

# 通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 17 年 12 月

日 本 銀 行

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

平成 17 年 12 月

日本銀行総裁  
福井 俊彦

# 目 次

	頁
要 旨	
． 経済及び金融の情勢	
1 ． 経済の情勢	
（ 1 ） 国内実体経済	
（ 概況 ）	1
（ 輸出は緩やかに増加 ）	2
（ 生産は振れを伴いつつ増加傾向 ）	4
（ 設備投資は引き続き増加 ）	5
（ 雇用者所得は緩やかに増加 ）	8
（ 個人消費は底堅く推移 ）	9
（ 2 ） 物価	11
（ 3 ） 海外金融経済	
（ 海外経済は景気拡大を持続 ）	15
（ 米国経済は景気拡大を継続 ）	17
（ ユーロエリア経済は根強い停滞感 ）	18
（ 東アジア経済は景気拡大を持続 ）	19
（ 中南米諸国などの金融市場は総じて堅調 ）	20
2 ． 金融面の動向	
（ 1 ） 短期金融市場	21
（ 2 ） 債券市場	23
（ 3 ） 株式市場	25
（ 4 ） 外国為替市場	25
（ 5 ） 貸出金利、C P ・社債発行金利	27
（ 6 ） 企業金融	28
（ 7 ） 量的金融指標	31

・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 . . . . .	34
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 ) . . . . .	37
( 金融政策運営 ) . . . . .	38
( 2 ) 「経済・物価情勢の展望」の公表 . . . . .	38
( 3 ) 各会合における検討・決定	
イ . 平成 17 年 4 月の会合	
( 景気は踊り場的な局面にあるものの、基調としては回復を継続 ) . . . . .	42
( 国内企業物価は弱含みから強含みへ、消費者物価は小幅の下落 ) . . . . .	42
( ペイオフ解禁前後を通じて金融市場は安定的 ) . . . . .	43
( 当座預金残高目標の維持 ) . . . . .	43
( 展望レポートの対象期間延長 ) . . . . .	43
ロ . 5 ~ 6 月の会合	
( 景気は「踊り場」脱却に向けて着実に進展 ) . . . . .	44
( 国内企業物価は上昇、消費者物価は小幅の下落 ) . . . . .	44
( 展望レポートに対する金融市場の反応 ) . . . . .	44
( 当座預金残高目標の維持と「なお書き」の修正 ) . . . . .	45
( 国債現先オペ等に係る決済の委託可能化 ) . . . . .	45
( 分割償還債にかかる適格担保としての取扱いの見直し ) . . . . .	46
ハ . 7 月の会合	
( 景気は「踊り場」を脱却しつつある ) . . . . .	46
( 国内企業物価は上昇、消費者物価は小幅の下落基調 ) . . . . .	47
( 人民元為替レート制度改革公表後の市場は総じて小動き ) . . . . .	47
( 「経済・物価情勢の見通し」の中間評価 ) . . . . .	47
( 当座預金残高目標の維持 ) . . . . .	48
ニ . 8 ~ 9 月の会合	
( 景気は回復を継続、IT 関連分野の調整もほぼ一巡 ) . . . . .	48

( 国内企業物価は上昇、消費者物価は小幅下落ながら年末頃にかけて前年 比ゼロ%ないし若干のプラスに転じる見通し ) . . . . .	49
( 金融資本市場では株価が大幅に上昇 ) . . . . .	49
( 当座預金残高目標の維持 ) . . . . .	50
( 担保掛け目等の見直しの実施および手形買入オペの取引方式の見直し の検討 ) . . . . .	50
ホ . 金融政策運営を巡る論点	
( 展望レポートの対象期間延長 ) . . . . .	50
( 当座預金残高目標を巡る議論 ) . . . . .	51
3 . 金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向 . . . . .	53
4 . 日本銀行のバランスシートの動き . . . . .	56
5 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更 . . . . .	58
. 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 . . . . .	60
2 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更 . . . . .	78
3 . 経済及び金融の情勢に関する基本的見解 . . . . .	95
4 . 金融政策決定会合議事要旨 . . . . .	102
参考計表・資料一覧 . . . . .	185

# 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 17 年度上期の国内景気は、「踊り場」局面から脱却し、回復を続けた。  
すなわち、輸出は、上期前半まで中国向けに伸び悩みがみられたが、全体としては、海外経済の拡大を背景に、緩やかな増加を続けた。こうしたもとで、生産も、IT 関連分野の在庫調整が一巡したこともあって、振れを伴いつつ増加傾向をたどった。この間、設備投資は、高水準の企業収益を背景に、増加を続けた。また、家計の雇用・所得面をみると、雇用者数の増加が続く中、賃金も増加に転じ、雇用者所得は緩やかに増加した。こうしたもとで、個人消費は、振れを伴いつつも、総じて底堅く推移した。
2. 物価面では、国内企業物価は、内外の商品市況高や需給環境の改善を反映して、前年比で上昇を続けた。一方、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、電気・電話料金の引き下げの影響もあって、概ね小幅のマイナスで推移した。

### ( 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、上期を通じて、ほぼ一貫して 0.001～0.002% の極めて低い水準で安定的に推移した。また、ターム物金利も、低位で安定的に推移した。  
長期金利は、17 年度入り後、国内経済指標が予想比下振れたことや米欧の金利低下を受けて低下傾向をたどり、6 月末には 1.1% 台半ばまで低下した。その後は、国内経済指標の改善や株価の上昇などを受けて上昇に転じ、振れを伴いつつも 1.4% 台後半まで上昇した。  
株価は、5 月中旬にかけて下落した後、国内経済指標の改善などを眺めた景気回復期待の高まりを背景に、9 月末にかけて 13 年 5 月以来となる 1 万 3 千円台半ば（日経平均株価）まで上昇した。  
外国為替市場では、円の対米ドル相場は、5 月上旬にかけて、中国人民元の切り上げ観測の高まりなどを背景とした円買いから 104 円台まで上昇した。その後は、日米間の金利差がドル買い要因として意識される中、9 月末には 113 円台に下落した。

4. 民間銀行の貸出残高（特殊要因を除くベース）は、前年比マイナス幅が緩やかに縮小を続け、8月以降は小幅の増加に転じた。また、CP・社債の発行残高は、前年並みか前年を上回る水準で推移した。この間、民間銀行の貸出姿勢は、全体としてさらに緩和した。民間企業の資金需要についてみると、借入金を圧縮するスタンスは維持されているものの、景気が回復を続ける中、減少テンポが幾分緩やかになった。

5. マネタリーベース（流通現金と日本銀行当座預金の合計）は、4月にやや伸びを高めたが、その後伸び率が幾分低下し、17年9月は前年比1.7%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、概ね前年比1%台後半の伸び率となった。

（金融政策決定会合における検討・決定）

6. 17年度上期中には、金融政策決定会合を計8回開催した。

会合での検討の状況を振り返ると、景気判断を「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」から「IT関連分野における調整が進むもとの、回復を続けている」へと夏場にかけて修正した。また、9月にはIT関連分野における調整が概ね一巡したことから、「回復を続けている」へと修正した。

4月28日の会合では、17年度から18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、IT関連分野の調整の影響が弱まるにつれて、年央以降、回復の動きが次第に明確になり、緩やかながら持続性のある成長軌道をたどると予想した。また、7月12、13日の会合では、4月に公表した「経済・物価情勢の展望」で示した「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、全体としては、「見通し」に概ね沿って推移しており、先行きについても、概ね「見通し」に沿った動きになると予想される、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、4月から9月までのすべての会合で、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維持した。

また、金融システム不安の後退を背景に、市場の資金余剰感が強まる中で、

資金供給オペにおける「札割れ」(応札額が資金供給予定額に満たない事態)が頻繁に発生していることを踏まえ、5月会合では、金融市場調節方針における「なお書き」を修正し、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、当座預金残高が一時的に目標を下回ることもありうるものとした。

(日本銀行のバランスシートの動き)

8. 17年9月末における日本銀行のバランスシートをみると、総資産残高は148.1兆円(前年比+6.2%)となった。

# I . 経済及び金融の情勢

## 1 . 経済の情勢

### ( 1 ) 国内実体経済

#### ( 概況 )

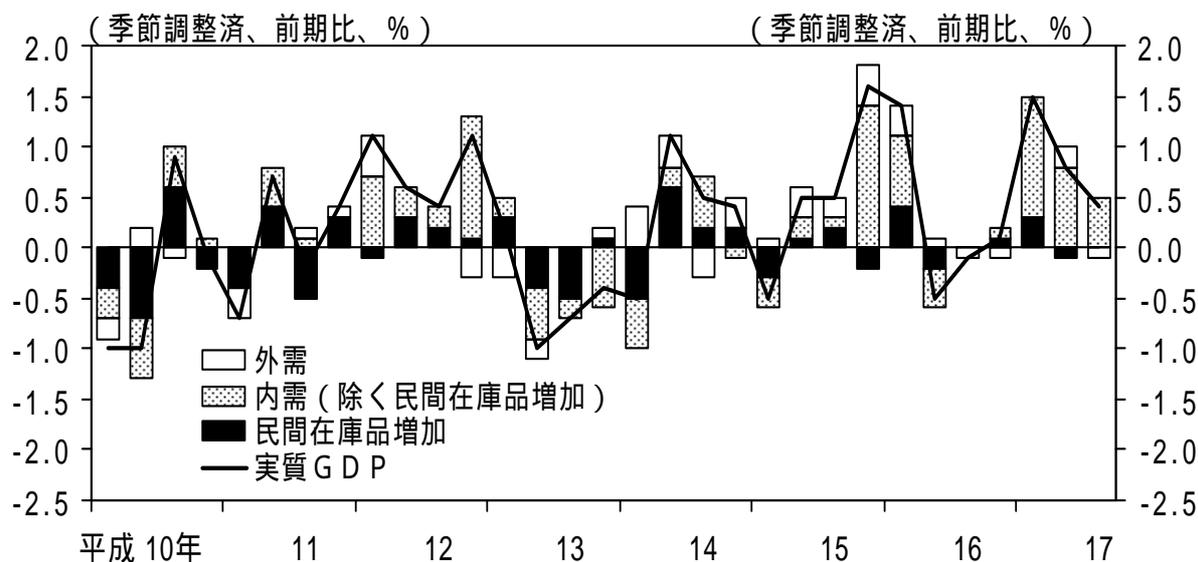
平成 17 年度上期の国内景気は、「踊り場」局面から脱却し、回復を続けた。

輸出は、上期前半まで中国向けに伸び悩みがみられたが、全体としては、海外経済の拡大を背景に、緩やかな増加を続けた。こうしたもとで、生産も、IT 関連分野の在庫調整が一巡したこともあって、振れを伴いつつ増加傾向をたどった。

設備投資は、高水準の企業収益を背景に、増加を続けた。家計の雇用・所得面をみると、雇用者数の増加が続く中、賃金も増加に転じ、雇用者所得は緩やかに増加した。こうしたもとで、個人消費は、振れを伴いつつも、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 )、4 ~ 6 月に高めの伸びとなった後、7 ~ 9 月も増加の動きを続けた。

( 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 )。

(輸出は緩やかに増加)

実質輸出は(図表2(1))<sup>1</sup>、上期前半まで中国向けに伸び悩みがみられたものの、全体としては、海外経済の拡大が続き<sup>2</sup>、IT関連分野における世界的な調整が一巡するもとの、緩やかな増加を続けた。実質輸入については、国内需要が底堅く推移し、中国などとの国際分業が進むもとの、増加傾向をたどった。こうした中、実質貿易収支でみた純輸出は、均してみれば横ばい圏内で推移した(図表2(2))。

実質輸出を地域別にみると(図表3(1))、米国向けは、同国の景気拡大を背景に増加を続けた。NIEs向けやASEAN4向けも、IT関連分野の調整の進捗を背景に、緩やかな増加基調で推移した。また、中東などその他の地域向けも、高い伸びを示した。この間、中国向けについては、同国における景気過熱抑制策の影響とみられる一部業種での設備投資抑制や在庫圧縮の動きなどから、4~6月までは伸び悩みが続いたが、7~9月には持ち直しの動きがみられた。実質輸出を財別にみると(図表3(2))、自動車関連は、米国向けを中心に増加基調で推移し、消費財も、デジタル家電を中心に好調な動きを続けた。また、資本財・部品も、引き続き増加した。この間、情報関連については、世界的なIT関連分野の調整が一巡するもとの、7~9月ははっきりと持ち直した。

実質輸入を財別にみると、素原料は、昨年後半に増加した反動などから、弱めの動きとなった。一方、情報関連や資本財・部品については、国内景気の回復や、国際分業の進展などを背景に、堅調な増加を続けた。

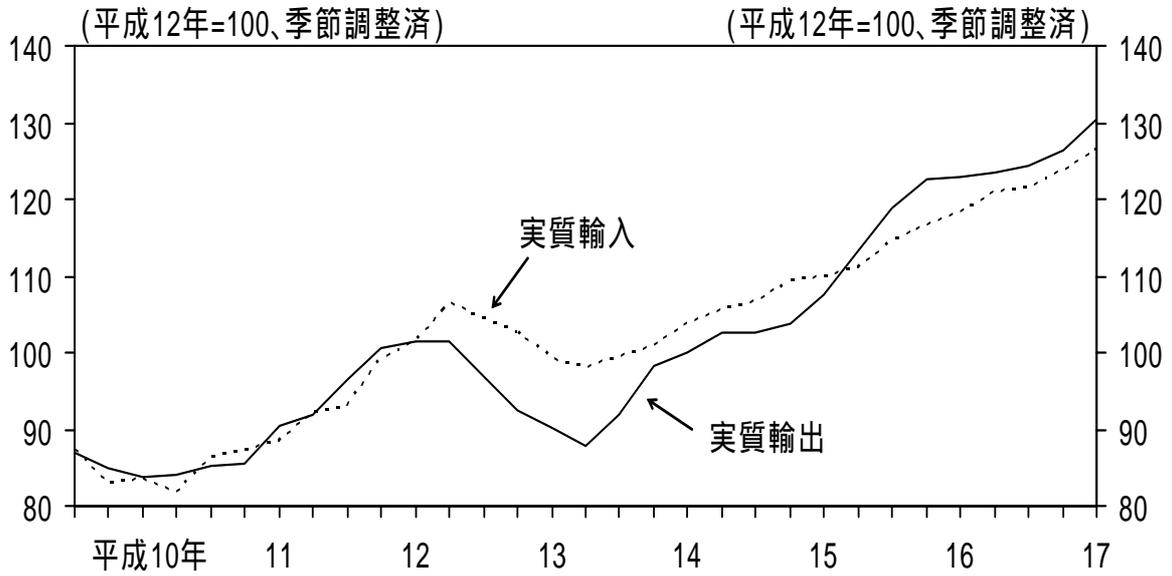
---

<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。

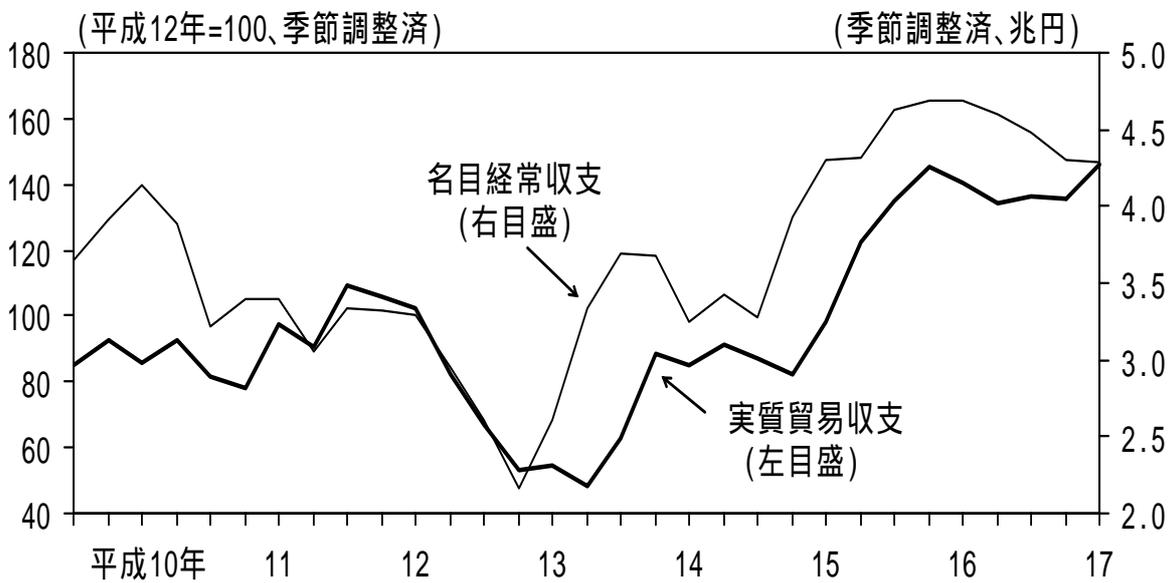
<sup>2</sup> 海外経済の詳細については、1.(3)海外金融経済で述べる。

( 図表 2 ) 輸出入の推移

( 1 ) 実質輸出入



( 2 ) 実質貿易収支と名目経常収支



( 図表 3 ) 輸出の内訳

## ( 1 ) 地域別

( 季節調整済、前期比、% )

	平成16年 第3四半期	平成17年			
		4	1	2	3
米国 <22.4>	0.3	2.3	2.0	1.3	1.0
EU <15.5>	2.1	2.0	-0.7	0.2	1.5
東アジア <46.9>	0.7	-0.5	3.2	-0.0	4.7
中国 <13.1>	-0.2	2.8	1.3	-1.6	11.8
NIEs <24.7>	0.9	-2.8	4.4	0.6	3.3
ASEAN4 <9.1>	1.1	1.2	2.8	0.6	-1.0
実質輸出計	0.3	0.5	0.7	1.5	3.3

## ( 2 ) 財別

( 季節調整済、前期比、% )

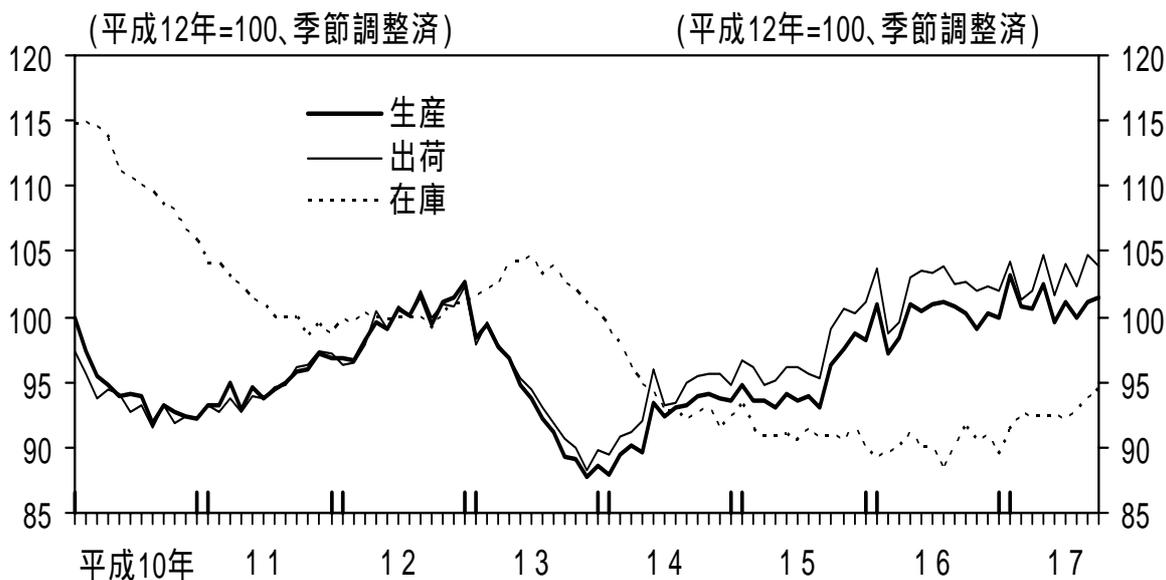
	平成16年 第3四半期	平成17年			
		4	1	2	3
中間財 <16.3>	-1.6	-0.0	1.4	0.9	2.5
自動車関連 <22.4>	0.6	1.2	1.7	4.3	-0.5
消費財 <6.0>	-3.5	4.5	-2.0	3.0	5.4
情報関連 <13.7>	-0.4	-0.6	2.2	0.4	3.9
資本財・部品 <30.0>	1.8	0.3	1.3	1.1	3.6
実質輸出計	0.3	0.5	0.7	1.5	3.3

(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。

## ( 生産は振れを伴いつつ増加傾向 )

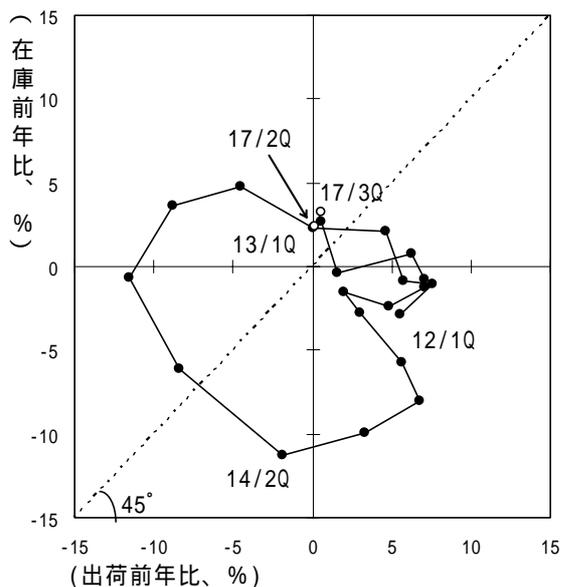
鋳工業生産は(図表4)内外需要が拡大し、IT関連分野の在庫調整も一巡するも、振れを伴いつつも増加傾向をたどった。業種別にみると、鋼船が前年度下期に増加した反動から減少し、生産全体を下押ししたが、電子部品・デバイスなどが増加した。この間、在庫循環をみると(図表5)中国における需給調整の影響などから、素材業種を中心に軽度の調整がみられ、全体として在庫は昨年末頃に比べてやや高めの水準で推移した。もっとも、昨年後半以降、調整の動きを続けてきた電子部品・デバイスについては、9月末の在庫水準がほぼ前年並みとなるなど、在庫調整は一巡した。

( 図表 4 ) 鋳工業生産・出荷・在庫

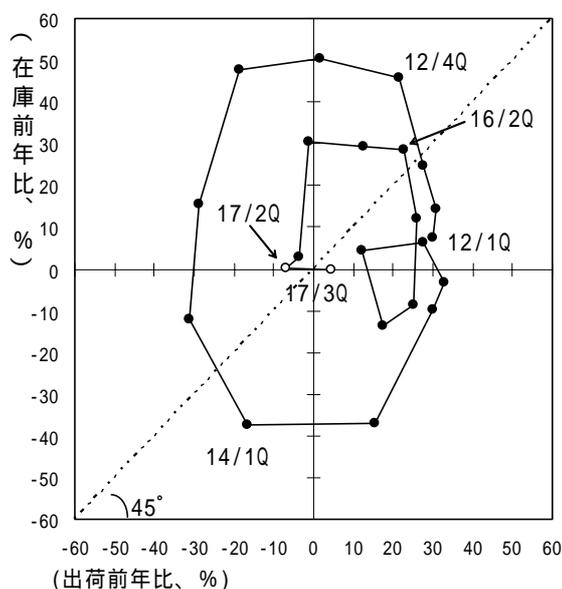


( 図表 5 ) 在庫循環

( 1 ) 鋳工業全体



( 2 ) 電子部品・デバイス

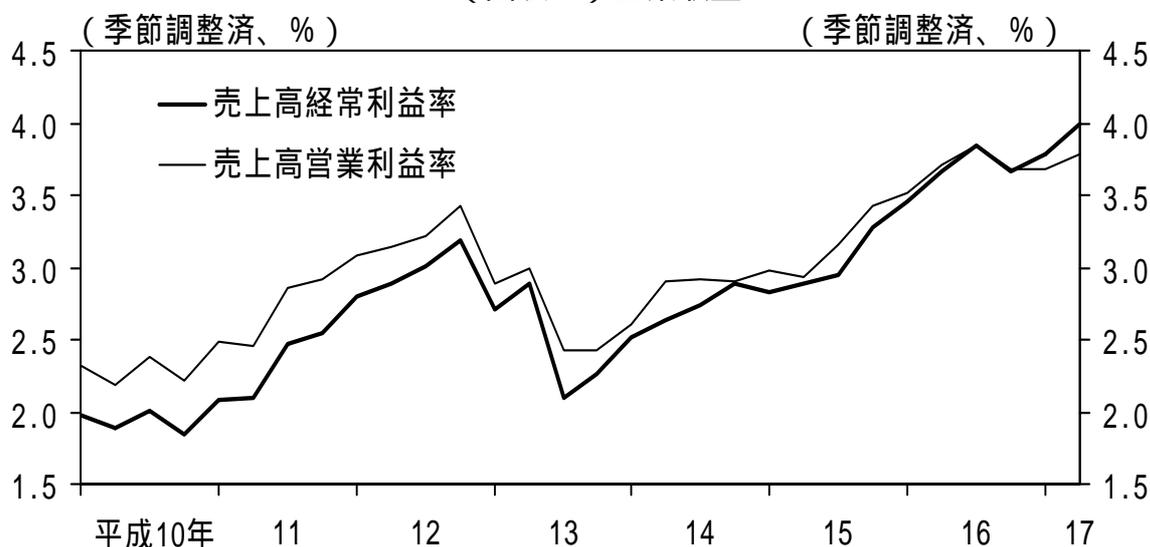


( 設備投資は引き続き増加 )

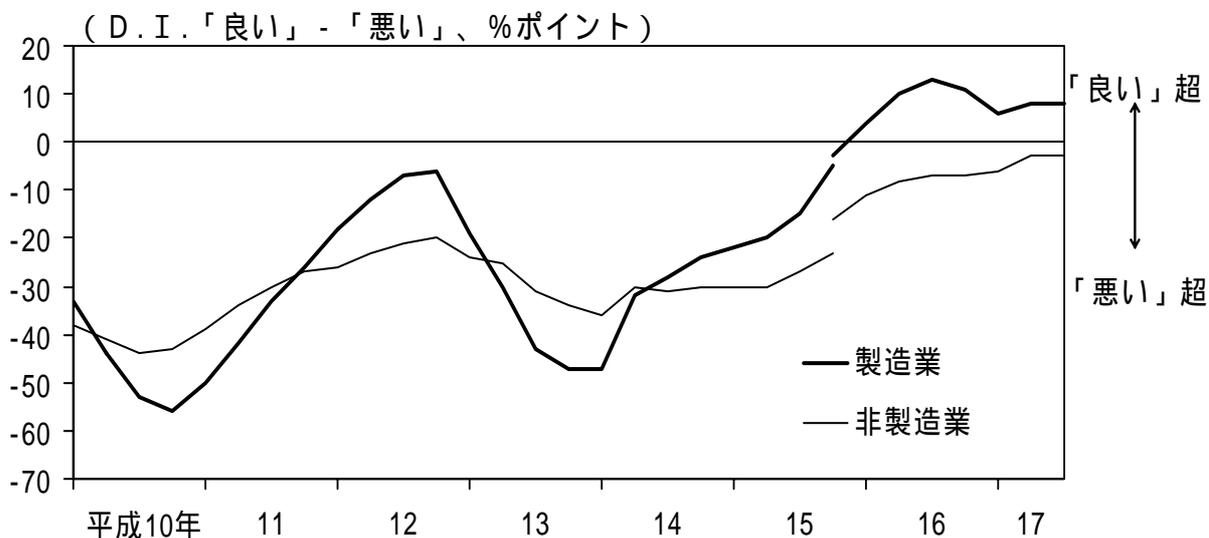
企業収益は、総じて高水準で推移した。売上高営業利益率や同経常利益率をみると( 図表 6 )、原材料価格の上昇が収益を下押ししたものの、売上高が好調を維持する中、企業の経営努力の効果もあって、バブル期以来の高い水準で推移した。

この間、企業の業況感は（図表7）内外需要の拡大やIT関連分野の調整一巡などを反映して、小幅ながら改善した。

（図表6）企業収益



（図表7）企業の業況判断（短観）



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

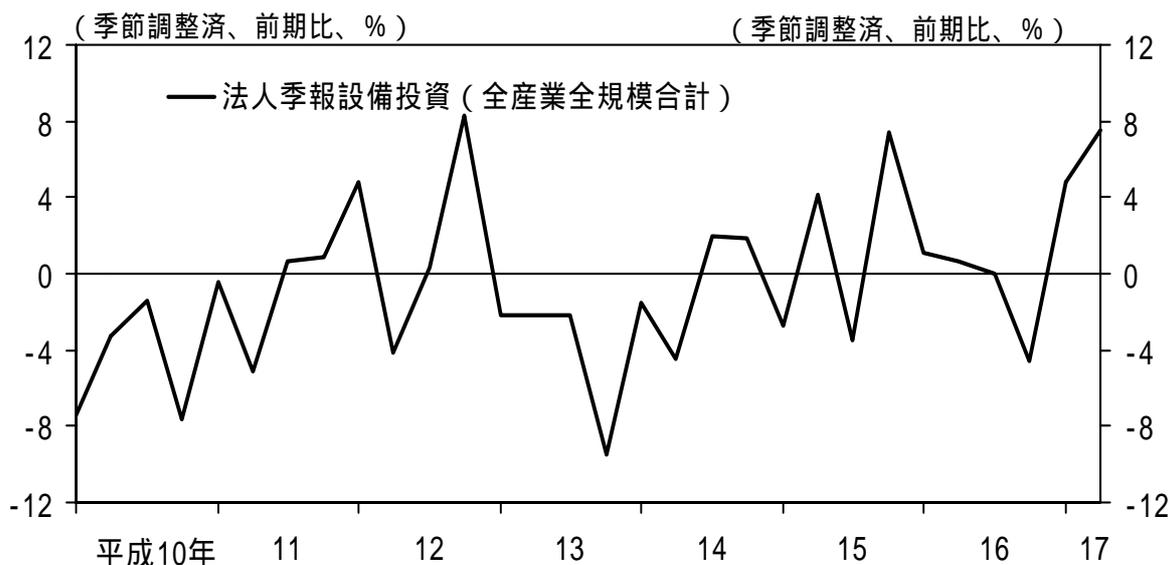
こうしたもとで、設備投資は増加を続けた。法人企業統計の設備投資をみると（図表8(1)）、16年後半には非製造業中小企業を中心に弱めの動きがみられたが、17年入り後は、製造業、非製造業ともはっきりとした増加に転じた。また、設備投資の先行指標をみると（図表8(2)）、機械受注は緩やかな増加傾向をたどった

ほか、建築着工床面積も、振れを均してみれば、製造業を中心に着実な増加を続けた。

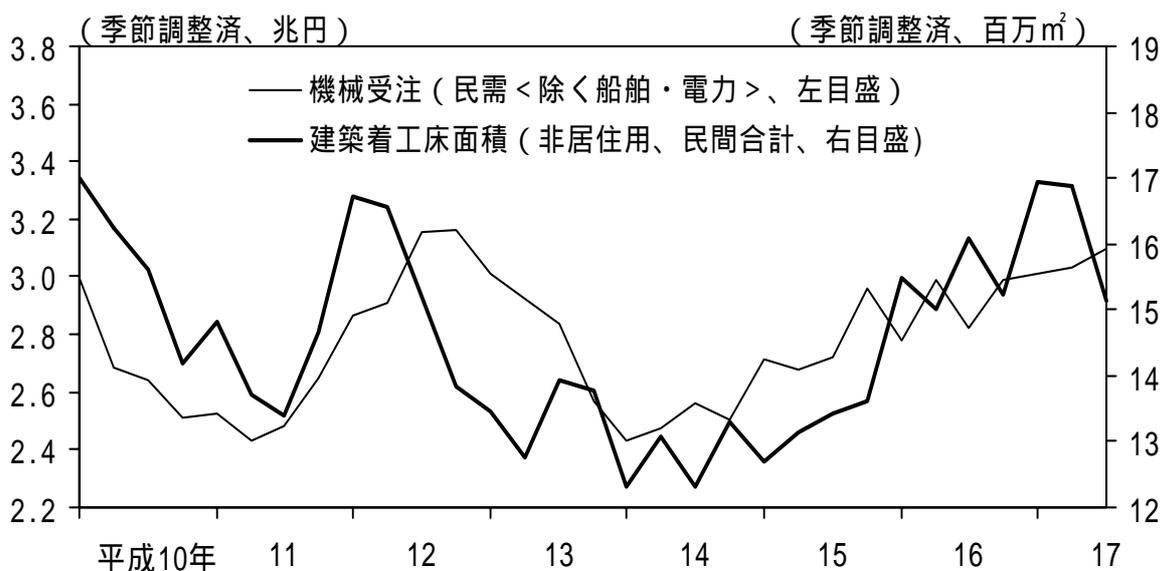
この間、公共投資は（図表9）公共事業関係予算が減少する中で、減少傾向を続けた。一方、住宅投資については、増加の動きがみられた。

（図表8）設備投資

（1）法人季報設備投資

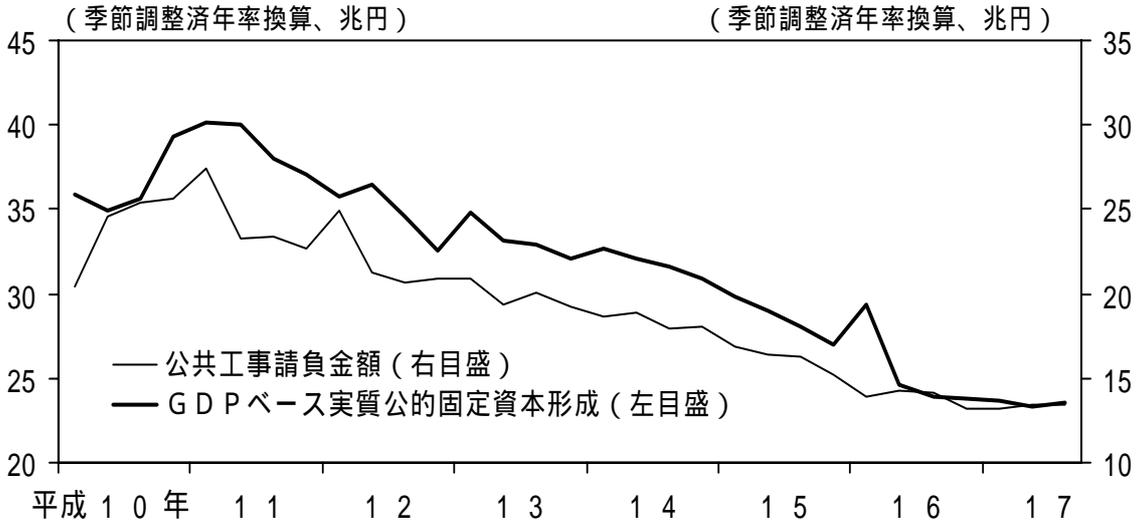


（2）機械受注・建築着工床面積



（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

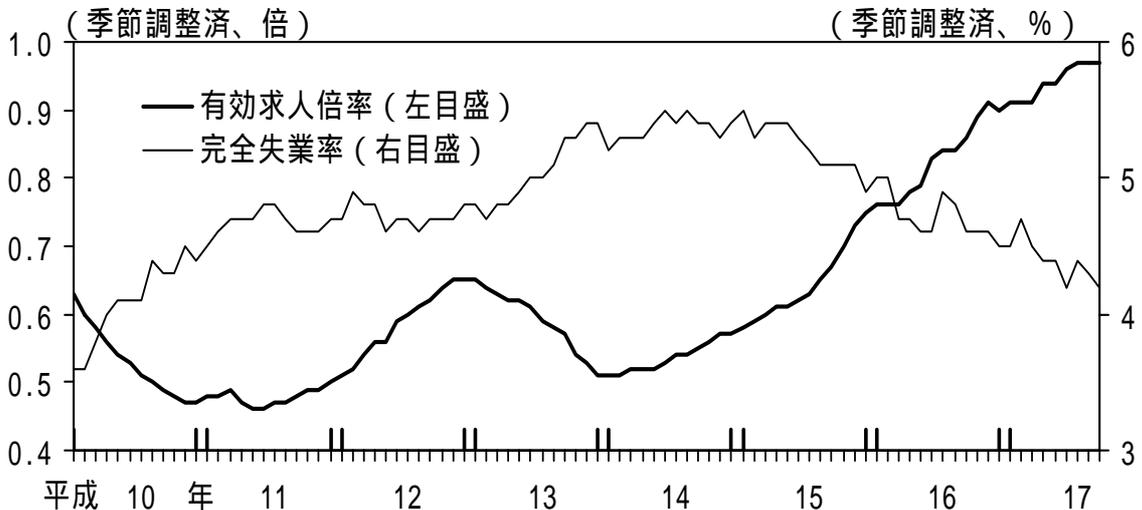


( 雇用者所得は緩やかに増加 )

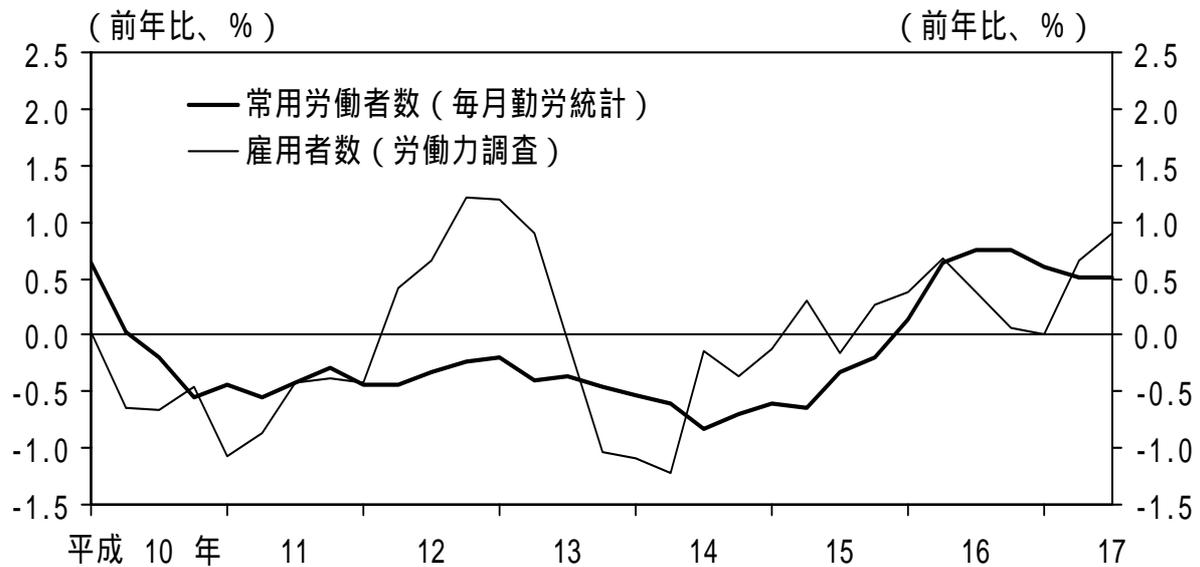
家計の雇用・所得面をみると、有効求人倍率など労働需給を反映する指標は改善傾向を続け、完全失業率も低下傾向をたどった( 図表 10(1) )。雇用面では、労働力調査の雇用者数、毎月勤労統計の常用労働者数とも、緩やかに増加した( 図表 10(2) )。賃金面をみると、雇用者に占めるパートタイム労働者の比率が頭打ちないし幾分低下するも、所定内給与は、ごく緩やかな増加に転じた。また、夏季賞与も、好調な企業収益を背景に増加した。こうした動きを受けて、雇用者所得は( 図表 11 )、緩やかな増加を続けた。

( 図表 10 ) 労働需給

( 1 ) 有効求人倍率と完全失業率

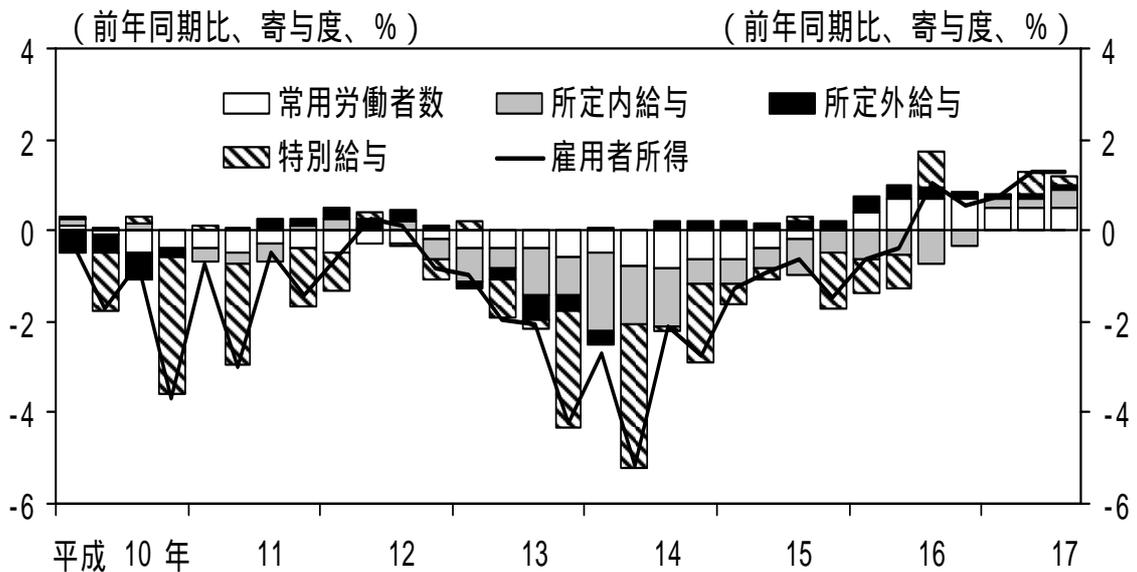


(2) 常用労働者数（毎月勤労統計）と雇用者数（労働力調査）



(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。

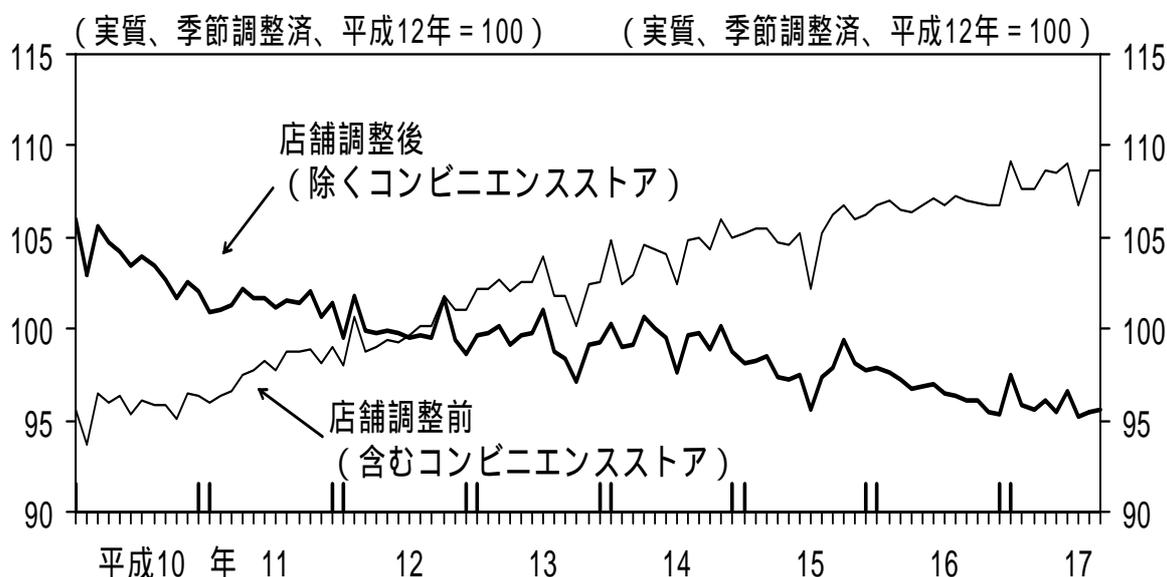
(個人消費は底堅く推移)

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」を店舗調整後でみると（図表 12）<sup>3</sup>、16 年中に低下気味に推移した後、17 年に入ってから緩やかな増加傾向を続けた。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」も（図表 13）<sup>4</sup>、7～9月はやや弱含んだが、振れを均してみれば、デジタル家電などを中心に緩やかな増加基調で推移した。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ると、サンプル要因によって強弱が増幅されたが、1～3月、4～6月と増加を続けた後、7～9月は反動減となった。

消費者コンフィデンスを表す指標は（図表 14）、総じて好調な動きを続けた。

（図表 12）販売統計合成指数

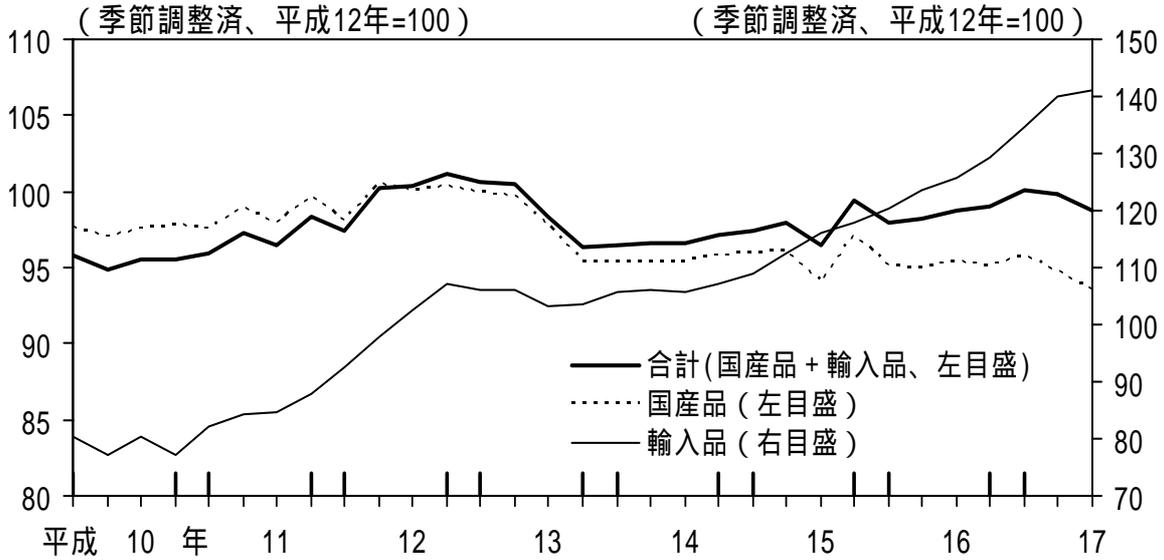


（注）販売統計合成指数については脚注 3 を参照。

<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。

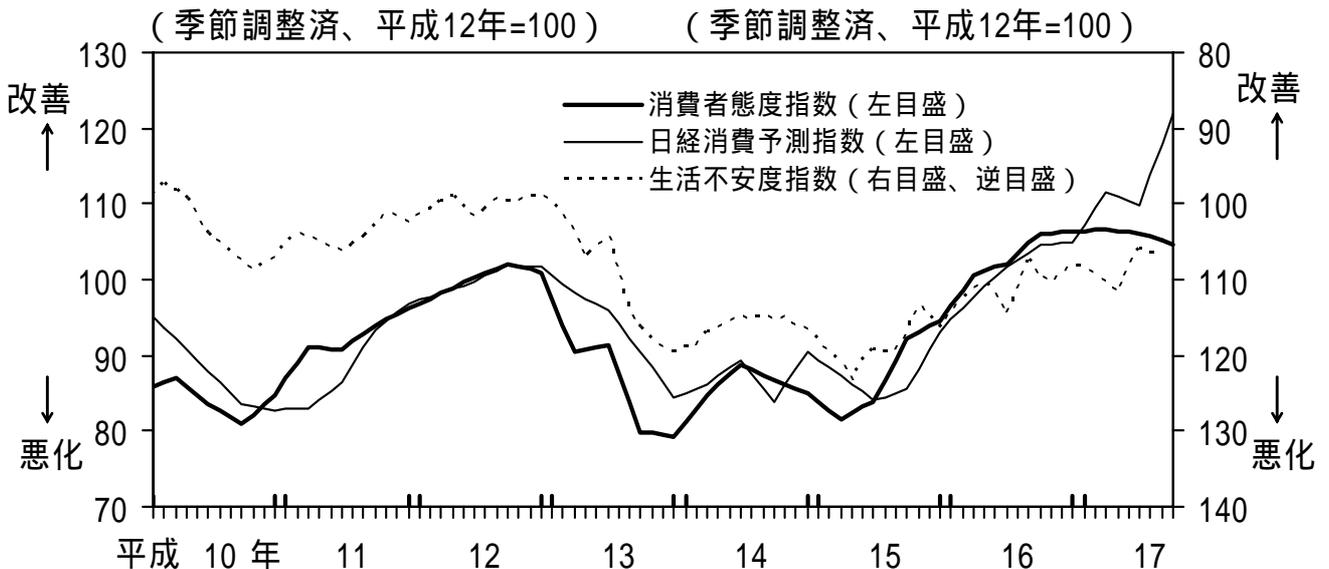
<sup>4</sup> 消費財総供給（国産品の国内向け出荷 + 輸入品）は、鉱工業指数統計における消費財出荷と、消費財の実質輸出入から算出している。

(図表 13) 消費財総供給



(注) 消費財総供給については脚注4を参照。

(図表 14) 消費者コンフィデンス



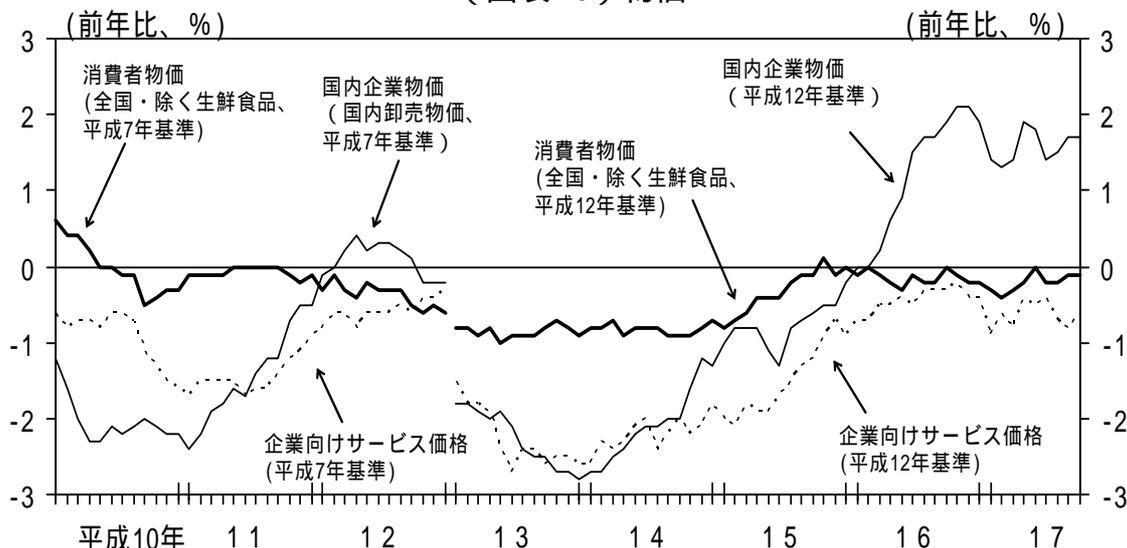
(注) 消費者態度指数(調査対象全国5,040世帯)、日経消費予測指数(同首都圏600人<16年9月までは1,500人、16年12月は880人>)、生活不安度指数(同全国2,200人)は、いずれも消費者意識を尋ねたアンケート調査。

(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、概ね小幅のマイナスで推移した。

(図表 15) 物価



(注) 平成9年4月以降の消費税率引き上げの影響については、課税品目のすべてについて完全に転嫁されたと仮定して調整。図表16、17も同様。

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、原油価格の高騰を背景に、上昇を続けた。鉄鋼、化学関連も、堅調な需給環境などを受けて、緩やかな上昇傾向をたどった。機械類の価格については、IT関連分野の調整が徐々に進捗するもとで、マイナス幅が緩やかに縮小した。

一方、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は(図表17)、物価の基調的な動きに影響するマクロの需給バランスが緩やかな改善を続けた(図表18)<sup>6</sup>ものの、電気・電話料金引き下げの影響が続いたことなどから、概ね小幅のマイナスで推移した。

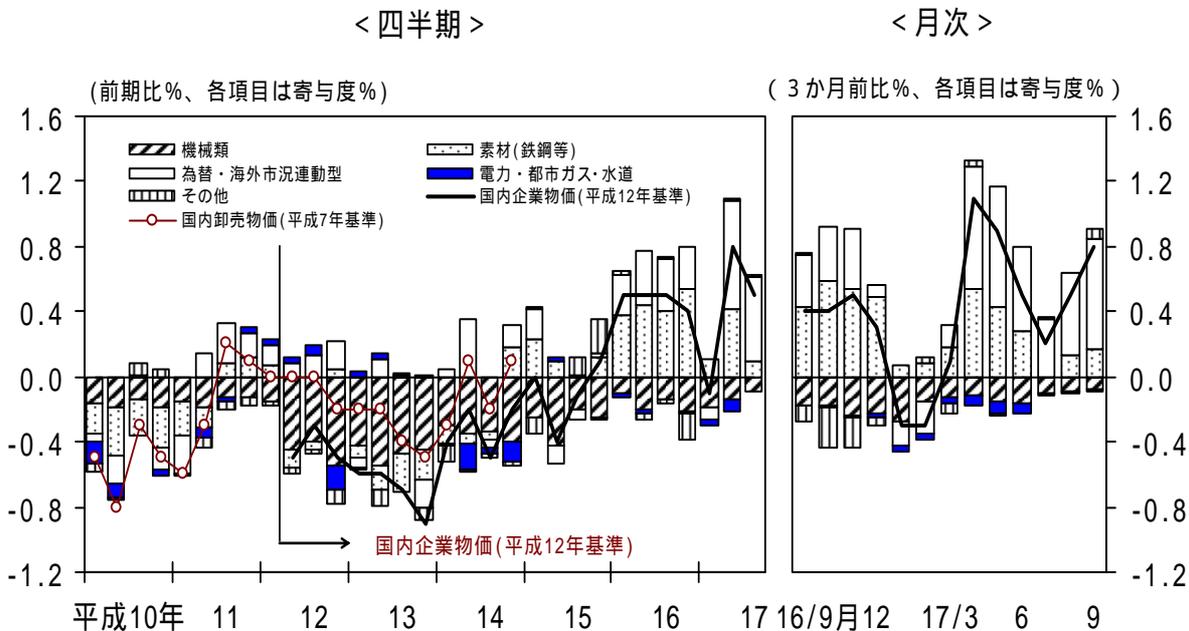
地価については、商業地、住宅地ともに引き続き下落したが、下落テンポは緩

<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。

<sup>6</sup> GDPギャップは、最大可能産出量との対比で計算しているため、常にマイナスの値を取る(日本銀行調査統計局による試算)。これに対して、国際機関などが算出するGDPギャップは、プラス、マイナス双方の値をとるように定義されている。GDPギャップの定義、算出方法は様々なため、GDPギャップの水準同士をそのまま比較することは出来ない点には留意する必要がある。短観加重平均D.I.は、短観の生産・営業用設備判断D.I.と雇用判断D.I.を資本・労働分配率で加重平均して、求めたものである。

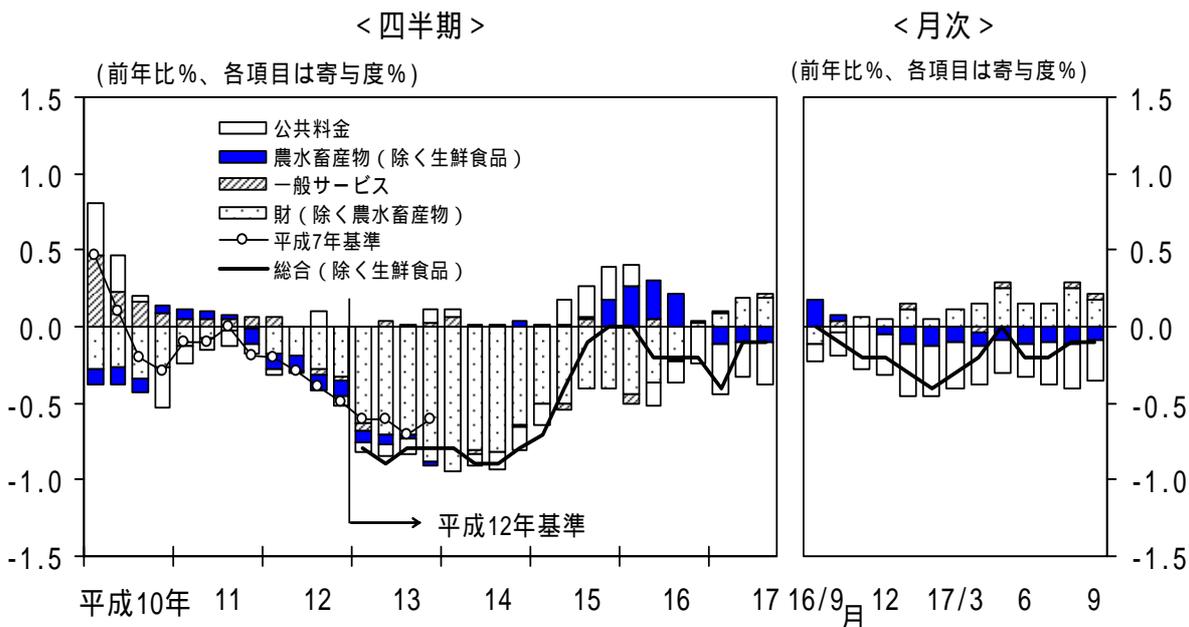
やかになった。中でも、東京都心部を中心とした大都市圏では、下げ止まりないし上昇に転じる動きが広がった。

(図表 16) 国内企業物価



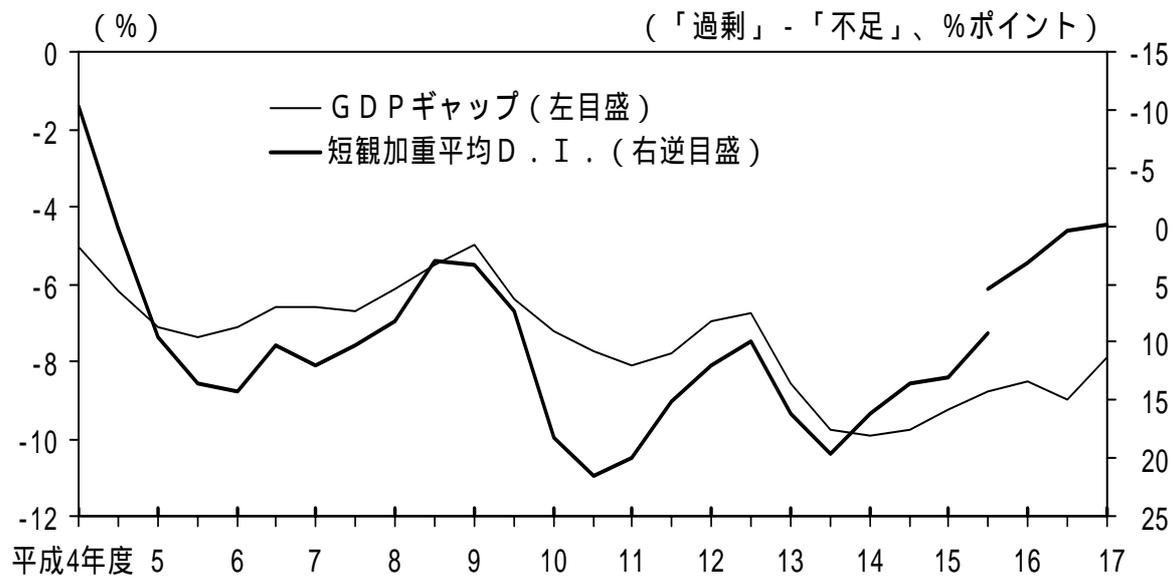
(注) 為替・海外市況連動型は、石油・石炭製品と非鉄金属。機械類は、電気機器、一般機器、輸送用機器、精密機器。

(図表 17) 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。

(図表 18) 需給ギャップ



(注) GDPギャップ、短観加重平均D.I.は脚注6を参照。

### ( 3 ) 海外金融経済

( 海外経済は景気拡大を持続 )

17年度上期の海外経済は、米国や東アジアを中心に景気拡大を続けた( 図表19 )。地域別にみると、米国では、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、IT関連分野の調整進捗もあって、緩やかな景気拡大を続けた。この間、欧州では、ユーロエリア経済は、ごく緩やかに回復したものの停滞感の強い状態が続いた。また、英国経済は景気拡大のテンポが鈍化した。

( 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	16年 2Q	3Q	4Q	17年 1Q	2Q	3Q
米 国		2.7	4.2	3.5	4.0	3.3	3.8	3.3	3.8
欧 州	ユーロエリア	0.7	1.8	1.8	1.1	0.7	1.5	1.2	2.6
	ドイ ツ	-0.2	1.6	0.7	-0.3	-0.3	2.4	0.9	2.5
	英 国	2.5	3.2	2.8	1.1	1.9	1.0	2.0	1.5
東 ア ジ ア	中 国	9.5	9.5	9.6	9.1	9.5	9.4	9.5	9.4
	NIEsおよび ASEAN4	4.3	5.8	6.8	5.5	4.8	4.1	4.3	

( 注 ) NIEsおよびASEAN4<sup>7</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。

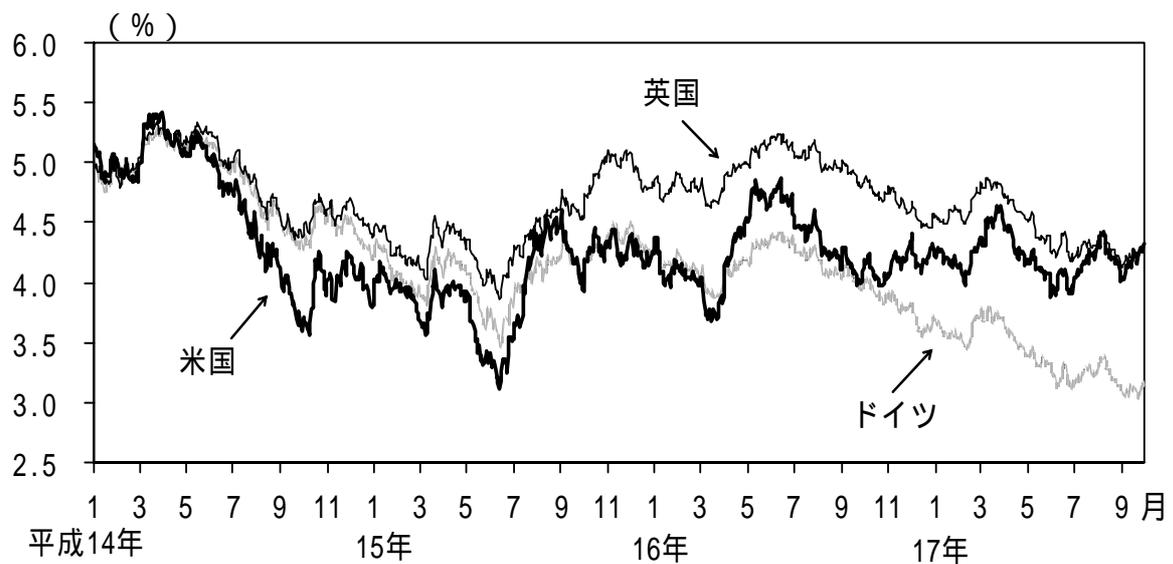
海外金融市場の動向をみると( 図表20 )、米国の長期金利は、原油価格の動向やハリケーン「カトリーナ」の影響などを受けて、景気・物価情勢や米国連邦準備制度による金融政策運営に対する市場の見方が変化するもとの、概ね4%台前半のレンジ内で振れを伴いつつ推移した。ユーロエリアおよび英国の長期金利は、景気減速懸念の高まりなどから低下傾向をたどった。株価をみると、米国では、

<sup>7</sup> 図表3の注を参照。

原油価格、経済指標、企業決算などの動向を受けて、振れを伴いつつも、上期を通じてみると緩やかに上昇した。ユーロエリアおよび英国では、自国通貨安、良好な企業決算、金融業などにおける業界再編期待などから、上昇傾向をたどった。エマージング諸国・地域の金融市場をみると、良好なファンダメンタルズなどに支えられ、多くの国・地域で株価は上昇、対米国債スプレッド<sup>8</sup>は縮小した。

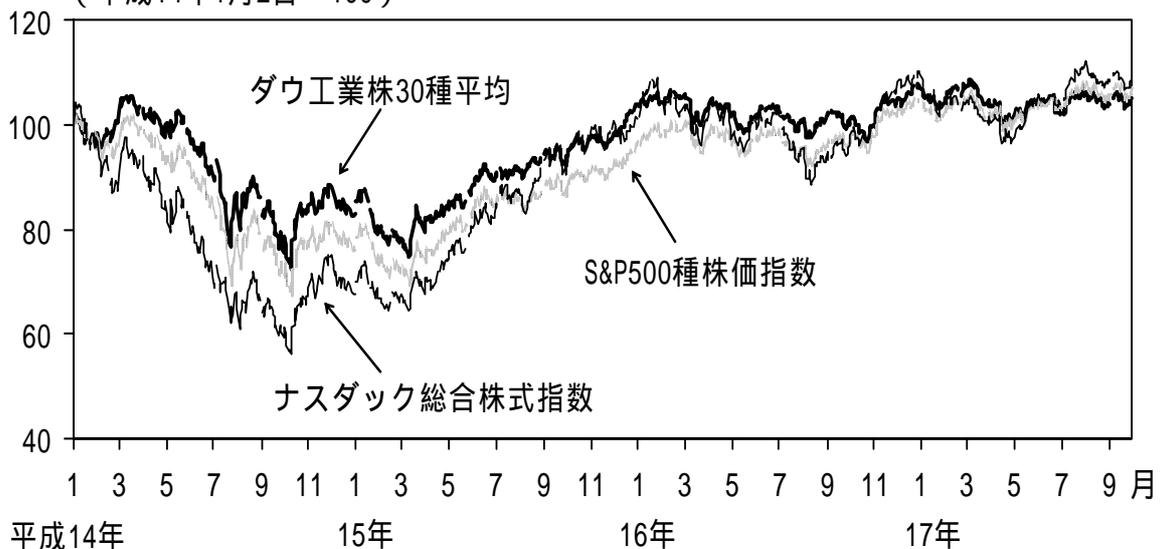
(図表 20) 欧米の長期金利と株価

(1) 欧米の長期金利(国債10年物)



(2) 米国の株価

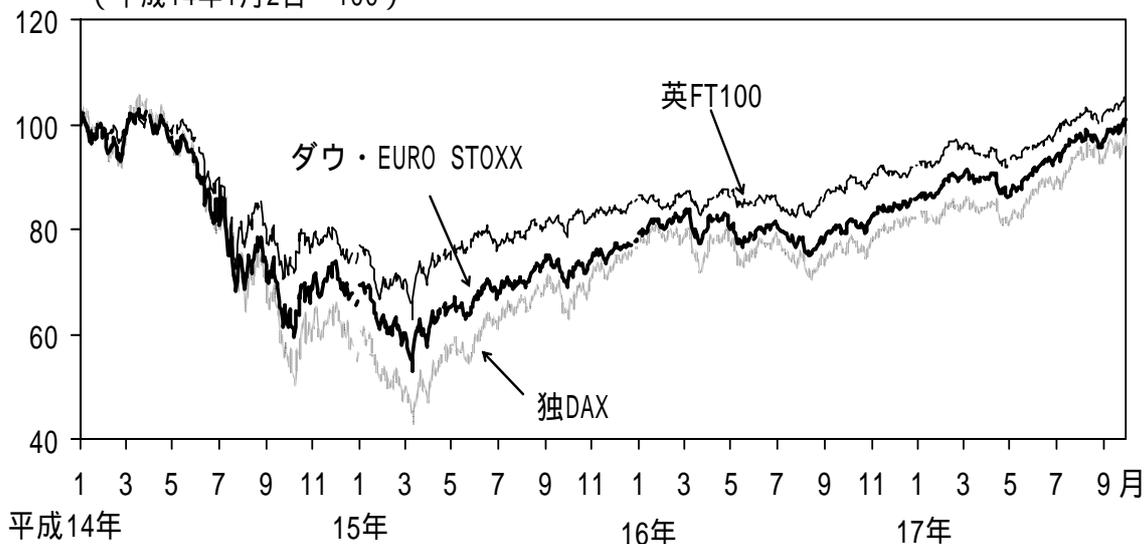
(平成14年1月2日 = 100)



<sup>8</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

(平成14年1月2日 = 100)



(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。また、対外バランス面をみると、貿易収支赤字は、年度入り後に原油の輸入拡大が一服したことなどをを受けて拡大の動きが頭打ちとなりつつも、高水準で推移した。物価面では、6月頃より、原油価格が再び上昇したことから、総合ベースの消費者物価の前年比伸び率が上昇傾向をたどった。一方、食料・エネルギーを除くコアベースの消費者物価は、前年比で2%をやや上回る水準で推移するなど、緩やかな上昇に止まった。この間、全国的に住宅価格の上昇が続いており、一部地域ではその持続性への懸念が高まった。

こうした情勢のもとで、米国連邦準備制度は、5月3日、6月30日、8月9日、9月20日と、相次いで政策金利であるフェデラル・ファンド・レートの誘導目標水準をそれぞれ0.25%ずつ引き上げた。この結果、同誘導目標水準は、9月末時点で3.75%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))、6月にかけて、インフレ懸念の後退などを背景に、4.5%弱から3.9%程度まで低下した。その後は、市場予想比強めの経済指標などを受けて4.4%台まで上昇したが、8月末には、原油高やハリケーン「カトリーナ」の被害に伴う景気減速懸念の高まりなどから、

4.0%程度まで低下した。期末にかけては、インフレ懸念の高まりや追加利上げ観測の強まりなどから、4.3%程度まで水準を戻した。

株価をみると(図表20(2))、4月には市場予想比弱めの経済指標などを受けて下落したものの、その後は良好な企業決算が好感されたことなどから上昇した。8月入り後は、原油高に伴う先行き不透明感が相場の重石となる中、ハリケーン被害の復興需要への期待などもあって、振れを伴いつつも、概ね横ばい圏内で推移した。

(ユーロエリア経済は根強い停滞感)

欧州経済情勢をみると、ユーロエリアでは、全体で見れば景気はごく緩やかな回復傾向をたどったものの停滞感の強い状態が続いた。すなわち、本年入り後のユーロ圏の進行もあり、減速感のあった輸出や生産は持ち直しに向かったが、個人消費の回復モメンタムが減衰したほか、雇用環境にも改善の兆しがみられない状況が続いた。この間、消費者物価の伸び率は、エネルギー価格の高騰の影響が続く中、前年比2%台前半で推移した後、2%台半ばまで上昇した。

金融政策面では、欧州中央銀行は、15年6月の利下げ以降据え置いてきた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、引き続き2.0%で維持した。

英国では、景気拡大のテンポが鈍化した。すなわち、イングランド銀行によるこれまでの金融引締めやそれに伴う住宅価格の上昇率低下などを背景に、個人消費の増勢が鈍化した。この間、消費者物価は、エネルギー関連価格の上昇などを反映して、イングランド銀行の目標値(前年比2.0%)をやや上回る前年比2%台半ばまで伸びが高まった。

金融政策面では、イングランド銀行は、16年8月の利上げ以降据え置いてきた政策金利(レポ金利)を、17年8月に0.25%引き下げ、4.50%とした。

この間、ユーロエリアおよび英国の長期金利(独・英国債10年物利回り)は(図表20(1))、景気減速懸念、利下げ観測の強まりなどから6月にかけて低下した。

7月には米国金利につれて幾分上昇したが、その後は、原油高に伴う景気減速懸念の高まりもあり一段と低下した。一方、ユーロエリアおよび英国の株価は（図表20(3)）、自国通貨安、良好な企業決算、金融業などにおける業界再編期待などから上昇傾向をたどった。

（東アジア経済は景気拡大を継続）

NIEs、ASEAN4では、多くの国・地域で緩やかな景気拡大が続いた。すなわち、輸出・生産面では、IT関連分野の調整が進捗する中、多くの国・地域で緩やかな増加傾向が続いた。家計部門では、エネルギー価格の上昇による実質購買力毀損の影響が一部でみられたが、多くの国・地域において、雇用環境が緩やかな改善傾向にあることや金融環境がなお緩和的であることなどから、個人消費は総じて底堅く推移した。この間、物価面では、財政負担の増大などを背景に、石油製品価格に対する補助金の廃止・削減の動きが広がったことなどから、ASEAN4を中心に、消費者物価指数の前年比上昇率は緩やかながらも着実に上昇した。

中国経済は、内外需ともに力強い景気拡大を続けた。固定資産投資は、高めの伸びを維持し、個人消費や輸出も、増勢を維持した。この間、輸入は、一部の在庫調整や景気過熱抑制策に伴う新規投資の減速などの影響から、増勢が大幅に鈍化したが、その後徐々に復調に向かった。物価面では、原油高の影響はみられるものの、昨年からの反動から食料品価格の前年比伸び率が低下していることなどから、消費者物価の前年比は低い水準で推移した。

金融政策面では、原油高などを背景にしたインフレ懸念の高まりを受けて、多くの国・地域で引締め動きがみられた。すなわち、タイ銀行では三度に亘って政策金利を計1%引き上げて、3.25%に、台湾中央銀行も二度に亘って政策金利を計0.25%引き上げて、2.125%に、フィリピン中央銀行も二度に亘って政策金利を計0.5%引き上げて、7.25%とした。また、原油高が貿易収支・財政収支の悪化やインフレの加速を招くとの思惑から自国通貨安が進行したインドネシアでは、インドネシア銀行が、通貨防衛の目的から、三度に亘って政策金利を計1.5%引き上げ、10%とした。なお、香港金融管理局は、米国の金利引き上げと歩調をあわせて、四度に亘って政策金利を計1%引き上げて、5.25%とした。

東アジア地域の金融市場をみると、上期初には米国における株価下落や景気減速懸念、8月には原油の一段高を背景に、軟調に推移する局面もみられたものの、良好なファンダメンタルズなどに支えられ、多くの国・地域で株価・債券価格・通貨ともに総じて堅調に推移した。インドネシアでは、原油高による影響への懸念などからトリプル安となる局面もみられた。

この間、中国人民銀行は、17年7月21日、人民元為替レート制度の改革を発表し、事実上の固定相場制から、通貨バスケットを参照にする管理変動相場制に移行するとともに、対米ドルで約2%の切り上げを行った。また、マレーシア国立銀行も、同日、ドルペッグ制から通貨バスケットを参照にする管理変動相場制へ移行した。その後の人民元とマレーシア・リングの対米ドルの為替レートは極めて安定的に推移した。

(中南米諸国などの金融市場は総じて堅調)

その他のエマージング金融市場も総じて堅調に推移した。中南米諸国についてみると、ブラジルでは政局の不透明感を背景に一時的にトリプル安となる局面もみられたが、商品市況の上昇、良好なファンダメンタルズなどに支えられ金融市場は総じて堅調に推移した。この間、アルゼンチンでは、デフォルト債券の新債券への交換手続きが完了した。

その他の地域をみると、トルコではIMFプログラムの進展やEU加盟への期待感などを背景に、ロシアでは原油高などを背景に、それぞれ対米国債スプレッドは縮小し、株価は上昇した。

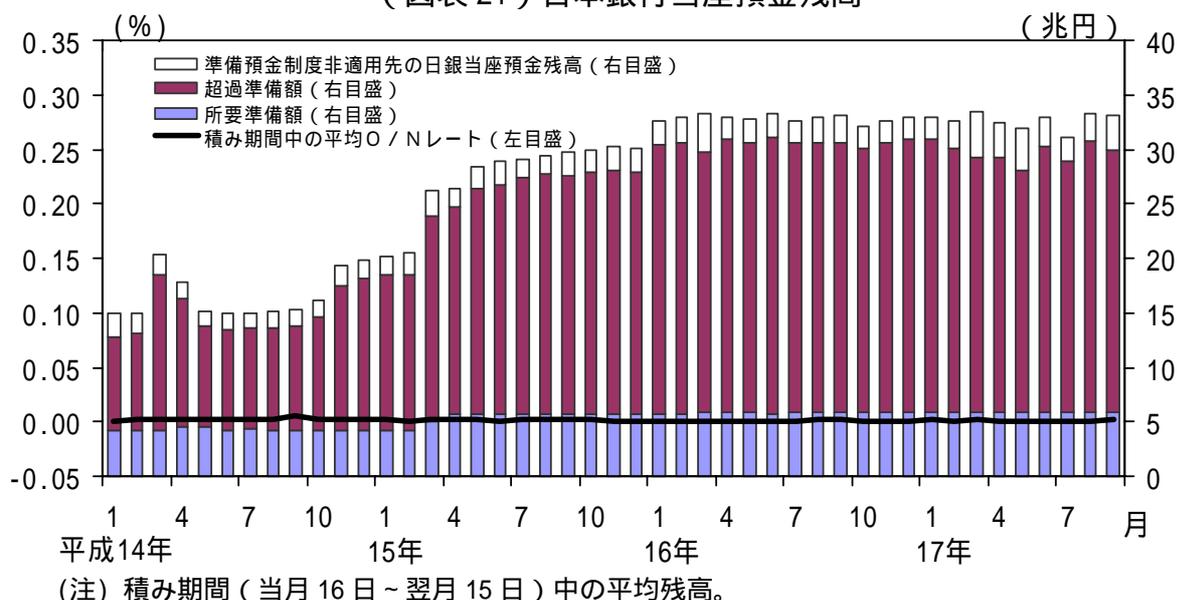
## 2. 金融面の動向

### (1) 短期金融市場

平成17年度上期を通じて、日本銀行当座預金残高目標は「30～35兆円程度」とされ、この金融市場調節方針に沿って、引き続き潤沢な資金供給を行った。この結果、日本銀行当座預金残高<sup>9</sup>は(図表21)は、9月末日も含め概ね30～34兆円台で推移した。

この間、5月19、20日の金融政策決定会合では、日本銀行の資金供給オペに対する応札額が資金供給予定額に満たない「札割れ」が頻繁に発生するなど資金余剰感が強まっている状況を踏まえ、金融市場調節方針の「なお書き」を修正<sup>10</sup>し、資金需要が極めて弱いと判断される場合には、日本銀行当座預金残高が目標を下回ることもありうるものとした。その後、6月初および7月末から8月初には、日本銀行当座預金残高は一時的に30兆円を下回った。

(図表21) 日本銀行当座預金残高



<sup>9</sup> 金融機関等が日本銀行に保有する当座預金の残高。

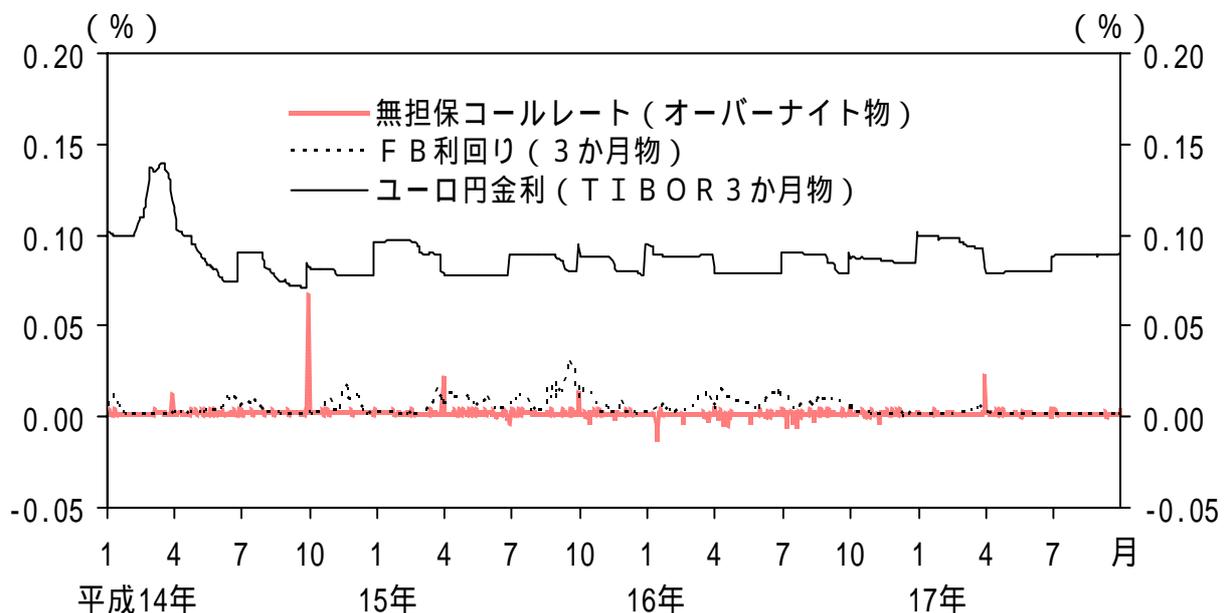
<sup>10</sup> 5月19、20日の決定会合における修正を受けた金融市場調節方針の「なお書き」は以下のとおり。

「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。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回りこともありうるものとする。」

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>11</sup>は、上期を通じて、ほぼ一貫して 0.001~0.002%の極めて低い水準で安定的に推移した<sup>12</sup>。

ターム物金利<sup>13</sup>の動向をみると、ユーロ円金利(TIBOR 3か月物)は、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、上期を通じて、低位で安定的に推移した。TB(割引短期国債)・FB(政府短期証券)レートは、資金余剰感が強い中、銀行や機関投資家の購入意欲が強く、全体として低い水準で推移した。

(図表 22) 短期金融市場金利



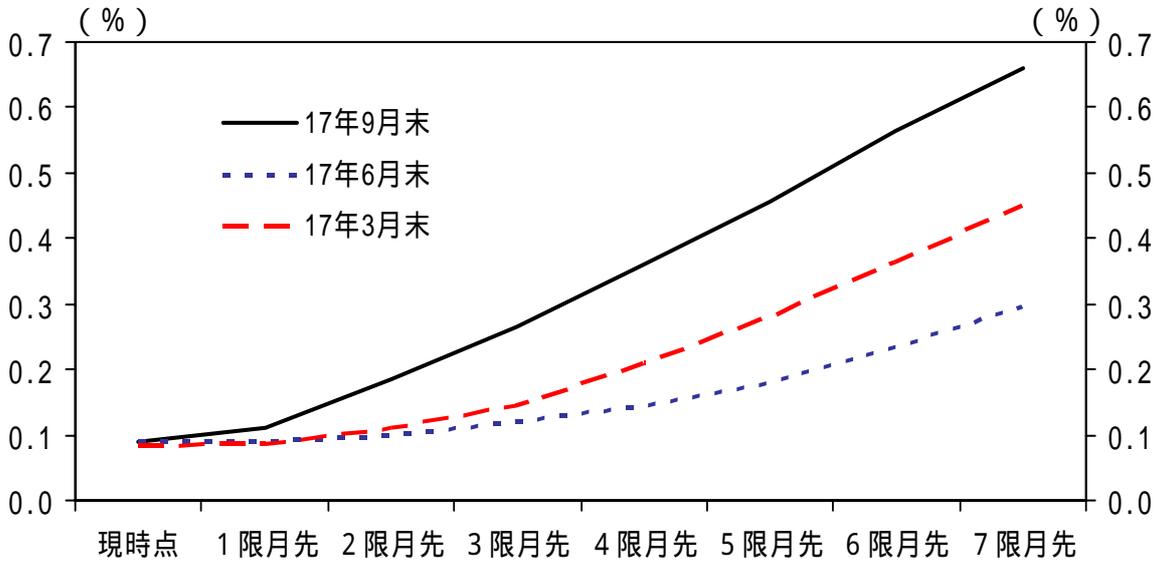
短期金融市場における市場参加者の金利観をみると(図表 23)、ユーロ円金利先物レートは、6月下旬にかけて、景気の先行きに対する慎重な見方などから低下したものの、7月下旬以降、景況感の改善などを背景に量的緩和政策の継続期間にかかる市場参加者の見方が短期化したことを受けて上昇し、9月末時点では、3月末対比で高めの水準となった。

<sup>11</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>12</sup> ただし、9月末日には、年度半期末要因から 0.004%となった。

<sup>13</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、3か月物金利を中心に説明する。

(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 (TIBOR 3か月物) である。グラフでは、例えば、17年9月末時点 (実線) における1限月先 (17年12月中央) のユーロ円金利の市場予想値が0.110%、2限月先 (18年3月中央) が0.185%、3限月先 (18年6月中央) が0.265%であったことを表している。

(2) 債券市場

17年度上期の債券市場の動向をみると、長期国債(10年債)の流通利回りは(図表 24)、1.1%台半ばから1.4%台後半の範囲内で推移した。

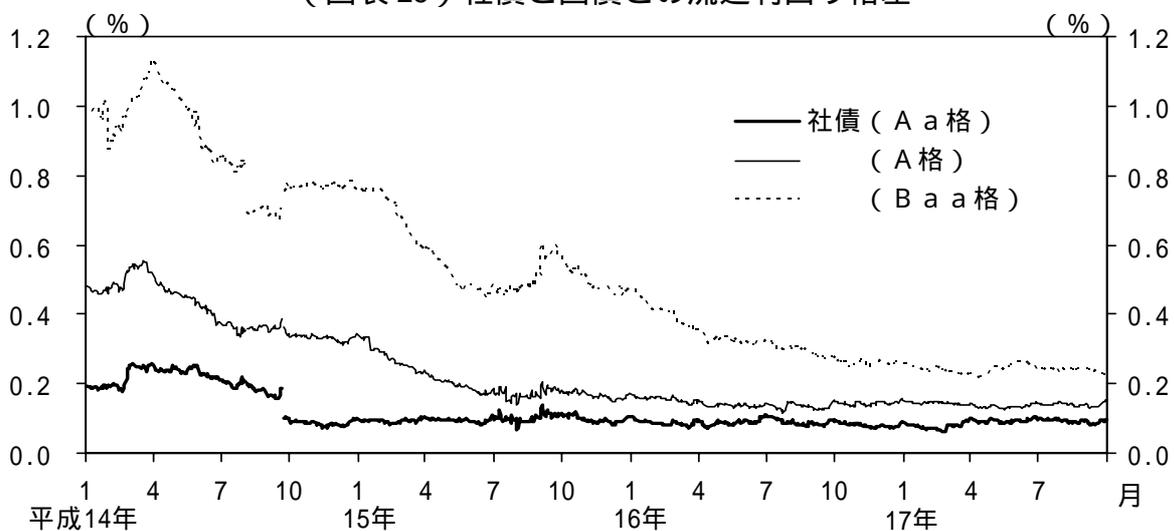
(図表 24) 長期国債流通利回り



やや詳しくみると、長期国債金利は、17年度入り後、国内経済指標が予想比下振れたことや米欧の金利低下を受けて低下傾向をたどり、6月末には15年8月以来となる1.1%台半ばまで低下した。その後は、国内経済指標の改善や株価の上昇などを受けて上昇に転じ、8月以降、振れを伴いつつも1.4%台後半まで上昇した。

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）17年度上期を通じて、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。

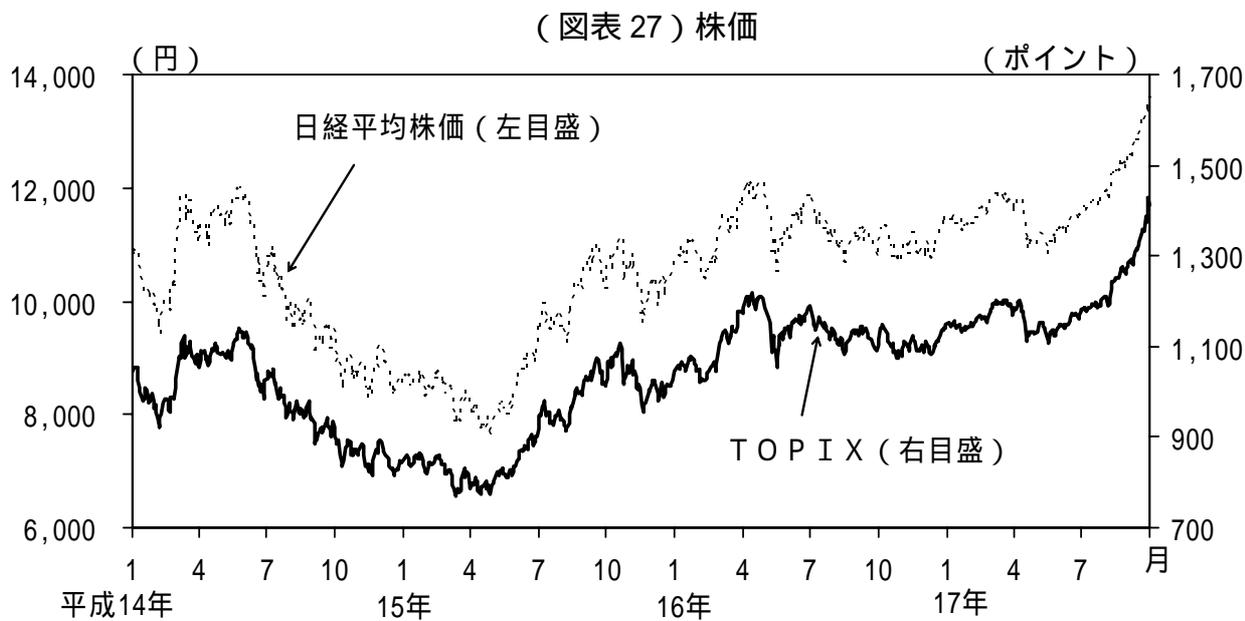
（図表26）銀行債と国債との流通利回り格差



（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

17 年度上期の株式市場の動向をみると（図表 27） 株価は、5 月中旬にかけて下落した後、13 年度以来となる水準まで上昇した。



やや詳しくみると、株価は、17 年度入り後から 5 月中旬にかけて、内外経済指標の予想比下振れや米国株価の軟調などを眺めて下落した。その後は、国内経済指標の改善などを眺めた景気回復期待の高まりを背景に、9 月末にかけて 13 年 5 月以来となる 1 万 3 千円台半ば（日経平均株価）まで上昇した。

### ( 4 ) 外国為替市場

17 年度上期の外国為替市場の動向をみると（図表 28） 円の対米ドル相場は、5 月上旬にかけて 104 円台まで上昇した後、9 月末には、113 円台に下落した。

やや詳しくみると、円の対米ドル相場は、5 月上旬にかけて、中国人民元の切り上げ観測の高まり<sup>14</sup>などを背景とした円買いから 104 円台まで上昇した。その後

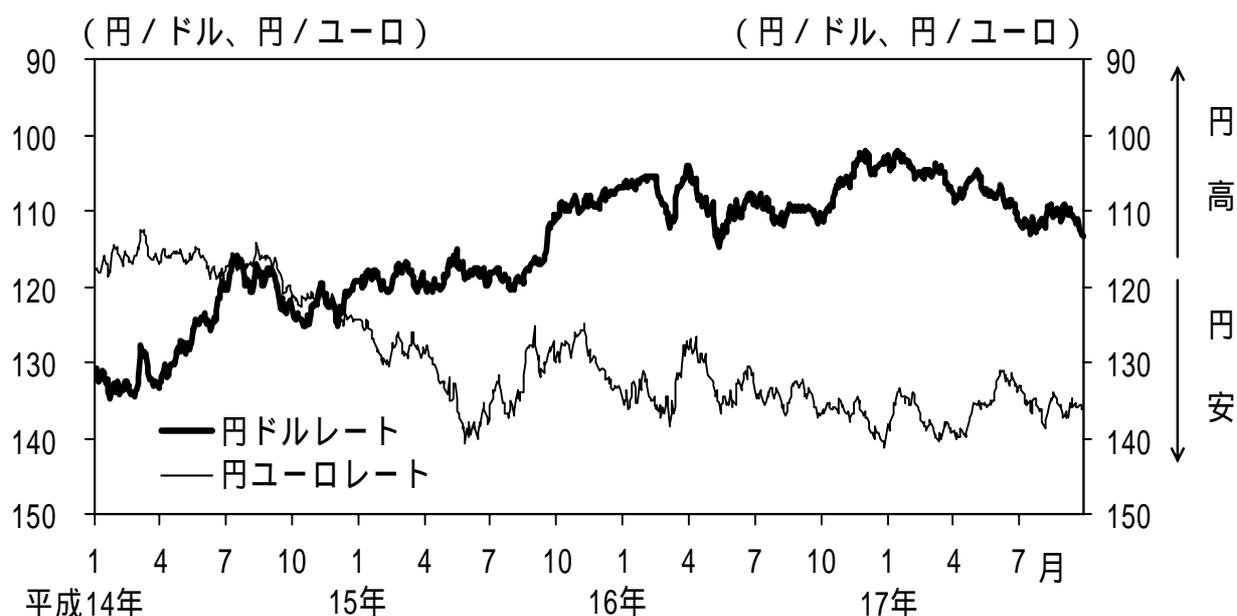
<sup>14</sup> なお、中国人民銀行は、17 年 7 月 21 日、人民元為替レート制度の改革を発表した（1.（3）海外金融経済を参照）。

は、日米間の金利差がドル買い要因として意識される中、9月末には113円台に下落した。

この間、円対ユーロ相場は、131～140円台の範囲内で推移した。

また、17年度上期中の円の実質実効為替レート<sup>15</sup>は、若干の円安傾向をたどった。

(図表28) 円ドル、円ユーロレート



<sup>15</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）。

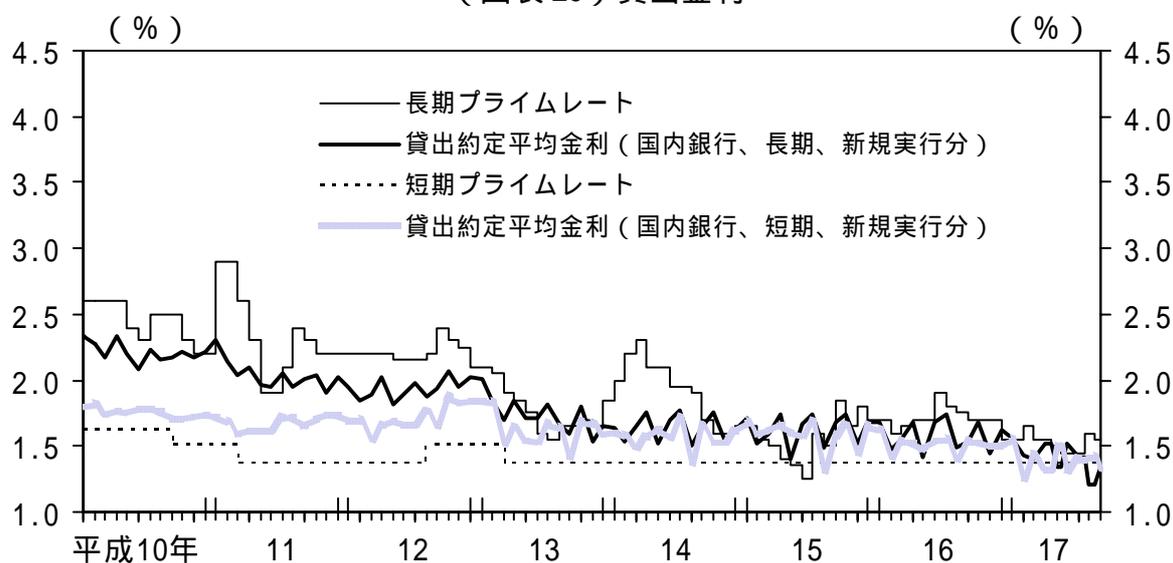
## (5) 貸出金利、CP・社債発行金利

17年度上期の貸出金利の動きをみると(図表29)、短期プライムレート(都市銀行)<sup>16</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、金融機関の貸出姿勢の緩和を背景に、短期・長期とも、幾分低下した。

この間、銀行の預金金利は、極めて低い水準で推移した。

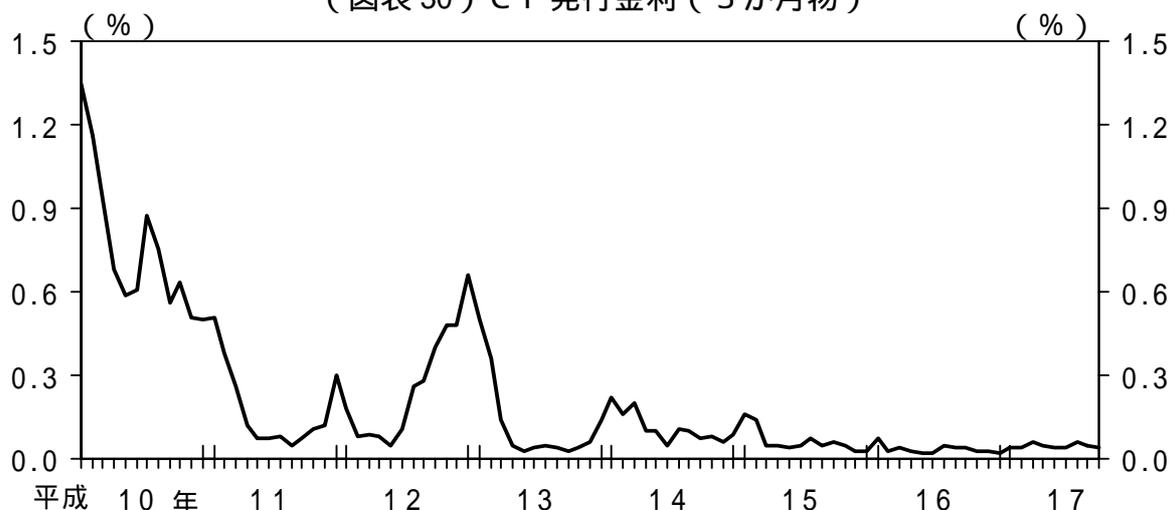
(図表29) 貸出金利



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>16</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 )

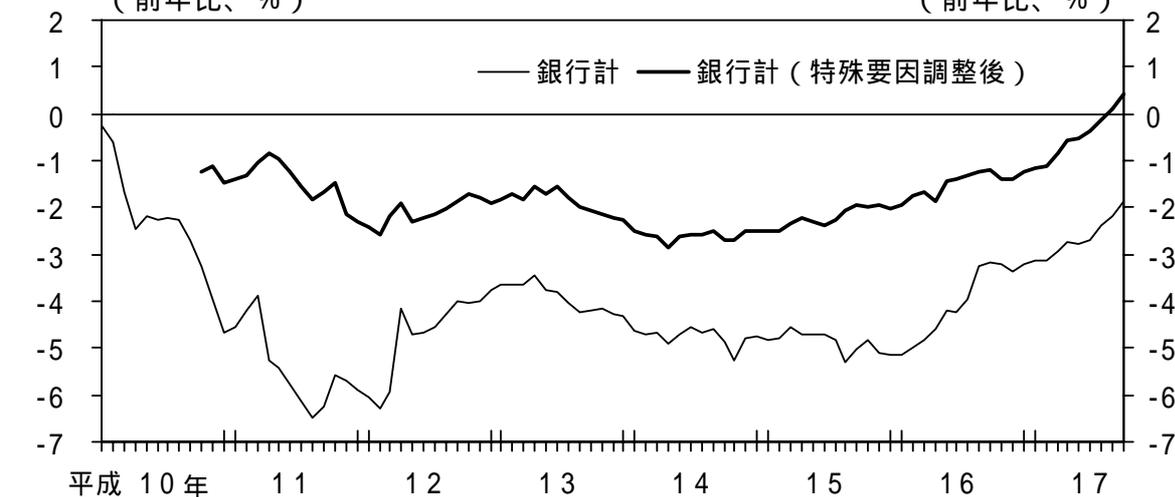


(注) 最上位格付け取得先の新発金利 (発行手数料などの諸費用を含むベース)。

## ( 6 ) 企業金融

17 年度上期の企業の資金調達をみると、まず民間銀行の貸出残高<sup>17</sup>は(図表 31)、前年比マイナス幅が緩やかに縮小を続け、8 月以降は小幅の増加に転じた。また、C P・社債の発行残高<sup>18</sup>は(図表 32)、前年並みか前年を上回る水準で推移した。

(図表 31) 民間銀行貸出 (前年比、%)

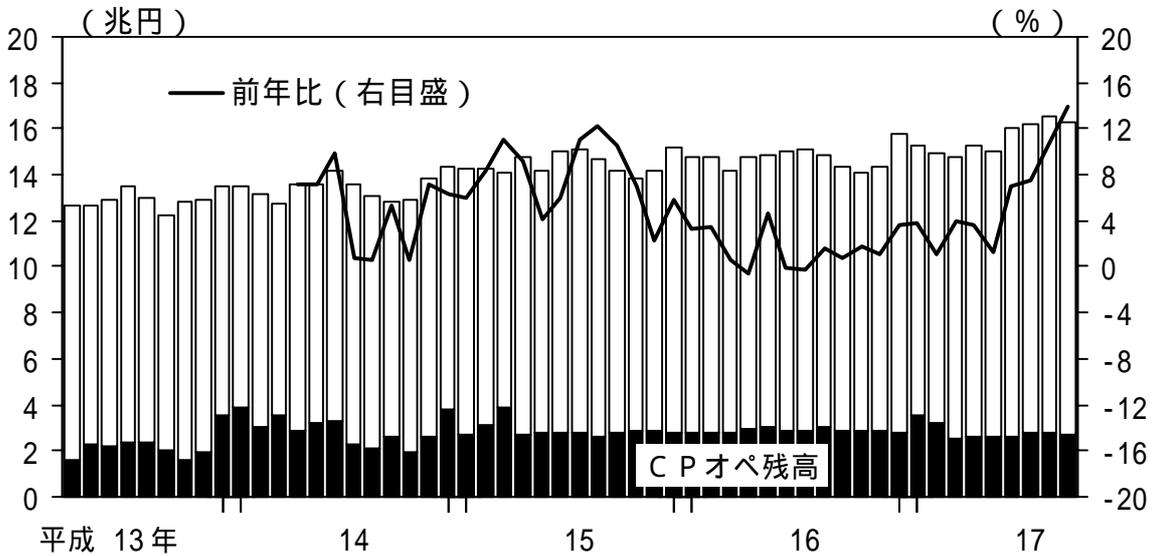


<sup>17</sup> 都市銀行等、地方銀行、地方銀行 の国内店と海外店による国内居住者向け貸出 (月中平均残高ベース)。不良債権償却や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。日本銀行調べ。

<sup>18</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、転換社債型新株予約権付社債、新株予約権付社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。

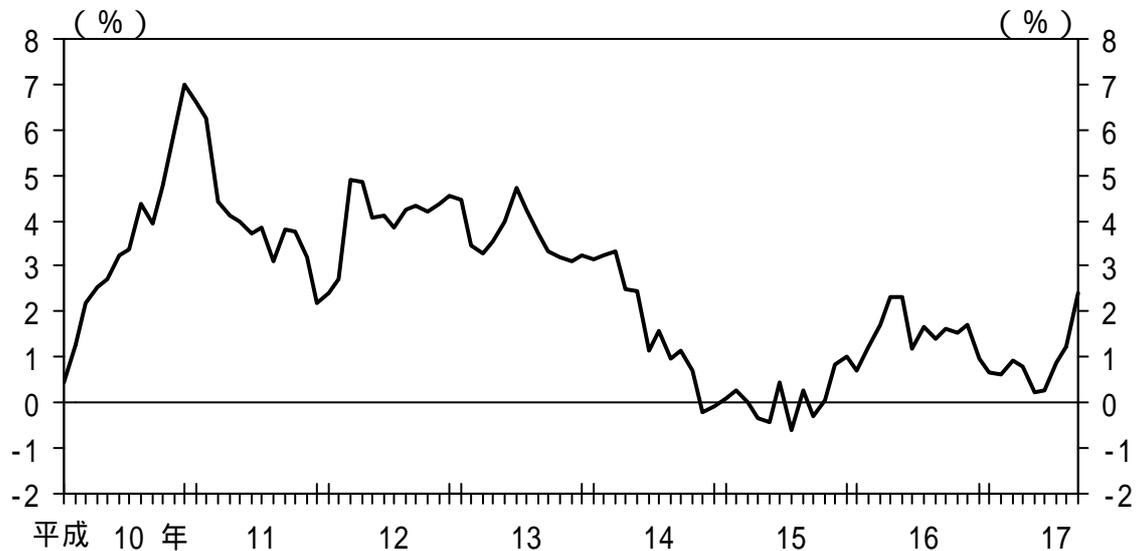
( 図表 32 ) 資本市場調達

( 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 )。

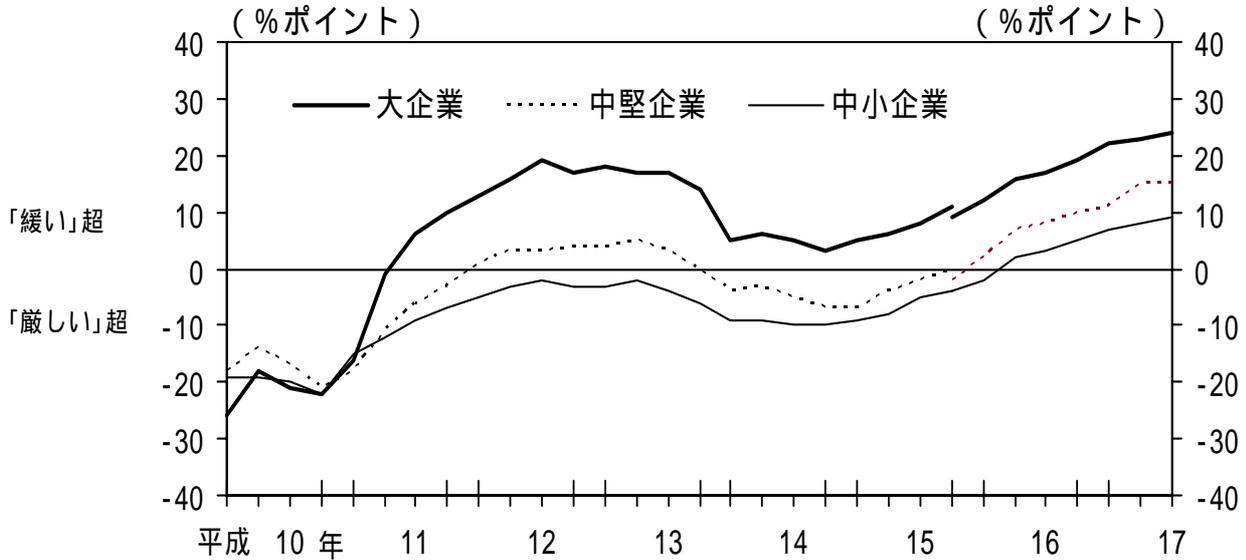
( 2 ) 社債発行残高 ( 未残前年比 )



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。

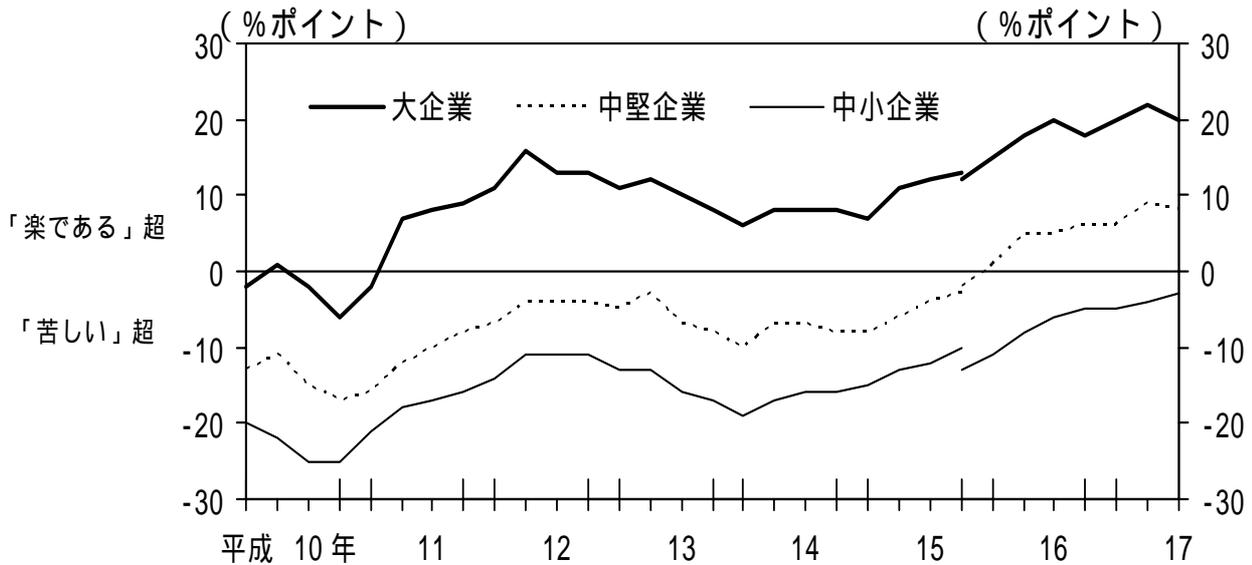
(図表 33) 金融機関の貸出態度判断D.I.(短観)



(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についてみると、借入金を圧縮するスタンスは維持されているものの、景気が回復を続ける中、減少テンポが幾分緩やかになった。この間、企業の資金繰り判断は(図表 34)、改善傾向が続いた。

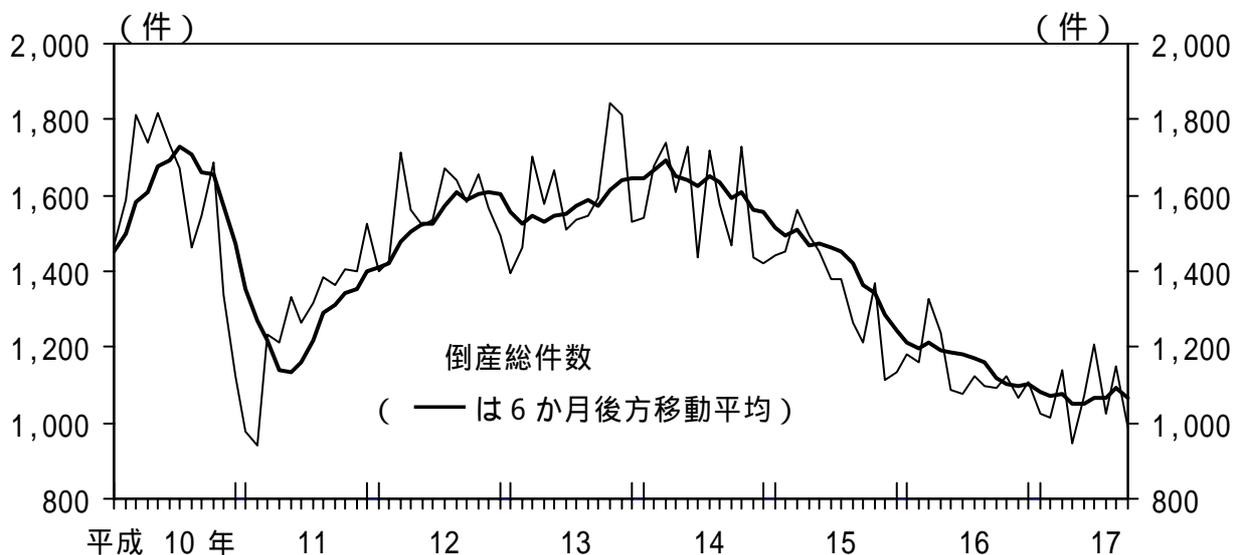
(図表 34) 企業の資金繰り判断D.I.(短観)



(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)、17 年度上期中は、総じて前年をやや下回る水準で推移した。

(図表 35) 企業倒産



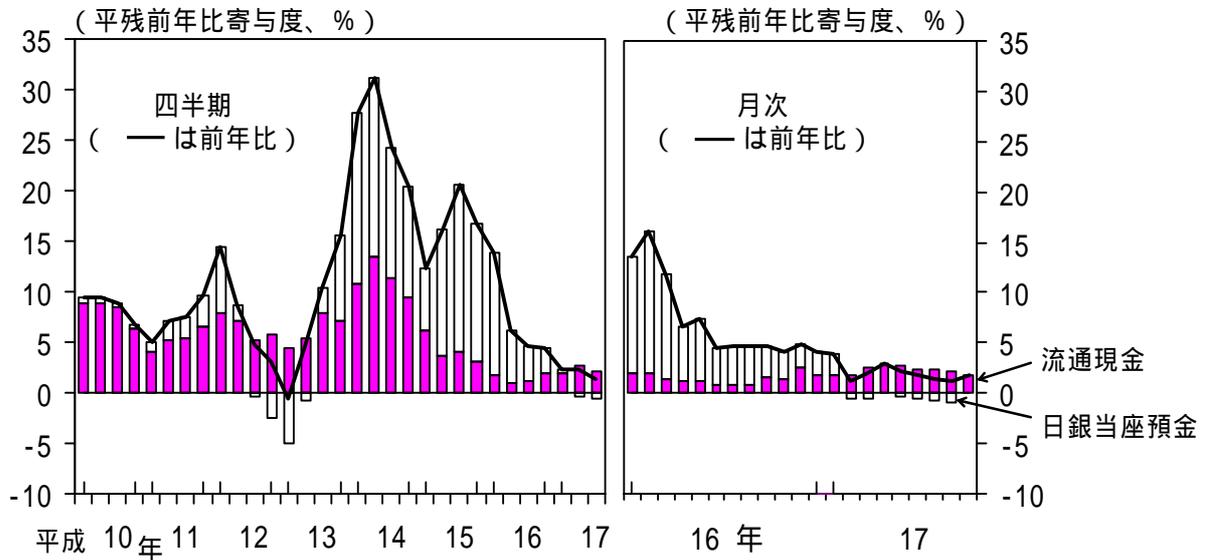
### ( 7 ) 量的金融指標

17 年度上期のマネタリーベース( 流通現金 + 日本銀行当座預金 )は( 図表 36 )、4 月にやや伸びを高めたが、その後伸び率が幾分低下し、17 年 9 月は前年比 1.7% 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。

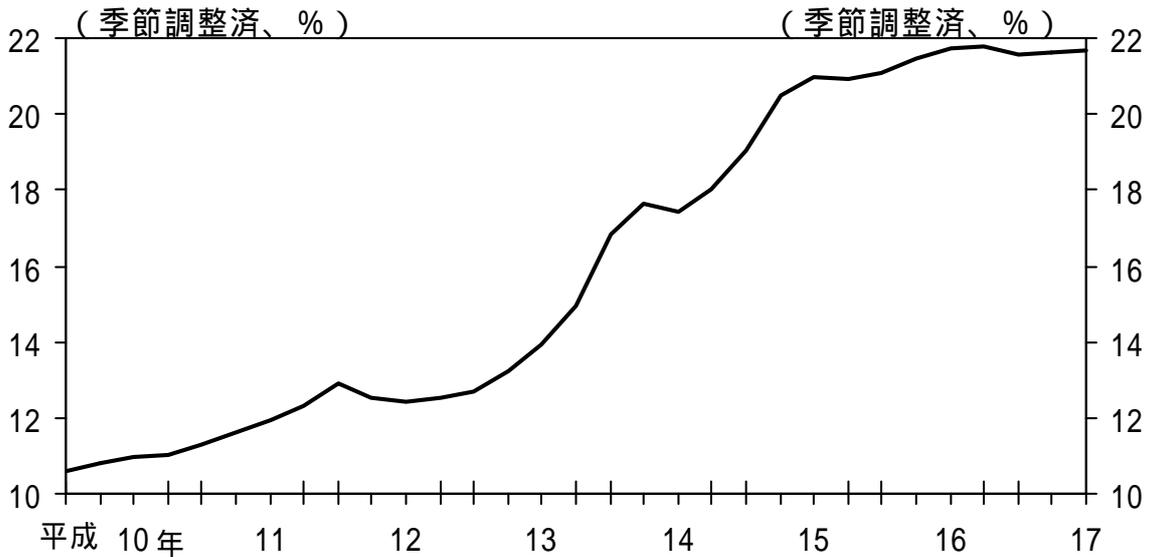
内訳をみると、マネタリーベースの大宗を占める銀行券発行残高は、4 月に 4 % 台半ばまで伸びを高めたが、その後伸び率は緩やかな低下傾向をたどった。日本銀行が金融市場調節上の目標としている日本銀行当座預金の残高については、前年並みか前年をやや下回る水準で推移した。

( 図表 36 ) マネタリーベース

( 1 ) 前年比



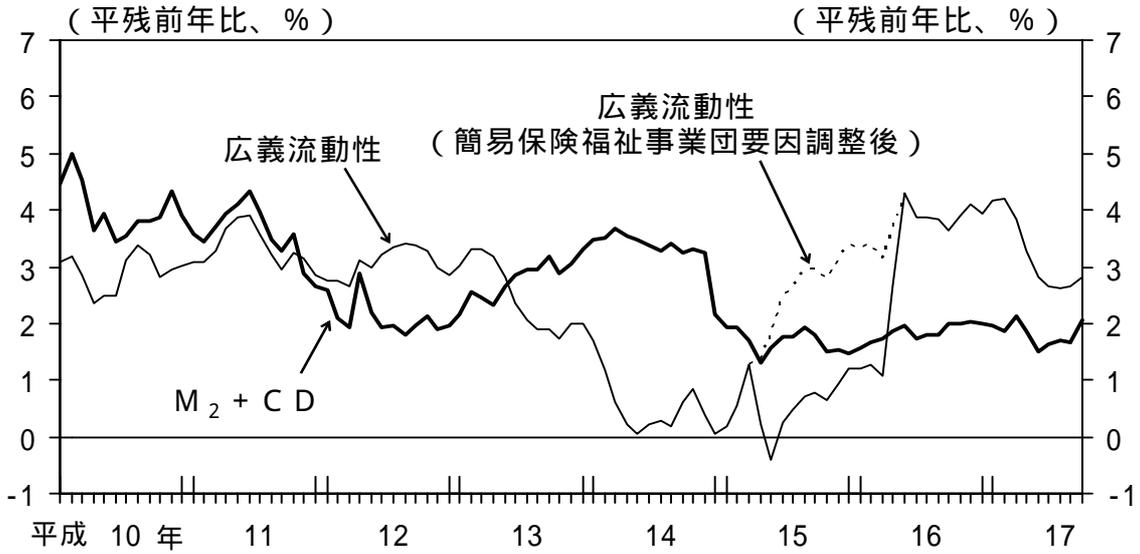
( 2 ) マネタリーベースの対名目 GDP 比率



次にマネーサプライ ( $M_2 + CD$ ) の動向をみると ( 図表 37 )、前年比伸び率は概ね 1 % 台後半で推移した。

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の前年比伸び率は、 $M_2 + CD$  の伸びを上回って推移した。

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

## ．金融政策運営及び金融政策手段

### 1．金融政策決定会合の開催実績と政策決定の概要

日本銀行政策委員会は、平成 17 年 4 月から 9 月までの間、計 8 回の金融政策決定会合（以下「会合」という）を開催した。

会合への出席者は以下のとおりである。

議長	福井俊彦	（総裁）
	武藤敏郎	（副総裁）
	岩田一政	（副総裁）
	植田和男	（審議委員、4 月 5、6 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）
	西村清彦	（審議委員、4 月 28 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
17年4月6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。	賛成8反対1
4月28日		賛成7反対2
5月20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。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。	賛成7反対2
6月15日		賛成7反対2
7月13日		賛成7反対2
7月27日		賛成7反対2
8月9日		賛成7反対2
9月8日		賛成7反対2

( 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
17年3月16日～4月15日	33.5	0.002	0.10
4月16日～5月15日	32.4	0.001	
5月16日～6月15日	31.9	0.001	
6月16日～7月15日	33.0	0.001	
7月16日～8月15日	31.1	0.001	
8月16日～9月15日	33.2	0.001	
9月16日～10月15日	33.1	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、17年度上期中の金融政策運営に関して、 会合における検討・決定、  
 金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向、 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「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」から「IT関連分野における調整が進むもとで、回復を続けている」へと夏場にかけて修正した。また、9月にはIT関連分野における調整が概ね一巡したことから、「回復を続けている」へと修正した(図表40)。

7月12、13日の会合では、4月に公表した「経済・物価情勢の展望」で示した18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、わが国の景気は、全体としては、「見通し」に概ね沿って推移しており、先行きについても、概ね「見通し」に沿った動きになると予想される、国内企業物価は、原油価格上昇の影響から、17年度は、「見通し」に比べて上振れるものと予想される一方、18年度は、内外の商品市況次第ではあるが、概ね「見通し」に沿ったものとなると見込まれる、消費者物価は、17年度、18年度ともに概ね「見通し」に沿って推移すると予想される、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

17年3月	わが国の景気は、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。
4月	わが国の景気は、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。
5月	わが国の景気は、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。
6月	わが国の景気は、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。
7月	わが国の景気は、IT関連分野における調整の動きを伴いつつも、 <u>回復を</u> 続けている。
8月	わが国の景気は、 <u>IT関連分野における調整が進むもとで</u> 、回復を続けている。
9月	わが国の景気は、回復を続けている。

## (金融政策運営)

金融政策運営の面では、「消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで量的緩和政策を継続する」という約束を行っている。前述のような金融経済情勢のもとで、17年4月から9月までのすべての会合で、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維持した。

また、金融システム不安の後退を背景に、市場の資金余剰感が強まる中で、資金供給オペにおける「札割れ」(応札額が資金供給予定額に満たない事態)が発生していることを踏まえ、5月会合では、金融市場調節方針における「なお書き」を修正し、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、当座預金残高が一時的に目標を下回ることがありうるものとした。

## (2)「経済・物価情勢の展望」の公表

4月28日の会合では、17年度から18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、18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、基調としては回復を続けているが、16年後半にIT関連分野において生産・在庫面での調整が深まったこともあって、このところ「踊り場」局面となっている。この結果、16年度の経済は、16年10月に公表した「経済・物価情勢の展望」で示した「見通し」と比べて、幾分下振れて推移したとみられる。

経済の先行きについては、IT関連分野の調整の影響が弱まるにつれて、年央以降、回復の動きが次第に明確になり、17年度は、概ね前回「見通し」に沿って、潜在成長率を若干上回る成長が実現するとみられる。18年度は、かなり幅をもってみる必要があるが、緩やかながら持続性のある成長軌道をた

どると予想される。こうした先行きの経済の姿は、海外経済が拡大基調を続けることに加え、企業の様々な取り組みにより企業収益が高水準を続けること、企業収益の好調が様々な形で経済の各部門に及んでいくこと、さらに、慎重な企業行動を背景に設備投資、在庫投資などの面で行き過ぎは回避されていくことを、基本的なメカニズムとして想定している。

すなわち、海外経済は、米国や東アジアを中心に拡大基調を続けると予想される。こうしたもとで、わが国の輸出は、東アジア域内での国際分業の深化を伴いながら、増加を続けていくと考えられる。鉱工業生産は、IT関連分野の在庫調整が年央頃には概ね一巡するとみられることもあって、その後は増勢を取り戻していくと見込まれる。企業収益は、既に高水準にあるが、先行きについても、原油など商品市況上昇の影響を受けつつも、製品・サービスの高付加価値化などを背景とした生産・販売の増加や一段の合理化努力などから、緩やかな増益基調を維持していくと考えられる。設備投資は、キャッシュ・フローとの対比ではなお抑制的であるが、過剰設備・過剰債務などの構造的な調整圧力が和らいできている環境のもとで、増加傾向をたどると予想される。雇用者所得は、労働市場の需給改善を背景に緩やかな増加をたどり、これを反映し、個人消費も緩やかな増加を続けると予想される。

物価面では、マクロの需給バランスが基調として改善を続ける中で、国内企業物価は、内外商品市況の上昇などから、16年初以来、前年比プラスが続いている。消費者物価（全国、除く生鮮食品）の前年比は、米価格の下落や規制緩和とそれに伴う競争激化による電気・電話料金引き下げの影響もあって、引き続き小幅のマイナスで推移している。こうした中で、16年度の国内企業物価、消費者物価は、ともに概ね前回「見通し」に沿った動きとなった。

物価の先行きについてみると、国内企業物価は、内外商品市況の動きにも左右されるが、17年度、18年度とも、16年前半ほどの急ピッチにはならないまでも、上昇を続けるとみられる。このうち17年度については、原油価格の上昇を主因に、前回「見通し」と比べ上振れて推移するとみられる。

一方、消費者物価についてみると、原材料コストの上昇は企業部門における生産性の上昇によってかなりの程度吸収されるとみられ、目立った上昇は想定されていない。前年比では、17年度は、米価格の下落や電気・電話料金引き下げの影響がなお暫く残ることもあって、前回「見通し」より幾分下振れ、ゼ

口近傍での推移に止まると予想される。18年度は、これらの特殊要因の影響が剥落する中で、前年比プラスに転じる可能性が高い。

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、経済活動については、エネルギー・素材価格の動向、米国および中国の景気動向、国内民間需要の動向、が指摘された。また物価については、経済活動水準の変動についてのこうした要因が顕在化した場合、相応の影響が及ぶとみられることに加え、物価に固有の要因として、原油価格をはじめとする内外商品市況の上昇やそれに伴うインフレ心理の台頭が上振れ要因として、規制緩和などに伴う企業間競争の強まりの影響が下振れ要因として、それぞれ指摘された。

続いて、金融政策の効果については、以下のような認識が共有された。

量的緩和政策の枠組みは、日本銀行が、金融機関が準備預金制度等により預け入れを求められている額を大幅に上回る日本銀行当座預金を供給することと、そうした潤沢な資金供給を消費者物価指数（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ことを約束することから成り立っている。日本銀行による潤沢な資金供給は、金融システムに対する不安感が強かった時期において、金融機関の流動性需要に応えることによって、金融市場の安定や緩和的な金融環境を維持し、物価下落が企業収益の下落などを通じて経済活動の収縮を招くリスクを回避することに大きな効果を発揮した。さらに、こうした「約束」は、ゼロ金利の継続予想を通じて低利での資金調達を可能とし、企業収益を下支えするとともに、投資採算の改善をもたらした。

現在、金融システムに対する不安感は後退してきている。このため、日本銀行の資金供給オペに対する応札額が資金供給予定額に満たない「札割れ」が頻繁に生じていることにも現れているように、金融機関の流動性に対する需要も減少している。金融機関には量的緩和政策の枠組みのもとで資金調達に対する安心感が定着しており、緩和的な企業金融の環境が維持されている。さらに、消費者物価に基づく量的緩和政策継続の「約束」は、景気回復が続くもとでも企業が低い金利で資金調達することを可能としており、先行き、企業の将来に対する自信が強まっていくにつれ、金利を通じてより強い緩和効果を発揮していくと考えられる。

また、先行きの金融政策運営に関して、今回の「経済・物価情勢の展望」が対象とする期間において、量的緩和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ものの、今回の経済・物価見通しが実現することを前提とすると、18年度にかけてその可能性は徐々に高まっていくとみられる、との見方を示した。その上で、枠組みの変更やその後の金融政策運営については、経済がバランスのとれた持続的な成長過程をたどる中であって、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。

「経済・物価情勢の展望」に参考計表として掲載される、17年度、18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>19</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)
17年度	+1.2~+1.6 < +1.3 >	+0.8~+1.0 < +0.8 >	-0.1~+0.1 < -0.1 >
18年度	+1.3~+1.7 < +1.6 >	+0.2~+0.5 < +0.3 >	+0.2~+0.4 < +0.3 >

(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。

<sup>19</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)
17年度	+1.1~+1.8	+0.7~+1.0	-0.1~+0.1
18年度	+1.2~+2.2	+0.1~+0.5	+0.1~+0.5

以上のような内容を含む、「経済・物価情勢の展望」(以下「展望レポート」という)の「基本的見解」が全員一致で可決され、4月28日に公表された(背景説明を含む全文は5月2日に公表、第 章に掲載)。これを受けて、その後の会合では、経済や物価が、展望レポートで示された「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17年4月の会合

(景気は踊り場的な局面にあるものの、基調としては回復を継続)

経済情勢について、委員は、わが国の景気は、足もと引き続き踊り場的な局面にあるものの、基調として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、景気回復のメカニズムは維持されており、わが国の景気は遠くないうちに踊り場を脱し、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。こうした判断の背景として、多くの委員は、IT関連分野における調整が進捗していること、企業収益・設備投資が堅調に推移していること、雇用者所得の下げ止まりにみられるように、企業部門から家計部門への波及も進んでいることなどを指摘した。

(国内企業物価は弱含みから強含みへ、消費者物価は小幅の下落)

物価面について、委員は、国内企業物価は一旦弱含んで推移したが、先行きは強含んでいく可能性が高いとの見方を共有した。こうした見方の背景として、中国やインドを含めた世界的な需要の拡大を背景とする原油価格の上昇や、需要好調な鉄鋼等の素材価格の上昇幅拡大などが指摘された。

消費者物価については、前年比で小幅のマイナスとなっており、生産性の向上や人件費の抑制を背景に、上昇しにくい状況が続いているとの見方が共有された。この間、複数の委員は、労働需給のタイト化や賃金の下げ止まり、為替の円安傾向といった最近の動きは、いずれも物価上昇に寄与するものであり、物価を巡る

環境に変化が生じていないかどうか、注意してみていく必要があるとの見方を示した。

(ペイオフ解禁前後を通じて金融市場は安定的)

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。この間、多くの委員は、4月1日にペイオフが全面解禁されたことに関連して、期末日を含め、その前後を通じて短期金融市場は落ち着いて推移したほか、業態間の預金シフトの動きなども生じていないとの認識を示した。

(当座預金残高目標の維持)

当面の金融市場調節については、前述のような金融経済情勢判断のもと、現行の「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意見が大勢を占めた。

大勢意見に対して、4月5、6日の会合では、一人の委員が、当座預金残高目標を減額し、「27～32兆円程度」とすることが適当であるとの見解を示した。また、4月28日の会合では、この委員に加え、別のある委員も、当座預金残高目標を減額することが適当であるとの見方を示した。

4月の会合では、日本銀行当座預金残高目標を「30～35兆円程度」とする金融市場調節方針を維持することを、賛成多数で決定した。

(展望レポートの対象期間延長)

4月5、6日の会合では、次回会合における展望レポートの決定・公表を控え、展望レポートの対象期間の延長について、委員の間で議論が行われ、4月に公表する展望レポートが対象とする期間について、以後、当該年度に加え、翌年度を含めることが、賛成多数で決定された(詳細は、ホ・金融政策運営を巡る論点を参照)。

## ロ．5～6月の会合

（景気は「踊り場」脱却に向けて着実に進展）

経済情勢について、委員は、わが国の景気は「踊り場」脱却に向けて着実に進んでいるが、明確に「踊り場」を脱却したと判断するまでには至っていないとの認識を共有した。こうした判断の背景として、多くの委員は、高水準の企業収益のもとで、設備投資の増勢が続いているほか、個人消費も強めの動きとなるなど内需は底堅い動きを示している一方、輸出が中国向けを中心に伸び悩んでいるほか、IT関連分野における在庫調整は着実に進捗しているもののなお継続中であること、などを指摘した。

先行きについては、IT関連分野の調整の影響が弱まるにつれて、年央以降、景気回復の動きが次第に明確になり、緩やかながらも息の長い回復が続くという認識が共有された。複数の委員は、特に、個人消費が雇用者所得の回復という裏付を得て回復ペースをどの程度強めていくかに注目していきたいとの見解を示した。

（国内企業物価は上昇、消費者物価は小幅の下落）

物価面について、委員は、国内企業物価は、既往の内外商品市況の上昇を受けて、当面、上昇を続けていく可能性が高いとの見通しを共有した。また、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って、当面、小幅のマイナスが続くとの見方を共有した。

その上で、複数の委員は、賃金の状況に変化がみられている中で、先行きユニット・レーバー・コストの動きなど物価を巡る環境にどのような影響が及ぶかに注意していく必要があるとの見方を示した。

（展望レポートに対する金融市場の反応）

5月会合では、長短金利が展望レポートの公表後も落ち着いた動きを続けたことについて、議論が行われた。複数の委員は、基本的には展望レポートで示した今後の金融政策運営の考え方が市場において違和感なく受け入れられたことの現

れであるとの見方を示した。ただ、これらの委員は、市場では、景気の先行きについて日本銀行よりも慎重にみている向きも少なくないため、金融政策の枠組みに関する議論が現実感をもったものとして受け止められなかった可能性もあるとの認識を示した。

( 当座預金残高目標の維持と「なお書き」の修正 )

5月会合では、金融システム不安が後退しているもとで、金融市場においては、資金余剰感が強まっているとの認識を踏まえ、オペの応札状況など金融市場の实情にあわせて、金融市場調節方針を見直す必要があるかどうかを巡って、議論が行われた。

複数の委員は、当座預金残高目標を減額することが適当であるとの見解を示した。これに対し、多くの委員は、現行の金融市場調節方針を維持した上で、目標の一時的な下限割れがありうるという新たな「なお書き」を付け加える対応が適当であるとの見方を示した。

5月会合では、当座預金残高目標を「30～35兆円程度」とする現行の金融市場調節方針について、現行の「なお書き」の後に、「資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする」との文言を付け加えることを、賛成多数で決定した。

また、6月会合でも、当面の金融市場調節について、複数の委員は、当座預金残高目標を減額することが適当であるとの見解を示した。これに対して、大方の委員は、5月会合で修正した「なお書き」を含めて現行の金融市場調節方針を継続することが適当であるとの見方を示した。

6月会合では、「なお書き」を含め、5月の会合で決定した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、賛成多数で決定した（詳細は、ホ．金融政策運営を巡る論点を参照）。

( 国債現先オペ等に係る決済の委託可能化 )

5月会合では、執行部から、国債現先オペ等に係る国債・資金の決済を他の金融機関に委託する者をオペ先として選定しうることにするため、「短期国債売買

および国債の条件付売買における売買対象先選定基本要領」および「国債売買における売買対象先選定基本要領」の一部改正を行うことについて、提案が行われた。

委員は、執行部提案を全員一致で決定した（詳細は5．金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照）。

（分割償還債にかかる適格担保としての取扱いの見直し）

6月会合では、執行部から、元本の分割償還が行われることがある債券について、先行き増加していくことが見込まれる発行後5年超のものも適格担保とするため、「適格担保取扱基本要領」の一部改正を行うことについて、提案が行われた。

委員は、執行部提案を全員一致で決定した（詳細は5．金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照）。

## 八．7月の会合

（景気は「踊り場」を脱却しつつある）

経済情勢について、委員は、わが国の景気は「踊り場」を脱却したとまでは言い切れないものの、「踊り場」を脱却しつつある、との認識を共有した。

こうした認識の背景として、輸出は伸び悩んでいる一方で、国内民間需要は、設備投資が増加を続け、個人消費も底堅く推移していること、IT関連分野の調整は、着実に進捗しているが、依然として完了したと言える段階には達していないこと、が指摘された。

すなわち、委員は、国内民間需要について、4月の展望レポートの想定より、やや強めに推移しているとの見方で一致した。まず、設備投資については、何人かの委員が、6月短観の結果にも表れているように、高収益が続き、過剰設備も概ね解消する中で、引き続き増加を続けているとの見方を示した。また、複数の委員は、非製造業や中小企業の設備投資も強めであり、業種・規模の広がりがみられると指摘した。さらに、委員は、こうした企業部門の好調は、家計部門にも着実に波及しているとの認識を共有した。何人かの委員は、個人消費について、雇用者所得の増加にも支えられた底堅いものとなっていると指摘した。

こうした中で、IT関連分野の調整に関して、複数の委員は、鉱工業指数統計上、足もと電子部品・デバイスの在庫調整がやや後戻りする姿となっていることを指摘した上で、調整はやや遅れているとの見方を示した。これに対し、何人かの委員は、企業ヒアリングなどのミクロ情報や、短観の業況判断や在庫判断のほか、NIEs・ASEAN諸国・地域のIT関連輸出の回復等からみて、在庫調整は着実に進捗しているとみられるとの認識を示した。

(国内企業物価は上昇、消費者物価は小幅の下落基調)

物価面について、委員は、国内企業物価は、原油価格の上昇を受けて上昇しており、先行きも上昇基調を続ける可能性が高いが、当面の上昇テンポは鈍化するとの認識を示した。また、消費者物価の前年比については、電気・電話料金の引き下げの影響などから、当面は、小幅のマイナスで推移するとの見方で一致した。

その上で、7月27日の会合では、委員は、消費者物価の前年比は、電気・電話料金等の特殊要因の剥落に伴い、年末から来年初にかけてプラスに転じる可能性があるとの見方を共有した。

(人民元為替レート制度改革公表後の市場は総じて小動き)

7月12、13日の会合では、金融面に関して、複数の委員から、企業の資金繰り判断や企業からみた金融機関の貸出態度判断等からみて、極めて緩和的な金融環境が続いているとの認識が示された。

7月27日の会合では、何人かの委員は、人民元為替レート制度改革の公表後の金融・為替市場の動きについて、公表直後には、円が対ドルで幾分上昇したほか、外貨準備運用の分散が図られるとの思惑から、米国の長期金利が上昇するといった動きもみられたものの、総じてみれば小動きに止まっていると指摘した。これらの委員は、市場では、中国当局による管理変動相場制の運用スタンスなど、今後の帰趨を見守ろうという姿勢が強いと思われるとの認識も示した。

(「経済・物価情勢の見通し」の中間評価)

7月12、13日会合において、委員は、4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、景気は、輸出が

中国向けを中心にやや下振れている一方、国内民間需要がやや上振れており、全体としては、先行きも含め、概ね「見通し」に沿った動きとなる、国内企業物価は17年度は「見通し」に比べて上振れるが、18年度は、内外の商品市況次第ではあるが、概ね「見通し」に沿ったものとなる、消費者物価は、概ね「見通し」に沿って推移する、との見方が共有された。

また、上振れ・下振れ要因については、引き続き4月の展望レポートで示した3つの要因に注目していくことが適当であるとの見方が共有された。

#### (当座預金残高目標の維持)

当面の金融市場調節について、複数の委員は、当座預金残高目標を減額することが適当であるとの見解を示した。これに対して、大方の委員は、「なお書き」を含めて現行の金融市場調節方針を継続することが適当であるとの見方を示した。

7月の会合では、「なお書き」を含めて、当座預金残高目標を「30～35兆円程度」とする現行の金融市場調節方針を維持することを、賛成多数で決定した(詳細は、ホ・金融政策運営を巡る論点を参照)。

## 二．8～9月の会合

#### (景気は回復を継続、IT関連分野の調整もほぼ一巡)

8月会合では、わが国の景気について、委員は、IT関連分野における調整が進むもとで、回復を続けており、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。多くの委員は、個人消費や設備投資といった内需がしっかりとした状況が続いているほか、輸出の伸びも回復しつつあること、IT関連分野の在庫調整も着実に進展しているとみられることから、わが国の景気は「踊り場」を脱却したとの見方を示した。

この間、何人かの委員は、「踊り場」の背景には、グローバルな製造業の在庫調整があるとした上で、米国経済は在庫調整が終了したとみられる一方、わが国では在庫調整の終了が確認できておらず、引き続きGDP統計や鉱工業生産統計等で最終需要の強さを確認すべきであると指摘した。

9月会合では、委員は、わが国の景気は回復を続けており、先行きについても回復を続けていくとみられるとの認識を共有した。また、IT関連分野の調整はほぼ一巡したとの見方で一致した。

多くの委員は、わが国の景気は、内外の需要に支えられて着実な回復を続けているとの認識を示すとともに、輸出の伸びが依然緩やかなものに止まっていることや、生産も力強さを欠いていることなどを踏まえると、「踊り場」脱却後も、景気回復のテンポが加速していくというよりは、息の長い緩やかな景気回復が続く可能性が高いとの見方を示した。

(国内企業物価は上昇、消費者物価は小幅下落ながら年末頃にかけて前年比ゼロ%ないし若干のプラスに転じる見通し)

委員は、国内企業物価は、原油価格の高騰を受けて上昇しており、先行きも上昇を続けるとみられるとの認識を共有した。

また、消費者物価の前年比について、9月会合では、足もとは小幅のマイナスで推移しているものの、先行きについては、景気回復に伴って需給環境の緩やかな改善が続く中、米価格の下落や電気・電話料金引き下げの影響が弱まることなどから、年末頃にかけてゼロ%ないし若干のプラスに転じていくと予想されるとの見方で一致した。

(金融資本市場では株価が大幅に上昇)

金融資本市場の動向について、8月会合では、何人かの委員は、市場の経済・物価情勢に対する前向きな見方が強まる中で、長期金利は上昇しており、短期金融市場のイールドカーブも幾分立ち上がっていると指摘した。

9月会合では、複数の委員は、足もと株価が大幅に上昇し、日経平均株価では約4年振りの高値となっていることについて、市場において、景気に対する過度に慎重な見方が修正されてきていることが影響しているとの見解を示した。この間、複数の委員は、株価の堅調にもかかわらず長期金利が足もと低下基調にあることについて、原油価格高騰の長期化を受けて世界経済の先行き不透明感が意識されつつあることや、こうしたもとで米国の長期金利が低下していることなどが影響しているとの見方を示した。

#### ( 当座預金残高目標の維持 )

当面の金融市場調節について、複数の委員は、当座預金残高目標を減額することが適当であるとの見解を示した。これに対して、大方の委員は、「なお書き」を含めて現行の金融市場調節方針を継続することが適当であるとの見解を述べた。

8、9月の会合では、「なお書き」を含めて、当座預金残高目標を「30～35兆円程度」とする現行の金融市場調節方針を維持することを、賛成多数で決定した（詳細は、ホ．金融政策運営を巡る論点を参照）。

#### ( 担保掛け目等の見直しの実施および手形買入オペの取引方式の見直しの検討 )

9月会合では、執行部から、日本銀行の適格担保の担保掛け目等について、これを見直すこととし、「適格担保取扱基本要領」等の一部改正を行うことについて、提案が行われた。あわせて、手形買入オペについて、取引方式の見直しに関する検討を進めることについて、提案が行われた。

これに対し、委員は、執行部提案を全員一致で決定した（詳細は5．金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照）。

#### ホ．金融政策運営を巡る論点

17年度上期の各会合では、金融政策運営やそれを巡る環境について、いくつかの論点が議論された。その中で主なものを挙げると、以下のとおりである。

#### ( 展望レポートの対象期間延長 )

4月5、6日の会合では、次回会合における展望レポートの決定・公表を控え、展望レポートの対象期間の延長について、委員の間で議論が行われた。

多くの委員は、当該年度のみを対象期間としている4月の展望レポートについて、当該年度に加え、翌年度を含めることが適当であるとの意見を表明した。これらの委員は、その理由として、金融政策の効果はある程度の時間的なラグを伴って現れるものであり、2年程度の見通しを踏まえて情報発信を行うことが金

融政策運営の透明性向上に資することや、海外の中央銀行においても2年程度の見通しの公表は広く行われていることなどを指摘した。

これに対し、何人かの委員は、一般論としては、金融政策運営の一層の透明性向上が必要であるとの趣旨には賛同しつつも、その時点における展望レポートの対象期間延長には否定的な見解を示した。これらの委員は、その理由として、消費者物価指数を基準とするコミットメントに基づいて政策運営を行っている状況においては、市場の関心が日本銀行による消費者物価指数の見通しに過度に集中することは避け難く、そうしたもとで相対的に確度の低い18年度の見通し計数を公表することは、量的緩和政策の出口を含めた先行きの政策運営に関する不適切な情報発信となりかねず、金融政策運営の透明性向上には必ずしもつながらないことなどを指摘した。

#### (当座預金残高目標を巡る議論)

17年度上期には、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。そうしたもとで、5月以降の会合では、金融市場調節方針の「なお書き」に、「資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする」との文言を含めた上で、「30～35兆円程度」という当座預金残高目標を維持することを決定した。

その理由として、大方の委員は、通常は、きめ細かな金融市場調節運営を行うことにより、「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できる一方、税揚げなどにより民間部門から財政部門へ大幅な資金移動が生じることが見込まれる時期には、当座預金残高目標を常に維持できるか明確ではないこと、

当座預金残高目標の減額を行うと、日本銀行の金融緩和スタンスが後退したと誤解されるリスクがあり、景気情勢を踏まえた慎重な検討が必要であることなどを指摘した。また、こうした「なお書き」の修正について、何人かの委員は、金融緩和の後退を意味するものではなく、現行の政策を副作用の少ないかたちで長く続けていくために必要な措置であるとの見解を示した。

これに対し、複数の委員は、当座預金残高目標の減額が適当であるとの見解を示した。

その理由として、このうち一人の委員は、金融環境の変化にもかかわらず巨額

の当座預金残高を維持することは、市場機能の回復を妨げるほか、金融規律の低下につながるリスクがあることや、将来における金融政策の機動性・柔軟性を低下させるおそれがあることなどを指摘した。また、別の一人の委員は、金融システム不安が後退する中で、潤沢な資金供給の景気刺激効果は期待できないこと、金融政策運営の正常化には十分な時間をかける必要があり、早めに着手しなければ、市場の機能は回復しないほか、将来の金利変動リスクを高める可能性があることなどを指摘した。

### 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 17 年度上期も、日本銀行当座預金残高を主たる操作目標とする金融市場調節方式のもと、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、このもとで、均してみれば日本銀行当座預金残高が 33 兆円程度になるように金融市場調節を実施した。

17 年度上期における金融市場調節の特徴的な動きは以下のとおりである。

17 年度入り後の短期金融市場は、4 月よりペイオフの全面解禁が行われるなど、金融システム不安が大きく後退するもとで、金融機関の予備的な流動性需要は趨勢的に減少してきていること等から、資金余剰感が一段と強まり、資金供給オペの「札割れ」がかなりの頻度で発生した。

こうした情勢を踏まえ、5 月 19、20 日の会合では、金融市場調節方針の「なお書き」を修正し、資金需要が極めて弱いと判断される場合には日本銀行当座預金残高が目標を下回ることがありうるものとされた。

この「なお書き」修正後も、日本銀行は潤沢な資金供給を続けた。日本銀行当座預金残高は、法人税納付等により民間部門から財政部門へ大幅な資金移動が生じた 6 月初（2 営業日）および 7 月末から 8 月初（4 営業日）には目標の下限を一時的に下回ったが<sup>20</sup>、これを除けば 30～34 兆円台となった。こうした中、期末を含めて、短期金融市場は安定的に推移した。

また、17 年度上期に実施した金融市場調節手段に係る決定事項等<sup>21</sup>は、次のとおりである。

5 月 19、20 日の会合においては、金融機関等の中で国債取引に係る国債・資金の決済を委託・受託する動きがみられること等を踏まえ、国債現先オペ等に係る国債・資金の決済を他の金融機関に委託する者をオペ先として選定しうる扱いとすることを決定した。

---

<sup>20</sup> 6 月 2 日および 3 日、7 月 29 日、8 月 4 日および 5 日には 29 兆円台、8 月 3 日には 28 兆円台となった。

<sup>21</sup> 詳細は、5．金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照。

6月14、15日の会合では、パス・スルー債<sup>22</sup>等、元本の分割償還が行われることがある債券について、担保価格の算定方法を見直すことにより、今後増加していくことが見込まれる発行後5年超のものも適格担保とすることを決定した。

また、9月7、8日の会合では、金融市場における取引実務の変化等に対応して金融市場調節を円滑かつ効率的に実施していくため、適格担保の担保掛け目等の見直しを実施すること、および手形買入オペの取引方式の見直しに関する検討を進めることを決定した。

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、17年9月末の買入累計額が28,363億円となった。

---

<sup>22</sup> 裏付となる資産から一定期間に生じるキャッシュ・フローを、原則としてそのまま投資家への支払いに充当し、その元本を段階的に償還していくタイプの債券。

( 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											
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
4月末	17.1	2.1	2.5	12.2	25.6	0.1	0.0	1.2	0.8	0.0	0.0
5月末	14.6	2.1	2.4	11.8	26.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
6月末	14.0	1.3	2.6	8.2	26.4	0.0	0.0	0.0	0.8	0.0	0.0
7月末	14.1	1.4	2.8	7.7	29.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
8月末	14.6	2.3	2.7	8.5	30.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
9月末	14.9	2.1	2.6	8.0	29.1	0.1	0.0	0.4	0.0	0.6	0.0

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

( 注 2 ) 「国債補完供給」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

17年9月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高でみると、148.1兆円（前年比+6.2%）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、カッコ内は前年比%

	16年9月末	17年3月末	17年9月末
（資産）			
買現先勘定	7.8 (-7.7)	5.2 (-53.0)	4.7 (-39.4)
買入手形	29.0 (14.1)	37.6 (38.2)	37.0 (27.6)
国債	94.1 (2.5)	99.1 (-0.9)	97.9 (4.0)
[うち長期国債]	64.0 (2.5)	65.5 (-0.2)	62.5 (-2.3)
[うち短期国債]	30.2 (2.4)	33.7 (-2.3)	35.5 (17.5)
資産担保証券 <sup>23</sup>	0.11 (3.6倍)	0.08 (-31.0)	0.06 (-45.3)
金銭の信託（信託財産株式）	2.0 (9.6)	2.0 (3.8)	2.0 (-2.1)
貸付金	0.1 (-17.5)	0.0 (-97.2)	0.0 (皆減)
資産計	139.5 (4.1)	150.5 (0.8)	148.1 (6.2)
（負債・資本）			
発行銀行券	71.5 (2.0)	74.7 (4.6)	73.5 (2.8)
当座預金	35.1 (1.5)	35.8 (-1.7)	34.1 (-2.8)
政府預金	4.5 (10.6)	7.6 (-42.0)	5.8 (29.4)
売現先勘定	22.3 (36.8)	24.5 (23.0)	27.7 (24.5)
売出手形	0.0 (皆減)	1.8 (-30.2)	0.6 (皆増)
負債・資本計	139.5 (4.1)	150.5 (0.8)	148.1 (6.2)

<sup>23</sup> 資産担保証券は、15年7月から買入れを開始し、17年9月末までの買入累計額は28,363億円となったが、買入れ実施後に償還期限が到来したものがあるため、17年9月末時点の買入残高は617億円（すべて資産担保コマーシャル・ペーパー）となった。

以下では、17年度上期中の日本銀行のバランスシートの特徴的な動きについて概説する。

まず、17年9月末の資産の内訳をみると、国債は、前年を上回る97.9兆円（前年比+4.0%）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37.0兆円（前年比+27.6%）となった。一方、買現先勘定は、4.7兆円（前年比-39.4%）となった。この間、資産担保証券の残高は617億円（前年比-45.3%）となった。

一方、負債をみると、17年9月末の当座預金残高は34.1兆円（前年比-2.8%）、日本銀行券の発行残高は、銀行券需要の増加から73.5兆円（前年比+2.8%）となった。政府預金および売現先勘定の残高は、それぞれ5.8兆円（前年比+29.4%）および27.7兆円（前年比+24.5%）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。また、16年度中に長期国債より借換え引受けを行ったTB（1年物）のうち償還期限が到来したものについては、その一部につき、国債償還の集中を平準化する観点から再乗換えを行って欲しい旨の財務省からの要請を踏まえ、金融市場調節を円滑に実行する上で必要となる資産の流動性を十分確保しうるとの判断のもとでTB（1年物）による再乗換えを行ったほかは、現金償還を受けた。

このほか、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>24</sup>

### (1) 国債現先オペ等に係る決済の委託可能化

5月19、20日の会合において、金融機関等の中で国債取引に係る国債・資金の決済を委託・受託する動きがみられること等を踏まえ、「短期国債売買および国債の条件付売買における売買対象先選定基本要領」および「国債売買における売買対象先選定基本要領」を一部改正し、国債現先オペ等に係る国債・資金の決済を他の金融機関に委託する者をオペ先として選定しうる扱いとすることを決定した。本件は、5月24日から実施した。

### (2) 分割償還債にかかる適格担保としての取扱いの見直し

6月14、15日の会合において、「適格担保取扱基本要領」を一部改正し、パス・スルー債等、元本の分割償還が行われることがある債券について、担保価格の算定方法を見直すことにより、今後増加していくことが見込まれる発行後5年超のものも適格担保とすることを決定した。本件は、6月30日から実施した。

### (3) 担保掛け目等の見直しの実施および手形買入オペの取引方式の見直しに関する検討

9月7、8日の会合において、近年の金融市場における金利の変動状況や取引実務の変化等を踏まえ、日本銀行の資産の健全性確保および市場参加者の担保利用の効率性向上、ならびに金融市場調節実務の効率化を図る観点から、次の施策を講ずることを決定した。

#### 担保掛け目等の見直しの実施

「適格担保取扱基本要領」、「国債の条件付売買基本要領」および「補完供給を目的として行う国債の買戻条件付売却基本要領」を一部改正し<sup>25</sup>、適格担保の担保掛け目等<sup>26</sup>について、平成12年に当初の掛け目を設定後、相当の期

<sup>24</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。

<sup>25</sup> 本件は、10月14日から実施した。

<sup>26</sup> 適格担保の担保掛け目、国債現先オペおよび国債補完供給における時価売買価格比率ならびに国債現先オペにおけるマージン調整担保の掛け目。

間が経過していることから、その後の市場金利の変動状況等を踏まえて見直しを行うとともに、今後は概ね1年を経過することに見直しの要否を検証していくこととする。

#### 手形買入オペの取引方式の見直しに関する検討

金融市場取引のペーパーレス化が進展する中で、取引先金融機関等からの要望も踏まえ、現在の主要な資金供給手段である手形買入オペについて、ペーパーレス化を実現するため、取引方式の見直しに関する検討を進めることとする。

現時点で想定している見直しの概要は、下表のとおりであり、新方式への移行時期は、所要の実務的な準備が完了すると見込まれる平成18年央以降を予定している。

手形買入オペのペーパーレス化を実現するために行う  
取引方式の見直しの概要

	見直し後の新方式オペ	現行手形買入オペ
取引の形式	手形や証書を用いることなく、日銀ネットにより行う貸付（電子貸付）	取引対象先金融機関等が振出す手形の買入
取引実施店	（不変）	日本銀行本店（業務局）または全店
取引対象先	（不変）	金融機関、証券会社、証券金融会社、短資会社のうち希望する先から選定
取引期間	（不変）	1年以内
利率	貸付利率を入札に付してコンベンショナル方式により決定	割引率を入札に付してコンベンショナル方式により決定
担保	（不変）	「適格担保取扱基本要領」に基づく適格担保を根担保として受入れ（共通担保）