

# 通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 15 年 12 月

日 本 銀 行

日本銀行法第 54 条第 1 項の規定に基づき、この報告書を  
国会に提出する。

平成 15 年 12 月

日本銀行総裁  
福井 俊彦

# 目 次

	頁
要 旨	
． 経済及び金融の情勢	
1 ． 経済の情勢	
（ 1 ） 国内実体経済	
（ 概況 ）	1
（ 輸出は横這い圏内から持ち直しへ ）	2
（ 生産は総じて横這い圏内の動き ）	4
（ 設備投資は企業収益改善を背景に緩やかに回復 ）	5
（ 雇用・所得環境はなお厳しい ）	7
（ 個人消費は引き続き弱めの動き ）	9
（ 2 ） 物価	11
（ 3 ） 海外金融経済	
（ 緩やかな回復傾向を維持 ）	14
（ 米国経済の回復は緩やかながらもそのテンポは加速 ）	16
（ ユーロエリアは減速の後、持ち直しに向けた動き ）	17
（ 東アジア経済はSARS流行に伴う減速の後、持ち直し ）	18
（ 中南米諸国では金融市場は改善傾向 ）	19
2 ． 金融面の動向	
（ 1 ） 短期金融市場	20
（ 2 ） 債券市場	23
（ 3 ） 株式市場	25
（ 4 ） 外国為替市場	26
（ 5 ） 貸出金利、C P ・社債発行金利	28
（ 6 ） 企業金融	29
（ 7 ） 量的金融指標	32

・金融政策運営及び金融政策手段

1．金融政策決定会合の開催実績と政策決定の概要	35
2．金融政策決定会合における検討の模様	
（1）概況	
（金融経済情勢）	38
（金融政策運営）	38
（2）「経済・物価の将来展望とリスク評価」の公表	39
（3）各会合における検討の模様	
イ．平成15年4月7、8日の会合	
（3月25日会合での指示に基づく執行部からの報告）	42
（先行き不透明感の強まり）	42
（潤沢な資金供給の継続）	42
（資産担保証券市場を通じる企業金融活性化）	43
ロ．4月30日の会合	
（景気の先行き下振れリスクの強まり）	43
（日銀当座預金残高目標の増額）	43
ハ．5月会合	
（景気の不透明感の強まり）	44
（日銀当座預金残高目標の増額となお書きの変更）	44
ニ．6～9月の会合	
（景気は横這い圏内の動き、先行き不透明感は徐々に後退）	45
（短期金融市場は安定、長期金利は既往最低水準から上昇へ）	46
（潤沢な資金供給の継続）	47
（日銀当座預金残高目標と金融市場調節の運営＜8、9月会合＞）	47
（資産担保証券の買入れ＜6月会合＞）	48
（シンジケート・ローン債権等の担保受入れ＜9月会合＞）	48
（国債現先オペの最長期間延長の検討＜9月会合＞）	48

ホ．金融政策運営を巡る論点	
( 資産担保証券市場を通じる企業金融活性化 )	49
( 資産担保証券買入れの具体的スキームの検討 )	50
( 金融政策運営の透明性向上と物価安定数値目標を巡る議論 )	51
( 時間軸効果や市場との対話 )	52
3．金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向	54
4．日本銀行のバランスシートの動き	57
5．金融政策手段に係る事項の決定又は変更	
( 1 ) 産業再生機構に対する証書貸付債権の適格担保化	60
( 2 ) C P 買現先オペにおける「電子C P」の買入対象資産化	60
( 3 ) 資産担保証券の買入れ	60
．金融政策決定会合における決定の内容	
1．金融政策運営に関する決定事項等	62
2．金融政策手段に係る事項の決定又は変更	119
3．経済及び金融の情勢に関する基本的見解	135
4．金融政策決定会合議事要旨	151
参考計表・資料一覧	250

# 通貨及び金融の調節に関する報告書

## 要 旨

### ( 経済の情勢 )

1. 平成 15 年度上期の国内景気は、総じて横這い圏内で推移したが、後半には輸出に持ち直しの動きがみられ、企業の業況感も改善した。

すなわち、輸出は、いわゆる地政学的リスクや東アジアでの新型肺炎（SARS）流行の影響が徐々に薄れ、上期末にかけて緩やかな増加に向かった。また、企業収益が改善を続けるもとで、設備投資は緩やかな回復を示した。この間、鉱工業生産は、総じて横這い圏内で推移した。

2. 物価動向をみると、国内企業物価は、原油価格の上昇等を受けて、下落幅が縮小した。また、消費者物価も、医療費自己負担の引き上げやたばこ税引き上げなど一時的な要因の影響を受け、前年比下落幅が縮小した。

### ( 金融面の動向 )

3. 日銀当座預金残高は、4月中は概ね 25～30 兆円程度で推移した後、5月入り後は 25～27 兆円程度、5月下旬以降は概ね 28～29 兆円台で推移した。なお、9月末の残高は、34.6 兆円となった。

短期金融市場の動きをみると、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、上期を通じて、ほぼ一貫して 0.001～0.002% の極めて低い水準で安定的に推移した。また、期間が長めの短期金利も、低位で安定的に推移した。

長期金利は、期初からほぼ一貫して低下し、6月半ばには 0.4% 台まで低下した。その後は上昇に転じ、7月上旬に 1.1% 台にまで達した。また、8月中旬から再び上昇し、9月初には 1.6% 台に達した後、9月末にかけては、振れを伴いつつも、低下傾向で推移した。

株価は、4月下旬にかけて下落した後、7月上旬まで上昇した。その後若干の調整が入ったが、8月中旬から9月中旬にかけて再度上昇した後、9月末にかけては幾分下落した。

外国為替市場では、円の対米ドル相場は、年度入り後、概ね 115～120 円のレンジ内で推移していたが、9月中旬以降は G 7 共同声明を巡る思惑から円高が進み、110～111 円台まで上昇した。

4. 民間銀行貸出は、マイナス幅が幾分縮小し、前年比2%前後で推移した。民間企業の資金需要は、財務内容の改善に向けた動きの一環として、借入金を圧縮するスタンスが維持されている中で、キャッシュフローの範囲内に設備投資を抑えている状況が続いたことなどから、引き続き減少傾向を辿った。一方、民間銀行は、優良企業に対しては引き続き貸出を増加させようとする一方で、信用力の低い先に対しては慎重な貸出姿勢を維持したが、条件設定などの面で貸出姿勢を幾分緩和する動きも窺われた。

5. マネタリーベース（流通現金と日銀当座預金の合計）は、伸び率を高め、前年比2割程度の増加となった。この結果、マネタリーベースの対名目GDP比率は引き続き上昇し、第二次世界大戦中・直後を除き、過去最高の水準となっている。

マネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）の伸び率は、4月にかけて一旦鈍化したが、その後は厚生年金基金が代行返上に向けて資産売却した代金が預金に流入していることもあって、前年比2%程度まで回復した。

（金融政策決定会合における検討）

6. 15年度上期中には、金融政策決定会合を計8回開催した。

会合での検討の状況を振り返ると、15年度上期中は、景気は概ね横這い圏内の動きと判断した。前半はイラク情勢やSARS問題などによる先行き不透明感が強い状況を指摘した。その後、これらの不透明感が徐々に後退したことから、7月および9月に総括判断の表現を若干修正した。

7. 金融政策運営については、経済の先行きを巡る不透明感や株式市場の不安定な動きに対し、金融市場の安定確保に万全を期すことにより、金融市場やひいては実体経済に悪影響を及ぼすことのないよう努めるとともに、金融緩和の波及メカニズム強化のための施策や金融調節面での工夫についての検討を行った。

8. 4月7、8日の会合では、金融市場への潤沢な資金供給を経済活動の拡大に効果的に結びつけるためには、金融緩和の波及メカニズムの強化が必要であるという考えに基づき、中堅・中小企業関連資産を主たる裏付資産とする資産担保証券を、時限的措置として金融調節上の買入れ対象資産とすることについて、検討を進めることを決定した。

9. 4月30日の会合では、地政学的リスクやSARSの影響などを背景に、海外の景気回復力について不確実性が高いこと、株価が不安定な動きを続けており、金融市場や実体経済活動に悪影響を及ぼすリスクがあることなど、経済金融情勢に関する不確実性を踏まえ、日銀当座預金残高目標を「22～27兆円程度」に引き上げることを決定した。
10. また、5月19、20日の会合では、景気の先行き不透明感が強まっていることに加え、りそな銀行に対する資本増強の必要性の認定も踏まえ、金融市場の安定確保に万全を期すため、日銀当座預金残高目標を「27～30兆円程度」に引き上げることを決定した。
11. その後6月から9月の会合では、景気が横這い圏内の動きを続けていることなどから、日銀当座預金残高目標を「27～30兆円程度」とする金融市場調節方針を維持することを決定した。
12. この間、6月10、11日の会合では、4月7、8日の会合で検討を行うことを決定した資産担保証券の買入れについて、その具体的スキームの骨子を取りまとめるとともに、7月末までの実施に向けて所要の準備を進めることを決定した。また、6月25日の会合では、「資産担保証券買入基本要領」等を制定した。
13. このほか、9月11、12日の会合では、金融調節の機動性を高める観点から、議長は、国債現先オペの期間延長について検討し、次回決定会合で報告するよう、執行部に指示した。

(日本銀行のバランスシートの動き)

14. 15年度上期の日本銀行のバランスシートは、当座預金、発行銀行券が前年を上回ったこと等から、15年9月末の総資産残高は133.9兆円(前年比+7.6%)となった。14年11月に買入れを開始した株式(金銭の信託<信託財産株式>)の残高は、15年9月末で1.9兆円(3月末比+0.7兆円)となった。また、15年7月に買入れを開始した資産担保証券の残高は、15年9月末で310億円となった。この間、バランスシートの質的な面については、資産の流動性、健全性を維持することに引き続き努めた。

## ．経済及び金融の情勢

### 1．経済の情勢

#### ( 1 ) 国内実体経済

##### ( 概況 )

平成 15 年度上期の国内景気は、総じて横這い圏内で推移したが、後半には輸出に持ち直しの動きがみられ、企業の業況感も改善した。

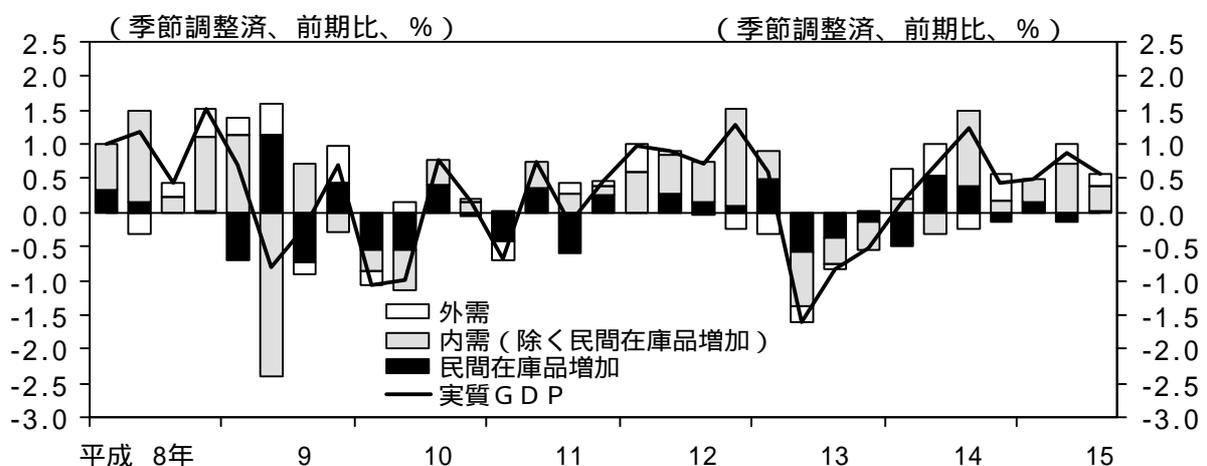
すなわち、輸出は、いわゆる地政学的リスクの高まりや東アジアでの新型肺炎（SARS）流行の影響を背景に、上期前半は概ね横這いの動きを続けた。その後、これらの影響が徐々に薄れ、輸出環境が好転したことから、上期末にかけて緩やかな増加に向かった。鉱工業生産は、総じて横這い圏内で推移した。

企業収益は、リストラの効果もあって引き続き改善した。こうしたもとで設備投資は、緩やかな回復を示した。一方、公共投資は、15 年度の公共事業関係予算の削減を反映して、減少傾向を続けた。

家計の雇用・所得環境をみると、雇用者数や賃金の減少にはほぼ歯止めがかかるなど、一頃に比べれば厳しさが幾分和らいだ。ただし、個人消費は、冷夏の影響もあって、引き続き弱めの動きとなった。

なお、実質 GDP は、推計の基礎となる統計に一時的な振れがみられたことから、4～6月に高い伸びとなった後、7～9月は伸びが低下した（図表 1）。

( 図表 1 ) 実質 GDP の推移



( 注 ) 図表の出典については、後掲の参考計表・資料一覧を参照（以下の図表についても同様）。

(輸出は横這い圏内から持ち直しへ)

実質輸出は、横這い圏内の動きから持ち直しに向かった(図表2(1))<sup>1</sup>。一方、実質輸入は、均してみれば横這い圏内で推移し、実質貿易収支でみた純輸出は、上期前半の横這いから、後半には緩やかに増加した(図表2(2))。この間、名目経常収支は、海外旅行の減少もあって、上期中を通じて黒字が増加した。

実質輸出の動きを地域別にみると(図表3(1))<sup>2</sup>、米国向けは、自動車を中心に減少傾向を辿った。また、東アジア向けをみると、NIEs向けは、上期前半にSARS流行の影響などから減少となったが、後半ははっきりと持ち直した。また、中国向けは、14年度下期の大幅増加の反動から上期前半こそ低い伸びにとどまったものの、上期を通してみると好調な動きが続いた。以上の動きを財別にみると(図表3(2))、自動車は、米国における現地在庫の調整や、日系メーカーによる現地生産の拡大などを背景に、減少を続けた。一方、情報関連(電子部品等)、資本財・部品は、世界的なIT関連需要の回復や、東アジアにおける活発な設備投資などを背景に、上期後半は高い伸びとなった。

実質輸入は、原油が、原発の稼働停止による火力発電の増加などから上期前半は高水準を維持したが、後半には減少した。また、情報関連、資本財・部品は、中国をはじめ東アジアとの国際分業の進展といった構造的な要因もあって、上期を通じて増加基調を続けた。

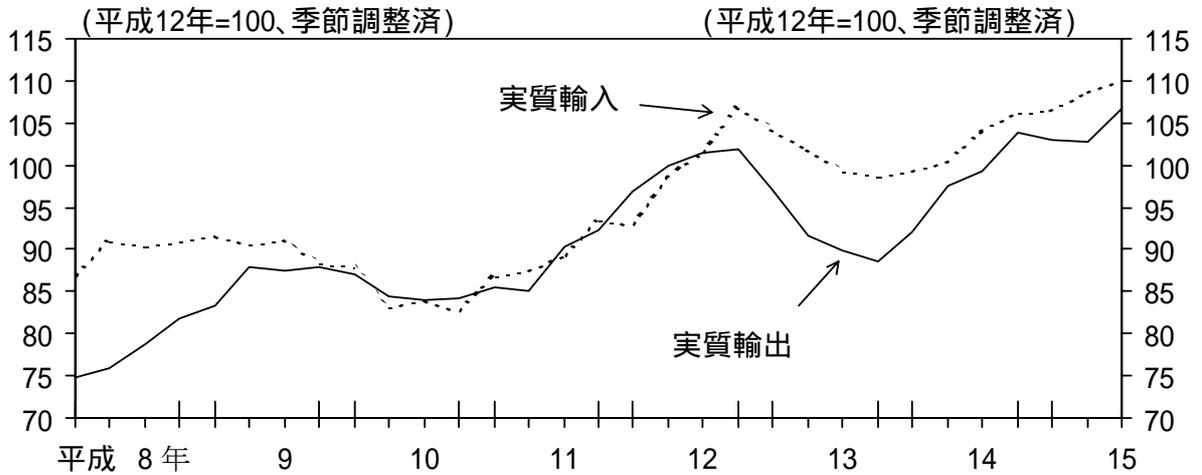
---

<sup>1</sup> 実質輸出(入)は、通関輸出(入)金額を輸出(入)物価指数で除して算出しており、実質貿易収支は、これら実質輸出と実質輸入の差である。なお、実質貿易収支でみた純輸出は、所有権移転ベースではなく通関ベースである、サービス収支を含まない、などの点で、GDP統計上の純輸出とは異なるが、その推移は概ね等しい。

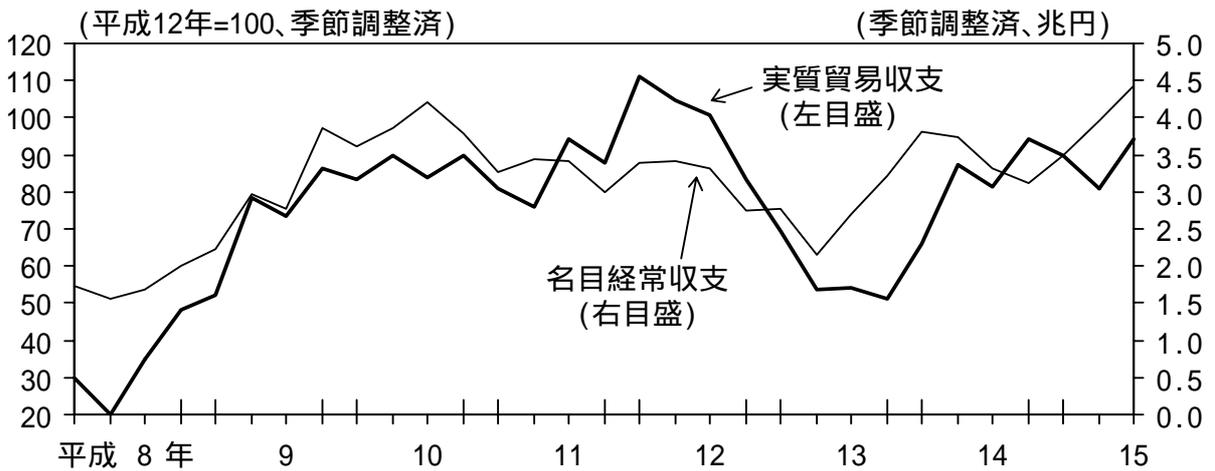
<sup>2</sup> 海外経済の詳細については、1.(3)海外金融経済、で後述。

( 図表 2 ) 輸出入の推移

( 1 ) 実質輸出入



( 2 ) 実質貿易収支と名目経常収支



( 図表 3 ) 輸出の内訳

( 1 ) 地域別

( 季節調整済、前期比、% )

	平成14年 第1四半期	15年					
		2	3	4	1	2	3
米国 <28.5>	3.6	1.8	-0.1	3.4	-9.9	0.9	-1.5
EU <14.7>	-3.2	7.8	4.8	1.4	6.3	0.2	1.1
東アジア <41.5>	8.1	10.9	3.8	3.4	7.9	-2.5	7.1
中国 <9.6>	16.9	11.8	10.2	3.3	21.7	0.7	8.3
NIEs <22.7>	6.3	11.4	2.4	4.4	4.5	-5.2	7.8
ASEAN4 <9.3>	4.9	9.1	1.1	1.0	2.1	0.2	4.1
実質輸出計	4.1	5.8	1.8	4.5	-0.8	-0.1	3.8

( 2 ) 財別

( 季節調整済、前期比、% )

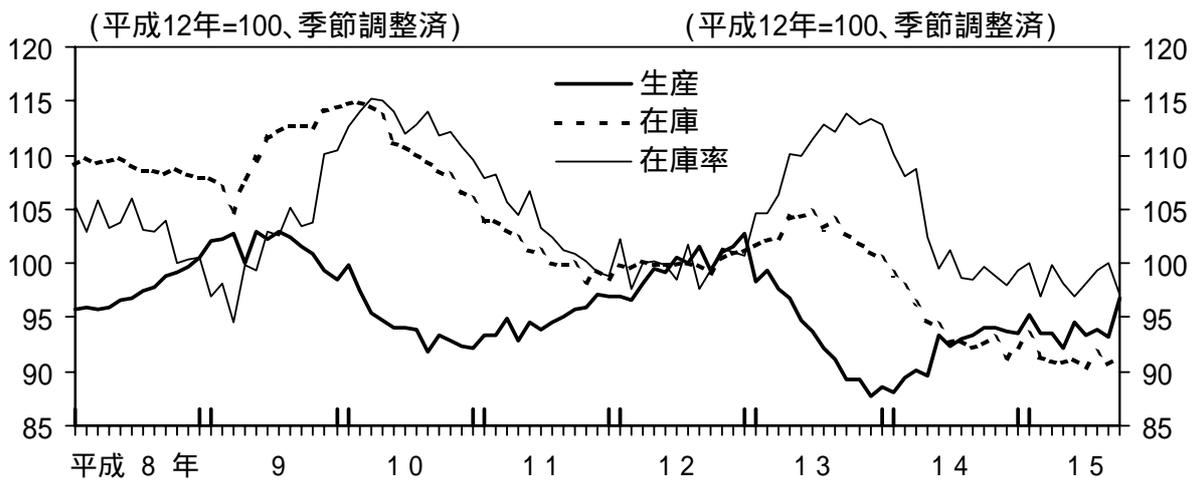
		平成14年				15年		
		第1四半期	2	3	4	1	2	3
中間財	<15.3>	4.6	3.0	0.9	-2.4	4.3	0.4	0.4
自動車関連	<24.3>	5.3	3.6	0.1	5.0	-1.3	-5.3	0.1
消費財	<7.1>	5.2	5.5	1.0	10.6	0.4	0.9	-2.6
情報関連	<14.8>	-2.3	14.2	6.0	3.0	-3.9	3.0	8.9
資本財・部品	<27.3>	5.7	8.3	3.8	5.2	1.9	1.5	6.9
実質輸出計		4.1	5.8	1.8	4.5	-0.8	-0.1	3.8

(注) < >内は、平成14年通関輸出額に占める各地域・国や各財のウェイト。NIEsは、韓国、台湾、香港、シンガポール。ASEAN4は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ。

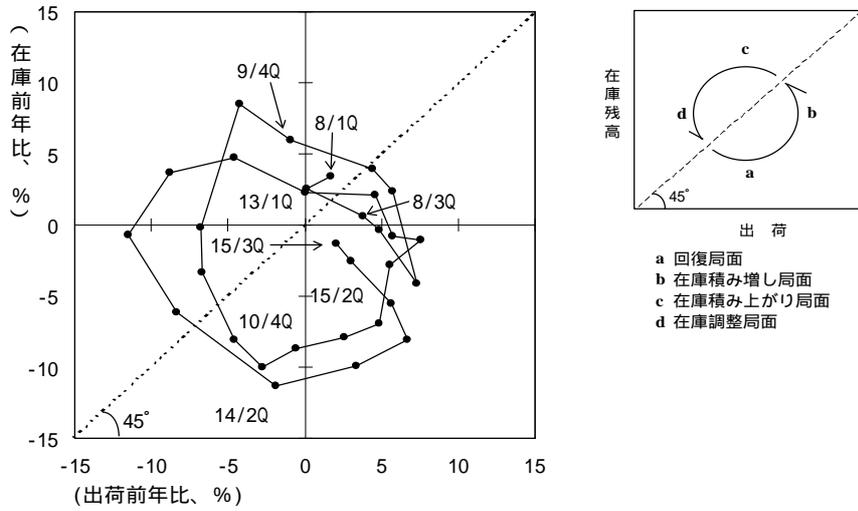
( 生産は総じて横這い圏内の動き )

鋳工業生産は、上期中を通じて総じて横這い圏内で推移した( 図表4 )。この間、企業は、需要対比で慎重な生産姿勢を続けたため、在庫積み増しによる前向きの循環が強まるには至らなかった一方、後ろ向きの在庫の積み上がりもみられなかった( 図表5 )。

( 図表4 ) 鋳工業生産・在庫指数



( 図表 5 ) 在庫循環：鋳工業出荷・在庫



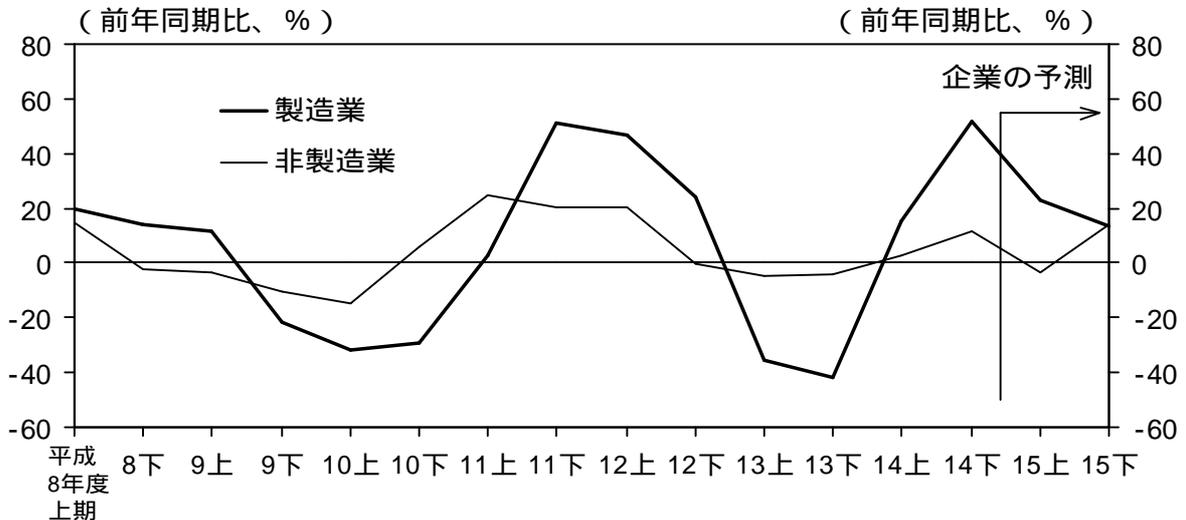
( 設備投資は企業収益改善を背景に緩やかに回復 )

企業収益は、リストラの効果もあって引き続き改善した。とりわけ製造業の経常利益は、14年度に大幅な増益となった後、15年度上期も前年比2桁の増益になったとみられる(図表6(1))。売上高利益率も、均してみれば改善基調で推移した(図表6(2))。

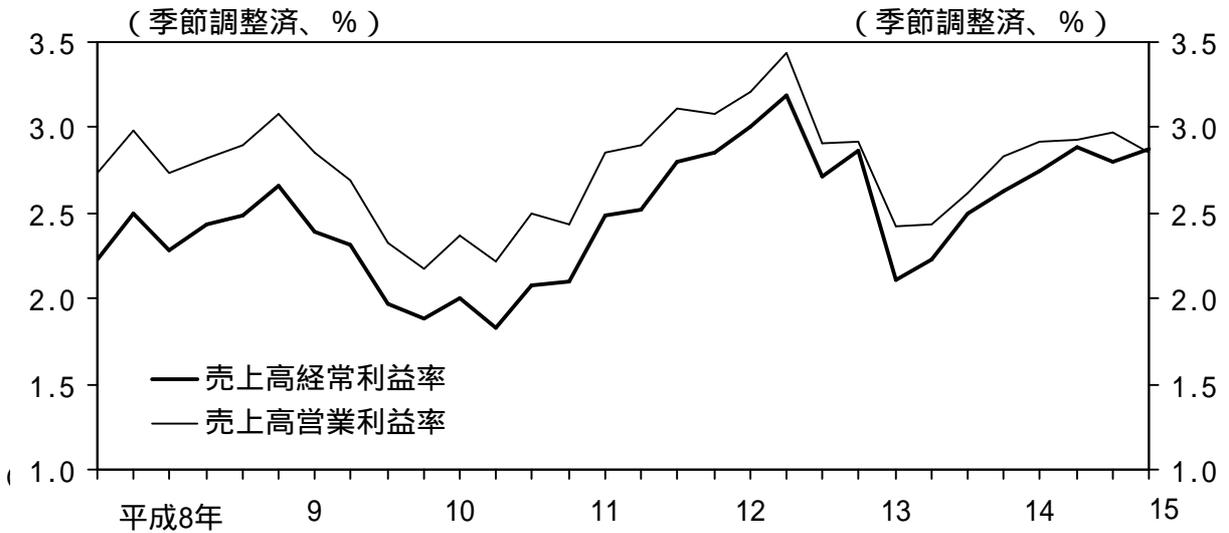
この間、企業の業況感は、製造業を中心に緩やかな改善が続き、とりわけ上期後半には、輸出環境の好転などを受けて改善の動きが明確化した(図表7)。

( 図表 6 ) 企業収益

( 1 ) 経常利益

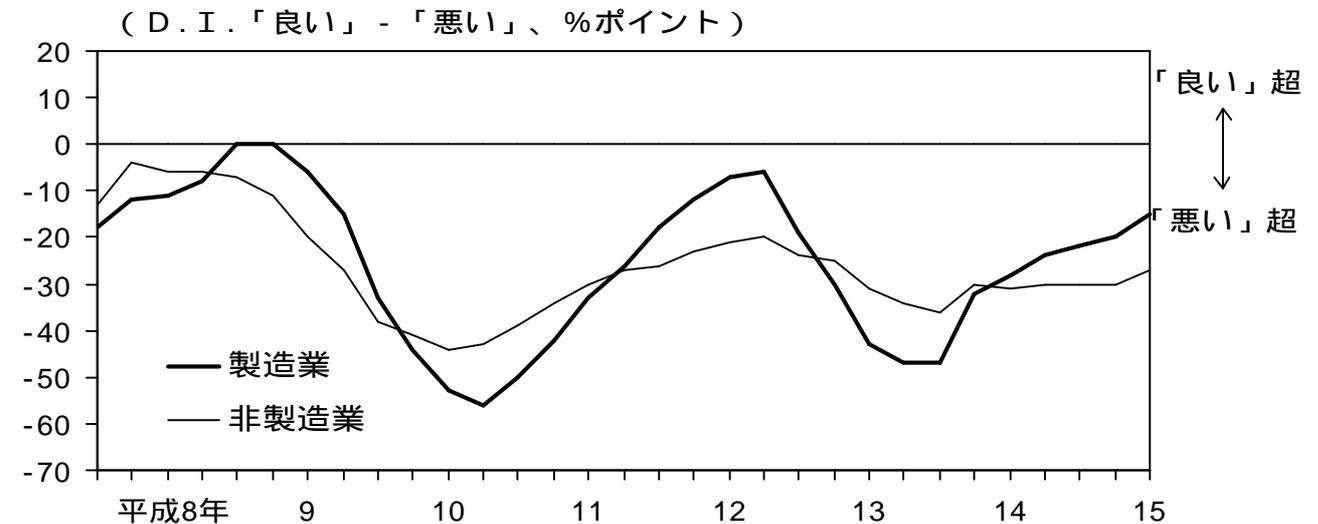


( 2 ) 売上高利益率



( 注 ) 経常利益は短観、売上高利益率は法人企業統計季報の計数。

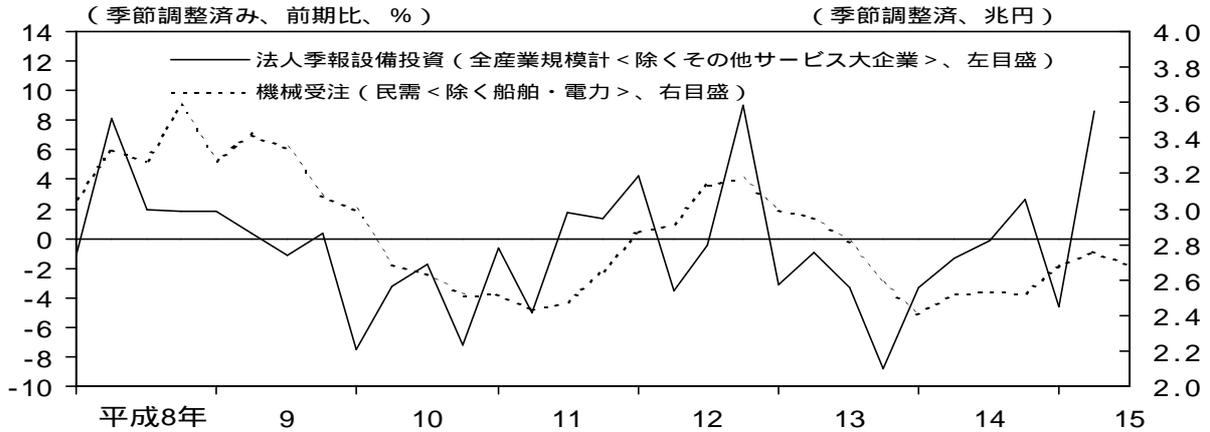
( 図表 7 ) 業況判断 D . I . ( 短観 )



設備投資は、企業収益の改善を背景に、緩やかな回復を示した( 図表 8 )。すなわち、法人企業統計でみた設備投資は、振れを均してみれば、緩やかな増加傾向を辿った。また、設備投資の先行指標である機械受注をみても、緩やかな増加が続いた。もっとも、様々な構造的な制約要因が根強く残存する中、回復の力強さや持続性が確認されるには至らなかった。

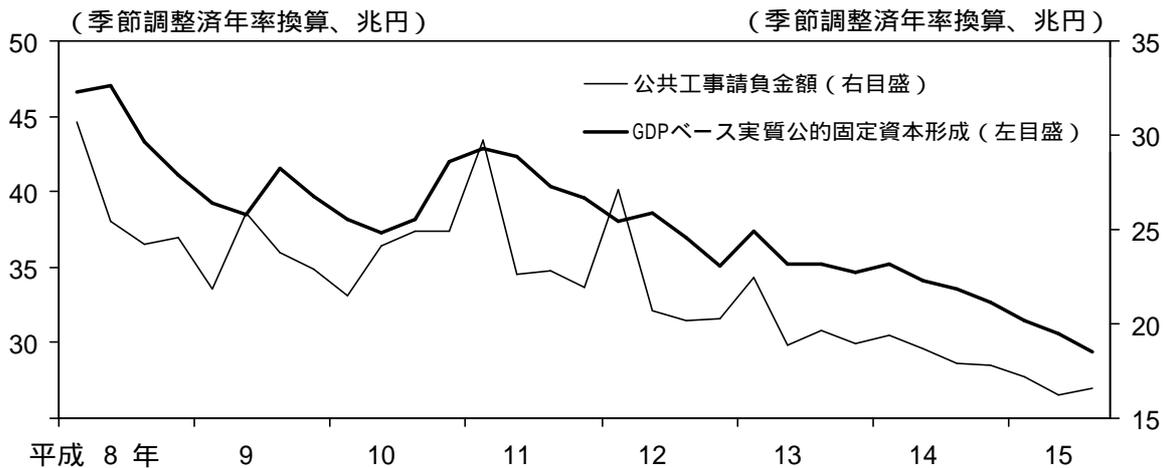
この間、公共投資は、国、地方ともに 15 年度の公共事業関係予算が削減されたことを反映して、減少傾向を続けた( 図表 9 )。

( 図表 8 ) 設備投資



( 注 ) 法人季報のデータは断層修正済み ( 4 ~ 6 月調査時に行われるサンプル企業の変更および毎期発生する回答企業の変化に対応するため、資本ストック等の変動に比例させて設備投資額を修正するもの )。

( 図表 9 ) 公共投資

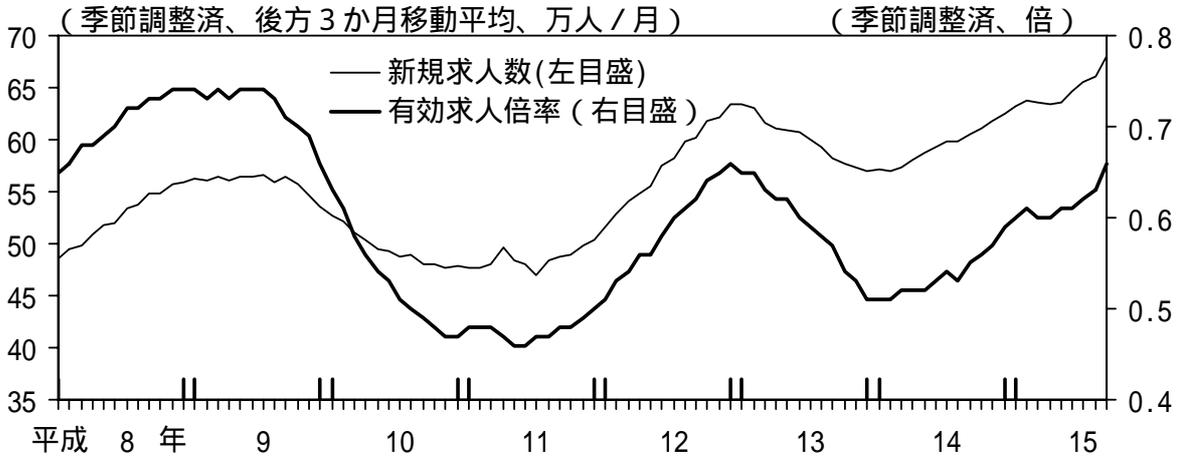


( 雇用・所得環境はなお厳しい )

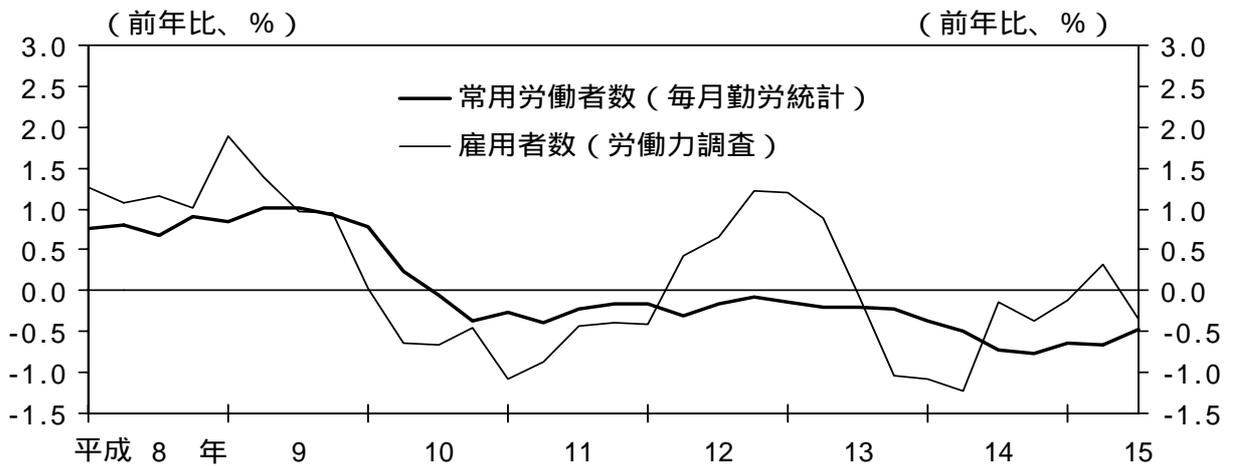
家計の雇用・所得面をみると、常用労働者数は減少を続けたが、臨時雇用などカバーされている範囲の広い雇用者数は、次第に下げ止まった ( 図表 10(2) )。また、賃金の下落にも歯止めがかかってきたため、雇用者所得は徐々に下げ止まりに向かった ( 図表 11 )。この間、有効求人倍率や新規求人数は、上期前半に改善一服となったが、後半は再び緩やかに改善した ( 図表 10(1) )。もっとも、完全失業率は総じて高水準が続くなど ( 図表 10(3) )、家計の雇用・所得環境は、なお厳しい状況から脱するに至らなかった。

( 図表 10 ) 労働需給

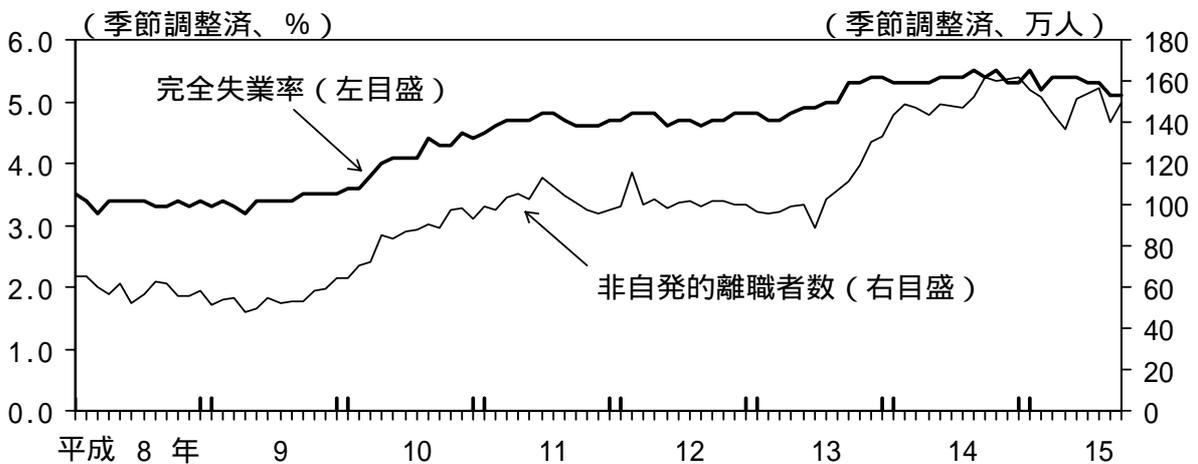
( 1 ) 有効求人倍率



( 2 ) 常用労働者数(毎月勤労統計)と雇用者数(労働力調査)

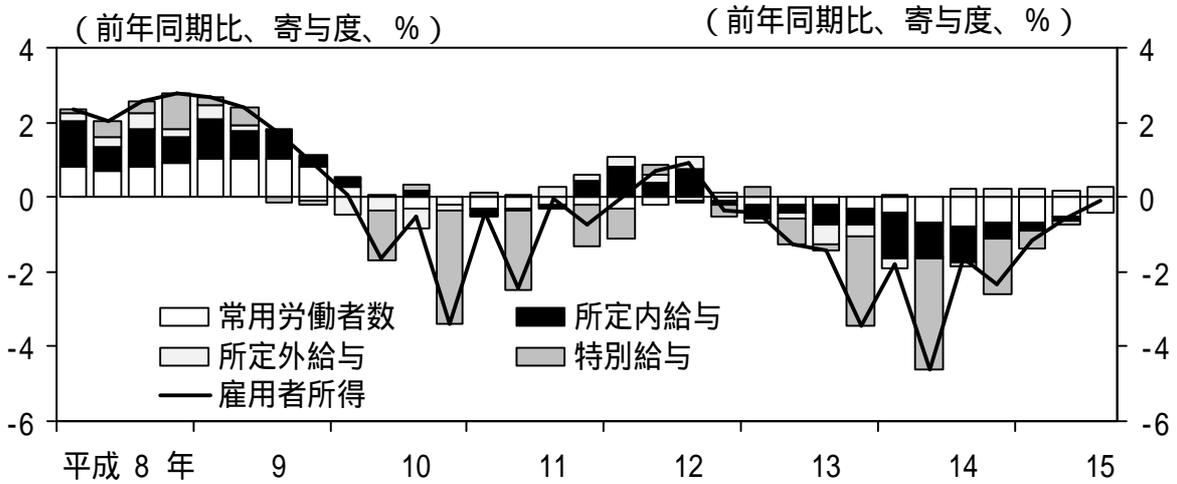


( 3 ) 失業率と非自発的離職者数



( 注 ) 新規求人数は新規学卒者を除きパートタイムを含む。常用労働者数は事業所規模5人以上の計数を使用。

(図表 11) 雇用者所得



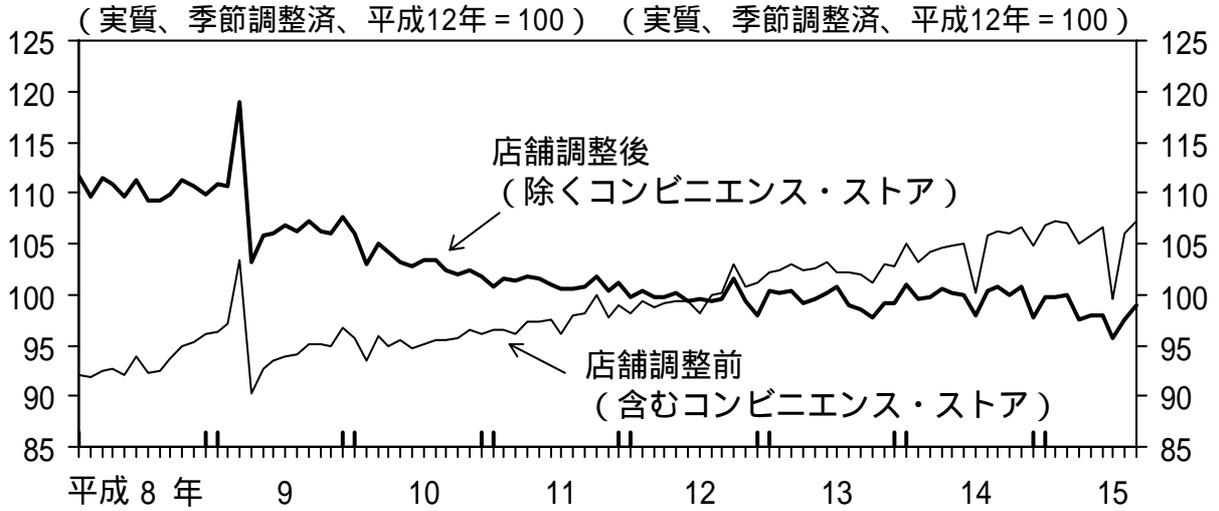
(注) 賞与の支給時期にあわせて、第1四半期：3～5月、第2四半期：6～8月、第3四半期：9～11月、第4四半期：12～2月としている。事業所規模5人以上の計数を使用。

(個人消費は引き続き弱めの動き)

個人消費は、弱めの動きを続けた。小売や旅行、外食など各種財・サービスの売上指標を合成した「販売統計合成指数」をみると<sup>3</sup>、月々の振れを均せば、上期を通して幾分弱めで推移した(図表 12)。この間、消費者心理は、上期前半には総じて悪化傾向にあったが、後半には、株価の上昇もあって改善に転じる指標もみられた(図表 13)。このほか、住宅投資は低調に推移した。

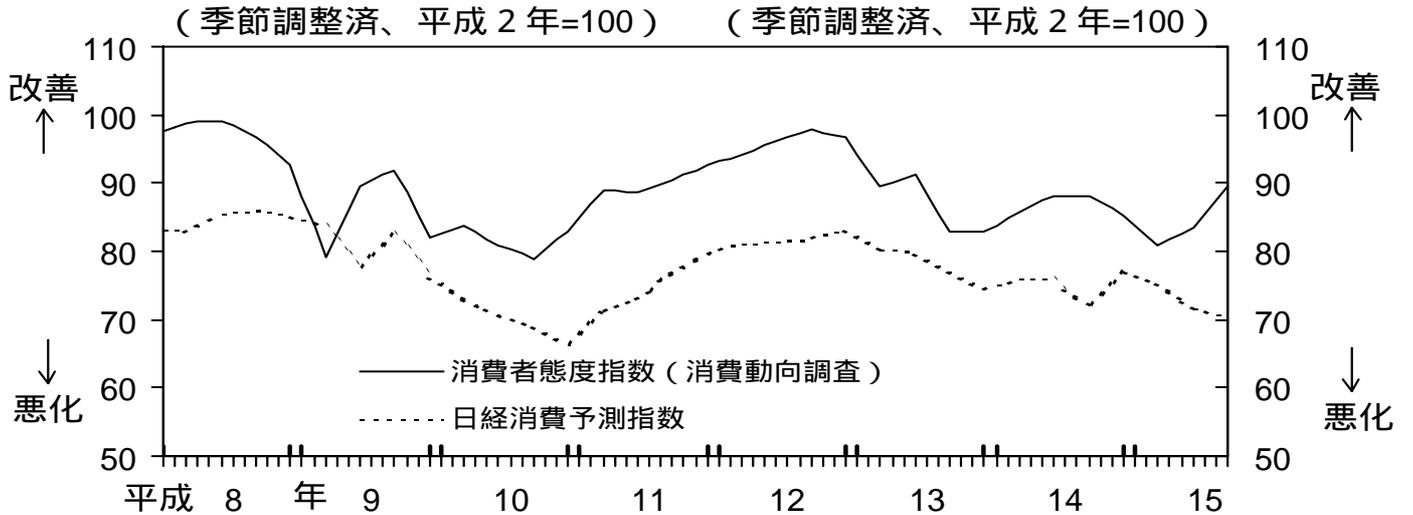
<sup>3</sup> 販売統計合成指数は、全国百貨店・スーパー売上高、新車登録台数、家電販売額、旅行取扱額、外食産業売上高の各統計を、家計調査の支出額ウェイトをもとに合成したもの。「店舗調整前」は、出店や閉店といった店舗数の変化に伴う売上高の変動も反映した指数である(店舗調整前の指数にはコンビニエンス・ストア売上高を含めている)。店舗増減の影響を排除したものが「店舗調整後」の指数であり、継続的に売上高を把握できる店舗分で売上高の変動を捉えている。

(図表 12) 個人消費 (販売統計合成指数)



(注) 販売統計合成指数については脚注3を参照。

(図表 13) 消費者コンフィデンス

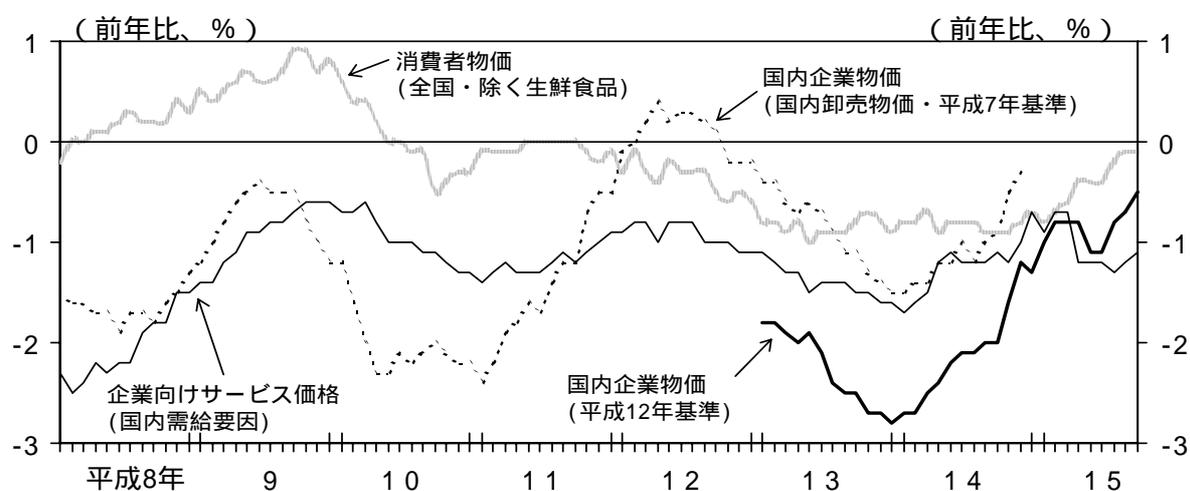


(注) 消費者態度指数 (調査対象全国 5,040 世帯)、日経消費予測指数 (同首都圏 1,500 人) は、いずれも消費者意識を尋ねたアンケート調査。

## (2) 物価

物価の動向をみると(図表14)、国内企業物価は、原油価格の上昇等を受けて、下落幅が縮小した。消費者物価(除く生鮮食品)も<sup>4</sup>、医療費自己負担の引き上げやたばこ税引き上げなど一時的な要因がかなり影響して、前年比下落幅が縮小した。この間、企業向けサービス価格(国内需給要因)は<sup>5</sup>、価格改定期に当たる年度初に前年比下落幅が拡大した。

(図表14) 物価



(注) 平成9年4月以降の消費税率引き上げの影響については、課税品目のすべてについて完全に転嫁されたと仮定して調整。図表15、17も同様。

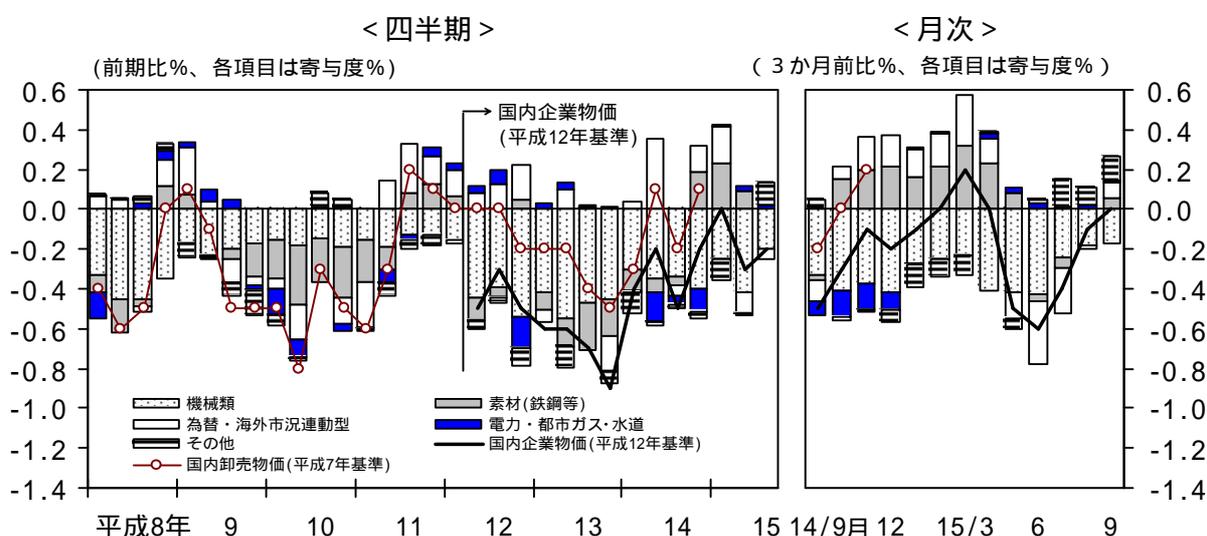
すなわち、国内企業物価の動きを3か月前比でみると(図表15)、機械類は、趨勢的な価格下落が続いたが、その下落幅は幾分縮小した。また、春先に一旦下落した国際商品市況が、夏頃まで原油を中心に上昇基調で推移したことから(図表16)、石油製品などの価格も上期末にかけて下げ止まった。消費者物価(除く生鮮食品)をみると(図表17)、個人消費が弱めの動きを続け、安値輸入品の流入も根強い中

<sup>4</sup> 「消費者物価(除く生鮮食品)」は、天候要因による振れが大きい生鮮食品を消費者物価総合から除いたものであり、消費者物価の基調的な動きを示すと考えられる。

<sup>5</sup> 「企業向けサービス価格(国内需給要因)」は、企業向けサービス価格指数を、主に国内民間需要の動向を反映していると考えられる品目のみでみたものであり、企業向けサービス価格指数総平均から、規制料金、海外要因、単月の振れが大きく短期的な需給動向を反映しているとは言い難い料金を除いて算出している。具体的には、一般サービス(機械修理、ソフトウェア開発等)、通信・放送、広告、リース・レンタル、不動産などで構成される。

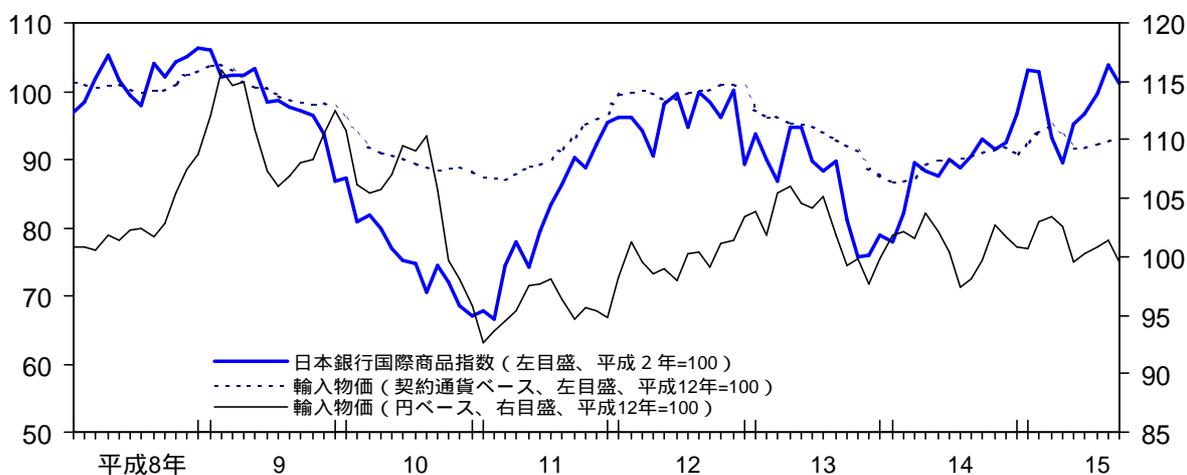
で（図表 18）緩やかな下落傾向を続けた。もっとも、その前年比下落幅は、企業の低価格戦略が一頃ほど激しくなくなったことに加え、4月の医療費自己負担の引き上げ、7月のたばこ税引き上げといった一時的な要因の影響を大きく受け、上期末にかけて縮小した。この間、企業向けサービス価格（国内需給要因）は、価格改定期に当たる4月に前年比下落幅が拡大したが、その後は1%強の下落幅を続けた。また、地価の動向をみると、商業地地価、住宅地地価のいずれも引き続き下落した。

（図表 15）国内企業物価

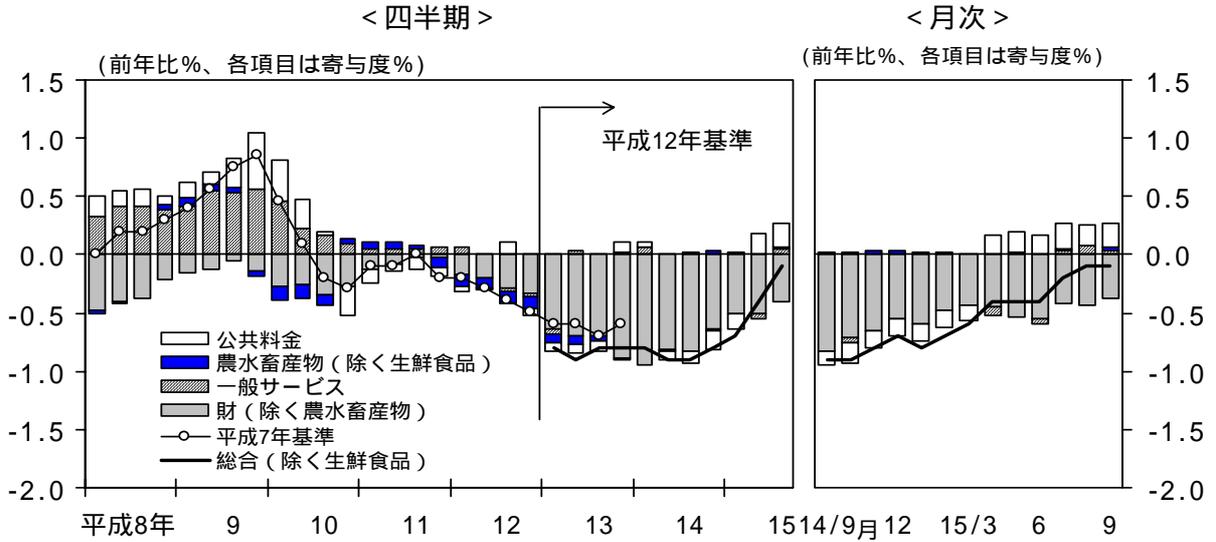


（注）為替・海外市況連動型は、石油・石炭製品と非鉄金属。機械類は、電気機器、一般機器、輸送用機器、精密機器。

（図表 16）輸入物価・国際商品市況

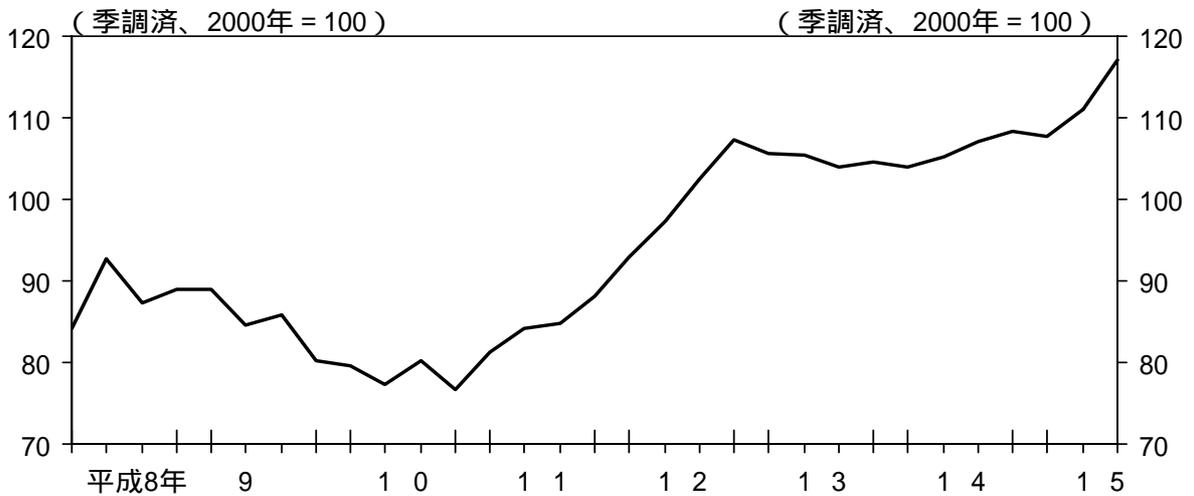


(図表 17) 消費者物価 (除く生鮮食品)



(注) 財は総務省分類の「財」から「電気・都市ガス・水道」を除いたもの。これらは公共料金に含まれた。

(図表 18) 消費財の実質輸入



(注) 財務省の通関統計から、自動車、音響映像機器、事務用機器、食料品、繊維製品の輸入金額を合成したもの。該当する輸入物価指数で除して実質値を算出している。

### ( 3 ) 海外金融経済

#### ( 緩やかな回復傾向を維持 )

15年度上期の海外経済は、総じてみれば、緩やかな回復傾向を辿った( 図表19 )。地域別にみると、米国では、イラク情勢を巡る不確実性の後退や拡張的な財政金融政策により、緩やかながらも景気回復のテンポは高まった。東アジアでは、SARS 流行の影響により一時的に成長が減速したが、その後は持ち直した。ユーロエリアでは、景気は引き続き減速した後、持ち直しに向けた動きがみられた。

( 図表19 ) 海外経済 ( 実質 GDP )

( 欧米は季節調整済前期比年率、東アジアは前年比、% )

		平成 13年	14年	14年 3Q	4Q	15年 1Q	2Q	3Q
米 国		0.3	2.4	4.0	1.4	1.4	3.3	7.2
欧 州	ユーロエリア	1.6	0.9	0.9	0.2	0.0	0.2	-
	ド イ ツ	0.8	0.2	0.6	0.2	1.0	0.6	0.9
	英 国	2.1	1.7	2.8	2.1	0.7	2.4	2.3
東 ア ジ ア	中 国	7.3	8.0	( 1-9月 ) 7.9	( 1-12月 ) 8.0	9.9	( 1-6月 ) 8.2	( 1-9月 ) 8.5
	N I E s および A S E A N 4	1.7	4.5	5.0	5.3	4.1	2.5	-

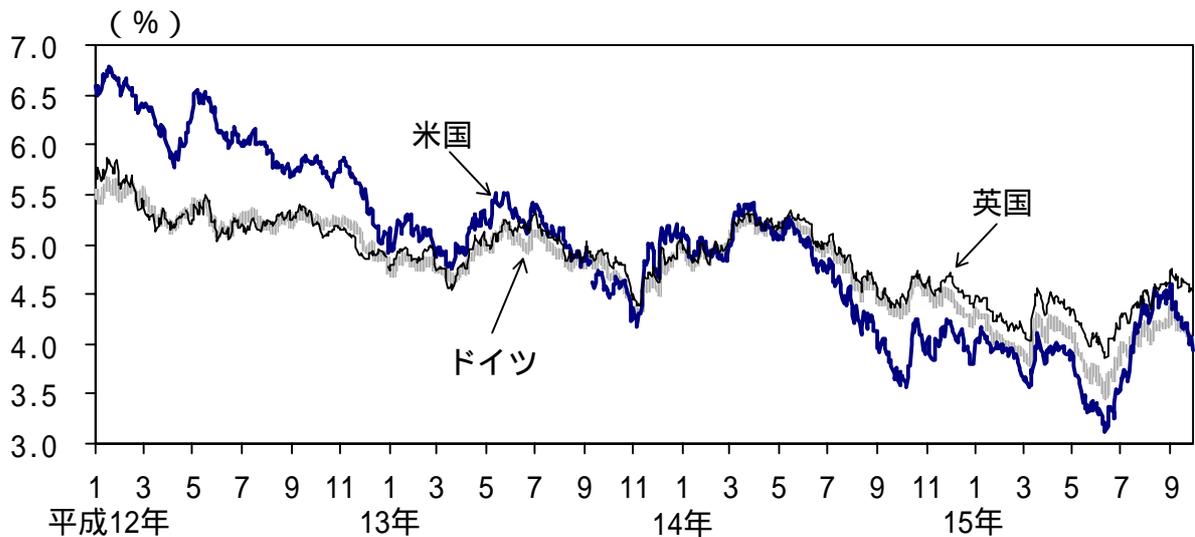
( 注 ) N I E s および A S E A N 4 は、IMF公表の GDP ウェイト ( 14 年、購買力平価基準 ) を用いて算出。

海外金融市場の動向をみると、米国、欧州の長期金利は ( 図表 20(1) )、6月中旬にかけて、大幅な金融緩和期待の高まりなどを背景に一旦大きく低下した。その後、こうした金融緩和期待の後退や米国景気の改善を示す経済指標の公表に加え、国債のヘッジ売り拡大などのテクニカルな要因もあって、上昇基調を辿ったが、9月入り後は、低金利政策持続への期待の高まりなどを受けて、低下した。また、米国、欧州の株価は ( 図表 20(2)、(3) )、地政学的リスクを巡る不透明感の後退や景気回復の加速期待などを背景に、上期を通してみれば、大幅に上昇した。

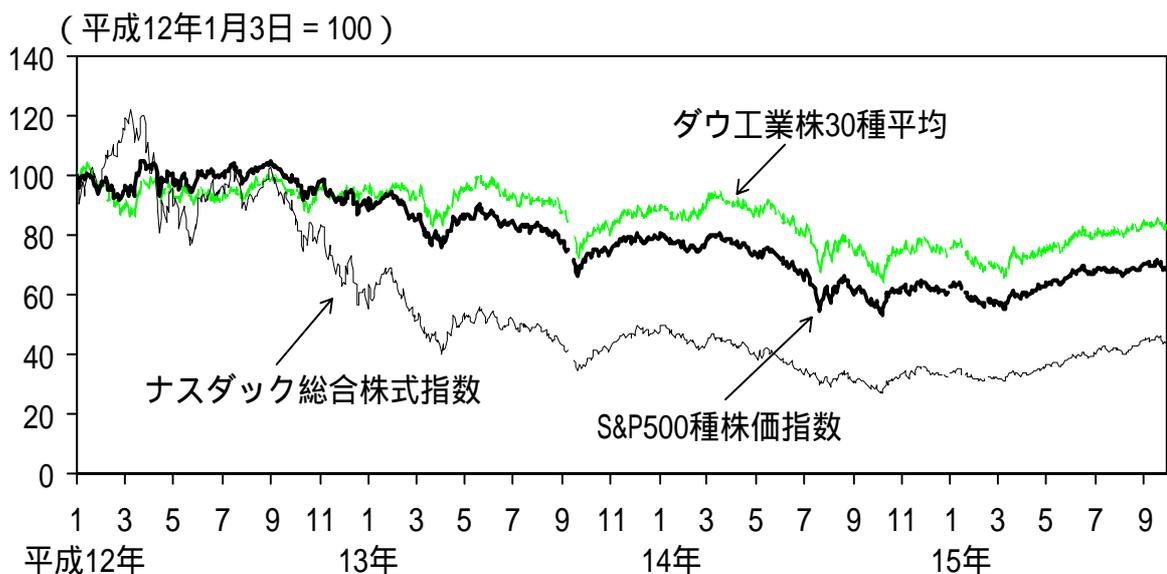
エマージング諸国・地域の金融市場をみると、投資家がリスク許容度を高めたことに加え、6月中旬にかけては、欧米金利の大幅低下を受けた投資家の高金利選好の高まり、また、SARS流行の終息などによる域内景気の持ち直しや、構造改革の進展への期待などから、海外からの資金流入が続いた。こうしたもとで、株価、通貨は堅調に推移し、対米国債スプレッドは縮小した。

(図表 20) 欧米の長期金利と株価

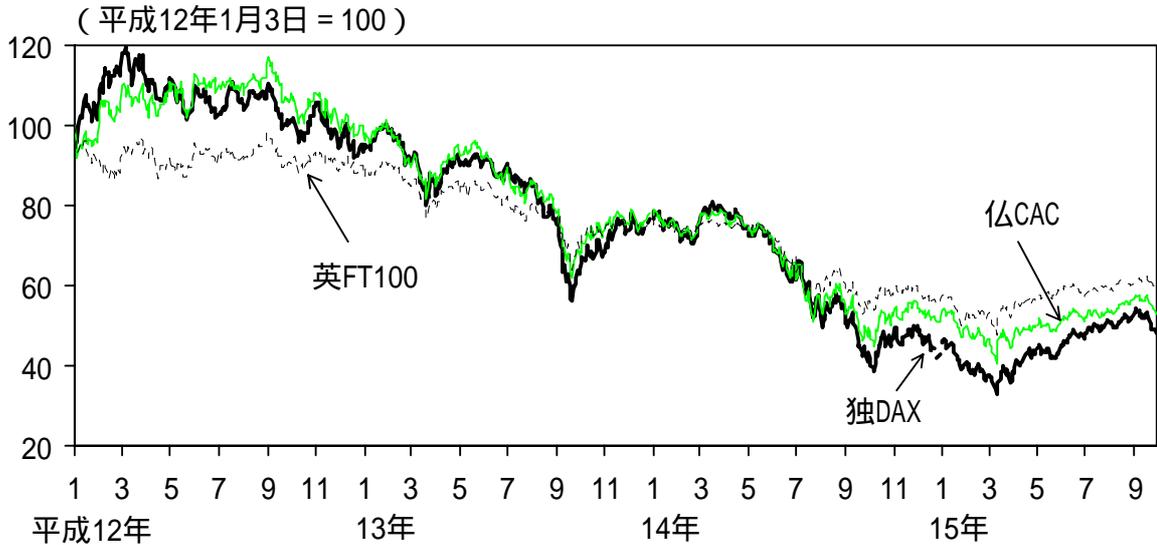
( 1 ) 欧米の長期金利 ( 国債 10 年物利回り )



( 2 ) 米国の株価



### ( 3 ) 欧州の株価



( 米国経済の回復は緩やかながらもそのテンポは加速 )

以上の動きをやや詳細にみると、まず米国では、イラク情勢を巡る地政学的リスクが後退する中、家計支出を中心に、景気の回復テンポは緩やかながらも加速した。すなわち、個人消費や住宅投資は、減税や低金利にも支えられて、堅調に推移した。また、設備投資も、力強さは欠くものの、IT関連投資を中心に明るい兆しがみられ始めた。もっとも、雇用面では調整圧力が根強い状況が続いており、消費者コンフィデンスの回復も鈍いままとなった。対外バランス面では、内外景気格差などを反映して、貿易収支赤字は高水準で推移した。物価面については、食料・エネルギーを除くコア・ベースの消費者物価でみると、6月にかけて前月比上昇率が0.0%まで低下したが、上期を通してみれば、小幅上昇となった。

こうした情勢のもとで、米国連邦準備制度は、6月25日、フェデラル・ファンド・レート誘導目標水準を0.25%ポイント引き下げ、1.00%とした。

長期金利(国債10年物利回り)の動きをみると(図表20(1))、5月初以降、大幅な金融緩和への期待の高まりなどを背景に急速に低下し、6月中旬には3%台前半まで低下した。6月下旬以降は、こうした金融緩和に関する思惑の後退や米国景気の改善を示す経済指標の公表に加え、国債のヘッジ売り拡大などのテクニカルな要因もあって上昇に転じ、8月中旬には4%台半ばまで上昇したが、9月

入り後は、低金利持続への期待の高まりなどを受けて、再び4%程度まで低下した。

株価をみると(図表20(2))、地政学的リスクの後退、大幅な金融緩和への期待、市場予想を上回る企業業績の発表を材料に、6月中旬まで上昇基調を辿った後、8月中旬までは概ね横這い圏内で推移した。その後、一旦は景気回復の加速期待や低金利持続への期待の高まりから緩やかに上昇したが、9月中旬以降、市場予想を下回る経済指標などを材料に小幅下落した。

(ユーロエリアは減速の後、持ち直しに向けた動き)

欧州経済情勢をみると、ユーロエリアでは、景気は引き続き減速した後、持ち直しに向けた動きがみられた。やや仔細にみると、雇用環境の緩やかな悪化が続く中、内需が引き続き低調に推移したほか、輸出も、既往のユーロ高の影響などにより減少した。この結果、4~6月の実質GDP成長率は僅かながらマイナスとなった。もっとも、夏場以降は、輸出の回復を中心に、持ち直しに向けた動きがみられた。この間、消費者物価は、既往の賃金上昇によるサービス価格の上昇圧力が根強い一方で、景気減速やこれまでのユーロ高などが押し下げ方向に作用し、総じて安定基調を辿った。

金融政策面では、欧州中央銀行は、6月5日に、政策金利である主要リファイナンス・オペにおける最低入札金利を0.5%ポイント引き下げ、2.0%とした。

英国では、上期前半に生産や設備投資など企業部門の活動が鈍化した。安定した雇用環境や住宅価格の上昇を背景に、個人消費が引き続き底固さを維持し、景気は緩やかな成長を続けた。ただし、住宅価格の上昇テンポは鈍化した。この間、小売物価指数(除くモーゲージ利払)は、引き続きイングランド銀行の目標値である2.5%を上回って推移したが、住宅関連サービス価格の伸びが幾分鈍化したことなどから、上昇には歯止めがかかった。金融政策面では、イングランド銀行は、7月10日に、世界景気回復の鈍さや住宅価格の上昇テンポ鈍化などを背景に、政策金利であるレポ金利を0.25%ポイント引き下げ、3.5%とした。

ユーロエリアおよび英国の長期金利(国債10年物利回り)の動きをみると(図

表 20(1) ) 金融緩和期待の高まりなどを背景に、6月中旬にかけて一旦大きく低下した。その後、米国主導の景気回復期待などを背景に、振れを伴いつつ上昇基調で推移したが、9月には、米国の長期金利と同様に低下した。株価は( 図表 20(3) ) 上期を通してみると、景気回復期待を背景に概ね上昇基調を辿った。

( 東アジア経済はSARS流行に伴う減速の後、持ち直し )

NIEs、ASEAN4<sup>6</sup>についてみると、SARSの流行などにより6月にかけて経済成長が減速したが、それ以降は、景気回復の足取りが徐々に強まった。やや仔細にみると、輸出・生産面では、米国向け輸出を中心に一旦は伸びが鈍化した。夏場以降、増勢が一服していたIT関連財を中心に、持ち直しの動きがみられた。一方、個人消費は、香港、台湾、シンガポールにおいてSARSの悪影響がみられたが、総じてみれば、低金利の効果などから底固く推移した。もっとも、韓国については、個人消費が低迷し、設備投資は減速した。この間の金融政策をみると、マレーシア中銀が5月に政策金利を0.5%ポイント引き下げ4.5%としたほか、韓国銀行が、内需の減速を理由に、5月と7月に政策金利を0.25%ポイントずつ引き下げ、3.75%とした。また、6月25日の米国における金融緩和の直後に、いくつかの国・地域が政策金利を引き下げた( 香港金融管理局が0.25%ポイント引き下げ2.5%、台湾中銀が0.25%ポイント引き下げ1.375%、タイ中銀が0.5%ポイント引き下げ1.25%、フィリピン中銀が0.25%ポイント引き下げ6.75%とした )。

中国では、SARS流行に伴う個人消費などの減速から、4～6月期の成長率は低下した。もっとも、SARS流行の終息後は、個人消費が従前の増勢に復したほか、高水準の対内直接投資流入や財政支出の増大基調も継続したことから、夏場以降ほぼ従来の高い成長に戻った。なお、金融政策面では、中国人民銀行は、8月に、全体的に流動性が過剰であるとの理由から、預金準備率を1%ポイント引き上げ7%とすることとした( 実施は9月 )。

---

<sup>6</sup> 本節では、NIEsは、韓国、台湾、香港、シンガポールを指す。また、ASEAN4は、ASEAN10か国のうち、比較的経済規模の大きいインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイを指す。

金融市場をみると、株価は、期初には地政学的リスクへの懸念やSARSの感染拡大から、一部の国・地域で軟調に推移する局面もみられたが、その後は、SARS流行が終息に向かったことや米国株価の上昇、域内景気の持ち直しなどを背景に、多くの国・地域で上昇した。通貨も、こうした株式市場の底固さなどを背景に海外からの資金流入が増加したことから、総じてみれば強含みで推移した。ただし、フィリピンでは、7月下旬以降、国内における政情不安の高まりを背景に通貨ペソが既往最安値近傍で推移した。この間、中国の株価は、期初にSARSの感染拡大を受けて大幅に下落した後、横這い圏内で推移したが、8月以降は、中間決算の発表を控え業績不振企業の株が売られたこと等から、一段と下落した。

(中南米諸国では金融市場は改善傾向)

中南米諸国についてみると、ブラジルでは、現政権によるマクロ経済政策運営や、年金・税制などの構造改革への取り組みが好感され、通貨レアル、株価が上昇し、対米国債スプレッド<sup>7</sup>も大幅に縮小した。アルゼンチンでは、5月に成立した新政権に対する期待感や、実体経済の緩やかな回復を受けて、通貨ペソ、株価が上昇した。この間、アルゼンチン政府は、この9月に、13年12月以来支払停止の状態が続いている公的対外債務の再編案を発表した。このほか、トルコでは、対イラク武力行使の短期終結やその後のIMFや米国による金融支援の動きなどを受けて、投資家のコンフィデンスが改善したことから、通貨リラ、株価が上昇し、対米国債スプレッドも縮小した。また、ロシアでは、原油高に支えられて堅調な経済成長が続く中、株価が大幅に上昇した。

---

<sup>7</sup> これら諸国・地域の政府が発行するドル建債と米国債の利回り格差で、当該諸国等に対する市場の信用リスク認識を示す指標とされている。

## 2．金融面の動向

### (1) 短期金融市場

平成 15 年度上期の日本銀行当座預金残高<sup>8</sup>は（図表 21）、4 月中は概ね 25～30 兆円程度で推移した後、5 月入り後は 25～27 兆円程度、5 月下旬以降は概ね 28～29 兆円台で推移した。なお、9 月末の残高は、34.6 兆円となった。

すなわち、金融市場においては、4 月入り後も、イラク情勢や株価低迷などを受けて日銀当座預金を厚めに保有する動きが続いたことなどを踏まえ、金融市場の安定確保に万全を期すため、金融市場調節方針の「なお書き」に沿って、当座預金残高目標を上回る資金供給を行った。その後、わが国経済金融情勢を巡る不確実性を踏まえ、4 月 30 日の金融政策決定会合では、当座預金残高目標を 22～27 兆円程度に引き上げ、これにしたがって引き続き潤沢な資金供給を行った。この結果、日銀当座預金残高は、5 月入り後は 25～27 兆円程度で推移した。その後、5 月 20 日の金融政策決定会合では、りそな銀行に対する資本増強の必要性の認定や、海外情勢など景気の先行き不透明感が強まっている情勢を踏まえ、金融市場の安定確保に万全を期す趣旨を明確にするため、当座預金残高目標を 27～30 兆円程度に引き上げ、これにしたがってさらに潤沢な資金供給を行った。この結果、日銀当座預金残高は、9 月末まで概ね 28～29 兆円台での推移が続いた。なお、9 月末は、金融市場調節方針の「なお書き」<sup>9</sup>に沿って一層の資金供給を行った結果、日銀当座預金残高は 34.6 兆円となった。

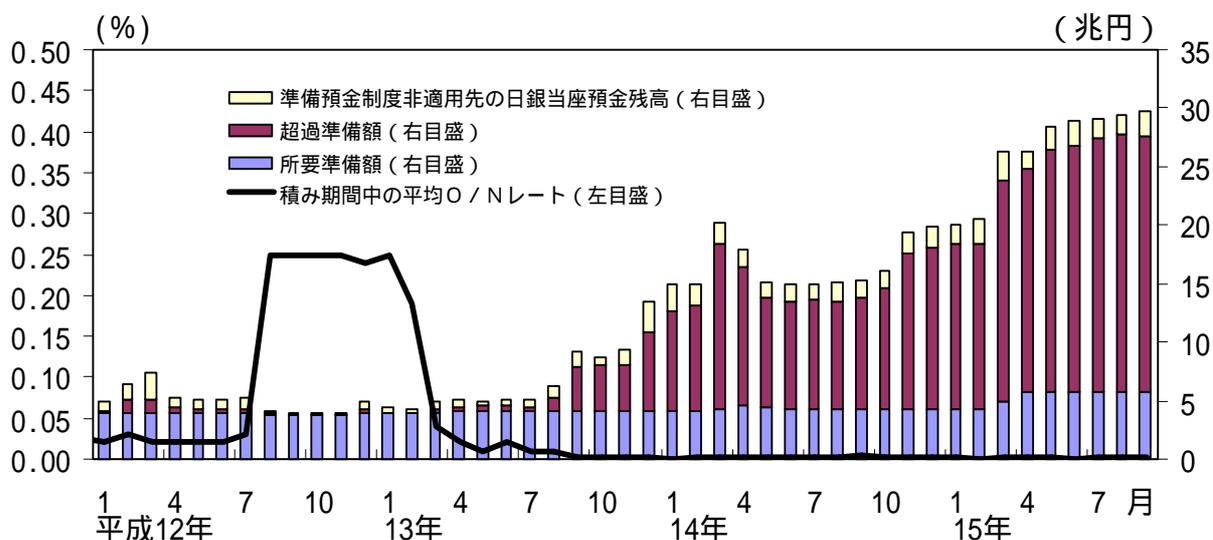
---

<sup>8</sup> 金融機関等が日本銀行に保有する当座預金の残高。

<sup>9</sup> 金融市場調節方針の「なお書き」は以下のとおり。

「なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。」

(図表 21) 日銀当座預金残高



(注) 積み期間中の平均残高。

短期金融市場の動きをみると(図表 22)、無担保コールレート(オーバーナイト物)<sup>10</sup>は、上期を通じて、ほぼ一貫して 0.001~0.002%の極めて低い水準で安定的に推移した<sup>11,12</sup>。

また、ターム物金利<sup>13</sup>の動向をみると、ユーロ円金利(TIBOR 3か月物)は、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、上期を通じて、低位で安定的に推移した。TB(割引短期国債)・FB(政府短期証券)レートは、6月半ば以降および8月中旬以降一時強含んだが、資金余剰感が強い中、銀行や機関投資家の購入意欲は強く、全体として低い水準で推移した。

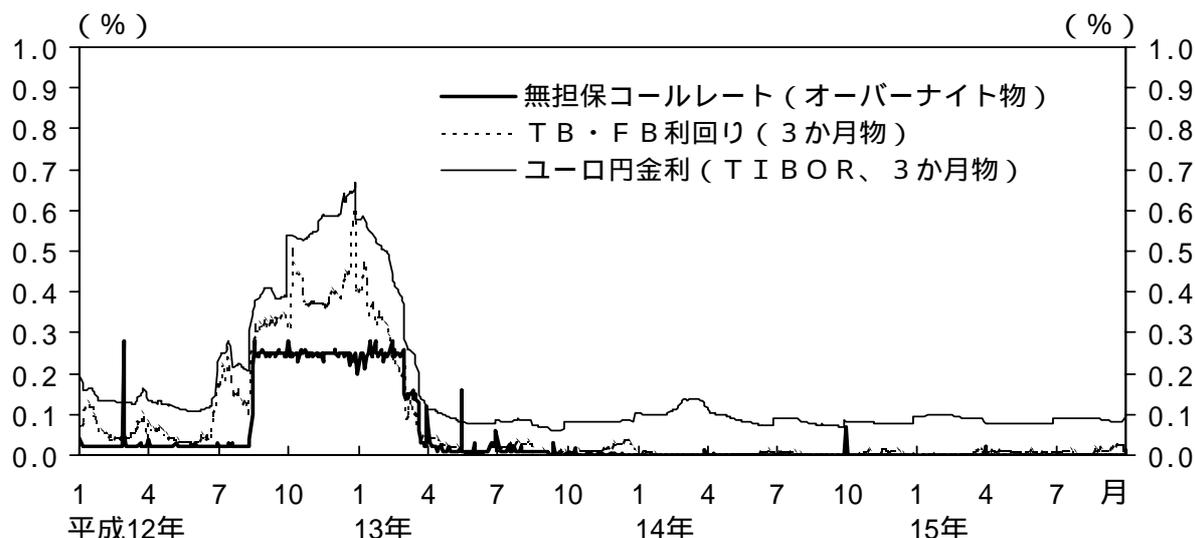
<sup>10</sup> 無担保コールレート(オーバーナイト物)の数値は、加重平均値(以下同じ)。

<sup>11</sup> 6月下旬には、以前よりみられたマイナス・レートでの取引が幾分広がりを見せ、無担保コールレート(オーバーナイト物)がマイナスとなる日もみられた。

<sup>12</sup> 無担保コールレート(オーバーナイト物)は、9月末日には、中間期末要因から 0.013%となった。

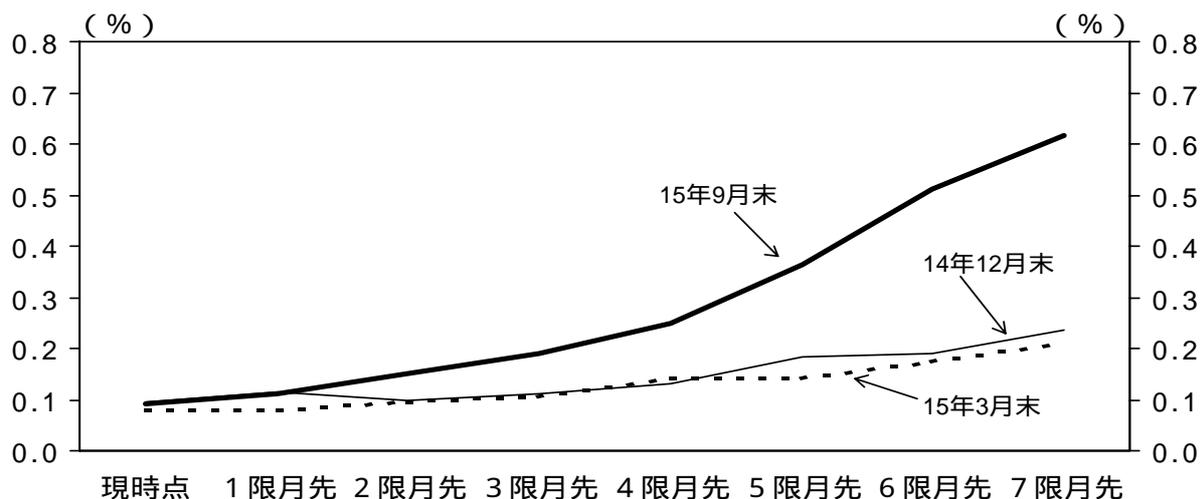
<sup>13</sup> ターム物金利とは、オーバーナイトよりも期間の長い短期金利。ここでは、主に3か月物金利を中心に説明する。

(図表 22) 短期金融市場金利



短期金融市場における市場参加者の金利観をみると(図表 23)、ユーロ円金利先物レートは、6月半ば以降、中長期金利の上昇を背景に、期先物を中心に上昇した後、7月入り後は幾分落ち着きを取り戻したが、8月中旬以降、中長期金利が再度上昇する中、再びレートの上昇が目立った。その後、9月入り後は、落ち着きを徐々に取り戻したが、9月末時点では、3月末対比、依然として高めの水準となった。

(図表 23) ユーロ円金利先物レート

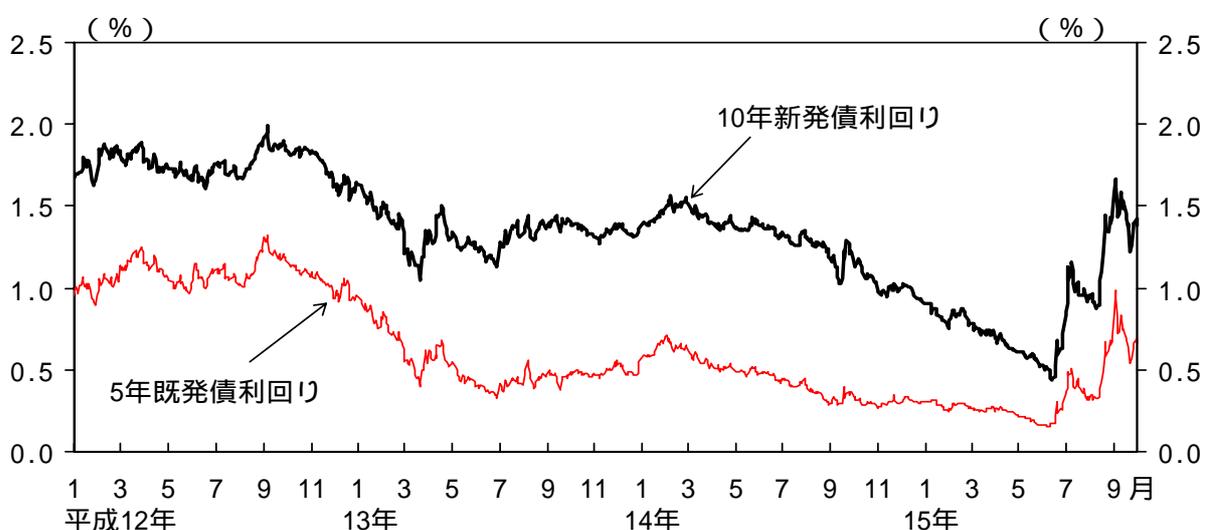


(注) ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利(ユーロ円TIBOR 3か月物)である。グラフでは、例えば、15年9月末時点(太実線)における1限月先(15年12月中央)のユーロ円金利の市場予想値が0.11%、2限月先(16年3月中央)が0.15%、3限月先(16年6月中央)が0.19%であったことを表わしている。

## (2) 債券市場

15年度上期の債券市場の動向をみると、長期国債(10年債)の流通利回りは(図表24) 期初からほぼ一貫して低下し、6月半ばには0.4%台まで低下した。しかし、その後は上昇に転じ、7月上旬に1.1%台にまで達した後、8月中旬から再度上昇し、9月初には1.6%台に達した。その後、9月末にかけては、振れを伴いつつも、低下傾向で推移した。

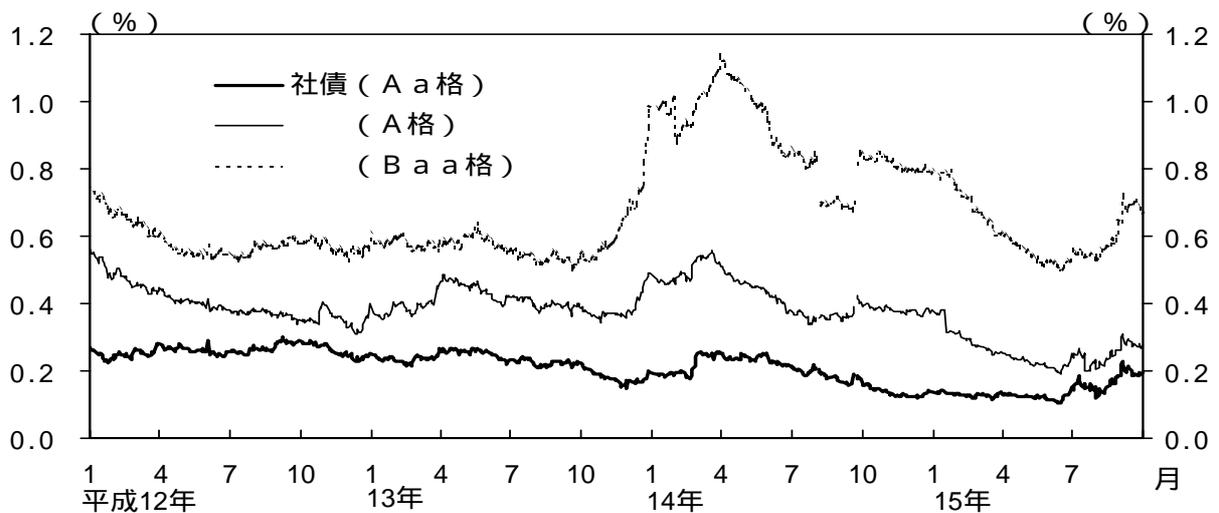
(図表24) 長期国債流通利回り



やや詳しくみると、国債市場では、15年度入り後も、わが国経済の先行き不透明感を背景に、銀行を中心に積極的な国債投資がみられたことから、長期金利は低下を続け、6月半ばには、既往ボトムとなる0.4%台まで低下した。しかし、市場参加者の間に金利低下の行き過ぎ感が出始める中、株価の回復や欧米長期金利の上昇などを受けて、長期金利は上昇に転じ、7月上旬には1.1%台まで達した。その後は、銀行や機関投資家の押し目買いなどから徐々に低下したが、8月中旬以降、一部経済指標の好転などを背景に、わが国経済の先行き回復期待が台頭し、株価が一段と上昇する中で、損益確定や持高調整の売却が高んだこともあって長期金利は再度上昇し、9月初には1.6%台に達した。その後は、日本銀行の量的緩和政策が堅持されるとの認識が広がる中で、振れを伴いつつも、低下傾向で推移した。

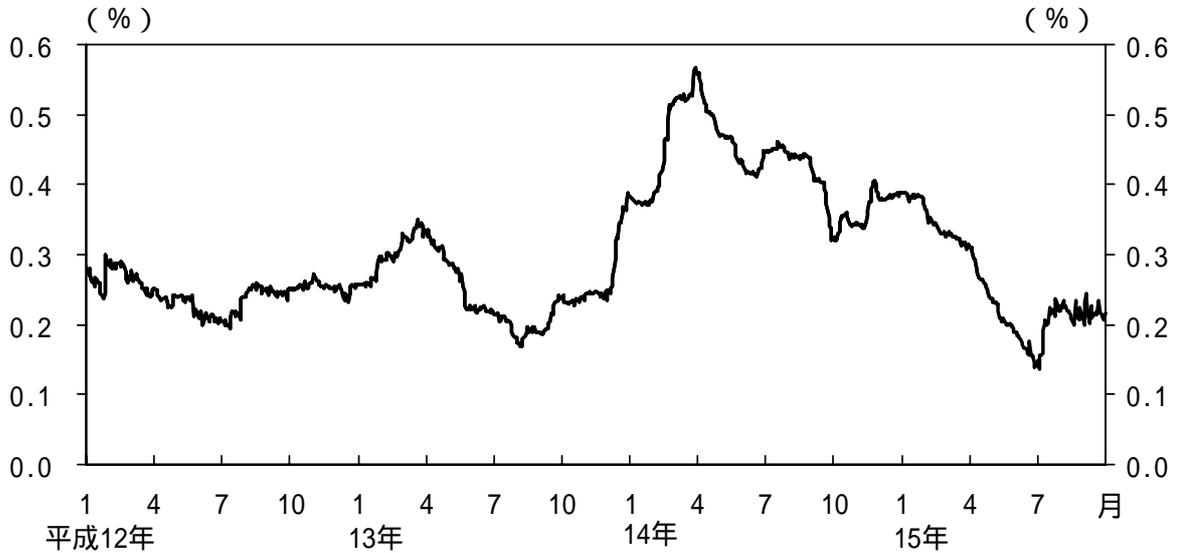
この間、社債と国債との流通利回り格差（信用スプレッド）は（図表 25）15年度入り後、国債の利回りが一段と低下する中、機関投資家や地域金融機関を中心に社債投資を積極化する動きがみられ、6月半ばまでは縮小傾向を辿った。しかし、その後、長期金利の上昇を背景に投資家が様子見姿勢を強めたことから、若干拡大した。さらに、8月中旬以降の長期金利の再上昇を受けて、投資家が利益確定売りを行ったことなどから、信用スプレッドは一段と拡大した。銀行債の信用スプレッドも15年度入り後から縮小傾向を辿った（図表 26）。5月中旬には、政府の金融危機対応会議において、りそな銀行に対する資本増強の必要性の認定が行われたが、これにより投資家の間に大手銀行に対する安心感が広がり、長期金利の低下とも相俟って、信用スプレッドは一段と縮小した。しかし、7月に入り、長期金利が上昇する中、比較的流動性の高い銀行債には利益確定や持高調整の売りが入ったこともあって、信用スプレッドは幾分拡大した。その後は、上期末にかけて揉み合いが続いた。

（図表 25）社債と国債との流通利回り格差



（注）社債、国債とも残存年数5年。社債の格付けはムーディーズによる。

(図表 26) 銀行債と国債との流通利回り格差

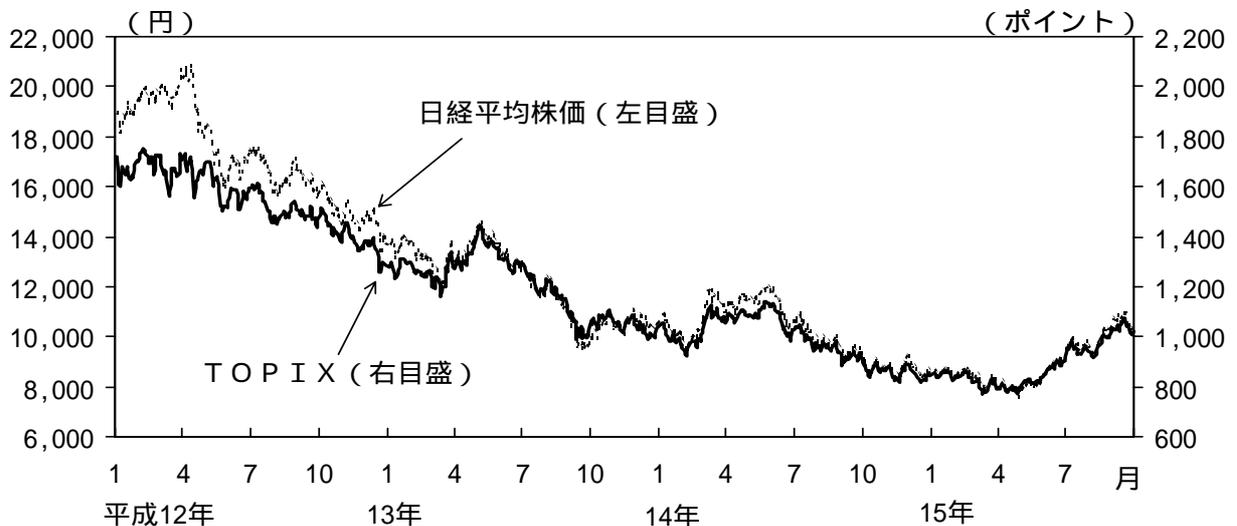


(注) 銀行債、国債とも残存年数5年。銀行債は、みずほコーポレート債・東京三菱債・三井住友債・UFJ債の平均。

### (3) 株式市場

15年度上期の株式市場の動向をみると(図表 27)、株価は、4月下旬にかけて下落した後、欧米株価に連れるかたちで上昇に転じ、7月上旬まで上昇が続いた。その後若干の調整が入ったが、8月中旬から9月中旬にかけて再度上昇した後、9月末にかけては幾分下落した。

(図表 27) 株価



やや詳しくみると、株価は、15年度入り後から4月下旬にかけて、わが国経済の先行き不透明感や企業年金基金の代行返上に備えた換金売りに伴う需給悪化懸念などを背景に下落した。しかし、5月入り後、欧米株価に連れるかたちで持ち直すと、先行きのわが国経済に対する見方の改善や海外投資家の積極的な日本株投資から、7月上旬まで上昇を続けた。その後、8月上旬までは、ピッチの早い株価上昇に対する警戒感などから若干の調整が入ったが、市場予想比好調な経済指標や企業業績を眺めて、わが国経済の回復を見込む投資家が増えてきたことや、海外投資家の大規模な日本株投資の継続により株式需給の悪化懸念が後退したことから、株価は、8月中旬以降、一段と上昇した。もっとも、9月末にかけては、高値警戒感が強まる中、急速な円高の進行もあって、株価は幾分下落した。

#### (4) 外国為替市場

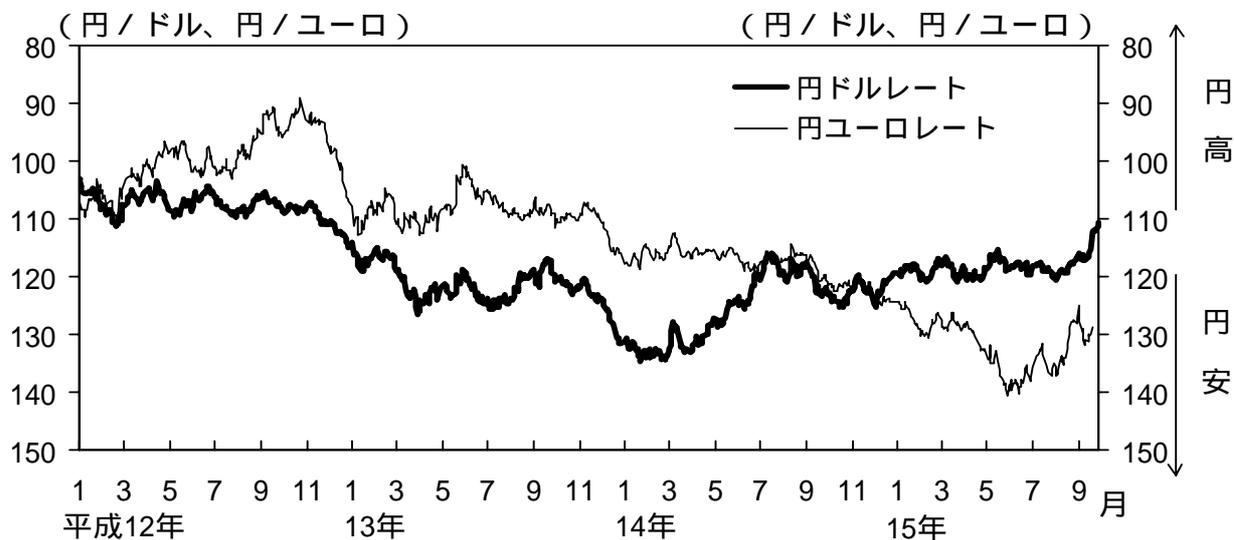
15年度上期の外国為替市場の動向についてみると(図表28)、円の対米ドル相場は、年度入り後、概ね115~120円のレンジ内で推移していたが、9月中旬以降はG7共同声明を巡る思惑から円高が進み、110~111円台まで上昇した。

やや詳しくみると、円の対米ドル相場は、対イラク武力行使の短期終結にもかかわらず、米国における利下げへの思惑の広がりや米国経常赤字の拡大懸念を背景に、5月中旬には一時115円台まで上昇した。5月下旬以降は、わが国通貨当局による円売り介入報道を受けて軟化した後、米国の金融緩和が小幅に止まったことなどのドル買い材料と一部の米国景気指標の予想比下振れなどのドル売り材料が交錯する中、116~119円のレンジ内で揉み合った。8月中旬以降は、海外投資家による日本株投資の積極化などから、円は再び上昇を始めた。その後、9月20日に開催されたG7の共同声明を巡って、わが国通貨当局による円売り為替市場介入が手控えられとの見方を背景にドルが売られる展開となり、円は110~111円台まで上昇した。

この間、円の対ユーロ相場は、5月下旬には140円を超える水準まで下落したものの、その後上昇に転じ、9月入り後は130円近辺で推移した。

15年度上期中の円の実質実効為替レート<sup>14</sup>は、狭い範囲で揉み合った後、9月以降は上昇した。

(図表 28) 円ドル、円ユーロレート



<sup>14</sup> 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整したうえで、わが国の各相手国向け輸出金額のウェイトを用いて加重平均したものであり、わが国の製品の価格競争力を総合的に表わすと考えられる指標である（日本銀行試算）。

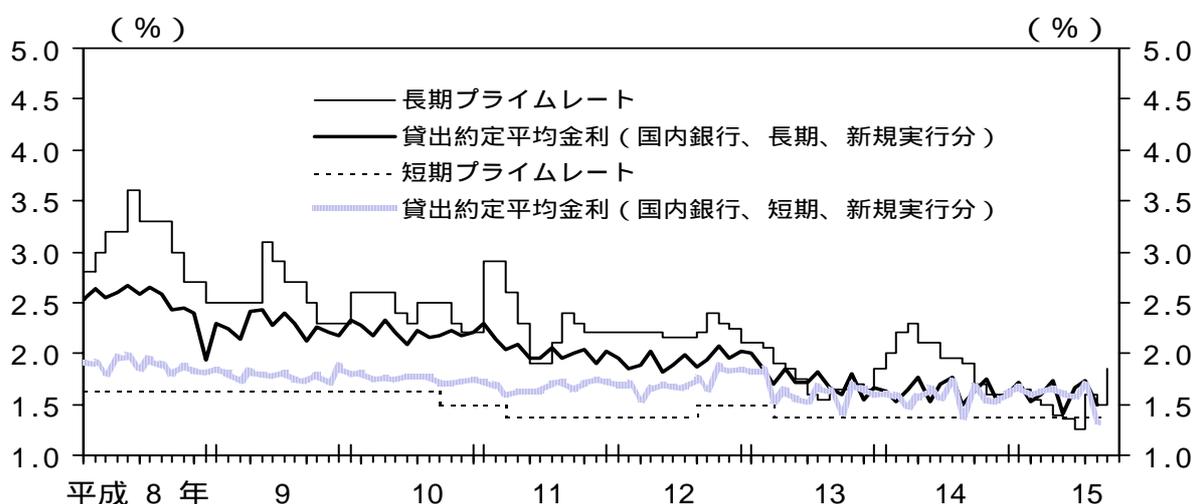
## (5) 貸出金利、CP・社債発行金利

15年度上期の貸出金利の動きをみると(図表29)、短期プライムレート(都市銀行)<sup>15</sup>は、1.375%の水準で引き続き推移した。長期プライムレートは、長期金利の低下を背景に、4月以降3度にわたって引き下げられ、6月には過去最低の1.25%となったが、その後は、長期金利の上昇を受けて、9月までに1.85%に引き上げられた。

国内銀行の貸出約定平均金利(新規実行分)は、短期・長期とも、概ね横這い圏内の動きとなった。

この間、銀行の預金金利については、極めて低い水準で推移した。

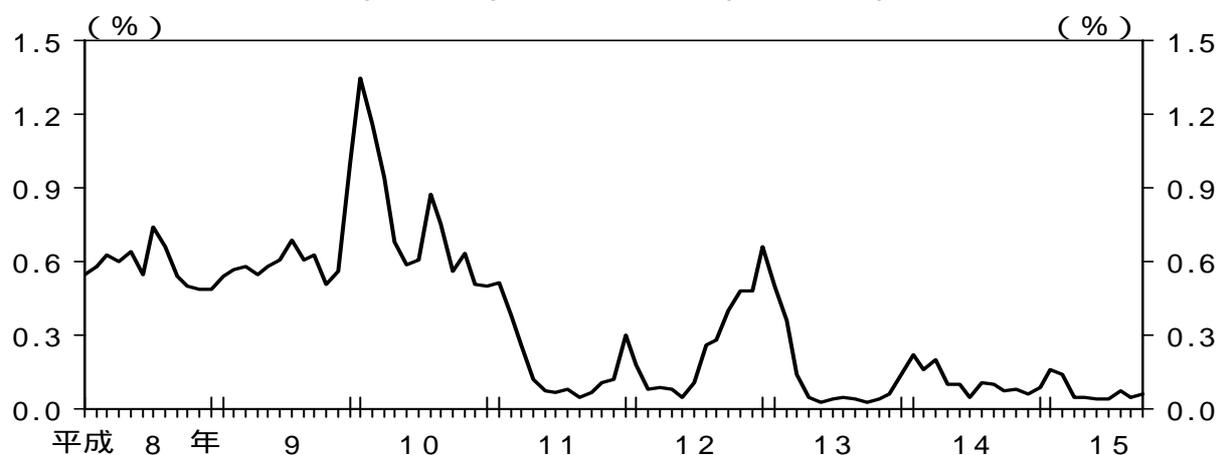
(図表29) 貸出金利



企業の資金調達手段であるコマーシャル・ペーパー(CP、図表30)や社債の発行金利は、長期金利の上昇を受けて社債の発行金利がやや上昇したものの、総じて落ち着いて推移した。この間、高格付け先と低格付け先の金利格差は、投資家がリスク・テイク姿勢を前傾化させたことから、5月頃にかけて縮小し、その後は総じて低水準で推移した。

<sup>15</sup> 正確には、最も多くの数の都市銀行が採用した金利。

(図表 30) C P 発行金利 ( 3 か月物 )

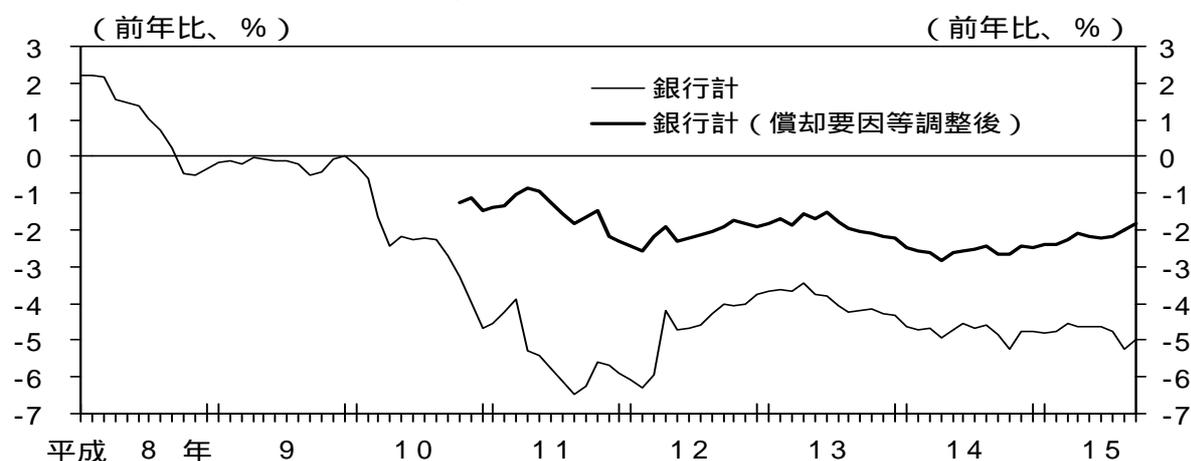


(注) 最上位格付け取得先の新発金利 (発行手数料などの諸費用を含むベース)。

## ( 6 ) 企業金融

15 年度上期の企業の資金調達をみると、まず民間銀行の貸出残高<sup>16</sup>は (図表 31) マイナス幅が幾分縮小し、前年比 2 % 前後の減少で推移した。また、社債の発行残高<sup>17</sup>は (図表 32)、概ね前年並みの水準で推移した。

(図表 31) 民間銀行貸出

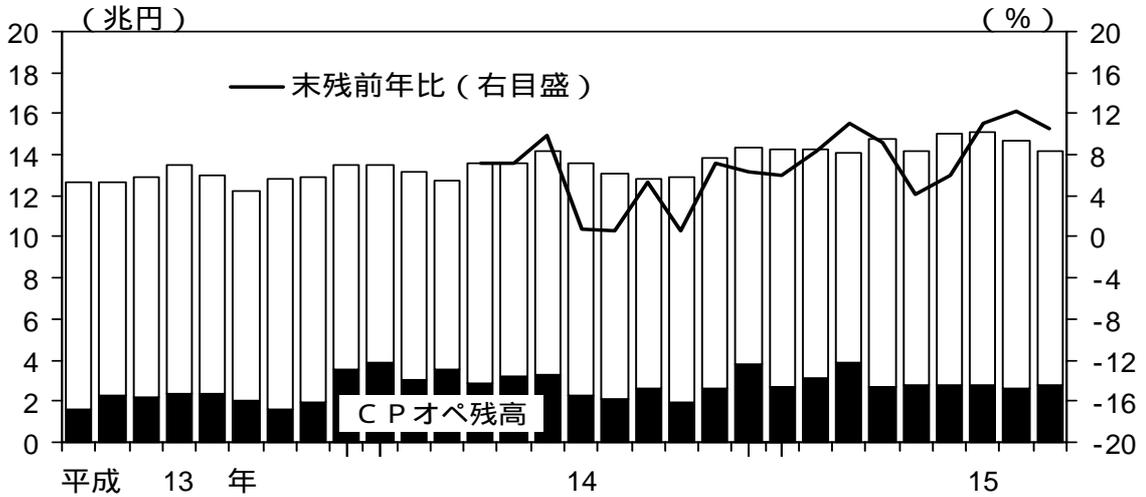


<sup>16</sup> 都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地方銀行、地方銀行 に属する金融機関の国内店と海外店による国内居住者向け貸出 (月中平均残高ベース)。不良債権償却や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。日本銀行調べ。

<sup>17</sup> 社債発行残高の計数は、国内外で民間部門 (居住者) が発行した普通社債、転換社債、ワラント債および資産担保債券の残高。アイ・エヌ情報センター等のデータに基づき日本銀行が推計。

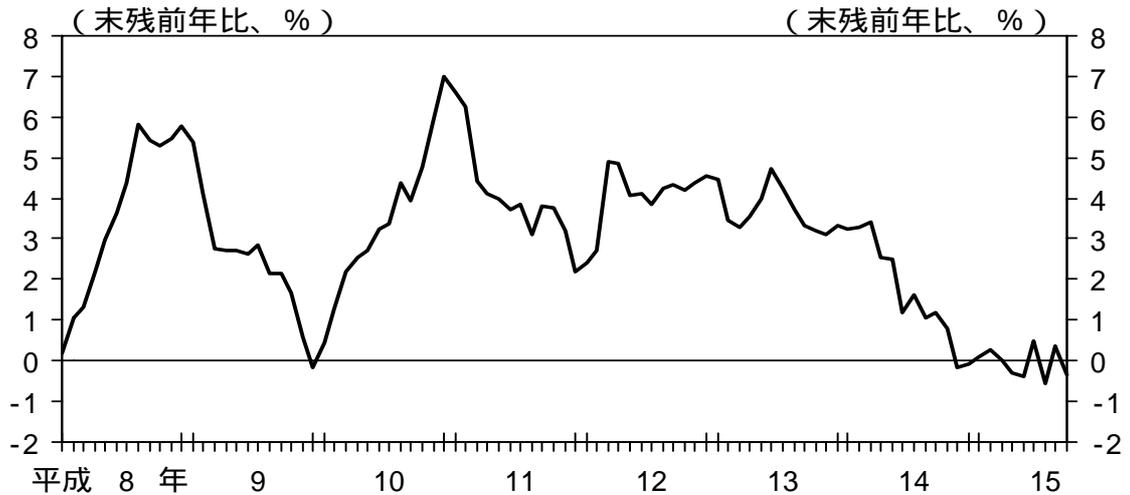
( 図表 32 ) 資本市場調達

( 1 ) C P 発行残高



( 注 ) 日本銀行と当座取引のある銀行・証券会社の引受けによるもの ( 除く銀行 C P ) 。

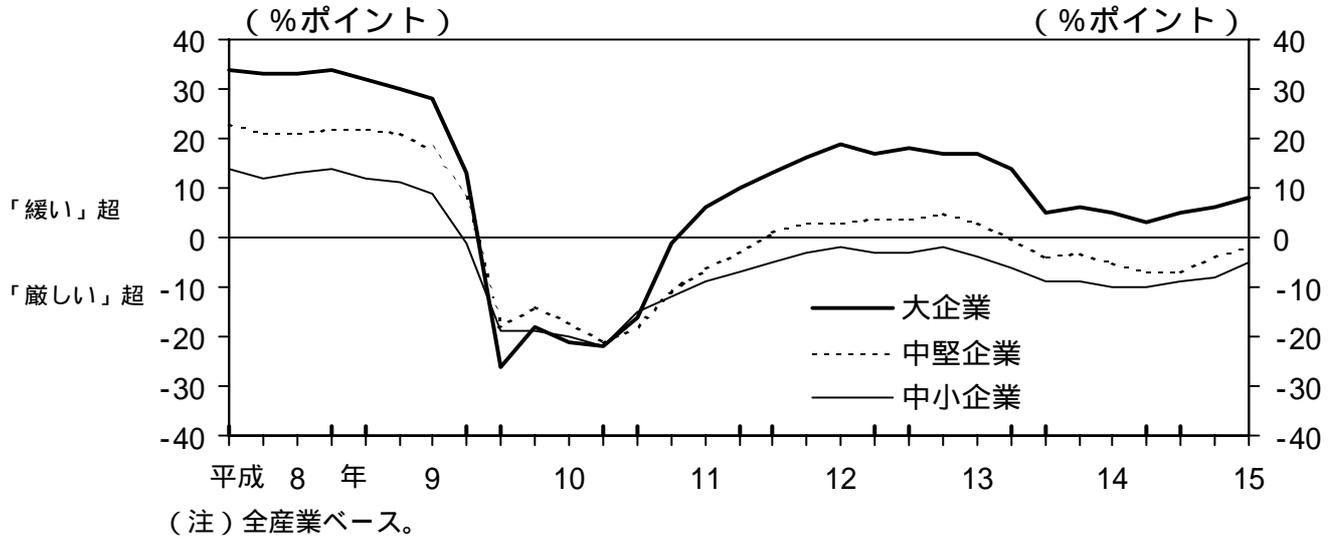
( 2 ) 社債発行残高



こうした企業金融動向の背後にある、民間銀行の資金供給、および企業の資金需要の動きは、概ね以下のとおりであった。

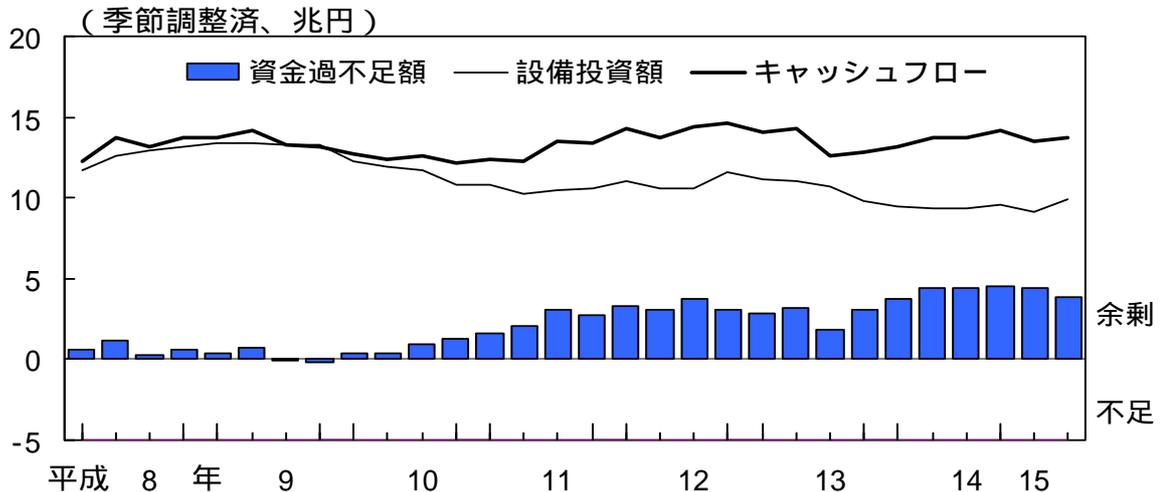
まず、民間銀行の融資スタンスをみると、優良企業に対しては引き続き貸出を増加させようとする一方で、信用力の低い先に対しては慎重な貸出姿勢を維持したが、条件設定などの面で貸出姿勢を幾分緩和する動きも窺われた。この間、企業からみた金融機関の貸出態度は ( 図表 33 )、幾分改善したが、中小企業等ではなお厳しい状況が続いた。

(図表 33) 金融機関の貸出態度判断 D.I. (短観)



一方、民間企業の資金需要は、財務内容の改善に向けた動きの一環として、借入金を圧縮するスタンスが維持されている中で、キャッシュフローの範囲内に設備投資を抑えている状況が続いたことなどから、引き続き減少傾向を辿った(図表 34)。

(図表 34) 企業の財務状況

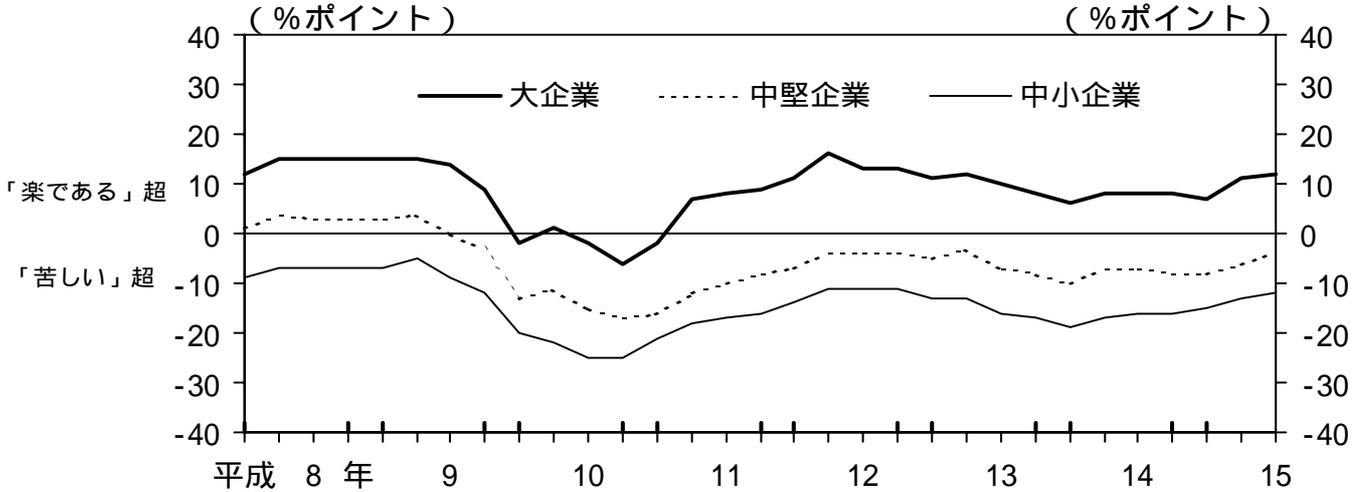


(注1) 資金過不足額 = キャッシュフロー - 設備投資額 (キャッシュフロー = 経常利益 / 2 + 減価償却費)

(注2) 全産業全規模 (除くその他サービス大企業)

この間、企業の資金繰り判断は(図表 35)、中小企業等ではなお厳しい状況にあるが、幾分改善をみている。

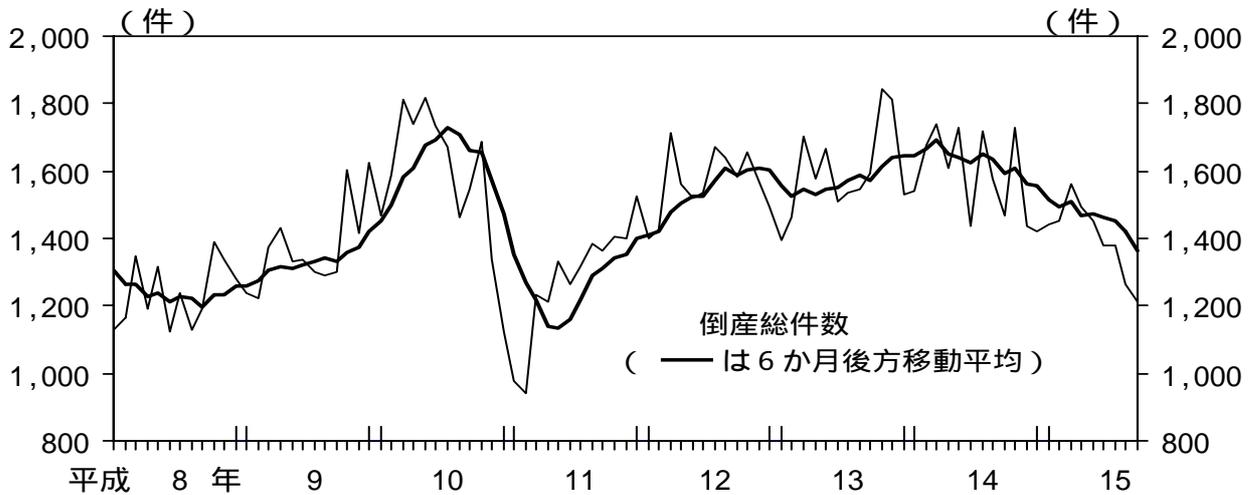
(図表 35) 企業の資金繰り判断D.I.(短観)



(注) 全産業ベース。

企業倒産件数は(図表 36)、15年度上期中は、前年を下回る水準で推移した。

(図表 36) 企業倒産



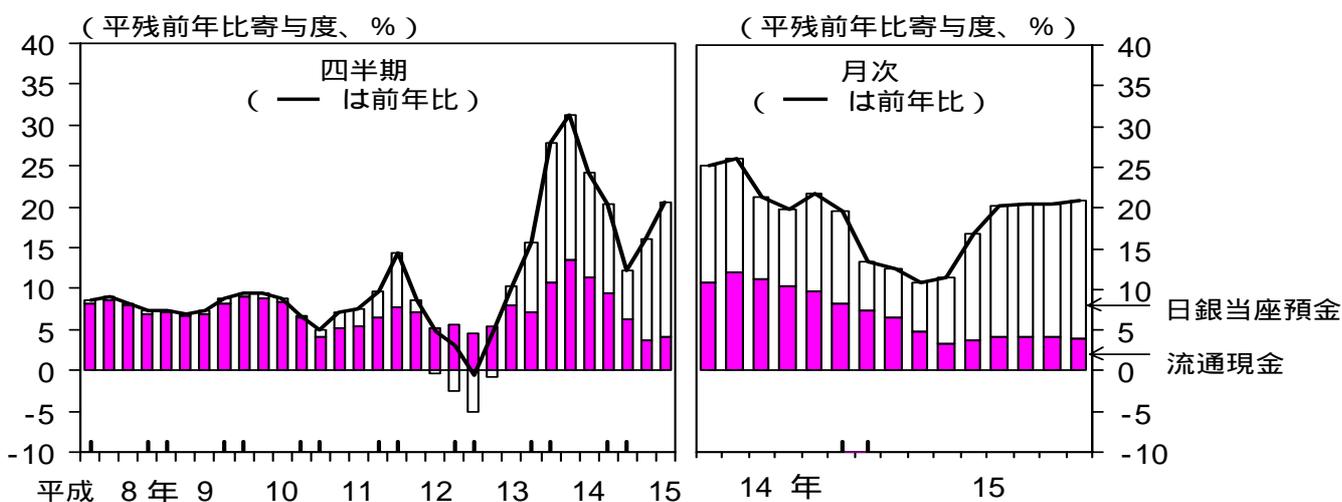
### (7) 量的金融指標

15年度上期のマネタリーベース(流通現金+日銀当座預金)は(図表 37)、伸び率を高め、前年比2割程度の増加となった。この結果、マネタリーベースの対名目GDP比率は引き続き上昇し、第二次世界大戦中・直後を除き、過去最高の水準となっている。

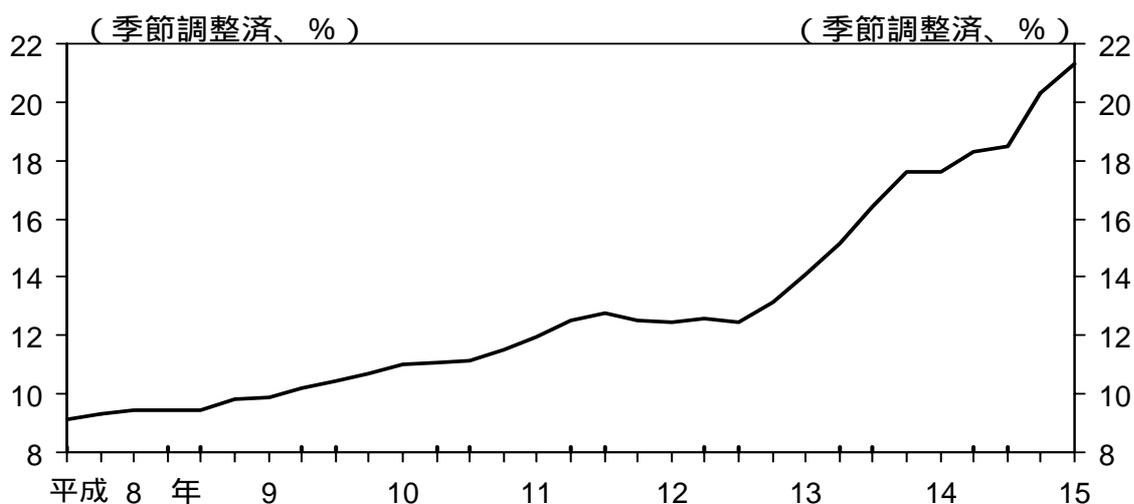
内訳をみると、マネタリーベースの大宗を占める銀行券発行残高の前年比は、前年の1月から4月にかけてペイオフの部分解禁を背景に伸び率を高めたことによる影響が剥落したことから、伸び率鈍化に歯止めがかかり、前年比5%前後で推移した。日本銀行が金融調節上の目標としている日銀当座預金については、4月および5月の目標残高引き上げを受けて大幅に増加し、前年比2倍近い伸びとなった。

(図表 37) マネタリーベース

(1) 前年比



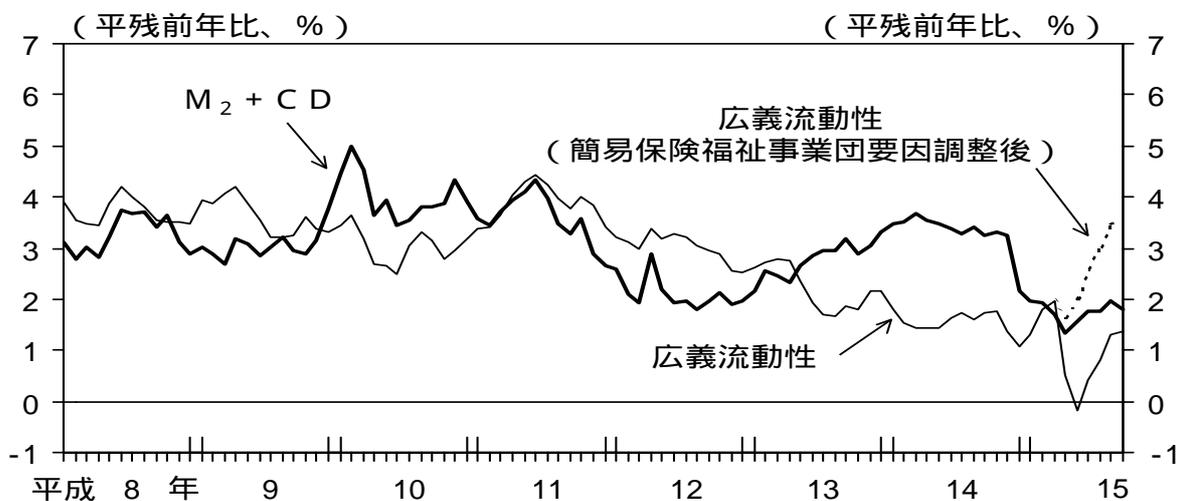
(2) マネタリーベースの対名目GDP比率



次にマネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）の動向をみると（図表 38）、前年比伸び率は 4 月にかけて一旦鈍化したが、その後は厚生年金基金が代行返上に向けて資産売却した代金が預金に流入していることもあって、前年比 2 % 程度まで回復した。

この間、 $M_2 + CD$  よりも幅広い金融資産をカバーする広義流動性は、簡易保険福祉事業団の解散に伴いその資産が集計対象外となった影響<sup>18</sup>から、伸び率が鈍化したが、こうした特殊な要因を調整してみれば、 $M_2 + CD$  と同様に厚生年金基金の代行返上の動きなどから伸び率を高め、前年比 3 % 台となった。

（図表 38）マネーサプライ



（注 1） $M_2 + CD = M_1$ （現金通貨 + 預金通貨 < 要求払預金 >）+ 準通貨（定期性預金等）+ 譲渡性預金（ $CD$ ）

（注 2）広義流動性 =  $M_2 + CD$  + 郵便貯金 + その他金融機関預貯金（農協、信用組合等）+ 金銭信託 + 金銭信託以外の金銭の信託 + 投資信託 + 金融債 + 国債・ $FB$  + 債券現先・現金担保付債券貸借 + 外債 + 金融機関発行  $CP$

<sup>18</sup> 15 年 4 月に簡易保険福祉事業団が解散し、その資産が日本郵政公社に承継されたが、日本郵政公社は通貨保有主体から除かれているため、同事業団の保有する金融資産は広義流動性の集計対象外となった。

## ・金融政策運営及び金融政策手段

### 1．金融政策決定会合の開催実績と政策決定の概要

日本銀行政策委員会は、平成 15 年 4 月から 9 月までの間、計 8 回の金融政策決定会合（以下「会合」という）を開催した。

会合への出席者は以下のとおりである。

議長	福井俊彦（総裁）
	武藤敏郎（副総裁）
	岩田一政（副総裁）
	植田和男（審議委員）
	田谷禎三（審議委員）
	須田美矢子（審議委員）
	中原 眞（審議委員）
	春 英彦（審議委員）
	福間年勝（審議委員）

このほか、財務省および内閣府から出席があった。

この間決定された金融市場調節方針と、そのもとでの日本銀行当座預金残高、無担保コールレート、公定歩合の推移は以下のとおりである（図表 39、40）。

( 図表39 ) 会合において決定された金融市場調節方針

決定日	金融市場調節方針	採決の状況
15年4月8日	<p>日本銀行当座預金残高が17～22兆円程度となるよう金融市場調節を行う。</p> <p>なお、当面、国際政治情勢など不確実性の高い状況が続くとみられることを踏まえ、金融市場の安定確保に万全を期すため、必要に応じ、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。</p>	賛成多数
4月30日	<p>日本銀行当座預金残高が22～27兆円程度となるよう金融市場調節を行う。</p> <p>なお、当面、不確実性の高い状況が続くとみられることを踏まえ、金融市場の安定確保に万全を期すため、必要に応じ、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。</p>	全員一致
5月20日	<p>日本銀行当座預金残高が27～30兆円程度となるよう金融市場調節を行う。</p> <p>なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。</p>	賛成多数
6月11日		全員一致
6月25日		全員一致
7月15日		全員一致
8月8日		全員一致
9月12日		賛成多数

( 図表40 ) 日銀当座預金残高および金利の推移

( 単位 : 兆円、% )

準備預金積み期間	日銀当座預金残高 <sup>(注)</sup>	無担保コールレート (オーバーナイト物) <sup>(注)</sup>	公定歩合
15年3月16日～4月15日	26.3	0.002	0.10
4月16日～5月15日	26.3	0.001	
5月16日～6月15日	28.5	0.001	
6月16日～7月15日	28.9	0.001	
7月16日～8月15日	29.1	0.001	
8月16日～9月15日	29.4	0.001	
9月16日～10月15日	29.7	0.001	

(注) 積み期間(当月16日～翌月15日)中の単純平均。休日は、休日前の残高およびレートを使用。

以下では、15年度上期中の金融政策運営に関して、会合における検討、金融市場調節の実施状況と調節手段の動向、日本銀行のバランスシートの動き、金融政策手段に係る事項の決定・変更、について述べる。

## 2. 金融政策決定会合における検討の様様

### (1) 概況

#### (金融経済情勢)

前述した金融経済情勢の展開を踏まえ、政策委員会は、金融経済月報の「経済及び金融の情勢に関する基本的見解」における総括判断において、15年度上期中は、景気は概ね横這い圏内の動きと判断した。前半はイラク情勢やSARS問題などによる先行き不透明感が強い状況を指摘した。その後、これらの不透明感が徐々に後退したことから、7月および9月に総括判断の表現を若干修正した(図表41)。

(図表41) 金融経済月報「基本的見解」の冒頭部分

下線部分は前月からの主な変化点

15年3月	わが国の景気は、先行き不透明感が強い中で、横這いの動きを続けている。
4月	わが国の景気は、 <u>一部に持ち直しの動きもみられるが、イラク情勢を含め先行き不透明感が強まる中で</u> 、全体として横這いの動きを続けている。
5月	わが国の景気は、全体として横這いの動きを続けているが、 <u>先行き不透明感が強まっている</u> 。
6月	わが国の景気は、 <u>足許の輸出にやや弱さがみられるが</u> 、全体として横這い圏内の動きを続けている。
7月	わが国の景気は、横這い圏内の動きを続けている。
8月	わが国の景気は、横這い圏内の動きを続けている。
9月	わが国の景気は、 <u>輸出環境などに改善の兆しがみられるものの</u> 、全体としてなお横這い圏内の動きを続けている。

#### (金融政策運営)

前述のような金融経済情勢のもとで、金融政策運営の面では、経済の先行きを巡る不透明感や株式市場の不安定な動きに対し、金融市場の安定確保に万全を期すことにより、金融市場やひいては实体经济に悪影響を及ぼすことのないよう

努めるとともに、金融緩和の波及メカニズム強化のための施策や金融調節面での工夫についての検討が行われた。

4月7、8日の会合では、金融市場への潤沢な資金供給を経済活動の拡大に効果的に結びつけるためには、金融緩和の波及メカニズムの強化が必要であるという考えに基づき、中堅・中小企業関連資産を主たる裏付資産とする資産担保証券を、時限的措置として金融調節上の買入れ対象資産とすることについて、検討を進めることを決定した。

4月30日の会合では、地政学的リスクやSARSの影響などを背景に、海外の景気回復力について不確実性が高いこと、株価が不安定な動きを続けており、金融市場や実体経済活動に悪影響を及ぼすリスクがあること、といった経済金融情勢に関する不確実性を踏まえ、日銀当座預金残高目標を引き上げ、「22～27兆円程度」とすることを決定した。

5月19、20日の会合では、景気の先行き不透明感が強まっていることに加え、りそな銀行に対する資本増強の必要性の認定も踏まえ、金融市場の安定確保に万全を期すため、日銀当座預金残高目標を、それまでの「22～27兆円程度」から「27～30兆円程度」に引き上げることを決定した。

6月から9月の会合では、景気が横這い圏内の動きを続けていることなどから、日銀当座預金残高目標を「27～30兆円程度」とする金融市場調節方針を維持することを決定した。

この間、6月10、11日の会合では、4月7、8日の会合で検討を行うことを決定した資産担保証券の買入れについて、その具体的スキームの骨子を取りまとめるとともに、7月末までの実施に向けて所要の準備を進めることを決定した。また、6月25日の会合では、「資産担保証券買入基本要領」等を制定した。

このほか、9月11、12日の会合では、金融調節の機動性を高める観点から、議長は、国債現先オペの期間延長について検討し、次回決定会合で報告するよう、執行部に指示した。

## (2)「経済・物価の将来展望とリスク評価」の公表

4月30日の会合では、15年度末にかけての「経済・物価の将来展望とリスク評価」(以下「展望レポート」という)に関する議論が行われた。

展望レポートの作成に当たっては、今回から、金融政策の透明性向上という観点から、次のような内容面の拡充を図ることとした。具体的には、「金融政策運営と金融環境」等に関する記述を新たに加えること、政策委員の経済・物価見通しについて、これまでの「大勢見通し」および「全員見通し」に加え、「中央値」(見通しを高低の順番に並べたとき中央にある値、メジアン)を公表することとした。

15年度の経済・物価についての「標準的なシナリオ」については、以下のような見方が共有された。

海外経済が緩やかに回復することを前提とすれば、輸出や生産が今後再び伸びを高め、経済の前向きの循環が働き始めると考えられる。

こうしたもとで、企業収益はリストラ効果もあって回復傾向を続け、設備投資も、本年度は徐々に回復していく可能性が高い。この間、個人消費は概ね横這い圏内の動きを続けるとみられる。このような最終需要の動きを反映し、景気は徐々に回復に転じると予想される。

ただし、わが国経済が過剰債務や過剰雇用といった根強い構造調整圧力を抱えていることを踏まえると、景気の回復テンポは緩やかなものにとどまる可能性が高い。

上記のような需要の回復テンポを前提とすれば、15年度中は、需給ギャップが明確に縮小するには至らないとみられる。こうしたことを背景に、物価は、なお緩やかな下落傾向を続けると予想される。

こうした「標準的なシナリオ」が下振れないし上振れする可能性(リスク要因)として、海外経済の動向、株価も含めた金融資本市場の動向、個人消費や設備投資など国内民間需要の動向、不良債権処理や金融システムの動向、が指摘された。

また、金融環境の評価を巡っては、量的緩和は、経済に加わる様々なショックが流動性不安につながるルートを遮断し、金融市場の安定を確保することを通

じて、デフレ・スパイラルの防止に寄与してきた、しかし、民間銀行貸出が減少を続けるなど、金融システムの信用仲介機能が万全とはいえず、实体经济活動もこれまでのところ十分刺激されるには至っていない、との認識が共有された。

展望レポートに参考計表として掲載される、15年度についての「政策委員の大勢見通し」は、以下のとおりとなった。

#### 政策委員の大勢見通し<sup>19</sup>

対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
15年度	+0.8~ +1.1 < +1.0 >	-1.0~ -0.9 < -1.0 >	-0.5~ -0.4 < -0.4 >

(注) 政策委員の見通しを作成するに当たっては、先行きの金融政策運営について、不変を前提としている。

以上のような内容を含む、展望レポートが全員一致で可決され、4月30日に公表された(第 章に掲載)。これを受けて、その後の会合では、経済や物価が、展望レポートで示された「標準的なシナリオ」との対比でどのような動きを示しているのか、上振れ・下振れのリスク要因が顕在化していないか、といった観点からの検討が行われた。

<sup>19</sup> 「大勢見通し」は、各政策委員の見通しのうち最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものである。なお、政策委員全員の見通しの幅は以下のとおりである。

対前年度比、%

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
15年度	+0.8~ +1.2	-1.0~ -0.3	-0.6~ -0.2

### ( 3 ) 各会合における検討の様様

#### イ . 平成 15 年 4 月 7、8 日の会合

##### ( 3 月 25 日会合での指示に基づく執行部からの報告 )

4 月 7、8 日の会合では、3 月 25 日の会合において、執行部に対して検討のうえ、報告するよう指示があった、金融政策の透明性向上と金融緩和の波及メカニズム強化に関する論点、企業金融や金融調節面で考えられる措置について報告が行われた。

##### ( 先行き不透明感の強まり )

景気の現状については、企業収益の改善傾向が続き、設備投資に持ち直しの動きがみられるものの、イラク情勢を含めた海外経済の不確実性や銀行株を中心とした不安定な株価動向など先行き不透明感は強まっており、景気は全体として横這いの動きを続けている、との見方が委員の間で共有された。

また、景気の先行きについては、大方の委員が、海外経済の緩やかな回復を前提とすれば、輸出・生産が増加し、前向きな循環が働き始めるとの基本シナリオを変更する必要はないが、景気の先行き不透明感はむしろ強まっているとして、特に、海外経済の先行きと銀行株を中心とする株価の不安定な動きを、リスク要因として指摘した。

この間、短期金融市場の動向については、潤沢な資金供給もあって、無事に年度末を越えたが、引き続き金融機関の流動性確保に万全を期すために注意が怠れないという点で、委員の認識が一致した。

##### ( 潤沢な資金供給の継続 )

このような経済金融情勢を踏まえ、委員の間では、現在の「17～22 兆円程度」という日銀当座預金残高目標を維持することが適当であるとの見解が大勢を占めた<sup>20</sup>。

---

<sup>20</sup> この間、ひとりの委員は、日銀当座預金残高目標を「25～30 兆円程度」に引き上げることが適当であるとの意見を述べ、日銀当座預金残高目標の据え置きに反対した。

また、大方の委員は、市場にはなお不安定な地合いが残っていることから、現状の「なお書き」を維持したうえで、それに基づいて潤沢な資金供給を続けることが適当との意見を示した。

(資産担保証券市場を通じる企業金融活性化)

執行部から報告された、資産担保証券市場を通じる企業金融活性化のための新スキーム案を中心に、金融政策の波及メカニズム強化のための具体策が議論された(詳細はホ・金融政策運営を巡る論点を参照)。

ロ・4月30日の会合

(景気の先行き下振れリスクの強まり)

4月30日の会合では、景気動向については、「横這いの動きを続けている」との現状判断を変更すべき材料はみられていない、しかし、先行きについては、不透明要因の強まりもあって、下振れリスクはむしろ強まっている、との認識が委員の間で共有された。先行きの不透明要因としては、大方の委員が、海外経済の動向と株価の下落傾向を指摘した。

(日銀当座預金残高目標の増額)

上記のような経済金融情勢の認識を踏まえ、全ての委員が、日銀当座預金残高の目標を引き上げる追加緩和によって、金融市場の安定確保に万全を期し、金融面から景気回復を支援する効果を確実なものとする必要がある、との認識で一致した。引き上げ幅は5兆円とし、従来の「17~22兆円程度」から「22~27兆円程度」に引き上げることを決定した。

なお、金融市場調節方針の「なお書き」については、金融資本市場や流動性需要を巡る不確実性が依然として高いことを踏まえ、基本的な考え方をそのまま維持することが適当との認識が共有された。

また、新たな調節方針のもとで、レンジ内のどの辺りを目指すのか目途を示しておくべきではないか、との問題提起が行われ、直近の当座預金残高などを踏ま

え、差し当たりレンジの中程より上を目指すことが適当との考え方が委員の間で共有された。

## 八．5月会合

（景気の不透明感の強まり）

5月19、20日の会合では、景気の現状について、全体として横這いの動きを続けている、しかし、SARSの影響や為替相場の不安定な動き、りそな銀行の問題など、このところ不透明感が強まっているとの見方が概ね共有された。

また、何人かの委員は、りそな銀行の問題も踏まえると、先行きのリスク要因として4月末に公表した展望レポートで指摘した、海外経済の動向やドル安、金融システム問題や株価の影響等について、引き続き注意が必要である、との見方を示した。

（日銀当座預金残高目標の増額となお書きの変更）

こうした経済金融情勢の判断やりそな銀行の問題も踏まえ、委員は、金融市場の動向を見極めながら潤沢な資金供給を行い、金融市場の安定確保に万全を期すべきである、との認識を共有した。

ただし、その方法については、大別して二つの意見が出され、これらを巡って、議論が行われた。

一つ目の見解は、現状の「なお書き」に沿って、金融市場の動向を注視しながら、必要とあれば一段と潤沢な流動性供給を行っていく、との考え方であった。

もう一つの見解は、りそな銀行の問題や為替相場の不安定化をはじめとする景気の先行き不確実性の高まりに対応し、本会合で日銀当座預金残高目標の引き上げを行うべきである、との考え方であった。また、その場合、「なお書き」については、期末越えや対イラク武力行使などの要因の一巡を踏まえ、15年1月以前の

表現<sup>21</sup>に戻すことが適当であるとされた。

こうした議論を経て、政策委員会は、日銀当座預金残高目標を従来の「22～27兆円程度」から「27～30兆円程度」に引き上げること、「なお書き」を15年1月以前の表現に戻すこと、本決定の趣旨を記した対外公表文を公表することを、賛成多数で決定した<sup>22</sup>。

## 二．6～9月の会合

（景気は横這い圏内の動き、先行き不透明感は徐々に後退）

6～9月の会合では、景気の現状について、全体として横這い圏内の動きが続いているとの認識が委員の間で共有された。その後、SARSの影響が輸出面に及ぶリスクが減少するなど、先行き不透明感の後退を背景に、7月の会合で景気判断をやや前進させた。さらに、9月の会合では、統計上確認できる足許の状況は、横這い圏内を脱しきれていないが、世界経済の成長率が上昇する蓋然性が高まっていることなどにより、春以来想定してきた景気回復シナリオの実現可能性が一段と高まっているとの認識から、総括判断の表現を幾分修正した。

この間、輸出は、全体としては横這い圏内の動きが続いているとの見方が共有された。6月10、11日の会合では、4月の東アジア向け輸出が減少したことを踏まえ、多くの委員がSARSの影響の可能性を指摘したが、7月の会合では、その影響は限定的であった可能性が高いとの見解を示した。そのうえで何人かの委員は、輸出面での下振れリスクは減少したとみられるとの見解を示した。さらに、9月の会合では、輸出環境に改善の兆しがみられ、輸出は徐々に回復基調に戻る蓋然性が高いとの見方が共有された。

---

<sup>21</sup> 15年1月以前の「なお書き」は以下のとおり。

「なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。」

<sup>22</sup> 2人の委員は、現在、短期金融市場が不安定化しているわけではなく、また流動性需要の高まりには「なお書き」で対応することが適当であり、当座預金残高目標の引き上げを行うとしても、流動性需要の動向が明らかになった段階で行うべきとの見解を示し、当採決に反対した。

企業収益については、リストラ効果もあって引き続き増益基調にあり、設備投資も緩やかな増加が確認できる、との見方が多くの委員から示された。一方、企業の人件費削減の動きが続くもとで、雇用・所得環境は厳しい状況が続いており、個人消費は弱い動きを続けているとの認識が概ね共有された。

景気の先行きについては、「海外経済の回復を背景に、次第に輸出や生産が増加基調に復することを通じて、前向きの循環が働き始める」という標準シナリオが維持されている、との見方が共有された。

この間、物価動向については、消費者物価指数のマイナス幅が縮小したが、これには一時的な要因が寄与しているという認識が共有された。

(短期金融市場は安定、長期金利は既往最低水準から上昇へ)

短期金融市場は、りそな問題の悪影響もなく、総じて落ち着いているとの認識が共有された。ただし、9月の会合では、大方の委員から、長期金利上昇の余波を受けて不安定な部分もみられるとの認識も示された。

一方、長期金利に関しては、6月10、11日の会合では、長期金利が既往最低水準を更新していることについて、極端に低い長期金利の持続性については注意深く見守っていく必要があるとの認識で概ね一致した。

その後、6月25日以降の会合では、長期金利が上昇に転じたことについて議論が行われた。

すなわち、長期金利上昇については、株価の上昇と長期金利の上昇が、海外市場と連動して進んだことを指摘しつつ、その背景として、世界経済を取り巻く不透明感の後退、年明け以降のわが国経済の先行きに対する行き過ぎた悲観論の修正が、多くの委員から指摘された。このほか、金融機関のポジション調整など市場のテクニカルな要因も影響したとの指摘もあった。

また、長期金利上昇の影響については、企業金融や企業の調達コストに、現時点で大きな影響が出ているわけではない、金融機関への影響も、全体としてみれば、株価上昇による保有株式の含み損益へのプラス効果が保有長期国債の価格下落による損失を上回る状況である、との指摘が何人かの委員から行われた。一方で、経済実態を反映しない過度の長期金利上昇は、金融システムや実体経済に対して悪影響を与えるおそれがあるとの懸念が共有された。

長期金利の先行きについては、公的資本注入行に対する業務改善命令が、金融機関に対して債券売買益の嵩上げに向けたプレッシャーを強め、長期金利動向に

何がしかの影響を与える可能性があるとの見方が、何人かの委員から示された。また、金融機関は、リスク管理手法などの面でリスクを取り難くなっており、期末要因もあって長期金利がさらに不安定になるおそれもあるとの見方も示された。

こうした議論を経て、今後とも長期金利の動きとその影響を、引き続き注意深くみていく必要があるとの認識が共有された。

この間、株価の上昇については、景況感の改善が基本的な背景にあるとの認識が共有された。また、欧米株価の上昇を背景とした海外投資家の投資姿勢積極化や、金融システムに対する不安感がやや後退したこと、なども影響していることが、多くの委員から指摘された。

(潤沢な資金供給の継続)

上記のように、景気が横這い圏内の動きを続けていることなどを踏まえ、6～9月の会合では、日銀当座預金残高目標を「27～30兆円程度」とする金融市場調節方針を維持することを決定した<sup>23</sup>。

(日銀当座預金残高目標と金融市場調節の運営<8、9月会合>)

8月の会合では、日々の日銀当座預金残高が28～29兆円という狭い範囲で推移していることについて、複数の委員から、市場の地合いが変動する中で、日銀当座預金残高を固定的な水準で運営していることをどのように考えるべきか、との問題が提起された。むしろ市場の地合いに応じて日銀当座預金残高目標のレンジをフルに利用することが望ましい、との見方も示された。

これらの議論を踏まえ、市場において引き締めと受け取られるような金融市場調節は行うべきではないが、執行部において市場地合いを活かした調節運営を行うことは理解できるとの見方に、大方の委員が賛意を示した。

9月の会合では、中間期末を控えた当座預金残高目標の運営に関して議論が行われ、期末日前後に30兆円を上回る資金供給が必要となる場合には、「なお書き」により対応するとの考え方が共有された。

---

<sup>23</sup> 9月の会合では、1人の委員が、日銀当座預金残高目標を「30～35兆円程度」に引き上げることが適当であると主張し、日銀当座預金残高目標の据え置きに反対した。

( 資産担保証券の買入れ < 6 月会合 > )

6 月 10、11 日の会合では、資産担保証券の買入れに関する具体的スキームについての骨子案が執行部より説明され、委員は、基本的に執行部の報告した案を支持し、骨子案およびこれを含む対外公表文(「資産担保証券の買入れとその考え方について」)を決定した(詳細はホ・金融政策運営を巡る論点、 . 1 . 金融政策運営に関する決定事項等を参照)。

6 月 25 日の会合では、前回会合で決定された「資産担保証券買入スキームの骨子」に基づいて、「資産担保証券買入基本要領」等が制定された(詳細は . 2 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照)。

( シンジケート・ローン債権等の担保受入れ < 9 月会合 > )

証書貸付形態のシンジケート・ローン債権は、信用度等の要件を満たせば日本銀行の担保として適格となる。しかし、市場取引においては、実務的制約から担保としての活用はほとんど行われておらず、日本銀行にも担保差入れは行われていない。これに関し、実務上の工夫により担保の受入れを実現できるよう、実務面の検討を進めている旨、執行部より報告があった。また、15 年 12 月以降住宅金融公庫が発行を予定している、民間金融機関から購入した住宅ローン債権を裏付け資産とする債券についても、発行後、担保差入れの要望があれば、審査手続きを進めていく方針であることが報告された。

委員からは、シンジケート・ローン市場では、中堅・中小企業向けの組成も進んでおり、企業金融の円滑化や市場育成の観点からも、担保受入れ実現に向けて検討を進めて欲しい、担保化は、流通市場の拡大を通じて貸出金利の適正化に資するという意味でも意義がある、との意見が示された。

( 国債現先オペの最長期間延長の検討 < 9 月会合 > )

9 月の会合において、何人かの委員から、手形買入れオペや短期国債買入れオペは最長期間が 1 年であるのに対し、国債現先オペは最長期間が 6 か月となっているが、量的緩和政策のもとで金融市場の安定確保のため金融調節を機動的に行う観点から、国債現先オペの期間を延長することが適当ではないか、との意見が

出された。これを受けて議長は、国債現先オペの期間延長につき検討し、次回決定会合で報告するよう、執行部に指示した。また、その旨を対外公表することを、全員一致で決定した。

#### ホ．金融政策運営を巡る論点

15年度上期の各会合では、金融政策運営を巡って、いくつかの論点が議論された。その中で主なものを挙げると、以下のとおりである。

##### （資産担保証券市場を通じる企業金融活性化）

3月25日の会合において、特に金融緩和の波及メカニズム強化の観点から、企業金融や金融調節の面でどのような措置が考えられるか、準備が整い次第報告するよう、執行部に対し指示が行われた。これを受け、4月7、8日の会合では、執行部から資産担保証券市場を通じる企業金融活性化のための新スキーム案が報告された。この新スキーム案を中心に、金融政策の波及メカニズム強化のための具体策が議論された。

中堅・中小企業関連資産を裏付けとする資産担保証券市場の発展を促すという方向性については、銀行の信用仲介機能が万全でない中で、金融緩和の波及経路を強化するという観点から、基本的に望ましいという点で委員の間で認識が一致した。ただし、何人かの委員は、今回のスキームが奏効したとしても、資産担保証券市場の規模などを考えると、それが金融緩和を強化する効果には限界があることも指摘した。

日本銀行が金融調節で資産担保証券の一部を買い切ることの効果や是非については、様々な観点から議論が行われた。

何人かの委員は、信用リスクのある資産を買い切るとは、これまでの政策からみて大きな飛躍であり、なぜ中堅・中小企業関連の資産担保証券が最初の対象となるのかについて、十分な検討が必要であるとの認識を示した。

そのうえで、本スキームを検討する際には、日本銀行の財務の健全性確保に十分配慮することが必要である点について、委員の認識は一致した。また、日本銀行が信用リスクを取る形で市場育成に関与していくことは、財政政策に近い領域

に踏み込んでいる、との認識を多くの委員が共有した。これらの認識を踏まえ、大方の委員は、市場の発展を促すための日本銀行の関与は、時限的かつ必要最低限のものに止め、市場の歪みやモラル・ハザードの発生を回避すべきとの認識を共有した。

また、こうしたスキームの検討を市場へのプロポーザル形式で進めていくことについては、多くの委員が、未発展の市場であるだけに、中央銀行がどのような形で関与することが最も効果的で市場の歪みを最小限に出来るかを、市場との対話を通じて検討することが望ましいと述べた。

こうした議論を通じて、執行部から報告のあった中堅・中小企業関連の資産担保証券市場を通じた企業金融活性化スキームに関しては、色々と今後詰めていくべき点はあるものの、市中へのプロポーザルを行って検討を進めていくことについて、大方の委員の合意が得られた。

#### （資産担保証券買入れの具体的スキームの検討）

6月10、11日の会合では、資産担保証券の買入れに関する具体的スキームについての骨子案が執行部より説明された。委員は、基本的に執行部の報告した案を支持しつつ、いくつかの論点について以下のような意見を述べた。

まず、その意義・効果については、買入れを通じた資産担保証券市場の整備・育成にスキームの主眼があり、そのことを通じて金融緩和の波及メカニズムの強化を図ることが期待できるとの認識が委員の間で共有された。

次に、具体的スキームに関しては、買入対象とする資産担保証券の裏付資産について、中堅・中小企業金融の円滑に資すると認められるものを幅広く対象とすることが必要である、という点で委員の認識が一致した。

また、資産担保債券の信用度については、殆どの委員が、BB格の資産担保債券のメザニン部分<sup>24</sup>を買い入れることは、これまでの日本銀行の買入資産に関する

---

<sup>24</sup> メザニン部分とは、資産担保証券において、利払い・元本償還順位が優先部分（シニア部分）に劣後し、優先部分の信用補完の役割を果たすが、劣後部分（エクイティ部分）よりは支払順位が優先する部分のことをいう。

基準を大きく超えるものであるとの認識を示した。しかしながら、政策効果を高めるためには投資家の薄いメザニン部分の買入れは必要であるため、あくまでも市場育成という目的のもとで、買入限度額を設定し、適切にリスク管理を行っていくという条件のもとで、例外的な措置と位置付けるならば、これを認めることが適当であるとの認識が委員の間で共有された。

買入価格については、資産担保債券・シンセティック型債券<sup>25</sup>について公募時の募集価格をベースとし、資産担保CPについては、金利入札で価格を決定することについて、市場を歪めないという意味で望ましいと多くの委員が評価した。さらに、買入限度額については、一定の上限を設定して買入れを開始することが、日本銀行の財務の健全性という観点からは重要であると何人かの委員が述べた。

#### （金融政策運営の透明性向上と物価安定数値目標を巡る議論）

15年度上期の各会合では、金融政策運営の透明性向上とこれに関連して物価安定数値目標を巡り、多くの議論が行われた。

ある委員は、金融政策の透明性を高めるためには、金融政策が実現を目指す目標は何かを明らかにしたうえで、その目標との関係で現在および先行きの情勢をどう判断しているか、両者に乖離がある場合にどのような方法・手段で目標を実現していくか、を判りやすく示すことが必要と整理した。また、多くの委員は、展望レポートの中で、金融政策の効果に関する評価やデフレ脱却への展望を記述することは、金融政策の透明性を高める観点から有益であるとの認識を示した。さらに、多くの委員は、現状、金融政策の透明性に問題があるとするれば、金融緩和の波及メカニズムの制約によって が明確ではないことが基本的な要因であるとの見解を示した。

ある委員は、物価安定数値目標に関して、物価目標と達成期限を明示することで、一段と強いコミットメントを示し、説明責任の明確化と透明性の向上を図

---

<sup>25</sup> シンセティック型債券とは、オリジネーターから特別目的会社へ貸付債権等の債権譲渡を行わずに、それらをオリジネーターのバランスシートに残したまま、クレジット・デリバティブ契約を利用して信用リスクのみを特別目的会社に移転する仕組みを裏付けにして発行された債券のことをいう。

ることが出来るうえ、物価目標の上限を設定すれば、今後極端なインフレになることを回避し、期待物価上昇率のアンカーを提供する意味でも有効である、との見解を述べた。

また、厳格な目標ではないにせよ、インフレ参照値などのかたちで物価の安定を数値で示すことが有用であるとの見方も示された。

これに対し、ある委員からは、現在の「消費者物価上昇率が安定的にゼロ%以上になるまで」というコミットメントについて、もう少し物価安定の意味を広く考えていることを明確にする余地はあるが、現時点で物価の安定を数字で示すことは、実現のための手段、環境面での改善なしに、インフレ・ターゲットに近づく印象を与えかねない、との認識が示された。

別の委員もこうした意見に賛同したうえで、高い目標インフレ率を公表することでインフレ期待が高まり、実質金利が低下するというルートがあるかどうかは、実現できる手段をどれだけ持っているかに依存すると述べた。さらに、目標を実現する手段を欠いているもとでは、インフレ・ターゲットにせよ、参照値にせよ、さほど意味がないか、かえって政策運営を判りにくくしかねず、まずは金融緩和の波及メカニズム強化が重要である、との認識も示された。

また、デフレ脱却の局面でどの程度の物価上昇を許容すべきかは、その時の景気回復や物価上昇の勢い、資産価格や金融システムの状況等によって異なり、予め望ましい物価水準や上昇率を示すことは適切でないとの指摘がなされた。ほかの何人かの委員も、現時点で物価安定数値目標だけを取り出して議論を進めることに慎重な姿勢を示しつつ、今後の経済の経路を踏まえたより幅広い観点から考えていくべきである、との意見を述べた。

#### (時間軸効果や市場との対話)

7～9月の会合では、「時間軸効果」や市場との対話のあり方についても議論が行われた。

7月の会合において、ある委員は、当面は量的緩和の枠組みのもとで緩和的な金融環境の維持に努めるとともに、波及メカニズムの強化の余地を模索していくことが、政策対応の基本線となるとの認識を示したうえで、オペ期間の適切な選択等により金融緩和の姿勢を明確に示すことが重要である、債券のリスク・

プレミアムを徒に高めかねない情報発信には慎重であるべきとの見解を述べ、何人かの委員が賛意を示した。また別の委員は、いわゆる「時間軸効果」が及ぶ余地のある中期ゾーンの金利水準に注目し、現実の効果の及び方に関する情報を読み取りながら、市場との対話について考えていくことが有益ではないか、と述べた。

8月の会合において、ある委員は、米国の長期金利の変動において、政策当局の情報発信も材料視されたことに言及しつつ、経済の先行きに対する期待形成はできる限り市場に委ねつつ、中央銀行としては、時には忍耐をもって市場の動きを見守ることも必要ではないか、との見方を示した。また、別の委員は、足許のように景気の先行きに対する見通しが分かれる状況では、「時間軸効果」が弱まる傾向があると指摘したうえで、「時間軸効果」の範囲を市場と共有することが重要であり、そのためには経済情勢に対する的確な分析とこれに基づく適切な情報発信が求められる、と述べた。

9月の会合においては、何人かの委員が、8月後半の長期金利の上昇過程では、中期ゾーンの金利上昇がみられた点を指摘し、日本銀行の量的緩和の継続に関するスタンスに市場が懐疑的になった面もあるのではないかと述べた。

こうした情勢を踏まえ、「時間軸」に対する信認を再構築し、補強していくことが重要な課題であるとの認識が共有された。そのための対応として、現在の量的緩和政策継続のコミットメントが極めて明確で具体的な約束であることを繰り返し丁寧に説明していくとともに、市場との間で景気・物価情勢に関する認識を共有していく必要がある、との認識で概ね一致した。また、何人かの委員は、今後、冷夏の影響の表われ方などによっては消費者物価指数のマイナス幅がさらに縮小する可能性もあるが、これが一時的な要因によるものであれば、量的緩和政策の変更にはつながらないことを対外的に説明していく必要がある、との見方を示した。

### 3. 金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向

日本銀行は、平成 15 年度上期も、日銀当座預金残高を主たる操作目標とする金融市場調節方式のもとで、引き続き潤沢な資金供給を実施した。日銀当座預金残高の目標については、3 月 4、5 日の会合において、それまでの「15～20 兆円程度」から、日本郵政公社の発足に伴い、4 月 1 日以降は「17～22 兆円程度」に引き上げることを選定した後、4 月 30 日の会合において「22～27 兆円程度」に、5 月 19、20 日の会合では「27～30 兆円程度」にそれぞれ引き上げ、これにしたがって金融市場調節を実施した。また、こうした金融市場調節方針のもとで、金融市場の状況に応じて、金融市場調節方針の「なお書き」を適用し、目標レンジの上限を上回る一層潤沢な資金供給を行った。

15 年度上期における金融市場調節の特徴的な動きは以下のとおりである。

4 月入り後は、年度末の資金需要が剥落する一方で、イラク情勢を巡る不透明感や株価低迷を受けて、日銀当座預金を厚めに保有する動きが継続したため、金融市場調節方針の「なお書き」を適用して、目標レンジの上限を上回る潤沢な資金供給を実施し、金融市場の安定確保に努めた。その後、4 月末にかけて、市場動向を慎重に見極めつつ、残高を徐々に減少させた。この結果、4 月中の日銀当座預金残高は、4 月 1 日から日本郵政公社が日銀当座預金を保有することになった影響も加わって既往ピークの 33.8 兆円まで増加した後、月末にかけて 26 兆円程度に減少した。

4 月 30 日の会合では、日銀当座預金残高の目標を、「17～22 兆円程度」から「22～27 兆円程度」に引き上げ、こうした金融市場調節方針のもとで、目標レンジの中程から上の方を目指して運営した。こうした中で、5 月 17 日に政府の金融危機対応会議において、りそな銀行に対する資本増強の必要性の認定が行われた情勢を踏まえ、金融市場の安定確保に万全を期す観点から、週明けの 19 日に即日の手形買入オペを実施し、1 兆円の追加的な資金供給を行った。こうした潤沢な資金供給の結果、金融市場は総じて落ち着いた地合いを維持した。

5 月 19、20 日の会合においては、日銀当座預金残高の目標を「27～30 兆円程度」に引き上げ、この金融市場調節方針のもとで、期末日を除いて、残高が概ね 28～

29兆円台となるよう潤沢な資金供給を実施した。

以上のような潤沢な資金供給のもとで、中間期末が近づく中であっても短期金融市場は、概ね安定的に推移した。なお、期末日（9月30日）については、期末要因による資金需要の高まりに配慮して、金融市場調節方針の「なお書き」を適用し、日銀当座預金残高を過去最高となる34.6兆円まで増加させた。

この間、金融市場調節手段としては、4月30日の会合において、株式会社産業再生機構に対する政府保証付証券貸付債権を適格担保とすることを決定した。また、6月10、11日の会合において、金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、短期社債等（短期社債および資産担保短期債券。いわゆる「電子CP」）を売戻条件付買入の対象資産とすることを決定した。

また、4月7、8日の会合では、金融緩和の波及メカニズムを強化する観点から、資産担保証券の買入れについて検討を進めることを決定した。これを受け、6月10、11日の会合で「資産担保証券買入スキームの骨子」を取りまとめ、6月25日の会合において「資産担保証券買入基本要領」を制定した<sup>26</sup>。この資産担保証券の買入れは、中央銀行が民間の信用リスクを直接負担するという点で極めて異例な措置であるが、わが国の金融機関の信用仲介機能が必ずしも万全とはいえない状況において、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強化を図る観点から、時限的な措置として実施することとしたものである。なお、本措置に基づいて、15年9月末までに972億円の資産担保証券の買入れを実施している<sup>27</sup>。

なお、日本銀行は、金融調節に関する情報の市場への提供を一層充実させる観点から、7月に短期国債の銘柄別買入額の公表を開始した<sup>28</sup>。

---

<sup>26</sup> 詳細は、「 . 5 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更」を参照。

<sup>27</sup> 買入れ実施後に、資産担保コマーシャル・ペーパーの一部について償還を受けたため、15年9月末時点の買入残高は310億円となった。

<sup>28</sup> 短期国債買入オペによる買入額から短期国債売却オペによる売却額を控除した銘柄別の短期国債買入額を、翌月第2営業日に公表。

( 図表 42 ) 短期金融市場調節手段の残高

( 兆円 )

	資 金 供 給									資 金 吸 収			
	短期国債 買現先 オペ	短期国債 買入 オペ	国債借入 オペ	国債 買現先 オペ	C P 買現先 オペ	手形買入 オペ (本店)	手形買入 オペ (全店)	資産担保 証券買入	補完貸付	短期国債 売現先 オペ	短期国債 売却 オペ	国債 売現先 オペ	手形売出 オペ
13年													
10月末	0.0	21.5	11.3	-	1.6	10.2	7.2	-	0.0	0.0	0.0	-	2.5
11月末	0.0	22.4	10.5	-	2.0	8.7	8.8	-	0.0	2.0	0.0	-	1.9
12月末	0.5	21.4	11.0	-	3.6	11.1	9.6	-	0.0	0.0	0.0	-	0.3
14年													
1月末	0.0	22.8	9.7	-	3.9	15.9	11.2	-	0.0	0.0	0.0	-	3.6
2月末	0.0	29.8	8.4	-	3.0	15.2	14.6	-	0.0	0.0	0.0	-	6.0
3月末	0.0	31.2	8.5	-	3.5	14.4	15.1	-	0.0	0.0	0.0	-	0.0
4月末	0.0	30.7	8.1	-	2.8	10.5	16.5	-	0.0	0.5	0.0	-	6.4
5月末	0.0	27.7	5.7	-	3.2	7.7	18.9	-	0.0	0.0	0.0	-	7.0
6月末	0.0	28.1	3.7	-	3.3	5.8	18.0	-	0.0	0.0	0.0	-	6.6
7月末	0.0	28.2	4.4	-	2.3	8.9	18.0	-	0.0	0.0	0.0	-	3.8
8月末	0.0	28.4	4.7	-	2.1	9.8	19.9	-	0.0	0.0	0.0	-	7.7
9月末	0.0	27.4	3.5	-	2.6	8.0	20.0	-	0.2	0.0	0.0	-	4.6
10月末	0.0	24.8	3.6	-	1.9	9.2	17.9	-	0.0	0.0	0.0	-	9.4
11月末	-	23.1	0.5	2.2	2.7	7.9	19.7	-	0.0	-	0.0	0.0	5.9
12月末	-	22.8	-	3.7	3.8	8.1	19.9	-	0.0	-	0.0	0.0	1.7
15年													
1月末	-	21.6	-	4.5	2.7	8.0	18.9	-	0.0	-	0.0	0.0	1.9
2月末	-	22.3	-	6.5	3.1	9.8	18.9	-	0.0	-	0.0	1.4	4.4
3月末	-	24.7	-	8.3	3.9	9.8	19.3	-	0.1	-	0.0	0.0	0.0
4月末	-	23.1	-	4.1	2.7	7.1	19.0	-	0.0	-	0.0	0.0	6.3
5月末	-	20.5	-	3.2	2.8	8.5	19.3	-	0.0	-	0.0	0.0	2.9
6月末	-	17.7	-	3.6	2.8	6.9	16.6	-	0.0	-	0.0	0.8	0.6
7月末	-	18.6	-	4.9	2.7	5.1	18.5	0.0	0.0	-	0.0	0.0	2.8
8月末	-	18.0	-	5.3	2.6	7.5	17.0	0.0	0.0	-	0.0	0.0	2.6
9月末	-	19.1	-	5.7	2.8	9.8	15.6	0.0	0.0	-	0.0	0.0	2.4

(注1) 「短期国債買入オペ」の残高は、同オペの累計額から償還分(繰上償還を除く)を控除した額。また、「短期国債売却オペ」の残高は、同オペの累計額から償還分を控除した額。

(注2) 「手形買入(全店買入)オペ」は平成13年7月より開始。

(注3) 「資産担保証券買入」は平成15年7月より開始。買入れ額は、15年8月中470億円、9月中502億円。買入れ残高は、15年7月末0円、8月末270億円、9月末310億円。

(注4) 「国債買現先オペ」および「国債売現先オペ」は平成14年11月より開始。これに伴い、「短期国債買現先オペ」、「短期国債売現先オペ」および「国債借入オペ」は廃止され、「短期国債買現先オペ」および「国債借入オペ」は「国債買現先オペ」に、「短期国債売現先オペ」は「国債売現先オペ」にそれぞれ移行。

#### 4．日本銀行のバランスシートの動き

平成15年度上期の日本銀行のバランスシートをみると、当座預金、発行銀行券が前年を上回ったこと等から、15年9月末の総資産残高は133.9兆円と前年に比べ9.5兆円（+7.6%）の増加となった。

（図表43）日本銀行のバランスシートの動き（主な資産・負債項目）

カッコ内は前年比、単位：兆円、%

	14年9月末	15年3月末	15年9月末
（資産）			
買現先勘定 <sup>29</sup>	2.6 (-25.6)	12.2 (3.5倍)	8.4 (3.2倍)
買入手形	28.0 ( 61.8)	29.1 ( -1.3)	25.4 ( -9.2)
国債借入担保金(=国債借入オペ残高) <sup>29</sup>	3.5 (-72.2)	( 皆減)	( 皆減)
国債	83.6 ( 10.3)	88.7 ( 2.3)	91.9 ( 9.9)
〔うち長期国債〕	53.3 ( 12.0)	58.5 ( 18.4)	62.4 ( 17.2)
〔うち短期国債〕	30.4 ( 7.4)	30.1 (-19.1)	29.5 ( -2.9)
資産担保証券	( )	( )	0.03 ( 皆増)
金銭の信託(信託財産株式)	( )	1.2 ( 皆増)	1.9 ( 皆増)
貸付金	0.3 (-45.2)	0.3 (-70.7)	0.2 (-50.6)
資産計	124.5 ( 7.7)	141.2 ( 1.9)	133.9 ( 7.6)
（負債・資本）			
発行銀行券	67.1 ( 12.4)	71.1 ( 4.7)	70.1 ( 4.3)
当座預金	18.5 ( 48.5)	30.9 ( 12.0)	34.6 ( 86.5)
政府預金	8.3 (-46.1)	14.6 ( 13.0)	4.1 (-51.4)
売現先勘定	19.1 ( -6.8)	17.6 (-21.0)	16.3 (-14.9)
売出手形	4.6 (9.6倍)	0 ( 皆減)	2.4 (-47.7)
負債・資本計	124.5 ( 7.7)	141.2 ( 1.9)	133.9 ( 7.6)

<sup>29</sup> 15年9月末の買現先勘定は、前年比3.2倍増の8.4兆円となった。これは、14年11月に国債借入オペ（金銭を担保とする国債の借入<いわゆるレポオペ>）を廃止するとともに買現先勘定に計上する国債買現先オペを開始したことによるものである。

以下では、15年度上期中の日本銀行のバランスシートの特徴的な動きを説明する。

まず、資産サイドをみると、15年9月末の総資産残高は前年比+7.6%の133.9兆円となった。これは、その時々々の金融市場調節方針のもとで、長期国債買入オペのほか、短期国債買入オペ、手形買入オペ、国債買現先オペ、CP買現先オペなどを活用して、潤沢な資金供給を行ったことによるものである。

こうした中、14年11月に買入れを開始した株式(金銭の信託<信託財産株式>)の15年9月末の残高は、3月末比6,836億円増加して18,516億円となった<sup>30</sup>。また、15年7月に買入れを開始した資産担保証券の15年9月末の残高は310億円となった。日本銀行法第38条に基づく貸付け(いわゆる特融)の残高は、15年9月末で1,632億円と前期末(1,632億円)比横這いとなった。

一方、バランスシートの負債サイドについてみると、最大のウェイトを占めている日本銀行券の発行残高は、15年9月末時点で70.1兆円と前年を4.3%上回った。当座預金については、潤沢な資金供給を行ったことを背景に、15年9月末の残高は既往最高となる34.6兆円(前年比+86.5%)となった。こうした中、政府預金は、日本郵政公社との当座預金取引開始の影響等もあって、15年9月末には4.1兆円と前年を51.4%下回った。また、売現先勘定は、国庫の運営上発生した余裕金の減少を受けて、15年9月末には16.3兆円と前年を14.9%下回った。

この間、バランスシートの質的な面については、資産の流動性、健全性を維持することに引き続き努めた。すなわち、日本銀行が保有する長期国債のうち償還期限が到来したものについては、前期同様、TB(1年物)により借換え引受けを行ったほか、14年度中に長期国債より借換え引受けを行ったTB(1年物)のうち15年度上期中に償還期限が到来したものについては、その全額につき現金償還を受けた。また、資産担保証券の買入れは、日本銀行が民間の信用リスクを直接負担することになることから、買入総額に対して当面残高ベースで1兆円の上

---

<sup>30</sup> 「金銭の信託(信託財産株式)」とは、信託銀行を通じて金融機関から買い入れた株式などである(受渡しベース)。「金銭の信託(信託財産株式)」は、信託にかかる期末の決算処理、株式からの配当金や信託報酬の受払等によって増減するため、「株式買入累計額(グロスベース)」とは必ずしも一致しない。なお、15年9月末の株式買入累計額は18,432億円である。

限を設定しているほか、個別銘柄のトランシェ毎に買入限度（発行総額の50%）を設けている。また、買入スキームの運営に当たっては、裏付資産の適格性判断を適正に実施するなどして、財務の健全性確保に努めている。

## 5．金融政策手段に係る事項の決定又は変更<sup>31</sup>

### (1) 産業再生機構に対する証書貸付債権の適格担保化

4月30日の会合において、金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、「適格担保取扱基本要領」を一部改正し、株式会社産業再生機構に対する政府保証付証書貸付債権を適格担保とすることを決定した。

### (2) CP買現先オペにおける「電子CP」の買入対象資産化

6月10、11日の会合において、金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、「コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入基本要領」および「コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入における買入対象先選定基本要領」を一部改正し、短期社債等（短期社債および資産担保短期債券。いわゆる「電子CP」）を売戻条件付買入の対象資産とすることを決定した。

短期社債等は、「社債等の振替に関する法律」に基づいて、振替機関における口座振替により取引されるペーパーレス化された金融商品である。短期社債等の法的性格は、約束手形形式のCPとは異なるが、両者は基本的に同一の経済的機能を果たすものである。本措置は、証券保管振替機構が、3月31日より、こうした短期社債等の振替業務を開始したことに対応して、短期社債等をCP買現先オペの対象資産に加えることとしたものである。

### (3) 資産担保証券の買入れ

4月7、8日の会合において、わが国の金融機関の信用仲介機能が万全でない中で、発展途上にある資産担保証券市場の活性化を通じて企業金融の円滑化を図り、金融緩和の波及メカニズムを強化する観点から、中堅・中小企業関連資産を主たる裏付資産とする資産担保証券を、時限的措置として、金融調節上の買入対象資産とすることについて、検討を進めることを決定した。また、本件の検討に当たっては、「資産担保証券市場を通じる企業金融活性化のための新たなスキームの提案」を公表し、広く市場関係者等の意見を求めることとした。

---

<sup>31</sup> 決定の詳細は、「5．2．金融政策手段に係る事項の決定又は変更」の項に掲載。

6月10、11日の会合においては、本提案に対して市場関係者等から寄せられた意見等も踏まえ、「資産担保証券買入スキームの骨子」を取りまとめ、7月末までの実施に向けて所要の準備を進めることを決定した<sup>32</sup>。そして、6月25日の会合において、同骨子に基づき、「資産担保証券買入基本要領」および「資産担保証券買入における買入対象先選定基本要領」を制定し、資産担保証券の買入れを実施することを決定した。

買入れの具体的なスキームの概要は、次のとおりである。

買入対象資産については、相対的に信用リスクの大きい資産担保証券<sup>33</sup>についても対象とするとともに、その裏付資産としては、貸付債権や売掛債権だけでなく、中堅・中小企業金融の円滑化に資すると認められる幅広い範囲の資産を対象とすることとした。

買入限度額については、市場の発展を支援する観点と、日本銀行の財務の健全性を確保する観点の双方を考慮し、当面残高ベースで1兆円とすることとした。買入期間は平成17年度末までとした。

なお、6月25日の会合においては、資産担保証券の買入実施期間と合わせる形で、「資産担保コマーシャル・ペーパー等の適格性判定に関する特則」を一部改正し、取引先等が保証する債務を原則として不適格とする「適格担保取扱基本要領」の規定を時限的に不適用とする期間を1年間延長（平成16年度末から17年度末に延長）することも併せて決定した。

---

<sup>32</sup> 同日の決定に併せて、「資産担保証券市場を通じる企業金融活性化のための新たなスキーム」（4月8日付け提案）に対する市場関係者等の意見と日本銀行としての考え方を公表している。

<sup>33</sup> 資産担保債券を担保として受入れる際には、AAA格相当の格付け取得を要件としているが、今回の資産担保債券の買入れについては、複数の格付機関から最低BB格相当以上の格付けを取得していることを要件とした。