

4 . 金融政策決定会合議事要旨

(平成 16 年 10 月 12、13 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2004 年 10 月 12 日 (14:00 ~ 15:51)
10 月 13 日 (9:00 ~ 11:56)

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) |
| | 上田 勇 | 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 | 神山一成 |

・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合(9月8、9日)で決定された方針¹に従って運営した。この結果、中間期末日に当たる9月30日を含め、当座預金残高は32兆円～35兆円程度で推移した。

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、0.005%となった9月30日を除き、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。

株価は、経済指標の予想比下振れや原油高等による米国株価の反落を受けて、9月下旬にかけて下落したが、その後、米国株価の反発や9月短観の結果を材料に上昇に転じ、足許は、日経平均で、前回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、景気回復に対する慎重な見方が強まったことを背景に、一旦1.4%近傍まで低下した後、株価の反発や9月短観の結果を受けて幾分上昇しており、足許では、1.4%台後半での動きとなっている。

為替市場では、9月下旬以降の原油価格高騰を眺め、10月初にかけて対ユーロ等での円売りがやや優勢となったが、その後、米国の雇用統計が予想比下振れたことを受けてドル安に転じ、円対ドル相場は、前回会合直前の水準と同じ109円台で推移している。

3．海外金融経済情勢

米国経済は、家計支出や設備投資などの国内民需に支えられて、景気の拡大が続いている。ただし、雇用者数や資本財受注など、景気拡大テンポのスローダウンを示す指標もみられている。当面は、景気拡大が持続する可能性が高いが、原油価格が引き続き高水準で推移していることもあり、今後の動向については、注意深くみていく必要がある。

ユーロエリアでは、景気の回復が続いている。ただ、輸出の増勢が幾分頭打ちとなっていることもあって、企業コンフィデンスの持ち直しは一服している。

東アジアをみると、中国は、内外需ともに力強い拡大が続いており、固定資産投資の年初来累計の前年比は、政策当局が景気過熱抑制策を講じているもとにあっても、引き続き高い伸びとなっている。NIEs、ASEAN諸国・地域では、景気拡大が続いているが、このところ、IT関連財を中心に、輸出、生産の伸びが鈍化している。この間、物価面では、中国を含め、多くの国・地域で、景気拡大や原油価格の上昇などを反映して、消費者物価が上昇傾向にある。

米欧の金融資本市場では、株価、長期金利とも、原油価格の上昇などを受けて、このところ幾分弱めの動きとなっている。

エマージング金融資本市場では、多くの国・地域で、株価が堅調に推移し、対米国債スプレッドが縮小するという動きが続いている。

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、このところやや伸びが鈍化しつつも、海外経済が拡大を続けるもとで増加傾向を続けている。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、7～8月は自動車関連や消費財（デジタル家電等）等を中心に減少した。また、東アジア向けは、4～6月に続いて、小幅の伸びにとどまった。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。資本財出荷（除く輸送機械）は、4～6月に続いて7～8月も堅調な増加を続けた。9月短観で、設備投資を取り巻く環境を確認すると、企業収益が増加を続けているほか、企業の業況感も着実な改善を続けている。そうしたもとで、2004年度の設備投資計画は、中小企業を中心に、順調に上方修正されている。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、4～6月に大幅に増加した後、その反動が出るかたちで7～8月は減少したが、もう一つの先行指標である建築着工床面積（民間非居住用）については、このところ増加傾向が明確となっている。

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おり、雇用者数は増加傾向にある。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なお続いているが、そのマイナス幅は徐々に縮小している。以上の結果、毎月勤労統計でみた雇用者所得は、下げ止まってきている。

この間、個人消費は、やや強めの動きを続けている。また、消費者心理を示す指標は、総じて改善傾向を辿っている。

生産は、4～6月に前期比+2.6%の増加となった後、7、8月とほぼ横ばいの動きが続いており、7～9月を通してみても、4～6月対比横ばい圏内の動きにとどまる見込みである。在庫は、電子部品で増加する一方、その他生産財や建設財で減少しており、全体としては横ばい圏内の動きが続いている。このため、在庫循環図をみると、1～3月以降、ほとんど動きがみられていない。電子部品の在庫調整については、デジタル家電市場の成長トレンドが続くとみられることや、メーカーが早めに生産ペースを落としていることなどから、軽度の調整にとどまるとの見方が多い。ただし、具体的な調整の深度や期間については、内外の年末商戦の動向にもよるため、その動向は注意深くみていく必要があると考えられる。

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、引き続き上昇している。一方、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、小幅のマイナスが続いている。8月（全国）は、7月に続き、前年比-0.2%となった。消費者物価の先行きについては、7～8月の原油価格上昇を受けた石油製品（ガソリン等）の値上がりや押し上げ方向に働く一方、10月以降米価格が前年比で下落に転じると見込まれることから、全体としてみると、引き続き前年比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が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、民間銀行貸出の減少幅の縮小が基調として続いている。この間、企業からみた金融機関の貸出態度も、中小企業を含め、引き続き緩和している。

資本市場調達については、CP・社債とも信用スプレッドが低位安定しており、良好な発行環境が続いている。このため、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一頃に比べ低い伸びを続ける中で、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

足許の経済情勢について、委員は、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が、9月短観において、素材や機械をはじめ、幅広い業種で業況感の改善がみられ、前向きの循環が引き続き働いていることが確認された、個人消費指標は引き続き強めの動きであり、消費者心理を示す指標も改善を続けている、などの点を指摘した上で、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。

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も、着実な拡大を続けていくとの見方を共有した。

まず、米国経済について、委員は、成長ペースが緩やかになっているが、景気拡大は続いているとの認識を共有した。複数の委員は、9月の雇用統計が弱めであったことなどにみられるように、経済の成長ペースは一頃に比べ鈍化しているが、個人消費などの減速は当初懸念していたほどではないと指摘した。この点に関連し、多くの委員が、金融市場でも、一頃みられたような悲観的な見方が後退しているように見受けられると述べた。この間、複数の委員は、足許における景気の減速度合いは思っていたほどではないが、原油高の影響については、引き続き注意が必要であると述べた。また、ある委員は、金利為替動向やその内外金融経済に与える影響などにも留意が必要であると述べた。

東アジア経済について、委員は、韓国や台湾などではIT関連財の輸出・生産の落ち込みから成長ペースが一頃に比べて幾分鈍化している一方、中国では内外需とも力強い拡大基調にあり、全体としては、景気拡大が続いているとの見方を共有した。何人かの委員は、中国の固定資産投資は引き続き高い伸びを示しており、行政指導的な手法による過熱抑制策が十分な効果を持つのか、あるいは何らかのマクロ的な対応が採られるのか、なお見極めが必要であると述べた。一人の委員は、アジアにおいて原油高の経済への影響がそれほど顕現化していない点について、価格統制の存在が何がしか影響しており、補助金の増加により、現地政府の財政赤字が拡大している可能性があるのではないかとコメントした。

欧州経済については、景気回復が続いているが、そのテンポは引き続き弱いとの認識が共有された。

こうしたもとの、わが国の輸出は先行きも増加傾向を続けるとの見方が共有された。複数の委員は、足許の輸出がそれほど減速していない理由として、原油高により実質購買力が高まっている産油国への輸出が寄与している可能性があるとして述べた。別の委員は、フル生産の続く鉄鋼については、内需が一段と拡大しているため、輸出は数量ベースで伸びが鈍化する可能性があるとして指摘した。

内需面では、設備投資について、多くの委員は、2004年度の設備投資計画が9月短観においてさらに上方修正されたことを指摘し、設備投資の増勢は、業種・企業規模の広がりを伴いつつ、力強さを増していると述べた。複数の委員は、能力増強投資に踏み切るなど、攻めの経営に転じる企業が増えてきているように窺われるとの見方を示した。先行きについても、委員は増加を続けるとの認識を共有した。一人の委員は、これまで高い伸びを続けてきた機械受注がここに来て弱くなっていることを挙げ、設備投資の持続性に全く不安がない訳ではないとした。

が、その委員を含め、複数の委員は、地価下落の効果もあって不動産取引が活発化し、建築着工床面積が大幅に増加するなど、非製造業の設備投資への波及がみられ始めており、設備投資の増勢持続は十分に展望できるとの見方を示した。そのうち一人の委員は、これが建設循環の本格的上昇を意味するのであれば、設備投資の増勢はかなり息の長いものとなる可能性もあると述べた。

生産について、多くの委員は、7～9月の鉱工業生産指数は、一時的に横ばい圏内の動きにとどまる見込みであるが、10～12月は、内外需要の回復を背景に再び増勢を取り戻すとの見方を示した。その上で、基調判断として、生産は増加傾向を続けているとの認識が概ね共有された。一人の委員は、世界的なIT関連需要の減速が輸出・生産に影響しているが、素材を中心とする他の業種は好調を持続しており、全体としては増勢が維持されているとの見方を示した。この点に関し、一人の委員は、素材関連の多くの業種では、既に稼働率の余裕が乏しいため、今後は生産が大幅に増加することは難しいと指摘した。一人の委員は、非製造業を合わせた企業部門全体の活動が踊り場的局面を迎えている可能性もないとは言えないとコメントした。

個人消費について、委員は、やや強めの動きが続いているとの見方を共有した。そうした動きを下支えする要因として、何人かの委員は、消費者コンフィデンスの改善傾向を指摘した。この間、ある委員は、こうした消費者コンフィデンスの動きについて、大きな改善の材料は既に出尽くしており、更なる目立った改善は期待できない面があると指摘した。

雇用・所得面では、委員は、求人関連指標や失業率、短観の雇用判断DIなど労働需給を反映する諸指標が改善が続いている中で、雇用者数が増加傾向にあるほか、賃金も概ね下げ止まりつつあり、雇用者所得は下げ止まってきているとの認識を共有した。ある委員は、企業収益の増加が雇用者所得に与える好影響は今後明確になり、いずれかの時点で、個人消費の強めの動きが雇用者所得の裏付けを伴ったものとなるとの見方を示した。別の委員は、パート比率の上昇テンポがこのところ鈍化しており、今後一人当たり賃金が増加に転じてくるのではないかとこの見方を示した。パート比率の動きについて、さらに別の委員は、現時点で上昇テンポが鈍化しているとまでの判断は難しいとした。

内外経済の先行きとの関連で注目すべき点として、まず、原油価格の動向とその実体経済への影響が議論された。現在の原油価格高騰の背景として、複数の委員は、世界景気の拡大という需要面の要因に加え、米国のハリケーンの影響等もあって、供給面でそうした景気拡大に見合うだけのエネルギー供給が実現できるかどうかについての懸念があると整理した。わが国経済・物価に与える直接的な影響については、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単位当たりの原油消費量）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、輸入原油のうち、足許の価格が大きく上昇しているWTIや北海ブレントに代表される軽質油の比率は高くなく、このため、通関原油価格はそれほど上昇していないこと、などから、比較的小さいものととどまるとの見方を示した。その一方で、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、海外経済の先行き見通しが下振れる可能性があり、そうした海外経済の下振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指摘した。ある委員は、原油をはじめ一次産品価格の需要の強さを踏まえると、原油価格がさらに上昇するリスクは小さくないとの見方を示した。また、別の委員は、実体経済の調整が懸念される場合には、為替レートが大きく変動する可能性もあり、そうした面からも今後の動きを注意深く見守っていく必要があるとした。さらに、ある委員は、東アジア諸国の消費者物価は、原油価格の上昇が波及するかたちで、コア指数でみてもやや強含んできており、今後の懸念材料であるととした。

次に、IT関連財を巡る動向について、何人かの委員は、世界的なIT関連需要は、このところ伸びがやや鈍化しているが、デジタル家電や自動車用電子部品にまで、需要の裾野が従来

よりも広がっていることから、大きく落ち込む可能性は低いと述べた。また、このところの国内のIT関連財の在庫調整の動きについて、多くの委員は、調整開始が早めであったこともあり、取りあえずは軽度の調整にとどまる可能性が高いとの見方を示した。この点に関連して、ある委員は、米国ナスダック株価指数の持ち直しなど、市場の先行きに対する見方も一頃に比べて幾分改善していると付け加えた。一方、複数の委員は、IT関連財の動向に関しては、予測が難しい面もあり、思わぬかたちで大きな調整に至るリスクは否定できないため、クリスマス商戦の動向など、今後の動きについては注意してみていく必要があると述べた。

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が続いており、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。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。消費者物価の先行きについて、委員は、当面ガソリン価格の引き上げが押し上げ要因として働く一方で、先行き米価格が前年比を押し下げると見込まれるため、全体としては、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。一人の委員は、計測次第で需給ギャップはプラスの値をとり得ようになっていることから、マクロの需給環境が今後も引き続き緩和した状態にあると言えるかどうかは、一定の留保が必要であるとコメントした。また、複数の委員は、景気回復が続くもとの、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述べた。

2. 金融面の動向

金融面に関しては、金融市場では総じて大きな動きがないという認識が共有された。何人かの委員は、前回決定会合以降の株価と長期金利の動きについて意見を述べた。

一人の委員は、原油価格の動きや短観の結果等を材料に、内外景気の先行きに対する見方が変化する中で、株価や長期金利が一高一低を示したが、全体としては、引き続き、相場の動きは方向感に乏しいとの見方を示した。

複数の委員は、原油価格の高騰等の悪材料にもかかわらず、株価は世界的に比較的堅調な動きを続けていると指摘した。別の委員は、グローバルな金融緩和が株価や商品市況などを下支えしている可能性もあるとコメントした。

・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。

当面の金融市場調節に関して、複数の委員は、量的緩和開始後初めて「なお書き」を発動しないまま半期末越えを迎えるなど、金融市場はきわめて落ち着いた推移を辿っていると評価した。そのうち一人の委員は、こうした状況では、金融機関の当座預金に対する需要が減退しがちであるため、当座預金残高目標の達成は必ずしも容易でないと指摘し、引き続ききめ細かい調節に配慮する必要があると付言した。他の一人の委員は、現在のように金融システムに対する不安感が後退しているもとの、現行の当座預金残高目標を維持するとともに、市場機能復活の芽を摘まないという観点も必要ではないかと述べた。これに対し、別の委員は、当座預金残高目標の達成と同時に市場機能の回復の芽を摘まないということは、大変難しい要請であるとした。さらに別の委員は、少なくともペイオフが完全に実施されるまでは、金融市場の動きを注意深くみていく必要があるとの考えを述べた。

複数の委員は、次回の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）で示される 2005 年度の消費者物価見通しに市場参加者の関心が改めて集まりつつあることに言及し、見通し計数などに過剰な反応がみられる可能性もあるので、引き続き、市場の動向を丁寧に確認していくとともに、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て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。

この間、一人の委員は、将来のいずれかの時点では、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から移行することになるので、移行のイメージについて十分に議論しておくことが必要ではないかとの意見を述べた。

政府からの出席者の発言

会合では、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国経済の現状をみると、先日公表された日銀短観においても業況判断の改善がみられるなど、景気は堅調に回復しているが、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には引き続き留意する必要がある。
- 特に原油価格の上昇については、世界経済に対するリスクとして、G7においても議論を行い、価格の緩和を確保するために、適切な供給を続けることを産油国に対し要請するとともに、消費国側もエネルギー効率性を向上させることが重要であること等について、意見の一致をみたところである。
- 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堅持の姿勢を明確にして頂きたいと考えている。なお、金融政策の先行きへの関心が強まっている中、引き続き市場動向を十分に注視し、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。
- また、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。物価動向を総合的に勘案すると、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、郵政民営化、社会保障制度改革、三位一体改革、歳出歳入の一体的見直し、持続的成長に向けた取り組み等について改革の道筋を明らかにしていくこととしている。
- 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されているが、デフレの克服には、結果としてマネーサプライが増加することが不可欠であり、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（10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10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

前回会合（9月8、9日）の議事要旨が全員一致で承認され、10月18日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

2004年10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 10 月 29 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2004 年 10 月 29 日 (9:00 ~ 13:01)

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 上田 勇 財務副大臣

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 | 中曽 宏 |
| 調査統計局長 | 早川英男 |
| 調査統計局参事役 | 門間一夫 (9:17 ~ 13:01) |
| 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(10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、概ねゼロ%近傍で推移した。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、米国株価の下落等を材料に、前回会合以降下落した後、足許はやや回復し、日経平均で11千円を幾分下回る水準で推移している。この間、長期金利は、1.4%台の水準で推移した。

円の為替相場は、米国景気や経常赤字を巡る懸念等から、やや円高方向の動きとなり、最近では106～107円台で推移している。

3．海外金融経済情勢

米国経済は、家計支出や設備投資などの国内民需に支えられて、景気の拡大が続いている。ただし、資本財受注など、景気拡大テンポのスローダウンを示唆する指標もみられている。この間、物価面では、ガソリン価格等の上昇はみられるものの、インフレ率の上昇は総じて緩やかなものに止まっている。

東アジアをみると、中国は、内外需とも力強い拡大が続いており、固定資産投資は再び伸びを高めている。こうしたもとで、中国人民銀行は、10月28日、9年振りに市中金融機関の貸出・預金基準金利の引上げ措置等を決定した。NIEs、ASEAN諸国・地域では、景気拡大が続いているが、このところ、IT関連財を中心に、輸出、生産の伸びが鈍化している。物価については、多くの国・地域で、原油価格の上昇などを反映して、消費者物価が上昇傾向にある。

米欧の金融資本市場では、株価、長期金利とも、原油価格の上昇に伴う景気鈍化懸念等を背景に、総じて弱めの動きが続いた。

エマージング金融市場についても、多くの国・地域で、原油高に伴う景気拡大テンポの減速懸念が強まったことなどから、全体的に軟調に推移した。

4．国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、4～6月に前期比+3.2%と増加した後、7～9月は同+0.1%とほぼ横這いとなった。地域別にみると、4～6月まで堅調に増加していた米国向けが、7～9月は自動車関連や消費財(デジタル家電等)を中心に減少した。また、東アジア向けは、4～6月に続いて、小幅の伸びに止まった。この間、EU向けは堅調な増加となった。

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。」

中小企業製造業の設備投資について、中小企業金融公庫の調査結果（9月調査）をみると、今年度投資計画は当初計画から大幅に上方修正され、前年比2割を上回る増加となった。

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、改善傾向を続けている。こうしたもとの、雇用者数は増加傾向にある。賃金の前年比をみると、所定外給与は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た減少傾向がなお続いているが、マイナス幅は徐々に縮小している。

この間、個人消費は、天候要因（台風）の影響などから、一部にやや弱めの数字がみられるが、消費者心理を示す指標が総じて改善傾向を辿る中で、基調に大きな変化はないとみられる。

こうしたもとの、生産は、4～6月に前期比+2.6%の増加となった後、7～9月は同-0.8%に減少した。業種別には、輸送機械のほか、電子部品が減少している。在庫は、輸送機械での増加もあって、9月は前期比+1.9%となった。もっとも電子部品についてみると、9月は生産が減少する中で出荷が増加したことから、在庫は減少しており、在庫調整が軽度にとどまるとの見方と整合的な姿となっている。ただし、調整の深度や期間については、内外の年末商戦の動向にもよるため、その動向は引き続き注意深くみていく必要があると考えられる。

物価面では、国内企業物価が、内外商品市況高や需給環境の改善を反映して、引き続き上昇している。消費者物価（除く生鮮食品）についてみると、9月の全国（除く生鮮食品）は、7～8月の原油価格上昇を受けた石油製品（ガソリン等）の値上がりが増え、前年比0.0%となった。もっとも10月の東京（除く生鮮食品）は、米価格が前年比で下落に転じたことの影響もあって、同-0.3%となった。以上を踏まえると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、引き続き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。日本銀行の「主要銀行貸出動向アンケート調査」をみると、資金需要判断が過去2回連続で悪化した後、7～9月期は大幅に改善した。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、引き続き改善している。

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。

銀行券発行残高が前年比2%程度の伸びとなっている中、マネタリーベースの伸び率は、引き続き前年比4%台で推移している。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

最近の経済情勢について、委員は、前回会合以降公表された経済指標にやや弱めのものがみられるものの、これらは、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（台風）等による一時的な影響もあると考えられること、から基本的には「回復を続けている」という前回会合時の基調判断を変更する必要はないとの認識を共有した。ただ同時に、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。

海外経済については、前回会合以降に公表された経済指標が少ないこともあって、前

回会合での見方（「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も、着実な拡大を続けていく」）に変化はないとの認識が共有された。

米国経済に関し、多くの委員は、成長ペースは緩やかになっているが、家計支出や設備投資等に支えられて景気拡大が続いているとの見方を示した。ある委員は、加速度償却措置の終了が予定されているが、年明けの新しい税制面の措置が設備投資の拡大持続に好影響を与える可能性があるとして付け加えた。この間、複数の委員は、ガソリン価格の上昇等から消費者コンフィデンスがやや低下していることに触れ、年末商戦の動向を含めて今後の個人消費動向が一つの重要な焦点であると述べた。また、別の複数の委員は、最近のドル安傾向が米国経済に与える影響を丁寧に確認していく必要があると指摘した。

東アジア経済について、何人かの委員は、IT関連財の輸出・生産の減速から韓国や台湾などの景気拡大テンポが幾分鈍化している一方、中国は内外需とも高成長を続けているとの見方を述べた。複数の委員は、中国の固定資産投資が再び高まっている可能性を指摘し、中国人民銀行が実施した金利引上げ措置等の効果を見極めていきたいと述べた。

こうした海外経済のもとで、わが国の輸出については、多くの委員が、直近の公表データによって改めて増勢の鈍化が確認されるが、これは海外経済の減速を受けたものであり、概ね予想の範囲内の動きとみて良いのではないかと認識を示した。一人の委員は、需要が強い素材関連で、国内企業への供給を優先させていることも輸出の増勢鈍化に影響していると述べた。

内需面では、複数の委員が、設備投資は好調な企業収益のもと、業種・企業規模の広がりを伴いつつ増勢を続けていると述べた。ただし、一人の委員は、企業収益について、原油高、素材高、円高から先行きに慎重な見方をする企業も多いため、今後の動向に注意していく必要があると述べた。

個人消費については、何人かの委員が、一部に弱めの指標も出ているが、天候の影響も大きいとみられるほか、堅調な消費マインドや雇用者所得の下げ止まりを踏まえると、やや強めの動きというこれまでの基調に変化はないとの見方を示した。何人かの委員は、天候や地震の影響が消費マインドにどのように表れてくるのが注意してみていく必要があると付け加えた。

雇用・所得面では、求人関連指標や失業率など労働需給を反映する諸指標が改善を続けている中で、雇用者数が増加傾向にあるほか、賃金も概ね下げ止まりつつあり、雇用者所得は下げ止まっているとの認識が共有された。一人の委員は、雇用者数の増加に加え、一人当たり賃金も、パート比率の上昇テンポが鈍化する中、今後増加に転じる可能性があるとして述べた。この間、ある委員は、企業の人件費抑制姿勢は根強く、雇用者所得の好転が確認できるまでにはまだ時間がかかるのではないかと見方を示した。

生産については、7～9月の鉱工業生産が前期比 - 0.8%となったことの評価を巡り議論が行われた。多くの委員は、10～12月の予測が + 1.6%となっていること、7～9月の減少は、台風等の要因も影響しているとみられることを指摘した上で、海外経済の成長テンポの鈍化やIT関連需要の減速に概ね沿った動きではないかとの見方を示した。その上で、生産は、伸びをやや鈍化させつつも、基調としては増加傾向を続けているとの認識が概ね共有された。

物価面についても、委員は、これまでの基調に大きな変化はないとの見方で一致した。

国内企業物価に関しては、多くの委員が、原油をはじめとする内外商品市況高や需給の改善を反映して上昇しており、当面こうした状況が続くとみていると述べた。ある委員は、素材関連の多くの業種が稼働率に余裕がない状況にあることから、国内企業物価は当面上昇を続けるのではないかと述べた。

また、消費者物価について、9月の全国（除く生鮮食品）は、石油製品（ガソリン等）の値上がり影響で前年比0.0%となったが、生産性の向上や人件費の抑制を背景に物価が上昇しにくい傾向は続いており、10月以降は米価格が前年比で下落に転じるとみられることもあって、小幅の下落基調が続くとの見方を共有した。一人の委員は、為替がやや円高気味であることも物価の小幅下落に影響しているとの認識を示した。

今後の内外経済・物価情勢を確認していく上で注目しておくべき点として、多くの委員が、原油高の影響、IT関連需要の動向と、台風や地震の影響について言及した。

原油高の影響について、何人かの委員は、わが国の原油輸入に占めるウェイトが高い中重質油の価格が相対的に低い水準にあることや、わが国のエネルギー効率の高さも踏まえると、わが国経済への直接的な影響は相対的に大きくないと考えられると指摘した上で、エネルギー多消費国の実質購買力低下等を通じて、海外経済が減速することによる間接的な影響に留意する必要があると述べた。ある委員は、原油価格の高騰は物価面へのインフレ圧力であると共に、实体经济には下押し圧力となる点に注意が必要であり、特に内外の金融市場では後者の影響が大きいとみている可能性があるとして述べた。この間、一人の委員は、原油価格の高騰は世界経済の拡大という需要面の強さを反映しており、原油高により世界経済が幾分減速すれば、価格が低下するというメカニズムが働くのではないかとの見方を示した。

IT関連需要に関し、委員は、世界的なIT関連需要の減速で、わが国のIT産業も生産・在庫調整に入っていることに言及した。多くの委員は、早めに在庫調整を開始していること等から深い調整に入る可能性は小さいこと、素材産業の在庫が減少している等、鉱工業全体でみた在庫は横這い圏内にあること、から全体としては大きな調整には至らないとの見方を示した。何人かの委員は、9月の数字をみると、電子部品の減産・出荷増の中で在庫が減少していることや、内外のIT関連企業の決算が総じて好調であり、これら企業の株価が堅調であることを踏まえると、在庫調整が軽度で止まる可能性がより高まったとみていると述べた。

複数の委員は、天候や地震について、实体经济面では生産や公共投資・建設需要等に、増加と減少の両方の影響が出る可能性があること、物価面では野菜等の値上がりがみられる他、10月以降の米価格への影響等が考えられると述べ、今後の影響の有無や程度は丹念にみていく必要があるとの認識を示した。

2. 金融面の動向

短期金融市場について、何人かの委員は、引き続き安定しているとの見方を示した。ある委員は、ペイオフ解禁を控えた年度末越え金利が低下していることについて、金融システムに対する不安感の後退を表しているとの解釈も聞かれるが、実際には量的緩和政策の時間軸に対する見方がやや強固になっている可能性もあると述べた。

最近の金融資本市場については、ひとりの委員が長期金利は総じて落ち着いて推移している一方、株価は米国株価の下落等を材料に一旦下落した後、再び持ち直すといったやや振れのある動きとなっていると指摘した。別の委員は、企業業績対比で株価の上値が重いことがやや気掛かりであると述べた。

為替市場について、何人かの委員は、経常赤字を巡る懸念等から、最近はややドル安傾向で推移していることに言及した。今のところ市場の振れの範囲内とみられ、円の実質実効レートも安定的に推移しているが、短期的な振れであってもその程度や方向によっては経済活動に対して様々な影響を及ぼす可能性があるため、今後の動向をしっかりと見極めていく必要があると述べた。ある委員は、ドルは他のアジア通貨やユーロに対しても下落傾向にある等、ほぼ全面安の状況であることから、その動向には注意を払っていく必要

があると付け加えた。

3. 経済・物価情勢の展望

経済・物価情勢の先行き見通しについて、委員は、「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」との見方を共有した。

こうした見方の背景として、多くの委員は、原油価格の高騰やIT関連需要の減速を受けて、世界経済の成長のスピードは幾分鈍化するとみておくべきと指摘した上で、米国における企業部門の好調や中国の高成長を踏まえると、メインシナリオとしては、世界経済の拡大持続が期待できることを挙げた。

加えて、多くの委員は、企業の過剰投資・過剰債務・過剰雇用や金融システムの脆弱性といった、これまで経済の回復を遅らせてきた構造的な要因の調整がかなり進んでいること、調整の成果に支えられて、「前向きの循環」輸出・生産の増加が企業収益の好転や設備投資の拡大を促し、これが雇用・所得面の回復を通じて家計にも波及するという流れが維持されると想定できること、を指摘した。複数の委員は、設備投資の好調さが中小企業にも波及している点や、非製造業向けの設備投資新規貸出が増加している点は、景気回復の持続性を支える材料の一つと指摘した。ある委員は、多少の循環要因で景気が減速しても、国内要因から景気が腰折れする可能性は小さく、息の長い成長が期待できるのではないかと述べた。

この間、ある委員は、IT関連の調整は軽度にとまるとみられるが、輸出・設備投資や生産への影響は当面続く可能性があることを指摘した。

物価面では、国内企業物価について、原油をはじめとする内外商品価格の上昇や素材等の需給引締め等を反映して上昇を続ける可能性が高いが、2005年度は上昇テンポが緩やかになるとの認識で一致した。

消費者物価に関し、委員は、生産性の向上や企業の人件費抑制姿勢が根強いことから、基本的には景気回復に物価が反応し難い姿が続くとの見方を共有した。ある委員は、物価に対する人々の見方が引き続き落ち着いている点も、景気と物価の乖離の背景の一つであると付け加えた。その上で、多くの委員は、景気が回復を続け、需給バランスの緩やかな改善が続く中で、2005年度は、前年比小幅のプラスとみるのが中心的な想定ではないかと述べた。この間、何人かの委員は、物価の先行きについては、原油価格の動向に加え、生産性の伸びが今後どうなるか、企業の人件費抑制の動きがどの程度持続するか、という予想し難い要因に依存する面が強いため、不確実性が高いと指摘した。

上振れ・下振れ要因として、多くの委員は、海外経済、特に米国経済の減速の程度・期間や、今後の原油価格、IT関連需要の動向が世界景気やわが国経済に与える影響、年金等の家計負担増加が見込まれるもと、企業の人件費抑制姿勢の強さ次第で雇用者所得や個人消費が下振れる可能性があること等を指摘した。

複数の委員は、金融システム面の問題については、2005年度からのペイオフ解禁を控え、引き続き注意していく必要があるが、不良債権問題への対応は、相当程度進捗しており、企業金融面を通じて实体经济に悪影響を及ぼす惧れは小さくなっていると指摘した。また、何人かの委員は、米国の「双子の赤字」等を巡って海外金融・為替市場に変動が生じた場合の世界経済への影響についても、引き続き注意してみていく必要がある、と付け加えた。

金融政策運営に関しては、大方の委員が、2005年度の消費者物価指数前年比が小幅プラスとなる見通しを示すことにより、金融政策運営に関する市場の関心が一段と高まることから予想されるため、政策の透明性を確保する観点から、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について、丁寧に説明していく必要があると指摘した。

これに関し、ある委員は、量的緩和政策継続の第2の条件について、「ゼロ%を超える」という基準より高めの数値を示してはどうかと述べた。別の委員は、第2条件の明確化ないしは中長期的に達成すべき望ましい物価上昇率を示してはどうかと述べた。

さらに、同じ委員は、量的緩和政策を解除する際の金融市場調節の基本的なスタンスとして、当座預金残高縮小のテンポや国債買入オペを含めた各種調節手段の発動の仕方に関する基本的な考え方を示すことも考えられるのではないかと付け加えた。

こうした金融市場調節の基本的なスタンスを含め、今回の展望レポートにどのような記述をすることが適切かを巡り、委員の間で議論が行われた。

多くの委員は、今回の見通しのもとでは、2005年度において金融政策の枠組みを変更するか否かは明らかではないこと、今後の経済・物価情勢に応じて適切かつ機動的に政策対応すると共に、景気回復に物価が反応し難い姿が続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こと、今後の政策運営に当たっては、異例の金融緩和の状態から脱していく過程で、市場の予想が不安定になるリスクを念頭に置き、市場参加者が金融政策の先行きを予測する上で参考となる基本的な判断材料を提供していくことを、今回の展望レポートにおいて明確に示していくことが適切かつ十分なのではないかと意見述べ、当面はそうした対応が適切であるとの認識が委員の間で共有された。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

当面の金融政策運営について、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切であるとの認識を共有した。

ある委員は、少なくとも来春にペイオフ解禁が完全に実施されるまでは、金融市場や金融システム面の動向を注意深くみていく必要があると述べた。

別の委員は、先行きの政策運営との関連で、景気回復に物価が反応し難い姿が続くもとの、何らかの歪みが経済に蓄積していくことはないのか、それがどのような形で表れるのか、そうしたもとの金融政策をどのように運営していくのか、といった点は、長い目でみた課題として考えておく必要があると述べた。

・政府からの出席者の発言

会合では、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 本日公表の展望レポートは、日本銀行が平成17年度の経済・物価に対する見通しを初めて示す機会であり、特に消費者物価の見通しについては、量的緩和政策継続のコミットメントとの関係で市場の注目を浴びている。
- こうした中、日本銀行が平成17年度の消費者物価指数がゼロ%以上になるとの見通しを示した場合においては、これにより量的緩和政策が早期に解除されるとの憶測が生じ、市場が不安定化することが懸念される。これを未然に防止するために、まず足許のデフレが継続する中では、例え今回の展望レポートにおいて先行きの消費者物価指数についてゼロ%以上の見通しを出したとしても、これが直接量的緩和政策解除の条件を満たすものにはならないということを、市場に明確に説明するとともに、量的緩和政策継続の方針を堅持する姿勢を一層明確にして頂きたいと考えている。

また、引き続き市場動向を十分に注視し、今回の展望レポートを契機に、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。

- 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。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。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」を具体化し、本格的かつ迅速な構造改革に取り組んでいる。
- 今回の経済・物価情勢の展望では、先行き景気は回復を続け、持続的成長とデフレ克服の可能性が高まっていくと展望されているが、一方で、消費者物価については当面上昇しにくい状況が続くとの見解を示されている。こうしたもとで、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、デフレの克服には結果としてマネーサプライが増加することが不可欠であり、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る。また、金融政策運営に関する透明性の一段の向上に努める中で、デフレ克服までの道筋を明確に示して頂くことを期待している。

採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、当座預金残高目標を 30～35 兆円程度とする現在の調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

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

議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。

記

日本銀行当座預金残高が 30～35 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

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

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、植田委員、田谷委員、
須田委員、中原委員、春委員、福岡委員

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、11月1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10月29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 11 月 17、18 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2004 年 11 月 17 日 (14:00 ~ 15:51)
11 月 18 日 (9:00 ~ 11:58)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

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

4 . 政府からの出席者 :

| | | |
|-----|-------|------------------|
| 財務省 | 石井 道遠 | 大臣官房総括審議官 (17 日) |
| | 上田 勇 | 財務副大臣 (18 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 |
| | (17 日 14 : 44 ~ 15 : 51、18 日) |
| 企画局審議役 | 前原康宏 |
| 企画局企画役 | 内田真一 |
| 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 | 神山一成 |
| 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(10月29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30～33兆円程度で推移した。

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、概ねゼロ%近傍で推移した。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、原油価格の反落や米国株価の上昇を受けて幾分強含み、足許は、日経平均で前回会合時の水準をやや上回る11千円程度で推移している。

長期金利は、わが国の景気の先行きに対する慎重な見方が根強い中で、1.5%を中心に概ね横這い圏内で推移している。

為替市場では、米国の「双子の赤字」問題に対する懸念等を背景にドル売り圧力が強まっており、円の対ドル相場は、足許では前回会合時よりやや円高の105円台前半で推移している。

3. 海外金融経済情勢

米国経済は、家計支出や設備投資などの国内民需に支えられて、景気の拡大が続いている。7～9月の実質GDPは年率+3.7%と、個人消費の伸びが高まったことを主因に、4～6月(同+3.3%)に比べて上昇した。足許の指標をみると、個人消費が増加傾向を維持しているほか、企業収益が高水準で推移するもとで、設備投資も増加している。雇用面でも、夏場に一時的に弱まっていた雇用者数の増加テンポが10月には復調した。先行きについては、当面、景気拡大が持続する可能性が高い。

ユーロエリアでは、足許は、家計支出や生産など弱めの指標が多いものの、ごく緩やかな景気回復基調を辿っているとみられる。

東アジアをみると、中国は、内外需ともに力強い拡大が続いており、固定資産投資も高めの伸びとなっている。NIEs、ASEAN諸国・地域では、景気拡大が持続しているが、そのテンポは幾分鈍化しており、特に韓国の減速が目立っている。物価面では、多くの国・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伸び率は高止まっている。

米欧の金融資本市場では、原油高の一服や、強めの米国経済指標の公表などを受けて、株価が上昇している。長期金利は、米国では上昇したが、欧州では足許幾分低下している。

エマージング金融資本市場では、多くの国・地域で、米国経済を巡る不透明感の後退などから株価が上昇し、対米国債スプレッドが縮小した。通貨は、米ドル安の流れの中で総じて増価した。

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、海外経済の減速を背景に、足許横這い圏内の動きとなっている。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、自動車関連や消費財（デジタル家電等）を中心に小幅の減少となった。また、東アジア向けは、4～6月に続いて小幅の伸びにとどまった。このうち、中国向けについては、建設機械が大幅に減少するなど、同国における景気過熱抑制策の影響が一部にみられている。

設備投資は、足許のペースは緩やかながら、引き続き増加している。資本財出荷（除く輸送機械）は、4～6月に続いて7～9月も増加を続けたものの、半導体製造装置などIT関連財の出荷が弱まったことなどが影響し、増加テンポは緩やかになってきている。先行指標をみると、機械受注（船舶・電力を除く民需）は、4～6月に大幅に増加した後、7～9月はその反動もあって減少した。建築着工床面積（民間非居住用）については、増加傾向を続けている。

この間、7～9月のGDP速報における設備投資は、小幅のマイナスとなったが、相次ぐ台風によって建設投資の進捗が遅れたことが影響している可能性がある。

雇用・所得環境をみると、求人関連指標や失業率は、改善傾向を続けており、雇用者数も増加傾向にある。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がなお続いているが、特別給与を中心に、マイナス幅は徐々に縮小している。以上の結果、毎月勤労統計でみた雇用者所得は、下げ止まっている。

個人消費は、底堅い推移を続けている。販売統計は、悪天候の影響もあって、家電販売などを除きやや冴えない動きとなっているものの、サービス支出が堅調に推移しているほか、消費者心理を示す指標も総じて改善傾向を辿っている。

生産は、4～6月に前期比+2.6%と大きく増加した後、7～9月は-0.7%となった。在庫は、全体としては横這い圏内ながら、電子部品では在庫調整局面にあるなど、財別に区々の動きとなっている。電子部品の在庫調整は、メーカーが早めに生産ペースを落としていることもあって、基本的には軽度のものにとどまるとみられるが、今後の動向は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、引き続き上昇している。一方、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、小幅のマイナス基調で推移している。9月（全国）は、ガソリン価格の上昇などから前年比0.0%となったが、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、再び前年比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が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、民間銀行貸出の減少幅の縮小が基調として続いている。この間、企業からみた金融機関の貸出態度も、中小企業を含め、引き続き緩和している。

資本市場調達については、CP・社債とも信用スプレッドが低位安定しており、良好な発行環境が続いている。このため、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、前年比4%台で推移しており、マネーサプライ（M2+C D）は、前年比2%程度の伸びとなっている。なお、銀行券発行残高は、これまで金融システ

ムに対する不安感の後退などからひと頃に比べ低い伸びを続けてきたが、11月入り後は改刷の影響から伸びがやや高まっている。

金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

足許の経済情勢について、委員は、わが国の景気は、輸出、生産の増勢に足許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。

海外経済に関して、委員は、これまでの高めの成長から幾分減速するものの、拡大を続けていくとの見方を共有した。

米国経済について、多くの委員は、個人消費の持ち直しを主因として7～9月の実質成長率が4～6月に比べて上昇したこと、企業収益が高水準で推移するも設備投資が増加を続けていること、雇用面でも、ひと頃弱まっていた雇用者数の増加テンポが足許では復調していることなどを指摘し、景気は夏場にみられた一時的な停滞局面を抜け出したとみられ、当面拡大を続ける可能性が高い、との見方を示した。この間、ある委員は、減税効果の一巡や既往のエネルギー価格上昇の影響などが、景気に悪影響を及ぼす可能性がある点に留意する必要がある、と述べた。別の委員は、政府による追加的な景気刺激策の余地は既に限られており、財政再建や年金問題といった中長期的な課題への取り組みが必要になることを踏まえると、今後は、政府の経済政策運営が景気にマイナスの効果をもたらす可能性がある、との意見を述べた。

中国経済について、多くの委員は、内外需とも大幅な拡大を続けているとの見方を示した。何人かの委員は、10月末の中国人民銀行による金利引上げを含め、景気過熱抑制策の効果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。この点に関して、複数の委員は、建設用鋼材の需要が減少し、一部は輸出に向けられていることなどを指摘し、景気過熱感、全体としては根強いものの、過熱感がさらに強まるリスクは後退している、と述べた。別のひとりの委員は、人民元建て貸出残高が足許再び伸びを高めていることを指摘し、国内民需が先行き一段と拡大する可能性もある、との見方を示した。この間、複数の委員は、中国の高成長とは対照的に、韓国や台湾を中心とするNIEs諸国では輸出・生産の鈍化が顕著であるが、その背景としては、世界的なIT関連需要の調整がより大きく影響していることが考えられる、と述べた。

原油価格の動向について、多くの委員は、このところ上昇に一服感がみられていることを指摘した。もっとも、何人かの委員は、原油価格は依然として歴史的な高水準にあり、今後の動向については注意してみていく必要がある、と述べた。

以上のような海外経済動向に関する認識を踏まえ、わが国の輸出や生産がこのところ弱めの動きとなっていることについて議論が行われた。

7～9月の輸出がほぼ横這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。ある委員は、台風による船待ち在庫の積み上がりといった一時的な要因も影響している可能性がある、と付け加えた。また、別の委員は、生産余力が低下している鉄鋼や化学等では、メーカーが国内供給を優先した結果、輸出が減少しているといった事情もある、と指摘した。輸出の先行きについて、委員は、海外経済が米国、中国を中心に拡大を続けるも、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。

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。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とどまる可能性が高い、との見方を示した。何人かの委員は、調整の深さは内外の年末商戦の動向にかなりの程度依存するため、今後の動向を注意してみていく必要がある、と述べた。この間、複数の委員は、IT関連財の調整が著しく深まるとは考えにくい、調整が長引く可能性も念頭に置いておくべきである、との見方を示した。

この間、何人かの委員は、素材分野では、IT関連財とは対照的に、好調な需要を背景に高水準の操業が続いているものの、既に生産能力の上限に近づいている先も多く、一段の増産には結び付きにくい面がある、と述べた。ある委員は、生産は先行き基調的には増加を続けるとみられるが、増加テンポは、当面緩やかなものにとどまるとみておくべきである、との意見を述べた。

設備投資について、多くの委員は、7～9月のGDPにおいて設備投資の伸びが大幅に低下したこと、資本財出荷が、半導体製造装置の減少などから増加テンポが緩やかになってきていることを指摘し、足許の増加ペースは緩やかになっている、との見方を示した。そのうえで、委員は、各種のアンケート結果にもみられるように、企業は好調な収益を背景に強めの設備投資計画を維持しており、多少の振れはあるにしても、設備投資の増加基調に大きな変化が生じているとは考えにくいとの認識を共有した。GDPにおける設備投資の伸びの低下については、何人かの委員が、台風による建設投資の進捗の遅れなど一時的な要因が影響している可能性がある、との見方を示した。ある委員は、今後も設備投資の堅調が見込まれる要因として、生産余力の乏しい素材分野で能力増強投資が期待できること、知的財産の保護等の観点から一部に生産拠点の国内回帰の動きがみられることを指摘した。また、何人かの委員は、建築着工床面積が大幅に増加していることを指摘し、非製造業の設備投資への波及が次第にはっきりとしてきている、との見方を示した。

多くの委員は、設備投資の基調の判断に当たっては、今後公表される法人企業統計やこれを踏まえたGDPの改訂値、12月短観の結果等を十分に見極める必要がある、と述べた。また、このうちひとりの委員は、企業収益について、円高、原油高、素材高のリスクや影響を懸念する企業が多いため、引き続きその動向にも注意が必要である、と述べた。

何人かの委員は、最近の円高の進行が企業収益に与える影響についてコメントした。これらの委員は、現在の為替相場は9月短観における想定為替レートと大きく違っていないことや、実質実効為替レートに大きな変化がないことから、企業収益に与える影響はさほど大きくないとみられるが、一段の円高が進んだ場合には、企業収益だけでなく、マインド面にも影響を及ぼす可能性がある、との見方を示した。

雇用・所得面について、委員は、雇用者数が増加傾向にあるほか、所定外給与の増加を背景に一人当たり名目賃金の前年比マイナス幅が縮小してきており、雇用者所得は下げ止まっているとの認識を概ね共有した。先行きについても、雇用者所得は緩やかな増加に向かう可能性が高いという点では一致したものの、そのテンポについては、何人かの委員がやや慎重な見方を示した。このうち、ある委員は、企業の人件費抑制姿勢が根強い中で、派遣社員など非正規雇用の活用の余地は依然として大きい、と述べた。別のある委員も、企業は足許の収益が好調な場合であっても、先行きに相当の自信がない限り、賃上げに消極的な傾向が強いのではないかと、との見方を示した。

個人消費について、何人かの委員は、悪天候の影響もあって販売統計などにはやや弱さがみられるものの、総じてみれば底堅い動きを続けている、との見方を示した。このうち、ひとりの委員は、GDP統計において、個人消費が強めの動きを続けていることを指摘し、所得が伸びない中であって、個人消費は予想以上に堅調である、との見方を示した。

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。ある委員は、9月の消費者物価（全国、除く生鮮食品）は、前年比0.0%となったが、10月以降は米価格が下押し要因となるため、再び前年比でマイナスとなると見込まれる、と述べた。この委員は、原油高の影響について、ガソリン等への転嫁は既にかなりの程度進んでいるとみられ、原油高が一段と進行しない限り、消費者物価へのプラス寄与はさほど拡大しないものとみられる、との見解を示した。

2. 金融面の動向

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。このうち、ひとりの委員は、最近の銀行や企業の広範な格付引き上げも株価の堅調に寄与している、との見方を示した。この委員は、ジャパン・プレミアムが大幅に縮小していることも踏まえ、将来の短期金融市場の機能回復に向けた環境が整いつつあるとみてよいのではないかと続けた。

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コメントした。これらの委員は、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、と述べた。

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。

・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。

このところ、年度末越えのオペを含め、短期資金供給オペにおいて札割れが発生していることについて議論が行われた。多くの委員は、金融システムに対する不安感の一段の後退などから、市場の資金余剰感が一層強まっている、との見方を示した。そのうえで、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。ある委員は、少なくとも来春にペイオフ解禁が完全に実施されるまでは、金融市場や金融システム面の動向を注意深くみていく必要があると述べた。この点に関連して、何人かの委員は、金融システムに対する不安感の解消が一段と進んだ場合には、流動性に対する需要がさらに低下する可能性もある、と指摘した。

ある委員は、量的緩和政策には、金融市場の安定確保や緩和的な企業金融環境の維持を通じて企業のバランスシート調整をサポートするという効果があり、その成果は企業の資本収益率の向上というかたちで着実に現われてきている、と評価した。

何人かの委員は、展望レポートに対する市場の反応についてコメントした。これらの委員は、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。このうち、複数の委員は、現在、金利が落ち着いている背景には、市場では、景気の先行きについて日本銀行に比べて慎重にみている参加者が多く、金融政策の枠組みの変更に関する議論が差し迫った課題として受け止められていないという面もあるとして、今後、景気回復が進んでいく過程において、情報発信のあり方について引き続き工夫を重ねていくことが重要である、と指摘した。

何人かの委員は、GDPデフレーターへの移行が検討されていることについてコ

メントした。これらの委員は、GDPデフレーターの見直しは、基準年から離れるに従ってデフレーターの下幅が過大に評価される傾向があるという現行方式（固定基準年方式）のバイアスを取り除くために実施されるものであり、景気判断の大枠に影響を及ぼすものではない、との見方を示した。そのうえで、ある委員は、GDPの改訂が足許における景気の減速感と結び付けて理解されることがないように、情報発信に当たっては十分に留意する必要がある、と述べた。

・政府からの出席者の発言

会合では、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国経済の現状をみると、輸出など、このところ一部に弱い動きが見られるが、景気は回復が続いていると認識している。
11月12日に公表された7～9月期のGDP統計をみても、注意してみなければならない点があるが、消費は引き続き堅調に推移するなど、国内民間需要の底堅さが裏付けられたものと考えている。
- こうした中、デフレは依然として続いており、その克服に向けた揺るぎない姿勢を堅持していくことが重要であると考えている。日本銀行におかれては、先月公表された展望レポートにおいても量的緩和政策を堅持していく方針を示されたが、引き続きこうした姿勢を明確に示して頂きたいと考えている。
- 現在の民間需要主導の景気回復を持続的なものとしていくためには、今後とも、金融政策の役割が重要であると考えている。こうした観点から、日本銀行におかれては、緩和的な金融環境が継続するとの期待が将来に亘って維持されるよう、新たな工夫の検討を行っ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。

- 経済動向については、大局的に見ると、景気は回復しているという基調に大きな変化はないと考えている。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。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、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2004」を具体化し、本格的かつ迅速な構造改革に取り組んでいる。
- 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されているが、デフレの克服には、結果としてマネーサプライが増加することが不可欠であり、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る。また、金融政策運営に関する透明性の一段の向上に努める中で、デフレ克服までの道筋を明確に示して頂くことを期待する。

・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（11月18日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は11月19日に、それぞれ公表することとされた。

・議事要旨の承認

前々回会合（10月12、13日）の議事要旨が全員一致で承認され、11月24日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

2004年11月18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 12月 16、17日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2004年 12月 16日 (13:59 ~ 16:25)
12月 17日 (9:00 ~ 12:32)

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) |
| | 須田美矢子 | (") |
| | 中原 眞 | (") |
| | 春 英彦 | (") |
| | 福間年勝 | (") |
| | 水野温氏 | (") |

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 (16日) |
| | 上田 勇 | 財務副大臣 (17日) |
| 内閣府 | 加藤 裕己 | 大臣官房審議官 (経済財政分析担当) |

(執行部からの報告者)

| | |
|----------|------------------------------------|
| 理事 | 平野英治 |
| | (17日 9:00 ~ 10:47) |
| 理事 | 白川方明 |
| 理事 | 山本 晃 |
| | (17日 9:00 ~ 10:54、12:14 ~ 12:32) |
| 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 |
| | (17日 9:00 ~ 10:54) |
| 政策委員会室企画役 | 村上憲司 |
| 企画局企画役 | 神山一成 |
| 企画局企画役 | 武田直己 |

金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合(11月17、18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、概ねゼロ%近傍で推移した。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。

長期金利は、鉱工業生産など、経済指標の予想比下振れを受けて景気の先行きに対する慎重な見方が強まったことを背景に、最近では1.4%前後で推移している。

株価は、経済指標の予想比下振れや円の対米ドル相場上昇を受けて下落した後、米国株価が堅調に推移したことなどを眺めて上昇し、足もとは、日経平均で前回会合時とほぼ同じ11千円前後で推移している。

為替市場では、円の対米ドル相場は、米国の「双子の赤字」問題を巡る懸念等を背景に上昇した後、わが国経済指標の予想比下振れを受けて下落し、最近では前回会合時とほぼ同じ103～105円台で推移している。

3. 海外金融経済情勢

米国経済は、家計支出や設備投資などの国内民需に支えられて、景気拡大が続いている。7～9月の実質GDP成長率は、暫定推計値で年率+3.9%と、事前推計値同+3.7%から上方修正された。先行きも、景気拡大が続く見通しである。

ユーロエリアでは、ごく緩やかながらも、家計支出や設備投資を中心に景気回復基調を維持している。ただ、ユーロ高もあって外需や生産面の停滞感が強まっており、雇用環境の改善も進んでいない。

東アジアをみると、中国は、内外需ともに力強い拡大が続いており、固定資産投資の年初来累計前年比は、政策当局が景気過熱抑制策を講じているもとにあっても、引き続き高い伸びとなっている。NIEs、ASEAN諸国・地域では、景気拡大が続いているが、そのテンポは鈍化している。この間、物価面では、中国を含め、多くの国・地域で、食料品の値上がりが一服していることもあって、消費者物価の前年比伸び率の上昇傾向に歯止めがかかりつつある。

米欧の金融資本市場では、株価は、前回会合以降、比較的堅調な動きを続けている。長期金利は、米国では前回会合時とほぼ同じ水準で推移しているが、欧州では通貨高や景気の先行き不透明感などを背景に低下している。

エマージング金融資本市場では、多くの国・地域で、株価が軟調な展開となったが、対米国債スプレッドは縮小し、通貨は米ドル安のもとで若干増価した。

4. 国内金融経済情勢

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。」

(1) 実体経済

輸出は、海外経済の拡大基調が続いているものの、IT関連分野における世界的な需給調整の影響から、足もとは横ばい圏内の動きとなっている。地域別にみると、米国向けは、7～9月に小幅の減少となった後、10月は横ばい圏内の動きとなった。東アジア向けは、中国向けが持ち直した一方、NIEs、ASEAN諸国・地域向けは減少した。この間、EU向けは横ばい圏内の動きとなった。

設備投資は、引き続き増加傾向にある。資本財出荷（除く輸送機械）が、IT関連分野の調整を受けて、半導体製造装置を中心に足もとはやや減少しているほか、先行指標の一つである機械受注（船舶・電力を除く民需）も、4～6月に大幅に増加した後、7～9月、10月と減少した。しかし、もう一つの先行指標である建築着工床面積（民間非居住用）は、幅広い業種で増加の動きが続いている。また、12月短観をみると、企業の業況感には幾分慎重化が窺われるが、企業収益が増加を続けるもとの、2004年度の設備投資計画は上方修正となった。

個人消費は、底堅い推移を続けている。非耐久財消費は悪天候の影響もあってやや冴えない動きとなっているが、耐久財消費やサービス消費が堅調に推移している。この間、消費者心理を示す指標も総じて改善傾向をたどっている。

生産は、7～9月に小幅減少した後、10月も、電子部品・デバイスを中心に、7～9月対比で減少となった。在庫は、7～9月に増加した後、10月は横ばい圏内の動きとなった。財別にみると、素材関連では生産余力の低下などを背景に在庫が減少を続けている一方、電子部品・デバイスの在庫は増加するなど、区々の動きとなっている。電子部品・デバイスの在庫調整は、これまでシェア拡大を目論み強気の生産計画を掲げていたデジタル家電各社が部品の発注量を減らしていること、携帯電話やパソコンの世界需要が幾分下振れていること、などから、やや深まってきている。デジタル家電を含めIT関連需要の成長トレンドそのものは維持されているとみられることを踏まえると、ITバブルが崩壊した2001年とは異なり、大幅な調整には至らないと考えられるが、調整がやや長引く可能性が高まっており、当面、内外の年末商戦の帰趨を中心に、IT関連需要の動向を注意深くみていく必要がある。

雇用・所得環境をみると、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おり、雇用者数は増加傾向にある。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なお続いているが、特別給与を中心に、そのマイナス幅は徐々に縮小している。以上の結果、毎月勤労統計でみた雇用者所得は、下げ止まっている。

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。消費者物価の前年比は、需給環境が改善方向にあるとは言え、当面なお緩和した状況が続くほか、公共料金が下落していることから、小幅のマイナスで推移すると予想される。

以上の動きからみて、わが国の景気は、基調として回復が続いていると判断される。もっとも、生産面などで弱めの動きがみられている結果として、生産・在庫を中心にみている景気基準日付では、いったん景気の「山」が付く可能性も否定できない。

(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が維持されている中、回復方向の動きに足もと一服感がみられる。こうしたもとの、民間銀行貸出も、基調として回復傾向をたどる中で、足もとは減少幅が横ばいの動きとなっている。この間、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、引き続き緩和している。

資本市場調達については、CP・社債とも信用スプレッドが低位安定しており、良好な発行環境が続いている。このため、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、前年比4%台で推移しており、マネーサプライ(M2+C D)は、前年比2%程度の伸びとなっている。なお、銀行券発行残高は、11月は改刷の影響から伸びがやや高まった。

金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

足許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、一時的に踊り場的な局面にあり、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が共有された。

海外経済に関して、委員は、これまでの高めの成長から幾分減速するものの、拡大を続けていくとの見方を共有した。

米国経済について、多くの委員は、7～9月の実質成長率が4～6月に比べて高まっていること、クリスマス商戦の行方を判断するのは時期尚早ながら原油高が一服していることもあってこれまでのところ個人消費は底堅く推移していること、企業収益が高水準で推移するも設備投資は増加傾向にあること、夏場に一時的に弱まっていた雇用者数の増加テンポも概ね復調していること、などを指摘したうえで、景気は一時的な停滞局面を抜け出した可能性が高く、先行きも景気拡大が続くとの見方を示した。米国景気の停滞が一時的なものにとどまった背景として、何人かの委員は、FRBが政策金利の引き上げを進める中であっても、長期金利は落ち着いた動きを続けており、金融緩和効果が減衰していないことが指摘できるとした。一方、複数の委員は、今後インフレリスクへの意識が高まって長期金利が不安定な動きを示す場合に景気が再び減速するリスクがあると指摘した。別の委員は、家計のコンフィデンスの悪化を示す指標もあるため、当面は、原油価格の高止まりによる景気下押しが強まる可能性などについて引き続き注意しておく必要があり、その点、クリスマス商戦の仕上がりなどがどうなるかが注目されると述べた。

中国経済について、多くの委員は、内外需とも大幅な拡大を続けているとの見方を示した。固定資産投資が引き続き高い伸びを示していることについて、ある委員は、現時点は、10月末の中国人民銀行による金利引き上げを含め、一連の過熱抑制策の効果を見極めていくべき段階にあるとした。また、複数の委員は、物価が落ち着きを取り戻してきた中で、中国政府は以前よりも高い成長率を許容するようになっており、一頃とは異なり、行政指導を含めた強力な過熱抑制策が不要となっている可能性もあると指摘した。

こうしたもとの、わが国の輸出は、先行き再び増加に転じるとの見方が共有された。足もとの輸出が横ばい圏内の動きにとどまっていることについて、複数の委員は、海外経済の減速の影響は後退しているが、世界的なIT関連分野の調整は続いており、また、生産余力が乏しい鉄鋼や化学等ではメーカーが国内供給を引き続き優先しているため、増勢を取り戻していないと整理した。

設備投資について、多くの委員は、GDP統計の2次速報により7～9月の民間設備投資が前期比プラスとなったことや、12月短観の2004年度設備投資計画がさらに上方修正されたことなどを挙げ、足もと設備投資の増勢は続いており、先行きも、業種・企業規模の広がりを伴いながら、増加を続けるとの見方を示した。企業の設備投資意欲が堅調な背景として、何人かの委員は、過剰設備・過剰雇用・過剰負債の調整が進捗していること、企業収益が金融収支の改善にも支えられながら大きく改善していること、金融機関の融資姿勢の緩和が続いていること、優良地の地価が底入れしている中で建設投資や土地投資が増加に転じていること、などを挙げた。この間、一人の委員は、IT関連業種では投資の実行を先送りしている先が少なくなく、それが十分に反映されていないとすれば、現時点の設備投資計画については多少割

り引いてみる必要があると述べた。また、ある委員は、円高・原油高・素材高の先行きとその収益への影響度合いが見通し難いとする企業が少なくない点に留意する必要があると述べた。

個人消費について、委員は、底堅く推移しているとの見方を共有した。GDP統計の2次速報で7～9月の個人消費の前期比増加幅が下方修正されたことについて、ある委員は、1次速報時点の計数は実勢を大幅に上回っていると感じていたところであり、2次速報程度の伸びの方が実感に合うとした。別の委員は、悪天候の影響もあって、足もとの販売統計などはやや弱い動きを示しているが、雇用者所得が緩やかな増加に向かう可能性が高いとみられるもとの、先行きは緩やかに回復していくと考えられるとの見方を示した。

生産について、多くの委員は、携帯電話やパソコンの世界需要が下振れているほか、国内メーカーがデジタル家電の見通しをやや強気に見過ぎていたことの反動が出ているため、IT関連分野の調整はしばらく続くと思われること、素材関連で既に生産能力の上限に達している先が少なくないこと、こうした素材関連の供給力の天井が自動車などの生産にも影響を及ぼしつつあること、などの理由を挙げて、目先、生産の目立った増加は期待できないとした。

生産の先行きとの関連で、IT関連分野を巡る動向について多くの議論があった。ほとんどの委員は、デジタル家電の需要自体は増加していること、IT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調整が比較的早い段階に開始されていること、IT関連銘柄を多く含む米国ナスダック株価指数が上昇基調にあること、などを挙げて、2001年のバブル崩壊時と異なり大きく落ち込む可能性は低いとした。そのうち、何人かの委員は、2005年の前半には、IT関連分野の調整は山を越え、同分野を含めた生産全体も増加に転じてくるのではないかとの見方を示した。これに対し、複数の委員は、IT関連分野は需要の振幅が激しいだけに予測がきわめて難しく、足もとの調整が深まっている事実を踏まえても、クリスマス商戦の動向など今後の動きをしっかりと見極めたうえで回復に転じるタイミングを判断する必要があると述べた。これら委員を含む何人かの委員は、IT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した。

雇用・所得面では、委員は、求人関連指標や失業率、短観の雇用判断DIなど労働需給を反映する諸指標が改善を続けている中で、雇用者数が増加傾向にあるほか、賃金も概ね下げ止まりつつあり、雇用者所得は下げ止まっているとの認識を共有した。ある委員は、12月短観の新卒採用計画が上方修正されたことは、企業の採用意欲がより積極的なものとなっていることを示していると述べた。別の委員は、金融機関の採用計画が上方修正されたことも、経済全体にとってプラスの材料であると述べた。さらに別の委員は、失業期間が短期化している点を挙げながら、雇用のミスマッチが解消に向かっている可能性を指摘した。先行きについて、委員は、雇用者所得は緩やかな増加に向かう可能性が高いとの見方を共有した。この間、ある委員は、生産面の弱めの動きが続いた場合に、雇用・所得への波及がどうなるかは注意が必要であると述べた。

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、消費者物価の前年比は小幅のマイナスで推移しており、基調に大きな変化はみられないとの認識を共有した。もっとも、複数の委員は、制度要因などを調整してみれば、前年比マイナス幅は徐々に縮小してきていると指摘した。消費者物価の先行きについて、委員は、原油高のガソリン等への転嫁は既にかなりの程度進んでいる一方、米価格のマイナス寄与は今後拡大していく見通しであり、電話代について固定電話通信料の引き下げが指数に反映される可能性も高いことから、当面、前年比マイナスでの推移が続くとの見方で一致した。ある委員は、固定電話通信料の引き下げが指数に反映された場合、その寄与はかなり大きくなると見込まれるが、このように物価指数が技術的な要因によって影響を受けることは、しばしば起こり得ることであり、こうした点も含め、幅広い情報を踏まえて、物価の実勢を的確に判断してい

くことが重要であると述べた。企業段階の物価が上昇している一方で消費者段階の物価が上昇していないことの背景について、一人の委員は、生産性上昇や人件費抑制といった要因に加えて、消費者の価格をみる目が厳しく、値上げが難しいとの企業の声も聞かれていると指摘した。その委員も含めて、複数の委員は、企業段階の物価は、国内企業物価に加えて、企業向けサービス価格（95年基準）も前年比プラスとなっており、消費者段階の物価についても、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、引き続き注意してみていく必要があると述べた。ある委員は、2005年度は海上運賃の高騰や石炭・鉄鉱石価格の値上がりから鋼板類の価格が一段と上昇する見通しであることに触れたうえで、これまでに比べると、コストの上昇を生産性上昇で吸収できる余地は狭まっており、企業は、いずれ、販売価格に転嫁するか収益減を受け入れるかの判断を迫られることになるのではないかとの見方を示した。

2. 金融面の動向

金融面に関して、ある委員は、債券市場では、12月短観の公表後も、設備投資計画などの内容を好感する見方と、先行きの業況判断D Iの悪化を懸念する見方とが拮抗して、大きな動きとならなかったと述べた。別の委員は、短観公表後、景気の先行き見通しに関する市場参加者と日本銀行の間のギャップはかなり解消したように感じられると指摘した。何人かの委員は、市場のボラティリティが全般に低下していることが、市場参加者の債券投資を促している面もあるのではないかと述べた。

・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。

当面の金融市場調節に関して、多くの委員は、金融システムに対する不安感の一段の後退などから、市場の資金余剰感が強くなっているが、このところは資金余剰期に入っており、オペレーションによる資金供給必要額が減っているため、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は可能であるとの見方を示した。複数の委員は、当座預金残高目標の引き下げは引き締めと捉えられる可能性があり、景気が微妙な情勢である現状は、残高目標をしっかりと達成していくことが大切であると述べた。この間、一人の委員は、ペイオフ解禁を契機として金融市場の流動性不安が後退していく中では、デフレが継続するもとの、量的緩和政策における潤沢な資金供給と結果としてのゼロ金利の維持という枠組みは堅持しつつ、タイミングを十分に見極めながら、市場の資金の余剰度合いに応じて徐々に当座預金残高目標値を減額していくことも考えられるのではないかとした。もう一人の委員は、こうした考え方に基本的に賛成であるとしたうえで、実際に目標値を見直していく際には、その時点の景気動向なども無視できないと述べた。

現在の政策が金利に働きかける効果について、ある委員は、ゼロ金利が一定期間続くことをコミットすることにより中長期の金利を引き下げる時間軸効果、当座預金残高目標の引き上げが時間軸のアナウンスメントを補強する効果、様々なオペレーションを通じて銀行間のクレジットスプレッドのばらつきを縮小させる効果、の3つに整理した。別の複数の委員は、こうした整理に概ね同意したうえで、現在の政策が経済に働きかける効果としては、さらにクレジットスプレッドの縮小が企業のバランスシート調整を促す効果なども考えられるとコメントした。もう一人の委員は、それぞれの効果の存在は否定しないが、時間軸効果以外の効果がそれほど大きいとは思えないと述べた。一方、量的緩和政策の副作用として、複数の委員は、資金調達者のモラルハザードの拡大、短期金融市場の市場機能の低下、金融政策の機動性の低下、財政規律の低下などを挙げた。これら委員を含めて、現状においてはこれらの副作用が効果との比較でみて著しく大きいとは言えないとの見方で一致した。

GDP統計が連鎖指数方式に移行したことについて、ある委員は、2004年10月に公表した「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）の実質GDP見通しへの影響を明らかにする必要があるのではないかと指摘した。複数の委員は、1月の金融経済月報の基本的見解で展望レポートの「中間評価」を示す際に、連鎖指数方式移行のGDP計数への影響度合いを数値で明示した方がよいのではないかと提案した。ある委員は、今回は異例の措置として改めて委員の見通しを集計することも一案ではないかと述べた。これに対し、一人の委員は、展望レポート公表の目的は経済・物価見通しのロジックを示していくことにあり、計数ばかりが注目されてしまうような対応は好ましくないとした。これらの議論を受けて、複数の委員は、「中間評価」を示す際にどのように情報発信していくかは1月の会合で改めて議論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。

- 平成17年度予算の編成については、来たる24日の概算閣議に向け、最終的な調整を行っている。財政に対する国民や市場からの信認を高め、持続的な経済成長を実現するためにも財政健全化が必要であり、このような観点から、一般会計歳出及び一般歳出の水準を実質的に前年度同額以下に抑制してきた従来の歳出改革路線を堅持・強化し、従来にも増して、予算配分の重点化・効率化を行うとともに、新規国債発行額について前年度よりも減額することを確固たる目標として掲げ、予算編成に当たっている。
- わが国経済の現状をみると、景気は回復が続いていると認識しているが、このところ一部に弱い動きがみられることから、市場においては先行きへの慎重な見方もみられる。こうした中、デフレは依然として継続しており、その克服に向けた揺るぎない姿勢を堅持していくことが重要であると考えている。したがって、日本銀行におかれては、引き続き量的緩和と政策堅持の姿勢を明確に示して頂きたいと考えている。
- 加えて、現在の民間需要主導の景気回復を持続的なものとしていくためには、今後とも金融政策の役割が重要であると考えている。こうした観点から、緩和的な金融環境が継続するとの期待が将来に亘り維持されるよう、新たな工夫の検討を行っ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、一部に弱い動きがみられ、このところ回復が緩やかになっている。平成17年度については、民間需要中心の緩やかな回復の継続と、デフレからの脱却に向けた進展を見込んでいる。最近の物価動向については、消費者物価の前年比上昇率がゼロ%を目前に足踏みを続けるなど、依然として緩やかなデフレが続いている。名目GDPの成長率は4～6月、7～9月と2期連続でマイナスとなっている。
- このような状況のもと、政府は、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2004」等で集中調整期間後に見込んでいる成長経路、すなわち平成18年度以降は概ね名目2%程度あるいはそれ以上の成長を実現するために、民間需要や雇用の拡大に力点を置きつつ、各分野の構造改革をより加速・拡大することを検討している。
- 日本銀行におかれても、政府との意思疎通を密にしつつ、デフレからの脱却を確実にすべく思い切った金融緩和を続けられることを期待する。その中で、デフレ克服には、結果としてマネーサプライが増加することが不可欠であることから、効果的な資金供給に繋がるような措置も含め、さらに実効性ある金融政策運営を行って頂きたい。また、金融政策運営に関する透明性の一段の向上に努める中で、デフレ克服までの道筋を明確に示して頂くことを期待している。

・採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、当座預金残高目標を 30 ~ 35 兆円程度とする現在の調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

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

議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添 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、須田委員、
中原委員、春委員、福間委員、水野委員

反対：なし

・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定された。

この「基本的見解」は当日（12月17日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は12月20日に、それぞれ公表することとされた。

・議事要旨の承認

前々回会合（10月29日）及び前回会合（11月17、18日）の議事要旨が賛成多数で承認され、12月22日に公表することとされた（賛成8、棄権1）。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、植田委員、須田委員、
中原委員、春委員、福間委員

棄権：水野委員

・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、2005年1月～6月における金融政策決定会合等の日程が別添2のとおり承認され、即日対外公表することとされた。

以 上

(別添1)

2004年12月17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12月17日
日本銀行

金融政策決定会合等の日程(2005年1月～6月)

| | 会合開催 | 金融経済月報 (基本的見解)公表 | (議事要旨公表) |
|---------|---------------------------|---------------------|--------------------------|
| 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> | (5月9日<月>) |
| 4月 | 4月5日<火>・6日<水> 4月28日<木> | 4月6日<水> — | (5月25日<水>) (6月20日<月>) |
| 5月 | 5月19日<木>・20日<金> | 5月20日<金> | (6月20日<月>) |
| 6月 | 6月14日<火>・15日<水> | 6月15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(2005年4月)」の「基本的見解」は、4月28日<木>15時(背景説明を含む全文は5月2日<月>14時)に公表の予定。

以上

(17 年 1 月 18、19 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2005 年 1 月 18 日 (14:00 ~ 15:51)

1 月 19 日 (9:00 ~ 12:28)

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)

須田美矢子 (")

中原 眞 (")

春 英彦 (")

福間年勝 (")

水野温氏 (")

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 (18 日)

上田 勇 財務副大臣 (19 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 武田直己

・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(2004年12月16、17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、概ねゼロ%近傍で推移した。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。

長期金利は、景気の先行きに対する慎重な見方が続く一方で、昨年末にかけて株価が上昇したことなどから、最近では1.4%近辺で推移している。

株価は、米国株価の堅調な推移を背景に海外投資家による日本株買いがみられたことなどから上昇し、足もとは、日経平均株価は11千円台半ばで推移している。

為替市場では、円の対米ドル相場は、米国貿易収支が過去最大の赤字額となったことなどをを受けて上昇し、最近では102～104円台で推移している。

3．海外金融経済情勢

米国経済は、家計支出や設備投資などの国内民需が引き続き増加しているほか、雇用者数も改善傾向を辿っているなど、景気拡大が続いている。クリスマス商戦もますますの仕上がりとなった模様である。先行きも、景気拡大が続く見通しである。

ユーロエリアでは、ユーロ高を背景に、生産や雇用面での停滞感が根強く、景気回復のモメンタムは弱い。

東アジアをみると、中国は、内外需ともに力強い拡大が続いている。固定資産投資の年初来累計前年比は引き続き高い伸びとなっており、生産の伸びも高い。NIEs、ASEAN諸国・地域では、テンポは幾分鈍化しているものの、景気拡大が持続している。12月26日に発生したインド洋津波は、インドネシア等の諸国に大きな被害をもたらしたが、経済活動に対する直接的な被害は比較的小さいとの見方が大勢である。

米欧の金融資本市場では、長期金利は、米国では市場予想比強めの経済指標などを背景に若干上昇したが、欧州では前回会合時とほぼ同じ水準で推移している。株価は、米国は昨年末にかけて上昇した後、年明け後には軟調な展開となった。欧州では通貨高の一服などを好感じり高となった。

エマージング金融資本市場では、インド洋津波の発生後も、株価や対米国債スプレッドが堅調に推移する国・地域が多かった。

4．国内金融経済情勢

(1) 実体経済

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。」

輸出は、10、11月と増加したが、このうち自動車や鉄鋼の増加には一時的な要因が影響していることやIT関連財が弱い動きをしていることなどからみて、なお横ばい圏内の動きを脱していない。先行きは、海外経済が米国と東アジアを中心に拡大を続けるほか、IT関連分野の調整圧力も和らぐことから、増加基調が続くとみられる。

設備投資は、引き続き増加傾向にある。先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は10月に7～9月対比で-3.4%の減少となった後、11月には大幅増加となった。また、建設投資についても、建築着工床面積は均してみれば増加傾向を続けている。12月の短観等でも積極的な投資計画が示されていることなどから、振れはあるものの、設備投資の増加基調は維持されているとみられる。先行きについても、内外需要や企業収益の増加が見込まれるもとの、設備投資は増加傾向を続けると予想される。

個人消費は、底堅く推移している。乗用車新車登録台数は、7～9月に増加した後、10～12月は前期比-0.4%と横ばいになった。12月は鋼材不足による生産後ずれの影響から登録が遅れているが、需要自体は堅調とみられる。また、家電販売は順調な増加傾向が続いている。ただ、全国百貨店、スーパーの販売額やサービス関連の指標は、天候要因等の影響から弱めの動きとなっている。先行きの個人消費については、雇用者所得が緩やかな増加に向かう可能性が高いとみられるもとの、緩やかに回復していくと予想される。

生産は、10～11月平均では、7～9月対比で弱含みの動きとなっている。電子部品・デバイスが在庫調整により減少するなど、IT関連分野の調整が生産の数字を押し下げたかたちになっている。需要が好調な素材関連でも、生産能力の上限に達している品目が多いことから、生産が増加しにくい状況が続いている。また、こうした鋼材不足が輸送機械の生産の制約となっている。先行きについては、当面はIT関連分野の在庫調整の影響が残るとみられるが、海外経済の成長が続き、内需の回復基盤もしっかりしていることを踏まえると、生産は次第に増加基調を取り戻していくと考えられる。もっとも、IT関連分野は、在庫調整の進展度合い、最終需要の動向の両面で不確実性が大きいので、これらの動向は注意深くみる必要がある。

雇用・所得環境をみると、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おり、雇用者数は増加傾向にある。一人当たり平均でみた賃金はなお減少傾向が続いているが、特別給与を中心にマイナス幅は縮小している。雇用者数の増加とあわせて考えると、雇用者所得の下げ止まりがはっきりしてきている。先行きについても、企業の人件費抑制姿勢は継続するとみられるが、企業収益の増加や雇用過剰感の緩和が続くもとの、雇用者所得は緩やかな増加に向かう可能性が高い。

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）は、11月は前年比で-0.2%と10月に比べ若干マイナス幅を拡大した。これには公共料金の引き下げ等が影響している。先行きも、需給環境が改善方向にあるとは言え、当面なお緩和した状況が続くほか、公共料金が下落していることから、小幅のマイナスで推移すると予想される。

以上の動きからみて、わが国の景気は、生産面などで弱めの動きがみられているが、基調としては回復が続いていると考えられる。

（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が維持されている中、回復方向の動きに足もと一服感がみられる。こうしたもとの、民間銀行貸出も、基調としては回復傾向を辿ってきたが、このところ減少幅が横ばいの動きとなっている。この間、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、引き続き緩和している。

資本市場調達については、CP・社債とも良好な発行環境が続いており、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。流通市場における社債の信用スプレッドは、格付けの低いものまで含めてかなりの低水準となっている。

マネタリーベースの伸び率は、前年比4%台で推移しており、マネーサプライ(M2+C D)は、前年比2%程度の伸びとなっている。銀行券発行残高は、11月の改刷が押し上げ要因として作用していることなどから、前年比2%台の伸びで推移している。

金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

足許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が共有された。何人かの委員から、支店長会議での各地からの報告も、大勢としてそうした見方であったとの認識が示された。

海外経済に関して、委員は、これまでの高めの成長から幾分減速するものの、拡大を続けていくとの見方を共有した。

米国経済について、多くの委員は、一時的な停滞を抜け出し、景気拡大を続けているとの認識を示した。その背景としては、7～9月の実質成長率が上方改訂されたこと、クリスマス商戦もまずまずの仕上がりとみられること、企業収益が高水準であり、雇用者数も改善が続いていることなどが指摘された。

中国経済について、多くの委員は、固定資産投資が高めの伸びを続けているなど、内外需とも力強い拡大を続けているとの見方を示した。ある委員は、中国政府による過熱抑制策の結果、建設投資の伸びがやや鈍化する中で、中国の建設用鋼材等の輸出圧力が強まっていると指摘した。

このように海外経済の拡大が続くとの見通しのもとで、わが国の輸出は、基調的には増加していくとの見方が共有された。もっとも、何人かの委員は、足もとの鉄鋼や自動車の輸出増加は一時的な面があるほか、IT関連分野は弱い動きをしていることから、今後の輸出の増加テンポについては、素材関連の供給制約や世界的なIT関連需要の回復度合いなどを見極めていく必要があると指摘した。

設備投資について、多くの委員は、11月の機械受注が大幅な伸びとなったことや、企業収益が高水準を維持すると見込まれること、現在調整下にあるIT関連分野でも設備投資の大幅な先送りの動きはみられていないことなどから、今後とも増加傾向が続くとの認識を示した。ある委員は、バブル崩壊後の長期にわたるストック調整や過剰債務の調整進捗等を背景に、建設投資が再びサイクルの長い回復局面に入った可能性があるとして指摘した。また、別の委員は、製造業の中堅中小企業や非製造業まで設備投資の裾野が広がってきているとの認識を示した。一方、複数の委員は、中小企業の収益悪化を示唆する調査結果もみられることから、中小企業を含め、2005年度以降も設備投資の増加が続くかどうかについては、今後とも注意してみていく必要があると指摘した。

個人消費について、委員は、底堅く推移しているとの見方を共有した。何人かの委員は、年末商戦を含めて家電販売は増加傾向を示しているほか、乗用車販売についても、需要は堅調と指摘した。また、先行きについても、多くの委員は、企業の雇用過剰感が後退する中で雇用者所得が緩やかな増加に向かう可能性が高いことから、個人消費は緩やかに回復していくとの見通しを述べた。一方、複数の委員は、消費者コンフィデンスが頭打ちである点や税制見直し等の消費への影響には留意する必要があると指摘した。

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。IT関連分野の在庫調整について、多くの委員は、IT関連需要の裾野が広がっていることや在庫積み上がりに対し早期に調整が始まっていることなどから、今回の調整は2000年から2001年にかけてのITバブル崩壊時のような深刻なものにはならないし、調整も本年春以降には終了するのではないかとの見方を共有した。これに関して、複数の委員は、IT関連分野の調整の進捗度合いは製品毎に異なることから、いつまでに調整が一巡するかは現段階では見極めが難しいと付け加えた。ある委員は、在庫調整の影響は深刻にならないとしても、携帯電話や半導体などの世界需要は来年度にかけて横ばいになるとの予測があるほか、デジタル家電の分野においても価格競争は激化の方向にあることなどから、調整一巡後もIT関連に景気の牽引役としての役割を期待することは難しいと指摘した。

雇用・所得面では、多くの委員は、求人関連指標や失業率など労働需給を反映する諸指標が改善を続けている中、雇用者数が増加傾向にあるほか、賃金も概ね下げ止まりつつあることから、雇用者所得の下げ止まりが明確になってきているとの認識を共有した。

物価面に関して、委員は、国内企業物価はこれまで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が、先行きは原油高の一服等から上昇テンポが緩やかになるとの認識を共有した。また、委員は、消費者物価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、固定電話通話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認識を共有した。これに関連して、ある委員は、電話通話料の引き下げや電力自由化をにらんだ電力料金の引き下げにより、消費者物価は0.3%程度押し下げられる可能性があるとの見方を示した。また、別の委員は、景気の下振れや、不良債権処理に伴う資源配分の改善による潜在成長率上昇の可能性から、GDPギャップの縮小幅が予想していたよりも小さくなっている可能性があり、先行きの回復力の強さが消費者物価への影響の点で重要であるとの見方を示した。

2. 金融面の動向

金融面に関して、委員は、きわめて緩和的な環境が続いているとの認識を共有した。昨年末から長期金利が横ばいとなっている中で株価が強含んでいることについて、ある委員は、足もとの株価の推移は市場の景況感を反映しているとみられる一方、長期金利は景気要因よりも需給要因により動いているとの見方を示した。また、金融機関貸出の動向について、一人の委員は、金融機関がリスクテイク能力を高める中、中小企業向け貸出や不動産向け貸出等にも前向きになっていると述べた。

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うかがわれていないと指摘した。これに関連して、ある委員は、ペイオフ全面解禁が円滑に実現されれば、景気の持続性にとってもプラス要因であるとの認識を示した。

社債市場などで信用スプレッドが縮小している点について、ある委員は、低金利政策の継続により、イールドカーブのフラット化と信用スプレッドの縮小が生じており、投資家や金融機関は大きな金利リスク、信用リスクを抱えている可能性があるとして指摘した。また、別の委員は、潤沢な流動性が供給されているもとの、グローバルな投資家の中にはリスクに関して相当に楽観的な見方がみられるようになってきていると述べた。

また、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指摘した。

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、10月の展望レポートで示した「経済・物価情勢の見通し」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、との見方が共有された。

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。ある委員は、鋼材価格の動向も注意が必要であると述べた。為替相場については、何人かの委員は、実体経済や金利格差といった循環的な要因からはドル高方向の、また、米国の「双子の赤字」に対する市場のセンチメントからはドル安方向の力がそれぞれ働いているとの見解を示した。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。

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市場で資金余剰感が高まる中、このところオペで札割れが増加しているが、調節上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との認識を共有した。ある委員は、現在景気が踊り場を迎えている中、当座預金残高目標を維持することには積極的な意味があると指摘した。

先行きの金融政策運営に関して、ある委員は、金融システムの健全化による流動性リスクの低下を背景に、日銀当座預金残高への需要が減退していることを指摘したうえで、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、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、現行の政策の枠組みの中で慎重に当座預金残高を減額することが適当であると指摘した。これに関して、別の委員は、4月のペイオフ全面解禁を契機に金融市場の流動性リスクが一層後退していく場合、現在の当座預金残高を維持していくことの効果と副作用のバランスが変化することも考えられると述べた。また、ある委員は、財政資金の受払いが金融調節に与える影響について留意する必要があると述べた。何人かの委員は、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のではないかと認識を示した。また、一人の委員は、景気が踊り場を迎えている中で当座預金残高目標の減額が金融引き締めと誤解される惧れはないのかどうかなど、当座預金残高目標を調整することについては、慎重に検討すべき点があるとの認識を示した。別の委員は、当座預金残高目標の減額は景気が良い場合に限られるように思うが、当座預金残高目標を引き下げずに一時的な資金需給の振れを許容するような工夫も必要ではないかと述べた。ある委員は、当面の金融政策運営として、量的緩和政策を堅持していくことについては委員の間で共通の認識があると述べた。さらに、同じ委員は、市場の流動性需要の変化に応じて当座預金残高を調整することが適当であるかどうか、そうした当座預金残高の調整が市場関係者そして国民の理解を得ることができるのかといった点については、景気の動向と市場の反応を十分確認しながら、今後とも検討していく必要があるとの認識を示した。

．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。

- 平成 17 年度予算においては、歳出・歳入両面における取組みの結果、財政規律堅持の姿勢を明確にすることができたと考えている。具体的には、社会保障関係費等の増加圧力の中、三位一体改革や聖域なき削減努力により、3年振りに一般歳出について前年度の水準以下に抑制し、新規国債発行予定額については4年振りに前年度よりも減額し、一般会計の基礎的財政収支も昨年度に引き続き改善した。また、歳入面については平成 11 年以降継続されてきた定率減税についてその規模を2分の1にすることとしている。
- わが国の経済の現状をみると、一部に弱い動きがみられるものの、全体の動きとして景気は回復が続いている。こうした中、デフレは依然として継続している。したがって、日本銀行におかれては、引き続き量的緩和政策を堅持していく姿勢を明確に示して頂きたいと考えている。加えて、現在の民間需要主導の景気回復を持続的なものとしていくためには、今後とも金融政策の役割は重要であると考えている。こうした観点から、緩和的な金融環境が継続するとの期待が将来に亘り維持されるよう、新たな工夫の検討を行って頂きたいと考えている。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 景気の現状については、一部に弱い動きがみられ、このところ回復は緩やかになっている。最近の物価動向については、国内企業物価は上昇している一方、消費者物価は小幅な下落基調が続いており、GDPデフレーターは依然として1%台の下落となるなど、緩やかなデフレが続いている。
- 政府は 21 日に「平成 17 年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」及び「構造改革と経済財政の中期展望 2004 年度改定」を閣議決定する予定としている。「経済見通し」では平成 17 年度については、民間需要中心の緩やかな回復の継続と、政府・日本銀行一体となった取組みを進めることにより、デフレからの脱却に向けた進展を見込んでいる。また、「改革と展望 2004 年度改定」では、集中調整期間後に見込んでいる成長経路、すなわち概ね名目 2%程度あるいはそれ以上の成長を実現するため、各分野の構造改革をより加速、拡大することとしているところである。
- 日本銀行におかれても、政府との意思疎通を密にしつつ、デフレからの脱却を確実にすべく、思い切った金融緩和を続けられることを期待する。その中でデフレ克服のためには、結果としてマネーサプライが増加することが不可欠であることから、効果的な資金供給に繋がるような措置も含め、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る。また、金融政策運営に関する透明性の一段の向上に努める中で、デフレ克服までの道筋を明確に示して頂くことを期待する。

．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、須田委員、
中原委員、春委員、福間委員、水野委員

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（1月19日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は1月20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（12月16、17日）の議事要旨が全員一致で承認され、1月24日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

2 0 0 5 年 1 月 1 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

(17 年 2 月 16、17 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2005 年 2 月 16 日 (14:00 ~ 16:01)
2 月 17 日 (8:59 ~ 12:00)

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) |
| | 須田美矢子 | (") |
| | 中原 眞 | (") |
| | 春 英彦 | (") |
| | 福間年勝 | (") |
| | 水野温氏 | (") |

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 (16 日) |
| | 上田 勇 | 財務副大臣 (17 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(1月18、19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。この間、金融システム不安の一段の後退などから市場で資金余剰感がさらに高まっているも、日々の金融市場調節において「札割れ」がしばしば発生しているが、3月上旬の大幅な資金不足も展望しながら、様々な調節面の工夫をこらしつつ資金供給を行った。

2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、概ねゼロ%近傍で推移した。ターム物レートも、引き続き低位で安定的に推移した。

長期金利は、景気の先行きに対する慎重な見方が続く中、2月初にかけて1.2%台まで低下した。その後、株価の上昇等を受けて金利は上昇に転じ、最近では1.4%程度で推移している。

株価は、米国株価の下落やわが国IT関連企業の業績不振懸念から一旦弱含んだものの、その後、米国株価の反発等を受けて上昇し、足許は、日経平均株価は11千円台半ばで推移している。

為替市場では、円の対米ドル相場は、人民元の早期切り上げを巡る思惑の後退や米国経常赤字に対する米国通貨当局者発言等を受けて下落し、最近では104～105円台で推移している。

3．海外金融経済情勢

米国経済は、家計支出と設備投資が共に増加を続けているほか、雇用者数など供給面の指標も改善傾向を辿るなど、景気は引き続き拡大している。この間、インフレ率は緩やかながらも着実に上昇している。先行きも、家計支出と設備投資を中心に景気拡大が持続する可能性が高い。

ユーロエリアでは、生産や雇用面の停滞感が根強く、景気回復のモメンタムは弱い。

東アジアをみると、中国は、内外需ともに力強い拡大が続いているほか、NIEs、ASEAN諸国・地域でも緩やかな景気拡大が持続している。

米欧の金融資本市場では、長期金利は、米国、欧州とも、市場予想比弱めの経済指標などを材料に低下した。この間、米欧の株価は、企業の好決算が続いたことやFRBの利上げテンポが加速するとの見方が後退したことなどから上昇した。

エマージング金融資本市場では、多くの国・地域で良好なファンダメンタルズなどを好感し

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。」

て株価が上昇し、対米国債スプレッドが縮小した。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、7～9月に前期比+0.1%となった後、10～12月は同+1.3%と若干増加した。デジタル家電などの消費財が、米国向けを中心に持ち直したが、IT関連財が弱い動きであることなどから、なお横這い圏内の動きを脱していない。先行きは、海外経済が米国、東アジアを中心に拡大を続けるほか、IT関連分野の調整圧力も和らぐと予想されることから、増加基調が続くとみられる。

設備投資は、引き続き増加傾向にある。実質GDPベースの設備投資は、7～9月、10～12月と緩やかな増加をみせた。資本財出荷（除く輸送機械）も、7～9月に前期比+1.4%と増加した後、10～12月も+3.1%と増加が続いている。先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、7～9月に減少した後、10～12月は前期比+6.0%となった。建設投資についても、建築着工床面積は、振れを伴いつつも、増加傾向を続けている。先行きについても、内外需要や企業収益の増加が見込まれるもとの、設備投資は増加が続くと予想される。

個人消費についてみると、実質GDPベースの個人消費は、10～12月前期比が-0.3%と、7～9月に引き続きマイナスの伸びとなった。全国百貨店、スーパーの販売額やサービス関連の指標は、天候要因等の影響から総じて弱めの動きとなっている。一方、乗用車新車登録台数は引き続き堅調に推移しているほか、家電販売もデジタル家電を中心に順調な増加傾向を続けている。一方、先行きの個人消費については、雇用者所得が緩やかな増加に向かう可能性が高いとみられるもとの、緩やかに回復していくと予想される。

生産は、7～9月に小幅減少した後、10～12月も、電子部品・デバイスを中心に、前期比-0.6%と減少を続けた。また、12月は、鋼材不足等の影響もあって輸送機械が減少した。先行きについては、当面はIT関連分野の在庫調整の影響が残るとみられるが、海外経済の成長が続き、内需の回復基盤もしっかりしていることを踏まえると、生産は次第に増加基調を取り戻していくと考えられる。もっとも、IT関連分野は、在庫調整の進展度合い、最終需要の動向の両面で不確実性が大きいので、これらの動向は注意深くみていく必要がある。

雇用・所得環境をみると、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おり、雇用者数は増加傾向にある。一人当たり平均でみた賃金はなお減少傾向が続いているが、マイナス幅は縮小してきている。冬季賞与の大半を占める11～12月の特別給与は、前年比+1.5%の増加となった。賞与は、企業収益の増加やリストラの一巡を背景に、概ね下げ止まったとみられる。雇用者数の増加とあわせて考えると、雇用者所得は下げ止まっている。先行きについても、企業の人件費抑制姿勢は継続するとみられるが、企業収益の増加や雇用過剰感の緩和が続くもとの、雇用者所得は緩やかな増加に向かう可能性が高い。

物価動向をみると、国内企業物価は、昨年末にかけての原油価格の反落などから、弱含んでいる。消費者物価（除く生鮮食品）の12月の前年比は、11月と同じ-0.2%となった。先行きも、需給環境が改善方向にあるとは言え、当面なお緩和した状況が続くほか、公共料金引き下げの影響は、幾分拡大するとみられることから、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。

以上の動きからみて、わが国の景気は、生産面などに弱めの動きがみられているが、基調としては回復を続けていると考えられる。先行きについても、景気は回復を続けていくとみられる。

(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が維持されている中、回復方向の動きに足許一服感がみられる。民間銀行の貸出姿勢は全体として緩和してきており、企業からみた金融機関の貸出態度も、中小企業を含め、引き続き改善している。こうしたもとで、民間銀行貸出も、減少幅が緩やかに縮小している。

資本市場調達については、CP・社債とも良好な発行環境が続いており、CP・社債の発行残高は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、前年比4%程度となっており、マネーサプライ(M2+C D)は、前年比2%の伸びを続けている。銀行券発行残高は、前年比2%台の伸びで推移している。

金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

足許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など、踊り場の局面が続いているが、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が共有された。

海外経済に関して、委員は、一時期の不透明感が強い状態を脱して、米国や中国を中心に着実な拡大を続けているとの見方を共有した。

米国経済について、多くの委員は、家計支出と設備投資に支えられ、景気は拡大を続けているとの認識を示した。これらの委員は、10~12月の実質GDP成長率は年率+3.1%と、7~9月に比べやや伸びを低下させたが、これは原油・消費財輸入の増加に加えアジア向け輸出が低調だったことが主因であり、家計支出・設備投資は引き続き増加しているほか、雇用も着実な改善傾向にあると述べた。複数の委員は、こうした経済情勢のもと、インフレ率が緩やかながらも着実に上昇しており、今後の金融政策運営が注目されると指摘した。また、ある委員は、「双子の赤字」に対する市場の関心はやや薄らいでいるが、その動向や市場への影響は引き続き注意する必要があると付け加えた。

中国経済について、何人かの委員は、内外需とも力強い拡大を続けているとの見方を示した。また、複数の委員は、NIEs、ASEAN諸国・地域について、一部にIT関連分野の調整もみられるが、全体として緩やかな景気拡大が持続していると述べた。

ユーロエリア経済については、複数の委員が引き続き景気回復のモメンタムが弱いとの認識を示した。

この間、何人かの委員が原油価格について触れ、足許は、高水準ながら横這いで推移してい

るが、引き続き注意しておくべきリスク要因であると述べた。ある委員は、原油価格の上昇に関連して、財政収支の改善したOPEC諸国による石油関連施設等のインフラ整備が、先進工業国から産油国への資本財輸出の増加等を通じて、世界経済の押し上げに寄与していると指摘した。

このように海外経済の拡大が続くとの見通しのもとで、わが国の輸出は、基調的には増加していくとの見方が共有された。ある委員は、IT関連分野の輸出は弱い動きをしていることから、今後の輸出の増加テンポについては、世界的なIT関連需要の回復状況を見極めていく必要があると指摘した。

企業収益について、委員は、IT関連の一部に2004年度見通しを下方修正する企業がみられるが、好調な素材関連で上方修正する企業があることもあって、全体としては改善を続ける見通しにあるとの認識を共有した。設備投資について、多くの委員は、資本財出荷が好調であるほか、先行指標である機械受注や建築着工床面積も増加基調が維持されていることなどを挙げ、引き続き増加していると指摘した。先行きに関しても、企業収益が改善を続けるもとの増加傾向が維持されるとの見方を述べた。ある委員は、好調が続く重厚長大産業で系列下請け企業を含め生産能力の不足感が強まっていることや、銀行の貸出姿勢が積極化していることは、中小企業の設備投資を促す要因になると付け加えた。

個人消費について、多くの委員は、やや注意すべき動きとして、各種の販売統計や家計調査が弱めの動きとなっていること、GDP統計における10~12月の個人消費がマイナスとなったことを指摘した。もっとも、これらの委員は、10~12月は、自然災害や暖冬といった要因の影響が少なからずあったとみられると述べ、消費マインドが改善を続けている中、雇用者所得が緩やかな増加に向かうもとの先行きの個人消費は緩やかに回復していくとみられるとの認識を述べた。

生産について、委員は、IT関連分野の在庫調整の影響に加え鋼材不足や火災の影響を受けた輸送機械の減少もあって、足許弱めの動きが続いているとの認識を共有した。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。

その上で、多くの委員は、IT関連分野の調整に関して幾つかの見方を付け加えた。何人かの委員は、半導体需要やIT関連業界の設備投資動向等をみる限り、2001年のITバブル崩壊時ほど大きな調整とはなっていないこと、品目毎に、調整のピークにずれがあるが、全体としてみれば春から夏にかけて調整が終了するとみられること、IT関連業界の設備投資スタンスには、事業戦略の成否によって企業間の格差がみられており、先行きについては特に事業再編を目指した前向きな投資意欲が強いことを指摘した。一人の委員は、今のところ顕著にはみられていないが、いわゆる負け組企業の設備投資や雇用に対する動向が、マクロ経済にどのような影響を与えるか注意深くみていく必要があると述べた。

雇用・所得面では、多くの委員は、労働需給を反映する求人関連指標や失業率が改善を続けている中、雇用者数が増加傾向にあるほか、賃金も概ね下げ止まりつつあることから、雇用者所得の下げ止まりが明確になってきているとの認識を共有した。ある委員は、大卒等の新規採用に回復の兆しがあることや、企業が退職従業員の再雇用を検討していることも雇用環境改善

の証左であると指摘した。

この間、何人かの委員は、景気全般の動きについて、経済統計に表れる数字がやや弱めであることに比べ、企業経営者のマインドは比較的強気であり、調整感も強まっていないようであると述べた。この背景として、一人の委員は、旺盛な需要を受けた素材関連等では、供給制約から数量が伸びない一方、収益は好調を続けていること、財務面などの企業体力が強化されていること、金融システムの健全化が進み、実体経済と金融面の連鎖による景気腰折れ懸念が後退したこと、を指摘した。

物価面に関して、委員は、国内企業物価は昨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、足許弱含んで推移していることを指摘した。その上で、先行きも内外商品市況次第ではあるが、当面、弱含みないし横這いで推移する可能性が高いとの認識を共有した。

消費者物価については、多くの委員が、公共料金などを除いたベースでは、景気の回復基調を受けて前年比マイナス幅が縮小傾向にあるものの、企業部門における生産性の向上や人件費の抑制姿勢を背景に、その縮小テンポは緩やかなものに止まる状況が続いていると述べた。その上で、当面は、固定電話通信料引き下げの指数面への影響や、本年4月の電力自由化拡大を控えた電力会社の料金引き下げといった要因から、消費者物価指数の前年比は当面マイナス幅をやや拡大して推移する可能性が高いとの見方を述べた。

複数の委員は、景気の踊り場局面がやや長く続いていることが需給バランスの改善テンポやその物価動向に与える影響について、注意深くみていく必要があると述べた。ある委員は、IT関連分野の調整終了後の景気回復力の強さが、今後の物価動向をみていく上で重要であると指摘した。また、何人かの委員は、GDPデフレーターのマインスマ幅が縮小したことについて、特殊要因が影響している可能性もあるが、物価の基調を判断していく上では、注目しておきたい動きの一つと指摘した。

2. 金融面の動向

金融面に関して、何人かの委員は、金融市場は日本銀行の潤沢な資金供給を受けて、極めて落ち着いた状況が続いていると述べた。ある委員は、ペイオフ部分解禁を控えた2002年時点の市場の状況と比べても、足許の市場が落ち着いたことがはっきりしていると付け加えた。別の委員は、量的緩和の長期化によるやや長めの金利の低位安定が金融機関の収益等に与える影響には注意が必要であると述べた。

何人かの委員は、株価、長期金利の動向について、このところ概ね安定的に推移しており、GDP統計の公表後も、市況は総じて小動きであると述べた。

複数の委員は、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。また別の委員は、潤沢な流動性が供給されているもとの、グローバルな投資家の中にはリスクに関して相当に楽観的な見方がみられるようになってきていると述べた。

金融機関の貸出動向について、何人かの委員は、前年比減少幅が緩やかながら縮小していることが注目されると述べた。ある委員は、金融機関がリスクテイク能力を高める中で、中小企業向け・不動産業向けを始めとして資金需要の掘り起こしに積極的に取り組んでいると述べた。

別の複数の委員は、不動産業向け貸出が小幅ながら前年比プラスとなったことを指摘し、今後の動向と経済面への影響を注視していきたいと付け加えた。

一人の委員は、貸出動向にも関連する論点として、マネーサプライの動きに言及した。この委員は、マネーサプライの伸び率が高まるためには、経済活動がさらに活発化し資金需要が高まる中で、金融機関貸出が伸びていくことが不可欠であることから、今後の貸出動向に注目していきたいと述べた。また、金融情勢の安定化に伴って、より高いリターンを求めて預金からの資金シフトが生じることも考えられるため、マネーサプライの動きをみていく上では、広義流動性なども含め、幅広い指標を総合的に点検していくこと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。

委員は、金融システム不安の一段の後退などから市場で資金余剰感がさらに高まっているもとの、3月上旬にかけて大幅な資金不足が見込まれることから、資金供給面での難しさが一段と強まる可能性はあるが、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り、また維持可能ではないかとみられるとの認識を共有した。

こうした認識のもと、何人かの委員は、資金需要が予想外に大きく振れるような場合には、当座預金残高が30兆円を幾分下回ることが起こらないとは言い切れないと述べ、万一そうした事態が起きた場合は、出来るだけ早期にこれを解消することが必要であると指摘した。その上で、こうした調節運営であれば、現在の金融市場調節方針が目標レンジを「程度」で示しているとおりの上下に若干の糊代をもった枠組みであることから、金融市場調節方針に沿った運営と言って良いのではないかと、との考えを示した。

また、多くの委員は、先行きの調節運営の考え方について見解を述べた。

ある委員は、量的緩和政策継続の3つの条件が満たされるまで量的緩和政策の枠組みを堅持しつつも、ペイオフ全面解禁を経て金融システムの安定が確認された際には、過去金融市場の安定確保を目的に当座預金残高目標を引き上げてきた経緯を踏まえ、市場の状況等を確認しながら慎重に減額していくことが適当であるとの意見を述べた。

これに対し、ある委員は、当座預金残高目標の引き下げは、そのマイナスの影響と比べて、メリットがほとんどないとの見方を述べた。別の委員は、この問題は、政策というよりは技術的な問題と捉えるべきであると述べた。

何人かの委員は、先行きについては様々な不確定要因があり、今の時点で言えることは、景気・物価情勢を的確に判断した上で、実際の金融市場の状況やオペの応札状況なども丁寧に確認するとともに、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つつ、慎重に検討していくことが適当ではないかと、との考えを示した。

・政府からの出席者の発言

会合では、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国経済の現状をみると、全体の動きとしては国内民間需要を中心に景気は回復が続

いているものと認識しているが、一部に上り坂が続く中での微調整とも言える動きもみられる。このような中、デフレは依然として継続している。昨日公表されたQEをみると、昨年10～12月期の実質GDP成長率が前期比で-0.1%となるなど、こうした現状が示されていると考えている。

- このような経済状況のもと、民間需要主導の景気回復を持続的なものとするとともに、デフレから脱却することは、政府・日本銀行が一体となって取り組むべき重要課題であり、その達成のために最大限の努力を行わなければならない状況に変わりはないと考えている。
- 日本銀行におかれても、このような基本スタンスのもと、平成13年3月以降、量的緩和政策を開始され、これまで順次日銀当座預金残高目標を引き上げ、これを維持することを通じて、こうした政策スタンスを対外的に示されてきたものと理解している。
- 現状においても、民間主導の持続的な景気回復の達成およびデフレ克服に向けた最大限の努力が必要な状況に変わりはなく、日本銀行におかれては現在の政策内容を継続することにより、こうした日本銀行の断固たる姿勢を市場や国民に示して頂きたいと考えている。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 景気の現状については、一部に弱い動きが続いているものの、大局的にみると回復局面が続いているという、これまでの景気判断に基本的に沿ったものであると考えている。
- 政府としては、平成17年度には、政府・日本銀行一体となった取り組みを進めることにより、デフレからの脱却に向けた進展を見込んでいる。また、18年度以降には、概ね名目2%程度、あるいはそれ以上の成長を実現するため、各分野の構造改革をより加速、拡大することとしているところである。
- 日本銀行におかれても、政府との意思疎通を密にしつつ、デフレからの脱却を確実にすべく、思い切った金融緩和を続けられることを期待する。デフレ克服には、結果としてマネーサプライが増加することが不可欠であることから、当座預金残高の増減が最近注目を集めていることに鑑み、効果的な資金供給により、さらに実効性のある金融政策運営を行って頂きたいと考えている。また、金融政策運営に関する透明性の一段の向上に努める中で、デフレ克服までの道筋を明確に示して頂くことを期待する。

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、須田委員、
中原委員、春委員、福間委員、水野委員

反対：なし

・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定された。

この「基本的見解」は当日（2月17日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は2月18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（1月18、19日）の議事要旨が全員一致で承認され、2月22日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

2 0 0 5 年 2 月 1 7 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

(17年3月15、16日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2005年3月15日(13:59 ~ 16:06)
3月16日(9:00 ~ 12:39)

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) |
| | 須田美矢子 | (") |
| | 中原 眞 | (") |
| | 春 英彦 | (") |
| | 福間年勝 | (") |
| | 水野温氏 | (") |

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(15日) |
| | 田野瀬良太郎 | 財務副大臣(16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(16日) |
| 理事 | 白川方明 |
| 理事 | 山本 晃 |
| 企画局長 | 山口廣秀 |
| 企画局参事役 | 鮎瀬典夫(16日 9:00 ~ 9:17) |
| 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 | 山田泰弘(16日 9:00 ~ 9:17) |
| 企画局企画役 | 正木一博 |
| 企画局企画役 | 新見明久 |
| 金融市場局企画役 | 坂本哲也(16日 9:00 ~ 9:17) |

金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合(2月16、17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、概ねゼロ%近傍で推移した。ターム物レートも、総じて低位で安定的に推移している。この間、無担保コール市場残高が、外国銀行などの資金調達の活発化から増加している。

株価は、米国株価が堅調に推移したことや、経済指標の予想比上振れを受けて景気の先行きに対する慎重な見方が後退したことから堅調な展開となり、日経平均株価は、足もと11千円台後半で推移している。

長期金利は、経済指標の予想比上振れなどを受けて上昇した後、最近では1.4%台後半で推移している。

為替市場では、円の対米ドル相場は、レンジ内での揉み合いとなり、足もとでは前回会合時とほぼ同水準の103~105円台で推移している。

3. 海外金融経済情勢

米国経済は、個人消費と設備投資が増加を続けているほか、雇用も改善傾向を辿るなど、景気拡大が続いている。10~12月の実質成長率は、年率+3.8%に上方修正され、ほぼ前期並みの伸びとなった。こうした中で、インフレ率は緩やかに上昇している。

ユーロエリアでは、輸出の先行きに復調の兆しがみられるが、生産や雇用面での停滞感が引き続き根強く、景気回復のモメンタムは弱い。

東アジアをみると、中国は、内外需ともに力強い拡大が続いている。NIEs、ASEAN諸国・地域でも、緩やかな景気拡大が持続している。

米欧の金融資本市場では、長期金利は、米国・欧州とも市場予想比強めの経済指標や原油高などを背景に上昇した。株価は、米国やドイツでは2月下旬にかけて下落したが、その後は総じてみれば景気拡大への期待感から上昇傾向を辿った。

エマージング金融資本市場では、対米国債スプレッドが縮小し、株価も堅調に推移する国・地域が多かった。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、海外経済の拡大基調が続く中、IT関連分野における需給調整が徐々に進捗していることから、持ち直しつつある。1月の輸出は、中国向け等の特殊要因もあって10~12月対

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。」

比で+2.7%と高めの伸びとなり、財別では、IT関連財に持ち直しの動きがみられる。先行きも、輸出は増加していくとみられるが、世界的なIT関連需要が昨年前半のような高い伸びとなる可能性は低いため、増加テンポは緩やかなものとなると考えられる。

企業収益は、10~12月の法人企業統計では増加テンポが一服したが、業績見通しの下方修正はIT関連の一部に止まっており、全体としては増加基調を維持している。

設備投資は、法人企業統計や機械受注などにやや弱めの指標がみられるが、製造業を中心に増加傾向にある。法人企業統計の10~12月の設備投資は前期比-5.2%と減少したが、これには非製造業の中堅中小企業で同年前半みられた大幅増加の反動が出ていることの影響が大きく、製造業では着実な増加基調にある。機械投資をみると、同時指標である資本財出荷（除く輸送機械）は10~12月に増加した後、1月も大幅に増加している。また、先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は10~12月に前期比+6.0%と増加した後、1月は幾分減少したが、1~3月の見通しでは増加が予想されている。先行きについても、内外需要や企業収益の増加が見込まれるも、設備投資は増加傾向を続けると予想される。

個人消費は、底堅く推移している。1月の全国百貨店、スーパーの販売額は冬物衣料を中心に好調であった。乗用車新車登録台数は、引き続き堅調に推移しているほか、家電販売もデジタル家電を中心に順調な増加傾向が続いている。先行きの個人消費については、雇用者所得が緩やかな増加に向かうも、緩やかに回復していく可能性が高い。

生産は、IT関連分野の在庫調整が続くも、横ばい圏内の動きとなっている。鉱工業生産は2四半期連続で弱めの動きを続けた後、1月は10~12月対比で+2.5%と比較的大幅な増加となった。これには一時的な押し上げ要因も寄与しているが、輸送機械が増加しているほか、電子部品・デバイスについても下げ止まりつつある。先行きについては、当面はIT関連分野の在庫調整の影響が残るとみられるが、海外経済の成長が続き、内需の回復基盤もはっきりしていることを踏まえると、生産は増加していくと考えられる。

雇用・所得環境をみると、求人関連指標や失業率は改善傾向を続けており、雇用者数は増加傾向にある。一人当たり平均でみた賃金はなお僅かな減少傾向にあるが、特別給与はこのところ増加している。雇用者数の増加とあわせて考えると、雇用者所得の下げ止まりが明確になってきている。先行きについても、企業の人件費抑制姿勢は継続するとみられるが、企業収益の増加や雇用過剰感の緩和が続くも、雇用者所得は緩やかな増加に向かう可能性が高い。

物価動向をみると、国際商品市況は、原油や非鉄などを中心に上昇しており、これを反映して国内商品市況も石油製品や非鉄が強含んでいる。この間、国内企業物価は、昨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。一方、消費者物価（除く生鮮食品）は、小幅のマイナスとなっており、1月の前年比は-0.3%と12月に比べ若干マイナス幅を拡大した。これには規制緩和等による電気・電話料金の引き下げが影響している。先行きも、電気・電話料金の引き下げの影響が続くこともあって、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

企業金融を巡る環境は、総じて緩和の方向にある。民間の資金需要は、企業の借入金圧縮スタンスが維持されている中、回復方向の動きに一服感がみられているが、民間銀行貸出は減少幅が緩やかに縮小している。この間、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、引き続き緩和している。

資本市場調達については、CP・社債とも良好な発行環境が続いており、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。流通市場における社債の信用スプレッドは、格付けの低いものまで含めてかなりの低水準となっている。

マネタリーベースの伸び率は、前年比1%台となっており、マネーサプライ(M2 + CD)は、前年比2%程度の伸びが続いている。

・「適格担保取扱基本要領」の一部改正等

1. 執行部からの提案内容

CP市場において、手形CPから電子CPへの移行が今後も一層進んでいくことが見込まれるため、保証付短期外債(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を提案したい。

2. 委員会の検討・採決

採決の結果、上記執行部提案が全員一致で決定され、適宜の方法で公表することとされた。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

経済情勢について、委員は、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とで、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認識が共有された。

海外経済に関して、委員は、米国や中国を中心に拡大を続けているとの見方を共有した。

米国経済について、多くの委員は、景気拡大を続けているとの認識を示した。これらの委員は、10~12月の実質成長率が上方改訂されたこと、企業経営者の設備投資意欲が高まっており、雇用者数も増加が続いていること、株価が堅調に推移していることなどを指摘した。複数の委員は、こうした経済情勢のもと、生産者物価が広範な品目で上昇しており、企業の価格転嫁の動きなどを含めて、先行きのインフレ率の動向には注意していく必要があると述べた。また、ある委員は、米国経済の生産性の伸びが頭打ちとなった場合には、原材料価格の上昇が物価の上昇につながる可能性もあるため、金融市場への影響も含めて注意が必要であると指摘した。

中国経済について、何人かの委員は、固定資産投資が高めの伸びを続けており、力強い拡大を続けているとの見方を示した。このうち、ある委員は、将来的に電力不足などの供給面のボトルネックの影響が拡大する可能性があるとしたほか、別の委員は、持続的な成長を維持する上で、過剰流動性の問題に適切に対処することが重要であると指摘した。

このように海外経済の拡大が続くもとで、わが国の輸出は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が共有された。何人かの委員は、1月の輸出が10~12月対比で増加となる中で、これまで弱い動きとなっていた半導体製造装置や電子部品、液晶パネル等のIT関連分野の輸出にも持ち直しの動きがみられていると指摘した。

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。多くの委員は、1月の生産が10~12月対比で増加となったことを指摘した上で、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、先行きについては、生産は増加していくとの見通しを示した。

その上で、多くの委員は、IT関連分野の調整に関して幾つかの見方を付け加えた。ある委員は、1月の世界半導体出荷が高めの伸びとなっており、IT関連の最終財の荷動きもアジアを中心に活発化していると指摘した。また、何人かの委員は、在庫調整の進捗度合いは品目毎に異なるが、全体としては順調に進んでおり、春頃までに調整が終了する蓋然性が高まっているとの見通しを述べた。この間、一人の委員は、半導体の動向について、製造工程によって在庫調整の進捗が異なるほか、先行指標である北米の半導体製造装置のBBレシオ（受注額を出荷額で割った比率）が1月に低下しているとして、先行きには引き続き注意が必要であると指摘した。また、調整が一巡した後のIT関連需要の回復の見通しについて、複数の委員は、昨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。

設備投資について、多くの委員は、10～12月の法人企業統計やGDP統計などで弱めの動きがみられるものの、資本財出荷が高めの伸びとなっているほか、先行指標である機械受注や建築着工床面積も増加基調が維持されていることを挙げ、製造業を中心に増加傾向にあるとの認識を示した。これらの委員は、先行きに関しても、企業収益の増加基調が維持されるもとの増加傾向が続くとの見通しを述べた。ある委員は、わが国経済の資本ストック循環の成熟度からみると、先行き2006年度に向けた設備投資の増加テンポは緩やかなものに止まる可能性が高いと付け加えた。また、複数の委員は、企業の設備投資計画については、法人企業統計で弱めの動きがみられた非製造業の中堅中小企業の動向も含めて、次回の短観で改めて確認したいと述べた。

雇用・所得面では、委員は、求人関連指標や失業率など労働需給を反映する諸指標が改善を続けている中、雇用者数が増加傾向にあるほか、冬季賞与が増加に転じるなど賃金も下げ止まりつつあることから、雇用者所得の下げ止まりが明確になってきているとの認識を共有した。ある委員は、新卒採用の増加やパートから正社員へのシフトバックなど企業の雇用スタンスにも変化がみられていると指摘した。また、別の委員は、専門的技術者に対する求人倍率や高・大卒者の就職内定率が上昇しているほか、パート比率の上昇テンポも鈍化していると述べた。これに関連して、一人の委員は、最近のパート比率の上昇テンポの鈍化が基調的なものと言えるかどうかは、賃金や物価の先行きを見通す上で重要なポイントであり、注目していきたいとコメントした。一方、別の委員は、企業の人件費圧縮指向は弱まっていないと指摘した。

個人消費について、委員は、雇用者所得の下げ止まりが明確になる中で、1月の百貨店、スーパーの販売額が冬物衣料を中心に好調となるなど、底堅く推移しているとの見方を共有した。1月の個人消費関連指標に良いものが目立った点に関連して、ある委員は、10～12月にみられた弱めの動きが天候や天災など一時的な要因によるものであったという見方をある程度裏付けるものであると指摘した。また、別の委員は、消費は底堅いが、改善が続くかどうかの確認にはなお時間を要すると述べた。

物価面に関して、委員は、国内企業物価は昨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通しを共有した。また、委員は、消費者物価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と、これらが消費者物価に及ぼす影響に関して、見方を示した。まず、足もとの原油など国際商品市況の上昇について、何人かの委員は、世界経済の拡大に伴う実需の増加に加えて、投機的な資金が相当程度流入している可能性があるとして述べた。また、多くの委員は、原材料価格の上昇は、今のところ企業段階でのユニット・レーバークオ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付け加えた。

2. 金融面の動向

金融面に関して、委員は、きわ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で、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指摘した。

複数の委員は、世界的な長期金利の低位安定に触れ、基本的にインフレ予想の落ち着き等が反映されているとの認識を示した。その上で、先行き、米国におけるインフレ率の動向やFRBの政策スタンスの変更が、債券市場に及ぼす影響には注意が必要であると指摘した。これに関連して、ある委員は、米国において、インフレ予想が高まるもとで、長期の実質金利が低下している可能性があるとしてコメントした。この間、別の委員は、最近の世界的な長期金利の低位安定には、会計制度の変更等を背景として、年金や保険会社等の機関投資家の債券投資意欲が構造的に高まっていることも影響しているとの見方を示した。

一人の委員は、マネタリーベースの伸び率の低下に触れて、こうした動きはマネーサプライの伸び率に影響を与えていないと述べた上で、マネーサプライの伸び率が高まるためには、金融機関貸出が伸びていくことが不可欠であり、今後の貸出動向に注目していきたいと付け加えた。

・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。

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。また、何人かの委員は、コール市場取引の活発化がオペに対する需要を減少させる方向で働く可能性はあるものの、当面の資金需給が余剰地合いとなる見込みにあるほか、市場における期間の長いオペに対するニーズは存在するため、当面は当座預金残高目標の維持は可能ではないかとコメントした。

また、多くの委員は、先行きの調節運営について見解を述べた。

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意見を述べた。また、別の委員は、金融市場の動向によっては、現在の当座預金残高目標の維持が難しくなる可能性があるとした上で、その場合には、デフレ克服にマイナスの影響が生じないことに理解を得ながら、残高目標を減額することも一つの選択肢として考えられるとの認識を示した。

この間、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。また、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おそれがあるとの考えを示した。また、この委員は、金融政策運営に関する最近の対外情報発信に関して、市場の一部には混乱を招いたとの評価もみられるとした上で、今後は細心の注意と節度をもって臨む必要があると述べた。もう一人の委員は、この問題は、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であると述べた。この点について、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付け加えた。

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金融機関の資金調達行動などを丹念に点検するとともに、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。

政府からの出席者の発言

会合では、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国経済の現状をみると、大局的にみれば、景気回復局面にあると認識しているが、一部に上り坂が続く中での微調整とも言える動きも継続している。こうした中、デフレは依然として継続している。また、最近の原油価格高騰が経済に与える影響についても十分留意する必要がある。
- このような経済状況のもと、民間需要主導の景気回復を持続的なものとするとともに、デフレから脱却することは、政府・日本銀行が一体となって取り組むべき重要課題であり、その達成のために最大限の努力を行わなければならない状況に変わりはないと考えている。
- 日本銀行においても、このような基本スタンスのもと、平成 13 年 3 月以降、量的緩和政策を開始され、これまで順次日銀当座預金残高目標を引き上げ、これを維持することを通じて、こうした政策スタンスを対外的に示されてきたものと理解している。
- 現状においても、民需主導の持続的な景気回復の達成及びデフレ克服に向けた最大限の努力が必要な状況に変わりはないため、日本銀行におかれては、現在の政策内容を継続するとともに、市場や国民に対して、日銀がデフレ克服に向け金融緩和政策を断固として継続するというメッセージを一貫して示して頂きたいと考えている。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 景気の現状については、一部に弱い動きが続いており、回復が緩やかになっている。政府としては、平成 17 年度には、政府・日本銀行一体となった取組みを進めることにより、デフレからの脱却に向けた進展を見込んでいる。また、平成 18 年度以降には、概ね名目 2 % 程度あるいはそれ以上の成長を実現するため、各分野の構造改革を加速、拡大することとしているところである。
- 日本銀行におかれても、政府との意思疎通を密にしつつ、デフレからの脱却を確実にすべく、現在の金融緩和を続けられることを期待する。デフレ克服には、結果としてマネーサプライが増加することが不可欠であることから、効果的な資金供給により、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る。また、金融政策運営に関する透明性の一段の向上に努める中で、デフレ克服までの道筋を明確に示して頂くことを期待する。

・採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、当座預金残高目標を30～35兆円程度とする現在の調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

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

議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添1のとおり公表すること。

記

日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

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

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、植田委員、須田委員、
中原委員、春委員、福間委員、水野委員

反対：なし

・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定された。

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

・議事要旨の承認

前回会合（2月16、17日）の議事要旨が全員一致で承認され、3月22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、2005年4月～9月における金融政策決定会合等の日程が別添2のとおり承認され、即日対外公表することとされた。

以 上

(別添1)

2005年3月16日
日 本 銀 行

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

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

日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

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

以 上

(別添2)

2005年3月16日
日本銀行

金融政策決定会合等の日程(2005年4月～9月)

| | 会合開催 | 金融経済月報 (基本的見解)公表 | (議事要旨公表) |
|---------|-----------------|---------------------|------------|
| 2005年4月 | 4月5日<火>・6日<水> | 4月6日<水> | (5月25日<水>) |
| | 4月28日<木> | — | (6月20日<月>) |
| 5月 | 5月19日<木>・20日<金> | 5月20日<金> | (6月20日<月>) |
| 6月 | 6月14日<火>・15日<水> | 6月15日<水> | (7月19日<火>) |
| 7月 | 7月12日<火>・13日<水> | 7月13日<水> | (8月12日<金>) |
| | 7月27日<水> | — | (9月13日<火>) |
| 8月 | 8月8日<月>・9日<火> | 8月9日<火> | (9月13日<火>) |
| 9月 | 9月7日<水>・8日<木> | 9月8日<木> | 未定 |

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

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

(注3) 「経済・物価情勢の展望(2005年4月)」の「基本的見解」は、4月28日<木>15時(背景説明を含む全文は5月2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「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 35) 東京商工リサーチ「倒産月報」
- (図表 36) 日本銀行「マネタリーベース」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 37) 日本銀行「マネーサプライ」