



BOJ *Reports & Research Papers*

2023年6月

2022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. 概観	2
2. 日本銀行のバランスシートと外生的な日銀当座預金増減要因	
(1) 日本銀行のバランスシート	6
(2) 外生的な日銀当座預金増減要因の動向	8
3. 市場の動向と金融市場調節運営状況	
(1) 日本銀行当座預金の三層構造と短期金融市場	11
BOX 1 為替介入が日銀当座預金・短期金融市場に与える影響	19
BOX 2 新型コロナ対応特別オペの段階的終了のもとでの無担保コール 市場の動向	21
(2) 国庫短期証券市場の動向と国庫短期証券の買入れ	24
(3) 国債市場の動向と長期国債の買入れ	26
BOX 3 2022年度の金利上昇圧力の高まりを受けた一連の対応	32
BOX 4 チーペスト銘柄を対象とした指値オペの導入およびチーペスト 銘柄等にかかる国債補完供給の要件緩和措置の実施	37
BOX 5 2022年12月金融政策決定会合における長期金利の変動幅拡大後 の債券市場	39
(4) CP市場の動向とCP等買入れ	41
(5) 社債市場の動向と社債等買入れ	43
(6) 為替スワップ市場の動向と米ドル資金の供給	45
(7) その他の資産買入れ等	47
(8) その他のオペレーション等	49
BOX 6 共通担保資金供給オペの拡充	52
(9) SCレポ市場と国債の供給	57
(10) 補完貸付制度	58
BOX 7 10年物国債のカレント3銘柄にかかる国債補完供給上の措置	59
4. 金融市場調節運営に関する制度変更	61
5. 市場参加者との対話に関する取り組み	64
参考資料	66
出所一覧	67

1. 概観

日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現にむけて、2022年度を通じて、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みのもと、強力な金融緩和を推進した。

金融市場調節を取り巻く環境を振り返ると、わが国の金融環境は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、経済の持ち直しに伴い、中小企業も含めて、年度を通じて改善傾向を維持した。国際金融市場では、米欧中央銀行による金融政策を巡る不確実性や世界経済の減速などが意識されるもとの、神経質な展開が続いた。こうしたなか、海外金利の上昇や本邦金融政策に関する思惑などを背景に、2022年度を通して本邦国債金利に対する強い上昇圧力が継続した。日本銀行は、これらをはじめとする様々な環境変化を踏まえつつ、金融政策決定会合で決定した金融市場調節方針や資産買入れ方針に基づいて各種オペレーションを実施し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定およびそれらを通じた緩和的な金融環境の維持に努めた。

各種オペレーションの運営にかかるポイントは以下のとおりである。

まず、長期国債の買入れについては、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、長期金利（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弾力的に運営した。2022年12月の金融政策決定会合までは、長期国債買入れの四半期予定において、1回当たりのオファー金額を特定の金額で示す運営を継続したうえで、四半期毎の買入れ額やひと月当たりの買入れ頻度については、各ゾーンにおける国債の需給環境などを踏まえ、柔軟に調整した。その後は、12月の金融政策決定会合において、長期金利の変動幅拡大（±0.25%程度→±0.5%程度）と合わせ、国債買入れを大幅に増額する旨を決定したことを踏まえ、2023年1～3月の買入れ予定を増額し、そのもとで大規模な国債買入れを実施した。その際、1回当たりのオファー金額については、従前の特定の金額を示す扱いからレンジで示す扱いに変更し、オファー毎に弾力的に調整した。さらに、こうした事前に予定している国債買入れに加えて、金利の動向を踏まえ、買入れの増額・買入れ日程の追加も機動的に行った。

固定利回り方式による買入れ（指値オペ）については、2022年4月の金融政策決定会合前までは、機動的に、10年物国債のカレント3銘柄を対象とする指値オペ・連続指値オペを実施した。同決定会合において、10年物国債金利について0.25%の利回りでの指値オペを、原則毎営業日実施することを明確化した後は、5月2日以降、実際に10年物国債のカレント3銘柄を対象とする指値オペを毎営業日実施した。このほか、2022年6月には長期国債先物のチーペスト銘柄を対象に0.25%の利回りでの指値オペを実施し、その後、これを連続指値オペとして、先物の限月交代を踏まえて対象銘柄の追加、入れ替えを行いつつ、継続的に実施した。12月の金融

政策決定会合で長期金利の変動幅拡大を決定した後は、10年物国債のカレント3銘柄およびチーペスト銘柄を対象とする指値オペを、利回り水準をそれぞれ従前の0.25%から0.5%に変更したうえで、毎営業日実施した。また、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ため、必要に応じて、2年物、5年物、20年物国債を対象に機動的に指値オペを実施した。

共通担保資金供給オペについては、年度を通じて、貸付利率ゼロ%の固定金利方式で、原則として2週間物を概ね隔週1回のペースで継続的にオファーした。2022年9月27日以降は、同月の金融政策決定会合での決定を踏まえ、金額に上限を設けずに実施した。2023年入り後には、海外金利の上昇や本邦金融政策に関する思惑の高まりなどを背景に、本邦国債市場のボラティリティが高い状況が続いていたもとで、現物国債の需給環境に直接的な影響を与えることなく、現物市場以外の市場も含めて、長めの金利を低位に安定させる観点から、貸付利率ゼロ%の固定金利方式による2年物のオペを実施した。さらに、2023年1月の金融政策決定会合において、金利入札方式での貸付期間を10年以内までに延長することを含んだ本オペの拡充が決定されたもと、金利入札方式による5年物のオペを実施した。

こうした国債買入れや共通担保資金供給オペの運営のもと、長期金利は、海外金利の動向、本邦経済・物価情勢や金融政策に関する思惑などに応じて上下しつつ、年度中の多くの期間において、変動幅の上限に近い水準で推移した。

国庫短期証券の買入れについては、市場の需給動向を踏まえつつ、毎回のオファ一金額は柔軟に調整し、1回当たり1,000億円～1兆円のオファーを行った。こうしたオペ運営のもと、国庫短期証券の利回りは、振れを伴いつつ、短期政策金利(▲0.10%)を下回る水準で推移した。

ETF、J-REITの買入れについては、資産買入れ方針に沿って、それぞれ年間約12兆円、同約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行った。

CP等、社債等の買入れについては、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準(CP等：約2兆円、社債等：約3兆円)へと徐々に戻していくとする資産買入れ方針に沿って、買入れを行った。2022年12月の金融政策決定会合では、社債等の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めることを決定したほか、2023年3月の金融政策決定会合では、CP等の買入れについて、約2兆円の残高を維持するという買入れ方針を決定した。以上のような買入れ運営のもと、CP発行金利は低位で推移した。社債流通利回りの対国債スプレッドは、投資家のリスクセンチメント慎重化などから拡大したあと、2023年入り後は横ばいとなった。

新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ(以下、「新型コロナ対応特別オ

ペ)については、2022年9月の金融政策決定会合において、2022年12月末に中小企業等向けの制度融資分、2023年3月末に同プロパー融資分の新規貸付を終了することを決定した。2023年3月末時点の貸付残高は6.0兆円と、昨年度末に終了した民間債務担保分の期落ちが進むもとの、年度を通じて大きく減少した。

外貨の供給に関し、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、2023年3月17日までは原則として1週間物を週次でオファーした。3月20日以降は、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、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たもとの、全ての営業日で1週間物のオファーを実施した。ドル調達コストは、米国連邦準備制度が利上げを進めるもとの、ドルOISの上昇を主因として、2022年度を通じて上昇した。3月中旬以降は、米国における一部金融機関の破綻や欧州における一部金融機関の経営不安を背景に、リスクセンチメントが悪化するもとの、ドル調達プレミアムが拡大する形でドル調達コストが上昇する場面もみられたものの、邦銀の米ドル資金繰りに特段の問題がみられないもとの、オペの利用はみられなかった。

この間、国債補完供給については、大規模な国債買入れを実施するもとの、年度を通じてオファー銘柄の拡大やオペ利用先ごとの応募銘柄数の上限引上げの緩和措置を継続し、落札額は高水準で推移した。そのうえで、チーペスト銘柄等¹については、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、2022年6月17日以降、連続利用日数の上限の引上げおよび減額措置にかかる要件の緩和を実施した。他方、10年物国債のカレント3銘柄については、一時的かつ補完的な国債の供給を目的とする国債補完供給の趣旨に即した利用を確保するとともに、金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、レポ市場における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、2023年2月27日以降、最低品貸料の見直しおよび必要に応じた売却上限額の引下げを実施した。

こうしたもとの、日銀当座預金は、新型コロナ対応特別オペの段階的終了を主因に減少した。基準比率は、新型コロナ対応特別オペの段階的な終了に伴うマクロ加算残高の減少や大規模な国債買入れによる資金供給を映じて、多くの積み期間において大幅な引上げ方向で設定した。マクロ加算残高の加算措置の剥落や基準比率の引上げがマクロ加算残高の上限値に与える影響が業態毎で異なる結果、資金調達・資金放出の両サイドで短期金融市場での取引ニーズが継続し、日銀当座預金の三層

1 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。

構造を利用した裁定取引や、レポ市場とコール市場との間での裁定取引等が活発に行われたことから、レポ市場、無担保コール市場の取引残高は、年度を通じて高水準となった。コールレートおよびG Cレポレートは、総じてみれば短期政策金利を小幅に上回る水準で推移した。

本稿では、こうした2022年度中の金融市場調節について解説する。

本稿の構成は次のとおりである。まず、2. で日本銀行のバランスシートと外生的な日銀当座預金増減要因の動向について説明する。次に、3. で国内短期金融市場、債券市場等の動向と個々の金融市場調節手段の運営状況を説明する。

4. では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、5. 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. 日本銀行のバランスシートと外生的な日銀当座預金増減要因

(1) 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、新型コロナ対応特別オペの段階的終了を主因に減少した（図表 2-1）。

日本銀行のバランスシートは、2022年度末に 735.1 兆円となり、前年度末に比べ、▲1.1 兆円の減少となった。この間、マネタリーベースは、2022年度末には 675.8 兆円となり、前年度末に比べ、▲12.2 兆円の減少となった。

バランスシートの資産サイドをみると、海外金利の上昇や本邦金融政策に関する思惑などを背景に、年度を通して強い金利上昇圧力がみられたもと、大規模な国債買入れや 2 年物・5 年物の共通担保資金供給オペを実施したことから、長期国債（576.2 兆円、前年比+65.0 兆円）、共通担保オペ（14.0 兆円、同+13.5 兆円）などの項目が増加した。一方、新型コロナ対応特別オペが、段階的終了に伴い大きく減少した（6.0 兆円、同▲80.9 兆円）ほか、買入国庫短期証券が、市場の需給動向を踏まえつつ、柔軟な買入れを実施した結果、減少した（3.3 兆円、同▲9.4 兆円）。

バランスシートの負債サイドをみると、銀行券は 122.0 兆円（前年比+2.1 兆円）、国債補完供給の増加を主因に売現先勘定は 5.4 兆円（同+4.5 兆円）、政府預金は 15.6 兆円（同+2.6 兆円）と増加した。他方、日銀当座預金残高は 549.1 兆円（同▲14.1 兆円）と減少した。

(図表 2-1) 日本銀行のバランスシート

(単位：兆円)

	17年度末	18年度末	19年度末	20年度末	21年度末	22年度末	前年差
長期国債	426.6	459.6	473.5	495.8	511.2	576.2	+65.0
CP等	2.1	2.0	2.6	2.9	2.5	2.1	▲0.4
社債等	3.2	3.2	3.2	7.5	8.6	8.0	▲0.6
ETF	18.9	24.8	29.7	35.9	36.6	37.0	+0.5
J-REIT	0.48	0.52	0.58	0.67	0.67	0.67	+0.0
貸出支援基金	45.6	46.1	49.2	60.0	61.6	69.9	+8.3
買入国庫短期証券	18.8	7.9	10.2	34.2	12.7	3.3	▲9.4
被災地金融支援オペ	0.5	0.7	0.5	0.5	0.5	0.2	▲0.4
新型コロナ対応特別オペ	—	—	3.4	64.8	86.8	6.0	▲80.9
気候変動対応オペ	—	—	—	—	2.0	4.4	+2.4
共通担保オペ	0.4	0.7	1.2	0.5	0.5	14.0	+13.5
外国為替	6.4	6.7	26.0	7.7	8.3	9.1	+0.8
その他とも 資産計	528.3	557.0	604.5	714.6	736.3	735.1	▲1.1
銀行券	104.0	107.6	109.6	116.0	119.9	122.0	+2.1
当座預金	378.2	393.9	395.3	522.6	563.2	549.1	▲14.1
その他預金	21.4	27.5	51.8	26.8	26.6	28.9	+2.3
政府預金	15.1	17.5	12.6	36.9	13.0	15.6	+2.6
売現先勘定	0.3	0.2	24.1	0.6	0.9	5.4	+4.5
その他とも 負債・純資産計	528.3	557.0	604.5	714.6	736.3	735.1	▲1.1
マネタリーベース	487.0	506.3	509.8	643.6	688.0	675.8	▲12.2

- (注1) 貸出支援基金は、成長基盤強化支援資金供給（米ドル特則）による米ドル建て貸付は含まない。
- (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) 被災地金融支援オペは、廃止前の東日本大震災にかかる被災地金融機関支援資金供給および熊本地震被災地金融機関支援資金供給を含む。
- (注4) 2019年度末の新型コロナ対応特別オペは、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の残高。
- (注5) 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6) その他預金は、外国中央銀行等の預金。
- (注7) 売現先勘定は、国債補完供給、国債売現先オペ、米ドルオペ用担保国債供給を含む。

(2) 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。

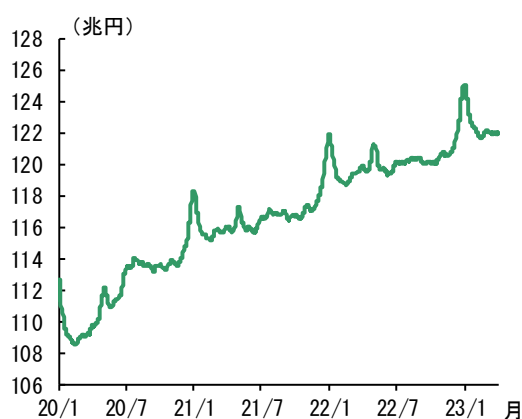
2022年度の外生的な日銀当座預金増減要因をみると、銀行券の発行高が増加したこと、財政等要因による政府預金への受け入れが増加したことから、日銀当座預金を92.0兆円減少させた。その減少幅は、2021年度の87.8兆円と比べて拡大した。

① 銀行券要因

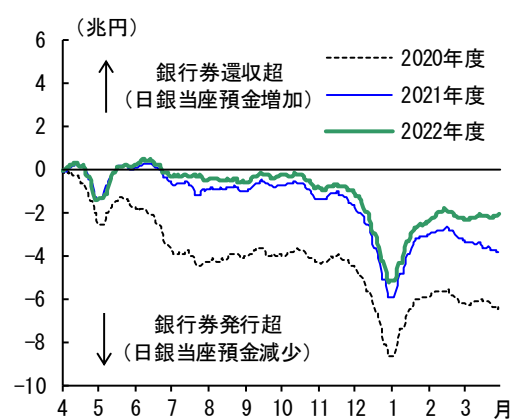
2022年度中、銀行券発行高は増加基調が続き、季節的にピークとなる2022年12月末は125.1兆円（前年比+2.5%）、2023年3月末は122.0兆円（同+1.7%）となった（図表2-2）。こうした銀行券の発行高増加を反映して、2022年度の銀行券要因は2.1兆円の発行超と、引き続き日銀当座預金減少要因として作用した。

2022年度初からの銀行券要因の累計額の推移を年度ごとにみると、季節的な発行・還収の変動は2021年度と概ね同じパターンを辿った（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

2022年度の財政等要因は、89.9兆円の受超²（日銀当座預金は減少）となり、2021

2 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

年度（84.0兆円の受超）から受超幅が拡大した（図表2-4）。日本銀行が金融市場調節として国債や国庫短期証券を買入れた結果、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（以下、「償還調整」）³すると、7.2兆円の受超となり、2021年度（21.9兆円の払超）に比べ29.1兆円、日銀当座預金の減少方向に作用した（図表2-5～6）。その主な要因をみると、一般財政の払超幅が2021年度に比べ縮小したことや外為が受超に転じたことなどが挙げられる。

すなわち、一般財政では、新型コロナウイルス感染症に関連する感染対策や物価高対策として大規模な予算が執行されたものの、前年度と比較すると、ワクチン接種費用のほか、子育て世帯向けの給付金や飲食店等への休業・時短要請協力金といった対民間支払額が減少し（図表2-7）、経済活動の再開などから法人税や消費税といった税収が増加したもとの、払超幅が縮小した。

また、外為については、2022年9月、10月に実施されたドル売り・円買いの外国為替平衡操作（以下、「為替介入」）に伴う円資金が計上されたことから受超に転じた（詳細はBOX1参照）。

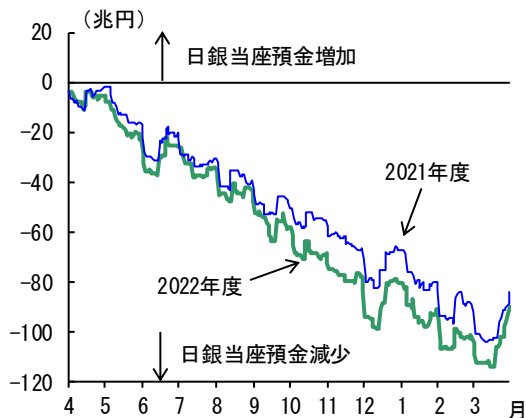
上述の結果、2023年3月末の政府預金残高は、前年同月末に比べ2.6兆円増加して15.6兆円となった（図表2-8）。

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等や国際機関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。円建ての外貨準備運用目的等で受入れている海外預り金の残高は、2022年度は受超に転じた。この残高は、個別の預り先の資産運用方針等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た。

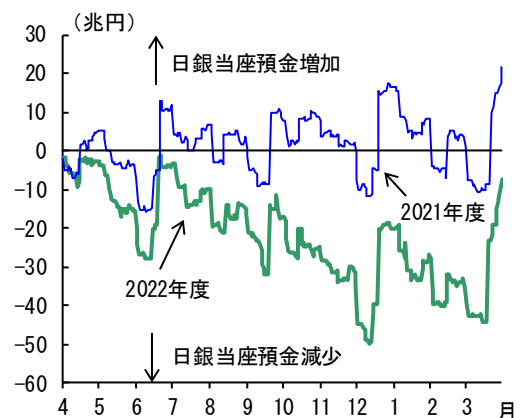
短期証券を、日本銀行が金融機関から買入れたうえで、政府から満期償還を受けると、発行時には財政等要因の受超（日銀当座預金は減少）、買入れ時には金融調節による日銀当座預金増加要因、償還時には日銀当座預金は増減しないこととなり、発行および償還がネットアウトされない。このため、財政等要因は、年度を通してみれば、受けと払いが概ね見合うはずのものであるが、日本銀行が金融市場調節を行うことによって大幅な受超（日銀当座預金は減少）となる。

3 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）。

(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)



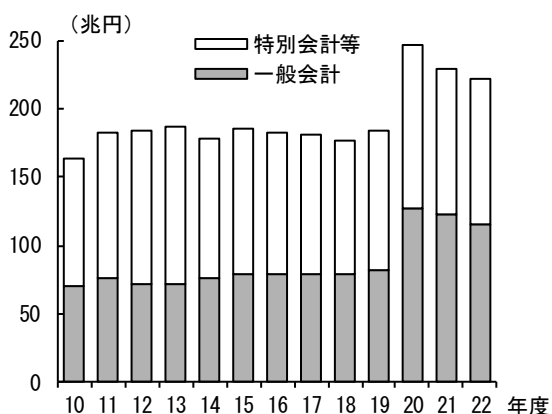
(図表 2-6) 日銀当座預金の増減要因

	償還調整前			償還調整後		
	2021年度	2022年度	前年度差	2021年度	2022年度	前年度差
銀行券要因(①)	-3.9	-2.1	1.8	-3.9	-2.1	1.8
財政等要因(②)	-84.0	-89.9	-6.0	21.9	-7.2	-29.1
一般財政	51.7	35.8	-15.9	51.7	35.8	-15.9
国債(1年超)	-104.2	-102.2	2.0	-48.5	-37.0	11.5
国庫短期証券	-32.3	-12.2	20.0	17.9	5.3	-12.6
外為	0.3	-9.3	-9.5	0.3	-9.3	-9.5
その他	0.5	-2.0	-2.5	0.5	-2.0	-2.5
外生的な日銀当座預金増減(①+②)	-87.8	-92.0	-4.2	18.0	-9.3	-27.3
金融調節(③)	128.4	77.9	-50.5	22.6	-4.8	-27.4
国債買入	72.9	136.0	63.1	17.2	70.8	53.6
国庫短期証券買入	28.8	8.1	-20.7	-21.4	-9.4	12.0
新型コロナ対応特別オペ	22.0	-80.9	-102.9	22.0	-80.9	-102.9
気候変動対応オペ	2.0	2.4	0.3	2.0	2.4	0.3
共通担保オペ	0.0	13.5	13.4	0.0	13.5	13.4
貸出支援基金	1.6	8.3	6.7	1.6	8.3	6.7
他のオペ	1.1	-9.4	-10.5	1.1	-9.4	-10.5
当座預金増減(①+②+③)	40.6	-14.1	-54.7	40.6	-14.1	-54.7

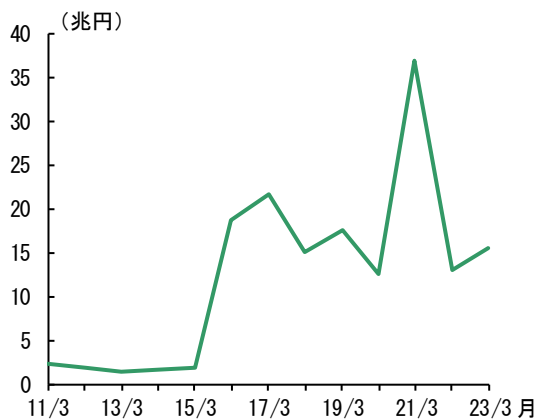
(注1) 銀行券要因は、発行超がマイナス。財政等要因は、受超がマイナス。金融調節は、資金供給がプラス。

(注2) シャドーは、償還調整後で数値に変化が生じている箇所。

(図表 2-7) 財政資金の対民間支払額



(図表 2-8) 政府預金残高



3. 市場の動向と金融市場調節運営状況

(1) 日本銀行当座預金の三層構造と短期金融市場

① 日本銀行当座預金の三層構造

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%）を適用している（図表3-1）。

（図表3-1）日銀当座預金の三層構造

階層	対象	適用金利
① 基礎残高	基準平均残高（2015年の平均残高） －法定準備預金額	+0.1%
② マクロ加算残高	基準平均残高×基準比率 ⁴	ゼロ%
	各種オペ ⁵ の残高（オペ1階部分） ⁶	
	各種オペの2016年3月末対比での残高増加額（オペ2階部分）	
	MR F特則 ⁷ ・新規先特則 ⁸ に基づく金額	
	増額措置額（+）・圧縮措置額（-） ⁹	
	法定準備預金額	
③ 政策金利残高	当座預金残高から①と②を控除した金額	▲0.1%

金融機関によって、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、それに達するまでの余裕（以下、「余裕枠」）が生じている先もあれば、

4 すべての金融機関に対して一律に適用される比率。

5 「各種オペ」は、貸出増加支援資金供給、成長基盤強化支援資金供給、被災地金融支援オペ（廃止前の東日本大震災にかかる被災地金融機関支援資金供給および熊本地震被災地金融機関支援資金供給を含む）、新型コロナ対応特別オペおよび気候変動対応オペを指す。

6 マクロ加算残高枠の計算に際しては、各種オペ（除く新型コロナ対応特別オペの制度融資分）の利用インセンティブを付与する観点から、その残高（「オペ1階部分」）に加え、2016年3月末対比での残高増加額に加算比率を乗じた額（以下、「オペ2階部分」）を算入することとしている。

7 2015年1～12月積み期間のMR F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MR F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、小さい方の金額。

8 「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に基準比率を乗じた金額。

9 2021年3月の「点検」の結果を踏まえて導入された増額措置・圧縮措置の金額。詳細は「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検【背景説明】」（2021年3月19日）の「（補論4）補完当座預金制度の運営状況」＜1.への対応＞、＜2.への対応＞参照。

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先もある。余裕枠や政策金利残高は、各金融機関が、日銀当座預金残高に応じて適用される金利よりも低い（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、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。

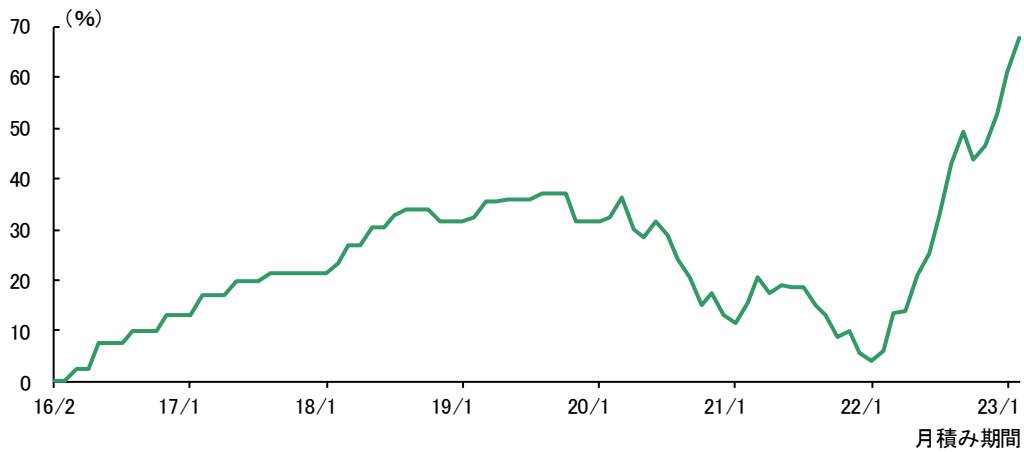
2022年度中、日本銀行は、2018年7月30～31日の金融政策決定会合で決定した「長短金利操作の実現に支障がない範囲で、現在の水準（平均して10兆円程度）から減少させる」という方針に沿って、「完全裁定後の政策金利残高」が5兆円程度で推移するように、1積み期間毎に基準比率の見直しを行った。基準比率については、新型コロナ対応特別オペの段階的な終了に伴うマクロ加算残高の減少や大規模な国債買入れによる資金供給を映じて、多くの積み期間において大幅な引上げとなった（図表3-2）。

2022年度中の「完全裁定後の政策金利残高」の推移をみると、基準比率設定時に想定していなかった財政等要因やオペの実施により、基準比率設定当初の見込み（「5兆円程度」）から上方に乖離して着地する積み期間が相応にみられた。特に、海外金利の上昇や本邦金融政策に関する思惑の高まりから、強い金利上昇圧力が生じた場面では、大規模な国債買入れを実施したことから、「完全裁定後の政策金利残高」は10兆円を上回る水準となった（図表3-3）。

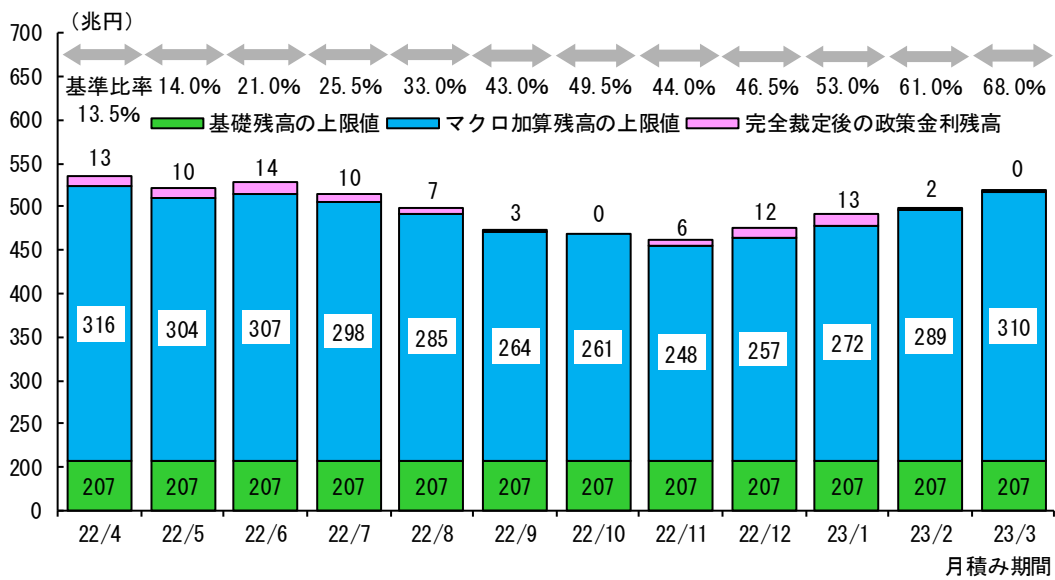
2022年度のマクロ加算残高等の余裕枠と実際の政策金利残高をみると、2022年4月積み期間は、新型コロナ対応特別オペの利用スタンスの違いから業態間で資金ポジションの偏りが拡大したこと等が影響し、余裕枠は27兆円と高水準になった一方、政策金利残高は40兆円と三層構造導入以降の最大額となった。年度半ばにかけては、新型コロナ対応特別オペの残高減少から、地銀などで余裕枠が減少した一方、基準比率の引上げに伴い、外銀やその他の補完当座預金制度適用先（以下、「その他補完当預先」）の政策金利残高が減少した。こうして、業態間の資金ポジションの偏りが縮小し、マクロでみた余裕枠、政策金利残高ともに減少した。その後、2023年1月積み期間にかけては、国債の大量償還や円転妙味の高まりに伴うドル投円転を背景に、外銀やその他補完当預先の当座預金残高が増加したことから、政策金利残高は増加した。2023年3月末にかけては、基準比率の引上げから余裕枠が増加するなか、その他補完当預先において有価証券を購入する動きがみられたことなどから、政策金利残高は減少した（図表3-4）。

以上のような三層構造の動きを業態別にみると、図表3-5のとおりである。

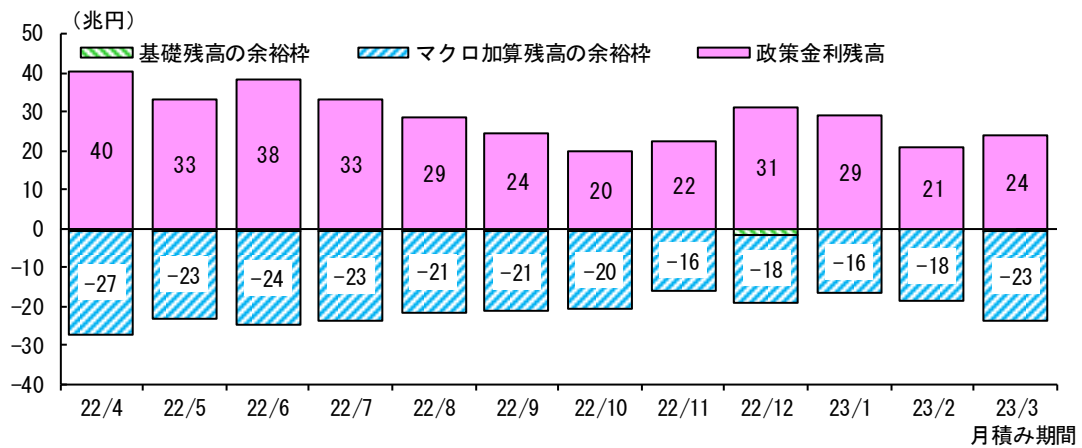
(図表 3-2) 基準比率



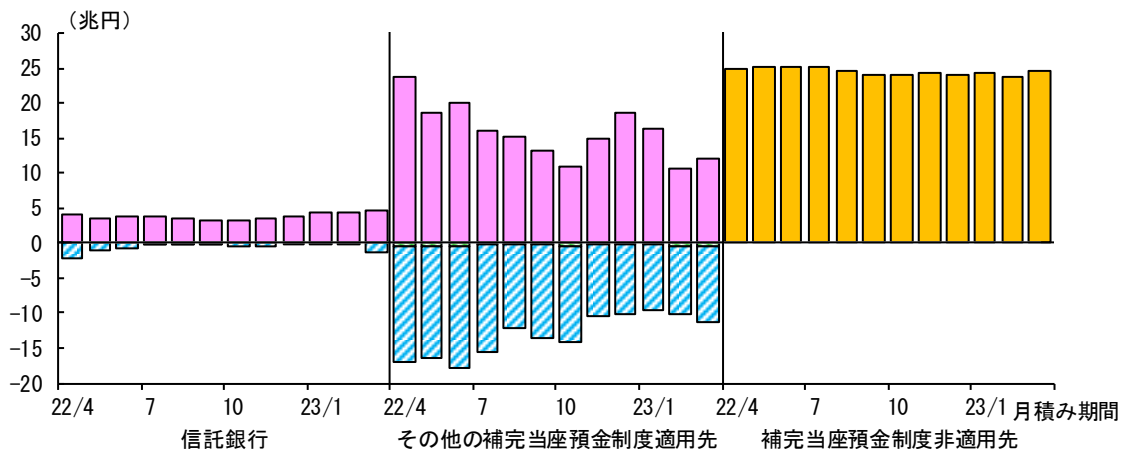
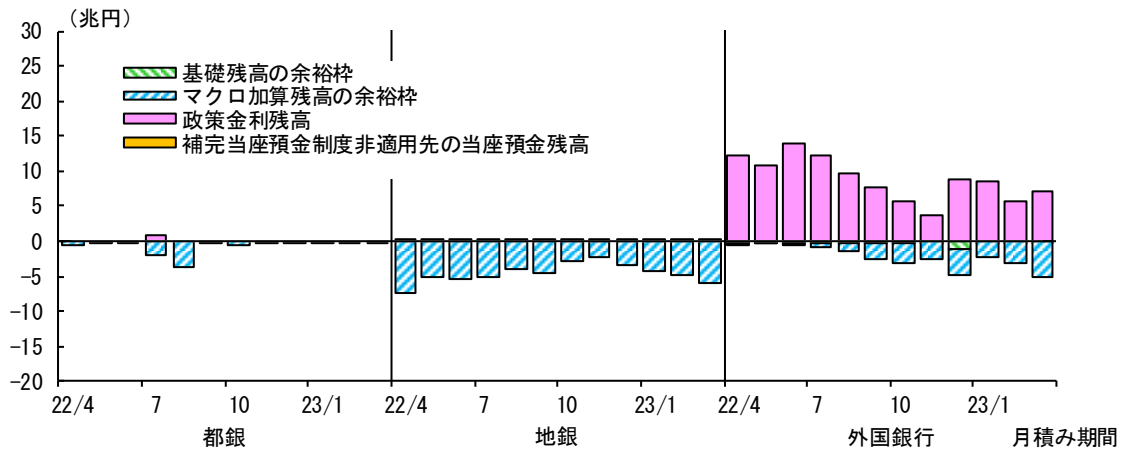
(図表 3-3) マクロ加算残高等の上限値と「完全裁定後の政策金利残高」の推移



(図表 3-4) マクロ加算残高等の余裕枠と政策金利残高



(図表 3-5) 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）、PayPay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、日本カストディ銀行、SBI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、みんなの銀行、UI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、全国銀行協会、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 無担保コール市場の動向

2022 年度中、コールレートは、概ね▲0.07%～▲0.01%程度で推移した（図表 3-6）。仔細にみると、一部の業態で資金調達を積極化する動きが強まった 2022 年 6 月積み期や 7 月積み期などには、コールレートは一時▲0.01%を上回る局面がみられた一方、こうした動きが落ち着いた 11 月積み期には、一時▲0.08%近辺まで低下する局面もみられた。

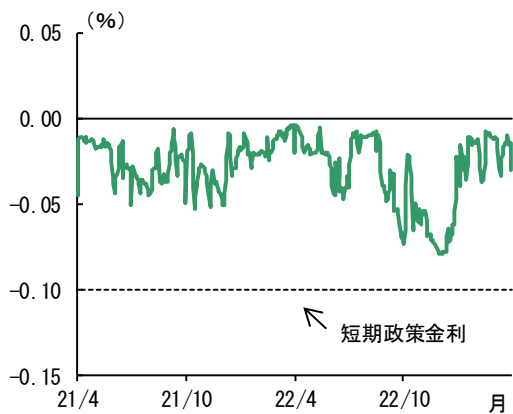
この点、資金調達サイドの動きをみると、年度初においては、地銀を中心に、積極的な資金調達が引き続きみられた。地銀では、新型コロナ対応特別オペの利用を背景に、マクロ加算残高の上限値が引き上げられ、資金調達余力¹⁰は高い水準で維持された。そうしたなか、収益機会を求める動きの一環として、マイナス金利でコール資金を調達し、マクロ加算残高に積むという裁定取引が引き続き盛んにみられた。年度半ばにかけては、同オペの段階的終了に伴い、地銀の資金調達余力が縮小したことから、一旦こうした裁定取引は落ち着いた。その後は、貸出増加支援資金供給の利用増加に伴うマクロ加算残高の上限値の引上げや基準比率の段階的な引上げにより、都銀や地銀の資金調達余力が再び拡大したもとで、裁定取引が再び増加した（図表 3-7～8）。

資金放出サイドをみると、投資信託が引き続き主要な資金の出し手となったほか、一部都銀や系統金融機関が、レポ市場とコール市場との間での裁定取引を目的として積極的に資金運用を行った。

無担保コール市場の残高をみると、多くの金融機関において、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ことを受けて、2022 年度中は、振れを伴いつつも高水準となった（図表 3-9）。

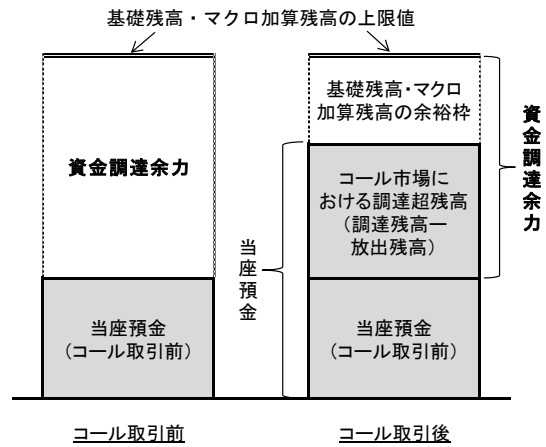
10 ここでは、「基礎残高とマクロ加算残高の上限値から、無担保コール取引を行う前に保有していた日銀当座預金残高を差し引いたもの」と定義している。なお、地銀の「資金調達余力」と無担保コールレートの関係についての詳細は「2017 年度の金融市場調節」の BOX 3 参照。

(図表 3-6) コールレート

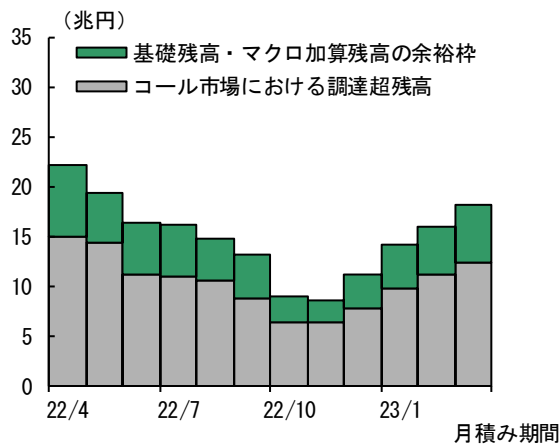


(注) 無担保コールレート (0/N物)。加重平均値。

(図表 3-7) 資金調達余力の概念図



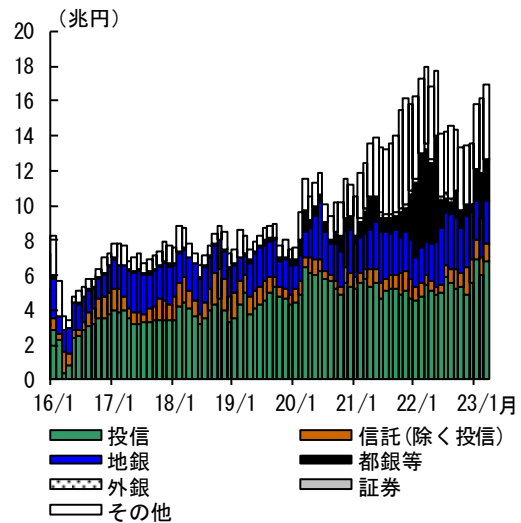
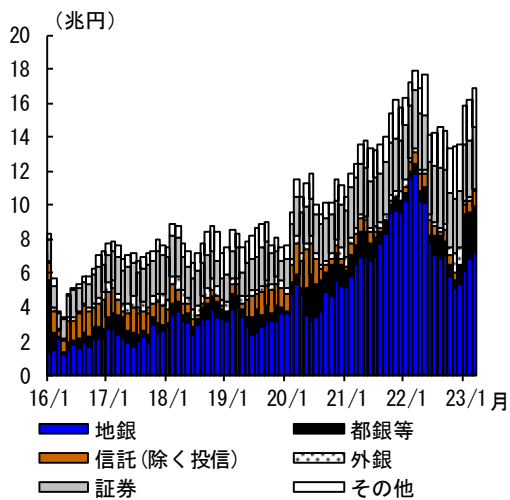
(図表 3-8) 地銀の資金調達余力



(図表 3-9) 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) 短資経由。月次平残。

③ G Cレポ市場の動向

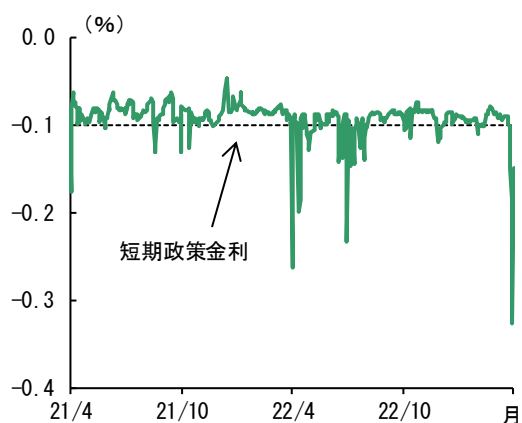
2022年度中、G Cレポレートは、日本銀行による大規模な国債買入れの影響から、マイナス幅を拡大する場面もみられたが、総じてみれば、短期政策金利を小幅に上回る▲0.10%～▲0.08%程度で推移した（図表 3-10）。

やや仔細にみると、2022年4月から7月には、債券市場における金利上昇圧力が強まるなか、証券会社や銀行が、日本銀行による臨時の国債買入れや指値オペに応札する可能性を踏まえ、レポ市場での債券放出スタンスを消極化させたことから、▲0.10%を大きく下回って推移する局面がみられた。その後は、基準比率の引上げに伴い銀行の資金調達スタンスが積極化したこともあり、概ね▲0.10%近辺で推移した。年度末には、外貨調達目的の担保確保の観点から、一部金融機関がレポ市場での債券放出スタンスを消極化させたほか、ドル投円転コストの低下を背景とした海外投資家の需要増加により、国庫短期証券の需給も引き締まるなかで、G Cレポレートは例年対比で大きめに低下した。

この間、証券会社の債券放出については、債券需給が引き締まるもとの、機動的な運用を行う観点からターム物ではなく翌日物に取り組んだ結果、翌日物が増加する場面もみられた（図表 3-11～12）。

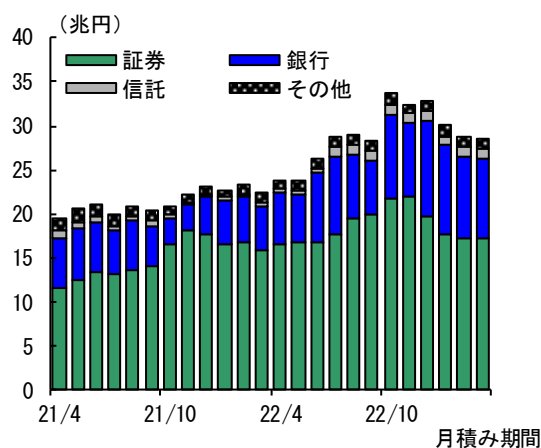
レポ市場の残高は、基準比率引上げに伴う資金調達需要の増加に加え、レポ市場とコール市場との間での裁定取引を目的とした資金調達に取り組む動きもみられたことから、2021年度を上回って推移した（図表 3-13）。

（図表 3-10） G Cレポレート



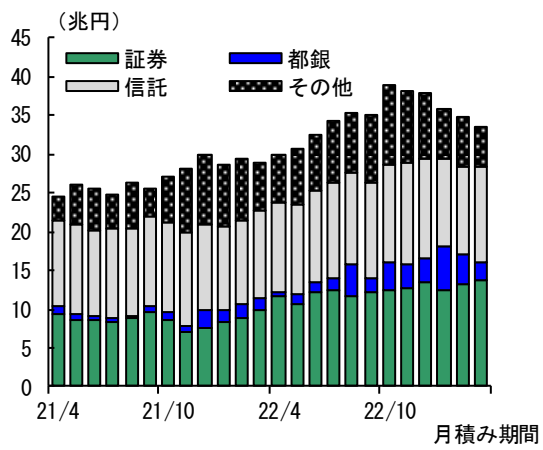
（注）東京レポ・レート（0/N物）。

（図表 3-11） 資金調達（債券放出）サイド



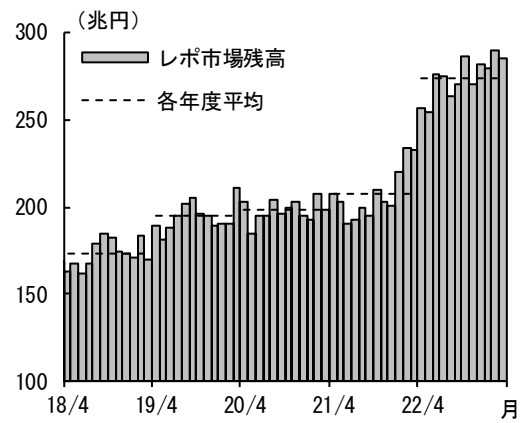
（注）FSB レポ統計日次データ（現先取引のみ）のうち、翌日物の資金調達額の積み期間平残。

(図表 3-12) 資金放出（債券調達）サイド



(注) FSB レポ統計日次データ（現先取引のみ）のうち、翌日物の資金放出額の積み期間平残。

(図表 3-13) 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。

BOX 1 為替介入が日銀当座預金・短期金融市場に与える影響

2022年度中、9月から10月にかけて、合計約9.2兆円の為替介入（ドル売り・円買い）が実施された。わが国では、為替介入は財務大臣が所管し、実施およびそのタイミングや金額等の決定は財務大臣が行っている。日本銀行は、財務大臣の代理人として、介入の実務を担っている。

為替介入は通貨の売買であり、財務大臣が管理する政府の外国為替資金特別会計（以下、「外為特会」）において実行される。「ドル買い・円売り」介入の場合、外為特会は、政府短期証券を発行して調達した円資金を対価に、ドルを買入れる。反対に、「ドル売り・円買い」介入においては、外為特会が保有するドルを取り崩して、円を対価に売却する。

「ドル売り・円買い」介入について、一般的な資金の流れをやや詳しくみると、外為特会が保有するドル資金が為替介入の相手方となった金融機関に支払われる一方、当該金融機関の保有する円資金が日銀当座預金を通じて外為特会に払い込まれ、日銀当座預金が減少する。外為特会は、最終的に、受け取った円資金を既に発行した政府短期証券の償還に充てる。その償還金は、政府短期証券を保有する金融機関に対し日銀当座預金を通じて支払われることから、日銀当座預金は増加する。こうした一連の取引を通してみると、日銀当座預金の増減に対して中立となる（BOX図表 1-1）。

為替介入が日銀当座預金の増減に与える影響は、最終的には中立となるものの、上記資金の受払いには、ある程度の時間差が生じる。「ドル売り・円買い」介入の場合、一時的には日銀当座預金から円が吸収されてマクロ的な資金不足要因となり、それ自体はコール市場やレポ市場におけるレート上昇要因となり得るが、現在の日銀当座預金の三層構造のもとでは、その後、日本銀行が基準比率を調整することで、その影響は限定的になるとみられる。すなわち、日本銀行は、「完全裁定後の政策金利残高」が5兆円程度となるよう、各積み期間のマクロ加算残高にかかる基準比率を設定しているが、為替介入が行われた場合には、その要因も含めた日銀当座預金の増減を考慮したうえで、翌積み期の基準比率を調整している。そうしたもとでは、為替介入に伴う一時的な資金不足要因は、基準比率の引下げ方向で調整され、短期市場のレートに与える影響は抑制される。実際、為替介入が実施された積み期間の翌積み期（それぞれ2022年10月積み期間、11月積み期間）におけるコールレートやGCレポレートに大きな変動はなく、為替介入による影響は限定的であったことが示唆される（BOX図表 1-2）。

(BOX 図表 1-1) ドル売り・円買い介入に伴うバランスシートの変動

①ドル売り・円買い介入の実施

日本銀行		外為特会		民間金融機関部門	
政府預金 (円) (+)		政府預金 (円) (+)		外貨 (+)	
当座預金 (円) (-)		外貨 (-)		当座預金 (円) (-)	

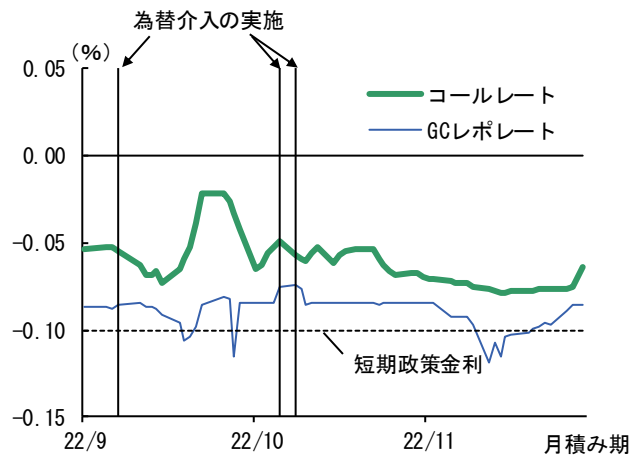
②政府短期証券の償還

日本銀行		外為特会		民間金融機関部門	
政府預金 (円) (-)		政府預金 (円) (-)	政府短期 証券(-)	政府短期 証券 (-)	
当座預金 (円) (+)				当座預金 (円) (+)	

③一連の取引後 (①、②をネットアウト)

日本銀行		外為特会		民間金融機関部門	
		外貨 (-)	政府短期 証券(-)	外貨 (+)	
				政府短期 証券 (-)	

(BOX 図表 1-2) 為替介入期のコールレート・G Cレポレートの推移



(注1) コールレートは、無担保コールレート (0/N物)。加重平均値。

(注2) G Cレポレートは、東京レポ・レート (0/N物)。

BOX 2 新型コロナ対応特別オペの段階的終了のもとでの無担保コール市場の動向

2020年3月に開始した新型コロナ対応特別オペの貸付残高は、2022年3月末に86.8兆円まで増加した後、新規貸付が段階的に終了するもとで、2023年3月末には6.0兆円まで減少した。ここでは、本オペが段階的に終了するもとでの無担保コール市場の動向について、業態毎の資金ポジションの変化を踏まえつつ振り返る。

本オペは、貸付残高の増加時には、オペ2階部分の増加を通じて、オペ利用先のマクロ加算残高の上限値引上げ方向に作用したと同時に、政策金利残高を調整するための基準比率の引下げを通じて、全ての金融機関のマクロ加算残高の上限値引下げ方向にも作用した。貸付残高の減少時には、それぞれ反対方向に作用した。

無担保コール市場で活発に裁定取引を行う3業態（都銀、信託、地銀）のマクロ加算残高の上限値の変化をみると、2020年3月積み期から2022年3月積み期にかけては、本オペの利用が多かった地銀では、オペ2階部分の増加に伴い上限値が引き上がった一方、都銀・信託では、本オペ利用に伴うオペ2階部分の増加と基準比率引下げの影響が相殺され、上限値の変化は相対的に小さかった。他方、2022年4月積み期以降は、地銀では、本オペの残高の減少に伴うオペ2階部分の減少により上限値が引き下がった一方、都銀・信託では、日本銀行が大規模な国債買入れ等を行うなかで基準比率が大幅に引き上がったことにより上限値が引き上がった（BOX 図表 2-1）。

こうしたマクロ加算残高の上限値の変化は、無担保コール市場における業態毎の資金放出・調達余力の変化をもたらすものとなる。この点、無担保コール市場で裁定取引を行う前の政策金利残高とマクロ加算残高等の余裕枠を業態毎に計算すると、特に地銀において、本オペの利用動向に応じて無担保コール市場における資金調達余力が大きく変化していたことが確認できる（BOX 図表 2-2）。

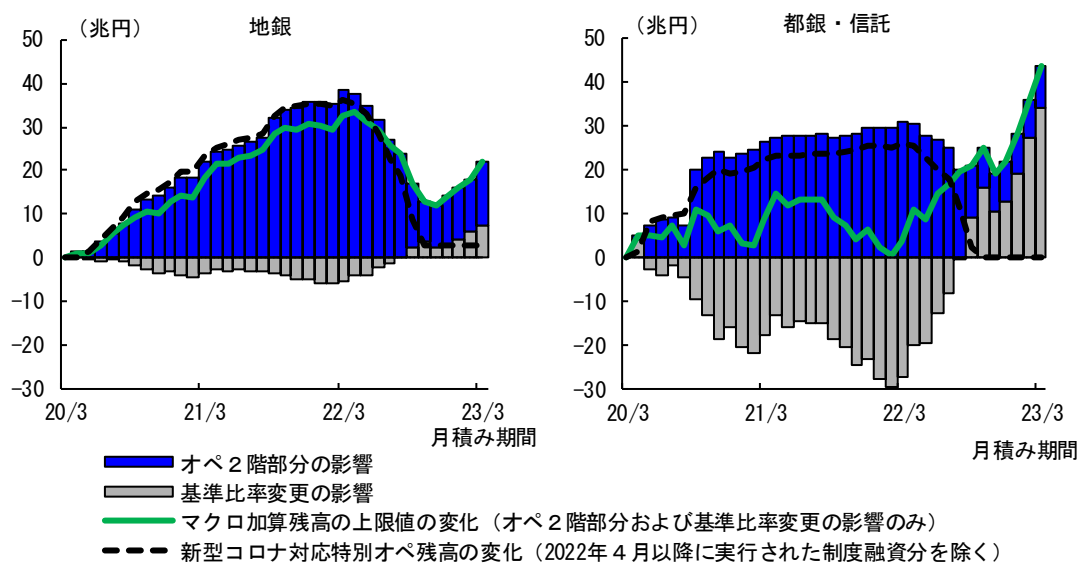
そのうえで、3業態の資金放出余力から資金調達余力を控除した「資金需給ギャップ」と無担保コールレートとの関係を見ると、資金需給ギャップが低下（放出超幅が縮小、または調達超幅が拡大）するほどレートが上昇する傾向があるとの緩やかな相関が確認できる（BOX 図表 2-3）。

実際、2022年4月以降の無担保コールレートの推移をみると、本オペの残高が減少し始めた2022年4月積み期以降はレートが低下傾向となり、9月積み期から11月積み期にかけては、3業態の資金需給ギャップが拡大したもとで、一時的にマイナス金利政策導入後のボトム圏まで低下している。その後、2023年1月積み期から3月積み期にかけては、一部地銀等で本オペの期落ちにより生じた担保の余裕を用いて貸出増加支援資金供給等の利用を増加したことによるオペ2階部分の増加のほか、基準比率のさらなる引上げもあり、これら3業態の資金需給ギャップが縮小

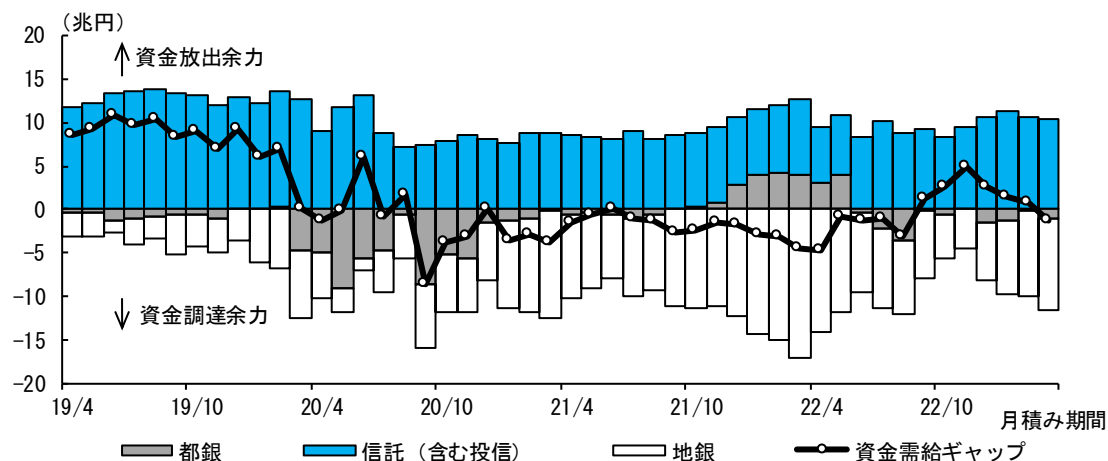
したもとの、コールレートも上昇に転じている。

なお、本BOXでは、便宜的に3業態の分析を行ったが、3業態の中にも裁定取引に消極的な先は存在するほか、3業態以外でも裁定取引に積極的な先は存在する。また、裁定取引に対するスタンスは、その時々短期金利の水準に応じて変わり得る。日本銀行は、短期金融市場をモニタリングする上では、マクロの資金需給だけでなく、こうした点も把握するよう努めている。

(BOX 図表 2-1) 業態別にみたマクロ加算残高の上限値と新型コロナ対応特別オペ残高の変化

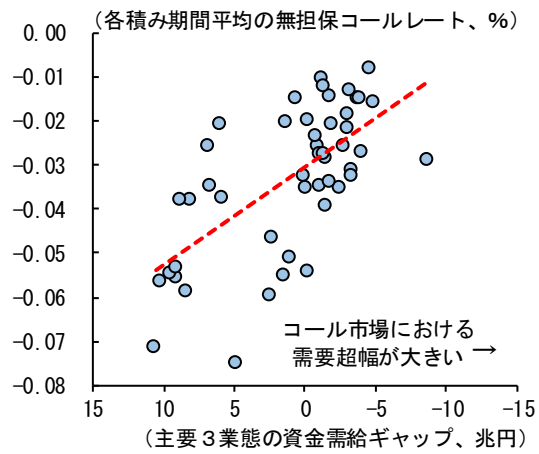


(BOX 図表 2-2) 業態別にみた無担保コール取引実施前の資金ポジション



(注1) 業態毎に無担保コール取引実施前の政策金利残高とマクロ加算残高および基礎残高の余裕枠を試算し、それらをネットアウトすることで資金ポジションを算出。無担保コール取引は短資経由のみ。
 (注2) 投資信託の無担保コール市場での資金放出については、便宜的に信託銀行の資金放出余力とみなして算出。

(BOX 図表 2-3) 主要3業態の資金需給ギャップとコールレートの関係



- (注1) 主要3業態は、都銀、信託(含む投信)、地銀。
- (注2) 2019年4月積み期から2023年3月積み期までの期間。
- (注3) 破線は最小二乗法による回帰直線。

(2) 国庫短期証券市場の動向と国庫短期証券の買入れ

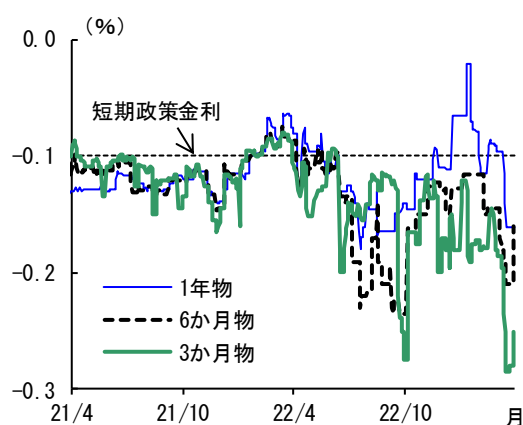
① 国庫短期証券市場の動向

2022年度中、国庫短期証券（3か月物）の利回りは、振れを伴いつつ、▲0.10%を下回る水準で推移した（図表 3-14）。発行残高は増加した（図表 3-15）ものの、国内投資家による担保需要がみられたほか、2022年10月にかけては、年末を越える季節的なドル投円転コストの低下を背景とした海外投資家需要の増加から、利回りが大きく低下する局面もみられた。その後は、年末越え要因の剥落から、需給はやや緩和したものの、引き続き海外投資家需要が堅調なもとで、一定程度のレート上昇にとどまった。3月中旬以降は、米国における一部金融機関の破綻や欧州における一部金融機関の経営不安を背景に、ドル投円転コストが低下したこと、海外投資家の需要が増加し、利回りは大きく低下した。

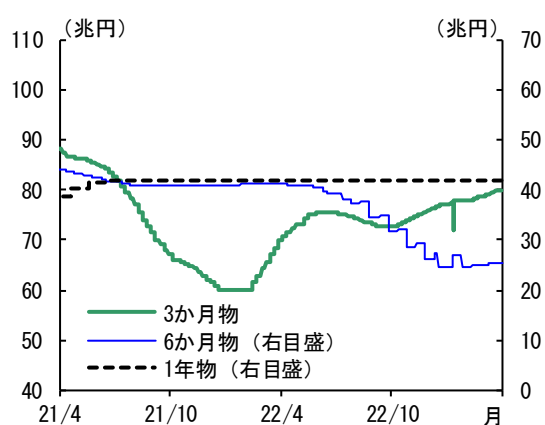
6か月物と1年物の利回りは、3か月物と概ね同様の動きとなったものの、1年物については、2022年末から2023年初の利付国債の短中期ゾーン金利の上昇局面では、大きめに上昇した。

この間、国庫短期証券の保有残高を主体別にみると、国内投資家の保有残高は、新型コロナ対応特別オペ用の担保需要は減少したものの、外貨調達目的での担保需要や共通担保資金供給オペを見据えた担保需要などから、高水準で推移した。また、海外投資家の保有残高も引き続き高水準となった。他方、日本銀行の保有残高は、総じて良好な需給環境のもと、抑制的な買入れを行ったことから、減少した（図表 3-16）。

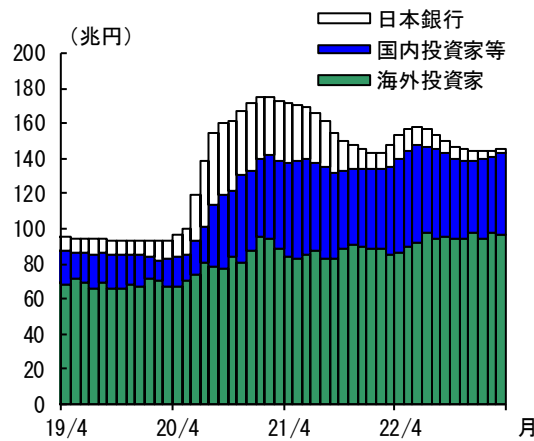
(図表 3-14) 国庫短期証券の利回り



(図表 3-15) 国庫短期証券の年限別発行残高



(図表 3-16) 国庫短期証券の主体別保有残高



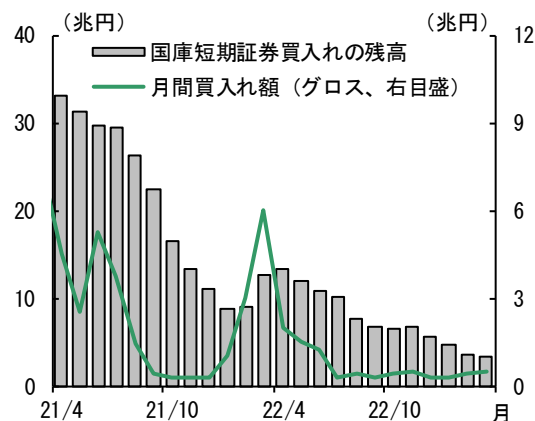
(注) 中央政府および財政融資資金の保有分を含まないほか、日本銀行の引受分も除いている。海外投資家の保有残高は、本邦対外債務（一般政府・短期債）の四半期末残高をベースに非居住者による月次のネット対内証券投資額を積み上げた試算値。国内投資家等は、市中発行残高から、日本銀行、海外投資家の保有残高を差し引いたもの。

② 国庫短期証券の買入れ

2022 年度中、日本銀行は、市場の需給動向を踏まえつつ、柔軟な買入れを実施した。2022 年度初は、3 か月物の発行増額などによる需給緩和を踏まえ、1 回当たり 5,000 億円から 1 兆円の買入れを実施した。6 月後半以降は、上述の良好な需給環境を踏まえつつ、1 回当たり 1,000 億円の買入れを継続した。また、買入れ対象銘柄については、個別銘柄の動向やその背景をきめ細かく勘案し、隣接ゾーン対比で利回りが大きく低下している場合などに、当該銘柄を買入れ対象から除外する柔軟な運営を継続した。

こうした運営のもと、買入れ残高は減少し、2023 年 3 月末は 3.3 兆円（前年比 ▲9.4 兆円）となった（図表 3-17）。

(図表 3-17) 国庫短期証券の買入れの残高と買入れペース



(3) 国債市場の動向と長期国債の買入れ

① 国債市場の動向

長期金利は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもと、2022年度を通じて長期金利の操作目標が「ゼロ%程度」で据え置かれたなかで、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、年度中の多くの期間において、変動幅の上限に近い水準で推移した。

長期金利の動きをより仔細にみると、2022年度初には、海外金利上昇を受けた本邦長期金利への上昇圧力から、当時の変動幅の上限である「0.25%程度」まで上昇したが、日本銀行が指値オペを実施したことや、4月の金融政策決定会合において、10年物国債を対象とする指値オペを原則毎営業日実施することを決定したことを受け、上昇は一服した。その後、海外金利上昇を受けた金利上昇圧力が一段と高まるなか、6月10日には再び0.25%まで上昇したが、日本銀行が大規模な国債買入れを実施したほか、長期国債先物のチーペスト銘柄を対象とした連続指値オペを導入したことから、金利上昇は再び一服した。8月上旬にかけては、米国での景気後退懸念の高まりなどから、海外金利が大きく低下したことに連れて本邦長期金利も0.16%まで低下した。9月には、米国での利上げ織り込みの加速などを背景に海外金利が再び上昇したなか、本邦長期金利も0.25%まで上昇した。その後、日本銀行が臨時の国債買入れや長期国債買入れの四半期予定におけるオファー金額引上げなどで国債買入れを増額するもで一時的に金利が低下する局面はあったものの、海外金利の上昇基調が継続していたことや、わが国の物価動向などを受けて、長期金利は0.25%近傍で推移した。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拡大(±0.25%程度→±0.5%程度)を決定した後は、金融政策に関する思惑の高まりから、日本銀行が大規模な国債買入れを実施したもとも長期金利は大きく上昇したほか、イールドカーブ全体に強い上昇圧力が生じた。

2023年初には、長期金利は0.5%まで上昇し、特に1月の金融政策決定会合前には金融政策に関する思惑が一段と高まるもとの、強い金利上昇圧力が続いた。1月の金融政策決定会合で日本銀行が金融政策の現状維持と共通担保資金供給オペの拡充を決定すると、長期金利は急速な買い戻しから一時0.4%を割り込む水準まで低下したが、その後再び上昇し、変動幅の上限である「0.5%程度」近傍で推移した。3月の金融政策決定会合後は、2月27日から実施した10年物国債のカレント3銘柄にかかる国債補完供給上の措置(詳細はBOX7参照)のもとでこれらの銘柄のSCレポレートが大きく低下していたなか、金融政策の現状維持を受けて急速な買い戻しがみられた。同時に、米国における一部金融機関の破綻や欧州の一部金融機

関の経営不安を背景に、米欧で金融環境のタイト化による経済・物価への下押しが意識され、海外金利が低下したもとで、本邦の長期金利も大きく低下した。

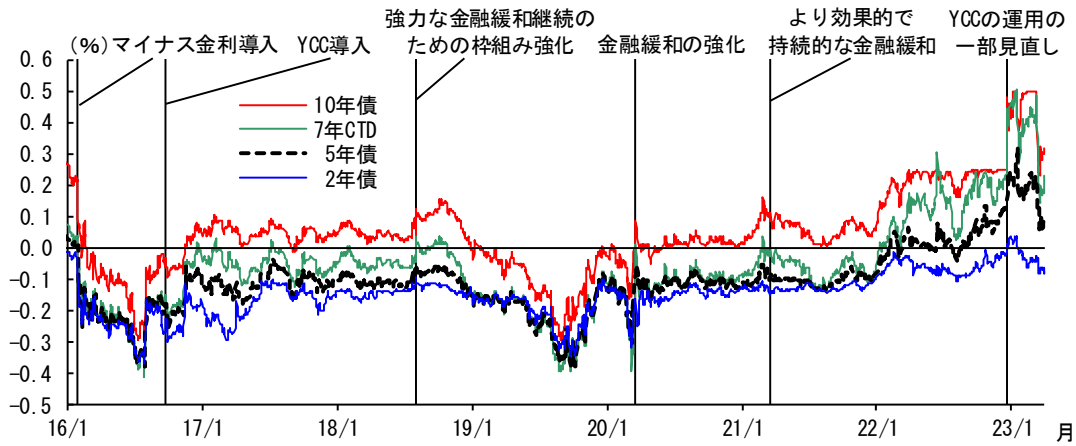
2年債・5年債といった短中期金利は、2022年度前半は、海外投資家や国内銀行の需要から、▲0.09%～0.07%程度で比較的安定して推移したが、年度後半入り後は、上昇基調を辿り、2年金利は2022年末から2023年初にかけて一時プラス圏まで上昇した。その後、日本銀行が2年物・5年物の共通担保資金供給オペを実施したほか、金融政策に関する思惑が幾分後退したことで短中期金利は低下基調に転じた（図表3-18）。

超長期金利も、長期金利と同様に海外金利上昇を受けた金利上昇圧力がかかるなか、特に年度半ば頃から大きく上昇した。10月末に日本銀行が、長期国債買入れの四半期予定において、同ゾーンの買入れ額を増やした局面では、一時的に金利上昇は一服したものの、12月の金融政策決定会合以降は再び上昇した。その後は、日本銀行の大規模な国債買入れや年度末にかけての国内投資家の年度計画を踏まえた需要がみられたもとで、金利は大きめに低下した（前掲図表3-18）。

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、高めの水準で推移した後、1月頃からは、国債市場のボラティリティが高まるもとで、物価連動債に対する投資家の需要が減退したことなどを背景に、低下した（図表3-19）。

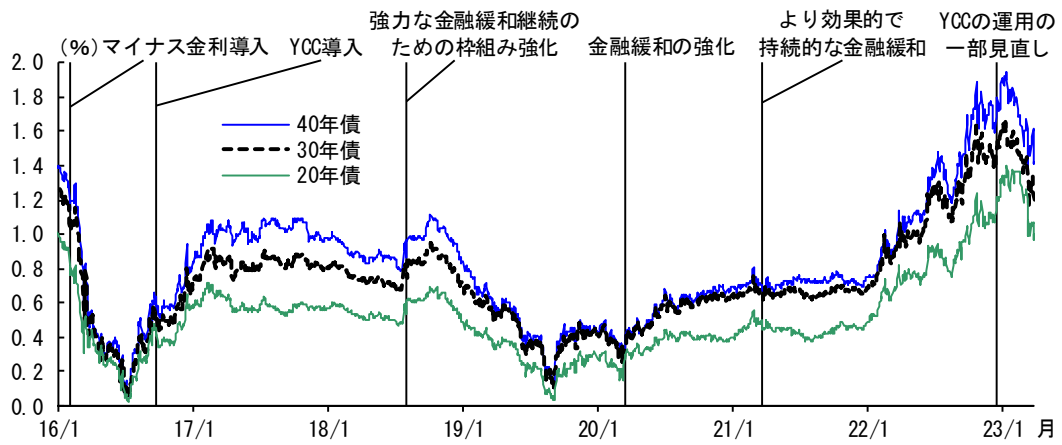
(図表 3-18) 国債利回り

(中長期ゾーン)

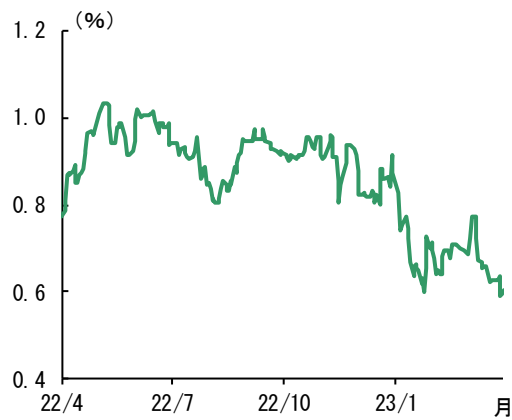


(注) 7年CTDは、長期国債先物のチーペスト銘柄の利回り。

(超長期ゾーン)



(図表 3-19) B E I (ブレーク・イーブン・インフレ率)



② 長期国債の買入れ¹⁾

2022 年度中、日本銀行は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、長期金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを弾力的に運営した（図表 3-20）。

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」（以下、「運営方針」）を公表している。運営方針のもと、利回り・価格入札方式の長期国債買入れについては、四半期に一度、先行き 3 か月間の買入れ予定を事前に公表したうえで、実施している（図表 3-21）。

2022 年 12 月の金融政策決定会合までは、長期国債買入れの四半期予定において、1 回当たりのオファー金額を特定の金額で示す運営を継続したうえで、四半期毎の買入れ額やひと月当たりの買入れ頻度については、各ゾーンにおける国債の需給環境などを踏まえ、柔軟に調整した。この点、9 月末に公表した 10～12 月の四半期予定では、「5 年超 10 年以下」、「10 年超 25 年以下」、「25 年超」の 3 ゾーンのオファー金額を増額し、さらに 10 月末には、「10 年超 25 年以下」、「25 年超」の超長期 2 ゾーンで、11 月以降分の月間オファー回数を引き上げた。

12 月の金融政策決定会合において、長期金利の変動幅拡大（±0.25%程度→±0.5%程度）と併せ、国債買入れを大幅に増額する旨を決定したことを踏まえ、12 月 20 日に、2023 年 1～3 月の四半期買入れ予定をそれまでの月間 7.3 兆円から月間 9 兆円程度に増額する旨を公表した。その際、1 回当たりのオファー金額については、従前の特定の金額を示す扱いからレンジで示す扱いに変更した。そのもとで、1 月を中心に強い金利上昇圧力がかかった局面では、レンジ中央値から上限での買入れを実施した一方、2 月以降は、需給の引き締まりがみられた短中期ゾーン中心にレンジ下限での買入れを実施し、長期金利の低下が目立った 3 月中旬以降は超長期・長期ゾーンを含めてレンジ下限での買入れを実施した。また、3 月半ばに特に需給が引き締まった局面では、「25 年超」ゾーンにおいて、例外的にレンジ下限を下回る金額での買入れを実施した。

こうした事前に予定している国債買入れに加えて、金利の動向を踏まえ、買入れの増額・買入れ日程の追加も機動的に行った。具体的には、2022 年 6 月には、長期金利の上昇圧力が高まったもとで、追加的な買入れを相応の規模で実施した。また、12 月の金融政策決定会合において、各年限において、機動的に、買入れ額の増額や指値オペを実施することを決定したもとで、その後 2023 年 1 月の金融政策決定会合までの間は追加的な買入れを大規模に実施した。

11 年度を通じて、本邦国債金利に強い上昇圧力がかかるなか、金融市場調節方針と整合的なイールドカーブを形成する観点から、日本銀行は様々な対応を実施した。BOX 3 では、主な対応について、局面毎にやや詳しく整理している。

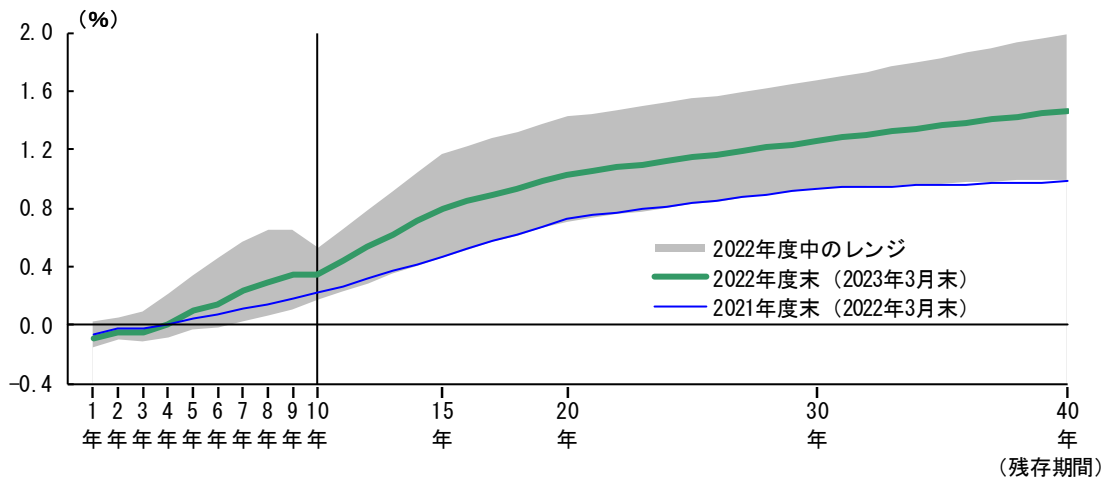
この間、長期国債買入れにおける買入れ対象銘柄については、個別銘柄の需給を含めた金融市場の情勢などを勘案し、幅広いゾーンで一部の銘柄を国債買入れの対象外とする運用を機動的に実施した。

固定利回り方式による買入れ（指値オペ）については、2022年4月の金融政策決定会合前までは、機動的に、10年物国債のカレント3銘柄を対象とする指値オペ・連続指値オペを実施した。同決定会合において、10年物国債金利について0.25%利回りでの指値オペを、原則毎営業日実施することを明確化した後は、5月2日以降、実際に10年物国債のカレント3銘柄を対象とする指値オペを毎営業日実施した。このほか、6月15日には、チーペスト銘柄を対象に0.25%での指値オペを実施し、その後、これを連続指値オペとして、長期国債先物の限月交代を踏まえて対象銘柄の追加、入れ替えを行いつつ、継続的に実施した。

12月の金融政策決定会合で長期金利の変動幅拡大を決定した後は、10年物国債のカレント3銘柄およびチーペスト銘柄を対象とする指値オペを、利回り水準をそれぞれ従前の0.25%から0.5%に変更したうえで、毎営業日実施した。また、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ため、必要に応じて、2年物、5年物、20年物国債を対象に、その時点の実勢気配等の利回り水準で機動的に指値オペを実施した（詳細はBOX3、5参照）。

物価連動債の買入れについては、ひと月当たり600億円の買入れを継続した。変動利付債の買入れについても、四半期に1回、300億円の買入れを継続した。

(図表 3-20) 国債のイールドカーブ



(図表 3-21) 長期国債の買入れ予定の変遷

買入対象ゾーン	22/4～9月	10月	11～12月	23/1～3月
1年以下	1,500	1,500	1,500	1,500
	1	1	1	1
1-3年	4,750	4,750	4,750	4,250～ 5,750
	4	4	4	4
3-5年	4,750	4,750	4,750	5,000～ 6,500
	4	4	4	4
5-10年	5,000	5,500	5,500	5,750～ 7,750
	4	4	4	4
10-25年	1,250	2,500	2,500	2,000～ 4,000
	2	2	3	4
25年超	500	1,000	1,000	1,000～ 3,000
	2	2	3	3
物価連動債	600	600	600	600
	1	1	1	1
変動利付債	300	300		300
	四半期に1回	四半期に1回		四半期に1回

(注1) 各ゾーンの上段は1回当たりオファー金額(億円)、下段は回数(回)。

(注2) シャドローは、前月までの買入れ予定から変更した箇所。

(注3) オファー金額は目安として公表。

BOX 3 2022年度の金利上昇圧力の高まりを受けた一連の対応

本文で述べたとおり、2022年度を通して、海外金利の上昇や本邦金融政策に関する思惑などを背景に、本邦国債金利に対する強い上昇圧力が継続した（BOX 図表 3-1～2）。こうしたもと、日本銀行は、長期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、様々なオペレーション上の対応を講じた。以下では、金利上昇圧力の高まりを受けた日本銀行の主な対応とその背景について、やや仔細に時系列で整理する。

【指値オペ・連続指値オペ、連続指値オペの運用の明確化＜4月20～28日＞】

2022年度入り後も、米国の金融緩和縮小ペースの加速を意識した海外金利の上昇が継続するなか、4月19日の夕刻には、本邦長期金利は一時0.25%まで上昇した。

こうしたなか、日本銀行は、4月20日に10年物国債のカレント3銘柄を対象とする指値オペを実施した。その後、同オペに相応の額の応札がみられたもとで、同日16時には、翌21日から26日にも連続指値オペを実施する旨を、その後26日16時には、翌27日から28日にも連続指値オペを実施する旨を相次ぎ公表した。その後、4月27～28日の金融政策決定会合では、連続指値オペの運用の明確化として、10年物国債金利について0.25%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施することを決定した。

これらの対応の結果、長期ゾーンに対する金利上昇圧力は緩和したものの、イールドカーブ・コントロールの操作対象でない超長期ゾーンに対する売り圧力は継続し、イールドカーブはスティープ化した（前掲図表 3-18）。

なお、これらの10年物国債のカレント3銘柄を対象とする指値オペについては、最も利回りの高い銘柄の買入れ利回りが長期金利の変動幅の上限（当時は0.25%程度）となるよう利回り較差を設定して実施する方針を対外的に示しているもと、2022年度を通じて、3銘柄間で需給状況等に応じて金利に乖離が生じた局面も含め、この方針に即して実施した。

【長期国債買入れのオファー日程の追加・増額、チーペスト銘柄対象の指値オペの導入＜6月13～17日＞】

6月入り後、海外金利が再び上昇に転じるもと、本邦長期金利も再び変動幅の上限に近接した。また、海外勢を中心とした先物主導の大規模な売りがみられるもと、残存8～9年ゾーンの利回りが0.25%を上回ったほか、連続指値オペへの応札も連日みられた。こうした状況を受けて、日本銀行は、13日14時に、翌14日に「5年超10年以下」の国債買入れを追加する旨を公表したほか、その後の一段の金利上昇を踏まえ、実際の14日の買入れでは、追加した「5年超10年以下」の買入れを増額してオファーした。さらに、同日12時20分には、翌営業日の国債買入れの日程

追加および増額を公表したほか、13時には、「10年超25年以下」と「25年超」の国債買入れを臨時で実施した。

こうした臨時オペを行うもとでも、先物主導の金利上昇が続いていたことを踏まえ、翌15日には、チーペスト銘柄を対象とした指値オペ（買入れ利回りは0.25%）を実施したほか、同日14時30分には、翌16日から17日にわたって同指値オペを連続で実施する旨を公表した。

チーペスト銘柄を対象とした連続指値オペの実施により、7年ゾーンの金利ははっきりと低下したものの、現物と先物の裁定取引が抑制され、両者の価格差が大きく拡大した。このため、17日17時には、翌週以降当面の間、チーペスト銘柄を対象とした連続指値オペを実施する旨を公表するとともに、チーペスト銘柄等にかかる国債補完供給の要件緩和措置を実施する旨を公表した。これにより、現物と先物の裁定環境やその価格差は改善された（詳細はBOX4参照）。

【長期国債買入れのオファー日程の追加・増額、長期国債買入れの四半期予定におけるオファー金額の増額＜9月21日～10月28日＞】

9月から10月にかけて、海外金利が一段と上昇するなか、本邦金利にも再び強い上昇圧力が生じた。こうしたもと、連続指値オペには連日応札がみられたほか、低調な20年債入札の結果を受けて、超長期ゾーンを中心に金利は大きく上昇し、ボラティリティも高まった。こうした状況を踏まえ、国債買入れの日程追加・増額を実施した。加えて、先行き3か月間の買入れ予定における対応として、9月末に公表した「長期国債買入れの四半期予定（2022年10～12月）」では、「5年超10年以下」から「25年超」までの3ゾーンの月間オファー金額を合計5,500億円増額したほか、10月28日に公表した「長期国債買入れの四半期予定（2022年10～12月）」

【一部変更】」では、超長期ゾーン（「10年超25年以下」および「25年超」）の月間オファー回数を2回から3回にそれぞれ引き上げることで、この2ゾーンの月間オファー金額をさらに合計3,500億円増額した。これらの対応を講じるもとで、海外金利の上昇が一服したこともあり、超長期金利は低下した。ただし、日本銀行の金融政策に関する思惑が高まるもとで、長期金利については0.25%近傍で推移したほか、残存8～9年ゾーンの利回りが0.25%を上回る状態も継続した。

【長期国債買入れのオファー日程の追加・増額、中期・超長期ゾーン対象の指値オペ、共通担保資金供給オペ（2年物）＜12月20日～1月16日＞】

12月19～20日の金融政策決定会合では、市場機能の改善を図り、より円滑にイールドカーブ全体の形成を促していくため、長短金利操作の運用の一部見直しを決定した。具体的には、国債買入れ額を大幅に増やしつつ、長期金利の変動幅を、従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大し、10年物国債金利の連続指値

オペの買入れ利回りを 0.5%とした。また、各年限において、機動的に買入れ額のさらなる増額や指値オペを実施することとした（変動幅拡大後の市場動向については、BOX 5 参照）。

同日に公表した「長期国債買入れの四半期予定（2023 年 1～3 月）」では、本文に記載のとおり、月間オファー金額を従来の 7.3 兆円から 9 兆円程度に増額した。その際、1 回当たりのオファー金額については、海外金利の動向などを受けて本邦金利の先行きに不確実性が高いもと、オファー毎にきめ細かく国債市場の需給動向を見極め、弾力的にゾーン別の買入れ額を調整する観点から、従来の特定の金額で示す扱いからレンジで示す扱いに変更した。

また、金融政策決定会合の結果公表後に市場が大きく金利上昇方向で反応したことを受け、同日午後には、4 ゾーンの臨時買入れと、2 年、5 年、20 年物国債のカレント銘柄を対象とした指値オペを機動的に実施した。これらの指値オペの実施レートについては、その時点の実勢気配レートを基本としつつも、大きく金利が上昇した 5 年物国債のカレント銘柄については、金融政策決定会合の決定趣旨を踏まえ、金利上昇を抑えるべく、その時点の 2 年物国債のカレント銘柄の実勢気配も眺めつつ、実勢より低いレートで実施した。

その後も、金融政策に関する思惑が高まるもとで、金利上昇圧力が継続していたことを踏まえ、連日臨時の国債買入れを実施したほか、短中期金利のさらなる上昇がイールドカーブ全体に波及することを防ぐ観点から、2 年物・5 年物国債のカレント銘柄を対象とした指値オペを、それぞれの銘柄の前日引値利回りで機動的に実施した。さらに、金利上昇圧力が現物の国債市場に加えてスワップ市場等の他の市場にもみられたなか、12 月 29 日には、現物国債の需給環境に直接的な影響を与えることなく、現物市場以外の市場も含めて、長めの金利を抑制する観点から、貸付期間 2 年の共通担保資金供給オペ（固定金利方式）を、年明け 1 月 4 日に実施する旨を公表した。

2023 年入り後は、1 月の金融政策決定会合前に金融政策に関する思惑が一段と高まったことを背景に、さらなる金利上昇圧力がみられた。こうしたもと、指値オペに多額の応札がみられたほか、臨時オペも含めて大規模に国債買入れを実施した。この結果、2023 年 1 月の国債買入れ額は、約 23 兆円と単月では過去最大となった（BOX 図表 3-3）。また、連続指値オペの対象としていた 10 年物国債のカレント 3 銘柄とチーペスト銘柄は、1 月の金融政策決定会合前には、いずれも日本銀行の保有額が発行総額の 100%を上回る状態となった¹²。

12 その後、日本銀行が、10 年物国債のカレント 3 銘柄にかかる国債補完供給上の措置を導入したことなどを通じて、日本銀行のこれら銘柄の保有額が発行総額の 100%を上回

【共通担保資金供給オペの拡充＜1月18日以降＞】

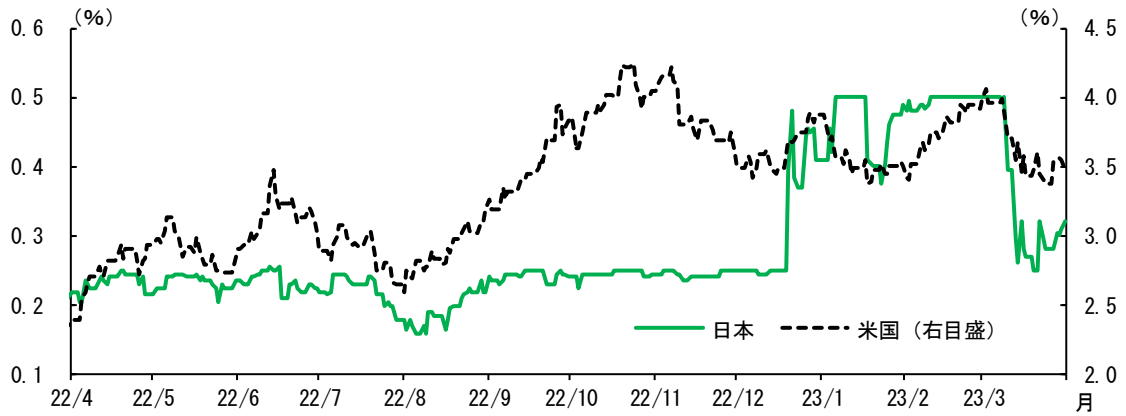
1月17～18日の金融政策決定会合では、共通担保資金供給オペの拡充を決定した（詳細はBOX 6 参照）。この決定を踏まえ、同日の13時には、貸付期間5年の共通担保資金供給オペ（金利入札方式）の実施を予告し、23日に同オペを1兆円オフアーした。その後も、金利上昇圧力がかかる局面では、追加的な国債買入れと長めの共通担保資金供給オペを組み合わせつつ、金利上昇の抑制を図った。こうしたもとで、1月の金融政策決定会合以降、短中期金利は低下基調に転じた。

【10年物国債のカレント3銘柄にかかる国債補完供給上の措置＜2月16日以降＞】

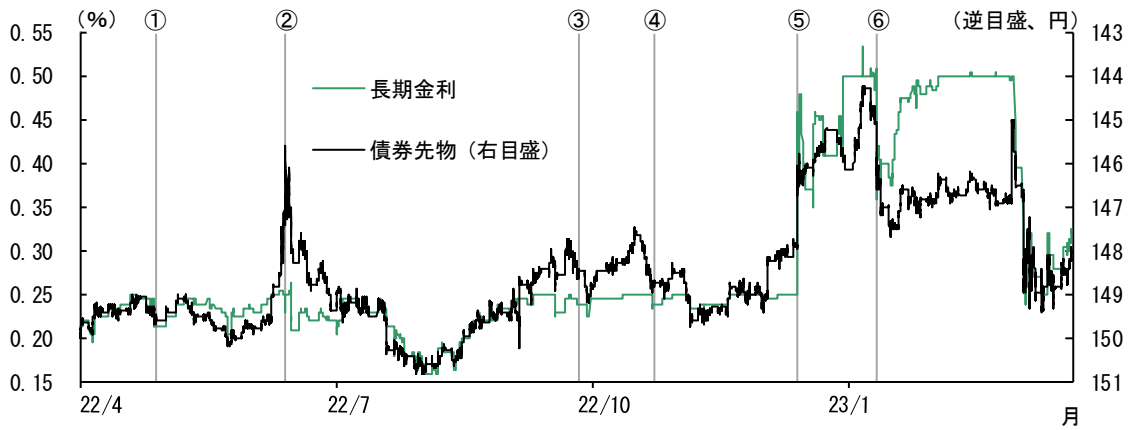
2022年12月の金融政策決定会合以降、国債補完供給を長期に亘り継続的に利用することを前提とした空売りが大規模にみられ、同補完供給の利用が急増した。こうした点を踏まえ、日本銀行は、2月16日に、一時的かつ補完的な国債の供給を目的とする国債補完供給の趣旨に即した利用を確保するとともに、金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、10年物国債のカレント3銘柄にかかる国債補完供給上の措置を実施することを公表した（詳細はBOX 7 参照）。本措置を通じて、国債補完供給の趣旨に即した利用が促されたなか、3月の金融政策決定会合後は金融政策の現状維持を受けて急速な買い戻しがみられたほか、米欧の一部金融機関を巡る問題を受けて、海外金利が低下したもとで、本邦の長期金利も大きく低下した。

る状態は解消された（日本銀行の保有額が発行総額の100%を上回るメカニズムを含め、詳細はBOX 7 参照）。また、そうした状態が解消するもとで、イールドカーブの歪みにも縮小の動きがみられた（詳細はBOX 5 参照）。

(BOX 図表 3-1) 日米長期金利の推移

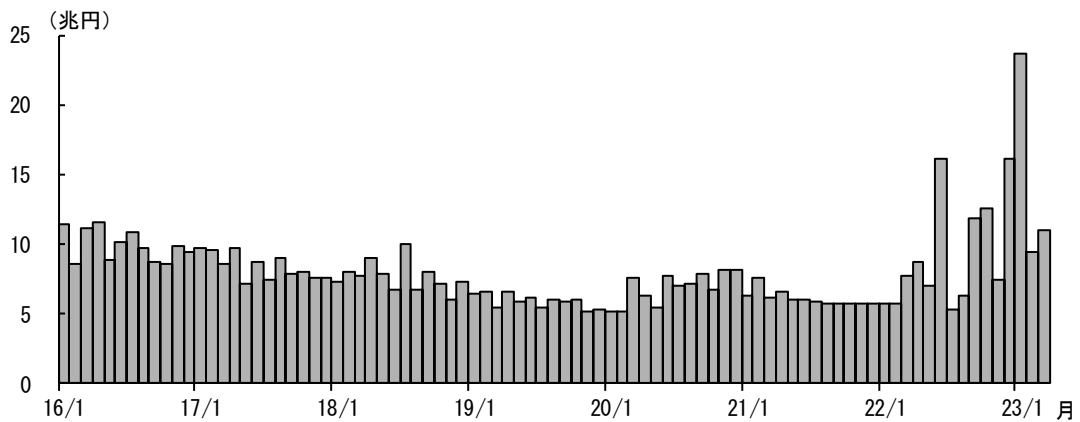


(BOX 図表 3-2) 長期金利と債券先物価格の推移



- ①金融政策決定会合 (4月) ②チーベスト銘柄対象の指値オペ導入
③長期国債買入れの四半期予定 (22/10-12月) 公表 ④長期国債買入れの四半期予定 (22/10-12月) [一部変更] 公表
⑤金融政策決定会合 (12月) ⑥金融政策決定会合 (1月)

(BOX 図表 3-3) 日本銀行の長期国債買入れ額の推移



BOX 4 チーペスト銘柄を対象とした指値オペの導入およびチーペスト銘柄等にかかる国債補完供給の要件緩和措置の実施

2022年6月の債券市場では、海外勢を中心に長期国債先物に対する大規模な売りがみられるなか、先物取引における現物受渡決済に利用されるチーペスト銘柄の残存期間である7年ゾーンを中心に、イールドカーブ全体に強い上昇圧力が加かった。これに対して、日本銀行は、2022年6月15日、チーペスト銘柄を対象に、0.25%の利回りで金額に上限を設けず買入れを行う指値オペを実施した。その後も金利上昇圧力が継続していたことを踏まえ、同指値オペを複数日に亘って行うこと（連続指値オペ）を公表した。

この結果、7年ゾーンの金利はしっかりと低下した一方、先物に対する売りの規模感を踏まえたチーペスト銘柄等の流動性への不安から、現物を売って先物を買う裁定取引が消極化したほか、既存の裁定ポジションのロスカットによる解消などもあり、先物価格は急落し、現物市場と先物市場の連動性は大きく低下した（BOX 図表 4-1～2）。

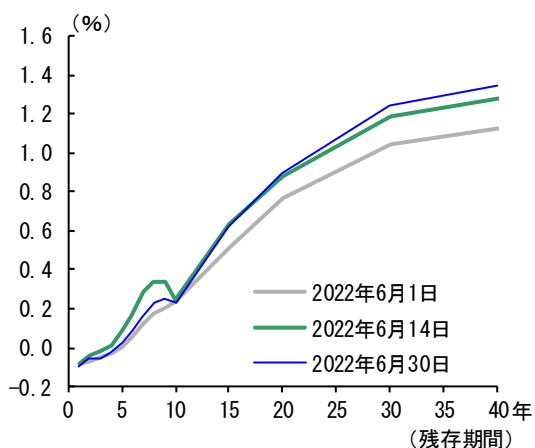
こうした状態を踏まえ、6月17日には、レポ市場における国債需給が過度に引き締まることを抑制し、市場の安定を確保する観点から、チーペスト銘柄等にかかる国債補完供給の要件緩和措置を実施することを公表した。具体的には、チーペスト銘柄等にかかる国債補完供給について、連続利用日数の上限を最長50営業日から限月交代の受渡決済期日までカバーできるように最長70営業日まで引き上げたほか、減額措置にかかる要件を緩和した¹³。これらの緩和措置の導入を受けて、チーペスト銘柄等の流動性に対する懸念は和らぎ、先物価格と現物価格の乖離を捉えた裁定取引が再び行われるようになったことで、先物価格は上昇し、先物と現物の価格の乖離を示すネットベーススは縮小した（BOX 図表 4-2～3）。なお、同日には、イールドカーブ・コントロールを適切に行う観点から、チーペスト銘柄を対象とした連続指値オペを当面の間実施することも併せて公表した。

これらの措置については、その後も、先物の限月交代のタイミングで市場に混乱が生じないように、対象銘柄の入れ替えや連続利用日数の調整を行いつつ継続した。本邦金融政策に関する思惑から先物には根強い売りが続くもとで、限月交代の前後や、金融政策決定会合前など金利上昇圧力が強く生じて7年ゾーンの金利が指値オペによる買入れ水準に近接する際には、再びネットベーススが拡大する場面もみられたが、現物と先物の裁定取引が行われることで、その拡大幅は相応に抑えられている（前掲 BOX 図表 4-3）。また、こうしたもとで、先物の建玉（取引残高）は、2022年度を通じて大きく拡大した（BOX 図表 4-4）。

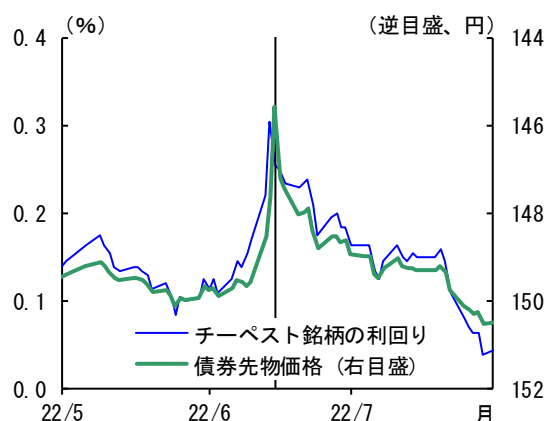
13 制度の詳細は、4. ①を参照。

なお、日本銀行は、チーペスト銘柄等にかかる国債補完供給の減額措置については、市中での対象銘柄の売買・貸借取引の状況等を踏まえ、過度に需給を緩和させることなく流動性の向上に資すると認められる場合には、市場参加者の要望に応じて実施することとしている。実際、年度を通じて相応の規模で同減額措置を実施しており、チーペスト銘柄の流動性改善に努めている。

(BOX 図表 4-1) イールドカーブの変化

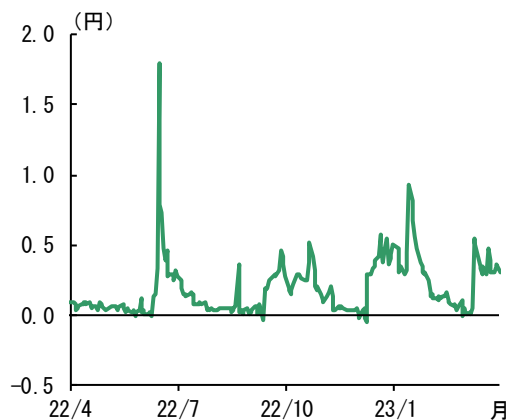


(BOX 図表 4-2) チーペスト銘柄の利回りと債券先物価格の推移

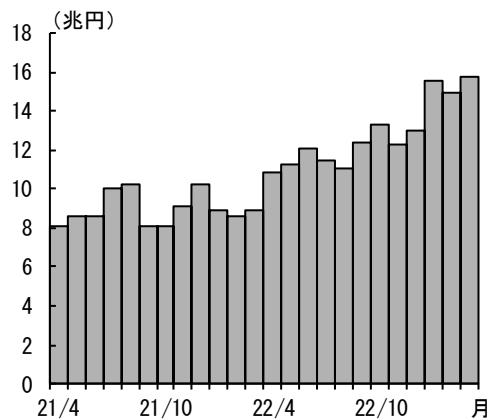


(注) 縦線は、チーペスト銘柄を対象とした指値オペの導入日(2022年6月15日)。

(BOX 図表 4-3) ネットベースの推移



(BOX 図表 4-4) 債券先物の建玉の推移



(注) 月末時点。

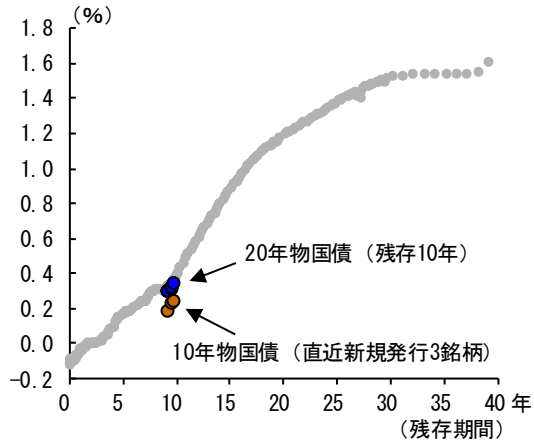
BOX 5 2022年12月金融政策決定会合における長期金利の変動幅拡大後の債券市場

2022年春以降、海外金利上昇や本邦金融政策に関する思惑から、本邦国債金利に強い上昇圧力が継続してきた。そうしたもと、10年国債金利については、イールドカーブ・コントロールのもと、変動幅の上限に近い水準で推移してきたが、各年限間の金利の相対関係や現物と先物の裁定などの面で、市場機能の低下がみられていた（BOX 図表 5-1～2）。こうしたことを踏まえ、日本銀行は、2022年12月の金融政策決定会合において、緩和的な金融環境を維持しつつ、市場機能の改善を図り、より円滑にイールドカーブ全体の形成を促していくため、イールドカーブ・コントロールの運用の一部見直しを決定した。具体的には、国債買入れ額を大幅に増やしつつ、長期金利の変動幅を、従来の±0.25%程度から±0.5%程度に拡大した。

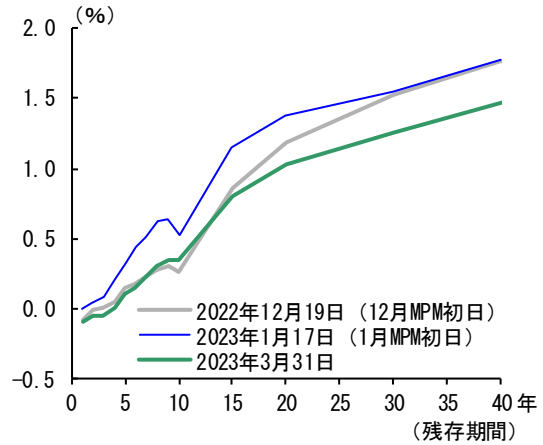
もっとも、12月の決定会合以降も、本邦金融政策に関する思惑が高まるもと、強い金利上昇圧力がみられ、2023年入り後には長期金利が0.5%まで上昇して推移したほか、10年より短い年限の利回りが0.5%を超える状態が続いた。こうしたもと、日本銀行は、本文に記載のとおり、大規模な国債買入れなどを実施して金利上昇圧力の抑制に努めた。この結果、2023年1月の国債買入れ額が月間で過去最高となるなど、債券需給は一段と引き締まり、イールドカーブの歪みも一時拡大方向となった（BOX 図表 5-3）。

その後、こうした状況は、2023年1月および3月の金融政策決定会合で日本銀行の緩和姿勢が引き続き示されるなかで一旦落ち着いた。金融市場調節面でも、1月の決定会合で拡充された共通担保資金供給オペの実施や10年物国債のカレント3銘柄にかかる国債補完供給上の措置など、市場機能にも配慮しつつ、円滑に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様々な施策を講じている（これらの詳細は、それぞれBOX 6、7を参照）。こうした施策のほか、3月末にかけての海外金利低下の影響もあって、一時拡大していたイールドカーブの歪みにも縮小の動きがみられている（前掲BOX 図表 5-2～3）。もっとも、ビッド・アスク・スプレッドや板の厚みといった流動性指標については、依然として悪化した状態となっている（BOX 図表 5-4～5）。日本銀行としては、金融市場調節運営が債券市場に与える影響について、引き続き注視していく所存である。

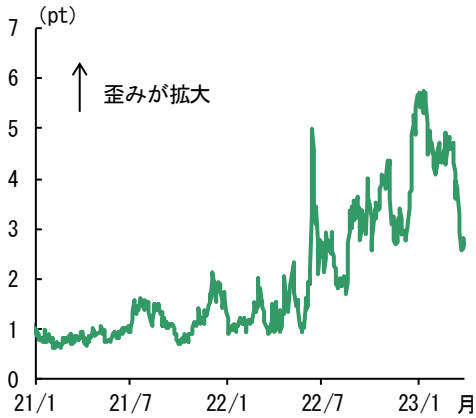
(BOX 図表 5-1) 銘柄別イールドカーブ
(2022年12月19日時点)



(BOX 図表 5-2) イールドカーブの変化

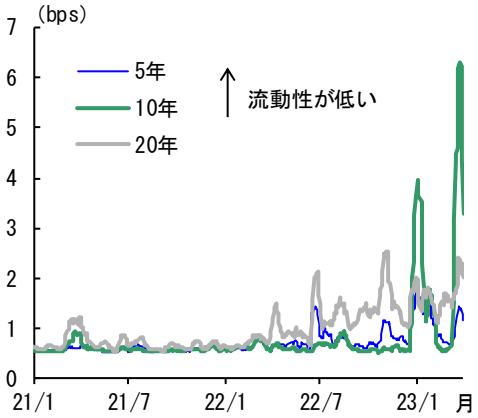


(BOX 図表 5-3) イールドカーブの歪み



(注) スプライン関数を用いて推定されたイールドカーブと実際の銘柄別イールドカーブの乖離幅(絶対値)を算出し、合計したものを。

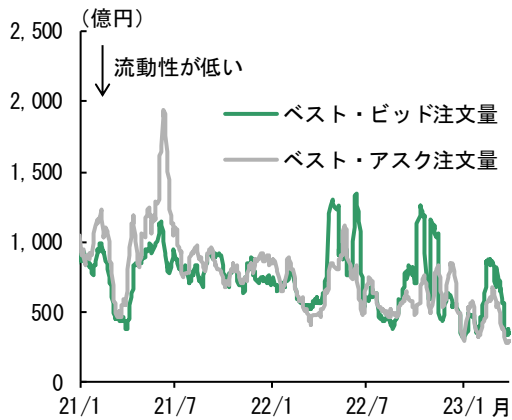
(BOX 図表 5-4) ビッド・アスク・スプレッド
(新発債)



(注1) 1秒毎に業者間取引におけるビッド・アスク・スプレッドを求めて、平均したもの。スプレッドはビッドとアスクがともに提示されていた場合のみ算出。

(注2) 10営業日後方移動平均。

(BOX 図表 5-5) 市場の厚み



(注1) 銘柄毎に、1秒毎のベスト・ビッド注文量とベスト・アスク注文量を求め、中央値を算出した上で合計したもの。

(注2) 10営業日後方移動平均。

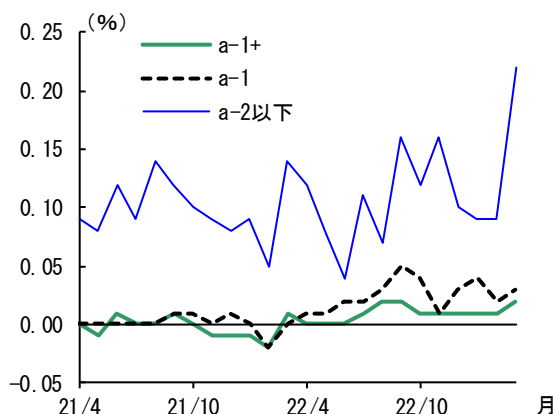
(4) CP市場の動向とCP等買入れ

① CP市場の動向

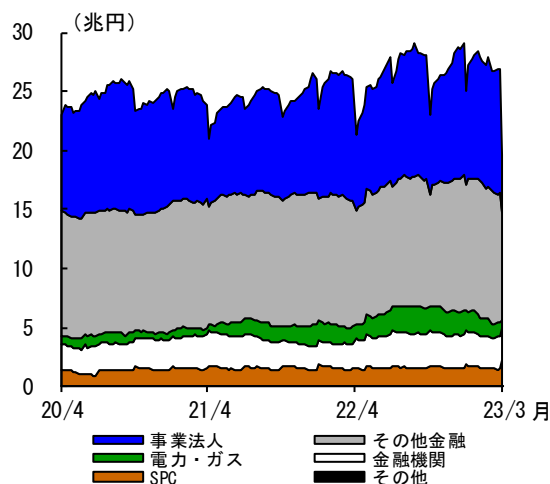
2022年度中のCP発行金利は、高格付け銘柄を中心にゼロ～0.02%程度で推移した。2022年7月以降は、新型コロナ対応特別オペの段階的終了に伴う担保需要の減少、発行残高の増加や本邦金融政策に関する思惑の高まりを背景に、発行金利が幾分上昇する場面がみられた(図表3-22)。

CP発行残高は、年度を通して高水準で推移した。その他金融(リース・ノンバンク等)が高水準の発行を継続したほか、原油等の資源価格高騰に伴う運転資金需要の高まりを背景に、電力・ガス、エネルギー関連の事業法人を中心に発行がみられ、発行残高は2022年8月および12月には29兆円に達した(図表3-23)。

(図表3-22) CP発行金利



(図表3-23) CP発行残高(業態別)



(注1) いずれも1か月物。

(注2) 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)の月次集計値。

(注) 事業法人は電力・ガス、その他金融を除くベース。

② CP等買入れ

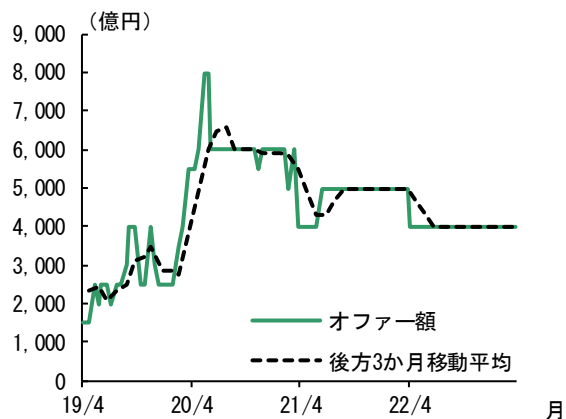
日本銀行は、CP等については、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準である約2兆円へと徐々に戻していく資産買入れ方針¹⁴のもと、2022年度を通じて、1回当たり4,000億円の買入れを月2回オフアーした(図表3-24)。

CP等買入れの最低落札利回りは、2022年7月までマイナス圏で推移した後、年

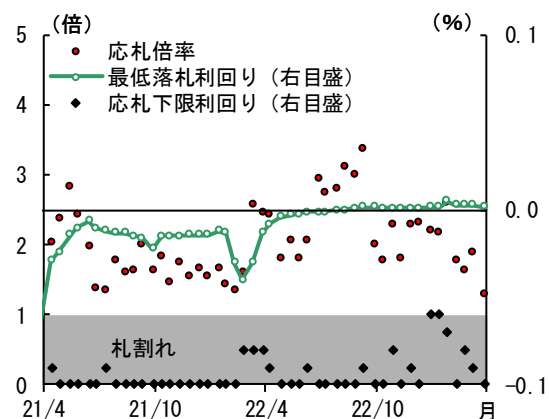
14 2023年1月17～18日の金融政策決定会合までの買入れ方針。その後、2023年3月9～10日の金融政策決定会合では、約2兆円の残高を維持するという買入れ方針を決定した。なお、CP等の一発行体当りの買入残高および総発行残高に占める割合の上限については、従来、それぞれ1,000億円・25%と設定していたが、2023年3月末までは、感染症への対応として緩和した。具体的には、2022年4月～9月までは、それぞれ1,000億円・50%とし、2022年10月～2023年3月までは、それぞれ1,000億円・37.5%とした。

度後半にかけてゼロ%程度で推移した（図表 3-25）。2023 年 1 月から 2 月にかけては、発行残高の増加に加え、本邦金融政策に関する思惑もあって、最低落札利回りが幾分上昇する場面がみられた。日本銀行は、C P 等の適正な価格形成を促し、市場の安定に資する観点から、引き続き、毎回のオファーに際して応札下限利回りを設定した。

（図表 3-24）C P 等買入れのオファー金額



（図表 3-25）C P 等買入れの応札倍率と最低落札利回り



(5) 社債市場の動向と社債等買入れ

① 社債市場の動向

社債流通利回りは、ベースレートである国債利回りの上昇につれて上昇した（図表 3-26）。流通市場における対国債スプレッドは、世界的なインフレ圧力の継続を受け、米欧を中心に各国中央銀行が早いペースで利上げを進めるもとの、社債市場における投資家のスタンスが慎重化し、緩やかに拡大した。2022年12月から2023年1月にかけては、国債市場の機能度低下やボラティリティ上昇を受けて、社債に対する投資家のスタンスが慎重化したことから、スプレッドが拡大する動きがみられた。その後は、3月末にかけては横ばいで推移した（図表 3-27）。

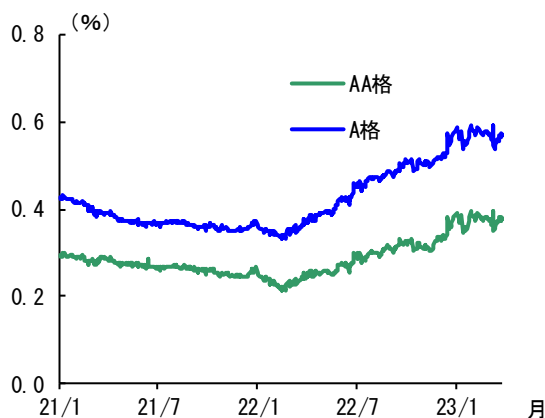
この間、社債発行額は、長めの社債に対する投資家のスタンスが慎重化した場面では、社債発行が鈍化する動きもみられたことなどから、2021年度を下回る増加ペースとなった（図表 3-28）。

(図表 3-26) 社債流通利回りと国債利回り



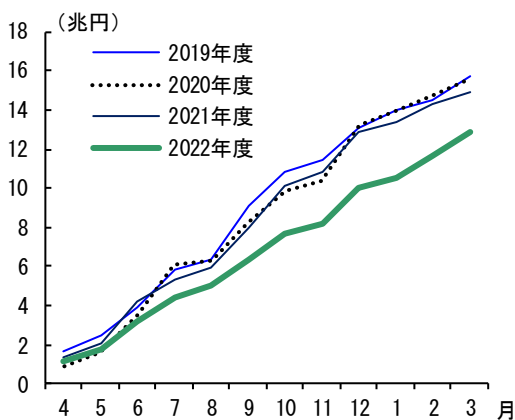
(注) 格付けはR&Iによる。図表 3-27 も同様。

(図表 3-27) 社債流通利回りの対国債スプレッド



(注) 残存期間3年以上7年未満の銘柄。

(図表 3-28) 普通社債の年度初からの累計発行額



(注) 月末時点、名目金額ベース。非公募債を除く。

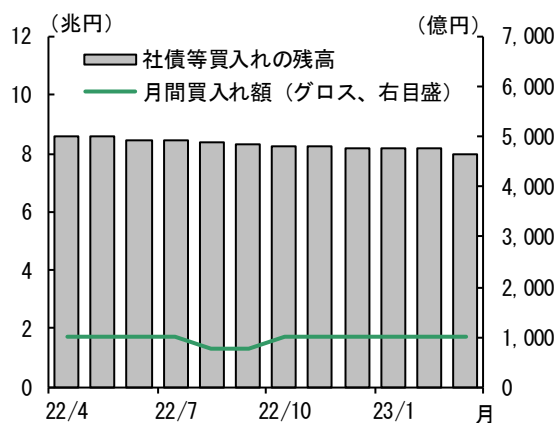
② 社債等買入れ

日本銀行は、社債等については、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準である約3兆円へと徐々に戻していく資産買入れ方針¹⁵のもと、1回当たり750～1,000億円の買入れを月1回オファーした。

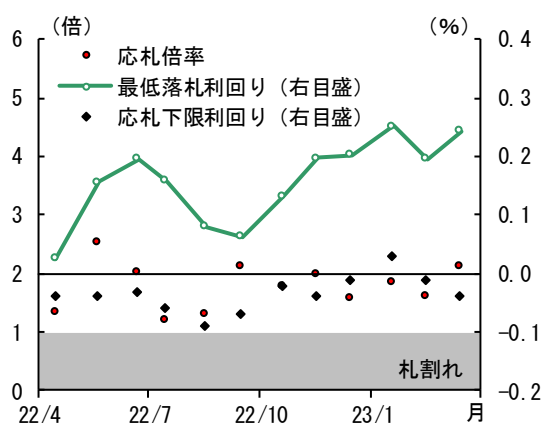
2022年4月～7月は1,000億円でオファーしたが、8～9月には、季節的な新規発行ペースの鈍化に加えて、投資家のスタンス慎重化を受けて、一部で起債延期の動きもみられていたなか、日本銀行への売却ニーズの低下が予想されたことから、買入れ額を750億円に減額した。その後、10～12月は、社債発行状況や売却ニーズを踏まえて、買入れ額を1,000億円に戻した。1月以降は、2022年12月の金融政策決定会合において、社債の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めることを決定したことを踏まえつつ、1,000億円での買入れを継続した。昨年度対比で買入れ額が減少するもと、社債等の買入れ残高は年度を通じて緩やかな減少傾向を辿り、2023年3月末には8.0兆円となった（図表3-29）。

社債等買入れの最低落札利回りをみると、振れを伴いつつも、ベースレートである国債利回りの上昇に伴って上昇した。日本銀行は、社債等の適正な価格形成を促し、市場の安定に資する観点から、引き続き、毎回のオファーに際して応札下限利回りを設定した（図表3-30）。

（図表3-29）社債等買入れの残高と買入れペース



（図表3-30）社債等買入れの応札倍率と最低落札利回り



15 社債等の一発行体当りの買入残高および総発行残高に占める割合の上限については、従来、それぞれ1,000億円・25%と設定していたが、感染症への対応として緩和している。具体的には、2022年4月～9月までは、それぞれ2,500億円・30%とし、2022年10月～2023年3月までは、それぞれ2,000億円・30%とした。また、2022年12月19～20日の金融政策決定会合で、社債等の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めることとすることを決定したことを受けて、2022年12月20日には、これらについて、2023年9月までそれぞれ2,000億円・30%とする旨を公表した。

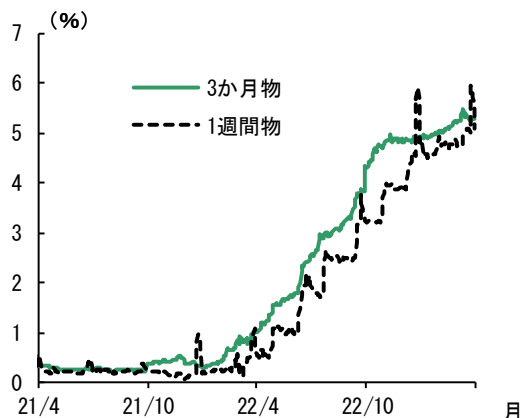
(6) 為替スワップ市場の動向と米ドル資金の供給

① 為替スワップ市場の動向

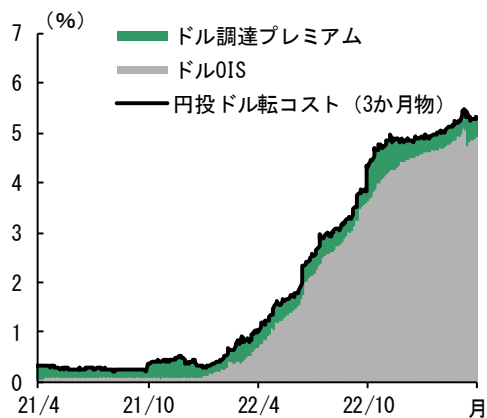
為替スワップ市場におけるドル調達コスト（短期の円投ドル転コスト）は、米国連邦準備制度が利上げを進めるもとの、ドルOISの上昇を主因として、2022年度を通じて上昇した。3月中旬以降は、米国における一部金融機関の破綻や欧州における一部金融機関の経営不安を契機に、米欧金融部門を巡る不確実性が高まるもとの、ドル調達プレミアムが拡大する形でドル調達コストが上昇する場面もみられた。

仔細にみると、2022年末にかけては、例年通り一部の外国銀行がG-SIBスコアへの影響を意識してドル資金放出を抑制するのではないかとの警戒感などから、前倒しで12月末越えのドル資金を調達する需要が高まり、一時的にドル調達プレミアムは拡大した。2023年入り後は、米国連邦準備制度の利上げペースが鈍化するもとの、ドルOISの上昇ペースも鈍化したほか、年末越え要因の剥落から、ドル調達プレミアムも縮小した。3月中旬以降は、前述のとおり、世界的にリスクセンチメントが悪化するもとの、予防的なドル調達需要がみられたほか、投資家が長めのドル資金放出に慎重になる動きもみられたことから、ドル調達プレミアムは拡大した（図表3-31～32）。

(図表 3-31) 短期の円投ドル転コスト



(図表 3-32) 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OIS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。

② 米ドル資金の供給

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。

2022年度中は、2023年3月17日まで原則として週次で1週間物のオファーを実施したが、3月20日以降は、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

を拡充したもとの、全ての営業日で1週間物のオファーを実施した（後述4.⑧参照）。

オペの利用状況をみると、年度を通じて、訓練目的での応札がごく少額みられるのみにとどまった。なお、米ドル資金供給オペを拡充した3月20日以降も、邦銀の米ドル資金繰りに特段の問題がみられないもと、オペの利用はみられなかった。

米ドル資金供給用担保国債供給制度については、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。

(7) その他の資産買入れ等

① 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、年間約 12 兆円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行った。

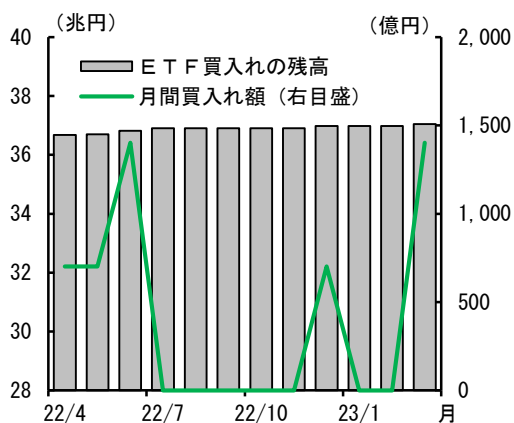
こうしたもとで、2022 年度中に 700 億円程度の買入れを合計 7 回行い、2023 年 3 月末の残高は 37.0 兆円となった。また、2022 年度中の E T F の月間の買入れ額（約定日ベース）はゼロ～1,402 億円となった（図表 3-33）。なお、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とする E T F については、2022 年度中は買入れを行わなかった。

② 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、年間約 1,800 億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行った。

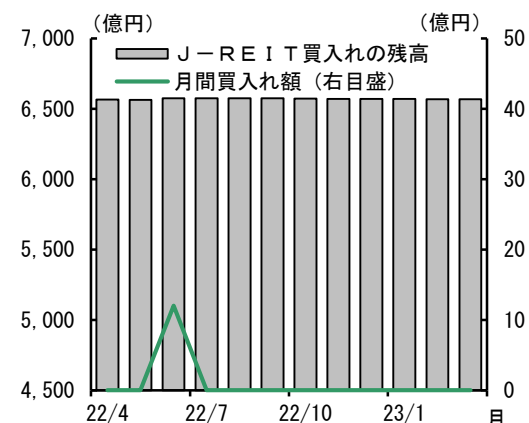
こうしたもとで、2022 年度中に 12 億円の買入れを 1 回行い、2023 年 3 月末の残高は 6,570 億円（未収分配金を除くベース）となった。また、2022 年度中の J-R E I T の月間の買入れ額（約定日ベース）はゼロ～12 億円となった（図表 3-34）。

(図表 3-33) E T F 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 3-34 も同様。

(図表 3-34) J-R E I T 買入れの残高と買入れペース

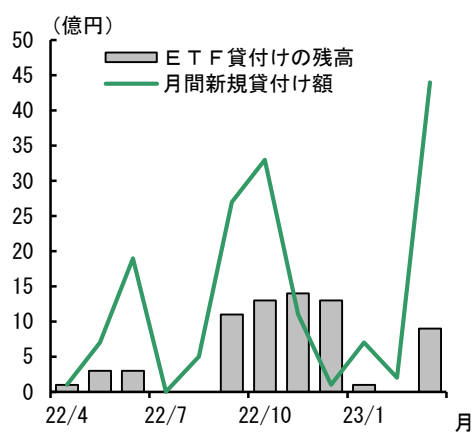


(注) J-R E I T 買入れの残高は、未収分配金を除くベース。

③ E T F 貸付け

2022 年度中に合計 39 回の貸付けを行い、2023 年 3 月末の残高は 9 億円となった。また、2022 年度中の E T F の月間の新規貸付け額（約定日ベース）はゼロ～44 億円となった（図表 3-35）。

（図表 3-35） E T F 貸付けの残高と貸付けペース



（注）月間新規貸付け額は、約定日ベース。

(8) その他のオペレーション等

① 新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ

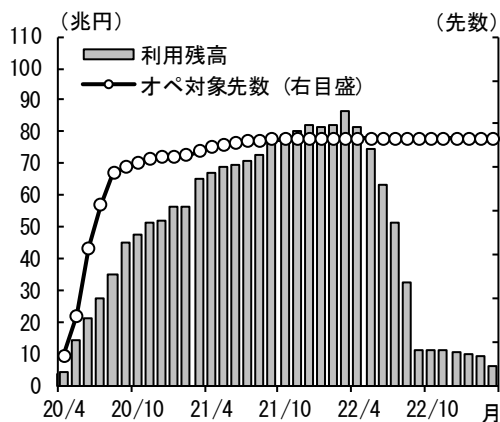
新型コロナウイルス感染症の影響は、中小企業等の一部になお残存しているものの、これらの中小企業等の資金繰りも改善方向にあったことから、2022年9月21～22日の金融政策決定会合では、新型コロナ対応特別オペの段階的終了を決定した(後述4. ②参照)。

2022年度中は、2022年4～9月は月1回のペースでオファーし、貸付期間は6か月とした。段階的終了が決定された10月以降は、制度融資分は2022年12月末まで、プロパー融資分は2023年3月末までそれぞれ月1回のペースでオファーし、貸付期間は3か月とした。

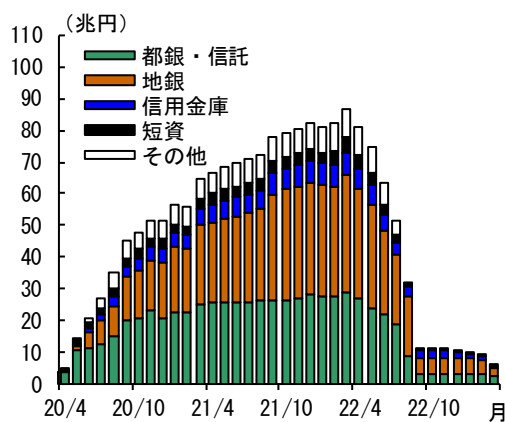
オペの利用状況をみると、2022年4～9月は、2022年3月末で新規貸付を終了した民間債務担保分の期落ちに伴い、本オペの貸付残高は大きく減少した。この間、プロパー融資分は、引き続き積極的な応札がみられたものの、制度融資分は、利用インセンティブの変更¹⁶もあったなか、応札は限定的となった。2022年10～12月は、貸付残高は概ね横ばいで推移した。2023年1～3月は、2022年12月末をもって新規貸付を終了した制度融資分の期落ちに伴い、本オペの貸付残高は緩やかに減少した(図表3-36)。

業態別では、都銀・信託、地銀、信用金庫については、プロパー融資分を中心に、引き続き一定の応札がみられた。一方、民間債務担保分を中心に利用していた短資やその他先の応札は限定的となった(図表3-37)。

(図表 3-36) 新型コロナ対応特別オペの残高
とオペ対象先数



(図表 3-37) 新型コロナ対応特別オペの残高
(業態別)



16 2022年4月以降、貸出促進付利制度上の付利金利を+0.1%から0%へ変更したうえで、マクロ加算残高への算入額をオペ利用残高の2倍相当額から利用残高相当額へ変更。

② 共通担保資金供給オペ

共通担保資金供給オペは、年度を通じて、貸付利率ゼロ%の固定金利方式で、原則として2週間物を概ね隔週1回のペースで継続的にオファーした。2022年9月27日以降は、同月21～22日の金融政策決定会合での決定¹⁷を受けて、金額に上限を設けずに実施した。

2023年入り後、海外金利の上昇や本邦金融政策に関する思惑の高まりなどを背景に、本邦国債市場のボラティリティが高い状況が続いているもとの、現物国債の需給環境に直接的な影響を与えることなく、現物市場以外の市場も含めて、長めの金利を低位に安定させる観点から、貸付利率ゼロ%の固定金利方式による2年物のオペを計9兆円程度実施した。

さらに、2023年1月17～18日の金融政策決定会合において、金利入札方式での貸付期間を10年以内までに延長することを含んだ本オペの拡充を決定した（後述4.⑥参照）もと、金利入札方式による5年物のオペを計4兆円程度実施した（図表3-38）。

オペの利用状況をみると、2週間物に対する需要は低調に推移した一方、2年物と5年物については、幅広い業態から、現物国債や円金利スワップとの裁定取引などを目的として積極的な応札がみられた（詳細はBOX6参照）。この結果、2023年3月末の残高は14.0兆円（前年比+13.5兆円）と大幅に増加した（図表3-39～40）。

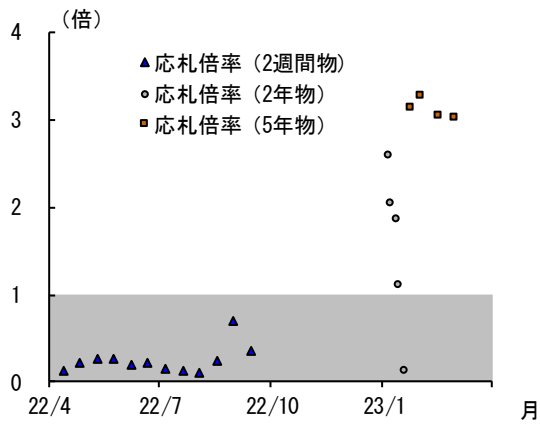
（図表3-38）貸付期間1年超の共通担保資金供給オペの実施状況

(億円、%)

オファー日	期間	貸付利率	オファー額	平均落札レート		
				応札倍率	平均落札レート	落札決定レート
23/1/4	2Y	固定金利 (0%)	10,000	5.82	0.000	0.000
1/5	2Y	固定金利 (0%)	20,000	2.58	0.000	0.000
1/6	2Y	固定金利 (0%)	20,000	2.03	0.000	0.000
1/12	2Y	固定金利 (0%)	20,000	1.85	0.000	0.000
1/13	2Y	固定金利 (0%)	20,000	1.11	0.000	0.000
1/18	2Y	固定金利 (0%)	10,000	0.12	0.000	0.000
1/23	5Y	金利入札	10,000	3.13	0.145	0.110
1/31	5Y	金利入札	10,000	3.26	0.142	0.100
2/14	5Y	金利入札	10,000	3.03	0.121	0.100
2/28	5Y	金利入札	10,000	3.02	0.133	0.110

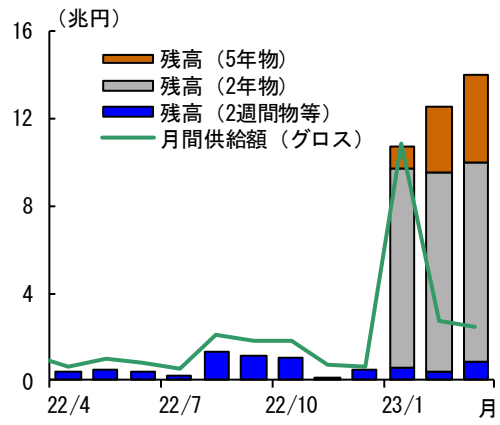
17 新型コロナ対応特別オペの期限到来後も中小企業等の資金繰りを支えるとともに、より幅広い資金繰りニーズに応える観点から、幅広い担保を裏付けとして資金を供給している共通担保資金供給オペについて、上限を設けずに実施することを決定。

(図表 3-39) 共通担保資金供給オペの
応札倍率



(注) 2022年9月27日以降の2週間物は、オファー金額に上限を設けず実施したため、図表上には表示していない。

(図表 3-40) 共通担保資金供給オペの残高
と資金供給ペース



BOX 6 共通担保資金供給オペの拡充

本文で述べたとおり、1月の金融政策決定会合において、現物国債の需給環境に直接的な影響を与えることなく、現物市場以外の市場も含めて、長めの金利を低位に安定させる手段として、共通担保資金供給オペの拡充を決定した。以下では、拡充後に実施した5年物の共通担保資金供給オペの動向を中心に据えつつ、拡充前に実施した2年物を含め、業態別のオペの利用状況や応札の背景、オペ前後の市場動向を振り返る。

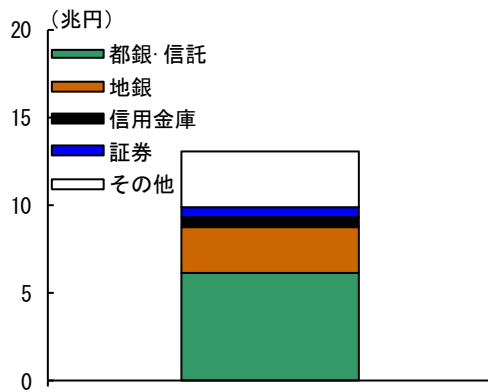
共通担保資金供給オペ（貸付期間1年超）の利用状況を業態別にみると、都銀・信託などの大手行に加えて、地銀や信用金庫などの地域金融機関、証券、その他など幅広い業態で利用がみられた（BOX 図表 6-1）。こうした利用を背景に、5年物の本オペは、実施した4回のいずれにおいても、1兆円のオファーに対して3兆円超の旺盛な需要がみられている（前掲図表 3-38）。

オペへの応札の背景について、金融機関からは、現物国債の購入や円金利スワップとの裁定取引目的での活用が多く聞かれたほか、ALM上のリスク管理目的での利用ニーズも聞かれた。現物国債や円金利スワップとの裁定取引は、金利上昇を抑制する効果があると考えられる。ALM上のリスク管理目的での利用についても、円金利スワップの払いや債券先物の売りといった他の金利リスク削減手段の抑止により間接的に現物国債の金利上昇圧力の低下につながるほか、負債サイドのデュレーションの長期化を通じて、資産サイドの金利リスクテイク余力が生じることから、中長期的にも、金利に働きかける効果が期待される。

次に、日本銀行の受入担保の側面から本オペの利用スタンスを確認する。受入担保の残高をみると、2年物を実施する前の2022年末時点から2023年3月末にかけて、国債や短期国債を中心に、13兆円程度増加している（BOX 図表 6-2）。これは、既存の差入担保の範囲内でオペを利用する先だけでなく、新規で購入した国債や短期国債等を担保として差し入れて、担保余力を維持・拡大させたうえで、本オペを活用する動きがあることを示唆している。

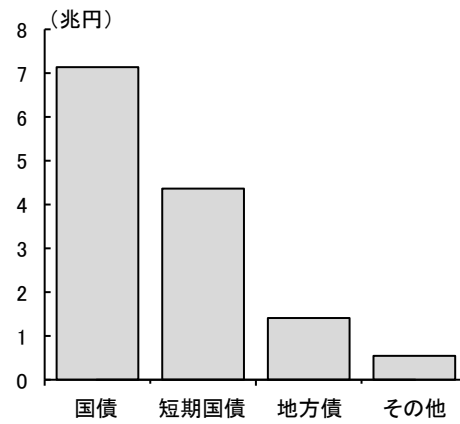
このように、本オペは、様々な目的で利用されることを通じて、現物市場以外の市場も含め、金利に働きかける効果が期待される。そうしたもと、実際の国債金利をみると、本オペの拡充以降2月下旬にかけては、2年や5年ゾーンといった本オペの貸付期間と同程度の年限金利を中心に低下していた（BOX 図表 6-3）。こうした金利変動には、本オペ以外の様々な影響も含まれる点には留意が必要だが、本オペを利用した金融機関の行動を通じて、企図した効果を発揮していると考えられる。

(BOX 図表 6-1) 業態別の共通担保資金供給オ
ペ残高 (2023年3月末時点)

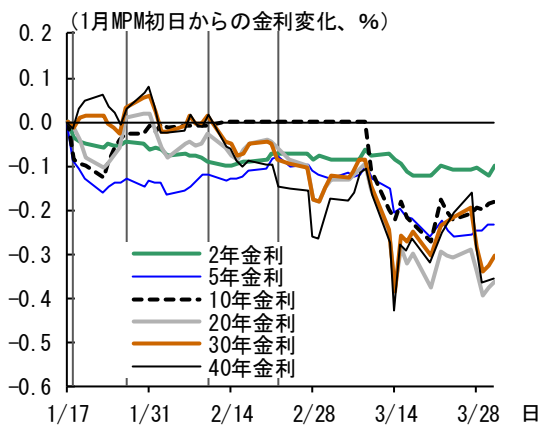


(注) 貸付期間2年および5年の残高の合計。

(BOX 図表 6-2) 日本銀行の受入担保残高の
変化 (2022年12月末→2023年
3月末)



(BOX 図表 6-3) 共通担保資金供給オペ拡充後
の年限別国債金利



(注) 縦線は、貸付期間5年の共通担保資金供給オペ実施を公表した日。

③ 成長基盤強化支援資金供給

2022年度中は、2010年6月に導入し、2019年10月に見直しを行った貸付枠（本則）に基づく資金供給として、2022年6月に貸付けを実施した（同資金供給の新規貸付は2022年6月をもって終了）。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、四半期に1回のペースで合計4回の貸付けを実施した（新規貸付は2022年6月をもって終了。2022年9月以降、借り換えのみ実施）（図表3-41）。

2023年3月末の残高は、本則分が4.8兆円（前年比▲0.9兆円の減少）、米ドル特則分が177億米ドル（前年比▲14億米ドルの減少）となった（図表3-42）。

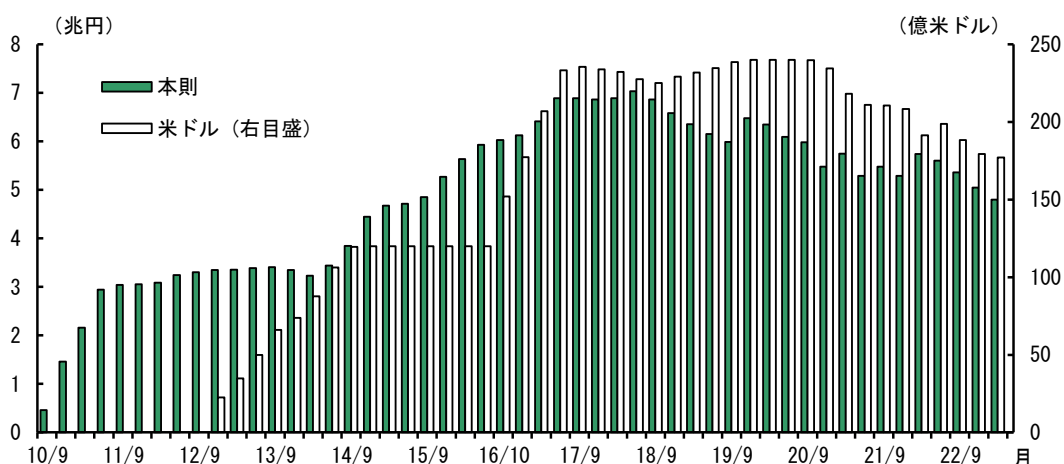
（図表3-41）成長基盤強化支援資金供給の実施結果

▽ 本則分 (億円)	
第48回 (22/5/27日)	残高 (23/3/31日時点)
3,160	47,971.41 (11,736.75)

▽ 米ドル特則分 (百万米ドル)	
第40期 (22/5/27日)	残高 (23/3/31日時点)
2,558	17,709

- (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38.00億円および小口特則分21.41億円を含む。
(注3) 本則分の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3-42）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

2022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3-43）。

この結果、2023年3月末の残高は65.1兆円（前年比+9.2兆円の増加）となった（図表3-44）。これは、地域金融機関等で、新型コロナ対応特別オペの段階的終了に伴いマクロ加算残高枠を確保する動きがみられたことなどが背景にある。

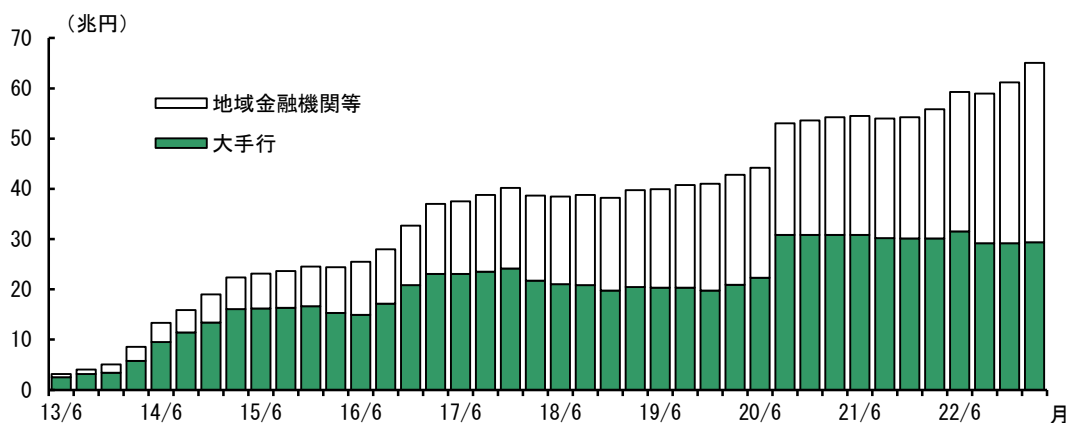
（図表 3-43）貸出増加支援資金供給の実施結果

（億円）				
2022年6月実施分 (22/6/16日)	2022年9月実施分 (9/12日)	2022年12月実施分 (12/12日)	2023年3月実施分 (23/3/15日)	残高 (23/3/31日時点)
46,265	30,590	36,712	78,260	650,943 (22,941)

（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 3-44）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

2022年度中は、四半期に1回のペースで合計4回のオファーを行った（図表3-45）。貸付期間はいずれも2年とした。

2023年3月末の残高は、1,716億円（前年比▲3,608億円の減少）となった。

（図表 3-45）被災地金融機関支援オペの実施結果

（億円）				
第16回 (22/5/13日)	第17回 (8/17日)	第18回 (11/16日)	第19回 (23/2/15日)	残高 (23/3/31日時点)
0	381	93	346	1,716

（注）上段括弧内の日付はオファー日、計数は新規実行額。

⑥ 気候変動対応オペ

2022年度中は、半期に1回のペースで合計2回の貸付けを実施した。貸付対象先数が43先から73先に拡大するもとの、幅広い業態での利用がみられ、この結果、

2023年3月末の残高は4.4兆円となった（図表3-46）。

（図表3-46）気候変動対応オペの実施結果

（億円）

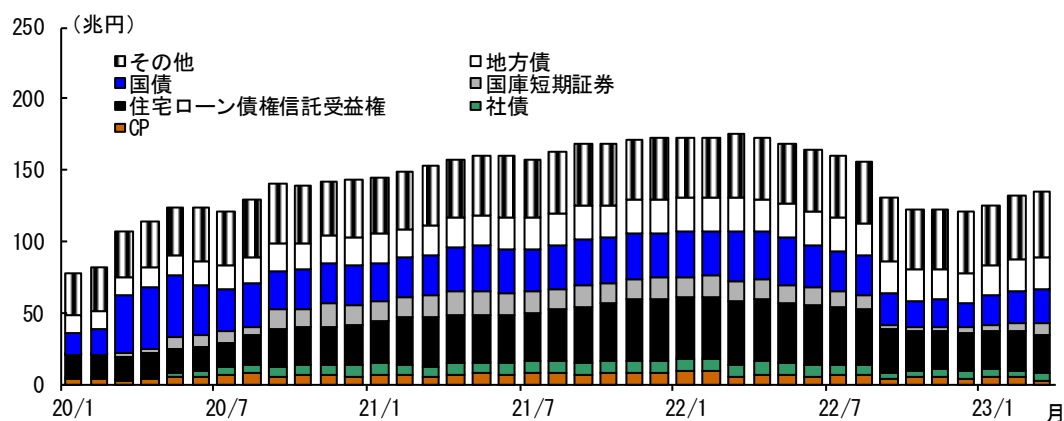
第2回 (22/7/20日)	第3回 (23/1/27日)	残高 (23/3/31日時点)
15,953	28,261	44,214

（注）上段括弧内の日付はオファー日、計数は新規実行額。

⑦ 日本銀行の受入担保

2022年4月から12月にかけては、新型コロナ対応特別オペの残高が減少したことから、日本銀行が金融機関から受入れる担保の残高は、住宅ローン債権信託受益権などの民間債務担保を中心に大きく減少した。2023年1月以降は、共通担保資金供給オペの利用が増加したことから、日本銀行が金融機関から受け入れる担保の残高も、国債を中心に増加した（図表3-47）。

（図表3-47）日本銀行受入担保残高の推移



(9) SCレポ市場と国債の供給

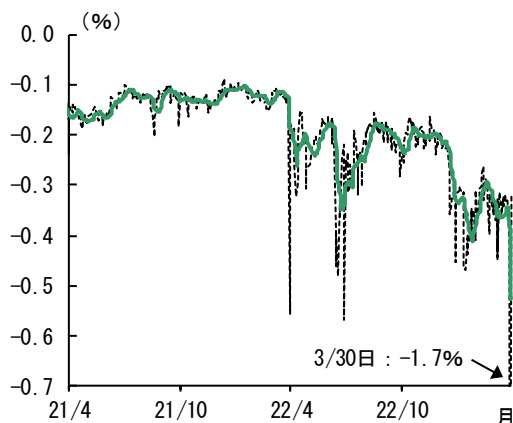
① SCレポ市場の動向

2022年度中、SCレポレートは、日本銀行が大規模な国債買入れを継続するもと、レポ市場における国債需給が引き締まったことから、2021年度を下回って（貸借料が上昇して）推移した（図表 3-48）。なお、年度末には、例年通り債券放出を控える動きがみられたことから、一時大きめに低下した。

この間の動きを仔細にみると、2022年6月には、海外金利の上昇を受けて、本邦金利への強い上昇圧力がみられたなか、臨時の国債買入れを大規模に実施したことや、10年物国債のカレント3銘柄、チーペスト銘柄を対象とした指値オペに多額の応札がみられたことから、レポ市場における国債需給が引き締まり、SCレポレートは低下した。12月の金融政策決定会合以降は、金融政策に関する思惑の高まりから、強い金利上昇圧力が継続していたもとの、長期国債買入れの四半期予定（2023年1～3月分）を増額して大規模に国債を買入れたほか、臨時の国債買入れを連日実施したこと等から、SCレポレートは一段と低下した。

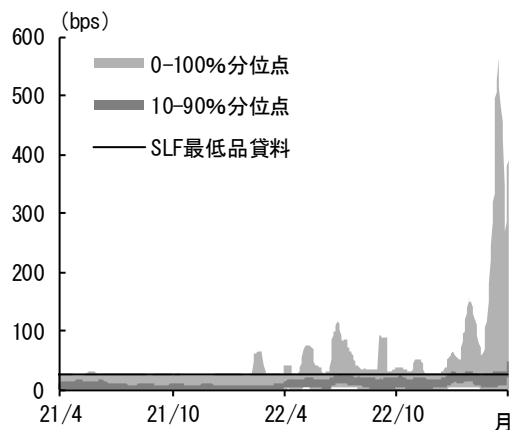
GC-SCスプレッドは、年度を通じて大規模な国債買入れを継続するもとの拡大しており、多くの銘柄で需給の引き締まり傾向がみられた（図表 3-49）。特に、指値オペ対象銘柄（10年物国債のカレント3銘柄、チーペスト銘柄）は、強い金利上昇圧力が生じた局面において、指値オペに多額の応札がみられたことから、レポ市場における需給が引き締まり、SCレポレートは大きく低下した。

(図表 3-48) SCレポレート



(注1) SCレポレート(T/N物)は、銘柄別のSCレポ出来高による加重平均値。
(注2) 太線は、10営業日後方移動平均。

(図表 3-49) GC-SCスプレッド



(注1) GCレポレートは、SCレポレート(T/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。
(注4) SLF最低品貸料は、銘柄によってレートが異なる場合は最も低いレートを記載。

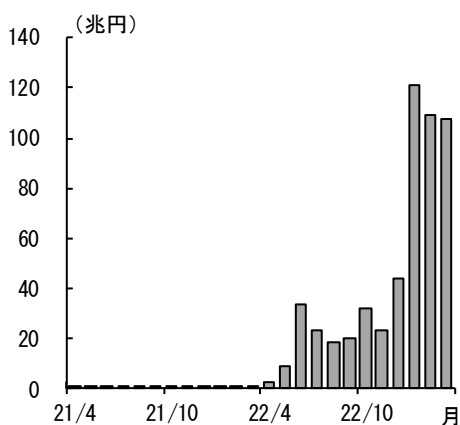
② 国債補完供給

国債補完供給の落札額は、大規模な国債買入れが継続するもとの、債券需給が引き締まったことから、大幅に増加した。特に、2022 年末から 2023 年初にかけては、指値オペへの応札も含めて国債買入れが大きく増加するもとの、国債補完供給の落札額が一段と増加した（図表 3-50）。この背景として、債券需給のタイト化のみならず、10 年物国債のカレント 3 銘柄において、国債補完供給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空売りと、そうした売りを受けたとみられる市場参加者を經由した指値オペへの多額の応札という事象が観察された。

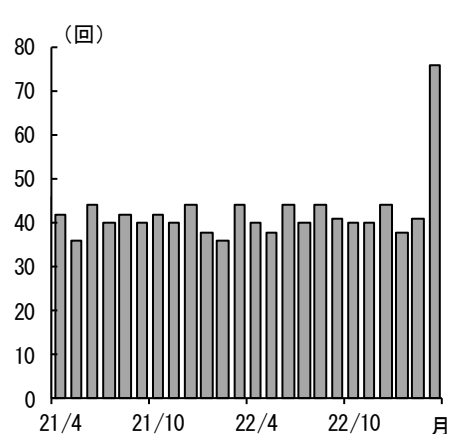
こうした状況を踏まえ、日本銀行は、一時的かつ補完的な供給を目的とする国債補完供給の趣旨に即した利用を確保するとともに、金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、2023 年 2 月 16 日に、10 年物国債のカレント 3 銘柄にかかる国債補完供給上の措置を公表し、2 月 27 日以降、上記銘柄のうち、レポ市場における需給が長期に亘り著しく引き締まる懸念があると認められる銘柄を対象に、最低品貸料の引上げや売却上限額の引下げを実施した（詳細はBOX 7 参照）。

国債補完供給の実施状況を見ると、2020 年 3 月に時限措置として実施したオファー銘柄の拡大やオペ利用先ごとの応募銘柄数の上限引上げの措置を継続するもとの、2023 年 2 月 27 日以降は 10 年物カレント 3 銘柄の国債補完供給上の措置の対象銘柄を他銘柄と分けてオファーしたことなどもあり、2022 年度の実施回数は 526 回と過去最多となった（図表 3-51）¹⁸。

（図表 3-50）国債補完供給の落札額



（図表 3-51）国債補完供給の実施回数



（10）補完貸付制度

2022 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。

18 なお、2022 年 9 月 14 日には、日本銀行の CPU 接続システムの障害に伴う決済の遅延等を踏まえ、午後に追加的に国債補完供給を実施した。

BOX 7 10年物国債のカレント3銘柄にかかる国債補完供給上の措置

10年物国債のカレント3銘柄については、2022年12月の金融政策決定会合後から2023年1月の金融政策決定会合にかけて、国債補完供給を長期に亘り継続的に利用することを前提とした空売りと、こうした空売りを受けた市場参加者を経由したと考えられる指値オペへの応札が大規模にみられた。その結果、国債補完供給の利用額が急速に増加するとともに（BOX 図表 7-1）、日本銀行の保有額が発行総額の100%を超える状態となり、これが1月の金融政策決定会合後も継続した。こうした取引がさらに膨らむ場合には、国債の受け渡しが不安定化するなど、市場機能面でも支障が生じることが懸念された。

このため、日本銀行は、2月16日に、一時的かつ補完的な国債の供給を目的とする国債補完供給の趣旨に即した利用を確保するとともに、金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、これらの銘柄のうち、レポ市場における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、2月27日以降、国債補完供給上、最低品貸料の見直し（従来：0.25%、見直し後：原則として1.0%）および必要に応じた売却上限額の引下げといった措置を行う旨を公表した¹⁹。

そのうえで、10年物国債のカレント3銘柄のうち、367回債および368回債については、2月24日の流動性供給入札において落札がみられず、市中への追加供給が行われなかったため、レポ市場における需給が長期に亘り著しく引き締まることが懸念された。こうした状況を踏まえ、両銘柄について、国債補完供給の利用コストを、その趣旨に即した利用を確保できる水準まで継続的に引き上げる観点から、同27日より上記の最低品貸料の見直しおよび売却上限額の引下げを実施した。このうち、売却上限額の引下げについては、対象銘柄の市中での決済に過度な混乱が生じることを回避するため、徐々に行うこととした。本措置を講じるもとの、これら2銘柄の国債補完供給の平均落札レートは大幅に低下し、それに伴いSCレポレートも大幅に低下した。また、このようにショートポジションの維持コストが大きく上昇したもとの、市中におけるショートカバーの需要が高まった結果、それぞれの利回りは大きく低下した。

なお、これら2銘柄については、本措置を講じるもとの、日本銀行が金融機関からの要望に応じて相応の規模の国債補完供給にかかる減額措置を実施した²⁰ほか、

19 この際、国債補完供給上の措置の結果として需給が十分に緩和し、国債売買市場における利回りが0.5%に達しないと見込まれる場合には、当該銘柄を連続指値オペの対象としないことがあり得る点も併せて公表。

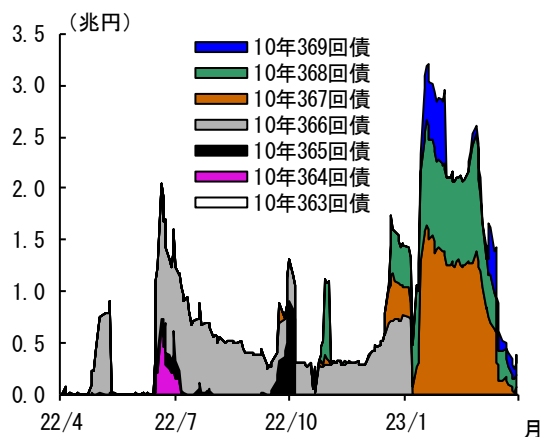
20 国債補完供給では、金融機関は、引渡しが可能となる目途が立たない場合には減額措置を要望することが可能であり、日本銀行は、必要と認める場合には所定の手数料を課しつつこれに応じることとしている。なお、本措置の対象銘柄については、円滑に減額措置を行う観点から、前日の国債補完供給の返済が困難となった利用先に対して、その返済不能額の減額措置を行うまでの間特例的に国債補完供給を認める措置も実施した。

3月23日の流動性供給入札での落札もみられたことから、3月末にかけて市中残高は通増し、それに伴いレポ市場における需給も幾分改善した。もっとも、SCレポ取引の出来高やレート等からは引き続きレポ市場における需給の引き締まりがみられたことから、日本銀行は、これら2銘柄については本措置を継続した（BOX図表7-2～3）。

この間、10年369回債についても、3月の金融政策決定会合前に相応の指値オペの応札がみられたなかでレポ市場における需給が著しく引き締まったため、3月10日以降、本措置の対象とした。もっとも、当該銘柄については、その後、ショートカバーの進捗等を背景に、SCレポレートが国債補完供給の上限期間利回りを大きく下回る状況が解消したことなどから、3月22日には、本措置の対象から外すこととした（BOX図表7-4）。

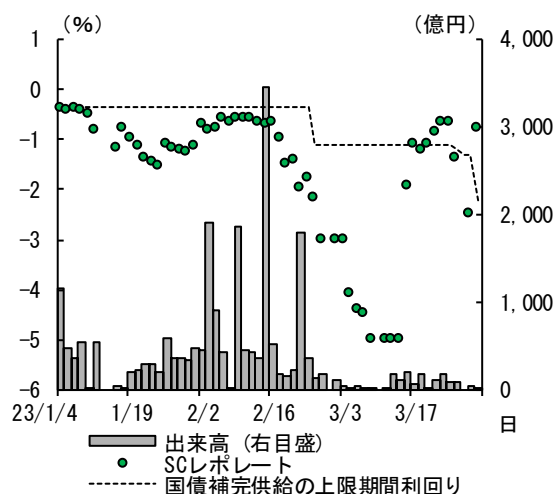
本措置を通じて、国債補完供給の趣旨に即した利用が促されたなか、同補完供給の減額措置や流動性供給入札での新規発行などによる市中残高の増加から、日本銀行のこれらの銘柄の保有額が発行総額の100%を上回る状況は解消した。

（BOX図表7-1）10年物国債のカレント3銘柄の国債補完供給の落札額

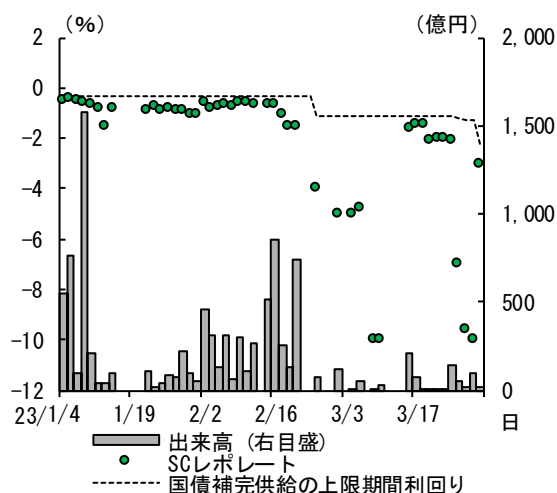


（注）各時点における10年物国債のカレント3銘柄。

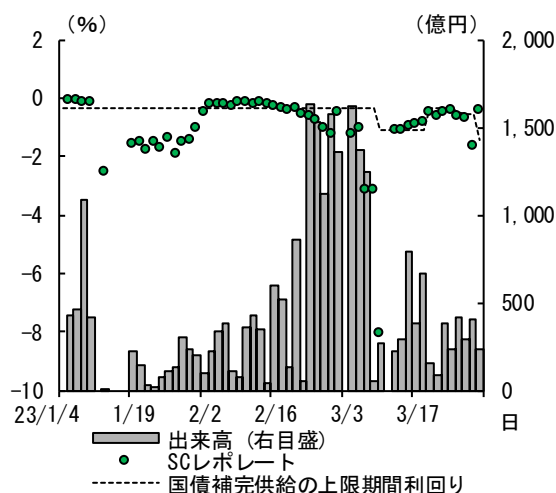
（BOX図表7-2）SCレポ市場における10年367回債の動向



（BOX図表7-3）SCレポ市場における10年368回債の動向



（BOX図表7-4）SCレポ市場における10年369回債の動向



4. 金融市場調節運営に関する制度変更

① チーペスト銘柄等にかかる国債補完供給の要件緩和

日本銀行は、2022年6月17日、国債補完供給について、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、当分の間、チーペスト銘柄等を対象に、以下の緩和措置を講じることとした。本措置は、同日以降、2022年度を通じて継続した。

〈1〉連続利用日数に関する上限の引上げ

原則として最長50営業日から債券先物の受渡決済期日までの利用が可能となる日数²¹まで引き上げることとした。

〈2〉引き渡しにかかる要件の緩和の対象となる銘柄の拡大

チーペスト銘柄等のうち日本銀行の保有割合が発行残高の80%を超えるものから、原則としてすべてのチーペスト銘柄等に拡大した。

② 新型コロナ対応金融支援特別オペの段階的終了

日本銀行は、2022年9月21～22日の金融政策決定会合において、新型コロナ対応金融支援特別オペについて、以下のとおり決定した。

(i) 感染症対応にかかる中小企業等向けのプロパー融資分は、期限を半年間延長し、2023年3月末に終了することとした。この間、毎月1回、3か月物の資金供給を実施することとした。

(ii) 感染症対応にかかる中小企業等向けの制度融資分は、期限を3か月間延長し、2022年12月末に終了することとした。この間、毎月1回、3か月物の資金供給を実施することとした。

③ E T F の銘柄別買入れの見直し

日本銀行は、2022年10月27～28日の金融政策決定会合において、E T F の買入れについて、保有に係る費用等を勘案することを決定した。これを受け、E T F の銘柄別買入方法を、2022年12月1日から、原則として信託報酬率が最も低い銘柄を買入れる運営とした。

④ 貸出増加支援資金供給の延長

日本銀行は、2023年1月17～18日の金融政策決定会合において、金融機関の一段と積極的な行動と企業や家計の前向きな資金需要の増加を引き続き促す観点か

²¹ 2022年6月17日以降、原則として最長70営業日。2022年9月1日以降、原則として最長75営業日。2022年11月30日以降、原則として最長80営業日。2023年3月1日以降、原則として最長85営業日。

ら、貸出増加支援資金供給について、貸付実行期限を1年間延長することを決定した。

⑤ 気候変動対応オペにおける系統スキームの導入

日本銀行は、2023年1月17～18日の金融政策決定会合において、民間における気候変動対応を幅広く支援するため、気候変動対応オペについて、日本銀行の非取引先金融機関が各々の系統中央機関を通じて制度を利用し得る枠組みの導入を決定した。

⑥ 共通担保資金供給オペの拡充

日本銀行は、2023年1月17～18日の金融政策決定会合において、金融調節の円滑化を図る観点から、共通担保資金供給オペを拡充し、以下のとおり決定した。

(i) 金利入札方式の場合の貸付期間について、10年以内の貸付けを可能とすることとした（従来は1年以内）。

(ii) 固定金利方式における貸付利率について、当分の間、年限ごとの国債の市場実勢相場を踏まえ、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観点から、貸付けの都度決定する利率とすることとした（従来は年0%）。

⑦ 10年物国債のカレント3銘柄にかかる国債補完供給上の措置

日本銀行は、2023年2月16日、国債補完供給の趣旨に即した利用を確保するとともに、金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、10年物国債のカレント3銘柄のうち、レポ市場における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、国債補完供給について以下の措置を講じることとした²²。

〈1〉最低品貸料の見直し

0.25%から、原則として1.0%に引き上げることとした。

〈2〉銘柄別の売却上限額の引下げ

最低品貸料を見直した銘柄について、特に必要と認める場合には、銘柄別の売却上限額を「日本銀行の保有残高²³の100%」から引き下げることとした。また、売却上限額を引き下げた銘柄については、原則として午後のオファーは行わないこととした。

⑧ 米ドル資金供給オペレーションの拡充

日本銀行は、2023年3月20日に、カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀

22 2023年3月13日、10年利付国債367回については、2023年4月5日以降も必要に応じ、これらの措置を講じることとした。

23 原則として、前営業日の残高から当日までのオペ等で売却が決定している金額を除いたもの。

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、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アー日程を大幅に拡充した。

5. 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債券市場サーベイ、東京短期金融市場サーベイ等の各種の市場サーベイを実施している。

加えて、日本銀行金融市場局は、2022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。これらは、引き続き新型コロナウイルス感染症の影響が残るもと、オンライン会議や電話会議システムによるリモート形式も活用して開催した。

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、2022年10月13日および2023年2月17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・機能度、③金利指標改革（LIBOR移行対応）、東京短期金融市場サーベイ、気候変動関連の市場機能サーベイの結果などについて説明し、意見交換を行った²⁴。

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、2022年6月7日および12月5～6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最近の市場動向と市場調節について説明し、意見交換を行った²⁵。

③ 短期金融市場取引活性化研究会との対話

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期金融市場取引活性化研究会（短取研）において、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合」を、2022年11月28日に開催した。同会合では、2021年度の金融市場調節の概要や、中央銀行デジタル通貨に関する日本銀行の取り組み等について、意見交換を行った。

24 2022年度開催分の概要については、以下を参照。

2022年10月 <https://www.boj.or.jp/paym/market/re1221014a.pdf>

2023年2月 <https://www.boj.or.jp/paym/market/mkt230220a.pdf>

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

④ 「金利指標フォーラム」の取り組み

日本銀行が事務局を務める「金利指標フォーラム」は、2022年3月、「日本円金利指標に関する検討委員会」を組織替えして、日本円金利指標を参照する取引が円滑に行われることを目的に、幅広い市場参加者および金利指標ユーザーが意見交換等を行うための場として設立された。

2022年4月21日に初回会合を開催した後、9月9日、12月13日、2023年3月28日に会合を開催し、国内外のLIBOR移行対応のフォローアップや、本邦市場における代替金利指標を巡る動向等について、意見交換を行った²⁶。

26 詳細については、https://www.boj.or.jp/paym/market/i_forum/index.htm を参照。

(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)

	19年度	20年度	21年度	22年度	対象先数
国債買入れ	280	302	208	790	57
国庫短期証券買入れ	46	50	43	44	56
CP等買入れ	27	27	24	24	37
社債等買入れ	12	24	24	12	37
ETF買入れ	69	56	8	7	—
J-REIT買入れ	54	58	2	1	—
ETF貸付け	—	97	55	39	11
共通担保オペ	45	27	27	36	351
成長基盤強化支援資金供給	60	38	20	14	160
貸出増加支援資金供給	16	10	4	4	216
被災地金融支援オペ	24	15	6	4	40
新型コロナ対応特別オペ	1	17	12	12	283
気候変動対応オペ	—	—	1	2	73
国債買現先	3	0	8	0	56
国債売現先	6	0	0	0	56
米ドル資金供給	59	161	62	57	88
国債補完供給	306	490	488	526	58
米ドルオペ用担保国債供給	13	31	5	4	48
合計	1,021	1,403	997	1,576	—

- (注1) 実施回数(ETFおよびJ-REITの買入れ、ETF貸付けを除く)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、2023年3月末時点。共通担保オペについては、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42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の買入れを除くベース。
- (注4) 被災地金融支援オペの実施回数は、廃止前の東日本大震災にかかる被災地金融機関支援資金供給および熊本地震被災地金融機関支援資金供給を含む。
- (注5) 新型コロナ対応特別オペの実施回数は、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の実施回数を含む。2022年度は、制度融資分とプロパー融資分を分けて通知した場合も合わせて1回とした。

以 上

「2022 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」「事業年度財務諸表等」
(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（毎営業日更新）」
(図表 2-5)	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 2-6)	日本銀行「日銀当座預金増減要因と金融調節（実績）」
(図表 2-7)	財務省「財政資金対民間収支」
(図表 2-8)	日本銀行「営業毎旬報告」
(図表 3-1)	日本銀行
(図表 3-2)	日本銀行
(図表 3-3)	日本銀行「業態別の日銀当座預金残高」
(図表 3-4)	日本銀行「業態別の日銀当座預金残高」
(図表 3-5)	日本銀行「業態別の日銀当座預金残高」
(図表 3-6)	日本銀行「コール市場関連統計（毎営業日）」
(図表 3-7)	日本銀行
(図表 3-8)	日本銀行
(図表 3-9)	日本銀行「コール市場残高」
(図表 3-10)	日本証券業協会「東京レポ・レート」
(図表 3-11)	日本銀行「FSB レポ統計」
(図表 3-12)	日本銀行「FSB レポ統計」
(図表 3-13)	日本証券業協会
(図表 3-14)	日本相互証券
(図表 3-15)	財務省
(図表 3-16)	財務省、日本銀行
(図表 3-17)	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 3-18)	日本相互証券
(図表 3-19)	Quick
(図表 3-20)	Bloomberg
(図表 3-21)	日本銀行
(図表 3-22)	証券保管振替機構
(図表 3-23)	証券保管振替機構

- (図表 3-24) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 3-25) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 3-26) Bloomberg、日本証券業協会、Quick
- (図表 3-27) Bloomberg、日本証券業協会、Quick
- (図表 3-28) 証券保管振替機構
- (図表 3-29) 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 3-30) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 3-31) Bloomberg
- (図表 3-32) Bloomberg
- (図表 3-33) 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 3-34) 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 3-35) 日本銀行「指数連動型上場投資信託受益権 (ETF) の新規貸付結果」
「指数連動型上場投資信託受益権 (ETF) の月末貸付残高」
- (図表 3-36) 日本銀行
- (図表 3-37) 日本銀行
- (図表 3-38) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 3-39) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 3-40) 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 3-41) 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 3-42) 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 3-43) 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 3-44) 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 3-45) 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 3-46) 日本銀行「気候変動対応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 3-47) 日本銀行「日本銀行が受入れている担保の残高」
- (図表 3-48) ジェイ・ボンド東短証券
- (図表 3-49) 日本証券業協会「東京レポ・レート」、ジェイ・ボンド東短証券
- (図表 3-50) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 3-51) 日本銀行「オペレーション」

- (BOX 図表 1-2) 日本銀行「コール市場関連統計（毎営業日）」、日本証券業協会「東京レポ・レート」、財務省
- (BOX 図表 2-1) 日本銀行
- (BOX 図表 2-2) 日本銀行
- (BOX 図表 2-3) 日本銀行
- (BOX 図表 3-1) Refinitiv
- (BOX 図表 3-2) Refinitiv
- (BOX 図表 3-3) 日本銀行「日銀当座預金増減要因と金融調節（実績）」
- (BOX 図表 4-1) Bloomberg
- (BOX 図表 4-2) 日本相互証券、Refinitiv
- (BOX 図表 4-3) Bloomberg
- (BOX 図表 4-4) 大阪取引所
- (BOX 図表 5-1) 日本証券業協会
- (BOX 図表 5-2) Bloomberg
- (BOX 図表 5-3) 日本証券業協会
- (BOX 図表 5-4) 日本相互証券
- (BOX 図表 5-5) 日本相互証券
- (BOX 図表 6-1) 日本銀行
- (BOX 図表 6-2) 日本銀行「日本銀行が受入れている担保の残高」
- (BOX 図表 6-3) 日本相互証券
- (BOX 図表 7-1) 日本銀行「オペレーション」
- (BOX 図表 7-2) ジェイ・ボンド東短証券、日本銀行「オペレーション」
- (BOX 図表 7-3) ジェイ・ボンド東短証券、日本銀行「オペレーション」
- (BOX 図表 7-4) ジェイ・ボンド東短証券、日本銀行「オペレーション」
- (参考資料) 日本銀行