

4 . 金融政策決定会合議事要旨

(平成 15 年 10 月 9、10 日開催分)

(開催要領)

- 1 . 開催日時 : 2003 年 10 月 9 日 (13:59 ~ 15:55)
10 月 10 日 (9:00 ~ 13:54)

- 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 (9 日、10 日 12 : 27 ~ 13 : 54)

石井 啓一 財務副大臣 (10 日 9 : 00 ~ 12 : 21)

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	前原康宏 (10 日)
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 (10 日 9:00 ~ 9:13)
企画室調査役	加藤 毅
企画室調査役	清水誠一
金融市場局調査役	坂本哲也 (10 日 9:00 ~ 9:13)

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(9月11、12日)で決定された方針¹に従って運営した。すなわち、9月30日および10月1日には、期末要因等から流動性需要が増大したことを踏まえ、日銀当座預金残高を高めとする調節を行った。一方、この期間を除いては、日銀当座預金残高を28~29兆円台に維持する調節を行った。

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、9月末日における一時的な上昇を除き、0.001~0.002%で推移した。ターム物金利も、総じて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月下旬以降やや高めの水準で推移した後、最近はやや低下している。

国内資本市場では、先行きのわが国経済に対する見方が改善する中で、やや振れの大きな展開となった。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た後、急速な円高が嫌気されて反落したが、最近では日経平均は10千円台半ばで推移している。長期金利は、中間期末を睨んだ持高調整の一服等から、金利は一旦低下した後、最近では1.3~1.4%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、概ね横這いで推移した。

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が継続する中、G7を前後した介入警戒感の後退から大幅に上昇し、最近では110円前後で推移している。

3. 海外金融経済情勢

米国経済は、家計支出に支えられ引き続き緩やかな回復基調にある。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。雇用面では、調整圧力が根強く残っているが、9月の雇用指標は改善をみた。この間、金融市場では、景気回復が一本調子で加速するとの見方が後退したことなどから、長期金利、株価とも低下したが、10月入り後、市場予想比強めの雇用統計が発表されたことなどを受けて、長期金利、株価とも上昇に転じた。

欧州についてみると、ユーロエリアでは、企業部門の活動に底入れ感がみられ始めており、景気が下げ止まりつつある。また、英国では、生産が底入れしつつあり、緩やかながらも成長に着実さが増している。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、株価とも一旦下落した後、上昇に転じた。

東アジアでは、景気回復の足取りが徐々に強まっている。すなわち、中国では、新型肺炎(SARS)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。NIEs、ASEAN諸国・地域では、IT関連財を中心に輸出・生産が概ね増加している。なお、韓国についても、設備投資は減少しているものの、生産が底を打ちつつある。

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。」

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

実質輸出は、4～6月まで横這い圏内で推移した後、7～8月は4～6月対比で+2.1%と小幅の増加となった。内訳をみると、米国向けが自動車関連や消費財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、世界的なIT関連需要の回復などを反映して、情報関連財や半導体製造装置を含む資本財・部品が増加したほか、4～6月に大幅減となった消費財も、再び増加に転じている。先行きについては、海外景気の回復を背景に増加を続けるものとみられるが、為替動向は注意してみていく必要がある。

企業収益は、9月短観において増加基調にあることが確認された。企業の業況感も、製造業大企業が2000年12月調査以来のプラスへと改善したほか、中小企業でも緩やかな改善がみられている点が特徴的である。こうしたもとで、設備投資は緩やかに回復している。

家計部門の動向をみると、まず、雇用面では、労働需給に関連する指標が緩やかな改善傾向を示しているほか、雇用者数についても振れを均すと下げ止まっている。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、失業率が高水準にあるほか、雇用や賃金も直ちに増加に転じる勢いはなく、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、冷夏の影響もあって、7～8月の指標は、4～6月と比べて減少したものが多かったが、8月単月での戻りは比較的強めであった。しかし、弱めの動きという基本的な見方に変わりはない。今後についても、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-0.7%となったのち、7～8月の4～6月対比も+0.3%に止まり、なお横這い圏内の動きが続いている。なお、8月は、前月比0.5%のマイナスとなったが、これは冷夏の影響に伴う在庫増への減産対応のほか、幾つかの特殊要因が重なったためである。先行きについては、企業は基本的に慎重な生産姿勢を維持しつつも、IT関連中心に幾分受注の手応えも感じられつつあるようであり、在庫調整圧力がほとんど蓄積されていないこともあって、早晚緩やかな増加に転じると見込まれる。

物価動向をみると、国内企業物価は、たばこ税引き上げの影響もあって、横這い圏内の動きとなっている。先行きも機械類の下落幅が縮小していることなどから、当面、横這い圏内で推移する可能性が高い。一方、消費者物価は、4月の医療費自己負担引き上げや7月のたばこ税引き上げなどの一時的な要因がかなり影響して、前年比下落幅が縮小してきており、8月の前年比は-0.1%にまで縮小した。今後一時的な要因の影響次第では、前年比で一時的に下げ止まる可能性も考えられるが、基調的には緩やかな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が、社債の対国債スプレッドは、低水準で安定的に推移している。また、CPについても、対短国スプレッドが低水準で安定しており、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と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、前年比+2%程度となっており、先行き10~12月も、民間の資金需要に大きな変化がみられない中で、代行返上に伴う資金流入も一服するとみられることから、引き続き「+2%前後」で推移する見通しである。

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。

・「国債の条件付売買基本要領」の一部改正の決定

1. 執行部からの報告と提案内容

前回会合で、国債現先オペの期間延長について検討し、今回の決定会合で報告するよう指示があったことを受けて、執行部から、以下の報告と提案が行われた。

現在、国債現先オペの期間は、「国債の条件付売買基本要領」において、「6か月以内」と定められているが、金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、このうち買現先の期間を「1年以内」に延長するため、「国債の条件付売買基本要領」の一部改正を行って頂きたい。

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。

まず、海外経済の動向について、議論が行われた。

米国経済に関し、多くの委員は、堅調な個人消費とIT関連需要の持ち直しを背景に、成長率が高まる方向にある、との見方を示した。懸念材料として指摘されている雇用情勢については、多くの委員は、引き続き雇用面の回復は遅れているとの認識を示したが、何人かの委員は、就業者数が増加していることから、自営業者まで含めると、雇用面にも改善の兆しが出てきた可能性もある、と指摘した。

東アジア経済について、多くの委員は、SARS流行の終息や米国経済の動きを受けて、しっかりした景気回復が続いているとの見方を示した。このうち複数の委員は、特に中国経済は力強い拡大を続けており、むしろ今後ブームが過熱するリスクも考えられる、と指摘した。この間、別の複数の委員は、ASEAN諸国の輸出がやや弱い点に注目し、アジア域内での生産拠点配置の見直しの動きが影響している可能性に言及しつつ、今後の動向はやや気掛かりである、と述べた。

こうした海外経済情勢のもとで、輸出は、東アジア向けを中心に、再び増加に向かいつつあ

るとの見方が共有された。ひとりの委員は、IT関連需要を中心とした世界経済の動きがアジアの景気回復に集約して表れている面があり、これが東アジア向け中心に輸出が増加している一つの背景ではないか、と述べた。

企業部門の動向について、多くの委員は、9月短観によって、企業の業況感の改善が確認できた、と指摘した。このうち何人かの委員は、IT分野に偏った回復がみられた1999～2000年とは異なり、業況感の改善が、製造業大企業だけでなく、中小企業や非製造業にも、徐々に広がりをみせていることが特徴的である、との見方を示した。

また、設備投資について、多くの委員は、業況感が改善し企業収益が増加基調にあることから明確な回復傾向にあり、この点は9月短観でも確認できた、との見方を共有した。ただ、ひとりの委員は、企業収益の増加はリストラの効果に支えられている部分も多く、賃金の下落に歯止めがかかりつつあることは、売上が伸びなければ逆に収益にはマイナスに働く可能性があるため、ユニット・レーバ・コストの動きなどには注意していきたい、と述べた。また、別のひとりの委員は、製造業大企業は、9月短観の設備投資計画が6月短観に比べ、ほとんど上方修正されていないことや、足許の機械受注統計がやや弱いことには留意が必要である、との認識を示した。一方、別のひとりの委員は、他の機関の設備投資調査等をみる限り、製造業大企業の設備投資計画は足許大きく上方修正されており、短観には、企業の分社化に伴うカバレッジの問題もあるのではないかと指摘した。

家計部門に関し、何人かの委員は、雇用・所得環境はなお総じて厳しい状況にあるが、雇用者数が下げ止まっていることや9月短観の雇用判断が過剰超幅を減少させたこと、賃金の下落にも歯止めがかかりつつあることから、全体として悪化に歯止めがかかりつつある、との見方を示した。

景気の先行きについて、多くの委員は、「輸出や生産を起点に、次第に前向きの循環が働き始める」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、何人かの委員は、企業の過剰債務圧縮や人件費抑制など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。

為替相場の影響について、複数の委員は、実質実効レートでみれば極端に円高が進んでいるわけではないことなどから、現時点では日本経済全体に大きな影響を与えているとは思われないが、輸出や企業マインドを通じて、实体经济活動にどのような影響を与えるか注意を怠れない、と述べた。別のひとりの委員は、グローバルに展開している企業の場合、為替の円高は連結ベースの収益を押し下げるといった影響もある点を、追加的に指摘した。

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7月は-0.2%、8月は-0.1%と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。ひとりの委員は、下落率の縮小には一時的な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物価下落幅の縮小にある程度影響しているのではないかと述べた。これに対し、別の委員は、実質GDPの高い伸びが一時的な要因やデフレーターの方下バイアスの影響を受けているとすれば、実質GDPの伸び程には、需給ギャップが縮小していない可能性も高い、と指摘した。この間、別の複数の委員は、一時的な要因により、年内に一時的に前年比がゼロかプラスになる可能性もあるが、これをもって量的緩和が解除されるのではないかと疑念を市場に抱かせないよう、明確かつ丁寧な情報発信が必要である、と述べた。

2. 金融面の動向

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で、やや振れの大きな展開となった点を指摘した。

株価については、何人かの委員は、9月中旬まで大幅に上昇した後、急速な円高が嫌気されたこともあって反落したが、その後は企業収益の好調にも支えられて持ち直しており、比較的底固さを感じる、との見方を述べた。ひとりの委員は、銀行株の上昇について、不良債権処理の進捗による収益力の回復を市場が評価し始めたのではないかと、この見方を示した。

長期金利は、中間期末を睨んだテクニカルな要因も影響して大きく振れたが、最近は多少落ち着きを取り戻しつつある、との認識を複数の委員が示した。ただし、何人かの委員は、ボラティリティは依然として高めの水準にある点を指摘した。

為替相場については、大方の委員が、急速な円高の背景には、G7前後から市場に生じた思惑が影響しているが、実体経済や企業マインドへの影響とともに、株価や長期金利などの内外金融資本市場に与える影響も注意深くみていく必要がある、との認識を示した。

短期金融市場については、ひとりの委員が、金先レートは依然高止まっており、そのフォワードレート・カーブも、一頃に比べ幾分緩やかになってはいるが、依然としてスティーブ化しており、注意する必要がある、と指摘した。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

1. 金融政策の透明性強化についての論点の執行部からの報告

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。

に関しては、金融経済月報、経済・物価の将来展望とリスク評価、記者会見について、見直しの余地があると考えられる。

に関しては、現在のコミットメントの中の、「安定的にゼロ%以上」という表現の明確化がポイントとなる。「安定的」であることの意味を明確化するためには、足許の状態と将来の予想の両方について、何らかの基準を示し、その組み合わせで、具体化を図ることも考えられる。

2. 委員会の検討

(1) 金融政策の透明性強化

金融政策の透明性の強化について、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た。

経済・物価情勢に関する判断の透明性の強化については、4月と10月に公表している「経済・物価の将来展望とリスク評価」（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、上振れ下振れリスクの全体のバランスを記述するかについては、難しい点も多く、今後の検討課題とする、「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、「展望レポート」は簡潔な基本的判断と詳しい背景説明に分けて公表する、総裁記者会見を毎回の決定会合当日に実施する、という対応をとることで、概ね委員の合意が得られた。

この間、それぞれの対応について、次のような意見が述べられた。

「中間評価」の実施について、何人かの委員は、毎回の会合における標準シナリオからの乖離のチェックをある程度制度化し、議論の結果を3か月毎に金融経済月報の基本的見解の中で説明することは、経済・物価見通しを分かり易く適時に示すことにつながると述べた。これに対し、ひとりの委員は、3か月毎に改めて「中間評価」を行う必要はなく、これまでと同様に毎回の決定会合で標準シナリオからの乖離を意識しながら政策運営を考えていけば良いのではないかと指摘した。

「金融経済月報」と「展望レポート」の見直しについて、複数の委員は、経済・物価情勢に関する判断について、質を高めつつ情報量が多いところを整理して分かり易くすることが重要と付け加えた。これに対し、別のひとりの委員は、分かり易くしつつも、極力情報量を落とさないことが重要、との見方を述べた。

総裁記者会見の見直しについて、何人かの委員は、毎決定会合後、当日中に会見を実施することは適時の情報発信の観点から望ましい、と述べた。これに対し、別の複数の委員は、月2回目の会合の後には、政策変更がない限り会見を行わなくても良いのではないかと、との見方を示した。また、別のひとりの委員は、総裁記者会見を決定会合の当日に限定せず、金融市場が不安定化する場合など、必要に応じて随時開くことも考えられるのではないかと指摘した。

コミットメントの明確化について、委員は、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確認すること、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上で、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と、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ことを、について認識を共有した。

もっとも、「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議論が行われた。

ひとりの委員は、市場の期待を安定化させるためには、消費者物価指数の前年比上昇率の見通し数値として明確なプラスの数値を示すことが適当、との認識を示した。別のひとりの委員も、市場に強いメッセージを伝えることにより時間軸をより強固なものとする観点から、プラスの具体的な数値を示すことが必要、との意見を述べた。この委員は、明確な物価安定数値目標の必要性についても言及し、デフレ心理が経済に定着している時は、通常よりも強いコミットメントが必要である、と主張した。

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り、こうしたもとで、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、また、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、との見方を述べた。このうちのひとりの委員は、市場参加者はゼロ%の水準を意識して、これまで期待形成をしており、ここでプラスの数値を示すことは、レジームの変更となりかえって市場を混乱させるのではないかと付け加えた。また、別のひとりの委員は、将来、期待を安定化させる趣旨から具体的な物価安定参照値が必要になることも考えられるが、現在は必要ではない、との意見を述べた。

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に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。特にこのうちのひとりの委員は、より具体的な数値目標が必要という認識は変わらないが、今

回、「ゼロ%を超える」水準という形で整理するのであればコミットメントとしても一歩進むことになる点は評価できる、と発言した。

この間、何人かの委員は、「透明性の強化」を検討し公表することで、逆に市場が日本銀行の量的緩和政策の継続スタンスに懐疑的になることがないように、対外的に十分説明していく必要がある、と指摘した。

(2) 当面の金融政策運営

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、さらに金融調節面から機動的に対応する余地を拡げるような措置が必要かを巡って、議論が行われた。

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拡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る、との認識から、当座預金残高目標の上限を引き上げることが適当、との意見を述べた。具体的には、当座預金残高目標の上限を2兆円引き上げ、「27~32兆円程度」とし、このもとで日々の当座預金残高がある程度変動することを許容しつつ、平均すれば30兆円程度となるように運営してはどうか、と述べた。

このうちの複数の委員は、当座預金残高目標の上限の引き上げは、景気のダウンサイド・リスクに対応するという今までの意味での追加緩和とは異なるものであり、金融調節の機動性を高めて、それを通じて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に主眼がある措置である、との認識を示した。また、ひとりの委員は、金融市場の資金ニーズなどに的確に対応しながら、機動的に資金供給を行っていけば、経済主体の期待形成の安定化の面でも相応の好影響があると思う、と付け加えた。さらに、複数の委員は、金融市場は今後不安定化するおそれもあり、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き上げという行動を通じて、日本銀行の量的緩和政策継続に関する強いスタンスを明確にすべきであること、30兆円の上限があることで金融調節の柔軟性が失われていることも、当座預金残高目標の上限の引き上げが必要となる理由である、と付け加えた。

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、量の増加を金融緩和手段としてきたこれまでの政策運営との整合性を欠くほか、柔軟な調節の政策意図がはっきりしないため、為替介入のサポートと捉えられかねない等、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ほか、必要以上に金利の振れを均すのは市場機能の一段の低下を生むとともに、金利ではなく主として量にコミットするという量的緩和政策の枠組みとも整合的ではない、との見方を述べた。また、複数の委員は、調節の柔軟性という点では、現在も日々の当座預金残高は1兆円程度の振れを伴う十分柔軟なものとなっているほか、一時的な市場の不安定化には「なお書き」で対応すれば良いのではないかと指摘し、このうちのひとりの委員は、30兆円の上限を守るために実施している資金吸収オペレーションには特に問題が生じていない、と述べた。また別のひとりの委員は、金融不安等が生じていない時に、一時的に当座預金残高を増やしても政策的な意義は乏しく、時間軸を強化するメッセージを送ることにもならず、意図がはっきりしない措置を行うことは、金融政策の透明性を損なう可能性がある、と述べた。

金融調節の柔軟性の確保は「なお書き」で対応すればよいのではないかとこの意見に対し、当座預金残高目標の上限の引き上げが必要とする委員は、「なお書き」は期末要因や外的ショックなどの一時的かつ不測の資金需要の急増に対応するためのものであり、日々の金融調節の柔軟な運営は、政策委員の共通の理解のもとに行われる必要があり、それを可能とするよう

目標レンジの上限を引き上げることが必要、と述べた。また、別のひとりの委員は、景気回復感が高まり市場に様々な思惑が広がる場合、機動的な金融調節運営が時として必要になるが、その際「なお書き」で対応するのが難しいということであれば、当座預金残高目標の上限を引き上げることにも理解できる、との意見を述べた。

この間、何人かの委員は、急激な円高が実体経済に与える影響に対して政策的な対応が必要かという点にも言及した。このうちひとりの委員は、実体経済にマイナスの影響が及ぶ可能性に対応するため、予防的に当座預金残高目標を引き上げておくことが望ましい、との見方を示した。これに対し金融調節の柔軟性を高めるため当座預金残高目標の上限引き上げが適当との考えを示した委員を含め、大方の委員は、円高の影響は注意深くみていく必要があるが、今の段階では実体経済への特段の影響は確認できず、金融政策面で対応する必要はない、との認識を述べた。

・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、設備投資の増加や企業収益の改善が続くなど、企業活動に前向きな動きがみられ、また先日公表された日銀短観にも表われているように、企業の景況感が改善していることなど、心理面においても好転がみられている。このように今後、景気は持ち直すことが見込まれる状況の中、デフレから脱却し、経済の本格的な回復を確実ならしめるうえで、引き続き実効性のある金融政策の役割は重要であると考えている。
- 景気を持ち直しに向けた動きに対する当面のリスクは金利および為替の動向である。金利の動向については、最近は落ち着きを取り戻しつつあるものの、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がある。また、実体経済を反映しない急激な円高は、景気回復に先導的な役割を果たしている輸出の動向に悪影響を及ぼすおそれがある。
- 日銀においては、これらのことを含め、経済・市場動向に十分注視し、市場に対して量的金融緩和政策を堅持するとの日銀の金融緩和姿勢にいささかの揺るぎもないことを引き続き明確に示す必要がある。そのためには、機動的な金融政策運営の実施はもとより、市場関係者の懸念を一掃するような措置を検討、実施して頂きたいと考えている。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 次回の月例経済報告は来週 15 日に予定しているが、足許の景気は持ち直しに向けた動きがみられる。一方、依然デフレ傾向は継続している。また、長期金利は一時より安定した動きとなっているが、為替レートは急速な円高傾向となっているなど、金融資本市場の動向には注意する必要があると考えている。
- 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、政府は「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2003」の早期具体化により、成果が現われつつある構造改革の一層の強化を図っている。「基本方針 2003」においては、政府・日本銀行が一体となった取り組みにより集中調整期間の後には、デフレは克服できるとみられるとしている。
- 依然、デフレ傾向が継続する中、日本銀行においては、2005 年度のデフレ克服を目指す観点から実効性のある金融政策運営を行なうことを期待する。今回議論された国債現先オへの期間延長については、金融市場調節の一層の円滑化に寄与するものとする。今後、仮に一時的に消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）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いう考えを明らかにされているが、今後とも、金融資本市場の動向にも留意のうえ、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ほしいと考えている。

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かたちで、以下の2つの議案が提出され、採決に付された。

金融市場調節方針に関する議案（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27～32兆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、中原委員、春委員、
福間委員

反対：植田委員、田谷委員、須田委員

田谷委員は、現状程度の調節の変動幅で特段の不都合はない、予防的に金利を安定化させるための措置をとるということは、政策運営が不透明になり対外的な説明も困難になる、と述べ、上記採決において反対した。

須田委員は、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、今回の政策変更の意図を分かり易く説明するのは難しく、政策運営の透明性を低める、との考え方を述べ、上記採決において反対した。

植田委員は、他の2人の委員とほぼ同様の意見である、と述べ、上記採決において反対した。

「金融政策の透明性の強化について」の公表に関する議案（議長案）

標題の件に関し、別紙（別紙1参照）のとおり対外公表すること。

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

・ 対外公表文の検討

以上の決定事項について執行部が作成した対外公表文の原案について、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（「本日の金融政策決定会合における決定について」）が賛成多数で決定され、別紙2のとおり、同日公表されることとなった。

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10月14日に公表することとされた。

・ 議事要旨の承認

前回会合（9月11、12日）の議事要旨が全員一致で承認され、10月16日に公表することとされた。

以 上

(別紙1)

2003年10月10日
日本銀行

金融政策の透明性の強化について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、金融政策の透明性を強化する観点から、以下の施策を行うことを決定した(全員一致)。

1. 経済・物価情勢に関する日本銀行の判断についての説明の充実

金融政策運営についての日本銀行の基本的な考え方やその前提となる経済・物価情勢に関する判断を、適時適切にわかりやすく説明していくため、以下の見直しを行う。

(1) 3か月毎の「中間評価」の公表

「経済・物価の将来展望とリスク評価」(4月・10月に公表。以下「展望レポート」という)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(1月・7月の)決定会合で検討し、「金融経済月報」の「基本的見解」の中で公表する。

(2) 月報の即日公表

「金融経済月報」は、現在、決定会合の翌営業日に公表しているが、このうち「基本的見解」部分について、即日公表することとする²。

また、「基本的見解」をよりわかりやすく簡潔なものとする。「展望レポート」については、簡潔な基本的判断とその背景を詳しく説明した記述に分けて公表することとする。

(3) 総裁記者会見の即日実施等

総裁記者会見は、現在、月1回目の決定会合の翌々営業日に行っているが、月2回目の会合を含めてすべての決定会合後、当日中に行うこととする。

2. 量的緩和政策継続のコミットメントの明確化

日本銀行は、金融政策面から日本経済の持続的な経済成長のための基盤を整備するため、消費者物価指数(全国、除く生鮮食品。以下略)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、量的緩

² これに伴う公表日程の変更については、別添参照。

和政策を継続することを約束している。日本銀行としては、このコミットメントについては以下のように考えている。

- 第1に、直近公表の消費者物価指数の前年比上昇率が、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%以上であると判断できることが必要である（具体的には数が月均して確認する）。
- 第2に、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が必要である。この点は、「展望レポート」における記述や政策委員の見通し等により、明らかにしていくこととする。具体的には、政策委員の多くが、見通し期間において、消費者物価指数の前年比上昇率がゼロ%を超える見通しを有していることが必要である。
- こうした条件は必要条件であって、これが満たされたとしても、経済・物価情勢によっては、量的緩和政策を継続することが適当であると判断する場合も考えられる。

以 上

(別添)

金融政策決定会合等の日程 (2003年10月～2004年3月)

横線のとおり変更

	会合開催	金融経済月報(基本的見解)公表	(議事要旨公表)
2003年10月	10月9日<木>・10日<金>	10月14日<火>	(11月27日<木>)
	10月31日<金>	—	(12月19日<金>)
11月	11月20日<木>・21日<金>	11月21 ²⁵ 日<金火>	(12月19日<金>)
12月	12月15日<月>・16日<火>	12月16 ¹⁷ 日<火水>	(1月23日<金>)
2004年1月	1月19日<月>・20日<火>	1月20 ²⁴ 日<火水>	(3月2日<火>)
2月	2月5日<木>・6日<金>	2月6 ⁹ 日<金月>	(3月19日<金>)
	2月26日<木>	—	未定
3月	3月15日<月>・16日<火>	3月16 ¹⁷ 日<火水>	未定

(注1) 「基本的見解」は原則として15時に公表(ただし、決定会合の終了時間などによっては変更する場合がある)。

(注2) 金融経済月報の全文は「基本的見解」公表の翌営業日(14時)に公表(英訳については2営業日後の16時30分に公表)。

(注3) 「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> 15時(背景説明を含む全文は11月4日<火>14時)に公表の予定。

(別紙2)

2003年10月10日
日本銀行

本日の金融政策決定会合における決定について

1. わが国経済は、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。先行きについても、輸出や生産が増加することを通じて、次第に前向きの循環が働き始めると考えられる。もっとも、過剰債務や過剰雇用などの構造的な問題が根強く残っている中、国内需要の自律的な回復力が高まるにはなお時間がかかるとみられる。
2. 日本銀行は、かねてより消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、量的緩和政策を続けることを約束しているが、経済情勢が回復に向かいつつある現時点において、上記の方針を堅持することを強調したい。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、以下の措置を講じることを決定した。今回の措置は、金融政策面から、最近の景気回復に向けた動きをより確実なものとするに資すると考えている。

(1) 当座預金残高目標値の上限の引き上げ

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、これまでの「27～30兆円程度」から、「27～32兆円程度」とする（別添）。

(2) 国債買現先オペの期間延長

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現在の6か月から1年に延長する。

(3) 金融政策運営の透明性の強化

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（「金融政策の透明性の強化について」参照）。

以上

(別添)

2003年10月10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27～32兆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 10 月 31 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2003 年 10 月 31 日 (9:00 ~ 12:15)

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

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	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
企画室調査役	山岡浩巳
企画室調査役	清水誠一

・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(10月9、10日)で決定された方針¹に従い、日銀当座預金のある程度の変動を許容して運営した結果、同残高は29～30兆円台で推移した。

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、円転コストのマイナス幅が一時的に拡大したことから10月14日に-0.003%となったほかは、0.001～0.002%で推移した。資金供給オペの落札レートは、金融市場において資金調達に対する安心感が醸成されていることを背景に、全般的に落ち着いている。

2．金融・為替市場動向

債券市場は、株価動向に振られやすい展開となり、長期国債流通利回り(10年新発債)は、最近では1.4%近辺で揉み合って推移している。期間別には、中長期ゾーンを中心にイールドが上昇した。また、国債流通利回りのボラティリティは、金利上昇がみられた夏場に比べて幾分低下したが、なお高い水準にある。この間、円金利スワップ・レートの対国債スプレッドも、中期ゾーンを中心に高止まった状態が続いている。社債流通利回りの対国債スプレッドをみると、低格付けゾーンで幾分縮小するなど、投資家の積極的な社債購入スタンスが窺われる。

株式市場では、日経平均株価は、10月20日に年初来高値を更新した後、高値警戒感等を背景に急落したが、最近では押し目買いから値を戻している。主体別売買動向をみると、海外投資家はごく足許で売り越しに転じたが、これらの投資家の間では、日本経済が緩やかな回復に向かうとの見方に変化はないとみられる。また、個人投資家については、信用買いが増加していることが目立っている。

円の為替相場は、年初来の高値圏である108～110円台での揉み合いで推移した。このうち、10月末にかけては、本邦当局の介入姿勢を試そうとする動きや、輸出業者の想定レートのドル安方向への修正、米国の雇用情勢の改善傾向に対する懐疑的な見方等から、ドル安圧力が高まった。ただ、市場では、9月下旬にみられた極端なドル・ベア観はやや一服しているように窺われる。

3．海外金融経済情勢

米国景気は、家計支出に支えられ引き続き緩やかな回復基調にある。7～9月期の実質GDP速報値は、前期比年率7.2%増と市場予想を上回る高成長となった。需要項目別には、個人消費が減税の効果を受けて高い伸びとなったほか、設備投資も、情報関連投資を中心に伸びを加速させている。個人消費デフレーターについては、サービス価格の上昇もあって、プラス幅が拡大している。

米国の金融市場をみると、株価は、良好な企業の決算発表等を背景に10月中旬にかけて上昇したが、足許では利益確定売りの動きもあって、揉み合いの展開となっている。長期金利は、10月入り後、景気の先行き見通しの強化から上昇していたが、月央から株価

¹ 「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。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。」

の軟調を受けてやや低下した。FF先物金利から市場の先行き金利観をみると、来年春先にかけての利上げ観測が高まっている。

ユーロエリアでは、輸出が回復しているほか、生産にもその好影響がみられ始め、景気は全体として底入れしつつある。

欧州金融市場では、株価、長期金利とも、米国同様、10月半ばにかけて上昇し、その後幾分低下した。こうした中、英国の長期金利は、イングランド銀行が早期に利上げに踏み切るとの観測が広がったため、上昇傾向を示している。この間、ユーロ先物金利の動きをみると、市場では、来年春頃の利上げ観測を幾分織り込んでいる。

東アジアでは、中国が内外需とも力強い動きを示すなど、景気回復の足取りが強まっている。ASEAN諸国では、輸出が中国との競合からやや弱い動きとなっているが、内需は底固く推移している。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

前回会合以降、9月の通関統計や個人消費関連指標、鉱工業生産指数、および物価関連指標などが公表された。これらをみると、輸出が再び増勢に転じている、輸出の増加が生産の回復にも繋がりがつつある、景気の改善の動きが、製造業を中心とする中小企業にも徐々に波及しつつある、といったことが確認された。

実質輸出をみると、4～6月に横這い圏内の動きとなった後、7～9月は東アジア向けを中心にはっきりとした増加に転じた。財別には、世界の情報関連需要の回復を反映して、情報関連財や資本財・部品が高い伸びを示している。

個人消費関連では、残暑の影響もあって区々の動きとなった。百貨店、スーパー売上高は秋物衣料を中心に総じて不振であった一方、家電販売は、パソコン等が増加トレンドにある中で、エアコン、冷蔵庫が持ち直し、8月に続く大幅増加となった。

雇用・所得環境面では、名目賃金の下落に歯止めがかかってきている姿に変わりはない。夏季賞与の動向を示す特別給与は、確報段階で幾分上方修正されたが、6～8月通計では前年比-0.4%と僅かながらのマイナスとなった。9月の有効求人倍率は緩やかな改善の動きが続いているほか、完全失業率は5.1%と前月と同水準であった。

鉱工業生産は、9月は前月比+3.0%、7～9月は前期比+1.1%となった。10、11月の予測指数も高い伸びを示しているが、そのまま実現する可能性は低いと思われる。もっとも、ミクロ・ヒアリング情報によると、先行きの生産に対する企業の極めて慎重な姿勢がここに来て徐々に変化しつつあるように窺われる。

設備投資に関連して、中小企業金融公庫のアンケート調査(9月時点)をみると、中小製造業の本年度設備投資計画は、前年比13.1%増とかなり強めの数字となっている。

物価関連指標をみると、9月の輸入物価は国際商品市況の動きを反映した契約通貨ベースの上昇が為替円高により相殺される形でほぼ横這いとなった。国内商品市況は、鉄鋼や非鉄などの素材市況の緩やかな上昇が続いていることから、このところやや強めの動きとなっている。こうしたもとで、9月の国内企業物価は概ね横這いの動きとなっている。

消費者物価指数(除く生鮮食品)は、全国の9月が前月と同じく前年比-0.1%となった。東京の10月速報は、前年比-0.1%と前月(-0.3%)に比べてマイナス幅が縮小した。これは米が前年比11.6%上昇したこと等を反映していると考えられる。

(2) 金融環境

社債、CPの発行環境をみると、発行金利の対国債スプレッドは総じて低水準で安定しており、良好な状況が続いている。長期金利がひと頃に比べて安定しつつあることなどを背景に、これまで社債発行を様子見していた企業が起債を再開する動きも一部にみられている。

マネタリーベースは、日銀当座預金の増加を主因に、前年比2割程度の伸びを続けている。マネーサプライは、前年比2%程度の伸びとなっている。9月の前年比伸び率が+1.8%と前月(+2.0%)から低下した背景には、国債・FBへの資金シフトがあったと考えられる。

「主要銀行貸出動向アンケート調査」(7~9月期)によると、銀行からみた企業の資金需要判断DIの「減少」超幅は大きく縮小した。背景としては、新規出店資金や売上増に伴う運転資金の需要増が指摘されている。個人の資金需要については、住宅ローン金利の先高観から駆け込み需要がみられたことなどから、「増加」超幅が拡大している。一方、銀行の貸出姿勢についてみると、ここにきて大きく変化している訳ではないが、先行き、貸出ボリューム増に軸足を移す構えが窺われており、貸出条件面で、利鞘設定姿勢や信用リスク評価姿勢について、幾分緩和する動きがみられている。

こうしたもとで、企業からみた金融機関の貸出態度は、零細企業を対象とする国民生活金融公庫調査でも、引き続き改善傾向にある。また、中小企業金融公庫調査による企業の資金繰り判断も前回ピーク(2000年7月)を上回る水準にまで改善している。

このように、企業金融関連の各種判断指標は、緩和感の広がりを示している。

・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、委員は、前回会合以降に公表された経済指標によると、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」という前回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。何人かの委員は、内外の情報関連需要回復を背景とした輸出や生産の増加の好影響が、今後、設備投資などに徐々に波及していくことが期待できる、との考えを示した。

海外経済に関して、多くの委員は、7~9月期の米国の実質GDPが高い伸びとなったことに触れつつ、米国経済がリードする形で世界経済の成長率が高まる方向にある、との見方を表明した。米国経済について、このうち何人かの委員は、足許、これまで懸念されてきた雇用情勢にも安定化の兆しがみられる、と述べた。また、これらの委員は、減税の効果もあって家計支出が堅調を続けているほか、情報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出てきていることを指摘した。

輸出については、多くの委員が、再び増勢に転じていることが確認された、との見方を示した。複数の委員は、地域別に見て、東アジア向けの情報関連財の輸出増が目立っているほか、これまで幾分減少気味であった米国向け輸出についても、9月は持ち直しの動きがみられた、と発言した。これらの委員は、先行きについても、海外経済の回復を背景に、基調的に増加を続ける可能性が高い、との認識を明らかにした。

生産についても、多くの委員から、これまで横這いの動きを続けてきたが、輸出の増加に伴って増勢に転じている、との指摘が相次いだ。何人かの委員は、ミクロ情報によっても、生産の緩やかな増勢が続くものと予想され、輸出の増加が生産活動の活発化に繋がりがつつある、との見解を示した。

何人かの委員は、こうした輸出や生産の増加を受け、今後、企業収益の回復を通じて設備投資も増加傾向を辿る、との見方を述べた。このうちひとりの委員は、中小企業金融公庫のアンケート調査において、中小企業の本年度設備投資計画が大幅に上方修正されたことは前向きな材料である、と発言した。

個人消費に関して、複数の委員は、百貨店等で秋物衣料の販売が総じて不振であった一方で、家電販売が持ち直すなど、最近の販売指標はまちまちの動きとなったが、基調変化は窺われない、との評価を示した。これらの委員は、消費者コンフィデンスが総じて持ち直していることや名目賃金の下落に歯止めがかかっていることは、個人消費を下支えする好材料として捉えることができる、と付け加えた。

金融面では、委員は、短期金融市場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、一方、債券、株式、為替の各市場については、引き続き不安定な動きがみられる、との認識を共有した。このうち、ある委員は、債券市場について、依然としてボラティリティが高く、短期金利へ悪影響が及ばないか注意が必要である、と発言した。また、何人かの委員は、過度の為替円高はわが国の輸出や企業収益にマイナスの影響を与える恐れがあるため、今後の為替相場動向を注意深くみていく必要がある、との考えを述べた。

また、複数の委員は、金融機関の融資姿勢が若干前向きになる兆しがある、との見方を示した。関連して、もうひとりの委員は、主要銀行貸出動向アンケート調査によると、金融機関が貸出条件を幾分緩和しているようであるが、こうした動きが今後広がりを見せるか、金融環境を判断するうえで注目していきたい、と付け加えた。

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、本年度下期から来年度にかけての経済・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も議論を行った。

まず、経済の先行きの標準的なシナリオについて、委員は、本年度下期には前向きの循環が働きはじめ、来年度を通じて回復が続くと予想される、ただし、過剰債務などの構造的な制約要因が残存するとみられるため、先行きの景気回復テンポは緩やかなものに止まる可能性が高い、との認識を共有した。

ある委員は、前回（4月）の展望レポートの標準シナリオと比較すると、イラク情勢など世界経済を取り巻く不透明要素が夏場以降かなり解消されたほか、世界的な情報関連需要の持ち直しが明確になってきていること等から、経済情勢はやや上振れて推移している、との見方を示した。他の委員も、国内の設備投資が比較的早めの立ち上がりを示していること等に触れながら、同様の考えを述べた。また、別のある委員は、大企業・製造業を中心に過剰債務、過剰設備の調整がかなり進捗していることや、金融セクターでも、不良債権処理の進展や、株価上昇の自己資本へのプラス効果がみられることが、今後、景気展開にとって前向きな力として働くことが期待できる、との見解を述べた。

先行きの物価の展望については、大方の委員は、緩やかな景気回復のもとで需給ギャップが来年度にかけて小幅縮小するものの、現状のマイナス幅はなお大きく、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品<以下同じ>）は、本年度、来年度とも小幅の下落が続くと予想される、との認識を明らかにした。このうちのひとりの委員は、今年度は一時的な制度要因が物価を押し上げているが、それらが解消される来年度は、表面上、消費者物価指数の前年比マイナス幅が若干拡大すると考えられる、と述べた。もうひとりの委員は、海上運賃の値上がりや国際商品市況の持ち直しの影響、および企業の価格設定行動の変化の可能性等を踏まえて、今後の物価動向を見守っていく必要がある、との考えを示した。他方、別のある委員は、需給ギャップの縮小は必ずしも小幅ではなく、かつ、需給ギャップの水

準よりも変化幅に着目すれば、物価はもう少し強目に見通すことができるのではないかと発言した。

上記の標準的なシナリオに対して、上振れまたは下振れ方向に作用するリスク要因としては、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の4点が挙げられた。

まず、海外経済について、何人かの委員が米国の景気回復の持続性がポイントとなる、との考えを示した。このうちひとりの委員は、先行き、減税効果が減退していくと予想されるほか、企業の根強い労働コスト抑制意欲を背景に雇用者所得の改善が期待しがたいことから、個人消費が下振れるリスクに注意する必要がある、とコメントした。また、別のある委員は、米国の経常収支の赤字拡大が世界経済のリスク要因になるとの見解を述べた。この委員は、こうした不均衡を為替相場の変動で調整しようとする、かえって世界各国へのマイナスの影響が大きいことから、米国の貿易相手国の内需拡大により世界経済のバランスのとれた成長を目指すことが望ましい、と付け加えた。東アジア経済に関して、ひとりの委員は、高成長が続いている中国のプレゼンスが拡大しているのは好ましい材料であるが、同時に、中国における投資の過熱や資産価格上昇は、世界経済の不安定要因になる可能性がある、と発言した。

金融・為替市場の動向について、多くの委員は、株価、長期金利、為替相場の変化の程度やスピード、組み合わせ如何によっては、経済活動に影響が生じ得ることをリスク要因として指摘した。また、金融システムの動向に関しては、何人かの委員が、不良債権処理の進捗や株価上昇もあって、このところ大手行を中心に金融システムに対する不安感は後退しているが、なお企業金融や実体経済に対して悪影響を与えるリスクが残っている、との認識を示した。このうちひとりの委員は、地域金融機関の不良債権問題やその地方経済への影響にも留意すべきである、と発言した。

国内民間需要の動向を巡っては、何人かの委員が、景気回復へ向けた動きが非製造業や中小企業、家計部門へどの程度広がるかが重要である、と指摘した。このうち、ひとりの委員が、国際化を進める大企業の設備投資が国内の産業空洞化をさらに加速することとなれば、かえって経済の二極化を強めるリスクがあり、景気回復の広がりを確認するうえで、こうした点にも注目する必要がある、との考えを示した。他方、別のある委員は、景況感が製造業・非製造業、大企業・中小企業を問わず改善していることに触れたうえで、過剰債務や過剰雇用、金融システム面の弱さといった構造問題が解決の方向に向かっていると認識が広がれば、企業や家計の期待成長率が高まり、それが設備投資や個人消費の推進力になる可能性がある、との認識を述べた。もうひとりの委員は、デフレから脱却するにはそうした成長期待の高まりが必要であり、企業や金融機関においても体質強化に向けた一段の努力が不可欠である、と付け加えた。

・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、経済情勢が前回会合時の判断に沿って推移しているほか、短期金融市場も落ち着いた動きとなっていることから、当座預金残高目標を「27～32兆円程度」とする現在の金融市場調節方針を維持することが適当である、との認識で一致した。何人かの委員は、こうした調節方針のもとで、市場のニーズをうまく汲み取りながら、機動的な金融調節を通じて、量的緩和政策継続のスタンスを明確にしていくべきである、との考えを述べた。なお、ひとりの委員は、当座預金の目標レンジを幅広くとりそれを活用することの意義は依然として見出しがたいが、現状のように同残高の平均を30兆円程度で推移させることには賛成である、と発言した。

この間、ある委員は、現在の調節方針を為替相場と結び付けた解釈が散見されるが、金融政策に当たり、為替相場動向については、先行きの景気や物価への影響という観点からみていくことが必要である、との認識を示した。

量的緩和政策継続のコミットメントに関しても何人かの委員が言及した。このうちひとりの委員は、コミットメントの明確化は短中期の金利を安定させる効果があったと思われる、一方で、量的緩和解除の必要条件のひとつとして政策委員の物価見通しがプラスになることを掲げたことが、将来の政策運営に当たり大きな制約とならないようにすることが重要である、とコメントした。また、別のある委員は、物価の先行きも含めてコミットメントの内容を明確化したことは、金融市場の期待安定化に繋がり望ましい措置であった、との評価を述べた。この点について、もうひとりの委員は、今回の展望レポートで示す来年度の消費者物価指数の見通し計数を前提とすると、引き続き、量的緩和政策を堅持するとのスタンスが明らかとなるが、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、との見解を述べた。

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。

- わが国経済の現状をみると、設備投資の増加や企業収益の改善が続くなど、景気は持ち直しに向けた動きがみられている。このように、今後、景気は持ち直すことが見込まれる状況の中、デフレから脱却し、経済の本格的な回復を確実ならしめるうえで、引き続き実効性のある金融政策の役割は重要であると考えている。
- 景気の持ち直しに向けた動きに対する当面のリスクは、金利および為替の動向である。実体経済の動きを先取りした過度の金利上昇や実体経済を反映しない急激な円高は、景気の回復に悪影響を与える恐れがある。
- 日本銀行には、これらのことを含め、経済・市場動向について十分注視し、機動的な金融政策運営を実施して頂きたいと考えている。
- 前回の金融政策決定会合で、量的金融緩和継続のコミットメントをより明確に示されたが、今後とも市場に対して量的金融緩和政策を堅持するとの日本銀行の金融緩和姿勢にいささかの揺るぎもないことを引き続き明確に示す必要があるのではないかと考えている。本日公表予定の展望レポートにおける標準シナリオや見通しが、この観点から世間の注目を集めていることには、十分ご勘案頂くようお願いしたい。

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。

- 10月の月例経済報告では、「景気は持ち直しに向けた動きがみられる」との基調判断を示した。また、引き続き為替相場や長期金利など、金融資本市場の動向には留意する必要があると考えている。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、政府は、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2003」の早期具体化を図っている。「基本方針 2003」においては、政府・日本銀行一体となった取り組みにより、集中調整期間の後には、デフレは克服できるとみられるとしている。
- 今回の展望レポートでは、需給ギャップが小幅縮小に止まり、依然デフレ傾向が継続すると展望されている。今回も消費者物価指数を基準とする量的緩和政策継続のコミットメントを明確にされているが、今後とも金融資本市場の動向にも留意の

うえ、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って頂くとともに、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。

- なお、展望レポートにおいては、GDP統計の見方について論じている。GDPデフレーターはパーシェ型価格指数であることから、消費者物価指数や企業物価指数などラスパイルス型である他の物価指数と比べ、相対的に低めとなるという一般的な傾向がある。こうした問題に対しては、より直近の経済構造を反映すべく、5年毎に基準改定を行っている。現在、平成17年の2000年基準への移行という課題とともに、デフレーターの推計方法も含め、推計方法全般にわたって検討を行っているところである。

採決

以上の議論を踏まえ、会合では、当面の金融市場調節方針について、当座預金残高目標を27～32兆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27～32兆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

「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「基本的見解」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。なお、背景説明を含む全文は、11月4日に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

以 上

(別 添)

2003年10月31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27～32兆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 11 月 20、21 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2003 年 11 月 20 日 (13:59 ~ 15:37)
11 月 21 日 (9:00 ~ 12:07)

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 (20 日)

石井 啓一 財務副大臣 (21 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	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
企画室調査役	山岡浩巳
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(10月31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28~31兆円台で推移した。こうした調節の下で、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、11月中旬に一部外銀のマイナス金利での資金放出を受けマイナスとなる局面もあったが、この時期を除けば0.001~0.002%で推移した。市場では年末を控える中でも、資金余剰感がきわめて強い状況が続いている。

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下で、短期金利は低位安定を続けている。短期国債レートは、6か月や1年といった長めのタームの物が低下基調を辿っている。ユーロ円金利先物レートも一段と低下している。

長期金利は、前回会合以降、概ね1.3~1.5%台のレンジでの動きとなっていたが、足許では株価の下落などを受けて低下し、現在は1.3%前後となっている。民間債流通利回りの対国債スプレッドは、低格付ゾーンで幾分縮小した。

この間、シンジケート・ローンの組成は趨勢的に増加している。一件当たりの組成額については、徐々に小口化が進む傾向にある。なお、9月11、12日の決定会合でも報告した通り、執行部は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け入れるための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け入れることが可能となったため、明日(11月21日)から受け入れを開始する予定である。

株価は、米国株価の一時的な反落や、11月に決算を迎える一部海外ファンド筋による利益確定売りなどを受けて下落し、日経平均株価は本年8月以来の10千円台割れとなっている。

円の対米ドル相場は、ドル安センチメントが続く中、概ね108~109円台での推移が続いている。

3. 海外金融経済情勢

米国経済は着実に回復しており、回復のモメンタムも強まりつつある。すなわち、個人消費は減税効果の一服などから一頃に比べ鈍化しているが、基調としては緩やかに回復している。住宅投資は高水準を維持している。製造業の受注や設備投資にも、IT関連を中心に明るい動きがみられているほか、生産も全体として持ち直している。これまで回復が遅れていた雇用面でも、非製造業を中心に明るい動きがみられ始めている。

金融市場をみると、株価は11月初にかけていったん上昇した後、横這い圏内の動きとなっている。ただし、ごく最近では、地政学的リスクへの懸念などを背景に若干下落している。長期金利は、11月上旬にかけて上昇したが、足許では低下し、10月末頃の水準に戻っている。FF先物金利などから市場の先行きの金利観をみると、前回会合以降、経済

¹ 「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。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。」

見通しの強化を受けて、いったんは来年春先にかけての利上げ観測がやや強まった。しかし、その後のFRB当局者の発言などを受けて、利上げ観測は前回会合時と比べてもやや後退している。

欧州をみると、ユーロエリアでは、内需は低調裡に推移しているが、輸出が回復し、生産も下げ止まるなど、景気は全体として底入れしている。第3四半期の実質GDP前期比は+0.4%と、3四半期振りのプラス成長となった。

英国では、緩やかながらも成長に着実さが増している。こうした状況のもとで、イングランド銀行は11月6日、政策金利(2週間物レポレート)を0.25%引上げ、3.75%とすることを決定した。

欧州金融市場では、良好な企業決算などを受けて、株価は10月下旬以降上昇した。長期金利は、景気見通しの強化から11月上旬にかけていったん上昇した後、最近では再び低下している。

東アジアでは、景気回復の足取りが強まっている。中国では、内外需の好調を背景に、第3四半期の実質GDP前年比は+9.1%と、新型肺炎の影響を受けた第2四半期(+6.7%)に比べて大幅に上昇した。多くのNIEs、ASEAN諸国・地域では、良好な外需環境を背景に輸出が全体として増加しており、生産も、台湾やシンガポールなどでIT関連財を中心に増加している。個人消費も、韓国などを除き、基調として底固く推移している。

このように、前回会合以降、地政学的リスクの再燃懸念が一部にみられるものの、世界経済を巡る下方リスクは全体としてさらに後退し、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っている。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

本年7~9月の実質GDPは前期比+0.6%と、7四半期連続の増加となった。需要項目別にみると、輸出、設備投資は増加し、個人消費は横這い、公共投資は減少と、ほぼこれまでの見方に沿ったものとなっている。また、GDPデフレータのマイナス幅が、設備投資デフレータを中心に大きめに出やすい傾向も続いている。

輸出は、米国や東アジア経済の好転を背景に増加しており、7~9月の実質輸出は前期比+3.8%となった。地域別にみると、世界的なIT関連需要回復の下、東アジア向けがIT関連を中心にかなりの増加となったほか、米国向けも足許では持ち直しの兆しがみられる。10月の実質輸出も、7~9月対比+6.2%と高い伸びとなった。先行きについても、海外経済が米国、東アジアを中心に高めの成長を続けると予想されることから、増加を続けるものとみられる。

設備投資は、緩やかな回復を続けている。先行きについても、輸出や生産の増加が続くことで、回復傾向がより明確化していくと予想される。ただし、バランスシートの調整圧力や金融面の弱さといった構造面の制約要因が残存していることを踏まえると、キャッシュフローとの対比では慎重な投資姿勢が続く可能性が高い。

家計部門の動向をみると、労働力調査の雇用者数が下げ止まり傾向にあるほか、有効求人倍率は上昇し、賃金の下落にも歯止めがかかってきているが、雇用・所得環境はなお総じて厳しい。先行きについては、生産の増加や企業収益の改善が、雇用・所得面へも好影響を次第に及ぼしていくとみられる。しかし、企業は、雇用過剰感が根強い中で人件費抑制スタンスを維持する可能性が高いため、雇用者所得には、当面目立った改善は期待しに

くい。

個人消費関連指標をみると、耐久消費財についてはデジタル家電を中心に比較的強めの指標が出る一方、非耐久消費財やサービス関連については、冷夏の影響もあって7～9月は減少となった指標が多い。これらを全体としてみれば、弱めの動きが続いていると判断される。今後についても、一部マインド指標の改善など好材料はあるが、当面は所得が目立った改善が期待しにくいことなどから、個人消費は引き続き弱めないし横這い圏内で推移すると考えられる。

最近の経済指標において最も特徴的な動きは、輸出の増加が生産の回復に結びつき、前向きな循環メカニズムが働き始めていることが確認された点であろう。すなわち、7～9月の生産は、IT関連財の生産増などを主因に前期比+1.3%と増加し、先行きの生産予測指数もかなり高めの伸びとなっている。先行きの生産は、輸出の増加に加え、設備投資の回復や耐久消費財の販売好調にも支えられて、増加を続けるとみられる。とりわけ、目先10～12月は、米国や東アジア経済の好調などを背景に、生産の増加テンポは比較的しっかりしたものとなる可能性が高まりつつある。

物価動向をみると、原油価格を中心に国際商品市況は上昇基調で推移している。一方、輸入物価は、足許では国際商品市況上昇の影響よりも円高の影響が強く出ている結果、下落している。国内企業物価は、3か月前対比でみて横這い圏内の動きが続いている。消費者物価（除く生鮮）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も寄与した結果、8、9月の前年比下落率は0.1%まで縮小した。先行きについては、冷夏による米価上昇の影響により、消費者物価の前年比が一時的にゼロ%以上となる可能性もあるが、基調的には緩やかな低下を続けると予想される。

(2) 金融環境

クレジット関連の指標をみると、民間銀行貸出はこのところ前年比マイナス幅がわずかながら縮小してきている。この背景をみると、銀行は、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がみられている。一方、設備投資は緩やかに回復しているものの、キャッシュフローの水準を下回っていることなどから、民間の資金需要は引き続き減少傾向を辿っている。

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にある。社債流通利回りの対国債スプレッドは、低格付ゾーンで縮小傾向にある。このような状況の下、社債・CPの発行残高は前年を上回って推移している。

このような貸出および直接市場調達動きを反映し、民間総資金調達の前年比マイナス幅は幾分縮小傾向にある。

資金繰り判断や金融機関の貸出スタンスについての見方など、各種アンケート調査などからみた企業金融環境は、信用力の低い企業についてはなお厳しい状況にあるが、総じてみればやや緩和される方向にある。

マネタリーベースは、日銀当座預金の増加を主因に、前年比2割程度の伸びを続けている。マネーサプライ(M2+C D)の前年比伸び率はやや鈍化し、1%台半ばとなっている。これは、長期金利の上昇を受けて、M2対象資産である定期預金等から、対象外資産である国債等に資金が一部シフト・アウトしたことが主因とみられる。この間、広義流動性の伸び率は、特殊要因を除いてみれば、横這い圏内での推移を続けている。

企業倒産は、減少傾向が続いている。

金融環境については、今後とも、株価など金融市況の動向や、銀行の貸出スタンスや投資家のリスクテイク姿勢の変化なども含め、注意深く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

経済情勢について委員は、「景気は緩やかに回復しつつある」という認識を共有した。

多くの委員は、最近の経済指標の特徴点として、輸出の増加が生産の増加に結びついている点を挙げ、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。

まず米国経済について、多くの委員は、足許かなり明確に回復している、との認識を述べた。

ひとりの委員は、減税効果の一服等から消費に一時的な鈍化傾向がみられるとはいえ、経済指標は総じて良好であり、企業収益の回復が雇用の改善に結びつく兆候もみられると指摘した。

別のひとりの委員も、10月の雇用統計をみると、非農業部門雇用者数が3か月連続での増加となったほか、新規の失業保険申請者数も7週間連続で40万人を下回るなど、雇用情勢にも改善の兆しがみられると指摘した。

米国経済の先行きについて、ひとりの委員は、財政面からの景気刺激効果は来年半ばで息切れが予想されるが、これを他の需要が補うかたちで、来年も4%程度の成長パスの実現は可能であると述べた。一方、別の複数の委員は、来年後半以降、減税効果が剥落する中での米国経済回復の持続性や雇用の拡大は、なお不確実とみておくべきではないかとの見解を述べた。

中国経済について、何人かの委員は、内需が、消費者向けクレジットの拡大や都市部での一部不動産価格の大幅上昇を伴いながら過熱気味で推移していること、インフラ投資や直接投資の増加等を背景に生産が前年比2割近いペースで増加していること、を指摘し、このことは国際商品市況や海運市況の上昇の要因にもなっていると述べた。このうちひとりの委員は、中国は少し前まで世界経済のデフレ要因と言われたが、足許の国際商品市況などへの影響をみると、こうした見方は変わりつつあると指摘した。

また、ひとりの委員は、世界経済全般の回復傾向に関し、中国以外の東アジア諸国も、輸出や生産の回復が、IT関連を中心により明確になっている、ユーロエリアも、輸出の回復を受けて生産に回復の兆しがみられ、緩やかに回復しつつある、中東欧諸国はユーロエリアへの輸出増を背景に、東アジアに匹敵する高成長を達成する段階に入ってきている、と発言した。別のひとりの委員も、米国の最終需要の増加が、アジアや欧州経済、さらには日本の輸出にもプラスの影響を及ぼしているとの認識を示した。

輸出について、多くの委員は、前述のような海外経済全般の回復傾向のもとで、実質輸出が7～9月期に続いて10月も高い伸びとなるなど、明確に増加しているとの認識を示した。

さらに、生産についても、多くの委員は、9月の増加の後、10～12月期もかなりの増加が見込まれているなど、輸出の増加が生産の増加につながってきていることを指摘した。

このうちひとりの委員は、これまで、輸出が増加に転じる中で、生産の回復は冷夏の影響もあってやや遅行していたが、足許の生産はこれまでの立ち上がりの遅れを取り戻すテンポで増加している、と述べた。

企業部門について、多くの委員は、企業収益や設備投資が増加傾向を辿っていることを指摘した。

ひとりの委員は、企業収益は、生産が横這いであった期間も含め、リストラ効果から既に増益基調にあった、こうしたもとで、設備投資は、むしろ生産の増加に先立って増

加を始めていた、生産の増加は、企業収益や設備投資の増加見通しをより確かなものとする方向に働く、との認識を示した。

別のひとりの委員は、稼働率の面からも設備投資が誘発されやすい状況にあると指摘した。さらに別のひとりの委員は、7～9月期のGDP統計をみても、設備投資デフレータのマイナス幅が大きめにしやすい傾向が続いており、ここからみて、設備投資は名目ベースでは「緩やかな回復」であっても、実質ベースでは本年度2桁増となる可能性が高まっていると述べた。

この間、企業部門の回復の広がりという観点から、何人かの委員が発言した。

ひとりの委員は、日本経済新聞社の調査（中間集計）では、本年度の収益は、非製造業も製造業並みの2割強の増益を見通していること、設備投資も、製造業に加え非製造業もプラスの見通しとなっていることを指摘した。

別の何人かの委員は、現在の設備投資の増加は、IT関連に集中していた2000年度の回復局面と比べ、家電や素材関連なども含め業種的な広がりを伴っていると指摘した。このうち複数の委員は、ヴィンテージの高い設備の更新需要も踏まえると、今回の回復は2000年度の回復局面よりも持続性があるといえるのではないかと発言した。

さらに別のひとりの委員は、企業のリストラの動きをみても、単なる人員・経費削減という段階から、より前向きな経営改善の動きが出てきているように窺われると述べた。

家計部門について、何人かの委員は、企業収益の回復を受けて、雇用者所得が徐々に下げ止まってきていることを指摘した。

個人消費について、ひとりの委員は、企業のリストラの動きが続く中で、所得が今後はっきりと増加していくことまでは見通し難いこと、昨年までの消費性向にはやや出来過ぎの面があり、これがさらに上昇することも見込みにくいことから、当面横這い圏内に止まる可能性が高い、との見方を示した。別のひとりの委員も、今後年金や医療制度改革等の議論が本格化する中で、家計のマインドの改善はあまり期待しにくいのではないかと述べた。

物価情勢に関し、複数の委員は、海外経済の回復などを反映して、商品市況は全般に上昇していること、一部素材業種などでは、産業再編などによる過剰生産体質の是正を通じて価格決定力を回復しつつあることを環境の変化として指摘した。さらに、このうちひとりの委員は、GDPデフレータの「パーシェ・バイアス」を考慮しても、現在の成長テンポは潜在成長率を上回っており、このペースでの成長が続けば需給ギャップも縮小すると予想され、デフレ脱却のチャンスは広がっているのではないかと述べた。

別のひとりの委員は、最近の都市部の局所的な地価反転や一部資産価格の上昇、海外経済の回復等が期待インフレ率などにどのような影響を及ぼしていくかも一つの注目点であろうと指摘した。

以上をまとめた経済情勢全体への評価として、多くの委員は、10月末に公表した「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述べた。

2. 金融面の動向

金融面では、株価が足許やや下落していることについて、議論が行われた。

何人かの委員は、株価下落の背景として、本邦株価が海外株価や海外投資家の動向に左右されやすい展開となっている中で、地政学的リスクの高まりを背景とする海外株価の調整に、一部海外投資家の利益確定売りといったテクニカルな要因が重なったことを挙げた。このうち複数の委員は、これらの要因が契機となって、期待先行から買い進んできた一部国内投資家の売りを誘い、これまでの株価急上昇の調整が生じた面もあろうと整理した。

ただし、これらの委員を含めた多くの委員は、本邦企業の収益は増益基調を続けており、

今後も生産増加の下で、このトレンドは維持される可能性が高いことを踏まえれば、ファンダメンタルズの面から本邦株価が大きな水準調整を迫られるリスクは小さいのではないかとの見解を述べた。

また、ドル安傾向が続くもとで、円・ドルの為替レートが108～109円台と年初来の高値圏で推移していることにも、何人かの委員が言及した。

ひとりの委員は、米国経済の回復力などからみて、ドル安が大きく進むことは考えにくい、一方で米国の「双子の赤字」などへの市場の見方が、市場を振れさせる要因として作用する可能性はある、と述べた。別のひとりの委員は、ドル安の背景には地政学的リスクの高まりもあるとみられ、今後とも中東情勢には注意が必要であると述べた。さらに別の複数の委員は、ドル安の進行は、米国資本市場への資金流入の減少等を通じて、世界経済の回復にとってもマイナスであるとの考え方を述べた。

そのうえで、何人かの委員は、現在のところ、株価や円・ドルレートの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が、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。

金融環境全般について、多くの委員は、緩和的な環境が続いていると評価した。

ひとりの委員は、中堅中小企業を含めた企業収益の回復は、キャッシュフローの改善を通じて足許の資金需要低迷の一因ともなっていると指摘した。別のひとりの委員は、資金需要は依然低迷しているが、金融機関の融資姿勢はやや積極的になってきており、資金供与の形態も多様化していると述べ、この面からも景気回復の基盤はよりしっかりしてきていると評価した。

一方、ひとりの委員は、長めの資金に対する市場のニーズが引続き強いことや、市場の一部で金融システム不安の再燃を懸念する声がなお聞かれることには注意を要すると述べた。この委員を含めた何人かの委員は、先行き銀行の決算公表を控えているが、この受け止められ方や金融環境への影響については、注意深く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、前述のような、景気が緩やかに回復しつつあるという情勢判断のもと、現在の「27～32兆円程度」という当座預金残高目標を維持することが適当であるとの認識を共有した。

この間、ある委員は、長めの資金に対する市場のニーズが強い状況下では、引続き市場のニーズをうまく汲み取りながら金融調節を行う必要があると述べた。

別のひとりの委員は、バブル崩壊後、不良債権問題やグローバルな競争激化といった多くの課題を抱えた民間経済は、かなりの時間をかけながらも、過剰債務や過剰雇用、過剰設備の克服など、調整を進めてきたといえると指摘した。

そのうえでこの委員は、このような調整が需給ギャップの顕著な縮小をもたらすような需要全般の増加に結びつくまでには、なお暫くの時間を要すると述べた上で、マクロ政策面からは、民間経済の調整メカニズムを活かしながら、景気回復のサポートを粘り強く続ける必要があり、日本銀行としても、現在のコミットメントの下で量的緩和を堅持するとともに、様々な信用仲介・トの育成などに地道に取り組んでいく必要があると述べた。

さらに別の複数の委員は、現在のコミットメントの下で量的緩和を堅持する姿勢を示す上で、10月に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、と指摘した。

こ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、前々回会合以降、短期ゾーンの債券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、時間軸が長期化した兆しはないが、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、と述べた。

この間、ひとりの委員は、10月に決定した当座預金残高目標の上限引き上げの趣旨に関連して、景気が回復しつつあっても物価下落が続いていれば量的緩和政策を継続することを改めて説明する必要があるとともに、資金需要の高まりに対しては今後とも柔軟に対応すべきであるとの考え方を述べた。

また、信用仲介ルートの育成という観点から、ひとりの委員は、執行部から報告されたシンジケート・ローン債権の適格担保化は、市場型間接金融の発展に向けた取り組みの一つである、この11月に始まった「証券化市場フォーラム」でも、実りのある議論を期待したい、と述べた。

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、設備投資の増加や企業収益の改善が続くなど、企業部門を中心に景気は持ち直している。先日公表されたQEにおいて本年7～9月期の実質GDP成長率が前期比で0.6%増と7四半期連続でプラスとなるなど、わが国経済は緩やかな回復を続けている。
- このように景気が持ち直している状況の中、デフレから脱却し、経済の本格的な回復を確実ならしめる上で引き続き実効性のある金融政策の役割は重要であると考えている。
- 景気の持ち直しに対する当面のリスクは金利および為替の動向である。実体経済の動きを先取りした過度の金利の上昇や実体経済を反映しない急激な円高は景気回復に悪影響を与えるおそれがある。
- 日銀におかれては、これらのことを含め、経済・市場動向について十分注視し、機動的な金融政策運営を実施するとともに今後とも市場に対して量的金融緩和政策を堅持するとの日銀の金融緩和姿勢に揺るぎがないことを引き続き明確に示して頂きたいと考えている。
- また、年末に向けて企業金融を取り巻く環境は厳しくなると予想されている中、こうした資金需要の高まりに対しては弾力的な対応をお願いしたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 7～9月期の実質GDP速報は、前期比0.6%、年率2.2%と7四半期連続のプラスとなった。一方、名目GDPは-0.0%、年率-0.1%とほぼ横這いになるなど依然デフレ傾向は継続している。今月の月例経済報告では、「景気は持ち直している」と基調判断を上方修正した。また、引き続き、株価や為替レートなど金融資本市場の動向には留意する必要があると考えている。
- 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）」の早期具体化を図っている。「基本方針2003」においても、政府・日本銀行一体となった取り組みにより、集中調整期間の後にはデフレは克服できるとみられるとしている。政府においては、制度・政策の改革を推

進するため、経済財政諮問会議において集中審議を行っている。

- 日本銀行におかれては、消費者物価指数を基準とする量的緩和政策継続のコミットメントを明確にされているが、今後とも金融資本市場の動向にも留意のうえ、より効果の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って頂くとともに、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。

採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、当座預金残高目標を27～32兆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。

議長からは、このような見解をとりまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

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、別添のとおり公表すること。

記

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。

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。

この「基本的見解」は当日（11月21日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は11月25日に、それぞれ公表することとされた。

議事要旨の承認

前々回会合（10月9、10日）の議事要旨が全員一致で承認され、11月27日に公表することとされた。

以上

(別 添)

2003 年 11 月 21 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 ～ 32 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 12 月 15、16 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2003 年 12 月 15 日 (14:00 ~ 15:36)

12 月 16 日 (9:00 ~ 11:19)

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 (15 日)

石井 啓一 財務副大臣 (16 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	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
政策委員会室調査役	村上憲司
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(11月20、21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28~31兆円台で推移した。こうした調節の下で、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。

なお、足利銀行の一時国有化の決定(11月29日)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。こうした下で、同日のコールレートの加重平均値は0.001%となるなど、市場は落ち着いた地合いで推移した。

市場では年末を控える中でも、資金余剰感がきわめて強い状況が続いている。

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下で、短期金利は低位安定を続けている。短期国債レートは、一時強含む局面もみられたが、足許では低下している。ユーロ円金利先物レートも低下基調で推移している。

長期金利は、前回会合以降、概ね1.3~1.5%台のレンジでの動きとなっている。民間債流通利回りの対国債スプレッドは、一部に利益確定売りがみられたことなどから幾分拡大したが、足許では落ち着いて推移している。

資産担保証券市場の動向をみると、銀行の自己資本比率の改善等を受けてA B C P以外の資産担保証券の新規組成額は足許減少傾向にあるものの、A B C Pの発行残高は6兆円程度で安定的に推移している。また、A B C P発行レートの対F Bスプレッドは、5~10bpsで推移しており、投資対象として強いニーズがみられる。こうした市場の状況の下で、日本銀行による資産担保証券の買入実績は、A B C Pを中心に約2,500億円(累計ベース)となった。

この間、日本銀行が主催する証券化市場フォーラムにおいては、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、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、見直しを求める意見が寄せられている。

株価は、米国株価の反発等を背景に12月初にかけて幾分持ち直したものの、その後は円高の進行などを受けて軟化した。もっとも、足許ではイラク情勢の好転に対する期待から再び上昇している。

円の対米ドル相場は、米国の「双子の赤字」問題への懸念の強まりなどからドル安センチメントが続く中、足許では概ね107~108円台で推移している。

3. 海外金融経済情勢

米国経済は着実に回復しており、そのモメンタムが強まっている。すなわち、個人消費は減税効果の一服などから一時的に下振れているが、基調としては緩やかに増加している。住宅投資は高水準を維持している。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続いているほか、生産も、力強さには欠けるものの持ち直している。さらに、改善が遅れていた雇用面でも、非製造業を中心に明るい動きがみられている。

金融市場をみると、株価は、第3四半期の実質GDP(暫定推計値、前期比年率+

¹ 「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。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。」

8.2%)など市場予想比強めの経済指標の発表などを受けて11月下旬から上昇し、12月上旬には昨年上期以来の高値を更新した。長期金利は、振れはあるものの、概ねレンジ内での推移となった。FF先物金利などから市場の先行きの金利観をみると、11月末頃にかけて来年春先の利上げ観測が強まったが、ごく最近ではそうした観測は再び後退している。

欧州をみると、ユーロエリアでは、内需は低調裡に推移しているが、輸出・生産が回復し、景気は全体として底打ちしている。第3四半期の実質GDPは前期比年率+1.5%と3四半期振りのプラス成長となった。また、英国では、成長に着実さが増している。金融市場では、米国金融市場と歩調を合わせるかたちで、11月下旬から株価が上昇し、12月初にはドイツ、英国とも昨年夏以来の高値を更新した。

東アジアでは、景気回復の足取りが引き続き強まっている。中国では、内外需ともに力強い動きになっている。多くのNIEs、ASEAN諸国・地域では、IT関連財を中心に輸出・生産が増加している。なお、韓国では内需の低迷が続いているものの、外需に牽引されて生産は回復している。

このように、前回会合以降、世界経済を巡る下方リスクは全体としてさらに後退し、米国、東アジアを中心に景気回復のモメンタムが強まっている。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、米国や東アジア経済の好転を背景に、7~9月に増加に転じた後、10月も7~9月対比でかなりの増加となった。地域別にみると、東アジア向けが、中国の高い成長や世界的なIT関連需要の回復などを背景に引き続き高い伸びとなったほか、8月までは弱めであった米国向けも、自動車の在庫調整が進んだことなどから、ここへきてはつきりと増加に転じている。先行きについても、海外経済が米国、東アジアを中心に高めの成長を続けると予想されることから、増加を続けるものとみられる。

設備投資は、企業収益の改善を背景に、緩やかな回復を続けている。先行きについても、輸出や生産の増加が続く下で、回復傾向がより明確化していくと予想される。ただし、バランスシートの調整圧力や金融面の弱さといった構造面の制約要因が残存していることを踏まえると、キャッシュフローとの対比では慎重な投資姿勢が続く可能性が高い。

家計部門の動向をみると、まず雇用・所得環境については、雇用者数が下げ止まりつつあるほか、賃金の下落にも歯止めがかかってきており、雇用者所得は徐々に下げ止まってきている。先行きについては、生産の増加や企業収益の改善が、雇用・所得面へも次第に好影響を及ぼしていくとみられる。しかしながら、企業は、人件費抑制に引き続き取り組んでいく可能性が高く、当面、雇用者所得の目立った改善は期待しにくい。

個人消費関連指標をみると、耐久消費財についてはデジタル家電を中心に堅調な動きとなっているほか、7~9月には天候要因のため弱さが目立っていた全国百貨店やスーパー売上高などにも持ち直しの動きがみられる。また、消費者コンフィデンスを示す指標も概ね改善している。もっとも、先行きの個人消費については、雇用者所得に目立った改善が期待しにくいことなどから、横這い圏内の動きを続ける可能性が高い。

生産は、7~9月に増加に転じた後、10月も増加した。先行きの生産は、輸出の増加に加え、設備投資の回復や耐久消費財の販売好調にも支えられて増加を続けるとみられる。とりわけ、目先10~12月は、輸出や設備投資がいったん加速する可能性が高いことから、生産の増加テンポもかなり高まることが予想される。

物価動向をみると、国際商品市況は強含んでいるものの、輸入物価は、円高の影響がよ

り強く表われていることから、引き続き下落している。国内企業物価は、3か月前対比で見ると、強含みの動きとなっている。消費者物価（除く生鮮）は、医療制度改革に伴う診療代の上昇やたばこ税引き上げなどに加え、米価格の上昇の影響もあって、10月の前年比は+0.1%と、5年6か月振りにプラスとなった。先行きについては、消費者物価指数の前年比は、米価格の上昇の影響などから当面ゼロ%前後で推移する可能性が高いものの、需給バランスが徐々に改善しつつもかなり緩和した状況の下で、基調的には小幅のマイナスを続けると予想される。

（2）金融環境

クレジット関連の指標をみると、民間銀行貸出はこのところ前年比マイナス幅がわずかながら縮小してきている。この背景をみると、銀行は、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、全体としては貸出姿勢を幾分緩和している。一方、民間の資金需要は、設備投資が緩やかに回復しているものの、キャッシュフローの水準を下回っていることなどから、引き続き減少傾向を辿っている。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や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。

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にある。CPについては、発行金利、対短期国債スプレッドとも低水準で安定しており、年末越えプレミアムはほとんど意識されていない。また、社債については、発行金利の対国債スプレッドが引き続き低水準にある。このような状況の下、CP・社債の発行残高は前年を上回って推移している。

このような貸出および資本市場調達の動きを反映し、民間総資金調達の前年比マイナス幅はわずかながら縮小してきている。

マネタリーベースは、伸びがやや鈍化し、前年比1割台半ばとなっている。マネーサプライ（M2+CD）は、前年比1%台半ばで推移している。この間、広義流動性の伸び率は、特殊要因を除いてみれば、横這い圏内で推移している。

企業倒産は、減少傾向が続いている。

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。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

経済情勢について、委員は、「景気は緩やかに回復している」という認識を共有した。

多くの委員は、最近の経済指標の特徴点として、輸出や生産の増加がより明確になってきている点を挙げ、わが国経済が概ね順調に回復過程を辿り始めていることを示すものと評価した。

米国経済について、多くの委員は、IT関連を中心に企業部門の回復が明確になりつつあるほか、改善が遅れていた雇用面でも明るい動きがみられており、景気回復のモメンタムが強まっている、との認識を示した。

ひとりの委員は、米国経済の先行きについて、これまでの家計部門を中心とする回復から企業部門を起点とする回復への転換が順調に行われる見通しが強まっており、減税効果の一面にもかかわらず、持続的な成長に結び付く蓋然性が高まりつつある、との見方を示した。

別のひとりの委員は、米国経済の回復は、労働生産性の驚異的な伸びに支えられており、供給力の増加に伴い需給ギャップの縮小テンポが緩やかなものにとどまる可能性がある、との認識を示した。そのうえで、この委員は、雇用の改善が予想外に早く始まっていること、生産者物価が原材料・中間財等を中心に上昇傾向にあること、米ドル相場の減価が進んでいることなどを踏まえると、こうした労働生産性の伸びにもかかわらず、来年半ばには需給ギャップの縮小による物価上昇率の下げ止まり傾向が明確になるのではないか、との見方を述べた。

中国経済について、何人かの委員は、IT関連財を中心に輸出・生産が増加しているほか、個人消費などの内需も増勢を維持しており、高い成長を続けている、と述べた。これらの委員は、足許の物価が食料品を中心に上昇基調にあることを指摘したうえで、景気はやや過熱気味に推移しており、中央銀行の引締めの金融政策運営が経済・物価面に与える効果が注目される、との見方を示した。

海外経済の先行きに関して、米国の「双子の赤字」やイラク情勢を巡る地政学的リスクなど様々な不確定要因は残存しているものの、全体として減速のリスクはやや後退しているとの認識が共有された。

こうした海外経済情勢の下で、輸出は明確に増加しているとの認識が共有された。ひとりの委員は、夏場まで弱めであった米国向けについても、現地在庫調整の進捗などを背景に自動車関連が増加するなど、ここにきてようやくはっきりと回復していることが注目される、と述べた。

企業部門の動向について、多くの委員は、12月短観において企業の業況感が一段と改善していることが確認できた、との見方を示した。何人かの委員は、業況感は製造業大企業で大幅に改善しているほか、非製造業や中小企業でも改善の動きが継続しており、景気回復の動きが徐々に広がりつつある、との認識を示した。もっとも、ひとりの委員は、非製造業や中小企業の業況感の改善は引き続き小幅なものにとどまっており、景気回復の広がりにはさほど進んでいないとみるべきではないか、との意見を述べた。別のひとりの委員は、企業の損益分岐点の低下が鈍化しつつあることなどを指摘したうえで、業況感や利益率が先行き一段と改善するかどうかについては予断を許さないのではないかと、この見方を示した。

設備投資については、企業収益が引き続き改善していることなどを背景に、緩やかに回復しているとの認識が共有された。何人かの委員は、7～9月のGDP統計（2次速報値）において、実質ベースの設備投資が大幅に下方修正されたことを指摘したうえで、資本財出荷が増勢に転じていること、先行指標である機械受注も再び大きく増加していること、短観をみても本年度の設備投資計画は非製造業や中堅・中小企業を中心に上方修正されていることなどを踏まえれば、設備投資は緩やかに回復しているとの基調に変化はない、との見方を示した。

個人消費について、ひとりの委員は、所定外給与が増加していることや、株価の上昇等を受けて消費者のマインドが好転していることなどを背景に、消費の持ち直しとみられる動きが散見される、と述べた。別のひとりの委員も、企業の人件費抑制の動きが続く中で、所得が目立って改善するとは見通し難しいことなどを考えると、個人消費は当面横這い圏内の動きを続ける可能性が高いものの、足許の指標に関しては、デジタル家電を中心に耐久消費財の販売が堅調な動きとなるなど一部に底固さがみられる、との見方を示した。この間、別の委員は、所得環境が大きく好転しないにもかかわらず消費が底固く推移している背景として、家計の貯蓄率の低下や貯蓄の取り崩しの動きが広がっていることを指摘したうえで、先行きについては個人消費が弱含むリスクも念頭に置く必要がある、と述べた。

何人かの委員は、年金制度改革に伴う保険料負担の増加が、家計や企業のマインド面

に影響を及ぼす可能性があり、今後の議論を注視する必要がある、との認識を示した。

物価情勢に関し、10月の消費者物価指数（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議論が行われた。多くの委員は、足許の物価動向には景気の回復に伴うマクロ的な需給ギャップの縮小や、企業の低価格戦略の落ち着きもある程度影響しているものの、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おり、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、との見方を示した。この間、ひとりの委員は、国際商品市況の強含みや中国における物価の上昇が、わが国の消費者物価にも影響を及ぼす可能性がある点に留意すべきである、と述べた。別のひとりの委員は、消費者物価指数の今後の動向を占う上では、雇用・所得が安定的に増加傾向を辿るかどうかがポイントである、との意見を述べた。

何人かの委員は、GDPデフレーターがマイナス幅を縮小する方向で改訂されたことについて、統計的に把握される実質GDP成長率の先行き見通しに影響を及ぼす可能性も含めて検討していく必要がある、との認識を示した。

以上をまとめた経済・物価情勢全体への評価として、多くの委員は、10月末に公表した「展望レポート」の「標準シナリオ」に概ね沿っている、との見解を述べた。

2. 金融面の動向

金融面では、何人かの委員が、足許の円高は他通貨に対するドルの全面安という側面が強く、米国の「双子の赤字」に対する懸念や、イラク情勢を巡る地政学的リスクがその背景にある、との見方を示した。ひとりの委員は、米国経済が力強く回復していることを踏まえれば、米国の経常赤字は当面増加する可能性が高く、更なるドル安要因となるリスクがある、との意見を述べた。

こうした円高が経済活動や企業マインドに与える影響について、何人かの委員は、短観の結果などからみるかぎり、現在までのところ限定的なものにとどまっているとの認識を示した。そのうえで、委員は、為替市場の動向やこれが実体経済に与える影響について注意深くみていく必要があるとの認識を共有した。

また、株価の動向についても、何人かの委員が言及した。ひとりの委員は、現在の株価水準はファンダメンタルズと大きく乖離しているとは言えない、との見方を示した。別のひとりの委員は、景気に関する好材料は既に株価に織り込まれており、株価が一段と上昇するためには企業の収益性が改善する必要がある、と述べた。

短期金融市場については、多くの委員が、日本銀行による機動的な資金供給の効果もあって、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。

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、何人かの委員が意見を述べた。これらの委員は、マネーサプライ、とりわけM2 + 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下では、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。このうち、ひとりの委員は、M2 + CDと実体経済活動の間には、非常に長い目でみればある程度関係がみられるが、90年代後半以降、そうした両者の関係が不安定化している、との見方を示した。別のひとりの委員は、最近の数年間については、マネーサプライの伸びは金融システム不安と正の相関を示しており、金融システム不安が高まればマネーサプライの伸び率が高まり、金融システム不安が鎮静化すればマネーサプライの伸び率が低下するということもできる、と

述べた。また、さらに別の委員は、構造調整の過程においては、金融政策の効果をマネーサプライの伸び率で判断することは適当ではない、との見方を示した。

・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、委員は、前述のような、景気が緩やかに回復しているという情勢判断の下、現在の「27～32兆円程度」という当座預金残高目標を維持することが適当であるとの認識を共有した。

複数の委員は、金融機関の年末越え資金の調達は概ね順調に推移しているが、必要な場合には「なお書き」も活用しつつ、潤沢な資金供給を行い、市場の安定を確保していくことが重要である、と述べた。ひとりの委員は、市場が落ち着いて推移する中でも、年度末越えなど長めの資金に対する市場のニーズは引き続き強く、こうしたニーズをうまく汲み取りながら金融調節を行う必要があると述べた。

ひとりの委員は、金融政策運営に当たっては、様々なマネー指標の中でもマネタリーベースに注目すべきであり、その伸びを中長期の名目成長率に見合ったかたちで安定的に増加させる政策運営が、デフレの克服だけでなく、長期金利の安定化にも資する、との見方を示した。別のひとりの委員は、マネタリーベースの約7割を占める銀行券については、そもそも日本銀行が直接的にコントロールするのは困難であるうえ、現在の銀行券発行残高の対名目GDP比率は長期的なトレンドを大きく上回って推移しており、金融システムの安定化などに伴って減少する可能性があることなどを考えると、マネタリーベースに注目した政策運営には問題が多い、と述べた。

執行部から報告のあった資産担保証券の買入れについても、議論が行われた。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、見直しの余地があるかどうかについて検討を行うこととしてはどうかとの意見を述べ、すべての委員がこれに賛同した。ある委員は、見直しに当たっては、現行スキームの導入時の考え方の基本線はしっかりと守るべきである、と述べたほか、何人かの委員は、市場の健全な発展を主眼とすべきであり、日本銀行による買入実績を増やすことに重点を置くべきではない、との見解を示した。

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、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により対外公表することを、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、設備投資の増加や企業収益の改善が続くなど、企業部門を中心に景気は持ち直している。
- こうした状況の中、政府としてはこれまでの「改革断行予算」という基本路線を継続し、構造改革を一層推進し、活力ある経済社会と持続的な財政構造の構築を図るべく、平成16年度予算編成を行うこととしている。
- 景気が持ち直している中、依然としてデフレが継続している。デフレはそれが緩やかなものであったとしても、長く続くことで人々のデフレ心理を深刻化・定着化

させることにより、デフレの克服を一層困難にするものとする。日本銀行におかれては、これまでもデフレの克服に向けた金融政策運営を行ってこられたが、デフレ心理の転換に繋がるように働きかけるにはどのようにしたらよいかという観点からも一段と工夫を講じられないか、更なる検討を進め、実効性のある金融政策を実施して頂きたいと考えている。

- また、今後とも金利や為替の動向を含め、経済・市場動向について十分注視しながら、わが国金融システムの安定を確保すべく機動的な金融政策運営を実施して頂きたいと考えている。
- なお、年末に向けて企業金融を取り巻く環境は厳しくなると予想されている中、こうした資金需要の高まりに対しても、弾力的な対応をお願いしたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 景気は持ち直している。株価や為替レートなど金融資本市場の動向には、引き続き留意する必要があると考えている。
- わが国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」の早期具体化を図っている。「基本方針 2003」においては、政府・日本銀行一体となった取り組みにより、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。また 12 月 5 日には、改革断行予算を継続するとの方針を示した「平成 16 年度予算編成の基本方針」を閣議決定した。さらに、「平成 16 年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」の策定および「改革と展望」の改定を行うこととしている。
- 政府は、12 月 1 日、金融危機を未然に防ぐため、足利銀行の特別危機管理を開始するとともに、同行が業務を行っている地域の金融及び経済の安定に万全を期すこととした。政府としては、今後とも金融システム安定確保に万全の対応をとっていく。
- 日本銀行におかれては、消費者物価指数を基準とする量的緩和政策継続のコミットメントを明確にされているが、今後とも金融資本市場の動向にも留意のうえ、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って頂きたい。また、現在の情勢を踏まえた物価の安定を巡る諸問題も含め、金融政策運営の基本的枠組みの検討を進め、2005 年度のデフレ克服を目指す観点からさらに実効性のある金融政策運営を行うことを期待する。

採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、当座預金残高目標を 27～32 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。

議長からは、このような見解をとりまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

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27～32兆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。

この「基本的見解」は当日（12月16日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は12月17日に、それぞれ公表することとされた。

・議事要旨の承認

前々回会合（10月31日）および前回会合（11月20、21日）の議事要旨が全員一致で承認され、12月19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、2004年1月～6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12月16日

日 本 銀 行

資産担保証券の買入基準見直しの検討

1. 資産担保証券市場の発展は、信用仲介機能の向上を通じて経済の持続的成長に貢献するとともに、金融緩和効果の浸透を図る上でも意義がある。このような認識の下、日本銀行では、同市場の長期的な発展に貢献するという観点に立って、市場の基盤整備に向けた市場参加者の様々な努力を支援している。
2. 日本銀行による資産担保証券の買入れも、そうした支援の一環である。日本銀行は、制度発足時に、資産担保証券市場の発展の状況や日本銀行の財務の健全性等を勘案しつつ、買入基準の見直しを行っていく用意があることを明らかにしている。今回の政策委員会・金融政策決定会合では、執行部より、資産担保証券市場の動向や日本銀行による買入れの実績に加え、日本銀行の主催する証券化市場フォーラムで出された市場関係者の意見が報告された。委員からは、実際の買入れの経験を踏まえて、見直しの余地があるかどうかについて検討を要請する意見が出された。
3. これを受けて議長は、本件について検討を行い、次回の金融政策決定会合において報告するよう、執行部に指示した。

以 上

(別添 2)

2003年12月16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27～32兆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 12 月 16 日
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程 (2004 年 1 月 ~ 6 月)

	会合開催	金融経済月報 (基本的見解) 公表	(議事要旨公表)
2004 年 1 月	1 月 19 日<月>・20 日<火>	1 月 20 日<火>	(3 月 2 日<火>)
2 月	2 月 5 日<木>・6 日<金>	2 月 6 日<金>	(3 月 19 日<金>)
	2 月 26 日<木>	—	(4 月 14 日<水>)
3 月	3 月 15 日<月>・16 日<火>	3 月 16 日<火>	(4 月 14 日<水>)
4 月	4 月 8 日<木>・9 日<金>	4 月 9 日<金>	(5 月 25 日<火>)
	4 月 28 日<水>	—	(6 月 18 日<金>)
5 月	5 月 19 日<水>・20 日<木>	5 月 20 日<木>	(6 月 30 日<水>)
6 月	6 月 14 日<月>・15 日<火>	6 月 15 日<火>	未定
	6 月 25 日<金>	—	未定

(注1) 金融経済月報の「基本的見解」は原則として 15 時に公表 (ただし、決定会合の終了時間などによっては変更する場合がある)。

(注2) 金融経済月報の全文は「基本的見解」公表の翌営業日 (14 時) に公表 (英訳については 2 営業日後の 16 時 30 分に公表)。

(注3) 「経済・物価の将来展望とリスク評価 (2004 年 4 月)」の「基本的見解」は、4 月 28 日<水> 15 時 (背景説明を含む全文は 4 月 30 日<金>14 時) に公表の予定。

以 上

(16 年 1 月 19、20 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2004 年 1 月 19 日 (14:00 ~ 15:41)
1 月 20 日 (9:00 ~ 12:40)

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)
	石井 啓一	財務副大臣 (20 日)
内閣府	中城 吉郎	政策統括官 (経済財政 - 運営担当) (19 日)
	伊藤 達也	内閣府副大臣 (20 日)

(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	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 (20 日)
政策委員会室調査役	村上憲司
企画室企画第 2 課長	吉岡伸泰 (20 日 9:00 ~ 9:30)
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 (20 日 9:00 ~ 9:30)

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(2003年12月15、16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29~31兆円台で推移した。こうした調節の下で、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、概ね0.001%で推移し、1月13、14日にはマイナス金利となった。

市場では資金余剰感がきわめて強く、年末年初はここ数年で最も平穏な状況となった。

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下で、短期金利は総じて低位で安定している。

長期金利は、押目買い・戻り売り意欲の強い展開となり、概ね1.2%台後半~1.4%の狭いレンジでの動きとなっている。民間債流通利回りの対国債スプレッドは、ほぼ横ばい圏内で推移している。

株価は、米国株価の上昇やわが国の景気回復期待を背景に、幅広い銘柄で上昇し、最近では日経平均株価は11千円程度で推移している。

為替市場では、米国の「双子の赤字」問題への懸念や地政学的なリスクを背景に、ドル安センチメントが強い状況となっている。こうした中、円の対米ドル相場は、介入警戒感もあって、小幅の円高となっている。一方ユーロの対米ドル相場は、ユーロ発足以来の最高水準まで大幅なユーロ高が進んだのち、当局者の牽制発言などを受けて、ユーロ安方向に戻している。

3. 海外金融経済情勢

米国経済は着実に回復しており、そのモメンタムが強まっている。個人消費は、減税効果で好調であった7~9月の後、10~12月も堅調であり、クリスマス商戦はますますの仕上がりとなった模様である。設備投資は、振れはあるもののIT関連を中心に増加している。生産も、力強さには欠けるものの持ち直している。さらに、改善が遅れていた雇用面でも、非製造業を中心に明るい動きがみられている。

金融市場をみると、株価は、企業収益の改善期待の高まりなどを背景に上昇している。一方、長期金利は、金融緩和の長期化観測が強い中、市場予想比弱目の雇用統計の公表もあって、水準を切り下げている。

ユーロエリアでは、個人消費、設備投資など内需は低調裡に推移しているが、輸出・生産が回復し、景気は全体として底打ちしている。物価面では、今のところユーロ高の影響は表面化しておらず、消費者物価指数の前年比上昇率は2%前後で推移している。金融市場では、米国の動向を受けて、株価の上昇と長期金利の低下がみられる。

東アジアでは、景気回復の足取りが引き続き強まっている。中国では、内外需ともに力強い動きが続いている。NIEs、ASEAN諸国・地域では、IT関連財を中心に輸出・生産が増加している。

このように、世界経済が下振れるリスクは、全体として弱まっている。

¹ 「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。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。」

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

10～11月の輸出は、東アジア向けが引き続き好調なことに加えて、米国向けも増加に転じ、7～9月対比で+6.3%と高い伸びを示した。品目別では、情報関連財や半導体製造装置などの資本財が増加を続けているほか、デジタル家電などの消費財が著増した。この間、輸入も、輸出ほどの勢いはないにしても着実に増加しており、国際的な分業体制が拡大していることが窺える。

設備投資は、緩やかな回復を続けている。10～11月の資本財出荷（除く輸送機械）は、半導体製造装置やコンピュータに加えて、大口のスポット案件もあったことから、7～9月対比で+7.0%の大幅増となった。

企業収益をみると、大企業は順調な増益を続ける見込みである。この間、中小企業では、製造業では持ち直しているものの、非製造業や小規模な企業では厳しい状況が続いている。

11月の個人消費関連指標は、暖冬の影響等から弱めの動きとなったが、10～11月を均してみれば、横ばい圏内で推移している。

こうした状況下、生産は、7～9月に前期比+1.3%と増加に転じた後、10～11月も7～9月対比で+3.7%と大幅な伸びとなった。この間、在庫はなお低水準で推移している。

雇用・所得面では、雇用者数は下げ止まりつつあり、賃金の下落にも歯止めがかかってきている。この間、求人関係指標の改善が目立つものの、失業率はなお高水準で推移している。

物価動向をみると、国際商品市況は強含んでいるものの、輸入物価は、円高の影響がより強く表われていることから、引き続き下落している。国内企業物価は、内外商品市況の上昇や米・肉類の上昇を受けて、3か月前比で見ると、強含みの動きとなっている。消費者物価（除く生鮮）は、米価格の上昇などの一時的要因も押し上げに働く中、ゼロ%近傍で推移している。先行きも、当面はゼロ%前後で推移する可能性が高いが、基調としては、需給バランスが徐々に改善しつつもかなり緩和した状況の下で、小幅のマイナスを続けると予想される。

(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、傾向としては、前年比減少幅がわずかながら縮小してきている。銀行は、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、全体としては貸出姿勢を幾分緩和している。一方、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、キャッシュフローが設備投資を上回る状況が続いていることなどから、引き続き減少傾向を辿っている。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や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。

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にある。発行金利における信用スプレッドは引き続き低水準で安定しており、発行残高は前年を上回って推移している。この間、株価の上昇を背景に、このところ、転換社債の発行や公募増資などエクイティファイナンスが増加している。

このような貸出および資本市場調達の動きを反映し、民間総資金調達の前年比マイナス幅は、均してみれば、わずかながら縮小してきている。

銀行券発行残高の伸び率は、金融システムに対する不安感が後退してきていることなどから、低下傾向を続けている。こうした中で、マネタリーベースの伸び率は、前年比1割台半ばに低下している。マネーサプライ（M2+C D）は、前年比1%台半ばの伸びとなっている。この間、広義流動性の伸び率は、横ばい圏内で推移している。

・「資産担保証券買入基本要領」の一部改正等

1. 執行部からの報告

前回会合における議長指示を受けて、執行部では、資産担保証券の買入れに関し、見直しの余地があるか検討してきた。その結果、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、A B C P等について単数の格付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。

2. 委員会の検討・採決

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す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を改めて共有した。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、との意見が表明された。この間、複数の委員は、銀行の資本制約が緩和されている中、基準を緩和しても、市場での発行や日本銀行の買取りが増えない可能性があるが、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とコメントした。

こうした議論を経て、「資産担保証券買入基本要領」の一部改正等が、全員一致で決定され、別紙1のとおり、対外公表することとされた。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

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とどまる」という認識を共有した。

多くの委員から、前回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が示された。

まず、海外経済に関して、多くの委員は、米国経済はよりバランスの取れた成長の姿となってきたとの見方を示した。ある委員は、クリスマス商戦など家計支出は引き続き堅調であると述べた。何人かの委員は、生産や設備投資が回復していることに触れた。雇用については、ある委員が、12月の雇用統計をみると雇用回復の持続性に疑念が残る、とコメントした。一方、複数の委員は、一部に弱い指標もみられるものの、雇用の改善傾向は定着してきている、との評価を示した。別の複数の委員は、米国経済は想定よりも強く、潜在成長率を上回る成長となる蓋然性が高いと述べた。このうちひとりの委員は、需給ギャップが縮小するとみられることや、実質金利が自然利子率に比べて低位にあると考えられることを踏まえれば、年央以降ディスインフレーション傾向は弱まるのではないかと付け加えた。

この間、多くの委員が、米国経済や世界経済に対するリスク要因として「双子の赤字」

の問題に言及した。ある委員は、双子の赤字に端を発するドル資産からの逃避や地政学的なリスクの顕現化といった通常の景気判断には織り込みにくいリスクが存在している、との認識を示した。何人かの委員は、国際資本市場の発展によって、対外不均衡の持続可能性は高まっていると述べた。ひとりの委員は、不均衡が縮小する可能性として、アジア・欧州の内需の拡大、米国の内需の低下、為替相場の調整のいずれかが考えられるが、このうちとがある程度起こる形で不均衡を支えている、と整理した。複数の委員は、こうした状況下、アジアや日本による為替市場介入が行われ、その資金が米国債などの投資に向かっている、という面もあると指摘した。ある委員は、米国の金融資本市場は、ドル安、低金利を維持しながら、資本流入を図り、資産価格を支えるという微妙なバランスの上に立っている、と表現した。

複数の委員は、世界的なIT需要の回復が、国際分業体制の中でNIEs諸国などにも好影響を与えている、と述べた。また、多くの委員が、中国について、高い成長を続けているとの認識を示した。このうち何人かの委員は、景気過熱のリスクや、電力不足などの供給面のボトルネック発生の可能性を指摘した。この点に関して複数の委員が、当局の引き締め政策の効果に注目していると述べた。

ユーロエリアの景気について、複数の委員が底を打ったとの見方を示した。さらに、何人かの委員が、原油など一次産品の価格の上昇などもあって、中南米などのエマージング諸国においても、回復の動きがみられると指摘した。

こうした下で、多くの委員が、世界同時回復の様相を呈しているとの認識を示した。ある委員は、世界経済は、成長率見通しの上方修正が続く中、株価は上昇し、金利は低位で安定するなど、順調な展開となっていると述べた。また、ひとりの委員は、先進国で構造改革や生産性の向上がみられることに加え、経済のグローバル化が進展していることから、高い成長の割には過熱感や金融資本市場での歪みなどは具体的に顕現化していない、とコメントした。

多くの委員は、こうした海外経済の回復の影響は、わが国の輸出・生産・設備投資にも明確に表われているとの認識を示した。

輸出については、東アジア向けのIT関連財や資本財、米国向けのデジタル家電などを中心に、かなりの増加となっているとの認識を共有した。

また、生産も、大幅に増加していることが確認された。ある委員は、IT産業などでは中堅・中小企業を含めて業績の回復がみられると述べた。別のある委員は、デジタル家電は、わが国の得意分野であり、アナログ家電の更新という大きな潜在需要がある、として、その広がり期待を表明した。この間、ひとりの委員は、10～11月は、米国において高価なデジタル家電がクリスマス商戦に集中して売れたことなど一時的な要因もあり、1～3月の生産は増加するにしても伸び率は鈍化するとみられるとの見解を述べた。またもうひとりの委員は、一部業種の在庫増加などを捉えて、生産は当面のピークを打つ懸念もあるとコメントした。

設備投資については、半導体製造装置などIT関連を中心に回復しているという認識を共有した。ある委員は、設備投資は予想以上の強さと広がりを見せていると述べた。別の委員は、生産能力指数が低下しており、企業の選択と集中の下、設備面の調整が進んでいる姿が窺われると述べた。この間、ひとりの委員は、10～11月の資本財出荷は大幅増となったが、これには、いくつか大口スポット案件がみられたことなど一時的に良い材料が重なった面もある、と指摘した。別のある委員は、非製造業の機械受注は低迷していると述べた。もっとも、ひとりの委員は、来年度はスーパーの出店が増加する見込みであり、非製造業の設備投資の先行きや商業地価への影響にも注目しているとコメントした。

企業収益について、ある委員は、上場企業のROA、ROEなどはバブル崩壊以降のピーク水準まで回復していると述べた。もっとも、中小・零細企業の収益回復ははかばかしくないと付け加えた。また、何人かの委員が、企業間の業績の格差は大きくなっていると

指摘した。ある委員は、世界経済との接点の少ない地方経済や非製造業の一部は、低迷が続いているとコメントした。

こうした企業部門の回復の雇用・所得環境や個人消費への波及は限定的である、との認識が共有された。

ある委員は、企業のリストラ意欲はなお強く、企業業績回復の影響が所得面全般に波及する気配は感じられない、と述べた。別の委員は、賃金は全体としては下げ止まりつつあるが、所定内給与がわずかながらマイナスを続けているなど、当面は伸び悩むものとみられる、との見方を示した。この委員を含めて複数の委員が、先行き社会保険料負担が増えることなども加味すれば、可処分所得はより抑えられることになる、と指摘した。

そうした下で、個人消費は、横ばい圏内の動きとなる可能性が高いとの認識を共有した。ある委員は、株価の回復や金融システム不安の後退などから消費者マインドは改善しているが、個人の消費態度にも2極化がみられるとコメントした。別のひとりの委員は、所得の減少が続いてきた中で、家計貯蓄率が低下していると指摘し、個人消費の先行きは楽観できないと述べた。

物価面では、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。複数の委員は、現在予想されている程度の成長率では、デフレ克服には力不足であると述べた。このうちひとりの委員は、円高の中で輸入物価が下落を続けており、その影響も懸念されると付け加えた。

この間、複数の委員は、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。また、別の委員は、一部には、国際商品市況や海上運賃の上昇を受けて、製品価格に転嫁する動きもみられるとコメントした。この点に関連して、ある委員はグローバルな観点から、物価の動向についての見方を整理した。すなわち、素材などの国際商品市況は上昇しているが、中国の豊富な潜在的労働力や米国の高い生産性によって吸収されており、最終財の価格は下落している、と指摘した。そのうえで、中国での供給面のボトルネックの発生や米国での生産性上昇の一巡によって、こうした条件が崩れた場合の影響について、可能性は高くないにしても、意識しておきたいと述べた。この間、別の委員は景気回復の中でデフレマインドにも変化が生じないか注目していきたいと述べた。

2. 金融面の動向

多くの委員は、短期金融市場は安定しているとの認識を示した。ある委員は、年末特有のプレミアムの発生もみられず、昨年10月以降当座預金残高の目標レンジを拡大して柔軟な対応が可能な体制を整えておいた効果があったとコメントした。この間、複数の委員が、為替市場介入によるF Bの大量発行について、市場が意識し始めていると述べた。

また、多くの委員が、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。複数の委員は、米国の長期金利の低下について、高い生産性の下でコアCPIの上昇率の低下傾向が続いており、その下で金融緩和の長期化が予想されていることや、為替市場介入資金を含めた資本の流入が続いていることが背景にあると指摘した。そのうえで、こうした状況に変化が生じ、米国の長期金利が上昇した場合、世界経済に悪影響を与えるリスクがあるとの見方が示された。

多くの委員が、為替市場では、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。

何人かの委員は、対ユーロでは円高となっておらず、実効為替レートの上昇幅は円ドル相場ほどではないと指摘したうえで、世界経済が回復していることや、企業の体質強化や

海外生産が進んでいることも踏まえれば、円高が企業業績に与える直接的な影響は現在までのところ大きくないと述べた。ただ、これらの委員は、同時に、これ以上の円高は日本経済に一層のデフレーションをもたらしとの懸念を表明した。このうちひとりの委員は、ドル安センチメントが強いことや、円がユーロに比べれば緩やかな上昇にとどまっていることを考えると、さらに円高が進むリスクもあると述べた。また別の委員は、さらなる円高は、連結ベースでの企業業績にネガティブな影響を与える恐れがあるほか、やや長い目でみると生産の海外移転などの動きを加速させ、中小企業などに影響を与える恐れもあり、企業心理は慎重さを増していると指摘した。

銀行貸出について、ある委員は、銀行の貸出姿勢は積極化しているが、業績好調の企業は手許資金が潤沢で借入れニーズに乏しく、債務返済姿勢も強いとして、貸出が伸びる状況ではないと述べた。別の委員は、マネーサプライの伸び率低下について、金融情勢の安定化に伴って、より高いリターンを求めて資金シフトが生じたことによる面も大きく、広義流動性の伸び率は安定している、と指摘した。

何人かの委員は、銀行券残高の伸び率が低下していることに関して、その背景には、超低金利が長く続いたためこの面からの銀行券需要押し上げ効果が徐々に薄れてきていることや、金融システムに対する不安感が後退してきていることなどがあると指摘した。このうちひとりの委員は、銀行券の動きの背景やその意味合いは、一般にはわかりにくい面もあるので、良く説明していく必要があると付け加えた。

3. 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、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、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。

多くの委員から、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、との認識が示された。ただ、これには、前述の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見られていないこと、などが指摘された。こうした認識の下で、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。

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および国内民間需要の動向が挙げられる、との見方で一致した。また、海外経済については、下振れるリスクが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。

・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、デフレ克服が展望できない中であっては、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、と述べた。別の委員も、中間評価で概ね標準シナリオに沿った動きとの認識が共有されたが、これは、緩やかな景気回復と小幅の物価下落基調が続くということの意味する、日本経済や日本銀行にとっての課題は、こうした景気回復の動きをより確かなものとし、デフレ克服を目指していくことである、との見

解を示した。

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。

ある委員は、量的緩和政策は、流動性懸念の払拭や長めの金利を含めた金利・信用スプレッドの低位での推移など金融市場の安定や、緩和的な企業金融環境を維持することに寄与し、実体経済をしっかりとサポートしている、としたうえで、今回、一段と潤沢な資金供給を行うことを通じて、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すことは、市場や人々に安心感を与え、ポジティブな行動を促すことにもつながる、と述べた。また、別の複数の委員も、景気回復の動きが明確になってきている中で、前向きのモメンタムを促す効果が期待できるのではないかとこの見方を示した。これらの委員の中からは、こうした点は伝統的な金利低下の効果のように波及のメカニズムが明確ではないだけに、今後とも、効果や副作用をよく点検しながら政策運営を行っていく必要があるが、今回の目標引き上げによって経済主体のマインド面に好影響が生じることを期待するとの認識が示された。

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。複数の委員は、輸出中心の回復過程にあることを踏まえると、円高に伴う将来のリスクの芽をつむとともに、経済を下支えしていくことが重要であるとコメントした。もっとも、このうちひとりの委員は、ターゲットの引き上げが直接的な円高対策のための追加緩和と受け止められるリスクもある、と付け加えた。

また、短期金融市場の状況とその下での当座預金残高目標引き上げの効果についても議論があった。ある委員は、短期金融市場が落ち着いていることは事実であるが、金融機関のALM上のニーズなども踏まえれば、オペに対する需要はあるのではないかと述べた。別の委員は、為替市場介入の増加などによって市場では日本銀行の資金供給オペが減少するのではないかとといった不安感があり、ターゲットの引き上げによって本行のスタンスを改めて示すことが適当であるとの見方を示した。もうひとりの委員も、資金吸収オペの頻度が高まり、介入資金の流入により金融機関間で資金の偏在がみられることなどを考えると、オペ技術上の観点からも引き上げが適当であるとコメントした。

この間、ひとりの委員は、財政政策をあまり急速に引き締めないことで名目公債残高が伸びることと、マネタリーベースが伸びることが相俟って、デフレから脱却できるとコメントした。別の委員は、ペイオフ解禁を控えて金融システム問題の総仕上げの時期になるということを考えても、この段階で金融政策上の保険を掛けておく意味はあると述べた。

これに対して、ひとりの委員は、量的緩和政策には、長めの金利を含めた金利の低下、スプレッドの低下など金融市場の安定や、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。また、短期金融市場は落ち着いており、金融機関の一部には日銀当座預金を圧縮する動きもある、と述べた。さらに、この委員は、短期金利がほぼゼロ%となっている下では、マネタリーベースと成長率・物価変化率・為替レートなどとの関係は理論的に明確でないし、特に90年代半ば以降は経験的にもはっきりしない、との見方を示したうえで、現在の状況で引き上げを行えば、マネタリーベースの低下に対

応したものと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採った。

また、もうひとりの委員は、量的緩和政策は金融システムの安定性の維持・景気の下支えに貢献してきたが、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などの状況下では、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、と述べた。この委員は、時間軸に対する市場の信認は十分高くなっていると付け加えた。また、マネタリーベースは、ストックとしては十分供給されており、今はそれが動き出し、経済活動の活発化につながる芽が出てきているかどうか見極める時期にあると述べた。

この委員は、量的緩和政策の副作用として、問題企業の退出や金融機関の不良債権問題への対処を遅らせてきた面があるほか、短期金融市場の機能を犠牲にしてきた、と述べた。これに対して、別の委員は、ある程度の市場機能の低下は覚悟のうえで、量的緩和政策を行ってきたのではないかとコメントした。この間、ある委員は、ごく一部に金融機関間でターム物取引が行われるなど市場機能の回復の芽もみられると指摘し、市場調節の面ではこうした点にも配慮することが適当である、と述べた。

・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、これまでの構造改革の成果をさらに浸透させるとともに、構造改革の加速・拡大が重要であると考えている。こうした観点から平成 16 年度予算案においては、財政規律を維持しながらも民間活力を引き出すことに重点を置くなど、メリハリある配分による予算の質の向上を図ったところである。政府としては、今後とも各分野における構造改革を推進し、民間需要主導の持続的な成長を目指して参りたい。
- わが国経済の現状をみると、設備投資や輸出の増加など企業部門を中心に景気は着実に回復している。このような中、依然として継続しているデフレの克服こそが我々が直面している最大の懸念である。デフレ克服に向け、日本銀行におかれては、今般決定された資産担保証券の買入要件の見直しなど、金融政策の波及メカニズムを強化するための取組みに加えて、デフレ心理の転換に向けて一段と工夫を講じられないか、さらなる検討を進め、さらに実効性のある金融政策を実施して頂きたい。
- また、今後とも金利や為替の動向を含め、経済・市場動向について十分注視しながら、機動的な金融政策運営を実施して頂きたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 景気の基調判断については、19 日の月例経済報告等関係閣僚会議において、「景気は、設備投資と輸出に支えられ、着実に回復している」と先月より上方修正して報告した。引き続き為替レートなど金融・資本市場の動向には留意する必要があると考えている。
- 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。このため政府は、「平成 16 年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」および「改革と展望 2003 年度改定」を 19 日に決定し、平成 16 年度予算案を国会に提出したところである。

- デフレ克服のためには、構造改革の加速・拡大の政策努力を進める中で、政府の行うより強固な金融システムの構築に向けた取組みと日本銀行による金融政策の波及メカニズムの強化等を通じ、資金供給が拡大していくことが重要である。「改革と展望」でも、政府、日本銀行一体となった取組みにより、集中調整期間の後にはデフレが克服できるという経済の展望を示している。
- 日本銀行におかれては、消費者物価指数を基準とする量的緩和政策継続のコミットメントを明確にされているが、今後とも金融・資本市場の動向にも留意の上、「改革と展望」で示したような中期の経済の姿を実現するために、デフレ克服を目指してさらに実効性ある金融政策運営を行って頂きたい。

採決

以上の議論を踏まえ、多くの委員は、当面の金融市場調節方針について、当座預金残高目標を引き上げ、30～35兆円程度とすることが適当である、との考え方を共有した。その際、実際のオペレーションに当たっては、従来と同様の考え方に立って、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。

議長からは、このような見解をとりまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

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。

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、福岡委員

反対：田谷委員、須田委員

田谷委員は、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、様々な誤解を生む惧れがある、として反対した。

須田委員は、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こと、短期金融市場は安定していること、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こと、金融市場調節上のテクニカルな問題はないことなどから、反対した。なお、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、と付け加えた。

・ 対外公表文の検討

続いて、対外公表文について検討が行われ、採決に付された。採決の結果、別紙 2 の対外公表文が賛成多数で決定され、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、中原委員、
春委員、福間委員

反対：田谷委員、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。

この「基本的見解」は当日（1月 20 日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は 1 月 21 日に、それぞれ公表することとされた。

・ 議事要旨の承認

前回会合（2003 年 12 月 15、16 日）の議事要旨が全員一致で承認され、1 月 23 日に公表することとされた。

・ 金融政策決定会合の開催予定日等の変更の承認

最後に、2004 年 2 月第 1 回目の金融政策決定会合の開催予定日等を、別紙 3 のとおり変更することが承認され、即日対外公表することとされた。

以 上

(別紙 1)

2004 年 1 月 20 日
日 本 銀 行

資産担保証券の買入基準見直しについて

1. 日本銀行は、昨年 12 月の政策委員会・金融政策決定会合における議論を受けて、資産担保証券の買入基準に関して見直しの余地があるかどうかについて検討を行ってきたが、本日の金融政策決定会合において、買入基準の見直しを決定した¹(全員一致)。
2. 金融緩和効果の浸透を図るためには、金融資本市場の機能が十分に発揮されることが不可欠である。日本銀行では、こうした認識の下、資産担保証券市場の基盤整備に向けた市場参加者の様々な努力を支援しており、資産担保証券の買入れもそうした支援の一環である。
3. 今回の資産担保証券の買入基準の見直しは、実際の買入れを通じて蓄積してきた経験を踏まえ、市場関係者から寄せられた意見も参考にしつつ判断したものであり、資産担保証券市場の長期的な発展に資するものと考えている。

以 上

¹ 見直しの内容については「『資産担保証券買入基本要領』の一部改正等について」を参照。

(別紙 2)

2004 年 1 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「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（別添）。
- 2 . わが国の景気は緩やかに回復しており、先行きについてもその持続が見込まれる。ただ、回復のテンポは、過剰債務など構造的な要因が根強いもとで、なお緩やかなものに止まると考えられる。消費者物価は、需給バランスが徐々に改善しつつもなおかなり緩和した状況の中、引き続き小幅の下落基調を辿るものと予想される。この間、金融・為替市場の動きとその影響には注意が必要である。
- 3 . 日本銀行は、以上のような情勢を踏まえ、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趣旨から、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)

2004年1月20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。

以 上

金融政策決定会合等の日程 (2004 年 1 月 ~ 6 月)

横線のとおり変更

	会合開催	金融経済月報 (基本的見解)公表	(議事要旨公表)
2004 年 1 月	1 月 19 日<月>・20 日<火>	1 月 20 日<火>	(3 月 2 日<火>)
2 月	2 月 4 日<水>・5 日<木> 2 月 5 日<木>・6 日<金>	2 月 5 日<木> 2 月 6 日<金>	(3 月 19 日<金>)
	2 月 26 日<木>	—	(4 月 14 日<水>)
3 月	3 月 15 日<月>・16 日<火>	3 月 16 日<火>	(4 月 14 日<水>)
4 月	4 月 8 日<木>・9 日<金>	4 月 9 日<金>	(5 月 25 日<火>)
	4 月 28 日<水>	—	(6 月 18 日<金>)
5 月	5 月 19 日<水>・20 日<木>	5 月 20 日<木>	(6 月 30 日<水>)
6 月	6 月 14 日<月>・15 日<火>	6 月 15 日<火>	未定
	6 月 25 日<金>	—	未定

(注1) 金融経済月報の「基本的見解」は原則として 15 時に公表(ただし、決定会合の終了時間などによっては変更する場合がある)。

(注2) 金融経済月報の全文は「基本的見解」公表の翌営業日(14 時)に公表(英訳については2 営業日後の 16 時 30 分に公表)。

(注3) 「経済・物価の将来展望とリスク評価(2004 年 4 月)」の「基本的見解」は、4 月 28 日<水> 15 時(背景説明を含む全文は 4 月 30 日<金>14 時)に公表の予定。

(16 年 2 月 4、5 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2004 年 2 月 4 日 (14:00 ~ 15:42)

2 月 5 日 (9:00 ~ 11:52)

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 (4 日)

山本 有二 財務副大臣 (5 日)

内閣府 中城 吉郎 政策統括官 (経済財政 - 運営担当) (4 日)

谷内 満 政策統括官

(経済財政 - 景気判断・政策分析担当) (5 日)

(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	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	村上憲司
企画室企画第 2 課長	吉岡伸泰 (5 日 9:00 ~ 9:25)
企画室調査役	加藤 毅
企画室調査役	清水誠一
金融市場局金融市場課長	栗原達司 (5 日 9:00 ~ 9:25)

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(1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30~34兆円程度で推移した。こうした調節の下で、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、0.001%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下で、短期金利は総じて低位で安定的に推移している。

長期金利は、1.3%前後の狭い範囲内の動きが続いている。民間債流通利回りの対国債スプレッドは、横ばい圏内で推移している。ただし、低格付け物に関するスプレッドは、投資家の積極的な投資スタンスを映じて縮小している。

株価は、米国株価の上昇やわが国の景気回復期待から上昇基調を辿ったが、足許にかけては、銀行株がやや軟化したほか、対米ドルでの円高懸念等を背景に、幾分弱含み11千円弱の水準で推移している。

為替市場では、円の対米ドル相場が、G7を控えて神経質な相場展開が続く中、小幅上昇し、昨年初来の最高値圏である105~106円台で推移している。

3. 海外金融経済情勢

米国経済は、着実に回復しており、そのモメンタムが強まっている。2003年10~12月期の実質GDP速報値は、前期比年率4.0%と引き続き堅調な伸びとなった。需要項目別には、住宅投資や減税効果を受けた個人消費の伸びのほか、設備投資も機械投資を軸に明確に増加している。加えて輸出の増加もみられている。こうした需要動向を受けて、生産も緩やかに増加している。さらに、雇用環境についても、明るい動きがみられている。

ユーロエリアでは、家計部門の支出は低調に推移しているが、企業部門の活動が輸出主導で回復しつつあり、景気は全体として底を打ったとみられる。物価面では、今のところユーロ高の影響は表面化しておらず、緩やかな賃金上昇と食料品価格の高止まりなどから、消費者物価指数の前年比上昇率は2%前後で推移している。

東アジアでは、景気回復の足取りが引き続き強まっている。中国では、内外需ともに力強い動きが続いている。NIEs、ASEAN諸国・地域では、IT関連財を中心に輸出・生産が増加している。

米欧の金融市場をみると、株価は、良好な企業収益などを背景に概ね高値圏内で揉み合って推移した。一方、米国の長期金利は、4.0%を挟んで振れの大きい展開となった。1月28日の米国FOMCのステートメント変更で利上げ時期が早まると市場に受け止められたことから、金利は一時期やや上昇したが、その後、落ち着きを取り戻し、下落した。欧州の長期金利は、米国とほぼ平行した動きを示した。

なお、FOMCのステートメント変更を受けて、ラテンアメリカを中心にエマージング債の対米国債スプレッドが拡大している。

¹ 「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。」

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、米国や東アジアを中心とした海外経済の回復を背景に、7～9月に増加に転じた後、10～12月は前期比+7.9%と著増した。地域別にみると、いずれの地域向けも高い伸びとなっており、特に東アジア向けがNIEs向けを中心に大幅に増加した。財別には、情報関連財や半導体製造装置などの資本財が増勢を続けているほか、デジタル家電等の消費財や自動車関連財が季節需要の高まり等の一時的な要因もあって大幅に増加した。

設備投資は、緩やかな回復を続けている。機械受注等に比べ出遅れ気味であった資本財出荷（除く輸送機械）も、10～12月期は大幅増となった。

企業収益をみると、大企業は、製造業、非製造業いずれも増益を続けると見込まれる。なお、製造業に関し、円高による収益予想の下方修正はみられていない。

家計部門の動向をみると、雇用面では、失業率や有効求人倍率などの労働需給に関連する指標に改善の動きが目立っているほか、雇用者数も下げ止まりつつある。11月の個人消費関連指標は、暖冬の影響等から弱めの動きとなったが、10～11月を均してみれば、横ばい圏内で推移している。

こうした下で、生産は、7～9月に増加に転じた後、10～12月は+3.6%と大幅な伸びとなった。先行きについては、輸出の増加を主因としつつ、設備投資の回復や耐久消費財の販売好調にも支えられて増加が続くとみられるが、10～12月に比べればその増加テンポは鈍化する可能性が高い。

物価動向をみると、国際商品市況は強含んでいるものの、輸入物価は、円高の影響がより強く表われていることから、引き続き下落している。国内企業物価は、内外商品市況の上昇や米・肉類の上昇を受けて、3か月前対比でみると、強含みの動きとなっている。消費者物価（除く生鮮食品）は、米価格の上昇など一時的要因も押し上げに働く中、ゼロ%近傍で推移している。先行きも、当面はゼロ%前後で推移する可能性が高いが、基調としては、需給バランスが徐々に改善しつつもかなり緩和した状況の下で、小幅のマイナスを続けると予想される。

(2) 金融環境

民間の資金需要は、企業の借入金圧縮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、減少テンポが幾分緩やかになってきている。一方、銀行は、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、全体としては貸出姿勢を幾分緩和している。この間、企業からみた金融機関の貸出態度や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。

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にある。社債発行金利は、信用スプレッドが安定的に推移する中、横ばい圏内で推移しているほか、C P発行金利も引き続き低水準で安定して推移しており、社債・C P発行残高は前年を上回っている。

銀行券発行残高の伸び率は、金融システムに対する不安感の後退などから、低下傾向を続けている。こうした中で、マネタリーベースの伸び率は、前年比1割台半ばで推移している。

・「国債の条件付売買基本要領」の一部改正等

1. 執行部からの提案内容

現在、国債現先オペにおけるマージンコールの担保は「国債」に限定されているが、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」の一部改正等を行うことを提案したい。

2. 委員会の検討・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。

・「適格担保取扱基本要領」の一部改正

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、2004年3月に発行が開始される予定の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」の一部改正を行うことを提案したい。

2. 委員会の検討・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。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

経済情勢について、委員は、前回の会合以降、景気判断に基本的な変化はなく、「景気は緩やかに回復している」という認識を共有した。

多くの委員は、前回の会合以降公表された経済指標などからみると、海外経済の回復を背景に、わが国の輸出や生産の増加と設備投資の緩やかな持ち直しが続いており、わが国経済は、概ね順調な回復過程を辿っていると判断できる、との認識を示した。何人かの委員は、10～12月の輸出・生産等は、デジタル家電の季節需要といった一時的要因などもあって、かなり強めの数字となっているが、1～3月には伸び率が鈍化すると見込まれ、景気判断に基本的な変化はないと述べた。

まず海外経済に関して、委員は、東アジア・米国を中心に、全体として回復傾向を辿ってい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、個人消費と住宅投資に加えて設備投資もIT関連を中心に明確に増加しており、バランスの取れた回復になりつつあると指摘した。複数の委員は、昨年10～12月期の実質GDP成長率は、年率4.0%と市場予想の下限だったが、内訳をみると財政支出等が弱く、民間内需は事前予想通りであり、むしろ民需主導の順調な回復が確認されたと述べた。さらに、複数の委員は、経常収支の赤字は世界経済の回復とこれまでの為替レート調整の効果が出始め、先行き縮小していくことが考えられると述べた。ただし、複数の委員は、雇用面について、明るい動きはみられるものの改善のテンポが遅い点は引き続き気掛かりな材料であると付け加えた。この間、多くの委員は、米国経済や世界経済にとって、「双子の赤字」の問題と地政学的リスクへの懸念の高まり、これによる世界的な資本フローの変化が、引き続き大きなリスク要因と指摘した。

アジアについては、多くの委員が、中国の高成長のほかNIEs、ASEAN等ほとんどの国・地域で回復の足取りが強まっている、と述べた。このうち、何人かの委員は、中国の景気過熱のリスクや、社会インフラの制約が生産のボトルネックになりつつあることを指摘した。また、多くの委員が鳥インフルエンザの問題を取り上げ、そのアジア諸国の経済活動への影響は不透明ながら、わが国の景気回復がアジア諸国への輸出に支えられている面が強いため、今後の動向には十分注意しておく必要があると指摘した。

ユーロエリアの景気については、複数の委員が、景気は底入れしつつあるとの見方を示した。一方、ある委員は、内需、特に個人消費が予想よりも弱く、今後はユーロ高の影響なども懸念されると述べた。

多くの委員は、こうした海外経済情勢を受けて、わが国の輸出は、IT関連財のほか、消費財・自動車関連財なども含めて大幅に増加しており、地域別にみてもいずれの地域向けも高い伸びとなっていると整理した。ある委員は、今回の輸出増加の特徴は、中国・香港向けのウェイトが非常に高い点であると指摘した。別のある委員は、先行き中国向けの輸出は生産のボトルネックや鳥インフルエンザの影響もあって減速することが懸念されるとの認識を示した。

設備投資も、半導体製造装置などIT関連を中心に回復していることが改めて確認された。ある委員は、資本財・機械等では工場増設が目立つなど、設備投資に引き続き広がり強さがみられると指摘した。

こうした需要動向を受けて、生産・出荷が、生産財・資本財やデジタル家電等の耐久消費財を中心に大幅な伸びとなっている点を、多くの委員が指摘した。また、ひとりの委員は、全産業活動指数をみても、企業部門の回復が確認できる旨を付け加えた。

家計部門に関しては、多くの委員が、個人消費について、若干持ち直しの指標もみられているが、基調的には横ばい圏内の動きであろう、との見方を共有した。一方、雇用・所得関連については、委員の間で、やや見方が分かれた。複数の委員は、労働需給指標の改善からみて、雇用にも少し改善傾向が出てきた可能性があるのではないかとの認識を示した。一方、何人かの委員は、有効求人倍率・失業率などの指標の改善は、雇用面の明るい動きとは言えるが、雇用関連の統計には振れがあり、また企業の人件費抑制意欲が根強いことも踏まえて基調判断をしていく必要があると述べた。さらに、何人かの委員は、賃金の回復の遅さにも言及した。ただ、いずれの委員も、企業部門から家計部門への回復の広がりという観点から、雇用・所得の動向に今後一層注目していく必要がある、という点を一様に指摘した。

また、複数の委員は、持続的な景気回復のためには、製造業大企業の回復の動きが、非製造業や中小企業、ひいては地方経済にも波及し、わが国経済の二極化傾向が縮小していくことが重要なポイントと指摘した。

物価面について、多くの委員は、消費者物価は、需給ギャップの大幅な縮小が見込めない下で、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。また、何人かの委員は、米・肉類の価格動向とともに、上昇を続けている内外商品市況や企業の価格設定スタンスなどの物価を巡る環境を今後も丹念にフォローしていく必要があるとの認識を述べた。

複数の委員は、内外商品市況や運送費の上昇を受けて、企業物価が強含みに推移しつつあることを取り上げ、これが生産性の上昇で吸収されるか、企業収益を圧迫するか、それとも需要回復の中で最終財への価格転嫁が行われていくか、今後の大きな論点であると指摘した。ある委員は、中間財の価格上昇率がほぼゼロになっていることに注目していると述べた。

2. 金融面の動向

短期金融市場については、複数の委員が、日本銀行による一層潤沢な資金供給の効果もあって、総じて低位で安定的に推移していると述べた。債券・株式市場について、何人かの委員は、株価の小幅下落はみられるが、概して小動きとの評価を示した。この間、複数の委員は、10年物長期金利は1.3%前後で推移している一方、スワップレート、先物レートを含め中期金利はやや低下し、中短期ゾーンのイールド・カーブが若干フラット化している点を指摘した。ある委員は、企業業績の回復に比べれば、株価の上値は重いと述べた。別の委員は、債券市場・株式市場がやや動意を欠いているが、これは市場参加者が今年後半以降の景気を読み難いと感じている表れとも考えられると述べた。

為替市場について、何人かの委員は、足許、G7を控えて105～106円台での揉み合いが続いているが、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は続いているとの見方を示した。

さらに何人かの委員は、足許の金融資本市場は落ち着いた動きだが、為替市場を中心に市場の動きは神経質であるだけに、今後の動向と、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、引き続き要注目であると付け加えた。

銀行貸出について、複数の委員は、銀行の貸出姿勢は積極化しているが、企業は手許資金が潤沢で借入ニーズに乏しく、債務返済姿勢も強いいため、貸出が伸びる状況ではないと述べた。

・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、委員は、前述のような経済金融情勢判断の下、現在の「30～35兆円程度」という当座預金残高目標を維持することが適当であるとの認識を共有した。

何人かの委員は、前回の会合で決定した当座預金残高の引き上げの影響を注意深く見守っていくことが適当との認識を示した。

会合では、1月に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。

前回決定した措置について、多くの委員は、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。ひとりの委員は、銀行券の伸びが低下する中、マネタリーベースの安定的な伸びを確保することにも寄与していると述べた。また、別の委員は、当座預金という量の拡大と短期金利の関係について、二つの見方があり得ることを指摘した。一つは、短期金融市場の機能低下による潜在的な金利の振れが、当座預金の拡大によって安定化した可能性であり、もう一つは、ターム物のオペの増加によって、ターム物の金利が安定化している可能性がある、との整理を行った。この間、ある委員は、為替市場介入のさらなる増加などによって、日本銀行の資金供給オペが減少するのではないかと市場の不安感が引き続きある点に注意が必要であると付け加えた。

これに対して、ある委員は、市場の資金余剰感が強まっているほか、市場がデフレ対策として一定の効果があると受け止めれば、むしろ時間軸は短くなる可能性があったが、足許そういった動きはみられていないと述べた。

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、との指摘がなされた。

これに対して、別の複数の委員は、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述べた。何人かの委員は、量的緩和は歴史上異例な政策のため、その効果や波及メカニズムは通常の金利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述べた。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と指摘した。

この間、ある委員は、市場参加者等の間で、為替円高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意見を述べた。

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、設備投資や輸出の増加など企業部門を中心に景気は着実に回復している。政府としては、今後とも各分野における構造改革を着実に推進し、民間需要主導の持続的な成長を目指して参りたいと考えている。
- 景気が着実に回復している中、依然として継続しているデフレの克服こそが、我々の直面している最大の懸案である。
日銀は、先日（1月20日）の金融政策決定会合において、景気は緩やかに回復しているとの認識を示されつつも、わが国経済が依然としてデフレ状況下にあることを特に重視され、市場の大方の予想に反して、当座預金残高目標の引き上げを決定された。政府としては、この決定はデフレ心理の転換に寄与するとともに、中長期金利の低位安定にも繋がるという観点から、景気が回復局面にある中でのデフレ克服に向けた日銀の強い決意の表明であると評価している。
日銀におかれては、このような政策スタンスを一層明確化し、金融政策の実効性を高めるとの観点から、デフレ心理の転換に向けて一段と工夫を講じられないか、さらなる検討を進めて頂きたいと考えている。
- 今後とも政府との意思疎通を密接にしつつ金利や為替の動向を含め、経済・市場動向について十分注視しながら、機動的な金融政策運営を実施して頂きたいと考えている。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 第一点目は景気の現状判断だが、日本経済の現状については、設備投資と輸出に支えられて着実に回復しているという判断で、この点は、今、財務省が説明されたことと同じである。政府としては、引き続き為替レートなど金融・資本市場の動向に留意する必要があると考えている。
- 第二点目は、経済政策の運営に関してである。日本経済の重要な課題はデフレを早期に克服すること、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、経済財政諮問会議においてわが国が目指すべき経済面での「この国のかたち」について、2月、3月に集中的な審議を行ない、4月、5月に重点政策の具体的検討を行う。そうした検討を踏まえて、6月初旬を目途に「骨太方針 2004」を取り纏める。また、民間主導の経済成長を実務的に推進するために「改革工程表」を3月を目途に取り纏めることとしている。デフレ克服のためには、政府が構造改革政策の一環として進めている、より強固な金融システムの構築に向けた取組みと同時に、日本銀行による金融政策の波及メカニズムの強化等を通じて、資金供給が

拡大していくことが重要であると考えている。先般、閣議決定した「構造改革と経済財政の中期展望 2003 年度改定」においても、政府・日銀が一体となった取組みによってデフレ圧力は徐々に低下し、2004 年度までの集中調整期間の後にはデフレが克服できるという経済の展望を示している。

- 三点目は、金融政策についてである。日銀は、先般、日銀当座預金残高の目標の引き上げ等の措置を採ったが、今後とも変化する金融経済情勢に応じて、より効果ある調整手段の実施を含め、適切、機動的な金融政策を行っていただきたいと思っている。また、物価の安定を含めて「中期展望 2003 年度改定」で示したような中期の経済の姿を実現するために、金融政策運営の基本的枠組みの検討を進め、2005 年度のデフレ克服を目指す観点から、更に実効性ある金融政策運営が行われることを期待している。

採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、当座預金残高目標を 30～35 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。

議長からは、このような見解をとりまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

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、別添のとおり公表すること。

記

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。

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。

この「基本的見解」は当日（2月5日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は2月6日に、それぞれ公表することとされた。

以上

(別 添)

2 0 0 4 年 2 月 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。

以 上

(16 年 2 月 26 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2004 年 2 月 26 日 (8:59 ~ 11:59)

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 真	(")
	春 英彦	(")
	福間年勝	(")

4 . 政府からの出席者 :

財務省 石井 啓一 財務副大臣

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	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	村上憲司
企画室調査役	山岡浩巳
企画室調査役	清水誠一

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(2月4、5日)で決定された方針¹に従い、市場の資金需給をある程度反映しながら運営した結果、日銀当座預金残高は、31~34兆円台で推移した。

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、無担保コールレート翌日物(加重平均値)が、概ね0.001%での動きとなったほか、ターム物レートも、引き続き低位で安定的に推移している。

債券市場では、量的緩和政策の継続期間が長期化するとの見方が広がったことを受け、長期金利(10年新発債流通利回り)は1.2%前後まで低下した。この間、昨年夏の長期金利上昇時に高まったボラティリティは、最近では、落ち着いた状態に復している。なお、国債市場においては、昨年春から夏にかけてもみられたように、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。国債市場の流動性を確保し、円滑な取引と金利形成をサポートすることに資するよう、中央銀行としてなしうる取り組みを行うことも重要であると考えられる。この点、多くの海外主要国では、公的当局による補完的な国債供給制度が用意されている。わが国においても、現在のように債券市場がある程度落ち着いている段階で、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」)を整えておくことは意義があると考えられる。

次に、株式市場では、日経平均株価は、2月上旬にかけて軟化したが、中旬以降は、昨年第4四半期のGDP速報値や対ドルでの円相場下落を材料に上昇し、足許では11千円弱の水準で推移している。

為替市場では、市場予想を下回る米国景気指標等を背景としたドル売り圧力と、本邦当局の介入に対する警戒感とが交錯する中、持高調整のドル買戻しの動きから円の対ドル相場は108~109円台に下落した。先行きについての市場参加者の見方を窺うと、目先のドル先安観は後退したものの、中長期的には引き続きドル下落リスクが意識されている。

3. 海外金融経済情勢

米国景気は、着実に回復している。個人消費は緩やかな増加基調にあり、住宅投資も高水準を維持している。また、生産も緩やかに増加しており、企業活動の回復に広がりが出てきている。雇用関連では、雇用者数が緩やかな増勢を示しており、失業率も若干改善するなど、明るい動きがみられている。物価面では、1月の消費者物価指数は、原油高と厳冬を背景とするエネルギー価格の上昇を主因に前月比+0.5%とやや大きく上昇した。食料品、エネルギーを除くコアベースでは、同+0.2%に止まった。この間、昨年12月の貿易収支は赤字幅が拡大したが、四半期で均してみると、横這い圏内の水準にある。

ユーロエリアでは、企業部門の活動が持ち直しており、景気はすでに底を打ったとみられる。しかし、家計部門の支出が依然として低調なものとなっているほか、ユーロ高が企業活動の重石となっており、回復のモメンタムはなお弱い。

¹ 「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。」

東アジアでは、景気回復の足取りが引き続き力強い。中国では、内外需とも好調が続いているほか、NIEs、ASEAN諸国・地域では、ほとんどの国・地域で、IT関連財を中心に輸出・生産が増加している。

国際金融動向をみると、米欧の金融市場では、株価はこのところの高値圏内で推移している。長期金利は、幾分低下した後、ほぼ横這いでの動きとなっている。市場の先行きの金利観をみると、米国では、本年夏頃の利上げ観測が一段と後退したほか、ユーロエリアでも、利上げの予想が弱まっている。この間、エマージング金融市場では、このところ資金流入が続いており、多くの国・地域で、株価の上昇や、対米国債スプレッドの落ち着きがみられている。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

前回会合以降公表された経済指標のうち、昨年10～12月の実質GDPは、前期比+1.7%、年率+7.0%と、1990年4～6月期以来の高い伸びとなり、輸出、設備投資を中心に景気が回復していることを裏付けた。もっとも、輸出、個人消費がデジタル家電の季節需要によって一時的に押し上げられた面があるとみられるほか、雇用者報酬が前年比-0.2%と、企業収益から家計所得への波及が限定的であることから、基調的な景気回復テンポの緩やかさや自律的な回復メカニズムの弱さについて、これまでの見方を変える必要はないと考えられる。

輸出入動向について、1月の実質輸出は、10～12月対比+4.8%と大幅な増加が続いている。地域別にみると、米国向け輸出はデジタル家電の季節需要等から高い伸びとなった10～12月に比べ反動減となったが、東アジア向けは、中国の関税引き下げの影響もあって、伸び率がさらに高まっている。また、EU向けも高い伸びを示した。この間、輸入についても、国内の生産増加などを背景として、情報関連、資本財・部品を中心に堅調な増加を続けている。

設備投資の先行指標をみると、10～12月の機械受注（民需、除く船舶・電力）は、前期比+11.3%と大幅な増加となった。1～3月の見通し調査は、前期比ほぼ横這いとなっており、均してみれば増勢が続く姿になっている。したがって、設備投資は、製造業を中心に、当面、増加を続ける蓋然性が高い。

個人消費関連では、1月の都内百貨店売上高が、クリアランスセールの効果もあって小幅持ち直したほか、同月の小売業販売額や家電販売額も、比較的強めの結果となった。

物価関連指標をみると、国際商品市況は、原油価格が高止まっているほか、非鉄価格が一段高となっており、全体として引き続き上昇している。こうした中、輸入物価（円ベース）を3か月前比でみると、昨年秋口の円高の影響が剥落し、1月には上昇に転じた。国内商品市況も、非鉄や鋼材を中心に引き続き上昇している。こうした状況のもとで、1月の国内企業物価は、3か月前比の上昇幅が+0.4%に拡大した。中身をみると、米価格の上昇テンポは鈍化しているが、内外市況高を反映した素材価格の上昇幅拡大に加え、機械類の下落幅縮小も、全体の押し上げに寄与した。非鉄や鋼材の国内市況が2月も上昇していることなどを踏まえると、国内企業物価は、当面、上昇が続く可能性が高い。

(2) 金融環境

民間銀行貸出（特殊要因調整後）は、減少幅の若干の縮小傾向が続いているが、1月の前年比は-1.9%と、やや足踏みとなっている。民間銀行の貸出姿勢は幾分緩和しているが、それが計数面に現れるにはまだ至っていない。CP・社債の発行残高は、引き続き前年を上回って推移しており、発行環境も良好な状況が続いている。

マネタリーベースは、1月20日の日銀当座預金残高の目標値の引き上げを受けて、2月は前年比伸び率が幾分高まるとみられる。この間、銀行券発行残高前年比は、2%台後半で推移している。

マネーサプライは、昨年秋以降、前年比1%台半ばで横這いの推移となっている。足許の動きをやや仔細にみると、厚生年金基金による代行返上資金の国庫納付や個人向け国債の購入資金の払込みが、マネーサプライの減少要因として作用しているとみられる。

企業倒産件数は、減少傾向が続いており、1月は前年比 - 18.2%となった。

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、委員は、昨年第4四半期のGDP統計に言及しつつ、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、との認識で一致した。何人かの委員は、昨年第4四半期は、デジタル家電の季節需要等によって一時的に成長が押し上げられた面があるとみられるため、本年第1四半期と均して実勢を判断する必要がある、との考えを述べた。これらの委員は、第1四半期の成長率は前期の反動からある程度の減速が見込まれるが、1月分の景気指標は、輸出をはじめとして比較的強めのデータが多い、との見方を示した。この間、複数の委員は、内需主導の自律的回復を実現するには、家計部門の雇用所得環境が本格的に改善することが重要である、と指摘した。

まず、輸出に関して、多くの委員が、1月の実質輸出は、昨年10~12月の水準をさらに上回っており、東アジア向けを中心に引き続き増勢を維持している、との評価を述べた。

こうした輸出動向の背景として、何人かの委員は、海外経済が米国や東アジアを中心に順調に回復していることを指摘した。このうちある委員は、米国の雇用者数の増加はなお限定的であるが、労働生産性の伸びが一頃に比べて落ち着いたものとなり、最終需要の伸びが雇用の増加に繋がる素地が整いつつある、とコメントした。もうひとりの委員は、米国では生産性の伸びを背景に高成長にもかかわらずインフレ率が極めて低い状態が続いているが、市場利子率に比べ自然利子率が高まっていることから、デフレのリスクが低下している、と発言した。

設備投資に関して、何人かの委員は、自動車や電機産業に加えて情報通信、運輸といった非製造業でも増益傾向が広がっていることや、機械受注の12月実績および1~3月の見通しを踏まえ、設備投資は当面堅調に増加すると見込まれる、との見解を述べた。このうちひとりの委員は、機械受注統計において発注業種の裾野が拡大していることや中小企業の設備投資動向を示すとされる代理店経由の受注も増加していることを指摘したうえで、企業収益が改善している中、先行き設備投資がさらに広がりをもたせたいと発言した。

個人消費については、何人かの委員が、雇用者所得が明確には増加していない中で、このところの消費関連指標が比較的堅調であることに着目した。このうちある委員は、デジタル家電を中心とした技術革新が国内消費を刺激し、それが生産や設備投資の増加に繋がるという好循環が生じ始めている可能性があるとして、先行き消費性向の上昇が継続するか注目したい、と付け加えた。また、別のある委員は、株価上昇に伴う資産効果も個人消費に何がしか好影響を与えている、と述べた。これに対し、複数の委員は、労働分配率が低下しており、所得環境が大きくは改善していないことや、先行き家計の社会保障関連費用の負担増が予定されていること等を指摘したうえで、消費はなお横這い圏内にあるとみるべきではないかと主張した。こうした議論を受け、ひとりの委員は、個人消費が所得の増加の裏付けを伴って改善していくのか、あるいは企業の新商品開発が家計支出を促す面があるのか、関連指標を今後しっかり検証していきたい、との意見を述べた。

物価の動きに関して、ほとんどの委員が、原油や非鉄、鋼材等の内外の商品市況の上昇等から1月の国内企業物価の前年比がゼロ%になったことに言及したうえで、先行き、企業の価格設定スタンスの変化や、川下の最終財価格や消費者物価への波及の有無について注目していきたい、との見解を示した。ある委員は、最近の内外商品市況の上昇の背景として、中国関連需要の高まりと、世界的な金融緩和のもとでの投機的な資金の流入があると整理し、今後、投機資金の帰趨にも注意する必要がある、と付け加えた。

消費者物価の先行きについて、ひとりの委員は、従来の予想比上振れる蓋然性は低いとの見方を示し、その理由として、素材価格上昇の製品価格等への転嫁は容易ではない、

生産性向上に伴い潜在成長率が高まっている可能性があるため、成長率の上昇にもかかわらず需給ギャップの大幅な縮小は期待できない、といった点を指摘した。別のある委員も、需給ギャップが残る中で、消費者物価の下落傾向は当面継続すると述べたうえで、原料価格上昇の製品価格への転嫁や合理化努力を通じた吸収が困難な企業の間では、赤字ないし減益を回避するため生産休止または減産に踏み出す動きもみられ、企業業績への影響にも注意が必要である、とコメントした。これに対し、ひとりの委員は、2003年度に続き04年度もある程度の成長率のもとで、需給ギャップの水準が縮小し、これが物価の押し上げ要因になると考えられることから、04年度の消費者物価前年比がプラスとなる可能性が増してくると思われる、と発言した。

金融面について、多くの委員は、短期金融市場は、3月期末が近付いているにもかかわらず、極めて落ち着いている、との認識を示した。ある委員は、資金吸収オペの応札倍率がある程度高いことも、市場の余剰感の強さを示している、と述べた。また、複数の委員は、政府短期証券(FB)の増発や介入資金の流入から短期金融市場が不安定化することがないか、注視する必要がある、と付け加えた。

長期金利について、何人かの委員は、GDP統計等景気回復を再確認する経済指標にもかかわらず、僅かながら水準を切り下げていると指摘した。これらの委員は、金融機関が流動性確保の観点や企業サイドの債務圧縮の動き等から国債投資への依存を続けている中、1月の追加緩和後、量的緩和の継続期間が長期化するとの見方が広がったこともそうした長期金利の動きに寄与している、との見解を示した。このうち複数の委員は、実体経済の動きに比して行き過ぎた金利の低下には注意する必要がある、とコメントした。もうひとりの委員は、先行き、プラスの名目成長率の持続性が確認されていく段階では、実体経済の動きに応じたイールドカーブのスティープ化は自然なものと考えらるべきである、との意見を述べた。

為替相場に関しては、多くの委員は、中長期的なドル先安観が根強い一方、足許、投機筋のポジション調整等から値動きの荒い展開がみられる、との見方を示した。別のひとりの委員は、米国の名目金利が将来、自然利子率に見合った水準へ上昇するという期待を市場が抱けば、ドル安の動きに歯止めがかかるのではないかと、この考えを述べた。これらの委員は、引き続き、為替市場の動きを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は、経済金融情勢についての上述のような判断を踏まえ、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。複数の委員は、現状、短期金融市場は極めて落ち着いているが、年度末にかけて、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、調節方針の「なお書き」を活用することが適当である、と付け加えた。また、別のある委員は、市場の資金ニーズをよく見極めつつ、適切な金融調節に努める必要がある、と発言した。

執行部から報告のあった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」)についても議論があった。委員からは、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。そのうえで、これらの委員は、制度の設計に当たっては、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する必要がある、と指摘した。また、何人かの委員は、こうした制度の趣旨を誤解のないように分かりやすく説明することが重要であると付け加えた。

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。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。

- わが国経済の現状をみると、設備投資や輸出の増加に加え、雇用情勢にも持ち直しの動きがみられ、先日(2月18日)公表されたQ Eによると、昨年10~12月期の実質GDP成長率は前期比で1.7%増と4四半期連続でプラスとなるなど、景気は着実に回復している。このような中、依然として継続しているデフレの克服こそが我々の直面している最大の懸案であり、引き続き金融政策の役割は重要であると考えている。
- 日本銀行は、昨年10月の量的金融緩和政策継続へのコミットメントの明確化に引き続き、先月の金融政策決定会合では景気が回復局面にある中で、当座預金残高目標の引き上げを決定するなど、デフレ克服に向けた日本銀行の政策スタンスを明確化することによって、市場や人々の期待に対して積極的に働き掛けることに重きを置いた政策・措置を講じてきている。政府としては、こうした日本銀行の取り組みは、中長期金利が低位かつ安定的に推移するなど、金融市場の安定に大きく寄与し、金融政策の実効性を高める効果があるものと評価している。
日本銀行におかれては、引き続き景気回復を持続的なものとするにはどうすれば良いかとの観点から、一段と工夫を講じられないか、さらなる検討を進めて頂きたいと考えている。
- 今後とも、政府との意思疎通を密にしつつ、金利や為替の動向を含め、経済・市場動向について十分注視しながら、機動的な金融政策運営を実施して頂きたいと考えている。

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。

- 2月18日に内閣府から公表した昨年10~12月期のQ Eでは、前期比1.7%増の実質成長となった。これらを踏まえ、20日の月例経済報告では、先月同様、「景気は、設備投資と輸出に支えられ、着実に回復している」と判断した。一方、引き続き、為替レートなど金融・資本市場の動向には留意する必要があると考えている。
- 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。デフレ克服のためには、構造改革の加速・拡大の政策努力を進める中で、政府の行うより強固な金融システムの構築に向けた取り組みと日本銀行による金融政策の波及メカニズムの強化等を通じ、資金供給が拡大していくことが重要である。日本銀行におかれては、今後とも金融・資本市場の動向にも留意のうえ、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って頂きたい。

- また、現在の情勢を踏まえた物価の安定を巡る諸問題も含め、「構造改革と経済財政の中期展望 - 2003 年度改定」で示した、政府・日本銀行一体となった取り組みによりデフレ圧力は徐々に低下し、集中調整期間の後にはデフレが克服できるという中期の経済の姿を実現するために、金融政策運営の基本的枠組みの検討を進め、さらに実効性ある金融政策運営を行われることを期待する。

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、採決に付された。

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 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。

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（1月 19、20 日）の議事要旨が全員一致で承認され、3月 2 日に公表することとされた。

以 上

(別添1)

2004年2月26日
日本銀行

国債市場の流動性向上に向けた制度導入の検討

本日の政策委員会・金融政策決定会合では、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、日本銀行が保有する国債を市場に対し供給し得る制度（いわゆる「品貸し」）の導入の是非について議論が行われた。

国債市場においては、時として特定銘柄の調達困難化、ないしその懸念によって市場流動性が低下し、円滑な市場価格の形成が損なわれることがある。そのような場合でも、市場参加者による対応努力が基本となることは言うまでもなく、市場全体への悪影響を回避するための様々な工夫が行われている。ただ同時に、多くの海外主要国では、市場機能を補完するものとして、公的当局による国債供給制度が用意されている。

決定会合では、わが国においても、日本銀行が一時的かつ補完的な供給という趣旨を明確にした上で本制度を導入することによって、国債市場の流動性向上や円滑な市場機能の維持に貢献し得る余地があるのではないかとの考え方が表明された。

このような議論を受けて、議長は本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。

以 上

(別添2)

2004年2月26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。

以 上

(16 年 3 月 15、16 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2004 年 3 月 15 日 (13:59 ~ 15:56)
3 月 16 日 (8:59 ~ 11:48)

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 (15 日)

山本 有二 財務副大臣 (16 日)

内閣府 中城 吉郎 政策統括官 (経済財政 - 運営担当) (15 日)

伊藤 達也 内閣府副大臣 (16 日)

(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	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 (16 日)
政策委員会室調査役	村上憲司
企画室企画第 2 課長	吉岡伸泰 (16 日 8:59 ~ 9:13)
企画室調査役	山岡浩巳
企画室調査役	正木一博
金融市場局金融市場課長	栗原達司 (16 日 8:59 ~ 9:13)

・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(2月26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32～33兆円台で推移した。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%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、短期金利は引き続き低位で安定的に推移している。

長期金利は、株価の上昇や円の為替相場下落などを受けて、一時1.4%台まで上昇したが、その後は米国長期金利の低下などを受けて再び低下し、最近では1.2%台後半で推移している。民間債利回りの対国債スプレッドは、横ばい圏内で推移している。

株価は、わが国の景気回復期待の高まりや円の為替相場下落などを受けて上昇傾向を辿り、現在は11千円台で推移している。

為替市場では、ドル安センチメントの後退に伴い、円の為替相場は反落し、最近では110円台となっている。

3．海外金融経済情勢

米国景気は、バランスのとれたかたちで着実に回復している。すなわち、個人消費は緩やかな増加基調にあり、住宅投資も高水準を維持している。また、製造業の受注や設備投資が増加傾向にあるほか、生産も緩やかに増加しており、企業活動の回復に広がりが出ている。雇用も、ごく緩やかながら着実に改善している。

この間、物価面では、現在のところ、国際商品市況など投入コストの上昇は企業部門で吸収されており、ガソリン価格などを除けば、最終財の価格上昇には殆どつながっていない。

ユーロエリアでは、設備投資が振れを伴いつつも底入れしつつあるほか、生産も投資財を中心に回復するなど、企業部門の活動が持ち直している。しかし、家計部門の支出活動は低調であり、回復のモメンタムは依然として弱い。この間、英国経済は、着実に成長している。

東アジアでは、景気回復の足取りは引き続き力強い。中国では、内外需ともに力強い動きが続いている。NIEs、ASEAN諸国・地域では、IT関連財を中心に輸出・生産が増加している。

米欧の金融市場をみると、米国株価は、良好な企業収益などを背景に最近の高値圏内で推移した後、市場予想を下回る雇用統計の公表(3月5日)を受けて反落した。米欧の長期金利は、米国の雇用統計公表を材料に低下した。

エマージング金融市場をみると、多くの国・地域において、株価が上昇したほか、対米国債スプレッドも低位で安定している。

¹ 「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。」

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出はこのところ大幅に増加している。すなわち、海外経済の回復を背景に昨年10～12月に大幅増加となった後、1月も中国やASEAN、EU向けを中心に10～12月対比で+4.7%と高い伸びを続けた。もっとも、こうした高い伸びには、中国の年初の関税引き下げやASEAN向けスポット輸出といった一時的要因も寄与しているとみられる。財別にみると、資本財・部品が好調を維持しているほか、化学、鉄鋼などの中間財も大幅な増加となった。

企業部門の動向をみると、企業収益は着実な改善を続けている。法人季報の売上高経常利益率をみると、先行して急速な回復を遂げた製造業・大企業では、高水準ながら改善テンポは緩やかになっている一方、非製造業では改善が徐々にはっきりしてきている。このように、収益面からみた企業部門の回復は、一頃に比べ広がりが出てきている。大企業の収益予想をみると、製造業・非製造業とも、2003年度、2004年度と順調に増益を続ける見込みである。

こうしたもとで、設備投資は回復を続けている。10～12月の法人季報ベース名目設備投資額は高い伸びとなったほか、資本財出荷（除く輸送機械）も、10～12月期の大幅増加に続き、1月も10～12月対比で大幅に増加した。

家計部門の動向をみると、雇用面では、労働需給を反映する求人関連指標がはっきりと改善してきている。労働力調査の雇用者数もこのところ前年を幾分上回って推移しており、毎勤統計の常用雇用者数も前年比マイナス幅が縮小傾向にある。失業率もなお高水準とはいえ、緩やかな低下傾向にある。この間、雇用者所得は徐々に下げ止まってきているが、冬季賞与の減少などもあり、なおはっきりとした下げ止まりが確認できているわけではない。

この間、個人消費は、10～12月期に続き、1月も総じて強めの指標が出るなど、足許はやや強めの動きとなっている。

このような需要動向のもと、生産は増加しており、10～12月期に前期比+3.7%と大幅に増加した後、1月も10～12月対比で+3.2%と高い伸びが続いた。先行きも、当面は輸出や設備投資の増加、さらには耐久消費財の販売好調に支えられて増加が続くとみられる。ただし、そのテンポは、かなり高い伸びとなった過去数か月に比べれば、緩やかなものとなる可能性が高い。

物価面をみると、国際商品市況は全体として大幅な上昇が続いており、これを受けて輸入物価は上昇している。国内商品市況も、非鉄や鋼材を中心に、2月は上昇テンポが速まった。

このような内外の商品市況高などを反映し、国内企業物価は、3か月前対比でみて上昇している。消費者物価（除く生鮮食品）は、米価格の上昇など一時的要因も押し上げに働く中、ゼロ%近傍で推移している。

(2) 金融環境

資金需要面をみると、企業の借入金圧縮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、民間の資金需要は傾向としては減少テンポが幾分緩やかになってきている。銀行も、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、全体としては貸出姿勢を幾分緩和している。こうした動きを受け、民間銀行貸出（特殊要因調整後）は2月は-1.7%と、減少幅がわずかながら縮小する傾向にある。企業からみた金融機関の貸出態度や企業の資金繰り判断も、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。

CP・社債の発行環境は総じて良好な状況にある。CP・社債の発行金利や信用スプレ

ッドは低水準で安定しており、こうした中で、これらの発行残高は引き続き前年を上回って推移している。

銀行券発行残高の伸び率は、金融システムに対する不安感の後退などから低下し、最近では2%台で推移している。一方、マネタリーベースの伸び率は、前年比1割台半ばとなっている。マネタリーベースの対名目GDP比率は上昇を続けており、きわめて高い水準となっている。マネーサプライ(M2+CD)は、前年比1%台の伸びとなっている。

企業倒産件数は減少傾向が続いており、1月の前年比は-18.2%となった。

・「適格担保取扱基本要領」の一部改正

1. 執行部からの提案内容

銀行等保有株式取得機構は、政府保証付借入れについて、従来からの当座貸越形式に加え、今般、証書貸付形式による借入れも開始した。

日本銀行としても、上記の取得機構向け政府保証付証書貸付債権を新たに適格担保とすることは、金融市場調節の一層の円滑化に資するものと考えられる。そこで、このために必要となる「適格担保取扱基本要領」の一部改正を行うことを提案したい。

2. 委員会の検討・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。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

海外経済に関して、多くの委員は、米国や東アジアを中心に、全体として回復傾向を辿っているとの見方を共有した。

ひとりの委員は、海外経済回復の持続性に関連し、最近の国際商品価格上昇の影響は、先進諸国で生産性の上昇によってかなりの程度吸収され、一般物価への影響は軽減されている、こうしたもとで、各国とも緩和的な政策運営を維持し得ている、と指摘した。そのうえで、現在の海外経済の回復はある程度の持続性を備えているとの見方が多い、と述べた。

米国経済に関し、ひとりの委員は、住宅価格の堅調による資産効果も米国の家計支出を下支えしていると述べた。

この間、何人かの委員は米国の雇用回復の緩慢さに言及した。複数の委員は、雇用回復の緩慢さが先行きの消費マインド等に影響を及ぼす可能性を下方リスクとして挙げた。別のひとりの委員は、雇用創出の遅れについて、医療保険負担の増加から企業が正規社員の採用に慎重であることに加え、サービス部門がアウトソーシングを通じて生産性上昇を図っていることも作用しているとの見解を示した。そのうえで、景気の改善が雇用創出につながるタイムラグは従来に比べ伸びる傾向があるが、それでも、いずれ雇用面にも好影響は徐々に及んでいくと考えられ、実際、雇用創出はなお緩慢な中で、失業率は既に低下傾向を辿っている、と述べた。

この間、別の委員は、ガソリン価格高騰の家計への影響も懸念要因としたうえで、減税効果の剥落とともに消費の伸びは鈍化しようとの見方を述べた。

また、何人かの委員は、海外経済を巡る当面の留意点として、テロ懸念の高まり等が消費マインドに及ぼす影響、ユーロ高の影響もあって、ユーロエリアの景気回復のテン

ポはなお緩慢であること、も挙げた。

多くの委員は、海外経済が全般に回復傾向を迎えるもとで、わが国の輸出がこのところ、中国向けなどを中心にかなり大幅に増加していることを指摘した。このうちひとりの委員は、1月の輸出の高伸には中国の関税引き下げなど一時的要因も寄与しているとみられることを付言した。

国内企業部門について、多くの委員は、製造業を中心に民間企業の経営体質の改善が進む中で、企業収益も増加を続けており、こうしたもとで、設備投資もこのところかなりはっきりと増加していることを指摘した。

このうちひとりの委員は、デジタル家電関連を中心に、高付加価値製品の開発拠点を国内に置く動きもみられている、企業収益増加のもと、債務返済の動きは依然として続いているが、その一方で、設備投資やR&D、M&Aといった前向きの動きも散見されている、と述べた。

ある委員は、企業収益増加の原因を業種別にみると、製造業では生産性上昇によって単位労働コストの低下が実現される傾向がみられる一方、非製造業では賃金そのものの引き下げによって単位労働コストの低下が実現される傾向がなお強いと述べた。そのうえで、過剰債務や労働分配率の高さといった構造調整圧力への対応はある程度進んできており、非製造業においても、業況改善が進んでいる先から投資スタンスを前傾化させていく可能性はあろうと述べた。この間、別の複数の委員は、業種別に企業収益や設備投資動向をみても、最近では中小企業や非製造業においても収益や設備投資が増加しており、設備投資増加の動きに広がりが見られているとの見方を示した。

この間、何人かの委員は、足許の商品市況上昇の企業収益等への影響に関して発言した。

ひとりの委員は、国際商品価格の上昇が世界経済の回復を背景としている以上、これによる原材料価格の上昇は、生産性の向上に加え輸出・販売数量の増加によっても相殺されることになるため、マクロ・ベースでみて企業収益の圧迫につながる可能性は、当面は低いのではないかと指摘した。別のひとりの委員も、昨年10～12月期の法人季報をみても、売上数量増加の効果が交易条件悪化の影響を上回るかたちで企業収益の増加が実現されていると指摘した。そのうえで、これらの委員を含めた何人かの委員は、引き続き企業収益の動向を見守っていきたいと述べた。

家計部門に関し、多くの委員は、個人消費関連の指標をみると、デジタル家電関連に加え、小売業販売額や百貨店売上高、新車登録台数など、足許では増加ないし堅調に推移しているものが多いことを指摘した。

同時にこれらの委員は、企業の人件費抑制の動きが続く中、家計の所得は漸く下げ止まりつつある段階であるとの認識も示した。そのうえで、何人かの委員は、このように所得が明確な増加に至っていない中で、先行して消費にやや強めの動きがみられることの背景について発言した。

ひとりの委員は、個人消費には昨年末から持ち直しの兆しが窺えると述べたうえで、雇用者数の増加など雇用情勢の改善に加え、株価上昇による資産効果もあって消費マインドが幾分改善していることが影響しているのではないかと、との見解を示した。別のひとりの委員は、雇用情勢の改善や所定内給与のプラス転化、夏季賞与の増加予想に象徴される先行きの所得の増加予想に加え、これまでの物価下落を反映した家計の実質資産の増加も、足許の消費堅調の一因ではないかと、との見方を示した。

また別のひとりの委員も、個人消費の足許の強めの動きの背景として、雇用情勢の改善や倒産件数の減少、日本経済の先行きに対する過度の悲観論の後退などを反映した消費マインドの好転が影響している可能性を指摘した。そのうえで、消費マインドの改善傾向が維持されれば、所得対比強めの消費の伸びが続く可能性もある一方で、消費マインドは年

金改革への見方などさまざまな要因の影響を受けやすいものであるため、今後ともその動向を注意深くみていく必要がある、と述べた。

この間、ひとりの委員は、足許の販売指標の増加には、デジタル家電需要などの一時的な盛り上がりも影響している可能性もあると指摘した。そのうえで、この委員を含めた複数の委員は、足許の消費の伸びの持続性については、今後の指標などをみながら慎重に判断していく必要があるとの考え方を示した。さらに別のひとりの委員も、税制や年金問題の議論の展開を考えると、消費の先行きについてはなお慎重にみておきたい、と述べた。

生産について、多くの委員は、輸出や設備投資など最終需要の伸びに牽引されるかたちで増加していることを指摘した。このうちひとりの委員は、地域別にみても、電子部品デバイスの増加を起点として、生産の増加が全ての地域でみられるに至っていると指摘した。

あわせて、何人かの委員は、生産が増加する中でも企業は在庫積み増しに慎重であり、在庫水準が低位に止まっていることに言及した。

ひとりの委員は、在庫抑制の背景として、足許の需要の強さに加え、企業の在庫管理技術の発達も寄与しているとの見解を述べた。別の複数の委員は、在庫循環から判断して、内生的・循環的な力によって景気が腰折れするリスクは当面低く、この面での景気回復の持続性はあるとの考え方を示した。

このような議論を踏まえ、委員は、景気の現状認識としては、「緩やかに回復している」との判断を維持することが妥当である、との認識を共有した。そのうえで、多くの委員は、いくつかの需要項目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。

物価面では、多くの委員が、国際商品価格が、とりわけ昨年秋以降かなり急ピッチで上昇していること、こうした中で国内商品市況も上昇しており、企業物価も、前年比マイナス幅はほぼゼロとなり、3か月前比ではプラスとなっていること、この間、消費者物価は、昨年末にほぼゼロとなった後、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こと、に言及した。

ひとりの委員は、米国など先進各国でも、国際商品価格上昇の影響が川下の消費者物価等に及びにくい傾向が現在共通してみられることを指摘した。この背景としてこの委員は、技術革新による生産性の上昇に加え、労使関係の変化や雇用形態の多様化など労働市場の構造変化を反映した賃上げの抑制や、これらを受けた単位労働コストの低下によって、川上の価格上昇圧力が川下に至るまでに相当程度吸収されていることを挙げた。

この委員を含む何人かの委員は、上記のようなメカニズムは、企業の人件費抑制の動きが続く日本でも、当面は同様に働きやすいと指摘した。そのうえで、商品市況や企業物価の上昇には当然注意すべきであるが、現時点では先行きの消費者物価上昇リスクを警戒すべき状況とは言えないのではないかと、この委員は述べた。別のひとりの委員も、わが国においてはサービス価格の弱さ、とりわけ賃料の低下が消費者物価に対し抑制方向に働き続けていることを指摘した。

この間、ひとりの委員は、足許では稼働率が2000年時のピークを上回るなど、需給面からは原材料のコストアップを製品価格に転嫁しやすい環境になりつつあると指摘した。別のひとりの委員は、鉄鋼などでは少しずつ値上げ交渉が進む動きもみられると述べた。さらに別のひとりの委員は、台湾や香港、シンガポール、中国等では川下の物価の上昇傾向がみられていることを紹介した。

これらの委員を含め、多くの委員は、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。

この間、ひとりの委員は、物価が安定的にプラスとなっていく場合、素材価格の上昇

が世界レベルで最終財価格に波及するか、あるいは、わが国の賃金上昇率が安定的にプラスの領域に入り、これがサービス価格にも波及していくか、いずれかのシナリオが考えられると述べた。

別のひとりの委員は、2003年度は3%近い成長率となり、2004年度も同程度の成長を実現できるとみた場合、仮にわが国の潜在成長率を1%台半ばとみても、GDPギャップはあわせて3%ポイント程度縮小する計算となると指摘した。そのうえで、右下がりのフィリップス・カーブを前提とすれば、GDPギャップ縮小の影響は、タイムラグを伴いつつも、いずれインフレ率にも及んでいくと考えるのが自然であるとの見解を述べた。

2. 金融面の動向

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、期末越えの流動性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、ある委員は、政府短期証券（FB）の増発について、その短期金融市場への影響については引き続き注意が必要であると述べた。別のひとりの委員は、FB増発懸念の問題は国債発行管理の観点から留意が求められるが、現在のFB金利は依然極めて低い水準にあり、市場機能の確保という観点からも殊更に問題視すべきものではないとの見解を示した。

何人かの委員は、株価が11千円台を回復し、為替市場でも、ドルの先安観が幾分後退していることを指摘した。この間、ひとりの委員は、目先の円高懸念は一応後退しているが、底流にある円の先高観には根強いものがあり、為替市場の動向には引き続き注意が必要であると述べた。

民間銀行の貸出動向に関連して、何人かの委員は、銀行の融資スタンスは、経営体力の高い先を中心に、以前に比べて積極化していることを指摘した。

このうちひとりの委員は、このことは設備資金調達を巡る不安感の後退などを通じて、足許の中堅・中小企業の設備投資スタンス積極化の一因にもなっているのではないかと述べた。同時に、この委員を含めた複数の委員は、現在の設備投資の水準は、企業収益の増加に伴って増加しているキャッシュフローとの対比ではなおこれを下回っているため、資金需要や銀行貸出の増加にはつながりにくい状況が基本的には続いていると指摘した。別のひとりの委員は、一部では、限定的ながら資金需要の増加に向けた動きが出てきているように思われ、今後とも細心の注意を払ってみたいと述べた。

・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、委員は、前述のような経済金融情勢の判断のもと、現在の「30～35兆円程度」という当座預金残高目標を維持することが適当であるとの認識を共有した。

ひとりの委員は、実体経済は回復の動きを続けており、こうしたもとでの業況感や先行き見通しの改善は足許の設備投資の伸びなどにも表れている、物価の基調的なマイナス幅も縮まってきており、デフレ的な予想形成も一頃に比べ後退している、との見方を述べた。そのうえで、このような状況の中で、現在の思いきった金融緩和政策をしっかりと続けていく意味は大きく、金融面から民間経済活動のサポートを続け、物価が安定的にプラスとなる状況を実現していくことが重要であると述べた。

なお、別のひとりの委員は、先行きの政策運営に関し、各国において目指す物価の状態

の示し方にはかなり相違があり、日本は日本に合ったやり方を考えていけばよいと思うが、例えば消費者物価上昇率について1%以上を目指し、かつ2%程度の上限を置くことを明らかにしていくことは有益ではないか、との見解を表明した。

また、多くの委員は、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ことを指摘した。こうした指摘を踏まえ、委員は、「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ろうとの見解を概ね共有した。

・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、設備投資や輸出の増加に加え、個人消費も持ち直しているなど、景気は着実な回復を続けている。
このような中、依然として継続しているデフレの克服こそが我々の直面している最大の懸案であり、引き続き金融政策の役割は重要であると考えている。
- 日銀はこの1年間、デフレ克服に向けて累次にわたり追加的な金融緩和措置を採ると同時に、量的金融緩和政策を継続するという日銀の政策スタンスを明確化することによって、市場や人々の期待に積極的に働きかけることに重きを置いた金融政策運営に当たってきている。
政府としては、こうした日銀の取り組みは、中長期金利が低位かつ安定的に推移するなど、金融市場の安定に大きく寄与し、金融政策の実効性を高める効果があるものと評価している。
日銀におかれては、引き続き景気回復を持続的なものにするにはどうすれば良いかとの観点から、一段と工夫を講じられないか、さらなる検討を進めて頂きたいと考えている。
- 今後とも政府との意思疎通を密にしつつ、金利や為替の動向を含め、経済・市場動向について十分注視しながら、年度末における資金需要には迅速かつ的確に対応するなど、機動的な金融政策運営を実施して頂きたいと考えている。

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、昨日の月例経済報告で、「景気は設備投資と輸出に支えられ、着実に回復を続けている」と判断した。引き続き為替レートなど金融・資本市場の動向には留意する必要があると考えている。一方、物価については、総合的に勘案すると、依然として緩やかなデフレ状況にあると考えている。
- 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。このため政府は、3月11日にこれまでの改革の成果と今後の対応を一覧的に取り纏めた「経済活性化のための改革工程表」を作成した。デフレ克服のためには、構造改革の加速・拡大の政策努力を進める中で、政府の行うより強固な金融システムの構築に向けた取組みと、日本銀行による金融政策の波及メカニズムの強化等を通じ、資金供給が拡大していくことが重要である。
- 日本銀行におかれては、金融・資本市場の動向にも留意のうえ、「構造改革と経済財政の中期展望 2003年度改定」で示した中期の経済の姿を実現するために、金融政策運営の基本的枠組みの検討を進め、更に実効性ある金融政策運営を行うことを期待する。

・採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、当座預金残高目標を30～35兆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。

議長からは、このような見解をとりまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

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。

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。

この「基本的見解」は当日（3月16日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は3月17日に、それぞれ公表することとされた。

・議事要旨の承認

前々回会合（2月4、5日）の議事要旨が全員一致で承認され、3月19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、2004年4月～9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、即日対外公表することとされた。

以上

(別添1)

2004年3月16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。

以 上

(別添2)

2004年3月16日
日本銀行

金融政策決定会合等の日程(2004年4月～9月)

	会合開催	金融経済月報 (基本的見解)公表	(議事要旨公表)
2004年4月	4月8日<木>・9日<金>	4月9日<金>	(5月25日<火>)
	4月28日<水>	—	(6月18日<金>)
5月	5月19日<水>・20日<木>	5月20日<木>	(6月30日<水>)
6月	6月14日<月>・15日<火>	6月15日<火>	(7月16日<金>)
	6月25日<金>	—	(8月13日<金>)
7月	7月12日<月>・13日<火>	7月13日<火>	(8月13日<金>)
8月	8月9日<月>・10日<火>	8月10日<火>	(9月14日<火>)
9月	9月8日<水>・9日<木>	9月9日<木>	未定

(注1) 金融経済月報の「基本的見解」は原則として15時に公表(ただし、決定会合の終了時間などによっては変更する場合がある)。

(注2) 金融経済月報の全文は「基本的見解」公表の翌営業日(14時)に公表(英訳については2営業日後の16時30分に公表)。

(注3) 「経済・物価の将来展望とリスク評価(2004年4月)」の「基本的見解」は、4月28日<水>15時(背景説明を含む全文は4月30日<金>14時)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」
- (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) 日本銀行「販売統計合成指数」
- (図表 13) 経済産業省「鉱工業指数統計」「鉱工業総供給表」、財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」
- (図表 14) 内閣府「消費動向調査」、日経産業消費研究所「日経消費予想指数」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」
- (図表 15) 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 16) 日本銀行「企業物価指数」「卸売物価指数」
- (図表 17) 日本銀行「企業物価指数」「日本銀行国際商品指数」
- (図表 18) 日本銀行「金融経済統計月報」等
- (図表 19) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 20) 各国政府・中央銀行等、欧州委員会

- (図表 21) ブルームバーグ社
- (図表 22) 日本銀行「準備預金積立て状況等」等
- (図表 23) 日本銀行、全国銀行協会、日本相互証券
- (図表 24) 東京金融先物取引所
- (図表 25) 日本相互証券
- (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 28) 日本経済新聞社、東京証券取引所
- (図表 29) 日本銀行
- (図表 30) 日本銀行「国内銀行貸出約定平均金利の推移」等
- (図表 31) 日本銀行
- (図表 32) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」
- (図表 33) 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 34) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
- (図表 35) 日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査」
- (図表 36) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
- (図表 37) 東京商工リサーチ「倒産月報」
- (図表 38) 日本銀行「マネタリーベース」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 39) 日本銀行「マネーサプライ」