



# **BOJ** *Reports & Research Papers*

2017年6月

## 2016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. はじめに.....                          | 2  |
| 2. 2016 年度中の日本銀行の金融市場調節運営の概要          |    |
| (1) 金融市場調節運営.....                     | 3  |
| (2) 日本銀行のバランスシート.....                 | 9  |
| BOX 1 主要中央銀行の金融政策とバランスシートの比較.....     | 11 |
| (3) 資金過不足の動向.....                     | 13 |
| BOX 2 日本銀行当座預金増加額の季節性.....            | 16 |
| 3. 国内資金・債券市場等の動向                      |    |
| (1) 無担保コール市場.....                     | 18 |
| BOX 3 マイナス金利取引へのシステム対応.....           | 19 |
| BOX 4 コールレートと資金需給.....                | 21 |
| (2) レポ市場.....                         | 23 |
| BOX 5 レポレートと無担保コールレートの関係.....         | 25 |
| (3) 国庫短期証券市場.....                     | 26 |
| (4) 国債市場.....                         | 28 |
| (5) CP市場.....                         | 30 |
| (6) 社債市場.....                         | 31 |
| (7) 為替スワップ市場.....                     | 32 |
| 4. 金融市場調節手段の運営状況                      |    |
| (1) 日本銀行当座預金の三層構造と短期政策金利.....         | 34 |
| BOX 6 政策金利残高と無担保コールレートの関係.....        | 40 |
| (2) 長期国債の買入れ：残高増加目標と長短金利操作.....       | 42 |
| BOX 7 指値オペの概要と市場の反応.....              | 46 |
| BOX 8 長期国債買入れの応札倍率.....               | 49 |
| BOX 9 10年物国債金利と20年物国債金利のスプレッド.....    | 51 |
| (3) その他の資産買入れ.....                    | 53 |
| BOX 10 国庫短期証券買入れと短期市場金利.....          | 57 |
| (4) その他のオペレーション等.....                 | 59 |
| (5) 補完貸付制度.....                       | 66 |
| 5. 金融市場調節運営に関する制度変更等                  |    |
| (1) 長短金利操作付き量的・質的金融緩和の導入.....         | 67 |
| (2) その他の制度変更等.....                    | 67 |
| 6. 市場参加者との対話に関する取り組み                  |    |
| (1) 市場参加者との対話.....                    | 70 |
| (2) 市場参加者から寄せられた市場運営に関する要望事項への対応..... | 71 |
| 参考資料.....                             | 72 |
| 出所一覧.....                             | 73 |

## 1. はじめに

日本銀行は、2016 年度中、9 月までの間は、2016 年 1 月に導入を決定した「マイナス金利付き量的・質的金融緩和<sup>1</sup>」のもとで強力な金融緩和を推進し、9 月には、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入して金融緩和を一段と強化した。

すなわち、日本銀行は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもと、イールドカーブの起点を引き下げするため、金融機関が保有する日本銀行当座預金を 3 段階の階層構造に分割し、その一部である政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用した。あわせて、マネタリーベースが年間約 80 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行うとともに、長期国債や E T F、J - R E I T、C P 等、社債等といった広範な資産の買入れを進めた。

さらに、日本銀行は、2016 年 9 月 20～21 日の金融政策決定会合において、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するため、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入した。その主な内容は、第 1 に、長短金利操作を行う「イールドカーブ・コントロール」、第 2 に、消費者物価上昇率の実績値が安定的に 2%を超えるまでマネタリーベースの拡大方針を継続する「オーバーシュート型コミットメント」である。

長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）のもと、政策金利残高には、短期政策金利として、引き続き▲0.1%のマイナス金利が適用された。また、長期金利については、10 年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行うこととされた。実際、新たに導入された指値オペを含め、各種のオペレーションを用いた金融市場調節により、10 年物国債金利は、2016 年 9 月以降、金融市場調節方針と整合的に形成されている。

以下では、こうした政策のもとで行われた金融市場調節について解説する。まず、金融市場調節方針と調節運営の概要を説明し、次に、そのもとでの国内資金・債券市場等の動向を概観する。そのうえで、個々の金融市場調節手段の運営状況や、金融市場調節運営に関する制度変更について述べる。最後に、市場参加者との対話に関する取り組みについて紹介する。

---

<sup>1</sup> 2016 年 2 月積み期間（2 月 16 日～3 月 15 日）からマイナス金利の適用開始。

## 2. 2016 年度中の日本銀行の金融市場調節運営の概要

### (1) 金融市場調節運営

#### ① 金融政策決定と金融市場調節方針

日本銀行は、2016 年度中、9 月までの間は、2016 年 1 月 28～29 日の金融政策決定会合で導入を決定した「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとで、強力な金融緩和を推進した。その内容は、第 1 に、金融市場調節方針として、「マネタリーベースが、年間約 80 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」ことである。第 2 に、資産買入れ方針として、「長期国債、E T F、J－R E I T、C P 等、社債等のそれぞれについて、具体的に定められた買入目標を実現する」ことである。そして第 3 に、政策金利として、「日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する」ことである。

このうち、資産買入れ方針についてやや仔細にみると、長期国債については、保有残高が年間約 80 兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこととされたほか、買入れの平均残存期間は 7 年～12 年程度と定められた。また、E T F の保有残高については、2016 年 3 月末までは年間増加ペースが約 3 兆円、4 月からは年間約 3.3 兆円とされていたが、7 月 28～29 日の金融政策決定会合において年間約 6 兆円にほぼ倍増された。J－R E I T の保有残高の増加ペースを年間約 900 億円とすること、C P 等、社債等の残高をそれぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円に維持することは、この期間、変更されていない。

9 月 20～21 日の金融政策決定会合では、「量的・質的金融緩和」および「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとでの経済・物価動向と政策効果に関する「総合的な検証」等を踏まえ、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するため、上記 2 つの政策枠組みを強化する形で、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」が導入された。その主な内容は、第 1 に、長短金利操作を行う「イールドカーブ・コントロール」、第 2 に、消費者物価上昇率の実績値が安定的に 2%の「物価安定の目標」を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する「オーバーシュート型コミットメント」である。

このうち、長短金利操作については、金融市場調節方針として、まず、短期金利に関し、「日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する」こととされた。一方、長期金利については、「10 年物国債金利が概ね現状程度（ゼロ%程度）で推移するよう、長期国債の買入れを行う」こととされた。また、買入れ額については、「概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約 80 兆円）をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する」こととされた。なお、国債買入れの平均残存期間の定めは廃止された。

9月20～21日の金融政策決定会合では、長短金利操作のための新型オペレーションの導入も併せて決定された。すなわち、「日本銀行が指定する利回りによる国債買入れ（指値オペ）」が新たに導入されたほか、固定金利の資金供給オペレーションを行うことができる期間が、それまでの最長1年から同10年に延長された。こうした一連の決定を受けて、日本銀行は、9月21日に、「2016年9月中の長期国債買入れ等の運営について」を公表した。そこでは、新たに導入された指値オペの運営方針について説明するとともに、既存の利回り入札方式による国債買入れについて、先行き、金利操作方針を実現するため、買入利回りに下限を設けて入札を行う場合があることを明示した。

なお、9月に決定された上記の金融市場調節方針は、その後、2016年度を通じて維持された。また、ETFとJ-REITの保有残高の増加ペースを、それぞれ年間約6兆円、約900億円とすること、およびCP等、社債等の残高をそれぞれ約2.2兆円、約3.2兆円とすることを内容とする資産買入れ方針も、9月以降、2016年度を通じて維持された。このうち、ETFについては、9月20～21日の金融政策決定会合における決定を受けて、銘柄別の買入限度を見直し、TOPIXに連動する銘柄の買入ウェイトを高めることとした。

上記のほか、2016年度については、4月27～28日の金融政策決定会合において、「平成二十八年熊本地震にかかる被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション（熊本地震被災地金融機関支援オペ）」を導入した。また、7月28～29日の決定会合では、企業・金融機関の外貨資金調達環境の安定のための措置として、成長基盤強化支援資金供給・米ドル特則の総枠を240億ドルへ倍増するとともに、米ドル資金供給オペの担保となる国債の貸付け制度（米ドル資金供給用担保国債供給）を新設することを決定した。2017年1月30～31日の決定会合では、「貸出増加を支援するための資金供給（貸出増加支援資金供給）」等の措置について、受付期間を1年間延長することを決定した。

## ②「当面の長期国債等の買入れの運営について」（月次の「運営方針」）の公表

日本銀行では、金融市場調節運営の透明性を確保するため、原則として、毎月最終営業日に、長期国債買入れ等に関する翌月の「運営方針」を事前に公表している。この月次の「運営方針」には、翌月のオファー金額や回数を始め、国債買入れに関する様々な情報を記載しているが、日本銀行では、国債市場の動向や市場参加者のニーズ等を踏まえ、その内容について必要な見直しを行ってきている。

例えば、2017年2月末に公表した「運営方針」からは、国債買入れオペのうち主軸の3ゾーン（1年超5年以下、5年超10年以下、10年超）について、翌月のオペの具体的な実施日を事前に公表することとした。これは、長短金利操作のもとで

の約半年間におけるオペ運営の経験を踏まえ、オペの回数およびタイミングに関する透明性を高めることにより、市場において過度な金利変動が生じることを抑え、金融市場調節方針をより円滑に実現することを目的としたものである。

なお、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入後、2016年9月末の公表分からは、新たな政策枠組みのもとで、金融市場調節の一環として行う国庫短期証券買入れについての透明性を高めるため、翌月末の買入残高についても、「運営方針」において一定のめど（見込み）を示す扱いとしている。

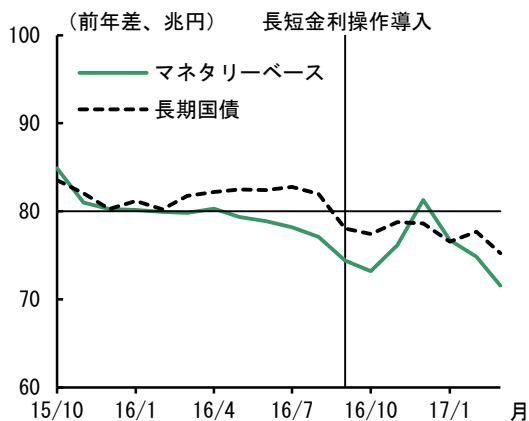
### ③ オペ運営の概要

上記の金融市場調節方針や月次の「運営方針」等に基づき、日本銀行は2016年度中、以下のように、各種のオペレーションを運営した。

まず、長期国債の買入れについては、月次の「運営方針」に沿って、毎月10回程度の買入れを行った。1回当たりのオファー金額は、その時々々の市場動向に応じて増減したが、月間の買入れ額は、指値オペの金額も含め8～10兆円程度（オファー一日、額面ベース）で推移した。

この結果、2016年9月以前においては、「マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という金融市場調節方針や、「長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う」という資産買入れ方針を、いずれも実現した。また、9月以降の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとでは、長期国債の買入れ額等を柔軟に調整することを通じ、市場において、金融市場調節方針（短期政策金利を▲0.1%、10年物国債金利の操作目標をゼロ%程度とする）と整合的な形でイールドカーブが形成されるよう促している（図表2-1、2-2）。

（図表 2-1）マネタリーベースと長期国債保有残高



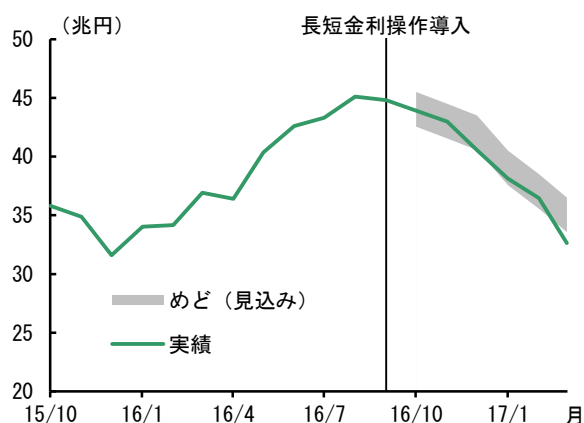
（図表 2-2）10年物国債金利



（注）長期国債保有残高は、スタート日、簿価ベース。

国庫短期証券の買入れについては、週1回オファーを行うことを基本としたうえで、オファー1回当たり概ね1～3兆円程度の買入れを行ってきた。なお、2016年10月以降は、前月末の「運営方針」で示した月末残高のめど（見込み）を意識した運営を行っているが、2017年3月については、同月23日に公表した「3月末におけるレポ市場の国債需給タイト化への対応について」（後述）の一環として、同日以降の国庫短期証券の買入れを取り止めたこともあり、結果的に、事前に示しためどの下限を幾分下回って着地することとなった（図表2-3）。

（図表2-3）国庫短期証券買入残高



CP等、社債等については、月毎にみれば多少の振れがあるものの、均してみれば、約2.2兆円、約3.2兆円という残高維持に関する目標を満たす形で買入れを行った。ETF、J-REITについても、上述の買入れ方針に沿って、買入れを進めた。

成長基盤強化支援資金供給および貸出増加支援資金供給については、いずれも3か月に1回のペースでオファーを行った。被災地金融機関支援オペおよび熊本地震被災地金融機関支援オペは、月1回のペースでオファーした。これらのうち、特に貸出増加支援資金供給については、2016年3月末以降の利用残高の増加額を当該金融機関のマクロ加算残高に上乘せする（増加額の2倍の金額をマクロ加算残高に加算する）措置が講じられたことや、同年6月30日から「金融機関の住宅ローン債権を信託などの手法を用いて担保として受け入れる制度」が実施されたこともあって、2016年の後半以降、積極的に利用されている。

固定金利方式での共通担保資金供給オペについては、市場参加者のニーズも踏まえ、2016年半ば以降、期間2週間のオペを週1回、期間約100日間のオペを7週間に1回行う形に集約して実施している（これにより、期間2週間物2本と期間100日物2本の合計4本の系列がロールされることとなった）。もっとも、短期金融市場における資金余剰感が極めて強い状況が続いていることなどから、同オペへの需

要は引き続き低調であった。

米国連邦準備制度との米ドル・スワップ取極に基づく米ドル資金供給オペについては、基本的には期間1週間のオペを週1回オファーした。利用の多くは事務態勢の確認・維持を目的とするものであったが、四半期末を跨ぐオファーについては、市場でのドル調達コストの上昇を背景に応札額が増加した。また、2016年7月に導入が決定された米ドル資金供給用担保国債供給は、9月から利用可能となったが、2016年度中は、いずれも訓練目的の利用であった。

この間、国債レポ市場等では、マイナス金利の導入以降、国債需給がタイトな状況が続いている。このため、2016年度は、6月6日の1日を除き、全ての営業日において、国債補完供給をオファーした。落札額も一段と拡大している。なお、年度末には、レポ市場における国債需給が一段とタイト化すると予想されたことから、これを緩和するための一時的な措置として、①国債供給のための国債売現先オペ、②国債補完供給の応募銘柄数の上限引き上げ、③3月中の国庫短期証券の買入れの取りやめ、を実施した（「3月末におけるレポ市場の国債需給タイト化への対応について」〈3月23日公表〉）。

#### ④ マクロ加算残高にかかる基準比率

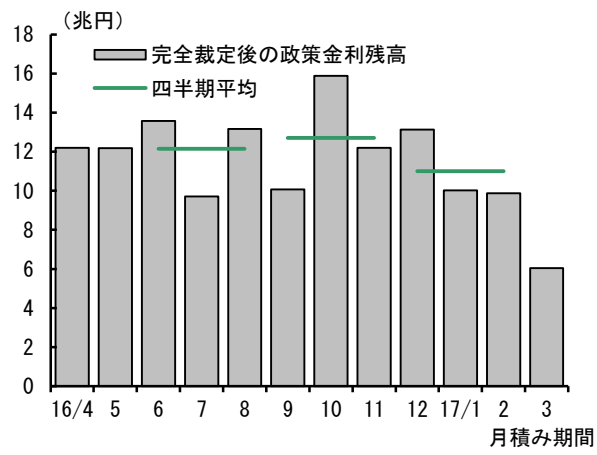
現在の金融政策の枠組みのもとでは、上記の各種オペ運営に加え、▲0.1%のマイナス金利が適用される政策金利残高が適切な規模となるように調整する必要がある。

このため、日本銀行では、原則として3か月に1回、「マクロ加算残高にかかる基準比率」の見直しを行っている。この「基準比率」は、日銀当座預金残高全体の増減に応じて、ゼロ%の金利が適用されるマクロ加算残高（そしてそれにより政策金利残高）を調整するよう設定されるパラメーターである（詳細は4.（1）①を参照）。

2016年度中、日本銀行は、当座預金残高全体の増加ペースを踏まえ、基準比率を2016年4月に2.5%、6月に7.5%、9月に10.0%、12月に13.0%、2017年3月に17.0%と、段階的に引き上げた。その結果として、「完全裁定後の政策金利残高」は、月毎にみれば幾分増減しているものの、四半期毎に平均してみれば、概ね10兆円台前半で安定的に推移している（図表2-4）。



(図表 2-4) 完全裁定後の政策金利残高



## (2) 日本銀行のバランスシート

上記のような金融市場調節運営のもとで、日本銀行のバランスシートおよびマネタリーベースは大きく拡大した（図表 2-5）。

すなわち、日本銀行のバランスシートは、2016 年末に 476.5 兆円、2017 年 3 月末に 490.1 兆円と、前年同時期と比べ、それぞれ 93.4 兆円、84.4 兆円の増加となった。この間、マネタリーベースも拡大を続け、2016 年末には 437.4 兆円、2017 年 3 月末には 447.3 兆円に達した。前年同時期との対比では、それぞれ 81.3 兆円、71.6 兆円の増加となった。

バランスシートの資産サイドをみると、「量的・質的金融緩和」のもとで、日本銀行が長期国債や E T F、J - R E I T の買入れを進めた結果、これらの資産の残高が着実に増加している。

主な資産の 2017 年 3 月末の残高をみると、長期国債が 377.1 兆円と、前年比 75.2 兆円の増加となった。また、E T F が 12.9 兆円（同 5.4 兆円の増加）、J - R E I T が 3,822 億円（同 886 億円の増加）と、いずれも資産買入れ方針に沿うかたちで、前年に比べ増加した。このほか、貸出支援基金（成長基盤強化支援資金供給・米ドル特則分を除く）も 43.4 兆円と、前年に比べ 13.3 兆円の増加となった。

買入国庫短期証券については、2016 年 9 月までは、マネタリーベースの増加目標に沿って買入れ額を増やしてきたことから、残高は増加傾向を辿った。もともと、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入後は、国庫短期証券の買入れ額を段階的に減らしてきており、2017 年 3 月末の買入残高は 32.6 兆円と、前年比 4.3 兆円の減少となった。また、共通担保資金供給オペについては、短期金融市場において資金余剰感の極めて強い状況が続いていることなどから、2017 年 3 月末の残高は 0.7 兆円と、前年に比べ 2.9 兆円の減少となった。

バランスシートの負債サイドをみると、日銀当座預金残高は、大規模な資産買入れなどを通じた資金供給を反映し、2017 年 3 月末には 342.8 兆円と、前年に比べ 67.3 兆円の増加となった。

(図表 2-5) 日本銀行のバランスシート

(単位：兆円)

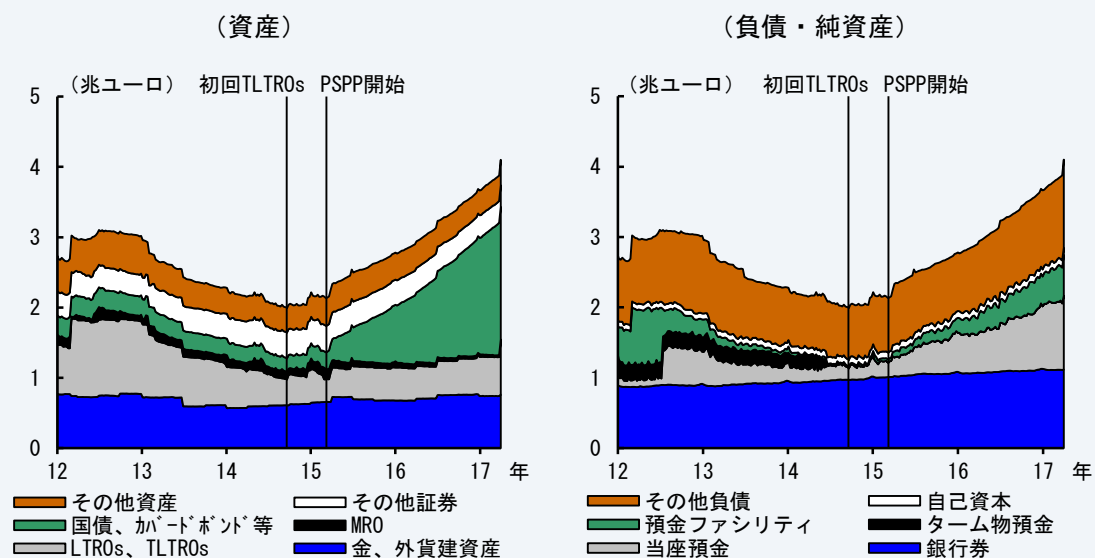
|              | 13年<br>3月末 | 13年末  | 14年末  | 15年末  | 16年末  | 17年<br>3月末 | 前年差    |
|--------------|------------|-------|-------|-------|-------|------------|--------|
| 長期国債         | 91.3       | 141.6 | 201.8 | 282.0 | 360.7 | 377.1      | + 75.2 |
| CP等          | 1.2        | 2.2   | 2.2   | 2.2   | 2.3   | 2.0        | + 0.1  |
| 社債等          | 2.9        | 3.2   | 3.2   | 3.2   | 3.2   | 3.2        | + 0.0  |
| ETF          | 1.5        | 2.5   | 3.8   | 6.9   | 11.1  | 12.9       | + 5.4  |
| J-REIT       | 0.12       | 0.14  | 0.18  | 0.27  | 0.36  | 0.38       | + 0.09 |
| 貸出支援基金       | 3.4        | 8.4   | 23.4  | 29.8  | 38.8  | 43.4       | + 13.3 |
| 買入国庫短期証券     | 16.4       | 24.2  | 38.4  | 31.6  | 40.5  | 32.6       | ▲ 4.3  |
| 共通担保資金供給     | 21.7       | 18.1  | 8.0   | 6.4   | 0.5   | 0.7        | ▲ 2.9  |
| その他とも資産計     | 164.8      | 224.2 | 300.2 | 383.1 | 476.5 | 490.1      | + 84.4 |
| 銀行券          | 83.4       | 90.1  | 93.1  | 98.4  | 102.5 | 99.8       | + 4.2  |
| 当座預金         | 58.1       | 107.1 | 178.1 | 253.0 | 330.2 | 342.8      | + 67.3 |
| その他とも負債・純資産計 | 164.8      | 224.2 | 300.2 | 383.1 | 476.5 | 490.1      | + 84.4 |
| マネタリーベース     | 146.0      | 201.8 | 275.9 | 356.1 | 437.4 | 447.3      | + 71.6 |

## BOX 1 主要中央銀行の金融政策とバランスシートの比較

2016年度中の海外主要中央銀行の金融政策の動向をみると、欧州中央銀行は、ユーロ圏各国の国債やエージェンシー債などを買入れる公的セクター資産買入れプログラム（PSPP）をはじめとした金融緩和策を推進している。2016年6月には、社債買入れプログラム（CSPP）を開始した。また、2016年12月には、PSPPを中心とする資産買入れプログラムの月間買入れ額を、2017年4月以降、800億ユーロから600億ユーロに縮小することを決定したが、その一方で、買入れの期限については、従来の2017年3月から2017年12月まで、9か月間延長する決定を行った。さらに、2017年1月には、PSPPの買入対象となる債券の残存期間を従来の「2年以上」から「1年以上」に拡大したほか、欧州中央銀行が資産を買入れる際の利回りについて、従来は預金ファシリティ金利を下限としていたところ、同金利以下の利回りの債券も必要に応じて買入れることを可能とした。

こうしたもとの、欧州中央銀行のバランスシートは、PSPPを開始した2015年3月以降、拡大を続けている。資産サイドでは、PSPP、CSPP、ABS買入れプログラム（ABSPP、2014年11月開始）およびカバードボンド買入れプログラム（CBPP3、2014年10月開始）をあわせて、月額800億ユーロの資産買入れを行ってきたことで、これらの残高が特に拡大している。負債サイドでは、各種資産買入れの結果として当座預金残高が増加している（BOX図表1-1）。

(BOX 図表 1-1) 欧州中央銀行の資産・負債



(注1) 欧州中央銀行およびユーロ圏各国中央銀行の資産・負債を統合したもの。週次ベース（末残）。

(注2) MRO、LTROs、TLTROsはそれぞれ、Main Refinancing Operation、Longer-term Refinancing Operations、Targeted Longer-term Refinancing Operationsを指す。

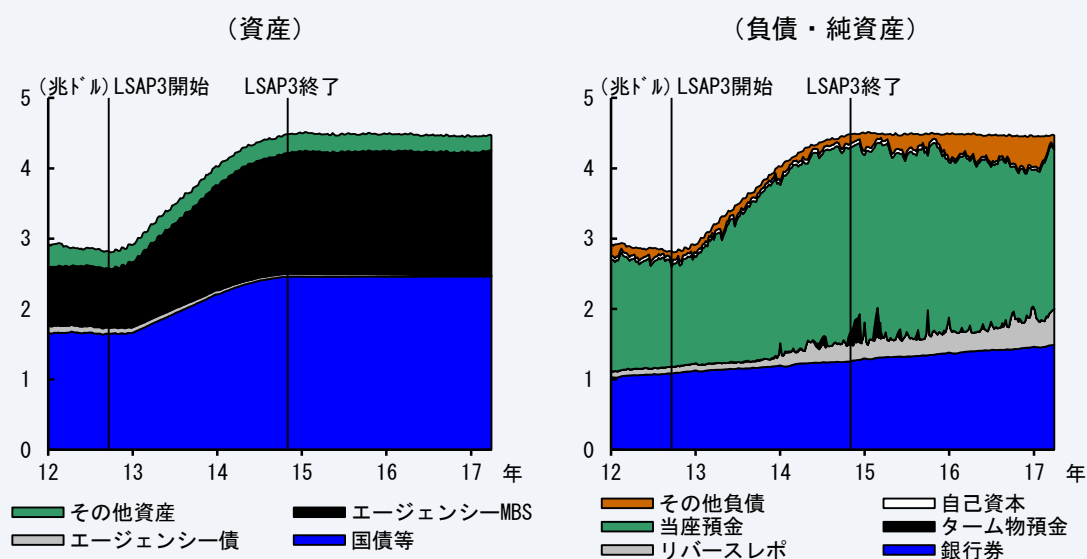
(注3) 国債、カバードボンド等は金融政策目的で保有する証券。

一方、米国連邦準備制度は、2016年12月に、フェデラルファンド金利（FF金利）のターゲット・レンジの引き上げを約1年ぶりに実施したほか、2017年3月にも、再び同レンジを引き上げた。具体的には、12月にFF金利を0.25～0.50%から0.50～0.75%に、3月には0.75～1.00%に、それぞれ+25bpsずつ、計+50bps引き上げた。

資産の買入れについては、大規模資産買入れプログラム（LSAP3）によるエージェンシーMBS（2012年9月開始、毎月400億ドル）および国債（2013年1月開始、毎月450億ドル）の新規買入れを、2014年10月に終了した。現在は、買入れた資産の償還金について再投資を継続している。

こうしたもとで、米国連邦準備制度の資産規模は、2014年10月以降、概ね横ばいで推移している。負債サイドをみると、資金吸収手段として導入されているリバースレポ等の実施により、当座預金からこれらのファシリティに徐々に資金がシフトしている（BOX図表1-2）。

（BOX図表1-2）米国連邦準備制度の資産・負債

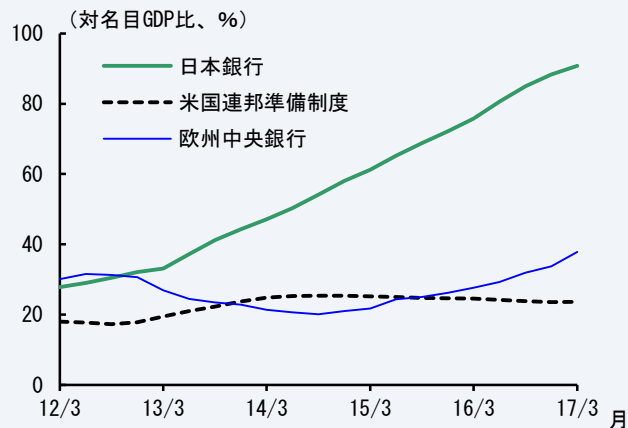


（注）週次ベース（水曜日の最終残高）。

各中央銀行の資産規模の対名目GDP比率をみると、日本銀行については、2017年3月末時点で91%程度に上っている。その規模は、米国連邦準備制度（24%程度）や欧州中央銀行（38%程度）と比べても、引き続き極めて大きく、拡大ペースも速い（BOX図表1-3）。

なお、欧州中央銀行は、月額600億ユーロに相当する資産の買入れを、少なくとも2017年12月まで継続するとの意向を表明している。仮にこのペースでの資産買入れが継続した場合、欧州中央銀行の資産規模は、同月に名目GDPの4割強にまで拡大する見通しとなる。

(BOX 図表 1-3) 主要中央銀行の資産規模



(注1) 各四半期末の資産規模を当該四半期の名目GDPで割ることで算出。  
(注2) 2017年3月末については、2016年10~12月期の名目GDPを利用。

### (3) 資金過不足の動向

各金融機関が保有する日銀当座預金の残高は、金融市場調節によって増減するほか、金融機関が日本銀行や政府との間で行う銀行券や財政資金の受払いによっても増減する。こうした金融市場調節以外の要因による日銀当座預金の増減のことを、「資金過不足」という。資金過不足は、日銀当座預金と銀行券の交換に伴う「銀行券要因」と、日銀当座預金と政府預金との間の資金の受払い等に伴う「財政等要因」によって生じる。

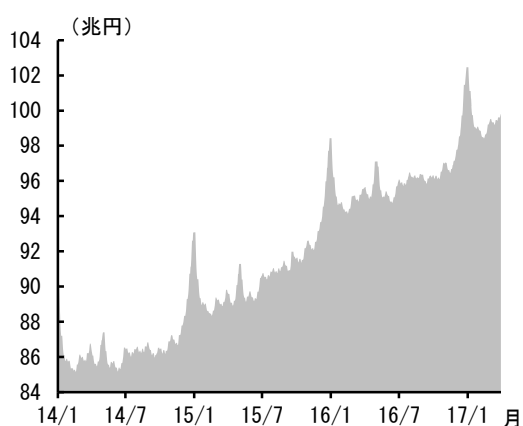
2016年度の資金過不足は、財政等要因を主因に134.8兆円の資金不足となり、その資金不足幅は、2015年度の113.3兆円から拡大した。

#### ① 銀行券要因

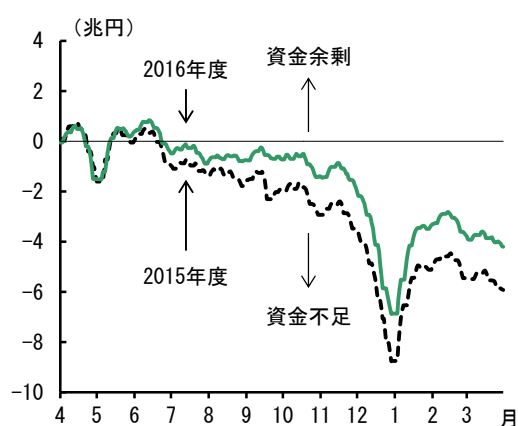
2016年度中、銀行券の発行残高は増加傾向を続け、12月20日に初めて100兆円に到達した。その後、2016年末は102.5兆円(前年比+4.1%)、2017年3月末は99.8兆円(同+4.4%)となった(図表2-6)。こうした銀行券の発行増加を反映して、資金需給の観点からみた2016年度の銀行券要因は4.2兆円の発行超となり、2015年度の5.9兆円から発行超幅は縮小したものの、引き続き、日銀当座預金減少・資金不足要因として作用した。

2016年度初からの銀行券要因の累計額の推移をみると、季節的な発行・還収の変動は2015年度と概ね同じパターンを辿っている。こうしたもとで、2016年末には、年末年始の銀行券需要が増加し、発行超幅は6.9兆円に拡大した。2017年入り後は、年末年始に市中で使用された銀行券が還収されたことなどから、2017年3月末の発行超幅は4.2兆円まで縮小した(図表2-7)。

(図表 2-6) 銀行券発行残高



(図表 2-7) 銀行券要因の年度初からの累計額



## ② 財政等要因

2016年度の財政等要因は、国債・国庫短期証券の受超<sup>2</sup>（日銀当座預金減少・資金不足要因）が、一般財政の払超（日銀当座預金増加・資金余剰要因）を上回り、全体として受超となった。また、その受超幅は、2015年度（107.4兆円）から拡大し、130.6兆円となった（図表 2-8）。

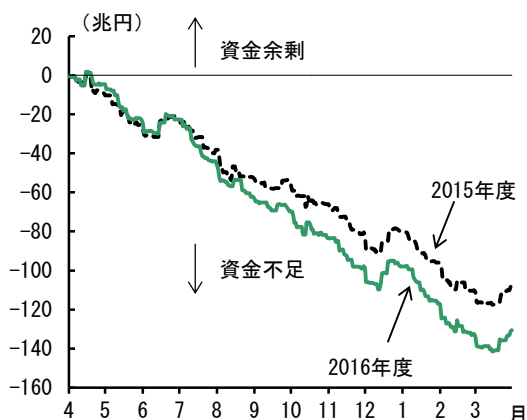
2016年度中の受超幅の拡大は、日本銀行が買入れた国債や国庫短期証券の日本銀行への償還が2015年度中に比べて増加する一方、民間金融機関への償還（＝日銀当座預金への払込み）が減少したことなどがその背景にある。なお、このような、日本銀行による金融市場調節自体が財政等要因に及ぼす影響を取り除いてみると<sup>3</sup>、2016年度の財政等要因の受超幅は13.7兆円となり、2015年度（同じくオペによる影響を取り除いた場合、2.8兆円）に比べ、10.9兆円ほど資金不足方向に振れたことになる（図表 2-9）。この間、政府預金等は増加していたことから、国債の発行額が一時的に財政支出を上回っていたことが示唆される（図表 2-10）。なお、2015年度については、国庫短期証券の発行減がこうした動きを緩和していた面があったが、2016年度はその影響が一服していたと考えられる。このほか、マイナス金利の導入以降、国内債券への運用難などから、海外中央銀行等の預金が増加傾向にあり、こ

<sup>2</sup> 日本銀行が金融機関から買入れた長期国債および国庫短期証券について、政府から満期償還を受けると、それらの証券を金融機関が保有し続けていれば日銀当座預金に払い込まれていないはずの償還金が金融機関に支払われないこととなるため、財政資金の日銀当座預金に対する払いが減少する。財政等要因は、年度を通してみれば、受けと払いが概ね見合うはずのものであるが、このような扱いによって大幅な受超（資金不足）となる。

<sup>3</sup> 日本銀行が政府から償還を受けた長期国債および国庫短期証券について、その直前に日本銀行が金融機関に売却して、金融機関が政府から償還を受けたとみなす調整。例えば、2016年度の国債の動きは、調整前では、財政等要因の国債（1年超）は約70兆円の受超、金融調節の国債買入は約120兆円の増加となるが、40兆円分の国債が日銀から金融機関に売り戻された後に償還を受けるとすれば、財政等要因の国債（1年超）は約30兆円の受超、金融調節の国債買入は約80兆円の増加となる（図表 2-12）。

れも、財政等要因の受超幅を拡大させる方向に作用している（図表 2-11）。

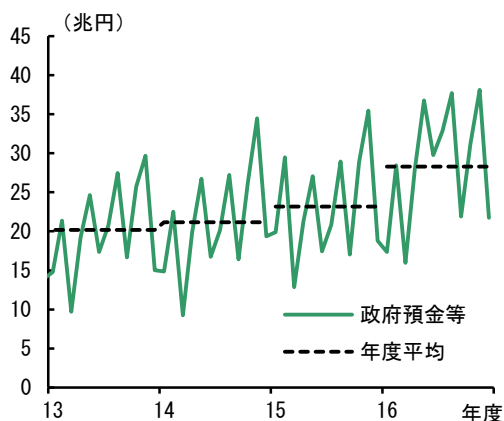
（図表 2-8） 財政等要因の年度初からの累計額



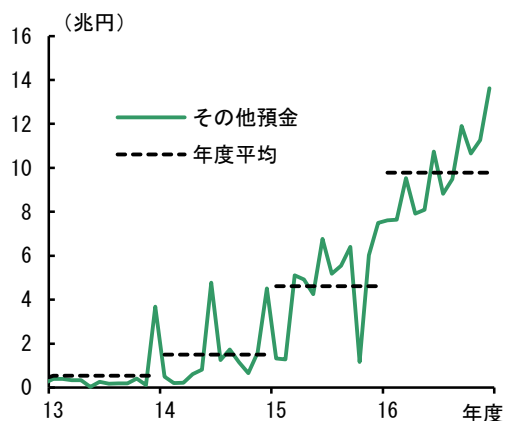
（図表 2-9） 財政等要因の年度初からの累計額  
（オペによる影響を考慮）



（図表 2-10） 政府預金等



（図表 2-11） その他預金



（注） 対政府売現先勘定を含む。

（注） 「その他預金」とは、外国中央銀行等の預金。

（図表 2-12） 日銀当座預金の増減要因

|           |          | （兆円）            |                |                 |                 |                   |                       |
|-----------|----------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------------|
|           |          | 2016年度<br>（調整前） | 日銀保有分<br>償還の調整 | 2016年度<br>（調整後） | 2015年度<br>（調整後） | 前年度差<br>2016-2015 | 対応する主な<br>日銀バランスシート項目 |
| 銀行券要因     |          | -4.2            |                | -4.2            | -5.9            | 1.7               | 発行銀行券                 |
| 財政等<br>要因 | 一般財政     | 21.5            |                | 21.5            | 17.7            | 3.8               | 政府預金                  |
|           | 国債(1年超)  | -72.1           | 39.3           | -32.9           | -34.2           | 1.3               |                       |
|           | 国庫短期証券   | -75.6           | 77.6           | 2.0             | 15.3            | -13.4             |                       |
|           | 外為       | 0.4             |                | 0.4             | -0.2            | 0.6               |                       |
| その他       |          | -4.7            |                | -4.7            | -1.4            | -3.4              | その他預金                 |
| 金融調<br>節  | 国債買入     | 115.8           | -39.3          | 76.5            | 82.8            | -6.2              | 資産サイド                 |
|           | 国庫短期証券買入 | 73.4            | -77.6          | -4.2            | -3.1            | -1.1              |                       |
|           | 貸出支援基金   | 13.3            |                | 13.3            | 3.0             | 10.3              |                       |
|           | 他のオペ     | -0.4            |                | -0.4            | -0.1            | -0.3              |                       |
| 当座預金増減    |          | 67.3            |                | 67.3            | 73.9            | -6.6              | 当座預金                  |

（注 1） 銀行券要因は、発行超がマイナス。財政等要因は、受超がマイナス。金融調節は、資金吸収がマイナス。

（注 2） 償還調整後の国債買入および国庫短期証券買入の増減は、償却の影響等を含まないため、バランスシートの前年差とは乖離が生じている。



## BOX 2 日本銀行当座預金増加額の季節性

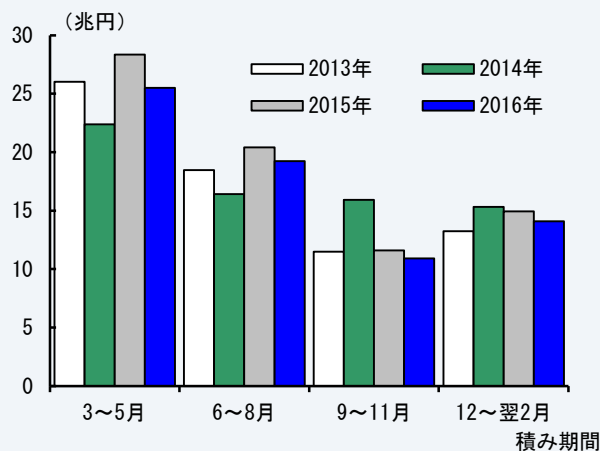
日本銀行は、2014年10月の「量的・質的金融緩和」の拡大後、2016年9月までの間、マネタリーベースが年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行った。この結果、日銀当座預金も、年間80兆円に近いペースで増加を続けた<sup>(注1)</sup>。

1年間を通じて日銀当座預金が概ね一定のペースで増加するのであれば、四半期毎（3積み期間<sup>(注2)</sup>毎）の増加額は概ね20兆円程度となる。しかし、実際には財政等要因が季節性をもって変動することから、四半期毎の増加ペースには偏りがある（BOX 図表 2-1）。

(注1) マネタリーベースは、日銀当座預金と銀行券・貨幣から構成される。このため、銀行券発行残高が前年比増加している場合、その分、日銀当座預金の年間増加額はマネタリーベースの増加額を下回ることになる。

(注2) 積み期間とは、毎月16日～翌月15日の1か月間を指す。準備預金制度の下、対象となる金融機関は、それぞれが保有する預金等の準備預金対象債務に一定比率（準備率）を乗じた金額（所要準備額）以上の金額を日本銀行に預け入れることが義務付けられている。なお、マイナス金利の導入以降、後述する日銀当座預金の三層構造の下では、当該期間における日銀当座預金の平均残高について、階層毎に異なる金利が適用される。

(BOX 図表 2-1) 当座預金の3積み期間毎の増加幅



例えば、3～5月積み期間は、公共事業や社会保障費の年度末支払いなどの大口の払い要因が重なることから<sup>(注3)</sup>、日銀当座預金の増加幅が大きくなる傾向がある。また、6～8月積み期間は、同期間に年金が2回給付されることに加え、地方交付税交付金の支払いも重なり、増加幅が大きくなる（BOX 図表 2-2）。

日本銀行では、関係部署において、こうした財政等要因の季節的な変動を含め、先行きの資金過不足の状況をできるだけ精緻に予想する努力を続けている。そこで得られた情報は、日々のオペ運営のみならず、3か月に1回、「マクロ加算残高にかかる基準比率」を適切に設定するうえでも、大いに活用されている。

(注3) 4月入り後も、出納整理期間により前年度予算の支払いが行われる。

(BOX 図表 2-2) 主な財政要因の受け払い

| 積み期間   | 主な受け要因   | 主な払い要因   |          |            |
|--------|----------|----------|----------|------------|
|        | 法人税納付    | 公共事業費など  | 地方交付税交付金 | 年金給付       |
| 3～5月   |          | 3～4月頃に集中 | 4月初      | 4月中旬       |
| 6～8月   | 6月初(大幅)  |          | 6月初      | 6月中旬、8月中旬  |
| 9～11月  |          |          | 9、11月初   | 10月中旬      |
| 12～翌2月 | 12月初(大幅) |          |          | 12月中旬、2月中旬 |

### 3. 国内資金・債券市場等の動向

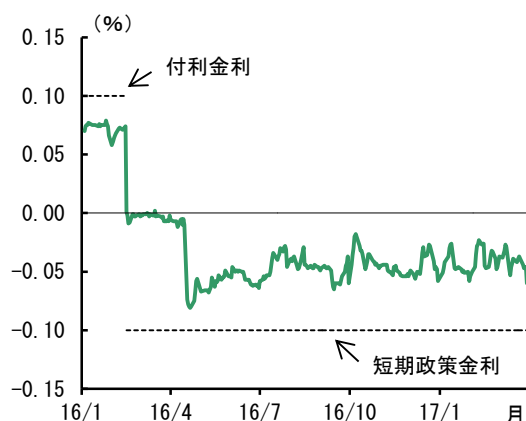
#### (1) 無担保コール市場

無担保コールレート(0/N物)は、マイナス金利の導入以降、概ね▲0.06～▲0.02%程度で推移した(図表3-1)。

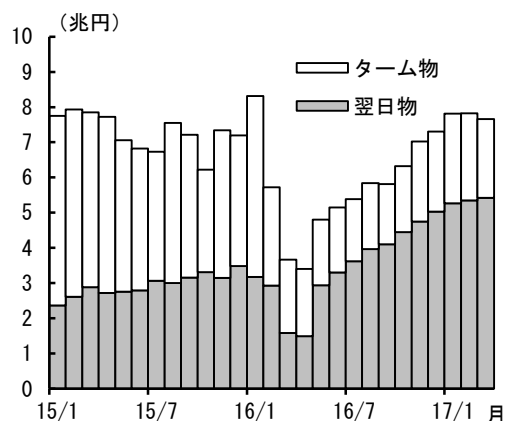
より仔細にみると、2016年度入り後、無担保コールレートはごく小幅のマイナス圏で推移していたが、2016年4月18日に投資信託がマイナス金利での資金運用を開始<sup>4</sup>すると、コールレートは▲0.08%近くまで一気に低下した。その後は、各積み期間の中で小幅な変動を繰り返しながら、全体としてみれば、▲0.05～▲0.04%程度の水準で推移した。

無担保コール市場の残高は、マイナス金利の導入直後は、システム面でマイナス金利での取引に対応していない金融機関が多く存在したことや、投資信託が一時的に資金放出を控えたことなどから、2016年4月にかけて一旦大きく減少した。もっとも、その後は日銀当座預金の三層構造(詳細は4.(1)①を参照)を利用した裁定取引が活発化してくる中、市場残高は着実に回復し、2017年3月には7.7兆円と、マイナス金利導入前の2016年1月(8.3兆円)に迫る水準となった(図表3-2)。特に、翌日物については6兆円を上回る日もみられており、リーマン・ショック前となる2008年上半期以来の水準に達している。

(図表3-1) 無担保コールレート(0/N物)



(図表3-2) 無担保コール市場残高



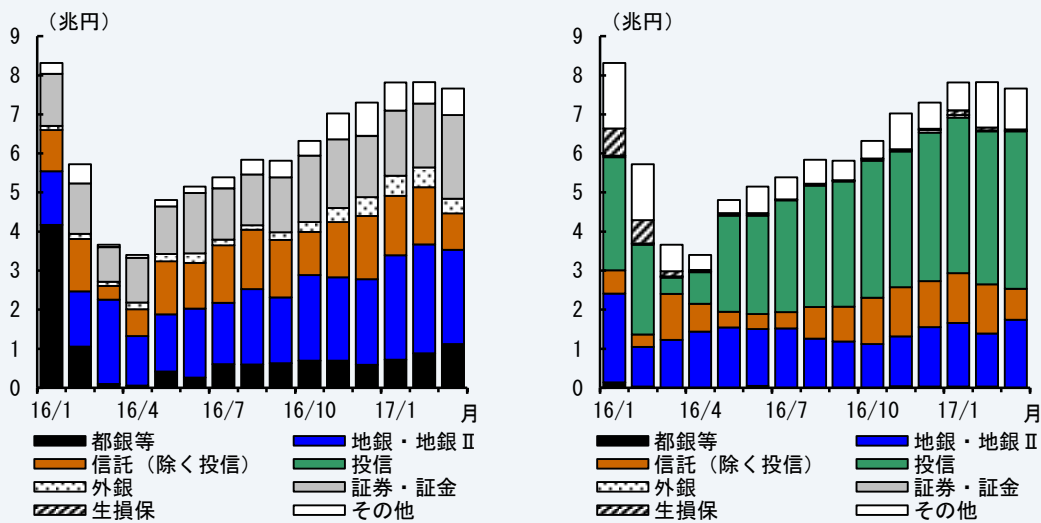
(注) 月中平均。

<sup>4</sup> 投資信託は、マイナス金利の導入当初、コール市場での資金放出を控え、その余剰資金は「銀行勘定貸」を通じて信託銀行の日銀当座預金に積み上がった。こうした中、2016年4月積み期間以降、信託銀行は、投資信託の余剰資金(金銭信託)に対して▲0.1%の手数料を課すこととした。この結果、当該手数料の負担を回避するため、投資信託は、コール市場において▲0.1%を上回るマイナス金利での資金運用を開始した。

### BOX 3 マイナス金利取引へのシステム対応

無担保コール市場の取引残高を業態別にみると、マイナス金利の導入以降、資金調達サイドでは地銀・第二地銀の調達残高が着実に増加している（BOX 図表 3-1）。これについては、日銀当座預金の三層構造を利用した裁定取引を行うインセンティブがある中、各金融機関がマイナス金利での取引を行うためのシステム面での対応を進めたことが相応に寄与していると考えられる。

(BOX 図表 3-1) 無担保コール市場残高（業態別）  
 (資金調達サイド) (資金運用サイド)

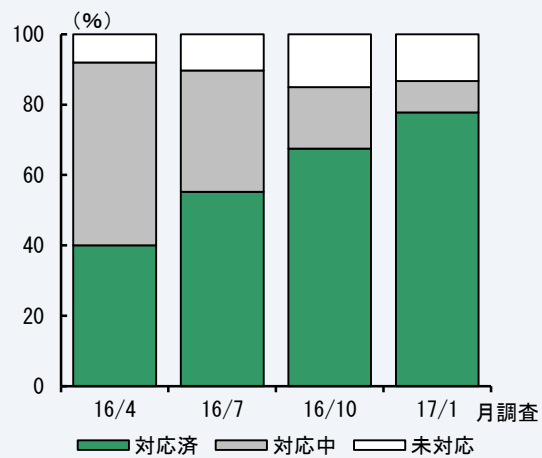
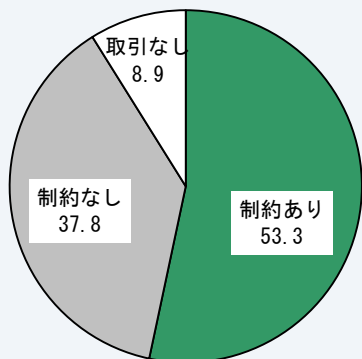


(注) 月中平均。

この点について、短期金融市場取引活性化研究会（以下、短取研）が2016年4月、7月、10月、2017年1月に実施したアンケート調査（社内システムのマイナス金利取引への対応状況に関するアンケート）の結果をみると、マイナス金利導入直後の時点では、半数の先がシステム面で何らかの制約を抱えていたが、2016年7月時点では、そうした先の約半数が必要な対応を講じており、2017年1月時点では4分の3の先が対応を済ませている（BOX 図表 3-2）。このように、各金融機関がマイナス金利でのコール取引を行うにあたり、システム面での制約は着実に解消しつつある。今後、システム対応を完了した金融機関が、マイナス金利での取引を積極的に行えば、コール市場の取引残高がさらに拡大するとともに、三層構造のもとでの裁定取引がよりスムーズに行われる可能性がある。

(BOX 図表 3-2) 「社内システムのマイナス金利取引への対応状況に関するアンケート」の結果

(設問 1) マイナス金利導入直後の無担保コール取引にかかるシステム制約の有無 (設問 2) 設問 1 で「制約あり」と回答した先のその後のシステム対応状況

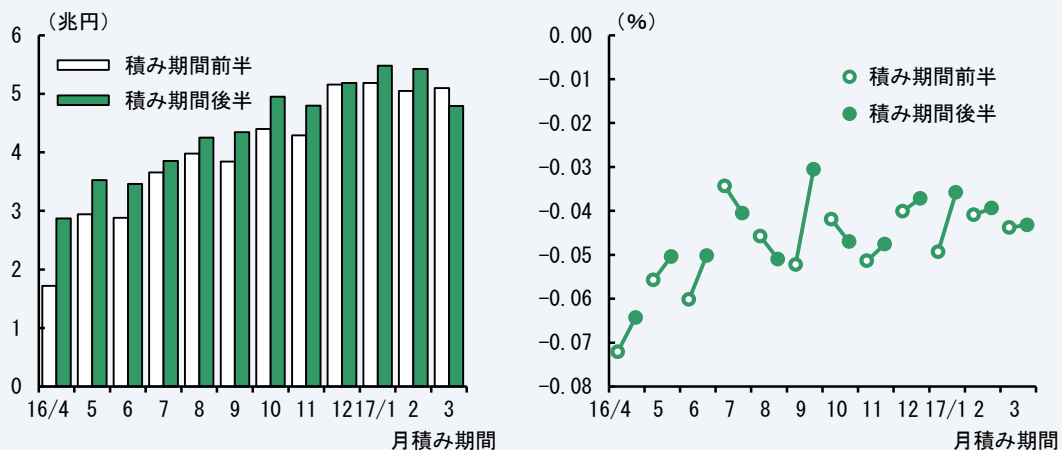


(注) 短取研が実施したアンケート調査。回答社数は調査時点により異なる。

## BOX 4 コールレートと資金需給

マイナス金利の導入以降、無担保コール市場では、各積み期間の前半よりも、後半に出来高が増加し、コールレートも上昇するというパターンがみられ始めている（BOX 図表 4-1）。この背景としては、マクロ加算残高の「余裕枠」を有する多くの金融機関の行動、すなわち、積み期間の前半は、政策金利残高の発生を回避しようとして慎重な資金調達スタンスを維持する一方、積み期間の後半となり、自らの当座預金の平残の着地がある程度見通せるようになったところで、資金調達を積極化させるといったことが指摘されている。

（BOX 図表 4-1）積み期間前後半における無担保コール出来高とコールレート  
（無担保コール出来高<0/N物>） （無担保コールレート<0/N物>）



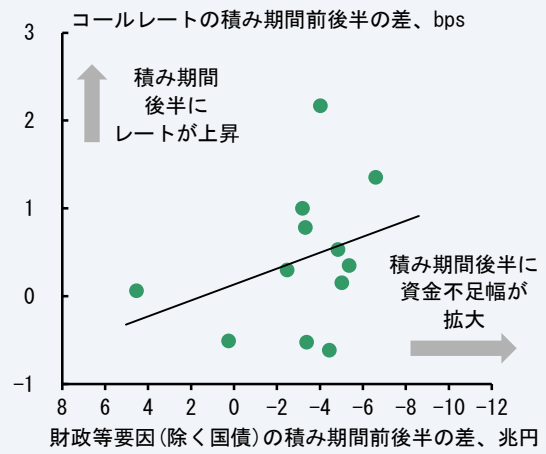
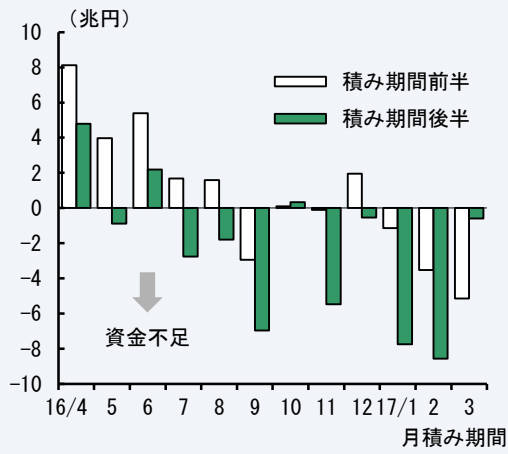
また、積み期間後半の資金調達量の増加については、積み期間中の資金過不足要因の動きが影響している面もある。すなわち、金融機関を通じた政府に対する税金の支払い（税揚げ）は各月の初め（各積み期間半ば）に行われることなどから、財政等要因（除く国債の発行、償還）による資金不足幅は積み期間の後半に拡大する傾向がある。このため、仮に各金融機関が積み期間中の当座預金残高を一定に保つような運営を行ったケースを想定しても、積み期間後半に、必要となる資金調達量は増加し、コールレートに上昇圧力が働くことになる（BOX 図表 4-2）。このほか、最近では、税揚げ日のコールレートが前日比上昇するなど、1日単位の資金過不足が金融機関の行動に影響を及ぼすケースもみられるようになってきている（BOX 図表 4-3）。

こうした中、各金融機関が、日本銀行が提供している資金需給に関する情報（日次・月次の予想など）を積極的に活用し、その動向をより精緻に把握することが可能となれば、それぞれ資金調達・運用のタイミングを最適化し、より効率的な裁定取引を行えるようになる可能性がある。

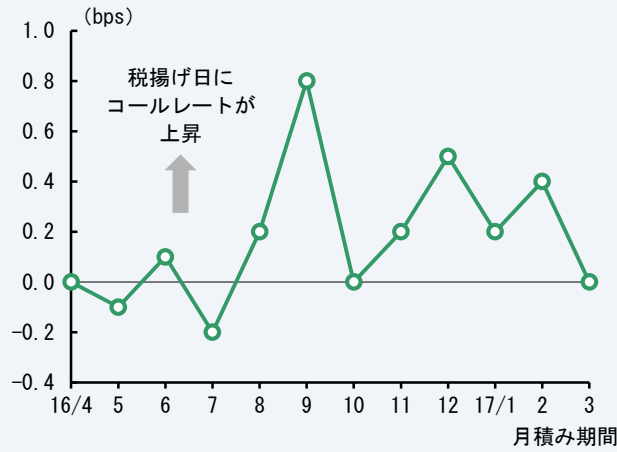
(BOX 図表 4-2) 積み期間前後半における財政等要因とコールレートの関係

(財政等要因<除く国債>)

(財政等要因<除く国債>とコールレートの関係)



(BOX 図表 4-3) 税揚げ日におけるコールレートの変化(前日比)



## (2) レポ市場

GCレポレート(T/N物)は、総じてみれば▲0.11～▲0.07%程度で推移した。もともと、月末(特に四半期末)には、日銀当座預金残高の増加を回避しようとする一部金融機関がレポ市場での資金調達(債券放出)を消極化したことから、GCレポレートが大幅に低下する局面もみられた。

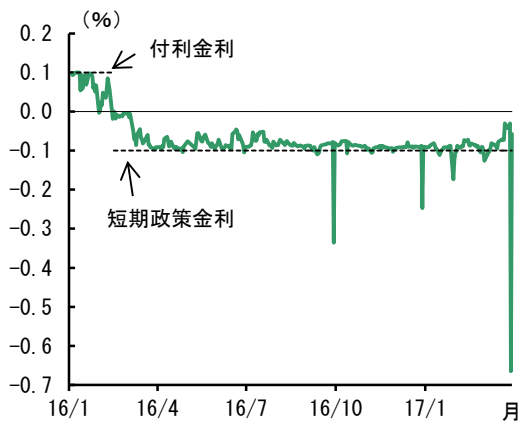
とりわけ、2017年3月末に向けて、こうした動きが顕著にみられた。GCレポレート(ターム物)は、3月末越えを織り込むタイミングで大きく低下し、ターム物金利から計算される3月末越えの翌日物レートは、一時▲2%を下回る水準まで大幅に下落した。こうした状況を踏まえ、日本銀行は、3月23日に、「3月末におけるレポ市場の国債需給タイト化への対応について」を公表したうえで、3月24日に、約8年振りとなる国債売現先オペ(3月27日スタート、4月3日エンド)を実施した(詳細は4.(4)⑥を参照)。こうした対応もあって、ターム物のレポレートはマイナス幅を急速に縮小した。また、3月末越えのGCレポレート(T/N物)も、▲0.665%と、既往ボトム(▲0.336%<2016年9月29日約定>)は下回ったものの、事前に織り込まれていた水準に比べて小幅のマイナスにとどまった(図表3-3、3-4)。

SCレポ市場では、日本銀行による大規模な国債買入れが行われる中、証券会社の債券調達ニーズが高まる国債発行入札の直前や、一部金融機関が保有国債の放出を控える四半期末において、一部銘柄の需給がタイト化し、SCレポレートが大きく低下する局面がみられた。

この間、レポ市場の取引残高は、マイナス金利の導入以降、金融機関間の裁定取引が活発化していることなどを背景に、増加基調が続いている(図表3-5)。

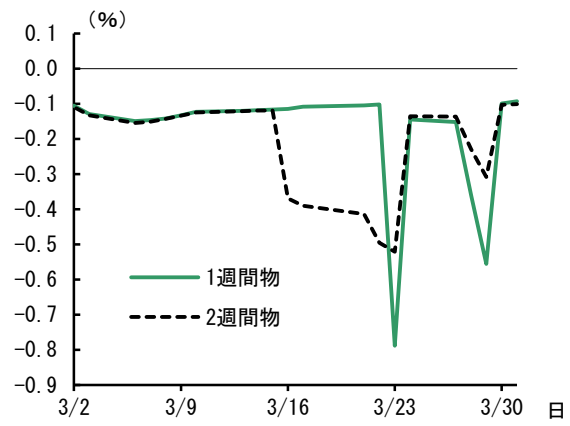


(図表 3-3) GCLレポレート (T/N物)



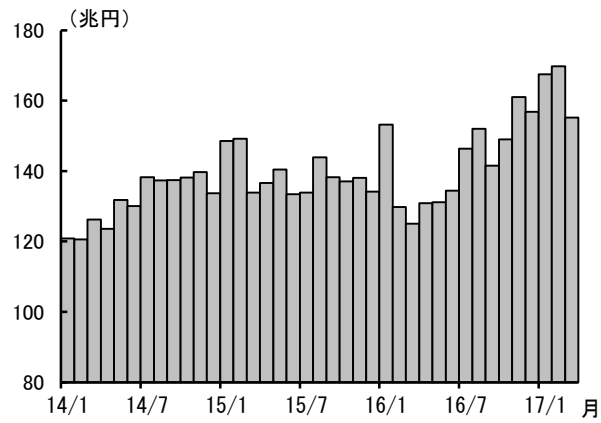
(注) 約定日ベース。

(図表 3-4) GCLレポレート (ターム物)



(注) 約定日ベース。2週間物は3/16日、1週間物は3/23日に3月末越えを織り込み。

(図表 3-5) レポ市場残高

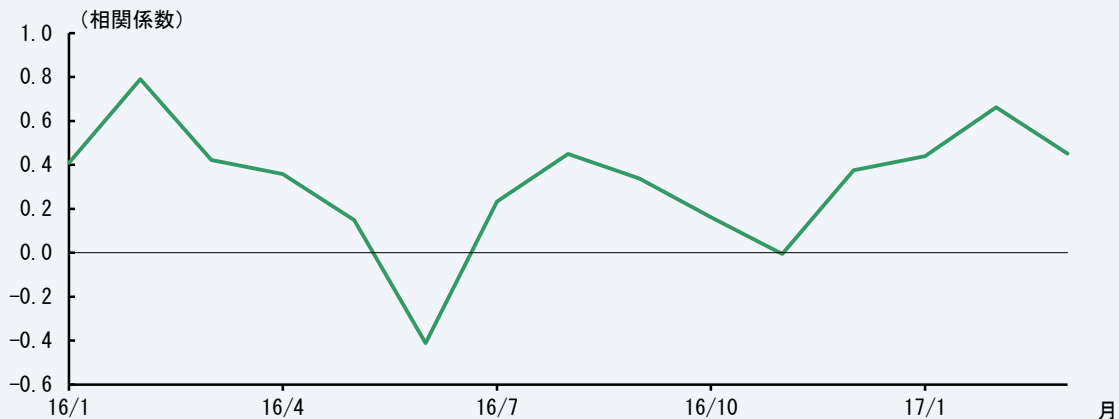


(注) 現担レポ (貸借形式) と新旧現先 (売買形式) の合計。

## BOX 5 レポレートと無担保コールレートの関係

レポ市場とコール市場は、主な市場参加者や担保の要否などに違いはあるが、いずれも主要な短期金融市場であり、かねてよりGCレポレートと無担保コールレートの間には相関関係が存在していた。マイナス金利の導入当初、こうした関係は一旦崩れていたが、2016年半ば以降は再び相関が強まっている（BOX 図表 5-1）。これについては、日銀当座預金の三層構造のもと、金融機関間の裁定取引がレポ市場、コール市場の双方で活発に行われていることが背景にあると考えられる。

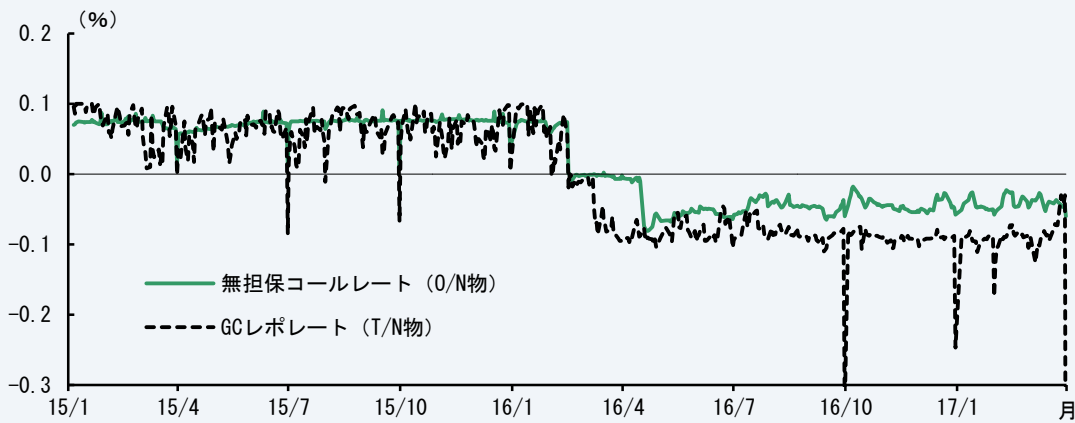
(BOX 図表 5-1) GCレポレートと無担保コールレートの相関



(注) 日次データをベースに、月中の相関係数をプロットしたもの。

もっとも、レート水準に目を向けると、マイナス金利の導入以降、レポレートとコールレートの水準は乖離する傾向が続いている（BOX 図表 5-2）。こうした乖離の要因としては、担保プレミアムの存在と、信用プレミアムの存在が挙げられる。まず、担保プレミアムについては、日本銀行が大規模な国債買入れを継続する中、海外投資家が為替スワップ取引を介して国庫短期証券や短中期ゾーンの国債の購入を積極化したこともあって、全般的に担保債券の調達コストが上昇している。こうした中、資金調達主体の中には、担保を要しないコール市場を選好する動きもみられ、コールレートはレポレートに比べて高止まりやすくなっている。また、信用プレミアムについては、マイナス金利の導入以降、コール市場における資金の取り手の範囲が、相対的に高い格付けを有する大規模な金融機関以外にも広く拡大したことが、コールレートの上昇につながったと指摘されている。

(BOX 図表 5-2) GCレポレートと無担保コールレートの推移



(注) GCレポレート (T/N物) は、スタート日ベース。

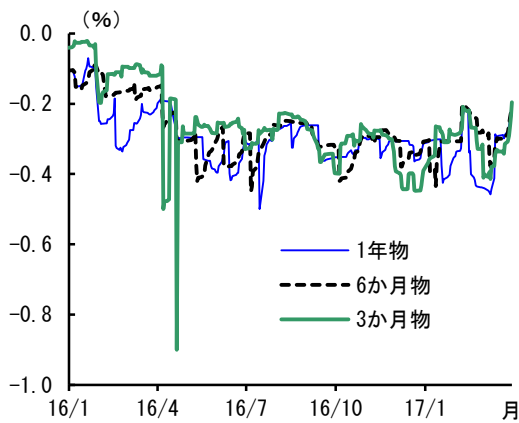
### (3) 国庫短期証券市場

国庫短期証券（3か月物）の利回りは、日本銀行が多額の買入れを行う中、海外投資家の旺盛な需要も続いたことから、総じてみれば▲0.4～▲0.2%程度と深めのマイナス圏で推移した。特に、為替スワップ市場においてドル投円転コストが大幅に低下し、海外投資家の円資金運用・円債調達ニーズが一段と高まった2016年12月には、利回りが一時▲0.45%まで低下する場面もあった（図表3-6）。

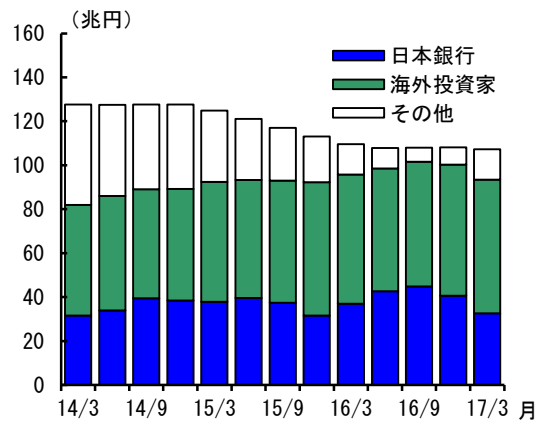
国庫短期証券の主体別保有残高をみると、足もとにかけて日本銀行の保有残高は減少に転じているが、海外投資家の保有残高は引き続き高水準で推移している（図表3-7）。海外投資家による保有については、海外中央銀行などの外貨準備運用に伴うものが多いとみられるが、その場合、外貨準備ポートフォリオにおける通貨構成の分散ニーズから、金利水準にかかわらず、国庫短期証券に対する一定の需要が存在すると考えられる。このほか、ドル投円転コストが低下基調を辿る中、ドル資金を潤沢に保有する海外投資家は、米国財務省短期証券（T-bill）等に投資するよりも、為替スワップ市場等でドルを円に交換したうえで、本邦国庫短期証券に投資する方が高い収益性を確保できる状況が続いていた。こうしたことも、海外投資家による国庫短期証券の保有を後押ししていたと考えられる（図表3-8）。

一方、国内金融機関や投資信託には、担保利用や資金運用手段として国庫短期証券を保有するニーズが存在したが、利回りが深めのマイナス圏で推移する中、こうした目的での保有は低水準であったとみられる。

(図表 3-6) 国庫短期証券の利回り



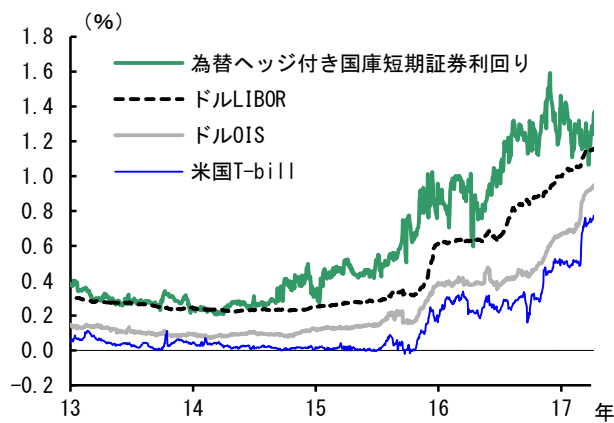
(図表 3-7) 国庫短期証券の主体別保有残高



(注1) 中央政府および財政融資資金を除くベース。日本銀行は、引受分を含まない。

(注2) 17/3 月末の海外投資家の保有残高は、日本銀行「資金循環統計」の16/12 月末残高をベースに、月次のネット買越し額を積み上げた試算値（償還は勘案していない）。

(図表 3-8) 短期ドル建て利回りの比較



(注1) いずれも3か月物。

(注2) 為替ヘッジ付き国庫短期証券利回りは、為替スワップで円を調達（ドルを放出）したうえで、本邦国庫短期証券に投資した際のリターン。

#### (4) 国債市場

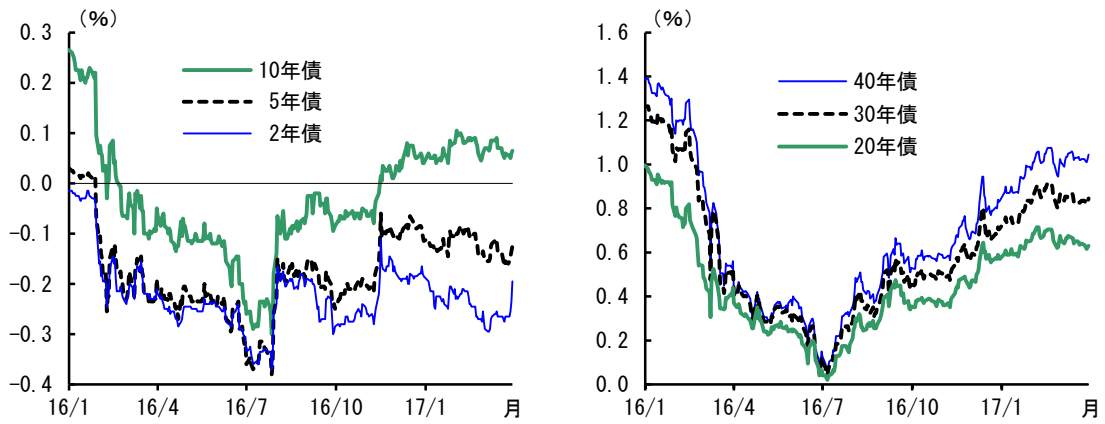
長期金利（10年新発債流通利回り）は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもと、2016年の半ばにかけては、概ね▲0.3～▲0.1%程度とやや深めのマイナス圏で推移した。その後、7月の金融政策決定会合において「総括的な検証」を行うことが決定・公表されると、長期金利は上昇に転じたが、9月の決定会合において「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」が導入された後、しばらくの間は、新たに示された長期金利操作目標（ゼロ%程度）のもと、概ね▲0.1～0.0%程度のレンジ圏内で安定的に推移した。もっとも、11月8日の米国大統領選以降、米国の長期金利が上昇基調に転じる中で、わが国の長期金利も上昇傾向を辿り、11月15日には、2月19日以来のプラス圏に浮上した。その後は、2016年度末にかけて、概ね0.0～0.1%程度で推移している（図表3-9、3-10）。

2年債・5年債といった短中期債の利回りについてみると、2016年の半ばにかけては、政策金利（▲0.1%）のさらなる引き下げ等への思惑もあって、概ね▲0.4～▲0.2%程度と深めのマイナス圏で推移した。その後、7月に「総括的な検証」を行うことが決定・公表されると、こうした金利引き下げ期待の剥落もあって利回りは上昇に転じ、11月8日の米国大統領選後は、一段と上昇する局面もみられた。もっともその後は、海外投資家からの旺盛な引き合い等から、短中期債の需給の引き締まりが継続的に意識されたこともあり、2016年度末にかけて、概ね▲0.3～▲0.1%程度と低めの水準で推移した。

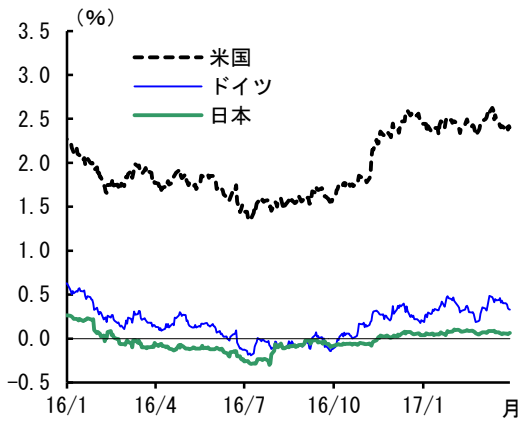
超長期債の利回りについては、長期金利がマイナス圏で推移する中、投資家の利回り追求の動きが超長期債にも波及したことなどから、2016年の半ばにかけて低下基調を辿った。この結果、7月6日の日中取引時間帯には、20年債利回りが一時マイナスの水準まで低下した。その後、7月に「総括的な検証」を行うことが決定・公表されると、超長期債の利回りは上昇に転じ、11月8日の米国大統領選後は、長期金利がプラス圏に浮上する中、超長期債の金利水準も一段と上昇してきている。

この間、長期国債先物価格のインプライド・ボラティリティは、7月の金融政策決定会合において「総括的な検証」を行うことが決定・公表された後、次回（9月）の決定会合に向けた思惑などから上昇したが、9月の決定会合において「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入が決定されると大きく低下した。その後も、海外金利の上昇等に伴いボラティリティが幾分上昇する場面もみられたが、総じてみれば低めの水準で推移している（図表3-11）。

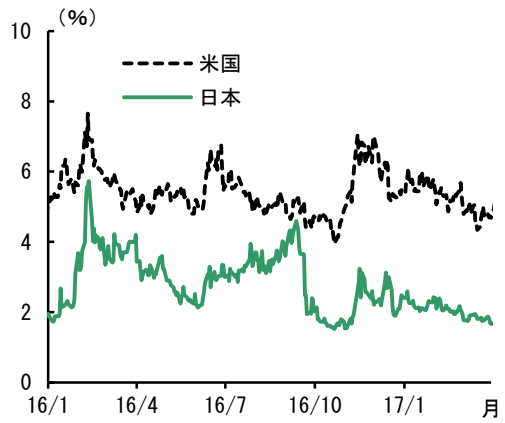
(図表 3-9) 国債利回り



(図表 3-10) 日米欧の長期金利



(図表 3-11) 日米の長期国債先物価格のインプライド・ボラティリティ



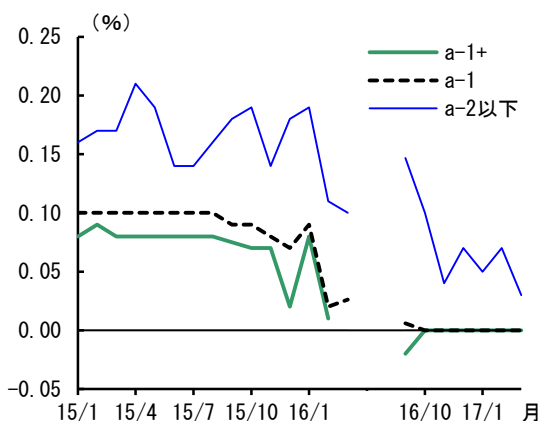
(注) 日本は S&P/JPX 日本国債 VIX 指数、米国は CBOE/CBOT 米国 10 年国債ボラティリティ指数。

## (5) CP市場

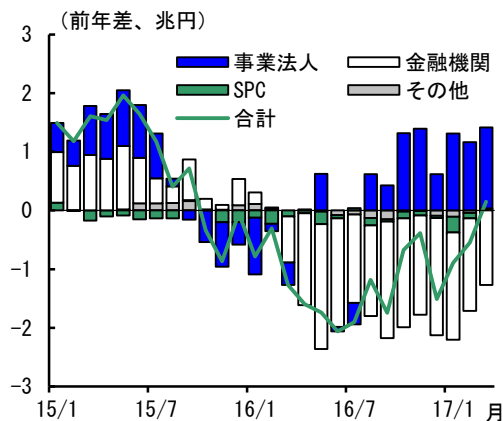
CP発行金利は、マイナス金利の導入以降、大きく低下した。投資家によるプラスの利回り確保の動き等もあって、高格付け銘柄を中心にゼロ%近傍で推移したが、個別にみると、CP等買入れオペの落札レートがマイナスとなる中、オペ対象銘柄を中心に小幅のマイナス金利での発行もみられた（図表 3-12）。

CP発行残高は、金融機関による発行額が減少したことを主因に、全体として前年度を下回って推移した。もっとも、一般事業法人に限ってみれば、既往最低のレートで資金調達が可能となる中、資源価格の上昇等を背景とする資金需要の高まりもあって、発行残高は 2015 年度を上回って推移した。この間、CP発行期間の長期化も観察されている（図表 3-13、3-14）。

(図表 3-12) CP発行金利



(図表 3-13) CP発行残高（業態別）

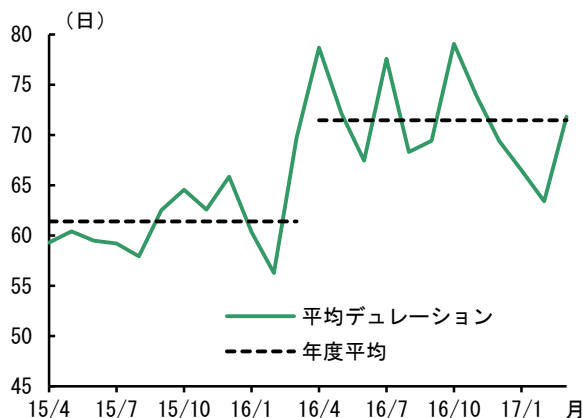


(注 1) いずれも 1 か月物。

(注) 月末時点。

(注 2) 月次集計した事業法人合計。16/3 月は 3/24 日まで、16/9 月は 9/12 日以降の日次データの単純平均。

(図表 3-14) 新規発行銘柄の平均デュレーション（試算値）

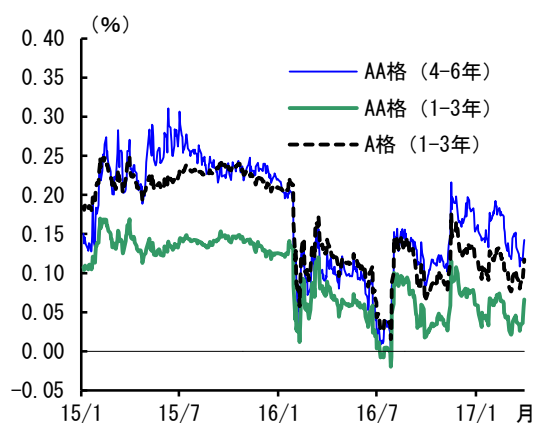


## (6) 社債市場

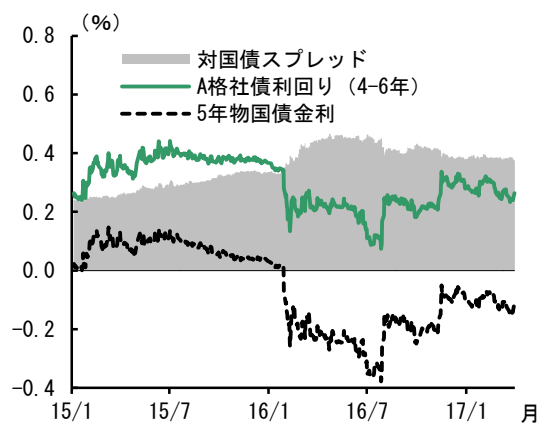
社債流通利回りは、マイナス金利の導入以降、2016年の半ばにかけて、国債利回りにつれて大幅に低下した。特に、日本銀行の社債等買入れの対象となる残存期間1年以上3年以下のゾーンについては、高格付け銘柄の流通利回りが一時マイナス圏まで低下した(図表3-15)。その後は、政策金利(▲0.1%)の追加的な引き下げ期待の後退や米国大統領選後の海外金利の上昇などを受けて、利回りは上昇に転じている。この間、国内企業の信用力に対する市場の見方は引き続き堅調であったことから、社債の対国債スプレッドは低水準で安定している(図表3-16)。

社債発行残高は、政策金利の引き下げ期待が後退する中、低金利環境を活かした大型のM&Aなどがみられたことから、2016年の半ば以降、大幅に増加した(図表3-17)。

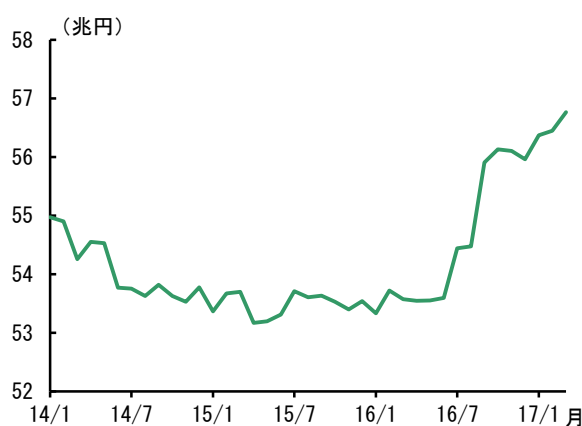
(図表 3-15) 社債流通利回り



(図表 3-16) 社債流通利回りの対国債スプレッド



(図表 3-17) 社債発行残高



(注1) 月末時点。

(注2) 名目金額ベース。一般担保付社債を除く。



## (7) 為替スワップ市場

為替スワップ市場におけるドル調達コスト（短期の円投ドル転コスト）は、日米金利差の拡大を背景に、引き続き、本邦銀行・投資家による旺盛な外債投資需要がみられたことなどから、2016年中は基調的に上昇した（図表3-18、3-19）。

ドル資金の放出主体にかかる規制の動向も、ドル調達コストの上昇要因として作用した。すなわち、米国MMF規制改革の本格施行を10月14日に控え、米国プライムMMFの資産運用残高は、2016年の半ば頃からはっきりと減少し始めた（図表3-20）。こうした動きはドル資金の需給タイト化に対する市場参加者の警戒感を高め、これが、為替スワップ市場におけるドル調達コスト押し上げの一因となったとの指摘もある。また、レバレッジ比率規制等を意識した外国銀行等が、引き続き四半期末のドル資金放出を抑制したことから、ドル調達コストは、期末を迎えるたびに大きく上昇した。とりわけ、ドル資金需給の引き締まりが強く意識された12月末については、レバレッジ比率規制の段階的な実施開始（2015年3月）以降、最高水準となった。

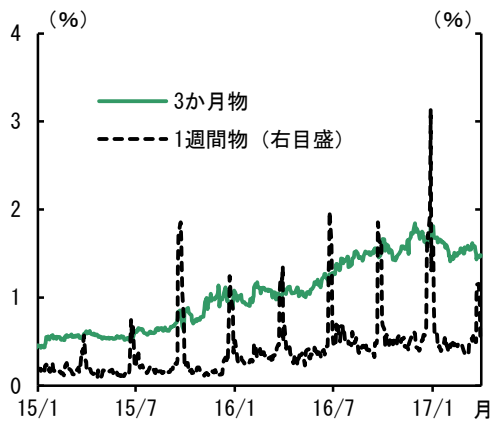
もっとも、2017年入り後は、本邦銀行・投資家による外債投資需要が一服していることなどもあって、ドル調達コストは落ち着きを取り戻している。日本銀行による「3月末におけるレポ市場の国債需給タイト化への対応について」を受け、国庫短期証券の金利やその先行き見通しが上昇したことで、ドルの出し手の放出姿勢が幾分積極化したことも、こうした動きに影響したと指摘されている。こうした中、3月末のドル調達コストの上昇は12月末対比でみて小幅であったほか、ドル資金のアベイラビリティに支障を来す動きもみられなかった。

この間、通貨スワップ経由のドル調達コスト（長期の円投ドル転コスト）をみると、2016年中は短期のドル調達コストにつれて上昇したが、2017年入り後は低下している。この点については、本邦銀行勢が、近年TLAC規制<sup>5</sup>への対応を含めたドル建て債の発行を積極化した結果、通貨スワップ経由での追加的なドル調達ニーズが低下してきているなど、最近の需給環境の変化も影響しているとみられる（図表3-21、3-22）。

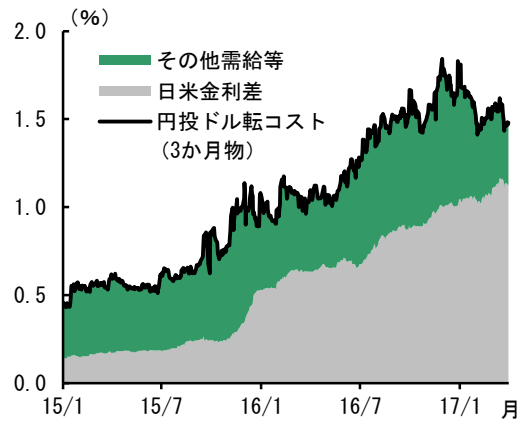
---

<sup>5</sup> 金融安定理事会（FSB）が2019年1月に実施を予定している新たな資本規制（TLAC規制、Total Loss-Absorbing Capacity）。G-SIBsが破綻した際に、公的資金の注入により納税者に負担がかかることを避けるため、同行の持株会社が、あらかじめ損失を吸収できる規模の社債（TLAC債）を発行しておくことで、破綻時の損失を当該社債の保有者に負わせる枠組み。

(図表 3-18) 短期の円投ドル転コスト

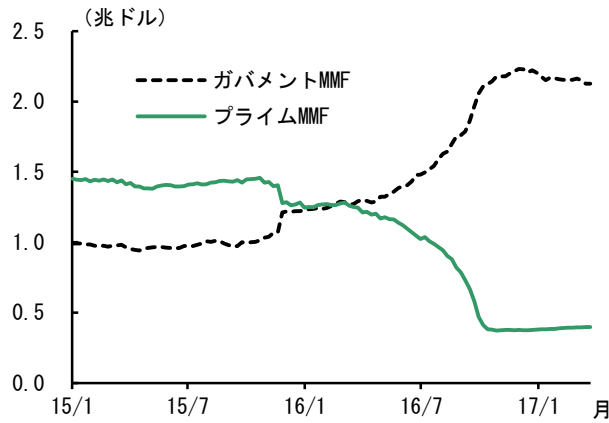


(図表 3-19) 短期の円投ドル転コストの要因分解

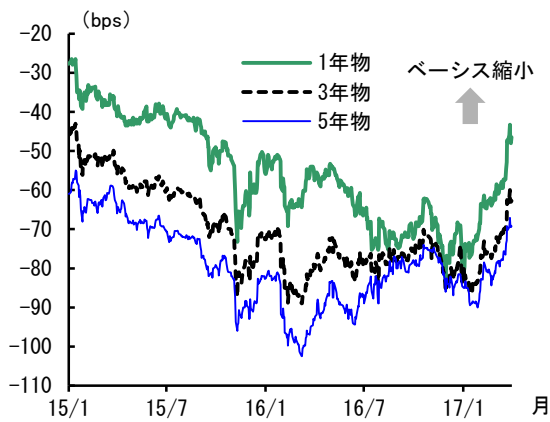


(注) 円 LIBOR で円を調達し、為替スワップ市場でドルに交換した場合のドル調達コスト (図表 3-19 も同様)。

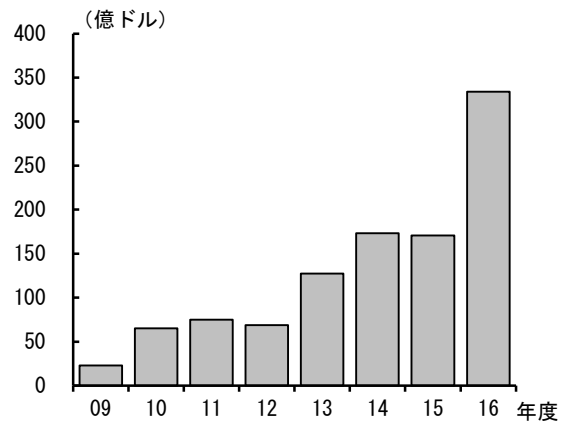
(図表 3-20) 米国MMFの資産運用残高



(図表 3-21) ドル円ベースス



(図表 3-22) 邦銀のドル建て債発行額



(注) 条件決定日ベース。

#### 4. 金融市場調節手段の運営状況

##### (1) 日本銀行当座預金の三層構造と短期政策金利

###### ① 当座預金の三層構造と基準比率の見直し

2016年1月、日本銀行は、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するため、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入し、日本銀行当座預金を3段階の階層構造に分割したうえで、それぞれの階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用することを決定した。具体的には、日銀当座預金を、①2015年1月～12月積み期間における当座預金の平均残高から所要準備額を控除した「基礎残高」、②所要準備額や貸出支援基金等の平均残高、マクロの当座預金増加を勘案したマクロ加算額などの合計額である「マクロ加算残高」、③当座預金残高のうち①と②の合計を上回る金額である「政策金利残高」の3段階に分割し、そのうえで、①に+0.1%、②にゼロ%、③に▲0.1%の金利を適用することとした(図表4-1)。

(図表4-1) 日銀当座預金の三層構造

| 階層       | 対象  | 付利金利  |
|----------|---|-------|
| ①基礎残高    | 「2015年1月～12月積み期間(2015年1月16日～2016年1月15日)の当座預金平残(基準平残)」<br>－「所要準備額」 | +0.1% |
| ②マクロ加算残高 | 「所要準備額」   | 0.0%  |
|          | 「貸出支援基金等の平均残高」等 <sup>6</sup>                                      |       |
|          | 「MRFに関する特則の適用対象預金残高」 <sup>7</sup>                                 |       |
|          | 「マクロ加算額(基準平残×基準比率 <sup>8</sup> )」                                 |       |
| ③政策金利残高  | 当座預金残高のうち①と②を上回る金額  | ▲0.1% |

これらの金利水準は、2016年9月に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」が

<sup>6</sup> 「貸出支援基金等」は、貸出増加支援資金供給、成長基盤強化支援資金供給、被災地金融機関支援オペおよび平成二十八年熊本地震にかかる被災地金融機関支援オペを指す。なお、2016年3月および4月の金融政策決定会合では、これら貸出支援基金等の合計利用残高が2016年3月末の残高から増加した場合、その増加分を各金融機関のマクロ加算残高に上乘せする(増加額の2倍の金額をマクロ加算残高に加算する)ことが決定された。

<sup>7</sup> 2015年1月～12月積み期間のMRF受託残高の平均残高(純資産額ベース、運用の結果日銀当座預金となっていない金額を含む)と、対象積み期間におけるMRF受託残高の平均残高(純資産額ベース、運用の結果日銀当座預金となっていない金額は除く)のうち、小さい方の残高。

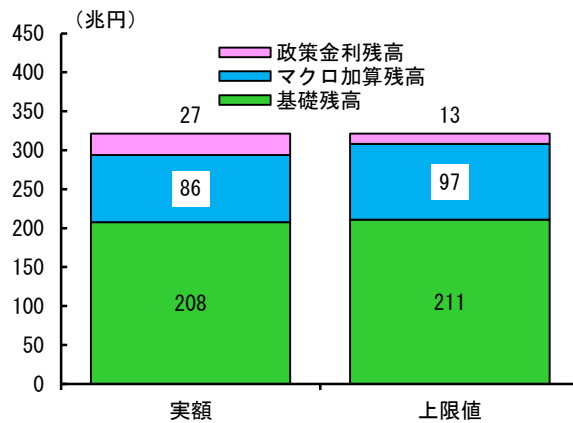
<sup>8</sup> すべての金融機関に対して一律に適用される比率。日本銀行は、当座預金残高のマクロ的な増加に応じて、原則として3か月に1回、基準比率の見直しを行うことで、ゼロ金利を適用するマクロ加算残高を定期的に増加させ、「完全裁定後の政策金利残高」が一定の範囲内で推移するようにしている(後述)。

導入された後も維持されている。新たな政策枠組みのもとでは、政策金利残高に適用する金利を「短期政策金利」と位置付けたうえで、その水準を金融市場調節方針において決定することとされたが、9月以降、毎回の調節方針において、この金利は▲0.1%とされてきた。

個別の金融機関からみれば、上記の「基礎残高」や「マクロ加算残高」の金額は、プラス金利またはゼロ金利が適用される当座預金の上限値として作用する。すなわち、金融機関によって、実際の当座預金残高が基礎残高とマクロ加算残高の上限値の合計を下回り、基礎残高やマクロ加算残高に「余裕枠」が生じているケースもあれば、実際の当座預金残高が基礎残高とマクロ加算残高の上限値の合計を上回り、政策金利残高が発生しているケースもある。三層構造のもとでのこうした資金の偏在は、短期金融市場においてマイナス金利での裁定取引需要を生み出す原動力となる。例えば、政策金利残高を有する金融機関は、▲0.1%のマイナス金利が適用される当座預金を減らすために、▲0.1%を上回る金利であればマイナス金利であっても資金を放出するインセンティブがある。一方で、例えば、マクロ加算残高に「余裕枠」を有する金融機関は、その枠の範囲内であれば、追加的に当座預金を積み増してもゼロ%の金利が適用されるため、ゼロ%未満の金利であれば他の市場参加者から資金を調達するインセンティブがある。仮に市場機能が完全であれば、基礎残高やマクロ加算残高の「余裕枠」を有する金融機関は、その「余裕枠」をすべて利用して、政策金利残高を有する金融機関から資金を調達することになる。そのうえで、こうした資金移動によってもなお残る政策金利残高のことを、日本銀行では、裁定取引を通じて市場の資金過不足が完全に均されたという意味で、「完全裁定後の政策金利残高」と呼んでいる。

実例として、2016年12月積み期間の当座預金残高（平残）をみると、全金融機関の基礎残高の実額（実際にプラス金利が適用される当座預金残高）は207.8兆円、マクロ加算残高の実額は86.2兆円、政策金利残高の実額は27.3兆円となった。これに対して、基礎残高の上限値、およびマクロ加算残高の上限値は、それぞれ210.8兆円、97.3兆円であった。そこには、基礎残高について3.0兆円（210.8－207.8）、マクロ加算残高について11.1兆円（97.3－86.2）の「余裕枠」が存在する。そして、政策金利残高がこうした「余裕枠」をすべて埋めるように移動すると、「完全裁定後の政策金利残高」は13.2兆円 $\{27.3 - (3.0 + 11.1)\}$ となる（図表4-2）。

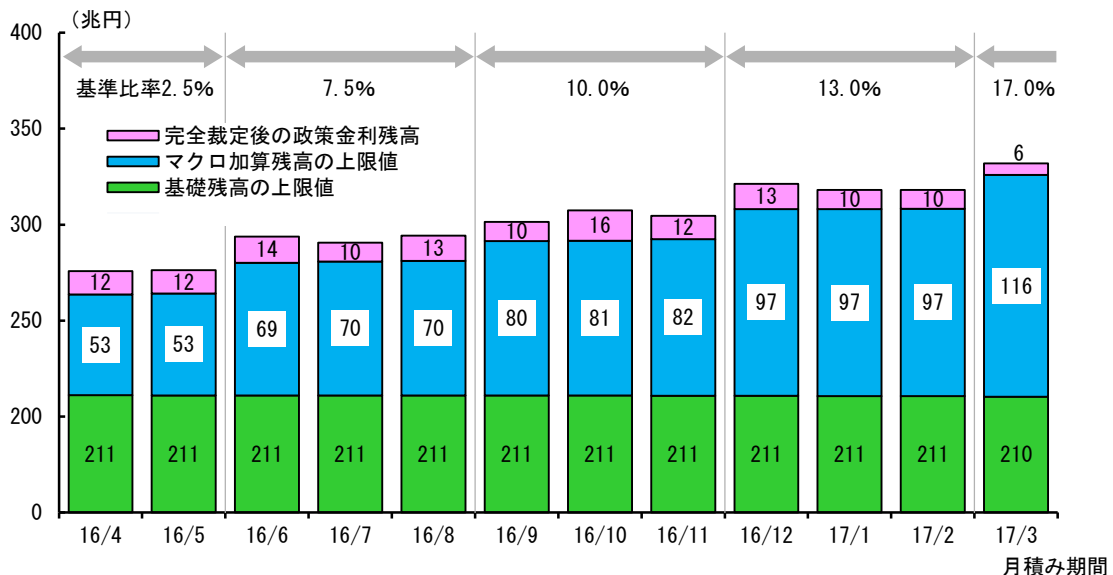
(図表 4-2) 適用金利別の当座預金残高 (2016年12月積み期間)



(注)「上限値」のグラフの「政策金利残高」は、完全裁定後の政策金利残高。

「完全裁定後の政策金利残高」は、短期金融市場における潜在的な資金余剰の規模を示している。このため、この残高が大きいと、資金の出し手の放出意欲が高まりやすく、短期市場金利には低下圧力が働く。反対に、この残高が小さいと、資金の取り手の調達意欲が高まりやすく、金利上昇圧力が働く。こうした仕組みのもとで、日本銀行は、「完全裁定後の政策金利残高」が平均して概ね10兆円台で推移するよう、原則として3か月に1回、基準比率の見直しを行っている(図表4-3)。

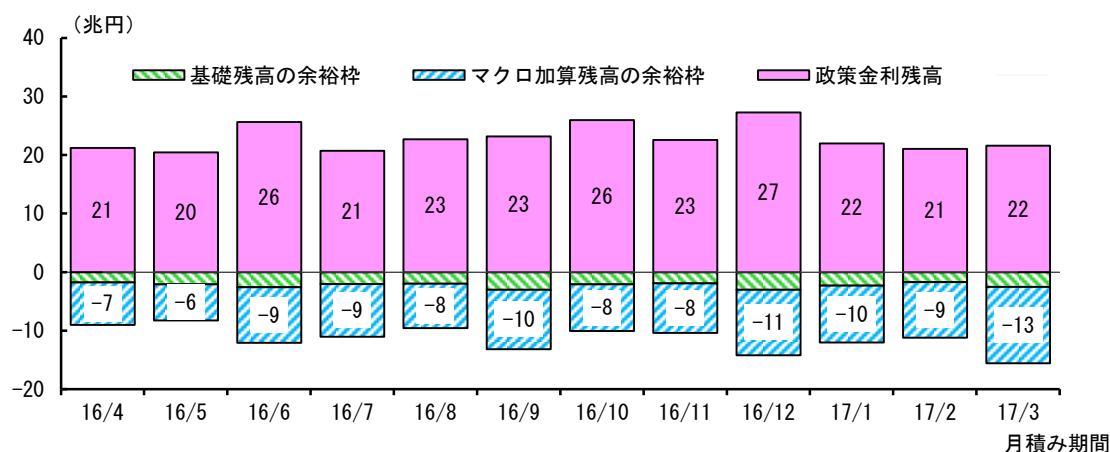
(図表 4-3) マクロ加算残高等の上限値と「完全裁定後の政策金利残高」の推移



当座預金残高の階層構造は、基礎残高やマクロ加算残高の「余裕枠」に着目して捉えることもできる。これをみると、現実には、上記で想定したような市場機能が完全に働く世界と異なり、政策金利残高を有する金融機関から基礎残高やマクロ加算残高の「余裕枠」を有する金融機関に、スムーズに資金が移動しているわけでは

ないことがわかる。すなわち、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入から1年以上が経過したが、少なくとも現在までのところ、「余裕枠」が使い果たされることはなく、常に10兆円程度の残高が残存する格好となっている(図表4-4)。

(図表4-4) マクロ加算残高等の「余裕枠」と政策金利残高



## ② 業態別にみた当座預金の三層構造

次に、当座預金残高の三層構造の変化を業態別に確認すると、それぞれ特徴的な動きをみてとることができる(図表4-5)。

まず、都市銀行については、マイナス金利の導入決定直後に、先行きの金利低下を見据えて国債を積極的に購入したほか、短期金融市場での資金調達を大幅に抑制したため、マクロ加算残高の「余裕枠」が一旦増加した。もともと、その後は裁定取引目的の資金調達を積極化し、マクロ加算残高の「余裕枠」をほぼ使い切るような形で当座預金を運営している。なお、各四半期末には、基準比率の見直しや貸出増加支援資金供給の利用額の拡大などからマクロ加算残高の上限値が増加する中、期末の当座預金残高を抑制する動きもあって、マクロ加算残高の「余裕枠」が幾分増加している。

地方銀行・第二地方銀行については、その当座預金の規模等に応じて、政策金利残高の積み上がりを回避するため、主に資金の出し手となる先と、政策金利残高の適用までに余裕があり、主に資金の取り手となる先がある。前者に関しては、マイナス金利での取引へのシステム対応が進捗する中、コール市場を中心に積極的に資金を放出している。他方、後者については、コール市場における調達レートの上昇圧力や日常的な事務負担を勘案し、当座預金残高を抑制気味に運営する先も少なくない。この結果、マクロ加算残高の「余裕枠」を相応に残した状態が続いている。なお、積み期間毎の動きをやや仔細にみると、年金の支払(通常、偶数月の15日)の影響により資金が余剰方向で推移する偶数月の積み期間に、マクロ加算残高の「余裕枠」も幾分縮小する傾向が確認できる。

外国銀行については、多くの先において、為替スワップ市場での円資金調達の抑制やコール市場における資金放出などを通じ、政策金利残高が生じない水準まで当座預金を圧縮する動きがみられる。特に四半期末には、一部の先がレバレッジ比率規制等を意識して円資金の調達を一段と抑制するため、こうした傾向に拍車がかかり、結果として、基礎残高やマクロ加算残高の「余裕枠」がさらに拡大した。他方、政策金利残高を保有するコスト（▲0.1%）を考慮しても、市場での円資金調達コストがそれを下回る状況であれば、引き続き収益を確保できるとして、政策金利残高の保有に抵抗感を示さない先も一部にみられる。この結果、業態全体として、小幅ながら政策金利残高も生じている。

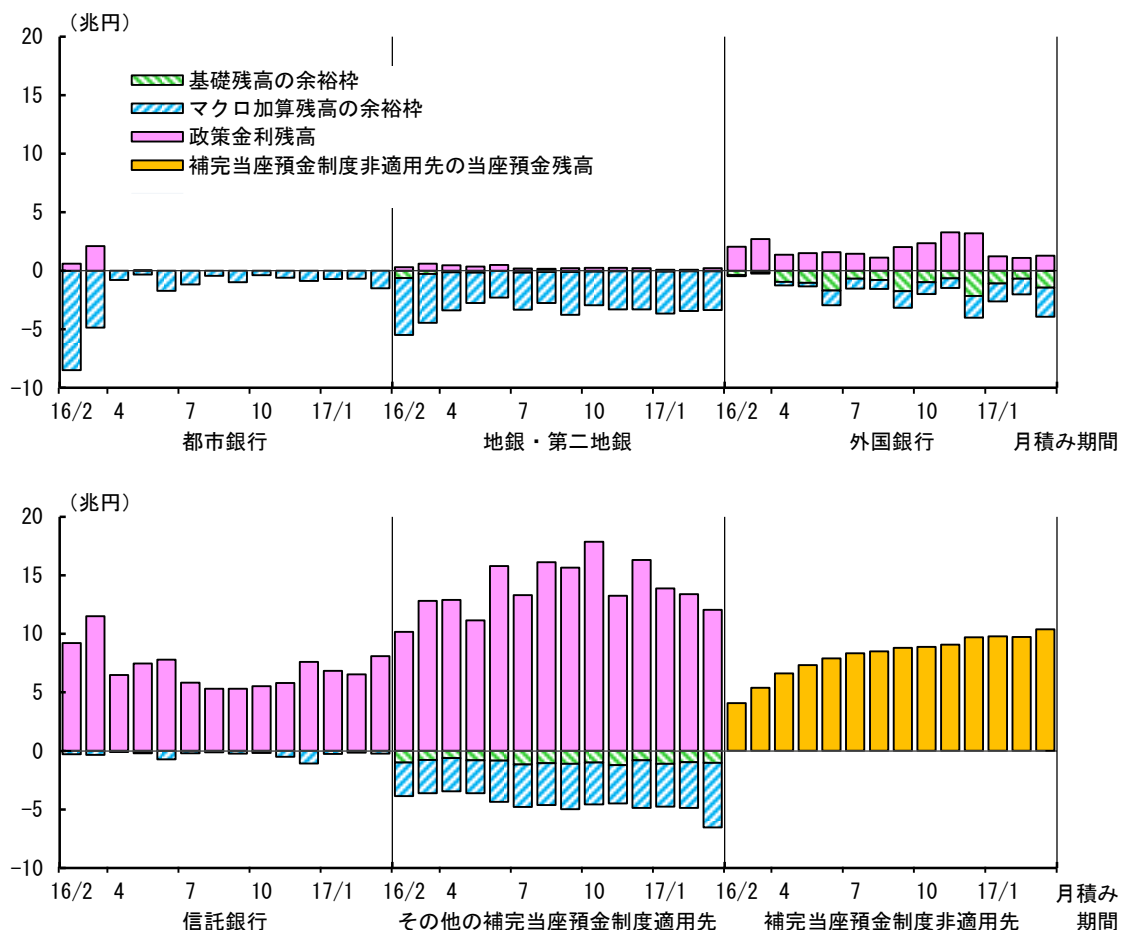
信託銀行は、2016年度を通じて政策金利残高を保有している。まず、マイナス金利の導入当初は、MR Fやその他の投資信託等の運用資金のうち、プラス金利での市場運用が困難になった資金が、「銀行勘定貸」を通じて信託銀行の銀行勘定に流入したことから、その政策金利残高が大幅に増加した。もともと、4月積み期間以降は、MR Fの受託残高に相当する当座預金（2015年の受託残高を上限とする）がマクロ加算残高に加算される扱いとなったことや（脚注7参照）、投資信託の余剰資金（金銭信託）に対する手数料賦課に伴い信託銀行の銀行勘定への資金流入が減少したこと、さらには、この頃から都市銀行や短資会社に対する銀行勘定での資金運用を拡大したこと、信託銀行の政策金利残高は大きく減少した。その後は、国債償還資金が継続的に流入する中、株価上昇に伴う投資信託の余剰資金の滞留もあって、政策金利残高は、2016年度後半にかけて幾分増加気味で推移している。

その他の補完当座預金制度適用先（その他準備預金制度適用先、および準備預金制度非適用先）の中には、基礎残高やマクロ加算残高の「余裕枠」を有する先もあれば、政策金利残高を有する先も存在する。後者の中でも、金融機関によって資金放出に対するスタンスは区々であるが、一部の先は、政策金利残高を圧縮するため、外債投資やレポ市場での資金運用を積極的に行っている。加えて、本邦国債への投資を再開する動きがみられるほか、コール市場での資金運用も徐々に増加しているが、それでも、国債の償還資金の積み上がりもあって、これらの先の政策金利残高は高止まっている。

このほか、日本銀行の当座預金取引先の中には、政府系金融機関や清算機関のように、補完当座預金制度の対象とならない主体（補完当座預金制度非適用先）が存在するが、これらの当座預金残高は、マイナス金利の導入以降、緩やかに増加している。この点については、2016年度前半に、債券等の利回り低下を受けて運用資金を当座預金に積み上げる先がみられたことに加え、年度後半には、複数の清算機関が清算参加者からの現金担保の受入れ拡大等の措置を講じたことにより、当該清算機関への日銀当座預金の振替が生じたことなどが影響している。このように、補

完当座預金制度適用先から補完当座預金制度非適用先への資金移動が生じると、前者の当座預金残高、ひいては「完全裁定後の政策金利残高」が減少する。このため、日本銀行では、こうした資金の動きも勘案しながら、マクロ加算残高にかかる基準比率の見直しを行い、「完全裁定後の政策金利残高」の水準をコントロールしている。

(図表 4-5) 三層構造の業態別分布



- (注1) その他の補完当座預金制度適用先は、その他準備預金制度適用先と準備預金制度非適用先の合計。  
(注2) その他準備預金制度適用先には、信用金庫（預金残高1,600億円超）、ジャパンネット銀行、セブン銀行、ソニー銀行、楽天銀行、住信SBIネット銀行、じぶん銀行、イオン銀行、大和ネクスト銀行、オリックス銀行、新銀行東京、新生銀行、あおぞら銀行、シティバンク銀行、SBJ銀行、整理回収機構、農林中央金庫、ゆうちょ銀行を含む。  
(注3) 準備預金制度非適用先には、証券会社、短資会社、証券金融会社、信金中央金庫、信用金庫（預金残高1,600億円以下）、商工組合中央金庫、全国信用協同組合連合会、労働金庫連合会を含む。  
(注4) 補完当座預金制度非適用先には、銀行協会、全国銀行資金決済ネットワーク、東京金融取引所、日本証券クリアリング機構、ほふりクリアリング、CLS BANK International、日本政策投資銀行、日本政策金融公庫、国際協力銀行、預金保険機構を含む。



## BOX 6 政策金利残高と無担保コールレートの関係

本文で述べたとおり、「完全裁定後の政策金利残高」は、短期金融市場における潜在的な資金余剰の規模を示している。こうしたもとで、日本銀行は、マイナス金利の導入以降、原則として3か月に1回の頻度で基準比率の見直しを行っており、その結果、「完全裁定後の政策金利残高」は、3積み期間毎に、平均して概ね10兆円台前半で安定的に推移している。

しかしながら、財政等要因による当座預金の季節的な変動などもあって、「完全裁定後の政策金利残高」は、3積み期間（3か月間）を通じて一定ではなく、各積み期間で多少の幅をもって変動している。すなわち、積み期間毎にみれば、短期金融市場におけるマクロ的な資金余剰の規模が変動し、これが短期市場金利に対する上昇または低下圧力として作用するものと考えられる。

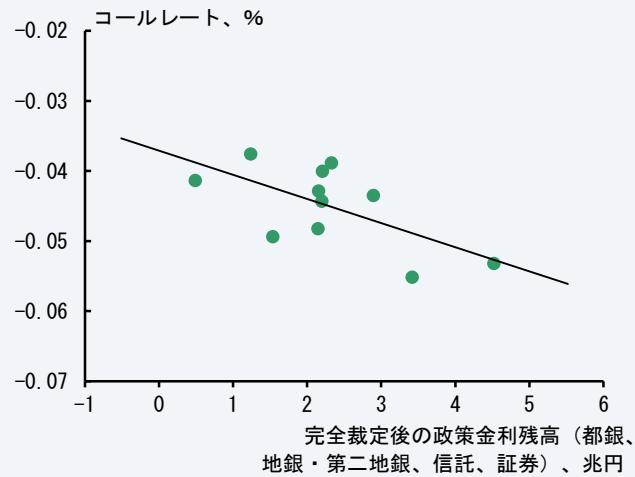
ここで、こうした「完全裁定後の政策金利残高」の変動が、実際のコールレートの形成に与えた影響を確認するため、マイナス金利での取引が拡がり、コール市場残高が回復した2016年5月積み期間から2017年3月積み期間における「完全裁定後の政策金利残高」と無担保コールレート（0/N物）の関係をみしてみる。この場合、相関係数は $-0.39$ となり、両者の間には弱い相関関係しか確認されない。この2つの数字に単純な負の相関関係がみられない理由としては、本文でも述べた業態間の資金偏在や各市場における参加者の違いが考えられる。すなわち、地銀や信託などの業態は、コール市場で活発に裁定取引を行っている一方で、政策金利残高を保有していても積極的に資金運用を行わない先やコール市場よりもレポ市場での取引を選好する先の存在が、両者の相関を弱める方向に働いている可能性がある。この点を検証するため、日本銀行が公表している「コール市場残高」をもとにコール市場の取引残高が大きい業態<sup>(注)</sup>を抽出し、あらためてこれらの「完全裁定後の政策金利残高」とコールレートの間をみると、相関係数は $-0.64$ となり、両者の間にはっきりとした負の相関関係が確認される（BOX 図表6）。

(注) 具体的には、2016年度の平均取引残高（資金調達残高と資金運用残高の合計）が大きい上位4業態（都銀等、地銀・地銀2、信託、証券・証金）。ただし、「完全裁定後の政策金利残高」の算出にあたっては、統計の都合上、日本銀行が公表している「業態別の当座預金残高」における業態区分（都市銀行、地方銀行、第二地銀協加盟行、信託銀行、証券）を用いている。

(BOX 図表 6) 政策金利残高と無担保コールレート

(％、兆円)

| 積み<br>期間                        | 基準<br>比率 | コール市場<br>残高<br>(無担、平残) | コールレート | 政策金利残高(実額) |                          | 完全裁定後の政策金利残高 |          |                          |
|---------------------------------|----------|------------------------|--------|------------|--------------------------|--------------|----------|--------------------------|
|                                 |          |                        |        | 全業態        | 都銀、地銀・<br>第二地銀、<br>信託、証券 | 全業態          | 期間<br>平均 | 都銀、地銀・<br>第二地銀、<br>信託、証券 |
| 16年4月                           | 2.5      | 4.3                    | -0.069 | 21.2       | 7.1                      | 12.2         | 12.2     | 2.7                      |
| 5月                              |          | 5.1                    | -0.053 | 20.4       | 7.9                      | 12.2         |          | 4.5                      |
| 6月                              | 7.5      | 5.0                    | -0.055 | 25.6       | 8.4                      | 13.6         | 12.2     | 3.4                      |
| 7月                              |          | 5.7                    | -0.038 | 20.8       | 6.1                      | 9.7          |          | 1.2                      |
| 8月                              |          | 5.9                    | -0.048 | 22.7       | 5.6                      | 13.2         |          | 2.1                      |
| 9月                              | 10.0     | 5.8                    | -0.041 | 23.2       | 5.7                      | 10.1         | 12.7     | 0.5                      |
| 10月                             |          | 6.8                    | -0.044 | 25.9       | 5.9                      | 15.9         |          | 2.2                      |
| 11月                             |          | 6.7                    | -0.049 | 22.6       | 6.1                      | 12.2         |          | 1.5                      |
| 12月                             | 13.0     | 7.8                    | -0.039 | 27.3       | 7.9                      | 13.1         | 11.0     | 2.3                      |
| 17年1月                           |          | 7.9                    | -0.043 | 22.0       | 6.9                      | 10.0         |          | 2.2                      |
| 2月                              |          | 7.6                    | -0.040 | 21.2       | 6.7                      | 10.0         |          | 2.2                      |
| 3月                              | 17.0     | 7.2                    | -0.044 | 21.6       | 8.3                      | 6.0          | -        | 2.9                      |
| コールレートとの相関<br>(16/5月～17/3月積み期間) |          |                        |        | -0.03      | -0.31                    | -0.39        | -        | -0.64                    |



## (2) 長期国債の買入れ：残高増加目標と長短金利操作

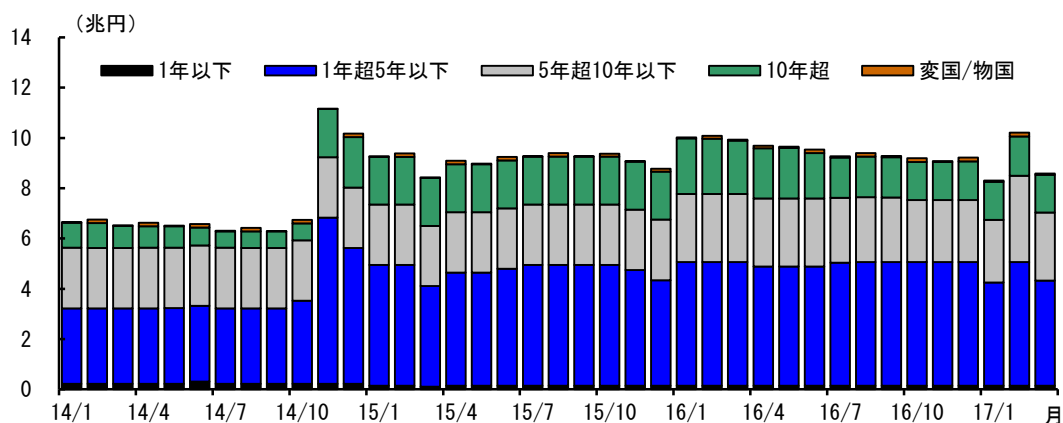
2016年度入り後、9月までの間は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもと、「長期国債の保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う」こととされた。また、買入れの平均残存期間については、2016年1月以降、「7年～12年程度」とされた。

こうした方針に沿って、この時期、国債の買入れは、毎月、ほぼ一定のペースで進められた。すなわち、既に保有する国債の償還額を踏まえると、2016年中はグロスベースで約120兆円の国債買入れが必要であったため、日本銀行は、毎月10兆円程度（オファー日、額面ベース）の買入れを続けた（図表4-6）。

そうしたもとでも、残存期間区分毎の買入れ額は、必要に応じて調整された。具体的には、その時々々の市場動向やオペの結果を踏まえ、6月から7月にかけて超長期ゾーン（残存期間10年超）の買入れ額を段階的に減額した。一方で、7月から8月にかけては、短中期ゾーン（残存期間1年超5年以下）の買入れ額を増額した。なお、超長期ゾーンの減額については、マイナス金利の導入以降、長期国債を表面利率（クーポン）を下回る利回りで買入れるケースが増加したため、結果として、実際の買入れ額がオファー額（額面金額）を上回る傾向が強まっていたという事情にも配慮したものである。

こうしたオペレーション運営のもと、2016年6月末の長期国債の保有残高（スタート日ベース）は323.6兆円、8月末の残高は339.5兆円と、前年同時期に比べ、それぞれ82.4兆円、82.0兆円増加した。また、買入れの平均残存期間（フローベース）は、2016年4月から8月までの間は8.8年となり、2015年度から不変となった。

(図表4-6) 長期国債の月間買入れ額の推移



(注) オファー日、額面ベース。残存期間は各月末時点。

9月の金融政策決定会合において「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」が導

入されると、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）のもとで、「10年物国債金利が概ね現状程度（ゼロ%程度）で推移するよう、長期国債の買入れを行う」こととなった。その際、買入れ額については、「概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する」こととなり、平均残存期間の定めは廃止された。

こうした中、日本銀行は、従来型の利回り入札方式による国債買入れを軸としつつ、必要に応じて随時、新たに導入された固定利回り方式による買入れ（指値オペ）も用いて、金融市場調節方針と統合的なイールドカーブの形成を促してきている。

国債買入れの実施状況をこの間の金利動向とともに振り返ると、まず、長期金利操作目標である10年物国債金利は、9月の金融政策決定会合直後に一旦低下したが、9月30日に長期ゾーン（5年超10年以下）のオペを減額（4,300→4,100億円）した影響もあって上昇に転じ、10月中は、概ね▲0.1～0.0%程度のレンジ圏内で安定的に推移した。その後、10年物国債金利は、米国大統領選後の11月中旬にプラス圏に浮上し、1月下旬には0.09%付近まで一段と上昇した。こうした中、1月27日には、長期ゾーンのオペを増額した（4,100→4,500億円）。さらに2月3日には、午前中に利回り入札方式のオペを実施したあと、10年物国債金利が一時0.15%まで急上昇したため、同日午後、10年債を対象とした固定利回り（10年新発債で0.11%）の指値オペを実施した（オファー額は無制限とし、実際の応札額は7,239億円であった）。その後も日本銀行は、2月6日（2月3日から2営業日連続）と8日に、立て続けにこのゾーンのオペをオファーしたほか、10年物国債金利が落ち着きを取り戻す中であっても、年度末にかけて4,500億円のオファー額を維持した（図表4-7）。

短中期ゾーンの金利（2年物、5年物国債金利）は、11月初までは比較的安定していたが、米国大統領選後の11月中旬に急速に上昇した。このため、11月17日、日本銀行は、2年債と5年債を対象に最初の指値オペを実施した（オファー額は無制限とし、実際の応札額はゼロであった）。一方、12月以降は、オペの落札レートが市場実勢利回りを下回るケースが続くなど、タイトな需給環境のもとで金利が低下傾向を辿ったことから、2017年1月については、月間のオファー回数を前月の6回から5回に減らした<sup>9</sup>。それでもなお、このゾーンの需給はタイトな状況が続いたため、日本銀行は、3月入り後、1回当たりのオファー金額を段階的に減額した（1年超3年以下：4,000→3,200→3,000億円、3年超5年以下：4,200→4,000→3,800

<sup>9</sup> 日本銀行は、2016年12月末に公表した月次の「運営方針」（「当面の長期国債等の買入れの運営について」）から、月間のオファー回数を、短中期ゾーンについては従来の「6回程度」から「5～7回程度」とし、レンジ表記に変更した。ただし、本文に記載のとおり、2017年2月末に公表した月次の「運営方針」から、主軸の3ゾーンについて、月間のオファー回数の記載は取りやめ、翌月のオペの実施日を事前に公表することとした。

億円)。

超長期ゾーンの金利(20年物、30年物、40年物国債金利)も、他の年限と同様、11月に入って上昇傾向に転じた。12月中旬には一段と同ゾーンの金利が上昇したため、市場におけるさらなる金利変動への懸念も勘案し、同月14日には、このゾーンのオペを増額した(10年超25年以下:1,900→2,000億円、25年超:1,100→1,200億円)。なお、同日のオペについては、1年超5年以下、5年超10年以下とともに、主軸の3ゾーンを同時にオファー(実際にはさらに細分化して、1年超3年以下、3年超5年以下、5年超10年以下、10年超25年以下、25年超の5つの残存期間区分についてオファー)した点や、超長期ゾーンのオペについて、対応する国債(20年債)の入札日の前日に実施した点でこれまでにない対応であった。後者の点については、超長期ゾーンのオペを、入札日の翌日である16日にも実施する旨を事前に公表するなど、オペのスケジュールを巡る不確実性の解消に努めた。こうした対応もあって、超長期ゾーンの金利は急速に低下し、12月28日には、オペの金額も従前の水準に戻した。年明け以降も、日本銀行は、金利上昇圧力が再び強まる局面もみられる中、操作目標である10年物国債金利に及ぼす影響等を踏まえ、2月から3月にかけて、超長期ゾーンのオペの金額を柔軟に調整している(10年超25年以下:1,900→2,000億円、25年超:1,100→1,200→1,000億円)。

以上の取り組みのもとで、わが国のイールドカーブは、金融市場調節方針と整合的に形成されている。すなわち、10年物国債金利は、2016年9月以降、「ゼロ%程度」という操作目標のもとで推移している。そのうえで、例えば、10年物国債金利とその他の年限の国債金利のスプレッドをみると、短中期ゾーン、超長期ゾーンともスプレッドが幾分拡大(イールドカーブはスティープ化)しているものの、全体としてみれば、指値オペの直前などの局面を除き、大きな変動や歪みは生じていないと考えられる(図表4-8、4-9)。

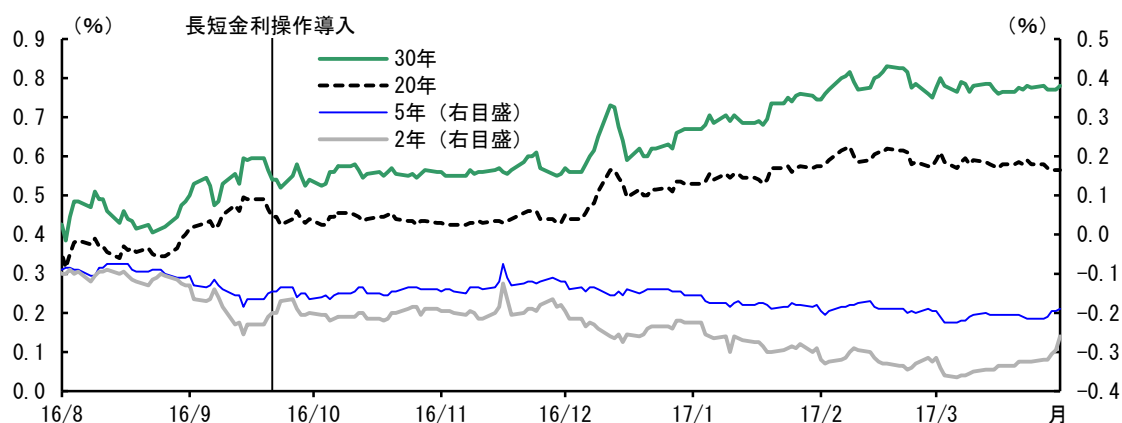
このように、日本銀行は、2016年9月以降の約半年間、長短金利操作という新たな枠組みのもとで、オペ運営に関する様々な経験を蓄積してきた。上述のとおり、2月末に公表した月次の「運営方針」から、主軸の3ゾーンについて、翌月のオペの実施日を事前に公表することとしたが、これも、この間の経験を踏まえ、市場における過度な金利変動を回避し、金融市場調節方針をより円滑に実現するためには、オペの回数およびタイミングに関する透明性を高めることが有効と判断したためである。その一方で、2月末からは、「運営方針」において示すオファー金額はレンジのみとし、翌月初回のオファー金額の公表は取りやめることとした。もとより、長短金利操作のもとでは、金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促すよう、オペの金額は、その時々々の市場動向に応じて柔軟に調整される。実際、毎回のオファー金額の決定に際しては、金利水準だけではなく、金利変動の方向やス

ピード、ボラティリティ、あるいは金利変動の背景、それまでのオペの結果など、幅広い要素を総合的に勘案している。必要であれば、指値オペを実施することもある。その結果、2016年9月以降における国債の月間買入れ額は、数兆円単位で増減することとなった（前掲、図表4-6）。

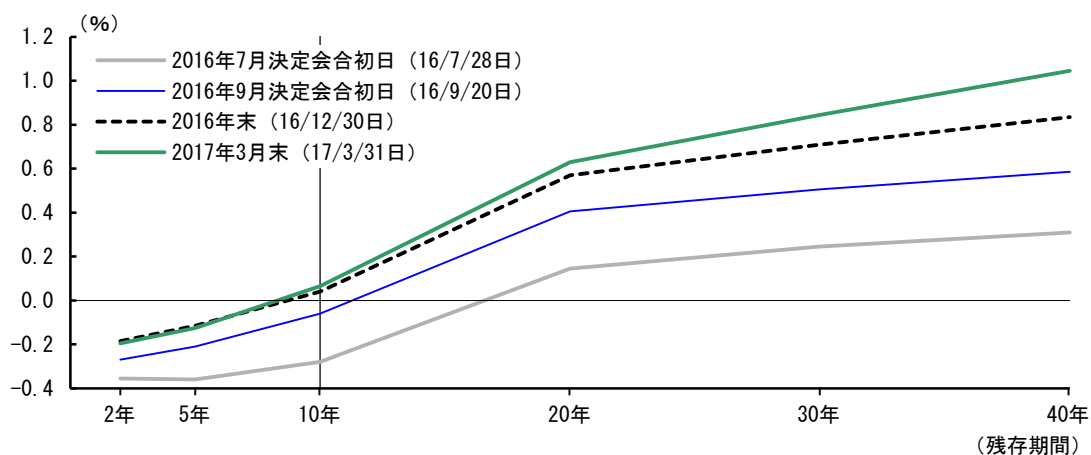
（図表4-7）長期金利（10年物国債金利）の推移



（図表4-8）イールドスプレッドの推移（対10年物国債金利）



（図表4-9）国債のイールドカーブ



## BOX 7 指値オペの概要と市場の反応

日本銀行は、2016年9月の金融政策決定会合において、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入するにあたり、長短金利操作を円滑に行うための新たなオペレーションとして、固定利回り方式による国債買入れ（以下、指値オペ）を導入することを決定した。以下では、指値オペの基本的なフレームワークと、実際にオペを実施した際の市場への影響について説明する。

指値オペを実施する場合、日本銀行は、既存の長期国債買入れオペ（利回り入札方式）と同様、一または複数の残存期間区分（「5年超10年以下」、「10年超25年以下」など）を指定してオファーする。買入対象となる国債は、変動利付国債および物価連動国債以外の利付国債（2年債～40年債）であるが、実際には、各残存期間区分に含まれるカレント銘柄と、その直前に発行された数銘柄を買入対象として指定することを想定している。

指値オペは、イールドカーブの水準が大きく変動した場合など、必要に応じて随時実施する。したがって、既存の長期国債買入れオペについては、「買入対象銘柄の残存期間が重複する利付国債の入札日には原則オファーしない」こととしているが、指値オペについてはこの限りでない。オファー時刻については、午前の場合、既存の長期国債買入れオペと同じ時刻（10時10分）、午後の場合には14時を基本としている。ただし、市場の動向次第では、これらと異なる時刻にオファーすることもある。1回当たりのオファー金額には、市場の動向などに応じて、これを定めて買入れを行う場合と、これを定めず、金額を無制限として買入れを行う場合がある。後者の場合、特段の事情がない限り、応札額の全額が落札されることになる。なお、国債買入れのスタート日（決済日）は、既存の国債買入れと同様、オファー日の2営業日後となる。

買入利回りは、日本銀行が、オファー毎に利回較差、すなわち「基準利回り<sup>(注1)</sup>に加える値」を示すことによって指定される。1回のオファーにおいて、複数の銘柄が買入対象とされた場合、日本銀行が指定する利回較差は、全ての銘柄について同一である。こうしたもとの、銘柄毎に基準利回りが異なるため、実際に買入れる「仕上がりレート」は、銘柄毎に異なることになる。

(注1) 基準利回りとは、日本証券業協会が公表する各銘柄の売買参考統計値。

日本銀行は、2016年度中、指値オペを2回実施した。最初の指値オペは、11月17日の10時10分に、残存期間1年超3年以下、3年超5年以下の国債を対象として行われた<sup>(注2)</sup>。これは、その直前の短中期ゾーンの急速な国債金利上昇を踏まえ、金融市場調節方針と統合的なイールドカーブの形成を促すために実施したものである。買入れ額は無制限とし、買入利回り（指値水準）は、前日の金利の動きなど

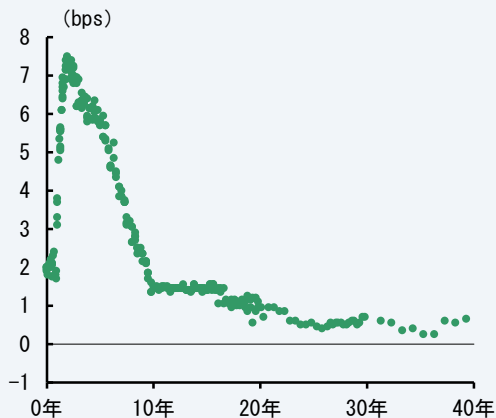
を踏まえ、1年超3年以下については2年新発債で▲0.09%（仕上がりレート）、3年超5年以下については5年新発債で▲0.04%（同）とした。

本オペについては、買入利回りがオファー時点の市場実勢利回りよりも幾分高かったこともあり、実際に応札してきた先はなかった。もともと、新たに導入された指値オペが初めて発動されたことは、市場に大きな影響を与え、オファー直後から、短中期ゾーンを中心に国債金利は大幅に低下した（BOX 図表 7-1）。

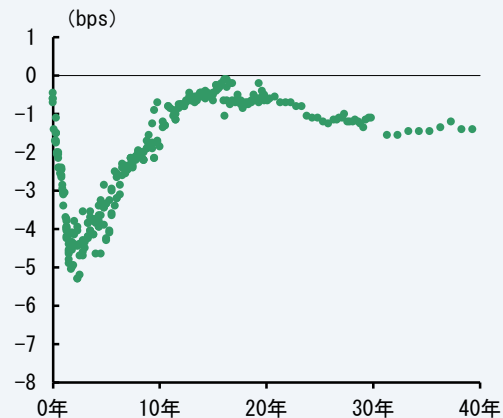
（注2）具体的な買入対象銘柄は、1年超3年以下については、2年利付債 370 回（当時の新発債）、369 回、368 回、3年超5年以下については、5年利付債 129 回（当時の新発債）、128 回、127 回。

（BOX 図表 7-1）指値オペ（1年超5年以下）の実施前後の市場の反応

（2016年11月16日<オペ前日>）



（2016年11月17日<オペ当日>）



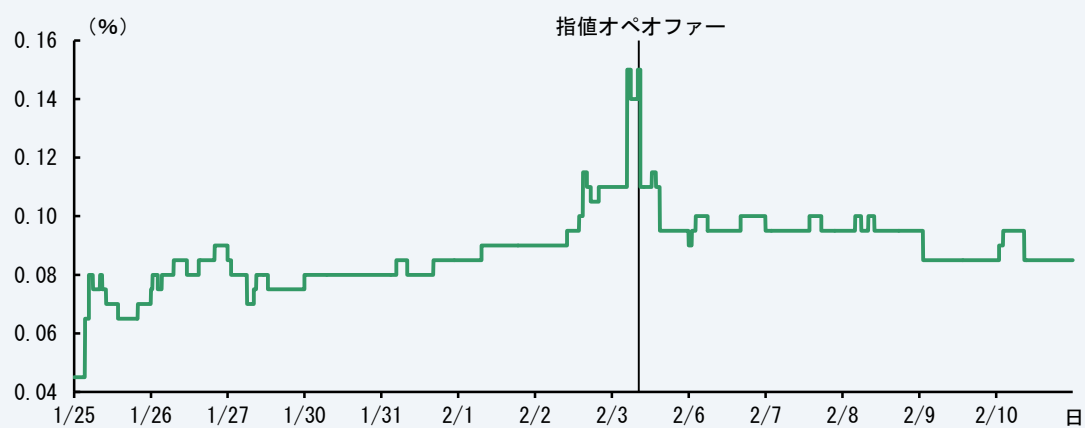
（注）前日引値からの変化（気配値－売買参考統計値）。

2回目の指値オペは、2017年2月3日に、残存期間5年超10年以下の国債を対象に実施された<sup>（注3）</sup>。買入れ額は無制限とされ、買入利回りは、10年新発債について0.11%と指定された。これは、同日、長期金利が急激に上昇する中、10年物国債金利の操作目標をゼロ%程度とする金融市場調節方針をしっかりと実現するために実施したものである。すなわち、1月下旬頃から上昇していた長期金利は、2月2日の引値時点で0.11%まで上昇した。この流れが翌3日にも継続し、午前中に行われた通常の国債買入れのオファー直後に長期金利は一時0.15%まで急上昇した。こうした中、日本銀行は、後場寄り付き（12時25分）の状況を確認し、その直後の12時30分に指値オペをオファーした。通常のオファー時刻である14時から前倒してオペを実施したことは、後場入り後に売買高が大きく膨らむ前にオファーすることが、結果的に市場の混乱を少しでも抑制し得ると考えたためである（BOX 図表 7-2）。

（注3）具体的な買入対象銘柄は、10年利付債 345 回（当時の新発債）、344 回、343 回。



(BOX 図表 7-2) 指値オペの実施前後の10年物国債金利の推移



(注) 日本相互証券における10年新発債利回り。

なお、指値水準が0.11%と、オファー時点の市場実勢利回りよりも低かったため、このオペには合計7,239億円の応札があり、日本銀行は、その全額を買入れた。この間、10年物国債金利はオファー直後に急低下し、2月3日の引値は0.095%となった。

## BOX 8 長期国債買入れの応札倍率

長期国債買入れにおける応札倍率（応札額／オファー額）は、国債市場の需給環境を分析するうえで、有益な情報を提供する。通常、オペの応札倍率が高くなれば（低くなれば）、競争入札に参加して日本銀行に国債を売却しようとする先が相対的に多い（少ない）ことを意味するため、その時点での国債需給が緩和（タイト化）していることを示唆する。したがって、オペの応札倍率が高ければ（低ければ）、国債需給の緩和（タイト化）が意識され、オペ結果の公表後、国債の流通利回りに上昇圧力（低下圧力）が働く（国債の価格には下落圧力<上昇圧力>が働く）ことが多い。

しかしながら、2016年12月から2017年2月頃までの間、短中期ゾーンの国債市場において、オペの応札倍率が高めの水準を維持していたにもかかわらず、金利は継続的に低下した。

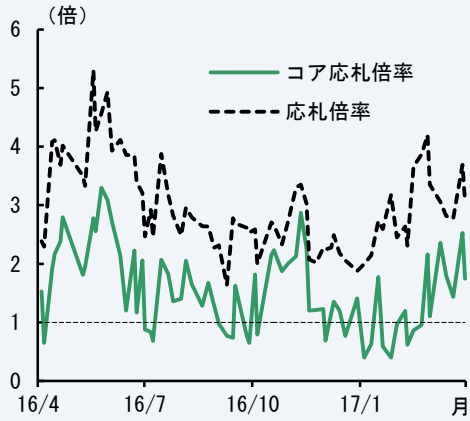
この点については、まず、オペに参加する金融機関の国債売却スタンスには強弱があることを理解する必要がある。例えば、同じようにオペに応札していても、①ある程度の売却益が得られるのであれば、日本銀行に積極的に国債を売りたいと考えている金融機関もあれば、②国債をそのまま保有することにも一定のメリットがあるため、それを上回るほどの大きな売却益が得られる場合に限り、日本銀行に国債を売りたいと考えている金融機関も存在する。

国債の需給環境をよりきめ細かく分析するためには、①のタイプと、②のタイプの違いを考慮することが考えられる。ここでは、市場実勢利回りに近いレートで応札された金額だけを抽出して算出した応札倍率を「コア応札倍率」として、分析を試みる。具体的には、オペに対する応札額のうち、応札締切り時刻直前（概ね、前場引け時点）の流通市場において、国債の売り手が呈示しているオファーレートを上回る（同オファー価格を下回る）応札分だけを取り出し、その合計額をオファー額で除した比率を算出した。

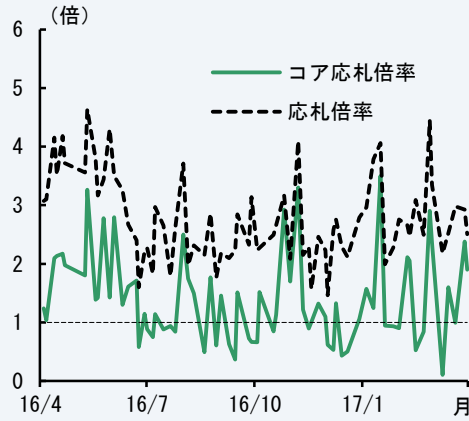
2016年12月から2017年2月頃までのコア応札倍率の推移をみると、特に残存期間1年超3年以下のゾーンについて、全体の応札倍率から大きく乖離し、1倍を下回る状況が続いていた。コア応札倍率が1倍を下回るということは、市場実勢付近の利回りで売却したいと考える先からの応札額が、オファー額に満たないことを意味する。このことは、国債需給が相当タイト化していたことを示唆するものと考えられる（BOX 図表 8-1）。実際、この時期は、通常の応札倍率が高めであったにもかかわらず、オペは高値（低いレート）で決定する傾向がみられた（BOX 図表 8-2）。

(BOX 図表 8-1) コア応札倍率

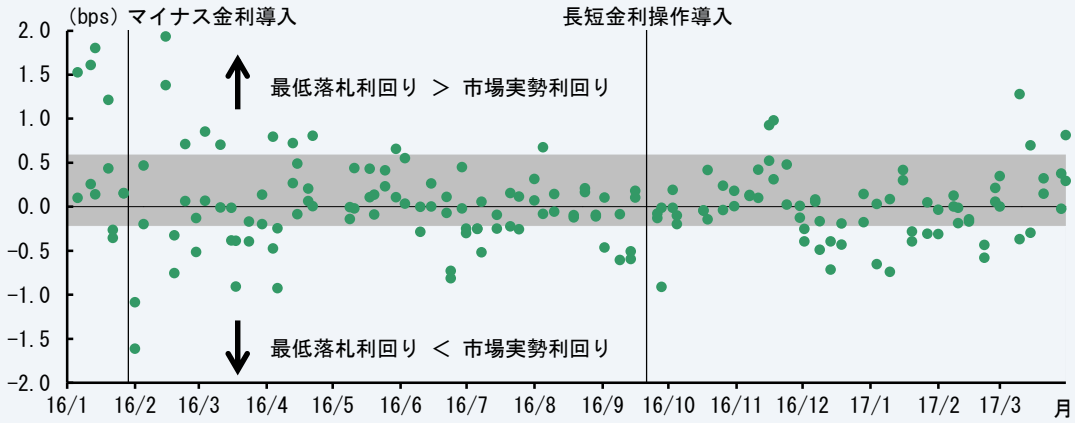
(残存期間 1 年超 3 年以下)



(残存期間 3 年超 5 年以下)



(BOX 図表 8-2) 残存期間 1 年超 5 年以下の落札利回りと市場実勢利回りの差



(注) 各オペ実施日の最低落札利回りと市場実勢利回りの差をプロットしたもの。シャドーは、13/4 月以降の最低落札利回りと市場実勢利回りの差の平均値±1 標準偏差。

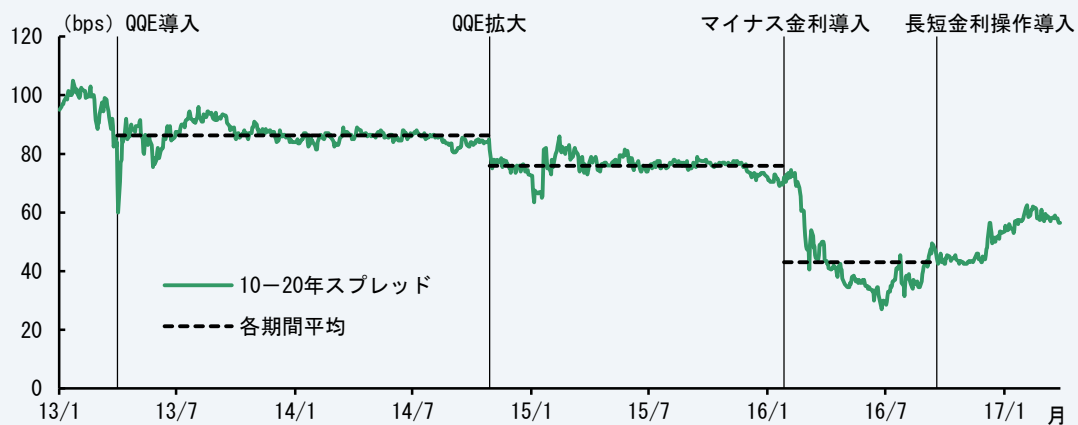
## BOX 9 10年物国債金利と20年物国債金利のスプレッド

10年物国債金利と20年物国債金利のスプレッド（10-20年スプレッド）の動きをみると、「量的・質的金融緩和」の導入以降、同措置が拡大されるまでの期間（2013年4月～2014年10月）は、概ね90bps弱で推移し、その後、マイナス金利が導入されるまでの期間（2014年10月～2016年1月）は、概ね80bps弱で推移していた（BOX図表9-1、9-2）。

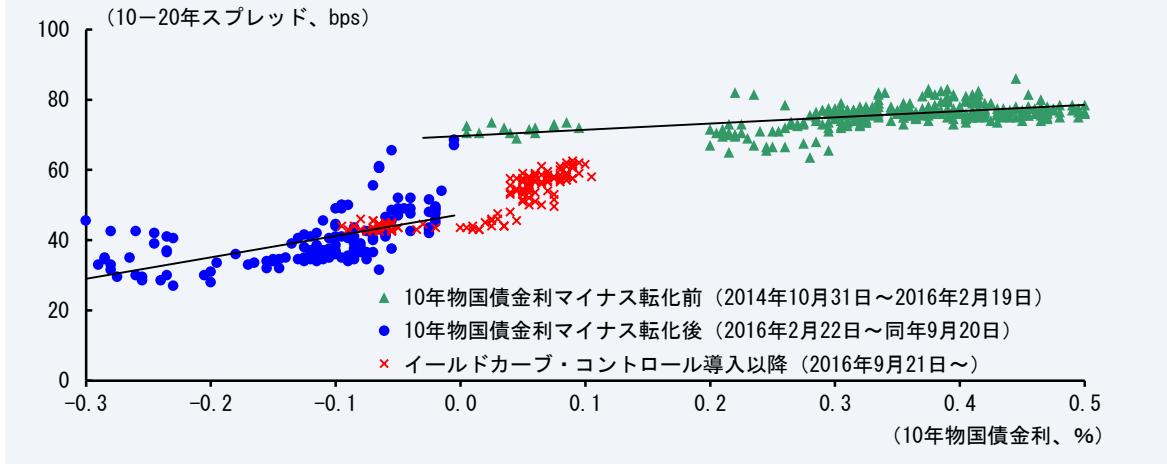
マイナス金利が導入され、10年物国債金利がマイナスに転じると、10-20年スプレッドの水準は大きく変化した。すなわち、マイナス金利の債券は購入できないとする投資家が、購入対象をプラス金利の残る超長期債に拡大していったことなどから、10-20年スプレッドは大幅に縮小し、イールドカーブのフラット化が進行した。

その後、2016年9月に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」が導入され、10年物国債金利がプラス圏に復してくると、10-20年スプレッドは拡大方向に転じ始めた。もっとも、マイナス金利導入前と比べると、引き続き低めの水準にとどまっている。

(BOX図表9-1) 10-20年スプレッドの推移



(BOX 図表 9-2) 10年物国債金利の水準と10-20年スプレッド



### (3) その他の資産買入れ

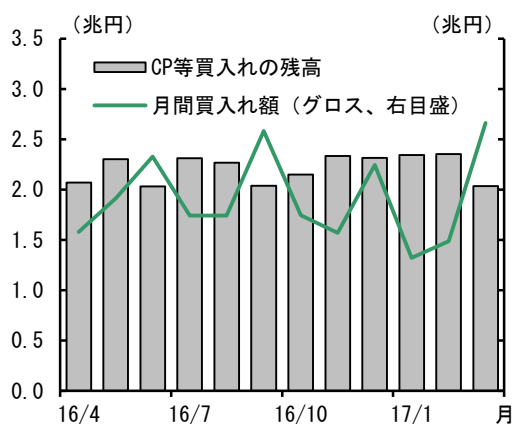
#### ① CP等買入れ

CP等買入れについては、金融政策決定会合で示された資産買入れ方針に沿って、約2.2兆円の残高を維持する運営を行った。

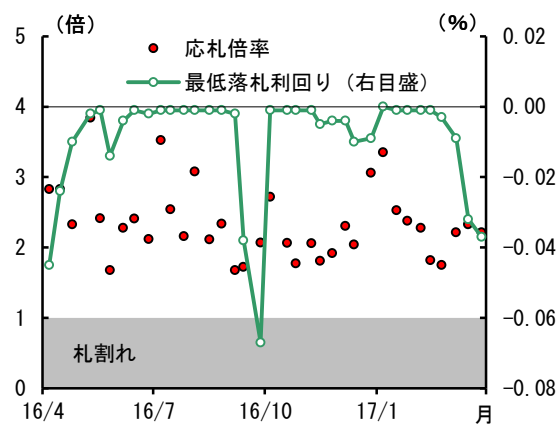
CPについては、四半期末に償還が集中しやすいという特性があり、日本銀行が買入れたCPの償還も四半期末に集中する傾向がある。こうした中、日本銀行は、買入れた銘柄の償還スケジュールなどを考慮しながら、期末月にはやや多めの額としつつ、1回当たり2,500~6,000億円の買入れを月3回オファーした。この結果、CP等の買入残高は、均してみれば、約2.2兆円に維持されている(図表4-10)。

この間、CP等買入れの最低落札利回りは、四半期末を除き、概ね▲0.001%程度と、ごく小幅のマイナスとなった。一方、四半期末については、上述の理由から需給のタイト化が意識され、落札利回りは他の月に比べて低下する。特に、半期および年度決算月となる2016年9月と2017年3月には、最低落札利回りが大幅に低下する局面もみられた(図表4-11)。

(図表4-10) CP等買入れの残高と買入れペース



(図表4-11) CP等買入れの応札倍率と最低落札利回り



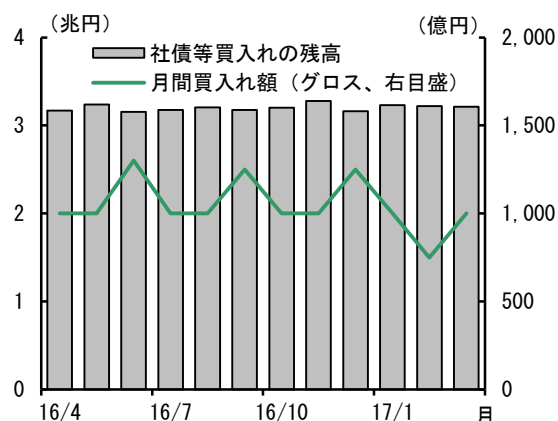
## ② 社債等買入れ

社債等買入れについては、金融政策決定会合で示された資産買入れ方針に沿って、約 3.2 兆円の残高を維持する運営を行った。

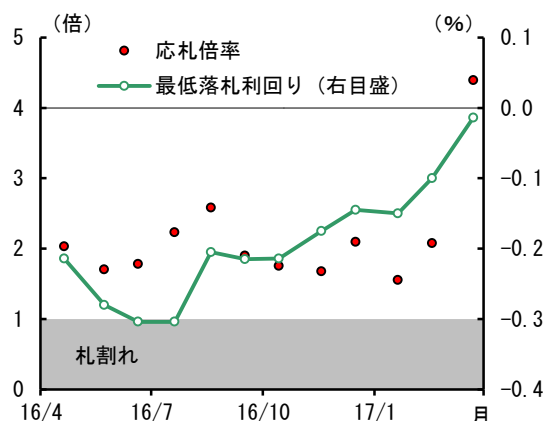
この方針のもと、日本銀行は、買入れた銘柄の償還スケジュールなどを考慮しながら、1 回当たり 750～1,300 億円の買入れを月 1 回オファーした（図表 4-12）。

この間、2016 年の半ば頃までは、社債流通利回りの低下等を映じて、社債等買入れの最低落札利回りは、▲0.3%前後まで低下した。もともと、その後は、短期政策金利（▲0.1%）の追加引き下げ期待の後退もあって、社債流通利回りが上昇に転じる中、買入れの最低落札利回りは、ゼロ%に近い水準まで緩やかに上昇してきている。（図表 4-13）。

（図表 4-12）社債等買入れの残高と買入れペース



（図表 4-13）社債等買入れの応札倍率と最低落札利回り



## ③ E T F 買入れ

E T F については、金融政策決定会合で示された資産買入れ方針に沿って、買入れを行った。すなわち、2016 年 7 月までは、保有残高が年間約 3.3 兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行っていたが、同月の決定会合において、買入れペースの目標が年間約 6 兆円にほぼ倍増されたため、それ以降は保有残高が当該目標に相当するペースで増加するよう買入れを行った。このうち年間 3,000 億円の買入れは、2015 年 12 月の決定会合で決定した「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とする E T F の買入れである。

なお、2016 年 9 月の金融政策決定会合では、E T F の銘柄別の買入限度について、日本銀行による買入れが、当該銘柄が連動するよう運用される指数の対象範囲等も勘案して行われる扱いとすることが決定された。これを受けて、日本銀行は、T O P I X に連動する銘柄の買入ウェイトを高めることとした（詳細は 5.（2）⑤を参照）。

日本銀行は、2016 年度中、合計 93 回の買入れ（毎営業日実施している「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とする E T F の買入れを除く）を行った。その結果、2017 年 3 月末の残高は 12.9 兆円と、前年比 5.4 兆円の増加となった。

#### ④ J-R E I T 買入れ

J-R E I T については、金融政策決定会合で示された資産買入れ方針に沿って、保有残高が年間約 900 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行った。2016 年度中に合計 74 回の買入れを行い、2017 年 3 月末の残高は 3,822 億円と、前年比 886 億円の増加となった。

#### ⑤ 国庫短期証券買入れ

国庫短期証券買入れについては、概ね週 1 回のペースで継続的にオファーを行った。

2016 年 9 月以前は、金融市場調節方針に沿って、マネタリーベースを年間約 80 兆円のペースで積み上げることが念頭に置きながら、国庫短期証券の買入れを進めた。具体的には、1 回当たり 7,500 億～3.5 兆円のオファーを行いつつ、国庫短期証券の需給がタイト化する四半期末などではオファー額を減額した。この間、共通担保資金供給オペの利用残高の減少や財政等要因による資金不足に伴い、必要となる国庫短期証券の買入れ額が増加したことから、2016 年 8 月末の買入残高は、2000 年以降で最高となる 45.1 兆円に到達した。

2016 年 9 月の金融政策決定会合では、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」が導入され、それ以前のようなマネタリーベースに関する操作目標がなくなった。こうした中、日本銀行では、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の枠組みのもと、金融市場に与える影響、例えば、国庫短期証券の需給や利回り、さらにはレポ金利や短期の国債金利といった周辺のレートに与える影響などを考慮しながら、オファーの都度、適切な買入れ額を決定している。

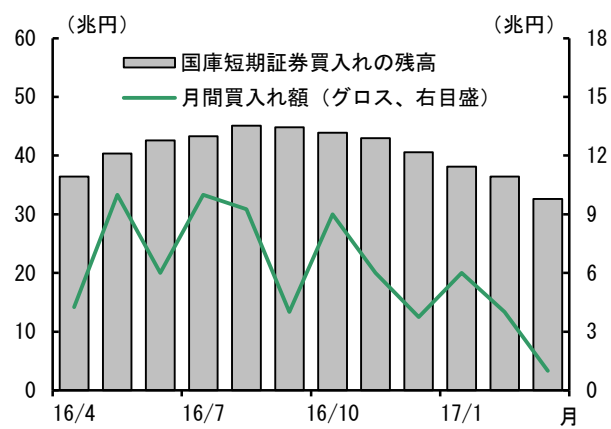
具体的には、2016 年 9 月以降、1 回当たり 2,500 億～3 兆円のオファーを行った。また、2017 年 3 月 23 日には、年度末のレポ市場の国債需給タイト化に対応するため、同日以降、3 月中のオファーを取りやめることとした。これらの結果、買入残高は毎月概ね 1～2 兆円のペースで減少し、2017 年 3 月末の残高は 32.6 兆円と、前年比 4.3 兆円の減少となった（図表 4-14）。

なお、9 月以降の制度・運用面の変更を受けて、日本銀行では、国庫短期証券買入れについての透明性を高めるため、上述のとおり、毎月末に公表する「当面の長期国債等の買入れの運営について」（月次の「運営方針」）において、国庫短期証券



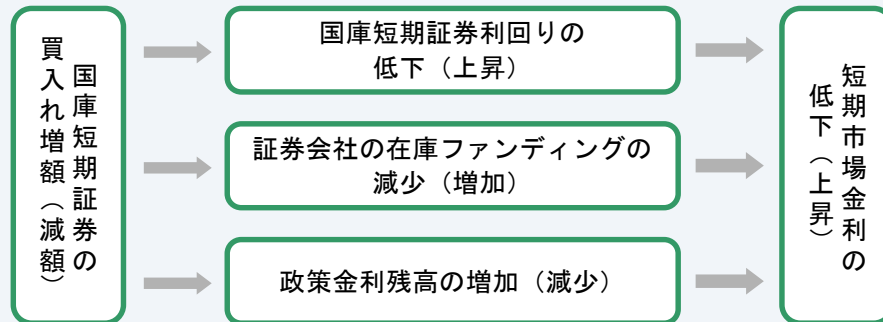
の翌月末の買入残高について一定のめど（見込み）を示す扱いとした。

（図表 4-14）国庫短期証券買入れの残高と買入れペース



## BOX10 国庫短期証券買入れと短期市場金利

本文で述べたとおり、日本銀行では、金融市場に与える影響を考慮しながら国庫短期証券（以下、短国）の買入れを実施しているが、こうした買入れ額の変動は、主に3つのルートを通じて、短期市場金利に影響を及ぼすと考えられる。



第1に、短国の買入れ額の増減が、短国の流通利回りに影響し、これが市場間の裁定を通じて無担保コールレートやレポレートに影響を及ぼすルートがある。

短国の利回りと、レポレートや無担保コールレートとの間には、資金運用手段としての裁定が働くと考えられる。例えば、短国の利回りが上昇すれば、短国による運用の妙味がレポによる運用に比べて高まることになる。その結果、レポから短国に運用資金がシフトすれば、レポレートに上昇圧力がかかることになる。また、レポレートが上昇すれば、今度は、通常コール市場で運用される資金がレポ市場にシフトしてくる。これは、無担保コールレートの上昇要因となり得る。もちろん、資金と同時に債券のやり取りを伴うレポ取引と無担保のコール取引では、市場参加者の取引動機が異なる面もあるため、両者の間に、常にスムーズな裁定関係が存在するわけではないことには留意を要する。

第2に、短国の買入れ額の増減が、証券会社の在庫水準の増減を通じて、レポレートに影響を及ぼすルートがある。例えば、日本銀行が市中からの短国買入れ額を減らせば、それに伴い、証券会社等の在庫水準は増加すると考えられる。この場合、積み上がった在庫を売却するまでの間、通常、証券会社は、レポ市場で在庫ファンディングのための資金調達を行うことになるため、これがレポレートの上昇圧力として作用する可能性がある。

第3に、短国の買入れ額の増減が、日銀当座預金残高の増減を通じて、短期的に政策金利残高の規模に影響を及ぼすルートがある。例えば、日本銀行による短国の買入れが減少すれば、金融機関に対する資金供給額が減少し、その分、政策金利残高も減少する。その結果として、政策金利残高を有する金融機関の資金放出意欲が弱まり、無担保コールレートやレポレートに上昇圧力がかかる可能性がある。

もつとも、短国の買入れ額の増減が、そのまま全て、当座預金残高の増減につながるわけではないことには留意を要する。例えば、日本銀行が短国の買入れ額を減らした場合、その一部は、海外中央銀行等による短国の買入れ額の増加につながり得るが、その場合、使われた投資資金の分だけ（民間金融機関の当座預金ではなく）海外預り金が減少する。この場合、短国の買入残高の減少ほどには政策金利残高は減らず、無担保コールレートなどへの影響もその分軽減されると考えられる。

#### (4) その他のオペレーション等

##### ① 共通担保資金供給オペ

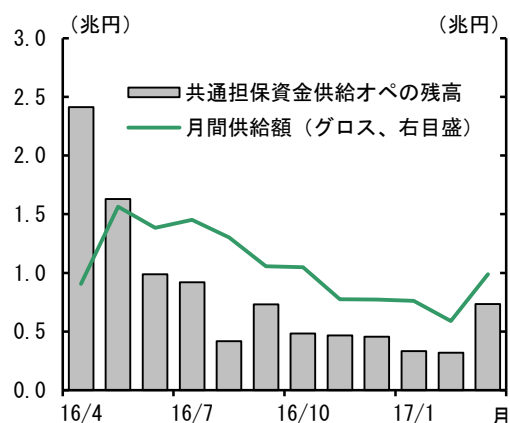
共通担保資金供給オペについては、貸付利率をゼロ%の固定金利方式としたうえで、1回当たり8,000億円のオファーを1週間に1回、継続的にオファーした。貸付期間については、2015年度までは「3か月物」をオファーしていたが、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入以降、各金融機関において当座預金残高をより細かく調整するニーズが高まってきたことから、2016年3月からは、貸付期間を順次「2週間物」に切り替えて、オペを実施することとした。もともと、短期金融市場における資金余剰感が極めて強い状況が続く中、本オペに対する需要は低調に推移した。

上記のほか、日本銀行では、2016年の半ばまで、「量的・質的金融緩和」導入直後の2013年4～5月にスタートした期間1年、1回当たり1.5～2兆円のオペの期落ちに合わせる形で、期間3か月、1回当たり1.5兆円のオペのオファーを続けていた。しかしながら、これらについても、上記と同様の理由により低調な利用実績が続いていた。このため、2016年6月時点で存在していた7系列のオペを、10月までに2系列に集約したうえで、1回当たりのオファー額を、集約前の1.5兆円から5,000億円に減額した。

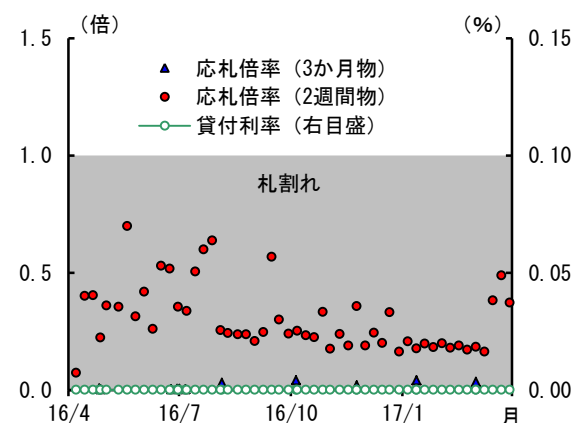
なお、2016年9月の金融政策決定会合では、長短金利操作を円滑に行うため、固定金利の資金供給オペレーションを行うことができる期間を、従来の最長1年から同10年に延長することが決定された。もともと、その後の市場環境のもとでは、日常的な長短金利操作を行うに当たっては、指値オペを含めた長期国債買入れを適切に実施することで十分に対応可能と考えられたため、2016年度中は、期間1年を超えるオペを行うことはなかった。

以上の結果、2017年3月末のオペの残高は0.7兆円と、前年比2.9兆円の大幅な減少となった(図表4-15、4-16)。

(図表 4-15) 共通担保資金供給オペの残高と  
資金供給ペース



(図表 4-16) 共通担保資金供給オペの  
応札倍率



## ② 成長基盤強化支援資金供給

2016 年度中は、2010 年 6 月に導入した貸付枠（本則）に基づく資金供給として、四半期に 1 回のペースで、合計 4 回の貸付けを実施したほか、2011 年 6 月に導入した貸付枠（出資等特則）に基づく資金供給、2012 年 3 月に導入した 100 万円以上 1,000 万円未満の投融資を対象とする貸付枠（小口特則）に基づく資金供給として、それぞれ合計 4 回の貸付けを実施した。また、2012 年 4 月に導入した外貨建て投融資を対象とする貸付枠（米ドル特則）に基づく資金供給として、合計 5 回の貸付けを実施した（図表 4-17）。米ドル特則分の実施回数が他の貸付けよりも 1 回多いのは、2016 年 7 月の金融政策決定会合において、貸付けの総枠を 120 億米ドルから 240 億米ドルに拡大したことに伴い、同年 10 月に追加的に資金供給を実施したためである。なお、貸付利率については、2016 年 1 月の決定会合の決定に基づき、米ドル特則以外はいずれも年ゼロ%としている。

2017 年 3 月末の残高は、本則分が、貸付総額の上限 10 兆円に対して 6.3 兆円となり、前年に比べて 0.8 兆円増加した。このほか、出資等特則分が、同 5,000 億円に対して 680 億円（前年比 198 億円の減少）、小口特則分が、同 5,000 億円に対して 129 億円（同 14 億円の増加）となり、いずれも貸付総額の上限対比で余裕のある状況が続いている。米ドル特則分については、2016 年 7 月の総枠拡大を受けて、2017 年 3 月末の残高は 207 億米ドルとなり、前年比 87 億米ドルの大幅な増加となった（図表 4-18）。

(図表 4-17) 成長基盤強化支援資金供給の実施結果

| ▽ 本則分 (億円)         |                 |                  |                    |                    |
|--------------------|-----------------|------------------|--------------------|--------------------|
| 第24回<br>(16/5/31日) | 第25回<br>(8/31日) | 第26回<br>(11/30日) | 第27回<br>(17/2/28日) | 残高<br>(17/3/31日時点) |
| 6,086              | 4,437           | 5,630            | 5,249              | 63,292<br>(7,452)  |

| ▽ 出資等特則分 (億円)      |                 |                  |                    |                    |
|--------------------|-----------------|------------------|--------------------|--------------------|
| 第20期<br>(16/5/30日) | 第21期<br>(8/30日) | 第22期<br>(11/29日) | 第23期<br>(17/2/27日) | 残高<br>(17/3/31日時点) |
| 20                 | 4               | 39               | 20                 | 680                |

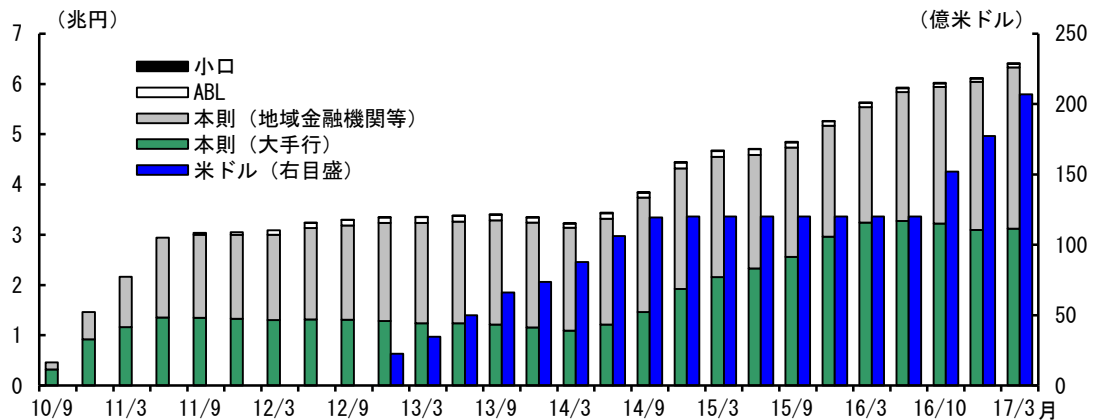
| ▽ 小口特則分 (億円)       |                 |                  |                    |                    |
|--------------------|-----------------|------------------|--------------------|--------------------|
| 第17期<br>(16/5/30日) | 第18期<br>(8/30日) | 第19期<br>(11/29日) | 第20期<br>(17/2/27日) | 残高<br>(17/3/31日時点) |
| 19.06              | 8.78            | 13.12            | 16.29              | 129.48<br>(45.92)  |

| ▽ 米ドル特則分 (百万米ドル)   |  |                  |                    |                    |
|--------------------|--|------------------|--------------------|--------------------|
| 第16期<br>(16/5/30日) | 第17期<br>(8/30日)<br>+ 第17期(追加)<br>(10/7日) | 第18期<br>(11/29日) | 第19期<br>(17/2/27日) | 残高<br>(17/3/31日時点) |
| 123                | 4,000                                    | 4,000            | 3,994              | 20,681             |

(注1) 上段括弧内の日付はオファー日、計数は新規実行額。図表 4-19、21、22 も同様。  
 (注2) 残高下段の括弧内の計数は、系統中央機関の会員である金融機関（日本銀行の当座預金取引の相手方でない先）の利用による系統中央機関への貸付残高。図表 4-19 も同様。

(図表 4-18) 成長基盤強化支援資金供給の貸付残高



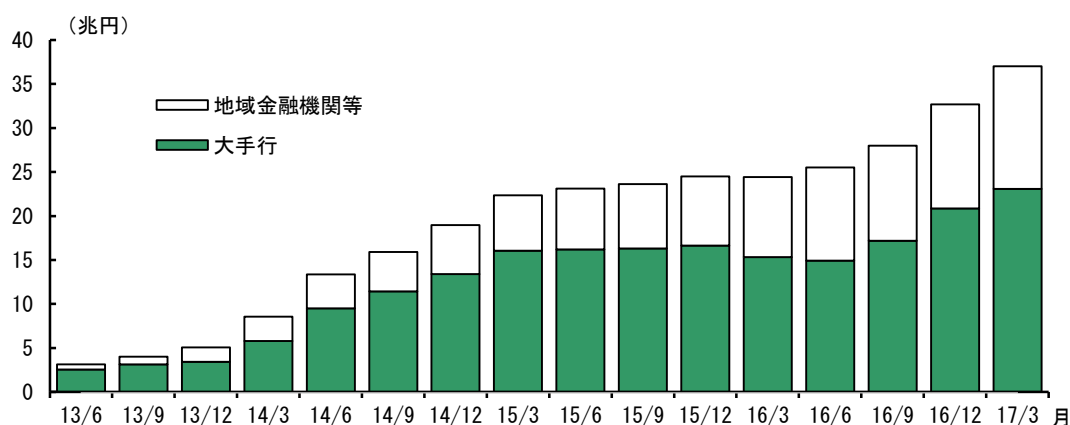
### ③ 貸出増加支援資金供給

2016年度中は、2012年12月に導入した貸出増加支援資金供給として、四半期に1回のペースで、合計4回の貸付けを実施した(図表4-19)。貸付利率は、いずれも年ゼロ%としている。この結果、2017年3月末の残高は37.0兆円となり、2016年3月末に比べて12.6兆円の大幅な増加となった(図表4-20)。この要因としては、2016年1月の金融政策決定会合において、新規の貸付利率が年ゼロ%に引き下げられたことに加え、同年3月および4月の決定会合において、3月末からの利用残高の増加分を当該金融機関のマクロ加算残高に上乗せする(増加額の2倍の金額をマクロ加算残高に加算する)措置が決定されたことや、同年6月30日から「金融機関の住宅ローン債権を信託などの手法を用いて担保として受け入れる制度」が実施されたことが寄与していると考えられる。

(図表4-19) 貸出増加支援資金供給の実施結果

| (億円)                     |                       |                         |                          |                     |
|--------------------------|-----------------------|-------------------------|--------------------------|---------------------|
| 2016年6月実施分<br>(16/6/16日) | 2016年9月実施分<br>(9/14日) | 2016年12月実施分<br>(12/13日) | 2017年3月実施分<br>(17/3/15日) | 残高<br>(17/3/31日時点)  |
| 62,028                   | 49,502                | 53,971                  | 63,355                   | 369,963<br>(11,716) |

(図表4-20) 貸出増加支援資金供給の貸付残高



### ④ 被災地金融機関支援オペ

2016年度中は、月1回のペースで合計12回のオファーを行った(図表4-21)。いずれも、貸付利率は年ゼロ%、貸付期間は1年としている。この結果、2017年3月末の残高は、上限の1兆円に対して、4,090億円となった(前年比946億円の増加)。

(図表 4-21) 被災地金融機関支援オペの実施結果

| 第60回<br>(16/4/18日) | 第61回<br>(5/16日) | 第62回<br>(6/20日) | 第63回<br>(7/15日) | 第64回<br>(8/22日) | 第65回<br>(9/15日) |  |
|--------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|--|
| 1,068              | 0               | 543             | 1,105           | 428             | 808             |  |

(億円)

| 第66回<br>(10/17日) | 第67回<br>(11/18日) | 第68回<br>(12/15日) | 第69回<br>(17/1/17日) | 第70回<br>(2/20日) | 第71回<br>(3/17日) | 残高<br>(17/3/31日時点) |
|------------------|------------------|------------------|--------------------|-----------------|-----------------|--------------------|
| 83               | 0                | 55               | 0                  | 0               | 0               | 4,090              |

### ⑤ 熊本地震被災地金融機関支援オペ

日本銀行は、2016年4月の金融政策決定会合において、平成二十八年熊本地震の被災地の金融機関を対象に、復旧・復興に向けた資金需要への対応を支援するため、「平成二十八年熊本地震にかかる被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」を導入することを決定した。貸付総額を3,000億円、貸付利率を年ゼロ%、貸付期間を1年とすることも併せて決定した。

2016年度中、同オペについては、6月以降、月1回のペースで合計10回のオフーを行い、2017年3月末の残高は1,161億円となった(図表4-22)。

(図表 4-22) 熊本地震被災地金融機関支援オペの実施結果

| 第1回<br>(16/6/8日) | 第2回<br>(7/15日) | 第3回<br>(8/22日) | 第4回<br>(9/15日) | 第5回<br>(10/17日) |  |
|------------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|--|
| 369              | 0              | 467            | 2              | 158             |  |

(億円)

| 第6回<br>(11/18日) | 第7回<br>(12/15日) | 第8回<br>(17/1/17日) | 第9回<br>(2/20日) | 第10回<br>(3/17日) | 残高<br>(17/3/31日時点) |
|-----------------|-----------------|-------------------|----------------|-----------------|--------------------|
| 1               | 0               | 164               | 0              | 0               | 1,161              |

### ⑥ 国債売現先オペ

日本銀行は、2017年3月23日に公表した「3月末におけるレポ市場の国債需給タイト化への対応について」の一環として、3月24日に、国債売現先オペ(3月27日スタート、4月3日エンドの1週間物)を、2008年11月以来、約8年振りにオフーした。オフー金額は1兆円とし、売却対象銘柄は国庫短期証券第608回債とした。落札決定レートは、前日の市場レート<sup>10</sup>よりも0.7%程度高い▲0.11%となった。

<sup>10</sup> 2017年3月23日の東京レポレート(3月27日スタート、4月3日エンドの1週間物Gレポレート)は▲0.788%。



なお、国債売現先オペを実施すると、一時的にせよ市場から資金を吸収することになるが、今回のオペは、2008年以前に実施したオペとは異なり、国債需給がタイト化しているレポ市場に対し、「国債を供給する」ことを目的として行ったものである。

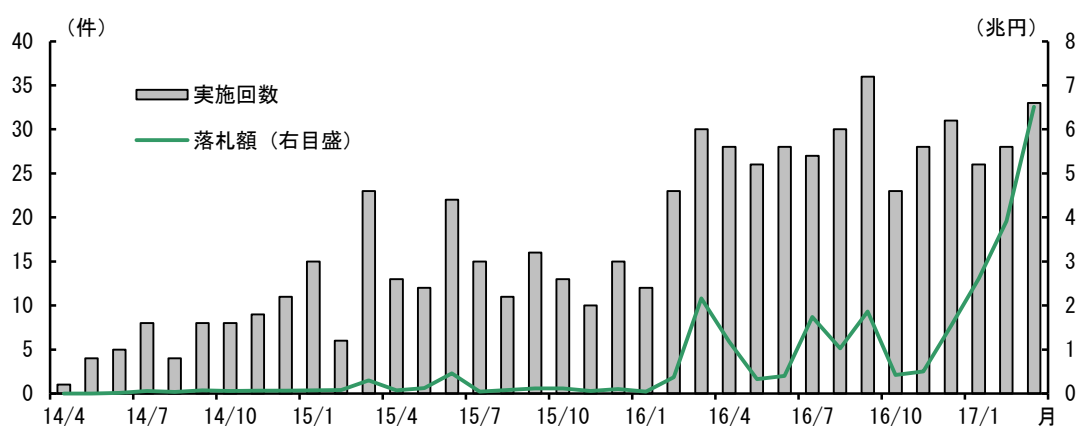
## ⑦ 国債補完供給

国債補完供給は、金融調節の一層の円滑化を図るとともに、国債および資金決済の円滑確保にも資するとの観点から、日本銀行が保有する国債を、市場参加者に対して一時的かつ補完的に供給する制度である。

2016年度中の国債補完供給の実施回数は、344回と、2015年度（192回）に比べて大幅に増加した（図表 4-23）。こうした利用増加については、日本銀行が、国債の円滑な決済を確保する観点から、利用要件を累次にわたって緩和してきたことにより、その使い勝手が向上してきたことが、基本的な背景にあると考えられる。そのうえで、本制度を利用する理由を金融機関サイドの事情からみると、非居住者による指図相違等によって生じたフェイルに対応する場合や、国債需給のタイト化などから市場でポジションをカバーできなかった銘柄を手当てする場合がある。いずれも、市場参加者が自ら国債を調達しようとしたにもかかわらず、それができなかった場合に、一時的かつ補完的に本制度が利用される。

例えば、後者については、マイナス金利導入以降、特に四半期末に、一部金融機関がレポ市場での資金調達（保有国債の放出）を控えるため、国債補完供給の利用額が膨らむ傾向がある。2017年3月末に向けて、こうした動きが特に顕著にみられたことから、日本銀行は、「3月末におけるレポ市場の国債需給タイト化への対応について」（3月23日公表）の一環として、国債補完供給の応募銘柄数の上限引き上げを行った。具体的には、3月31日から4月7日までの間に実施する国債補完供給について、売却対象先毎の1回当たりの応募銘柄数の上限を一時的に緩和し、従来の20銘柄から30銘柄に引き上げることとした。この結果、31日の落札額は2兆3,515億円、応募銘柄数の合計は59銘柄と、いずれも既往ピーク（9,988億円<2017年2月14日>、43銘柄<同年3月21日>）を大きく更新した。

(図表 4-23) 国債補完供給の実施回数



### ⑧ 米ドル資金供給オペ

2016 年度中は、概ね、1 週間物を週 1 回のペースでオファーした。これらは全て、固定金利を提示して、各金融機関が日本銀行に差し入れている適格担保の範囲内であれば、金額に上限を設けずに供給する方式により実施した。

本オペは、市場参加者が自ら市場で調達する努力を行ったにもかかわらず、ドル資金のアベイラビリティに問題が生じた場合や、ドル調達レートが大きく上昇するなど、ドル短期金融市場の緊張が高まる場合に、バックストップとして利用される。

2016 年度の利用状況についてみると、市場でのドル調達コストが上昇した四半期末（2016 年 6 月末、9 月末、12 月末および 2017 年 3 月末）に、期末越えとなるオファー分への応札が増加した。特に、英国の EU 離脱に関する国民投票の直後の 6 月末越えのオファーに対しては、通常の前四半期末に比べてやや多い 14.75 億ドルの応札がみられた。これら以外のオファーに対しては、事務態勢の確認・維持を目的とする少額の応札が、毎月数件程度みられるのみにとどまった。

### ⑨ 米ドル資金供給用担保国債供給

日本銀行は、2016 年 7 月の金融政策決定会合において、「企業・金融機関の外貨資金調達環境の安定のための措置」の一環として、米ドル資金供給用担保国債供給の仕組みを導入した。これは、米ドル資金供給オペの利用先が日本銀行に差し入れる担保として、日本銀行が保有する国債を借り入れるものである。2016 年度中、本制度については、事務態勢の確認を目的とする少額の利用が散見されるにとどまった。

#### (5) 補完貸付制度

2016年度中は、強力な金融緩和のもとで潤沢な資金が市場に供給され、短期金融市場における資金余剰感が強かったことを反映し、補完貸付制度の利用は極めて低い水準となった。

## 5. 金融市場調節運営に関する制度変更等

### (1) 長短金利操作付き量的・質的金融緩和の導入

日本銀行は、2016年9月の金融政策決定会合において、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するため、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入することを決定した。その主な内容は、第1に、長短金利の操作を行う「イールドカーブ・コントロール」、第2に、消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまでマネタリーベースの拡大方針を継続する「オーバーシュート型コミットメント」である。

こうした新たな枠組みのもとで、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとされた<sup>11</sup>。

短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。

長期金利：10年物国債金利が概ね現状程度（ゼロ%程度）で推移するよう、長期国債の買入れを行う。国債の買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。

なお、買入対象については、引き続き幅広い銘柄とし、平均残存期間の定めは廃止することも、あわせて決定された。

このほか、日本銀行は、9月の金融政策決定会合において、長短金利操作を円滑に行うために、以下の新たなオペレーションの導入を決定した。

- (i) 日本銀行が指定する利回りによる国債買入れ（指値オペ）
- (ii) 固定金利の資金供給オペレーションを行うことができる期間を10年に延長

### (2) その他の制度変更等

#### ① 「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の実施

日本銀行は、2015年12月の金融政策決定会合において導入することとした「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置のうち、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とするETFの買入れを、同会合で決定されたとおり、2016年4月より開始した。また、「金融機関の住宅ローン債権を信託などの手法を用いて担保として受け入れる制度」については、実務上の準備が整ったことを受けて、2016年6月30日から実施した。

<sup>11</sup> 当該金融市場調節方針の内容は、その後、2016年度における4回の金融政策決定会合（2016年10月、12月、2017年1月、3月）において維持された。

## ② 熊本地震被災地金融機関支援オペ等の導入

日本銀行は、2016年4月の金融政策決定会合において、平成二十八年熊本地震の被災地の金融機関を対象に、復旧・復興に向けた資金需要への対応を支援するため、「平成二十八年熊本地震にかかる被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」等の措置を導入することを決定した。

本オペについては、貸付総額の上限が3,000億円とされたほか、被災地で貸出業務を行う営業所等を有する金融機関等に対し、適格担保の範囲内で、無利息かつ期間1年の貸付を実施することとされた。また、貸付残高の2倍の金額を「マクロ加算残高」に加算することが、あわせて決定された。このほか、被災地の金融機関の資金調達余力を確保する観点から、被災地企業等の債務を対象として、担保適格要件を緩和することも決定された。

## ③ E T F 買入れ額の増額

日本銀行は、2016年7月の金融政策決定会合において、英国のEU離脱等を背景に海外経済の不透明感が高まっている状況を踏まえ、企業や家計のコンフィデンスの悪化を防ぐ観点から、E T Fの買入れ額をほぼ倍増し、保有残高が年間約6兆円（従来は年間約3.3兆円）に相当するペースで増加するよう買入れを行うことを決定した。

## ④ 企業・金融機関の外貨資金調達環境の安定のための措置の実施

日本銀行は、2016年7月の金融政策決定会合において、「企業・金融機関の外貨資金調達環境の安定のための措置」として、成長基盤強化支援資金供給・米ドル特則の総枠を120億ドルから240億ドルへ倍増するとともに、米ドル資金供給オペの担保となる国債の貸付け制度を新設することを決定した。これらは、海外経済の不透明感が高まり、国際金融市場で不安定な動きが続く中、そうした不確実性が企業や家計のコンフィデンスの悪化につながることを防止するとともに、わが国企業および金融機関の外貨資金調達環境の安定に万全を期し、前向きな経済活動をサポートするための措置である。

## ⑤ E T F の銘柄別の買入限度額にかかる見直し

日本銀行は、2016年9月の金融政策決定会合において、金融調節の一層の円滑化を図る観点から、E T Fの銘柄別の買入限度について、日本銀行による買入れが、当該銘柄の時価総額に加え、当該銘柄が連動するよう運用される指数の対象範囲等も勘案して行われる扱いとすることを決定した。

これを受けて、日本銀行は、銘柄別の具体的な買入限度を以下のように見直し、2016年10月から実施することとした。

- (i) 年間買入額 5.7 兆円のうち、3 兆円については、従来どおり、3 指数（T O P I X、日経 225、J P X 日経 400）に連動する E T F を対象に、銘柄毎の時価総額に概ね比例するように買入れる。
- (ii) 残りの 2.7 兆円については、T O P I X に連動する E T F を対象に、銘柄毎の時価総額に概ね比例するように買入れる。

## ⑥ 貸出支援基金等の延長

日本銀行は、2017年1月の金融政策決定会合において、貸出増加や成長基盤の強化に向け、金融機関と企業・家計の前向きな行動を引き続き促していくとともに、復興に向けた被災地金融機関の取り組みへの支援を継続する観点から、「貸出増加を支援するための資金供給」、「成長基盤強化を支援するための資金供給」、東日本大震災および熊本地震にかかる「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」等の措置について、受付期間を1年間延長することを決定した。

## 6. 市場参加者との対話に関する取り組み

日本銀行では、強力な金融緩和を進めるもとの、金融市場の動向や機能度、日本銀行によるオペレーションの影響などについて注意深く点検するとともに、市場参加者との対話を一層深める観点から、日々の市場モニタリングや各種の市場サーベイを実施した。また、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入決定後は、市場参加者等に対し、その内容や市場への影響に関する説明に努めた。これらに加えて、日本銀行金融市場局は、2016年度において、以下のような市場参加者との対話に関する各種の取り組みを進めた。

### (1) 市場参加者との対話

#### ①「市場調節に関する懇談会」の開催

オペ対象先との間で原則として年2回開催している「市場調節に関する懇談会」を、2016年10月19日および2017年2月21日に開催した。同会合では、日本銀行から、①最近の金融市場の動向および市場調節の運営、②国債市場の流動性、③わが国短期金融市場の動向（東京短期金融市場サーベイ<16/8月>の結果）、④国債の決済期間短縮化（T+1化）等について説明し、意見交換を行った。

#### ②「債券市場参加者会合」の開催

債券市場参加者との間で原則として年2回開催としている「債券市場参加者会合」を、2016年6月6～7日および12月6～7日に開催した。同会合では、日本銀行から、①債券市場サーベイの結果、②国債市場の流動性、③最近の金融市場の動向および市場調節運営について説明し、意見交換を行った。

#### ③「レポ市場フォーラム」の開催

主要な市場関係者とレポ市場のさらなる発展に向けた取り組みについて議論する場として、「レポ市場フォーラム」を2017年3月22日に開催した。同会合では、①レポ市場の最近の動向、②レポ市場を巡る国際的な議論と国内実施の方針、③国債決済期間の短縮化の実施に向けた進捗などについて意見交換を行った。

#### ④「短期金融市場取引活性化研究会との実務者レベル会合」の開催

短期金融市場取引を行う各業態の代表者で構成される短取研との間で原則として年1回開催している「短取研との実務者レベル会合」を、2016年11月11日に開催した。同会合では、①短期金融市場の最近の動向、②短取研における取り組みなどについて、意見交換を行った。

## (2) 市場参加者から寄せられた市場運営に関する要望事項への対応

日本銀行では、市場参加者から寄せられた市場運営に関する要望事項を踏まえ、市場運営の改善・向上につなげる取り組みを行っている。2016年度に新たに対応することとした主な要望事項は次のとおりである（図表6）。

（図表6）2016年度に市場参加者から寄せられた要望事項への対応

|  |  |
|--|--|
| 日銀当預残高の保有状況を階層別に試算できるエクセルツールの提供            | 市場参加者からの要望を踏まえ、各金融機関が自らの基礎残高やマクロ加算残高の上限値および「余裕枠」を随時試算できるエクセルツールを提供した。            |
| 業態別当座預金統計の拡充                               | 短取研からの要望を踏まえ、「業態別の日銀当座預金残高」統計に、ゼロ金利適用残高の内訳（貸出支援基金等の増加にかかる加算部分）に関する情報を追加掲載した。     |
| 成長基盤強化支援資金供給および貸出増加支援資金供給の事務フローに関する概要資料の提供 | 短取研からの要望を踏まえ、成長基盤強化支援資金供給および貸出増加支援資金供給の事務フローを一覧化した参考資料を新たに作成し、オペ対象先に通知した。        |
| 日銀適格担保制度の概要資料の公表                           | 短取研からの要望を踏まえ、適格担保制度全般の理解に資する資料を作成・公表した。  |
| BCP訓練目的の資金供給オペレーションの実施                     | 短取研からの要望を踏まえ、2016年10月20日に行われた市場レベルBCP・3市場合同訓練の一環として、即日スタートの共通担保資金供給オペレーションを実施した。 |



(参考資料) オペレーションの実施回数の推移およびオペ対象先数

(回、先)

|                 | 2013年度 | 2014年度 | 2015年度 | 2016年度 | 対象先数 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|------|
| 国債買入れ           | 295    | 359    | 372    | 388    | 51   |
| 国庫短期証券買入れ       | 53     | 50     | 50     | 48     | 51   |
| CP等買入れ          | 36     | 36     | 36     | 36     | 36   |
| 社債等買入れ          | 12     | 12     | 12     | 12     | 36   |
| ETF買入れ          | 77     | 71     | 86     | 93     | —    |
| J-REIT買入れ       | 77     | 66     | 67     | 74     | —    |
| 共通担保資金供給        | 111    | 77     | 74     | 64     | 271  |
| 成長基盤強化支援資金供給    | 37     | 47     | 59     | 61     | 162  |
| 貸出増加支援資金供給      | 10     | 15     | 17     | 18     | 213  |
| 被災地金融機関支援資金供給   | 12     | 12     | 12     | 12     | 36   |
| 熊本被災地金融機関支援資金供給 | —      | —      | —      | 10     | 12   |
| 国債買現先           | 0      | 0      | 1      | 0      | 51   |
| 国債売現先           | 0      | 0      | 0      | 1      | 51   |
| 米ドル資金供給         | 64     | 53     | 49     | 51     | 69   |
| 国債補完供給          | 48     | 102    | 192    | 344    | 48   |
| 合計              | 832    | 900    | 1,027  | 1,212  | —    |

- (注1) 実施回数 (ETF および J-REIT の買入れを除く) は、日本銀行がオペ対象先に通知したオペレーションの回数。  
(注2) 対象先数は、2017年3月末時点。共通担保資金供給については、日本銀行本支店と当座預金取引を行う金融機関を対象とする全店貸付オペの対象先数 (このうち、日本銀行本店と当座預金取引を行う金融機関のみを対象とする本店貸付オペの対象先でもある先は39先)。  
(注3) ETF 買入れの2016年度の実施回数は、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とするETFの買入れ (2016年4月4日以降、毎営業日買入れ) を除くベース。

## 「2016年度の金融市場調節」

### 出所一覧

- (図表 2-1) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」
- (図表 2-2) 日本相互証券
- (図表 2-3) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」
- (図表 2-4) 日本銀行「業態別の日銀当座預金残高」「当面の長期国債等の買入れの運営について」
- (図表 2-5) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」「営業毎旬報告」「事業年度財務諸表等」
- (図表 2-6) 日本銀行
- (図表 2-7) 日本銀行「日銀当座預金増減要因と金融調節（毎営業日更新）」
- (図表 2-8) 日本銀行「日銀当座預金増減要因と金融調節（毎営業日更新）」
- (図表 2-9) 日本銀行「日銀当座預金増減要因と金融調節（毎営業日更新）」
- (図表 2-10) 日本銀行「日銀当座預金増減要因と金融調節（実績）」「マネタリーベースと日本銀行の取引」
- (図表 2-11) 日本銀行「日銀当座預金増減要因と金融調節（実績）」
- (図表 2-12) 日本銀行「日銀当座預金増減要因と金融調節（実績）」
- (図表 3-1) 日本銀行「無担保コールO/N物レート（毎営業日）」
- (図表 3-2) 日本銀行「コール市場残高」
- (図表 3-3) 日本証券業協会「東京レポレート」
- (図表 3-4) 日本証券業協会「東京レポレート」
- (図表 3-5) 日本証券業協会
- (図表 3-6) 日本相互証券
- (図表 3-7) 財務省、日本銀行「資金循環」「マネタリーベースと日本銀行の取引」
- (図表 3-8) 日本相互証券、Bloomberg
- (図表 3-9) 日本相互証券
- (図表 3-10) 日本相互証券、Bloomberg
- (図表 3-11) Bloomberg
- (図表 3-12) 証券保管振替機構、日本銀行
- (図表 3-13) 証券保管振替機構
- (図表 3-14) 証券保管振替機構
- (図表 3-15) Bloomberg
- (図表 3-16) Bloomberg

- (図表 3-17) 証券保管振替機構
- (図表 3-18) Bloomberg
- (図表 3-19) Bloomberg
- (図表 3-20) Bloomberg
- (図表 3-21) Bloomberg
- (図表 3-22) Thomson Reuters
- (図表 4-1) 日本銀行
- (図表 4-2) 日本銀行「業態別の日銀当座預金残高」
- (図表 4-3) 日本銀行「業態別の日銀当座預金残高」
- (図表 4-4) 日本銀行「業態別の日銀当座預金残高」
- (図表 4-5) 日本銀行「業態別の日銀当座預金残高」
- (図表 4-6) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 4-7) 日本相互証券
- (図表 4-8) 日本相互証券
- (図表 4-9) 日本相互証券
- (図表 4-10) 日本銀行「オペレーション」「マネタリーベースと日本銀行の取引」
- (図表 4-11) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 4-12) 日本銀行「オペレーション」「マネタリーベースと日本銀行の取引」
- (図表 4-13) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 4-14) 日本銀行「オペレーション」「マネタリーベースと日本銀行の取引」
- (図表 4-15) 日本銀行「オペレーション」「マネタリーベースと日本銀行の取引」
- (図表 4-16) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 4-17) 日本銀行「成長基盤強化を支援するための資金供給の実施結果」
- (図表 4-18) 日本銀行「成長基盤強化を支援するための資金供給の実施結果」
- (図表 4-19) 日本銀行「貸出増加を支援するための資金供給の実施結果」
- (図表 4-20) 日本銀行「貸出増加を支援するための資金供給の実施結果」
- (図表 4-21) 日本銀行「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションの実施結果」
- (図表 4-22) 日本銀行「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションの実施結果」
- (図表 4-23) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 6) 日本銀行
- (BOX 図表 1-1) 欧州中央銀行「Consolidated Financial Statement of the Eurosystem」

- (BOX 図表 1-2) 米国連邦準備制度「Factors Affecting Reserve Balances」
- (BOX 図表 1-3) 米国連邦準備制度、欧州中央銀行、米国商務省、欧州連合統計局、内閣府、日本銀行
- (BOX 図表 2-1) 日本銀行「業態別の日銀当座預金残高」
- (BOX 図表 2-2) 財務省、日本銀行
- (BOX 図表 3-1) 日本銀行「コール市場残高」
- (BOX 図表 3-2) 短期金融市場取引活性化研究会
- (BOX 図表 4-1) 日本銀行「無担保コールO/N物レート（毎営業日）」等
- (BOX 図表 4-2) 日本銀行「無担保コールO/N物レート（毎営業日）」等
- (BOX 図表 4-3) 日本銀行「無担保コールO/N物レート（毎営業日）」
- (BOX 図表 5-1) 日本証券業協会「東京レポレート」、日本銀行「無担保コールO/N物レート（毎営業日）」
- (BOX 図表 5-2) 日本証券業協会「東京レポレート」、日本銀行「無担保コールO/N物レート（毎営業日）」
- (BOX 図表 6) 日本銀行「無担保コールO/N物レート（毎営業日）」「コール市場残高」「業態別の日銀当座預金残高」
- (BOX 図表 7-1) 日本相互証券、日本証券業協会
- (BOX 図表 7-2) Bloomberg
- (BOX 図表 8-1) 日本銀行「オペレーション」等
- (BOX 図表 8-2) 日本相互証券、日本銀行「オペレーション」等
- (BOX 図表 9-1) 日本相互証券
- (BOX 図表 9-2) 日本相互証券
- (参考資料) 日本銀行