

#### 4 . 金融政策決定会合議事要旨

(平成 18 年 10 月 12、13 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2006 年 10 月 12 日 (14:00 ~ 16:09)  
10 月 13 日 ( 9:00 ~ 12:43)

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 )
	春 英彦	( " )
	福間年勝	( " )
	水野温氏	( " )
	西村清彦	( " )
	野田忠男	( " )

4 . 政府からの出席者 :

財務省 勝栄二郎 大臣官房総括審議官 (12 日)  
田中和徳 財務副大臣 (13 日)  
内閣府 浜野 潤 内閣府審議官

( 執行部からの報告者 )

理事	稲葉延雄
理事	堀井昭成
理事	井戸清人
企画局長	雨宮正佳
企画局企画役	内田真一
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	前田栄治
国際局長	出沢敏雄

( 事務局 )

政策委員会室長	中山泰男
政策委員会室審議役	飯野裕二
政策委員会室企画役	村上憲司
企画局企画役	加藤 毅 ( 13 日 9:00 ~ 9:19 )
企画局企画役	小田信之
企画局企画役	神山一成
金融市場局企画役	高口博英 ( 13 日 9:00 ~ 9:19 )

## ・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（9月7日、8日）で決定された方針<sup>1</sup>に従って運営した。この結果、オーバーナイト金利は、ゼロ金利解除後初めての期末日となった9月29日に0.339%と上昇したものの、概ね0.25%前後で推移した。

### 2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、ターム物金利は、横ばい圏内で推移している。ユーロ円金先レートは、利上げ時期を巡る思惑を背景に、9月中旬から下旬にかけて低下した後、9月末以降は幾分反発する動きとなったが、これらを均してみれば、横ばい圏内の動きとなっている。

株価は、9月中は、一部経済指標の市場予想比下振れなどから、弱含んだが、その後、9月末以降に公表された経済指標が景気の堅調さを改めて確認するものであったことから上昇し、最近では、日経平均株価でみて16千円台半ばで推移している。

長期金利は、一部経済指標の市場予想比下振れや米国金利の低下を受けて1.6%程度まで低下した後、堅調なわが国経済指標などを眺めて上昇し、最近では1.7%台で推移している。

円の対米ドル相場は、9月下旬に米国の一部経済指標の予想比下振れを受けて一時116円台に上昇する局面もみられたが、総じてみれば、内外金利差を背景に円安基調が続いており、最近では118～119円台で推移している。

### 3．海外金融経済情勢

米国経済は、設備投資や生産が増加を続けるなど、景気拡大が続いている。ただし、個人消費や雇用面で増勢が鈍化しているほか、住宅投資が減少しており、景気の拡大テンポは鈍化している。物価面では、エネルギー価格の反落を受けて消費者物価の総合指数の上昇率が低下しているが、食料品・エネルギーを除くコアのインフレ率は、景気拡大による需給引き締めなどを反映して、引き続き緩やかに上昇している。また、ユニット・レーバー・コストの伸び率も高まっている。

ユーロエリアでは、これまでの生産増加と企業収益改善が設備投資や個人消費の回復につながり、景気回復の動きが確かなものになっている。英国経済も、安定的な成長軌道に復している。

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。足もとの固定資産投資はやや減速したが、引き続き高い伸び率となっている。NIEs、ASEAN諸国・地域では、既往のエネルギー高の影響が部分的に残っているが、総じて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、エネルギー価格の反落がインフレ圧力の低下をもたらす材料として好感されたことなどから、長期金利が低下し、株価が上昇する動きとなった。エマージング諸国・地域の金融資本市場では、多くの国・地域で株価が上昇するなど、総じて堅調な動きが続いた。

---

<sup>1</sup> 「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%前後で推移するよう促す。」

## 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増加を続けている。先行きも、海外経済が全体として拡大を続けるもとで、増加を続けていくとみられる。

国内民間需要をみると、設備投資は引き続き増加している。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、引き続き増加すると予想される。

個人消費は、増加基調にある。全国百貨店やスーパーの売上高は、春以降7月頃まで、天候不順の影響などから弱めの動きとなっていたが、天候が回復した8月以降は、衣料品を中心に持ち直した。サービス消費をみると、外食産業売上高が着実な増加傾向をたどっているほか、旅行取扱額も堅調に推移している。先行きも、雇用者所得の緩やかな増加等を背景に、個人消費は、着実な増加を続ける可能性が高い。

生産は、内外需要の増加を背景に、増加を続けている。先行きについても、海外経済の成長および内需の拡大が続くことから、増加基調をたどるとみられる。企業からの聞き取り調査でも、10～12月の生産は、増加を続ける見込みである。在庫については、全体として、出荷とバランスのとれた状態にある。

雇用・所得環境をみると、労働需給に関する諸指標が引き締まり傾向を続ける中、雇用者所得は緩やかな増加を続けている。先行きについても、雇用不足感が強まる方向にあり、企業収益も高水準を続けるとみられることから、雇用者所得は緩やかな増加を続ける可能性が高い。

物価面をみると、原油価格は、地政学的リスクの後退などを背景に、8月半ば以降、大きく反落し、最近では今春頃の水準となっている。国内企業物価指数は、既往の国際商品市況高などを背景に、足もと上昇しているが、先行きは、こうした原油価格の反落が影響し、当面、上昇テンポが鈍化していくとみられる。消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比は、プラス基調で推移している。先行きについても、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、プラス基調を続けていくと予想される。

### (2) 金融環境

企業金融を巡る環境は、緩和的な状態にある。CP・社債の発行環境は良好な状況にあるほか、民間銀行は緩和的な貸出姿勢を続けている。また、民間の資金需要は増加している。こうしたもとで、民間銀行貸出は増加している。CP・社債の発行残高は前年を幾分下回っている。企業の資金調達コストはやや上昇している。この間、マネーサプライ（M2 + CD）の前年比は0%台となっている。

## ・担保掛け目等の見直しの実施について

### 1. 執行部からの提案内容

日本銀行が適格担保とする担保の掛け目等について、昨年9月の見直し後概ね1年が経過したことから、その後の市場金利の変動状況等を踏まえて見直すこととし、「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。

### 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、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、9月短観を含め、前回会合以降明らかになった経済指標を踏まえると、企業部門がやや強く、家計部門がやや弱いという傾向がみられているものの、わが国経済は、4月の展望レポートに概ね沿って、引き続き、緩やかに拡大しているとの認識で一致した。また、先行きについても、生産・所得・支出の好循環が働くもとの、緩やかな拡大を続けていくとの見方を共有した。

海外経済に関して、委員は、米国経済のソフトランディングに向けた調整がどのように進んでいくかを注視する必要があるが、全体としては、地域的な拡がりを持って拡大が続いており、先行きも拡大を続けるとみられるとの認識で一致した。

米国経済について、委員は、景気拡大が続いているが、そのテンポは鈍化しているとの見方を共有した。何人かの委員は、住宅投資が減少している一方で、これまでのところ、設備投資や生産は増加を続けており、個人消費や雇用者数の増勢鈍化も緩やかであるなど、減速の度合いは総じて緩やかなものであると述べた。先行きについて、委員は、原油価格の低下もあって、景気が緩やかに減速するもとのインフレ圧力も徐々に緩和していくというソフトランディング・シナリオが実現する蓋然性は高まっているという見方を共有した。その上で、多くの委員は、コア・インフレ率は引き続き上昇しており、インフレ・リスクが解消するには至っていないことから、インフレ加速のリスクには、引き続き注視していく必要があると述べた。また、何人かの委員は、住宅市場の調整が個人消費に及ぼす影響については不確実性が小さくなく、景気減速の度合いが一段と強まるリスクも小さくないため、引き続き注意を払いたいと述べた。一人の委員は、これまで公表されている指標の動きを踏まえると、7～9月の成長率は、市場予測を下回る可能性が高いのではないかとコメントした。

欧州経済について、委員は、輸出や生産が増加する中で、個人消費も回復してきており、景気回復の動きが確かなものになっているとの見方を共有した。一人の委員は、ECBによる政策金利引き上げの累積的な影響や最近のユーロ高の影響については、引き続き注視していく必要があるとコメントした。

東アジア経済について、委員は、中国では、内外需とも力強い拡大が続いており、NIEs、ASEAN諸国・地域でも、総じて緩やかな景気拡大が続いているという見方で一致した。複数の委員は、9月の国際通貨基金（IMF）の世界経済見通しが4月時点との対比で、米国の成長率は下振れたにもかかわらず、BRICsを中心に新興諸国の成長率が上振れたことから、世界経済全体としては上方修正となっていることを指摘した。そのうちの一人の委員は、アジアをはじめとする新興諸国における経済の自律性は従来よりも高まってきている可能性があるとして付け加えた。別の委員は、米国景気が急減速した場合に、新興諸国を含め、世界経済は拡大を続けられるのか、それともやはり減速を余儀なくされるのか、といった点については、十分慎重に見極めていく必要があると述べた。

最近の原油価格の下落について、複数の委員は、地政学的リスクへの懸念が一頃に比べて和らいだことに加えて、これまでの投機的な動きの調整が行われていることも影響しているとの見方を示した。それらの委員は、こうした解釈が正しければ、原油価格の下落は世界経済にとってプラス要因とみなすことが可能であると述べた。別の一人の委員は、世界経済の拡大が続いているもとの、原油価格の下落は限定的なものにとどまるのではないかと指摘した。こうした議論を経て、委員は、原油価格は依然として高値圏内にあるほか、地政学的リスクなどを背景とする供給懸念が完全に払拭された訳ではないことを踏まえると、今後とも原油価格の動向やそれが世界経済に与える影響については、引き続き注意を払う必要があるとの認識で一致した。

わが国経済について、委員は、輸出は、海外経済の拡大を背景に増加を続けており、先行きも増加を続けていく可能性が高いとの見方で一致した。何人かの委員は、9月短観における海外での製商品需給判断DI（製造業）は、最近、先行きとも、小幅ながら需要超過で推移しており、少なくとも現時点では、米国経済の減速が企業の直面する需要に目立った影響を与えているようには窺われないとコメントした。

国内民間需要について、委員は、企業部門の好調が維持され、それが家計部門に波及しているとの認識を共有した。

企業部門について、委員は、企業収益は、引き続き高水準で推移しているとの見方を共有した。複数の委員は、9月短観における2006年度の経常利益に言及した。これらの委員は、想定為替レートの水準が実際の水準に比べかなり円高である上、例年9月調査では年度上期が上振れた場合に下期を下振れさせることにより年度業績を変えない企業が多くみられることから、最終的には大きく上振れ、よりしっかりと増加になる可能性が高いとの見方を示した。設備投資について、委員は、増加を続けており、内外需要の増加や企業収益の好調が続くもとで、先行きも増加を続ける可能性が高いとの認識を共有した。9月短観における2006年度の設備投資計画について、何人かの委員は、順調に上方修正されてきており、最終的に高い伸び率で着地した前年度並みの伸び率となる可能性が高いと述べた。一人の委員は、中小企業の業況感や設備投資が大企業に比べると幾分弱めであることについて、これを景気波及が進まないのみではなく一部業種における構造的な問題として捉えていく必要もあるのではないかとコメントした。

個人消費について、委員は、増加基調にあり、先行きについても、雇用者所得の緩やかな増加等を背景に、着実な増加を続ける可能性が高いとの見方で一致した。何人かの委員は、8月以降の指標に改善の動きを示すものが多かったことからみて、7月の指標における弱めの動きについては、天候不順など一時的な要因の影響による部分が大きかったと考えられると述べた。複数の委員は、消費者コンフィデンスの足踏みや消費における高額品と安値品の二極化進行などを挙げながら、企業部門の好調さが家計部門へ波及するスピードは比較的ゆっくりとしたものであり、個人消費は着実に増加しているが、力強く増加しているとは言いえないとコメントした。

生産について、委員は、増加を続けており、先行きも、内外需要の増加を背景に、増加基調をたどる可能性が高いとの認識で一致した。また、在庫について、委員は、鉱工業全体としては、概ね出荷とバランスのとれた水準にあるとの認識を共有した。電子部品・デバイスの在庫について、何人かの委員は、米国の消費動向次第では、出荷が落ち込み、再び在庫調整圧力が高まる可能性がある点に引き続き注意を要すると述べた。同時に、これらの委員は、現時点の調整圧力はさほど高くないため、再び在庫調整圧力が高まるようなことになっても、それが大きな調整となる可能性は低いと付け加えた。

雇用・所得面について、委員は、労働市場の需給は引き締まり傾向を続け、企業の人手不足感が強まっているもとで、フルタイム労働者を中心に雇用者数が着実に増加しているとの認識で一致した。所定内給与が足もとやや弱めであることについて、複数の委員は、団塊世代の退職や新卒採用の増加など年齢別人員構成の変化の影響から、実勢よりもかなり弱く出ており、個々の従業員が支払われている賃金はそれなりにしっかりと増加している可能性があるとして述べた。別の複数の委員は、新卒採用等の影響も何がしかあると考えられるが、より基本的には、企業の人件費抑制スタンスが根強いことが大きいのではないかと指摘した。このうち一人の委員は、内閣府の消費動向調査をみると、「収入の増え方」に関する家計の見方はほとんど改善していないと付け加えた。先行きについては、これらの委員も含め、多くの委員が、企業の人手不足感は強まる方向にあり、その影響は、直ちには現れないとしても、いずれは所定内給与にも及んでいくとの見方を示した。こうした議論を経て、委員は、所定外給与や特別給与を含

む賃金全体としては、今後も緩やかに増加していくとの見通しを共有した。

物価面について、委員は、国内企業物価指数は、既往の国際商品市況高などを背景に上昇しているが、先行きは、最近の原油価格をはじめとする国際商品市況の反落が影響し、当面、上昇テンポが鈍化していくとの見方で一致した。複数の委員は、9月短観で製造業の販売価格判断DIは上昇超に転じており、企業の価格支配力は相当に回復してきているとコメントした。そのうち一人の委員は、企業サービス価格も全体でみれば8年半振りに前年比プラスとなっており、企業部門では財・サービスとも価格上昇が明確となっていると述べた。

消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）について、委員は、プラス基調で推移しており、先行きも、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中で、前年比プラス基調を続けていくと予想されるとの見方を共有した。複数の委員は、この先、石油製品のプラス寄与が剥落する一方で、為替円安や老人医療費の自己負担増、携帯電話通信料のマイナス寄与と剥落などの押し上げ要因もあることから、全体としてみると、プラス基調での推移が続くと考えられると述べた。複数の委員は、9月短観において、小売業や対個人サービス業の販売価格判断DIが先行きにかけて改善傾向が続く見通しとなっていることを指摘した。この間、一人の委員は、原油価格の反落により、石油製品のプラス寄与が当初想定していたよりも早く剥落していくことに注意が必要であると述べた。別の一人の委員は、品目別に物価の動きをみると、エネルギー関連以外では、物価上昇圧力の目立った高まりが観察されていないこともあり、今後の指数の推移をより慎重にみていきたいと述べた。

地価について、何人かの委員は、3大都市圏では、商業地、住宅地とも、16年振りに上昇した上、地方圏では、下落が続いているものの下落幅は緩やかながらも縮小していると指摘した。このうち複数の委員は、9月短観で2006年度の土地投資計画をみると、前年同時期の計画よりもかなり強い数字であり、企業の土地取引が明確に回復していることを示唆しているとみられると述べた。

## 2. 金融面の動向

金融面に関して、委員は、9月短観において、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が大企業・中小企業ともに引き続き緩和的な環境を示す水準で推移していること、ここ数か月の金融市況の動きは長期金利低下、株価上昇、為替相場円安であり、いずれも緩和的な方向への動きとなっていること、実質金利の水準は実質成長率との対比でみてかなり低いこと、などから、ゼロ金利解除後も緩和的な金融環境が維持されているという認識を改めて共有した。一人の委員は、企業が投資の限界収益と資本コストを勘案して設備投資を行っていることを踏まえれば、金融緩和度合いを測る際には、実質金利というコスト面だけでなく、将来の資本収益率予想など収益面の動向も踏まえた評価が必要であると付け加えた。別の一人の委員は、実質実効為替レートは、プラザ合意前後の水準まで円安化していると指摘した。これらの委員を含め、何人かの委員は、極めて緩和的な金融環境のもとで、例えば、仮に低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するような場合には、将来的に経済の振幅を大きくする可能性があるため、注意が必要であると述べた。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢を踏まえて、委員は、当面の金融政策運営について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%前後で推移するよう促す」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。

委員は、短期金融市場は、総じて落ち着いているとの認識を共有した。また、委員は、無担保コールレート（オーバーナイト物）の加重平均値は概ね0.25%で推移しており、全体として、

円滑な金利コントロールが行われているとの評価で一致した。複数の委員は、市場参加者が新しい市場環境のもとでの取引に習熟してきているとコメントした。ある委員は、補完貸付の利用が期末日に増加したことについて、補完貸付の適用金利（基準貸付利率）がやや低すぎるのではないかとの問題提起を行った。別の委員は、ゼロ金利を解除して初めての期末日となった9月末においても短期金融市場が安定的に推移したことには、機動的なオペの実施に加え、補完貸付制度の存在が大きいと述べた。

先行きの金融政策運営について、委員は、今後とも経済・物価情勢を丹念に点検しながら運営していくとした上で、経済・物価情勢が4月の展望レポートで示した見通しに沿って展開していくのであれば、金融政策運営についても、経済・物価情勢の変化に応じて徐々に政策金利を調整するという方針に沿って進めることが適当であるとの考え方で一致した。また、今後の政策変更の時期については経済・物価情勢次第であることを丁寧に説明していくことが大切であるとの認識を共有した。

多くの委員は、個々の経済指標は、振れが大きく、短期的には実勢から大きく乖離した動きをするものも少なくないため、それぞれの指標の持つ特性などを十分に考慮した上で、適切に評価していく姿勢が大事であると述べた。また、それらの委員は、個々の経済指標の一時的な振れをきっかけに、市場参加者と日本銀行の経済・物価に関する情勢認識がずれることがあるため、注意が必要であると述べた。その点に関連し、一人の委員は、消費者物価指数の基準改定とそれに伴う物価上昇率の下振れは日本銀行の物価に関する基調的な判断を変えるものではないということについて、丁寧な説明を続けていく必要があると述べた。それを受けて、委員は、日本銀行の金融経済情勢に関する判断や金融政策運営に関する基本的な考え方をしっかりと対外説明していくことの重要性を改めて確認した。ある委員は、次回の展望レポートは、市場とのコミュニケーションという観点からも大変重要であり、そこにどのようなメッセージを盛り込んでいくか、次回会合でじっくりと議論したいと述べた。

## ・ 政府からの出席者の発言

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、景気は回復している。設備投資が堅調に推移するなど企業部門は好調であるが、個人消費はこのところ伸びが鈍化している。また、原油価格や海外経済の動向が与える影響等には留意する必要がある。一方、物価の動向を総合すると、デフレからの脱却が視野に入っている状況にあると言える。
- インフレの懸念がみられない現在の状況では、景気回復を持続的なものとするため、引き続き現在の金融市場調節方針を継続し、経済をしっかりと支えて頂くことが重要であると考えている。
- また、市場全般の動向にも十分目配りして頂きたいと考えている。金融政策の先行きの考え方について、憶測で市場が不安定になることのないよう、市場や国民に丁寧にご説明頂き、適切な期待形成を図って頂きたいと思う。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 経済の現状をみると、景気は回復しているが、海外経済の動向などが今後の物価動向に与える影響については、注視していく必要がある。
- 重点強化期間内に物価の安定基調を確実なものとし、物価の安定のもとでの、民間主導の持続的な成長を図るため、政府・日本銀行は一体となった取り組みを行うことが重要である。政府は、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2006」に基づき、構造改革を

加速・深化させていく。日本銀行におかれては、政府の政策取り組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、市場の動向にも配慮しながら、実効性のある金融政策運営に努め、責任を持って金融面から経済を支えて頂くことを要望する。

- 先行きについては、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が当面維持される可能性が高いとされている。金融政策運営についての不透明感を生じさせ、市場が不安定化することのないよう、市場や国民の経済に対する予測可能性を高めるため、経済・物価情勢の展望や、先行きの金融政策の方向性について、丁寧にご説明頂くことをお願いする。

## 採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%前後で推移するよう促す」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

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

### 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

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%前後で推移するよう促す。

### 採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、春委員、福間委員、水野委員、西村委員、野田委員

反対：なし

## 金融経済月報「基本的見解」の検討

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

この「基本的見解」は当日（10月13日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は10月16日に、それぞれ公表することとされた。

## 議事要旨の承認

前回会合（9月7日、8日）の議事要旨が全員一致で承認され、10月18日に公表することとされた。

以上



(別 添)

2006年10月13日

日 本 銀 行

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

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

無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.25%前後で推移  
するよう促す。

以 上

( 18 年 10 月 31 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2006 年 10 月 31 日 ( 9:00 ~ 12:44 )

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 )
	春 英彦	( " )
	福間年勝	( " )
	水野温氏	( " )
	西村清彦	( " )
	野田忠男	( " )

4 . 政府からの出席者 :

財務省 田中和徳 財務副大臣  
内閣府 浜野 潤 内閣府審議官

( 執行部からの報告者 )

理事	稲葉延雄
理事	堀井昭成
理事	井戸清人
企画局長	雨宮正佳
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	前田栄治
国際局長	出沢敏雄

( 事務局 )

政策委員会室長	中山泰男
政策委員会室審議役	飯野裕二
政策委員会室企画役	執行謙二
政策委員会室企画役	村上憲司
企画局企画役	武田直己
企画局企画役	鈴木公一郎

## ・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合(10月12日、13日)で決定された方針<sup>1</sup>に従って運営した。この結果、オーバーナイト金利は0.25%前後で推移した。

### 2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、ターム物金利は幾分上昇し、ユーロ円金先レートは横這い圏内で推移した。長期金利、株価は、横這い圏内の動きとなった。この間、円の対米ドル相場は、117 円台から 119 円台で推移した。

### 3．海外金融経済情勢

米国経済は、設備投資や生産が増加を続けるなど、景気拡大が続いている。ただし、住宅投資の減少などから、景気拡大テンポは鈍化している。物価面では、エネルギー価格の反落を受けて消費者物価の総合指数の上昇率が低下しているが、食料品・エネルギーを除くコアのインフレ率は、景気拡大による需給引き締めなどを反映して、引き続き緩やかに上昇している。

ユーロエリアでは、これまでの生産増加と企業収益改善が設備投資や個人消費の回復に繋がりを、景気回復の動きが確かなものになっている。英国経済も、安定的な成長軌道に復している。

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。足もとの固定資産投資はやや減速したが、引き続き高い伸び率となっている。NIEs、ASEAN諸国・地域では、内外需要ともに総じてみれば堅調であり、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、長期金利は横這い圏内で推移し、株価が上昇する動きとなった。エマージング諸国・地域の金融資本市場では、多くの国・地域で株価が上昇するなど、総じて堅調な動きが続いた。

### 4．国内金融経済情勢

#### (1) 実体経済

輸出は、7～9月の実質輸出でみて前期比+3.0%と、増加を続けており、今のところ米国経済減速の影響は確認されていない。

企業部門の動向をみると、企業収益が高水準で推移し、設備投資は増加を続けている。

家計部門に関し、雇用・所得環境をみると、労働需給に関する諸指標が引き締め傾向を続ける中、雇用者所得は緩やかな増加を続けている。個人消費は、増加基調を続けており、百貨店売上高などの個人消費関連指標の多くは、天候不順の影響などから弱めの動きが目立った7月頃までと比べて改善している。ただし、家計調査でみた消費支出は減少となった。

生産は、内外需要の増加を背景に、増加を続けている。先行きについても、海外経済の成長および内需の拡大が続くことから増加基調をたどるとみられる。在庫については、全体として出荷と概ねバランスがとれた水準となっているが、電子部品・デバイスでは在庫の増加がみられる。

物価動向をみると、国内企業物価は、既往の国際商品市況高などを背景に上昇しているが、

---

<sup>1</sup> 「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.25%前後で推移するよう促す。」

先行きは、原油価格の反落が影響し、当面、上昇テンポが鈍化していくとみられる。消費者物価（全国、除く生鮮食品）は、9月の前年比が+0.2%となり、プラス基調で推移している。先行きについては、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、プラス基調を続けていくと予想される。

## （２）金融環境

企業金融を巡る環境は、緩和的な状態にある。CP・社債の発行環境は良好な状況にあるほか、民間銀行は緩和的な貸出姿勢を続けている。また、民間の資金需要は増加している。こうしたもとで、民間銀行貸出は増加している。CP・社債の発行残高は前年を幾分下回っている。企業の資金調達コストはやや上昇している。この間、マネーサプライ（M2 + CD）の前年比は0%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

最近の経済情勢について、委員は、わが国経済は緩やかに拡大しているとの認識で一致した。また、委員は、こうした経済の動きについて、本年4月の展望レポートの見通し対比で、これまでのところ、企業部門は幾分強め、家計部門は幾分弱めとなっているが、全体としては概ね見通しに沿って推移しているとの見方を共有した。

海外経済に関して、委員は、米国の景気減速が明確化しているが、全体として地域的な広がりを伴いつつ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、大方の委員は、第3四半期の実質GDP成長率が住宅投資減少を主因に鈍化した点に言及したうえで、基本的には、こうした景気減速がインフレ圧力抑制に繋がっていくというソフトランディング・シナリオが実現する蓋然性が高まっていると述べた。この点に関連して、何人かの委員は、これまでのところ、住宅市場の調整が、個人消費にマイナスの影響を及ぼしているとはみられないとコメントした。中国経済について、複数の委員は、固定資産投資の伸びは幾分鈍化しているが、高い成長を続けていると指摘した。また、最近の原油価格の下落について、ある委員は、石油消費国の景気にプラスの影響を与えるとみられると述べた。この委員は、足もとの世界的な株高については、世界経済に好影響を与える可能性もあり、今後の動向に注目したいとコメントした。

委員は、こうした海外経済のもとで、わが国の輸出は、引き続き増加しているとの認識を共有した。

国内民間需要のうち、企業部門について、複数の委員は、企業収益は好調であり、設備投資の増加が続いていると述べた。このうちのある委員は、投資増加の動きは非製造業や中小企業にも広がりがみられるとしたうえで、企業の投資採算見極めに対する慎重姿勢が続いていることもあり、現状の設備投資に過熱感はないと指摘した。

家計部門について、委員は、労働需給が引き締まり傾向を続ける中、雇用者所得は緩やかな増加傾向にあるとの見方を共有したが、何人かの委員は、所定内給与が弱めの動きとなっている点を指摘した。また、個人消費について、委員は、引き続き増加基調にあるとの見方を共有した。何人かの委員は、9月の百貨店売上高などの販売統計が持ち直している点を踏まえて、7月頃までの個人消費関連指標の弱めの動きには、天候不順も影響していたことを示していると述べた。ただし、複数の委員は、このところの個人消費関連指標の弱めの動きがどの程度一時的な要因に基づくものかについて、今後も注意を払う必要があるとコメントした。

また、委員は、生産について、増加基調を続けており、在庫は、全体的には出荷とバランス

のとれた水準にあるとの見方で一致した。何人かの委員は、9月の鉱工業生産において、電子部品・デバイスの在庫が増加している点に触れ、これは新製品向けの作り込みなどの一時的要因が影響していると考えられるが、今後の動きに注意する必要があると指摘した。このうちの一人の委員は、電子部品・デバイスの在庫の積み上がりは、目先の鉱工業生産を下押しする可能性が高いと述べた。

消費者物価について、委員は、プラス基調を続けているが、その上昇テンポは緩やかなものである、との認識を共有した。何人かの委員は、東京の10月速報（除く生鮮食品）の前年比が+0.1%ポイント上昇し、プラスに転じたことも、こうした基調に変化がないことを示唆していると述べた。また、ある委員は、物価上昇が地域的に広がる傾向も看取されるとコメントした。一方、これとは別の複数の委員は、最近の原油価格低下に伴い、エネルギー価格のプラス寄与が低下する可能性を指摘した。このうちの一人の委員は、9月は前年比マイナスに転じた品目数がプラスに転じた品目数を上回ったと述べた。

この間、ある委員は、10月の「地域経済報告」や支店長会議における報告では、景気回復の程度にばらつきはあるものの、すべての地域で緩やかな拡大あるいは回復方向の動きとなっていることを確認できたと述べた。

## 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。

金融資本市場について、委員は、概ね安定しているとの認識で一致した。ただし、複数の委員は、日本の低金利が国際金融市場に与える影響には、引き続き注意を払っていく必要があると指摘した。

## 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、2006年度後半から2007年度にかけての経済は、「内需と外需がともに増加し、企業部門から家計部門への波及が進むもとで、息の長い拡大を続ける」との見方を共有した。

委員は、こうした見通しの背景として、米国経済は足もと減速しているが、海外経済全体としては、地域的な広がりを伴って拡大が続き、輸出が増加を続けると予想されること、企業部門の好調が続くとみられること、雇用者所得や配当の増加などを通じて、好調な企業部門から家計部門への波及が続くとみられること、極めて緩和的な金融環境が引き続き民間需要を後押しするとみられること、を指摘した。

委員は、景気拡大が長期化し、成熟段階に入っていくにつれて、成長率は潜在成長率近傍の水準に向けて徐々に減速する可能性が高いとの見方を共有した。ただし、ある委員は、場合によっては、成熟化が想定よりも遅れ、2007年度の成長率は、2006年度と比べて遜色のない水準になる可能性も考えられると述べた。また、別の複数の委員は、先行きの賃金の上昇が控えめなものにとどまり、企業部門の好調の家計部門への波及が想定よりも弱くなる可能性もある、との見解を示した。その背景としては、企業の人件費抑制姿勢が基本的に根強いこと、構造失業率が低下している可能性があることなどを指摘した。これに対して、別の一人の委員は、技術革新に伴う労働需給のミスマッチ拡大により、構造失業率が逆に上昇している可能性も考えられると指摘した。

物価面では、委員は、こうした経済の見通しのもと、需給ギャップは需要超過となっており、先行き超過幅を緩やかに拡大していくと考えられること、また、ユニット・レーバー・コストからの下押し圧力は減少していくとみられることから、物価を巡る環境の好転が継続するとの認識を共有した。具体的には、国内企業物価について、委員は、国際商品市況高などを背景に、

前回の見通しよりも上振れて推移しており、先行きも、原油価格をはじめとする商品市況や為替相場にも左右されるが、上昇を続けるとの見方で一致した。また、消費者物価について、委員は、概ね前回見通しに沿って、プラス基調で推移しており、前年比のプラス幅は次第に拡大していくとの見方で一致した。なお、8月に消費者物価指数の基準年が2000年から2005年に改定されたことに関連して、委員は、基調的な判断は、2000年基準で示した前回の見通しと変わらないとの認識で一致した。

以上の見通しに関する上振れ・下振れ要因について、委員は、経済活動に関しては、海外経済の動向、企業の投資行動の2点に、また、物価の先行きに関しては、需給ギャップに対する物価の感応度の不確実性、原油をはじめとする商品市況の動向、潜在成長率の影響の3点に整理できるとの見解で一致した。

海外経済の動向に関し、米国経済について、複数の委員は、景気減速が予想以上のものとなった場合に、米国以外の地域の成長によって米国の落ち込みをカバーすることができない可能性に注意を促した。一方で、何人かの委員は、インフレ懸念も持続している点を指摘した。また、複数の委員は、米国の潜在成長率が低下しているとみられることを踏まえると、ソフトランディング・シナリオが実現する場合でも、米国の成長率は今年から来年にかけて下振れ、調整終了後の成長率が元の高さにまで戻らない可能性も念頭におく必要があると指摘した。このほか、複数の委員は、原油価格は一頃に比べて落ち着きを取り戻しているが、国際商品市況の動向については、米国経済をはじめ、世界経済や国際金融市場に影響を及ぼすリスクが続いており、引き続き注意する必要があると述べた。

企業の投資行動について、委員は、前回の展望レポートに続き、極めて緩和的な金融環境のもとで、企業が採算に関する楽観的な想定に立って、投資を一段と積極化する場合には、成長率が一時的に大きく上振れる一方、その後に調整が必要となる可能性がある点に言及することが適当であるとの認識を共有した。

この間、多くの委員は、現状、地価の行き過ぎた上昇を懸念する状況にはないが、緩和的な金融環境の影響といった面も含め、資産価格の動向を引き続き点検していく必要があると述べた。このうちの一人の委員は、都市と地方の間や都市部における物件の間で不動産価格の二極化が進んでいる現状について説明した。そのうえで、先行き、価格の上昇地点が更に広がっていく可能性があるが、アジアにおける日本の相対的地位などを勘案しつつ、不動産価格の中長期的な傾向にも、十分留意する必要があると述べた。

物価見通しについて、何人かの委員は、賃金の上昇が緩やかである点を踏まえると、ユニット・レーバー・コストの上昇が後ずれし、物価が上昇しにくくなる可能性に言及した。また、別のある委員は、中国の物価が上振れた場合には、これがわが国をはじめ、世界の物価安定に影響する可能性にも注意が必要だと述べた。

金融政策運営について、委員は、2つの「柱」から経済・物価情勢の点検を行った。まず、第1の柱、すなわち、2007年度までの経済・物価情勢について最も蓋然性が高いと判断される見通しについて、政策金利に関して市場金利に織り込まれている金利観を参考にしつつ点検すると、委員は、わが国経済は、物価安定のもとでの持続的な成長を実現していく可能性が高いとの判断で一致した。

次に、委員は、第2の柱、すなわち、より長期的な視点を踏まえつつ、金融政策運営という観点から重視すべきリスクの点検を行った。この点に関して、委員は、金融政策面からの刺激効果が一段と強まる可能性がある中で、中長期的にみて、経済活動の振幅が大きくなり、ひいては物価上昇率も大きく変動するリスクに留意する必要があるとの認識を共有した。また、下振れの場合として、景気拡大や物価の上昇が足踏みするリスクについても言及しておくべきとの点でも一致した。ただし、複数の委員は、経済活動や物価上昇率が下振れした場合でも、金

融システムの安定が回復し、設備、雇用、債務の過剰が解消されてきていることから、デフレ・スパイラルが発生するリスクは小さいとの評価は4月の展望レポートの見通し時点と変わらないと述べた。

こうした点検を踏まえたうえで、先行きの金融政策運営について、委員は、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持しながら、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準の調整を行うことになる、との考え方で一致した。

何人かの委員は、市場の関心は、消費者物価などの個々の指標の動きに集中しがちであるが、金融政策運営においては、あくまでも経済・物価情勢の基調を重視している点を丁寧に説明する必要があると指摘した。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢を踏まえて、委員は、当面の金融政策運営について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%前後で推移するよう促す」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。

## ・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、景気は回復している。一方、物価の動向を総合すると、デフレからの脱却が視野に入っている状況にあると言える。
- インフレの懸念がみられない現在の状況では、景気回復を持続的なものとするため、引き続き現在の金融市場調節方針を継続し、経済をしっかりと支えて頂くことが重要であると考えている。
- 本日決定される展望レポートについては、8月に行われた消費者物価指数の基準改定の影響等を踏まえて、日本銀行がどのような経済・物価の見通しを示されるのか、市場関係者の注目が集まっている。今後の金融政策運営に関する憶測で市場が不安定になることのないよう、経済・物価情勢の見方や金融政策の先行きの考え方について、決定された内容に沿って市場や国民に丁寧に説明頂きたいと考えている。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 経済の現状をみると景気は回復しているが、海外経済の動向などが今後の物価動向に与える影響については注視していく必要がある。
- 先行きについては、企業部門の好調さが家計部門へ波及しており、国内民間需要に支えられた景気回復が続くと見込んでおり、今回の展望レポートでも基本的に同様の見方が示されていると考えている。一方、展望レポートでも先行きの経済・物価情勢について上振れ・下振れ要因を挙げておられるが、設備投資の上振れリスクよりもむしろ原油価格の動向が内外経済に与える影響や賃金の動向等が今後の経済動向の鍵になると考えられ、そうした観点から経済活動や物価の下振れリスクには充分留意する必要があると考えている。
- 重点強化期間内に物価の安定基調を確実なものとし、物価の安定のもとでの民間主導の持続的な成長を図るため、政府・日本銀行は一体となった取り組みを行うことが重要である。政府は、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2006」に基づき、構造改革を加速・深化させていく。日本銀行におかれては、先行きの金融政策運営について、極めて低

い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持するとされているが、政府の政策取り組みや、経済の展望と統合的なものとなるよう、市場の動向にも配慮しながら、実効性のある金融政策運営に努め、責任を持って金融面から経済を支えて頂くことを要望する。

## ・採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%前後で推移するよう促す」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

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

### 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

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%前後で推移するよう促す。

### 採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、春委員、福間委員、水野委員、西村委員、野田委員

反対：なし

## ・「経済・物価情勢の展望」の決定

次に、「経済・物価情勢の展望」の「基本的見解」の文案が検討され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、即日公表することとされた。なお、背景説明を含む全文は、11月1日に公表することとされた。

### 採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、春委員、福間委員、水野委員、西村委員、野田委員

反対：なし

以 上



(別添)

2006年10月31日  
日 本 銀 行

### 当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

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

無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.25%前後で推移  
するよう促す。

以 上

( 18 年 11 月 15、16 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2006 年 11 月 15 日 (14:00 ~ 16:01)  
11 月 16 日 ( 9:00 ~ 12:20)

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 )
	春 英彦	( " )
	福間年勝	( " )
	水野温氏	( " )
	西村清彦	( " )
	野田忠男	( " )

4 . 政府からの出席者 :

財務省 勝栄二郎 大臣官房総括審議官 ( 15 日 )

田中和徳 財務副大臣 ( 16 日 )

内閣府 浜野 潤 内閣府審議官

( 執行部からの報告者 )

理事	稲葉延雄
理事	堀井昭成
理事	井戸清人
企画局長	雨宮正佳
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	前田栄治
国際局長	出沢敏雄

( 事務局 )

政策委員会室長	中山泰男
政策委員会室審議役	飯野裕二
政策委員会室企画役	執行謙二
政策委員会室企画役	村上憲司
企画局企画役	山口智之
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（10月31日）で決定された方針<sup>1</sup>に従って運営した。この結果、オーバーナイト金利は、0.25%前後で推移した。

### 2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、3か月物のF B利回りやユーロ円金利は、総じて上昇した。こうした中、ユーロ円金利先物レートは、期近物を中心に幾分上昇した。

株価は、概ね横ばい圏内で推移し、最近では、日経平均株価は16千円台前半で推移している。

長期金利も、概ね横ばい圏内で推移し、最近では1.7%程度で推移している。

円対米ドル相場は、米国の経済指標などを受けて振れを伴う展開となり、最近では117円台後半で推移している。

### 3．海外金融経済情勢

米国経済は、景気拡大が続いているが、その拡大テンポは鈍化している。設備投資は増加を続けているが、住宅投資が引き続き減少しているほか、個人消費も緩やかながら減速している。物価面では、エネルギー価格の下落から、消費者物価の総合指数の上昇率は低下しているが、食料品・エネルギーを除くコアのインフレ率は、景気拡大による需給引き締めなどを反映して、引き続き緩やかに上昇している。

ユーロエリアでは、これまでの生産増加と企業収益改善が設備投資や個人消費の回復につながり、景気回復の動きが確かなものになっている。英国経済も、安定的な成長軌道に復している。

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。足もとの固定資産投資はやや減速したが、引き続き高い伸び率となっている。また、個人消費や輸出、生産も増勢を持続している。N I E S、A S E A N諸国・地域では、内外需とも総じてみれば堅調であり、緩やかな景気拡大が続いている。

海外の金融資本市場をみると、米国では、公表された経済指標等の強弱が交錯する中で、長期金利、株価は横ばい圏内で推移した。欧州では、長期金利は横ばい圏内で推移した。株価は、企業の好決算などを受けて、小幅の上昇となった。エマージング諸国・地域では、多くの国・地域で株価が引き続き上昇するなど、総じて堅調な動きが続いた。

### 4．国内金融経済情勢

#### (1) 実体経済

輸出は、海外経済の拡大を背景に増加を続けている。先行きも、海外経済が全体として拡大を続けるもとで、増加を続けていくとみられる。

国内民間需要をみると、設備投資は引き続き増加している。先行きも、内外需要の増加や高

---

<sup>1</sup> 「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%前後で推移するよう促す。」

水準の企業収益が続く見込みのもと、引き続き増加すると予想される。

個人消費は、7～9月のGDPベースの個人消費が減少となったが、振れを均してみれば、増加基調にある。全国百貨店やスーパーの売上高は、春以降7月頃まで、天候不順の影響などから弱めの動きとなっていたが、天候が回復した8～9月は、衣料品を中心に持ち直した。サービス消費をみると、外食産業売上高が着実な増加傾向をたどっているほか、旅行取扱額も振れを均せば、海外旅行を中心に堅調に推移している。先行きも、雇用者所得の緩やかな増加等を背景に、個人消費は、着実な増加を続ける可能性が高い。

生産は、内外需要の増加を背景に、増加を続けている。在庫も全体としては概ね出荷とバランスした状態にある。先行きの生産については、電子部品の在庫動向に留意する必要があるが、海外経済の成長および内需の拡大が続くことから、増加基調をたどるとみられる。企業からの聞き取り調査でも、10～12月の生産は、小幅の増加となる見込みである。

雇用・所得環境をみると、労働需給に関する諸指標が引き締まり傾向を続ける中、雇用者所得は緩やかな増加を続けている。先行きについても、雇用不足感が強まる方向にあり、企業収益も高水準を続けるとみられることなどから、雇用者所得は緩やかな増加を続ける可能性が高い。

物価面をみると、原油価格は、地政学的リスクの後退などを背景に、8月半ば以降、大きく反落したが、最近では、OPECによる減産の動きもあって、今春頃の水準で下げ止まっている。一方、非鉄金属は、振れを伴いつつも、依然として高値圏で推移している。国内企業物価指数は、原油価格の反落が影響し、上昇テンポが鈍化しており、先行きも、当面、原油価格反落の影響が残ることから、上昇テンポの鈍化が続くとみられる。消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比は、プラス基調で推移している。先行きについても、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、プラス基調を続けていくと予想される。

## （2）金融環境

企業金融を巡る環境は、緩和的な状態にある。CP・社債の発行環境は良好な状況にあるほか、民間銀行は緩和的な貸出姿勢を続けている。また、民間の資金需要は増加している。こうしたもとで、民間銀行貸出は増加している。CP・社債の発行残高は前年を幾分下回っている。

## ・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、わが国経済は、10月の展望レポートに概ね沿って、引き続き、緩やかに拡大しており、先行きについても、内需・外需がともに増加し、企業部門から家計部門への波及が進むもとで、息の長い拡大を続けていくとの見方を共有した。ただし、最近の経済指標に強弱双方の数字が混在していることについては、これまでのところ、展望レポートで示した経済のメカニズムについての評価を変えるものではないものの、今後の経済・物価情勢の展開をよくみていく必要がある、との見方で一致した。

海外経済に関して、委員は、米国経済は減速しているが、ソフトランディングの可能性が高いほか、欧州やアジア、その他の地域を含めた世界経済全体としては、地域的な拡がりを持って拡大が続いており、先行きも拡大を続けるとみられるとの認識を共有した。

米国経済について、委員は、景気拡大テンポは住宅投資の減少などから鈍化しているが、これまでのところ、設備投資や生産は増加を続けており、個人消費や雇用者数の増勢鈍化も緩やかであるなど、減速の度合いは総じて緩やかなものであるとの見方で一致した。先行きについて、委員は、原油価格の低下もあって、安定成長にソフトランディングする可能性が高いとの

見方を共有した。何人かの委員は、その見方を補強する材料として、減少を続けてきた住宅投資に下げ止まりの兆しが窺われることや、株価が上昇していることを指摘した。複数の委員は、ソフトランディング・シナリオの実現性をさらに見極めていくうえで、目先、クリスマス商戦の行方が重要であると述べた。一方、物価面について、何人かの委員は、コア・インフレ率は引き続き上昇しているほか、失業率の低下や、ユニット・レバー・コストの上昇からくる物価上昇圧力の高まりなどを踏まえると、インフレの加速リスクには、引き続き注視していく必要があると述べた。また、これらの委員は、最近、米国の潜在成長率が低下しているとの見方があることを紹介したうえで、この面からも物価上昇圧力をよくみていきたい、と付け加えた。

欧州経済について、委員は、輸出や生産が増加する中で、個人消費も回復してきており、景気回復の動きが確かなものになっているとの見方を共有した。

東アジア経済について、委員は、中国では、内外需とも力強い拡大が続いており、NIEs、ASEAN諸国・地域でも、一部で原油高の影響を受けつつも、総じて緩やかな景気拡大が続いているという見方で一致した。

原油価格の動向について、複数の委員は、8月以降、反落した後、最近は下げ止まっているが、今後については、上下双方向の不確定要因があるので、引き続き注意していく必要があると述べた。

わが国経済について、委員は、輸出は、海外経済の拡大を背景に増加を続けており、これまでのところ、米国経済の減速の影響は目立って表れていないとの見方で一致した。先行きについても、増加を続けていく可能性が高いとの見方を共有した。

国内民間需要について、委員は、企業部門の好調が維持され、それが家計部門に波及しているとの認識で一致した。

企業部門について、委員は、企業収益は、引き続き高水準で推移しているとの見方を共有した。複数の委員は、上場企業の間接決算は、明らかになった範囲でみると好調を持続していると指摘した。設備投資について、委員は、増加を続けており、内外需要の増加や企業収益の好調が続くもとで、先行きも増加を続ける可能性が高いとの認識を共有した。何人かの委員は、7～9月に大きく減少した機械受注について、大幅に増加した4～6月の反動に加え、大手通信会社からの携帯電話の発注が減少したという一時的な要因の影響が大きいとコメントした。このうち複数の委員は、それらの要因を除いても、なお、機械受注の増加テンポが鈍化している可能性を指摘した。そのうえで、これらの委員は、そのことが、資本ストック循環の観点から、設備投資の伸び率が次第に鈍化するという展望レポートで示した見通しと整合的な範囲内の動きであるかを注意深くみていく必要があると述べた。

個人消費について、委員は、増加基調にあり、先行きについても、雇用者所得の緩やかな増加等を背景に、着実な増加を続ける可能性が高いとの見方で一致した。ただし、何人かの委員は、天候が回復した8月以降の販売指標は持ち直しているものが多いが、賃金の上昇が明確化しない中で、消費に力強さが窺われないのも事実であり、今後の動きを注意深く点検する必要があると指摘した。

多くの委員は、7～9月の1次QEにおける民間最終消費が前期比大幅の減少となったことについて、基礎統計に使われている家計調査の消費水準指数がサンプル要因もあって大きめの減少となったことに加え、7月頃までの天候不順が影響している、とコメントした。ある委員は、雇用者所得が緩やかながら増加している以上、個人消費が先行き一段と落ち込んでいくことは考えにくいと述べた。この間、一人の委員は、人口の高齢化に伴い、所得の伸びが消費の伸びに直接結びつかなくなっていることや、家計の最も重要な資産である住宅資産の流動性が低いこと、高齢者が蓄積した資産を取り崩して消費にあてることを難しくしていることなどが、消費のトレンドに対する構造的な下押し要因となっている可能性がある、と指摘した。これに

対して、ある委員は、そのような構造的な要因が消費行動に及ぼす影響については注意深く点検する必要があるが、消費の短期的・循環的な変動にどの程度強く影響するかは疑問があると述べた。

生産について、委員は、増加を続けており、先行きも、内外需要の増加を背景に、増加基調をたどる可能性が高いとの認識で一致した。また、在庫について、委員は、鉱工業全体としては、概ね出荷とバランスのとれた水準にあるとの認識を共有した。電子部品・デバイスについて、何人かの委員は、足もと、在庫の前年比が出荷の前年比を上回っており、これには、携帯電話や新型ゲーム機向けの需要が予想比下振れたことによる、意図せざる積み上がりも影響しているとしたうえで、当面は生産調整を余儀なくされるリスクがあると述べた。そのうえで、これらの委員は、いまのところ、国内における一部商品向けの問題に止まっており、生産調整の動きが広範化する可能性は低いと、米国のクリスマス商戦などグローバルな最終需要の動向を注視する必要があると付け加えた。

雇用・所得面について、委員は、労働需給を反映する諸指標が引き締まり傾向を続ける中、雇用者所得は緩やかな増加を続けているとの見方を共有した。先行きも、企業の人手不足感が強まる方向にあり、企業収益も高水準を続けるとみられることから、雇用者所得は緩やかな増加を続ける可能性が高いとの見方で一致した。この間、労働需給の引き締まりにもかかわらず、賃金の上昇が明確にならない背景について、ある委員は、タイミングの遅れに過ぎない可能性もあるが、企業の根強い人件費抑制スタンスがどのような影響を与えるか、今後もよく検証していく必要があると述べた。また、別の委員は、企業収益のうち海外部門のウェイトが高まっているため、かつてと比べると、企業収益の好調が国内賃金の上昇に結びつきにくくなっているのではないかと指摘した。

7～9月の四半期別GDP速報（1次QE）について、何人かの委員は、市場予想を上回る高い実質成長率となったが、内訳をみると、純輸出および設備投資が増加した一方、民間最終消費が大幅のマイナスとなったほか、在庫増による寄与が大きめであったことなどから、強弱両面の要素があるとコメントした。

物価面について、委員は、国内企業物価指数は、原油価格の反落が影響し、上昇テンポが鈍化しており、先行きも、当面、原油価格の反落の影響が残ることから、上昇テンポの鈍化が続くとの見方で一致した。ある委員は、国内企業物価指数を構成する品目のうち、前年比でみて上昇している品目の割合は5割弱と、2001年以降で最も高い割合となっており、物価上昇の動きは拡がりを持ちつつあると述べた。

消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）について、委員は、プラス基調で推移しており、先行きも、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、プラス基調を続けていくと予想されるとの見方を共有した。複数の委員は、表面上の計数は、原油価格や帰属家賃の動きなどによって影響を受けているが、物価の体温は温まりつつあると述べた。別の委員は、消費者物価の上昇率が基調として少しずつ上がっていくことは間違いないと考えられるが、その速度についてはある程度の不確実性が残っているとの見解を示した。また、ある委員は、目先の変動要因としては、為替円安、老人医療費の自己負担増、携帯電話通信料のマイナス寄与剥落などの押し上げ要因、石油製品のプラス寄与剥落の押し下げ要因など、上下双方の要因があるが、より長めの観点からは、需要超過方向に進む需給ギャップが物価にどう影響を与えるか、また、ユニット・レーバ・コストのマイナス幅がどのようなテンポで縮小するかをよくみていきたい、と述べた。

資産価格の動向に関連し、ある委員は、金融機関の不動産融資に対する姿勢は慎重化する方向にあること、金利上昇にもかかわらず住宅を買い急ぐ動きは乏しく、値上がりは高額物件に限定されていることを挙げ、現在の商業用不動産および住宅に対する需要回復の動きは底打ち後の自然な過程であり、今後も不動産投資が過熱する可能性は低いと述べた。

## 2. 金融面の動向

金融面に関して、委員は、金融機関の貸出態度や直接市場における発行条件などは良好であり、引き続き緩やかな金融環境が維持されているという認識を改めて共有した。一人の委員は、貸出の伸びが縮小していることについて、企業の資金需要の回復が運転資金中心であり、設備投資もキャッシュフローの範囲内で推移している、という実勢を反映した動きであり、その意味で、経済の緩やかな回復に見合ったものではないか、とコメントした。

### ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢を踏まえて、委員は、当面の金融政策運営について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%前後で推移するよう促す」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。

何人かの委員は、短期金融市場において安定的な金利形成が行われていることについてコメントし、その背景として、機動的なオペの実施に加え、市場参加者が新しい市場環境のもとでの取引に習熟してきたため、資金取引が効率的かつ円滑に行われるようになってきていることを指摘した。このうち、複数の委員は、このように市場機能の回復が進展していることよって、市場金利が市場参加者の景況感等をより良く反映するようになり、今後、日本銀行は市場との対話を一層建設的に行っていくことが期待できると付け加えた。

先行きの金融政策運営について、委員は、今後とも、経済・物価情勢を丹念に点検し、経済・物価情勢が展望レポートで示した見通しに沿って展開していくと見込まれるのであれば、金融政策運営についても、経済・物価情勢の変化に応じて徐々に政策金利を調整するという方針に沿って進めることが適当であることを確認した。この間、一人の委員は、次回の会合以降、展望レポートで示した見通しに沿って経済・物価情勢が展開していることを、より確信を持って判断できるのであれば、政策変更を躊躇なく検討すべきであると述べた。

委員は、市場参加者等の間では、今後の政策変更のタイミングについて関心を集中させてきているが、時期を予め特定化する考え方は適切でなく、あくまで経済・物価情勢次第であることを丁寧に説明していくことが重要であるとの認識を共有した。何人かの委員は、一部の経済指標に弱めの動きがみられたことなどを背景に、市場参加者と日本銀行との間で景況感に関するギャップが存在しており、今後、経済・物価情勢を点検していく中で、そうしたギャップについても検証を行ったうえで、市場との対話を密にしていくことが望ましいと述べた。複数の委員は、市場との対話を行っていくうえで、本年3月に公表した「新たな金融政策運営の枠組み」を活用するとともに、市場参加者等に、その枠組みに関する理解が浸透していくよう努めていくことが重要ではないかと指摘した。

### ・政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 我が国経済の現状をみると、景気は回復を続けており、7～9月期の実質GDP成長率は前期比0.5%となったものの、このうち内需は前期比0.1%にとどまり、消費はマイナスとなったほか、このところ経済指標の一部に弱い動きもみられるところである。
- また、物価については、持続的に下落する局面ではなくなっているものの、今後、原油価格の下落の影響等も予想されることから、先行きについて、なお慎重にみていく必要がある。

- このような経済・物価情勢のもとでは、物価安定のもとでの持続的成長が実現されるよう、引き続き現在の金融市場調節方針のもとで、経済をしっかりと支えて頂きたいと考えている。
- また、市場全体の動向にも十分目配りして頂くとともに、今後の金融政策運営に関する思惑で市場が不安定になることのないよう、金融政策の先行きの考え方については、決定されている内容に沿って、市場や国民に丁寧にご説明頂きたいと考えている。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 経済の現状をみると、景気は回復しているが、海外経済の動向などが今後の物価動向に与える影響については、注視していく必要がある。
- 先行きについては、企業部門の好調さが家計部門へ波及しており、国内民間需要に支えられた景気回復が続くと見込んでいるが、経済・物価情勢の上振れ・下振れ要因については、上振れリスクよりも、むしろ原油価格の動向が内外経済に与える影響や賃金の動向等が今後の経済動向の鍵になると考えられ、そうした観点から、下振れリスクには十分留意する必要があると考えている。重点強化期間内に物価の安定基調を確実なものとし、物価安定のもとでの民間主導の持続的な成長を図るため、政府・日本銀行は一体となった取り組みを行うことが重要である。政府は、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2006」に基づき、構造改革を加速・深化させていく。日本銀行におかれては、先行きの金融政策運営について、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持するとされているが、政府の政策取組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、市場の動向にも配慮しながら、実効性のある金融政策運営に努め、経済活動や物価の下振れリスクを考慮して、責任を持って金融面から経済を支えて頂くことを要望する。
- 金融政策運営についての不透明感を生じさせ、市場が不安定化することのないよう、市場や国民の経済に対する予測可能性を高めるため、経済・物価情勢の展望や、先行きの金融政策の方向性について、丁寧に説明して頂くことを願います。

## 採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%前後で推移するよう促す」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

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

### 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

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%前後で推移するよう促す。



### 採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、春委員、福間委員、水野委員、西村委員、野田委員

反対：なし

#### ・金融経済月報「基本的見解」の検討

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

この「基本的見解」は当日（11月16日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は11月17日に、それぞれ公表することとされた。

#### ・議事要旨の承認

前々回会合（10月12日、13日）の議事要旨が全員一致で承認され、11月21日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

2006年11月16日

日 本 銀 行

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

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

無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.25%前後で推移  
するよう促す。

以 上

( 18 年 12 月 18、19 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2006 年 12 月 18 日 (14:00 ~ 16:00)  
12 月 19 日 ( 9:00 ~ 12:22)

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 )
	春 英彦	( " )
	福間年勝	( " )
	水野温氏	( " )
	西村清彦	( " )
	野田忠男	( " )

( 注 ) 岩田委員は、経済対策閣僚会議に出席のため、19 日 9:00 ~ 9:23  
の間、会議を欠席した。

4 . 政府からの出席者 :

財務省 勝栄二郎 大臣官房総括審議官 ( 18 日 )  
田中和徳 財務副大臣 ( 19 日 )  
内閣府 浜野 潤 内閣府審議官

( 執行部からの報告者 )

理事	稲葉延雄
理事	堀井昭成
理事	井戸清人
企画局長	雨宮正佳
企画局企画役	内田真一
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	前田栄治
国際局長	出沢敏雄

( 事務局 )

政策委員会室長	中山泰男
政策委員会室審議役	飯野裕二
政策委員会室企画役	執行謙二
企画局企画役	小田信之
企画局企画役	武田直己

## ・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（11月15、16日）で決定された方針<sup>1</sup>に従って運営した。この結果、オーバーナイト金利は、0.25%前後で推移した。

### 2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、ユーロ円金利は上昇し、3か月物F B利回りは、振れの大きい展開となった。こうした中、ユーロ円金利先物レートは、総じて横ばい圏内で推移した。

株価は、堅調な一部経済指標などを受けて上昇し、最近では、日経平均株価は16千円台後半で推移している。

長期金利は、わが国の一部経済指標や米国金利の動向などを受けてやや振れを伴う展開となり、最近では1.6%台後半で推移している。

円の為替相場は、一時114円台まで上昇した後、米国の経済指標などを受けて低下し、最近では117～118円台で推移している。

### 3．海外金融経済情勢

米国経済は、景気拡大が続いているが、その拡大テンポは鈍化している。設備投資は増加を続けているが、住宅投資が引き続き減少しているほか、個人消費も緩やかながら減速している。そうしたもとで、企業の生産活動や雇用の増勢も緩やかに鈍化している。物価面では、エネルギー価格の下落から、消費者物価の総合指数の上昇率はこのところ低下している。食料品・エネルギーを除くコアの消費者物価は、足もと幾分上昇率が低下したが、景気拡大による需給引き締めなどを反映して、引き続き前年比2%台後半の伸び率となっている。

ユーロエリアでは、これまでの生産増加と企業収益改善が設備投資や個人消費の回復につながり、景気回復の動きが確かなものになっている。英国経済も、安定的な成長を続けている。

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。固定資産投資はやや減速しているが、引き続き高い伸び率となっているほか、個人消費や輸出、生産も増勢を持続している。N I E S、A S E A N諸国・地域では、内外需とも総じてみれば堅調であり、緩やかな景気拡大が続いている。

海外の金融資本市場をみると、米国では、公表された経済指標の強弱が交錯する中で、長期金利、株価は横ばい圏内で推移した。欧州では、長期金利は横ばい圏内で推移した。株価は、ユーロ高の進行から下落する局面もあったが、その後値を戻した。エマージング諸国・地域では、多くの国・地域で株価が続伸し、幾つかの国・地域では、既往最高値を更新した。

### 4．国内金融経済情勢

#### (1) 実体経済

輸出は、海外経済の拡大を背景に増加を続けている。先行きも、海外経済が全体として拡大を続けるもとで、増加を続けていくとみられる。

国内民間需要をみると、設備投資は引き続き増加している。先行きも、内外需要の増加や高

---

<sup>1</sup> 「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%前後で推移するよう促す。」

水準の企業収益が続く見込みのもと、引き続き増加すると予想される。短観の設備投資計画もしっかりとした内容であった。

個人消費は、やや伸び悩みつつも増加基調にある。外食売上高や旅行取扱額といったサービス関連の消費指標は堅調に推移している。一方、百貨店売上高やスーパー売上高などの財関連の消費指標は、天候要因などもあって、このところ回復感に乏しい状況が続いている。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等を背景に、増加基調をたどると考えられる。

生産は、内外需要の増加を背景に、増加を続けている。在庫も全体としては概ね出荷とバランスした状態にある。ただ、電子部品・デバイスでは、新型ゲーム機や国内携帯電話向けの需要が予想比下振れたことから、在庫が積み上がっている。先行きの生産については、IT関連分野の動向に留意する必要はあるが、海外経済の成長および内需の拡大が続くことから、増加基調をたどるとみられる。

雇用・所得環境をみると、労働需給に関する諸指標が引き締まり傾向にある中、雇用者所得は緩やかな増加を続けている。賃金面をみると、所定内給与は前年比ゼロ%近傍の動きとなっているが、所定外給与は緩やかな増加を続けている。先行きについても、人手不足感が強まる方向にあり、企業収益も高水準を続けるとみられることなどから、雇用者所得は緩やかな増加を続ける可能性が高い。

物価面をみると、国際商品市況は、夏場から秋口にかけて反落したが、基本的には世界的に需要が増加基調にあるもとの、高値圏での動きが続いている。国内企業物価指数は、原油価格の反落が影響し、上昇テンポが鈍化しており、先行きも、原油価格反落の影響が残ることから、3か月前対比でみて、目先、弱含みなし横ばいで推移するとみられる。消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比は、プラス基調で推移している。先行きについても、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、プラス基調を続けていくと予想される。

## （２）金融環境

企業金融を巡る環境は、緩和的な状態が続いている。CP・社債の発行環境は良好な状況にあるほか、民間銀行は緩和的な貸出姿勢を続けている。また、民間の資金需要は増加している。こうしたもとの、民間銀行貸出は増加している。CP・社債の発行残高は前年を幾分下回っている。

## ・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、わが国経済は、引き続き緩やかに拡大しており、先行きについても、生産・所得・支出の好循環のもとで、息の長い成長を続けていく可能性が高いとの見方を共有した。ただ、このところ、個人消費や消費者物価などの面で弱めの経済指標が出てきていることから、今後公表される指標や様々な情報を、引き続き丹念に点検していくことが適当であるとの見解で一致した。

海外経済に関して、委員は、世界経済全体としては、地域的な拡がりを持って拡大が続いており、先行きも拡大を続けるとみられるとの認識を共有した。

米国経済について、委員は、住宅投資が大幅に減少しているものの、雇用者所得の増加やガソリン価格の低下等を背景に個人消費の減速は緩やかに止まっているとの認識で一致した。複数の委員は、住宅販売の一部に底入れの兆しも窺われることや、小売関連指標が好調である点を踏まえると、ソフトランディングの実現可能性が高まっているとの見方を示した。何人かの

委員は、足もとの消費動向について、クリスマス商戦の出足はまずまず好調であると述べた。一方、何人かの委員は、住宅投資の帰趨はみえていないほか、ISM製造業指数の悪化など製造業の企業活動の増勢の鈍化が窺われると指摘した。

物価面について、何人かの委員は、コア・インフレ率が引き続き高めで推移しており、潜在成長率が低下しているとの見方が多い中、現状程度の景気の減速でコア・インフレ率が落ち着いていくのかどうかよくみていく必要があると述べた。

こうした議論を通じて、委員は、米国経済は当面潜在成長率を幾分下回って推移した後、やがて潜在成長率近傍の成長パスにソフトランディングしていく可能性が高いが、引き続き上下両サイドのリスクに注意を払っていく必要があるとの認識で一致した。

わが国経済について、委員は、輸出は、海外経済の拡大を背景に増加を続けており、先行きについても、増加を続けていく可能性が高いとの見方を共有した。

国内民間需要について、まず企業部門の動向をみると、委員は、企業収益は、引き続き高水準で推移しており、業況感も良好な状態が続いているとの見方を共有した。委員は、設備投資は、増加を続けており、短観の計画等をみると、先行きについても、内外需要の増加や企業収益の好調が続くもとで、増加を続ける可能性が高いとの認識を共有した。多くの委員は、短観の業況判断や設備投資計画では、中小企業や非製造業において改善、上方修正の動きがみられており、裾野の広がりがみられると述べた。また、複数の委員は、企業は投資効率を慎重に見極めて投資を行っており、資本ストックの水準は過大ではないとの見解を示した。

個人消費について、委員は、やや伸び悩みつつも増加基調にあり、先行きについても、雇用者所得の緩やかな増加等を背景に、増加を続ける可能性が高いとの見方で一致した。多くの委員は、夏場以降、小売関連指標やGDPベースの個人消費が弱めであることには、天候要因や新製品投入の端境期、統計上のノイズといった一時的な要因も影響しているが、賃金の伸び悩みや秋口までの株価上昇一服といった要因もある程度影響しているとみられるとの見解を示した。また、一人の委員は、原油価格上昇による家計の実質所得低下が消費に悪影響を与えていた可能性もあると述べた。複数の委員は、短観における消費関連業種の業況判断の現状がやや弱めであり、夏場以降の消費の伸び悩みを反映しているとみられるとの認識を示した。何人かの委員は、これら業種の業況判断の先行きには改善の動きもみられるほか、10月の家計調査や消費総合指数など消費の改善の兆しを示す指標もみられると述べた。多くの委員は、雇用者所得の増加等を背景に、基調的には消費の増加は続くと思うが、歳末商戦を含め今後の動向に注目していく必要があると指摘した。

生産について、委員は、増加を続けており、先行きも、内外需要の増加を背景に、増加基調をたどる可能性が高いとの認識で一致した。また、在庫について、多くの委員は、鉱工業全体としては、概ね出荷とバランスのとれた水準にあるが、電子部品・デバイスについて、足もとややバランスが悪化していると指摘した。これらの委員は、同分野での在庫バランスの悪化は、携帯電話や新型ゲーム機向けの需要が予想比下振れたことによる、在庫の積み上がりが影響していると述べた。これに関連して、ある委員は、北米の半導体製造装置の受注環境が幾分悪化している点に言及し、これがわが国のIT関連財の生産に与える影響をよくみていく必要があると指摘した。何人かの委員は、目下のところ、海外向けを中心にIT関連財の需要は総じて堅調であるため、調整が深刻化する可能性は低いが、最終需要の動向には不確実性が高いため、米国のクリスマス商戦やわが国の歳末商戦の帰趨を含め、今後の動向を注視する必要があると述べた。

雇用・所得面については、賃金の伸びが低いものに止まっていることに関して、議論が行われた。複数の委員は、所定内給与の伸び率が低迷している背景には、グローバルな競争を意識して、企業が固定費的な性格の強い所定内給与の引き上げに慎重な姿勢を維持していることがあると指摘した。別の複数の委員は、統計上の賃金の伸び悩みには、人員構成比率の大きい高

年齢者層の退職に伴う平均賃金の押し下げが影響しているとみられ、同一個人でみれば所定内給与も緩やかであっても増加しているのではないかとの見方を示した。その上で、何人かの委員は、好調な企業部門から家計部門への波及という点では、雇用者数の増加や、パート・派遣の賃金上昇、ボーナスの増加、あるいは株式の配当増加などの多様なルートがあり、そうした多様なルートを通じて少しずつではあるが波及は進んでいると述べた。これに関連して、複数の委員は、高年齢者層の退職により退職金支払が増加するため、これが消費を下支えする効果も考えられると付け加えた。また、賃金の先行きに関連して、何人かの委員は、短観の雇用人員判断をみても、企業の人手不足感が今後も高まっていく方向にあり、これが来春の賃金改定にどのような影響を与えるか注目されると述べた。一人の委員は、短観の雇用人員判断は、企業経営サイドの判断であるため、マクロ的な労働力のスラックの有無をみる上では、労働参加率やパート比率など労働供給サイドの要因もよく分析した上で、総合的に判断する必要があると指摘した。

2005年度GDP統計確報において実質GDP成長率が前年比+3.3%から同+2.4%へと下方修正されたことに関連して、議論が行われた。複数の委員は、この下方修正により、2006年度スタート時点におけるGDPの水準が切り下がったため、2006年度中に前期比ベースで想定通りの成長を遂げたとしても、GDP水準の年度平均を比較する前年比伸び率でみれば、2006年度の成長率は相応に低くなると指摘した。これらの委員は、成長率の実績が下方修正されたことを受け、潜在成長率の推計値も低下する可能性があるとして付け加えた。また、一人の委員は、今回のGDP統計確報と7～9月の2次速報における改定結果等をみると、生産や消費の季節性パターンに微妙な変化が生じている可能性も否定できないため、今後GDP統計をみる際には留意する必要があると述べた。

物価面について、委員は、国内企業物価指数は、原油価格の反落が影響し、3か月前対比でみると横ばいとなっており、目先、弱含みないし横ばいで推移するとみられるとの見方で一致した。

消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）について、委員は、原油価格下落の影響から足もと伸びが鈍化しているものの、プラス基調で推移しており、先行きも、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、プラス基調を続けていくと予想されるとの見方を共有した。多くの委員は、10月の消費者物価指数は、弱めの計数となったが、11月については、石油製品価格のプラス寄与が引き続き低下する一方、携帯電話通信料のマイナス寄与が剥落することから、プラス幅を若干拡大する可能性があるとして述べた。一人の委員は、10月の消費者物価指数の内訳をみると、プラス方向に変化した品目数がマイナス方向に変化した品目数を上回っており、全体としてはプラス方向への変化が続いているが、その変化は非常にゆっくりであると指摘した。

多くの委員は、足もとの指数面の動きよりも重要な点は、来年度までを展望して、物価形成の基本的なメカニズムをどう判断するかであると述べた。これらの委員は、先般のGDP統計の改定に伴いユニット・レーパー・コスト（生産1単位当たりの人件費）や潜在成長率の推計値に修正が加わると考えられるので、こうした影響も含め、物価の基本的なメカニズムに関する分析を深めていく必要があると付け加えた。

## 2. 金融面の動向

金融面に関して、委員は、金融機関の貸出態度や直接市場における発行条件などは良好であり、引き続き緩和的な金融環境が維持されているという認識を改めて共有した。一人の委員は、実体経済の改善度合いと短期金利との関係をみれば、このところ、金融環境の緩和度合いは着実に増しているとの見方を示した。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢を踏まえて、委員は、当面の金融政策運営について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%前後で推移するよう促す」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。

何人かの委員は、短期金融市場について、資金需給が大きく変動する中でも無担保コールレートは安定的に推移しており、市場参加者の新しい環境のもとでの取引への習熟度の高まりや機動的なオペの実施もあって、短期金融市場取引は円滑に行われていると指摘した。

先行きの金融政策運営について、委員は、今後とも、経済・物価情勢を丹念に点検し、経済・物価情勢が展望レポートで示した見通しに沿って展開していくと見込まれるのであれば、金融政策運営についても、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に政策金利を調整するという方針に沿って進めることが適当であることを確認した。委員は、経済・物価の基調を形成するメカニズムに変調はないと考えられるが、このところ個人消費や消費者物価などの面で弱めの指標がみられており、今後公表される指標や様々な情報をもう少し見極めていく必要があるとの認識で一致した。

この間、一人の委員は、次回会合における展望レポートの中間評価で、経済・物価情勢が展望レポートで示した見通しに沿って展開していく蓋然性が高いと自信を持って判断できるのであれば、政策変更を行うべきであると述べた。複数の委員も、金利調整を急ぐ必要はないが、経済・物価情勢の見通しがより確かなものとなれば、1月会合以降の適切なタイミングで、異例の超低金利からの調整を進めることが適当であると述べた。別の複数の委員は、政策金利の調整を進めていく際は、経済・物価見通しを巡る不透明感がある程度晴れるまで、様々な材料を丹念に点検し、タイミングを適切に見極めていく必要があると指摘した。

委員は、市場参加者等の間では、今後の政策変更のタイミングについて関心が集中しているが、我々としては、今後の政策対応については、予断を持つことなく、新たに利用可能となる情報も踏まえて経済・物価情勢を丹念に点検した上で、適切に判断していくことを、しっかりと情報発信していくことが引き続き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

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 我が国経済の現状をみると、景気は回復を続けているものの、企業部門の好調さが家計部門に波及する経路がこのところ少し弱まっており、消費など経済指標の一部に弱い動きがみられることから、引き続き留意する必要がある。
- また、物価については、持続的に下落する局面ではなくなっているものの、今後、原油価格の下落の影響等がなお残ると予想されることから、先行きについて、なお慎重にみていく必要がある。
- このような経済・物価情勢のもとでは、物価安定のもとでの持続的成長が実現されるよう、引き続き現在の金融市場調節方針のもとで、経済をしっかりと支えて頂きたいと考えている。
- また、市場全体の動向にも十分目配りして頂くとともに、今後の金融政策運営に関する思惑で市場が不安定になることのないよう、金融政策の先行きの考え方については、決定されている内容に沿って、市場や国民に丁寧にご説明頂きたいと考えている。



また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 経済の現状については、景気は消費に弱さが見られるものの、回復しているが、海外経済の動向などが今後の物価動向に与える影響については注視していく必要がある。
- 政府は「平成 19 年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」を本日公表したが、18 年度については、足もと消費に弱さが見られ、企業部門の好調さの家計部門への波及が足踏みしている。19 年度においては、世界経済の着実な回復が続くもと、企業部門、家計部門ともに改善が続き、物価の安定のもとでの自律的、持続的な経済成長が実現すると見込んでいる。
- 先行きの経済・物価については、上振れリスクよりもむしろ原油価格や世界経済の動向等が我が国経済へ与える影響や、企業部門から家計部門への波及等が今後の経済動向の鍵になると考えられ、そうした観点から下振れリスクには十分留意する必要があると考えている。
- 政府・日本銀行は、マクロ経済運営に関する基本的視点を共有し、物価安定のもとでの民間主導の持続的な成長のため、一体となった取組みを行うことが重要である。日本銀行におかれては、先行きの金融政策運営について、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持するとされているが、政府の政策取組みや経済の展望と統合的なものとなるよう、市場の動向にも配慮しながら実効性のある金融政策運営に努め、経済活動や物価の下振れリスクを考慮して、責任を持って金融面から経済を支えて頂くことを要望する。

## 採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%前後で推移するよう促す」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

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

### 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

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%前後で推移するよう促す。

### 採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、春委員、福間委員、水野委員、西村委員、野田委員

反対：なし

・金融経済月報「基本的見解」の検討

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

この「基本的見解」は当日（12月19日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は12月20日に、それぞれ公表することとされた。

・議事要旨の承認

前々回会合（10月31日）および前回会合（11月15日、16日）の議事要旨が全員一致で承認され、12月22日に公表することとされた。

・先行き半年間の金融政策決定会合等の日程の承認

最後に、2007年1月～6月における金融政策決定会合等の日程が別添2のとおり承認され、即日公表することとされた。

以 上

(別添1)

2006年12月19日

日 本 銀 行

### 当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

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

無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.25%前後で推移  
するよう促す。

以 上

(別添2)

2006年12月19日  
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程(2007年1月～6月)

	会合開催	金融経済月報 (基本的見解)公表	(議事要旨公表)
2007年1月	1月17日<水>・18日<木>	1月18日<木>	(2月26日<月>)
2月	2月20日<火>・21日<水>	2月21日<水>	(3月26日<月>)
3月	3月19日<月>・20日<火>	3月20日<火>	(5月7日<月>)
4月	4月9日<月>・10日<火> 4月27日<金>	4月10日<火>	(5月22日<火>) (6月20日<水>)
5月	5月16日<水>・17日<木>	5月17日<木>	(6月20日<水>)
6月	6月14日<木>・15日<金>	6月15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(2007年4月)」の「基本的見解」は、4月27日<金>15時(背景説明を含む全文は5月1日<火>14時)に公表の予定。

以 上

( 19 年 1 月 17、18 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2007 年 1 月 17 日 (14:00 ~ 16:01)  
1 月 18 日 ( 9:00 ~ 13:01)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

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

4 . 政府からの出席者 :

財務省	勝栄二郎	大臣官房総括審議官 (17 日)
	田中和徳	財務副大臣 (18 日)
内閣府	浜野 潤	内閣府審議官

( 執行部からの報告者 )

理事	稲葉延雄
理事	堀井昭成
理事	井戸清人
企画局長	雨宮正佳
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	前田栄治
国際局長	出沢敏雄

( 事務局 )

政策委員会室長	中山泰男
政策委員会室審議役	飯野裕二
政策委員会室企画役	執行謙二
企画局企画役	神山一成
企画局企画役	鈴木公一郎

## ・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（2006年12月18、19日）で決定された方針<sup>1</sup>に従って運営した。この結果、オーバーナイト金利は、0.25%前後で推移した。

### 2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、ユーロ円金利や3か月物F B利回りは、次回利上げ時期を巡る市場参加者の予想の変化を反映して上下したが、均してみれば横ばい圏内で推移した。こうした中、ユーロ円金利先物レートは、総じて横ばい圏内で推移している。

株価は、円安の進行や内外景気に対する見方の改善を背景に上昇し、最近では、日経平均株価は17千円台前半で推移している。

長期金利は、均してみれば概ね横ばい圏内で推移しており、最近では1.7%程度で推移している。

円の対米ドル相場は、米国の経済指標の市場予想比上振れなどを受けて下落し、最近では119～120円台で推移している。

### 3．海外金融経済情勢

米国では、景気拡大が続いているが、そのテンポは鈍化している。設備投資は増加を続けているが、住宅投資は減少を続けている。個人消費は、足もとは比較的堅調に推移しているが、引き続き減速過程にある。そうした状況のもとで、企業の生産活動や雇用者数の増勢は、緩やかに鈍化している。物価面では、消費者物価の総合指数は落ち着いた動きとなっているが、食料品・エネルギーを除くコアのインフレ率は、景気拡大による需給引き締めなどを反映して、基調としては引き続き緩やかな上昇トレンドにある。

ユーロエリアでは、これまでの生産増加と企業収益改善が設備投資や個人消費の回復につながり、しっかりとした景気回復が続いている。英国経済も、安定的な成長を続けている。

中国では、内外需とも力強い拡大が続いている。固定資産投資はやや減速したが、引き続き高い伸び率となっている。また、輸出の大幅な増加も続いている。N I E s、A S E A N諸国・地域では、足もとの輸出に増勢一服感が窺われるものの、総じてみれば緩やかな景気拡大が続いている。

海外の金融資本市場をみると、米国では、経済指標の強弱が交錯する中で、長期金利は、強めの指標に反応して、幾分水準を切り上げた。この間、株価は概ね横ばいで推移した。欧州でも、長期金利が小幅上昇する一方、株価が横ばい圏内で推移する動きとなった。エマージング諸国・地域では、昨年末にかけては多くの国・地域で堅調に推移したが、年明け以降は、株価、通貨とも総じて弱めの動きとなった。

### 4．国内金融経済情勢

#### (1) 実体経済

輸出は、海外経済の拡大を背景に増加を続けている。先行きも、海外経済が全体として拡大

---

<sup>1</sup> 「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%前後で推移するよう促す。」

を続けるもとの、増加を続けていくとみられる。

国内民間需要をみると、設備投資は引き続き増加している。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、引き続き増加すると予想される。

個人消費は、やや伸び悩みつつも増加基調にある。全国百貨店やスーパーの売上高は、天候要因に左右される動きが続いており、8～9月は回復したが、10～11月は、高めの気温の影響を受けた冬物衣料の低迷などから、再び弱めの動きとなった。サービス消費をみると、外食産業売上高が増加基調を続けているほか、旅行取扱額も、振れを均せば、海外旅行を中心に堅調に推移している。先行きの個人消費は、雇用者所得の緩やかな増加等を背景に、増加基調をたどると考えられる。

生産は、内外需要の増加を背景に、増加を続けている。在庫は、電子部品・デバイスにおいて出荷対比高めの水準となっているが、鉱工業全体では、概ね出荷とバランスのとれた状態にある。先行きの生産については、在庫が全体として概ね出荷とバランスした状態にあるもとの、内外需要の増加を反映し、増加基調をたどるとみられる。ただし、企業からの聞き取り調査によると、1～3月の生産は、前期比+2%を上回る伸びに着地するとみられる10～12月の反動が出ることから、ごく小幅の伸びにとどまる見通しである。

雇用・所得環境をみると、労働需給を反映する諸指標が引き締まり傾向を続ける中、雇用者所得は緩やかな増加を続けている。先行きについても、雇用不足感が強まる方向にあり、企業収益も高水準を続けるとみられることなどから、雇用者所得は緩やかな増加を続ける可能性が高い。

物価面をみると、原油価格は、本年入り後、米国北東部での暖冬などが影響して、再びやや大幅に下落している。非鉄金属は、総じて高値圏で推移しているが、足もとでは銅を中心に下落している。国内企業物価指数を3か月前比でみると、国際商品市況の反落の影響し、足もとでは弱含んでいる。先行きも、国際商品市況の反落の影響から、目先、弱含みないし横ばいで推移するとみられる。消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比は、プラス基調で推移している。先行きについても、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、プラス基調を続けていくと予想される。

この間、支店長会議や「地域経済報告」(さくらレポート)では、足もとの景気は、すべての地域において拡大または回復方向の動きが続いており、地域差はあるものの、全体として緩やかに拡大している点が確認された。

## (2) 金融環境

企業金融を巡る環境は、緩和的な状態にある。CP・社債の発行環境は良好な状況にあるほか、民間銀行は緩和的な貸出姿勢を続けている。また、民間の資金需要は増加している。こうしたもとの、民間銀行貸出は増加している。CP・社債の発行残高は前年を幾分下回っている。

## ・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、わが国経済は、引き続き、緩やかに拡大しており、先行きについても、内需・外需がともに増加し、企業部門から家計部門への波及が進むもとの、息の長い拡大を続けていく可能性が高いとの見方を共有した。

海外経済に関して、委員は、世界経済全体としては、地域的な拡がりを持って拡大が続いており、先行きも拡大を続けるとみられるとの認識を共有した。

米国経済について、委員は、住宅投資が減少を続けているものの、雇用者所得の増加やガソリン価格の低下等を背景に、個人消費の減速は緩やかなものにとどまっているとの認識で一致した。多くの委員は、住宅販売の一部に底入れの兆しも窺われること、拡大・縮小の分水嶺となる50を下回っていたISM製造業指数が12月は再び50を上回ったこと、原油価格の下落が家計の実質購買力を引き上げると考えられること、などを挙げながら、ソフトランディングの実現可能性が高まっているとの見方を示した。複数の委員は、米国経済は当面潜在成長率を幾分下回って推移するが、年後半には潜在成長率近傍の成長パスに戻っていく可能性が高いとの見方を示した。ただし、これらの委員を含め、多くの委員は、住宅市場の調整の帰趨はなおみえていないほか、食料品・エネルギーを除いたコア・インフレ率は引き続き高めであることから、上下両サイドのリスクには引き続き注意を払っていく必要があると述べた。

欧州経済について、委員は、ユーロエリアでは、これまでの生産増加と企業収益改善が設備投資や個人消費の回復につながり、しっかりとした景気回復が続いており、英国経済も安定的な成長を続けているとの見方を共有した。また、東アジア経済について、委員は、中国では、内外需とも力強い拡大が続いており、NIEs、ASEAN諸国・地域でも、総じて緩やかな景気拡大が続いているという見方で一致した。

原油価格の動向について、一人の委員は、世界経済が今後も拡大を続けるという想定のもとでは、低下が続くとは考えられないと述べた。複数の委員は、足もとの下落は北米地域の暖冬や投機筋のポジション縮小を背景としたものであり、今後については、不確定要因が少なくないことから、引き続き注意してみていく必要があるとの認識を示した。

わが国経済について、委員は、輸出は、海外経済の拡大を背景に増加を続けており、先行きについても、増加を続けていく可能性が高いとの認識で一致した。米国向けの輸出について、一人の委員は、自動車関連が鈍化しているほか、建設機械の減少等に景気減速の影響が一部みられるが、全体としては引き続き増加基調にあるとの見方を示した。情報関連の輸出について、同じ委員は、NIEs向けの輸出が依然弱めであるが、全体としては、世界のIT関連需要が堅調であることを背景に、中国向けを中心に増加していると述べた。

国内民間需要についてみると、委員は、設備投資は、増加を続けており、内外需要の増加や企業収益の好調が続くもとで、先行きも増加を続ける可能性が高いとの認識を共有した。何人かの委員は、経済のグローバル化に伴う収益機会の拡大や投資サイクルの短期化といった構造的な要因も、設備投資の増加につながっていると指摘した。複数の委員は、企業は投資効率を慎重に見極めて投資を行っており、現状の資本ストックの伸びは過大ではないとの見解を示した上で、先行きも設備投資の増加が続いていく可能性は高いとの見方を示した。

個人消費について、多くの委員は、やや伸び悩みつつも増加基調にあり、先行きについても、雇用者所得の緩やかな増加等を背景に、増加基調をたどる可能性が高いとの見方を示した。何人かの委員は、家計調査を含め、関連指標は一頃に比べて持ち直していることから、7～9月のGDPにみられたような落ち込みが一時的なものであった点は確認できたのではないかとの見方を示した。別の何人かの委員は、ミクロ情報によると、年末商戦や初売りは総じて堅調であったが、その後の動きはやや伸び悩んだ模様であると述べた。この間、何人かの委員は、コンフィデンス指標の改善が引き続き足踏みしている点を指摘した。先行きについて、委員は、最も蓋然性の高い見通しとしては、雇用・所得環境の改善が進むもとで、個人消費の基調を形成する動きはよりしっかりしていくとみられるとの認識を共有した。ただ、何人かの委員は、そうした先行きの判断に確信を持つには、もう少しデータの蓄積が必要であると付け加えた。複数の委員は、人口動態の影響などの構造的要因を考えると、個人消費にもともとあまり高い伸びを期待すべきではないとの認識を示した。

生産について、委員は、増加を続けており、先行きも、内外需要の増加を背景に、増加基調をたどる可能性が高いとの認識で一致した。また、在庫について、委員は、鉱工業全体として



は、概ね出荷とバランスのとれた水準にあるとの認識を共有した。何人かの委員は、電子部品・デバイスでは、在庫が引き続き高い水準にあるが、生産調整と出荷増から出荷・在庫バランスの悪化に歯止めがかかりつつあることや、目下のところ、海外向けを中心にIT関連財の需要は総じて堅調であることを踏まえると、調整が大規模かつ広範なものとなる可能性は低いとの見方を示した。ただし、一人の委員は、IT関連分野の最終需要の動向には不確実性が高いため、引き続き今後の動向を注視する必要があると述べた。

雇用・所得面について、委員は、労働需給を反映する諸指標が引き締まり傾向を続ける中、雇用者所得は緩やかな増加を続けているとの見方を共有した。先行きも、企業の人手不足感が強まる方向にあり、企業収益も高水準を続けるとみられることから、雇用者所得は緩やかな増加を続ける可能性が高いとの見方で一致した。何人かの委員は、グローバルな競争を意識した企業経営を考えると、賃金の伸びが所定内給与を中心に伸び悩んでいる状況が大きく変化することは期待しがたいと述べた。ただし、何人かの委員は、賃金が伸び悩んでいても、企業部門から家計部門への波及ルートが全く閉ざされている訳ではなく、雇用者数の増加やパート・派遣の賃金上昇、ボーナスの増加、あるいは株式の配当増加といったいくつかのルートを通じて、波及は徐々に進んでいるとの認識を示した。

物価面について、委員は、国内企業物価指数は、国際商品市況の反落が影響し、3か月前比でみると弱含んでおり、目先、弱含みないし横ばいで推移するとみられるとの見方で一致した。

消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比について、委員は、プラス基調で推移しており、先行きも、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、プラス基調を続けていくと予想されるとの見方を共有した。多くの委員は、重要な点は、足もとの指数の動きよりも、来年度までを展望して、物価形成の基本的なメカニズム、すなわち、需給ギャップやユニット・レーバ・コストと物価の関係をどう判断していくかであるとの考え方を示した。それらの委員は、需給ギャップやユニット・レーバ・コストの動きからみて、基調的な物価上昇圧力は着実に高まっているとみられると付け加えた。一方、一人の委員は、グローバルな競争のもとで、企業が価格を引き上げづらい状況は続いているとコメントした。その委員も含め、何人かの委員は、消費者物価の上昇率が基調として少しずつ上がっていくとしても、その速度については依然として不確実性が残っているとの見解を示した。

何人かの委員は、このところの原油価格の反落が当面の消費者物価の前年比に対し下押し方向に働くともみられ、場合によっては一時的に前年比がゼロ%ないし若干のマイナスとなる可能性があるとして述べた。そのうち一人の委員は、東京都区部の速報値などからみて、12月の前年比は11月対比鈍化する可能性が高いと付け加えた。別の複数の委員は、原油価格の下落は、交易条件の改善を通じて、実体経済にはプラスの効果を持つ点に留意する必要があるとの考え方を示した。

資産価格の動向に関連して、一人の委員は、都心の一部ではややバブル的な取引もみられるが、全体としてみれば、実勢に見合った価格形成が行われていると述べた。

## 2. 金融面の動向

金融面に関して、委員は、金融機関の貸出態度や直接市場における発行条件などは良好であり、引き続き緩和的な金融環境が維持されているという認識を共有した。何人かの委員は、内外金利差が続くとの見通しから、円の実効レートはこのところ一段と減価しており、金融環境は一段と緩和度合いを増しているとコメントした。

## 3. 中間評価

以上のような経済・物価・金融面の情勢認識を踏まえ、一人の委員は、わが国の景気は、昨年10月の展望レポートで示した「見通し」に概ね沿って推移していると考えられると述べた。

この委員は、成長率の水準は「2006年度2%台半ば、2007年度2%程度」から「2006年度、2007年度とも2%程度」に下振れると予想されるが、2006年度の成長率下振れは、2005年度計数が確報化により下方修正されたことに伴い、2006年度への発射台（年度中の各期の前期比伸び率がゼロであった場合の年度平均の前年比）が0.3%ポイント縮小したことの影響が大きいと述べた。

これに対し、ほとんどの委員は、景気は、昨年10月の展望レポートで示した「経済・物価情勢の見通し」に比べて、これまでのところ、天候要因等一時的な下押し要因もあって個人消費を中心に幾分下振れていると考えられると述べた。もっとも、これらの委員は、2006年度の成長率の下振れに2005年度計数の下方修正が影響していることも事実であるので、その点を注記すべきであるとの認識で一致した。

景気の先行きについては、生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持されるもとの、「見通し」に概ね沿って推移すると予想されるとの見方を共有した。

物価面について、委員は、国内企業物価は、原油価格反落の影響などを背景に、「見通し」に比べて幾分下振れるものと見込まれるとの見方で一致した。また、委員は、消費者物価は、「見通し」に比べて、これまでのところ、原油価格反落の影響もあって幾分下振れているが、先行きは、「見通し」に概ね沿って推移すると予想されるとの見方を共有した。

一人の委員は、「見通し」に沿った景気の拡大や物価の上昇が実現する時期が後ずれしており、先行きの経済・物価の展開については不確実性が依然存在していると付け加えた。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢を踏まえて、先行きの金融政策運営について、委員は、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持しながら、経済・物価情勢の変化に応じて徐々に政策金利を調整するという基本的な考え方に変わりはないことを確認した。

その上で、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、何人かの委員は、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標をこれまでの0.25%前後から、0.5%前後へ引き上げることが適当であるとの見解を示した。これらの委員は、最近の経済指標の動きが経済のメカニズムについての評価を変えるものではないことを踏まえると、今後とも経済・物価が望ましい姿で推移していくためには、ここで政策金利の調整を行うことが適当であり、こうした措置は長い目でみて物価の安定と持続的な成長に資するものであるとの考え方を示した。これら委員は、現行の政策金利水準を維持した場合のリスクとして、金融政策面からの刺激効果が強まり過ぎる可能性や、低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が強まる可能性を指摘した。

これに対し、多くの委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%前後で推移するよう促す」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当であるとの見解を示した。これらの委員は、海外経済の拡大を背景とした輸出の増加を起点とする生産・所得・支出の好循環のメカニズムに変化はないと判断されるものの、このところ強弱様々な指標が出ていることから、今後公表される指標や様々な情報を引き続き丹念に点検し、経済・物価情勢をさらに見極めることが適当であるという考え方を示した。これら委員は、フォワード・ルッキングな金融政策運営を行っていく上では、先行きの見通しに十分な確信を得ることが重要であり、現時点においては、そうした確認作業を行う時間的な余裕があるとの考え方を示した。このうち複数の委員は、こうした確認作業を経て、経済・物価の先行きが見通しに沿って展開していくことについて十分な確信が得られた段階では、遅滞なく政策金利の調整を行い、低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着しないようにする必要がある

と付け加えた。何人かの委員は、今後のチェックポイントとして、米国をはじめとする海外経済の状況、家計部門の動向、物価を巡る環境などを挙げ、これらの分析を通じて、将来の経済のトレンドを的確に判断していくことが重要であるとの考え方を示した。

この間、金融政策運営に関する情報発信について議論が行われた。多くの委員は、このところ政策変更タイミングに関する市場の予想が大きく変動したことを踏まえ、市場との対話のあり方について問題を提起した。

何人かの委員は、フォワード・ルッキングな金融政策運営という表現が、一定のスケジュールに基づく政策運営と誤解されているのではないかと指摘した。この点に関して、委員は、金融政策運営は、あくまで毎回の金融政策決定会合において経済・物価情勢に関する議論を尽くした上で判断すべきものであり、一定のスケジュールやインターバルに基づくものではないという認識で一致した。また、何人かの委員は、フォワード・ルッキングな金融政策運営を行う上では、それまで得られた指標や情報を丹念に分析し、先行きの経済・物価情勢を適切に判断することが前提となると述べた。これらの委員は、展望レポートで記述した「経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準の調整を行うことになる」という金融政策運営方針について、より一層の理解を求めていく必要があると述べた。

こうした議論を経て、委員は、日本銀行としては、金融政策運営に当たって、時期を予め特定化する考え方は採っていないこと、金融政策運営に当たっては、足もとまでの指標や情報を丹念に分析し、それをもとに先行きの経済・物価情勢を展望していくべきであること、その意味で「フォワード・ルッキング」と「データ・ディペンデント」は矛盾する概念ではないこと、これらの点について丁寧に説明していくことが重要であること、を確認した。

あわせて、情報発信に当たって留意すべき点についても意見が述べられた。複数の委員は、市場との対話を行っていく上で、市場参加者等から、日本銀行の金融経済情勢の判断や金融政策運営の基本的な考え方に関する理解を得られるよう努めていくことが重要であり、その際、決定会合での議論を経て政策委員間で共通の認識になっている内容を基本とすべきであると付け加えた。

## ・政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 我が国経済の現状をみると、景気は回復を続けているものの、企業部門の好調さが家計部門に波及する経路がこのところ少し弱まっており、消費など経済指標の一部に弱い動きがみられることから、引き続き留意する必要がある。
- また、物価については、持続的に下落する局面ではなくなっているものの、今後、原油価格の下落の影響等が続くと予想されることから、先行きについて、なお慎重にみていく必要がある。
- このような経済・物価情勢のもとでは、物価安定のもとでの持続的成長が実現されるよう、引き続き現在の金融市場調節方針のもとで、経済をしっかりと支えて頂きたいと考えている。
- また、市場全体の動向にも十分目配りして頂くとともに、今後の金融政策運営に関する思惑で市場が不安定になることのないよう、金融政策の先行きの考え方については、展望レポートの中間評価に伴う経済・物価の見方と併せて、市場や国民に丁寧に説明頂きたいと考えている。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 経済の現状については、景気回復が続いていると認識しているが、所得の伸びが鈍化する中で、消費は概ね横ばいとなっており、企業部門の好調さの家計部門への波及がこのところ少し弱まっている。物価の動向を総合的にみると、未だデフレを脱却していない。引き続き海外経済の動向などにみられるリスク要因を考慮しつつ、物価の動向について冷静に注意しながらみていく必要がある。
- 先行きの経済・物価については、上振れリスクよりもむしろ世界経済の動向等が我が国経済に与える影響や、企業部門から家計部門への波及等が今後の経済動向の鍵になると考えられ、そうした観点から下振れリスクには十分留意する必要があると考えている。物価の安定に向けた道筋については、日本銀行においてしっかりと説明責任を果たして頂く必要があることから、今回の展望レポートの中間評価では、想定していた経済・物価情勢の見通しとの違いを含め、明確にご説明頂きたい。
- 政府は、本日の経済財政諮問会議で、新しい中期方針である「日本経済の進路と戦略」について諮問に対する答申を行い、来週、「平成 19 年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」とともに閣議決定する予定である。政府・日本銀行は、マクロ経済運営に関する基本的視点を共有し、物価安定のもとでの民間主導の持続的な成長のため、一体となった取組みを行うことが重要である。日本銀行におかれては、政府の政策取組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、市場の動向にも配慮しながら実効性のある金融政策運営に努め、経済活動や物価の下振れリスクを考慮して、責任を持って金融面から経済を支えて頂くことを要望する。

## 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、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%前後で推移するよう促す」という現在の金融市場調節方針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、何人かの委員は、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標水準を現行の「0.25%前後」から「0.5%前後」に引き上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。

須田委員・水野委員・野田委員からは、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、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す」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：須田委員、水野委員、野田委員

反対：福井委員、武藤委員、岩田委員、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かたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

## 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

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%前後で推移するよう促す。

### 採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、春委員、福間委員、西村委員

反対：須田委員、水野委員、野田委員

須田委員は、経済・物価の先行きシナリオにより確信が得られたこと、低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するような場合には、金融行動・投資行動などを通じて、中長期的にみて、経済・物価が大きく変動する可能性があること、安定的な成長を持続させるためには、金融政策の効果が現れてくるまでのタイムラグを踏まえ、問題が目に見えるようになる前に対応する必要があること、から、反対した。

水野委員は、先行きの景気は緩やかな拡大を続ける可能性が高く、長い目でみれば、物価も徐々に上昇していくことが見込まれること、こうした展望が確認できた以上、金融政策の正常化を進めることが自然であり、正常化を進めないと、金融政策予想の不確実性を高めてしまうこと、そうした状況が金融市場に定着することによって、市場との対話が困難になること、また今回利上げを見送った場合、為替円安の進行を容認したと誤解される惧れがあること、から、反対した。

野田委員は、生産・所得・支出の好循環というメカニズムが維持されるもとの、展望レポートのシナリオに大筋沿って、経済の緩やかな拡大が続くと改めて判断されたこと、現行の政策金利水準を維持すれば、金融政策面からの刺激効果が一段と強まり、将来、経済・物価の振幅が大きくなるリスクが高まってしまうこと、このタイミングで政策金利水準を引き上げておくことが、フォワード・ルッキングな金融政策運営の考え方に適していること、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」が賛成多数で決定された。

この「基本的見解」は当日（1月18日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は1月19日に、それぞれ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、春委員、福間委員、水野委員、西村委員、野田委員

反対：須田委員

須田委員は、2006年度の成長率下振れは、2005年度計数が確報化されたことにより、2006年度への発射台が縮小したことの影響が大きく、経済の実勢としては展望レポートに示したシナリオに概ね沿った動きを示していると考えられること、7～9月における個人消費の落ち込みには、天候不順や新製品投入前の買い控えといった一時的要因が大きく影響しており、10月以降の関連指標は総じて持ち直していることから、個人消費の現状判断における「やや伸び悩みつつも」という表現は不要であること、から、反対した。

#### ・議事要旨の承認

前回会合（12月18、19日）の議事要旨が全員一致で承認され、1月23日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

2007年1月18日

日 本 銀 行

### 当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(賛成6反対3)。

無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.25%前後で推移  
するよう促す。

以 上

( 19 年 2 月 20、21 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2007 年 2 月 20 日 (14:00 ~ 16:03)  
2 月 21 日 ( 9:00 ~ 14:15)

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 )
	春 英彦	( " )
	福間年勝	( " )
	水野温氏	( " )
	西村清彦	( " )
	野田忠男	( " )

4 . 政府からの出席者 :

財務省	勝栄二郎	大臣官房総括審議官 (20 日)
	田中和徳	財務副大臣 (21 日)
内閣府	浜野 潤	内閣府審議官

( 執行部からの報告者 )

理事	稲葉延雄
理事	堀井昭成
理事	井戸清人
企画局長	雨宮正佳
企画局企画役	内田真一
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	前田栄治
国際局長	出沢敏雄

( 事務局 )

政策委員会室長	中山泰男
政策委員会室審議役	飯野裕二
政策委員会室企画役	執行謙二
企画局企画役	武田直己
企画局企画役	鈴木公一郎



## ・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（1月17、18日）で決定された方針<sup>1</sup>に従って運営した。この結果、オーバーナイト金利は、0.25%前後で推移した。

### 2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、ユーロ円金利や3か月物F B利回りは、横ばい圏内で推移した。ユーロ円金利先物レートも、総じて横ばい圏内で推移している。

株価は、企業業績見通しの上方修正に対する根強い期待感などを背景に上昇し、最近では、日経平均株価は17千円台後半で推移している。

長期金利は、一旦低下した後、わが国の株価の上昇などを眺めて上昇し、最近では1.7%台前半で推移している。

円の為替相場は、市場予想を上回るわが国の一部経済指標などを受けて上昇し、最近では119～120円台で推移している。

### 3．海外金融経済情勢

米国では、景気拡大が続いているが、そのテンポは振れを伴いつつ緩やかに鈍化している。設備投資は、減速しつつあるが、増加傾向を維持している。一方、住宅投資は減少を続けている。個人消費は、足もとと比較的堅調に推移しているが、基調としては引き続き減速過程にある。そうした状況のもとで、企業の生産活動や雇用者数の増勢は、緩やかに鈍化している。物価面では、消費者物価の総合指数は、エネルギー価格の上昇を主因に前月から小幅上昇している。食料品・エネルギーを除くコアの指数も、景気拡大による需給引き締めなどを反映して、緩やかな上昇が続いている。

ユーロエリアでは、これまでの生産増加と企業収益改善が設備投資や個人消費の回復につながり、しっかりとした景気回復が続いている。

中国では、内外需とも力強い拡大が続いている。固定資産投資はやや減速したが、引き続き高い伸び率となっている。また、輸出の大幅な増加も続いているほか、個人消費や生産も増勢を維持している。NIEs、ASEAN諸国・地域では、足もと、輸出の増勢に一服感がみられるものの、総じてみれば緩やかな景気拡大が続いている。

海外の金融資本市場をみると、米国では、長期金利は横ばい圏内で推移している。株価は堅調な企業決算などを受けて上昇している。欧州では、長期金利は小幅上昇しているほか、株価も基本的には米国の動きに連れて上昇している。エマージング諸国・地域では、年初にみられた弱めの動きは収まり、多くの国・地域で、株価、通貨は再び上昇基調にある。

### 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増加を続けている。先行きも、海外経済が全体として拡大を続けるもとで、増加を続けていくとみられる。

---

<sup>1</sup> 「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%前後で推移するよう促す。」

国内民間需要をみると、設備投資は引き続き増加している。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、引き続き増加すると予想される。

個人消費は、底堅く推移している。全国百貨店やスーパーの売上高は、暖冬による冬物衣料の販売不振などから、冴えない動きとなっている。一方、家電販売が、このところはっきりと増加している。また、サービス消費をみると、外食産業売上高が増加基調を続けているほか、旅行取扱額も、振れを均せば、海外旅行を中心に堅調に推移している。家計調査の10～12月の消費水準指数は持ち直し、GDPベースの個人消費も、7～9月に減少した後、10～12月には増加に転じた。先行きの個人消費は、雇用者所得の緩やかな増加などを背景に、緩やかな増加基調をたどると考えられる。

生産は、内外需要の増加を背景に、増加を続けている。在庫は、鉱工業全体では、概ね出荷とバランスのとれた状態にある。ただし、電子部品・デバイスにおいては、出荷対比高めの在庫は解消されていない。また、自動車については、昨年末にかけて、船待ち在庫が増加したほか、国内の販売実勢対比で強めの生産が行われたことが影響して、一時的に在庫が積み上がっている。先行きの生産については、在庫が全体として概ね出荷とバランスした状態にあるもとで、内外需要の増加を反映し、増加基調をたどるとみられる。企業からの聞き取り調査などによると、1～3月の生産は、大幅増加となった10～12月の反動から、小幅の減産となる可能性が高いが、均してみれば、増加基調が続くとみられる。

雇用・所得環境をみると、労働需給を反映する諸指標が引き締まり傾向を続けている。賃金は、緩やかな上昇基調にあるが、企業の人件費抑制スタンスが根強い中、賃金水準の高い団塊世代の退職の影響などが加わり、足もとはやや伸び悩んでいる。こうしたもとで、雇用者所得は、雇用者数の増加に支えられて、緩やかな増加を続けている。先行きについても、雇用不足感が強まる方向にあり、企業収益も高水準を続けるとみられることなどから、雇用者所得は緩やかな増加を続ける可能性が高い。

物価面をみると、原油価格は、本年入り後、一旦大きく下落したあと、米国の気温低下などから反発するなど、やや振れの大きな動きを示している。非鉄金属は、全体として高値圏で推移しているが、足もとでは銅や亜鉛が下落している。国内企業物価指数を3か月前比でみると、国際商品市況の反落の影響し、足もとでは弱含んでいる。先行きも、国際商品市況の反落の影響から、目先、弱含みで推移するとみられる。消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比は、小幅のプラスで推移している。先行きについては、目先、原油価格反落の影響などからゼロ近傍となる可能性があるが、より長い目でみると、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、プラス基調を続けていくと予想される。

## (2) 金融環境

企業金融を巡る環境は、緩和的な状態にある。CP・社債の発行環境は良好な状況にあるほか、民間銀行は緩和的な貸出姿勢を続けている。また、民間の資金需要は増加している。こうしたもとで、民間銀行貸出は増加している。CP・社債の発行残高は前年を幾分下回っている。この間、マネーサプライは、前年比1%程度の伸びとなっている。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

経済情勢について、委員は、わが国経済は、引き続き、緩やかに拡大しており、先行きについても、生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持されるもとで、息の長い拡大を続けていく可能性が高いとの認識を共有した。

海外経済に関して、委員は、世界経済全体としては、地域的な拡がりを持って拡大が続いており、先行きも拡大を続けるとみられるとの認識で一致した。また、委員は、米国のソフトランディングの蓋然性が高まっており、海外経済についての不透明感は和らいでいるとの認識を共有した。

米国経済について、委員は、住宅市場の調整が続いているものの、この調整が他のセクターに広範な影響を与えるには至っておらず、雇用者所得の増加やガソリン価格の低下などを背景に、足もと、個人消費は堅調であるとの認識で一致した。先行きについて、多くの委員は、住宅市場の調整に関しては、販売指標に底打ち感がみられること、雇用関連指標、小売関連指標も堅調であること、原油価格の下落が家計の実質購買力を引き上げると考えられること、企業部門は、製造業の業況にやや慎重な見方が強まっているが、総じてみれば、引き続き堅調さが維持されると予想されること、などを挙げながら、ソフトランディング実現の蓋然性が高まっているとの見方を示した。一方で、多くの委員は、住宅市場の調整の帰趨はなおみえていないほか、食料品・エネルギーを除いたコア・インフレ率は引き続き高めであることなどを踏まえると、先行き、上下両サイドのリスクに引き続き注意を払っていく必要があると付け加えた。

欧州経済について、委員は、ユーロエリアでは、しっかりとした景気回復が続いているとの見方を共有した。複数の委員は、ドイツにおける付加価値税引き上げの消費などへの影響は、これまでのところ限定的であると指摘した。また、東アジア経済について、委員は、中国では、力強い拡大が続いており、NIEs、ASEAN諸国・地域でも、総じて緩やかな景気拡大が続いているという見方で一致した。

原油価格の動向について、一人の委員は、前回会合以降、再び上昇しており、今後も、米国の在庫の動向や地政学的リスクなどの要因にも目を配りながら、引き続き注視していく必要があるとの認識を示した。

わが国の輸出について、委員は、海外経済の拡大を背景に増加を続けており、先行きについても、増加を続けていく可能性が高いとの見方を共有した。

国内民間需要についてみると、委員は、設備投資は増加を続けており、内外需要の増加や企業収益の好調が続くもとで、先行きも増加を続ける可能性が高いとの認識を共有した。一人の委員は、半導体など一部で設備投資を縮小、延期する動きもみられると指摘した上で、設備投資全体としては、引き続き過熱感のない状態で増加していると述べた。

個人消費について、委員は、底堅く推移しており、先行きについても、雇用者所得の緩やかな増加などを背景に、緩やかな増加基調をたどる可能性が高いとの見方を共有した。多くの委員は、引き続き弱めの個人消費関連指標もあり、個人消費に力強さは期待できないものの、昨年夏場の個人消費関連指標の落ち込みは、天候不順、新製品投入前の買い控えや統計の振れなどによる一時的なものであることが確認されたと述べた。このうちの何人かの委員は、暖冬による衣料品販売の不振がみられるものの、デジタル家電、新型ゲーム機、携帯電話などの家電販売は増加しており、サービス消費も総じて堅調であると指摘した。複数の委員は、10～12月のGDP統計の個人消費は増加しており、7～9月の落ち込みが一時的なものであったことを裏付けているとコメントした。また、ある委員は、7～9月に落ち込みがみられた家計調査における消費支出は、10～12月には4～6月並みの水準に持ち直しているほか、鉱工業生産統計における10～12月の消費財出荷も増加していると指摘した。別のある委員は、ガソリン価格の低下や株価上昇も個人消費を支えるとみられるとコメントした。これに対し、一人の委員は、10～12月のGDP統計の個人消費を前年比でみると雇用者数の伸びに満たず、また、賃金の動きが鈍いといった弱めの動きがあることにも留意する必要があると述べた。

生産について、委員は、増加を続けており、先行きも、内外需要の増加を背景に、増加基調

をたどる可能性が高いとの認識で一致した。ただし、何人かの委員は、10～12月に自動車の増産で大きく伸びた反動などから、1～3月の生産は小幅の減産となる可能性が高いと述べた。

また、在庫について、委員は、鉱工業全体としては、概ね出荷とバランスのとれた水準にあるとの認識を共有した。ただし、多くの委員は、電子部品・デバイスでは在庫が増加していることを指摘した。その上で、このうちの何人かの委員は、世界的なIT関連財の需要は総じて堅調であることを踏まえると、調整が広範なものとなる可能性は低いが、IT関連の在庫に引き続き注意を払う必要があると述べた。別の一人の委員は、半導体の在庫水準は2、3月にピークアウトしそうだが、液晶の在庫調整は夏頃まで続く可能性もあり、IT関連を中心に、生産面で軽度の踊り場を迎える可能性もあると指摘した。

雇用・所得面について、委員は、労働需給を反映する諸指標が引き締まり傾向を続ける中、雇用者所得は緩やかな増加を続けているとの見方を共有した。先行きも、企業の人手不足感が強まる方向にあり、企業収益も高水準を続けるとみられることから、雇用者所得は緩やかな増加を続ける可能性が高いとの見方で一致した。

こうした中、委員は、一人当たり名目賃金は、緩やかな上昇基調にあるが、足もとはやや伸び悩んでいるとの認識を共有した。何人かの委員は、これには、企業経営者の人件費抑制姿勢が根強いことに加え、ここにきて、団塊世代の退職増加の影響が現れてきているほか、地方公務員の給与削減が影響している可能性も考えられると述べた。その上で、これらの委員は、先行きは、労働需給がタイト化していくことから賃金上昇圧力は高まっていくと考えられると述べた。複数の委員は、春闘について、来年度に賃金引き上げを実施する企業は今年度よりも増加するとみられるとの見方を示した。何人かの委員は、所定内賃金が弱いとはいえ、雇用者数の増加、パート・派遣の賃金上昇、株式の配当増加などの様々なルートを通じて、企業部門から家計部門への波及は、緩やかながら徐々に進んでいるとの認識を示した。一方、一人の委員は、4月に初任給、パート賃金などが上昇する可能性はあるものの、ここにきて賃金は予想以上に伸び悩んでおり、これが個人消費や物価の下押しに働く可能性には注意を払う必要があると述べた。

10～12月の四半期別GDP速報（1次QE）について、何人かの委員は、7～9月の個人消費の落ち込みは一時的なものであり、日本経済が実質+2%程度の成長軌道にあることを裏付けるものであったとコメントした。この点に関し、一人の委員は、10月の展望レポートで示した経済・物価の見通しは、若干後ずれするかたちで実現するとみられるとの認識を示した。

物価面について、委員は、国内企業物価指数は、国際商品市況の反落が影響し、3か月前比でみると弱含んでおり、目先、弱含みで推移するとみられるとの見方で一致した。

消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比について、委員は、小幅のプラスで推移しており、目先、原油価格反落の影響などからゼロ近傍となる可能性があるが、より長い目でみると、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、プラス基調を続けていくと予想されるとの見方を共有した。

大方の委員は、このところの原油価格の反落が当面の消費者物価の前年比の下押しに働くとみられ、場合によっては一時的に前年比がゼロ%ないし若干のマイナスとなる可能性があるとの指摘した。このうちの何人かの委員は、原油価格反落に加え、携帯電話の新料金プラン導入も、下押しに働く可能性があるとの指摘した。一方で、このうちの一人の委員は、サービス価格に上昇の兆しがみられるほか、帰属家賃の上昇が見込まれるなど、先行きの物価の押し上げ要因があると付け加えた。また、もう一人の委員は、足もとでも、国内での鉄・非鉄金属の価格上昇、中国からの素材輸入価格上昇、円安による輸入価格上昇などの押し上げ要因が観察される点は、今後の物価動向を見通す際に勘案する必要があるとコメントした。

その上で、多くの委員は、重要な点は、足もとの指数の動きよりも、物価を巡る基本的な環

境をどのように判断するかであるとの認識を示した。これらの委員は、この観点から判断すると、設備や労働といった資源の稼働状況が高まっており、今後も景気拡大が続くと考えられることから、より長い目でみると、基調的な物価上昇圧力は高まっていくとみられるとの見解を示した。

先行きの物価動向に関連して、ある委員は、昨年の基準改定後の新指数では、消費者物価のトレンドを捉えにくくなっていると指摘した上で、新指数は、従来の指数に比べて、需給ギャップへの感応度が低下している可能性があるとした。また、企業物価指数の動きから、内外需給の引き締め傾向が一段落している可能性が窺われるほか、賃金の伸び悩みを踏まえると、今後、ユニット・レバー・コストが低下することも考えられる点には留意する必要があると述べた。

資産価格の動向に関連して、一人の委員は、都心における企業のオフィス需要は高まっており、不動産市場の活況には注意を払う必要があると述べた。その上で、この委員は、全体としてみれば、これまでのところ、企業は採算を慎重に見極めて不動産投資を行っており、実勢に見合った価格形成が行われてい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、引き続き緩和的な金融環境が維持されているとの認識を共有した。委員は、金融機関の貸出態度や直接市場における発行条件などは良好であるとの見方で一致した。何人かの委員は、為替相場は引き続き円安基調で推移しているとコメントした。別の一人の委員は、株式売買高が高水準にあり、株価は堅調であると指摘した。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢を踏まえて、当面の金融政策運営について、検討が行われた。

大方の委員は、今回の会合までに明らかになった内外の指標や情報をもとに、日本経済の先行きを展望すると、生産・所得・支出の好循環のメカニズムに変調は生じておらず、物価安定のもとで、息の長い成長を続ける蓋然性が高まっているとの認識を示した。さらに、このように、経済・物価情勢の改善が展望できることから、現行の政策金利水準を維持した場合、金融政策面からの刺激効果は次第に強まってくると考えられ、仮に低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するような場合には、行き過ぎた金融・経済活動を通じて資金の流れや資源配分に歪みが生じ、息の長い成長が阻害される可能性がある、との見方を示した。また、このうちのある委員は、経済情勢の改善が展望できるのであれば、資産や設備の中長期的な予想実質収益率も回復すると指摘した上で、長期的な物価安定のもとで息の長い経済発展を実現するためには、予想実質収益率の回復に対応して、実質利率を調整し、資源および資金の効率的配分を促すことが望ましいとの見解を示した。

その上で、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、これらの委員は、中長期的に物価安定を確保し、経済の持続的成長を実現していくためには、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を、0.25%前後から0.5%前後へ引き上げることが適当であると述べた。

これらの委員は、今回、政策金利引き上げが決定された場合には、その判断は、1～2年先の経済や物価の姿を展望した上での、フォワード・ルッキングな視点に基づくものであること、いいかえれば、目先、消費者物価が弱含みに推移し、場合によってはマイナスとなることは十分念頭に置いた上で、その先を展望したものであることを明確に説明するべきとの見解で一致した。また、今回の金利の調整は、日本経済の成長を抑えるものではなく、経済の振幅を小さ

なものとし、持続的な成長を確実なものとするための措置であることについて、十分理解を得るよう努める必要があるとの認識も共有した。さらに、このうちの複数の委員は、こうしたフォワード・ルッキングな判断は、それまでに入手し、蓄積してきたすべての指標や情報を総合的に検討して行っており、前月から当月にかけての指標の変化のみに基づくものではないことを説明していくことが重要であるとコメントした。

一方、ある委員は、フォワード・ルッキングな視点に立った上で、賃金、個人消費の弱めの動きが払拭されておらず、生産面で、軽度であれ踊り場となる可能性が高いという状況のもとで、物価上昇率の先行きに不透明感が強いことから、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を、現在の 0.25% 前後に維持することが適当であるとの意見を表明した。この委員は、2008 年度を含めた物価の先行きについて、「展望レポート」などで説明した上で、政策金利の引き上げを行っても遅くないのではないかと述べた。

補完貸付の適用金利について、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標の引き上げを支持する委員は、誘導目標を引き上げる場合には、補完貸付の適用金利（基準貸付利率）を、現行の 0.4% から 0.75% へ引き上げることが適当であるとの見解を示した。このうちの何人かの委員は、昨年 7 月のゼロ金利解除後、市場機能が徐々に回復してきていることを踏まえると、誘導目標と補完貸付の適用金利のスプレッドを、現在の 0.15% よりやや大きめの 0.25% としても、安定的なレート・コントロールに支障はないとの見方を示した。

長期国債の買入れについて、委員は、先行きの日本銀行の資産・負債の状況などを踏まえつつ、当面は、これまでと同じ金額、頻度で実施していくことが適当であるとの見解を共有した。

今後の金融政策運営について、委員は、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持しながら、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に政策金利を調整するという基本的な考え方に変わりはないことを確認した。複数の委員は、今後の金利水準の調整は、経済・物価情勢に応じて徐々に行うものであり、予めスケジュール感を持って行うものではないことも繰り返し説明していくことが必要であると述べた。

このほか、市場との対話について、多くの委員は、日本銀行が発信すべき情報は、具体的な政策のタイミングではなく、あくまでも経済・物価情勢に関する判断や金融政策運営に関する基本的な考え方であると述べた。その上で、日本銀行が発信した情報を受け止めた市場参加者がこれを自らの経済・物価に関する判断とすり合わせて金利観を形成し、日本銀行は市場で形成された金利から市場の経済・物価観を知る、という双方向のコミュニケーションのプロセスが重要であるとの認識を示した。一人の委員は、簡潔な情報発信に努めることが重要であると述べた。

## 議案の提出

以上の議論を踏まえ、議長から、会合における多数意見を取りまとめるかたちで、（１）金融市場調節方針、（２）基準割引率および基準貸付利率の変更、（３）「金融市場調節方針の変更について」の公表に関して、以下の３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）

１．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、公表後直ちに実施すること。

記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す。

2. 対外公表文は別途決定すること。

#### 基準割引率および基準貸付利率の変更に関する議案（議長案）

1. 日本銀行法第33条第1項第1号の手形の割引に係る基準となるべき割引率（以下「基準割引率」という。）および同項第2号の貸付けに係る基準となるべき貸付利率（以下「基準貸付利率」という。）を、下記のとおりとし、公表後直ちに実施すること。

記

基準割引率および基準貸付利率 年0.75%

2. 対外公表文は別途決定すること。

#### 「金融市場調節方針の変更について」の公表に関する議案（議長案）

標題の件に関し、別紙（別添参照）のとおり対外公表すること。

### ・ 政府からの出席者の発言（採決前）

議長が金融市場調節方針の変更などについての議案を取りまとめたことを受け、財務省および内閣府の出席者より、議案への対応について両者の間で協議するとともに、必要に応じ、財務大臣および経済財政政策担当大臣と連絡を取るため、会議の一時中断の申し出があった。議長はこれを承諾した（午後1時01分中断、午後1時26分再開）。

会議再開後、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 先ほど、政策金利を0.25%から0.50%へ引き上げる旨の議案が議長より提出された。政府としては、従来から申し上げているように、最近の経済・物価情勢に鑑みれば、景気回復を持続的なものとするため、経済を金融面から支えて頂きたいというのが基本的な考え方である。その上で、具体的な金融政策運営については日本銀行に委ねられており、政策変更については政策委員会のご判断にお任せしたいと考えている。
- 日本銀行におかれては、今後とも、政府の経済政策と整合的な、適切な金融政策の運営に努められることを期待している。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 経済の現状については、景気回復が続いていると認識しているが、これまでも申し上げているとおり、所得の伸びが鈍化する中で消費はおおむね横ばいになっており、企業部門

の好調さの家計部門への波及がこのところ少し弱まっている。また、景気ウォッチャー調査の現状判断DIは横ばいを示す50を3か月連続で下回り、景気動向指数の先行指数も2か月連続50%を下回っている。なお、18年10～12月期の1次QEでも景気回復の動きが確認されたが、個人消費については、7～9月期と均すとほぼ横ばいであり、依然として弱さがみられる。

- 物価の動向を総合的にみるといまだデフレを脱却していない。生鮮食品を除く総合でみた消費者物価について再びマイナスとなる可能性も指摘されている。賃金や個人消費の動向とあわせ、引き続き海外経済の動向などに見られるリスク要因を考慮しつつ、冷静に、注意しながらみていく必要がある。
- 先行きの経済・物価については上振れリスクよりもむしろ、世界経済の動向等が我が国経済へ与える影響や、企業部門から家計部門への波及等が今後の経済動向の鍵となると考えられ、そうした観点から、下振れリスクには十分留意する必要があると考えている。
- 政府・日本銀行は、マクロ経済運営に関する基本的視点を共有し、物価安定の下での民間主導の持続的な成長のため、一体となった取組みを行うことが重要である。
- 先ほど、利上げに関する議長提案がなされたが、現在は、デフレから脱却するかどうかの正念場であり、また消費も足もと弱いという極めて重要な局面であることに鑑みれば、責任を持って金融面からしっかり経済を支えていただくことが重要であり、利上げを急ぐ局面ではないものとする。具体的な金融政策運営は金融政策決定会合において政策委員の過半数をもって決せられるものであるが、こうした点を十分考慮して、慎重にご判断いただきたいと考える。
- また、日本銀行として、本日の決定に至った経済・物価情勢の認識及び日本銀行が考える物価安定に向けた道筋について、しっかりと説明責任を果たしていただきたいと思う。

## 採決

このあと、議長から提出された3つの議案が、(1)金融市場調節方針に関する議案(議長案)、(2)基準割引率および基準貸付利率の変更に関する議案(議長案)、(3)「金融市場調節方針の変更について」の公表に関する議案(議長案)、の順に採決に付された。

金融市場調節方針に関する議案(議長案)は、採決の結果、賛成8反対1で議決された。

### 採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、須田委員、春委員、福間委員、水野委員、西村委員、野田委員

反対：岩田委員

基準割引率および基準貸付利率の変更に関する議案(議長案)は、採決の結果、賛成8反対1で議決された。

### 採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、須田委員、春委員、福間委員、水野委員、西村委員、野田委員

反対：岩田委員



「金融市場調節方針の変更について」の公表に関する議案（議長案）は、採決の結果、賛成8反対1で議決された。

#### 採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、須田委員、春委員、福間委員、水野委員、西村委員、野田委員

反対：岩田委員

岩田委員は、賃金、個人消費の弱めの動きが払拭されておらず、IT部門を中心に生産面で、軽度ではあれ踊り場となる可能性が高いという状況のもとで、物価上昇率の先行きに不透明感が強いこと、物価の先行きについて、「展望レポート」などで丁寧に説明する必要があること、から、これら3つの議案に反対した。

#### ．政府からの出席者の発言（採決後）

上記採決の後、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 本日の会合において、政策金利の0.25%引き上げが決定された。今般の金融政策の変更に伴い、市場が不安定になることのないよう、金融政策の先行きの考え方や長期国債の買入れなど、市場の関心が高い事項について、丁寧に説明頂きたいと考えている。
- なお、本日の会合における政府側の対応については、議事要旨の公開を待たず本日中に政府として公表せざるを得ないと考えているので、その旨ご了承くださるようお願いする。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 議長案の採決の結果、賛成多数で利上げに踏み切ることが決定された。
- 日本銀行として、本日の決定に至った経済・物価情勢の認識及び日本銀行が考える物価安定に向けた道筋について、しっかりと説明責任を果たしていただきたいと思う。
- また、日本銀行におかれては、今後とも、政府の政策取り組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、市場の動向にも配慮しながら、実効性のある金融政策運営に努め、経済活動や物価の下振れリスクを考慮して、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を維持することにより、責任を持って金融面からしっかり経済を支えていただくことを強く要望する。
- 本日の会合における内閣府の対応については、議事要旨の公開を待たずに本日中に公表する場合がありますので、ご了承くださるようお願い申し上げます。

#### ．金融経済月報「基本的見解」の検討

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

この「基本的見解」は当日（2月21日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は2月22日に、それぞれ公表することとされた。

・ 議事要旨の承認

前回会合（1月17、18日）の議事要旨が全員一致で承認され、2月26日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

2007年2月21日  
日 本 銀 行

### 金融市場調節方針の変更について

1. 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（公表後直ちに実施）を決定した（賛成8反対1<sup>（注1）</sup>）。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す。

2. 補完貸付については、その適用金利である基準貸付利率<sup>（注2）</sup>を0.75%とすること（公表後直ちに実施）を決定した（賛成8反対1<sup>（注3）</sup>）。なお、長期国債の買入れについては、先行きの日本銀行の資産・負債の状況などを踏まえつつ、当面は、これまでと同じ金額、頻度で実施していく方針である。

3. 会合までに明らかになった内外の指標や情報をもとに、日本経済の先行きを展望すると、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとの、緩やかな拡大を続ける蓋然性が高いと判断した。すなわち、米国経済など海外経済についての不透明感は和らいでいる。そのもとの、企業収益の好調と設備投資の増加が続くとみられる。個人消費については、昨年夏場の落ち込みは一時的であり、緩やかな増加基調にあると判断される。

物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）は、小幅の前年比プラスとなっており、原油価格の動向などによっては目先ゼロ近傍で推移する可能性がある。もっとも、より長い目で消費者物価の動きを見通すと、設備や労働といった資源の稼働状況は高まっており、今後も景気拡大が続くと考えられることから、基調として上昇していくと考えられる。

4. 経済・物価情勢の改善が展望できることから、現在の政策金利水準を維持した場合、金融政策面からの刺激効果は次第に強まっていくと考えられる。このような状況のもとで、仮に低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待

---

（注1） 賛成：福井委員、武藤委員、須田委員、春委員、福間委員、水野委員、西村委員、野田委員

反対：岩田委員

（注2） 日本銀行法第15条第1項第2号に規定する「基準となるべき貸付利率」。なお、同第1号の「基準となるべき割引率」も0.75%とする（手形割引の取り扱いは今現在停止中）。

（注3） 賛成：福井委員、武藤委員、須田委員、春委員、福間委員、水野委員、西村委員、野田委員

反対：岩田委員

が定着するような場合には、行き過ぎた金融・経済活動を通じて資金の流れや資源配分に歪みが生じ、息の長い成長が阻害される可能性がある。日本銀行としては、2つの「柱」による点検を踏まえた上で、経済・物価が今後とも望ましい経路を辿っていくためには、この際金利水準の調整を行うことが適当と判断した。この措置の後も、極めて緩和的な金融環境は維持され、中長期的に、物価安定を確保し持続的な成長を実現していくことに貢献するものと考えている。

- 5．先行きの金融政策運営については、引き続き、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持しながら、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準の調整を行うことになると考えられる。

以 上

( 19 年 3 月 19、20 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2007 年 3 月 19 日 (14:00 ~ 16:06)  
3 月 20 日 ( 9:00 ~ 12:36)

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 )
	春 英彦	( " )
	福間年勝	( " )
	水野温氏	( " )
	西村清彦	( " )
	野田忠男	( " )

4 . 政府からの出席者 :

財務省 勝栄二郎 大臣官房総括審議官  
内閣府 浜野 潤 内閣府審議官

( 執行部からの報告者 )

理事	稲葉延雄
理事	堀井昭成
理事	井戸清人
企画局長	雨宮正佳
企画局参事役	鮎瀬典夫 ( 20 日 9:00 ~ 9:14 )
企画局企画役	内田真一
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	前田栄治
国際局長	出沢敏雄

( 事務局 )

政策委員会室長	中山泰男
政策委員会室審議役	飯野裕二
政策委員会室企画役	執行謙二
企画局企画役	小田信之
企画局企画役	菅野浩之 ( 20 日 9:00 ~ 9:14 )
企画局企画役	武田直己
金融市場局企画役	高口博英 ( 20 日 9:00 ~ 9:14 )

## ・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（2月20、21日）で決定された方針<sup>1</sup>に従って運営した。この結果、オーバーナイト金利は、0.5%前後で推移した。

### 2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、ユーロ円金利や3か月物F B利回りは、横ばい圏内で推移した。ユーロ円金利先物レートは、期先限月を中心に低下した。

株価は、世界的な株価の下落や円相場の上昇を受けて下落し、最近では、日経平均株価は16千円台後半で推移している。

長期金利は、わが国を含めた世界的な株価下落や米長期金利の低下を受けて低下し、最近では1.5%台後半で推移している。

円の為替相場は、世界的な株価下落を背景としたポジション調整の動きなどを受けて上昇し、最近では115～117円台で推移している。

### 3．海外金融経済情勢

米国では、景気拡大が続いているが、そのテンポは緩やかに鈍化している。住宅投資は減少を続けている。個人消費は、足もと堅調な伸びとなっているが、基調としては引き続き減速過程にある。設備投資は、減速しつつあるが、高水準の企業収益を背景に、増加傾向を維持している。物価面では、消費者物価の総合指数は、エネルギー価格の動きを反映して、足もと上昇率が拡大した。食料品・エネルギーを除くコアの指数は、景気拡大による需給引き締めなどを反映して、緩やかな上昇が続いている。

ユーロエリアでは、内外需のバランスがとれた、しっかりとした景気回復が続いている。

中国では、内外需とも力強い拡大が続いている。固定資産投資はやや減速したが、引き続き高い伸び率となっている。また、輸出の大幅な増加も続いているほか、個人消費や生産も増勢を維持している。NIEs、ASEAN諸国・地域では、輸出の増勢一服が続いているものの、内需が堅調を持続するも、総じてみれば緩やかな景気拡大が続いている。

海外の金融資本市場をみると、2月末の中国株価の急落に端を発し、市場参加者が米国経済の下振れリスクを再認識する動きが広がる中で、欧米各国、エマージング諸国とも、株価が大幅に下落した。米国、欧州では、長期金利も低下した。また、エマージング諸国・地域では、多くの通貨が対円で下落した。

### 4．国内金融経済情勢

#### (1) 実体経済

輸出は、海外経済の拡大を背景に増加しており、先行きも、増加を続けていくとみられる。

国内民間需要をみると、設備投資は引き続き増加している。先行きも、内外需要の増加や高水準の企業収益が続くも、引き続き増加すると予想される。

---

<sup>1</sup> 「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す。」

個人消費は、底堅く推移している。1月の全国百貨店やスーパーの売上高は、初売りやクリスマス・セールなどの好調などから、かなりの改善を示した。家電販売は、このところ堅調に推移している。また、サービス消費をみると、外食産業売上高は増加基調を続けているほか、旅行取扱額も、振れを均せば、海外旅行を中心に堅調に推移している。先行きの個人消費は、雇用者所得の緩やかな増加等を背景に、緩やかな増加基調をたどると考えられる。

生産は、内外需要の増加を背景に、増加基調にある。1月の生産は小幅減少したが、これは昨年10～12月に高い伸びとなったあとの反動によるところが大きい。在庫は、電子部品・デバイスにおいて高めの水準となっているが、鉱工業全体では、概ね出荷とバランスのとれた状態にある。こうしたもと、先行きの生産については、1～3月は小幅の減産となる可能性が高いが、均してみれば、内外需要の増加を反映し、増加基調をたどるとみられる。

雇用・所得環境をみると、労働需給を反映する諸指標が引き締まり傾向を続けている。賃金は、企業の人件費抑制スタンスが根強い中、賃金水準の高い団塊の世代の退職の影響などが加わり、足もとはやや伸び悩んでいる。こうしたもとで、雇用者所得は、雇用者数の増加に支えられて、緩やかな増加を続けている。先行きについても、雇用不足感が強まる方向にあり、企業収益も高水準を続けるとみられることなどから、雇用者所得は緩やかな増加を続ける可能性が高い。

物価面をみると、原油価格は、本年入り後、一旦大きく下落したあと反発し、足もとでは昨年末頃の水準で推移している。国内企業物価指数を3か月前比でみると、国際商品市況の反落の影響し、足もとでは弱含んでいる。先行きも、国際商品市況の反落の影響から、目先、弱含みないし横ばいで推移するとみられる。消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比は、原油価格反落の影響などからゼロ%近傍となっている。先行きについては、目先、原油価格反落の影響などからゼロ%近傍で推移するとみられるが、より長い目でみると、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、プラス基調を続けていくと予想される。

## （2）金融環境

企業金融を巡る環境は、緩和的な状態にある。CP・社債の発行環境は良好な状況にあるほか、民間銀行は緩和的な貸出姿勢を続けている。また、民間の資金需要は増加している。こうしたもとで、民間銀行貸出は増加している。CP・社債の発行残高は前年を幾分下回っている。この間、マネーサプライは、前年比1%程度の伸びとなっている。

## ・適格担保取扱いに関する対応について

### 1．執行部からの提案内容

本年4月1日をもって住宅金融公庫が解散し、その業務が新たに設立される独立行政法人住宅金融支援機構に承継されることに伴い、同公庫および同機構が発行する貸付債権担保債券の担保価格に関する規程を整備するため、「適格担保取扱基本要領」の一部改正を行うこととしたい。

### 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、わが国経済は、引き続き緩やかに拡大しており、先行きについても、生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持されるもとで、息の長い拡大を続けていく可能性が高いとの認識を共有した。

海外経済に関して、委員は、世界経済全体としては、地域的な拡がりを持って拡大が続いており、先行きも拡大を続けるとみられるとの認識で一致した。

米国経済について、委員は、住宅投資が減少を続けている一方で、個人消費は堅調な伸びを維持しており、全体として緩やかに拡大しているとの見方を共有した。多くの委員は、足もとサブプライム住宅ローンの延滞率悪化に対する懸念が高まるなど、住宅市場の調整リスクに対して注意が必要な状況が続いていると指摘した。何人かの委員は、サブプライム以外の住宅ローンにおける延滞率悪化のリスクや延滞物件の処分が住宅価格に与える影響についても、注意が必要であると述べた。さらに、一人の委員は、個人向け与信全般への影響やサブプライム住宅ローンを裏付資産とする証券化商品の流動性リスクなどもみていく必要があると付け加えた。一人の委員は、住宅ローンの延滞率は上昇しているが、90年代に比べればまだ低い水準であり、サブプライムでの延滞率悪化も、地域的にそれ程拡がりをみせている訳ではないと指摘した。この間、多くの委員は、コアベースの消費者物価は緩やかに上昇しており、インフレ圧力が今後抑制されていくかどうかにも目配りが必要であると述べた。こうした議論を経て、委員は、現時点での標準シナリオとしては、米国経済は本年半ば以降潜在成長率近傍の成長に軟着陸していく可能性が高いが、上下双方向のリスクには引き続き注意が必要であるとの認識で一致した。

欧州経済について、委員は、ユーロエリアでは、内外需のバランスがとれた、しっかりとした景気回復が続いているとの見方を共有した。複数の委員は、ドイツにおける付加価値税引き上げの影響は、今のところ大きくないとみられると指摘した。また、東アジア経済について、委員は、中国では、輸出の伸びが加速するなど内外需ともに力強い拡大が続いており、NIEs、ASEAN諸国・地域でも、総じて緩やかな景気拡大が続いているという見方で一致した。

原油価格の動向について、一人の委員は、足もとは昨年末頃の水準で推移しているが、米国の在庫の動向や地政学的リスクなどの要因によっては、振れの大きな展開になり得るので、引き続き注視していく必要があるとの認識を示した。

わが国の輸出について、委員は、海外経済の拡大を背景に増加を続けており、先行きについても、増加を続けていく可能性が高いとの見方を共有した。

国内民間需要についてみると、委員は、法人季報などの幾つかのデータをみても、設備投資は増加を続けており、内外需要の増加や企業収益の好調が続くもとで、先行きも増加を続ける可能性が高いとの認識を共有した。

個人消費について、委員は、底堅く推移しており、先行きについても、雇用者所得の緩やかな増加などを背景に、緩やかな増加基調をたどる可能性が高いとの見方を共有した。多くの委員は、全国百貨店やスーパーの売上高など1月の小売関連指標は改善を示しており、2月も百貨店の販売は良好な模様であると述べた。この間、一人の委員は、消費の勢いに地域間で差が広がってきていることを指摘し、消費の実勢を判断する上では、こうした点にも留意する必要があると付け加えた。

生産について、委員は、昨年10～12月期の大幅増加の反動から足もと小幅の減産となっているが、均してみれば増加基調にあり、先行きも、内外需要の増加を背景に、増加基調をたどる可能性が高いとの認識で一致した。

また、在庫について、委員は、電子部品・デバイスでは在庫が高めの水準となっているが、鉱工業全体としては、概ね出荷とバランスのとれた水準にあるとの認識を共有した。電子部品・デバイスの在庫動向について、何人かの委員は、世界全体のIT関連需要は堅調さを維持



しており、調整が広範化するリスクは小さいとみられるが、この分野は供給能力の増加ペースが速いため、引き続き注意が必要であるとの見方を示した。一人の委員は、IT関連の市況や受注状況を見ると、この分野での在庫調整が想定よりも長引く可能性があると述べた。

雇用・所得面について、委員は、労働需給を反映する諸指標が引き締まり傾向を続ける中、雇用者所得は、雇用者数の増加に支えられて、緩やかな増加を続けているとの見方を共有した。先行きも、企業の人手不足感が強まる方向にあり、企業収益も高水準を続けるとみられることから、雇用者所得は緩やかな増加を続ける可能性が高いとの見方で一致した。この間、賃金の動向について、複数の委員は、今春の労使間交渉における経営側の回答をみると、引き続き賃上げに対する慎重姿勢が窺われると指摘した。一人の委員は、このところ統計上の一人当たり賃金が冴えない動きをしている背景について、給与水準の高い高年層から若年層への雇用のシフト、平均賃金が相対的に低いサービス業などでの雇用の拡大、地方公務員の給与引き下げなどが影響しているとの見方を示した。

消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比について、委員は、目先、原油価格反落の影響などからゼロ%近傍で推移するとみられるが、より長い目でみると、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、プラス基調を続けていくと予想されるとの見方を共有した。

多くの委員は、既往の原油価格反落の影響や携帯電話の低料金プラン導入の影響などから、2月の消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比は、小幅のマイナスになる可能性があるとの指摘した。複数の委員は、3月以降についても暫くは同様の状況となる可能性があるとの見方を示した。もっとも、物価を巡る基本的な環境について、多くの委員は、設備や労働といった資源の稼働状況の高まりを踏まえると、今後とも潜在成長率を上回る成長が続くのであれば、消費者物価への上昇圧力が高まっていくと考えられると述べた。一人の委員は、マクロ的な需給ギャップの改善と消費者物価の上昇との関係が近年変化している可能性があるほか、サービス価格は非製造業の賃金の影響を受けやすいことにも留意すべきであると指摘した。

資産価格の動向に関連して、一人の委員は、都心におけるオフィス賃料の上昇がみられており、不動産市場の動向については、今後公表される公示地価の状況なども含めて、引き続き注意深く点検していく必要があると述べた。この間、別の委員は、不動産市場では、二極化がさらに進んでおり、一部地域は活況を呈しているが、他の地域への全般的な波及はみられないと指摘した。

## 2. 金融面の動向

金融面について、委員は、2月末から発生した世界的な株価下落について議論を行った。多くの委員は、それ以前に金融市場のボラティリティが一段と低下する中で、やや行き過ぎたりスクテイクが行われていた可能性があり、そうした状況下で、中国株の急落や米国景気に関する悪材料をきっかけに、リスクテイク姿勢の修正が起きたと考えられるとの認識を示した。このうち一人の委員は、上場企業における不正会計の問題も、わが国株価の下落に影響した可能性があるとして付け加えた。また、2月末からの円相場上昇についても、多くの委員は、ポジションの調整が背景にあると考えられると述べた。こうした議論を経て、委員は、2月末からの世界的な株価下落は、世界経済の変調を示唆するものではないと考えられるが、金融市場の動向は、実体経済に影響を及ぼし得るものであるとの見方を示した。引き続きよくみていく必要があるとの認識で一致した。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢を踏まえて、委員は、当面の金融政策運営について、「無担保

コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。この間、一人の委員は、前回の利上げについては、4月の展望レポートで十分な経済・物価情勢の説明を行うまで待つ余裕はあったと思うが、一旦決めた政策の方向性を細かく変更することは市場に無用な混乱を与える恐れがあること、0.5%程度の金利水準は市場機能の維持・強化の観点からも必要と考えられることから、現在の金融市場調節方針を維持することが適当であると述べた。

2月の利上げ後の短期金融市場の動向について、多くの委員は、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、月末にかけて一時上昇する場面もあったが、0.5%前後にしっかりとコントロールされていると述べた。また、これらの委員は、ターム物金利も横ばい圏内で推移しており、2月の利上げは、市場の金利観に大きな変化を与えずに、順調に消化されたとの認識を示した。

今後の金融政策運営について、委員は、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持しながら、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準を調整するという基本的な考え方を維持することが適当であることを確認した。複数の委員は、今後の金利水準の調整は、経済・物価情勢に応じて徐々に行うものであり、予めスケジュール感を持って行うというものではないことを、繰り返し説明していくことが必要であると述べた。

市場との対話について、多くの委員は、合議制による意思決定のもとで日本銀行が発信すべき情報は、経済・物価情勢に関する判断や金融政策運営に関する基本的な考え方であり、この点に関する市場の理解をより十分に浸透させる努力が必要であると述べた。また、多くの委員は、「新たな金融政策運営の枠組み」に基づきフォワード・ルッキングな政策運営を行っていくことについて、適切な情報発信に努めていくことが重要であり、そうした観点からも、2008年度までを見通し期間とする4月の展望レポートにおいて、経済・物価情勢の見通しとリスク評価、それを踏まえた政策運営の基本的な考え方をしっかりと整理し、分かりやすく示していくことが重要であるとの認識を示した。一人の委員は、その際、「中長期的な物価安定の理解」について金融政策運営との関係を改めてよく説明する必要があると付け加えた。

## ・政府からの出席者の発言

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、景気は回復を続けているものの、昨年後半以降、消費がほぼ横ばいとなっているなど、企業部門の好調さが家計部門に波及する経路がやや弱い状況が続いており、引き続き注視する必要がある。
- また、物価については、消費者物価が持続的に下落する局面ではなくなっているものの、原油価格の下落の影響等からゼロ近傍で推移しており、先行きマイナスになることも予想されることから、慎重にみていく必要がある。
- 先月、政策金利の引き上げが決定されたが、その経済への影響が現れるまでには時間を要することも踏まえれば、現在の金融市場調節方針のもとで、引き続き経済を金融面から支えて頂きたいと考えている。
- 一方、市場の動向をみると、先月末以降、株式市場や為替市場で動きがみられるところである。政府としても、市場の動向は引き続き注視してまいりたいと考えているが、日本銀行におかれても、市場全体の動向に十分目配りして頂くとともに、今後の金融政策運営に関する思惑で市場が不安定になることのないよう、日本銀行の経済・物価情勢の判断や、金融政策の先行きの考え方について、市場や国民に分かりやすくご説明頂きたいと考えている。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 経済の現状については、景気回復が続いていると認識しているが、所得の伸びが鈍化する中で、消費は概ね横ばいになっており、企業部門の好調さの家計部門への波及はこのところ少し弱まっている。物価の動向を総合的にみると、未だデフレを脱却していない。賃金や個人消費の動向とあわせ、引き続き海外経済の動向などにみられるリスク要因を考慮しつつ、冷静に注意しながらみていく必要がある。
- 先行きの経済・物価については、上振れリスクよりもむしろ世界経済の動向等がわが国経済に与える影響や企業部門から家計部門への波及等が今後の経済動向の鍵となると考えられ、そうした観点から下振れリスクには十分留意する必要があると考えている。
- 政府・日本銀行はマクロ経済運営に関する基本的視点を共有し、物価安定のもとでの民間主導の持続的成長のため、一体となった取り組みを行うことが重要である。日本銀行におかれては、政府の政策取り組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、市場の動向にも配慮しながら実効性のある金融政策運営に努め、経済活動や物価の下振れリスクを考慮して、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を維持することにより、責任を持って金融面からしっかり経済を支えて頂くことを要望する。
- 4月27日の金融政策決定会合では2008年度までの先行き2年間の経済・物価情勢の見通しを議論し、展望レポートとして公表されると思うが、その際、日本銀行が考えられる物価安定に向けた道筋について、しっかりと説明責任を果たして頂きたいと考えている。

## 採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

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

### 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

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す。

### 採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、春委員、福間委員、水野委員、西村委員、野田委員

反対：なし

・金融経済月報「基本的見解」の検討

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

この「基本的見解」は当日（3月20日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は3月22日に、それぞれ公表することとされた。

・議事要旨の承認

前回会合（2月20、21日）の議事要旨が全員一致で承認され、3月26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、2007年4月～9月における金融政策決定会合等の日程が別添2のとおり承認され、即日公表することとされた。

以 上

(別添1)

2007年3月20日  
日 本 銀 行

### 当面の金融政策運営について

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

無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.5%前後で推移  
するよう促す。

以 上

---

(注) 賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、春委員、福間委員、水野委員、西村委員、  
野田委員  
反対：なし

(別添2)

2007年3月20日  
日本銀行

金融政策決定会合等の日程(2007年4月～9月)

	会合開催	金融経済月報 (基本的見解)公表	(議事要旨公表)
2007年4月	4月9日<月>・10日<火> 4月27日<金>	4月10日<火>	(5月22日<火>) (6月20日<水>)
5月	5月16日<水>・17日<木>	5月17日<木>	(6月20日<水>)
6月	6月14日<木>・15日<金>	6月15日<金>	(7月18日<水>)
7月	7月11日<水>・12日<木>	7月12日<木>	(8月28日<火>)
8月	8月22日<水>・23日<木>	8月23日<木>	(9月25日<火>)
9月	9月18日<火>・19日<水>	9月19日<水>	未定

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

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

(注3) 「経済・物価情勢の展望(2007年4月)」の「基本的見解」は、4月27日<金>15時(背景説明を含む全文は5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」「景気動向指数」
- (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」
- (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「国民経済計算」「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) 内閣府「国民経済計算」、国土交通省「建築着工統計」「建設総合統計」
- (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) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「販売統計合成指数」、経済産業省「鉱工業総供給表」
- (図表 13) 内閣府「消費動向調査」、日本経済新聞社「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 14) 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 15) 日本銀行「企業物価指数」「卸売物価指数」
- (図表 16) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 17) 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 18) 国土交通省「地価公示」
- (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、全国銀行協会、日本相互証券
- ( 図表 22 ) 東京金融先物取引所
- ( 図表 23 ) 日本相互証券
- ( 図表 24 ) 日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」
- ( 図表 25 ) 日本経済新聞社、東京証券取引所
- ( 図表 26 ) 日本銀行
- ( 図表 27 ) 日本銀行
- ( 図表 28 ) 日本銀行「貸出約定平均金利の推移」等
- ( 図表 29 ) 日本銀行
- ( 図表 30 ) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」
- ( 図表 31 ) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」、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 32 ) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- ( 図表 33 ) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- ( 図表 34 ) 東京商工リサーチ「倒産月報」
- ( 図表 35 ) 日本銀行「マネタリーベース」
- ( 図表 36 ) 日本銀行「マネーサプライ」