



BOJ *Reports & Research Papers*

2020年6月

2019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。

<目 次>

1. はじめに.....	2
2. 2019 年度中の日本銀行の金融市場調節運営の概要	
(1) 金融市場調節方針および資産買入れ方針	3
(2) 金融市場調節運営の概要	4
(3) 日本銀行のバランスシート	6
(4) 外生的な日銀当座預金増減要因の動向	8
BOX 新型コロナウイルス感染症拡大を受けた金融市場と市場調節運営 ..	11
3. 国内短期金融市場・債券市場等の動向	
(1) 無担保コール市場	15
(2) レポ市場	17
(3) 国庫短期証券市場	19
(4) 国債市場	20
(5) CP市場	23
(6) 社債市場	24
(7) 為替スワップ市場	25
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	26
(2) 国庫短期証券の買入れ	30
(3) 長期国債の買入れ	31
(4) その他の資産買入れ	34
(5) その他の円資金供給オペレーション	38
(6) 米ドル資金供給	43
(7) 国債の供給	44
(8) 補完貸付制度	46
5. 金融市場調節運営に関する制度変更	
(1) 強力な金融緩和の継続に資する諸措置	47
(2) 新型感染症拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化	48
(3) その他の制度変更等	49
6. 市場参加者との対話に関する取り組み.....	51
参考資料.....	53
出所一覧.....	54

1. はじめに

日本銀行は、2019 年度中、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みのもとで、強力な金融緩和を推進した。

長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）に関しては、毎回の金融政策決定会合で決定された金融市場調節方針に沿って、短期金利について、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とともに、長期金利について、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った。このもとで、2019年度を通じて、10年物国債金利はゼロ%程度で推移し、金融市場調節方針と整合的なイールドカーブが形成された。

また、国債以外の資産の買入れに関しては、同じく毎回の金融政策決定会合で決定された資産買入れ方針に沿って、ETF、J-REIT、CP等、社債等の幅広い資産の買入れを行った。

2020年入り後は、新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響により、世界経済の不透明感が高まり、内外金融資本市場で不安定な動きが強まった。これに対し、日本銀行は、年度末を控えた金融市場の安定確保に万全を期す観点から、臨時の国債買入れをはじめとする機動的な市場調節運営を実施した。また、3月16日に開催された金融政策決定会合では、①国債買入れやドルオペを含む一層潤沢な資金供給の実施、②新たなオペレーションの導入を含めた企業金融支援のための措置、③ETF・J-REITの積極的な買入れ、により金融緩和を強化することが決定され、それ以降の金融市場調節は、かかる決定に沿って運営した。

本稿では、こうした金融政策運営のもとで行われた2019年度中の金融市場調節について解説する。まず、2.で金融市場調節運営の概要を説明する。次に、3.で国内短期金融市場、債券市場等の動向を概観した後、4.で個々の金融市場調節手段の運営状況、5.で金融市場調節運営に関する制度変更について説明する。最後に、6.で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。

2. 2019年度中の日本銀行の金融市場調節運営の概要

(1) 金融市場調節方針および資産買入れ方針

日本銀行は、2019年度を通じて、2016年9月20～21日の金融政策決定会合で導入した「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みのもとで、強力な金融緩和を推進した。

同枠組みのもと、まず、長短金利操作に関する金融市場調節方針として、①短期金利について、「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、②長期金利について、「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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし¹、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する」こととされた。

次に、国債以外の資産買入れ方針として、ETFおよびJ-REITについて、「保有残高が、それぞれ年間約6兆円、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う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする」こと、CP等、社債等について、「それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する」こととされた。2020年3月16日の金融政策決定会合では、「新型感染症拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化」の一環として、これらのうち①ETFおよびJ-REITについて、「当面は、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、積極的な買入れを行う」こと、②CP・社債等の買入れについて、「追加買入枠を合計2兆円設け、CP等は約3.2兆円、社債等は約4.2兆円の残高を上限に買入れを実施する」²こととし、増額買入れは、2020年9月末まで継続することとされた³。

また、オーバーシュート型コミットメントとして、マネタリーベースについて、「消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する」こととされた。

この間、2019年4月24～25日の金融政策決定会合において、強力な金融緩和を粘り強く続けていくという日本銀行の政策運営方針をより明確に示すため、政策金利のフォワードガイダンスを明確化するとともに⁴、「強力な金融緩和の継続に資する諸措置」を決定した（後述5.（1）参照）。政策金利のフォワードガイダンス

1 金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施する。

2 2020年4月27日の金融政策決定会合にて、追加買入枠を合計15兆円に増額した。

3 2020年5月22日の臨時金融政策決定会合にて、2021年3月末まで延長した。

4 「日本銀行は、海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。」とした。

については、10月30～31日の金融政策決定会合において、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる恐れについて、一段と高まる状況ではないものの、引き続き、注意が必要な情勢にあると判断し、こうした認識を明確にする観点から、「日本銀行は、政策金利については、『物価安定の目標』に向けたモメンタムが損なわれる恐れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」という表現に変更した。

2020年2月下旬以降、新型コロナウイルス感染症の世界的な拡大により内外金融資本市場で不安定な動きが強まったことを受け、日本銀行は、3月2日に、適切な金融市場調節や資産買入れの実施を通じて、潤沢な資金供給と金融市場の安定確保に努めていく方針を示す総裁談話を公表した⁵。また、3月16日に、金融政策決定会合を前倒して開催し、企業金融の円滑確保に万全を期すとともに、金融市場の安定を維持し、企業や家計のコンフィデンス悪化を防止する観点から、国債買入れやドルオペを含む一層潤沢な資金供給の実施、企業金融支援、上記の資産買入れ方針の変更などを内容とする金融緩和の強化を決定した。

（2）金融市場調節運営の概要

日本銀行は、2019年度中、上記の金融市場調節方針や資産買入れ方針に基づき、以下のように、各種の金融市場調節（オペ）を運営した。

① 円貨資金の供給

長期国債の買入れについては、その時々々の市場動向に応じて、買入れ額や対象銘柄を柔軟に調整しつつ、金融市場調節方針と統合的なイールドカーブの形成を実現するよう運営した。そのうえで、債券市場の価格発見機能が十分に発揮される時間帯を増やす観点から、ひと月当たりの買入れ頻度の引き下げ、買入れ日程設定の柔軟化、超長期ゾーンにおける新発債の買入れ対象からの除外、といった措置を実施した。

具体的には、2019年夏から秋頃にかけて、長期金利が大きく低下し、イールドカーブの一段のフラット化が進行した局面では、金融市場調節方針に沿って適切なイールドカーブが形成されるよう、長期・超長期ゾーンを中心に、買入れ額を減額した。他方、2020年3月に、新型コロナウイルス感染症の拡大を受けて内外金融資本市場の不安定な動きが続くなか、債券市場の流動性が急速に低下した局面では、2月末に公表した「当面の長期国債等の買入れの運営について」では予定していなかった臨時の国債買入れも含め、機動的な買入れを実施した。

⁵ 詳細については、<https://www.boj.or.jp/announcements/press/danwa/dan2003a.pdf> を参照。

国庫短期証券の買入れについては、国庫短期証券の利回りや需給のほか、その他の短期金融市場の動向などに応じて、毎回の買入れ額などを柔軟に調整した。具体的には、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1,000～10,000億円の買入れを行った。

CP等、社債等の買入れについては、月毎にみれば多少の振れがあるものの、資産買入れ方針に沿って、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持するよう買入れを実施した。2020年3月16日の金融政策決定会合以降は、企業金融支援のための措置の一環として、1回当たりの買入れ額を増額した。

ETF、J-REITの買入れについても、前述の資産買入れ方針に沿って、買入れを進めた。そのうち、2020年3月から年度末にかけては、1回当たりの買入れ額を段階的に引き上げながら、一段と積極的な買入れを行った。

固定金利方式での共通担保資金供給オペについては、オペ対象先のニーズなどを踏まえながら、原則として期間2週間物のオペを、2019年11月初までは週1回、2019年11月央以降は隔週1回オファーした。そのうえで、短期金融市場で資金需要が高まる局面では、翌日物や1週間物、2週間物を追加でオファーするなど、柔軟な運営を行った。

このほか、2020年3月には、短期金融市場に対して機動的に潤沢な資金供給を行い、金融市場の安定確保を図る観点から、国債買現先オペを4年振りに実施した。

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。

また、2020年3月16日の金融政策決定会合で導入が決定された新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペについて、決定後速やかにオペ対象先を選定したうえで、3月24日に初回のオファーを行った。

② 米ドル資金の供給

ニューヨーク連邦準備銀行との為替スワップ取極に基づく米ドル資金供給オペについては、2020年3月央までは、原則として期間1週間のオペを週1回オファーした。その後、新型コロナウイルス感染症の拡大により経済の先行きに対する不透明感が強まる中、カナダ銀行、イングランド銀行、日本銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度およびスイス国民銀行は、3月15日（米国東部時間）、ドル資金の調達環境に万全を期す観点から、「グローバルな米ドル流動性供給を拡充するための中央銀行の協調行動」を公表し、米ドル資金供給について、貸付金利を0.25%引き下げて「OIS レート+0.25%」とするとともに、これまでの1週間物に加え、週次で3か月物のオファーを実施することとした。さらに、3月20日には、「米ドル流

動性供給を一層拡充するための中央銀行の協調行動」を公表し、1週間物の米ドル資金供給の頻度について、週次から日次に引き上げることとした。これらの決定を受け、米ドル資金供給オペは、3か月物を3月17日以降毎週1回、1週間物を3月23日以降の毎営業日それぞれ実施し、積極的に利用された。

③ 国債の供給

国債補完供給については、2019年度も、オペ対象先からの申請に基づいて、引き続き、ほぼ全ての営業日においてオファーした。2020年2月までは、落札銘柄数・金額が低水準で推移するなど、総じて落ち着いた状況が続いた。もっとも、3月入り後、年度末にかけては、新型コロナウイルス感染症の拡大などを背景として金融市場の機能度が低下するなか、国債の需給がタイト化するもとの、落札銘柄数・金額が急増した。

また、こうした金融市場の機能度の低下のほか、担保目的での国債需要が高まったことなどを踏まえ、年度末を控えた金融市場の安定のため、国債を供給するための現先オペ（国債売現先オペ）を3年ぶりに実施した。

さらに、米ドル資金供給オペの利用に際し、必要な担保を円滑に手当てできるようにする米ドル資金供給用担保国債供給についても、2020年3月中旬以降、米ドル資金供給オペが積極的に利用されたことに伴い、オペ対象先からの希望に応じる形で高い頻度で実施し、利用金額も大きく増加した。

（3）日本銀行のバランスシート

以上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引き続き拡大した（図表2-1）。

日本銀行のバランスシートは、2019年度末に604.5兆円となり、前年度末に比べ、+47.5兆円の増加となった。この間、マネタリーベースは、2019年度末には509.8兆円となり、前年度末に比べ、+3.5兆円の増加となった（新型コロナウイルス感染症拡大などを受けた金融市場調節運営が日本銀行のバランスシートに及ぼす影響については、BOX参照）。

バランスシートの資産サイドをみると、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもと、潤沢な資金供給を実施していることを背景として、長期国債、CP等、社債等、ETF、J-REITなど、幅広い項目で増加している。また、米ドル資金供給オペの利用増加を映じて、外国為替も、26.0兆円（前年度末比+19.2兆円）と大きく増加した。

バランスシートの負債サイドをみると、銀行券は109.6兆円（同+2.1兆円）、日銀当座預金残高は395.3兆円（同+1.4兆円）となった。この間、米ドル資金供

給用担保国債供給をはじめ、国債を供給するための現先オペを実施した結果、売現先勘定が 24.1 兆円（同+23.9 兆円）と大幅に増加した。また、その他預金（外国中央銀行等の預金）も、51.8 兆円（同+24.3 兆円）と大きく増加した。

（図表 2-1）日本銀行のバランスシート

（単位：兆円）

	14年度末	15年度末	16年度末	17年度末	18年度末	19年度末	前年差
長期国債	220.1	301.9	377.1	426.6	459.6	473.5	+14.0
CP等	2.0	2.0	2.0	2.1	2.0	2.6	+0.5
社債等	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	+0.0
ETF	4.5	7.6	12.9	18.9	24.8	29.7	+4.9
J-REIT	0.21	0.29	0.38	0.48	0.52	0.58	+0.1
貸出支援基金	27.0	30.1	43.4	45.6	46.1	49.2	+3.1
被災地金融機関支援等	0.3	0.3	0.5	0.5	0.7	0.5	▲0.1
新型コロナ企業金融支援	—	—	—	—	—	3.4	+3.4
買入国庫短期証券	37.9	36.9	32.6	18.8	7.9	10.2	+2.3
共通担保資金供給	6.8	3.7	0.7	0.4	0.7	1.2	+0.6
外国為替	7.1	6.7	6.6	6.4	6.7	26.0	+19.2
その他とも 資産計	323.6	405.6	490.1	528.3	557.0	604.5	+47.5
銀行券	89.7	95.6	99.8	104.0	107.6	109.6	+2.1
当座預金	201.6	275.4	342.8	378.2	393.9	395.3	+1.4
その他預金	4.5	7.5	13.6	21.4	27.5	51.8	+24.3
売現先勘定	17.6	0.2	3.4	0.3	0.2	24.1	+23.9
その他とも 負債・純資産計	323.6	405.6	490.1	528.3	557.0	604.5	+47.5
マネタリーベース	295.9	375.7	447.3	487.0	506.3	509.8	+3.5

（注1）被災地金融機関支援等は、被災地金融機関支援オペと熊本被災地金融機関支援オペの合計。

（注2）買入国庫短期証券は、対政府取引等を勘案していない。

（注3）外国為替は、日本銀行保有外貨資産、米ドル資金供給オペなどの合計。

（注4）その他預金は、外国中央銀行等の預金。

（注5）売現先勘定は、国債補完供給、国債売現先オペ、米ドル資金供給用担保国債供給を含む。

(4) 外生的な日銀当座預金増減要因の動向

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、「外生的な日銀当座預金増減要因」という。外生的な日銀当座預金増減要因は、①日銀当座預金と銀行券の交換に伴う「銀行券要因」、②日銀当座預金と政府預金との間の資金の受払いなどに伴う「財政等要因」に分類される。

2019年度の外生的な日銀当座預金増減要因は、財政等要因を主因に75.9兆円の日銀当座預金減少要因となった。減少幅は、2018年度の99.2兆円と比べると小幅となった。

① 銀行券要因

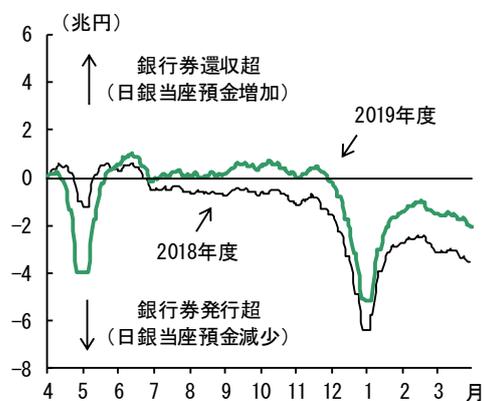
2019年度中、銀行券の発行高は増加基調が続き、2019年12月末は112.7兆円（前年比+2.2%）、2020年3月末は109.6兆円（同+1.9%）となった（図表2-2）。こうした銀行券の発行増加を反映して、2019年度の銀行券要因は2.1兆円の発行超と、2018年度の3.6兆円の発行超に比べると小幅になったものの、引き続き、日銀当座預金減少要因として作用した。

2019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2018年度と概ね同じパターンを辿りつつ、前年度に続く発行ペースの鈍化から、発行超幅が縮小した。ただし、2019年は、4～5月の大型連休が10連休と例年よりも長くなったことで、同時期における銀行券需要が増加し、発行超幅が一時的に前年度を大きく上回って拡大する局面もみられた（図表2-3）。

(図表 2-2) 銀行券発行高



(図表 2-3) 銀行券要因の年度初からの累計額



② 財政等要因

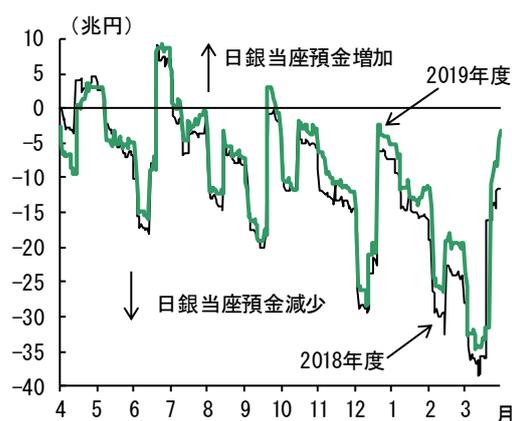
2019年度の財政等要因は、73.8兆円の受超⁶（日銀当座預金は減少）となり、2018年度（95.7兆円の受超）からは受超幅が縮小した（図表2-4）。これを、日本銀行が金融市場調節として国債および国庫短期証券を買入れてきた結果、金融機関への償還額が減少した分を財政等要因から調整⁷（「償還調整」）したベースでみると、3.1兆円の受超となり、2018年度（11.6兆円の受超）に比べ、+8.5兆円、日銀当座預金の増加方向に作用した（図表2-5、2-6）。

その要因をみると、まず、国債の発行額が2018年度に比べて減額された一方、リーマン・ショック後に発行された10年債が償還期を迎えたことなどから国債償還額が増加したことで、国債の発行超幅が縮小したことが挙げられる。このほか、2019年10月の消費税引き上げに伴う経済対策もあって、一般財政の払超幅が拡大したことなども、財政等要因の受超幅の縮小に寄与した⁸。

（図表2-4）財政等要因の年度初からの累計額



（図表2-5）財政等要因の年度初からの累計額（償還調整後）



6 日本銀行による金融市場調節がなければ、長期国債および国庫短期証券は、ネット発行超（または償還超）の金額が財政等要因に計上される。政府が発行した長期国債および国庫短期証券を、日本銀行が金融機関から買入れたうえで、政府から満期償還を受けると、発行時には財政等要因の受超（日銀当座預金は減少）、買入れ時には金融調節による日銀当座預金増加要因、償還時には日銀当座預金は増減しないこととなり、発行および償還がネットアウトされない。このため、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、日本銀行が金融市場調節を行うことによって大幅な受超（日銀当座預金は減少）となる。

7 「償還調整」では、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して調整している。このため、償還調整後では、財政等要因のうち「国債（1年超）」と「国庫短期証券」、および金融調節のうち「国債買入」と「国庫短期証券買入」の増減額が変化する（図表2-6）。

8 なお、新型コロナウイルス感染症の拡大に対する各種施策（税納付期限延長や財政投資資金支払い等）が財政等要因に与える影響は、2019年度中は限定的となった。

(図表 2-6) 日銀当座預金の増減要因

(兆円)

	償還調整前			償還調整後		
	2018年度	2019年度	前年度差	2018年度	2019年度	前年度差
銀行券要因(①)	-3.6	-2.1	1.5	-3.6	-2.1	1.5
財政等要因(②)	-95.7	-73.8	21.9	-11.6	-3.1	8.5
一般財政	16.5	22.0	5.5	16.5	22.0	5.5
国債(1年超)	-79.4	-73.3	6.0	-26.5	-18.4	8.1
国庫短期証券	-27.9	-17.0	10.9	3.3	-1.2	-4.6
外為	0.3	-0.9	-1.2	0.3	-0.9	-1.2
その他	-5.3	-4.6	0.7	-5.3	-4.6	0.7
外生的な日銀当座預金増減	-99.2	-75.9	23.4	-15.2	-5.2	10.0
金融調節(③)	114.9	77.2	-37.6	30.8	6.6	-24.3
国債買入	87.5	70.7	-16.8	34.7	15.7	-18.9
国庫短期証券買入	20.3	18.1	-2.2	-10.9	2.3	13.2
米ドル資金供給用	0.0	-19.2	-19.2	0.0	-19.2	-19.2
担保国債供給	0.5	3.1	2.6	0.5	3.1	2.6
貸出支援基金	0.5	3.1	2.6	0.5	3.1	2.6
他のオペ	6.5	4.7	-1.9	6.5	4.7	-1.9
当座預金増減(①+②+③)	15.6	1.4	-14.3	15.6	1.4	-14.3

(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れおよび国庫短期証券買入れの増減は、償却の影響などを含まないため、バランスシートの前年差とは乖離が生じている。

(注3) シャドローは、償還調整後で計数に変化が生じている箇所。

なお、財政等要因のうち「その他」に含まれる海外預り金（日本銀行が外国中央銀行や国際機関等から受入れている円建ての預り金）の動向も日銀当座預金残高に影響を及ぼす。円建ての外準運用目的等で受け入れている海外預り金の残高は、直近数年間は増加を続けており、その分、日銀当座預金残高の減少要因となっている。この残高は、個別の預り先の資産運用方針に応じて大きく変動する傾向があり、日々の日銀当座預金残高の振れを生み出す一因となっている。

BOX 新型コロナウイルス感染症拡大を受けた金融市場と市場調節運営

このBOXでは、新型コロナウイルス感染症拡大を受けた金融市場の動向と日本銀行の市場調節運営について概観する。

まず、金融市場の動向を確認すると、2020年2月以降、新型コロナウイルスの感染症が世界的に拡大するもとで、内外の投資家のリスクセンチメントが急速に悪化した。2月中旬に既往最高値を更新するなど底堅い動きを見せていた米国株価は、2月下旬以降、大幅な下落に転じた。日本の株価も年初来ピークである2月6日以降、最大で約3割下落した。リスクオフの進行に伴い、わが国の長期金利は、2020年初来▲0.05～ゼロ%程度のレンジで推移してきたものが、半月の間に▲0.20%程度に低下した（BOX図表1）。

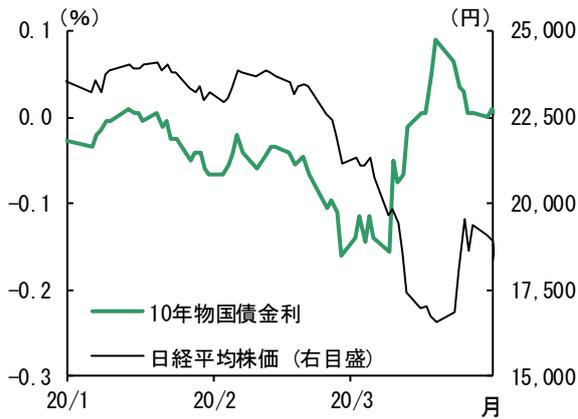
3月入り後、世界的な感染症拡大が一段と進むなか、市場の流動性・機能度の低下度合いが強まった。多くの金融機関が、在宅勤務や代替拠点を活用したスプリット・オペレーションに移行するなど、事務運営上の制約が強まったことも、こうした市場機能の低下に拍車をかけた。

本邦債券市場では、海外投資家によるポジション圧縮の動きや、国内投資家による株価下落に伴う益出し目的の売却ニーズの高まりなどから、長期金利は、それまでの低下基調から一転して大きく上昇した。年度末が近づく中、ボラティリティの上昇もあって、投資家・証券会社双方の追加的なリスクテイク余力が低下し、債券の買い手が減少したことも、こうした上昇に寄与した。これが債券先物・現物双方の一段のボラティリティ上昇をもたらし、市場流動性の低下を促す、という形で、悪循環が生じた（BOX図表2、3）。その後、長期金利は後述する金融緩和の強化や国債買入れの追加的な実施・増額によってゼロ%近傍に戻ったものの、債券市場の流動性が低下した状態は4月入り後も続いた。

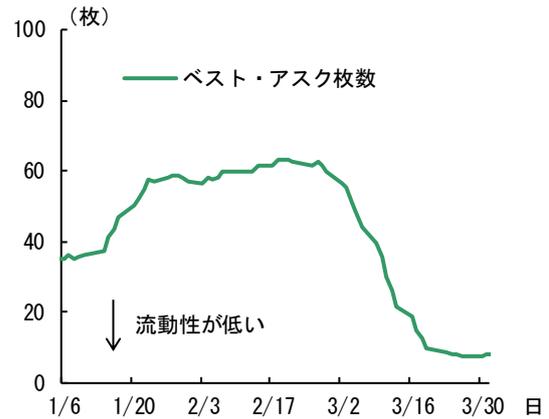
また、為替スワップ市場では、投資家の安全資産選好や欧米での新型コロナウイルス感染症拡大の影響を受けた海外企業などの手許資金需要の拡大からドルのキャッシュ需要が世界的に大きく高まるもとで、市場の流動性が低下するとともに、ドル調達プレミアムが急速に拡大した。その後、後述のとおりドル資金供給オペが拡充され、積極的に利用されることで、ドル調達圧力が緩和され、次第にプレミアムは縮小した。

さらに、レポ市場では、債券市場の流動性が低下するもと、担保目的での国債需要の高まりや上述の事務制約もあって債券の出し手が減少し、同市場における国債の「モノ不足」が強く意識された結果、GCレポレートは一時大きく低下した（BOX図表4）。

(BOX 図表 1) 株価・長期金利の動向

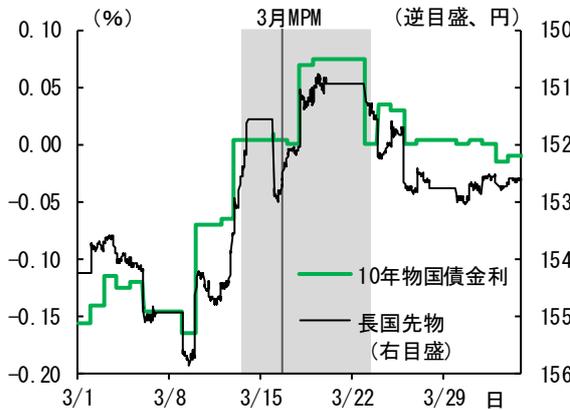


(BOX 図表 2) 長期国債先物市場の流動性

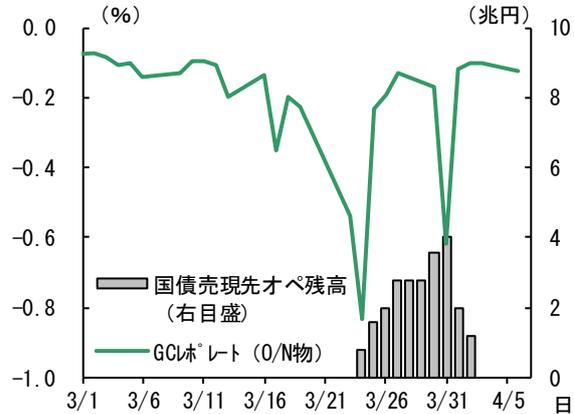


(注) 1分毎にベスト・アスク枚数を求めて、その中央値をプロットしたもの。後方10日移動平均。

(BOX 図表 3) 債券先物・現物の動向



(BOX 図表 4) GCレポレートと国債売現先オペ



(注) シャドローは、前月末の「当面の長期国債等の買入れの運営について」(「運営方針」)で公表していない国債買入れを追加的に実施した期間。

以上のような金融市場の動向を踏まえ、日本銀行は、3月2日に、潤沢な資金供給と金融市場の安定確保に努めていく方針を示す総裁談話を公表し、3月16日には、金融政策決定会合を前倒して開催し、金融緩和の強化を決定した。これを受けて、日本銀行は、市場調節運営面で様々な対応を行った (BOX 図表 5)。具体的には、①円貨資金について、積極的な国債買入れを含め、一層潤沢な資金供給を実施したほか、②米ドル資金についても、3か月物資金供給オペを開始するとともに、1週間物資金供給オペの頻度を週次から日次に引き上げるなど、一層潤沢な資金供給を行った。また、③国債供給の面でも、レポ市場における国債需給の過度な引き締まりを抑制する観点から、国債補充供給の要件緩和や国債供給のための現先オペの実施などの手段を通じて、金融市場の安定確保に努めた。また、米ドル資金供給用担保国債供給が、2019年度末時点で18兆円を超える規模で利用されたことも、金融機関に対する国債の供給、さらにはそれを用いた米ドル資金の供給を通じて、市場の安定に繋がった (詳細は、「4. 金融市場調節手段の運営状況」参照)。

(BOX 図表 5) 3月中旬以降の資金供給等の実施状況

	①円の供給				②米ドル資金の供給				③国債の供給 (億円、百万ドル)			
	国債買入	国庫短期証券買入	国債買現先	共通担保資金供給	新型 コロナ 企業金融 支援特別	CP等 買入/ 社債等 買入	ETF買入	J-REIT 買入	米ドル 資金供給	国債 売現先	国債 補完供給	米ドル 資金 供給用 担保国債 供給
3/13	2,000		5,000 〈落札5〉	15,000 〈落札8,840〉			1,002 (-)	12 (-)			2,599	
3/16								15 (+3)			1,208	
3/17	2,000						1,204 (+202)	20 (+5)	2,053 ※30,272		7,308	2,409 ※9,333
3/18	11,600					CP 5,000 (+1,000)		20 (-)			2,694	
3/19	13,000			40,000 〈落札1,500〉			2,004 (+800)	40 (+20)			3,521	
3/23	8,000 1,500	2,500				社債2,000 (+1,000)	2,004 (-)	40 (-)	34,850	8,000	18,272	42,559
3/24					無制限 〈落札33,968〉				15,465 ※73,805	8,000	22,211	18,398 ※78,283
3/25									4,950	24,000	5,437	2,678
3/26						CP 5,500 (+500)	2,004 (-)		2,265	8,000	3,253	1,396
3/27	11,100			20,000 〈落札10,770〉				40 (-)	13,100	8,000	1,547	15,437
3/30							2,004 (-)	40 (-)	24,100		1,816	21,280
3/31		2,500						40 (-)	9,285 ※29,724		8,383	10,798 ※28,876

(注1) 国債買入、国庫短期証券買入、共通担保資金供給、CP等買入、社債等買入はオファー額。

その他は実際の買入れ額または落札額。

(注2) シャドー部分は、臨時で実施した国債買入オペ。

(注3) ETF買入は、設備投資および人材投資に積極的に取り組んでいる企業を支援するためのETFを除く。

(注4) () 内の数値は、前回買入れ額からの変化額。

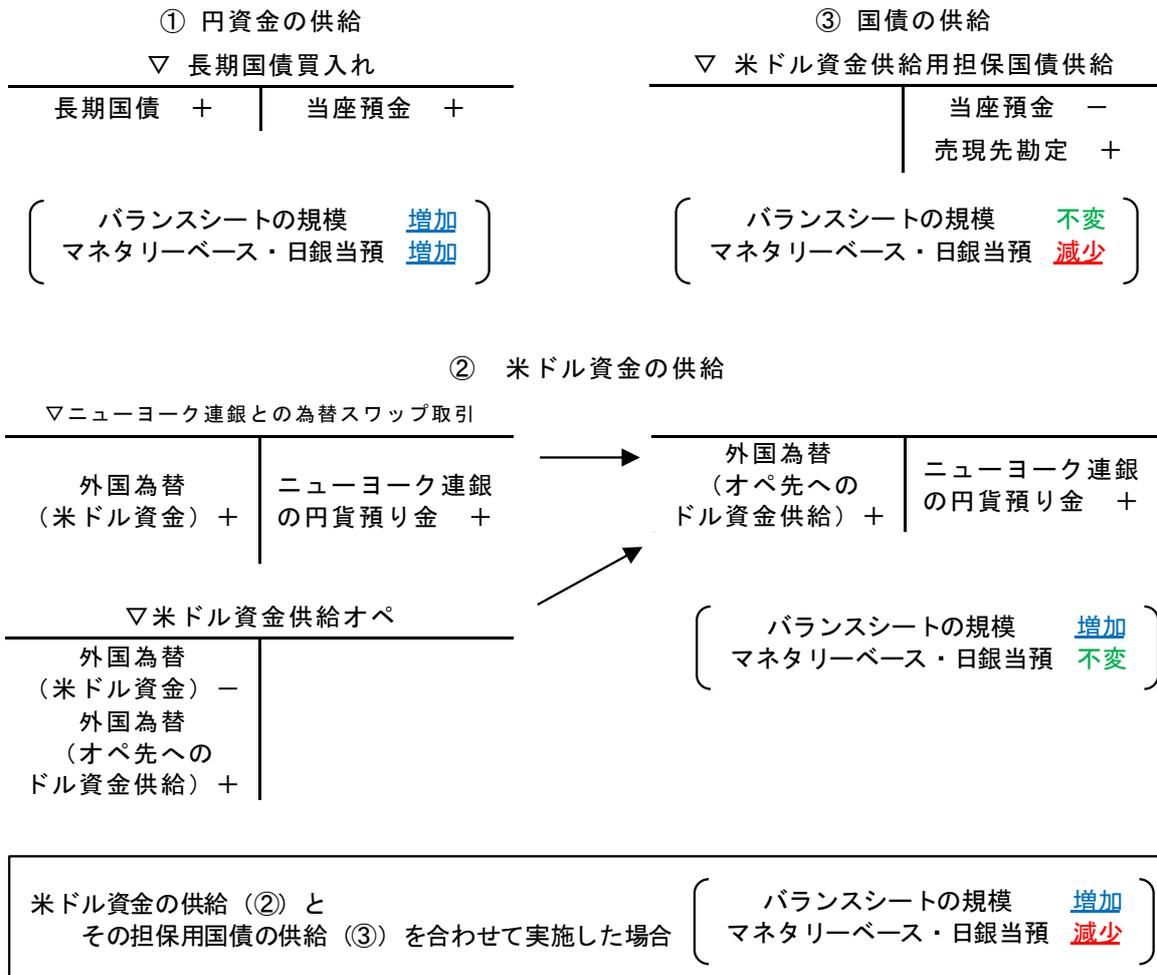
(注5) 米ドル資金供給、米ドル資金供給用担保国債供給は、無印は1週間物、※は3か月物。

最後に、以上のような市場調節運営がマネタリーベースや日本銀行のバランスシートに及ぼす影響について確認する (BOX 図表 6)。まず、①の円貨資金の供給は、日銀当座預金の増加を通じてマネタリーベースを押し上げる方向に寄与した。実際、マネタリーベースの前年差の内訳をみると、国債買入れなどの資産買入れを通じた資金供給が着実に増加要因として働いている (BOX 図表 7)。他方、米ドル資金供給用担保国債供給をはじめとする③の国債の供給は、オペ利用先にとって、日銀当座預金と引き換えに国債の供給を受けるかたちになる。そのため、日本銀行のバランスシートの規模 (総資産) への影響は中立的である一方、日銀当座預金の減少を通じ、マネタリーベースに対しては減少要因として働いた。

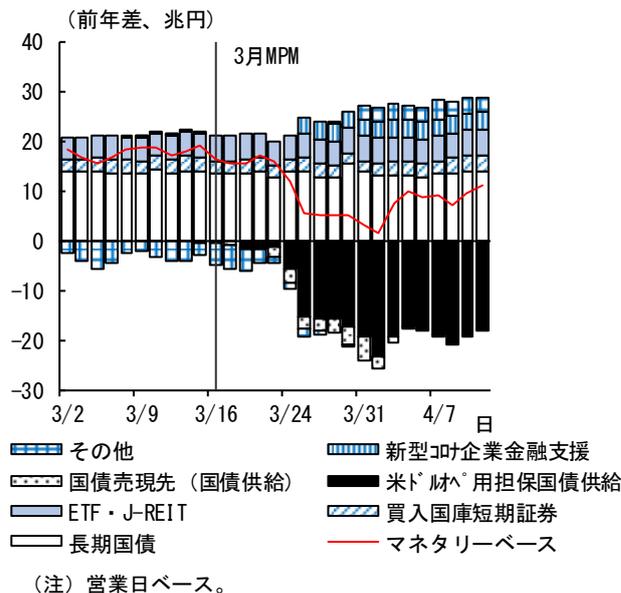
上記に加え、②米ドル資金の供給は、日本銀行がニューヨーク連邦準備銀行との為替スワップ取極を通じて調達した米ドル資金をオペ先に供給するものであることから、資産サイドでは外国為替 (オペ先へのドル資金供給) が増加する一方、負債サイドでは同連銀からの円貨預り金が増加することになる。これは、マネタリーベースへの影響は中立的である一方、日本銀行のバランスシートの規模を拡大させることになる。

これらの結果、3月中旬以降、マネタリーベースの伸び率に比べ、バランスシートの規模が大きく増加する姿となった (BOX 図表 8)。

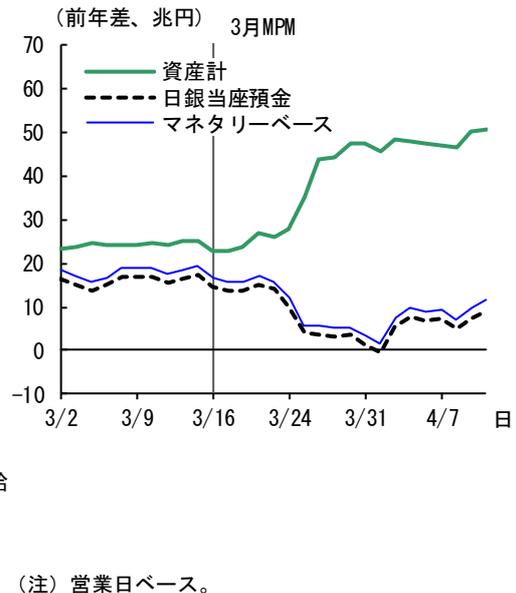
(BOX 図表 6) 各種市場調節が日本銀行のバランスシートに及ぼす影響



(BOX 図表 7) マネタリーベースの前年差の内訳



(BOX 図表 8) 日本銀行のバランスシート
およびマネタリーベースの前年差



3. 国内短期金融市場・債券市場等の動向

(1) 無担保コール市場

2019年度中、コールレートは、▲0.07～▲0.01%程度で推移した(図表3-1)。その中で、年度後半の2019年11月積み期間や2020年2月積み期間などには、一部業態で資金調達を積極化する動きが強まった結果、積み期間の終盤にコールレートが上昇し、一時は▲0.01%を上回る局面もみられた。

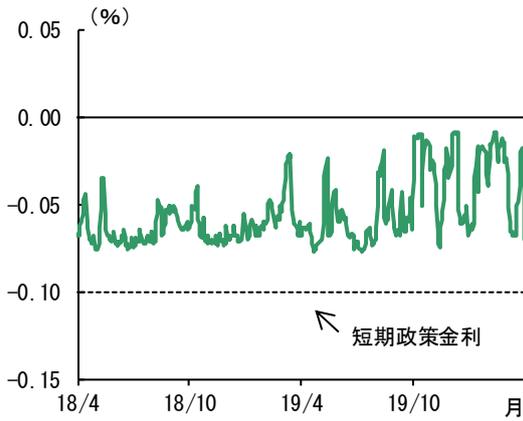
そこで、資金調達サイドの動きをみると、年度後半を中心に、コール資金調達を積極化する動きに広がりが見られた。まず、地方銀行・第二地方銀行(以下、「地銀」)は、貸出支援基金の利用増加などに伴ってマクロ加算残高の上限値が段階的に引き上げられたことに加え、趨勢的な預貸ギャップの縮小も手伝って、資金調達余力⁹が拡大した。そうした中、収益機会を求める動きの一環として、一定のマイナス金利でコール資金を調達し、ゼロ%が適用されるマクロ加算残高に積むという裁定取引を行う動きが広がった(図表3-2、3-3)。また、コールレートのマイナス幅が縮小した局面では、投資信託の一部で、受託余資の運用手段を金銭信託からコール取引にシフトさせる動きが見られた。この結果、一部の信託銀行では、投資信託からの金銭信託を通じた資金流入の減少に直面し、コール市場を通じた資金調達を積極化させた。

次に、資金放出サイドをみると、上述のような資金調達サイドのスタンスの変化を受け、主要な資金の出し手である投資信託は、レート目線を引き上げて資金放出を行った。また、都銀の一部で、コールレートのマイナス幅縮小を眺め、GCレポ市場とコール市場の金利の違いを利用した裁定取引として、有担保取引であるGCレポ市場で低めのレートで調達した資金をコール市場で運用する動きもみられた。

ここで、無担保コール市場の残高をみると、2019年度中は、概ね7～10兆円程度と、前年度の6～9兆円程度の水準から切り上がり、2020年2月にはマイナス金利政策導入以降で最高となった(図表3-4)。この背景には、上述の地銀の動きも含め、金融機関間で日銀当座預金の三層構造を利用した裁定取引が一段と活発化したことが寄与している(図表3-5)。

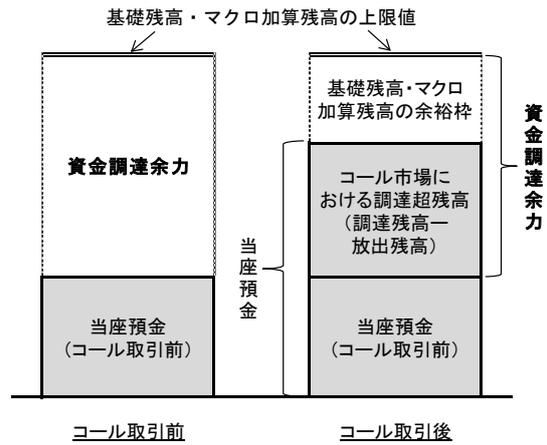
9 ここでは、「地銀・第二地銀の基礎残高とマクロ加算残高の上限値から、同業態が無担保コール取引を行う前に保有していた日銀当座預金残高を差し引いたもの」と定義している。詳細は「2017年度の金融市場調節」のBOX3参照。

(図表 3-1) コールレート

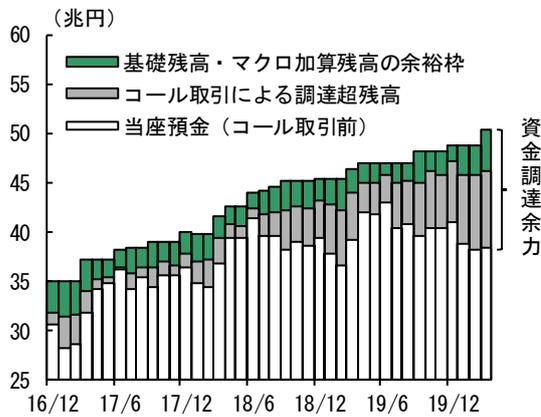


(注) 無担保コールレート (0/N物)。加重平均値。

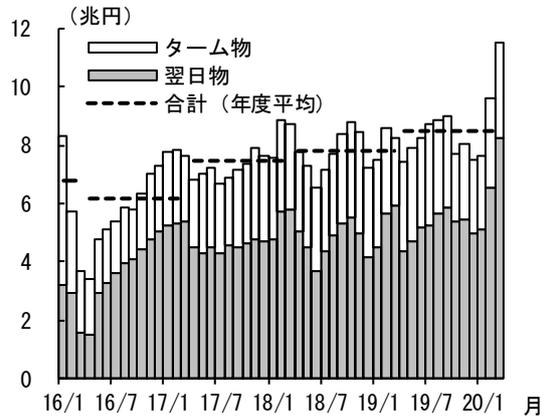
(図表 3-2) 資金調達余力の概念図



(図表 3-3) 地銀・第二地銀の資金調達余力



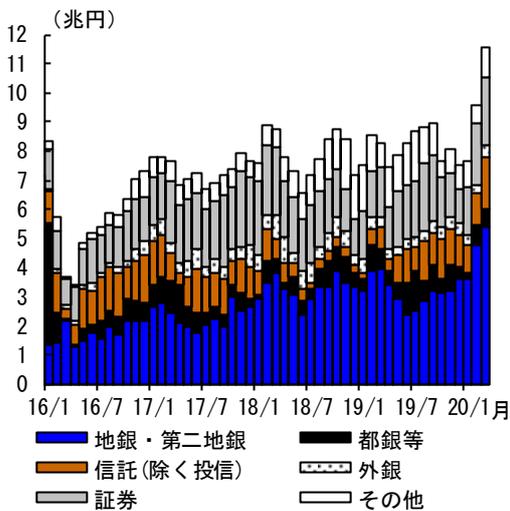
(図表 3-4) 無担保コール市場残高



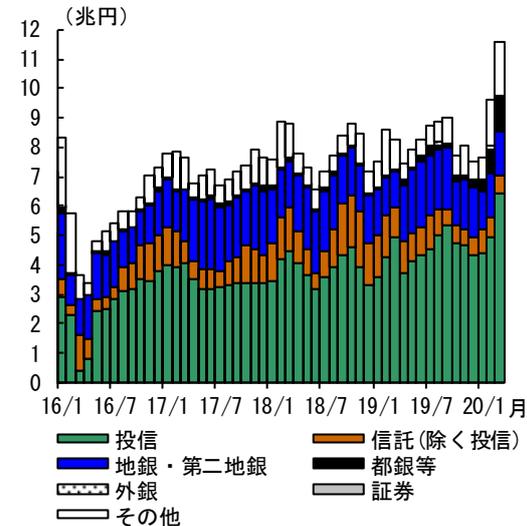
(注) 月次平残。

(図表 3-5) 業態別の無担保コール市場残高

(資金調達サイド)



(資金放出サイド)



(注) 月次平残。

(2) レポ市場

GCレポレートは、証券会社による債券の購入資金調達のための取引などに加え、金融機関間での日銀当座預金の三層構造を利用した裁定取引が活発に行われる中、大宗の期間は、短期政策金利（▲0.1%）を小幅に上回る▲0.10%～▲0.05%程度となり、2018年度を幾分上回って推移した（図表3-6）。この間、4～5月の大型連休や年度末を控えた局面では、一時的にマイナス幅が大きく拡大した。

GCレポレートが前年度よりも高めとなった背景としては、これまでレポ市場に資金放出してきた一部の金融機関で、貸出支援基金の利用増加などに伴ってマクロ加算残高の上限値が引き上げられた結果、資金放出余力が低下した点が挙げられる。このため、都銀や証券会社の資金調達需要が高まるタイミングでは、GCレポレートが▲0.1%を超えてやや大きめに上昇し、特に2019年12月半ばには一時ゼロ%付近まで上昇した。ただし、GCレポレートが上昇する局面では、これまで事務コストなどを勘案してレポ市場への資金放出にあまり積極的ではなかった先が資金放出を行うケースもみられるようになり、資金放出主体の拡がりも観察された。

もっとも、2020年3月中旬以降は、レポ市場の機能が低下するもとの、レポ取引の担保となる国債の需給のタイト化を受けてGCレポレートのマイナス幅が拡大した¹⁰。これは、①国内投資家の年度末越えの担保需要が増加したこと、②在宅勤務や代替拠点の活用などに伴う事務制約から債券の出し手が減少したこと、さらには、③臨時で実施した国債買入れなどの影響もあって、レポ市場における国債需給がタイト化したことが背景にある。

その後、年度末にかけては、担保需要の一巡のほか、後述のとおり、日本銀行が市場に国債を供給するオペを積極的に実施したこともあって、GCレポレートは、取引が薄い3月31日（▲0.615%）を除くと、▲0.1～▲0.2%台に復した。

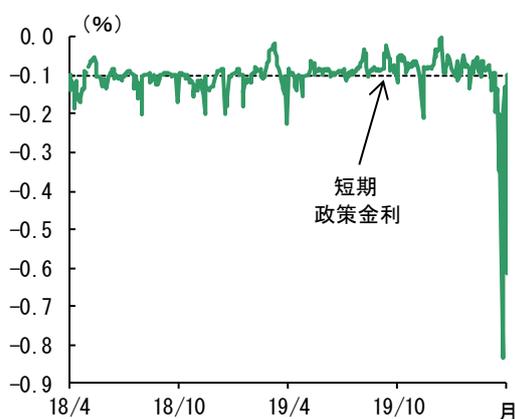
SCレポレートは、2019年度中、国債利回りの上昇圧力が高まる局面が限定的となったもとの、現物のショートポジションに伴うショートカバー需要が乏しかったことに加えて、後述の2019年6月に実施された国債補完供給の要件緩和の効果もあって、総じて落ち着いて推移した。仔細にみると、証券会社の債券調達ニーズが高まりやすいオープン入札前のカレント銘柄や、市中残高が特に少ない一部のオフザラン銘柄において、一時的に需給がタイト化し、SCレポレートが低下（貸借料が上昇）する局面がみられたものの、国債補完供給における最低品貸料が意識されるもと、GCレポレート対比でみたレートの低下幅は多くの銘柄で限定的となった¹¹（図表3-7）。ただ、2020年3月には、上述のとおり、レポ市場の機能が全般に低下するもとの、SCレポレートも大きく低下した。

10 3月24日には翌日物として2007年の統計開始以来最低の▲0.833%となった。

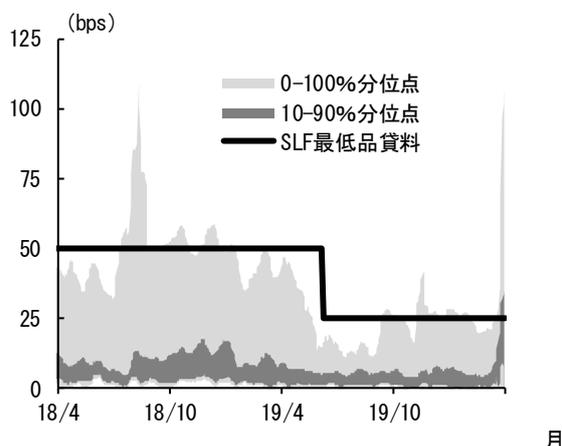
11 2019年11月には、20年債の新発債（170回債）のSCレポレートが、ショートカバー

レポ市場の市場残高は、GCレポレートが短期政策金利（▲0.1%）を上回って推移する局面が多くみられるもとの、上述のとおり、より幅広い金融機関間で日銀当座預金の三層構造を利用した裁定取引が活発に行われた結果、大きく増加した（図表 3-8）。

（図表 3-6）GCレポレート



（図表 3-7）GC-SC スプレッド



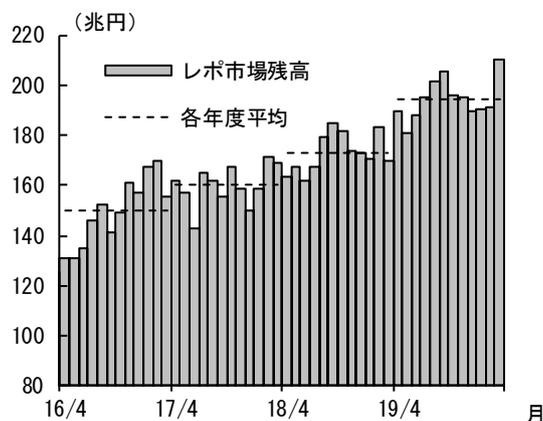
（注）東京レポ・レート（0/N物）。2018年5月1日以前は同T/N物。

（注1）GCレポレートは、SCレポレート（T/N物、ただし2018年5月1日以前はS/N物）と取引日が合致する東京レポ・レートを利用。

（注2）対象銘柄は、「JBONDレポシステム」で取引された全銘柄。

（注3）分位点は、10営業日後方移動平均。

（図表 3-8）レポ市場残高



（注）レポ市場残高は現先取引および現担取引の合計。

需要などから、一時的に大きく低下する場面がみられた。市場参加者からは、当該銘柄が、この時点では国債買入れの対象銘柄から除外されており、国債補完供給による調達が見込めないことも、債券貸借料の高騰に寄与したとの指摘が聞かれた。

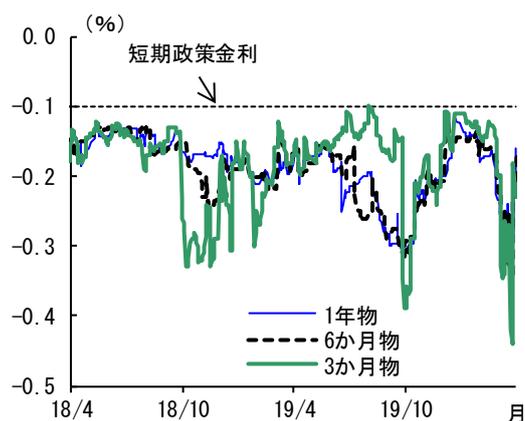
もっとも、超長期ゾーンにおいて新発債を買入対象から除外する措置に関して、債券市場参加者会合では、「一時的にSCレポの貸借料が高騰する場面もみられたが、投資家の拡がりにつれ貸借料は次第に安定すると考えられ、長い目で見てSCレポ市場の機能度向上に資するものと考えている」との意見が聞かれた。第10回「債券市場参加者会合」の議事要旨については、以下を参照。<https://www.boj.or.jp/paym/bond/mbond1912.pdf>

(3) 国庫短期証券市場

国庫短期証券（3か月物）の利回りは、総じてみれば概ね▲0.2～▲0.1%程度で推移した。3か月物が年末越えを織り込んだ2019年10月頃や、新型コロナウイルス感染症の拡大に伴い内外金融資本市場が不安定化した2020年3月には、ドル調達プレミアムの拡大を受けた海外投資家の購入スタンスの前傾化や、国内投資家の担保需要の高まりなどから、一時▲0.4%程度まで低下する局面もみられた（図表3-9）。

この間、6か月物や1年物については、概ね3か月物と同様の動きとなったが、各国中銀に対する緩和期待が強まった2019年半ばにかけては、先行きの短期政策金利の引き下げに備えてやや長めのタームの国庫短期証券に対する需要が高まったことから、同利回りは▲0.3%程度まで低下し、3か月物の利回りとの差が拡大する場面もみられた。

(図表3-9) 国庫短期証券の利回り



(4) 国債市場

長期金利（10年物国債金利）は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもと、長期金利の操作目標が「ゼロ%程度」で据え置かれた中で、経済・物価情勢や海外金利の動向などに応じて上下しつつ、2019年度を通じてゼロ%程度で推移した。

長期金利は、2019年度前半に、米中貿易摩擦を巡る不透明感の高まりなどから、海外金利が低下したことに連れる形で低下傾向を辿り、9月初には「長短金利操作」導入後最低となる▲0.295%まで低下した。その後、米中通商交渉の進展期待などから海外金利が反発に転じる中、日本の長期金利も上昇し、12月下旬には一時、3月以来となるプラスとなった（図表3-10、3-13）。

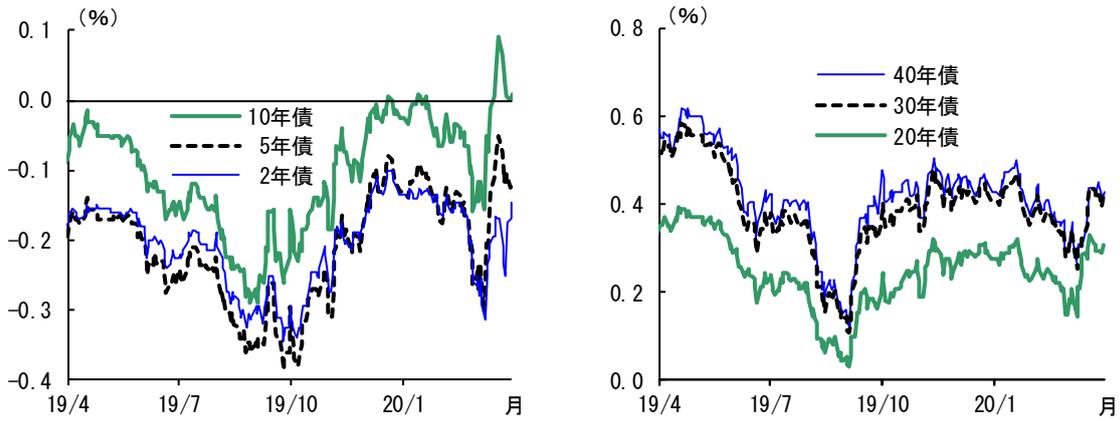
2020年入り後、3月上旬にかけては、新型コロナウイルス感染症拡大に対する警戒感などを背景に、グローバルに金利が低下する中で、再び長期金利は低下した。もっとも、3月中旬以降、金融市場のボラティリティの高まりに伴い、投資家がポジション圧縮や換金売りを強めた局面では、市場の流動性が低下する中で、金利が急速に上昇する場面もみられ、一時0.095%まで上昇した。その後、後述のとおり、日本銀行が事前の「運営方針」では予定していなかった国債買入れを高い頻度で実施したことも受けて上昇圧力は和らぎ、年度末には0.01%まで低下した。

2年債・5年債といった短中期金利は、金融政策を巡る思惑や国内外投資家の需要の変化などに応じて上下しつつ、▲0.40～▲0.10%程度で推移した。特に、投資家需要が高まる局面での金利低下は、2年債に比べ、相対的に日銀保有比率が高い5年債において、より顕著に観察された（図表3-12）。また、超長期金利も、10年物金利同様、2019年9月にかけて大きく低下した後、海外金利の反発や超長期ゾーンにおける国債買入れの減額等を背景に上昇に転じた。もっとも、国内投資家のプラス利回りへの需要は根強く、年度を通じてみると、特に30年債、40年債の利回りが低下した。この結果、イールドスプレッド（対10年物国債金利）をみると、2019年秋に一時的に拡大した局面を除けば、ほぼ一貫して縮小し、「長短金利操作」導入後では最も低い水準となった（図表3-11）。

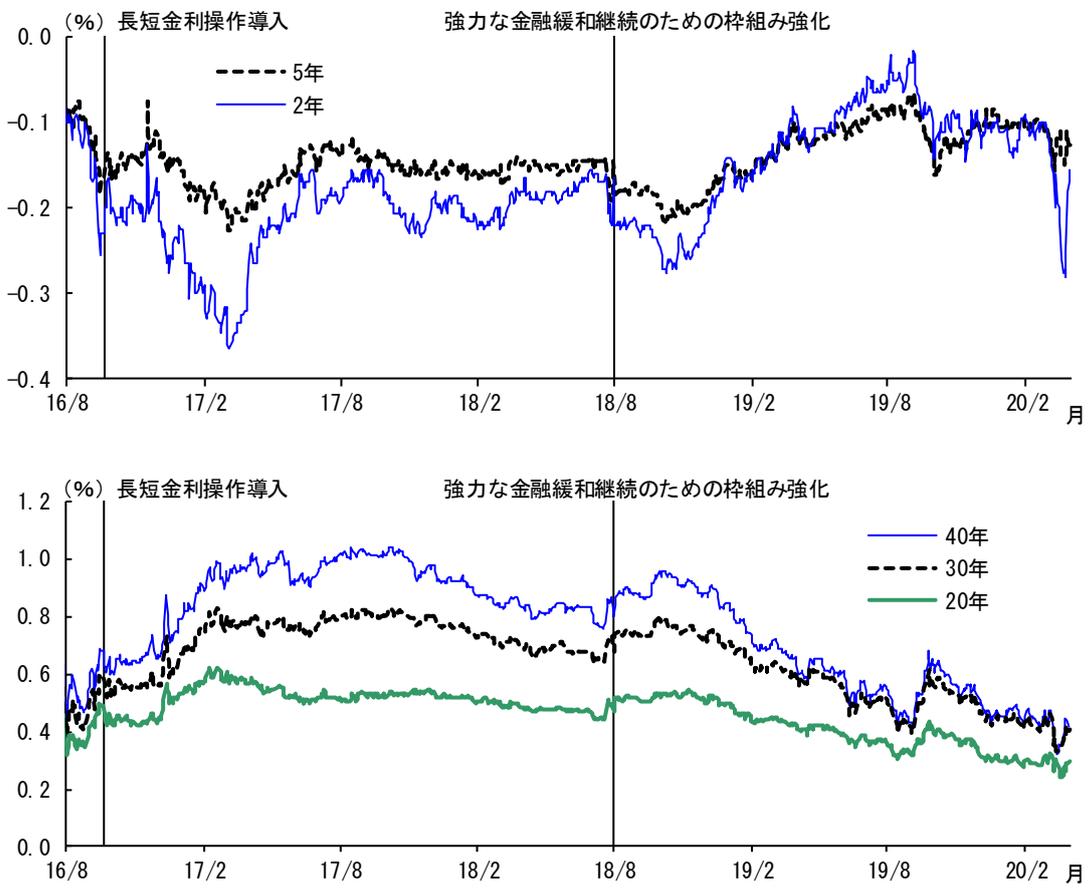
この間、物価連動債について、同年限の名目債利回りとの差分として計算されるBEI（ブレイク・イーブン・インフレ率）をみると、2020年2月にかけては横ばい圏内の動きが続いていたが、新型コロナウイルス感染症拡大への懸念を背景に金融市場のボラティリティが一段と高まるなかでマイナスに転じ¹²、一時は▲0.3%を下回った（図表3-14）。その後、財務省による買入消却の増額などを受けて幾分マイナス幅は縮小したものの、物価連動債に対する需要が低調にとどまるもとの、なおマイナス圏にとどまった。

12 BEIは、新たに元本保証を付す形で物価連動債の発行が再開された2013年度以降では、初めてマイナスになった。

(図表 3-10) 国債利回り

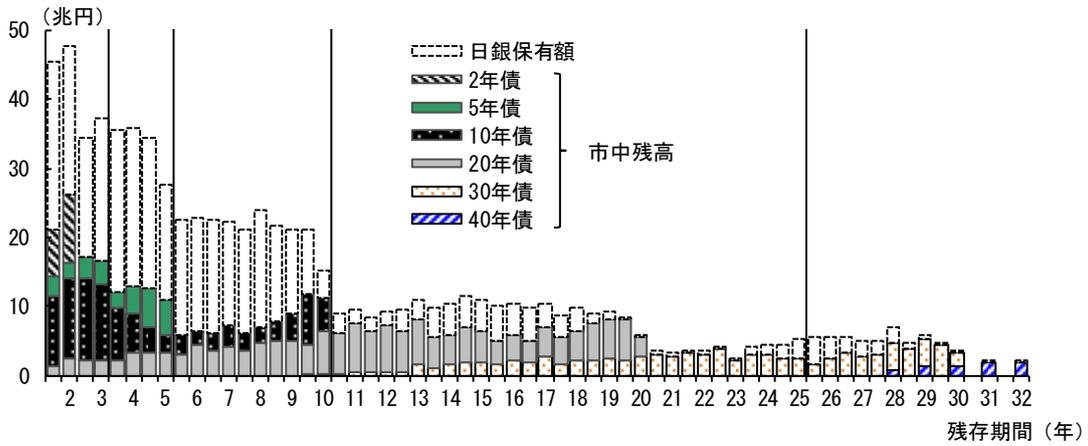


(図表 3-11) イールドスプレッドの推移 (対 10 年物国債金利)

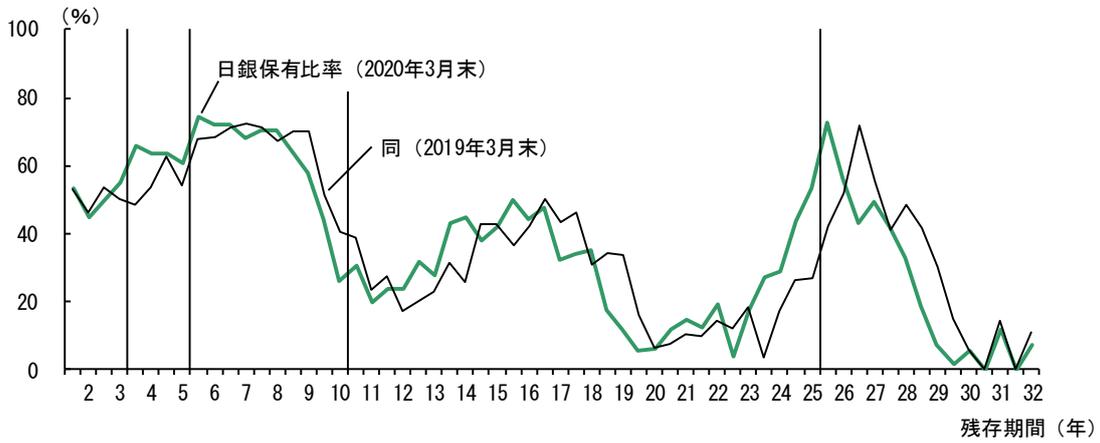


(図表 3-12) 残存期間別・発行年限別にみた市中残高と日銀保有比率

(市中残高)



(日銀保有比率)



(注) 2、5、10、20、30、40年債を半年毎の残存期間区分で分類。残高は2020年3月末時点。

(図表 3-13) 日米の長期金利



(図表 3-14) BEI (ブレイク・イーブン・インフレ率)

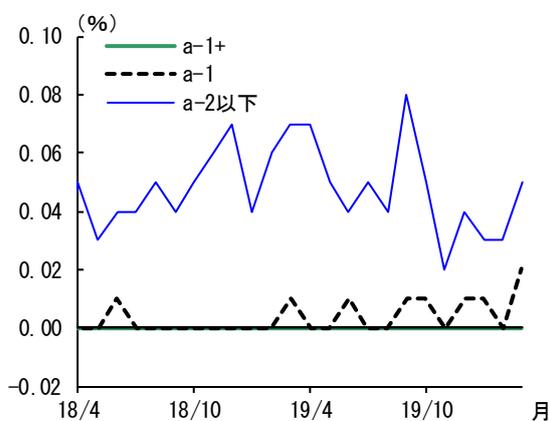


(5) CP市場

2019年度中のCP発行金利をみると、2020年2月までは、金融環境が極めて緩和した状態にあるもとで、引き続き、高格付け銘柄を中心にゼロ%程度で推移した(図表3-15)。投資家の余剰資金の運用ニーズもあって、一部の銘柄では、小幅のマイナス金利での発行も行われた。CP発行残高は、低水準のレートで資金調達が可能で環境や好調な企業業績が続くもとの資金需要の高まりなどを背景として、事業法人やその他金融(リース・ノンバンク等)を中心に、2018年度を上回って推移した(図表3-16)。

2020年3月以降、新型コロナウイルス感染症拡大の影響が広がるもとで、幅広い企業において、感染症拡大の影響による売上の減少や予備的な資金手当てなどによる資金需要が高まり、CPの発行残高は、例年季節的に減少する年度末にかけても増加基調を維持し、3月後半には既往最高を更新した。一方、投資家は、市場のボラティリティ上昇を受けてリスク許容度が低下したほか、在宅勤務等に伴う事務態勢の制約もあって、CPへの投資スタンスが後退し、CP発行金利は、3月末に向けて、徐々に水準を切り上げる姿となった。

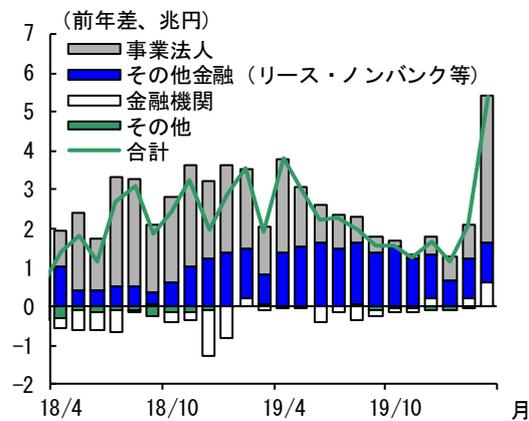
(図表3-15) CP発行金利



(注1) いずれも1か月物。

(注2) 月次集計した事業法人(電力・ガスを含む)およびその他金融(リース・ノンバンク等)の合計。

(図表3-16) CP発行残高(業態別)



(注1) 月末時点。

(注2) 事業法人は、電力・ガスを含む。

(6) 社債市場

社債流通利回りおよび流通市場における対国債スプレッドをみると、2019年度を通じて概ね低水準で推移しており、総じて落ち着いて推移した(図表3-17、3-18)。なお、2019年の秋には、ベースレートである国債利回りが低下した一方、マイナス利回りの社債に対する投資家需要が限られるもとの、社債の発行・流通利回りの低下が限定的であった結果、対国債スプレッドが幾分拡大する局面もみられた。

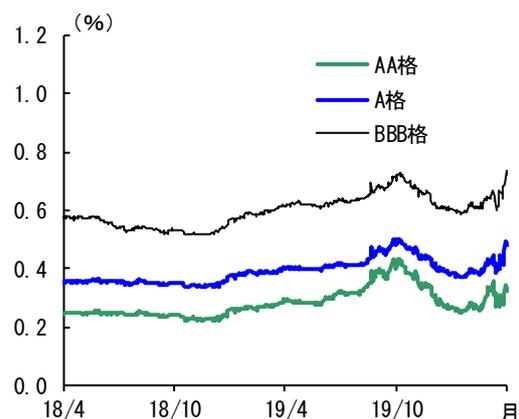
その後、対国債スプレッドは一旦縮小したものの、2020年3月末にかけて、新型コロナウイルス感染症の拡大を背景に金融市場のボラティリティが高まるなか、本邦社債市場の流動性が低下し、ディーラーや投資家の在庫圧縮・換金ニーズが高まったことで、需給が幾分悪化し、対国債スプレッドは再び拡大に転じている。

この間、社債発行残高は、総じて緩和的な金融環境を背景に、2018年度に続いて増加した(図表3-19)。

(図表3-17) 社債流通利回りと国債利回り

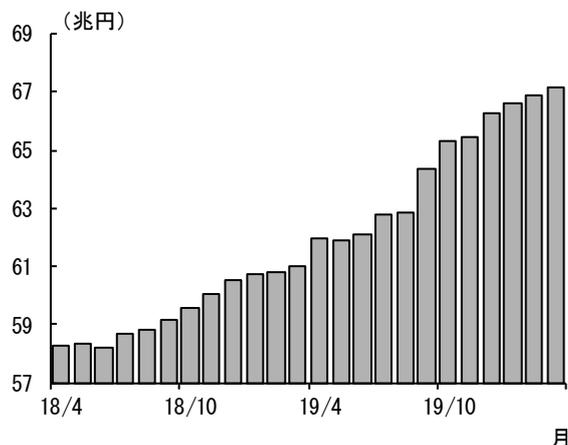


(図表3-18) 社債流通利回りの対国債スプレッド



(注) 格付けはR&Iによる。図表3-18も同様。

(図表3-19) 普通社債の発行残高



(注) 月末時点、名目金額ベース。一般担保付社債を除く。

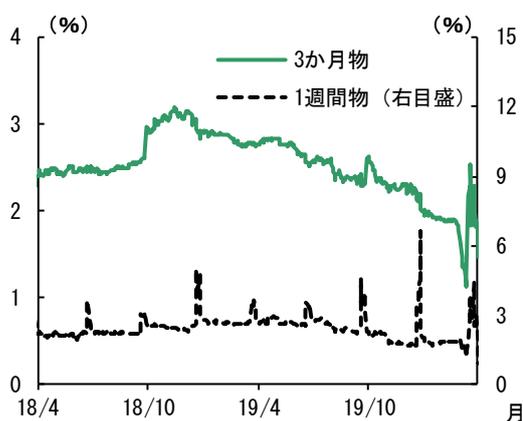
(7) 為替スワップ市場

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、米国連邦準備制度が2019年8月に利下げに転じ、その後も段階的に利下げを続ける中で、緩やかな低下傾向を辿った。この間、2019年9月に、米国ではレポレートが急騰するなど短期金融市場が不安定化し、一部の金融機関が2019年9月末越えや同12月末越えの資金調達を前倒しで進めるといった動きもみられたものの、2020年2月までの間、為替スワップ市場は総じて安定を維持した。

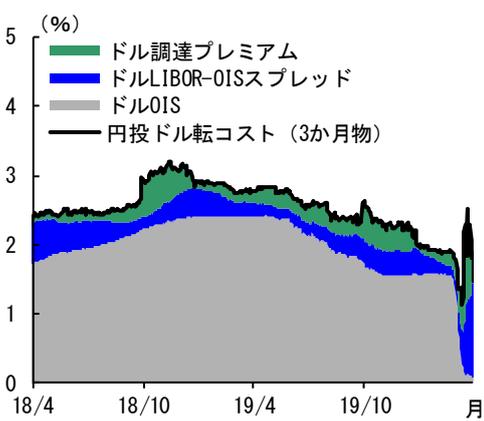
その後、新型コロナウイルス感染症の拡大を巡る懸念の高まりを受け、2020年3月には、米国連邦準備制度が合計▲1.5%の大幅な利下げを行った結果、ドルOISが大幅に低下し、ドル調達コストも一旦大きく低下した。もっとも、3月中旬以降、新型コロナウイルス感染症拡大を巡る不透明感が一段と強まるなかで、各金融機関が米ドル流動性を厚めに保有しようとする動きを強めたことや、海外勢を中心に既存の円転ポジションを解消する動きがみられたことなどを背景に、ドル調達コストは一転して大幅に上昇した（図表3-20、3-21）。

これに対し、米国連邦準備制度が市場にドル資金を潤沢に供給したことや、後述のとおり、日本銀行を含む各国中銀が協調して米ドル資金供給オペを大幅に拡充して実施したこともあって、年度末にかけてドル調達プレミアムは縮小に転じ、ドル調達コストも再び低下した。

(図表 3-20) 短期の円投ドル転コスト



(図表 3-21) 短期の円投ドル転コストの要因分解



(注) 円投ドル転コストは、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。

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

日本銀行は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもと、金融機関が保有する日銀当座預金を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基礎残高にはプラス金利（+0.1%）、マクロ加算残高にはゼロ金利、政策金利残高にはマイナス金利（▲0.1%）を適用した（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）」 －「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」など ¹³	
	「MRFに関する特則の適用対象預金残高」 ¹⁴	
	「マクロ加算額（基準平残 ¹⁵ ×基準比率 ¹⁶ ）」	
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%

金融機関によって、実際の日銀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、日銀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。こうした余裕枠や政策金利残高の有無は、各金融機関が、日銀当座預金残高に応じて適用される付利金利よりも低い（高い）金利で資金を調達（運用）し、その資金を日銀当座預金に預け入れる（から放出する）といった裁定取引を行う誘因となっている。こうした裁定取引を通じて、

13 「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、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および新型コロナ企業金融支援特別オペを指す。これら貸出支援基金等の合計利用残高のうち、2016年3月末の残高からの増加分は、各金融機関のマクロ加算残高に上乘せされる（増加額の2倍の金額がマクロ加算残高に加算される）。

14 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。

15 「補完当座預金制度の利息の計算方法における新規先に関する特則」に基づくみなし基準平均残高を含む（後述5.（2）②参照）。

16 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調整し、「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。

基礎残高やマクロ加算残高の「余裕枠」を保有する金融機関が、その「余裕枠」を全て利用するまで、政策金利残高を保有する金融機関から資金を調達すると仮定した場合に、なお残る政策金利残高のことを「完全裁定後の政策金利残高」と呼んでいる。

2019年度中、日本銀行は、2018年7月30～31日の金融政策決定会合で示された「長短金利操作の実現に支障がない範囲内で、現在の水準（平均して10兆円程度）から減少させる」という方針に沿って、同残高が平均して5兆円程度で推移するように、原則として3か月に1回、基準比率の見直しを行った。（図表4-2）。なお、2020年3～5月積み期間については、銀行券要因や財政等要因の季節性等による日銀当座預金の月々の振れも踏まえ、同残高の過度な変動を抑制する観点から、3積み期間の中でも各積み期間毎に異なる基準比率を設定した。

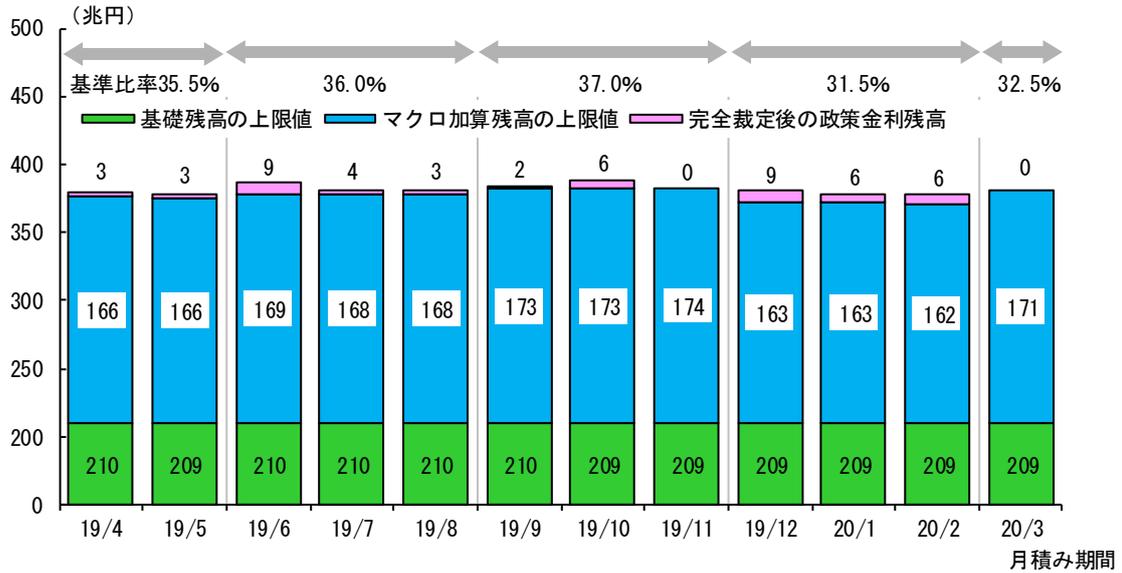
「完全裁定後の政策金利残高」は、基準比率を設定した時点では織り込まれていなかった銀行券・財政等要因のほか、金融市場調節の運営やその制度変更によっても変動し得る。例えば、2020年3月積み期間については、後述のとおり米ドル資金供給用担保国債供給が多額に利用されたことや、「新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペ」が導入され、その残高の2倍相当額がマクロ加算残高に加算されることになったことは、「完全裁定後の政策金利残高」を押し下げる方向に作用した。この結果、特に2019年11月積み期間および2020年3月積み期間には、「完全裁定後の政策金利残高」がゼロで着地することになった（日銀当座預金残高は、基礎残高とマクロ加算残高の上限値の合計を▲3～▲4兆円程度下回る水準となった）。

そのうえで、実際には、①裁定取引を事務コスト等との見合いでどこまで積極的に行うかというスタンスの違いに加え、②コール市場ではクレジットラインの制約、③レポ市場では担保繰りの制約などから、政策金利残高を有する金融機関から「余裕枠」を有する金融機関に完全に資金が移動することはなく、「余裕枠」は概ね15兆円程度残存した。ただし、2020年3月積み期間については、新型コロナウイルス感染症の影響もあって金融機関の多くが通常とは異なる事務処理体制を敷く中、裁定取引を抑制的にしたこともあって、「余裕枠」は三層構造導入後では最大となる26兆円に上った。

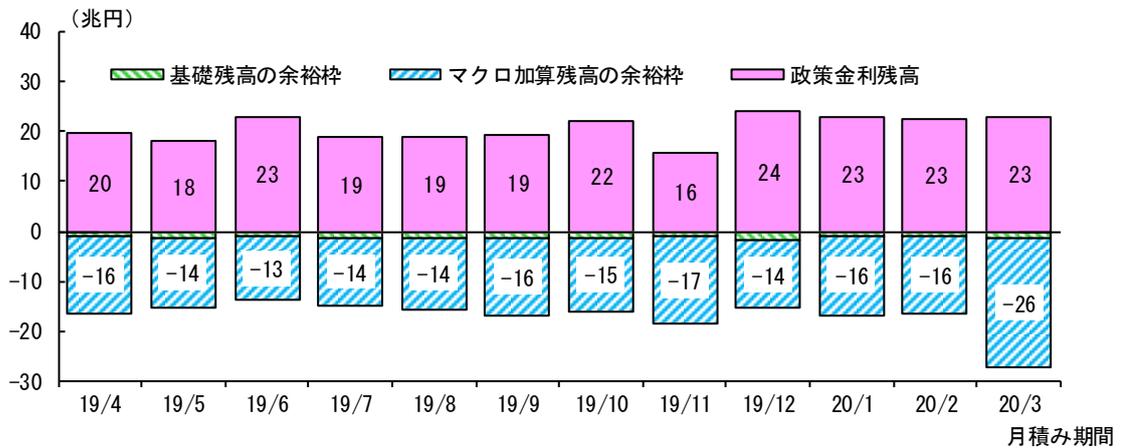
実際の政策金利残高は、裁定活動が活発化し、コールレート、レポレートがいずれも高めの水準となった2019年11月積み期間には三層構造導入後では最小となる16兆円まで低下する局面もみられたものの、同期間を含め、「完全裁定後の政策金利残高」より多い16～24兆円程度のレンジで推移した（図表4-3）。

以上のような三層構造の動きを業態別にみると、図表4-4のとおりである。

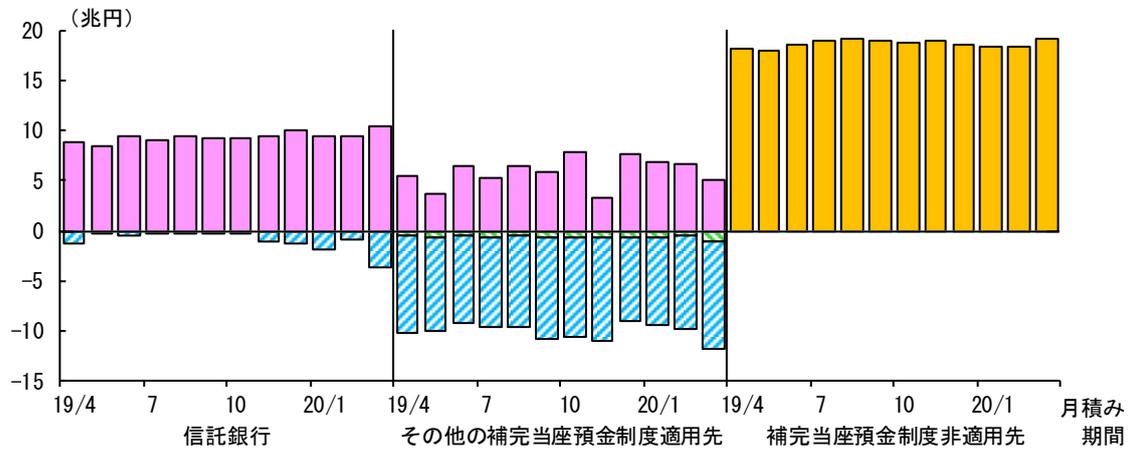
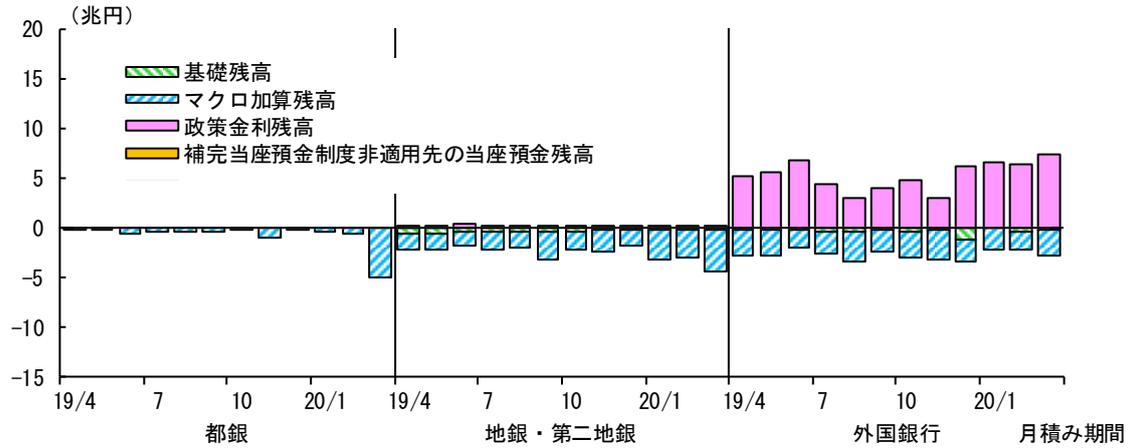
(図表 4-2) マクロ加算残高等の上限値と「完全裁定後の政策金利残高」の推移



(図表 4-3) マクロ加算残高等の「余裕枠」と政策金利残高



(図表 4-4) 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、au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、新生銀行、あおぞら銀行、SBJ銀行、整理回収機構、農林中央金庫、ゆうちょ銀行、ローソン銀行、GMOあおぞらネット銀行を含む。
- (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。

(2) 国庫短期証券の買入れ

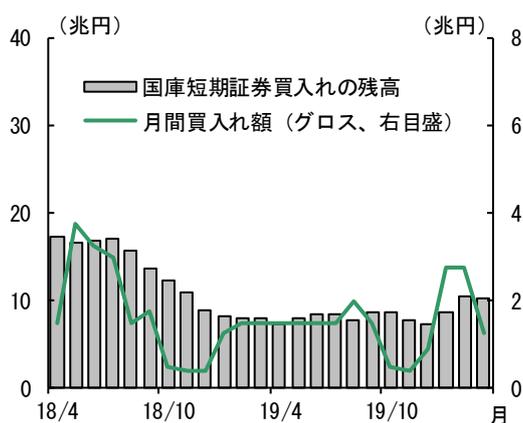
国庫短期証券買入れについては、概ね週1回のペースで、1回あたり1,000億～10,000億円のオファーを行った。日本銀行は、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）という枠組みの中で、国庫短期証券の利回りや需給のほか、その他の短期金融市場の動向などに応じて、毎回の買入れ額などを柔軟に調整した。

2019年4月以降9月までの間は、入札回数などに応じて、毎回2,500億円～7,500億円の買入れを行った。2019年10月以降12月中旬にかけては、前述のとおり内外投資家の需要が高まったことなどを踏まえ、原則として毎回1,000億円を買入れた。この際、買入れ対象銘柄について、短期の金融市場調節を円滑に行う観点から、個別銘柄の需給も含めた金融市場の情勢などを勘案して決定する、という考え方にに基づき、2019年10月1日～16日までの間に実施した計3回の買入れにおいては、償還日が年末を跨ぐ3か月物を買入れ対象から除外した。その後、12月11日、同24日には、国庫短期証券の需給が緩和するとともに、短期市場金利が幾分上昇していることを踏まえ、それぞれ2,000億円、5,000億円を買入れた。2020年1月以降は、2,500億円～10,000億円のオファーを行った。

この間、オペ対象先毎の応札限度額については、証券会社における国庫短期証券の在庫状況などを勘案し、25%～100%の範囲内で、オファーの都度柔軟に調整した。

以上の運営のもとで、国庫短期証券の買入れ残高は、2019年12月までは概ね横ばいで推移した後、2020年3月にかけて増加し、同月末の残高は10.2兆円（前年比+2.3兆円）となった（図表4-5）。

(図表 4-5) 国庫短期証券買入れの残高と買入れペース



(3) 長期国債の買入れ

2019年度は、年度を通じて、「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。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する」という金融市場調節方針が維持された¹⁷。そのうえで、2020年3月16日の金融政策決定会合では、新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響を踏まえ、企業金融の円滑確保に万全を期すとともに、金融市場の安定を維持し、企業や家計のコンフィデンス悪化を防止する観点から、積極的な国債買入れなどにより、当面、円資金の一層潤沢な供給に努めることが決定された。こうした方針のもと、日本銀行は、長期国債の買入れを弾力的に運営し、金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を実現した。

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、「当面の長期国債等の買入れの運営について」（「運営方針」）を事前に公表している。利回り入札方式の長期国債買入れについては、翌月の1回当たりのオファー金額をレンジで示すとともに、5つのゾーン（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）については、翌月のオファー日程も公表している（図表4-6）¹⁸。

そのうえで、毎回の買入れ額は、その時々々の市場動向に応じて、柔軟に調整した。このうち、長期ゾーンについては、8月以降、同ゾーンにおける国債需給の引き締めが続き、10年物金利のマイナス幅が拡大していったことから、数度にわたって（8月16、30日、9月20、26日）買入れ額を減額した。短中期ゾーンについては、5年ゾーンを中心に市中残高比率が徐々に低下するもとの、各ゾーンにおける需給の状況などを踏まえて、1年超3年以下の買入れ額を増額した一方、3年超5年以下の買入れ額を減額した。超長期ゾーンについては、同ゾーンにおける需給の引き締めが続いていたことなどを踏まえ、後述のとおり買入れ頻度を2度にわたって減らしたほか、7月3日、8月9日、9月2、20日、11月5日に、1回当たりの買入れ額を減額した。

なお、2019年度には、前年度に続き、金融市場調節方針の実現に支障がない範囲内で、債券市場の価格発見機能が十分に発揮される時間帯を増やし、市場機能の向上に資するという観点から、買入れ頻度の引き下げや買入れ日程の柔軟化を進めた。

すなわち、ひと月当たりの買入れ頻度については、10年超25年以下、25年超の

17 「金利が急速に上昇する場合には、迅速かつ適切に国債買入れを実施する」こととされた。

18 「1年以下の利付国債」、「変動利付国債」、「物価連動国債」については、オファーの回数を公表している。

2つのゾーンの買入れ頻度を、年度初の4回から2回に減らした¹⁹。

次に、買入れ日程の配置について、2018年10月以前は、国債の入札日翌日に対象となるゾーンの買入れを実施してきたが、2018年11月以降は、各ゾーンについて、月間を通した日程のバランスや市場動向を踏まえつつ、柔軟な実施日程の設定を進めてきた。この一環として、2019年6月以降、5年超10年以下のゾーンの買入れ日程についても、10年債の入札日翌日を避ける運用に移行した。

さらに、買入れ対象銘柄について、2019年10月以降、20年新発債および30年新発債を買入れ対象から除外したほか、2020年1月以降は、40年新発債を買入れ対象から除外することとした。

2020年3月以降、新型コロナウイルス感染症の拡大を受けて内外の金融資本市場が不安定な動きをみせるなか、債券市場の流動性が低下し、金利上昇圧力が強まった。これを受け、3月13、17、19、23日に、2月末に「運営方針」で示したスケジュールにない臨時の追加的な長期国債の買入れを実施した。このうち、3月19日については、午前10時10分に臨時の国債買入れを1兆円実施した後、午後に入っても債券市場でやや不安定な動きが続いたことを踏まえ、午後1時20分にも追加の国債買入れを実施した。

この間、物価連動債の買入れについてみると、物価連動債の需給状況に加え、利付債の買入れ額とのバランスなどにも配慮しつつ、2019年11月以降、1回当たりのオファー金額を、それまでの250億円程度から300億円程度に増額した。なお、2020年3月18日に実施した買入れでは、BEIが大幅なマイナスに低下するなど物価連動債の需給が一段と悪化している状況を踏まえ、500億円の買入れを行った。

19 このうち「25年超」について、2019年10月以降、オファー金額のレンジの下限を0億円としたことに伴い、買入れの回数に関する記載を「必要に応じて回数を増やすことがある」から「必要に応じて回数を変更することがある」に改めた。

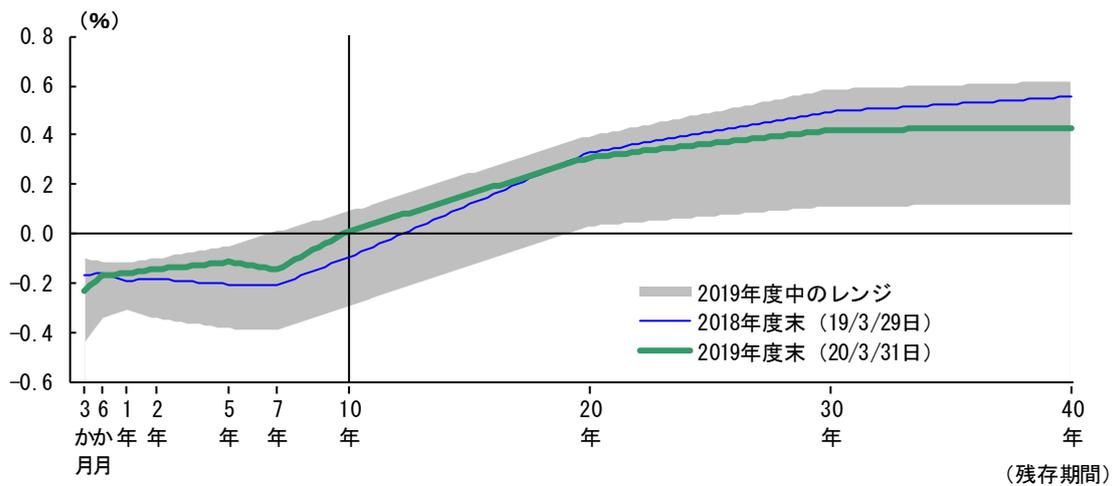
(図表 4-6) 「運営方針」の変遷

買入対象ゾーン	19/4月	5月	6月	7-8月	9月	10月	11月	12-20/1月	2-3月
1年以下	100～ 1,000程度								
	500	500	500	500	500	500	500	500	500
	2	2	2	2	2	2	2	2	2
1-3年	2,500～ 4,500程度	2,500～ 4,500程度	2,500～ 4,500程度	2,500～ 5,000程度	2,500～ 5,000程度	3,000～ 5,500程度	3,000～ 5,500程度	3,000～ 5,500程度	3,000～ 5,500程度
	3,500	3,500	3,500	3,800	4,000	4,200	4,200	4,200	4,200
	4	4	4	4	4	4	4	4	4
3-5年	3,000～ 5,500程度	3,000～ 5,500程度	3,000～ 5,500程度	2,500～ 5,000程度	2,500～ 5,000程度	2,000～ 4,500程度	2,000～ 4,500程度	2,000～ 4,500程度	2,000～ 4,500程度
	4,000	4,000	4,000	3,800	3,600	3,400	3,400	3,400	3,400
	4	4	4	4	4	4	4	4	4
5-10年	3,000～ 6,500程度	3,000～ 6,500程度	3,000～ 6,500程度	3,000～ 6,500程度	2,500～ 5,500程度	2,000～ 5,000程度	2,000～ 5,000程度	2,000～ 5,000程度	2,000～ 5,000程度
	4,800	4,800	4,800	4,800	4,000	3,500	3,500	3,500	3,500
	4	4	4	4	4	4	4	4	4
10-25年	1,500～ 2,500程度	1,000～ 2,500程度	1,000～ 3,000程度	1,000～ 2,500程度	1,000～ 2,500程度	500～ 2,000程度	500～ 2,000程度	500～ 1,500程度	500～ 2,000程度
	1,800	1,600	2,000	1,800	1,400	1,200	1,000	1,000	1,200
	4	4	3	3	3	3	3	3	2
25年超	100～ 1,000程度	100～ 1,000程度	100～ 1,000程度	100～ 1,000程度	100～ 1,000程度	0～ 500程度	0～ 500程度	0～ 500程度	0～ 500程度
	500	400	400	400	400	300	300	300	300
	4	4	3	3	3	3	3	3	2
物価 連動債	250程度	250程度	250程度	250程度	250程度	250程度	300程度	300程度	300程度
	250	250	250	250	250	250	300	300	300
	2	2	2	2	2	2	2	2	2

(注1) 上から1回当たりオファー金額のレンジ(億円)、初回オファー金額(億円)、回数(回)。

(注2) シャドローは、前月までの「運営方針」から変更した箇所。

(図表 4-7) 国債のイールドカーブ



(注) 残存期間7年は、長期国債先物のチーペスト銘柄の利回り。

(4) その他の資産買入れ

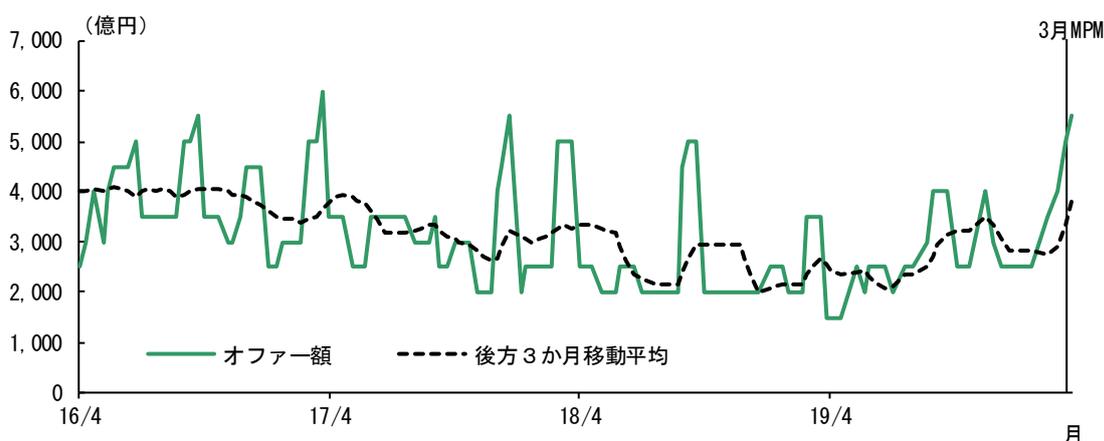
① CP等買入れ

CP等買入れは、金融政策決定会合で示された資産買入れ方針に沿って、2020年2月までの間、約2.2兆円の残高を維持する運営を行った。具体的には、CPの発行期間が長期化する中、日本銀行が買入れたCPの残存期間も長期化するもとの、2019年5月以降、CP等買入れの円滑確保の観点から、買入れ頻度や買入れ実施日について、これまでよりも柔軟に設定した。こうしたもと、ひと月当たりの買入れ頻度は幾分低下した一方、1回当たりのオファー額は幾分増加した。

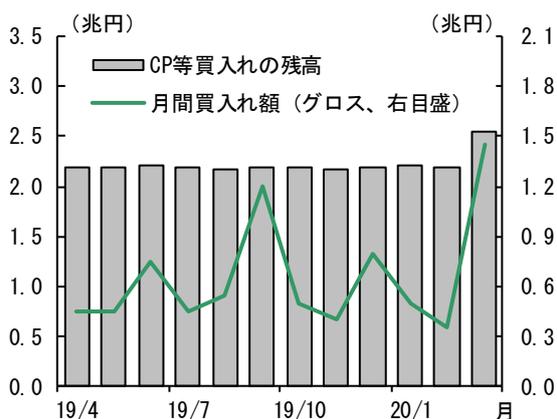
その後、2020年3月16日の金融政策決定会合において、「新型コロナウイルス拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化」が決定され、1兆円の追加買入れ枠が設けられたことを受け、同日夕方に「CP・社債等買入のオファー金額の増額およびオファー日程の追加について」を公表し、3月2回目および3回目のCP等買入れのオファー額について、2月末公表時にはいずれも「3,500億円程度」としていたものを「5,000億円程度」に引き上げるとともに、実際にはそれぞれ5,000億円程度、5,500億円程度を買入れた。この結果、CP等の買入れ残高は、2020年2月まで均してみれば約2.2兆円で推移した後、3月末時点では約2.6兆円に増加した(図表4-8、4-9)。

CP等買入れの最低落札利回りは、引き続きごく浅いマイナスで推移した(図表4-10)。もっとも、3月3回目の買入れでは、CPの発行残高が一段と増加し、高格付け銘柄の発行金利も小幅のプラスに転じていたこともあって、最低落札利回りは+0.003%と、2016年2月のマイナス金利適用開始後、初めてのプラスとなった。

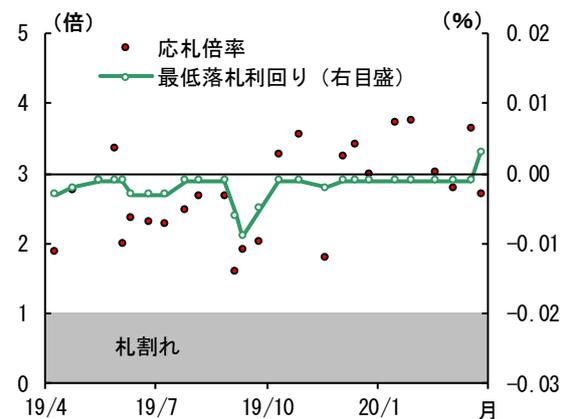
(図表4-8) CP等買入れのオファー額の推移



(図表 4-9) CP等買入れの残高と
買入れペース



(図表 4-10) 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、2020年2月までの間、約3.2兆円の残高を維持する運営を行った。具体的には、毎月1回、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750～1,250億円の買入れを行った（図表4-11）。

2020年3月16日の金融政策決定会合では、「新型コロナウイルス拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化」が決定され、1兆円の追加買入枠が設けられた。これを受け、同日夕方に「CP・社債等買入のオファー金額の増額およびオファー日程の追加について」を公表し、3月の社債等買入れのオファー予定額を、2月末公表時の「1,250億円程度」から「2,000億円程度」に増額したうえで、3月23日に同額を買入れた。

社債等買入れの最低落札利回りは、年度前半は、ベースレートである国債利回りが低下するもと、オペでの売却ニーズが低下したこともあり、やや深めのマイナス圏で推移した。年度後半には、買入れ対象となる残存期間1年以上3年以下の社債の発行残高の増加や、ベースレートの反転上昇によってオペでの売却ニーズが高まったこともあり、最低落札利回りはプラス圏まで上昇した（図表4-12）。2020年3月に実施した社債等買入れでは、市場のボラティリティの高まりを受けて投資家の換金ニーズが高まったことを映じ、最低落札利回りは0.082%と、2014年10月以来の水準まで上昇した。

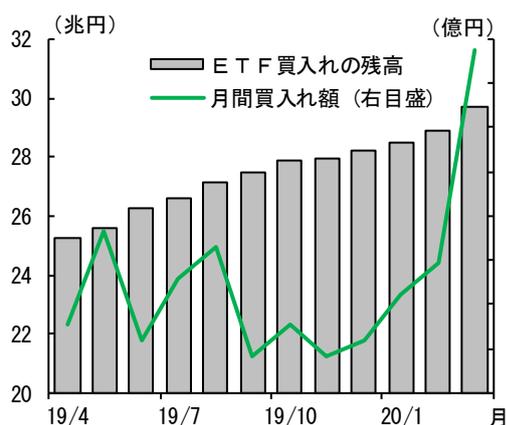
④ J-R E I T買入れ

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。2020 年 3 月 16 日の金融政策決定会合では、当面は、年間約 1,800 億円に相当する残高増加ペースを上限に、積極的な買入れを行うこととされた²¹。

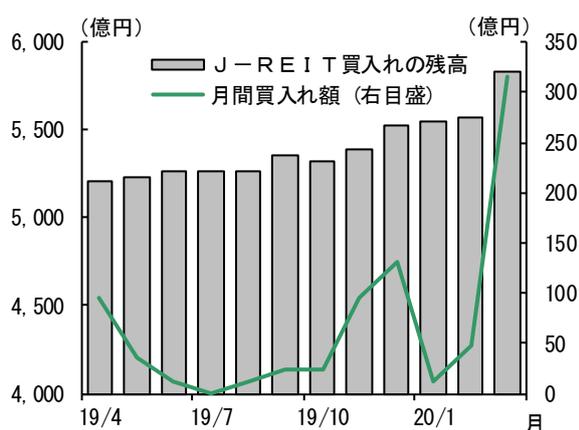
上記③E T F買入れと同様、J-R E I T買入れについても、1 回当たりの買入れ金額を機動的に調整した。すなわち、2014 年 11 月以降はほぼ一貫して毎回 12 億円程度を買入れてきたが、2020 年 3 月 16 日には 15 億円程度、同 17 日には 20 億円程度、同 19 日以降の 5 回は 40 億円程度に引き上げて買入れを行った。

こうしたもとで、2019 年度中に合計 54 回の買入れを行い、2020 年 3 月末の残高は 5,834 億円となった。また、2019 年度中の J-R E I Tの月間の買入れ額（約定日ベース）は 0~315 億円となった（図表 4-14）。

（図表 4-13）E T F買入れの残高と買入れペース



（図表 4-14）J-R E I T買入れの残高と買入れペース



（注）月間買入れ額は、約定日ベース。図表 4-14 も同様。

21 原則的な買入れ方針としては、引き続き、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い、その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとされた。

(5) その他の円資金供給オペレーション

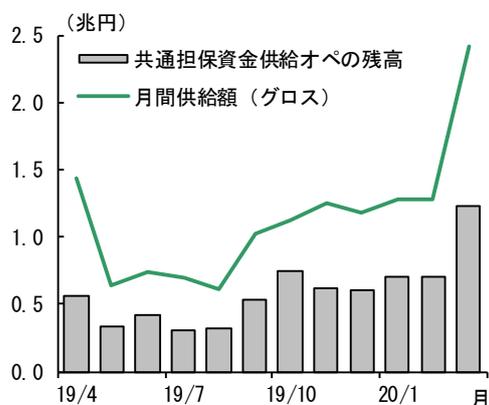
① 共通担保資金供給オペ

共通担保資金供給オペは、貸付利率ゼロ%の固定金利方式で、2018年5月以降、2週間物を2系列オファーする運営を続けてきたが、2019年11月22日オファー分以降は、原則として一本化し、2～3週間物を概ね隔週1回のペースに変更したうえで、継続的にオファーを行った（オファー額は毎回15,000億円）。

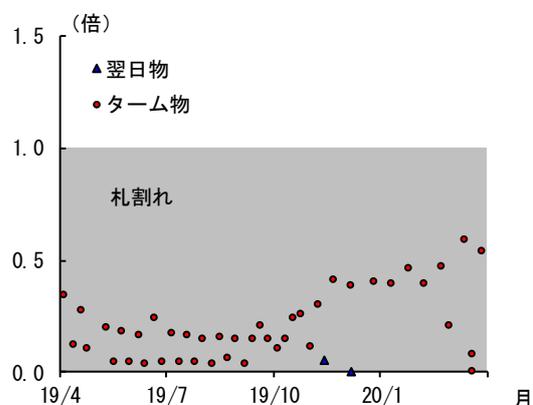
そのうえで、短期金融市場で資金需要が高まる局面では、翌日物や2週間物を追加でオファーするなど、柔軟な運営を行った。すなわち、2019年12月6日には、短期金融市場の動向を踏まえて、翌日物（T/N物）のオファー（3兆円）を行った。また、2020年2月28日以降は、金融市場の安定に万全を期す観点から、追加的に年度内物、年度末越えを取り交ぜながらオファーするなど、その時々市場動向に応じて機動的かつ柔軟な運営を行った。

この結果、2020年3月末のオペの残高は1.2兆円と、前年比0.6兆円の増加となった（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 国債買現先オペ

国債買現先オペについては、2020年3月2日に公表された総裁談話を踏まえ、潤沢な資金供給と金融市場の安定確保に努めていく観点から、3月2、3、13日に、いずれも2週間物（①3月3日スタート、3月16日エンド、②3月4日スタート、3月16日エンド、③3月16日スタート、3月30日エンド）を、それぞれ5,000億円オファーした。タームは、市場参加者の資金調達ニーズや市場機能度への影響などを総合的に勘案し、2週間物とした。初回は、2016年3月18日以来、約4年振りのオファーとなることも踏まえ、オペ対象先が十分余裕をもって事務処理を行え

るよう、オファー時刻から応札締め切り時刻までの時間を長めに取る等の工夫を行った。また、短期政策金利が▲0.1%であることを踏まえ、短期金融市場における適切なレート形成を促す観点から、下限利回りを▲0.1%として実施した。

3月2日にはオファー額を上回る応札があった一方、3月3日オファー分、3月16日オファー分は、日本銀行の積極的な資金供給スタンスを受けた安心感の拡がりに加え、この間のG Cレポレートの低下も反映し、低調な応札となった(図表 4-17)。

(図表 4-17) 国債買現先オペの実施状況

(億円、%)

オファー日	スタート	期間	オファー額	応札倍率	平均落札 レート	落札決定 レート
3/2	T+1	2W	5,000	1.14	-0.092	-0.100
3/3	T+1	2W	5,000	0.30	-0.100	-0.100
3/13	T+1	2W	5,000	0.00	-0.100	-0.100

③ 成長基盤強化支援資金供給

2019年度中は、2019年5月および8月に、2010年6月に導入した貸付枠(本則)に基づく資金供給、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、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、それぞれ貸付けを実施した。

その後、2019年6月19~20日の金融政策決定会合において、成長基盤強化支援資金供給の利便性向上・利用促進(後述5.(1)②参照)を決定したことを受け、出資等特則および小口特則を本則に統合したうえで、2019年11月および2020年2月に、見直し後の制度のもと、本則および米ドル特則の資金供給として、それぞれ貸付けを実施した(図表 4-18)。

2020年3月末の残高は、本則分(廃止前に実行された出資等特則分・小口特則分を含む)が、6.3兆円(前年比57億円の減少)となった。また、米ドル特則分は、貸付総額の上限240億米ドルに達した(前年比8.1億米ドルの増加)(図表 4-19)。

(図表 4-18) 成長基盤強化支援資金供給の実施結果

▽ 本則分 (億円)

第36回 (19/5/30日)	第37回 (8/29日)	第38回 (11/28日)	第39回 (20/2/27日)	残高 (20/3/31日時点)
4,293	1,934	10,258	2,178	63,465.48 (21,278.97)

▽ 出資等特則分 (億円)

第32期 (19/5/29日)	第33期 (8/28日)
5	34

▽ 小口特則分 (億円)

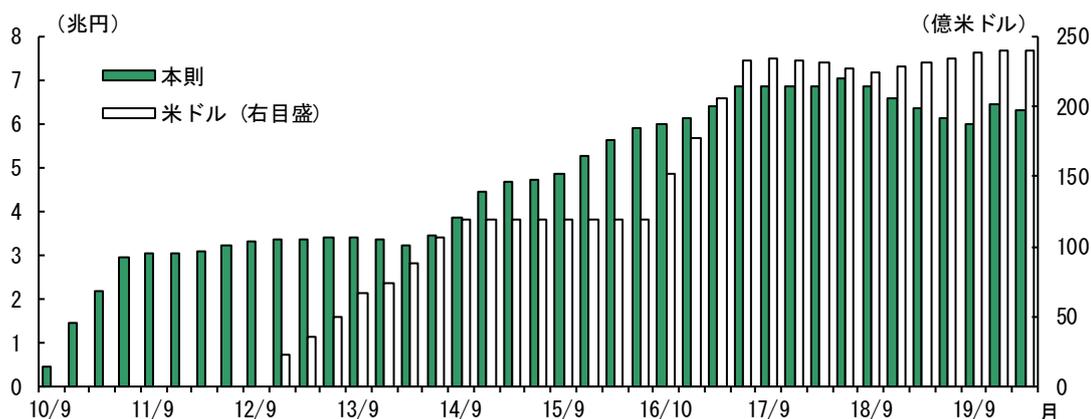
第29期 (19/5/29日)	第30期 (8/28日)
19.45	6.03

▽ 米ドル特則分 (百万米ドル)

第28期 (19/5/29日)	第29期 (8/28日)	第30期 (11/27日)	第31期 (20/2/26日)	残高 (20/3/31日時点)
712	723	342	164	24,000

- (注1) 上段括弧内の日付はオファー日、計数は新規実行額。
 (注2) 本則分の残高は、廃止済の出資等特則分 125.40 億円および小口特則分 96.08 億円を含む。
 (注3) 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) 成長基盤強化支援資金供給の貸付残高



- (注) 「本則」には廃止前の出資等特則分、小口特則分を含む。

④ 貸出増加支援資金供給

2019年度中は、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4-20）。この結果、2020年3月末の残高は42.8兆円となり、2019年3月末に比べて3.1兆円の増加となった（図表4-21）。

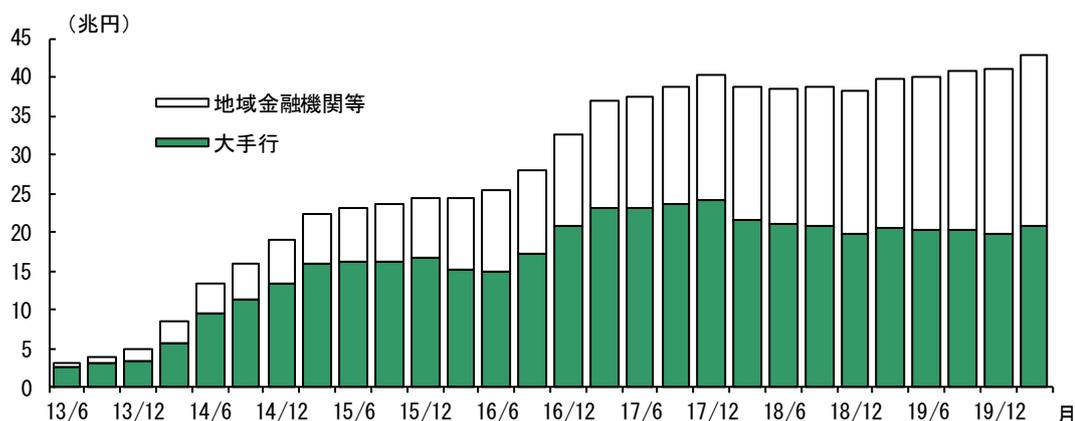
（図表4-20）貸出増加支援資金供給の実施結果

				（億円）
2019年6月実施分 （19/6/17日）	2019年9月実施分 （9/12日）	2019年12月実施分 （12/12日）	2020年3月実施分 （20/3/16日）	残高 （20/3/31日時点）
28,033	13,014	20,601	41,458	428,138 （32,412）

（注1）上段括弧内の日付はオファー日、計数は新規実行額。

（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4-21）貸出増加支援資金供給の貸付残高



⑤ 被災地金融機関支援オペ

2019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4-22）。いずれも、貸付期間は1年としている。この結果、2020年3月末の残高は、上限の1兆円に対して、4,066億円となった（前年比9億円の減少）。

(図表 4-22) 被災地金融機関支援オペの実施結果

第96回 (19/4/17日)	第97回 (5/15日)	第98回 (6/12日)	第99回 (7/17日)	第100回 (8/21日)	第101回 (9/18日)	
1,068	0	494	1,116	428	807	

(億円)

第102回 (10/16日)	第103回 (11/20日)	第104回 (12/18日)	第105回 (20/1/15日)	第106回 (2/19日)	第107回 (3/17日)	残高 (20/3/31日時点)
82	0	71	0	0	0	4,066

(注) 上段括弧内の日付はオファー日、計数は新規実行額。

⑥ 熊本地震被災地金融機関支援オペ

2019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4-23)。いずれも、貸付期間は1年としている。この結果、2020年3月末の残高は、上限の3,000億円に対して、1,379億円となった(前年比1,394億円の減少)。

(図表 4-23) 熊本地震被災地金融機関支援オペの実施結果

第35回 (19/4/17日)	第36回 (5/15日)	第37回 (6/12日)	第38回 (7/17日)	第39回 (8/21日)	第40回 (9/18日)	
200	300	369	0	500	0	

(億円)

第41回 (10/16日)	第42回 (11/20日)	第43回 (12/18日)	第44回 (20/1/15日)	第45回 (2/19日)	第46回 (3/17日)	残高 (20/3/31日時点)
8	0	0	2	0	0	1,379

(注) 上段括弧内の日付はオファー日、計数は新規実行額。

⑦ 新型コロナ企業金融支援特別オペ

日本銀行は、2020年3月16日の金融政策決定会合において、新型コロナウイルス感染症の拡大による経済活動への影響を踏まえ、企業金融の円滑確保に万全を期すとともに、金融市場の安定を維持する観点から、民間企業債務の差入担保の範囲内で資金供給を行う「新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペレーション」を導入することを決定した。本オペは、貸付期間1年以内、貸付金利はゼロ%で、貸付残高の2倍に相当する金額がマクロ加算残高に加算される。

2020年3月24日に、貸付期間3か月、金額に上限を設けない形で初回のオファーを行い、33,968億円の貸付けを実施した。

(6) 米ドル資金の供給

① 米ドル資金供給オペ

米ドル資金供給オペは、ドル短期金融市場の緊張が高まることにより、市場参加者が自ら市場で調達する十分な努力を行ったにもかかわらず、ドル調達が困難な場合や、その調達レートが大きく上昇する場合などに、バックストップとして利用することが想定されている。

2019年度中、米ドル資金供給オペは、2020年3月15日以前は、原則として毎週1回、1週間物のオファーを継続した。その後、3月17日オファー分以降、従来の1週間物に加え、3か月物(84日物)の米ドル資金供給を週次で実施した。また、1週間物の米ドル資金供給についても、3月23日以降、全ての営業日でオファーした。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。

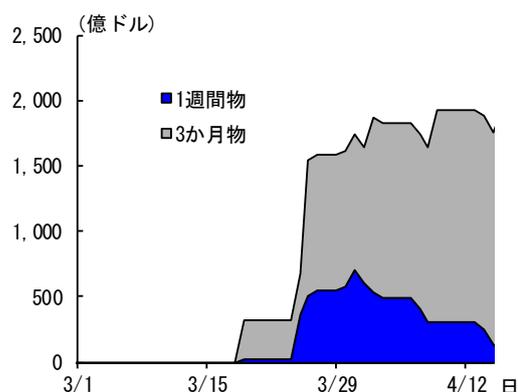
2019年度の利用状況をみると、2020年3月半ばまでは、前年度同様、事務態勢の確認・維持を目的とする少額の応札が、毎月数件みられる程度にとどまった。他方、3月半ばの米ドル資金供給オペの拡充以降は、幅広い業態において、3か月物を中心に、急激に利用が増加した。本邦金融機関は、年度末に向けて、元々十分な流動性を概ね手当てしていたとみられるが、米ドル短期金融市場における資金調達圧力が持続的に高まるもとの、取引先企業によるコミットメントラインの引き出しなどの資金需要への対応や、スプリット・オペレーションなどに伴う事務上の制約が強まったことへの備えとして手元資金を厚めにするなど、ドル資金需要が高まったことで、本オペの利用が大きく増加した。その結果、2020年3月末時点の残高は174,707百万米ドルとなり、世界的金融危機当時の残高ピーク(127,574百万米ドル、2008年12月4～17日)を大幅に更新した。

② 米ドル資金供給用担保国債供給

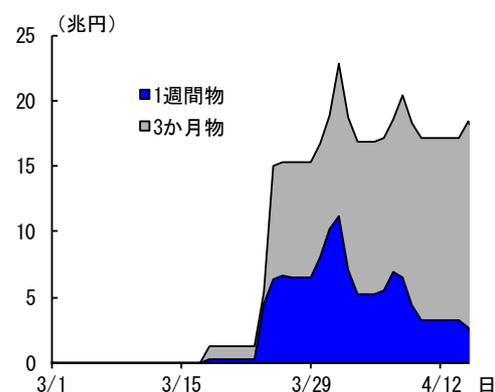
米ドル資金供給用担保国債供給制度は、米ドル資金供給オペの利用先が日本銀行に差し入れる担保として、日本銀行当座預金を見合いとして、日本銀行が保有する国債を借り入れることができる制度である。これは、金融機関の担保制約を緩和し、バックストップとしての米ドル資金供給オペの有効性を高めることを企図している。

2019年度中、2020年2月までは、例年同様、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が、3月中旬以降、ドル短期金融市場の緊張が高まるなか、拡充された米ドル資金供給オペに多額の応札がみられるもとの、実需に基づく多額の利用がみられた。

(図表 4-24) 米ドル資金供給オペ残高



(図表 4-25) 米ドル資金供給用担保国債供給オペ残高



(7) 国債の供給

日本銀行は、前述(6)②のほか、以下のとおり保有国債を市場に供給した。

① 国債補完供給

国債補完供給の実施状況をみると、2019年度の実施回数は306回と、2018年度(362回)に引き続き、高水準で推移した(図表4-26)。こうした活発な利用の背景には、2019年6月に実施した最低品貸料の引き下げや銘柄別の売却上限額の撤廃、利用申請事務のペーパーレス化などの影響もあるとみられる。もっとも、2020年2月までの間は、利用申請件数は高水準で推移したものの、実際の落札銘柄数・金額は、いずれも低位にとどまった。

2020年3月入り後、年度末を控えた市場では、担保需要の高まりなどから国債の需給がタイト化するなか、非居住者との国債取引でフェイル件数が増加したこともあって、本制度に対するニーズが急激に高まった。これを受けて、日本銀行は、レポ市場の安定を確保するための時限的な措置として、国債補完供給のオファー銘柄の拡大や応募銘柄数の上限引き上げを実施した(詳細は後述5.(3)②参照)。これらの結果、3月には落札銘柄数・金額が大幅に増加した(図表4-27)。

(8) 補完貸付制度

2019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、本制度の利用は引き続き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

(1) 強力な金融緩和の継続に資する諸措置

日本銀行は、2019年4月24～25日の金融政策決定会合において、強力な金融緩和を粘り強く続けていく政策運営方針をより明確に示すため、政策金利のフォワードガイダンスの明確化とともに、強力な金融緩和の継続に資する諸措置の実施を決定した。各措置の実施状況は以下のとおりである。

① 日本銀行の適格担保の拡充

日本銀行は、地方公共団体に対する証書貸付債権等について、貸付条件の決定方法として入札等の実施を求めないこととしたほか、非公募地方債について、公募地方債との表面利率および発行価格にかかる較差要件を緩和することとし、2019年6月21日から実施した。

また、2019年6月19～20日の金融政策決定会合において、当分の間、企業および地方公共団体等の債務について信用度および市場性に関する要件を緩和することを決定し、2019年7月24日から実施した。

さらに、セカンダリー市場で取得した政府向け証書貸付債権等を適格担保として受け入れ得ることとし、2019年8月30日から実施した。

② 成長基盤強化支援資金供給の利便性向上・利用促進

日本銀行は、2019年6月19～20日の金融政策決定会合において、成長基盤強化支援資金供給(円貨)の利用先が、(i)利用実績を踏まえた貸付限度額または(ii)個別投融资の実績に基づく貸付限度額のいずれかを選択し、その範囲内で資金供給を受けられることとする等の見直しを行うことを決定し、2019年10月1日から実施した。また、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、新規貸付の受付期間を2021年6月まで1年間延長することを決定した。

③ 国債補完供給の要件緩和

日本銀行は、国債補完供給について、最低品貸料の引き下げ²²(0.50%→0.25%)、銘柄別の売却上限額の撤廃(「日本銀行の保有残高の100%または1兆円のいずれか小さい額」としていたものを、1兆円の売却上限額を撤廃)、チーペスト銘柄等の引き渡しにかかる要件の緩和(長期国債先物取引の直近2限月におけるチーペスト銘柄およびセカンド・チーペスト銘柄のうち、日本銀行の保有割合が発行残高の80%を超えるものについて、日本銀行に引き渡せない場合の対応にかかる要件を緩和)

22 併せて、上限期間利回りを設定するうえで勘案する市場実勢金利を無担保コールレートからレポレートに変更した。

および利用申請等の事務のペーパーレス化を行うことを決定し、2019年6月10日から実施した。

④ E T F 貸付制度の導入

日本銀行は、2019年12月18～19日の金融政策決定会合において、E T F 買入れの一層の円滑化を図る観点から、日本銀行が保有するE T F を市場参加者に一時的に貸し付けることを可能とする制度の導入を決定し、2020年4月1日から実施することとした。

(図表 4-29) E T F 貸付制度の概要



(2) 新型コロナウイルス拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化

日本銀行は、2020年3月16日の金融政策決定会合において、新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響により、世界経済の不透明感が高まり、内外金融資本市場で不安定な動きが続いているもとの、企業金融の円滑確保に万全を期すとともに、金融市場の安定を維持し、企業や家計のコンフィデンス悪化を防止する観点から、以下の決定等を行った。

① 一層潤沢な資金供給の実施

積極的な国債買入れなどのほか、下記②、③の手段も活用しつつ、当面、円資金の一層潤沢な供給に努めることとした。また、米ドル資金についても、米ドル資金供給オペの拡充を通じ、流動性供給に万全を期すこととした。

② 企業金融支援のための措置

- (i) 民間企業債務を担保に、最長1年の資金を金利ゼロ%で供給する「新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペレーション」²³ (残高の2

23 2020年4月27日の金融政策決定会合にて、①対象担保範囲の家計債務を含めた民間債務全般への拡大、②対象先の拡大（新たに、系統会員金融機関等を含める）、③本オペの利用残高に相当する当座預金への+0.1%の付利、の3つの措置を講じるとともに、名称を「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ」と改めた。また、2020年5月22

倍の金額をマクロ加算残高に加算)を導入することとした(同措置は2020年9月末まで実施する²⁴⁾。

- (ii) CP・社債等の追加買入枠を合計2兆円設け、CP等は約3.2兆円、社債等は約4.2兆円の残高を上限に買入れを実施することとした²⁵⁾(増額買入れは、2020年9月末まで継続する²⁶⁾。

③ ETF・J-REITの積極的な買入れ

ETFおよびJ-REITについて、当面は、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、積極的な買入れを行うこととした²⁷⁾。

(3) その他の制度変更等

① 貸出増加支援資金供給の見直し

日本銀行は、2019年12月18～19日の金融政策決定会合において、貸出増加に向け、金融機関と企業・家計の前向きな行動を引き続き促す観点から、2020年4月1日以降に期日償還を迎える貸出増加支援資金供給について、金融機関の市中貸出残高の動向に応じ、長期(4年)・低利(ゼロ%)で、全部または一部の借り換えを認めることを決定し、2020年4月1日から実施することとした。

② 国債補完供給の実務運用の変更

日本銀行は、2020年3月13日、レポ市場における国債需給が過度に引き締まることを抑制し、市場の安定を確保する観点から、一時的な措置として、国債補完供給について、事前の売却希望銘柄の申請を不要とし、原則として、日本銀行が保有する全ての利付国債・国庫短期証券の銘柄を対象としてオファーすることとした。同様の観点から、3月24日には、当該対応の実施期間を延長するとともに、売却対象先ごとの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

日の臨時金融政策決定会合にて、中小企業等の資金繰りをさらに支援するため、貸付先が報告する制度融資等の適格融資の残高を限度に資金供給を行う「新たな資金供給手段」の導入を決定し、「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ」と一体的に運営することとした。

24 2020年5月22日の臨時金融政策決定会合にて、2021年3月末まで延長した。

25 2020年4月27日の金融政策決定会合にて、追加買入れ枠を合計15兆円に増額した。

26 2020年5月22日の臨時金融政策決定会合にて、2021年3月末まで延長した。

27 ETFおよびJ-REITの原則的な買入れ方針としては、引き続き、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、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い、その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとした。

30 銘柄に引き上げることとした²⁸。

③ 被災地金融機関支援オペの見直し

日本銀行は、2020年3月16日の金融政策決定会合において、復旧・復興に向けた被災地金融機関の取り組みへの支援をより安定的に継続する観点から、東日本大震災にかかる被災地の金融機関を対象とした資金供給オペと平成二十八年熊本地震にかかる同様のオペを新たな枠組みに一本化のうえで、期限を廃止するといった所要の見直しを行った。新たな枠組みは2020年7月1日から実施し、それまでの間は、従前の枠組みを2か月間延長することとした。

④ 米ドル資金供給オペレーションの拡充

日本銀行は、2020年3月16日に、カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度およびスイス国民銀行とともに、米ドル・スワップ取極を通じた流動性供給を拡充するための協調行動として、(i) 米ドル・スワップ取極に適用される金利を25 ベーシス・ポイント引き下げること、(ii) 従来の1週間物に加えて週次の3か月物(84日物)の米ドル資金供給を開始することを公表した。また、3月20日には、同じく6中央銀行の協調行動として、(iii) 1週間物の米ドル資金供給の頻度を週次から日次に引き上げることに合意し、これに基づき米ドル資金供給オペレーションのオファー日程を大幅に拡充した。

28 2020年4月27日に「レポ市場の安定を確保するための追加的な措置の実施期間延長について」を公表し、当面、国債補完供給にかかる2つの措置を継続することを公表した。

6. 市場参加者との対話に関する取り組み

日本銀行では、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を進めるもとで、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。

これらに加えて、日本銀行金融市場局は、2019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 「市場調節に関する意見交換会」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「市場調節に関する意見交換会」を、2019年10月18日および2020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<19/8月>の結果）、④金利指標改革を巡る国内外の検討状況などについて説明し、意見交換を行った²⁹。

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回開催している「債券市場参加者会合」を、2019年6月10～11日および12月6日、9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の運営について説明し、意見交換を行った³⁰。

③ 「ETF市場関係者との意見交換会」の開催

ETF貸付制度に関し、ETF市場関係者とのコミュニケーションを一段と深めることを目的に、「ETF市場関係者との意見交換会」を、2019年10月17日に開催した。同会合では、ETF貸付制度の検討状況について説明を行った後、質疑応答・意見交換を実施した³¹。

④ 短期金融市場取引活性化研究会（短取研）との対話

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に参加し、市場参加者による短期金融市場取引の活性化のための検討・取り組みを積極的に支援した。また、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

29 2019年度開催分の概要については、以下を参照。

2019年10月 https://www.boj.or.jp/announcements/release_2019/rel191021a.pdf

2020年2月 https://www.boj.or.jp/announcements/release_2020/rel200225a.pdf

30 詳細については、<https://www.boj.or.jp/paym/bond/index.htm/>を参照。

31 詳細については、

https://www.boj.or.jp/announcements/release_2019/rel191112a.pdfを参照。

合」を、2019年11月26日に開催した。同会合では、短期金融市場の最近の動向、金利指標改革の取り組みなどについて、意見交換を行った。

⑤ 「日本円金利指標に関する検討委員会」の取り組み

日本銀行が事務局を務める「日本円金利指標に関する検討委員会」は、2019年7～9月、円LIBORの代替金利指標を中心に市中協議を実施し、とりまとめ結果を11月29日に公表した。市中協議に対しては、金融機関、機関投資家、事業法人等、幅広い業種の計40先から意見が寄せられ、ターム物リスク・フリー・レートが最大の支持を得た。

また、検討委員会は、ターム物リスク・フリー・レートの「参考値」の算出・公表主体の公募を実施した。複数の応募先に関する評価・議論を行ったうえで、2020年2月26日、QUICK社に決定した旨を公表した³²。

32 同社は、実際の取引での利用を前提としない「参考値」の公表を、2020年5月26日から開始した。実際の取引での利用を前提とする「確定値」は遅くとも2021年半ば頃に公表される予定。

(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)

	16年度	17年度	18年度	19年度	対象先数
国債買入れ	388	392	354	280	53
国庫短期証券買入れ	48	50	50	46	50
CP等買入れ	36	36	36	27	34
社債等買入れ	12	12	12	12	34
ETF買入れ	93	81	76	69	—
J-REIT買入れ	74	75	36	54	—
共通担保資金供給	64	62	53	45	268
成長基盤強化支援資金供給	61	62	64	60	163
貸出増加支援資金供給	18	16	16	16	215
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	12	12	12
新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援	—	—	—	1	18
国債買現先	0	0	0	3	50
国債売現先	1	0	0	6	49
米ドル資金供給	51	50	48	59	73
国債補完供給	344	336	362	306	49
米ドル資金供給用担保国債供給	5	3	4	13	38
合計	1,217	1,199	1,135	1,021	—

(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、2020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41先)。

(注3) ETF買入れのオペレーション実施回数は、「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。

以 上

「2019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」「営業毎旬報告」
(図表 2-2)	日本銀行
(図表 2-3)	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 2-4)	日本銀行「日銀当座預金増減要因と金融調節（実績）」
(図表 2-5)	日本銀行「日銀当座預金増減要因と金融調節（実績）」
(図表 2-6)	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「コール市場関連統計（毎営業日）」
(図表 3-2)	日本銀行
(図表 3-3)	日本銀行
(図表 3-4)	日本銀行「コール市場残高」
(図表 3-5)	日本銀行「コール市場残高」
(図表 3-6)	日本証券業協会「東京レポ・レート」
(図表 3-7)	日本証券業協会、ジェイ・ボンド東短証券
(図表 3-8)	日本証券業協会
(図表 3-9)	日本相互証券
(図表 3-10)	日本相互証券
(図表 3-11)	日本相互証券
(図表 3-12)	Quick
(図表 3-13)	日本相互証券、Bloomberg
(図表 3-14)	Quick
(図表 3-15)	証券保管振替機構
(図表 3-16)	証券保管振替機構
(図表 3-17)	Bloomberg、日本証券業協会
(図表 3-18)	Bloomberg、日本証券業協会
(図表 3-19)	証券保管振替機構
(図表 3-20)	Bloomberg
(図表 3-21)	Bloomberg
(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「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 4-6)	日本銀行

- (図表 4-7) 日本相互証券
- (図表 4-8) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 4-9) 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 4-10) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 4-11) 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 4-12) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 4-13) 日本銀行「指数連動型上場投資信託受益権 (ETF) および不動産投資法人投資口 (J-REIT) の買入結果」「マネタリーベースと日本銀行の取引」
- (図表 4-14) 日本銀行「指数連動型上場投資信託受益権 (ETF) および不動産投資法人投資口 (J-REIT) の買入結果」「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「オペレーション」
- (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「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 4-20) 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「貸出増加を支援するための資金供給の実施結果」
- (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「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 4-24) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 4-25) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 4-26) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 4-27) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 4-28) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 4-29) 日本銀行
- (BOX 図表 1) Bloomberg、日本相互証券
- (BOX 図表 2) 日本経済新聞社「NEEDS」
- (BOX 図表 3) Refinitiv
- (BOX 図表 4) 日本証券業協会「東京レポ・レート」、日本銀行「オペレーション」
- (BOX 図表 5) 日本銀行「オペレーション」
- (BOX 図表 6) 日本銀行

(BOX 図表 7) 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」

(BOX 図表 8) 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」

(参考資料) 日本銀行