



# **BOJ** *Reports & Research Papers*

2008年6月

## 日本銀行の金融市場調節

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。

1. はじめに.....	1
2. 「金融市場調節」とは何か.....	1
3. 金融市場調節の枠組み.....	2
3-1. コール市場と日本銀行の当座預金.....	2
(1) コール市場.....	2
(2) 日本銀行の当座預金.....	3
(3) コール市場の「資金」とコールレートの形成.....	4
3-2. 日銀当預の需要と供給.....	4
(1) 日銀当預への需要.....	4
(2) 日銀当預の供給.....	6
3-3. 金融市場調節の制度的枠組み.....	8
(1) 準備預金制度.....	8
(2) 公開市場操作（オペレーション）.....	9
(3) 補完貸付制度.....	10
3-4. オーバーナイト金利形成のメカニズム.....	11
(1) 金利形成に関する理論的な整理.....	11
(2) 日本におけるオーバーナイト金利形成の現状.....	13
4. 金融市場調節の実務.....	16
4-1. 金融市場調節に関連する情報の収集・提供.....	16
(1) 日銀当預の増減（資金過不足）の見通し.....	16
(2) 市場モニタリング.....	21
(3) 関連統計の作成・公表.....	22
4-2. オペレーション.....	23
(1) オペレーションの手段.....	23
(2) オペレーション対象先の選定.....	26
(3) オペレーションの事務の流れ.....	27
(4) オペレーション運営の現状、特徴点.....	31

5. 諸外国における金融市場調節の枠組み.....	34
(1) 概観.....	34
(2) 準備預金制度.....	35
(3) 常設ファシリティ.....	37
6. おわりに.....	39
参考文献.....	41

## 1. はじめに

2007年8月、主要国の中央銀行は金融市場の混乱を受けて大量の資金供給を行った。同12月と2008年3月には、欧米の5つの中央銀行が市場の安定を図るための諸措置を講じた。日本銀行も、これらの措置を歓迎するとともに、金融市場調節を通じて市場の安定に努めた。こうした動きが広く報道される中で、マスコミや内外の市場関係者の方から、日本銀行が行っている金融市場調節について、ご質問を受けることが多くなった。また、中央銀行の間でも、金融市場調節に関する情報発信など市場とのコミュニケーションのあり方について、検討が進められてきている<sup>1</sup>。本稿は、こうした点を踏まえ、日本銀行の金融市場調節を概説する資料として作成したものである。

以下では、現時点における日本銀行の金融市場調節について、その意義、枠組みならびに実務を説明する。また、他国との相違点等にも触れる。最後に、現在の金融市場調節の位置づけを述べて結びとする。

## 2. 「金融市場調節」とは何か

現在、日本銀行は、多くの中央銀行と同様に、短期の市場金利をコントロールし、これを起点として民間経済主体の金融・経済活動に影響を与えることにより、金融政策を運営している。

具体的には、日本銀行は、定期的で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政策の運営方針である「金融市場調節方針」を決定しており、この中で「無担保コールレート（オーバーナイト物）を〇%前後で推移するよう促す」ことを定めている。「無担保コールレート（オーバーナイト物）」とは、金融機関等がごく短期の資金を貸借する際の金利であり、「誘導目標金利（あるいは政策金利）」と呼ばれる。また、「〇%前後」は「誘導目標水準（あるいは単に誘導目標）」と呼ばれる。日本銀行は、この金融市場調節方針に従って、いくつかの手段を用いて、無担保コールレート（オーバーナイト物）を誘導している。

---

<sup>1</sup> 金融安定化フォーラム報告書（Financial Stability Forum（2008））参照。

こうした金融政策の実行のプロセス (implementation of monetary policy) を「金融調節」あるいは「金融市場調節」と呼ぶ。本稿では原則として「金融市場調節」の語を用いる。

### 3. 金融市場調節の枠組み

#### 3-1. コール市場と日本銀行の当座預金

以下では、日本銀行がどのように無担保コールレート（オーバーナイト物）（以下、無担0/Nコールレート）を誘導しているかをみていく。その前提として、まず、コール市場と日本銀行の当座預金について説明する。

##### (1) コール市場

金融機関は、顧客に対して要求払い預金（銀行券の受払）や為替送金等の決済サービスを提供している。また、預金の受入れ等により資金を調達する一方、貸出の実行や有価証券の売買等により資金を運用している。金融機関は、これらを行った結果として最終的に生じる日々の資金の不足ないし余剰を、コール市場などの短期金融市場で調整している。例えば、資金不足の金融機関はコール市場で資金を調達し（コール・マネーの取入という）、資金余剰の先は資金を運用している（コール・ローンの放出という）<sup>2</sup>。現在の金融市場調節の誘導目標金利である無担0/Nコールレートとは、コール市場において、金融機関等が無担保で1日だけ資金を貸借する（約定当日に貸付が実行され、翌営業日に返済される）取引の金利である<sup>3</sup>。

<Box> コール市場、コール取引とは

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、日本で最も長い歴史をもつ短期金融市場である。

<sup>2</sup> コール市場など日本の短期金融市場については、東短リサーチ（2002）参照。

<sup>3</sup> 日本銀行が公表している無担0/Nコールレートは、短資会社が媒介した当日の全取引のレートを取引金額で加重平均した値である。

コール市場には、都市銀行、地方銀行、第二地方銀行、信託銀行、投資信託、外国銀行、協同組織金融機関の中央機関、金融商品取引業者（証券会社）<sup>4</sup>、証券金融会社、保険会社、および取引の仲介業者である短資会社などが参加している。また、取引の形態としては、①担保付の取引（有担コール）と無担保の取引（無担コール）、②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>と呼ばれる）、に分かれる（図表1参照）。

コール市場では、1927年（昭和2年）の金融恐慌の際に、資金調達の無担コールへの依存が混乱の一因になったとの反省から、有担保が原則となっていた。しかし、金融自由化に伴い無担保取引へのニーズが高まったことや、有担コールには担保差入等の事務負担があること、代表的な担保であった手形が減少したこと等から、1985年（昭和60年）に無担コールが再び設けられ、1990年代には有担コールを上回る規模となった。その後、量的金融緩和政策の下で無担コールの市場規模が有担コールを下回る時期があったが、2006年3月の量的緩和解除後は、再び無担コールが有担コールを上回る状態が続いている。

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圧倒的に多い。また、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。

## （2）日本銀行の当座預金

日本銀行は、金融機関等との間で当座勘定取引契約を締結し、当座預金取引を行っている。こうして日本銀行が金融機関等から受け入れている当座預金（以下、日銀当預）には、3つの役割がある<sup>5</sup>。すなわち、①金融機関等同士の間や、金融機関等と日本銀行・国との間で取引の決済を行うための手段（決済手段）、②金融機関等が個人や企業に現金を支払うための準備（現金通貨の支払準備）、③準備預金

<sup>4</sup> 有価証券関連業を行う金融証券取引業者のうち、第一種金融商品取引業を行う者をいう。なお、日本銀行法施行令10条、日本銀行業務方法書8条、金融商品取引法2条、同28条参照。

<sup>5</sup> 日本銀行金融研究所編（2004）第3章参照。

制度の下での準備預金、である。これらのうち①と②は、個人や企業が金融機関に保有する要求払預金と同じ役割である。一方、③は日銀当預に特有の役割である（この点は後述する）。また、決済手段としての役割についても、日銀当預は、取引当事者間の決済を最終的に完了させることができるという意味で現金通貨と同様の支払完了性（ファイナリティ）をもつほか、日銀ネット（日本銀行金融ネットワークシステム）と呼ばれるコンピューター・ネットワークを用いて振替が行えるなど、安全性と効率性の極めて高い大口の資金決済手段となっている。

### （3）コール市場の「資金」とコールレートの形成

コール市場で取引される資金の受払いには、安全性や効率性などの観点から、基本的に日銀当預が用いられる。このため、無担 0/N コールレートは、当日の日銀当預が余剰となる主体と不足となる主体との間において、その過不足が調整される中で決まる金利となっている。また、コール取引はオーバーナイト物中心となっており、金融機関等が資金の調達と運用を行う中で、日々の日銀当預残高を適切に調整するために、無担コール・オーバーナイト物を活用していることが分かる。このことは、コール市場が金融機関等にとって資金繰りの最終調整の場となっていることを示している。

こうしたことから、日本銀行としては、日銀当預に対する需要と供給を調整することにより、無担 0/N コールレートの形成に強い影響を及ぼすことができる。

## 3-2. 日銀当預の需要と供給

次に、日銀当預の需要と供給がどのように決まっているか、また、日本銀行がこれらにどのように関わっているかを説明する<sup>6</sup>。

### （1）日銀当預への需要

日銀当預は無利息とされている。このため、日銀当預の保有主体（当預取引先）

---

<sup>6</sup> 中央銀行の当座預金に対する需要と供給については、Borio (1997)、斎藤 (2000)、白川 (2008) 参照。

である金融機関等は、その保有額を必要最小限にとどめようとする。しかし、一方で、日銀当預には上述の3つの役割があり、それらに応じた需要がある。以下では、①決済手段と②現金通貨の支払準備としての需要をまとめて「決済需要」、③準備預金としての需要を「準備需要」と呼ぶ。

#### ①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。個々の当預取引先にとっては、1日を通じて、決済や現金の受払いを予定通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通りに行えなくなるリスクを考慮し、1日の終わりの時点でもある程度の残高をもつことを許容する。そうした個々の需要（1日の終わりの日銀当預保有額）を集計したものが、当預取引先全体としての決済需要となる。

もともと、決済需要は安定的とはいえない。個々の当預取引先の需要は日々の資金決済の金額や件数の増減に応じて変化すると考えられるが、その変化の度合いは各先の直面する決済の不確実性等によって異なりうるため、マクロでみた日銀当預残高（日銀当預の供給）は一定でも、決済需要は増減しうる。また、市場での資金調達の容易さ（市場流動性）等の要素も、決済需要を変動させうると考えられる。

さらに、決済需要は、日中の流動性が当座貸越の形で提供されることにも影響される。日本銀行は、日銀当預の保有主体（当預取引先）が一定の条件を満たせば、日本銀行に予め差入れている担保の余裕額の範囲で、日銀当預残高を超える資金の支払を行えるように日中当座貸越を行っている<sup>7</sup>。こうした制度の下では、個々の当預取引先は、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進めることができる<sup>8</sup>。しかし、個々の当預取引先の担保余裕

---

<sup>7</sup> この当座貸越は無利息で提供されており、有担保・無料で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、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。

<sup>8</sup> 単純化すれば、個々の主体にとっての日銀当預への需要は、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。もともと、この関係



額は区々であり、かつ変動しうる。この面からも、当預取引先全体としての決済需要は増減しうると考えられる。

## ②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づけられることによって生じる。当預取引先の場合、1日の終わりの日銀当預残高がそのまま準備預金としてカウントされる。積み立てるべき金額は、一定のルールに従って算出され、積立て方法も定められているため、一定の期間における準備需要は安定しており、予測可能となっている。準備預金制度の適用先（準預制度適用先）全体の準備需要は、日本銀行が定める準備率によって増減するが、現在の準備率の下では、上記のように日中当座貸越が提供されている点も踏まえると、通常は決済需要を上回っているものと考えられる。このように、一定の期間における日銀当預への需要は、準備預金制度によって概ね安定的で予測可能となっている。

## （2）日銀当預の供給

### ①外生要因による日銀当預残高の増減

日銀当預残高（ある時点における日銀当預の供給総額）は、オーバーナイト金利の誘導を行う1日や1か月といった期間で見ると、当預取引先である金融機関等や日本銀行がコントロールできない要因（外生要因）によって増減する。こうした要因は次のように整理できる。

#### a. 銀行券の発行・還収

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

---

は当預取引先ごとに大きく異なりうる。

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。

#### b. 財政資金の受払い等

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となる。

また、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、これに含まれる。例えば、円売り介入の決済は財政資金の支払となる<sup>9</sup>。

これらのほか、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。

日本の場合、これらの要因による日銀当預の増減が外国に比べて大きいという特徴がある。また、日々の振れと数か月単位でみた振れは、いずれも大きい（図表2、3）。

#### ②公開市場操作（オペレーション）

上記の外生要因の変動により日銀当預残高の増減（「資金過不足」という）が生じる場合、当預取引先全体の日銀当預への需要に変化がなければ、金融機関等と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。その結果、無担0/Nコールレートは大きく変動してしまう。

このため、日々の資金過不足を予想したうえで、これを適切に相殺するように日銀当預の供給を調整することが必要になる。日本銀行は、当預取引先との間で、金融資産の売買や資金貸付などの取引を行うこと（公開市場操作＜オペレーション

---

<sup>9</sup> ただし、円売り介入資金は、その都度政府短期証券の発行により市場から調達され（同額の財政資金の受入が発生）、資金過不足への影響は速やかに相殺されることに留意が必要である。

>)により、日銀当預の供給を調整している。

### 3-3. 金融市場調節の制度的枠組み

上記のように、日本銀行は、準備預金制度によって日銀当預への需要を概ね安定かつ予測可能なものにしたうえで、外生要因がもたらす日銀当預の増減に応じて、公開市場操作（オペレーション）によってその供給を調整している。このように、日本銀行の金融市場調節は、日銀当預に対する需要と供給の両面に働きかけるものとなっている。

また、日銀当預の需給のマクロ的な調整に加え、無担0/Nコールレートの上昇に歯止めをかけるため、日本銀行は、無担0/Nコールレートの誘導目標水準を上回る金利で、当預取引先に対する相対の担保付貸付を行っている。これを補完貸付制度という。

このように現在の金融市場調節の枠組みは、準備預金制度、公開市場操作（オペレーション）、補完貸付制度から成り立っている。これらの制度の概要は以下のとおりである。

#### （1）準備預金制度

銀行等の預金取扱金融機関は、「準備預金制度に関する法律」により、預金など一定の負債（準備預金対象債務）に所定の準備率を乗じて計算される金額を、日銀に対する預け金として保有することが義務付けられている（図表4参照）。この日銀に対する預け金（日銀当預<sup>10</sup>ただし、当預取引先でない場合は「準備預り金」）が準備預金である。準備預金に対する付利は行われていない。

準備預金は、主として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（部分的後積み方式<sup>10</sup>。積み期間中に積

---

<sup>10</sup> 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基に所要準備額を算出の上、後日これを積立てる方式である。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立てていく方式である。部分的後積み方式とは、両

立てるべき準備預金の総額を準備預金所要積数という<所要準備額はこれを当該月の日数で除したものに一致する>。準備預金制度適用先（準預先）は、積み期間中の日々の日銀当預残高を累計した準備預金積立額（積数）が所要積数に達しない場合、その不足額（準備不足額）に「基準割引率+3.75%」を乗じた金額をペナルティとして支払わなければならない。

このように、準備預金には付利されない一方、準備預金の積立て不足に対してこうしたペナルティが課されていることから、準預先は、積み期間中の日銀当預の平残をなるべく所要準備額と一致させるように（ただし下回らないように）準備預金を積立てる誘因をもつ。

準備預金制度の準備率等については、日本銀行の政策委員会が金融政策決定会合において設定・変更・廃止する。準備率は、1991年10月以降変更されていない。このように、本制度の現在の意義は、日銀当預への需要を概ね安定的かつ予測可能にする点にあり、準備率操作により金融緩和・引締めを図るものではなくなっている<sup>11</sup>。

## （2）公開市場操作（オペレーション）

日本銀行は、日本銀行法に基づき、①有価証券を担保とする貸付け、②手形・債券の売買、③現金担保付債券貸借（現担レポ）、を通常業務として行うことができる。また、証書貸付債権を担保とする貸付けを行うことも認可されている。日本銀行が実施するオペレーションは、法的には、こうした通常業務か認可業務あるいはこれらの組合せとして構成されている<sup>12</sup>。

オペレーションに関しては、売買の対象となる手形・債券の種類、条件その他の事項、また貸付けの担保の種類、条件および価額等について、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・変更している。このうち、オペレーションの

---

者が折衷された方式である。

<sup>11</sup> 準備預金制度について、かつては、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、つまり、準備率操作は金融緩和・引締めの効果をもつとされていた（例えば、武藤・白川共編<1993>参照）。

<sup>12</sup> 現担レポは、現在、オペレーションの手段として使用されていない。

相手方については、金融機関<sup>13</sup>、金融商品取引業者（証券会社）、証券金融会社、短資業者の中から選ぶこととしている。また、オペレーションによる資金供給の期間は、手段によって異なるが1年以内、資金吸収の期間は、同じく6か月以内となっている。

### （3）補完貸付制度

日本銀行は、上述のとおり担保付貸付けを業務として行うことができる。補完貸付は、こうした担保付貸付けを相手方の申し出に応じて受動的に実施するものであり、常設貸付ファシリティと位置付けられる。補完貸付の貸付期間は1営業日であり、貸付金利（「基準貸付利率」という）は、無担O/Nコールレートの誘導目標を上回る水準に設定されている<sup>14</sup>。

こうした条件は、金融政策決定会合で決定・変更される。補完貸付制度の対象先となりうる金融機関等の範囲および担保の種類は、オペレーションとしての貸付と同じである。

#### <Box> 量的金融緩和政策下における金融市場調節

現在の金融市場調節は、短期の市場金利を誘導目標としている（いわゆる「金利ターゲット」）。これと異なり、日本銀行は2001年から2006年にかけて、いわゆる量的金融緩和政策を採用し、日銀当預残高を一定水準に保つ「当座預金ターゲット」の金融市場調節を行っていた。

当座預金ターゲットの金融市場調節も、日銀当預の需給を調整することによって変わりではなく、上述の枠組みも同じであった。ただし、ターゲットとされた日銀当預残高は保有を義務付けられた準備預金額（所要準備）を上回っていたほか、補完貸付制度は利用されない環境であった。こうした中で、日本銀行は、オペレーションの手

<sup>13</sup> 銀行その他の預金等の受入れ及び為替取引を業として行う者をいう（日本銀行法37条）。

<sup>14</sup> 現在は、誘導目標水準+0.25%となっている。なお、現行制度では、原則として、1積み期中の貸付実行日数が5日を超えると、6日目以降の貸付には「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、2005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。

段や方法等にかかる様々な見直しや工夫を行い、所要準備を上回る日銀当預への需要を喚起することにより、金融市場調節を行っていた<sup>15</sup>。このように、金融市場調節は、そのときの金融政策に応じて、その枠組みの機能や用いられ方が異なることがある。

### 3-4. オーバーナイト金利形成のメカニズム

#### (1) 金利形成に関する理論的な整理

金融市場調節の実務の説明に進む前に、現在の枠組みの下で、無担O/Nコールレートがどのように決まっているのかを簡単にみておく。ここでは、オーバーナイト金利（無担O/Nコールレート）の形成メカニズムのポイントを、日銀当預の決済需要と準備需要に分けて説明する<sup>16</sup>。

##### ① 決済需要

日銀当預は無利息であり、当預取引先にとって、その保有の機会費用はオーバーナイト金利が高いほど大きくなる。このため、決済需要（日銀当預を決済手段、現金通貨の支払準備として保有する需要）は、オーバーナイト金利が高くなれば減少する。他方、決済需要に関しては、決済や現金の受払いには不確実性がある（発生の有無や規模を確実に予見できない）ものの、金融機関等として負う支払義務は通常必ず守らなければならないとの特徴がある。すなわち、金融機関等が仮に約束通り決済を行えない場合、その信用は大きく傷つき、市場から退出しなければならない惧れがある。このため、決済需要は、個々の当預取引先が当日の決済を予定通り完了させるのに必要と見込む額の合計額までは、金利に非弾力的となると考えられる。

<sup>15</sup> Maeda, et al (2005)、日本銀行企画室 (2002) 参照。

<sup>16</sup> 以下の説明はあくまで単純化した模式的なものである。白川 (2008) のほか、準備需要については、翁 (1991)、斎藤 (2000) 参照。また、日米欧におけるオーバーナイト金利の形成メカニズムを扱ったものとして、林 (2000)、Hilton and Hrung (2007)、Moschitz (2004) がある。

## ②準備需要

準備需要（日銀当預を準備預金として保有する需要）は、積み期の最終日とそれ以外の日で次のように異なる。ここでは決済需要は考慮に入れない。

### a. 積み最終日

積み最終日の準備需要は、残り所要額である。準預先は、この残り所要額を高い金利を払ってでも調達し、必ず積み終えなければならない。準備預金の積立てに不足が生じると、ペナルティが生じるためである。他方、余分に積立てを行うこと（超過準備を保有すること）は、市場での運用機会を逸することになる。従って、準備需要は極めて金利非弾力的になり、需要曲線は残り所要額の位置でほぼ垂直になる（図表 5(1)）<sup>17</sup>。

### b. 積み最終日以外

積み最終日以外の準備需要は、残り所要額では固定されない。準備預金の積立ては積み期中の平均残高が所要準備額になるように行うものであるため、積み最終日以外の日では、ある日と別の日の準備預金は完全に代替的である。このとき、準預先はその日の金利と将来市場で成立すると予想される金利を比較し、その日の金利が低ければ資金を調達して準備預金の積みを進め、逆にその日の金利が高ければ準備預金を取り崩して資金を運用することで（あるいは市場から資金を調達せず）準備預金の積みを遅らせる。従って、準備需要は極めて金利弾力的になり、需要曲線は、将来予想される金利の水準でほぼ水平となる（図表 6(1)）<sup>18</sup>。

こうしたメカニズムにより、オーバーナイト金利は誘導目標水準近傍で安定しやすくなる。これは準備預金制度の「平準化（アベレージング）機能」と呼ばれる。

---

<sup>17</sup> 積み最終日において、日本銀行は、供給額の大小にかかわらず、オーバーナイト金利の誘導目標水準で準備預金を供給しようとする。ここでは日本銀行は需要曲線の形状を正確に知っており、かつ供給額をいかようにもコントロールできると仮定するため、準備預金の供給曲線は誘導目標の位置でほぼ水平になる（図表 5(2)）。従って、積み最終日のオーバーナイト金利は誘導目標と等しくなる。そして、このことが確実であると予想されることにより、積み最終日以外の日々のオーバーナイト金利も誘導目標水準となる。

<sup>18</sup> 積み最終日以外の日については、供給曲線がどこにあると、オーバーナイト金利は将来成立すると予想される金利の水準に鞅寄せされる。つまり、日本銀行による準備預金の供給額の多寡は、オーバーナイト金利の決定に影響を及ぼさないことになる（図表 6(2)）。

### ③日銀当預への需要：決済需要と準備需要

決済需要と準備需要はいずれも同じ日銀当預への需要であるため、両者の関係はオーバーナイト金利の形成に影響を及ぼす。すなわち、準備需要が決済需要を常に上回っていれば、準備預金制度の平準化機能により金利は安定しやすいと考えられる。しかし、決済需要は日々変動しうるほか、その予備的動機に基づく部分は決済等に関する不確実性が高まれば増加する<sup>19</sup>。このため、準備需要をどの程度大きくするか（できるか）次第ではあるが、決済需要が準備需要を上回るケースも生じると考えられる（図表7(1)）。

また、決済需要の存在は、準備預金制度の平準化機能にも影響を及ぼす。上記の説明においては、積み最終日以外の各日における準備預金は相互に完全に代替的であった。しかし、日々の決済需要を考慮に入れると、これらの日の準備預金（日銀当預）は完全に代替的ではなくなり、積み最終日以外の日の間での金利裁定が働きにくくなる。これにより、オーバーナイト金利は誘導目標水準に必ずしも鞅寄せされなくなる。また、日本銀行による日銀当預の供給額の多寡がオーバーナイト金利の決定に影響を及ぼすことになる（図表7(2)）。

## （2）日本におけるオーバーナイト金利形成の現状

2006年から2007年にかけての日次の無担0/Nコールレート（加重平均値および日中のレート分布）、日銀当預決済額、外生要因による日銀当預増減額、のデータから、日本におけるオーバーナイト金利の形成について、次の点を指摘できる。

まず、無担0/Nコールレート（加重平均値）は、誘導目標水準の近傍で推移している。同レートの変動も総じて小さい。特に2007年8月以降は、欧米の短期金融市場が混乱し、各市場でオーバーナイト金利の変動が大きくなったのとは対照的に、無担0/Nコールレートは安定しているといえる。これは、基本的に、金融市場調節の枠組みが概ね上手く機能していることを示すものと考えられる。

---

<sup>19</sup> Furfine (2000) は、所要準備額の減少を主因として中銀当預への需要に不確実性が生じやすくなった米国の例について、積み期間中のオーバーナイト金利（フェデラルファンド・レート）の変動の多くが銀行間の決済フローの多寡によって説明できるとしている。



次に、積み期中における無担0/Nコールレート(加重平均値)の変動や日中のレート変動をやや詳細にみると、以下の傾向がある。

第一に、日銀当預決済額の多い日(いわゆる「モノ日」)には、無担0/Nコールレート(加重平均値)が上昇しやすい。具体的には、日銀当預決済額は、毎月20日、25日、月末日(期末日)に増加する傾向があるが、こうした決済額の多い日(上位約10%)の無担0/Nコールレートは、それらを除く通常日よりも幾分高くなっている(図表8(1))<sup>20</sup>。この点については、次のように説明できると考えられる。

決済額の特に多い日においては、個々の当預取引先にとって、自己の日銀当預残高(および日中当座貸越残高)に関する不確実性が增大するため、予備的な日銀当預への需要が生じる。この場合、予定通り決済を履行できない、あるいは1日の終わりの日銀当預残高を0以上にできないリスクが意識される限り、誘導目標水準を上回るレートでの調達も合理的となる(これらリスクが顕現化した場合のペナルティを考慮すると、準備預金制度の平準化機能は十分働かない)。また、上記の「モノ日」のうち期末日については、決済額が多いことに加え、自己資本規制との関係等から資金放出(リスクアセットの保有)を抑制する金融機関が増え、これが日銀当預への追加的な需要を生み出すと考えられよう。他方、決済額が少ない日については、決済に係る不確実性が小さく、日銀当預への予備的な需要は僅かしか生じないと考えられる。

こうした中で、モノ日における日本銀行の当預供給額は通常日より多くなっているが、こうした決済需要を正確に予想するのが困難なことや、レート上昇圧力を完全に抑えこむためにさらに多額の供給を行った場合、準備預金の積立てが大幅に前倒しとなり、残りの積み期中に強いレート低下圧力を生じさせること等から、極端に供給を増額させる運営とはしていない。

第二に、無担0/Nコールレートの日中変動は、積み最終日にかけて幾分大きくなる傾向がある(図表9(2))<sup>21</sup>。この要因としては、まず、積み最終日においては、

---

<sup>20</sup> ただし、決済額の多寡とレートの高低が一意に対応する訳ではない。なお、各積み期中の無担0/Nコールレートの推移には、月末日にかけて高くなりその後低下するパターンがみられる(図表8(2))。

<sup>21</sup> これに対していわゆる「モノ日」の日中変動は特段大きくはない(図表9(1))。

正確に残り所要額を保有しなければ無視できないコスト（不足の場合はペナルティ、余剰の場合は機会損失）が発生することが挙げられる。このため、積み最終日には、残り所要額の保有が確保できるまでは誘導目標水準を上回るレートでの調達が行われやすい一方、準備預金の超過保有が生じる見込みとなると、誘導目標水準を下回るレートでも運用しようとする動きが生じる<sup>22</sup>。また、積み最終日の超過準備がカレンダー要因により翌積み期の積立てに回るケースにおいては、全準預先が残り所要額を確保した後であっても、誘導目標水準より著しく低いレートでの取引が行われることがある。この場合、加重平均値は誘導目標水準を大きく下回ることになりやすい<sup>23</sup>。

こうしたことから、積み最終日には日中のレート変動が大きくなりやすい。また、積み最終日前においても、積み最終日の残り所要額を一定の水準にするためには、積み最終日に近づくにつれて積みの進捗を変化させる余地が小さくなることにより、日中のレート変動が生じやすくなると考えられる<sup>24</sup>。

なお、この点については、積み最終日の残り所要額は分かるものの、これらの日の決済需要や超過準備保有への許容度等を勘案して日銀当預の適切な供給額を見

---

<sup>22</sup> その際、積立てが不足した場合のコストが超過した場合のコストより大きいことや、全ての準預先が残り所要額の積立てを終えた後は（準備預金の超過保有額を翌積み期分の積立てとして持ち越せない限り）取引は通常成立しないことから、コールレートの加重平均値でみると、一般には上記の動きのうちレート上昇圧力だけが顕現化しやすい。ただし、これを勘案して残り所要額の確保が容易になるように準備預金を多額に供給すると、1日の早い段階から明確に余剰感が生じ、レート低下圧力が顕現化することもある。

<sup>23</sup> 例えば、積み最終日（15日）が土曜日の場合、14日の日銀当座預金残高が15日と翌積み期初日である16日（日曜日）の残高となる。このとき、14日に残り所要額を上回る残高を保有することは当積み期に関しては無駄となるが、16日にとっては有効な準備預金の積立てとなる。このため、例えば0.16%で当該超過額を調達することができれば、3日間合計の調達コスト（当該超過額×0.16%×3）は、16日に同額を0.5%で1日だけ調達するより低コストとなる。他方、既に超過準備を保有する主体は、例えばこれを14日に0.17%で運用できれば16日に同額を0.5%で1日運用するより有利となる。市場では、こうした採算の観点のほか、各主体が先行き金利観などを踏まえて取引を行う結果、上記のような低いレートで取引が成立することがある。これは少額であっても無担0/Nコールレート（加重平均値）を大きく引き下げることになる。

<sup>24</sup> 個々の金融機関にとって、準預残高を1日当りの残り所要額から乖離させた場合の影響が次第に大きくなる。例えば、積み最終日の前営業日の準預残高が1日当り残り所要額から1千億円下振れたとすると、最終日の準預残高を前日対比で2千億円増やさなければならなくなる。こうした振れを避けるためには、最終日近くには1日当り残り所要額を確実に積立てることが重要となる。このため、残り所要額を確保するまでは誘導目標を上回る金利での調達が行われるが、これが終了した後は誘導目標以下でしか調達を行う（積立てを進める）理由はなくなる。

極めることは容易でないうえ、上述のモデルとは異なり、実務上は日銀当預の供給額を日中に増減させることに一定の限界があることが影響していると考えられる。

## 4. 金融市場調節の実務

### 4-1. 金融市場調節に関連する情報の収集・提供

#### (1) 日銀当預の増減（資金過不足）の見通し

##### a. 日銀当預増減要因の予測

日銀当預の供給をオペにより調整するにあたっては、日銀当預が外生要因（銀行券要因、財政等要因）でどのように増減するかを的確に予想することが必要となるが、既述のようにその振れが大きいだけに、この予想の精度は無担 0/N コールレート形成に大きな影響を及ぼしうる。この点、日本銀行による日銀当預の増減の予想は誤差が小さく、レート安定の大きな要因となっている。

外生要因の予測としては、数か月先までの予測を行い、これを月次ベースで修正していく中長期的なプロセスと、月次の予測を基に、これを週次、日次で修正していく短期的なプロセスがある。これらの予測をなるべく正確に行うため、日本銀行の本支店では、官庁や金融機関等から必要なデータを日々集めている。また、過去の各要因の変動パターンや金融経済指標の動向、足許の増減予想と実績の誤差等进行分析し、それらを踏まえて以下のように予測を行っている。

- ①銀行券の発行・還収については、過去の季節性等のパターンと最近の発行・還収のトレンド等に基づいて中長期の予測を行っている。また、短期的な予測は、日本銀行の本支店が各金融機関から銀行券の受払いの見込み額を聴取し、それを集計することによって行っている。
- ②財政資金の受払いについては、日本銀行が政府の諸官庁から資金の受払いの予定データを集め、これを積み上げるとともに、法人税納税額については企業決算等の経済指標分析も用いて行っている。また、短期的な予測は、諸官庁および金融機関からの財政資金見込み額の聴取に基づいて行っている（図表10）。

## b. 日銀当預増減要因の予想と実績の公表

日銀当預増減要因の予想と実績は、オペレーションを行う前提となるものであり、短期金融市場の参加者にとって重要な情報と考えられることから、月次と日次で公表している。

### ①月次ベースでの公表

予想については、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（図表11）。ここでは、増減要因を銀行券の発行・還収と財政資金の受払いその他に大別し、各要因による当月中の日銀当預増減額の見込みおよびその合計（ネットでの資金過不足の見込み）を示している。また、月中で特に資金過不足額の大きいと見込まれる日も公表している。

実績については、通例毎月第1営業日に「日銀当預増減要因と金融調節（〇年〇月実績）」を公表している（図表12）<sup>25</sup>。ここでは、前月中の要因ごとおよび合計の増減額を、前月中のオペレーションと日銀当預（当座預金）、準備預金の増減額とともに公表している。

### ②日次ベースの公表

予想については、毎営業日、「日銀当座預金増減要因と金融調節（〇月〇日分）」を公表し、その中で、翌営業日の銀行券要因、財政等要因、資金過不足の増減予想額を明らかにしている。ここでは、当日までに実施されたオペによる翌営業日の日銀当預増減額（金融調節）、これと資金過不足をあわせた最終的な日銀当預増減予想額を公表している（図表13）。

実績については、上記要因ごとの増減と当日実施したオペを含めたオペによる増減、これらを合計した日銀当預の増減を、当日夕刻の速報と翌営業日午前の確報の2回、公表している。また、これらとともに、当日の当座預金残高、準備預金残高、非準預先残高（準預先以外の当預取引先の残高）、翌日以降の残り要積立額等を公

---

<sup>25</sup> このほか、「日銀当座預金増減要因と金融調節（〇年〇月実績速報）」を当月の最終営業日に公表している。

表している（図表 14）<sup>26</sup>。

<BOX> 中央銀行当座預金（中銀当預）増減要因の公表に関する欧米との比較

下表のとおり、日本銀行は日銀当預を増減させる要因の予想と実績に関して、情報の詳細さと公表の早さ、頻度の点で、充実した公表を行っている。

	予想	実績
日銀	“日銀当座預金増減要因と金融調節（予想）” 【前営業日18:00頃】 ・銀行券要因、財政等要因、金融調節、当預増減見込み等	“日銀当座預金増減要因と金融調節（速報）” 【当日18:00頃】 ・予想の項目＋超過準備等
	“本日の当座預金残高、準備預金残高見込み” 【当日8:00頃<ベンダー公表>】 ・準預、当預見込み	“ 同 （確報）” 【翌営業日10:00頃】
	“日銀当座預金増減要因（見込み）”【月次】 ・銀行券要因、財政等要因、大幅な資金不足日・余剰日等	“日銀当座預金増減要因と金融調節（実績速報）”【月次】
		“ 同 （実績）”【月次】 “業態別の日銀当座預金残高”【月次】
FRS	なし	“Aggregate Reserves of Depository Institutions and the Monetary Base”【週次】 ・準預残高、所要準備、超過準備、連銀貸出等
		“Factors Affecting Reserve Balances”【週次】 ・金融調節、銀行券要因、その他財政要因等
ECB	“Forecasts of autonomous factors” 【週次（定例オペのオファー日、割当時の2回）】 ・先行き約1週間のAutonomous Factorsの日次平均	“Daily liquidity conditions”【翌日8:00頃】 ・準預残高・期中平残、所要準備、常設ファシリティ利用額、Autonomous Factors等
		“Consolidated financial statement of the Eurosystem” 【週次】 ・ECBのB/S主要項目の各残高
BOE	“Latest Operational Announcements” 【当日10:00】 ・当日準預見通し等	【翌日10:00】 ・準預残高、予想との乖離、残り所要、超過準備、常設ファシリティ利用額等
	“ 同上 ”【週次】 ・銀行部門の準備需要、先行き約1週間のAutonomous Factorsの日次平均等	“Monetary & Financial Statistics”【月次】 ・BOEのB/Sの残高推移等

（注1）FRS：米国連邦準備制度、ECB：欧州中央銀行、BOE：イングランド銀行

（注2）シャドーは日次の公表事項

<sup>26</sup> これらの計数のうち、積み終了先残高、超過準備、所要準備額（積数、1日平均）、残り要積立額（積数、1日平均）については、2007年10月積み期以降、市場における実質的な資金過不足の把握等の観点から、当面の措置として、2007年10月に業務を開始したゆうちょ銀行を除くベースで公表している。

c. 準備預金残高見込みの公表

上記の日次ベースの公表とは別に、毎営業日の朝、当日の準備預金残高の見込み額を公表している<sup>27</sup>。これは、前営業日の夕刻に日銀当預の増減予想は発表されているものの、日銀当預残高から非準預先残高を除いた準備預金残高の見込みを把握したいという市場参加者のニーズを勘案したものである（図表 15）<sup>28</sup>。

d. 「日銀当座預金増減要因と金融調節」等の見方

①月次

「日銀当座預金増減要因（〇年〇月見込み）」は、オペレーションとの関係で、次のような情報を含んでいる（前掲図表 11）。

「資金過不足」は、月中の日銀当預増減要因の合計（銀行券要因＋財政等要因）であり、仮に当月中に日銀のオペによる資金供給や資金吸収が一切ないとすると、前月末の日銀当預残高が当該額だけ増加あるいは減少することを示している。

このことから、逆に、前月末の日銀当預残高を維持しようとするれば、日本銀行は、当月中に資金過不足を相殺するように資金供給ないし資金吸収するものと予想できる。実際、準備預金制度の下では、日銀当預残高は短期で均してみれば概ね一定の水準になることから、資金過不足額は、当月のオペがネットベースでは資金供給なのか資金吸収なのか、またそのおおよその規模はいくらかを示しているといえる。

なお、ここでいう当月のオペには、既に実施したオペの期限到来に伴う資金の吸収ないし供給は含まれていない（例えば、前月実施した資金供給オペ 5 千億円の期限が当月中に到来すると、同期日には対象先金融機関から 5 千億円の資金を吸収することになる）。このため、当月中に新たに実施される（グロスベースでみた）オペの資金供給額ないし吸収額は、こうした実施済みのオペの期限到来分（期落ち額）や当月中に実施されるオペの月内期限到来分を除いて考える必要がある。

---

<sup>27</sup> コール市場での取引が午前 8 時台に活発に行われていること等を踏まえ、2007 年 4 月 16 日以降は公表時刻をそれまでの午前 9 時 20 分から午前 8 時頃に早めた。

<sup>28</sup> 準備預金残高の見込みについては、2007 年 10 月以降、市場における実質的な資金過不足の把握等の観点から、当面の措置として、2007 年 10 月に業務を開始したゆうちょ銀行を除くベースで公表している。以下、本稿における準備預金残高や残り要積立額（残り所要額）等準備預金に関する記述は、特に断らない限りゆうちょ銀行を除くベースである。

## ②日次

「日銀当座預金増減要因と金融調節（〇月〇日分）」の「予想（即日オペ実施前）」の欄は、対象日について次のことを示している（前掲図表 13）。

- ・銀行券要因＋財政等要因＝資金過不足
- ・資金過不足＋金融調節小計＝当座預金増減

上記のうち、資金過不足より上の項目は、対象日の前日までに得られた情報に基づく予想である。金融調節は手段ごとに既に実施されたオペの資金決済予定を示しており、小計はその合計額である。当座預金増減は、資金過不足と金融調節の合計であり、前日の日銀当預残高が対象日にどれだけ増加ないし減少するかの予想を示している。

次に、対象日の夕刻公表される「速報」欄は、上記計数の実績を示す（前掲図表 14）。予想が外れれば資金過不足等の計数は異なってくる。また、対象日当日に即日スタートの（当日に資金決済を行う）オペや補完貸付が実施された場合には、金融調節の欄も変更となる。

ここで重要なのは、同「速報」欄の当座預金残高以下の項目である。ここには、当座預金残高とその内訳、および翌営業日以降の残り要積立額（1日平均）が掲げられている。これらの計数と、翌営業日の朝に公表される当日の準備預金残高見込み額とを比較することにより、当日の無担コール市場の需給やオペレーションの予想に関する情報を引き出すことができる。

すなわち、当日の準備預金残高見込み額は、外生要因による増減を反映したものであり、各準備制度適用先は、この額を前提に準備預金の積立てを進めることになる。その際、当日の準備需要は残り要積立額（1日平均）であると考えてよいとすると、基本的には、当日の準備預金残高見込み額と残り要積立額（1日平均）との大小関係が、当日の無担コール市場における需給のシグナルとなる。すなわち、準備預金残高見込み額が残り要積立額を上回っていれば（下回っていれば）、無担コー

ル0/N物の需給は緩みやすい（引き締まりやすい）ことになる<sup>29</sup>。また、両者の差額が大きい場合には、こうした需給関係が無担0/Nコールレートの上昇・低下として顕われることから、これを抑制するために日本銀行が即日の資金供給や吸収を行うと予想されることになる。

なお、準備預金残高見込み額をそのまま残り要積立額と比較できない点には注意する必要がある。なぜなら、準備預金の積立ては、積み未了先が行うものであるところ、準備預金残高見込み額には、積立てを既に終えた積み終了先の残高も含まれるためである。従って、準備預金残高見込み額から、予想される積み終了先残高<sup>30</sup>を除いた額（＝積み未了先残高の見込み額）が有効な準備預金の積立てとなる額であり、これを残り要積立額と比較する必要がある。

## （2）市場モニタリング

オペレーションを日々実施するにあたっては、上記のマクロ的な日銀当預・準預の増減予想が重要な前提となるが、いかに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十分ではない。

日本銀行が誘導目標とする無担0/Nコールレートは、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、資金ポジションの大きな変化により、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オーバーナイト資金を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、レートの変動をもたらさう。また、決済に係る事故など予期せぬ事象によって、

<sup>29</sup> 実際の需給には、当日の決済額や非準預先の日銀当預保有など様々な要素が影響しており、準備預金残高見込みが残り要積立額を上回っても需給は緩まないことが少なくない。

<sup>30</sup> 予想される積み終了先残高は、例えば前日の積み終了先残高を横這いとおく、あるいは過去のパターン等に照らして幾らか増減することで得られる。



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。

こうしたことから、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とり、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、金融市場調節担当部署（金融市場局）と金融機関のモニタリング担当部署（金融機構局）が協力して実施しており、金融システムの安定に関する情報等も考慮される体制となっている。

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ている。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。

### （３）関連統計の作成・公表

日本銀行では、金融市場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公表している。これらは、金融市場調節のパフォーマンスを明らかにするほか、金融市場調節を行う場としての短期金融市場の動向などを示しており、市場参加者等にとって有益な情報となっている。主要なものは以下のとおりである。

#### ①コールレート等金利関連

政策金利である無担0/Nコールレートについては、日々、加重平均値と最高・最低レートを公表している。また、短期の担保付資金取引であるレポ（GCレポ）について、日々、翌日物（T+0～T+2）およびターム物（1W～1Y）の午前11時時点の実勢レートを公表している<sup>31</sup>。

---

<sup>31</sup> 東京レポ・レートと呼ばれている。日本銀行は、短期金融市場の機能向上に向けた取組みの一つとして、当面、東京レポ・レートの公表を行うこととしている。

## ②市場残高・取引額関連

コール市場について、有担保・無担保の別に、業態別の調達・運用の残高（平残、末残）を月次で公表している。このうち無担コールについては、即日スタートと先日付スタートの別も明らかにしている。また、無担コールの期間別残高（翌日物、2～6日物、1W以上～4M以上）もあわせて月次で公表している。

## ③オペレーション・当座預金関連

オペレーションについては、日々、オペを実施する都度、そのオファー額、期日等の条件と、応札額、落札額、落札決定（按分・全取）レート、平均落札レート等の結果を公表している。これらを月ごとに纏めた結果も公表している。

また、オペの買入資産となっている利付国債と政府短期証券・割引短期国債について、それぞれ「国債の銘柄別保有残高」と「短期国債の銘柄別買入額」を月次で公表している。オペの裏付け資産となる共通担保の受入額も、担保種類別に月次で公表している。

当座預金に関しては、上述の「日銀当座預金増減要因と金融調節」により、日次と月次で残高等の公表を行っている。これに加え、業態別の日銀当座預金残高を月次で公表している。この中で、準備預金制度が適用される業態については、所要準備額と超過準備額もあわせて公表している。

## 4-2. オペレーション

### (1) オペレーションの手段

日本銀行は、現在、様々な種類のオペを実施している。これらのオペは、日銀当預の増減との関係、期間や目的等に応じて分類することができる。

まず、オペは、資金を供給するためのオペと、吸収するためのオペに分けることができる。

次に、オペを長期と短期に分けることがある。長期オペは、主に銀行券など安定的な負債に対応するものとして、長期的に資金を供給するための手段とされる。一方、短期オペは、主として一時的な資金過不足に対応するための資金供給あるいは

資金吸収の手段とされる。

また、オペをアウトライト（買切り・売切り）と期限付きに分けることもできる。両者の違いは、資金の供給・吸収にオペとしての期限があるか否かにある。アウトライトのオペは、金融資産を買い切るか売り切るものであり、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）。このため、日銀のバランスシートは拡大ないし縮小したままとなる<sup>32</sup>。これに対して、期限付きのオペは、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）<sup>33</sup>。

## ②現行のオペ手段<sup>34</sup>

現行のオペ手段の概要および上記の分類に基づく整理は以下のとおり。各オペ手段は、その概要から分かるとおり、売買と担保付貸付に分かれる。

---

<sup>32</sup> ただし、買切りオペの場合、買い入れた金融資産、例えば債券が現金で償還されると、バランスシートは元に戻る。

<sup>33</sup> 期限のない（アウトライト）オペは「永続的オペ」、期限のあるオペは「一時的オペ」と呼ぶことができ、永続的オペは長期オペ、一時的オペは短期オペと整理してもよいであろう（ただし、上述の「長期オペ」は専ら資金供給オペであるのに対し、アウトライトオペには資金吸収オペもある点が異なる）。なお、長期・短期といっても、具体的な期間に確立した基準があるわけではない。永続的オペ、長期オペという用語はいずれも概念的な分類である。

<sup>34</sup> 各オペ手段の沿革については、図表 16 参照。

[オペ手段の概要] <sup>35</sup>

オペ手段	概要	長期/短期	期限有/無（期間）
資金供給			
共通担保資金供給	共通担保 <sup>(注1)</sup> を根担保とする貸付	短期	有（1年以内）
国債買現先	売戻条件付の国債・短期国債の買入	短期	有（1年以内）
C P等買現先	売戻条件付のC P等の買入	短期	有（3ヶ月以内）
短国買入	短期国債のアウトライト買入	短期	無
国債買入	長期国債のアウトライト買入	長期	無
資金吸収 <sup>36</sup>			
手形売出	日本銀行手形 <sup>(注2)</sup> の売出	短期	有（3ヶ月以内）
国債売現先	買戻条件付の国債・短期国債の売却	短期	有（6ヶ月以内）
短国売却	短期国債のアウトライト売却	短期	無

(注1) 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。適格担保となるのは、幅広い有価証券と証書貸付債権（国債、政府短期証券、政府保証付債券、地方債、財投機関債、社債、短期社債、保証付短期外債、資産担保債券、資産担保短期債券、外国政府債券、国際金融機関債券、企業が振出す手形、コマーシャル・ペーパー、企業に対する証書貸付債権、交付税及び譲与税配付金特別会計に対する証書貸付債権、預金保険機構に対する政府保証付証書貸付債権、銀行等株式保有機構に対する政府保証付証書貸付債権）である。

(注2) 日本銀行が自己を受取人および支払人として振出し引受を完了した三者兼併手形。

<Box> オペに関する誤解

オペには期限があることが多い。期限付きオペでは、例えばオペのスタート日に資金が供給されるとすると、エンド日（期限）には資金が吸収されることになる。

<sup>35</sup> 下表に掲げるもの以外に、日本銀行が保有する国債を市場参加者に対して一時的かつ補完的に供給することを目的として行う国債売現先（「国債補充供給」）がある。各オペ手段の実務面の概要については、図表17参照。なお、日本銀行は、各オペ手段の基本要領、対象先の選定基本要領を公表している（日本銀行ホームページ参照）。

<sup>36</sup> 資金吸収オペとしては国債売却も可能であるが、1973年以降行っていない。

しかし、報道等では、過去に実施された複数のオペの金額を全て足し上げて「供給額は合計〇兆円」とするような例が少なくない。こうした場合、期限到来による資金の吸収を差し引いて考えるのが正しい。そうしなければ、ある期間内にどれだけ資金供給を増やしたのかは分からない。

また、オペとは何かを説明するとき、「中央銀行が金融機関等から手形や国債を買うこと（売買すること）」とされることが多い。確かに、売買はイメージをつかみやすい面がある。しかし、実際には上述の通り、オペ手段には売買と担保付貸付の両方があるうえ、日本では、担保付貸付である共通担保資金供給オペが主力のオペ手段となっている。また、海外でも、例えば欧州中央銀行の主力オペ（Main Refinancing Operation）は、落札金融機関と各国中銀の間の取引は、国によって条件付売買や有担保貸付など異なる法形式をとる。こうしたことから、オペとは「中央銀行が金融機関等との間で入札を通じて行う金融資産の売買や資金の貸付けなどの取引」と説明するのがより適当であろう。

## （２）オペレーション対象先の選定

オペレーションの相手方となる金融機関等は、予め定められた選定基準に基づき、公募により選定されている。選定は、オペ手段ごとに、原則として年1回の頻度で実施されている。対象先の選定基準と選定結果は、すべて公表されている。

各オペ手段に共通する資格要件は、日銀当預取引先であること、日銀ネット利用先であること、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・取引に係る市場プレゼンス、②現在オペ対象先である場合、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、オペレーションへの積極的な応札、正確かつ迅速な事務処理、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。

なお、直近の選定におけるオペ手段ごとの対象先数は以下のとおりである<sup>37</sup>。

共通担保資金供給（本店）	40
共通担保資金供給（全店）	151
国債現先	50
国債売買	39
短国売買	50
手形売出	40
CP等買現先	28

### （３）オペレーションの事務の流れ

オペレーションの事務は、オファー、応札、落札、落札結果通知（オファーバック）、決済、の順に行われる。

#### 1. オファー

- ・日本銀行は、対象先に対して、実施するオペ、金額、取引実行日（スタート日）、期日（エンド日）等の内容を通知する。
- ・また、情報ベンダーを通じてオファー内容を公表。



#### 2. 応札

- ・オペ対象先は、日本銀行に対して、応募締切時刻までに、希望するレートおよび金額等を通知する。



<sup>37</sup> 共通担保資金供給オペについては、日本銀行本店および支店の当預取引先の中から選定した対象先（全店貸付先）と、その中の日本銀行本店の当預取引先から選定した対象先（本店貸付先）とがある。

### 3. 落札

- ・日本銀行は、オペ対象先からの応札を集計し、コンベンショナル方式により、オファー金額が満たされるように落札処理を行う。



### 4. 結果通知

- ・日本銀行は、応札先に対して、当該先の落札結果を通知する。
- ・また、情報ベンダー、ホームページを通じて落札結果を公表。



### 5. 決済

- ・落札先は、日本銀行との間で、落札結果に基づき所要の決済を行う。

上記のフローは基本的に各オペ手段に共通している。しかし、フローの詳細については、オペ手段ごとに違いもある。例えば、国債買入では、オペ対象先は、日銀に売り渡そうとする国債の銘柄を指定して応札するのに対して、共通担保資金供給オペでは、予め差入れてある担保プールを見合いに資金供給を受けるため、資金供給の裏付けとなる資産を個別に指定する必要はない。また、オペ対象先が応札するレートは全て利回りとなっているが、国債買入と短国買入では、残存期間の異なる銘柄について応札利回りを比較するために、各銘柄の市場利回りに比べて応札利回りがどれだけ高いかという、基準利回り較差を用いて落札処理を行っている。

#### <Box> コンベンショナル方式による落札処理の詳細

まず、応札総額がオファー額に満たない場合には、応札が原則として全て落札となる（応札総額がオファー額と等しい場合も同じ）。応札総額がオファー額に満たないことは「札割れ」と呼ばれる。

応札総額がオファー額を超えた場合、資金供給オペではレートの高い（価格の安い）応札から順に落札させていき、応札レート（価格）順の落札額累計(A)とオファー

額 (B) の関係によって、落札総額を決める。具体的には、(A) と (B) の差が 200 億円以内の場合、(A) の落札額累計をそのまま落札総額とする。これを「全取り」という。これに対して、(A) と (B) の差が 200 億円を超える場合には、(A) が (B) を超過する応札レートの応札額を当該超過額分だけ削り、落札額がオファー額に等しくなるよう調整する。これを「按分」といい、応札先ごとの応札額で比例按分を行う。この結果、当該レートでの応札額全体のうち、どれだけが落札となったかを「按分率」という。このように、資金供給オペにおける最低落札レート（吸収では最高落札レート）の扱いは、全取りと按分に分かれる。

なお、上記ルールによれば落札となる応札レートであっても、市場実勢から著しく乖離している場合や不適當な裁定機会を生じさせる場合には、例外的にこれを「異常札」として排除する、すなわち有効な応札として扱わないことがある。その場合、落札結果の公表において排除した応札を明らかにしている。

(例) 6,000 億円の共通担保資金供給オペをオファーし、A～E の 5 先が応札。

1. 全取り処理となる場合

(応札状況)							(億円)	
	A	B	C	D	E	合計	応札累計額	
0.55%					800	800	800	
0.54%	1,000	300		2,000		3,300	4,100	
0.53%		500			1,500	2,000	6,100	
0.52%	1,000		2,000	1,000		4,000	10,100	
0.51%		1,000	500			1,500	11,600	
0.50%	1,000		500			1,500	13,100	
合計	3,000	1,800	3,000	3,000	2,300	13,100		

① 特定の応札レートにおける応札累計額が、オファー額の上下 200 億円以内に含まれ、全取り処理となるかどうかを確認。

→ 0.53%での応札累計額がオファー額の上下 200 億円以内 (5,800 億円～6,200 億円) の範囲に含まれるため、0.53%での全取り処理となる。

② 0.53%以上のレートでの応札額が全額落札となる。

③ 落札レート毎の落札額に応じて加重平均したレートを適用。



(落札結果)						(億円)
	A	B	C	D	E	合計
0.55%					800	800
0.54%	1,000	300		2,000		3,300
0.53%		500			1,500	2,000
合計	1,000	800	0	2,000	2,300	6,100
適用レート	0.540%	0.534%		0.540%	0.537%	0.538%

## 2. 按分処理となる場合

(応札状況)							(億円)
	A	B	C	D	E	合計	応札累計額
0.55%		300			1,000	1,300	1,300
0.54%	800	500		2,000		3,300	4,600
0.53%		500			1,400	1,900	6,500
0.52%	1,000		2,000	1,000		4,000	10,500
0.51%		1,000	500			1,500	12,000
0.50%	1,000		500			1,500	13,500
合計	2,800	2,300	3,000	3,000	2,400	13,500	

- ① 特定の応札レートにおける応札累計額が、オファー額の上下 200 億円以内に  
含まれ、全取り処理となるかどうかを確認。  
→ 応札累計額がオファー額の上下 200 億円以内 (5,800 億円～6,200 億円)  
の範囲に含まれるレートがないため、按分処理となる。
- ② 応札累計額が、オファー額を上回ることとなるレートを確認。  
→ 0.53%以下のレートで応札累計額がオファー額を上回るため、0.53%で  
の按分処理となる。
- ③ 0.55%および 0.54%での応札額 (計 4,600 億円) は、全額落札となる。
- ④ 総落札額が 6,000 億円以上で 6,000 億円に最も近づくよう、0.53%での応札  
額に対して落札額を比例配分する。按分率は、1,400 億円 ÷ 1,900 億円 =  
73.684…%となる。  
→ 既に落札となった 4,600 億円を除く 1,400 億円分の落札額を、0.53%で  
の応札額 1,900 億円に比例配分する。

$$B : 500 \text{ 億円} \times 73.684\cdots\% = 368.4 \text{ 億円} \rightarrow \text{単位未満切上げ、369 億円}$$

E : 1,400 億円 × 73.684…% = 1,031.5 億円 → 同切上げ、1,032 億円

⑤ 落札レート毎の落札額に応じて加重平均したレートを適用。

(落札結果)						(億円)
	A	B	C	D	E	合計
0.55%		300			1,000	1,300
0.54%	800	500		2,000		3,300
0.53%		369			1,032	1,401
合計	800	1,169	0	2,000	2,032	6,001
適用レート	0.540%	0.539%		0.540%	0.540%	0.540%

オペレーションの事務フローについては、原則的なタイムテーブルが定められている。タイムテーブルは、1日にいくつものオペを実施することや事務処理に要する時間等を勘案して、即日スタートと先日付スタートに分かれ、かつオペ手段ごとに異なるものとなっている（図表 18）。ただし、こうしたタイムテーブルは、オペの有無に関する対象先の判断や事務等に配慮したものであり、災害やテロ等の緊急時や市場の状況次第では、こうしたタイムテーブルによらずにオペを実施することがある。

#### （４）オペレーション運営の現状、特徴点

オペレーション運営の現状について、特徴的と思われる点等を整理すれば、以下のとおりである。

##### ① オペ手段の使い分け

現在、日本銀行は、複数のオペ手段を用いて資金の供給・吸収を行っている。こうしたオペ手段の使い分けは、まず、銀行券や財政等の外生要因による日銀当預残高の増減（資金過不足）の趨勢や傾向、その振れの大きさや期間によってある程度決まってくる。

例えば、銀行券発行高は、経済規模の拡大などに伴い銀行券需要が増大することにより、長期的・趨勢的に増加する傾向がみられる。こうした銀行券発行高の趨勢的な増加（＝資金不足要因）に対しては、長期オペ（国債買入）によって資金供給

を行うことが多い。また、近年の傾向として、資金過不足は、財政資金の受け超を主因として、数ヶ月あるいは年の単位でみて、日銀当預を減少させる方向に作用している。このため、オペ手段全体（資金供給と吸収のネットベース）でみれば資金供給を行うことになる。ただし、局面によって資金余剰感が高まることもあるため、現状では、主に資金供給オペを実施しつつ、資金吸収オペも行うという組合せとなっている。なお、仮にこうした資金過不足の傾向が変われば、資金供給オペと資金吸収オペの組合せ方にも変化が生じうる。

次に、上記の長期オペ（国債買入）を除いた短期の資金供給オペの中でも、現状の運営では、タームに応じた一定の使い分けを行っている。例えば、短国買入や全店方式の共通担保資金供給は基本的には長めのタームの資金供給に用いている一方、国債買現先や CP 等買現先はこれらより短いタームの資金供給に用いている。最も残高の多い本店方式の共通担保資金供給は長短幅広いタームで実施している。

また、資金吸収オペを含めた短期オペの使い分け方としては、上記のターム以外に、オペ手段によってオペ対象先や決済タイミング（即時グロス決済か同時処理か）、事務負担等が異なり、これがオペの応札等のパフォーマンスや市場での金利形成等に影響しうる点も考慮している。

## ②タームの使い分け

現在のオペレーションは資金供給が中心となっているが、資金供給オペのタームは1日から4か月程度の幅があり、かつオペ手段毎でも可変的となっている。

タームの幅が広くかつ可変的である理由は、主として、資金過不足の短期的な振れが大きいことである。資金過不足の日次の振れは最大9兆円、準備預金残高の約2倍となっている。また、月次の振れも最大10兆円程度となり、こうした振れを反映して、短期オペ（国債買入を除く資金供給オペ）の残高は年間に10~20兆円程度増減する。こうした中で仮に資金供給オペをオーバーナイト（0/N）等短いタームだけで構成すれば、1回あたりのオペの金額は極めて大きくなるが、その場合、当該オペでの落札成否がオペ対象先の資金繰りに大きな影響を与えるため、応札が過熱して円滑な金利形成が阻害される恐れがある。従って、短期の資金供給オペは、

長短多様なタームを組み合わせることで、中期的にみて必要な残高を維持しつつ、短期間に大きく増減させることができるようにしている。なお、タームを上記の範囲内とする中で、1回あたりのオペ金額を著しく大きくしないように、高い頻度でオペを実施し得る体制も整えている。逆に、こうした特質から、オペのタームについては、相当程度能動的に伸縮させることも可能となっている。

また、オペのタームが可変的である（1週間、1か月といった期間で固定されていない）背景には、均すべき資金過不足の振れが、銀行券要因、財政等要因とも、季節性や一定のルールによって、週や月の様々な周期・頻度で発生するという事情がある。このため、例えばある月の2日に法人税の納付による資金不足（日銀当預残高の減少）があり、同月20日に国債の元利金支払による資金余剰（日銀当預残高の増加）があるというようなケースでは、2日にスタートする資金供給オペを実施して資金不足を穴埋めするとともに、そのオペの期日（エンド日）を同月20日とすることで見込まれる資金余剰を吸収するという期間設定を行う（図表19）。

なお、資金過不足の振れについては、その規模は大きい一方、日本銀行ではこれを相当正確に予想していることから、先日付オペを用いて予め調整していくことが多い。

多様なタームの中で、0/N物のオペについては、こうした資金過不足の振れを最終的に調整するという側面のほかに、当日の無担0/Nコールレートが誘導目標水準から大きく乖離していくことを抑制するという側面がある<sup>38</sup>。このため、0/N物のオペの実施にあたっては、オファー額のみならず、タイミング、オペ手段の選択も問題となる。これらの選択は機械的なものではなく、前提となる資金過不足や無担0/Nコールレート的水準（誘導目標からの乖離の大きさ）に加え、足許のレート変化の原因や変化のスピード、市場参加者の資金ポジションやオペに対する予想、オペの決済タイミング、翌日以降の残り所要額への影響などが勘案される。

### ③準備預金残高の水準調整

現在のオペ運営では、無担0/Nコールレートの誘導上、準備預金残高を重視して

---

<sup>38</sup> この点は即日スタートのターム物のオペにも当てはまる。

日銀当預の供給額を調整している。これは、日銀当預残高には無視できない規模の非準預先残高が含まれるなどの理由により、当預取引先全体の日銀当預への需要は、準預先だけの需要より金利弾力的に増減しにくい、あるいは固有の要因で振れる面があることによる。つまり、現状では、日銀当預残高よりも準備預金残高の方が、予想される需要の大きさと対比の容易さ等からみて、当日の O/N 資金市場における資金過不足のメルクマールとして適当となっている。

こうしたことから、現在は、かつて一般的であったいわゆる「リザーブ・ニュートラル」の調節は基本的に行っていない。リザーブ・ニュートラルとは、非準預先残高をゼロと仮定したうえで、日々の日銀当預残高を、1 日当りの残り所要準備に一致させるように即日オペで調節する手法である。上述の通り、相応の規模の非準預先残高が恒常的にあり、かつそれが金利要因以外で大きく変動する可能性もある下では、リザーブ・ニュートラルの調節はレート上昇圧力を生みやすく、実践的ではない。

## 5. 諸外国における金融市場調節の枠組み

### (1) 概観

現在の日本の金融市場調節の枠組みは、準備預金制度、オペレーション、常設ファシリティ、の3つの柱から構成されている点で、米国、ユーロエリア、英国における金融市場調節の枠組みと概ね共通である<sup>39</sup>。

もう少し範囲を広げてみると、諸外国の金融市場調節の枠組みは、準備預金制度を採用するかしないかで大まかに分けられるとみられる。国際決済銀行（BIS）に設置された市場委員会のまとめによれば、G10 諸国を含む 14 の国・地域のうち 9 つが広い意味での準備預金制度（中銀当預積立て制度）を採用している。日、米、ユーロエリア、英以外でも、ブラジル、インド、韓国、シンガポール、スイスが採用している一方、オーストラリア、カナダ、香港、メキシコ、スウェーデンは準備預金

---

<sup>39</sup> 日本銀行企画局（2006）、ECB（2006）、BOE（2008）、FRBNY（2008）参照。

制度をもたない<sup>40</sup>。

また、同 14 の国・地域をみると、オペについては、金融政策の操作目標（短期金利か為替レートか等）の違いなどに応じて手段は様々である。しかし、能動的に金融市場調節を実施する手段がある点は共通している。常設ファシリティについても、全ての国・地域で提供されている。従って、14 の国・地域のうち 9 つは、上記 3 つの柱から構成される金融市場調節枠組みを採用していることになる。

<Box> 準備預金制度がない場合の金利誘導メカニズム<sup>41</sup>

準備預金制度をもたない場合でも、短期金利の誘導目標（政策金利）の上下に常設の貸付・預金ファシリティを設ければ、日々のオーバーナイト金利は基本的にそれらファシリティの金利の間で形成される。この場合、予想される中銀当預への需要を満たすように中銀当預を供給することにより、誘導目標水準にオーバーナイト金利を誘導できる。

もつとも、こうした枠組みをやや仔細にみれば、米国、ユーロエリア、英国に限っても、枠組みを構成する柱ごとにかかなりの違いがある。以下では、このうち準備預金制度と常設ファシリティに関する違いをみておく。

## （２）準備預金制度

### ① 準備預金制度の根拠および準備預金への付利

日本は法令に基づく準備預金制度を採用している。ユーロエリアも同様である。これに対して、英国は、法令に基づく準備預金制度はもっておらず、2006 年 5 月から、契約に基づく中銀当預積立て制度を採用している。米国は、法令に基づく準備預金制度と契約に基づく中銀当預積立て制度を併用している。

<sup>40</sup> BIS/MC (2008) (「各国中央銀行による金融政策と金融調節の枠組み」) 参照。IMF のデータベースに基づく Buzeneca and Maino (2007) によれば、先進国の 71%、新興国の 91%、発展途上国の 100% が準備預金制度を採用している (2004 年時点。先進国のうち準備預金制度をもたない国としてはオーストラリア、カナダ、デンマーク、ニュージーランド、ノルウェー、スウェーデンが挙げられている)。なお、OECD 加盟国の状況につき O' Brien (2007) 参照。

<sup>41</sup> Woodford (2001)、翁 (1993) 参照。

また、日本は準備預金への付利を行っていない。米国も法令に基づく準備預金には付利していない。これに対して、ユーロエリア、英国では準備預金（中銀当預）への付利が行われている。米国は、日本と同様法令に基づく準備預金には付利していないが、契約に基づく中銀当預積立て制度では実質的に付利を行っている<sup>42</sup>。

こうした中で、米国では、金融サービス規制緩和法（Financial Services Regulatory Relief Act of 2006）により、2011年10月以降、準備預金を含む連邦準備銀行の当座預金に付利することや準備預金の準備率をゼロにする（準備預金制度を事実上廃止する）ことが可能になった。これを受け、FRSでは、準備預金制度の見直しについて検討を進めている<sup>43</sup>。

## ②準備預金の積立て期間

日本では準備預金の積立て期間は毎月16日から翌月15日の1か月とされており、米国の2週間と同様に暦のうえで固定されている。これに対して、ユーロエリアと英国の積立て期間は金融政策を決定する会合間に設定されており、その長さは可変的である（約4週間から5週間程度）。これは、金融政策の変更にかかる予想が金融機関の準備預金積立て行動に影響を及ぼすことを防ぐためである。

例えば、積み期間中に政策金利（誘導目標）の引き上げが予想される場合、実際に利上げが行われる前に、現在の金利水準で準備預金の積立てを進めておくことが合理的となる。また、利上げ前の積立て期間が利上げ後の期間に比べて短ければ短いほど、利上げ前の期間に日々の準預積立てを増やすインセンティブは強まることから、この間の金利上昇圧力はより強いものとなる。こうした金利上昇圧力を抑えるためには、大量の資金供給を行うことが必要になるが、そうしたオペレーションを行えば、準預積立ては通常のペースよりも大幅に前倒しで進む。その結果、利上げ後の積み期間には資金余剰感が強まり、金利に強い低下圧力がかかることになる。

---

<sup>42</sup> Clearing balance制度と呼ばれ、金融機関がFRSとの契約に基づき一定の当座預金を保有する。この残高に市場金利に連動する基準レートに乗じた金額は、FRSに対する各種手数料の支払に充当できる。なお、BIS/MC（2008）によれば、準備預金制度を採用する9つの国・地域のうちユーロエリアと英国以外では準備預金に金利を付していない。

<sup>43</sup> 2008年4月の連邦公開市場委員会（Federal Open Market Committee）議事要旨参照。

このように、政策金利の変更が行われるタイミングと準備預金の積立て期間とを一致させるか否かは、積み期間中の金利の振れに影響を及ぼしうる。

### (3) 常設ファシリティ

常設ファシリティについては、日本は米国と同様、貸付ファシリティのみを提供している。ユーロエリアと英国では、貸付と預り金の両方のファシリティが提供されている。預り金ファシリティとは、中央銀行が当預取引先の申し出に応じて市場金利より低い金利水準で預金を受け入れる制度である<sup>44</sup>。BIS市場委員会の14の国・地域でみると、9つが両方の常設ファシリティを提供している（日米のほか、香港、インド、スイスが貸付ファシリティのみの提供）<sup>45</sup>。

貸付と預り金の常設ファシリティが提供される場合、これらに適用される金利は政策金利または誘導目標を挟むように設定される。短期の市場金利の変動は、これら2つのファシリティの適用金利によって、その上限と下限が実質的に画される<sup>46</sup>。これら適用金利が形成するバンドを「コリドー」と呼ぶ。ユーロエリアと英国のコリドーは2%（上下各1%。なお、英国の場合、準備預金の積み最終日は上下各0.25%で0.5%）となっている。

常設ファシリティが貸付のみで預り金は提供されない場合、コリドーは形成されない。その代わりに、金利は通常マイナスにならないため、貸付ファシリティの適用金利とゼロとのバンドが短期金利の通常の変動幅となる。このバンドは、預り金ファシリティがないため、政策金利・誘導目標水準が相当に高い場合には、コリドーより広がる<sup>47</sup>。このため、預り金ファシリティが提供されないケースでは、短期金利の下方への変動が抑制されにくくなる傾向がある。こうした短期金利の下方へ

---

<sup>44</sup> 中央銀行によっては準備預金に対して市場金利あるいは政策金利を付しているが、こうした付利は、所要準備額等の一定の範囲に制限されている。これに対して、預り金ファシリティの金利水準は市場金利より低い一方、預入額に制限はない。

<sup>45</sup> BIS/MC（2008）参照。

<sup>46</sup> これらは金融機関が利用のオプションをもつが、例えば貸付ファシリティは担保を差入れていなければ利用できないなどの制約があるため、金利の上下限を完全に画することはできない。

<sup>47</sup> ユーロエリアや英国のようにコリドーが誘導目標水準の上下各1%の計2%に設定されている場合と比べ、仮に誘導目標水準が2%であれば、このバンドは3%となる（貸付ファシリティと誘導目標水準との差はコリドーと同じ1%との前提）。



の変動に対しては、資金吸収オペでこれを抑制することとなる。日本の場合、レートが誘導目標水準から下方へ乖離するようなケースでは、機動的に資金吸収オペを実施しており、現状では過度の変動は概ね抑制できている。

もつとも、米国のように、午後遅くにオーバーナイト資金の取引が活発に行われるような環境では、資金吸収オペによるレート変動の抑制には困難が伴うと考えられる。また、資金吸収オペは、オペ対象先にとって資金運用の機会となることから、余剰資金を誘導目標より低い金利で日銀に放出するに止まらず、誘導目標より遥かに高い金利で資金を放出し、その後市場で落札金利より低い金利で調達するという裁定行動を招くこともある。この場合、市場金利は資金吸収オペをきっかけに上に振れることが生じ得る点に留意が必要であろう。

#### <Box> コリドーの幅

コリドーの有無と幅は、準備預金制度の有無によって異なる。準備預金制度がない金融市場調節の枠組みにおいては、コリドーが設けられ、かつその幅は 0.5% であることが一般的である（ただし、スウェーデンは 1.5%）。これは準備預金制度がない枠組みでは、コリドーの設定が金利誘導の主たる手段であることが多いためと考えられる<sup>48</sup>。コリドーによる金利誘導は、コリドーを狭くすることでより有効になる<sup>49</sup>。

これに対して、準備預金制度のある枠組みでは、コリドーは 2% など、より広く設定されることが多い。これは、コリドーによる金利誘導への依存度が相対的に低いことに加え、コリドーが狭い場合に常設ファシリティの利用が多くなりやすい点について、市場における中銀当預の需給調整（市場の効率的な資源配分）機能が阻害される等の影響を考慮しているためのように思われる。

<sup>48</sup> ただし、コリドーよりも中銀当預に政策金利を付利することが金利誘導の中心になっている例もある。例えば、ニュージーランド準銀は、2006年7月から政策金利（Official Cash Rate）で中銀当預に付利を行っている（fully cashed-up payment systemと呼ばれる）。

<sup>49</sup> 狭いコリドーについて、Woodford（2001）は、決済需要の見通し精度が向上した下では特に弊害はないとする。

## 6. おわりに

本稿では、現時点における日本銀行の金融市場調節を説明してきた。勿論、金融市場調節の枠組みと実務は、その時々金融経済環境や金融市場の構造や機能、決済インフラ等を前提として、金融政策を実現するのに適するように形成されるものである。従って、金融市場調節の枠組みや実務は固定的・永続的なものと捉えられるべきではない。

実際、現在は、量的緩和政策から金利ターゲットに復帰してから約2年が経過した段階にあるが、日本の短期金融市場はなお機能向上の途上にあるといえる。この点、2007年夏以降の国際金融市場の動揺の中で、従来以上に市場の安定に配慮して金融市場調節を運営してきたこともあり、結果的に金利の変動はそれ以前よりもむしろ抑制されてきた面もある。これに加え、決済インフラ面でも、2008年から2011年にかけて日銀当預RTGSに流動性節約機能（日銀ネット次世代RTGS）が導入される予定となっており、これに伴い短期金融市場の取引・決済に変化が生じることも考えられる。

さらに、2007年夏以降の各国中央銀行の対応をみると、金融市場調節が、グローバル化した市場とグローバルに展開する金融機関等の行動を従来よりも強く意識したものに変容しつつあることが分かる。例えば、欧州中央銀行やスイス国民銀行が行った米ドルの資金供給オペや、イングランド銀行の臨時資金供給オペにおいて日本国債を含む外貨建債券を担保として広く受け入れる等の動きは、その具体的事例である。

日本銀行の金融市場調節は、1990年代後半の金融危機と2000年代初めの量的緩和政策期を通じて、①オペの種類、②ターム設定の柔軟性、③対象先の数、④適格担保の範囲等の面でオペ手段の拡充・改善を進めてきたことから、「道具立て」はかなり整備された状態にある。昨夏以降の市場の混乱に対しても、既存のオペ手段を活用することによって、これまでのところ、短期金融市場の機能を維持しつつ、政策金利を誘導目標近傍で概ね安定的に推移させることができている。しかし、グローバル化した金融機関が各国の短期金融市場を舞台に資金の調達・運用を活発化している現状を踏まえれば、内外の様々な要因から生じ得る不測の事態に備え、オ

オペ手段や金融市場調節の手法も不断に点検していくことが必要と考えられる。日本銀行としては、各国中央銀行と引続き市場情報の共有に努めるとともに、オペ手段や金融市場調節の手法について、緊密な意見交換を行っていきたいと考えている。

以 上

## 参考文献

翁邦雄、「日本における金融調節」、『金融研究』第10巻第2号、日本銀行金融研究所、pp.1-32、1991年

翁邦雄、『金融政策 中央銀行の視点と選択』、東洋経済新報社、1993年

斎藤誠、『金融技術の考え方・使い方 リスクと流動性の経済分析』、有斐閣、2000年

白川方明、『現代の金融政策 理論と実際』、日本経済新聞出版社、2008年

東短リサーチ編、『新・東京マネー・マーケット』、有斐閣、2002年

日本銀行企画局、「主要国の中央銀行における金融調節の枠組み」、2006年

日本銀行企画室、「最近のマネタリーベースの増加をどう理解するか?」、2002年

日本銀行金融研究所編、『新しい日本銀行 その機能と業務』、有斐閣、2004年

日本銀行金融市場局、「2006年度の金融市場調節」、2007年

日本銀行金融市場局、「2007年度の金融市場調節」、2008年

林文夫、「日本のコール市場における流動性効果について」、『金融研究』第19巻第3号、日本銀行金融研究所、pp.145-184、2000年

宮野谷篤、「日本銀行の金融調節の枠組み」、金融市場局ワーキングペーパーシリーズ、No.00-J-3、2000年

武藤英二・白川方明共編、『図説 日本銀行』、財経詳報社、1993年

Bank for International Settlements, Markets Committee, “Monetary Policy Frameworks and Central Bank Market Operations,” 2008.

Bank of England, “The Framework for the Bank of England’s Operations in the Sterling Money Markets,” 2008.

Blenck, Denis and Harri Hasko, Spence Hilton, and Kazuhiko Masaki, “The Main Features of the Monetary Policy Frameworks of the Bank of Japan, the Federal Reserve and the Eurosystem,” BIS Papers No.9, 2001.

Borio, Claudio E. V., “The Implementation of Monetary Policy in Industrial Countries: A Survey,” BIS Economic Papers, No. 47, 1997.

-----, “A Hundred Ways to Skin a Cat: Comparing Monetary Policy Operating Procedures in the United States, Japan and the euro Area,” BIS Papers, No. 9, pp.1-22, 2001.

Buzeneca, Inese and Rodolfo Maino, “Monetary Policy Implementation: Results from a

Survey,” IMF Working Paper 07/7, 2007.

European Central Bank, “The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area –General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures,” 2006.

Federal Reserve Bank of New York, “Domestic Open Market Operations during 2007,” 2008.

Federal Reserve System, “Reserve Maintenance Manual,” 2008.

Financial Stability Forum, “Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience,” 2008.

Furfine, Craig H., “Interbank Payments and the Daily Federal Funds Rate,” *Journal of Monetary Economics*, 46 (2), pp. 535-553, 2000.

Hamilton, James D., “Measuring the Liquidity Effect,” *American Economic Review*, vol. 87, pp. 80-97, 1997.

-----, “The Daily Market for Federal Funds,” *Journal of Political Economy*, vol. 104(1), pp. 26-56, 1996.

Hilton, Spence and Warren B. Hrungr, “Reserve Levels and Intraday Federal Funds Rate Behavior,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No.284, 2007

Maeda, Eiji, Bunya Fujiwara, Aiko Mineshima, and Ken Taniguchi, “Japan’s Open Market Operations under the Quantitative Easing Policy,” *Bank of Japan Working Paper Series*, No. 05-E-3, 2005.

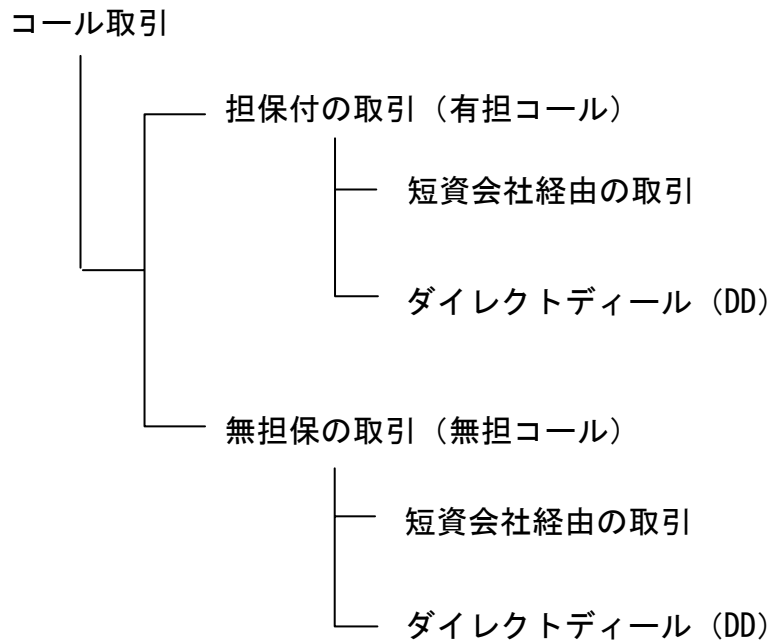
Moschitz, Julius, “The Determinants of the Overnight Interest Rate in the Euro Area,” *ECB Working Paper Series* No.393, 2004.

O'Brien, Yueh-Yun C., “Reserve Requirement Systems in OECD Countries,” *FEDS Working Paper* No. 2007-54, 2007.

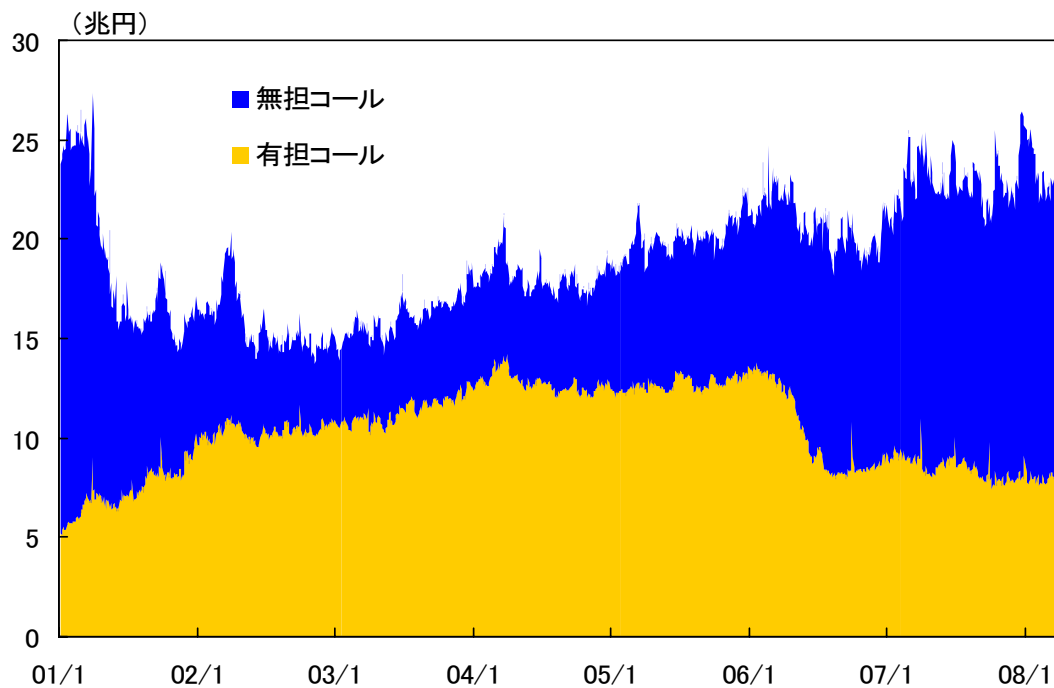
Woodford, Michael, “Monetary Policy in the Information Economy,” in *Economic Policy for the Information Economy*, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, 2001.

## コール取引の概要

### (1) コール取引の分類



### (2) コール市場残高の推移



(注 1) 短資会社経由分。

(注 2) 有担コール市場残高は、ディーリング分（出し手ベース）とブローキング分を合計したもの。

(図表2)

## 2007年中の日米欧における当座預金増減要因の比較

(日次ベース)

億円

	日本		米国		ユーロエリア	
	平均	最大	平均	最大	平均	最大
銀行券要因	1,668 [4%]	7,655 [16%]	1,086 [7%]	3,865 [25%]	n.a. —	n.a. —
財政要因	9,486 [20%]	93,095 [196%]	1,082 [7%]	28,021 [178%]	n.a. —	n.a. —
合計	9,655 [20%]	90,959 [192%]	2,120 [13%]	33,249 [211%]	6,114 [2%]	34,040 [11%]

(注1)[]内は所要準備額(米国は総所要準備額)に対する比率。

(注2)日本の財政要因には、その他の要因を含む。

(注3)2007年中の平均レート(\$1=¥117.78=€0.7297)で換算。

(予測値と実績値の乖離幅)

億円

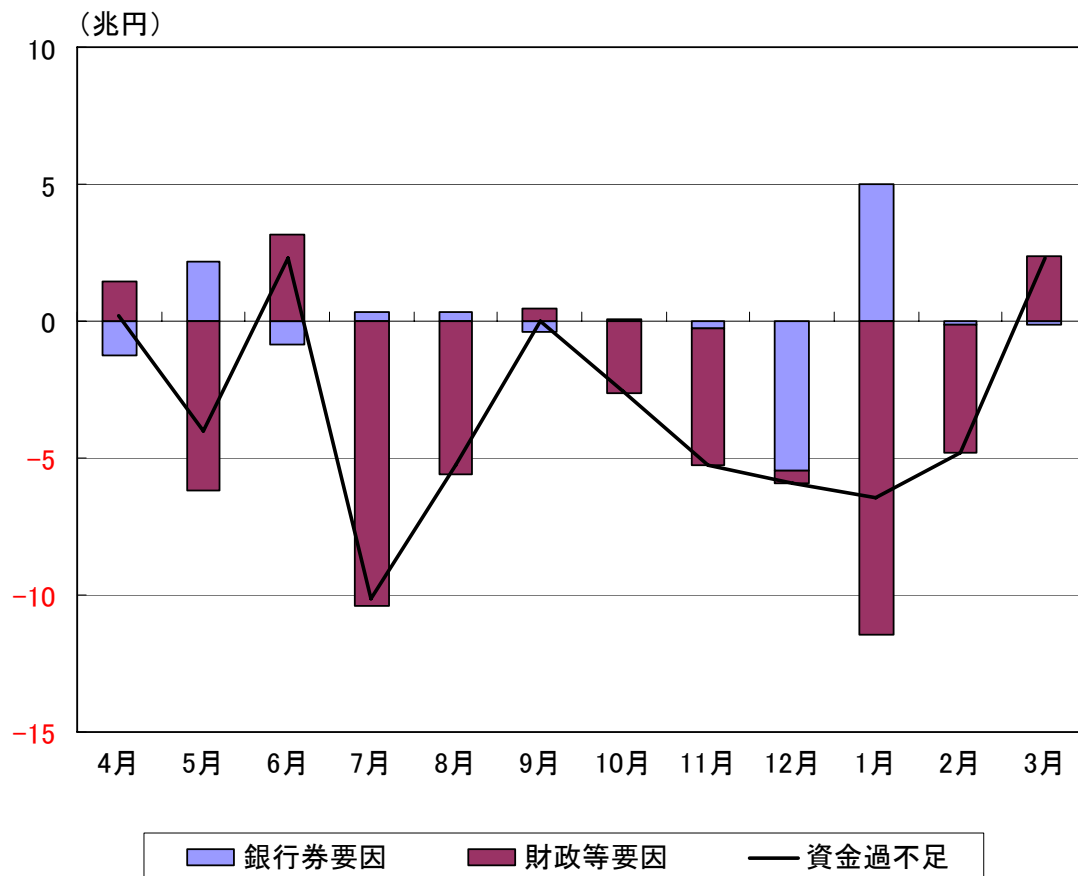
	日本		米国		ユーロエリア	
	平均	最大	平均	最大	平均	最大
合計	509 [1.1%]	2,382 [5.0%]	773 [4.9%]	4,416 [28.1%]	1,634 [0.5%]	6,107 [2.0%]

(注1)前日もしくは当日朝時点の予測値と実績値の乖離幅(ユーロエリアは週次の予測値と実績値の乖離幅)。

(注2)[]内は所要準備額(米国は総所要準備額)に対する比率。

(注3)2007年中の平均レート(\$1=¥117.78=€0.7297)で換算。

### 2007年度の日銀当座預金増減要因の推移





## 準備預金制度の準備率 (単位：%)

## ○ 預金についての準備率

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	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

○ 非居住者外貨債務の残高についての準備率 0.15  
(特別国際金融取引勘定に係るものを除く)

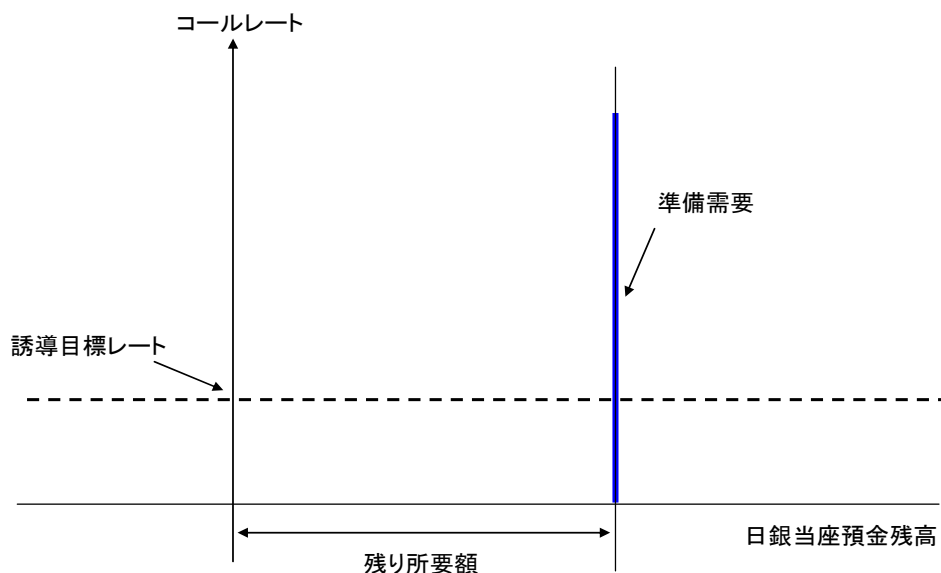
○ 居住者外貨預金の残高についての準備率 定期性預金 0.2      その他の預金 0.25  
(特別国際金融取引勘定に係るものを除く)

○ 非居住者円勘定に係る債務の残高についての準備率 0.15  
(特別国際金融取引勘定に係るものを除く)

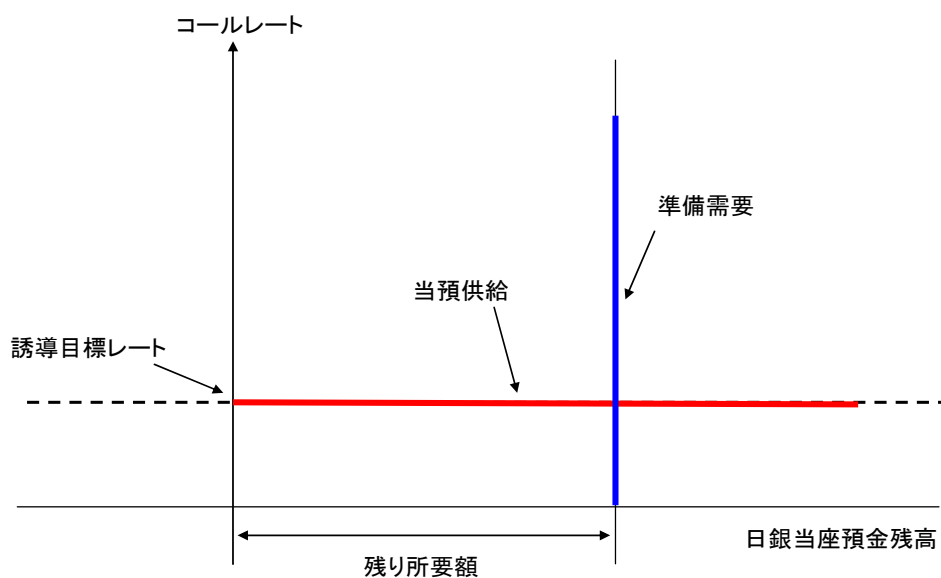
○ 特別国際金融取引勘定からその他の勘定への資金の振替に係る金額の残高についての準備率 0.15

### 積み最終日の準備需要

(1)



(2)

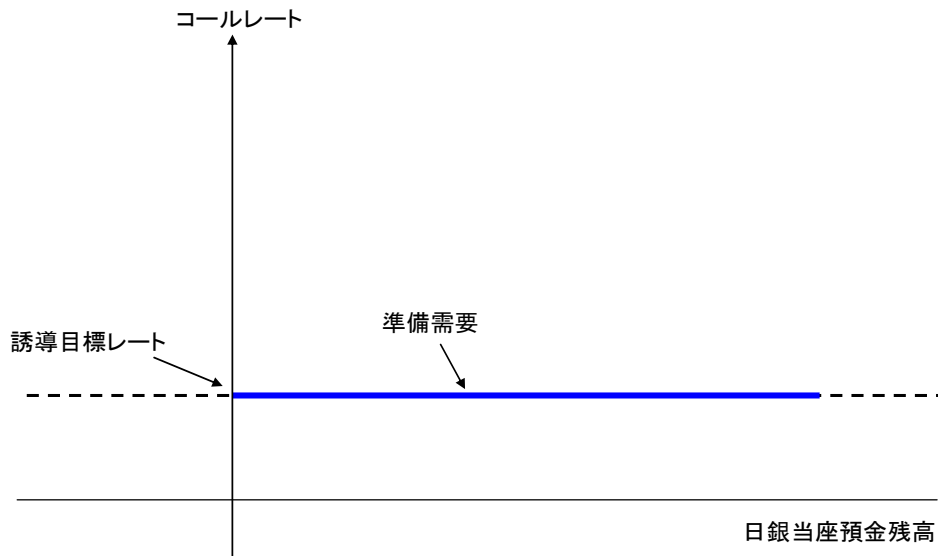


(注1) ここでは日銀当預への需要は準備需要のみ(所要準備額以上の需要はない)と考え、かつ日銀当預残高は負にならない(日中当座貸越やその返済延滞等は考えない)ものとする。補完貸付制度の存在も捨象する。

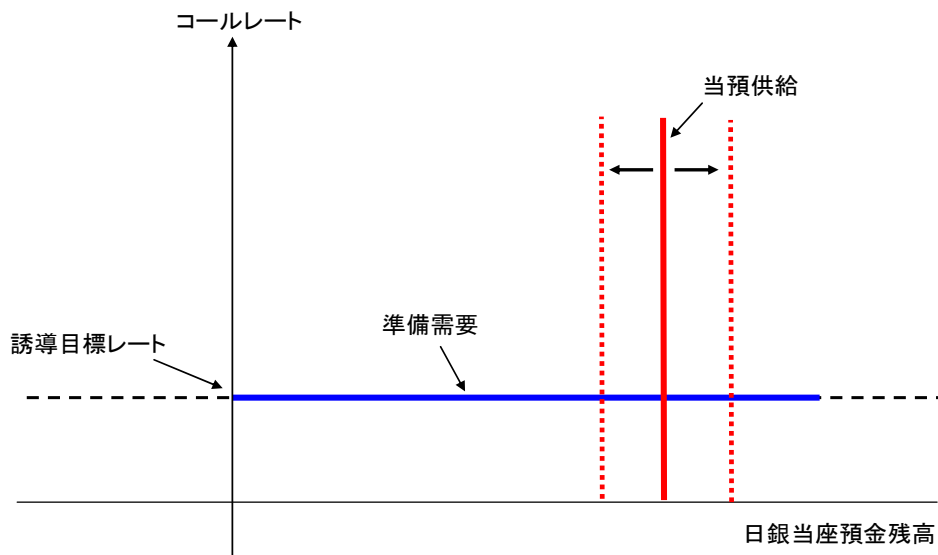
(注2) 上図においては準備需要曲線は単純に垂直に描いているが、その上端については過剰金の金利水準(基準割引率+3.75%)において、日銀当座預金残高が0から残り所要額の間は水平となると考えることができる。

### 積み最終日以外の準備需要

(1)



(2)

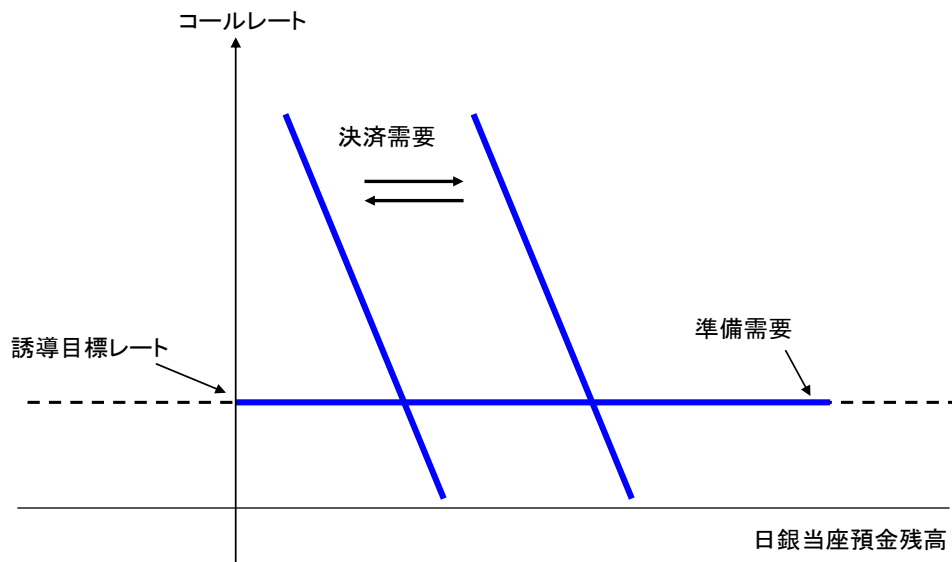


(注1) 前提は図表5と同じ。

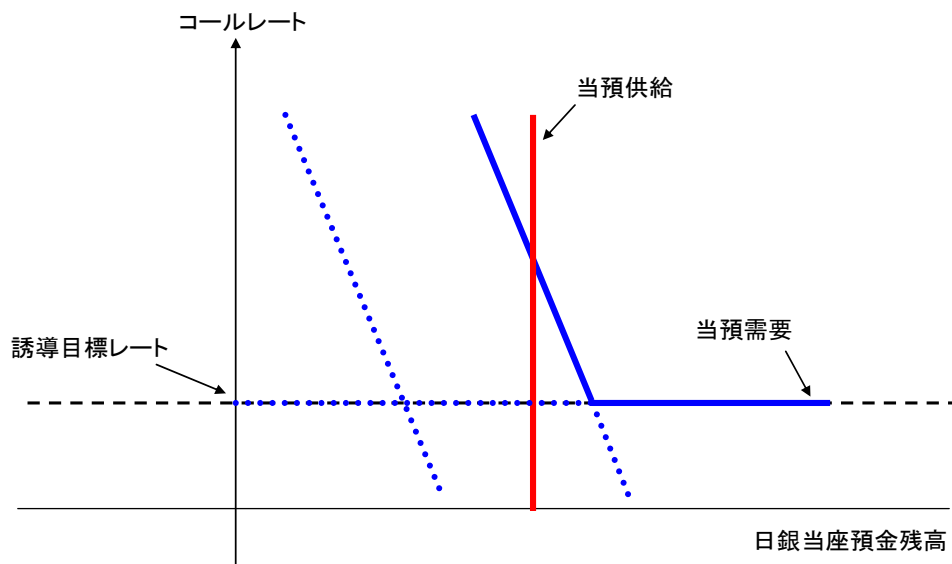
(注2) 上図においては準備需要曲線は単純に水平に描いているが、その右端については、日銀当座預金残高が準備預金の残り要積立額(積数)のところ、コールレートが誘導目標からゼロの間は垂直となると考えることができる。

## 決済需要と準備需要

(1)



(2)

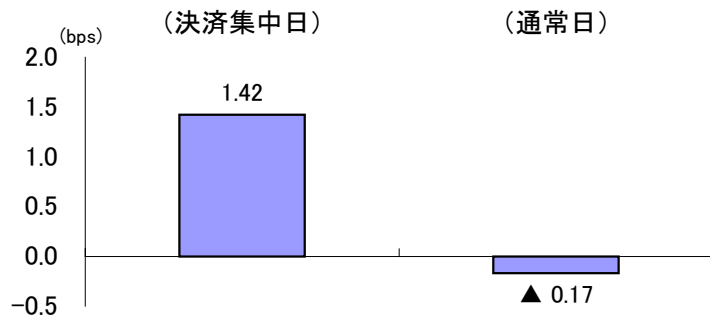


(注) 上図は決済需要と準備需要の双方を考慮している。ここで、日中当座貸越や補完貸付制度も考慮に入れると、当預需要曲線の左端は、補完貸付金利水準において日銀当座預金残高が負の領域まで左方に向かって水平となる。またその右端については日銀当座預金残高が残り要積立額(当日の積み立て予定額)のところで垂直となり、さらにコールレートが0の水準で右方に向かって水平となると考えることができる。

(図表 8)

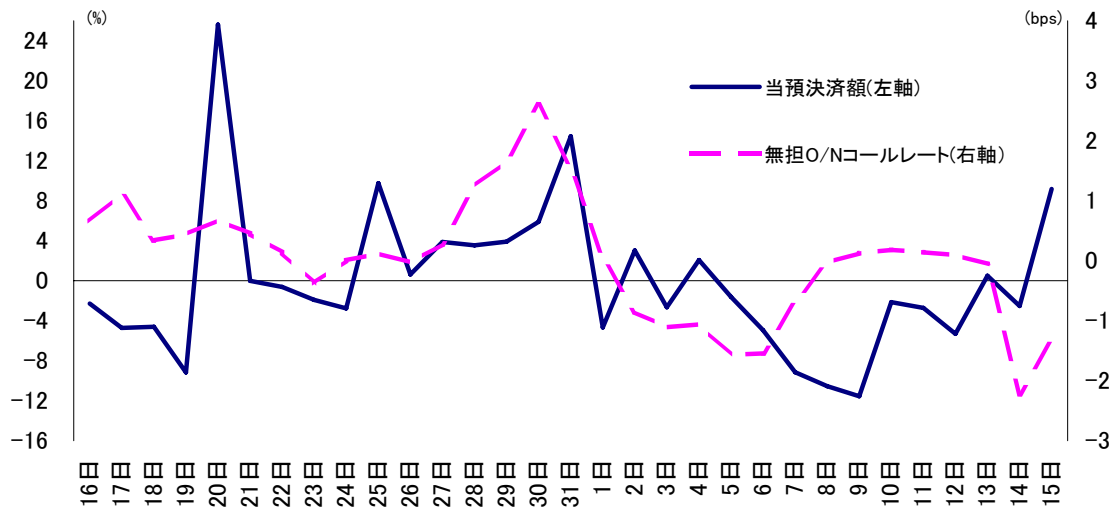
## 決済需要と無担0/Nコールレート

### (1) 決済額の多寡と無担0/Nコールレート (加重平均値)



- (注1) 決済集中日は、日中当預決済額 (片道ベース) が135兆円を越える日 (営業日に占める割合が約1割) と定義。通常日は、全営業日から決済集中日を除くベース。
- (注2) 縦軸は、無担0/Nコールレート (加重平均) についての各積み期間平均加重レートからの乖離率の平均。

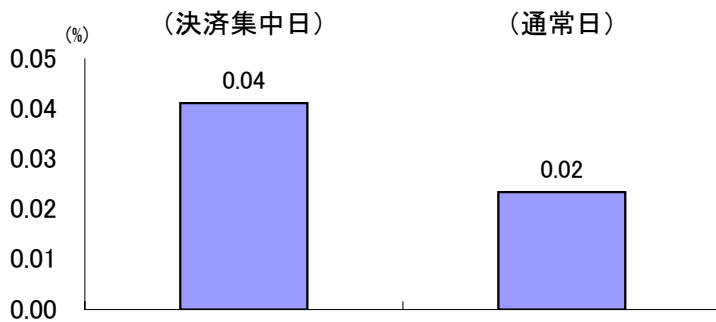
### (2) 当預決済額と無担0/Nコールレート (加重平均値)



- (注1) 実線は、当預決済額 (片道ベース) についての各積み期間中平均額からの乖離率。
- (注2) 破線は、無担0/Nコールレート (加重平均) についての各積み期間平均加重レートからの乖離率。
- (注3) 対象期間は、2006年7月積み期~2008年2月積み期 (ただし、休日は除く)。

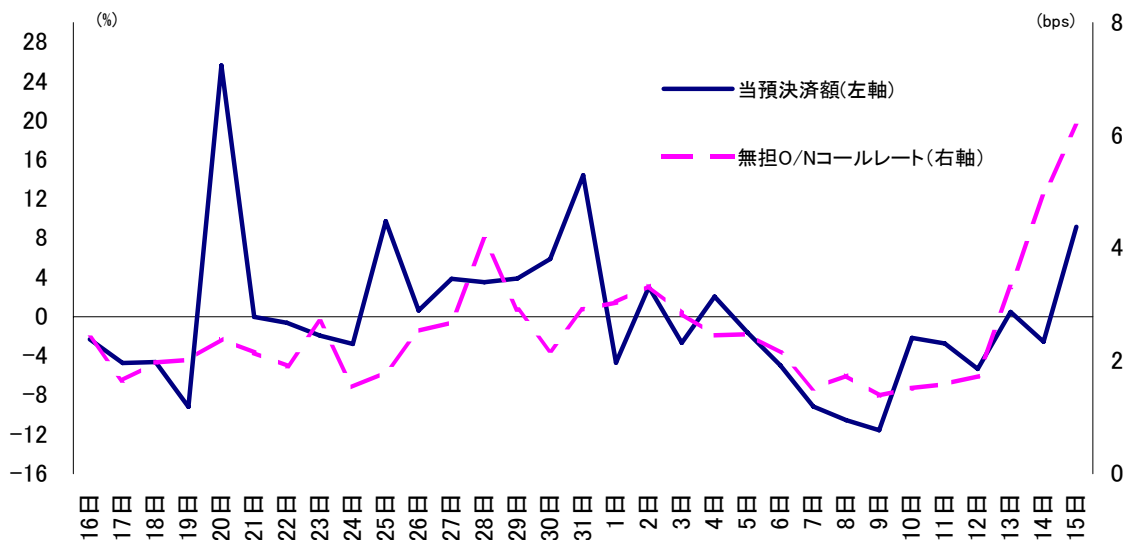
## 決済需要と無担0/Nコールレートの日中変動

### (1) 決済額の多寡と無担0/Nコールレート (日中変動)



- (注1) 決済集中日は、日中当預決済額 (片道ベース) が135兆円を越える日 (営業日に占める割合が約1割) と定義。通常日は、全営業日から決済集中日を除くベース。  
(注2) 縦軸は、無担コール市場における取引成立レート (0/N物) の日中分布に係る標準偏差の平均。

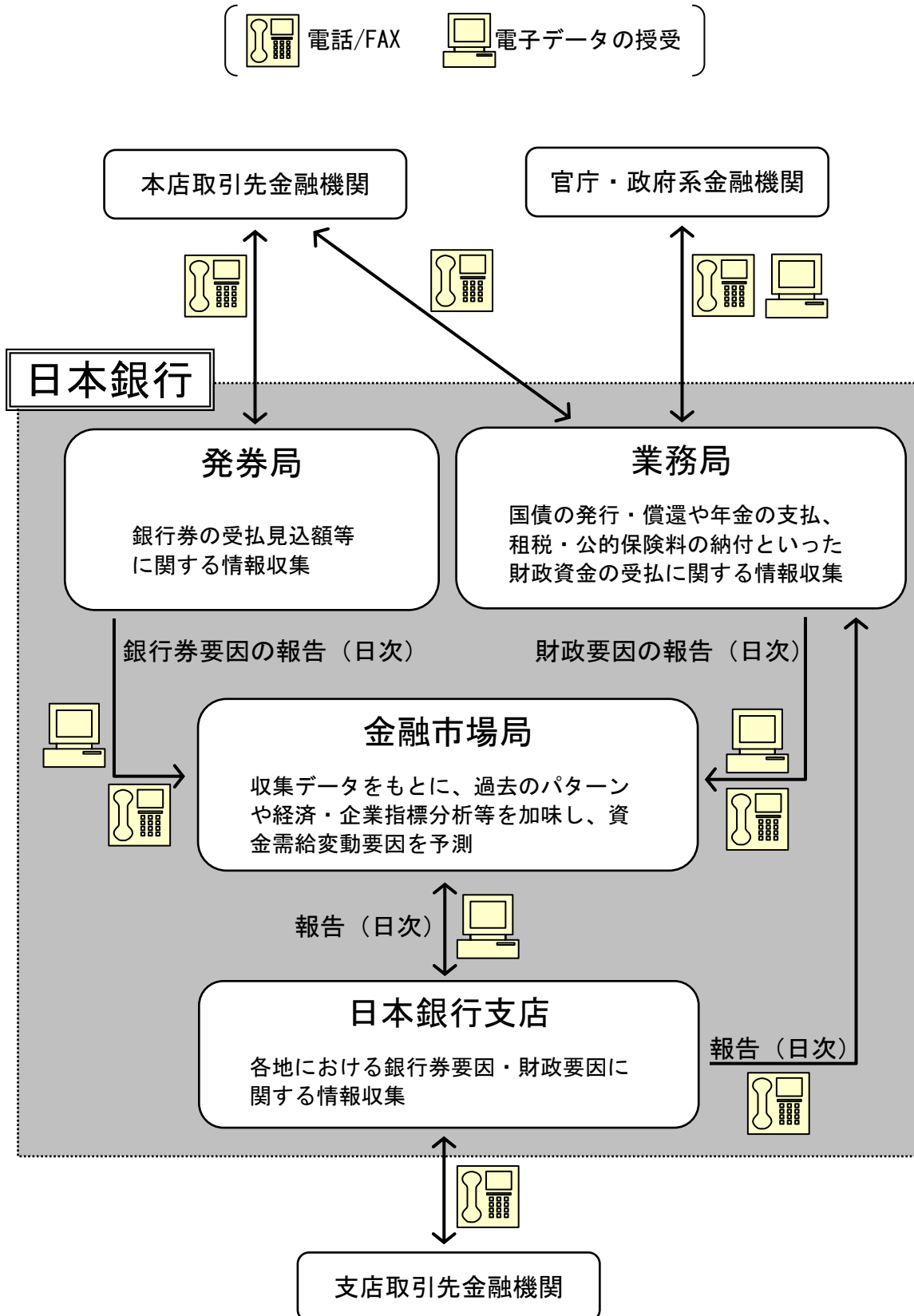
### (2) 当預決済額と無担0/Nコールレート (日中変動)



- (注1) 破線は、無担コール市場における取引成立レート (0/N物) の日中分布に係る標準偏差。  
(注2) 実線は、当預決済額 (片道ベース) についての各積み期間中平均額からの乖離率。  
(注3) 対象期間は、2006年7月積み期~2008年2月積み期 (ただし、休日は除く)。

(図表 10)

## 日銀当座預金増減要因の予測プロセス



2008年4月2日  
日本銀行金融市場局

日銀当座預金増減要因(2008年4月見込み)

1. 概況

	— 億円			銀行券当月末残高 前年比見込み
	見込み	(前年実績)	<前年比>	
銀行券要因	-11,500	-12,346	846	<u>0.6%</u>
財政等要因	-21,700	14,188	-35,888	
国債等	-70,200	-83,492	13,292	
政府短期証券等	-59,700	-67,106	7,406	
上記を除くその他	108,200	164,786	-56,586	
資金過不足	-33,200	1,842	-35,042	

- (注1) 「国債等」、「政府短期証券等」は、各々、「発行」「償還」をネットアウトしたベース。  
 なお、前月末までに実行された短国売買オペによって日本銀行が取得した短期国債のうち、  
 当月中に償還期日が到来するものの償還額は、23,000億円程度(繰上償還額および対政府  
 等売却額は勘案していない)であり、この額は「償還」から除かれている。
- (注2) 上記項目別金額冒頭の一印は、資金不足要因(「銀行券要因」については発行超、  
 「財政等要因」について受超)であることを示す。

2. 月中の特徴的な動き

主な不足日	4日、10日、24日	主に財政等要因
主な余剰日	15日	主に財政等要因

以 上



(図表12)

2008年3月3日  
日本銀行金融市場局

日銀当座預金増減要因と金融調節 (2008年2月実績) (注1)

— 億円

		実 績	前 年 実 績
銀行券要因		— 1,018	— 4,187
財政等要因		— 46,770	— 35,960
一般財		31,217	37,899
国債		— 109,221	— 91,682
発行		— 128,565	— 140,535
償還		19,344	48,853
政府短期証券		26,921	17,914
発行		— 180,865	— 167,373
償還		207,786	185,287
外その他		0	0
その		4,313	— 91
資金過不足		— 47,788	— 40,147
金融調節	国債買入	12,137	12,240
	短国買入	16,159	15,963
	短国売却	0	0
	国債買現先	— 18,156	9,795
	国債売現先	0	0
	共通担保資金供給(本店)	38,135	19,869
	共通担保資金供給(全店)	8,024	4,163
	C P 買現先	0	185
	手形売出	0	0
	貸出(注2)	0	990
国債補完供給	0	0	
小計	56,299	63,205	
当座預金	8,511	23,058	
準備預金	9,045	20,854	
高(注3)	銀行券月末発行高	763,579	756,627
	(末残前年比%)	(+0.9)	(+1.3)
	(平残前年比%)	(+1.1)	(+1.3)
	短国買入	83,743 (注4)	96,076
	短国売却	0 (注4)	0
	国債買現先	38,240	87,885
	国債売現先	0	0
	共通担保資金供給(本店)	239,157	178,043
	共通担保資金供給(全店)	96,114	56,041
	C P 買現先	0	3,080
手形売出	0	0	
貸出(注2)	0	990	
国債補完供給	0	0	
当座預金	87,352	100,692	
準備預金	84,237	70,119	

(注1) 上記の項目別金額冒頭の一印は資金不足要因(「銀行券要因」については発行超、「財政等要因」については受け超)であることを示す。

(注2) 貸出欄の数値は補完貸付。

(注3) 国債買入の残高は、「マネタリーベースと日本銀行の取引」(3月7日公表予定)を参照。

(注4) 短国売買オペによって日本銀行が取得した短期国債の当月中における償還額17,864億円(翌月中の償還額見込18,700億円程度)。繰上償還額および対政府等売却額は勘案していない。

(注) 金融調節欄のプラスとマイナスの符号は、それぞれネットベースでの資金供給・資金吸収を示す(例えば、資金供給オペがマイナスの場合、月中のスタート額よりエンド額の方が大きかったことを示す)。

## 日銀当座預金増減要因と金融調節 (3月31日&lt;月&gt;分)

(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)		1,000		
財政等要因 (受超=マイナス)		39,800		
資金過不足 (不足=マイナス)		40,800		
金	国債買入	3,100		
	短国買入			
	短国売却			
	国債買現先	20,100		
	国債売現先			
融	共通担保資金供給(本店)	10,000 -30,000		
	共通担保資金供給(全店)	-8,000		
調	C P 買 現 先			
	手形売出			
	貸 出			
	国債補完供給			
	小 計	- 4,800		
当座預金増減		+36,000		
当座預金残高				
準備預金残高				
積み終了先				
超過準備				
非準備預金残高				

## (参 考)

積み期間 (3/16~4/15日) の所要準備額 (積数)	1,494,600
積み期間 (3/16~4/15日) の所要準備額 (1日平均)	48,200

(注) 金融調節欄のマイナス符号は、資金供給オペではエンド、資金吸収オペではスタートを示す (プラス符号は逆の意味となる)。

## 日銀当座預金増減要因と金融調節 (3月31日&lt;月&gt;分)

(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)		1,000	1,200	1,200
財政等要因 (受超=マイナス)		39,800	39,100	39,100
資金過不足 (不足=マイナス)		40,800	40,300	40,300
金	国債買入	3,100	3,100	3,100
	短国買入			
	短国売却			
	国債買現先	20,100	20,100	20,100
	国債売現先			
融	共通担保資金供給 (本店)	10,000	10,000	10,000
		-30,000	-30,000	-30,000
調	共通担保資金供給 (全店)	-8,000	30,100	30,100
			-8,000	-8,000
節	C P 買現先			
	手形売出			
	貸 出		1,000	1,000
	国債補完供給			
	小 計	-4,800	+26,300	+26,300
当座預金増減		+36,000	+66,600	+66,600
当座預金残高			142,500	142,500
準備預金残高			135,700	135,700
積み終了先			16,600	16,600
超過準備			13,900	13,900
非準預先残高			6,800	6,800

## (参 考)

積み期間 (3/16~4/15日) の所要準備額 (積数)	1,494,600
積み期間 (3/16~4/15日) の所要準備額 (1日平均)	48,200
4/1日以降の残り要積立額 (残り所要準備額) (積数)	584,900
4/1日以降の残り要積立額 (残り所要準備額) (1日平均)	39,000

(注) 金融調節欄のマイナス符号は、資金供給オペではエンド、資金吸収オペではスタートを示す (プラス符号は逆の意味となる)。

(図表 15)

## 準備預金残高見込みの公表内容

(公表時刻：毎営業日朝8時頃)

本日の準備預金残高は〇兆〇〇〇〇億円程度となる見込み。

本日の当座預金残高は〇兆〇〇〇〇億円となる見込み。





(図表 17)

## オペ手段の概要

	調節手段	スタート日 (T:オペの オフター日)	決済タイミング <sup>(注1)</sup>		期間
			スタート	エンド	
資金 供給	共通担保資金供給 (本店)	T+0~4	即時	即時	1年以内
	共通担保資金供給 (全店)	T+0~2	即時	即時	
	CP等買現先	T+2	3時	即時	3か月以内
	国債買現先	T+0~2	即時	即時	1年以内
	短国買入	T+2~3	即時	—	—
	国債買入	T+3	即時	—	—
資金 吸収	手形売出	T+0~4	3時 5時	1時 3時	3か月以内
	国債売現先	T+0~2	即時	即時	6か月以内
	短国売却	T+2~3	即時	—	—
その他	国債補完供給 <sup>(注2)</sup>	T+0	即時	即時	原則0/N <sup>(注3)</sup>

(注1) 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および決済タイミングでオペを実施することがあります。

(注2) 取引形態は国債の買戻条件付売却(国債売現先)とします。

(注3) ただし、スタート日が売却対象国債の利子支払期日の前営業日から起算して4営業日前の場合には、当該利子支払期日をエンド日とします。

オペタイムテーブル<sup>(注1)</sup>

## 1. 即日オペについて

	国債現先オペ				共通担保資金 供給オペ		手形売出オペ	
	国債買現先		国債売現先		(本店) <sup>(注2)</sup>			
オファー	9:20	12:50	9:20	12:50	9:20	12:50	9:20	12:50
応募締切時刻	9:50	13:20	9:50	13:20	9:50	13:20	9:50	13:20
オファーバック	10:05 頃	13:35 頃	10:05 頃	13:35 頃	10:05 頃	13:35 頃	10:05 頃	13:35 頃
書類等の提出締切時刻(スタート分)	—				—		13:00	15:50
スタート日の決済 タイミング	即時・優先処理 <sup>(注3)</sup>				即時 <sup>(注4)</sup>		3時同時 処理	5時同時 処理
書類等の提出締切時刻(エンド分)	—				—		エンド日の10:30	
エンド日の決済 タイミング	即時・優先処理 <sup>(注3)</sup>				即時 <sup>(注4)</sup>		1時同時処理または 3時同時処理	

## 2-1. 先日付オペについて(その1)

	国債現先オペ		短期国債売買 オペ	国債買入 オペ	CP等買現先 オペ
	国債買現先	国債売現先			
オファー	9:30		10:10		10:10
応募締切時刻	10:10		11:20		13:00
オファーバック	10:25 頃		11:35 頃		13:40 頃
書類等の提出締切時刻(スタート分)	—		—		スタート日の前営業日の 15:00
スタート日の決済 タイミング	即時・優先処理 <sup>(注3)</sup>		即時・優先処理 <sup>(注3)</sup>		3時同時処理
書類等の提出締切時刻(エンド分)	—		—		エンド日の前営業日の 15:00
エンド日の決済 タイミング	即時・優先処理 <sup>(注3)</sup>		—		即時 <sup>(注6)</sup>
オファー日から スタート日までの 日数 <sup>(注5)</sup>	T+1~2		T+2~3	T+3	T+2



2-2. 先日付オペについて（その2）

	共通担保資金供給オペ		手形売出オペ
	(本店)	(全店)	
オファー	13:00		13:00
応募締切時刻	13:30	14:00	13:30
オファーバック	13:45 頃	14:15 頃	13:45 頃
書類等の提出締切時刻(スタート分)	—		スタート日の 9:30
スタート日の決済タイミング	即時 <sup>(注4)</sup>		3 時同時処理
書類等の提出締切時刻(エンド分)	—		エンド日の 10:30
エンド日の決済タイミング	即時 <sup>(注4)</sup>		1 時同時処理または 3 時同時処理
オファー日から スタート日までの 日数 <sup>(注5)</sup>	T + 1 ~ 4	T + 1 ~ 2	T + 1 ~ 4

3. その他

	国債補完供給 <sup>(注7)</sup>
オファー	13:00
応募締切時刻	13:45
オファーバック	14:00 頃
書類等の提出締切時刻(スタート分)	—
スタート日の決済タイミング	即時・優先処理 <sup>(注3)</sup>
書類等の提出締切時刻(エンド分)	—
エンド日の決済タイミング	即時・優先処理 <sup>(注3)</sup>
オファー日から スタート日までの 日数 <sup>(注5)</sup>	T + 0

(注1) これは一般的なタイムテーブルであり、上記とは異なるタイムテーブルでオペを実施することがあります。また、オファーバック時刻は目処であり、記載している時刻と前後することがあります。

(注2) 共通担保資金供給オペ(全店)を実施することがあります。この場合のタイムテーブルについては、実施の都度通知します。

(注3) この場合の「即時・優先処理」は、取引先起動の随時決済を意味し、決済は 15:30 までに終わることが必要です。ただし、当該時刻については、国債入力締切時刻を 30 分繰り下げる場合には 16:00 まで、60 分繰り下げる場合には、16:30 まで延長します。

(注4) この場合の「即時」は、取引先起動の随時決済を意味し、決済は 16:15 までに終わることが必要です。ただし、当該時刻については、為替決済の処理開始時刻を 30 分繰り下げる場合には 16:45 まで、60 分繰り下げる場合には、17:15 まで延長します。

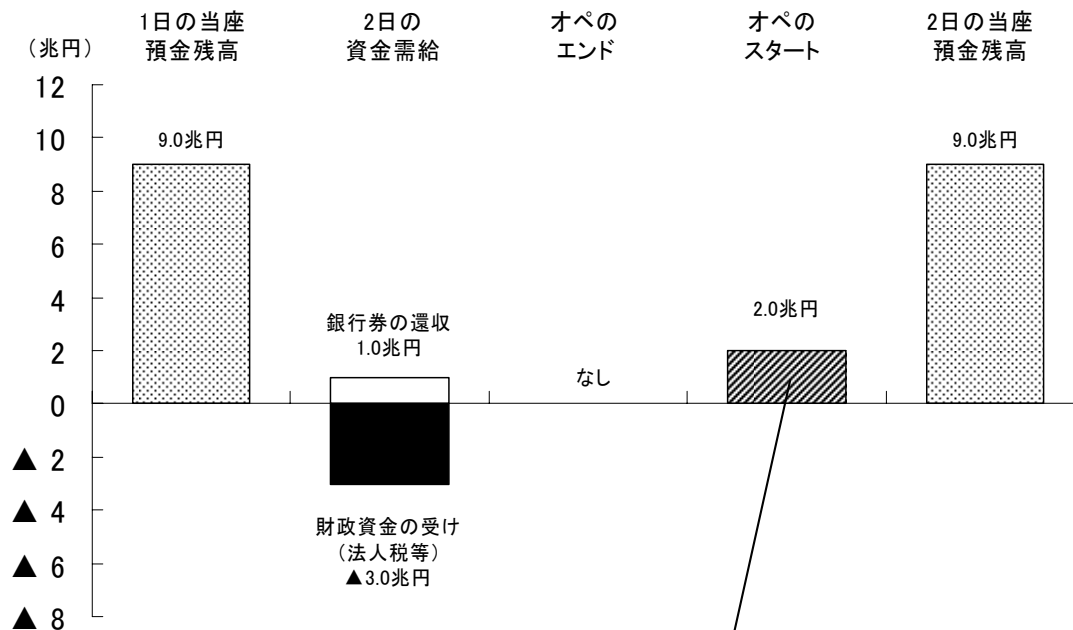
(注5) 「オファー日からスタート日までの日数」中の例えば「T + 2」は、オファー日の 2 営業日後をスタート日とすることを示します。

(注6) この場合の「即時」は、日本銀行の起動により、10:30 以降速やかに、即時処理により決済を行うことを意味します。

(注7) 取引形態は、国債の買戻条件付売却(国債売現先)とします。

### 資金過不足の変動を均すオペの仮設例

#### ○ 2日 (法人税揚げ)



#### ○ 20日 (国債償還日)

