



BOJ *Reports & Research Papers*

2015年6月

2014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。

1. はじめに.....	2
2. 2014 年度中の日本銀行の金融市場調節運営の概要.....	3
(1) 金融市場調節運営.....	3
(2) 日本銀行のバランスシート.....	5
BOX 1 主要中央銀行の金融政策とバランスシートの比較.....	8
(3) 資金過不足の動向.....	11
3. 国内資金・債券市場等の動向.....	13
(1) 翌日物市場.....	13
BOX 2 「量的・質的金融緩和」導入後の無担保コール市場.....	14
(2) 国庫短期証券市場.....	16
BOX 3 海外投資家の投資動向とマイナス金利.....	17
(3) 国債市場.....	18
BOX 4 民間主体の国債保有構造の変化.....	20
(4) CP・社債市場.....	21
(5) 為替スワップ市場.....	22
4. 金融市場調節手段の運営状況.....	23
(1) 資産買入れ.....	23
BOX 5 長期国債買入れオペにおける落札利回りと市場流通利回りの関係.....	25
BOX 6 長期国債買入れオペ後の流通市場の動き.....	28
(2) 短期オペ.....	32
(3) 貸出支援基金.....	33
(4) その他のオペ.....	35
(5) 補完貸付制度.....	36
5. 金融市場調節運営に関する制度変更等.....	37
(1) 貸出増加支援資金供給および成長基盤強化支援資金供給の延長・拡充.....	37
(2) 被災地金融機関支援オペおよび被災地企業等債務にかかる担保適格要件緩和の期限延長.....	37
(3) J P X 日経 400 に連動する E T F の買入れ対象化等にかかる対応.....	37
(4) 担保掛け目等の定例見直し.....	38
(5) 国債補完供給の実務運用の変更.....	38
(6) CP・社債等買入れの事務見直し.....	39
6. 市場参加者との対話強化に向けた取り組み.....	40
(1) 市場サーベ이의充実.....	40
(2) 市場参加者との対話の場の拡充等.....	40
(3) 市場参加者から寄せられた市場運営に関する要望事項への対応.....	42
参考計表・資料一覧.....	43

1. はじめに

2014年度において、日本銀行は、前年度に続き、「量的・質的金融緩和」のもと、長期国債の多額の買入れなど、広範な資産の買入れを通じてマネタリーベースの残高を大きく拡大させるという、極めて強力な金融緩和を進めた。

すなわち、日本銀行は2014年10月までの間、2013年4月に導入した「量的・質的金融緩和」のもとでの金融市場調節方針に従って、長期国債や国庫短期証券、CP等、社債等、ETF、J-REITといった広範な資産の買入れを通じて、マネタリーベースが年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を進めた。

さらに、日本銀行は、2014年10月31日の金融政策決定会合においては、「量的・質的金融緩和」の拡大を決定した。すなわち、マネタリーベースの増加ペースを、それまでの年間約60～70兆円から約80兆円に拡大するとともに、長期国債の買入れペースについても、日本銀行の保有残高の増加額を、それまでの年間約50兆円から約80兆円に拡大した。また、長期国債買入れの平均残存期間も、従来の7年程度から、7年～10年程度へと長期化した。さらに、ETFおよびJ-REITの買入れについても、日本銀行の保有残高がそれぞれ年間約3兆円、約900億と、それまでの3倍のペースで増加するよう買入れを行っていくこととした。その後、日本銀行は、この新たな金融市場調節方針に沿って、一段と高いペースでの資産の買入れを進めてきた。

このような金融市場調節の結果、2014年末のマネタリーベースは275.9兆円と、前年末に比べ74.0兆円の増加をみた。さらに、その後もマネタリーベースを着実に増加させる調節を行ったことから、2015年3月末のマネタリーベースは295.9兆円と、前年3月末に比べ76.0兆円の増加となった。また、日本銀行の保有する長期国債の残高は2014年末で201.8兆円と、前年末に比べ60.2兆円増加し、2015年3月末には220.1兆円と、前年3月末に比べ66.0兆円の増加となった。

本稿の構成は以下のとおりである。第2節では、2014年度中の日本銀行の金融市場調節運営の概要について述べる。第3節では、このような金融市場調節運営のもとでの国内資金・債券市場等の動向を概観する。第4節では、金融市場調節手段の運営状況について説明する。第5節では、金融市場調節運営に関する制度変更等について述べる。最後に、第6節では、市場参加者との対話強化に向けた取り組みについて説明する。

2. 2014年度中の日本銀行の金融市場調節運営の概要

(1) 金融市場調節運営

① 金融政策決定と金融市場調節方針 — 「量的・質的金融緩和」の拡大 —

日本銀行は、2014年度入り後、2014年10月31日の金融政策決定会合で「量的・質的金融緩和」の拡大を決定するまでの間、2013年4月4日の「量的・質的金融緩和」導入時に決定した金融市場調節方針を維持した。この金融市場調節方針では、マネタリーベースが年間約60～70兆円相当のペースで増加するよう金融市場調節を行うこと、長期国債については保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うとともに、買入れの平均残存期間を7年程度とすること、またETFおよびJ-REITについては、保有残高がそれぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うことなどを定めていた。

日本銀行は、2014年10月31日の金融政策決定会合において、以下のとおり、「量的・質的金融緩和」を拡大することを決定した。

(1) マネタリーベース増加額の拡大

マネタリーベースが、年間約80兆円（約10～20兆円追加）に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

(2) 資産買入れ額の拡大および長期国債買入れの平均残存年限の長期化

① 長期国債について、保有残高が年間約80兆円（約30兆円追加）に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間を7年～10年程度に延長する（最大3年程度延長）。

② ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円（3倍増）、年間約900億円（3倍増）に相当するペースで増加するよう買入れを行う。新たにJPX日経400に連動するETFを買入れの対象に加える^(注)。

(注) CP等、社債等については、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する（従来通り）。

2014年度中のその後の金融政策決定会合において、日本銀行は上記の調節方針を継続することを決定した。

また、日本銀行は、2015年1月20～21日の金融政策決定会合において、貸出増加を支援するための資金供給（以下「貸出増加支援資金供給」という。）および成長基盤強化を支援するための資金供給（以下「成長基盤強化支援資金供給」という。）について、制度を拡充したうえで、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（以下「被災地金融機関支援オペ」という。）および被災地企業等にかかる担保要件の緩和措置と併せて期限を1年間延長することを決定した。すなわち、成長基盤強化支援資金供給（本則）について、対象金融機関毎の上限を1兆円から2兆円へ、総枠を7兆円から10兆円にそれぞれ引き上げたほか、貸出増加支援資金供給および成長基盤強化支援資金供給について、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。

② 金融市場調節運営

上記の政策決定に基づき、日本銀行は2014年度中、以下のような金融市場調節運営を行った。

まず、長期国債の買入れについては、月8～10回程度のペースを基本とし、2014年10月までは毎月6～8兆円程度、10月31日の「量的・質的金融緩和」の拡大後は毎月8～12兆円程度のペースで買入れを実施した。

また、国庫短期証券の買入れについては、2014年度中は週1回のペースを基本としてオファーを行い、オファー1回当たり概ね1～3兆円程度の買入れを行ってきた。このほか、CP等や社債等といった他の金融資産についても、上述のような「量的・質的金融緩和」のもとでの買入れ方針に基づき、買入れを進めた。

固定金利方式での共通担保資金供給オペについては、基本的には期間3か月のオファーを、市場参加者の応札ニーズを眺めながら継続的に行った。もっとも、「量的・質的金融緩和」のもとで並行して行われている広範かつ多額の資産買入れにより市場には潤沢な資金が供給され、短期金融市場における資金余剰感が極めて強い状況が続いたことから、同オペへの需要は総じて低調であった。

米国連邦準備制度との米ドル・スワップ取極に基づく米ドル資金供給オペについては、基本的には1週間物を週1回オファーした。米ドル資金の調達環境が安定しているもとで、同オペの利用の多くは事務ノウハウの維持を目的とするものであった。

成長基盤強化支援資金供給および貸出増加支援資金供給については、いずれも3か月に1回オファーした。被災地金融機関支援オペについては、月1回のペースでオファーした。

(2) 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、マネタリーベースおよび日本銀行のバランスシートは大きく拡大した。すなわち、2014 年末には、マネタリーベースは 275.9 兆円、日本銀行のバランスシートの規模は 300.2 兆円と、2013 年末対比では、それぞれ 74.0 兆円、76.0 兆円増加した。その後もマネタリーベースや日本銀行のバランスシートの規模は拡大を続け、2015 年 3 月末のマネタリーベースは 295.9 兆円、バランスシートの規模は 323.6 兆円に達し、2014 年 3 月末との対比では、それぞれ 76.0 兆円、82.0 兆円の増加となった。

資産サイドをみると、日本銀行が「量的・質的金融緩和」のもとで長期国債や E T F、J - R E I T 等の買入れを進めた結果、これらの資産の残高は着実な増加をみており、これらの資産の 2014 年末時点の残高は、概ね 2014 年 10 月末の「量的・質的金融緩和」の拡大に際し公表した 2014 年末のバランスシート見通しのとおりとなった（図表 2-1）。

主な資産の 2015 年 3 月末時点の残高をみると、長期国債が 220.1 兆円（前年比 66.0 兆円の増加）、買入国庫短期証券が 37.9 兆円（同 6.3 兆円の増加）、E T F が 4.5 兆円（同 1.6 兆円の増加）、J - R E I T が 0.21 兆円（同 0.06 兆円の増加）と、いずれも前年に比べ増加した。このほか、貸出支援基金（成長基盤強化支援資金供給における米ドル資金供給に関する特則を除く）も 27.0 兆円と、前年に比べ 15.2 兆円の増加となった。

この間、固定金利方式での共通担保資金供給オペについては、短期金融市場における資金余剰感が極めて強いことを反映し、2015 年 3 月末時点の残高は 6.8 兆円と、2014 年 3 月末と比べて 7.4 兆円の減少となった。

(図表 2-1) 日本銀行のバランスシート

(単位：兆円)

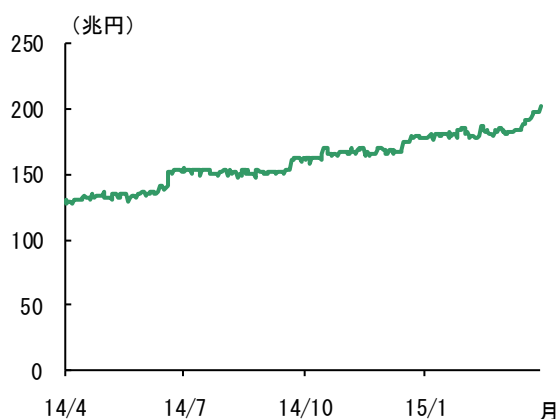
	13年3月末 (実績)	13年末 (実績)	14年3月末 (実績)	14年末		15年3月末 (実績)	今後の年間 増加ベース (14年10月 31日公表)
				見通し (14年10月 31日公表)	実績		
マネタリーベース	146.0	201.8	219.9	275	275.9	295.9	+約80兆円

(バランスシート項目の内訳)

長期国債	91.3	141.6	154.2	200	201.8	220.1	+約80兆円
CP等	1.2	2.2	1.9	2.2	2.2	2.0	残高維持
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	残高維持
ETF	1.5	2.5	2.9	3.8	3.8	4.5	+約3兆円
J-REIT	0.12	0.14	0.15	0.18	0.18	0.21	+約900億円
貸出支援基金	3.4	8.4	11.8	—	23.4	27.0	—
買入国庫短期証券	16.4	24.2	31.6	—	38.4	37.9	—
共通担保資金供給	21.7	18.1	14.1	—	8.0	6.8	—
その他とも資産計	164.8	224.2	241.6	297	300.2	323.6	—
銀行券	83.4	90.1	86.6	93	93.1	89.7	—
当座預金	58.1	107.1	128.7	177	178.1	201.6	—
その他とも負債・純資産計	164.8	224.2	241.6	297	300.2	323.6	—

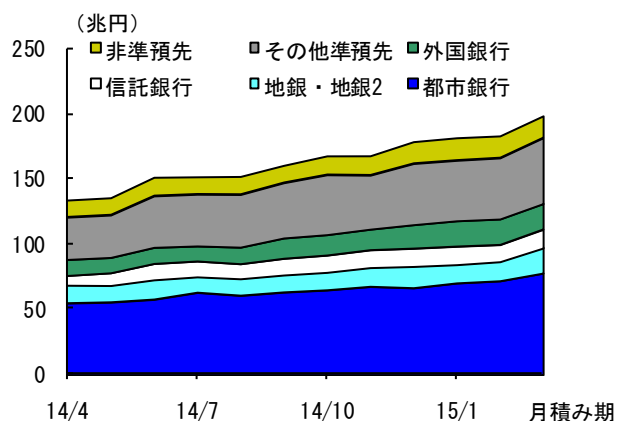
負債サイドをみると、日銀当座預金残高は、「量的・質的金融緩和」のもとでの各種の資産買入れなどを通じた資金供給の増加を反映し、2014年末には178.1兆円と、概ね見通しどおりの増加となり、2015年3月末には201.6兆円に達し、前年との対比では72.9兆円の増加となった（図表2-2）。日銀当座預金残高を業態別にみると、全ての業態で増加がみられたが、とりわけ「都市銀行」および「その他準備預金制度適用先」の増加幅が大きくなった（図表2-3）。

（図表 2-2）日銀当座預金残高



（注）日次平均。

（図表 2-3）業態別の日銀当座預金残高



（注1）各積み期の平均残高。

（注2）「その他準備先」は他の業態に含まれない準備預金制度適用先。「非準備先」は準備預金制度非適用の日銀当座預金取引先。

BOX 1 主要中央銀行の金融政策とバランスシートの比較

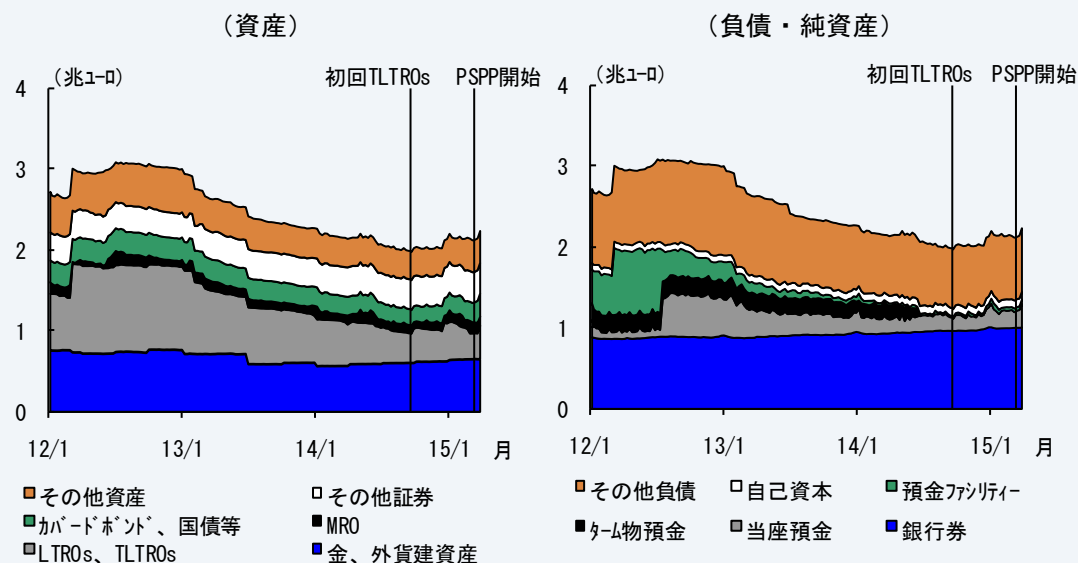
2014年度において、日本銀行は「量的・質的金融緩和」のもとで、国債買入れなどにより強力な金融緩和を推し進めた。欧州中央銀行も、同様に、域内の国債等を買入れる公的セクター資産買入れプログラム（PSPP）をはじめとした金融緩和策を実施した。この間、米国連邦準備制度は、3次にわたる大規模資産買入れプログラム（LSAP）による国債やエージェンシーMBSの買入れを終了した。

欧州中央銀行は、2014年6月に預金ファシリティの金利を0%から▲0.1%へ引き下げるとともに、金融機関の貸出を促す観点から、貸出の増加額を基準とした最長4年間・固定金利の資金供給オペ“Targeted Longer-term Refinancing Operations”（TLTROs、初回貸出は2014年9月）を導入した。

その後、欧州中央銀行は、同年9月に預金ファシリティの金利を▲0.2%へと引き下げた。さらに10月には、ユーロ圏の信用供与拡大の後押しを目的として、ABS買入れプログラム（ABSPP、2014年11月開始）およびカバードボンド買入れプログラム（CBPP3、2014年10月開始）を導入した。さらに2015年1月には、ユーロ圏各国の国債やエージェンシー債等を買入れる公的セクター資産買入れプログラム（PSPP、2015年3月開始）を導入し、ABSPP、CBPP3とあわせて月額600億ユーロ程度の資産を買入れることとした。

欧州中央銀行のバランスシートをみると、資産サイドでは、2012年に3兆ユーロ程度であったものが、最長3年間・固定金利の資金供給オペ“Longer-term Refinancing Operations”（LTROs）の残高減少を主因として、2014年9月には2兆ユーロ程度まで減少していた（BOX 図表 1-1）。その後は、TLTROsの実行やABSPP、CBPP3、PSPPなどを通じた資産買入れを反映し、再び拡大傾向を辿っている。負債サイドをみると、2014年9月頃までは、上述のようなLTROsの残高減少を反映した預金の減少を背景に減少していたが、その後は、各種資産買入れを通じた預金の積み上がりを反映し、増加傾向に転じている。

(BOX 図表 1-1) 欧州中央銀行の資産・負債



(注1) 欧州中央銀行およびユーロ圏各国中央銀行の資産・負債を統合したもの。週次ベース(末残)。

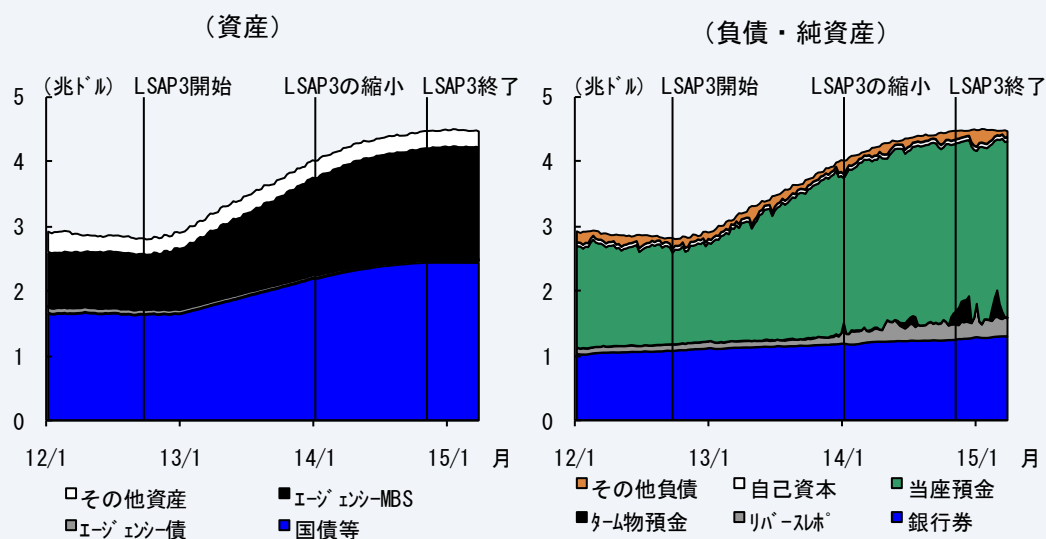
(注2) MRO、LTROs、TLTROsはそれぞれ、Main Refinancing Operation、Longer-term Refinancing Operations、Targeted Longer-term Refinancing Operationsを指す。

(注3) ガバードボンド、国債等は金融政策目的で保有する証券。

一方、米国連邦準備制度は、大規模資産買入れプログラム(LSAP3)によるエージェンシーMBS(2012年9月開始、毎月400億ドル)および国債(2013年1月開始、毎月450億ドル)の買入れペースを、2014年入り後、段階的に縮小し、2014年10月に新規の買入れを終了した。現在は、買い入れた資産の償還金の再投資を続けている。

こうしたもとで、米国連邦準備制度の資産規模は、2014年入り後、拡大ペースが緩やかとなり、資産の新規買入れを終了したあとは、概ね横ばいで推移している(BOX図表1-2)。この間、負債サイドをみると、当座預金の残高が概ね横ばいで推移する中、資金吸収手段として試験的に導入されているターム物預金ファシリティやリバースレポが実施された場面では、当座預金からこれらのファシリティに資金がシフトする動きがみられた。

(BOX 図表 1-2) 米国連邦準備制度の資産・負債

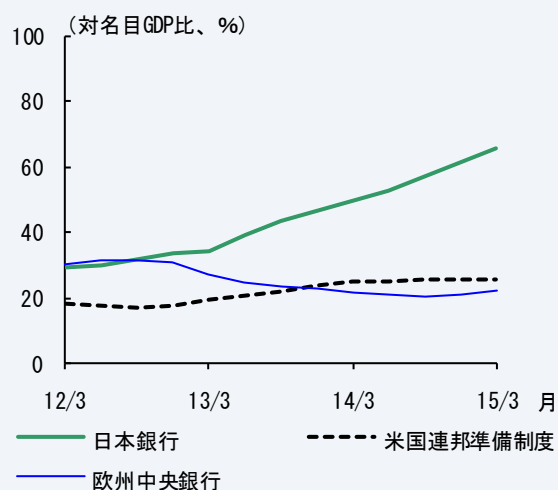


(注) 週次ペース (水曜日の最終残高)。

各中央銀行の資産規模の対名目GDP比率をみると、2015年3月末で、米国連邦準備制度の25%程度、欧州中央銀行の20%程度に対して、日本銀行は65%程度と、引き続き極めて大きな規模となっている (BOX 図表 1-3)。

欧州中央銀行は、月額600億ユーロに相当する資産の買入れを、少なくとも2016年9月まで継続するとの意向を表明している。仮にこのペースでの資産買入れが継続した場合、欧州中央銀行の資産規模は、2016年9月に対名目GDP比率でみて30%程度まで拡大する見通しとなる。

(BOX 図表 1-3) 主要中央銀行の資産規模



(注1) 各四半期末の資産規模を当該四半期の名目GDPで割ることで算出。

(注2) 2015年3月末については、2014年10~12月期の名目GDPを利用。

(3) 資金過不足の動向

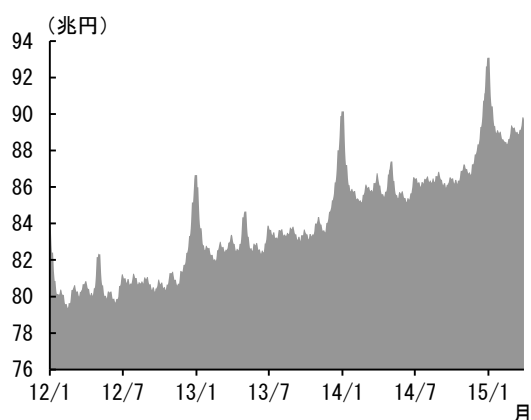
資金過不足の動向をみると、「量的・質的金融緩和」のもとでの日本銀行による多額の長期国債や国庫短期証券の買入れにより、民間金融機関向けの国債償還額が大幅に減少したことなどを背景に、資金不足幅は135.2兆円と、2013年度の111.6兆円から拡大した（もっとも、この資金不足幅を上回る日本銀行の多額の資産買入れにより、日銀当座預金残高は増加傾向を辿った）。

①銀行券要因

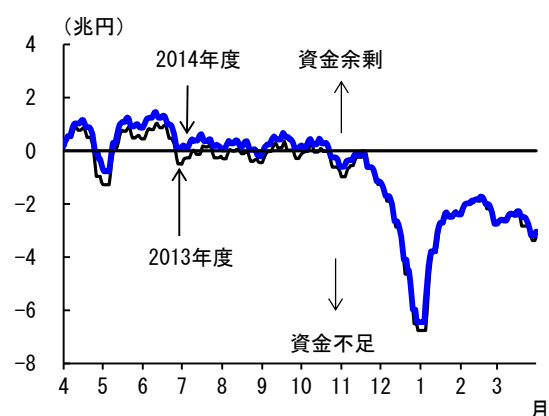
2014年度中、銀行券の発行残高は増加傾向を続け、2014年末に93.1兆円（前年比+3.3%）、2015年3月末に89.7兆円（同+3.5%）となった（図表2-4）。このような銀行券発行の増加を反映して、資金需給の観点からみた銀行券要因は、2013年度の3.3兆円の発行超と概ね同程度となる3.0兆円の発行超となり、日銀当座預金減少・資金不足要因として働き続けた。

2014年度初からの銀行券要因累計額の推移をみると、季節的な発行・還収の変動は2013年度と概ね同じパターンを辿るも、2014年末には、年末年始の銀行券需要が増加し、発行超幅は6.5兆円に拡大した。2015年入り後は、年末年始に市中で使用された銀行券が還収されたことなどから、2015年3月末の発行超幅は3.0兆円まで縮小した（図表2-5）。

(図表 2-4) 銀行券発行残高



(図表 2-5) 銀行券要因の年度初からの累計額



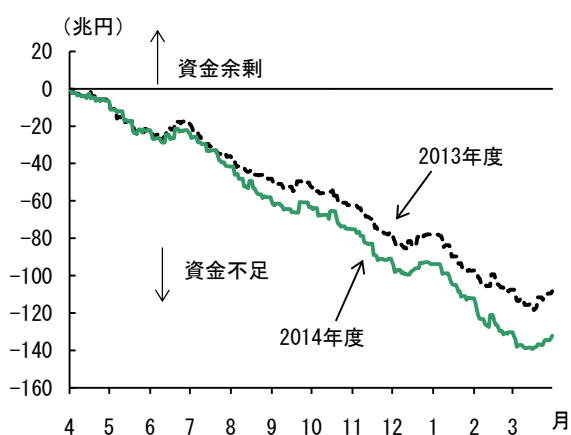
②財政等要因

2014年度の財政等要因は、一般財政の払超（日銀当座預金増加・資金余剰要因）を、国債・国庫短期証券の受超（日銀当座預金減少・資金不足要因）が上回り、受超となった。また、その受超幅は、2013年度（108.4兆円）から拡大し、132.1兆円となった（図表2-6）。

2014年度中の受超幅の拡大は、「量的・質的金融緩和」のもとで日本銀行が多額

の長期国債および国庫短期証券を買い入れた結果、日本銀行への償還が増加する一方で、民間金融機関への償還（＝日銀当座預金への払込み）が減少したことが主因である¹。このような、日本銀行による金融市場調節自体が財政等要因に及ぼす影響を取り除いてみると、2014年度の財政等要因の受超幅は9.0兆円となり、2013年度（同じくオペによる影響を取り除いた場合、8.1兆円の受超）に比べ、0.9兆円ほど資金不足方向に振れたことになる（図表2-7）。この背景としては、租税の受入れ増加等により一般財政の払超幅が縮小したことなどが挙げられる。

（図表 2-6） 財政等要因の年度初からの累計額



（図表 2-7） 財政等要因の年度初からの累計額
（オペによる影響を考慮）



¹ 日本銀行が金融機関から買い入れた長期国債および国庫短期証券について、政府から満期償還を受けると、それらの証券を金融機関が保有し続けていれば日銀当座預金に払込まれてはいたはずの償還金が金融機関に支払われないこととなるため、財政資金の日銀当座預金に対する払いが減少する。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、このような扱いによって大幅な受超（資金不足）となる。

3. 国内資金・債券市場等の動向

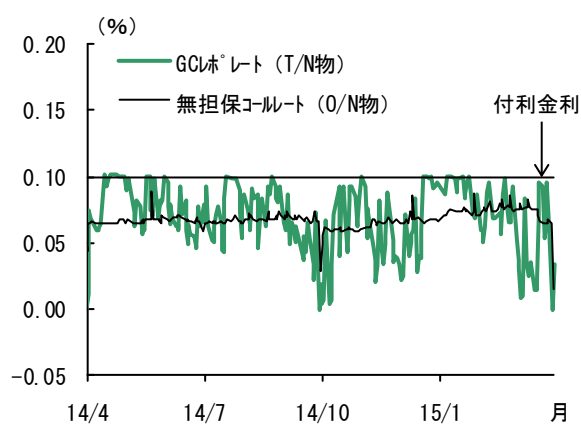
(1) 翌日物市場

翌日物市場は、日本銀行が「量的・質的金融緩和」のもとで潤沢な資金を供給していることなどを背景に、2014年度中も極めて低い水準で金利が推移した。

無担保コールレート（0/N物）は、日本銀行による潤沢な資金供給が継続するもとの、概ね0.06～0.07%台の極めて低い水準で推移した（図表3-1）。

GCレポレート（T/N物）は、振れを伴いつつも、補完当座預金制度の適用金利（以下「付利金利」という。）である0.1%を概ね下回って推移した。

(図表3-1) 翌日物金利



(注) 約定日ベース。

BOX 2 「量的・質的金融緩和」導入後の無担保コール市場

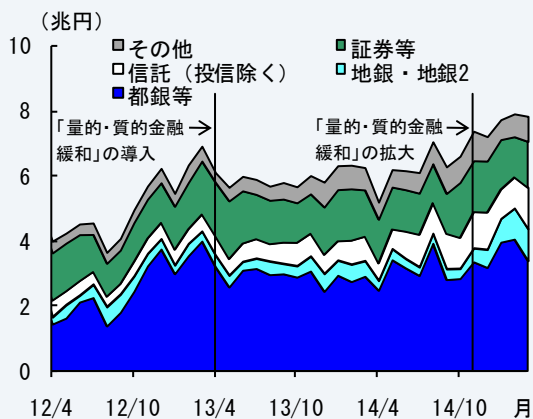
「量的・質的金融緩和」の導入後、日本銀行が一層潤沢な資金供給を行っているもとで、各金融機関がその時々資金不足に応じて無担保コール市場で資金の調達を行う必要性は一段と薄れたが、無担保コール取引の市場残高は緩やかな増加傾向を辿っている。

まず資金運用サイドでは、特に投資信託の運用残高が増加した。これは、株価が上昇を続けたことを受けて投資信託への資金流入が進む中、日本銀行による国庫短期証券買入れなどを背景に国庫短期証券の利回りが低下したことを受けて、投資信託が相対的に利回りの高い無担保コール市場での運用を増やしたためである（BOX 図表 2）。さらに、2014年9月以降は国庫短期証券の利回りがマイナスとなる局面がみられるようになり、これとの対比でみて無担保コールでの運用が一段と魅力的となったことや、株価上昇により投資信託の運用資産残高が一段と増加したことなどを反映し、無担保コール市場の運用残高は一段と増加した。

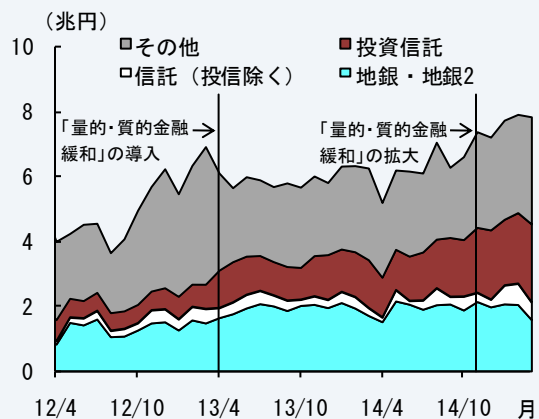
一方、資金調達サイドでは、都銀等や信託銀行などの補完当座預金制度の対象となる金融機関（以下「付利先」という。）が、上述のような投資信託の運用資金の受け皿となるかたちで、資金調達を増加させた。

(BOX 図表 2) 業態別の無担保コール市場残高

(資金調達サイド)



(資金運用サイド)



(注1) いずれも短資会社経由分（月中平均残高）。

(注2) 「都銀等」は都市銀行・新生銀行・あおぞら銀行。「証券等」は金融商品取引法上の有価証券関連業を行う第一種金融商品取引業者および証券金融会社。

このように、「量的・質的金融緩和」のもとで日本銀行が一層潤沢な資金供給を行う中でも、無担保コール市場においては相応の取引残高が維持された。この背景としては、付利金利がプラスに維持されているもとで、投資信託など補完当座預金制度の適用を受けず付利金利が適用されない先（以下「非付利先」という。）は余剰資金を無担保コールで運用するニーズがあること、銀行など付利先が、こうした資金

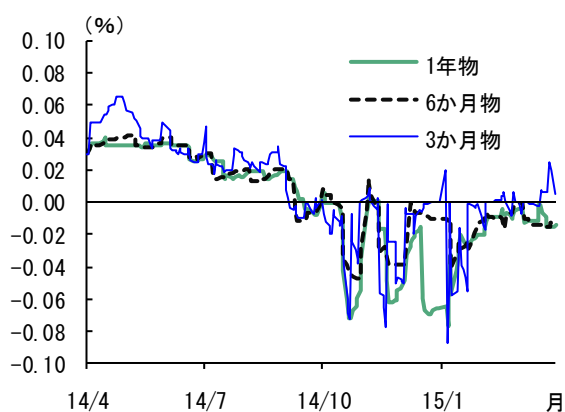
の受入れ先となり得ることが指摘できる。さらに、取引関係や社内の事務体制・ノウハウを維持する観点での取引や、業務継続体制を強化する観点から大阪コール市場での取引に取り組むといった動きも、無担保コール取引残高の下支えに寄与した。

(2) 国庫短期証券市場

国庫短期証券の利回りは、日本銀行が「量的・質的金融緩和」のもとで多額の国庫短期証券を買い入れ、国庫短期証券の市中流通残高が減少傾向を辿る中、2014年度前半は緩やかな低下傾向を辿った(図表 3-2)。その後、国庫短期証券の利回りは、期末に向けた国庫短期証券の需要の高まりなどを背景に、2014年9月に初めてマイナスとなり、その後もマイナス圏で推移することが多くなった。2015年入り後は、日本銀行の買入国庫短期証券の残高が概ね横ばいで推移するも、国庫短期証券の利回りはゼロ近傍で推移した。

民間金融機関には担保などとして国庫短期証券を保有するニーズがあることに加え、海外投資家や投資信託など非付利先では、国庫短期証券の利回りが付利金利水準を下回っても、なお資金運用手段として国庫短期証券を保有するニーズが存在する。この中で、投資信託は、金利がマイナスになった段階では、国庫短期証券による運用を一旦控える動きがみられたが、一部の海外投資家は国庫短期証券による運用を続ける傾向が顕著であった。これは、2014年度中、ドル資金の調達にプレミアムが観察される局面が多くなる中、とりわけドル資金を潤沢に有する海外投資家は、ドル資金を為替スワップ市場等で円資金に交換することでマイナス金利での円資金調達が可能となるケースが多く、このことを勘案すれば、国庫短期証券の利回りが小幅マイナスであっても、なお収益性が確保されたためと考えられる。

(図表 3-2) 国庫短期証券の利回り



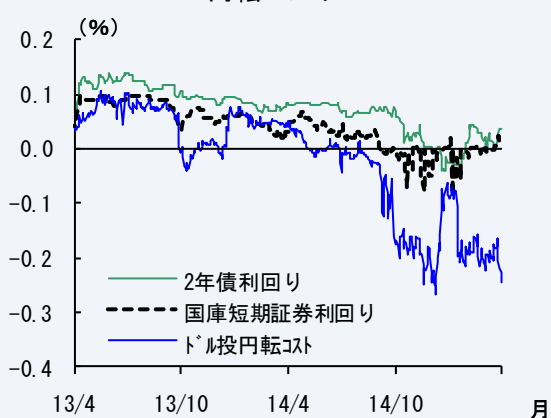
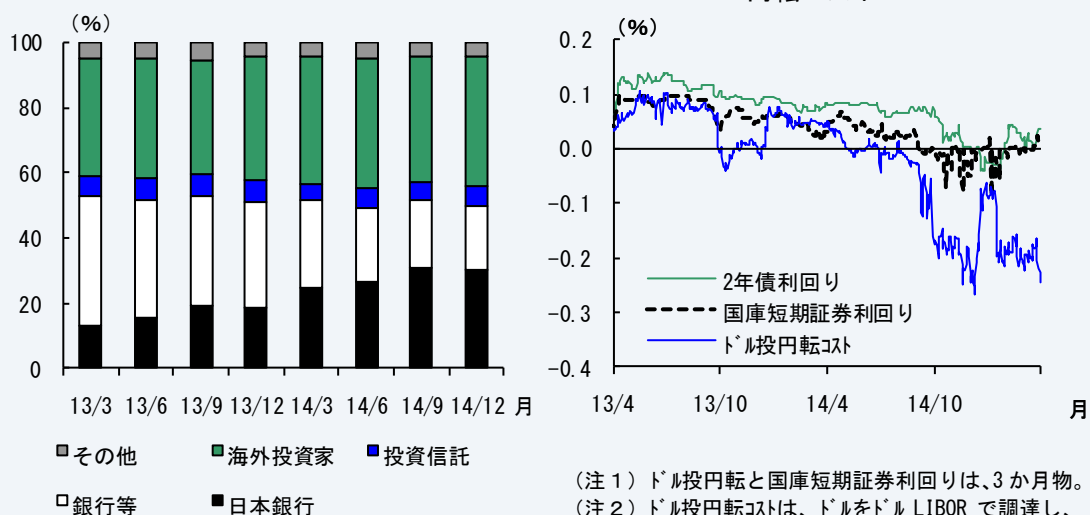
BOX 3 海外投資家の投資動向とマイナス金利

2013年3月末から2014年12月末までの国庫短期証券の業態別保有比率の変化をみると、日本銀行が国庫短期証券の買入れ残高を積み上げる中、銀行等の保有残高が大きく減少した一方、海外投資家の保有残高は概ね横ばいで推移した（BOX 図表 3-1）。海外投資家の国庫短期証券の保有は、外国中央銀行などによる外貨準備の運用によるものが中心とみられ、外貨準備ポートフォリオの通貨構成の分散というニーズから、国庫短期証券に対し、金利水準に非感応的な一定の需要があることを示唆している。

また、一部の海外投資家は、外貨資金をもとに円資金を調達して国庫短期証券を購入しているが、為替スワップ市場における円資金の調達コストである「ドル投円転コスト」は、国庫短期証券の利回りがマイナス圏で推移した2014年後半において、国庫短期証券の利回りを大きく下回る水準で推移していた（BOX 図表 3-2）。このため、ドル資金を有する海外投資家は、マイナスの円資金調達コストまで勘案すれば、国庫短期証券による運用でなお収益性が確保できたとみられる。

国庫短期証券の利回りが低下するにつれて、国庫短期証券に投資していた投資家の一部は、相対的に高い利回りを求めて、投資先を残存期間が短い利付国債にシフトさせた。こうした中、海外投資家は、低位の円転コストを背景に、利回りがマイナスとなった利付国債にも投資を続けたとみられ、このような海外投資家の行動は、残存期間が短い利付国債の金利を押し下げる要因の一つとなった。

(BOX 図表 3-1) 国庫短期証券の業態別保有比率 (BOX 図表 3-2) 国庫短期証券・2年債利回りと円転コスト



(注) 中央政府および財政融資資金を除く。日本銀行は引受分を含まない。

(注1) ドル投円転と国庫短期証券利回りは、3か月物。
(注2) ドル投円転コストは、ドルをドル LIBOR で調達し、為替スワップ市場で円に交換した場合の円調達コスト。

(3) 国債市場

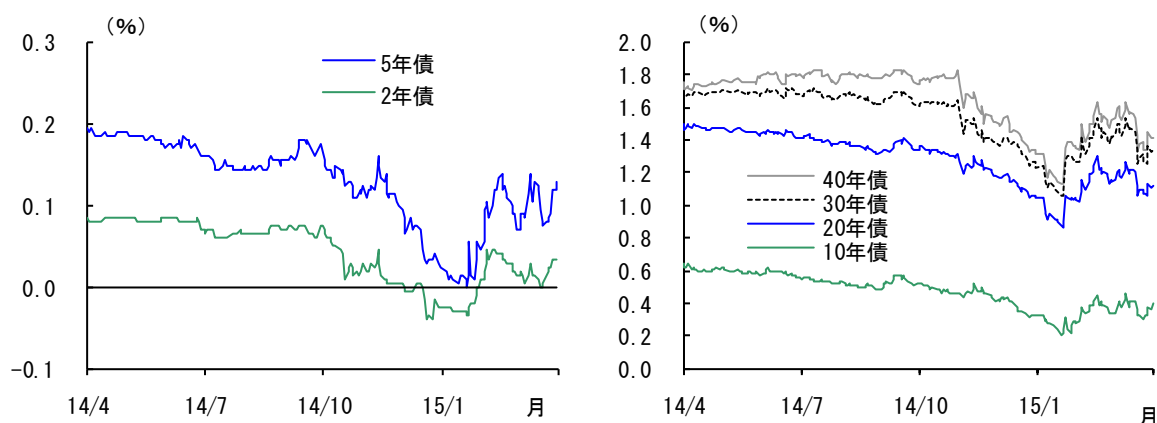
長期金利（10年新発債流通利回り）は、日本銀行による長期国債買入れが需給面から金利下押し圧力となり続けるもとで、低下傾向を辿った。特に、2014年10月末の「量的・質的金融緩和」の拡大を受けて日本銀行の長期国債買入れが一段と増加するとともに、原油価格の大幅な下落などを受けて欧米長期金利が低下傾向を辿る中、長期金利は、とりわけ2014年秋以降は一段と低下傾向が顕著となり、2015年1月には既往最低水準となる0.1%台（日中ベース）まで一旦低下した（図表3-3、3-4）。その後は、原油価格の下げ止まりや米国長期金利の反発、本邦長期金利の低下に対する警戒感などを背景に、長期金利は幾分上昇し、0.2～0.4%台のレンジで推移した。

超長期債利回りは、「量的・質的金融緩和」の拡大で、買入れの平均残存期間が従来の7年程度から7年～10年程度に延長され、日本銀行による超長期債の買入れ額が増加したこともあって、大きめに低下した。その後は、上述のように長期金利が幾分上昇する中、超長期債利回りも上昇した。

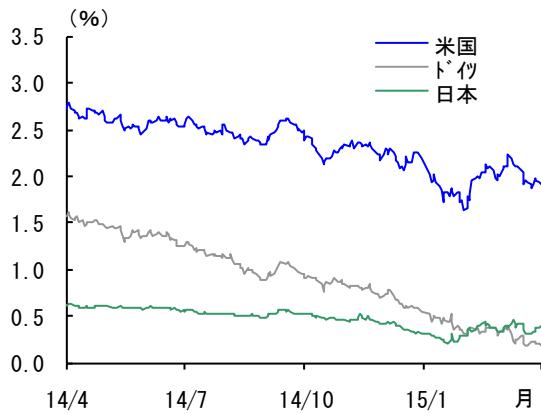
2年債・5年債といった短中期債の利回りは、前述のように2014年秋以降国庫短期証券の利回りがマイナス領域まで低下する中、担保等としての保有ニーズが国庫短期証券から短中期債へとシフトする動きがみられたこともあって低下傾向を辿った。さらに、2014年10月末の「量的・質的金融緩和」拡大後には、2年債が2014年11月末に、5年債が2015年1月中旬に、それぞれ初めてマイナスの利回りで取引されるなど、中期ゾーンの金利までマイナス化する場面がみられた。その後、国庫短期証券の利回りがマイナス幅を縮小するとともに長期金利が幾分上昇する中で、短中期債利回りも幾分反発した。

この間、長期国債先物価格のインプライド・ボラティリティは、2014年度中は低めの水準で推移したが、上述のような長期金利の低下後の反発などの動きを反映し、1月中旬以降、上昇する場面がみられた（図表3-5）。

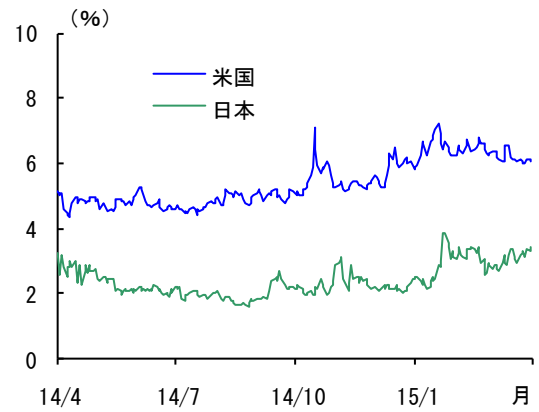
(図表3-3) 国債利回り



(図表 3-4) 日米欧の長期金利



(図表 3-5) 日米の長期国債先物価格のインプライド・ボラティリティ



(注) モデルフリー・インプライド・ボラティリティ。先物オプション市場の価格情報を利用して算出しており、オプション市場の参加者が予想する3か月先までの国債価格の変動に対応している。日本は東証「長期国債先物オプション」、米国はシカゴ商品取引所「米国長期国債先物オプション」を用いて算出。

BOX 4 民間主体の国債保有構造の変化

民間主体全体の国債保有残高は、「量的・質的金融緩和」導入前には、国債の発行残高の増加とともに増加傾向にあった。しかし、「量的・質的金融緩和」の導入後から2014年12月末までの国債保有主体の変化について資金循環統計でみると、日本銀行による国債保有残高が顕著に増加する中、民間主体全体の国債保有残高は減少に転じた。

「量的・質的金融緩和」導入後の各民間主体の国債保有残高の変化をみると、国債の最大の保有主体である預金取扱金融機関、すなわち、国内銀行およびゆうちょ銀行などを含む中小企業金融機関等などが、国債保有残高を大きく削減した。

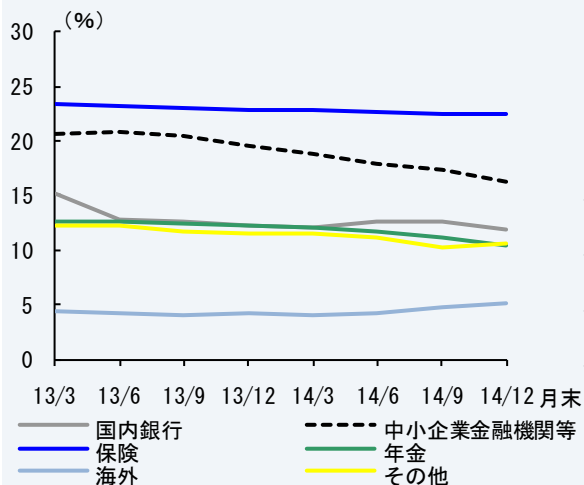
国内銀行は、「量的・質的金融緩和」導入直後の2013年4月から6月の間に、国債市場のボラティリティ上昇などを受けて、国債保有残高を大幅に削減し、その後も、国債の利回りが低下傾向を辿る中で残高の緩やかな削減を続けた（BOX 図表4-1）。業態別にみると、都銀の残高削減が約30兆円と最大となった（BOX 図表4-2）。

中小企業金融機関等も、とりわけ2013年9月末以降、国債の利回りの低下などを受けて国債への投資姿勢を慎重化させており、国債保有残高を四半期当たり4兆円程度のペースで削減している。2013年4月以降の累計では、約23兆円の残高削減となった。

また、年金も、年金積立金管理運用独立行政法人などの公的年金が国内債券の資産構成割合を引き下げたことなどを受け、特に2014年9月末以降、残高の削減ペースが拡大した。

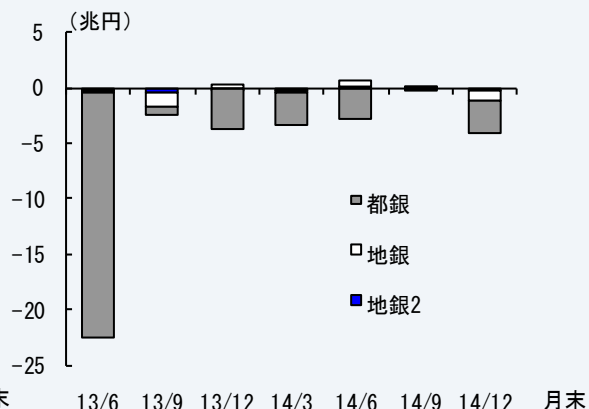
一方、海外は、特に2014年下期以降、残高を小幅に増加させた。この間、保険は、新規の貯蓄性保険契約による資金流入などの見合いで購入を進めたが、国債の利回り低下に伴って購入を抑制しており、残高は概ね横ばいとなった。

（BOX 図表 4-1）国債の民間主体別保有比率



（注）国債残高に占める比率。

（BOX 図表 4-2）国内銀行の国債保有残高の変化



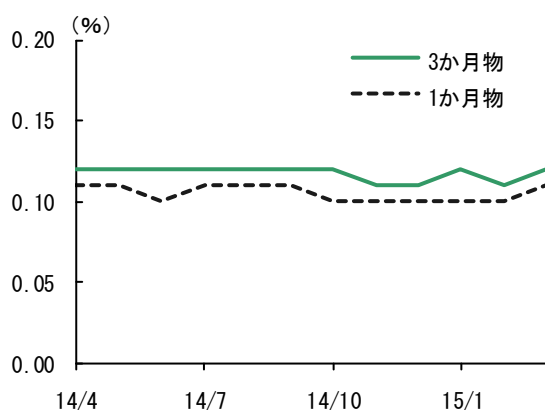
（注）前四半期末からの変化幅。

なお、2014 年末時点の民間における国債の最大の保有主体は、国内銀行や中小企業金融機関等などの預金取扱金融機関となっており、この点は、「量的・質的金融緩和」の導入前後で変化はみられない。

(4) CP・社債市場

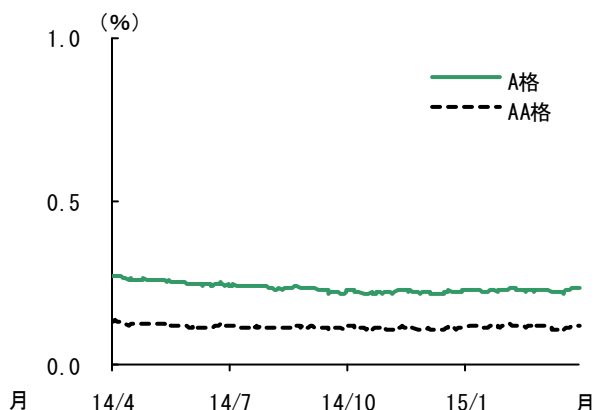
CP発行金利や社債流通利回りといったクレジット物の利回りは、緩和的な金融環境が維持されるもとで、市場参加者の信用リスクに対する見方の落ち着きや、日本銀行によるCP・社債等の継続的な買入れを背景に、総じて低位で安定的に推移した(図表3-6、図表3-7)。CP市場では、高格付け銘柄を中心に0.1%を下回る金利水準での発行も多くみられた。社債市場では、社債の対国債スプレッドは低水準で推移した。

(図表3-6) CP発行金利



(注) 月次集計した事業法人合計。

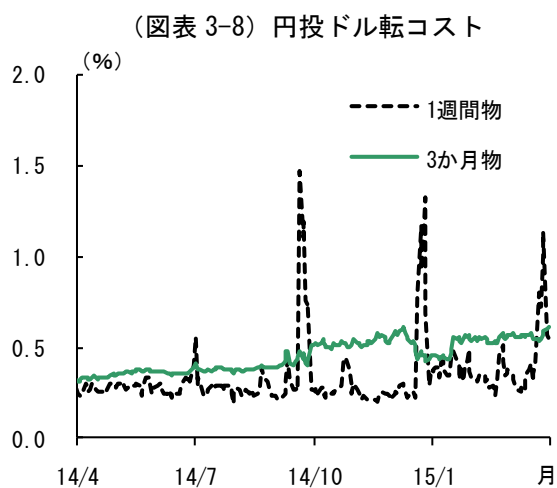
(図表3-7) 社債利回りの対国債スプレッド



(注) 社債は残存期間3年以上7年未満の銘柄から、国債は残存期間5年の銘柄から、それぞれ利回りを算出したうえで、スプレッドを計算。

(5) 為替スワップ市場

為替スワップ市場におけるドル調達環境は、総じて落ち着いた状態を維持したが、ドル調達の相手方となる外国銀行等がレバレッジ比率規制などの金融規制を意識して、円資金の調達（ドル資金の放出）を抑制する動きがみられたことなどを背景に、円投ドル転コストは、2014年9月以降、水準が幾分上昇した（図表 3-8）。特に、四半期末はこうした動きが強まった。



(注) 円投ドル転コストは、円 LIBOR で円を調達し、為替スワップ市場でドルに交換した場合のドル調達コスト。

4. 金融市場調節手段の運営状況

(1) 資産買入れ

① 長期国債買入れ

2013年4月に導入された「量的・質的金融緩和」では、日本銀行の長期国債保有残高が年間50兆円に相当するペースで増加するよう、長期国債の買入れを行うこととされていた。

その後、日本銀行は、2014年10月末に「量的・質的金融緩和」を拡大し、この中で、日本銀行の長期国債保有残高が年間80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこととした。さらに、買入れの平均残存期間も、従来の7年程度から7年～10年程度に、最大3年程度延長することとした。

こうした多額の長期国債買入れを実施するにあたり、日本銀行金融市場局は、オペの予見可能性に配慮しつつ、市場動向を踏まえた弾力的な対応余地の確保にも配慮しながら、買入れを進めた。

すなわち、日本銀行金融市場局は2014年5月29日と6月18日に、長期国債買入れにおける国債種類・残存期間による区分別の買入れ額や買入れ頻度などの指針を示す「当面の長期国債買入れの運営について」の改定を行った。さらに、同年10月末の「量的・質的金融緩和」の拡大の際には、新たな金融市場調節方針を踏まえ、「当面の長期国債買入れの運営について」の改定を行うとともに、それ以降は原則として毎月最終営業日に翌月分の「当面の長期国債買入れの運営について」を公表することとした。以上の方針のもと、日本銀行は、2014年度中、「量的・質的金融緩和」の拡大以前は毎月6～8兆円程度、拡大後は毎月8～12兆円程度のペースで、長期国債の買入れを実施した（図表4-1）。

このようなオペレーション運営のもと、2014年末時点で日本銀行が保有する長期国債の残高は201.8兆円と、前年末対比で60.2兆円増加した。また、2015年3月末の残高は220.1兆円と、2014年3月末対比で66.0兆円増加した（図表4-2）。長期国債買入れの平均残存期間（フローベース）は、2013年度の7.3年から、2014年度には7.7年へと長期化した（図表4-3）。

(図表 4-1) 長期国債の月間買入れ額の推移

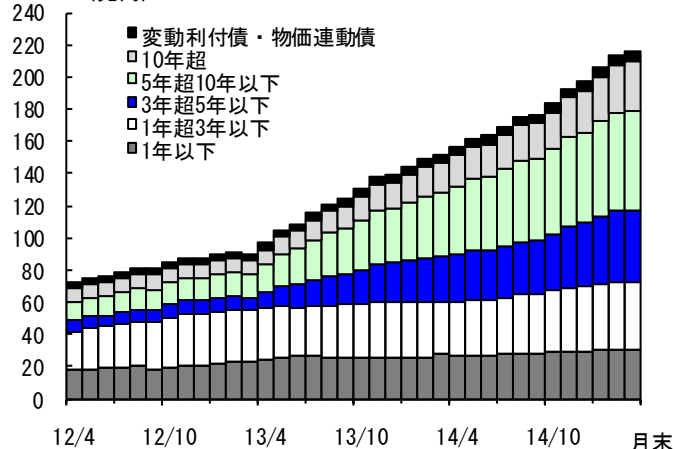
(兆円)

	オファー日 ベース	スタート日 ベース
14/ 4月	6.6	6.4
14/ 5月	6.5	6.5
14/ 6月	6.6	6.8
14/ 7月	6.3	6.3
14/ 8月	6.4	6.4
14/ 9月	6.3	6.0
14/10月	6.7	7.6
14/11月	11.2	10.4
14/12月	10.2	9.7
15/ 1月	9.3	9.4
15/ 2月	9.4	9.4
15/ 3月	8.4	9.2

(注) 額面ベース。

(図表 4-2) 日本銀行の保有する長期国債残高の推移

(兆円)



(注) 額面ベース。「資産買入等の基金」による買入れ分を含む。残存期間は各月末時点。

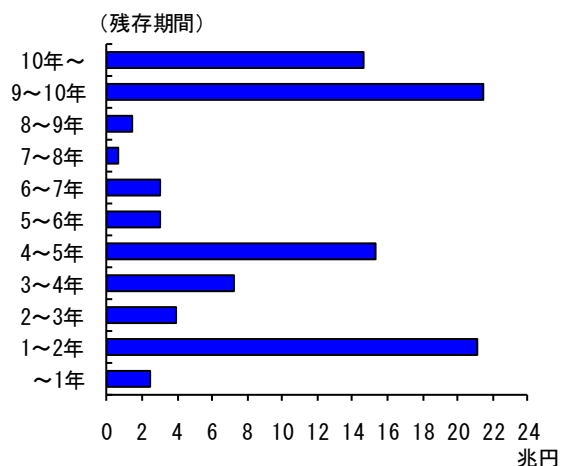
(図表 4-3) 長期国債買入れの平均残存期間

	フロー (年度中)	ストック (年度末)
2011 年度	3.0 年	4.3 年
2012 年度	3.0 年	3.9 年
2013 年度	7.3 年	5.6 年
2014 年度	7.7 年	6.5 年

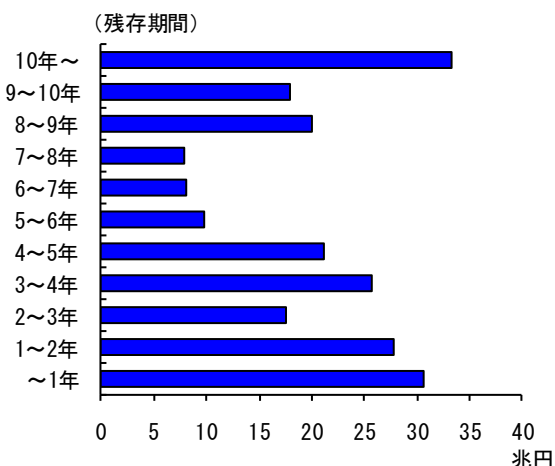
(注) 「資産買入等の基金」による買入れ分を含む。

(図表 4-4) 長期国債買入れの残存期間別構成

① フロー (2014 年度中)



② ストック (2014 年度末)



BOX 5 長期国債買入れオペにおける落札利回りと市場流通利回りの関係

ここでは、日本銀行の長期国債買入れオペにおける全ての買入れ銘柄の情報（利回りや落札額）を用いて、「オペでの落札利回りと流通市場における利回り（＝市場流通利回り）の差²」を算出し、落札利回りについて分析する。なお、市場流通利回りとしては、オペ応札締切り直前（≡前場引値）において流通市場で売り手が呈示しているオファーと買い手が呈示しているビッドの仲値を用いる。

2013年4月の「量的・質的金融緩和」導入直後は、超長期ゾーンを中心に、その時々市場流通利回りと比べて高い利回りで買入れるケースが多かった。これは、市場金利のボラティリティが大きくなっていく中で、リスク削減の観点から金融機関による債券売却ニーズが高まり、市場での価格に比べて相対的に安値であっても、日本銀行のオペを通じて早期に国債を売却したいとのニーズが強まったことが背景であると考えられる。

もっとも、その後は、「当面の長期国債買入れの運営について」を、買入れ頻度を増す一方で、1回当たりの買入れ額を引き下げる形に見直したことや、長期金利のボラティリティ低下などを受けて、いずれのゾーンでも、「オペでの落札利回りと市場流通利回りの差」は0bps近傍となっており、日本銀行の長期国債買入れは、ほぼ市場流通利回り並みの落札金利で行われていた姿となっている。

その後、2014年10月末に「量的・質的金融緩和」が拡大され、この中で国債買入れの平均残存期間も延長されたことを受け、とりわけ超長期ゾーンの国債買入れ額が大幅に増加することとなった。この中で、日本銀行が超長期国債を市場流通利回りよりもやや低い利回りで買入れるケースが目立った。これは、超長期国債についてはもともと長期安定的な投資家のウェイトが高く、日本銀行のオペを通じて超長期国債を早急に売却したいといった先は多くなかったためと考えられる。

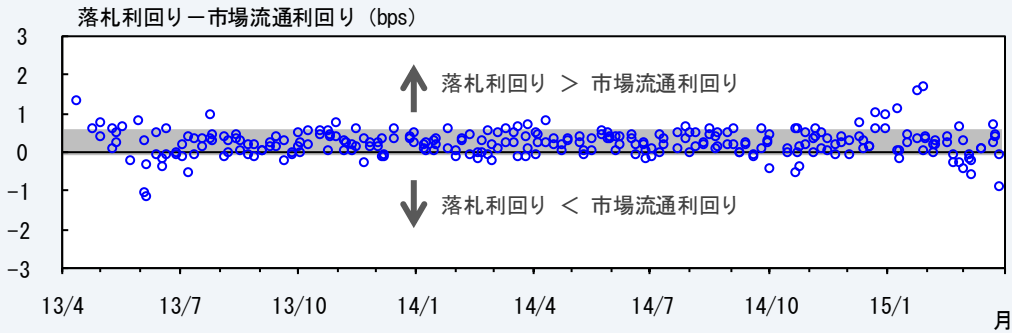
一方、短中期ゾーンでは、このゾーンの金利水準がマイナスとなり、債券投資スタンスを消極化させる先がみられていた中、日本銀行がこのゾーンの長期国債を、市場流通利回りよりも幾分高めの利回りで買入れるケースがみられた。

その後、日本銀行による長期国債の買入れが進捗していくも、オペでの落札利回りと市場流通利回りの差は、いずれのゾーンでも「量的・質的金融緩和」導入以降の平均的なレンジ内に概ね復した。なお、2015年3月末にかけては、年度末を控えて積極的な債券売買を控える先が多くなっていた中、日本銀行が長期国債を市場流通利回りよりも低い利回りで買入れるケースが、再びみられるようになった。

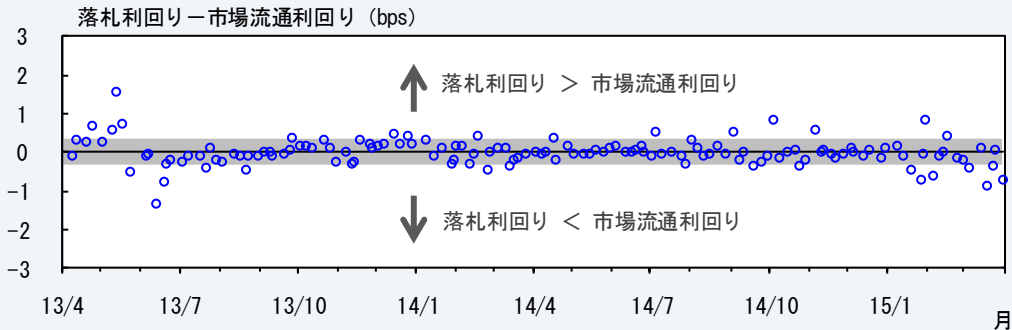
² 落札した銘柄について、落札額ウェイトで加重平均。

(BOX 図表 5) オペでの落札利回りと市場流通利回りの差

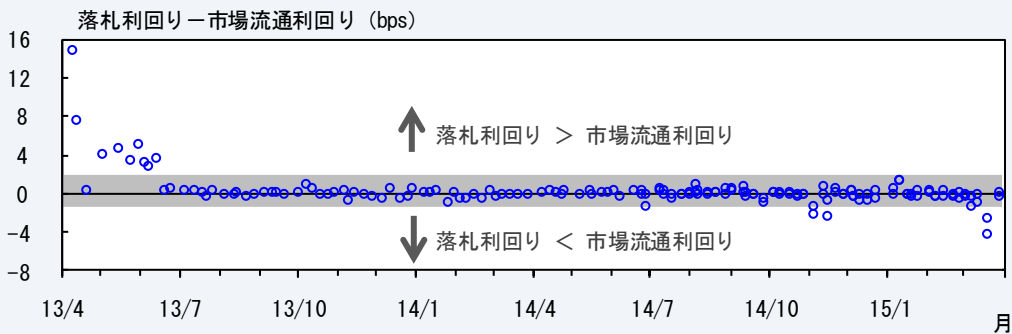
①短中期ゾーン



②長期ゾーン



③超長期ゾーン



(注1) 分析期間は、「量的・質的金融緩和」導入後、2015年3月末まで。

(注2) 短中期ゾーンは「残存期間1年超5年以下」、長期ゾーンは「同5年超10年以下」、超長期ゾーンは「同10年超」の買入れオペを示す。短中期ゾーンおよび超長期ゾーンのオペは、残存期間の区分を細分化して同時にオペされることもある。この場合、オペ区分ごとに「オペ」での落札利回りと市場流通利回りの差を算出している。なお、残存期間が短い銘柄等では、流通市場での取引量が限定的となり、利回りが呈示されないことがある。こうした銘柄は、分析対象から除外している。

(注3) シャド-は、分析期間における、各ゾーン別の「オペ」での落札利回りと市場流通利回りの差の平均値±1標準偏差を示す。

日本銀行の巨額の長期国債買入れは、長めの金利に下方圧力をかけ続けていると考えられるが、具体的には、①毎回の買入れオペにおいて日本銀行が市場流通利回りと比べて低い利回りで購入することで、その時々で金利を押し下げる形と、②日本銀行の長期国債買入れによる国債需給引き締め効果が、個々のオペの実施に先

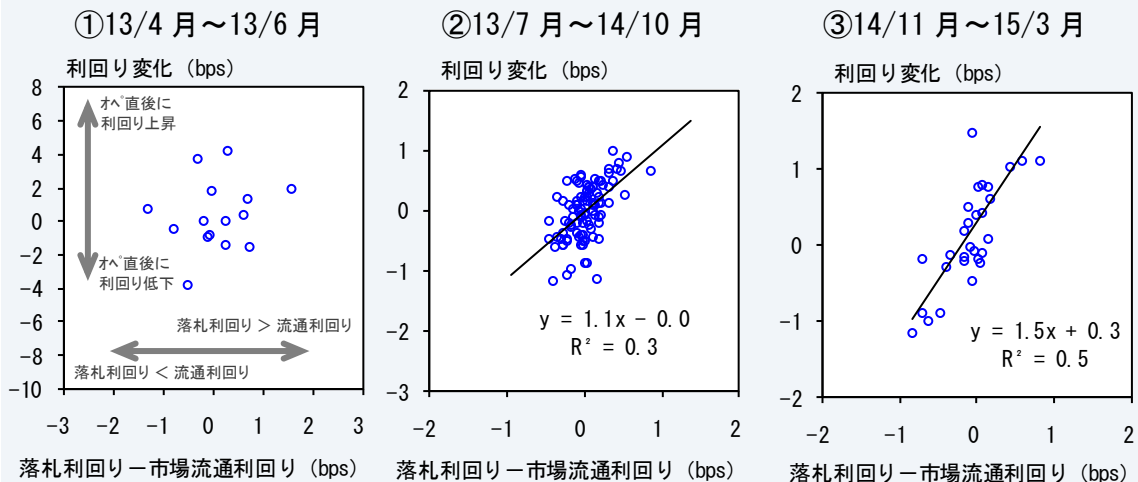
立って国債の流通利回りに織り込まれる（したがって、毎回のオペでは、既に低下済みの市場流通利回りと同程度の利回りで国債を買い入れることになる）形があると考えられる。上記分析では、日本銀行は市場流通利回りとほぼ同程度の利回りで国債を買い入れている場面が多いことが分かるが、こうした場面でも、②の形で金利に低下圧力が加わっているといえる。

BOX 6 長期国債買入れオペ後の流通市場の動き

日本銀行の長期国債買入れオペは、オペの結果を公表した直後の国債流通市場における利回り形成にどのような影響を与えているのだろうか。ここでは、BOX 5で試算した「オペでの落札利回りと市場流通利回りの差」を用いて、この値とオペ実施の前後における債券利回り変化³の関係について、長期ゾーン（残存期間「5年超10年以下」）を例に検証する。

まず、「量的・質的金融緩和」の導入直後は、オペ後に相場が大きく変動していたが、「オペでの落札利回りと市場流通利回りの差」とオペ前後の利回り変化の間に明確な関係性はみられない。一方、その後は、オペ後の相場の変化は小さくなるとともに、日本銀行が買入れオペにおいて市場流通利回りよりも低く（高く）購入すると、流通市場で債券がやや買われ（売られ）、利回りが低下（上昇）していることが窺える。この関係は、「量的・質的金融緩和」の拡大後も概ね維持されている。

(BOX 図表 6) 長期ゾーンの買入れオペ結果と市場流通利回りの変化



(注) 「オペでの落札利回りと市場流通利回りの差」は、BOX5で試算したもの。

2013年4月の「量的・質的金融緩和」の導入当初は、日本銀行による多額の長期国債買入れが市場に及ぼす影響の不確実性が強く意識された結果、日本銀行の長期国債買入れオペ直後に国債流通利回りの変動が大きくなっていったものと考えられる。その後、日本銀行の長期国債買入れオペ直後の流通利回りの変動が小幅になった背景としては、①国債買入れオペの経験が積み重なったことに加え、②日本銀行が、買入れ頻度を高めつつ1回当たりの買入れ額を小さくする方向での運営方針の見直しを行ったこと（2013年4月18日、5月30日公表）や毎月初回のオファー額を明示するようになったこと（2014年10月31日公表分以降）もあり、日本銀行の長期国債買入れが国債流通市場に及ぼす影響について、市場参加者の見方が収斂し

³ 買入れオペの応札締切り直前（≒前場引値）と後場開始直後の債券利回り変化。

てきたことが考えられる。

また、「日本銀行が買入れオペにおいて市場流通利回りよりも低く（高く）購入すると、その後、流通市場で債券がやや買われ（売られ）、利回りが低下（上昇）する」という関係が窺われるようになった背景としては、上述したように、日本銀行の長期国債買入れが市場に及ぼす影響についての見方が収斂するにつれて、オペの結果が流通市場における国債需給の状況をよりストレートに反映するようになり、これが市場にとっての追加的な情報と受け止められ、その後の国債流通利回りの形成に影響を及ぼしている可能性を指摘できる。

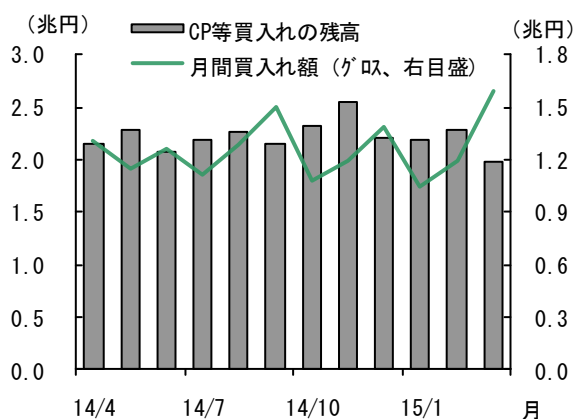
② CP等買入れ

「量的・質的金融緩和」のもとで、CP等買入れについて、2013年末に2.2兆円の残高まで買い入れたあと、約2.2兆円の残高を維持する運営を行った。

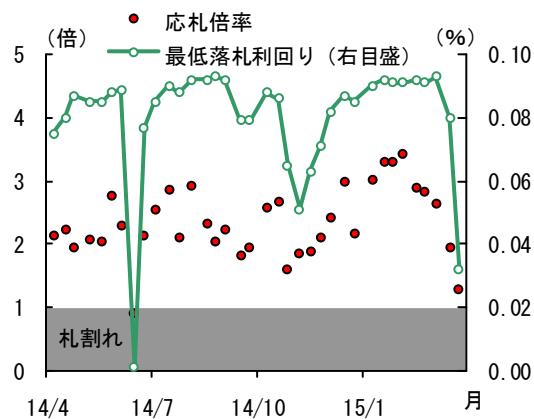
この方針のもと、日本銀行は基本的に1回当たり4,000～4,500億円の買入れを月3回オファーした。ただし、四半期末に償還が集中しやすいというCPの特性を反映し、日本銀行が買い入れたCPの償還も四半期末に集中することとなった。このことを踏まえ、2014年9月および12月は1回当たり5,000億円台のオファーも含めて通常よりも多めのオファーを行い、2014年末の買入れ残高は、年末にかけての大量の償還の中でも2.2兆円を維持した。また、2015年3月も、5,000億円のオファーを2回、6,000億円のオファーを1回と、通常よりもかなり多めのオファーを行った。もっとも、多くの企業が有利子負債を圧縮するために、決算期末である3月末をまたぐCPの発行を一段と控え、日本銀行が買い入れたCPの償還が他の四半期末以上に集中したことから、2015年3月末の買入れ残高は一時的に2.0兆円まで減少した(図表4-5)。

この間、最低落札利回りは、付利金利である0.1%を下回って推移した(図表4-6)。

(図表4-5) CP等買入れの残高と買入れペース



(図表4-6) CP等買入れの応札倍率と最低落札利回り



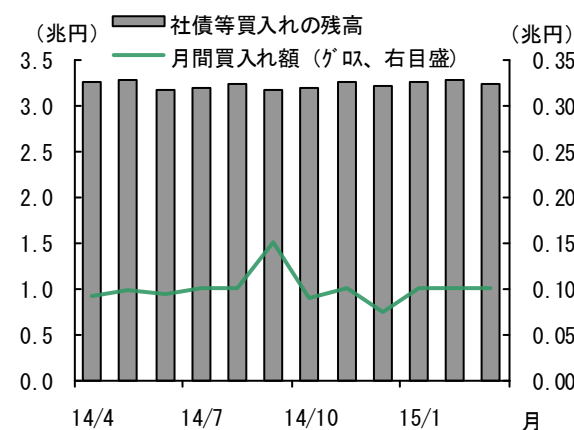
③ 社債等買入れ

「量的・質的金融緩和」のもとで、社債等買入れについて、2013年末に3.2兆円の残高まで買い入れたあと、約3.2兆円の残高を維持する運営を行った。

この方針のもと、日本銀行は、2014年度入り後は基本的に1回当たり1,000億円の買入れを月1回オファーした。もっとも、買い入れた銘柄の償還スケジュールなどを考慮し、期末月である2014年9月は1,500億円のオファーを、2014年12月は750億円のオファーを行った（図表4-7）。

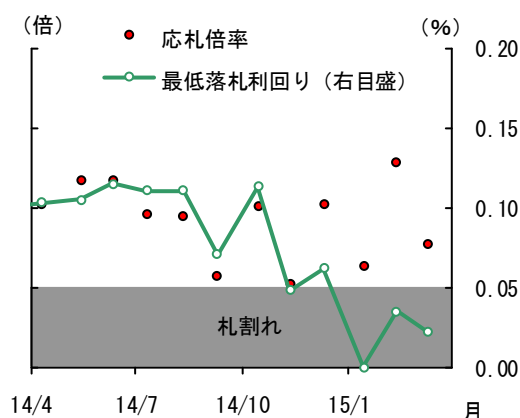
この間、社債の流通利回りの低下を映じて、最低落札利回りも低下傾向を辿った（図表4-8）。

（図表4-7）社債等買入れの残高と買入れペース



（注）「資産買入等の基金」による買入れ分を含む。

（図表4-8）社債等買入れの応札倍率と最低落札利回り



④ E T F 買入れ

E T F 買入れについて、「量的・質的金融緩和」の拡大以前は年間約1兆円に相当するペースで、拡大後は年間約3兆円に相当するペースで残高を増加させるように、2014年度中に計71回の買入れを行った。2014年末の買入れ残高は3.8兆円（前年比1.3兆円の増加）、2015年3月末の残高は4.5兆円（同1.6兆円の増加）となった。

⑤ J-R E I T 買入れ

J-R E I T 買入れについて、「量的・質的金融緩和」の拡大以前は年間約300億円に相当するペースで、拡大後は年間約900億円に相当するペースで残高を増加させるように、2014年度中に計66回の買入れを行った。2014年末の買入れ残高は1,778億円（前年比376億円の増加）、2015年3月末の残高は2,063億円（同575億円の増加）となった。

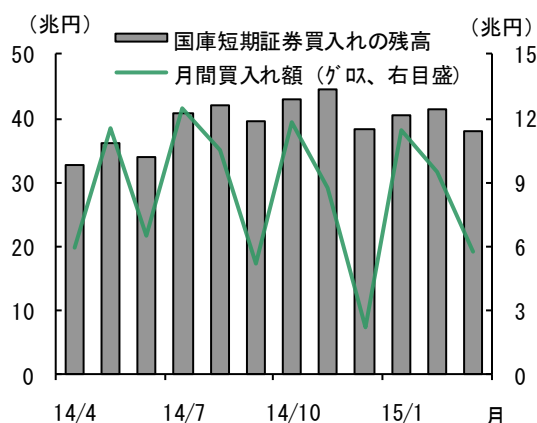
(2) 短期オペ

① 国庫短期証券買入れ

「量的・質的金融緩和」のもとで、国庫短期証券の買入れについて、週1回のペースを基本として継続的にオファーした。短期金融市場における資金余剰感が極めて強く、固定金利方式での共通担保資金供給オペによる資金供給残高が減少傾向を辿る中であって、金融市場調節方針に沿ってマネタリーベースを積み上げるため、国庫短期証券の買入れ残高は増加傾向を辿った。

2014年度中は、基本的に1回当たり2～3兆円のオファーを行いつつ、国庫短期証券の需給がタイト化した2014年9月および12月にはオファー額を減額した。このようなかたちで買入れを進めた結果、2014年末時点での国庫短期証券の買入れ残高は38.4兆円と、前年末対比14.2兆円の増加となった。2015年入り後は、1回当たり1～3兆円のオファーを行った結果、国庫短期証券の買入れ残高は概ね横ばいで推移した。2015年3月末の残高は37.9兆円となり、2014年3月末との対比では6.3兆円の増加となった(図表4-9)。

(図表4-9) 国庫短期証券買入れの残高と買入れペース



② 固定金利方式での共通担保資金供給オペ

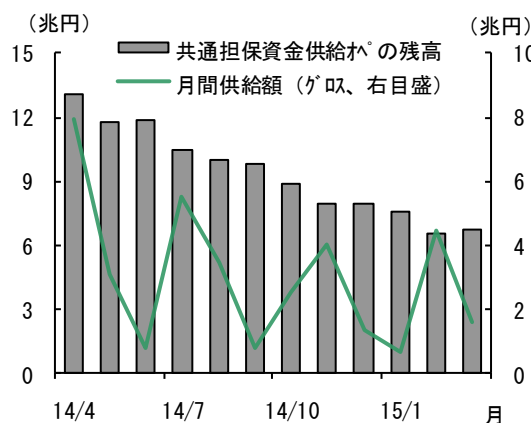
固定金利方式での共通担保資金供給オペについて、期間3か月、1回当たり8,000億円のオファーを既実行分の期落ちに合わせて行うことを基本に、継続的にオファーした。もっとも、「量的・質的金融緩和」導入直後の2013年4～5月に期間1年、1回当たり1.5～2兆円で実施したオペの期落ち分については、期間3か月、1回当たり1～2.5兆円のオファーを行った。

「量的・質的金融緩和」のもとでの広範かつ多額の資産買入れにより、市場に潤沢な資金が供給され、短期金融市場における資金余剰感が極めて強い状況が続いたことから、共通担保資金供給オペへの需要は低調であり、残高は減少傾向を辿った

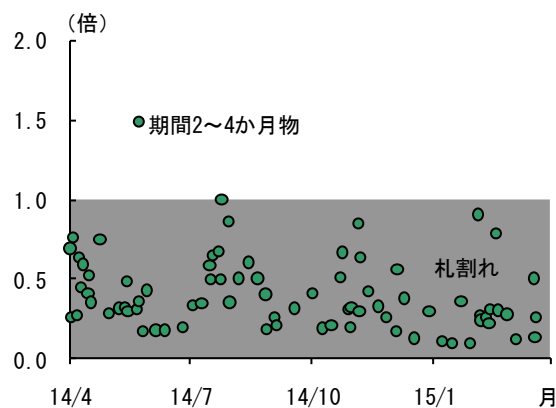
(図表 4-10、4-11)。

これらのオペレーションの結果、2015年3月末時点の同オペの残高は6.8兆円となり、2014年3月末対比では7.4兆円の減少となった。

(図表 4-10) 共通担保資金供給オペの残高と資金供給ペース



(図表 4-11) 共通担保資金供給オペの応札倍率



(3) 貸出支援基金

① 成長基盤強化支援資金供給

2014年度中は、2010年6月に導入した貸付枠(本則)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ほか、2011年6月に導入した貸付枠(出資等特則)に基づく資金供給、2012年3月に導入した100万円以上1,000万円未満の投融資を対象とする貸付枠(小口特則)に基づく資金供給、2012年4月に導入した外貨建て投融資を対象とする貸付枠(米ドル特則)に基づく資金供給として、いずれも合計4回の貸付けを実施した(図表4-12)。

2015年3月末の残高は、本則分が、上記貸付けの実施時点における貸付総額の上限の7兆円に対して4.6兆円、出資等特則分が、同0.5兆円に対して1,141億円、小口特則分が、同0.5兆円に対して94億円、米ドル特則分が、同120億米ドルに対して120億米ドルとなった。

(図表 4-12) 成長基盤強化支援資金供給の実施結果

▽ 本則分

(億円)

第16回 (5/30日)	第17回 (8/29日)	第18回 (11/28日)	第19回 (2/27日)	残高 (3/31日時点)
4,172	6,568	11,530	6,463	45,518

▽ 出資等特則分

(億円)

第12期 (5/29日)	第13期 (8/28日)	第14期 (11/27日)	第15期 (2/26日)	残高 (3/31日時点)
313	29	186	54	1,140.5

▽ 小口特則分

(億円)

第9期 (5/29日)	第10期 (8/28日)	第11期 (11/27日)	第12期 (2/26日)	残高 (3/31日時点)
15.23	11.73	8.63	15.52	94.35

▽ 米ドル特則分

(百万米ドル)

第8期 (5/29日)	第9期 (8/28日)	第10期 (11/27日)	第11期 (2/26日)	残高 (3/31日時点)
1,999	1,562	172	9	11,999.9

② 貸出増加支援資金供給

2014年度中は、2012年12月に導入した「貸出増加支援資金供給」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(図表4-13)。2015年3月末の残高は、22.3兆円となった。

(図表 4-13) 貸出増加支援資金供給の実施結果

(億円)

14年6月実施分 (6/18日)	14年9月実施分 (9/12日)	14年12月実施分 (12/12日)	15年3月実施分 (3/16日)	残高 (3/31日時点)
49,368	25,865	31,336	44,000	223,454

(4) その他のオペ

① 国債補完供給

国債補完供給に関し、日本銀行金融市場局では、国債の市場取引や決済に係るストレス要因を緩和することにより金融調節の一層の円滑化を図るとともに、国債決済の円滑確保にも資する観点から、2014年4～5月に、①オファ어의1日2回化、②「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」に関する公表頻度の引上げ、③連続利用に関する取扱いの明確化、を実施した。また、2015年3月には、①銘柄別の売却上限額の引上げ、および②同一銘柄の連続利用日数の引上げ、を実施した。こうした措置もあって、2014年度中の国債補完供給の実施回数は102回と、前年度に比べて増加した(図表4-14)。

(図表4-14) 国債補完供給の実施回数

	実施回数
2011年度	14
2012年度	13
2013年度	48
2014年度	102

② 被災地金融機関支援オペ

2014年度中は、月1回のペースで合計12回のオファ어를行った(図表4-15)。2015年3月末の残高は、上限の1兆円に対して、0.3兆円となった。

(図表4-15) 被災地金融機関支援オペの実施結果

第36回 (4/18日)	第37回 (5/19日)	第38回 (6/23日)	第39回 (7/18日)	第40回 (8/25日)	第41回 (9/19日)		
1	7	546	1,105	506	975		
						(億円)	
第42回 (10/17日)	第43回 (11/21日)	第44回 (12/18日)	第45回 (1/16日)	第46回 (2/20日)	第47回 (3/23日)	残高 (3/31日時点)	
75	0	35	2	0	0	3,252	

③ 米ドル資金供給オペ

2014 年度中は、1 週間物を週 1 回のペースでオファーした。これらは全て、固定金利を提示して、各金融機関が日本銀行に差し入れている適格担保の範囲内であれば、金額に上限を設けずに供給する方式により実施した。なお、3 か月物については、米ドル資金調達環境が安定していることなどに鑑み、イングランド銀行、欧州中央銀行、スイス国民銀行とともに、2014 年 5 月以降は定例的なオファーを取り止めている。

オペの利用状況については、市場でのドル調達コストが上昇した 9 月末、12 月末および 3 月末に、期末越えとなる 9 月 24 日オファー分、12 月 24 日オファー分および 3 月 24 日オファー分については応札が増加したが、これら以外のオファー分については、応札は事務ノウハウの維持を目的とする少額のものが見られるのみに止まった。

(5) 補完貸付制度

2014 年度中は、「量的・質的金融緩和」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極めて強かったことを反映し、補完貸付制度の利用は極めて低い水準となった。

5. 金融市場調節運営に関する制度変更等

(1) 貸出増加支援資金供給および成長基盤強化支援資金供給の延長・拡充

日本銀行は2015年1月20～21日の金融政策決定会合において、2015年6月末に期限が到来する予定であった貸出増加支援資金供給および成長基盤強化支援資金供給について、制度を拡充したうえで、期限を1年間延長することを決定した。すなわち、成長基盤強化支援資金供給（本則）について、対象金融機関毎の上限を1兆円から2兆円へ、総枠を7兆円から10兆円にそれぞれ引き上げたほか、貸出増加支援資金供給および成長基盤強化支援資金供給について、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（図表5-1）。これらの措置は、貸出増加や成長基盤の強化に向け、金融機関と企業・家計の前向きな行動を引き続き促していく観点から実施したものである。

(図表5-1) 貸出増加支援資金供給および成長基盤強化支援資金供給の延長・拡充の概要

貸出増加支援資金供給	成長基盤強化支援資金供給
① 受付期限を1年間延長する。	① 受付期限を1年間延長する（本則、出資等特則、小口特則、ドル特則）。
② 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を導入する。	② 本則について、対象金融機関毎の上限を1兆円から2兆円へ、総枠を7兆円から10兆円にそれぞれ引き上げる。
	③ 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を導入する。

(2) 被災地金融機関支援オペおよび被災地企業等債務にかかる担保適格要件緩和の期限延長

日本銀行は2015年1月20～21日の金融政策決定会合において、復興に向けた被災地金融機関の取り組みへの支援を継続する観点から、2015年4月末に期限が到来する予定であった被災地金融機関支援オペの貸付受付期限および被災地企業等債務にかかる担保適格要件緩和の適用期限の1年延長を、それぞれ決定した。

(3) J P X日経400に連動するE T Fの買入れ対象化等にかかる対応

日本銀行は2014年10月31日の金融政策決定会合において、「量的・質的金融緩和」の拡大に伴い、新たにJ P X日経400に連動するE T Fを買入れの対象に加えることを決定した。また、11月の会合において、上記決定および「金融商品取引法等の一部を改正する法律」（平成25年法律第45号）第9条の規定（投資信託及び

投資法人に関する法律の一部改正)の施行(同年12月1日)に伴い、「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」の一部改正を決定した。

(4) 担保掛け目等の定例見直し

適格担保の担保掛け目等(①適格担保の担保掛け目、②国債現先オペにおける売買対象国債の時価売買価格比率、および③国債補完供給における売却対象国債の時価売却価格比率等)については、2005年度以降、原則として年1回程度の頻度で、金融市場の情勢等を踏まえた検証を行い、その結果に基づき必要な見直しを行う扱いとしている。

2014年度は、2014年10月6～7日の金融政策決定会合において見直しを行った。

(5) 国債補完供給の実務運用の変更

日本銀行金融市場局は2014年4月14日に、国債の市場取引や決済に係るストレス要因を緩和することにより、金融調節の一層の円滑化を図るとともに、国債決済の円滑確保にも資する観点から、国債補完供給に関して、以下の措置を実施することを公表した⁴。

第1に、決済当日中のより早いタイミングにおけるフェイルカバーを可能とすることで、市場全体におけるフェイル連鎖の効果的な抑制に資する観点から、1日2回のオファー実施を可能とする取扱いに変更することとした。

第2に、国債補完供給における調達可能な銘柄に関する見通しをより高める観点から、「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」に関する公表頻度を月3回(旬次)に引き上げることとした。

第3に、国債補完供給の連続利用の可否について予見可能性を高める観点から、国債の同一銘柄の売却に関する取扱いを明確化することとした。

さらに日本銀行金融市場局は、2015年3月20日、国債の市場取引や決済に係るストレス要因を緩和することにより金融調節の一層の円滑化を図るとともに、国債決済の円滑確保にも資する観点から、国債補完供給に関し、①銘柄別の売却上限額の引上げ、および②同一銘柄の連続利用日数の引上げ、を実施した(図表5-2)。

⁴ 2014年4月14日に公表した措置の詳細については、日本銀行金融市場局「2013年度の金融市場調節」(日本銀行調査論文、2014年6月5日)を参照されたい。

(図表 5-2) 国債補完供給の実務運用の変更

	従来 ¹⁾ の取扱い		2015年3月23日以降の取扱い	
銘柄別の 売却上限額	(午前オファー) 日本銀行が保有する残高(オペ等で売却が決定している金額を除く)の100%または2,000億円のいずれか小さい額	(午後オファー) 左記金額から午前オファーでの売却額を除いた額	(午前オファー) 日本銀行が保有する残高(オペ等で売却が決定している金額を除く)の100%または <u>4,000</u> 億円のいずれか小さい額	(午後オファー) 左記金額から午前オファーでの売却額を除いた額
同一銘柄の 連続利用日数 ^(注)	原則として最長5営業日		原則として最長 <u>15</u> 営業日	

(注) 一の手先に対して同一銘柄を連続して売却することのできる日数(利回り競争入札を通じた売却を指し、再売却を含まない)。なお、金融市場の情勢等を勘案して日本銀行が必要と認める場合は、延長することがある。

(6) CP・社債等買入れの事務見直し

日本銀行では、2014年11月以降に実施するCP・社債等買入れについて、事務効率化などの観点から、連絡方法を全てオンライン化し、入札事務に要する時間を大幅に短縮するなどの見直しを行った。

6. 市場参加者との対話強化に向けた取り組み

日本銀行金融市場局では、「量的・質的金融緩和」のもと、金融市場の動向や機能度、日本銀行による広範かつ多額の資産買入れなどのオペレーションが市場に及ぼす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段と強化する観点から、2014年度においても、日々の市場モニタリングに加えて、市場サーベ이의充実や対話の場の拡充など、各種の取り組みを進めた。

(1) 市場サーベ이의充実

①「債券市場サーベイ」の導入

日本銀行金融市場局は、市場参加者からみた債券市場の機能度や先行きの金利見通しなどを継続的に把握する観点から、2015年2月より、四半期毎の「債券市場サーベイ」を新たに導入した。

同サーベ이의概要は、以下のとおりである。

(図表 6-1) 債券市場サーベ이의概要

調査対象先	国債売買オペ先のうち、サーベイにご協力頂ける先
調査項目	債券市場の機能度や金利見通しなど
調査頻度	四半期毎（2月、5月、8月、11月に調査実施）
公表時期	原則として調査月翌月の金融政策決定会合初日の5営業日前
公表方法	日本銀行ホームページに掲載

初回調査は、2015年2月18日～25日に実施し、その結果を3月9日に公表した。

②「東京短期金融市場サーベイ」の公表早期化

日本銀行金融市場局は、2008年以降実施している「東京短期金融市場サーベイ」について、市場参加者からの要望などを踏まえ、サーベイ実施時点（8月）から結果公表までの期間を従来比2～4か月以上前倒しし、2014年のサーベイは10月10日に結果を公表した。

(2) 市場参加者との対話の場の拡充等

①「債券市場参加者会合」の創設

日本銀行金融市場局は、「債券市場サーベイ」を有益に活用し、市場参加者との対話を一段と強化する場として、2015年1月28日、「債券市場参加者会合」を創設することを公表した。

同会合は、「債券市場サーベイ」協力先および「市場参加者との意見交換会」参加先等を対象としており、債券市場参加者ときめ細かな対話を行う観点から、少人数のグループに分割し、原則として年2回の頻度で定期的で開催していく考えである。初回の会合は6月11日と12日の2日間で開催する予定である。

②「市場参加者との意見交換会」の実施

日本銀行金融市場局は、2013年4月以降、適宜の間隔で開催してきた「市場参加者との意見交換会」について、第5回目を2014年12月8日に開催した。同会合では、日本銀行から、①「量的・質的金融緩和」の拡大後の市場動向と市場調節運営および②市場参加者との対話の強化に向けた取り組みについて説明し、意見交換を行った。

③「市場調節に関する懇談会」の拡充

日本銀行金融市場局は2015年1月28日、オペレーション対象先との間で原則として年2回開催してきた「市場調節に関する懇談会」について、開催日時を事前に公表するとともに、時間を拡大して開催することを公表した。このもとで、2015年2月25日に開催した会合では、日本銀行から、①最近の金融市場の動向と市場調節運営および②市場レベルBCPについて説明し、意見交換を行った。

④「短期金融市場取引活性化研究会との実務者レベル会合」の創設

日本銀行金融市場局は「東京短期金融市場サーベイ」を一段と活用していく取り組みの一環として、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（以下「短取研」という。）と日本銀行との間で実務者レベルの会合を新たに創設することとし、初回会合を2015年1月23日に開催した。同会合では、短期金融市場の最近の動向や、レポ市場を巡る最近の動き、市場レベルBCPの取り組みについて意見交換を行った。

(3) 市場参加者から寄せられた市場運営に関する要望事項への対応

日本銀行金融市場局では、市場参加者から寄せられた市場運営に関する要望事項を踏まえ、市場運営の改善・向上につなげる取り組みを行っている。2014年度には、短取研から寄せられた要望事項について、新たに対応することとした（図表 6-2）。

(図表 6-2) 2014年度に短取研から寄せられた要望事項への対応

日本銀行保有の国庫短期証券の買入銘柄の公表頻度の引き上げ	市場参加者が個別銘柄毎の市中流通額の把握・分析を行う際の利便性向上に資する観点から、「日本銀行による国庫短期証券の銘柄別買入額」の公表頻度を、従来の月1回から月3回へと引き上げることとし、2014年11月10日時点の残高にかかる公表から開始。
日本銀行との実務者レベルの懇談会の開催	2015年1月23日に短取研との実務者レベル会合（第1回）を開催。
申請書類等の形式の変更	日本銀行が受入れる担保に関する一部申請書類のフォーマットについて、利用者に提供するファイル形式を複数の種類に拡充。

「2014年度の金融市場調節」

参考計表・資料一覧

- (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」等
- (図表 2-2) 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 2-3) 日本銀行「業態別の日銀当座預金残高」
- (図表 2-4) 日本銀行
- (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（毎営業日更新）」
- (図表 2-7) 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）」「日本銀行による国庫短期証券の銘柄別買入額」「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」
- (図表 3-1) 日本銀行「無担保コールO/N物レート（毎営業日）」、日本証券業協会「東京レポ・レート」
- (図表 3-2) 日本相互証券
- (図表 3-3) 日本相互証券
- (図表 3-4) 日本相互証券、Bloomberg
- (図表 3-5) 日本銀行、Bloomberg
- (図表 3-6) 証券保管振替機構
- (図表 3-7) 日本証券業協会
- (図表 3-8) Bloomberg
- (図表 4-1) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 4-2) 日本銀行「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」
- (図表 4-3) 日本銀行
- (図表 4-4) 日本銀行
- (図表 4-5) 日本銀行「オペレーション」「マネタリーベースと日本銀行の取引」
- (図表 4-6) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 4-7) 日本銀行「オペレーション」「マネタリーベースと日本銀行の取引」
- (図表 4-8) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 4-9) 日本銀行「オペレーション」「マネタリーベースと日本銀行の取引」
- (図表 4-10) 日本銀行「オペレーション」「マネタリーベースと日本銀行の取引」
- (図表 4-11) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 4-12) 日本銀行「成長基盤強化を支援するための資金供給の実施結果」
- (図表 4-13) 日本銀行「貸出増加を支援するための資金供給の実施結果」
- (図表 4-14) 日本銀行「オペレーション」
- (図表 4-15) 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」

- (BOX 図表 1-1) 欧州中央銀行「Consolidated Financial Statement of the Eurosystem」
- (BOX 図表 1-2) 米国連邦準備制度「Factors Affecting Reserve Balances」
- (BOX 図表 1-3) 米国連邦準備制度、欧州中央銀行、米国商務省、欧州連合統計局、内閣府、日本銀行
- (BOX 図表 2) 日本銀行「コール市場残高」
- (BOX 図表 3-1) 日本銀行「資金循環統計」「マネタリーベースと日本銀行の取引」
- (BOX 図表 3-2) Bloomberg、日本相互証券
- (BOX 図表 4-1) 日本銀行「資金循環統計」
- (BOX 図表 4-2) 日本銀行「民間金融機関の資産・負債」
- (BOX 図表 5) 日本銀行、Bloomberg、THOMSON REUTERS
- (BOX 図表 6) 日本銀行、Bloomberg、THOMSON REUTERS