

通貨及び金融の調節に関する報告書

平成 19 年 12 月

日 本 銀 行

本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合（引用は含まれません）は、予め日本銀行企画局までご相談ください。

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

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

平成 19 年 12 月

日本銀行総裁
福井 俊彦

目 次

| | 頁 |
|------------------------------|----|
| 要 旨 | |
| ． 経済及び金融の情勢 | |
| 1 ． 経済の情勢 | |
| （ 1 ） 国内実体経済 | |
| （ 概況 ） | 1 |
| （ 輸出は増加が続く ） | 2 |
| （ 生産は増加基調 ） | 4 |
| （ 設備投資は引き続き増加基調 ） | 5 |
| （ 雇用者所得は緩やかに増加 ） | 9 |
| （ 個人消費は底堅く推移 ） | 10 |
| （ 2 ） 物価 | 12 |
| （ 3 ） 海外金融経済 | |
| （ 概況 ） | 16 |
| （ 米国では緩やかな景気減速 ） | 18 |
| （ ユーロエリアでは内外需のバランスのとれた景気拡大 ） | 19 |
| （ 東アジア経済は景気拡大を持続 ） | 20 |
| 2 ． 金融面の動向 | |
| （ 1 ） 短期金融市場 | 22 |
| （ 2 ） 債券市場 | 23 |
| （ 3 ） 株式市場 | 25 |
| （ 4 ） 外国為替市場 | 25 |
| （ 5 ） 貸出金利、C P ・社債発行金利 | 27 |
| （ 6 ） 企業金融 | 28 |
| （ 7 ） 量的金融指標 | 31 |

・金融政策運営及び金融政策手段

| | |
|--|----|
| 1 . 金融政策決定会合の開催実績と政策決定の概要 | 33 |
| 2 . 金融政策決定会合における検討・決定 | |
| (1) 概況 | |
| (金融経済情勢) | 35 |
| (金融政策運営) | 35 |
| (2) 「経済・物価情勢の展望」の公表等 | 36 |
| (3) 各会合における検討・決定 | |
| イ . 19 年 4 月の会合 | |
| (景気は緩やかに拡大) | 40 |
| (消費者物価はプラス基調を続けていく見通し) | 40 |
| (金融資本市場における調整について) | 41 |
| (金融市場調節方針の維持) | 41 |
| ロ . 5 ~ 6 月の会合 | |
| (景気は緩やかに拡大) | 42 |
| (消費者物価はプラス基調を続けていく見通し) | 42 |
| (世界的な長期金利上昇について) | 43 |
| (金融市場調節方針の維持) | 44 |
| ハ . 7 月会合 | |
| (景気は緩やかに拡大) | 44 |
| (消費者物価はプラス基調を続けていく見通し) | 45 |
| (企業金融面は引き続き緩和的) | 45 |
| (「経済・物価情勢の見通し」の中間評価) | 45 |
| (金融市場調節方針を巡る議論) | 46 |
| ニ . 8 月会合 | |
| (景気は緩やかに拡大しているものの金融市場の動向などを注視する必 要) | 47 |
| (消費者物価はより長い目でみるとプラス基調を続けていく見通し) | 47 |

| | |
|--|-----|
| (米国サブプライム住宅ローン問題のわが国企業金融面への影響は限定的)・・・・ | 47 |
| (金融市場調節方針を巡る議論)・・・・ | 48 |
| ホ．9月会合 | |
| (景気は緩やかに拡大、金融市場や世界経済の動向に注視が必要)・・・・ | 49 |
| (消費者物価はより長い目でみるとプラス基調を続けていく見通し)・・・・ | 49 |
| (米国サブプライム住宅ローン問題のわが国企業金融面への影響は限定的)・・・・ | 50 |
| (金融市場調節方針を巡る議論)・・・・ | 50 |
| ヘ．金融政策運営を巡る論点 | |
| (フォワード・ルッキングな金融政策運営について)・・・・ | 51 |
| (先行きの金融政策運営に関する情報発信について)・・・・ | 52 |
| 3．金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向・・・・ | 53 |
| 4．日本銀行のバランスシートの動き・・・・ | 56 |
| 5．金融政策手段に係る事項の決定又は変更・・・・ | 58 |
| ．金融政策決定会合における決定の内容 | |
| 1．金融政策運営に関する決定事項等・・・・ | 59 |
| 2．金融政策手段に係る事項の決定又は変更・・・・ | 76 |
| 3．経済及び金融の情勢に関する基本的見解・・・・ | 93 |
| 4．金融政策決定会合議事要旨・・・・ | 99 |
| 参考計表・資料一覧・・・・ | 167 |

通貨及び金融の調節に関する報告書

要 旨

(経済の情勢)

1. 平成 19 年度上期の国内景気は、緩やかに拡大した。

すなわち、公共投資は低調に推移した。一方、輸出は、海外経済の拡大を背景に、増加を続けた。設備投資も、高水準の企業収益を背景に、引き続き増加基調をたどった。住宅投資は、4～6月まで横ばい圏内で推移したあと、7～9月には減少した。雇用者所得が緩やかな増加を続けるもとの、個人消費は底堅く推移した。このように内外需要が増加する中で、生産は、電子部品・デバイスの在庫調整などを背景に横ばいとなる局面もあったが、7～9月にはしっかりした増加となった。

2. 物価面では、国内企業物価の前年比は、国際商品市況高や需給の引き締まりを反映して、上昇を続けた。一方、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、ゼロ%近傍で推移した。

(金融面の動向)

3. 短期金融市場では、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、金融市場調節方針に沿って金融市場調節を実施した結果、0.5%前後で推移した。8月上旬以降、サブプライム住宅ローン問題の影響を受けた欧米短期金融市場の動きなどを背景に、無担保コールレート（オーバーナイト物）に上昇圧力などがかった局面では、日本銀行は機動的な資金供給などを行い、レートの安定化を図った。

長期金利は、景況感の改善を背景に、6月中旬にかけて1.9%台半ばまで上昇した。その後は、米欧の長期金利につれて低下し、8月中旬以降は1.5%台前半から1.7%台前半の範囲内で推移した。

株価は、7月半ばにかけて、米欧株価の上昇や為替レートの円安傾向などを背景に緩やかに上昇し、1万8千円台前半（日経平均株価）に達した。7月下旬以降、世界的な株価下落などを受けて1万5千円台前半までいったん下落したあと、幾分回復し、9月末にかけて1万6千円台で推移した。

外国為替市場では、6月下旬にかけて内外金利差が意識される中で緩やかな円安傾向が続き、円の対米ドル相場は124円台まで下落した。7月から8月中旬にかけては、米国のサブプライム住宅ローン問題を背景に、一時112円台まで上昇した。その後は、概ね114～116円台で推移した。

4. 民間銀行の貸出残高(特殊要因を除くベース)は、増加が続いた。また、CP・社債の発行残高は、昨年を上回って推移した。民間銀行は全体として緩和的な貸出姿勢を続けた。一方、民間企業の資金需要は、潤沢なキャッシュフローを背景に外部資金需要がそれほど強くない中、貸金業等、一部に弱めの動きもみられたことから、横ばい圏内の動きとなった。

5. マネタリーベース(流通現金と日本銀行当座預金の合計)を前年比で見ると、マネタリーベースの大宗を占める銀行券発行残高が1%台の増加を続ける中、日銀当座預金のマイナス寄与縮小を背景に、全体ではマイナス幅を縮小し、8月には前年比増加に転じた。

マネーサプライ($M_2 + CD$)の前年比伸び率は、1～2%台で推移した。

(金融政策決定会合における検討・決定)

6. 19年度上期中には、金融政策決定会合を計7回開催した。

会合での検討の状況を振り返ると、上期の会合を通じて、金融経済月報における「基本的見解」の総括判断において、わが国の景気について、「緩やかに拡大している」との判断を示した。

消費者物価(除く生鮮食品)の前年比については、ゼロ%近傍で推移しているが、先行きは、「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」との判断を示した。

7. 前述のような金融経済情勢のもとで、金融政策運営の面では、4月から9月までのすべての会合で、「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」とする金融市場調節方針を決定した。

(日本銀行のバランスシートの動き)

8. 9月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高で見ると、111.0兆円(前年比-5.5%)となった。

I . 経済及び金融の情勢

1 . 経済の情勢

(1) 国内実体経済

(概況)

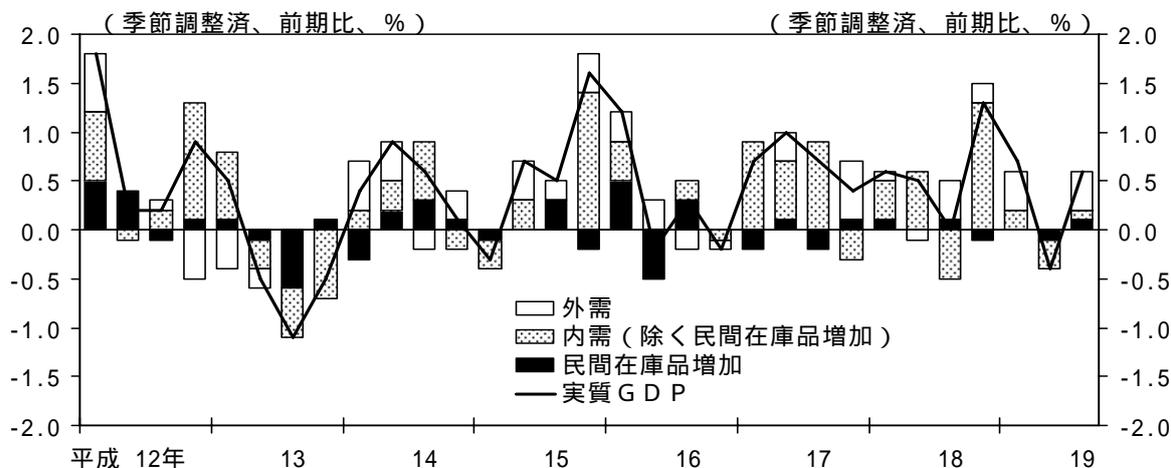
平成 19 年度上期の国内景気は、緩やかに拡大した。

公共投資は低調に推移したが、輸出は、海外経済の拡大を背景に、増加を続けた。設備投資も、高水準の企業収益を背景に、引き続き増加基調をたどった。住宅投資は、4～6月まで横ばい圏内で推移したあと、7～9月には減少した。雇用者所得が緩やかな増加を続けるもとの、個人消費は底堅く推移した。このように内外需要が増加する中で、生産は、電子部品・デバイスの在庫調整などを背景に横ばいとなる局面もあったが、7～9月にはしっかりした増加となった。

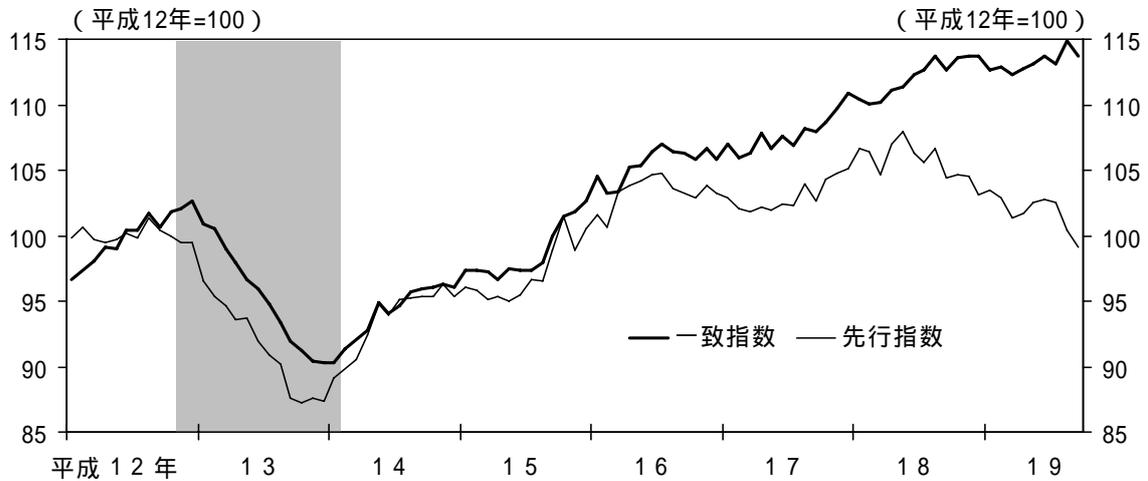
以上の景気情勢を実質GDPで見ると(図表1(1))、高い伸びとなった18年度下期に比べればやや減速したが、増加基調を維持した。また、景気動向指数をみると、一致指数は(図表1(2))、生産の動きなどを反映し横ばいとなる局面もあったが、上昇傾向を維持した。

(図表 1) 実質GDPと景気動向指数の推移

(1) 実質GDP



(2) 景気動向指数 C I



(注) 図表の出典については、後掲の参考計表・資料一覧を参照(以下の図表についても同様)。
(2) のシャドー部分は景気後退局面を示している。

(輸出は増加が続く)

実質輸出は(図表2(1))¹、海外経済の拡大を背景に、増加を続けた。実質輸入は、輸入価格上昇が下押しに作用しつつも、国内景気の拡大を背景に、緩やかな増加基調をたどった。この結果、実質貿易収支でみた純輸出は、増加基調を続けた(図表2(2))。

実質輸出を地域別にみると(図表3(1))、米国向けは、振れを伴いつつも、景気減速の影響からやや弱めに推移した。一方、EU向けは、堅調な増加を続けた。また、東アジア向けについては、中国向けを中心に、増加傾向をたどった。この間、ロシア、中東、中南米などを含むその他地域向けの輸出は、資本財・部品や自動車関連を中心に、高めの伸びとなった。実質輸出を財別にみると(図表3(2))、資本財・部品は、幅広い地域において需要が好調に推移する中、増加を続けた。自動車関連は、米国向けが弱めとなったが、その他地域向けが増加を続けたことから、全体でも増加傾向をたどった。消費財も、デジタル家電を中心に増加基調を維持した。この間、情報関連は、高めの伸びとなった18年度下期の反動などから4～6月は減少したが、世界的な需要が堅調に推移する中、7～9月は再び増

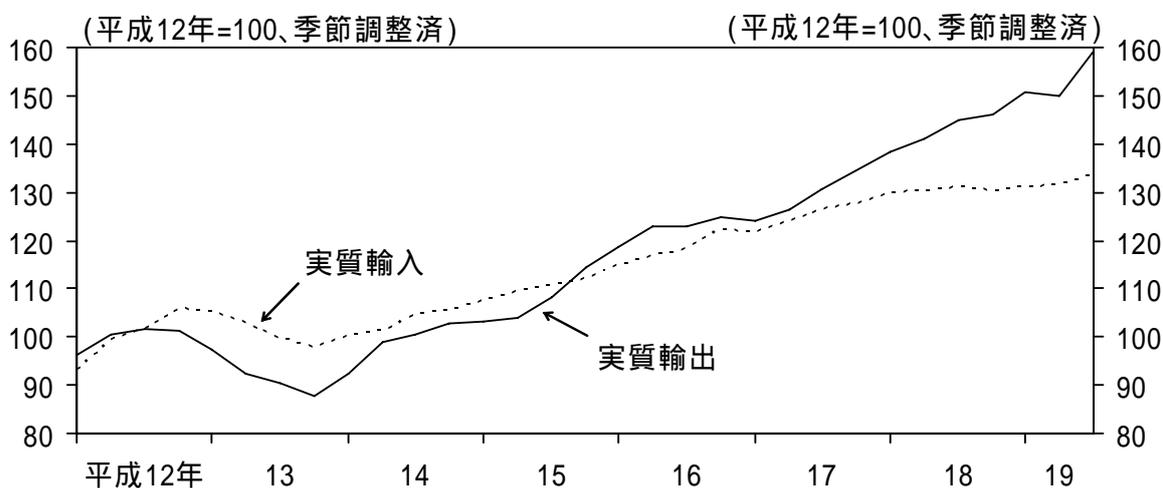
¹ 実質輸出(輸入)は、通関輸出(輸入)金額を輸出(輸入)物価指数で除して算出している。実質貿易収支は、これら実質輸出と実質輸入の差である。

加し、均してみれば引き続き増加した。

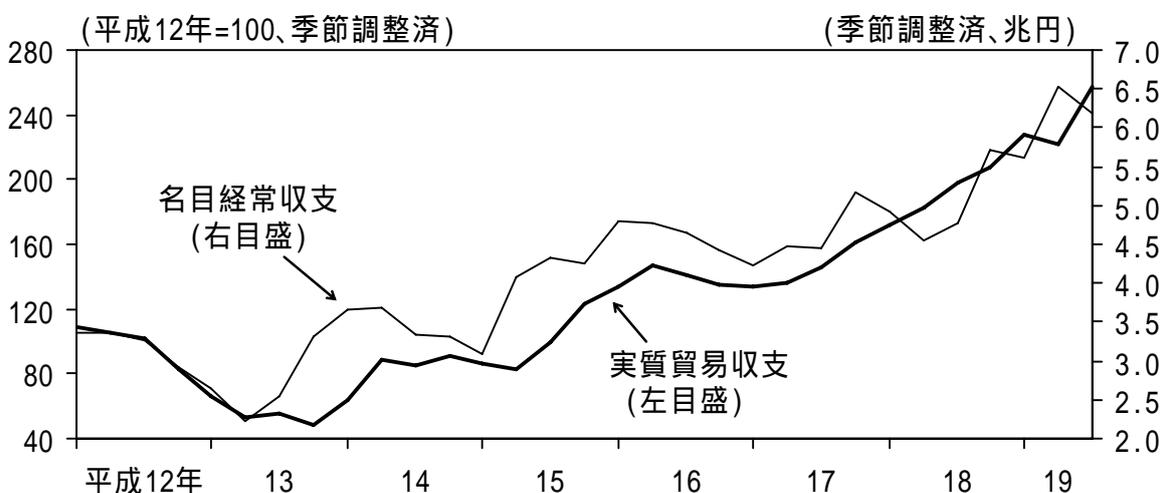
実質輸入を財別にみると、資本財・部品は、堅調な国内設備投資を背景に、増加を続けた。情報関連も、4～6月にかけては、国内の出荷・在庫バランスの悪化などを背景にやや弱めの動きとなったが、7～9月はしっかりした増加となった。消費財は、大きな振れを伴いつつも、基調としては底堅く推移した。一方、食料品については、輸入価格の上昇などを背景に減少した。素原料や中間財も、7～9月は増加したが、基調的には、輸入価格の上昇傾向を受けた企業による輸入原材料節減の影響などから、横ばい圏内ないしごく緩やかな増加にとどまった。

(図表2) 輸出入の推移

(1) 実質輸出入



(2) 実質貿易収支と名目経常収支



(図表 3) 輸出の内訳

(1) 地域別

(季節調整済、前期比、%)

| | 平成18年 第3四半期 | 平成19年 | | | |
|--------------|----------------|-------|------|------|------|
| | | 4 | 1 | 2 | 3 |
| 米国 <22.5> | 2.1 | -0.7 | -0.9 | -3.7 | 5.4 |
| EU <14.5> | 2.1 | 0.9 | 3.7 | 2.3 | 6.8 |
| 東アジア <45.7> | 2.7 | 2.3 | 4.3 | -1.4 | 5.6 |
| 中国 <14.3> | 5.1 | 6.6 | 5.5 | -3.0 | 10.1 |
| NIEs <23.2> | 0.5 | 0.2 | 3.9 | -1.6 | 2.9 |
| ASEAN4 <8.1> | 4.9 | 0.9 | 3.6 | 2.1 | 4.7 |
| その他 <17.3> | 4.2 | 2.4 | 4.4 | 4.1 | 6.3 |
| 実質輸出計 | 2.8 | 1.0 | 3.0 | -0.4 | 6.0 |

(2) 財別

(季節調整済、前期比、%)

| | 平成18年 第3四半期 | 平成19年 | | | |
|---------------|----------------|-------|------|------|-----|
| | | 4 | 1 | 2 | 3 |
| 中間財 <17.9> | 0.4 | 0.5 | 1.9 | -0.1 | 6.3 |
| 自動車関連 <23.4> | 1.3 | 4.1 | 2.7 | 1.0 | 5.8 |
| 消費財 <5.0> | 0.4 | 0.4 | -3.0 | 5.4 | 5.1 |
| 情報関連 <11.5> | 2.5 | 5.1 | 5.5 | -4.0 | 6.2 |
| 資本財・部品 <29.4> | 4.0 | -1.1 | 2.9 | 0.2 | 3.7 |
| 実質輸出計 | 2.8 | 1.0 | 3.0 | -0.4 | 6.0 |

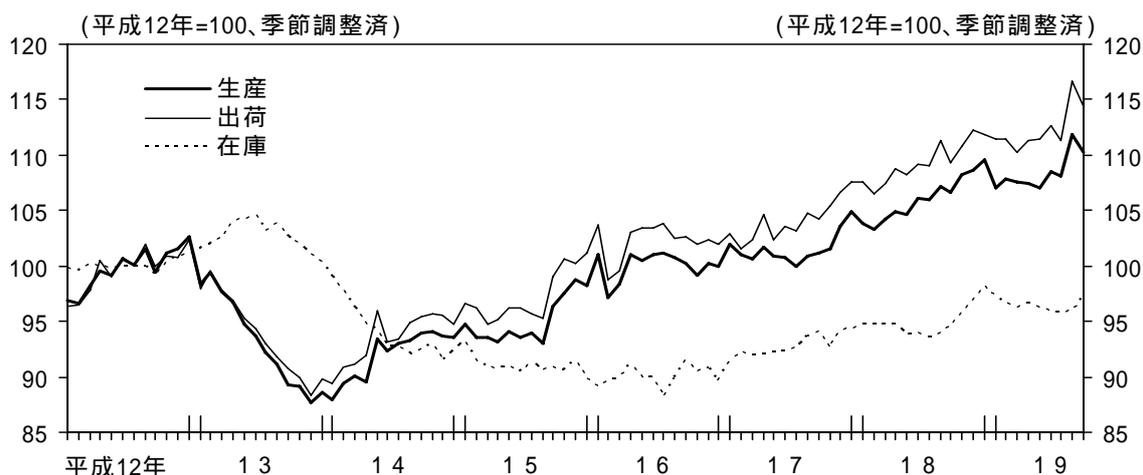
(注) < >内は、18年通関輸出額に占める各地域・国や各財のウェイト。NIEsは、韓国、台湾、香港、シンガポール。ASEAN4は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ。

(生産は増加基調)

鋳工業生産は(図表 4) 内外需要が増加する中で、電子部品・デバイスの在庫調整などを背景に横ばいとなる局面もあったが、7～9月にはしっかりした増加となった。業種別にみると、一般機械は、輸出や設備投資の増加を背景に高水準の受注残が続くもと、増加基調で推移した。輸送用機械は、振れを伴いつつも、輸出向けの好調に支えられて、緩やかに増加した。電子部品・デバイスの生産については、4～6月にかけて、高めの在庫水準が抑制要因となり、横ばい圏内の

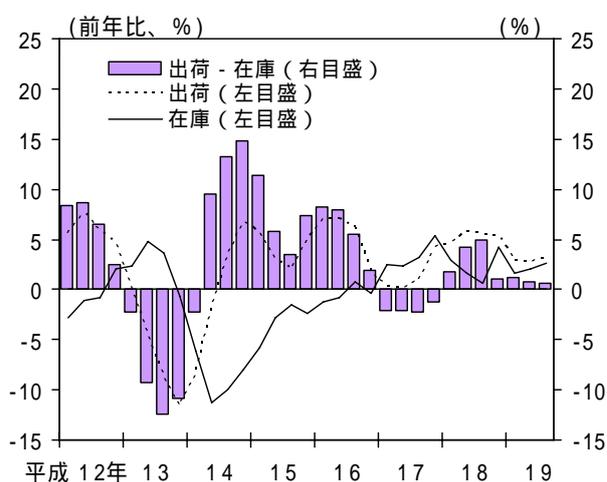
動きにとどまったが、7～9月には、内外需の好転を反映し、しっかりした増加に転じた。この間、出荷は、増加基調をたどった。在庫については(図表5)全体として概ね出荷の伸びと見合って推移し、年初にかけて悪化していた電子部品・デバイスのお荷・在庫バランスも改善に向かった。

(図表4) 鋳工業生産・出荷・在庫

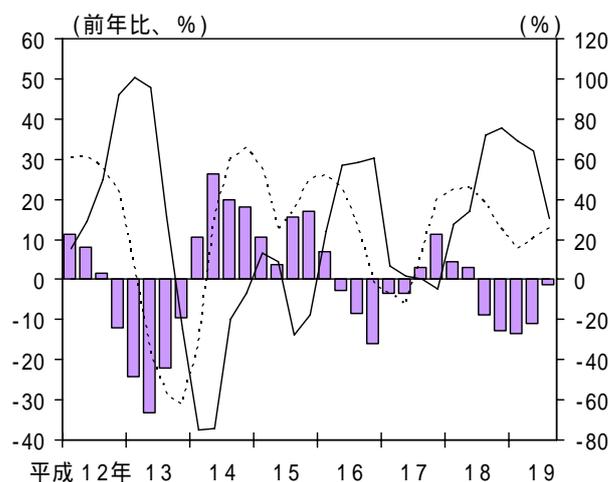


(図表5) 出荷・在庫バランス

(1) 鋳工業全体



(2) 電子部品・デバイス

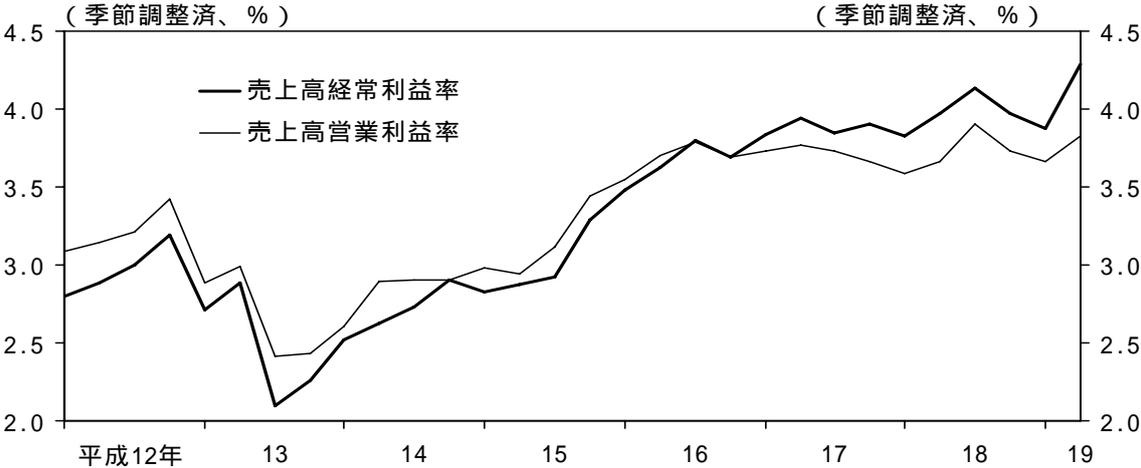


(設備投資は引き続き増加基調)

企業収益は、高水準で推移した。売上高経常利益率の動きをみると(図表6)

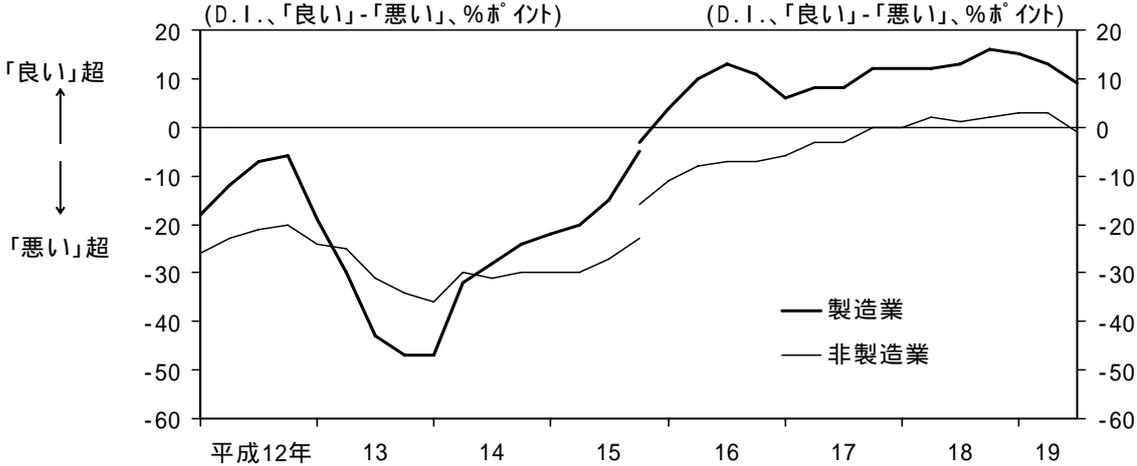
売上高が好調を維持する中、原材料高が引き続き収益の下押し要因となったものの、製品・サービスの高付加価値化や原材料投入の効率化といった様々な経営努力や海外からの収益還流もあって、利益率はバブル期を上回る既往ピーク圏内の高水準で推移した。企業の業況感も（図表7）業種や企業規模によるばらつきを伴いつつも、総じてみれば良好な状況を維持した。

（図表6）企業収益



（注）法人企業統計季報の計数。

（図表7）企業の業況判断（短観）



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

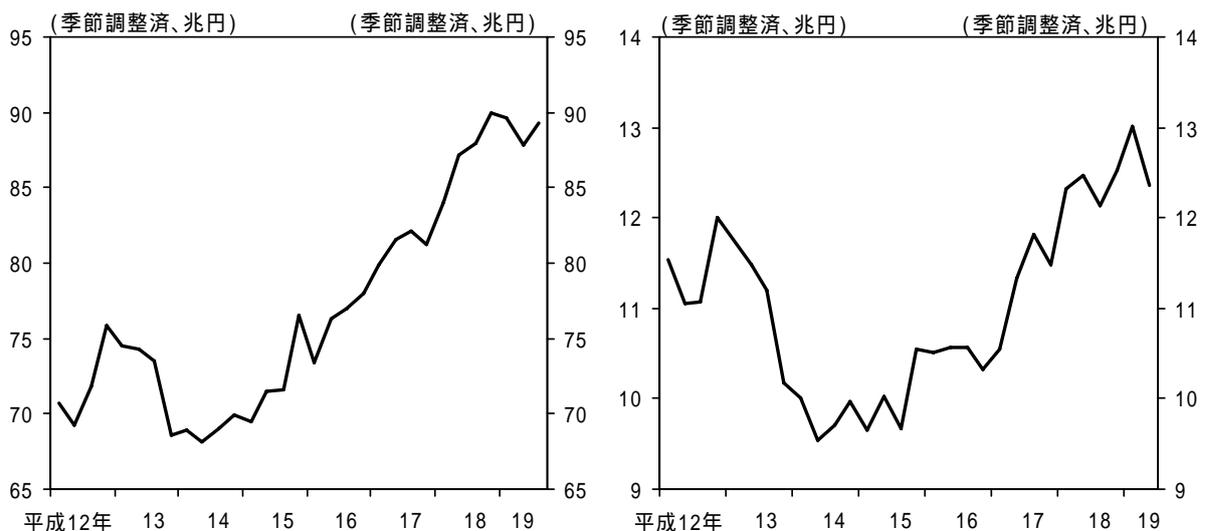
こうしたもとで、設備投資は引き続き増加基調をたどった。GDPベースの設

備投資（実質ベース）は、4～6月に減少したあと、7～9月は再び増加するなど、振れを伴いつつも、均してみれば増加基調を続けた（図表8（1））。法人企業統計の設備投資（名目ベース）は（図表8（2））、1～3月にかけて高めの伸びとなったあと、4～6月は減少したが、こうした振れを均してみれば、増加基調をたどった。設備投資の同時指標である資本財出荷（除く輸送機械）は、増加を続けた（図表8（3））。また、設備投資の先行指標をみると（図表8（4））、機械受注や建築着工床面積は、大きな振れを伴いつつ²、均してみれば高水準で推移した。

この間、公共投資は（図表9（1））、低水準で横ばい圏内の動きを続けた。一方、住宅投資については（図表9（2））、4～6月まで横ばい圏内で推移していたが、7～9月には改正建築基準法施行の影響から大きく減少した。

（図表8）設備投資

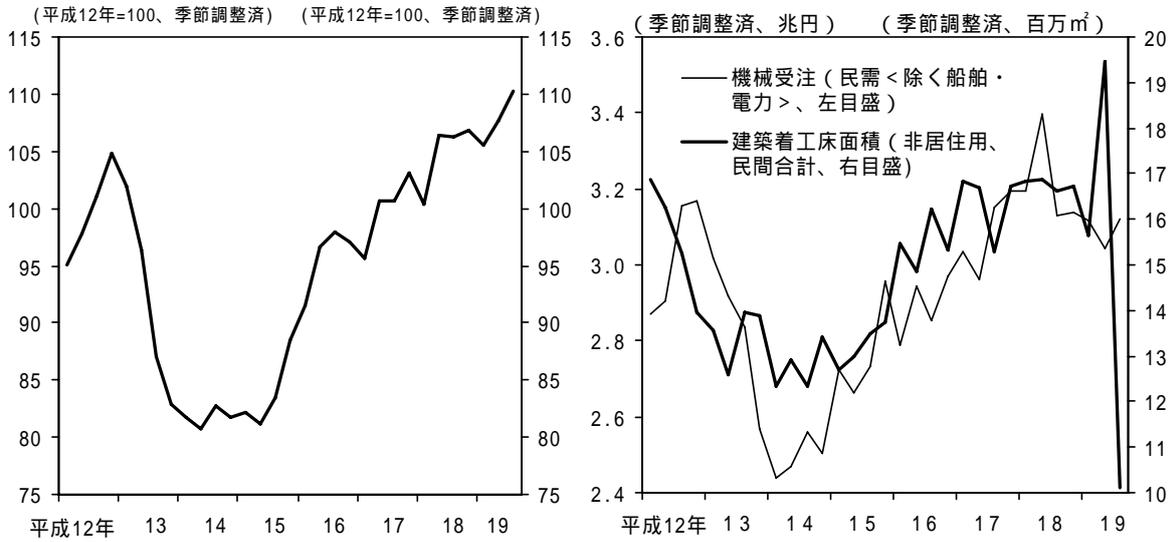
（1）設備投資（実質、GDPベース） （2）設備投資（名目、法人季報ベース）



² 19年6月の改正建築基準法施行により、建築確認の審査基準が厳格化され、手続きが変更された。これを受けて、7月以降、後述の住宅を含めた建築物について確認申請や着工に遅れが生じている。

(3) 資本財出荷 (除く輸送機械)

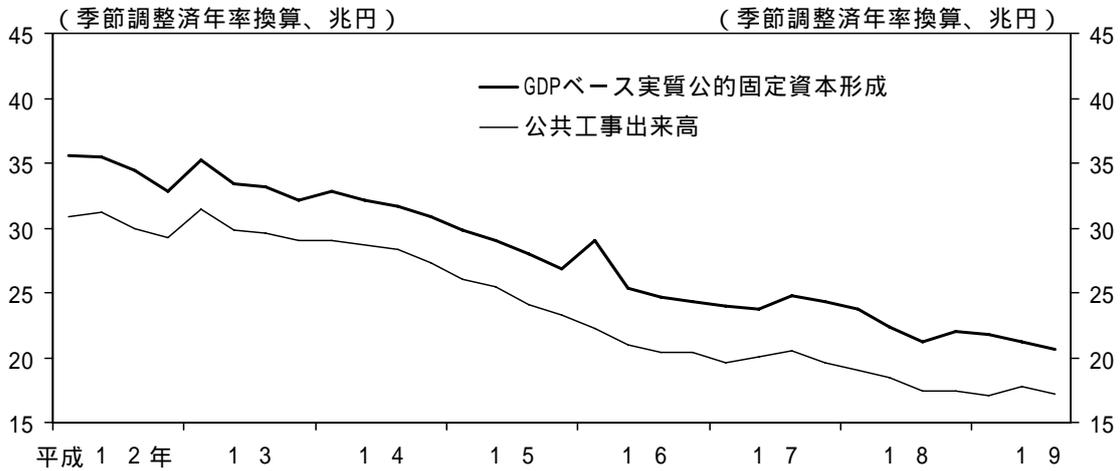
(4) 設備投資の先行指標 (機械受注、
建築着工床面積)



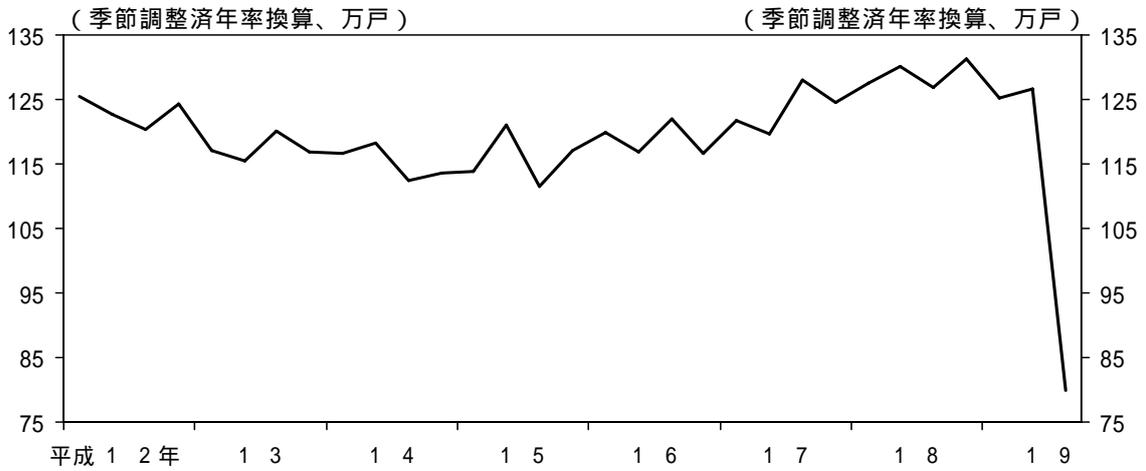
(注) 法人企業統計季報のデータは断層修正済み (4 ~ 6 月調査時に行われるサンプル企業の変更および每期発生する回答企業の変化に対応するため、資本ストック等の変動に比例させて設備投資額を修正するもの)

(図表 9) 公共投資・住宅投資

(1) 公共投資



(2) 新設住宅着工戸数

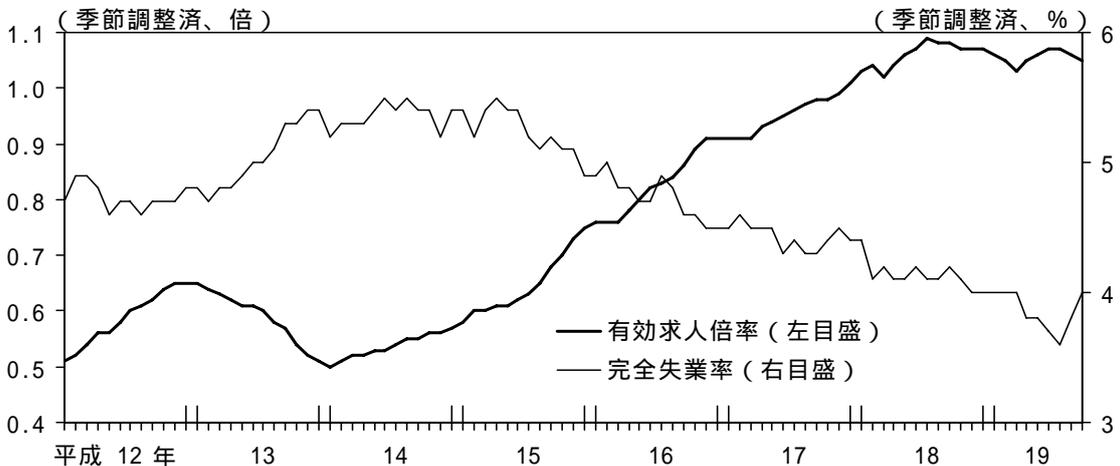


(雇⽤者所得は緩やかに増加)

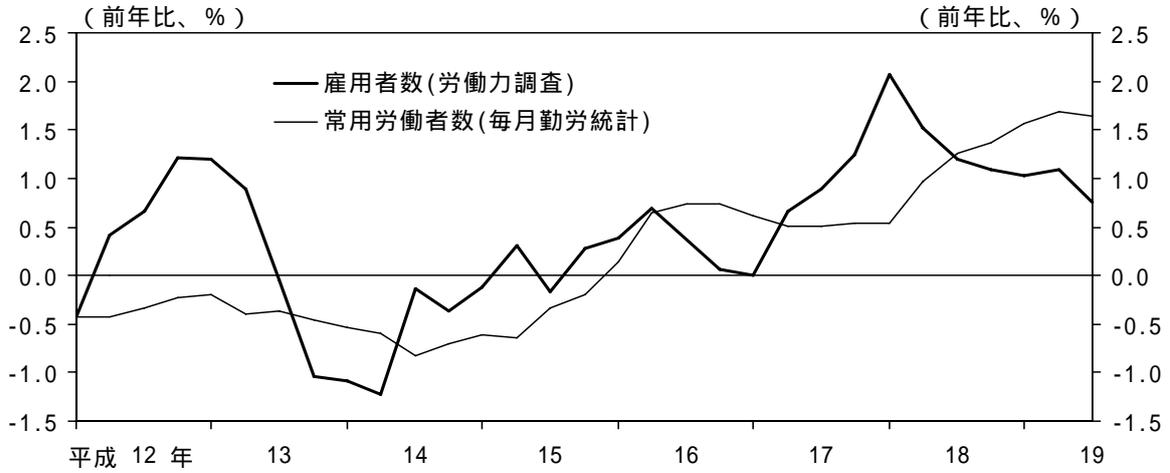
労働需給面の動きをみると、有効求人倍率は1倍を超える高水準で推移し、完全失業率は18年度下期に比べ低めの水準で推移した(図表10(1))。雇⽤面では、労働力調査の雇⽤者数、毎月勤労統計の常用労働者数、いずれも堅調な増加を続けた(図表10(2))。賃金面では、企業の人件費抑制スタンスが根強い中で、賃金水準の高い団塊世代の退職や賃金水準の低い新規採用の増加なども影響し、全体としてやや弱めの動きとなった。これらの結果、雇⽤者所得は(図表11)雇⽤者数の増加に支えられて、緩やかな増加を続けた。

(図表 10) 労働需給

(1) 有効求人倍率と完全失業率

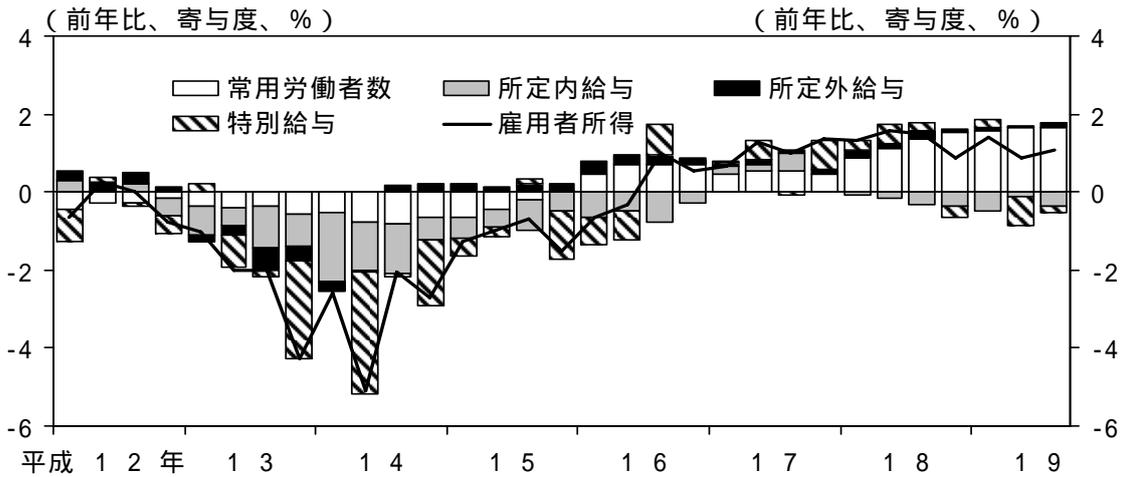


(2) 常用労働者数



(注) 常用労働者数(毎月勤労統計)は事業所規模5人以上の計数を使用。

(図表 11) 雇用者所得



(注) 賞与の支給時期にあわせて、第1四半期：3～5月、第2四半期：6～8月、第3四半期：9～11月、第4四半期：12～2月としている。事業所規模5人以上の計数を使用。

(個人消費は底堅く推移)

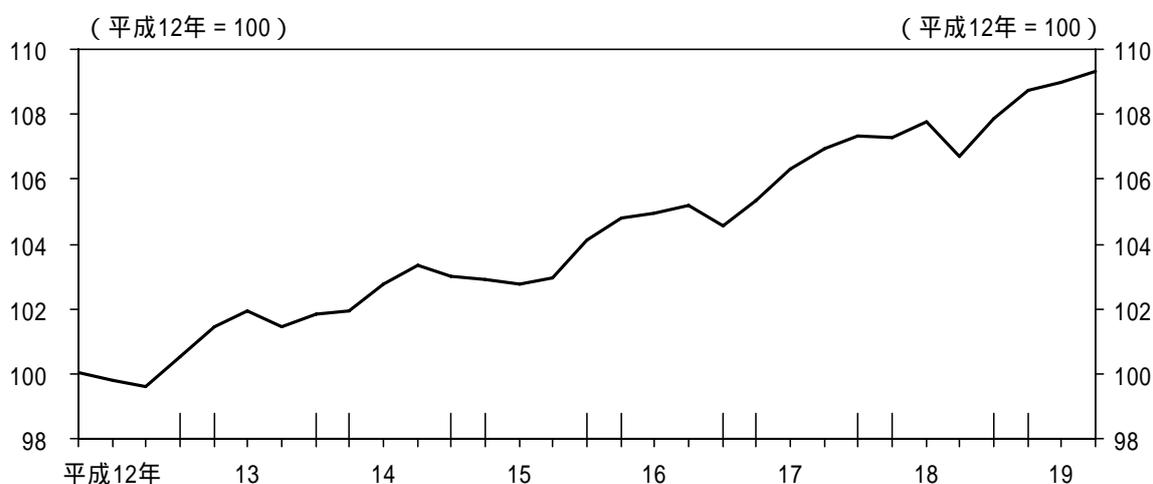
以上のような雇用・所得環境のもとで、個人消費は、底堅く推移した。GDPベースの実質個人消費は、7～9月まで4四半期連続での増加となった(図表12(1))。小売や旅行、外食など各種財・サービスの売上指標を合成した「販売統計

合成指数」を店舗調整後でみると（図表 12（2））³、家電販売やサービス関連消費が堅調に推移する中で、天候要因などによる振れを伴いつつも、底堅さを維持した。消費財の動きを生産者段階で包括的に捉えた「消費財総供給」も（図表 12（3））⁴、振れを伴いつつも、耐久消費財を中心に緩やかな増加基調で推移した。

消費者コンフィデンスを表す指標は（図表 13）指標によってはやや悪化するものもみられたが、総じてみると良好な水準を維持した。

（図表 12）個人消費

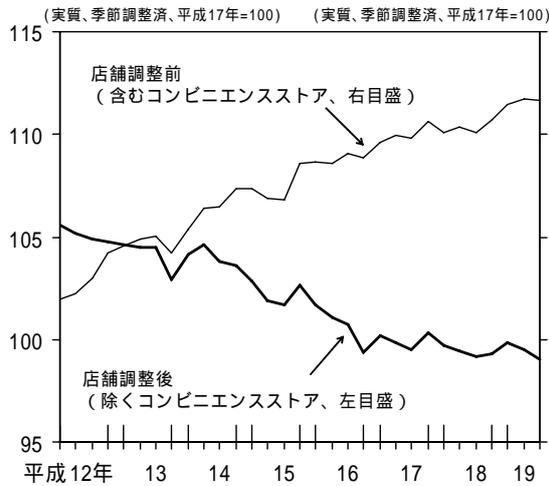
（1）個人消費（実質、GDPベース）



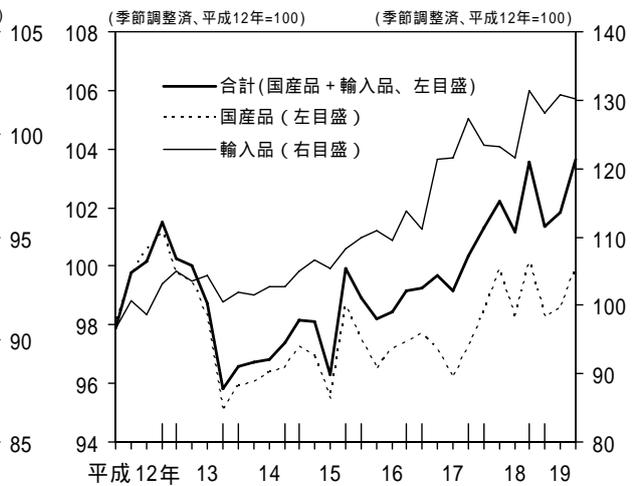
³ 販売統計合成指数は、全国百貨店・スーパー売上高、新車登録台数、家電販売額、旅行取扱額、外食産業売上高の各統計を、家計調査の支出額ウェイトをもとに合成したものである。なお、「店舗調整前」は、出店や閉店といった店舗数の変化に伴う売上高の変動も反映した指数である（店舗調整前の指数にはコンビニエンスストア売上高を含めている）。「店舗調整後」は、店舗増減の影響を排除したものであり、継続的に売上高を把握できる店舗分だけで売上高の変動を捉える指数である。

⁴ 消費財総供給は、消費財の国内向け出荷に消費財の（純）輸入を加えることにより、算出されたものである。

(2) 販売統計合成指数

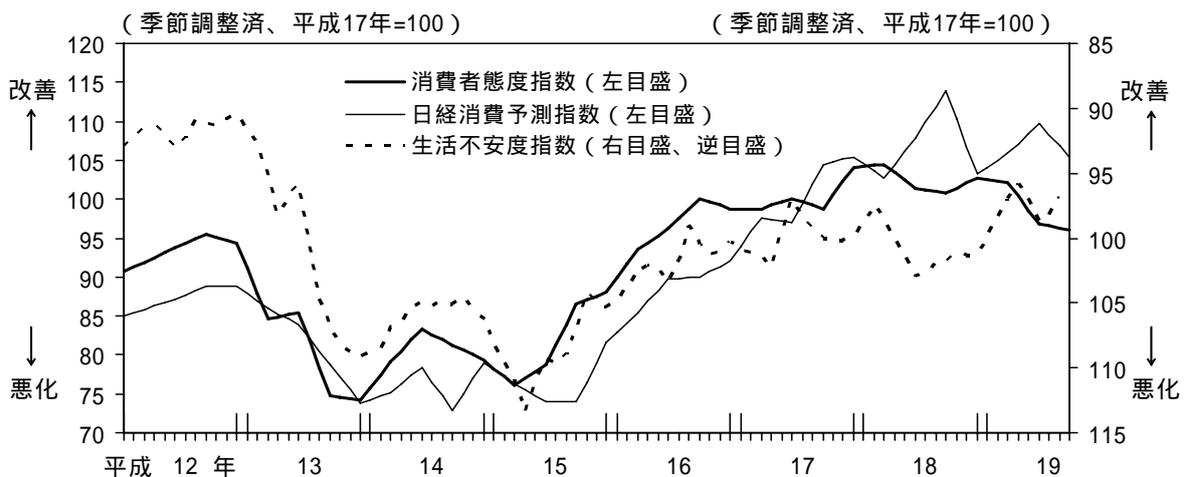


(3) 消費財総供給



(注) 販売統計合成指数については脚注3を参照。消費財総供給については脚注4を参照。

(図表 13) 消費者コンフィデンス



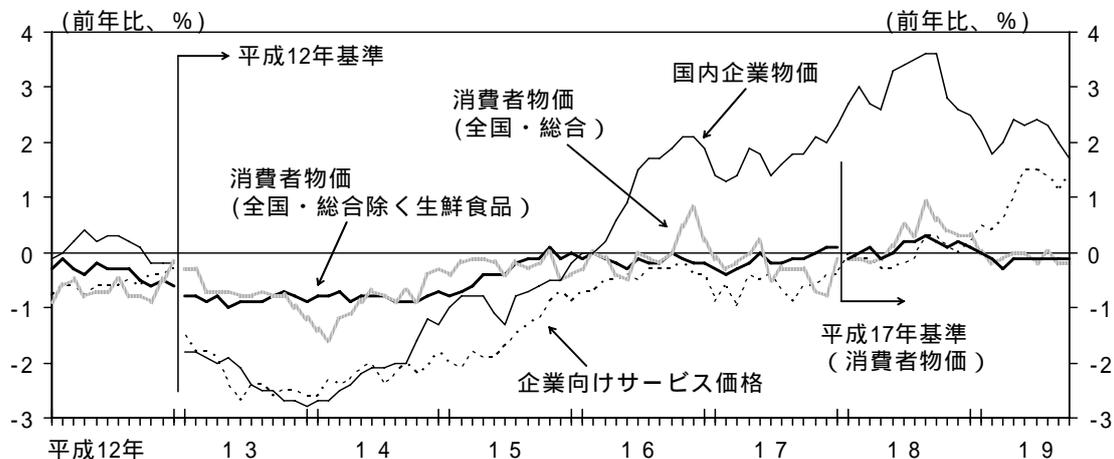
(注) 消費者態度指数(調査対象:全国5,000世帯弱)、日経消費予測指数(同:首都圏600人)、生活不安度指数(同:全国1,200人)は、いずれも消費者意識を尋ねたアンケート調査。

(2) 物価

物価の動向をみると(図表14)、国内企業物価の前年比は、国際商品市況高や需給の引き締まりを反映して、上昇を続けた。一方、消費者物価(除く生鮮食品)

の前年比は⁵、ゼロ%近傍で推移した。

(図表 14) 物価



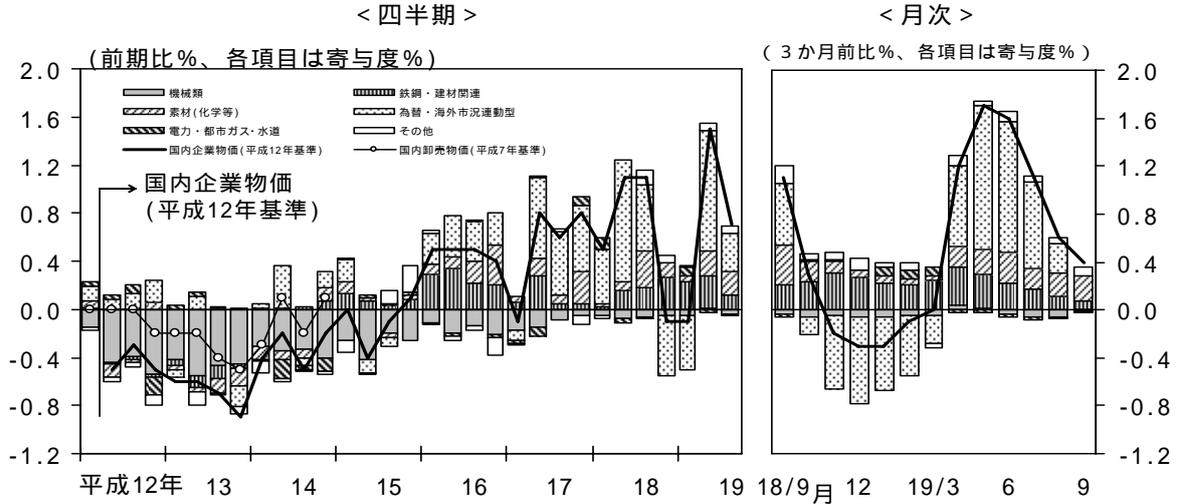
国内企業物価の動きを3か月前比でやや詳しくみると(図表 15) 石油・石炭製品や非鉄金属(ともに図中「為替・海外市況連動型」に区分)は、円高の影響から期末にかけて上昇テンポが鈍化したものの、国際商品市況の動きを反映して、上昇傾向で推移した。化学関連や鉄鋼・建材関連も、原材料高などを背景に、緩やかな上昇を続けた。この間、機械類の価格については、技術進歩に伴う下方圧力を反映し、小幅のマイナス傾向で推移した。

消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は(図表 16) 物価の基調的な動きに影響する経済全体の需給バランスは引き締まりを示す水準で推移したが(図表 17) 石油製品のプラス寄与の剥落や耐久消費財の下落(ともに図中「財」に区分) 移動電話通信料の下落(図中「一般サービス」に区分)などの影響もあって、ゼロ%近傍で推移した。

地価を都道府県地価調査でみると(図表 18) 全国平均で、商業地は平成3年以来の上昇に転じ、住宅地については引き続き下落幅が縮小した。東京を中心とした三大都市圏では、商業地、住宅地ともに上昇幅が拡大した。一方、地方圏では、下落が続いているが、下落幅は緩やかな縮小傾向にある。

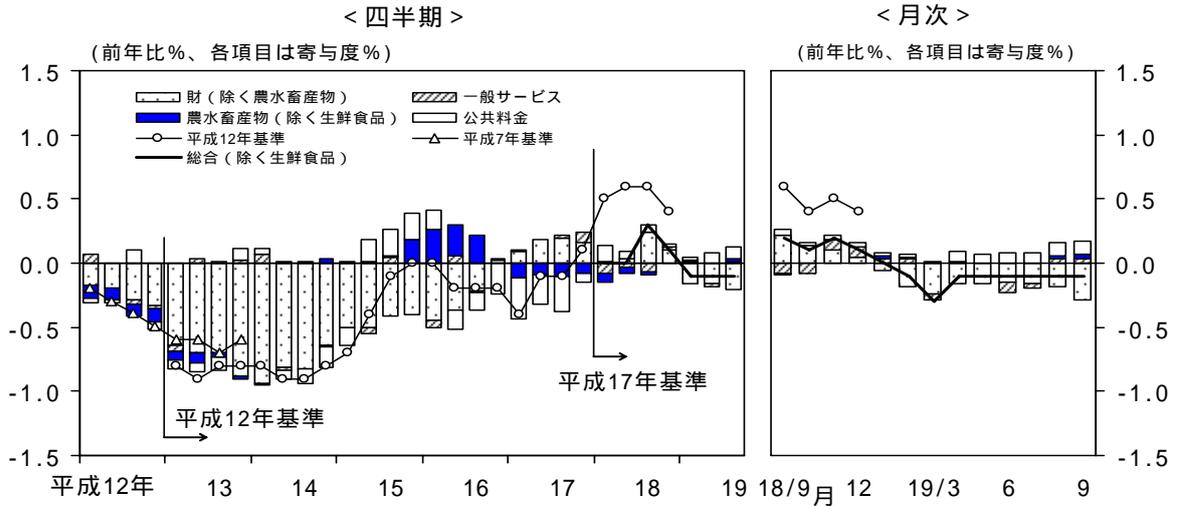
⁵ 「消費者物価(除く生鮮食品)」は、天候要因による振れが大きい生鮮食品を消費者物価指数総合から除いたものである。

(図表 15) 国内企業物価



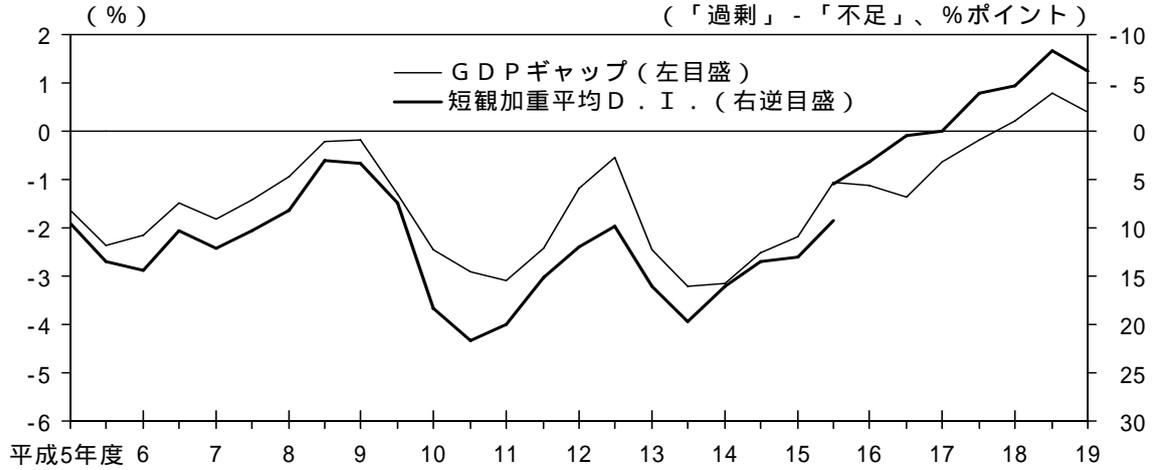
(注) 為替・海外市況連動型は、石油・石炭製品と非鉄金属。機械類は、電気機器、一般機器、輸送用機器、精密機器。

(図表 16) 消費者物価(除く生鮮食品)



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

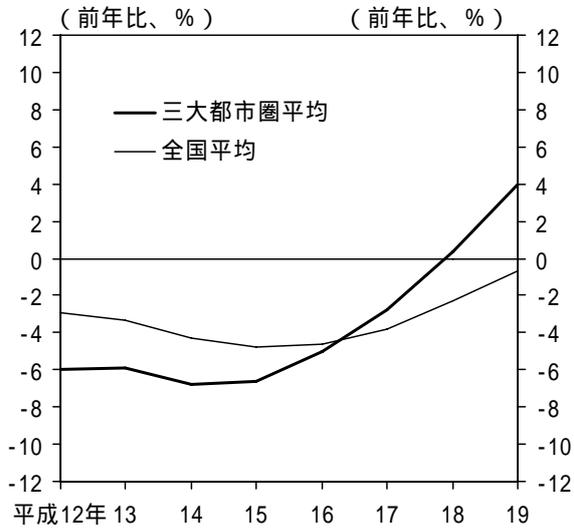
(図表 17) 生産要素の稼働状況



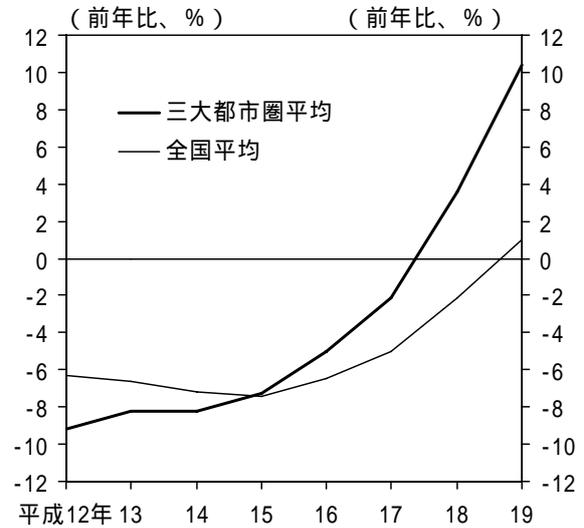
(注) GDPギャップは、日本銀行調査統計局による試算。GDPギャップの推計には様々な推計誤差が含まれるため、十分な幅を持って評価する必要がある。短観加重平均D.I.は、短観の生産・営業用設備判断D.I.と雇用人員判断D.I.を資本・労働分配率で加重平均したものである。

(図表 18) 都道府県地価調査

(1) 住宅地



(2) 商業地



(注) 都道府県地価調査は、7月1日時点の地価を調査したものである。

(3) 海外金融経済

(概況)

19年度上期の海外経済は、米国で緩やかな景気減速が続いたが、全体としては拡大を続けた(図表19)。地域別にみると、米国では、住宅市場の調整を主な背景に、緩やかな景気減速が続いた。一方、欧州では、ユーロエリアにおいて、内外需のバランスのとれた景気拡大が続いたほか、英国経済も高めの成長を続けた。また、東アジアでは、中国が高成長を続けたほか、NIEs・ASEAN4でも、総じて緩やかな景気拡大が続いた。

(図表19) 海外経済の実質GDP成長率

(欧米は季節調整済前期比年率、東アジアは前年比、%)

| | | 17年 | 18年 | 18年 第2四半期 | 3 | 4 | 19年 1 | 2 | 3 |
|------------------|-------------------|------|------|--------------|------|------|----------|------|------|
| 米 国 | | 3.1 | 2.9 | 2.4 | 1.1 | 2.1 | 0.6 | 3.8 | 3.9 |
| 欧 州 | ユーロエリア | 1.6 | 2.9 | 3.9 | 2.4 | 3.2 | 3.1 | 1.3 | 2.8 |
| | ドイ ツ | 1.0 | 3.1 | 5.4 | 3.0 | 4.0 | 2.2 | 1.0 | 2.8 |
| | 英 国 | 1.8 | 2.8 | 3.3 | 2.7 | 3.3 | 3.2 | 3.3 | 3.2 |
| 東 ア ジ ア | 中 国 | 10.4 | 11.1 | 11.5 | 10.6 | 10.4 | 11.1 | 11.9 | 11.5 |
| | NIEsおよび ASEAN4 | 4.9 | 5.4 | 5.2 | 5.4 | 5.0 | 5.1 | 5.7 | |

(注) NIEsおよびASEAN4⁶は、IMF公表のGDPウェイト(18年、購買力平価基準)を用いて算出。

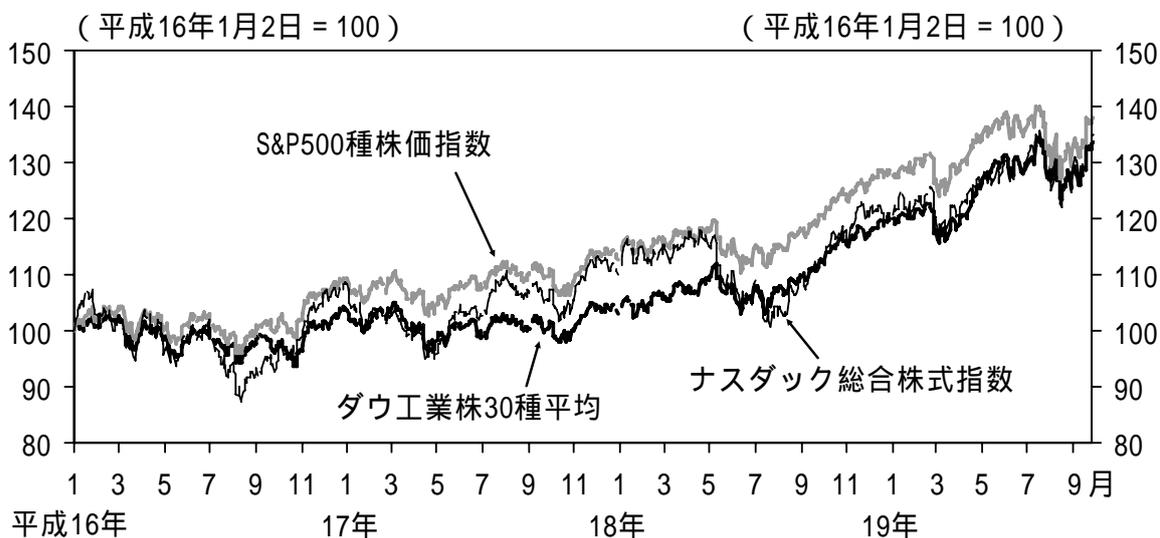
海外金融市場の動向をみると(図表20)、米国と欧州の株価は、堅調な企業決算や多くのM&A案件を好感して上昇したあと、7月下旬から8月にかけては、米国のサブプライム住宅ローン問題を巡る懸念の高まりなどから大きく下落したが、9月には再び上昇した。米国と欧州の長期金利は、6月にかけて上昇したあと、サブプライム住宅ローン問題を背景に「質への逃避」の動きがみられ低下した。エマージング諸国・地域の金融市場では、多くの国・地域で株価は上昇傾向を続けたが、7月下旬から8月にかけては、ほとんどの国・地域で株価が下落したほ

⁶ 図表3の注を参照。

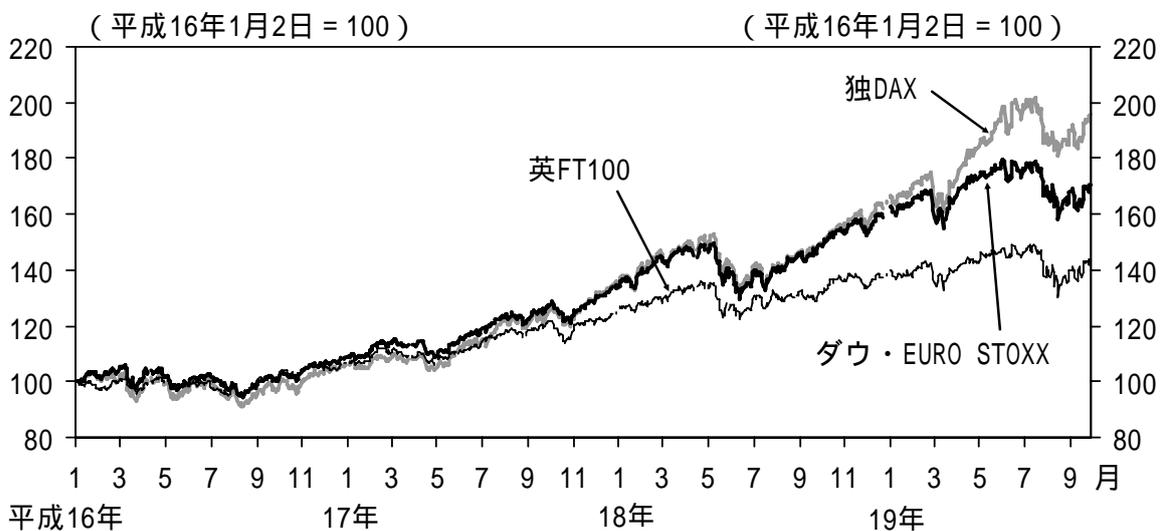
か、低位安定していた対米国債スプレッド⁷も拡大した。

(図表 20) 欧米の株価と長期金利

(1) 米国の株価

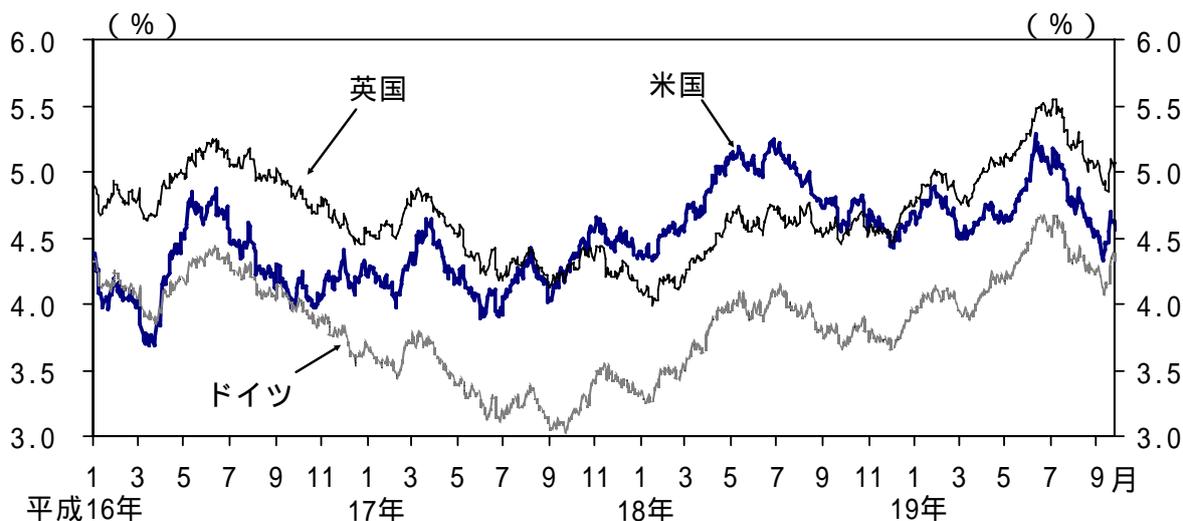


(2) 欧州の株価



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

(3) 欧米の長期金利 (国債 10 年物)



(米国では緩やかな景気減速)

米国では、緩やかな景気減速が続いた。住宅投資は減少を続けた。個人消費は、これまでの高い伸びからは減速したが、引き続き増加した。設備投資は、減速しつつも、緩やかな増加基調を維持した。この間、企業の生産活動は総じて堅調を維持した。雇用者数の増勢は緩やかに鈍化した。対外バランス面をみると、財・サービス貿易収支は、高水準の赤字を続けた。物価面では、総合ベースの消費者物価の前年比上昇率は高めで推移したが、上期後半には低下した。食料・エネルギーを除くコア・ベースの消費者物価の前年比上昇率は、労働需給の引き締めなどを背景に高めで推移した。

株価をみると (図表20(1))、5月末までは、市場予想を上回る企業決算や多くのM & A 案件が好感され上昇したが、その後、株価は伸び悩んだ。7月以降は、サブプライム住宅ローン問題を巡る懸念などから、下落した。とりわけ8月入り後は、同問題が広く証券化商品市場の調整へと波及し、株価は大幅な下落をみた。もっとも、その後は、金融機関の決算や業績予想、米国連邦準備制度の利下げなどが市場に前向きに受け止められたことなどから、株価は再び上昇した。

長期金利 (国債10年物利回り) の動きをみると (図表20(3))、強めの経済指標の発表などをうけ、5.0%を上回る局面もみられた。もっとも、7月以降、サブプライム住宅ローン問題を巡る懸念から、「質への逃避」の動きがみられ、9月末に

かけて4%台半ばまで低下した。

サブプライム住宅ローン問題は、先進国の短期金融市場にも波及し、証券化商品に関連する流動性補完の実行などから金融機関のドル資金需要が増大し、短期金利に上昇圧力が加かったほか、ターム物市場を中心に取引が成立しにくくなった。

こうした情勢のもと、米国連邦準備制度は、8月に、ディスカウント・レートを0.5%引き下げて5.75%としたほか、金融市場の調整から生じる経済への悪影響を未然に防ぐため、9月には、政策金利であるフェデラル・ファンド・レートの誘導目標水準およびディスカウント・レートを0.5%ずつ引き下げ、それぞれ4.75%、5.25%とした。

(ユーロエリアでは内外需のバランスのとれた景気拡大)

欧州経済情勢をみると、ユーロエリアでは、内外需のバランスのとれた景気拡大が続いた。すなわち、輸出は、欧州新興国向けを中心に堅調な増加を続けたほか、生産も増加を続けた。設備投資も、輸出・生産の増加や企業収益の改善を反映して、増加を続けた。また、個人消費も、雇用環境が着実に改善する中で、回復を続けた。この間、消費者物価の前年比は、概ね2%を若干下回る水準で推移した。金融政策面では、欧州中央銀行は、6月に政策金利(主要リファイナンス・オペにおける最低入札金利)を0.25%引き上げ、4.0%とした。

英国では、内需を中心に高めの成長が続いた。こうした中、消費者物価の前年比上昇率は、2%台後半から2%程度へ縮小した。金融政策面では、イングランド銀行は、5月、7月に政策金利を0.25%ずつ引き上げ、5.75%とした。

この間、ユーロエリアおよび英国の株価は(図表20(2))、概ね良好な企業決算や多くのM&A案件を背景に上昇基調をたどったが、7月下旬以降、米国のサブプライム住宅ローン問題を背景に、下落した。もっとも、その後は、米国同様に持ち直した。

ユーロエリアおよび英国の長期金利(独・英国債10年物利回り)をみると(図

表20(3)) 基本的には米国金利につれて推移した。7月下旬以降は、米国同様、「質への逃避」の動きがみられ低下した。

(東アジア経済は景気拡大を持続)

N I E s ・ A S E A N 4 では、輸出の緩やかな増加や、内需の堅調持続を背景に、総じて緩やかな景気拡大が続いた。すなわち、輸出は、非情報関連の増加が続いたほか、一頃調整局面にあった情報関連も、上期後半には明確な増加傾向を取り戻した。また、多くの国・地域において、良好な雇用情勢や緩和的な金融環境などを背景に、内需は総じて堅調な増加を続けた。この間、物価面をみると、消費者物価の前年比上昇率は、食料品やエネルギーによる振れを均してみれば、総じて落ち着いた動きとなった。

中国経済は、内外需ともに力強い成長を続けた。輸出が大幅な増加を続けたほか、固定資産投資も引き続き高い伸びを示した。生産や個人消費も、堅調な増加を続けた。物価面では、食料品価格の上昇を主因に、消費者物価の前年比上昇率は拡大を続けた。

金融政策面では、台湾中央銀行は、二度に亘って政策金利を計0.375%引き上げて3.25%としたほか、韓国銀行も、国内流動性の抑制を目的に二度に亘って政策金利を計0.5%引き上げ、5.0%とした。一方、タイ銀行は内需の減速などを受けて、三度に亘って政策金利を計1.25%引き下げて3.25%としたほか、インドネシア銀行も、三度に亘って政策金利を計0.75%引き下げて8.25%とした。この間、中国人民銀行は、過剰流動性への懸念などから、五度に亘って預金準備率を引き上げたほか、四度に亘って民間金融機関の預金および貸出に適用される基準金利の引き上げを実施した。

東アジア地域の金融市場をみると、株価は、総じて上昇傾向をたどった後、7月下旬から8月にかけては、米国のサブプライム住宅ローン問題を背景に、中国を除くほとんどの国・地域で下落した。その後、9月末にかけて、多くの国・地域で株価は持ち直した。中国の株価は、高値警戒感が強まる中、当局の株価抑制策などもあって一時的に下落する局面もみられたが、基本的には上昇基調をたどり、9月末には既往最高値を更新した。N I E s ・ A S E A N 4 の対米国債スプ

レッドは、6月までは低水準で推移したが、7月下旬以降は、米国のサブプライム住宅ローン問題などを背景に拡大した。

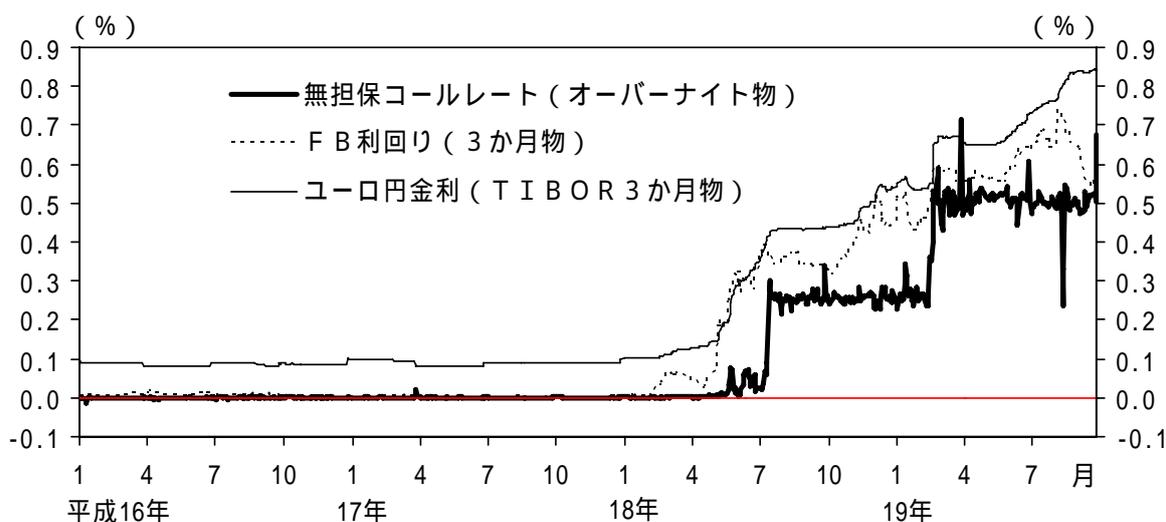
2. 金融面の動向

(1) 短期金融市場

平成19年度上期の短期金融市場の動きをみると(図表21)、無担保コールレート(オーバーナイト物)⁸は、金融市場調節方針に沿って金融市場調節を実施した結果、0.5%前後で推移した。8月上旬以降、サブプライム住宅ローン問題の影響を受けた欧米短期金融市場の動きなどを背景に、無担保コールレート(オーバーナイト物)に上昇圧力等がかかった局面では、日本銀行は機動的な資金供給などを行い、レートの安定化を図った。

ターム物金利⁹は、8月上旬にかけて、F B(政府短期証券)利回りやユーロ円金利(T I B O R 3か月物)が上昇した。8月中旬以降については、F B利回りは低下し、ユーロ円金利は横ばい圏内で推移した。

(図表21) 短期金融市場金利



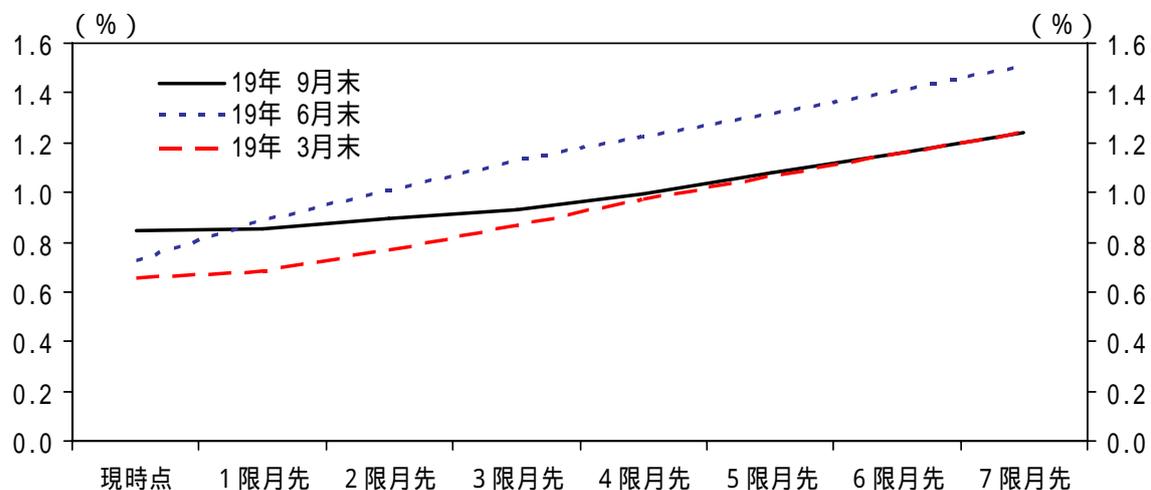
短期金融市場における市場参加者の金利観をみると(図表22)、ユーロ円金利先物レートは、政策金利引き上げ見通しの強まりを反映して7月にかけて上昇した。8月以降は、政策金利の引き上げ見通しが後退し、期先限月を中心に緩やかに低

⁸ 無担保コールレート(オーバーナイト物)の数値は、加重平均値(以下同じ)。

⁹ ターム物金利とは、オーバーナイト物よりも期間の長い短期金利。ここでは、3か月物金利を中心に説明する。

下した。

(図表 22) ユーロ円金利先物レート

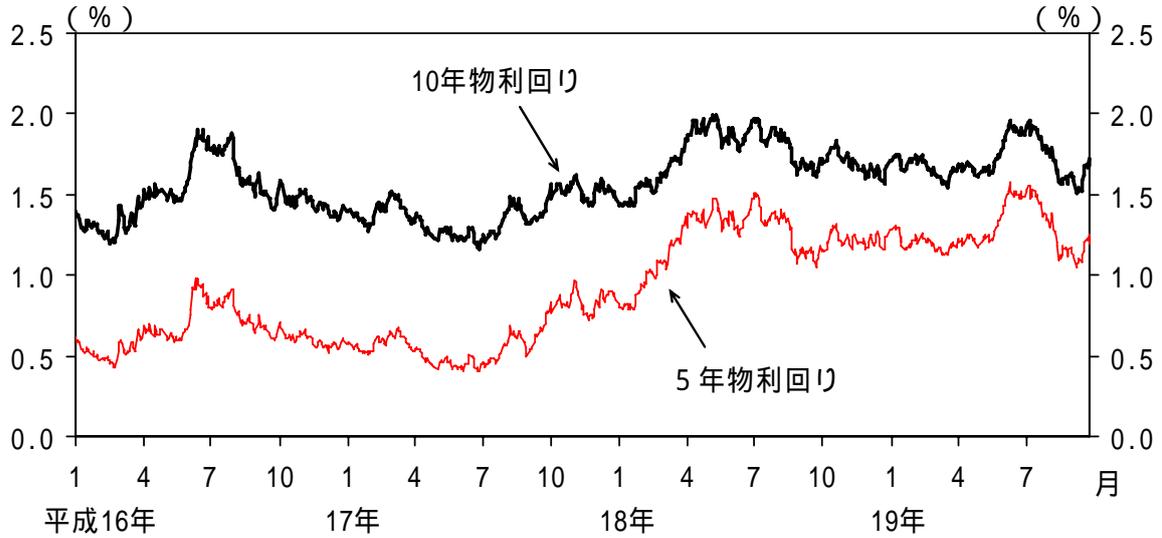


(注) ユーロ円金利先物レートは、基本的には、市場が予想する将来のある時点におけるユーロ円金利 (T I B O R 3 か月物) である。グラフでは、例えば、19 年 9 月末時点 (実線) における 1 限月先 (19 年 12 月央) のユーロ円金利の市場予想値が 0.855%、2 限月先 (20 年 3 月央) が 0.895%、3 限月先 (20 年 6 月央) が 0.930%であったことを表している。

(2) 債券市場

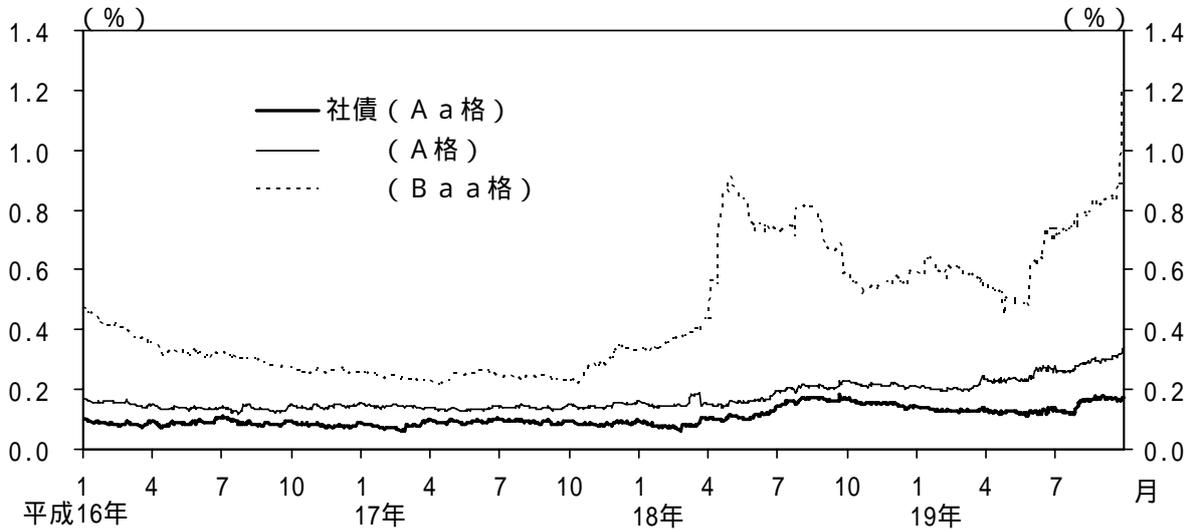
19 年度上期の債券市場の動向をみると、長期国債 (10 年債) の流通利回りは (図表 23) 景況感の改善を背景に、6 月中旬にかけて 1.9% 台半ばまで上昇した。その後は、米欧の長期金利につれて低下し、8 月中旬以降は 1.5% 台前半から 1.7% 台前半の範囲内で推移した。

(図表 23) 長期国債流通利回り



この間、社債と国債との流通利回り格差（信用スプレッド）は（図表 24）7月
から8月にかけて、社債の大量発行による需給軟化などを背景にじりじりと拡大
し、その後は総じて横ばい圏内で推移した¹⁰。

(図表 24) 社債と国債との流通利回り格差



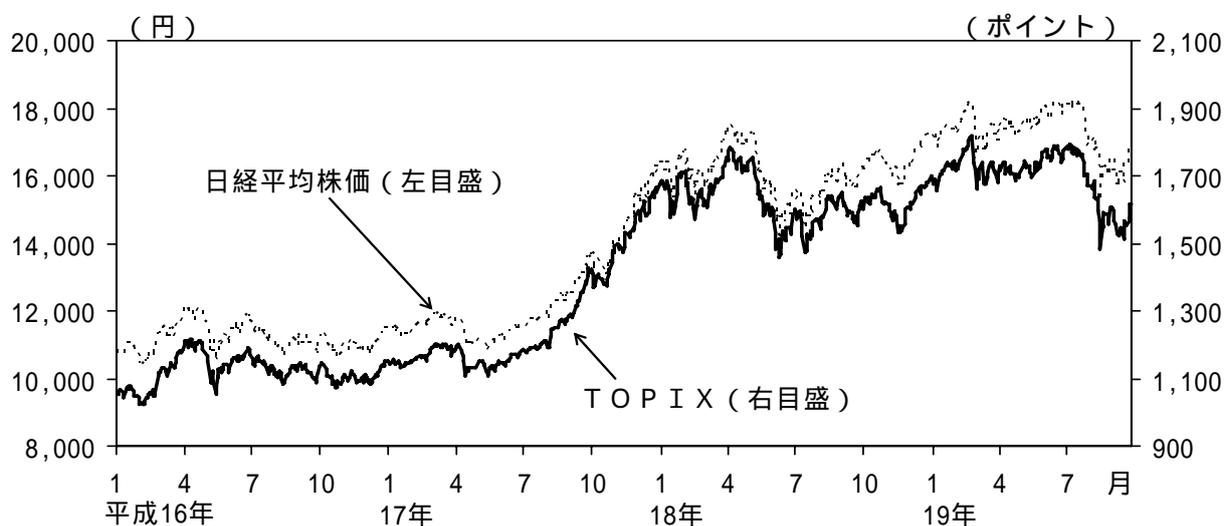
(注) 社債、国債とも残存年数5年。ただし、社債は残存年数4年以上6年未満の銘柄より平均流通
利回りを算出。社債の格付けはムーディーズによる。

¹⁰ ただし、消費者金融など一部のセクターでは、9月半ば以降、経営悪化報道などをきっかけに、
社債スプレッドがボラタイルな動きとなった。

(3) 株式市場

19 年度上期の株式市場の動向をみると(図表 25) 株価は、7 月半ばにかけて、米欧株価の上昇や為替レートの日安傾向などを背景に緩やかに上昇し、1 万 8 千円前半(日経平均株価) に達した。7 月下旬以降、世界的な株価下落などを受けて 1 万 5 千円前半までいったん下落したあと、幾分回復し、9 月末にかけて 1 万 6 千円台で推移した。

(図表 25) 株価



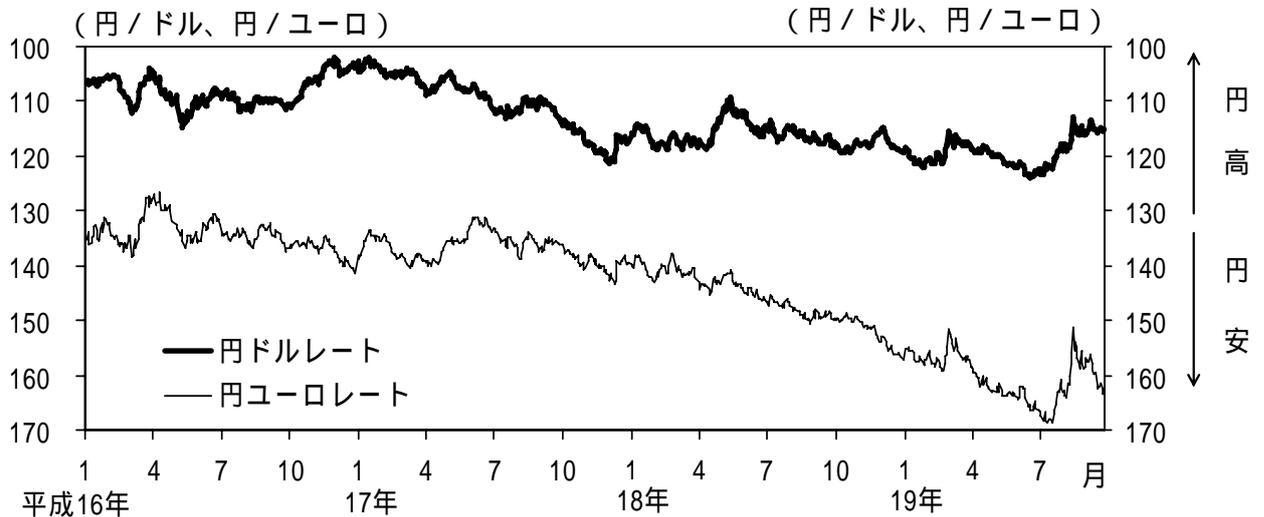
(4) 外国為替市場

19 年度上期の外国為替市場の動向をみると(図表 26) 6 月下旬にかけて内外金利差が意識される中で緩やかな日安傾向が続き、円の日米ドル相場は 124 円台まで下落した。7 月から 8 月中旬にかけては、米国のサブプライム住宅ローン問題を背景に、一時 112 円台まで上昇した。その後は、概ね 114 ~ 116 円台で推移した。

この間、円の日ユーロ相場は、7 月中旬にかけて日安傾向をたどり、既往ボトムとなる 168 円台まで下落した。8 月中旬にいったん 151 円台まで上昇したあと、163 円台まで下落した。

また、19年度上期中の円の実質実効為替レート（図表27）¹¹は、7月にかけて円安傾向をたどったあと、円高方向に反発した。

（図表26）円ドル、円ユーロレート



（図表27）円の実質実効為替レート



¹¹ 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整したうえで、わが国の各相手国向け輸出金額のウェイトを用いて加重平均したものであり、わが国の製品の価格競争力を総合的に表すと考えられる指標である（日本銀行試算）。

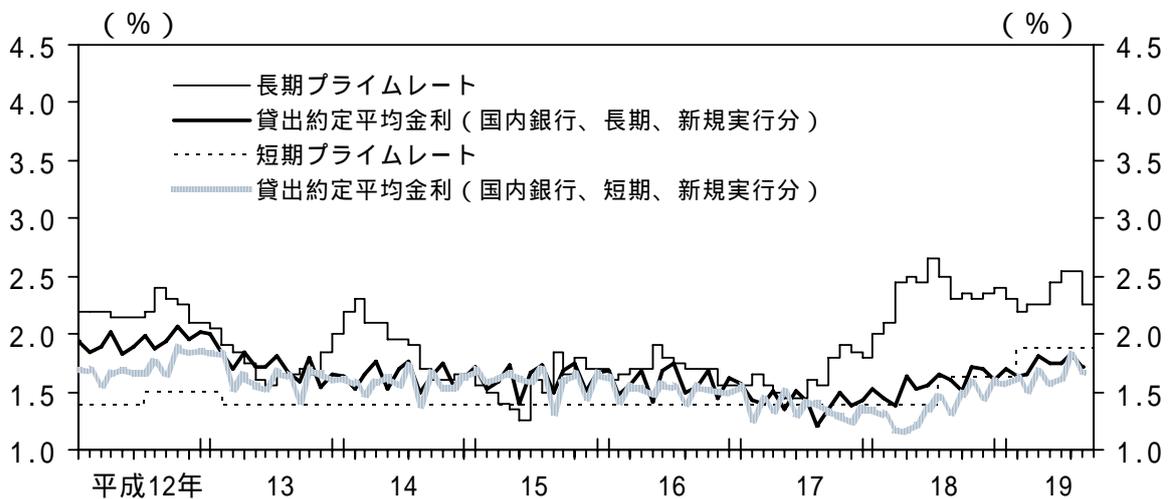
(5) 貸出金利、CP・社債発行金利

19年度上期の貸出金利の動きをみると(図表28)、短期プライムレート(都市銀行)¹²は、当期中は1.875%の水準で推移した。長期プライムレートは、長期金利の動きを受けて、8月まで引き上げ方向に推移したあと、上期末にかけて引き下げられた。

国内銀行の貸出約定平均金利(新規実行分)は、短期・長期とも、緩やかに上昇した。

この間、銀行の預金金利は、横ばい圏内で推移した。

(図表28) 貸出金利

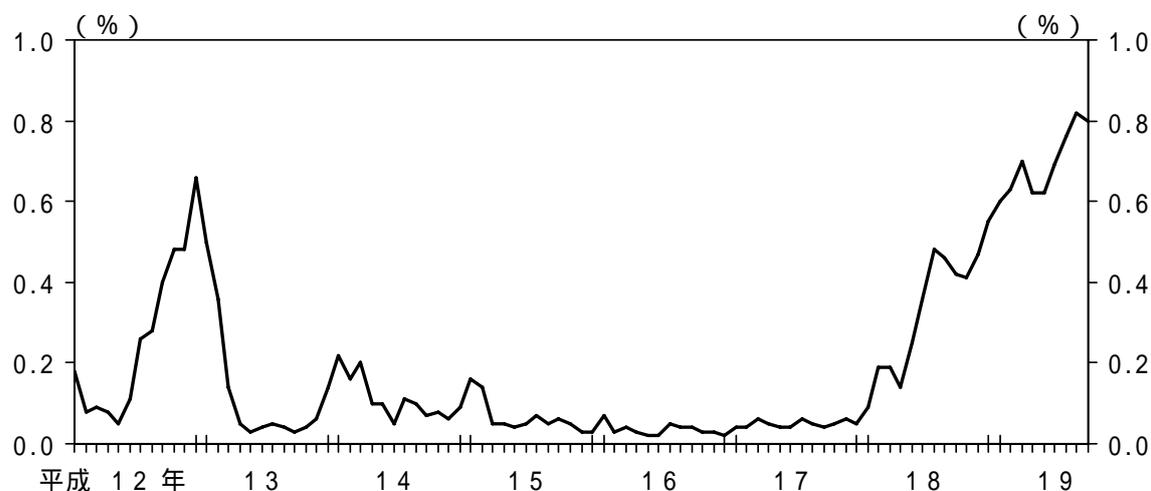


(注) 貸出約定平均金利は、8月までの計数。

企業の短期の資金調達手段であるコマーシャル・ペーパー(CP、図表29)の発行金利は、やや上昇した。社債の発行金利は、長期金利の動向などを受けて、夏場にかけて上昇したあと、ほぼ期初の水準まで低下した。

¹² 正確には、最も多くの都市銀行が採用した金利。

(図表 29) C P 発行金利 (3 か月物)

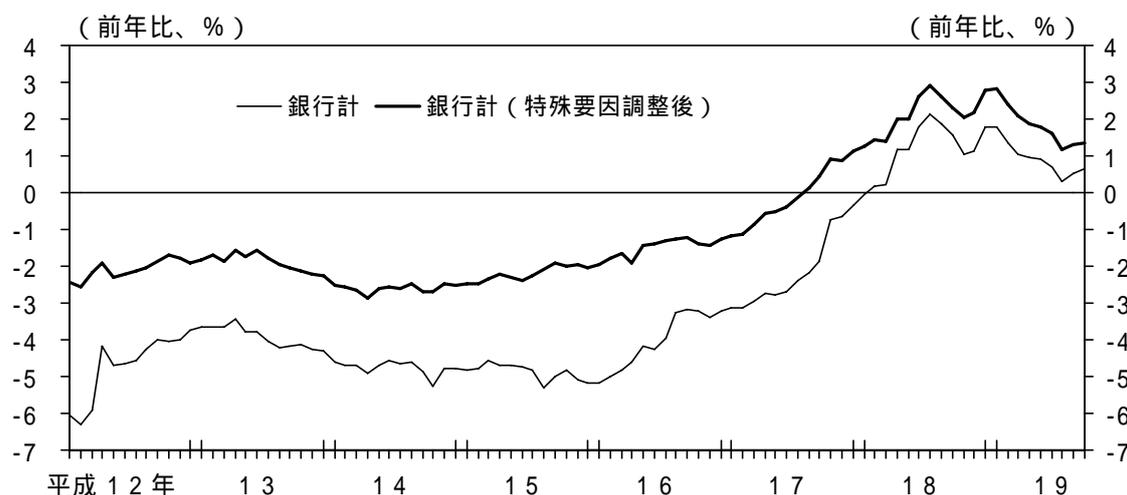


(注) 最上位格付け取得先の新発金利 (発行手数料などの諸費用を含むベース)。

(6) 企業金融

19 年度上期の企業の資金調達をみると、まず民間銀行の貸出残高 (特殊要因調整後¹³) は (図表 30)、増加が続いた。また、C P・社債の発行残高¹⁴ は (図表 31)、昨年を上回って推移した。

(図表 30) 民間銀行貸出

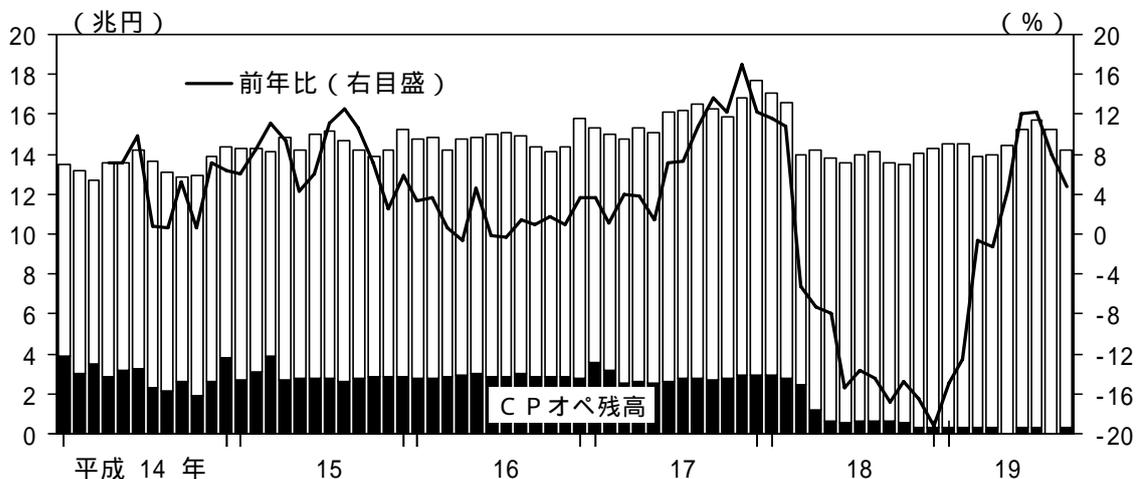


¹³ 都市銀行等、地方銀行、地方銀行 の国内店と海外店による国内居住者向け貸出 (月中平均残高ベース)。不良債権償却や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。日本銀行調べ。

¹⁴ 社債発行残高の計数は、国内外で民間部門 (居住者) が発行した普通社債の残高。日本証券業協会、アイ・エヌ情報センターのデータに基づき日本銀行が推計。

(図表 31) 資本市場調達

(1) C P 発行残高 (末残)



(注) 日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受けによるもの (除く銀行 C P) 。

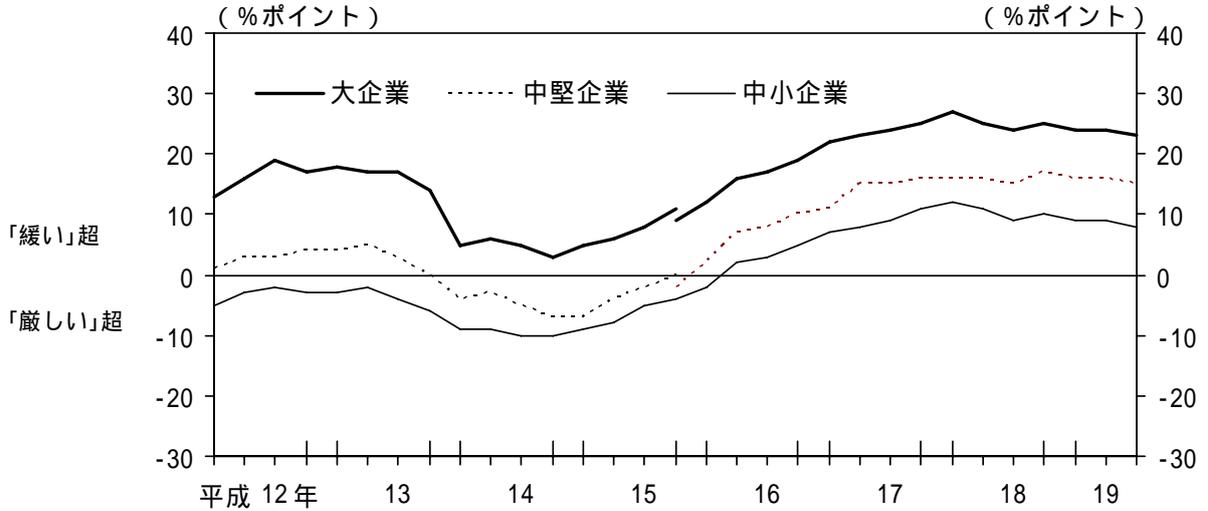
(2) 社債発行残高 (末残前年比)



こうした企業金融動向の背後にある、民間銀行の資金供給姿勢、および企業の資金需要の動きは、概ね以下のとおりであった。

まず、民間銀行の融資スタンスをみると、全体として緩和的な貸出姿勢を続けた。こうしたもとで、企業からみた金融機関の貸出態度は (図表 32)、引き続き緩和的であった。

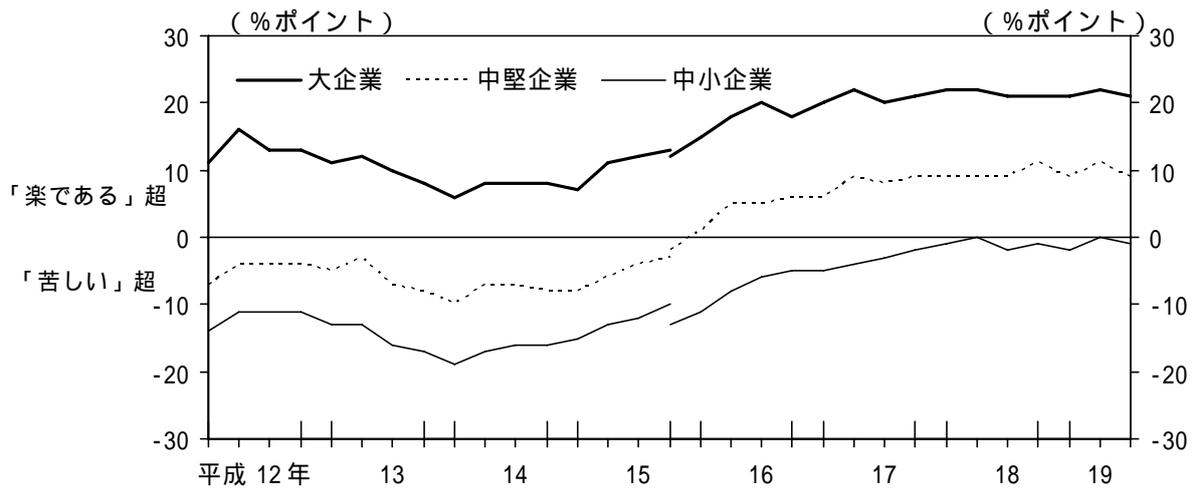
(図表 32) 金融機関の貸出態度判断D.I.(短観)



(注) 全産業ベース。短観については、16 年 3 月調査より、調査対象企業の拡充を含む幅広い見直しを実施した。このため、新ベースと旧ベースの計数には不連続(段差)が生じている(図表 33 も同様)。

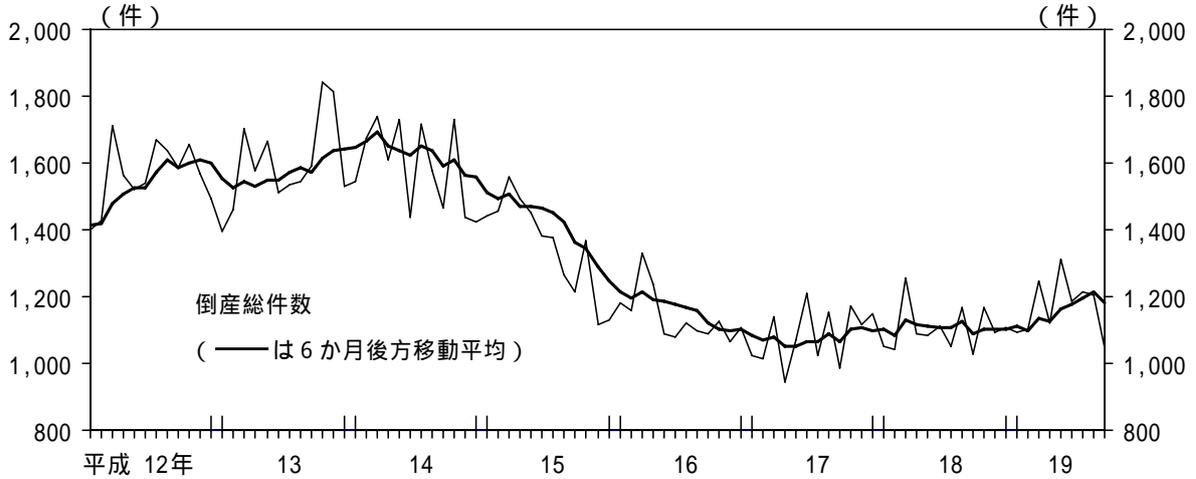
一方、民間企業の資金需要についてみると、潤沢なキャッシュフローを背景に外部資金需要がそれほど強くない中、貸金業等、一部に弱めの動きもみられたことから、横ばい圏内の動きとなった。この間、企業の資金繰り判断は(図表 33)、良好に推移した。

(図表 33) 企業の資金繰り判断D.I.(短観)



企業倒産件数は(図表 34)、19 年度上期中は、前年を幾分上回る水準で推移した。

(図表 34) 企業倒産

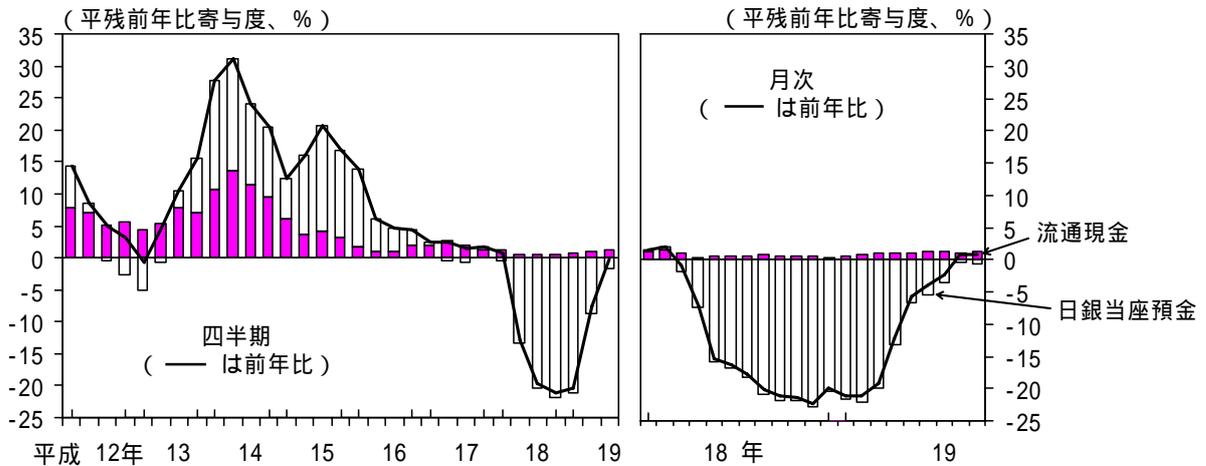


(7) 量的金融指標

19 年度上期のマネタリーベース（流通現金 + 日本銀行当座預金）を前年比で見ると（図表 35）、マネタリーベースの大宗を占める銀行券発行残高が 1 % 台の増加を続ける中、日銀当座預金のマイナス寄与縮小を背景に、全体ではマイナス幅を縮小し、8 月には前年比増加に転じた。

なお、日銀当座預金の残高は、横ばい圏内で推移した。

(図表 35) マネタリーベース

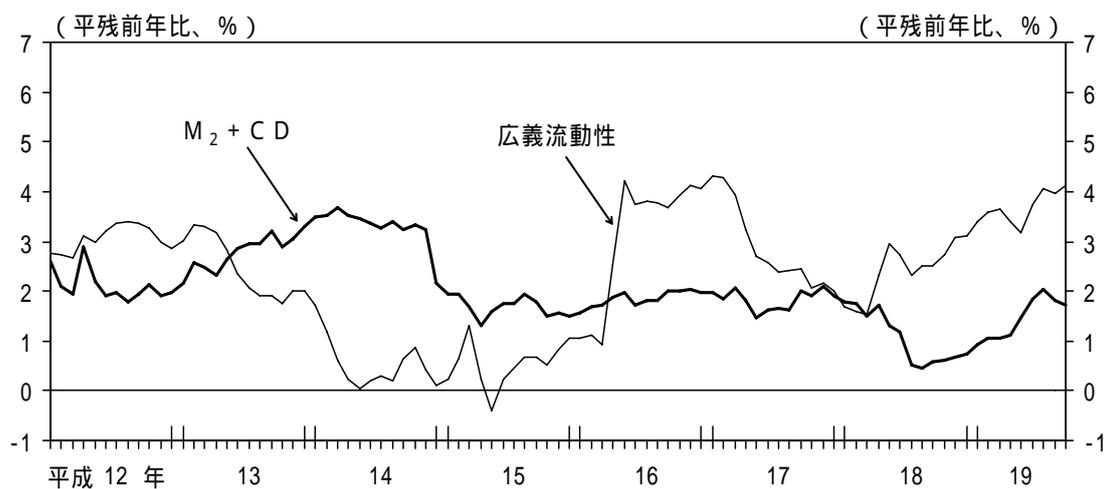


マネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）の動向をみると（図表 36）、前年比伸び率は 1

～ 2 % 台で推移した。

この間、 $M_2 + CD$ よりも幅広い金融資産をカバーする広義流動性の前年比伸び率は、 $M_2 + CD$ の伸びを上回って推移した。

(図表 36) マネーサプライ



(注 1) $M_2 + CD = M_1$ (現金通貨 + 預金通貨 < 要求払預金 >) + 準通貨 (定期性預金等) + 譲渡性預金 (CD)

(注 2) 広義流動性 = $M_2 + CD$ + 郵便貯金 + その他金融機関預貯金 (農協、信用組合等) + 金銭信託 + 金銭信託以外の金銭の信託 + 投資信託 + 金融債 + 国債・ FB + 債券現先・現金担保付債券貸借 + 外債 + 金融機関発行 CP

．金融政策運営及び金融政策手段

1．金融政策決定会合の開催実績と政策決定の概要

日本銀行政策委員会は、平成 19 年 4 月から 9 月までの間、計 7 回の金融政策決定会合（以下「会合」という）を開催した。

会合への出席者は以下のとおりである。

| | | |
|----|-------|--------|
| 議長 | 福井俊彦 | （総裁） |
| | 武藤敏郎 | （副総裁） |
| | 岩田一政 | （副総裁） |
| | 須田美矢子 | （審議委員） |
| | 水野温氏 | （審議委員） |
| | 西村清彦 | （審議委員） |
| | 野田忠男 | （審議委員） |
| | 中村清次 | （審議委員） |
| | 亀崎英敏 | （審議委員） |

このほか、財務省および内閣府から出席があった。

この間決定された金融市場調節方針は、以下のとおりである（図表 37）。

(図表37) 会合において決定された金融市場調節方針

| 決定日 | 金融市場調節方針 | 採決の状況 | 基準割引率・ 基準貸付利率 |
|----------|---------------------------------------|---------|------------------|
| 19年4月10日 | 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。 | 全員一致 | 0.75% |
| 4月27日 | | 全員一致 | |
| 5月17日 | | 全員一致 | |
| 6月15日 | | 全員一致 | |
| 7月12日 | | 賛成8 反対1 | |
| 8月23日 | | 賛成8 反対1 | |
| 9月19日 | | 賛成8 反対1 | |

以下では、19年度上期中の金融政策運営に関して、会合における検討・決定、金融市場調節の実施状況と調節手段の動向、日本銀行のバランスシートの動き、金融政策手段に係る事項の決定・変更、について述べる。

2 . 金融政策決定会合における検討・決定

(1) 概況

(金融経済情勢)

前述した金融経済情勢の展開を踏まえ、政策委員会は、平成 19 年度上期を通じて、金融経済月報における「基本的見解」の総括判断において、わが国の景気について、「緩やかに拡大している」との判断を示した(図表 38)。

消費者物価(除く生鮮食品)の前年比については、ゼロ%近傍で推移しているが、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」との判断を示した。

(図表 38) 金融経済月報「基本的見解」の冒頭部分

| | |
|--------|---------------------|
| 19年 3月 | わが国の景気は、緩やかに拡大している。 |
| 4月 | わが国の景気は、緩やかに拡大している。 |
| 5月 | わが国の景気は、緩やかに拡大している。 |
| 6月 | わが国の景気は、緩やかに拡大している。 |
| 7月 | わが国の景気は、緩やかに拡大している。 |
| 8月 | わが国の景気は、緩やかに拡大している。 |
| 9月 | わが国の景気は、緩やかに拡大している。 |

(金融政策運営)

金融政策運営の面では、前述のような金融経済情勢のもとで、4月から9月までのすべての会合で、「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」とする金融市場調節方針を決定した。

(2) 「経済・物価情勢の展望」の公表等

4月27日の会合では、19年度から20年度にかけての「経済・物価情勢の展望」(以下「展望レポート」という)に関する議論が行われた。

まず、20年度までの「経済・物価情勢の見通し」については、以下のような見方が共有された。

わが国経済は、緩やかに拡大している。好調な企業部門に比べると、家計部門の改善テンポがやや緩慢であるが、全体としてみれば、18年度の経済は、前回(18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たとみられる¹⁵。

先行き19年度から20年度を展望すると、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとで、息の長い拡大を続けると予想される。成長率の水準は、19年度、20年度とも、潜在成長率を幾分上回る2%程度で推移する可能性が高い。

こうした先行きの経済の姿は、以下のような前提やメカニズムに基づいている。第1に、海外経済の拡大が続くことを背景に、輸出は増加を続けると予想される。米国経済は、足もとは住宅市場の調整が続いていることなどから減速しているが、先行きは安定成長へ軟着陸する可能性が高い。海外経済全体としても、地域的な拡がりを伴って拡大を続けると想定される。第2に、企業部門の好調が続くとみられる。高水準の企業収益が続く中で、設備投資は増加を続けると予想される。もっとも、企業が投資採算を厳しく見定める姿勢を堅持していることを踏まえると、資本ストック循環の観点からみて、設備投資の伸び率は次第に低下していくと考えられる。第3に、好調な企業部門から家計部門への波及が、緩やかながら着実に進んでいくとみられる。グローバルな競争や資本市場からの規律の高まりを意識した企業の人件費抑制姿勢は続くともみられるが、雇用者数の増加が続く中で、労働市場の需給がさらに引き締まっていけば、賃金の上昇圧力は徐々に高まっていくと想定される。加えて、株式配

¹⁵ なお、18年度の成長率は、18年12月に、GDP統計の17年度計数が確報化により下方修正されたことに伴い、18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を受けた。

当の増加など様々なルートを通じて、企業部門の好調は家計部門に波及し、そうしたもとで、個人消費は緩やかな増加基調をたどる可能性が高い。第4に、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。金融機関は、積極的な貸出姿勢を続けており、短期金利は、経済や物価との関係からみて、極めて低い水準で推移している。

こうした経済の見通しのもとで、物価を巡る環境をみると、第1に、設備や労働といった資源の稼働状況は高まっており、今後もさらに高まっていくとみられる。マクロ的な需給ギャップをみても、引き続き、需要超過方向で推移していくと考えられる。第2に、ユニット・レーバ・コスト（生産1単位当たりの人件費）は、なお低下を続けているものの、賃金の緩やかな上昇のもとで、下げ止まりから若干の上昇に転じていく可能性が高い。第3に、民間経済主体のインフレ予想は、各種調査では、既往の石油製品価格の下落の影響などから全般に下振れているが、引き続き先行きにかけて物価が緩やかに上昇していく形となっている。

物価指数に即してみると、18年度の国内企業物価指数は、国際商品市況の下落を背景に、前回の見通し対比幾分下振れて推移している。先行きについては、原油などの商品市況や為替相場にも左右されるが、上昇基調を続けるとみられる。

消費者物価指数（除く生鮮食品）は、足もとは、原油価格下落などの影響もあって前回見通し対比幾分下振れている。先行きは、原油価格の動向にもよるが、前年比でみて目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いものの、より長い目でみると、プラス幅が次第に拡大するとみられる。その結果、19年度はごく小幅のプラス、20年度は0%台半ばの伸び率となると予想される。

こうした「経済・物価情勢の見通し」が上振れまたは下振れする要因として、経済活動については、海外経済の動向、IT関連財の需給動向、金融環境などに関する楽観的な想定に基づく、金融・経済活動の振幅の拡大、が指摘された。また物価については、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、が指摘された。

金融政策の運営を巡っては、「中長期的な物価安定の理解」（金融政策運営に当たり、各政策委員が、中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率）を念頭においた上で、経済・物価情勢については2つの「柱」による点検を行い、以下のように、これに基づいて先行きの金融政策運営の考え方を明らかにした。

第1の柱、すなわち、先行き20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、上述したとおり、わが国経済は、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとの、息の長い拡大が続くとみられる。また、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いが、より長い目でみると、プラス幅が次第に拡大していくと予想される。こうした動きは、「中長期的な物価安定の理解」に沿ったものと評価できる。このように、わが国経済は、物価安定のもとの持続的な成長を実現していく可能性が高いと判断される。

第2の柱、すなわち、より長期的な視点を踏まえつつ、確率は高くなくとも発生した場合に生じるコストも意識しながら、金融政策運営の観点から重視すべきリスクを点検すると、経済・物価情勢の改善が展望できる状況下、金融政策面からの刺激効果は一段と強まる可能性がある。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、企業や金融機関などの行き過ぎた活動を通じて、中長期的にみて、経済・物価の振幅が大きくなったり、非効率な資源配分につながるリスクがある。一方、前述のような下振れ要因が発生した場合、経済情勢の改善が足踏みするような局面が考えられる。また、経済情勢の改善にもかかわらず、物価が上昇しない状況が続く可能性もある。ただし、企業部門の体力や金融システムの頑健性が高まっていることから、物価下落と景気悪化の悪循環が生じるリスクはさらに小さくなっていると考えられる。

18年3月の量的緩和政策解除以降の金融政策運営を振り返ると、経済・物価情勢の先行きを展望して、(1)生産・所得・支出の好循環メカニズムが働き、息の長い成長が続く中で、(2)消費者物価は長い目でみると緩やかに上昇し「中長期的な物価安定の理解」に沿って推移する蓋然性が高いという判断に基づいて、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ってきた。

物価上昇圧力が弱いもとで、調整のペースはゆっくりとしたものであり、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が維持された。今後の金融政策運営においても、こうした基本的な考え方を維持する方針である。すなわち、「中長期的な物価安定の理解」に照らして、わが国経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道をたどる蓋然性が高いことを確認し、リスク要因を点検しながら、経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行うことになると考えられる。

「展望レポート」に参考計表として掲載される、19年度、20年度についての「政策委員の大勢見通し」は、以下のとおりとなった。

政策委員の大勢見通し¹⁶

対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

| | 実質GDP | 国内企業物価指数 | 消費者物価指数 (除く生鮮食品) |
|------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 19年度 | +2.0~+2.1 <+2.1> | +0.7~+0.8 <+0.7> | 0.0~+0.2 <+0.1> |
| 20年度 | +2.0~+2.3 <+2.1> | +0.8~+1.0 <+1.0> | +0.4~+0.6 <+0.5> |

(注) 各政策委員は、政策金利について、市場金利に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にしつつ、上記の見通しを作成している。

なお、日本銀行は、18年3月に公表した「『物価の安定』についての考え方」の中で、「中長期的な物価安定の理解」について、原則としてほぼ1年毎に点検していくこととしていた。そこで、4月27日の会合では、概ね1年を経過したことから、その点検を実施し、「中長期的な物価安定の理解」は、消費者物価指数

¹⁶ 「大勢見通し」は、各政策委員の見通しのうち最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものである。なお、政策委員全員の見通しの幅は以下のとおりである。

対前年度比、%。

| | 実質GDP | 国内企業物価指数 | 消費者物価指数 (除く生鮮食品) |
|------|-----------|-----------|---------------------|
| 19年度 | +1.9~+2.5 | +0.5~+1.5 | -0.1~+0.2 |
| 20年度 | +1.9~+2.4 | +0.7~+1.2 | +0.3~+0.6 |

の前年比で0～2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、概ね1%の前後で分散している、との結果になった。

以上のような内容を含む、「展望レポート」の「基本的見解」が全員一致で決定され、4月27日に公表された（背景説明を含む全文は5月1日に公表、第 章に掲載）。これを受けて、その後の会合では、経済や物価が、「展望レポート」で示された「経済・物価情勢の見通し」との対比でどのような動きを示しているのか、上振れまたは下振れする要因が顕在化していないか、といった観点からの検討が行われた。

（3）各会合における検討・決定

イ．19年4月の会合

（景気は緩やかに拡大）

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。また、複数の委員は、4月の支店長会議における報告では、景気回復の程度に濃淡はあるものの、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。

（消費者物価はプラス基調を続けていく見通し）

消費者物価指数（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が残ることなどからゼロ%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、3月の消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、2月に続き小幅のマイナスになる可能性が高いと指摘した。その上で、何人かの委員は、4月以降のサービス価格改定の動向

などが、今後の消費者物価の動きをみるうえで注目されるとコメントした。複数の委員は、短観の雇用人員判断D I や生産・営業用設備判断D I をみても、資源の稼働状況は高まる方向にあり、消費者物価の上昇圧力は徐々に高まっていくと考えられると述べた。

資産価格に関して、多くの委員は、公示地価が16年ぶりに住宅地、商業地とも上昇に転じたことを指摘した。このうちの何人かの委員は、地方の中核都市を含む都市部の地価が上昇している一方、地方圏の多くでは下落が続いていると述べた。また、何人かの委員は、都心の一部では、不動産取引が活発化しており、地価の高い伸びがみられると指摘した。これらの点を踏まえた上で、多くの委員は、全体として概ね収益性に見合った価格形成が行われているとみられるが、資産価格の動向とその実体経済に及ぼす影響には、引き続き注意していく必要があるとの認識を示した。

(金融資本市場における調整について)

企業金融を巡る環境について、何人かの委員は、2月の政策変更後も緩和的な状況が維持されており、短観3月調査における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などもこのことを裏付けていると指摘した。

2月終わりから調整がみられた各国の金融資本市場について、何人かの委員は、これは、中国株の急落や米国景気に関する悪材料をきっかけに、それまでやや前傾化していた投資家のリスクテイク姿勢に修正が加わったことによるものであり、世界経済のファンダメンタルズの変調を示唆するものではないと考えられると述べた。

(金融市場調節方針の維持)

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認識を共有し、採決の結果、全員一致でこれを決定した。また、今後の金融政策運営について、委員は、これまでの基本的な考え方を維持することが適当であり、「中長期

的な物価安定の理解」に照らして、わが国経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道をたどる蓋然性が高いことを確認し、リスク要因を点検しながら、経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行うことになると考えられる、との考え方で一致した。

ロ．5～6月の会合

（景気は緩やかに拡大）

経済情勢について、委員は、わが国経済は、引き続き、緩やかに拡大しているとの見方で一致した。先行きについても、4月の「展望レポート」で示した「見通し」に沿って、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとの、息の長い成長を続けていく可能性が高いとの認識を共有した。

（消費者物価はプラス基調を続けていく見通し）

物価面について、委員は、国内企業物価指数は、世界経済の力強い拡大とそれに伴う国際商品市況の上昇を背景に、再び上昇に転じており、先行きも、上昇を続けるとの見方で一致した。多くの委員は、年度替わりを機に、企業間取引において、既往の原材料・燃料価格上昇を転嫁する動きが幅広くみられていると指摘した。また、何人かの委員は、企業向けサービス価格指数の上昇にも、年度替わりに際しての価格改定の動きが反映されていると指摘した。

消費者物価指数（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が残ることなどからゼロ%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。

このうち、5月会合では、何人かの委員は、昨年ほどではないが、原油価格の反発を受けて、ガソリンなどの石油製品の価格が上昇してきていること、マージンの比較的薄い食料品などでは、海外での需要増加や為替円安による仕入価格の上昇を販売価格に転嫁している品目が少なくないこと、上昇品目の数が下落

品目の数を上回ってきており、企業の価格設定力が徐々に回復してきている可能性があること、といった最近の特徴的な動きを挙げながら、基調的な物価上昇圧力は緩やかながら着実に高まってきていると述べた。これに対し、何人かの委員は、企業間の競争は厳しく、消費者の価格上昇に対する抵抗感も依然として強いことから、企業の価格設定力はほとんど高まっていないと考えられると指摘した。こうした議論を経て、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、当面の速度については不確実性が大きいとの見方で一致した。複数の委員は、年度入り後の各種サービス価格の改定がどうなるかが注目されるとコメントした。

その後の6月会合では、何人かの委員が、実際、加工食品など、消費者の生活に身近な財・サービスで値上げの動きがみられ始めていると指摘したものの、多くの委員は、企業間取引とは異なり、小売段階では、これまでのところ、年度替わりに際して価格改定に目立った動きはみられていないとコメントした。

(世界的な長期金利上昇について)

企業金融を巡る環境について、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。

6月会合では、会合直前にみられた各国における長期金利上昇について議論が行われた。多くの委員は、長期金利上昇の起点となった米国では、強めの経済指標などを受けて、これまでダウンサイド・リスクを意識していた市場参加者の見方に変化が生じたことが背景にあると指摘した。また、何人かの委員は、わが国では、こうした米国市場の動きのほか、堅調な国内経済指標も反映して、長期金利が上昇していると述べた。多くの委員は、各国で債券市場のボラティリティが高まっているほか、株式市場など他の市場も方向性を見出していない状況にあると述べた。

各国における長期金利上昇の背景に関して、何人かの委員は、長期金利上昇が景気拡大を反映したものか、インフレ期待の高まりに起因するものかの見極めが重要であり、後者であるとすれば、物価とインフレ期待が安定しているもとの緩和的な金融環境という、世界経済の高成長を支えてきた構図の変化を意味しう

る点には注意が必要だと指摘した。その上で、複数の委員は、現時点ではインフレ期待は安定しているとみられ、株価が上昇する一方で長期金利は安定していたというこれまでの流れが若干修正されたとみることができるのではないかと、この見解を示した。

こうした議論を経て、委員は、債券市場がまだ落ち着き所を見出していないことから、長期金利上昇に伴う実体経済への影響、株式・為替など他市場への影響、グローバルな資金の流れへの影響などを、引き続き注意深くみていく必要があるとの認識で一致した。

（金融市場調節方針の維持）

以上のような金融経済情勢を踏まえて、委員は、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認識を共有し、採決の結果、全員一致でこれを決定した。

また、当面の金融政策運営について、委員は、「中長期的な物価安定の理解」に照らして、わが国経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道をたどる蓋然性が高いことを確認し、リスク要因を点検しながら、経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行うことになると考えられる、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。

八．7月会合

（景気は緩やかに拡大）

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いるとの見方で一致した。先行きについても、4月の「展望レポート」で示した「見通し」に概ね沿って、緩やかな拡大を続けるとみられるとの見方を共有した。その上で、委員の間からは、短観や企業ヒアリングなどに、特に中小企業の中に原材料高や円安の影響によるコスト高を販売価格に十分転嫁できず、収益が圧迫さ

れている傾向が現れている、特別減税の廃止や地方税の負担増、年金問題、ガソリン高に関する懸念などが、消費者マインドに影響を与えないか、注意して見る必要がある、IT関連財の在庫調整は進展しているが、世界的な需給動向に関する不確実性が高いことから、その状況はなお慎重に点検する必要がある、一人当たり賃金の伸び悩みが続いている、米国のサブプライム住宅ローンを巡る問題について、現時点で蓋然性が高い訳ではないが、仮にクレジット市場が深刻な影響を受けることになれば、わが国を含む世界の金融経済情勢に悪影響を及ぼす可能性は否定できないので、引き続き注意深く事態の推移を見守る必要がある、といった点が指摘された。

(消費者物価はプラス基調を続けていく見通し)

物価面について、委員は、国内企業物価指数は、国際商品市況高などを背景に上昇しており、先行きも、目先、上昇を続けるとの見方で一致した。消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比について、委員は、目先、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。

(企業金融面は引き続き緩和的)

企業金融の環境を巡って、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。複数の委員は、実質実効為替レートがプラザ合意以来の円安水準となっているなど、為替相場が円安方向で推移していると指摘したうえで、企業は安定的な為替相場を望んでおり、円高方向に急激に変動するリスクを警戒する声が出ていると述べた。

(「経済・物価情勢の見通し」の中間評価)

4月公表の「展望レポート」で示した「経済・物価情勢の見通し」について「中間評価」が行われ、委員は、わが国の景気は、4月の「展望レポート」で示した「見通し」に概ね沿って推移すると予想される、国内企業物価は、国際商品

市況高などを背景に、19年度は、「見通し」に比べて上振れるものと見込まれる一方、20年度の上昇率は、「見通し」に概ね沿ったものとなると予想される、消費者物価は、19年度、20年度とも、「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。

(金融市場調節方針を巡る議論)

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、委員は、「中長期的な物価安定の理解」に照らして、わが国経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道をたどる蓋然性が高いことを確認し、リスク要因を点検しながら、経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行うことになると考えられる、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。

そのうえで、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、一人の委員は、政策変更が可能な状況に至ったとして、無担保コールレートの誘導目標を、これまでの0.5%前後から、0.75%前後に引き上げることが適当であるとの見解を示した。

これに対し、大方の委員は、「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を示した。これらの委員は、4月の展望レポートで示した見通しに概ね沿って経済・物価情勢は推移しているが、見通しの蓋然性とそれに対するリスクをさらに見極めるため、引き続きあらゆる指標や情報を丹念に点検することが適切であると述べた。何人かの委員は、現時点で考えられるチェックポイントとして、例えば、米国経済の状況、IT関連財など国内生産の動向、賃金の動向、物価を巡る環境などが考えられるが、金融経済情勢は、絶えず新しい事象が生じるものであるので、何か特定の指標なり、特定の分野を念頭において考えることは適当でないと述べた。大方の委員は、引き続き幅広い視野で見通しの蓋然性を確認し、リスク要因を点検していくということが重要であるとの意見で一致した。

こうした議論を踏まえ、当面の金融市場調節方針について、現在の金融市場調節方針を維持することを賛成8反対1で決定した。

二．8月会合

(景気は緩やかに拡大しているものの金融市場の動向などを注視する必要)

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見方で一致した。ただし、委員は、金融市場では世界的に振れの大きな展開が続いており、その動向については、背後にある世界経済の動きとともに、注視する必要があるとの認識を共有した。

(消費者物価はより長い目でみるとプラス基調を続けていく見通し)

物価面について、委員は、国内企業物価指数は、国際商品市況高などを背景に3か月前比でみて上昇しており、目先は上昇を続けるとの見方で一致した。

消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比について、委員は、目先、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。石油製品価格が押し上げに働いているにもかかわらず、前年比ゼロ%近傍での推移が続いていることについて、何人かの委員は、小売段階での競争環境が厳しい中で、コスト高を販売価格に転嫁することが難しい状態が続いていることが大きいという見方を示した。これらの委員は、携帯電話料金の引き下げ競争が続いていることもあって、先行きも、経済活動の活発化がなかなか物価上昇として顕現化しない傾向は続く可能性があるという認識を示した。この間、別の複数の委員は、企業のコスト高に対する吸収余力がなくなっていることは事実であるので、物価上昇圧力がいずれかの段階で予想以上に強まるリスクも念頭に置くべきであるとコメントした。

(米国サブプライム住宅ローン問題のわが国企業金融面への影響は限定的)

企業金融面を巡って、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。

また、米国サブプライム住宅ローン問題のわが国の企業金融面への影響について、委員は、わが国では、サブプライム住宅ローン関連を含めクレジット関連商品への金融機関のエクスポージャーは大きくなく、また、現時点の社債市場やCP市場の動向などからみて、緩和的な企業金融環境が目立って変化する可能性は低いという見方で一致した。何人かの委員は、短期金融市場は総じて安定しており、日本銀行による金融市場調節は、通常の枠組みの中で、必要な流動性を供給できていると指摘した。そのうえで、委員は、金融市場の動向については、その背後にある世界経済の動きとともに、注視していく必要があるとの認識を共有した。

(金融市場調節方針を巡る議論)

以上のような金融経済情勢を踏まえ、当面の金融政策運営について、委員は、「中長期的な物価安定の理解」に照らして、わが国経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道をたどる蓋然性が高いことを確認し、リスク要因を点検しながら、経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行うことになると考えられる、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。

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、一人の委員は、無担保コールレートの誘導目標を、これまでの0.5%前後から、0.75%前後に引き上げることが適当であるとの見解を示した。

これに対し、大方の委員は、「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を示した。これらの委員は、今回の会合までに公表された経済指標については、わが国経済が、4月の展望レポートの見通しに沿って、物価安定のもとでの持続的な成長を続ける蓋然性が高いことを裏付けるものが多かったが、金融市場では、世界的に振れの大きい展開となっており、その動向については、背後にある世界経済の動きとともに、注視する必要がある、今後

公表される指標や様々な情報、金融市場の状況などを引き続き丹念に点検し、情勢を更に見極めることが適切である、との考え方を示した。

こうした議論を踏まえ、当面の金融市場調節方針について、現在の金融市場調節方針を維持することを、賛成 8 反対 1 で決定した。

ホ． 9 月会合

（景気は緩やかに拡大、金融市場や世界経済の動向に注視が必要）

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見方で一致した。ただし、金融市場において世界的に不安定な状況が続いているほか、米国経済の下振れリスクが高まるなど、世界経済についての不確実性が増大しているため、金融市場や世界経済の動向を引き続き注視する必要があるとの認識を共有した。

（消費者物価はより長い目でみるとプラス基調を続けていく見通し）

物価面について、委員は、国内企業物価指数は、国際商品市況高の影響から 3 か月前比でみて上昇しており、目先は上昇を続ける可能性が高いが、そのテンポは鈍化していくとの見方で一致した。

消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、目先、ゼロ%近傍で推移するとみられるが、より長い目でみると、資源の稼働状況が高まっていることから、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。先行きの上昇テンポについて、複数の委員は、原材料高等の最終財への価格転嫁が容易ではないほか、賃金が伸び悩んでいることから、上昇テンポはゆっくりとしたものになるとの見方を示した。複数の委員は、物価は安定基調ながらも、消費者の生活に身近な財・サービスでは値上げの動きが広がっていると述べた。

(米国サブプライム住宅ローン問題のわが国企業金融面への影響は限定的)

わが国の金融面の動向に関して、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。

米国サブプライム住宅ローン問題のわが国の企業金融面への影響について、委員は、社債スプレッドは拡大しているものの、米欧に比べて小幅の上昇に止まっている、わが国金融機関のサブプライム住宅ローン関連を含めたクレジット関連商品へのエクスポージャーは大きくなく、社債の起債も順調に市場で消化されていると総括し、銀行の貸出姿勢は緩和的であり、企業の資金調達に悪影響が生じている状況にはないとの見方で一致した。

(金融市場調節方針を巡る議論)

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、委員は、「中期的な物価安定の理解」に照らして、わが国経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道をたどる蓋然性が高いことを確認し、リスク要因を点検しながら、経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行うことになると考えられる、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。

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、一人の委員は、無担保コールレートの誘導目標を、これまでの0.5%前後から、0.75%前後に引き上げることが適当であるとの見解を示した。

これに対し、大方の委員は、「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を示した。これらの委員は、今回の会合までに公表された経済指標については、わが国経済が、4月の展望レポートの見通しに概ね沿って、物価安定のもとでの持続的な成長を続ける蓋然性が高いことを裏付けるものが多かったが、金融市場では、世界的に不安定な状況が続いているほか、米国経済の下振れリスクが高まるなど、世界経済についての不確実性が増大しており、

今後公表される指標や様々な情報、金融市場の状況などを引き続き丹念に点検していく必要がある、との考え方を示した。

この間、サブプライム問題の基本的な性格と金融政策の関係について議論が行われた。何人かの委員は、この問題は長期の金融緩和のもとでの行き過ぎた金融行動の修正であり、展望レポートで指摘した、「金融環境などに関する楽観的な想定に基づく、金融・経済活動の振幅の拡大」というリスクが現実化したケースと考えられるとの認識を示した。別の複数の委員は、短期的には市場における過大なポジションは一旦調整されており、金融緩和の行き過ぎというアップサイドリスクは、この面では減少する方向にあるが、長い目でみて資源配分に歪みが生ずることを防ぐためには、経済・物価情勢の改善に応じた金利調整という考え方を維持することが適当であるとの見方を示した。

こうした議論を踏まえ、当面の金融市場調節方針について、現在の金融市場調節方針を維持することを、賛成 8 反対 1 で決定した。

へ．金融政策運営を巡る論点

このほか、19 年度上期の会合では、市場との対話という観点から議論がなされた。

(フォワード・ルッキングな金融政策運営について)

何人かの委員から、市場では、先行きの政策運営に関連して、経済・物価情勢の改善の度合いを具体的にどのような指標をみて判断するのか、また、特に足もとの消費者物価が低迷する中で、金融政策をどのように運営していくのか、といった点について、引き続き関心が高いとの指摘があった。

こうした点に関連して、多くの委員は、フォワード・ルッキングな政策運営という点について市場参加者の理解をさらに深めていく必要があると述べ、このうち一人の委員は、金融政策の効果が波及するには長い期間を要し、様々なショックに伴う物価の短期的な変動をすべて吸収しようとするとう経済の変動が大きくなってしまふこと、したがって、十分長い先行きの経済・物価の動向を予測し

ながら、中長期的にみて「物価の安定」を実現するように努めていく必要があること、そのために、緩やかな金利水準の調整を通じて、振幅の小さい、息の長い成長を実現していくことが大切であること、といった基本的な考え方について、引き続き丁寧な説明を行っていくことが重要であると整理した。

(先行きの金融政策運営に関する情報発信について)

金融政策運営に関する情報発信のあり方についても、議論が行われた。

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ることを確認した。

市場参加者、メディアなどの間で、具体的な政策変更のタイミングへの関心が高まっている点に関して、5月会合において、何人かの委員は、今後の経済情勢次第で利上げのインターバルが変化しうるという点は、4月の展望レポートの中で記述を工夫したポイントの一つであり、市場の理解を得るよう、引き続きしっかりと説明していく必要があると述べた。また、6月会合では、多くの委員は、政策運営に関する具体的なスケジュール感を示唆していると受け止められるような情報発信を行うことは、市場との双方向のコミュニケーションを維持する上で不適切である点を強調した。

3. 金融市場調節の実施状況と金融市場調節手段の動向

日本銀行は、無担保コールレート（オーバーナイト物）を操作目標とする金融市場調節方針のもとで、金融政策決定会合（以下「会合」という）で決定された誘導目標を達成するように金融市場調節を行っている。

平成19年度上期中は、期中を通じて、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を「0.5%前後」とした。この間の金融市場調節の実施状況については、8月上旬以降、サブプライム住宅ローン問題の影響を受けた欧米短期金融市場の動きなどを背景に、レート上昇圧力等がかかる局面がみられたため、機動的な資金供給などを行うことにより、レートの安定化を図った。無担保コールレート（オーバーナイト物）は、19年度上期を通じてみれば、概ね0.5%前後で推移した（図表39）。ただし、7月積み期最終日にかけては、準備預金の積みが大幅に前倒しで進捗したこともあって、レートに低下圧力がかかったほか、期末営業日には、資金の出し手の運用姿勢が慎重化し、レート上昇圧力のかかる局面がみられた。

（図表39）無担保コールレート（オーバーナイト物）の推移

（単位：％）

| 準備預金積み期間 | 無担保コールレート （オーバーナイト物） ^{（注）} |
|----------------|--|
| 19年3月16日～4月15日 | 0.517 |
| 4月16日～5月15日 | 0.520 |
| 5月16日～6月15日 | 0.511 |
| 6月16日～7月15日 | 0.512 |
| 7月16日～8月15日 | 0.488 |
| 8月16日～9月15日 | 0.500 |
| 9月16日～10月15日 | 0.528 |

（注）積み期間（当月16日～翌月15日）中の単純平均。
休日は、休日前のレートを使用。

また、19 年度上期に実施した金融市場調節手段に係る決定事項等¹⁷は、次のとおりである。

6 月会合では、6 月 5 日をもって株式会社産業再生機構の清算が終了したことに伴い、「適格担保取扱基本要領」における同機構に係る定めを削る等の対応を行った。

8 月会合では、10 月 1 日をもって日本郵政公社が解散し、株式会社ゆうちょ銀行が同公社の郵便貯金業務に係る機能等の一部を引き継ぐこととされていることを踏まえ、同公社との預け金契約を解約するとともに、同契約に基づく同公社の義務の一部を同銀行が承継することとするための所要の措置を講ずることとした。

また、9 月会合では、9 月 30 日に「金融商品取引法」が施行され、法令上、「証券会社」、「外国証券会社」の概念が廃止されることに伴い、オペレーション・補完貸付制度に関する基本要領等について、所要の改正を行った。

¹⁷ 詳細は、5 . 金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照。

(図表 40) 短期金融市場調節手段の残高

(兆円)

| | 資金供給 | | | | | | | | 資金吸収 | | | その他 | |
|------|------------------|-----------------|--------------------|--------------------|--------------------|----------------------------|----------------------------|--------------|------|------------------|-----------------|------------|------------|
| | 短期国債 買入 オベ | 国債 買現先 オベ | C P 等 買現先 オベ | 手形買入 オベ (本店) | 手形買入 オベ (全店) | 共通担保 資金供給 オベ (本店) | 共通担保 資金供給 オベ (全店) | 資産担保 証券買入 | 補完貸付 | 短期国債 売却 オベ | 国債 売現先 オベ | 手形売出 オベ | 国債 補完供給 |
| 17年 | | | | | | | | | | | | | |
| 10月末 | 13.0 | 1.9 | 2.8 | 9.3 | 28.6 | | | 0.0 | 0.0 | 0.6 | 0.0 | 2.4 | 0.0 |
| 11月末 | 13.1 | 2.4 | 2.8 | 12.6 | 28.0 | | | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 2.6 | 2.2 | 0.0 |
| 12月末 | 14.2 | 1.7 | 2.8 | 15.1 | 29.0 | | | 0.1 | 0.0 | 1.9 | 1.6 | 3.8 | 0.0 |
| 18年 | | | | | | | | | | | | | |
| 1月末 | 13.6 | 1.7 | 2.8 | 15.1 | 29.2 | | | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.6 | 1.1 | 0.0 |
| 2月末 | 13.5 | 3.2 | 2.7 | 15.6 | 28.5 | | | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.8 | 0.0 | 0.0 |
| 3月末 | 13.4 | 2.8 | 2.4 | 14.2 | 23.6 | | | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.6 | 1.4 | 0.0 |
| 4月末 | 11.7 | 0.4 | 1.2 | 11.6 | 16.4 | | | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.6 | 0.0 |
| 5月末 | 9.6 | 1.8 | 0.6 | 14.7 | 13.2 | | | 0.0 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 6月末 | 10.2 | 3.2 | 0.6 | 7.8 | 5.6 | 1.6 | 0.8 | 0.0 | 0.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 7月末 | 9.6 | 5.4 | 0.6 | | | 13.4 | 4.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 8月末 | 10.3 | 4.2 | 0.6 | | | 14.8 | 5.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 9月末 | 10.7 | 6.6 | 0.6 | | | 14.8 | 5.4 | | 0.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 10月末 | 10.7 | 2.6 | 0.6 | | | 17.4 | 5.0 | | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 11月末 | 11.2 | 5.2 | 0.3 | | | 19.4 | 4.8 | | 0.0 | 0.0 | 0.6 | 0.4 | 0.0 |
| 12月末 | 11.2 | 5.0 | 0.3 | | | 16.7 | 5.0 | | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 19年 | | | | | | | | | | | | | |
| 1月末 | 10.4 | 7.8 | 0.3 | | | 15.8 | 5.2 | | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 2月末 | 9.6 | 8.8 | 0.3 | | | 17.8 | 5.6 | | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 3月末 | 9.6 | 4.2 | 0.3 | | | 14.2 | 6.2 | | 2.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 4月末 | 7.6 | 3.2 | 0.3 | | | 13.0 | 5.8 | | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 5月末 | 6.3 | 2.8 | 0.0 | | | 15.5 | 6.4 | | 0.0 | 0.0 | 0.7 | 0.0 | 0.0 |
| 6月末 | 6.5 | 1.6 | 0.3 | | | 12.5 | 6.0 | | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 7月末 | 7.2 | 0.8 | 0.3 | | | 19.1 | 7.0 | | 0.0 | 0.0 | 0.3 | 0.0 | 0.0 |
| 8月末 | 8.4 | 2.4 | 0.0 | | | 18.4 | 8.0 | | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 9月末 | 10.0 | 3.0 | 0.3 | | | 17.6 | 8.8 | | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.6 | 0.0 |

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

(注 2) 「共通担保資金供給オベ」は18年6月より開始。

(注 3) 「手形買入オベ」は18年6月に終了。

(注 4) 「資産担保証券買入」は18年3月に終了。

4. 日本銀行のバランスシートの動き

平成19年9月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高で見ると、111.0兆円（前年比 - 5.5%）となった。

（図表41）日本銀行のバランスシートの動き（主な資産・負債項目）

兆円、かっこ内は前年比%

| | 18年9月末 | 19年3月末 | 19年9月末 |
|----------------|---------------|---------------|--------------|
| （資産） | | | |
| 買現先勘定 | 7.2 (52.9) | 4.5 (-13.2) | 3.3 (-53.9) |
| 国債 | 80.8 (-17.5) | 76.4 (-18.0) | 72.8 (-9.9) |
| 〔うち長期国債〕 | 53.6 (-14.1) | 49.2 (-18.6) | 49.1 (-8.5) |
| 〔うち短期国債〕 | 27.1 (-23.5) | 27.2 (-17.1) | 23.7 (-12.8) |
| 金銭の信託（信託財産株式） | 1.9 (-4.7) | 1.8 (-10.7) | 1.6 (-14.6) |
| 貸付金 | 21.0 (皆増) | 23.2 (772.9倍) | 26.5 (26.2) |
| 〔うち共通担保資金供給オペ〕 | 20.2 (皆増) | 20.4 (皆増) | 26.5 (30.8) |
| 資産計 | 117.5 (-20.7) | 112.7 (-22.2) | 111.0 (-5.5) |
| （負債・資本） | | | |
| 発行銀行券 | 74.1 (0.9) | 75.9 (1.2) | 75.6 (2.0) |
| 当座預金 | 11.8 (-65.4) | 11.7 (-62.6) | 11.9 (0.5) |
| 政府預金 | 4.0 (-31.2) | 5.5 (-15.8) | 3.8 (-5.3) |
| 売現先勘定 | 21.3 (-23.3) | 12.9 (-47.1) | 12.6 (-40.6) |
| 売出手形 | 0.0 (皆減) | 0.0 (皆減) | 0.6 (皆増) |
| 負債・資本計 | 117.5 (-20.7) | 112.7 (-22.2) | 111.0 (-5.5) |

以下では、19年度上期中の日本銀行のバランスシートの動きについて概説する。

まず、19年9月末の資産の内訳をみると、国債は、72.8兆円（前年比 - 9.9%）となった。買現先勘定は、国債買現先オペおよびCP等買現先オペによる資金供給の減少から、3.3兆円（前年比 - 53.9%）となった。また、貸付金は、共通担保資金供給オペによる資金供給の増加から、26.5兆円（前年比 + 26.2%）となった。

一方、負債をみると、19年9月末の当座預金残高は、11.9兆円（前年比 + 0.5%）となった。また、日本銀行券の発行残高は、75.6兆円（前年比 + 2.0%）となった。政府預金および売現先勘定は、それぞれ3.8兆円（前年比 - 5.3%）および12.6兆円（前年比 - 40.6%）となった。

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

すなわち、償還期限が到来した長期国債の借換えは、資産の流動性を確保する等の観点から、前期までと同様にTB（1年物）の引受けにより行った。また、18年度中に長期国債より借換え引受けを行ったTB（1年物）については、現金償還を受けた。

5．金融政策手段に係る事項の決定又は変更¹⁸

(1) 産業再生機構の清算終了に伴う適格担保取扱いに関する対応

平成19年6月14、15日の金融政策決定会合(以下「会合」という)において、6月5日をもって株式会社産業再生機構の清算が終了したことに伴い、「適格担保取扱基本要領」における同機構に係る定めを削ること等を決定した。

(2) 日本郵政公社との預け金契約の解約等

19年8月22、23日の会合において、10月1日をもって日本郵政公社が解散し、株式会社ゆうちょ銀行が同公社の郵便貯金業務に係る機能等のうち銀行業を適切に行うために必要な機能等を引き継ぐこととされていること、また同銀行に対しては準備預金制度に基づく日本銀行預け金保有義務が課されることになることを踏まえ、通貨および金融の調節の円滑な実施を確保する観点から、日本銀行が同公社との間で締結した預け金契約を10月1日をもって解約するとともに、同契約に基づく同公社の19年9月分の預け金保有義務等を同銀行が承継することとするための所要の措置を講ずること等を決定した。

(3) 金融商品取引法の施行に伴う「共通担保資金供給オペレーション基本要領」の一部改正等

19年9月18、19日の会合において、9月30日をもって「金融商品取引法」が施行され、法令上、「証券会社」、「外国証券会社」の概念が廃止されることから、オペレーション・補完貸付制度に関する基本要領等について、所要の改正を行うことを決定した。

¹⁸ 決定の詳細は 2．金融政策手段に係る事項の決定又は変更を参照。