超区分）を導入することを決定した。これを受けて、12月の第4回目の国債買入れから1月末までの間は、1回3千5百億円の買入れを月4回オファーする運営とした。また、所要の準備が整った2月以降、買入対象国債に30年利付国債、変動利付国債および物価連動国債を追加するとともに残存期間等区分別買入を導入し、「1年以下」、「1年超10年以下」、「10年超30年以下」、「変動利付国債」、「物価連動国債」の5区分から、毎回2区分について買入れをオファーした。

3月17、18日の決定会合の際には、金融市場の安定を確保するために、年度明け後も積極的な資金供給を行っていくことが重要との観点から、長期の資金供給手段を一層活用し、円滑な金融市場調節を行うため、買入れのペースを年21.6兆円（月1.8兆円）に増額し、3月の第3回目の国債買入れから実施した⁴⁹。

買入方式としては、市場取引の実勢にあわせて変動利付国債および物価連動国債以外の利付国債については、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との利回較差により、変動利付国債および物価連動国債に

⁴⁸ 各オペ手段の残高は、図表24参照。

⁴⁹ 残存期間等別の買入金額や各回のオファーの対象区分については、「長期国債買入れの当面の運営について」（2009年1月22日）及び「長期国債買入れにおける残存期間等区分別買入金額の変更について」（2009年3月18日）を参照。

については、オペ対象先が希望する売却価格と日本銀行が定める基準価格⁵⁰との価格較差により、それぞれ入札を行っている。

（国庫短期証券買入オペ）

国庫短期証券買入オペは、残存2か月～1年程度の国庫短期証券を買切るオペであり、買入方式としては、利回較差入札方式をとっている。

国庫短期証券買入オペは、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。2008年度は、オファー頻度やオファー額について比較的安定的に運営した。2009年3月中旬までは、週1回程度の頻度で、1回当たりの買入額を4千億円とし、3月19日以降は、やや長めの資金を安定的に供給する観点から、1回当たりの買入額を5千億円に増額した。

（共通担保資金供給オペ）

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⁵¹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、全店貸付オペの方がオペ対象先の幅が広い。従来は、全店貸付オペは、比較的長めの資金の安定的な供給手段として、本店貸付オペは、オーバーナイトから比較的長めの期間まで多様なタームの資金供給を行う中核的なオペ手段として、それぞれ位置付けてきた。この点、2008年度は、9月以降金融市場の混乱の度合いが深まったことを受けて、幅広い金融機関に直接資金を行き渡らせることを通じて金融市場の安定化を図る観点から、オーバーナイトの即日オペなど超短期の資金供給に際しても全

⁵⁰ 基準利回りおよび基準価格は、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。

⁵¹ 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。

店貸付オペをより積極的に活用した（図表 24）。基本的に、比較的長めのタームの資金供給は T+2 で、それ以外の資金供給は即日または T+1 で実施したが、年末日スタート・年初日エンド、年度末日スタート・年度初日エンドの資金供給については、通常よりもかなり先日付（T+4～T+17）で実施した。

（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。

2008 年度前半は、2007 年度と同様に短めのタームで、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ほか、各四半期末に近い時期等にも積極的にオファーした。9 月のリーマン・ブラザーズの破綻以降は、レポ市場の安定確保の観点から、1 回当たりのオファー金額を引上げて⁵²ほぼ連日オファーした。また、オペのタームについての予見可能性を高めつつ、一段と潤沢な資金を供給するため、11 月 13 日以降は、T+2 の翌日物と 1 週間物の組み合わせにより、合計 3～5 兆円規模の資金供給を連日行う運営に変更した。特に、T+2 スタートの翌日物（S/N）のオファー額は最大で 4 兆円まで増額するなど、市場動向に応じて資金供給額を機動的に増減させた。

また、10 月 14 日の臨時決定会合において、レポ市場における流動性改善のための措置として、国債現先オペの対象に 30 年利付国債、変動利付国債および物価連動国債を追加した。

国債買現先オペは、応札限度額を原則としてオファー額の 4 分の 1 としているが、1 回当たりのオファー額を拡大した場合等には、この割合を引下げることと、特定のオペ対象先にオペによる資金供給が集中することを回避した。

（CP 等買現先オペ）

CP 等買現先オペは、CP、短期社債（電子 CP）および ABCP 等を売戻条件付で一定期間買入れるオペである。2008 年 9 月までは、CP 等の発行環境や現先レートの状況等を踏まえつつ、四半期に 1 回程度、1 回当たり 3 千億円程度でオファーを行った。10 月 14 日の臨時決定会合の際に、企業金融円滑化を支援する観点から頻度・金額の面で CP 等買現先オペを積極活用する方針が示されたことを踏まえて、年末に向けて頻度および金額を増加し、11 月下旬以降は週 2 回程度、1 回当たり 3 千～6 千億円程度のオファーを続けた。また、

⁵² 6～8 千億円程度としていた 1 回当たりのオファー額を、1 兆円～1 兆 6 千億円に増額。

12月18、19日の決定会合では、時限措置として日本政策投資銀行をCP等買現先オペ等の対象先とすることとした⁵³。

CP等買現先オペによる資金供給額は、2008年12月末は4.3兆円と前年比約14倍に達したが、1月以降、企業金融支援特別オペやCP等買入オペ等、他の企業金融円滑化支援措置が導入されたことを受けて、CP等買現先オペに対する需要は、年度末にかけて幾分減少した。2009年3月末残高は、3.0兆円となった。

[BOX 2 金融市場調節と日本銀行のバランスシート]

金融市場調節を通じて取得した資産や負担した債務は、日本銀行のバランスシートに計上される。日本銀行のバランスシートをみると（図表25）、主な負債項目として、銀行券、当座預金および政府預金等がある一方で、主な資産項目として、長期国債、引受国庫短期証券のほか短期資金供給オペに係る資産（以下「短期オペ資産」）を保有するカタチになっている⁵⁴。

まず、負債サイドについてみると、銀行券は、最も大きな項目である。残高は、短期的には年末・年始等の季節的要因により2～5兆円程度増減することもあるが、長期的には他の負債項目に比べて比較的安定しており、ここ数年は前年比+1%程度で増加している。政府預金等は、日本銀行が政府から受入れている預金など⁵⁵であり、財政等の受払いに応じて残高が増減する。わが国は日々の財政等の受払いが大きい（近年の1日当たりの最大の受払いは、受けが5兆円程度、払いが10兆円程度）ことから^{56,57}、政府預金等の振れも大きいのが特徴である。当座預金は、日本銀行が金融機関等から受入れている預金であ

⁵³ 日本政策投資銀行が、株式会社日本政策金融公庫法（平成19年法律第57号）第2条第5号に定める危機対応業務またはこれに関連する業務として実施するコマーシャル・ペーパーの買取業務を支援するための措置。

⁵⁴ この他のバランスシート項目としては、外国為替、外国中央銀行等の預金、自己資本等があるが、これらの項目は、通常、大きな振れがみられないうえ、借方科目・貸方科目の金額規模がほぼ見合っていることから、以下では、本文および図表25に示した項目について説明する。

⁵⁵ 政府預金のほか、財政融資資金および国債整理基金が日本銀行との間で行っている国債買現先による資金運用が含まれる。

⁵⁶ わが国の財政等の受払いは、3の倍数月に国債償還が多いほか偶数月に年金定時払いがあるなど2～3か月の周期で大きな受払いがある。また、日々の受払いの振れも大きい。

⁵⁷ 日米で比較すると、例えば2007年中の財政等の1日当たりの受払いは、日本が平均9,486億円（所要準備額に対する比率：20%）、最大93,095億円（同：196%）。米国が1,082億円（同：7%）、最大28,021億円（同：178%）となっている。

り、銀行券や財政等の受払いによって残高が増減する⁵⁸。次に、資産サイドを見ると、長期国債は、長期国債買入れ等により保有する長期資産である。長期国債残高は、政府による長期国債の買入消却に応じた売却や、2007年度下期以降、残存期間が極端に短い銘柄の買入れが増加したこと等を背景に、ここ数年減少している。引受国庫短期証券は、主として償還期限が到来した長期国債の借換えのために引受けた国庫短期証券である⁵⁹。短期オペ資産は、期間が1年以内の短期オペにより供給した資金である⁶⁰。

日本銀行は、銀行券や財政等の受払いによる当座預金残高の増減を予測した上で、それを勘案して必要な資金供給オペや資金吸収オペを行い、これにより当座預金残高をコントロールすることを通じて、無担0/Nコールレートを誘導している⁶¹。これをバランスシートの動きでみると、銀行券残高や政府預金等残高が増減（下記図表中①）する結果、当座預金残高が増減し得る（同②）のに対して、必要に応じて短期資金供給オペ残高や短期資金吸収オペ残高を増減させる（同③）ことにより、当座預金残高をコントロールしている（同④）。こうしたもとで、短期的な振れが大きい政府預金等や機動的に残高をコントロールする必要がある当座預金といった短期負債⁶²に対しては、短期資産である短期オペ資産を保有する一方、長期的な負債である銀行券残高に対しては、長期資産である長期国債を保有することにより、円滑な金融市場調節運営が可能になっている。

仮に長期国債残高が増加し銀行券残高を上回るような場合には（下記図表中（参考））、短期負債である政府預金等や当座預金に対しても長期資産である長期国債を保有することになる。この場合、金融情勢に応じて当座預金残高を機動的にコントロールするために、例えば長期国債の市場での売買を頻繁に行ったり、資金吸収オペを継続的に実施すること等が必要となる可能性があるが、これは市場金利を大きく変動させる等市場に攪乱的な影響を与える恐れがある。特に足許のように市場流動性が低下し、市場分断が強まっている状況のも

⁵⁸ 脚注1参照。

⁵⁹ このほか、国庫に予期せざる資金需要が生じた場合や、日本銀行が外国中央銀行等との売買に用いる場合等に引受ける国庫短期証券も含まれる。「対政府取引に関する基本要領」参照。

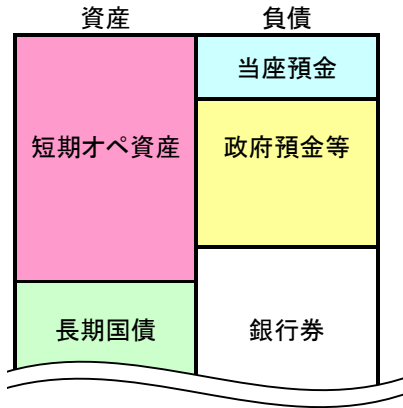
⁶⁰ 短期資金供給オペは、共通担保（本店・全店）オペ、国債買現先オペ、国庫短期証券買入れ、CP等買現先オペ、企業金融支援特別オペ、CP等買入オペおよび社債買入オペの合計。

⁶¹ 日本銀行の金融市場調節に関する枠組みの詳細については、日本銀行金融市場局「日本銀行の金融市場調節」（2008年6月）を参照。

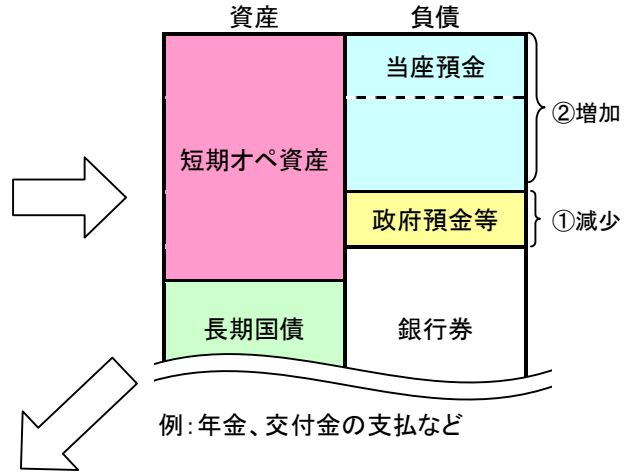
⁶² この他、銀行券残高のうち季節要因による短期的な変動部分も短期負債に含めて考えることができる。

とでは、こうしたオペにより市場に大きな影響を与える可能性が高い。

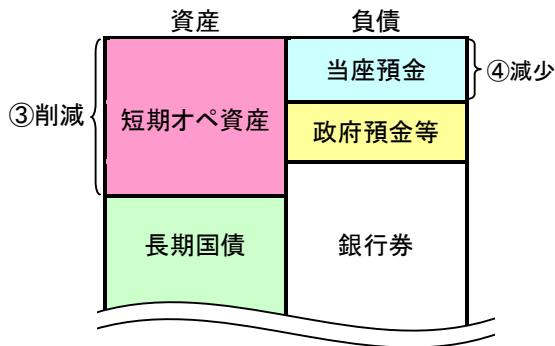
(a)当初のバランスシート



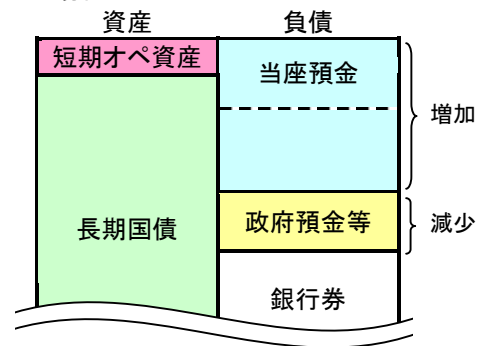
(b)政府預金等から当座預金への払の発生



(c)オペ残高の削減による当座預金残高の調節



(参考)長期国債残高が銀行券残高を上回る場合



・短期オペ資産の削減による当座預金残高の調整余地が限定される。

こうした事態を避け、政府預金等や当座預金の増減に応じて機動的に残高を調整できる短期オペ資産を保有することにより、円滑な金融市場調節運営を確保する観点から、長期国債の保有残高については、銀行券発行残高の範囲内とするようにしている。こうした取扱いは、同時に、長期国債の買入れが、国債価格の買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いう役割も果たしている。

②時限的に導入した資金供給手段

(米ドル資金供給オペ)

米ドル資金供給オペは、日本銀行と米国連邦準備制度との米ドル・スワップ取極に基づき調達した米ドルを、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に貸出すオペである。米ドル短期金融市場における資金調達圧力の持続的な高まりに対処するため、日本銀行は、9月18日の臨時決定会合において、各国中央銀行と協調して、2009年1月末までの時限措置として引出限度額を600億ドルとする米国連邦準備制度との米ドル・スワップ取極を締結するとともに米ドル資金供給オペを導入した。その後、米ドルに係る流動性逼迫が一段と強まっていることを踏まえ、9月29日の臨時決定会合で米ドル・スワップ取極の引出限度額を1,200億ドルへ増額するとともに、米ドル資金供給オペの期限を2009年4月末まで延長した。さらに、10月14日の臨時決定会合では、米ドル短期金融市場における流動性向上のための中央銀行間の協調策(10月13日公表)に基づき、「固定金利⁶³を提示して、適格担保の範囲内で、供給総額に制限を設けずにドル供給を行う方式」を導入することを決定し、2009年2月18、19日の決定会合で期限を2009年10月末まで延長した。

米ドル資金供給オペについては、市場安定化に資する観点から、各国中央銀行で同じ日程⁶⁴で1か月物と3か月物を隔週で交互に実施するとともに、オペ対象先の予測可能性を確保するため、日程等を事前に公表した。

米ドル資金供給オペの残高は、12月に1,276億ドルと高水準に上った後、ドル資金調達環境の改善にともなって、オペの期日到来の際に減額ロールオーバーが続いた結果、徐々に残高が減少し、3月末には610億ドルとなった。この間、年末にかけては、他の年末越え資金供給オペ残高も増加するもとの、金融機関の担保繰りを緩和する観点から、12月16日オフアー分から、それまでロールオーバーの際に一時的に担保が二重に必要となる扱いを見直すことにより、担保負担の軽減を図った。

⁶³ 固定金利は、ニューヨーク連邦準備銀行が貸付期間に応じたドル・オーバーナイト・インデックス・スワップ市場における実勢金利を勘案して指定する利率。

⁶⁴ 日程は、基本的に米国連邦準備制度が実施するTAFの日程に合わせている。

（企業金融支援特別オペ）

企業金融支援特別オペは、共通担保として差入れられている民間企業債務の担保価額の範囲内で、金額に制限を設けずに、無担 0/N コールレートの誘導目標水準と同水準の金利で、資金を供給するオペであり、12月18、19日の決定会合で時限措置として導入した。オペ対象先は、民間企業債務の担保の価額の範囲内であれば、必要な金額を低水準の金利で確実に調達できるうえ、オペ対象先の予測可能性を確保するためオペの日程も予め公表したことから、1月8日のオファー開始以降、積極的な応札がみられた。

同オペでは、当初、月2回の頻度で1～3か月のタームでの年度末越えの資金供給を行ったが、金融経済情勢を踏まえ、企業が実際に資金調達を行うやや長めの金利の低下を促すとともに、企業の資金調達に関する安心感を確保する観点から、2月18、19日の決定会合の際に、①実施頻度を週1回に増加させること、②資金供給期間を長期化し3か月間とすること、③実施期限を2009年9月末まで延長することを決定した。

2008年度末における同オペによる資金供給残高は、7.5兆円と高水準となった。同オペによる積極的な資金供給は、他の施策と相俟って、ターム物金利やCP発行レートなどを安定化させる効果があったと考えられる⁶⁵。

（CP等買入オペ）

CP等買入オペは、オペ対象先から、CPおよびABC Pを買切るオペであり、2009年1月21、22日の決定会合で時限措置として導入した。企業金融に係る金融商品の買入れは、中央銀行の政策手段としては異例の措置であることを踏まえて、①個別企業への恣意的な資金配分となることを回避する、②必要な期間に限り、適切な規模で実施する、③日本銀行の財務の健全性を確保することに留意することとしている⁶⁶。

こうした考え方のもと、CP等買入オペの買入対象は、共通担保として適格であり、a-1格相当以上、既発行かつ残存期間3か月、といった要件を満たす

⁶⁵ 金融機関が金融市場において資金調達を行う際の金利について、ボラティリティや水準が高まると、それに金融機関の事務コストや貸出先企業の信用コスト等を上乗せして決まる企業等への貸出金利も上昇する可能性がある。この点、企業金融支援特別オペは、オペ対象先となっている金融機関が、①適格な民間企業債務担保の価額の範囲内であれば金額無制限で、②低水準の金利により資金調達を行うことを可能とするものであり、間接金融のコストを安定させる効果があると考えられる。

⁶⁶ 「企業金融に係る金融商品の買入れについて」（2009年1月22日）参照。

ものに限っている。また、買入総額の残高上限は3兆円、発行体別の買入残高の上限は1千億円⁶⁷（いずれもCP・ABCP共通）とした。買入方式としては、オペ対象先が希望する売却利回りと、買入の対象とするCPおよびABCPの残存期間に応じて日本銀行が定める下限利回り（CP・ABCP共通で、残存期間が1か月以内のものについては、無担0/Nコールレートの誘導目標水準+20bps、1か月超3か月以内のものについては、無担0/Nコールレートの誘導目標水準+30bps）との利回り較差（ゼロ以上）により、入札を行っている。同オペが市場機能を補完するものであることを踏まえて、下限利回りは、平常時には割高で、市場が逼迫した場合には割安となるような水準に設定した。当初、2009年3月末までの時限措置として導入したが、2月18、19日の決定会合において、2009年9月末まで期限を延長した。

2008年度中は、1月30日に第1回目の買入れを実施し、予め公表した日程に従って、年度末までに、1回当たり3千億円の買入れを11回実施した。当初は積極的な応札がみられたが、3月に入ると応札金額がオファー金額を下回るケースが連続するようになった。これは、年度末にかけて企業が前倒しでCPを発行したこともあって3月の発行が少なく、オペ対象先が保有するCPが少なめとなったこと、CPの発行レートが下限利回りを下回る銘柄が増加したこと、発行体によっては買入残高の上限に達した先もあること等によるものとみられる。3月末の買入残高は、1.6兆円となった。

（社債買入オペ）

社債買入オペは、オペ対象先から、社債（短期社債を除く）を買入れるオペであり、2月18、19日の決定会合において時限措置として導入した。CP等買入オペ同様、企業金融に係る金融商品の買入れを行うことについての基本的な考え方に則して実施している。

社債買入オペの買入対象は、担保適格社債のうち格付がA格相当以上のものであって、買入日の属する月の月末日において残存期間が1年以内といった要件を満たすものに限られている。また、買入総額は1兆円、発行体別の買入残高は500億円⁶⁸をそれぞれ上限としている。買入方式としては、オペ対象先が

⁶⁷ ただし、買入残高が、2008年7月から12月の各月末の発行残高のうち最大の残高の25%を超えた発行体については、償還により買入残高が当該金額を下回るまで、買入れ対象から除外することとしている。

⁶⁸ ただし、買入残高が、2008年7月から2009年1月の各月末の発行残高のうち最大の残高の

希望する売却利回りと、買入の対象とする社債の残存期間に応じて日本銀行が定める下限利回り（残存期間が6か月以内のものについては、無担0/Nコールレートの誘導目標水準+40bps、6か月超のものについては、無担0/Nコールレートの誘導目標水準+60bps）との利回り較差（ゼロ以上）により、入札を行っている。CP等買入オペと同様に、同オペが市場機能を補完するものであることを踏まえて、下限利回りは、平常時には割高で、市場が逼迫した場合には割安となるような水準に設定した。買入実施の期限は2009年9月末までとしている。

2008年度中は、予め公表した日程に従って、3月4日に1回実施し、応札額はオファー金額を大きく下回った。3月末の買入残高は、435億円となった。

③資金吸収手段

資金吸収オペについては、日本銀行が振出す手形を売却する手形売出オペと国債の買戻条件付売却を行う国債売現先オペが主な手段となっている。2008年9月以降は、金融市場の安定確保の観点から、先日付スタート・ターム物の資金供給オペで潤沢な資金供給を行った結果、無担0/Nコールレートに強い低下圧力がかかるケースが多くみられたことから、オーバーナイト等ごく短いタームでの資金吸収オペを機動的かつ頻繁に実施した。資金供給、資金吸収と両サイドのオペを実施することにより、カウンターパーティ・リスクに対する警戒感から資金運用が慎重化する中で、日本銀行が市場参加者間の仲介を行ったとみることもできる。

補完当座預金制度の適用利率と誘導目標水準を同水準とした12月19日以降は、無担0/Nコールレートが誘導目標水準から大きく下方に乖離する動きはみられなかったことから、資金吸収オペの実施頻度は大きく減少した。もっとも、資金吸収オペは、準備預金の積みの進捗調整やエンド日に資金を供給する手段として、引続き活用する余地がある。

④国債補完供給

国債補完供給は、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目的で行う国債の買戻条件付売却である。リーマン・ブラザーズ

25%を超えた発行体については、償還により買入残高が当該金額を下回るまで、買入れ対象から除外することとしている。

の破綻を受けて、レポ・国債市場の流動性が著しく低下する中、レポ市場の安定確保の観点から、9月16日に国債補完供給の実施条件を緩和した。具体的には、「原則として1銘柄につき3先以上からオファーの実施の希望を受けた場合」としていた実施条件を、「原則として、1銘柄につき1先以上からオファーの実施の希望を受けた場合」に変更したほか、オファー実施希望の受付締切時間をそれまでの「午前11時30分まで」から、「午後1時まで」に延長した。当初、実施条件の緩和は9月19日までの時限措置としたが、その後、2009年4月末まで延長するとともに⁶⁹、10月14日には時限措置として最低品貸料の引下げ（1%→0.5%）を、2月18、19日の決定会合では、売却対象に30年利付国債、変動利付国債および物価連動国債の追加を行い、制度を拡充した。2008年度中の実施回数は27回と前年比大幅に増加した。

（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（2008年度中は当初0.75%、10月31日に0.5%、12月19日に0.3%に変更）により、翌営業日を返済期限とする貸付を受動的に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積み期間当たりの上限日数（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、現在もこれが継続されている。

2008年度中の利用状況については、9月のリーマン・ブラザーズ破綻以降、資金の出し手の運用姿勢が慎重化したことから、2007年度に比べて大幅に増加した。特に国債発行日や利下げ観測が高まった日を中心に利用が目立った。1日当たりの利用額は日本銀行による潤沢な資金供給を受けて、年末・年度末に向けて減少傾向を辿った。

（3）補完当座預金制度の導入

補完当座預金制度は、日銀当座預金等のうち所要準備額を超える金額（超過準備）について付利する制度であり、10月31日の決定会合において、年末、

⁶⁹ 2009年4月28日には、2009年10月末まで延長した。

年度末に向け、積極的な資金供給を一層円滑に行うため、時限措置として導入を決定し、11月積み期から実施した。対象先は、準備預金制度対象先、または、準備預金制度対象先以外の日銀当座預金取引先の中で預貯金取扱金融機関、証券会社、証券金融会社もしくは短資会社である。適用する利率は、日本銀行が金融市場調節方針において誘導目標として定める無担0/Nコールレートの水準から日本銀行が定める数値を差し引いた利率である（2008年度中は、導入から年度末までの間、適用利率を0.1%とした⁷⁰）。実施期限は、当初4月15日までとしたが、2月18、19日の決定会合において、他の各種時限措置とともに10月15日まで延長した。

基準貸付利率には短期金利の上限を画することが期待されているのに対し、補完当座預金制度に適用される利率には短期金利の下限を画することが期待されている。これは、準備預金制度のもとでは、通常、超過準備を保有すると市場での運用機会を逸することになるが、補完当座預金制度のもとでは、超過準備に付利されることから、制度の対象金融機関は、基本的に適用利率を下回るレート水準での資金運用を行わないためである。

（４）共通担保の受入状況

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・CP等の民間債務も含まれる。共通担保においては、このように幅広い資産が適格となっており、オペ対象先の資産保有状況等に応じて、差入れる担保を選択し得るほか、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。また、2008年度は、共通担保資金供給オペに加え、金融市場の安定確保や企業金融円滑化のための措置として、共通担保の枠組みを利用して行う米ドル資金供給オペや企業金融支援特別オペを導入したほか、担保となる金融資産の範囲の拡大や民間企業債務の適格担保要件の緩和を進める等の対応をとった。共通担保の資産構成をみると、残高では2007年度と同様、国債が最も多いが、担保受入の面からも様々な施策をとったことを受けて、民間企業債務の差入れ額が大幅に増加した（図表26）。

⁷⁰ 補完当座預金制度の適用利率は、日本銀行が金融市場調節方針において誘導目標として定める無担0/Nコールレートの水準から日本銀行が別に定める数値を差し引いた利率とすることとなっている。「別に定める数値」は、11月16日から12月19日までは0.2%、12月19日以降はゼロとした。

7. 金融市場調節運営に関する主な変更

6. で述べた以外の金融市場調節運営に関する主な変更は、以下のとおりである。

(1) 適格担保の担保価格の定例見直し

適格担保の担保価格等については、2005年度以降、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なっており、2008年度については、10月6、7日の決定会合において、金融市場の情勢等を踏まえて見直しを行った。

(2) 資産担保CPの適格要件緩和

10月14日の臨時決定会合では、2009年4月末までの時限措置として、資産担保CP（ABC P）の適格要件を緩和し、担保およびCP等買現先オペの対象資産として、日本銀行取引先の保証するABC Pを適格とすることとした。同措置は、2009年2月18、19日の決定会合において、12月31日まで延長した。

(3) 社債と企業向け証書貸付債権の担保適格要件の緩和

12月2日の臨時決定会合において、企業金融円滑化の支援のための措置として、社債と企業向け証書貸付債権の適格要件のうち、格付に係る要件を、従来の「A格相当以上」から「BBB格相当以上」に緩和することを決定した。同措置は、2009年2月18、19日の決定会合において、12月31日まで延長した。

(4) 日本政策投資銀行のCP等買現先オペ対象先への追加

12月18、19日の決定会合において、日本政策投資銀行が政府の方針を受けて時限的にCP等の買取業務を開始する方針にあることを踏まえ、時限措置として同行をCP等買現先オペ等の対象先とすることを決定した。

(5) 不動産投資法人債等の適格担保化

1月21、22日の決定会合において、金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、不動産投資法人債、短期不動産投資法人債、不動産投資法人が振出す手形、不動産投資法人コマーシャル・ペーパーおよび不動産投資法人に対する証書貸付債権を適格担保化した。

(6) 政府保証付短期社債の適格担保化

2月18、19日の決定会合において、金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、政府保証付短期債券を適格担保化した。

以 上

(参考文献⁷¹)

日本銀行金融市場局「日本銀行の金融市場調節」、2008年6月

——「2007年度の金融市場調節」、2008年6月

——「金融市場レポート」、2008年7月31日

——「わが国短期金融市場の動向と課題」、2009年1月26日

——「金融市場レポート」、2009年1月30日

日本銀行決済機構局「次世代 RTGS 第1期対応実施後の決済動向」、2009年
5月13日

Federal Reserve Bank of New York, “Domestic Open Market Operations During
2008,” January 2009

European Central Bank, “The implementation of monetary policy in the euro area,”
November 2008

⁷¹ 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。

2008 年秋以降の日本銀行による主な政策対応

金融政策面での措置

1. 政策金利の引き下げ

- 0.5% ⇒ 0.3% (08/10 月決定) ⇒ 0.1% (08/12 月決定)

2. 金融市場安定化のための措置

- 米ドル資金供給オペの導入・拡充 (担保の範囲内で無制限)
- 年末・年度末越え資金の積極的供給
- 長期国債買入れの増額
年 14.4 兆円 ⇒ 年 16.8 兆円 (08/12 月決定) ⇒ 年 21.6 兆円 (09/3 月決定)

3. 企業金融の円滑化に向けた措置

- CP買現先オペの積極的活用
- 企業金融支援特別オペの導入・拡充 (低利かつ担保の範囲内で無制限)
- CP・ABCP買入れの導入 (買入限度額: 総額3兆円)
- 社債買入れの導入 (買入限度額: 総額1兆円)
- 民間企業債務の適格担保範囲の拡大 (A格以上⇒BBB格以上)
08/11 月末: 3.9 兆円 (3.9 兆円*) ⇒ 09/3 月末: 10.3 兆円 (9.8 兆円*)
* は企業金融支援特別オペに利用可能な担保の総額。

金融システム面での措置

- 金融機関保有株式の買入れ (買入限度額: 総額1兆円)
- 金融機関向け劣後特約付貸付の供与 (貸付限度額: 総額1兆円)

2008年度の日銀当座預金増減要因

(年度中の動き)

	2007年度	2008年度	(兆円)
			前年度差
銀行券要因	▲ 0.6	▲ 0.4	+0.1
財政等要因	▲ 19.9	▲ 16.9	+3.0
一般財政	+40.6	+26.7	▲ 13.9
国債(1年超)	▲ 49.8	▲ 24.5	+25.2
国庫短期証券	▲ 9.7	▲ 18.7	▲ 9.0
外為	+0.0	▲ 0.6	▲ 0.6
その他	▲ 1.1	+0.1	+1.2
資金過不足	▲ 20.4	▲ 17.4	+3.1

(参考)

銀行券末残	76.5	76.9
-------	------	------

(注) 銀行券要因：▲は発行超を示す。

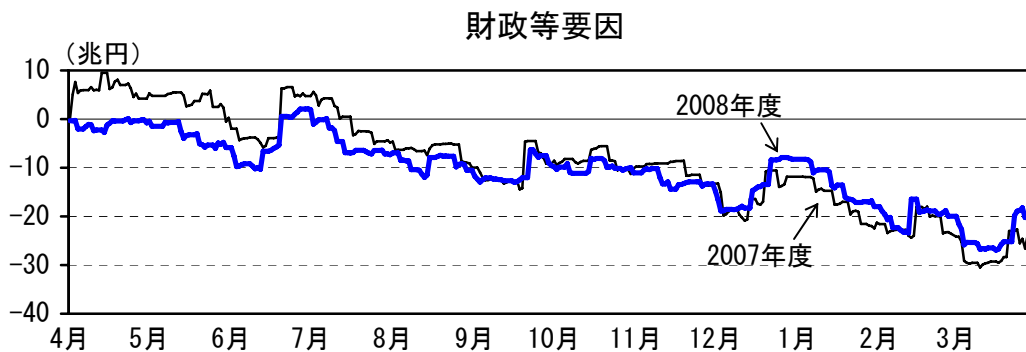
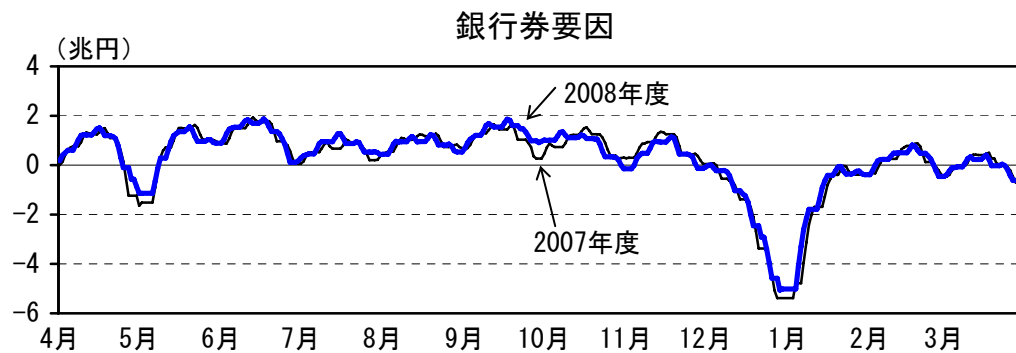
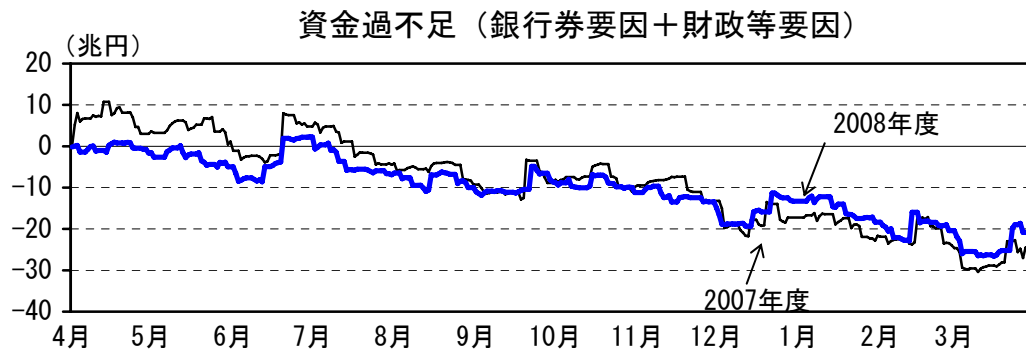
財政等要因：▲は財政等の受超、+は払超を示す(国庫短期証券売買オペ調整後)。

国債(1年超)：2009年1月以前に発行された割引短期国債の数値を含む。

国庫短期証券：前年度計数は政府短期証券の数値。

日銀当座預金増減要因：▲は減少、+は増加を示す(国庫短期証券売買オペ調整後)。

(日次の動き)



(注) 年度初からの累積ベース(国庫短期証券売買オペ調整後)。

(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
2008年度	7,864 (9,913)	526 (586)	5,230 (3,260)	2 (6)
4月	5,602	395	1,082	45
5月	7,833	522	2,100	28
6月	8,554	344	2,152	11
7月	7,225	367	997	17
8月	7,947	318	2,292	13
9月	7,191	1,066	5,230	156
10月	6,247	817	4,921	2
11月	5,773	607	2,366	6
12月	9,018	487	1,890	12
1月	7,406	441	1,392	48
2月	10,910	390	1,568	34
3月	10,681	568	2,930	44

銀行券要因（億円）

	実績平均	平均誤差	最大誤差	最小誤差
2008年度	1,559 (1,663)	186 (179)	1,121 (1,106)	1 (0)
4月	1,866	150	622	1
5月	1,894	248	781	5
6月	1,479	127	331	20
7月	981	173	447	26
8月	1,009	163	345	2
9月	1,308	159	413	12
10月	969	142	355	1
11月	1,462	207	482	6
12月	2,509	274	1,121	14
1月	2,914	248	651	21
2月	1,311	189	505	17
3月	1,152	169	445	39

財政等要因（億円）

	実績平均	平均誤差	最大誤差	最小誤差
2008年度	7,923 (9,768)	500 (550)	5,218 (2,878)	0 (1)
4月	5,433	389	1,058	36
5月	7,401	590	2,038	15
6月	9,246	337	2,195	10
7月	7,387	341	921	0
8月	7,716	322	1,967	68
9月	7,449	1,035	5,218	58
10月	6,076	824	4,942	4
11月	5,545	550	2,662	1
12月	8,940	376	1,030	2
1月	7,454	402	1,444	3
2月	11,340	345	1,585	2
3月	11,096	497	2,991	12

(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。

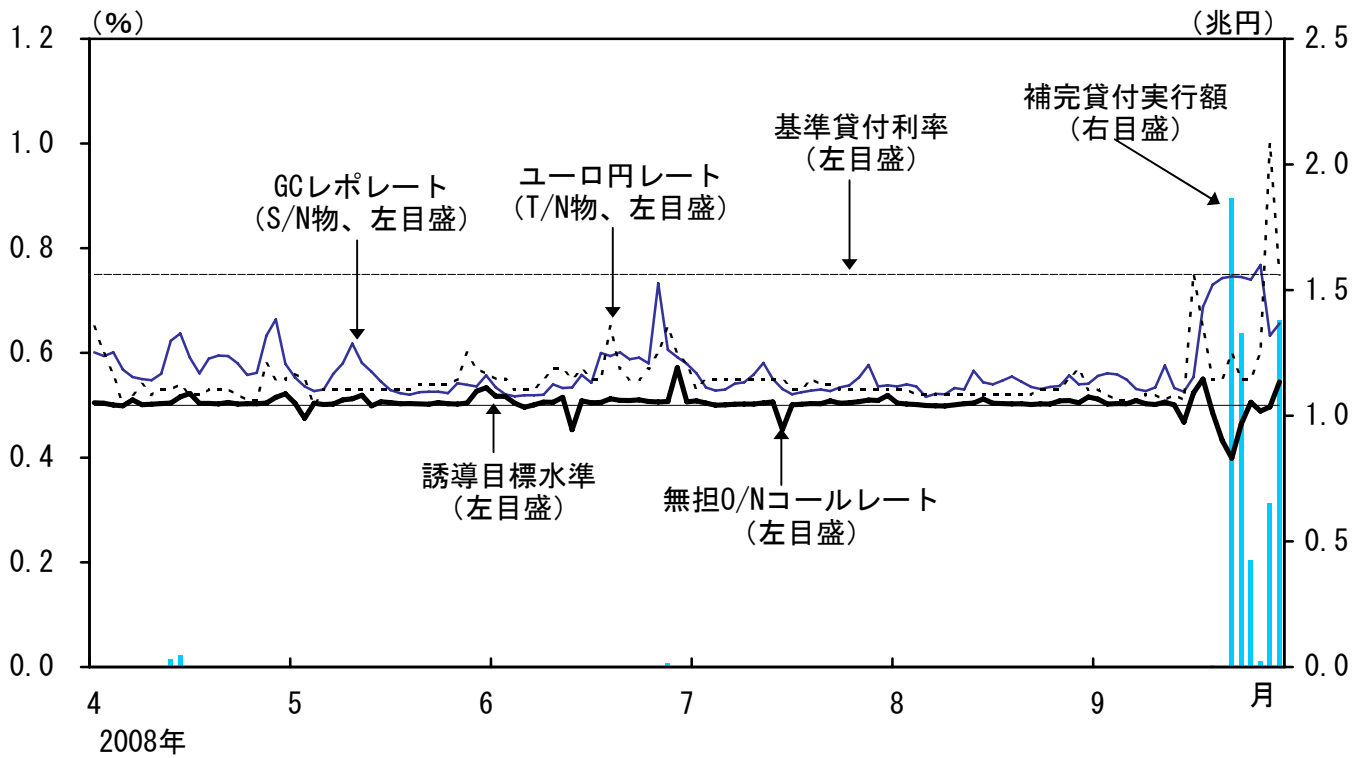
(注2) 誤差は、各期間の日銀当座預金増減要因に関する前営業日予想値と実績値（いずれも国庫短期証券売買オペ調整前）の誤差（絶対値）の平均、最大および最小。

(注3) 括弧内は、前年度計数。

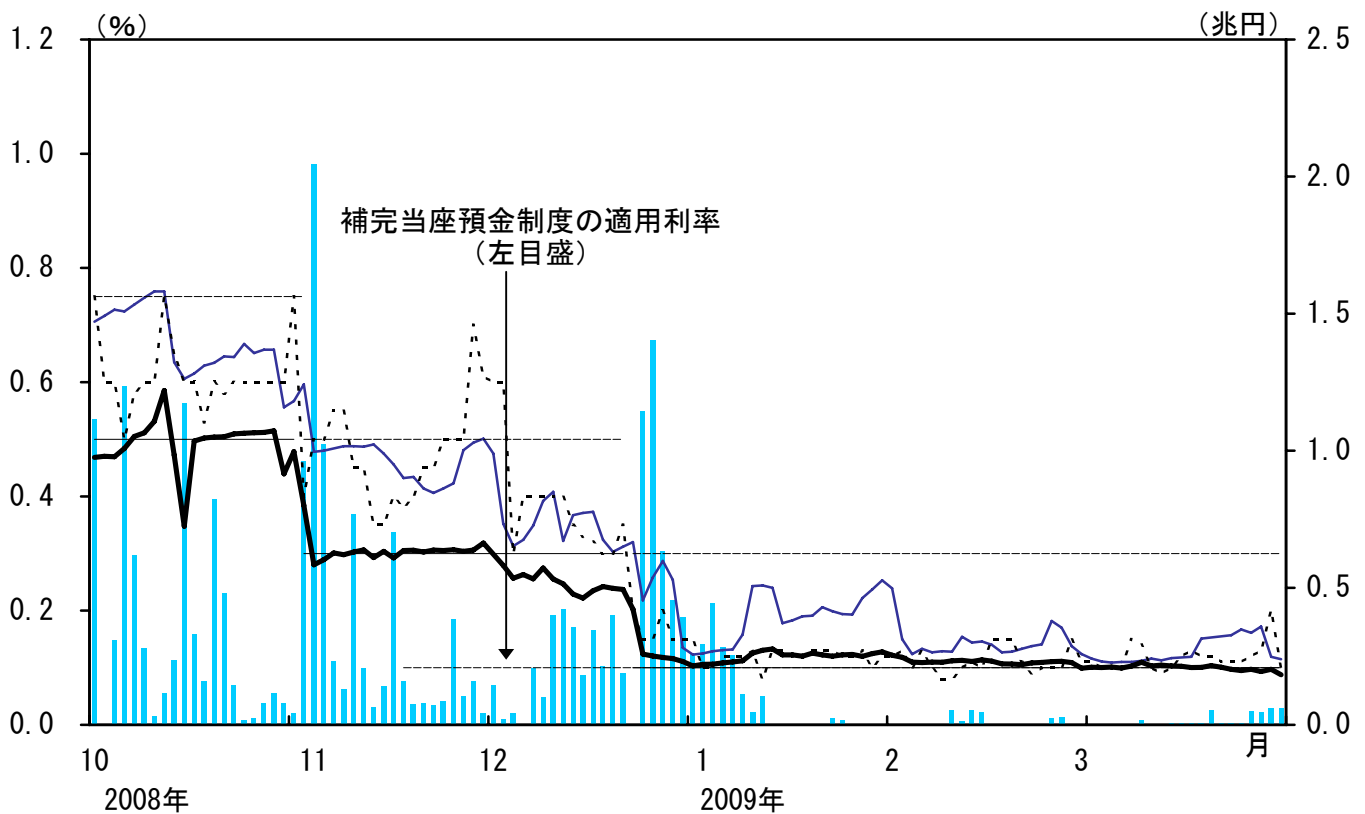
(出所) 日本銀行

短期市場金利と補完貸付実行額

(1) 2008年4月1日～2008年9月30日



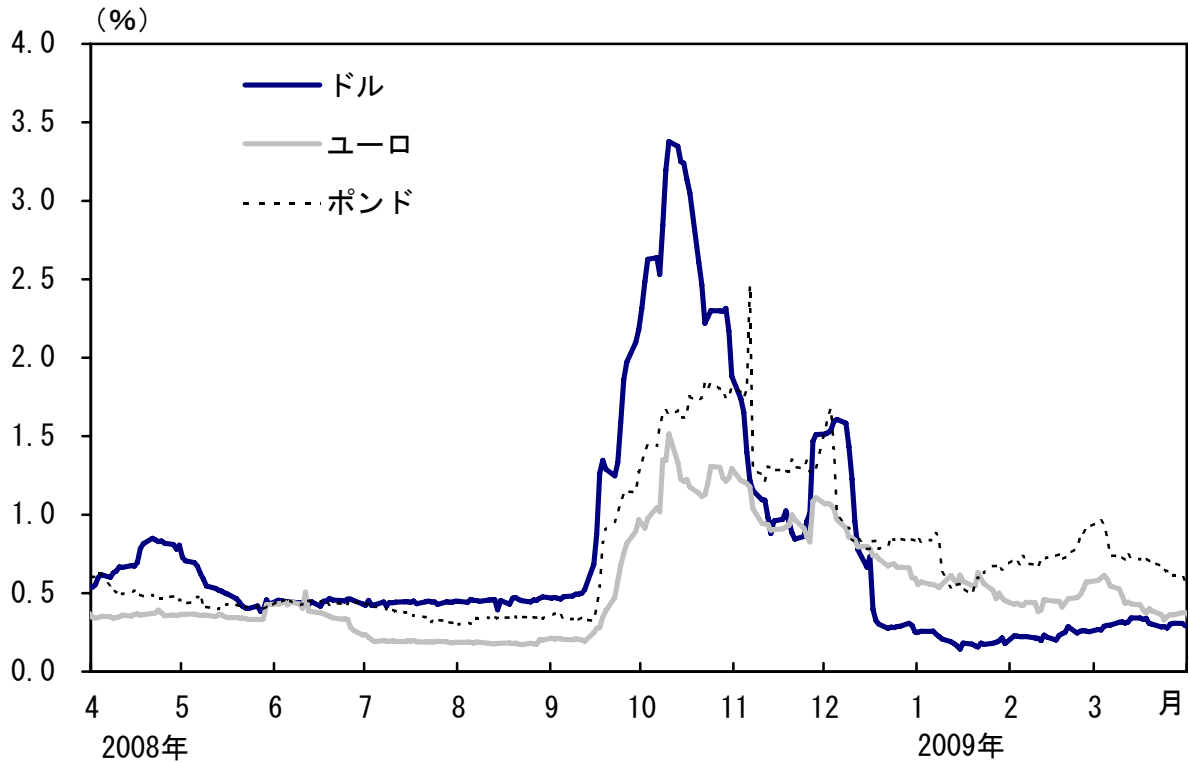
(2) 2008年10月1日～2009年3月31日



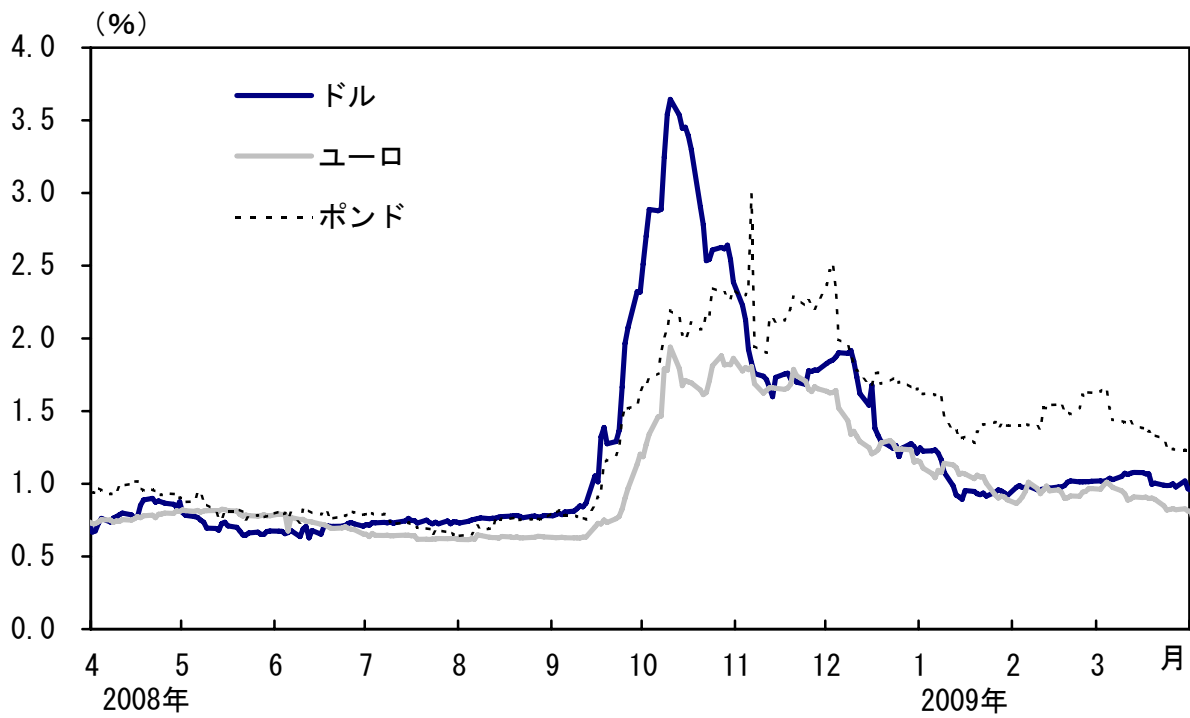
(注) 約定日ベース。
(出所) QUICK、日本銀行

ドル・ユーロ・ポンドのLIBOR-OISスプレッド

1 か月物



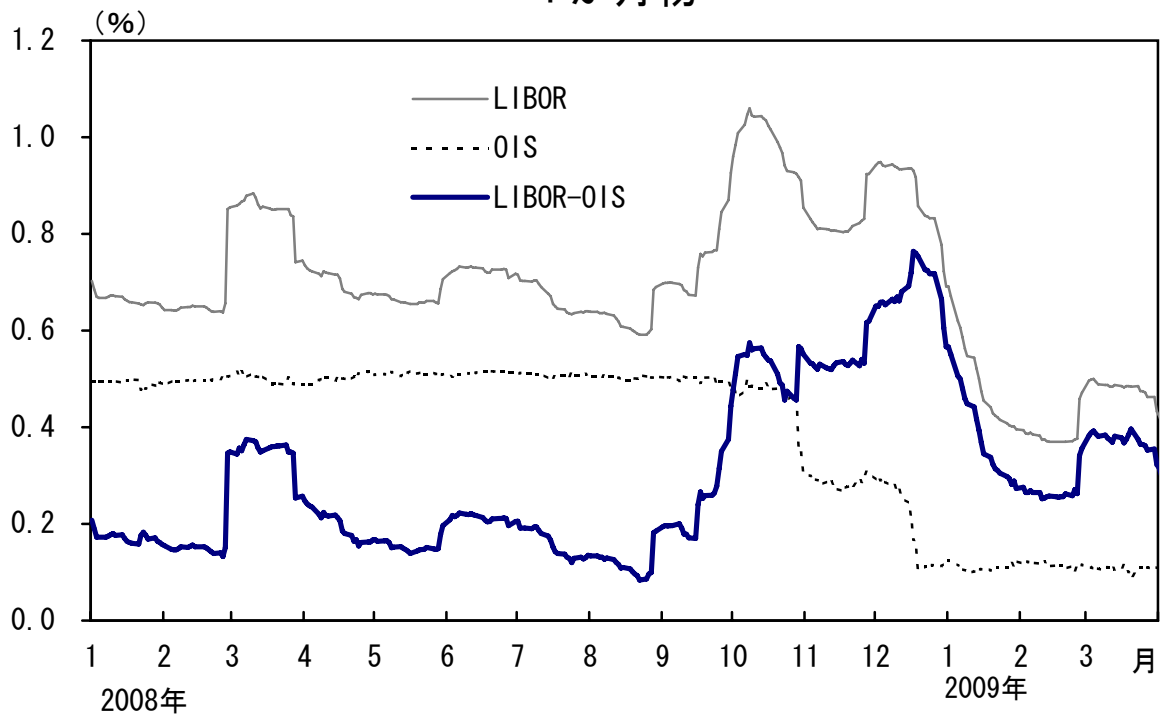
3 か月物



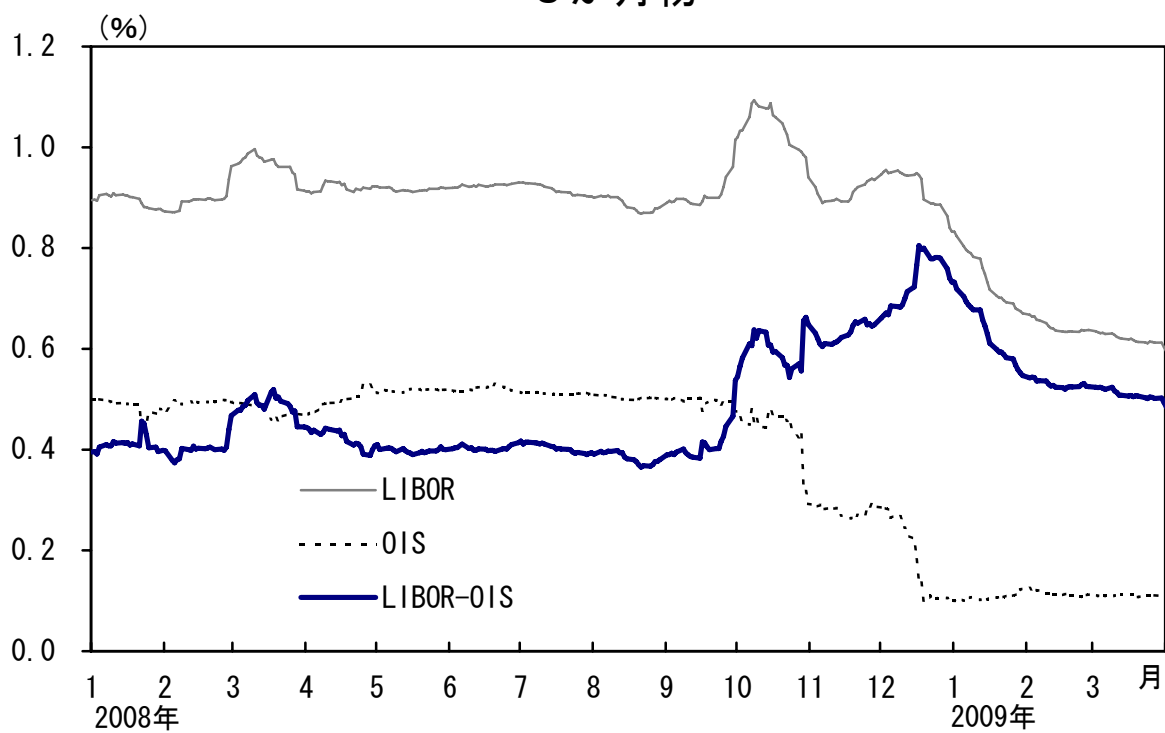
(出所) Bloomberg

円ターム物金利 (LIBOR) の動向

1 か月物

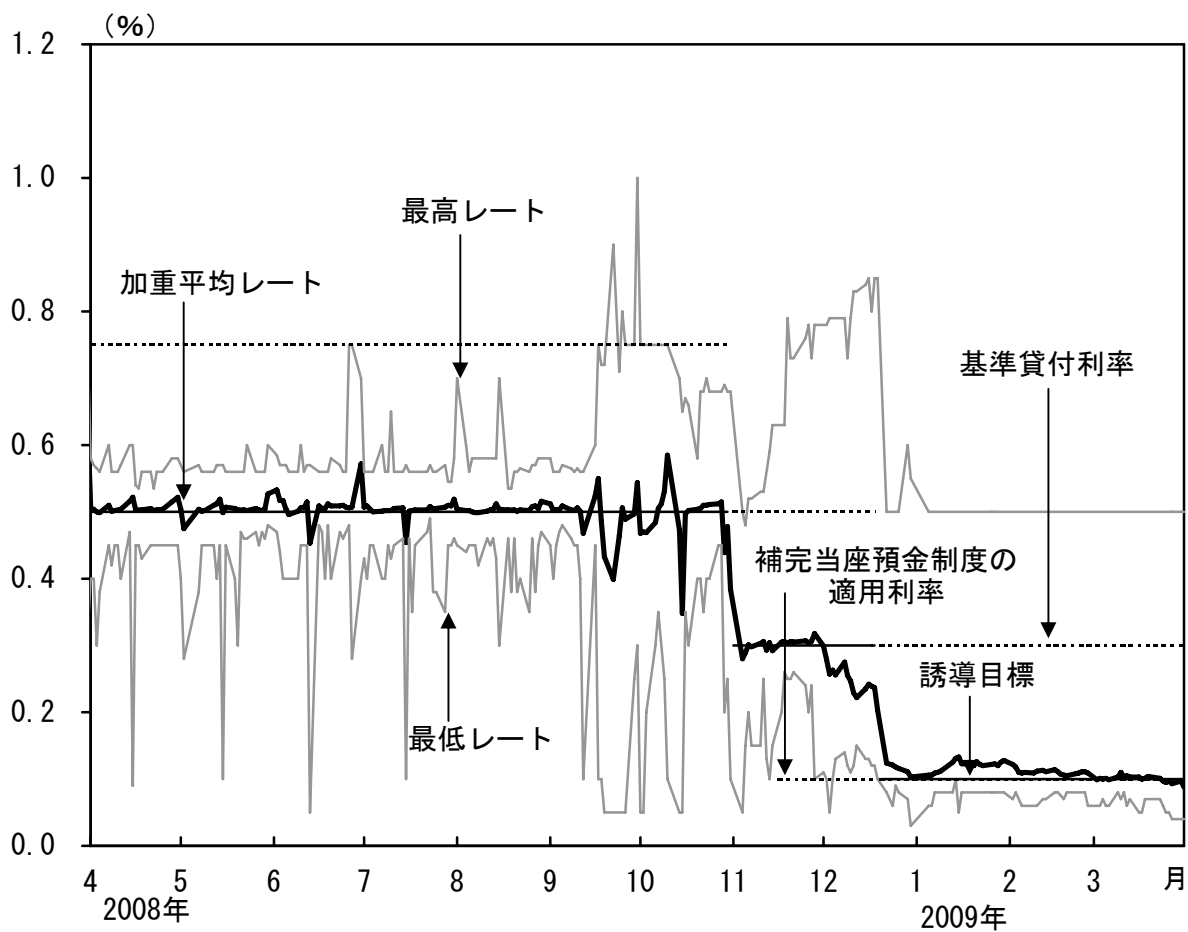


3 か月物



(出所) Bloomberg

無担0/Nコールレートの動向



(出所) 日本銀行

(参考) 9月積み期中の無担0/Nコールレートの推移

(%)

9月16日	0.524	10月1日	0.468
9月17日	0.550	10月2日	0.470
9月18日	0.486	10月3日	0.469
9月19日	0.433	10月6日	0.484
9月22日	0.399	10月7日	0.505
9月24日	0.464	10月8日	0.512
9月25日	0.506	10月9日	0.531
9月26日	0.489	10月10日	0.585
9月29日	0.497	10月14日	0.473
9月30日	0.544	10月15日	0.348

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	先日付計				T+0 (即日)	先日付計	先日付計	
				T+1	T+2	T+3 以上				T+1	T+2
07/4月	30	3	27	0	27	0	7	6	1	1	0
5月	39	6	33	2	31	0	3	1	2	2	0
6月	30	7	23	6	17	0	2	2	0	0	0
7月	35	5	30	3	27	0	6	3	3	3	0
8月	38	8	30	8	22	0	7	7	0	0	0
9月	35	7	28	13	15	0	6	4	2	2	0
10月	31	2	29	17	12	0	4	4	0	0	0
11月	33	0	33	19	14	0	4	1	3	3	0
12月	38	2	36	21	15	0	1	1	0	0	0
08/1月	40	2	38	25	13	0	6	6	0	0	0
2月	41	5	36	22	14	0	3	3	0	0	0
3月	54	12	42	27	15	0	3	2	1	1	0
2007年度計	444	59	385	163	222	0	52	40	12	12	0
1営業日平均	1.8	0.2	1.6	0.7	0.9	-	0.2	0.2	0.0	0.0	-
08/4月	49	5	44	23	21	0	4	4	0	0	0
5月	42	3	39	21	18	0	5	5	0	0	0
6月	44	6	38	21	17	0	1	1	0	0	0
7月	44	0	44	26	18	0	2	2	0	0	0
8月	37	0	37	23	14	0	3	3	0	0	0
9月	49	17	32	15	17	0	6	2	4	3	1
10月	57	22	35	10	25	0	17	16	1	1	0
11月	62	1	61	15	46	0	26	26	0	0	0
12月	68	1	67	10	55	2	44	41	3	3	0
09/1月	72	0	72	11	59	2	4	1	3	2	1
2月	76	0	76	19	54	3	0	0	0	0	0
3月	84	0	84	19	57	8	0	0	0	0	0
2008年度計	684	55	629	213	401	15	112	101	11	9	2
1営業日平均	2.8	0.2	2.6	0.9	1.6	0.1	0.5	0.4	0.0	0.0	0.0

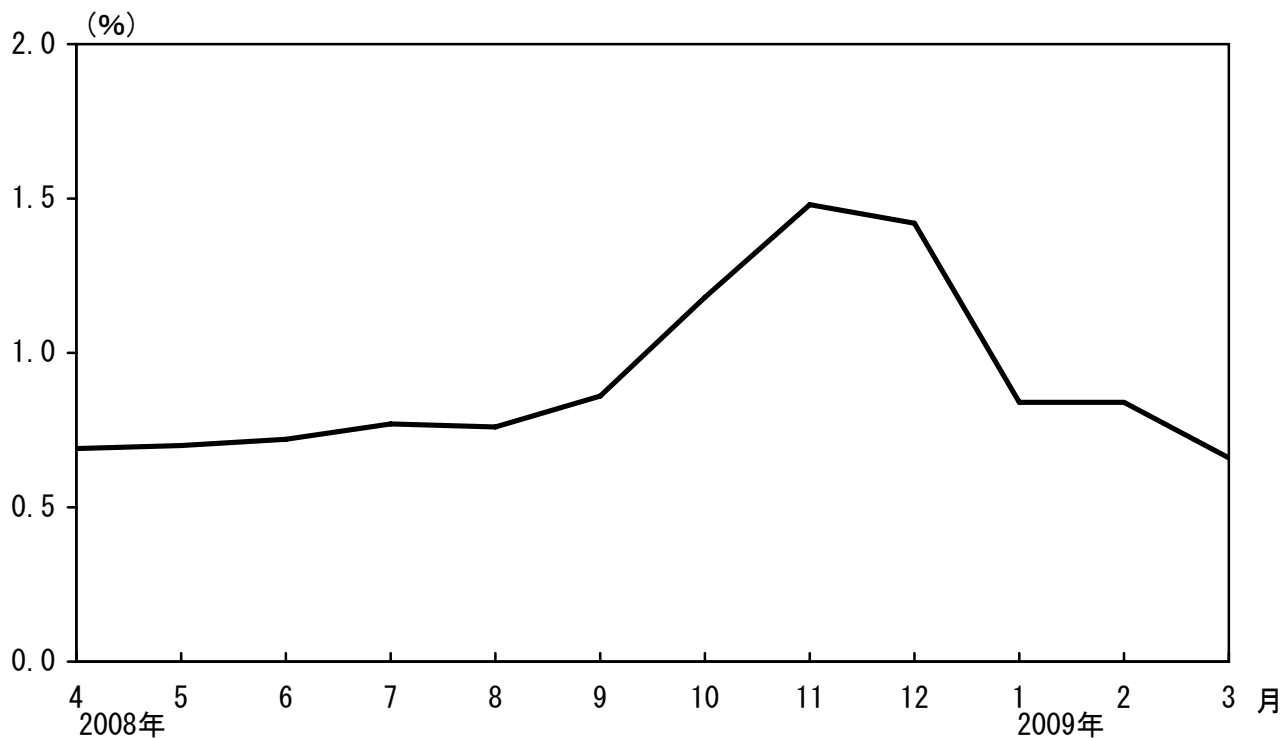
(注1) オファー日ベース。

(注2) 短期資金供給オペには、国庫短期証券売買オペ、CP等買入オペ、社債買入オペを含まず、短期資金吸収オペには、国債補完供給を含まない。

(出所) 日本銀行

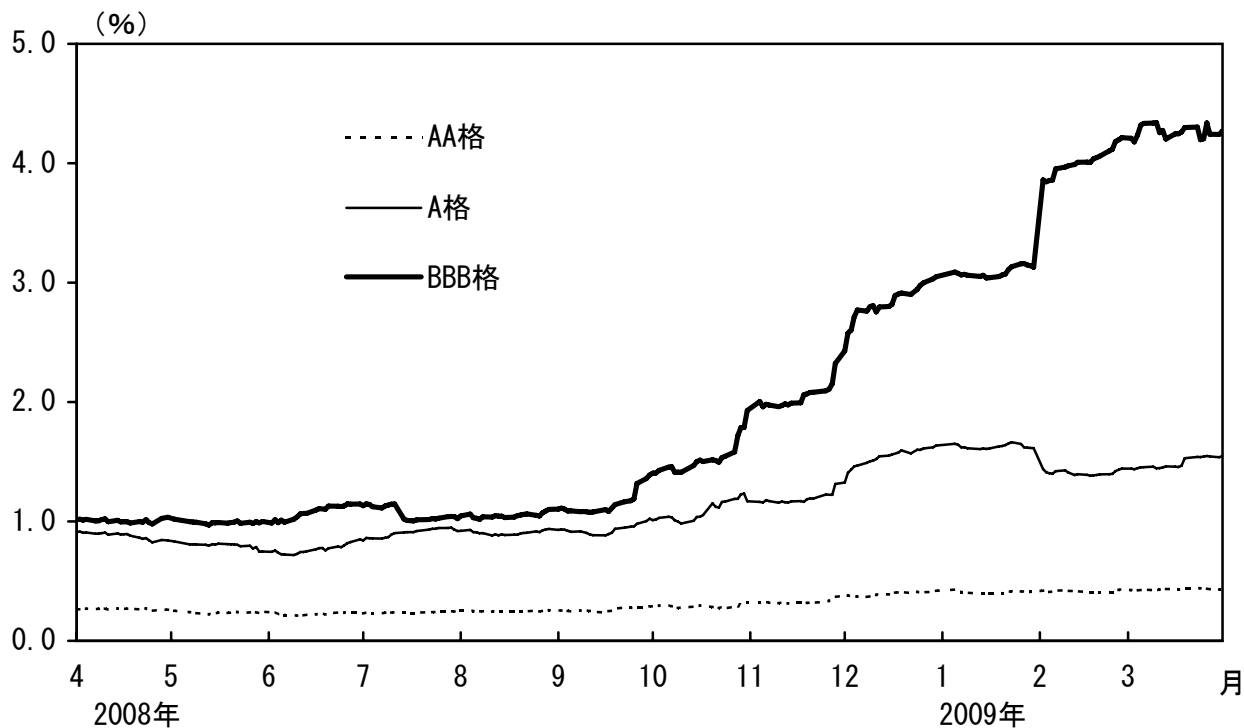
CP発行金利と社債の対国債スプレッド

(1) CP発行金利



(注) a-1格相当以上の格付け取得先の新発利回り(3M)。主要発行引受先平均。
(出所) 日本銀行

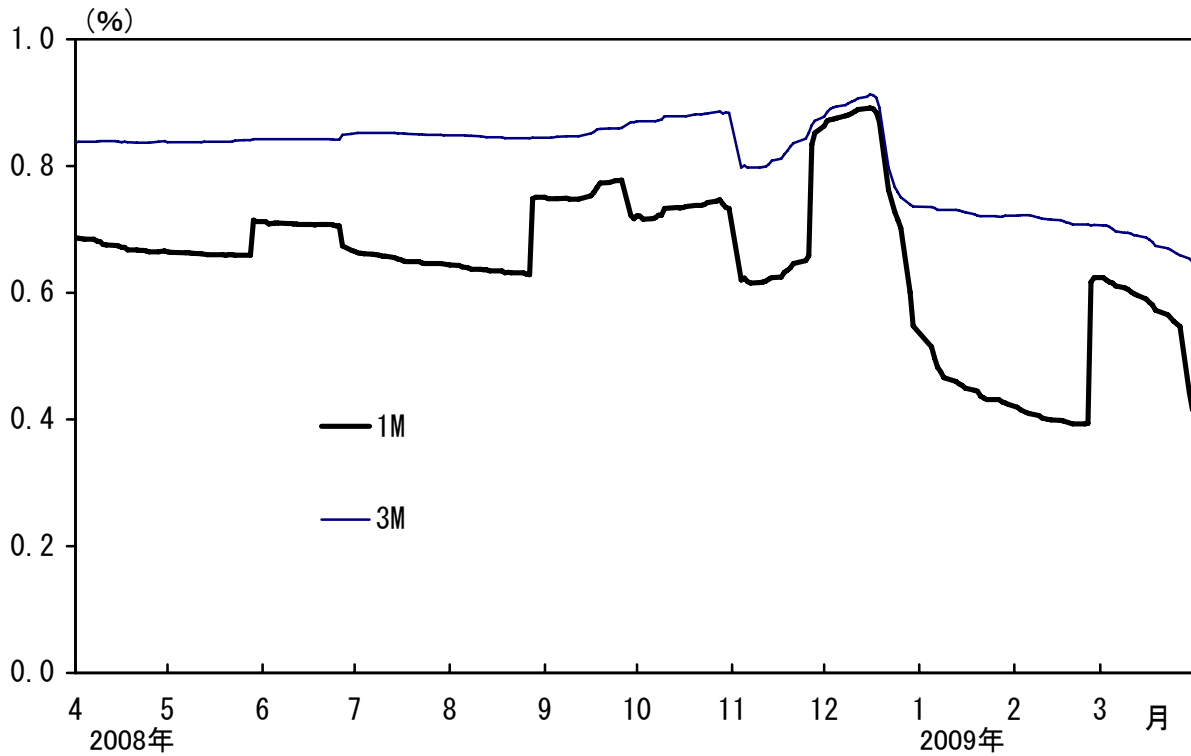
(2) 社債の対国債スプレッド



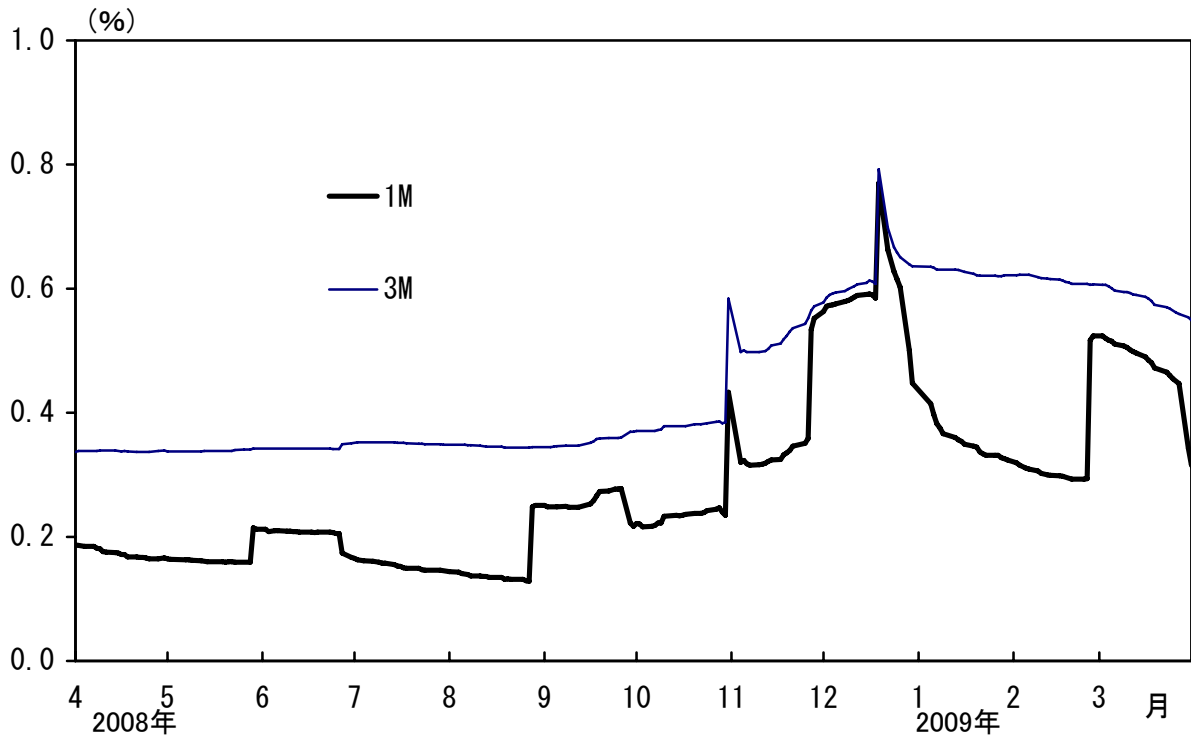
(注) 残存3年以上7年未満。
(出所) 日本証券業協会

円ターム物金利（ユーロ円TIBOR）の動向

(1) ユーロ円TIBOR(1M、3M)



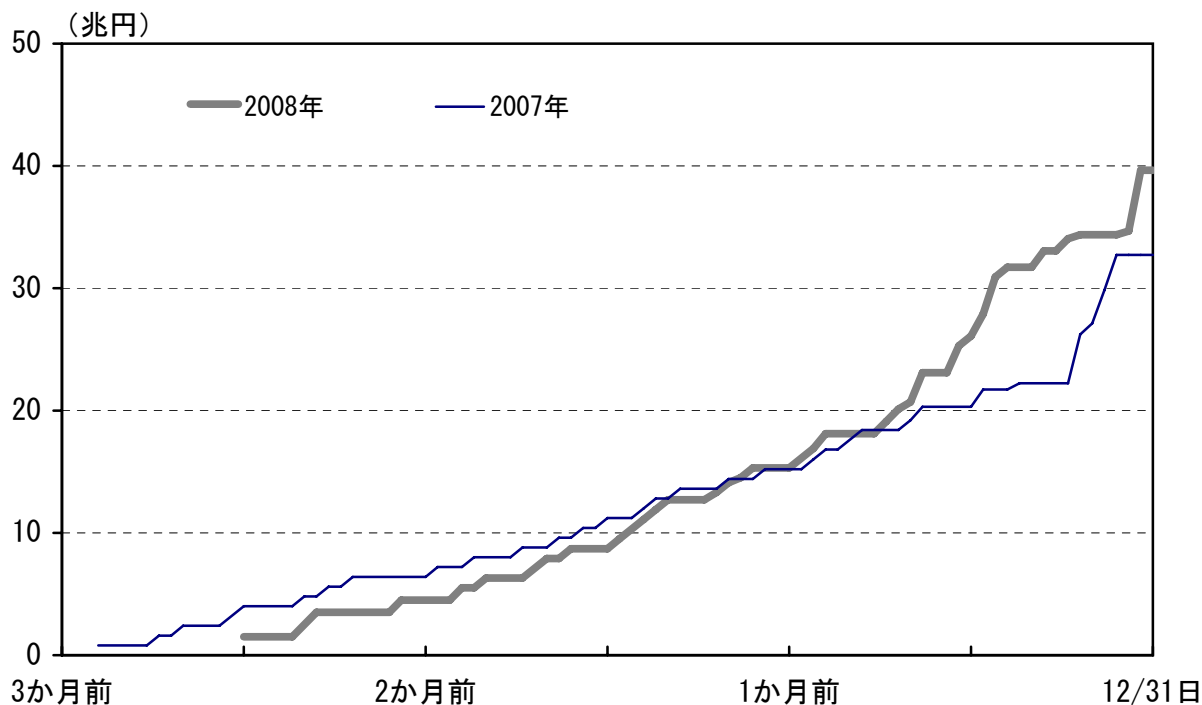
(2) ユーロ円TIBORと誘導目標水準のスプレッド



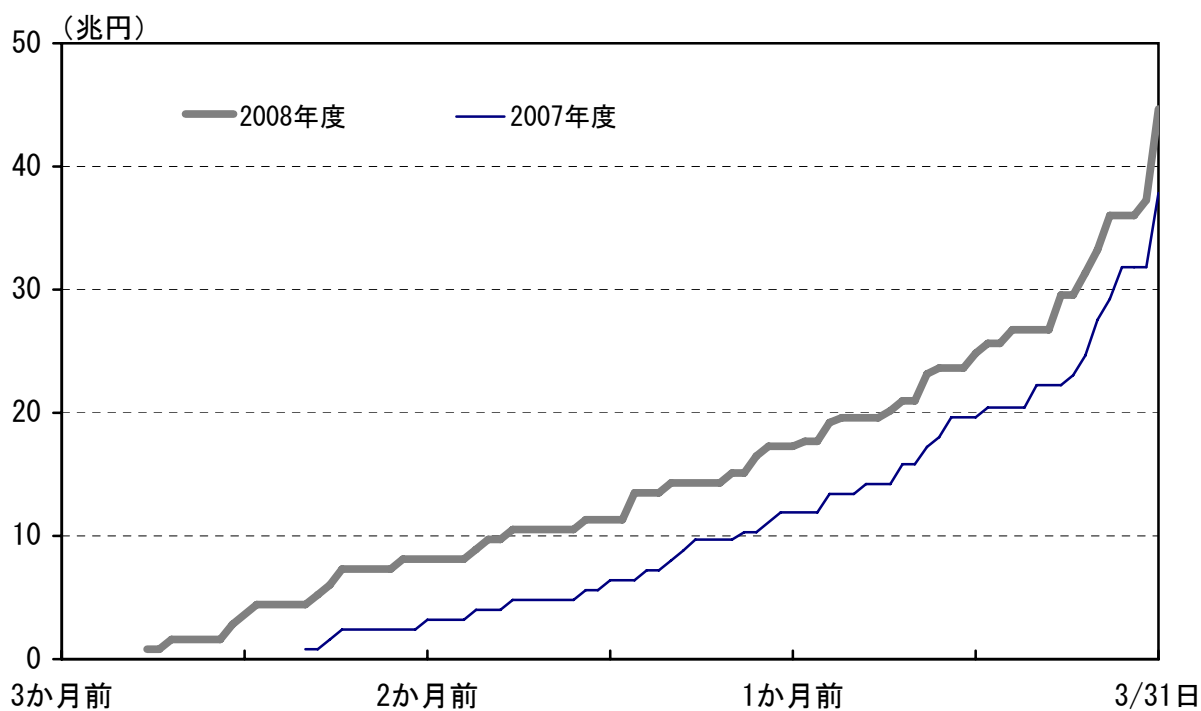
(出所) 全国銀行協会、日本銀行

年末・年度末越えオペの資金供給状況

(1) 年末越え



(2) 年度末越え



(注1) スタート日ベース。

(注2) 短期資金供給オペ (ただし、国庫短期証券買入オペ、CP等買入オペ、社債買入オペを含まない)。

(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)	加重平均レート のレンジ	積み期 平均
	(日)	(%)	(%)		(%)	(%)
08/4月積み期	(19)	0.50	0.01	0.02	0.475 - 0.522	0.501
08/5月積み期	(21)	0.50	0.02	0.03	0.453 - 0.533	0.503
08/6月積み期	(22)	0.50	0.02	0.04	0.454 - 0.572	0.506
08/7月積み期	(22)	0.50	0.01	0.01	0.499 - 0.519	0.504
08/8月積み期	(20)	0.50	0.01	0.02	0.468 - 0.516	0.501
08/9月積み期	(20)	0.50	0.05	0.11	0.348 - 0.585	0.489
08/10月積み期	(12)	0.50	0.04	0.08	0.384 - 0.515	0.493
2008年度（誘導目標「0.5%前後」）	(136)	0.50	0.03	0.05	0.348 - 0.585	0.500
08/10月積み期	(9)	0.30	0.01	0.03	0.280 - 0.306	0.314
08/11月積み期	(20)	0.30	0.04	0.12	0.222 - 0.318	0.279
08/12月積み期	(4)	0.30	0.07	0.24	0.203 - 0.242	0.221
2008年度（誘導目標「0.3%前後」）	(33)	0.30	0.04	0.13	0.203 - 0.318	0.283
08/12月積み期	(14)	0.10	0.02	0.19	0.103 - 0.133	0.113
09/1月積み期	(20)	0.10	0.02	0.19	0.109 - 0.128	0.118
09/2月積み期	(20)	0.10	0.01	0.07	0.099 - 0.114	0.105
09/3月積み期	(22)	0.10	0.00	0.05	0.088 - 0.109	0.100
2008年度（誘導目標「0.1%前後」）	(76)	0.10	0.01	0.13	0.088 - 0.133	0.109

(注1) 誘導目標からの乖離は、以下のように定義。

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

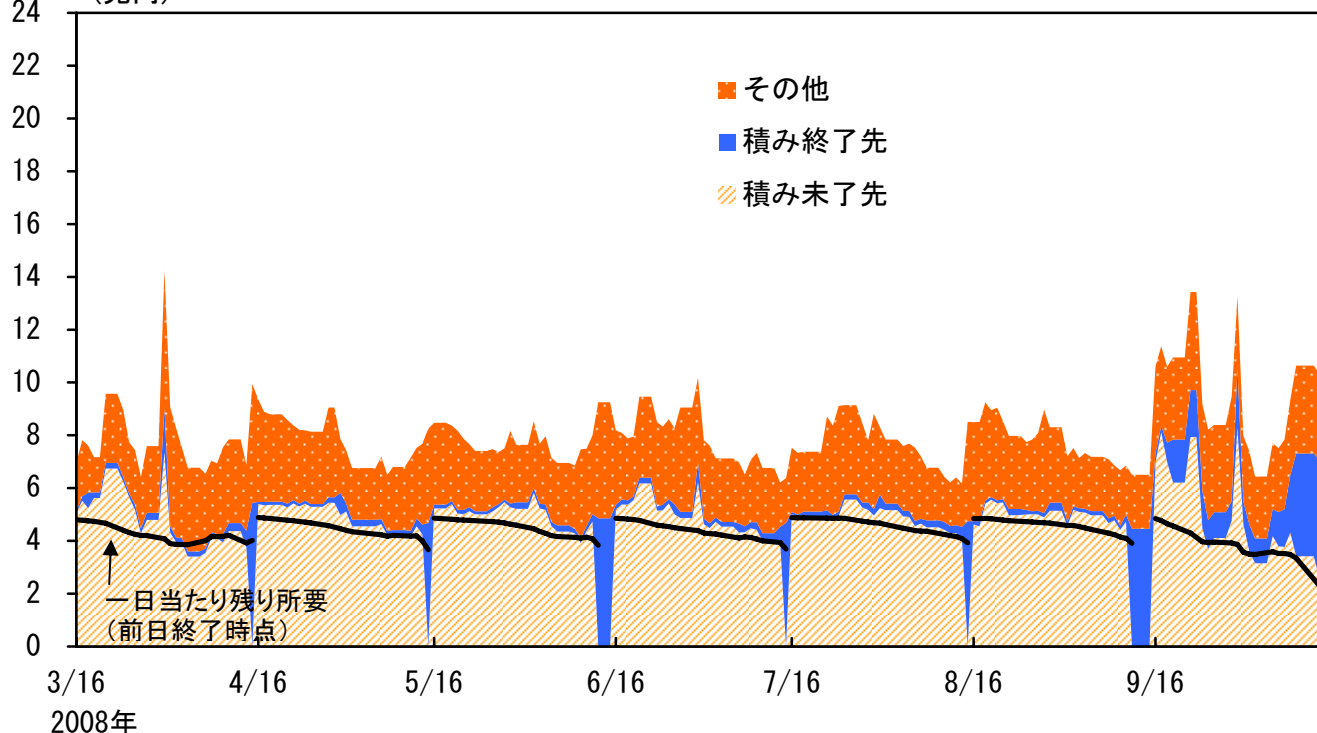
(注2) 積み期平均は、積み期間中の加重平均レートの単純平均（ただし、休日は直前営業日のレートを適用）。

(出所) 日本銀行

日銀当座預金残高・準備預金残高

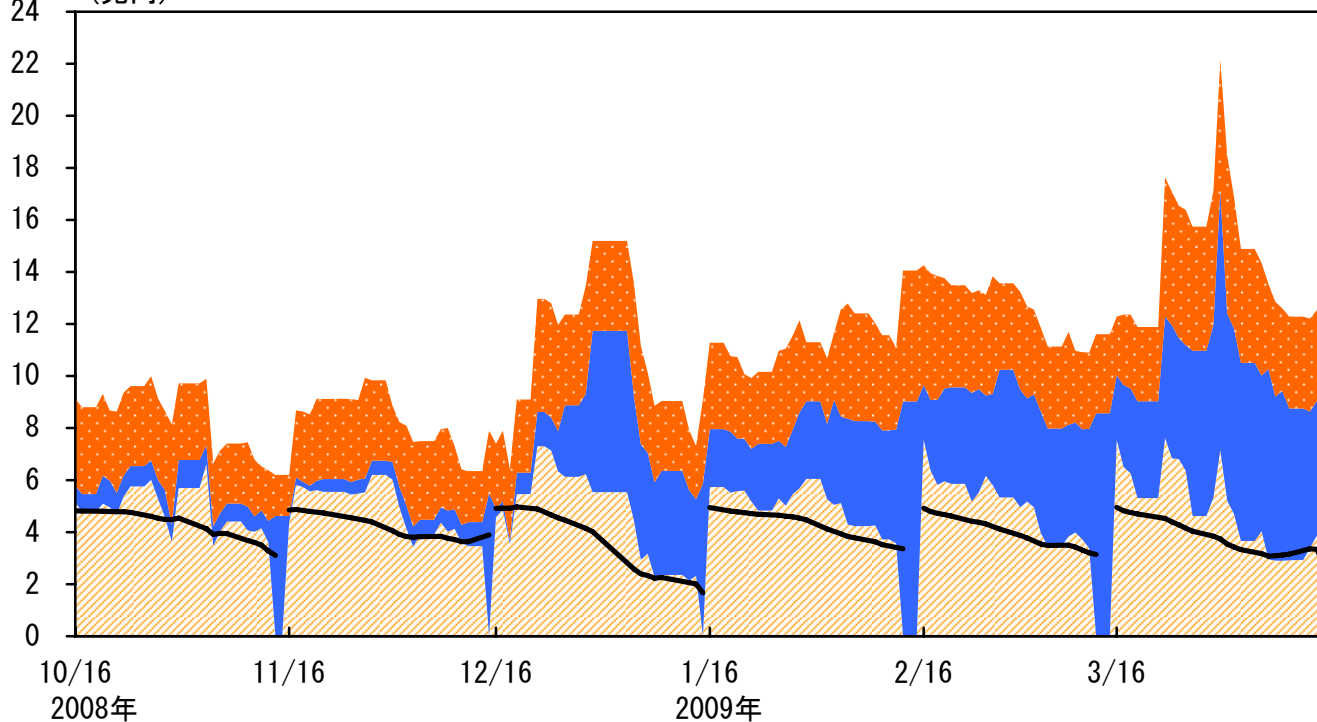
(1) 08/3月積み期～08/9月積み期 (2008年3月16日～2008年10月15日)

(兆円)



(2) 08/10月積み期～09/3月積み期 (2008年10月16日～2009年4月15日)

(兆円)



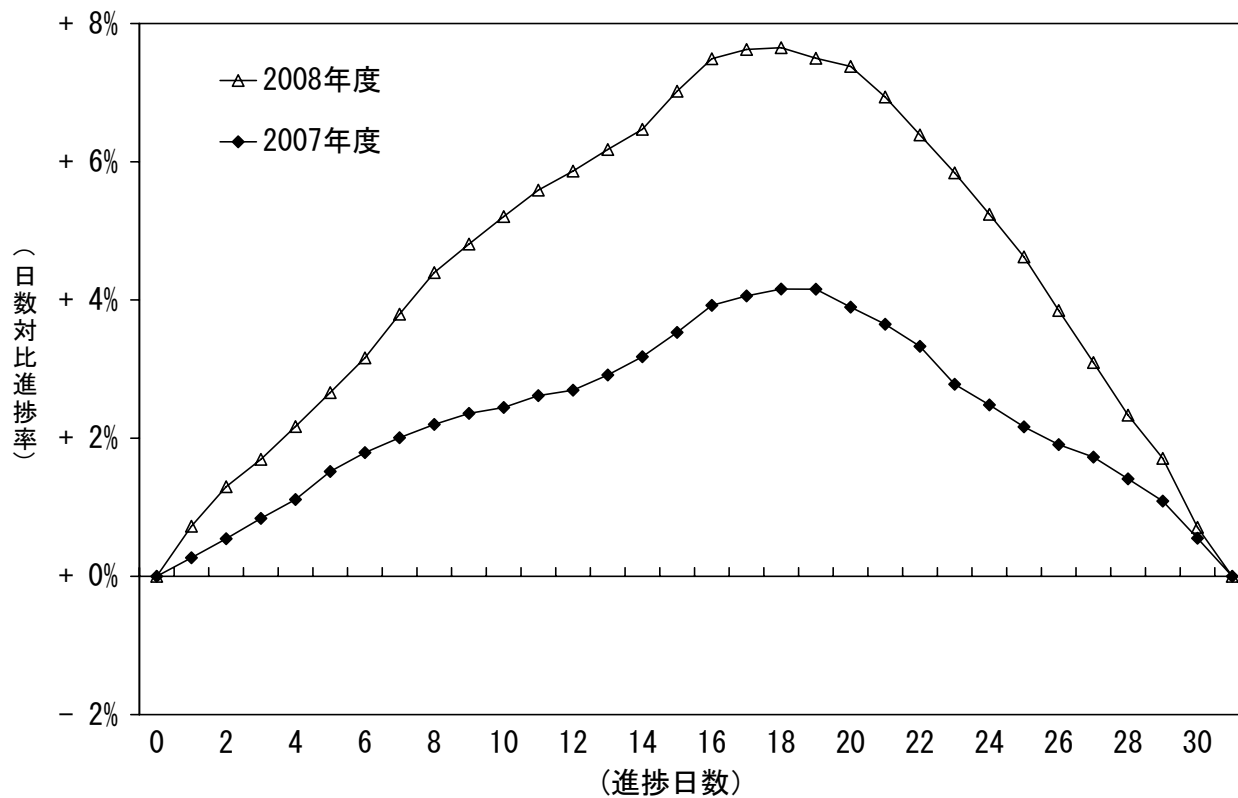
(注1) 積み未了先は、準備預金制度適用先のうち、積み期中に積立てなければならない準備預金額の積立てを当日終了時点で完了していない先(ゆうちょ銀行の計数は含まない)。

(注2) 積み終了先は、準備預金制度適用先のうち、積み期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(ゆうちょ銀行の計数は含まない)。

(注3) その他は、準備預金制度の適用がない先及びゆうちょ銀行。

(出所) 日本銀行

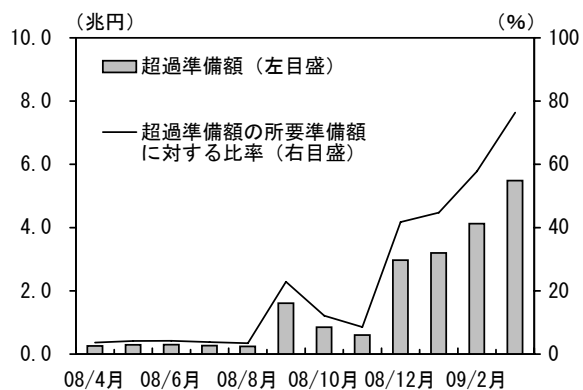
準備預金の積み進捗状況



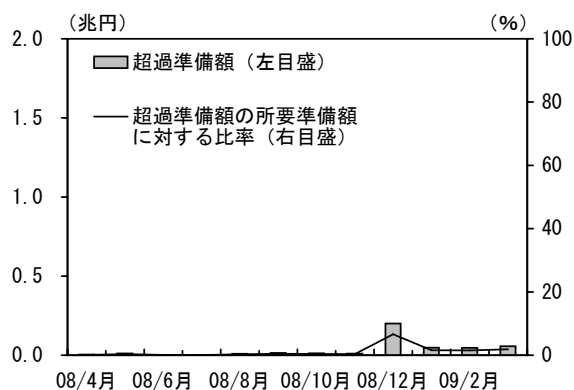
- (注1) 各年度の対象期間は、4月積み期～翌年3月積み期。
各年度の「日数対比進捗率」は、「進捗日数」毎に各積み期の日数対比進捗率を平均して算出。
- (注2) ゆうちょ銀行（2007年9月以前は日本郵政公社）の計数は、準備預金に含まない。
- (出所) 日本銀行

業態別の超過準備等保有額

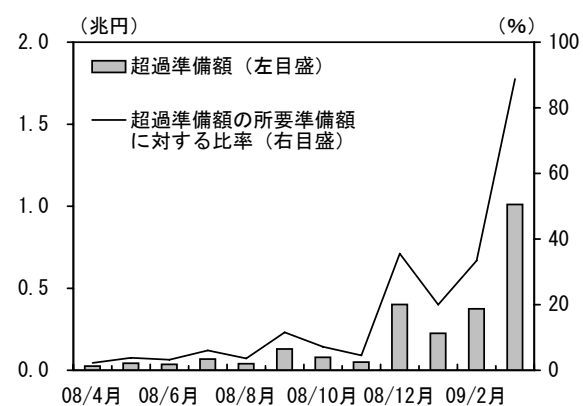
(1) 準備預金制度適用先の超過準備額合計



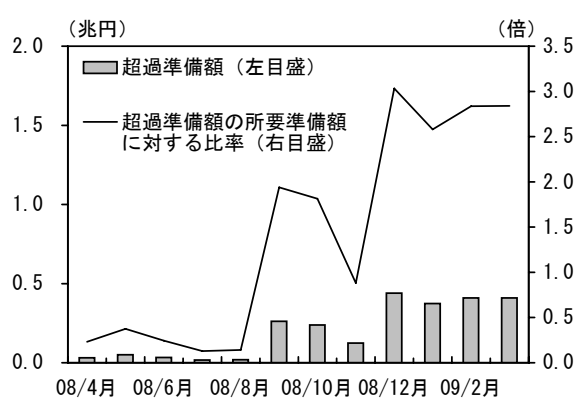
(1)-① 都市銀行



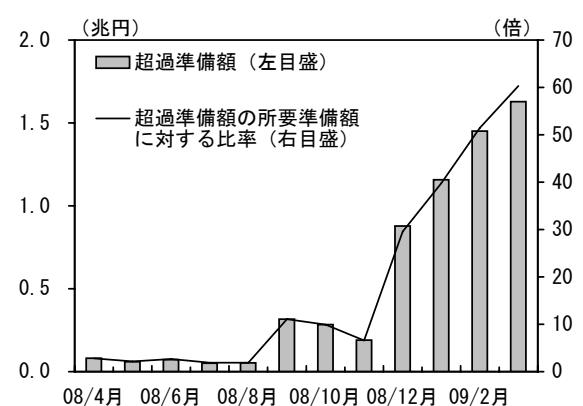
(1)-② 地方銀行



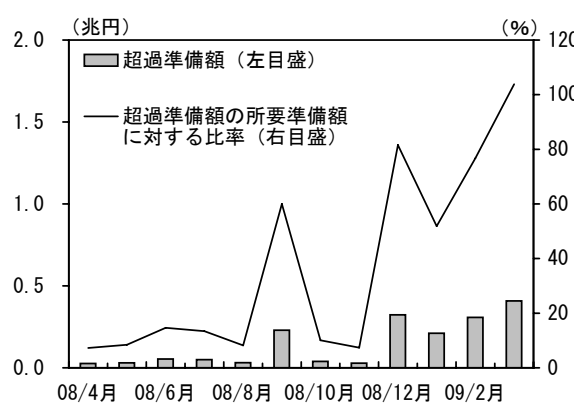
(1)-③ 第二地方銀行



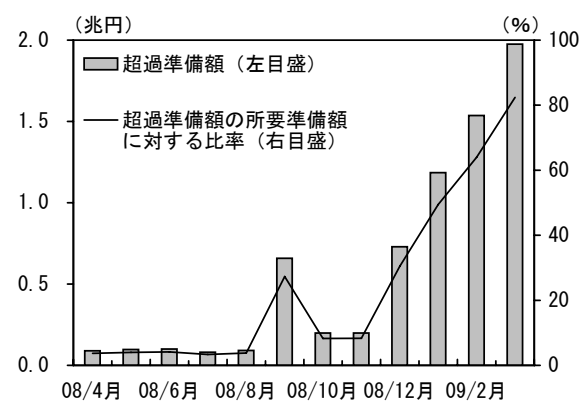
(1)-④ 外国銀行



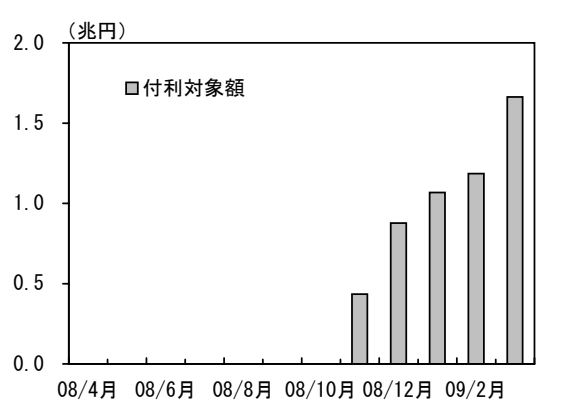
(1)-⑤ 信託銀行



(1)-⑥ その他の準備預金制度適用先



(2) 準備預金制度非適用先の補完当座預金制度・付利対象額

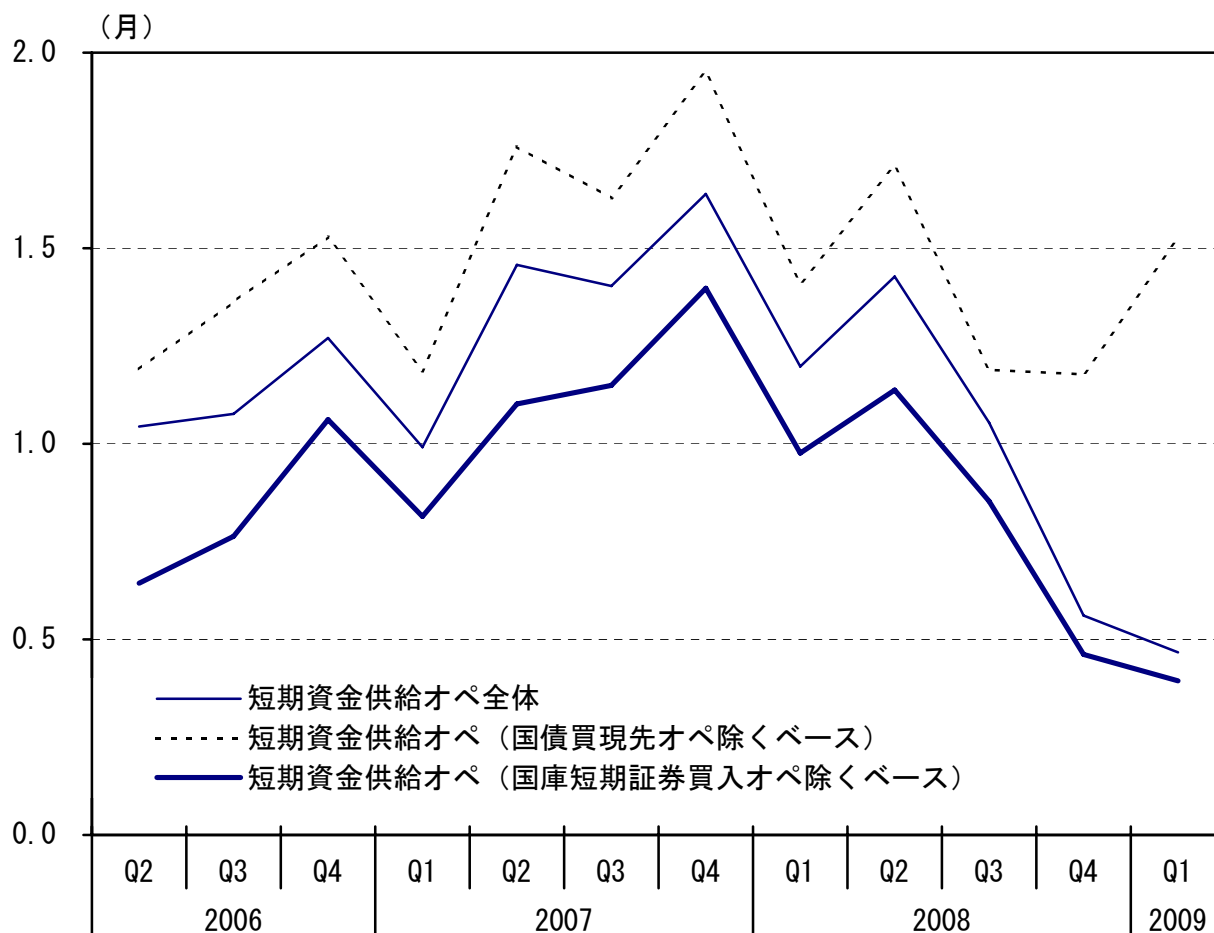


(注1) 各積み期の平均残高(準備預り金を含む)。

(注2) 09年3月積み期の計数は速報値。

(出所) 日本銀行「業態別の日銀当座預金残高」

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、CP等買現先オペおよび企業金融支援特別オペの期間（即日オペを含む）および、②国庫短期証券買入オペにおいて買い入れた銘柄の残存期間ならびに、③国債買現先オペの期間を、落札金額で加重平均したもの。CP等買入オペ、社債買入オペは除く。

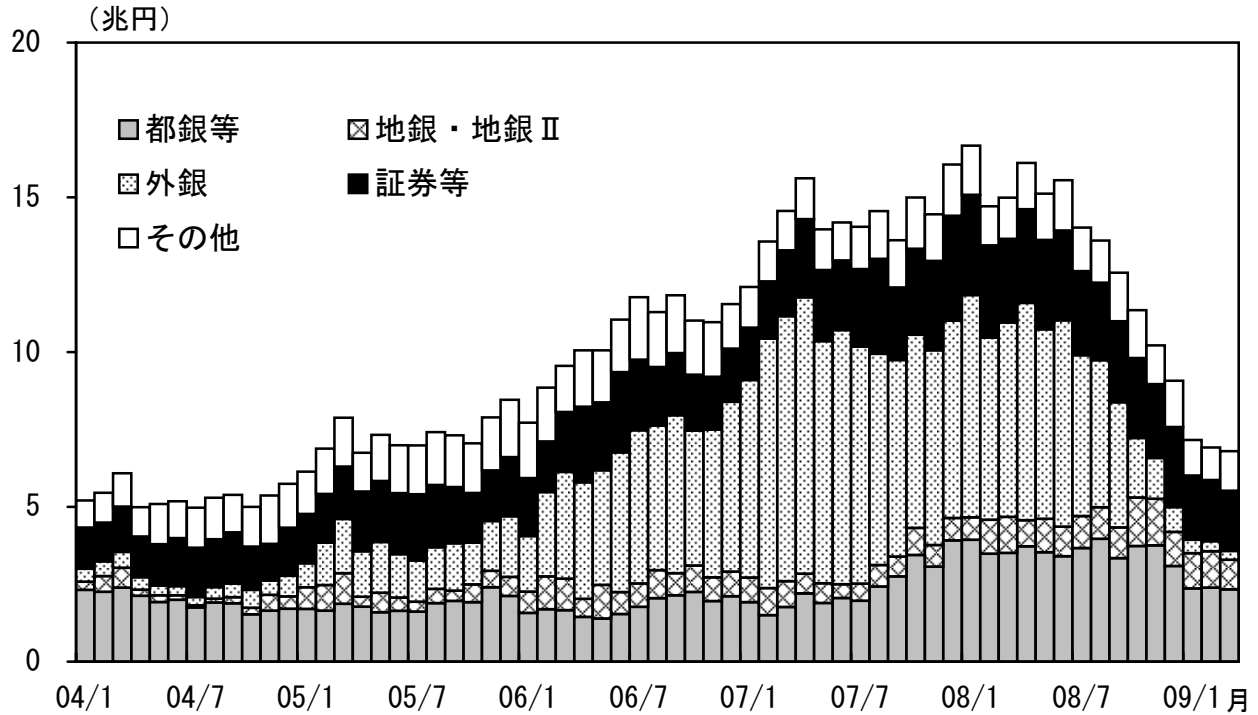
(注2) 「短期資金供給オペ（国債買現先オペ除くベース）」とは、上記①の各オペの期間と②とを落札金額で加重平均したもの。CP等買入オペ、社債買入オペは除く。

(注3) 「短期資金供給オペ（国庫短期証券買入オペ除くベース）」とは、上記①と③を落札金額で加重平均したもの。CP等買入オペ、社債買入オペは除く。

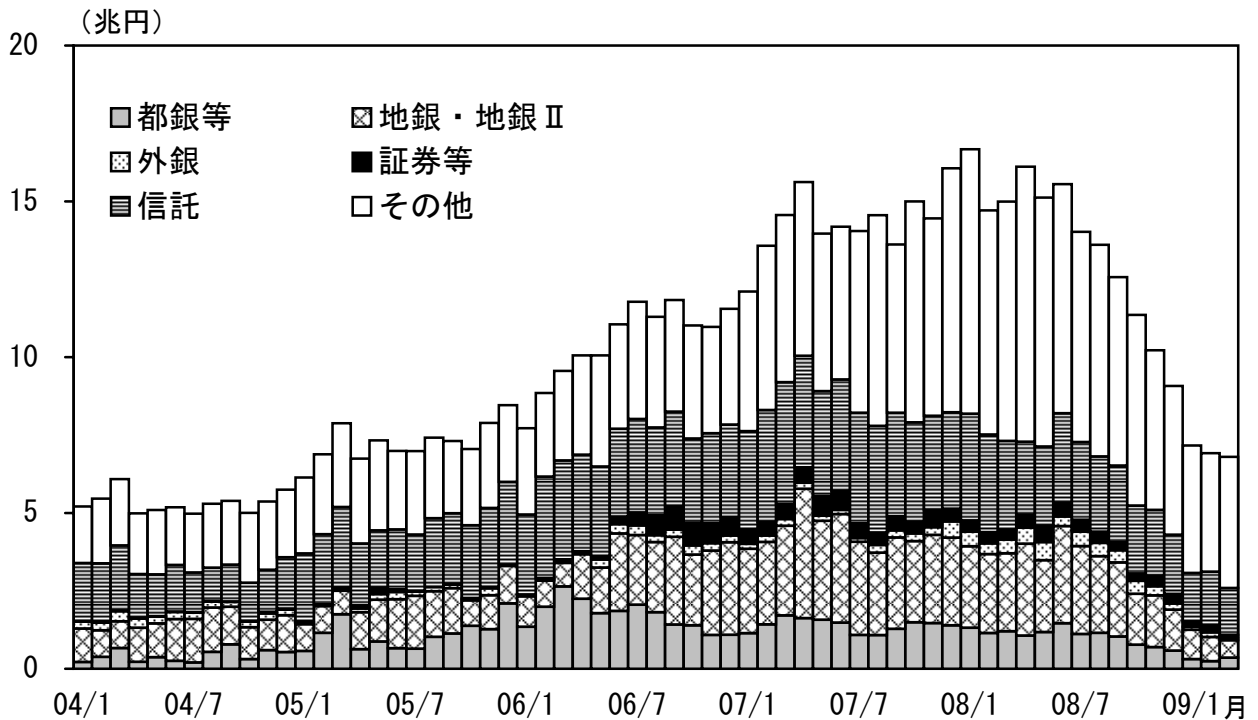
(出所) 日本銀行

無担保コール市場残高（業態別）

<取り手別>



<出し手別>

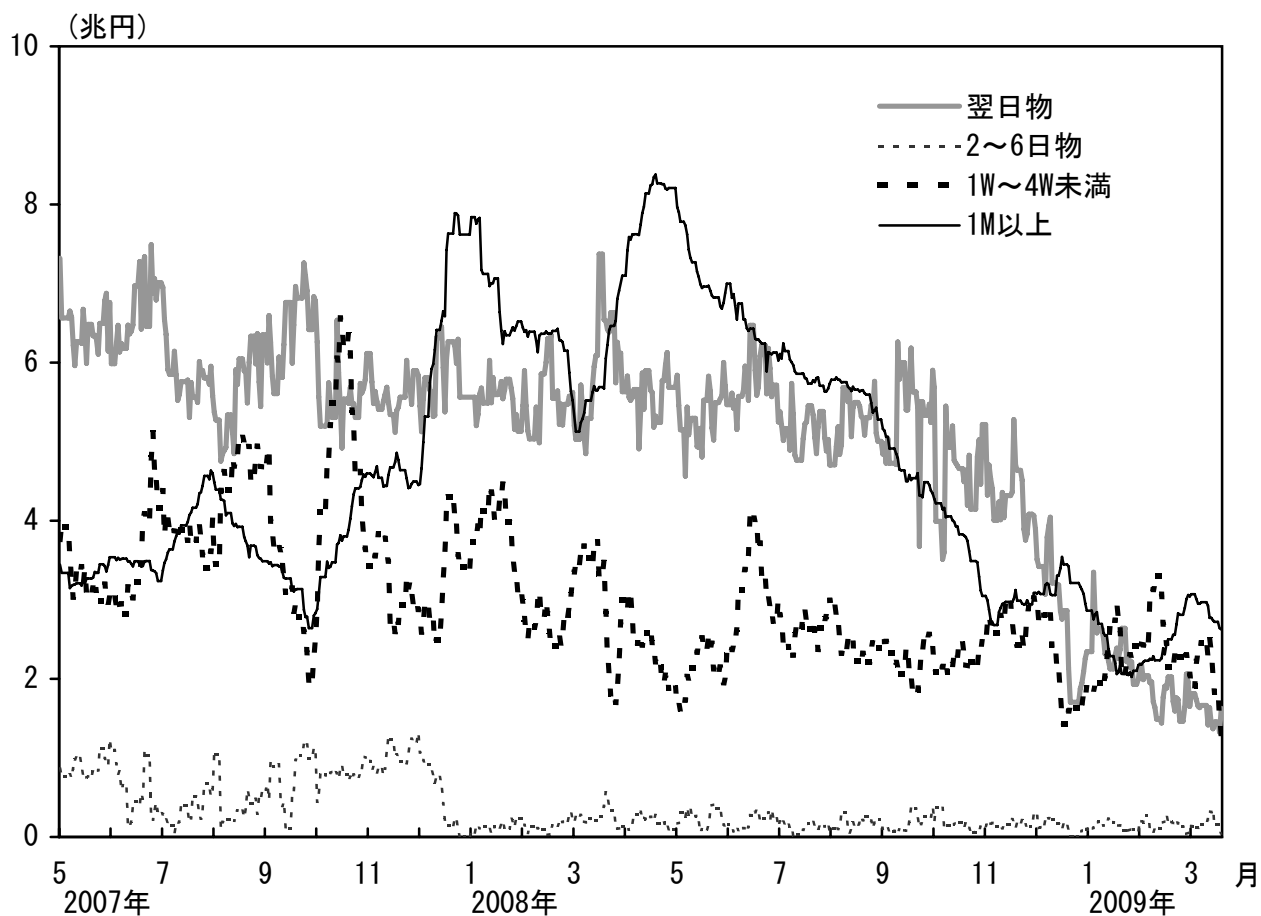


(注1) いずれも短資会社経由分（平残）。

(注2) 「都銀等」は都銀、新生銀行、あおぞら銀行。「証券等」は金融商品取引業者（他の区分に属するものを除く）および証券金融会社。

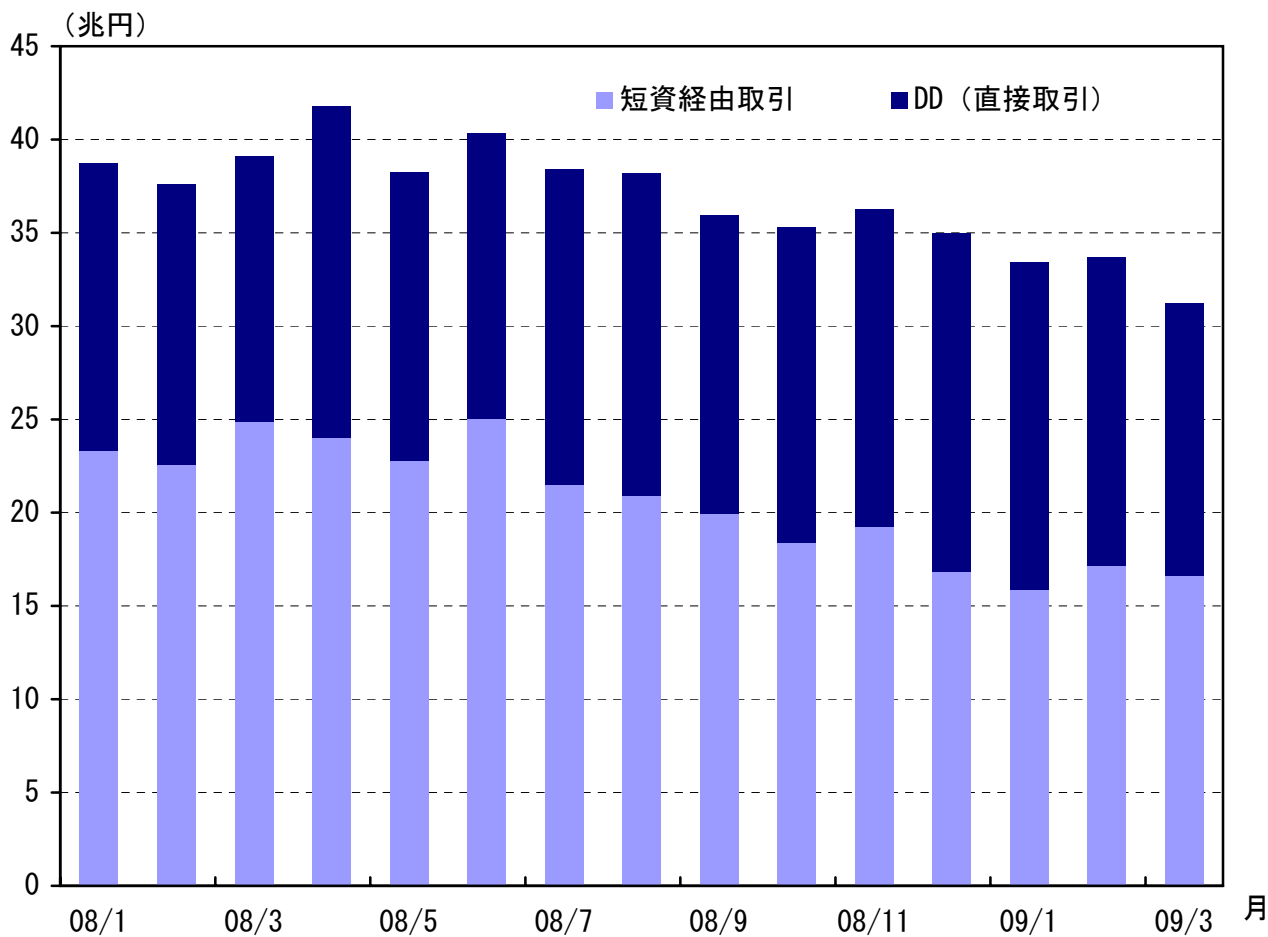
(出所) 日本銀行

無担保コール市場の期間別残高



(出所) 日本銀行

コール取引残高（DDおよび短資経由分）

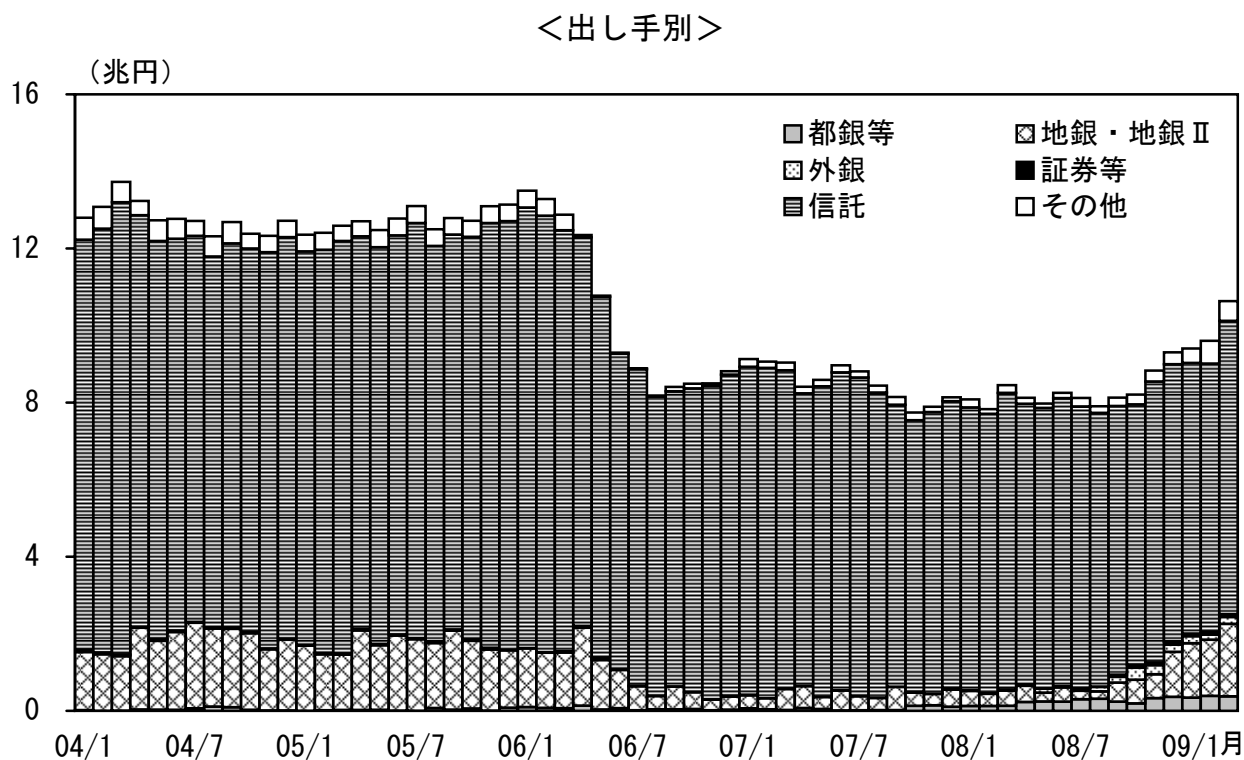
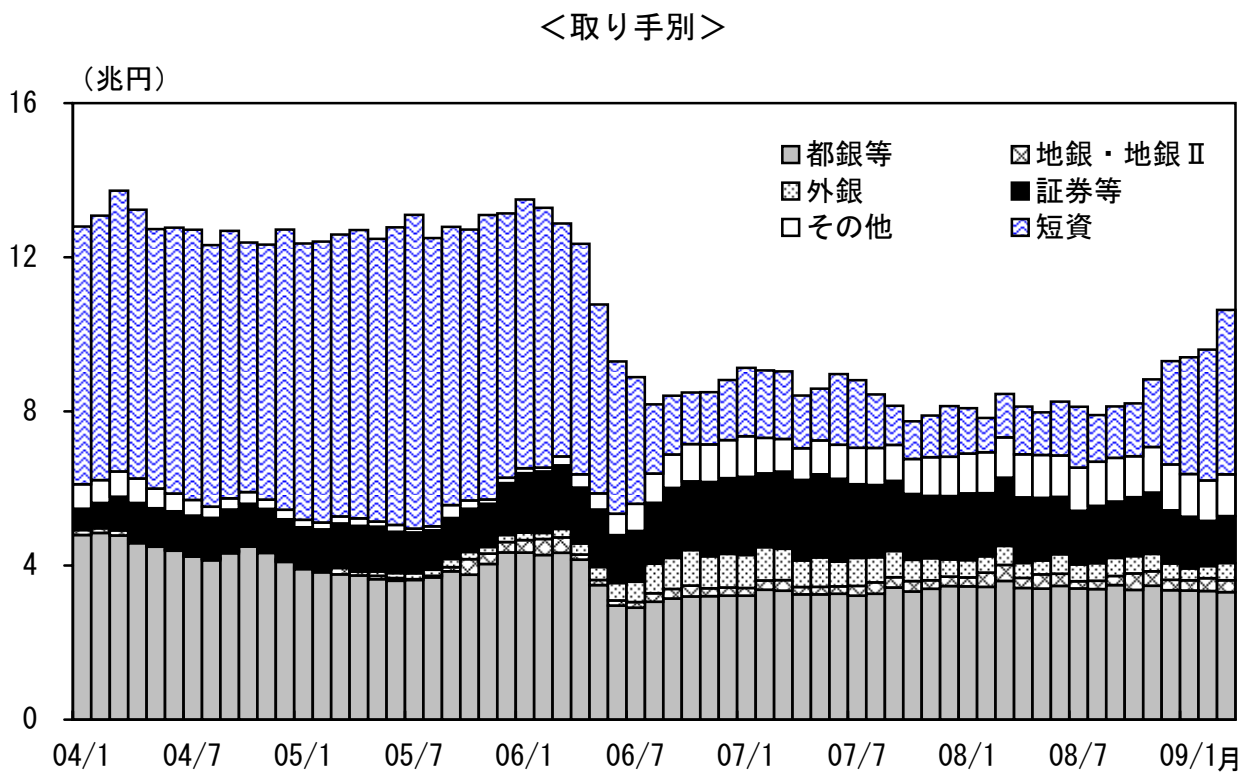


(注1) 末残ベース。

(注2) DDコール取引（直接取引）は、国内銀行（都市銀行等、信託銀行、地方銀行、第二地方銀行等）と外銀在日支店について、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

有担保コール市場残高（業態別）



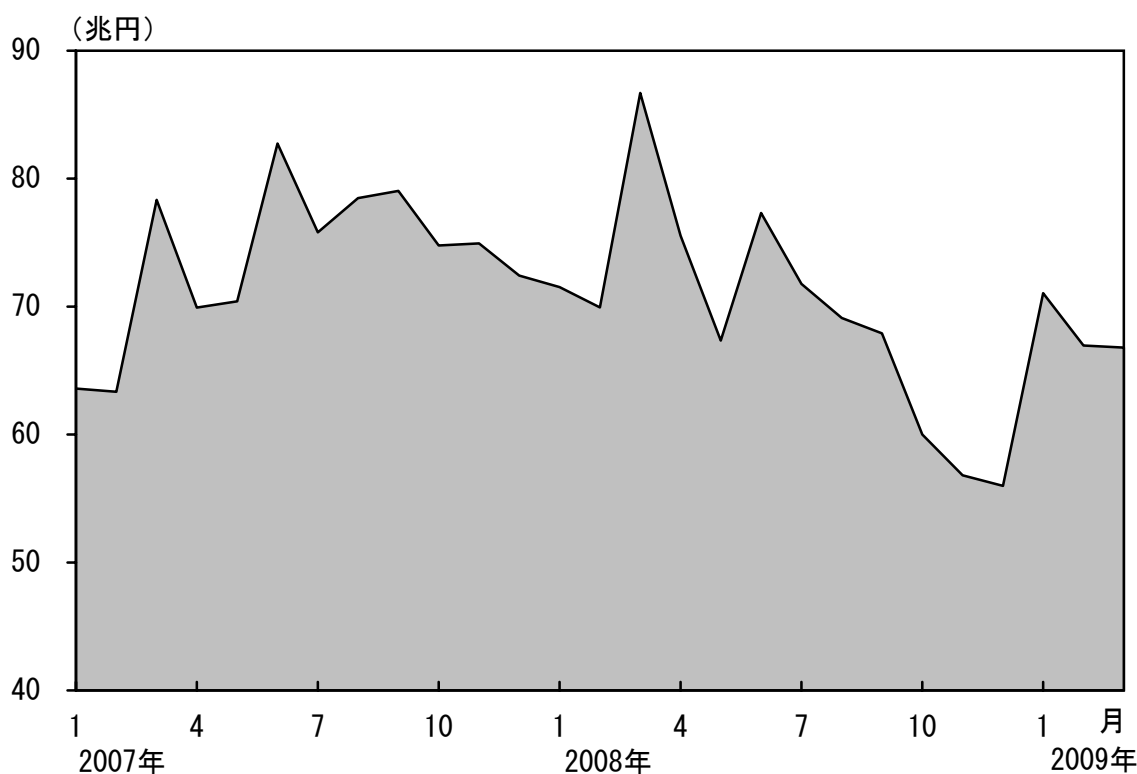
(注1) いずれも短資会社経由分（平残）。

(注2) 「都銀等」は都銀、新生銀行、あおぞら銀行。「証券等」は金融商品取引業者（他の区分に属するものを除く）および証券金融会社。

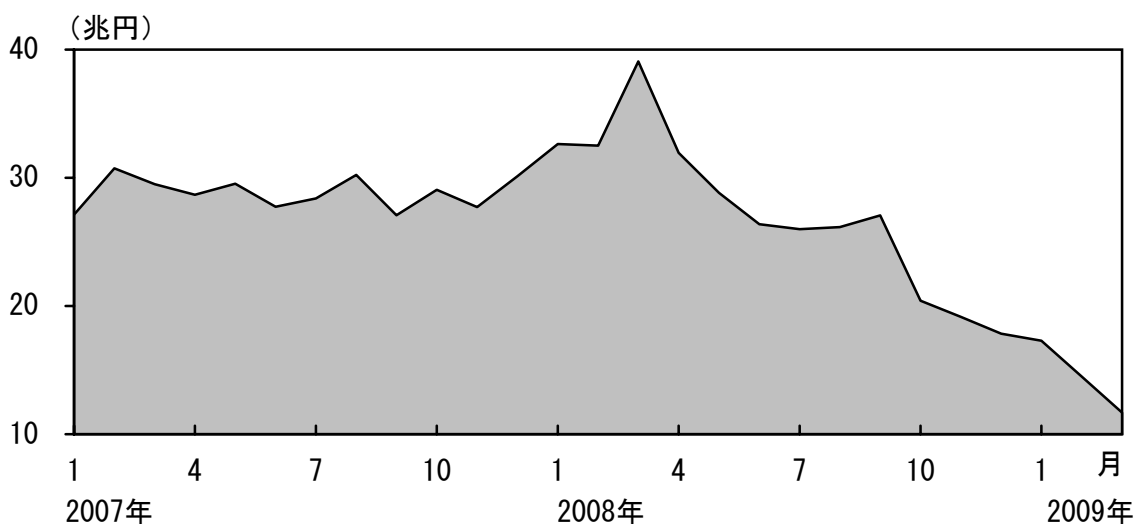
(出所) 日本銀行

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) 現金担保付債券貸借取引残高については09/1月分より集計方法に一部変更があったため、不連続となっている。

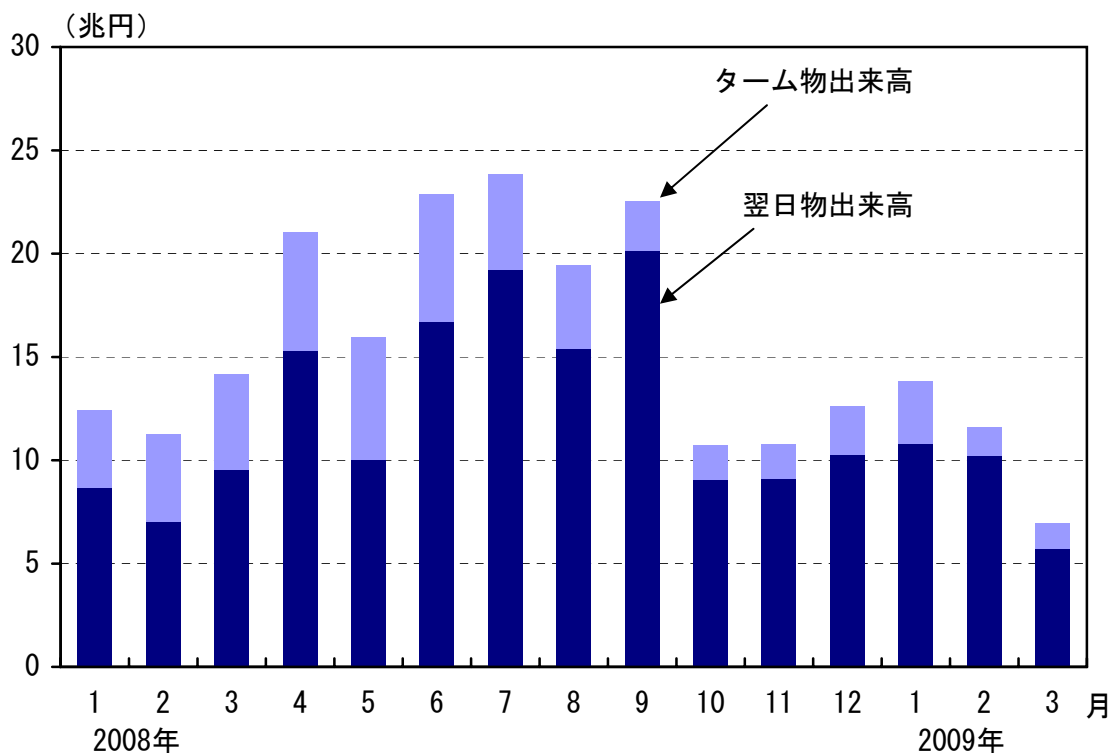
(注2) 日銀・政府等(日銀、政府、地公体、政府関係機関等)の売現先残高を除外。また、日銀・政府等の買現先残高を控除。

(注3) 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GCとSC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、2008年7月末のGC、SCの残高は、各々55.3兆円、53.4兆円であった(調査論文「わが国短期金融市場の動向と課題——東京短期金融市場サーベイ(08/8月)の結果とリーマン・ブラザーズ証券破綻の影響——」(2009年1月)を参照)。

(出所) 日本証券業協会

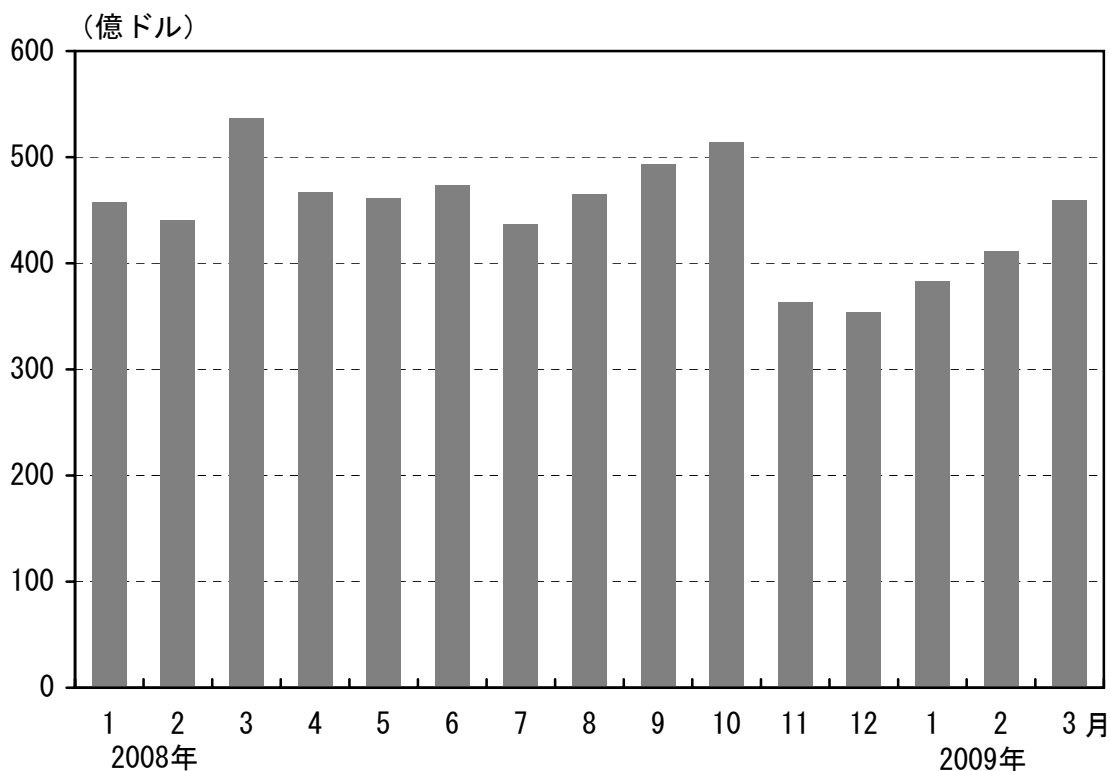
ユーロ円出来高（東京オフショア市場）



(注) 「特別国際金融取引勘定」に係るブローカー経由の取引高の月次累計。

(出所) 日本銀行

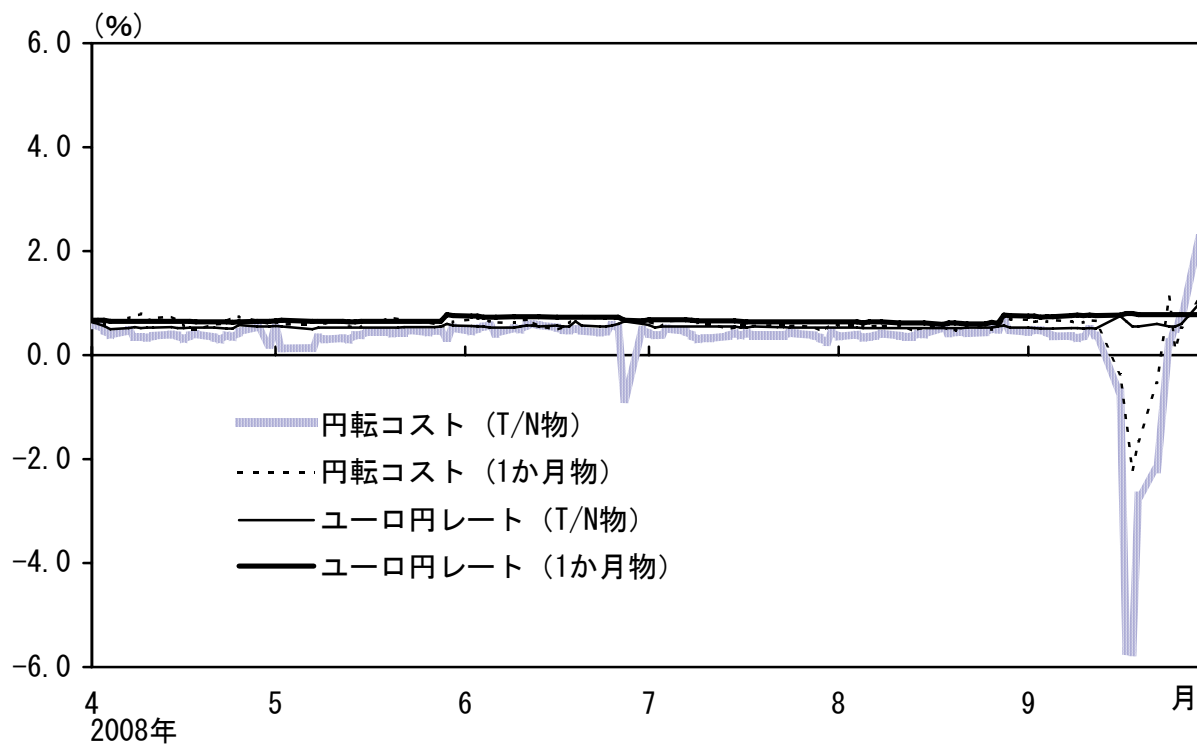
為替スワップ出来高（ドル/円取引、営業日平均）



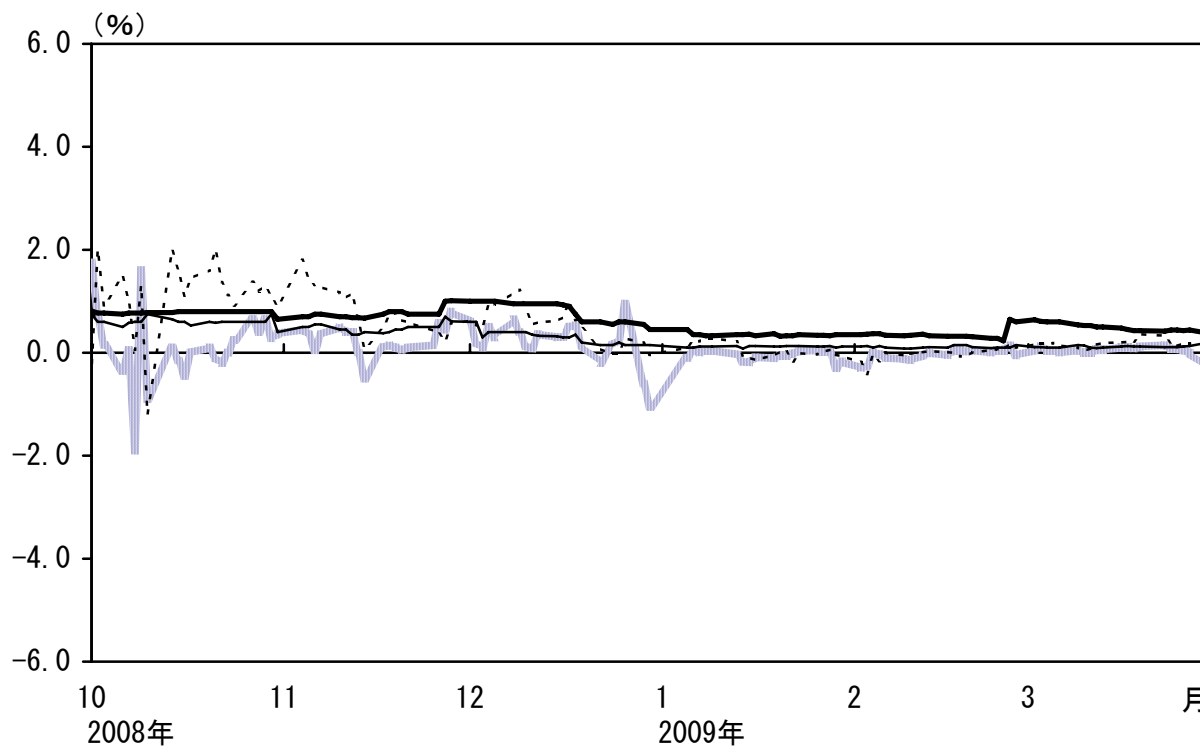
(出所) マネー・ブローカーズ・アソシエーション

円転コストとユーロ円レート

(1) 2008年4月1日～2008年9月30日



(2) 2008年10月1日～2009年3月31日



(出所) QUICK、メイタン・トラディション、日本銀行

オペ残高の推移

(兆円、百億ドル)

	2008年3月末	6月末	9月末	12月末	2009年3月末
ネット短期オペ残高	45.8	35.9	44.4	48.5	55.3
短期資金供給オペ	46.4	35.9	44.5	48.5	55.3
国債買現先	8.5	5.0	8.4	9.8	9.0
共通担保資金供給	29.1	21.6	25.7	25.5	25.2
本店貸付	22.1	15.2	17.8	12.0	14.0
全店貸付	7.0	6.4	7.9	13.5	11.2
CP等買現先	0.3	0.3	0.3	4.3	3.0
国庫短期証券買入	8.5	9.0	10.1	8.8	9.0
企業金融支援特別	-	-	-	-	7.5
CP等買入	-	-	-	-	1.6
社債買入	-	-	-	-	0.04
短期資金吸収オペ	0.6	0.0	0.1	0.0	0.0
手形売出	0.6	0.0	0.1	0.0	0.0
国債売現先	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
国庫短期証券売却	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
長期国債買入残高	46.9	43.9	42.3	41.3	42.7
米ドル資金供給	-	-	3.0	12.3	6.1

(注) 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。

(出所) 日本銀行

日本銀行のバランスシートと金融市場調節

(1) 日本銀行のバランスシート (09年3月末)

(兆円)

資産		負債および純資産	
短期資金供給オペ	55.3	短期資金吸収オペ	0.03
引受国庫短期証券	12.6	政府預金等	10.5
長期国債	42.7	当座預金	22.1
		銀行券	76.9
資産合計	123.9	負債および純資産合計	123.9

(注1) 主要項目のみ抜粋。

(注2) 短期資金供給オペは、共通担保資金供給オペ、国債買現先オペ、国庫短期証券買入オペ、CP等買現先オペ、企業金融支援特別オペ、CP等買入オペ、社債買入オペの合計。

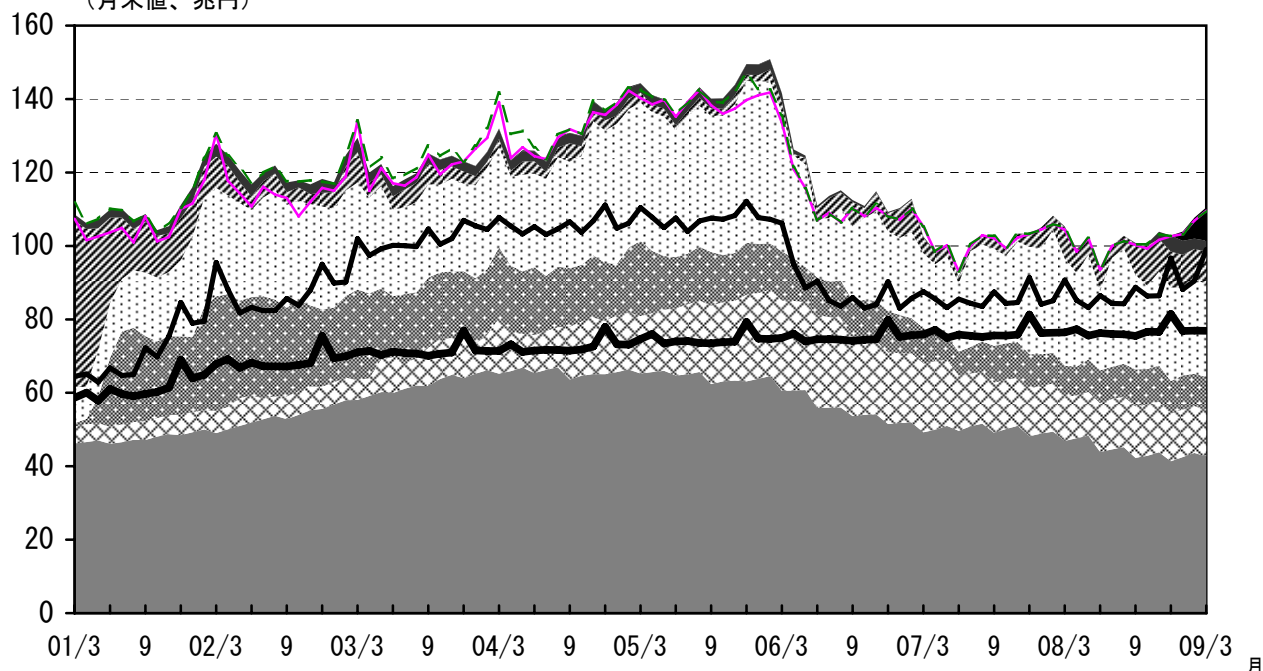
(注3) 引受国庫短期証券には、外国中央銀行等による円建資金運用に応じるための引受け分、長期国債の借換のための引受け分が含まれる。

(注4) 短期資金吸収オペは、国債補完供給。

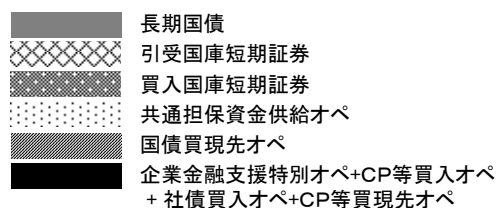
(注5) 政府預金等は、対政府長期国債売現先と政府預金の合計。

(2) 日本銀行のバランスシートの推移 (01年3月~09年3月)

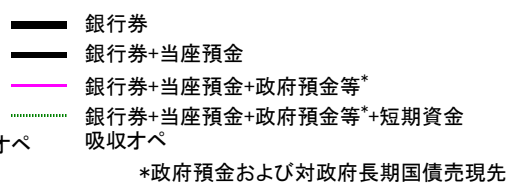
(月末値、兆円)



(主な資産項目)



(主な負債項目)



(注1) 共通担保資金供給オペには手形買入オペ、社債等担保手形買入オペを、国債買現先オペには長期国債借入(レボ)オペ、国庫短期証券買現先オペを、CP等買入オペにはABCP等買入オペを含む。

(注2) 短期資金吸収オペには、国庫短期証券売却オペ、国庫短期証券売現先オペ、国債売現先オペ、手形売出オペ、国債補完供給を含む。

共通担保の受入状況

(兆円)

担保種類	2008/3月末		2009/3月末	
	担保価額	比率	担保価額	比率
総計	79.9	100.0%	107.3	100.0%
国債	52.0	65.0%	70.2	65.4%
利付国債等 ^(注1)	37.8	47.3%	49.9	46.5%
国庫短期証券	14.2	17.7%	20.3	18.9%
社債	0.7	0.9%	1.5	1.4%
その他債券	7.0	8.7%	9.3	8.6%
うち短期社債	2.5	3.1%	2.8	2.6%
手形	0.2	0.2%	1.6	1.5%
うちCP	0.0	0.0%	0.5	0.5%
証書貸付債権	20.1	25.2%	24.8	23.1%
企業向け	0.3	0.4%	4.4	4.1%
交付税特会等 ^(注2)	19.8	24.8%	20.4	19.0%
うち民間債務分	3.7	4.6%	10.3	9.6%

(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、銀行等保有株式取得機構向け。

(出所) 日本銀行

(参考1) 企業向け債権等の受入状況(億円)

	2008/3月末	2009/3月末
ABS	0	426
ABCP	177	5,141
(うち特則分)	-	(15)
社債特則分	-	737
企業向け証貸特則分	-	3,195
不動産投資法人債	-	37
不動産投資法人CP	-	0
不動産投資法人向け証貸	-	0
政府保証付短期債券	-	0

(参考2) 現先オペでの国債・CP買入残高(億円)

オペ種類	2008/3月末	2009/3月末
国債買現先オペでの国債買入残高	84,601	89,649
CP等買現先オペでのCP買入残高	3,080	29,879

	2008/3月末	2009/3月末
ABCP買入残高	28	5,999
(うち特則分)	-	(5,477)
不動産投資法人CP買入残高	-	0
政府保証付短期債券買入残高	-	520