

4 . 金融政策決定会合議事要旨

(平成 17 年 4 月 5、6 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2005 年 4 月 5 日 (14:00 ~ 16:04)
4 月 6 日 (9:00 ~ 13:02)

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 (5 日)
	上田 勇	財務副大臣 (6 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(3月15、16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、期末日に当たる3月31日を含め、32～35兆円台で推移した。

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、期末日の一時的な上昇(0.022%)を除き、概ねゼロ%近傍で推移した。ターム物レートも、総じて低位で推移している。

株価は、米国株価の軟調や、2月のわが国経済指標が総じて予想比下振れとなったことを受けて弱含み、日経平均株価は足もと11千円台半ばで推移している。

長期金利は、経済指標の下振れや株価の軟調を背景に低下し、足もとでは1.3%台前半で推移している。

為替市場では、米国における利上げペースが加速するのではないかとの思惑を背景にドル高が進行しており、円の対米ドル相場は、足もと107円台まで下落している。

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。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。

ユーロエリアでは、輸出には明るめの動きもみられるが、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。ただし、韓国では、景気停滞感がなお強い。

米欧の金融資本市場をみると、米国では、エネルギー価格上昇や国内需給の引き締まりが底流にある中、連邦公開市場委員会(FOMC)の声明文をきっかけに市場参加者の間でインフレ警戒感が幾分高まったことなどから、長期金利が上昇し、株価が下落した。この間、欧州では、株価、長期金利とも、総じてみれば横這い圏内で推移した。

エマージング金融資本市場では、米国における金融環境の変化を背景に、多くの国・地域で株価、通貨が下落し、対米国債スプレッドが拡大した。

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、世界的なIT関連の調整が徐々に進捗していることなどから持ち直しつつある。2月の輸出は、1月の増加の反動から減少したものの、1～2月の10～12月対比は+0.5%の増加となった。地域別には東アジア向け、財別には情報関連に持

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。」

ち直しの動きがみられる。

企業部門の動向をみると、3月短観によれば、企業の景況感にはやや慎重さが窺われるものの、企業収益は、2004年度は製造業・非製造業、大企業・中小企業を問わず、前年度比2桁の大幅な増加となったほか、2005年度も増益基調が続く見通しとなっている。こうしたもとで、2004年度の設備投資計画は、引き続き製造業を中心に高めの伸びとなったほか、2005年度の設備投資計画も、中小企業まで含めて、この時期としてはまずまずの結果となった。この間、機械投資の同時指標である資本財出荷（除く輸送機械）をみると、10～12月、1～2月と堅調な増加を続けている。また、建設投資の先行指標である建築着工床面積も、このところ振れが大きいものの、増加傾向を続けている。

生産は、IT関連分野の在庫調整が続くもとで、横這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、1～2月は10～12月対比で+1.4%と増加した。内訳をみると、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の様相が強まってきている。

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、所定内給与のマイナス幅が縮小する中で、特別給与はこのところ増加しており、全体として下げ止まりつつある。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、収益が増加し雇用過剰感も払拭されていくもとで、雇用者所得は緩やかに増加していく可能性が高い。

個人消費は、底堅く推移している。2月の全国百貨店、スーパーの販売額は、1月の反動もあって減少したが、1～2月を均してみると、天候・災害要因が影響した10～12月と比べて増加している。乗用車新車登録台数は、全体としては引き続き底堅い動きとなっているほか、家電販売もデジタル家電やパソコン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に増加していく可能性が高いとみられるもとで、緩やかに回復していくと予想される。

物価動向をみると、国際商品市況は上昇しており、これを反映して国内商品市況も石油製品や非鉄を中心に強含んでいる。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）の前年比は、電気・電話料金の引き下げの影響もあって小幅のマイナスとなっている。2月の前年比は-0.4%と、前月に比べマイナス幅を若干拡大した。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、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対国債信用スプレッドは、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2%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。

・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、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。

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、個人消費と設備投資に支えられ、景気拡大を続けているとの認識を示した。また、何人かの委員は、長期間にわたる景気拡大に伴う需給環境の好転や、原油をはじめとする原材料価格の高騰、企業の価格支配力の回復などを背景に、生産者物価や消費者物価の前年比伸び率が着実に上昇しているほか、インフレ期待も幾分か高まっていることを指摘した。

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、ひとりの委員は、リスク要因として、インフレ圧力の高まりを指摘した。この点、別の委員は、中国では、景気過熱抑制策として、直接的な価格規制や行政指導的な手法に依存してきたため、どのような不均衡が経済に存在するかが見えにくくなっていることに注意する必要がある、と述べた。さらに、この委員は、インフレリスクが存在する一方で、ここ数年間に行われた設備投資が次第に生産能力化する中で、過剰設備の問題が先行き顕現化する可能性もあるとの見方を示した。

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、均してみれば、横這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。ある委員は、2月の輸出が大幅な増加となった前月との対比で減少に転じたことについて、中国の春節の影響が季節調整に適切に反映されていない可能性があり、1～2月を均してみれば、持ち直していると評価できる、と述べた。この委員は、輸出の内訳に関して、東アジア向けのIT関連財の輸出が増加していることを指摘し、世界的なIT関連分野の調整が進捗していることを示唆するものである、と述べた。

生産・在庫面について、委員は、IT関連分野の在庫調整が続くもとで、生産は足もと横ばい圏内の動きとなっているとの認識を共有した。

ある委員は、IT関連財の調整の進捗具合は、品目によってばらつきがあるものの、全体としてみれば、6月頃には一巡するとみてよいのではないかと述べた。もっとも、この委員は、国内のパソコン出荷台数の伸び率が鈍化していること、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）が低下していることなどを指摘し、調整が一巡した後のIT関連需要の回復力は緩やかなものとなる可能性がある、と付け加えた。この間、ある委員は、在庫の増加は、IT関連のように常に製品価格の下落に直面している産業では、経営にとってマイナス要因となる一方、原材料高の影響を受ける産業では、前向きな経営スタンスを表すものと考えられると指摘し、製品安・原材料高が進行する最近の環境において在庫動向を分析するに当たっては、こうしたミクロの視点を持つことが重要であると論じた。

設備投資について、多くの委員は、好調な企業収益を背景に増加傾向を続けているとの見方を示した。この点に関連して、多くの委員は、3月短観では、収益・設備投資などの事業計画が比較的好調である一方、企業の業況判断は慎重化しており、両者に乖離がみられると述べた。この点に関し、何人かの委員は、足もとの業況感の悪化は、景気がIT関連分野における調整

を背景に踊り場的な局面にあることを素直に反映したものと考えられると述べた。別の複数の委員は、業況判断D Iの悪化は加工業種で特に大きいことなどを指摘しつつ、原材料高が進行する一方、製品への価格転嫁が困難な状況のもとで、企業収益が圧迫されることに対する懸念が反映されているのではないかと、との見方を示した。ある委員は、前回調査との対比でD Iが悪化した業種と、収益や設備投資計画が下方修正された業種との間には高い相関がみられ、D Iの悪化を軽視すべきではない、と述べた。さらに別の委員も、素材産業の一部で業況判断D Iが悪化していることや、2005年度の売上・収益計画に慎重さがみられることを踏まえると、D Iの悪化を過小評価すべきではないと指摘した。

この間、ある委員は、やや長い目でみた設備投資の見通しについて、資本ストック循環の観点から意見を述べた。この委員は、当面、期待成長率の高まりが期待できず、除却率も低下傾向にあることを踏まえると、資本係数の高まりをどのように予測するかがポイントとなるとしたうえで、2006年度以降の設備投資動向については幾分慎重にみておく必要があると述べた。もっとも、この委員は、中長期的な建設投資循環の観点からみると、2002年頃をボトムとして回復期に入っている可能性があるかと付け加えた。また、別の委員は、短観の設備投資計画が比較的好調である背景として、リストラによる収益体質改善の効果が限界に近づくもとで、グローバルな競争の激化や潤沢なキャッシュフローを背景に、企業が技術開発や生産性向上を通じた拡大均衡への指向を強めつつあるのではないかと述べた。さらに別の委員は、景気が踊り場を脱却した後の回復力は、企業のコミットメントの強さに依存しているが、設備投資スタンスはコミットメントの程度を示すものであり、今後の情勢判断における重要な注目点であると述べた。

雇用・所得面では、委員は、雇用者数が増加傾向にあるほか、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。何人かの委員は、短観における雇用人員判断（全規模・全産業）が、ごく小幅ながら12年振りに「不足」超に転じたことを指摘し、雇用過剰感は全体として払拭されつつあると述べた。ある委員は、雇用者所得の下げ止まりの背景として、パート比率の上昇に歯止めがかかってきていることを指摘し、このように雇用の非正規化の流れが鈍化する中で、雇用者所得は先行き緩やかに増加していく可能性が高いと考えられるとの見方を示した。また、別の委員は、企業の支払配当の大幅な増加も家計部門の所得増加に寄与していると指摘し、雇用者所得の増加と合わせれば、本年度の個人所得課税や社会保障負担の増加額を十分相殺する計算となると述べた。もっとも、ある委員は、雇用者所得への波及は、短観や各種指標からみる労働力不足感の割には小幅なものに止まっているとの認識を示し、今後の雇用者所得の改善は、企業収益の動向に依存すると述べた。

こうした雇用・所得環境のもとで、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。この点に関し、ある委員は、短観において、小売や飲食店・宿泊など個人消費関連業種の業況判断D Iが改善傾向を続けていることを指摘した。

物価面について、多くの委員が、このところの原油価格や原材料価格の上昇と、これらが国内企業物価や消費者物価に及ぼす影響に関して意見を述べた。何人かの委員は、最近の原油価格の上昇について、ドバイ原油が既往最高値圏で推移していることを指摘し、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ものであると述べた。このうち、ある委員は、原油を含む原料や素材は、生産能力の限界を背景とするボトルネック・インフレの状況にあり、価格上昇は当面継続する可能性が高いとの見方を示した。こうした議論を踏まえ、委員は、当面の国内企業物価の動きについて、再び強含んでいく可能性が高いとの見方を共有した。

この間、消費者物価については、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。ある委員は、足もとの消費者物価は、規制緩和等による電気・電話料金の引き下げなどの特殊要因に下押しされている面があり、こうした要因を除いてみると、消費者物価指数の前年比マイナス幅は縮小傾向にあると述べた。別の委員は、景気

の踊り場局面が続く中で、需給ギャップが一時的に拡大しているとみられることを踏まえれば、このところ消費者物価のマイナス幅の縮小ペースが鈍化していることは自然な動きであると述べた。この間、さらに別の複数の委員は、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述べた。

公示地価が公表されたことを受け、何人かの委員は、地価の動向についてコメントした。これらの委員は、東京都心部の平均が15年振りにプラスに転じたことなどを指摘し、地価に底入れ感が窺われつつあると述べた。ある委員は、土地投資が堅調であること、不動産投資信託の取引も活況を呈していることなどを指摘し、地価の底入れが投資や消費に与える影響が注目されると述べた。別の委員は、この点に関し、海外投資家による不動産投資の活発化などを指摘し、資産価格の動向には十分目配りしていく必要があるとの見方を示した。

2. 金融面の動向

金融面に関して、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。

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述べた。ある委員は、ペイオフ全面解禁後、まだ数日しか経っていないことを考えると、この先、何らかの影響が出てくる可能性も否定できず、金融市場や預金者の動向については、引き続き注意してみていく必要がある、と述べた。

何人かの委員は、米国における長期金利の上昇について意見を述べた。ある委員は、3月の連邦公開市場委員会の声明文を受けて、利上げペースが加速するのではないかとの思惑が広がったことが、このところの米国長期金利の上昇、株価の軟調、ドル高の背景にあると指摘した。この委員は、こうした米国市場の動きが直ちに国際的な金融資本市場の不安定要因となる可能性は今のところ小さいと考えられるが、今後の動向は注意してみていく必要がある、と述べた。別の委員は、米国の長期金利上昇が、米国やエマージング諸国の景気への悪影響や、世界的な株式市場への波及などを通じて、わが国景気にマイナスの影響を与えるリスクには留意する必要があるとの見方を示した。

ある委員は、最近の企業金融面の動向について、企業が潤沢な手許資金を保有していることや、短観において企業の資金繰り判断がバブル期並みの水準まで回復していることなどを指摘し、極めて緩和的な状態が続いているとの見方を示した。この委員は、今後、こうした潤沢な手許資金をどのように戦略的に用いていくかが財務面の重要な課題となっていると述べた。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

当面の金融政策運営については、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見解が大勢を占めた。

こうした大勢意見に対して、ひとりの委員は、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。この委員は、その理由として、これまでの当座預金残高目標の引き上げは、金融機関の流動性リスクに対する不安感が高まったことに対処するため、金融市場の安定確保を直接の理由として行った緊急避難的な措置であったが、ペイオフ全面解禁が円滑に実施されたことは、銀行の流動性リスクが大幅に低下し、金融システムが健全化・安定化したことを示すものと考えられること、そうしたもとは、コミットメントに沿って量的緩和政策の枠組みを維持し、デフレからの脱却を図るというこれまでのスタンスは不変としつつ、緊急避難的な措置として引き上げてきた当座預金残高について減額を行い、

長い目でみた金融政策正常化への方向性を明確にすることが適当であること、金融環境が大幅に改善し、ペイオフ全面解禁が実施された後も、現行の「30～35兆円程度」という当座預金残高目標値を据え置けば、市場機能の回復の妨げとなるほか、将来的な金融規律の低下、ひいては中央銀行に対する信認の低下に繋がる潜在的なリスクがあると考えられること、を指摘した。

これに対し、何人かの委員は、過去何回かの当座預金残高目標の引き上げが金融市場や金融システムの安定確保を強く意識したものであったとしても、量的緩和政策の最終目標は、あくまで物価が継続的に下落することを防止し、持続的な経済成長のための基盤を整備することであり、ペイオフ全面解禁を直ちに当座預金残高目標の引き下げに結び付けることは適当でないとして指摘した。そのうえで、大方の委員は、当面は現行の当座預金残高目標を維持しつつ、金融システムの安定度合いや、これを受けた流動性需要の動向について、景気・物価情勢ともあわせてしっかりと点検していくことが必要であるとの認識で一致した。

何人かの委員は、先行きの調節運営について見解を示した。ある委員は、今後、金融機関の流動性需要が一段と減少する可能性があるが、こうした状況において市場機能を毀損することなく「30～35兆円程度」という現状の目標値の達成が可能かどうかを検証したうえで、必要に応じて当座預金残高引き下げを含めた対応を考える必要があると述べた。別の委員も、現行の当座預金残高目標の維持が難しくなる場合には、デフレ克服にマイナスの影響が生じないことを確認しながら、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。

さらに別の委員は、金融システムが危機管理モードから平常モードに移行したもとは、短期金融市場の機能を回復し、政策対応能力を確保する観点から、量的緩和政策の枠組みを維持しながら当座預金残高目標を段階的に引き下げること、将来的には検討課題となり得るとの見方を示した。この委員は、債券市場においては、当座預金残高目標が早晚引き下げられることを織り込みつつあるように見受けられると付け加えた。

この間、ある委員は、強力な金融緩和策を維持することによって将来インフレや資産価格の過度な上昇が生じる可能性は否定できないが、現時点では、依然として物価下落率が拡大した場合のコストの方が大きい、と述べた。さらに、この委員は、資金余剰感の強まりを背景に金融機関が余剰資金の運用に苦慮していることは事実であるが、こうした状況は、金融機関が必要とする以上の流動性を供給することを通じて金融機関行動に働きかけるという観点からは、量的緩和政策の本来の効果が発揮されてきたものとみることにも可能であるとして、当座預金残高目標の削減に対して否定的な見方を示した。別の委員も、景気が踊り場にあり、先行きの回復力についても不確実性が伴う状況においては、現行の当座預金残高を維持し、金融政策面から景気回復を後押しすることが必要であるとの考えを述べた。

この間、ひとりの委員は、量的緩和政策の解除に関するいわゆる3条件について、金融政策運営の重要な中間目標ではあるが、物価の安定と経済の持続的な成長という最終目的の達成という観点に照らして、将来的に見直す可能性も否定できないとの意見を示した。これに対し、別の委員は、現在の3条件は、金融政策の最終目標と十分整合的なものであり、これを堅持していくことが重要であると述べた。

・展望レポート（「経済・物価情勢の展望」）の対象期間延長について

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、現在、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われるものであり、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。このうち、何人かの委員は、展望レポートで最も重要なことは、先行きの経済・物価動向に関する基本的なメカニズムに関する政策委員会としての判断を分かりやすく説明することであり、対象期間の延長に当たっては、参考としての位置付けに過ぎない見通し計数のみに過度な注目が集まることのないよう、対外的な情報発信のうえで十分留意する必要があると述べた。

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、現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現状においては、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、こうした状況のもとで相対的に確度の低い2006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。

・ 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、1月に比べて2月は若干弱めの経済指標もみられ、上り坂の中での微調整とも言える動きも続いている。こうした中、デフレは依然として継続している。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・日銀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いけ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は、現在の政策内容を継続するとともに、引き続き、デフレ克服に向け金融緩和と政策を継続するという断固たるメッセージ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、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、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、当面の金融市場調節方針については、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意見が大勢となった。

ただし、ひとりの委員は、前記のような理由から、当座預金残高目標を現行の「30～35兆円程度」から「27～32兆円程度」に引き下げることが適当であり、その旨の議案を提出したいと述べた。

この間、展望レポートの対象期間の延長に関しては、4月の展望レポートの対象期間に、今後、当該年度に加え、翌年度を含めることとし、その旨对外公表することについて、多数の委員が賛意を示した。

この結果、以下の議案が採決に付されることになった。

福間委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「日本銀行当座預金残高が27～32兆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。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された（賛成1、反対8）。

議長からは、会合における多数意見を取りまとめる形で、以下の2つの議案が提出された。

金融市場調節方針に関する議案（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、水野委員

反対：福間委員

福間委員は、既述の議案提出を行ったこととの関係で、上記採決において反対した。

「『経済・物価情勢の展望』の対象期間について」の公表に関する議案（議長案）

標題の件に関し、別添2のとおり对外公表すること。

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、植田委員、春委員、福間委員

反対：須田委員、中原委員、水野委員

須田委員は、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金融政策運営を行っている現状においては、展望レポートにおける物価見通しの計数に過度な注目が集まることは避けられないが、こうした状況のもとで、相対的に確度の低い2006

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ないと指摘した。そのうえで、現時点において、これまでと同じ内容や方法のまま、見通しの対象期間を2年間に延長することが金融政策運営の透明性の向上につながるかどうかは判断が難しく、本件については、期間延長に限らず、見通し計数の公表の内容や方法も含めて幅広くかつ十分に議論を尽くす必要があるとして、上記採決において反対した。

中原委員は、上記の理由に加え、政策効果の時間的なラグを理由に展望レポートの対象期間を2年間に延長することは、見通し計数が政策の目標値であると誤解される惧れがあること、GDPや消費者物価指数について、統計作成上の技術的問題や将来における改訂等に伴う不透明要因が多いことなどを踏まえると、現時点において対象期間を延長し、計数を公表することは適当ではないとして、上記採決において反対した。

水野委員は、政策委員会において量的緩和政策解除のプロセスについて十分なコンセンサスが得られていない中で、展望レポートにおいて複数年度の見通しを公表しても、金融政策の透明性の向上には実質的にはつながらないこと、今後も税制見直しの議論が継続すると見込まれる中で、マクロ経済政策が一定であることを前提に見通しを公表しても、金融市場にはあまり参考にならないこと、FRBやECBなど海外の中央銀行の例は、非伝統的な金融政策運営を行っている現在の日本銀行には一概に当てはまらないことなどを理由に、上記採決において反対した。

・金融経済月報「基本的見解」の検討

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

この「基本的見解」は当日（4月6日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は4月7日に、それぞれ公表することとされた。

以 上

(別添1)

2005年4月6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(賛成多数)。

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4月6日
日 本 銀 行

「経済・物価情勢の展望」の対象期間について

日本銀行は、4月に公表する「経済・物価情勢の展望」が対象とする期間について、今後、当該年度に加え、翌年度を含めることにした。これにより、「経済・物価情勢の展望」の対象期間は、4月公表分、10月公表分ともに、当該年度および翌年度となる。

以 上

(17 年 4 月 28 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2005 年 4 月 28 日 (8:59 ~ 13:04)

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	(")
	須田美矢子	(審議委員)
	中原 眞	(")
	春 英彦	(")
	福間年勝	(")
	水野温氏	(")
	西村清彦	(")

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	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 (9:09 ~ 13:04)
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(4月5、6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た。

株価は、米国株価の軟調な動きなどを材料に下落した後、足許はやや回復し、日経平均で11千円程度で推移している。長期金利も、株価の下落等を受けて低下し、足許は、1.2%台後半で推移している。

円対米ドル相場は、米国における利上げペースが速まるとの思惑が後退する一方で、中国人民元の早期切り上げを巡る思惑が高まったこと等を受けて、幾分円高方向の動きとなり、最近では106円前後で推移している。

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、雇用者数も改善傾向を辿るなど、景気は引き続き拡大している。こうした中で、インフレ率は緩やかながらも着実に上昇している。東アジアをみると、中国では、内外需とも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。一方、ユーロエリアでは、停滞感が強い状況が続いている。

米欧の金融資本市場では、原油高の影響などを意識して米国の景気減速懸念が一時的に高まるなど、先行きの景気動向等に対する不透明感が強まっている。こうした状況下、株価が下落し、長期金利も低下した。エマージング金融市場でも、多くの国・地域で、株価が下落し、対米国債スプレッドが拡大した。

4．国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、世界的なIT関連の調整が徐々に進捗していることを反映して、NIEs向けを中心に情報関連財輸出の持ち直しがみられる。もっとも、中国向け輸出が伸び悩んでいることもあって、1～3月は前期比+0.7%と小幅の伸びとなった。

設備投資は、製造業を中心に増加傾向にある。先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)は、10～12月に前期比+6.0%と増加した後、1月は幾分減少したが、2月は前月比+4.9%と持ち直しており、全体として、緩やかな増加傾向が維持されている。同時指標である資本財出荷(除く輸送機械)は、鉱工業統計の年間補正による修正の結果、昨年前半に高い伸びとなった後、後半以降は横這い圏内の動きとなった。

この間、中小企業の設備投資について、中小企業金融公庫の調査結果(3月調査)をみると、

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。」

設備投資を実施した企業の割合は、引き続き高水準で推移している。

雇用・所得環境は、求人関連指標や失業率が改善傾向を続けており、雇用者数は増加傾向にある。賃金の前年比をみると、特別給与が増加する中で、所定内給与のマイナス幅も徐々に縮小している。

この間、個人消費についてみると、百貨店売上高、スーパー売上高や家電販売額、外食売上高など、多くの指標で1～3月は、10～12月の反動もあって、総じて強めの数字がみられている。

生産は、10～12月が前期比-0.9%と減少した後、1～3月は同+1.7%と増加に転じている。輸送機械が増加しているほか、電子部品・デバイスの在庫もほぼ前年並みに低下している。この間、非製造業の動向を示す第3次産業活動指数をみると、1～2月は、卸・小売やサービスを中心に、10～12月対比で+2.1%の上昇となった。

物価動向をみると、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弱含んで推移していたが、3月は、原油をはじめとする内外商品市況高や需給環境の改善を反映して、強含みに転じた。一方、消費者物価（除く生鮮食品）は、3月の前年比が-0.3%と小幅のマイナスを続けている。

この間、支店長会議および「地域経済報告」では、足許の景気について、一部で弱めの動きがみられるが、ほぼ全ての地域で緩やかな回復基調にあることが報告された。

(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・社債とも総じて良好な発行環境が続く中、発行残高は引き続き前年を上回って推移している。

マネタリーベースは、伸びを幾分高め、4月は足許前年比3%程度となっている。また、マネーサプライは、前年比2%程度の伸びが続いている。

・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をみると、わが国の景気は、IT関連分野の調整を伴いつつも、基調としては回復を続けている、との前回会合時の判断を変更する必要はない、との認識を共有した。

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

米国経済に関し、複数の委員は、株価の下落にみられるように、金融資本市場を中心に、原油高の影響を意識した景気減速懸念やインフレ警戒感が出ていることを指摘した。もっとも、何人かの委員は、米国経済を全体としてみると、家計支出と設備投資は増加しており、雇用も着実に改善しているなど拡大を続けていると評価して良いと述べた。

中国経済について、複数の委員は、固定資産投資が高めの伸びを続けるなど、内外需とも拡大を続けているとの見方を示した。一人の委員は、景気過熱とインフレ圧力の高まりに注意が必要な状況であると付け加えた。

この間、欧州経済について、一人の委員は、企業マインドの悪化や生産面での停滞感など、回復の持続性が懸念されると指摘した。

こうした海外経済のもとで、わが国の輸出は、前期比小幅の増加が続いている、と一人の委員が指摘した。

内需面では、複数の委員が、設備投資について、1～2月の機械受注が10～12月比で増加するなど、増加基調を続けていると認識していると述べた。個人消費についても、天候要因等があった10～12月の反動という面もあるが、各種の販売統計など1～3月の指標は総じて強めであり、引き続き底堅く推移しているとみていると発言した。

生産については、何人かの委員が、1～3月の鉱工業生産が前期比+1.7%と高めの伸びとなったほか、先行きも強めの予測となっていることを指摘した。IT関連分野の調整については、在庫が着実に減少し、生産も下げ止まりつつあるなど、徐々に進捗し、調整圧力はかなり和らいできているとみて良いのではないかと、との見方を示した。

物価についても、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、何人かの委員が、原油価格を中心とした内外商品市況の上昇のほか、需要好調な鉄鋼等の素材価格の上昇幅拡大なども影響して、再び強含んでいることを指摘した。一方、消費者物価については、3月の全国（除く生鮮食品）が、電気・電話料金の引き下げの影響もあって、引き続き小幅のマイナスとなっており、川上の価格上昇が川下に波及しないという、これまでの大きな流れが続いているとの認識を示した。一人の委員は、原油・素材価格の高止まりや、基調的に景気が回復を続けていることから、一部には、価格転嫁が可能となる環境になりつつあるとの見方を述べた。

この間、ある委員は、支店長会議や4月21日に公表した「地域経済報告」によって、IT関連分野の調整の進捗状況等のミクロ情報が確認できたと述べたほか、別の委員も「地域経済報告」等を活用しつつ、地域経済の動向を点検していくことが重要であると発言した。

2. 金融面の動向

金融資本市場について、何人かの委員は、一部米国企業の決算が市場予想比弱めだったこと等から米国株価が下落したことなどを材料に、わが国でも株価が下落したほか、長期金利も低下していることに言及した。また、為替についても、幾分ドル安の動きがみられていることを指摘した。その上で、これらの市場の動きには、米国経済を中心に海外経済の下振れ懸念が背景にあるとみられるが、企業マインドに与える影響を含めて注視していく必要があると述べた。

この間、一人の委員は、国内の金融面については引き続き極めて緩和的な環境が続いているとの認識を示した。

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、「年央以降、景気回復の動きが次第に明確になり、2005年度は、潜在成長率を若干上回る成長、2006年度は、緩やかながら持続性のある成長軌道を迎えると予想される」との見方を共有した。

こうした見方について、一人の委員は、これまで想定してきた景気回復の基本的なメカニズムの延長線上にある動きと整理できると述べた。また、別の委員は、これまでと同様に、景気は外需に振られ易い状態が続くのではないかと述べた。

まず、海外経済について、多くの委員は、米国や東アジアを中心に、成長テンポが緩やかに減速しつつ、潜在成長率程度の拡大を続けることが予想されると述べた。特に、米国経済については、原油価格の上昇やそれに伴うインフレ懸念の高まりと、米国における大手企業の格下げに伴う金融市場の不透明感の高まりを指摘する声も聞かれるが、家計支出、設備投資とも増

加を続けており、先行きの景気回復のモメンタムは維持されていると述べた。

以上のような海外経済のもとで、わが国の先行きの景気回復について、そのテンポは緩やかなものに止まるが、息の長いものになると想定されるという見方が委員の間で共有された。

景気回復が息の長いものになると見込まれることに関しては、多くの委員が、次のような点が背景にあると指摘した。

まず、IT関連分野の調整は、見通しにくい性質のものであるため幅をもってみる必要はあるが、デジタル家電等に需要の裾野が広がっている中で、企業も早めに在庫調整に取り組んだこと等から、年央以降には概ね調整が終了し、2000年から2001年にかけてのような大きな調整にはならないと見込まれることが挙げられた。次に、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み、景気回復を支える環境がしっかりしていることについて多くの委員が言及した。さらに、何人かの委員は、こうした調整の成果にも支えられて、企業収益の好調と設備投資の増加傾向が維持されると共に、企業部門の好調が雇用者所得の増加など、経済の各部門に及んでいくと見込まれると述べた。

一方で、多くの委員は、設備投資の増加がキャッシュ・フローの範囲内に止まり、人件費抑制姿勢も根強いなど、慎重な企業行動が続いていることに言及し、こうした点を踏まえると、設備投資や個人消費を中心に、景気の回復テンポが緩やかなものに止まる可能性は高いと発言した。もっとも、慎重な企業行動によって、設備投資や在庫投資の面での行き過ぎが起これにくく、息の長い成長につながるとも言えると付け加えた。

この間、ある委員は、IT関連分野の調整に関連して、電子部品等の価格下落が加速している可能性や世界の半導体関連設備投資が先行き落ち込むとの予測は、在庫調整の進捗の遅れや調整後の回復の弱さを示唆しているものでないか十分注意して確認していく必要があると述べた。別の委員も、今回のIT調整は価格下落によって達成された面が強く、調整終了後も生産が直ちに回復するかは注意深くみていく必要があると指摘した。また、一人の委員は、IT関連分野の調整のペースや終了のタイミングにはばらつきがあり、今後あまり明確な回復感は期待できないとみられると述べた。

物価面では、国内企業物価は、原油をはじめとする内外商品市況の動きにも左右されるが、2005年度、2006年度とも、2004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との認識で一致した。

消費者物価に関し、多くの委員は、米価格や電気・電話料金の影響が続く2005年度は、前年比でみてゼロ近傍で推移した後、2006年度にはプラスに転じるとの見方を示した。その背景として、原材料コストの上昇は、川下段階での生産性の向上や人件費抑制姿勢の継続によって、かなりの程度吸収されることにより、景気と物価の乖離が続くという姿は大きく変わらない、という認識を共有した。

その上で、一人の委員は、エネルギー・素材価格の上昇をユニット・レーバー・コストの低下で吸収する余地は低下しており、原材料高が続くとの見方が広がると、企業が価格転嫁に動く可能性もあるとの認識を示した。また、ある委員は、ガソリン価格などに基調的な上昇がみられている可能性があり、こうした中で、各種アンケート調査において人々のインフレ予想に変化がみられている点は注目されると述べた。

この間、一人の委員は、消費者物価の動向をみていく際のポイントとして、ウエイトが比較的高くかつ地域差の大きい住居費、特に家賃に言及し、統計に採用されている家賃の価格改定は漸進的に行われるため、景気動向と物価指数の動きが乖離する可能性があることを念頭に置いておく必要があると指摘した。

以上の見通しに関する上振れ・下振れ要因として、多くの委員は、エネルギー・素材価格

の動向、米国および中国の景気動向と、国内民間需要の動向、の3点を指摘した。

エネルギー・素材価格の動向に関しては、複数の委員が、供給能力の増強投資に対する企業の慎重姿勢もあり、価格の高止まりが当面続く可能性もあると述べた。その上で、原油価格等の上昇が経済・物価に与える影響について、何人かの委員が意見を述べた。具体的には、わが国のエネルギー効率の高さは強みと指摘しつつも、原油価格が高止まりした場合、企業収益の圧迫や実質購買力の低下を通じ、米国や中国経済と共に、わが国経済の下振れ要因になりかねないと指摘した。また、インフレ期待の上昇による国際金融市場への影響も注意深くみていく必要があると述べた。

米国経済について、何人かの委員は、インフレ懸念が強まる際には、より強い金融政策面での対応もあり得るが、その場合、住宅投資の減速等を通じた経済面への影響、金融市場を通じたエマージング諸国などの世界経済への影響が懸念される、との認識を示した。また、別の委員は、在庫の増加が日本を含むアジア諸国からの輸入を抑制する可能性があるとして指摘した。

中国経済については、多くの委員が、固定資産投資の過熱リスク、電力不足をはじめとするインフラ面のボトルネックや都市と農村間での所得格差などの構造問題を抱える中で、成長の持続性が焦点であると指摘した。その上で、デモなどの中国情勢が、わが国の輸出や対中直接投資等に与える影響も、今後注意深くみていく必要があると述べた。ある委員は、中国企業の競争力が高まる中で、わが国からの輸出が伸びにくくなる可能性にも注意しておくべきと付け加えた。また、別の複数の委員は、人民元を巡る今後の動きが、中国経済や国際金融為替市場に与える影響も丁寧に確認していく必要があると述べた。

この間、ある委員は、2006年度の見通しはかなり幅をもってみる必要がある以上、想定されるリスクが顕現化した場合のシナリオを記述することが適当であると述べた。これに対し、別の委員は、見通し以上に、リスクに対する評価は、各委員の間で見方に幅があり、共通のリスク・シナリオを示していくことは難しいとの認識を示した。

金融政策運営に関しては、何人かの委員が、今回の展望レポートにおいて、2005年度の消費者物価指数の前年比がゼロ近傍、2006年度が若干のプラスに転じる見通しを示すもとの、先行きの金融政策運営に関する考え方を説明しておくことが重要であると指摘した。

具体的には、見通しは上下に振れる可能性があり、今回の展望レポート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が、大きな流れとしては、今回の経済・物価見通しが実現することを前提とすると、2006年度にかけてその可能性が徐々に高まっていくとみられることを記述することが適当であるとの意見が示された。また、同時に、景気に物価が反応しにくい状況が続くのであれば、枠組みの変更やその後の金融政策運営について余裕をもって対応を進められる可能性が高いという基本的なスタンスは、昨年10月の展望レポートと同様に、改めて明確にしておくことが適当であるとの認識が示された。

以上の点に関し、一人の委員は、先行きの政策運営に関する考え方を説明していくのであれば、出口の定義をより明確にし、その前後における政策運営のあり方を具体的に示すことが必要ではないかと述べた。別の委員は、見通しが緩やかな景気回復であると共に、そこからの下振れリスクもある中で、2006年度にかけての政策運営について記述することは難しいのではないかと意見を述べた。

また、何人かの委員は、量的緩和政策の効果について、それぞれの見解を披瀝した。ある委員は、量的緩和政策は、金融システムの安定確保と共にデフレ克服にも効果があると考えていると述べた。この点について、一人の委員は、確かに、量的緩和政策はデフレ・スパイラルの回避に効果があったと思うが、これは、潤沢な資金供給が金融システム不安によるクレジット・クランチの発生を防ぐことに貢献することを通じて達成されたものと考えていると述べた。また、別の複数の委員は、量的緩和政策は、経済・物価情勢の局面に応じて、その効果の出方

には違いがあり、例えば、金融システム不安が後退した段階では、量的緩和政策の「約束」を通じた金利の効果がより強くなると指摘した上で、「約束」の強さと「量」の多寡は関係ないことを明確に説明していくことが大事であるとの認識を示した。

このほか、ある委員は、展望レポートに関し、日本銀行が重視しているのは経済・物価変動の基本的メカニズムであり、見通し計数はあくまで参考計数であるが、こうした点を丁寧に説明していくことが大事であると述べた。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

当面の金融政策運営については、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意見が大勢を占めた。

大勢意見に対しては、一人の委員が、金融機関の資金需要が後退していることや巨額の当座預金残高維持のデメリットが相対的に強まっていること等を理由に、量的緩和政策の枠組みは堅持し引き続きデフレからの脱却を図りつつ、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、別の委員は、資金需要が後退する中で、潤沢な資金供給の景気刺激効果が乏しいこと等を理由に、当座預金残高目標を減額することが適当であると述べた。

こうした意見に対し、多くの委員は、当面当座預金残高目標の維持は可能とみられること、現在は景気や物価情勢を引き続きしっかりと点検していくべき局面にあること等を理由として挙げ、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示した。

また、多くの委員は、金融市場における資金余剰感が根強いもとでの先行きの金融市場調節のあり方についても意見を述べた。

一人の委員は、金融市場の状況について、金融機関が必要とする以上の流動性を供給することを通じて金融機関行動に働きかけるといった意味での量的緩和政策の効果がより強まってきているとみることができると述べ、特に、景気が踊り場局面にあることを考慮すれば、当座預金残高目標を維持することに積極的な意義があるとの見解を示した。

何人かの委員は、金融機関の流動性需要は大きく後退しており、今後の情勢次第では、現在の当座預金残高目標を維持することが難しくなる可能性は否定できないと指摘した。一人の委員は、調節運営面での工夫を重ねながら当座預金残高目標を維持してきたが、オベ期間が長期化するなど無理のある運営となっていることに言及した。その上で、これらの委員は、金融システムの安定度合いや、流動性需要の動向、経済・物価情勢を点検した上で、金融市場の実情に合わせて、技術的に何らかの対応が必要ないかどうかは、今後の検討ポイントの一つであると述べた。

ただ同時に、その場合でも、消費者物価指数に基づく「約束」の3条件を堅持し、この「約束」に従って、所要準備を大きく上回る潤沢な資金供給を続ける、という量的緩和政策の枠組みを続けることは当然である、と付け加えた。

・政府からの出席者の発言

会合では、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国経済の現状をみると、大局的に見れば、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い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。加えて、依然として高水準にある原油価格が経済に与える影響や、株式市場の動向についても十分注視する必要がある。

- このような経済状況のもと、デフレから脱却するとともに、民間需要主導の景気回復を持続的なものとするために、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く、日本銀行におかれては、現在の量的緩和の政策内容を引き続き堅持していただきたいと考えている。
- 本日公表の展望レポートにおいて、将来的に、量的緩和政策の枠組みを変更する時期について言及されているが、平成 18 年度の政府の具体的な経済運営のあり方は現時点で確定しておらず、また、経済・物価の見通しについても、海外経済の動向など、様々な不確定要素がある。
 こうしたことから、変更時期に関する言及は、あくまでも、展望レポートの経済・物価の見通しが実現するという前提に立ったうえでの可能性を示されたものと考えている。
 したがって、今後の金融政策に当っては、内外経済や市場の動向をよく勘案のうえ、デフレ脱却及び民間需要主導の持続的な景気回復を目指した適切な運営を行っていただきたいと考えている。
 また、市場において、今回の展望レポートを契機に、日本銀行の金融政策スタンスに関する憶測が生じ易い状況が発生する恐れがあることから、引き続きデフレ克服に向け金融緩和政策を継続するという断固たるメッセージを市場や国民に伝えていただ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。今年度については、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。
- 今回の「経済・物価情勢の展望」において、今年度に加え、来年度を対象期間に含められたことは透明性の向上の観点から適切なものと考えている。経済・物価情勢の見通しは、今後、緩やかながら持続性のある成長軌道を辿ると展望する一方で、物価の動向を含め様々な下振れ要因が留意点として挙げられることから、デフレ克服が確実になるまで引き続き量的緩和政策の堅持を含め、政府、日本銀行一体となった取り組みを進めていくことが重要だと考える。これまでの当座預金残高目標の引き上げ、維持は、日本銀行からも度々説明があったように、金融システム不安への対応もあるものの、主としてデフレからの早期の脱却を目指したものであると認識している。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り、今後とも効果的な資金供給のため、さらに実効性のある金融政策運営を行っていただくよう期待する。

採決

以上の議論を踏まえ、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、との意見が大勢となった。

ただし、一人の委員は、当座預金残高目標を現行の「30~35 兆円程度」から「27~32 兆円程度」に引き下げることが適当であり、その旨の議案を提出したいと述べた。別の一人の委員は、議案は提出しないが、当座預金残高目標の引き下げが適当である旨の意見を述べた。

この結果、以下の議案が採決に付されることになった。

福間委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「日本銀行当座預金残高が 27~32 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。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：福間委員、水野委員

反対：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、西村委員

議長からは、会合における多数意見を取りまとめる形で、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、須田委員、中原委員、春委員、西村委員

反対：福間委員、水野委員

福間委員は、当座預金残高目標を引き上げてきた大きな要因である金融システム不安に伴う資金需要は後退していること、こうした下での巨額の当座預金残高維持は、市場機能回復の障害となるほか、金融規律の低下を通じて将来的なインフレ・リスクが高まるなど、そのデメリットの方が大きいこと、市場機能の回復には相応の時間を要するため、金融機関の資金ニーズを見極めながら当座預金残高を慎重にゆっくりと減額していく必要があること、「約束」に沿ってゼロ金利を継続することにより、景気回復ひいてはデフレからの脱却をサポートすることは十分可能であること、から反対した。

水野委員は、貸出が伸びない中では、量の景気刺激効果は乏しく、資金需要の減少に対応した多少の量の減額は景気に悪影響を与えないと思われること、金融市場でも量の減額を予測しており、市場に大きな混乱を与えるとはみられないこと、現在の量的緩和政策は機動力がなく、政策の正常化に取り組む必要があること、から反対した。

・「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、5月2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、須田委員、中原委員、春委員、福間委員、水野委員、西村委員

反対：なし

・議事要旨の承認

前々回会合（3月15、16日）の議事要旨が全員一致で承認され、5月9日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

2 0 0 5 年 4 月 2 8 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（賛成多数）。

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 5 月 19、20 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2005 年 5 月 19 日 (14:00 ~ 16:27)
5 月 20 日 (9:00 ~ 12:42)

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	(")
	須田美矢子	(審議委員)
	中原 眞	(")
	春 英彦	(")
	福間年勝	(")
	水野温氏	(")
	西村清彦	(")

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 (19 日)
	上田 勇	財務副大臣 (20 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
金融市場局企画役	坂本哲也 (20 日 12:22 ~ 12:40)
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(2005年4月28日)で決定された方針¹に従って運営した。この結果、当座預金残高は、31～34兆円台で推移した。

資金供給期間の長期化・多様化、応札が集まりやすいオペ手段の機動的な実施など、調節運営上の対応により、これまでのところは当座預金残高目標を維持してきている。もっとも、6月上旬にかけては、国債発行や税揚げ等に伴う資金不足が見込まれており、資金供給オペレーションに対する金融機関の応札状況次第で、当座預金残高目標の維持が困難になる可能性がある。

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、ゼロ%近傍で推移した。ターム物レートも、総じて低位で推移している。

株価は、米国株価の上昇等を受けていったん強含んだが、その後は上値が重く、日経平均株価は足もと11千円近傍で推移している。

長期金利は、米国景気の拡大ペースの鈍化懸念を背景に、1.2%台前半まで低下したが、その後、米国経済指標の予想比上振れなどを受けて幾分上昇し、足もとでは1.2%台後半で推移している。

為替市場をみると、円対米ドル相場は、米国の利上げペース加速の思惑が後退したことや中国人民元切り上げに対する思惑が高まったことなどを受けて上昇した後、5月中旬にかけて米国経済指標の予想比上振れを受けて下落し、足もとは107円台で推移している。

3．海外金融経済情勢

米国経済は、引き続き着実に拡大している。最終需要面では、純輸出が大きなマイナス寄与となっている一方、国内民需は増勢が幾分鈍化しつつも堅調な増加を続けている。全体として、潜在成長率並みの成長に向けたソフトランディングの動きと評価できる。この間、コアベースの消費者物価指数は、このところ前年比伸び率を高めているが、そのペースは緩やかであり、4月は前月比横這いの動きとなった。

ユーロエリアでは、緩やかな景気回復が続いているが、生産・雇用面での停滞感が根強い。

東アジアをみると、中国では、内外需ともに力強い拡大が続いている。そうしたもとで、輸入の伸びが鈍化しているが、これには、一部業種における在庫調整の動きや、過熱抑制策に伴う新規投資の増勢鈍化などが影響しているとみられる。NIEs、ASEAN諸国・地域でも、緩やかな景気拡大が持続している。韓国では、景気停滞感が強いが、景気浮揚策の効果を背景に、このところは明るい動きもみられている。

米欧の金融資本市場をみると、一部自動車メーカーの格付け引き下げやヘッジファンドの損失ルーマーなどをきっかけに、信用リスクプレミアムが拡大しているなど、企業の信用力に対する投資家の見方が幾分慎重化している。株価は、米国経済指標の予想比上振れなどを受けて、

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。」

米国、欧州とも、幾分反発したが、上昇幅は総じて小幅となった。長期金利は、米国、欧州とも、低下傾向を辿った。

エマージング金融資本市場では、米国の先行きの景気動向に関する不透明感が幾分後退したことなどを背景に、多くの国・地域で株価が上昇し、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、海外経済の拡大基調が続く中で、世界的なIT関連の調整が徐々に進捗していることなどから、持ち直しつつある。ただ、中国向け輸出が伸び悩んだため、1～3月の輸出は、全体で見ると、小幅の伸びにとどまった。先行きは、IT関連の調整圧力がさらに弱まる中で、緩やかながらも増加傾向を辿るとみられる。

企業部門の動向をみると、設備投資は、高水準の企業収益を背景に増加傾向にある。資本財出荷（除く輸送機械）は、昨年前半に高い伸びとなった後、昨年後半以降は横這い圏内で推移しており、先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）も、1～3月は横這い圏内の動きにとどまった。一方、建設投資は増加傾向にあり、先行指標である建築着工床面積は、振れを伴いながら、増加を続けている。先行きは、内外需要の増加や高水準の企業収益が続く見込みのもとで、引き続き増加すると考えられる。

生産は、IT関連分野の在庫調整が進むもとの、緩やかな増加に転じている。鉱工業生産は2四半期連続で弱めの動きとなった後、1～3月は比較的是っきりと増加した。出荷が微増にとどまり、在庫が幾分増加しているが、これには、船舶・港湾線りが窮屈となっていることを背景に、自動車の船待ち在庫が一時的に積み上がったことなどが影響している。先行きについては、生産は、増加基調を続けるとみられるが、IT関連分野における最終需要の動向などからみて、当面、緩やかな増加にとどまる可能性が高い。

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、毎月勤労統計の常用労働者数は前年比増加が続いている。一人当たり平均でみた賃金は、企業収益の好調を背景に特別給与が増加に転じているほか、所定内給与のマイナス幅が縮小傾向にあり、全体として下げ止まりつつある。雇用者数の増加とあわせて考えると、雇用者所得ははっきりと下げ止まっている。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、雇用過剰感が概ね払拭され、企業収益の好調も維持されるもとの、雇用者所得は緩やかに増加していく可能性が高い。

個人消費は、底堅く推移している。10～12月は、天候・災害要因の影響から総じて弱い動きとなったが、1～3月はその反動もあって持ち直しを示す指標が多くみられた。4月入り後も、乗用車新車登録台数や都内百貨店売上高などが底堅く推移している。先行きの個人消費については、雇用者所得の緩やかな増加を伴いつつ、着実な回復を続ける可能性が高い。

物価動向をみると、国際商品市況は、幾分反落しているが、引き続き高値圏にある。国内企業物価は、これまでの原油価格上昇の影響を主因に、足もとは大幅に上昇している。先行きも、テンポを鈍化させつつも、上昇を続ける可能性が高い。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等から小幅のマイナスとなっており、先行きも当面、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。社債の対国債信用スプレッドは、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3%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。

・国債現先オペ等に係る決済の委託可能化について

1. 執行部からの提案内容

金融機関等の中で証券決済事務をアウトソースする動きや同事務をクリアリング・バンク業務として受託する動きがみられることに鑑み、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得ることとするため、「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、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、IT関連分野における在庫調整の着実な進展は確認されたが、輸出や資本財出荷の明確な改善には至っていないこと、1~3月のGDP統計の高い伸びには、10~12月に台風や暖冬などで個人消費が一時的に弱含んでいたことの反動や在庫増が少なからず影響していること、を挙げた。複数の委員は、各種の先行指標は、景気後退入りの可能性を示唆するものがなお少なくないと指摘し、景気の先行きに対する慎重な見方を反映して、足もとの株価や長期金利は弱含んでいると述べた。

先行きについては、IT関連分野の調整が進捗するにつれ、景気全体としても回復の動きは次第に明確になってい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け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した。ある委員は、企業収益が堅調を維持するもとの、設備投資と個人消費が両輪となって、内需主導の緩やかな回復が続く可能性は高いとの考え方を示した。別のもう一人の委員は、統計の振れの大きさなどを考慮すると、現時点で、景気回復の動きが輸出や設備投資を中心としたものから個人消費を中心としたものへと変化してきたとみるのは早計であるが、企業部門から家計部門への所得波及が徐々に明確になっていく中で、個人消費が増加していくとすれば、次第に持続性のある成長軌道に移行していくとの展望レポートの見通しはより確実なものとなると述べた。

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

米国経済について、委員は、潜在成長率近傍の成長率に減速しつつ、引き続き着実に拡大しているとの認識を共有した。また、委員は、4月のコアベースの消費者物価指数の動きなどからみて、インフレ圧力は根強いとしても、インフレ・リスクが大きく高まっている訳ではない

との見方を概ね共有した。さらに、一部自動車メーカーの格付け引き下げ以降の米国金融資本市場の動きについて、委員は、これまでのところ、個別企業の問題として捉えられており、企業一般の信用力に対する投資家の見方は過度に慎重化してはいないとの認識を共有した。先行きについて、複数の委員は、景気拡大が続く可能性は引き続き高いとしながらも、ダウンサイドリスクとして、投資家のリスクテイク姿勢の一段の慎重化のほか、企業や消費者のコンフィデンスの悪化などを念頭に置く必要があると述べた。また、別の複数の委員は、先行指標が弱いことや長期金利が低下傾向にあることなどからみて、米国が景気後退入りするリスクは引き続き小さくないとした。

中国経済について、委員は、内外需ともに力強い拡大を続けているとの見方で一致した。輸入の伸びが鈍化している背景について、何人かの委員は、一時的な在庫調整の動き、現地供給力の増加、政策当局による投資過熱の抑制、などを指摘した。複数の委員は、直接投資の伸びが足もとで鈍化しているなど、投資抑制策の影響は徐々に広がりをもってきつつあるとした上で、同国が各種の構造問題を抱えていることも踏まえると、当面の動向は引き続き注意してみていく必要があると述べた。

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、持ち直しつつあり、先行きについても増加していくとの見方が概ね共有された。この間、ある委員は、業種によっては供給余力がかなり乏しいため、今後内需がしっかりと持ち直してきた場合には、海外経済の動向如何にかかわらず、輸出が伸び悩むということもあり得るとコメントした。

生産・在庫面について、委員は、IT関連分野の在庫調整が順調に進むもとで、生産は緩やかに増加しているとの認識を共有した。一人の委員は、1～3月の生産が高い伸びとなったことには、振れの大きい船舶が増加したことも影響しており、今後その反動が出てくることを踏まえると、当面の生産は緩やかな増加にとどまる可能性が高いと述べた。

IT関連分野の在庫調整について、多くの委員は、電子部品・デバイスの出荷の一段の落ち込みが回避されている中で、同品目の在庫の前年比は着実に低下してきており、調整は順調に進捗しているとした。足もとで非IT分野の在庫が増加していることについて、ある委員は、自動車の船待ち在庫などによるもので、基本的には、調整圧力は小さいとの見方を示した。別の複数の委員は、最終需要の動向や米国・中国の在庫動向なども踏まえると、IT関連分野、非IT分野とも、在庫調整圧力が高まる可能性もない訳ではないので、注意を要すると指摘した。

設備投資について、委員は、好調な企業収益を背景に増加傾向を続けているとの見方を共有した。複数の委員は、資本財出荷などは必ずしも強いとは言えないが、法人企業統計季報など今後公表される指標では設備投資の増加がしっかりとしたものであることを確認できるのではないかという見方を示した。

企業収益について、一人の委員は、原材料価格の高騰をはじめとする各種のコスト増は合理化努力で打ち消すことが可能な範囲であり、企業の新たな財・サービスを生み出す力が強まっていることを踏まえると、先行きも伸びは鈍化するが増益基調自体は維持されると考えておいて良いのではないかと述べた。この間、別の委員は、2006年3月期の業績について非製造業を中心に減益予想をする企業も少なからずみられており、増益傾向の持続性については幅をもってみる必要があると指摘した。

雇用・所得面では、委員は、雇用者数が増加傾向にあるほか、賃金も下げ止まりつつあることから、雇用者所得ははっきりと下げ止まっているとの認識を共有した。先行きについて、ある委員は、4月下旬に公表された企業行動アンケートで企業の今後3年間の雇用者数の見通しは92年度以来のプラスとなっていることなどを挙げ、雇用・所得面の改善傾向はしばらく続くとの見方を示した。

こうした雇用・所得環境のもとで、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。足もとの指標が強めの動きとなっていることについて、複数の委員は、10～12月に落ち込んでいた反動だけでなく、雇用者所得の持ち直しや消費者コンフィデンスの改善を反映した動きとして注目していきたいと述べた。そのうち一人の委員は、これまで長期化が続いてきた自動車の買い替えサイクルが短縮化の方向に向かうと、個人消費ひいては内需の先行きの姿は、現時点で考えているものより、より力強いものとなる可能性もあるとの見方を示した。

物価面について、委員は、今後の内外商品市況次第という面はあるが、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、賃金の下落が止まっているもとで、デフレ期待は明確に後退しており、これまでの国内企業物価上昇・消費者物価下落という構図がそろそろ変化してきてもおかしくはないと指摘した。一人の委員は、今後、年度入り後の価格改定の状況について注目していきたいとした。この間、別のある委員は、消費者物価の下落幅がかなり縮小している一方で、連鎖指数である個人消費デフレータの下落幅はそれほど縮小していないことを挙げ、来年8月に予定されている消費者物価指数の基準年改定に伴う影響は軽視できないとコメントした。

地価の動向について、ある委員は、商業地価格の高騰が注目されがちであるが、インフレ予想との関係では、商業地価格よりも住宅地価格の方が重要であるとした上で、足もとでは、マンション賃料が緩やかに持ち直すなど、住宅地のファンダメンタルズは改善しており、同価格についてファンダメンタルズから大きく乖離した価格形成がみられているとは言えないとコメントした。

2. 金融面の動向

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。

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、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わ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付け加えた。何人かの委員は、1～3月のGDP統計が市場予測を大きく上回ったにもかかわらず、株価の反応が乏しかったことについても、統計自体の振れの大きさが考慮されただけでなく、先行きの景気に対する市場参加者の見方がまだ相当に慎重であることを示している可能性もあるとコメントした。一人の委員は、市場は個々の経済指標や金融政策を巡る思惑等によって大きく振れる可能性があるため、注意深くみていく必要があると述べた。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

当面の金融政策運営について、委員は、消費者物価の前年比が小幅ながらマイナスを続けている現状では、現在の量的緩和政策の枠組みを堅持すること、すなわち、所要準備額を大幅に上回る潤沢な流動性を供給し、そうした政策を消費者物価指数に基づく「約束」に沿って続けていくこと、が重要である、という点で認識を共有した。

その上で、オペの応札状況など金融市場の実情に合わせて、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。委員は、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、金融機関の流動性需要が減少してきており、資金余剰感が強まっているといった点について、認識が一致した。

こうした状況を踏まえて、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、金融規律の低下に繋がるリスクがあるなどデメリットが大きいこと、約束に沿ってゼロ金利を継続することによって景気回復ひいてはデフレからの脱却のサポートは十分可能であること、等を理由に、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、もう一人の委員は、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、中立的金利に向けて短期金利を引き上げるまでのプロセスには十分な時間をかける必要があるため、当座預金残高の引き下げに着手し始めた方が良くと考えられること等を理由に、当座預金残高目標を減額することが適当であると述べた。これに対して、何人かの委員は、景気が「踊り場」にある中で、金融市場調節方針の変更を行うと、日本銀行の金融緩和スタンスが誤解されて、金融市場が過剰に反応するリスクがあると指摘した。

こうしたもとで、多くの委員は、現在の金融市場調節方針を維持した上で、目標値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意見を述べた。何人かの委員は、通常は、市場動向を十分に見極めつつ、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と指摘した。ただ、税揚げなど財政資金の動きに伴う極めて大幅な資金不足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と付け加えた。ある委員は、財政要因の季節的・制度的変動の大きさなどを踏まえると、現行の当座預金残高目標のレンジは十分に広いものとは言えないとの見方を示した。別の委員は、6月上旬の資金不足が一定期間続くことを踏まえると、下限割れを「程度」で読み込むことが難しくなる惧れがあり、「なお書き」として金融市場調節方針に書き込むことが必要であるとした。その際、ある委員は、上下双方向の「なお書き」が付されることで当座預金残高目標の意義が不明確とならないよう、発動条件については十分に明確なものとする必要があると述べた。別の一人の委員は、目標達成の努力が十分に行われるのであれば、当座預金残高目標の一時的な下限割れを許容することには反対しなかったとした。

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。複数の委員は、資金需要が極めて弱い場合に当座預金残高目標を維持し続けると、資金供給オペレーションの長期化により、日本銀行のバランスシートの固定化が進み、機動的な金融調節が阻害されると同時に、市場のリスクプレミアムの極端な縮小など市場機能に一層悪影響が及ぶと指摘した。もっとも、これに対して、一人の委員は、市場機能を低下させるまで金利を低下させることによりデフレ脱却までの距離を縮めている面もあるので、市場機能への悪影響を強調しすぎることは適当ではないという考え方を示した。

何人かの委員は、先行きの金融市場調節運営について見解を示した。これらの委員は、今後、金融機関の流動性需要が一段と減少する可能性もあると指摘した。このうち複数の委員は、景気が「踊り場」を脱し、明確な回復に転じた後に、現行の当座預金残高目標の維持が難しくなった場合には、日本銀行のデフレ克服に向けてのスタンスに悪影響が生じないことを確認しながら、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。こうした議論を受けて、一人の委員は、今回の対応は、当座預金残高目標の引き下げなど、今後の政策運営の方向とは切り離して理解する必要があると述べた。その上で、現時点で先行きの金融機関の流動性需要を予見することは難しく、市場機能を毀損することなく「30～35兆円程度」という現状の目標値の達成が可能かどうかは、その時々金融政策決定会合で判断していくこと

になると述べた。

昨年末以降の金融政策決定会合で当座預金残高目標に関する議論が活発に行われてきたことについて、一人の委員は、市場等においても、量的緩和政策の意味合いを含め様々な議論が行われてきたことは、それ自体として意味のあることであったとした。その上で、その委員は、今回の議論は、基本的には、金融システムの安定化のもとでの金融機関の流動性需要の後退とそれへの対応という技術的とも言える面にポイントがあったこともあり、当座預金残高目標をひたすら維持しようとするのが市場機能にどのような影響を及ぼすのか、そのことは物価安定のもとでの持続的な成長という目標達成にどう影響するのか、量的緩和政策を今後とも円滑に堅持していくためにはどのような工夫が必要か、といったより大きな論点が見逃されてきた面もあるのではないかと述べた。別の一人の委員は、議事要旨等を通じて対外的に明らかになった一連の目標引き下げの可否の議論だけでは、市場参加者の十分な理解を得るのに不足していた面もあるのではないかと指摘した。こうした議論を受けて、委員は、対外情報発信に当たっては、「なお書き」の修正は行ったが、所要準備額を大幅に上回る潤沢な流動性を供給し、そうした政策を消費者物価指数に基づく「約束」に沿って続けていくという、量的緩和政策の枠組みには何ら変更はない、という考え方をしっかりと説明していくことが重要であるとの認識を共有した。

・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おり、先日公表された17年1～3月期のQEにおいても、GDPデフレ率は引き続きマイナスとなっている。また、高水準にある原油価格が経済に与える影響や、株式市場の動向についても十分注視していく必要があると考えている。
- 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・日銀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。
- したがって、デフレが継続する現下の経済情勢においては、現在の政策内容が継続されることが適切であると考えている。ただし、金融市場の資金需給から、目標を常時維持することが極めて困難であるということであれば、目標値は維持しつつ、技術的な観点から「なお書き」を付記する措置により対応することは、やむを得ないことであると考えている。その場合でも、市場や国民に対し、今回の措置はあくまで技術的な観点から行われる対応であって、現在の量的緩和政策を堅持するという日本銀行の姿勢に揺らぎがないことを明確に説明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くものの、緩やかに回復をしている。先日公表した1～3月のQEでも、GDPデフレ率は前年比マイナスが続いているなど、依然としてデフレ状況にある。したがって、デフレ克服が確実になるまで、量的緩和政策の堅持を含め、政府・日本銀行一体となった取り組みを進めることが重要である。政府としては、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より拡大することとしているところである。
- 構造改革が着実に成果を上げつつあり、実体経済が回復する一方で、金融面ではマネーサプライは引き続き低迷している。デフレ克服には結果としてマネーサプライが増加する

ことが不可欠であり、日本銀行におかれては、今後とも効果的な資金供給をはじめ、実効性のある金融政策運営を行って頂くよう期待する。今後、財政要因等で当座預金残高が一時的に目標を下回る場合には、量的緩和政策を堅持する中での緊急避難的な技術的調整であることを対外的に明確にして頂き、また、下振れが発生した場合にはできるだけ早期にこれを解消して頂く必要があると考えている。

採決

以上の議論を踏まえ、多くの委員は、当面の金融市場調節方針については、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について、現在の「なお書き」の後に、金融機関の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値を下回ることがありうるとの趣旨の文言を付け加えることが適当である、との考え方を共有した。

ただし、一人の委員は、前記のような理由から、当座預金残高目標を現行の「30～35兆円程度」から「27～32兆円程度」に引き下げることが適当であり、その旨の議案を提出したいと述べた。別の一人の委員は、議案は提出しないが、当座預金残高目標の引き下げが適当である旨の意見を述べた。

この結果、以下の議案が採決に付されることになった。

福間委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「日本銀行当座預金残高が27～32兆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。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：福間委員、水野委員

反対：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、西村委員

議長からは、会合における多数意見を取りまとめる形で、以下の議案が提出された。

金融市場調節方針に関する議案（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。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。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、西村委員

反対：福間委員、水野委員

福間委員は、当座預金残高目標を引き上げてきた大きな要因である金融システム不安に伴う資金需要は後退していること、こうしたもとでの巨額の当座預金残高維持は、市場機能回復の障害となるほか、金融規律の低下を通じて将来的なインフレ・リスクが高まるなど、そのデメリットの方が大きいこと、市場機能の回復には相応の時間を要するため、金融機関の資金ニーズを見極めながら当座預金残高を慎重にゆっくりと減額していく必要があること、「約束」に沿ってゼロ金利を継続することにより、景気回復ひいてはデフレからの脱却をサポートすることは十分可能であること、から反対した。

水野委員は、日本銀行当座預金残高を減らしていくプロセスだけを捉えても数か月の期間を要する可能性があるとした上で、これまでの対外説明を通じて、当座預金残高目標の引き下げが金融機関の資金需要の減退への対応に過ぎないことは十分に理解されており、むしろ、当座預金残高目標を引き下げること、金融市場調節方針はより分かりやすいものとなるとして、上記採決において反対した。

・金融経済月報「基本的見解」の検討

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

この「基本的見解」は当日（5月20日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は5月23日に、それぞれ公表することとされた。

以 上

(別 添)

2 0 0 5 年 5 月 2 0 日
日 本 銀 行

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

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

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。

以 上

(17 年 6 月 14、15 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2005 年 6 月 14 日 (14:01 ~ 16:12)
6 月 15 日 (9:00 ~ 12:58)

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	(")
	須田美矢子	(審議委員)
	中原 眞	(")
	春 英彦	(")
	福間年勝	(")
	水野温氏	(")
	西村清彦	(")

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 (14 日)
	上田 勇	財務副大臣 (15 日)
内閣府	藤岡 文七	大臣官房審議官 (経済財政運営担当)

(執行部からの報告者)

理事	平野英治
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画局長	山口廣秀
企画局参事役	鮎瀬典夫 (15 日 9:00 ~ 9:13)
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 (15 日 9:00 ~ 9:13)
企画局企画役	加藤 毅
企画局企画役	武田直己
金融市場局企画役	坂本哲也 (15 日 9:00 ~ 9:13)

・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合(5月19、20日)で決定された方針¹に従って運営した。この結果、当座預金残高は、6月2日、3日に29兆円台と目標値の下限を一時的に下回ったが、この期間を除いては、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、ゼロ%近傍で推移した。ターム物レートも、総じて低位で推移している。

株価は、米国株価の上昇等を背景に上昇した後、上値の重い展開となり、日経平均株価は足もと11千円台前半で推移している。

長期金利は、米国長期金利の低下や機関投資家の底堅い需要等を受けて、1.2%台前半まで低下した。

為替相場をみると、円の為替相場は、中国人民元切り上げに対する思惑の後退や米国貿易赤字の予想比縮小などを受けて下落し、最近では107～109円台で推移している。

3．海外金融経済情勢

米国経済は、潜在成長率近傍の着実な景気拡大を続けている。最終需要面では、純輸出が大きなマイナス寄与となっている一方、国内民需は増勢が幾分鈍化しつつも堅調な増加を続けている。この間、コアベースの消費者物価指数は、緩やかながらも着実に上昇している。

ユーロエリアでは、これまでごく緩やかながらも景気回復が続いてきたが、このところ輸出や生産面を中心に停滞感がやや強まっている。

東アジアをみると、総じて景気の拡大が続いている。中国では、内外需ともに力強い拡大が続いている。この間、輸入は、一部業種における在庫調整の動きや景気過熱抑制策に伴う新規投資の増勢鈍化などから、伸びが大幅に鈍化している。NIEs、ASEAN諸国・地域では、輸出・生産がIT関連分野の調整の進捗を受けて増加傾向にあるなど、緩やかな景気拡大が持続している。

米欧の金融資本市場をみると、長期金利は、米国、欧州とも、市場予想を下回る経済指標の発表等を受けて、低下した。株価は、米国、欧州とも幾分上昇した。この間、社債の対米国債スプレッドは、5月下旬にかけて拡大傾向を辿ってきたが、その後は幾分縮小している。

エマージング金融資本市場では、米国など先進国の金融市場の安定や良好なファンダメンタルズなどに支えられて、多くの国・地域で株価が上昇し、対米国債スプレッドが縮小した。

¹ 「日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。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。」

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いているものの、中国での景気過熱抑制策の影響とみられる動きなどから、伸び悩んでいる。先行きについては、海外経済が全体として拡大を続け、IT関連分野の調整圧力も引き続き和らいでいくとみられることから、次第に伸びが高まっていくと予想される。

企業部門の動向をみると、設備投資は、高水準の企業収益を背景として増加している。法人企業統計季報によると、製造業の設備投資は今年1～3月まで3四半期連続の増加となったほか、昨年後半に弱めの動きとなっていた非製造業の設備投資も、1～3月は回復した。資本財出荷（除く輸送機械）は、昨年後半以降は横這い圏内で推移してきたが、4月は大幅に増加した。

生産は、IT関連分野の在庫調整が進むもとの、緩やかに増加している。鉱工業生産は1～3月に比較的是っきりと増加した後、4月も増加した。在庫面では、電子部品・デバイスの在庫は5ヶ月連続で減少しているが、全体では、自動車メーカーの納期待ちなどの一時的な要因が影響したことから、幾分増加している。先行きについては、生産は、増加基調を続けると考えられる。ただし、IT関連分野における最終需要の動向や輸出の増加が明確になるタイミングには不確実性が大きいとみられ、今後の動向は、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改善傾向を続けており、毎月勤労統計でみた常用雇用者数は前年比増加が続いている。また、パート労働者数の前年比がマイナスとなるなどパート比率の頭打ちが鮮明になってきた。賃金面をみると、パート比率の動きを背景に所定内給与は下げ止まりつつあり、一人当たり名目賃金の下げ止まりは一層明確になってきた。こうしたもとの、雇用者所得は緩やかに増加している。先行きについては、企業は人件費を抑制するスタンスを維持するとみられるが、雇用過剰感が概ね払拭されていることや、企業収益が好調を持続するとみられるもとの、雇用者所得は緩やかな増加を続けていく可能性が高い。

個人消費は、1～3月に続き4月も底堅く推移している。1～3月は昨年10～12月に天候・災害要因の影響から総じて弱い動きとなったことの反動もあって持ち直しを示す指標が多くみられたが、4月も乗用車新車登録台数（除く軽）や家電販売、全国百貨店売上高などが底堅く推移している。先行きの個人消費については、雇用者所得の緩やかな増加を伴いつつ、着実な回復を続ける可能性が高い。

物価動向をみると、国際商品市況は引き続き高値圏で推移している。国内企業物価は、原油価格上昇の影響などから、大幅に上昇している。先行きも当面上昇を続ける可能性が高い。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等から小幅のマイナスとなっており、先行きも当面、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。そうしたもとの、民間銀行貸出は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並みの水準となっている。

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

・分割償還債にかかる適格担保としての取扱いの見直しについて

1．執行部からの提案内容

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ため、「適格担保取扱基本要領」の一部改正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、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、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にはもう少し見極めが必要である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なお継続中である、と指摘した。

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。

海外経済に関して、委員は、米国や東アジアを中心に拡大が続いているとの見方を共有した。ある委員は、原油価格が高騰していることや、足もと製造業の活動にグローバルな軟調傾向が出ていることには注意が必要であると述べた。

米国経済について、委員は、個人消費や住宅投資といった家計支出が増加しているほか、雇用環境も改善しており、潜在成長率近傍の成長率で引き続き着実に拡大しているとの認識を共有した。これに関して、何人かの委員は、企業の景況感指数（ISM指数）などをみると、米国の製造業にやや勢いがいないことが懸念されると述べた。また、複数の委員は、米国の金利引き上げが消費や住宅投資の今後の動向に与える影響を注視する必要があると述べた。

東アジア経済について、委員は、中国で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との見方で一致した。中国の輸入の伸びが鈍化している背景について、多くの委員は、基本的には景気過熱抑制策など国内要因に基づく調整圧力が在庫面などに生じているとみられると指摘した。ある委員は、現地供給力の増加により輸入代替が進んでいる可能性もあると付け加えた。また、複数の委員は、中国には様々な構造問題が残っており、これが今後どのように改善していくか引き続き注意を払っていく必要があると指摘した。

こうしたもとの、わが国の輸出は、中国向けを中心に伸び悩んでいるが、先行きについては、中国国内の調整がいつ終わるかはっきりしないものの、海外経済全体として拡大が続くと見込まれるもとの、増加基調を辿るとの見方が概ね共有された。ただ、多くの委員は、世界的なIT関連需要の回復テンポが緩やかと見込まれることも考えると、輸出の伸びは昨年前半のような高いものとはならない可能性が高いとの見方を示した。また、一人の委員は、一部業種で設備能力の制約から当面供給余力が乏しい状態が続くと予想されることも、輸出の伸びを抑える要因となり得ると付け加えた。

生産・在庫面について、委員は、IT関連分野の在庫調整が順調に進むもとの、生産は緩やかに増加しているとの認識を共有した。何人かの委員は、1～3月の生産は、鋼船等の一時的な押し上げ要因が効いたことから高めの伸びとなったが、4～6月は、この反動も予想されることから微増程度の伸びに止まるのではないかと指摘した。この間、ある委員は、4～6月の生産は、ほぼ横這いなし微減のリスクがあると述べた。

IT関連分野の調整について、多くの委員は、電子部品・デバイスの在庫の前年比は着実に低下してきており、調整は着実に進展しているとの認識を示した。これに関して、何人かの委員は、生産、出荷などの計数面では回復を確認できていないものの、関連財の市況や企業等からのミクロ情報などを踏まえると、調整は想定通り進捗しているとみられると述べた。このうち一人の委員は、ミクロ情報によると、台湾の半導体メーカーに回復感が窺われていると述べた。別の委員は、世界半導体市場予測が上方修正されていると指摘した。また、複数の委員は、DRAMやハードディスクドライブの価格に下げ止まりの兆しが窺われており、こうした動きが本格的なものかどうか注意してみていく必要があると指摘した。

IT関連分野以外の在庫が増加していることについて、多くの委員は、自動車の船待ち在庫など一時的とみられる要因によるものと考えられるが、今後在庫調整圧力が高まることのないか、海外の需要動向等注意してみていく必要があると述べた。

設備投資について、委員は、前回会合以降公表された法人企業統計季報などの指標を踏まえると、高水準の企業収益を背景にしっかりと増勢が続いていることが確認できたとの見方で一致した。ある委員は、IT関連分野以外の製造業では生産能力の上限に近い高水準の生産が続いており、関連業界を含めて広い範囲に亘って能力増強目的の投資が行われていると述べた。複数の委員は、小売、電力・ガスなど非製造業にも設備投資増加の裾野が広がりつつあることは前向きに評価できるとコメントした。また、別の複数の委員は、高水準のキャッシュフローが実物投資などに回り始めた可能性もあると指摘し、投資意欲の強さについては次回の短観で確認したいと述べた。この間、別の委員は、キャッシュフローが高水準であっても、期待収益率の上昇が明確でない中、企業の投資姿勢には慎重さが残るのではないかと述べた。別の一人の委員は、バブルの教訓等もあり、企業は慎重に投資の意思決定を行っているが、そのことがむしろ、息の長い投資増加をもたらすのではないかと指摘した。

企業収益について、委員は、各種調査で高水準の収益が維持される見通しとなっていることなどを踏まえると、伸びは鈍化するにしても、増益基調自体は維持されるとの見方で一致した。何人かの委員は、原油価格が再び高騰していることが企業収益等に与える影響には注意する必要があるとの認識を示した。また、一人の委員は、高水準の収益を背景に増復配する企業が増えており、これが株式市場などにプラスの効果を及ぼす可能性があるとして指摘した。

雇用・所得面では、委員は、雇用者数が増加傾向にあるほか、賃金も下げ止まっていることから、雇用者所得は緩やかに増加しており、先行きも、緩やかな増加を続ける可能性が高いとの認識を共有した。

こうした雇用・所得環境のもとで、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。昨年10～12月からの反動増もあって増加した本年1～3月に続いて、4月も個人消費の指標が強めであったことについて、多くの委員は、雇用者所得の増加や消費者コンフィデンスの改善が背景にあるとの認識を示した。このうちある委員は、旅行・外食等のサービス支出の増加が個人消費の伸びに寄与していると述べた。複数の委員は、多くの企業が増復配による株主還元を進めていることも個人消費にプラスの影響を与えている可能性があるとして述べた。また、別の委員は、景気ウォッチャー調査等によると、近畿、中国などの地域でも個人消費の増加を窺わせる動きが広がってきていると指摘した。

このように個人消費や設備投資といった内需が強めの動きをしている一方で、輸出が伸び悩

んでいることを踏まえ、今後内需がどこまで景気回復の牽引役となり得るかについて議論が行われた。複数の委員は、内需とりわけ個人消費の強さが本格的なものかどうかについては、もう少し見極めていく必要があると述べた。また、このうち一人の委員は、輸出増加による収益増加が見込まれなければ設備投資の持続的な拡大は期待できず、内需が経済成長の牽引役にはならないのではないかと指摘した。これに対し、別の委員は、このところのサービス関連消費の増加などを踏まえると、今後は個人消費の増加による収益増加を見込んだ設備投資が持続的に拡大することも展望し得るのではないかとの見解を示した。また、ある委員は、輸出の増加を受けて生産が増加し、所得も増加していくといった景気拡大の主たるメカニズムに、個人消費の増加を起点とした内需の自律的な拡大というもう一つのメカニズムが加わった可能性があるのではないかと述べた。

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が、そのテンポは鈍化する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、需給ギャップの縮小や賃金の下げ止まりを背景に、特殊要因を除いた消費者物価は既にゼロ近傍にあると指摘した。また、別の複数の委員は、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クオ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指摘した。この間、一人の委員は、価格競争が激しく技術革新のテンポが速い耐久消費財価格が下落していることなどを踏まえると、消費者物価の緩やかな下落傾向は続いているのではないかと述べた。

地価の動向について、一人の委員は、市街地価格指数でみると、六大都市の商業地は14年振りに前期比プラスに転じており、こうした土地価格の動向が個人消費や設備投資にどのように波及していくかみていく必要があると述べた。

2. 金融面の動向

金融面に関して、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。

金融資本市場の動向について、何人かの委員は、前回会合で当座預金残高目標の下限割れを認める「なお書き」を加えたこと、および、6月2日、3日に実際に当座預金残高目標の下限割れが発生したことに対して、市場は冷静な反応を示しており、量的緩和の枠組みには何ら変更はないというスタンスが市場に正しく理解されたとみてよいのではないかとコメントした。また、一人の委員は、最近の市場は膠着状態を続けているが、原油価格の再上昇や米国でのインフレ動向といった波乱要因を考えると、引き続き注意深くみていく必要があると述べた。別の委員は、日本を含む世界的な長期金利の低下について、経済がグローバル化するもとで、インフレ期待が低下していることや企業の投資行動が慎重になっていること等、ファンダメンタルズの変化を反映した部分が大きいとの見方を示した。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

当面の金融政策運営について、委員は、消費者物価の前年比が小幅ながらマイナスを続けている現状では、所要準備額を大幅に上回る潤沢な流動性を供給し、そうした政策を消費者物価指数に基づく「約束」に沿って続けていく、という現在の量的緩和政策の枠組みを堅持すること、が重要であるという点で、前回決定会合に続き認識を共有した。

その上で、金融システム不安が後退するもとで、金融機関の流動性需要が減少し資金余剰感が強まっている状況を踏まえて、複数の委員は、量的緩和政策をより円滑に運営していくため

には、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。一人の委員は、金融環境が変化している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、金融規律の低下に繋がるリスクがあるなどデメリットの方が大きいとして、当座預金残高目標を「27～32兆円程度」に減額し、「なお書き」を前回決定会合での修正前の文言に戻すことが適当であるとの見解を示した。また、もう一人の委員は、当座預金残高をある程度引き下げていかないと短期金融市場の機能は回復しないと主張し、当座預金残高目標を「25～30兆円程度」に減額することが適当であると述べた。

これに対して、大方の委員は、現在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。多くの委員は、景気が「踊り場」にある中で、金融市場調節方針の変更を行うと、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るとの認識を示した。一人の委員は、デフレ克服にマイナスの影響が出ないことへの理解を得ながら、慎重に当座預金残高目標を減額していくことは将来の選択肢の一つと指摘しつつも、景気が「踊り場」にある中では、現状の金融市場調節方針の継続が適当であると述べた。ある委員は、量的緩和政策の効果の中には家計・企業の期待に働きかける効果があると思うが、金融市場調節方針の修正にあたっては、こうした期待に働きかける効果を損なうことのないよう、極めて慎重な配慮が必要であるとの認識を示した。別の一人の委員は、当座預金残高目標を減額することは、量的緩和政策の時間軸効果を減殺してしまうリスクがあり、現在の目標水準を維持することは、デフレ克服を確かなものとし、市場機能の回復を可能とする最短の途であると述べた。

前回決定会合で修正した「なお書き」の扱いについて、一人の委員は、金融機関の流動性需要の減少やそのもとでの「札割れ」の頻発といった基本的な構図に変化がないもとで、今後様々な要因によって、金融機関の資金需要が減少するような場合には、市場機能への影響に配慮しつつ、最大限の資金供給努力を行っても、当座預金残高目標の維持が難しくなる場合も考えられることから、「なお書き」を維持することが適当であると述べた。また、何人かの委員も、「なお書き」を修正した趣旨については、市場でほぼ正確に理解されてきており、「なお書き」を変更する必要はないとの見解を述べた。この間、一人の委員は、前回修正した「なお書き」を維持することには敢えて反対するものではないが、発動基準や配慮すべき市場機能の内容について、必ずしも明確でない面もあることから、今後とも議論を行いつつ、残高目標達成に向けてのオペレーション上の努力を一貫して続けていくことが重要であると述べた。

この点に関連して、委員は、前回会合における「なお書き」修正の趣旨は、金融機関の流動性需要が減少していることを踏まえ、金融機関の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値を下回ることがありうるとしたものであり、今後の政策決定に関して何かを積み残しているものではないという点を改めて確認した。複数の委員は、金利の正常化に向けた第一歩というような今後の政策と結びつけた形で解釈されることがないように、対外的な情報発信には正確を期す必要があると付け加えた。

また、量的緩和政策のもとでの資金供給が市場機能へ及ぼす影響についても議論があった。ある委員は、資金供給オペレーション期間の長期化により、例えば短期国債の金利がほぼ一様にゼロに貼り付くなど、タイム・バリューのない異常な金利形成になっていると述べた。また、一人の委員は、2006年度にかけて量的緩和政策の枠組みを変更する可能性が徐々に高まると想定されるもとで、長めの資金供給オペレーションにより金利を無理に押し下げてしまうと、金利に関する市場の情報発信機能を損なうことになるため、オペレーション期間の長期化は避けるべきであると指摘した。別の委員は、同様の観点から、オペレーション期間の短期化を進めるべきとの見解を示した。これに対して、複数の委員は、市場機能の尊重は中央銀行にとって極めて重要なテーマであるが、潤沢な資金供給がイールドカーブを押し下げる効果を持ち得ることは量的緩和政策の宿命でもあると指摘した。別の一人の委員は、量的緩和政策は、当初から市場機能への影響と政策目的達成との間のバランスを保ちつつ進められてきた政策であるとした上で、経済金融情勢が変化してきている中で、当座預金残高目標が自己目的化し、市場機

能に過度の悪影響を及ぼすことは出来る限り避けるべきであると述べた。

・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、大局的にみれば、景気は回復局面にあり、弱さを脱する動きもみられるが、デフレは依然として継続している。
また、高騰を続ける原油価格が経済に与える影響についても、その動向を注視していく必要がある。
- 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・日銀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。
- したがって、デフレが継続する現下の経済情勢においては、現在の政策内容が継続されることが適切であると考えている。
日本銀行におかれては、デフレ克服に向け、現状の量的緩和政策を堅持する姿勢に変更のないことを、引き続き明確に示して頂きたいと考えている。
また、前回会合においては、技術的な観点から「なお書き」を付記することが決定されたが、これについてもその趣旨に沿った適切な運用を図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。

- 景気の実況については、弱さを脱する動きがみられ、緩やかに回復している。政府は、現在、経済財政諮問会議において「基本方針 2005」の取りまとめを行っているが、平成 18 年度以降には名目成長率 2 %程度あるいはそれ以上の成長経路を辿ると見込んだことも念頭におき、経済活力と財政健全化を両立させつつ、民間需要・雇用の拡大に力点を置いて、構造改革を加速・拡大し、デフレからの脱却を確固たるものにするものとしている。
- 日本銀行におかれては、実体経済が大局的には緩やかに回復している一方、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、政府の取り組みや、経済の展望と整合的なものとなるよう、市場の動向や期待を踏まえつつ、実効性のある金融政策運営を行って頂くよう期待する。

・採決

以上の議論を踏まえ、多くの委員は、当面の金融市場調節方針については、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について、「なお書き」を含め、現状を維持することが適当である、との考え方を共有した。

ただし、一人の委員は、前記のような理由から、当座預金残高目標を現行の「30～35 兆円程度」から「27～32 兆円程度」に引き下げることが適当であり、その旨の議案を提出したいと述べた。また、別の委員は、前記のような理由から、当座預金残高目標を現行の「30～35 兆円程度」から「25～30 兆円程度」に引き下げることが適当であり、その旨の議案を提出したいと述べた。

この結果、以下の議案が採決に付されることになった。

福岡委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「日本銀行当座預金残高が 27～32 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。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：福間委員

反対：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、水野委員、西村委員

水野委員からは、「日本銀行当座預金残高が 25～30 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：水野委員

反対：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、福間委員、西村委員

議長からは、会合における多数意見を取りまとめる形で、以下の議案が提出された。

金融市場調節方針に関する議案（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。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。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、西村委員

反対：福間委員、水野委員

福間委員は、当座預金残高目標を引き上げてきた大きな要因である金融システム不安に伴う資金需要は後退していること、こうしたもとでの巨額の当座預金残高維持は、市場機能回復の障害となるほか、金融規律の低下につながるリスクがあること、「約束」に沿ってゼロ金利を継続することにより、景気回復ひいてはデフレからの脱却をサポートすることは十分可能であること、から反対した。

水野委員は、短期国債買入れオペレーションでも「札割れ」が発生するなど、金融機関の流動性需要の減退が顕著になってきたこと、日本銀行当座預金残高を引き

下げていかないと市場の機能は回復しないこと、当座預金残高目標の引き下げが金融機関の資金需要の減退への対応に過ぎないことは十分に理解されており、当座預金残高目標を引き下げること、金融市場調節方針はより分かりやすいものとなること、から反対した。

・金融経済月報「基本的見解」の検討

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

この「基本的見解」は当日（6月15日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は6月16日に、それぞれ公表することとされた。

・議事要旨の承認

前々回会合（4月28日）および前回会合（5月19、20日）の議事要旨が全員一致で承認され、6月20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7月～12月における金融政策決定会合等の日程が別添2のとおり承認され、即日対外公表することとされた。

以 上

(別添1)

2005年6月15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(賛成多数)。

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。

以 上

(別添2)

2005年6月15日
日本銀行

金融政策決定会合等の日程(2005年7月～12月)

	会合開催	金融経済月報 (基本的見解)公表	(議事要旨公表)
2005年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>	(10月17日<月>)
10月	10月11日<火>・12日<水>	10月12日<水>	(11月24日<木>)
	10月31日<月>	—	(12月21日<水>)
11月	11月17日<木>・18日<金>	11月18日<金>	(12月21日<水>)
12月	12月15日<木>・16日<金>	12月16日<金>	未定

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

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

(注3) 「経済・物価情勢の展望(2005年10月)」の「基本的見解」は、10月31日<月>15時(背景説明を含む全文は11月1日<火>14時)に公表の予定。

以上

(17 年 7 月 12、13 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2005 年 7 月 12 日 (14:00 ~ 15:38)
7 月 13 日 (9:00 ~ 12:48)

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	(")
	須田美矢子	(審議委員)
	中原 眞	(")
	春 英彦	(")
	福間年勝	(")
	水野温氏	(")
	西村清彦	(")

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
企画局企画役	内田眞一
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局参事役	門間一夫
国際局長	堀井昭成

(事務局)

政策委員会室長	秋山勝貞
政策委員会室審議役	神津多可思
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(6月14、15日)で決定された方針¹に従って運営した。この結果、当座預金残高は、31～34兆円台で推移した。この間、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、資金供給オペレーションに対する「札割れ」が続いている。

2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、ゼロ%近傍で推移した。ターム物レートも、低位で安定的に推移している。

株価は、円の対米ドル相場下落や一部経済指標の予想比上振れなどを受けて底堅く推移し、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、米欧の金利の低下を背景に、1.1%台後半まで低下した。その後、米欧の金利上昇や一部経済指標の予想比上振れなどを受けて上昇し、足もとは1.2%台前半で推移している。

為替相場をみると、円の対米ドル相場は、米国との金利差拡大見通しなどを背景としたドル買いを受けて下落し、最近では111～112円台で推移している。

3．海外金融経済情勢

米国では、潜在成長率近傍の着実な景気拡大が続いている。最終需要面をみると、純輸出が大きなマイナス寄与となっている一方、国内民需は、増勢が幾分鈍化しつつも堅調な増加を続けている。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。

ユーロエリアは、輸出が趨勢として弱含んでいるほか、生産も振れを均してみると減少傾向にあるなど、停滞感が根強い。

東アジアをみると、中国では、内外需とも力強い拡大が続いている。中国の輸入は、一部業種における在庫調整や景気過熱抑制策の浸透に伴う新規投資の増勢鈍化などから、伸びが大幅に鈍化している。NIEs、ASEAN諸国・地域では、緩やかな景気拡大が持続している。

米欧の金融資本市場をみると、長期金利は、米国、欧州とも、一旦低下した後、前回会合時点の水準近くまで上昇した。株価は、米国では軟調な展開となった一方、ドイツが横ばい圏内、英国では上昇するなど、国毎に区々の動きとなった。

エマージング金融資本市場では、原油高に伴う先行き不透明感がある中、多くの国・地域で為替相場や株価が軟調になる一方、対米国債スプレッドは縮小した。

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いているものの、中国での景気過熱抑制策の影響とみられる動きなどから、伸び悩んでいる。先行きは、海外経済が米国、東アジアを中心に拡大を続け、

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。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。」

IT関連分野での調整圧力も引き続き和らいでいくとみられることから、次第に伸びが高まっていくと予想される。

企業部門の動向をみると、企業収益が高水準を続ける中、業況感にも再び改善がみられ、設備投資は増加を続けている。先行きの設備投資は、内外需要の増加や高水準の企業収益が続く見込みのもとで、引き続き増加すると予想される。6月短観で2005年度の設備投資計画をみると、製造業大企業が2004年度に続き大幅に増加、非製造業大企業でも近年で最も強い計画であったほか、中小企業も現時点としてはしっかりと計画となっている。

生産は、IT関連分野の在庫調整が進むもとで、緩やかな増加傾向にある。4～5月の鉱工業生産は、全体として横ばい圏内の姿となっているが、一時的に増加した鋼船・化学の反動が影響しており、均してみれば緩やかな増加傾向とみられる。先行きも、内外需要の増加や、IT関連分野の調整進展から、増加基調をたどるとみられる。

在庫は、長い目でみれば低水準ながら、足もとは横ばいの動きとなっている。電子部品・デバイスの在庫は、4～5月にやや増加したが、1～3月の調整進展が大幅であったことや、短観における電気機械の在庫判断DIの改善、さらには地域経済報告等にみられるミクロ情報などをあわせてみれば、基調として在庫調整は着実に進んでいる。

雇用・所得環境をみると、労働需給を反映する諸指標が改善傾向を続ける中で、雇用者数は増加を続けており、パート比率は緩やかに低下してきている。賃金面では、特別給与が増加傾向にあるほか、所定内給与も、パート比率の動きなどを反映して、このところ小幅ながら上昇に転じており、一人当たり名目賃金の下げ止まりは一段と明確になってきている。こうしたもとで、雇用者所得は緩やかに増加しており、先行きも緩やかな増加を続ける可能性が高い。

個人消費は、底堅く推移している。1～3月に消費の持ち直しを示す指標が多くみられた後、4月以降も乗用車新車登録台数（除く軽）や家電販売、全国百貨店売上高などが底堅く推移している。先行きも、雇用者所得の緩やかな増加を背景に、着実な回復を続ける可能性が高い。

国内企業物価は、原油価格の影響などから上昇している。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みられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、基調としては小幅のマイナスとなっており、先行きも、需給環境の緩やかな改善が続くとみられるものの、電気・電話料金引き下げの影響もあって、当面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。そうしたもとで、民間銀行貸出は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並みか前年をやや上回る水準で推移している。

マネタリーベース、マネーサプライ（M2 + CD）の伸び率は、前年比1%台となっている。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

経済情勢について、委員は、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、国内民需は、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。複数の委員は、支店長会議等からも、わが国の景気が、地域間格差を伴いつつも、全体として回復を続けていることを確認できたと述べた。

海外経済に関し、委員は、米国や東アジアを中心に拡大が続いており、今後も景気拡大を続けるとの見方を共有した。ただし、何人かの委員は、原油価格上昇の影響が米国をはじめ世界経済の成長を腰折れさせることがないか、世界的にみられる製造業の生産活動の減速が続くのかどうか、といった点は、引き続き注視していく必要があると述べた。

米国経済について、何人かの委員は、製造業の生産活動が減速するなど、景気拡大のペースは幾分鈍化しているが、雇用者数や失業率も総じてみれば改善傾向にある等、着実な景気拡大が続いており、先行きも潜在成長率近傍の景気拡大が維持できるのではないかと、この認識を示した。

東アジア経済について、多くの委員は、中国で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と述べた。多くの委員は、中国の輸入の伸びが引き続き大幅に鈍化していることを指摘し、その背景について、基本的には景気過熱抑制策など国内要因に基づく調整圧力が在庫面などに生じているものとみられると述べた。

こうしたもとで、わが国の輸出は、中国向けを中心に伸び悩んでいるが、先行きは、海外経済が全体として拡大を続けるとみられるもとで、増加基調をたどるとの見方が概ね共有された。一人の委員は、中国の現地在庫の調整も一巡しつつあるとみられること等から、中国向け輸出も遠からず回復するとみられると述べた。ただ、回復後の輸出の伸びについて、ある委員は、世界的なIT関連需要の回復テンポが緩やかと見込まれることも考えると、昨年前半のような高いものとならない可能性が高いとの見方を示した。

一方、国内民間需要について、委員は、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。

企業収益について、複数の委員は、短観の売上高経常利益率等をもみても、高収益が続いていることが確認できたと述べた。ある委員は、短観には原油高が十分に織り込まれていない可能性はあるが、為替は足もとの水準より円高で想定されており、こちらは収益を支える方向に働くと述べ、両者をあわせみると収益計画は実現可能性が高いとの見方を示した。設備投資については、何人かの委員が、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述べた。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・規模の拡がりが見られると指摘した。

企業の業況感に関し、何人かの委員は、6月短観をみると、製造業・非製造業ともに幅広い業種で改善してきていると述べた。短観の先行きの業況判断がやや悪化していることについて、ある委員は、足もとの改善と先行きの悪化を均してみると、業況感は横ばいとの評価が適切と述べた。これに対し、一人の委員は、先行きの悪化の程度は軽微であると指摘した。別の委員は、原材料価格の動向が不透明な中で、バブル期のピークを超える利益率をあげている現状をさらに上回る強気の見通しを、企業経営者は、立て難くなっているとみられると述べた。

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。

雇用・所得面について、複数の委員は、雇用者数が増加を続け、パート比率が低下に転じる中で賃金も下げ止まっており、雇用者所得が緩やかに増加していると述べた上で、先行きも、企業の雇用過剰感がほぼ払拭される中で、雇用者所得の増加傾向がより明確になるとの見方を述べた。

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。また、一人の委員は、自動車販売や一部小売業等の好調は、供給側が消費者の嗜好を的確に捉えた結果という面もあると述べた。

生産・在庫面について、何人かの委員は、1～3月が高めの伸びとなった後、4月以降も、統計上は横ばいの動きとなっているが、鋼船や化学での振れを均してみると、緩やかな増加傾向にあるとみられると述べた。

IT関連分野の調整に関して、複数の委員は、鉱工業統計上、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、世界の半導体販売額が伸び悩む中、日本の半導体販売額や半導体製造装置の受注の伸びもマイナスであることなどから、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、企業ヒアリングや支店長会議での報告などのミクロ情報や、短観の業種別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意見を述べた。また、複数の委員は、IT関連分野の調整が続く中であっても、非IT関連の製造業やサービス等の非製造業が好調を続けている点に注目していると述べた。

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、石油製品価格の動向等から振れはみられるが、基調として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、複数の委員は、年末から来年初にかけて、電気・電話料金等の特殊要因が剥落する中で、消費者物価の前年比がプラスに転じる可能性もある、との見通しを示した。さらに、複数の委員は、賃金の状況に幾分変化がみられる中で、先行き、ユニット・レーバー・コストの動きなどの物価を巡る環境にどのような影響が及ぶかに注目していると述べた。

2. 金融面の動向

金融面に関して、複数の委員は、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を述べた。

金融資本市場の動向について、複数の委員は、株価は底堅く推移しており、一旦低下していた長期金利も、短観の公表後は、再び上昇に転じていると述べた。また、何人かの委員は、ロンドンでのテロの影響について、ロンドンをはじめ海外市場が落ち着いて推移したこともあって、わが国の金融市場にも特に大きな影響はなかったとの認識を示した上で、今後、金融市場や実体経済に何らかの影響が及ぶことがないかについて、注意深く確認していく必要があると述べた。

3. 中間評価

以上のような経済・物価・金融面の情勢認識を踏まえ、4月の展望レポートで示した「経済・物価情勢の見通し」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2005年度は「見通し」に比べて上振れるが、2006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。ある委員は、景気回復のメカニズムが国内民間需要中心へとシフトしていくのかは、今後しっかり確認していきたいと述べた。

当面の注目すべきリスク要因として、多くの委員は、中国経済の動向と、原油価格上昇の経済・物価への影響について言及した。

中国経済に関しては、多くの委員が、在庫調整の終了時期が不確実なほか、人民元切り上げを巡る思惑、電力・水をはじめとするインフラ面のボトルネック、労働争議の頻発や日本の対

中投資の減速等の懸念材料を指摘し、先行き注意深くみていきたいと述べた。

また、原油価格の上昇について、何人かの委員は、米国やBRICs等の成長という実需が背景にあるため、原油価格高が長期化する可能性もあると指摘した上で、これが長期化した場合の企業収益や個人消費への影響はどうか、インフレ懸念の高まりや、その下での長期金利の反発等が生じないかどうか、丁寧に点検していく必要があると述べた。

こうした認識のもと、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合意がみられた。

・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、消費者物価の前年比が基調的には小幅のマイナスで推移するもとは、「約束」の条件に沿って、量的緩和政策の枠組みを堅持することが引き続き重要であるという認識を共有した。

その上で、複数の委員は、金融システム不安が後退するもて、金融機関の流動性需要が減少し、資金余剰感が強まっている状況を踏まえるとともに、量的緩和政策をより円滑に運営するため、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、上記の経済物価情勢の判断を踏まえ、「なお書き」を含めて、現在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。ある委員は、当座預金残高目標の減額は、「引き締め」と受け止められる可能性があり、こうした点を踏まえ、金融経済環境を丁寧に点検していくことが必要との認識を示した。別の委員は、慎重に当座預金残高目標を減額していくことは将来の選択肢の一つと指摘しつつも、景気や物価の現状を踏まえると、現状の金融市場調節方針の継続が適当であると述べた。

7月下旬から8月初にかけて、国債発行や税揚げ等による資金不足幅の拡大が見込まれることを念頭に置いて、何人かの委員は、調節運営についての意見を述べた。これらの委員は、市場機能への影響に配慮しながら最大限の資金供給努力を行うことを前提に、残高目標値の下限を下回ることもあり得るとの認識を示した。

また、何人かの委員は、5月の消費者物価指数の前年比がゼロ%となるなど、物価を巡る環境に変化がみられる中で、残高目標の下限を下回った場合、金融市場に一段と思惑が強まる可能性もあると指摘した。その上で、「なお書き」の趣旨が量的緩和政策を円滑に運営していくためのものであることを丁寧に説明するとともに、現在の物価情勢を踏まえれば、当面、金融政策運営の基本スタンスに変化がないこと、量的緩和政策からの「出口」については、「約束」の3つの基準に即して適切に判断していくこと、経済・物価情勢の変化に対しては、機動的かつ柔軟に対応していく方針であること、を情報発信していくことが重要であると述べた。この間、別の委員は、情報発信に当たっては、経済・物価の見方等を丁寧に説明することが大事であり、先行きの政策運営への思惑を生まないよう努める必要があるとの考えを述べた。

・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、景気は弱さを脱する動きがみられ、緩やかに回復しているが、デフレは依然として継続している。
また、景気判断にあたっては、情報通信分野における在庫調整の動きや、高騰を続ける原油価格が経済に与える影響について、引き続き注意深く見極めていくことが重要である。
- 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が、

引き続き重要な政策課題である。

従って、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、現状の量的緩和政策を堅持する姿勢に変更がないことを、市場や国民に引き続き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、弱さを脱する動きがみられ、緩やかに回復している。金融面ではマネーサプライ（M2 + CD）の伸び率が1%台で推移しており、物価動向を総合的に勘案すれば依然としてデフレ状況にある。
- 政府は6月21日に「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2005」を閣議決定したが、平成18年度以降、名目成長率2%程度、あるいはそれ以上の成長経路をたどると見込んだことも念頭におき、経済活力と財政健全化を両立させつつ、民間需要、雇用の拡大に力点を置いて構造改革を加速、拡大し、デフレからの脱却を確固たるものとするとしている。
- 日本銀行におかれては、実体経済が緩やかに回復している一方、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、政府のデフレ脱却への取り組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、市場の動向や期待を踏まえつつ、実効性のある金融政策運営を行って頂くよう期待する。

採決

以上の議論を踏まえ、多くの委員は、当面の金融市場調節方針については、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について、「なお書き」を含め、現状を維持することが適当である、との考え方を示した。

これに対し、一人の委員は、当座預金残高目標を現行の「30～35兆円程度」から「27～32兆円程度」に引き下げる旨の議案を提出したいと述べた。また、別の委員は、当座預金残高目標を現行の「30～35兆円程度」から「25～30兆円程度」に引き下げる旨の議案を提出したいと述べた。

この結果、以下の議案が採決に付されることになった。

福間委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「日本銀行当座預金残高が27～32兆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。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：福間委員

反対：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、水野委員、西村委員

水野委員からは、「日本銀行当座預金残高が25～30兆円程度となるよう金融市場調節を行う。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：水野委員

反対：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、福間委員、西村委員

議長からは、会合における多数意見を取りまとめる形で、以下の議案が提出された。

金融市場調節方針に関する議案（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。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。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、西村委員

反対：福間委員、水野委員

福間委員は、当座預金残高目標を引き上げてきた大きな要因である金融システム不安に伴う資金需要は後退していること、巨額の当座預金残高維持は、市場機能回復の障害となるほか、金融規律の低下につながり、ひいては将来の金利変動リスクを高める可能性があること、「約束」に沿ってゼロ金利を継続することにより、景気回復ひいてはデフレからの脱却をサポートすることは十分可能であること、から反対した。

水野委員は、金融機関の流動性需要の減退が顕著になってきたこと、当座預金残高目標の引き下げが量的緩和政策の枠組み変更とは異なることは、市場でも十分に理解されていること、オペ期間の短期化を含め、金融政策運営の正常化を早期に進めなければ将来の金利変動リスクを高める可能性があること、から反対した。

・金融経済月報「基本的見解」の検討

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

この「基本的見解」は当日（7月13日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は7月14日に、それぞれ公表することとされた。

・議事要旨の承認

前回会合（6月14、15日）の議事要旨が全員一致で承認され、7月19日に公表することとされた。

以上

(別 添)

2 0 0 5 年 7 月 1 3 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（賛成多数）。

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。

以 上

(17 年 7 月 27 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2005 年 7 月 27 日 (9:00 ~ 11:33)

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	(")
	須田美矢子	(審議委員)
	中原 眞	(")
	春 英彦	(")
	福間年勝	(")
	水野温氏	(")
	西村清彦	(")

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
企画局企画役	内田眞一
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局参事役	門間一夫
国際局長	堀井昭成

(事務局)

政策委員会室長	中山泰男
政策委員会室審議役	神津多可思
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(7月12、13日)で決定された方針¹に従って運営した。この結果、当座預金残高は、30～33兆円台で推移した。この間、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、資金供給オペレーションに対する「札割れ」が続いている。

2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、ゼロ%近傍で推移した。ターム物レートも、低位で安定的に推移している。

株価は、米国株高等を背景に底堅く推移し、日経平均株価は足もと11千円台後半となっている。

長期金利は、欧米長期金利の低一服等を受けて幾分上昇し、足もとでは1.2%台後半で推移している。

為替相場をみると、堅調な米国経済や日米金利差拡大見通しを背景に幾分ドル高傾向で推移した後、中国人民元の切り上げを受けてドル売りの動きが強まり、最近では111～112円台で推移している。

3．海外金融経済情勢

米国では、家計支出、設備投資ともに伸び率はやや鈍化しているものの、着実に増加しており、潜在成長率近傍の景気拡大が続いている。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。

ユーロエリアでは、生産は低調であり、景気の停滞感が強い。

東アジアをみると、中国では、内外需とも力強い拡大が続いている。中国の輸入は、一部業種における在庫調整や景気過熱抑制策の浸透に伴う新規投資の増勢鈍化などから、伸びが大幅に鈍化してきたが、足もとでは持ち直しの兆しがみられる。この間、中国人民銀行は、通貨バスケットを参照する管理変動相場制へ移行するとともに、人民元の対ドルレートを約2%切り上げることなどを公表した。NIEs、ASEAN諸国・地域では、緩やかな景気拡大が持続している。

米欧の金融資本市場をみると、総じて小動きであったが、人民元制度改革に伴って中国当局の米国債投資が鈍化するとの思惑などから、米国の長期金利が幾分上昇した。この間、社債の対米国債スプレッドは、緩やかに縮小した。

エマージング金融資本市場では、人民元改革の公表後、多くのアジア通貨が増価した。

4．国内金融経済情勢

4～6月の実質輸出は前期比+1.5%と、依然緩やかなものにとどまっているが、過去2四半

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。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。」

期との対比では幾分伸びを高めた。中国向けの情報関連財などで伸び悩みが続く一方、米国向けの自動車などが大幅に増加している。

5月の生産は、確報で下方修正されたが、特殊要因の影響が大きく、基調としては引き続き緩やかな増加傾向にあると判断される。

個人消費は、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。家電販売や百貨店売上高も増加傾向を続けており、ボーナス商戦も総じて底堅く推移しているものとみられる。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

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

海外経済に関し、委員は、米国や東アジアを中心に拡大が続いており、今後も景気拡大が続けるとの認識を共有した。

米国経済について、何人かの委員は、個人消費、設備投資ともに着実な増加が続いており、先行きについても潜在成長率近傍の景気拡大が見込まれるとの認識を示した。複数の委員は、幾分減速していた製造業にも、このところ回復の兆しがみられるとの見方を示した。ひとりの委員は、このところ上昇傾向にある単位労働コストやエネルギー価格の動向が、米国の経済や物価に与える影響については、今後とも注意してみていく必要があると述べた。別のある委員は、最近の個人消費の堅調さは、長期金利の低位安定等を背景とする住宅価格の上昇に伴う資産効果に支えられている面が強く、今後も利上げが続くと見込まれることを踏まえると、その動向には注意が必要であるとの見方を示した。

東アジア経済について、多くの委員は、中国では内外需ともに力強い拡大が続いているとの見方を示した。中国の輸入の伸び悩みが続いていることに関して、何人かの委員は、在庫調整や景気過熱抑制策の浸透に伴う新規投資の増勢鈍化のほか、輸出入の取引やその決済のタイミングの調整（リーズ・アンド・ラグズ）の影響などを背景とするものであると述べた。もっとも、ひとりの委員は、こうした要因のほかに、輸入から現地生産へのシフトという構造的な要因も影響している可能性があるとして指摘した。

中国における為替制度の変更について、多くの委員は、今回の措置により、人民元相場がより柔軟に決定されるようになるため、やや長い目でみると、中国経済の成長がよりバランスのとれた持続的なものになることが期待されるとの見方を示した。もっとも、当面の影響については、管理変動相場制が実際にどのように運営されるのかに大きく依存するため、中国経済に与える影響はもとより、世界経済や国際金融市場に対する波及を含め、注意してみていく必要があるとの認識が共有された。

こうしたもとで、わが国の輸出について、何人かの委員は、4～6月の実質輸出の伸びが、緩やかながらも幾分高まったことを指摘し、今後、海外経済の拡大が続くもとで、輸出の伸びは次第に高まっていくことが期待されるとの見方を示した。このうち、ひとりの委員は、輸出数量指数が2か月連続の前月比プラスとなったことも、輸出の回復を示唆するものであると付け加えた。もっとも、ある委員は、輸出は幾分好転しているものの、増勢に転じたとは判断することは早計であると指摘した。

企業部門の動きについて、複数の委員は、工作機械受注が好調に推移していることを指摘し、設備投資のモメンタムは維持されているとの見方を示した。

何人かの委員は、IT関連分野における調整について意見を述べた。これらの委員は、世界

半導体需要が回復傾向にあることや、DRAM価格が底入れしていることなどを指摘し、IT関連の生産・在庫調整は着実に進捗しているとの認識を示した。もっとも、わが国における半導体製造装置の販売が大幅な減少を続けていることなどを踏まえると、わが国のIT関連分野の調整は、海外に比べてやや遅れ気味となっていると付け加えた。また、別のひとりの委員も、中国における在庫動向などには不透明な面もあり、現時点でIT関連の在庫調整に係る判断をさらに進めることは難しいと述べた。

家計部門の動きについて、何人かの委員は、夏季賞与が比較的好調なものとなるとの見通しを示し、このところの所得環境の改善傾向を裏付けるものであると指摘した。ある委員は、こうしたもとの、夏物衣料やデジタル家電・白物家電を中心に、ボーナス商戦もまずまず堅調に推移しているとの認識を示した。

物価面について、委員は、消費者物価の前年比は当面マイナスで推移するが、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。その上で、ひとりの委員は、需給ギャップの縮小や原油高、為替円安と、物価を巡る環境が変化する中で、今後も物価が反応しにくい状況が維持されるかどうかを見極めるためにも、特にユニット・レーパー・コストの動向に注目していると述べた。別のひとりの委員は、原油価格の上昇は、燃料費調整制度に基づいて電気料金に反映されることとなるため、本年秋以降、消費者物価の押し上げに寄与する可能性が高いと指摘した。

2. 金融面の動向

ある委員は、米国の長期金利が、景気の拡大や累次の利上げにもかかわらず低位で推移していることについて、原油価格の上昇が企業収益の圧迫を通じて成長期待を低下させると同時に、金融政策運営の透明性の向上と信認の高まりからインフレ期待が落ち着いており、先行きの短期金利の引き上げに関する不確実性が減少していることが背景にあるとの見方を示した。別の委員は、米国経済はインフレが抑制された状態で持続的な成長を続けており、FRBもそうした状態を維持するため引き続き金融緩和を慎重なペースで取り除く方針であることや、世界的に貯蓄過剰の状態にあること等を踏まえると、米長期金利は先行き緩やかに上昇することはあっても、上昇が加速するリスクは低いとの考えを述べた。

人民元制度改革公表後の金融・為替市場の動きについて、何人かの委員は、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うえで、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、消費者物価の前年比が基調的には小幅のマイナスで推移するもとの、「約束」の条件に沿って、量的緩和政策の枠組みを堅持することが引き続き重要であるという認識を共有した。この間、このうちひとりの委員は、「約束」を守ることは当然として、物価の先行きに関する第2の条件は、民需主導の自律的回復が展望できるとすれば自ずと満たされる面があり、ある程度柔軟に解釈しても市場の理解は得られるのではないかとコメントした。

その上で、複数の委員は、金融システム不安が後退するもとの、金融機関の流動性需要が減少し、資金余剰感が強まっている状況では、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、上記の経済物価情勢の判断を踏まえ、「なお書き」を含めて、現在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。多くの委員は、金融機関の資金需要が低迷するもて、7月下旬から8月初にかけて国債発行や税揚げ等による資金不足幅の拡大が見込まれており、当座預金残高が目標値の下限を下回る蓋然性が高まっているとの認識を示した。これらの委員は、金融市場調節運営に当たっては、市場機能への影響に配慮しながら最大限の資金供給努力を行うとともに、仮に当座預金残高が目標値の下限を下回った場合には、できるだけ速やかに残高を復元するよう努めるべきであると述べた。何人かの委員は、下限割れの期間は、6月初旬のケースに比べると幾分長期化することも考えられるが、遅くとも8月半ば以降は、財政資金の支払い等から目標値への復元が見込まれることを踏まえ、と、「なお書き」で対応することが可能であるとの見解を示した。ある委員は、当座預金残高目標を維持することを通じて早期のデフレ克服を実現することが金融政策運営の正常化への近道であると述べた。

この間、ある委員は、今回の下限割れは、物価を巡る環境に変化がみられる中で生じるものであるため、金融政策スタンスの変更であると受け止められることがないように、情報発信面での十分な注意が必要であると述べた。別のある委員は、「なお書き」の適用は、量的緩和政策の枠組みの変更につながるものではなく、むしろ枠組みを円滑に維持するためのものであることについて、引き続き理解を求めていくことが必要であるとの考えを示した。

将来、金融機関の資金需要が一段と低下した場合の対応について、ある委員は、当座預金残高目標の引き下げが必要となる可能性は否定できないが、こうした措置は金融の「引き締め」と受け止められる恐れがあり、景気情勢を踏まえた慎重な検討が必要であると述べた。別の委員は、当面は現状の当座預金残高の維持が適当であるが、デフレ克服にマイナスの影響が出ないことに理解を得ながら、慎重に当座預金残高目標を減額していくことは将来の選択肢の一つと考えられるとの見解を示した。

・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、景気は弱さを脱する動きがみられ、緩やかに回復しつつあるが、デフレは依然として継続している。
また、高騰を続ける原油価格がわが国経済に与える影響については、引き続きその動向を注視していく必要がある。
更に、今般の中国当局による人民元の為替制度の変更がもたらすわが国経済への影響についても、注意深く見守る必要がある。
- このような経済状況のもと、民間主導の景気回復を持続的なものとし、デフレから脱却することは、最も重要な政策課題であり、日本銀行におかれては、デフレ克服に向け現状の量的緩和政策を堅持する姿勢に変更がないことを明確に示すとともに、技術的観点から付記された「なお書き」については、その趣旨に従って引き続き適切な運用を図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。

- 景気の実況については、弱さを脱する動きがみられ、緩やかに回復している。一方、金融面ではマネーサプライ(M2+C D)の伸び率が1%台で推移しており、また、物価動向を総合的に勘案すれば依然としてデフレ状況にある。
- 政府は、平成18年度以降の名目成長率2%程度、あるいはそれ以上の成長経路を見込んだことも念頭に置き、経済活力と財政健全化を両立させつつ、民間需要、雇用の拡大に

力点を置いて構造改革を加速、拡大し、デフレからの脱却を確固たるものとする事としてしている。

- 日本銀行におかれては、実体経済が緩やかに回復している一方、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、政府のデフレ脱却への取り組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、市場の動向や期待を踏まえつつ、実効性のある金融政策運営を行って頂くよう期待する。

採決

以上の議論を踏まえ、多くの委員は、当面の金融市場調節方針については、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について、「なお書き」を含め、現状を維持することが適当である、との考え方を示した。

これに対し、ひとりの委員は、当座預金残高目標を現行の「30～35 兆円程度」から「27～32 兆円程度」に引き下げる旨の議案を提出したいと述べた。また、別の委員は、当座預金残高目標を現行の「30～35 兆円程度」から「25～30 兆円程度」に引き下げる旨の議案を提出したいと述べた。

この結果、以下の議案が採決に付されることになった。

福間委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「日本銀行当座預金残高が 27～32 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。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：福間委員

反対：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、水野委員、西村委員

水野委員からは、「日本銀行当座預金残高が 25～30 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：水野委員

反対：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、福間委員、西村委員

議長からは、会合における多数意見を取りまとめる形で、以下の議案が提出された。

金融市場調節方針に関する議案（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。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。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、西村委員

反対：福間委員、水野委員

福間委員は、金融機関の当座預金需要は、このところ一段と低下しており、これに合わせて当座預金残高目標を受動的かつ慎重に引き下げていくことは、量的緩和政策のより円滑な運営に資すること、巨額の当座預金残高維持は、市場機能回復の障害となるほか、現在の超緩和的な状態が永続するとの非現実的な期待を通じて過度のリスク・テイクにつながり、ひいては将来の金利変動リスクを高める可能性があること、「約束」に沿ってゼロ金利を継続することにより、景気回復ひいてはデフレからの脱却をサポートすることは十分可能であること、から反対した。

水野委員は、金融機関の流動性需要の減退が一段と鮮明になってきたこと、当座預金残高目標の引き下げが量的緩和政策の枠組み変更とは異なることは、市場でも十分に理解されていること、量的緩和政策解除時における金利形成の安定を図るためには、金融機関の流動性需要の減退に応じて、早めの段階から当座預金残高を減額することが適当であること、から反対した。

以 上

(別 添)

2 0 0 5 年 7 月 2 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（賛成7反対2）。

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。

以 上

(17 年 8 月 8、9 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2005 年 8 月 8 日 (14:00 ~ 15:31)
8 月 9 日 (9:00 ~ 11:43)

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	(")
	須田美矢子	(審議委員)
	中原 眞	(")
	春 英彦	(")
	福間年勝	(")
	水野温氏	(")
	西村清彦	(")

4 . 政府からの出席者 :

財務省	杉本 和行	大臣官房総括審議官
内閣府	浜野 潤	政策統括官 (経済財政運営担当) (8 日)
	藤岡 文七	大臣官房審議官 (経済財政運営担当) (9 日)

(執行部からの報告者)

理事	平野英治
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画局長	山口廣秀
企画局企画役	内田眞一
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局参事役	門間一夫
国際局審議役	高橋 亘

(事務局)

政策委員会室長	中山泰男
政策委員会室審議役	神津多可思
政策委員会室企画役	村上憲司
企画局企画役	白塚重典
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(7月27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、7月29日、8月3日、4日、5日に目標値の下限を下回ったほかは、30~31兆円台で推移した。

2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、ゼロ%近傍で推移している。ターム物レートも、低位で推移している。こうした中、ユーロ円金利先物レートは小幅上昇している。

株価は、内外経済指標の予想比上振れや米国株価の堅調などを受けて上昇した後、政局の不透明感の高まり等を背景に下落に転じ、日経平均株価でみると、足もと11千円台後半で推移している。

長期金利は、内外経済指標を眺めた景況感の改善等を受けて上昇し、足もとは1.3%台後半で推移している。

為替相場をみると、円の対米ドル相場は、米国との金利差拡大見通しや中国人民元追加切り上げを巡る思惑などを背景にもみ合いとなり、最近では111~112円台で推移している。

3．海外金融経済情勢

米国では、家計支出や設備投資を中心とした潜在成長率近傍の着実な景気拡大が続いている。インフレ率は、ここ数ヶ月騰勢がやや一服した格好となっているが、緩やかながらも着実な上昇傾向にある。

ユーロエリアは、輸出が持ち直しつつあるが、家計支出の増勢は減衰しており、なお停滞感が根強い。

東アジアをみると、中国では、内外需とも力強い拡大が続いている。中国の輸入は、一部業種における在庫調整や景気過熱抑制策の浸透に伴う新規投資の増勢鈍化などから伸びが大幅に鈍化してきたが、足もと復調の兆しがみられる。NIEs、ASEAN諸国・地域では、緩やかな景気拡大が続いている。

米欧の金融資本市場をみると、市場予想比強めの経済指標や企業決算を背景に、長期金利は若干上昇し、株価は強含みで推移した。エマージング金融資本市場では、多くの国・地域で、為替相場や株価が小動きながらも総じて堅調に推移した。

4．国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、中国向けが伸び悩んでいるものの、海外経済が拡大基調を続けるもとで、緩やかな

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。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。」

から増加している。先行きは、海外経済が米国、東アジアを中心に拡大を続け、IT関連分野での調整圧力も一巡するとみられることから、次第に伸びが高まっていくと予想される。

企業部門の動向をみると、設備投資は、高水準の企業収益を背景に、増加を続けている。先行きも、内外需要の増加や高水準の企業収益が続く見込みのもとで、引き続き増加すると予想される。

生産は、IT関連分野の在庫調整が進むもとの、振れを伴いつつも増加傾向にある。4～6月の鉱工業生産は、小幅の減少となったが、これには鋼船や医薬品を巡る統計的な振れが影響しているとみられ、均してみれば緩やかな増加傾向にある。先行き7～9月も、内外需要の増加やIT関連分野の調整進展から、緩やかな増加となる見通しである。

在庫は、長い目でみれば低水準ながら、足もとは横ばいの動きとなっている。電子部品・デバイスの在庫調整は、1～3月に大きく進展した後、4～6月は小幅の改善にとどまったが、基調としては着実に進捗しているとみられる。

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改善傾向にあり、雇用者数は増加を続けている。賃金面では、特別給与が増加しているほか、所定内給与も、パート比率の低下などを反映して、このところ小幅ながら上昇に転じており、一人当たり名目賃金は持ち直している。こうしたもとの、雇用者所得は緩やかに増加しており、先行きも緩やかな増加を続けていく可能性が高い。

個人消費は、底堅く推移している。家電販売額、全国百貨店売上高が増加しているほか、サービス関連の指標も増加基調にある。先行きも、雇用者所得の緩やかな増加を背景に、着実な回復を続ける可能性が高い。

国内企業物価は、原油価格の影響などから上昇している。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みられる。消費者物価（全国、除く生鮮食品）の前年比は、小幅のマイナスとなっている。先行きも、需給環境の緩やかな改善が続くとみられるものの、電気・電話料金引き下げの影響もあって、当面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。そうしたもとの、民間銀行貸出は減少幅が縮小している。

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並みか前年をやや上回る水準で推移している。

マネタリーベース、マネーサプライ（M2 + CD）の伸び率は、前年比1%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

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の、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。

海外経済に関して、委員は、米国や東アジアを中心に拡大が続いており、今後も潜在成長率近傍の拡大を続けるとの見方を共有した。このうち何人かの委員は、原油価格上昇が世界経済の成長に与える影響などについては、引き続き注視していく必要があると付け加えた。

米国経済について、多くの委員は、家計支出と設備投資が着実に増加し、雇用環境も好調を維持しているほか、製造業の景況感にも明るさがうかがわれることから、先行きも潜在成長率近傍の景気拡大が維持できる可能性が高いとの認識を示した。このうち何人かの委員は、長期金利の今後の推移やそのもとでの住宅価格の動向、それらを受けた個人消費の動向には留意する必要があると付け加えた。

東アジア経済について、多くの委員は、中国で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との認識を示した。このうち一人の委員は、中国では国有企業改革が遅れる中、将来的に過剰投資とその後のオーバーキルという大きな景気変動が生じ得る点には注意すべきであると指摘した。また、複数の委員は、人民元改革はこれまでのところ世界経済に限定的な影響しか与えていないが、今後の為替制度の運用如何により変わり得る面もあり、引き続き注意していく必要があると述べた。

こうしたもとの、わが国の輸出は、中国向けが伸び悩んでいるが、米国やNIEs・ASEAN諸国・地域向けを中心に増加しており、先行きも、海外経済が全体として拡大を続けるとみられるもとの、増加基調をたどるとの見方が共有された。ある委員は、輸出の伸びを支える背景の一つとして、原油価格上昇により実質購買力が増加している中東地域等に対する輸出が高い伸びとなっていることを指摘した。別の一人の委員は、わが国はエネルギー節約型商品に強みがあるので、原油高はわが国の相対的な輸出シェアを高めている面があると指摘した。

国内民間需要について、委員は、設備投資・個人消費ともに想定より強めの動きが続いているとの見方で一致した。

企業部門について、委員は、設備投資が増加を続けており、先行きも、内外需要の増加や高水準の企業収益が続くもとの、引き続き増加すると予想されとの認識を共有した。何人かの委員は、日本政策投資銀行による2005年度設備投資計画調査の結果は幅広い分野における設備投資の増勢を裏付けるものであったと述べた。これに関連して、複数の委員は、最近の設備投資計画は需要動向に影響を受けやすい能力増強投資主体でなく、合理化投資や既存設備の補修・改修投資が中心であることから、その実現性や持続性は高いと考えられると付け加えた。

委員は、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。

雇用・所得面について、多くの委員は、夏のボーナスの5割強を占める6月の特別給与が前年比増加したほか、パート比率の低下等を背景に所定内給与も若干ながら上昇に転じるなど、雇用者所得は緩やかに増加していると述べた。

個人消費について、多くの委員は、家電販売額や全国百貨店売上高、サービス消費関連の指標は堅調な動きとなっており、先行きも、雇用者所得の増加に支えられて、着実な回復を続ける可能性が高いとの見解を示した。

生産面について、多くの委員は、4～6月の鉱工業生産指数は小幅の減少となったが、これには鋼船や医薬品の統計的な振れも影響しており、実際には緩やかな増加を続けているとみられると述べた。

IT関連分野の調整に関して、多くの委員は、統計上、4～6月には在庫調整の進捗を確認できないが、企業ヒアリング情報などを踏まえると、在庫調整は緩やかながら着実に進捗しているとみられるとの見解を示した。ある委員は、自動車等の需要拡大を反映し、それらに使われる情報電子部品は足もとフル生産が続いていると指摘した。この間、複数の委員は、電子部品・デバイスの在庫率の高さには注意していく必要があり、IT関連分野の在庫調整の終了は未だ確認できていないと述べた。

以上のような議論を踏まえて、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。ある委員は、内需中心に景気がじわじわと回復した結果、はっきりと段差がつく形で脱却したわけではないが、もはや「踊り場」と呼ぶことが不自然な状況となっていると述べた。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ったうえで、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述べた。このうち一人の委員は、原油価格の高止まり等の不透明要因も注視すべきであると指摘した。

物価面について、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、先行きも上昇基調を続ける可能性が高いが、当面そのテンポは鈍化するとの認識を共有した。また、消費者物価（全国、除く生鮮食品）の前年比については、6月は小幅のマイナスとなっており、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。これに関して、複数の委員は、米の値段や電気・電話料金等の特殊要因を除いたベースでは、消費者物価の前年比はこのところゼロ近傍で推移していると指摘した。そのうえで、何人かの委員は、年末から来年初にかけては、米の値段や電気・電話料金等の特殊要因が剥落する中で、消費者物価（全国、除く生鮮食品）の前年比がプラスに転じる可能性が高い、との見通しを示した。

地価の動向について、何人かの委員は、先日公表された2005年の路線価をみると、東京で13年ぶりの上昇となったほか、全国平均でも下落に転じた93年以降最小の下げ幅となっており、地価が下げ止まってきたと指摘した。

2. 金融面の動向

金融面に関して、委員は、極めて緩和的な金融環境が続いているとの認識を共有した。

金融資本市場の動向について、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。複数の委員は、最近の長期金利上昇は、欧米でも生じており、世界的なファンダメンタルズの好転を背景としたものと考えられると指摘した。この間、ある委員は、わが国の株価は政局不透明感を背景に足もと大きく変動しており、今後の動向を注視していく必要があると述べた。別の委員は、堅調な企業収益等を踏まえると、株式相場の基調は底堅いとの見方を示した。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

当面の金融政策運営について、委員は、消費者物価指数の前年比が小幅のマイナスで推移するもとでは、「約束」の条件に沿って、量的緩和政策の枠組みを堅持することが引き続き重要であるという認識を共有した。

その上で、複数の委員は、金融システム不安が後退するもとの、金融機関の流動性需要が趨勢的に減少し、資金余剰感が強まっている中、量的緩和政策をより円滑に運営するため、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、現在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。将来、金融機関の資金需要が一段と低下した場合の対応について、ある委員は、当座預金残高目標の引き下げが必要となる可能性は否定できないが、こうした措置は金融の「引き締め」と受け止められるおそれがあり、景気情勢を踏まえた慎重な検討が必要であると述べた。また、別の委員は、慎重に当座預金残高目標を減額していくこ

とは将来の選択肢の一つと指摘しつつも、景気や物価の現状を踏まえると、現状の金融市場調節方針の継続が適当であると述べた。

国債発行や税揚げ等により資金不足幅が拡大する中で、7月29日および8月3日から5日にかけて、当座預金残高が目標値を下回ったことに関して、複数の委員は、「なお書き」が適切に適用されたものであり、市場も冷静に受け止めていると指摘した。また、今後の当座預金残高の動向に関して、複数の委員は、金融システムの安定を背景に金融機関の流動性需要が趨勢的に減少する一方、経済・物価情勢の見方の変化を背景に資金供給オペレーションへの金融機関の応札姿勢が積極化しており、これらがどのようなバランスとなり、全体として金融機関の資金需要がどうなるか注意してみていく必要があると述べた。ある委員は、金融機関の応札インセンティブとしては、流動性需要と金利観に基づく長めの資金確保ニーズがあり、前者が減少する中でも、長めの資金供給オペレーションで無理に金利をつぶさなければ、後者のニーズはある程度残るのではないかと指摘し、資金供給オペレーションを無理のない範囲で短期化しつつ、当座預金残高を維持することが可能なのではないかと述べた。この間、別の委員は、金融機関の予備的な流動性需要が限定的である以上、そうした資金供給オペレーションへの応札ニーズはいずれ一巡するはずであり、当座預金に対する需要は一段と減退していくとみられると述べた。

・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、景気は弱さを脱する動きがみられ、緩やかに回復している。しかしながら、原油価格が引き続き高騰しており、内外経済に与える影響については、その動向を注視していく必要があり、デフレは依然として継続している。
- このような経済状況のもと、民間主導の景気回復を持続的なものとし、デフレから脱却することは、今後とも政府・日本銀行一体となって取り組むべき最も重要な政策課題である。
したがって、日本銀行におかれては、現状の量的緩和政策を堅持する姿勢に変更がないことを、引き続き国民や市場にわかりやすくご説明願いたいと考えている。

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、企業部門、家計部門ともに改善の動きがみられ、緩やかに回復している。金融面ではマネーサプライ（M2 + CD）の伸び率が1%台で推移しており、物価動向を総合的に勘案すれば依然としてデフレ状況にある。
- 政府は、平成18年度以降、名目成長率2%程度、あるいはそれ以上の成長経路をたどると見込んだことも念頭におき、経済活力と財政健全化を両立させつつ、民間需要、雇用の拡大に力点を置いて構造改革を加速、拡大し、デフレからの脱却を確固たるものとするとしている。
- 日本銀行におかれては、実体経済が緩やかに回復している一方、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、政府のデフレ脱却への取り組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、市場の動向や期待を踏まえつつ、実効性のある金融政策運営を行って頂くよう期待する。また、7月末および8月に入ってから、当座預金残高目標の下限割れが生じているが、出来るだけ早期に解消するよう今後とも努めて頂きたい。

採決

以上の議論を踏まえ、多くの委員は、当面の金融市場調節方針については、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について、「なお書き」を含め、現状を維持することが適当である、との考え方を示した。

これに対し、一人の委員は、当座預金残高目標を現行の「30～35兆円程度」から「27～32兆円程度」に引き下げる旨の議案を提出したいと述べた。また、別の委員は、当座預金残高目標を現行の「30～35兆円程度」から「25～30兆円程度」に引き下げる旨の議案を提出したいと述べた。

この結果、以下の議案が採決に付されることになった。

福間委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「日本銀行当座預金残高が27～32兆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。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：福間委員

反対：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、水野委員、西村委員

水野委員からは、「日本銀行当座預金残高が25～30兆円程度となるよう金融市場調節を行う。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：水野委員

反対：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、福間委員、西村委員

議長からは、会合における多数意見を取りまとめる形で、以下の議案が提出された。

金融市場調節方針に関する議案（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。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。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、西村委員

反対：福間委員、水野委員

福間委員は、金融機関の当座預金需要は、このところ一段と低下しており、これに合わせて当座預金残高目標を受動的かつ慎重に引き下げていくことは、量的緩和政策のより円滑な運営に資すること、巨額の当座預金残高維持は、市場機能回復の障害となるほか、現在の超緩和的な状態が永続するとの非現実的な期待を通じて過度なリスクテイクをもたらし、物価安定下での持続的な成長の基盤構築に反するおそれがあること、「約束」に沿ってゼロ金利を継続することにより、景気回復ひいては小幅の物価下落からの脱却をサポートすることは十分可能であること、から反対した。

水野委員は、金融機関の流動性に対する予備的需要は趨勢的に減退している状況に変化はないこと、量的緩和政策解除時の市場の安定を図るうえでは、早めに当座預金残高目標の引き下げに着手することが必要であること、から反対した。

・金融経済月報「基本的見解」の検討

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

この「基本的見解」は当日（8月9日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は8月10日に、それぞれ公表することとされた。

・議事要旨の承認

前々回会合（7月12、13日）の議事要旨が全員一致で承認され、8月12日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

2 0 0 5 年 8 月 9 日
日 本 銀 行

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（賛成7反対2）。

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。

以 上

(17 年 9 月 7、8 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2005 年 9 月 7 日 (14:00 ~ 16:06)
9 月 8 日 (9:00 ~ 12:26)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	福井俊彦	(総 裁)
	武藤敏郎	(副 総 裁)
	岩田一政	(")
	須田美矢子	(審議委員)
	中原 眞	(")
	春 英彦	(")
	福間年勝	(")
	水野温氏	(")
	西村清彦	(")

4 . 政府からの出席者 :

財務省 杉本 和行 大臣官房総括審議官
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
企画局参事役	鮎瀬典夫 (8 日 9 : 00 ~ 9 : 23)
企画局企画役	内田眞一
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局参事役	門間一夫
国際局長	堀井昭成

(事務局)

政策委員会室長	中山泰男
政策委員会室審議役	神津多可思
政策委員会室企画役	村上憲司
企画局企画役	山田泰弘 (8 日 9 : 00 ~ 9 : 23)
企画局企画役	加藤 毅
企画局企画役	正木一博
金融市場局企画役	坂本哲也 (8 日 9 : 00 ~ 9 : 23)

・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合(8月8、9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、景気・物価見通しの改善を背景に金融機関が長めの資金調達を積極化させていることなどから、長めの期間を中心にオペに対する応札状況が改善している。

2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、ゼロ%近傍で推移している。ターム物レートは、景況感の改善を受けて年度末を超えるゾーンで上昇した後、幾分低下した。

株価は、景況感の改善や中期的にみた割安感の修正等を背景に大幅に上昇しており、日経平均株価は、2001年7月以来となる12千円台半ばで推移している。

長期金利は、株価の上昇を受けて一旦上昇した後、米国金利の低下等を眺めて低下し、足もとでは1.3%台前半で推移している。

為替相場をみると、円の対米ドル相場は、米国との金利差拡大見通し等を背景にもみ合う展開となった後、米国経済指標の予想比下振れなどを受けて上昇し、最近では109円台で推移している。

3．海外金融経済情勢

米国では、家計支出や設備投資を中心とする潜在成長率近傍の着実な景気拡大が続いている。インフレ率は、やや長い目でみれば、緩やかながらも着実な上昇傾向にある。8月末のハリケーンの影響については、現時点では見極め難いが、原油・ガソリン価格の高騰の長期化や消費者・企業コンフィデンスへの悪影響などが懸念される。

ユーロエリアは、ユーロ安もあって輸出が持ち直しつつあるが、景気はなお停滞している。

東アジアをみると、中国では、内外需とも力強い拡大が続いている。中国の輸入は、一部業種における在庫調整や景気過熱抑制策の浸透に伴う新規投資の減速などから伸びが大幅に鈍化してきたが、足もと復調しつつある。NIEs、ASEAN諸国・地域では、緩やかな景気拡大が続いている。

米欧の金融資本市場をみると、原油の高騰を受けた景気の先行き不透明感の高まりなどを背景に、長期金利が低下し、株価は軟調に推移した。エマージング金融資本市場では、多くの国・地域で、通貨・株価が軟調に推移し、対米国債スプレッドが拡大した。

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。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。」

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、海外経済の拡大を背景に、緩やかながら増加を続けている。地域別にみると、7月は、米国向けが自動車の反動減等から減少した一方、中国向けは、振れの大きい半導体製造装置による押し上げもあって大幅に増加した。先行きは、海外経済が米国、東アジアを中心に拡大を続け、IT関連分野での調整圧力もほぼ一巡したとみられることから、次第に伸びが高まっていくと予想される。

生産は、振れを伴いつつも増加傾向にある。7月の鉱工業生産は、4～6月に続いて小幅の減少となったが、鋼船や医薬品を巡る統計的な振れが影響していることを踏まえると、実勢としては着実な増加傾向にある。先行き7～9月も、予測指数や企業ヒアリングなどを踏まえると、緩やかな増加を続ける見通しである。

在庫は、依然として低水準ながら、足もとは横ばいの動きとなっている。電子部品・デバイスでは、7月の出荷が増加していることや、7～9月の生産が増加に転じる見込みにあることを考えると、IT関連の調整は概ね一巡したとみられる。この間、鉄鋼、化学などの素材業種では、内外需給の引緩みから在庫が幾分増加している。

設備投資は、高水準の企業収益を背景に、増加を続けている。先行きも、内外需要の増加や高水準の企業収益が続く見込みのもとで、引き続き増加すると予想される。

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改善傾向にあり、雇用者数は増加を続けている。賃金面では、夏季賞与の好調から特別給与が増加しているほか、所定内給与も、パート比率の低下などを反映して、ごく緩やかに増加している。こうしたもとで、雇用者所得は緩やかに増加しており、先行きも緩やかな増加を続けていく可能性が高い。

個人消費は、底堅く推移している。全国百貨店売上高などの各種の販売統計は、7月は総じてやや弱めとなったが、好調であった4～6月の反動という面が強いと考えられる。先行きの個人消費については、雇用者所得の緩やかな増加を背景に、着実な回復を続ける可能性が高い。

国内企業物価は、原油価格の影響などから上昇している。先行きについても、原油高等を反映して、上昇を続けるとみられる。消費者物価(全国、除く生鮮食品)の前年比は、小幅のマイナスとなっている。先行きは、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、前年比ゼロ%ないし若干のプラスに転じていくと予想される。

(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。そうしたもとで、民間銀行貸出は前年並みの水準となっている。

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る水準で推移している。

マネタリーベースの伸び率は前年比1%程度、マネーサプライ(M2+CD)の伸び率は前年比1%台で推移している。

・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について

1. 執行部からの提案内容

本行適格担保の担保掛け目等について、本行資産の健全性確保や市場参加者の担保利用の効率性向上に資する観点から、近年の市場金利の変動状況等を踏まえて、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を提案したい。

あわせて、金融調節実務の効率化を図る観点から、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したい。

2. 委員会の検討・採決

採決の結果、上記案件について全員一致で決定され、对外公表することとされた。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

経済情勢について、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。

海外経済に関して、委員は、米国や東アジアを中心に拡大が続いており、今後も潜在成長率近傍の拡大を続けるとの見方を共有した。

多くの委員は、原油価格の上昇が世界経済に与える影響について意見を述べた。何人かの委員は、原油高にもかかわらず、世界経済が順調な拡大を続けている理由について、今般の上昇は、エネルギー効率が相対的に低いエマージング諸国が高い成長を続ける中で、原油に対する需要が拡大していることを基本的な背景とするものであり、原油供給が大きく制約されている訳ではないこと、世界的にインフレ期待が落ち着いているもとで、大幅な金融引締めが回避されていることなどが指摘できるとの見方を示した。そのうえで、これらの委員は、米国のハリケーンの影響もあって、供給面の制約から原油価格が一段と上昇することも考えられるが、その場合には、景気や物価に与える影響も従来とは異なったものになる可能性があるとして述べた。この間、ひとりの委員は、このところの原油高の背景について、原油の供給能力に比べて世界的な需要拡大のペースが早過ぎるために、需給逼迫感が強まっていることが主因であると理解すべきであるとの見解を示した。

米国経済について、多くの委員は、家計支出と設備投資が着実に増加しており、先行きについても潜在成長率近傍の景気拡大が維持できる可能性が高いとの認識を示した。ハリケーンが米国経済に与える影響について、多くの委員は、現時点では見極め難いものの、原油やガソリン価格高騰の長期化や、消費者や企業のコンフィデンスの悪化などを通じて景気に悪影響を及ぼす可能性があるため、注意してみていく必要があると述べた。この点に関し、ある委員は、先行き本格的な復興需要が見込まれることを踏まえれば、米国経済は、いずれは景気拡大軌道に復していくとの見解を示した。この間、ひとりの委員は、リスク要因として住宅価格の上昇を指摘したうえで、今後、インフレ期待の高まりに伴う長期金利の上昇等をきっかけに、価格の調整が生じる可能性も否定できないと指摘した。別のひとりの委員は、最近では、住宅在庫の増加や売買回転率の低下など住宅価格の上昇基調に若干の変化がみられ始めているとしたうえで、今後、住宅価格の下落に伴って家計の貯蓄率が上昇することも考えられると述べた。この委員は、こうした貯蓄率の上昇は、やや長い目でみれば望ましい動きではあるが、短期的には景気に対するマイナスの影響が懸念されると続けた。

東アジア経済について、多くの委員は、中国では内外需ともに力強い拡大が続いているとの認識を示した。もっとも、ひとりの委員は、中国経済は、これまでの過熱抑制策にもかかわらず、明確な減速の兆しはみられておらず、今後の動向には注意が必要であると述べた。別の委員は、特にASEAN諸国では、原油価格上昇の悪影響が懸念されるが、中東向け輸出の増加といったプラスの効果もみられており、今後も景気拡大基調が維持される可能性が高いとの見解を示した。

こうしたもとで、わが国の輸出は、緩やかな増加を続けており、先行きについても、世界的なIT関連の調整圧力がほぼ一巡し、海外経済が拡大を続ける中で、次第に伸びが高まっていくとの認識が共有された。

国内民間需要について、委員は、設備投資・個人消費ともにしっかりとした動きが続いているとの見方で一致した。

企業部門について、委員は、設備投資は引き続き増加しており、先行きも、高水準の企業収益を背景に増加を続けると見込まれるとの認識を共有した。何人かの委員は、法人企業統計季報の結果をみると、製造業大企業で設備投資の着実な増加が続いているほか、中小企業や非製造業でも増加傾向が明確になっているとの見方を示した。

委員は、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。

雇用・所得面について、委員は、夏のボーナスの大半を占める6、7月の特別給与が高めの伸びとなったほか、所定内給与もパート比率の低下等を背景にごく緩やかに増加しており、こうしたもとで雇用者所得は緩やかな増加を続けているとの認識を共有した。

個人消費について、多くの委員は、7月の各種の販売統計は、総じてやや弱めの動きとなったものの、好調であった4～6月の反動という面が強く、先行きについても、雇用者所得の緩やかな増加を背景に着実な回復を続ける可能性が高いとの見方を示した。ある委員は、株高による資産効果や配当の増加なども、個人消費の堅調に寄与していると述べた。この間、別のひとりの委員は、今後、人口動態の変化や、税制・社会保障負担の見直しが、個人消費にどのような影響をもたらすかについて注意してみていく必要があるとの見方を示した。

生産面について、多くの委員は、7月の生産は4～6月に続いてやや弱めの動きとなったものの、統計的な振れなどを考慮すると、実勢としては緩やかな増加傾向にあるとの見方を示した。もっとも、ある委員は、素材などを中心に在庫率指数が高めの水準にあることを指摘し、IT関連以外の分野では在庫調整圧力が存在しており、先行きの生産・出荷が抑制される可能性があるとして述べた。

IT関連分野の調整について、委員は、電子部品・デバイスの出荷が足もと増加していることや、7～9月の生産が増加に転じる見込みであることなどを踏まえると、調整はほぼ一巡したとみられるとの認識を共有した。もっとも、何人かの委員は、わが国のIT関連財の輸出が伸び悩んでいること、DRAMなどの半導体市況の弱含みが続いていること、世界半導体需要見通しも力強さを欠いていることなどを指摘し、当面、IT関連需要の回復のペースは緩やかなものになると見込まれると指摘した。

以上のような議論を踏まえて、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おり、「踊り場」を脱却したと判断できるが、輸出の伸びが依然緩やかなものにとどまっていることや、生産も力強さを欠いていることなどを踏まえると、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。ひとりの委員は、出荷指数など供給面からみた統計が幾分弱めとなっていることは、景気の回復力の乏しさを示唆するものと理解できると述べた。

物価面について、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（全国、除く生鮮食品）の前年比は、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。

2. 金融面の動向

金融面に関して、委員は、極めて緩和的な金融環境が続いているとの認識を共有した。ある委員は、8月の民間銀行貸出（特殊要因調整後）が、98年10月の統計公表開始以降、初めて前年比プラスに転じたことを指摘し、金融機関の貸出姿勢の積極化に加え、設備投資が着実に増加するもとの、企業の資金需要にも何がしか変化が生じつつあることも影響しているとの見方を示した。

金融・資本市場の動向について、何人かの委員は、このところ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意見を述べた。複数の委員は、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。別のある委員は、最近の株高には、企業収益の好調や日本株の相対的な割安感を背景とする外人投資家の積極的な投資スタンスが影響しており、今後は、米国株価等と異なった方向の動きとなる可能性もあると指摘した。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、こうしたもとの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。別の委員は、インフレなき成長が持続し、引き続き財政再建が進められていけば、先行き長期金利の安定的な推移に資すると考えられると述べた。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

当面の金融政策運営について、委員は、消費者物価指数の前年比が小幅のマイナスで推移するもとの、「約束」の条件に沿って、量的緩和政策の枠組みを堅持することが引き続き重要であるという認識を共有した。

その上で、複数の委員は、金融システム不安が後退するもとの、金融機関が資金繰り上必要とする流動性需要が趨勢的に減少していることや、将来の量的緩和政策の解除を円滑に行うためには、早めの段階から出来るだけ市場における自由な金利形成を促していく必要があること等から、現時点で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、現在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。何人かの委員は、長めの期間を中心にオペに対する応札状況が改善し、「札割れ」が減少している事実を指摘し、景気見通しの強気化や物価の先行き上昇予想等を背景に、金融機関が長めの資金調達を積極化させていることが主な理由と考えられるとの見方を示した。このうちひとりの委員は、金融システムが安定しているもとの、金融機関の流動性需要が趨勢的に弱まっているという基調には何ら変化はないことを踏まえると、状況の変化に合わせた対応を可能とするため、現行の「なお書き」を維持することが適当であると述べた。

何人かの委員は、長めのオペに対する応札が好調であり、無理なく当座預金残高目標を達成できる状況においては、市場における円滑な金利形成を促すとともに、将来における金融政策運営の機動性・柔軟性を高める観点から、自然体でオペ期間を短縮していくことが望ましいとの見方を示した。この間、ひとりの委員は、オペ期間の短縮に当たっては、結果としてターム物金利のボラティリティが過度に高まらないよう配慮する必要があると付け加えた。当座預金

残高目標の減額を主張した別の委員は、金融政策の機動性・柔軟性確保のためにはオペ期間の短縮が求められるが、現行の当座預金残高を維持する下では、短期化には限界があると述べた。

将来、金融機関の資金需要が一段と低下した場合の対応について、ある委員は、当座預金残高目標の引き下げが必要となる可能性は否定できないが、市場での受け止められ方などを考慮すると、景気情勢を踏まえた注意深い検討が必要であると述べた。また、別の委員は、慎重に当座預金残高目標を減額していくことは将来の選択肢の一つと指摘しつつも、景気や物価の現状を踏まえると、現状の金融市場調節方針の継続が適当であると述べた。

何人かの委員は、消費者物価指数の前年比のプラス転化が視野に入ってくる中で、量的緩和政策解除の時期や具体的な手順、さらにはその先の金融政策運営に対する市場参加者の関心は高まっており、今後、対外的な情報発信が一段と重要な課題になるとの認識を示した。この間、複数の委員は、情報発信に当たっては、経済金融情勢の変化に応じた機動的な金融政策運営を損なうことがないよう十分な配慮が必要であると述べた。この点に関し、ひとりの委員は、今後、時間軸効果が薄れていく中で、量的緩和政策は、実質的にはコミットメントのないゼロ金利になっていくとの見方を示したうえで、このような政策効果の変化を踏まえた情報発信が重要であるとコメントした。

・政府からの出席者の発言

会合では、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の経済の現状をみると、景気は企業部門と家計部門がともに改善し、緩やかに回復しているが、消費者物価指数やGDPデフレーターがマイナスであるなど、デフレは依然として継続している。
また、原油価格は更に高騰を続けており、原油価格の動向が内外経済に与える影響については、今後明らかになっていくハリケーン被害の影響とともに、注意深くみていく必要がある。
- 民間主導の景気回復を持続的なものとし、デフレから脱却することは、今後とも政府・日本銀行一体となって取り組むべき最も重要な政策課題であり、その達成のために最大限の努力を払わなければならない状況に変わりはないと考えている。
したがって、日本銀行におかれては、現状の量的緩和政策を堅持する姿勢に変更がないことを、国民や市場に引き続きご説明願いたいと考えている。

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、企業部門と家計部門がともに改善し、緩やかに回復している。一方、金融面ではマネーサプライ(M2 + CD)の伸び率が1%台で推移しており、物価動向を総合的に勘案すれば依然としてデフレ状況にある。
- 政府は、改革の総仕上げである平成18年度の予算編成に当たり、さらに構造改革を加速・拡大するとして18年度予算の全体像を8月10日に経済財政諮問会議で決定した。その際、マクロ経済動向等を踏まえるため、内閣府による17年度の経済動向試算及び18年度のマクロ経済の想定を公表した。ここでは、政府・日本銀行一体となったデフレ脱却に向けた政策努力を前提として、17年度はGDP成長率で実質1.6%、名目1.0%、18年度は実質2%弱、名目2%程度という経済の姿を示した。
- 日本銀行におかれては、実体経済が緩やかに回復している一方で、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、政府のデフレ脱却への取り組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、市場の動向や期待を踏まえつつ、実効性

のある金融政策を行われることを期待する。

採決

以上の議論を踏まえ、多くの委員は、当面の金融市場調節方針については、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について、「なお書き」を含め、現状を維持することが適当である、との考え方を示した。

これに対し、ひとりの委員は、当座預金残高目標を現行の「30～35 兆円程度」から「27～32 兆円程度」に引き下げる旨の議案を提出したいと述べた。また、別の委員は、当座預金残高目標を現行の「30～35 兆円程度」から「25～30 兆円程度」に引き下げる旨の議案を提出したいと述べた。

この結果、以下の議案が採決に付されることになった。

福間委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「日本銀行当座預金残高が 27～32 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。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：福間委員

反対：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、水野委員、西村委員

水野委員からは、「日本銀行当座預金残高が 25～30 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：水野委員

反対：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、福間委員、西村委員

議長からは、会合における多数意見を取りまとめる形で、以下の議案が提出された。

金融市場調節方針に関する議案（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。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。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、西村委員

反対：福間委員、水野委員

福間委員は、市場の景況感・金利観が変化する中で、現行の当座預金残高目標に基づく巨額の資金供給は、市場メカニズムに基づく円滑な金利形成の阻害要因となっているほか、先行きの金利変動リスクを高める恐れがあるため、量的緩和政策の枠組みの堅持に支障を及ぼさない範囲でこれを是正していくことが望ましいこと、当座預金残高目標維持のために長めのオペを続けることは、量的緩和政策の解除に要する期間を長期化させ、将来における金融政策の機動性・柔軟性を低下させること、量的緩和政策の解除は、経済金融情勢を慎重に見極めながら漸進的・段階的に行うことが適当であること、「約束」に沿ってゼロ金利を継続することにより、景気回復については小幅の物価下落からの脱却をサポートすることは十分可能であること、から反対した。

水野委員は、金融機関の流動性に対する予備的需要が趨勢的に減退している状況に変化はなく、受身的に当座預金残高を引き下げることは自然な対応であること、量的緩和政策解除時の市場の安定を図るうえでは、当座預金残高を短期間で集中して引き下げるのではなく、市場の実勢に合わせて修正に着手することが適当であること、から反対した。

・金融経済月報「基本的見解」の検討

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

この「基本的見解」は当日（9月8日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は9月9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（7月27日）および前回会合（8月8、9日）の議事要旨が全員一致で承認され、9月13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10月～2006年3月における金融政策決定会合等の日程が別添2のとおり承認され、即日対外公表することとされた。

以 上

(別添1)

2005年9月8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(賛成7反対2)。

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。

以 上

(別添2)

2005年9月8日
日本銀行

金融政策決定会合等の日程(2005年10月~2006年3月)

	会合開催	金融経済月報 (基本的見解)公表	(議事要旨公表)
2005年10月	10月11日<火>・12日<水>	10月12日<水>	(11月24日<木>)
	10月31日<月>	—	(12月21日<水>)
11月	11月17日<木>・18日<金>	11月18日<金>	(12月21日<水>)
12月	12月15日<木>・16日<金>	12月16日<金>	(1月25日<水>)
2006年1月	1月19日<木>・20日<金>	1月20日<金>	(3月14日<火>)
2月	2月8日<水>・9日<木>	2月9日<木>	(3月14日<火>)
3月	3月8日<水>・9日<木>	3月9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10月)」の「基本的見解」は、10月31日<月>15時(背景説明を含む全文は11月1日<火>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) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 18) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」等
- (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」