

#### 4. 金融政策決定会合議事要旨

(平成19年10月10、11日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2007年10月10日(14:00～16:53)  
10月11日(9:01～13:28)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

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

4. 政府からの出席者：

財務省	鈴木正規	大臣官房総括審議官(10日)
	森山 裕	財務副大臣(11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
企画局参事役	鮎瀬典夫(11日 9:01～9:21)
企画局参事役	内田眞一
企画局企画役	関根敏隆
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	門間一夫
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	大杉和人
政策委員会室企画役	執行謙二
企画局企画役	加藤 毅(11日 9:01～9:21)
企画局企画役	山口智之
企画局企画役	神山一成
金融市場局企画役	三木 徹(11日 9:01～9:21)

## ・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0.5%前後で推移した。

### 2．金融・為替市場動向

短期市場金利についてみると、F B・T Bレート等のターム物レートは、総じて横ばい圏内で推移した。ユーロ円金利先物レートは、期先限月を中心に幾分上昇した。

株価は、米国株価などを受けて上昇し、最近では17千円台前半で推移している。

長期金利は、米欧長期金利につれて上昇し、足もとでは1.7%前後で推移している。

円の対米ドル相場は、横ばい圏内の動きとなった後、最近では幾分円安となり、116～117円台で推移している。

### 3．海外金融経済情勢

米国経済は、緩やかな景気調整局面を続けている。住宅投資は引き続き減少しており、足もとの住宅販売状況は一段と悪化している。一方、設備投資は、減速しつつも、緩やかな増加基調を維持している。個人消費は以前に比べ減速したが、引き続き増加している。ただし、サブプライム問題の広範化もあって、企業・消費者のマインド指標は幾分低下している。物価面では、食料品・エネルギー価格を除くコア消費者物価の前年比上昇率は2%を幾分上回る水準で推移している。労働需給の引き締め感が払拭されない中、基調的なインフレ圧力は残存している。

欧州経済についてみると、ユーロエリアでは、内外需要のバランスのとれた景気拡大が続いている。輸出が堅調な伸びを続けるも、設備投資や個人消費も増加傾向を継続している。ただし、企業・消費者のマインド指標は幾分低下している。英国経済は、内需を中心に高めの成長を続けている。

アジア経済についてみると、中国では、内外需要とも高い成長が続いている。輸出は大幅な増加を続けており、固定資産投資も引き続き高い伸びを示している。総合ベース消費者物価の前年比は、食料品価格の上昇から高水準となっている。インドでは、内需を中心とした高成長が持続している。N I E S、A S E A N諸国・地域でも、総じて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、前回会合以降、米国サブプライム問題に端を発した広範な調整が続いているが、前回会合時点に比べて状況は幾分改善している。各種のクレジット・スプレッドは引き続き高水準であるが、小幅ながら縮小した指標もみられる。また、短期金融市場でも、資金需給逼迫やターム物取引の流動性低下の程度が、部分的には和らいでいる。ただし、証券化商品のリプライシングの動きは基本的に続いている。

こうした状況のもとで、米国の金融市場では、株価は、F R Bの利下げなどを好感して上昇した。長期金利も、前回会合対比では小幅の上昇となった。欧州の株価、長期金利も、基本的には米国同様の動きとなった。エマージング諸国・地域では、多くの先で通貨が上昇したほか、株価も既往最高値を更新した。また、対米国債スプレッドは、引き続き高めの水準ながら、幾

---

<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。」

分縮小している。

#### 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。4～6月は米国向けの落ち込みもあって前期比横ばい圏内の動きとなったが、7～8月は再び高めの伸びとなっている。先行きについては、海外経済が全体として拡大するもとの、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、引き続き増加基調にある。先行きも、内外需要の増加や高水準の企業収益が続く見込みのもとで、増加基調を辿ると予想される。

個人消費は、底堅く推移している。耐久消費財については、減少していた乗用車新車登録台数が、8月以降は新型車の好調などから持ち直している。また、家電販売は薄型テレビなどのデジタル家電が好調を持続しているほか、携帯電話やゲーム機も新型機種への投入効果から増加基調を続けている。非耐久・半耐久消費財のウェイトが高い百貨店売上高は、天候などに左右されながらも、底堅く推移している。一方、スーパーの売上高は、やや弱めの動きとなっている。サービス消費については、外食産業売上高が、天候要因による大きな振れを伴いつつ増加基調を続けているほか、旅行取扱額も、振れを均してみると、底堅く推移している。この間、消費者コンフィデンス指標をみると、指標によっては足もとやや悪化しているものもみられるが、総じてみると良好な水準が維持されている。先行きの個人消費は、雇用者所得の緩やかな増加を背景に、緩やかな増加基調を辿ると考えられる。

住宅投資を新設住宅着工戸数でみると、改正建築基準法の施行の影響から、足もとでは大幅に減少している。先行きについては、当面、低調に推移するとみられるが、やや長い目でみれば、雇用者所得の増加や緩和的な金融環境などを背景に、底堅さを取り戻すと考えられる。

生産は、内外需要の増加を背景に、増加基調を続けており、先行きも、引き続き増加するとみられる。在庫は、電子部品・デバイスにおいて出荷に比して依然やや高めの水準にあるが、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。

雇用・所得環境をみると、労働需給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。一人当たりの名目賃金は、このところやや弱めとなっている。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、国際商品市況は、原油価格が地政学的リスクや米国における石油製品の需給引き締まりなどを背景に、高値圏で推移しているほか、非鉄金属も、振れを伴いつつも、総じて高値圏で推移している。国内企業物価指数を3か月前比でみると、国際商品市況高などを背景に上昇しており、当面、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みられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、ゼロ%近傍で推移している。先行きについては、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。

##### (2) 金融環境

企業金融を巡る環境は、緩和的な状態にある。民間の資金需要は、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ていることから、このところ横ばい圏内で推移している。一方、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。こうしたもとの、民間銀行貸出は緩やかに増加しており、CP・社債の発行残高は前年を上回って推移している。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）は前年比2%程度の伸びとなっている。

## ・「適格担保取扱基本要領」の一部改正等について

### 1. 執行部からの提案内容

適格担保の担保価格等について、新たに40年利付国債が発行されること等に対応するとともに、金融市場の情勢等を踏まえて行った定例の検証結果に基づき、日本銀行の資産の健全性および市場参加者の担保利用の効率性を確保する観点から所要の見直しを行うため、「適格担保取扱基本要領」の一部改正等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見方で一致した。ただし、国際金融市場において、いくつかの改善の動きがみられるものの、全体としては不安定な状態が続いているほか、米国経済の下振れリスクなど、世界経済についての不確実性があるため、国際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。

海外経済に関して、委員は、世界経済全体としては、地域的な拡がりをもって拡大が続いているとの認識を共有した。

国際金融市場の動向について、委員は、いくつかの改善の動きがみられるものの、全体としては不安定な状態が続いているとの認識を共有した。クレジット市場について、複数の委員は、ABCの発行残高の減少に歯止めがかかりつつあるほか、社債等の信用スプレッドは幾分縮小していることを指摘した。ただし、何人かの委員は、特に証券化商品市場は依然として取引が低調であり、機能回復が遅れているとの認識を述べた。複数の委員は、欧米の短期金融市場は、一頃よりターム物取引が成立しやすくなるなど、状況が幾分好転しているが、特にユーロエリアにおいて、カウンターパーティ・リスクに神経質な状態が続いている、とコメントした。また、金融機関のディスクロージャーについて、何人かの委員は、欧米金融機関の決算や業績予想の公表によって損失額が一部明らかになったことが、市場で好意的に受け止められ、FRBの利下げと相まって、市場が幾分落ち着きを取り戻すことに寄与したとの認識を示した。この点に関連し、複数の委員は、金融市場における価格再評価のプロセスは続いており、証券化商品等の正確な価格算定が困難であるため、金融機関の損失額の全容把握にはなお時間を要すると述べた。こうした議論を経て、委員は、今後の国際金融市場の動向について、それが実体経済にどのような影響を及ぼすのかという観点を含め、引き続き、注視する必要があるとの見方で一致した。

米国経済について、委員は、個人消費や設備投資を中心に、減速しつつも緩やかに拡大しているとの認識を共有した。多くの委員は、8月の非農業部門雇用者数が上方修正され、9月も増加したことなどから、雇用の拡大が減速しつつも続いていることが確認された、と指摘した。大方の委員は、先行きについて、現在までのところ、次第に安定成長に向けて軟着陸するとい

うこれまでのシナリオは維持されているが、景気下振れリスクが高まっているとの見方を示した。その背景として、何人かの委員は、住宅販売や新設住宅着工の件数が減少しているなど一段の悪化がみられており、住宅市場の調整は長期化の様相を呈していると述べた。複数の委員は、住宅価格の低下幅次第では、家計の保有資産が減少するルートや、金融機関のバランスシートが悪化し、与信基準が厳格化するルートなどを通じて、経済全体に対する影響が大きくなる恐れがあると述べた。別の委員は、住宅価格が下落している州ほど売上税の伸びが低いという傾向が窺われており、住宅価格の下落が個人消費に影響を与え始めている可能性がある、と指摘した。物価については、複数の委員が、コア消費者物価の前年比はこのところ緩やかに低下しているが、労働需給のタイト感が払拭されない中で、基調的なインフレ圧力が後退しているとの判断するのは時期尚早であると述べた。

欧州経済について、委員は、ユーロエリアでは、内外需要のバランスのとれた景気拡大が続いており、英国経済も高めの成長を続けているとの見方で一致した。一方、多くの委員は、金融市場の動揺が続いており、その実体経済に与える影響に注意する必要があるとの認識を示した。何人かの委員は、BOEやECBの調査によると、銀行の貸出スタンスがタイト化していると指摘し、この面から実体経済に影響を及ぼすリスクがあると付け加えた。

アジア経済について、委員は、中国では、内外需要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。

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を共有した。何人かの委員は、4～6月の実質輸出は、米国向けの減少などから足踏みとなったが、足もとは、米国向けを含めて高い伸び率となっていることを指摘した。ある委員は、米国住宅市場の調整の影響は、産業連関的にみて米国内に止まる度合いが強いこと、わが国の輸出仕向け国や輸出財の分散化が進んでいること、世界的にみて政策対応余力があることなどを踏まえると、わが国経済への波及は限定的なものともみられる、と述べた。

国内民間需要について、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見方を共有した。また、9月短観を踏まえ、企業の業況感は、部門によって慎重さはみられるものの、総じて良好な水準を維持している、との認識でも一致した。ただし、多くの委員は、中小企業では、既往のコスト高を価格転嫁できず、収益が圧迫されていることに言及した。これらの委員は、そのことが、同部門における設備投資計画の上方修正テンポが過去数年間に比べて遅いことや、業況感が幾分後退していることと関連している、と指摘した。

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を背景に、緩やかな増加基調を辿る可能性が高いとの認識を共有した。ある委員は、百貨店売上高は天候要因により月毎に強弱がみられているが、乗用車販売が新型車投入効果から持ち直しているほか、外食産業などのサービス支出も増加を続けるなど、全体として底堅い動きとなっているとの見方を示した。

住宅投資については、改正建築基準法施行の影響から一時的に大きく減少しているとの認識で一致した。先行きについて、ある委員は、不動産業界の一部には、住宅需要が頭打ちになっているとの声があるとしたうえで、特殊要因が剥落した後の住宅投資の動向をよくみていく必要があると指摘した。

生産について、委員は、本年前半は横ばい圏内の動きとなっていたが、再び増加に転じており、先行きも、内外需要の増加を反映して、増加基調を辿る可能性が高いとの見方で一致した。複数の委員は、電子部品・デバイスについて、在庫と出荷のバランスは改善方向にあり、この面からの生産調整の圧力は減退しているとの認識を示した。

雇用・所得面について、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、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認識を共有した。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との見方で一致した。多くの委員は、一人当たり賃金は、8月に前年比プラスに転じたものの、ごく小幅の伸び率であり、総じて弱めの動きが続いていると述べた。複数の委員は、小規模の事業所の賃金がとりわけ弱めであることを指摘した。

この間、中小企業について、設備投資計画、収益、賃金など、企業部門全体よりも弱めの動きを示す指標が多いことを、マクロ的に経済を捉える観点からどのように考えるべきか、議論が行われた。ある委員は、こうした現象は、中小企業が大企業に比べて、経済のグローバル化による恩恵を受けにくいという構造的な面が作用しているものであり、今次景気拡大局面を通じて徐々に顕現化してきている、との認識を示した。別の委員は、中小企業の生産や売上高が全体の動きよりも弱めであるのは、必ずしも企業規模の差によるものだけではなく、中小企業の割合が大きい業種が低迷している面があると指摘した。何人かの委員は、中小企業の占める割合は、設備投資や収益においては高くないが、雇用者数や賃金では高く、中小企業の動向が経済全体へ持つインプリケーションは、主として後者を通じるものである、との見方を示した。

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。何人かの委員は、アンケート調査によれば、物価が上昇している、あるいは、先行き上昇すると考えている消費者の割合が増えていることを指摘した。このうち一人の委員は、こうした消費者の実感と指数の動きにずれがみられていると述べた。この委員は、その理由として、生活に身近なものを中心に値上げの動きは広がっているが、購入頻度の低い、デジタル家電やパソコンなどの指数下落が大きいわけではないかとの見方を示した。また、複数の委員は、消費者の物価観に変化があるもとの、企業によるコスト高の吸収余力は限界に近づいており、この先、原材料価格等の動向次第では、物価上昇が予想を上回って進んでいく可能性もあると述べた。

地価について、ある委員は、三大都市圏で、商業地、住宅地とも、上昇傾向が強まっている点は引き続き注意深くみていく必要があるが、上昇地点であっても、今年に入って伸び率が低下している地点がある、と指摘した。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融面の動向に関して、委員は、サブプライム問題や不安定な国際金融市場にもかかわらず、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。ある委員は、わが国の社債等のクレジット・スプレッドは、米欧対比でみて落ち着いた動きとなっているほか、社債やCPの良好な発行環境は維持されており、特に、9月の社債発行額は、6年ぶりの高水準となったと述べた。また、この委員は、短観によっても、銀行が緩和的な貸出姿勢を維持していることが確認されたと付け加えた。

## ・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、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、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道を辿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、日本経済が、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、国際金融市場は幾分改善の兆しはみられるものの、全体として不安定な状況が続いているほか、米国経済の先行きに関するダウンサイド・リスクなど、世界経済についての不確実性があるため、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。

複数の委員は、日本経済は、物価安定のもとでの持続的な成長を続ける蓋然性が高く、経済・物価情勢の改善ペースに応じた政策変更は必要であるが、現在は金融市場や世界経済の状況とその影響を丹念に点検していく余裕はあると述べた。このうち一人の委員は、物価・成長の足取りは、見通しの範囲内にあるものの、その下方で推移している、と付け加えた。別の委員は、指標や様々な傍証から標準シナリオの蓋然性にある程度確信を得られれば、躊躇なく政策変更すべきであるとの考え方を示した。さらに別の委員は、次回の展望レポートは、国際金融市場や世界経済の不確実性要因がある中で、市場参加者等の注目度も高いので、市場との対話という観点からも重要であり、しっかりと議論していきたいと述べた。

## ・ 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、足もとでは失業率はやや悪化したものの、消費や生産は改善している。また、日銀短観では、企業の景況感は総じてみればやや悪化したものの、企業部門の好調さが続いていると考えられ、わが国経済はこのところ一部に弱さがみられるものの、大局的には景気は息の長い回復を続けている。  
物価については、国内企業物価は足もとでは伸び率は縮小したものの上昇基調で推移しているが、消費者物価は概ね横ばいとなっている。
- 現下の経済・物価情勢のもとでは、現在の景気回復を持続的なものとするため、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。
- サプライム問題は、落ち着きを取り戻しつつあるが、引き続き注意深くみていく必要がある。日本銀行におかれては、日本経済および米国等の世界経済の動向や、市場の動向に十分に注視し、状況に応じて、引き続き適切に対応して頂きたいと思う。また、財務省としても、今後の内外の経済・市場の動向をより一層注意深く見守って参りたいと考えている。
- さらに、日本銀行におかれては、現下および今後の経済動向の展望や、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、景気はこのところ一部に弱さがみられるものの回復している。一方で、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。消費者物価の前年比上昇率が足もとでマイナスであるなど、国内要因からみた物価上昇圧力は依然として弱い状況にある。消費者物価の先行きについては、その上昇率もプラスとなっていくことが見込まれるが、その時期について今後、冷静に注意しながらみていく必要がある。
- また、世界経済、特にアメリカ経済や原油価格の動向等がわが国経済に与える影響等の下振れリスクに十分留意する必要がある。民間需要主導の持続的な成長を図るとともに、これと両立する安定的な物価上昇率を定着させるため、政府と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、政策運営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、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。

## 採決

以上の議論を踏まえ、大方の委員は、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、0.5%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。

これに対し、一人の委員は、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「0.5%前後」から「0.75%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。

水野委員からは、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、0.75%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：水野委員

反対：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、西村委員、野田委員、中村委員、亀崎委員

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、0.5%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、西村委員、野田委員、中村委員、

亀崎委員

反対：水野委員

水野委員は、日本経済は4月の展望レポートの見通しに沿って推移していると判断されること、米国サブプライム問題に端を発した金融市場の変動は、現時点ではリスク要因の一つに過ぎず、日本経済の見通しを変更する必要がないこと、極めて低い金利水準が長く続くことの副作用として、新たな資産バブルの火種もでてきていること、経済が4月の展望レポートの見通しに沿って展開しているとの本行の判断と、現状維持という政策決定の組み合わせは、市場参加者にとって分かりにくい論理展開であることから、反対した。

#### ・金融経済月報「基本的見解」の検討

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

この「基本的見解」は当日（10月11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12日に、それぞれ公表することとされた。

以 上

(別 添)

2007年10月11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8反対1<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、西村委員、野田委員、中村委員、  
亀崎委員  
反対：水野委員

( 19 年 10 月 31 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2007 年 10 月 31 日 ( 9:00 ~ 12:38 )

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 )
	水野温氏	( " )
	西村清彦	( " )
	野田忠男	( " )
	中村清次	( " )
	亀崎英敏	( " )

4 . 政府からの出席者 :

財務省	森山 裕	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
企画局参事役	内田眞一
企画局企画役	関根敏隆
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	門間一夫
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	大杉和人
政策委員会室企画役	執行謙二
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10、11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

短期市場金利では、ターム物金利がほぼ横ばい圏内で推移する中、ユーロ円金利先物レートは幾分低下した。長期金利も低下し、株価は下落した。この間、円の対米ドル相場は114円台に上昇した。

### 3. 海外金融経済情勢

米国経済は、緩やかな景気調整局面を続けている。住宅投資は引き続き減少しており、足もと減少幅は拡大している。一方、設備投資は、減速しつつも、緩やかな増加基調を維持している。個人消費は以前に比べ減速したが、引き続き増加傾向にある。物価面では、食料品・エネルギー価格を除くコア消費者物価の前年比上昇率は2%を幾分上回る水準で推移している。労働需給の引き締め感が払拭されない中、基調的なインフレ圧力は残存している。

欧州経済についてみると、ユーロエリアでは、内外需要のバランスのとれた景気拡大が続いている。輸出が堅調な伸びを続けているほか、雇用環境が着実に改善している中で、個人消費は増加傾向を持続している。ただし、企業のマインド指標は弱めの動きを続けている。英国経済は、内需を中心に高めの成長を続けている。

アジア経済についてみると、中国では、内外需要とも高い成長が続いている。輸出は大幅な増加を続けており、固定資産投資も引き続き高い伸びを示している。総合ベース消費者物価の前年比は、食料品価格の上昇から高水準となっている。インドでは、内需を中心とした高成長が持続している。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。

海外の金融資本市場をみると、米国サブプライム住宅ローン問題に端を発した調整が続いている。各種のクレジット・スプレッドは、前回会合対比、小幅ながら再び拡大している。また、短期金融市場におけるターム物取引の流動性低下の程度も、ひと頃に比べれば幾分和らいだものの、前回会合時点からはあまり改善がみられない。

こうした状況のもとで、米国の金融市場では、株価は、7～9月企業決算や住宅関連指標の弱さ、更に原油高の進行を嫌気して下落した。長期金利も、「質への逃避」の動きが再びみられ、低下した。欧州の株価、長期金利も、基本的には米国同様の動きとなった。エマージング諸国・地域でも、多くの先で株価が下落し、対米国債スプレッドが幾分拡大した。

### 4. 国内金融経済情勢

#### (1) 実体経済

輸出は、海外経済の拡大を背景に、増加を続けている。7～9月の実質輸出は、前期比+6%の大幅増加となった。先行きも、海外経済が全体として拡大するもとで、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、0.5%前後で推移するよう促す。」

企業部門の動向をみると、企業収益は引き続き高水準で推移し、設備投資は増加基調にある。機械投資の一致指標である資本財出荷（除く輸送機械）は4～6月に続き、7～9月も前期比増加となった。

家計部門について、雇用・所得環境をみると、失業率は上昇したものの、雇用者所得は緩やかな増加を続けている。こうしたもとで、個人消費は底堅く推移している。一方、住宅投資は、改正建築基準法の施行の影響から、足もとでは大幅に減少している。

生産は、内外需要の増加を背景に、増加基調を続けている。7～9月の生産は、IT関連の在庫調整進展などを背景に、しっかりとした増加に転じた。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。

物価面をみると、国内企業物価指数は、3か月前比で上昇を続けているが、円高の影響などから、そのテンポは幾分鈍化している。先行きも、国際商品市況高などを背景に上昇を続ける可能性が高いが、そのテンポは更に幾分鈍化すると予想される。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、ゼロ%近傍で推移している。先行きについては、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。

## (2) 金融環境

企業金融を巡る環境は、緩和的な状態にある。民間の資金需要は、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、このところ横ばい圏内で推移している。一方、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。こうしたもとで、CP・社債の発行残高は前年を上回って推移しており、民間銀行貸出は緩やかに増加している。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)は前年比2%程度の伸びとなっている。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

最近の経済情勢について、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認識で一致した。2007年度前半の経済は、好調な企業部門に比べると、家計部門の改善テンポが緩慢な状況が続いているが、全体としてみれば、本年4月の展望レポートで示した見通しに概ね沿っている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、地域的な拡がりをもって拡大が続いているとの認識を共有した。米国経済については、委員は、住宅市場の調整が当初予想よりも深いものになっているが、これまでのところ個人消費や設備投資は堅調な動きを続けており、緩やかな減速過程にあるとの見方で一致した。もっとも、何人かの委員から、ミクロ情報では商業用不動産などにサブプライム住宅ローン問題の影響が波及しつつあることや、消費者コンフィデンスが悪化していることなどから、ダウンサイド・リスクが高まっているとの指摘がみられた。この間、欧州経済は堅調な景気拡大を続け、中国経済は高成長を続けているとの見解が、多くの委員から示された。

また、海外経済の動向に関連して、多くの委員が原油相場をはじめ国際商品市況が高騰していることに言及した。何人かの委員は、これは、基本的には、エマージング諸国を中心に世界経済が拡大を続けていることを反映しているが、投機資金が商品市場に流入している影響も考えられると指摘した。委員は、原油価格の動向やその影響は、今後とも注意深くみていく必要があるとの認識で一致した。

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

国内民間需要について、委員は、設備投資は、高水準な企業収益のもと、増加を続けており、個人消費は、9月の失業率が上昇するなど気懸かりな指標はあるが、雇用者所得の緩やかな増加を背景に、底堅く推移しているとの認識を共有した。

この間、中小企業関連で弱めの動きを示す指標が多いことを、マクロ的な観点からどのように考えるべきか、議論が行われた。何人かの委員は、こうした現象は、中小企業が大企業に比べて、経済のグローバル化による恩恵を受けにくいという構造的な面が作用していると指摘した。加えて、別の委員は、中小企業の動向は、今年度上期の生産が横ばい圏内の動きであったことを反映している面もあると述べた。また何人かの委員は、中小企業は、原油価格など原材料価格の上昇を販売価格に転嫁できず、交易条件の悪化の影響を受けていると指摘した。その上で、委員は、中小企業部門の動向は、マクロ的には、雇用者数・賃金の面に表れやすいため、企業部門から家計部門への波及メカニズムにどのような影響を与えるかという観点から点検していく必要がある、との見方で一致した。

住宅投資については、改正建築基準法施行の影響から大きく減少しているとの認識で一致した。何人かの委員は、改正基準法の運用面での緩和が住宅投資の落ち込みを小さくする可能性に言及しながらも、不動産業界の一部には、住宅需要が頭打ちになっているとの声があると指摘した。

生産について、委員は、本年前半は横ばい圏内の動きとなっていたが、7～9月には情報関連を中心にはっきりとした増加となっており、電子部品・デバイスの在庫調整がほぼ一巡したとみられるとの認識を共有した。

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

一方、消費者物価指数（除く生鮮食品）が前年比ゼロ%近傍で推移していることについて、委員は、グローバル化や規制緩和などを背景に企業の競争環境が厳しさを増す中で、企業は様々なコスト削減の取り組みを通じて価格を抑制しようとしているとの認識を共有した。

複数の委員から、最近の原油高、身の回り品の値上げなどを踏まえると、消費者物価の前年比は遠からずマイナスがとれてくるのではないかとの見方が示された。また、ある委員は、現在の原油高が続けば、前年の原油価格低下の反動がでることなどから、来年度初にかけてプラス幅がかなりのピッチで拡大する可能性があるとの見方を示した。同時に、この見方を示した委員を含め、複数の委員が、原油高の影響は、一段の上昇がなければ、来年度後半には剥落する性格のものであることを指摘した。

この間、複数の委員は、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、概ね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

国際金融資本市場の動向について、委員は、リスク再評価の過程での不安定な動きがなお続いているとの認識で一致した。最近公表された米欧金融機関の決算との関連で、何人かの委員は、リプライシングの過程では、評価損に対する不確実性がまだ残っており、むしろ再び高まったようにもみえること、また、そうした不確実性が株式相場や証券化商品の価格付けに影響を及ぼしていることを指摘した。ある委員は、リプライシングの影響は、モーゲージ関連の保証会社や保険会社の決算悪化というかたちにも表れていると付け加えた。ただし、委員は、そ

うした国際金融市場の変動にもかかわらず、わが国の金融環境は、金融機関の貸出態度やC P・社債の発行状況からみて、極めて緩和的な状況が続いているとの認識を共有した。

### 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、2007年度後半から2008年度にかけての経済は、「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、米国経済は住宅市場の調整を主因に減速が長引いているが、他の地域が高成長を続けるとみられ、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、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、成長率の水準について、住宅投資の振れがかく乱要因になるが、それを均してみれば、潜在成長率を幾分上回る2%程度で成長を続ける可能性が高いとの見方で一致した。

物価面では、委員は、こうした経済の見通しのもと、需給ギャップは引き続き需要超過方向で推移していくと考えられ、また、ユニット・レーパー・コストからの下押し圧力は減衰していくとみられることから、物価を巡る環境は徐々に好転していく可能性が高いとの判断で一致した。

国内企業物価指数について、委員は、国際商品市況の上昇を背景に、足もとは前回の見通しよりも上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、との認識で一致した。

また、消費者物価指数(除く生鮮食品)について、委員は、足もとは前回見通しに概ね沿って前年比ゼロ%近傍で推移している、先行きについては、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、との見解で一致した。

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、緩和的な金融環境が続くもとで金融・経済活動の振幅が拡大する可能性の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の2点に、それぞれ整理できるとの認識を共有した。

海外経済の動向に関しては、米国経済の下振れとその世界経済全体への波及のリスクをどうみるかが議論となった。ある委員は、住宅投資自体は比較的海外への波及が小さいセクターであるので、世界経済へのインパクトという点では、住宅市場の調整やこれに端を発する金融資本市場での混乱が、個人消費や設備投資にどの程度影響していくかがポイントとなると指摘した。この点、別の委員は、最近の原油高が消費に悪影響を与えうることとも考えあわせると、住宅価格の調整が一段と大きなものとなった場合には、米国経済の予想以上の悪化に繋がりがねないとコメントした。また、何人かの委員は、欧州経済についても、国際金融資本市場の変動を通じて、ダウンサイド・リスクが無視できないと指摘した。同時に、多くの委員が、米国の資源の稼働状況の高さ、過熱気味の中国経済、原油価格の高騰などを踏まえると、世界経済全体として、インフレ方向のリスクもあるとコメントした。

緩和的な金融環境がもたらす影響について、委員は、米国サブプライム住宅ローン問題や国際金融市場の変動にもかかわらず、わが国の金融環境は極めて緩和的な状況が続いており、金融・経済活動が積極化しやすい環境にあるとの認識で一致した。また、そのような環境のもとでは、仮に、先行きの採算に関して楽観的な想定に基づいて金融・経済活動が積極化する場合には、金融資本市場において行き過ぎたポジションが構築されたり、非効率な経済活動に資金

やその他の資源が使われ、長い目でみた資源配分に歪みが生じるおそれがあるとの見方を共有した。

物価見通しについて、委員は、マクロ的な需給ギャップに対して物価がどの程度反応するかを巡っては、上下両方向の不確実性が存在していると指摘した。複数の委員は、企業が賃金や価格の引き上げに慎重な姿勢を続けていることから、物価の見通しが下振れる可能性があるとして述べた。一方、何人かの委員は、企業のコスト吸収余地は限界に近づいていること、また、消費者サイドでも徐々に価格転嫁を受容するムードが醸成されつつあることから、思いのほかプラス幅が拡大する可能性もあると指摘した。このうち一人の委員は、足もと賃金に上昇の兆しが窺われることにも留意する必要があるとコメントした。このほか、委員は、原油をはじめとする商品市況の動向には、上下両方向に不確実性が大きいとの見方を共有した。

以上のような見通しや上振れ・下振れ要因を踏まえて、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、2008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、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、息の長い拡大が続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、低金利期待定着のリスクと経済・物価下振れのリスクの2つが重要であるとの考えを共有した。これに関連して、ある委員は、今般のサブプライム住宅ローン問題や国際金融市場の動揺が持つ政策運営上の意味合いについて、良好な経済環境が続くもとでのリスク評価の緩みという、これまで展望レポート等で警鐘をならしてきたリスクが現実生じたこと、その意味で、やや長い目でみれば「経済・物価情勢に応じた金利調整」の必要性を裏付ける事例であること、その一方で、市場の自律的調整が働いて巻き戻しが起きた結果、短期的には、経済に対する不確実要因として作用していること、という両面があるとの整理を行った。

こうした点検を踏まえた上で、先行きの金融政策運営について、委員は、「日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道を辿るのであれば、金利水準を引き上げていく」という方向感を維持しつつ、あらかじめスケジュールを持つのではなく、あくまで経済・物価情勢の変化に応じて弾力的に対応していく、という、これまでの基本的な考え方を維持することが適当であるとの考え方を共有した。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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、日本経済が、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、国際金融市場は不安定な状況が続いているほか、米国経済の先行きに関するダウンサイド・リスクなど、世界経済についての不確実性があるため、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。

## ・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。

- わが国経済はこのところ一部に弱さがみられるものの、大局的には景気は息の長い回復を続けている。  
物価については、国内企業物価は足もとでは伸び率は縮小したものの上昇基調で推移しているが、消費者物価は概ね横ばいとなっている。
- 現下の経済・物価情勢のもとでは、現在の景気回復を持続的なものとするため、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。
- サプライム問題は、落ち着きを取り戻しつつあるが、引き続き注意深くみていく必要がある。日本銀行におかれては、日本経済および米国等の世界経済の動向や、市場の動向に十分に注視し、状況に応じて、引き続き適切に対応して頂きたいと思う。また、財務省としても、今後の内外の経済・市場の動向をより一層注意深く見守って参りたいと考えている。
- 今回決定される展望レポートでは、日本銀行が、サプライム問題による市場の変動以降の経済・物価情勢を踏まえ、2007年度および2008年度の経済・物価見通しを点検され、先行きの金融政策運営の考え方をどのように整理されるのか、市場関係者の注目が集まっている。したがって、日本銀行におかれては、現下および今後の経済動向の展望や、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、景気はこのところ一部に弱さがみられるものの回復している。ただし、改正建築基準法施行の影響により、住宅建設がこのところ減少している。一方で、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。消費者物価の前年比上昇率が足もとでマイナスであるなど、国内要因からみた物価上昇圧力は依然として弱い状況にある。その背景としては、企業から家計への波及に足踏みがみられ、労働需給が逼迫しても賃金に反映されにくいという状況が挙げられる。消費者物価の先行きについては、その上昇率もプラスとなっていくことが見込まれるが、その時期について、今後冷静に注意しながらみていく必要がある。
- また、展望レポートでも挙げられているとおり、世界経済、特に米国経済や原油価格の動向、国際金融市場の動向等がわが国経済に与える影響等の下振れリスクに十分留意する必要がある。民間需要主導の持続的な成長を図るとともに、これと両立する安定的な物価上昇率を定着させるため、政府と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、政策運営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、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、その動向に十分留意しながら、金融面からしっかり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、大方の委員は、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、0.5%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。

これに対し、一人の委員は、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「0.5%前後」から「0.75%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。

水野委員からは、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、0.75%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：水野委員

反対：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、西村委員、野田委員、中村委員、  
亀崎委員

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、0.5%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、西村委員、野田委員、中村委員、  
亀崎委員

反対：水野委員

水野委員は、日本経済は展望レポートの見通しに沿って推移していると判断されること、米国サブプライム問題に端を発した金融市場の変動は、引き続きリスク要因の一つに過ぎず、日本経済の見通しを変更する必要がないこと、利上げの判断を先送りすれば、ファンダメンタルズから離れた金利水準を長く維持することになりかねないことから、反対した。

#### ・「経済・物価情勢の展望」の決定

以上の議論を踏まえて、「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、水野委員、西村委員、野田委員、  
中村委員、亀崎委員

反対：なし

・議事要旨の承認

前々回会合（9月18、19日）の議事要旨が全員一致で承認され、11月5日に公表することとされた。

以 上

(別添)

2007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(賛成8反対1<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、西村委員、野田委員、中村委員、  
亀崎委員  
反対：水野委員

( 19 年 11 月 12、13 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2007 年 11 月 12 日 (14:00 ~ 16:09)  
11 月 13 日 ( 9:00 ~ 12:25)

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 )
	水野温氏	( " )
	西村清彦	( " )
	野田忠男	( " )
	中村清次	( " )
	亀崎英敏	( " )

4 . 政府からの出席者 :

財務省	鈴木正規	大臣官房総括審議官 (12 日)
	森山 裕	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
企画局参事役	内田真一
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	門間一夫
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	大杉和人
政策委員会室企画役	執行謙二
企画局企画役	大谷 聡
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0.5%前後で推移した。

### 2．金融・為替市場動向

短期市場金利についてみると、F B・T Bレート等のターム物レートやユーロ円金利先物レートは、概ね横ばい圏内で推移した。

株価は、米国株価に連れる展開となり、足もとでは、日経平均株価が15千円台前半まで下落している。

長期金利は、米欧長期金利の動向などを受けて低下し、足もとでは1.5%程度で推移している。

円対米ドル相場は、一部の米国金融機関の決算などをきっかけに上昇し、最近では109～110円台で推移している。

### 3．海外金融経済情勢

米国経済は、緩やかな景気調整局面を続けている。住宅投資は引き続き減少しており、足もと減少幅は拡大している。一方、設備投資は、減速しつつも、緩やかな増加基調を維持している。個人消費は以前に比べ減速したが、引き続き増加傾向にある。こうした中、雇用者数は、均してみれば、緩やかに増勢を鈍化させている。物価面では、食料品・エネルギー価格を除くコア消費者物価の前年比上昇率は2%を幾分上回る水準で推移している。労働需給の引き締め感が払拭されない中、基調的なインフレ圧力は後退していない。金融面では、サブプライム住宅ローン問題を背景に、銀行の貸出姿勢は、プライム向けや商業用不動産向けなども含めて全般に厳格化している。

欧州経済についてみると、ユーロエリアでは、内外需要のバランスのとれた景気拡大が続いている。輸出が堅調な伸びを続けるも、設備投資や個人消費も増加傾向を持続している。ただし、輸出、生産には減速の兆しがうかがわれる。英国経済は、内需を中心に高めの成長を続けている。

アジア経済についてみると、中国では、内外需要とも高い成長が続いているほか、インドでは、内需を中心とした高成長が持続している。N I E s、A S E A N諸国・地域でも、総じて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、米国サブプライム住宅ローン問題に端を發した調整が続いている。証券化商品のリプライシングの動きが続いているほか、各種のクレジット・スプレッドも幾分拡大している。こうした状況のもとで、米国の金融市場では、株価は金融機関の業績懸念の強まりなどから下落し、長期金利は低下した。欧州の株価、長期金利も、米国同様の動きとなった。エマージング諸国・地域では、米欧市場の動きに連れて、多くの先で株価が下落したほか、対米国債スプレッドは拡大した。

---

<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。」

## 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。4～6月は米国向けの落ち込みもあって前期比横ばい圏内の動きとなったが、7～9月はその反動もあって高めの伸びとなった。先行きについては、海外経済が全体として拡大す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、引き続き増加基調にある。7～9月の資本財出荷（除く輸送機械）、機械受注（民需、除く船舶・電力）はともに増加した。一方、建築着工床面積（民間非居住用）は、4～6月に改正建築基準法施行前の駆け込みから大幅に増加したあと、7～9月はその反動などから大幅減となった。先行きの設備投資は、内外需要の増加や高水準の企業収益が続く見込みのもとで、増加基調を辿ると予想される。

個人消費は、底堅く推移している。耐久消費財については、減少していた乗用車新車登録台数が、8月以降は新型車の好調などから持ち直している。また、家電販売は薄型テレビなどのデジタル家電やゲーム機が好調を持続しているほか、携帯電話も新機種が発売が続く中、増加基調を続けている。非耐久・半耐久消費財のウェイトが高い百貨店売上高やスーパー売上高は、天候などに左右されながらも、均してみれば横ばい圏内で推移している。サービス消費については、外食産業売上高が、天候要因による大きな振れを伴いつつ増加基調を続けているほか、旅行取扱額も、振れを均してみると、底堅く推移している。この間、消費者コンフィデンス指標をみると、指標によっては足もとやや悪化しているものもみられるが、総じてみると良好な水準が維持されている。先行きの個人消費は、雇用者所得の緩やかな増加を背景に、緩やかな増加基調を辿ると考えられる。

住宅投資を新設住宅着工戸数でみると、改正建築基準法施行の影響から、足もとでは大幅に減少している。先行きについては、当面、低調に推移するとみられるが、やや長い目でみれば、雇用者所得の増加などを背景に、底堅さを取り戻すと考えられる。

生産は、内外需要の増加を背景に、増加基調を続けており、先行きも、引き続き増加するとみられる。在庫は、概ね出荷とバランスのとれた状態にある。これまで出荷対比で高めの水準にあった電子部品・デバイスの在庫も、出荷と概ねバランスのとれた状態となってきている。

雇用・所得環境をみると、労働需給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。ただし、一人当たりの名目賃金は、このところやや弱めとなっている。先行きの雇用者所得は、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、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、原油価格が需給の引き締まりや地政学的リスクの高まりなどを背景に高値で推移しているほか、非鉄金属も振れを伴いつつ総じて高値圏で推移している。国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況高などを背景に上昇しており、当面、上昇を続ける可能性が高い。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、ゼロ%近傍で推移している。先行きについては、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。

### (2) 金融環境

企業金融を巡る環境は、緩和的な状態にある。民間の資金需要は、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、横ばい圏内で推移している。一方、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。こうしたもとの民間銀行貸出は緩やかに増加しており、CP・社債の発行残高は前年を上回って推移し

ている。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）は前年比2%程度の伸びとなっている。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

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の、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、国際金融市場において、不安定な状態が続いているほか、米国経済の下振れリスクなど、世界経済についての不確実性があるため、国際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見方で一致した。

海外経済に関して、委員は、世界経済全体としては、地域的な拡がりをもって拡大が続いているとの認識を共有した。

国際金融市場の動向について、委員は、不安定な状態が続いているとの認識で一致した。大方の委員は、米欧金融機関におけるサブプライムローン関連の損失計上や証券化商品の追加格下げなどを背景に、証券化商品市場の停滞や株価の下落が目立っているほか、「質への逃避」が生じていると指摘した。また、クレジット市場について、多くの委員は、社債等のクレジット・スプレッドが再び拡大していると指摘した。その上で、このうちの一人の委員は、金融業関連を除けば、社債、CDSスプレッドは落ち着きを取り戻しつつあると付け加えた。欧米の短期金融市場については、複数の委員は、一頃よりターム物取引が成立しやすくなっているが、銀行間レートは依然高止っていると述べた。また、金融機関のディスクロージャーについては、多くの委員が、金融市場における価格再評価のプロセスが続いているほか、証券化商品等の正確な価格算定が困難であることもあって、金融機関の損失額の全容把握にはなお時間を要するとみられると認識を示した。ある委員は、証券化商品の価格付けへの信頼のゆらぎが生じており、市場が神経質になっていると指摘した。こうした議論を経て、委員は、今後の国際金融市場の動向について、それが実体経済にどのような影響を及ぼすのかという点を含め、引き続き、注視する必要があるとの見方で一致した。

米国経済について、委員は、住宅市場の調整が長引いているが、個人消費や設備投資を中心に、減速しつつも緩やかに拡大しているとの認識を共有した。多くの委員は、雇用者数の増勢が続いているほか、第3四半期のGDP統計をみても、住宅部門の調整の他部門への波及はみられておらず、個人消費や設備投資の増加基調を確認できたと述べた。また、何人かの委員は、純輸出の改善が続いていると指摘した。一方で、多くの委員は、銀行の与信姿勢が、サブプライム住宅ローン以外も含めて全般にタイト化していることを指摘し、これが先行きの個人消費や設備投資に与える影響に注意する必要があると述べた。また、何人かの委員は、このところのガソリン価格や食料品価格上昇が個人消費に与える影響にも注意が必要だと述べた。こうした点を踏まえた上で、何人かの委員は、先行き、米国経済は次第に安定成長に向けて軟着陸するという標準シナリオを変更する必要はないが、景気下振れリスクが幾ばくか高まっているとの見方を示した。一人の委員は、住宅市場の調整が既に長期間続いてきたにもかかわらず、他部門への目立った波及はみられず、足もとの経済は全体として底堅いことなどを踏まえると、軟着陸の可能性が引き続き高いとコメントした。物価については、多くの委員は、労働需給のタイト感が続く中で、原油価格の上昇などから、基調的なインフレ圧力が後退したとは言い難いとの判断を示した。

欧州経済について、委員は、ユーロエリアでは、内外需要のバランスのとれた景気拡大が続いているとの見方で一致した。その上で、複数の委員は、金融市場の動揺による実体経済への影響は、これまでのところ表れていないが、今後も注意が必要であると述べた。

アジア経済について、委員は、中国では、内外需要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。

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を共有した。

国内民間需要について、委員は、設備投資は増加基調を続けており、内外需要の増加や企業収益の好調が続くも、先行きも、ストック循環の観点からみて伸び率を鈍化させつつも、増加を続ける可能性が高いとの見方を共有した。多くの委員は、7～9月のGDPベースの設備投資や機械受注がプラスに転化したことは、こうした見方に沿ったものであると指摘した。その上で、何人かの委員は、改正建築基準法施行後、建築着工床面積が大きく減少している点に言及し、今後の設備投資動向をみる上で、その回復度合いを注視していくことが必要であると述べた。また、何人かの委員は、中小企業については、設備投資計画の伸びに若干の弱さがみられるほか、業況感が後退している点にも注意が必要であると指摘した。

個人消費について、委員は、底堅く推移しており、先行きについても、雇用者所得の緩やかな増加を背景に、緩やかな増加基調を辿る可能性が高いとの認識を共有した。

住宅投資については、改正建築基準法施行の影響から大きく減少しているとの認識で一致した。複数の委員は、この影響から、建設財の在庫率上昇や価格下落がみられ、建設関連の中小企業を中心に影響が表れてきていると指摘した。先行きについて、何人かの委員は、不動産業界の一部には、住宅需要が頭打ちになっているとの声があるとした上で、改正法施行の影響が剥落した後の住宅投資の動向をよくみていく必要があると述べた。複数の委員は、住宅投資の減少が長期化した場合には、マインド面も含め、マクロ的に影響が拡がりうる点には注意が必要だと付け加えた。

生産について、委員は、本年前半は横ばい圏内の動きとなっていたが、再び増加に転じており、先行きも、内外需要の増加を反映して、増加基調を辿る可能性が高いとの見方で一致した。また、在庫について、委員は、概ね出荷とバランスのとれた状態にあり、これまで高水準にあった電子部品・デバイスの在庫についても調整はほぼ一巡したとの認識を共有した。その上で、複数の委員は、DRAM、フラッシュメモリなどの価格が弱含んでいる点には注意していきたいとコメントした。

雇用・所得面について、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、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認識を共有した。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との見方で一致した。ある委員は、冬季賞与について、前年比伸び率の低下やマイナスを予想する調査結果もある点には注意したいと述べた。

7～9月の四半期別GDP速報(1次QE)について、委員は、住宅投資が大きく減少しているが、純輸出、設備投資、個人消費が増加していると指摘し、緩やかな拡大が続いているという現状認識に沿った結果であった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を続けており、当面は上昇を続ける可能性が高いとの見方で一致した。複数の委員は、本年12月に予定されている基準改定により、国内企業物価指数の伸び率が幾分低下すると予想されると付け加えた。

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認識を共有した。複数の委員は、企業がコストを販売価格に容易に転嫁できない状況が続いているが、企業によるコスト高の吸収余力は限界に近づいており、一部では原材料高の最終価格への転嫁がみられると指摘した。別の委員は身の回り品の値上げ

が増えていることから、消費者の物価観にも変化がうかがわれるとコメントした。

先行きについて、何人かの委員は、10月以降、石油製品のプラス寄与が徐々に拡大するとみられ、原油価格次第では、年末にかけて前年比が小幅のプラスに転じるとみられるとの見方を示した。

原油価格をはじめとする国際商品市況が高騰していることを、物価判断においてどう捉えるかについて議論が行われた。まず原油価格上昇の背景について、ある委員は、新興国を中心とする世界経済の拡大という需要側の要因が基本にあるとの認識を示した。こうしたもとで、もう一人の委員は、原油価格を除外して物価情勢の判断はできないというのは、欧州や米国でも一致した見方になっているとコメントした。この間、別の委員は、原油価格上昇は需要要因だけでは説明できず、地政学的なリスクなどの供給側の要因や、特に最近では短期的な投機資金の流入も影響していると指摘した。その上で、複数の委員が、原油価格が今後下落に転じた場合などには、消費者物価に一時的な振れが生じうるので、その点も考慮して、物価の基調を判断し、対外的に説明していくことが大切であると述べた。こうした議論を踏まえて、委員は、原油価格の上昇には需給両面の要因が働いており、単純に除外して考えることはできないが、相場の振れが大きく、それが物価の短期的な動きに影響していることも意識しながら、物価の基調を正確に捉えていくことが重要である、との認識で一致した。何人かの委員は、基調を判断する上で、様々な物価指標を幅広く点検していくことの重要性を指摘した。

この点に関連して、ある委員は、日本の場合、エネルギーのほとんどを輸入しているので、その価格高騰による物価上昇は輸入されたインフレであり、国内の需要に基づく物価上昇圧力は強くないと指摘した。これに対して一人の委員は、外生的なインフレであっても、人々のインフレ期待を高める可能性があるとして述べた。別の委員は、こうした議論について、外生的な物価上昇がインフレ期待に結びつくかどうかは内需の強さにも依存するので、両者は同じ問題の違った側面を述べているのではないかとコメントした。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融面について、委員は、米国サブプライム問題や不安定な国際金融市場にもかかわらず、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。ある委員は、わが国でも証券化商品に関連する損失が幾分拡大しているが、そのマグニチュードは大きくないと指摘した。このほか、何人かの委員は、株価や為替相場が振れの大きい展開となっており、こうした市場動向が企業活動、消費者マインドなどに与える影響を注意してみていく必要があると述べた。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道を辿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からは、日本経済が、「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とみられるが、国際金融市場は、なお不安定な状況が続いているほか、米国経済の先行きに関するダウンサイド・リスクなど、世界経済についての不確実性があるため、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。

10月末に公表した「展望レポート」について、何人かの委員は、その後の金融市況は落ち着いており、日本銀行の政策運営の基本的な考え方に変化はないことは、市場に理解されたとみられる、と述べた。一方、一人の委員は、これまでに比べ、各委員が考える蓋然性の最も高い見通しには大きな変化がない一方で、先行きの不確実性への言及が多いことから、我々の考え方が難解であると受け止められた可能性もあるとの見方を示した。何人かの委員からは、そのような中であって、政策変更の時期に関心が集まりがちであり、「見通しが楽観的であり、利上げを急いでいる」とか、逆に「下振れリスクを強く意識しており、当面、利上げは難しい」といった見方が聞かれるとの指摘があった。その上で、委員は、1年半先までを見通した「展望レポート」の標準シナリオや上下両方向のリスク評価、政策運営の基本的な考え方について、引き続き粘り強く説明していくことが大切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。

- 本日発表された7～9月期の実質GDP成長率は年率+2.6%となるなど、わが国経済はこのところ一部に弱さがみられるものの、大局的には景気は息の長い回復を続けている。物価については、国内企業物価は上昇基調で推移しているが、消費者物価は概ね横ばいとなっている。
- 現下の経済・物価情勢のもとでは、現在の景気回復を持続的なものとするため、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。
- サブプライム問題については、今後も注意深くみていく必要がある。日本銀行におかれては、日本経済および米国等の世界経済の動向や、市場の動向に十分に注視し、状況に応じて、引き続き適切に対応して頂きたいと思う。また、財務省としても、今後の内外の経済・市場の動向をより一層注意深く見守って参りたいと考えている。
- 更に、日本銀行におかれては、現下および今後の経済動向の展望や、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、景気はこのところ一部に弱さがみられるものの回復している。ただし、改正建築基準法施行の影響により、建築着工はこのところ減少している。本日公表した7～9月期の1次QEでは、実質成長率は前期比+0.6%、名目成長率は前期比+0.3%、GDPデフレ率は引き続き前年比マイナスとなった。民間住宅投資は前期比-7.8%と減少した。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。消費者物価の前年比上昇率が足もとでマイナスであるなど、国内要因からみた物価上昇圧力は依然として弱い状況にある。消費者物価の先行きについては、その上昇率もプラスとなっていくことが見込まれるが、その時期について、今後、冷静に注意しながらみていく必要がある。
- また、世界経済、特に米国経済や原油価格の動向、国際金融市場の動向がわが国経済に

与える影響等の下振れリスクに十分留意する必要がある。民間需要主導の持続的な成長を図るとともに、これと両立する安定的な物価上昇率を定着させるため、政府と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、政策運営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、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、その動向に十分留意しながら、金融面からしっかり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、大方の委員は、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、0.5%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。

これに対し、一人の委員は、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「0.5%前後」から「0.75%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。

水野委員からは、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、0.75%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：水野委員

反対：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、西村委員、野田委員、中村委員、亀崎委員

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、0.5%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、西村委員、野田委員、中村委員、亀崎委員

反対：水野委員

水野委員は、日本経済は、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとで、「展望レポート」の見通しに沿った展開が続いていると判断されること、米国サブプライム問題やこれに端を発した金融市場の変動は、引き続きリスク要因の一

つに過ぎず、日本経済の見通しを変更する必要がないこと、こうしたもとで、利上げの判断を先送りすれば、ファンダメンタルズから離れた金利水準を長く維持することになりかねないことから、反対した。

#### ・金融経済月報「基本的見解」の検討

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

この「基本的見解」は当日（11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11月14日に、それぞれ公表することとされた。

#### ・議事要旨の承認

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

以 上

(別 添)

2007年11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（賛成8反対1<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

---

<sup>(注)</sup> 賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、西村委員、野田委員、中村委員、  
龍崎委員  
反対：水野委員

( 19 年 12 月 19、20 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2007 年 12 月 19 日 (14:00 ~ 16:12)  
12 月 20 日 ( 9:00 ~ 12:47)

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 )
	水野温氏	( " )
	西村清彦	( " )
	野田忠男	( " )
	中村清次	( " )
	亀崎英敏	( " )

4 . 政府からの出席者 :

財務省 鈴木正規 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	内田真一
企画局企画役	関根敏隆
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	門間一夫
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	大杉和人
政策委員会室企画役	執行謙二
企画局企画役	中村康治

## ・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12、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0.5%前後で推移した。

### 2．金融・為替市場動向

短期市場金利についてみると、ユーロ円レートは年末越え等を意識して幾分上昇したが、F・B・T・Bレート等のターム物レートやユーロ円金利先物レートは、若干低下した。

株価は、米国株価に連れる展開となり、前回会合以降上昇した後やや値を下げ、足もとでは日経平均株価でみて15千円台で推移している。

長期金利も、米欧長期金利の動向に連れる展開が続いており、前回会合以降1.4%台に低下した後、12月入り後は1.5%台で推移している。

円の対米ドル相場は、11月下旬にかけて107円台まで上昇したが、その後下落し、最近では112～113円台で推移している。

### 3．海外金融経済情勢

米国経済は、緩やかな景気調整局面を続けているが、足もと金融市場の状況が悪化しているほか、住宅市場の調整が深まっていることもあって景気の減速感は幾分強まりつつある。住宅投資は大幅な減少を続けている。一方、設備投資は、減速しつつも、緩やかな増加基調を維持している。個人消費は減速感を幾分強めているが、引き続き増加傾向にある。こうした中、雇用量の増勢は、均してみれば、鈍化傾向にある。物価面では、食料品・エネルギー価格を除くコア消費者物価の前年比上昇率は引き続き2%を小幅上回っている。労働需給の引き締め感が払拭されない中、基調的なインフレ圧力は後退していない。

欧州経済についてみると、ユーロエリアでは、内外需要ともに拡大を続けている。輸出が堅調な伸びを続けるも、設備投資や個人消費も増加傾向を持続している。英国経済は、内需を中心に高めの成長を続けている。ただし、ユーロエリア、英国とも足もとサーベイデータや一部指標に弱めの動きがみられる。

アジア経済についてみると、中国では、内外需要とも高い成長が続いているほか、インドでは、内需を中心とした高成長が持続している。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。

海外の金融資本市場をみると、米国サブプライム住宅ローン問題に端を発した広範な調整が続いている。期末越えのリスクが強く意識される中、金融機関の損失拡大に対する懸念が広がったこともあって、金融市場では不安定な動きが続いている。証券化商品のリプライシングの動きは続いており、各種のクレジット・スプレッドも拡大した。

短期金融市場ではターム物金利が一段と上昇した。こうした状況に対して、先進5か国・地域の中央銀行は、短期金融市場における調達圧力の増大に対処するための方策を発表するとともに、日本銀行を含む他の2中銀は、これを歓迎する声明を公表した。

米国の株価はいったん下落したが、その後はFRBの利下げ期待の高まりや一部銀行の資本

---

<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。」

増強の動きなどを受けて上昇に転じ、長期金利も低下した後上昇した。欧州の株価、長期金利も、米国同様の動きとなった。エマージング諸国・地域でも、基本的に米欧市場の動きに連れた動きとなった。

#### 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しており、7～9月に大幅に伸びた後、10月も小幅ながら増加を続けた。先行きについては、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、引き続き増加基調にある。先行きも、内外需要の増加や高水準の企業収益が続く見込みのもとで、増加基調を辿ると予想される。

個人消費は、底堅く推移している。耐久消費財については、減少していた乗用車新車登録台数が、8月以降は新型車の好調などから持ち直している。また、家電販売は薄型テレビなどのデジタル家電やゲーム機が好調を持続していることから、増加を続けている。非耐久・半耐久消費財のウェイトが高い百貨店売上高やスーパー売上高は、天候などに左右されながらも、均してみれば横ばい圏内で推移している。サービス消費については、外食産業売上高が、天候要因による大きな振れを伴いつつ増加基調を続けているほか、旅行取扱額も、振れを均してみると、底堅く推移している。この間、消費者コンフィデンス指標をみると、賃金が伸び悩む中で、石油製品や食料品といった生活関連品の値上げやその表明が相次いでいることなどから、足もとやや悪化している。先行きの個人消費は、雇用者所得の緩やかな増加を背景に、緩やかな増加基調を辿ると考えられる。

住宅投資をみると、新設住宅着工戸数は、改正建築基準法施行の影響から、足もと大幅に減少している。先行きについては、当面、低調に推移するとみられるが、やや長い目でみれば、雇用者所得の増加や緩和的な金融環境などを背景に、底堅さを取り戻すと考えられる。

生産は、内外需要の拡大を背景に、増加を続けており、先行きも、増勢を辿るとみられる。在庫は、概ね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、雇用不足感が強いもとで、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。ただし、一人当たりの名目賃金は、やや弱めの動きが続いている。先行きの雇用者所得は、雇用不足感が続くもとで、企業収益も高水準を続けるとみられることなどから、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、原油価格が需給の引き締めなどを背景に高値圏で推移しているほか、非鉄金属も振れを伴いつつ総じて高値圏で推移している。国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況高などを背景に上昇しており、当面、上昇を続ける可能性が高い。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、ゼロ%近傍で推移している。先行きについては、当面は、石油製品や食料品の価格上昇などから、また、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。民間の資金需要は、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、横ばい圏内で推移している。一方、CP・社債の発行環境は、下位格付先では発行スプレッドがやや拡大しているが、全体としてみれば、良好な状況にある。民間銀行は緩和的な貸出姿勢を続けており、民間銀行貸出は緩やかに増加している。また、CP・社債の発行残高は前年を上回って推移している。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）は前年比2%程度の伸びとなっている。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

経済情勢について、委員は、前回会合以降に公表された経済指標を踏まえると、わが国経済は、住宅投資の落ち込みなどから一時的に減速しているとみられるが、基調としては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、委員は、日本経済の成長メカニズムは維持されており、当面減速するものの、その後緩やかな拡大を続けるとの見方を共有した。ただし、一人の委員は、「生産・所得・支出の好循環のメカニズム」において「所得」、「支出」の観点から点検を要するデータ等がでてきたとの見方を示した。

海外経済に関して、委員は、世界経済全体としては、地域的な拡がりをもって拡大が続いているとの認識を共有した。ただし、米国については、金融市場の不安定な動きが続いているほか、住宅市場の調整が深まっていることもあって景気の減速感は幾分強まりつつあるとの見方で一致した。

国際金融市場の動向について、委員は、金融機関の損失懸念などを背景に、引き続き不安定な状態が続いているとの認識で一致した。複数の委員は、米欧金融機関におけるサブプライムローン関連の損失拡大に対する懸念や年末越えリスクが意識される中で、クレジット・スプレッドは拡大していると指摘した。何人かの委員は、情報の非対称性があることや既存のリスク評価モデルの見直しが必要なことなどから、リスク再評価には時間がかかり、国際金融市場は当面不安定な動きが続く可能性があるとして指摘した。一方、何人かの委員は、米欧金融機関の損失の処理にはスピード感があり、資本増強の動きや政策当局の対応もあって、市場の調整が短期間で終わる可能性もあると述べた。何人かの委員は、前回会合以降上昇していたターム物金利が、欧米5中銀による対応策の発表後は低下していると指摘した。こうした議論を経て、委員は、今後の国際金融市場の動向について、それが実体経済にどのような影響を及ぼすのかという点を含め、引き続き注視する必要があるとの見方で一致した。

米国経済について、委員は、住宅投資は大幅な減少を続けており、景気の減速感が幾分強まりつつあると指摘した。ある委員は、米国住宅価格がこれほど大幅に下落したことがないだけに、それがもたらすマイナスの影響については注視していく必要があると述べた。一方、委員は、足もとの個人消費や設備投資は、減速しつつも緩やかに拡大しているとの認識を共有した。ただし、多くの委員が、銀行の与信姿勢が、サブプライム住宅ローン以外も含めて全般にタイト化していることを指摘し、これが先行きの個人消費や設備投資に与える影響に注意する必要があると付け加えた。また、複数の委員は、クリスマス商戦の前半は堅調であるが、これはカレンダー要因など特殊要因が押し上げている可能性があるとして述べた上で、このところのガソリン価格や食料品価格上昇が後半のクリスマス商戦に与える影響について注意深くみていく必要があると述べた。この間、何人かの委員は、ドル安の影響もあって純輸出の改善が続いていると指摘した。こうした点を踏まえた上で、何人かの委員は、先行き、米国経済は次第に安定成長に向けて軟着陸するとの標準シナリオは維持されているが、景気下振れリスクが高まっているとの見方を示した。物価については、多くの委員が、労働需給のタイト感が続く中で、原油価格の上昇などから、基調的なインフレ圧力が後退したとは言い難いとの判断を示した。複数の委員は、政策対応などにより、米国経済が予想以上に堅調に推移した場合、物価面ではかなりアップサイド・リスクが強まると指摘した。一方、一人の委員は、景気減速による需給の緩みが、これらのインフレ圧力を一部相殺する方向に働くと述べた。

欧州経済について、委員は、ユーロエリアでは、景気拡大が続いているとの見方で一致した。

ただし、何人かの委員は、マインド指標に弱さがみられるほか、一部地域の住宅を含む建設投資にも変化がみられることを指摘し、今後、注視していく必要があると述べた。

アジア経済について、委員は、中国では、内外需要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、最近の中国当局の一連の引き締め策については、それらがもたらす効果について注視していく必要があると述べた。

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しており、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を共有した。ただし、複数の委員は、先行きの米国経済鈍化の可能性を考慮すると、輸出も先行き何がしか影響を受ける可能性があるとして指摘した。

国内民間需要について、委員は、設備投資は増加基調を続けており、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、伸び率が鈍化させつつも増加を続ける可能性が高いとの見方を共有した。何人かの委員は、12月短観でも設備投資計画の堅調さが確認されたと述べた。一方、複数の委員は、改正建築基準法の影響が、構造物投資にも影響しており、今後の動きに注意していく必要があると指摘した。別の複数の委員は、米国経済の先行き不透明感の高まりから、本年度の設備投資が先送りされる可能性もあると指摘した。

企業の業況感については、やや慎重さがみられているとの見方で一致した。委員は、こうした慎重化の背景には、原材料高に伴う収益の圧迫懸念、住宅投資の減少、世界経済の不透明感の高まりなどが影響していると指摘した。複数の委員は、原油などの原材料高を製品価格に転嫁できない中小零細企業の収益は厳しい状況となっていると指摘した。また、複数の委員は、改正建築基準法の施行や信用保証付き融資における責任共有制度の導入などが、中小企業に対して追加的な負担となっている可能性があるとして指摘した。

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を背景に、緩やかな増加基調を辿る可能性が高いとの認識を共有した。ただし、多くの委員が、石油関連製品や食料品価格の上昇などにより、最近、消費者マインドが慎重化している点を指摘し、先行きの消費については注意してみていく必要があると述べた。

雇用・所得面について、多くの委員は、労働需給が引き締まり傾向を続ける中、雇用者所得は、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認識を示した。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との見方で一致した。複数の委員は、経営者団体が賃上げ容認姿勢を打ち出したことも、先行きの賃金にとって明るい材料であると指摘した。また、ある委員は、一般労働者の所定内賃金が、このところ前年比プラスとなっていると指摘した。ただし、何人かの委員は、中小零細企業では賃金も弱めの動きとなっていると述べた。また、複数の委員は、今冬のボーナスは、今夏のボーナスよりも伸び率が小さくなる可能性があるとして述べた。更に、複数の委員は、雇用関連指標の弱さには、中小企業の業績悪化に伴う労働需要の減退がある可能性もあると指摘した。

住宅投資については、改正建築基準法施行の影響から大きく減少しているとの認識で一致した。何人かの委員は、住宅投資の落ち込みは、一頃予想していたものよりも深くかつ長いものとなっており、その影響も幅広くみられるようになってきていると指摘した。先行きについて、多くの委員は、当面は低調に推移するとみられるが、次第に回復に向かい、やや長い目でみれば、雇用者所得の増加や緩和的な金融環境などを背景に、底堅さを取り戻すとの見方を示した。ただし、何人かの委員は、マンション価格の上昇などが、基調的な住宅需要の押し下げに寄与していると述べ、建築基準法改正の影響が一巡した後も、弱めの動きとなる可能性があることを指摘した。

生産について、委員は、足もと増加しており、先行きも、内外需要の増加を反映して、増加

基調を辿る可能性が高いとの見方で一致した。また、在庫について、委員は、電子部品・デバイスの調整も一巡し、出荷と概ねバランスのとれた状態にあるとの認識を共有した。

物価面について、委員は、国内企業物価指数は、国際商品市況高などを背景に3か月前比でみて上昇を続けており、当面は上昇を続ける可能性が高い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、当面、石油製品や食料品の価格上昇などから、プラス基調で推移するとの見方で一致した。また、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で、消費者物価はプラス基調を続けていくと予想されるとの認識を共有した。複数の委員は、身の回り品の値上げが増えていることに加え、企業の価格設定スタンスにも徐々に変化がみられているとコメントした。また、複数の委員は、消費者は企業の値上げを徐々に受け入れ始めているようにみられ、消費者の物価観にも変化がうかがわれると指摘した。ある委員は、消費者のインフレ期待が高まった場合、実際のインフレ率も上振れる可能性がある点については注意すべきと述べた。

原油価格をはじめとする国際商品市況の高騰によって国内物価が上昇することを、物価判断においてどう位置付けるかについて、前回に引き続き議論が行われた。ある委員は、輸入物価の上昇は、物価に対しては上昇圧力となる一方、景気や賃金に対しては下押し圧力となると指摘した。これに対して、何人かの委員は、現在の原油価格の上昇は、新興国などの成長に伴う世界的な資源需要増加を反映している面もあり、これは、日本の輸出の増加にもつながっているため、交易条件の悪化は、かなりの程度相殺されていると述べた。また、複数の委員は、エネルギー単位の持続的な改善も交易条件の悪化をある程度相殺していると指摘した。ただし、何人かの委員は、輸出やエネルギー単位の改善に伴う恩恵は、大企業ではみられるが、中小企業にとってはマイナスの影響がかなり効いており、影響の出方は、企業によってばらつきがみられると述べた。ある委員は、90年代後半以降、日本では名目賃金の引き下げに対する抵抗がなくなったのではないかと指摘し、そうした中で生じた原油価格の上昇は、実質賃金の低下を通じて個人消費に対して悪影響を及ぼす可能性があるとして述べた。一方、ある委員は、インフレ期待の重要性を指摘した上で、インフレ期待が修正され企業の価格転嫁が容易になれば賃金抑制姿勢も弱まる可能性があるとして指摘した。こうした議論を経て、委員は、原材料価格上昇がもたらすマクロ的インパクトについて、景気と物価の両面について、今後、一層注意深くみていく必要があるとの見方で一致した。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融面について、委員は、引き続き緩和的な金融環境が維持されているという認識を共有した。ある委員は、CP・社債市場では、下位格付先では発行スプレッドがやや拡大しているが、全体としては緩和的な状態にあると述べた。また、その委員は、短観などをみても、金融機関の貸出スタンスも、引き続き緩和的な状態が続いていることが確認されたと述べた。

## ・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、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見解で一致した。委員は、国際金融市場はなお不安定な状況が続いているほか、米国経済の先行きに関するダウンスайд・リスクなど世界経済についての不確実性がある、国内経済面でも、足もと住宅投資の落ち込みなどから一時的に減速している、とはいえ、日本経済の成長メカニズムは維持されており、先行きは息の長い拡大基調に戻る可能性が高いとみられる、こうした中、内外の金融経済動向を注意深く点検し、情勢を更に見極めることが適切である、との見解で一致した。こ

れまで現状維持に反対してきた委員は、建築基準法の改正をはじめとする制度変更や原材料高などによるマイナスの影響が当初の想定を上回っており、わが国経済の「好循環メカニズム」が機能し続けるかについて点検を行う必要が生じたため、今しばらく様子を見たいと述べ、現状維持に賛成した。

委員は、先行きの金融政策の運営について、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。その上で、当面、実体経済は減速する一方、消費者物価は、一頃想定していたペースよりも上振れる可能性が出てきている点について、金融政策運営の観点から、どのように考えていくかについて議論が行われた。多くの委員は、こうした短期的な動きが、やや長い目で見て、物価や実体経済の経路にどのような影響を及ぼしていくかについて注意深く見極めていくことが重要であると強調した。ある委員は、原材料価格の上昇が目先の物価に対して上昇圧力となる面がある一方、実質所得の低下を通じて実体経済の下押し圧力となる面もあり、両者のバランスをどう評価していくかがポイントとなると指摘した。複数の委員は、最近の各種サーベイデータは民間経済主体のインフレ期待が変化しつつある可能性を示唆しており、こうした動きについて、今後十分注意を払っていくべきであると述べた。これらの議論を経て、ある委員は、資源高の背後にある世界の需要増加という要因がどのような経路を通じて日本経済に影響を与えていくのか、原材料価格の上昇に伴う足もとのインフレ率の変化が、やや長い目で見た民間経済主体のインフレ期待にどのような影響を与えていくか、について議論を深めていく必要があると述べた。

市場との対話について、多くの委員は、今回、景気の現状評価を変更したが、10月の展望レポート対比では、本年度の成長率は下振れる可能性が高いこと、もっとも、先行きについては持続的な成長路線に復帰していくことがメインシナリオであることについて、対外的に丁寧に説明していく必要があることを強調した。また、何人かの委員は、FOMCのアカウンタビリティー向上策について触れ、日本銀行の金融政策の枠組みと同様の問題意識をもって構築されており、共通する部分も多いと述べた。

## ・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。

- わが国経済は、住宅建設が依然として低い水準にあり、企業の業況判断に慎重さがみられるなど、一部に弱さがみられるものの、大局的には景気は息の長い回復を続けている。物価については、国内企業物価は上昇基調で推移しているが、消費者物価は概ね横ばいとなっている。
- 現下の経済・物価情勢のもとでは、現在の景気回復を持続的なものとするため、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。
- サプライム問題については、欧米の短期金融市場における調達圧力が増大する中、各国中央銀行により流動性供給の措置などが採られており、今後も注意深くみていく必要がある。
- 日本銀行におかれては、日本経済および米国等の世界経済の動向や、市場の動向に十分に注視し、状況に応じて、引き続き適切に対応して頂きたいと思う。また、財務省としても、今後の内外の経済・市場の動向をより一層注意深く見守って参りたいと考えている。
- 更に、日本銀行におかれては、現下および今後の経済動向の展望や、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、景気は一部に弱さがみられるものの回復している。住宅建設は下げ止まりつつあるものの、依然として低い水準にある。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。消費者物価の前年比上昇率がゼロ近傍で推移し、GDPデフレ率のマイナス幅の縮小傾向に足踏みがみられるなど、国内要因からみた物価上昇圧力は依然として弱い状況にある。
- また、金融資本市場の変動や原油価格の動向がわが国経済に与える影響等の下振れリスクがやや高まっていることに十分留意する必要がある。民間需要主導の持続的な成長を図るとともに、これと両立する安定的な物価上昇率を定着させるため、政府と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、政策運営を行うことが重要である。
- 政府は昨日、「平成 20 年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」を公表した。19 年度については景気回復が続くと見込まれるものの、改正建築基準法施行の影響により、住宅建設が減少していること等から回復の足取りが緩やかになると見込んでいる。20 年度においては、世界経済の回復が続くもと、19 年度に引き続き企業部門の底堅さが持続するとともに、家計部門が緩やかに改善し、物価の安定のもとでの民間需要中心の経済成長になると見込んでいる。
- 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、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、その動向に十分留意しながら、金融面からしっかり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、0.5%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、水野委員、西村委員、野田委員、中村委員、亀崎委員

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20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21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（10月31日）および前回会合（11月12、13日）の議事要旨が全員一致で承認され、12月26日に公表することとされた。

・先行き1年間の金融政策決定会合等の日程の承認

最後に、2008年1月～12月における金融政策決定会合等の日程が別添2のとおり承認され、即日公表することとされた。

以 上

(別添1)

2007年12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、水野委員、西村委員、野田委員、  
中村委員、亀崎委員  
反対：なし

(別添2)

2007年12月20日  
日本銀行

金融政策決定会合等の日程(2008年1月~12月)

	会合開催	金融経済月報 (基本的見解) 公表	経済・物価情勢の 展望(基本的見解) 公表	(議事要旨公表)
2008年1月	21日<月>・22日<火>	22日<火>		(2月20日<水>)
2月	14日<木>・15日<金>	15日<金>		(3月12日<水>)
3月	6日<木>・7日<金>	7日<金>		(4月14日<月>)
4月	8日<火>・9日<水> 30日<水>	9日<水>	30日<水>	(5月23日<金>) (6月18日<水>)
5月	19日<月>・20日<火>	20日<火>		(6月18日<水>)
6月	12日<木>・13日<金>	13日<金>		(7月18日<金>)
7月	14日<月>・15日<火>	15日<火>		(8月22日<金>)
8月	18日<月>・19日<火>	19日<火>		(9月22日<月>)
9月	16日<火>・17日<水>	17日<水>		(10月10日<金>)
10月	6日<月>・7日<火> 31日<金>	7日<火>	31日<金>	(11月6日<木>) (11月27日<木>)
11月	20日<木>・21日<金>	21日<金>		(12月25日<木>)
12月	18日<木>・19日<金>	19日<金>		未定

(注) 各公表資料の公表時間は原則として以下のとおり。

- 「金融経済月報」基本的見解 . . . . . 15時  
背景説明を含む全文 . . . . . 翌営業日の14時  
(英訳は2営業日後の16時30分)
- 「経済・物価情勢の展望」基本的見解 . . . . . 15時  
背景説明を含む全文 . . . 翌営業日の14時
- 「議事要旨」 . . . . . 8時50分

( 20 年 1 月 21、22 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2008 年 1 月 21 日 (14:00 ~ 16:18)  
1 月 22 日 ( 9:00 ~ 12:15)

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 )
	水野温氏	( " )
	西村清彦	( " )
	野田忠男	( " )
	中村清次	( " )
	亀崎英敏	( " )

4 . 政府からの出席者 :

財務省	鈴木正規	大臣官房総括審議官 (21 日)
	森山 裕	財務副大臣 (22 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
企画局参事役	内田真一
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	門間一夫
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	大杉和人
政策委員会室企画役	執行謙二
企画局企画役	関根敏隆
企画局企画役	山口智之
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（2007年12月19、20日）で決定された方針<sup>1</sup>に従って運営した。年末越え資金の強い調達ニーズがみられた局面では、積極的に資金供給を行うなど、機動的な運営を行った。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

短期市場金利についてみると、ユーロ円レートやF B・T Bレート等のターム物レートは、総じて横ばい圏内で推移した。ユーロ円金利先物レートは、期先限月を中心に一段と低下した。

株価は、米国の景気後退懸念や円高などを背景に下落し、足もとでは、日経平均株価でみて13千円前後となっている。

長期金利は、米欧長期金利に連れて低下し、足もとでは1.3%台で推移している。

円の対米ドル相場は、米国の経済指標が市場予想を下回ったことなどをを受けて上昇し、最近では105～107円台で推移している。

### 3．海外金融経済情勢

米国経済は、景気の減速感が強まりつつある。住宅投資は大幅な減少を続けている。一方、設備投資は、機械投資の減速感が足もと強まっているが、建設投資の堅調な伸びもあって、全体としては緩やかな増加基調を維持している。個人消費は、減速感を幾分強めているが、引き続き増加傾向にある。こうした中、雇用者数は、足もと増勢の鈍化傾向を幾分強めている。労働需給の引き締め感は依然として存在するが、徐々に緩和に向かう兆しが窺われる。物価面では、総合ベースの消費者物価は、エネルギー価格の上昇を主因に、前年比4%台の伸びとなっている。また、エネルギー・食料品価格を除くコア消費者物価の前年比上昇率も、引き続き2%を小幅上回っており、基調的なインフレ圧力は後退していない。

欧州経済についてみると、ユーロエリアでは、内外需要ともに、総じてみれば拡大を続けている。設備投資や輸出は増加傾向を維持している。ただし、生産関連の一部指標に減速感が窺われるほか、小売上など一部の個人消費関連指標はマインドの悪化などから足もと減少に転じている。物価面では、エネルギー・食料品価格の上昇から、総合ベースの消費者物価が前年比3%台の伸びとなっている。英国経済は、内需を中心に高めの成長を続けているものの、住宅投資や個人消費は減速している。

アジア経済についてみると、中国では、内外需要とも高い成長が続いているほか、インドでは、内需中心の高成長が持続している。N I E S、A S E A N諸国・地域では、総じて緩やかな景気拡大が続いている。物価面では、多くの国・地域において、エネルギー・食料品価格の上昇から、総合ベースの消費者物価の前年比が高い伸びを続けている。

海外の金融資本市場をみると、米国サブプライム住宅ローン問題に端を発した広範な調整が続いている。短期金融市場では、大幅に上昇していたターム物金利は、米欧5中銀の資金供給策実施の効果などをを受けて低下した。一方、証券化商品のリプライシングの動きは続いており、C D Sプレミアム、社債の対国債スプレッドなどは一段と拡大した。こうしたもとで、米国では、株価が、年末以降、米国景気の先行きや金融機関の損失拡大に対する懸念の高まりから、

---

<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。」

大幅に下落した。長期金利は、「質への逃避」などから大きく低下した。欧州の株価、長期金利は、基本的には米国同様の動きとなった。エマージング諸国・地域の株価も、全体として米欧同様の動きとなった。

#### 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おり、7～9月に大幅に伸びた後、10～11月も増加を続けた。地域別にみると、米国向けが弱めの動きを続けているが、その他の地域向けの伸びが続いている。先行きについては、海外経済が全体として拡大を続けるもとで、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、引き続き増加基調にある。先行きも、内外需要の増加や高水準の企業収益が続く見込みのもとで、増加基調を辿ると予想される。

個人消費は、底堅く推移している。耐久消費財については、乗用車新車登録台数は、8月以降、新型車の好調などから持ち直していたが、12月はかなり反落した。一方、家電販売は、薄型テレビなどのデジタル家電やゲーム機が好調を持続していることから、増加を続けている。非耐久・半耐久消費財のウェイトが高い百貨店売上高やスーパー売上高は、天候などに左右されながらも、均してみれば横ばい圏内で推移している。サービス消費をみると、外食産業売上高や旅行取扱額は、振れを均せば底堅く推移している。この間、消費者コンフィデンス指標をみると、石油製品や食料品といった生活関連品の値上げの動きなどが影響し、総じて慎重化している。先行きの個人消費は、雇用者所得の緩やかな増加を背景に、緩やかな増加基調を辿ると考えられる。

住宅投資をみると、新設住宅着工戸数は、改正建築基準法施行の影響から、大幅に減少している。ただし、足もとの着工には、小規模物件を中心に、持ち直しの動きが出始めている。先行きについては、当面、低調に推移するとみられるが、やや長い目でみれば、雇用者所得の増加や緩和的な金融環境などを背景に、底堅さを取り戻すと考えられる。

生産は、内外需要の拡大を背景に、増加を続けており、先行きも、増勢を辿るとみられる。在庫は、概ね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、雇用不足感が強いもとで、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。ただし、一人当たりの名目賃金は、やや弱めの動きが続いている。先行きの雇用者所得は、雇用不足感が続くもとで、企業収益も高水準を続けるとみられることなどから、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、高値圏内での動きが続いている。原油価格は、需給の引き締まりが続く中、投機資金の流入もあって、強い動きが続いている。小麦等の穀物も、世界需要の増加が続くもとで、主要産地での天候不順の影響などもあって、上昇を続けている。一方、非鉄金属は、米国経済の減速懸念等から軟化している。国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況高などを背景に上昇しており、当面、上昇を続ける可能性が高い。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、10月にプラスに転じたあと、11月には+0.4%となった。先行きについては、当面は、石油製品や食料品の価格上昇などから、また、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。民間の資金需要は、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、横ばい圏内で推移している。CP・社債の発行環境をみると、下位格付先の発行スプレッドがやや拡大しているが、全体としてみれば、良好な状況にある。民間銀行は緩和的な貸出姿勢を続けており、民間銀行貸出は緩やかに増加している。また、CP・社債の発行残高は前年を上回って推移している。企業の資金調達コストは横ばい圏内で推移している。この間、マネーサプライ(M2+CD)は前年比2%程度の伸びとなっている。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

経済情勢について、委員は、わが国経済は、住宅投資の落ち込みなどから一時的に減速しているとみられるが、基調としては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、委員は、生産・所得・支出の好循環メカニズムは基本的に維持されており、わが国経済は当面減速するものの、その後緩やかな拡大を続けるとの見方を共有した。ただし、委員は、国際金融市場はなお不安定な状態が続いているほか、原油をはじめとする国際商品市況の高騰や米国の下振れリスクが高まっているなど世界経済の不確実性が増していることから、国際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見方で一致した。また、一人の委員は、原材料価格上昇や改正建築基準法施行などによる企業収益の圧迫が、収益から賃金、消費への循環に影響を与える可能性があるため、引き続き点検を要すると述べた。何人かの委員は、支店長会議における報告も、地域差はあるが、総じて、以上の判断を裏付ける内容だったとコメントした。

海外経済に関して、委員は、世界経済全体としては、地域的な拡がりをもって拡大が続いているとの認識を共有した。ただし、委員は、米国の景気減速感が強まりつつあるなど、海外経済の不確実性が増しているとの見方で一致した。また、多くの委員は、エネルギー・食料品価格の上昇を背景に、世界的にインフレ圧力が高い点にも注意が必要だと指摘した。

国際金融市場の動向について、何人かの委員は、短期金融市場では米欧5中銀の資金供給策実施の効果などから、ターム物金利にある程度の落ち着きがみられるようになったと指摘した。一方で、委員は、証券化商品市場の機能は引き続き低下しているとの見方を共有した。多くの委員は、社債スプレッドやCDSプレミアムなどのクレジット・スプレッドが拡大していると指摘した。また、多くの委員は、株式市場では、米欧金融機関の追加損失懸念や米国の弱めの経済指標を受けて、年末以降、世界的に大幅な下落が続いていると述べた。更に、何人かの委員は、モノライン保証会社の格下げによって、その保証債券の信用力が低下し、金融機関収益、株価などに影響する可能性があるとして指摘した。多くの委員は、市場は米欧金融機関の追加損失に対する警戒感を緩めておらず、金融機関の資本政策の帰趨が注目されるとの見解を示した。こうした議論を経て、委員は、国際金融市場全体としては、不安定な状態が続いているとの認識で一致した。

米国経済について、委員は、住宅投資は大幅な減少を続けており、景気の減速感が強まりつつあるとの認識を共有した。多くの委員は、住宅着工や販売が低迷し、価格が大きく下落し続けるなど、住宅市場の調整に底入れの兆しが見えていないとの見方を示した。何人かの委員は、住宅市場の調整はこれまで考えていたよりも後ずれする可能性が高いと付け加えた。

一方、委員は、個人消費や設備投資は、減速感を幾分強めつつも、緩やかに拡大しているとの認識を共有した。企業部門について、何人かの委員は製造業のISM指数が11か月ぶりに50を割ったと指摘したほか、複数の委員は機械投資を中心に設備投資に減速感が幾分増していると述べた。しかし、多くの委員は、企業財務や出荷・在庫バランスが良好であること、輸出が増加を続けていることなどを指摘した上で、企業部門が大きな調整に至る様子はみられていな

いと認識を示した。

家計部門については、多くの委員が、小売販売の増勢鈍化やクリスマス商戦の不振を指摘し、個人消費に減速感がみられるとの見方を示した。また、複数の委員は、ガソリン高や株価下落などもあって消費者マインドが低調であり、これが今後の消費に影響する可能性があるとして述べた。何人かの委員は、オート・ローンやカード・ローンなどの延滞率が上昇していると指摘し、このうちの複数の委員は、これが今後の個人消費や証券化商品のリプライシングに影響を与える可能性には注意が必要だと述べた。雇用面について、多くの委員は、雇用者数の増勢が大きく鈍化した点に言及し、振れがちな統計の単月の計数であることを割り引いてみる必要があるが、失業率が上昇したことと合わせ、労働需給のタイト感に幾分緩和の兆しがみられていることを示唆しているのではないかと、この見方を示した。もっとも、ある委員は、新規失業保険申請件数やレイオフの状況などをみると、急速な雇用調整は見てとれないと述べたほか、別の一人の委員は、これまでの雇用関連指標から労働需給が悪化しているとみるのは早計だとの認識を示した。

金融面について、何人かの委員は、金融機関の与信姿勢がタイト化している点に触れ、これが実体経済に影響する可能性に注意する必要があると述べた。

こうした議論を経て、委員は、米国経済は先行き潜在成長率近傍の成長に戻っていく可能性が高いが、このところ減速感が強まっているとの認識で一致した。これに関して、何人かの委員は、米国経済の下振れリスクは高まっており、軟着陸の時期には不確実性があると付け加えた。ある委員は、サブプライム問題の本質は不良債権問題であり、対応には相応の時間を要するとみられると述べた。一方、複数の委員は、足もとの米国経済の減速感予想されていた範囲内であるとコメントした。このほか、多くの委員は、米国政府が新たに打ち出した減税策などの具体的内容やその効果に注目していきたいと述べた。

物価については、多くの委員が、依然として労働需給のタイト感が続く中で、エネルギー・食料品価格の上昇などから、インフレ圧力が後退したとは言い難いと評価し、その上で、引き続き、景気の下振れリスクと物価の上振れリスクの双方への警戒を怠れないとの判断を示した。

欧州経済について、委員は、ユーロエリアでは、景気拡大が続いているとの見方で一致した。ただし、複数の委員は、生産や消費関連指標に弱さがみられると指摘した。また、何人かの委員は、金融機関の与信姿勢タイト化が実体経済に影響する可能性には注意が必要だと述べた。物価面について、何人かの委員は、賃金上昇圧力が高まっており、これが物価上昇率の上振れにつながるリスクに注意する必要があると述べた。

アジア経済について、委員は、中国では、内外需要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。ある委員は、中国における金融引き締めの影響について、引き続き注意が必要だと述べた。

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しており、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を共有した。何人かの委員は、米国向け輸出は弱めの基調が続いているが、新興国向けなどその他の地域への輸出が増加していると指摘した。

国内民間需要について、委員は、設備投資は増加基調を続けており、内外需要の増加や企業収益の好調が続くもとで、伸び率を鈍化させつつも増加を続ける可能性が高いとの見方を共有した。ただし、ある委員は、原材料高による収益圧迫が、中小企業を中心に、設備投資に与える影響に注意する必要があると指摘した。また、別の一人の委員は、建築着工床面積は、改正まちづくり3法施行前の駆け込みもあって、2か月連続で持ち直したとはいえ、改正建築基準法施行の影響が当面、設備投資の下押しに作用するとみられる点に変わりはないとの見方を示した。

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

な増加を背景に、緩やかな増加基調を辿る可能性が高いとの認識を共有した。ただし、大方の委員が、石油関連製品や食料品価格の上昇などから、消費者マインドが慎重化していることを指摘し、これが、株価下落による影響とともに消費支出に与える影響を注意深くみていく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、雇用者数の増加などに支えられて、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。賃金について、委員は、やや弱めの動きが続いているとの認識を共有した。この点に関して、何人かの委員は、経営者団体の賃上げ容認姿勢が、先行きの賃金の上昇に寄与するかが注目されると述べた。このうちの一人の委員は、今後、物価上昇の予想が高まるもとの、賃上げ要求が強まることも予想されるとコメントした。一方、ある委員は、円高や原材料高に加え、世界経済の不透明感が高まっている中で、賃上げの動きが一挙に広がるとは考えにくいとの見方を示した。

住宅投資については、改正建築基準法施行の影響から大きく減少しているとの認識で一致した。何人かの委員は、小規模物件を中心に、このところ着工戸数に持ち直しの兆しが現れてきたと指摘した。先行きについて、多くの委員は、当面は低調に推移するとみられるが、次第に回復に向かい、やや長い目でみれば、雇用者所得の増加や緩和的な金融環境などを背景に、底堅さを取り戻すとの見方を示した。ただし、複数の委員は、建築確認審査が速やかに円滑化していくについては、人員面の制約などがあるため、不確実性があるとの見方を示した。更に、多くの委員は、マンション価格の上昇などが、住宅需要の押し下げに寄与している面もあると述べた。一方、一人の委員は、不動産市場全体をみれば、オフィスや商業用不動産については、米欧からシフトしてきた資金の流入がみられると付け加えた。

生産について、委員は、足もと増加しており、先行きも、内外需要の増加を反映して、増加基調を辿る可能性が高いとの見方で一致した。また、在庫について、委員は、電子部品・デバイスを含め、出荷と概ねバランスのとれた状態にあるとの認識を共有した。ただし、一人の委員は、電子部品・デバイスに関しては、生産能力増設の競争が激化しているほか、米国の個人消費の減速リスクが高まっていることもあり、先行きについては、注意が必要だとコメントした。

物価面について、委員は、国内企業物価指数は、国際商品市況高などを背景に上昇を続けており、当面は上昇を続ける可能性が高い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、当面、石油製品や食料品の価格上昇などから、プラス基調で推移するとの見方で一致した。また、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で、消費者物価はプラス基調を続けていくと予想されるとの認識を共有した。何人かの委員は、身の回り品の値上げが増えていることなどから、家計の物価先高感が高まっていると指摘した。このうちの一人の委員は、消費者は企業の値上げを一部で受け入れ始めているようにみられるとコメントした。また、ある委員は、家計のインフレ期待が高まった場合、賃金上昇とともに、実際のインフレ率が予想以上に上振れる可能性がある点については注意すべきであると述べた。一方、別のある委員は、消費者の値上げに対する厳しい反応や流通業などの熾烈な競争は継続しており、価格転嫁の動きが拡大するには時間を要するとの見解を示した。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融面について、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。複数の委員は、国際金融市場の不安定性の国内金融環境への影響は、引き続き限定的だと述べた。ある委員は、CP・社債市場では、下位格付先では発行スプレッドがやや拡大しているが、全体としては緩和的な状態にあると述べた。また、その委員は、金融機関の貸出

態度も、引き続き緩和的な状態が続いていると述べた。

### 3. 中間評価

以上のような情勢認識を踏まえ、委員は、わが国の景気は、昨年10月の展望レポートの「見通し」に比べて、これまでのところ、住宅投資の減少が長引いていることなどから、幾分下振れて推移しており、このため、2007年度の成長率は潜在成長率をやや下回る水準になるとの評価で一致した。景気の先行きについては、生産・所得・支出の好循環メカニズムは基本的に維持されており、住宅投資が次第に回復に向かうことから、2008年度の成長率は、「見通し」に概ね沿って、潜在成長率をやや上回る水準になると予想されるとの見方を共有した。その上で、委員は、こうした「見通し」については、引き続き、海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性、エネルギー・原材料価格高の影響などに注意する必要があるとの認識で一致した。

物価面について、委員は、国内企業物価は、国際商品市況高などを背景に、2007年度、2008年度ともに、「見通し」に比べて上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、石油製品や食料品価格が上昇していることから、2007年度は「見通し」に比べて幾分上振れるとみられるとの見方を共有した。2008年度については、石油製品や食料品価格の上昇の影響が残る一方、景気の一時的な減速の影響が現れることから、「見通し」に概ね沿って推移すると予想されるとの評価で一致した。

### ・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、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見解で一致した。委員は、国際金融市場はなお不安定な状況が続いているほか、原油価格をはじめとする国際商品市況の高騰や米国経済の先行きの下振れリスクなど、世界経済についての不確実性がある、国内経済面でも、足もと住宅投資の落ち込みなどから一時的に減速している、もともと、日本経済の成長メカニズムは基本的に維持されており、先行きは物価安定のもとで緩やかな拡大が続く可能性が高いとみられる、こうした中で、内外の金融経済動向を注意深く点検し、情勢を更に見極めることが適切である、との見解で一致した。

委員は、先行きの金融政策の運営について、これまでの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。何人かの委員は、当面、実体経済は減速する一方、消費者物価は、上昇率を高めていくとみられるが、こうした短期的な動きだけに囚われることなく、フォワード・ルッキングに経済・物価のパスを見通し、それを経済や物価のメカニズムに即して丁寧に情報発信することが重要だと述べた。

また、これに関連して、原油価格をはじめとする国際商品市況の高騰によって国内物価が上昇することを、政策運営上、どう位置付けるかについて、前回に引き続き議論が行われた。何人かの委員は、現在の世界的な物価上昇圧力の高まりは、供給ショックという面もあるが、新興国の成長という需要要因も働いていることから、これらがそれぞれの程度寄与していると判断するかが重要だと認識を示した。この点について、一人の委員は、日本にとっては、交易条件悪化による所得流出と世界需要の拡大に伴う輸出増加という、プラスとマイナスの双方の要因があり、これらがどの程度、経済・物価の先行きに影響するか、を評価することがポイントとなると述べた。一人の委員は、足もとの物価上昇は国際商品市況の高騰による部分と需給ギャップの需要超過が続いてきたことの影響が浸透し始めた部分との双方によるところがあると述べた。このほか、ある委員は、足もとの物価上昇が、企業や家計のインフレ期待を高め、将来の物価見通しに影響するか、丹念に点検していくことが重要だとコメントした。この点に

について、何人かの委員は、サーベイ調査では、民間経済主体のインフレ期待が変化しつつあるように窺え、こうした動きについて、今後十分注意を払っていくべきであると述べた。一方、一人の委員は、サーベイ調査に示された家計の物価先行き見通しは、ごく足もとの物価の変化に強く左右されて高めとなっている可能性があるため、現時点では、インフレ期待を通じた物価上昇のリスクは大きくないのではないか、との見方を示した。

## ・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。

- わが国経済は、住宅建設が依然として低い水準にあり、企業の業況判断に慎重さがみられるなど、一部に弱さがみられるものの、大局的には景気は息の長い回復を続けている。物価については、国内企業物価は素材価格の上昇により上昇している。消費者物価については、このところ石油製品を中心に上昇しているが、基調としては横ばいとなっている。また、米国経済の減速懸念などを受けて、世界的に株式市場等は大きく変動している。
- 現下の経済・物価情勢のもとでは、現在の景気回復を持続的なものとするため、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。
- サブプライム問題、原油価格、米国経済を含む世界経済の動向については、今後も注意深くみていく必要がある。日本銀行におかれては、これらの動向が日本経済に与える影響や、市場の動向に十分に注視し、状況に応じて、引き続き適切に対応して頂きたいと思う。また、財務省としても、今後の内外の経済・市場の動向をより一層注意深く見守って参りたいと考えている。
- 更に、日本銀行におかれては、現下および今後の経済動向の展望や、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、景気は一部に弱さがみられるものの回復している。住宅建設は持ち直しの動きがみられるものの、依然として低い水準にある。一方、米国経済の動向、金融資本市場の変動や原油価格の動向がわが国経済に与える影響等の下振れリスクが高まっていることに十分留意する必要がある。このような経済状況における物価の動向をみると、消費者物価は、原油価格の高騰を受け石油製品を中心に上昇しているものの、基調としては横ばいとなっており、また、GDPデフレータのマイナス幅の縮小傾向に足踏みがみられ、国内要因からみた物価上昇圧力は依然として弱い状況にある。
- 今回の展望レポートの中間評価では、想定していた経済・物価情勢と比較して実体経済が下振れしている状況で、原油価格高騰の影響を除く物価の基調的な動きをどのように判断しているのか、また今後の見通しに関してリスクをどのように想定しているかについて、丁寧にご説明頂くようお願いする。
- 民間需要主導の持続的な成長を図るとともにこれと両立する安定的な物価上昇率を定着させるため、政府と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、政策運営を行うことが重要である。政府は1月18日、「日本経済の進路と戦略」および「平成20年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」を閣議決定し、平成20年度予算を国会に提出した。政府は「日本経済の進路と戦略」と「経済財政改革の基本方針2007」を一体として改革を推進する。
- 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、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、その動向

に十分留意しながら、金融面からしっかり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、0.5%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、水野委員、西村委員、野田委員、中村委員、亀崎委員

反対：なし

## ・金融経済月報「基本的見解」の検討

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

この「基本的見解」は当日（1月22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23日に、それぞれ公表することとされた。

## ・議事要旨の承認

前回会合（12月19、20日）の議事要旨が全員一致で承認され、1月25日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

2008年1月22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、水野委員、西村委員、野田委員、  
中村委員、亀崎委員  
反対：なし

( 20 年 2 月 14、15 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2008 年 2 月 14 日 (14:00 ~ 16:21)  
2 月 15 日 ( 9:00 ~ 12:47)

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 )
	水野温氏	( " )
	西村清彦	( " )
	野田忠男	( " )
	中村清次	( " )
	亀崎英敏	( " )

4 . 政府からの出席者 :

財務省 鈴木正規 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	内田真一
企画局企画役	関根敏隆
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	門間一夫
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	大杉和人
政策委員会室企画役	執行謙二
企画局企画役	大谷 聡
企画局企画役	中村康治

## ・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21、22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

短期市場金利についてみると、ユーロ円レートやF B・T Bレート等のターム物レートは横ばい圏内で推移したが、ユーロ円金利先物レートは、年度末越えを意識して、幾分上昇した。

株価は、不安定な米欧株価に連れて、振れの大きい相場展開となったが、足もとでは上昇し、日経平均株価でみて13千円台で推移している。

長期金利も、米欧長期金利に連れる展開が続いており、前回会合以降上昇し、最近では1.4%台で推移している。

円の対米ドル相場は、横ばい圏内の動きとなり、足もと107円台で推移している。

### 3．海外金融経済情勢

米国経済は、金融機関の与信姿勢のタイト化が幅広い分野で進行する中、景気の減速傾向が一段と強まっている。設備投資は緩やかな増加基調を維持している。一方、住宅投資は大幅な減少を続けており、住宅在庫の過剰感を背景に、住宅価格の下落傾向が強まっている。個人消費は引き続き増加しているが、足もとでは減速傾向が明確化している。こうした中、製造業の生産が弱い動きを続けているほか、これまで堅調を維持してきた非製造業の活動も、足もとの指標は急低下している。また、雇用者数は、製造業の減少が続く中で、非製造業の増勢鈍化ペースが強まっている。物価面では、エネルギー・食料品価格を除くコア消費者物価の前年比上昇率は引き続き2%を幾分上回っている。

欧州経済についてみると、ユーロエリアでは、緩やかに減速しつつも拡大を続けている。設備投資は増加傾向にある。一方、輸出が緩やかに減速している。住宅投資は引き続き減速局面にあるほか、個人消費も、エネルギー・食料品価格の上昇や景気の先行き不透明感を受けて、弱めの動きとなっている。こうした中、金融機関の与信基準は、引き続きタイト化が進んでいる。物価面では、エネルギー・食料品価格の上昇から、消費者物価の前年比は高めの伸びが続いている。英国経済は、緩やかに減速しているが、引き続き拡大している。

アジア経済についてみると、中国では、内外需とも高い成長が続いているほか、インドでは、内需を中心とした高成長が持続している。N I E s、A S E A N諸国・地域でも、総じて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、米国サブプライム住宅ローン問題に端を発した調整が長引いている。短期金融市場での調整圧力は、一頃に比べて緩和している。もっとも、金融機関の損失拡大やモノライン（金融保証会社）の格下げの影響等に対する懸念が根強い中で、証券化商品のリプライシングの動きは続いており、社債の対国債スプレッドやC D Sプレミアムなどのクレジット・スプレッドも、一段と拡大している。また、米国の株価は、前回会合前後にかけて大幅に下落した後も横ばい圏内の動きに止まっている。長期金利も「質への逃避」の動きなどから、大幅に低下した後、横ばい圏内の動きとなった。欧州の株価・長期金利も、米国同様

---

<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。」

の動きとなった。エマージング諸国・地域でも、基本的に米欧市場に連れた動きとなった。

#### 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しており、7～9月に大幅に増加した後、10～12月も増加を続けた。先行きについては、海外経済が減速しつつも拡大す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、引き続き増加基調にある。先行きも、内外需要の増加傾向や総じて高水準の企業収益が続く見込みのもとで、増加基調を辿ると予想される。

個人消費は、底堅く推移している。耐久消費財については、家電販売が増加を続けている。また、乗用車新車登録台数は、昨夏以降、新型車の相次ぐ投入などから持ち直している。非耐久・半耐久消費財のウェイトが高い百貨店売上高やスーパー売上高は、均してみれば横ばい圏内で推移している。サービス消費については、旅行取扱額は、振れを均せば底堅く推移している。外食産業売上高も、一頃に比べ増勢が鈍化しているが、総じて底堅さを維持している。この間、消費者マインドは、賃金が伸び悩む中、石油製品や食料品といった生活関連品の値上げの動きや株価下落などから、総じて慎重化している。先行きの個人消費は、雇用者所得の緩やかな増加を背景に、緩やかな増加基調を辿ると考えられる。

住宅投資をみると、改正建築基準法施行の影響から、大幅に減少している。ただし、新設住宅着工戸数は、小規模物件を中心に、持ち直しの動きがみられる。先行きについては、当面、同改正法施行の影響が残ることから低調に推移するとみられるが、次第に回復に向かうと考えられる。

生産は、内外需要の増加を背景に、増加を続けている。先行きも、内外需要の動向を反映し、当面横ばう局面を伴いつつも、増加基調を辿るとみられる。在庫は、出荷と概ねバランスのとれた状態にある。

雇用・所得環境をみると、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。ただし、一人当たりの名目賃金は、やや弱めの動きが続いている。先行きの雇用者所得は、雇用不足感が続くもとの、企業収益も総じて高水準を続けるとみられることなどから、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、原油価格は、高値圏での動きが続いているほか、小麦等の穀物も、上昇を続けている。非鉄金属は、昨年秋以降、米国経済の減速懸念等から軟化していたが、足もとは横ばい圏内の動きとなっている。国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況高などを背景に上昇しており、当面、上昇を続ける可能性が高い。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、プラス幅が拡大している。先行きについては、当面は、石油製品や食料品の価格上昇などから、また、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。民間の資金需要は、横ばい圏内で推移している。CP・社債の発行環境をみると、下位格付先では発行スプレッドがやや拡大しているが、全体としてみれば、良好な状況にある。民間銀行は緩和的な貸出姿勢を続けており、民間銀行貸出は緩やかに増加している。また、CP・社債の発行残高は前年を上回って推移している。企業の資金調達コストは横ばい圏内で推移している。この間、マネーサプライ(M2+C D)は前年比2%程度の伸びとなっている。

## ・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、住宅投資の落ち込みなどから一時的に減速していると思われるが、基調としては緩やかに拡大している、先行きについては、生産・所得・支出の好循環メカニズムが基本的に維持されており、当面減速するものの、その後緩やかな拡大が続けるとみられる、ただし、海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性、エネルギー・原材料価格高の影響などに引き続き注意する必要がある、との見方で一致した。

海外経済に関して、委員は、全体として拡大が続いているが、国際金融市場が依然として不安定な状況にある中で、米国経済を中心にダウンサイド・リスクが高まっているとの認識を共有した。

国際金融市場の動向について、委員は、証券化商品の格下げや金融機関の損失拡大などを背景に、動揺が続いているとの認識で一致した。ある委員は、短期金融市場では、昨年末以降、各国中銀による流動性供給策などにより、ターム物レートが低下しており、落ち着いた動きを示していると述べた。一方、複数の委員は、社債スプレッドやCDSプレミアムなどが拡大しているほか、株価も、米国の景気後退懸念の高まりなどを背景に、世界的に下落していると述べた。

先行きについて、委員は、引き続き、米欧金融機関の決算や資本政策、米国のモノラインの格付動向などを含め、市場動向を注視していく必要があるとの認識を共有した。この点、ある委員は、米欧金融機関はスピード感をもって証券化商品の損失処理を行っていると述べた。これに対して、別の委員は、米欧金融機関による多額の資本調達にもかかわらず、金融機関に対する市場の信認は十分回復していないとの見方を示した。また、何人かの委員は、住宅価格の下落やモノラインの格下げによって、金融機関の損失が更に拡大する懸念もあると述べた。

米国経済について、委員は、景気の減速傾向が一段と強まっているとの見方で一致した。多くの委員は、住宅着工や販売が減少を続ける中、住宅在庫が高止まっており、住宅価格の低下傾向が強まっているとの認識を示した。複数の委員は、住宅市場の調整が完了する時期は依然として見通し難いと付け加えた。

委員は、設備投資は緩やかな増加基調を維持しているものの、個人消費は、足もと減速傾向がやや明確になっているとの認識を共有した。大方の委員は、金融機関の与信姿勢が幅広い分野で一段とタイト化している点に言及し、これが先行きの個人消費や設備投資に与える影響に注意する必要があると述べた。複数の委員は、特に商業用不動産向けと信基準が急激にタイト化しており、これまで好調に推移していた建設投資に悪影響を及ぼす可能性があるとの見方を示した。このほか、何人かの委員は、住宅価格や株価の下落による逆資産効果や消費者マインドの悪化などが個人消費に与える影響を注視する必要があると指摘した。

生産面について、何人かの委員は、製造業の生産が弱い動きを続けていることに加え、非製造業のISM指数が、改善・悪化の分岐点である50を下回るなど、住宅セクター以外にも減速感が拡がりつつあるとの見方を示した。また、雇用面について、多くの委員は、非農業部門の雇用者数が1月に減少に転じたことについて、振れが大きい統計であるため、単月の動きは割り引いてみる必要があるが、ここにきて雇用者数の増勢鈍化ペースは一段と強まっているとの認識を示した。

マクロ経済政策の効果について、委員は、今後予定されている減税やこれまでの金融緩和が、今後景気にどのようなプラス効果をもたらすか、よくみていく必要があるとの見解で一致した。この点、ある委員は、減税の効果について、家計が減税分を過去の債務返済に充てる可能性や、別の委員は、金融緩和の効果について、住宅価格の下落により低利の住宅ローンへの借り換え

が進まず、消費への効果が制約される可能性に留意する必要があると述べた。

物価面について、ある委員は、エネルギー・食料品価格の上昇から、消費者物価の前年比は依然として高い水準にあり、引き続きインフレ方向のリスクがあると述べた。

欧州経済について、委員は、ユーロエリアでは、緩やかに減速しつつも拡大を続けているとの見方で一致した。複数の委員は、07年第4四半期のGDPについて、こうした判断を裏付けるものとコメントした。一人の委員は、これまで不動産価格が上昇していた国では、成長率が明確に鈍化していると付け加えた。また、何人かの委員は、国際金融市場の動揺や、そのもとでの金融機関の与信基準のタイト化の影響などに注意する必要があると述べた。

アジア経済について、委員は、中国では、高成長が続いており、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の見方で一致した。ある委員は、米国とエマージング諸国の完全なデカップリングはあり得ないが、従来に比べ、エマージング諸国が米国の景気鈍化の影響を受けにくくなっているとの認識を示した。別の委員は、デカップリングが成立するかどうかは、米国以外の国の政策発動余地にも依存するとし、中東の産油国では大規模プロジェクトが行われているなど、内需主導型の成長が続いており、現時点ではデカップリングが成立していると述べた。

グローバルな物価環境について、複数の委員は、国際商品市況の高騰など、世界的なアップサイド・リスクにも引き続き注意が必要との見方を示した。

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しており、先行きについても、海外経済が減速しつつも拡大するもとの増加を続けていく可能性が高いとの認識を共有した。何人かの委員は、米国向けは基調として弱めの動きが続いているものの、エマージング諸国や産油国向けの輸出が増加していると指摘した。ただし、このうちの複数の委員は、中国の米国向け輸出が減速している点に言及し、米国の景気減速が、アジアの輸出鈍化を通じて日本のアジア向け輸出に影響を及ぼす可能性に注意する必要があると述べた。

国内民間需要について、委員は、設備投資は増加基調を続けており、内外需要の増加や総じて高水準の企業収益の好調が続くもとの先行きも、伸び率を鈍化させつつも増加を続ける可能性が高いとの見方を共有した。ただし、複数の委員は、中小企業では、原材料高の影響を受けて業況感が悪化しており、設備投資に弱めの動きが始めていると指摘した。多くの委員は、中小企業における業況感の悪化や一部業種に対する金融機関の貸出態度の慎重化が、中小企業の支出行動にどのような影響をもたらすのかを、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、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を背景に、緩やかな増加基調を辿る可能性が高いとの認識を共有した。ただし、何人かの委員が、石油製品や食料品の価格など、身の回り品の値上げが続いていることから、消費者マインドが慎重化していると指摘し、先行きについては注意してみていく必要があると述べた。

雇用・所得面について、委員は、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認識を共有した。先行きについても、雇用不足感が続くもとの企業収益も総じて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との見方で一致した。賃金について、多くの委員は、中小企業の冬季賞与が減少したことなどを指摘し、原材料高などによって、中小企業の収益が鈍化していることを踏まえると、賃金の弱さは続く可能性があるとの見方を示した。

住宅投資については、改正建築基準法施行の影響から大きく減少しているとの認識で一致した。多くの委員は、小規模物件を中心に持ち直しの動きがみられると指摘した。先行きについて、委員は、当面は低調に推移するとみられるが、次第に回復に向かうとの見方を共有した。ただし、多くの委員は、首都圏を中心にマンション販売に弱さがみられており、回復のペースや水準については不確実性があると述べた。

生産について、委員は、内外需要の増加を背景に増加を続けているとの認識で一致した。先行きについて、何人かの委員は、IT関連で在庫調整一巡後の増産局面が終わりつつあることや、自動車で新潟県中越沖地震後の挽回生産が一段落したことなどを背景に、当面横ばい圏内の動きになるとの見方を示した。このうち複数の委員は、在庫は概ね出荷とバランスのとれた状態にあり、生産の増加基調は基本的に維持されているとみられると述べた。ただし、これらの委員も含め何人かの委員は、世界経済の減速が輸出に及ぼす影響と合わせ、今後の生産の動向を注意深くみていく必要があるとコメントした。

07年10～12月期の四半期別GDP速報（1次QE）について、何人かの委員は、輸出の増加、個人消費の底堅さ、住宅投資の減少という判断を裏付ける内容であったが、設備投資は予想以上に強く、今後公表される2次QEや他の統計と合わせ、判断していく必要があると述べた。この間、ある委員は、最近のGDPの動きについて、原材料高による交易条件の悪化が、実質所得の海外流出を通じて、内需の伸び悩みをもたらしているとの見方を示した。

物価面について、委員は、国内企業物価指数は、国際商品市況高などを背景に3か月前比でみて上昇を続けており、当面は上昇を続ける可能性が高いとの見方で一致した。

消費者物価指数（除く生鮮食品）について、委員は、当面、石油製品や食料品の価格上昇などから、前年比プラス基調で推移するとの見方で一致した。また、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で、プラス基調を続けていくと予想されるとの認識を共有した。ある委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面+1%程度で推移する可能性が高いと述べた。多くの委員は、身の回り品を中心に値上げが増加しているほか、先行きも多くの品目で値上げが予定されているとコメントした。複数の委員は、原材料価格の上昇が、川上部門から川下部門に徐々に転嫁される動きがみられているほか、サービス関連の値上げが行われつつあると述べた。ある委員は、こうした値上げの動きが広がる場合には、我々の想定以上にインフレ率が上振れるリスクに注意する必要があると述べた。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融面について、委員は、引き続き緩和的な金融環境が維持されているという認識を共有した。複数の委員は、国際金融市場の動揺が国内金融環境に与える影響は引き続き限定的であると述べた。このうちの一人の委員は、CP・社債市場は、下位格付先では発行スプレッドがやや拡大しているが、全体としては緩和的な状態にあると述べた。また、複数の委員は、金融機関の貸出態度も引き続き緩和的な状況にあるとの認識を示した。ただし、何人かの委員は、中小企業では、業況感が悪化する中で、資金繰りが悪化しているほか、建設、不動産、流通等の一部の業種では貸出態度が慎重化するなど、企業金融がタイト化の方向にあり、その影響を注視する必要があると述べた。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢を踏まえ、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見解で一致した。委員は、日本経済は、足もと住宅投資の落ち込みなどから一時的に減速しているとみられるが、日本経済の成長メカニズムは基本的に維持されており、先行きは物価安定のもとでの緩やかな成長が続く可能性が高い、もっとも、国際金融市場はなお不安定な状況が続いているほか、米国を中心に世界経済のダウンサイド・リスクが高まっている、国内面でも、中小企業の収益伸び悩みや賃金面の弱さ、消費者マインドの悪化など、生産・所得・支出の好循環メカニズムに悪影響を及ぼしうる要因がある、こうした中で、内外の金融経済動向を注意深く点検し、情

勢を更に見極めることが適当である、との見解で一致した。なお、ある委員は、米欧金融市場の動向にも注意しながら、年度末に向けて、引き続き肌目細かく金融市場調節を実施する必要があると述べた。

委員は、先行きの金融政策の運営について、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。委員は、内外ともにリスク要因が増加している中で、2つの「柱」に沿って、フォワード・ルッキングに経済・物価の見通しの蓋然性と上下両方向のリスクを点検し、金融政策運営方針を決定していくことが重要であるとの認識を共有した。ある委員は、日本銀行の金融政策の枠組みは、現状のように、不確実性が高い状況にあっても、多面的かつ整合的に情勢を分析し、それをフォワード・ルッキングな政策判断につなげることが可能な枠組みであると述べた。別の一人の委員は、2つの「柱」に沿って、経済・物価の見通しとリスクを整理し、日本経済は、当面減速した後、緩やかな成長パスに復帰するとの標準シナリオを変更する必要はない、リスクについては、長期的な視点から低金利継続期待というリスクはあるものの、米国経済の減速傾向の強まりや、中小企業の業況感や消費者マインドの悪化など、内外におけるダウンスайд・リスクが高まっていると述べた。その上で、この委員は、金融政策運営の基本的な考え方を維持することが適当であるが、以前に比べ、より慎重な判断が必要となるとの見方を示した。この間、別の一人の委員は、標準シナリオが実現するとの確信が持てるまでには暫く時間がかかるとみられると述べた上で、確信が持てる場合には、躊躇なく利上げすべきであると引き続き考えているとコメントした。

## ・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。

- わが国経済は、住宅建設は持ち直しの動きがみられるものの依然として低い水準にあり、企業の業況判断にも慎重さがみられるなど、一部に弱さがみられるものの、大局的には景気は息の長い回復を続けている。  
物価については、国内企業物価は素材価格の上昇により上昇している。消費者物価についてはこのところ石油製品を中心に上昇しているが、これを除くとほぼ横ばいとなっている。
- 現下の経済・物価情勢のもとでは、現在の景気回復を持続的なものとするため、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。
- 先般のG7において、世界経済の不透明性が高まっている中で、G7各国が経済の動向を注視し、経済の安定と成長を確保するため、個別にあるいは共同して、必要な対応をとっていくことが確認されている。
- サプライム問題、原油価格、米国経済を含む世界経済の動向については、今後も注意深くみていく必要がある。また、原油価格高騰や建築基準法改正の影響を強く受けている中小企業の動向については、とりわけ十分に注視していく必要がある。  
日本銀行におかれては、これらの動向が日本経済に与える影響や、市場の動向に十分に注視し、状況に応じて、引き続き適切に対応して頂きたいと思う。また、財務省としても、今後の内外の経済・市場の動向をより一層注意深く見守って参りたいと考えている。
- 更に、日本銀行におかれては、現下および今後の経済動向の展望や、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、回復基調が続いているとみられるものの、個人消費が概ね横ば

いで推移し、改正建築基準法施行の影響もあって、住宅建設が依然として低い水準にあることなど、一部に弱さを抱えている。こうした動きに加えて、米国サブプライム住宅ローン問題を背景とする金融資本市場の混乱、米国経済の減速、更には原油価格の高騰が生じていることから、わが国の景気の先行きについては下振れリスクが高まっているとみられる。このような経済状況における物価の動向をみると、消費者物価は原油価格の高騰を受け、石油製品を中心に上昇しているものの、基調としては横ばいとなっており、また、単位労働費用およびGDPデフレータの低下幅が10～12月期は拡大するなど、国内要因からみた物価上昇圧力は弱い状況にある。

- 民間需要主導の持続的な成長を図るとともに、これと両立する安定的な物価上昇率を定着させるため、政府と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、政策運営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、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、その動向に十分留意しながら、金融面からしっかり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、0.5%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、水野委員、西村委員、野田委員、中村委員、亀崎委員

反対：なし

## 金融経済月報「基本的見解」の検討

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

この「基本的見解」は当日（2月15日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は2月18日に、それぞれ公表することとされた。

・議事要旨の承認

前回会合（1月21、22日）の議事要旨が全員一致で承認され、2月20日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

2008年2月15日

日 本 銀 行

### 当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(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、水野委員、西村委員、野田委員、  
中村委員、亀崎委員

反対：なし

( 20 年 3 月 6 、 7 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2008 年 3 月 6 日 ( 14:00 ~ 16:27 )  
3 月 7 日 ( 9:01 ~ 12:48 )

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

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

4 . 政府からの出席者 :

財務省	鈴木正規	大臣官房総括審議官 ( 6 日 )
	森山 裕	財務副大臣 ( 7 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
企画局参事役	内田眞一
企画局企画役	関根敏隆
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	門間一夫
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	大杉和人
政策委員会室企画役	執行謙二
企画局企画役	山口智之
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（2月14、15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

短期市場金利についてみると、ユーロ円レートやF B・T Bレート等のターム物レートは横ばい圏内で推移した。ユーロ円金利先物レートは、一時上昇する局面がみられたが、総じて横ばい圏内で推移した。

株価は、不安定な米欧株価に連れて、振れの大きい相場展開となり、足もと、日経平均株価でみて13千円前後で推移している。

長期金利も、米欧長期金利に連れる展開が続いており、前回会合以降低下し、最近では1.3%台半ばで推移している。

円の為替相場は、米国の景気減速懸念の強まりなどから円高ドル安となり、足もと103円前後で推移している。

### 3．海外金融経済情勢

米国経済は、住宅市場の調整が長引き、金融機関の貸出姿勢が厳格化している中で、雇用・消費関連指標にも弱めの動きがみられるなど、景気の減速傾向が一段と強まっている。この間、設備投資は緩やかな増加基調を維持している。物価面をみると、消費者物価の前年比は、総合ベースでみて引き続き高水準にあるほか、エネルギー・食料品価格を除くコアベースでも前年比+2%台半ばとなっている。

欧州経済についてみると、ユーロエリアでは、緩やかに減速しつつも成長を続けている。設備投資は増加傾向にある。一方、輸出には増勢一服感がみられる。住宅投資は引き続き減速局面にあるほか、個人消費も、エネルギー・食料品価格の上昇や景気の先行き不透明感を受けて、弱めの動きとなっている。物価面では、エネルギー・食料品価格の上昇から、消費者物価の前年比は高めの伸びが続いている。英国経済は、緩やかに減速しているが、引き続き成長している。

アジア経済についてみると、中国では、内外需とも高い成長が続いているほか、インドでは、緩やかに減速しつつも、高めの成長を続けている。N I E S、A S E A N諸国・地域でも、総じて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、金融機関の損失拡大やモノライン（金融保証会社）の格下げの影響を巡る懸念が根強い中で、証券化商品については、価格下落、市場流動性の低下といった動きが続いている。社債の対国債スプレッドやC D Sプレミアムなどのクレジット・スプレッドも、引き続き拡大している。米欧市場では、前回会合対比、株価は小幅下落し、長期金利は低下した。エマージング諸国・地域でも、株価は幾分下落し、対米国債スプレッドは米国金利の低下もあって幾分拡大した。

---

<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。」

## 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、昨年後半を通じて高い伸びとなった後、1月も10~12月対比で大きく増加した。先行きについては、海外経済が減速しつつも拡大するもとの、増加を続けていくとみられる。

国内民間需要をみると、企業収益が伸び悩みつつも高水準で推移する中、設備投資は引き続き増加基調にある。先行きも、内外需要の増加傾向や総じて高水準の企業収益が続く見込みのもとで、増加基調を辿ると予想される。

個人消費は、底堅く推移している。耐久消費財については、家電販売が増加を続けている。また、乗用車新車登録台数は、昨夏以降、新型車の相次ぐ投入などから、緩やかに持ち直している。非耐久・半耐久消費財のウェイトが高い百貨店売上高やスーパー売上高は、均してみれば横ばい圏内で推移している。サービス消費については、旅行取扱額は、振れを均せば底堅く推移している。外食産業売上高も、一頃に比べ増勢が鈍化しているが、総じて底堅さを維持している。この間、消費者マインドは、石油製品や食料品の値上げの動き、株価の弱さなどから、総じて慎重化している。先行きの個人消費は、雇用者所得の緩やかな増加を背景に、緩やかな増加基調を辿ると考えられる。

住宅投資をみると、回復に向けた動きがみられるが、なお低水準となっている。すなわち、先行指標である新設住宅着工戸数でみると、回復の動きが徐々にはっきりしてきている。先行きについては、当面、改正建築基準法施行の影響が残ることから低調に推移するとみられるが、次第に回復に向かうと考えられる。

生産は、やや強めに推移した昨年後半の反動もあって、このところ横ばい圏内の動きとなっている。先行きは、内外需要の動向を反映し、当面横ばい圏内で推移するが、その後増加していくとみられる。在庫は、出荷と概ねバランスのとれた状態にある。

雇用・所得環境をみると、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。ただし、一人当たりの名目賃金は、やや弱めの動きが続いている。先行きの雇用者所得は、雇用不足感が続くもとの、企業収益も総じて高水準を続けるとみられることなどから、緩やかな増加を続ける可能性が高い。

物価面をみると、国際商品市況は引き続き上昇している。原油価格は、投機資金の流入もあって強い動きが続いているほか、小麦等の穀物も、上昇を続けている。非鉄金属は、昨年秋以降、米国経済の減速懸念等から軟化していたが、このところ再び反発している。国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況高などを背景に上昇しており、当面、上昇を続ける可能性が高い。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、昨年末頃からプラス幅が拡大している。先行きについては、当面は、石油製品や食料品の価格上昇などから、また、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。民間の資金需要は、横ばい圏内で推移している。CP・社債の発行環境をみると、下位格付先では発行スプレッドがやや拡大しているが、全体としてみれば、良好な状況にある。民間銀行は緩和的な貸出姿勢を続けており、民間銀行貸出は緩やかに増加している。また、CP・社債の発行残高は前年を上回って推移している。企業の資金調達コストは横ばい圏内で推移している。この間、マネーサプライ(M2+CD)は前年比2%程度の伸びとなっている。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

経済情勢について、委員は、わが国経済は、住宅投資の落ち込みやエネルギー・原材料高の影響などから減速しているが、基調としては緩やかに拡大している、先行きについては、当面減速するものの、生産・所得・支出の好循環メカニズムが基本的に維持されており、その後緩やかな拡大が続けるとみられる、ただし、海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性、エネルギー・原材料高の影響などに引き続き注意する必要がある、との見方で一致した。

海外経済に関して、委員は、減速しつつも拡大が続いているが、国際金融市場が依然として不安定な状況にある中で、米国経済を中心にダウンサイド・リスクが高まっているとの認識を共有した。

国際金融市場の動向について、委員は、金融機関の損失拡大やモノラインの信用力に対する懸念に加え、世界経済を巡る不確実性も意識される中で、調整が長期化し、かつ、深まっているとの認識で一致した。多くの委員は、社債スプレッドやCDSプレミアムなどが一段と拡大しているほか、株価も振れの大きい展開になっていると指摘した。このうち、何人かの委員は、サブプライム住宅ローンに端を発した問題は、商業用不動産関連の証券化商品や地方債など、次第に影響を及ぼす対象範囲を広げていると付け加えた。ある委員は、短期金融市場は、昨年末以降、落ち着いて推移していたが、ここにきて再び、信用スプレッドの拡大によるターム物レートの上昇がみられており、注意を要すると述べた。このような議論を経て、委員は、引き続き、米欧金融機関の決算や資本政策などを含め、市場動向を注視していく必要があるとの認識を共有した。

米国経済について、委員は、景気の減速傾向が一段と強まっている、との見方を共有した。多くの委員は、住宅着工や販売が減少を続ける中、住宅価格の低下テンポが速まっているなど、住宅市場の調整は依然続いている、と述べた。委員は、設備投資は緩やかな増加基調を維持しているものの、個人消費は、足もと横ばい圏内の動きとなっているとの認識で一致した。何人かの委員は、企業や消費者のマインド指標の悪化が目立ってきていると指摘した。多くの委員は、金融機関の損失が更に拡大し、与信姿勢が一段と厳格化することによって、景気への下押し圧力となることへの懸念を示した。このうちの一人の委員は、設備投資の牽引役の一つであった、商業用不動産投資の先行きについて、警戒感が強まっていると述べた。こうした議論を通じて、委員は、米国の実体経済面について、ダウンサイドのリスクが高まっているとの見方を共有した。一方、何人かの委員は、消費者物価の前年比は、総合、コアとも依然として高い水準にあり、物価面ではアップサイドのリスク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、緩やかに減速しつつも成長を続けているとの見方で一致した。また、何人かの委員は、国際金融市場の動揺や、そのもとでの金融機関の与信姿勢の厳格化などの、ダウンサイド・リスクに注意する必要があると指摘した。

アジア経済について、委員は、中国、インドでは、高成長が続いており、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の見方で一致した。ある委員は、米国経済の悪化が世界経済に影響を与えることは間違いないが、新興経済諸国において内需を中心とした高成長が続いていることに鑑みれば、影響が顕在化するまでにはかなりのラグを要し、また、影響の度合いも大きいものとはならないのではないか、と述べた。

グローバルな物価環境について、何人かの委員は、新興経済諸国による旺盛な需要や投機資金の流入などによって、原油など国際商品市況は上昇しており、そうしたもとで、世界的に物価面ではアップサイド・リスクを抱えている状況にあるとの見方を示した。そのうちの一人の委員は、米欧金融市場においては、インフレに対する懸念が強まっている、と指摘した。

わが国の輸出について、委員は、海外経済が減速しつつも拡大するもとで増加しており、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を共有した。何人かの委員は、米国向けは鈍化しているが、欧州、アジア、中東向けは好調が持続していると指摘した。このうちの一人の委員は、先行き、海外経済が減速する影響から、わが国の輸出にも多少の減速感が出てくるが、増加傾向は続くともみられると付け加えた。

国内民間需要について、委員は、企業収益は伸び悩みつつも高水準で推移しており、設備投資は引き続き増加基調にあるとの認識で一致した。先行きについても、内外需要の増加傾向や総じて高水準の企業収益の好調が続く見込みのもとで、設備投資は増加基調を辿る可能性が高いとの見方を共有した。ただし、多くの委員は、原材料高や円高の影響を受けて、中小企業を中心に、収益は伸び悩んでおり、設備投資スタンスに慎重化がみられる、と指摘した。複数の委員は、来年度の収益動向および設備投資のスタンスについて、3月短観を含め、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、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を背景に、緩やかな増加基調を辿る可能性が高いとの認識を共有した。複数の委員は、石油製品や食料品の価格など、身の回り品の値上げが続いていることなどから、消費者マインドが慎重化していることを指摘した。ある委員は、こうしたマインド面の動きにもかかわらず、これまでのところ消費関連指標は底堅いが、その背景としては、雇用環境が良好に保たれていることが寄与している、との見方を示した。

雇用・所得面について、委員は、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認識を共有した。先行きについても、雇用不足感が続くもとで、企業収益も総じて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との見方で一致した。賃金について、何人かの委員は、団塊世代の退職の影響が一巡しつつあることもあり、所定内給与がこのところ前年比プラスで推移していると指摘した。ただし、そのうちの一人の委員は、中堅・中小企業の人件費抑制姿勢は強く、今後も賃金の目立った上昇は期待しにくい、と付け加えた。

住宅投資について、委員は、新設住宅着工戸数からみて回復に向けた動きがみられるが、なお低水準であるとの認識で一致した。先行きについて、委員は、当面は低調に推移するとみられるが、次第に回復に向かうとの見方を共有した。ただし、何人かの委員は、資材価格の上昇や住宅取得能力の伸び悩みなどを背景に、マンション販売を中心に需要の弱さがみられており、回復のペースや水準については不確実性があると述べた。

生産について、委員は、やや強めに推移した昨年後半の反動もあって、このところ横ばい圏内の動きとなっているとの見方を共有した。何人かの委員は、その背景として、IT関連で在庫調整一巡後の増産局面が終わりつつあることや、自動車でも新潟県中越沖地震後の挽回生産が一段落したことを指摘した。複数の委員は、在庫は概ね出荷とバランスのとれた状態にあり、生産の増加基調は基本的に維持されているとみられると述べた。このうちの一人の委員は、輸出の増加が続くとみられることも、生産の増加基調が続くとの見通しを裏付ける重要な要素である、と付け加えた。ある委員は、企業に対するヒアリング情報によれば、先行き、大きな生産調整は想定しがたいとの見方を示した。別の委員は、このところの生産の動きを、直ちに何らかの変調の兆しと捉えるのは早計であるが、引き続き、世界経済の減速と、それが生産に与える影響について注意深くみていく必要があるとコメントした。

委員は、エネルギー・原材料高による交易条件の悪化がマクロ経済に与える影響について議論を行った。複数の委員は、交易条件の悪化が、収益の圧迫、賃金の下押しなどを通じて、所得形成力の低下をもたらしている、と指摘した。このうちの一人の委員は、こうした交易条件の悪化が、実質国内総所得の伸び率低下にも繋がっていると付け加えた。ある委員は、交易条件の悪化が、海外への所得流出を生じさせることは確かだが、一方で、海外への輸出が増加し、

自国の輸入が減ることにより、実質生産の増加に繋がる面があることも合わせて評価する必要があると述べた。別の委員は、交易条件の悪化というショックに対しては、現在、わが国の企業収益が高水準であること、産油国を含め、世界経済の成長に伴う需要増が見込まれること、というショックを吸収する要因もあるので、マクロ的な影響は、最終的にいずれの要因が勝るかという問題に帰着する、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、国際商品市況高などを背景に3か月前比でみて上昇を続けており、当面は上昇を続ける可能性が高いとの見方で一致した。

消費者物価指数(除く生鮮食品)について、委員は、当面、石油製品や食料品の価格上昇などから、前年比プラス基調で推移するとの見方で一致した。また、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で、プラス基調を続けていくと予想されるとの認識を共有した。ある委員は、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、当面更に上昇する可能性が高いと述べた。別の委員は、為替円高化により輸入物価への下押し圧力は働くが、多くの企業が原材料高などによる輸入物価の上昇分を販売価格に十分転嫁できてこなかったことを勘案すると、円高の国内物価への影響度は限定的なものとなるとの見方を示した。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融面について、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。また、CP・社債市場は、下位格付先では発行スプレッドがやや拡大しているが、全体としては良好な発行環境にあり、金融機関の貸出態度も引き続き緩和的な状況にあるとの認識についても一致した。複数の委員は、国際金融市場の動揺が国内金融環境に与える影響は引き続き限定的であるが、中小企業に関する資金繰りや貸出態度、低格付けの社債の発行環境がやや悪化している点には注意が必要である、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、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見解で一致した。委員は、日本経済は、生産・所得・支出の好循環メカニズムは基本的に維持されており、先行きは、物価安定のもとでの緩やかな拡大が続く可能性が高いとみられる、しかし、海外経済、国際金融市場、国際商品市況高を巡る不確実性が引き続き高いほか、国内景気は、足もと、住宅投資の落ち込みに加え、エネルギー・原材料高の影響もあって減速している、こうした中で、内外の金融経済動向を注意深く点検し、情勢を更に見極めることが適切である、との見解で一致した。なお、複数の委員は、内外の金融市場や金融機関の動向に注意しながら、年度末に向けて、引き続き肌目細かく、機動的な金融市場調節を実施する必要があると述べた。

委員は、先行きの金融政策の運営について、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。委員は、内外ともにリスク要因が増加している中で、フォワード・ルッキングに経済・物価の見通しの蓋然性と上下両方向のリスクを点検し、金融政策運営方針を決定していくことが重要であるとの認識を共有した。ある委員は、このところ企業行動に慎重さが目立ってきたことを踏まえ、生産・所得・支出の循環メカニズムの持続性について、しっかりと検証する必要があると述べた。別の委員は、2つの「柱」に沿って、経済・物価の見通しとリスクを整理し、日本経済は、当面減速するものの、その後緩やかな拡大パスに復するとの、これまでのシナリオは維持されている、リスク要因については、米国経済や国際金融市場の不確実性に加え、エネルギー・原材料高が中小企業の業況や消費者マインドに悪影響を与えるリスクは、更に強まっている、と述べた。その上で、この委員は、先行きについては、これまで

の金融政策運営の基本的な考え方を維持しながら、見通しの蓋然性と上下両方向のリスクを綿密に点検し、最も適切と考えられる政策を機動的に実施していくべきである、との見解を示した。更に別の委員は、金利調整の方向性は維持されているものの、今後、緩和度合いを高める必要があると判断される場合には、その時々状況に合わせた機動的な対応を考えていくべきである、との考えを示した。

## ・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。

- まず最初に、今月で任期満了を迎える総裁および副総裁に対して一言申し上げたいと思う。福井総裁をはじめとする現執行部は、2003年3月の就任以来、物価の安定を通じた日本経済の健全な発展に向け、尽力してこられた。この5年間のこうしたご努力について改めて敬意を表したいと思う。
- わが国の経済は、住宅建設は持ち直しの動きがみられるものの依然として低い水準にあり、企業の収益に足踏みがみられるなど、このところ回復が緩やかになっている。物価については、国内企業物価は素材価格の上昇により上昇している。消費者物価はこのところ石油製品を中心に上昇しているが、これを除くとわずかな上昇にとどまっている。
- 現下の経済・物価情勢のもとでは、現在の景気回復を持続的なものとするため、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。
- サプライム問題、原油価格、米国経済を含む世界経済の動向については、今後も注意深くみていく必要がある。また、中小企業については、原油価格高騰や建築基準法改正の影響を強く受けている中小企業への対策として、政府は2月20日に「年度末に向けた中小企業対策について」を取りまとめたところであるが、その動向についてはとりわけ十分に注視していく必要がある。  
日本銀行におかれても、これらの動向が日本経済に与える影響や、市場の動向を十分に注視し、状況に応じて、引き続き適切に対応して頂きたいと思う。また、財務省としても、今後の内外の経済・市場の動向をより一層注意深く見守って参りたいと考えている。
- 更に、日本銀行におかれては、現下および今後の経済動向の展望や、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を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、個人消費や住宅建設の弱さが続いている中で、輸出の増加が緩やかになり、これらを反映して生産の増勢が鈍化していることから、このところ景気回復が緩やかになっている。加えて、サプライム住宅ローン問題を背景とするアメリカ経済の減速や金融資本市場の変動等から景気の下振れリスクが高まっており、先行きについて、より慎重にみていく必要があると考えている。消費者物価は石油製品を中心に上昇しているものの、基調としてはわずかな上昇にとどまっており、また、単位労働費用およびGDPデフレータの低下幅が10~12月期は拡大するなど、国内要因からみた物価上昇圧力は依然として弱い状況にある。景気の下振れリスクが高まる中、中小企業を巡る経営環境に鑑み、政府は「年度末に向けた中小企業対策について」を取りまとめたが、今後も原油価格、米国経済、為替レート等の動向に十分注意していく。
- 民間需要主導の持続的成長を図るとともに、これと両立する安定的な物価上昇率を定着させるため、政府と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、政策運営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、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、その動向に十分留意しながら、金融面からしっかり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、0.5%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、水野委員、西村委員、野田委員、中村委員、亀崎委員

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7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10日に、それぞれ公表することとされた。

## 議事要旨の承認

前回会合（2月14、15日）の議事要旨が全員一致で承認され、3月12日に公表することとされた。

以上

(別添)

2008年3月7日  
日本銀行

### 当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(全員一致<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、水野委員、西村委員、野田委員、  
中村委員、亀崎委員  
反対：なし

## 「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」、経済産業省「鉱工業総供給表」
- (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」「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」
- (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) 全国銀行協会、東京金融取引所
- (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」