

# 通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 16 年 6 月

日 本 銀 行

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

平成 16 年 6 月

日本銀行総裁  
福井 俊彦

# 目 次

|                          | 頁  |
|--------------------------|----|
| 要 旨                      |    |
| ． 経済及び金融の情勢              |    |
| 1． 経済の情勢                 |    |
| （ 1 ） 国内実体経済             |    |
| （ 概況 ）                   | 1  |
| （ 輸出ははっきりと増加 ）           | 2  |
| （ 生産ははっきりと増加 ）           | 4  |
| （ 設備投資は回復傾向が明確化 ）        | 5  |
| （ 雇用者所得は下げ止まりへ ）         | 7  |
| （ 個人消費は横這い圏内ないしやや強めの動き ） | 8  |
| （ 2 ） 物価                 | 10 |
| （ 3 ） 海外金融経済の動向          |    |
| （ 海外経済は着実に回復 ）           | 14 |
| （ 米国経済は着実に回復 ）           | 16 |
| （ ユーロエリア経済の回復力はなお弱い ）    | 17 |
| （ 東アジア経済は力強く回復 ）         | 18 |
| （ 中南米諸国などの金融市場の状況は改善傾向 ） | 19 |
| 2． 金融面の動向                |    |
| （ 1 ） 短期金融市場             | 20 |
| （ 2 ） 債券市場               | 23 |
| （ 3 ） 株式市場               | 24 |
| （ 4 ） 外国為替市場             | 25 |
| （ 5 ） 貸出金利、C P ・ 社債発行金利  | 27 |
| （ 6 ） 企業金融               | 28 |
| （ 7 ） 量的金融指標             | 32 |

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| ．金融政策運営及び金融政策手段               |    |
| 1．金融政策決定会合の開催実績と政策決定の概要       | 34 |
| 2．金融政策決定会合における検討・決定           |    |
| （1）概況                         |    |
| （金融経済情勢）                      | 37 |
| （金融政策運営）                      | 37 |
| （2）「経済・物価の将来展望とリスク評価」の公表      | 38 |
| （3）各会合における検討・決定               |    |
| イ．平成15年10月9、10日の会合            |    |
| （緩やかな景気回復への基盤）                | 41 |
| （消費者物価は緩やかな下落傾向）              | 41 |
| （日銀当座預金残高目標の上限の引き上げ）          | 41 |
| （金融政策の透明性強化）                  | 42 |
| （国債買現先才への期間延長）                | 42 |
| ロ．10月31日～12月の会合               |    |
| （景気は緩やかな回復へ）                  | 43 |
| （短期金融市場は落ち着いた動き）              | 43 |
| （潤沢な資金供給の継続）                  | 44 |
| （シンジケート・ローン債権の担保受入れ＜11月会合＞）   | 44 |
| （資産担保証券買入基準の見直し検討の指示＜12月会合＞）  | 44 |
| ハ．平成16年1月19、20日の会合            |    |
| （景気は緩やかに回復）                   | 45 |
| （短期金融市場は安定、為替市場はドル安センチメントが強い） | 45 |
| （展望レポートの中間評価）                 | 45 |
| （日銀当座預金残高目標の引き上げ）             | 46 |
| （資産担保証券の買入基準見直し）              | 47 |
| ニ．2月～3月の会合                    |    |
| （景気は緩やかに回復）                   | 47 |
| （内外商品市況は上昇、消費者物価は引き続き小幅の下落基調） | 48 |
| （短期金融市場は3月期末を控えても安定）          | 48 |

|  |     |
|--|-----|
| ( 潤沢な資金供給の継続 )                           | 48  |
| ( 国債現先才ペへの金銭担保の導入 < 2月4、5日会合 > )         | 49  |
| ( 物価連動国債の適格担保化 < 2月4、5日会合 > )            | 49  |
| ( 国債市場の流動性向上に向けた制度導入の検討指示 < 2月26日会合 > )  | 49  |
| ( 銀行等保有株式取得機構に対する証書貸付債権の適格担保化 < 3月会合 > ) | 50  |
| ホ．金融政策運営を巡る論点                            |     |
| ( 金融政策の透明性強化 )                           | 50  |
| ( 10月9、10日会合で決定した金融政策の透明性強化の効果 )         | 52  |
| ( 資産担保証券の買入基準見直し )                       | 52  |
| ( 1月の追加緩和措置の影響等 )                        | 54  |
| 3．金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向                | 55  |
| 4．日本銀行のバランスシートの動き                        | 58  |
| 5．金融政策手段に係る事項の決定又は変更                     |     |
| ( 1 ) 国債買現先才ペの期間延長                       | 61  |
| ( 2 ) シンジケート・ローン債権の担保受入れ                 | 61  |
| ( 3 ) 資産担保証券の買入基準見直し                     | 62  |
| ( 4 ) 国債現先才ペにおける金銭担保の導入                  | 62  |
| ( 5 ) 物価連動国債の適格担保化                       | 63  |
| ( 6 ) 銀行等保有株式取得機構に対する政府保証付証書貸付債権の適格担保化   | 63  |
| . 金融政策決定会合における決定の内容                      |     |
| 1．金融政策運営に関する決定事項等                        | 64  |
| 2．金融政策手段に係る事項の決定又は変更                     | 88  |
| 3．経済及び金融の情勢に関する基本的見解                     | 101 |
| 4．金融政策決定会合議事要旨                           | 110 |
| 参考計表・資料一覧                                | 201 |

# 通貨及び金融の調節に関する報告書

## 要 旨

### ( 経済の情勢 )

1. 平成 15 年度下期の国内景気は、輸出の増加と設備投資の回復にけん引されて、それまでの横這い圏内の動きから、緩やかな回復へと転じた。

すなわち、輸出は、米国や東アジアを中心とする海外経済の回復を背景に、はっきりとした増加を続け、鉱工業生産も増加した。また、企業収益が着実な改善を続けるもとで、設備投資も回復傾向を次第に強めた。この間、個人消費は、横這い圏内ないしやや強めの動きを示した。

2. 物価動向をみると、国内企業物価は、米価格の上昇や内外の商品市況高を受けて、前年比マイナス幅が縮小しゼロ%近傍となった。また、消費者物価も、医療費自己負担の引き上げやたばこ税引き上げなどの制度要因に加え、冷夏による米価格の上昇も押し上げに働く中、前年比ゼロ%近傍で推移した。

### ( 金融面の動向 )

3. 日銀当座預金残高は、10 月から 1 月中旬にかけては概ね 29～31 兆円程度で推移した。その後、1 月下旬以降は概ね 31～34 兆円台での動きとなった。なお、3 月末の残高は、36.4 兆円となった。

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

長期金利は、株価などの影響で振れる局面もみられたが、総じてみると 1.2%前後から 1.5%程度のレンジ内での動きとなった。

株価は、米国株価の動向や対米ドルでの円高懸念などから低下する場面もみられたが、総じてみると、わが国経済の回復期待から上昇傾向を辿り、3 月入り後は年度初来の高値圏で推移した。

外国為替市場では、円の対米ドル相場は、米国の「双子の赤字」への懸念や地政学的リスクなどを背景に、10 月初の 111 円台から 2 月半ばにかけて 105 円台まで上昇した。その後、介入警戒感が強まる中、一時 112 円台に下落したが、年度末にかけては 103 円台まで反発した。

4. 民間銀行の貸出残高は、僅かながら前年比マイナス幅が縮小し、CPおよび社債の発行残高は、前年を上回って推移した。民間企業の資金需要をみると、借入金圧縮スタンスは維持されているものの、設備投資の増加など企業活動が上向きつつあることから、減少テンポは幾分緩やかになった。一方、民間銀行の融資スタンスをみると、信用力の低い先に対しては慎重な貸出姿勢を維持したが、全体としては貸出姿勢を幾分緩和した。

5. マネタリーベース（流通現金と日銀当座預金の合計）は、伸び率が鈍化し、前年比1割台の増加となった。もっとも、マネタリーベースの対名目GDP比率は引き続き上昇し、高水準となっている。

マネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）の伸び率は、10月にかけて幾分鈍化した後は前年比1%台後半で推移した。

（金融政策決定会合における検討・決定）

6. 15年度下期中には、金融政策決定会合を計8回開催した。

会合での検討の状況を振り返ると、15年度下期中は、景気判断を横這い圏内から緩やかな回復へと、徐々に修正した。また、1月の会合では、10月に公表した「経済・物価の将来展望とリスク評価」で示した標準シナリオについて「中間評価」を行い、わが国の経済・物価動向は標準シナリオに概ね沿った動きを続けると予想される、と評価した。

7. 金融政策運営については、量的緩和政策の継続によって、景気回復に向けた動きをより確実にするように努めるとともに、金融緩和の波及メカニズム強化のための施策や金融調節面での工夫のほか、金融政策運営の透明性を強化するための施策についての検討・決定を行った。

8. 10月9、10日の会合では、金融調節の柔軟性を高め、流動性供給面から機動的に対応する余地を広げる観点から、日本銀行当座預金残高の目標値の上限を引き上げ、それまでの「27～30兆円程度」から「27～32兆円程度」とすることを決定した。また、金融調節を機動的に行う観点から、国債買現先オペの最長期間をそれまでの6か月から1年に延長することを決定した。

さらに、金融政策運営の透明性を強化する観点から、量的緩和政策継続のコミットメントをより明確化するとともに、経済・物価情勢に関する日本銀行の判断について説明を充実することを決定した。

9. 1月19、20日の会合では、デフレ克服に向けた日本銀行の政策スタンスを改めて明確に示し、今後の景気回復の動きをさらに確かなものとするため、日本銀行当座預金残高目標をそれまでの「27～32兆円程度」から「30～35兆円程度」に引き上げることを決定した。

また、金融緩和効果の浸透を図るとともに、長期的な観点から資産担保証券市場の発展に寄与するという趣旨で、資産担保証券の買入れについて基準の見直しを決定した。

10. 2月26日の会合では、議長は、日本銀行の保有国債を市場に対し供給し得る制度（いわゆる「品貸し」）の導入に関する実務的な検討を行い、準備が整い次第、その結果を決定会合に報告するよう執行部に指示した。

（日本銀行のバランスシートの動き）

11. 15年度下期の日本銀行のバランスシートをみると、日本銀行当座預金残高を主たる操作目標とする金融市場調節方式のもとで潤沢な資金供給を継続した結果、16年3月末の総資産残高は既往ピークとなる149.4兆円（前年比+5.8%）となった。14年11月に買入れを開始した株式（金銭の信託＜信託財産株式＞）の残高は、16年3月末には1.9兆円（前年比+66.8%）となった。また、15年7月に買入れを開始した資産担保証券の残高は、16年3月末には1,204億円（15年9月末比+894億円）となった。



# I . 経済及び金融の情勢

## 1 . 経済の情勢

### ( 1 ) 国内実体経済

#### ( 概況 )

平成 15 年度下期の国内景気は、輸出の増加と設備投資の回復にけん引されて、それまでの横這い圏内の動きから、緩やかな回復へと転じた。

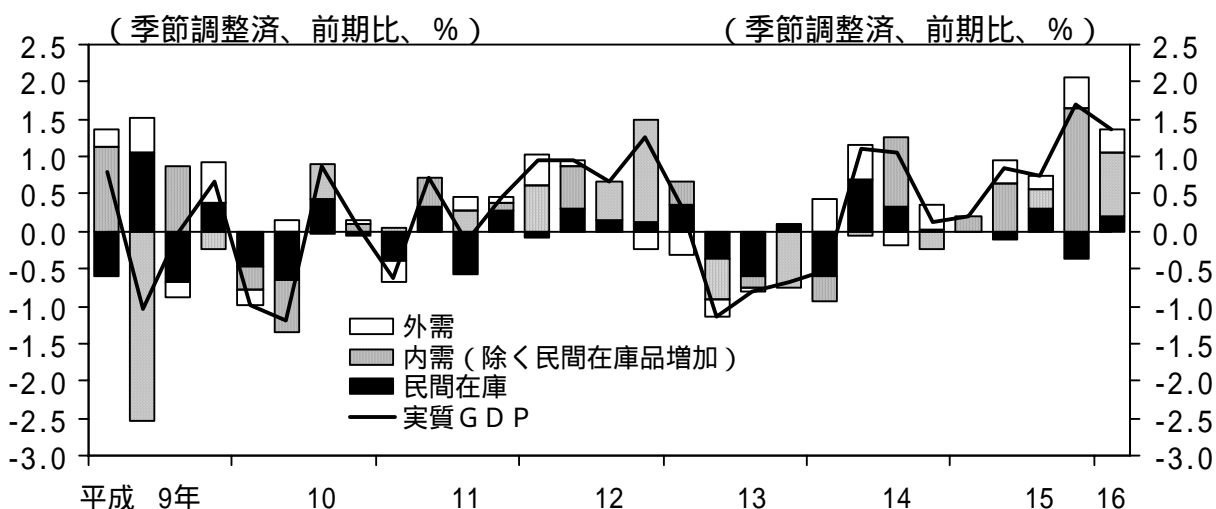
輸出は、米国や東アジアを中心とする海外経済の回復を背景に、はっきりとした増加を続けた。輸出の増加などを受けて、鉱工業生産も増加した。

こうした輸出、生産の増加に加え、コスト削減の効果もあって、企業収益は着実な改善を続けた。そうしたもとで、設備投資も回復傾向を次第に強めた。一方、公共投資は、公共事業関係予算の削減を反映して、減少傾向を続けた。

家計の雇用・所得環境をみると、企業からの求人が増加したほか、失業率も、依然として高めの水準とはいえ、緩やかな低下傾向を辿り、雇用者所得は徐々に下げ止まりに向かった。そうした状況のもとで、個人消費は、横這い圏内ないしやや強めの動きを示した。

以上の景気情勢を実質 GDP でみると( 図表 1 )、輸出、設備投資、個人消費の動きを反映して、10~12 月、1~3 月とかなり高い伸びとなった。

( 図表 1 ) 実質 GDP の推移



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

(輸出ははっきりと増加)

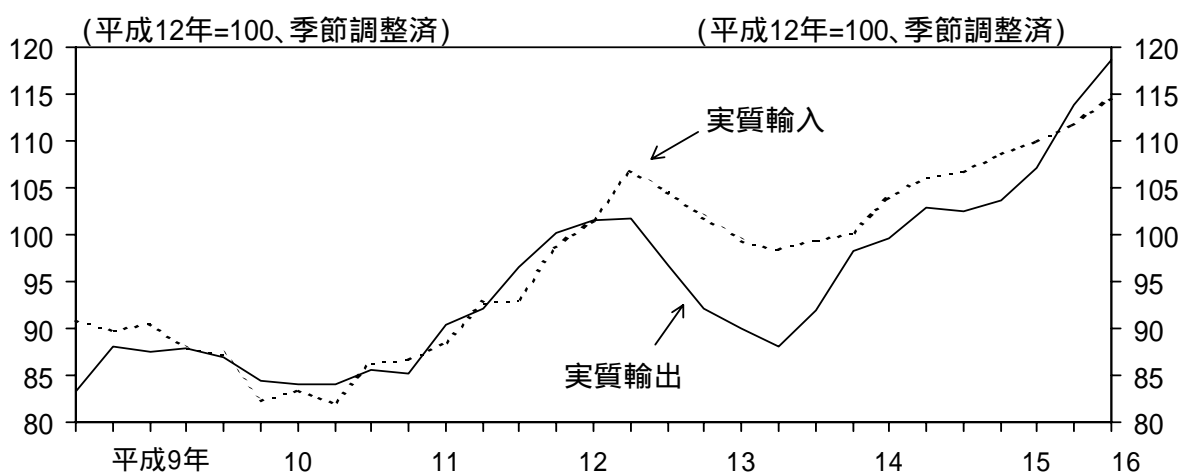
実質輸出は(図表2(1))、米国や東アジアを中心とする海外経済の回復を背景に<sup>1</sup>、はっきりとした増加を続けた<sup>2</sup>。実質輸入も、国内景気が緩やかな回復を続ける中、増加基調で推移した。実質貿易収支でみた純輸出は、増加を続けた(図表2(2))。

実質輸出の動きを地域別にみると(図表3(1))、米国向けは緩やかに増加し、また、東アジア向けは、NIEs<sup>3</sup>、中国向けを中心に、大幅な増加となった。財別にみると(図表3(2))、自動車については、日本車に対する海外需要の増加にメーカーが主として現地生産で対応したため、日本からの輸出は均してみれば横這い圏内で推移した。一方、電子部品などの情報関連、資本財・部品(半導体製造装置を含む)は、世界的なIT関連需要の回復などを背景に、高い伸びを続けた。また、消費財は、欧米のクリスマス商戦向けに、薄型テレビ、DVDレコーダー、デジタルカメラなどデジタル家電の需要が盛り上がったことから、10~12月に大幅な増加を示した。

実質輸入は、国内需要が緩やかに回復するもとの、増加傾向を辿った。品目別にみると、原油が在庫調整の進展もあって幾分増加したほか、情報関連や資本財・部品、消費財が、東アジアとの国際分業が拡大する中で、引き続き堅調な増加傾向を辿った。

(図表2) 輸出入の推移

(1) 実質輸出入

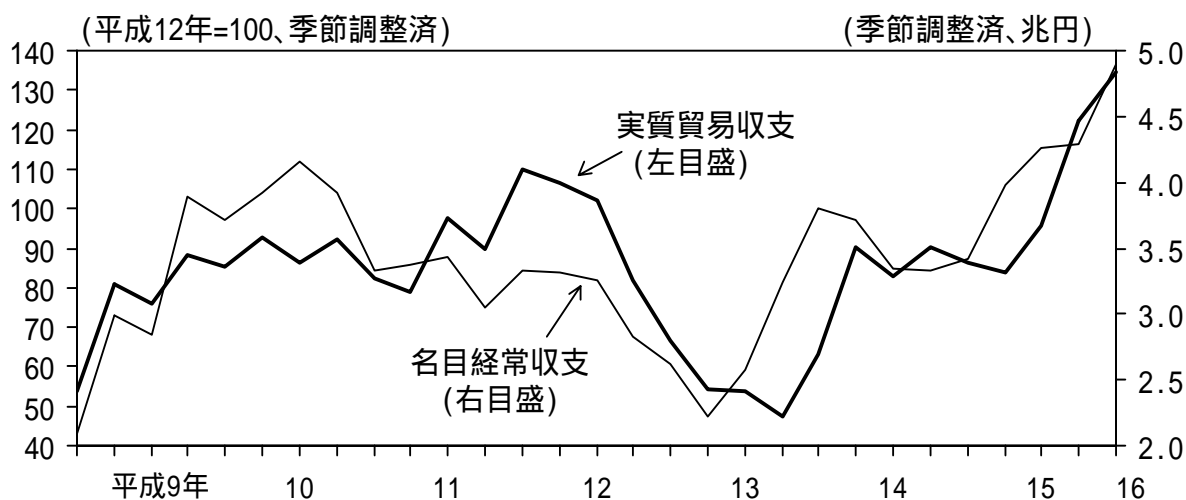


<sup>1</sup> 海外経済の詳細については、1.(3)海外金融経済の動向、で後述。

<sup>2</sup> 実質輸出(輸入)は、通関輸出(輸入)金額を輸出(輸入)物価指数で除して算出している。実質貿易収支は、これら実質輸出と実質輸入の差である。

<sup>3</sup> NIEsは、韓国、台湾、香港、シンガポール。

( 2 ) 実質貿易収支と名目経常収支



( 図表 3 ) 輸出の内訳

( 1 ) 地域別

( 季節調整済、前期比、% )

|                   | 平成15年<br>第1四半期 | 2    | 3    | 4    | 平成16年<br>1 |
|-------------------|----------------|------|------|------|------------|
| 米国 <24.6>         | -7.4           | 0.5  | -1.4 | 2.6  | 2.7        |
| E U <15.3>        | 4.5            | 1.6  | 1.7  | 3.9  | 9.8        |
| 東アジア <44.9>       | 6.9            | -1.0 | 7.1  | 8.4  | 8.8        |
| 中国 <12.2>         | 16.9           | 2.3  | 9.2  | 5.3  | 11.0       |
| N I E s <23.5>    | 4.6            | -3.3 | 7.4  | 12.1 | 8.1        |
| A S E A N 4 <9.2> | 2.2            | 0.7  | 4.1  | 3.5  | 7.7        |
| 実質輸出計             | -0.3           | 1.0  | 3.4  | 6.4  | 4.1        |

( 2 ) 財別

( 季節調整済、前期比、% )

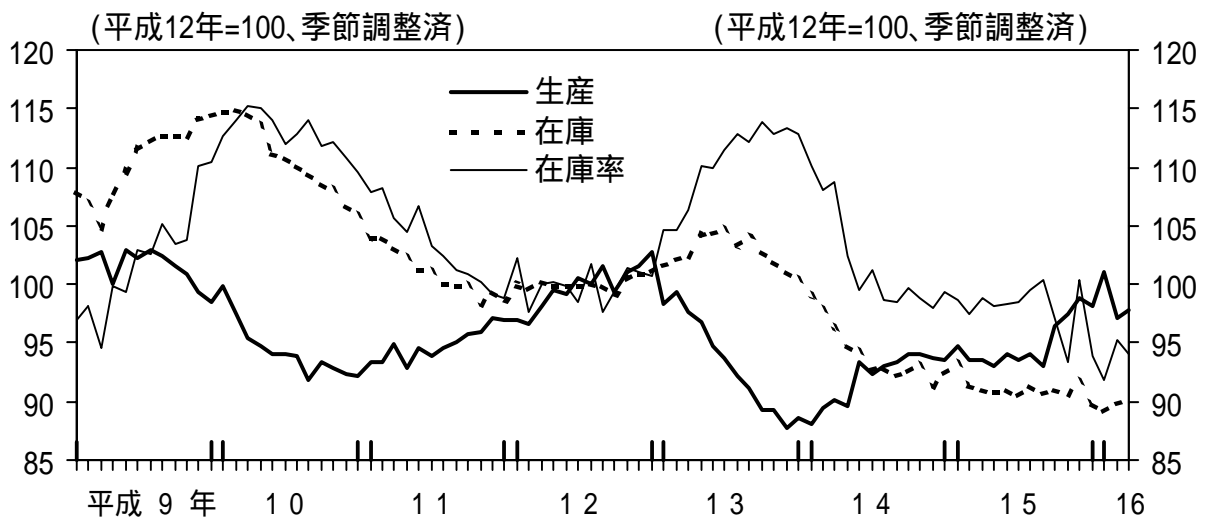
|               | 平成15年<br>第1四半期 | 2    | 3   | 4   | 平成16年<br>1 |
|---------------|----------------|------|-----|-----|------------|
| 中間財 <15.6>    | 4.3            | 0.6  | 0.9 | 4.0 | 6.0        |
| 自動車関連 <23.7>  | -0.8           | -3.6 | 0.3 | 5.9 | -1.5       |
| 消費財 <7.0>     | 4.2            | 2.7  | 0.7 | 9.4 | 6.2        |
| 情報関連 <14.1>   | -2.4           | 3.4  | 7.4 | 4.7 | 5.5        |
| 資本財・部品 <28.6> | 2.2            | 2.3  | 6.4 | 6.3 | 7.3        |
| 実質輸出計         | -0.3           | 1.0  | 3.4 | 6.4 | 4.1        |

(注) <>内は、平成15年通関輸出額に占める各地域・国や各財のウェイト。N I E sは、韓国、台湾、香港、シンガポール。A S E A N 4は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ。

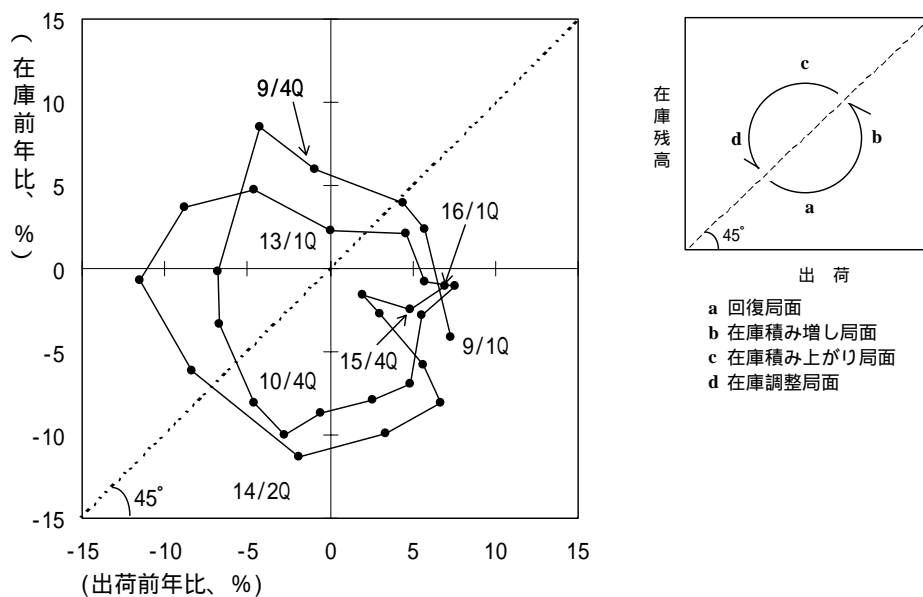
(生産ははっきりと増加)

鉍工業生産は(図表4)輸出が増加するもとで、はっきりとした増加を示した。四半期別にみると、10~12月に大幅な増加となった後、1~3月も伸び率は鈍化しつつも増加を続けた。この間、在庫は、低水準で推移した。すなわち、企業が総じて需要見合いの比較的慎重な生産姿勢を続けたほか、需要が急増した一部の電子部品等については生産能力が追いつかなかったこともあって、全体として在庫の積み増しには至らなかった(図表5)。

(図表4) 鉍工業生産・在庫指数



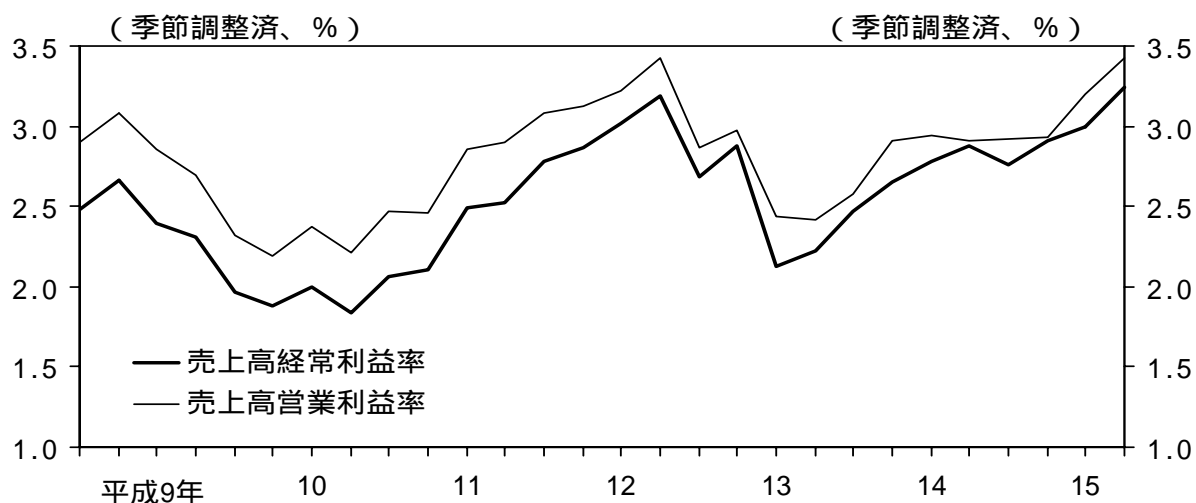
(図表5) 在庫循環：鉍工業出荷・在庫



(設備投資は回復傾向が明確化)

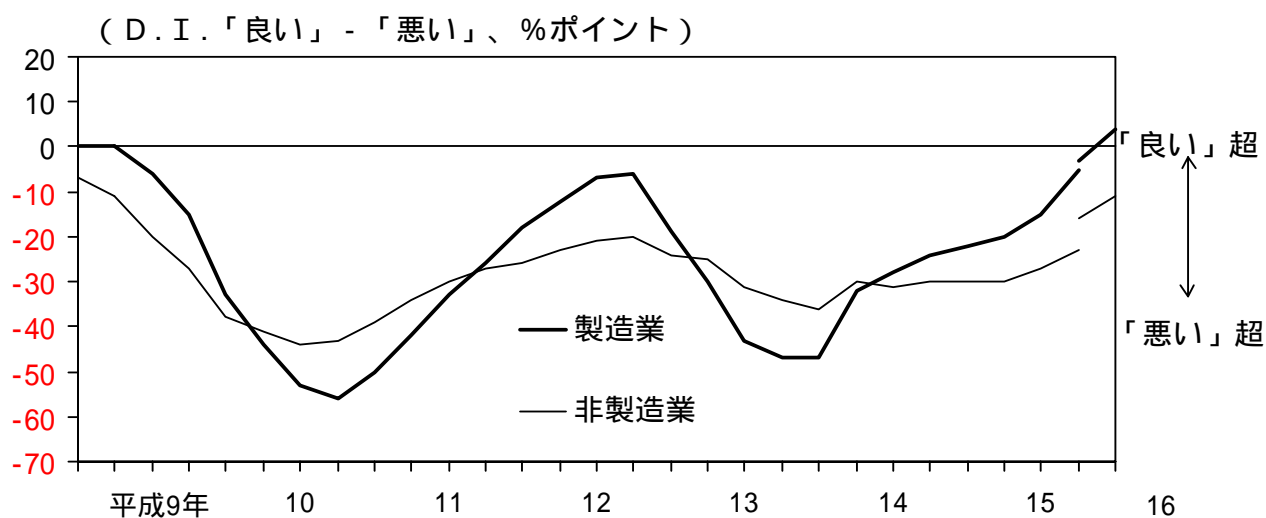
企業収益は、輸出、生産の増加が続く中、人件費削減の効果もあって、着実な改善を続けた。売上高営業利益率、同経常利益率をみると(図表6)改善傾向が続き、前回ピークの12年度並みの水準に達した。この間、企業の業況感は(図表7)製造業で大幅な改善をみたほか、非製造業でも、緩やかな改善が続いた。

(図表6) 企業収益



(注) 法人企業統計季報の計数。

(図表7) 企業の業況判断(短観)

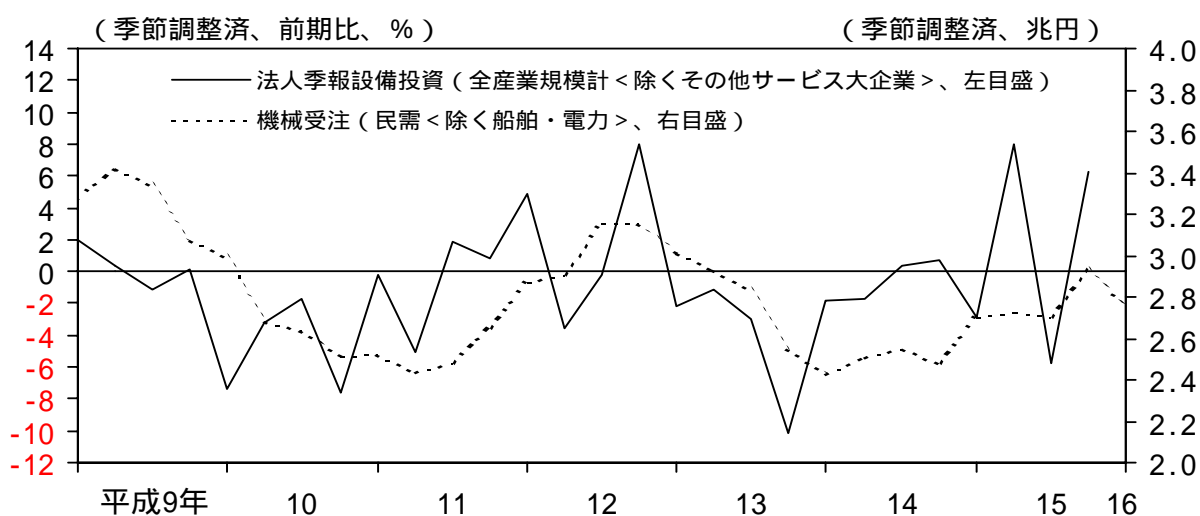


(注) 短観については、16年3月調査より、調査対象企業の拡充を含む幅広い見直しを実施した。このため、新ベースと旧ベースの計数には不連続(段差)が生じている。

こうしたもとで、設備投資は、製造業を中心に、回復傾向が明確化した。法人企業統計でみた設備投資は（図表8）10～12月に大幅な増加となった。また、設備投資の先行指標である機械受注をみても、短期的な振れを伴いつつも、均してみれば増加傾向が続いた。ただし、企業の借入金返済を優先する姿勢やキャッシュフローの範囲内で設備投資を行う姿勢は、なお根強く残存した。

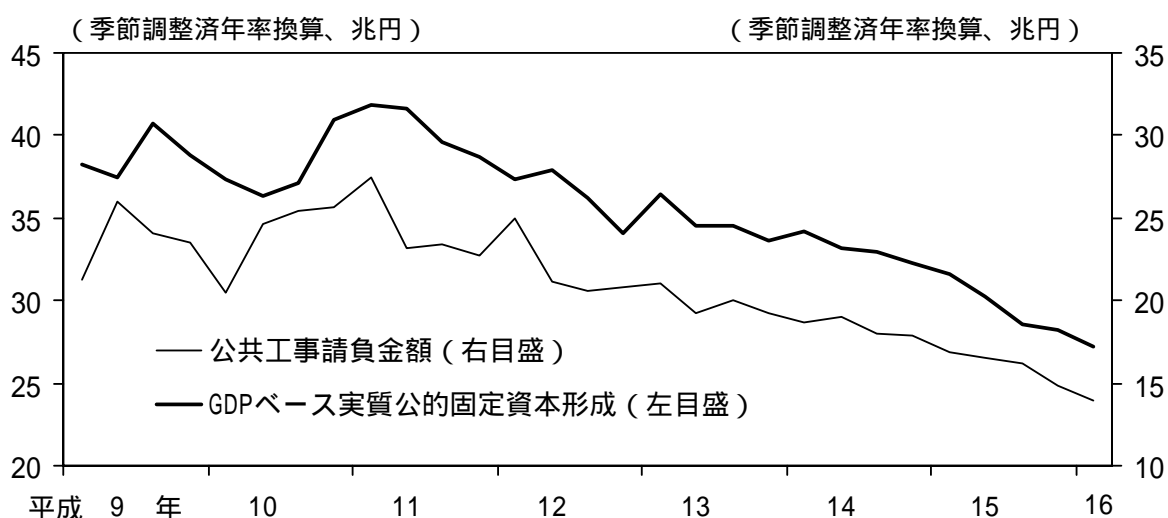
一方、公共投資は（図表9）国、地方ともに15年度の公共事業関係予算が削減されたことを反映して、減少傾向を続けた。

（図表8）設備投資



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

（図表9）公共投資

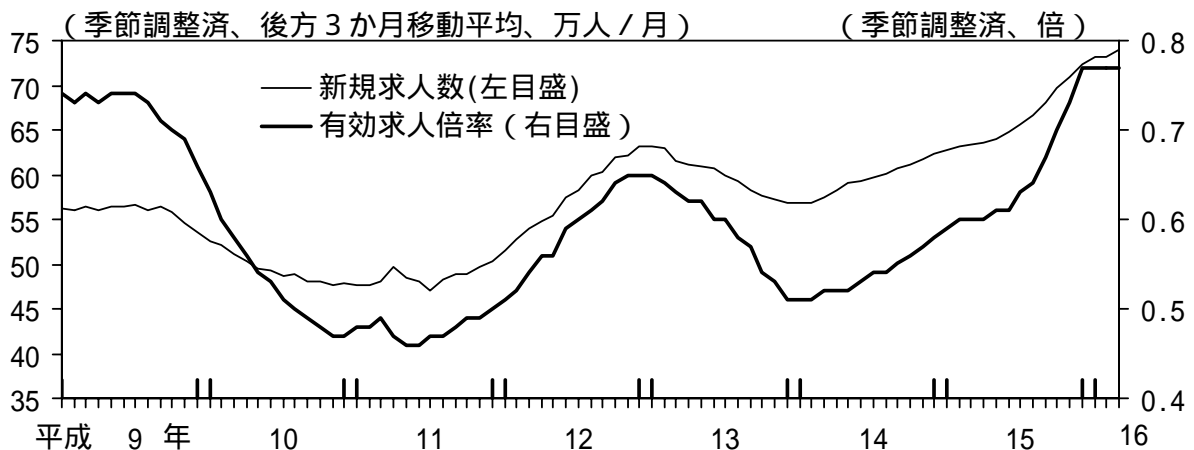


(雇用者所得は下げ止まりへ)

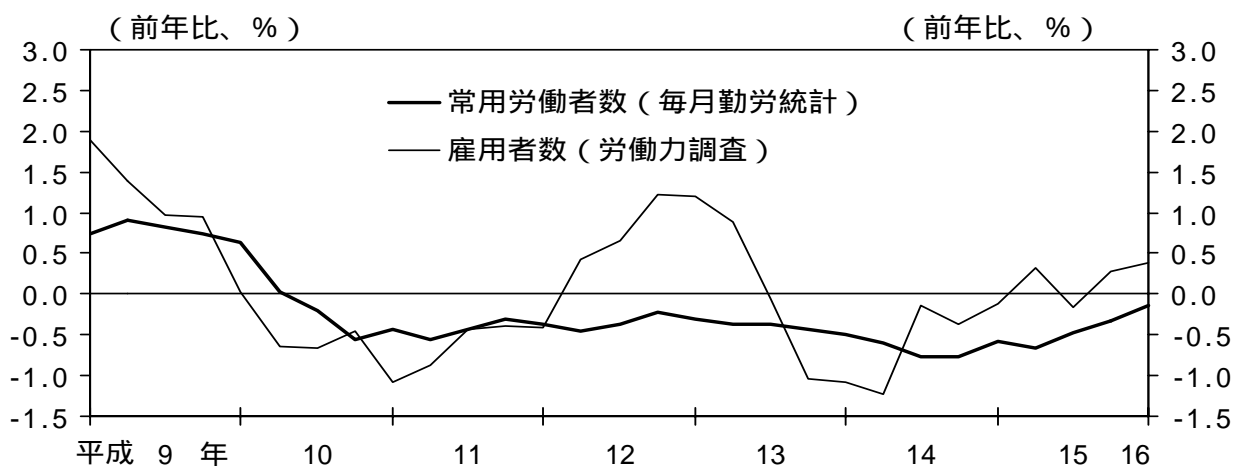
家計の雇用・所得面をみると、有効求人倍率など労働需給を反映する指標は(図表 10(1))、生産活動の回復を受けて、はっきりとした改善を示した。完全失業率も(図表 10(3))、水準は依然高めであったが、緩やかな低下傾向を辿った。また、雇用者数は、小幅ながら増加に転じた(図表 10(2))。一方、賃金面をみると、冬季賞与は前年をなお下回ったが、賃金全体の動きを趨勢的にみれば、下落傾向に歯止めがかかってきた。こうした動きを受けて、雇用者所得は(図表 11)徐々に下げ止まりに向かった。

(図表 10) 労働需給

(1) 有効求人倍率と新規求人数

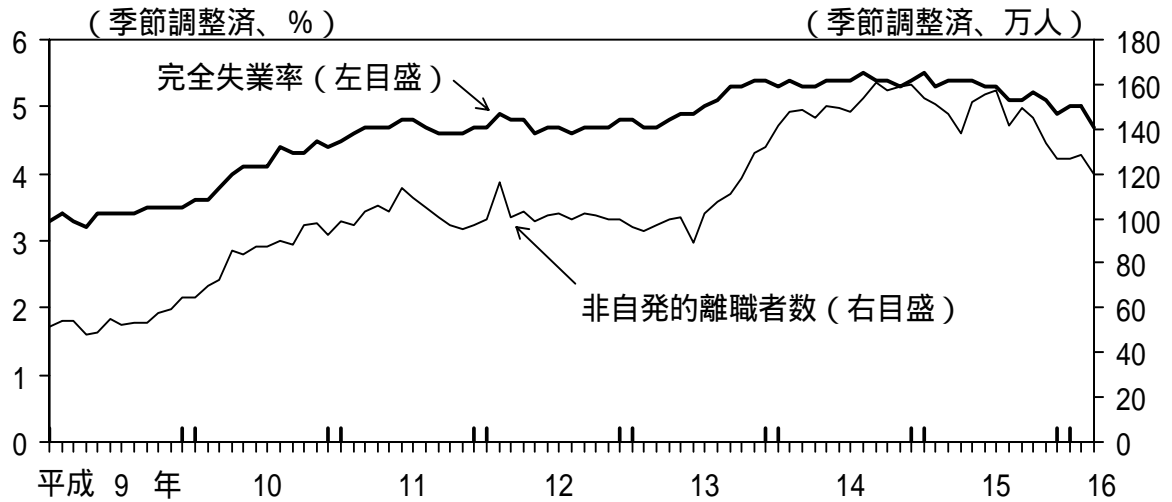


(2) 常用労働者数(毎月勤労統計)と雇用者数(労働力調査)

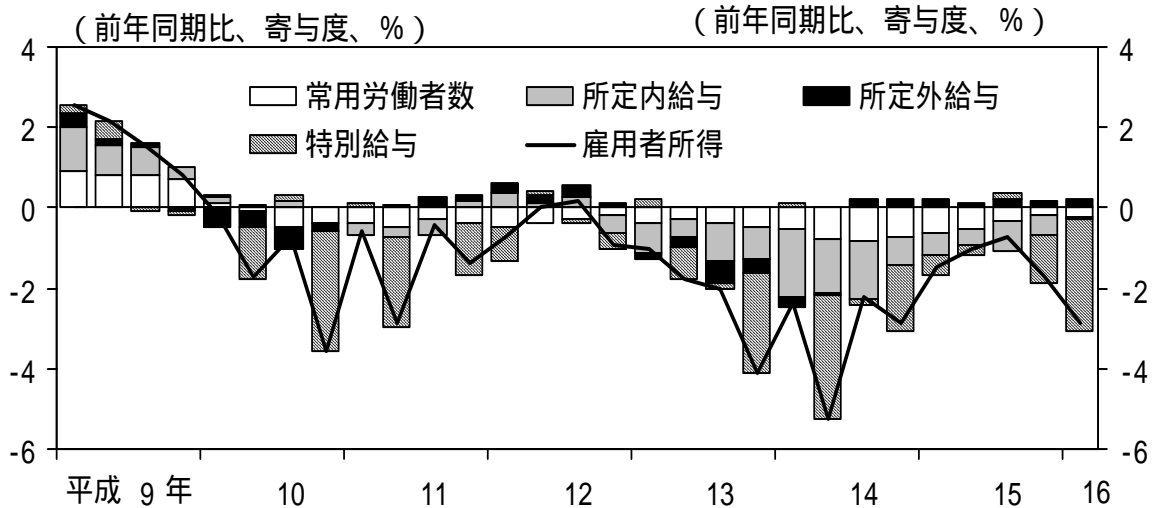


(注) 新規求人数は新規学卒者を除きパートタイムを含む。常用労働者数は事業所規模5人以上の計数を使用。

(3) 失業率と非自発的離職者数



(図表 11) 雇用者所得



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

(個人消費は横這い圏内ないしやや強めの動き)

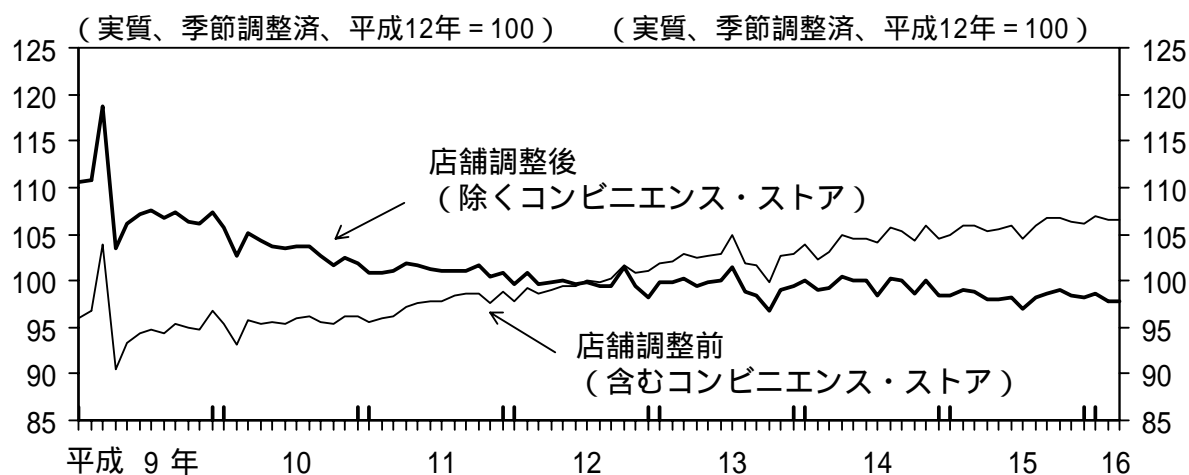
上述のような雇用・所得環境のもとで、個人消費は横這い圏内ないしやや強めの動きとなった。すなわち、小売や旅行、外食など各種財・サービスの売上指標を合成した「販売統計合成指数」をみると(図表 12)<sup>4</sup>、昨年夏ごろまでに比べて、

<sup>4</sup> 販売統計合成指数は、全国百貨店・スーパー売上高、新車登録台数、家電販売額、旅行取扱額、外食産業売上高の各統計を、家計調査の支出額ウェイトをもとに合成したもの。「店



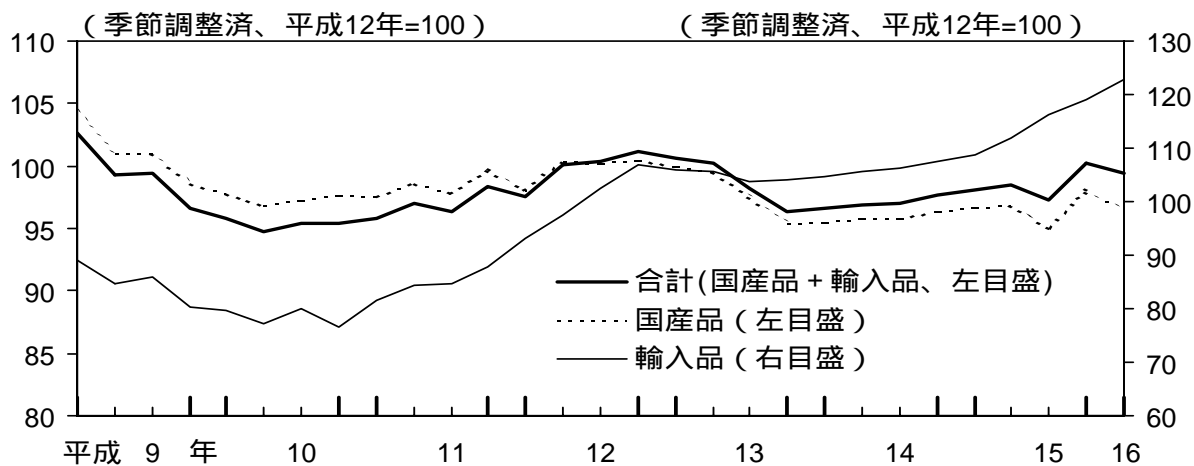
底固い動きを示した。また、消費財の動きを生産者段階で包括的に捉えた「消費財総供給」も(図表13)<sup>5</sup>、増加のテンポが幾分速まった。この間、消費者コンフィデンスを表す指標は(図表14)、総じて改善方向の動きとなった。一方、住宅投資は、総じてみれば低調に推移した。

(図表12) 販売統計合成指数



(注) 販売統計合成指数については脚注4を参照。

(図表13) 消費財総供給

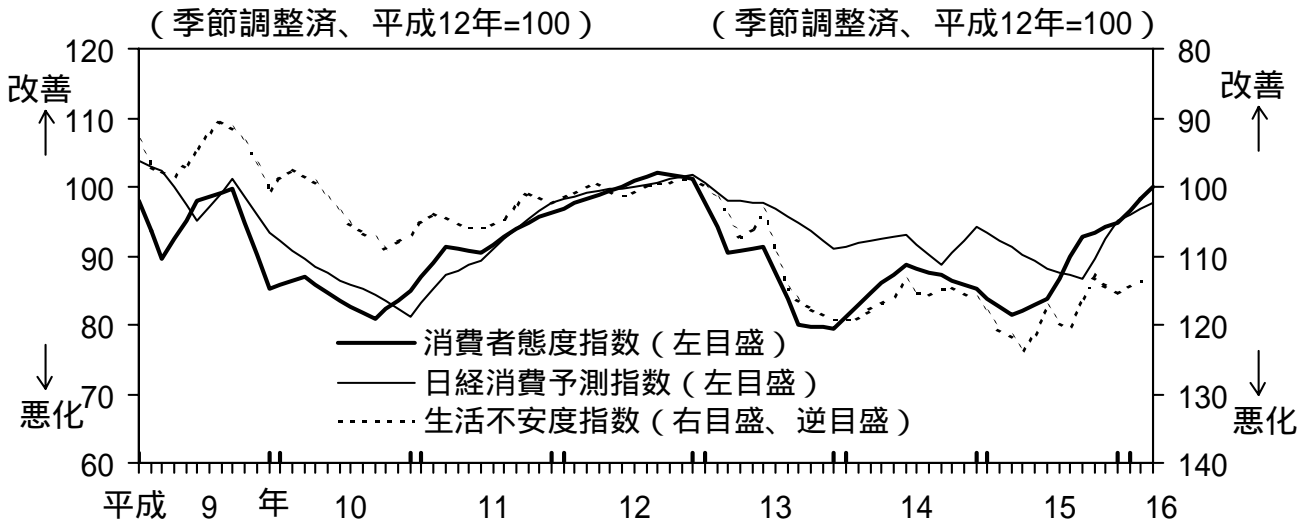


(注) 消費財総供給については脚注5を参照。

「店舗調整前」は、出店や閉店といった店舗数の変化に伴う売上高の変動も反映した指数である(店舗調整前の指数にはコンビニエンス・ストア売上高を含めている)。店舗増減の影響を排除したものが「店舗調整後」の指数であり、継続的に売上高を把握できる店舗分で売上高の変動を捉えている。

<sup>5</sup> 消費財総供給(国産品の国内向け出荷+輸入品)は、鉱工業指数統計における消費財出荷と、消費財の実質輸出入から算出。算出の際のウェイトには鉱工業総供給表を利用。

(図表 14) 消費者コンフィデンス



(注) 消費者態度指数 (調査対象全国 5,040 世帯) 日経消費予測指数 (同首都圏 1,500 人) 生活不安度指数 (同全国 2,200 人) は、いずれも消費者意識を尋ねたアンケート調査。

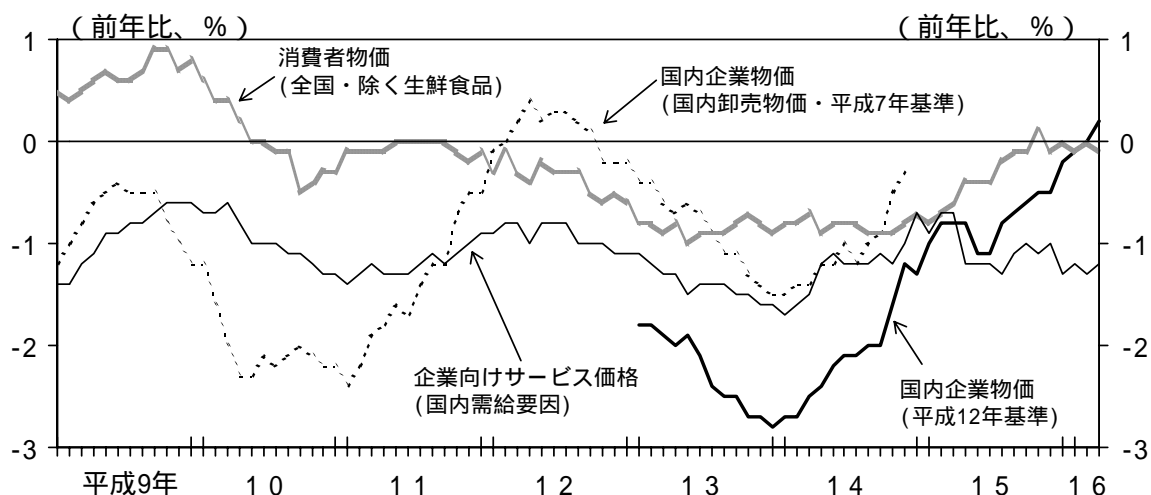
## (2) 物価

物価の動向をみると(図表 15)、国内企業物価の前年比は、米価格の上昇や内外の商品市況高を受けて、マイナス幅が縮小しゼロ%近傍となった。一方、企業向けサービス価格(国内需給要因)は<sup>6</sup>、前年比で1%を幾分上回る下落を続けた。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は<sup>7</sup>、医療費自己負担の引き上げ(15年4月)やたばこ税の引き上げ(同7月)といった制度要因に加え、冷夏による米価格の上昇(同10月以降)も押し上げに働く中、ゼロ%近傍で推移した。

<sup>6</sup> 「企業向けサービス価格(国内需給要因)」は、企業向けサービス価格指数を、主に国内民間需要の動向を反映していると考えられる品目のみでみたものであり、企業向けサービス価格指数総平均から、規制料金、海外要因、単月の振れが大きく短期的な需給動向を反映しているとは言い難い料金を除いて算出している。具体的には、一般サービス(機械修理、ソフトウェア開発等)通信・放送、広告、リース・レンタル、不動産などで構成される。

<sup>7</sup> 「消費者物価(除く生鮮食品)」は、天候要因による振れが大きい生鮮食品を消費者物価総合から除いたものであり、消費者物価の基調的な動きを示すと考えられる。

(図表 15) 物価



(注) 平成9年4月以降の消費税率引き上げの影響については、課税品目のすべてについて完全に転嫁されたと仮定して調整。図表 16、19 も同様。

国内企業物価の動きを3か月前比でみると(図表 16)、機械類の価格は引き続き下落したが、下落幅は縮小傾向を辿った。また、原油、非鉄といった国際商品市況が全般的に上昇を続けたため(図表 17、18)、国内企業物価の中の海外市況関連製品も上昇した。さらに、鉄鋼、化学などの素材価格も、アジアや国内での市況動向を反映して、上昇傾向を強めた。なお、冷夏の影響から不作となった米の価格は、10~12月に一旦大幅な上昇となったが、年度末には反落した。

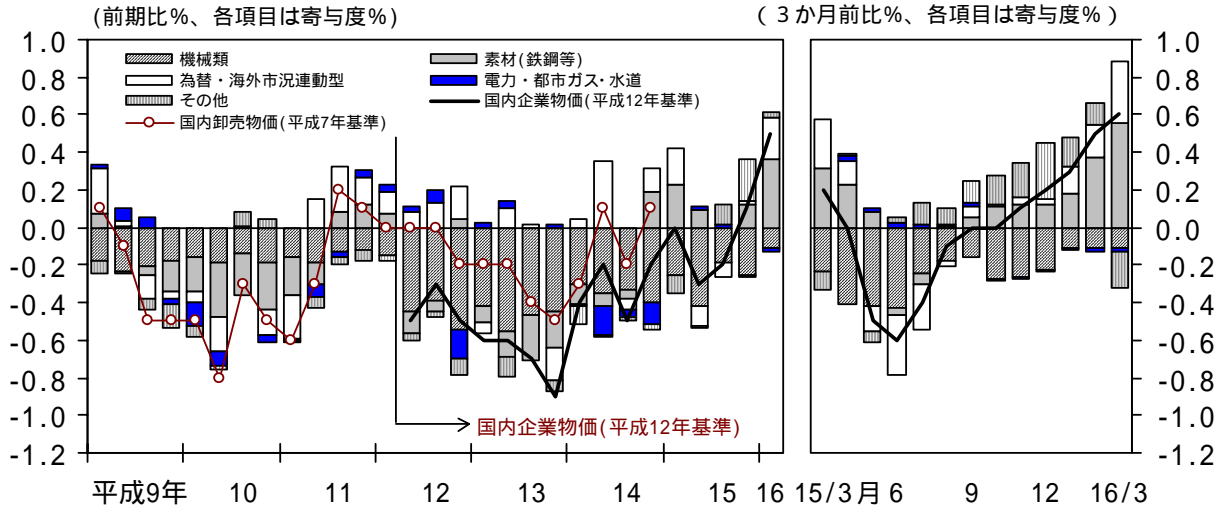
この間、物価の基調的な動きに影響するマクロの需給バランスは、徐々に改善しつつも、なおかなり緩和した状況を続けた。そうしたもとの、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は(図表 19)、上述の制度要因等が押し上げに働いたこともあって、ゼロ%近傍で推移したが、それらの要因を除いた基調としては、小幅のマイナスを続けた。

地価については、商業地、住宅地ともに引き続き下落したが、東京圏をはじめとする大都市圏では、下落幅が緩やかな縮小傾向を辿り、一部下げ止まりの動きもみられた。

(図表 16) 国内企業物価

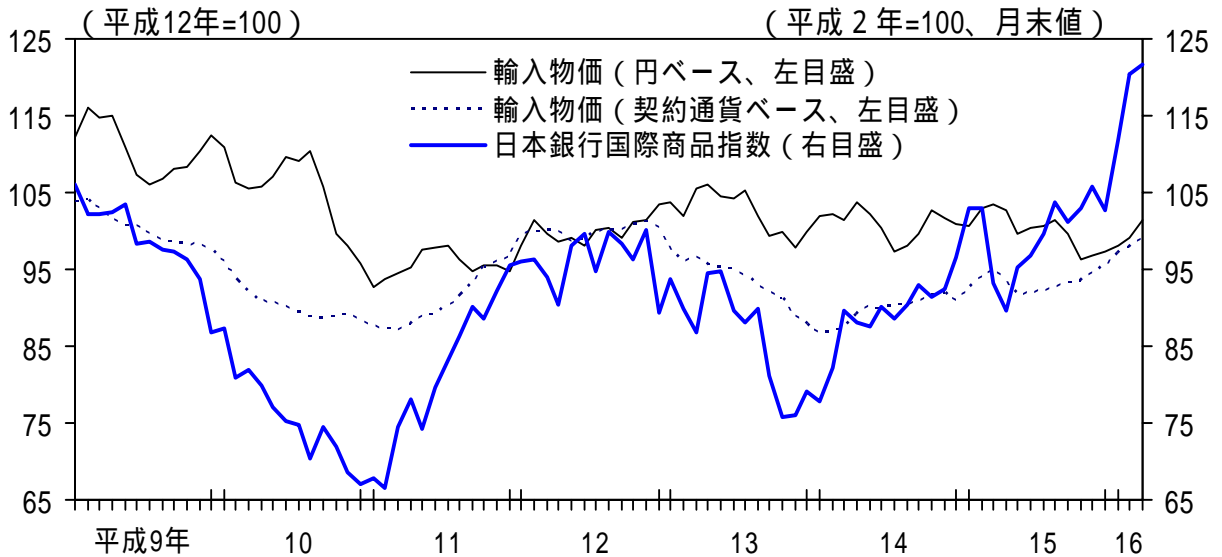
< 四半期 >

< 月次 >

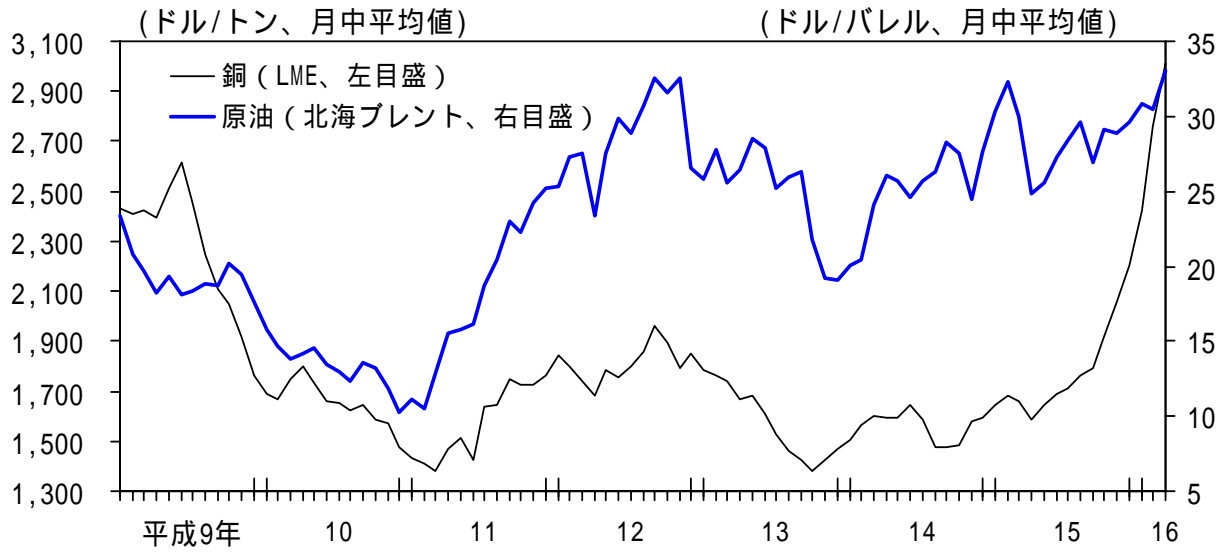


(注) 為替・海外市況連動型は、石油・石炭製品と非鉄金属。機械類は、電気機器、一般機器、輸送用機器、精密機器。

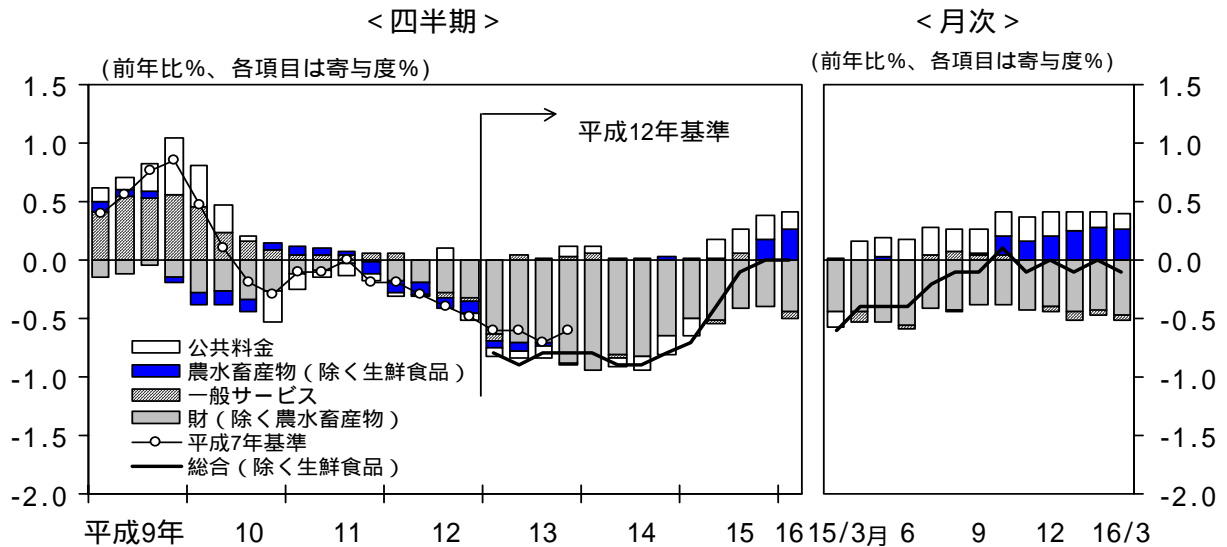
(図表 17) 国際商品市況と輸入物価



(図表 18) 原油、銅の価格



(図表 19) 消費者物価 (除く生鮮食品)



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

### ( 3 ) 海外金融経済の動向

#### ( 海外経済は着実に回復 )

15年度下期の海外経済は、総じてみれば、着実な回復傾向を辿った(図表20)。地域別にみると、米国では、拡張的な財政金融政策が維持されるもとの、着実な成長が続いた。東アジアでは、米国景気の回復や域内需要の高まりなどを受けて、力強い回復を示した。この間、欧州では、英国経済が着実に拡大した一方、ユーロエリア経済は、底は打ったものの、その後の回復テンポはごく緩やかなものにとどまった。

( 図表20 ) 海外経済 ( 実質 GDP )

( 欧米は季節調整済前期比年率、東アジアは前年比、% )

|                  |                            | 平成<br>14年 | 15年 | 15年<br>1Q | 2Q              | 3Q              | 4Q               | 16年<br>1Q |
|------------------|----------------------------|-----------|-----|-----------|-----------------|-----------------|------------------|-----------|
| 米 国              |                            | 2.2       | 3.1 | 2.0       | 3.1             | 8.2             | 4.1              | 4.2       |
| 欧<br>州           | ユーロエリア                     | 0.9       | 0.4 | 0.1       | 0.4             | 1.5             | 1.2              | -         |
|                  | ド イ ツ                      | 0.2       | 0.1 | 1.0       | 0.7             | 0.8             | 1.1              | 1.8       |
|                  | 英 国                        | 1.6       | 2.2 | 1.1       | 2.4             | 3.4             | 3.7              | 2.6       |
| 東<br>ア<br>ジ<br>ア | 中 国                        | 8.0       | 9.1 | 9.9       | ( 1~6月 )<br>8.2 | ( 1~9月 )<br>8.7 | ( 1~12月 )<br>9.1 | 9.8       |
|                  | N I E s および<br>A S E A N 4 | 4.7       | 4.0 | 4.3       | 2.6             | 4.1             | 5.0              | -         |

(注) N I E s および A S E A N 4<sup>8</sup>は、IMF公表のGDPウェイト(14年、購買力平価基準)を用いて算出。

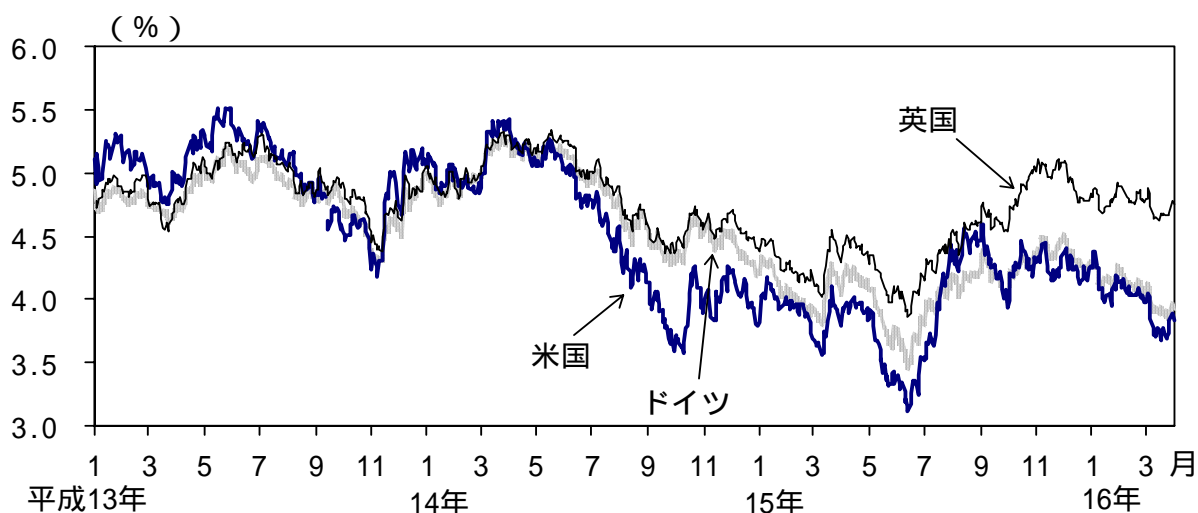
海外金融市場の動向をみると、米欧の長期金利は、景気回復期待の高まりから上昇した後、米雇用者数の増加が予想を下回り続けたことや、金融緩和の継続期待などを背景に、水準を切り下げる展開となった。この間、米欧の株価は、景気回復期待や良好な企業業績を背景に上昇したが、3月入り後は、高値警戒感や地

<sup>8</sup> 図表3の注を参照。

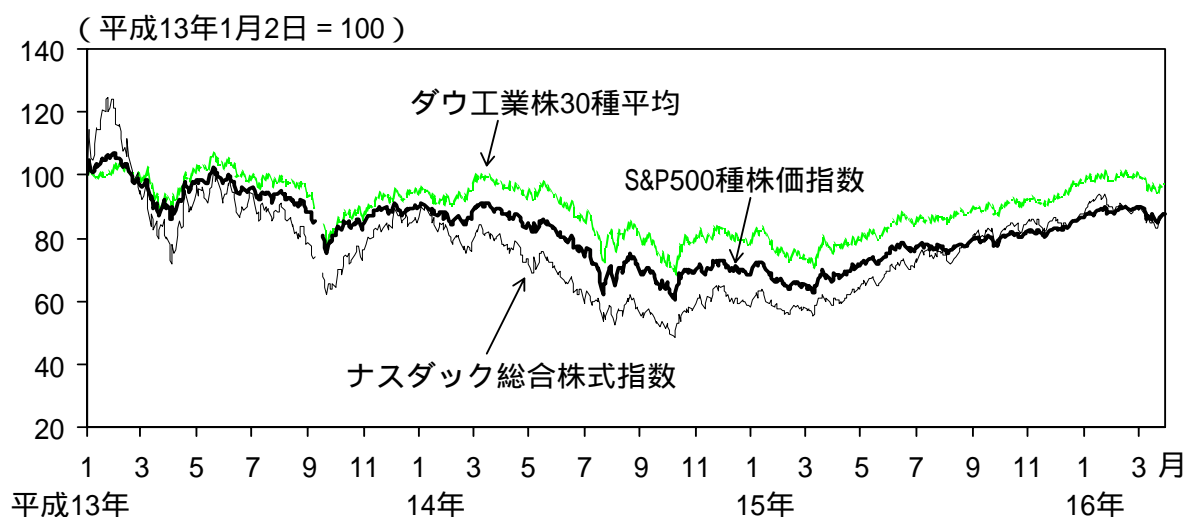
政学的リスクの高まりなどを受けて、幾分低下した。エマージング諸国・地域の金融市場をみると、実体経済の着実な回復や投資家のリスク許容度の高まりなどを背景に海外からの資金流入が継続し、多くの国・地域で株価が上昇したほか、対米国債スプレッド<sup>9</sup>も低水準で推移した。

(図表 21) 欧米の長期金利と株価

(1) 欧米の長期金利(国債10年物)

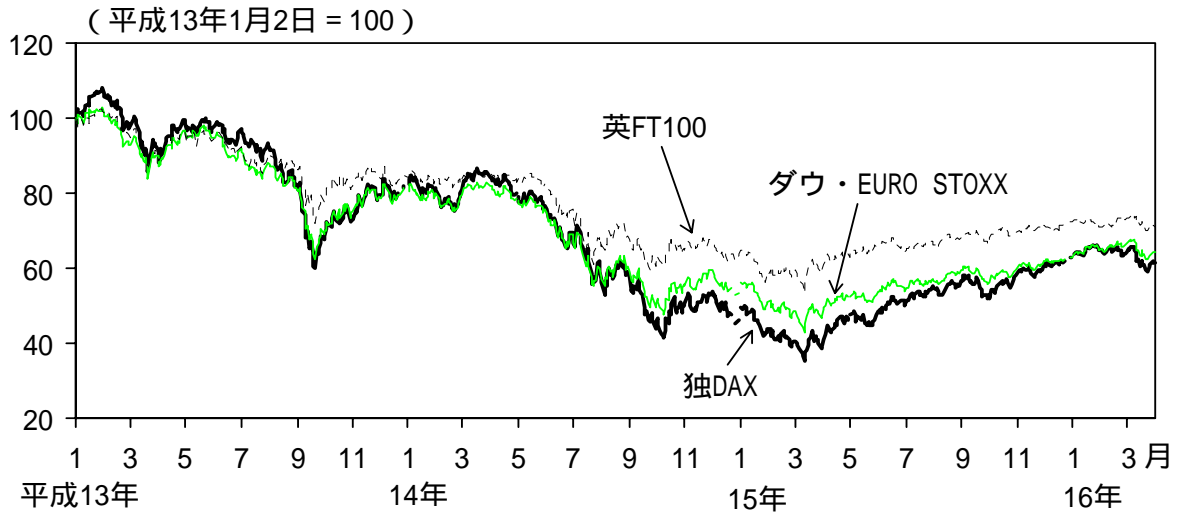


(2) 米国の株価



<sup>9</sup> これら諸国・地域の政府が発行するドル建債と米国債の利回り格差で、当該諸国等に対する市場の信用リスク認識を示す指標とされている。

### (3) 欧州の株価



### (米国経済は着実に回復)

以上の動きをやや仔細にみると、米国では、金融緩和政策が維持されるとともに、大規模な追加減税策が実施されるもとの、家計支出の堅調が続いたほか、設備投資についても、IT関連投資を中心に回復傾向が鮮明になった。こうしたもとの、雇用も、ごく緩やかではあるが、改善傾向を辿った。このように、米国経済はよりバランスの取れた形で着実な回復を示した。この間、対外バランス面では、内外景気格差などを背景に、貿易収支赤字は高水準を続けた。物価面については、食料・エネルギーを除くコア・ベースの消費者物価でみると、15年11月に前月比上昇率が0.0%まで低下したが、その後はごく緩やかに上昇した。

こうした情勢のもとで、米国連邦準備制度は、15年6月の利下げ以降、政策金利であるフェデラル・ファンド・レート誘導目標水準を1.0%で維持した。

長期金利（国債10年物利回り）の動きをみると（図表21(1)）、15年10月中旬にかけて、景気回復期待の高まりから4.5%近傍まで上昇した後、年末にかけては振れを伴いつつ概ね横這いで推移した。16年1月には、米雇用統計の予想比下振れや、金融緩和の継続を強調する政策当局者の発言が相次いだこと等もあって、長期金利は水準を切り下げた。また、3月入り後は、米雇用統計が市場の予想を大幅に下回ったほか、スペインでの列車爆破テロやパレスチナ情勢の緊迫化に伴う



地政学的リスクの高まりを受けて、長期金利は一段と低下して3%台後半となった。

株価をみると(図表21(2))、市場予想比強めの企業業績などを材料に、徐々に高値を切り上げる展開となったが、3月入り後は、高値警戒感の台頭や地政学的リスクの高まりを受けて、幾分低下した。

(ユーロエリア経済の回復力はなお弱い)

欧州経済情勢をみると、ユーロエリアでは、米国をはじめとする海外景気の回復を背景に、輸出・生産が持ち直し、つれて設備投資もほぼ下げ止まった。もっとも、ユーロ高が重石となって、こうした企業部門の回復力は力強さを欠いたほか、厳しい雇用環境が続く中で個人消費は引き続き低調に推移した。このため、景気は底入れしたものの、回復感に乏しい展開が続いた。この間、消費者物価は、総じてみれば安定基調を辿ったものの、16年入り後は、ユーロ高の影響や昨年エネルギー価格高騰の反動から、前年比上昇率が一時大きく低下した。

金融政策面では、欧州中央銀行は、15年6月の利下げ以降、政策金利である主要リファイナンス・オペにおける最低入札金利を2.0%で維持した。

英国経済は、安定した雇用環境などを背景に、個人消費主導で着実に成長した。こうした中、昨年上昇テンポの鈍化傾向が続いていた住宅価格は、年明け後やや伸びが高まった。この間、物価上昇率<sup>10</sup>は、イングランド銀行の目標値を幾分下回る水準で概ね推移した。

金融政策面では、イングランド銀行は、世界景気の回復の広がり、英国経済の拡大テンポの加速、個人消費と住宅価格が予想以上に強いことなどを理由に、15年11月6日と16年2月5日の2度に亘り、それぞれ0.25%ポイントの利上げを行い、政策金利であるレポ金利を4.0%とした。

---

<sup>10</sup> 15年12月10日、イングランド銀行による金融政策上の目標となる物価指数は、従来の小売物価指数(除くモーゲージ利払)から消費者物価指数に変更された。また、同時に、目標インフレ率水準も、前年比+2.5%(小売物価指数<除くモーゲージ利払>ベース)から、同+2.0%(消費者物価指数ベース)へと引き下げられた。

ユーロエリアおよび英国の長期金利（国債10年物利回り）の動きをみると（図表21(1)）、米国主導の景気回復期待などから15年11月にかけて一旦上昇した。その後は、振れを伴いつつも、米国の長期金利と同様に低下基調で推移した。なお、英国では、利上げ観測を背景に長期金利の低下幅は限定的なものにとどまった。株価をみると（図表21(3)）、ユーロエリア（ダウ・ユーロSTOXX）、英国（FT100）とも、景気回復期待を背景に概ね上昇基調で推移したが、16年3月入り後は、地政学的リスクの高まりなどから幾分低下した。

（東アジア経済は力強く回復）

NIEs、ASEAN4では、景気回復の足取りは力強いものとなった。すなわち、輸出・生産面では、米国景気回復やアジア域内需要の拡大などを背景に、IT関連財を中心に増加傾向が続いた。こうした中、総固定資本形成に関しても、総じて持ち直しに向けた動きがみられた。また、個人消費は、多くの国・地域において、低金利の効果などから底固く推移したほか、これまで低迷していた韓国でも底入れした。この間、物価面では、エネルギー価格の上昇や景気回復などを反映して、消費者物価指数前年比が徐々に上昇した。

中国では、内外需の力強い動きから、15年10～12月には成長が一段と加速したほか、16年入り後も高成長を維持した。やや仔細にみると、輸出は、輸出増徴税の還付率引き下げ（16年1月実施）の影響などから計数が大きく振れたものの、基調としては増加傾向を辿った。直接投資を含めた固定資産投資の伸び率も、高水準を維持した。また、個人消費も増加を続けた。この間、物価面では、悪天候の影響や国際商品市況の動きを反映して、食料品価格が大きく上昇し、消費者物価全体を押し上げる局面もみられたが、年度末にかけては、食料品価格の落ち着きにつれて、消費者物価全体の伸びも低下した。

金融政策面では、中国人民銀行は、16年3月24日、金融機関の過大なリスクテイクを抑制する観点から、個々の金融機関の経営指標に応じて準備率を設定する制度を導入し、経営不芳先の預金準備率を0.5%引き上げて7.5%とする旨発表した（実施は4月25日）。また、同時に、金融機関に対する貸出金利等に関して、国務院からの授権の範囲内で、中国人民銀行の判断で基準金利に金利を上乗せでき

る制度を導入し、期限1年以内の貸出について基準金利に0.63%上乘せする<sup>11</sup>とともに、再割引金利について基準金利に0.27%上乘せして3.24%とする旨発表した（実施は3月25日）。

株価は、世界経済の回復期待や投資家のリスク許容度の高まりなどを背景に、下期を通してみれば、東アジアの多くの国・地域で上昇基調を辿った。通貨については、こうした好調な株式市場へ海外からの資金が流入した一方で、当局の介入に対する警戒感も根強く、総じてみれば横這い圏内で推移した。この間、フィリピンでは、16年入り後、5月の大統領選挙を控えて政治的な不透明感が高まったことから、通貨ペソが既往最安値近傍で推移した。また、タイやインドネシアなどでは鳥インフルエンザの感染拡大を嫌気して、韓国や台湾では政治的な混乱を背景に、株価や通貨が一時的に弱含む局面もみられた。

（中南米諸国などの金融市場の状況は改善傾向）

中南米諸国についてみると、ブラジルでは、年金・税制などの構造改革が進展したことが好感され、株価が上昇したほか、対米国債スプレッドも縮小したが、16年入り後は、政権内部での汚職疑惑などから金融市場はやや軟化した。アルゼンチンでは、米国経済の回復や国際商品市況の上昇による実体経済の急速な回復を受け、株価が大幅に上昇し、既往最高値を更新した。この間、13年12月以来支払停止の状態が続いている公的対外債務の再編に関しては、具体的な成果はみられなかった。

その他の地域をみると、トルコでは、経済のファンダメンタルズが良好なことや、南北キプロス問題の解決に対する期待の高まりを背景に、対米国債スプレッドが縮小し、株価も既往最高値を更新した。また、ロシアでは、15年10月中旬から11月にかけて、大手石油会社の不正疑惑などから株価が一旦下落したが、その後は、原油価格の上昇や政治基盤の安定を背景に、株価が既往最高値を更新したほか、通貨も上昇した。

---

<sup>11</sup> この結果、期間20日以内の貸出金利は3.33%となった。

## 2．金融面の動向

### (1) 短期金融市場

平成 15 年度下期の日本銀行当座預金残高<sup>12</sup>は（図表 22）、10 月から 1 月中旬にかけては概ね 29～31 兆円程度で推移した。その後、1 月下旬以降は概ね 31～34 兆円台で推移した。なお、3 月末の残高は、36.4 兆円となった。

すなわち、10 月 9、10 日の金融政策決定会合では、金融調節の柔軟性を高め、流動性供給面から機動的に対応する余地を広げる観点から、日本銀行当座預金残高目標の上限を引き上げ「27～32 兆円程度」とすることを決定した。この金融市場調節方針にしたがって引き続き潤沢な資金供給を行った結果、日銀当座預金残高は、1 月中旬まで概ね 29～31 兆円程度で推移した。その後、1 月 19、20 日の金融政策決定会合では、デフレ克服に向けた日本銀行の政策スタンスを改めて明確に示し、今後の景気回復の動きをさらに確かなものとする趣旨から、日本銀行当座預金残高目標を「30～35 兆円程度」に引き上げ、さらに潤沢な資金供給を行った。この結果、日銀当座預金残高は 3 月末まで概ね 31～34 兆円台で推移した。なお、3 末日は、金融市場調節方針の「なお書き」<sup>13</sup>に沿って一層の資金供給を行った結果、日銀当座預金残高は 36.4 兆円となった。

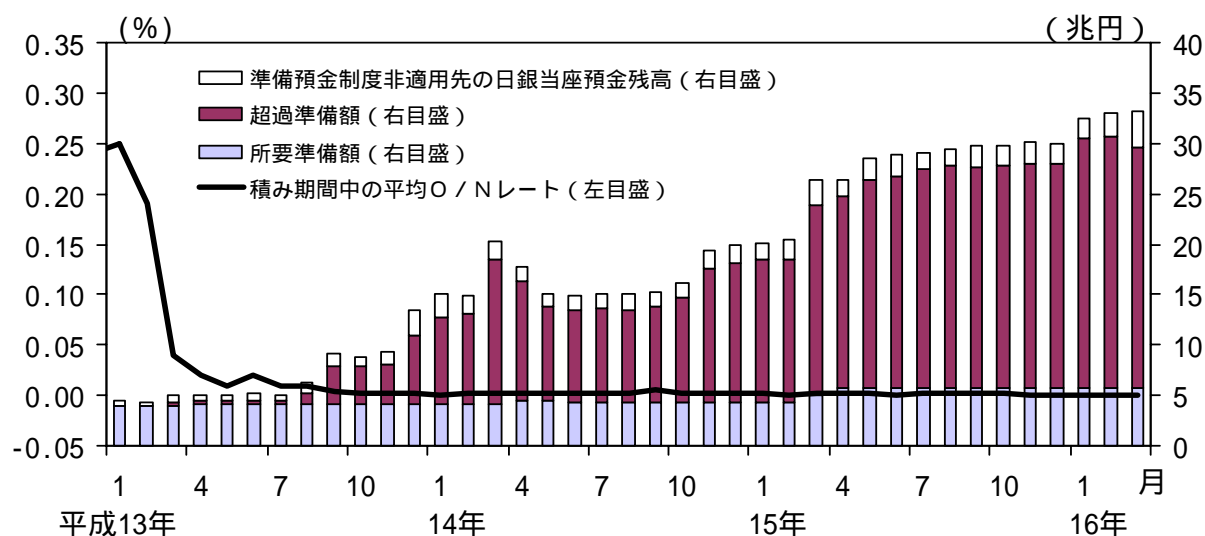
---

<sup>12</sup> 金融機関等が日本銀行に保有する当座預金の残高。

<sup>13</sup> 金融市場調節方針の「なお書き」は以下のとおり。

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

(図表 22) 日銀当座預金残高



(注) 積み期間中の平均残高。

短期金融市場の動きをみると(図表 23) 無担保コールレート(オーバーナイト物)<sup>14</sup>は、下期を通じて、ほぼ一貫して 0.001~0.002%の極めて低い水準で安定的に推移した<sup>15</sup>。

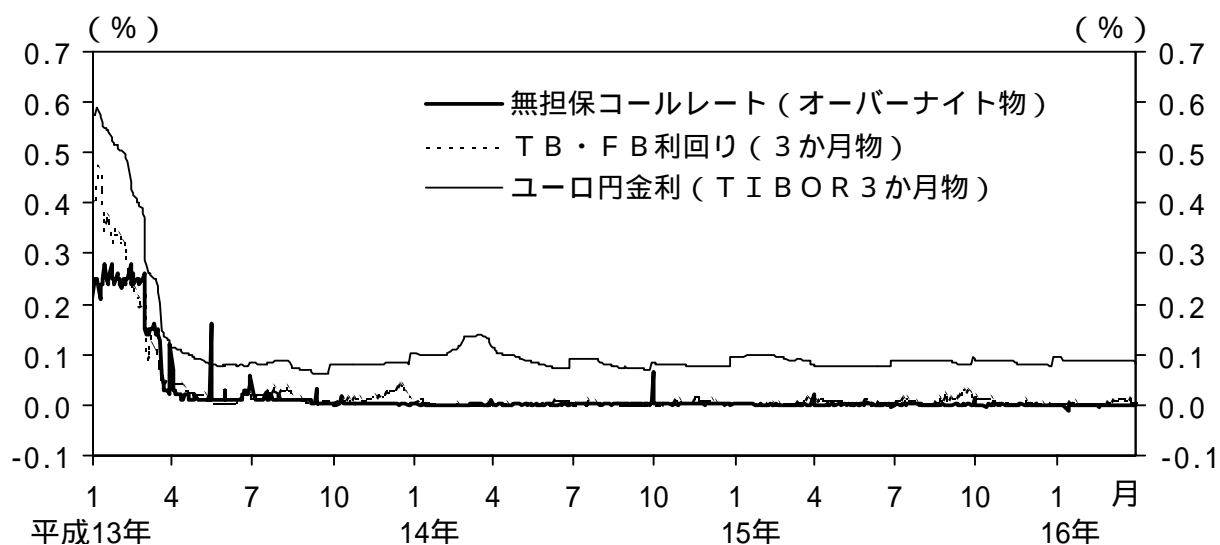
ターム物金利<sup>16</sup>の動向をみると、ユーロ円金利(TIBOR 3か月物)は、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、下期を通じて、低位で安定的に推移した。TB(割引短期国債)・FB(政府短期証券)レートは、資金余剰感が強い中、銀行や機関投資家の購入意欲は強く、全体として低い水準で推移した。

<sup>14</sup> 無担保コールレート(オーバーナイト物)の数値は、加重平均値(以下同じ)。

<sup>15</sup> 3月末日は、年度末要因から 0.005%となった。

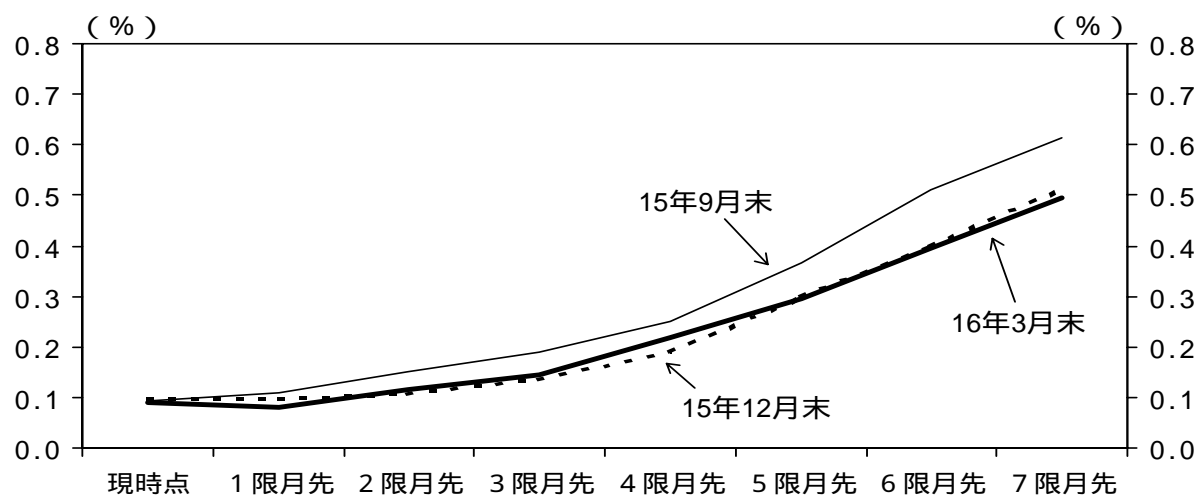
<sup>16</sup> ターム物金利とは、オーバーナイトよりも期間の長い短期金利。ここでは、主に3か月物金利を中心に説明する。

(図表 23) 短期金融市場金利



短期金融市場における市場参加者の金利観をみると(図表 24)、ユーロ円金利先物レートは、下期入り後、振れを伴いつつも徐々に低下し、16年3月末時点では、期先限月を中心に15年9月末対比で低めの水準となった。

(図表 24) ユーロ円金利先物レート

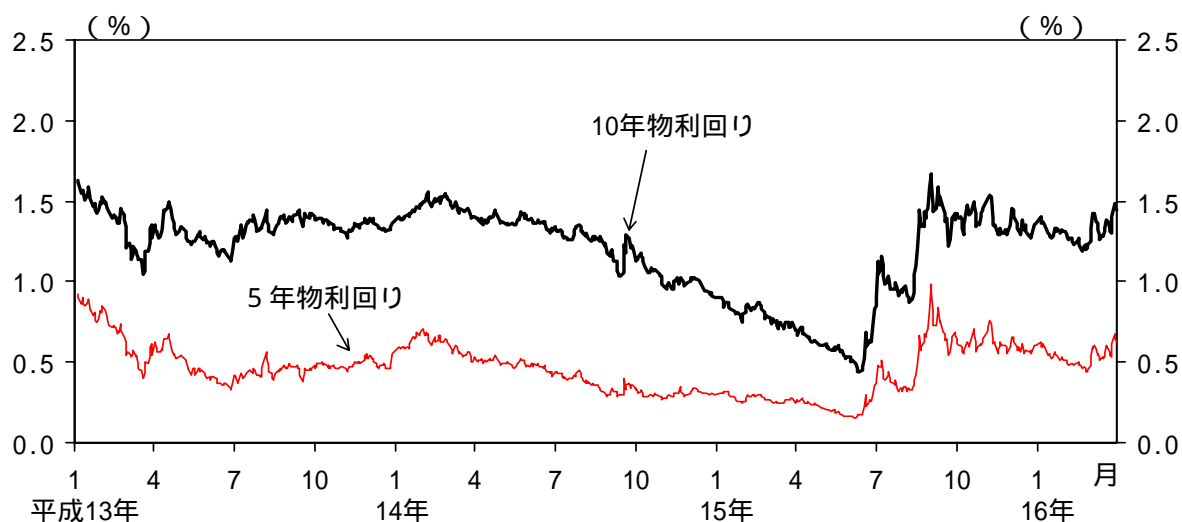


(注) ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利(T I B O R 3 か月物)である。グラフでは、例えば、16年3月末時点(太実線)における1限月先(16年6月央)のユーロ円金利の市場予想値が0.08%、2限月先(16年9月央)が0.12%、3限月先(16年12月央)が0.15%であったことを表わしている。

## (2) 債券市場

15年度下期の債券市場の動向をみると、長期国債(10年物)の流通利回りは(図表25) 1.2%前後から1.5%程度のレンジ内で推移した。

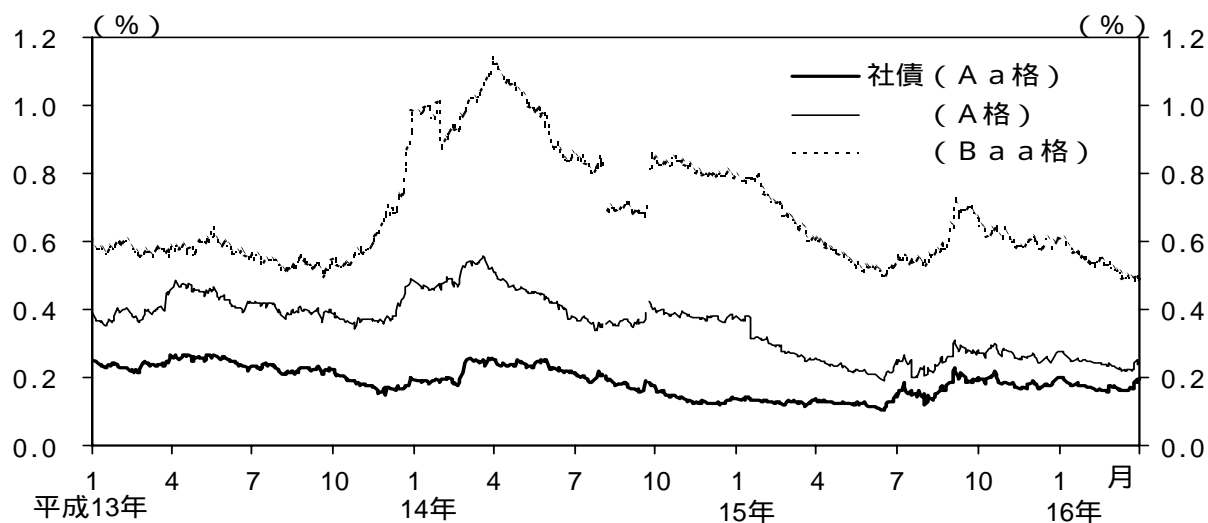
(図表25) 長期国債流通利回り



やや詳しくみると、長期国債金利は、10月から12月にかけては、株価などの動きにつれるかたちで、概ね1.3%から1.5%程度までの間で振れのある展開となった。16年入り後は、1.3%前後での比較的狭い範囲内での動きが続いた後、2月中旬にかけては、一時1.2%前後まで低下する場面もみられた。その後、3月中は、各種経済指標が改善したことや、株価が年度初来の高値を更新して上昇したこともあり、長期国債金利は振れを伴いつつも上昇傾向を辿った。

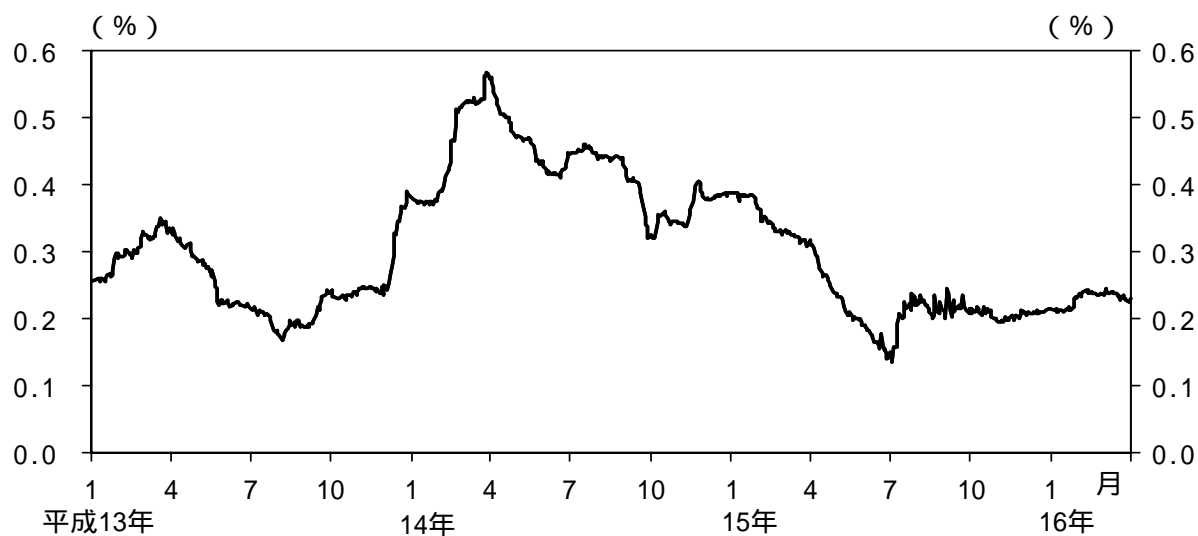
この間、社債と国債との流通利回り格差(信用スプレッド)は(図表26) 15年度下期中を通じて、総じて横這い圏内での動きとなった。こうした中、低格付け物にかかるスプレッドは、投資家の積極的な購入スタンスを映じて、縮小傾向を辿った。銀行債の信用スプレッドも(図表27) 15年度下期中は概ね横這い圏内での動きとなった。

(図表 26) 社債と国債との流通利回り格差



(注) 社債、国債とも残存年数 5 年。社債の格付けはムーディーズによる。

(図表 27) 銀行債と国債との流通利回り格差



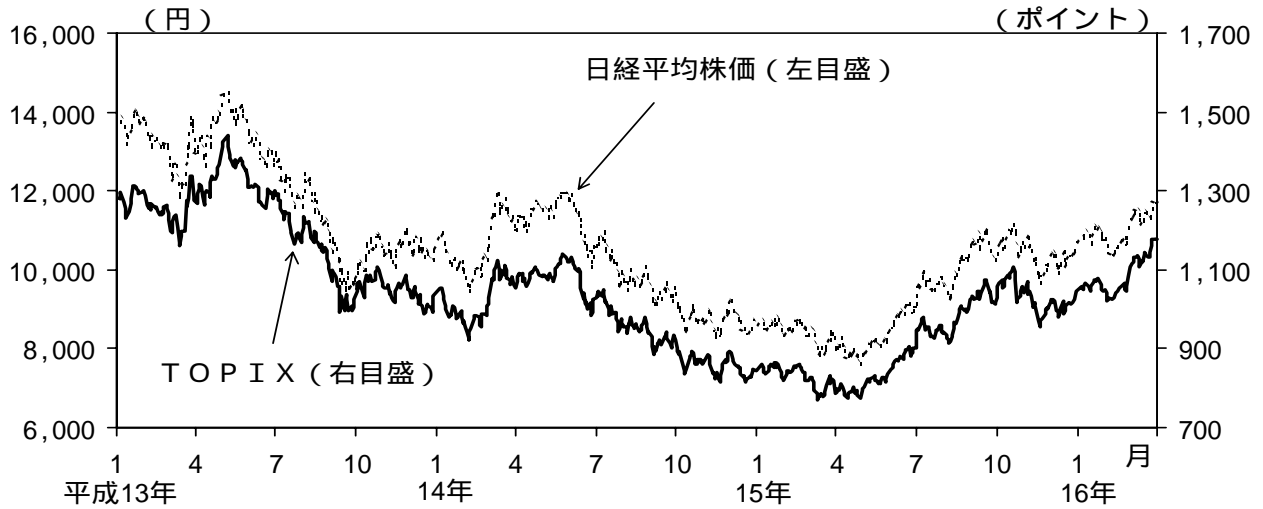
(注) 銀行債、国債とも残存年数 5 年。銀行債は、みずほコーポレート債・東京三菱債・三井住友債・UFJ債の平均。

### (3) 株式市場

15年度下期の株式市場の動向をみると(図表 28) 株価は、振れを伴いつつも、上昇傾向を辿った。



(図表 28) 株価



やや詳しくみると、株価は、15年度下期入り後、10月中旬にかけてわが国経済の緩やかな回復期待が広がる中で上昇し、年度初来高値を更新した後、12月中旬にかけては、米国株価の動向や利益確定売りなどを背景に一時大きく下落するなど、やや値動きの大きな展開となった。12月下旬以降は、対米ドルでの円高懸念などから低下する場面もみられたが、わが国経済の回復期待の高まりから総じて上昇傾向を辿り、3月入り後は年度初来を更新する高値圏で推移した。

#### (4) 外国為替市場

15年度下期の外国為替市場の動向についてみると(図表 29)、円の対米ドル相場は、米国の「双子の赤字」への懸念や地政学的リスクが意識されたことなどを背景に、10月初の111円台から2月半ばにかけて105円台まで上昇した。その後、わが国通貨当局の円売り介入に対する警戒感が強まる中、持ち高調整のドル買い戻しを主因に一時112円台に下落したが、わが国通貨当局の介入姿勢の変更を巡る思惑等を背景に、103円台まで反発した。

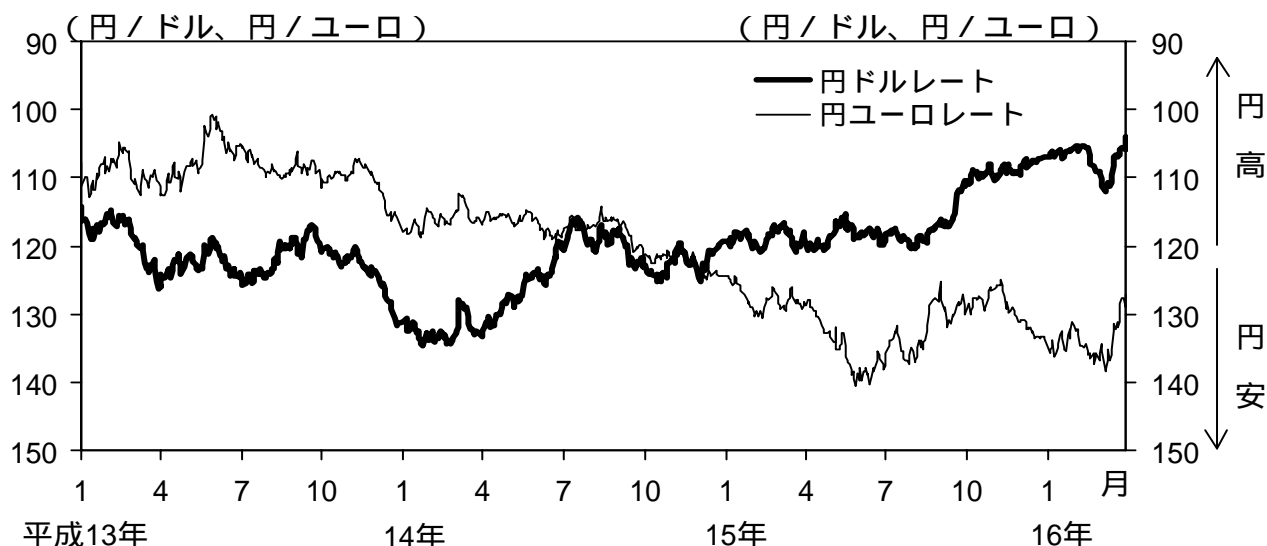
やや詳しくみると、円の対米ドル相場は、米国の「双子の赤字」や地政学的リスクへの懸念、海外投資家の日本株投資の継続といったドル売り・円買い材料が、米国景気指標の改善やわが国通貨当局の円売り介入に対する警戒感等のドル買い・円売り材料に勝るかたちで、10月初の111円台から2月半ばにかけて105円

台まで上昇した。その後、わが国景気指標の改善や日本株の上昇がみられたものの、わが国通貨当局が積極的な円売り介入を行っているとの思惑を背景に、持ち高調整のドル買い戻しが続いたことなどから、3月上旬に一時112円台に下落した。3月中旬以降は、海外投資家による日本株投資の積極化や、わが国通貨当局の円売り介入姿勢の変更を巡る思惑によるドル売りなどから反発し、103円台まで上昇した。

この間、円対ユーロ相場は、11月中旬以降ユーロ高が進行し、3月上旬には138円台まで下落したものの、その後は円高に転じ、127円台まで反発した。

15年度下期中の円の実質実効為替レート<sup>17</sup>は、15年9月末を幾分上回る水準で揉み合いとなった。

(図表29) 円ドル、円ユーロレート



<sup>17</sup> 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整したうえで、わが国の各相手国向け輸出金額のウェイトを用いて加重平均したものであり、わが国の製品の価格競争力を総合的に表わすと考えられる指標である（日本銀行試算）。

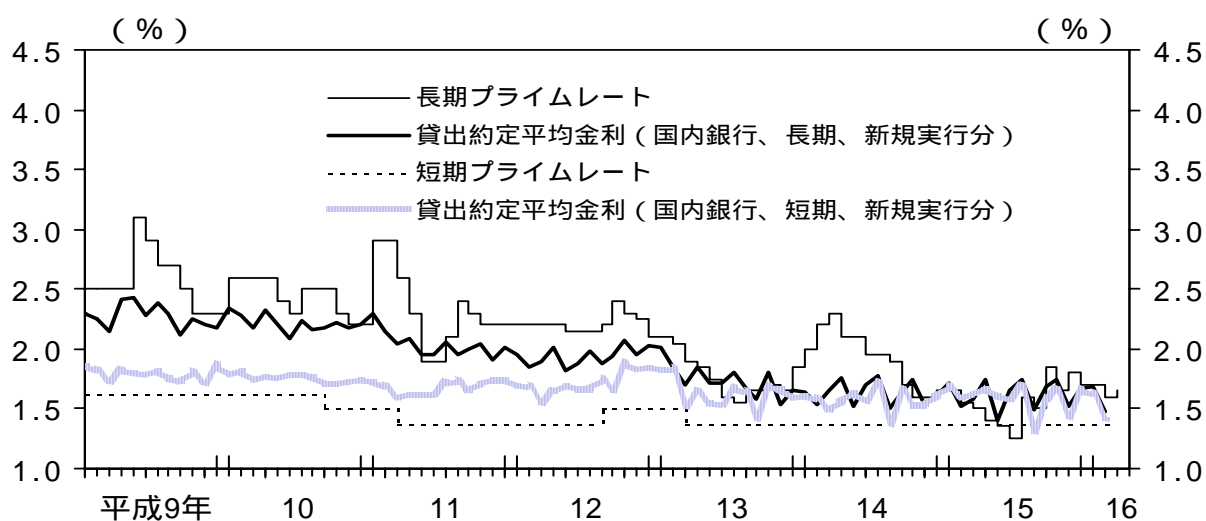
## (5) 貸出金利、CP・社債発行金利

15年度下期の貸出金利の動きをみると(図表30)、短期プライムレート(都市銀行)<sup>18</sup>は、1.375%の水準で引き続き推移した。長期プライムレートは、長期金利の動きを受けて、小幅の引き上げ、引き下げがみられたが、総じてみれば横這い圏内で推移した。

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

この間、銀行の預金金利については、極めて低い水準で推移した。

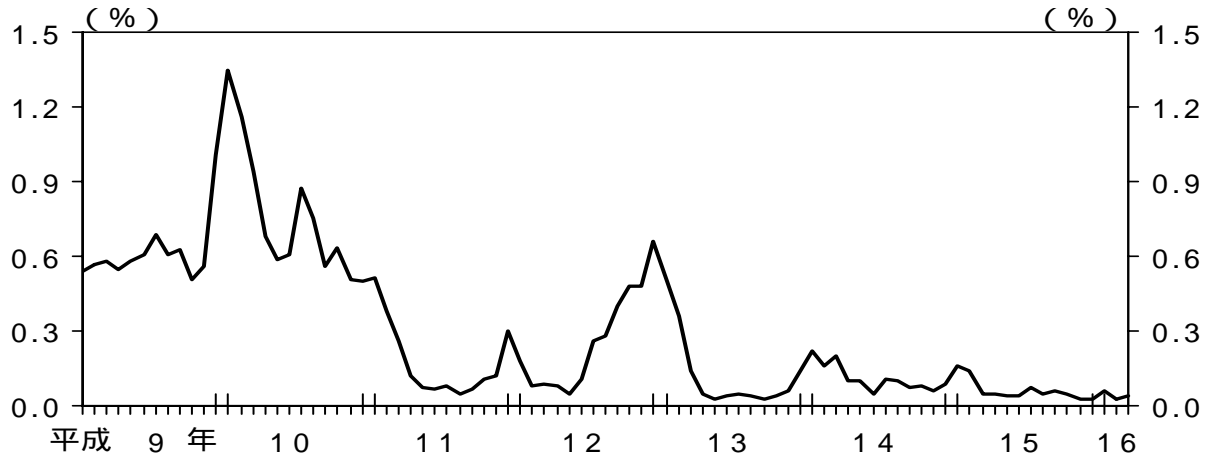
(図表30) 貸出金利



企業の資金調達手段であるコマーシャル・ペーパー(CP、図表31)や社債の発行金利は、総じて横這い圏内の動きとなった。この間、高格付け先と低格付け先の金利格差は、社債で幾分縮小したほか、CPでも引き続き低水準で推移した。

<sup>18</sup> 正確には、最も多くの数の都市銀行が採用した金利。

(図表 31) C P 発行金利 ( 3 か月物 )

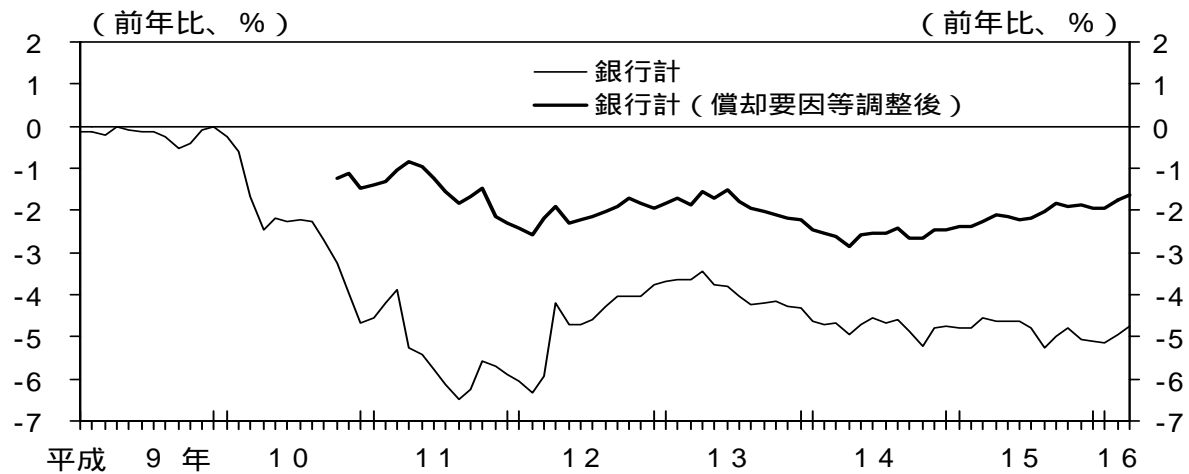


(注) 最上位格付け取得先の新発金利 (発行手数料などの諸費用を含むベース)。

## ( 6 ) 企業金融

15 年度下期の企業の資金調達をみると、まず民間銀行の貸出残高<sup>19</sup>は (図表 32) 僅かながら前年比マイナス幅が縮小した。また、C P および社債の発行残高<sup>20</sup>は (図表 33)、前年を上回って推移した。

(図表 32) 民間銀行貸出

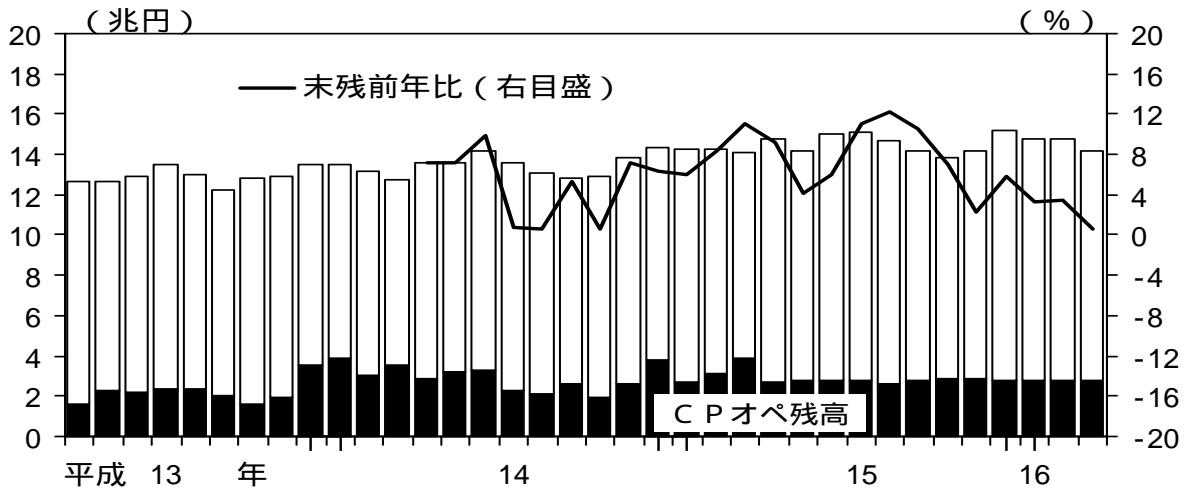


<sup>19</sup> 都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地方銀行、地方銀行 に属する金融機関の国内店と海外店による国内居住者向け貸出 (月中平均残高ベース)。不良債権償却や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。日本銀行調べ。

<sup>20</sup> 社債発行残高の計数は、国内外で民間部門 (居住者) が発行した普通社債、転換社債、ワラント債および資産担保債券の残高。アイ・エヌ情報センター等のデータに基づき日本銀行が推計。

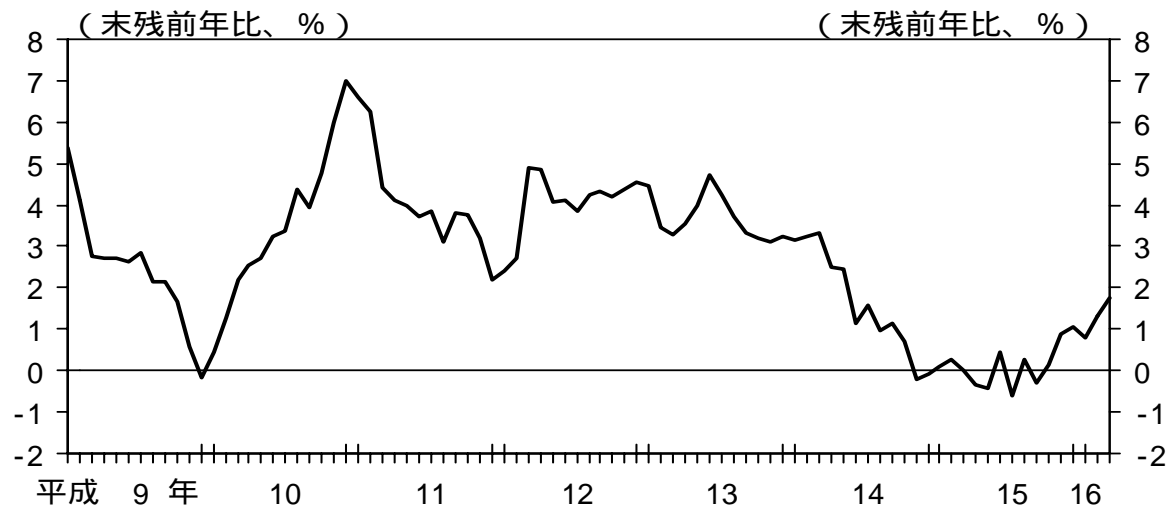
( 図表 33 ) 資本市場調達

( 1 ) C P 発行残高



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

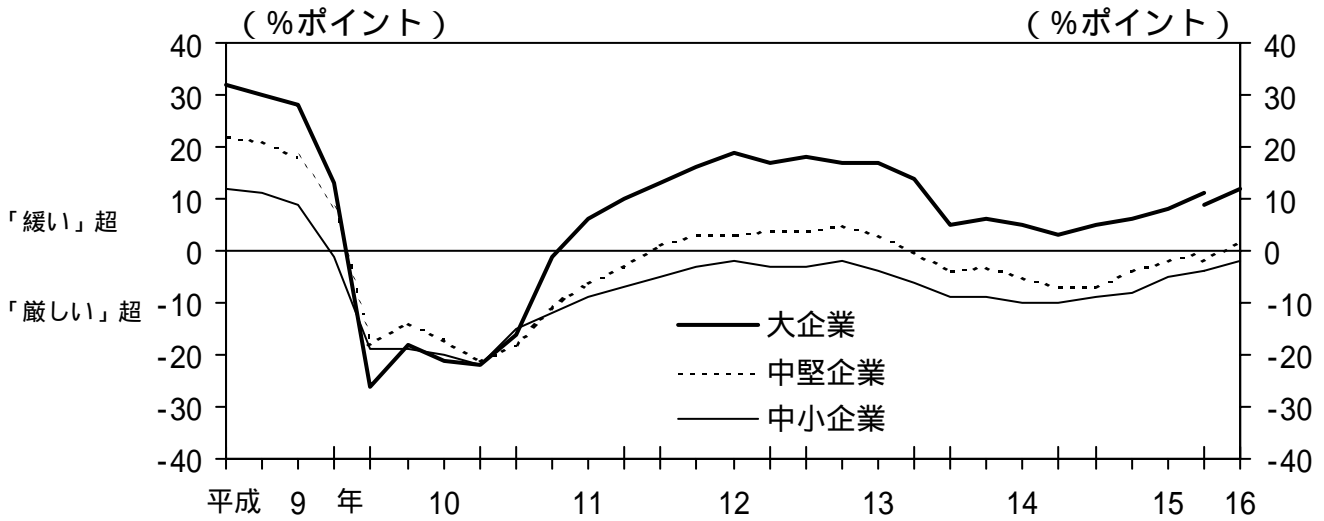
( 2 ) 社債発行残高



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

まず、民間銀行の融資スタンスをみると、信用力の低い先に対しては慎重な貸出姿勢を維持したが、全体としては貸出姿勢を幾分緩和した。この間、企業からみた金融機関の貸出態度は( 図表 34 )、中小企業等ではなお厳しい状況にあるが、幾分改善した。

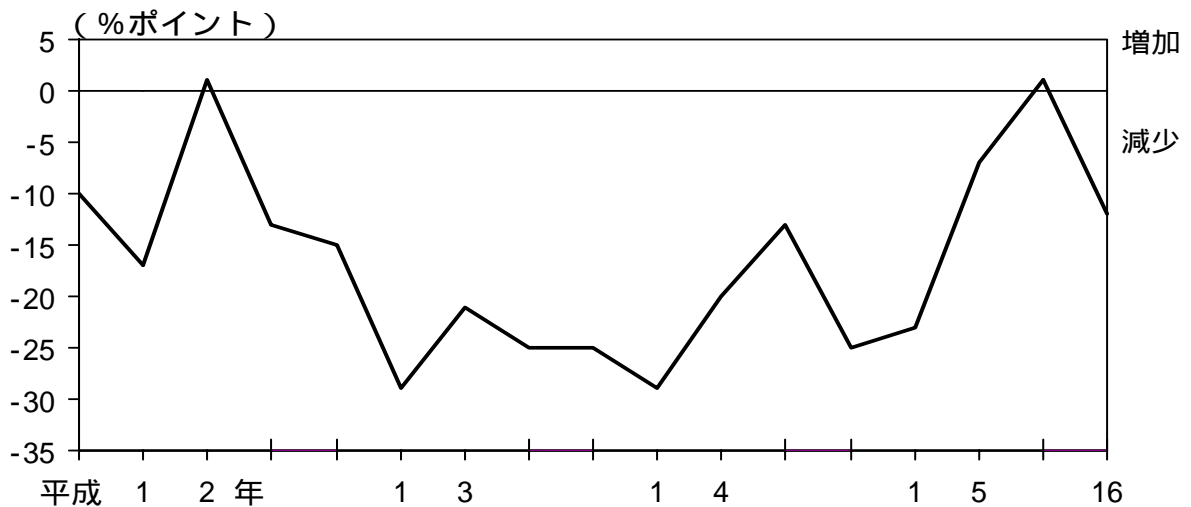
(図表 34) 金融機関の貸出態度判断D.I.(短観)



(注) 全産業ベース。なお、短観については、16年3月調査より、調査対象企業の拡充を含む幅広い見直しを実施した。このため、新ベースと旧ベースの計数には不連続(段差)が生じている。

一方、民間企業の資金需要は、財務内容の改善に向けた動きの一環として、借入金を圧縮するスタンスは維持されているものの、設備投資が増加するなど企業活動が上向きつつあることから、減少テンポは幾分緩やかなものになった(図表35)。

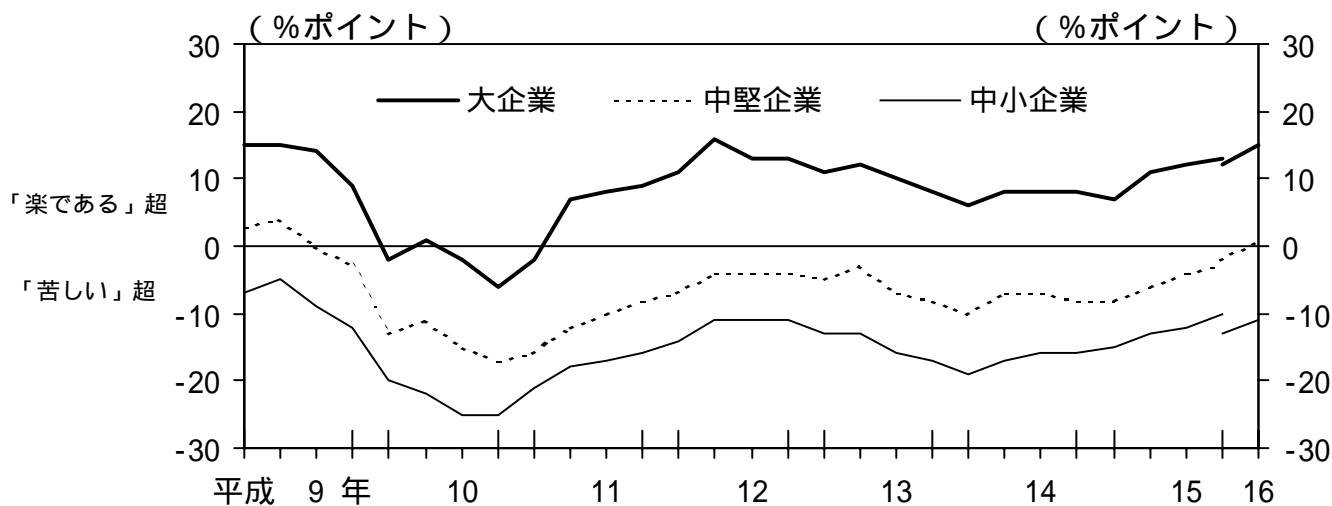
(図表 35) 金融機関からみた企業向けの資金需要判断D.I.  
(主要銀行貸出動向アンケート調査)



(注) 主要銀行は、金融機関のうち貸出残高の大きい50行。

この間、企業の資金繰り判断は（図表 36）、中小企業等ではなお厳しい状況にあるが、幾分改善をみている。

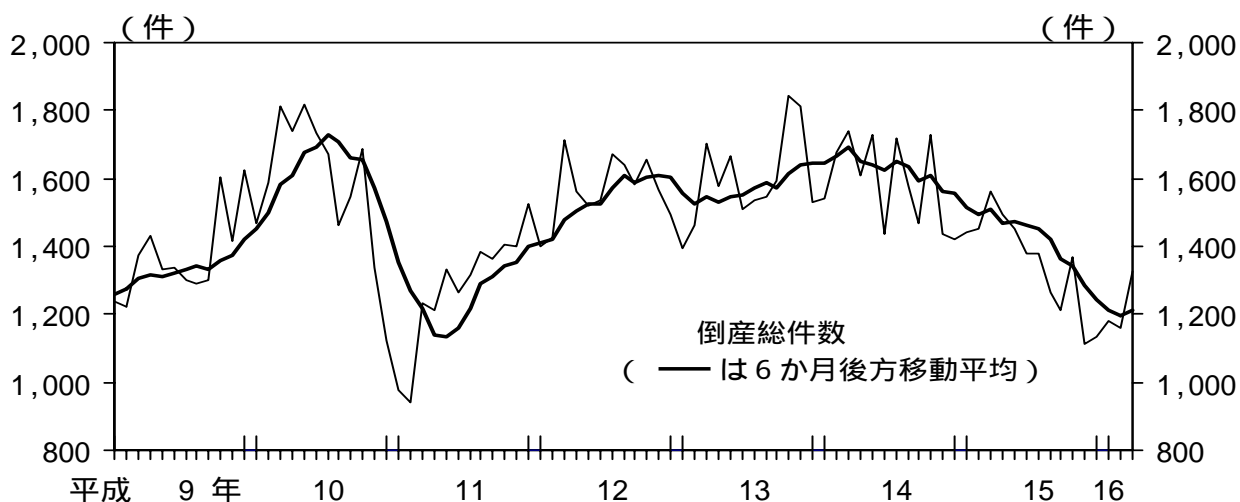
（図表 36）企業の資金繰り判断 D.I.（短観）



（注）全産業ベース。短観については、16年3月調査より、調査対象企業の拡充を含む幅広い見直しを実施した。このため、新ベースと旧ベースの計数には不連続（段差）が生じている。

企業倒産件数は（図表 37）、15年度下期中は、前年を大きく下回る水準で推移した。

（図表 37）企業倒産



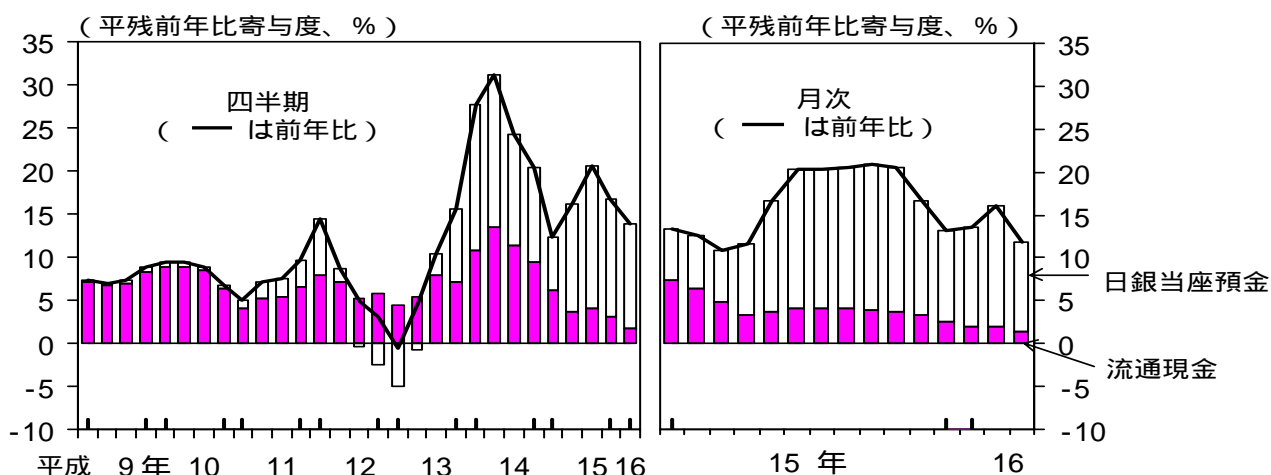
## (7) 量的金融指標

15年度下期のマネタリーベース（流通現金＋日銀当座預金）は（図表38）、伸び率が鈍化し、前年比1割台の増加となった。もっとも、マネタリーベースの対名目GDP比率は引き続き上昇し、高水準となっている。

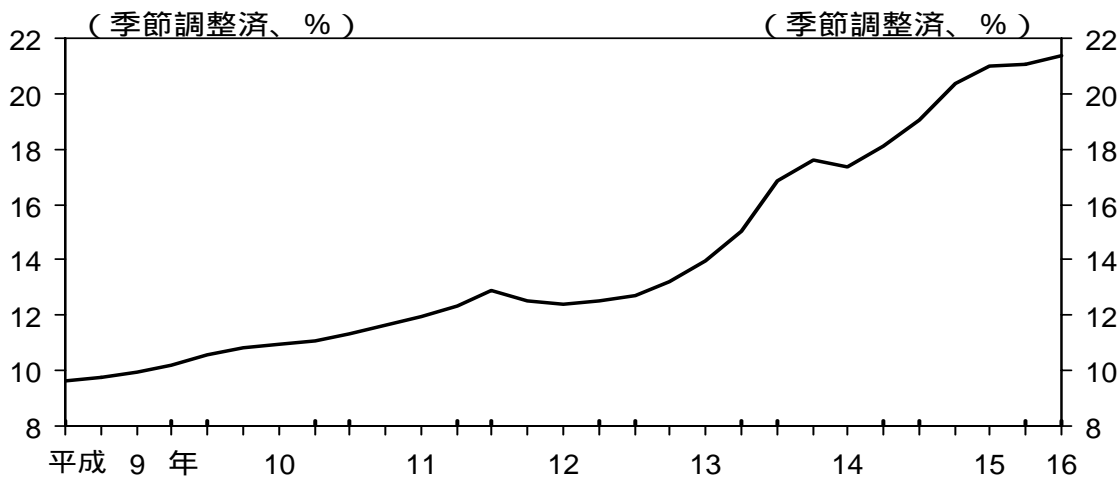
内訳をみると、マネタリーベースの大宗を占める銀行券発行残高の前年比は、金融システムに対する不安感の後退や超低金利による銀行券需要の押し上げ効果の減衰から、前年比1%台まで伸び率が低下した。日本銀行が金融調節上の目標としている日銀当座預金については、前年比伸び率は前年14年10月の目標残高引き上げの影響の剥落から鈍化したものの、なお前年比5割前後の伸びとなった。

(図表38) マネタリーベース

### (1) 前年比



### (2) マネタリーベースの対名目GDP比率

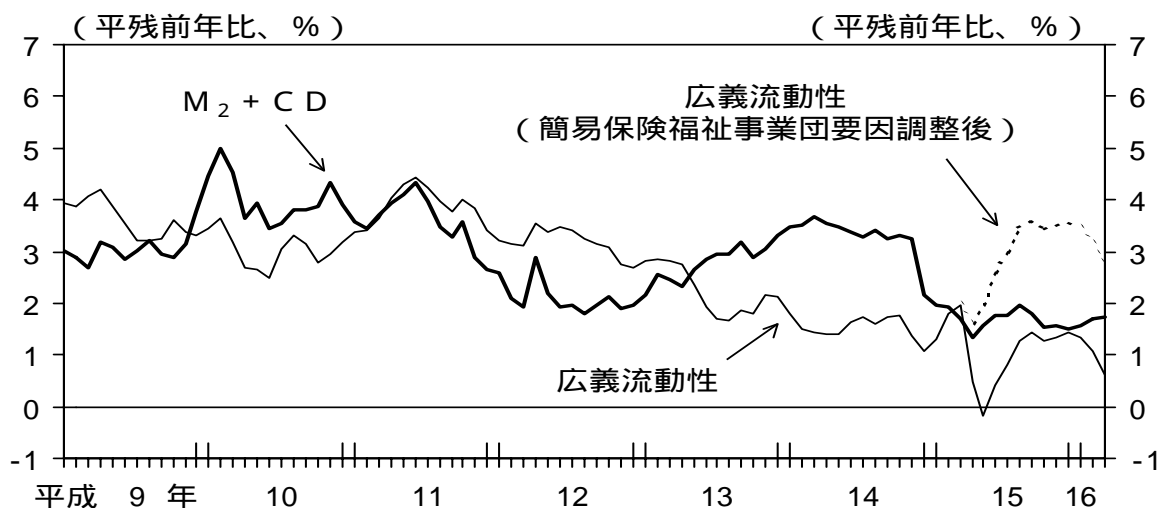




次にマネーサプライ ( $M_2 + CD$ ) の動向をみると(図表 39)、前年比伸び率は、10月にかけて幾分鈍化した後は1%台後半で推移した。

この間、 $M_2 + CD$  よりも幅広い金融資産をカバーする広義流動性の前年比伸び率は、簡易保険福祉事業団の解散に伴いその資産が集計対象外となった影響<sup>21</sup>を調整してみれば、 $M_2 + CD$  の伸びを上回って推移した。

(図表 39) マネーサプライ



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

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

<sup>21</sup> 15年4月に簡易保険福祉事業団が解散し、その資産が日本郵政公社に承継されたが、日本郵政公社は通貨保有主体から除かれているため、同事業団の保有する金融資産は広義流動性の集計対象外となった。

## ・金融政策運営及び金融政策手段

### 1．金融政策決定会合の開催実績と政策決定の概要

日本銀行政策委員会は、平成 15 年 10 月から 16 年 3 月までの間、計 8 回の金融政策決定会合（以下「会合」という）を開催した。

会合への出席者は以下のとおりである。

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

このほか、財務省および内閣府から出席があった。

この間決定された金融市場調節方針と、そのもとでの日本銀行当座預金残高、無担保コールレート、公定歩合の推移は以下のとおりである（図表 40、41）。

( 図表40 ) 会合において決定された金融市場調節方針

| 決定日       | 金融市場調節方針  | 採決の状況 |
|-----------|---|-------|
| 15年10月10日 | <p>日本銀行当座預金残高が 27～32 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。</p> <p>なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。</p> | 賛成多数  |
| 10月31日    |   | 全員一致  |
| 11月21日    |   | 全員一致  |
| 12月16日    |   | 全員一致  |
| 16年1月20日  | <p>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。</p> <p>なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。</p> | 賛成多数  |
| 2月5日      |   | 全員一致  |
| 2月26日     |   | 全員一致  |
| 3月16日     |   | 全員一致  |

( 図表41 ) 日銀当座預金残高および金利の推移

( 単位 : 兆円、% )

| 準備預金積み期間        | 日銀当座預金残高 <sup>(注)</sup> | 無担保コールレート<br>(オーバーナイト物) <sup>(注)</sup> | 公定歩合 |
|-----------------|-------------------------|--|------|
| 15年9月16日~10月15日 | 29.7                    | 0.001                                  | 0.10 |
| 10月16日~11月15日   | 29.9                    | 0.001                                  |      |
| 11月16日~12月15日   | 30.2                    | 0.001                                  |      |
| 12月16日~16年1月15日 | 30.0                    | 0.000                                  |      |
| 1月16日~2月15日     | 32.5                    | 0.001                                  |      |
| 2月16日~3月15日     | 33.0                    | 0.001                                  |      |
| 3月16日~4月15日     | 33.2                    | 0.001                                  |      |

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

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

## 2. 金融政策決定会合における検討・決定

### (1) 概況

#### (金融経済情勢)

前述した金融経済情勢の展開を踏まえ、政策委員会は、金融経済月報の「経済及び金融の情勢に関する基本的見解」における総括判断において、景気判断を横這い圏内から緩やかな回復へと、徐々に修正した(図表42)。

また、1月の会合では、10月に公表した「経済・物価の将来展望とリスク評価」で示した標準シナリオについて「中間評価」を行い、わが国の経済・物価動向は標準シナリオに概ね沿った動きを続けると予想される、と評価した。

(図表42) 金融経済月報「基本的見解」の冒頭部分

下線部分は前月からの主な変化点

|       |   |
|-------|---|
| 15年9月 | わが国の景気は、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。           |
| 10月   | わが国経済をみると、輸出環境が好転し、企業の業況感も改善するなど、 <u>緩やかな景気回復への基盤が整いつつある。</u> |
| 11月   | わが国の景気は、 <u>緩やかに回復しつつある。</u>                                  |
| 12月   | わが国の景気は、 <u>緩やかに回復している。</u>                                   |
| 16年1月 | わが国の景気は、 <u>緩やかに回復している。</u>                                   |
| 2月    | わが国の景気は、 <u>緩やかに回復している。</u>                                   |
| 3月    | わが国の景気は、 <u>緩やかに回復している。</u>                                   |

#### (金融政策運営)

前述のような金融経済情勢のもとで、金融政策運営の面では、量的緩和政策の継続によって、景気回復に向けた動きをより確実にするように努めるとともに、金融緩和の波及メカニズム強化のための施策や金融調節面での工夫のほか、金融政策運営の透明性を強化するための施策について、検討・決定が行われた。

すなわち、10月9、10日の会合では、金融調節の柔軟性を高め、流動性供給面

から機動的に対応する余地を広げる観点から、日本銀行当座預金残高の目標値の上限を引き上げ、それまでの「27～30兆円程度」から「27～32兆円程度」とすることを決定した。また、金融調節を機動的に行う観点から、国債買現先オペの最長期間をそれまでの6か月から1年に延長することを決定した。

さらに、金融政策運営の透明性を強化する観点から、量的緩和政策継続のコミットメントをより明確化するとともに、経済・物価情勢に関する日本銀行の判断について説明を充実することを決定した。

1月19、20日の会合では、景気は緩やかに回復し、先行きもその持続が見込まれるものの、回復のテンポが緩やかなものにとどまると考えられる、消費者物価も引き続き小幅の下落基調を辿ると予想される、金融・為替市場の動きとその影響には注意が必要である、との経済・物価情勢に関する判断を示した。こうした情勢を踏まえ、デフレ克服に向けた日本銀行の政策スタンスを改めて明確に示し、今後の景気回復の動きをさらに確かなものとするため、日本銀行当座預金残高目標をそれまでの「27～32兆円程度」から「30～35兆円程度」に引き上げることを決定した。

また、1月19、20日の会合では、金融緩和効果の浸透を図るとともに、長期的な観点から資産担保証券市場の発展に寄与するという趣旨で、資産担保証券の買入れについて基準の見直しを決定した。

2月26日の会合では、議長は、日本銀行の保有国債を市場に対し供給し得る制度（いわゆる「品貸し」）の導入に関する実務的な検討を行い、準備が整い次第、その結果を決定会合に報告するよう執行部に指示した。

## （2）「経済・物価の将来展望とリスク評価」の公表

10月31日の会合では、15年度から16年度にかけての「経済・物価の将来展望とリスク評価」に関する議論が行われた。

会合では、先行きの経済・物価についての「標準シナリオ」については、以下のような見方が共有された。

わが国経済は、15年度下期には前向きな循環が働き始め、16年度を通じて回復が続くと予想される。前回（15年4月）の「経済・物価の将来展望とリ

スク評価」の標準シナリオと比べると、全体としてやや上振れて推移していると考えられる。

すなわち、海外経済は米国や東アジアなどを中心に高めの成長を続けると予想され、こうしたもとで、わが国の輸出や生産は増加していくものとみられる。また、企業収益は経営体質の改善努力ともあいまって改善し、設備投資も増加傾向を続ける可能性が高い。

ただし、過剰債務や過剰雇用などの構造的な制約要因が残存するとみられるため、先行きの景気の回復テンポは緩やかなものにとどまる可能性が高い。実際、雇用者所得は、企業の根強い人件費抑制姿勢のもと、明確な改善を示すには至らないと考えられる。このため、個人消費は概ね横這い圏内の動きを続けるとみられる。

なお、実質GDP成長率については、GDPデフレーターの下落幅が他の物価指数に比べて大きめになる傾向が強まっている中で、その分これまでよりも高めに算出される可能性がある。

需給ギャップは、緩やかな景気回復のもとで小幅縮小するものの、現状のマイナス幅はかなり大きいため、需給面では物価を押し下げる圧力が幾分残存する可能性が高い。したがって、消費者物価指数は、15年度、16年度とも小幅の下落が続くと予想される。

こうした標準シナリオが上振れまたは下振れする可能性(リスク要因)として、海外経済の動向、金融・為替市場の動向、不良債権処理や金融システムの動向、国内民間需要の動向、が指摘された。

また、金融政策運営の評価を巡っては、量的緩和政策は、金融市場の安定や緩和的な企業金融の環境を維持することに寄与し、実体経済に対してしっかりとした下支え効果を発揮しているとの認識を示した。

「経済・物価の将来展望とリスク評価」に参考計表として掲載される、15年度、16年度についての「政策委員の大勢見通し」は、以下のとおりとなった。

### 政策委員の大勢見通し<sup>22</sup>

対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

|      | 実質GDP               | 国内企業物価指数            | 消費者物価指数<br>(除く生鮮食品) |
|------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 15年度 | +2.3~+2.6<br><+2.4> | -0.9~-0.5<br><-0.7> | -0.3~-0.1<br><-0.2> |
| 16年度 | +2.3~+2.6<br><+2.5> | -0.8~-0.4<br><-0.6> | -0.5~-0.2<br><-0.3> |

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

以上のような内容を含む、「経済・物価の将来展望とリスク評価」(以下「展望レポート」という)の「基本的見解」が全員一致で可決され、10月31日に公表された(背景説明を含む全文は11月4日に公表、第 章に掲載)。これを受けて、その後の会合では、経済や物価が、「展望レポート」で示された標準シナリオとの対比でどのような動きを示しているのか、上振れ・下振れのリスク要因が顕在化していないか、といった観点からの検討が行われた。

<sup>22</sup> 「大勢見通し」は、各政策委員の見通しのうち最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものである。政策委員全員の見通しの幅は下表のとおりである。

|      | 実質GDP     | 国内企業物価指数  | 消費者物価指数<br>(除く生鮮食品) |
|------|-----------|-----------|---------------------|
| 15年度 | +2.3~+2.7 | -0.9~-0.5 | -0.3~0.0            |
| 16年度 | +2.0~+2.8 | -0.9~0.0  | -0.5~+0.5           |



### ( 3 ) 各会合における検討・決定

#### イ．平成 15 年 10 月 9、10 日の会合

##### ( 緩やかな景気回復への基盤 )

10 月 9、10 日の会合では、景気情勢について、委員は、輸出環境が好転し、企業の業況感も改善するなど、緩やかな景気回復への基盤が整いつつある、との認識を共有した。また、景気の先行きについては、多くの委員が、「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実現の蓋然性がより高まった、との認識を示した。同時に、多くの委員が、構造的な調整圧力も根強く、自律的な回復力が引き続き弱い中、先行きのリスク要因として、米国景気回復の持続性を中心とした海外経済動向と、金融資本市場の動向について、注意深くみていく必要がある、と指摘した。

この間、金融面では、多くの委員が、金融資本市場全般について、わが国経済の回復期待が強まるもとの、やや振れの大きな展開となった点を指摘した。

##### ( 消費者物価は緩やかな下落傾向 )

物価面では、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比下落率が縮小してきていることについて、一時的な要因がかなり影響しており、基調的には緩やかな下落傾向に変わりはない、という認識が共有された。

##### ( 日銀当座預金残高目標の上限の引き上げ )

当面の金融政策運営について、委員は、緩やかな景気回復への基盤が整いつつあるという経済情勢のもと、量的緩和政策を堅持していくことが重要である、という点で認識を共有した。

そのうえで、多くの委員は、金融調節の柔軟性を高め、流動性供給面から機動的に対応する余地を広げておくことにより、最近の景気回復に向けた動きをより確実なものとしていくことが重要であり、当座預金残高目標の上限を引き上げることが適当である、との見解を示した。

これに対して、複数の委員は、景気判断を改善させる一方で当座預金残高目

標を引き上げることは、これまでの政策運営との整合性を欠くほか、政策意図がはっきりせず不透明感が高まる、金融市場は安定しており追加的な緩和で対応することが必要な状況ではない、一時的な市場の不安定化には「なお書き」で対応すればよいのではないか、などの認識を示した。

こうした議論を経て、政策委員会は、日本銀行当座預金残高目標の上限を2兆円引き上げ、従来の「27～30兆円程度」から「27～32兆円程度」とすることを決定した<sup>23</sup>。

#### （金融政策の透明性強化）

委員は、金融政策運営の説明責任を果たすとともに、金融政策の有効性を高める観点から、日本銀行の経済・物価情勢に関する判断の透明性の強化とコミットメントの明確化を図ることが重要であるという点で認識を共有し、その具体策を議論・決定した（詳細はホ．金融政策運営を巡る論点を参照）。

#### （国債買現先オペの期間延長）

9月会合において、議長から執行部に検討のうえで報告するよう指示があった国債現先オペの期間延長について、執行部は、金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、国債現先オペのうち買現先の期間を「6か月以内」から「1年以内」に延長するよう、報告・提案を行った。これを受けて、政策委員会は上記執行部提案を全員一致で決定した（詳細は . 5 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照）。

---

<sup>23</sup> 3人の委員は、現状程度の調節の変動幅で特段の不都合はない、景気判断や短期金融市場の安定を前提とすると現状維持が適当、今回の政策変更はその政策意図の対外的な説明が難しく、政策運営の透明性を低める、との見解を示し、当採決に反対した。

## ロ．10月31日～12月の会合

### （景気は緩やかな回復へ）

10月31日～12月の会合では、輸出や生産の増加が明確化してきたことを踏まえ、徐々に景気判断を修正した。

すなわち、10月31日の会合では、委員は、輸出や生産の増勢が明らかとなり、経済情勢は「緩やかな景気回復への基盤が整いつつある」という10月9、10日会合時の判断に沿った動きをしている、との認識を共有した。11月会合では、多くの委員が、輸出の増加が生産の増加に結びついている点を指摘し、これを「前向きの循環メカニズム」が働き始めていることを示すものと評価した。そのうえで、委員は、「景気は緩やかに回復しつつある」という見方を共有した。また、12月の会合でも、輸出や生産の増加がより明確になってきていることから、委員は、「景気は緩やかに回復している」との認識で一致した。

この間、物価情勢については、消費者物価指数の前年比は、基調的には小幅のマイナスを続ける可能性が高い、との見方が共有された。12月会合では、10月の消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比が5年半振りにプラスとなったことについて、多くの委員は、これまでの診療代の上昇やたばこ税の引き上げなどに加え、冷夏による米価格の上昇といった一時的な要因が大きく寄与している、との見方を示した。

以上のような経済・物価情勢全体への評価として、11月、12月会合では、多くの委員が、10月の「展望レポート」の標準シナリオに概ね沿っている、との見解を示した。

### （短期金融市場は落ち着いた動き）

短期金融市場について、10月31日の会合では、日本銀行の潤沢な資金供給を背景に落ち着いて推移している、との認識を委員は共有した。また、12月会合でも、多くの委員が、短期金融市場は足利銀行の一時国有化決定後も極めて落ち着いた動きとなっており、年末を控えているにもかかわらず緩和的な状態が続いている、との見方を示した。

また、金融環境全般については、金融機関の融資姿勢がやや積極的になってきており、緩和的な環境が続いている、との評価が聞かれた。

この間、金融為替市場では、株価の下落、円・ドルレートの高値圏での推移がみられたが、何人かの委員は、現在のところ、こうした動向が日本経済のファンダメンタルズに影響を及ぼしているようにはみられないものの、これらの市場の動きは今後とも注意深くみていく必要があると述べた。

また、このところ、マネーサプライの伸び率がやや低下している背景について、何人かの委員は、マネーサプライ、とりわけ $M_2 + CD$ の伸び率が高まるためには金融機関貸出が増加する必要があるが、現在のように構造調整が進捗するもとは、企業は有利子負債の圧縮を優先するため、景気が回復基調にあるにもかかわらず、金融機関貸出が増加しにくい状況にある、との見方を示した。

( 潤沢な資金供給の継続 )

上記のように、景気が緩やかな回復へ向かっていること、短期金融市場も落ち着いた動きとなっていることなどを踏まえ、10月31日～12月の会合では、日本銀行当座預金残高目標を「27～32兆円程度」とする金融市場調節方針を維持することを決定した。

( シンジケート・ローン債権の担保受入れ<11月会合> )

11月会合では、執行部から、9月11、12日の会合で報告したとおり、証書貸付形態で実行されているシンジケート・ローン債権を日本銀行の適格担保として受入れるため、実務面での検討を進めてきたが、今般これを適格担保として受入れる準備が整ったため、11月21日から同債権の担保受入れを開始する予定である旨、報告があった(詳細は . 5 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照)。

( 資産担保証券買入基準の見直し検討の指示<12月会合> )

12月会合では、執行部から、日本銀行の資産担保証券の買入基準に関して、市場参加者から見直しを求める意見が寄せられているとの報告があった。これを受けて、議長は、資産担保証券の買入基準の見直しについて検討し、次回決定会合で報告するよう、執行部に指示した(詳細はホ . 金融政策運営を巡る論点を参照)。

## 八．平成 16 年 1 月 19、20 日の会合

### （景気は緩やかに回復）

1 月 19、20 日の会合では、経済情勢について、委員は、「景気は緩やかに回復している」「先行きについては、景気は回復を続けるが、そのテンポは緩やかなものにとどまる」という認識を共有した。また、多くの委員が、12 月会合以降公表された経済指標などから、海外経済の回復を背景にわが国の輸出・生産・企業収益・設備投資の好循環が生じる、という回復のメカニズムが働いていることが確認された、との認識を示した。

この間、物価面をみると、消費者物価は、需給ギャップの大幅な縮小が見込めないもとで、小幅の下落基調が続くと予想される、との認識を共有した。また、複数の委員が、当面は、内外商品市況や米・肉類の価格などの上昇の影響について、良くみていく必要があると指摘した。

### （短期金融市場は安定、為替市場はドル安センチメントが強い）

多くの委員が、短期金融市場は安定しており、その他の金融市場については、世界的に株価の上昇、長期金利の低下がみられる、と指摘した。

一方、為替市場については、多くの委員が、米国の「双子の赤字」への懸念等からドル安センチメントが強い状況が続いており、今後の動きとその影響には注意が必要である、との認識を示した。

### （展望レポートの中間評価）

以上のような経済・物価・金融面の情勢認識を踏まえると、10 月の「展望レポート」で示した標準シナリオとの関係では、わが国の経済は標準シナリオに概ね沿った動きを続けると予想される、との見方が共有された。

すなわち、多くの委員が、展望レポート公表時以降これまでの回復のペースは、輸出を中心にやや強めの滑り出しとなっている、との認識を示した。しかし、これには、デジタル家電販売の季節性や設備投資面のスポット案件など一時的な要因もあること、雇用・所得や個人消費面への広がりはみられていないこと、などもあり、足許の動きのみを捉えて、先行きを含めた標準シナリオが上振れて

いるとするほどではない、との認識が共有された。

また、委員は、こうしたシナリオが上振れまたは下振れるリスク要因としては、引き続き、海外経済の動向、金融・為替市場の動向、不良債権処理や金融システムの動向、国内民間需要の動向が挙げられる、との見方で一致した。このほか、海外経済については、下振れるリスクが10月の展望レポート公表時に比べ小さくなっていると評価できる一方、金融・為替市場の動きとその影響には注意が必要である、との認識が共有された。

（日銀当座預金残高目標の引き上げ）

当面の金融政策運営について、デフレ克服が展望できない中にあることは、デメリットよりもメリットの大きい有効な手段があるのであれば政策対応を行うべきであるという点については、委員の見解は一致した。

複数の委員は、標準シナリオどおりであったとしても、均衡ある経済の姿が展望できていない以上、満足できるものではない、との見方を示した。こうした認識のもとで、多くの委員は、当座預金残高目標を引き上げることで、日本銀行のデフレ克服に向けたスタンスを改めて明確に示し、景気回復の動きをより確かなものとするのが適当である、との意見を述べた。

また、多くの委員が、金融・為替市場の動向とその影響に注意が必要な状況となっていることを指摘した。この点、これらの委員は、円高が輸出や企業収益に与える影響という観点のみから問題を捉えることは適当でなく、国際的な不均衡の中で資本の流れが変化するリスクとその場合の世界経済・日本経済への影響というより大きな構図の中で捉える必要があるとの認識を示した。そのうえで、何人かの委員が、こうした背景のもとでさらにドル安・円高が進むことは、日本経済にとって不透明要因であると述べた。

さらに、短期金融市場の状況とそれらでの当座預金残高目標引き上げの効果について、金融機関の資産負債管理上のニーズや為替市場介入の増加の影響などを踏まえると、当座預金残高目標の引き上げが適当である、との考えが示された。

これらの見方に対して、ひとりの委員は、量的緩和政策には、金融市場の安定や流動性懸念の払拭など金融システム面の安定に効果があったとしつつ、こうした効果は、当座預金の積み増しによってこれ以上強まるとは考えられない、との

見解を示した。さらに、この委員は、当座預金残高目標の引き上げを行えば、マネタリーベースの低下に対応したものだといった誤解を生じかねず、市場との対話を困難にさせる恐れがあるとして、現状維持が適当であるとの立場を示した。

また、もうひとりの委員は、景気は概ね標準シナリオに沿った動きを続けており、むしろ足許ではやや上振れ気味で推移している、金融システム不安の後退を背景に、短期金融市場も安定しているといった状況下では、ターゲットの引き上げは、効果よりも副作用の方が大きく適当でない、との認識を示した。

以上の議論を踏まえ、政策委員会は、当面の金融市場調節方針について、日本銀行当座預金残高目標をそれまでの「27～32兆円程度」から「30～35兆円程度」に引き上げることと決定した<sup>24</sup>。また、実際のオペレーションに当たっては、均してみれば33兆円程度となることを目処として運営することとする、との認識が確認された。

（資産担保証券の買入基準見直し）

12月会合で議長から執行部に指示が行われた資産担保証券の買入基準見直しについて、執行部から検討結果の報告を受けたうえで、買入基準の見直しを決定した（詳細はホ・金融政策運営を巡る論点を参照）。

## 二．2月～3月の会合

（景気は緩やかに回復）

2～3月の会合では、委員は、米国や東アジアを中心に海外経済が回復傾向を

---

<sup>24</sup> 2人の委員は、以下の理由を示し採決に反対した。すなわち、ひとりの委員は、現在当座預金残高目標の引き上げの効果が期待できる状況になく、様々な誤解を生む恐れがあることを、また、もうひとりの委員は、景気は標準シナリオの概ね範囲内であるが上振れ気味である、短期金融市場は安定している、金融システム不安はかなり後退し、当座預金需要が減る兆候もみられる、金融市場調節上のテクニカルな問題はないことなどを、反対の理由として挙げた。さらに、後者の委員は、量的緩和政策の軸足を量拡大から波及メカニズムの強化に移すことが望ましい、との考えも示した。

辿っているもとで、わが国の景気は輸出と設備投資を中心に緩やかに回復しており、先行きも緩やかな回復が見込まれる、との認識を共有した。そのうえで、3月会合では、多くの委員が、輸出や個人消費などの足許の強さについては、その持続性を今後の指標などから見極めていく必要がある、と述べた。

(内外商品市況は上昇、消費者物価は引き続き小幅の下落基調)

物価については、多くの委員が、内外商品市況の上昇や国内企業物価の前年比がほぼゼロ%になっていることを指摘したうえで、今後とも商品市況上昇の動向、およびその物価や企業収益等への影響を注意深くみていく必要がある、との見解を述べた。

こうした中、消費者物価については、多くの委員が、概ねゼロ%近傍での推移を続けており、川上の価格上昇が川下に及ぶ傾向は、現時点ではさほどみられていないと指摘した。また、先行きについても、需給ギャップの大幅な縮小が見込めないもとで、今後も小幅の下落基調が続くと予想される、との認識を示した。

(短期金融市場は3月期末を控えても安定)

多くの委員が、3月期末を控える中でも金融市場は総じて安定しており、期末越えの資金調達を巡る不安感が殆どみられないことを指摘した。そのうえで、何人かの委員は、企業金融も総じて安定しており、金融環境は全体として、現在の景気回復の動きをサポートするものとなっている、との評価を示した。

この間、委員からは、米国の「双子の赤字」や地政学的リスクへの懸念等から、ドル安センチメントが強い状況が続いているとの見方が示され、為替市場の動きとその影響については注意深くみていく必要があるとの意見が繰り返し述べられた。2月4、5日会合では、何人かの委員が、足許の金融資本市場は落ち着いた動きとなっているが、為替市場を中心とした市場の動きや、企業のマインド面、輸出をはじめとする実体経済面等への影響について、注意深くみていく必要がある、との認識を示した。

(潤沢な資金供給の継続)

上記のような金融経済情勢を踏まえ、2～3月の会合では、日本銀行当座預金



残高目標を「30～35兆円程度」とする金融市場調節方針を維持することを決定した。

なお、3月会合においては、一昨年や昨年とは異なり、金融市場では期末越えの流動性調達を巡る不安感は殆どみられておらず、金融システムも安定しているとの指摘を踏まえ、「なお書き」の表現について、本年は特に期末を意識した表現に改める必要はなく、総裁が記者会見において、適宜必要に応じて「なお書き」も活用しながら資金供給を行っていくとの考え方を示すことが適当である、との見解を委員は概ね共有した。

（国債現先オペへの金銭担保の導入＜2月4、5日会合＞）

2月4、5日の会合では、執行部から、従来「国債」に限定されていた国債現先オペにおけるマージン・コール<sup>25</sup>の担保について、金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、日本銀行が受入れるマージン・コールの担保の種類に「金銭」を追加することとし、「国債の条件付売買基本要領」の一部改正を行うとの提案が行われ、政策委員会はこれを全員一致で決定した（詳細は 5．金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照）。

（物価連動国債の適格担保化＜2月4、5日会合＞）

2月4、5日の会合では、執行部より、金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、3月に発行が開始される物価連動国債を適格担保とすることとし、「適格担保取扱基本要領」の一部改正を行うとの提案が行われ、政策委員会はこれを全員一致で決定した（詳細は 5．金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照）。

（国債市場の流動性向上に向けた制度導入の検討指示＜2月26日会合＞）

2月26日の会合では、執行部から、国債市場においては、昨年春から夏にかけ

---

<sup>25</sup> 国債現先取引では、取引当事者は、受取（支払）代金の想定額や売買国債の時価評価額等に基づき、それぞれの与信額（エクスポージャー）を日々算出し、自己の与信額が相手の与信額を上回る場合にマージン・コール（追加担保の差入れ又は差入担保の返戻の請求）を行うという形でリスク管理を実施している。

でもみられたように、時として特定銘柄の調達困難化によって、市場流動性が低下することがあるため、市場参加者の自助努力を大前提としたうえで、日本銀行の保有国債を市場に一時的に供給する仕組み（いわゆる「品貸し」）を整えておくことに意義があると考えられる、との報告があった。これに対し委員からは、市場機能を損ねることなく、一時的かつ補完的な供給という趣旨を明確にしたうえでこうした制度を整えることは、国債市場の流動性向上や円滑な市場機能の維持の観点から意義がある、との意見が相次いだ。

こうした議論を受けて、議長は、日本銀行が保有する国債を市場に対し供給し得る制度の導入に関する実務的な検討を行い、準備が整い次第、その結果を決定会合に報告するよう、執行部に指示した。

（銀行等保有株式取得機構に対する証書貸付債権の適格担保化＜3月会合＞）

3月会合では、執行部より、金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、銀行等保有株式取得機構に対する政府保証付証書貸付債権を適格担保とすることとし、「適格担保取扱基本要領」の一部改正を行うとの提案が行われ、政策委員会はこれを全員一致で決定した（詳細は 2. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照）。

#### ホ．金融政策運営を巡る論点

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

（金融政策の透明性強化）

10月9、10日の会合では、金融政策の透明性強化について、検討が行われた。

まず、執行部から、金融政策の透明性を高める観点からは、日本銀行の経済・物価情勢に関する見方と、そのもとでの金融政策運営について、わかりやすく、適時適切に説明していくことが重要である、との報告があった。

執行部からの報告を受けて、委員は、金融政策の透明性の強化について、金融政策運営の説明責任を果たすとともに、金融政策の有効性を高める観点から、日本銀行の経済・物価情勢に関する判断についての説明の充実とコミットメントの明確化を図ることが重要である、という点で認識を共有した。

そのうえで、経済・物価情勢に関する判断についての説明を充実させるため、4月と10月に公表している「展望レポート」で示した標準的な見通しに比べ、上振れまたは下振れが生じていないか、3か月毎の決定会合で「中間評価」を行い、「金融経済月報」の「基本的見解」の中で公表する、「金融経済月報」の「基本的見解」をより簡潔なものとし、決定会合当日に公表する、総裁記者会見を毎回の決定会合当日に実施する、などの対応を決定した。

また、コミットメントの明確化について、委員は、以下の3点について認識を共有した。直近の消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が、単月でゼロ%以上となるだけでなく、基調的な動きとしてゼロ%以上であることを数か月均してみて確認する。消費者物価指数の前年比上昇率が、先行き再びマイナスとなると見込まれないことを要件としたうえで、この見通しについては、「展望レポート」における記述や政策委員の見通し等で明らかにしていく。この2点は必要条件であり、これらが満たされたとしても、経済・物価情勢によっては、量的緩和政策を続けることが適当と判断することもありうる。

なお、「先行き再びマイナスとなると見込まれないこと」の具体的な内容を巡っては議論が行われた。

すなわち、複数の委員が、市場の期待を安定化したり、時間軸をより強固にするためには、消費者物価指数の前年比上昇率の見通し数値としてプラスの具体的な数値を示すことが適当である、との認識を示した。

これに対し、大方の委員は、コミットメントとして高いハードルを置くと、将来の政策の柔軟性を犠牲にし、結果として経済・金融を不安定化させることになるため、時間軸の強さと政策の柔軟性とのバランスをとる必要がある、その意味で、先行きの要件の具体化としては、「ゼロ%を超える」といったある程度柔軟性をもった基準とすることが適当である、との認識を示した。さらに、こうしたもとの、金融政策は、経済・物価情勢等を総合的に判断して決定していくべきものである、政策委員の多くが、「ゼロ%を超える」見通しを持っていること

が必要、との見方を示した。

こうした議論を経て、プラスの具体的な数値を示すことが必要とした複数の委員も、コミットメントの明確化を政策委員会で正式に決定して公表することは非常に意義があると評価した。

(10月9、10日会合で決定した金融政策の透明性強化の効果)

10月9、10日の会合で決定した金融政策の透明性強化の効果について、10月31日の会合では、短中期の金利を安定させる効果があった、金融市場の期待安定化に繋がり望ましい措置であった、といった見方が示された。また、消費者物価の前年比マイナス幅が縮小している中、金融政策運営を巡る様々な思惑が生じやすいだけに、コミットメントの内容に沿って金融政策スタンスを丁寧に説明していくことが重要である、との指摘があった。

さらに11月会合では、複数の委員が、現在のコミットメントのもとで量的緩和を堅持する姿勢を示すうえで、10月9、10日会合において決定した透明性強化策は効果を挙げているように思われると指摘し、そのうちひとりの委員は、時間軸効果については、量的緩和が継続する期間についての認識の共有を図ることを通じて、この間のリスク・プレミアムを減少させることが重要である、この点、10月9、10日会合以降、短期ゾーンの金利は安定化しており、リスク・プレミアムは低下したように窺われる、時間軸を徒に伸ばそうとすれば、むしろ将来の政策対応の遅れへの懸念を通じて長期ゾーンのリスク・プレミアムを高める可能性が高い、との見方を示した。

(資産担保証券の買入基準見直し)

12月会合では、執行部から、日本銀行が主催する証券化市場フォーラムにおいて、日本銀行の資産担保証券の買入基準に関し、裏付資産に占める中堅・中小企業関連資産の割合に関する要件などについて、市場関係者より見直しを求める意見が寄せられている、との報告が行われた。

これを受けて、何人かの委員は、資産担保証券の買入基準については、制度発足時より、資産担保証券市場の発展の状況等を踏まえて見直すこととしていたと

ころであり、日本銀行によるこれまでの買入れの実績や、証券化市場フォーラムで出された市場関係者の意見も参考にしつつ、見直しの余地について検討してはどうか、との認識を示し、すべての委員がこれに賛同した。こうした議論を受けて、議長は、資産担保証券の買入基準の見直しについて検討し、1月会合で報告するよう、執行部に指示した。

議長指示を受けて、執行部は、資産担保証券の買入れに関して見直しの余地があるか検討を行い、1月会合において、中堅・中小企業関連債権比率についてよりきめ細かく判断できる基準とする、正常先要件を撤廃する、資産担保コマーシャル・ペーパー等について単数の格付け取得でも良いこととする、買入対象先の随時選定を導入するという内容の見直しを提案したい、との報告を行った。

執行部からの報告・提案を受け、委員からは、正常先要件を撤廃することに関して、日本銀行の財務の健全性に及ぼしうる影響をどう考えるべきか議論があった。この点、資産担保証券の信用力は、本来裏付資産の分散効果等を勘案してプログラム全体で判断されるべきものであるが、買入れ開始時には、中央銀行として極めて異例の措置であること等を勘案して、日本銀行の財務の健全性に万全を期すために正常先要件を設定した、との認識が改めて共有された。そのうえで、リスク評価手法が進展していることなどに鑑みれば、個々の裏付資産の属性ではなく、プール全体の信用度や証券化の仕組み、格付け等に基づいて適格性を判断することが適当であり、また、市場の発展にも資することになる、との意見が示された。

また、中堅・中小企業要件に関しては、市場育成の観点から、実情に合わせて見直すことが適当である、との意見が示された。この間、複数の委員は、買取金額を増やすこと自体が目的ではなく、適格証券の拡大などを通じて、資産担保証券市場の育成を図ることが重要である、との認識を示した。

こうした議論を経て、政策委員会は、執行部から提案があった資産担保証券買入れ基準の見直しを全員一致で決定した（詳細は 5 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照）。

( 1月の追加緩和措置の影響等 )

2月4、5日の会合では、1月会合で決定した追加緩和措置の影響等を巡って、意見交換が行われた。

多くの委員は、1月会合で決定した措置について、やや長めの金利がさらに安定化したほか、デフレ克服に向けての日本銀行の強い意思が理解され、企業のマインド面にも相応の好影響を与えているようである、との見方を示した。

一方、1月の措置の狙いについては、複数の委員から、市場関係者等から措置の目的・狙いが分かり難いとの批判があり、このため様々な解釈がなされているのは、金融政策の透明性の観点からも望ましくない、との指摘が行われた。

これに対して、別の複数の委員からは、株式市場・為替市場などでは、特にサプライズと受け止められていないのではないかとの見方や、量的緩和は歴史上異例な政策であるため、その効果や波及メカニズムは通常のコストによる政策運営とは異なっており、このことが分かり難さに帰着しているのではないかとの見方が示された。また、何人かの委員は、展望レポートにおける標準シナリオはあくまでもその時点で蓋然性が高い予想であって理想のシナリオではなく、このため経済が標準シナリオに沿っていても政策対応の可能性があるということであり、この点、引き続き丁寧な説明が必要である、との認識を示した。

この間、ある委員は、市場参加者等の中で、為替相場や長期金利への金融政策面からの直接的な対応が求められるようになると、先行きの金融政策運営に支障をきたす可能性もあるため、こうした過度の期待を生むような情報発信は避ける必要がある、との見解を示した。

### 3．金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向

日本銀行は、平成 15 年度下期も、日本銀行当座預金残高を主たる操作目標とする金融市場調節方式のもとで、潤沢な資金供給を継続した。日本銀行当座預金残高の目標については、10 月 9、10 日の会合において、それまでの「27～30 兆円程度」から「27～32 兆円程度」へと上限を引き上げた。また、1 月 19、20 日の会合では「30～35 兆円程度」に当座預金残高目標を引き上げ、こうした金融市場調節方針にしたがって金融市場調節を実施した。また、金融市場の状況に応じて、金融市場調節方針の「なお書き」を適用し、目標レンジの上限を上回る一層潤沢な資金供給を行った。

15 年度下期における金融市場調節の特徴的な動きは以下のとおり。

下期入り後暫くは、日本銀行当座預金残高の目標を「27～30 兆円程度」とする金融市場調節方針のもとで、残高が 28～29 兆円台となるよう調節を行った。

10 月 9、10 日の会合では、日本銀行当座預金残高の目標の上限を引き上げ、「27～30 兆円程度」から「27～32 兆円程度」とすることを決定した。この調節方針のもとで、日銀当座預金残高にある程度幅を持たせて運営し、残高は 28～31 兆円台で推移した。また、10 月下旬からは、年末越えに加えて、年度末越えの資金供給オペを積極的に実施したほか、年末にかけては資金吸収オペの残高をゼロにするなど、潤沢な資金供給を継続したことから、年末年初も短期金融市場は平穏な状況で推移した。

この間、11 月 29 日に、政府の金融危機対応会議において、足利銀行に対して預金保険法第 102 条第 1 項第 3 号に定める措置を講ずる必要がある旨の認定が行われた情勢を踏まえ、金融市場の安定確保に万全を期す観点から、週明けの 12 月 1 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。

1 月 19、20 日の会合では、日本銀行当座預金残高の目標を、「27～32 兆円程度」から「30～35 兆円程度」に引き上げることを決定した。この調節方針のもとで、手形買入オペ等を通じて年度末越えの資金供給を積極的に実施し、日銀当座預金残高を均してみれば 33 兆円程度となるよう運営した結果、残高は 30～34 兆円台となった。期末日（3 月 31 日）については、期末要因による資金需要の高まりに

配慮して、金融市場調節方針の「なお書き」を適用し、日銀当座預金残高を既往最高となる 36.4 兆円まで増加させた。こうしたもとで、年度末の短期金融市場は極めて平穩に推移した。

また、15 年度下期に実施した金融調節手段に係る決定事項等<sup>26</sup>は、次のとおり。

15 年 7 月より開始した資産担保証券の買入れについては、12 月 15、16 日の会合において、議長から執行部に対して、買入基準の見直しの検討を行い、次回会合で報告するよう指示があった。これを受けて、1 月 19、20 日の会合において、裏付資産に占める中堅・中小企業関連債権比率に関する基準の変更、裏付資産に含まれる金融機関の貸付債権に係る正常先要件の撤廃、資産担保コマーシャル・ペーパー等の格付け取得基準の緩和、買入対象先の随時選定の実施を決定した。

このほか、10 月 9、10 日の会合において、金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、国債買現先オペの最長期間を 6 か月から 1 年に延長することを、2 月 4、5 日の会合では、国債現先オペにおけるマージン・コールの担保として、従来の国債に加えて金銭を受入れることをそれぞれ決定した。

また、2 月 4、5 日の会合において、3 月に発行が開始された物価連動国債を、3 月 15、16 日の会合では、銀行等保有株式取得機構に対する政府保証付証書貸付債権をそれぞれ適格担保とすることを決定した。なお、これまで実務的な制約から適格担保として受入れてこなかった証書貸付形態のシンジケート・ローン債権についても、11 月 21 日から担保受入れを開始した。

---

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



( 図表 43 ) 短期金融市場調節手段の残高

( 兆円 )

|      | 資 金 供 給           |                  |            |                 |                  |                    |                    |              | 資 金 吸 収 |                   |                  |                 |            |
|------|-------------------|------------------|------------|-----------------|------------------|--------------------|--------------------|--------------|---------|-------------------|------------------|-----------------|------------|
|      | 短期国債<br>買現先<br>オペ | 短期国債<br>買入<br>オペ | 国債借入<br>オペ | 国債<br>買現先<br>オペ | C P<br>買現先<br>オペ | 手形買入<br>オペ<br>(本店) | 手形買入<br>オペ<br>(全店) | 資産担保<br>証券買入 | 補完貸付    | 短期国債<br>売現先<br>オペ | 短期国債<br>売却<br>オペ | 国債<br>売現先<br>オペ | 手形売出<br>オペ |
| 14年  |                   |                  |            |                 |                  |                    |                    |              |         |                   |                  |                 |            |
| 4月末  | 0.0               | 30.7             | 8.1        | -               | 2.8              | 10.5               | 16.5               | -            | 0.0     | 0.5               | 0.0              | -               | 6.4        |
| 5月末  | 0.0               | 27.7             | 5.7        | -               | 3.2              | 7.7                | 18.9               | -            | 0.0     | 0.0               | 0.0              | -               | 7.0        |
| 6月末  | 0.0               | 28.1             | 3.7        | -               | 3.3              | 5.8                | 18.0               | -            | 0.0     | 0.0               | 0.0              | -               | 6.6        |
| 7月末  | 0.0               | 28.2             | 4.4        | -               | 2.3              | 8.9                | 18.0               | -            | 0.0     | 0.0               | 0.0              | -               | 3.8        |
| 8月末  | 0.0               | 28.4             | 4.7        | -               | 2.1              | 9.8                | 19.9               | -            | 0.0     | 0.0               | 0.0              | -               | 7.7        |
| 9月末  | 0.0               | 27.4             | 3.5        | -               | 2.6              | 8.0                | 20.0               | -            | 0.2     | 0.0               | 0.0              | -               | 4.6        |
| 10月末 | 0.0               | 24.8             | 3.6        | -               | 1.9              | 9.2                | 17.9               | -            | 0.0     | 0.0               | 0.0              | -               | 9.4        |
| 11月末 | -                 | 23.1             | 0.5        | 2.2             | 2.7              | 7.9                | 19.7               | -            | 0.0     | -                 | 0.0              | 0.0             | 5.9        |
| 12月末 | -                 | 22.8             | -          | 3.7             | 3.8              | 8.1                | 19.9               | -            | 0.0     | -                 | 0.0              | 0.0             | 1.7        |
| 15年  |                   |                  |            |                 |                  |                    |                    |              |         |                   |                  |                 |            |
| 1月末  | -                 | 21.6             | -          | 4.5             | 2.7              | 8.0                | 18.9               | -            | 0.0     | -                 | 0.0              | 0.0             | 1.9        |
| 2月末  | -                 | 22.3             | -          | 6.5             | 3.1              | 9.8                | 18.9               | -            | 0.0     | -                 | 0.0              | 1.4             | 4.4        |
| 3月末  | -                 | 24.7             | -          | 8.3             | 3.9              | 9.8                | 19.3               | -            | 0.1     | -                 | 0.0              | 0.0             | 0.0        |
| 4月末  | -                 | 23.1             | -          | 4.1             | 2.7              | 7.1                | 19.0               | -            | 0.0     | -                 | 0.0              | 0.0             | 6.3        |
| 5月末  | -                 | 20.5             | -          | 3.2             | 2.8              | 8.5                | 19.3               | -            | 0.0     | -                 | 0.0              | 0.0             | 2.9        |
| 6月末  | -                 | 17.7             | -          | 3.6             | 2.8              | 6.9                | 16.6               | -            | 0.0     | -                 | 0.0              | 0.8             | 0.6        |
| 7月末  | -                 | 18.6             | -          | 4.9             | 2.7              | 5.1                | 18.5               | 0.0          | 0.0     | -                 | 0.0              | 0.0             | 2.8        |
| 8月末  | -                 | 18.0             | -          | 5.3             | 2.6              | 7.5                | 17.0               | 0.0          | 0.0     | -                 | 0.0              | 0.0             | 2.6        |
| 9月末  | -                 | 19.1             | -          | 5.7             | 2.8              | 9.8                | 15.6               | 0.0          | 0.0     | -                 | 0.0              | 0.0             | 2.4        |
| 10月末 | -                 | 18.2             | -          | 4.0             | 2.8              | 8.2                | 15.6               | 0.1          | 0.0     | -                 | 0.0              | 0.8             | 4.1        |
| 11月末 | -                 | 18.1             | -          | 3.4             | 2.8              | 9.6                | 15.6               | 0.1          | 0.0     | -                 | 0.0              | 0.0             | 4.4        |
| 12月末 | -                 | 18.0             | -          | 3.3             | 2.8              | 7.4                | 16.4               | 0.1          | 0.0     | -                 | 0.0              | 0.0             | 0.0        |
| 16年  |                   |                  |            |                 |                  |                    |                    |              |         |                   |                  |                 |            |
| 1月末  | -                 | 17.9             | -          | 2.5             | 2.7              | 8.8                | 16.4               | 0.1          | 0.0     | -                 | 0.0              | 0.8             | 0.0        |
| 2月末  | -                 | 17.9             | -          | 1.6             | 2.6              | 10.4               | 17.2               | 0.1          | 0.0     | -                 | 0.0              | 0.8             | 1.8        |
| 3月末  | -                 | 19.3             | -          | 2.3             | 2.7              | 9.8                | 17.4               | 0.1          | 0.0     | -                 | 0.0              | 0.0             | 2.6        |

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

(注2) 「国債買現先オペ」および「国債売現先オペ」は平成14年11月より開始。これに伴い、「短期国債買現先オペ」、「短期国債売現先オペ」および「国債借入オペ」は廃止され、「短期国債買現先オペ」および「国債借入オペ」は「国債買現先オペ」に、「短期国債売現先オペ」は「国債売現先オペ」にそれぞれ移行。

(注3) 「資産担保証券買入」は平成15年7月より開始。

#### 4．日本銀行のバランスシートの動き

日本銀行は、平成 15 年度下期も、日本銀行当座預金残高を主たる操作目標とする金融市場調節方式のもとで、長期国債買入オペのほか、短期国債買入オペ、手形買入オペなどを活用して、潤沢な資金供給を継続した。この結果、日本銀行のバランスシートは拡大し、16 年 3 月末の総資産残高は既往ピークとなる 149.4 兆円（前年比 +5.8%）となった。

（図表 44）日本銀行のバランスシートの動き（主な資産・負債項目）

カッコ内は前年比、単位：兆円、%

|                      | 15 年 3 月末    | 15 年 9 月末    | 16 年 3 月末    |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|
| （資産）                 |              |              |              |
| 買現先勘定                | 12.2 (3.5 倍) | 8.4 (3.2 倍)  | 11.1 (-8.6)  |
| 買入手形                 | 29.1 (-1.3)  | 25.4 (-9.2)  | 27.2 (-6.5)  |
| 国債                   | 88.7 ( 2.3)  | 91.9 (9.9)   | 100.0 (12.8) |
| 〔うち長期国債〕             | 58.5 (18.4)  | 62.4 (17.2)  | 65.6 (12.1)  |
| 〔うち短期国債〕             | 30.1 (-19.1) | 29.5 (-2.9)  | 34.4 (14.3)  |
| 資産担保証券 <sup>27</sup> | ( )          | 0.03 (皆増)    | 0.12 (皆増)    |
| 金銭の信託（信託財産株式）        | 1.2 (皆増)     | 1.9 (皆増)     | 1.9 (66.8)   |
| 貸付金                  | 0.3 (-70.7)  | 0.2 (-50.6)  | 0.1 (-51.4)  |
| 資産計                  | 141.2 ( 1.9) | 133.9 (7.6)  | 149.4 (5.8)  |
| （負債・資本）              |              |              |              |
| 発行銀行券                | 71.1 ( 4.7)  | 70.1 (4.3)   | 71.4 (0.5)   |
| 当座預金                 | 30.9 (12.0)  | 34.6 (86.5)  | 36.4 (17.6)  |
| 政府預金                 | 14.6 (13.0)  | 4.1 (-51.4)  | 13.1 (-10.5) |
| 売現先勘定                | 17.6 (-21.0) | 16.3 (-14.9) | 19.9 (12.9)  |
| 売出手形                 | 0 (皆減)       | 2.4 (-47.7)  | 2.6 (皆増)     |
| 負債・資本計               | 141.2 ( 1.9) | 133.9 (7.6)  | 149.4 (5.8)  |

<sup>27</sup> 資産担保証券は、15 年 7 月から買入れを開始し、16 年 3 月末までの買入累計額は 5,039 億円となったが、買入れ実施後に、資産担保コマーシャル・ペーパーの一部について償還を受けたため、16 年 3 月末時点の買入残高は 1,204 億円（うち資産担保債券 11 億円、資産担保コマーシャル・ペーパー 1,193 億円）となった。

以下では、15年度下期中の日本銀行のバランスシートの特徴的な動きについて概説する。

まず、資産サイドをみると、16年3月末の総資産残高は既往ピークの149.4兆円(前年比+5.8%)となった。保有資産のうち最大のウェイトを占める国債の残高は、国債買入オペによる資金供給の増加から、16年3月末時点で100.0兆円(前年比+12.8%)となった。こうした中、14年11月に買入れを開始した株式(金銭の信託<信託財産株式><sup>28</sup>)の16年3月末の残高は19,487億円(前年比+66.8%)となった。また、15年7月に買入れを開始した資産担保証券の16年3月末の残高は1,204億円(15年9月末比+894億円)となった。

一方、バランスシートの負債サイドをみると、16年3月末の当座預金残高は、潤沢な資金供給を行ったことを背景に、既往ピークとなる36.4兆円(前年比+17.6%)となった。また、最大のウェイトを占める日本銀行券の発行残高については、16年3月末時点で71.4兆円(前年比+0.5%)となった。売現先勘定は、外国中央銀行等への短期国債売現先開始から、16年3月末には19.9兆円(前年比+12.9%)と増加した。こうした中、政府預金は、国庫の運営上発生した余裕金の減少を受けて、16年3月末には13.1兆円(前年比-10.5%)と減少した。

この間、バランスシートの質的な面については、資産の流動性、健全性を維持することに引き続き努めた。

すなわち、日本銀行が保有する長期国債のうち償還期限が到来したものについては、前期同様、TB(1年物)により借換え引受けを行ったほか、14年度中に長期国債より借換え引受けを行ったTB(1年物)のうち償還期限が到来したものについては、その全額につき現金償還を受けた。また、日本銀行法第38条に基づく貸付け(いわゆる特融)の残高は、16年3月末で1,412億円と15年9月末(1,632億円)に比べ減少した。

このほか、15年7月に開始した資産担保証券の買入れについては、日本銀行が

---

<sup>28</sup> 「金銭の信託(信託財産株式)」とは、信託銀行を通じて金融機関から買い入れた株式などである(受渡しベース)。「金銭の信託(信託財産株式)」は、信託にかかる期末の決算処理、株式からの配当金や信託報酬の受払等によって増減するため、「株式買入累計額(グロスベース)」とは必ずしも一致しない。なお、16年3月末の株式買入累計額は19,347億円である。

民間の信用リスクを直接負担することになることから、買入総額に対して当面残高ベースで1兆円の上限を設定しているほか、個別銘柄のトランシェ毎に買入限度（発行総額の50%）を設けている。また、買入スキームの運営に当たっては、適格性判断を適正に実施するなどして、財務の健全性確保に努めている。

## 5．金融政策手段に係る事項の決定又は変更<sup>29</sup>

### (1) 国債買現先オペの期間延長

9月11、12日の会合では、議長から執行部に対して、量的緩和政策のもとで金融市場の安定を確保し、金融調節を機動的に行う観点から、国債買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指示があった。

これを受けて、10月9、10日の会合において、「国債の条件付売買基本要領」を一部改正し、国債買現先オペの最長期間を6か月から1年に延長することを決定した。

### (2) シンジケート・ローン債権の担保受入れ

9月11、12日の会合では、執行部から、最近市場が拡大しているシンジケート・ローン<sup>30</sup>市場に関連して、証書貸付形態で実行されているシンジケート・ローン債権を担保として受入れるための実務的な検討を進めている旨の報告があった。

証書貸付形態のシンジケート・ローン債権については、信用度等の要件を満たせば、日本銀行の担保として適格となるが、市場取引においては、実務的な制約から担保取引は殆ど行われておらず、日本銀行に対しても、担保の差入れは行われていなかった。

その後、11月20、21日の会合において、執行部から、所要の準備が整い、21日から担保受入れが可能となった旨の報告があった<sup>31</sup>。

---

<sup>29</sup> 決定の詳細は、「5.2.金融政策手段に係る事項の決定又は変更」の項に掲載。

<sup>30</sup> シンジケート・ローンとは、複数の金融機関が、幹事行の取り纏めにより、同一の契約により実行する融資であり、標準化された契約書を用いるため、迅速な貸出の実行と実行後の転々譲渡が容易になるといった特徴を有する。

<sup>31</sup> 日本銀行では、シンジケート・ローン市場および貸出債権の売買市場における取引状況の把握を目的として、12月に、貸出債権取引に関する統計（四半期毎に収集・集計）の公表を開始した。

### ( 3 ) 資産担保証券の買入基準見直し

12月15、16日の会合では、議長から執行部に対して、資産担保証券の買入基準について見直しの余地があるかどうか検討を行い、次回の会合において報告するよう指示があった。

これを受けて、1月19、20日の会合において、「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」を一部改正し、資産担保証券の買入基準および買入対象先の選定方法の見直しを決定した。

具体的な見直しの内容は、次のとおりである。

第一に、裏付資産に占める中堅・中小企業関連債権の比率に関し、「中堅・中小企業」の定義を「資本金10億円未満」の会社から「資本金10億円未満又は常用雇用者999人以下」の会社に拡大するとともに、同比率の算出対象についても従来の「金額」から「金額又は件数」に変更した。

第二に、裏付資産に金融機関の貸付債権が含まれる場合に、その債務者が、金融機関が行う自己査定において「正常先」に分類されていることを定めた要件を撤廃した。

第三に、資産担保コマーシャル・ペーパー等については、複数の格付けを取得していることを定めた要件を改め、単数の格付け取得でも可とした。

第四に、買入対象先の選定頻度についても、従来の原則年1回の選定に加えて、毎月1回の随時選定を行うこととした。

この買入基準の見直しは、これまで資産担保証券の実際の買入れを通じて蓄積してきた経験や市場参加者の意見等を踏まえ、資産担保証券市場の長期的な発展に寄与し、金融緩和効果の浸透を図る観点から行ったものである。見直しに当たっては、日本銀行の財務の健全性や市場の価格形成への影響にも配慮した<sup>32</sup>。

### ( 4 ) 国債現先オペにおける金銭担保の導入

2月4、5日の会合において、金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、

---

<sup>32</sup> 日本銀行では、資産担保証券市場の基盤整備に向けた市場関係者の様々な努力を支援する具体的な取組みの一つとして、11月に、資産担保証券に関する多様な市場関係者を参加者とする「証券化市場フォーラム」を開催した。同フォーラムでは、テーマ毎の分科会形式で具体的な議論を行い、4月にこれらを取り纏めた報告書を公表した。

「国債の条件付売買基本要領」を一部改正し、国債現先オペのマージン・コールの受入担保に「金銭」を追加することを決定した。

日本銀行の国債現先オペにおいては、マージン・コールの担保を国債に限定する扱いとしていたが、市場での国債現先取引において金銭担保も利用されてきている現状などを踏まえ、金銭を担保として受入れることを可能としたものである。

#### ( 5 ) 物価連動国債の適格担保化

2月4、5日の会合において、「適格担保取扱基本要領」を一部改正し、3月から発行が開始された物価連動国債を適格担保とすることを決定した。

本措置は、金融市場調節の一層の円滑化を図るとともに、物価連動国債の決済時の利便性を高めること等を通じ、国債市場の流動性向上にも資するとの観点から決定したものである。

#### ( 6 ) 銀行等保有株式取得機構に対する政府保証付証券貸付債権の適格担保化

3月15、16日の会合において、金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、「適格担保取扱基本要領」を一部改正し、銀行等保有株式取得機構に対する政府保証付証券貸付債権を適格担保とすることを決定した。