

第5章 金融調節

日本銀行は、金融政策のための手段として金融調節を行っている。本章では、日本銀行の金融調節の主たる手段となっているオペレーションを中心に、金融調節の枠組みや実務等について説明する。



● オペレーション ●

日本銀行は、金融政策決定会合で決定された金融調節方針に沿って、日々、多様なオペレーションを実施している。

第1節

金融政策と日々の金融調節

日本銀行は、定期的に開催する**金融政策決定会合**において、次回の会合までの**金融市場調節方針**（以下、「**金融調節方針**」）を決定している¹⁾。現在の金融調節方針は、**無担保コールレート**（**オーバーナイト物**）²⁾に**誘導目標水準**³⁾を定める形式を取っている⁴⁾。日本銀行は、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、目標水準に誘導するために、金融機関に対して資金の供給や吸収を行っている。このような金融政策の実行プロセスを、**金融市場調節**（以下、「**金融調節**」）と呼んでいる（金融政策やその波及経路等については → 第1章第2節2）。本章では、金融調節の枠組みや実務等について説明する。

第2節

金融調節の枠組み

日本銀行は、金融調節を通じて、金融機関が日本銀行に保有している当座預

- 1) 臨時で開催する金融政策決定会合（→第2章脚注5）でも、金融調節方針を決定している。
- 2) 無担保コールレートとは、金融機関が短期の資金貸借を行う市場であるコール市場における無担保取引にかかる利率（レート）である。そのうち、約定日に資金を受払い翌営業日に反対取引を行うものを、オーバーナイト物と呼ぶ。
- 3) このように、中央銀行が特定の金利を誘導する際に目標とする金利水準（誘導目標水準）は、一般に**政策金利**と呼ばれている。なお、金融調節の誘導対象に無担保コールレート（オーバーナイト物）以外のものが利用されることもある。例えば、日本銀行は、2001年3月から2006年3月まで、金融調節の誘導対象を日本銀行当座預金残高とした。
- 4) 主要海外中央銀行でも、金融調節上の誘導目標水準には短期金利を採用することが一般的である。現在、米国・カナダ・オーストラリアなどはインターバンクのオーバーナイト金利を誘導目標として採用しているほか、ユーロエリアは1週間物のオペレーションの最低応札金利、英国は中央銀行の預金金利を採用している。なお、米国のオーバーナイト金利は、フェデラル・ファンド・レートとして知られている。

金である**日本銀行当座預金（日銀当預）**の残高の変動を調整することによって、短期金融市場における資金の需給に影響を与え、短期金融市場における金利形成に影響を及ぼしている。ここでは、短期金融市場や日銀当預に関する説明を含め、金融調節全体の枠組みについて説明する。

1 日銀当預と短期金融市場

まず、日銀当預が果たしている役割をみると、主として以下の3つにまとめることができる。第1に、日銀当預には、**決済手段**としての役割がある。具体的にみると、①民間決済システムを利用した、複数の金融機関による相互の資金の受払いに伴う資金決済⁵⁾、②金融機関が短期の資金の貸借を行う市場であるコール市場（→コラム「短期金融市場とコール市場」）での取引や有価証券の売買取引など、金融機関同士の取引の個別の資金決済⁶⁾、③日本銀行が金融機関に対して行っているオペレーションや貸出、国庫金の受払い（→第9章第1節）や国債の発行・償還（→第9章第3節）などが、日銀当預の振替や入金・引落しを利用することで決済されている。第2に、日銀当預は、個人や企業にとって金融機関の要求払預金が果たしている機能と同様に、金融機関にとって様々な支払いのための資金（**支払準備**）としての機能を果たしている。第3に、日銀当預には、準備預金制度の下での**準備預金**としての役割がある。**準備預金制度**（→本節2①(B)）の下では、銀行などの金融機関は、受け入れている預金等の債務の一定比率（**準備率**）以上の金額を、日本銀行に預け入れることを義務付けられており、準備預金制度の適用先の日銀当預の残高は、そのまま準備預金として算入される。

次に、日銀当預と、期間の短い資金の貸借等を行う短期金融市場の関係をみてみよう。個々の金融機関が様々な支払いや準備預金の積立てのために、日銀当預に一定の残高を保有しようと考えたとき、不足する金額については、短期

5) このような民間決済システムの代表例としては、現在、全国銀行内国為替制度、手形交換制度等がある（→第4章第3節）。

6) この類型が、日銀当預の決済金額の約8割を占めている（2009年平均）。

Column 短期金融市場とコール市場

短期金融市場（マネー・マーケット）は、期間1年以下の資金を運用・調達する取引が行われる市場の総称であり¹⁾、銀行、証券会社、短資会社など金融機関が参加する**インターバンク市場**と、金融機関だけでなく事業法人や地方公共団体も参加できる**オープン市場**に分けられることが多い。このほか、邦銀の外貨調達（外銀の円貨調達）に利用されることが多い**為替スワップ市場**や、オフショア³⁾の円取引の市場である**ユーロ円市場**、無担保コールレートの金利スワップである**OIS市場**⁴⁾などの**短期金利デリバティブ市場**も短期金融市場に含まれることがある。

短期金融市場のうちインターバンク市場は、以下でみるコール市場が中心となっている⁵⁾。オープン市場には、国債等の債券の貸借や売戻条件付売買を行う**レポ市場**、事業法人などが発行したCPを売買する**CP市場**、国庫短期証券を売買する**国庫短期証券市場**⁶⁾などがある。

これらのうち**コール市場**は、金融機関が当日の日銀当預の残高を最終的に調整し合う場として重要な位置付けにあり、そこで形成される**無担保コールレート**（**オーバーナイト物**）は、日本銀行の金融調節の誘導対象となっている。コール市場といっても証券取引所のような建物はなく、金融機関は、仲介を行う短資会社や他の金融機関と電話やオンライン端末を用いて連絡し合うことで、資金の調達・運用を約定している。コール市場は、1901年（明治34年）の金融恐慌の経験に基づき、「金融機関相互の資金繰りを最終的に調整し合う場」として自然発生的に成立・発展した市場で、日本で最も長い歴史をもつ短期金融市場である。

コール市場での取引（コール取引）の形態は、担保付の取引（**有担保コール**）と無担保の取引（**無担保コール**）、短資会社を経由する取引と経由しない取引（**ダイレクトディール**〈DD〉）に分かれる。また、コール取引の期間には**翌日物**（期間1営業日）から1年物までであるが、期間別の取引高でみると翌日物が多い。受渡日には当日物（即日スタート）、先日付物等のバリエーションがあるが、翌日物では即日スタートの取引（オーバーナイト物）が多い。

（注）1）これに対し、期間1年超の資金を運用・調達する取引が行われる市場を、**資本市場**（**キャピタル・マーケット**）と呼ぶことが多い。

2）短資会社は、短期金融市場において資金取引の仲介等を行う専門業者で、短期金融市場において、金融機関がコールマネー、CP、短期国債などを取引する際に、自ら資金の貸借や売買の相手となる（ディーリング）役割や、取引の出会いをつける（ブローキング）役割を果たしている。

- 3) オフショア市場とは、非居住者間の資金の貸借（いわゆる外-外取引）を金融規制・税制面で優遇した市場である。
- 4) OIS（Overnight Index Swap）取引とは、無担保コールレート（オーバーナイト物）と固定金利を交換する金利スワップであり、変動金利としてオーバーナイト（翌日物）金利を使用している点に特徴がある。一般に各国のオーバーナイト金利は、その国の中央銀行の政策金利との連動性が高く、OIS市場では、金融機関等が中央銀行の政策変更の可能性を考慮して取引を行っている。このためOIS取引は、オーバーナイト金利を操作目標とする枠組みの下で、先行きの金融政策運営に対する市場の見方を観察するのにも適しているとされる。
- 5) このほかに、手形市場もインターバンク市場に分類される。もともと、手形市場については、近年、取引は少なくなってきた。
- 6) 国庫短期証券（Treasury discount Bills: T-Bill）とは、従来個別に発行されていた割引短期国債（Treasury Bills: TB）および政府短期証券（Financing Bills: FB）を統合したものであり、2009年2月から国庫短期証券として発行されている。なお、これ以降も、発行根拠など、TBおよびFBの財政制度上の位置付けは変わっておらず、必要に応じてTB・FBという用語も使われている。

金融市場を通じて、他の金融機関が保有する余裕資金から調達することで対応するのが一般的である。わが国には、様々な短期金融市場があるが、なかでも**コール市場**は、約定日当日に資金を受払いし、翌営業日に反対取引を行うというごく短い期間の取引（**オーバーナイト物**）が行われる市場であり、各金融機関が日銀当預の残高の変動を調整するために資金の貸借等を行う場として、中心的な役割を果たしている。こうしたことから、日本銀行が金融調節を通じて日銀当預全体の残高の変動を調整すると、コール市場での金融機関の資金調達・運用額に影響を与えるため、無担保コールレート（オーバーナイト物）の形成に影響が及ぶことになる（→コラム「短期金融市場と日本銀行」）。

2 日銀当預の需給

次に、日銀当預の需給バランスがどのように決まっているかについて、説明する。

① 日銀当預の需要と準備預金制度

日銀当預の需要には、前項でみた日銀当預の3つの役割（決済手段、支払準備、

準備預金)のうち最初の2つである、**決済手段**と**支払準備**に対応した「**決済需要**」と、日銀当預の第3の役割である**準備預金**に対応した「**準備需要**」がある。

(A) 決済需要

日銀当預の**決済需要**は、当日予定されている取引の決済や現金の受払いがどれだけあるかによって概ね決まってくる。個々の日銀当預取引先の金融機関は、1日を通じて、決済や現金の受払いを予定どおりに行うことが極めて重要なことから、日銀当預の残高が不足してこれらを予定どおりに行えなくなるリスクを考慮し、通常1日の終わりの時点でもある程度の残高をもっている。これは、個人や企業が円滑な決済のために、ある程度の手元資金や要求払預金を保有するのと同様の動機である。

金融機関は手元資金が不足ぎみでも、決済用資金が足りなくなると分かった時点で、不足金額をオーバーナイトのコール市場で調達できれば支障はない。しかし、このような資金繰りに全面的に依存すると、事務ミス、コンピュータ・システム障害、地震などの突発的な事態が発生した場合や、他の金融機関の破綻などを契機に金融市場が不安定化した場合には、当該金融機関は、当日中に必要な資金を調達できないリスクや、極端に高い金利で資金を調達しなければならぬリスクを抱える。

このため、個々の金融機関は、先行きの資金の受払いの予定や自らの市場での資金調達能力を踏まえて、資金繰り計画を立てており、こうしたなかで、日銀当預に対する**決済需要**も決まっている。そして、個々の金融機関の**決済需要**を集計したものが、日銀当預取引先全体としての**決済需要**となる。

また、日本銀行は、個々の当預取引先が担保の余裕額の範囲内で、日銀当預残高を超える資金の支払いを行えるよう、個々の取引先に不足資金を供給する**日中当座貸越**を行っている⁷⁾。個々の取引先は、ある日の**決済額**が大きい場合でも、担保余裕額をもつ限りは日中当座貸越を利用して**決済**を行うことができる⁸⁾。

(B) 準備需要

準備需要は、**準備預金制度**により、一定の要件を満たす金融機関が日本銀行への預け金の積立てを義務付けられることによって生じる。わが国では「準備預金制度に関する法律」(1957年施行)により、同法で規定された金融機関(**準備預先**⁹⁾)に対して、その受け入れている預金等の債務の一定比率(**準備率**)以上

短期金融市場は、中央銀行である日本銀行の立場からみると、①金融政策の誘導対象である無担保コールレート（オーバーナイト物）が形成される場であると同時に、②日本銀行が金融調節を行う場としても重要な位置付けにある。誘導目標水準に沿うかたちで短期金融市場で形成されたオーバーナイト金利は、短期市場金利全般、あるいは企業や金融機関の資金調達コストを介して、最終的には経済活動水準や物価動向にも影響を及ぼすことになる（→第1章第2節2）。

このように、短期金融市場は、金融政策の効果の波及経路としても、重要な役割を果たしている。このため、日本銀行は、金融機関等関係者とも協力しつつ、短期金融市場の制度整備や機能向上に努めている。具体的な取り組みは多岐にわたるが、最近では、次世代 RTGS プロジェクトの実施（→第4章第4節1④）、市場全体としての災害時の業務継続体制の強化（→第4章第4節3）、市場統計の整備（→本章第5節2）などに取り組んでいる。

の金額を、日本銀行に預け入れることを義務付けている。

準備預金制度の下では、金融機関は、日銀当預において、毎月の16日から翌月の15日までの1か月間（**積み期間**）の各日の終業時における残高の平均を、その月の**法定準備預金額**（**所要準備額**ともいう → コラム「法定準備預金額の算出方

- 7) この日中当座貸越は無利息で提供されており、有担保・無料の日中流動性を提供する仕組みとなっている。ただし、日中当座貸越は1日の終わりには返済しなければならない。返済できない場合、ペナルティとして延滞利息を課される。このため、日銀当預取引先としては、日中は当座貸越を利用していても、日々の終業時にはゼロ以上の日銀当預残高をもつように行動する。
- 8) 単純化すれば、個々の主体にとっての日銀当預への決済需要は、1日を通じたネット支払額のピーク値（日中における資金の支払額から同受取額を差し引いた金額の推移の最大値）が担保余裕額をどれだけ上回るかに左右される。すなわち、このピーク値が担保余裕額を上回ると予想される場合、少なくともその額だけは、日銀当預残高を保有することが必要になる。
- 9) 準備預金制度の対象となる金融機関は、都市銀行、地方銀行協会加盟行、第二地方銀行協会加盟行、信託銀行、外国銀行在日支店、長期信用銀行、信用金庫（預金残高1,600億円超の信用金庫のみ）、農林中央金庫、ゆうちょ銀行などである。

Column

法定準備預金額の算出方法等

本文でも述べたとおり，わが国の**準備預金制度**では，「準備預金制度に関する法律」で規定された金融機関に対して，その受け入れている預金等の債務の一定比率（**準備率**）以上の金額を，日本銀行に預け入れることを義務付けている。準備預金制度の準備率の設定・変更・廃止は，日本銀行の政策委員会が金融政策決定会合において決定する（現在の準備率は，下表を参照）。日本銀行と当座預金取引を行っている金融機関は，この制度に基づく準備預金を預け入れるために特別な預金勘定を開設する必要はなく，日銀当預の残高がそのまま準備預金としてカウントされる。

準備預金制度の下で，金融機関が日本銀行に預け入れなければならない最低金額（**法定準備預金額**または**所要準備額**という）は，対象となる金融機関における債務*の毎月1日から月末日までの各日の終業時における残高に，その日の準備率を乗じて得た金額の合計額を，その1か月の日数で除することで算出される。

* 準備預金の対象となる債務は，預金のほか，金融債，金銭信託元本，居住者外貨預金，非居住者円預金などである。

準備預金制度における準備率

(2010年未現在，単位：%)

預金についての準備率¹⁾

○ 銀行，長期信用銀行，信用金庫（年度末残高 1,600 億円超）	預金残高区分 ²⁾		
	定期性預金 (譲渡性預金を含む)	その他の預金	
	2兆5,000億円超	1.2	1.3
	1兆2,000億円超～2兆5,000億円以下	0.9	1.3
	5,000億円超～1兆2,000億円以下	0.05	0.8
	500億円超～5,000億円以下	0.05	0.1
○ 農林中央金庫	0.05		0.1

債券³⁾の残高についての準備率

○ 銀行，長期信用銀行	0.1
-------------	-----

金銭信託（貸付信託を含む）元本の残高についての準備率

0.1

外貨預金等についての準備率

○ 非居住者外貨債務の残高 (特別国際金融取引勘定にかかるものを除く)	0.15
--	------

○ 居住者外貨預金の残高 (同上)	定期性預金 0.2	その他の預金 0.25
非居住者円勘定にかかる債務の残高についての準備率 (特別国際金融取引勘定にかかるものを除く)		0.15
特別国際金融取引勘定からその他の勘定への資金の 振替にかかる金額の残高についての準備率		0.15

(注) 1) 預金に関しては、対象となる預金残高を金額により区分し、高い区分に属する預金残高ほど準備率が高くなるという超過累進制をとっている。仮に、ある銀行の2010年3月における毎日の預金残高が総額3兆円の定期性預金のみであった場合、同年3月16日から4月15日までの積み期間における法定準備預金額は以下のように算定される。

5,000億円(2兆5,000億円超部分)×1.2%+1兆3,000億円(1兆2,000億円超～2兆5,000億円以下部分)×0.9%+7,000億円(5,000億円超～1兆2,000億円以下部分)×0.05%+4,500億円(500億円超～5,000億円以下部分)×0.05%=182億7,500万円となる。

2) 500億円以下の金額に対しては準備率を設定していない。

3) 1996年4月以降、準備預金制度に関する法律に定める指定金融機関が合併により承継した債務で、当該合併により消滅した他の指定金融機関が当該合併前に発行した債券を含む。

法等)以上とすることが求められる(部分的後積み方式)¹⁰⁾。つまり、ある日の日銀当預の残高が法定準備預金額を下回っても、その他の日の残高が上回ることによって、積み期間を通じた平均残高で法定準備預金額を満たせばよい。他方、ある金融機関の日銀当預の残高が1か月間の平均で法定準備預金額に達し

10) 準備預金の積立ての方式は、概念的に「後積み」と「同時積み」に分かれる。後積み方式は、過去の一定期間(または時点)における準備預金対象負債をもとに所要準備額を算出のうえ、後日これを積み立てる方式である。同時積み方式は、所要準備額の算出対象期間と積立て期間とが一致しており、所要準備額が確定する前にこれを積み立てていく方式である。部分的後積み方式は、両者が折衷された方式であり、わが国ではある月の準備預金対象債務の平均残高(平残)から計算される所要準備額を、その月の16日から翌月15日までの間(積み期間)の日銀当預の平残として保有しなければならない。

なかった場合には、不足部分について、**基準貸付利率¹¹⁾**に年3.75%を加算した率により計算した金額を、過怠金として日本銀行を通じて国に納付しなければならない。¹²⁾

一方、通常、準備預金には利息が付かず収益を生まないことから、準備先にとって、日銀当預を保有すると機会費用が生じる。これらの要因により、準備預金制度が適用される金融機関は、積み期中の日銀当預の平残（平均残高）が所要準備額程度となるように、準備預金を積み立てる誘因をもつことになる。なお、主要国では、平均すれば所要準備残高が決済需要を上回る水準となるように準備率が設定されているケースが多い。わが国の現在の準備率の下でも、準備先全体の準備需要は、通常は決済需要を上回っているものとみられる。上記のとおり、現行準備預金制度の下では、①日銀当預需要は通常、準備需要によって決まり、②金融機関が積み期間内に法定準備預金額を積み立てるよう行動することから、一定期間内における日銀当預の需要は概ね安定的で、予測可能性も高い。準備預金制度がもつこうした特徴は、日本銀行による金融調節を容易にすることを通じて金融政策の円滑な運営に寄与している。¹⁴⁾

11) 基準貸付利率とは、日本銀行が金融機関に直接資金を貸し出す際の基準金利で、例えば補完貸付制度に適用される（→第3節2①）。基準貸付利率は、2010年末現在、0.3%となっている。

12) なお、金融機関は、短期金融市場での調達ที่ 難しいような場合には、担保に余裕がある限りは、日本銀行の補完貸付制度（→第3節2①）を利用して基準貸付利率で資金調達を行い、準備預金を積み増すことができる。

13) ただし、日本銀行が当面の間の措置として実施している補完当座預金制度（→第3節2②）により、いわゆる「超過準備」（準備預金制度に基づく法定準備預金額を超える金額）には付利されている。

14) 準備預金制度は、世界で最初に米国で導入された際には、銀行に対し預金の一定率の支払準備保有を強制することによって、預金者保護を図ろうとするものであったが、その後、準備率を変更することによって金融調節の手段として活用されるようになった。かつてはわが国でも、準備預金が無利息である下で準備率を上下させることにより、金融機関のコスト負担の増減を通じてその貸出態度等に影響を与えるという点で、準備率操作が金融引き締め・緩和の効果をもつとされていた。しかし現在、わが国をはじめ短期金融市場の発達した主要国では、準備預金制度は金融引き締め・緩和の手段としては利用されておらず、わが国の準備率も、1991年10月を最後に変更されていない。なお、新興国のなかには、現在も準備率を金融引き締め・緩和の手段として利用している国もある。

② 日銀当預の増減

(A) 外生要因

日銀当預は、個別の金融機関にとっては、①他の金融機関との間の資金の受払い、②個人や企業に対する銀行券など現金通貨の支払準備の増減（**銀行券要因**）、③国との財政資金などの資金の受払い（**財政等要因**）によって増減する。このうち、①は金融機関全体としてみれば相殺されるため、金融調節の影響がなければ、日銀当預残高は②銀行券要因と③財政等要因によって変動し、これらをあわせて、**日銀当預増減要因**と呼んでいる。銀行券要因と財政等要因は、企業、家計、政府などの幅広い主体の経済活動の結果を反映するものであり、日々の金融調節を行ううえでは**外生要因**¹⁵⁾である。

日銀当預増減要因のうち、銀行券要因には、銀行券の発行・還収に影響を与える様々な要因が含まれる。**銀行券の発行**は、例えば企業の給与支払や行楽シーズンの預金引出しに備えるなどの目的で、金融機関が日銀当預から銀行券を引き出すことであり、日銀当預残高を減少させるため、**資金不足要因**になる。逆に、**銀行券の還収**は、例えば連休明けなどに顧客から金融機関に銀行券が戻り、金融機関がそれを日銀当預に預け入れることであり、日銀当預残高を増加させるため、**資金余剰要因**となる。

次に、財政等要因には、様々な財政資金の受払いが含まれる。**財政資金の支払**は、例えば個人への年金支払や企業への公共事業費支払等のために、政府が金融機関に資金を支払うことである。政府と金融機関の間の資金の受払いは日銀に設けられた口座を用いて行われるため、政府による支払は日銀当預残高を増加させ、**資金余剰要因**となる。逆に、**財政資金の受入**とは、例えば個人や企業から税金を徴収するために政府が金融機関から資金を引き揚げることであり、日銀当預残高を減少させるため**資金不足要因**¹⁶⁾となる。

(B) オペレーション

上記の外生要因が変動すると、全体として、個々の金融機関等との間のコール取引等では調整しきれない**資金過不足**が残ることになる。このことは、無担保

15) 中長期的にみれば、日本銀行の金融政策が実体経済に影響を与える結果、銀行券需要にも影響を与えうる。

コールレート（オーバーナイト物）を誘導目標水準から乖離させる方向に作用する。

このため、日々の資金過不足を予想したうえで、これを適切に調整するように日銀当預の需給バランスを調整することが必要になる。日本銀行は、日銀当預取引先との間で、資金貸付や金融資産の売買等の取引を行う（オペレーション¹⁷⁾）など日々の金融調節により、日銀当預残高の変動を調整し、これによって無担保コールレート（オーバーナイト物）をコントロールしている。なお、日銀当預残高を増加させる効果をもつオペレーションを資金供給のためのオペレーション、日銀当預残高を減少させる効果をもつオペレーションを資金吸収のためのオペレーションという。

以上で説明してきた内容は、以下のような式で整理することができる。

- ・ 銀行券要因 + 財政等要因 = 資金過不足
- ・ 資金過不足 + 金融調節 = 日銀当預増減

3 オーバーナイト金利の決定メカニズム

① オーバーナイト金利の決まり方

ここでは、わが国の現在の枠組みの下で、オーバーナイト金利がどのように決まっているのかを簡単にみておく¹⁹⁾。

オーバーナイト金利は、日銀当預の需要と供給が一致する水準に決まる（→図表5-1）。例えば、銀行券の引出しが増加すると、銀行の日銀当預残高が減

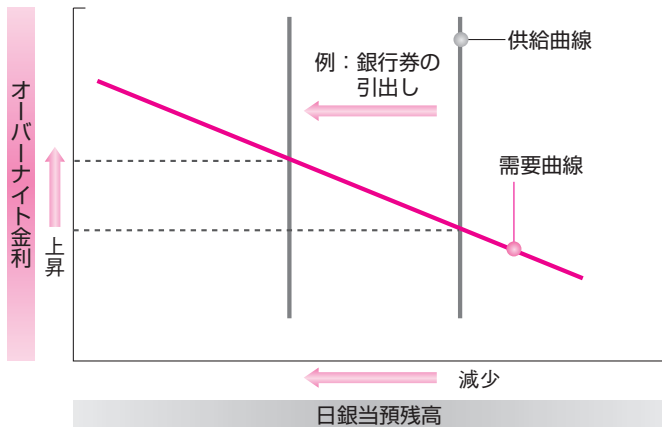
16) 為替介入（外国為替平衡操作）に伴う民間金融機関等との円資金の受払いも、財政等要因に含まれる。例えば、円売り介入の決済は財政資金の支払いとなる。他方、円売り介入に使う資金調達のための政府短期証券（FB）発行は、財政資金の受入れになるため、FBが発行された段階で資金過不足への影響は相殺される。なお、円売り介入に際し、政府が発行するFBを日本銀行が引き受ける場合、資金過不足への影響は相殺されない。また、海外中央銀行や国際機関が日本銀行に開設している円預金勘定（海外預り金）と民間金融機関等との間の資金の受払いも、日銀当預残高の増減要因となる。

17) オペレーションは、公開市場操作と呼ばれることもある。

18) 以下の説明では、無担保コールレート（オーバーナイト物）をオーバーナイト金利と呼ぶことにする。

5-1

オーバーナイト金利の決定（概念図）



少し（図表5-1の供給曲線が左方シフト）、元の金利水準では日銀当預の需要が供給を上回る。こうした状況の下では、より高い金利を支払ってでも、コール市場においてオーバーナイトで資金を調達しようとする金融機関がでてくるため、日銀当預の需要と供給が一致するまでオーバーナイト金利が上昇し、これによって日銀当預の需要と供給の均衡が回復する。オーバーナイト金利は、このようなプロセスによって、日銀当預の需要と供給が一致するような水準に決定される。²⁰⁾

さて、日銀当預の需要動機としては、先に述べたように（→本節2①）、決済に基づく需要（決済需要）と準備預金に基づく需要（準備需要）の2つがある。このうち、決済需要は、当日予定されている取引の決済や現金の受払いがどれ

19) 以下の説明はあくまで単純化した模式的なものである。オーバーナイト金利の決定メカニズムや準備需要の詳細については、巻末付録2「参考文献」の白川方明『現代の金融政策』等で詳しく解説されている。

20) ここで留意が必要なのは、日々のオーバーナイト金利は、マネタリーベース（日銀当預と現金通貨の合計）ではなく、日銀当預に対する需要と供給のバランスで決定される点である。これは上でみたように（→本節2②(A)）、日々の日銀当預の需給において、銀行券要因は外生的に決定されるためである。

だけあるかによって決まる（→本節2①(A)）。

他方で準備需要については、わが国では、平均すれば所要準備額が決済需要を上回るように、準備率の水準が設定されているため、通常、所要準備額（準備需要）を満たせば、同時に決済需要も満たすことができる。準備預金の残高は積み期間全体として、所要準備額を上回っていればよいことから、個別の金融機関が当日の終わりまでに積まなければならない金額が確定している積み最終日²¹⁾と、それ以外の日では、金利の変化に対する需要の感応度は異なる。²²⁾

具体的には、積み最終日において金融機関は、当該積み期間の所要準備額を積み立てるために最低限必要な金額を、高い金利を払ってでも短期金融市場や日本銀行の補完貸付（→第3節2①）を利用して資金調達しようとする。準備預金の積立てに不足が生じると、過剰金の支払いが必要となるためである（→本節2①(B)）。他方、金融機関は、通常、余分に積立てを行う（超過準備を保有する）と、市場での運用機会を逸することになるため、これを避けようとする。²³⁾このため、積み最終日においては、準備需要は極めて金利非弾力的となる。

これに対して、積み最終日以外の準備需要には、基本的にこうした制約はない。²⁴⁾金融機関は、準備預金の積立てを、積み期間中の平均残高が所要準備額を満たすように行えばよいから、日々のペースでは積み不足があってもかまわない。金融機関は準備預金を保有する機会費用であるオーバーナイト金利をみながら、日々の準備預金残高の変動を調整する。例えば、金融機関は通常、オーバーナイト金利が、金融調節方針で定められた誘導目標水準の近傍で決まると

21) ただし、所要準備額は金融機関が受け入れている預金量によって変わる（→コラム「法定準備預金額の算出方法等」）ため、預金量の少ない金融機関の所要準備額は小さくなる。こうした金融機関では、所要準備額が大きい金融機関と比べると、決済需要が準備需要を上回りやすい。

22) わが国では、毎月の16日から翌月の15日までの1か月間を積み期間としているが、積み期間の最後の日を積み最終日という。

23) ただし、日本銀行が、現在当分の措置として実施している補完当座預金制度（→第3節2②）の下では、「超過準備」に付利されるため、市場金利が超過準備に付される金利よりも低い場合は、金融機関は超過準備を保有する動機を有する。

24) もっとも、金融機関は積み最終日までに所要準備額を積み立てる必要があるため、積み最終日が近づくほど、準備需要は金利に非弾力的になりやすい。

予想しており、それと比較して、金利が高いと判断すれば、その日は準備預金をあまり積み立てず²⁵⁾にできるだけ余裕資金を市場で運用し、金利が低下したときに準備預金を積み立てようとする。

以上にみてきたように、準備預金制度があることで、日銀当預に対する需要を概ね安定的で、できるだけ予測可能なものとすることができ、日本銀行によるオーバーナイト金利の誘導が容易になる。そして、その下で、日本銀行はオーバーナイト金利の誘導目標水準を設定し、その水準からオーバーナイト金利が乖離しそうな場合に、資金供給や資金吸収のオペレーションを行う。この結果、わが国のオーバーナイト金利は、日本銀行によって誘導目標水準に誘導されている。

② オーバーナイト金利の変動

わが国では、日銀当預を変動させる銀行券要因・財政等要因の振れが大きい（銀行券要因・財政等要因の合計である資金過不足の推移は→図表5-2）にもかかわらず、オーバーナイト金利の変動幅は小さい。この背景としては、先行きの銀行券・財政等資金の動きに関する日本銀行の予測精度が高い²⁶⁾ため、資金過不足を調整するために必要なオペレーションの金額をほぼ正確に把握していることが挙げられる。また、日銀当預残高の予想増減額についての情報を公表することにより、民間金融機関が資金繰り予想を立てやすいように努めている²⁷⁾ことも、大きな金利変動を防ぐことに寄与している。

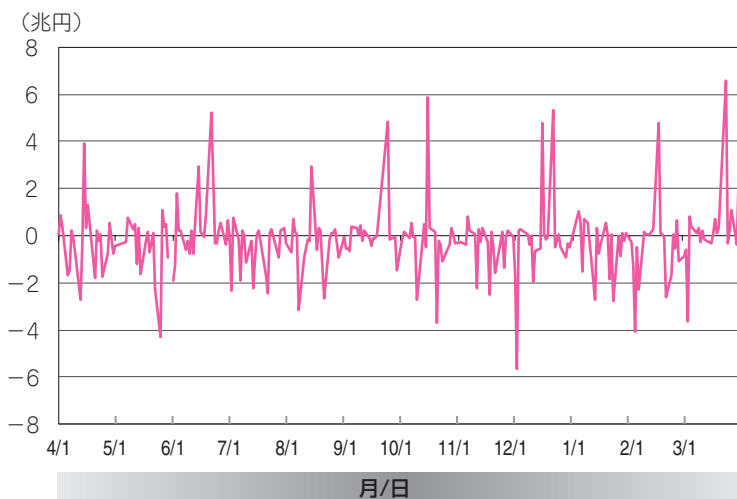
なお、国庫納税が多額にのぼる日や国債発行日、金融機関の決算日などの資

25) こうして、中央銀行がオペレーションを行わなくても、オーバーナイト金利は誘導目標近辺の水準で安定しやすくなる。このような準備預金制度の機能を、平準化機能と呼ぶ。

26) 日本銀行の銀行券の予測精度が高いのは、日本銀行本支店が、銀行券の受払いの見込み額を日銀当預取引先との間で日々確認していることなどによる。また、日本銀行の財政資金の予測精度が高いのは、日本銀行の国庫金業務が、出納事務、資金計理事務、計算整理事務をすべて一元的にカバーしていることが寄与している（欧米主要国では中央銀行が行っているのは資金計理事務だけであることが多い→第9章脚注1）。

27) 日銀当預増減の予想に関して日本銀行は、毎営業日夕方に翌日予想を、毎月初に月次の予想を公表している。

5-2 2009年度の資金過不足の推移（日次）



金繁忙日、金融市場の大きな動揺や決済システム障害、地震等の自然災害などの突発的な事態が発生した場合には決済需要が増加し、金利の上昇圧力が高まる傾向にある。また、金融機関が高い金利を払っても残りの所要準備額を積み立てようとする準備預金制度の積み最終日にも、準備需要が金利非弾力的となり、金利の上昇圧力が高まる傾向にある。こうした局面では、日本銀行は、需要の増加に応じて潤沢な資金供給を機動的に行いオーバーナイト金利の上昇を抑えている。

第3節 金融調節の実務

ここでは、金融調節の具体的な実務について説明する。これまでみてきたように、**準備預金制度**によって、日銀当預の需要を概ね安定的で、できるだけ予測可能とすることができ、日本銀行は外生要因がもたらす日銀当預の増減に応

じて、オペレーションによって日銀当預の需給を調整している（本節1）。

こうしたオペレーションによる日銀当預全体の需給バランスの調整に加え、日本銀行は、無担保コールレート（オーバーナイト物）の過度な上昇を防ぐ効果を狙って、日銀当預取引先に対し、コールレートの誘導目標を一定程度上回る利率で相対の担保付貸付²⁸⁾を行う補完貸付制度を設けている（本節2①）。また、日本銀行は、オーバーナイト金利の過度の低下を防ぐ効果を狙って、日本銀行が受け入れる当座預金および準備預り金のうち、いわゆる「超過準備」（準備預金制度に基づく法定準備預金額を超える金額）に利息を付す補完当座預金制度を、当分の間の措置として設けている（本節2②）。準備預金制度については既に説明したため（第2節2①(B)）、ここではオペレーションと補完貸付制度・補完当座預金制度について説明する。

1 オペレーション

オペレーションは、日本銀行における金融調節の主たる手段となっている。すなわち、日本銀行は、日銀当預の需給に影響を与えることによって、オーバーナイト金利を誘導目標水準にコントロールするために、オペレーションを行っている。日本銀行が実施するオペレーションは、金融資産を担保とする貸付や債券の売買等という形式で実施される。

日本銀行では、現在、様々なオペレーション手段（→図表5-3）を有しているが、オペレーションには、大きく分けて、日本銀行による金融資産を担保とする貸付など、実行する際に日銀当預の量を増やす効果をもつオペレーション（資金供給のためのオペレーション）と、日本銀行が振り出す手形の売出や日本銀行が保有している国債の買戻条件付売却など、実行する際に日銀当預の量を

28) 本書でいう「貸付」とは、「貸出」のうち「手形の割引」以外のものである。なお、「手形の割引」は、金融機関が取引先の依頼により割り引いた商業手形で日本銀行が適当と認めるものを、手形期日までの期間の金利相当額を差し引いた金額によって、日本銀行が金融機関から買い取ることによって実行されるものであるが、政策的意義が薄れていたことから、2001年6月末をもって取扱いを停止している。

5-3

日本銀行のオペレーションの概要

— 時限措置として実施されているものを除く —

①資金供給のためのオペレーション

種 類	開始時期	スタート日 ¹⁾	長期 / 短期	期限の有無 (期間)
共通担保資金供給 (本店)	2006年	T+0~4	短期	有 (1年以内)
共通担保資金供給 (全店)	2006年	T+0~2	短期	有 (1年以内)
CP等買現先	1989年	T+2	短期	有 (3か月以内)
国債買現先	2002年	T+0~2	短期	有 (1年以内)
国庫短期証券買入	1999年	T+2~3	短期	無
国債買入	1966年	T+3	長期	無

②資金吸収のためのオペレーション

種 類	開始時期	スタート日	長期 / 短期	期限の有無 (期間)
手形売出	1971年	T+0~4	短期	有 (3か月以内)
国債売現先	2002年	T+0~2	短期	有 (6か月以内)
国庫短期証券売却	1999年	T+2~3	短期	無

③その他

種 類	開始時期	スタート日	期限の有無 (期間)
国債補完供給 ²⁾	2004年	T+0	有 (原則 O/N ³⁾)

(注) 1) スタート日とは、オペレーションの実施に伴う資金の受払いや証券などの受渡しが行われ、オペレーションの期間が始まる日を指す。「T+ α 」とは、日本銀行がオペレーションの対象先に対して実施するオペレーションの種類、金額、スタート日等の内容を通知するオファー日から、スタート日までの営業日数が α 日であることを指す。なお、金融市場の状況に鑑み、必要に応じて上記以外のスタート日でオペを実施することがある。

2) 取引形態は国債の買戻条件付売却 (国債売現先) とする。

3) スタート日が売却対象国債の利子支払期日の4営業日前の場合には、当該利子支払期日をエンド日とする。エンド日とは、オペレーションの終了に伴う資金の受払いや証券の受渡しなどが行われる日を指す。

減らす効果をもつオペレーション（資金吸収のためのオペレーション）がある（個々のオペレーションの内容については →本節 1 ①, ②²⁹⁾）。

また、オペレーションは、資金の供給・吸収に期限があるかどうかによって、アウトライト（買入れ、売却）と期限付き（買現先、売現先、貸付）に分けられる。アウトライトのオペレーションは、金融資産を買い入れるか売却するものであり、供給した資金は相手方から戻ってくることはない（吸収した資金を相手方に返すこともない）。これに対して、期限付きのオペレーションは、資金の供給・吸収は一時的であり、期限が到来すると、供給した資金は戻ってくる（吸収した資金は返される）。

さらに、オペレーションは概念上、長期オペと短期オペに区分される。長期オペは、主に銀行券など中央銀行の安定的な負債に対応するため長期的に資金を供給するための手段であり、短期オペは、主として銀行券要因や財政等要因に基づく短期的な資金過不足に対応するための手段である。日本銀行は長期オペと短期オペの両方を使い分けることによって、市場にかく乱的な影響を与えずに、日銀当預の量を円滑に調節することに努めている。日本銀行は、現在、長期の資金供給手段として国債買入オペ（→本節 1 ①(E)）を実施するとともに、短期の資金供給手段として共通担保資金供給オペ（→本節 1 ①(A)）を中心に実施している。

売買等の対象となる債券等の種類、オペレーションの取引方式・条件などオペレーションに関する基本的事項については、日本銀行の政策委員会が金融政策決定会合において決定・変更し、そのスキームをオペレーションごとに取引の基本要領として公表している。また、オペレーションの対象先は、オペレーションごとに定められた選定基本要領に基づいて、預金取扱金融機関、証券会社、短資会社等のなかから、原則として年 1 回対象先の公募を行って決定している³⁰⁾。実際に個々のオペレーションを実施するにあたっては、金利メカニズム³¹⁾の活用の観点から、コンベンショナル方式による利回り入札によって落札金額

29) なお、資金供給・吸収のためのオペレーションとは別に、日本銀行が保有する国債を金融機関等に対して一時的かつ補完的に供給（いわゆる「品貸し」）する目的で行われる国債補完供給も設けられている（→本節 1 ③）。

と利回りを決定する方式が中心となっている。さらに、貸付の担保については、**適格担保取扱基本要領**により種類・価格・適格基準などを定めており、信用度・市場性などの面から適格と認めるもの³²⁾に限定している。

以下では、日本銀行のオペレーションを資金供給のためのオペレーションと資金吸収のためのオペレーションに分けて説明する³³⁾。

① 資金供給のためのオペレーション

日本銀行は、資金供給のために、以下のようなオペレーション手段を有しており、金融政策決定会合で決定する方針に沿った金融調節を行うよう、状況に応じて使い分けている。

(A) 共通担保資金供給オペ

共通担保資金供給オペは、金融機関等から日本銀行に差し入れられた**共通担保**³⁴⁾を裏付けとして、対象先である金融機関等に対して資金を貸し付けるオペレーションである。共通担保資金供給オペは、現在、短期の資金供給オペレーシ

30) 選定基本要領は、日本銀行ホームページ (<http://www.boj.or.jp>) で公表されている。各オペ手段に共通する資格要件は、①日銀当預取引先であること、②日銀ネット利用先であること、③信用力が十分であると認められること、である。また、オペ手段ごとに、応募先数が公募先数を超える場合の順位付けのため、①オペの対象となる資産・取引にかかる市場プレゼンス、②現在オペ対象先である場合には落札実績、が考慮される。オペ対象先となった金融機関等は、①オペレーションへの積極的な応札、②正確かつ迅速な事務処理、③有益な市場情報の提供、という役割を果たさなければならない。

31) コンベンショナル方式の下では、例えば、資金供給のためのオペレーションの場合、応札した利回りが高い順に、日本銀行の供給予定額に達するまで落札させる。なお、同一利回りの応札が複数存在する場合は、応札額に応じて落札額が按分されることがある。

32) 日本銀行は、日本銀行と当座預金取引（日銀当預取引）を行う金融機関やその関係企業の債務は、担保や現先形式による買入れの対象としないこととしている。その趣旨は、①当該金融機関の信用状況について日本銀行の判断が示されることを避けるとともに、②日本銀行の与信によって弁済が行われる可能性がある債務を、日本銀行の信用供与における担保などから除外することにある。

33) 日本銀行が実施した金融調節の内容や特徴点などは、日本銀行が毎年度公表する「〇〇年度の金融市場調節」でも詳しく説明している（日本銀行ホームページからも入手できる）。

ヨンの主力手段であり、期間は1年以内となっている。貸付利率については、これを入札に付してコンベンショナル方式により決定する金利入札方式と、貸付日における誘導目標金利（無担保コールレート〈オーバーナイト物〉の誘導目標金利）を貸付利率とする固定金利方式のいずれかの方式をとる。

共通担保資金供給オペには、日本銀行本支店管下の金融機関等を広く対象先とする**全店貸付オペ**と、日本銀行本店管下の金融機関等から対象先を選定する**本店貸付オペ**がある。

(B) CP等買現先オペ

CP等買現先オペは、日本銀行が適格と認めるコマーシャル・ペーパー（CP）等を、予め定めた期日（3か月以内）に売り戻す条件を付して買い入れ、これを上記の期日に、買入価格に期間利回りによる金利相当額を加えた金額で買入先に売り戻す取引である。

(C) 国債買現先オペ

国債買現先オペは、利付国債や国庫短期証券を、予め定めた期日（1年以内）に売り戻す条件を付して買い入れ、これを上記の期日に、買入価格に期間利回りによる金利相当額を加えた金額で買入先に売り戻す取引である。

(D) 国庫短期証券買入オペ

国庫短期証券買入オペは、国庫短期証券を買い入れるオペレーションである。

(E) 国債買入オペ

国債買入オペは、経済の成長に伴う銀行券需要の趨勢的な増加に対応して、

34) 共通担保とは、日本銀行との諸取引に関する約定や代理店契約等に基づいて金融機関等が差し入れる担保のことで、実際には国債、社債、その他債券、証券貸付債権等を中心に差し入れられている。金融機関等は差し入れている共通担保の範囲内で、共通担保資金供給オペ、補完貸付、日中当座貸越、時限措置として実施している成長基盤強化を支援するための資金供給（→第1章脚注16）など、日本銀行から様々な形態で与信を受けることができる。

35) ただし、固定金利方式の共通担保資金供給オペについては、貸付利率を当分の間0.1%とすることが、2010年10月の金融政策決定会合において決定されている。

36) 固定金利方式は、2009年12月に、やや長めの金利のさらなる低下を促すことを通じ、金融緩和の一段の強化を図るという目的で、期間3か月のオペを導入する際、共通担保資金供給オペの貸付利率を定める新たな方式として導入された。

市場に安定的に資金を供給することを目的として、長期国債（利付国債）を買い入れるオペである。このため、長期国債の保有残高については、銀行券発行残高を上限とする運営を行っている。³⁷⁾ こうした運営方式であることを予め公表することは、長期国債の買入れが財政ファイナンスを目的とするものではないという趣旨を明確化することによって、長期金利のリスク・プレミアムの上昇を予防する効果も有している（→コラム「金融調節と日本銀行のバランスシート」）。また、買入国債の残存期間が極端に短期化あるいは長期化することを避けるため、残存期間等区分別の買入方式を導入し、「残存1年以下」、「残存1年超10年以下」、「残存10年超30年以下」、「変動利付国債」、「物価連動国債」の5区分から、³⁸⁾ 毎回2区分について実施している。

(F) 異例時の対応

ここまで日本銀行が行う通常の資金供給オペレーションについてみてきたが、日本銀行は、金融経済情勢に照らして必要性が認められる場合には、以上のオペレーションに加え、買入対象資産の範囲を拡大させたり、担保範囲の拡大を行うなど、臨機応変な対応をとってきた。

2007年夏以降の世界的な金融危機局面では、金融市場の流動性の急激な低下や金融仲介機能の著しい毀損に対応し、例えば、CP・社債等の買入れや企業金融支援特別オペなど、³⁹⁾ 様々な資金供給手段を導入した。担保政策面でも、民間企業債務の適格担保要件を緩和する措置を講じた（→第1章コラム「2007年夏以降の世界的な金融危機と日本銀行の対応」）。

2010年には、金融緩和を一段と強力に推進する観点から「包括的な金融緩

37) 日本銀行は、2010年10月に、「包括的な金融緩和政策」（→脚注40）の一環として、長めの市場金利の低下を促す目的で、残存1～2年の国債を買い入れることとし、バランスシート上に新たに創設する「資産買入等の基金」に分別管理して保有することを決定した。この基金による長期国債の買入れは、目的や国債の保有形態等の点で、本文で説明している従来の国債買入オペとは異なっており、銀行券発行残高を上限に買い入れる長期国債とは異なる取扱いとしている。

38) なお、日本銀行では、買い入れた国債などの市場価格の変動リスクに備えるため、関係政省令および会計規程（→第2章コラム「日本銀行の経理」）に基づき、債券取引損失引当金を計上している。

39) 民間企業債務の担保の範囲内で金額に制限を設けずに、無担保コールレートの誘導目標水準と同水準の金利で資金の貸付を行うオペである。

Column 金融調節と日本銀行のバランスシート

日本銀行がオペレーションを通じて取得した資産や負担した債務は、日本銀行のバランスシートに計上される。日本銀行のバランスシートをみると、主な負債項目として、銀行券、当座預金および政府預金等がある一方で、主な資産項目として、長期国債や国庫短期証券、短期の資金供給オペレーションにかかる資産（以下、「短期オペ資産」）を保有するかたちになっている（→第2章コラム「日本銀行の経理」, 「日本銀行のバランスシートに関する基本的な考え方」）。日本銀行の負債のうち、政府預金等は短期的な振れが大きく、当座預金は機動的に残高をコントロールする必要があるため、こうした短期負債に対しては、短期オペ資産などの短期資産を保有することが望ましい。仮に、長期資産である長期国債が増加し長期負債である銀行券発行残高を上回るような場合には、短期負債である政府預金等や当座預金との見合いでも、長期資産である長期国債を保有することになる。この場合、金融情勢に応じて当座預金残高を機動的にコントロールするために、例えば長期国債の市場での売買を頻繁に行う、あるいは資金吸収オペレーションを継続的に実施する必要性が生じるので、市場金利を大きく変動させるなど市場にかく乱的な影響を与える恐れがある。

日本銀行が、長期国債の保有残高について銀行券発行残高の範囲内としているのは、こうした事態を避け、政府預金等や当座預金の増減に応じて機動的に残高の変動を調整できる短期オペ資産を保有することにより、円滑な金融調節運営にも資するものである。

⁴⁰⁾ 和政策」を導入し、その一環として、バランスシート上に新たに創設する資産買入等の基金を通じて、固定金利方式の共通担保資金供給オペレーションを実施するとともに、国債、CP、社債、指数連動型上場投資信託（ETF）、不動産投資信託（J-REIT）等の買入れを行うことを決定した。⁴¹⁾

⁴⁰⁾ 「包括的な金融緩和政策」とは、日本銀行が、金融緩和を一段と強力に推進する観点から、2010年10月に次の3つの措置をパッケージとして講じた施策を指す。具体的には、①無担保コールレートの誘導目標水準を0～0.1%程度とすること、②これを物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで継続していくこと、③臨時的措置として日本銀行のバランスシート上に基金（「資産買入等の基金」）を創設し、固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションや多様な金融資産の買入れを行うこと、を内容としている。

ただし、これらのような臨時・異例の措置を講じる場合であっても、日本銀行は、保有資産の健全性、流動性、中立性（→第2章コラム「日本銀行のバランスシートに関する基本的な考え方」）には十分に配慮している。例えば、信用リスクを伴う民間債務を買い入れる際に、日本銀行は、買入対象資産に損失が発生する可能性が高く、個別産業・企業に対するミクロ的な資源配分への関与が深まるといった特徴をもつことを踏まえ、買入対象の信用力に一定の制限を設けたり、買入残高の総額と一発行体あたりの買入残高に限度を設けるなどの措置を講じている。

② 資金吸収のためのオペレーション

日本銀行は、資金吸収のために、以下のようなオペレーション手段を有しており、金融政策決定会合で決定する方針に沿った金融調節を行うよう、状況に応じて使い分けている。

(A) 手形売出オペ

手形売出オペは、日本銀行が振り出す満期3か月以内の手形を売却することによって資金を吸収するオペレーションである。

(B) 国債売現先オペ

国債売現先オペは、利付国債や国庫短期証券を予め定めた期日（6か月以内）に買い戻す条件を付して売却し、これを上記の期日に、売却価格に期間利回りによる金利相当額を加えた金額で売却先から買い戻すオペレーションである。

(C) 国庫短期証券売却オペ

国庫短期証券売却オペは、日本銀行が保有する国庫短期証券を売却することで資金を吸収するオペレーションである。

③ 国債補完供給

国債補完供給は、これまで述べてきた日銀当預残高の変動の調整を目的とするオペレーションではなく、国債市場の流動性向上と円滑な市場機能の維持に

-
- 41) このほか日本銀行は、2003年7月から2006年3月までの時限措置として、資産担保証券市場の発展を支援し金融緩和の波及メカニズムを強化することを狙って、資産担保証券の買入れを行った。

貢献するとの観点から、日本銀行が保有する国債を市場参加者に対して、買い戻す条件を付して、一時的かつ補完的に売却することにより供給するもの（いわゆる「品貸し」）である。国債市場では、時として特定銘柄の調達が困難となることや、その懸念によって市場流動性が低下することがあるため、本制度は、市場参加者が市場における調達努力を最大限払うことを前提に、補完的な手段として市場参加者が日本銀行から国債を一時的に調達することを可能にする。

2 相対型の金融調節手段

日本銀行は、オーバーナイト金利の大幅な変動を防ぎ円滑な金融調節を行うため、オペレーションのほかに相対型の金融調節手段を有している。このような相対型の金融調節手段としては、補完貸付制度と、当分の間の措置として実施している補完当座預金制度がある。

① 補完貸付制度

補完貸付制度は、日本銀行が予め定めた条件に基づき、貸付先からの申込みを受けて、差し入れられている担保価額の範囲内で貸付先の希望する金額を受動的に貸し付ける常設の貸出制度である。⁴²⁾補完貸付の貸付期間は1営業日であり、貸付先は翌営業日には日本銀行に返済する必要がある。貸付金利（**基準貸付利率**）は、金融政策決定会合で決定・変更されるが、無担保コールレート⁴³⁾（オーバーナイト物）の誘導目標を上回る水準に設定されている。補完貸付制度の対象先となるのは、銀行、証券会社などの金融機関等のうち、貸付先となることを希望する先で、信用力が十分であると日本銀行が認めた先であり、貸付は共通担保（→脚注34）を担保として実行される。

金融機関等は、補完貸付の利率以下のレートで市場から資金調達するのが難しい場合、補完貸付制度を利用する方が有利になるため、補完貸付制度はオーバーナイト金利の過度の上昇を防ぐ効果がある。⁴⁴⁾また、金融機関等がこの制度

42) 米国連邦準備制度、欧州中央銀行、イングランド銀行も、同様の受動的な常設の貸出ファシリティを有している。

を実際に利用しない場合でも、資金調達に対する安心感を醸成することによってオーバーナイト金利の安定をもたらす効果がある。

なお、日本銀行が金融機関に資金を貸し出すときの基準金利は、かつては**公定歩合**と呼ばれ、金融政策の基本的なスタンスを示す政策金利としての役割を果たしてきた。これには、金融自由化以前の規制金利体系の下で、公定歩合の変更に伴って各種金利が変動していたことや、日本銀行の主たる金融調節手段が金融機関向けの貸出であったことなどの時代的な背景がある。もっとも、近年金利が自由化され、国債の流通市場をはじめ各種金融市場の整備が進むなかで、公定歩合と各種金利の直接的な連動性は失われ、日本銀行の金融調節も、金利入札方式のオペレーションなど、市場機能を活用する方向に軸足を移している。こうした変化を経て、現在は、金融調節方針における「無担保コールレート（オーバーナイト物）」の誘導目標が金融政策のスタンスを示す政策金利と位置付けられており、日本銀行の金融機関に対する貸出金利は、補完貸付制度の下での基準貸付利率として、オーバーナイト金利の過度の上昇を防ぐという新たな役割を担っている。

② 補完当座預金制度

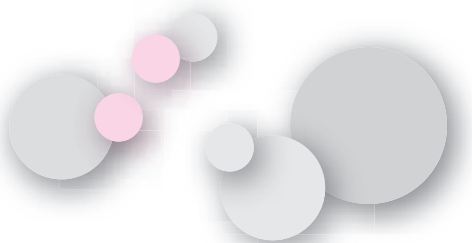
補完当座預金制度は、日本銀行が受け入れる当座預金および準備預り金のうち、いわゆる「超過準備」に利息を付す制度である。⁴³⁾補完当座預金制度の適用利率は、日本銀行が金融調節方針において誘導目標として定める無担保コールレート（オーバーナイト物）の水準から日本銀行が定める数値（いわゆるスプレッド）を差し引いたもので、金融政策決定会合で決定・変更される。⁴⁶⁾

43) 2010年末現在、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標は0～0.1%程度、基準貸付利率は0.3%となっている。なお、現行の補完貸付制度では、原則として、積み期間中における貸付実行（期間は1営業日）の日数が通算して5営業日を超えると、通算5営業日を超える貸付には「基準貸付利率+2.0%」の上乗せ金利が適用されることとなっている。ただし、2003年3月以降、当該実行日数上限および上乗せ金利を適用除外とする臨時措置がとられている。

44) もっとも、補完貸付制度を利用するためには日本銀行に相当額の担保を有する必要があるため、担保繰りに余裕のない金融機関が、補完貸付制度の利率を上回るレートで市場調達することもある。

金融機関等は、補完当座預金制度の適用利率以上のレートで市場で資金運用するのが難しい場合、補完当座預金制度を利用する方が有利になるため、補完当座預金制度はオーバーナイト金利の過度の低下を防ぐ効果がある。

このように、日本銀行の補完貸付制度と補完当座預金制度によって、オーバーナイト金利の過度な上昇・低下を防ぐ仕組みとなっている。通常、補完貸付制度と補完当座預金制度に適用される金利の幅が小さいと、市場における短期金利が安定しやすくなる。ただし、その場合には、金融機関等が市場で取引を行うインセンティブを低下させ、取引相手ごとのリスク等に応じて流動性を適切に配分するという市場機能を低下させる面もある。逆に、この幅が大き過ぎると、短期金利を安定させる効果がその分小さくなることになる。



- 45) 補完当座預金制度は、2008年11月に時限措置として導入され、2009年10月に当分の間延長することが決定された。なお、欧州中央銀行、イングランド銀行は、準備預金への付利を行っているほか、常設の制度として、取引先である金融機関等からの申込みを受けて利息の付く預金を受け入れる預金ファシリティを有している。また、米国連邦準備制度は、所要準備および超過準備への付利を行っている。
- 46) なお、補完当座預金制度の適用利率を当分の間0.1%とすることが、2010年10月の金融政策決定会合において決定されている。
- 47) 中央銀行の相対型の金融調節手段により上限・下限を画された金利変動幅は、一般に「コリドー」(corridor: 「回廊」の意)と呼ばれている。
- 48) 準備預金制度をもたない中央銀行でも、短期金利の誘導目標の上下に、相対型の金融調節手段(貸出ファシリティ・預金ファシリティと呼ばれることが多い)のレートを設定すれば、日々のオーバーナイト金利は、基本的に相対型の金融調節手段の金利の間で形成され、円滑な金融調節が可能となる。こうしたことから、準備預金制度をもたない海外の中央銀行では、コリドーを設けることが多い。

第4節

金融調節の実際

ここでは、日銀当預増減要因の動きに対して、日本銀行が様々なオペレーションを用いることによって金融調節を行う様子を、事例（2008年10月27日のデータ → 図表5-4）を用いながら説明する。

1 前日までの流れ

日本銀行は、前日までに、当日の銀行券の発行・還収（→第3章第2節）、国庫金の受払い（→第9章第1節）、国債の償還・発行（→第9章第3節）等についての情報を収集し、過去のパターンや景気動向などを加味することで、当日の外生要因による日銀当預の総量の変動⁴⁹⁾についての予想を作成する。図表5-4の予想の列をみると、銀行券要因⁵⁰⁾は400億円の発行超〈1〉（資金不足要因）、財政等要因⁵¹⁾は3,400億円の受超〈2〉（資金不足要因）とそれぞれ見込まれており、両者を合計した資金過不足は、3,800億円の不足〈3〉（日銀当預残高の減少）と予想されていることが分かる。

これに、前日までにオファーしたオペレーションのうちで、当日をスタート日またはエンド日とするものを合計すると、前日までにオファーしたオペレーションの影響を含めた日銀当預残高の増減額の予想が得られる。

すなわち、図表5-4で同じく予想の列をみると、10月27日をスタート日とするのは、国債買現先オペによる1兆円の資金供給〈4〉、共通担保資金供

49) 「日銀当座預金増減要因と金融調節（〇月〇日分）」として、前日の午後6時頃（毎月最終営業日は午後7時頃）に日本銀行ホームページで公表している。また、日本銀行は月次でも資金過不足の予想を行っており、通例毎月第2営業日に「日銀当座預金増減要因（〇年〇月見込み）」を公表している。

50) 銀行券の還収と発行の差を表し、還収超、つまり日銀当預への入金（残高の増加）をプラスで表示する。

51) 国庫金の受払いや国債の償還・発行の差などを表し、払超、つまり日銀当預への入金（残高の増加）をプラスで表示する。

5-4

日銀当座預金の増減要因と金融調節

2008年10月27日
(単位：億円)

	予 想 (即日オペ実施前)	速 報	確 報
銀行券要因 (発行超=マイナス)	-400 <1>	-100	-100
財政等要因 (受超=マイナス)	-3,400 <2>	-4,600	-4,600
資金過不足 (不足=マイナス)	-3,800 <3>	-4,700	-4,700
国債買入			
国庫短期証券買入			
国庫短期証券売却			
国債買現先	10,000 <4>	10,000	10,000
国債売現先	-12,000 <6>	-12,000	-12,000
共通担保資金供給 (本店)	10,000 <5>	10,000	10,000
	-6,000 <7>	-6,000	-6,000
		6,000	6,000 <11>
共通担保資金供給 (全店)			
CP買現先			
手形売出			
貸出	-200 <8>	600	600 <12>
国債補完供給			
小計	1,800 <9>	8,600	8,600
当座預金増減	-2,000 <10>	3,900	3,900 <13>
当座預金残高		100,000	100,000
準備預金残高		95,000	94,900
積み終了先		7,400	7,400
超過準備		7,400	7,400
非準備預金残高		5,000	5,100

(参考)

積み期間 (10/16~11/15日) の所要準備額 (積数)	1,495,600
積み期間 (10/16~11/15日) の所要準備額 (1日平均)	48,200
10/28日以降の残り要積立額 (積数)	861,100
10/28日以降の残り要積立額 (1日平均)	45,300

- (備考) 1) 計数は、100億円単位で端数を四捨五入したもの。
2) 当座預金残高は、日本銀行と当座預金取引のある金融機関等が日本銀行に保有している残高の合計 (準備預金残高を含む)。
3) 積み期間の所要準備額は、原則として月末および7日 (休日の場合は前営業日) に改定される。
4) 貸出欄の数値は補完貸付。
5) ゆうちょ銀行の預け金に関する計数は、当座預金増減、当座預金残高、準備預金残高を含む。
6) ゆうちょ銀行の預け金に関する計数は、積み終了先、超過準備および参考欄の各計数には含まない。
7) 予想欄の調節部分は、公表時までにはオファーの終了した調節を記入したもの。また、予想欄の当座預金増減は、当日分の貸出 (補完貸付) の実行がないことを前提に算出したもの。

給オペ（本店貸付オペ）による1兆円の資金供給〈5〉であり、これらで合計2兆円の資金が供給される。一方、10月27日をエンド日とする資金供給は、国債買現先オペ（1兆2,000億円）〈6〉、共通担保資金供給オペ（本店貸付オペ、6,000億円）〈7〉、補完貸付（200億円）〈8〉合計で1兆8,200億円である。資金供給オペのエンド日には、金融機関等は日本銀行に供給を受けた金額を返すため、これらは、日本銀行が市場から資金を吸収する要因となる。そのため、〈4〉～〈8〉までを合計した金融調節全体で1,800億円の資金供給〈9〉となり、資金過不足〈3〉と金融調節〈9〉を合計すると、当日にオファーされるオペレーションの影響を除いて考えれば、日銀当預残高は2,000億円の減少〈10〉と見込まれる。

2 当日の流れ

当日の朝、日本銀行は、上にみたような日銀当預増減要因による日銀当預の総量の変動についての予想を前提に、様々な金融市場の状況について情報を収集したうえで、当日の金融調節による資金供給・吸収額を決定し、必要と判断されれば、9時20分の即日スタート（オファー当日をスタート日とするもの）のオペレーションをオファーする。さらに、9時20分に即日スタートのオペレーションをオファーした後も、金融機関による資金決済需要の変動や流動性リスクの変化などのために、日銀当預に対する需要が予想に比べて増加あるいは減少する場合や、その結果コールレートが目標水準から大きく乖離することが懸念される状況では、日本銀行は、即日スタートのオペレーションを随時追加して実施している。図表5-4の例をみると、金融市場の状況などを勘案し、金融政策決定会合で定められた当時の金融調節方針（「無担保コールレート〈オーバーナイト物〉を0.5%前後で推移するよう促す」）を達成するために、12時50分に即日スタートの共通担保資金供給オペ（本店貸付オペ）による6,000億円の資金供給〈11〉を実行したことが分かる。また、当日、金融機関からの申込みを受けて、ネットで補完貸付600億円〈12〉が実行されている。この結果、当日の補完貸付を含めた全体の資金供給額は8,600億円となり、これに前日予想から更新された当日の資金過不足（▲4,700億円）を加えると、当座預金残

高は前日に比べ3,900億円増加したこととなる⁵³⁾〈13〉。

さて、上にみたように、日本銀行は、即日スタートのオペレーションのみならず、翌日以降をスタート日とする先日付スタートのオペレーションを組み合わせるとともに、それらのエンド日における資金の受払いを活用することで、日銀当預残高の変動の調整を行っている。こうした即日または翌日以降をスタート日とするオペレーションのオファーについては、金融機関が入札に参加しやすいよう、基本的には、オペレーションの種類ごとに予め定められた時刻にオファーを行うようにしている（2010年末現在のオファー時刻については→図表5-5）。また、スタート日またはエンド日のオペレーションの決済は、日本銀行とオペレーションの取引相手となった金融機関の間で、日銀当預の入金・引落しと、オペレーションで売買または貸借の対象となった国債、手形、CPの受渡しとして行われる。

最後に、10月27日の例によって、上記のようなオペレーションのオファーおよび決済に関する事務について、当日中に行われるものを時間の流れに沿ってまとめておくと図表5-5のようになる。

第5節 金融市場のモニタリング等

オペレーションを日々実施するにあたっては、日銀当預全体の増減予想が重要な前提となるが、これが的確に予想できたとしても、オペレーションの金額やタイミング等を適切に決定するには、市場全体の資金の需給に関わる様々な情報が必要である。このため、日本銀行は、金融調節の円滑な遂行に向けて、市場参加者へのヒアリングを含む金融市場のモニタリングを通じた市場動向把握を日々行っている。また、市場参加者から入手した様々なデータ等について

52) 当日新たに実施された補完貸付から当日返済された補完貸付を引いた総額が600億円である。

53) 日本銀行は、当日の資金過不足と金融調節の最終結果の速報を午後6時頃（毎月最終営業日は午後7時頃）に、確報を翌営業日の午前10時頃に日本銀行ホームページで公表している。

5-5

日本銀行のオペレーション関連事務の1日の流れ

(2008年10月27日の例)

時刻	日本銀行の事務
9時30分	・先日付スタートの国債買現先オペ（1兆円）をオペ対象先に対してオフ ァー。
10時10分	・先日付スタートの国債買入オペ（3,000億円）をオペ対象先に対してオ フ ァー。 ・先日付スタートの国債買現先オペの入札締め切り。
10時25分頃	・先日付スタートの国債買現先オペの落札決定を行い、その結果を入札先 に連絡。また、日本銀行ホームページ等を通じて応札総額・落札額・落 札平均レートなどを公表。
11時40分	・先日付スタートの国債買入オペの入札締め切り。
12時頃	・先日付スタートの国債買入オペの落札決定を行い、その結果を入札先に 連絡。また、日本銀行ホームページ等を通じて応札総額・落札額・落 札平均レートなどを公表。
12時50分	・即日スタートの共通担保資金供給オペ（本店貸付オペ、6,000億円）を オペ対象先に対してオフ ァー。(11)
13時20分	・即日スタートの共通担保資金供給オペ（本店貸付オペ）の入札締め切り。
13時35分頃	・即日スタートの共通担保資金供給オペ（本店貸付オペ）の落札決定を行 い、その結果を入札先に連絡。また、日本銀行ホームページ等を通じて 応札総額・落札額・落札平均レートなどを公表。
随時	・申込みがあった先に対して補完貸付（ネットで600億円）を実行。(12)

(注) 日本銀行のオペレーションは、2010年末現在、基本的にはその種類ごとに以下の
ような定例の時刻にオフ
ァーされている。

- 9時20分 即日スタートのオペレーション（国債買現先オペ、国債売現先オペ、
共通担保資金供給オペ、手形売出オペ）
- 9時30分 先日付スタートのオペレーション（国債買現先オペ、国債売現先オペ、
CP等買現先オペ）
- 10時10分 先日付スタートのオペレーション（国庫短期証券買入オペ、国庫短
期証券売却オペ、国債買入オペ）
- 12時50分 即日スタートのオペレーション（国債買現先オペ、国債売現先オペ、
共通担保資金供給オペ、手形売出オペ）
- 13時 先日付スタートのオペレーション（共通担保資金供給オペ、手形売出オペ）
- 14時 国債補完供給

は、その集約結果を金融調節関連統計等として公表し、市場参加者への情報還元にも努めている。

1 市場モニタリング

日本銀行が誘導対象とする無担保コールレート（オーバーナイト物）は、短資会社が媒介する取引のレートを金額で加重平均したものとなっており、その日々の動向は、1日を通じてみたマクロ的な日銀当預の需給だけでなく、個々の市場参加者の調達・運用行動に相当程度影響される。

例えば、個々の市場参加者にとっては、資金の過不足状況の大きな変化により、日銀当預残高をプラスに維持するためには前日よりはるかに多くの資金を即日で調達しなければならないといったことが生じる。この場合、多額の資金を短時間で調達する必要や1先からの調達額にクレジットラインの制約がかかりうることなどから、調達希望レートを引き上げるなどの対応がとられるが、主要な参加者のこうした行動は、他の調達者や運用者の行動にも影響を与え、市場全体のレートの変動をもたらしうる。また、決済にかかる事故など予期せぬ事象によって、市場での資金取引が日中に大きく影響を受けることもある。

このため、日本銀行では、短期金融市場の主要な参加者である銀行や証券会社、取引の仲介者である短資会社などと密接に連絡を取り、個々の参加者の日々の資金調達・運用の動向や、市場における取引の状況等をモニタリングしている。このモニタリングは、金融調節部署（金融市場局）とオフサイト・モニタリング部署（金融機構局）が協力して実施しており、金融機関のオフサイト・モニタリングによって得られる個々の金融機関の資金繰りに関する情報も考慮する体制となっている（→第6章脚注3）。

こうしたモニタリングを通じて、主要な市場参加者の日々の調達・運用額や日銀当預残高の見込み、市場における資金の需給やレートの動向、日本銀行のオペに対する見方等の情報が収集される。これらの情報は、日々の資金供給・吸収オペの金額や期間、手段の選択、実施のタイミングなどの決定に大きく役立っている。

また、日本銀行は、金融政策を行っていくうえで必要な情報を集めるため、

こうした短期金融市場の動向に加え、国内外の金融・資本市場の動向の調査・分析を行っている。日本銀行は、これらを包括的にレビューし、内外市場関係者等に対して説明し、問題意識の共有にも役立つ観点から、**金融市場レポート**を半年ごとに刊行している。同レポートでは、短期的な市場の変動だけでなく、市場の基調やその背後にある需給動向・構造的な要因等についても説明を加えるとともに、市場機能面の課題と日本銀行の取り組み状況についても概観している。⁵⁴⁾

2 関連統計の作成・公表

日本銀行では、取引先等から金融調節に関連する様々なデータの提供を受けるとともに、それらの集計結果等を日本銀行ホームページで公表している。これらは、金融調節の結果としての金利の動きを捕捉することを可能にし、その効果を明らかにするとともに、短期金融市場の動向なども把握できることから、市場参加者等にとっても有益な情報となっている。

主要な公表統計を挙げると、①金利関連では、政策運営上の誘導対象である無担保コールレート（オーバーナイト物）の日々の加重平均値と最高・最低レート、短期の資金取引であるレポ（現金担保付き債券貸借および債券現先）取引の実勢レート（東京レポ・レート）などを公表している。②市場残高・取引額関連では、コール市場の業態別かつ有担保・無担保別の調達・運用の残高（平残・末残ともに月次）、無担保コールの期間別残高（月次）などを公表している。③オペレーション・日銀当預関連では、オペレーションを実施する都度、そのオファー額、期日等の条件と、応札額、落札額、落札決定レート、平均落札レート等の結果を公表している（月ごとに集計結果も公表）。また、日銀当座預金増減要因と金融調節（日次・月次）、業態別の日銀当座預金残高（月次）、日本銀行の国債の銘柄別保有残高（月次）、短期国債の銘柄別買入額（月次）、オペレーションの裏付け資産となる共通担保の担保種類別受入額（月次）なども公表している。

54) 金融市場レポートは日本銀行のホームページから入手できる。

第6節

国際的な連携

日本銀行では、金融調節や金融市場のモニタリング等を巡る中央銀行間での国際的連携にも取り組んでいる。具体的な連携は、2国間での対話・情報交換から多国間での協調や情報交換・意見交換まで様々なかたちをとるが、なかでもBISが事務局を務める市場委員会とグローバル金融システム委員会の活動が重要なウェイトを占める。

市場委員会 (MC)⁵⁵⁾ は、主要21か国・地域の中央銀行において金融調節などを担当する幹部により構成され、金融市場の機能度・金融調節に関する現状評価や、これらに影響を与えうる長期的・構造的な動向の評価・分析を行っている。また、議論の促進と市場の透明性向上のため、各国の金融政策・金融調節の枠組みについて整理・比較したペーパー⁵⁶⁾を公表している。

グローバル金融システム委員会 (CGFS)⁵⁷⁾ は、主要22か国・地域の中央銀行の副総裁・理事クラスにより構成されており、国際金融市場の潜在的なストレス要因を特定・評価し、金融市場の構造を支えている諸要因に対する理解を深め、国際金融市場の機能と安定性を向上させることを目指している。また、CGFSは、BISが作成している「国際資金取引統計」、「国際与信統計」の集計の監督も行っている。

このほか、各国の中央銀行間では、必要に応じて随時、意見交換・情報交換が行われているが、こうした金融調節・金融市場モニタリング等を巡る国際的連携は、近年、その重要性を増している。2007年夏以降の世界的な金融危機の局面でも、各国の中央銀行間で緊密な連携・情報交換が行われ、政策協調や各国中央銀行による様々な金融調節手段の拡充等の実現につながった⁵⁸⁾。具体的には、日本銀行は、米ドル市場の流動性の状況が円市場の流動性に及ぼしうる

55) Markets Committee の略である。

56) BIS のホームページ (<http://www.bis.org>) から入手できる。

57) Committee on the Global Financial System の略である。

影響に鑑み、海外主要中央銀行とともに米国連邦準備制度と通貨スワップ協定を締結してドル資金を調達し、時限措置として米ドル資金供給オペを実施して市場へのドル資金供給を行った。また、主要国の中央銀行の間では、外国国債等を担保として適格化する動き（いわゆるクロスボーダー担保の適格化）が広がっており、日本銀行も、各国と連携を図りつつ、2009年5月に、金融市場の情勢に応じた金融調節の一層の円滑化を図るとともに、担保取扱いの一層の効率化を図る観点から、必要と認められる場合に限り米国債、英国債、ドイツ国債およびフランス国債を適格担保化することを決定した。

58) この点、日本銀行は、従来から比較的多くの金融調節手段を有しており、こうした専門的知見が、海外中央銀行が金融調節手段の拡充等を検討する際に大いに活用された。