

4. 金融政策決定会合議事要旨

(平成16年4月8、9日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2004年4月8日(14:00～15:58)
4月9日(8:59～12:31)

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(8日)
	石井 啓一	財務副大臣(9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(9日 11:20～12:31)
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(9日 8:59～9:47)
企画室調査役	内田眞一
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(9日 8:59～9:47)

・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（3月15、16日）で決定された方針¹に従って運営した。この間、3月31日には、期末要因から流動性需要が増大したことを踏まえ、金融市場の安定に万全を期すため、当座預金残高を目標レンジの上限を上回る水準（36.4兆円）とする調節を行った。この日を除けば、当座預金残高は概ね31～34兆円台で推移した。

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、3月31日（0.005％）を除き、概ね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おり、期末日も含め落ち着いた動きとなった。

株価は、わが国の景気回復期待の高まりを背景に大幅に上昇し、足許では約2年8か月振りの高値となる12千円台で推移している。長期金利は、こうした株価の堅調を受けて上昇しており、一時1.5％台となる局面もみられたが、最近では1.4％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。

為替市場では、海外投資家による対内証券投資が継続する中、本邦当局による介入姿勢が後退したとの思惑もあって、円の対米ドル相場は一時103円台まで上昇したが、最近では105～106円台で推移している。

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。雇用についても、改善がより明確になりつつある。

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の方向にある。しかし、構造問題などが足枷となり、家計部門の支出が依然として低調であるなど、回復のモメンタムはなお弱い。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、ほとんどの国・地域でIT関連財を中心に輸出・生産が増加基調にある。

米欧の金融市場をみると、株価は、地政学的リスクの高まりなどから軟調に推移した後、企業業績への期待感や、市場予想を大幅に上回る米国雇用統計（3月）の公表などを背景に上昇している。長期金利は、ほぼ横這いで推移した後、足許では米国雇用統計を受けて上昇している。

エマージング金融市場をみると、多くの国・地域において、株価が高値圏で推移し、対米国債スプレッドも低水準で安定している。

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、1~2月も中国やASEAN、EU向けを中心に10~12月対比で+4.0%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ことに留意する必要がある。

企業部門の動向をみると、企業収益は、3月短観によれば、2003年度に大幅な増益となった後、2004年度も増益が続く計画となっている。これを業種・企業規模別にみると、製造業や非製造業・大企業では着実な増加基調にあり、非製造業・中小企業についても、2004年度は改善を見込んでいる。こうしたもとの、企業の業況感は、業種・企業規模を問わず、全般的に比較的はっきりとした改善がみられ、景気回復の動きが着実に広がりを見せ始めている。

こうしたもとの、設備投資は回復を続けている。資本財出荷（除く輸送機械）は、1~2月は、半導体製造装置やコンピューター関連を中心に、10~12月に続いて高い伸びを示した。3月短観で、2004年度の設備投資計画をみると、製造業は、中小企業を含め、強めのスタートとなっている一方、非製造業では、現時点においては慎重な投資姿勢となっている。

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改善傾向を続けている。労働力調査の雇用者数は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。しかし、賃金面をみると、なおはっきりとした下げ止まりを確認できない状態が続いている。

この間、個人消費は、各種の販売統計をみる限り、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、10~12月期に前期比+3.7%と大幅に増加した後、1月も高い伸びを続けたが、2月に大幅な減少となったことから、1~2月を均してみれば10~12月対比で+1.2%と減速した。

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、鋼材を中心に上昇を続けている。

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引き続き幾分緩和している。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、改善が続いている。

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傾向を続けており、最近では1%台後半で推移している。こうした中、マネタリーベースの伸び率は、前年比1割程度となっている。マネーサプライ(M2+CD)は、前年比1%台の伸びを続けている。

・「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」の制定等

1. 執行部からの提案内容

2月26日の会合における議長指示を受けて、執行部では、国債市場の流動性向上や円滑な市場機能の維持等の観点から、日本銀行が保有する国債を一時的かつ補完的に市場に対して供給し得る制度について検討を行ってきた。今般、スキームの概要がまとまったため、「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」の制定を提案することとしたい。

2. 委員会の検討・採決

執行部から、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。委員は、こうした観点を中心に、執行部提案について議論を行った。その結果、委員は、執行部提案は、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、「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」の制定等が全員一致で決定され、別添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

海外経済に関して、多くの委員は、地政学的リスクはやや高まっているものの、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。

米国経済に関し、何人かの委員は、3月の雇用統計において非農業部門の雇用者数が大幅な増加となったことを指摘し、景気の回復がこれまで遅れ気味であった雇用に波及しつつあり、バランスのとれた持続的な回復につながる蓋然性が高まっている、と述べた。もっとも、何人かの委員は、雇用形態などの面で構造的な変化が生じていること、雇用者所得は引き続き横這いとなっていることなどを指摘し、雇用情勢やこれが景気回復の持続性に及ぼす影響については、もう少し見極めが必要である、との見方を示した。

この間、何人かの委員は、ガソリンなどエネルギー価格の上昇や減税措置による所得税還付の一服などが個人消費にマイナスの影響を与える可能性に言及した。

ある委員は、商品市況の上昇は、今後、企業収益の圧迫要因となるリスクがある、と述べた。また、複数の委員は、消費者物価や消費デフレーター（PCE）などの物価指数の前年比伸び率が下げ止まり傾向がみられ、ディスインフレ傾向が終息に向かいつつある、との見方を示した。

何人かの委員は、米国経済の回復が一段と明確になる中で、FRBの金融政策スタンスに対する思惑から、実体経済の回復に先立って長期金利が上昇し、住宅投資への悪影響などを通じて景気にマイナスの効果をもたらすリスクがある、との見方を示した。加えて、ひとりの委員は、米国金利の上昇・変動がエマージング市場をはじめグローバル経済に大きな影響を与えるリスクがある、と述べた。

中国経済について、何人かの委員は、景気は引き続き過熱気味に推移しており、政府の目標

である7%程度の安定成長に軟着陸できないリスクも排除できない、との見方を示した。このうち、ひとりの委員は、昨年末に一時低下した銀行貸出やマネーサプライの伸び率も、ここに来て再び上昇に転じており、先般の中央銀行による引き締めはこうした動きを念頭に置いたものと理解できる、との見方を示した。この点、別のひとりの委員は、建築関連の鋼材価格の上昇が一服するなど、一部に過熱感の後退もみられる、と述べた。

ひとりの委員は、海外経済の回復は、米国、東アジアだけでなく、新興国全般に広がっており、こうした動きが相乗効果をもってわが国の良好な輸出環境を維持することを可能にする、との見方を示した。

委員は、海外経済がこのように全般的に回復傾向を辿るもとの、わが国の輸出が、中国向けなどを中心に引き続き大幅に増加しているとの認識を共有した。

国内企業部門について、多くの委員は、3月短観の結果にみられるように、企業の景況感は業種・企業規模を問わず比較的是っきりと改善しており、非製造業や中小企業にも景気回復の動きが広がりつつある、と述べた。もっとも、複数の委員は、中小の非製造業の景況感の改善はやや遅れ気味である、との見方を示した。

設備投資について、委員は、資本財出荷の動きなどから窺われるように、足許の回復がはっきりとしてきている、との見方を共有した。3月短観で示された2004年度設備投資計画について、多くの委員は、企業収益が全般的に増加するもとの、製造業を中心に比較的順調な滑り出しとなっている、と述べた。もっとも、複数の委員は、非製造業、特に中小企業の設備投資計画が依然として慎重であることを指摘し、景気回復は広がりつつあるとはいえ、非製造業への波及度合いについてはなお見極めが必要である、と述べた。

別のひとりの委員は、企業業績は回復しつつあるが、持続的な成長を実現していくためには、減損会計の導入等によりバランスシートの調整を一段と進めることが重要である、と述べた。

家計部門に関し、多くの委員は、個人消費は、各種の販売関連指標をみる限り、デジタル家電をはじめとして、やや強めに推移している、と述べた。この点に関して、ある委員は、こうした見方に基本的に同調しつつも、供給面から消費財の動きをみると、足許はむしろやや減少していることを指摘し、2月の各種販売統計は閏年要因が影響している可能性も否定できず、個人消費の動向を見極めるには3月以降のデータをみる必要がある、と述べた。別のある委員は、個人消費の回復は、景気ウォッチャー調査の結果などからも窺われる、との見方を示した。

何人かの委員は、企業の人件費抑制の動きが続いているものの、家計所得は漸く下げ止まりつつある段階にあるとの認識を示したうえで、所得が明確な増加に至っていない中で、消費がこのところやや強めの動きとなっていること背景について発言した。すなわち、ひとりの委員は、雇用環境が全体として改善していること、夏季賞与の増加など先行きの所得環境の改善が期待されることに加え、これまでの物価下落を反映した家計の実質資産残高の増加も足許の消費堅調に寄与しているのではないかと、との見方を示した。また、別の委員は、リストラの一巡にみられる雇用環境の持ち直しのほか、株価の上昇や地価の下げ止まりが消費マインドの好転に寄与している可能性が考えられると指摘した。もっとも、この委員を含む複数の委員は、企業収益から所得への波及が未だ明確ではないほか、雇用形態の変化や年金制度改革など、将来の雇用・所得環境については依然として不透明感が強く、個人消費の先行きについては必ずしも楽観できない、と述べた。

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、緩やかに回復するもとの、様々な面で回復に広がりが見られるようになっており、国内需要は底固さを増しているとの認識を共有した。また、先行きについても、足許みられる景気回復がそのまま続いていけば、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。

物価面については、多くの委員は、内外の商品市況の上昇が続いており、国内企業物価も上

昇しているが、こうした川上段階での価格上昇が川下の最終財価格に及ぶ動きは、現時点では限定的なものに止まっている、との見方を示した。また、これらの委員は、その背景として、技術革新に伴う生産性の向上や賃上げの抑制などにより、企業におけるコストの吸収余地が拡大していることや、原材料価格の上昇は、世界的な景気回復に起因するものであるため、輸出・販売数量の増加が企業のコスト負担をある程度相殺していることなどを指摘した。この間、ひとりの委員は、今後、原材料価格が一段と上昇した場合には、企業収益が圧迫され、最終財への価格転嫁が生じる可能性がある点に留意すべきである、と述べた。

ある委員は、3月短観において、企業における設備や雇用の余剰感が96～97年当時の水準まで低下していることを指摘した。この委員は、消費者物価の先行きを考える際には、GDPギャップの大きさのほか、GDPギャップの縮小テンポや、輸入物価の動向にも注目すべきであるとの見解を示した。

ひとりの委員は、今般の消費税の改正が消費者物価に与える影響について意見を述べた。この委員は、総額表示の義務付けの影響は一概には言えないが、事業者免税点の引下げは、中小企業に対するコスト上昇要因となるため、少なくとも理論的には消費者物価の上昇に寄与するはずである、との見方を示した。

平成16年度の公示地価が公表されたことに関連して、何人かの委員は、土地価格の動向について意見を述べた。ひとりの委員は、地価は全体としてみれば引き続き下落しているものの、東京圏を中心に底入れの動きがみられること、3月短観において2003年度の土地投資額が製造業を中心に大幅に増加したことを指摘し、資産価格の動向とこれが景気に与える影響について注目している、と述べた。別のひとりの委員は、資産価格の下げ止まりがデフレ心理の後退に寄与する可能性を指摘した。この間、別の複数の委員は、地価動向には変化の兆しが窺われるが、本格的な上昇につながる可能性は低い、との見方を示した。

2. 金融面の動向

短期金融市場について、委員は、3月の金融市場がここ数年の期末とは様変わりの落ち着いたものとなるなど、安定的に推移している、との認識を共有した。

多くの委員は、このところの長期金利・株価の動向について、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。ある委員は、足許の長期金利の上昇は、昨年夏の上昇局面とは異なり、量的緩和政策継続の意図が市場に十分浸透していること、金融機関は金利上昇リスクへの対応を一段と進めていることなどから、市場においても特に問題視されていないのではないかと述べた。この間、何人かの委員は、景気の回復が一段と明確になるもて、長期金利は上昇しやすい地合いとなるため、その動きを注視する必要がある、との見方を示した。複数の委員は、近年わが国の長期金利が、海外、特に米国の長期金利との連動性を強めていることを踏まえれば、米国の長期金利の上昇がわが国に与える影響には注意が必要である、と述べた。

為替相場について、複数の委員は、従来は米国の「双子の赤字」に対する懸念を背景にドル安センチメントが強かったものの、最近では市場の関心は实体经济面でのパフォーマンスに移りつつあり、一方向的なドル安基調は修正されつつある、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。

銀行券発行残高の伸び率がこのところ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、こうした背景に鑑みれば、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、と述べた。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、との見方を示した。

ある委員は、マネタリーベースの伸び率の鈍化が金融政策の引き締めを意味するものではないことを分かりやすく説明することが必要である、と述べた。また、別のある委員は、マネタリーベースの対名目GDP比率は既に高水準に達しており、今後は、金融緩和の波及メカニズムの強化策を進めることなどにより、ストックとしてのマネタリーベースを有効に活用することが重要である、との見解を示した。

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、との見解を述べた。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。

何人かの委員は、今後、景気が回復を続けるもとで、デフレ克服の目途が立たないうちに長期金利が先行して上昇するリスクを指摘し、日本銀行の政策スタンスについて適切な情報発信を行うことが重要である、と述べた。このうちひとりの委員は、金融政策運営に対する市場の期待を安定化させる観点から、中央銀行として望ましいと考えるインフレ率を早めに提示し、期待形成のアンカーとすることも検討すべきではないか、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、先日（3月26日）成立した平成16年度予算において、活力ある社会・経済の実現や国民の安心の確保に資する分野に重点的に配分するなどメリハリのある予算配分を行っており、景気回復に向けた動きを確かなものとするためにも、本予算の着実な執行に努めて参りたいと考えている。
- わが国経済の現状を見ると、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おり、ここ数年懸念された年度末も今年は平穩に乗り越えることができた。
他方デフレは依然として継続しており、その克服こそが我々の直面している最大の懸案であることに変わりはなく、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、新たな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。
なお、今般導入を決定された日銀保有国債の補完供給制度は、円滑な市場機能の維持に寄与するものと期待している。
- 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。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 足許の景気は、設備投資等に支えられ、着実に回復を続けている。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、国内企業物価が素材価格の上昇によりこのところ僅かながら上昇し、消費者物価は横這いとなっているが、GDPデフレーターが引き続き下落を示しているほか、消費者物価には一時的な押し上げ要因も働いていること等を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、先月取り纏めた「経済活性化のための改革工程表」に示された改革を始めとし、さらに加速・拡大すべき政策について経済財政諮問会議で議論し、6月初旬を目途に取り纏める予定の「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2004」に繋げることとしている。
- 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。今回議論があった日本銀行が保有する国債を補完的に市場に供給する制度については、国債市場の流動性向上や円滑な市場機能の維持を通じて金融市場の安定化に寄与する措置であると考えている。
- 日本銀行におかれては、最近のマネタリーベースやマネーサプライの動向に十分鑑み、今後とも政府との意思疎通を密にしつつ、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いただきたい。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

・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（4月9日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は4月12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26日）および前回会合（3月15、16日）の議事要旨が全員一致で承認され、4月14日に公表することとされた。

以 上

2004 年 4 月 9 日

日 本 銀 行

国債の補完供給制度の導入について

- 1 . 日本銀行は、本日の政策委員会・金融政策決定会合において、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」）の導入を決定した¹（全員一致）。
- 2 . 国債市場においては、時として特定銘柄の調達困難化やその懸念によって市場流動性が低下することがある。そのような場合でも、市場参加者が自ら市場で最大限の調達努力を払うことが求められるが、補完的な手段として、市場参加者が日本銀行から国債を一時的に調達できる途が開かれていることは、市場流動性の低下を防ぐうえで効果がある。
- 3 . 日本銀行としては、本制度が、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ことを期待している。

以 上

¹ 決定の内容については、「『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』の制定等について」を参照。

(別添 2)

2 0 0 4 年 4 月 9 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 4 月 28 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2004 年 4 月 28 日 (9:00 ~ 12:53)

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 石井 啓一 財務副大臣

内閣府 大守 隆 大臣官房審議官 (経済財政運営担当)

(執行部からの報告者)

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
企画室調査役	内田眞一
企画室調査役	加藤 毅

・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合(4月8、9日)で決定された方針¹に従って運営した。こうした調節のもとで、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、概ね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た。

株価は、わが国の景気回復期待などを背景に堅調に推移しており、足許では12千円程度となっている。長期金利は、米国長期金利が上昇する中、わが国株価が引き続き堅調に推移したことなどから上昇し、一時1.5%台後半となる局面もみられたが、最近では1.5%程度で推移している。民間債利回りの対国債スプレッドは、総じて横ばい圏内で推移したが、足許低格付け銘柄の一部で拡大した。

円の為替相場は、米国金利の先高観の高まりや、新年度入り後のわが国機関投資家による対外証券投資に絡む円売りなどから反落し、最近では107～109円台で推移している。

3．海外金融経済情勢

米国経済は、バランスのとれた成長を続けている。すなわち、家計支出、設備投資とも着実に増加しており、雇用についても、改善がより明確になりつつある。こうしたもとで、インフレ率の低下に歯止めがかかっている。

ユーロエリアでは、生産や企業コンフィデンスの回復が滞り気味になっており、企業部門の持ち直しは足踏みしている。また、構造問題などが足枷となり、家計部門の支出が依然として低調であるほか、既往のユーロ高も重石となっている。このため、回復のモメンタムは弱い。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、ほとんどの国・地域でIT関連財を中心に輸出・生産が増加基調にある。

米国の長期金利は、強めの経済指標の公表などを受けた利上げ観測の強まりから上昇した。これを受けて、欧州でも長期金利が上昇している。この間、株価は、各国で区々の動きとなった。

エマージング金融市場をみると、多くの国・地域で着実な経済の回復が市場の安定に寄与している。もっとも、地政学的なリスクの高まりや米国金利の状況などを受けて、中南米を中心に対米国債スプレッドが変動しやすい状況となっている。

4．国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、昨年10～12月に続いて、1～3月も、東アジア向けを中心に高い伸びとなった。この間、輸入も、国内景気回復や国際分業の進展などを背景に、増加を続けている。

設備投資は増加している。先行指標である機械受注は、10～12月の大幅増の後、1～2月は

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。」

減少しているが、均してみれば、製造業を中心に増勢を続けている。この間、中小企業金融公庫の調査によれば、中小企業の業況判断は着実な改善を続けている。

個人消費面では、都内百貨店売上高は、3月は天候不順の影響もあって減少し、1～3月の前期比は小幅のマイナスとなった。消費者コンフィデンス関連の指標は総じて改善している。

こうしたもとの、鉱工業生産は、均してみれば着実に増加している。

物価面をみると、国際商品市況は足許騰勢が鈍化しつつもなお強含みで推移しており、これを受けて輸入物価は引き続き上昇している。国内商品市況も、鋼材を中心に上昇を続けている。このような内外の商品市況高などを反映し、3月の国内企業物価は、3か月前対比でみて+0.6%と上昇幅が拡大した。

(2) 金融環境

3月の銀行貸出残高(前年比、償却等の諸要因調整後)は、-1.6%と、2月に続いて減少幅が縮小した。この間、日本銀行の「主要銀行貸出動向アンケート調査」では、資金需要判断が悪化したが、これまで急ピッチで改善してきたことなどを踏まえると、改善傾向に変化が生じたことを表すものではないと考えられる。

C P・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、発行環境は総じて良好な状況にある。

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おり、最近では1%台となっている。こうした中、マネタリーベースの伸び率も低下している。3月のマネーサプライ(M2+C D)は、前年比+1.9%と、幾分伸びを高めている。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

海外経済に関しては、多くの委員が、米国の経済・物価情勢について意見を述べた。米国景気については、企業収益や設備投資が着実に増加しているほか、雇用の改善もより明確になってきており、バランスの取れた回復になっているという認識を共有した。こうした中で、多くの委員が、3月のC P Iの前月比伸び率が高まったことに触れ、デフインフレ傾向に変化が生じている可能性もあると述べた。複数の委員は、こうした動きは、予想よりやや早め、強めであるとコメントした。このうちひとりの委員は、労働市場や設備のスラックを前提とすると、需給ギャップの水準は大きいとみられ、その縮小速度が速いことが影響している可能性がある、と指摘した。この間、ひとりの委員は、原材料やエネルギー価格の上昇は、生産性の向上が著しい企業部門で大方吸収されているようであるし、3月の計数は振れの可能性もあるとして、もう少し計数等を確認してみる必要がある、との見解を述べた。

また、多くの委員が、中国経済について、第1四半期の成長率が10%近い数値となったことや固定資産投資が高い伸びを続けていることを指摘し、投資活動を中心に過熱気味になっているとの認識を示した。そのうえで、中国人民銀行の金融引締め策の効果を注意深く見守っていきたいとの見方を述べた。

わが国の輸出について、ある委員は、昨年10～12月に続いて1～3月も高い伸びを示したと指摘した。また、輸入も増加基調にあり、I T関連財を中心とする国際的な分業体制のもとで、日本経済も世界経済と歩調を合わせて回復していると付け加えた。

ひとりの委員は、景気回復の動きは、中小企業や非製造業にも広がっており、地方へも徐々に波及してきていると述べた。別の委員は、企業間・地域間の格差は残存しており、先日の支店長会議の報告からも、日本経済は格差を残しながら全体として回復基調を続けているという印象を持ったとコメントした。

この間、雇用・所得の改善は現状なお限定的であるとの認識が共有された。ひとりの委員は、

一部の企業では過去の徹底したリストラ等により人手不足に直面しているほか、近い将来、団塊世代の定年到来もあることから、最近新規採用の復活、拡大に踏み切る企業が増え始めている、と指摘した。その上で、雇用者数は当分の間は緩やかながら増加基調を辿るものと予想される、と述べた。また、別の委員は、来年度の新規採用は好調であったようだと言った。もうひとりの委員は、人口の高齢化の中で若年層ではいわゆるフリーターが増加しているが、こうした点が統計の面でうまく捉えられていない可能性がある、と指摘し、これが雇用を実態以上に弱く見せているのではないかと述べた。

ある委員は、雇用者所得のマイナス幅が若干減少傾向にあるほか、生活意識に関するアンケート調査や3月の全国消費者態度指数を見ても消費者のマインドは改善しており、個人消費はやや強めの基調を続けているとの見方を示した。また、別の委員は、消費者のマインド面のデータは改善しているが、販売統計は閏年などによる季節調整の影響で傾向が見極めにくくなっていると指摘し、個人消費の強さについては、もう少し時間をかけて確認していく必要があると述べた。

物価面では、複数の委員が、国内企業物価の上昇テンポがやや加速していることについて、商品市況・一次産品価格の上昇の影響で素原材料価格が引き続き上昇している中で、中間財まで波及が明確化してきている、と指摘した。ある委員は、中間財価格の上昇には、素原材料の価格転嫁という要素のみでなく、需要要因も影響しているとコメントした。別の委員も、国内企業物価の上昇の背景にはコスト面・需要面の両方の要因がある、と述べた。もっとも、消費者物価への影響については、何人かの委員が、賃金がおお弱含みであることや個人消費の明確な回復は予想しにくいことを考えると限定的なものになるとみられるとの見方を示した。複数の委員は、こうした川上・川下価格の格差が企業収益や雇用所得面にマイナスの影響を及ぼさないか、注目していきたいと述べた。

2. 金融面の動向

短期金融市場について、多くの委員が、引き続き安定しているとの見方を示した。ある委員は、金融機関の決算発表が近いにもかかわらず、金融システム全般に不安感が生じていないと述べた。

最近の金融・為替市場の動きについて、ひとりの委員は、米国の先物金利や長期金利が上昇した影響もあって、わが国の長期金利も幾分上昇し、為替相場の面ではドル高円安方向に進んだと指摘し、こうした動きは日米の経済の状況を踏まえれば、整合的なものと評価できると述べた。別の複数の委員も金融市場は各種のショックを吸収しつつ、経済情勢に沿って落ち着いた展開を示していると述べた。この間何人かの委員は、米国金利上昇のエマージング市場を含めた世界の金融資本市場への影響について、現在はなお限定的であるが、注意深くみていく必要があるとの見方を示した。

ひとりの委員は、米国をはじめとする最近の金融資本市場の動きについて、短期間の動きをもって判断すべき問題ではないが、世界的な物価の安定やそのもとでの金融緩和・低金利という状況が今後どのように変化していくのか、わが国の経済・物価や金融資本市場に対する影響も大きいだけに、注目していきたいとコメントした。

企業金融に関して、ある委員は、貸出市場・資本市場とも緩やかな改善が続いている、と評価した。別の委員は、マネーサプライの伸び率が小幅ながら上昇していることについて、金融機関の貸出姿勢の積極化や経済の前向きの動きが影響していると述べた。この間ひとりの委員は、「主要銀行貸出動向アンケート調査」で資金需要判断が悪化したことについて、やや予想外であったが、基本的には資金需要が引き続き弱いことを示している、と述べた。

3. 経済・物価情勢の展望

経済・物価情勢の2004年度見通しについては、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、との見方が共有された。

ある委員は、東アジアを含めた海外経済の高成長、企業部門の構造調整の進展等によって民間需要主導の回復が実現していること、デジタル家電など日本の「物作り」の技術蓄積が活用されていること、を踏まえると、今回の景気回復は、バブル崩壊後の過去の回復局面とは異なり、相当の持続性を持ったものになる可能性があるとして述べた。別の複数の委員も、物価面で過熱感が生じておらず、成長を妨げる要因は乏しいと指摘した。もうひとりの委員は、内需の持続性の基盤が緩やかながら整いつつある、と表現した。この間、ひとりの委員は、設備投資の持続性や非製造業への広がり、個人消費の強さが持続する蓋然性について未だ十分に確認し得ていない中で、国際機関の見通しなどをみても2005年度の世界経済の見通しは今年度ほど高くないとみられることを勘案すると、今年度の後半は前向きの循環にピークアウト感がでてくる可能性もある、とコメントした。

企業部門では、輸出・生産が増勢を辿るもとで、企業収益の増益基調が続き、設備投資は製造業中心に増加傾向を続けると予想される、との見方を共有した。

ある委員は、海外経済が高めの成長を続けるもとで今後も企業部門の改善の動きは続くとして予想される、と述べた。また、企業部門の業績の改善と広がり、短観や最近の中小企業金融公庫の調査でも確認できている、と付け加えた。もっとも、非製造業の設備投資の回復については、多くの委員が、有利子負債の返済圧力など制約要因が引き続き大きく、相対的に弱いものとなると予想されるとの見解を示した。また、複数の委員は、企業は設備投資や在庫投資の面でなお慎重なスタンスを維持していると指摘した。これに対して、ある委員は、減損会計の導入が設備のスクラップ・アンド・ビルドを促進する可能性があるとして述べた。

また、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、との認識が共有された。

この点、ある委員は、企業部門の改善が予想される中、その好影響が先行き何がしか家計部門にも波及していくと考えるのが自然である、と述べた。もっとも、この委員は、一方で企業の人件費抑制姿勢は根強く、波及は緩やかなものになると考えておくべきであろう、と付け加えた。別の複数の委員も、派遣労働者への切り替えなど賃金を抑制する構造的な要因があると指摘した。もうひとりの委員は、家計所得の伸び悩みに加えて、税・社会保障負担増などもあり、個人消費の回復は緩やかなものとなるとみられると述べた。

総括的な判断の表現として、前回（昨年10月）の展望レポートで用いた「緩やかな回復」という表現を残すべきかについても議論があった。ひとりの委員は、これまで日本銀行は、回復の広がりが乏しいという点に注目して、「緩やかな」という形容詞を付けてきたが、今回の展望レポートでは、企業部門の回復の広がりに加え、家計部門への波及もある程度織り込んでいる、実質成長率に関する委員の大勢見通し（+3.0～+3.2%）は、「緩やかな」という語感とはやや乖離があると述べた。この点に関して何人かの委員は、2003年度の成長率が高いため、2004年度の成長率は高めの「げた」を履いているという事情もある、と指摘した。このうちひとりの委員は、こうした技術的な点を含めて、対外的には注意深い説明が必要である、とコメントした。

国内企業物価については、内外商品市況高や国内需給の改善などを反映し、今年度は前年比若干のプラスとなる可能性が高いとの認識で一致した。

また、消費者物価については、大方の委員は、潜在成長率以上の成長が続くもとで、需給

ギャップは縮小していくと予想されるものの、なお小幅の物価低下圧力が残る可能性が高い、制度要因や米の価格などの一時的な物価押し上げ要因は剥落する、川上物価上昇の影響は、ユニット・レーパー・コストの低下である程度吸収され、最終財価格やサービス価格への押し上げ圧力は全体として限定的なものに止まるとみられる、といったことを考えると、基調的には依然小幅の下落が続くと予想される、という見方を共有した。この間、ひとりの委員は、昨年9月以来の円高は、消費者物価の下押し圧力となっていたが、最近の円レートの安定は、価格転嫁を容易にし、デフレ脱却の展望を強めることとなる、今年度中に消費者物価指数ゼロ%以上という意味でのデフレ脱却を確信している、と述べた。

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も議論があった。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た。すなわち、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述べた。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。この委員は、例えば、2000年にかけての景気回復局面ではデフレ傾向が止まらず、その原因として輸入ペネトレーション比率の上昇が指摘されたと述べた。その上で、現在は、輸入ペネトレーションの傾向は一服しているほか、海外における素材価格上昇や国内の需要の増加に広がりが見られることなど状況の変化もみられ、今後の反応の程度に変化が見られるか注目していきたい、との見方を示した。

上振れ・下振れ要因としては、多くの委員が、米国の経済・物価動向や、それに関連して米国を含めた世界の金融資本市場に変化が生じる可能性、中国経済の過熱のリスク、イラク問題をはじめとして根強く残っている地政学的リスクなどを挙げた。ある委員は、日本経済は、仮にこうした要因が顕現化し海外経済にかなりの減速が生じても、自律的な回復を続けるというところまでは至っていない、と述べた。別の委員は、価格転嫁が進まない中での素材価格や原油・エネルギー価格の上昇がある種の供給ショックとして企業収益を下振れさせるリスクを指摘した。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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。

ある委員は、今後、期待インフレ率が上昇していけば、金融緩和効果はさらに高まっていくとの見解を述べた。この間ひとりの委員は、将来予想インフレ率が上昇するような場面では、いわゆる時間軸効果を強めるため、コミットメントの2つめの条件、すなわち先行きのCPI上昇率見通しに関する条件について、1%以上とすることも有益ではないか、との見解を表明した。

別の委員は、景気回復の中での緩やかな金利上昇は自然な動きであるが、自然な動きの範囲を超える急激な動きを回避するために、引き続き日本銀行の考え方を明確に発信していくことが、従来にも増して重要になると指摘した。またもう一人の委員も、米国金利の動きを背景に市場はより神経質になっているだけに、情報発信には細心の注意を払う必要があると述べた。

この間ひとりの委員は、「証券化市場フォーラム」について、幅広い市場関係者の参加を得て、証券化市場の発展のための具体的な課題や解決の方向性について活発な議論が行われ、意義が大きかったとしたうえで、引き続き情報開示体制の整備など課題解決のための努力を続けたい、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見ると、企業部門の改善に広がりが見られ、景気は着実な回復が続いている。他方、物価については3月の国内企業物価が対前年比でプラスに転じたものの、消費者物価は基調的にはマイナスで推移しているなど、デフレは依然として継続しており、その克服こそが我々の直面している最大の懸案であることに変わりはなく、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、量的金融緩和政策継続のコミットメントを明確にし、それを堅持するとしているが、最近、足許の景気回復や好調な経済指標の相次ぐ発表等を背景に、市場関係者の一部からは早期の量的金融緩和政策の転換を予想する声も聞かれている。本日公表予定の経済・物価情勢の展望における見通しがこの観点から世間の注目を集めていることは、十分に勘案して頂きたいと考えている。
日本銀行におかれては、引き続き緩和的な金融環境が当面維持されるという予想が揺らぐことのないよう、新たな工夫を講じられないか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。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 景気は企業部門の改善に広がりが見られ、着実な回復が続いている。一方、物価面では依然として緩やかなデフレ状況にあると考えている。
- 政府は6月初旬を目途に「基本方針2004」を取り纏め、これに基づき構造改革の取組みをさらに加速、拡大していくこととしている。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。日本銀行は、量的緩和政策を引き続き堅持する姿勢を示しているが、最近のマネタリーベースやマネーサプライの動向に十分鑑み、今後とも政府との意思疎通を密にしつつ、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。
- 今回の「経済・物価情勢の展望」においては、今後、幅広い経済主体による取組みにより需給バランスの改善が進み、デフレ克服の可能性が高まると展望されている。また、政府の「構造改革と経済財政の中期展望 - 2003年度改定」では、「名目成長率についても徐々に上昇し、2006年度以降は概ね2%程度、あるいはそれ以上の成長経路を辿ると見込まれる」としている。これらを踏まえ、集中調整期間後のデフレ克服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が行われることを期待する。

．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

．「経済・物価情勢の展望」の決定

次に、「経済・物価情勢の展望」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、4月30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)

2004年4月28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 5 月 19、20 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2004 年 5 月 19 日 (14:00 ~ 15:56)
5 月 20 日 (9:00 ~ 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 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	大守 隆	大臣官房審議官 (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
企画室調査役	内田眞一
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
企画室調査役	加藤 毅
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

金融市場調節は、前回会合(4月28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31～33兆円台で推移した。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%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、短期金利は総じて低位で安定的に推移している。

株価は、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高む中、大きく下落し、10千円台後半で推移している。

長期金利は、米国長期金利が上昇する一方、株価が下落したことから、前回会合時と概ね同水準の1.5%前後となっている。この間、民間債流通利回りの対国債スプレッドは、総じて安定的に推移している。

為替市場でも、円の対米ドル相場が、米国金利の先高観の高まりや海外投資家による日本株売却などから下落し、最近では112～114円台となっている。

3．海外金融経済情勢

米国経済は、バランスのとれた成長を続けている。2004年1～3月期の実質GDP速報値は、前期比年率+4.2%と引き続き堅調な伸びとなった。個人消費や設備投資が着実に増加するもとで、生産も増加傾向を辿っている。雇用についても改善がより明確になっている。この間、物価面では、エネルギー価格や生産者物価指数の原材料・中間財が大幅に上昇しているほか、消費者物価指数(除く食料品・エネルギー)も緩やかに上昇している。

ユーロエリアでは、ユーロ高の一服もあって企業コンフィデンスにやや明るさがみられつつあるが、生産の回復が滞り気味となっており、企業部門の持ち直しが足踏みしている。また、家計部門の支出も依然低調であり、回復のモメンタムはなお弱い。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拡大が続く中、当局による投資過熱抑制策が講じられている。NIEs、ASEAN諸国・地域では、IT関連財を中心に輸出・生産が増加傾向を辿っている。物価面では、食料品値上がり等から消費者物価指数の前年比が緩やかながら上昇している。

米欧の金融市場をみると、米国の利上げ早期化観測が強まるもとで、長期金利が上昇した。また、地政学的リスクの高まりや原油価格高も加わり、株価は下落した。ただし、社債の対国債スプレッドや株価のボラティリティは低い水準にあり、投資家のリスク回避姿勢は、これまでのところ落ち着いた状態が続いている。

エマージング金融市場では、米欧の金利上昇のほか、政局不透明感や地政学的リスクの高まりなどの影響から、多くの国・地域で株価・為替相場が下落し、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拡大を背景に、10～12月に前期比+6.4%と大幅に増加した後、1～3月も+4.1%と高い伸びとなった。地域別にみると、東アジア向けが高い伸びを続けているほか、米国向けも10～12月に続いて増加し、EU向けも高い伸びとなった。財別には、情報関連財や半導体製造装置などの資本財・部品が増勢を続けているほか、中間財（化学、鉄鋼）もかなりの増加となった。

輸入も、東アジア域内を中心とする国際分業が進んでいる情報関連財や資本財・部品等を中心に、増加を続けている。

設備投資は、回復を続けている。実質GDPベースの設備投資は10～12月の高い伸びの後、1～3月も引き続き増加した。また、資本財出荷（除く輸送機械）も、1～3月は減速しつつも、半導体製造装置を中心に増加を続けた。この間、先行指標の一つである機械受注（船舶・電力を除く民需）は、10～12月に大幅増加した後、1～3月は減少したが、均してみれば増加傾向にある。4～6月の見通し調査も、製造業では着実な増加が見込まれており、内外需要や企業収益の増加、生産の動向を踏まえると、先行きの設備投資も製造業を中心に増加が続くと予想される。

家計部門の動向をみると、賃金面は、なおはっきりした下げ止まりを確認できない状態が続いている。一方、雇用面をみると、失業率や有効求人倍率などの労働需給に関連する指標は改善傾向を続けており、労働力調査の雇用者数は前年を幾分上回って推移しているほか、毎勤統計の常用労働者数も前年比マイナス幅が縮小傾向にある。雇用者所得全体では徐々に下げ止まってきている。

個人消費についてみると、実質GDPベースの消費支出は1～3月も前期並みの高めの伸びとなったほか、各種の販売統計も区々の動きとなっはいるが全体としてはやや強めの基調で推移している。この間、消費者コンフィデンスを示す指標は総じて改善傾向にある。

こうした下で、生産は、10～12月が+3.9%と大幅に伸びた後、1～3月は+0.5%の伸びに止まった。もっとも先行きは、4、5月の生産予測指数やマイクロ・ヒアリング、内外需の回復を踏まえると、再び増加テンポが速まる蓋然性が高い。この間、在庫は、電子部品等で前向きな在庫積み増しがみられているが、全体としてみると、横這いなし減少気味であり、循環的には生産の増加が途切れにくい局面にある。

物価動向をみると、国内企業物価は、内外商品市況の上昇や需給の改善を反映して上昇している。内外の商品市況高を受け、石油や非鉄、鉄鋼関連の上昇が目立っており、これらの分野では、素原材料から中間財への価格転嫁がはっきりしてきている。先行きについても、原油高や為替の円安化の影響もあって、当面上昇を続けるとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、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。先行きは、需給バランスが徐々に改善しつつもなお緩和した状況のもとで、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引き続き幾分緩和している。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、改善が続いている。

CP・社債の発行環境は総じて良好な状況にある。CP・社債の信用スプレッドは幾分低下

しており、発行残高も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6%台となっている。マネーサプライ(M2 + CD)は、伸びをやや高め、前年比1%台後半となっている。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

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、「景気は緩やかな回復を続けており、国内需要も底固さを増している」という認識を共有した。こうした見方について、多くの委員は、1～3月の実質GDPの反動減が予想外に小さく、かつ内需の寄与度が高かったことから確認されると述べた。

先行きについても、「景気は当面緩やかな回復を続ける中で、前向きな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、多くの委員は、前月公表した「経済・物価情勢の展望」で指摘した「上振れ・下振れ要因」の一つである海外経済・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。

まず海外経済に関して、多くの委員は、米国や中国を中心に世界経済が全体として拡大を続けていることを確認した。また、先行きについても、蓋然性の高い見通しとして、米国はバランスのとれた成長を続け、また、中国を中心とする東アジアも高成長が続くとみられると述べた。

米国経済については、多くの委員が、非農業部門の雇用者数やISM雇用指数など様々な指標から雇用情勢の回復が確認されたことを取りあげ、バランスのとれた成長を続ける可能性が高まっているとの見方を述べた。ただし、雇用情勢の回復によるユニット・レーバー・コストの上昇や原油等の素原材料価格の上昇が企業収益に与える影響、原油価格の上昇が消費に与える影響には、特に注意していく必要があると付け加えた。また、原油価格の上昇もあって、物価の上昇率がやや高まってきていることを指摘した。

アジアに関しては、多くの委員が、中国経済について言及し、消費の増勢持続と固定資産投資の高い伸びから、高めの成長を続けるとの見方を共有した。何人かの委員は、景気過熱抑制策が奏効し、景気のソフトランディングが実現するかどうか注目していきたいと述べた。ひとりの委員は、中国政府はかなり早めの対応をとっており、既に商品市況の値下がり等の具体的な効果が現れていることもあって、中国経済のソフトランディングを展望し得る状況にあるとの見方を示した。この間、複数の委員は、食料品価格の上昇を主因とした消費者物価の上昇率の高まりや、資産価格の上昇について言及した。

多くの委員は、米国の利上げ予想の強まり、中国の景気過熱抑制策の強化、原油価格高や地政学的リスクと、これらを受けた海外金融資本市場の不安定な動き等、海外経済に起因するリスク要因について触れ、今のところ海外経済に関するこれまでの見方を変更する必要はないが、一段と注意を払っていく必要性が増してきていると述べた。さらに、何人かの委員は、各国の経済物価情勢に変化の兆しがみられる中で、世界的な金融緩和・低金利と、このもとでの世界的な資金の流れが、今後どのように変化していくのか、注目していきたいと付け加えた。

また、何人かの委員は、わが国のエネルギー輸入依存度の高さもあって、原油価格高がわが国の実体経済・物価面に与える影響には特に留意する必要があるとコメントした。

わが国の輸出について、複数の委員は、海外経済の拡大を受けて、IT関連財を中心に、大幅な増加が続いていると述べた。また、海外経済におけるリスク要因は懸念されるものの、当面輸出は増勢を辿るとの見方を示した。

内需に関し、設備投資は、製造業を中心に基調としては強いことが改めて確認された。何人かの委員は、先行指標である機械受注にやや弱めの数字が出ているが、1～3月のGDP統計や資本財出荷は、10～12月の高い伸びから若干の減速に止まっていることを指摘し、好調な企業収益や短観の設備投資計画、建設投資の動向や生産の先行き見通しが強いことも踏まえると、設備投資の基調に変化はないとみられると述べた。ひとりの委員は、内閣府の企業行動に関するアンケート調査から、企業の期待成長率の上昇が確認できることなどを挙げ、先行きも設備投資は回復を続けるとの見方を示した。

家計部門に関しては、何人かの委員が、個人消費について、足許やや強めの動きとなっており、消費者態度指数の回復などマインド面の改善もみられていることを指摘した。複数の委員は、1～3月のGDP統計の数字自体は、各種販売統計に比べてやや強めに出ている可能性があるとの見方を示した。

雇用面について、何人かの委員は、有効求人倍率や雇用者数の改善傾向が続いているほか、非自発的離職者数が基調的に減少しており、失業率も低下していることを指摘した。一方、賃金面については、前年比マイナスが続いており下げ止まりが確認できていないとの認識を示した。

個人消費が雇用・所得との対比で強めであることについて、何人かの委員は、貯蓄取り崩しにより消費を行う高齢者層のウエイト増加が全体の消費性向を高めている可能性、雇用調整の終息に伴うマインドの改善が消費意欲を高めている可能性、雇用者所得では捉えきれない退職金や年金等の動向が影響を与えている可能性などが仮説として考えられると述べた。ある委員は、家計の可処分所得をより正確に把握することが重要であると指摘した。

さらに、何人かの委員は、消費の本格回復には、所得面の裏付けが不可欠であり、雇用・所得の裏付けを伴うしっかりとした消費の回復に繋がっていくかどうかは、なお確認に時間を要するとの見方を述べた。

ある委員は、住宅投資について、これまで低調に推移してきたが、首都圏の地価の下げ止まり傾向にみられるように、状況が若干変化してきている可能性もあると指摘した。

生産について、多くの委員は、10～12月に大幅増加した後、1～3月は減速したが、内外需の動向を前提とすると、4～6月についても、それなりの増産ペースが維持される見通しであると述べた。また、複数の委員は、在庫について、電子部品等の一部に前向きな在庫積み増しの動きも出ているが、全体としてみると依然横這い傾向であり、在庫循環面からは生産の増加が途切れ難い状態が維持されているとの見方を示した。

物価面に関しては、まず、国内企業物価について、多くの委員が、原油価格を中心とした内外商品市況の上昇と、需給の改善を受け、3か月前比でみて+0.6%とやや大きめの上昇となったこと、特に中間財の上昇幅がさらに拡大していることに言及し、川上から川中への波及はやや想定を越えて広がってきているとの見方を示した。また、今のところ最終財への影響は限定的ながら、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述べた。ひとりの委員は、需給ギャップは物価の基調に影響するが、1～3月の実質GDP成長率の高さを踏まえると、2004年度には需給ギャップが相当程度縮小する可能性が高いことを念頭においておくべきと付け加えた。

一方、消費者物価については、何人かの委員が、これまで想定してきた、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・レーバ・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る、といった基調的な判断を変える必要はない、と述べた。もっとも、中間財への波及が強まっていることにみられるように、物価は一旦上昇を始めるとそのテンポが速まる可能性があること、原油関連の消費財はガソリンなど加工度の低いものが多いため、企業段階での吸収が難しいこともあり、今後の原油価格の動向や円安の影響がどのように出てくるか、慎重に見守っていく必要がある、との認識を示し

た。この点、何人かの委員は、原油価格の上昇は、物価面のみでなく、経済活動にも影響を与え得るので、時々経済情勢と物価情勢の両方を丹念に点検していくことが大切であるとの見方を示した。また、何人かの委員は、需給ギャップに対する物価の反応度合いがこれまでと比べ変化している可能性も意識していく必要があると述べた。

2. 金融面の動向

金融面に関し、多くの委員は、海外市場の動向とその国内市場への影響という観点から意見を述べた。

海外金融・資本市場については、多くの委員が、米国の利上げ早期化の観測が高まるもとで、多くの国・地域で金利上昇と株価の下落がみられ、エマージング諸国債の対米国債スプレッドが拡大していると指摘した。何人かの委員は、これまでのところ、米国金融当局による対応が奏効し、金融市場におけるポジション調整は大きな混乱なく進んでいるとの認識を示した上で、今後の金融市場の展開に注目していく必要があると述べた。

多くの委員は、こうした海外市場の影響が、わが国の金融・資本市場にも一部及んでおり、株価は、海外投資家による利益確定の売り等もあってやや大きく下落し、円の対米ドル相場も下落していると指摘した。ひとりの委員は、わが国の経済実態や投資家へのアンケート調査で日本株への強気の見方が変わっていないことなどを踏まえると、株価がさらに大きく下落する蓋然性は低いとの見方を述べつつ、株価が企業・消費者マインド面に与える影響には注意が必要と付け加えた。

一方、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、極めて緩和的な状況が続いているとコメントした。また、長期金利も、世界的な金利上昇傾向の中で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、緩和的な金融環境が維持されているとの認識を示した。何人かの委員は、実体経済が回復を続けており、原油価格高も加わる中で、物価に対する見方も徐々に変化する可能性があることや内外長期金利の連動性が意識される可能性もあることから、金融市場の動きを見守っていく必要があると述べた。

この間、ひとりの委員は、金融機関貸出の前年比マイナス幅の縮小や社債発行残高の増加など、企業金融面にも実体経済の回復を反映した動きが出てきていると述べた。

・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、前述のような経済金融情勢判断のもと、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。

何人かの委員は、これまでのところ金融市場は安定的な状況にあり、企業金融も緩和的な環境が維持されているとの見方を示した。ただ、先行きについては、経済物価情勢の変化や海外金融市場の動向が、わが国の金融資本市場にどのような影響を与えるか注意が必要であると述べた。

多くの委員は、現在の日本銀行の金融政策は、昨年10月に明確化した消費者物価指数を基準とする「約束」に沿って運営されており、市場とのコミュニケーションという観点からも、この点を常にはっきりさせておくことが重要である、との認識を示した。また、何人かの委員は、金融市場における安定的な価格形成の観点からも、日本銀行の政策運営を巡って不測の思惑を生むことのないよう、適切な情報発信を行っていくことが重要になっていると指摘した。何人かの委員は、将来的には、中長期的な観点からの金融政策運営について議論を行い、それを示していくことも必要になる可能性はあるが、現在は時機尚早であると述べた。ひとりの委員は、

今は景気回復の持続性を確かなものとし、デフレの早期克服に向けて現行の政策を行っていくことが重要であると付け加えた。

この間、ひとりの委員は、マネタリーベースの伸びが低下していることについて、金融システムを巡る不安感の一段の後退を背景とする銀行券の還流増加といった要因があり、ある意味で金融情勢の変化を素直に反映したものとみることができると述べた。

・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。

- 我が国経済の現状を見ると、先日（5月18日）公表されたQEによると、平成15年度の実質GDP成長率は+3.2%となるなど、景気は着実な回復を続けている。他方、デフレは依然として継続しており、その克服こそが我々の直面している最大の懸案であることに変わりはなく、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、量的金融緩和政策継続のコミットメントを明確にし、それを堅持することとされているが、政府としても、足許の景気回復を確実にしめるためには、こうした日銀の政策スタンスの継続が適当であると考えている。
- 日銀におかれては、引き続き機動的な金融政策運営を実施して頂くとともに、市場において無用な混乱が生じることを未然に防止するためにどのような新たな工夫が講じられるのか検討を進め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。

- 景気は企業部門の改善に広がりが見られ、着実な回復を続けている。一方、原油価格の動向などが世界経済に与える影響には留意する必要があると考えている。物価面では、依然として緩やかなデフレ状況にあると考えている。
- 従って、日本経済の重要な課題は、デフレを早期に克服すること及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6月上旬を目途に「基本方針2004」を取り纏め、これまでの改革の成果の拡大と集中調整期間の仕上げを行うとともに新たな成長に向けた基盤の重点強化を図ることとしている。
- 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銀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。日銀におかれては、量的緩和政策を引き続き堅持する姿勢を示されているが、最近のマネタリーベースやマネーサプライの動向に十分鑑み、今後とも政府との意思疎通を密にしつつ、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と思う。

また、本年1月に閣議決定した「改革と展望 - 2003年度改定」では、「名目成長率についても徐々に上昇し、2006年度以降は概ね2%程度あるいはそれ以上の成長経路を辿ると見込まれる」としている。こうしたことを踏まえ、集中調整期間後のデフレ克服を確実にするために、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（5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5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

前々回会合（4月8、9日）の議事要旨が全員一致で承認され、5月25日に公表することとされた。

以上

(別 添)

2 0 0 4 年 5 月 2 0 日
日 本 銀 行

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（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 6 月 14、15 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2004 年 6 月 14 日 (13:59 ~ 15:50)
6 月 15 日 (8:59 ~ 11:30)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

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

4 . 政府からの出席者 :

財務省	津田 廣喜	大臣官房総括審議官 (14 日)
	山本 有二	財務副大臣 (15 日)
内閣府	大守 隆	大臣官房審議官 (経済財政運営担当) (14 日)
	伊藤 達也	内閣府副大臣 (15 日)

(執行部からの報告者)

理事	平野英治 (15 日)
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画室審議役	前原康宏
企画室審議役	山口廣秀
企画室調査役	内田眞一
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
企画室調査役	清水誠一
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(5月19、20日)で決定された方針¹に従って運営した。この結果、当座預金残高は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)は、概ね0.001%で推移した。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。ただ、足許においては、短期国債レートが若干強含んでいるほか、ユーロ円金利先物レートも、期先限月を中心に上昇している。

債券市場では、わが国株価の上昇や内外の経済指標を眺めた景況感の改善を受け、10年物国債流通利回りは1.8%台まで上昇している。ごく最近では、長期ゾーンに加え、2年物国債などの中期ゾーンの金利も上昇傾向にある。市場参加者が注目する債券利回り変動要因をみると、景気動向や株価、海外金利の動きに加え、足許にかけて物価動向が金利上昇要因として意識され始めた様子が窺われる。昨年の金利上昇局面と比較すると、今のところ、円金利スワップ・レートの対国債スプレッドには大きな変化はみられていないほか、インプライド・ボラティリティも急激な上昇はみえていない。この間、社債流通利回りの対国債スプレッドは、概ね横這い圏内での動きとなっている。

株式市場では、わが国経済についての強めの経済指標や米国株価の反発を受けて、日経平均株価は、5月初の水準まで値を戻し、足許では11千円台半ばで推移している。主体別売買動向をみると、個人や信託が買い越しとなっている。5月に売り越しとなった海外投資家は、足許では再び買い越し基調に転じており、市場では、先行き、海外投資家の前向きな投資姿勢が継続するとみられている。

為替市場では、ポジション調整的な円買い・ドル売りが優勢な展開となり、円の対ドル相場は109~110円前後まで上昇している。

3. 海外金融経済情勢

米国では、家計支出や設備投資といった最終需要が着実に増加している。また、生産や企業収益が増加するとともに、雇用も明確な改善傾向を辿っている。このように、米国ではバランスのとれた景気拡大が続いており、この間、インフレ率はごく緩やかに上昇している。米国の期待インフレの代理変数をみると、物価連動国債と普通国債との利回り格差や各種アンケート調査結果は、いずれも、足許でのガソリン価格上昇と軌を一にして高まっている。

ユーロエリアでは、輸出が米国やアジアの景気拡大を背景として持ち直しているほか、ユーロ高の一服もあって企業コンフィデンスが緩やかに改善している。ただ、生産の回復は滞っているほか、消費者コンフィデンスも引き続き低水準にある。このため、回復のモメンタムは弱い状態が続いている。物価面では、5月の消費者物価は、エネルギー価格を中心に前年比上昇率が高まった。

東アジアでは、景気が順調に拡大している。中国では、内外需ともに力強い拡大が続いてい

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。」

るが、足許、固定資産投資や重工業の生産は、高水準ながらも、増勢が鈍化している。また、マネー指標や銀行貸出についても、増加ペースが幾分鈍くなっている。この間、消費者物価は、前年比上昇率が高まっているが、食料品を除いたベースでは、ここ数か月同様の伸びが続いている。NIEs、ASEAN諸国・地域では、情報関連財を中心に輸出・生産が増加基調にある。物価面をみると、景気回復や原油価格上昇などを反映して、消費者物価の前年比は緩やかに上昇している。

米欧の金融市場をみると、米国では6月の0.25%、年末までの累計1%ポイント超の利上げが織り込まれている。ユーロエリアでは、年内の金融政策は据え置きとの見方が大勢となっている。長期金利は、米国ではレンジ内での推移となったが、欧州では緩やかに上昇した。株価は、米欧とも景気拡大への期待感から上昇した。

エマージング金融市場では、5月上旬に幅広い地域で生じたトリプル安の動きは一段落している。ただ、一部の国では、独自の要因から通貨の下落や対米国債スプレッドの上昇が引き続きみられている。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、高い伸びを示した1～3月に比べて増勢は鈍化しているものの、米国や東アジアを中心とした海外経済の拡大を背景に、着実に増加している。輸入についても、国内景気が回復する中で、情報関連や資本財・部品等を中心に増加を続けている。

設備投資は、法人季報では、10～12月に前期比+6.3%の大幅増となった後、1～3月はその反動から+0.6%の伸びに止まったが、均してみれば、堅調な増加傾向が続いていると言える。業種別・規模別にみると、前期に大幅増となった製造業・中堅中小企業が水準を維持したほか、非製造業・中堅中小企業も、サービス業を中心に足許は増加している。先行指標をみると、4月の機械受注は、製造業は大幅な増加となったが、非製造業はほぼ横這いの動きとなった。

企業収益について、法人季報をみると、全産業・全規模ベースで着実な改善を続けている。内訳をみると、逸早く回復した製造業・大企業がその後も緩やかに増益を続ける中、製造業・中小企業や非製造業でも改善傾向がはっきりしてきており、収益の回復に広がりが見られる。

個人消費をみると、販売統計は区々の動きとなったが、家計調査の4月の消費水準指数は大幅な増加となり、全体としてやや強めの動きが続いている。この間、消費者心理を示す指標も総じて改善傾向を続けている。

こうしたもとで、生産は、1～3月に前期比+0.5%となった後、4月の1～3月対比は+2.5%の増加と再び伸びを高めた。生産予測指数や企業ヒアリングを踏まえると、4～6月の生産はしっかりと増加が見込まれる。4月の在庫は、財別に異なる動きとなっているが、全体として横這い圏内で推移している。内訳をみると、素材業種では、原材料高の価格転嫁を進める狙いもあって生産が抑制気味であり、在庫がこのところ減少している一方で、電子部品は在庫積み増し局面入りが見込まれている。

雇用・所得環境をみると、求人関連指標は改善傾向を続けている。また、労働力調査でみた雇用者数の増加傾向が次第に明確化してきているほか、毎月勤労統計の常用労働者数も4月は前年比でプラスに転じた。賃金については、相対的に賃金の低いパート比率が上昇していることなどから一人当たり平均でみてなお緩やかに低下しているが、雇用者所得は下げ止まってきている。

物価動向について、国際商品市況をみると、銅などの非鉄の価格は高止まっている。また、原油価格は中東情勢の不透明感が強まる中で、4月後半以降、大幅に上昇している。足許、原

油価格の上昇には歯止めがかかったように窺われるが、しばらくは高値圏で推移するとの見方も根強い。こうした原油高に為替円安の動きも加わって、交易条件は悪化している。国内商品市況についても、原油高の影響等を受けて上昇を続けている。

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、上昇している。5月の指数は、前年比が+1.1%となったが、3か月前比でみると、上昇率が幾分鈍化した。需要段階別にみても、原材料価格の上昇は中間財には転嫁されているが、最終財、特に消費財へはほとんど波及していない。最近の原油高の影響は、これから現れてくると考えられることから、先行きも国内企業物価の上昇は続く可能性が高い。

消費者物価（除く生鮮食品）をみると、4月の全国は、診療代の押し上げ寄与が剥落し、前年比で-0.2%と前月に比べてマイナス幅が拡大した。先行き、原油価格の上昇がある程度押し上げ要因として働くと考えられるが、基調的には、消費者物価の前年比は小幅のマイナスで推移すると予想される。

(2) 金融環境

民間銀行貸出の減少幅は、月々の振れを均してみれば、引き続き小幅ながら縮小傾向にある。金融機関は、利鞘設定スタンスを弾力化しつつ、貸出の残高確保を優先する姿勢を一段と明確化している。貸出種類別にみると、昨年は住宅ローンの増加が目立っていたが、最近では企業向け貸出のマイナス幅圧縮が全体の貸出減少幅の縮小に寄与している。企業向け貸出については、今年に入り大企業向けおよび中堅中小向けともにマイナス幅が縮小している。そのうち、設備投資資金貸出の新規実行額がここへきてプラスに転じていることが注目される。また、企業部門の資金過不足額をみると、設備資金や運転資金などの資金使途が増加し、資金余剰幅は縮小している。以上のように、民間の資金需要の減少テンポは幾分緩やかになってきていることが窺われる。

貸出金利をみると、全体として極めて低い水準で推移する中で、短期、長期とも、このところやや弱含んでいる。

資本市場調達についてみると、CP・社債とも発行に際しての信用スプレッドは低位安定しており、良好な発行環境が続いている。こうしたもとで、CP・社債の発行残高は引き続き前年を上回って推移している。エクイティ・ファイナンスは、5月は株価がやや軟調に推移したこともあって、増資が減少した。

この間、企業の資金繰り判断は改善が続いている。また、企業からみた金融機関の貸出態度判断についても、緩和傾向が継続している。

マネタリーベースの伸び率は、前年比7%台となっている。マネーサプライ(M2+CD)をみると、5月は前年比+2%となっている。このところ伸びをやや高めていることの背景としては、民間資金調達のマイナス幅が幾分縮小していることが考えられる。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

経済情勢について、委員は、前回の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、との見方が示された。

こうした情勢認識の背景について、何人かの委員は、海外経済が拡大を続けていること、国内では、企業収益や設備投資の増加の裾野が広がりつつあるほか、雇用面でも改善がみられること、企業の構造調整圧力が和らいでいること等を指摘した。ひとりの委員は、これまで景気回復の家計部門への波及の弱さをひとつの理由に「緩やかな回復」との基調判断を維持

してきたが、最近の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のではないかと、との考えを述べた。他の大方の委員もこの考えに同意した。

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、との考えを明らかにした。この間、ある委員は、景気回復の持続力を強めるためには、財政再建が重要な課題のひとつであると指摘し、それに関連して、インフレ期待が過度に高まることは望ましくない、との考えを述べた。

海外経済に関して、多くの委員は、米国や中国を中心に世界経済が順調に拡大している、との認識を示した。

まず、米国について、何人かの委員は、注目されていた雇用情勢が明確な改善傾向を辿り、バランスのとれた景気拡大が続いている、との見方を述べた。これらの委員は、今後、物価動向とそれを反映した金融市場の動きが注目される、と発言した。複数の委員は、物価については、今後の労働生産性の動きが鍵になると述べた。このうちひとりの委員は、先行き、需給ギャップの縮小や予想インフレ率の高まり、ユニット・レーバ・コストの上昇が予想されることを踏まえると、低インフレ率が維持されるかは不確実である、との見方を示した。別の委員は、ユニット・レーバ・コストの上昇が、原油高の影響とあいまって、むしろ企業収益を圧迫する可能性にも留意する必要がある、と述べた。もうひとりの委員は、米国の低金利環境が修正される過程では、ポジションの巻き戻しから、ハイイールド市場やエマージング市場等が不安定化するリスクがある、と指摘した。

中国経済については、何人かの委員は、これまで採られてきた景気過熱抑制策の効果もあって、投資や生産活動、マネー指標等についてスローダウンが窺われ、景気過熱のリスクは幾分後退しつつある、との認識を示した。これらの委員は、今後、こうした調整が順調に行われるか、見守る必要がある、と続けた。

内需面では、設備投資について、何人かの委員が、法人季報で非製造業や中小企業にも投資増加の動きが窺われたこと、資本財出荷は堅調な増加傾向が続いていること、先行指標である機械受注は製造業を中心に着実に増加していること、といった最近明らかになった指標に言及しつつ、設備投資は先行き製造業中心に増加することが予想される、との認識を示した。これらの委員は、収益水準や売上高利益率がバブル経済崩壊後の最高レベルに達しているほか、企業センチメントが改善していることが設備投資増加の基本的背景にある、とコメントした。ただ、ひとりの委員は、機械受注では非製造業がなお横這い圏内に止まっており、設備投資の裾野拡大はまだ十分には確認できていない、と発言した。また、別のある委員も、設備投資増加の持続性をみていくうえで、製造業の投資が情報関連に集中していることや、原油価格上昇が企業収益に悪影響を及ぼす恐れがあることにも留意する必要がある、との意見を述べた。

こうしたもとの、企業の生産について、ある委員は、4月は1～3月対比+2.5%と再び伸びを高めたことを指摘したうえで、予測指数や企業ヒアリングを踏まえれば、生産は4～6月を通して比較的しっかりと増加することが見込まれる、との見解を示した。在庫に関しては、複数の委員が、全体としては横這い圏内で推移しており、引き続き、生産の増加が途切れにくい状態が維持されている、との評価を述べた。ただ、このうちひとりの委員は、電子部品で在庫積み増し局面入りが明確化しており、好調な内外需からみて直ちに在庫調整圧力が高まるとは思わないが、電子部品の今後の在庫の動きは注意してみたい、と付け加えた。

家計部門に関しては、何人かの委員が、新規求人などの労働需給関連指標が改善傾向を続けていることに加え、雇用者数の増加傾向が明確化している、との認識を述べた。これらの委員は、賃金についても、所定内給与が一頃に比べてマイナス幅が縮小していること等を挙げ、雇用者所得は下げ止まってきている、との評価を示した。このうちひとりの委員は、夏季賞与は業績好調な製造業を中心に増加が見込まれており、これが賃金全体の下げ止まりに繋がってい

くことが展望できるのではないかとコメントした。

こうした中、個人消費について、何人かの委員は、家電販売や家計調査の消費水準指数、さらに消費者心理を示す指標等を踏まえ、個人消費は足許やや強めの動きを続けている、と述べた。複数の委員は、労働分配率の低下傾向に言及しつつ、持続的な個人消費の増加には所得増の裏付けが必要であることを主張した。この点に関連してもうひとりの委員は、雇用者所得の改善が明確になる中で、先行き、個人消費は緩やかに回復していくとみてよいのではないかと、との見方を示した。

物価面に関して、ほとんどの委員が原油価格動向に言及した。これらの委員は、原油高は足許一服しているが、水準自体は90年の湾岸危機以来の既往最高値圏での推移となっていると指摘したうえで、中東情勢の不透明感が残る中、中国、インドなども含めた世界的な需要拡大もあって、原油価格は先行きも暫く高止まりする可能性が高い、との認識を示した。多くの委員は、こうした原油など内外の商品市況の上昇や需給全体の改善を反映して、国内企業物価は上昇を続けている、と発言した。このうち複数の委員は、素材価格の上昇は中間財まで比較的大きく波及している、とコメントした。

一方、消費者物価については、小幅の下落が続いているとの認識が大勢を占めた。ある委員は、マクロの需給環境は改善方向にあるが、物価を上昇させるほどではない、原材料価格の上昇は、企業段階でユニット・レーバー・コストの低下によりある程度吸収されている、米価格上昇など昨年物価を押し上げた要因が夏場以降剥落する、と消費者物価を巡る環境について整理したうえで、基本的には、先行き、消費者物価は小幅のマイナス基調で推移すると考えられる、と述べた。もうひとりの委員は、企業はコスト上昇を輸出増による数量効果により吸収しているほか、東アジア諸国との国際競争の高まりや円高傾向も消費者物価を押し下げる要因として働いている、と付け加えた。

もっとも、これらの委員を含む多くの委員は、先行き、原油高がガソリンなどの石油製品の価格上昇を通じて消費者物価の押し上げ要因として働くことと予想されることや、順調な景気回復のもとで企業の価格設定スタンスが強気に傾く可能性があること等から、今後の物価の動きはこれまで以上に注意深くみていく必要がある、との趣旨を述べた。このうち複数の委員は、原油高の影響等から夏場においては消費者物価の前年比が一時的にプラスとなる可能性がある、と指摘した。

この間、ある委員は、需給ギャップの縮小が物価上昇圧力に繋がり、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、との考えを述べた。これに対して、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、現状なお確認できていない、とコメントした。

2. 金融面の動向

金融面に関し、米国の利上げ観測が高まるもとで、多くの国・地域で株価と長期金利の調整がみられている中、ここにきてわが国の長期金利が上昇していることについて、議論が行われた。

最近の長期金利上昇の背景について、多くの委員は、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はないかと、との見方を示した。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、と付け加えたほか、ある委員は、中期ゾーンにまで金利上昇が及びつつあり、海外投資家を中心にデフレ脱却の可能性を予想し始めているように窺える、とコメントした。また、何人かの委員は、昨年夏の金利急騰時と比べると、スワップ・スプレッドやボラティリティ指標等は比較的落ち着いており、金融機関等が売り急ぐような状況には陥っていないように見受けられる、との認識を述べた。ひとりの委員は、金利上昇がインカム・ゲインを狙った機関投資家等の債券買い意欲を高めている、と発言した。もっとも、何人

かの委員は、最近の長期金利の動きは急速である点には留意する必要があるとの認識を示した。ある委員は、市場にエネルギーが溜まっていただけに足許の金利上昇のピッチがやや速くなっていると指摘した。

先行きについて、ある委員は、量的緩和政策継続への信認、企業の資金需要の低迷、消費者物価の小幅下落傾向、地価の継続的下落、政府の財政再建に向けた姿勢等を踏まえれば、一本調子の長期金利上昇の蓋然性は低いのではないかと、との考えを述べた。ただ、多くの委員は、金融市場は世界の経済物価情勢や低金利環境の微妙な変化に伴いやや振れやすくなっているとの、今後とも、市場の動きやその企業金融面、実体経済への影響について注視していきたい、との意見を示した。

この間、銀行貸出について、ある委員は、企業のキャッシュフローが借入れ返済に充当される傾向が続いており、貸出は緩やかに減少している、との認識を述べた。一方、複数の委員は、金融機関が貸出スタンスをより積極化させていることや、企業の資金余剰幅が縮小していることに注目し、貸出減少幅の縮小の動きがマネーサプライの増加に繋がっていくかよくみていきたい、との考えを示した。また、別のある委員は、銀行の不動産関連ローンやファンドを通じた不動産投資の増加傾向が窺われており、それが地価の動きにどのような影響を与えるか、注目していきたいと、発言した。

・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、前述のような経済金融情勢判断のもと、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。

何人かの委員は、短期金融市場は極めて落ち着いており、市場の資金需要は十分充足している、との見方を示した。同時に、多くの委員は、ユーロ円金利先物レートの上昇にみられるように、金融市場がやや振れやすくなっている状況に鑑み、市場の動向を注意深くみていく必要がある、と述べた。

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、発言した。別のある委員は、景気回復が続いている中であっては、消費者物価を基準とする「約束」が大きな意味を持ってきている、との認識を述べた。この委員は、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、と続けた。

金融政策運営を巡る情報発信のあり方について、多くの委員から意見が出された。何人かの委員は、これまで通り、消費者物価に基づく現在の「約束」に従って量的緩和政策を継続していくことを説明していくことが重要である、と述べた。この点に関連して、別のある委員は、先行き、物価情勢の変化に伴い金融市場が動揺する可能性が考えられるため、昨年10月に示した「約束」の内容のうち、「消費者物価が先行き再び下落しないと見込まれる」との部分有一段と明確化することを検討すべきではないかと、発言した。これに対し、ひとりの委員は、「約束」の内容を変更することは、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。

また、何人かの委員は、経済物価情勢について、市場の見方を十分理解したうえで、日本銀行の考え方を市場に正確に伝え、市場との認識の差異をできるだけ小さくすることが重要である、と指摘した。ある委員は、中央銀行が金利の水準について評価を示すことは避け、市場自身が情報を消化することが大切である、と付け加えた。

・ 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見ると、景気は着実な回復を続けているが、デフレは緩やかながらも依然として継続しており、その克服こそが我々の直面している最大の懸案であることに変わりはなく、引き続き金融政策の役割は重要であると考えている。
政府は、先日（6月4日）、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2004」を閣議決定し、早期のデフレ克服を目指し、日本銀行と一体となって政策努力を行うこととしている。
- 日本銀行は、量的金融緩和政策継続のコミットメントを明確にし、それを堅持することとされているが、市場では金利が上昇するなどの動きも見られる。
- 日本銀行においては、引き続き機動的な金融政策運営を実施して頂くとともに、市場において無用な混乱が生じることを未然に防止するために、緩和的な金融環境が当面維持されるという予想が揺らぐことのないよう、どのような新たな工夫が講じられるのか検討を進め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。

- 景気は企業部門の改善が進み着実な回復を続けている。一方、原油価格の動向等が内外経済に与える影響には留意する必要があると考えている。物価については、景気着実な回復により需給ギャップが縮小する一方、銀行貸出の低迷等からマネーサプライの伸びが低い中で、素材価格の上昇により国内企業物価は僅かな上昇を示しているが、物価動向を総合的に勘案すれば、デフレ克服は道半ばの状況にある。
- 従って、日本経済の重要な課題はデフレを早期に克服することと民需主導の持続的な成長を図ることである。このため、政府は、先般、「基本方針 2004」を閣議決定した。政府は、本方針に従って、集中調整期間の仕上げの年になる 16 年度においては、構造改革の取組みを加速・拡大し、さらに集中調整期間後の 17 年度および 18 年度の 2 年間で「重点強化期間」と位置付け、日本銀行と一体となった政策努力によりデフレからの脱却を確実なものとしつつ、新たな成長に向けた基盤の重点強化を図ることとしている。このような取組みの結果、「平成 18 年度以降は名目成長率で概ね 2 % 程度あるいはそれ以上の成長経路を辿る」と見込んでいる。
- 日本銀行においては、量的緩和政策を引き続き堅持する姿勢を示しているが、今後とも政府との意思疎通を密にしつつ、効果的な資金供給に繋がるような処置を含め、さらに実効性ある金融政策運営を行って頂きたいと思う。また、金融資本市場の期待の安定化にも配慮しつつ、デフレ克服までの道筋を含め金融政策運営に関する透明性の一段の向上に努めて頂きたいと思う。

・ 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（6月15日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は6月16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（4月28日）の議事要旨が全員一致で承認され、6月18日に公表することとされた。

以上

(別 添)

2 0 0 4 年 6 月 1 5 日
日 本 銀 行

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

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

日本銀行当座預金残高が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 6 月 25 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2004 年 6 月 25 日 (8 : 59 ~ 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	石井 啓一	財務副大臣
内閣府	大守 隆	大臣官房審議官 (経済財政運営担当)

(執行部からの報告者)

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
企画室調査役	内田眞一
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(6月14、15日)で決定された方針¹に従って運営した。この結果、当座預金残高は32～34兆円台で推移した。こうした調節のもとで、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、0.001～0.002%で推移した。

2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、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、景況感の改善などを背景に、一時1.9%台まで上昇する局面もみられたが、足許では前回会合時とほぼ同水準の1.8%台で推移している。この間、民間債利回りの対国債スプレッドは、横這い圏内で推移している。

株価は、わが国経済の回復期待を背景に堅調に推移しており、足許では11千円台半ばとなっている。

為替市場では、米国第1四半期の経常収支の赤字幅が既往最高額を更新したことや、地政学的リスクの高まりなどを受けて、ドル安・円高が進行しており、円の対ドル相場は107円台前半まで上昇している。

3．海外金融経済情勢

米国では、5月の小売売上高や鉱工業生産が大幅な増加となったほか、住宅着工も引き続き高水準で推移しており、バランスのとれた景気回復を続けている。この間、物価面については、5月の生産者物価指数・消費者物価指数ともに前年比上昇幅を拡大しているものの、食料品・エネルギーを除くコアの消費者物価指数でみると、インフレが加速する様子は窺われない。

ユーロエリアでは、前回会合以降公表された経済指標は概ね景気回復を示すものであったが、家計部門の支出は総じてみれば引き続き低調であり、回復のモメンタムはなお弱い。

東アジアでは、景気は順調に拡大している。もっとも、韓国については、過大な家計債務や原油高の影響などから、景気の減速リスクが懸念され始めている。

米欧の金融市場をみると、米国では6月末に25bps、年末までの累計では1%ポイント超の利上げが既に織り込まれている。長期金利は、6月半ば以降、横這い圏内で推移している。ユーロエリアの長期金利は、米国と歩調を合わせた動きとなっている。この間、英国に続いてスイスでも政策金利が引き上げられた。

エマージング金融市場では、株価、通貨、対米国債スプレッドとも総じて小動きであったが、インドネシアでは、政局の不透明感などから通貨(ルピア)が弱含んでいる。

4．国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、高い伸びを示した1～3月に比べて増勢は鈍化しているものの、米国や東アジアを

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。」

中心とした海外経済の拡大を背景に、着実に増加している。地域別には、自動車販売の好調を背景に米国向けが増加する一方、中国をはじめとする東アジア向けは、増勢が一服気味となっている。この間、輸入は、資本財・部品を中心に、4～5月は若干の減少となった。

設備投資については、中小企業金融公庫のアンケート調査をみると、中小製造業の設備投資は、2003年度が前年度比+16.2%の大幅な増加となったほか、2004年度計画も同+3.1%と、当初計画としては強い内容となった。また、今回、新たに開始された法人企業景気予測調査をみても、2004年度の設備投資計画は、製造業で前年比+19.8%、全産業でも+6.4%となっており、設備投資の堅調さが窺われる。

物価動向については、5月の消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は-0.3%となり、4月（-0.2%）との対比でみてマイナス幅をわずかながら拡大した。内訳をみると、原油高の影響から石油製品のマイナス幅が縮小する一方、一般サービスの価格がプラス幅を縮小させている。

（2）金融環境

C P・社債の発行環境は、総じて良好な状況が続いている。長期金利上昇の社債発行への影響は、現在までのところ、さほどみられていない。

エクイティ・ファイナンスは、転換社債が引き続き堅調に推移しているほか、増資についても前月は株価が軟調に推移したことから減少したが、今月は再び増加している。

マネタリーベースの伸び率は、前年比4%台となっている。銀行券発行残高の前年比伸び率は、前月に小幅上昇した後、6月入り後は再び低下している。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

経済情勢について、委員は、前回の会合以降明らかになった経済指標等は、わが国の景気が回復を続けていることを裏付けるものであったとの判断を共有した。

海外経済に関して、委員は、米国や中国を中心に世界経済が順調に拡大している、との認識を共有した。

まず、米国について、複数の委員は、5月の小売売上高や鉱工業生産が大幅な増加となったことなどを指摘し、景気は着実に回復している、と述べた。別のひとりの委員は、物価動向について、コアの消費者物価指数の上昇率は市場予想を下回っており、インフレ期待が加速する兆しは窺われない、との見方を示した。

中国について、ひとりの委員は、当局による景気過熱抑制策の効果がみられ始めており、特に鉄鋼分野においては減速が顕著である、と指摘した。別のひとりの委員は、これまでの抑制策は主として行政指導的な手法によるものであったが、金利引き上げの可能性も指摘されており、今後の動向を注意深くみて行きたい、と述べた。

設備投資について、何人かの委員は、中小企業金融公庫のアンケート調査において、本年度の設備投資が当初計画段階で前年度比プラスとなったこと、法人企業景気予測調査でも、本年度の設備投資計画は、製造業を中心に大幅な増加が見込まれていることを指摘し、設備投資は堅調に推移しており、中小企業への広がりもみられる、との見方を示した。このうち、ひとりの委員は、設備投資の基調を判断するに当たっては、3月短観では弱めであった非製造業の設備投資が6月短観でどのような結果となるかを見極めたい、と述べた。

雇用・所得面に関し、ひとりの委員は、労働需給について、法人企業景気予測調査において足許の従業員数判断が「不足気味」超となったことは、3月短観が依然として「過剰」超で

あったことと対照的であり、この点、6月短観の結果が注目される、と述べた。また、別のひとりの委員は、大企業の夏季賞与は、製造業で前年を上回っているほか、非製造業でも下げ止まり感が窺われており、今後の雇用者所得の改善を示唆するものとして期待できる、との見方を示した。

個人消費に関し、ある委員は、2003年度の資金循環統計において家計部門が初めて資金不足主体となったことを指摘し、消費の先行きを占ううえでは、可処分所得における消費性向の動向がポイントとなる、との見解を示した。また、この委員は、資産価格の上昇が消費に与える影響についても注視していく必要がある、と述べた。

物価面では、ひとりの委員は、これまでのところGDPギャップの縮小が消費者物価に与える影響が明確でないこと、今後、一時的な押し上げ要因の剥落が続くことなどを指摘し、消費者物価指数の前年比上昇率が持続的にプラスとなるには、まだかなりの時間を要する、との見解を示した。複数の委員は、消費者物価指数の先行きを占ううえでは、労働生産性の伸びと賃金の改善度合いが重要である、と述べた。さらに別の委員は、原油高の影響に関して、最終財への転嫁の度合いや企業収益への影響について、注意深くみていく必要がある、と述べた。

2. 金融面の動向

最近の長期金利上昇について、多くの委員は、基本的には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、との認識を示した。このうち、ひとりの委員は、前回会合以降の市場動向をみると、マーケットは最近の経済情勢の変化を次第に消化しつつあると考えてよいのではないかと述べた。何人かの委員は、昨年夏の金利上昇においては、日本銀行の政策運営に対する思惑が少なからず影響したとみる向きが多いが、今回の長期金利の上昇は、これとは性格を異にする、との見方を示した。もっとも、複数の委員は、長期金利のボラティリティが足許若干上昇していることなどを指摘し、市場の一部にはやや不安定な動きもみられる、と述べた。さらに、何人かの委員は、今後、米国の連邦公開市場委員会（FOMC）や6月短観など主要なイベントや経済指標の公表等が予定されており、長期金利をはじめとする市場動向には十分な注意が必要である、との見方を示した。

為替相場について、ひとりの委員は、地政学的なリスクの高まりや、米国の第1四半期の貿易収支が既往最大の赤字となったことなどを背景に、市場のセンチメントはドル安に傾いている、との見方を述べた。

・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。

長期金利の上昇に関連して、委員は、経済金融情勢が変化しつつある状況であるだけに、金融政策運営に関する情報発信が特に重要である、との認識を共有した。具体的には、これまで通り、消費者物価指数に基づく現在の「約束」にしたがって量的緩和政策を継続していくことを必要に応じて説明するとともに、経済金融情勢について、市場の見方を十分理解したうえで、日本銀行の判断をできるだけ正確に伝えることにより、市場と認識の共有を図ることが重要である、という点につき、意見の一致をみた。何人かの委員は、こうした対応は、量的緩和政策の解除に関する無用の憶測を避けるうえで有効である、との見方を示した。

この間、ある委員は、市場における期待の安定化を図るためには、昨年10月に示した「約束」の内容のうち、「消費者物価が先行き再び下落しないと見込まれる」との部分につき、「ゼロ%を超える」という基準をさらに具体的に表現するため、より高めの数値を示すことを検討すべきではないかと発言した。別のひとりの委員も、その趣旨に同調したうえで、現行の

「約束」の強化を意図するものではない、と付け加えた。これに対し、別のある委員は、先行きの経済・物価動向には不確実性が伴うことから、このような対応は政策運営の機動性を損なうリスクが大きい、と述べた。また、別の委員は、「約束」の内容を強化すれば、かえって市場が不安定化するおそれがあるほか、政策に対する信認の低下にもつながりかねない、と主張した。

・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見ると、デフレは緩やかながらも依然として継続しており、引き続き金融政策の役割は重要であると考えている。
- 日本銀行は、量的金融緩和政策継続のコミットメントを明確にし、それを堅持することとされているが、市場では金利が上昇するなどの動きも見られており、日本銀行におかれては、引き続き経済・市場動向を十分に注視し、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。
- 加えて、市場において無用な混乱が生じることを未然に防止するために、緩和的な金融環境が当面維持されるという予想が揺らぐことのないよう、どのような新たな工夫が講じられるのか検討を進め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。

- 景気は、企業部門の改善が進み、着実な回復を続けている。一方、原油価格や長期金利の動向等が内外経済に与える影響には留意する必要があると考えている。物価動向については、総合的に勘案すれば、デフレ克服は道半ばの状況にある。
- 従って、日本経済の重要な課題は、デフレを早期に克服することと民需主導の持続的な成長を図ることである。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2004」を早期に具体化することとしている。本方針では、平成16年度には構造改革の取組みを加速・拡大し、さらに集中調整期間後の17年度および18年度の2年間を重点強化期間と位置付け、日本銀行と一体となった政策努力により、デフレからの脱却を確実なものとしつつ、新たな成長に向けた基盤の重点強化を図ることとしている。このような取組みの結果、平成18年度以降は名目成長率で概ね2%程度あるいはそれ以上の成長経路を辿ると見込んでいる。
- 日本銀行におかれては、量的緩和政策を引き続き堅持する姿勢を示しているが、今後とも政府との意思疎通を密にしつつ、効果的な資金供給に繋がるような措置を含め、さらに実効性ある金融政策運営を行って頂きたいと考えている。また、最近の長期金利の動向が注目を集めていることにも鑑み、金融・資本市場の期待の安定化にも配慮しつつ、デフレ克服までの道筋を含め、金融政策運営に関する透明性の一段の向上に努めて頂きたいと考えている。

・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 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

・議事要旨の承認

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

・先行き半年間の金融政策決定会合等の日程の承認

最後に、2004 年 7 月～12 月における金融政策決定会合等の日程が別添 2 のとおり承認され、即日对外公表することとされた。

以 上

(別添 1)

2 0 0 4 年 6 月 2 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

(別添 2)

2004 年 6 月 25 日
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程 (2004 年 7 月 ~ 12 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 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>	(10 月 18 日<月>)
10 月	10 月 12 日<火>・13 日<水> 10 月 29 日<金>	10 月 13 日<水> —	(11 月 24 日<水>) (12 月 22 日<水>)
11 月	11 月 17 日<水>・18 日<木>	11 月 18 日<木>	(12 月 22 日<水>)
12 月	12 月 16 日<木>・17 日<金>	12 月 17 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・物価情勢の展望 (2004 年 10 月)」の「基本的見解」は、10 月 29 日<金> 15 時 (背景説明を含む全文は 11 月 1 日<月>14 時) に公表の予定。

以 上

(16 年 7 月 12、13 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2004 年 7 月 12 日 (14:00 ~ 15:43)
7 月 13 日 (8:59 ~ 12:17)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

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

4 . 政府からの出席者 :

財務省	石井 道遠	大臣官房総括審議官 (12 日)
	石井 啓一	財務副大臣 (13 日)
内閣府	浜野 潤	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
企画局長	山口廣秀
企画局審議役	前原康宏
企画局企画役	内田眞一
企画局企画役	山岡浩巳
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
国際局審議役	高橋 亘

(事務局)

政策委員会室長	秋山勝貞
政策委員会室審議役	武井敏一
政策委員会室企画役	村上憲司
企画局企画役	清水誠一
企画局企画役	齋藤克仁

・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合(6月25日)で決定された方針¹⁾に従って運営した。この結果、当座預金残高は32～34兆円台で推移した。

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)は、概ね0.001～0.002%で推移し、7月上旬には小幅のマイナスとなった。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。

株価は、6月下旬にかけて景気回復期待を背景に上昇したが、7月入り後は利益確定売りの動きや米国雇用統計の予想比下振れを背景とした米国株安などを受けて下落し、最近では11千円台半ばで推移している。

長期金利は、5月の消費者物価指数の予想比下振れや株価の下落などを背景に低下している。この間、社債流通利回りの対国債スプレッドは、概ね横這い圏内での動きとなっている。

為替市場では、米国雇用統計の予想比下振れなどが円買い・ドル売り材料視された一方で、わが国株価の下落などを受けたポジション調整の円売りの動きもみられたため、円の対ドル相場は108～109円台でもみ合いの動きとなっている。

3．海外金融経済情勢

米国では、家計支出や設備投資などの最終需要が着実に増加している。また、生産や企業収益が増加するとともに、雇用も改善傾向にある。この間、インフレ率はごく緩やかに上昇している。このように、米国ではバランスのとれた景気拡大が続いている。

ユーロエリアでは、輸出や生産など企業部門にやや明るさがみられているが、ドイツを中心に家計部門の支出が低調であり、回復のモメンタムはなお弱い。インフレ率はエネルギー価格を中心に高止まっている。

東アジアでは、景気が順調に拡大している。中国では、政策当局による投資過熱抑制策が強化されるもとで、固定資産投資の増勢が幾分鈍化しているほか、生産も足許では伸び率がやや鈍化している。もっとも、全体としてみれば、内外需ともに力強い拡大が続いている。物価面をみると、食料品の値上がりなどから、消費者物価の前年比上昇率は高まっている。NIEs、ASEAN諸国・地域では、大半の国・地域で輸出・生産が増加基調にある。物価面では、ほとんどの国・地域で、景気拡大や原油・食料品価格の上昇を反映して、消費者物価の前年比は緩やかに上昇している。

米欧の金融資本市場では、FOMCの結果や6月の米国雇用統計の公表などを受けて、米国の利上げテンポが従前の予想よりも速くないとの見方が強まった。こうしたもとで、長期金利はやや低下し、株価も最近のレンジ内の動きではあるが、足許では低下している。

エマージング金融資本市場では、米国の利上げテンポが緩やかなものになるとの見方が強まったことから、多くの国・地域で通貨や株価が上昇したほか、国債の対米国債スプレッドも縮小するなど、金融環境がやや改善している。もっとも、依然として各国独自の要因で大きな変動が生じやすい状況にある。

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する海外経済の拡大を背景に、1～3月に前期比+4.1%と大幅に増加した後、4～5月の1～3月対比も+1.9%と増加を続けている。地域別にみると、米国向けが緩やかな増加を続けている一方、東アジア向けはほぼ横這いとなっている。このうち、中国向けについては、前期の大幅増の反動に加えて、中国での景気過熱抑制策が、何がいかに伸び率鈍化に影響している可能性もある。

企業収益について、6月短観をみると、経常利益は2003年度に続いて2004年度もかなりの増益計画となっている。業種別にみると、製造業で大企業、中小企業とも二桁増益が続くと見込まれているほか、非製造業についても、全体として1割近い増益計画となっている。

こうしたもとの、設備投資は増加を続けている。資本財出荷（除く輸送機械）は、1～3月に前期比+3.4%となった後、4～5月の1～3月対比も+3.9%と半導体製造装置を中心に増加が続いている。先行指標の一つである機械受注（船舶・電力を除く民需）をみると、4～5月は1～3月対比+9.3%と製造業を中心に大幅増加となった。

この間、6月短観で2004年度の設備投資計画をみると、製造業・大企業では前年度からの繰越案件もあって、前年度比2割増と極めて強い計画になっている。中小企業についても、製造業ではこの時点としてはかなり強い計画となっているほか、非製造業でも前年度比大幅なマイナスとなっているとはいえ、2003年度が二桁増で着地したことなどを踏まえると、底堅い動きとみることができる。

雇用・所得環境をみると、求人関連指標は改善傾向を続けている。6月短観でみた企業の雇用過剰感も徐々に薄れてきている。こうしたもとの、労働力調査における雇用者数の増加傾向が次第に明確化しつつあるほか、毎月勤労統計の常用労働者数も増加に転じてきている。この間、賃金については、パート比率の上昇などから一人当たり平均でみた減少傾向が続いているが、基調的にはマイナス幅が徐々に縮小している。なお、5月の所定内給与の落ち込みについては、休日数が前年よりも多かったことによる面が強いとみられる。

個人消費をみると、販売統計は区々の動きとなったが、家計調査の4～5月の消費水準指数が1～3月対比大幅な増加となるなど、全体としてやや強めの動きが続いている。この間、消費者心理を示す指標も改善傾向を続けている。

こうしたもとの、生産は、1～3月に前期比+0.5%と減速した後、4～5月の1～3月対比は+2.8%と再び伸びを高めた。在庫は、全体として横這い圏内で推移しているが、電子部品では在庫積み増しの動きが明確化している。この分野では、好調な内外需要からみて直ちに在庫調整圧力が高まるとは考えにくい、携帯電話など一部の商品では販売予想が下振れるケースもみられており、当面、注意深くみていく必要がある。

物価動向をみると、国内企業物価は上昇している。内訳をみると、内外の商品市況高を受けて、石油や鉄鋼関連の上昇が目立っているが、これらの分野では、需給環境の改善傾向も影響して、素原材料から中間財への価格転嫁が引き続き進捗している。一方、最終財については、ガソリンなど一部を除いて原材料価格からの波及の動きは限定的である。ただし、輸出や設備投資など需要が回復している資本財では、一頃に比べて価格下落幅が縮小してきている。

消費者物価（除く生鮮食品）をみると、5月の全国は、帰属家賃のマイナス幅拡大を主因に、前月と比べて下落幅が若干拡大した。先行き、原油価格の上昇がある程度押し上げ要因として働くと考えられるが、基調的には、消費者物価の前年比は小幅のマイナスで推移すると予想される。

(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、減少テンポが幾分緩やかになってきている。また、民間銀行の貸出姿勢は緩和してきており、企業からみた金融機関の貸出態度も改善の動きが一段と明確になっている。6月短観における中小企業の貸出態度判断 D.I.は「緩い」超に転化した。こうしたもとで、民間銀行貸出は減少幅の縮小が基調として続いており、6月は前年比-1.3%となった。

資本市場調達については、CP・社債とも信用スプレッドは低位安定しており、良好な発行環境が続いている。こうしたもとで、CP・社債の発行残高は引き続き前年を上回って推移している。

マネタリーベースは、伸び率がやや低下し、前年比4%台となっている。マネーサプライ(M2+C D)は、6月は前年比+1.8%となった。

この間、企業倒産は、企業の資金繰りの改善などを背景に、このところ減少傾向を辿っている。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

経済情勢について、委員は、前回の会合以降明らかになった指標に関して、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、前向きな循環も明確化していくとみられる」との見方が共有された。もっとも、複数の委員は、短観の業況判断について、製造業大企業と非製造業や中小企業との間で格差が引き続き大きいことを指摘したうえで、業種・企業規模・地域間の格差はなお縮小していない、との認識を示した。

海外経済に関して、多くの委員は、米国や中国を中心に世界経済は順調に拡大している、との認識を示した。

まず、米国経済については、バランスのとれた景気拡大が続いている、との認識が共有された。もっとも、何人かの委員は、最近の経済指標は、雇用者数、非国防資本財受注、チェーンストア売上高など、市場予想を下回るものが散見される、ブルーチップにおける民間の成長率見通しが下方修正されている、株価がハイテク関連を中心に弱めの動きとなっていることなどを挙げ、米国景気にはやや減速感が窺われ始めている、と述べた。

先行きについては、景気は緩やかに減速しつつも拡大傾向を辿るとの見方が示されたが、何人かの委員は、ユニット・レバー・コストが下げ止まりつつある中で今後インフレ率が高まってくる可能性、先行きのFRBによる利上げのペースと実体経済への影響、IT関連需要の持続性、地政学的リスクや大統領選挙を巡る不透明感、などをリスク要因として指摘した。

中国経済については、これまで採られてきた景気過熱抑制策の効果もあって、投資活動などに減速感が窺われ、景気過熱のリスクは幾分後退しつつある、との認識がほぼ共有された。しかし、複数の委員は、鉄鋼や非鉄、海運などの市況が再び上昇していることや、生産や固定資産投資の伸び率は依然として高いことを挙げ、景気が十分に減速せず、更なる引き締め策が必要となる可能性も否定できない、との認識を示した。この点に関連して、何人かの委員は、中国の景気過熱抑制策はマクロ政策によるものではなく個別の行政指導に基づいているため、そ

の効果の程度は予想し難いことや、地域によって引き締め策の効果の出方が異なることから、今後とも、こうした調整が順調に行われるか仔細にみていく必要がある、との見解を述べた。

内需面では、設備投資について、多くの委員が、6月短観における2004年度の設備投資計画が製造業・大企業で約2割の大幅増となっているほか、中小企業でも底固い計画となっていることを取り上げ、全体として予想以上に強い動きである、と評価した。ある委員は、リストラが一段落し、新しいビジネスモデルに基づく前向きな設備投資がみられ始めたことに加えて、世界的な情報関連財の出荷好調やオリンピックを前にした電子部品の品薄感などが投資意欲を高めている、と発言した。別のひとりの委員は、製造業で設備の廃棄・売却が進んでおり、設備の年齢構成が若返りつつあることも、設備投資の持続性を強める方向に作用している、と指摘した。一方、別の委員は、非製造業・中小企業の設備投資は、製造業と比べると相対的な弱さがみられる、との見方を述べた。

多くの委員は、設備投資は今後もしっかりした増加を続けるとの認識を示した。

こうしたもとの、企業の生産について、ある委員は、4～5月は、1～3月対比+2.8%と再び伸びを高めたことを指摘したうえで、先行きも、内外需要の回復を背景に増勢を辿るとみられる、と述べた。この間、別のひとりの委員は、電気機械類の在庫の動向に注目している、と指摘した。

家計部門に関しては、多くの委員は、新規求人などの労働需給関連指標が改善傾向を続けていることに加え、雇用者数の増加傾向が明確化しており、企業部門からの好影響が明確になっている、との認識を述べた。

こうした中、個人消費について、多くの委員が、4～5月の家計調査の消費水準指数が、1～3月対比+4.0%の高い伸びとなったことなどを指摘し、強めの動きを続けている、との認識を示した。このうち何人かの委員は、猛暑に伴う夏物商品の販売好調も明るい動きである、と評価した。先行きについては、複数の委員が、雇用者所得の改善が明確になる中で、個人消費は緩やかに回復していくのではないかと述べた。

物価面に関して、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一方で、消費者物価は、基調として小幅の下落が続いている、との認識を共有した。

こうしたもとの、委員の間では、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、議論が行われた。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。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の、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述べた。別の委員は、経済の構造変化の中で、企業は、ビジネスモデルを変えながら、投資案件をROEやROIの高いものに絞っていることが、基本的な背景にあるのではないかと指摘した。これらの委員を含む多くの委員は、いずれにしても、生産性の動向については、循環的な要因と構造的な要因の見極めが難しいため、今後の持続性については十分な注意が必要である、との認識を示した。

この間、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ビルトインされていること、などについても言及した。

消費者物価の先行きについては、基調的には小幅の下落が続くとの見方が共有された。何人かの委員は、足許の需要の強さを踏まえると、先行きある時点で物価上昇率が加速してくる可能性についても注意する必要がある、と付け加えた。もっとも、このうちひとりの委員は、非製造業においては、今後の生産性上昇余地が大きいと、やや長い目でみた場合、景気の強さが非製造業に及んだとしても、物価がなかなか上昇しない可能性もあるのではないかと指摘

した。また、別の委員は、団塊世代が退職を控えていることや、中小企業の労働分配率が高止まっていることが、今後、賃金の抑制要因となり得る点について、留意すべきである、と述べた。

2. 金融面の動向

金融面に関しては、前回会合以降の最大のイベントは米国の利上げであったが、内外市場の受け止め方は総じて落ち着いたものであったとの認識が委員の間で共有された。ただ、多くの委員は、金融市場は経済物価情勢や世界的な低金利環境の変化に伴い依然として振れやすい状況が続いているので、今後とも、市場の動きについては慎重にみていきたい、との意見を述べた。

国内金融市場について、何人かの委員は、長期金利は一頃に比べて落ち着いている、との認識を示した。ひとりの委員は、5月の消費者物価の予想比下振れが、長期金利の低下に寄与したと指摘した。別の委員は、経済同友会が実施した長期金利上昇に関する企業の受け止め方についてのアンケート結果を紹介し、企業の間では、キャッシュ・フローが潤沢なもとの、急いで固定金利での調達を実施する動きはみられず、長期金利上昇について冷静に受け止めている、と述べた。同時に、複数の委員は、長期金利にはまだ不安定な要素もみられるため、今後の動向には注意が必要である、と発言した。この点に関連して、別のひとりの委員は、市場参加者の間では、当面の課題として、財政規律の重要性に対する認識が高まってきている、と指摘した。

株価について、ある委員は、業種別株価の動きをみると、このところハイテク関連や銀行株など主要業種で下落している一方、素材業種で上昇していると指摘したうえで、これは中国の需要が再び強まっていることの反映という面もある、と述べた。

為替市場について、何人かの委員は、円の対ドル相場は小動きで推移しており、大幅に変動するリスクはやや低下しているとの認識を示した。もっとも、複数の委員は、米国の経常収支赤字の存在や地政学的リスクを踏まえると、ドル安リスクには引き続き注意が必要である、と述べた。

この間、ひとりの委員は、企業金融面について、資金需要の減少テンポが緩やかになっているほか、金融機関の貸出態度は一段と積極化しており、企業金融を巡る環境は全体として改善してきている、との認識を示した。

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、4月の展望レポートで示した「2004年度見通し」との関係では、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、との見方が共有された。

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、が挙げられることについて認識が共有されたが、何人かの委員は、最近の注目すべき要因として、米国・中国経済の動向に加えて原油価格の動向を指摘した。このうちひとりの委員は、原油価格については、国内景気が強いもとの、とりわけ物価に対する上振れリスクとして注意する必要がある、との認識を示した。一方、別の複数の委員は、原油価格の動向は、企業収益や最終需要を下押しする面もあるので、その動向については注視していきたい、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。

何人かの委員は、短期の市場金利が弱含んでいるほか、資金供給オペのレートも低下しており、市場の資金余剰感は強まっている、との見方を示した。別のひとりの委員は、早期の金融政策変更に対する思惑は後退しており、金先レートも一頃と比べて低下していると付け加えた。この委員は、経済物価情勢の変化に応じて、市場が新たな落ち着きどころを模索している状況のもとで、日本銀行としては量的緩和政策を堅持する姿勢を示すことが重要、と続けた。別の委員も、「生活意識に関するアンケート調査」の結果からも窺えるとおり、人々の物価下落予想は後退しており、こうしたもて駄目押しの緩和効果を発揮するためにも、量的緩和をしつかりと継続していくことが重要である、と述べた。

何人かの委員は、今回の「中間評価」に関連し、対外的な説明の重要性について指摘した。これらの委員は、「景気は上振れ」、「消費者物価は概ね見通しどおり」という今回の判断はやや分かりにくい面があり、日本銀行が消費者物価を基準に量的緩和の継続を「約束」していることも考え合わせると、そう判断している背景について、日本銀行としての考え方を対外的に丁寧に説明していくことが重要である、と述べた。

この間、何人かの委員は、FRBの利上げに際しての市場との対話について言及した。これらの委員は、FRBの政策運営についての考え方は市場に広く浸透していたため、市場では今回の利上げについて総じて落ち着いた受け止め方をしている、と述べた。また、こうした背景には、FRBが実際の利上げよりも相当前の段階からFOMCのステートメントや講演を通じて丹念に情報発信をしてきたことが挙げられる、と続けた。このうちひとりの委員は、経済情勢の変化に応じて市場が変動することは当然であり、今回も利上げ前の段階では、経済統計の公表の際に相応の金利の変動がみられた、と述べたうえで、情報発信の前提には、正確な情勢判断があり、日本銀行としても、今後の金融政策運営に当たっては、物価情勢を含めた経済情勢全般について正確な情勢判断を行うとともに、それに基づく適切な情報発信を心がけていきたい、と付け加えた。

・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見ると、景気は着実な回復を続けているものの、デフレは緩やかながらも依然として継続しており、引き続き金融政策の役割は重要であると考えている。
- こうした中、本日公表の「経済・物価情勢の展望（2004年4月）」の「中間評価」、とりわけ消費者物価の見通しに関しては、これが世間の注目を受けていることを十分に勘案のうえ、慎重にご判断頂きたいと思う。
- 日本銀行は、量的金融緩和政策継続のコミットメントを明確にし、それを堅持することとされているが、日本銀行におかれては、引き続き経済・市場動向を十分注視し、現在の金融市場調節方針でも述べられているとおり、市場が不安定化するおそれがある場合には、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。
- 加えて、緩和的な金融環境の継続に関し、様々な憶測が完全に払拭されていない状況のもとで、このような憶測を払拭するとともに、景気回復を持続的なものとするため、今後、どのような新たな工夫を講じることができるのか検討を進め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。

- 景気は、企業部門の改善が家計部門に広がり、堅調に回復している。一方、世界的な金利動向等が経済に与える影響には留意する必要があると考えている。物価については、景気の着実な回復により、需給ギャップが縮小する一方、銀行貸出の低迷等からマネーサプライの伸びが低い中で、素材価格の上昇により国内企業物価は僅かな上昇を示しているが、物価動向を総合的に勘案すれば、デフレ克服は道半ばの状況にある。
- 日本経済の重要な課題はデフレを早期に克服することと民需主導の持続的な成長を図ることである。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 2004」を早期に具体化することとしている。本方針では、日本銀行と一体となった政策努力によりデフレからの脱却を確実なものとしつつ、新たな成長に向けた基盤の重点強化を図ることとしている。このような取組みの結果、「平成 18 年度以降は名目成長率で概ね 2 %程度あるいはそれ以上の成長経路を辿る」と見込んでいる。
- 日本銀行におかれては、量的緩和政策を引き続き堅持する姿勢を示しているが、今後とも政府との意思疎通を密にしつつ、効果的な資金供給に繋がるような措置を含め、さらに実効性ある金融政策運営を行って頂きたいと思う。また、景気の堅調な回復に伴い長期金利の動向が注目を集めていることにも鑑み、日本銀行におかれては、専門的な立場からの検討を進めて頂き、デフレ克服までの道筋を含め、金融政策運営に関する透明性の一段の向上に努めて頂きたいと思う。

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（7月13日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は7月14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（6月14、15日）の議事要旨が全員一致で承認され、7月16日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

2004年7月13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 8 月 9、10 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2004 年 8 月 9 日 (14:00 ~ 15:58)
8 月 10 日 (8:59 ~ 11:38)

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	石井 道遠	大臣官房総括審議官 (9 日)
	石井 啓一	財務副大臣 (10 日)
内閣府	加藤 裕己	大臣官房審議官 (経済財政分析担当) (9 日)
	浜野 潤	政策統括官 (経済財政運営担当) (10 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
企画局長	山口廣秀
企画局審議役	前原康宏
企画局企画役	内田眞一
企画局企画役	山岡浩巳
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
政策委員会室企画役	村上憲司
企画局企画役	齋藤克仁
企画局企画役	正木一博

・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合(7月12、13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31～33兆円台で推移した。

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)は、7月14日、21日に小幅のマイナスとなった以外は、概ね0.001～0.002%で推移した。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。

株価は、米国株価がIT関連セクターを中心に下落したことを受けて、総じて軟調に推移しており、足許では日経平均で11千円を下回る水準まで低下している。

長期金利は、7月中は、株価の軟調にもかかわらず、景気回復期待を背景に強地合いで推移したが、8月入り後は、株価が一段と下落したことなどを受けて、大幅に低下している。この間、社債流通利回りの対国債スプレッドは、概ね横這い圏内での動きとなっている。

為替市場では、米国経済の先行きに対する強気の見方を背景に、7月下旬にかけて一時ドル買戻しの動きがみられたものの、その後は、米国のGDPや雇用統計が予想比下振れしたことを受けてドル安に転じており、円の対ドル相場は110円前半まで上昇している。

3．海外金融経済情勢

米国経済は、設備投資や家計支出が増加しているほか、企業収益も大幅増加となっているなど、前向きな循環に支えられて拡大を続けている。もっとも、4～6月の実質GDP(速報値)は年率+3.0%となり、個人消費を中心に、1～3月(同+4.5%)に比べて減速した。また、実質個人消費(6月)や雇用統計(7月)も事前の予想を下回るなど、足許の指標はやや弱めのものが目立っている。米国経済の動向については、原油価格上昇の影響も含め、注意深くみていく必要がある。

ユーロエリアでは、景気の回復感がやや強まっている。すなわち、輸出や鉱工業生産など製造業を中心に明るさがみられているほか、家計部門の支出についても、全体としてみれば幾分持ち直している。もっとも、企業の投資意欲や雇用環境には改善の兆しはみられておらず、景気回復のモメンタムはなお弱いものに止まっている。

東アジアでは、増勢はやや鈍っているものの、景気が順調に拡大している。中国では、内外需ともに力強い拡大基調にあるが、固定資産投資は、政策当局の抑制策強化の効果が現れており、高水準ながらも増勢が鈍化している。物価面をみると、食料品の値上がりから、消費者物価指数の前年比上昇率は高まっている。NIEs、ASEAN諸国・地域では、多くの国・地域で、輸出が増加基調を維持している。生産も、先進国やアジア域内の需要の堅調を反映して、IT関連財を中心に増加傾向を辿っている。物価面では、ほとんどの国・地域で、景気拡大や原油・食料品価格の上昇などを反映して、消費者物価指数の前年比が着実に上昇している。

米欧の金融資本市場では、7月半ば以降、米国株価が軟調に推移している。その理由としては、利上げに伴う不透明感の拡大に加え、米国経済の先行きに対する見方の変化も影響してい

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。」

るとみられる。米国の政策金利については、8月のFOMCでの利上げはほぼ織込まれているものの、9月以降については、利上げテンポは従前の予想ほどは速くないとの見方が強まりつつある。こうしたもとで、足許、長期金利は低下している。

エマージング金融資本市場では、株価や対米国債スプレッドは、アルゼンチンやロシアなど一部の国を除き、概ね横這い圏内で推移している。もっとも、依然として各国独自の要因で大きな変動が生じやすい状況にある。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、米国や東アジアを中心とする海外経済の拡大を背景に、1～3月に前期比+4.1%と大幅に増加した後、4～6月も+3.3%と堅調な増加を続けている。地域別にみると、米国向けが緩やかな増加を続けている一方、東アジア向けはこれまで大幅な増加が続いた反動もあって、4～6月はほぼ横這いの動きとなった。このうち、中国向けの減速については、同国における景気過熱抑制策が何がしか影響している可能性もある。

設備投資は増加を続けている。資本財出荷（除く輸送機械）は、1～3月に幾分減速した後、4～6月は前期比+5.6%と再び高い伸びを示した。先行指標の一つである機械受注（船舶・電力を除く民需）は、1～3月に-5.6%の減少となった後、4～6月は+10.3%と製造業を中心に大幅に増加した。

この間、日本政策投資銀行の調査によると、本年度の設備投資計画は、製造業で前年度比2桁の増加、非製造業でも小幅の増加となるなど、先般公表された6月短観と同様、設備投資の強さを裏付けるものとなった。

雇用・所得環境をみると、求人関連指標は改善傾向を続けている。こうしたもとで、労働力調査の雇用者数は増加傾向にあり、毎月勤労統計の常用労働者数も増加に転じてきている。失業率も引き続き低下傾向にある。この間、賃金については、パート比率の上昇などから、一人当たり平均でみると減少傾向が続いているが、そのマイナス幅は徐々に縮小している。なお、6月の特別給与の落ち込みについては、大幅増となった前年の反動という面が大きく、夏季賞与の実勢を評価するには7～8月の動きをみる必要がある。

個人消費をみると、財に関する販売統計は、家電販売やコンビニエンス・ストア売上高などを除き、総じて冴えない一方で、旅行取扱額や外食売上高などのサービス支出は堅調に推移している。この間、家計調査は、サンプル要因から実勢をやや過大評価している可能性もあるが、4～6月でみると高い伸びとなった。

こうしたもとで、生産は、1～3月に前期比+0.5%と減速した後、4～6月は+2.6%と再び伸びを高めた。在庫は、全体として横這い圏内で推移しているが、電子部品では在庫積み増しの動きが明確化している。この分野では、好調な内外需要からみて直ちに在庫調整圧力が高まるとは考えにくい。供給能力の増強がさらに進んでいる中で、携帯電話など一部の商品では強気の販売見込みに対して販売実績が下振れるケースもみられている。このため、電子部品関連の需給バランスについては、当面、注意深くみていく必要がある。

物価動向をみると、国内企業物価は上昇している。消費者物価（除く生鮮食品）は、6月（全国）は前年比-0.1%と、前月（同-0.3%）と比べて下落幅が縮小した。これは、主としてガソリン等の石油製品価格の上昇によるものである。こうした原油高の影響を除けば、物価を巡る環境に大きな変化はみられない。先行き、原油価格の上昇が消費者物価をさらに押し上げる方向に働く可能性はあるものの、消費者物価の前年比は、基調的には小幅のマイナスで推移すると予想される。

(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、減少テンポが幾分緩やかになってきている。また、民間銀行の貸出姿勢は緩和してきており、企業からみた金融機関の貸出態度も、中小企業を含め、引き続き明確に改善している。こうしたもとで、民間銀行貸出は、減少幅の縮小が基調として続いている。

資本市場調達については、CP・社債とも信用スプレッドは低位安定しており、良好な発行環境が続いている。こうしたもとで、CP・社債の発行残高は引き続き前年を上回って推移している。

マネタリーベースの伸び率は、銀行券発行残高の伸びが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る中で、前年比4%台で推移している。この間、マネーサプライ(M2+C D)は、7月は前年比+1.9%の伸びとなった。

・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、前回の会合以降明らかになった経済指標等をみると、景気判断に基本的な変化はなく、景気は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の見方が共有された。

この間、多くの委員は、原油価格が上昇を続けていることを指摘し、原油価格の動向と、これが内外経済に与える影響については留意する必要がある、との見方を示した。

海外経済に関して、多くの委員は、米国や中国を中心に世界経済が全体として拡大を続けているとの認識を示した。

まず、米国経済について、委員は、設備投資や住宅投資が着実に増加しているほか、企業収益も大幅増加となっているなど、前向きの循環に支えられて回復を続けているとの認識を概ね共有した。

多くの委員は、減税効果の一巡やガソリン価格の上昇等を背景に個人消費の伸びが鈍化しており、これを主因として、第2四半期のGDP成長率が前期比年率+3.0%と第1四半期(同+4.5%)に比べて低下したことを踏まえ、原油価格の高騰が個人消費ひいては景気の先行きに与える影響や、最近の雇用統計で雇用拡大のペースが鈍化していることなどを巡って議論を行った。雇用情勢については、何人かの委員が、家計調査ベースの雇用者数は明確に増加していること、新規雇用保険受給申請者数が減少傾向にあるほか、失業率も低下していること、

雇用マインドを示す指標は総じて好調に推移していることなどを指摘した。また、個人消費の先行きについて、複数の委員は、一時落ち込んだ自動車販売が7月に回復していることを指摘し、さほど悲観的になる必要はない、との見解を述べた。何人かの委員は、米国経済がこれまで高めの成長を続けてきたことや、金融政策が利上げ局面に転じたことなどを踏まえれば、ある程度の景気減速は予想されたところであり、今後、巡航速度の持続的な成長に復帰できるか否かが重要なポイントとなる、と述べた。

中国経済については、これまで採られてきた景気過熱抑制策の効果もあって、投資活動などに減速感が窺われており、景気過熱のリスクは幾分後退しつつある、との認識が概ね共有された。この間、ひとりの委員は、電力や物資輸送などのインフラ整備の遅れがボトルネックとなって、供給制約の面から景気減速を余儀なくされる可能性もある、との見方を示した。

欧州経済については、景気の回復感がやや強まっているとの見方が共有された。ひとりの委員は、ドイツの大手メーカーにおいて、賃上げを伴わない労働時間の延長について労使間の同意が成立したことを指摘し、構造調整が遅れている欧州においてこのような取り組みが始まったことは画期的である、と述べた。

こうした海外経済の拡大のもとで、輸出について、委員は、今後も引き続き増加すると見込まれるとの認識を共有した。ひとりの委員は、とりわけ素材分野については、中国をはじめとする世界的な需要が高まる中で、供給余力の大きいわが国企業へのニーズが強まっており、今後も堅調に推移することが期待できる、と述べた。

内需面では、設備投資について、複数の委員が、日本政策投資銀行の調査において本年度の設備投資計画が強めのものとなったことを指摘し、設備投資の増加を裏付けるものである、との見方を示した。このうち、ひとりの委員は、同調査によれば、製造業の投資動機は、「新製品・製品高度化」「合理化・省力化」「研究開発」の3分野で約4割を占めており、前向きの投資拡大の動きが広がっていると評価できる、と述べた。別のひとりの委員は、中小企業金融公庫の中小企業景況調査において、中小企業の生産設備判断 D.I.が「不足」超となったことを指摘し、中小企業においても先行き設備投資の回復が期待できる、との見方を示した。

企業収益について、委員は、原油価格の上昇や川上段階での物価上昇に伴う交易条件の悪化にもかかわらず、販売増加による数量効果や単位労働コストの低下を背景に、これまでのところ好調を維持しているとの認識を共有した。もっとも、何人かの委員は、原油価格が一段と上昇すれば、企業収益に悪影響をもたらす可能性があるため、今後の企業収益の動向については注意深くみていく必要がある、と述べた。このうち、ひとりの委員は、足許までの好業績にもかかわらず、通期の見通しを据え置いている企業が多く見受けられるのは、下期にかけてのリスクを勘案したものと理解できる、との見方を示した。

企業の生産について、何人かの委員は、1～3月に減速した後、4～6月は再び伸びを高め、先行きについても、内外需要の回復を背景に増勢を辿るとみられるとの認識を示した。

多くの委員は、IT関連を中心とする電子部品の在庫動向について意見を述べた。何人かの委員は、デジタルカメラなどのデジタル家電や液晶関連では在庫の増加が顕著である一方、半導体の在庫はさほど増加している訳ではない、と指摘した。ある委員は、IT関連の最終需要は引き続き堅調に推移しており、近い将来に腰折れする可能性も小さいとみられること、2000年の景気後退局面の反省もあって、各メーカーとも生産・在庫管理に十分な注意を払っていることなどを勘案すれば、既に意図せざる在庫の積み上がりが始まっているとは考えにくい、との見方を示した。この間、別の委員は、世界のIT関連需要のサイクル（いわゆる「シリコン・サイクル」）は今年がピークであり、来年以降は減速するとの見方が根強いことや、内外で供給能力拡大のための設備投資が継続していることなどを踏まえれば、このところの電子部品の在庫増加は気掛かりであるが、基調判断にはもう少し時間を要する、との見解を示した。さらに別の委員は、IT関連の電子部品は、海外経済や輸出との関連が強く、産業としてのウェイト以上にマインド面に与える影響が大きいいため、その動向には特に注意が必要である、と述べた。

家計部門に関して、複数の委員は、新規求人などの労働需給関連指標は引き続き改善しているほか、雇用者数の増加傾向もはっきりしてきているものの、賃金に関しては、夏季ボーナスの動きを含め、明確な増加の兆しはみられていない、と述べた。この間、別のひとりの委員は、労働分配率は歴史的にみて低水準となっており、先行きの賃金の増加余地が現れてきている、との見方を示した。

こうした中、個人消費について、何人かの委員は、販売統計は家電等を除いて全般的に冴えないものの、旅行等のサービス支出が堅調であるほか、家計調査の消費水準指数も高水準で推移していることを指摘し、総じてみれば、やや強めの動きを続けているとの認識を示した。こ

のうち、ひとりの委員は、猛暑が個人消費にプラスに寄与することが期待される、と述べた。

何人かの委員は、景気回復の地方経済への波及について意見を述べた。複数の委員は、先般の支店長会議における報告によれば、公共投資への依存度が高く、構造的に回復力が乏しい地域は残ってはいるものの、全体としてみれば、景気回復が地方に広がりつつあることが確認できる、との見方を示した。ある委員は、地方経済への波及は、景気ウォッチャー調査の結果からも窺われる、と述べた。

物価面に関して、多くの委員が、原油価格の上昇について意見を述べた。何人かの委員は、このところの原油価格の上昇は、需要・供給の両面からもたらされており、これが経済や物価に与える影響については、様々な角度から分析する必要がある、と述べた。また、複数の委員は、実際の供給能力が不透明な中で、地政学的リスクなど先行きの供給に対する懸念が価格の押し上げに寄与しているのではないかと、この見方を示した。この間、ひとりの委員は、原油価格の上昇が実体経済にマイナスの影響を及ぼす場合には、物価面ではむしろ下落方向に働く可能性もある点に留意する必要がある、と述べた。

消費者物価について、委員は、企業の生産性上昇に伴って単位労働コ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。ひとりの委員は、6月の消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比マイナス幅が前月に比べてやや縮小したことについて、主としてガソリン価格などの石油製品の価格上昇に起因するものであり、原油高の影響が消費者物価段階まで波及してきたことが窺われる、との見方を示した。この委員は、原油価格の動向によっては、秋口にかけて前年比が一時的にゼロまたはプラスになる可能性があるため、今後の物価動向は注意してみていく必要がある、と述べた。この間、別のある委員は、素材に関しては、これから本格的な値上げ交渉を予定しているメーカーも多く、今後価格転嫁が進む可能性がある、との見方を示した。

2. 金融面の動向

金融面に関しては、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について意見を述べた。

米国の株価について、何人かの委員は、米国経済が先行きIT関連セクターを中心に幾分減速する可能性を織り込んだものである、との見方を示した。このうち、複数の委員は、市場では景気の先行きに対するリスクが意識されている一方で、FRBは景気に対する比較的明るい見通しに基づいて利上げを進める姿勢を維持しており、経済・物価情勢に対する両者の認識のギャップが不透明感を高めているという側面もある、と述べた。

わが国の株価について、何人かの委員は、このところの低下は直接的には米国株価の影響を受けたものである、との見方を示した。このうち、ひとりの委員は、わが国の株価は、先行きの景気減速に伴う企業収益の伸び悩みを織り込み始めていると考えられる、と述べた。もっとも、複数の委員は、わが国の株価は、米国株価の下落の割には底固く推移していると評価したうえで、今後の日米の景気動向如何では、両国の株価が異なった動きとなる可能性もある、と指摘した。

ひとりの委員は、足許、世界的に長期金利が低下していることを指摘し、市場では原油高が景気減速をもたらす、物価下落圧力に繋がるリスクが意識されているとみられる、と述べた。

ある委員は、米国金融市場などでは、株価の下落などにもかかわらず、インプライド・ボラティリティやクレジット・スプレッドは、低位で推移しており、不確実性の高まりを十分に織り込んでいない可能性もある、との見方を示した。別の委員は、ここ7～8年、先進国の株式のリスク・プレミアムは高い水準となっており、不確実性は相応に市場価格に反映されているとみてよいのではないかとコメントした。この間、ある委員は、市場は短期的には様々な思惑によって振れる面があり、やや長い目でみる必要があるが、株価や長期金利の動きが経済・

物価情勢の変化を示唆している可能性もあるため、今後の金融資本市場の動向については注意深く分析していく必要がある、と述べた。

この間、ひとりの委員は、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よく説明する必要がある、と述べた。この委員は、改刷を機に、退職現金の還流に伴って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、前述のような経済金融情勢判断のもと、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、先般の「中間評価」で「景気は上振れ」、「消費者物価はほぼ見通し通り」とした判断が、市場でどのように受け止められるか注目していたが、その後の市場の反応等を見ると、大きな違和感なく消化されているように窺われる、と述べた。

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。

この間、ひとりの委員は、市場の期待を安定化させるためには、「約束」に基づいて量的緩和政策を継続するという現行の方針を説明することに加えて、将来、量的緩和政策の枠組みを変更する過程において、どのようなスタンスで臨むのかについて市場に示していくことが必要である、と述べた。

ある委員は、FRBは米国景気が幾分減速する中で利上げを行っており、市場とのコミュニケーションに苦心しているように見受けられるが、現行の「約束」が景気に逆行する傾向のある消費者物価を基準としていることに鑑みれば、日本銀行も将来的には同様の問題に直面する可能性がある、との見方を示した。別のひとりの委員も、現行の「約束」に基づく金融政策運営において、どのような景気循環の局面で利上げ時期を迎えるかは、景気や物価のモメンタム如何によってかなり異なったものとなるだろう、とコメントした。

・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。

- 先般（7月30日）、閣議了解された平成17年度予算の概算要求基準は、従来にも増して、要求・要望段階から歳出全体の洗い直しを行うため、要求省庁自らに制度改革努力等を促す新たな仕組みを導入するなど、歳出改革路線の堅持・強化を図るものになったと考えている。
- 今後は、予算編成過程において、その内容を厳しく精査し、さらなる縮減を図っていきたいと考えているところであり、今後とも手綱を緩めることなく、財政規律の確立に向けて一層の努力を傾注し、歳出改革路線の堅持・強化を図っていきたいと考えている。
- わが国経済の現状を見ると、景気は堅調に回復しているものの、デフレは緩やかながらも依然として継続しており、引き続き金融政策の役割は重要であると考えている。
- 日本銀行は、量的金融緩和政策継続のコミットメントを明確にし、それを堅持すること

とされているが、引き続き経済・市場動向を十分注視し、現在の金融市場調節方針でも述べられているとおり、市場が不安定化する恐れがある場合には、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。

- 加えて、緩和的な金融環境の継続に関し、様々な憶測が完全に払拭されていない状況のもとで、量的緩和政策解除の条件が満たされていないことを引き続き明確に示すなどにより、このような憶測を払拭するとともに、金融政策の先行きについての市場の観測も見据えつつ、景気回復を持続的なものとするため、今後、どのような新たな工夫を講じることができるのか検討を進め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。

- 景気は、企業部門の改善が家計部門に広がり、堅調に回復している。一方、原油価格や世界的な金利の動向等が経済に与える影響には留意する必要があると考えている。物価については、総合的に勘案すれば、デフレ克服は道半ばの状況にある。
- 政府は、「基本方針 2004」の早期具体化により、構造改革の取組みを加速・拡大することとしている。重点強化期間の初年度である平成 17 年度の予算編成に当たっては、財政規律確立への姿勢の明確化、予算のメリハリの強化及び国民への説明責任を重視し、構造改革をさらに進めるとした「17 年度予算の全体像」を経済財政諮問会議で決定した。
その議論を行うに際し、マクロ経済の動向を踏まえることが必要であるとの認識から、16 年度については、内閣府による経済動向試算として、GDP 成長率で実質 3.5%、名目 1.8%、17 年度については、一定の前提において「マクロ経済の想定」という形で実質 2%強、名目 1%台半ばという経済の姿を示した。
- 日本銀行におかれては、量的緩和政策を引き続き堅持する姿勢を示されているが、今後とも政府との意思疎通を密にしつつ、効果的な資金供給に繋がるような措置を含め、さらに実効性ある金融政策運営を行って頂きたい。また、景気の堅調な回復に伴い金利の動向が注目を集めていることにも鑑み、専門的な立場からの検討を進めて頂き、デフレ克服までの道筋を含め、金融政策運営に関する透明性の一段の向上に努めて頂きたい。

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（8月10日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は8月11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（6月25日）および前回会合（7月12、13日）の議事要旨が全員一致で承認され、8月13日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

2 0 0 4 年 8 月 1 0 日
日 本 銀 行

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（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 9 月 8、9 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2004 年 9 月 8 日 (13:59 ~ 15:45)
9 月 9 日 (8:59 ~ 11:26)

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 石井 道遠 大臣官房総括審議官 (8 日)

石井 啓一 財務副大臣 (9 日)

内閣府 藤岡 文七 大臣官房審議官 (経済財政運営担当)

(執行部からの報告者)

理事	白川方明
理事	山本 晃
企画局長	山口廣秀
企画局審議役	前原康宏
企画局企画役	内田眞一
企画局企画役	山岡浩巳
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
政策委員会室企画役	村上憲司
企画局企画役	加藤 毅
企画局企画役	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(8月9、10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)は、8月11日に小幅のマイナスとなった以外は、概ね0.001~0.002%で推移した。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。

株価は、8月央にかけて、原油高等による米国株価の下落や、わが国実質GDPの予想比下振れから下落した後、米国株価の反発等を材料に上昇に転じ、足許では日経平均で、前回決定会合時とほぼ同じ水準となる11千円台前半で推移している。

長期金利は、内外経済指標の予想比下振れを受け、景気回復に対する見方が慎重化したことを背景に低下したが、足許にかけては、株価の上昇等もあって1.6%前後の水準にまで上昇している。

為替市場では、内外経済指標等を眺めてもみ合いの展開となり、最近では、108~110円台で推移している。

3. 海外金融経済情勢

米国経済は、設備投資や家計支出などの国内民需に支えられて、景気拡大が続いている。ただし、4~6月の実質GDP(速報値)は年率+2.8%と、1~3月(同+4.5%)に比べて減速したほか、雇用についても、春先以降その増加ペースは幾分スローダウンしている。原油価格が高止まっていることなども踏まえれば、今後の米国経済の動向については、注意深くみていく必要がある。

ユーロエリアでは、景気の回復が一段と進んでいる。もっとも、依然として企業の投資意欲は乏しく雇用環境も厳しいため、景気回復のモメンタムはなお弱いものに止まっている。

東アジアをみると、中国は、内外需ともに力強い拡大基調にある。固定資産投資も政策当局の抑制策を受けて一旦増勢が鈍化した後、最近では再び強めの動きとなっている。また、食料品の値上がりから、消費者物価指数の前年比上昇率が高まっている。NIEs、ASEAN諸国・地域の動向をみると、輸出、生産は多くの国・地域で増加傾向を維持しているが、このところ増勢が鈍化している。物価面では、ほとんどの国・地域で、景気拡大や原油・食料品価格の上昇などを反映して、消費者物価指数の前年比が着実に上昇している。

米欧の金融資本市場では、株価は、8月中旬にかけて原油価格の上昇や一部IT関連企業の業績見通しが事前の予想を下回ったことなどから一旦下落したが、それ以降は原油高の一服などを材料に水準を戻している。長期金利は、市場予想比弱めの経済指標の公表などにより一時的に低下した局面もみられたが、総じてみれば、横這い圏内で推移してきた。

エマージング金融資本市場では、8月中旬以降、多くの国・地域で、実体経済の好調や米国株価の回復などを材料に、株価が上昇し、対米国債スプレッドも縮小した。

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、このところやや伸びを鈍化させつつも、海外経済が拡大を続けるもとで増加を続けている。地域別にみると、4～6月まで堅調に伸びていた米国向けが、7月は自動車関連や消費財（デジタル家電等）等を中心に減少となった。また、EU向けは引き続き低い伸びとなった。さらに、東アジア向けは、4～6月に続いて7月も小幅の伸びに止まった。このうち、中国向けの減速については、同国における景気過熱抑制策が影響している面があるとみられる。

設備投資は増加を続けている。法人企業統計調査でみた名目ベースの設備投資は、1～3月に小幅増加となった後、4～6月も堅調な増加を続けた。資本財出荷（除く輸送機械）は、4～6月に続いて7月も堅調な増加を続けた。先行指標の一つである機械受注（船舶・電力を除く民需）は、1～3月に減少した後、4～6月は製造業を中心に大幅に増加しており、7～9月の見通し調査も、増加基調が続くことを示唆している。

企業収益について、法人企業統計調査をみると、業種・規模を問わず、着実な改善が続いている。

雇用・所得環境をみると、労働需給を反映する求人関連指標や失業率は、振れを伴いつつも改善傾向を続けている。こうしたもとで、雇用者数は増加傾向にある。賃金については、所定外給与が前年比プラスを続けている。所定内給与は、パート比率の上昇などから、一人当たり平均でみると減少傾向が続いているが、その下落幅は徐々に縮小している。なお、6～7月の特別給与は、前年比-3.1%の減少となった。これには、パート比率の上昇による平均賞与支給額の押し下げや、公務員賞与の動きを反映した公務サービスの弱さなどが影響している。

この間、個人消費は、やや強めの動きを続けている。

こうしたもとで、生産は、4～6月に前期比+2.6%の増加となった後、7月は4～6月対比で-0.6%の減少となった。輸出の動きと合わせて考えると、4～6月にみられた海外経済減速の影響が表れ始めた可能性が高い。在庫は、全体では引き続き減少したが、財別には区々の動きとなっている。すなわち、素材関連では、需要好調のもとで在庫減少が進む一方、電子部品では在庫調整局面入りの形になった。もっともデジタル家電市場の成長は、多少の綾を伴いつつも持続すると予想される上、過剰在庫が大きく膨らむ前に生産が抑制され始めていることなどを考えると、基本的には軽度の調整で済む可能性が高いと考えられる。ただし、具体的な調整の深度や期間については、年末にかけての内外需要動向を注意深くみていく必要がある。

物価動向をみると、国内企業物価は、内外商品市況高や需給環境の改善を反映して、上昇している。一方、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、小幅のマイナスとなっている。7月（全国）は、昨年7月のたばこ税引き上げによる押し上げ効果が剥落したことから、前年比-0.2%と前月（同-0.1%）に比べて下落幅を拡大した。先行きについては、7～8月の原油価格上昇を受けた石油製品（ガソリン等）の価格上昇が、消費者物価を押し上げる方向に働くとみられる一方、10月以降は米価格が前年比で下落に転じると見込まれることもあって、消費者物価の前年比は、基調的には小幅のマイナスで推移すると予想される。

(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、減少テンポが幾分緩やかになってきている。また、民間銀行の貸出姿勢は緩和してきており、企業からみた金融機関の貸出態度も、中小企業を含め、引き続き明確に改善している。こうしたもとで、民間銀行貸出は、減少幅の縮小が基調として続いている。

資本市場調達については、CP・社債とも信用スプレッドは低位安定しており、良好な発行環境が続いている。こうしたもとで、CP・社債の発行残高は引き続き前年を上回って推移している。

マネタリーベースの伸び率は、銀行券発行残高の伸びが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る中で、前年比4%台で推移している。この間、マネーサプライ(M2 + CD)は、前年比2%程度の伸びとなっている。

金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

経済情勢について、委員は、幾分減速感がみられている海外経済の動向をどう評価するか、わが国経済に関しても輸出・生産や賃金などで弱めの指標が幾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。

海外経済に関して、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、着実な拡大を続けているとの見方を共有した。

まず、米国経済について、多くの委員は、第2四半期のGDP成長率が低下したことについて、ガソリン価格の上昇や減税効果の一巡等を背景とした個人消費の伸びの鈍化を主因とした上で、その後の動きをどう評価するかがポイントであると指摘した。

この点、多くの委員は、7月の個人消費が自動車販売などを中心に盛り返していることや、懸念された雇用についても、8月の雇用者数がほぼ事前予想に沿った増加となったことから、市場における一時の悲観論は後退したのではないかと指摘した。その上で、設備投資、企業収益など企業部門の好調が続いていることから、米国経済は、引き続き景気拡大のモメンタムを保ちながら、巡航速度での成長過程に移行しつつあるとみてよいのではないかとの見方を示した。

この間、ひとりの委員は、時間当たり賃金は上昇傾向にあり、ユニット・レーバー・コストが底を打っていること等を踏まえると、今後の雇用動向にはなお注意が必要であると述べた。また、多くの委員は、原油高や地政学的リスクが引き続き根強いこと、企業部門から雇用・所得への波及が遅れていることや、金融政策が利上げ局面に転じていること等から、今後の米国経済の動向は丁寧にみていくことが必要であるとの認識を示した。この点に関し、ひとりの委員は、クリスマス商戦の動向が、先行きの米国経済にとって大きな鍵を握っていると付け加えた。

中国経済については、何人かの委員が、一旦鈍化していた固定資産投資の増勢が再び強まっていることに言及し、引き続き、インフラ面でのボトルネックの問題と、景気の過熱リスクを抱えながらも、高成長を続けている、との見方を示した。また、複数の委員は、世界的なIT関連需要減速の影響が、NIEs、ASEAN諸国・地域の輸出、生産の減速に表れていると指摘した。

欧州経済については、何人かの委員が、輸出の拡大もあって、景気の回復感がやや強まっていると述べた。ひとりの委員は、賃上げを伴わない労働時間の延長の取り組みの開始を指摘し、構造調整の進展に期待が持てる状況になってきた、と付け加えた。

この間、何人かの委員は、原油価格高が続いていることに触れ、わが国を含む世界経済や物価に与える影響について、引き続き注意深くみていく必要があると述べた。ひとりの委員は、原油高が各国の経済や物価に与える影響は、その国のエネルギー効率や産業構造等の違いを反映して異なっていることも踏まえて、情勢をみていく必要があると指摘した。また、ひとりの委員は、生産拠点の中国等へのシフトにより、部品の輸送や製品の逆輸入による輸送ニーズが拡大することに加え、中国等における生産面でのエネルギー効率の低さといった事情から、原油需要が増えている面もあるのではないかと付け加えた。

以上のような海外経済動向に関する認識を前提に、委員は、国内経済について、7月の輸出、生産が4～6月に大幅に増加した後、ほぼ横這いとなったこと、また電子部品関係が在庫調整局面に入ったようにみえることをどう評価するかを巡って意見を交換した。

多くの委員は、海外経済が着実な拡大を続けるもとの、基調としては輸出の増勢が維持されるとみられること、内需も回復を続けていること、在庫バランスも素材関連の在庫減少など、鉱工業全体としては良好な状況にあること、などから判断して、生産は、先行きもやや伸び率を鈍化させつつも増加を続けていく可能性が高いのではないかと、との見方を共有した。複数の委員は、これまでIT関連財が生産の伸びを支えてきたが、今後は、素材やIT関連財以外の加工産業が下支えするという形に変わっていく可能性もあるのではないかと述べた。

IT関連財を巡る動向については、何人かの委員が、デジタル家電の米国向け輸出の減少にも表れているように、世界的なIT関連財需要の伸びがやや鈍化しており、民間予測機関や業界では先行きの需要予測を下方修正する動きもみられていることに注目していると述べた。このうち複数の委員は、世界のIT関連財需要のサイクル（いわゆる「シリコン・サイクル」）が減少局面に入った可能性もあると付け加えた。また、ひとりの委員は、日本の半導体製造装置の受注額を出荷額で割った比率（いわゆる「BBレシオ」）がピークアウトしている点や半導体製造装置の設備投資の低下が予測されている点も懸念材料であると指摘した。

この点、多くの委員は、2001年のITバブル崩壊時の教訓から、今回は供給サイドの生産・在庫積み増しスタンスが総じて慎重であり、早めに調整が開始されていること、デジタル家電向けなど半導体需要の裾野が広がっていること等から、大きな調整には至らないとみて良いのではないかと述べた。ただし、IT関連財の需給動向は非常に振れ易くまたその動きが読み難いだけに、今後も注意してみいく必要があると付け加えた。複数の委員は、2001年のITバブル崩壊時と比較すると、現在は、企業のキャッシュ・フローが潤沢であるほか、固定資産の減損処理の進捗もあって企業のバランスシート調整が進んでいることは、景気回復をサポートする材料であるとの見方を示した。

また何人かの委員は、IT関連財の在庫調整が2001年のITバブル崩壊時と同様に深くかつ急激なものとなれば、景気の腰を一気に折ってしまう懸念はあると留保しつつも、全体の景気が回復を続けているうちにIT関連財の調整が進めば、却って息の長い景気回復を期待できるという見方も可能であると述べた。その上で、IT関連財需要の動向が今後の景気展開をみていく上で重要な鍵となると付け加えた。

設備投資については、多くの委員が、法人企業統計調査において、企業収益が大幅な増加を続けるもとの、製造業・非製造業ともに本年度の設備投資が大幅に増加していることを指摘し、設備投資の増加傾向が当面続くとの見方を示した。ひとりの委員は、除却率が高まり資本係数が下がっていることから、製造業における設備投資の持続性が期待できると述べた。ただし、複数の委員は、法人企業統計調査における非製造業の設備投資は、短観等の調査結果と比較しても、かなり強い数字となっている点を指摘し、サンプルの変更が影響している可能性もあることから、今後、10月初に公表される短観でも改めて確認していく必要があると付け加えた。

家計部門に関しては、多くの委員が、求人関連指標や雇用者数は改善を続けており、企業収益の増加の雇用面への波及が次第にはっきりしてきている点を指摘した。ただし、賃金に関しては、パート比率の上昇などから、一人当たり賃金の減少傾向が続いていること、伸びが期待されていた夏期賞与について、毎月勤労統計における6、7月の特別給与が前年比-3.1%となったこと等から、賃金面への波及はなお限定的であるようであると認識を述べた。

この間、個人消費については、何人かの委員が、消費者コンフィデンスの改善にも支えられ、やや強めの動きが続いているとの見方を示した。一方、複数の委員は、猛暑やオリンピックによる消費の押し上げ効果は当初予想よりも弱かったようであり、先行き税制改正や年金制度改正による家計負担の増加が予想されることもあって、今後も個人消費が強めの動きを続けていくかどうかは注意が必要であると述べた。

以上のような経済情勢判断を踏まえ、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とくに変える必要はない、との認識を共有した。何人かの委員は、景気拡大ペースの減速がやや早く訪れた感じもあるが、昨年10～12月、本年1～3月の高い成長から、持続的な成長が

可能な巡航速度になりつつあると評価して良いのではないかと述べた。ただし、複数の委員は、基調判断に大きな変化はないものの、賃金面の動向などをみると、企業部門の好影響が家計部門に波及するスピードが、やや遅れている可能性もある、と付け加えた。

物価面に関しても、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。

何人かの委員は、原油をはじめとする内外の商品市況高や海運市況高、需給の改善を反映して、7月の国内企業物価は、前年比+1.6%とバブル期以来の上昇率となったことを指摘しつつ、その上昇は素原材料と中間財が中心であり、消費財への価格転嫁は、ガソリン等の一部を除きなお限定的に止まっている、と述べた。

消費者物価について、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・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、豊作が伝えられる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。またひとりの委員は、この先電力料金の引き下げが、消費者物価の押し下げに寄与するとみられると述べた。

この間、複数の委員は、物価動向と景気動向との乖離が改めてはっきりしてきたのではないかと認識を示した。これらの委員は、もともと7～9月中には、消費者物価の前年比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。

2. 金融面の動向

金融面に関しては、何人かの委員が、わが国の株価・長期金利の動向について意見を述べた。

複数の委員は、株価について、8月半ばにかけて下落したものの、わが国の景気が回復基調にあるもとの、米国株価の反発を材料として上昇に転じ、最近では前回会合時をやや上回る水準となっている、と述べた。また、債券市場については、先行きの景気に対する慎重な見方が強まり、長期金利は、1.5%程度の水準まで低下した後、最近では概ね前回会合時の水準にまで戻していることを指摘した。その上で、市場は、景気への見方を巡り、やや神経質な展開となっていることから、引き続き金融市場の動向は注意してみていく必要がある、との認識を示した。また、ひとりの委員は、内外市場を通じてボラティリティが低下しているが、世界的な金融緩和の結果蓄積された流動性の今後の動きが与える影響については引き続き注意を要する、と述べた。

短期金融市場については、何人かの委員が、極めて落ち着いた状況にあるとの評価を行った。また、ひとりの委員は、資金吸収オペへの応札倍率の高さからも市場の資金余剰感が強いことが窺われると付け加えた。

・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、前述のような経済金融情勢判断のもと、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。

先行きの金融政策運営について、何人かの委員は、金融市場において景気の見方がやや分かれていることに改めて言及し、このような場合には、市場参加者の期待が振れ易くなり、金融市場の変動も大きくなりがちであることから、市場の動向を丁寧にみていくとともに、日本銀行としての経済・物価情勢の見方や政策運営についての考え方を市場に対し、分かり易く示し

ていくことが重要である、との考えを述べた。

また、ひとりの委員は、経済・物価情勢の見方を示していく際には、日本銀行として、景気回復の基本的なメカニズムについて見方の修正があるのかどうか、という点がきちんと伝わるように情報発信していくことが重要であると指摘した。

さらに、ひとりの委員は、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上で、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も、今後しっかりとみていく必要があるとの認識を示した。

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見ると、企業部門の改善が家計部門に広がり、景気は堅調に回復しているが、足許の指標には輸出の伸びの縮減や、一部に生産を調整する動きも見られるところであり、今後の景気判断に当たってはこうした動きが今後どうなるのか注意深く見極めていくことが重要である。
- また、米国等の海外経済や原油価格が内外経済に与える影響など、わが国経済へのリスク要因についても、その動向を注視していく必要がある。
- こうした中、デフレは依然として継続していることから、日銀におかれては引き続き量的緩和政策継続のコミットメントを堅持して頂きたいと考えている。なお、緩和的な金融環境の継続に関する期待を維持し、景気回復を持続的なものとするため、これまでも申し上げているとおり、今後、どのような新たな工夫を講じることができるのか検討を進め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。

- 景気は堅調に回復している。一方、原油価格の動向が内外経済に与える影響や世界経済の動向等には留意する必要があると考えている。物価については、景気の着実な回復により需給ギャップが縮小する一方、銀行貸出の低迷等からマネーサプライの伸びが低い中で、原油など素材価格の上昇により国内企業物価は上昇しているが、物価動向を総合的に勘案すれば、デフレ克服は道半ばの状況にある。したがって、日本経済の重要な課題は、デフレを早期に克服することと民需主導の持続的な成長を図ることである。
- 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 2004」を早期に具体化することとしており、本格的かつ迅速な構造改革に取り組んでいくため、現在、経済財政諮問会議において特別会計改革、三位一体改革、社会保障等について集中審議を行っているところである。
- 日本銀行におかれては、量的緩和政策を引き続き堅持する姿勢を示されているが、今後とも政府との意思疎通を密にしつつ、効果的な資金供給に繋がるような措置を含め、さらに実効性ある金融政策運営を行って頂きたい。また、景気の堅調な回復に伴い、金利の動向が注目を集めていることにも鑑み、日本銀行におかれては専門的な立場からの検討を進めて頂き、デフレ克服までの道筋を含め金融政策運営に関する透明性の一段の向上に努めて頂きたいと思う。

・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、福岡委員

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（9月9日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は9月10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（8月9、10日）の議事要旨が全員一致で承認され、9月14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10月～2005年3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)

2 0 0 4 年 9 月 9 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9月9日
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程 (2004年10月～2005年3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10月	10月12日<火>・13日<水>	10月13日<水>	(11月24日<水>)
	10月29日<金>	—	(12月22日<水>)
11月	11月17日<水>・18日<木>	11月18日<木>	(12月22日<水>)
12月	12月16日<木>・17日<金>	12月17日<金>	(1月24日<月>)
2005年1月	1月18日<火>・19日<水>	1月19日<水>	(2月22日<火>)
2月	2月16日<水>・17日<木>	2月17日<木>	(3月22日<火>)
3月	3月15日<火>・16日<水>	3月16日<水>	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・物価情勢の展望(2004年10月)」の「基本的見解」は、10月29日<金>15時(背景説明を含む全文は11月1日<月>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「全国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」、国土交通省「建築着工統計」
- (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「日経消費予測指数」、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」「卸売物価指数」
- (図表 18) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 19) 各国政府・中央銀行等、欧州委員会

- (図表 20) ブルームバーグ社
- (図表 21) 日本銀行「準備預金積立て状況等」等
- (図表 22) 日本銀行、全国銀行協会、日本相互証券
- (図表 23) 東京金融先物取引所
- (図表 24) 日本相互証券
- (図表 25) 日本証券業協会「公社債店頭（基準）気配表」「公社債店頭売買参考統計値」
- (図表 26) 日本証券業協会「公社債店頭（基準）気配表」「公社債店頭売買参考統計値」
- (図表 27) 日本経済新聞社、東京証券取引所
- (図表 28) 日本銀行
- (図表 29) 日本銀行「貸出約定平均金利の推移」等
- (図表 30) 日本銀行
- (図表 31) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」
- (図表 32) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」「国際収支統計月報」、日本証券業協会「公社債発行額・償還額」「起債情報」、アイ・エヌ情報センター「Funding Eye」
- (図表 33) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 34) 日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査」
- (図表 35) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 36) 東京商工リサーチ「倒産月報」
- (図表 37) 日本銀行「マネタリーベース」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 38) 日本銀行「マネーサプライ」