

欧州におけるマイナス金利政策と短期金融市場の動向

金融市場局 中野章洋、八木智美、建井秀史
渡邊真一郎、高田英樹

Bank of Japan Review

2016年2月

本年1月末に日本銀行が「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定したが、欧州のいくつかの国・地域ではここ数年来、こうした「中央銀行の取引先金融機関に対する負債にマイナス金利を適用する」という意味でのマイナス金利政策が実施されている。その内容をみると、多くの中央銀行で、取引先に対する負債をいくつかの階層に分割し、それぞれの階層に異なる金利を適用する、階層構造方式が採られている。マイナス金利政策を実施している欧州の国・地域について、短期金融市場の動向をみると、市場の取引高は、ユーロ圏では緩やかに減少しているものの、その他では導入以前の水準以上で推移している。特にスイスやデンマークでは、階層構造方式に動機づけられた金利裁定取引が観察されている。また、短期金融市場の金利は、いずれの国・地域においても、マイナス圏で推移している。

はじめに

日本銀行は、2016年1月29日、政策委員会・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、金融機関が保有する日本銀行当座預金に▲0.1%のマイナス金利を適用する、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。具体的には、日本銀行当座預金を3段階に分割し、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仕組みであり、2月16日からの準備預金積み期間から適用を開始している。

このような「中央銀行の取引先金融機関に対する負債にマイナス金利を適用する政策」（以下、「マイナス金利政策」）は、わが国では今般初めて導入された政策である。従って、マイナス金利政策下で、わが国の短期金融市場における取引がどのように形成されていくのかについては、現時点では未知の部分が多い。

翻って、欧州のいくつかの国・地域では、ここ数年来、マイナス金利政策が実施されており、短期金融市場等においてマイナスの金利で市場取引が行われる状況が続いている。もちろん、市場構造や実務面の違いもあり、欧州の事情がそのままわが国に当てはまるとは限らないが、これらの

国・地域の先行事例は、マイナス金利政策下でのわが国の市場動向を見通すうえで、参考になる要素があると考えられる。そこで本稿では、欧州におけるマイナス金利政策の仕組みや、そうした政策のもとでの短期金融市場の動向等を紹介する。

欧州におけるマイナス金利政策の導入経緯

2016年1月末時点で、欧州ではユーロ圏、デンマーク、スイス、スウェーデンにおいて中央銀行（以下、「中銀」）がマイナス金利政策を導入している（図表1）。

以下では、マイナス金利政策の導入について、時系列順にみる。まず、デンマークが2012年7月、欧州債務危機に伴う自国通貨高圧力がかかるなかで、自国通貨建て投資の魅力を低下させ、自国通貨の増価を防ぐためにマイナス金利政策を導入した¹。ただし、同国は、2014年4月に一旦政策金利をプラスに戻している。

2014年6月には、ユーロ圏において、インフレ率がインフレ目標を下回る水準に長期に亘って留まる可能性を考慮して、欧州中央銀行（以下、「ECB」）がマイナス金利政策を導入した。その後、ECBの政策金利のマイナス幅が拡大するなか、同年9月には、自国通貨の対ユーロの為替レート

【図表 1】 欧州におけるマイナス金利政策の概要

	ユーロ圏	デンマーク	スイス	スウェーデン
政策金利	預金ファシリティ金利等	中銀発行譲渡性預金 (CD) 金利	3か月スイスフランLIBOR	レポレート (中銀発行証券オペアに適用)
導入決定時期	2014年6月	2012年7月 2014年9月	2014年12月	2015年2月
付利の対象となる 中央銀行負債と 適用金利 (本年1月末時点)	所要準備 : +0.05% 預金ファシリティ等 : ▲0.3%	当座預金に対して 基準額以下 : ゼロ% 基準額超 : ▲0.65% (基準額超部分は中銀CDに振 り替えられる)	当座預金に対して 基準額以下 : ゼロ% 基準額超 : ▲0.75%	中銀発行証券ホ ⁶ : ▲0.35% ファイナニング ⁷ ・ホ ⁶ : ▲0.45% 預金ファシリティ : ▲1.1%

(注) スウェーデンは、2016年2月にレポレートの▲0.15%ポイントの引下げを決定。このため、同国の各適用金利は、上表の水準からそれぞれ▲0.15%ポイント低下している。なお、本稿は、2016年1月末時点の情報に基づいて説明する。

(出所) 各中央銀行

をペッグしているデンマークが政策金利を再びマイナスとした²。また、同年12月には、スイス中銀が、スイスフランの為替増価圧力を緩和させることを企図して、2015年1月からマイナス金利政策を導入することを決定³。その後、同年2月には、スウェーデンにおいて、インフレ期待の低下継続リスクを削減し、インフレ率が速やかにターゲットに向けて上昇することを企図して、政策金利がマイナス化された⁴。

マイナス金利政策と短期金融市場の状況の概観

本節では、各中銀のマイナス金利政策の仕組みの特徴とそのもとでの短期金融市場の状況について概観する。

(マイナス金利政策の仕組みの特徴)

図表1でみたように、欧州の4中銀が採用しているマイナス金利政策においては、マイナス金利が適用される負債の種類や金利水準は様々である。このうち、ECBについては、いわゆる過剰流動性に概ね相当する額に一律▲0.3%を適用するという比較的シンプルな仕組みとなっているが、デンマーク、スイスおよびスウェーデンの各中銀については、中銀の取引先に対する負債をいくつかの階層に分割し、それぞれの階層に異なる金利を適用している⁵ (階層構造方式、前掲図表1)。

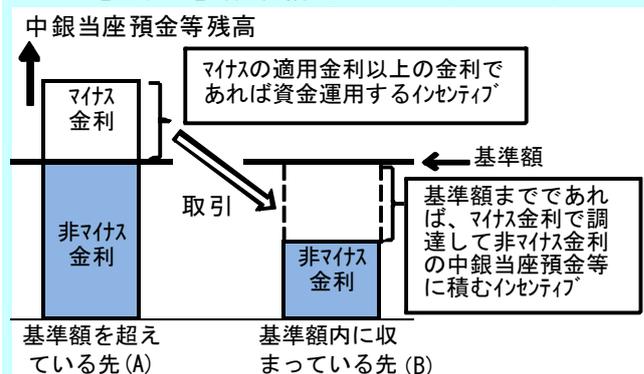
このような階層構造方式を採用することは、以下の2つの効果に繋がり得るものとみられる。

1 点目は、短期金融市場における取引の維持である。今次局面でマイナス金利政策を採用している4中銀は、いずれも資産買入れや為替介入等を通じて、所要準備 (または準備預金制度が無いス

ウェーデン、デンマークでは資産買入れや大規模な為替介入を行う前の水準) を大きく上回る流動性を供給している。こうした状況では、資金の取り手の調達ニーズは減少し、短期金融市場の取引は不活発になりがちであるが、階層構造方式を採用すると、当座預金 (以下、「当預」) の残高が基準額を超える先と基準額内に収まっている先の間で金利裁定取引が生じ得る。

この点を簡単な設例で説明すれば、当預保有残高がある基準額までは0%、基準額以上は▲0.5%の金利が適用される場合、当該基準額より100億円多い当預を保有している先 (A) と当該基準額より100億円少ない当預を保有している先 (B) がいれば、Aは▲0.5%以上の金利であれば100億円を貸し出すインセンティブがある。また、Bには、100億円までであればマイナス金利で調達して中銀当預に積むインセンティブがある (図表2)。

【図表 2】 階層構造方式下での取引例



また、その際の取引金利は、基準額を上回る当預残高を持つ主体が相応に多く、資金運用ニーズが高ければ、▲0.5%に近いマイナス金利となる可能性が高い。このように、階層構造方式を採用することで、短期金融市場の取引を維持し、また、実取引に基づいた形で、政策の狙いを反映した市場金利

の形成を促すことができる。

2 点目として、階層構造方式を採ることで、中銀負債全てに対してマイナス金利を適用するケースに比べて、金融機関収益の圧迫の程度が緩和され、金融仲介機能を阻害するリスクが低減される。この間、マイナス金利が適用される残高をみると（図表 3）、相対的に大きめのマイナス金利を実施しているスイス、デンマークでは、ユーロ圏に比べてマイナス金利が適用される残高の割合が大きくない。これらの国では、仮に中銀負債全てにマイナス金利が適用される場合に比べて、金融機関収益を直接的に圧迫する程度は緩和されているといえる。同様に、大きめのマイナス金利を導入しているスウェーデンでも、複数あるマイナス金利のうちより深いマイナス金利が適用されている残高の割合は大きくない。

【図表 3】 マイナス金利が適用される残高

（単位：10億現地通貨）

	中銀当座預金等残高			
		プラス/ゼロ 金利適用残高	マイナス 金利適用残高	より深いマイナス 金利適用残高
スイス	470	300	170	—
デンマーク	127	30	97	—
スウェーデン	236	—	177	60
ユーロ圏	753	113	640	—

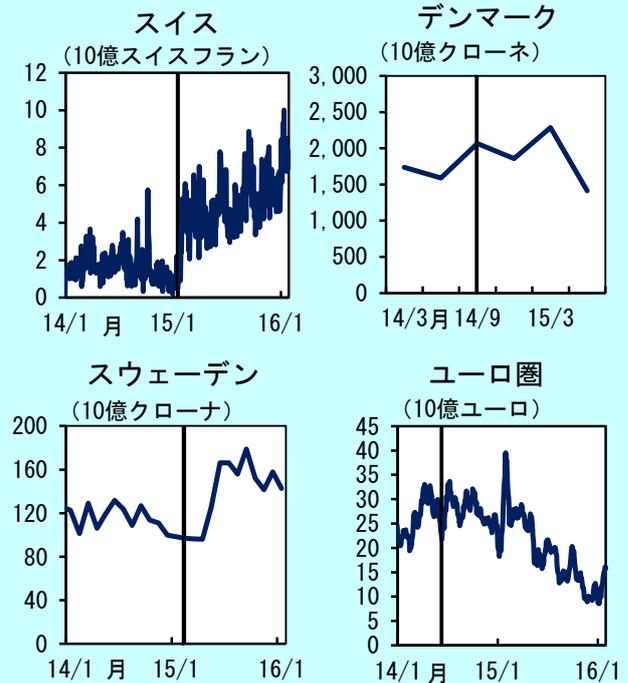
（注）2016 年 1 月時点。スイスは、2015 年 12 月の同国中銀の理事会メンバーである Maechler 氏の講演内容に基づいている。なお、スウェーデンについては、3 種類あるマイナス金利のうち、マイナス幅が最も小さい金利が適用される残高を上表では「マイナス金利適用残高」、その他 2 種類の金利が適用される残高を「より深いマイナス金利適用残高」とした。

（出所）Bloomberg、各中央銀行

（短期金融市場の状況）

マイナス金利政策のもとでの短期金融市場の状況について、各国・地域における取引高を確認すると、ユーロ圏ではマイナス金利政策の導入後に緩やかに減少してきているものの、その他の国では現状ではマイナス金利導入以前並みかそれを上回る水準で推移している（図表 4）。特にスイスやデンマークでは、前述した階層構造に動機づけられた取引が観察されている。また、詳細は次節で述べるが、こうした取引を受けて、短期市場金利は、いずれの国・地域でもマイナス圏で推移している。

【図表 4】 短期金融市場の取引高



（注）2016 年 1 月時点。デンマークは 2015 年第 2 四半期。図中の縦線は、マイナス金利適用時点。スイスは、翌日物レボの日次取引高。デンマークは、翌日物銀行間の取引高（四半期累積）。スウェーデンは、レボの月次取引高（1 営業日当たり）。ユーロ圏は、無担保翌日物の日次取引高。

（出所）Bloomberg、Riksbank、スイス証券取引所、デンマーク国立銀行

各国・地域のマイナス金利政策と短期金融市場の状況

前節では、欧州のマイナス金利政策の特徴等を概観したが、本節では、各国・地域のマイナス金利政策の仕組みや短期金融市場の状況について個別に説明する。

（スイス）

スイスのマイナス金利政策は、金融機関が中銀に保有する当預残高のうち、一定の基準額まではゼロ金利が適用され、基準額を超える部分には▲0.75%のマイナス金利が適用される仕組みとなっている。

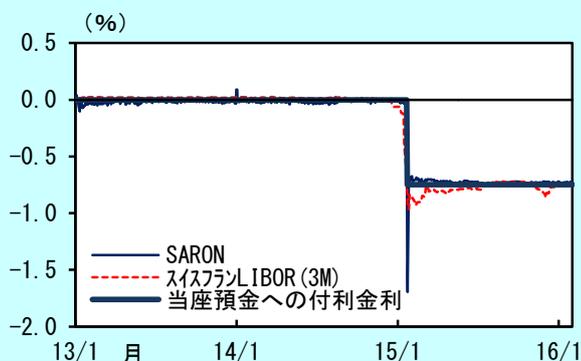
基準額の算定方法は、準備預金制度対象の当預口座保有先とそれ以外の先（外国銀行等）で異なる。後者の基準額は一律 1,000 万スイスフランとなっている一方、前者については、「所要準備の 20 倍から金融機関保有現金の増加（減少）額⁶を控除（加算）した額」と定義されており、個別金融機関毎に算出されている。このように基準額の

算出の際に金融機関保有現金の純増額を控除することにより、金融機関がマイナス金利を忌避して中銀の当預から現金保有にシフトし、金融緩和の効果が減殺される事態を防ぐメカニズムが働くものとみられる。

スイスでは、為替介入等を通じて大量の資金供給が行われていることもあって、当預残高は所要準備を大きく上回る水準に積み上がっている。こうしたなか、ゼロ金利が適用される基準額の範囲内に当預が収まっている金融機関と、基準額を超えて当預の一部にマイナス金利（▲0.75%）が適用される金融機関が存在する。後者の金融機関は、▲0.75%よりも小幅のマイナスであれば、市場で運用するインセンティブが働き、一方で前者の金融機関はマイナス金利で調達した資金をゼロ金利で当預に積むことでさや抜きが可能となる。このため、当預残高が基準額を超えている先とそうでない先の間で、市場取引が行われるようになっている。

このため、スイスの翌日物レポ市場の取引高は、マイナス金利政策導入前には、為替介入により所要準備を大きく上回る当預残高が積み上がっていたなかで、低水準で推移していたものの、マイナス金利政策の導入後は増加している（前掲図表4）。また、こうしたもとの、短期金利については、マイナス金利導入とともに低下し、マイナス圏で推移しており、水準としては当預への付利金利近辺で推移している（図表5）。

【図表5】 スイスの短期金利



(注) 当座預金への付利金利は、適用日ベース。マイナス金利政策の導入以降は、マイナスの付利金利を表示。SARON (Swiss Average Rate Overnight) は、インターバンクレポ市場における翌日物の参照金利。

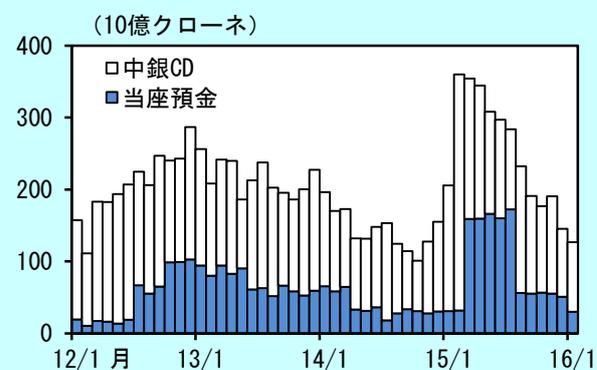
(出所) Bloomberg

(デンマーク)

デンマークのマイナス金利政策は、当預残高の一定の基準額まではゼロ金利が適用される一方、基準額を上回る部分は、強制的に1週間物の中銀発行譲渡性預金（以下、「中銀 CD」）へ振り替えられ、この中銀 CD に▲0.65%のマイナス金利が適用される仕組みとなっている。

当該基準額は、銀行セクター全体および個別金融機関毎に設定されており、金額は一定ではなく、必要に応じて見直されている。中銀の当預および中銀 CD の残高の推移をみると（図表6）、自国通貨の増価圧力を受けて政策金利を▲0.75%まで引き下げた2015年1~2月の局面⁷では、大規模な自国通貨売り介入等を行うと同時に、ゼロ金利が適用される基準額が据え置かれたことから、マイナス金利が適用される中銀 CD 残高が大きく積み上がった。もっとも、その後は、通貨増価圧力が一般するもとの、マイナス金利が付与される中銀 CD 残高が減少している。これは、増価圧力が緩和された3月下旬に当該基準額が引き上げられたことや⁸、自国通貨買い介入による資金吸収が行われたことが影響している。

【図表6】 デンマーク当座預金・中銀CD残高



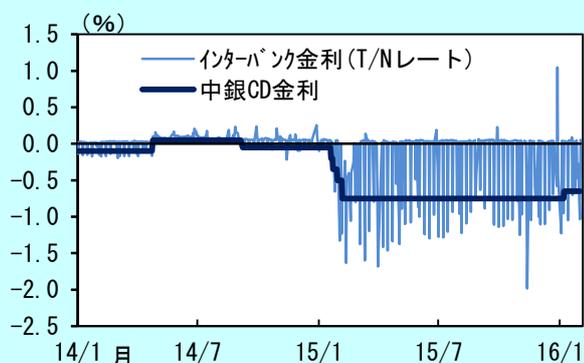
(出所) デンマーク国立銀行

短期金融市場をみると、中銀 CD 発行日の前営業日には、基準額を上回る余資を持つ金融機関が、中銀 CD による1週間のマイナス金利での運用を回避するために、翌営業日スタートで市場運用を図る。一方、基準額を下回る金融機関は、資金を調達して中銀の当預に積んでさや抜きを図るため、両者の間で取引が行われる。こうしたマイナス金利回避のための取引需要もあって、取引高は、マイナス金利政策導入時に増加し、その後も概ねマイナス金利政策導入前の水準以上で推移して

いる（前掲図表4）。

金利面の動向をみると、インターバンクの翌日物金利（T/N）は、中銀 CD 発行日のスタートの取引では、中銀 CD 金利を大きく下回るマイナスとなっている（図表7）。これは、資金の出し手か

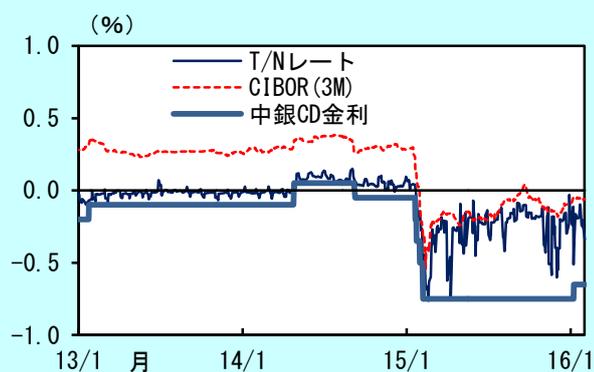
【図表7】デンマークの短期金利（1）



(出所) Bloomberg、デンマーク国立銀行

らみれば、週に1日は大幅なマイナスを甘受しても、残る営業日はほぼゼロ金利での運用が期待できるため⁹、中銀 CD で1週間運用するよりも有利であるとの判断が働いているものと考えられる。中銀 CD の発行日以外にスタートする取引については、こうした事情は当てはまらないため、金利は概ねゼロ近傍で推移している。この結果、インターバンクの翌日物（T/N）の金利は、平均的には中銀 CD 金利をやや上回るマイナス圏で推移し、ターム物レートもそれと整合的な形で形成されている（図表8）。

【図表8】デンマークの短期金利（2）



(注) T/N レートは、5営業日移動平均。
(出所) Bloomberg、デンマーク国立銀行

（スウェーデン）

スウェーデンのマイナス金利政策では、オペ等の中銀負債に適用される金利が、3段階のマイナ

ス金利となっている。具体的には、中銀発行証書は政策金利であるレポレート（▲0.35%）が適用され、ファインチューニング・オペは▲0.45%、預金ファシリティは▲1.1%が適用される。

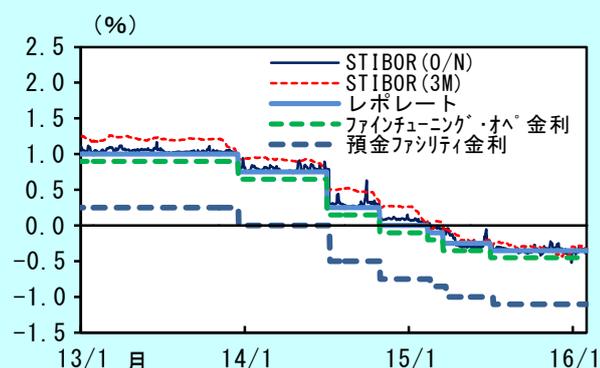
中銀発行証書は1週間物で、日次よりもやや長い期間の市場調節手段として位置づけられている。具体的には、週次でレポの形で発行されており、民間金融機関は、中央銀行に資金を預ける手段として利用できるほか、この証書を担保に市場で資金調達を行うこともできる。一方、ファインチューニング・オペ、預金ファシリティは、日次で行われる市場調節手段となっている。なお、スウェーデンでは、マイナス金利政策と併せて国債買入れも行われており、マイナス金利が適用される中銀発行証書等の残高は、国債買入れの開始前（212億クローナ、15/1月）と比べ、直近は大きく増加している（1,765億クローナ、16/1月）。

スウェーデンの3段階のマイナス金利も、理論上は、資金供給量が拡大しているもとにあっても、スイスやデンマークのように、取引需要を喚起する可能性がある。例えば、▲0.35%の中銀発行証書オペの落札見通し額を明らかに超える余資を持つ先が、他行に▲0.35%以下かつファインチューニング・オペ金利の▲0.45%超で運用することが考えられる。もっとも、これまでのところ、応募額が予定額に届かない（いわゆる「札割れ」）ケースが殆どであり、上記のメカニズムは結果的には働いていないとみられる。

一方で、スウェーデンでは、銀行セクターの預金残高に対する貸出残高の比率が他の欧州諸国対比で高く、恒常的に市場調達比率が高いほか、足もとにかけても貸出残高が増加している。このことは、取引高がマイナス金利政策の導入以前の水準以上で推移している背景となっているとみられる。こうしたもとで、短期市場金利をみると、翌日物金利（O/N）、ターム物金利とも、中銀が設定している3種類のマイナス金利のうち最も高い、中銀発行証書オペ金利（即ちレポレート）近辺で推移している（図表9）。

なお、スウェーデンでは、国債買入れに関するデータが比較的公表されているため、国債買入れの状況についても確認する。

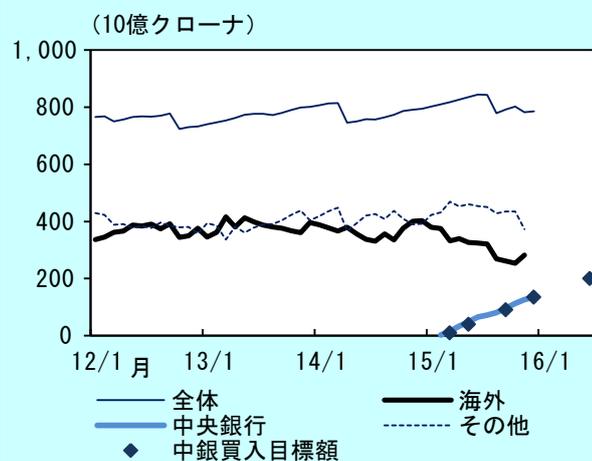
【図表 9】スウェーデンの短期金利



(出所) Bloomberg

スウェーデンの国債買入れは、2015年2月に100億クローナの買入れを決定したあと、4回の買入れ増額の決定を経て、現状、2016年6月までに2,000億クローナの買入れを行うこととなっている。また、買入れの実績をみると、最近では、毎月3~4回、1回の買入れで概ね2銘柄、1銘柄当たり15億クローナ程度の買入れを行っている。こうしたもとで買入れ残高は、概ね予定したペースで増加している(図表10)。

【図表 10】スウェーデンの主体別国債保有状況

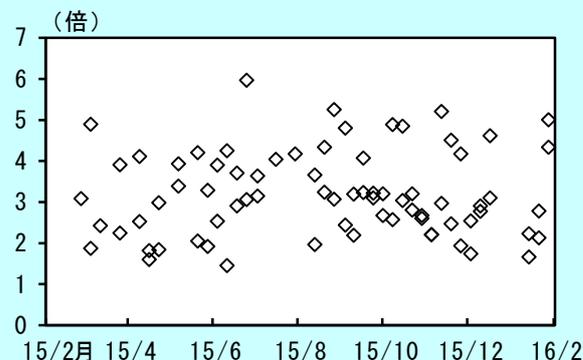


(出所) Riksbank、Sweden National Debt Office

マイナス金利政策のもとで国債買入れオペに応じると、中銀の取引先はマイナス金利が適用される当預等の保有量が増えてしまうため、応札のインセンティブが減ってしまうのではないかと考えられる。しかし、これまでのところ、スウェーデンにおいては、国債買入れの応札インセンティブが減っている様子は窺われない(図表11)。これは、①国債の保有量を減らした主な主体が、国債売却で得た資金を必ずしもスウェーデンで

再投資する必要がない海外投資家であること、②中銀への資産売却価格が上昇(利回りが低下)していることなどが背景にあると考えられる。

【図表 11】スウェーデンの国債買入応札倍率



(注) 国債買入れの決定から2016年1月末までの応札倍率。

(出所) Riksbank

(ユーロ圏)

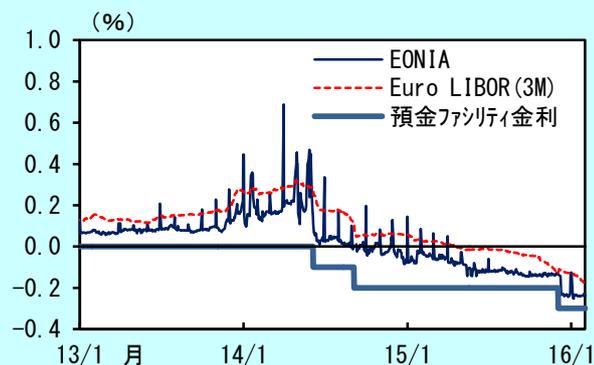
ユーロ圏では、当預残高のうち、金融機関が中銀への預け入れを義務付けられている所要準備部分については+0.05%のプラスの金利が適用されている一方、それを上回る超過準備部分や預金ファシリティ残高に対しては、一律▲0.3%のマイナス金利が適用されている。

なお、ユーロ圏では、週次や四半期で行われる資金供給オペ等を通じた資金供給に加え、2015年3月に開始された国債を含む資産買入れを通じて大量の資金供給が行われている¹⁰。このため、当預等の残高が所要準備を超えて大きく拡大しており、結果として、プラスの金利が適用される残高に対して、マイナスの金利が適用される残高がかなり大きくなっている(前掲図表3)。

こうしたなか、翌日物金利(EONIA)は、マイナス金利導入時には預金ファシリティ金利をはっきりと上回る水準で推移していたが、中銀当預等が増大してくるにつれて低下してきており、最近では、預金ファシリティ金利近傍での動きとなっている。(図表12)。

EONIAの取引高をみると、マイナス金利導入当初には、短期金利と預金ファシリティ金利のスプレッドが相応にあったことから、マイナス金利回避を企図した取引がみられていたため、相応の水準が維持されていた。その後は、中銀当預等が増加し、当該スプレッドが縮小してくるとともに、資金の出し手のマイナス金利回避のための資金

【図表 12】ユーロ圏の短期金利



(出所) Bloomberg

放出意欲や資金の取り手の調達需要が低下しているとみられることから、取引高は減少傾向にある¹¹（前掲図表 4）。

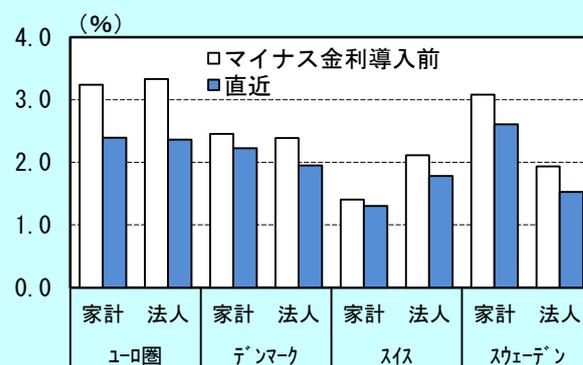
おわりに

本稿では、欧州でマイナス金利政策を導入している国・地域について、当該政策の枠組みを階層構造に着目しつつ概説し、短期金融市場の動向を確認した。短期金融市場の取引高については、ユーロ圏を除く各国では、マイナス金利政策の導入以前並みかそれを上回る水準で推移していること、特にスイスやデンマークでは、階層構造に動機づけられた金利裁定取引が観察されることを説明した。

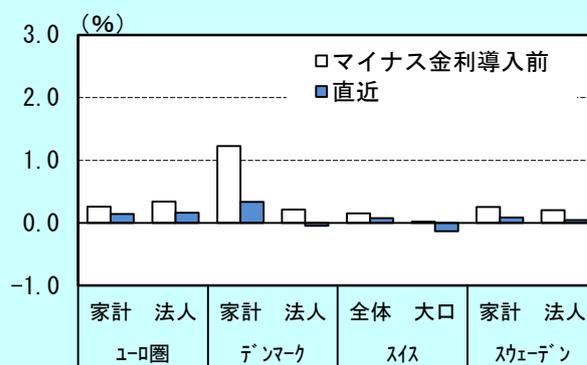
また、こうした取引を受けて、いずれの国・地域でも短期金融市場の金利はマイナス圏で推移していることを確認した。この点は、マイナス金利政策が、イールド・カーブの起点となる短期金利をマイナスとするには、中銀負債の一部にマイナス金利を適用し、その限界的な保有コストに影響を与えることが有効であることを示唆している。

なお、こうした市場金利の変化が、より幅広い資産価格や実体経済にもたらす影響については、本稿の分析の射程外ではあるが、最後に、欧州におけるマイナス金利政策が短期金融市場の外に波及していく経路の「入り口」をみる観点から、貸出・預金金利の反応を概観してみる（図表 13）。まず貸出金利については、各国・地域ともマイナス金利政策の導入後に低下しており、このことは、実体経済にポジティブな影響をもたらしていると考えられる。一方、預金金利も低下しているが、

【図表 13】貸出・預金金利の変化
貸出金利



預金金利



- (注) 1. いずれも、新規実行ベース、後方 6 か月平均。直近は 2015 年 12 月。
 2. 貸出金利については、家計は住宅ローンで、スイスが 5 年、スウェーデンが 5 年超、ユーロ圏、デンマークが 5～10 年。法人は非金融法人向けで、ユーロ圏、デンマーク、スウェーデンが 1～5 年、スイスが 3～5 年。
 3. 預金金利については、家計は、ユーロ圏が普通預金、スウェーデンが普通・定期預金、デンマークが 2 年超の定期預金。法人は、非金融法人向けで、ユーロ圏、デンマークが普通預金、スウェーデンが普通・定期預金。スイスは、家計・法人を合算した普通・定期預金全体の計数と、そのうちの 10 万スイスフラン以上の大口 1 か月定期預金の計数を掲載。

(出所) 各中央銀行

貸出金利の低下幅に比べると、低下幅は総じて小幅となっている。また、一部の国で預金金利がマイナスとなる事例もみられるが、法人向け預金や大口預金の金利に限られており、リテール向け預金の金利は各国・地域ともプラスの水準を維持している。

冒頭述べたように、金融市場の構造や金融市場調節の枠組み、市場実務面に違いがあることを踏まえれば、欧州における短期金融市場の事例が、そのままが国に当てはまるとは限らない。しかし、金融市場参加者の根本的な行動原理について、日本と欧州の間に共通する部分も相応にあるとすれば、先行する欧州の事例について丹念にフォ

ローすることは、マイナス金利政策のもとでわが国の短期金融市場が適切に機能を発揮していく道筋を考えていくうえで有用と思われる。

- ¹ 2009年7月から2010年9月にかけて、スウェーデンが預金ファシリティ金利をマイナスとしていた事例がある。もともと、当時は、中銀発行証券オペやファインチューニング・オペといった中銀負債の金利がプラスであったことから、マイナス金利を回避することが可能であったこともあり、マイナス金利が適用された預金ファシリティの残高は微少であった。なお、ノルウェーも2015年9月から中銀負債にかかる金利が一部マイナス化しているが、政策金利はマイナスにはなっていない。
- ² デンマークでは、デンマーク・クローネの為替レートがユーロにペッグされているため、同国の金融政策はユーロ圏の金融政策に大きく影響を受ける。
- ³ スイスのマイナス金利導入の背景についてやや仔細にみると、対ユーロでのスイスフランの増価圧力が高まるなか、2011年9月にスイスフランの対ユーロ相場下限（1.2スイスフラン）が設定され、下限維持のために無制限の為替介入が行われていた。2014年12月には、ECBによるマイナス金利政策を受けてフラン高圧力が一層高まるも、2015年1月22日からマイナス金利政策（政策金利は▲0.25%）を適用することを決定。もともと、適用日前の2015年1月15日には、ユーロがドルに対して大幅に減価し、スイスフランの対ドル相場も減価したことを受けて、スイスフランに対する過大評価は低減したとして、当該下限の撤廃を決定するとともに、下限撤廃が不適切な引締効果を生まないように、政策金利の水準を▲0.75%とすることを決定した。
- ⁴ ただし、スウェーデンについても、マイナス金利政策について、為替を通じた経済・物価への波及ルートを期待している旨を表明している。例えば、スウェーデン中銀がマイナス金利政策導入後に公表した金融政策に関する解説資料（“Monetary Policy Report February 2015”）を参照。
- ⁵ ECBについても、所要準備部分と超過準備部分に「分割」して「異なる金利を適用している」とも言えるが、市場においては、2015年末に（過剰流動性部分を分割して異なる金利を適用するという意味での）「階層構造の採用の可能性」が取り沙汰されたことにみられるように、現時点の枠組みは階層構造とは理解されていない。
- ⁶ 金融機関保有現金の増加（減少）額は、マイナス金利政策導入前の2013年12月から2014年12月に各金融機関が保有していた現金の平均額に対する増加（減少）額として計算される。
- ⁷ デンマーク中銀は、2014年9月に▲0.05%とした中銀CD金利について、2015年1月19日（▲0.20%）、同1月22日（▲0.35%）、同1月29日（▲0.50%）、同2月5日（▲0.75%）と、相次いで引下げを発表した。同中銀の2月5日の公表文では、ECBによる資産買入プログラム開始の発表を受けて同国への大量の資金流入がみられていることなどが利下げの背景とされている。
- ⁸ デンマーク中銀は、2015年3月、370億クローネであった当預の上限である基準額を、同18日（1,450億クローネ）、同23日（1,730億クローネ）にそれぞれ引き上げた。
- ⁹ 中銀CD発行日以外の営業日は、既に1週間物の中銀CDへの振替が済んでいるため、資金需給の変動を無視すれば、銀行セクター全体の当預残高はゼロ金利が適用される基準額に等しくなる。このため、発行日スタート以外の取引については、裁定の基準となる金利はゼロ金利となる。
- ¹⁰ ECBでは、現在3つの資産買入プログラム（ABS、カバードボンド、国債）を実施している。月間買入目標額は3プログラム合計で600億ユーロとされている。
- ¹¹ 2015年6月のECB政策理事会議事要旨では、大量の資金供給により、翌日物市場金利と預金ファシリティ金利のスプレッドが縮小するなか、金融機関の市場への資金放出意欲が低下し、市場機能への悪影響が生じる可能性が指摘されていた。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行金融市場局総務課市場分析グループ（代表 03-3279-1111）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<http://www.boj.or.jp> で入手できます。