

## 国債補完供給の利用状況からみた国債市場の機能度

金融市場局 井出穰治、高橋優豊、増田朋晃

Bank of Japan Review

2025年3月

日本銀行では、国債市場の流動性向上と円滑な市場機能の維持に貢献する観点から、国債補完供給制度（SLF）のもとで、市場参加者に国債を一時的・補完的に供給している。SLFの利用は、イールドカーブ・コントロール撤廃を見込んだ国債の売り圧力と、それを受けた日本銀行の大規模買入れから国債市場の流動性が大きく低下した2023年初に急増し、その後も高止まりの状況が続いたが、2024年半ば以降は減少している。利用額減少の背景としては、投資家のポジション動向の変化に加え、日本銀行の国債買入れ減少やレポレート安定により、国債の現物・先物市場やレポ市場の機能度が幾分改善していることが指摘できる。もっとも、10年既発債を中心に、日本銀行の国債保有比率が極めて高い銘柄が残存する中、SLFは引き続き国債市場の流動性を下支えする役割を果たしている。日本銀行としては、今後も、SLFの利用状況に映し出される国債市場の機能度について、丁寧にフォローしていく。

## はじめに

日本銀行では、国債市場の流動性向上と円滑な市場機能の維持に貢献する観点から、2004年4月に国債補完供給制度（Securities Lending Facility<以下、SLF>）を導入しており、この制度のもと、日本銀行が保有する国債を市場参加者に一時的かつ補完的に供給している<sup>1</sup>。

本制度の狙いを分かりやすく説明すると、次のとおりである。国債の流通市場では、マーケットメイクや投機目的で、保有していない債券を売却したうえで（空売り）、他者からの買入れや借り入れで売却対象となる債券を調達して受け渡し、といった取引が頻繁に行われる。こうした取引において、売却した主体が、何らかの事情で当該銘柄を調達できず、受け渡しができない事態（「フェイル」）が大規模、あるいは頻繁に生じると、結果として市場参加者が空売りによるマーケットメイクや投機的な売買をしにくくなるおそれがある。こうした状況を防ぐために、日本銀行が一時的かつ補完的に国債を貸し出すのが、SLFである。

このため、制度の導入当初、日本銀行では、SLFの利用にかかる最低品貸料を1.0%と市場取引における水準よりも相応に高めに設定したほか、

SLFの利用期間も原則1日とするなど、バックストップとしての性格を明確にしていた。もっとも、2013年4月の「量的・質的金融緩和」（以下、QQE）の開始以降は、日本銀行が大規模な国債買入れを実施し、市場において国債を調達する取引が難しい場面が増えることが予想される中、国債市場の機能を維持するため、SLFの取り扱いを随時見直してきた。この間の主な要件緩和措置としては、①最低品貸料の引き下げ（現在は、0.25%）、②銘柄別の売却上限額の引き上げ（現在は、売却上限額は撤廃）、③連続利用日数の引き上げ（現在は、50営業日）などが挙げられる<sup>2</sup>。

SLFは、こうした運用見直しを受けて、大規模緩和の下では実際に利用される場面が増加し、国債市場の流動性向上や円滑な市場機能の維持に大きな役割を果たしてきた。特に2022年半ば以降、内外の物価情勢等を映じて市場に金利先高観が生じ、その抑制のために、日本銀行の国債買入れ額が大きく増加した局面では、SLFの利用が大きく増加した。その後は、国債需給の引き締めり度合の強弱に応じて、SLFの利用額も増減している。換言すれば、SLFの利用状況は、その時々为国債の現物・先物市場や国債の貸借取引の場であるレポ市場の、基調としての機能度を映じていると言える。そこで、本稿では、近年、SLFの利用

状況が国債市場の需給に応じてどのように変化してきたのかを分析することを通じて、そこから窺われる国債市場の機能度を考察する。

## 近年の SLF の利用状況

近年の SLF 利用額の推移をみると、大きく 3 つの局面に分けて整理することができる（図表 1）。

第 1 局面は、SLF 利用額が急増した 2022 年末～2023 年初である。2022 年 12 月の金融政策決定会合で、日本銀行が長期金利の変動幅を従来の±0.25%程度から±0.5%程度に拡大させ、イールドカーブ・コントロール（以下、YCC）の運用の一部見直しを決定すると、国債市場では、日本銀行の金融政策の更なる修正・変更への思惑が高まり、強い金利上昇圧力が生じた。こうした金利上昇圧力を抑制するため、日本銀行では指値オペや臨時オペの実施等を通じて、国債買入れ額を大幅に増やし、2023 年 1 月の国債買入れ額は 23 兆円程度と月間ベースで過去最高となった。

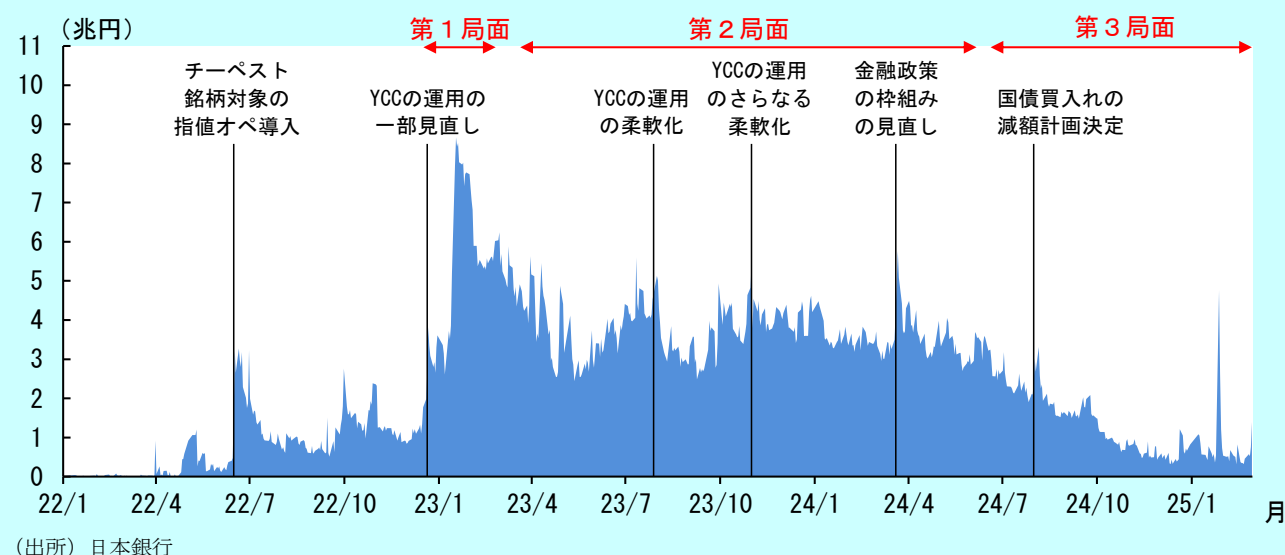
こうした日本銀行による大規模な買入れに伴って国債の需給の逼迫感が強まる中、国債市場では、SLF を長期に亘って継続的に利用することを前提とした大規模なショート・ポジション造成の動きが生じ、そうした売りを受けたとみられる市場参加者が日本銀行の国債買入れオペに多額の応札を行ったことで、10 年物国債のカレント 3 銘柄は、日本銀行の保有比率が一時的に 100%を超える状態となるなど、国債の需給の逼迫感は一段と強まった。このほか、当時は、国債の市中流通

額<sup>3</sup>が大きく減少する中、現物・先物間の連動性が低下していたことも、ベース取引（特に、割高化していた現物を売却する一方、割安化していた先物を購入する、ショート・ベース取引）の拡大を通じて、債券先物のチーペスト銘柄の SLF 利用額増加に繋がった<sup>4</sup>。こうしたことが相俟って、2023 年 1 月のピーク時には、SLF 利用額は、1 日当たり 8 兆円超まで急増した<sup>5</sup>。

第 2 局面は、SLF 利用額の高止まりの状況が続いた 2023 年春先～2024 年半ばまでの期間である。この間の動きをみると、2023 年春先にかけては、①同年 2 月に、日本銀行が 10 年物国債のカレント 3 銘柄のうち、需給が長期に亘り著しく引き締まる懸念があると認められる銘柄を対象に、最低品貸料の見直し等の措置を講じる旨を公表したことや<sup>6</sup>、②同年 3 月に米欧金融部門を巡る不確実性の高まりから、海外金利が低下し、わが国の金利にも低下圧力が加かったことなどから、第 1 局面にみられたような大規模な空売りの動きは収まり、SLF 利用額は、2023 年 5 月には 2 兆円台半ばまで一旦減少した。

もっとも、2023 年 7 月と同年 10 月の 2 度に亘る YCC の運用柔軟化の決定以降も、SLF の 1 日当たり利用額は 3～5 兆円程度と、高水準で推移した。この背景としては、前述のベース取引に加え、①ピーク時対比減少したとはいえ、YCC の枠組みのもとで日本銀行は引き続き大規模な国債買入れを継続し、10 年債を中心に日本銀行による国債保有比率が高い状況は継続したこと、②そう

【図表 1】国債補完供給の利用額の推移



したもとの、将来的な YCC 撤廃やマイナス金利解除に対する思惑などから、投資家は、全体としては国債のショート・ポジションを造成・維持する動きを継続し、SLF の利用ニーズが引き続き高かったことを指摘できる。

最後に、第3局面は、SLF 利用額が大きく減少している 2024 年半ばから現在に至るまでの期間である。SLF 利用額は、2024 年3月の「金融政策の枠組みの見直し」直後は1日当たり4兆円程度であったが、同年半ば以降は減少傾向を辿り、10月には、2022 年12月以来、久方ぶりに1日当たりの利用額が1兆円を下回った。その後は、2025 年1月の金融政策決定会合直後などに一時的に増加する場面はみられているが、均してみれば足もとの1日当たりの利用額は数千億円程度となっている。

2024 年半ば以降の第3局面における SLF の利用額減少は、国債の現物・先物市場や国債の貸借取引の場であるレポ市場における国債の需給面の変化等によって生じているとみられる。以下では、①国債の市中流通額、②投資家のポジション動向、③レポ市場におけるレート形成に関して、具体的にどのような変化が生じ、SLF の利用額減少に繋がっているかを整理する。

### SLF の利用額減少の背景①： 国債の市中流通額の増加

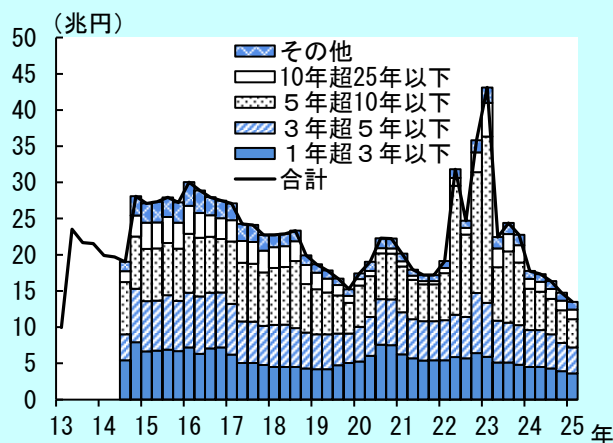
SLF の利用額減少の第1の背景としては、①日本銀行による国債買入れ減額の進捗や、②財務省の流動性供給入札および日本銀行の SLF にかかる減額措置により、新発債・既発債ともに国債現物市場での市中流通額が増加し、国債の需給が幾分改善していることが挙げられる。

#### (国債買入れ減額の進捗)

前述した通り、日本銀行による国債買入れ額は、2022 年12月の YCC の運用の一部見直し以降に急増したあと、2023 年7月以降の YCC の運用柔軟化局面でも高水準で推移した<sup>7)</sup>。もっとも、2024 年夏場以降は、同年7月に決定された国債買入れの減額計画に沿って、月間の買入れ額は毎四半期4,000 億円程度減少している。こうした中、2025 年1~3 月期の買入れ額は約13.5 兆円と、QQE が開始された2013 年4~6 月期以降で最も低い水準と

なることが見込まれる(図表2)。この間、残存期間別の減額の割振りについては、これまでのところ、各残存期間の毎月の国債発行額に対する日本銀行の買入れ額の比率が高い年限(10 年以下のゾーン)を優先的に減額している。

【図表2】日本銀行による国債買入れ額



(注) 指値オペを含む。「その他」は、1年以下・25年超・物価連動債・変動利付債の合計。2013年1Qから2014年2Qは、残存期間区分が異なるため、内訳を表示していない。  
(出所) 日本銀行

国債買入れの減額が進捗する中、新発債の需給にははっきりとした変化が生じている。日本銀行による10年債の保有比率をみると、2022 年半ばから2023 年前半にかけては、前述の通り、指値オペや臨時オペ等を通じた大規模な国債買入れが続く中、特に10年新発債は、発行直後から日本銀行が大半を保有する状況が発生した(図表3)。もっとも、足もとでは、国債買入れの減額が進捗する中、日本銀行による10年新発債の保有比率は相対的に低位で推移しており、こうした動きは2年や5年の新発債でも確認できる<sup>8)</sup>。

このように、以前に比べると新発債の市中流通額が増加する中、新発債のショート・ポジションを造成している市場参加者は、債券調達ニーズをSCレポ市場で満たしやすくなっている。この結果、新発債に関しては、SLFは殆ど利用されなくなっている。

【図表 3】日本銀行による 10 年債の保有比率

年 月	22				23				24				25
	1	4	7	10	1	4	7	10	1	4	7	10	1
10年360回債	68	71	74	79	86	88	88	88	88	88	88	88	88
361回債	53	54	57	66	82	88	88	88	88	88	88	88	88
362回債	59	63	66	72	80	84	85	85	85	85	85	85	85
363回債	35	45	47	59	68	75	81	81	81	81	81	81	81
364回債	20	34	69	76	77	78	83	83	83	83	83	83	83
365回債	1	40	64	83	83	83	84	84	84	84	84	83	82
366回債		76	89	92	96	96	95	95	95	95	95	93	87
367回債			29	76	106	92	90	90	90	90	90	90	88
368回債				109	104	95	94	93	93	93	93	93	90
369回債					111	90	89	89	89	89	89	89	89
370回債						56	58	73	78	81	81	81	81
371回債							44	52	56	58	60	63	64
372回債								70	54	54	59	62	63
373回債									17	29	36	43	44
374回債										30	29	39	39
375回債											20	18	26
376回債												5	15
377回債													12

(注) 太枠は、各回号の初回発行月。各月末時点。  
(出所) 財務省、日本銀行

（流動性供給入札および減額措置）

前述した通り、国債買入れの減額は、新発債の需給を緩和する方向に作用しているが、日本銀行による保有比率が既に高い既発債の需給を緩和する訳ではない。この点、財務省による流動性供給入札や日本銀行による SLF にかかる減額措置（日本銀行が貸し出した国債をオペ先が買い取る措置）は、既発債の市中流通額の増加を通じ、既発債の SLF の利用額減少に繋がると考えられる。

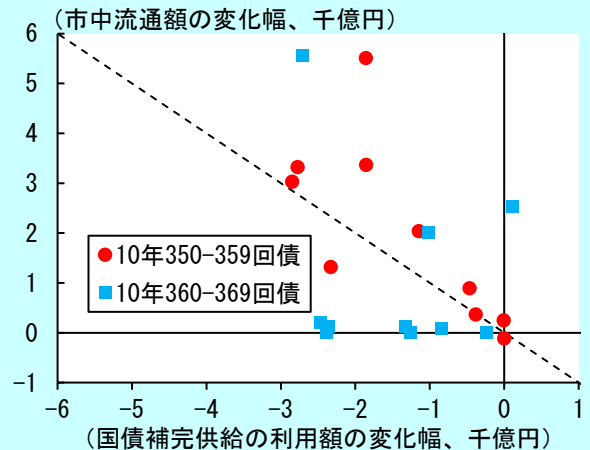
流動性供給入札は、国債市場の流動性の維持・向上等を企図し、既発債のうち、構造的に流動性が不足している銘柄や、需要の高まり等を受けて一時的に流動性が不足している銘柄を追加発行する制度である<sup>9</sup>。流動性供給入札は、前営業日の金利を基準とした入札制度であるため、過去の国債市場特別参加者会合（PD 懇）でも指摘されている通り、入札日のイールドカーブの形状の変化により応札妙味が高まった銘柄に落札が集中しやすいが、このところの落札結果をみると、日本銀行の保有比率が高く、需給の引き締め感が相対的に強い銘柄が落札されている。

この間、日本銀行では 2024 年 10 月に、日本銀行の保有比率が極めて高い銘柄がチーペスト銘柄になることを踏まえ、日本銀行が国債市場の流動性改善に資すると判断する場合には、SLF にかかる減額措置を原則として認める方針を明確にした<sup>10</sup>。その後、日本銀行では減額措置を複数回実

施しており、チーペスト銘柄等の市中流通額は幾分増加している。

こうした流動性供給入札や減額措置の需給緩和効果を確認するため、このところの流動性供給入札で落札が多かった銘柄（10 年 355 回債～359 回債等）や、減額措置の利用が最近みられた銘柄について、市中流通額と SLF 利用額の間をみると、市中流通額の増加と概ね平行な形で SLF 利用額が減少していることが分かる（図表 4）。

【図表 4】10 年債の銘柄別の市中流通額と SLF 利用額の関係



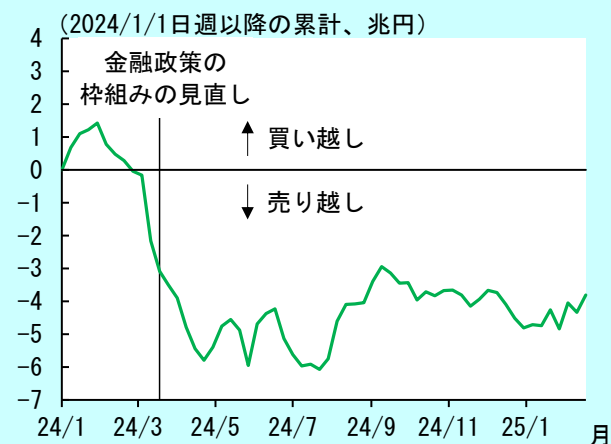
(注) 2024 年 3 月から 12 月の変化。市中流通額は、月末時点。  
国債補完供給の利用額は、月中平均。破線は、-45 度線。  
(出所) 財務省、日本銀行

SLF の利用額減少の背景②：  
投資家のポジション動向の変化

最近の SLF 利用額減少には、前述した国債の市中流通額の増加に加えて、投資家のポジション動向の変化も大きく影響していると考えられる。

この点、債券先物の主要な取引主体である海外投資家の売買動向をみると、2024 年春先以降、マイナス金利解除や YCC 撤廃を巡る思惑、円安進行を受けた追加利上げ期待、国債買入れの減額を巡る思惑等から、ショート・ポジションを造成する動きが進んだ（図表 5）。もっとも、2024 年 8 月初に、米国の景気減速懸念の高まりをきっかけとして世界的に株価が急落し、リスクセンチメントが慎重化すると、こうしたポジションを急速に巻き戻す動きが生じた。なお、本稿では、データ制約の関係で、先物市場における投資家の売買動向に焦点を当てているが、海外投資家を含む多くの投資家は、ポジションの構築に際して、現物市場

【図表 5】 海外投資家による債券先物の売買動向

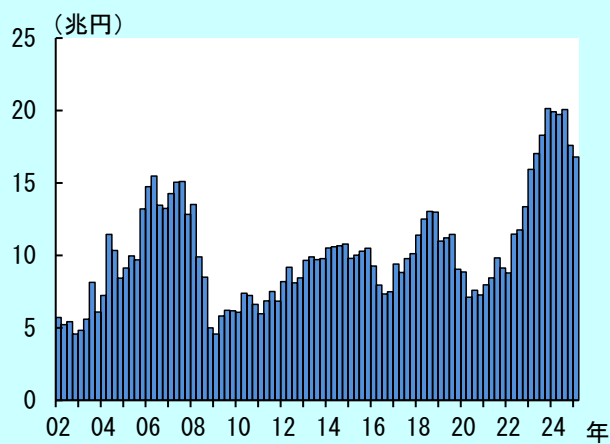


やスワップ市場等でも活発に取引を行っている。これらの市場においても、先物市場と同様、2024年春先以降はショート・ポジションの造成、夏場はその巻き戻しが生じたとみられ、夏場のショート・ポジション縮小の動きは、SC レポ市場における債券調達需要の減少を通じて、SLF 利用額の減少に繋がったと考えられる<sup>11</sup>。

なお、2024年秋口以降は、わが国の経済・物価が、日本銀行の「展望レポート」の見通しに概ね沿った動きを示し、追加利上げ期待が高まる中、海外投資家を中心にショート・ポジションの造成を再開させる動きがみられる（前掲図表 5）。利用可能なデータや市場参加者の声を踏まえると、最近の投資家のポジション動向に関しては、以下の2点の特徴を指摘できる。

第1に、2024年3月にYCCが撤廃され、8月以降は国債買入れの減額が進むもとで、以前のように残存7年から10年ゾーンをアウトライトで大規模にショートするというよりは、年限間のロング・ショートを組み合わせ、相対価値（レラティブ・バリュー）に着目して細かくポジションを構築する主体が増加しているとみられる。こうした中、市場全体のショート・ポジションの総量も、以前ほどは積み上がっていないとみられる。実際、足もとにかけての債券先物の建玉の推移をみると、引き続き水準は高いものの、ピーク時対比では減少している（図表 6）。第2に、投資家が現物を新たにショートする際は、日本銀行の保有比率が高く需給の逼迫感が強い銘柄というよりは、国債買入れの減額が進捗する中で需給の逼迫感が薄れている新発債やその周辺の既発債を使うケ

【図表 6】 債券先物の建玉



ースが増加しているとみられる。

このように投資家のポジション動向に変化がみられている結果、追加利上げ期待等からショート・ポジションが造成される局面でも、SLF 利用額が以前のように大きく増加する事象は生じていない（前掲図表 1）。

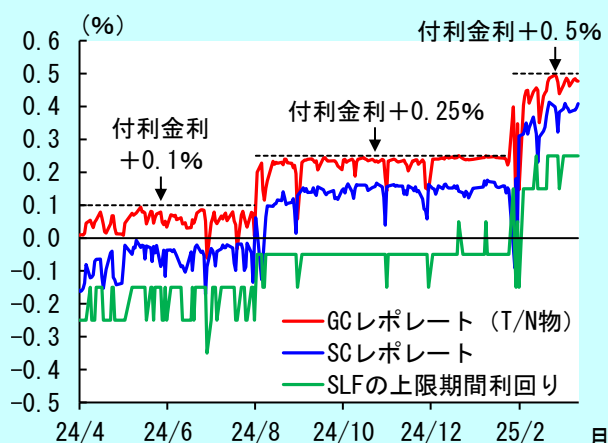
### SLF の利用額減少の背景③： レポレート of 安定

国債市場における需給両面の要因に加えて、プラス金利の世界が定着する中、GC レポ市場（取引対象債券の銘柄を特定しないレポ市場）におけるレート形成の安定化が、SLF 利用額の減少に寄与している面も指摘できる。

この点を理解するため、まず、国債の貸借取引におけるレート形成のメカニズムを整理する。日本銀行のSLFでは、期間利回りによる入札を通じて、市場参加者に貸し出す銘柄と金額が決定されるが、SLF 利用に際して一定のコスト（最低品賃料）を課す観点から、当該入札では上限期間利回り（以下、SLF レート）を設定している。このSLF レートは、GC レポレートに基づいて決定されるため<sup>12</sup>、GC レポレートの安定は、SLF レートの安定に繋がる。この点、市場参加者は、日本銀行から債券を調達するコストと言える SLF レートを念頭に、SC レポ市場（取引対象債券の銘柄を特定するレポ市場）で債券を貸借する際のレート目線を形成することから、GC レポレートの動きは、SLF レートを通じて、SC レポレートに影響する。

こうしたレート間関係を念頭に、GC レポレート推移をみると、2024 年 3 月のマイナス金利解除後しばらくは、証券会社の在庫ファンディング需要の多寡等に応じて、日々の変動が比較的大きい状況が続き、その結果、SLF レートも日々上下する動きとなった（図表 7）<sup>13</sup>。もっとも、2024 年夏場以降は、GC レポレートは付利金利近くまで水準を切り上げるとともに、日々の変動も小さくなっている<sup>14</sup>。その結果、SLF レートは安定化し、SC レポレートも、マイナス金利解除直後と比べて安定して推移している。市場参加者からは、SC レポ市場で国債の借り手と貸し手の間のレート目線が揃いやすくなったことで、マイナス金利解除直後と比べると、ターム物も含めて SC レポの取引量が増加したとの声が聞かれており、こうした動きも SLF 利用額の減少の一因になっていると考えられる。

【図表 7】レポレートと SLF の上限期間利回り



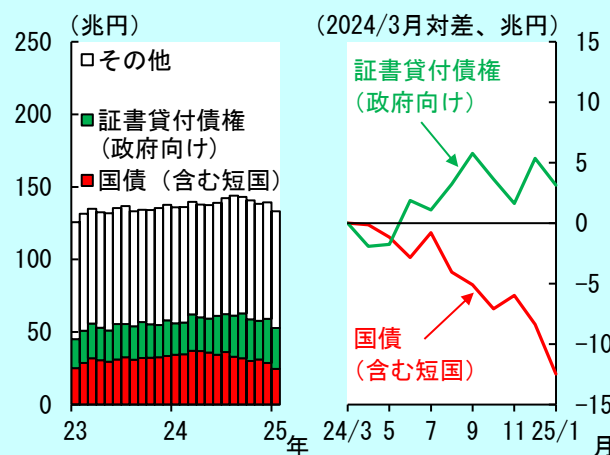
(注) SC レポレートは銘柄別の SC レポ出来高による加重平均。  
(出所) 日本銀行、日本証券業協会、ジェイ・ボンド東短証券

この間、2025 年 1 月の金融政策決定会合の直後には、同会合の翌営業日に期落ちが集中していたターム物取引のロールに影響が生じた結果、幅広い銘柄の国債の需給が逼迫し、GC レポレートが大きく低下する中、SLF の利用額・利用銘柄数が一時的に急増する場面がみられた<sup>15</sup>。もっとも、こうした状況は 1 週間程度で解消され、2025 年 2 月以降は、GC レポレートは付利金利近くで再び安定して推移している。

2024 年夏場以降の GC レポレートの安定化の背景としては、プラス金利の世界が徐々に定着する中、銀行勢が担保の範囲内で資金調達を積極化させていることが挙げられるが、特に 2024 年夏場

以降、GC レポ市場で資金調達する際の担保として、国債をより有効活用する動きが広がっていることを指摘できる。実際、日本銀行が受け入れている担保の内訳をみると、証書貸付債権を差し入れる代わりに国債を引き出す動きがみられている（図表 8）。また、2025 年 1 月には、日本銀行が 2 年前に実施した 2 年物の共通担保資金供給オペが 10 兆円近く期落ちしており、これに伴って金融機関の担保制約が若干緩和していることも、GC レポレートの安定化に寄与していると考えられる。

【図表 8】日本銀行が受け入れている担保残高



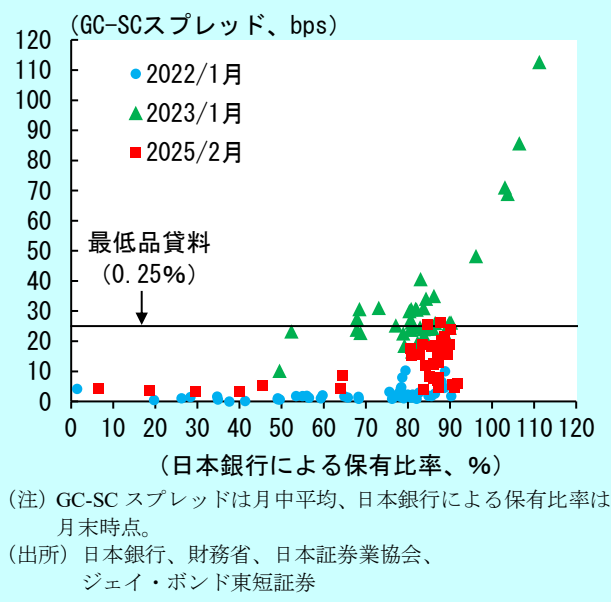
(注) 担保価額ベース。  
(出所) 日本銀行

## おわりに

本稿で指摘した通り、SLF の利用額は、YCC のもとで日本銀行による国債買入れが大きく増加し、国債の需給が極めて逼迫した時期に急増し、その後も高止まりの状況が続いていたが、2024 年半ば以降は、①国債の市中流通額の増加、②投資家のポジション動向の変化、③レポレートの安定化、の 3 つの要因から減少している。こうした SLF 利用額の減少は、ひと頃と比べて国債市場の需給が幾分緩和し、レポ市場の機能度が幾分改善している証左と言える。

実際、個別銘柄の希少性を表す GC-SC スプレッドをみると、このところ全体として縮小している（図表 9）。こうした中、SC レポ市場で国債を調達するよりも SLF を利用して日本銀行から調達した方がコストが低い銘柄の数は、2024 年夏場以降、はっきりと減少している。

【図表 9】10年債の銘柄別にみた日本銀行による保有比率とGC-SCスプレッド



もともと、残存 8 年程度以下の 10 年債を中心に、日本銀行の国債保有比率が極めて高い銘柄は残存している。前述した GC-SC スプレッドについても、SLF の利用が殆どみられていなかった 2022 年初と比べると、日本銀行の国債保有比率が高い銘柄を中心に、なお拡大した状況が続いてい

る（前掲図表 9）。こうしたもとで、SLF の利用額は低水準になっているとはいえ、引き続き相応の銘柄で恒常的に利用されている。また、前述した通り、2025 年 1 月下旬には、レポ市場全体の需給が一時的に逼迫し、SLF の利用額・利用銘柄数が急増する場面もみられた。その意味では、SLF は、引き続き国債市場の流動性を下支えする役割を果たしていると考えられる。

現在、日本銀行では、2024 年 7 月の金融政策決定会合で決まった国債買入れの減額計画に沿って、毎四半期 4,000 億円程度の減額を進めている。その進捗は、国債の市中流通額の増加を通じて、レポ市場の需給緩和に繋がっていくと期待される。また、10 年既発債の需給逼迫については、日本銀行の保有比率が極めて高いチーペスト銘柄等を対象に、日本銀行が「流動性改善に資する」と判断した場合には、SLF にかかる減額措置を認める方針を明確にするなどの措置により、逼迫感の改善に努めている<sup>16</sup>。日本銀行としては、これらの施策の効果も含め、SLF の利用状況に映し出される国債の流通市場の機能度について、丁寧にフォローしていく。

<sup>1</sup> 日本銀行が SLF を導入した背景や当時の市場環境については、以下の文献を参照。

日本銀行金融市場局（2004）、「国債市場と日本銀行」。

日本銀行金融市場局（2004）、「2003 年度の金融調節」。

<sup>2</sup> このほか、①2019 年 4 月には、チーペスト銘柄等で日本銀行の保有比率が 80%以上の銘柄について、SLF にかかる減額措置の要件を緩和し、日本銀行が国債市場の流動性改善に資すると判断した場合には減額措置を承諾する扱いとしたほか、②2022 年 6 月には、チーペスト銘柄等に関して、SLF の連続利用日数の上限を引き上げることとした。

<sup>3</sup> 本稿では、国債の市中流通額は、各銘柄の発行残高から日本銀行の保有残高を控除したものと定義している。

<sup>4</sup> Aziz and Jackman (2022) は、わが国と同様に YCC を実施していた豪州でも、現物・先物価格間の裁定関係からの乖離の拡大が、割高化していた現物を売却する一方、割安化していた先物を購入する、ショート・ベース取引の増加を通じて、チーペスト銘柄における SLF 利用の増加に繋がったとしている。

Aziz, Ahmet, and Ben Jackman (2022), "The RBA and AOFM Securities Facilities," *RBA Bulletin*, December 2022, pp. 52-59.

<sup>5</sup> 2022 年 12 月の YCC の運用の一部見直し後の日本銀行による国債買入れや SLF の運営については、以下の文献を参照。

日本銀行金融市場局（2023）、「2022 年度の金融市場調節」。

<sup>6</sup> 詳細は、以下のリリースを参照。

「10 年物国債のカレント 3 銘柄にかかる金融市場調節面の措置について」（2023 年 2 月 16 日）。

<sup>7</sup> 子細にみると、2023 年 11 月～2024 年 1 月にかけては、①米国の長期金利が低下する中で、わが国長期金利の上昇圧力が和らいだことや、②大口投資家による国債投資の増加等を背景に、国債の需給が引き締まったことを受けて、日本銀行では、国債買入れを幾分減額した。

<sup>8</sup> 日本銀行による国債買入れオペの結果からも、このところ国債の需給が幾分緩和していることが窺われる。すなわち、日本銀行による大規模な国債買入れが続いていた時期は、国債買入れオペにおける最低落札利回りが市場実勢利回りを下回るケースが多かったが、国債買入れの減額が進捗するもと、最近市場実勢並みで国債買入れオペが決まるケースが増えている。

<sup>9</sup> 流動性供給入札は、2006 年 4 月の開始当初は、残存 11～16 年の 20 年債のみを対象としていたが、市場環境等を踏まえて、発行額や対象範囲は変更されており、例えば 2024 年 8 月には、市中流通額が少ない残存 5 年超 15.5 年以下の発行額が増額された。なお、流動性供給入札については、以下の文献が分かりやすい。

財務省（2024）『債務管理レポート 2024』、67-68 頁。

服部孝洋・齋藤浩暉（2023）「流動性供給入札入門」、『ファイナンス』9月号、22-29 頁。

<sup>10</sup> 詳細は、以下のリリースを参照。なお、チーペスト銘柄等の SLF にかかる減額措置の要件緩和は、脚注 2 で記しているように、2019 年 4 月に導入された措置であり、下記のリリースはそれを改めて明確にしたものである。

「チーペスト銘柄等にかかる国債補充供給の要件緩和措置の継続について」（2024 年 10 月 16 日）。

<sup>11</sup> 投資家が、先物の売り越しやシンセティック・ショート（現物オプションの組み合わせ）等を通じて、ショート・ポジションを構築した場合、当該取引を受ける証券会社は、ロング・ポジションを抱えることによる金利リスクをヘッジするため、現物のショート・ポジションを構築することが多い。このため、こうした投資家が先物の買い戻し等によりショート・ポジションをカバーする場合、証券会社のショート・ポジションも縮小すると考えられる。

<sup>12</sup> より正確には、SLF レートは、「東京レポ・レート（T/N 物）を勘案した水準－最低品貸料」として算出されており、最低品貸料は現在 0.25% となっている。

<sup>13</sup> マイナス金利解除後の短期金融市場の動向については、以下の文献も参照。

日本銀行金融市場局（2024）、「超過準備下の短期金融市場の動向と機能度」、日本銀行調査論文。

<sup>14</sup> この間、GC レポレートが付利金利の水準をはっきりと上抜ける場面はみられていない。これは、潤沢な超過準備のもとでは、GC レポレートが付利金利を上回ると、都銀等の付利先が資金放出を積極化させるためである。

<sup>15</sup> レポ市場における需給の逼迫を受け、日本銀行では、SLF における応募銘柄数の上限を一時的に引き上げる措置を 2025 年 1 月 24 日に発表した（詳細は、以下のリリースを参照）。なお、1 月 27 日の SLF の利用額は、2024 年 3 月以来となる 4 兆 7,600 億円程度に達したほか、利用銘柄数は 104 銘柄と過去最高を記録した。

「国債補完供給における応募銘柄数の上限引き上げについて」（2025 年 1 月 24 日）。

<sup>16</sup> この間、2025 年 1 月には、「流動性改善に資する」との判断基準を明確化し、減額措置の取り扱いに関する透明性の向上も図っている。詳細は、以下のリリースを参照。

「チーペスト銘柄等の国債補完供給にかかる減額措置の取り扱いについて」（2025 年 1 月 16 日）。

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市場調節課（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、<https://www.boj.or.jp> で入手できます。