

4 . 金融政策決定会合議事要旨

(平成 15 年 4 月 7、8 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2003 年 4 月 7 日 (14:00 ~ 15:52)
4 月 8 日 (9:00 ~ 13:17)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

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

4 . 政府からの出席者 :

財務省	津田 廣喜	大臣官房総括審議官 (7 日)
	谷口 隆義	財務副大臣 (8 日)
内閣府	小林 勇造	内閣府審議官 (7 日、8 日 9:00 ~ 10:28)
	竹中 平蔵	経済財政政策担当大臣 (8 日 10:41 ~ 12:46)

(執行部からの報告者)

理事	平野英治
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画室審議役	山口廣秀
企画室参事役	和田哲郎 (8 日)
企画室企画第 1 課長	櫛田誠希
金融市場局長	山本謙三
金融市場局参事役	中曾 宏 (8 日)
調査統計局長	早川英男
調査統計局経済調査課長	門間一夫
国際局長	堀井昭成

(事務局)

政策委員会室長	橋本泰久
政策委員会室審議役	中山泰男
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室調査役	清水誠一
企画室調査役	長井滋人

金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合(3月25日)で決定された方針¹に従って、対イラク武力行使が継続する中で、金融市場の安定確保に万全を期す観点から、日銀当座預金残高が目標レンジの上限を上回るかたちで運営した。当座預金残高は、3月末に30.9兆円となり、4月1日には郵政公社発足要因も加わって33.8兆円まで増加したが、その後は期末要因の剥落もあって足許27~28兆円程度まで減少している。

こうした調節のもとで、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、3月末日(0.021%)を除き、引き続き0.001%で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、株価の軟調や米国等による対イラク武力行使の開始にもかかわらず、日本銀行による一層潤沢な資金供給のもとで、総じて落ち着いた市場地合いが維持された。こうした中で、ユーロ円レート(3か月物)は、新年度入りとともに一段と低下し、過去最低水準を更新した。一方、短国レートは、前回会合以降低下に向かったものの、短期国債の発行増継続を背景に低下幅は小幅に止まっている。

株式市場では、イラク情勢の展開を眺めて神経質な地合いが続いた。そうしたもとで、銀行株価の下落にみられるように、わが国金融システム問題に対する市場の関心は依然強く、国内株価は、海外株価に比べ戻りの弱い展開となっている。

また、債券市場でも、3月半ば以降、欧米市場における長期金利が反発したのとは対照的に、国内長期金利は一貫して低下を続けた。とくに、超長期ゾーンの国債流通利回りは、資金余剰感の強さや景気の先行きに対する根強い不透明感などを背景に、機関投資家が新年度の債券投資計画を前倒しで実行したことから、急ピッチでの低下を示している。

為替市場では、米国の財政赤字・経常赤字の拡大懸念が底流するもとで、米ドルは、対ユーロ中心に軟調な地合いを続けている。

3. 海外金融経済情勢

米国景気は、引き続き緩やかな回復基調にあるが、生産、雇用、所得の拡大モメンタムは弱まっている。

最終需要の動向をみると、個人消費は、緩やかな増勢を維持しているが、雇用環境の悪化や消費者マインドの一段の慎重化がもたらす影響が懸念される。住宅投資はモーゲージ金利低下を背景に基調として引き続き底固いが、住宅価格の上昇テンポは鈍化傾向にある。設備投資はほぼ下げ止まったとみられるが、企業収益を巡る先行き不透明感が根強いもとで、未だ回復基調は確認されていない。こうした中、生産の回復は引き続き足踏み状態を続けているほか、3月のISM指数(製造業)も、受注・生産指数の悪化から改善・悪化の分岐点を示す50を下回った。

米国金融市場では、イラク情勢の帰趨を巡る思惑を映じて、長期金利、株価ともに大きく振れ

¹ 「3月31日までは、日本銀行当座預金残高が15~20兆円程度となるよう金融市場調節を行う。4月1日以後は、日本郵政公社の発足に伴い、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。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。」

る展開となっている。FF先物金利などから市場の先行きの金利観をみると、3月上旬にみられた早期利下げ観測は後退したが、引き続き年央にかけての利下げ観測が窺われている。

ユーロエリアでは、個人消費、設備投資など内需が低調に推移するも、輸出も弱含んでおり、ドイツを中心に景気は減速している。ドイツの海外受注、ユーロエリアのPMIといった輸出・生産の先行指標が低調に推移しているほか、雇用環境も緩やかな悪化傾向が続いており、消費者コンフィデンスも悪化している。

NIEs、ASEAN諸国では、IT関連を中心に輸出の増勢がやや鈍化する動きもみられるが、個人消費や設備投資など内需は底固く推移しており、景気は引き続き回復基調にある。中国は、財政支出の増大や高水準の対内直接投資等に伴う内需好調に加え、輸出も増加基調にあり、引き続き高い成長率を維持している。

エマージング金融市場は、韓国、トルコなどの一部の国で不安定な動きもみられたが、ラ米諸国を中心に各国固有の不安定要因がやや緩和し、総じて落ち着いた状態にある。なお、東アジアでは、新型肺炎(SARS)感染の拡大懸念から、香港、台湾などの株価が下落している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出入は、ともにごく緩やかな増加基調にあり、純輸出は横這い圏内の動きを続けている。地域別の輸出の内訳をみると、米国向けが大きく減少している一方で、東アジア向けが、同地域の内需堅調や、わが国との国際分業の進行といった構造的な要因を背景に増加を続けている。先行きについては、中国を中心とするアジア経済は引き続き堅調ながら、米国・欧州経済の回復力は、少なくとも当面、かなり弱いものとみられ、実質輸出は当面、ごく緩やかな増加に止まるものと見込まれる。

内需面をみると、住宅投資が低調に推移しているほか、公共投資も減少傾向にあるが、設備投資は持ち直しつつある。先行きの設備投資については、先行指標や3月短観の結果が示唆するように、企業収益の改善等を背景に次第に持ち直し傾向がはっきりとしていくと考えられるが、種々の構造的要因に加え、海外経済の先行き不透明感が強いこともあって、ごく緩やかな増加に止まる可能性が高い。

個人消費をみると、各種販売統計は12月には多くの指標が落ち込みをみせた後、1、2月には持ち直しており、振れを均せば、個人消費の基調に大きな変化はみられない。個人消費は、当面、厳しい雇用・所得環境が続くと予想される中で、消費者心理を示す指標に弱い動きがみられていることなどを踏まえれば、全体として弱めに推移すると考えられる。

生産は、10～12月に前期比-1.0%と小幅減少した後、1～3月は小幅の増加となった模様であり、均してみれば横這い圏内の動きを続けていると判断される。この間、在庫は企業の慎重な生産姿勢を背景に低水準で推移しており、生産の増加モメンタムが強まり難い状況にあるとみられる一方、在庫面の調整圧力から生産減少の悪循環が始まるリスクも小さいことが窺われる。

雇用・所得環境をみると、新規求人が緩やかな増加基調にあるほか、臨時雇用などを幅広くカバーする労働力調査では雇用者数が下げ止まり傾向にある。しかし、企業の根強い人件費削減姿勢を反映して、常用雇用者数の減少が続いているほか、賃金の低下も続いており、引き続き、家計の雇用・所得環境は全体として厳しい状況にある。

物価動向をみると、輸入物価は、原油など国際商品市況の上昇を反映して、上昇している。また、国内の商品市況は、原油価格の上昇傾向や鉄鋼、化学等の素材の需給引き締まりを反映して、幅広い品目で上昇が続いている。この間、消費者物価は引き続き緩やかに下落しているが、前年比のマイナス幅は、企業の低価格戦略が一服しているほか、原油高や4月以降の医療費自己

負担率の引き上げの影響などを勘案すると、ごく緩やかに縮小する方向にあるとみられる。

(2) 金融環境

クレジット関連指標をみると、民間銀行貸出は前年比2%台の減少が続いている。CP・社債による資金調達残高は、概ね前年並みで推移している。これらを含めた民間部門総資金調達は、引き続き減少傾向を辿っている。

マネー関連指標をみると、マネタリーベースは、日銀当座預金が3割台の伸びを維持した一方で、銀行券の伸び率がペイオフの部分解禁等を背景に前年に大きく伸びた反動から鈍化を続けていることから、全体で前年比1割程度の伸びに止まった。この間、マネーサプライは前年比2%程度、広義流動性は前年比1%程度の伸びで推移している。

企業金融の動向をみると、民間の資金需要は、低調な設備投資や企業の債務圧縮姿勢のもとで、引き続き減少傾向を辿っている。

一方、資金供給面では、民間銀行は、優良企業に対しては貸出を増加させようとする姿勢を続ける一方で、信用力の低い先に対しては慎重な貸出姿勢を維持している。足許では、公的資本注人行などが、業務改善命令等を意識しつつ中小企業向け貸出を幾分前傾化する動きもみられている。企業からみた金融機関の貸出態度は、3月短観で横這いないし若干の改善となったほか、中小企業金融公庫調査でも改善傾向が続いているが、いずれの調査においても、貸出態度を「厳しい」とみる企業の割合は高止まりしている。

CP市場では、A2格等低格付CPについて銀行等の引き受け姿勢がやや慎重化したことなどから、スプレッドが幾分拡大する動きもみられたが、総じてみれば、落ち着いた年度末越えとなった。また、社債の発行金利における信用スプレッドも総じて落ち着いている。

以上のように、前回会合以降、イラク情勢や本邦株価、とりわけ銀行株の軟調といった要因にもかかわらず、全体としての金融環境は年度末を挟んで大きな波乱もなく推移しているが、引き続き金融資本市場の動向や金融機関連動、企業金融の状況については十分注意して見ていく必要がある。

・ 前回会合での指示に基づく執行部からの報告の概要

前回会合で、金融政策運営の基本的枠組みの検討を進めるため、これまでの量的緩和と政策の評価も踏まえたうえで、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して幅広い観点から論点整理を行うこと、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において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こと、について指示があったことを受けて、執行部より以下の報告が行われた。

1. 量的緩和後の金融経済動向

2001年3月の量的緩和の枠組み採用後の金融経済動向を振り返ると、当座預金残高やマネタリーベースが高い伸びを示しているにもかかわらず、マネーサプライが伸び悩み、銀行貸出が減少するなど、日本銀行による潤沢な流動性供給の効果は経済全体に広がらず、経済活動の活発化や物価を押し上げるような動きには繋がっていない。一方で、量的緩和は、金融システム不安など様々なストレスが相次いだ中で、金融市場の安定を確保し、銀行経営不安の広がりや、それを起点とする企業金融の悪化を抑制し、デフレ・スパイラルを防ぐ効果を持った。

金利面では、量的緩和のもとで、短期金利は低位安定し、中長期の金利も総じて低下傾向を辿った。一方で、資産価格については、金融機関や投資家の投資姿勢の積極化はこれまでのところ窺われておらず、株価は下落基調を継続し、円・ドル相場は2002年初にかけて円安方向で推移した後は円高気味で推移した。

この間、短期金融市場においては、金利が極端に低下した結果、市場参加者間の取引が縮小するなど市場機能の低下という副作用もみられている。

2. 金融政策の透明性向上を巡る論点整理

金融政策の透明性を確保するためには、金融政策が実現を目指す目的を示したうえで、現状および先行きの経済金融情勢をどう判断しているかを伝え、上記を踏まえ、どのような考え方や議論に立って金融政策を決めているかを明らかにしていく、というプロセスが重要となる。

まず、金融政策の目的の透明性については、「物価の下落を望まない」という日本銀行のスタンスが国民や市場に伝わっているかどうか、物価の安定に向けた日本銀行のスタンスの伝え方について、政策運営に関する誤解を生じないように配慮しつつ、これを改善する方法はあるか、といった論点がある。

次に、情勢判断の透明性については、金融政策の効果発現までのタイムラグを考えると先行きの経済の見通しが重要であることから、「経済・物価の将来展望とリスク評価」の内容に改善を図る余地はないか、「9人の政策委員がそれぞれの見通しを持ちながら議論したうえで、多数決で政策を決定する」という合議制の考え方と、委員会としての経済・物価見通しの「わかりやすさ」との調和をどう考えるべきか、といった論点がある。

最後に、政策運営プロセスの透明性については、日本銀行がある政策手段を採る、あるいは採らない理由について、情勢判断や経済の先行きに及ぼすリスク等とも関連付けた十分な説明が来ているか、政策手段の採否も含めた政策運営の考え方に関する説明について更なる改善の余地はないか、といった論点がある。

3. 金融調節手段に関する視点

日本銀行が金融調節を実施するにあたっては、金融市場における市場メカニズムを通じて、金融政策の効果を最大限発揮していくという視点が基本となる。こうした観点から金融調節手段を検討するに際しては、通常の経済金融情勢では強く意識されることはないが、現在の局面では、どのような「波及効果」が想定できるか、が重要な視点となるほか、市場機能を阻害せず、資源配分に中立的であるか、金融・資本市場の発展に資するか、金融調節を実施する市場が相応の「市場規模」を有しているか、といった点にも留意する必要がある。

また、金融調節の実施にあたっては、日本銀行の財務の健全性を維持するという観点も重要であり、将来にわたる金融政策の遂行能力を確保するためにも、各種リスクを考慮し、全体として資産の流動性を保ちつつ、必要な自己資本を維持するよう努めていく必要がある。

4. 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

金融緩和効果の波及メカニズム強化の観点から企業金融や金融調節面で考えられる具体的措置として、中堅・中小企業向け貸付債権および中堅・中小企業から買い取った売掛債権のプールを主たる裏付資産とし、リスクの異なる複数階層を持った資産担保証券の市場発展を促すための新たなスキームの案を説明したい。

資産担保証券は、個々の資産のプールを通じて全体としての信用リスクを軽減できるほか、裏付資産全体のリスクを投資家のリスク許容度に応じた何種類かの証券に再構成できる、といった商品特性を持つ。こうした資産担保証券の市場の発展を促すことは、銀行の信用仲介機能が万全とはいえないもとで、これを補完し、企業金融の活性化に資するものと期待される。具体的には、企業の資金調達が容易になるとともに、銀行には新たな資金貸出余力が生じる、資産担保証券市場の流動性向上により資金調達コストが低下するとともに、アベイラビリティ

ィが増加する、以上を通じて、企業、とくに中堅・中小企業に対する新規の資金供給の円滑化が促され、ひいては金融緩和の効果波及経路の強化に役立つ。

ただ、現状、中堅・中小企業関連資産を裏付資産とする資産担保証券市場は、銀行や投資家の資本制約、市場インフラの未整備といった理由で限界的なものに止まっている。こうした市場の発展を促すためには、複数階層の資産担保証券の新規組成を市場に呼びかけ、現状で十分に買い手が見つかりにくいリスクの中間層部分（メザニン部分）を含め、時限的な措置として、日本銀行ないし公的機関が買い入れることが考えられる。

こうしたスキームの検討を行うに際しては、市場が発展途上にあることを踏まえると、プロポーザル形式で市場関係者の意見を求めつつ進めていくことが適当と考えられる。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

景気の現状について、委員は、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、との見方を共有した。

また、多くの委員が、3月短観の結果は、こうした景気の見方を裏付けるものであったとの判断を示した。

委員は、アジア経済の堅調などを背景に、輸出が、緩やかな伸びを維持している状況に変化はなく、これを映じて生産も総じて横這い圏内の動きを続けているとの認識を共有した。

国内民間需要については、企業部門において、企業収益が輸出や生産の回復を背景に改善を続けており、3月の短観からも今年度も増益が期待できることが確認されたとの見方が委員の間で共有された。

設備投資については、持ち直しの動きがみられる点で委員の認識は一致した。ひとりの委員は、製造業において、電気機械を中心とする設備投資の連鎖に期待が持てるとの見方を示した。一方、何人かの委員は、設備投資の先行きについて、回復力の強さ、持続性については、なお脆弱性を抱えたものであるとの見方を示した。このうち、ひとりの委員は、設備投資は次第に持ち直し傾向がより明確になるとしながらも、期待収益率の低下、過剰債務の重石、製造業における海外生産シフトの影響といった構造的な抑制要因は作用し続けると指摘した。

家計部門については、多くの委員が、個人消費は、12月に落ち込んだ多くの指標が1～2月には持ち直しており、均してみれば弱い動きを続けている状況に変化はないとの見方を示した。ひとりの委員は、消費が所得動向に比べて健闘している背景として、人口動態面での変化や家計が流動性資産、現金を多く保有していることがもたらす影響などを指摘した。

雇用・所得環境について、多くの委員が、厳しい状況が続いているとの認識を示した。ただし、ある委員は、先行きについては、雇用、賃金の悪化程度が緩やかになることを期待できる基盤が整いつつあると評価した。また、別の委員は、名目賃金が2月に前年比ベースでほぼ下げ止まったことに注目し、雇用者所得は、労働者数の減少が続く中で増加は見込み難いとしても、企業の業績回復に伴って、減少に歯止めがかかることを期待できるとの見方を示した。

景気の先行きについては、大方の委員が、設備投資の持ち直しなど足許でプラスの材料が増えていることもあり、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、前向きの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との見方を示した。

同時に、大方の委員は、景気の先行き不透明感はむしろ強まっているとして、とくに、弱めの経済指標が増えてきている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。

海外経済のうち、米国経済について、多くの委員は、引き続き緩やかな回復基調にあるとし

つつも、消費者マインドの悪化が続く中で、個人消費に弱めの指標がみられ、生産・雇用関連指標も悪化していることを懸念材料として指摘した。何人かの委員は、こうした弱めの動きは、イラク情勢の影響というよりも、戦争以前から米国経済が抱える構造的脆弱性に起因している可能性があるとの見方を示した。また、イラク情勢がもたらすリスクについて、多くの委員が、不確実性の焦点は、戦後に中東地域の安定がどう確保されるか、復興のための財政負担が米国の双子の赤字をどの程度悪化させるか、それらが為替レートにどのような影響を与えるか、といった問題に移ってきていることを指摘した。

米国以外の海外経済については、殆どの委員が、未だ影響の大きさは明らかでないとしながらも、新型肺炎（SARS）がアジア経済に及ぼす影響を新たなリスク要因として指摘した。また、複数の委員が、欧州経済の先行きについて、財政赤字や失業問題、ドイツに典型的な金融セクターの脆弱性などを理由に慎重な見方を示した。

先行きの大きなリスク要因として、殆どの委員が、株価の不安定な動き、とくに銀行株価の下落について懸念を示した。これらの委員は、こうした株価の下落が、金融システムへの影響を通じて、企業金融や実体経済に悪影響を与えるリスクを指摘した。このうち、ひとりの委員は、98年当時のような金融システム不安を惹起する状況ではないとしながらも、日銀当座預金残高が30兆円前後となる状態が続くことは潜在的なシステムの脆弱性を物語っていると述べた。

株価の先行きに関して、ひとりの委員は、株価下落に対する大手銀行の耐久力は相当高まっているものの、持ち合い株の解消、生命保険会社の株式ポートフォリオ圧縮、年金の代行返上といった面では依然として相当の売り圧力が残っていると指摘した。一方、別の委員は、様々な不確実性から買いが入りにくい状況であるが、バリュエーション指標からは日本株は割安になっており、証券税制の改革や企業収益の改善などを背景に前向きな動きも期待できるとの見方を示した。

一方、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ものの、国際政治情勢や株価の不安定な動きなどを考えると、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。また、ひとりの委員は、イラク情勢の変化にかかわらず長期金利がほぼ一貫して下げ基調にあることを指摘し、その基本的背景として銀行や機関投資家の間に極めて強い資金余剰感があることを挙げた。

この間、物価動向に関して、ある委員は、供給サイドでの幾つかの要因によって、当面マイナス幅が縮小傾向に向かうと考えられるものの、前年比でプラスに転じることまでは見込めないとの見方を示し、別の委員もこうした見方に賛同した。

これと関連して、予想インフレ率と実質利子率の水準について議論があった。ひとりの委員は、予想インフレ率あるいは予想デフレ率は実現しているインフレ率の近辺にあるとの見方を示したうえで、それを踏まえると実質利子率も僅かに低下する程度の動きとなっており、直ちにデフレ・スパイラルが進行するリスクは然程高くないと述べた。別の委員も、99年以降、GDPデフレーターの変化率があまり変わらない一方で、名目金利は1%以上低下しており、日本の実質金利はかなり低下しているとの見方を示した。同じ委員は、日本の実質金利は、80年代から現在にかけて傾向的に低下を続けており、米国でも同様に低下している結果、日米の実質金利差は安定しているとしたうえで、実質金利を見る場合には傾向的かつ国際的な動きを見る必要があると指摘した。

これに対して、別のある委員は、GDPデフレーターは95年頃と比較すると2%を超えるマイナス幅にまで拡大しているほか、設備投資のデフレーターは4%近いマイナスとなっており、デフレは深化しているとの認識を示した。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

当面の金融政策運営については、先行き不透明感は強くなっているものの、足許で設備投資の持ち直しの動きなどもあり、景気は横這いの動きを続けているという判断を変更する状況ではなく、短期金融市場も、潤沢な資金供給のもとで、総じて落ち着いて推移していることから、現在の「17～22兆円程度」という当座預金残高目標を維持することが適当との見解が大勢を占めた。

同時に、大方の委員は、無事に期末を越え、対イラク武力行使の短期終結期待が高まっているとはいえ、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であるとした。ひとりの委員は、当座預金残高が目標レンジの上限である22兆円にすぐに戻ってしまうのではないかとこの誤解が市場で生まれないように、十分な対外説明を行うことの重要性を指摘した。

こうした大勢意見に対して、ひとりの委員は、3月初から目標レンジの上限を超えて潤沢な資金供給を行ってきており、今後も当面そうした状況が続ける必要があることを考えると、実態にあわせて目標レンジを「25～30兆円程度」にまで引き上げ、量的緩和のスタンスを明確にすることが自然かつ現実的であるとの意見を示した。この委員は、不確実な要素がなくなった際には、目標レンジを元に戻せばよいとの考え方を示したが、複数の委員は、そうした決定は政策意図が誤解される可能性があるため現実的には選択肢となりにくいと指摘した。

また、別の委員は、今後の運営を考えるにあたっては、マネタリーベースの前年比伸び率を維持するという考え方に基いて、当座預金残高を増加させていくことも検討すべきとの意見を示した。

続いて、金融政策の波及メカニズム強化のための具体策について、執行部から報告のあった、資産担保証券市場を通じた企業金融の活性化スキームを中心に議論が行われた。

まず、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、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は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。ひとりの委員は、市場育成がもたらすプラスの効果として、プライマリー市場の発展で中堅・中小企業に新たな資金調達手段が提供されること、セカンダリー市場に幅広い投資家が参加することで信用リスクの価格付けがより適切に行われること、を指摘した。これに加えて、別の委員は、貸出債権等を持っている銀行の資本を一部解放できることをメリットとして挙げた。ある委員は、中小企業を中心に企業間信用が昨年大幅に減少していることを指摘し、中小企業の資金調達手段を多様化し、強化していくことは極めて緊急性の高い課題であると評価した。

同時に、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。ひとりの委員は、今後暫くの間、家計、企業ともに資金余剰部門であり続けるとみられ、各経済主体はマーケット機能を活かしながら金融資産・負債を再構築する過程にある、こうした中で、銀行は、従来の預貸業務依存から脱却することによって自己資本比率を向上させる必要がある、したがって、今回のスキームによって、中堅・中小企業への貸出が増加し、マネーサプライが増加することまで期待することは難しいため、そうした期待を国民に持たせるべきではないと述べた。別の委員は、本スキームは、市場規模などを考えると、金融調節の中心的手段とはなり得ず、金融緩和の波及効果を強化する効果も限界的であるため、あくまでも市場の発展を促すという政策意図を前面に押し出して説明していくべきとの意見を述べた。

次に、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、様々な観点から議論が行われた。

複数の委員は、執行部が整理した、波及効果、市場機能との親和性、市場規模といった金融調節手段を検討する際のポイントのうち、現在の経済の状況を踏まえると、波及効果がとくに

重要であるとの認識を示した。

何人かの委員は、日本銀行が信用リスクのある資産を買い切ることは、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。この点について、ある委員は、考えられる全ての選択肢を同時に比較考量して政策決定を行うことは現実問題として困難であり、検討の具体化したものから順次吟味していくというアプローチを採らざるを得ないため、今回のスキームについては、プロポーザルを出して市場の意見を聞きつつ、買入れの検討を進めるべきであると述べた。

日本銀行が、従来の政策から飛躍して、中堅・中小企業関連の資産担保証券を買い切ることに踏み切る理由として、ひとりの委員は、適格担保の拡大は実効あるものとしては限界にきており、次のステップとしては民間信用の買い切りに踏み込まざるを得なくなっている、資産担保証券は他の民間信用に比べて個別性が低く、より中立的である、信用リスクが、プールすることで比較的小さくなるほか、より正確なリスク計算や評価が可能、と整理した。これに対して、別の委員は、様々な債権をプールするとしても、組成の仕方には個別性が残るため、厚みがなく、個別性の高い市場に日銀が出ていくという問題は回避できないと指摘した。

本スキームを検討する際に、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は委員の認識が一致した。ひとりの委員は、財務の健全性を明確に对外説明できない場合には、信認の低下と政策効果の低下を招きかねないとした。ある委員は、日本銀行が中堅・中小企業のリスクをとっていく際には、信用リスク管理のための体制整備や各種データベースなどの情報の充実が必要であると述べた。

また、ひとりの委員は、日本銀行の自己資本について、通貨発行益（シニョレッジ）は国民一般に帰属し、国会における予算承認のプロセスを通じて財政政策というかたちで使われるべきものである、その一部を自己資本として内部に留保するのは、基本的に、最後の貸し手機能を発揮する際の予期せざるリスクの顕現化に対して備えるためである、そのうえで余裕がある場合には他の特定の政策に割り当てることも出来る、という基本的な性格を十分に認識する必要があると述べた。そのうえで、この委員は、今後、経済情勢次第では長期国債などの保有残高を積み増さなければならなくなる可能性も考えあわせると、現状、日本銀行の自己資本に十分な余裕がある訳ではない、こうしたもとの、リスク資産を思い切って買入れる場合には、「他のリスク資産を買入れる余地が狭くなった」と市場が受け止める可能性もある、他方、現在の中小企業金融について、引き続き厳しい状況にあるものの、ここにきて逼迫感が強まっている訳ではないといった現状評価を行った。この委員は、上記の点を比較考量すると、複数階層の資産担保証券のうち直接買い取る対象はシニア部分に限定し、メザニン部分は適格担保として受け入れることが一案ではないかと主張した。

日本銀行が信用リスクをと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。ひとりの委員は、こうした認識に基づいて、市場育成の取り組みを進めていく際には、市場関係者だけではなく、関係政府機関との連携も重要であると述べた。

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。ひとりの委員は、日銀が買入れるのみならず、一部を他に売ることが条件にすれば、市場の価格発見機能を強め、市場育成に資することに繋がるとの意見を述べた。ある委員は、極力早期に多数の市場参加者による価格形成を促して、日本銀行も買い手としてのプレゼンスを低下させていくことが必要と指摘した。

ひとりの委員は、提案されているスキームについて、貸出債権等のスプレッドが本来薄い中で、これを証券化しようとするどこかに無理が生じる可能性があるとの懸念を述べた。

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。もっとも、ひとりの委員は、民間の知恵を利用できる反面、様々な要望が出て收拾がつかなくなるリスクがあるという意味で諸刃の剣であるとの意見を述べた。別の委員も、金融調節方法を検討するにあたって、プロポーザル形式というのは異例なやり方であるとの認識を示した。

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は、大方の委員の合意が得られた。

同時に、何人かの委員が、今回のスキームに止まらず、企業金融の活性化を通じて、金融緩和効果の波及メカニズムの強化を図る方策がないか、今後さらに検討を進めていくべきであると述べた。また、ある委員は、量的緩和政策の効果を浸透させるためには、不良債権処理を加速させ、銀行の金融仲介機能を回復させることが最優先の課題であると強調した。

金融政策の基本的枠組みに関する検討のうち、金融政策運営の透明性向上についても議論が行われた。

ひとりの委員は、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」という量的緩和のコミットメントについて、日本銀行が0～1%程度の物価上昇率を目指しているという誤解を与える可能性はあり、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ものの、一方で、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述べた。この委員は、現在の状況下、金融政策だけで無理にプラスの物価目標の達成を目指すことは、必ずしも持続的な物価の安定や健全な経済の発展に繋がらないことについて、経済・物価の見通しと金融政策の関係という形で、展望レポートなどで分かり易く説明していくことが望ましいとの意見を述べた。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。

こうした意見に対してひとりの委員は、現在の時間軸に関するコミットメントは、広い意味でインフレ・ターゲットを採用していると理解することが出来るが、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、との見解を示した。

別の委員は、物価目標実施に向けての波及メカニズムが明確でない場合も、理論的に説明し得るものであれば、たとえ構造的な制約要因があるにせよ、目標の設定を行う意義はあるとの考え方を示した。

・ 政府からの出席者の発言

会合では、内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 景気は横這いで推移しており、踊り場的な状況にある。平成14年度の経済成長率は政府見通しよりも高いところに落ち着きそうな状況にあるが、景気を巡る不確実性は高く、慎重に対応していく必要がある。こうした中、消費に弱い動きが出ている一方で、設備投資が3期連続で僅かにプラスになるなど、家計から企業への緩やかなシフトが進行しつつある。
- 政策面では、予算を着実に実行していくことが政府にとっての重要な責任になる。構造改革面では、構造改革特区が4月からいよいよスタートする段階になった。また、経済活

性化のための先行減税についても、規模は限定的ながら、効果を発揮することを期待している。今後営業を開始する産業再生機構については、これがどのような役割を果たせるかが、不良債権比率を2年間で8%から4%に下げられるか否かのポイントとなると考えている。財政面では、補正予算を巡る議論は存在するが、基本的にファイナ・チューニングとしての財政政策は採らないというのが小泉内閣の方針である。

- 不良債権処理に向けて、政府、金融庁の責任は非常に大きい。これまで非常に着実かつ現実的に金融を改革するという動きが進捗していると思っている。新たな公的資金の制度についてどのように考えるかという点について議論が続けられているが、日本銀行の意見も伺っていきたいと思っている。
- 金融政策運営の透明性を巡る議論については、政策目標は政府と共有したうえで、それに向けての政策手段については日本銀行の独立性を重視するかたちで存分に議論をして頂きたい。政策目標と政策手段の整合性という問題は、組織の信頼性という観点からも大変重要であるが、一方で、政策の目標と手段に必ずしも1対1の厳密な対応がないという宿命を背負っている面もあると思う。

また、財務省の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国経済は、イラク情勢にもかかわらず、年度末を無事に越えたが、依然として不透明感が残っており、厳しい状況が続いている。こうした状況の中、政府は14年度補正予算、15年度予算の着実な実施に努めていくとともに、歳出、税制、金融、規制などの構造改革を推進していくことにより、民需主導の持続的な経済成長の実現を目指すこととしている。日本銀行におかれても、市場に不測の事態が生じないように、現在臨時に実施している潤沢な流動性供給を含め、引き続き万全の対応をお願いしたい。
- 先日の臨時金融政策決定会合において、今後、金融政策運営の基本的な枠組みについてさらに検討を進める旨決定された。物価の下落に反転の動きが見られない中、こうした検討がなされることは望ましいことであり、可能な限り早期に具体的な成果が出されることを期待している。
- 日本銀行は、一昨年3月以来、量的金融緩和政策の下、金融機関に対して潤沢な流動性供給を行っているが、実体経済における資金循環の活性化には繋がっていない。今回の検討を通じて、家計や企業など実体経済にいかん資金を流すかとの観点から、流動性供給の質の両面において更なる工夫が講じられることを期待している。デフレ克服は引き続き経済運営における最重要課題であり、日本銀行におかれては実効性のある金融緩和措置を是非検討・実施して頂きたい。
- 前回は申し上げたように、個人的には、ポートフォリオ・リバランス効果促進の観点から、現在月1兆2千億円の長期国債の買切りオペを、例えば月2兆円に増額するとともに、銀行券発行残高の歯止めを一定期間停止し、効果が発現した段階で改めて考えるということを検討して頂きたい。
- 日本銀行が、資産担保証券の市場育成に関する提案を行っていくことは大変評価をしている。現在の金融状況の緊急性や日本銀行の機動性という点からは、早急に実施に移して頂きたい。

採決

以上の議論を踏まえ、当面の金融市場調節方針については、現状維持としたうえで、「なお書き」に基づいた潤沢な資金供給を続けることが適当との意見が大勢となった。

ただし、ひとりの委員は、3月初から当座預金残高が目標レンジ上限を一貫して超えてお

り、今後も、銀行株の下落といった不確実性の高い状況が続くことを考え合わせると、目標自体を一時的にせよ引き上げ、量的緩和のスタンスを明確にする方が自然であり、信認も高まる、「なお書き」を使い過ぎることは適当でない、との理由から、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り、その旨の議案を提出したいとした。

また、資産担保証券市場を通じた企業金融の活性化スキームについては、執行部からの提案の方向で市中にプロポーザルを行うかたちで検討を進めていくことについて、委員の認識が概ね一致した。

この結果、以下の議案が採決に付されることとなった。

福間委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「日本銀行当座預金残高が25～30兆円程度となるよう金融市場調節を行う」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

議長からは、会合における多数意見をとりまとめるかたちで、以下の2つの議案が提出された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添1のとおり公表すること。

記

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。

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。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、植田委員、田谷委員、
須田委員、中原委員、春委員

反対：福間委員

福間委員は、既述の議案提出理由と同様の理由から、上記採決において反対した。

資産担保証券の買入れの検討に関する議案（議長案）

1．日本銀行は、金融緩和の波及メカニズムを強化する観点から、資産担保証券市場を通じた企業金融円滑化の具体的な方法として、次のような要件を満たす資産担保証券のうち一定の信用度を有するものを、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。

銀行等の自己査定による正常先に相当する中堅・中小企業関連資産（中堅・中小企業から買い取った売掛債権や中堅・中小企業向け貸付債権）を主たる裏付けとしたものであること。

裏付け資産全体のリスクを、リスクの異なる複数の階層に再構成しているものであること。

2．日本銀行による資産担保証券買入は、現在のわが国金融機関の信用仲介機能が万全とは言い難いことや資産担保証券市場が発展途上にあることを勘案して、時限的措置とすること。

3．日本銀行による資産担保証券買入の具体的スキーム策定に際しては、広く市場関係者等の意見を求めること。

4．上記3．の意見を求めるに当たっての提案書の内容は総裁が定めること。

5．日本銀行による資産担保証券買入の具体的スキームについては、改めて金融政策決定会合において討議のうえ決定すること。

6．本件に関する対外公表文は、別途決定すること。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、植田委員、田谷委員、
中原委員、春委員、福間委員

反対：須田委員

須田委員は、資産担保証券市場の拡大の意義は十分に認識しているものの、本件については、金融調節上の買入れ対象とする資産の信用リスクの度合い、スキームに割り当てられる自己資本の量など、本行が独自に決定すべき基本的要件について政策委員会で予め確認すべきであるが、現時点では曖昧である、本行の自己資本の性格・制約や企業の資金調達環境の現状評価を踏まえると、資産担保証券のシニア部分の買い取りはともかく、現時点でよりリスクが高いメザニン部分まで買い取る用意があると表明することは適当でない、資産担保証券市場の発展のためには、金融機関に対して裏付資産となる個々の貸出債権を組成する段階から債権譲渡を前提とした商品設計に取り組むことを促すことが必要であり、そのためには、単にリスク部分を買入れれるということではなく、審査機能などを含めた広範なアプローチを採るべきである、と述べ、上記採決において反対した。

対外公表文の検討

本日決定した資産担保証券の買入れの検討に関する件にかかる対外公表文について、執行部が作成した原案に基づいて委員の間で議論が行われ、採決に付された。採決の結果、対外公表文

(「資産担保証券の買入れの検討について」)が賛成多数で決定され、別添2のとおり、同日公表することとされた。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、植田委員、田谷委員、
中原委員、春委員、福間委員

反対：須田委員

・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定された。これを掲載した金融経済月報は4月9日に公表することとされた。

・議事要旨の承認

前々回会合(3月4、5日)の議事要旨が全員一致で承認され、4月11日に公表することとされた。

以 上

(別添1)

平成15年4月8日
日本銀行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(賛成多数)。

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。

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。

以 上

(別添2)

2003年4月8日

日本銀行

資産担保証券の買入れの検討について

1. 日本銀行による潤沢な資金供給は、金融市場の安定確保と景気・物価の下支えに大きく貢献してきた。しかし、潤沢な資金供給が経済活動の拡大に効果的に結びついていくためには、金融緩和の波及メカニズムを強化することが求められる。
2. このような考え方にに基づき、日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、以下の点を決定した。
 - 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。
 - 資産担保証券買入れの具体的スキーム策定に際しては、広く市場関係者等の意見を求めること。
 - 具体的スキームは、改めて金融政策決定会合において討議のうえ決定すること。
3. 資産担保証券は、その商品特性から信用リスクの分散化や移転を通じて企業金融の円滑化に貢献する効果が期待される。今回の決定は、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、金融緩和効果を強化することを目的とするものである。
4. 日本銀行は、これまでも資産担保証券を含めた民間債務を金融調節上の担保や売戻し条件付の買入れ資産として活用してきたが、民間債務を買い切るとは、中央銀行としては異例の措置である。日本銀行としては、波及効果の大きさはどの程度か、市場機能を歪めることはないか、日本銀行の財務の健全性をどのように維持するかといった点も見極めながら、買入れの具体的方法等を最終的に決定していく方針である。
5. 日本銀行としては、今後とも、金融緩和の波及メカニズム強化や金融政策の透明性向上の観点から政策運営に改善の余地がないかを点検し、必要な措置を講じていく方針である。

以 上

(15 年 4 月 30 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2003 年 4 月 30 日 (9 : 00 ~ 13 : 29)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

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

4 . 政府からの出席者 :

財務省 谷口 隆義 財務副大臣

内閣府 小林 勇造 内閣府審議官

(執行部からの報告者)

理事	平野英治
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画室審議役	山口廣秀
企画室参事役	和田哲郎
企画室企画第 1 課長	櫛田誠希
金融市場局長	山本謙三
調査統計局長	早川英男
調査統計局経済調査課長	門間一夫
国際局長	堀井昭成

(事務局)

政策委員会室長	橋本泰久
政策委員会室審議役	中山泰男
企画室企画第 2 課長	吉岡伸泰 (9 : 00 ~ 9 : 08)
金融市場局金融市場課長	大澤 眞 (9 : 00 ~ 9 : 08)
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室調査役	衛藤公洋
企画室調査役	山岡浩巳

・「適格担保取扱基本要領」の一部改正の決定

1．執行部からの提案内容

4月16日に設立された株式会社産業再生機構は、政府保証を付したうえで資金調達を行う予定である。金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、同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ため、「適格担保取扱基本要領」を一部改正し、本日から実施したい。なお、本措置は、同機構の資金調達の順便化に資すること等を通じ金融システムの安定確保にも寄与し得ると考えられる。

2．委員による検討・採決

採決の結果、上記執行部提案が全員一致で決定され、適宜の方法で公表することとされた。

・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合(4月7、8日)で決定された方針¹に従って運営した。すなわち、イラク情勢や株価低迷を受けて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、当座預金残高が目標レンジの上限を上回る調節を継続した。ただ、4月下旬はイラク情勢が収束に向かいつつあったことなどをを受けて、市場動向を慎重に見極めつつ、当座預金残高を徐々に減少させている。

こうした調節のもと、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、引き続き0.001～0.002%で推移した。

2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、日本銀行による潤沢な資金供給のもと、全体としては落ち着いた市場地合いが維持されたが、銀行株価の下落などをを受けて金融機関の運用姿勢が慎重化したことから、短期国債やレボ等の金利は幾分強含んでいる。

国内資本市場では、イラク情勢が収束に向かったにも拘らず、新型肺炎(SARS)の影響を含め、経済の先行きに対する不透明感が強く、株価軟調、長期金利低下の動きが続いた。

すなわち、株価は、海外株価が持ち直すなかで、わが国経済や企業業績を巡る不透明感が根強いことや、企業年金基金の代行返上に伴う換金売りの動きが需給悪化要因として意識されたことから、7千円台後半で低調に推移した。こうしたもと、長期金利は、銀行や年金等による長期・超長期ゾーンへの投資がさらに活発化したことから一段と低下した。

この間、民間債流通利回りの対国債スプレッドは、株価軟調にも拘らず、地域金融機関や機関投資家の旺盛な投資意欲を背景に、低格付債を含め縮小した。銀行債の対国債スプレッドや銀行のクレジット・デフォルト・スワップレートも低下傾向を辿っている。

円の対米ドル相場は、概ね119～120円台でのみみ合いとなったが、対ユーロ相場は132円台まで下落した。

¹ 「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。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。」

3. 海外金融経済情勢

米国景気は、引き続き緩やかな回復基調にあるが、生産、雇用、所得の拡大モメンタムは弱まっている。個人消費は緩やかな増勢を維持しているが、雇用環境の悪化や消費者マインドの悪化が懸念される状況にあるほか、設備投資の回復基調は未だ確認されていない。

前回会合以降公表された経済指標でも、こうした認識を大きく修正するような変化は窺われな
い。本年1～3月の実質GDPは昨年10～12月(+1.4%)に続いて前期比年率+1.6%と低い
伸びに止まった。個人消費の伸びが低下しているほか、設備投資も減少している。

他の経済指標をみると、家計支出関連では、3月の小売売上高や自動車販売、住宅着工戸数な
どは2月から幾分持ち直した。週間小売統計でも、対イラク武力行使の開始後一時落ち込む動き
もみられたが、4月入り後は回復基調で推移している。企業関連では、3月の鉱工業生産は、暖
冬による電力需要減を受けたエネルギー関連の生産減や自動車の生産減から前月比-0.5%とな
った。

物価は、原油価格上昇から、エネルギー関連を中心に3月の生産者物価、消費者物価とも高い
上昇率となったが、食料品・エネルギーを除いたベースでは引き続き落ち着いている。

米国金融市場では、地政学リスクに関する懸念が後退するもとの、企業収益の回復期待を反映
し、株価はじり高傾向を辿っている。しかし、景気回復のテンポは緩やかなものとなるとの見方
が一般的であり、これを背景に長期金利は横這い圏内で推移している。

ユーロエリアでは、個人消費、設備投資など内需が低調に推移するもとの輸出も弱含んでおり、
ドイツを中心に景気が減速している。英国では個人消費の底固さを背景に景気は回復基調にある。
前回会合以降、ドイツの海外受注、ユーロエリアや英国の鉱工業生産などの指標が公表されたが、
こうした認識を修正する材料はみられない。

欧州金融市場でも、地政学リスクの後退にも拘らず、長期金利は横這い圏内で推移するなど、
景気の先行きについて引き続き慎重な見方が窺われる。ユーロ先物金利でも、年後半にかけての
利下げ観測が引き続き窺われている。ただ、株価は一部企業で事前予想を上回る業績発表がみら
れたことなどから上昇した。

中国は、第1四半期の実質GDPが前年比+9.9%となるなど、高い成長率を維持している。
NIEs、ASEAN諸国では、輸出の増勢鈍化の動きがみられるが、内需は概ね底固く、景気
は引き続き回復基調にある。ただ、韓国では朝鮮半島での緊張感の高まりなどから消費者コンフ
ィデンスの悪化が続いている。中国、香港などの東アジア諸国では、SARSの感染が広がるも
との、観光・小売業などを中心に一部経済への悪影響が表面化している。感染が更に広がると、
東アジア経済に大きな影響が及ぶ可能性もあり、今後の動きが懸念される。

この間、エマージング金融市場では、中国、香港、シンガポールなど一部東アジア諸国でS A
R Sの拡大懸念から株価が下落する動きがみられた。もっとも、ラ米諸国では、通貨や株価の上
昇などがみられている。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

前回会合以降、2月機械受注や3月の通関統計、鉱工業指数、個人消費関連指標などが公表さ
れたほか、鉱工業指数や実質輸出入の統計が遡及改訂された。これらは、これまでの景気が従来
の認識よりも若干底固く推移してきたことを示唆しているが、はっきりした回復への動きはみら
れていないという点で基本的な変化はない。

1～3月の実質輸出は、中国向けが大幅増加の一方、米国向けが自動車を中心に大きく減少し、
前期比-0.8%の微減となった。これは、10～12月の高い伸び(前期比+4.5%)の反動による
部分が大きく、均してみれば緩やかな増加基調と考えられる。しかし、海外経済をみると、地政

学リスクが一頃より後退したとはいえなお残存しているほか、SARSが東アジア経済に及ぼす影響が懸念されるなど、輸出を取り巻く環境はむしろ不透明感を増しており、今後の動向を注意深く点検していく必要がある。

個人消費関連では、2月旅行取扱高や3月の百貨店売上高、消費者マインド関連指標が公表された。個人消費は弱めの動きを続けているとの判断を変える材料はないが、従来所得の弱さの割に底固く推移してきただけに消費者マインドの悪化傾向が懸念される。3月雇用統計は、大きな変化はないが失業率が幾分上昇し、有効求人倍率が幾分低下した。

設備投資関連では、2月機械受注がかなりの減少となったものの、1～2月を均してみれば製造業、非製造業ともに前期比で高めの伸びとなっている。資本財出荷は、遡及改訂に伴って昨年4～6月をボトムに緩やかに増加する姿に修正された。いずれも設備投資の持ち直しを裏付ける動きとなったが、はっきりとした回復の動きは依然として確認できない。

鉱工業生産をみると、統計の改訂に伴って昨年10～12月が若干の増加へと上方修正された一方で、1～3月はほぼ横這いに止まった。4～5月の生産予測も横這い圏内に止まっており、当面の生産動向については、輸出の動きなどと併せてみていく必要がある。

3月の物価指標をみると、輸入物価（3か月前対比）は対イラク武力行使前の原油価格高騰を映じて上昇した。国内企業物価（同）は、輸入物価上昇や鉄鋼など素材の需給改善を受けて若干の上昇となった。企業向けサービス価格は前年比1%弱の緩やかな下落が続いている。消費者物価は、ガソリン、灯油等の値上がりから前年比-0.6%と前月に比べマイナス幅を幾分縮小した。4月以降も、医療費負担増加や昨年来の電力料金引下げの影響剥落などから、前年比マイナス幅は幾分縮小するとみられる。ちなみに東京の4月の消費者物価の前年比マイナス幅は、-0.4%と3月（-0.7%）比縮小した。

（2）金融環境

民間銀行貸出は、公的資本注人行などで業務改善命令等を意識しつつ中小企業向け貸出を幾分前傾化する動きがみられたこともあって、3月の前年比は-2.2%と前月からマイナス幅が幾分縮小した。

マネタリーベースは、4月入り後も前年比1割程度の伸びが続いている。内訳をみると、大宗を占める銀行券がペイオフ部分解禁を前に伸びを高めた前年の反動から伸び率鈍化が続いている一方、日銀当座預金は伸び率を幾分高めた。この間、マネーサプライは前年比2%前後、広義流動性は同1%台の伸びが続いている。

「主要銀行貸出動向アンケート調査」によれば、銀行からみた企業の資金需要は減少傾向が続いているが、1～3月は「減少」超幅が拡大した。一方、銀行の貸出姿勢は、大企業、中堅企業向けで「積極化」超幅が縮小したものの、中小企業向けでは「積極化」超幅が幾分拡大した。貸出条件をみても、中小企業向けについて信用枠や利鞘設定姿勢が幾分緩和する動きがみられる。こうしたもとの、企業からみた金融機関の貸出態度は、国民生活金融公庫調査、中小企業金融公庫調査とも、幾分ながら厳しさが和らぐ方向の動きとなっている。

このように、企業金融関連の各種判断指標は、一部金融機関の貸出姿勢前傾化の動きなどを反映して、幾分緩和方向の動きがみられた。CP・社債を通じる調達の面でも低格付銘柄の信用スプレッド縮小など環境の改善がみられる。しかし、こうした企業金融面の変化は微妙なものに止まっており、中小企業を中心とした企業金融の厳しさに大きな変化はない。新年度入り後も株価が軟調に推移しているほか、銀行も利鞘改善や自己資本比率を意識した貸出運営が必要とされる状況に変わりはない。このため、今後の企業金融動向は、引き続き注視していく必要がある。

5. 展望レポートの拡充

今回から「経済・物価の将来展望とリスク評価」（展望レポート）を拡充してはどうかと考えている。ポイントは、新たに「金融政策運営と金融環境」等について記述するパートを設けること、政策委員の経済・物価見通しについて、従来の「大勢見通し」、「全員見通し」に加え、「中央値」（上からも下からも5番目の値）を開示すること、の2点である。

は、金融緩和策の効果の波及度合いやその背景、日本銀行が想定するデフレ克服の展望等を説明することによって、日本銀行の情勢判断や政策運営の透明性向上に資することが期待される。

についても、政策委員会が持つ経済・物価の見通しのイメージをより判りやすく伝えられると考えられる。

金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 最近の金融経済情勢

景気動向については、前回会合以降、「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、幾つかの統計の遡及改訂によって、昨年来の景気が従来の認識より幾分底固かったことが確認された、しかし、先行きについては、イラク情勢が事実上短期で終結したにも拘らず、他の不透明要因の強まりもあってダウンサイド・リスクはむしろ強まっている、との認識が共有された。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挙げた。

海外経済に関しては、多くの委員が、イラク情勢を巡る不透明感は後退したものの、当面の回復力については慎重にみておく必要があるとの見解を示した。これに関連して、複数の委員は、欧米株価も幾分持ち直しているとはいえ力強さに欠けており、市場のコンフィデンスもさほど改善していないと述べた。

海外経済の回復力を慎重にみざるを得ない背景について、委員は、イラクの戦後復興の成否やテロ再発など、地政学リスクの残存、米国経済におけるバランスシート、過剰設備の調整圧力や双子の赤字問題、欧州経済における金融システムの脆弱性などファンダメンタルズの弱さ、堅調を維持している東アジア経済に対してSARSが及ぼし得る潜在的な影響などを挙げた。これに関連して、何人かの委員は、米国の1～3月実質GDP成長率、とりわけ内需の伸びの低さ、欧州の内需や雇用、各種コンフィデンス指標の弱さ、アジアの輸出鈍化傾向など、足許の経済指標からも回復力の弱さが窺われると指摘した。複数の委員は、米国の双子の赤字拡大やその持続可能性を巡る論議がドル相場に及ぼす影響に言及した。別の複数の委員は、アジア経済に関して、前回会合時に比べSARSの経済的影響がより具体的かつ広範になっていると述べた。

株価に関しては、欧米株価が幾分なりとも持ち直すなかで本邦株価の弱さが目立つ点が意識された。多くの委員は、企業業績やわが国経済の先行きに対して市場がかなり悲観的な見方をしていることの表われであると指摘したうえで、その理由について、不良債権処理や各方面における構造改革の遅れに対する懸念を改めて強めているためではないかとの見解を述べた。複数の委員は、このようなわが国経済のファンダメンタルズの弱さに加えて、持合い解消や企業年金基金による代行返上の動きといったわが国固有の需給要因も株価の下押し要因になっていると指摘した。また、複数の委員は、ごく足許の欧米株価に比した弱さは、SARSや朝鮮半島情勢の影響が強く意識されている面があるのではないかと述べた。

また、多くの委員は、株価下落が金融経済面に及ぼす影響を懸念材料として指摘した。金融市場は、日本銀行による多額の資金供給のもとで、基本的には落ち着いた地合いを維持しているものの、短期国債やレポ、或いは日本銀行オペの金利が強含むなど、流動性需要が幾分強まる動きがみられる点が意識された。これに関連して、複数の委員は、金融機関の資金繰りは預

貸戻改善から落ち着いているが、流動性預金の流入による面が大きく、銀行株価の下落が続くもとで、潜在的な流動性リスクへの警戒感は根強いと指摘した。また、何人かの委員は、更なる株安が金融機関等の体力、信用仲介行動に及ぼす影響や、保有株式の損失処理などを通じて企業業績に及ぼす影響、さらには企業や家計のマインドを悪化させる可能性などを指摘し、今後の情勢を十分注意してみていくべきとの認識を示した。

株価動向に関連して、何人かの委員が、このところ史上最低水準を更新している長期金利の動向や、社債等の信用スプレッドの縮小傾向に言及した。ある委員は、これらは量的緩和の効果、資金余剰感の強まりという面もあるが、株安の影響も大きいのではないかと指摘した。また、多くの委員は、長期金利の低下は基本的には市場のデフレ長期化予想の表われとの見方であったが、何人かの委員は、相場がやや過熱気味となっている可能性にも言及した。この間、ひとりの委員は、銀行株価の下落にも拘らず、銀行債務の各種信用スプレッドが縮小している点に触れ、市場が銀行の収益力を厳しくみて株を売る一方で、銀行債務については国による何らかの保護を前提に投資を進めているとすれば、市場全体として不健全な道を歩んでいる惧れもあると指摘した。

この間、物価動向に関して、何人かの委員が3月の消費者物価の下落幅が幾分縮小しており、4月以降もある程度縮小が見込まれる点に言及し、これらは原油価格上昇や医療費負担の増加など一時的要因によるところが大きく、経済が大きな需給ギャップを抱えた状況に変わりはないため、「緩やかな物価下落が続く」という基本認識を変更するには当たらないとの見解を示した。

2. 経済・物価の将来展望とリスク評価

次に、当会合において「経済・物価の将来展望とリスク評価」（展望レポート）を決定・公表する予定であることを踏まえ、委員は、本年度末にかけての経済・物価の標準的な見通しや、これに影響を与え得るリスク要因について議論を行った。

まず、今年度の景気の標準的なシナリオについて、委員は、海外経済の緩やかな回復を前提とすれば、輸出・生産が今後再び伸びを高め、経済の前向きな循環が働き始める、但し、わが国経済が根強い構造調整圧力を抱えるもとで、景気の回復テンポは緩やかなものに止まる、そうした実体経済動向のもとで、需給ギャップは明確な縮小には至らないため、物価はなお緩やかな下落傾向が続く、との認識を共有した。

上記の標準的なシナリオに関するリスク要因としては、海外経済の動向、株価も含めた金融資本市場の動向、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の4点が挙げられた。いずれも、基本的には上振れ・下振れ両方向に働き得る要因との認識であったが、どちらかと言えば下振れ方向のリスクに関する指摘が多くなされた。

まず、標準シナリオが、引き続き外需主導の回復を想定していることから、大方の委員は、海外経済が緩やかな回復傾向を持続するかどうか引き続き重要な鍵であるとの認識を示した。そのうえで、多くの委員は、最近の金融経済情勢を巡る上述の議論を踏まえ、海外経済の回復力が現在想定しているよりも弱い可能性に言及した。このうちのひとりの委員は、第2四半期に世界の製造業生産が弱含み、日本の輸出も弱含むリスクがあると指摘した。同様に、金融資本市場の動向についても、足許における株価の軟調が、家計や企業のマインドや支出行動に悪影響を及ぼす可能性が強く意識された。

不良債権処理や金融システムの動向を巡っては、何人かの委員が、不良債権問題の解決や金融機関の収益力強化に向けた道筋が描かれていない点が基本的な問題であるとの認識を示した。このところの銀行株価の下落も、銀行経営に対する市場の厳しい評価の表われであるとの指摘もみられた。

ある委員は、このような状況のもとでは、金融機関の信用仲介機能、金融緩和の波及メカニズムは制約されることになると述べた。そのうえで、この委員は、日本銀行としては金融システムの早期健全化にも政府などと協力しつつ取り組んでいく必要があると述べた。

このように、海外経済や金融資本市場の動向、金融システムなどに大きな不確実性を抱えるもとで、委員は、国内民間需要の回復力についてもリスク要因として認識しておく必要があるとの考え方を共有した。個人消費については、従来、所得対比では相応に底固さを保ってきたが、年金・医療費負担増や所得環境の厳しさから消費者マインドが悪化し、底固さが崩れるリスクが意識された。設備投資については足許持ち直し傾向にあるものの、何人かの委員が、株価下落による企業財務の悪化、成長期待の萎縮などの影響を注視すべきとの見解を述べた。

金融政策の効果に関する評価を巡っても議論が行われ、量的緩和は、株価下落やイラク情勢など、経済に様々なショックが加わるもとでも金融市場の安定を確保し、これを通じてデフレ・スパイラルの防止に寄与してきた、しかし、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は活性化されておらず、実体経済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、との認識が概ね共有された。

の点に関連して、複数の委員は、長めの金利も含めた金利水準の低下、社債等の信用スプレッド縮小などの面で、量的緩和が金融機関等のリスク・テイクを促す（ポートフォリオ・リバランス）効果がある程度みられた点にも留意すべきと述べた。ただ、これらの委員も含め、多くの委員は、株などの資産価格や銀行貸出への目立った影響は窺われておらず、ポートフォリオ・リバランス効果は総じて限定的なものに止まっているとの評価を共有した。

その背景について、ひとりの委員は、成長期待の改善が伴っていない点を指摘したうえで、金融緩和効果を高めるためにも経済の基礎的な力を高め、需要を引き出していく必要があると述べた。こうした観点から、大方の委員は、民間企業、政府、金融機関等がそれぞれの課題に取り組んでいくとともに、日本銀行としても引き続き金融市場の安定を確保しつつ、金融緩和の波及メカニズム強化に取り組んでいくことが重要である、との認識を共有した。

ある委員は、展望レポートにおける経済・物価見通しとの関係で80年代前半の水準まで逆戻りしている株価水準に言及した。この委員は、現在の株価水準が、経済実勢の反映なのか、行き過ぎた萎縮なのかは判断が難しいが、市場は日本経済の先行きをかなり厳しく評価している、この点、展望レポートが描くように、今の延長線上で粘り強い取組みを続けていけば成長期待が高まっていくのか、或いは、様々な分野で思いきった政策強化が必要なのか、良く考えていく必要があると述べた。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

当面の金融政策運営については、わが国経済を巡る先行き不透明感の強まりを踏まえ、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を示した。ただ、ひとりの委員は、金融市場の状況等からすれば現状維持も選択肢たり得るとの認識を示したうえで、今回は市場が政策変更を予想していないこともあり、当座預金残高目標を引き上げる理由について、十分説明を行う必要があるとの考えを示した。引き上げ幅は、直近の当座預金残高である25兆円台を十分カバーし得るものとする観点から5兆円（目標レンジは「22~27兆円」）とすることが適当とされた。この点について、複数の委員は、郵政公社による多額の当座預金保有が徐々に落ち着いてくることも考慮すればかなり積極的な緩和と位置づけられる、と述べた。

また、金融市場調節方針の「なお書き」については、イラク情勢こそ落ち着いてきたものの、金融資本市場や流動性需要を巡る不確実性は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。同様の趣旨から、補完貸付制度の弾力運

用（1積み期間中の公定歩合による利用可能日数を5営業日までとするルールの適用停止）についても、当面継続することとされた。

なお、当座預金残高目標の引き上げに関連して、多くの委員は、短期資金供給オペの応札状況などに照らすと、円滑な資金供給を行ううえで長期国債の買い入れ増額は不要との見解を示した。

また、ある委員は、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、と述べた。これに対し、議長は、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ではないかと述べ、他の委員もその考え方に同意した。

このほか、展望レポートにも関連して、金融政策の透明性向上策を巡っても議論が行われた。

ある委員は、金融政策の透明性を高めるには、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であると整理した。そのうえで、多くの委員は、展望レポートのなかで、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。

ただ、同時に多くの委員は、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。この点に関して、ひとりの委員は、物価が下落を続けるもとの「日本銀行は何故もっと緩和しないのか、他に手段があるのではないか」といった国民の素朴な疑問に十分説得的に答えきれていないとしたうえで、この点は、透明性の問題というよりも政策の枠組み自体の問題として捉えるべきとの認識を示した。また、ひとりの委員は、展望レポートにおけるデフレ脱却への展望に関する記述は、構造改革の役割を強調し過ぎている面があるのではないかと指摘した。

何人かの委員は、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を示した。このうちのひとりの委員は、その理由について、期待インフレ率のアンカーとなり得ること、物価の調整にかかる期間や費用を削減する効果があり得ることを挙げた。この委員は、展望レポートにおいても、日本銀行が目指す物価安定を数値で示すとともに、デフレ克服の前提条件は何か、金融政策が何をすべきかを明確に記載することが望ましい、その際最終的な目標に至る金融政策の過程を幾つかの局面に分け、局面毎に異なる目標や手段を採用するといった動的アプローチも考え得るのではないかとの見解を述べた。これに対し、別の委員は、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状況等によって異なると述べ、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指摘した。

また、別の何人かの委員は、目標を実現する手段を欠いているもとのでは、インフレ・ターゲットにせよ、参照値にせよ、さほど意味はない、或いはかえって政策運営を判りにくくしかねないと述べ、まずは金融緩和の波及メカニズム強化が重要との認識を示した。これに対し、ひとりの委員は、日本銀行が「政策手段がない」と言うほど、市場がそれを織り込んでデフレを克服しにくくなる面があり、日本銀行はより強いコミットメントを示すことが必要との見解を述べた。

また、何人かの委員は、今回政策委員見通しの「中央値」を出すこととなっている点に触れ、「中央値」の提示が、インフレ目標や参照値に結び付くものと誤解されないよう十分注意して説明していく必要があると述べた。

・政府からの出席者の発言

会合の中では、財務省の出席者から、以下のような趣旨の発言があった。

- わが国経済は依然としてデフレが継続している。デフレは、緩やかなものであったとしても、長く続くことによりデフレ心理を深刻化・定着化させ、それがデフレ克服を一層困難なものとしている。日本銀行は、これまでもデフレ克服に向けた金融政策運営を行ってきたが、こうした心理面からの悪循環を断ち切るためには日銀自身が物価の下落を望まないという強い政策態度を改めて示し、金融政策の内容を国民に判りやすく説明することが重要である。こうした観点から、金融政策の透明性の向上について検討を進めて頂きたい。
- 日本銀行は、金融政策運営の基本的な枠組みについて、金融緩和の波及メカニズムを強化する観点から幅広く検討を行っているが、家計や企業など実体経済に如何に資金を流すかという観点から、質量両面において一段と工夫を講じられぬか更なる検討を進め、実効性ある金融緩和措置を実施して頂きたい。
- こうした検討作業の一環として、日本銀行は、前回の金融政策決定会合において資産担保証券の買い入れの検討を決定したが、今後可能な限り早期に具体案が決定・実施され、実体経済における資金循環の活性化に繋がることを期待している。
- また、日本銀行は、当座預金残高目標である 17~22 兆円を上回る潤沢な流動性供給を行っているが、市場に不測の事態が起きないように引き続き万全の対応をお願いする。
- なお、4月の東京の消費者物価にみられるように、全国の消費者物価も今後前年比マイナス幅の縮小が見込まれる。金融政策の目的は単なる物価安定のみならず、それを通じて国民経済の健全な発展に資するというものであり、経済動向を見据えながら適切な対応をしていく必要があるので、金融政策の枠組み見直しにあたっては、こうした観点からの検討もお願いしたい。また、マネタリーベースは、日本銀行が年度末にかけ資金供給を増加させたこともあって、辛うじて前年比 10%台の伸びを維持しているが、マネーサプライの伸び率は 1%台後半に低下している。両者の関係が稀薄化している面はあるにせよ、マネタリーベースの伸びがマネーサプライ増加の原動力であることは間違いない。金融緩和の波及メカニズム強化の検討に際しては、マネーサプライの伸び率低下をどう考え、どう対応していくかというマクロ的観点からの検討も是非進めていただきたい。

内閣府の出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- 景気の基調判断については、月例経済報告で示したとおりであるが、こうした中で物価は依然として下落しており、デフレ期待も継続している。マーケットの動向もこうした状況を反映しているとみられる。日本経済の重要課題はデフレ克服である。
- 政府の「改革と展望」においては、政府、日本銀行一体となった取組みを通じて 2004 年度までの集中調整期間終了後にはデフレを克服することとしている。このため、政府は様々な構造改革をさらに推進していく。日本銀行は、今回の「経済・物価の将来展望とリスク評価」において新たにこれまでの金融政策の評価やデフレ克服の展望を示されたが、今後とも 2005 年度のデフレ克服を目指す観点から、金融政策運営の基本的な枠組みについての見直しも含め、さらに金融調節手段の検討を深められ、デフレ克服に実効性ある金融政策運営を期待する。

・採決

以上のような議論を踏まえ、会合では、日銀当座預金残高の目標を 5 兆円引き上げることが適当である、との考え方が共有された。

これを受け、議長から以下の議案が提出された。

議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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。

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。

2. 対外公表文は、別途決定すること。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、植田委員、田谷委員、
須田委員、中原委員、春委員、福間委員

反対：なし

・「経済・物価の将来展望とリスク評価」の決定

次に、「経済・物価の将来展望とリスク評価」の文案が検討され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、即日公表することとされた。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、植田委員、田谷委員、
須田委員、中原委員、春委員、福間委員

反対：なし

・対外公表文の検討

続いて決定事項等にかかる対外公表文について、執行部が作成した原案に基づいて委員の間で議論が行われ、採決に付された。採決の結果、対外公表文（「金融市場調節方針の変更等について」）が全員一致で決定され、別紙のとおり、即日公表することとされた。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、植田委員、田谷委員、
須田委員、中原委員、春委員、福間委員

反対：なし

・議事要旨の承認

前々回会合（3月25日）の議事要旨が全員一致で承認され、5月6日に公表することとされた。

以 上

2003年4月30日
日 本 銀 行

金融市場調節方針の変更等について

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、金融調節の主たる操作目標である日本銀行当座預金残高の目標値を、これまでの「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（別添）。
あわせて、産業再生機構に対する証書貸付債権を、新たに日本銀行の適格担保とすることを決定した。
2. わが国の景気は、全体として横這いの動きを続けている。この間、海外経済の動向をみると、欧米諸国の景気回復力については、依然不確実性が高い。また、総じて堅調を維持しているアジア経済についても、新型肺炎（SARS）の影響が懸念される。
3. 金融面をみると、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、金融機関の流動性調達を巡る懸念は、ほぼ払拭されている。しかしながら、株式市場では、銀行株を中心に株価が不安定な動きを続けており、これが先行き金融市場や実体経済活動に悪影響を及ぼすリスクには、十分な注意が必要である。
4. 以上のような経済金融情勢に関する不確実性を踏まえ、日本銀行は、当座預金残高の目標値の引き上げを通じて、金融市場の安定確保に万全を期し、景気回復を支援する効果をより確実なものとするのが適当と判断した。
5. なお、日本銀行は、金融政策の透明性を一段と向上させる観点から、本日公表する「経済・物価の将来展望とリスク評価」において、新たに金融政策運営と金融環境に関するパートを新設するなど、内容の拡充を図ることとした。

以 上

(別添)

平成15年4月30日
日本銀行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(全員一致)。

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。

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。

以上

(15 年 5 月 19、20 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2003 年 5 月 19 日 (14:00 ~ 15:42)
5 月 20 日 (9:00 ~ 12:57)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

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

4 . 政府からの出席者 :

財務省	津田 廣喜	大臣官房総括審議官 (19 日)
	谷口 隆義	財務副大臣 (20 日)
内閣府	小林 勇造	内閣府審議官

(執行部からの報告者)

理事	平野英治
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画室審議役	山口廣秀
企画室企画第 1 課長	櫛田誠希
金融市場局長	山本謙三
調査統計局長	早川英男
調査統計局経済調査課長	門間一夫
考査局長	稲葉延雄
国際局長	堀井昭成

(事務局)

政策委員会室長	橋本泰久
政策委員会室審議役	中山泰男
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室調査役	長井滋人
企画室調査役	山岡浩巳

金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合(4月30日)で決定された方針¹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。こうした調節のもとで、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、引き続き0.001~0.002%で推移した。

なお、りそな銀行に関する公的資本注入の方針の決定(5月17日)といった情勢を踏まえ、金融市場の安定確保に万全を期す観点から、週明け後の19日朝方、即日の手形買入オペを通じて、1兆円の追加的な資金供給を行った。こうしたもとで、19日のコールレートの平均値は0.002%と、それまでと同様の水準で推移するなど、市場は落ち着いた地合いを続けた。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、日本銀行による一層潤沢な資金供給のもとで、ターム物金利が低下するなど、落ち着いた地合いが続いた。また、りそな銀行の問題を受けた5月19日のマーケットでも、ユーロ円レートや短国レート等のターム物金利は、ほぼ横這いで推移した。

債券市場をみると、経済の先行き不透明感が根強い中、4月下旬にかけては、銀行等が利鞘確保のため保有債券のデュレーションを伸ばす動きが強まり、長期・超長期ゾーンを中心にイールド・カーブのフラット化が進行した。その後、5月入り後は、長期・超長期債の利回り低下を眺めて中期債の購入が活発化し、これらの利回りが低下している。このように、銀行や機関投資家が運用難から国債投資を一段と活発化させたことから、長期国債流通利回り(10年物)は0.5%台まで低下した。

また、民間債流通利回りの対国債スプレッドも、国債流通利回りの低下や当面のデフォルト・リスクが後退しているとの見方を背景に、機関投資家等が社債投資を拡大させたことから、既往ボトム圏まで縮小している。

株式市場では、国内経済に対する慎重な見方は根強いものの、最近の欧米株価の堅調な推移などを受けて株価は持ち直しに転じ、日経平均は8千円台を回復した。5月19日中は、りそな問題をきっかけとして銀行株の下落が進み、いったんは再び8千円を割り込む展開となったが、終値では8千円台に戻している。

為替市場では、対イラク武力行使の終結にもかかわらず、米国の財政赤字・経常赤字拡大懸念の強まりや、米国通貨当局者の発言などを受け、米国が為替政策のスタンスを変えているのではないかといった思惑が市場の一部に生まれていることなどを背景に、米ドルが他通貨に対して下落する展開が続いた。こうしたもとで、円の対ドル相場は足許では115円台まで上昇する一方、円の対ユーロ相場は、ユーロ発足以来の最安値圏となる135円台まで下落した。

3. りそな銀行に対する公的資本注入方針発表後の金融機関の動向

5月17日、りそな銀行に対して早期是正措置が発動され、預金保険法第102条に基づく資本増強の必要性の認定が行われた。また、同日、日本銀行は、日銀法第38条に基づき、りそな銀行に対し、必要が生じた場合ただちに所要資金を供給する方針を決定した。

¹ 「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。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。」

りそなグループの状況をみると、先週末（17～18日）におけるりそな銀行、埼玉りそな銀行のATMによる現金払い出しは通常の週末の2倍弱、この間の預金の流出額は全預金の1%弱程度と、総じて平静であった。

19日も、りそなグループ各行から目立った資金流出は生じておらず、市場性資金の調達に関しても概ね問題は起こっていない。こうしたもとで、いわゆる特融を含め、日本銀行貸付を実行することなく、グループ各行は資金決済を完了している。また、各行は多額の超過準備を保有しており、当面の資金繰りには十分の余裕があると考えられる。他の大手行や地域金融機関においても、特に預金流出は起きていない。

4. 海外金融経済情勢

米国景気は、引き続き緩やかな回復基調にあるが、生産、雇用、所得の拡大モメンタムは弱まっている。

最終需要の動向をみると、個人消費は、地政学的リスクの低下から消費者マインドが幾分改善するもとで、緩やかな増勢を維持している。しかし、個人消費の先行きについては、雇用環境の悪化の影響が懸念される状況である。設備投資はほぼ下げ止まったとみられるが、景気の先行きや企業収益に対する不透明感が根強いもとで、未だ回復基調は確認されていない。

このような経済状況のもと、5月6日の連邦公開市場委員会（FOMC）では、FFレートの据え置きが決定された。同時に、先行きのリスクバランスについては、「予見し得る将来において、弱含みの方向に傾いている」との判断を示した。

米国金融市場では、先行きの景気回復に関する慎重な見方などを背景に、長期金利は低下傾向で推移した。FF先物金利などから市場の先行きの金利観をみると、年央にかけての利下げがある程度織り込まれている。この間、株価は、市場予想を上回る企業業績の発表が続いたことから上昇した。

ユーロエリアでは、個人消費、設備投資など内需が低調裡に推移するもとで、輸出も弱含んでおり、景気は減速している。生産が低調に推移しているほか、雇用環境も緩やかな悪化傾向が続いており、消費者コンフィデンスも低調に推移している。

NIEs、ASEAN諸国では、輸出の増勢が鈍化しているが、内需はこれまでのところ底固く推移しており、景気は引き続き回復基調にある。中国では、財政支出の増大や高水準の対内直接投資等に伴う内需好調に加え、輸出も増加基調にあり、引き続き高い成長率を維持している。しかし、中国、香港、台湾、シンガポールなどでは、新型肺炎（SARS）の感染拡大が個人消費を中心に悪影響を与えている可能性がある。

エマージング金融市場をみると、東アジアでは、新型肺炎の影響に対する懸念から株価、通貨の下落が続いていたが、中国を除いて新型肺炎の感染が一段と拡大する懸念が後退したことから、幾分値を戻した。ラ米諸国では、実体経済が好転しつつあることを受けて、総じて堅調に推移した。

5. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

最終需要面をみると、設備投資は、先行指標に弱い部分もみられるが、足許緩やかに持ち直してきている。一方、個人消費が弱めの動きを続けているほか、住宅投資は低調に推移しており、公共投資も減少している。このように、国内需要全体に明確な回復の動きがみられない中で、純輸出は横這い圏内で推移している。

以上の需要動向を反映し、鉱工業生産は横這い圏内の動きとなっている。雇用面では、雇用者

数は下げ止まり傾向にあるとみられるが、企業の人件費削減姿勢が根強い中で、雇用者所得は減少を続けており、家計の雇用・所得環境は、全体として引き続き厳しい。

先行きを展望すると、海外経済は、イラク情勢を巡る不確実性の低下から、本年後半にかけて米国を中心に成長率を高めるとの見方が、民間の標準的な見通しとなっている。これを前提とすれば、輸出はいずれ増勢を取り戻すと考えられる。しかし、当面は欧米経済の回復力がかなり弱いものにとどまると予想されるうえ、これまで堅調に推移してきた東アジア経済についても、新型肺炎問題の影響から、少なくとも一時的には成長率が鈍化するとみえておくのが妥当であろう。こうした状況のもとで、当面、輸出・生産は横這い圏内で推移するとみられる。

国内需要面では、企業収益が回復していることもあり、輸出や生産が増勢を取り戻せば、設備投資の回復傾向が明確化し、雇用者所得の減少にも歯止めがかかっていくと考えられる。しかし、財政面からは、各種社会保障関連の家計負担が増加しているほか、公共投資も減少傾向が続くことが見込まれる。また、企業の過剰債務や人件費の削減圧力、期待成長率の低さ、金融面の弱さといった構造的な調整圧力も根強く作用すると考えられる。

物価面をみると、国内企業物価は、機械類の価格低下が続く一方で、輸入物価の上昇や素材の需給改善が影響し、全体として下げ止まっている。消費者物価は、引き続き緩やかに下落しているが、医療制度改革に伴う診療代の上昇などを背景に、前年比下落幅は縮小している。

なお、1～3月のGDPデフレーターは、前年比-3.5%とかなりマイナス幅が拡大した。これには、内需の中で設備投資のウエイト（とりわけ、価格下落幅の大きいIT関連財投資のウエイト）が高まったこと、2002年度の公務員給与の引き下げが主に年度末手当の圧縮で調整されたため、政府消費支出デフレーターが大きなマイナスとなったこと（公務員サービスという付加価値自体は不変とみなされるため、年度末手当の削減分はそのままデフレターの低下に反映される）、原油価格の上昇（投入価格の上昇はデフレターの低下要因となるため）、など一時的な要因がいずれもデフレター押し下げ方向に働いたことが寄与している。

（2）金融環境

クレジット関連指標をみると、民間銀行貸出は前年比2%台の減少が続いているが、マイナス幅は幾分縮小している。CP・社債の発行残高は、概ね前年並みの水準で推移している。これらを含めた民間総資金調達量は、引き続き減少傾向を辿っている。

マネー関連指標をみると、マネタリーベースは、日銀当座預金が3割台の高い伸びとなっている一方で、銀行券の伸び率が前年の反動もあって鈍化を続けていることから、全体で前年比1割程度の伸びで推移している。この間、マネーサプライは前年比1%台半ば、広義流動性は前年比1%程度の伸びとなっている。マネーサプライの伸び率鈍化は、合計2兆円強にのぼる大手銀行グループの増資を引き受けるため、法人等で預金を取り崩す動きがみられたこと、個人向け国債の発行（3～4月計で6,000億円）の影響も看過し得ない。

企業金融の動向をみると、民間の資金需要は、企業の借入金圧縮スタンスが維持されている中で、設備投資が低水準にあることなどから、引き続き減少傾向を辿っている。

一方、資金供給面では、民間銀行は、優良企業に対して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ているが、このところ利鞘設定などの面で貸出姿勢を幾分緩和する動きも窺われている。企業からみた金融機関の貸出態度は中小企業等ではなお厳しい。社債、CPなど市場を通じた企業の資金調達環境をみると、高格付け企業は引き続き緩和的であるほか、相対的に格付けの低い企業でも幾分持ち直しの動きがみられる。

以上のように、金融市場では、日本銀行の潤沢な資金供給のもとで、きわめて緩和的な状況が維持されているほか、長期金利も一段と低下している。マネーサプライやマネタリーベースは、このところ伸びが幾分鈍化しているが、経済活動との対比でみれば高めの伸びを維持して

いる。企業金融面では、CP・社債の発行環境などに幾分改善の動きがみられるものの、信用力の低い企業を中心に資金調達環境が総じて厳しいという基本的な状況に大きな変化はない。金融資本市場の動向や金融機関行動、企業金融の状況については、りそな銀行の問題の影響も含め、引き続き十分注意してみていく必要がある。

金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

景気の現状について、委員は、全体として横這いの動きを続けている、新型肺炎のアジア経済への影響や、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を、概ね共有した。

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、前向きの循環が働き始めるとの基本シナリオは維持されている、との見方を示した。同時に、何人かの委員は、目先、海外経済の回復テンポが直ちに高まることが予想し難い状況の下、日本経済が回復に転じる時期もさらに後ずれする方向にある、との見解を述べた。

先行きのリスク要因として、何人かの委員は、4月末に公表した「展望レポート」では新型肺炎の影響なども含めた海外経済の動向やドル安、さらには金融システム問題や株価の影響等を指摘したが、りそな銀行への公的資本注入の方針決定の影響等も踏まえれば、これらのリスク要因に引き続き注意が必要である、と述べた。一方で、このうちひとりの委員は、対イラク武力行使の終結、原油価格の低下、日米両国において企業収益の回復が確認されていること、といったプラス材料にも言及した。

米国経済について、何人かの委員は、足許、企業業績の回復が確認されている一方で、生産・雇用関連など、景気との同時性が強い指標に弱さが目立つなど、景気回復のテンポが高まっていないことを指摘した。このうち複数の委員は、いわゆる地政学的リスクが景気回復を妨げる本質的な理由ではなかったことが、徐々に確認されつつある、との見解を述べた。

一方で、これらの委員は、株価の上昇や消費者マインドの改善、さらには社債の信用スプレッドの縮小など、景気の先行きとの関連が強いとみられる指標には改善傾向も窺われている、と述べた。このうちひとりの委員は、地政学的リスクの減少や原油価格の低下、さらには最近の長期金利の低下が、先行きの経済に好影響をもたらす可能性を指摘した。

そのうえで、これらの委員は、年後半に米国経済の成長率が若干高まるというシナリオ自体は維持されている、との見解を示した。

この間、別の複数の委員は、米国連銀がデフレを警戒し、金融緩和の継続を事前にコミットしたとの市場の見方が、長期金利の低下やドル安の加速に影響している可能性に言及した。

さらに、何人かの委員は、いわゆる「双子の赤字」への懸念や、米国通貨当局がインフレ率の低下等を眺めてドル安政策に転じているのではないかといった市場の思惑からドル安が進み、これが日本の輸出に悪影響を及ぼすリスクを指摘した。また、複数の委員は、ドル安・ユーロ高の影響を被るはずのユーロ圏には、インフレ率の水準の異なる多数の国が含まれているため、ドル安阻止に向けた足並みが揃い難いとの市場の見方があることに言及した。

東アジア経済について、何人かの委員は、新型肺炎の影響は、統計面からはなお確認できていないが、少なくとも当面は消費・生産等の下方リスク要因として慎重にみておくべきであろう、との見解を述べた。このうちひとりの委員は、新型肺炎の影響は、素材市況の低下などにすでに表れているのではないかと述べた。

別のひとりの委員は、4～6月のアジアの成長率はかなり伸びが鈍化する可能性があり、また、米国や欧州も4～6月の成長率は低めとなる可能性が高いことから、世界経済全体として、この4～6月の成長率は低めとなるとみられ、これが日本の輸出・生産の弱含みを招くリスクがある、との見解を示した。また別のひとりの委員も、わが国の4～6月の輸出は減少に転じ

るとの見方を示した。

国内企業部門に関して、何人かの委員は、企業収益の回復傾向自体は確認されている、との見解を述べた。

同時に、経済の先行きを取り巻く不透明感が強いこと、企業は、収益回復が人件費削減等のリストラ効果に支えられている部分が大いといえ、業況の回復を実感するに至っていないこと、等から、前向きな投資に踏み切るには至っていない、との見方を示した。この点に関連して、ひとりの委員は、ミクロの企業業績好転をマクロの動きに繋げていくことが景気回復を実現する鍵となる、と述べ、税制改革、規制改革、乗数効果を念頭に置いた財政支出の見直し等が重要であると指摘した。

この間、何人かの委員は、4～6月の機械受注の見通しが弱めであることに言及した。

複数の委員は、見通しの作成時期に、株安や新型肺炎、さらには対イラク武力行使といった、経済の先行き不透明感を強める要因が重なったことが、見通しを慎重なものとした可能性に言及した。別のひとりの委員は、公表される見通し計数は過去3四半期の達成率の平均値を乗じて調整されたものであるため、受注の回復初期には見通しが低めにしやすいことを指摘した。

家計部門に関し、ひとりの委員は、雇用・所得環境の厳しさはなお続く可能性が高く、個人消費は、所得対比でみて持ちこたえているとはいえ、弱めの動きが続く可能性が高い、との見方を述べた。

物価動向に関連し、1～3月期のGDPデフレーターの前年比マイナス幅の拡大についても、何人かの委員が発言した。ひとりの委員は、投資財のデフレは深化しており、資本のレンタル費用が上がることを通じて、投資環境に好ましくない影響を与えている、と述べた。この間、別のひとりの委員は、デフレーターの前年比マイナス幅拡大には、公務員の特別給与の減少を反映した政府消費支出デフレーターの前年比大幅低下といった一時的要因がかなり寄与しており、先行き、下落率が傾向的に大きくなることは予想し難い、と指摘した。

金融面の動向についても、何人かの委員が発言した。

短期金融市場の動向について、何人かの委員は、りそな銀行への公的資本注入の方針決定後も、日本銀行の潤沢な資金供給のもとで、短期金融市場は概ね落ち着いた推移を続けており、りそな銀行の問題がわが国金融機関の流動性調達の問題に結びつく事態は回避されている、との認識を示した。

下落傾向を辿っている長期金利の動向に関して、ひとりの委員は、20年債、30年債といった超長期債も含めかなり低水準となっており、この背景には経済の先行きを巡る不透明感があるとみられるが、一部には行き過ぎとの見方もある、と指摘した。別のひとりの委員も、投資家の購入姿勢の強気化から債券が買い込まれているが、金利低下の余地が限られている状況での動きであり、十分な注意が必要である、との見解を述べた。

株価の動向に関して、ひとりの委員は、株価が将来の企業の収益力に対する市場の見方を示すものであることを踏まえれば、銀行株の低迷は、市場がわが国銀行の将来の収益性に対して依然厳しい見方を採っていることの表れであろう、と述べた。そのうえで、今回のりそな銀行の問題が経済金融面にどのような影響を及ぼすかは、りそな銀行自身も含めたわが国の金融機関が、収益力の向上に向けた説得的なビジョンを示せるかどうかにかかると指摘した。

為替市場の動向について、ひとりの委員は、ドルが他通貨に対して売られる展開になっており、この中で円も対ドルでは円高方向の動きとなっている、と述べた。同時に、円は対ユーロでは円安となっているなど、実効ベースでは円高が進んでいるわけではないが、ドル安の底流には米国の経常赤字などへの懸念があるだけに、これが国際資金フローなどに影響を及ぼすことがないか、注意深くみていく必要がある、と述べた。

別のひとりの委員は、ドル安は米国産業界にはプラスの影響をもたらす面もあるが、資金フロー面や株式市場・債券市場には悪影響を及ぼす可能性があり、トータルで見れば米国にとってマイナス面が大きい、そうしたことが認識されれば、いずれドル安には歯止めがかかるのではないかと、との見方を示した。

企業金融の動向について、ひとりの委員は、りそな銀行の問題がその他の銀行の資産圧縮の動きを加速したり、投資家のリスクテイク姿勢に影響を与えることがないかと、注意してみていく必要がある、と述べた。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

当面の金融政策運営について、委員は、景気の先行き不透明感が強まる中で、りそな銀行の問題も踏まえれば、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。

まず一つ目の見解は、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き、というものであった。

その理由として、上記の立場を採る委員は、りそな銀行の問題に伴い流動性需要が高まるとすれば、それは金融システム不安に基づく一過性のものとみられること、現在、短期金融市場は概ね落ち着いており、流動性需要が特に高まっているわけではないこと、仮に先行き流動性需要が高まることであっても、その持続性や大きさについて、現時点で見極めることは難しいこと、を挙げた。その上で、当面は「なお書き」で対応した上で、その後の流動性需要増加の状況などを見極めながら、必要とあれば次回会合以降に日銀当座預金残高目標を引き上げるといった対応が適当である、との見解を述べた。

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、本会合で当座預金残高目標の引き上げを行うべきというものであった。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、本年1月以前の表現に戻すことが適当である、とされた。

その理由として、上記の立場を採る委員は、りそな銀行の問題に伴い流動性需要は既に高まっており、こうした動きが短期的に収束することは必ずしも期待し難いこと、当座預金残高目標の明示的な引き上げという対応により、金融市場の安定に万全を期すという日本銀行のスタンスを明確に示し、国民に安心感を与えることが有益であること、を挙げた。このうち複数の委員は、りそな銀行の問題や海外経済の動向、為替相場の不安定な動きなどを踏まえれば、現時点で、経済の先行きを巡る下方リスクはやや高まったと判断され、当座預金残高目標の小幅増額はこれへの政策対応と位置付けられる、との見解を述べた。

この議論に関連して、ひとりの委員は、景況判断自体の下方修正と政策とを対応させるという考え方に立てば、先行き、そうした判断がより明確になった段階で、より大幅な当座預金残高目標の引き上げという形が採られるべきではないかと、との見解を述べた。別のひとりの委員は、現時点で先行きの流動性需要の高まりの程度が見通し難いのであれば、当面、当座預金残高目標の上限を外すという対応も考えられるのではないかと、と述べた。

また、別のある委員は、物価安定数値目標について検討を開始すべきであり、政策手段としては、物価連動債への交換を可能とするオプションを新規発行国債に付けることを前提に長期国債買入の増額、または外債購入が考えられると述べた。さらに別のひとりの委員は、望まし

い物価上昇率について、達成の期限を定めずにしても、これをどう捉え、金融政策運営の中でどのように扱うべきか、検討すべきではないか、と述べた。

なお、本日の会合における議論を総括し、ひとりの委員は、経済金融情勢の認識や、このような情勢のもとで潤沢な資金供給を通じて金融市場の安定確保に万全を期す必要があるとの基本的な考え方を巡っては、委員の間に見解の相違があるわけではない、と述べ、残された資金供給の方法論を巡る意見の相違についても、収斂が図られれば望ましい、と発言した。

・政府からの出席者の発言

会合では、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国経済の現状をみると、企業収益の改善や設備投資に持ち直しの動きがみられ、14年度の実質GDP成長率は+1.6%に転じている。他方、名目GDP成長率は依然-0.7%であり、このところの株価の低迷やアジア地域におけるSARSの発症拡大など、先行きについては楽観視できる状況ではなく、引き続き十分注視していく必要があると考えている。現在、日本銀行は金融政策運営の基本的な枠組みについて、金融政策の透明性の向上と金融緩和の波及メカニズム強化の観点から、幅広く検討を行っている。日本銀行においては、家計や企業など実体経済にいかん資金を流すかという観点から質量両面において一段と工夫を講じられないか、更なる検討を進め、実効性ある金融緩和措置を実施して頂きたいと思っている。
- こうした検討作業の一環として、日本銀行は中堅中小企業関連の資産担保証券の買入れについて検討しているが、今後可及的速やかに市場関係者の声を踏まえた具体案が決定・実施され、企業金融の円滑確保および実体経済における資金循環の活性化に繋がることを期待している。
- なお、今後とも、わが国金融システムの安定確保のため、市場に不測の事態が生じないよう潤沢な資金供給を含め万全の対応をお願いする。
- 先週の土曜日、金融危機対応会議が行われ、りそな銀行に対する公的資金の注入ということになった。日本銀行においては、日銀特融も含め、万全の対応をお願い申し上げたい。
- また、資産担保証券の購入の検討については、従来のように資金供給が目的であれば、信用力の高いものだけを購入することになるが、今回、日本銀行は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、金融緩和効果を強化することを目的とする旨表明している。現在発展途上にある資産担保証券市場が活性化するためには、日本銀行がある程度リスクをとることを含めて、従来よりも柔軟な対応をとることが必要と考えている。他方、金融政策として行う以上、一定の制約があり、日本銀行においてはそうした制約の中でぎりぎりの対応をお願い申し上げたい。

内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 平成15年度1～3月期GDP速報では、実質GDPは前期比で0.0%となった。これにより、平成14年度実質GDP成長率は+1.6%となり、政府の実績見込み+0.9%を上回った。しかし、GDPデフレーターの下落幅が拡大し、1～3月期前年同期比は-3.5%とデフレが継続している。景気は概ね横這いながらも、先行きを巡る環境には不透明感が存在している。政府は、金融経済情勢を注視しつつ、中期的な日本経済の重要課題であるデフレ克服に向け、平成15年度予算、税制改正法案等を着実に実施するとともに、引き続き金融、税制、歳出および規制の4本柱の構造改革を積極的に推進しているところである。また、5月14日には「証券市場の構造改革と活性化に関する対応」に基づいて、可

能なものから早急に対応を行うこととしている。さらに 17 日には金融危機対応会議を開催し、りそな銀行に対する資本増強の必要性を認定した。政府としては今後とも金融システムの安定確保に万全の対応をとっていく。

- 日本銀行においても、りそな銀行の資金繰りには万全を期して頂くとともに、今後とも内外の金融為替市場の動向等に応じ、適切かつ機動的な対応をお願いする。さらに 2005 年度のデフレ克服を目指す観点から、金融政策運営の基本的な枠組みについての見直しも含め、さらに金融調節手段の検討を深め、デフレ克服に実効性のある金融政策運営を期待する。

採決

以上のような議論を踏まえ、議長からは、多数の委員の見解をとりまとめる形で、以下の議案が提出された。

議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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。

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。

2. 対外公表文は、別途決定すること。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、植田委員、中原委員、
春委員、福間委員

反対：田谷委員、須田委員

田谷委員は、りそな銀行の問題も踏まえれば、必要に応じて一層潤沢な資金供給を行い、市場の安定確保に万全を期す必要はあるとした上で、現在、短期金融市場が不安定化しているわけではないこと、仮に今後流動性需要が高まるとしても、そのマグニチュードを現段階で見極めることは難しいこと、流動性需要が現実に高まっている中で予防的に当座預金残高目標を引き上げるといった対応は、市場との対話を難しくするおそれがあるとし、マネーマーケットが不安定化するようであれば「なお書き」で対応することが適当ではないか、と述べ、上記採決において反対した。

さらに、当座預金残高目標の引き上げを行うとしても、次回会合以降、流動性需要の動向が明らかとなった段階で採るべきであろう、と述べた。

須田委員は、上記田谷委員と同様の理由に加え、国民にとっての政策のわかりやすさの観点からも、「なお書き」による対応が望ましいとの考え方を述べ、上記採決において反対した。

・対外公表文の検討

続いて、決定事項等にかかる対外公表文について、執行部が作成した原案に基づいて委員の間で議論が行われ、採決に付された。採決の結果、対外公表文（「金融市場調節方針の変更について」）が賛成多数で決定され、別紙のとおり、即日公表することとされた。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、植田委員、中原委員、
春委員、福間委員

反対：田谷委員、須田委員

田谷委員、須田委員は、前述の金融市場調節方針に反対票を投じたことから、上記採決において反対した。

・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定された。これを掲載した金融経済月報は5月21日に公表することとされた。

・議事要旨の承認

前々回会合（4月7、8日）の議事要旨が全員一致で承認され、5月23日に公表することとされた。

以 上

(別紙)

2003年5月20日
日本銀行

金融市場調節方針の変更について

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、金融調節の主たる操作目標である日本銀行当座預金残高の目標値を、これまでの「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(別添)。
2. 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、欧米経済の回復力や東アジアでの新型コロナウイルスの影響を巡る不確実性に加え、株価、為替相場の不安定な動きなど、先行き不透明感がこのところ強まっている。
3. こうしたなか、今般、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。

金融市場は、日本銀行による追加資金供給の下で、これまでのところ総じて落ち着いた地合いを維持している。しかしながら、景気の先行き不透明感が強い状況だけに、今後、金融市場において不安定性が高まるような事態になれば、実体経済活動にも悪影響が及ぶ可能性もあり、この点注意が必要である。
4. 以上のような経済金融情勢に関する認識を踏まえ、日本銀行は、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、当座預金残高の目標値の引き上げを行うことが適当と判断した。

以上

(別 添)

平成 1 5 年 5 月 2 0 日
日 本 銀 行

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（賛成多数）。

日本銀行当座預金残高が 2 7 ~ 3 0 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

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。

以 上

(15 年 6 月 10、11 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2003 年 6 月 10 日 (14:00 ~ 15:56)
6 月 11 日 (9:00 ~ 13:08)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

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

4 . 政府からの出席者 :

財務省 津田 廣喜 大臣官房総括審議官 (10 日)

谷口 隆義 財務副大臣 (11 日)

内閣府 小林 勇造 内閣府審議官

(執行部からの報告者)

理事	平野英治
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画室審議役	山口廣秀
企画室企画第 1 課長	櫛田誠希
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局経済調査課長	門間一夫
国際局長	堀井昭成

(事務局)

政策委員会室長	秋山勝貞
政策委員会室審議役	中山泰男
政策委員会室兼経営企画室審議役	和田哲郎 (11 日)
企画室企画第 2 課長	吉岡伸泰 (11 日 9:00 ~ 9:45)
金融市場局金融市場課長	大澤 眞 (11 日 9:00 ~ 9:45)
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室調査役	清水誠一
企画室調査役	長井滋人

金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合(5月19、20日)で決定された方針¹に従って運営した。この結果、当座預金残高は、概ね28~29兆円台で推移した。

こうした調節のもとで、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、引き続き0.001~0.002%で推移したが、6月9日にはマイナス金利の取引が増加したことから、初めて0.000%を記録した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、日本銀行による一層潤沢な資金供給のもとで、落ち着いた市場地合いが維持された。こうした中で、ユーロ円レート(3か月物)が幾分低下したほか、短期国債レート(3か月物)も、短期国債発行日の直後に一時的に強含んだ後、落ち着きを取り戻した。

債券市場では、内外経済の不透明感が一層強まるもとで、銀行や機関投資家による中長期債に対する購入姿勢が積極化したことから、同ゾーンのイールドが押し下げられ、10年債や20年債の利回りは既往ボトムを更新した。こうした積極的な購入姿勢の背景としては、株式持ち合いの解消が進みリスク・テイク余力が幾分回復するもとで、収益確保のために消去法的に中長期債を買い増していることが指摘できる。

株式市場では、欧米株価の堅調な推移や円高一服を背景に、株価が続伸し、日経平均は8千円台後半まで回復している。また、企業収益の上方修正件数が下方修正件数を上回るなど、企業業績の改善傾向が確認されたことも好材料と受け止められている。主体別の売買動向をみると、海外投資家の買い越しが目立っている。

為替市場では、市場における介入警戒感の高まりや米国の一部景気指標の改善などを背景に円高・ドル安傾向が一服している。ユーロの対ドル相場も、5月下旬にユーロ導入後の高値を更新したが、その後は幾分反落している。

3. 海外金融経済情勢

米国景気は、引き続き緩やかな回復基調にあるが、生産、所得の拡大モメンタムは弱まっている。最終需要の動向をみると、個人消費は、5月の自動車販売が底固い動きとなるなど、緩やかな増勢を維持している。消費者マインドも地政学的リスクの低下から幾分改善している。雇用については、5月の失業率が6.1%と高水準になった一方で、非農業雇用者数は4、5月と弱含み横這いの動きを続けている。こうした中、生産は回復感に乏しい状況が続いているほか、設備投資も、景気の先行きや企業収益に対する不透明感が根強いことから、力強さを欠く動きが続いている。

米国金融市場では、経済政策への期待などを背景に株価は上昇傾向を辿っている。長期金利については、FRBがインフレ率の低下を懸念して中長期債の購入拡大に踏み切るといった思惑などを背景に一段と低下している。FF先物金利などから市場の先行きの金利観をみると、6月下旬のFOMCにおける25bpの利下げを織り込んでいる。

¹ 「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。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。」

ユーロエリアでは、個人消費、設備投資など内需が低調裡に推移するも、輸出も弱含んでおり、ドイツを中心に景気は減速している。製造業PMIといった生産の先行指標が低調に推移しているほか、雇用環境も緩やかな悪化傾向が続いており、消費者コンフィデンスも不冴な状況が続いている。

こうした中、欧州中央銀行は、6月5日に50bpの金利引き下げを行った。

NIEs、ASEAN諸国では、輸出の増勢が鈍化しているほか、韓国などでは個人消費や設備投資も幾分減速しているなど、景気の回復テンポが幾分鈍化している。また、香港や台湾、シンガポールなどでは、統計面でははっきりと確認できていないが、新型肺炎(SARS)の感染拡大が個人消費などを押し下げているものとみられる。

エマージング金融市場は、アルゼンチンとブラジルの通貨、株価が経済政策への信認回復などを背景に上昇するなど、落ち着きを取り戻している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

実質輸出は、1～3月に小幅ながら5四半期振りに減少した後、4月も1～3月対比で小幅減少した。地域別には、米国向けが自動車を中心に減少を続けたほか、1～3月まで高い伸びを示してきた東アジア向けも4月には減少した。東アジア向け輸出の減少については、韓国内需減速なども何がしか影響しつつあるとみられるほか、5月以降、新型肺炎(SARS)問題の影響が顕れてくる可能性に注意が必要である。

内需面をみると、住宅投資が低調に推移しているほか、公共投資も減少傾向にある。設備投資は、4月の資本財出荷が単月では減少方向に振れたが、企業ヒアリングなどを踏まえると、緩やかな持ち直し基調が維持されているとみられる。先行きについては、リストラ効果もあって企業収益がすでにある程度改善していることもあり、輸出や生産が増勢を取り戻せば設備投資の回復傾向は明確化していくと考えられる。ただ、様々な構造要因や海外経済の不透明感を踏まえると、その回復力はかなり弱いものにとどまると予想される。

個人消費をみると、各種販売統計は4月に軒並み減少したが、5月には乗用車販売が回復したほか、都内百貨店の販売額もある程度持ち直しているなど、「弱目の動き」という基調に大きな変化は生じていない。個人消費は、当面、厳しい雇用・所得環境が続くと予想される中で、消費者心理を示す指標に弱い動きがみられていることなどを踏まえれば、全体として弱めに推移すると考えられる。

生産は、1～3月に前期比+0.3%となった後、4月は1～3月対比で-1.6%と減少したが、出荷が横這いを維持していることや生産予測指数の増加などを踏まえると、引き続き横這い圏内で推移していると思われる。

雇用・所得環境をみると、臨時雇用等を広く含む雇用者数は下げ止まり傾向にあるとみられるが、所定外労働時間や新規求人の増加は一服している。また、企業の根強い人件費削減姿勢を反映して、常用雇用者数の減少が続き、賃金も引き続き低下している。このため、雇用者所得は減少を続けるなど、家計の雇用・所得環境は、全体として引き続き厳しい状況にある。

物価動向をみると、輸入物価や国内企業物価は、春先以降の原油価格反落の影響などから、5月には下落に転じた。4月の企業向けサービス価格は、情報サービスの下落など調査サンプルの振れとみられる動きもあって、前年比下落幅が拡大した。一方、4月の消費者物価は、医療制度改革に伴う診療代の上昇を主因に、前年比下落幅が縮小した。

(2) 金融環境

クレジット関連指標をみると、民間銀行貸出は前年比2%台前半の減少が続いている。CP・社債による資金調達残高は、全体としてみれば前年並みで推移している。これらを含めた民間部門総資金調達は、引き続き減少傾向を辿っている。

マネー関連指標をみると、5月のマネタリーベースは、日銀当座預金が伸び率を高めたことを主因に、全体でも前年比1割台半ばまで伸びを高めた。5月のマネーサプライは、企業年金の代行返上に伴う株売却代金が流動性預金に流入したことから、前年比1%台半ばまで幾分伸びを高めた。一方、広義流動性は、旧簡易保険福祉事業団が郵政公社に統合されたことに伴い、同事業団の保有金融資産がマネーサプライ統計の集計対象外となったことを映じて、4月、5月と大幅に伸びが低下した。この特殊要因調整後でみると、広義流動性は3月から5月にかけてほぼ横這いで推移している。

企業金融の動向をみると、民間の資金需要は、低調な設備投資や企業の債務圧縮姿勢のもとで、引き続き減少傾向を辿っている。

一方、資金供給面では、民間銀行は、優良企業に対しては貸出を増加させようとする姿勢を続ける一方で、信用力の低い先に対しては慎重な貸出姿勢を維持している。そうした中、このところ、利鞘設定などの面で貸出姿勢を幾分緩和する動きも窺われている。企業からみた金融機関の貸出態度や資金繰り判断をみると、中小企業等で総じて厳しい状況が続いているという基本的な図式に変わりはないが、その厳しさはこのところ幾分緩んだ状態にある。

CP・社債の発行環境をみると、資金運用難を背景に投資家の購入姿勢の積極化が続いており、発行金利における信用スプレッドは、相対的に格付けの低い先(CPのa-2格や社債のA格)も含めて、良好な状況にあったエンロン破綻以前の2001年第3四半期の水準に概ね復している。

以上のように、金融環境面の動きを総合すると、金融市場は落ち着いた動きを続けており、長期金利の一段の低下、株価の持ち直し、CP・社債市場における発行環境の改善傾向の継続といった緩和方向の動きがみられた。ただ、今後も、金融環境については、株価等の市場動向や金融機関における貸出姿勢の変化の持続性や広がりといった点を中心に、引き続き十分注意して見ていく必要がある。

・「コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入基本要領」の一部改正等に関する件

1. 執行部からの提案内容

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をいう。いわゆる電子CP)をCP買現先オペの対象資産とすることとし、「コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入基本要領」、「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」および「日本銀行業務方法書」について、所要の改正を行って頂きたい。

なお、短期社債等については、証券保管振替機構による短期社債等の振替業務開始に対応するため、本年3月末に適格担保化している。

2. 委員による検討・採決

採決の結果、上記執行部提案が全員一致で決定され、適宜の方法で公表することとされた。

・資産担保証券の買入れに関する執行部説明

資産担保証券の買入れに関する具体的なスキームについて、パブリックコメントを踏まえて作成した骨子の案が執行部により説明された。

1．買入対象資産

買入対象資産については、資産担保債券（公募債のみ）、シンセティック型債券（クレジットリンク債券、公募債のみ）および資産担保CP（電子CP形態のものを含む）とすることが適当と考えている。資産担保債券とシンセティック型債券を公募債のみとするのは、市場における価格形成を歪めないためには、市場価格を前提に買入れるべきであり、現状においては公募時の募集価格以外に客観的に信頼できる市場価格と考えられるものがないためである。また、日銀法上、買入れることの出来る資産が手形や債券に限られていることから、シンセティック型債券も、クレジットリンク債券が発行されているものに限られる。

信託受益権については、民間からの要望はあるものの、私募形式であり、中央銀行として買入れるには価格の透明性の点で問題があるほか、日銀法上買入対象となっていないため対象とはしない。

裏付資産については、パブリックコメントも踏まえて、売掛債権および貸付債権に限定せず、中堅・中小企業金融の円滑化に資すると認められるものを幅広く対象とすることが適当であると考えている。具体的な要件としては、裏付資産に占める中堅・中小企業（＝資本金10億円未満の会社）関連資産の割合が、金額ベースで5割以上であること、裏付資産が金融機関の貸付債権である場合には、その債務者が金融検査マニュアルに定める「正常先」に分類されているものであること、としたい。

資産担保債券の信用度に関連しては、BB格以下について殆ど投資家が存在せず、市場育成の観点から日本銀行による買入れが求められるとのパブリックコメント等を踏まえ、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、発行から償還までの期間が3年以内であること、シンセティック型債券については、発行代わり金が信用度および市場性に照らして日本銀行が適当と認める資産（例えば国債等）に運用されていること、を要件としたい。

一方、資産担保CPについては、複数の格付機関から、a-1格相当の格付けを取得していること、発行から償還までの期間が1年以内であること、取引先金融機関のフルサポート型も適格とすること（適格担保における特例措置と同様の扱い）、を要件としたい。

2．買入方式

買入方式としては、資産担保債券、シンセティック型債券については、募集期間終了後、対象先金融機関からの売却申込みを受けて、公募時の募集価格をベースに、売却希望金額を買入れる方式としたい。これは、市場価格を歪めないという観点から、現状においては客観的に信頼できる市場価格と考えられるのが、公募時の募集価格以外にないためである。買入対象先は、日本銀行の本店取引先の中から、信用力基準等により選定したい。

資産担保CPについては、流通市場において相応の取引が存在することから、金利入札によるオペレーション方式としたい。その際の買入対象先は、現行のCP買現先オペの対象先をベースに選定したい。

3．買入限度額等

全体の買入限度額については、実際にどの程度の発行が見込まれるのか、どの程度の買入れが実行できるのか、まだ見通し難いところはあるが、日本銀行の財務の健全性を維持するとい

う観点に加え、ある程度余裕を持って設定しておくとの判断もあって、当面残高ベースで1兆円とすることが適当と考えている。また、市場価格を歪めないために、資産担保債券、シンセティック型債券については、個別銘柄のトランシェ毎の発行総額の5割を買入れの限度額とすることが適当である。

なお、本スキームは、中央銀行にとって異例の措置であるため、買入期間は、2005年度末までの時限措置とすることが適当であると考えている。また、買入対象資産、買入方式、買入限度額等については、資産担保証券市場の発展の状況・取引動向や日本銀行の財務の健全性等を勘案しつつ、必要に応じて見直すという構えで臨むべきであると考えている。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

景気の現状について、委員は、足許、輸出がやや弱い動きとなっているが、こうした動きは、前月に「先行き不透明感の強まり」として想定された動きの一部が顕現化したものであり、景気が全体として横這い圏内の動きを続けているとの基本的な判断を変更する必要はない、との認識で一致した。

輸出について、殆どの委員は、基調的には横這い圏内の動きに止まっているとみられるが、1～3月期に続いて4月もやや弱い動きとなったことを踏まえると、今後も注意深く見守っていく必要があるとの認識を示した。

とくに、これまで高い伸びを示してきた東アジア向け輸出が4月に減少に転じた背景について多くの委員が言及した。ひとりの委員は、NIEs向けの輸出鈍化に米国経済の減速が間接的に影響している可能性を指摘し、米国経済がスローダウンしてもアジア経済の自律的な成長は揺るがないという見方が今後も成り立つかどうか慎重に見守る必要があるとの見方を示した。また、多くの委員が、新型肺炎(SARS)の影響が東アジア経済に徐々に始めていることが影響している可能性を指摘した。

また、4月に生産が減少したことについて、多くの委員は、やや懸念される動きとして言及したが、同時に、5、6月の予測指数がプラスであることや企業ヒアリングの結果などを踏まえると、引き続き横這い圏内にあるとの判断が妥当との認識を概ね共有した。

こうした中、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るとの見方が何人かの委員によって示された。ひとりの委員は、企業業績の改善や損益分岐点の低下といった動きは輸出比率の高い製造業を中心としたもので、非製造業や中小企業ではさほどそうした改善が進んでおらず、2極化が進んでいると指摘した。

設備投資については、4月に資本財出荷が減少に振れたものの、緩やかな持ち直し傾向は維持されているとの認識が委員の間で概ね共有された。ひとりの委員は、ハイテク組立て型産業で大型投資計画が明らかにされていることや、素材型産業でも、鉄鋼が既に設備増強を行っていることに言及し、他の産業でも稼働率が設備投資を誘発するような高いレベルに達していることに注目した。別の委員は、企業収益の改善が設備投資の増加という好循環に繋がっていくためには、輸出、生産が増勢を取り戻すことが必要であるとの見方を示した。

一方で、ある委員は、法人企業統計によると、設備投資は期待していたよりも弱い数字となっているとしたうえで、足許弱含みの動きが出ているのではないかとの懸念を示した。

雇用・所得環境については、厳しい状況が続いているとの認識が共有された。ただ、複数の委員が、企業収益の改善に伴って悪化傾向に歯止めが掛かることが期待できるとの見方を示した。別の委員は、企業収益回復のかなりの部分は、リストラを通じた損益分岐点の引き下げによるものであり、そのことが雇用者所得、消費に広がりが見えないひとつの背景となっている

と分析した。

個人消費については、弱い動きを続けている状況に変化はないとの見方が共有された。ひとりの委員は、消費の指標がやや振れの大きい動きを示している中で、今後、医療費等の負担の増加が国民に実感されるに従って、どのような影響が出てくるかは注意を要すると述べた。

この間、物価動向については、複数の委員が、4月に消費者物価指数のマイナス幅が縮小したものの、これはあくまでも供給サイドの一時的な要因によるものであり、需給ギャップ、賃金下落がサービス価格へ及ぼす影響、石油を含めた商品市況の下落といった要因を考えると、今後さらにマイナス幅が縮小していくことを期待することは難しいとの認識を示した。

景気の先行きについては、年後半の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、前向きの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という点で委員の認識は一致した。ひとりの委員は、足許の輸出の弱さに伴い、今年度前半は4月の展望レポートで想定したパスよりも少し下振れる可能性が高いと述べた。

ある委員は、在庫投資、設備投資が先行きの不透明感などから抑制されているため、何らかのショックが発生しても、加速度的に景気を悪化させるモメンタムは働きにくい状況にあると分析した。

海外経済の先行きに関連し、米国経済に関する明るい材料として株価上昇の動きについて多くの委員が言及した。多くの委員は、米国における株価上昇は金融財政政策の効果に対する期待による面が大きく、そうした期待に実際の景気指標や企業業績が今後ついてくるかどうかを見極める必要があるとの認識を示した。ひとりの委員は、ドルの1割近い減価、減税の効果、長期金利の低下といったことを合わせ考えると、年の後半には3%台の成長軌道に乗る可能性が強まってきているとの見方を示した。

米国の実体経済指標については、一頃よりは好転しているものの、生産・所得の拡大モメンタムが強まっている証左はみられていないとの認識が多くの委員によって示された。ひとりの委員は、生産・雇用まわりの指標の中に悪化に歯止めがかかる兆しがみられると指摘した。

ある委員は、米国経済の抱えるリスクは、中東情勢やテロといった偶発的なものから、今後の資本流入の持続可能性、家計の高い債務水準といったファンダメンタルなものに移りつつあるとの見方を示した。

アジア経済については、新型肺炎(SARS)の新規感染の拡大が一服しつつあるとすれば、長期に亘る悪影響は回避できるものの、当面は多少の影響が顕現化してくることは避けられないとの認識が多くの委員によって共有された。また、ある委員は、米国経済の回復が期待どおり確かなものになってくれば、アジア経済にも好影響が期待できると述べた。

欧州経済については、何人かの委員が、米国株の上昇や欧州中央銀行の利下げなどもあって株価は上昇しているものの、ユーロ高や様々な構造問題の影響もあって、ドイツを中心に景気減速感が強まっているとの見方を示した。

2. 金融面の動向

金融面については、殆どの委員が、りそなの問題等にもかかわらず、金融市場の安定は確保されているとの認識を示した。ひとりの委員は、日本銀行による機動的な対応は、短期金融市場の不安定化を未然に防いだだけでなく、日本銀行が金融システムに十二分に目を配っているとの安心感を市場に醸成させたと評価した。別の委員は、現状を「セーフティネットと日本銀行による徹底した流動性供給がもたらす安心感」に市場がどっぷり漬かっている状況と描写し、本来市場が持つリスクに対する鋭敏な感覚が忘れられてしまっているとの懸念を示した。

一方で、何人かの委員が、金融システム問題を起点として金融市場が不安定化するリスクについては、今後も注意を怠れないとの認識を示した。

別のひとりの委員は、日本銀行の追加的な流動性供給は、為替介入とも相俟って為替レート

の安定化に効果があったほか、望ましい名目GDPの伸び（3%）に見合ったマネタリーベースの伸びを実現させたと評価した。

本邦株価の持ち直しについては、欧米株価の上昇を背景とした海外投資家による買いを中心とした動きであるとの見方が多くの委員によって示された。これに加えて、輸出関連企業を中心とした企業業績の改善傾向や優良企業の国際競争力の強さが確認されたことや円高進行の衣服がプラス材料になったことを何人かの委員が指摘した。

世界的に株価の上昇と長期金利の低下が同時進行していることについて、何人かの委員は、米国のFRBが5月のFOMCにおいてディスインフレ傾向への懸念を明らかにし、時間軸政策の採用ともいうべき内容のステートメントを公表したことが大きく作用しているとの見方を示した。このうち複数の委員は、日本においても量的緩和に期待されるポートフォリオ・リバランス効果が漸く見え始めた可能性もあるのではないかと認識を示した。

長期金利が一段と低下し、既往最低水準を更新している状況について、多くの委員が、銀行や機関投資家が他に投資機会がない中で、より長めの金利リスクをとろうとして国債購入を積極化させていることを背景として指摘した。ひとりの委員は、金利のボラティリティ低下が、リスク管理の面からもこうした動きを加速させているとの見方を示した。

また、何人かの委員が、長期金利低下の背景として、デフレの継続と金融緩和の継続に対する期待があることを指摘した。ひとりの委員は、リそな問題への万全の対応などをみて、日本銀行は国債の暴落も許容できないであろうという期待が市場に発生し、このことが、長期国債買い切りオペの増額をしていないにもかかわらず、長期金利の一段の低下に繋がっている面があるのではないかと見方を示した。

一方で、多くの委員が、こうした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一致した。ある委員は、米国における株高と長期金利低下の同時進行がいつまでも続くことは考えられず、インフレ方向になるかデフレ方向になるかが明らかになった時点で、株価か長期金利のいずれかで調整が発生するとの見方を示した。そのうえで、この委員は、日本の銀行や機関投資家も長期金利の調整が発生するリスクについて、米国からの波及効果を含めて、一段と留意する必要があると述べた。

この間、ひとりの委員は、社債などの信用スプレッドの縮小が一段と進んでいることに言及し、BB格債も現在の金融緩和効果を享受できる段階にまで企業金融を巡る環境は改善できていると評価した。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

当面の金融政策運営については、景気は総じて横這い圏内の動きという総括判断を変更する局面ではない、足許で輸出にやや弱い動きがみられるが、前回会合で想定した範囲の動きであり、既に予防的に政策対応を行っている、前回会合以降、短期金融市場も落ち着いて推移している、ことから、現在の「27～30兆円程度」という当座預金残高目標を維持することが適当との認識が共有された。

ひとりの委員は、依然としてデフレ克服の目途がたたないもとでは、将来のマネーサプライの増加とインフレ期待を起すためにクレディブルなコミットメントを行う必要があり、その準備作業として、物価の安定目標について基礎的な検討を行う必要があるとの意見を述べた。別の委員は、デフレ克服に強くコミットしている日本銀行として、今後、デフレにどのように対処していくのかについて一層の説明責任を果たしていくという観点から、金融政策運営の透明性向上の議論をさらに深めていく必要があるとの認識を示した。

続いて、資産担保証券買入れの具体的なスキームについて議論が行われた。委員は、基本的

に執行部の報告した骨子の案を支持しつつ、いくつかの論点について意見を述べた。

まず、資産担保証券買入れの意義・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。ひとりの委員は、想定される効果を、貸出に割り当てられている銀行の資本が解放され、新たな貸出に向かう効果と、様々なリスクとリターンの組み合わせの提供が可能になることにより、新たな投資家の市場参入を促し、そのことが企業の資本コスト低下に繋がる効果に整理した。ある委員は、そうした市場の発展は、日本の金融仲介における最大の懸案であるリスクを反映した貸出金利の形成を促すことに繋がるほか、ひいては、間接金融への過度の依存からの脱却にも展望が拓けていく、と評価した。

ある委員は、中堅・中小企業にとって直接のメリットが大きい売掛債権の流動化が制度的な問題などで早急には難しいとなると、資産担保証券市場発展の効果が短期的には銀行のリスクアセット対策に止まってしまう可能性もあるため、中堅・中小企業金融の円滑化に一層効果的に貢献するような工夫の検討を続けるべきであると述べた。

買入対象資産の種類については、スキームが十分な効果を持つためには、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。ひとりの委員は、こうした観点から、最近市場が拡大しているシンセティック型債券を対象とすることが適当であると述べた。

ある委員は、買入対象が公募債に限定されていることについて、市場価格が存在する債券に限って買入れることで、市場の歪みを回避し易くなることを評価した。

資産担保証券のメザニン部分を買入れることについて、複数の委員は、トランシェによって価格の歪みが出ないように、メザニン部分に止まらず、シニア部分も買入れることの出来るスキームが望ましいとの意見を述べた。これに対して、複数の委員は、シニア部分を買入対象に含めるとしても、実際の購入は、民間投資家の機会を奪うこととなるので、その点に留意すべきであるとの見解を示した。

資産担保証券の信用度については、殆どの委員が、BB格の資産担保証券のメザニン部分を買入れることは、これまでの日本銀行の買入資産に関する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との認識が委員の間で共有された。ひとりの委員は、BB格のメザニン部分の買入れには慎重なスタンスをとりつつも、市場の整備・育成という姿勢が維持され、買入実績を高めるために買入価格を高めに設定するようなことがなければ、ボリュームが多額に及ぶことはないという判断を示し、市場規模や財務の健全性といった観点から買入対象や限度額を必要に応じて見直していくことを条件に、賛意を表明した。

何人かの委員は、信用度を判断する基準となる格付けがどの程度正確にリスクを反映しているのか十分に注意する必要があると指摘した。

また、何人かの委員が、こうしたリスクの相対的に高い資産を買入れるからには、評価方法や引当ての要否といった会計面での取り扱いについて、しっかりと検討を行うべきであるとの意見を述べた。

買入価格については、資産担保証券・シンセティック型債券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、多くの委員が、市場を歪めないという意味で望ましいと評価した。ただ、複数の委員は、公募時の募集価格が適正に設定されることを担保することが重要であると指摘し、そのうちのひとりの委員は投資家への売却状況を確認することが必要であると述べた。

買入限度額については、何人かの委員が、1兆円の厳密な根拠を示すことは困難であり、ある程度の余裕をみた数字との位置付けではあるものの、こうした一定の上限を設定して買入れを開始することが本行の財務の健全性という観点からは重要であると述べた。別のある委員は、メザニン部分の買入れだけでは1兆円の限度額には到底届かないとしたうえで、リスク管理などの観点からは、買入対象資産全体のほか、メザニン部分の買入れにも何らかの目途を設定することを検討すべきとの意見を述べた。

また、個別銘柄毎の買入限度額が設定されることについて、複数の委員が、価格を歪めるリスクが小さくなると評価した。

市場育成の進め方について、多くの委員は、あくまでも民間主導で行われ、これを日本銀行が適切にサポートするというかたちが望ましいとの認識を示した。複数の委員は、市場の育成をサポートしていくためには、市場の動向やニーズを踏まえつつ、弾力的に対応していくことが重要であると強調した。ある委員は、買入れスキームが資産担保証券市場の整備・育成の全体的なフレームワークの一部と位置付けられたことを評価したうえで、市場育成を図る観点から、買入れた証券のデータに関する情報開示を前向きに検討する方針であること、および日本銀行を事務局とする市場関係者等による意見交換の場が設置され、より広い観点から検討が進められることを歓迎した。

複数の委員が、政府系金融機関が資産担保証券を買い入れるとした場合に、日本銀行との関係をどのようにしていくかを検討していく必要があると指摘した。ひとりの委員は、公的金融機関のプレゼンスの高まりに伴って、信用補完という意味での日本銀行の役割は縮小すべきであるとの見解を示した。

・政府からの出席者の発言

会合では、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国経済の現状をみると、デフレ状況の継続など依然厳しい状況が続いている。また、世界的にもディスインフレやデフレに対する懸念が浸透しつつある。こうした状況の中、政府はデフレ克服に向けた取組みとして、規制改革の一層の推進、予算の機動的な執行等を行っているほか、さらに現在、「基本方針2003」の策定作業に取り組んでいる。
- 今回日本銀行は、市場関係者等の声を踏まえ、中堅・中小企業関連の資産担保証券の買入れについて、具体的な枠組みを取り纏めようとしている。今後、可及的速やかに実務的な論点を詰めたいと買入れを開始し、企業金融の円滑確保および実体経済における資金循環の活性化に繋がることを期待している。また、本措置は資産流動化市場の育成という点にも着目した試みであることから、今後の市場発展に応じて引き続き制度の見直し努力を行うなど、継続的な取組みをお願いしたい。
- さらに日本銀行は、家計や企業など実体経済にいかん資金を流すかとの観点から、質量両面において一段と工夫を講じられないか更なる検討を進め、実効性のある金融緩和措置を実施して頂きたい。
- 個人的には、中小企業に対する資金の供給という機能を市中金融機関が十分に果たしていないという認識を持っている。日本銀行におかれても、与信権限の支店長への委譲、プロジェクト・ファイナンスの推進といった動きが民間金融機関で広がるような環境整備を行えないか努力をして頂きたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 本日内閣府で公表した1～3月期のGDPの2次速報では、実質成長率は年率0.6%（前期比0.1%）、名目成長率は年率-1.5%（前期比-0.4%）、GDPデフレーターは前年同期比で-3.3%に改訂された。このように日本経済はデフレが続いており、また内需主導の自律的回復には至っておらず、構造改革は依然途上にある。
- 政府と日本銀行が一体となって、出来る限り早期のプラスの物価上昇率の実現に向けて取り組むとともに、民間需要、雇用の拡大を最重視した構造改革を加速し、持続的な経済成長を実現していくことが必要である。このため、政府としては、経済財政諮問会議において、デフレの克服や経済の活性化をはじめとする基本方針第3弾を6月下旬を目途として取り纏めることとしている。
- 日本銀行におかれては、本年3月から今後の金融政策運営について検討を進められ、今回その一環として資産担保証券の買入スキームに関し具体的な検討をされたところであるが、2005年度のデフレ克服を目指す観点から、金融政策運営の基本的枠組みについての見直しも含め、さらに金融政策手段の検討を深められ、デフレ克服に実効性ある金融政策運営を期待している。

採決

以上の議論を踏まえ、当面の金融市場調節方針については、現状維持とすることが適当である、との考え方が共有された。

また、資産担保証券の買入れの実施については、執行部から提案された骨子に示されたかたちで行うことについて、委員の認識が一致した。

これを受け、議長から以下の2つの議案が提出され、採決に付されることとなった。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別紙1のとおり公表すること。

記

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。

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。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、植田委員、田谷委員、
須田委員、中原委員、春委員、福間委員

反対：なし

資産担保証券の買入れの実施に関する議案（議長案）

1. 「資産担保証券の買入れの検討に関する件」（平成 15 年 4 月 8 日付政委第 49 号）に基づく検討の結果、日本銀行による資産担保証券の買入れを、別添の骨子（別紙 2 別添「資産担保証券買入スキームの骨子」参照）により行うこととし、本年 7 月末までに実施するため具体的準備を進めること。
2. 本件に関する対外公表文は、別途決定すること。
3. 市場関係者等から受領した意見の概要およびこれに対する日本銀行の考え方について対外的に公表すること。
4. 上記 3. の内容は総裁が定めること。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、植田委員、田谷委員、
須田委員、中原委員、春委員、福間委員

反対：なし

対外公表文の検討

本日決定した資産担保証券の買入れの実施に関する件にかかる対外公表文について、執行部が作成した原案に基づいて委員の間で議論が行われ、採決に付された。採決の結果、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」）が全員一致で決定され、別紙 2 のとおり、同日公表することとされた。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、植田委員、田谷委員、
須田委員、中原委員、春委員、福間委員

反対：なし

金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定された。これを掲載した金融経済月報は 6 月 12 日に公表することとされた。

議事要旨の承認

前々回会合（4 月 30 日）の議事要旨が全員一致で承認され、6 月 16 日に公表することとされた。

以上

(別紙1)

2003年6月11日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(全員一致)。

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。

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。

以 上

(別紙2)

2003年6月11日
日 本 銀 行

資産担保証券の買入れとその考え方について

1. 日本銀行は、本年4月7日、8日の政策委員会・金融政策決定会合において、資産担保証券の買入れについて検討を行うことを決定し、その後広く市場関係者の方々の意見を求めつつ、具体的なスキームの検討を行ってきた。本日、金融政策決定会合において、別添のとおり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。
2. 資産担保証券については、信用リスクを全体として削減し、投資家のリスク許容度に応じたリスク移転を図ることを通じて、企業金融の円滑化に貢献する効果が期待される。中央銀行が民間の信用リスクを直接負担することは異例であるが、わが国の金融機関の信用仲介機能が万全とはいえない現状においては、時限的な措置として買入れを行うことを通じて資産担保証券市場の発展を支援し、金融緩和の波及メカニズムを強化することは意義があると判断した。
3. 具体的スキームの決定に当たっては、市場の価格形成を歪めることなく、市場の健全な発展に寄与することに最大限配慮した。買入資産については、今回の措置の趣旨を踏まえ、相対的に信用リスクの大きい資産担保証券も対象とした。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。買入金額については、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を考慮し、当面残高ベースで1兆円を限度とすることとした。
4. 資産担保証券市場の発展のためには、市場のインフラ整備を進めていくことが不可欠である。日本銀行としては、今回頂いたご意見を踏まえ、民間市場関係者と十分協力し、市場のインフラ整備に向けて努力を続けていく方針である。その際、関係当局や政府系金融機関とも適宜連携を図り、民間市場関係者の努力を支援していきたいと考えている。

以 上

資産担保証券買入スキームの骨子

1. 買入対象資産

(1) 買入対象資産の種類

- ・ 資産担保債券（公募債のみ）
- ・ シンセティック型債券（クレジットリンク債券・公募債のみ）
- ・ 資産担保CP（電子CP形態のものを含む）

(2) 適格基準

発行形態等に関する要件

- ・ 円建てであること。
- ・ 国内において発行または振出等が行われたものであること。
- ・ 準拠法が日本法であること。

裏付資産に関する要件

- ・ 裏付資産（シンセティック型債券の場合は、信用リスクを引き受ける契約の対象となっている資産）の種類は売掛債権および貸付債権に限定せず、中堅・中小企業金融の円滑化に資すると認められるものを幅広く対象とする。
- ・ 裏付資産に占める中堅・中小企業（＝資本金 10 億円未満の会社）関連資産の割合が、金額ベースで5割以上であること。
- ・ 裏付資産が金融機関の貸付債権である場合には、その債務者が金融検査マニュアルに定める「正常先」に分類されているものであること。

資産担保証券の信用度等に関する要件

(a) 資産担保債券・シンセティック型債券

- ・ 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。
- ・ 発行から償還までの期間が3年以内であること。
- ・ シンセティック型債券については、発行代わり金が信用度および市場性に照らして日本銀行が適当と認める資産（例えば国債等）に運用されていること。

(b) 資産担保CP

- ・ 複数の格付機関から、a-1格相当の格付けを取得していること。

- ・ 発行から償還までの期間が1年以内であること。
- ・ 取引先金融機関のフルサポート型についても適格とする（適格担保における特例措置と同様の扱い）。

2. 買入方式

(1) 資産担保債券・シンセティック型債券

- ・ 募集期間終了後、対象先金融機関からの売却申込みを受けて、公募時の募集価格をベースに、売却希望金額を買入れる方式とする。
- ・ 買入対象先は、日本銀行の本店取引先の中から、信用力基準等により選定する。

(2) 資産担保CP

- ・ 金利入札によるオペレーション方式とする。
- ・ 買入対象先は、現行のCP買現先オペの対象先をベースに選定する。

3. 買入限度額

(1) 全体の買入限度額（残高）

- ・ 当面1兆円とする。

(2) 個別銘柄ごとの買入限度額

- ・ 資産担保債券、シンセティック型債券については、個別銘柄のトランシェごとの発行総額の5割を、日本銀行による買入れの限度額とする。

4. その他

- ・ 本スキームによる買入期間は、2005年度末までとする。
- ・ 上記の買入対象資産、買入方式、買入限度額等については、資産担保証券市場の発展の状況・取引動向や日本銀行の財務の健全性等を勘案しつつ、必要に応じて見直すこととする。

以上

(15 年 6 月 25 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2003 年 6 月 25 日 (9:00 ~ 11:51)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

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

4 . 政府からの出席者 :

財務省 谷口 隆義 財務副大臣

内閣府 小林 勇造 内閣府審議官

(執行部からの報告者)

理事	平野英治
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画室審議役	山口廣秀
企画室企画第 1 課長	櫛田誠希
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局経済調査課長	門間一夫
国際局長	堀井昭成

(事務局)

政策委員会室長	秋山勝貞
政策委員会室審議役	中山泰男
企画室企画第 2 課長	吉岡伸泰 (9:00 ~ 9:10)
金融市場局金融市場課長	大澤 眞 (9:00 ~ 9:10)
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室調査役	山岡浩巳
企画室調査役	清水誠一

・「資産担保証券買入基本要領」の制定等

1．執行部からの提案内容

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」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、「日本銀行業務方法書」を一部変更することとしたい。また、資産担保証コマーシャル・ペーパー等の適格性判定に関する特則の適用期間（2004年度末まで）を、資産担保証券の買入期間（2005年度末まで）に合わせて1年間延長することとしたい。

2．委員による検討・採決

採決の結果、上記執行部提案が全員一致で決定され、適宜の方法で公表することとされた。

・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合（6月10、11日）で決定された方針¹に従って運営した結果、日銀当座預金残高は、28～29兆円台で推移した。

こうした調節のもと、無担保コールレート翌日物（加重平均値）は、0.001～0.002%での動きとなった。

2．金融・為替市場動向

短期金融市場は、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、落ち着いた地合いが続いている。なお、コール市場では、以前よりみられたマイナス・レートでの取引が幾分拡がりを見せている。為替スワップ市場におけるドル調達需要が高まり、同市場を通じた外銀の円調達コストのマイナス幅が拡大していることが背景にあると考えられる。

債券市場では、長期金利（10年新発債流通利回り）が0.4%台まで低下した後、20年債入札が予想比不調に終わったとの見方や海外長期金利の上昇をきっかけに、一時0.6%台後半まで上昇した。これまで落ちていた長期金利のボラティリティも高まっている。

株価は、続伸し、日経平均でみて9千円台まで回復した。主体別売買動向をみると、海外投資家の買い越しが継続している。銀行株は、保有株式の含み損拡大に対する懸念が後退していること等を受け、上昇している。

為替市場では、6月24、25日の米FOMCを控えて米国政策金利引下げ幅についての見方が交錯したことなどから、円、ユーロの対ドル相場は、比較的狭いレンジで揉み合う展開となった。

この間、わが国を巡る資金フローの状況をみると、対外証券投資では公社債への投資が堅調であること、対内証券投資では、外国ファンド筋の動きが足許活発化していることが窺われる。

¹ 「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。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。」

3. 海外金融経済情勢

米国景気は、引き続き緩やかな回復基調にあるが、生産、所得の拡大モメンタムは弱まっている。個人消費は緩やかな増勢を維持しているが、設備投資は、下げ止まっているものの力強さを欠く動きが続いている。物価の動きをみると、5月の生産者物価指数は2か月連続で低下した一方、消費者物価指数は、コアベースで、2か月連続で横這いとなった後、5月は前月上昇に転じた。

米国金融市場をみると、株価は上昇傾向を辿っている。長期金利は、6月初以降、追加利下げ観測が強まったことから一段と低下したが、消費者物価などの経済指標の発表を受け、デフレに対する懸念がやや後退したため、足許、幾分水準を戻している。

ユーロエリアでは、個人消費、設備投資など内需が低調に推移するも、輸出も弱含んでおり、景気は減速している。欧州金融市場では、株価が上昇傾向を辿っている一方、長期金利は、追加金融緩和期待から低下した後、米国同様、足許、幾分修正され、6月初の水準に戻している。金融市場では、来年初にかけての追加利下げ期待が強く窺われる。

東アジアでは、このところ景気の回復テンポが幾分鈍化している。新型肺炎（SARS）については、中国や香港、台湾、シンガポール等で個人消費などに悪影響が及んでいるが、輸出や生産活動への影響は限定的なようである。このまま、感染拡大が終息に向かえば、SARSの影響は、東アジアの成長率を若干引き下げる程度に収まるものと考えられる。他方、韓国では、個人消費が減速し、設備投資も増勢鈍化に転じているなど、内需の伸び悩みがはっきりとしている。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

最近明らかになった経済指標をみると、前回会合時の景気判断や先行きに関する見方について、修正の必要性はないと考えられる。

輸出動向について、5月の実質輸出は、前月比3.3%増となり、SARSの影響は、予想ほど大きくは現れなかったと言える。地域別にみると、米国向けが増加に転じている。また、NIEs諸国向けは5月に増加しており、SARSの影響が限定的であることが窺われるほか、中国向けも高水準が続いている。一方、韓国向けについては、同国の内需低迷を映じて、弱い動きとなっている。

製造業中小企業の設備投資について、中小企業金融公庫のアンケート結果（4月調査）をみると、2003年度計画が前年度比-7.4%となっており、年度初の計画としてはマイナス幅が比較的小さい。

個人消費関連では、5月の百貨店売上高は前月比で小幅の増加となったが、4月のやや大きめの減少と比べて戻りは鈍かった。4月の旅行取扱額は、ゴールデンウィークの曜日構成の悪さや、イラク情勢、SARS問題の影響が加わった結果、大幅な落ち込みとなった。

4月の全産業活動指数をみると、鉱工業生産指数、建設業活動指数が低下したため、1~3月期対比で-0.2%と小幅低下となったが、均してみれば、横這い圏内の動きが続いている状況である。

夏季賞与について、日本経団連のアンケート調査では、対象が大企業・製造業中心ではあるが、前年を4.3%上回る見込みとなっている。

5月の企業向けサービス価格指数は、前月比横這いとなった。内訳をみると、広告のマイナス寄与が目立っている。

(2) 金融環境

CP・社債の発行環境をみると、資金運用難を背景に投資家は積極的な購入姿勢を維持しており、発行金利の信用スプレッドは、全体として既往最低圏内で推移している。また、低格付け債の発行も引き続き増加しており、発行環境の改善傾向は続いている。

マネタリーベースは、伸びをさらに高め、6月は前年比2割程度の増加となる見通しである。これは、日銀当座預金については、5月20日の目標額引き上げの影響が平残ベースで6月により大きく現れること、銀行券は、ペイオフの部分解禁を背景に昨年1～4月にかけて伸びを大きく高めた反動の影響が剥落する中で、伸びを幾分高めていること、が背景にあると考えられる。

5月の企業倒産件数は、前年比16.1%の減少となった。やや長い目でみると、企業倒産件数はなお高い水準にあるが、昨年半ば以降緩やかに減少している。これには、中小企業の資金繰りがキャッシュフローの増加等を受けて幾分ながら改善していることが寄与しているとみられる。

金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

景気動向については、前回会合以降、「全体として横這い圏内の動きを続けている」との判断を変更すべき材料はみられていない、先行き、海外経済動向および金融資本市場の動きに引き続き注目していく必要がある、との認識が共有された。

複数の委員は、景気は、4月の展望レポートで想定したパスに比べ、年度前半は幾分下振れる可能性があるが、基本的には標準シナリオに概ね沿った動きを示している、との見解を示した。また、別のある委員は、SARS問題の終息に向けた動きや株価上昇等を背景に、センチメントの面では若干改善しつつある、との見方を述べた。

まず、輸出に関して、多くの委員が、5月の計数にはSARSの影響は観察されず、全体として底固さが窺われる、との評価を示した。そのうちひとりの委員は、円の実質実効レートが安定的に推移したことも輸出を下支えしている、と発言した。ただ、これらの委員は、今後、SARSの影響がどのように現れるかはなお不確実であるため、引き続き関連データを注視していきたい、との認識を示した。

設備投資に関して、ひとりの委員は、設備稼働率や資本ストック循環の状況を踏まえると、投資増加局面に近付きつつあるのではないかと、この委員は、中小企業金融公庫のアンケート調査結果も、期初計画としてはまずまずの水準にあるとの評価を付け加えた。もっとも、別のある委員は、わが国の設備投資は、産業構造の調整圧力やバランスシート調整圧力、期待成長率の低下といった要因から回復力が弱く、先行き、設備投資が景気を牽引していく姿は想定しにくい、と発言した。

先行きのリスク要因として、ほとんどの委員が海外経済動向と金融資本市場の動きに着目し、これらを注意深くみていく必要がある、との認識を共有した。

まず、米国経済については、多くの委員が、最近の経済指標の中には、個人消費関連など一部に明るい材料がある、地政学的リスクの後退や株価上昇を背景にセンチメントが改善している、年後半にかけては減税や金利低下等のプラス効果が期待できる、といった点を指摘した。その一方で、何人かの委員は、生産に回復感が乏しく、稼働率の低さを背景に構造物にかかる投資が低迷しているなど、企業活動に力強さが欠けるほか、雇用環境も厳しい状態が続いている、と述べた。また、複数の委員は、足許、住宅投資は堅調を維持しているが、連邦住宅貸付抵当公社等の会計疑惑問題が住宅金融に悪影響を及ぼさないか注意が必要である、と付け加えた。物価面については、何人かの委員が、5月の消費者物価指数は前月比上昇に転じたが、傾向としては上昇率が緩やかに低下しているほか、財価格の下落継続、サービス価格の上

昇率鈍化がみられるため、なお警戒を要する、との認識を示した。

これらの点を踏まえ、米国経済について、委員の間では、大きな下振れリスクは減少している、ただし、実体経済の十分な回復力はなお確認されていない、したがって、政策面の対応やその効果を含め、引き続き注意深くみていく必要がある、との見解を共有した。

東アジア経済について、多くの委員は、SARSの感染拡大に伴い、個人消費や商談等の企業活動の一部に悪影響がみられるが、全体として、その影響は限定的なものに止まる可能性がある、との認識を述べた。このうちひとりの委員は、アジア地域の生産面への影響は小幅に止まっている、と指摘した。複数の委員は、このままSARSの感染拡大が終息すれば、東アジアの堅調な成長は維持され、日本経済が年度後半に回復する確度も高まる、との見解を示した。ただ、別の複数の委員は、SARSによる個人消費への悪影響が東アジア地域の成長鈍化に繋がり、さらにそれが日本の輸出を下押しするリスクはなお残存している、との認識を示した。

金融面について、委員は、短期金融市場は、りそな問題の悪影響もなく、落ち着いている、との認識を共有した。

長期金利の動きについて、何人かの委員は、米国のデフレに対する懸念の後退等を背景とした海外市場の長期金利上昇や、内外の株高傾向がみられた中、20年債の入札が不調に終わったとの見方をきっかけにして、日本の長期金利が上昇に転じた、との見解を示した。また、何人かの委員は、長期金利が既往最低水準にまで低下していただいただけに、もともと高値警戒感が強い状況にあったことも債券市況下落に繋がった、と指摘した。長期金利上昇の影響について、ひとりの委員は、現時点では、多額の債券を保有する銀行のリスクテイク力に大きな負のインパクトを及ぼすものではない、との見方を示した。別のある委員は、これまでのイールドカーブのフラット化がやや行き過ぎであったとの認識を述べたうえで、現状程度の長期金利上昇は、イールドカーブのステープ化を通じて銀行業にとってもプラスの面がある、と指摘した。先行きに関しては、何人かの委員は、実体経済に明確な回復がみられないというファンダメンタルズに大きな変化がないことから、長期金利が直ちに大幅に上昇していくことはないとする市場参加者が多い、と述べた。

もっとも、何人かの委員は、市場の見方が変わる場合には長期金利が容易に上昇する可能性がある、との見解を示したうえで、金融機関を含めた市場参加者にとって、金利リスク管理が極めて重要である、と発言した。関連して、ある委員は、長期金利の上昇については、基本的には市場の動きに任せるべきであり、日本銀行が何らかの形で対処するといった期待を醸成することは適当ではない、との認識を強調した。

こうした議論を経て、委員は、今後とも長期金利の動きを注視していく必要がある、との考えを共有した。

株価について、多くの委員は、欧米株価の上昇を背景として海外投資家の投資姿勢が積極化していることや、金融システムに対する不安感がやや後退していることなどから、出来高を伴って上昇している、との見方を述べた。ひとりの委員は、企業収益改善に伴い復配に至る企業がみられるなど、企業業績の回復の動きも株価をサポートしている、と指摘した。もうひとりの委員は、株価上昇により、金融システム不安が和らぎ、企業のリスクテイク力や家計の消費意欲が回復していくことを期待したい、と発言した。一方で、何人かの委員は、最近の株価上昇は、海外投資家の買いに依存している面があり、市場では、株価上昇の持続性についてなお慎重な見方が多い、と述べた。

為替相場に関しては、複数の委員が、為替介入への警戒感等から円相場の急騰は回避されており、為替市場は比較的落ち着いている、との見方を示した。そのほか、別の複数の委員は、このところ国内投資家の外債投資が増加しており、その為替相場への影響について注意してみたい、と述べた。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

当面の金融政策運営については、経済情勢に大きな変化がみられていないことに加え、短期金融市場も落ち着いた地合いを継続していることから、全ての委員が、現状の金融市場調節方針を維持することが適当である、との判断を示した。ひとりの委員は、現行の量的緩和政策の枠組みのもとで、機動的な金融市場調節を通じて潤沢な資金供給を続けることが重要であると付け加えた。また、もうひとりの委員は、資産担保証券の買入れについての詳細の決定と関連して、今後も、市場関係者の努力を引き出す形で、市場育成や中小企業金融の円滑化に向けて努力していく必要がある、と発言した。

会合では、物価安定数値目標についての言及があった。ひとりの委員は、デフレ克服に向けて、日本銀行としてもう一步進んだコミットメントを行う必要があると主張したうえで、政策委員の間で、どのような物価指数でどの程度の物価上昇率が望ましいのかについて議論していきたい、との考えを述べた。もうひとりの委員も、政策の透明性を高める観点から、物価安定数値目標を設けることの是非について、なるべく早く結論を出すべきである、と同調した。これに対し、ある委員は、物価安定数値目標については、その問題点等についてすでに決定会合において繰り返し議論していることに言及したうえで、物価に関する何らかの数値を掲げる場合、経済情勢全体との関係や、資産価格の取り扱い方などなお検討すべき課題が多い、との意見を示した。別のある委員は、将来、量的緩和を終了する際には、人々の期待を安定化させる趣旨から物価安定数値目標が何らかの形で必要になると考えられるが、現在の状況のもとで、景気刺激効果を強めるという観点から、高めの物価安定の目標値を示したり、インフレ・ターゲティングを明確に宣言したとしても、それだけではほとんど効果がないのではないかと、この認識を述べた。ほかの何人かの委員も、こうした見解に同意し、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は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。

・政府からの出席者の発言

会合の中では、財務省の出席者から、以下のような趣旨の発言があった。

- 政府は、持続的な経済成長の実現およびデフレ克服に向けた取り組みとして、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2003」を取りまとめているところである。
- 今回、日本銀行は、中堅・中小企業関連の資産担保証券買入れの枠組みについて、最終的に決定された。今後、可及的速やかに買入れを開始するとともに、こうした新しい措置が企業金融や実体経済の資金循環にどのような好影響を与えるかよく検証し、必要に応じて制度の見直しを行うなど、継続的な検討が必要であると考えている。
- 資産担保証券の買入れを決定する前提として、実体経済の資金の流れが目詰まりを起こしている。とりわけ中堅・中小企業に上手く資金が流れていないという問題があったと思う。こうした問題を解決するためには、政府や日本銀行の政策的な対応だけでなく、民間金融機関における貸出行動が活性化することが必要であると考えている。こうした観点から、民間金融機関における積極的な対応を期待している。
- 日本銀行におかれても、実体経済の資金循環の活性化に資するような新たな工夫を講じられないか、さらなる検討を進め、実効性のある金融緩和措置を実施して頂きたいと考えている。付け加えると、例えば、プロジェクトファイナンスの活用など、民間金融機関の融資が活発化するよう、金融環境を整えるとともに、金融機関への指導をお願いしたい。
- また、従来はデフレは日本特有の現象とされてきたが、最近では世界的にデフレやディ

スインフレに対する懸念が広がりつつある。デフレ問題を考える際には、海外のデフレやディスインフレについても研究することが有用ではないかと考えている。

内閣府の出席者からは、以下のような趣旨の発言があった。

- 景気の基調判断については、6月17日の月例経済報告において、「景気はおおむね横ばいとなっているが、このところ一部に弱い動きがみられる」と報告した。景気を大局的にみれば、おおむね横ばいの認識に変化はないが、輸出、設備投資等に弱い動きが一時的にみられることから、前月と比べて下方修正した。先行きについても、米国経済等の回復が持続すれば景気は持ち直しに向かうことが期待される一方、米国経済やアジア経済等の先行きを巡る不透明感により、わが国の最終需要が下押しされる懸念が存在している。
- 日本経済の重要な課題は、デフレを早期に克服すること、および内需主導の自律的回復を実現することである。このため、政府としては、デフレの克服や経済活性化をはじめとする、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2003」を経済財政諮問会議の諮問・答申を経て、6月27日に閣議決定する予定である。本基本方針においても、デフレ克服に向け、政府は日本銀行と一体となって強力かつ総合的に取組むとの方針を示す予定である。
- 日本銀行におかれては、本年3月から今後の金融政策運営の基本的枠組みについて検討を進められてきた。今回、金融緩和の波及メカニズム強化のために資産担保証券買入れの制度を迅速に決定された。引き続き、デフレ克服に実効性ある金融政策運営を行うことを期待する。その際には、2005年度のデフレ克服を目指すという観点から、まず物価変化率が上昇に向かうよう図るとともに、物価や金利の経路を展望し、その段階に応じた適切な金融調節手段の選択を検討して頂きたいと考えている。

採決

以上のような議論を踏まえ、当面の金融市場調節方針については、現状維持とすることが適当との考え方が共有された。

これを受け、議長から以下の議案が提出された。

議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添1のとおり公表すること。

記

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。

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。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、植田委員、田谷委員、
須田委員、中原委員、春委員、福間委員

反対：なし

・議事要旨の承認

前々回会合（5月19、20日）の議事要旨が全員一致で承認され、6月30日に公表することとされた。

・先行き半年間の金融政策決定会合等の日程の承認

最後に、2003年7月～12月における金融政策決定会合等の日程が別添2のとおり承認され、即日对外公表することとされた。

以 上

(別添1)

2003年6月25日
日 本 銀 行

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(全員一致)。

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。

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。

以 上

(別添2)

2003年6月25日
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程(2003年7月~12月)

	会合開催	金融経済月報公表 ^(注)	(議事要旨公表)
2003年7月	7月14日<月>・15日<火>	7月16日<水>	(8月13日<水>)
8月	8月7日<木>・8日<金>	8月11日<月>	(9月18日<木>)
9月	9月11日<木>・12日<金>	9月16日<火>	(10月16日<木>)
10月	10月9日<木>・10日<金> 10月31日<金>	10月14日<火> —	(11月27日<木>) (12月19日<金>)
11月	11月20日<木>・21日<金>	11月25日<火>	(12月19日<金>)
12月	12月15日<月>・16日<火>	12月17日<水>	未定

(注)「経済・物価の将来展望とリスク評価(2003年10月)」は、10月31日<金>に公表の予定。

以 上

(15 年 7 月 14、15 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2003 年 7 月 14 日 (14:04 ~ 15:32)
7 月 15 日 (9:00 ~ 11:16)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

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

4 . 政府からの出席者 :

財務省	津田 廣喜	大臣官房総括審議官 (14 日)
	谷口 隆義	財務副大臣 (15 日)
内閣府	浜野 潤	大臣官房審議官

(執行部からの報告者)

理事	平野英治
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画室審議役	山口廣秀
企画室参事役	櫛田誠希
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局参事役	門間一夫
国際局長	堀井昭成

(事務局)

政策委員会室長	秋山勝貞
政策委員会室審議役	中山泰男
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室調査役	山岡浩巳
企画室調査役	加藤 毅

・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合(6月25日)で決定された方針¹に従って運営した。この結果、当座預金残高は28～29兆円台で推移した。

無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、6月25～27日には、一時的な円転コストのマイナス幅拡大を受けて一部外銀がマイナス金利での資金放出を行ったことから0.000～-0.004%となったが、その後は0.001～0.002%で推移した。

2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、落ち着いた市場地合いが維持され、ユーロ円レートなどのターム物金利は、総じて低位安定が続いた。もっとも、ユーロ円金先レートや期間が相対的に長めの短期国債レートは、長期金利の上昇を背景に、ごく僅かながら上昇をみた。

長期金利は、後述の株価の回復や欧米の長期金利の上昇などを受けて上昇し、最近では1%前後となっている。この間、民間債流通利回りの対国債スプレッドは若干拡大した。

株式市場では、海外株価の上昇や、先行きの経済に対する見方が一部で改善しつつあること、こうした中で海外投資家が積極的な投資スタンスを維持していることなどを背景に、日経平均株価は9千円台後半まで回復している。

為替市場では、円の対米ドル相場は、最近では117～118円台と、概ね前回会合時並みの水準で推移している。

3．海外金融経済情勢

米国経済は、家計支出の堅調に支えられ、引き続き緩やかな回復基調にあるが、設備投資などの企業活動に前向きな動きがみられるには至っていない。

家計支出の動向をみると、5月の実質個人消費は前月比+0.3%と緩やかな増勢を維持したほか、6月の自動車販売も底固い動きとなった。住宅投資も高水準を維持している。

一方、企業部門の動向をみると、生産は回復感に乏しい状況が続いている。設備投資も、なお力強さを欠いている。

雇用環境をみると、企業が労働コストの抑制姿勢を続けていることを背景に、6月の民間非農業部門雇用者数は5か月連続で減少し、失業率も6月は6.4%と上昇するなど、全般に悪化している。

こうした状況のもとでFRBは、6月25日に0.25%の利下げを行った。また、先行きのリスクに関して、持続的な経済成長の達成に向けては、「上方リスクと下方リスクがほぼ均衡している」との見方を示すとともに、物価面では「インフレ率が大幅に下落する可能性は、上昇する可能性を上回っている」とし、「予見し得る将来において、後者(物価面)に基づく懸念の方が強いだろう」との判断を示した。なお、先物金利から市場の金利観を窺うと、先行きの利下げ観測は後退し、年内は政策金利は据え置きとの見方が大勢になっている。

¹ 「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。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。」

米国金融市場では、経済見通しの若干の改善や金融緩和観測の後退などを材料に、長期金利は上昇している。株価は、最近では再び持ち直している。

ユーロエリアでは、個人消費、設備投資など内需が低調裡に推移するも、輸出も弱含んでおり、景気は減速している。

すなわち、輸出は、ユーロ高の影響等から弱含んで推移している。生産の動きを反映する製造業PMIも低調に推移している。また、雇用環境も緩やかな悪化傾向が続いている。こうした状況のもとで、消費者コンフィデンスも低調に推移している。

欧州金融市場では、米国金融市場と歩調を合わせるかたちで、6月半ば以降、長期金利が上昇している。株価は、7月入り後は若干持ち直している。先物金利から市場の金利観を窺うと、引き続き、来年初にかけての追加利下げの可能性を織り込んでいるが、一頃に比べれば、利下げ観測はやや後退している。

東アジアでは、景気回復のテンポが幾分鈍化している。すなわち、中国や香港、台湾、シンガポールで、新型コロナウイルスの流行期間中、個人消費が落ち込んだほか、韓国では、個人消費が減速し、設備投資の増勢も鈍化している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

公共投資は減少しており、先行きも減少が予想される。

実質輸出は、当初新型コロナウイルスの影響が懸念された5月に+3.4%とむしろ増加し、4～5月で括っても1～3月と比べて僅かに増加している。このように、輸出は均してみれば横這い圏内の動きである。

設備投資は、企業収益が改善を続ける中で、振れを伴いつつも、緩やかに持ち直している。先行きも、企業収益が改善している中で、今後、輸出や生産が再び増加していけば、設備投資の回復傾向も明確になっていくと考えられる。ただ、さまざまな構造要因があるため、力強い回復になることは期待しにくい。

家計部門の動向をみると、まず、雇用・所得環境については、臨時雇用などを広くカバーする労働力調査でみた雇用者数は下げ止まり傾向にあるが、正社員のウエイトが高い毎勤統計でみた常用雇用者数は減少が続いている。雇用者所得も緩やかながら減少を続けている。このように、雇用・所得環境は引き続き厳しい。

こうしたも、個人消費は、弱めの動きを続けている。販売統計をみると、4月に軒並み減少した後、5月には幾分戻したが、4～5月を合わせてみると、1～3月と比べて弱めとなるものが多い。今後も、厳しい雇用・所得環境が続くと予想される中で、個人消費は全体として弱めに推移すると考えられる。

生産は、1～3月に前期比+0.3%となった後、4～6月も横這い圏内の動きとなった模様である。

物価動向をみると、輸入物価は、春先の原油価格急落の影響などから、5月には3か月前比で下落に転じた。その後、原油価格が底固く推移していることを踏まえると、先行きはほどなく下げ止まる可能性が高い。

国内企業物価も、原油価格急落の影響が表れた5月には、3か月前比で下落に転じた。先行きについては、素材価格の上昇圧力が弱まりつつあることや、機械類の趨勢的な下落が残ることなどを背景に、全体として緩やかな下落を続けるとみられる。

消費者物価は、4月に、診療代の上昇や、昨年4月の電力料金引き下げの影響の剥落から前年比マイナス幅が縮小し、その後、5月も4月並みの前年比マイナスとなった。先行きについては、

個人消費が弱めの動きを続け、賃金の緩やかな低下傾向も続くもとで、これらの面からの価格低下圧力は続くと考えられる。その一方で、企業は 2000 年頃のような積極的な低価格戦略を採っているわけではないほか、7 月にはたばこ税の増税や電力料金引き上げの影響が見込まれる。こうした両方向の要因がせめぎ合う中で、消費者物価の前年比マイナス幅は、当面、現在と同程度で推移すると予想される。

(2) 金融環境

クレジット関連の指標をみると、民間銀行貸出は前年比 2% 台前半の減少が続いている。この間、C P・社債の発行残高は、6 月までは前年を上回ったが、7 月入り後は長期金利の上昇を眺めて社債発行市場で様子見姿勢も窺われる。もっとも、C P・社債の発行環境は、高格付け企業を中心に総じて良好な状況が続いている。

銀行貸出および直接市場調達を含めた民間部門総資金調達は、引き続き減少している。

マネー関連指標をみると、6 月のマネタリーベースは、日銀当座預金が伸び率を高めたことを主因に、全体でも伸びを高め、前年比 2 割程度の上昇となった。マネーサプライは、前年比 2% 弱の伸びで推移している。

企業金融の動向をみると、民間の資金需要は、企業の借入金圧縮スタンスが維持されている中で、設備投資もなお低水準にあることから、引き続き減少傾向を辿っている。

一方、資金供給面では、民間銀行は、優良企業に対しては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ている。ただし、このところ、利鞘設定などの面で貸出姿勢を幾分緩和する動きも窺われている。これらの動きを反映し、企業からみた金融機関の貸出態度は幾分改善しているが、中小企業等ではなお厳しい状況となっている。

企業の資金繰り判断は、中小企業等ではなお厳しい状況にあるが、全体として幾分改善している。

金融環境面の動きを総合すると、金融市場では極めて緩和的な状況が維持されている。C P・社債の発行環境は高格付け企業を中心に良好な状況が続いているものの、信用力の低い企業を中心に資金調達環境は総じて厳しいという基本的な状況に大きな変化はない。金融資本市場の動向や金融機関行動、企業金融の状況については、引き続き十分注意してみていく必要がある。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

景気の現状について、委員は、景気は横這い圏内の動きを続けている、こうした中で、新型コロナウイルスの影響が輸出面に及ぶリスクは、先月に比べて後退している、との認識を共有した。

輸出について、多くの委員は、4 月にいったん弱めとなった実質輸出が、5 月に持ち直していることなどを踏まえると、当初懸念された新型コロナウイルスがアジア向け輸出に及ぼす影響は、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、前月までの「基本的見解」において指摘した輸出面での下方リスクは減少したとみられる、と述べた。

輸出を取り巻く海外経済の動向についても、議論が行われた。

米国経済に関し、何人かの委員は、個人消費の堅調に支えられ、引き続き緩やかな回復基調にあり、減税や利下げなど政策面の対応も行われているが、雇用、生産、設備投資の面に明確な回復の兆しはみられておらず、生産・所得の拡大モメンタムは高まっていない、との見方を述べた。

このうち複数の委員は、米国の金融市場の動きなどをやや仔細にみると、IT セクターや I

IT関連投資の先行きについての期待が高まっており、株価指数もハイテク株主導で上昇しているほか、IT関連投資には下げ止まりの兆しがみられていることを指摘した。そのうえで、米国経済の先行きを展望する上で、IT関連需要の動向が一つの注目点となろう、と指摘した。

欧州経済について、複数の委員は、ユーロ高やユーロ加盟国に課された財政赤字の制約条件等が、実体経済を下押しするリスクを指摘した。

東アジア経済について、多くの委員は、新型肺炎の個人消費への影響等から、4～6月期は成長が減速した可能性が高いとの認識を示した。同時に、このうち複数の委員は、潜在的な成長のモメンタムは底固いとみられること、新型肺炎終息後、一部にペントアップ需要の顕在化の兆候もみられること等を背景に、先行きは自律的な成長メカニズムを取り戻す可能性が高い、との見方を述べた。

企業部門の動向に関し、多くの委員は、6月短観などからみて、企業収益が改善を続けていること、こうしたもとで、地政学的リスクや新型肺炎といった不確定要因の減少、さらには内外株価の上昇なども加わって、企業部門の業況感も若干改善していること、を指摘した。

また、設備投資の動向について、何人かの委員は、6月短観の設備投資計画が、製造業大企業を中心に、この時期としては堅調な計画となっていることを指摘した。さらに、このうちひとりの委員は、機械受注についても、業界による3月時点での4～6月期の見通しは弱めであったにもかかわらず、その後の受注実績は比較的堅調に推移している、と述べた。

家計部門について、多くの委員は、企業の人件費削減の動きが続くもとで、雇用・所得環境は引き続き厳しい、との認識を示した。また、多くの委員は、百貨店・スーパーの販売や新車登録といった販売関連指標も、個人消費が基本的に弱めの動きを続けていることを示している、との見解を述べた。

この間、複数の委員は、2001年以降労働生産性の伸び率が下げ止まっていること、労働力調査による雇用者数が下げ止まっていること、日本経団連調査による夏季賞与が2年振りのプラスとなったこと、などを指摘したうえで、今後の雇用・所得環境の動きに注目したい、と述べた。

景気の先行きについて、複数の委員は、「輸出や生産を起点に、次第に前向きな循環が働き始める」という標準シナリオは維持されている、と述べた。同時に、シナリオの前提となる海外経済の回復については、依然不確実性が高い、との認識を示した。

このうちひとりの委員は、米国経済について、株価が上昇しているとはいえ、雇用や設備投資関連の指標などからみて、先行きの回復力についてはなお不透明感が強い、東アジアについては、新型肺炎の終息後、再び成長率が高まっていくのかどうかのポイントであろう、と指摘した。

また、複数の委員は、各国で共通してみられる、景気回復を先取りした金融資本市場の期待が、今後、現実の経済指標の裏付けを伴うものとなっていくのかどうか注目され、この点は国内についても同様であろう、と整理した。

このうちひとりの委員は、消費は弱めの動きが続き、輸出や生産も横這いであるなど、足許の経済指標にはなお明確な前向きの動きが見られているわけではない、これまでキャッシュフローとの対比で設備投資が抑制されてきたことからみて、企業の先行き見通しが上向けば、これが投資行動にも反映されていく可能性はあるが、設備投資は企業マインドの行方いかんによる面が大きい、と指摘した。そのうえで、日本経済はなお、海外要因を中心に、上下両方向のショックの影響を受けやすい状況がしばらく続くともみておくべきだろう、との見解を述べた。

2. 金融面の動向

金融面について、委員は、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た。このような動きの背景として、多くの委員は、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、を挙げた。このうちの複数の委員は、これまでのエクイティからデットへというリスク回避傾向が後退し、債券から株式への資金シフトが生じている、との見方を述べた。さらに、この複数の委員のうちひとりの委員は、グローバルなマネーの動きについては、高金利通貨の豪州ドル、ニュージーランド・ドルやユーロから、米ドルあるいは円を含むアジア通貨への資金シフトが行われている点も大きな変化であると指摘した。

長期金利上昇の影響について、何人かの委員は、企業金融の環境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、と指摘した。

このうちひとりの委員は、イールド・カーブの過度のフラット化の是正自体は、銀行の収益基盤の確保に資するプラス面も期待される、と述べた。別のひとりの委員は、株価の持ち直しによる、マインド面への好影響、金融システム不安の後退への寄与、といったプラス面を指摘した。

そのうえで、多くの委員は、このところの金融資本市場の動きについては、基本的には冷静に受け止めるべきであろう、との見解を述べた。

同時に、何人かの委員は、内外の株価や長期金利の上昇は、経済指標の明確な改善に裏付けられたものではなく、したがって当面、株価や長期金利は、市場参加者の思惑や海外市場の動向を反映しながら、次の均衡点を模索する動きを続ける可能性が高い、との見方を示した。

この間、ひとりの委員は、わが国の経常黒字幅が若干拡大している中、海外投資家による積極的な本邦株式への投資も円高要因として働く、と整理した。そのうえで、本邦為替当局がこうした円高圧力を相殺する方向での為替介入を行う場合、その裏腹として、本邦長期金利が海外長期金利の上昇に連動しやすくなることも念頭に置く必要がある、と述べた。この委員を含めた複数の委員は、リスク・プレミアムの大きな拡大を伴う長期金利の上昇には注意が必要である、と述べた。

この間、別のひとりの委員は、長期金利の動向は、先行きの政策運営にとって重要な情報や含意を得るという観点からも重要である、と指摘した。

これらの議論を通じて、委員は、今後の市場動向とその影響を、引き続き注意深くみていく必要があるとの認識を共有した。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

当面の金融政策運営について、委員は、景気は横這い圏内の動きであること、新型コロナウイルスが輸出面に及ぼすリスクはやや減少したとみられること、企業の業況感などにも一部に改善の兆しがみられること、などを踏まえ、現在の「27～30兆円程度」という当座預金残高目標を維持することが適当との認識を共有した。

そのうえで、何人かの委員は、中長期的な政策課題という観点から、発言を行った。

ひとりの委員は、先行き、経済の本格的な回復とデフレ克服が展望される段階で、長期金利の上昇がリスク・プレミアムの拡大を伴う不安定な形で生じ、これが金融機関の収益面や企業金融面への影響と相まって、持続的な成長を阻害することがないかが一つの留意点となると指摘した。そのうえでこの委員は、この問題は、景気回復を実現する過程で発生し得る経済実勢と乖離した金利上昇のコストを経済全体でどう吸収していくかという広い観点から捉えられる

べきであり、そのためには、経済全体のリスク管理という視点が重要であろう、と述べた。別のひとりの委員も「経済全体のリスク管理」という考え方に、賛意を表明した。

また別のひとりの委員は、金融システム不安が足許ではひとまず後退しているとはいえ、公的資金の予防的注入や繰延税金資産の取扱い等、不良債権問題の克服に向けた課題は残っている、と指摘した。

さらに別のひとりの委員は、長期金利の上昇局面では、国債需給への当局の介入を通じた金利抑制を期待する声が外部で高まりやすいが、長期金利のコントロールは、為替相場のコントロール同様、他の重要な政策目的を犠牲にしない限り困難である、との理論的整理を示した。さらに、米国の1940～50年代の「長期国債価格支持政策」時代の経験として、価格支持政策をひとたび採用すれば、脱却することが非常に困難となった、その結果、物価の安定が損なわれ、市場参加者がFRBの出方を窺いながら取引を行う結果、市場機能が失われた、という教訓を紹介した。

そのうえでこの委員は、1940～50年代と比較して、国債市場のグローバル化や派生市場の発達が進んだ現在、長期金利をコントロールするといった政策は、当時と比べてもはるかに困難かつ問題が多いと予想される、先行き経済・物価情勢が好転し、現在の金融緩和の枠組みの転換が市場参加者の視野に入ってくる段階では、インフレ期待の安定化のためにいかなる方策をとり得るか検討が必要となる、と述べた。

この間、ひとりの委員は、長期の実質金利を日本の潜在成長率の範囲内に抑える観点からも、財政当局が、新規発行国債について、物価連動債や変動利付債に転換するオプションを付すことを検討すべきである、長期の期待物価上昇率にアンカーを設けるという観点から、物価安定の数値目標について、早期に検討を進めるべきである、と述べた。

一方、当面の政策対応という観点からも、何人かの委員が発言した。

ひとりの委員は、中長期の政策課題と、当面ないし短期的な政策課題を分け、それぞれについて考えていくことが重要であると述べた。そのうえで、現時点で海外経済の回復の展望が明確になっているわけではないこと、こうしたもとの、日本の輸出や生産、消費は横這いを続け、インフレ率もマイナスであること、多くの構造問題も抱えていること、等を踏まえれば、景気回復とデフレ克服がはっきり展望できるまでには、なお時間がかかる可能性がある、との認識を示した。この委員は、当面は量的緩和の枠組みの下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、と発言した。

別のひとりの委員も、こうした見解に賛意を示した上で、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、との見解を述べた。こうした見解に、何人かの委員が賛意を示した。

この間、また別の委員は、当面、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。

さらに別の委員も、いわゆる「時間軸効果」は伸び縮みが弾力的である点がポイントであり、市場の景況感に伴って伸縮するのは当然である、ただし、インフレ率のプラス転化までは予想させない程度の景況感の改善では、大きな影響は受けない、と述べ、この点について市場とのコミュニケーションを図ることが重要であろう、と発言した。

・政府からの出席者の発言

会合では、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 政府は持続的な経済成長の実現及びデフレ克服に向けた取り組みとして、6月27日に閣議決定された「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2003」に基づき、構造改革を今後とも着実に推進していくこととしている。
- わが国経済の現状をみると、企業収益の改善や設備投資に持ち直しの動きがみられることに加え、株価の上昇など景気の先行きについて過度の悲観論が修正されつつあることを示す動きもみられる。他方、依然として物価の下落は継続しており、実体経済の回復が明確になっているとまでは言えないものと考えており、引き続き金融政策の役割は重要であると考えている。
- 日本銀行におかれては、中堅・中小企業金融の円滑化を含め、実体経済の資金循環の活性化に繋がるよう、実効性のある金融緩和措置を検討・実施して頂きたいと考えている。
- 7月7日に、財務省国際局の研究会である「我が国金融・資本市場の国際化のための研究会」が報告書を取りまとめたが、この中で、貿易金融の円滑化に向けてのアジア企業と日本企業の取引に生じる債権を担保とする円建てCP市場の創設・整備に向けての提言を頂いた。こうした市場の創設・育成についても、日本銀行の協力を期待している。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 景気の基調判断については、7月11日の月例経済報告において、先月に引き続き、「景気はおおむね横ばいとなっているが、このところ一部に弱い動きがみられる」と報告した。先行きについては、米国経済等の回復が持続すれば景気は持ち直しに向かうことが期待される一方、海外経済の先行きを巡る不透明感や今後の株価や長期金利の動向に留意する必要がある。日本経済の重要な課題は、デフレを早期に克服することおよび内需主導の自律的回復を実現することである。このため、政府は先般閣議決定したデフレの克服や経済の活性化をはじめとする「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2003」を早急に具体化することとしている。本方針においても、「デフレ克服に向け、政府は日本銀行と一体となって強力かつ総合的に取り組む。こうした取り組みを通じ、『改革と展望 - 2002年度改定』で示したように、集中調整期間の後にはデフレを克服できると見られる」としている。
- 日本銀行におかれては、本年3月から今後の金融政策運営の基本的枠組みについて検討を進められているが、引き続きデフレ克服に実効性ある金融政策運営を行うことを期待する。その際、2005年度のデフレ克服を目指すという観点から、まず物価変化率が上昇に向かうよう図るとともに、物価や金利の経路を展望し、その段階に応じた適切な金融調節手段の選択を検討して頂きたいと考えている。

・採決

以上の議論を踏まえ、当面の金融市場調節方針については、当座預金残高目標を27~30兆円程度とする現在の調節方針を維持することが適当である、との考え方が共有された。

これを受け、議長から以下の議案が提出され、採決に付されることとなった。

議長案

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。

記

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。

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。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、植田委員、田谷委員、
須田委員、中原委員、春委員、福間委員

反対：なし

・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定された。これを掲載した金融経済月報は7月16日に公表することとされた。

・議事要旨の承認

前々回会合（6月10、11日）の議事要旨が全員一致で承認され、7月18日に公表することとされた。

以上

(別 添)

2 0 0 3 年 7 月 1 5 日
日 本 銀 行

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(全員一致)。

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。

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。

以 上

(15 年 8 月 7、8 日開催分)

(開催要領)

- 1 . 開催日時 : 2003 年 8 月 7 日 (14:00 ~ 15:34)
8 月 8 日 (9:00 ~ 11:39)
- 2 . 場 所 : 日本銀行本店
- 3 . 出席委員 :

議長	福井俊彦	(総 裁)
	武藤敏郎	(副 総 裁)
	岩田一政	(")
	植田和男	(審議委員)
	田谷禎三	(")
	須田美矢子	(")
	中原 眞	(")
	春 英彦	(")
	福間年勝	(")
- 4 . 政府からの出席者 :

財務省	津田 廣喜	大臣官房総括審議官 (7 日)
	谷口 隆義	財務副大臣 (8 日)
内閣府	中城 吉郎	政策統括官 (経済財政 - 運営担当)

(執行部からの報告者)

理事	平野英治
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画室審議役	山口廣秀
企画室参事役	櫛田誠希
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局参事役	門間一夫
国際局参事役	高橋 亘

(事務局)

政策委員会室長	秋山勝貞
政策委員会室審議役	武井敏一
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室調査役	内田眞一
企画室調査役	正木一博

・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合(7月14、15日)で決定された方針¹に従って運営した。この結果、当座預金残高は28～29兆円台で推移した。

こうした調節のもとで、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、0.001～0.002%で推移した。

2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、落ち着いた市場地合いが維持され、ユーロ円レートなどのターム物金利は、総じて低位安定が続いた。また、短期国債レートは、長期金利の上昇などを背景に一時強含んでいたが、足許では低下している。

長期金利は、7月上旬に1%を超える水準まで上昇した後、銀行や機関投資家の押目買いがみられたことなどから低下しており、最近では0.9%前後で推移している。この間、民間債流通利回りの対国債スプレッドは、銀行債においてやや拡大したものの、全般的に引き続き低水準で推移している。

株式市場では、ピッチの早い株価上昇に対する警戒感が強まったことや、海外株価がこのところやや軟調に推移していることから、日経平均は概ね9千円台半ばでもみ合っている。

為替市場では、円の対米ドル相場は、米国景気回復テンポに対する期待の高まりなどから、120円前後まで下落している。

3．海外金融経済情勢

米国経済は、個人消費に支えられ引き続き緩やかな回復基調にある。設備投資や生産を全体としてみれば、力強さに欠ける動きが続いているほか、雇用環境も悪化傾向を辿っているが、家計支出が堅調を維持しているうえ、一部のIT関連財の受注や出荷などに明るい動きもみられてきている。

第2四半期のGDP統計は、実質成長率が前期比年率+2.4%と前期(同+1.4%)を上回る伸びとなった。内訳をみると、政府支出が国防関連支出の増加から大幅に伸びたほか、設備投資が、情報化関連投資の大幅な増加が寄与したことから、プラスに転じた。

家計支出の動向をみると、6月の実質個人消費は前月比+0.1%と緩やかな増勢を維持したほか、7月の自動車販売も販売促進策の効果もあって高水準となった。

企業部門の動向をみると、非国防資本財受注は全体として横這い圏内にある中で、IT関連財の一部がやや上向きとなっている。また、ISM指数が製造業・非製造業ともに改善しつつある。この間、生産は、総じてみれば回復感に乏しい状況が続いているものの、ここに来て安定的に前月比がプラスとなりつつある。

雇用環境をみると、企業が労働コストを抑制する姿勢を続けていることを背景に、7月の民間非農業部門雇用者数は6か月連続の減少となった。失業率は、7月には6.2%と前月より若干低下したものの、引き続き高水準で推移している。

¹ 「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。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。」

米国金融市場では、景気の先行きに対する楽観的な見方の強まりや、財政状況の悪化に伴う国債増発懸念などを材料に、長期金利は大幅に上昇している。株価は、総じてみれば横這い圏内で推移している。

ユーロエリアでは、個人消費、設備投資など内需が低調裡に推移するも、輸出も減少しており、景気の減速傾向が一層顕著になっている。

すなわち、輸出は、これまでのユーロ高の影響などから減少している。生産の動きを反映する製造業PMIも低調に推移している。また、雇用環境も緩やかな悪化傾向が続いている。もっとも、こうした中で、海外景気の回復期待等から、企業マインドは先行きの見方を中心に回復している。

欧州金融市場では、米国金融市場と歩調を合わせるかたちで、長期金利が上昇しているが、その上昇テンポは欧米の成長率格差などを背景に米国に比べて緩やかなものにとどまっている。株価は、米国と同様、総じてみれば横這い圏内で推移している。

東アジアでは、新型肺炎の終息に伴い、景気に持ち直しの兆しが窺われている。すなわち、中国では、新型肺炎が終息した後は、内外需とも好調な状態に復している。また、IT依存度の高い台湾やシンガポールでは、生産の増加テンポが強まる可能性が高まっている。この間、韓国では、個人消費が減速し、設備投資の増勢も鈍化している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

公共投資は減少しており、先行きも減少が予想される。

実質輸出は、1～3月に前期比-0.8%と小幅ながら5四半期振りに減少した後、4～6月は前期比-0.2%と横這い圏内の動きとなった。これを地域別にみると、1～3月に大幅減となった米国向けが4～6月は幾分増加した。他方、1～3月まで堅調な伸びを続けてきた東アジア向けは、新型肺炎の影響もあって、NIEs向けを中心に4～6月は減少した。財別にみると、1～3月に大きく減少した情報関連が、世界的な需要の持ち直しの中で、4～6月は増加した。

設備投資は、振れを伴いながらも緩やかな持ち直し基調にある。先行きについては、企業収益が改善している中で、今後、輸出や生産が再び増加していけば、設備投資の回復傾向も明確になっていくと考えられる。ただ、さまざまな構造要因があるため、力強い回復になることは期待しにくい。

家計部門の動向をみると、まず、雇用・所得環境については、臨時雇用等を広く含む雇用者数は下げ止まりつつあるほか、賃金の低下にも歯止めがかかってきている。しかし、所定外労働時間や新規求人の増加に一服感がみられるほか、常用労働者数は引き続き減少しており、雇用者所得は、均してみれば緩やかな減少傾向が続いている。このように、雇用・所得環境は全体としてなお厳しい。

こうしたも、個人消費は、弱めの動きを続けている。販売統計をみると、天候要因等もあって、4～6月の前期比はやや大きめの減少となったものが多い。今後についても、雇用・所得環境に目立った改善が期待しにくい中で、個人消費は全体として弱めに推移すると考えられる。

生産は、1～3月に前期比+0.3%となった後、4～6月は前期比-0.6%となり横這い圏内の動きが続いている。先行きについては、輸出の増加に伴って次第に増加基調に復すると考えられるが、目先は横這い圏内で推移するとみられる。

物価動向をみると、輸入物価や国内企業物価は、春先の原油価格急落の影響などから、下落している。企業向けサービス価格は、価格改定期に当たる4月に下落幅が拡大した後、前年比-1%強の下落を続けている。一方、消費者物価は、4月に医療制度改革に伴う診療代の上昇など

から前年比下落幅が縮小した後、同程度の下落が続いている。

(2) 金融環境

クレジット関連の指標をみると、民間銀行貸出は前年比2%台の減少が続いている。この間、7月の社債発行は、前月対比大幅に減少し、社債発行残高は6月に前年比プラスとなった後、7月はマイナスに転じた。これは、6月半ば以降の急ピッチな長期金利上昇の中で、社債発行を手控えた向きが多かったことによるものとみられ、長期金利が落ち着いてきた7月下旬以降は、社債発行は増加している。この間、CP・社債の対国債スプレッドは横這い圏内の動きが続いており、CP・社債の発行環境は、高格付け企業を中心に総じて良好な状況が続いている。

企業金融の動向をみると、民間の資金需要は、企業の借入金圧縮スタンスが維持されている中で、設備投資もなお低水準にあることから、引き続き減少傾向を辿っている。

一方、資金供給面では、民間銀行は、優良企業に対しては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ている。これらの動きを反映し、企業からみた金融機関の貸出態度は幾分改善しているが、中小企業等ではなお厳しい状況となっている。企業の資金繰り判断は、中小企業等ではなお厳しい状況にあるが、幾分改善している。

金融環境面の動きを総合すると、金融市場では極めて緩和的な状況が維持されている。マネーサプライやマネタリーベースは、経済活動との対比でみれば高めの伸びを維持している。企業金融面では、CP・社債の発行環境は高格付け企業を中心に良好な状況が続いているものの、信用力の低い企業を中心に資金調達環境は総じて厳しいという基本的な状況に大きな変化はない。このため、金融資本市場の動向や金融機関行動、企業金融の状況については、引き続き十分注意してみていく必要がある。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

景気の現状について、委員は、先行きの不透明感がやや後退する中で、横這い圏内の動きが続いている、との見方を共有した。

景気の先行きについて、委員は、「海外経済の成長率が本年後半に高まっていくとの想定のもとで、次第に輸出や生産が増加基調に復することを通じて、前向きな循環が働き始める」という標準シナリオは維持されているが、輸出や生産が増加する時期や、これが国内需要の自律的な回復にどの程度つながっていくのかについて不確実性が残っており、この点に関する見極めが重要である、との見方を共有した。さらに、大方の委員は、輸出に大きく影響する米国経済の動向が重要なポイントとなる、との見解を述べた。

米国経済について、委員は、個人消費に支えられ引き続き緩やかな回復基調にある、との見方を共有した。そのうえで、多くの委員が、第2四半期の実質成長率が予想を上回る伸びとなったこと、世界的に情報関連需要に持ち直しの動きがみられること、企業のコンフィデンスが改善していることなどを指摘し、回復基調がより明確になりつつある、との見解を述べた。また、何人かの委員は、連邦政府による大型減税が個人消費にプラスの影響を与える可能性を指摘した。ある委員は、こうした減税策や連邦準備制度(FRB)による金融緩和といった積極的な政策対応が景気回復に対する期待感を強めている、との見方を示した。

一方、リスク要因として、多くの委員が、民間非農業部門の雇用者数が6か月連続で減少していることなどを指摘しつつ、雇用環境が全般的に悪化を続けており、個人消費に与える悪影響が懸念される、との見方を示した。この点につき、複数の委員は、新規失業保険申請件数が

足許減少していることを指摘し、雇用情勢にも下げ止まりの兆しがみられることを指摘した。また、ひとりの委員は、労働生産性が大幅に上昇していることを指摘したうえで、労働生産性の上昇は雇用の回復の遅れと表裏の関係にあるが、中長期的な観点からは持続的な景気拡大にはプラスである、と述べた。

また、多くの委員は、長期金利の上昇が住宅投資や個人消費に与える影響が懸念される、との見方を示した。このうち、ひとりの委員は、堅調な個人消費は、低利の住宅ローンへの借換えや、住宅価格の上昇に伴う住宅担保金融に支えられてきた面が大きいいため、長期金利の上昇は個人消費に大きな悪影響を与える可能性がある、と述べた。

ひとりの委員は、企業業績が好調であるにもかかわらず、設備投資の回復力が乏しい、と述べた。この委員は、その理由として、バランスシート調整圧力の中でキャッシュフローが借入金返済に充てられていることなどが考えられる、と述べた。

この間、ひとりの委員は、米国において一般的に理解されているNAIRU（インフレ率を加速も減速もさせない失業率の水準、5.0～5.4%程度）の水準を前提とすれば、現在の失業率（6.2%）の下では物価低下圧力が働くと考えられるが、実際には物価の先行き見通しについてのFRBや市場関係者の見方は分かれており、これが長期金利の不安定な動きの一因になっているのではないか、との見方を示した。

欧州経済について、ひとりの委員は、ドイツにおける景況感の改善等がみられるものの、足許は総じて低調に推移している、と述べた。

東アジア経済について、何人かの委員は、新型肺炎の終息に伴い、中国を中心に従来の自律的な成長過程に復しつつある、との見方を示した。

こうした海外経済動向のもとで、わが国の輸出については、委員は、このところの指標にやや弱さがみられるが、全体としては横這い圏内の動きを続けているとの見方を共有した。複数の委員は、東アジア向けの減少は新型肺炎の影響による一時的なものであり、足許は回復基調にある、との見方を示した。また、ひとりの委員は、米国向けは、自動車関連が現地在庫の調整から引き続き減少しているものの、情報関連が下げ止まったほか、デジタル家電や資本財が増加していることを指摘した。

生産については、委員は、4～6月の鉱工業生産が6四半期振りのマイナスとなったものの、全体としては引き続き横這い圏内にあるとの見方を共有した。また、ひとりの委員は、在庫が減少傾向にある中で、需要の増加に応じて生産が増加しやすい状況が続いている、と述べた。

設備投資については、何人かの委員は、緩やかな持ち直し基調にある、との見方を示した。このうち、ひとりの委員は、プラントなどを中心に産業機械の受注が増加していることを指摘した。また、別のある委員は、この点に関連して、大企業製造業を中心に過剰債務の調整が一段落しつつあり、構造的な問題によりやく改善がみられつつあるのは好材料だが、非製造業、中小企業のように調整の進捗が遅れているセクターも多く、これらの先行きが焦点である、と述べた。

家計部門については、複数の委員が、労働力調査でみた雇用者数や、賞与等も含めた賃金に下げ止まりの兆しが窺われており、これが個人消費に好影響を与える可能性に言及した。もっとも、これらの委員は、社会保険料の支払負担増により実質可処分所得が減少していることや、悪天候の影響が懸念されることもあわせて指摘し、個人消費の今後の動きに注目したい、と述べた。

また、ひとりの委員は、財政面の動きについて、来年度予算の概算要求基準が閣議了解されたことに言及し、来年度も財政面からの多くのサポートを期待できない状況であるだけに、輸出や生産の持ち直しが国内民間需要の自律的な回復につながっていくかがとりわけ重要である、と述べた。

この間、物価面について、ある委員は、GDPギャップと物価の関係についてひとつの試算（インフレ率を加速も減速もさせない産出量水準、NAILO<Non-Accelerating Inflation Level of Output>）を紹介し、昨年後半以降、GDPギャップはデフレを減速させる方向に寄与していると考えられる、との見方を示した。

2. 金融面の動向

金融面について、委員は、短期金融市場はターム物も含めて落ち着いた動きとなっており、特に短めの資金については余剰感が強まっている、との認識を共有した。何人かの委員は、その背景として、りそな銀行への公的資本注入などを契機に金融システム不安が後退していることも影響しているとの認識を示しつつ、中間期末や年度末にかけて、仮にこうした不安が生じることになれば、金利が上昇する可能性も否定できず、注意してみていく必要がある、と述べた。

6月半ば以降の長期金利の上昇が海外市場、とりわけ米国市場と連動して進んだことを踏まえ、米国の長期金利について議論が行われた。

米国の長期金利上昇の背景について、多くの委員は、過度のデフレ懸念が後退し、米国経済の先行きに対する楽観的な見方が強まったことが考えられると指摘した。また、何人かの委員は、FRBが景気に対する楽観的な見通しを示唆していると受け止められたことが長期金利の上昇に寄与している、と述べた。また、何人かの委員は、財政赤字拡大に伴う国債の需給悪化懸念や、モーゲージ証券(MBS)投資家の価格変動リスクに対するヘッジ行動も、長期金利の上昇を加速している、との見方を示した。また、ひとりの委員は、4%程度という現行の長期金利水準は、自然利子率が3%程度、期待インフレ率が1%程度と考えると整合的に理解できる、との見解を述べた。別のある委員は、長期金利の上昇にはテクニカルな側面もあるが、基本的には景況感の改善に基づくものであり、債券に先立って期待収益の改善を織り込んで上昇していた株価動向に鞘寄せされたと理解すべきである、と述べた。

米国の長期金利上昇の影響について、ひとりの委員は、実体経済への影響と並んで、グローバルな波及効果も含めて、金融資本市場の広い範囲に影響が及ぶ可能性もあるため、十分な注意が必要であると指摘した。また、別のある委員は、経常収支赤字と財政赤字の拡大という状況の下で、米国債の円滑な消化に対する懸念が長期金利やそのボラティリティの高止まりにつながり、ひいてはわが国の長期金利や為替レートにも影響を及ぼすリスクがある、と述べた。

わが国の長期金利について、委員は、上昇が一服し、落ち着きどころを模索している状況にあるとの認識を概ね共有した。何人かの委員は、先行きについて、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、との見方を示した。また、ひとりの委員は、わが国経済の自然利子率や期待物価変化率に鑑みると、現行程度の長期金利は不自然なものではない、と述べた。

株価動向について、何人かの委員は、足許はやや弱含んでいることを指摘したうえで、これまでの急ピッチの上昇において企業収益の改善期待が織り込まれているため、更に上昇するには材料に乏しい、との見方を示した。

何人かの委員は、金融市場における今後のリスク要因について発言した。複数の委員は、中間期末において株価が銀行決算に与える影響が注目される、と述べた。また、複数の委員は、繰延税金資産の取扱いや不良債権処理を巡って、金融システムが不安定化するリスクも否定できない、と指摘した。また、ひとりの委員は、政局を巡る思惑等から、マーケットが不安定な動きとなる懸念に言及した。

これらの議論を通じて、委員は、海外市場を含め、今後の市場動向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を共有した。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

当面の金融政策運営について、委員は、景気は横這い圏内の動きを続けていること、金融資本市場も総じて落ち着いていること、などを踏まえ、現在の「27～30兆円程度」という当座預金残高目標を維持することが適当との認識を共有した。

そのうえで、何人かの委員は、金融市場調節の運営について発言した。

ひとりの委員は、現在の量的緩和の枠組みの下で、年末越えや年度末越えを含め、長めの資金供給オペを積極的に行い、時間軸効果を市場に再認識させることが重要である、と述べた。

また、何人かの委員は、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意見を述べた。ひとりの委員は、資金の余剰感が強まっている現状のもとでは、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く、日銀当座預金残高がレンジの下限まで減少することがあってもよい、との見方を示した。別のある委員は、日々の調節において日銀当座預金残高はレンジのできるだけ高いところを狙うべきではないか、加えて、郵政公社の日銀当座預金残高が大幅に変動している中で、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、との問題を提起した。別のひとりの委員は、こうした議論を総括する形で、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、との見解を示し、大方の委員が賛意を示した。

何人かの委員は、「時間軸効果」や市場とのコミュニケーションのあり方について発言した。ひとりの委員は、最近の米国の長期金利の変動において、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、別のひとりの委員は、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。

ひとりの委員は、金融政策運営の透明性向上に関する検討や、量的緩和政策の総括はなお不十分であり、次回の展望レポートを念頭において更なる検討を行うべきである、と述べた。これに関連して、別の委員は、中長期的なデフレ脱却のフレームワークという観点から発言した。この委員は、金融政策運営について、マネタリーベースの伸びは、中期的に望ましい物価上昇率や名目所得の伸びを考慮したうえで考えていくことが望ましい、との見方を示した。この委員は、現在の財政政策について、国債残高の対名目GDP比率を安定化させることを目標に運営されているとの認識を示したうえで、こうした金融政策と財政政策の組み合わせによって、デフレ脱却は十分に可能である、との見解を述べた。

この間、ある委員は、中長期的な金融政策運営のあり方を議論することは重要であるが、場合によっては、金融政策が引き締めに変換しようとしているとの誤解を与える恐れがある点にも、十分留意すべきである、と指摘した。

・政府からの出席者の発言

会合では、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 政府は、6月に閣議決定された「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2003」等を

踏まえ、平成 15 年度と同様の歳出改革路線を堅持する、との基本的な考え方に沿って、先般（8月1日）、平成 16 年度予算の概算要求基準を閣議了解したところである。これに基づき、歳出全般にわたる徹底した見直しを行い、歳出の抑制と所管を超えた予算配分の重点化・効率化を実施していくこととしている。

- わが国経済の現状をみると、株価や米国経済の動向等、わが国の景気を巡る環境に変化の兆しがみられる。しかしながら、実体経済の明確な回復は未だ確認されておらず、依然として物価の下落は継続しており、引き続き金融政策の役割は重要であると考えている。
- 日本銀行におかれては、中堅・中小企業金融の円滑化を含め、実体経済の資金循環の活性化に繋がるよう、実効性のある金融緩和措置を検討・実施して頂きたいと考えている。
- 日本銀行において、C P 残高統計が 1 年間訂正されず、関係者の処分が行われた。昨日公表された総裁談話においても言及されているが、統計データの信頼性確保は極めて重要であり、もう一度すべてにわたって再点検し、信頼回復に努めて頂きたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 景気の基調判断については、8月5日の月例経済報告において、上方修正を行い、「景気は概ね横這いとなっている。株価やアメリカ経済の動向など、我が国の景気を巡る環境に変化の兆しがみられる。」と報告した。先行きについては、米国経済等の回復が持続すれば、景気は持ち直しに向かうことが期待される一方、今後の株価・長期金利や海外経済の動向には留意する必要がある。
- 日本経済の重要な課題は、デフレを早期に克服することおよび内需主導の自律的回復を実現することである。このため、政府は「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2003」に基づき、引き続き金融、税制、歳出および規制の四本柱の構造改革を一体的かつ整合的に実行する。また、先日、閣議了解した平成 16 年度予算概算要求基準では、政府全体の予算について、歳出・歳入両面、および質・量両面にわたる改革をさらに加速することとしており、例えば歳出面では「政策群」や「モデル事業」といった新たな取り組みを進めている。
- 「基本方針 2003」においても、「デフレ克服に向け、政府は日本銀行と一体となって強力かつ総合的に取り組む。こうした取り組みを通じ、『改革と展望 - 2002 年度改定』で示したように、集中調整期間の後にはデフレは克服できると見られる」としている。
- 日本銀行におかれては、本年 3 月から今後の金融政策運営の基本的枠組みについて検討を進められており、先般、金融緩和の波及メカニズム強化のために、資産担保証券の買入れを開始するなど、新たな取り組みを行っているところだが、引き続きデフレ克服に実効性ある金融政策運営を行うことを期待する。その際、2005 年度のデフレ克服を目指すという観点から、まず物価変化率が上昇に向かうよう図るとともに、物価や金利の経路を展望し、その段階に応じた適切な金融調節手段の選択を検討して頂きたいと考えている。

採決

以上の議論を踏まえ、当面の金融市場調節方針については、当座預金残高目標を 27~30 兆円程度とする現在の調節方針を維持することが適当である、との考え方が共有された。

これを受け、議長から以下の議案が提出され、採決に付されることとなった。

議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。

記

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。

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。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、植田委員、田谷委員、
須田委員、中原委員、春委員、福間委員

反対：なし

・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定された。これを掲載した金融経済月報は8月11日に公表することとされた。

・議事要旨の承認

前々回会合（6月25日）および前回会合（7月14、15日）の議事要旨が全員一致で承認され、8月13日に公表することとされた。

以上

(別 添)

2 0 0 3 年 8 月 8 日
日 本 銀 行

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致）。

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。

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。

以 上

(15 年 9 月 11、12 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2003 年 9 月 11 日 (14:00 ~ 16:11)
9 月 12 日 (9:01 ~ 13:25)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

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

4 . 政府からの出席者 :

財務省 津田 廣喜 大臣官房総括審議官 (11 日)

谷口 隆義 財務副大臣 (12 日)

内閣府 中城 吉郎 政策統括官 (経済財政 - 運営担当)

(執行部からの報告者)

理事	平野英治 (12 日)
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画室審議役	前原康宏
企画室審議役	山口廣秀
企画室参事役	櫛田誠希
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局参事役	門間一夫
国際局長	堀井昭成

(事務局)

政策委員会室長	秋山勝貞
政策委員会室審議役	武井敏一
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室企画第 2 課長	吉岡伸泰 (12 日 9:01 ~ 9:33)
企画室調査役	内田眞一
企画室調査役	加藤 毅
金融市場局金融市場課長	栗原達司 (12 日 9:01 ~ 9:33)

金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合(8月7、8日)で決定された方針¹に従って運営した。この結果、当座預金残高は28~29兆円台で推移した。なお、8月下旬には、過去最長となる約9か月の期間の手形買入れオペを実施した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、0.001~0.002%で推移した。ターム物金利も、概ね落ち着いた地合いが続いているが、ユーロ円金利先物レートは8月下旬以降上昇が目立った後、最近では幾分低下している。

長期金利は、先行きのわが国経済に対する見方が改善する中で、急上昇し、最近では1.4~1.5%台で推移している。この間、民間債流通利回りの対国債スプレッドは、幾分上昇した。

株価は、海外投資家の本邦株式投資の継続などから、大幅に上昇し、最近では、日経平均で10千円台半ばまで回復している。

為替市場では、円の対米ドル相場は、海外投資家による対内株式投資の継続などから上昇し、最近では116~117円台で推移している。

クレジット市場においては、ここ数年、シンジケート・ローンの組成が着実に増加している。また、1件当りの組成額が小さくなっているところから、中堅・中小企業にも裾野を広げつつあることが窺える。なお、資産担保証券の買入れについては、前回会合以降、資産担保CP買入れオペを2度実施し、約1,000億円の買入れを行った。

3. 海外金融経済情勢

米国経済は、家計支出に支えられ引き続き緩やかな回復基調にある。第2四半期の実質GDPは、個人消費と純輸出の上振れを主因に、前期比年率+2.4%から+3.1%に上方修正された。個人消費関連の指標は、総じて良好であり、7月末に減税の政府小切手が配布された効果が窺える。また、IT関連財を中心に製造業の受注や設備投資にも明るい動きがみられはじめているほか、生産も、力強さには欠けるものの、持ち直しつつある。ただ、雇用調整圧力は依然として根強い。この間金融市場では、前回会合以降、長期金利、株価とも小幅上昇した。

欧州では、英国は勢いが鈍化しつつも緩やかな成長を維持しているが、ユーロエリアの景気は減速している。第2四半期の実質GDPは、ユーロエリア全体、独仏とも、マイナス成長となっている。生産も、依然として低調である。金融市場では、外需主導での回復見通しが広がってきたことから、株価や長期金利は上昇している。

東アジアでは、景気回復の足取りが徐々に強まってきている。すなわち、中国では、新型肺炎が終息した後は、内外需とも従来の力強さを取り戻している。香港、台湾、シンガポールでも、個人消費が回復している。また、NIEs、ASEAN諸国・地域では、振れを均してみれば、

¹ 「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。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。」

IT関連財を中心に輸出・生産が再び増加しつつある。ただし、韓国では、個人消費が低迷し、設備投資は減速している。

このように、全体として、米国経済がリードするかたちで世界経済の成長率が高まるという見通しの蓋然性が高まりつつある。ただ、米国においては、長期金利の上昇や厳しい雇用環境が、個人消費や住宅投資に及ぼす影響が懸念されるほか、欧州や韓国でも先行き不透明感が強い。下方リスクは、一頃に比べて縮小したものの、なお相対的に大きいとみられる。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

第2四半期の実質GDPは、大幅に上方改訂され、前期比+1.0%（前期比年率+3.9%）となった。もっとも、家計調査や法人季報が強めに出た影響など一時的な振れが作用しているほか、指数面の問題から設備投資デフレーターを中心にGDPデフレーター下落が実勢以上に大きく、これが実質GDPを基調的に押し上げている可能性もあることなどを踏まえると、割り引いてみる必要がある。

実質輸出は、4～6月に前期比-0.2%となったのち、7月は4～6月対比で+0.9%と横這い圏内の動きとなった。内訳をみると、米国向けが自動車関連の減少などから引き続き弱めの動きとなっている一方、東アジア向けは、情報関連財や、半導体製造装置などの資本財・部品を中心に、復調している。先行きについては、海外景気の回復を背景に増加基調に復するものとみられる。

設備投資は、緩やかに回復しており、先行きについても、企業収益の回復にもかかわらず大幅に抑制されてきた製造業大企業を中心に、回復傾向がより明確化していくと予想される。ただ、様々な構造要因がある中で、中小企業や非製造業を含めて力強い回復が広がっていく蓋然性は低い。

家計部門の動向をみると、まず、雇用面では、企業が正社員の雇用に慎重な姿勢を崩していないことから、常用労働者数は引き続き減少しているが、カバレッジの広い雇用者数は下げ止まっている。また、賃金の下落にも歯止めがかかってきているため、雇用者所得は徐々に下げ止まりつつある。しかし、失業率の高止まりなど、雇用・所得環境は、なお総じて厳しい状況にある。

個人消費については、7月の指標は、低調であった4～6月と比べても減少したものが多かった。もっとも、これは記録的な冷夏の影響もあり、雇用者所得が下げ止まりつつあることや、消費者心理も一頃に比べて改善していることなどを踏まえると、基本的な見方を変える必要はないと考えられる。今後については、雇用・所得環境に当面目立った改善が期待しにくい中で、個人消費は全体として弱めに推移すると考えられる。

生産は、4～6月は前期比-0.6%となったのち、7月の4～6月対比は+0.6%と横這い圏内の動きが続いている。先行きについては、全体としてみれば在庫調整圧力がほとんど蓄積されていないため、輸出の増加を主因に次第に増加基調に復すると考えられる。

物価動向をみると、原油価格を中心に国際商品市況が上昇基調で推移してきたことなどから、輸入物価は、下げ止まっており、国内企業物価は、横這い圏内の動きとなっている。企業向けサービス価格は、前年比1%強の下落を続けている。一方、消費者物価は、4月の医療制度改革に伴う診療代の上昇や7月のたばこ税引上げなどから、前年比下落率は0.2%にまで縮小した。今後の特殊要因次第では、一時的にさらに縮小する可能性も考えられるが、基調的には現在程度の小幅下落が続くと予想される。

(2) 金融環境

クレジット関連の指標をみると、民間銀行貸出は前年比2%前後の減少となっている。社債発行市場では、長期金利の上昇を眺めて、様子見姿勢が窺われる。この間、社債の対国債スプレッドは、流通市場では幾分上昇しているが、発行市場には大きな影響は及んでいない。総じてみれば、CP・社債の発行環境は、高格付け企業を中心に良好な状況に大きな変化はみられていない。

企業金融の動向をみると、設備投資は緩やかに回復しているものの、なおキャッシュフローを下回っており、民間の資金需要は引き続き減少傾向を辿っている。一方、資金供給面では、民間銀行は、優良企業に対しては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ているが、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ている。これらの動きを反映し、企業からみた金融機関の貸出態度は幾分改善しているが、中小企業等ではなお厳しい状況にある。企業の資金繰り判断は、中小企業等ではなお厳しい状況にあるが、幾分改善している。

マネーサプライやマネタリーベースは、経済活動との対比で見れば高めの伸びを維持している。マネーサプライは、伸びをやや高め、前年比2%程度となっている。これは、民間資金調達のマイナス幅がこのところ若干縮小してきていることに加え、企業年金の代行返上に伴う保有資産の売却によって法人預金が増加しているという特殊要因も影響しているものとみられる。

金融資本市場の動向や金融機関行動、企業金融の状況については、引き続き十分注意してみていく必要がある。

・シンジケート・ローン債権の担保受入れ等についての報告

シンジケート・ローン債権の担保受入れに関して、執行部から、次のように報告した。

シンジケート・ローンのうち証書貸付形態で実行されているものについては、現行基準においても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取引は殆ど行われていないようであり、日本銀行に対しても担保の差入れは行われていない。こうしたもとで、実務上の工夫を凝らすことにより他の証書貸付と同様に担保の受入れを実現するよう、検討を進めている。なお、本年12月以降住宅金融公庫は、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を発行する予定であるが、発行後、取引先金融機関から担保差入れの要望があれば、鋭意審査手続きを進めていく方針である。

これに対して、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深い、との意見が表明された。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

景気情勢について、委員は、「輸出環境などに改善の兆しがみられるものの、全体としてなお横這い圏内の動きを続けている。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を取り戻すことを通じて、前向きな循環が動きはじめると考えられる」との見方を共有した。

米国経済については、多くの委員が、第2四半期の実質GDPが大きく上方改訂されたこ

と、各種の指標から、個人消費は堅調であり、大型減税の効果が表われつつあるように窺えること、IT関連を中心に、生産や設備投資についても動意がみられることなどを指摘し、本年後半の成長率の上昇の蓋然性が高まったとの認識を示した。このうちひとりの委員は、本年後半は4%台の成長もありうると述べた。もっとも、ほとんどの委員は、同時に、雇用改善の遅れや長期金利の上昇により、個人消費や住宅投資に悪影響が生じる可能性を指摘し、回復のスピードや持続性は慎重にみておく必要があるとの見解を述べた。雇用情勢について、複数の委員が「雇用なき景気回復」(jobless recovery)と呼ばれた90年代前半と比べても、雇用の改善テンポが遅く、「雇用喪失型景気回復」(jobloss recovery)であると指摘した。このうちひとりの委員は、現在の内需の拡大が減税の効果やマインドの好転による一時的なものであった場合、雇用調整が再加速するおそれがある、とコメントした。この間、別の委員は、現在の米国景気は、驚異的な生産性の上昇に支えられているとの認識を示したうえで、その裏側に厳しい雇用情勢があると述べた。ある委員は、財政支出や個人消費からのバトンタッチを期待される設備投資は、企業の過剰設備問題が解決していない中であって、先行き不確実な部分が多いと述べた。また、複数の委員が、財政収支と経常収支の悪化が長期金利に及ぼす影響について懸念を表明した。

東アジア経済については、多くの委員が、中国、台湾、シンガポールなどでは、個人消費が回復しているなど、SARSの影響は解消しつつあること、NIEs諸国の輸出・生産は、世界的なIT需要の持ち直しの中で増加していることなどから、成長軌道に復しているとの見方を示した。このうちひとりの委員は、アジアでは直接投資やインフラ整備が活況を呈しており、世界との貿易拡大に伴って、船舶・海運需要も高まっていることを紹介した。この間、ある委員は、ユーロエリアについて、米国経済の回復やユーロ高の修正など外需の環境は好転しているが、第2四半期は若干のマイナス成長で、生産も低調である、と指摘した。別の委員も、欧州経済は底は打ったとみているが、引き続き様々な問題を抱えていると述べた。

このように米国経済の成長率の高まりや東アジア経済の成長軌道への復帰に伴って、世界経済の成長率が上昇する蓋然性が高まっている、との見方が共有された。ただ、米国の雇用情勢や長期金利の動向、世界的なIT需要の力強さの程度、テロや地政学的なリスクなど、不透明な要因も多い、との見方が示された。

こうしたもとの、わが国の輸出や生産は、現在は横這い圏内の動きを脱していないものの、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。ある委員は、輸出に関して、世界のIT需要回復を反映して、情報関連が堅調に増加しているほか、資本財・部品もここに来て伸びを高めるなど広がりを見せている、と述べた。ただ、同時に何人かの委員は、最近円高が進んでいることをリスク要因として挙げ、為替相場の安定が重要であると強調した。

設備投資については、多くの委員が、法人季報や機械受注などをみても、緩やかな増加を確認できるとの見方を示した。ひとりの委員は、GDP統計の設備投資が名目ベースでも前年比プラスとなってきていることは、統計上の振れはあるにしても、良いニュースであるとコメントした。別のひとりの委員は、企業の設備投資は長い間大企業・製造業中心にキャッシュフローを下回る水準に抑制されてきていると指摘し、今後は、こうした企業を中心に設備投資の回復傾向が明確になっていく可能性は十分にあると述べた。また何人かの委員は、法人季報などから企業収益の増加も確認できており、設備投資が増加する環境は整っているとの認識を示した。ただ、複数の委員は、企業収益はリストラの効果に支えられている部分も多いと指摘し、財務面の問題が残っており、海外生産比率が趨勢的に上昇している中で、企業は設備投資に慎重な姿勢を崩していないと述べた。これらの委員は、経済構造の変化や企業の2極化の進展で、企業経営者が肌で感じる景況感はより厳しいものとなっていると述べた。また、このうちひとりの委員は、今後は個人消費や輸出など最終需要の増加を通じて、売上げが予想できるようになってこない設備投資の本格的な回復は見込めないとコメントした。この間何人かの委員は、企業部門の動向を把握するうえで、10月初に公表される短観に注目していると述べた。

雇用・所得環境については、賃金の下げ止まりなど、良い材料はあるが、依然として厳しい状況にあるとの認識を共有した。ひとりの委員は雇用のミスマッチは縮小していないと付け加えた。この委員は、企業の損益分岐点は、中小企業や非製造業ではなお十分下がり切っておらず、今後雇用や賃金の調整のペースはやや弱まるとしても、それが賃金の上昇に結びつくにはまだ相当時間がかかるとの見方を示した。また、個人消費が4～6月に続いて7月も全般に弱かった背景として、多くの委員が、冷夏の影響を挙げ、今後の状況に注目していく必要があると述べた。ひとりの委員は、社会保険料の引上げによる可処分所得の減少を懸念材料に挙げた。もっとも、ひとりの委員は、消費者心理は冷夏の中でもこれに比例して悪化しているわけではなく、雇用面の改善など将来につながる材料もあると述べた。

第2四半期のGDPに関しては、何人かの委員が一時的な要因や指数面のバイアスの影響もあったとしつつ、それを割り引いても良い数値であったと評価した。ひとりの委員は、名目ベースの前年比でもプラスとなったことに注目していると述べた。ただ、多くの委員は、生産の動きやミクロの企業の景気実感とはやや乖離があるとして、今後の動きをさらに見ていく必要があるとの認識を示した。

このような議論を経て、景気情勢の全般的な評価としては、この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きている、ただし、統計上確認できる足許の状況は、まだ横這い圏内を脱し切れていない、という認識が共有された。

この点に関連してある委員は、フローの改善はみられるが、ストック面で経済成長を阻害しかねない構造問題が残っており、景気回復の波及が過去の回復局面のような広がりを見せていない、とコメントした。この委員は、繰延税金資産の問題、不良債権比率の半減目標、ペイオフ解禁、不動産の減損会計実施など金融システム面・企業財務面でも様々な不透明要因が残っていると指摘した。この間、別のひとりの委員は、ストック面であえて明るい面を挙げれば、次世代をリードするような技術力を有する大企業では、過剰雇用・過剰設備・過剰債務の調整が終わりつつある、金融システム面でも、貸出を積極化する動きもみられる、と述べた。もっとも、同じ委員は、こうした動きは、なお「点」の段階であって、全体としては依然として慎重に見ている、と付け加えた。

物価面では、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比下落率が0.2%まで縮小してきているが、これには特殊要因が寄与しており、割り引いてみる必要がある、という認識が共有された。ひとりの委員は、下落率の縮小には特殊要因が大きく寄与しているとしつつも、実質GDPの高い伸びが続いていることもデフレ減速要因として影響しているのではないかと付け加えた。別の委員は、物価が安定的にゼロ%以上となっていくためには、循環的な回復がしばらく続く程度では不十分であるとの認識を示した。この委員は、1999年から2000年にかけての回復局面の経験や現在の需給ギャップの状況などから考えても、物価が安定的にゼロ%以上となるためには、循環要因が極めて強いが、構造的な調整が終了し、この面から持続的な上昇圧力が働くかどちらかが必要であると指摘した。そのうえで、構造調整の進捗度合いについて、従来にも増して目を凝らしていきたいと述べた。

2. 金融面の動向

金融面では、株価の上昇について、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、ひとりの委員は、企業の収益体質が強化されたことを市場が評価した面もあると付け加えた。何人かの委員は、株価の上昇は企業や家計のマインドの好転につながるほか、金融システムの安定にとっても良い影響があると述べた。

長期金利の上昇については、基本的には景況感の改善が背景にあるが、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見方が示された。多くの委員は、市場は多少落ち着きを取り戻しつつあるが、なお不安定な状況にあるとの認識を示した。先行きについて、何人かの委員は、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化するおそれもあると述べた。長期金利上昇の影響については、経済実態を反映しない過度の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多く表明され、委員の間で共有された。また、社債の発行が様子見となっていることについて、ひとりの委員は、企業の設備投資がキャッシュフローを下回る状況が続いていることを考えると、現時点では企業活動の制約になっている可能性は低いとしつつ、今後の長期金利の動向に応じて、社債発行市場や貸出の動きがどうなるか、注視していきたいと述べた。

短期金融市場については、ひとりの委員が、短期国債の入札金利の期間毎の凹凸や金先レートの高止まりがみられる点は要注意であると指摘した。そのほかの大方の委員も、総じて落ち着いた地合いを維持しているものの、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を示した。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

当面の金融政策運営について、大方の委員は、経済情勢は、一部に改善の兆しはみられるものの、なお「横這い圏内」の動きを続けていることなどを踏まえ、現在の「27～30兆円程度」という当座預金残高目標を維持することが適当との認識を共有した。

この間、いわゆる「時間軸」との関係で、市場との対話のあり方について議論がなされた。何人かの委員は、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等を指摘し、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。ある委員は、中短期債の需給悪化の中で、市場参加者が過度に神経質になったこともあると付け加えた。別の複数の委員も、そうした下では、日本銀行も情報発信には慎重を期す必要がある、と指摘した。

こうした情勢のもとで、委員は、「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を共有した。そのための手段として、大方の委員は、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、との認識で一致した。この点に関連して、何人かの委員は、10月末の「経済・物価の将来展望とリスク評価」（展望レポート）の公表等の機会を通じて、これらの点を対外的に説明していくことが重要であると述べた。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（除く生鮮食品）のマイナス幅がさらに縮小する可能性もあるが、特殊要因による一時的なものであれば、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、とコメントした。この間ある委員は、デフレ脱却への強い姿勢を市場に示すことが重要であると述べた。また、同じ委員は、日本銀行は市場安定のための様々な手段を有していることを市場に明確に示していくことも重要であると付け加えた。

また、中間期末を控えた当座預金残高目標の運営に関しても議論がなされた。まず、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」により対応することが了解された。また、期末要因に限らず、市場が不安定な地合いにある場合にも、機動的に潤沢な資金供給を行うことは、現在の「なお書き」の範囲で行うことが確認された。そうした「なお書き」の運用を前提として、多くの委員は、現在の27～30兆円というターゲットで、十分に対応可能であるとの見方を示した。

これに対して、ひとりの委員は、金融市場が今後さらに不安定化するおそれがあり、予防的に対応する必要があること、市場への情報発信のみでなく、当座預金残高目標の引上げという行動を通じて、日本銀行の量的緩和継続に関する強いスタンスを明確にすべきであること、期末を控え 30 兆円の上限はやや窮屈になっていること、を理由に、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た。また、そのもとで、オペの頻度や期間にも工夫を凝らし、市場の安定化に努めることが適当であると付け加えた。

この間、何人かの委員から、現在、日本銀行の金融調節においては、手形買入れオペや短期国債買入れは最長期間が 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、その旨を別添 1 により对外公表することを、全員一致で決定した。

・政府からの出席者の発言

会合では、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国経済の現状をみると、企業部門を中心に前向きの動きがみられているが、物価は依然として下落しており、デフレ克服に向けて引き続き金融政策の役割は重要である。
- 最近景気回復期待の高まり等を背景に金利の動向には一部不安定な動きが見受けられる。市場関係者の一部からは、量的緩和政策が予想外に早期に解除されるとの懸念が一部に生じたことも影響しているのではないかとの声も聞かれている。金利が実体経済の動きを先取りして、過度に上昇する場合には、景気回復に悪影響を与えるおそれもある。
- 日本銀行におかれては、経済・市場動向を十分注視し、市場に対して量的緩和政策を堅持すると金融緩和姿勢を改めて明確に示すとともに、今後とも一層機動的な金融政策運営を実施して頂きたい。
- 加えて中堅・中小企業金融の円滑化を含め、実体経済の資金循環の活性化につながるよう実効性のある金融緩和措置を検討、実施して頂きたい。
- グローバル・デスインフレという状況のもとで、わが国は主要国の中で唯一デフレ状況が継続していることに鑑みても、金融政策の役割は他国に増して重要であり、デフレ克服に向けて実効性のある金融緩和政策の実施を引き続きお願いしたい。また、当面の間、量的緩和政策を堅持すると金融緩和姿勢に対する市場の信頼を損なわないように、市場との対話には十分工夫を凝らして頂きたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 4 ~ 6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 3.9%と 2 次速報において改定された。景気の基調判断は本日の月例経済報告等関係閣僚会議において報告されるが、設備投資の増加や企業収益などの改善がみられることから、持ち直しに向けた動きがみられる。その一方、依然デフレ傾向は継続している。また、実体経済の改善に比して長期金利の上昇のピッチが早いおそれがあるなど、今後の金融資本市場の動向には留意する必要がある。
- 日本経済の重要な課題は、デフレを早期に克服すること、および内需主導の自律的回復を実現することである。このため、政府は「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2003」（基本方針 2003）に基づき、構造改革を進めている。また、産業金融の機能強化にも取り組んでいる。「基本方針 2003」においても、「デフレ克服に向け政府は日本銀行と

一体となって強力かつ総合的に取り組む。この取組みを通じて、『改革と展望 2002 年度改定』で示したように、集中調整期間の後にはデフレは克服できると見られる」としている。

- 依然デフレ傾向が継続する中、日本銀行におかれては、2005 年度のデフレ克服を目指す観点から実効性ある金融政策運営を行うことを期待する。長期金利の動向を含めた金融資本市場の安定の観点から、市場の安定により効果ある調節手段の実施も含め、適切かつ機動的な金融調節を行なって頂きたい。また、今後仮に一時的に消費者物価指数が前年比プラスになるような状況が生じたとしても、安定的にゼロ%以上となったことが確認されるまでは緩和措置を堅持するとの方針を、再度明らかにされることを期待する。

採決

以上の議論を踏まえ、大方の委員は、当面の金融市場調節方針については、当座預金残高目標を 27～30 兆円程度とする現在の調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

この間、ひとりの委員は、当座預金残高目標を 30～35 兆円程度とすることが適当であるとの考え方を述べた。

この結果、次の 2 つの議案が採決に付されることとなった。

福間委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「日本銀行当座預金残高が 30～35 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。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。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成 1、反対 8）。

議長からは、会合における多数意見をとりまとめるかたちで、以下の議案が提出された。

議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添 2 のとおり公表すること。

記

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。

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。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、植田委員、田谷委員、
須田委員、中原委員、春委員

反対：福間委員

・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定された。これを掲載した金融経済月報は9月16日に公表することとされた。

・議事要旨の承認

前回会合(8月7、8日)の議事要旨が全員一致で承認され、9月18日に公表することとされた。

・先行き半年間の金融政策決定会合等の日程の承認

最後に、2003年10月~2004年3月における金融政策決定会合等の日程が別添3のとおり承認され、即日対外公表することとされた。

以 上

(別添1)

2003年9月12日

日 本 銀 行

国債現先才への期間延長の検討について

現在、日本銀行の金融調節においては、手形買入れ才や短期国債買入れは最長期間が1年であるのに対し、国債現先才(国債及び短期国債の条件付売買)は最長期間が6か月となっている。本日の政策委員会・金融政策決定会合では、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、国債現先才へ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、国債現先才へ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。

以 上

(別添 2)

2 0 0 3 年 9 月 1 2 日
日 本 銀 行

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(賛成多数)。

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。

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。

以 上

(別添3)

2003年9月12日
日本銀行

金融政策決定会合等の日程(2003年10月~2004年3月)

	会合開催	金融経済月報公表 ^(注)	(議事要旨公表)
2003年10月	10月9日<木>・10日<金> 10月31日<金>	10月14日<火> —	(11月27日<木>) (12月19日<金>)
11月	11月20日<木>・21日<金>	11月25日<火>	(12月19日<金>)
12月	12月15日<月>・16日<火>	12月17日<水>	(1月23日<金>)
2004年1月	1月19日<月>・20日<火>	1月21日<水>	(3月2日<火>)
2月	2月5日<木>・6日<金> 2月26日<木>	2月9日<月> —	(3月19日<金>) 未定
3月	3月15日<月>・16日<火>	3月17日<水>	未定

(注)「経済・物価の将来展望とリスク評価(2003年10月)」は、10月31日<金>に公表の予定。

以上

「通貨及び金融の調節に関する報告書」

参考計表・資料一覧

- (図表 1) 内閣府「国民経済計算」
- (図表 2) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」「国際収支統計月報」
- (図表 3) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」
- (図表 4) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 5) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 6) 財務省「法人企業統計季報」、日本銀行「企業短期経済観測調査」
- (図表 7) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
- (図表 8) 内閣府「機械受注統計」、財務省「法人企業統計季報」
- (図表 9) 東日本建設業保証株式会社他「公共工事前払金保証統計」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 10) 厚生労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」
- (図表 11) 厚生労働省「毎月勤労統計」
- (図表 12) 経済産業省「商業販売統計」、総務省「家計調査報告」「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、全国軽自動車協会連合会「軽自動車新車販売速報」、日本電気大型店協会（NEBA）「商品別売上高」、国土交通省「旅行取扱状況」、外食総研「月次売上動向調査」、日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」
- (図表 13) 内閣府「消費動向調査」、日経産業消費研究所「日経消費予測指数」
- (図表 14) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」
- (図表 15) 日本銀行「企業物価指数」「卸売物価指数」
- (図表 16) 日本銀行「企業物価指数」「日本銀行国際商品指数」
- (図表 17) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 18) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」
- (図表 19) 各国政府・中央銀行等、欧州委員会
- (図表 20) ブルームバーグ社

- (図表 21) 日本銀行「準備預金積立て状況等」等
- (図表 22) 日本銀行、全国銀行協会、日本相互証券
- (図表 23) 東京金融先物取引所
- (図表 24) 日本相互証券
- (図表 25) 日本証券業協会「公社債店頭(基準)気配表」「公社債店頭売買参考統計値」
- (図表 26) 日本証券業協会「公社債店頭(基準)気配表」「公社債店頭売買参考統計値」
- (図表 27) 日本経済新聞社、東京証券取引所
- (図表 28) 日本銀行
- (図表 29) 日本銀行「国内銀行貸出約定平均金利の推移」等
- (図表 30) 日本銀行
- (図表 31) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」
- (図表 32) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」「国際収支統計月報」、日本証券業協会「公社債発行額・償還額」「本邦外債発行額」「起債情報」、アイ・エヌ情報センター「Funding Eye」
- (図表 33) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
- (図表 34) 財務省「法人企業統計季報」
- (図表 35) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
- (図表 36) 東京商工リサーチ「倒産月報」
- (図表 37) 日本銀行「マネタリーベース速報」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 38) 日本銀行「マネーサプライ速報」