

# 通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 17 年 6 月

日 本 銀 行

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

平成 17 年 6 月

日本銀行総裁  
福井 俊彦

# 目 次

	頁
要 旨	
． 経済及び金融の情勢	
1 ． 経済の情勢	
（ 1 ） 国内実体経済	
（ 概況 ）	1
（ 輸出は横ばい圏内の後、持ち直し ）	2
（ 生産は弱めに推移した後、下げ止まり ）	4
（ 設備投資は引き続き増加傾向 ）	5
（ 雇用者所得は下げ止まりが明確化 ）	7
（ 個人消費は底堅く推移 ）	8
（ 2 ） 物価	10
（ 3 ） 海外金融経済	
（ 海外経済は景気拡大を持続 ）	13
（ 米国経済は景気拡大を継続 ）	15
（ ユーロエリア経済はごく緩やかな回復 ）	16
（ 東アジア経済は景気拡大を持続 ）	17
（ 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 ）	18
2 ． 金融面の動向	
（ 1 ） 短期金融市場	19
（ 2 ） 債券市場	21
（ 3 ） 株式市場	22
（ 4 ） 外国為替市場	23
（ 5 ） 貸出金利、C P ・社債発行金利	25
（ 6 ） 企業金融	26
（ 7 ） 量的金融指標	29

## ．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	32
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）	35
（金融政策運営）	36
（2）「経済・物価情勢の展望」の公表	36
（3）各会合における検討・決定	
イ．平成16年10月の会合	
（やや弱めの指標もみられるが、景気は回復を継続）	39
（国内企業物価は上昇、消費者物価は引き続き小幅の下落）	39
（金融市場は安定的）	40
（潤沢な資金供給の継続）	40
ロ．11月会合	
（輸出や生産に一服感がみられるが、全体として景気は回復継続）	40
（国内企業物価は上昇、消費者物価は小幅の下落基調）	41
（金融資本市場は落ち着いた動き、為替市場はドル安・円高が進行）	41
（展望レポートに対する市場の反応）	41
（潤沢な資金供給の継続）	41
ハ．12月～17年2月の会合	
（景気は生産面などに弱めの動きがみられるものの、基調的には回復継続）	42
（国内企業物価は上昇から弱含みへ、消費者物価は小幅の下落基調）	42
（金融面は引き続き極めて緩和的）	43
（「経済・物価情勢の見通し」の中間評価＜1月会合＞）	43
（当座預金残高目標の維持）	43
ニ．3月会合	
（生産に持ち直しの兆しがみられるなど、景気の回復メカニズムは維持）	44
（国内企業物価は足もと弱含み、消費者物価は小幅のマイナス）	44
（金融面は引き続き極めて緩和的）	45

( 当座預金残高目標の維持 ) . . . . .	45
( 保証付サムライ電子 C P の適格担保化および C P 等買現先オペにおける対象資産化 ) . . . . .	45
ホ . 金融政策運営を巡る論点	
( I T 関連分野の動向 ) . . . . .	46
( 原油価格高騰の影響 ) . . . . .	47
( 当座預金残高目標を巡る議論 ) . . . . .	47
3 . 金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向 . . . . .	49
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 . . . . .	68
3 . 経済及び金融の情勢に関する基本的見解 . . . . .	73
4 . 金融政策決定会合議事要旨 . . . . .	81
参考計表・資料一覧 . . . . .	148

# 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 年度下期の国内景気は、I T 関連分野における調整の影響が生産面などにみられたものの、基調としては回復を続けた。

すなわち、I T 関連分野の調整の影響を受け、輸出は 16 年夏頃から増加が頭打ちとなり、生産にも弱めの動きがみられた。もっとも、I T 関連分野の調整が進む中、17 年初め頃から、輸出は持ち直しの動きがみられ、生産も下げ止まった。この間、企業収益が改善するもとで、設備投資は増加傾向を続けた。また、雇用者所得の下げ止まりが明確になるもとで、個人消費は総じて底堅く推移した。

2. 物価面では、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、プラスを続けた。一方、消費者物価（除く生鮮食品）は、電気・電話料金の引き下げの影響もあって、小幅のマイナスを続けた。

### ( 金融面の動向 )

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

長期金利は、1.3% 程度から 1.5% 台後半の比較的狭い範囲内で推移した。

株価は、年明けにかけて振れを伴いつつも概ね横ばい圏内で推移した後、2 月以降は、国内経済指標の改善を受けて景気の先行きに対する慎重な見方が幾分後退したことなどから、16 年度中高値圏の 1 万 2 千円台（日経平均株価）近辺まで上昇し、年度末にかけて 1 万 1 千円台後半で揉み合う展開となった。

外国為替市場では、円の対米ドル相場は、12 月上旬にかけて、米国の「双子の赤字」問題に対する懸念などを背景に 102 円台まで上昇した。その後は、102 ~ 106 円の範囲内で推移した後、日米金利差がドル買い要因として意識される中、年度末にかけて 107 円台まで下落した。

4. 民間銀行の貸出残高は、前年比マイナス幅が基調として緩やかに縮小し、

CP・社債の発行残高は、前年を上回って推移した。民間銀行の貸出姿勢は、全体としてさらに緩和した。一方、民間企業の資金需要は、財務内容の改善に向けて借入金を圧縮するスタンスが維持されている中、回復方向の動きに一服感がみられた。

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、伸び率が低下し、17年3月には前年比2%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で推移した。

マネーサプライ( $M_2 + CD$ )は、引き続き前年比2%程度の伸び率となった。

（金融政策決定会合における検討・決定）

6. 16年度下期中には、金融政策決定会合を計7回開催した。

会合での検討の状況を振り返ると、景気判断を「回復を続けている」から「生産面などに弱めの動きがみられるものの、基調としては回復を続けている」へと年末にかけて修正した。また、3月には生産に下げ止まりの動きがみられたことなどから、「IT関連分野における調整の動きを伴いつつも、基調としては回復を続けている」に変更した。

10月29日の会合では、16年度から17年度にかけての「経済・物価情勢の展望」を決定し、「経済・物価情勢の見通し」において、わが国の景気は回復を続け、次第に持続性のある成長軌道に移行していくと予想した。また、1月の会合では、10月に公表した「経済・物価情勢の展望」で示した「経済・物価情勢の見通し」の「中間評価」を行い、わが国の景気は足もと幾分下振れて推移したが、先行きは「見通し」に概ね沿った動きになると評価した。

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、10月から3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。

（日本銀行のバランスシートの動き）

8. 16年度下期の日本銀行のバランスシートをみると、日本銀行当座預金残高を主たる操作目標とする金融市場調節方式のもとで潤沢な資金供給を継続した結果、17年3月末の総資産残高は150.5兆円（前年比+0.8%）となった。なお、日本銀行法第38条に基づく貸付け（いわゆる特融）の残高はゼロとなった（16年3月末の残高は1,412億円）。

# 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 )

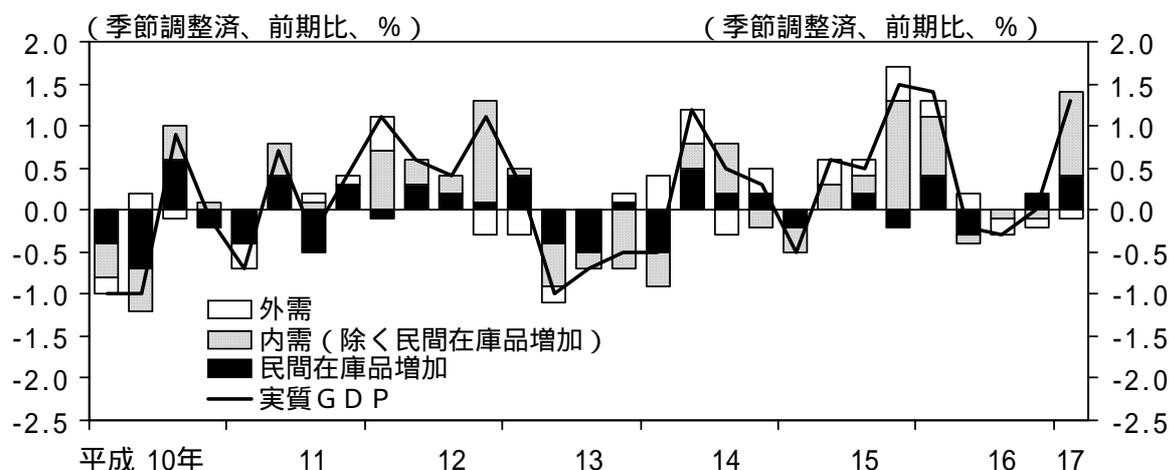
平成 16 年度下期の国内景気は、I T 関連分野における調整の影響が生産面などにみられたものの、基調としては回復を続けた。

輸出は、海外経済の拡大が続いたものの、I T 関連分野での世界的な調整の影響を受けて、16 年夏頃から増加が頭打ちとなった。こうしたもとで、鉱工業生産には弱めの動きがみられた。もっとも、I T 関連分野の在庫調整が徐々に進む中で、17 年初め頃から、輸出は持ち直しの動きがみられ、生産も下げ止まった。

設備投資は、企業収益が改善するもとで、増加傾向を続けた。家計の雇用・所得面をみると、企業の求人が増加し、失業率も均してみれば緩やかな低下傾向をたどった。また、常用労働者数の増加が続き、一人あたり賞与が増加に転じるなど、雇用者所得も下げ止まりが明確になった。こうしたもとで、個人消費は、天候要因等から一時的に弱めの動きとなる局面もみられたが、総じて底堅く推移した。

以上の景気情勢を実質 GDP でみると( 図表 1 )、10~12 月まで概ね横ばいの動きが続いた後、1~3 月は増加に転じた。

( 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 )

(輸出は横ばい圏内の後、持ち直し)

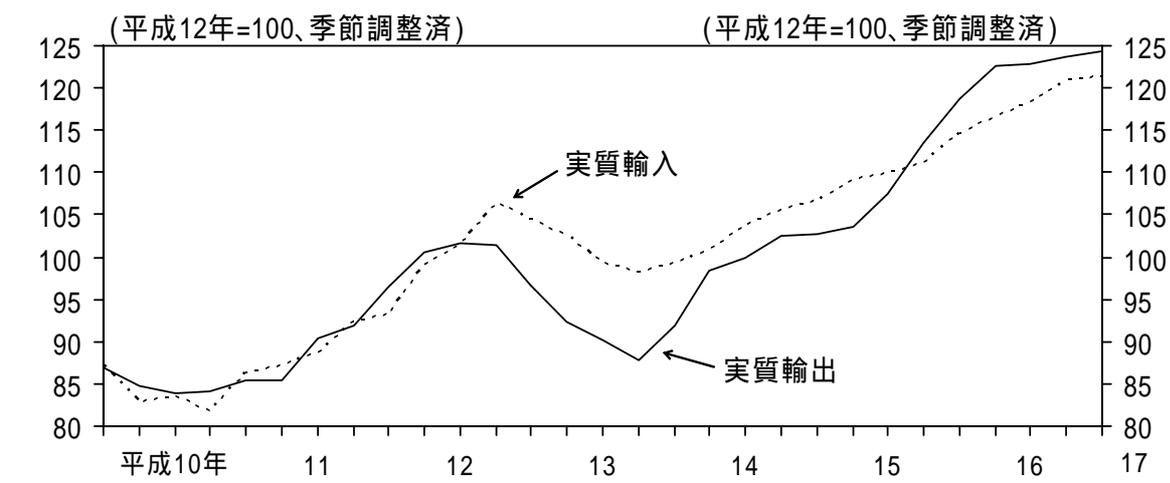
実質輸出は(図表2(1))<sup>1</sup>、米国や東アジアを中心に海外経済の拡大が続いたものの<sup>2</sup>、IT関連分野における世界的な調整の影響を受けて、16年夏頃から増加が頭打ちとなった。もっとも、こうした調整の影響が徐々に和らいだことから、輸出は17年初め頃から、NIEsなど東アジア向けを中心に持ち直しの動きがみられた。実質輸入については、底堅い国内需要や、日中間の分業の深まりなどから、均してみれば増加傾向をたどった。こうしたもとで、実質貿易収支でみた純輸出は、横ばい圏内で推移した(図表2(2))。

実質輸出を財別にみると(図表3(1))、情報関連(電子部品)や半導体製造装置(資本財・部品に含まれる)は、IT関連分野における調整を受けて16年夏から秋にかけて弱含んだが、17年初め頃から増加に転じた。消費財は、振れが大きい動きとなったが、欧米におけるデジタル家電の市場拡大などを背景に、均してみれば増加傾向をたどった。実質輸出を地域別にみると(図表3(2))、IT関連分野の動向が表れやすい東アジア向けは、10~12月に小幅の減少となったが、1~3月には増加した。この間、米国向けは、増加傾向をたどった。

実質輸入を財別にみると、情報関連が、日中間の分業が深まるもとで、中国からの輸入を中心に、堅調な増加を続けた。消費財や資本財・部品(航空機を除く)についても概ね同様であり、振れを均せば増加傾向が続いた。

(図表2) 輸出入の推移

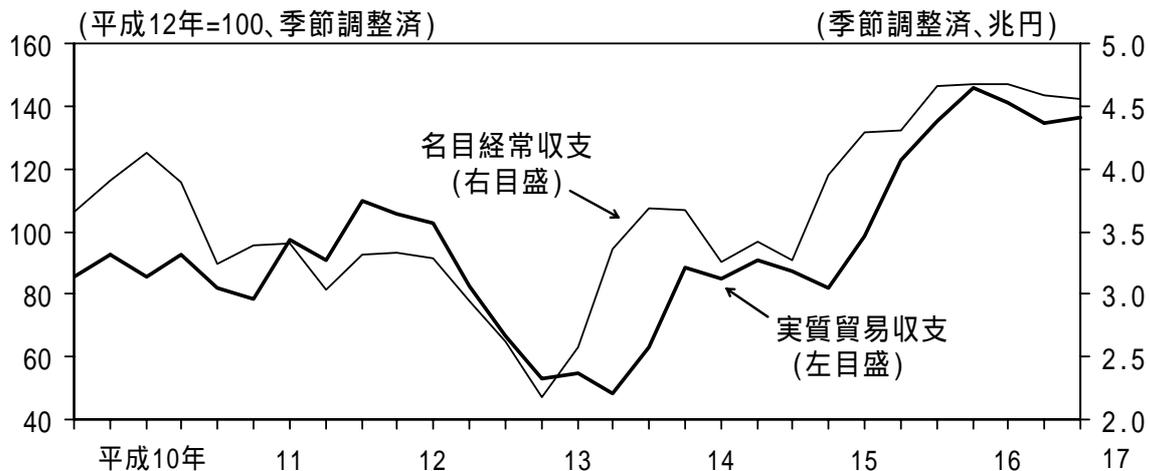
(1) 実質輸出入



<sup>1</sup> 実質輸出(輸入)は、通関輸出(輸入)金額を輸出(輸入)物価指数で除して算出している。実質貿易収支は、これら実質輸出と実質輸入の差である。

<sup>2</sup> 海外経済の詳細については、1.(3)海外金融経済、で後述。

( 2 ) 実質貿易収支と名目経常収支



( 図表 3 ) 輸出の内訳

( 1 ) 財別

( 季節調整済、前期比、% )

		平成16年				平成17年
		第1四半期	2	3	4	1
中間財	<16.3>	4.0	-2.9	-1.6	-0.0	1.5
自動車関連	<22.4>	-0.2	5.3	0.6	1.2	1.7
消費財	<6.0>	4.3	1.3	-3.5	4.5	-2.0
情報関連	<13.7>	4.8	4.2	-0.4	-0.6	2.2
資本財・部品	<30.0>	8.0	5.5	1.8	0.3	1.3
実質輸出計		4.7	3.2	0.3	0.5	0.6

( 2 ) 地域別

( 季節調整済、前期比、% )

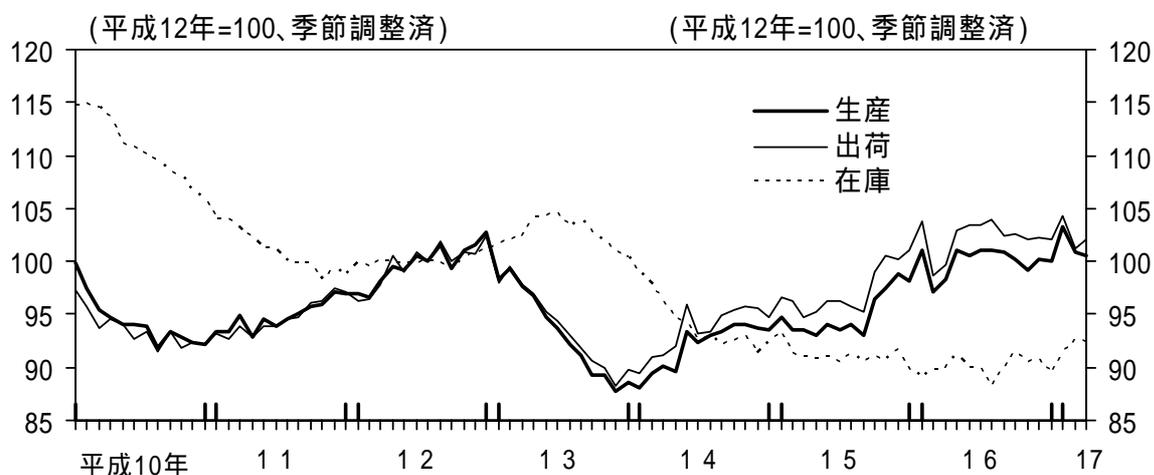
		平成16年				平成17年
		第1四半期	2	3	4	1
米国	<22.4>	1.2	2.9	0.3	2.3	2.0
EU	<15.5>	10.3	2.3	2.1	2.0	-0.7
東アジア	<46.9>	6.5	1.4	0.7	-0.5	3.2
中国	<13.1>	9.1	2.1	-0.2	2.8	1.3
NIEs	<24.7>	6.0	1.8	0.9	-2.8	4.4
ASEAN4	<9.1>	4.6	-0.4	1.1	1.2	2.8
実質輸出計		4.7	3.2	0.3	0.5	0.6

( 注 ) <>内は、平成16年通関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。

(生産は弱めに推移した後、下げ止まり)

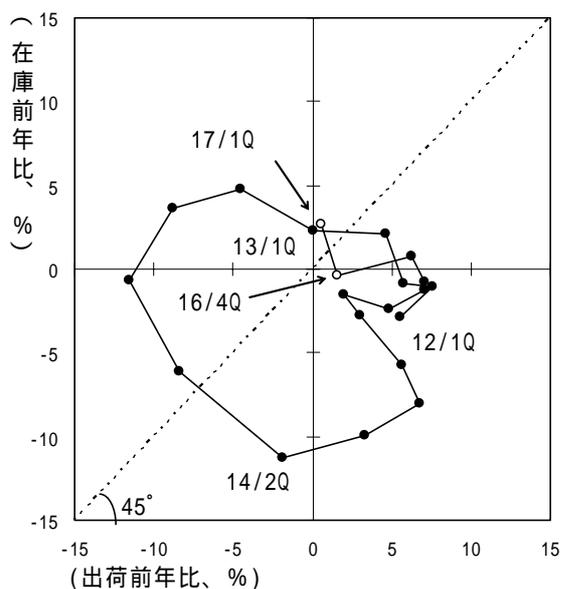
鋳工業生産は(図表4) IT関連分野の在庫調整などから、16年夏以降、弱めの動きとなったが、在庫調整が徐々に進む中で、17年初め頃から下げ止まりに向かった。この間の在庫循環を確認すると(図表5) 全体としては需給が概ね均衡し、はっきりした在庫調整局面には至らなかった。しかし、電子部品・デバイスについては、メーカーがデジタル家電需要の伸びを高く予想し過ぎていたことや、携帯電話の世界的な需要が減速したことなどを背景に、在庫調整の動きが続いた。

(図表4) 鋳工業生産・出荷・在庫

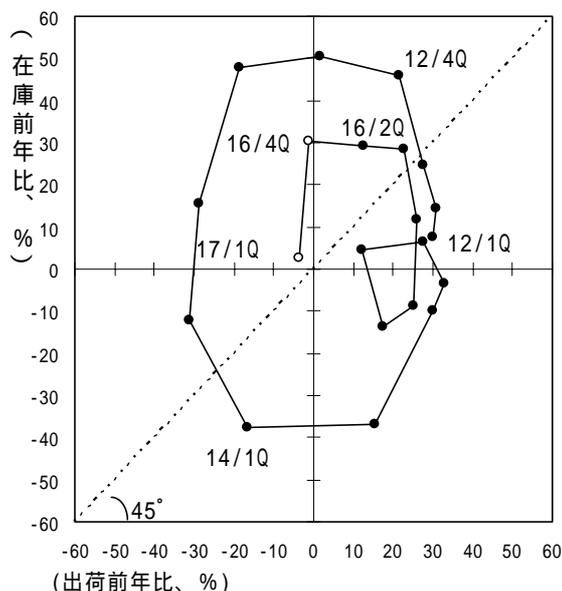


(図表5) 在庫循環

(1) 鋳工業全体



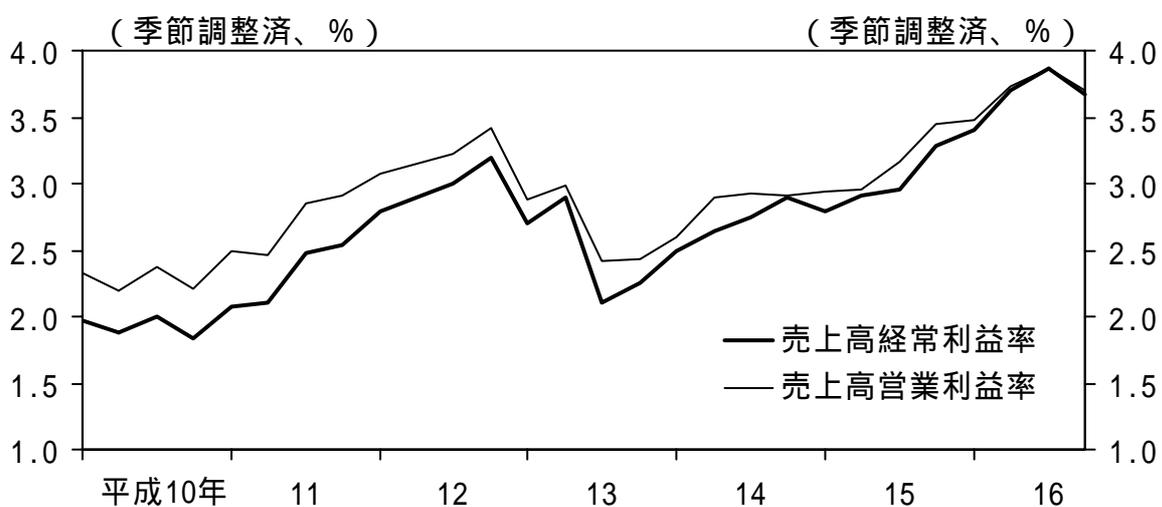
(2) 電子部品・デバイス



(設備投資は引き続き増加傾向)

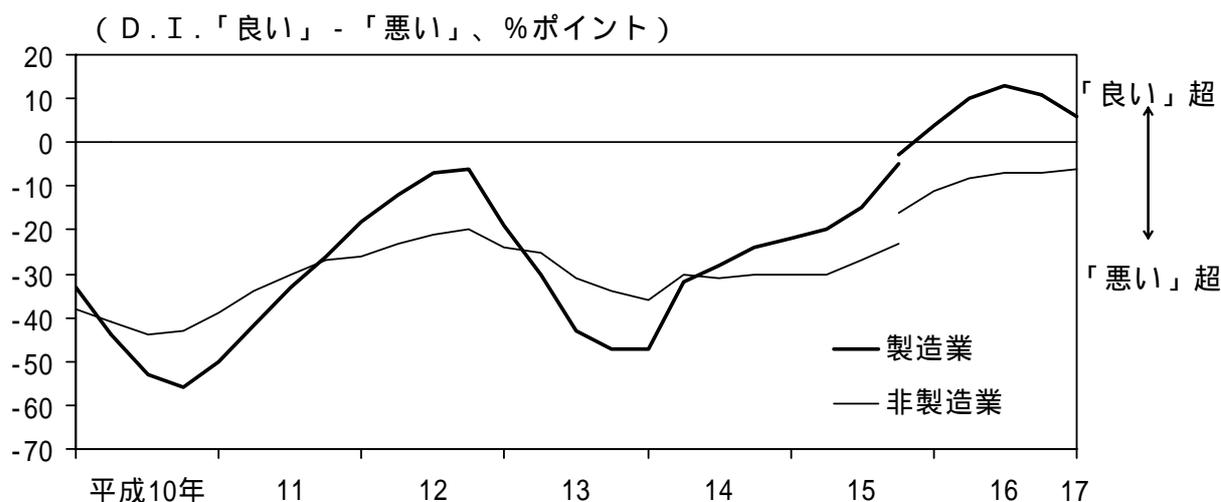
企業収益は、10～12月は幾分弱めの動きとなったが、均してみれば改善傾向を続けた。売上高営業利益率や同経常利益率をみると(図表6)、売上高が総じて好調を維持する中、従来から進めてきた各種経営努力の効果もあって、引き続き、バブル期以来の高い水準となった。この間、企業の業況感(図表7)IT関連分野の調整などを反映して、やや慎重な動きとなった。

(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)



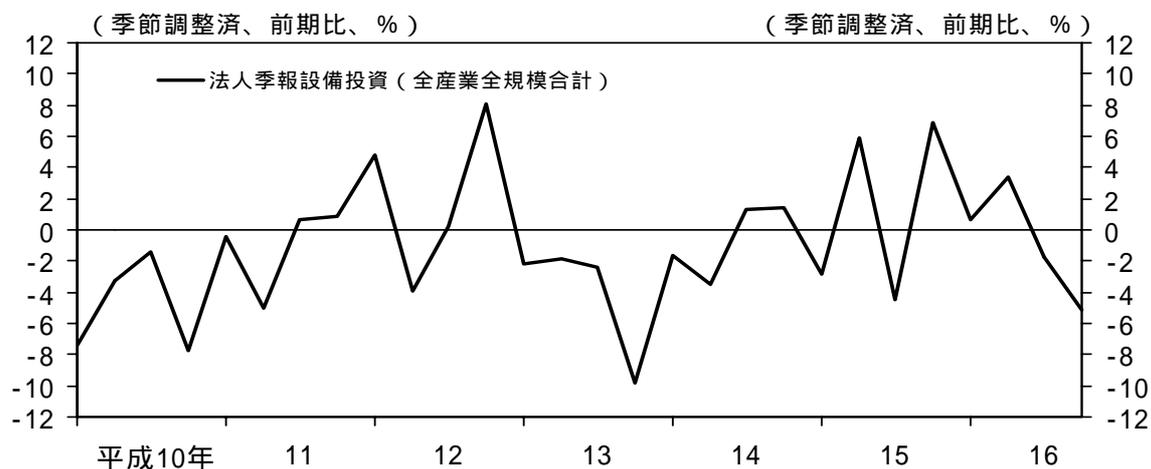
(注) 短観については、16年3月調査より、調査対象企業の拡充を含む幅広い見直しを実施した。このため、新ベースと旧ベースの計数には不連続(段差)が生じている。

収益が高水準を持続するもとの、設備投資は製造業を中心に増加傾向を続けた。法人企業統計の設備投資をみると（図表8（1））、16年前半に大幅に増加した非製造業の中堅中小企業で、年後半に反動減がみられたが、製造業は16年後半も着実に増加した。また、設備投資の先行指標をみると（図表8（2））、いずれも振れの大きな動きであったが、機械受注は緩やかな増加傾向をたどり、建築着工床面積も、鉱工業（工場）、運輸（物流・配送拠点）、医療福祉などを中心に増加した。

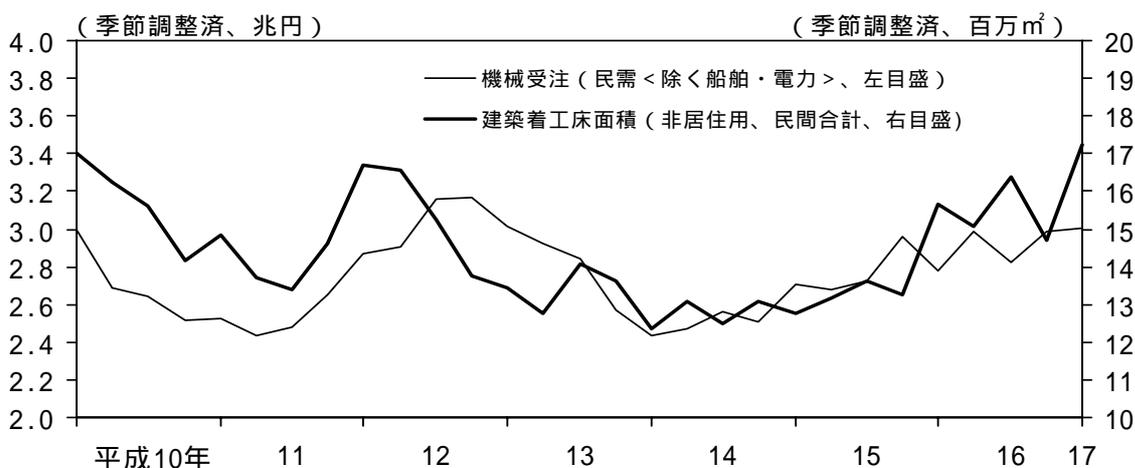
この間、公共投資は（図表9）災害復旧関連の工事が一部で進捗したことにより、下げ止まりの動きもみられたが、公共事業関係予算が減少する中で、基調としては減少傾向を続けた。一方、住宅投資は、横ばい圏内で推移した。

（図表8）設備投資

（1）法人季報設備投資

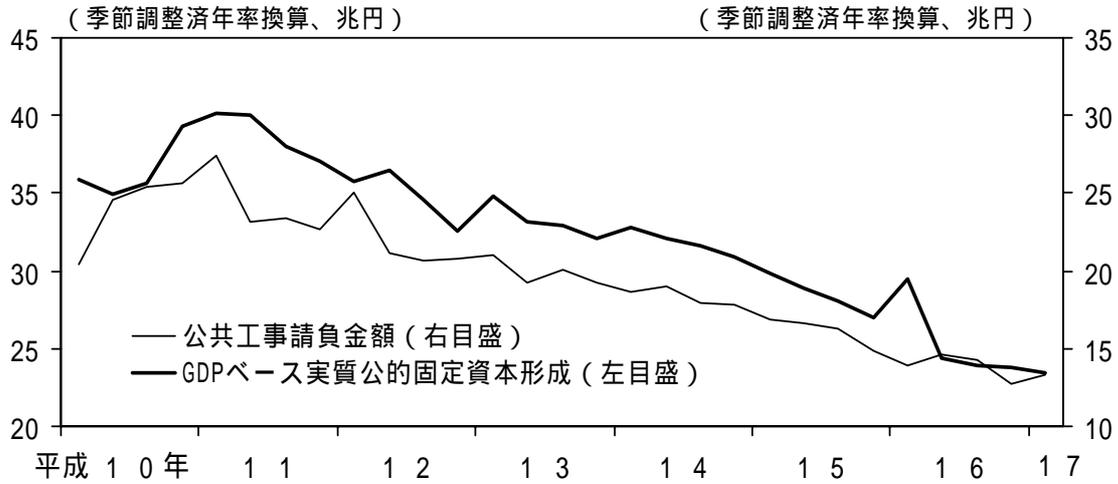


（2）機械受注・建築着工床面積



（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毎期発生する回答企業の変化に対応するため、資本ストック等の変動に比例させて設備投資額を修正するもの）。

( 図表 9 ) 公共投資

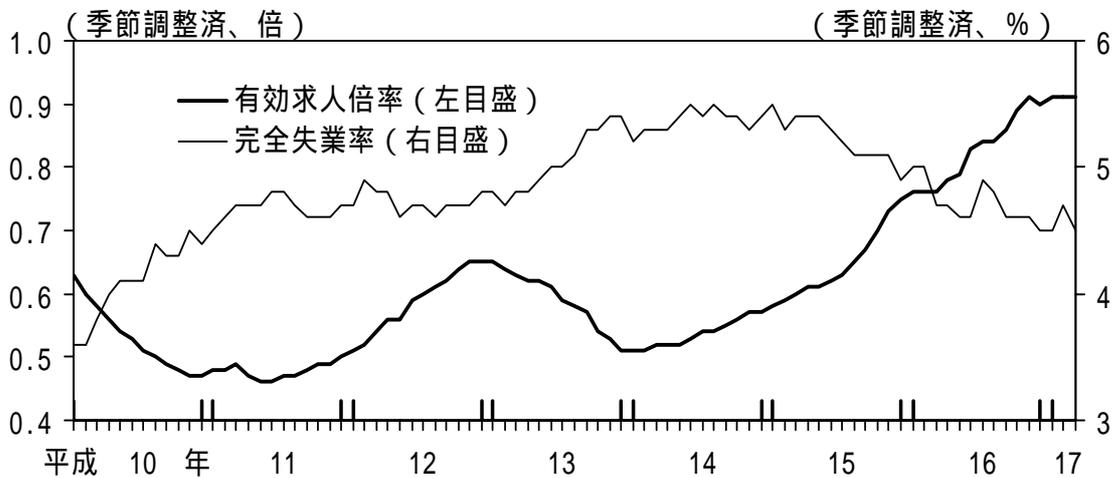


( 雇用者所得は下げ止まりが明確化 )

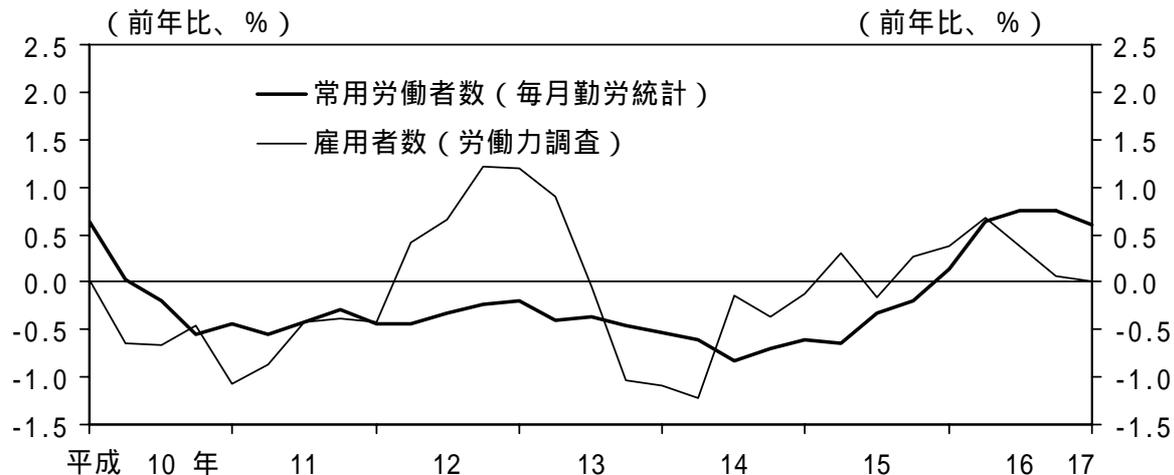
家計の雇用・所得面をみると、有効求人倍率など労働需給を反映する指標は改善傾向を続け、完全失業率も、振れを均してみれば緩やかな低下傾向をたどった ( 図表 10(1) )。雇用面では、振れの大きい労働力調査の雇用者数は、増加の動きが一服したが、毎月勤労統計の常用労働者数は、はっきりした増加傾向をたどった ( 図表 10(2) )。賃金面をみると、所定内給与のマイナス幅が徐々に縮小する中で、冬季賞与も、企業収益の増加を背景に、前年を上回った。こうした動きを受けて、雇用者所得は ( 図表 11 ) 下げ止まりが明確になった。

( 図表 10 ) 労働需給

( 1 ) 有効求人倍率と完全失業率

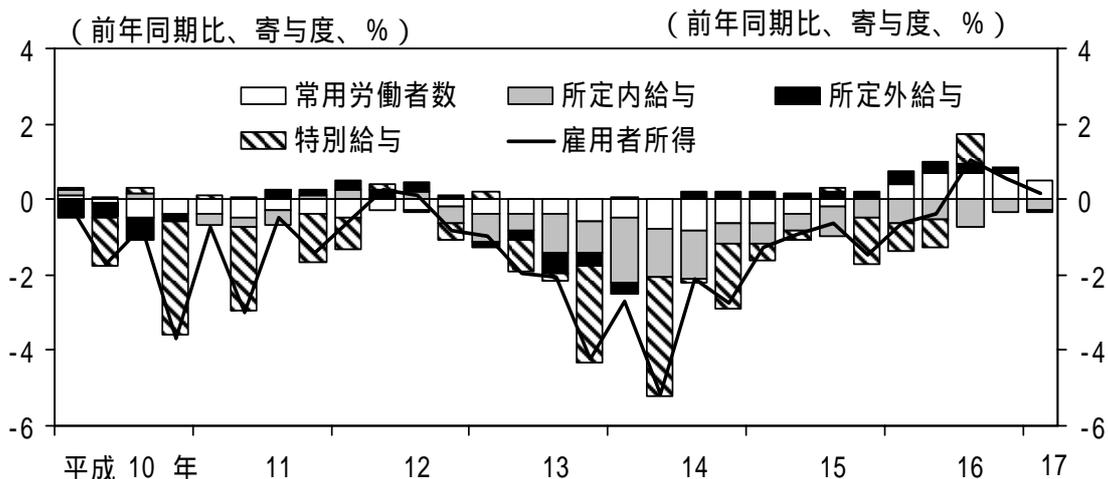


(2) 常用労働者数（毎月勤労統計）と雇用者数（労働力調査）



(注) 常用労働者数は事業所規模5人以上の計数を使用。

(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。

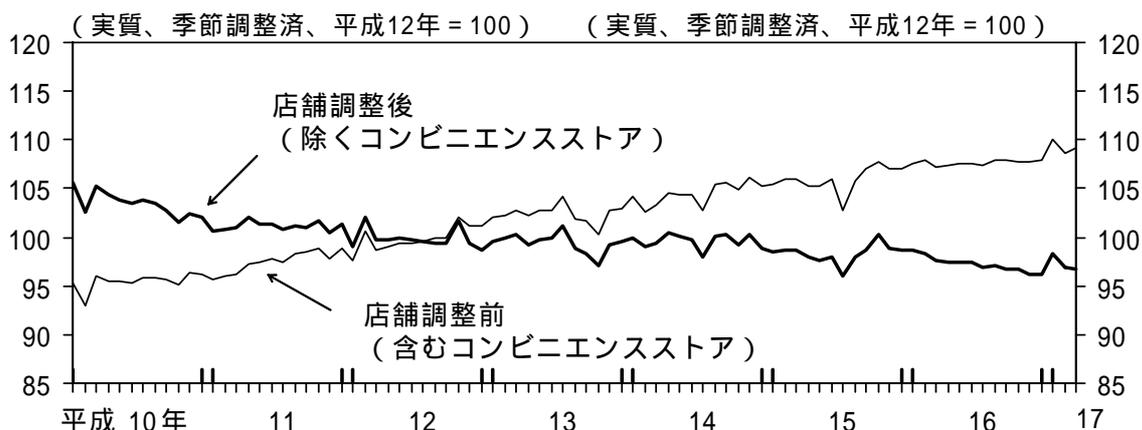
(個人消費は底堅く推移)

以上のような雇用・所得環境のもとで、個人消費は、底堅く推移した。すなわち、小売や旅行、外食など各種財・サービスの売上指標を合成した「販売統計合成指数」をみると(図表 12)<sup>3</sup>、10～12月は、台風や暖冬といった天候要因など

<sup>3</sup> 販売統計合成指数は、全国百貨店・スーパー売上高、新車登録台数、家電販売額、旅行取扱額、外食産業売上高の各統計を、家計調査の支出額ウェイトをもとに合成したものである。なお、「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

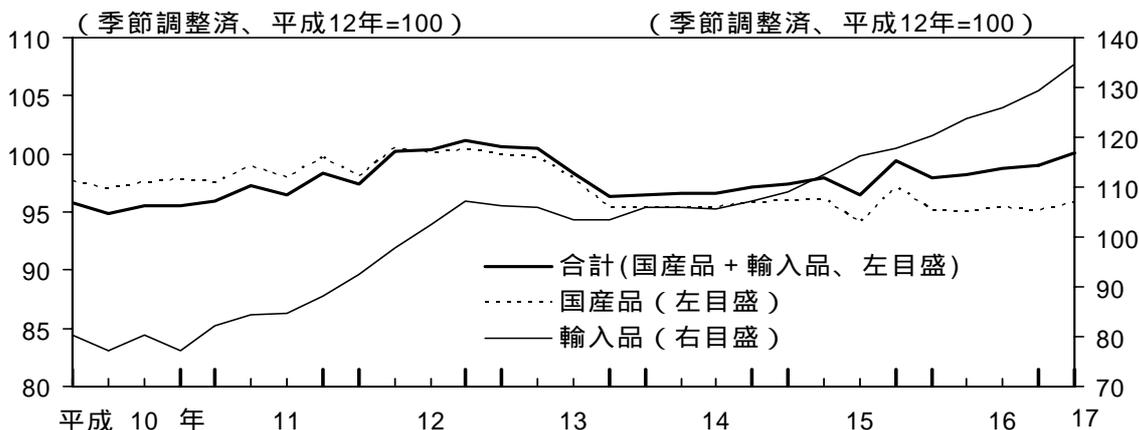
の影響からやや弱い動きとなったが、そうした要因が剥落した1～3月は回復した。また、消費財の動きを生産者段階で包括的に捉えた「消費財総供給」は（図表13）<sup>4</sup>、デジタル家電などを中心に増加した。この間、需要側から個人消費を捉えた家計調査の消費水準指数をみても、サンプル要因によって強弱が増幅されているが、10～12月に落ち込んだ後、1～3月はかなり増加した。この間、消費者コンフィデンスを表す指標は（図表14）緩やかな改善傾向をたどった。

（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。

（図表13）消費財総供給

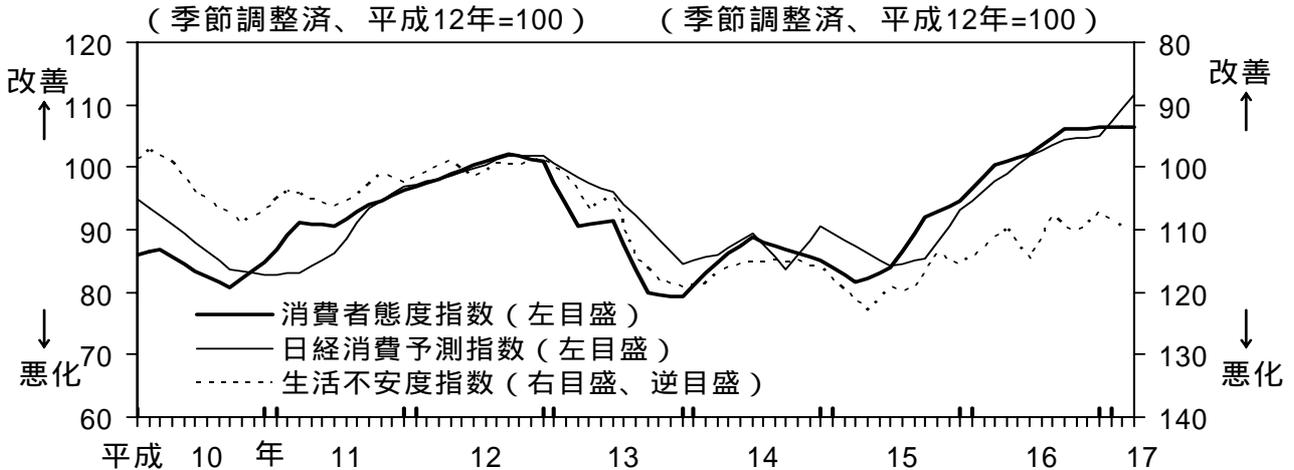


（注）消費財総供給については脚注4を参照。

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）。「店舗調整後」は、店舗増減の影響を排除したものであり、継続的に売上高を把握できる店舗分だけで売上高の変動を捉える指数である。

<sup>4</sup> 消費財総供給（国産品の国内向け出荷 + 輸入品）は、鉱工業指数統計における消費財出荷と、消費財の実質輸出入から算出している。

(図表 14) 消費者コンフィデンス

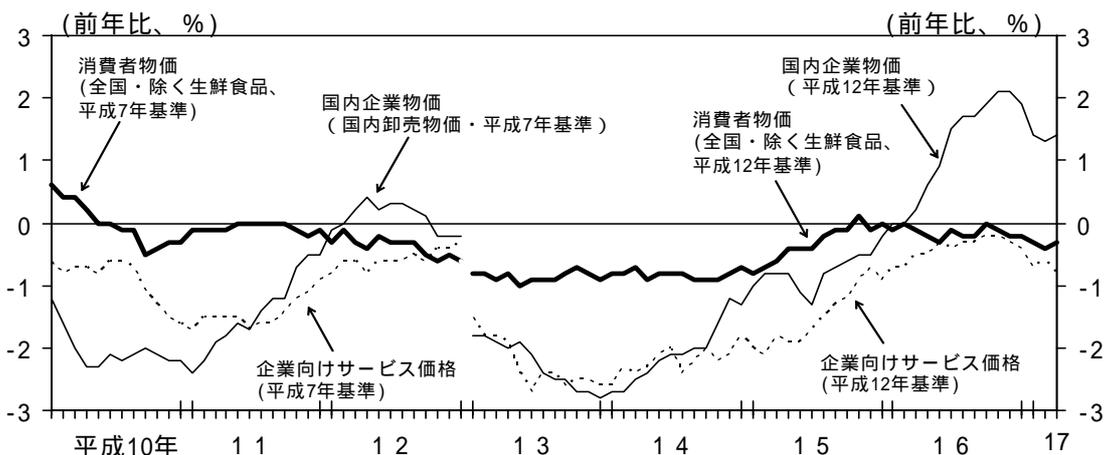


(注) 消費者態度指数 (調査対象全国 5,040 世帯)、日経消費予測指数 (同首都圏 600 人<16 年 9 月までは 1,500 人、16 年 12 月は 880 人>)、生活不安度指数 (同全国 2,200 人) は、いずれも消費者意識を尋ねたアンケート調査。

## (2) 物価

物価の動向について(図表 15)、国内企業物価の動きを前年比で見ると、内外の商品市況高や需給環境の改善を反映して、上昇を続けた。一方、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は<sup>5</sup>、電気・電話料金の引き下げの影響もあって、小幅のマイナスを続けた。

(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。

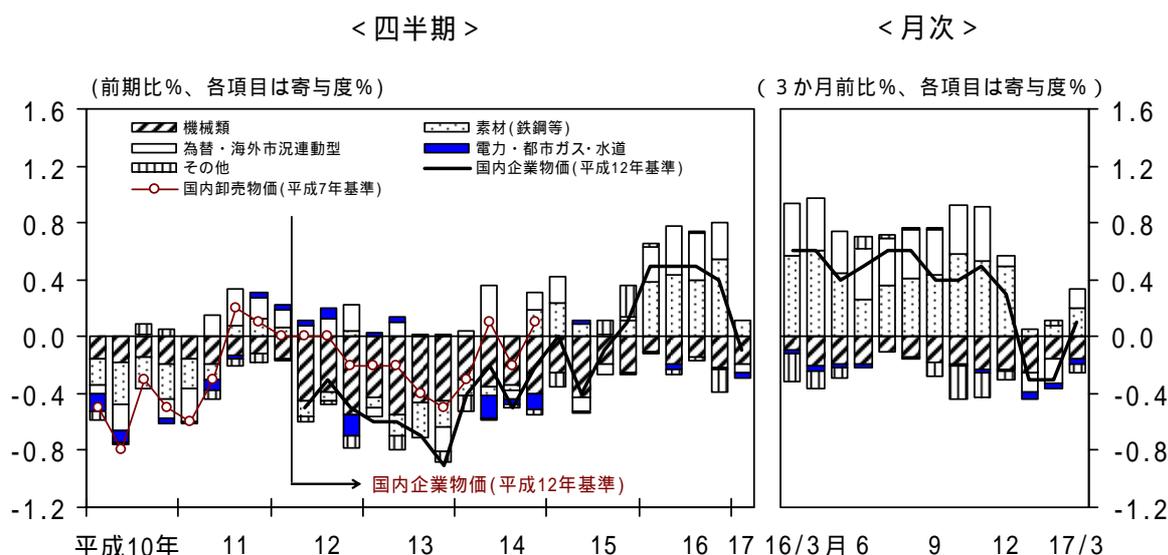
<sup>5</sup> 「消費者物価(除く生鮮食品)」は、天候要因による振れが大きい生鮮食品を消費者物価指数総合から除いたものである。

国内企業物価の動きを3か月前比でやや詳しくみると(図表16)、石油・石炭製品は、原油価格がいったん反落し再び上昇した動きを反映し、17年初めに一時的に下落した後、年度末には上昇に転じた。鉄鋼、化学関連は、堅調な需給環境などを受けて、緩やかな上昇を続けた。一方、機械類の価格は、16年前半までマイナス幅が縮小傾向をたどっていたが、16年後半には液晶などIT関連部品の価格下落もあって、マイナス幅が幾分拡大した。需要段階別にみると(図表17)、素原材料や中間財の価格は、内外商品市況の騰勢がいったん落ち着いたことから、16年秋以降、概ね横ばいで推移した。この間、最終財の価格については、緩やかな下落傾向が続いた。

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、なお緩和した状況が続いた。また、企業の人件費抑制姿勢が根強いもとで、ユニット・レーバ・コストは、テンポが緩やかになりつつも低下傾向を続けた。こうしたもとで、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は(図表18)、電気・電話料金引き下げの影響もあって、小幅のマイナスで推移した。

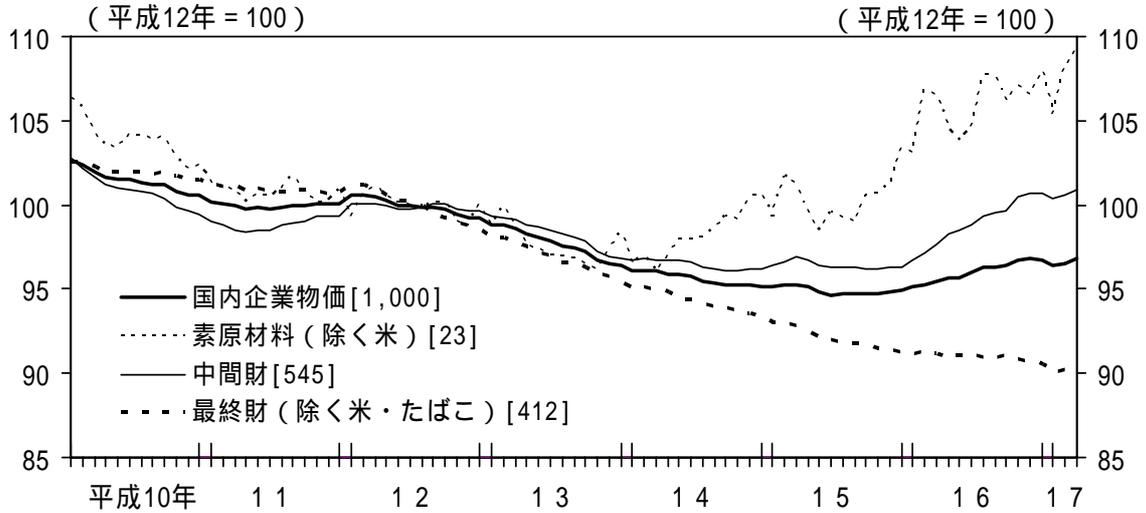
地価については、商業地、住宅地ともに引き続き下落したが、下落テンポは緩やかになった。中でも、東京都心部を中心とした大都市圏では、下げ止まりないし上昇に転じる動きが広がった。

(図表16) 国内企業物価



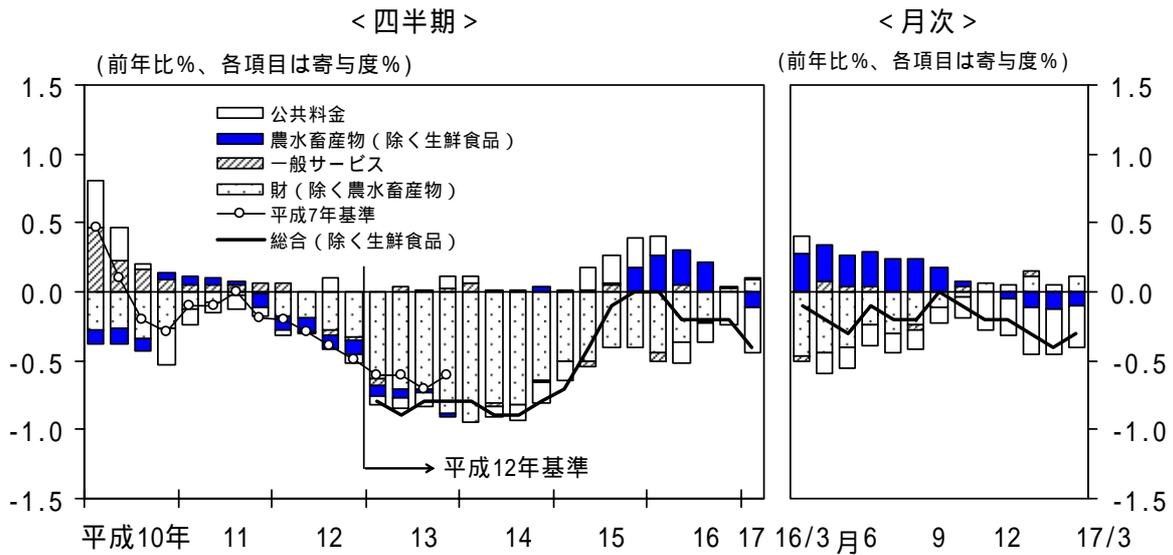
(注) 為替・海外市況連動型は、石油・石炭製品と非鉄金属。機械類は、電気機器、一般機器、輸送用機器、精密機器。

(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)

(図表 18) 消費者物価 (除く生鮮食品)



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

### ( 3 ) 海外金融経済

( 海外経済は景気拡大を持続 )

16年度下期の海外経済は、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、個人消費や設備投資を中心に内需主導の景気拡大が続いた。東アジアでは、中国が高成長を続けたほか、NIEs、ASEAN4も、景気停滞感の強い韓国を除けば、成長率は幾分減速しながらも、着実な成長を続けた。この間、欧州では、英国経済は、テンポを若干鈍化させつつも景気拡大を続けた。一方、ユーロエリア経済は、家計支出や設備投資を中心にごく緩やかに回復したものの、回復力は弱い状況が続いた。

( 図表19 ) 海外経済の実質GDP成長率

( 欧米は季節調整済前期比年率、東アジアは前年比、% )

		平成 15年	16年	15年 4Q	16年 1Q	2Q	3Q	4Q	17年 1Q
米 国		3.0	4.4	4.2	4.5	3.3	4.0	3.8	3.1
欧 州	ユーロエリア	0.5	1.8	1.6	2.9	1.8	1.0	0.6	2.0
	ド イ ツ	0.0	1.6	2.4	1.7	0.8	- 0.2	- 0.5	4.2
	英 国	2.2	3.1	3.7	2.7	3.9	2.2	2.8	2.2
東 ア ジ ア	中 国	9.5	9.5	9.9	9.8	9.6	9.1	9.5	9.4
	NIEsおよび ASEAN4	4.3	5.7	5.3	6.0	6.6	5.5	4.9	

( 注 ) NIEsおよびASEAN4<sup>6</sup>は、IMF公表のGDPウェイト(16年、購買力平価基準)を用いて算出。

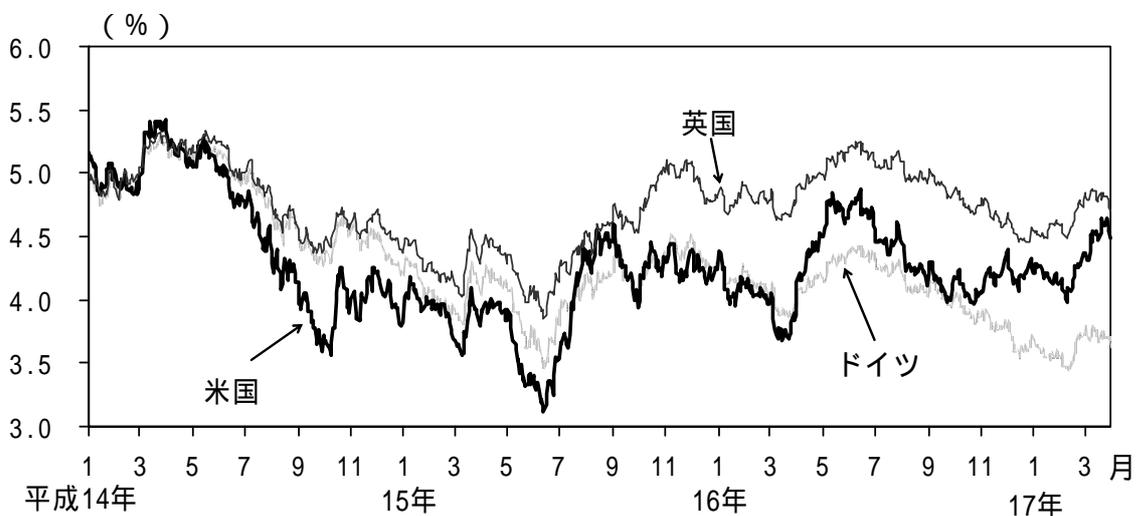
海外金融市場の動向をみると( 図表20 )、米国の長期金利は、2月上旬までは概ね4.0~4.4%の範囲内で推移したが、その後、市場予想比強めの経済指標や原油価格の上昇等を背景に、先行きのインフレへの懸念が強まったことを受けて上昇した。この間、ユーロエリアおよび英国の長期金利は、景気拡大テンポの鈍

<sup>6</sup> 図表3の注を参照。

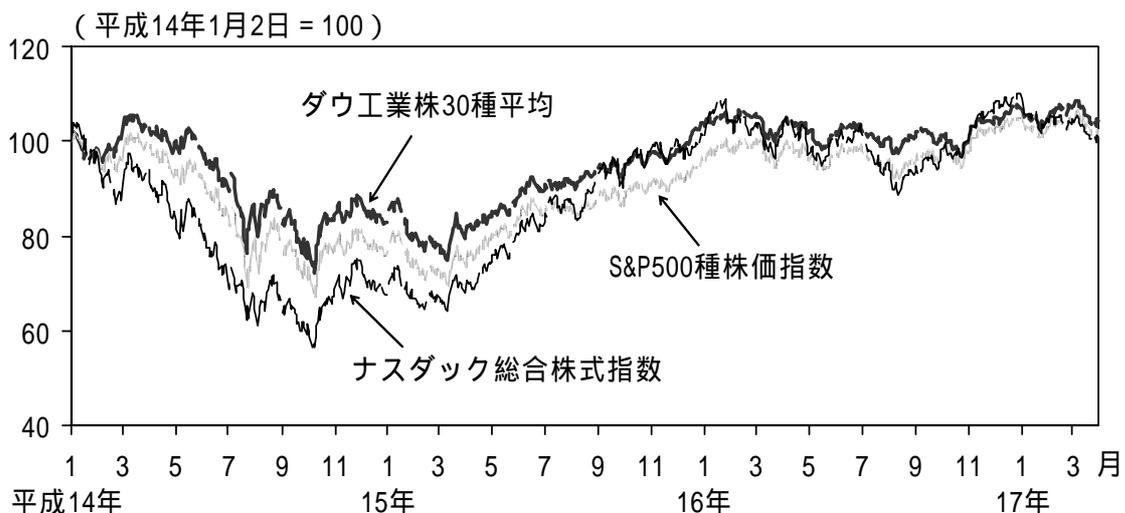
化懸念などから2月上旬にかけて低下した後、米国金利につれて幾分上昇した。米欧の株価は、原油価格、経済指標、企業業績の公表などを受けて変動したが、下期を通じてみると景気回復の持続見通しを背景に上昇した。エマージング諸国・地域の金融市場をみると、3月初めまでは、良好なファンダメンタルズなどに支えられ、総じてみれば株価は上昇基調、対米国債スプレッド<sup>7</sup>は縮小基調をたどった。3月入り後は、原油価格の上昇や米国の利上げペース加速に対する懸念を背景に株価、通貨は幾分軟化し、対米国債スプレッドは若干拡大した。

(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)

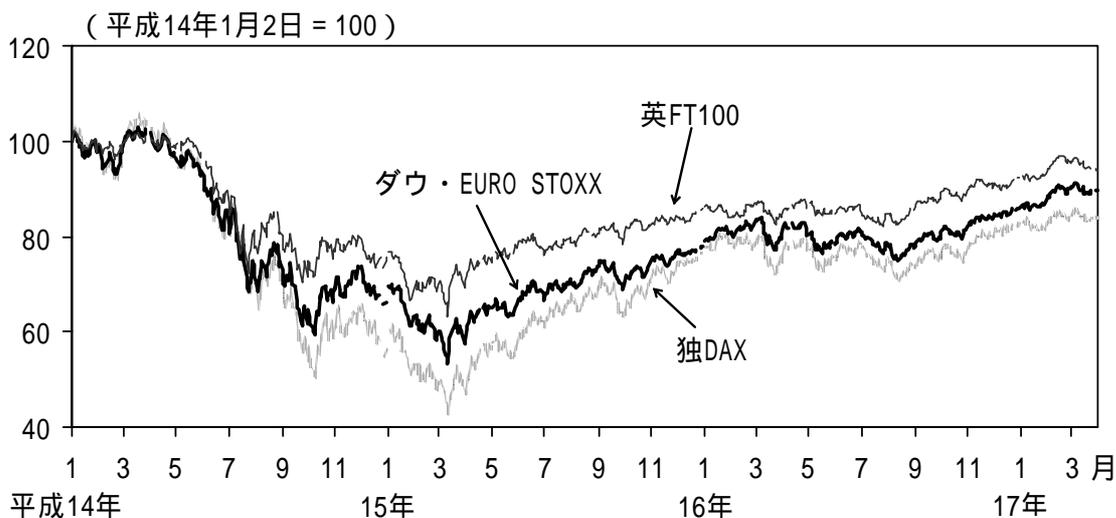


(2) 米国の株価



<sup>7</sup> これら諸国・地域の政府が発行するドル建債と米国債の利回り格差で、当該諸国等に対する市場の信用リスク認識を示す指標とされている。

### ( 3 ) 欧州の株価



### ( 米国経済は景気拡大を継続 )

以上の動きをやや仔細にみると、米国では、家計支出、設備投資ともに着実に増加し、雇用面の改善傾向が続くなど、内需主導の景気拡大が続いた。一方、対外バランス面をみると、内外景気格差や原油の在庫積み増しの影響から貿易収支の悪化が続き、16年は既往最大の赤字幅を記録した。物価面については、総合ベースの消費者物価の前年比は、原油価格上昇を受けて3%台で推移した。食料・エネルギーを除くコアベースのインフレ率は緩やかながらも着実に上昇し、2%を上回る水準で推移した。

こうした情勢のもとで、米国連邦準備制度は、11月10日、12月14日、2月2日、3月22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1.0%引き上げた。この結果、同誘導目標の水準は3月末時点で2.75%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))、2月上旬までは、経済指標などを受けて上下に振れつつも、概ね4.0~4.4%の範囲内で推移した。その後は、生産者物価など市場予想比強めの経済指標の発表に加え、3月のFOMC声明文などを受けてインフレや利上げペース加速への懸念が幾分高まったことなどから、4.6%台まで上昇した。

株価をみると(図表20(2))、12月末にかけては、米国の企業業績が総じて良好

な結果となる中、企業間の買収・合併の増加なども材料視され上昇した。17年入り後は、企業業績見通しや経済指標の発表、原油価格の動向などを受けて比較的大きく振れたが、年初から通してみると概ね横ばいとなった。

(ユーロエリア経済はごく緩やかな回復)

欧州経済情勢をみると、ユーロエリアでは、内需を中心に景気はごく緩やかな回復を続けた。すなわち、個人消費が、国によっては区々ながら、全体で見れば増加基調を維持したほか、設備投資も幾分持ち直した。また、輸出も緩やかに増加した。しかし、生産は停滞感が強いほか、雇用環境にも改善の兆しはみられず、回復のモメンタムは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の影響は続いたものの、概ね前年比2%を幾分上回る水準に止まった。

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。

英国では、景気拡大のモメンタムは若干鈍化したものの、景気は拡大を続けた。すなわち、これまでのイングランド銀行による金融引締めやそれに伴う住宅価格の上昇率鈍化などを背景に、個人消費の増勢が頭打ちとなった。もっとも、テンポは減速したものの景気拡大は続いており、労働需給の逼迫した状況は続いている。この間、消費者物価上昇率は、エネルギー関連価格の上昇などを反映して幾分伸びが高まったが、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、16年8月の利上げ以降、政策金利であるレポ金利を4.75%で維持した。

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)は、景気拡大テンポの鈍化懸念、利上げ観測の後退などから2月上旬にかけて低下した後、米国金利につれて幾分上昇した(図表20(1))。一方、株価をみると、ユーロエリアおよび英国とも、12月までは米国の株価と歩調をあわせて上昇し、17年入り後も緩やかな上昇を続けた(図表20(3))。

( 東アジア経済は景気拡大を持続 )

N I E s、A S E A N 4では、多くの国・地域で成長率は幾分減速したものの、着実な成長が続いた。すなわち、輸出・生産面では、多くの国・地域で増加傾向が続いたが、世界的なIT関連財の在庫調整などを受けて増勢が鈍化した。個人消費は、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。この中で、韓国は、家計支出を中心に景気停滞感が強い展開となった。この間、物価面では、食料品価格の高騰が一服したことを背景に、消費者物価指数の前年比上昇率は緩やかな上昇となった。

なお、12月末にスマトラ島沖を襲った地震と大津波（インド洋津波）は、多大な人的損害をもたらした。ただし、経済活動への影響は、インドネシアやタイなどを中心に比較的小さいものに止まった。

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増勢が鈍化したものの、依然として高水準を維持した。また、個人消費や輸出も、増勢を維持した。この間、物価面では、農作物の良好な作柄等を背景に、食料品価格高騰が一服したため、消費者物価指数の前年比は緩やかな上昇に止まった。なお、食料品を除いたベースでは、光熱費や家賃の上昇の影響などから、上昇率が幾分高まった。

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、四度に亘って政策金利を計1%引き上げて、4.25%とした。また、タイ銀行では三度に亘って政策金利を計0.75%引き上げて、2.25%に、台湾中央銀行も三度に亘って政策金利を計0.5%引き上げて、1.875%とした。この間、中国人民銀行は、10月28日、市中金融機関の人民元貸出・預金の基準金利を引き上げること（1年物の引き上げ幅は0.27%）貸出金利の変動幅の上限を撤廃すること、および預金金利の下方への変動を容認することを決定した。一方、韓国銀行は、景気減速懸念から、11月11日、政策金利を0.25%引き下げ、3.25%とした。

東アジア地域の金融市場をみると、16年中は米国経済を巡る不透明感の減退や原油高の一服など、17年入り後は良好なファンダメンタルズなどを背景に、多く

の国・地域で株価・債券価格・通貨ともに堅調に推移した。ただし、3月入り後は、原油価格の上昇や米国の利上げペース加速に対する懸念を背景に株価、通貨が軟化し、対米国債スプレッドは若干拡大した。

(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、商品市況の上昇などを背景に、株価が堅調に推移し、対米国債スプレッドは縮小傾向をたどった。もっとも、3月入り後は、米国の利上げペース加速に対する懸念などから、株価が軟化し、対米国債スプレッドは若干拡大した。この間、アルゼンチンでは、デフォルト債務の再編手続きにおいて債権者のうち予想を上回る約76%が新たな債券への交換に応じたが、依然として先行き不透明感が強い。

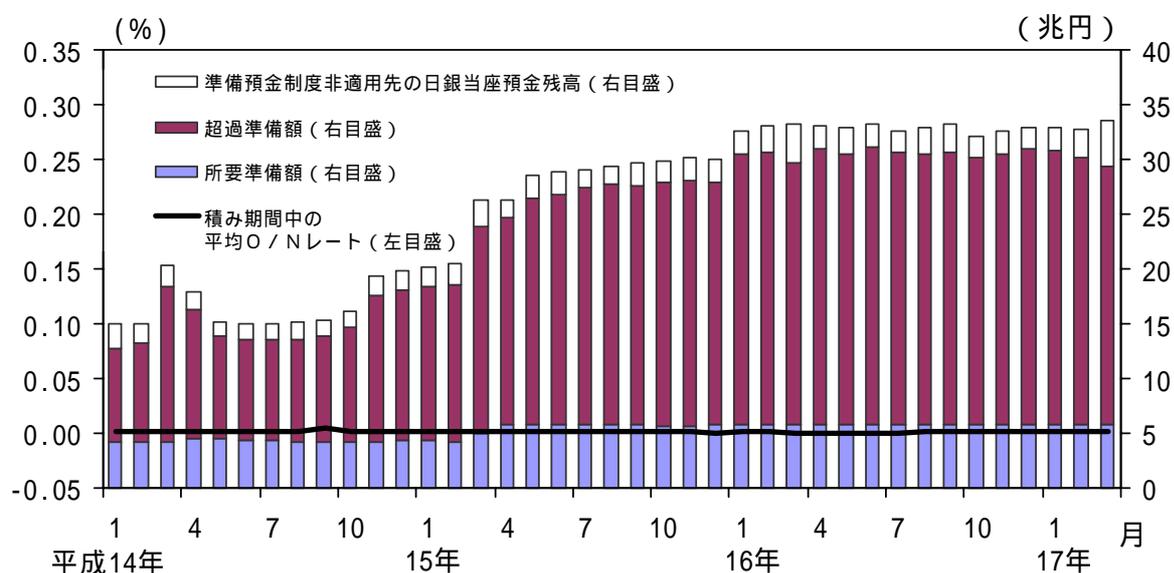
その他の地域をみると、トルコでは、IMFプログラムの進展やEU加盟への期待の高まりを背景に株価は上昇、対米国債スプレッドは縮小した。ただし、3月入り後は株価が軟化、対米国債スプレッドは若干拡大した。また、ロシアでは、原油価格の上昇などを背景に、対米国債スプレッドは総じて縮小し、株価は横ばい圏内で推移した。

## 2. 金融面の動向

### (1) 短期金融市場

平成16年度下期を通じて、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<sup>8</sup>は(図表21) 30～35兆円台で推移した。3月末の残高は35.8兆円となった。

(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)<sup>9</sup>は、下期を通じて、ほぼ一貫して0.001～0.002%の極めて低い水準で安定的に推移した<sup>10</sup>。

ターム物金利<sup>11</sup>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、下期を通じて、低位で安定的に推移した。

<sup>8</sup> 金融機関等が日本銀行に保有する当座預金の残高。

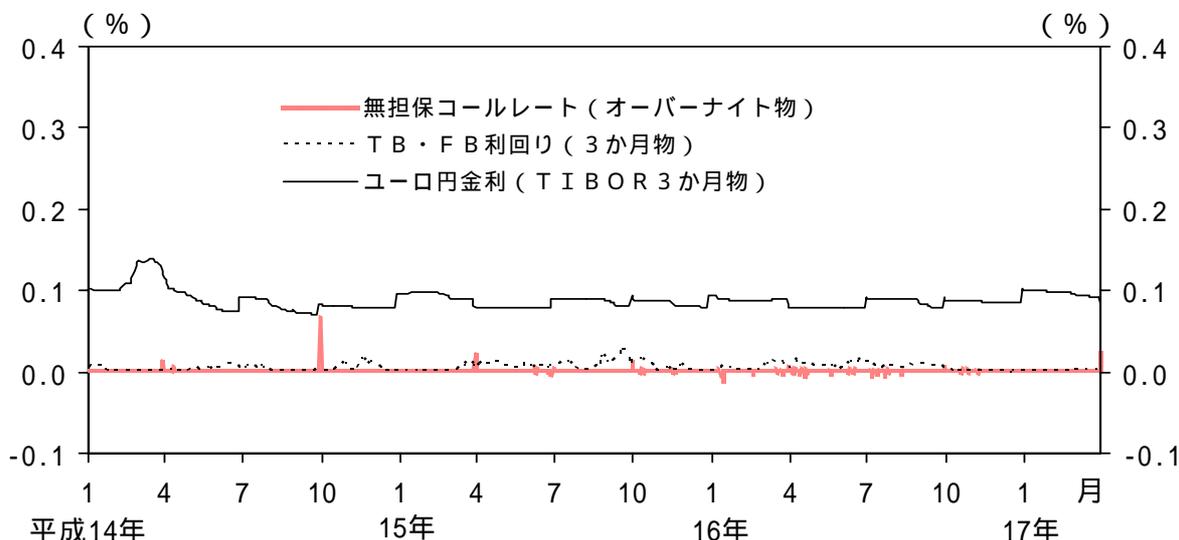
<sup>9</sup> 無担保コールレート(オーバーナイト物)の数値は、加重平均値(以下同じ)。

<sup>10</sup> ただし、3月末日には、年度末要因から0.022%となった。

<sup>11</sup> 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。

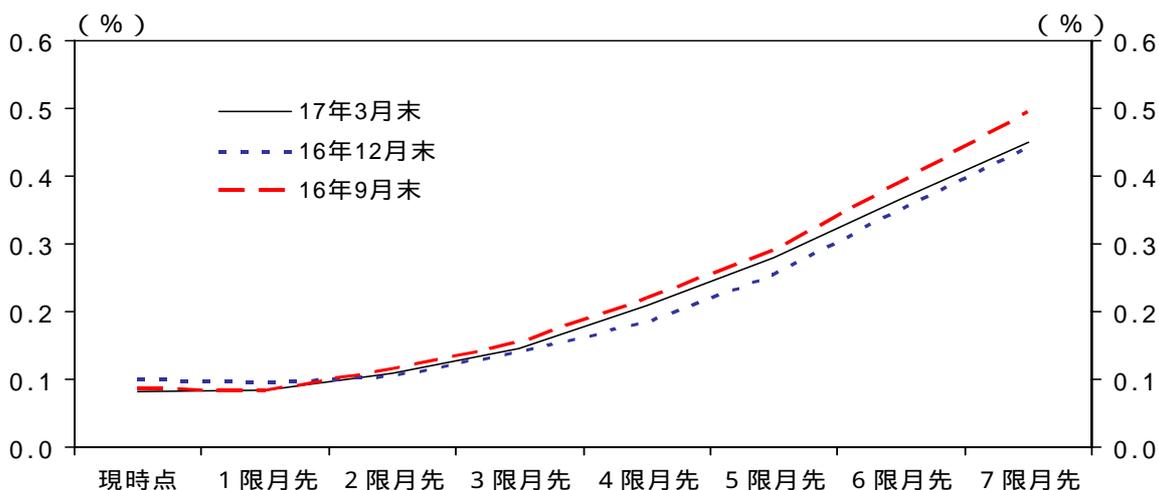
T B (割引短期国債)・F B (政府短期証券) レートは、資金余剰感が強い中、銀行や機関投資家の購入意欲が強く、全体として低い水準で推移した。

(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、16 年末にかけて、景気の先行きに対する慎重な見方から低下したものの、2 月以降、景況感の改善などを背景に幾分上昇し、17 年 3 月末時点では、16 年 9 月末対比で概ね横ばい圏内の水準となった。

(図表 23) ユーロ円金利先物レート

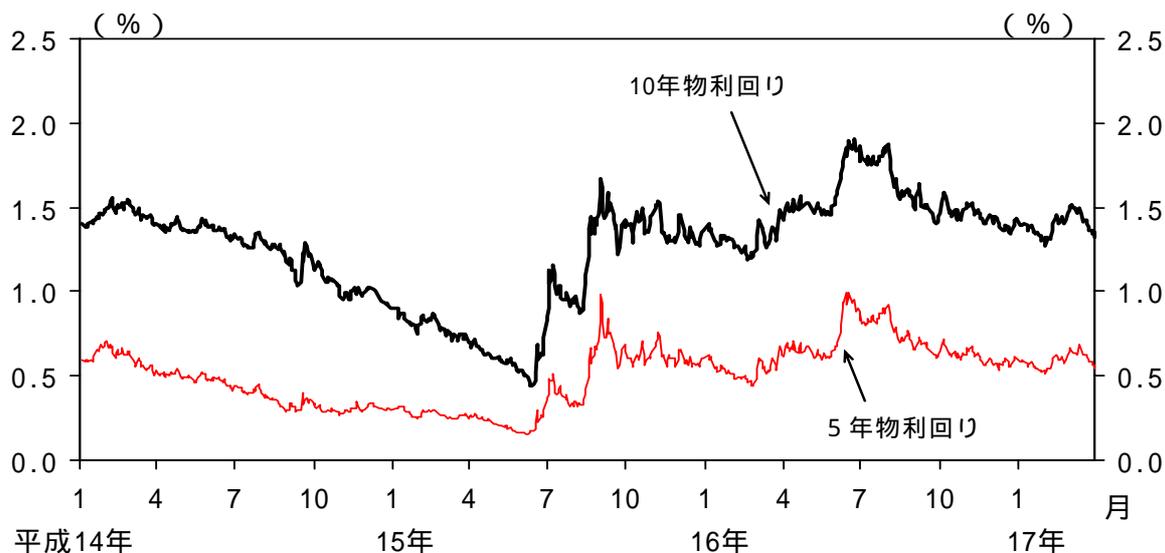


(注) ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利 (T I B O R 3 か月物) である。グラフでは、例えば、17 年 3 月末時点 (実線) における 1 限月先 (17 年 6 月央) のユーロ円金利の市場予想値が 0.085%、2 限月先 (17 年 9 月央) が 0.110%、3 限月先 (17 年 12 月央) が 0.145% であったことを表している。

## (2) 債券市場

16年度下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) 1.3%程度から1.5%台後半の比較的狭い範囲内で推移した。

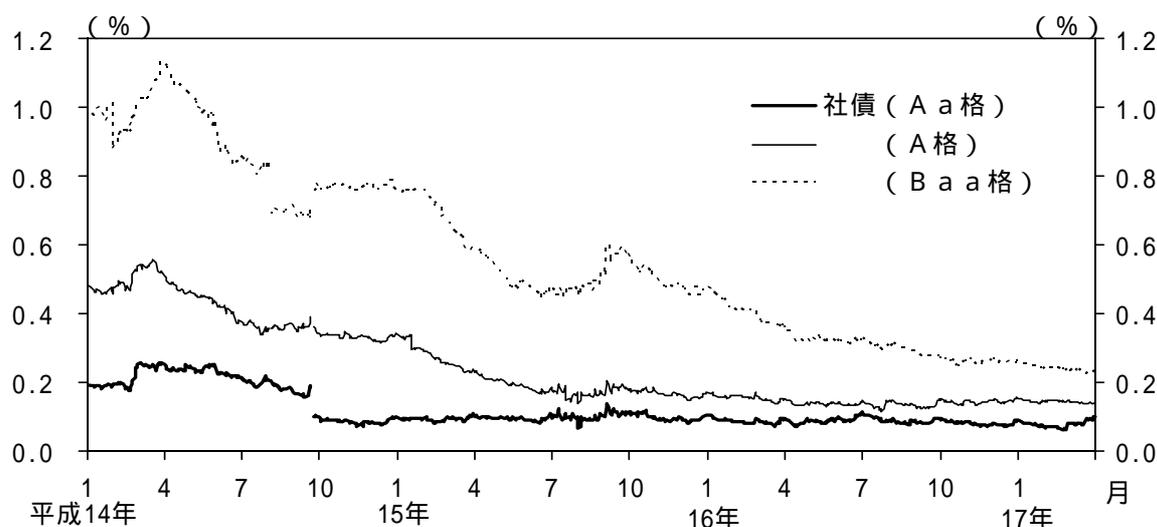
(図表24) 長期国債流通利回り



やや詳しくみると、長期国債金利は、年度下期入り後、景気の先行きに対する慎重な見方や良好な需給環境などを背景に低下傾向をたどり、2月初には16年3月以来となる1.2%台まで低下した。その後は、経済指標の改善や堅調な株価動向などを受けて上昇に転じ、3月初には再び1.5%前後まで上昇した。ただし、年度末にかけては、弱い経済指標がみられたこともあり、1.3%台前半まで低下した。

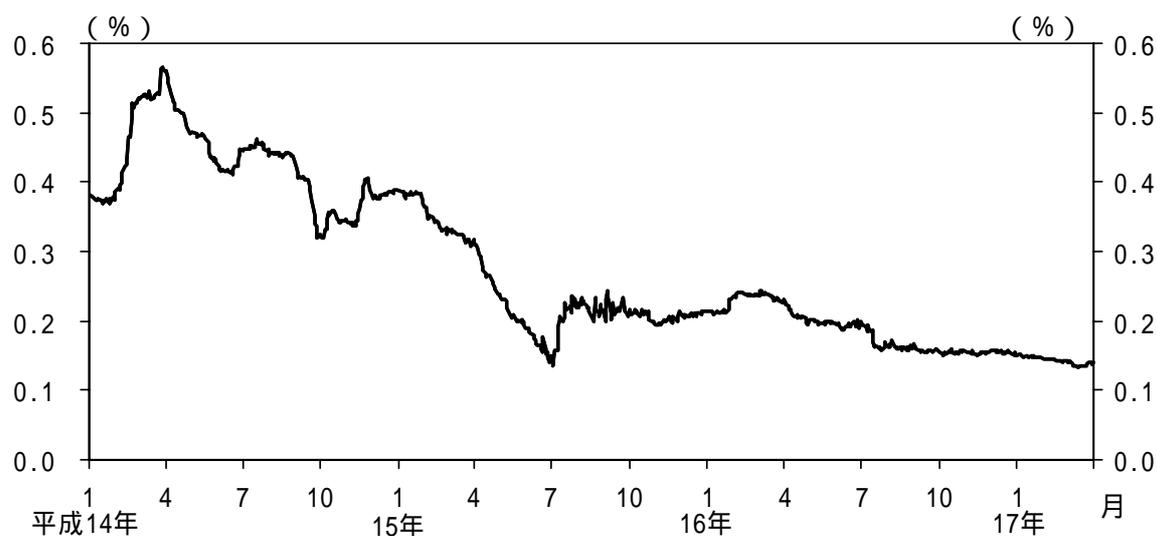
この間、社債と国債との流通利回り格差(信用スプレッド)は(図表25) 16年度下期中を通じて、横ばい圏内で推移した。こうした中、銀行債の信用スプレッドも(図表26) 横ばいで推移した。

(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

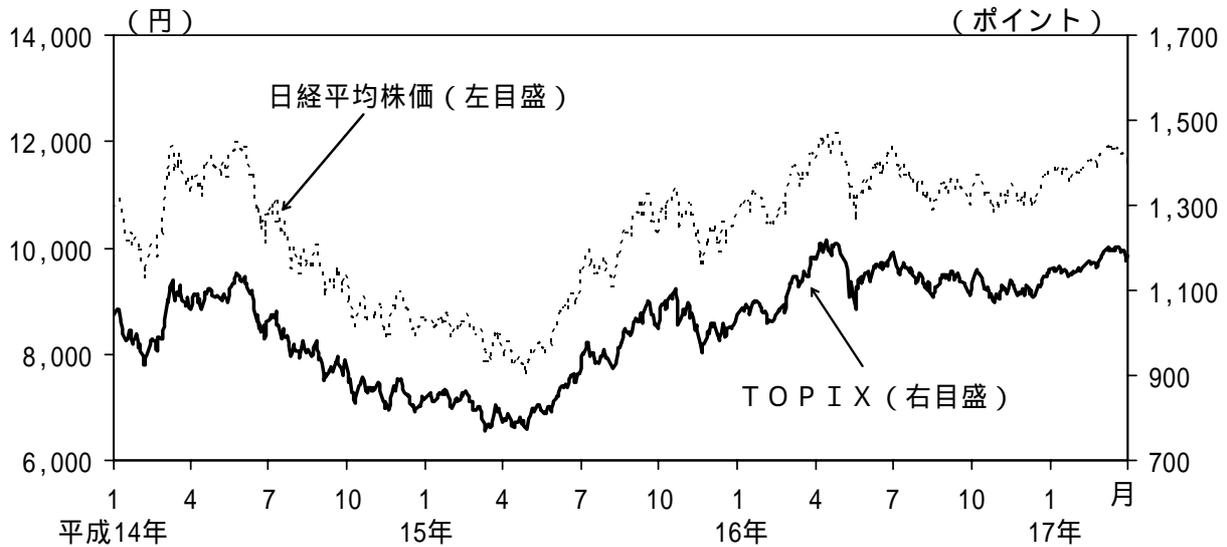


(注) 銀行債、国債とも残存年数5年。銀行債は、みずほコーポレート債・東京三菱債・三井住友債・UFJ債の平均。

### (3) 株式市場

16年度下期の株式市場の動向をみると(図表 27) 株価は、年明けにかけて振れを伴いつつも概ね横ばい圏内で推移した後、2月以降は上昇傾向をたどった。

(図表 27) 株価



やや詳しくみると、株価は、年明けにかけて、内外経済指標の動向などを眺めて振れを伴いつつも概ね横ばい圏内で推移した。その後2月以降は、国内経済指標の改善を受けて景気の先行きに対する慎重な見方が幾分後退したことなどから、16年度中高値圏の1万2千円台（日経平均株価）近辺まで上昇し、年度末にかけて1万1千円台後半で揉み合う展開となった。

#### (4) 外国為替市場

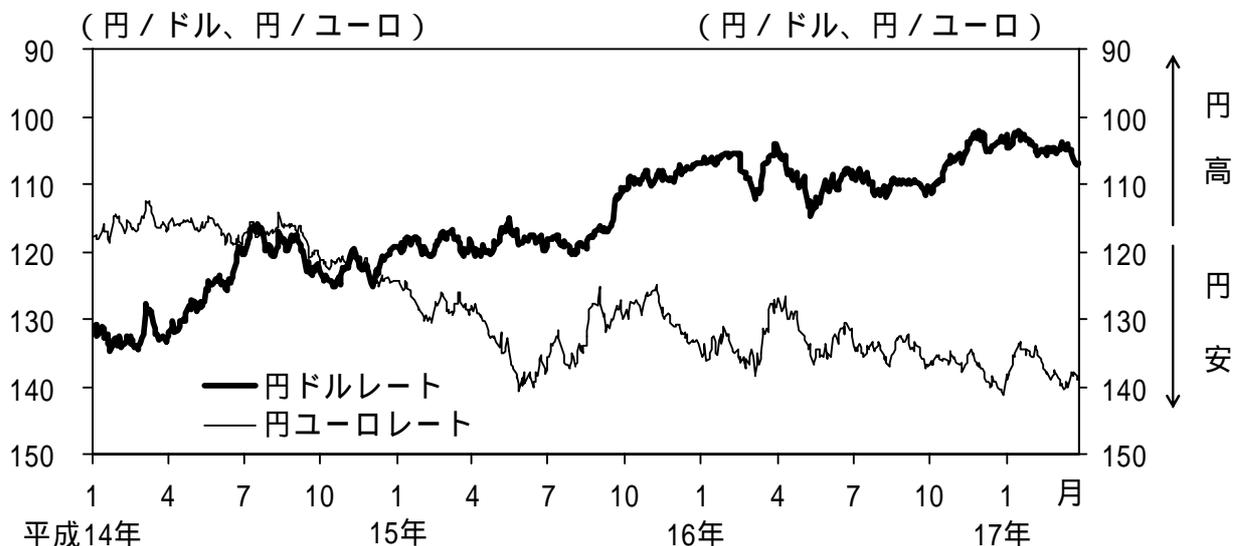
16年度下期の外国為替市場の動向についてみると（図表 28）、円の対米ドル相場は、12月上旬にかけて102円台まで上昇した。その後は、102～106円の範囲内で推移した後、年度末にかけて107円台まで下落した。

やや詳しくみると、円の対米ドル相場は、12月上旬にかけて、米国の「双子の赤字」問題に対する懸念などを背景としたドル売りから102円台まで上昇した。その後は、102～106円の範囲内で推移した後、日米金利差がドル買い要因として意識される中、年度末にかけて107円台まで下落した。

この間、円の対ユーロ相場は、133～142円の範囲内で推移した。

また、16年度下期中の円の実質実効為替レート<sup>12</sup>は、概ね横ばい圏内で推移した。

(図表 28) 円ドル、円ユーロレート



<sup>12</sup> 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整した上で、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）。

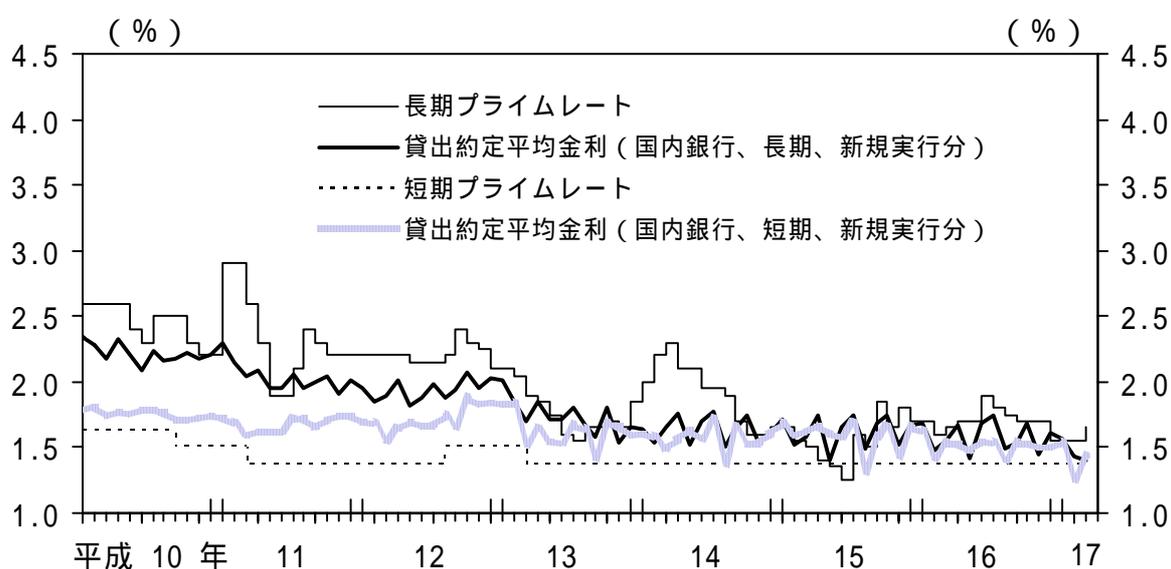
## (5) 貸出金利、CP・社債発行金利

16年度下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)<sup>13</sup>は、1.375%の水準で引き続き推移した。長期プライムレートは、長期金利の動きを受けて、小幅の引き下げ、引き上げが一度ずつみられたが、総じてみれば横ばい圏内で推移した。

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、低水準横ばい圏内で推移した。

この間、銀行の預金金利は、極めて低い水準で推移した。

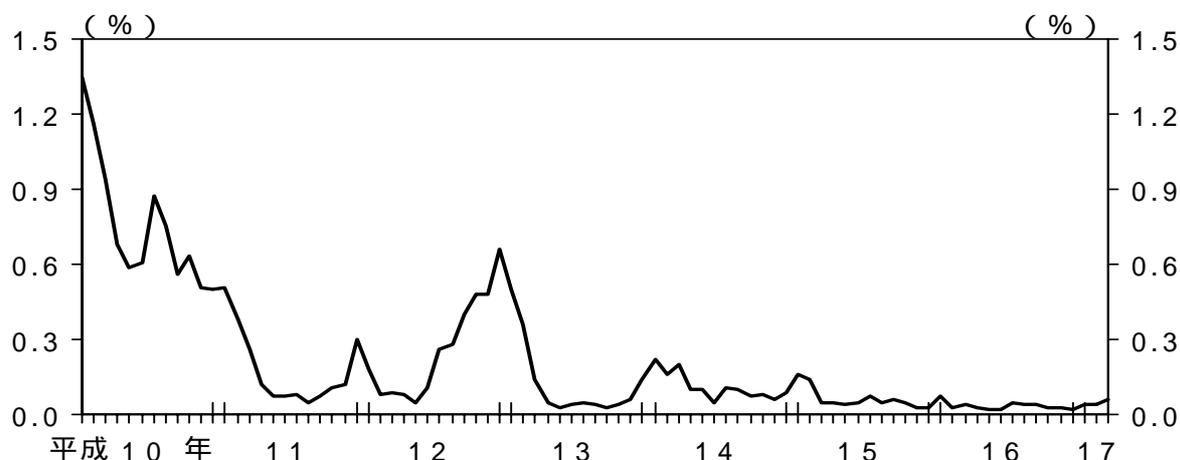
(図表29) 貸出金利



企業の短期の資金調達手段であるコマーシャル・ペーパー(CP、図表30)や社債の発行金利は、低水準で推移した。この間、高格付け先と低格付け先の金利格差についても、CP、社債とも引き続き低水準で推移した。

<sup>13</sup> 正確には、最も多くの数の都市銀行が採用した金利。

(図表 30) C P 発行金利 ( 3 か月物 )

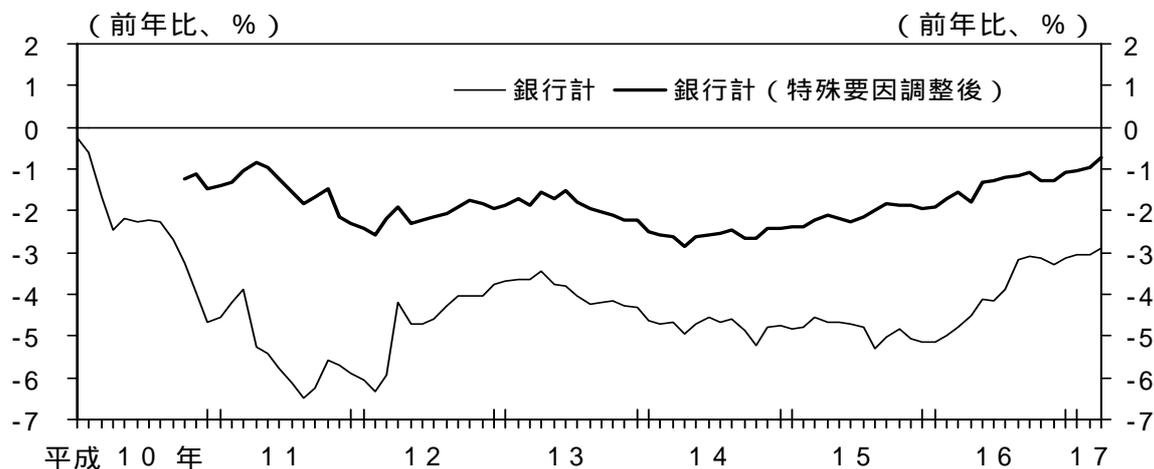


(注) 最上位格付け取得先の新発金利 (発行手数料などの諸費用を含むベース)。

## ( 6 ) 企業金融

16 年度下期の企業の資金調達をみると、まず民間銀行の貸出残高<sup>14</sup>は(図表 31) 前年比マイナス幅が基調として緩やかに縮小した。また、C P・社債の発行残高<sup>15</sup>は(図表 32)、前年を上回って推移した。

(図表 31) 民間銀行貸出

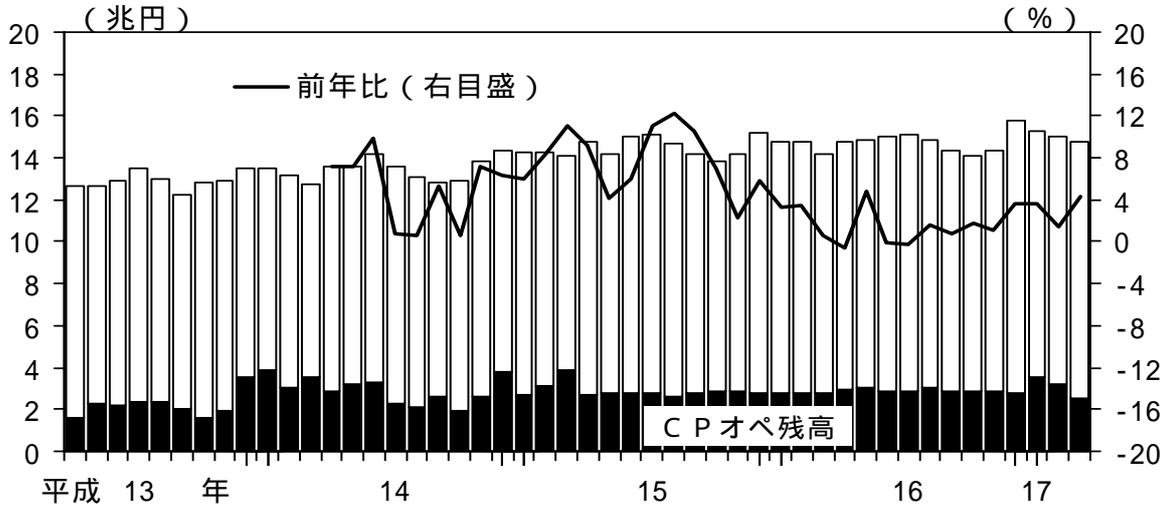


<sup>14</sup> 都市銀行等、地方銀行、地方銀行 の国内店と海外店による国内居住者向け貸出 (月中平均残高ベース)。不良債権償却や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。日本銀行調べ。

<sup>15</sup> 社債発行残高の計数は、国内外で民間部門 (居住者) が発行した普通社債、転換社債、ワラント債および資産担保債券の残高。アイ・エヌ情報センター等のデータに基づき日本銀行が推計。

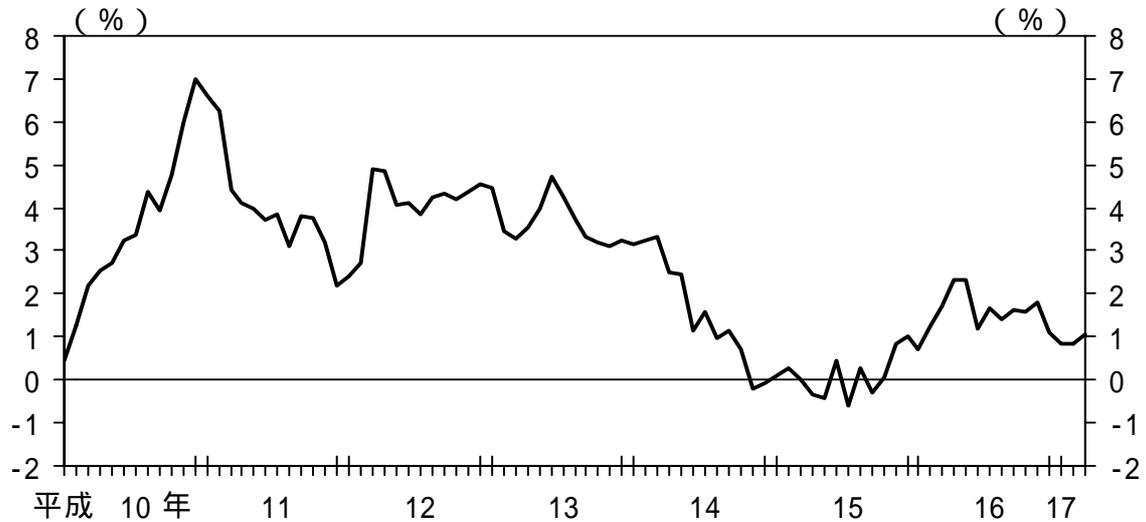
( 図表 32 ) 資本市場調達

( 1 ) C P 発行残高 ( 未残 )



( 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 )。

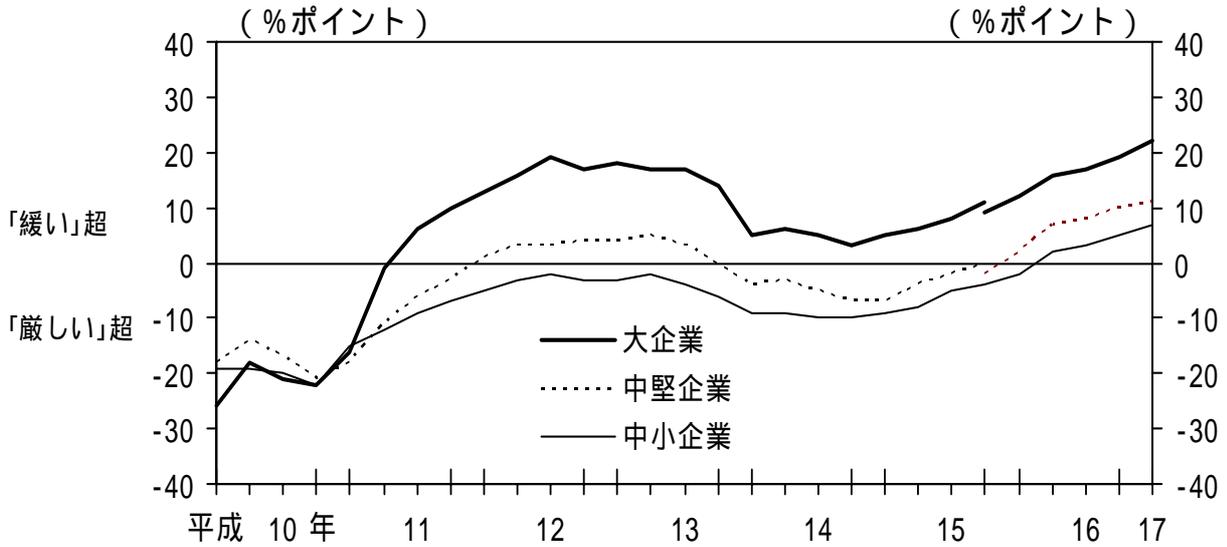
( 2 ) 社債発行残高 ( 未残前年比 )



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、全体として貸出姿勢はさらに緩和した。こうしたもとで、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、引き続き改善した。

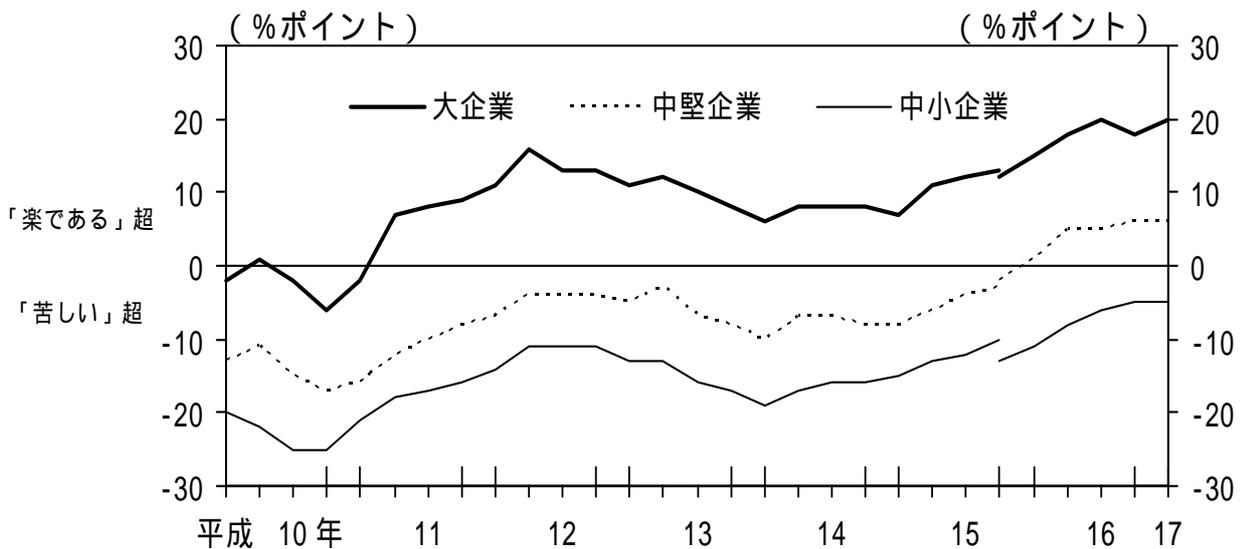
(図表 33) 金融機関の貸出態度判断D.I.(短観)



(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が維持されている中、回復方向の動きに一服感がみられた。この間、企業の資金繰り判断は(図表 34)、改善傾向が続いている。

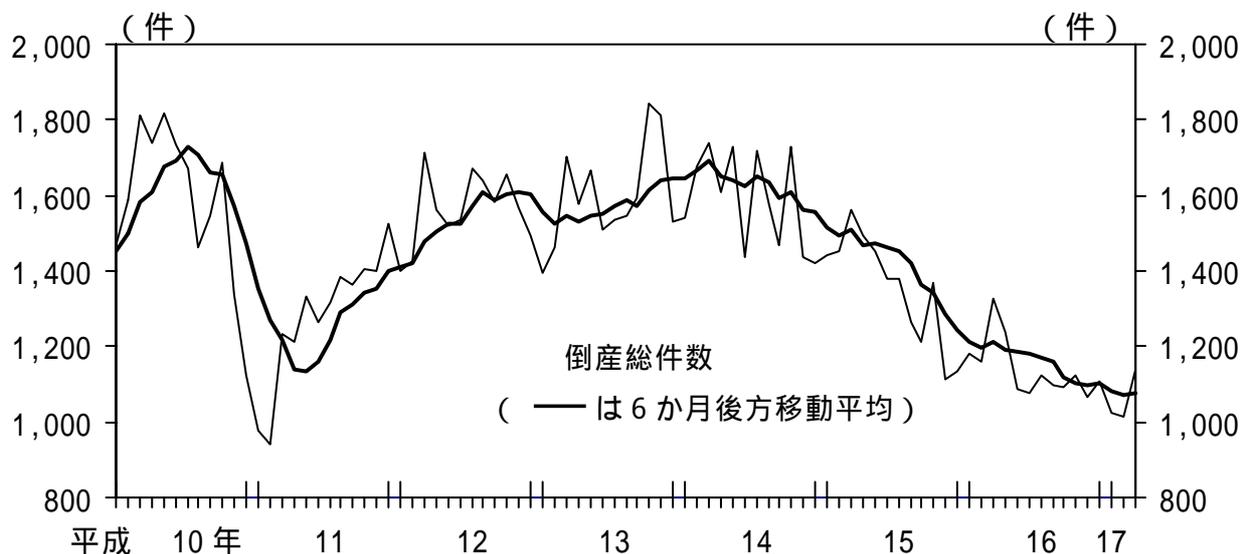
(図表 34) 企業の資金繰り判断D.I.(短観)



(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 35)、16 年度下期中は、前年を 1 割程度下回る水準で推移した。

(図表 35) 企業倒産



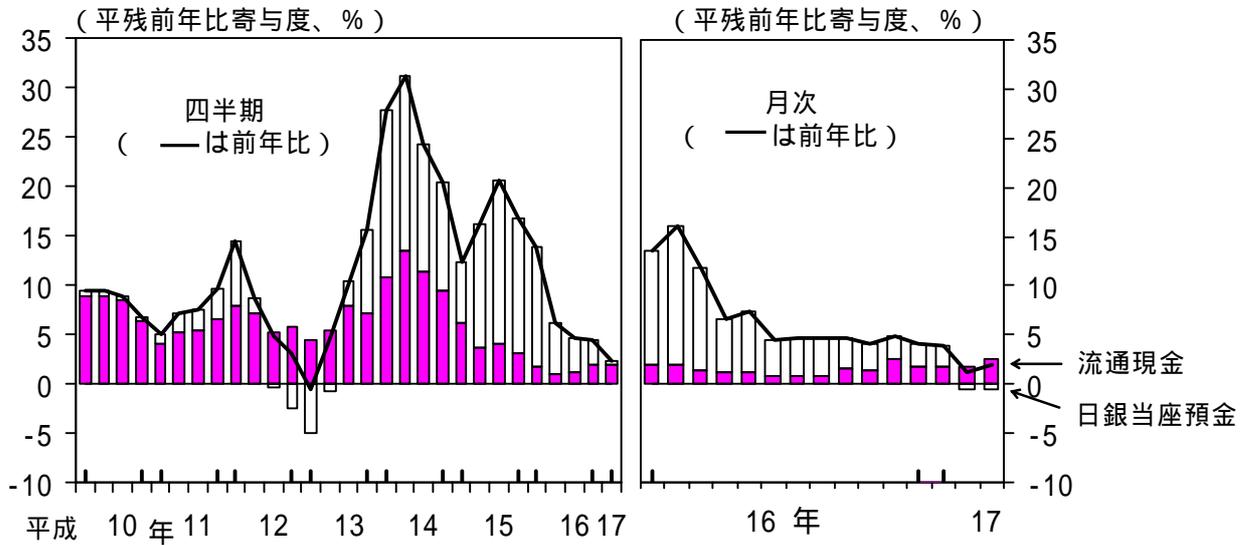
### ( 7 ) 量的金融指標

16 年度下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 36 )、伸び率が低下し、17 年 3 月には前年比 2 % 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で推移した。

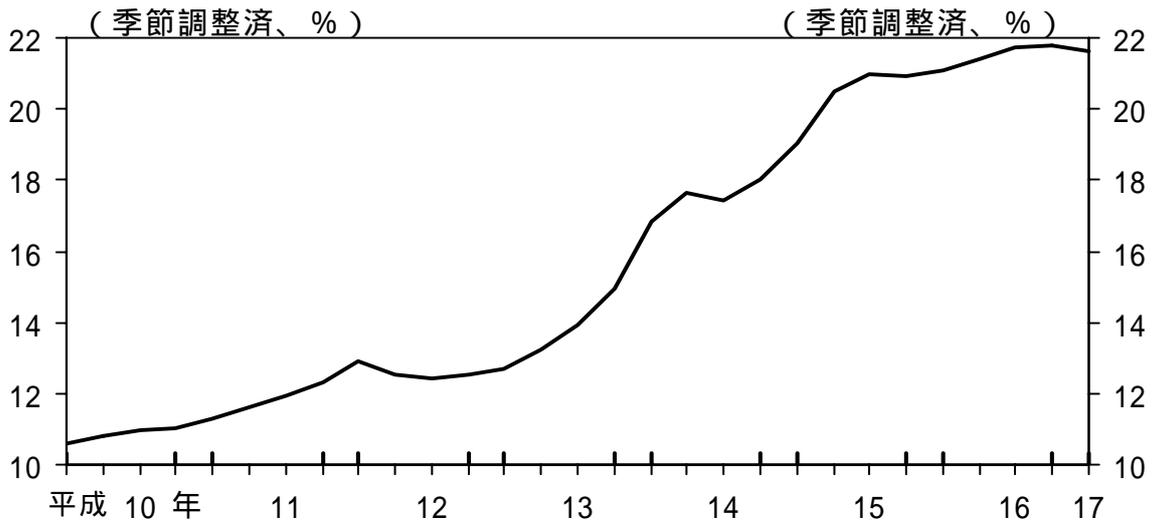
内訳をみると、マネタリーベースの大宗を占める銀行券発行残高は、昨年 11 月の改刷に伴う新券需要等を背景に、上期に比べ前年比伸び率が幾分上昇した。日本銀行が金融調節上の目標としている日本銀行当座預金の残高については、前年比ゼロ% 近辺まで低下した。

(図表 36) 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

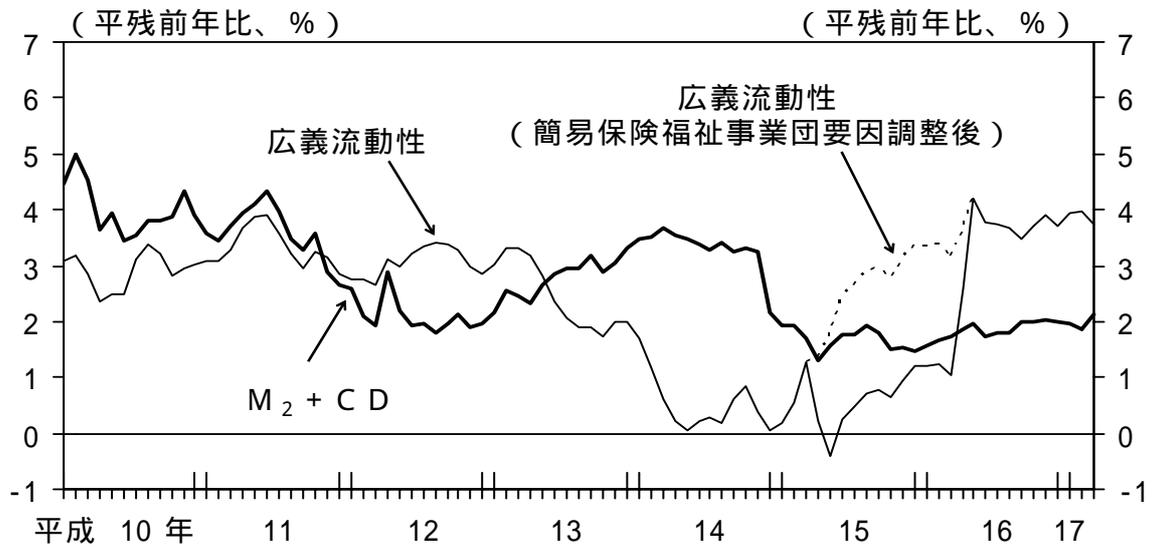


次にマネーサプライ ( $M_2 + CD$ ) の動向をみると (図表 37)、前年比伸び率は引き続き 2%程度で推移した。

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<sup>16</sup>の前年比伸び率は、 $M_2 + CD$ の伸びを上回って推移した。

<sup>16</sup> 15年4月に簡易保険福祉事業団が解散し、その資産が日本郵政公社に承継されたが、日本郵政公社は通貨保有主体から除かれているため、同事業団の保有する金融資産は広義流動性の集計対象外となった。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。

(図表 37) 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 16 を参照。

## ・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 10 月から 17 年 3 月までの間、計 7 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、16 年 11 月 17、18 日会合まで出席）
	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）
	水野温氏	（審議委員、16 年 12 月 16、17 日会合から出席）

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 38、39）。

( 図表38 ) 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10月13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
10月29日		全員一致
11月18日		全員一致
12月17日		全員一致
17年1月19日		全員一致
2月17日		全員一致
3月16日		全員一致

( 図表39 ) 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 <sup>(注)</sup>	無担保コールト (オーバーナイト物) <sup>(注)</sup>	公定歩合
16年9月16日~10月15日	33.2	0.001	0.10
10月16日~11月15日	32.2	0.001	
11月16日~12月15日	32.6	0.001	
12月16日~17年1月15日	32.9	0.001	
1月16日~2月15日	33.0	0.001	
2月16日~3月15日	32.7	0.001	
3月16日~4月15日	33.5	0.002	

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

## 2. 金融政策決定会合における検討・決定

### (1) 概況

#### (金融経済情勢)

前述した金融経済情勢の展開を踏まえ、政策委員会は、金融経済月報の「経済及び金融の情勢に関する基本的見解」の総括判断において、景気判断を「回復を続けている」から「生産面などに弱めの動きがみられるものの、基調としては回復を続けている」へと年末にかけて修正した。また、3月には生産に下げ止まりの動きがみられたことなどから、景気判断を若干修正した(図表40)。

1月会合では、10月に公表した「経済・物価情勢の展望」で示した17年度までの「経済・物価情勢の見通し」について「中間評価」を行い、わが国の景気については足もと幾分下振れて推移したが、先行きは「見通し」に概ね沿った動きになる、国内企業物価は「見通し」に沿って推移する、消費者物価も基調は「見通し」に沿って推移するが、固定電話通信料引き下げの指数面への影響等によっては「見通し」をやや下回る可能性がある、と評価した。

(図表40) 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9月	わが国の景気は、回復を続けている。
10月	わが国の景気は、回復を続けている。
11月	わが国の景気は、 <u>輸出、生産の増勢に足もと一服感がみられるものの、全体として回復を続けている。</u>
12月	わが国の景気は、 <u>生産面などに弱めの動きがみられるものの、基調としては回復を続けている。</u>
17年1月	わが国の景気は、生産面などに弱めの動きがみられるものの、基調としては回復を続けている。
2月	わが国の景気は、生産面などに弱めの動きがみられるものの、基調としては回復を続けている。
3月	わが国の景気は、 <u>IT関連分野における調整の動きを伴いつつも、基調としては回復を続けている。</u>

## (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、前述のような経済金融情勢のもとで、16年10月から17年3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。

## (2)「経済・物価情勢の展望」の公表

10月29日の会合では、16年度から17年度にかけての「経済・物価情勢の展望」に関する議論が行われた。

まず、17年度までの「経済・物価情勢の見通し」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、回復を続けている。すなわち、輸出や生産が伸びをやや鈍化させつつも増加傾向を続けるもとで企業収益が増加しており、これが設備投資の増加につながっている。また、雇用面の改善や消費マインドの好転を背景に、個人消費もやや強めの動きを続けている。このように、わが国経済は、前回(16年4月)の「経済・物価情勢の展望」において示された「2004年度見通し」と比べると、上振れて推移していると考えられる。物価面では、国内企業物価は「見通し」に比べて上振れて推移している一方、消費者物価は概ね「見通し」に沿った動きとなっている。

先行きについても、景気は回復を続け、次第に持続性のある成長軌道に移行していくと考えられる。すなわち、海外経済が、これまでの高めの成長から幾分減速するものの、拡大を続けると予想されるもとで、わが国の輸出は、伸び率はやや低下するが、増加を続けるとみられる。生産・在庫面では、在庫が総じて低水準で推移していることもあって、生産の基調的な増勢が続くと考えられる。また、企業収益が改善を続けると予想されるほか、企業の過剰設備・過剰債務などの構造的な調整圧力も和らいできており、設備投資は増加を続け

ていくとみられる。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、企業収益の増加や雇用過剰感の緩和が続くもとで、雇用者所得は緩やかな増加に転じる可能性が高い。このため、個人消費は緩やかに増加していくと予想される。

国内企業物価は、原油価格の上昇や素材の需給引き締めなどを反映して、16年度中は上昇を続ける可能性が高い。17年度は、原油価格の一段の高騰等がない限り、上昇テンポは緩やかなものになっていくと予想される。

消費者物価については、景気が回復を続けるもとで需給ギャップは改善を続けるものの、企業部門における生産性の向上や人件費の抑制等から、当面上昇しにくい状況が続くとみられる。消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比は、今後、米価格が前年比で下落に転じることもあって、16年度後半も引き続き小幅のマイナスで推移すると見込まれる。17年度については、需給バランスの緩やかな改善が続くもとで、前年比で小幅のプラスに転じると予想される。

なお、物価の先行きは、原油価格のほか、生産性や人件費の動向にも左右されるため、見通しは上下に振れる可能性がある点には留意しておく必要がある。

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

金融政策の効果については、日本銀行は、量的緩和政策を、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%以上となるまで継続するという「約束」にしたがって堅持していく方針であり、「約束」がもたらす金利を通じた景気支援効果は、景気が回復し企業収益が改善する状況において、より強まっていくものと考えられる、との見方を示した。

また、「経済・物価の見通し」と今後の金融政策運営の関係については、今回の展望レポートの見通しのもとでは、17年度内に日本銀行当座預金残高を金融市場調節の主たる操作目標とする現在の金融政策の枠組みを変更する時期を迎えるか否かは明らかではない、との見方を示した。その上で、今後の金融政策運営については、言うまでもなく先行きの経済物価情勢に依存するが、経済がバランスのとれた持続的な成長過程をたどる中において生産性の向上を基本的な背景として

物価が反応しにくい状況が続いていくのであれば、余裕をもって対応を進められる可能性が高いと考えられる、との認識を示した。

このほか、日本銀行として、金融経済情勢に関する判断や金融政策運営に関する基本的な考え方を丁寧に説明していくとの方針を示した上で、具体的な説明の内容や方法については、さらに工夫を重ね、市場参加者が金融政策の先行きを予測する上で参考になる基本的な判断材料を適切に提供していくこととした。

「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、17年度についての「政策委員の大勢見通し」は、以下のとおりとなった。

#### 政策委員の大勢見通し<sup>17</sup>

対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
16年度	+3.4~+3.7 <+3.6>	+1.4~+1.5 <+1.5>	-0.2~-0.1 <-0.2>
17年度	+2.2~+2.6 <+2.5>	+0.2~+0.5 <+0.3>	-0.1~+0.2 <+0.1>

(注) 政策委員の見通しを作成するにあたっては、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、10月29日に公表された(背景説明を含む全文は11月1日に公表、第 章に掲載)。これを受けて、その後の会合

<sup>17</sup> 「大勢見通し」は、各政策委員の見通しのうち最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものである。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	+3.2~+3.7	+1.4~+1.8	-0.2~-0.1
17年度	+2.0~+2.6	+0.1~+1.3	-0.1~+0.3

では、経済や物価が、「展望レポート」で示された「経済・物価情勢の見通し」との対比でどのような動きを示しているのか、上振れ又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。

### (3) 各会合における検討・決定

#### イ．平成16年10月の会合

(やや弱めの指標もみられるが、景気は回復を継続)

10月の会合では、輸出の伸び鈍化が引き続き生産面等に影響を及ぼしているなど、やや弱めの経済指標もみられるが、9月短観において幅広い業種で業況感の改善がみられたこと、個人消費指標が強めの動きであること、海外経済の成長テンポの減速に沿った概ね予想の範囲内の動きとみられること、天候要因等による一時的な影響もあると考えられることなどから、委員は、景気は回復を続けているとの認識を共有した。また、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の見方を共有した。ただし、10月29日の会合では、委員は、経済情勢には幾分不透明感が出ており、台風や地震の影響も含め、今後の経済動向を注意深く点検していく必要があることを確認した。

(国内企業物価は上昇、消費者物価は引き続き小幅の下落)

物価面については、委員は、国内企業物価は内外商品市況高や需給の改善を反映して上昇している一方で、消費者物価は小幅の下落が続いているとの見方で一致した。このように消費者物価が上昇に転じていない背景として、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こと、原材料価格の上昇を企業段階でのユニット・レーバー・コストの低下が吸収していること、企業の価格支配力が引き続き弱いこと等の要因を指摘した。

また、消費者物価の先行きについて、委員は、引き続き前年比小幅のマイナスで推移する可能性が高いとの見方を共有した。この間、複数の委員は、景気回復が続くもとで、原材料価格の転嫁の動きが川中段階まで広がってきているだけに、企業の価格設定スタンスに変化が生じていないかどうか、引き続き注意は怠れないとの認識を示した。

( 金融市場は安定的 )

金融面については、委員は、金融市場では総じて大きな動きがないという認識を共有した。

( 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。

ロ . 11 月会合

( 輸出や生産に一服感がみられるが、全体として景気は回復継続 )

11 月会合では、委員は、わが国の景気は、輸出、生産の増勢に足もと一服感がみられるものの、全体として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、景気は回復を続けていくとみられるとの認識を共有した。

こうした認識を共有するにあたり、輸出や生産がこのところ弱めの動きになっていることについて議論が行われた。

すなわち、7～9月の輸出がほぼ横ばい圏内の動きとなったことについて、委員は、海外経済の減速がやや時間的なラグを伴って影響していると考えられるとの見方を共有した上で、先行きについては、海外経済が米国、中国を中心に拡大を続けるもとで、増加トレンドに復する可能性が高いとの認識を共有した。

また、生産の増勢鈍化について、委員は、海外経済の減速のほか、IT関連財の在庫調整がかなりの程度影響しているとの認識を共有した。その上で、IT関連財の在庫調整について、多くの委員は、デジタル家電や自動車用電子部品など、需要の裾野が従来よりも広がっていること、メーカーが早めの段階で生産のペースを落としていることなどから、基本的には軽度の調整に止まる可能性が高い、との見方を示した。

(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の改善を反映して上昇している一方で、消費者物価は小幅の下落基調で推移しており、基調に大きな変化はみられないとの認識を共有した。

(金融資本市場は落ち着いた動き、為替市場はドル安・円高が進行)

金融面に関して、委員は、前回会合以降、短期金利、長期金利は総じて落ち着いた動きとなっており、株価も底堅く推移しているとの見方を共有した。

この間、多くの委員は、為替市場においてドル安・円高が進行していることについて、最近の円高は、市場において、米国における双子の赤字といった構造的な問題に対する懸念が高まっていることを背景とするものであり、他通貨に対するドルの全面安といった色彩が強い、との認識を示した。こうした議論を踏まえ、委員は、今後の為替相場の動向とその影響について注意してみていく必要があるとの認識を共有した。

(展望レポートに対する市場の反応)

11月会合では、展望レポートに対する市場の反応について、何人かの委員は、展望レポート公表以降、長短金利が落ち着いた動きとなっていることを指摘し、同レポートで示した日本銀行の金融政策運営の考え方は、市場において特段の違和感なく受け止められているとみられる、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。

この間、短期資金供給オペにおいて札割れ(応札額が資金供給予定額に満たない状況)が発生していることについて議論が行われ、委員は、今後の金融市場調節の運営について、短期資金供給オペの運営上の工夫によって、当座預金残高目標を達成していくことが必要であるとの認識を共有した。

## 八．12月～17年2月の会合

（景気は生産面などに弱めの動きがみられるものの、基調的には回復継続）

足もとの経済情勢について、委員は、わが国の景気は、生産面などに弱めの動きがみられるものの、一時的な踊り場の局面であり、基調としては回復を続けているとの認識を共有した。また、先行きについても、景気は回復を続けていくとの認識を共有した。

すなわち、委員は、輸出について、海外経済の拡大が続くとの見通しのもとで、基調的には増加していくとの見方を共有した。また、設備投資について、多くの委員は、設備投資の増勢は続いており、先行きも企業収益が改善を続けるもとで、増加傾向が続くとの見方を示した。このほか、個人消費について、多くの委員が、自然災害や暖冬といった要因もあって、各種の販売統計などが弱めの動きとなっていることを指摘したが、委員は、総じてみれば個人消費は底堅く推移しているとの見方を共有した。先行きについても、多くの委員が、雇用者所得が緩やかな増加に向かうもとで、緩やかに回復していくとみられるとの見通しを示した。

こうした中、生産について、委員は、IT関連分野の在庫調整が進行中であることや素材関連で生産能力の制約から生産が増加しにくくなっていることなどから、足もと弱含みの動きが続いているとの認識を共有した。また、先行きについては、多くの委員が、IT関連分野の在庫調整にはいましばらく時間を要すると思われるが、海外経済が拡大を続ける中で、輸送機械等では増産が見込まれることなどから、全体としては次第に増加基調を取り戻していくとの見方を示した。

（国内企業物価は上昇から弱含みへ、消費者物価は小幅の下落基調）

物価面に関して、12月、1月会合では、委員は、国内企業物価は内外商品市況高や需給の改善を反映して上昇しているとの認識を共有した。しかし、2月会合では、委員は、16年末にかけて原油価格が反落したことや、機械類等の最終財価格の下落幅が拡大したことを受けて、足もと弱含んで推移していると指摘した。また、先行きについては、内外商品市況次第ではあるが、当面、弱含みないし横ばいで推移する可能性が高いとの見方を共有した。

一方、消費者物価の前年比については、委員は、小幅のマイナスで推移しているとの認識を共有した。その上で、先行き基調としては緩やかにマイナス幅が縮

小していくとみられるが、固定電話通信料引き下げの指数面への影響等により一時的にマイナス幅が拡大する可能性があるとの見方を共有した。

(金融面は引き続き極めて緩和的)

金融面に関して、委員は、極めて緩和的な環境が続いているとの認識を共有した。また、何人かの委員は、4月にペイオフ全面解禁を控えているが、金融システム不安が後退しているもとの、金融機関間の預金シフト等特段の資金シフトは窺われていないと指摘した。

この間、複数の委員が世界的な長期金利の低位安定に触れ、基本的にインフレ期待の落ち着き等に支えられていると思うが、今後の動向や世界経済に与える影響は注視していく必要があると指摘した。

このほか、最近の地価の動向に関して、複数の委員は、東京都区部の地価がここに来て上昇に転じていることは注目すべき動きであるとの認識を示した。

(「経済・物価情勢の見通し」の中間評価<1月会合>)

1月会合では、委員は、10月の展望レポートで示した「経済・物価情勢の見通し」の中間評価を行い、「見通し」との関係では、景気については足もと幾分下振れて推移したが、先行きは「見通し」に概ね沿った動きになる、物価面では、国内企業物価は「見通し」に沿って推移し、消費者物価も基調は「見通し」に沿って推移するが、固定電話通信料引き下げの指数面への影響等によっては「見通し」をやや下回る可能性がある、との見方を共有した。

また、当面の注目すべきリスク要因として、多くの委員は、為替市場の動きと原油価格の動向、そしてIT関連分野の調整の帰趨を指摘した。このほか、複数の委員は、海外経済の動向に関して、グローバルにインフレが加速しないかどうかもリスク要因として念頭におく必要があるとの認識を示した。

(当座預金残高目標の維持)

市場の資金余剰感が強まる中、引き続き資金供給オペで札割れが多発していることなどについて議論が行われたが、当面の金融市場調節に関して、委員は、短期資金供給オペの運営上の工夫によって、現行の当座預金残高目標を達成してい

くことが適当である、との認識で一致した。

こうした認識や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。

## 二．3月会合

（生産に持ち直しの兆しがみられるなど、景気の回復メカニズムは維持）

経済情勢について、委員は、足もと引き続き踊り場的な局面にあるが、IT関連分野の調整が徐々に進捗するも、これまで弱めの動きとなっていた生産に持ち直しの兆しがみられるなど、景気の回復メカニズムは維持されているとの認識を共有した。先行きについても、景気は回復を続け、次第に持続性のある成長軌道に移行していくとの見方を共有した。

すなわち、わが国の輸出について、委員は、海外経済の拡大が続くも、横ばいから持ち直しに転じつつあり、先行きについても増加していくとの見方を共有した。また、生産について、委員は、IT関連分野の在庫調整が続いていることなどから、横ばい圏内の動きとなっているとの認識を共有した。さらに先行きについて、多くの委員は、これまで弱めの動きが続いていた電子部品・デバイスに下げ止まりの兆しがみられ、その在庫調整も徐々に進んでいること、1～3月の生産予測指数が増加見通しとなっていることなどを挙げ、生産は増加していくとの見通しを示した。

（国内企業物価は足もと弱含み、消費者物価は小幅のマイナス）

国内企業物価について、委員は、16年末にかけて原油価格がいったん反落したことから足もと弱含んでいるが、先行きは内外商品市況の上昇を受けて、再び強含んでいく可能性が高いとの見方を共有した。一方、消費者物価について、委員は、その前年比は小幅のマイナスで推移しており、先行きについても電気・電話料金の引き下げの影響が続くこともあり、小幅のマイナスで推移するとの見方を共有した。

その上で、多くの委員は、原油価格や原材料価格の上昇が消費者物価に及ぼす影響に関しての見方を示し、原材料価格の上昇は、今のところ企業段階でのユニッ

ト・レーバー・コストの低下などで吸収されており、消費者物価への影響は限定的であるとの認識を示した。もっとも、複数の委員は、このところ雇用者所得の下げ止まりが明確になっていることもあり、原材料価格の上昇については、先行きの企業収益や消費者物価に与える影響を含めて、注意してみていく必要がある、との見方を付け加えた。

(金融面は引き続き極めて緩和的)

金融面に関して、委員は、極めて緩和的な環境が続いているとの認識を共有した。何人かの委員は、4月にペイオフ全面解禁を控えているが、金融システム不安が後退しているもとの、金融機関間の預金の移動はみられていないほか、ターム物金利や銀行社債の対国債スプレッドをみても、市場参加者がペイオフ全面解禁のリスクを特に意識している様子は窺われない、との見方を示した。

(当座預金残高目標の維持)

当面の金融市場調節に関して、委員は、金融システム不安の一段の後退などから金融機関の流動性需要が低下している中、オペの札割れが発生しているが、ペイオフ全面解禁を控えていることや、景気が引き続き踊り場的な局面にあることを踏まえると、調節運営面での工夫により、現行の当座預金残高目標を維持していくことが適当であるとの認識を共有した。

こうした認識や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。

(保証付サムライ電子CPの適格担保化およびCP等買現先オペにおける対象資産化)

3月会合では、執行部から、CP市場において、手形CPにかかる印紙税の軽減措置が本年3月末で終了し、手形CPから電子CPへの移行が一層進んでいくことが見込まれるため、保証付サムライ電子CP(外国法人が日本国内で発行する円建ての電子CPのうち国内法人の保証が付されているもの)を適格担保とし、また、CP等買現先オペの対象資産とするため、「適格担保取扱基本要領」および「コマーシャル・ペーパー等の売戻条件付買入基本要領」の一部改正等を行うこ

とについて提案が行われた。

これに対し、委員は、全員一致で上記執行部提案を決定した（詳細は ． 2 ． 金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照）。

#### ホ．金融政策運営を巡る論点

16 年度下期の各会合では、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。

##### （ I T 関連分野の動向 ）

16 年度下期の会合においては、 I T 関連分野の調整が足もとの景気動向に大きな影響を与えており、景気の先行きを見通す上でも、 I T 関連分野の調整が終わる時期が焦点となっていたことから、 I T 関連分野の動向について多くの議論が行われた。

16 年下期の会合を通じて、 I T 関連分野の調整については、 デジタル家電の需要自体は増加していること、 I T 関連需要は自動車用電子部品などを含め需要の裾野が広がっていること、 在庫の積み上がりに対し、メーカーが比較的早い段階に調整に着手していること、などを挙げて、13 年のバブル崩壊時と異なり大きく落ち込む可能性は低く、調整は本年春以降には終了するのではないか、との見方が繰り返し示された。ただし、複数の委員は、 I T 関連分野は需要の振幅が激しいだけに予測が極めて難しく、今後の動きをしっかりと見極めた上で回復に転じるタイミングを判断する必要があるとの見方を示したほか、何人かの委員は、 I T 関連分野の調整がさらに長引くリスクもあり、そのリスクが顕現化した場合には、企業・家計のマインドが下振れる可能性などについて、注意が必要であるとの認識を示した。

また、調整が一巡した後の I T 関連需要の回復の見通しについては、複数の委員が、16 年前半のような高い伸びを取り戻す可能性は低く、回復は緩やかなものに止まるとの見方を示した。

(原油価格高騰の影響)

10月の会合においては、原油価格の高騰を眺め、その経済・物価情勢に与える影響について、議論が行われた。すなわち、わが国経済・物価に与える直接的な影響について、何人かの委員は、エネルギー効率が高まっており、原油原単位(実質GDP1単位あたりの原油消費量)は第一次オイルショック時に比べてかなり小さくなっていることなどから、比較的小さいものに止まるとの見方を示した。一方で、多くの委員は、さらに原油価格が上昇した場合、エネルギー多消費の国を中心に、実質購買力の毀損や企業収益の圧迫等を通じて、海外経済が下振れる可能性があり、それに伴う間接的な影響については、引き続き注意が必要であるとの見方を示した。

(当座預金残高目標を巡る議論)

16年度下期には、市場の資金余剰感が一段と強まる中、日本銀行による資金供給オペで札割れが頻繁に発生したことから、当座預金残高目標に関する議論が多くの会合で行われた。

当面の金融市場調節に関しては、委員は、金融システム不安の一段の後退などから市場の資金余剰感が高まる中、オペの札割れが発生しているが、ペイオフ全面解禁を控えていることや、景気が踊り場的な局面にあることを踏まえると、短期資金供給オペの運営上の工夫によって、現行の当座預金残高目標を達成していくことが適当である、との認識で一致した。

一方、先行きの金融市場調節に関しては、当座預金残高目標の減額を巡って様々な意見が示された。

すなわち、当座預金残高目標の減額に肯定的な立場からは、これまでの当座預金残高目標の引き上げの過程では金融市場の安定確保を通じて景気回復を支援することを変更の大きな事由としてきたことを踏まえると、当座預金残高のうち、オペの札割れにみられるように市場自身が不要であるとのシグナルを発している部分については、現行の量的緩和政策の枠組みの中で慎重に減額することが適当である、との意見が示された。さらに、3月会合では、ある委員は、「約束」に従っ

て量的緩和政策の枠組みを堅持した上で当座預金残高目標の見直しを行うことに関しては、市場や国民の理解は得られつつあるとの見方を示した。その上で、金融システムの健全化を背景に金融機関の流動性需要が一段と減少する場合には、量的緩和政策の枠組み、すなわち、潤沢な資金供給の結果としてのゼロ金利と、量的緩和政策継続のコミットメントに伴う時間軸効果を堅持していくことにより、引き続きデフレからの脱却を図りつつ、金融市場の地合い等を見極めながら慎重にゆっくりと残高目標を減額していくことが適当である、との考えを示した。

これに対し、当座預金残高目標の減額に慎重な立場からは、景気が踊り場を迎えている中で当座預金残高目標を減額することは金融引締めと捉えられる惧れもあるため、慎重に検討すべきであるとの意見や、現在の量的緩和政策は、金融不安への対応も含めてデフレからの脱却を目標としたものであり、金融不安の後退だけを理由に当座預金残高目標を減額することは説明が難しいとの意見が示された。また、ある委員は、量的緩和政策の効果について、その継続のコミットメントがゼロ金利のもとでの物価安定のアンカーを提供する効果を有しているほか、当座預金残高の大きさはゼロ金利の効果をさらに補強するものであると述べた。別の委員は、現在の時間軸効果は、景気が回復し、コミットメントのない状況では「出口」が近いと市場が判断するような局面になるにしたがって強まっていくと考えられるが、残高目標の減額は市場の期待形成を攪乱する要因となり、こうした効果を減殺してしまう惧れがある、との見方を示した。

このほか、ある委員は、この問題を政策というよりは技術的な問題と捉え、市場に根気強く説明していくことが必要との見方を示したが、これに対し、別の委員は、技術的な残高目標の修正であっても、対外的に誤解が生じないようにするには困難が伴う面があるとの考えを示した。

この間、何人かの委員は、今後の対応については、景気・物価情勢をよく見極めた上で、ペイオフ全面解禁後の金融市場の状況やオペへの応札状況などを丹念に点検するとともに、市場や国民の受け止め方、将来の政策運営への影響等も踏まえて、慎重に検討していくことが適当であるとの考えを示した。

### 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 年度下期も、日本銀行当座預金残高を主たる操作目標とする金融市場調節方式のもとで、潤沢な資金供給を継続した。日本銀行当座預金残高の目標は、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 年度下期における金融市場調節の特徴的な動きは以下のとおり。

16 年度下期の短期金融市場は、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、期中を通じて落ち着いた地合いとなった。こうした中、金融機関の流動性調達面での不安が後退したことなどから資金余剰感が高まり、特に年明け以降、資金供給オペの「札割れ」（応札額が資金供給予定額に満たない状況）がかなりの頻度で発生した。これに対し、資金供給オペの期間の長期化や多様化などオペ運営上の工夫を行った結果、日本銀行当座預金残高は目標の範囲内で推移した。

ペイオフ全面解禁を控えた 16 年度末にかけても、以上のような金融市場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（3 月 31 日）の日本銀行当座預金残高は 35.8 兆円となった。

この間、3 月 15、16 日の会合において、保証付サムライ電子 C P（外国法人が日本国内で発行する円建ての電子 C P のうち国内法人の保証が付されているもの）を適格担保および C P 等買現先オペの対象資産とすることを決定<sup>18</sup>した。

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 年度下期中、資産担保コマーシャル・ペーパー等の買入オペを月に 2 回程度の頻度で実施しており、17 年 3 月末の資産担保証券の買入累計額は 23,819 億円となった。

---

<sup>18</sup> 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。

( 図表 41 ) 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
	短期国債 買入 オペ	国債 買現先 オペ	C P 等 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 売却 オペ	国債 売現先 オペ	手形売出 オペ	国債 補完供給
15年											
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
10月末	17.3	2.7	2.8	13.6	16.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
11月末	18.2	2.7	2.7	16.5	20.0	0.2	0.0	0.0	1.0	2.2	0.0
12月末	17.5	2.8	2.7	14.7	21.4	0.1	0.0	0.6	0.5	0.0	0.0
17年											
1月末	15.7	2.3	3.4	15.2	23.0	0.1	0.0	0.0	0.8	0.0	0.0
2月末	18.4	2.9	2.9	12.3	25.5	0.2	0.0	0.0	0.8	0.0	0.0
3月末	20.5	2.7	2.5	12.9	24.8	0.1	0.0	0.0	0.5	1.8	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) 「資産担保証券買入」は平成15年7月より開始。

(注3) 「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 年度下期も、日本銀行当座預金残高を主たる操作目標とする金融市場調節方式のもとで、潤沢な資金供給を継続した。この結果、17 年 3 月末における日本銀行のバランスシートの規模は前年を上回り、総資産残高は期末ベースでみると既往ピークとなる 150.5 兆円（前年比 +0.8%）となった。

（図表 42）日本銀行のバランスシートの動き（主な資産・負債項目）

兆円、かっこ内は前年比%

	16 年 3 月末		16 年 9 月末		17 年 3 月末	
（資産）						
買現先勘定	11.1	(-8.6)	7.8	(-7.7)	5.2	(-53.0)
買入手形	27.2	(-6.5)	29.0	(14.1)	37.6	(38.2)
国債	100.0	(12.8)	94.1	(2.5)	99.1	(-0.9)
[うち長期国債]	65.6	(12.1)	64.0	(2.5)	65.5	(-0.2)
[うち短期国債]	34.4	(14.3)	30.2	(2.4)	33.7	(-2.3)
資産担保証券 <sup>19</sup>	0.12	(皆増)	0.11	(3.6倍)	0.08	(-31.0)
金銭の信託（信託財産株式）	1.9	(66.8)	2.0	(9.6)	2.0	(3.8)
貸付金	0.1	(-51.4)	0.1	(-17.5)	0.0	(-97.2)
資産計	149.4	(5.8)	139.5	(4.1)	150.5	(0.8)
（負債・資本）						
発行銀行券	71.4	(0.5)	71.5	(2.0)	74.7	(4.6)
当座預金	36.4	(17.6)	35.1	(1.5)	35.8	(-1.7)
政府預金	13.1	(-10.5)	4.5	(10.6)	7.6	(-42.0)
売現先勘定	19.9	(12.9)	22.3	(36.8)	24.5	(23.0)
売出手形	2.6	(皆増)	0.0	(皆減)	1.8	(-30.2)
負債・資本計	149.4	(5.8)	139.5	(4.1)	150.5	(0.8)

<sup>19</sup> 資産担保証券は、15 年 7 月から買入れを開始し、17 年 3 月末までの買入累計額は 23,819 億円となったが、買入れ実施後に償還期限が到来したものがあため、17 年 3 月末時点の買入残高は 831 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 830 億円）となった。

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

まず、資産をみると、17年3月末の総資産残高は150.5兆円（前年比+0.8%）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は、ほぼ前年並みの99.1兆円（前年比-0.9%）となった。また、買入手形は、手形買入オペによる資金供給の増加から37.6兆円（前年比+38.2%）となった。一方、買現先勘定は、外国為替資金特別会計からの外債買現先の残高がゼロとなり、5.2兆円（前年比-53.0%）となった。この間、15年7月に買入れを開始した資産担保証券の残高は831億円（前年比-31.0%）となった。

一方、負債をみると、17年3月末の当座預金残高は35.8兆円（前年比-1.7%）、日本銀行券の発行残高は、銀行券需要の増加から74.7兆円（前年比+4.6%）となった。

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

すなわち、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）の引受けにより行ったほか、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、売却分を除き、その全額につき現金償還を受けた。また、日本銀行法第38条に基づく貸付け（いわゆる特融）の残高はゼロとなった（16年3月末の残高は1,412億円）。

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、買入れの運営にあたっては、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。

## 5．金融政策手段に係る事項の決定又は変更<sup>20</sup>

(保証付サムライ電子ＣＰの適格担保化およびＣＰ等買現先オペにおける買入対象資産化)

3月15、16日の会合において、手形ＣＰにかかる印紙税の軽減措置が本年3月末で終了し、手形ＣＰから電子ＣＰへの移行が一層進んでいくことが見込まれるため、「適格担保取扱基本要領」および「コマーシャル・ペーパー等の売戻条件付買入基本要領」を一部改正し、保証付サムライ電子ＣＰ（外国法人が日本国内で発行する円建ての電子ＣＰのうち国内法人の保証が付されているもの）を適格担保とし、また、ＣＰ等買現先オペの対象資産とすることを決定した。

---

<sup>20</sup> 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。