

通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 16 年 12 月

日 本 銀 行

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

平成 16 年 12 月

日本銀行総裁

福井 俊彦

目 次

	頁
要 旨	
． 経済及び金融の情勢	
1 ． 経済の情勢	
（ 1 ） 国内実体経済	
（ 概況 ）	1
（ 輸出は増加を続けたが伸びは鈍化 ）	2
（ 生産は増加を続けたが伸びは鈍化 ）	4
（ 設備投資は引き続き増加 ）	5
（ 雇用者所得は概ね下げ止まり ）	7
（ 個人消費はやや強めの動き ）	9
（ 2 ） 物価	10
（ 3 ） 海外金融経済	
（ 海外経済は景気拡大を持続 ）	14
（ 米国経済は景気拡大を継続 ）	16
（ ユーロエリア経済では景気は緩やかに回復 ）	17
（ 東アジア経済は景気拡大を持続 ）	18
（ 中南米諸国などの金融市場の状況は総じて改善傾向を持続 ）	19
2 ． 金融面の動向	
（ 1 ） 短期金融市場	20
（ 2 ） 債券市場	22
（ 3 ） 株式市場	23
（ 4 ） 外国為替市場	24
（ 5 ） 貸出金利、C P ・ 社債発行金利	26
（ 6 ） 企業金融	27
（ 7 ） 量的金融指標	30

．金融政策運営及び金融政策手段	
1．金融政策決定会合の開催実績と政策決定の概要	33
2．金融政策決定会合における検討・決定	
(1) 概況	
(金融経済情勢)	36
(金融政策運営)	36
(2) 「経済・物価情勢の展望」の公表	37
(3) 各会合における検討の模様	
イ．平成16年4月～5月の会合	
(景気は緩やかに回復)	40
(国内企業物価は上昇、最終財価格への波及は限定的)	40
(金融環境は引き続き緩和的)	40
(潤沢な資金供給の継続)	41
(国債の補完供給制度の導入<4月8、9日会合>)	41
ロ．6月～8月の会合	
(景気は回復を持続)	42
(国内企業物価は上昇、消費者物価は小幅の下落基調)	42
(長期金利は上昇の後、低下)	43
(「2004年度見通し」の中間評価<7月会合>)	43
(潤沢な資金供給の継続)	43
ハ．9月会合	
(弱めの指標もみられるが、景気は引き続き回復)	43
(消費者物価は引き続き小幅の下落基調)	44
(潤沢な資金供給の継続)	44
ニ．金融政策運営を巡る論点	
(金融政策運営に関する情報発信)	45
(現在の金融緩和策の効果)	45
(銀行券およびマネタリーベースの動向)	46
(景気と物価の乖離)	46

3 . 金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向	48
4 . 日本銀行のバランスシートの動き	51
5 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	53
. 金融政策決定会合における決定の内容	
1 . 金融政策運営に関する決定事項等	54
2 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更	70
3 . 経済及び金融の情勢に関する基本的見解	75
4 . 金融政策決定会合議事要旨	82
参考計表・資料一覧	159

通貨及び金融の調節に関する報告書

要 旨

(経済の情勢)

1. 平成 16 年度上期の国内景気は、生産活動や企業収益から雇用面への好影響を伴いつつ、回復を続けた。

すなわち、米国や東アジアを中心とする海外経済の拡大を背景に、輸出や生産は増加傾向を辿った。もっとも、そのテンポは上期後半には鈍化した。企業収益は改善を続け、設備投資も引き続き増加した。家計の雇用・所得環境をみると、雇用者数は増加基調で推移し、雇用者所得も概ね下げ止まってきた。この間、個人消費は、消費者マインドの改善にも支えられて、やや強めの動きを続けた。

2. 物価動向をみると、国内企業物価は、内外の商品市況高や需給環境の改善を反映して上昇し、9月には前年比 1.8%となった。一方、消費者物価は、企業部門の生産性上昇や人件費抑制などの要因に加え、医療費自己負担の増加など昨年物価を押し上げた制度要因等の影響が一巡したこともあって、前年比小幅のマイナス基調で推移した。

(金融面の動向)

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

長期金利は、景況感の改善などから 6 月下旬に 1.9%台まで上昇し、8 月初にかけて 1.8%前後で推移した。その後、景気回復に対する慎重な見方が強まり、9 月末にかけて 1.4%程度まで低下した。

株価は、年度入り後には 1 万 2 千円前後(日経平均株価)で堅調に推移したものの、5 月中旬にかけて大きく下落し、その後は、振れを伴いつつも 1 万 1 千円を挟んだ比較的狭い範囲内で推移した。

外国為替市場では、円の対米ドル相場は、米国金利の先高観の高まりなどを背景に、5 月中旬にかけて 114 円台まで下落したが、その後は、107~112 円の範囲内で推移した。

4. 民間銀行の貸出残高は、前年比マイナス幅が引き続き縮小し、CPおよび社債の発行残高は、前年を上回って推移した。民間銀行の融資スタンスをみると、信用力の低い先に対しては慎重な貸出姿勢を維持したが、全体としては貸出姿勢を緩和した。一方、民間企業の資金需要は、財務内容の改善に向けた動きの一環として、借入金を圧縮するスタンスは維持されているものの、設備投資の増加が続くなど企業活動が上向いていることから、減少テンポは幾分緩やかなものになった。

5. マネタリーベース（流通現金と日本銀行当座預金の合計）は、伸び率が鈍化し、前年比4%台の増加となった。マネタリーベースの対名目GDP比率は、引き続き極めて高い水準となっている。

マネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）の伸び率は、前年比2%程度で推移した。

（金融政策決定会合における検討・決定）

6. 16年度上期中には、金融政策決定会合を計8回開催した。

会合での検討の状況を振り返ると、16年度上期中は、景気判断を「緩やかな回復を続けている」から「回復を続けている」へと修正した。

4月28日の会合では、16年度の「経済・物価情勢の展望」を決定し、経済・物価情勢の「2004年度見通し」において、わが国の景気は、前向きの循環が次第に強まるもとで、回復を続けると予想した。また、国内企業物価は、前年比若干のプラスとなる可能性が高い一方、消費者物価は、基調的には依然小幅の下落が続くと予想した。

また、7月の会合では、4月に公表した「経済・物価情勢の展望」で示した「2004年度見通し」について「中間評価」を行い、わが国の景気および国内企業物価は「2004年度見通し」に比べて上振れて推移する一方、消費者物価は概ね「2004年度見通し」に沿って、小幅の下落基調が続くと評価した。

7. 前述のような金融経済情勢のもとで、金融政策運営の面では、4月から9月まですべての会合で、日本銀行当座預金残高目標を「30~35兆円程度」とする金融市場調節方針を全員一致で決定した。

8. この間、4月8、9日の会合では、国債市場の流動性向上や円滑な市場機能の維持に貢献する観点から、日本銀行が保有する国債を市場に対し一時的かつ

補完的に供給し得る制度（いわゆる「品貸し」）の導入を決定した。

（日本銀行のバランスシートの動き）

9. 16年度上期の日本銀行のバランスシートをみると、日本銀行当座預金残高を主たる操作目標とする金融市場調節方式のもとで潤沢な資金供給を継続した結果、16年9月末の総資産残高は139.5兆円（前年比+4.1%）となった。14年11月に開始した株式の買入れは、本上期末をもって終了したが、この株式（金銭の信託〈信託財産株式〉）の期末残高は20,289億円（前年比+9.6%）となった。また、15年7月に買入れを開始した資産担保証券の残高は、16年9月末には1,128億円（15年9月末比+818億円）となった。

I . 経済及び金融の情勢

1 . 経済の情勢

(1) 国内実体経済

(概況)

平成 16 年度上期の国内景気は、生産活動や企業収益から雇用面への好影響を伴いつつ、回復を続けた。

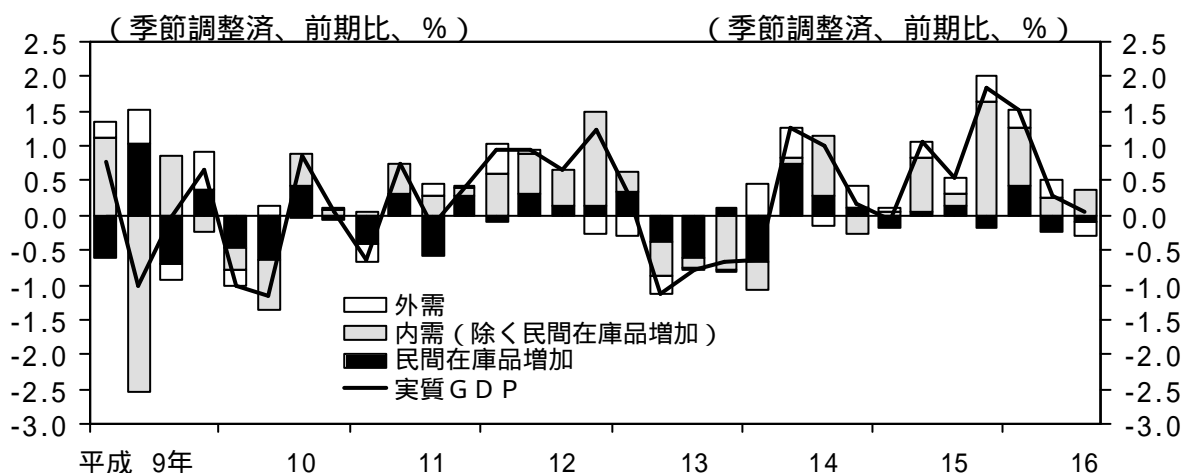
輸出は、米国や東アジアを中心とする海外経済の拡大を背景に、引き続き増加した。こうしたもとで、鉱工業生産も増加傾向を辿った。もっとも、輸出や生産の増加テンポは、上期後半には鈍化した。

こうした輸出、生産の増加傾向に加え、コスト削減の効果もあって、企業収益は改善を続け、そうしたもとで設備投資も引き続き増加した。一方、公共投資は、公共事業関係予算の削減を反映して、減少傾向を続けた。

家計の雇用・所得環境をみると、企業からの求人が増加したほか、失業率も、緩やかな低下傾向を辿った。また、雇用者数は増加基調で推移し、雇用者所得も概ね下げ止まってきた。この間、個人消費は、消費者マインドの改善にも支えられて、やや強めの動きを続けた。

以上の景気情勢を実質 GDP でみると(図表 1)、16 年度上期は、前期の高い伸びに比べるとそのテンポは鈍化した、引き続き増加した。

(図表 1) 実質 GDP の推移



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

(輸出は増加を続けたが伸びは鈍化)

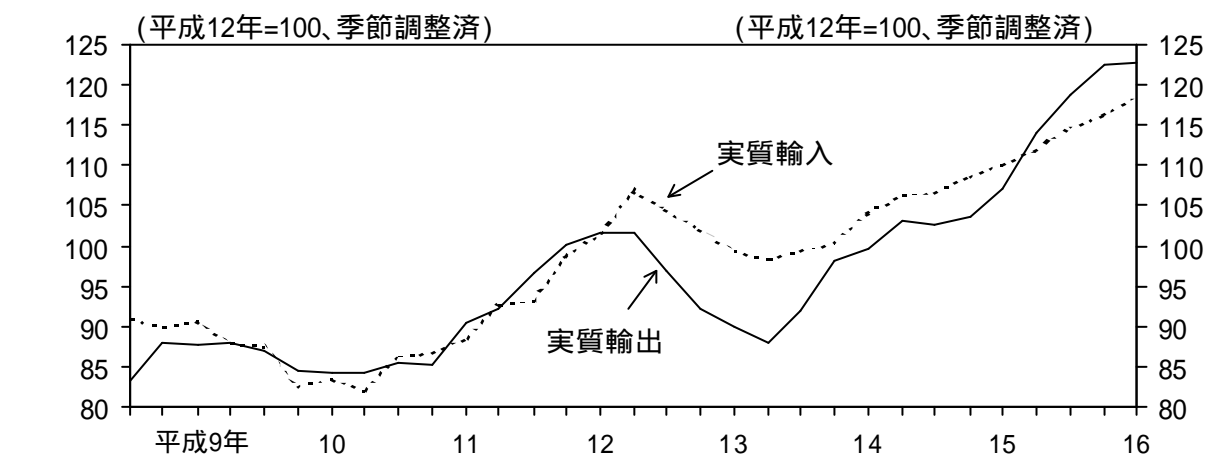
実質輸出は(図表2(1))、米国や東アジアを中心とする海外経済の拡大を背景に¹、増加を続けた²。もっとも、輸出の増加テンポは、海外経済がより持続的なペースでの成長に向けて減速するもとで、上期後半には鈍化した。一方、実質輸入は、緩やかな増加を続けた。こうしたもとで、実質貿易収支でみた純輸出は、上期前半には大幅に増加したが、後半には頭打ちとなった(図表2(2))。

実質輸出の動きを地域別にみると(図表3(1))、米国向けは上期前半まで堅調な増加を続けたが、後半には小幅の減少となった。また、東アジア向けは、15年度下期まで大幅に増加してきた反動や、中国における景気過熱抑制策の影響などから、小幅の伸びに止まった。財別にみると(図表3(2))、資本財・部品(半導体製造装置を含む)は堅調な増加を続けた。一方、消費財については、デジタル家電を中心に増加を続けてきたが、上期後半には米国向けを中心に大幅に減少した。また、情報関連も、上期前半に高い伸びを示したが、後半には小幅の減少となった。

実質輸入は、国内最終需要や生産の増加を反映して、緩やかな増加を続けた。財別にみると、情報関連や資本財・部品は、生産の増加や東アジアとの国際分業などを背景に増加を続けた。一方、消費財は上期後半にやや減少し、食料品は横這い圏内の動きを続けた。

(図表2) 輸出入の推移

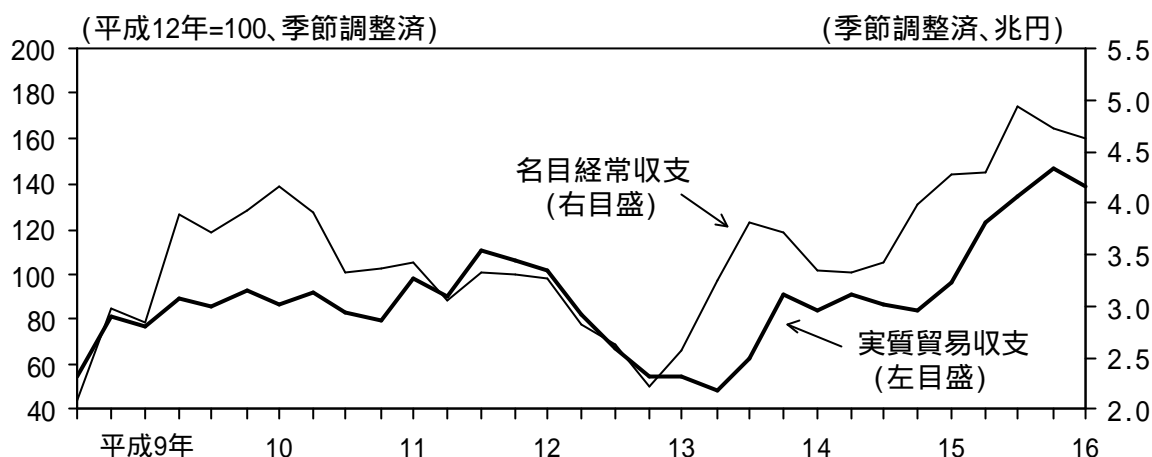
(1) 実質輸出入



¹ 海外経済の詳細については、1.(3)海外金融経済、で後述。

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

(2) 実質貿易収支と名目経常収支



(図表 3) 輸出の内訳

(1) 地域別

(季節調整済、前期比、%)

	平成15年 第3四半期	平成16年			
		4	1	2	3
米国 <24.6>	-1.4	2.6	2.7	3.0	-0.9
EU <15.3>	1.7	3.9	9.8	1.8	3.6
東アジア <44.9>	7.1	8.4	8.8	0.3	1.0
中国 <12.2>	9.2	5.3	11.0	1.4	0.4
NIEs <23.5>	7.4	12.2	8.1	0.2	1.5
ASEAN4 <9.2>	4.1	3.5	7.7	-0.8	0.3
実質輸出計	3.4	6.4	4.1	3.2	0.1

(2) 財別

(季節調整済、前期比、%)

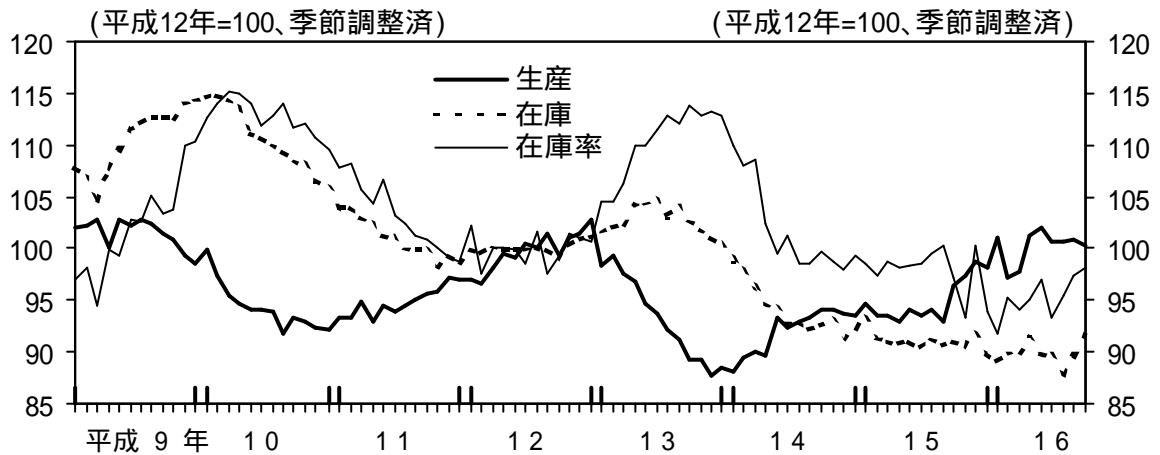
	平成15年 第3四半期	平成16年			
		4	1	2	3
中間財 <15.6>	0.9	4.0	5.9	-3.8	-1.9
自動車関連 <23.7>	0.3	5.9	-1.5	7.2	0.5
消費財 <7.0>	0.7	9.4	6.2	1.5	-6.5
情報関連 <14.1>	7.4	4.7	5.6	5.0	-1.0
資本財・部品 <28.6>	6.4	6.3	7.3	6.1	2.6
実質輸出計	3.4	6.4	4.1	3.2	0.1

(注) < >内は、平成15年通関輸輸出額に占める各地域・国や各財のウェイト。NIEsは、韓国、台湾、香港、シンガポール。ASEAN4は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ。

(生産は増加を続けたが伸びは鈍化)

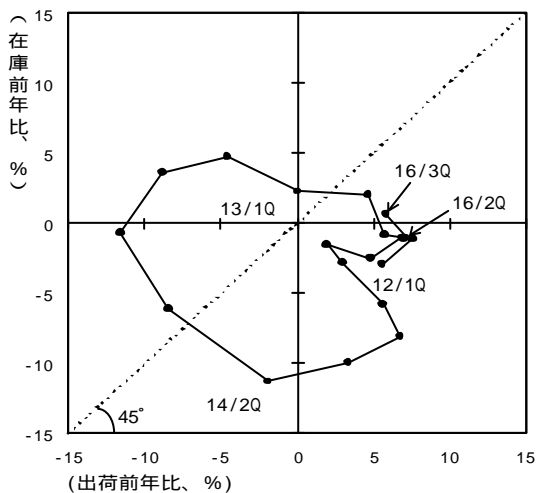
鉱工業生産は(図表4)、輸出や内需が増加を続けるもとで、増加傾向を辿った。もっとも、上期後半には、輸出に歩調を合わせる形で増加テンポは鈍化した。この間、在庫は、全体としては減少したが、財別には区々の動きとなった。すなわち、素材関連業種では、原材料価格の高騰などを背景に、需要の割に抑制的な生産姿勢を続けたため、在庫は引き続き減少した。一方、電子部品・デバイスでは、需要の増大に対応すべく在庫の積み増しへ動いたが、携帯電話やデジタルカメラなど一部商品で予想ほどには需要が伸びなかったため、上期後半には軽度ながら在庫調整の動きがみられた(図表5)。

(図表4) 鉱工業生産・在庫指数

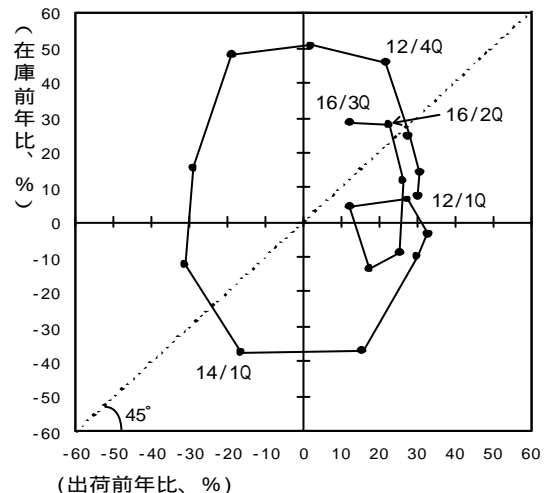


(図表5) 在庫循環

(1) 鉱工業全体



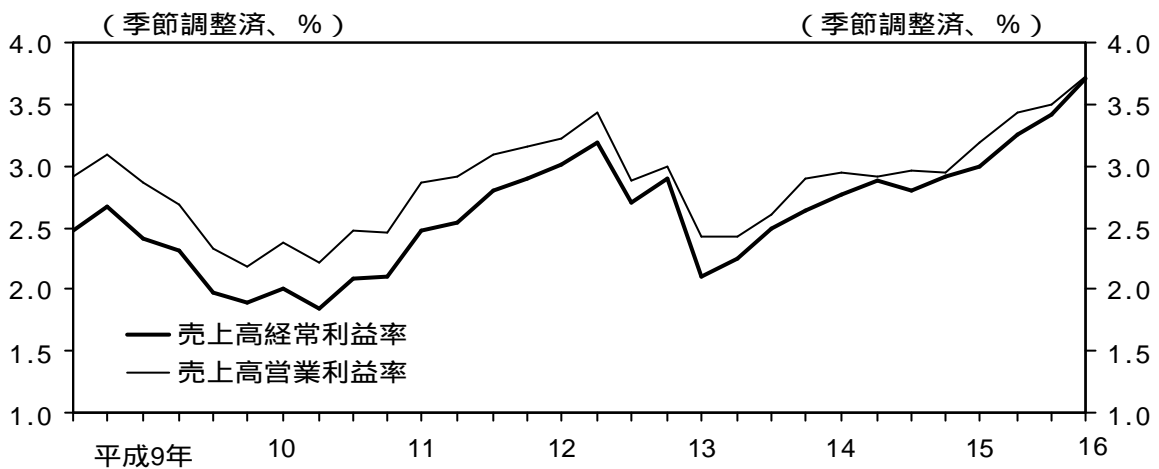
(2) 電子部品・デバイス



(設備投資は引き続き増加)

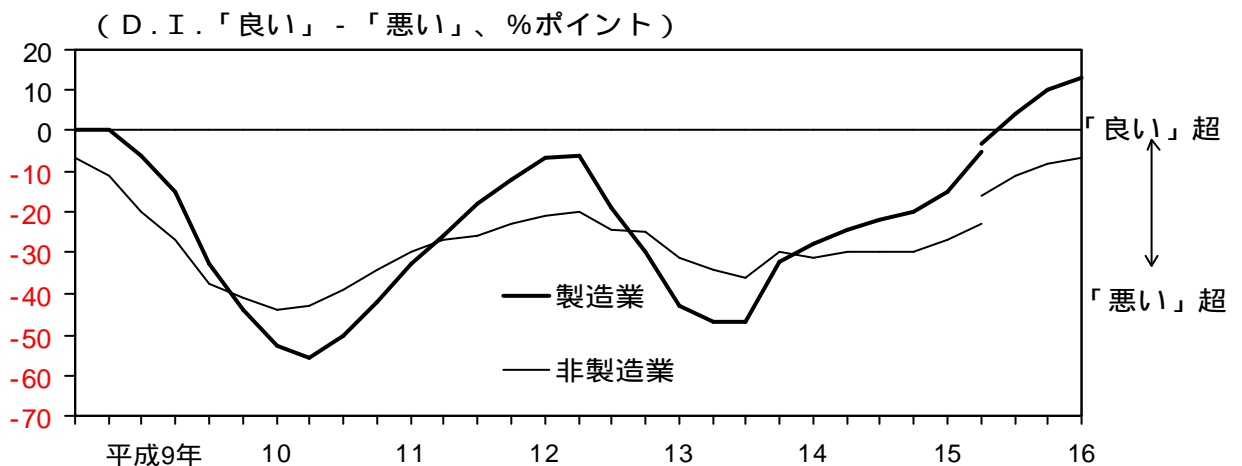
企業収益は、輸出、生産の増加基調が続く中、従来から進めてきた各種経営努力の効果もあって、改善を続けた。この結果、売上高営業利益率、同経常利益率は(図表6) 前回ピークの12年度を超え、バブル経済崩壊以降で最も高い水準にまで達した。この間、企業の業況感は(図表7) 改善の動きを続けたが、製造業の改善テンポは上期後半にやや鈍化した。

(図表6) 企業収益



(注) 法人企業統計季報の計数。

(図表7) 企業の業況判断(短観)



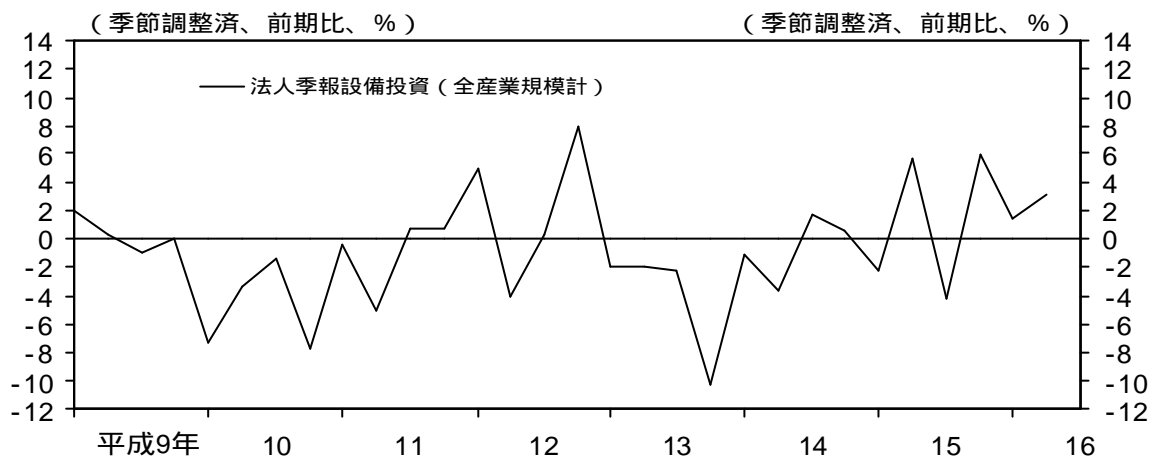
(注) 短観については、16年3月調査より、調査対象企業の拡充を含む幅広い見直しを実施した。このため、新ベースと旧ベースの計数には不連続(段差)が生じている。

こうしたもとで、設備投資は増加を続けた。法人企業統計でみた設備投資は(図表8(1))、15年度下期に増加した後、4～6月も堅調な増加となった。設備投資の先行指標をみると(図表8(2))、機械受注は、振れを伴いつつも増加傾向が続いた。また、建築着工床面積も、鉱工業(工場)、卸小売(ショッピングセンター等)、運輸(物流・配送拠点)を中心に増加傾向を辿った。

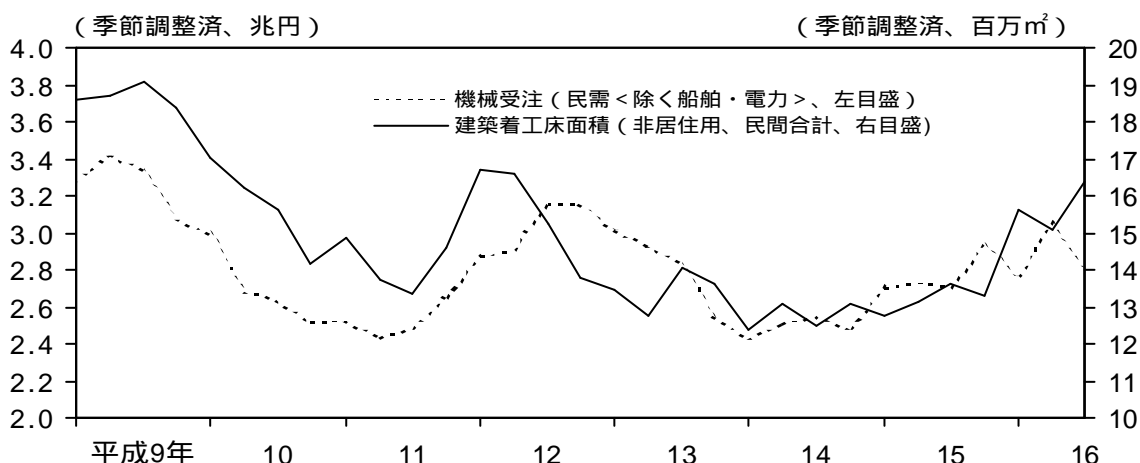
一方、公共投資は(図表9)、国、地方ともに16年度の公共事業関係予算が削減されたことを反映して、減少傾向を続けた。

(図表8) 設備投資

(1) 法人季報設備投資

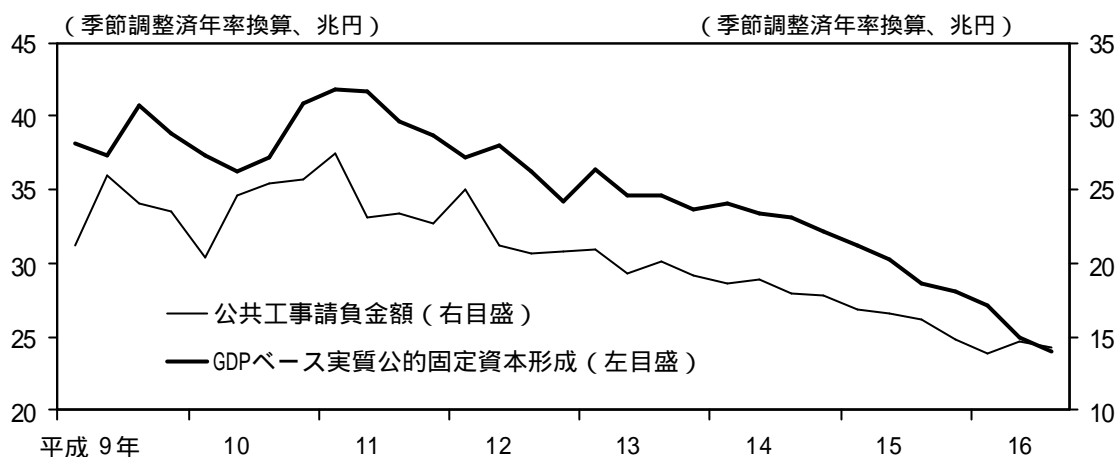


(2) 機械受注・建築着工床面積



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

(図表 9) 公共投資

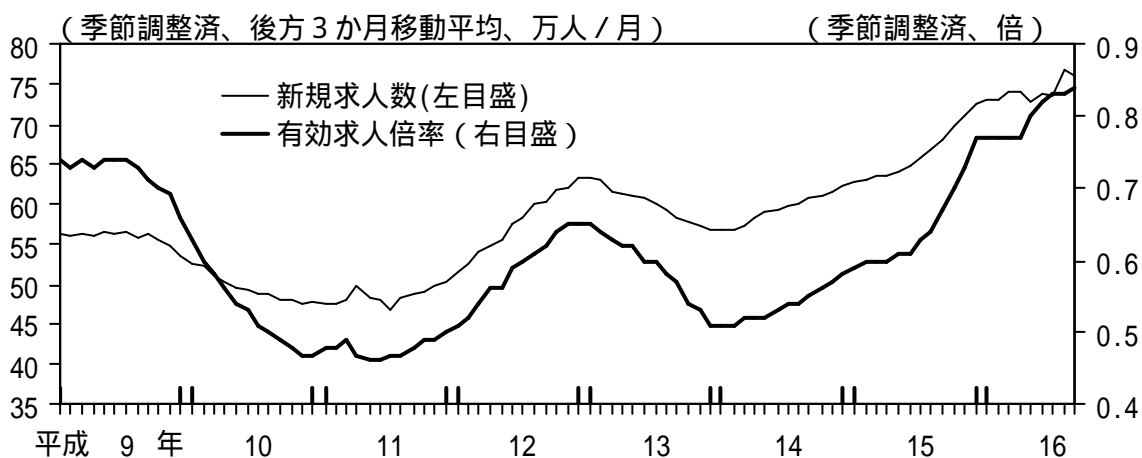


(雇用者所得は概ね下げ止まり)

家計の雇用・所得面をみると、有効求人倍率など労働需給を反映する指標は(図表 10(1))、生産活動の拡大を受けて改善傾向を続けた。完全失業率も(図表 10(3))、緩やかな低下傾向を辿った。雇用面をみると、労働力調査でみた雇用者数は、振れを伴いつつも前年比増加基調で推移し、毎月勤労統計の常用労働者数も、10年初め以来の前年比増加に転じた(図表 10(2))。一方、賃金面をみると、一人当たり平均でみた夏季賞与は、パート比率の上昇もあって前年を下回ったが、所定外給与が増加を続ける中で、所定内給与のマイナス幅は徐々に縮小した。こうした動きを受けて、雇用者所得は(図表 11)、概ね下げ止まってきた。

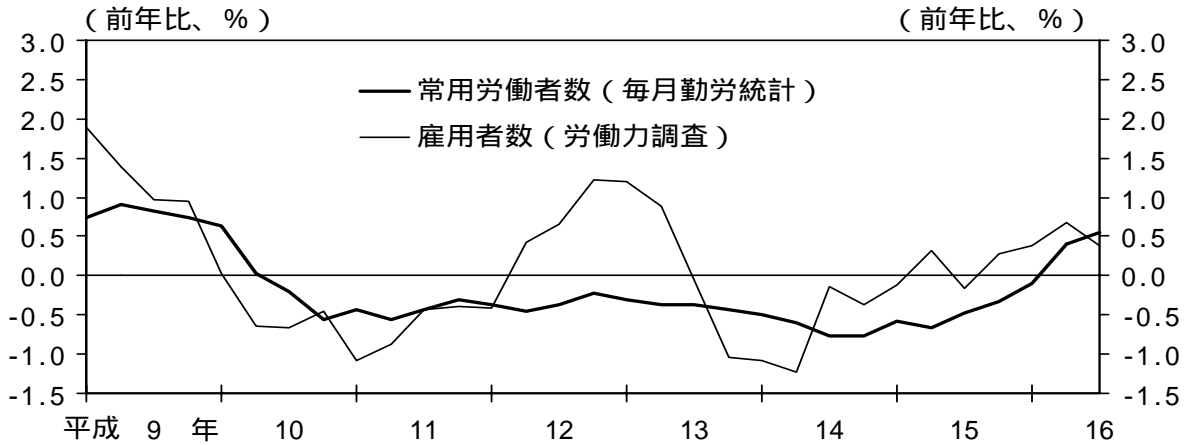
(図表 10) 労働需給

(1) 有効求人倍率と新規求人数



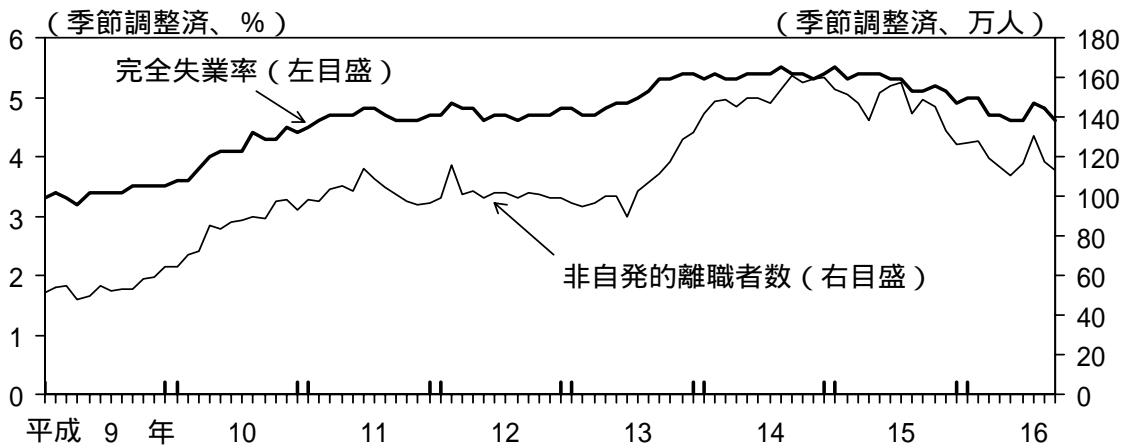
(注) 新規求人数は新規学卒者を除きパートタイムを含む。

(2) 常用労働者数（毎月勤労統計）と雇用者数（労働力調査）

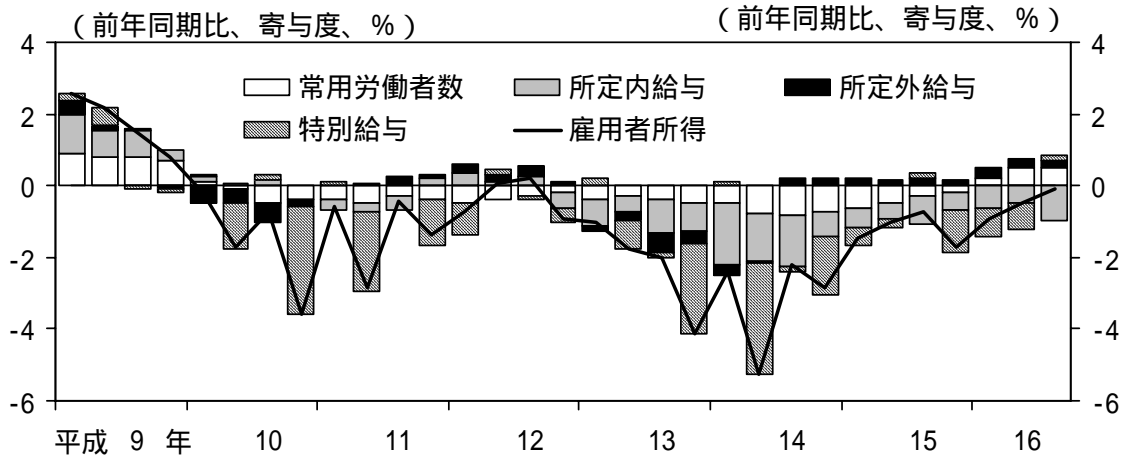


(注) 常用労働者数は事業所規模5人以上の計数を使用。

(3) 失業率と非自発的離職者数



(図表 11) 雇用者所得

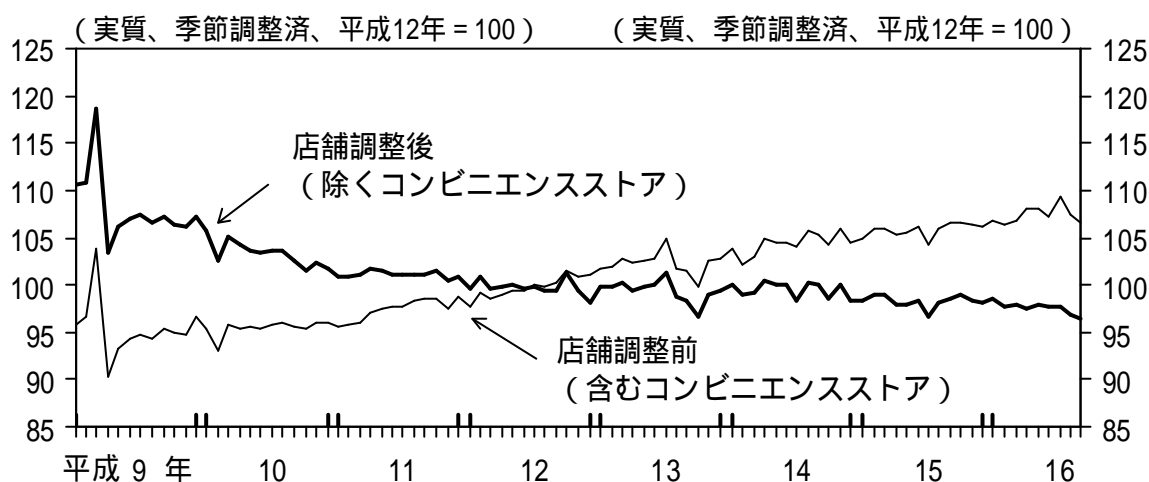


(注) 賞与の支給時期にあわせて、第1四半期：3～5月、第2四半期：6～8月、第3四半期：9～11月、第4四半期：12～2月としている。事業所規模5人以上の計数を使用。

(個人消費はやや強めの動き)

以上のような雇用・所得環境のもと、個人消費は、消費者マインドの改善にも支えられて、やや強めの動きを続けた。すなわち、小売や旅行、外食など各種財・サービスの売上指標を合成した「販売統計合成指数」をみると(図表12)³、コンビニエンスストアを除く店舗調整後のベースでは概ね横這い圏内の動きであったが、コンビニエンスストアを含む店舗調整前のベースでは、緩やかな増加傾向を辿った。消費財の動きを生産者段階で包括的に捉えた「消費財総供給」も(図表13)⁴、昨年10~12月に水準が切り上がった後、耐久財を中心に底堅い動きを続けた。さらに、需要側から個人消費を捉えた家計調査の消費水準指数は、振れを伴いつつも、総じて強めに推移した。この間、消費者コンフィデンスを表す指標は(図表14)、改善傾向を辿った。一方、住宅投資は、横這い圏内で推移した。

(図表12) 販売統計合成指数

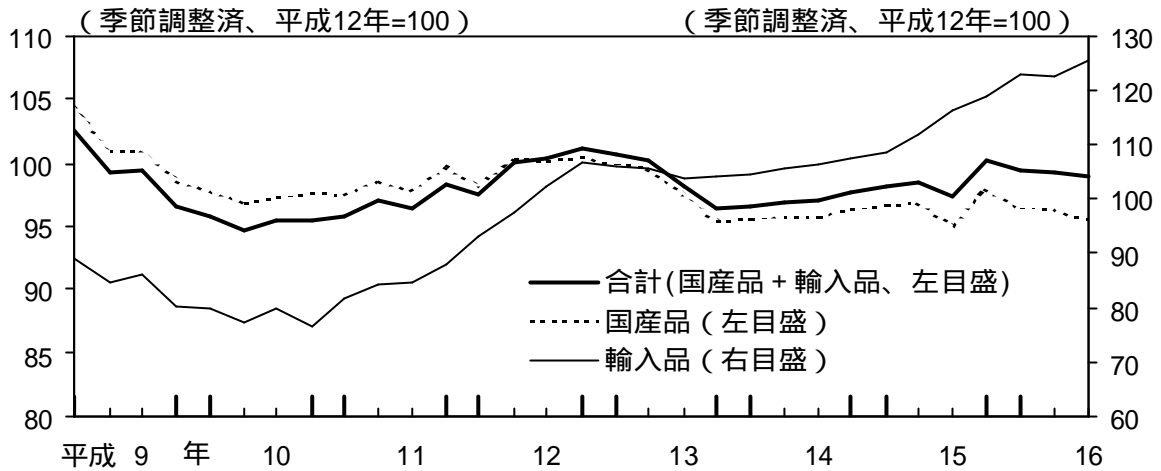


(注) 販売統計合成指数については脚注3を参照。

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

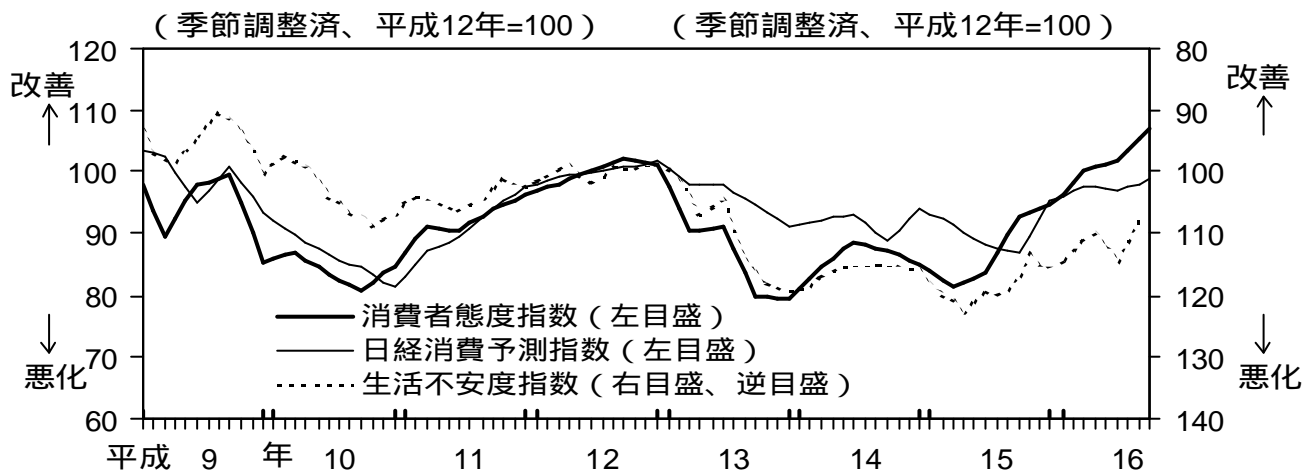
⁴ 消費財総供給(国産品の国内向け出荷+輸入品)は、鉱工業指数統計における消費財出荷と、消費財の実質輸出入から算出。算出の際のウェイトには鉱工業総供給表を利用。

(図表 13) 消費財総供給



(注) 消費財総供給については脚注4を参照。

(図表 14) 消費者コンフィデンス



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

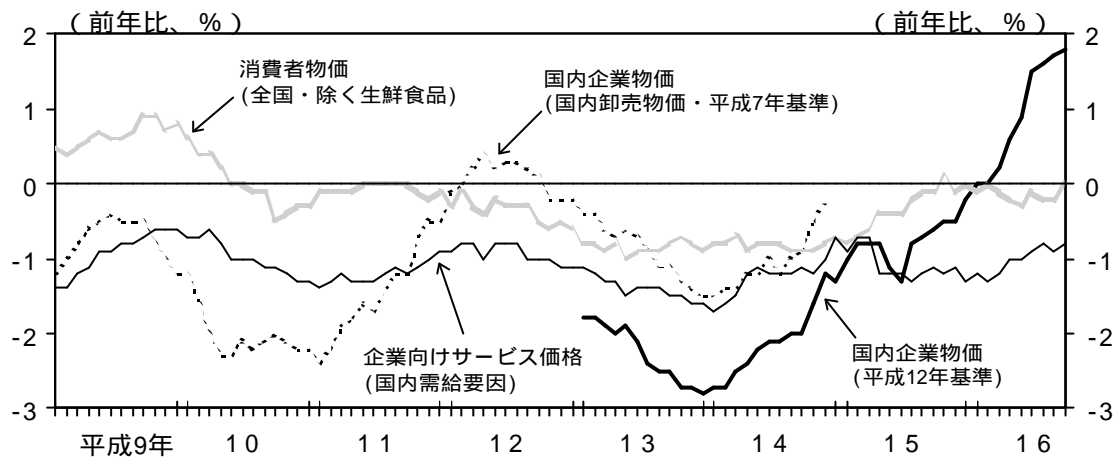
(2) 物価

物価の動向をみると(図表15)、国内企業物価の前年比は、内外の商品市況高や需給環境の改善を反映して上昇し、9月には1.8%となった。一方、企業向けサービス価格(国内需給要因)は⁵、前年比で1%弱の下落を続けた。消費者物価(除

⁵ 「企業向けサービス価格(国内需給要因)」は、企業向けサービス価格指数を、主に国内民間需要の動向を反映していると考えられる品目のみでみたものであり、企業向けサービス価

く生鮮食品)の前年比は⁶、ガソリン価格などが上昇したが、昨年4月の医療費自己負担の引き上げの影響などが一巡したこともあって、小幅のマイナス基調で推移した。

(図表 15) 物価



(注) 平成9年4月以降の消費税率引き上げの影響については、課税品目のすべてについて完全に転嫁されたと仮定して調整。図表16～18も同様。

国内企業物価の動きを3か月前比でみると(図表16)、原油価格上昇の影響や需給環境の改善傾向を受けて、石油、鉄鋼、化学関連などが大きく上昇した。また、機械類の価格は引き続き下落したが、下落テンポは以前に比べて鈍化した。需要段階別にみると(図表17)、素原材料から中間財への価格転嫁が進んだほか、最終財についても、需要が好転した資本財を中心に、価格の下落幅が縮小した。ただし、最終財のうちでも消費財への価格転嫁については、小売段階での競争が激しいことや、川上段階の価格上昇が企業部門の生産性上昇や人件費抑制によってかなりの程度吸収されていることなどから、ガソリンなど一部の品目を除き、限定的なものに止まった。

この間、物価の基調的な動きに影響するマクロの需給バランスは、徐々に改善しつつも、なお緩和した状況を続けた。そうしたもとで、消費者物価(除く生鮮

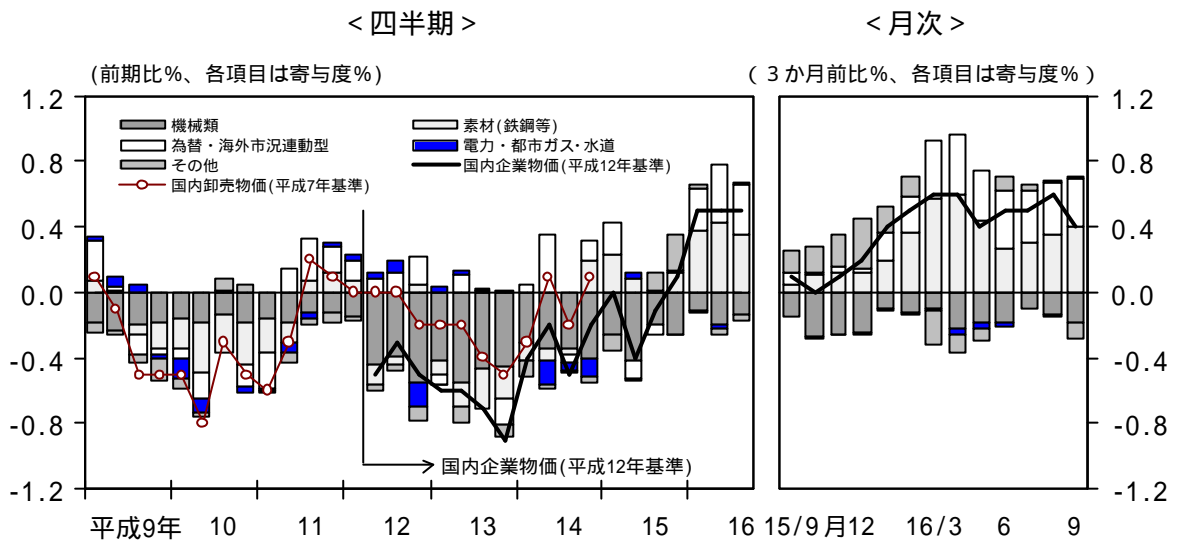
格指数総平均から、規制料金、海外要因、単月の振れが大きく短期的な需給動向を反映しているとは言い難い料金を除いて算出している。具体的には、一般サービス(機械修理、ソフトウェア開発等)、通信・放送、広告、リース・レンタル、不動産などで構成される。

⁶ 「消費者物価(除く生鮮食品)」は、天候要因による振れが大きい生鮮食品を消費者物価指数総合から除いたものであり、消費者物価の基調的な動きを示すと考えられる。

食品)の前年比は(図表18)、ガソリン価格などが上昇したものの、医療費自己負担の増加やたばこ税の引き上げなど、昨年物価を押し上げた制度要因等の影響が一巡したこともあって、小幅のマイナス基調で推移した。

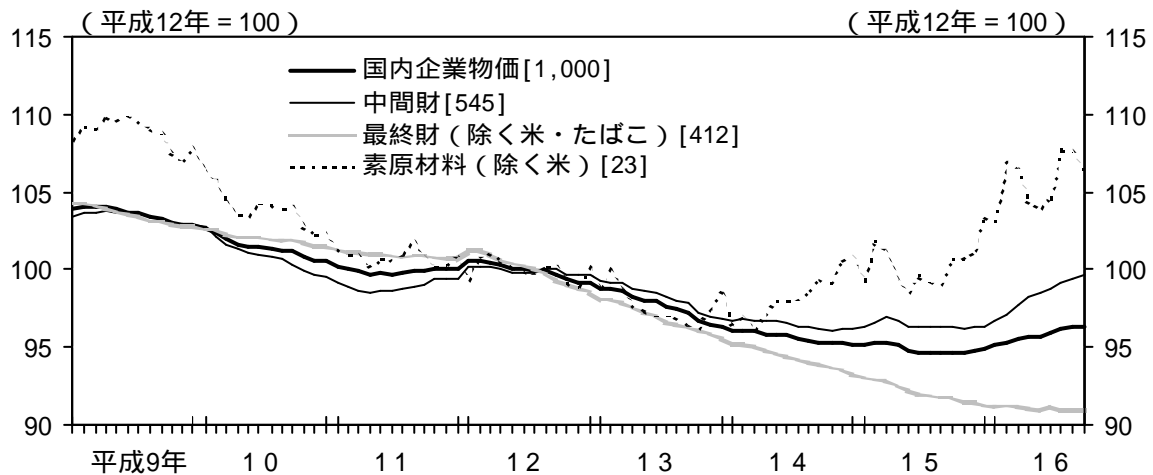
地価については、商業地、住宅地ともに引き続き下落したが、東京圏をはじめとする大都市圏では、下落幅が緩やかな縮小傾向を辿り、一部に下げ止まりの動きもみられた。

(図表16) 国内企業物価



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

(図表17) 需要段階別にみた国内企業物価



(注) []内はウェイト(1000分比)

(3) 海外金融経済

(海外経済は景気拡大を持続)

16年度上期の海外経済は、米国や東アジアを中心に景気拡大を続けた(図表19)。地域別にみると、米国では、夏場にかけては個人消費を中心に減速したものの、景気は拡大を続けた。東アジアでは、中国が高成長を続けたほか、NIEs、ASEAN4も、成長率は幾分減速したものの、着実な成長を続けた。この間、欧州では、英国経済が着実に拡大を続けたほか、ユーロエリア経済では、外需に牽引されて、景気は緩やかに回復した。

(図表19) 海外経済 (実質GDP)

(欧米は季節調整済前期比年率、東アジアは前年比、%)

		平成 14年	15年	15年 2Q	3Q	4Q	16年 1Q	2Q	3Q
米 国		1.9	3.0	4.1	7.4	4.2	4.5	3.3	3.7
欧 州	ユーロエリア	0.8	0.5	0.7	1.9	1.5	2.8	2.0	1.2
	ドイ ツ	0.1	0.1	0.8	1.1	1.2	1.7	1.9	0.4
	英 国	1.8	2.2	2.7	3.8	4.2	2.7	3.6	1.5
東 ア ジ ア	中 国	8.3	9.3	7.9	9.6	9.9	9.8	9.6	9.1
	NIEsおよび ASEAN4	4.7	4.0	2.9	4.0	5.1	6.1	6.5	-

(注) NIEsおよびASEAN4⁷は、IMF公表のGDPウェイト(14年、購買力平価基準)を用いて算出。

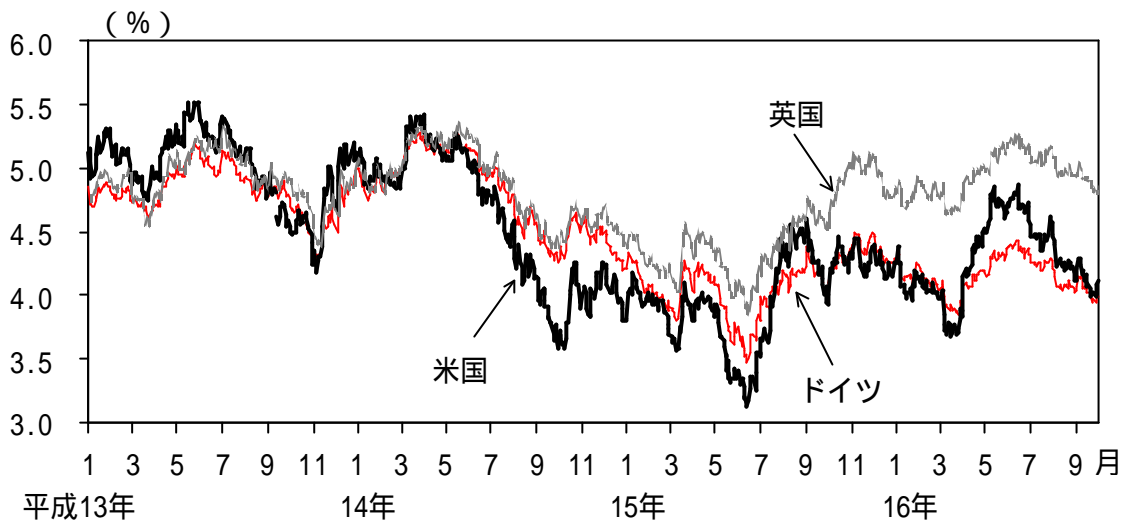
海外金融市場の動向をみると、米欧の長期金利は、市場予想比強めの経済指標などを受けて6月にかけて上昇した後、原油価格上昇などに伴い景気拡大テンポへの懸念が生じたことなどを受けて、年度初と同程度の水準まで低下した。米欧の株価は、原油価格、経済指標、企業業績の公表などを受けて変動したが、上期

⁷ 図表3の注を参照。

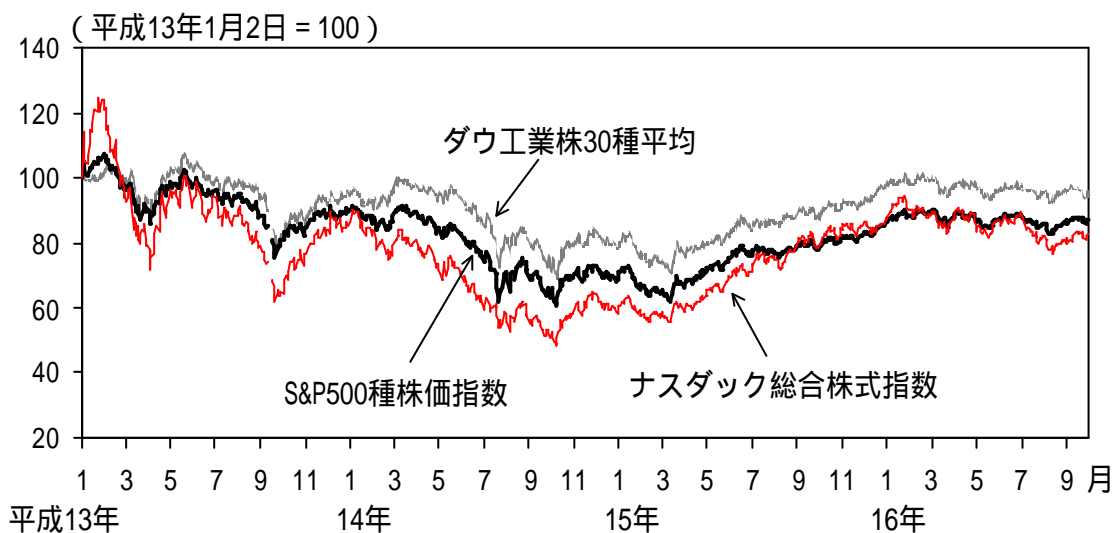
を通じてみると概ね横這い圏内で推移した。エマージング諸国・地域の金融市場をみると、一時は米国の利上げ観測の高まりから中南米諸国の一部で通貨安や株安といった動きもみられたが、その後は実体経済の改善などを背景に通貨、株価ともに概ね安定を取り戻したほか、対米国債スプレッド⁸も総じて低水準となった。

(図表 20) 欧米の長期金利と株価

(1) 欧米の長期金利 (国債 10 年物)

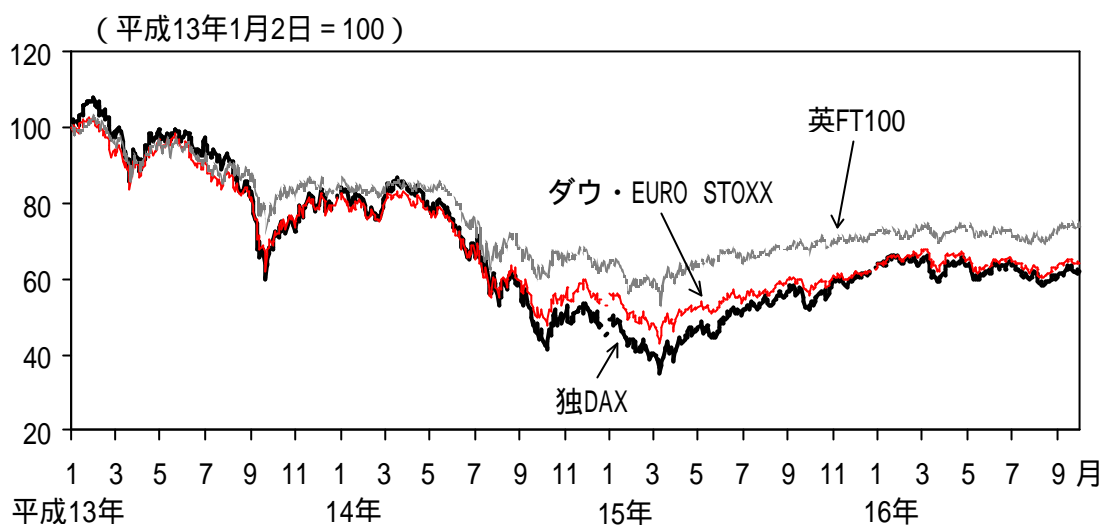


(2) 米国の株価



⁸ これら諸国・地域の政府が発行するドル建債と米国債の利回り格差で、当該諸国等に対する市場の信用リスク認識を示す指標とされている。

(3) 欧州の株価



(米国経済は景気拡大を継続)

以上の動きをやや仔細にみると、米国では、設備投資が着実に増加し、雇用も緩やかながら改善を続けるなど、景気は拡大を続けた。もっとも、夏場にかけては、既往の減税策の景気刺激効果が薄れる中、原油高の影響もあり、個人消費を中心に景気の拡大テンポは減速した。対外バランス面をみると、高値が続く原油の在庫積み増しなどから、財・サービス貿易収支の赤字は拡大傾向を続けた。物価面については、総合ベースの消費者物価の前年比は、原油価格の動きに影響されて、3%を上回る水準まで上昇する局面もみられた。ただし、食料・エネルギーを除くコアベースでは、2%を下回る上昇率となった。

こうした情勢のもとで、米国連邦準備制度は、6月30日、8月10日、9月21日と、相次いで政策金利であるフェデラル・ファンド・レート誘導目標水準をそれぞれ0.25%ずつ、累計で0.75%引き上げた。この結果、同誘導目標の水準は9月末時点で1.75%となった。

長期金利（国債10年物利回り）の動きをみると（図表20(1)）、年度入り後6月にかけては、雇用統計が市場予想を大幅に上回ったことなどを受けて、4.8%台まで上昇した。その後は、雇用統計、消費者物価など市場予想比弱めの経済指標の発表が続いたことや、原油価格の上昇が实体经济に悪影響を及ぼすのではないかと

との見方が強まったことから、徐々に水準を切り下げ、9月下旬には4.0%前後まで低下した。

株価をみると（図表20（2））、米国の企業業績が総じて良好な結果となる中、原油価格の動向、各種経済指標や個別企業・業種の収益見通しの発表を受けて上下したが、上期を通じてみると概ね横這い圏内で推移した。

（ユーロエリア経済では景気は緩やかに回復）

欧州経済情勢をみると、ユーロエリアでは、外需に牽引されて景気は緩やかに回復した。すなわち、米国をはじめとする海外景気回復を背景に、輸出・生産が増加するなど、製造業を中心に明るさがみられた。また、個人消費も、国によって区々の動きながら、全体としてみれば幾分持ち直した。しかし、企業の設備投資や雇用環境の回復が遅れているため、回復のモメンタムはなお弱いものに止まった。この間、消費者物価は、エネルギー価格の高騰などの影響から前年比伸び率がやや高まった。

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

英国経済は、良好な雇用環境や住宅価格の上昇などを背景に、個人消費主導で着実な拡大を続けた。こうした中、住宅価格は、引き続き上昇率が高まったが、上期末にかけては鈍化の兆しも窺われた。この間、消費者物価上昇率は、エネルギー関連価格の上昇を反映して伸びが高まる局面もみられたが、イングランド銀行の目標値（前年比2.0%）を幾分下回る水準で推移した。

金融政策面では、イングランド銀行は、世界景気回復の持続、英国経済の拡大テンポの加速、労働市場の引き締まり、個人消費と住宅価格の強含みなどを背景として、5月6日、6月10日、8月5日の三度に亘り、それぞれ0.25%ポイントの利上げを行い、政策金利であるレポ金利を4.75%とした。

この間、ユーロエリアおよび英国の長期金利（独・英国債10年物利回り）、株価は、米国の長期金利、株価とほぼ同様の動きとなった（図表20(1)、(3)）。

(東アジア経済は景気拡大を持続)

NIEs、ASEAN4では、成長率は幾分減速したものの、多くの国・地域で着実な成長が続いた。すなわち、輸出・生産面では、上期末にかけては米国景気や世界的なIT需要の減速などを受けて増勢が鈍化したものの、先進国やアジア域内景気の堅調を背景に、多くの国・地域で増加傾向が続いた。個人消費は、韓国を除き、多くの国・地域において、雇用環境の改善や金融環境がなお緩和的であることなどを反映して、底固く推移した。一方、総固定資本形成に関しては、台湾で伸び率が低下したほか、韓国でも持ち直しに向けた動きに力強さを欠いた。この間、物価面では、食料品・エネルギー価格の上昇や景気回復などを反映して、消費者物価指数前年比が着実に上昇した。

中国経済は、内外需の力強い動きを反映して、高成長を維持した。固定資産投資は、政策当局の過熱抑制策を受けて一旦増勢が鈍化した後、上期末にかけては、再び伸びが高まった。個人消費や輸出も、増勢を維持した。この間、物価面では、食料品の値上がりから、消費者物価指数の前年比が5%を超える水準にまで高まった。なお、食料品を除いたベースでは、光熱費や賃借料の上昇の影響はあるものの、低い上昇率に止まっている。

金融政策面では、国内景気や物価動向の違いを背景に、国・地域によって対応が分かれた。すなわち、香港金融管理局は、米国の金融引締めを受けて、三度に亘り(7月2日、8月11日、9月22日)政策金利をそれぞれ0.25%引き上げ、3.25%とすることとしたほか、タイ銀行も、8月25日、政策金利を0.25%引き上げ、1.5%とした。一方、韓国銀行は、景気減速懸念から、8月12日、政策金利を0.25%引き下げ、3.5%とした。この間、中国人民銀行は、他の国内関連政策当局と協力し、投資過熱の抑制に取り組んだ。

東アジア地域の株価は、5月中旬にかけて、米中の金融引締めに対する警戒感から下落した後、8月中旬にかけて総じて横這い圏内で推移した。その後は、米国株価上昇等を受けて堅調に推移した。通貨については、5月中旬にかけて、株価と同様に米中の金融引締めに対する警戒感から下落し、その後は、総じて横這い圏内で推移した。この間、韓国では、8月の利下げが好感された形で株価が上昇し、通貨も4月初の水準を回復した。フィリピン・インドネシアでは、大統領

選挙の結果が市場の期待通りであったことが下支えとなり、通貨は概ね横這い圏内での推移となった。中国の株価は、景気過熱抑制策の強化等を受けて6月頃まで下落基調を辿ったが、その後はほぼ横這い圏内で推移した。

(中南米諸国などの金融市場の状況は総じて改善傾向を継続)

中南米諸国についてみると、ブラジルでは5月中旬にかけて、米国の金融引締めに対する警戒感から通貨、株価が下落し、対米国債スプレッドが急拡大する動きがみられたが、その後は、構造改革の進展や外需に牽引された景気回復を背景に対米国債スプレッドが縮小するなど、総じて堅調な推移となった。一方、アルゼンチンでは、IMF第3次レビューが遅延していることなどから、対米国債スプレッドが拡大基調を辿った。

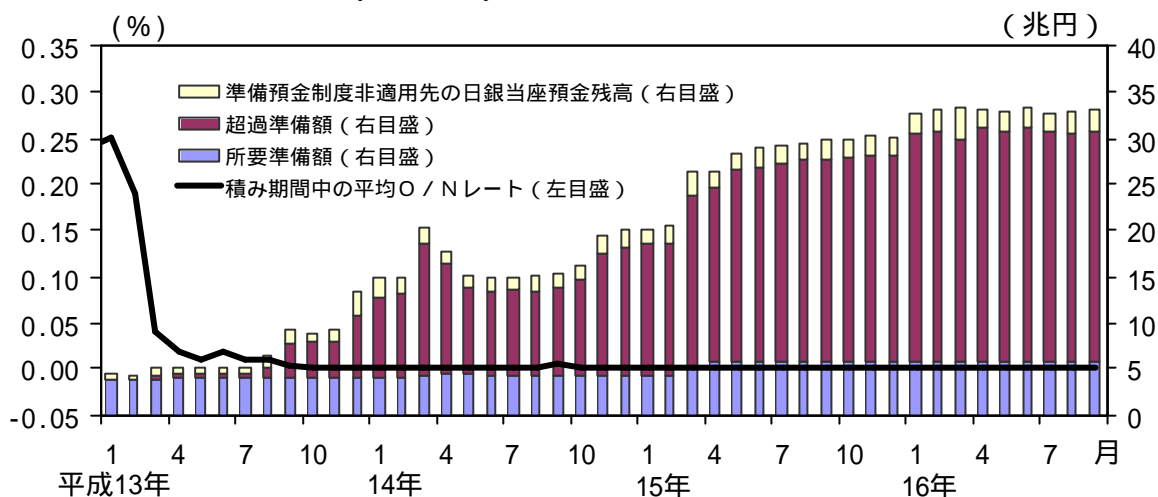
その他の地域をみると、トルコでは、IMFプログラムの進展やEU加盟への期待の高まりを背景に、5月中旬以降、対米国債スプレッドが縮小した。また、ロシアでは、株価が大手石油会社の問題から下落したが、その後、原油価格の上昇を受けて幾分回復した。他方、通貨や対米国債スプレッドは横這い圏内で推移した。

2. 金融面の動向

(1) 短期金融市場

平成16年度上期を通じて、日本銀行当座預金残高目標は「30～35兆円程度」とされ、この金融市場調節方針に沿って、引き続き潤沢な資金供給を行った。この結果、日本銀行当座預金残高⁹は(図表21) 9月末日も含め30～35兆円程度で推移した。

(図表21) 日本銀行当座預金残高



(注) 積み期間中の平均残高。

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

ターム物金利¹²の動向をみると、ユーロ円金利(TIBOR3か月物)は、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、上期を通じて、低位で安定的に推移した。

⁹ 金融機関等が日本銀行に保有する当座預金の残高。

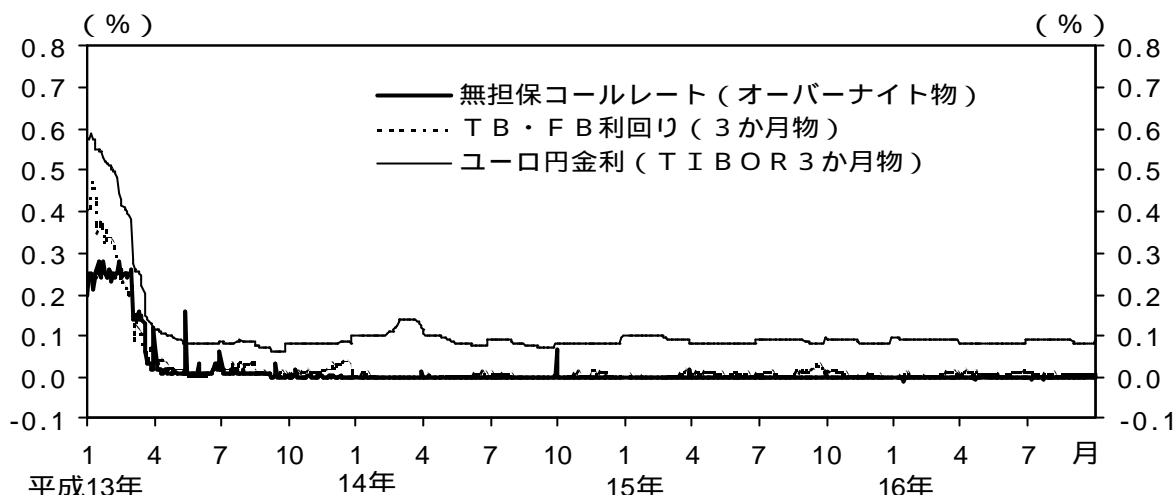
¹⁰ 無担保コールレート(オーバーナイト物)の数値は、加重平均値(以下同じ)。

¹¹ 9月末日は、中間期末要因から0.005%となった。

¹² ターム物金利とは、オーバーナイト物よりも期間の長い短期金利。ここでは、主に3か月物金利を中心に説明する。

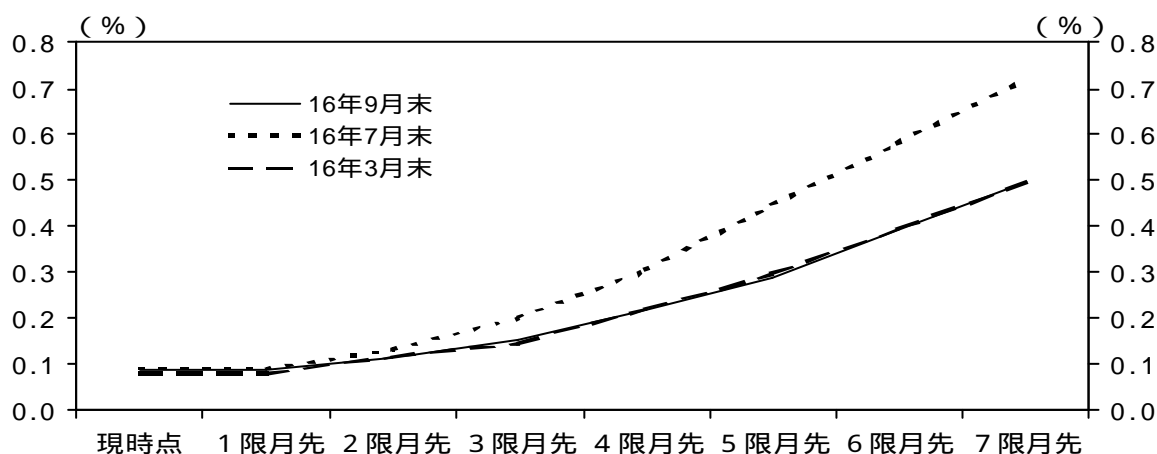
T B (割引短期国債)・F B (政府短期証券) レートは、資金余剰感が強い中、銀行や機関投資家の購入意欲が強く、全体として低い水準で推移した。

(図表 22) 短期金融市場金利



短期金融市場における市場参加者の金利観をみると (図表 23) ユーロ円金利先物レートは、6月上旬から7月末にかけて、景況感の改善を背景とする量的緩和政策解除を巡る思惑の強まりなどから上昇したものの、その後、景気に対する見方が再び慎重化したことを背景に低下し、9月末時点では、3月末対比で概ね横這い圏内の水準となった。

(図表 23) ユーロ円金利先物レート

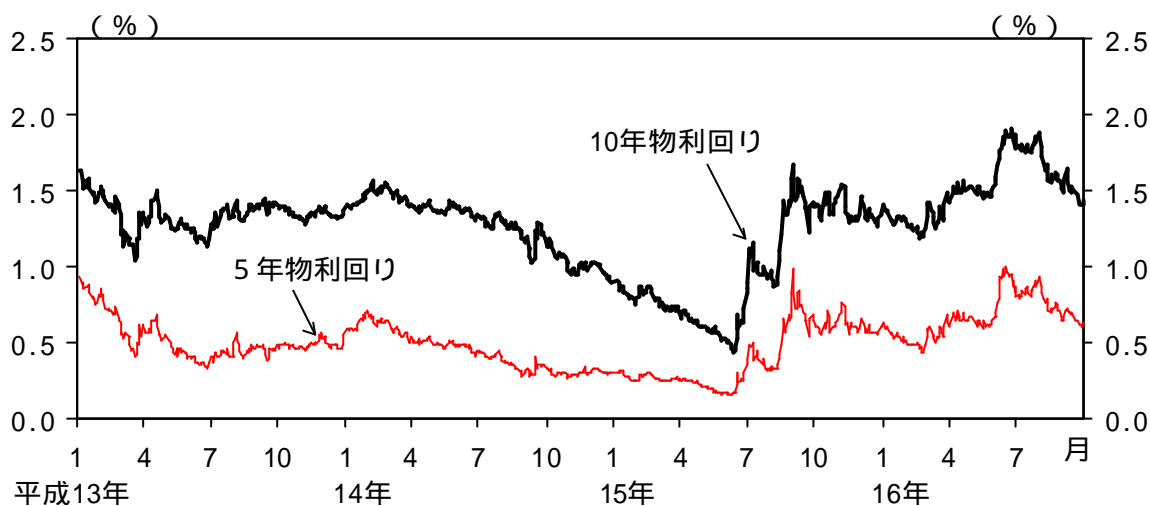


(注) ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利 (T I B O R 3 か月物) である。グラフでは、例えば、16年9月末時点 (実線) における1限月先 (16年12月央) のユーロ円金利の市場予想値が0.085%、2限月先 (17年3月央) が0.115%、3限月先 (17年6月央) が0.155%であったことを表わしている。

(2) 債券市場

16年度上期の債券市場の動向をみると、長期国債(10年債)の流通利回りは(図表24)6月下旬に1.9%台まで上昇し、8月初にかけて1.8%前後で推移した後、9月末にかけて再び1.4%程度まで低下した。

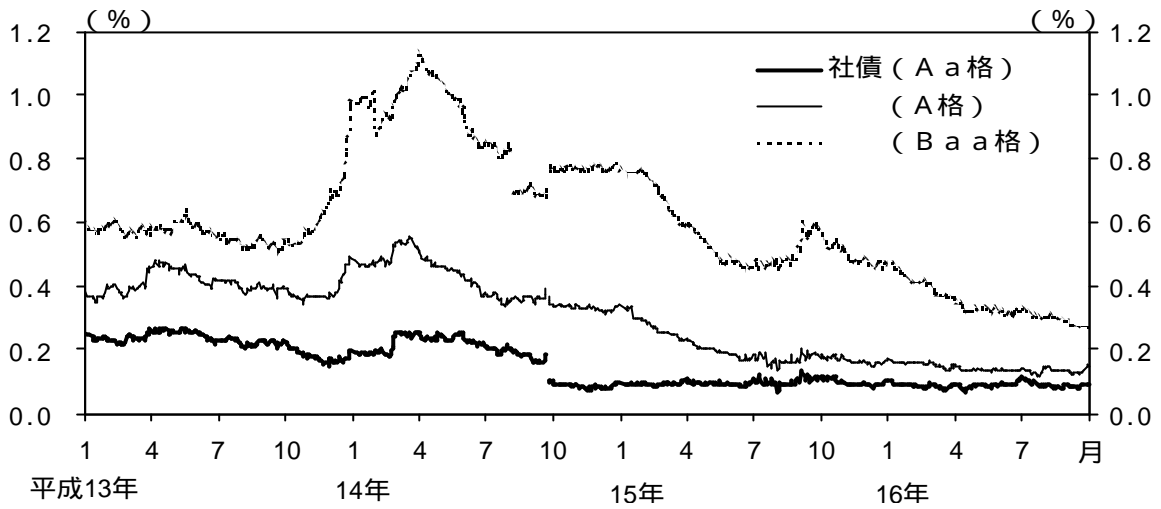
(図表24) 長期国債流通利回り



やや詳しくみると、長期国債金利は、4月から5月にかけて1.5%前後の範囲で推移した。6月入り後、内外経済指標を眺めた景況感の改善などから1.9%台まで上昇し、8月初にかけて1.8%前後で推移した。その後、内外経済指標の予想比下振れを受け、景気回復に対する慎重な見方が強まったことから、9月末にかけて再び1.4%程度まで低下した。

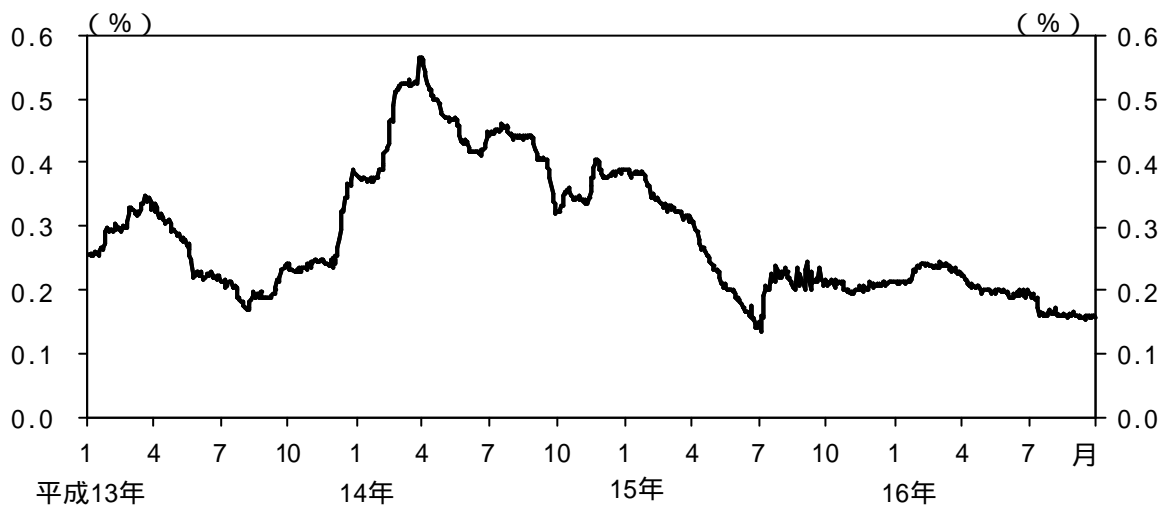
この間、社債と国債との流通利回り格差(信用スプレッド)は(図表25)16年度上期中を通じて、総じて横這い圏内で推移した。こうした中、銀行債の信用スプレッドについては(図表26)、7月中旬、一部大手銀行の経営統合報道を受けてやや縮小した。

(図表 25) 社債と国債との流通利回り格差



(注) 社債、国債とも残存年数 5 年。ただし、社債は、平成 14 年 9 月 24 日以降の計数につき、残存年数 4 年以上 6 年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。社債の格付けはムーディーズによる。

(図表 26) 銀行債と国債との流通利回り格差

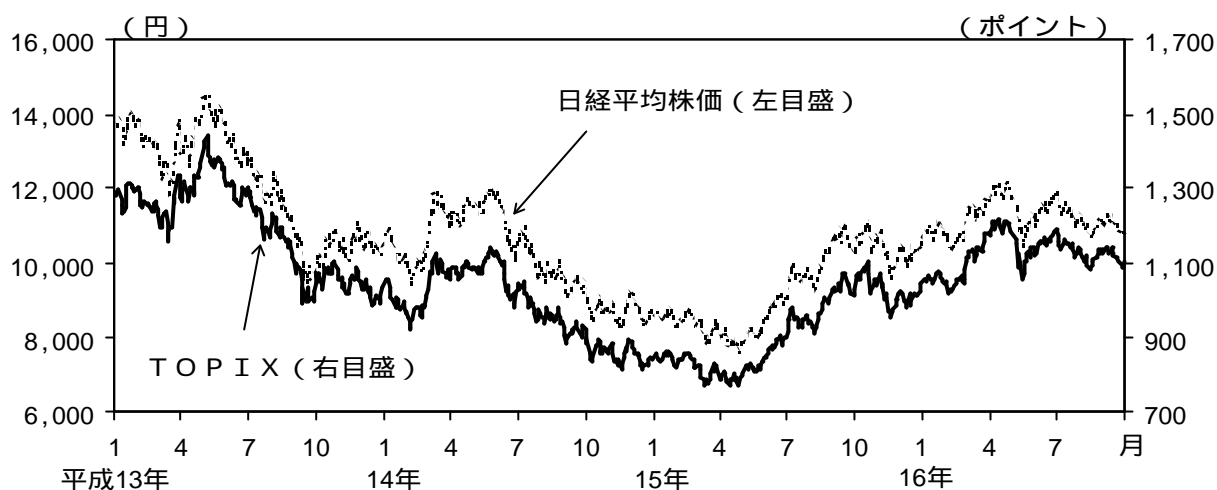


(注) 銀行債、国債とも残存年数 5 年。銀行債は、みずほコーポレート債・東京三菱債・三井住友債・UFJ債の平均。

(3) 株式市場

16 年度上期の株式市場の動向をみると(図表 27)、株価は、年度入り後には 13 年度来の高値水準で堅調に推移したものの、5 月中旬にかけて大きく下落し、その後は、振れを伴いつつも比較的狭い範囲内で推移した。

(図表 27) 株価



やや詳しくみると、株価は、年度入り後は堅調に推移したが、5月中旬にかけて、米国金利の先高観の高まりなどを背景とした利益確定売りが嵩む中、大きく下落した。5月下旬以降は、わが国経済の回復期待を背景に7月初にかけて上昇した。その後、内外経済指標の予想比下振れや原油高の影響に対する懸念などから、総じて軟調な展開となった。

(4) 外国為替市場

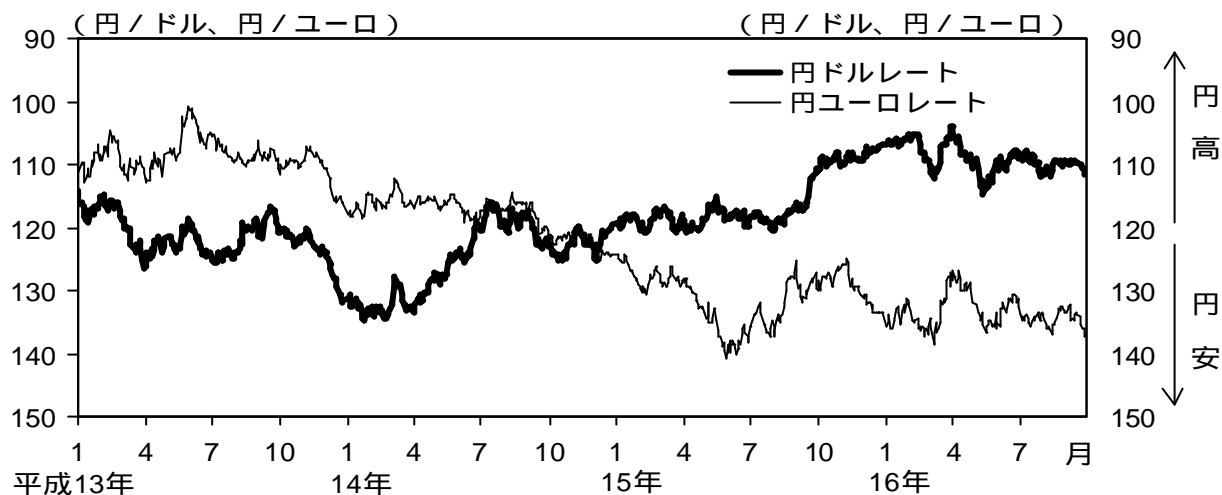
16年度上期の外国為替市場の動向についてみると(図表28)、円の対米ドル相場は、5月中旬にかけて114円台まで下落した後、107~112円の範囲内で推移した。

やや詳しくみると、円の対米ドル相場は、5月中旬にかけて、米国金利の先高観の高まりを背景とした米ドル買いに加え、本邦機関投資家による対外証券投資や海外投資家による日本株売却に絡む米ドル買い・円売りも重なったことから、114円台まで下落した。6月下旬には、海外投資家による日本株投資等から円買いが優勢な展開となる中、一時107円台まで上昇した。その後は、107~112円の範囲内で推移した。

この間、円の対ユーロ相場は、5月中旬にかけて136円台まで下落した後、概ね130~137円の範囲内で揉み合いとなった。

16年度上期中の円の実質実効為替レート¹³は、年度入り後は上下に振れたものの、6月以降は前年度末を幾分下回る水準での小動きとなった。

(図表 28) 円ドル、円ユーロレート



¹³ 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整したうえで、わが国の各相手国向け輸出金額のウェイトを用いて加重平均したものであり、わが国の製品の価格競争力を総合的に表わすと考えられる指標である（日本銀行試算）。

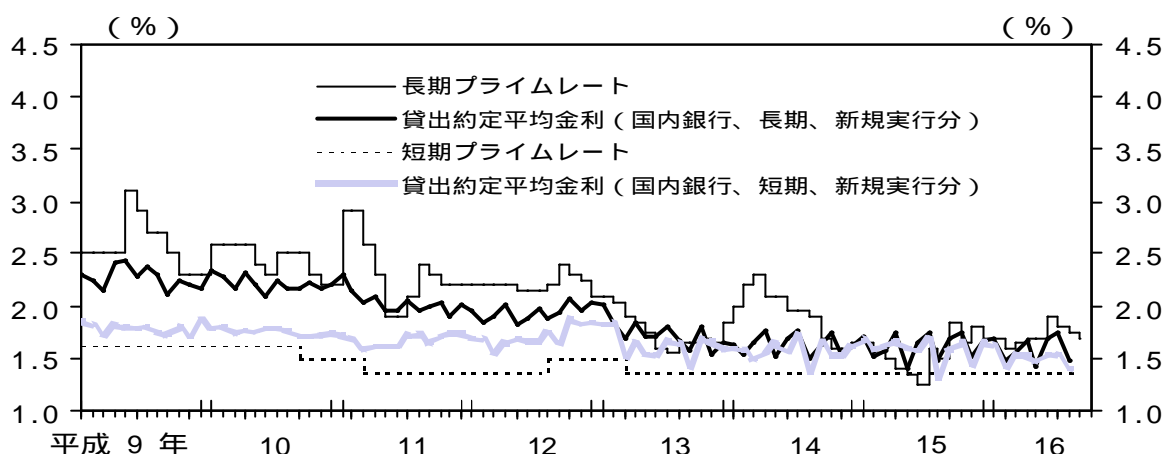
(5) 貸出金利、CP・社債発行金利

16年度上期の貸出金利の動きをみると(図表29)、短期プライムレート(都市銀行)¹⁴は、1.375%の水準で引き続き推移した。長期プライムレートは、長期金利の動きを受けて、小幅の引き上げ、引き下げがみられたが、総じてみれば横這い圏内で推移した。

国内銀行の貸出約定平均金利(新規実行分)は、短期・長期とも、低水準横這い圏内で推移した。

この間、銀行の預金金利については、極めて低い水準で推移した。

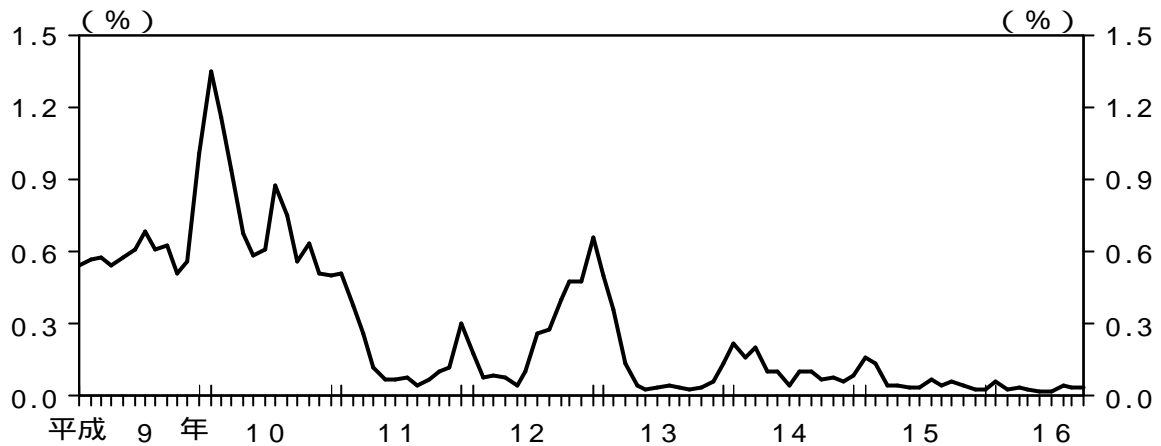
(図表29) 貸出金利



企業の短期の資金調達手段である商業紙(CP、図表30)の発行金利は、引き続き低水準で推移した。また、社債の発行金利は、総じてみれば横這い圏内で推移した。この間、高格付け先と低格付け先の金利格差は、CP、社債とも引き続き低水準で推移した。

¹⁴ 正確には、最も多くの数の都市銀行が採用した金利。

(図表 30) C P 発行金利 (3 か月物)

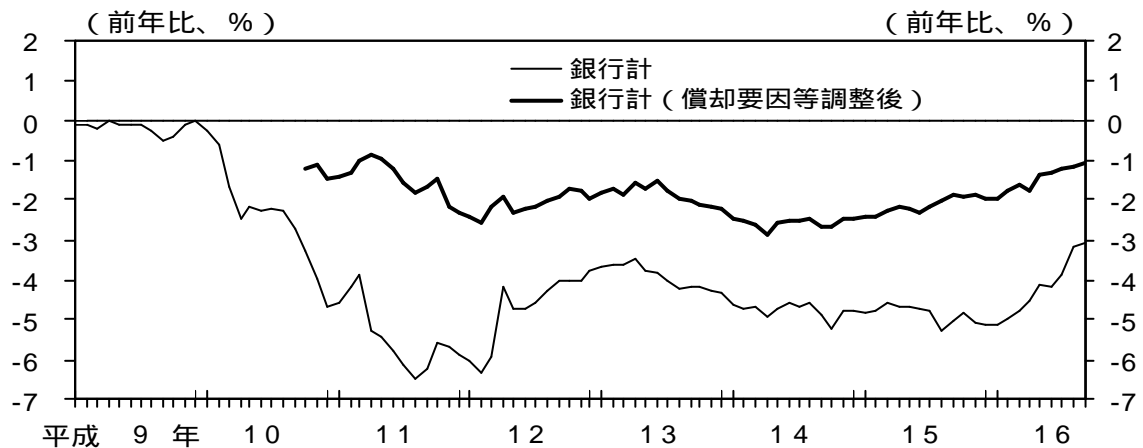


(注) 最上位格付け取得先の新発金利 (発行手数料などの諸費用を含むベース)。

(6) 企業金融

16 年度上期の企業の資金調達をみると、まず民間銀行の貸出残高¹⁵は(図表 31) 前年比マイナス幅が引き続き縮小した。また、C P ・社債の発行残高¹⁶は(図表 32)、前年を上回って推移した。

(図表 31) 民間銀行貸出

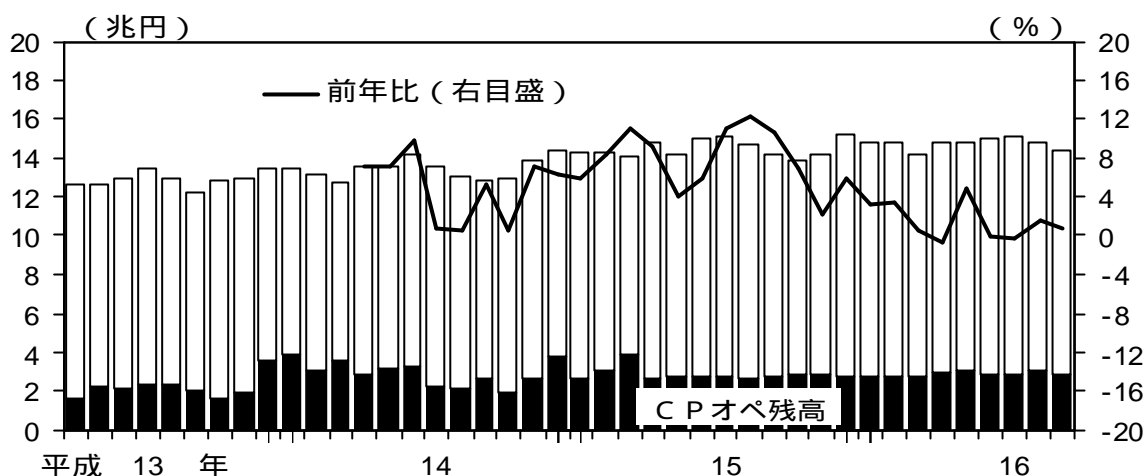


¹⁵ 都市銀行等、地方銀行、地方銀行 の国内店と海外店による国内居住者向け貸出 (月中平均残高ベース)。不良債権償却や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。日本銀行調べ。

¹⁶ 社債発行残高の計数は、国内外で民間部門 (居住者) が発行した普通社債、転換社債、ワラント債および資産担保債券の残高。アイ・エヌ情報センター等のデータに基づき日本銀行が推計。

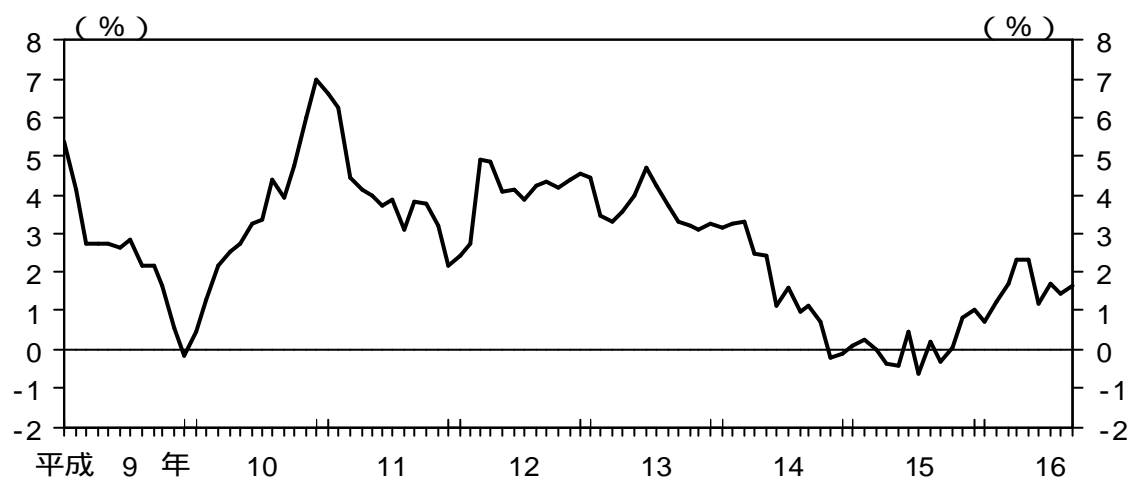
(図表 32) 資本市場調達

(1) C P 発行残高 (末残)



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

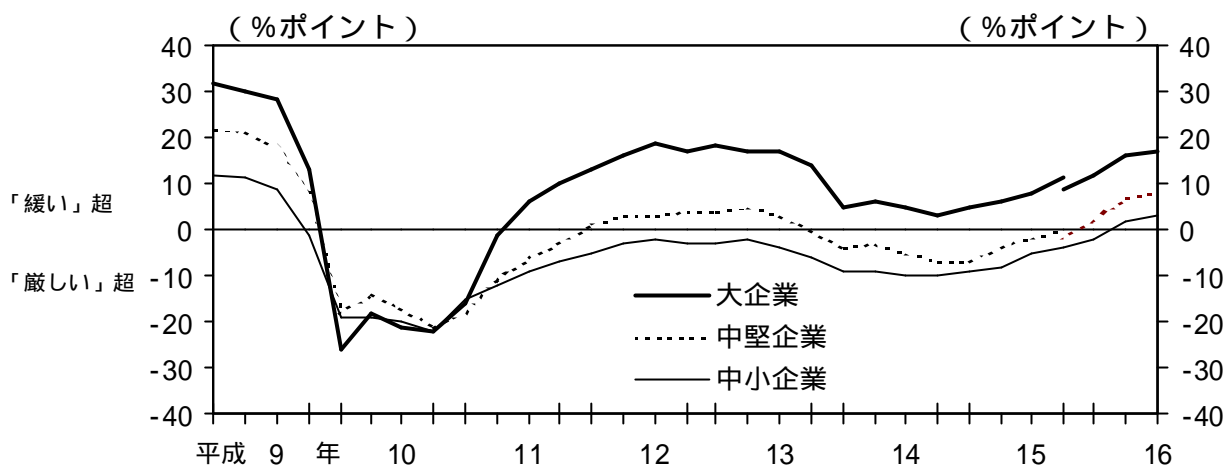
(2) 社債発行残高 (末残前年比)



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

まず、民間銀行の融資スタンスをみると、信用力の低い先に対しては慎重な貸出姿勢を維持したが、全体としては貸出姿勢を緩和した。この間、企業からみた金融機関の貸出態度は (図表 33)、中小企業も含め、改善の動きが一段と明確になった。

(図表 33) 金融機関の貸出態度判断D.I.(短観)

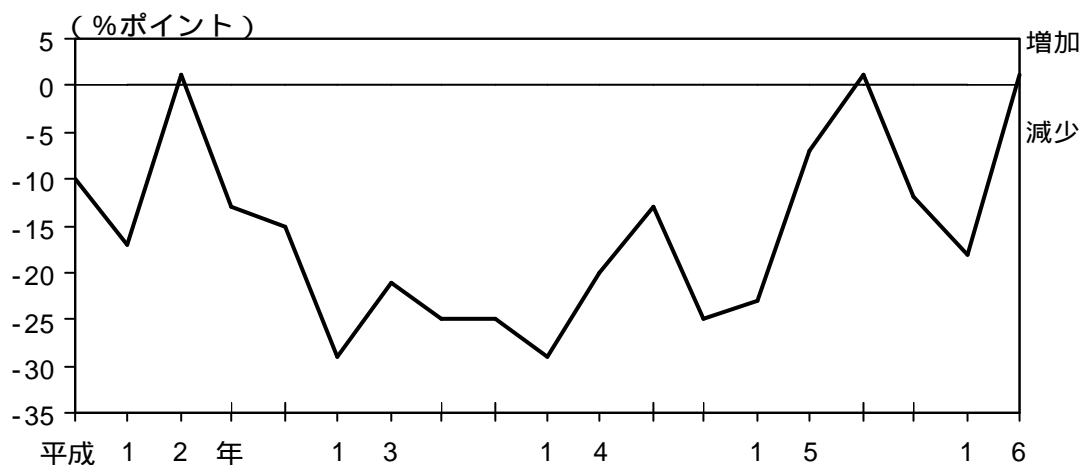


(注) 全産業ベース。短観については、16年3月調査より、調査対象企業の拡充を含む幅広い見直しを実施した。このため、新ベースと旧ベースの計数には不連続(段差)が生じている。

一方、民間企業の資金需要は、財務内容の改善に向けた動きの一環として、借入金を圧縮するスタンスは維持されているものの、設備投資の増加が続くなど企業活動が上向いていることから、減少テンポは幾分緩やかなものになった(図表 34)。

(図表 34) 金融機関からみた企業向けの資金需要判断D.I.

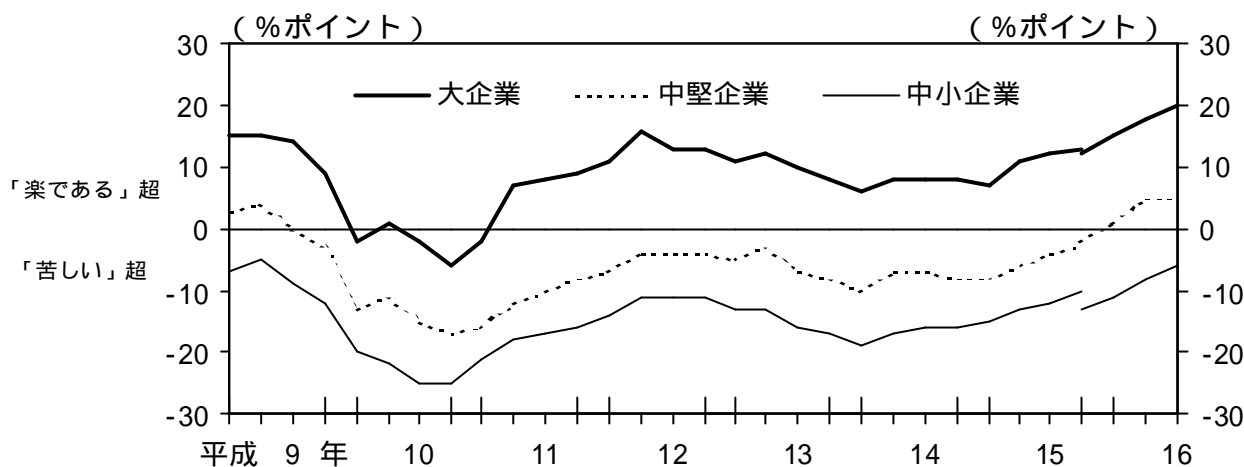
(主要銀行貸出動向アンケート調査)



(注) 主要銀行は、金融機関のうち貸出残高の大きい50行。

この間、企業の資金繰り判断は(図表 35)、中小企業を含め、改善の動きが一段と明確になっている。

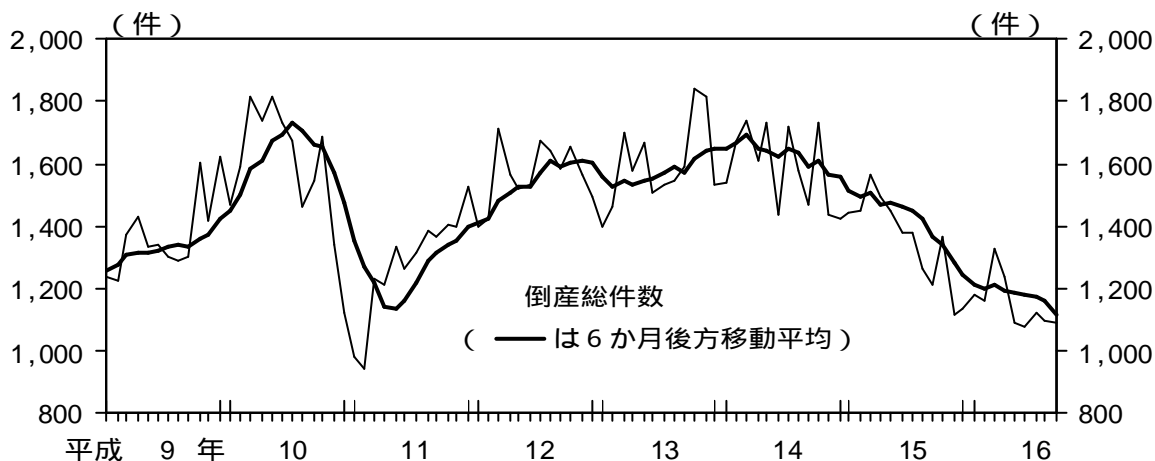
(図表 35) 企業の資金繰り判断D.I.(短観)



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

企業倒産件数は(図表 36)、16年度上期中は、前年を大きく下回る水準で推移した。

(図表 36) 企業倒産



(7) 量的金融指標

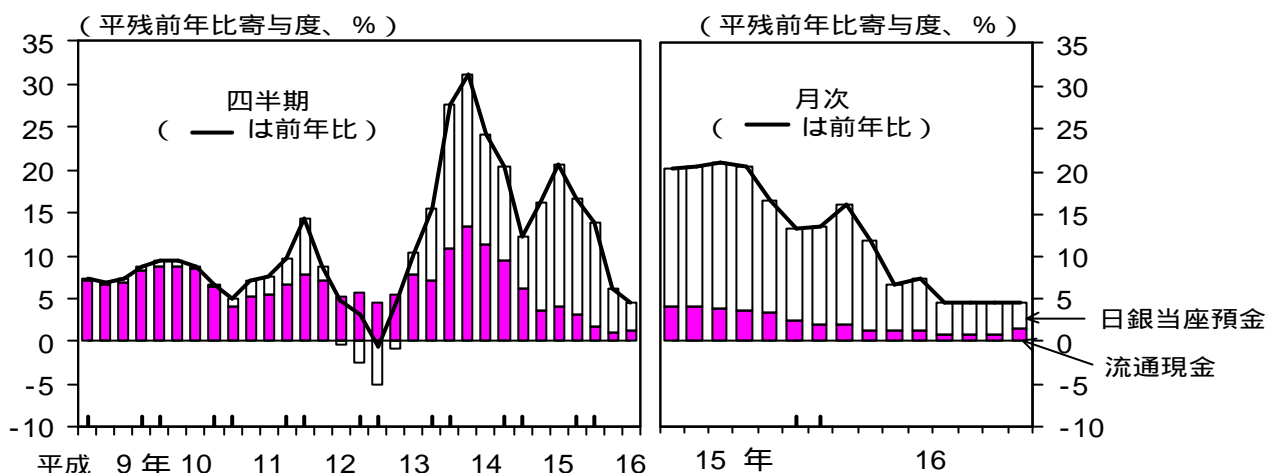
16年度上期のマネタリーベース(流通現金+日本銀行当座預金)は(図表37)、伸び率が鈍化し、前年比4%台の増加となった。マネタリーベースの対名目G D

P比率は、引き続き極めて高い水準となっている。

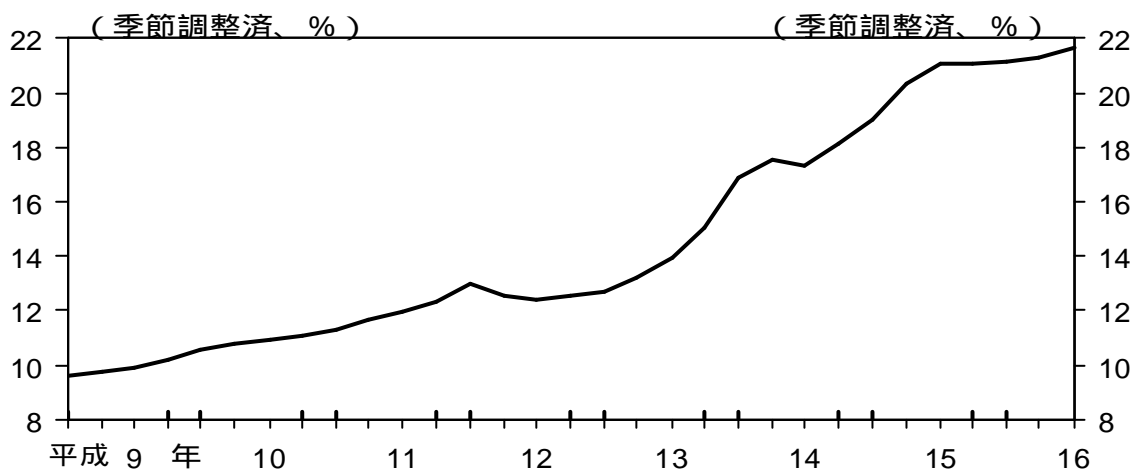
内訳をみると、マネタリーベースの大宗を占める銀行券発行残高の前年比は、金融システムに対する不安感の後退や超低金利による銀行券需要の押し上げ効果の減衰から概ね低下傾向を辿った。日本銀行が金融調節上の目標としている日本銀行当座預金については、前年比1～2割程度の伸びで推移した。

(図表 37) マネタリーベース

(1) 前年比



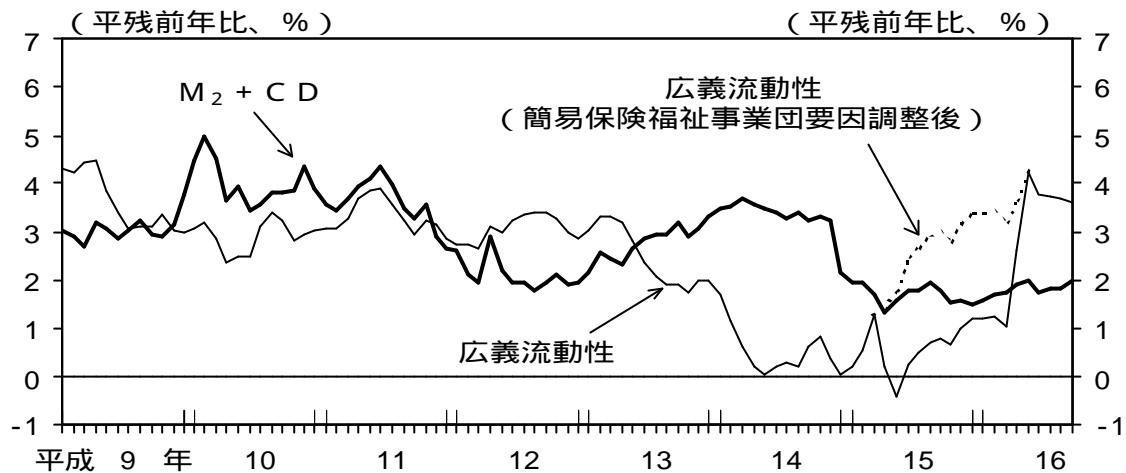
(2) マネタリーベースの対名目 GDP 比率



次にマネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）の動向をみると（図表 38）、前年比伸び率は 2 % 程度で推移した。

この間、 $M_2 + CD$ よりも幅広い金融資産をカバーする広義流動性¹⁷の前年比伸び率は、 $M_2 + CD$ の伸びを上回って推移した。

（図表 38）マネーサプライ



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

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

（注 3）広義流動性の簡易保険福祉事業団要因については脚注 17 を参照。

¹⁷ 15 年 4 月に簡易保険福祉事業団が解散し、その資産が日本郵政公社に承継されたが、日本郵政公社は通貨保有主体から除かれているため、同事業団の保有する金融資産は広義流動性の集計対象外となった。簡易保険福祉事業団要因調整後の系列は、この影響を調整している。

．金融政策運営及び金融政策手段

1．金融政策決定会合の開催実績と政策決定の概要

日本銀行政策委員会は、平成16年4月から9月までの間、計8回の金融政策決定会合（以下「会合」という）を開催した。

会合への出席者は以下のとおりである。

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

このほか、財務省および内閣府から出席があった。

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

(図表39) 会合において決定された金融市場調節方針

決定日	金融市場調節方針	採決の状況
16年4月9日	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。	全員一致
4月28日		全員一致
5月20日		全員一致
6月15日		全員一致
6月25日		全員一致
7月13日		全員一致
8月10日		全員一致
9月9日		全員一致

(図表40) 日本銀行当座預金残高および金利の推移

(単位 : 兆円、%)

準備預金積み期間	日本銀行当座預金残高 ^(注)	無担保コールレート (オーバーナイト物) ^(注)	公定歩合
16年3月16日～4月15日	33.2	0.001	0.10
4月16日～5月15日	33.0	0.001	
5月16日～6月15日	32.8	0.001	
6月16日～7月15日	33.2	0.000	
7月16日～8月15日	32.6	0.001	
8月16日～9月15日	32.9	0.001	
9月16日～10月15日	33.2	0.001	

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

以下では、16年度上期中の金融政策運営に関して、 会合における検討・決定、
金融市場調節の実施状況と調節手段の動向、 日本銀行のバランスシートの動
き、 金融政策手段に係る事項の決定・変更、 について述べる。

2. 金融政策決定会合における検討・決定

(1) 概況

(金融経済情勢)

前述した金融経済情勢の展開を踏まえ、政策委員会は、金融経済月報の「経済及び金融の情勢に関する基本的見解」の総括判断において、景気判断を「緩やかな回復を続けている」から「回復を続けている」へと修正した(図表41)。

また、7月の会合では、4月に公表した「経済・物価情勢の展望」で示した「2004年度見通し」について「中間評価」を行い、わが国の景気および国内企業物価は「2004年度見通し」に比べて上振れて推移すると予想される一方、消費者物価は概ね「2004年度見通し」に沿って、小幅の下落基調が続くと予想される、と評価した。

(図表41) 金融経済月報「基本的見解」の冒頭部分

下線部分は前月からの主な変化点

16年3月	わが国の景気は、緩やかに回復している。
4月	わが国の景気は緩やかな回復を <u>続けており、国内需要も底固さを増している。</u>
5月	わが国の景気は緩やかな回復を続けており、国内需要も底固さを増している。
6月	わが国の景気は回復を続けており、 <u>生産活動や企業収益からの好影響が雇用面にも及んできている。</u>
7月	わが国の景気は、生産活動や企業収益から <u>雇用面への好影響を伴いつつ、回復を続けている。</u>
8月	わが国の景気は、回復を続けている。
9月	わが国の景気は、回復を続けている。

(金融政策運営)

金融政策運営の面では、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継続するという「約束」をしており、前述のような金融経済情勢のもとで、4月から9月まですべての会合で、日本銀行当座預金残高目標を「30～35兆円程度」とする金融市場調節方針を全員一致で決定した。

この間、4月8、9日の会合では、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参加者に対して一時的かつ補完的に供給し得る制度（いわゆる「品貸し」）の導入を決定した。

（２）「経済・物価情勢の展望」¹⁸の公表

4月28日の会合では、16年度の「経済・物価情勢の展望」に関する議論が行われた。

まず、経済・物価情勢の「2004年度見通し」については、以下のような見方が共有された。

わが国経済は、15年後半以降、輸出の増加を起点に、生産、企業収益が拡大した。これが設備投資の増加につながり、個人消費もやや強めに推移する中で、景気は緩やかな回復を続けた。16年度も、前向きの循環が次第に強まるもとで、景気は回復を続けると予想される。前回（15年10月）の「経済・物価の将来展望とリスク評価」において示された「標準シナリオ」と比べると、総じて上振れて推移していると考えられる。

すなわち、海外経済は、米国や東アジアを中心に高めの成長を維持するとみられる。このため、輸出や生産は増勢を辿り、企業収益は、経費の節減や財務体質の強化等ともあいまって、増益基調を維持するとみられる。また、企業の有利子負債返済の動きはなお根強く続いているが、全体としては徐々に弱まってきている。こうした中で、設備投資は製造業を中心に増加傾向を続ける

¹⁸ 16年4月より、これまでの「経済・物価の将来展望とリスク評価」「標準シナリオ」および「リスク評価」については、それぞれ「経済・物価情勢の展望」「2004年度見通し」および「上振れ・下振れ要因」に改めた。

と予想される。

この間、企業の人件費抑制姿勢は引き続き根強いとみられるが、生産活動や企業収益の増加の好影響は、雇用・所得面や資産価格の変化を通じて家計部門にも徐々に及んでいくと考えられる。このため、個人消費は緩やかな回復に向かうと想定される。

国内企業物価は、内外商品市況高や国内需給の改善などを反映し、16年度は前年比若干のプラスとなる可能性が高い。

消費者物価についてみると、以上のような景気回復を背景に、物価の基調に影響する需給ギャップは着実に縮小すると見込まれる。しかし、これまで下落幅縮小に寄与してきた医療費自己負担の引き上げや米価格の上昇をはじめとする一時的要因が剥落するほか、商品市況上昇が川下段階に及ぼす影響も、企業部門における生産性上昇等によってかなりの程度吸収されると見込まれる。このため、16年度の消費者物価指数は、基調的には依然小幅の下落が続くと予想される。

こうした「2004年度見通し」が上振れまたは下振れする要因として、海外経済の動向、国内金融・為替市場の動向、国内民間需要の動向、不良債権処理や金融システムの動向、が指摘された。

また、金融政策運営の評価を巡っては、量的緩和政策の枠組みは、金融市場の安定や緩和的な企業金融環境の維持に貢献するとともに、景気が回復し企業収益が改善する状況において、金利を通じる景気支援効果がより強まっていくことにより、民間部門の前向きの経済活動を金融面から支援する役割を果たしている、との認識を示した。

「経済・物価情勢の展望」に参考計表として掲載される、16年度についての「政策委員の大勢見通し」は、以下のとおりとなった。

政策委員の大勢見通し¹⁹

対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
16年度	+3.0~+3.2 <+3.1>	+0.1~+0.3 <+0.2>	-0.2~-0.1 <-0.2>

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

以上のような内容を含む、「経済・物価情勢の展望」(以下「展望レポート」という)の「基本的見解」が全員一致で可決され、4月28日に公表された(背景説明を含む全文は4月30日に公表、第 章に掲載)。これを受けて、その後の会合では、経済や物価が、「展望レポート」で示された「2004年度見通し」との対比でどのような動きを示しているのか、上振れまたは下振れする要因が顕在化していないか、といった観点からの検討が行われた。

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

対前年度比、%。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
16年度	+2.9~+3.5	+0.1~+0.5	-0.2~+0.5

(3) 各会合における検討の模様

イ．平成 16 年 4 月～ 5 月の会合

(景気は緩やかに回復)

4 月～ 5 月の会合では、委員は、わが国の景気は緩やかに回復するもとの、様々な面で回復の動きが広がりつつあり、国内需要は底固さを増している、との認識を共有した。先行きについても、生産活動や企業収益からの好影響が雇用・所得面へ徐々に及んでいくことなどを通じて、前向きの循環が次第に強まっていく、との見方が共有された。

この間、5 月の会合では、多くの委員が、米国の利上げ予想の強まりや地政学的リスク、中国の景気過熱抑制策の強化など海外経済・金融動向について、一段と注意深く確認していく必要があることを指摘した。

(国内企業物価は上昇、最終財価格への波及は限定的)

物価面については、多くの委員が、内外商品市況の上昇と需給の改善を受けた国内企業物価の上昇を指摘したうえで、中間財の上昇幅の拡大など、川上から川中段階への波及の広がり言及した。一方、川下の最終財価格への波及は、現時点では限定的なものに止まっているとの見方を示し、こうした物価動向の背景として、需給ギャップは縮小しつつもなお物価低下圧力として残っている、ユニット・レバー・コストの低下で、川上の物価上昇の影響は企業段階である程度吸収されている、ことを指摘した。同時に、これらの委員は、需給ギャップが着実に縮小しているだけに、消費者物価の動向も含めて、物価の基調が変化していないかどうか予断を持つことなくみていくことが大事である、との認識を示した。

この間、何人かの委員は、原油価格の上昇は、物価面と経済活動に影響を与え得るので、両方を点検していくことが大切との認識を示した。

(金融環境は引き続き緩和的)

金融面の動向をみると、短期金融市場については、多くの委員が、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、引き続き安定的に推移しているとの見方を示した。

その他の金融・為替市場については、4月8、9日の会合では、多くの委員は、足許の長期金利および株価の上昇について、経済・物価情勢と概ね整合的なものである、との見方を示した。また、5月の会合では、多くの委員は、海外市場の影響が、わが国の金融・資本市場にも一部及んでおり、株価はやや大きく下落し、円の対米ドル相場も下落している、と指摘した。一方で、長期金利は、世界的な金利上昇傾向の中でもほぼ横這いで推移しており、企業金融面も総じて緩和方向にあるなど、緩和的な金融環境は維持されている、との認識を示した。

(潤沢な資金供給の継続)

以上のような経済金融情勢の判断を踏まえ、日本銀行当座預金残高目標を「30～35兆円程度」とする金融市場調節方針を維持することを決定した。

(国債の補完供給制度の導入<4月8、9日会合>)

2月26日の会合において、日本銀行が保有する国債を市場参加者に対して一時的かつ補完的に供給し得る制度(いわゆる「品貸し」)について、議長から執行部に実務的な検討を行ったうえでその結果を報告するよう指示が行われた。4月8、9日の会合では、執行部より、検討の結果として、「補完供給を目的として行う国債の買戻条件付売却基本要領」の制定について報告・提案が行われた。

執行部からの報告では、日本銀行による補完的な国債供給制度は、国債市場の流動性向上と円滑な市場機能の維持等に望ましい効果をもたらし得るが、一方で、こうした制度が市場に対する過剰な介入となり、市場が本来有している機能を損なってしまう事態に陥らないようにすることが制度設計上のポイントである、との説明が行われた。

こうした報告を踏まえ、委員は、執行部提案について、原則として、1銘柄につき3先以上から売却依頼を受けた場合に実施することとしており、市場における特定銘柄の需給の逼迫度合いを確認するとともに、本制度の利便性を過度に損なわない範囲で濫用に対する一定の歯止めをかけることとしているほか、市場動向を勘案して、日本銀行の起動で制度を発動し得る余地を残しており、上記のようなバランスに十分な配慮がなされたものである、との認識を共有した。

このような議論を経て、政策委員会は上記執行部提案を全員一致で決定した(詳細は . 5 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照)。

ロ．6月～8月の会合

（景気は回復を持続）

6月14、15日の会合では、委員は、5月会合以降明らかになった経済指標は強めのものが多いと指摘したうえで、景気回復が続いており、生産活動や企業収益からの好影響が雇用面にも及んできている、との認識を共有した。先行きについても、回復の動きが継続する蓋然性が高まっており、前向きの循環も明確化していく、との見方を示した。また、景気の基調判断について、雇用面の改善等を捉えて、「緩やかな」という形容詞を外してもよい局面になったとの考えに大方の委員が同意し、景気判断を修正した。同時に、ほとんどの委員は、海外経済の面では、地政学的リスクに加えて、米国および中国経済の動向や原油価格上昇の影響について、また国内経済では、回復の動きが非製造業や家計部門にどのように波及していくかについて、先行き、丹念に点検していく必要がある、との認識を示した。

7月の会合では、委員は、6月短観において、幅広い分野で業況感の改善がみられたほか、設備投資の強さが確認された、雇用面での改善の動きがさらにはっきりしてきた、個人消費も強めの動きが続いている、などの点を指摘し、「景気は、生産活動や企業収益から雇用面への好影響を伴いつつ、回復を続けている」との認識を共有した。先行きについても、「景気は回復の動きを続け、前向きの循環も明確化していくとみられる」との見方を共有した。また、8月の会合においても、これらの景気判断に基本的な変化はないとの認識が示された。

（国内企業物価は上昇、消費者物価は小幅の下落基調）

物価面に関して、委員は、国内企業物価は内外商品市況高や需給全体の改善を反映して上昇している、との見方を共有した。この間、多くの委員が、原油価格が上昇していることを指摘し、原油価格の動向とその影響については留意する必要がある、との認識を示した。

一方、消費者物価は、基調として小幅の下落が続いており、先行きについても、ユニット・レーバークストが低下を続けるもとで、当面、基調として前年比小幅のマイナスで推移するとみられる、との認識を共有した。

(長期金利は上昇の後、低下)

6月の会合では、わが国の長期金利が上昇していること背景について、多くの委員が、株価の上昇や内外の経済指標を眺めた景況感の改善を反映した動きであり、市場も総じて落ち着いて推移している、との見方を示した。また、複数の委員は、海外の長期金利上昇の影響を受けている面もある、との見方も示した。

その後、8月の会合では、多くの委員が、内外の株価がこのところ軟調に推移しており、長期金利も低下傾向にあることを指摘した。

(「2004年度見通し」の中間評価<7月会合>)

以上のような経済・物価・金融面の情勢認識を踏まえ、委員は、4月の展望レポートで示した「2004年度見通し」との関係でみると、景気は上振れて推移する、物価面では、国内企業物価は上振れて推移する、一方、消費者物価は、概ね4月時点での見通しに沿って小幅の下落基調が続く、との見方を共有した。

また、上振れ・下振れ要因としては、引き続き、海外経済の動向、国内金融・為替市場の動向、国内民間需要の動向、不良債権処理や金融システムの動向、が挙げられた。

(潤沢な資金供給の継続)

以上のような経済金融情勢の判断を踏まえ、日本銀行当座預金残高目標を「30～35兆円程度」とする金融市場調節方針を維持することを決定した。

八．9月会合

(弱めの指標もみられるが、景気は引き続き回復)

9月会合では、幾分減速感がみられている海外経済の動向の評価、わが国経済も輸出・生産や賃金などで弱めの指標がいくつか発表されているが、これらが景気回復基調の変化を示唆するものであるかどうか、という点を中心に検討を行った。

このうち海外経済に関しては、委員は、世界経済を全体としてみれば、これまでの高い成長からより持続的な成長ペースに速度を落としつつ、着実な拡大が続いている、との見方を共有した。

また、日本経済については、委員は、輸出や生産の伸びが足許幾分鈍化しているほか、賃金面にも注意すべき動きがあり、今後の動きは丁寧にみていく必要があるものの、企業部門の好影響が家計部門に波及していく中で、前向きの循環が明確化していくという基調判断を特に変える必要はない、との認識を共有した。

(消費者物価は引き続き小幅の下落基調)

物価面については、委員は、基調に大きな変化はみられていない、との見方で一致した。

このうち消費者物価については、多くの委員は、マクロの需給環境は改善方向にあるが、なお緩和した状況にある、原材料価格の上昇が企業段階でのユニット・レーバー・コストの低下である程度吸収されている、という点に変わりはなく、その結果、前年比小幅の下落が続いている、と指摘した。先行きについても、多くの委員は、9月に実施されたガソリン価格の引き上げ等が、消費者物価の押し上げに寄与する一方、米価格の下落が見込まれ、基本的には、7月の中間評価に沿った動き、すなわち小幅の下落基調で推移する可能性が高いのではないかと、この見方を示した。

この間、複数の委員は、もともと7～9月中には、消費者物価がプラスになる可能性も視野に入れていたが、その後の展開をみると、その可能性はかなり小さくなっており、景気回復に物価が反応し難い姿が鮮明になってきているのではないかと、この見方を示した。

(潤沢な資金供給の継続)

以上のような経済物価情勢を踏まえ、9月会合では、日本銀行当座預金残高目標を「30～35兆円程度」とする金融市場調節方針を維持することを決定した。

この間、何人かの委員は、本年9月期末に向けての金融調節については、金融システム面からの不安もなく、市場は極めて落ち着いていることから、今のところ「なお書き」を適用するような特別の対応は予想されないのではないかと、この見方を示した。

二．金融政策運営を巡る論点

16年度上期の各会合では、金融政策運営やそれを巡る環境について、いくつかの論点が議論された。その中で主なものを挙げると、以下のとおりである。

（金融政策運営に関する情報発信）

16年度上期の会合では、金融政策に関する情報発信について多くの議論が行われた。

すなわち、金融政策運営に関する当面の情報発信について、委員は、消費者物価に基づく「約束」に沿って量的緩和を継続していくという政策スタンスと、経済・物価情勢に関する認識の双方について、必要に応じて丁寧に説明していくことにより、金融市場における価格形成が円滑に行われるための環境を整えていくことが重要である、との認識を共有した。

消費者物価に基づく「約束」について、ある委員は、先行きの基準について、「ゼロ%を超える」という基準をさらに具体的に表現し、より高めの数値を示すことを検討すべきではないか、との考えを示した。

これに対し、複数の委員は、「約束」の内容を強化する方向で変更することは、政策運営に対する信認を損なうほか、政策対応が遅れるとの予想を高め、かえって市場が不安定になるのではないかと主張した。

（現在の金融緩和策の効果）

6月14、15日の会合では、現在の金融緩和策の効果について、何人かの委員が意見を表明した。

ひとりの委員は、物価下落圧力の後退により短期実質金利が低下傾向にあるため、金融緩和効果は強まっているのではないかと考えを示した。別のある委員は、短期金利がほぼゼロの状態が続く中、経済成長率は名目、実質ともに着実に高まっていると指摘したうえで、このことは現在の政策の景気刺激効果が金利面から強まっていることを意味し、こうした政策を継続することで、今後、緩和効果がより高まっていくと考えられる、との認識を示した。

(銀行券およびマネタリーベースの動向)

4月8、9日の会合では、銀行券発行残高の伸び率が鈍化していることに関連して議論が行われた。何人かの委員は、銀行券の伸び率の鈍化は、超低金利が長期間継続するもとで、金利低下に伴う銀行券需要の増加が一巡しつつあること、不良債権処理の進捗や株価の上昇等を背景に金融システムを巡る不安感が一段と後退していることを主たる背景とするものである、との見解を示した。このうち、ひとりの委員は、最近の銀行券の動きは、ある意味で望ましい金融情勢の変化を素直に反映したものとみることにもできる、との認識を示した。また、この委員は、マネタリーベースの動向を評価するに当たっては、90年代後半以降、マネタリーベースの伸びと経済情勢が必ずしも同じ方向での動きを示していないことなども踏まえながら、幅広い視点から注意深い観察を続けていく必要がある、との考えを示した。

このほか、ひとりの委員は、マネタリーベースの伸びを評価するに当たっては、貨幣の流通速度の変化を考慮する必要がある、との見解を示した。この委員は、銀行券に対する需要は、主として、名目GDP、短期金利、物価の下落率、金融システム不安、といった変数で説明できるとしたうえで、今後、デフレが克服され、金融システム不安が一段と後退していくもとでは、名目GDPが安定的にプラス成長を続けるとしても、銀行券発行残高は相当程度減少すると予想される、との見方を示した。また別の委員は、マネタリーベースの動きに関連して、足許の銀行券発行残高の伸び率の鈍化は、主として金融システム不安の後退によるものであり、引締めの政策運営を意味するものではないことを丁寧に説明する必要がある、銀行券の改刷を機に退蔵現金が還流し、一時的に銀行券発行残高が減少する可能性があるため、対外的な説明には特に注意が必要である、との認識を示した。

(景気と物価の乖離)

16年度上期の多くの会合では、景気が回復を続ける中で、消費者物価が引き続き小幅の下落基調にある背景等について議論が行われた。

4月28日の会合では、経済・物価情勢の「2004年度見通し」に関連して、成長率見通しが高めであることと、消費者物価見通しがマイナスとなっていることとの関係について、議論が行われた。ひとりの委員は、その基本的な背景は需給ギャップがなお大きいことであると指摘し、失業率や設備稼働率の状況を踏まえると、需給ギャップは、景気回復の割には縮小していない、との見方を示した。また別の委員は、ここ数年消費者物価の需給ギャップに対する反応が弱くなっている、と指摘した。

また、7月会合では、景気回復が強まる中でも、消費者物価に大きな変化がみられない背景について、多くの委員は、製造業を中心に生産性が上昇していることや、労働市場の規制緩和などにより賃金が抑制されていることが基本的な背景である、との認識を示した。また、生産性上昇の要因について、ある委員は、景気回復期に特徴的な動きであるが、経済に余剰資源が大きいもとで、設備や労働の稼働率上昇によって一時的に生産性が高まっている、ここ数年の企業の構造改革の成果が現れつつある、ITなどの技術革新によって、より長い目でみて全要素生産性(TFP)が高まっている、などいくつかの可能性が考えられるとの見方を示した。また、複数の委員は、景気と物価の乖離の原因として、消費財を中心に企業の価格支配力が低下していること、物価の下落が長く続いたため人々の間に物価下落予想が組み込まれていること、などについても指摘した。

この間、6月14、15日の会合では、ある委員は、需給ギャップの縮小が物価上昇圧力につながり、それほど遠くない時期に消費者物価のプラス基調が実現するのではないか、との考えを示した。これに対して、別のある委員は、理論上は需給ギャップの縮小は物価を押し上げるが、需給ギャップを正確に計測することは難しいうえ、そうした需給面からの消費者物価への波及については、景気の現局面ではなお確認できていない、との認識を示した。

また、9月会合で、ある委員は、景気と物価の乖離の状況は、政策運営にとって重要な意味を持つものであると述べたうえで、景気回復に物価が反応し難い姿となっている中で、何らかの歪みが経済に蓄積していくようなことはないのか、といった点について、今後しっかりとみていく必要があるとの認識を示した。

3．金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向

日本銀行は、平成 16 年度上期も、日本銀行当座預金残高を主たる操作目標とする金融市場調節方式のもとで、潤沢な資金供給を継続した。日本銀行当座預金残高の目標は、期中を通じて「30～35 兆円程度」とされた。この金融市場調節方針のもとで、日本銀行当座預金残高が均してみれば 33 兆円程度になるように金融市場調節を実施した。

16 年度上期における金融市場調節の特徴的な動きは以下のとおり。

15 年度末の短期金融市場は、期末日（3 月 31 日）に金融市場調節方針の「なお書き」を適用して日本銀行当座預金残高を 36.4 兆円まで増加させる中、安定した動きとなった。16 年度入り後の 4 月 1 日には即日の資金吸収オペを実施して、日本銀行当座預金残高を目標の範囲内まで減少させた。

その後、わが国株価の上昇や景況感の改善等を受けて長期金利が上昇する場面もみられたが、潤沢な資金供給のもとで、短期金融市場は総じて落ち着いた地合いを維持した。

また、市場では、6 月から 7 月にかけて、資金吸収オペに対する応札意欲が高まる一方、一部の資金供給オペにおいて「札割れ」（応札額がオファー額に満たない状況）が生じるなど、資金余剰感が強まる局面もみられたが、弾力的なオペ運営に努めた結果、日本銀行当座預金残高は目標の範囲内で推移した。

中間期末にかけても、以上のような金融調節方針のもとで潤沢な資金供給を行った結果、短期金融市場は安定的に推移した。こうした中、期末日（9 月 30 日）の日本銀行当座預金残高は、目標の範囲内の 35.1 兆円となった。

この間、4 月 8、9 日の会合において、国債市場の流動性向上や円滑な市場機能の維持に貢献するとの観点から、国債の補完供給制度の導入を決定²⁰し、5 月 10 日より実施した²¹。

なお、15 年 7 月より開始した資産担保証券の買入れについては、16 年 1 月に買

²⁰ 詳細は 5．金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照。

²¹ 本制度に基づき、9 月 28 日に初めて国債の補完供給（24 億円）を実行した。

入基準の見直しを実施した後、買入対象先からの応札額が順調に増加していたことを受け、5月下旬以降、資産担保コマーシャル・ペーパー等の買入オペにおける1回当たりのオファー額を従来の500億円から1,000億円に引き上げた。こうした結果、資産担保証券の買入累計額は、3月末の5,039億円から9月末では14,313億円に増加した。

(図表 42) 短期金融市場調節手段の残高

(兆円)

	資 金 供 給									資 金 吸 収				その他 国債 補完供給
	短期国債 買現先 オペ	短期国債 買入 オペ	国債借入 オペ	国債 買現先 オペ	CP 買現先 オペ	手形買入 オペ (本店)	手形買入 オペ (全店)	資産担保 証券買入	補完貸付	短期国債 売現先 オペ	短期国債 売却 オペ	国債 売現先 オペ	手形売出 オペ	
14年														
10月末	0.0	24.8	3.6	-	1.9	9.2	17.9	-	0.0	0.0	0.0	-	9.4	
11月末	-	23.1	0.5	2.2	2.7	7.9	19.7	-	0.0	-	0.0	0.0	5.9	
12月末	-	22.8	-	3.7	3.8	8.1	19.9	-	0.0	-	0.0	0.0	1.7	
15年														
1月末	-	21.6	-	4.5	2.7	8.0	18.9	-	0.0	-	0.0	0.0	1.9	
2月末	-	22.3	-	6.5	3.1	9.8	18.9	-	0.0	-	0.0	1.4	4.4	
3月末	-	24.7	-	8.3	3.9	9.8	19.3	-	0.1	-	0.0	0.0	0.0	
4月末	-	23.1	-	4.1	2.7	7.1	19.0	-	0.0	-	0.0	0.0	6.3	
5月末	-	20.5	-	3.2	2.8	8.5	19.3	-	0.0	-	0.0	0.0	2.9	
6月末	-	17.7	-	3.6	2.8	6.9	16.6	-	0.0	-	0.0	0.8	0.6	
7月末	-	18.6	-	4.9	2.7	5.1	18.5	0.0	0.0	-	0.0	0.0	2.8	
8月末	-	18.0	-	5.3	2.6	7.5	17.0	0.0	0.0	-	0.0	0.0	2.6	
9月末	-	19.1	-	5.7	2.8	9.8	15.6	0.0	0.0	-	0.0	0.0	2.4	
10月末	-	18.2	-	4.0	2.8	8.2	15.6	0.1	0.0	-	0.0	0.8	4.1	
11月末	-	18.1	-	3.4	2.8	9.6	15.6	0.1	0.0	-	0.0	0.0	4.4	
12月末	-	18.0	-	3.3	2.8	7.4	16.4	0.1	0.0	-	0.0	0.0	0.0	
16年														
1月末	-	17.9	-	2.5	2.7	8.8	16.4	0.1	0.0	-	0.0	0.8	0.0	
2月末	-	17.9	-	1.6	2.6	10.4	17.2	0.1	0.0	-	0.0	0.8	1.8	
3月末	-	19.3	-	2.3	2.7	9.8	17.4	0.1	0.0	-	0.0	0.0	2.6	
4月末	-	18.4	-	1.6	2.8	8.0	16.2	0.1	0.0	-	0.0	0.8	5.8	
5月末	-	17.1	-	3.6	2.8	9.5	16.8	0.3	0.0	-	0.0	0.8	3.6	0.0
6月末	-	18.6	-	3.4	2.7	7.4	18.0	0.1	0.0	-	0.0	0.0	2.4	0.0
7月末	-	19.0	-	1.9	2.7	8.2	18.2	0.1	0.0	-	0.0	0.0	0.0	0.0
8月末	-	17.7	-	2.7	2.8	10.8	19.0	0.3	0.0	-	0.0	0.0	0.8	0.0
9月末	-	18.3	-	5.0	2.7	12.0	17.0	0.1	0.0	-	0.0	0.0	0.0	0.0

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

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

(注3) 「資産担保証券買入」は平成15年7月より開始。

(注4) 「国債補完供給」は平成16年5月より開始。

4．日本銀行のバランスシートの動き

日本銀行は、平成 16 年度上期も、日本銀行当座預金残高を主たる操作目標とする金融市場調節方式のもとで、潤沢な資金供給を継続した。この結果、日本銀行のバランスシートの規模は引き続き前年を上回り、16 年 9 月末の総資産残高は 139.5 兆円（前年比 + 4.1%）となった。

（図表 43）日本銀行のバランスシートの動き（主な資産・負債項目）

カッコ内は前年比、単位：兆円、%

	15 年 9 月末	16 年 3 月末	16 年 9 月末
（資産）			
買現先勘定	8.4 (3.2 倍)	11.1 (-8.6)	7.8 (-7.7)
買入手形	25.4 (-9.2)	27.2 (-6.5)	29.0 (14.1)
国債	91.9 (9.9)	100.0 (12.8)	94.1 (2.5)
[うち長期国債]	62.4 (17.2)	65.6 (12.1)	64.0 (2.5)
[うち短期国債]	29.5 (-2.9)	34.4 (14.3)	30.2 (2.4)
資産担保証券 ²²	0.03 (皆増)	0.12 (皆増)	0.11 (3.6 倍)
金銭の信託（信託財産株式）	1.9 (皆増)	1.9 (66.8)	2.0 (9.6)
貸付金	0.2 (-50.6)	0.1 (-51.4)	0.1 (-17.5)
資産計	133.9 (7.6)	149.4 (5.8)	139.5 (4.1)
（負債・資本）			
発行銀行券	70.1 (4.3)	71.4 (0.5)	71.5 (2.0)
当座預金	34.6 (86.5)	36.4 (17.6)	35.1 (1.5)
政府預金	4.1 (-51.4)	13.1 (-10.5)	4.5 (10.6)
売現先勘定	16.3 (-14.9)	19.9 (12.9)	22.3 (36.8)
売出手形	2.4 (-47.7)	2.6 (皆増)	0.0 (皆減)
負債・資本計	133.9 (7.6)	149.4 (5.8)	139.5 (4.1)

²² 資産担保証券は、15 年 7 月から買入れを開始し、16 年 9 月末までの買入累計額は 14,313 億円となったが、買入れ実施後に、一部について償還を受けたため、16 年 9 月末時点の買入残高は 1,128 億円（うち資産担保債券 1 億円、資産担保コマーシャル・ペーパー 1,127 億円）となった。

以下では、16年度上期中の日本銀行のバランスシートの特徴的な動きについて概説する。

まず、資産をみると、16年9月末の総資産残高は139.5兆円（前年比+4.1%）となった。この内訳をみると、最大のウェイトを占める国債の残高は94.1兆円と、前年比+2.5%の増加となった。14年11月に開始した株式の買入れは、本上期末をもって終了したが、この株式（金銭の信託〈信託財産株式〉²³）の期末残高は20,289億円（前年比+9.6%）となった。また、15年7月に買入れを開始した資産担保証券の残高は1,128億円と、前年9月末を818億円上回った。この間、日本銀行法第38条に基づく貸付け（いわゆる特融）の残高は、1,412億円と前期末（1,412億円）比横這いとなった。

一方、負債をみると、16年9月末の当座預金残高は、潤沢な資金供給を行ったことを背景に、35.1兆円（前年比+1.5%）となった。また、日本銀行券の発行残高は、71.5兆円（前年比+2.0%）となっており、政府預金残高および売現先勘定の残高は、それぞれ4.5兆円（前年比+10.6%）および22.3兆円（前年比+36.8%）となっている。

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

すなわち、償還期限が到来した長期国債の借換えについては、資産の流動性を確保する等の観点から、前期までと同様にTB（1年物）の引受けにより行うこととしたほか、15年度中に長期国債より借換え引受けを行ったTB（1年物）のうち償還期限が到来したものについては、その全額につき現金償還を受けた。

このほか、15年7月に開始した資産担保証券の買入れについては、日本銀行が民間の信用リスクを直接負担することになることから、残高ベースで1兆円という買入総額の上限を設定しているほか、個別銘柄のトランシェ毎にも買入限度額（発行総額の50%）を設けている。また、買入れの運営に当たっては、適格性判断を適正に実施するなど、財務の健全性確保に努めている。

²³ 「金銭の信託（信託財産株式）」とは、信託銀行を通じて金融機関から買い入れた株式などである（受渡しベース）。「金銭の信託（信託財産株式）」は、信託にかかる期末の決算処理、株式からの配当金や信託報酬の受払等によって増減するため、「株式買入累計額（グロスベース）」とは必ずしも一致しない。なお、16年9月末の株式買入累計額は20,181億円である。

5 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更²⁴

(国債の補完供給制度の導入)

本年 2 月 26 日の会合では、国債市場の流動性向上や円滑な市場機能の維持に貢献するとの観点から、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」）の導入について議論が行われ、議長から執行部に対して、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指示があった。

これを受けて、4 月 8、9 日の会合において、「補完供給を目的として行う国債の買戻条件付売却基本要領」を制定し、国債の補完供給制度の導入を決定した。

この制度は、上記の観点から、競争入札を行ったうえ、日本銀行が保有する国債を買戻条件付で売却することにより、市場に対し一時的かつ補完的に供給するものである。また、本制度が「一時的かつ補完的な供給」であるとの趣旨を明確にするため、原則として 1 銘柄につき 3 先以上から売却依頼を受けた場合等に入札を実施する、期間利回りに上限を設定する（「品貸料」に下限を設定する）などの条件を設けている。

²⁴ 決定の詳細は 2 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照。