

4. 金融政策決定会合議事要旨

(平成20年4月8、9日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2008年4月8日(14:00～16:31)
4月9日(8:59～12:20)
2. 場所：日本銀行本店
3. 出席委員：

議長	白川方明	(副総裁)	(注)
	西村清彦	(副総裁)	
	須田美矢子	(審議委員)	
	水野温氏	()	
	野田忠男	()	
	中村清次	()	
	亀崎英敏	()	

(注) 白川委員は、参議院議院運営委員会出席のため、8日14:00～15:51の間、会議を欠席した。この間、西村委員が、日本銀行法第16条第5項の規定に基づき、議長の職務を代理した。

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	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（3月6、7日）で決定された方針¹に従って運営した。この結果、オーバーナイト金利は、期末日に上昇したものの、概ね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、期末を控えて一時上昇したが、総じて横ばい圏内で推移した。こうした中、ユーロ円金利先物レートは、幾分上昇している。

株価は、不安定な米欧株価の動向や円高の急速な進行を背景に、一旦大きく下落し、その後、米国株価に連れる形で反発した。日経平均株価は、一時、12千円割れとなったが、最近では13千円台前半で推移している。

長期金利も、米欧長期金利に連れる展開が続いており、1.2%台半ばまで低下した後、反発し、最近では1.3%台半ばで推移している。

円対米ドル相場は、米国の金融システムを巡る不透明感などから、一時95円台まで急伸したが、その後下落し、足もとでは102円台で推移している。

3．海外金融経済情勢

米国経済は、停滞している。住宅市場の調整が長引き、個人消費は横ばい圏内の動きを続けているほか、設備投資は減速傾向が強まっている。また、鉱工業生産、雇用者数も減少に転じている。こうした中で、金融機関の厳格な貸出姿勢は継続している。物価面では、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%台前半となっている。

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。輸出は増勢一服感がみられるほか、住宅投資の減速が続いている。また、個人消費は、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減速している。一方、設備投資は増加傾向にある。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、輸出が減速し始めているものの、全体では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への懸念が引き続き根強い中、証券化商品の価格下落、市場流動性低下の動きが、米国エージェンシー発行債などにまで波及した。また、社債の対国債スプレッド、C D Sプレミアムなども拡大した。このほか、短期金融市場では、L i b o r - O I SスプレッドやT E Dスプレッドが拡大するなど、流動性への懸念の高まりがみられた。こうした中で、3月11日に発表された5中銀による資金供給策や同16日に発表された米国連邦準備制度によるプライマリー・ディーラー向け新貸出制度導入など、各国当局による市場安定化に向けた措置が実施されたほか、米国の大幅利下げや一部の米欧金融機関の資本増強策、再編に向けた動きなどもあって、これらの金融市場の緊張は緩和に向かった。

¹ 「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。」

ただし、依然として金融市場は神経質な状態にあり、各種クレジット・スプレッドは総じて高い水準にある。

米欧の株価は、一旦下落した後、米欧金融機関の資本増強策、再編に向けた動きなどを背景に上昇に転じた。米欧の長期金利は、一旦低下した後、「質への逃避」の動きが一服したことなどを背景に上昇した。エマージング諸国・地域では、株価は米欧同様の動きとなり、対米国債スプレッドは、米国金利の動きを反映して一旦拡大した後、縮小した。

4．国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、海外経済の拡大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、1～2月も10～12月対比でしっかりと増加した。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、企業収益が高水準ながら伸び悩み、企業の業況感も慎重化するもとの、設備投資は増勢が鈍化している。

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が、昨年後半に新型車投入などから持ち直した後、足もとは横ばい圏内の動きとなっている。家電販売は増加を続けている。非耐久・半耐久消費財については、百貨店売上高が、衣料品や雑貨を中心にこのところやや弱めに推移している。スーパーやコンビニエンスストアの売上高は、食料品を中心に横ばい圏内の動きを続けている。サービス消費については、旅行取扱額は底堅く推移している一方、外食産業売上高の増勢がこのところ鈍化している。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、底堅く推移すると考えられる。

住宅投資は、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。先行指標である新設住宅着工戸数は回復傾向にあるものの、改正建築基準法施行前よりも低めの水準に止まっている。先行きの住宅投資は、回復に向かうが、そのテンポは緩やかなものになると予想される。

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、企業の雇用不足感が強いもとの、雇用者所得は、緩やかな増加を続けている。この間、一人当たりの名目賃金は、前年比でゼロ%近傍となっている。先行きの雇用者所得は、雇用不足感が続くもとの、企業収益が幾分弱まりつつも総じて高水準を続けることなどから、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、原油が高値圏で推移しているほか、非鉄金属も総じて高値圏での動きとなっている。小麦等の穀物は、代替エネルギー需要や主要産地の旱魃の影響を背景に上昇傾向にあるが、足もとはやや反落している。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、経済全体の需給が概ねバランスした状態で推移するもとの、石油製品や食料品の価格上昇などから、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。民間銀行は総じて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。企業の資金繰りは、中小企業でやや悪化しているが、全体としてみれば引き続き良好に推移している。この間、マネーサプライ(M2+CD)は前年比2%台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、エネルギー・原材料価格高の影響などから、減速している、先行きは、当面減速が続くものの、その後、緩やかな成長経路を辿ると予想される、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、全体として拡大が続いているが、国際金融市場の動揺が続き、米国経済が停滞するなど、ダウンスайд・リスクが高まっているとの認識を共有した。

国際金融市場の現状について、多くの委員は、米欧金融機関の損失拡大、一部金融機関やモノライン(金融保証会社)の信用力に対する不安の高まりなどを背景に、3月中旬にかけて緊張が高まったと指摘した。何人かの委員は、短期金融市場では、レポ市場の機能が低下するなど、流動性の懸念が高まったと述べた。また、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たほか、米国のエージェンシー発行債や地方債市場などにも動揺の拡がりが見られたことを指摘した。その後の動きについて、委員は、米国連邦準備制度による新たな貸出制度の導入、各国中銀の積極的な資金供給などの政策対応、米欧金融機関の資本増強策、市場予想比良好な金融機関決算などを受けて、金融市場の緊張は幾分緩和したものの、依然として不安定な状況にあるとの認識で一致した。また、複数の委員は、証券化商品の損失認識は速やかに行われているとの見方が一般的だが、原資産である不動産の価格動向も考慮に入れる必要がある点を踏まえると、金融面の調整が速やかに進んでいると速断はできない、との見解を示した。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。複数の委員は、金融機関のバランスシートが依然として拡大傾向にある点にも注意が必要だと付け加えた。

米国経済について、委員は、景気は停滞しているとの認識で一致した。多くの委員は、住宅着工や販売が減少を続ける中、住宅価格の下落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。また、委員は、このところ設備投資の減速感が強まっているほか、個人消費は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、消費者マインドが一段と悪化していることを指摘した上で、逆資産効果などから個人消費が更に下振れるリスクには注意が必要であると付け加えた。雇用面について、多くの委員は、幅広い業種で雇用者数が減少し、失業率が上昇していると指摘した。ある委員は、住宅ローンだけでなく、商業用不動産関連融資や消費者向けローンなどの延滞率も上昇していると指摘した上で、金融機関の与信姿勢が一段と厳格化し、それが需要の減退と資産価格の下落を招き、金融機関の損失が更に増加するという悪循環に陥っているとの懸念を示した。

こうした議論を経て、委員は米国経済のダウンスайд・リスクが高まっているとの認識で一致した。その上で、複数の委員は、やや長い目でみれば、住宅市場や金融市場の調整がスムーズに進み、不確実性が薄まった場合には、金融環境の緩和度合いなどを踏まえると、实体经济が上振れる可能性もある点は意識しておく必要があると付け加えた。

欧州経済について、委員は、ユーロエリアでは、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。複数の委員は、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、ダウンスайд・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、輸出が減速し始めているものの、全体としては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、中国では、米国経済の悪化を反映して、米国向け輸出が減少している一方、その他地域向けは堅調に推移していると指摘した。

グローバルな物価環境について、委員は、原油など国際商品市況は高水準にあり、世界的にアップサイド・リスクを抱えている状況にあるとの見方で一致した。

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の増加しており、先行きも、増加を続けていく可能性が高いとの認識で一致した。何人かの委員は、米国向け輸出は鈍化しているが、欧州、アジア、中東向け輸出は好調を持続しており、輸出は全体として堅調に推移していると指摘した。一方、複数の委員は、先行き、海外経済が減速するとみられることから、わが国の輸出にも、いずれ減速感が現れてくる可能性があるとして述べた。別のある委員は、中国からの米国向けの機械類輸出が減少し、日本からの中国向け情報関連輸出が減少していることを考え合わせると、日本からアジアへの中間財輸出の減少という経路でも、米国経済減速の影響を看取できるとの見方を示した。

国内民間需要について、委員は、エネルギー・原材料高の影響などから、企業収益は伸び悩み、設備投資は増勢が鈍化しているとの認識で一致した。また、先行きの設備投資は底堅いが、伸び率は緩やかなものとなる可能性が高いとの見方を共有した。何人かの委員は、例年、短観の3月調査では設備投資計画が慎重な数字となる傾向があるが、この点を勘案しても、今回の2008年度設備投資計画は低めであることから、先行きの設備投資について注意深くみていく必要があるとコメントした。また、ある委員は、短観における企業の想定為替レートが足もとの水準よりも円安となっている点を踏まえると、企業の収益率見通しが、今後、下方修正される可能性があるとして付け加えた。このほか、多くの委員は、特に中小企業において、原材料高や円高の影響を受けて、収益が伸び悩み、設備投資スタンスが慎重化していることが今回の短観で確認された、と指摘した。ただし、多くの委員は、企業に設備過剰感がみられない点は、先行き、設備投資が底堅く推移する可能性が高いことを裏付ける材料であると付け加えた。

企業の景況感について、委員は、幅広い業種で慎重化しているとの認識で一致した。ある委員は、より小規模の企業を多くカバーする企業サーベイ調査では、業況感の悪化が一層明らかであるとコメントした。

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、底堅く推移する可能性が高いとの認識を共有した。ただし、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と指摘した。

雇用・所得面について、委員は、雇用者所得は、緩やかな増加を続けているとの認識を共有した。先行きについても、雇用不足感が続くもとの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、所定内給与がこのところ前年比プラスに転化してきたと指摘し、その背景として、団塊世代の退職の影響が一巡しつつあることや、4月の改正パートタイム労働法施行を控えてパート労働者の正規雇用化が進んでいることなどを挙げることで述べた。ある委員は、初任給が上昇したことや経営者団体がベア容認の姿勢を示していることも、賃金の上昇に寄与する可能性があるとしてコメントした。ただし、複数の委員は、企業収益が伸び悩む中で、今後も家計の所得形成面で目立った改善は期待しにくいと述べたほか、別のある委員は夏季賞与のマイナス幅拡大を予想する民間機関が複数存在する、と付け加えた。雇用者数について、何人かの委員は、短期的な振れが小さいとさ

れる毎月勤労統計の常用雇用者数が前年比2%程度の伸びで推移している一方、調査対象の広い労働力調査はこれより弱めの動きとなっていることから、足もとの動向の評価が難しくなっており、双方の指標を丁寧に点検していく必要があると述べた。

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、次第に回復に向かうが、そのテンポは緩やかと予想されるとの見方を共有した。何人かの委員は、マンションを中心に、これまでの価格上昇などを背景に、需要の弱さがみられていると指摘した。

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。先行きについて、一人の委員は、海外経済の減速感が強まる中、生産全体への影響の大きい輸送機械で減産が予想されている点には警戒を要すると述べた。一方、複数の委員は、鉱工業全体で在庫は概ね出荷とバランスのとれた状態にあり、先行き、生産調整が深くなる可能性は低いとの見方を示した。

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、経済全体の需給が概ねバランスした状態で推移するも、石油製品や食料品の価格上昇などから、前年比プラス基調を続けていくとの見方で一致した。何人かの委員は、身の回り品の値上げが続いていることから、消費者のインフレ予想が高まっている点には、注意を要すると述べた。ある委員は、揮発油税等の暫定税率期限切れに伴い、4月の前年比は3月よりも低下すると予想されるが、物価の基調的な上昇モメンタムに変化はない、とコメントした。

地価について、複数の委員は、1月時点の公示地価が全国・全用途平均で2年連続の上昇となったが、昨年後半以降、都心部を中心に、伸びが鈍化していると指摘した。このうちの一人の委員は、伸びが鈍化した背景として、海外からの資金流入の減少も挙げられる、と付け加えた。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、引き続き緩和的な状態が維持されているとの認識を共有した。委員は、CP・社債市場は、下位格付先では発行スプレッドが拡大しているが、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総じて緩和的な状況にあるとの見方で一致した。ただし、何人かの委員は、短観でも確認されたとおり、中小企業の資金繰り判断や、中小企業からみた金融機関の貸出態度がやや慎重化している点には注意が必要である、と述べた。

短期金融市場の動向について、多くの委員は、年度末にかけてターム物金利が一時上昇したほか、レポ・レートが強含んだ点に言及した。何人かの委員は、年度末要因に加えて、米欧市場の動揺の影響から、日本の短期金融市場も神経質になっていた面があると述べた。こうした議論を経た上で、委員は、日本の短期金融市場は、米欧に比べてかなり安定しているとの認識で一致した。この点に関して、何人かの委員は、きめ細かい金融市場調節が奏功したほか、日本銀行の調節手段が、オペ期間、担保の多様性などの点で充実していることも、市場の安定に寄与しているとの見方を示した。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢を踏まえ、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、エネルギー・原材料価格高の影響から当面減速するが、その後は緩やかな成長経路を辿ると予想される、もっとも、海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性など、ダウンサイド・リスクは大きい、こうしたもとの、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、内外ともにリスク要因が増加している中で、今後公表される指標や情報、内外の金融市場の状況などを丹念に点検し、経済・物価の見通しとその蓋然性、上下両方向のリスクを見極めた上で、それらに応じて適切に金融政策運営を行うという、これまでの考え方を維持していくことが適当であるとの認識を共有した。ある委員は、現在は特に不確実性が高い状況にあることから、政策の方向性について予断を持つべきではなく、この先、ダウンサイド・リスクが低下し、持続的な成長経路が実現していくのか、あるいはダウンサイド・リスクが顕現化して、成長率が下振れる蓋然性が高まるのか、よく見極めていく必要がある、と付け加えた。

何人かの委員は、国際金融市場は、ひと頃よりも緊張が緩和されたとはいえ、依然として神経質な状態にあることから、内外の金融市場や金融機関の動向に注意しながら、引き続ききめ細かく、機動的に金融市場調節を行うことが重要であると述べた。

・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。

- わが国の経済は、住宅建設は概ね持ち直しているものの、企業収益は弱含みとなっているなど、このところ回復は足踏み状態にある。
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おり、消費者物価は石油製品等を除いたベースでわずかながら上昇している。
- 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、設備投資および生産のいずれもが横ばいとなったことを踏まえ、景気回復はこのところ足踏み状態にある。先行きについては、景気は緩やかに回復していくと期待されるが、米国経済の減速や株式・為替市場の変動、原油価格の動向等から景気の下振れリスクが高まっており、慎重にみていく必要がある。一方、物価の動向をみると、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。政府としては、現下の経済状況や下振れリスクの高まりに鑑み、今月4日、「成長力強化への早期実施策」を取りまとめ、着実に実施に移すこととした。
- 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、新たな体制のもとで、成長力の強化を含む政府の政策取り組みや経済の展望と統合的なものとなるよう、実効性のある金融政策運営に努め、景気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。また、次回公表される展望レポートにおいて、日本銀行が考えている物価安定に向けた道筋について説明責任を果たして頂きたい。

・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：白川委員、西村委員、須田委員、水野委員、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（4月9日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は4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（3月6、7日）の議事要旨が全員一致で承認され、4月14日に公表することとされた。

以 上

(別添)

2008年4月9日
日本銀行

当面の金融政策運営について

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

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：白川委員、西村委員、須田委員、水野委員、野田委員、中村委員、亀崎委員
反対：なし

(20 年 4 月 30 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2008 年 4 月 30 日 (9 : 00 ~ 13 : 24)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	白川方明	(総 裁)
	西村清彦	(副 総 裁)
	須田美矢子	(審議委員)
	水野温氏	(")
	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 (9 : 00 ~ 12 : 37)
	鈴木正規	大臣官房総括審議官 (12 : 40 ~ 13 : 24)
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	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（4月8、9日）で決定された方針¹に従って運営した。この結果、オーバーナイト金利は0.5%近傍で推移した。

2．金融・為替市場動向

短期市場金利は、利下げ観測の解消等を背景に、ターム物レートが幾分上昇したほか、ユーロ円金利先物レートも上昇した。この間、長期金利は上昇し、株価は横ばい圏内で推移した。円の為替相場は、振れを伴いつつ、足もと103～104円台で推移している。

3．海外金融経済情勢

米国経済は、停滞している。住宅投資は大幅な減少を続けている。住宅販売の減少傾向が続く中、住宅在庫は引き続き高水準にあり、住宅価格の大幅な下落が持続している。個人消費は横ばい圏内の動きを続けている。こうしたもとで、製造業の生産、非製造業の活動とも、横ばい圏内の動きとなっている。また、雇用者数は、製造業、非製造業とも減少に転じている。物価面をみると、消費者物価の前年比は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。輸出は、昨年末に増勢一服感がみられたものの、足もと増加トレンドを取り戻している。ただし、サーベイデータは、先行きの輸出の減速を示唆している。住宅投資は幾分減少しているほか、個人消費も減速している。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を続けている。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。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。消費者物価の前年比は、エネルギー・食料品価格の上昇から、多くの国で高水準となっている。

海外の金融資本市場をみると、短期金融市場のスプレッドは高止まりを続けている。また、社債の対国債スプレッドなどのクレジット・スプレッドも、依然として高めの水準で推移している。株価は、米欧市場とも、前回会合対比、横ばい圏内の動きとなった。一方、長期金利は、インフレ・リスクが意識される中で、米欧市場とも、上昇した。エマージング諸国・地域では、株価は幾分上昇し、対米国債スプレッドは米国金利の上昇もあって縮小した。

4．国内金融経済情勢

(1) 実体経済

実質輸出は昨年後半を通じて高い伸びとなった後、1～3月も前期比でしっかりと増加した。

企業部門の動向をみると、企業収益が高水準ながら伸び悩んでいるもとで、設備投資は増勢が鈍化している。機械投資の先行指標である機械受注は、基調としては高水準横ばい圏内で推

¹ 「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。」

移している。

家計部門については、雇用者所得が緩やかな増加を続けるもとで、個人消費は底堅く推移している。百貨店や外食産業の売上高などに弱さがみられるが、耐久消費財は引き続き堅調に推移している。

生産は、このところ横ばい圏内の動きとなっている。1～3月の生産は昨年10～12月対比で小幅のマイナスとなった。

物価動向をみると、国内企業物価は、国際商品市況高などを背景に、3か月前比で上昇しており、先行きも、当面、上昇を続ける可能性が高い。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、石油製品や食料品の価格上昇などを背景に、昨年末頃からプラス幅を拡大している。先行きについては、経済全体の需給が概ねバランスした状態で推移するもとで、石油製品や食料品の価格上昇などから、プラス基調を続けると予想される。

（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。民間銀行は総じて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。この間、マネーサプライ（ $M2 + CD$ ）は前年比２％台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、エネルギー・原材料価格高の影響などから、減速しているとの認識で一致した。先行きは、当面減速が続くものの、その後、緩やかな成長経路を辿ると予想されるとの認識を共有した。

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、国際金融市場の動揺が続き、米国経済が停滞するなど、ダウンサイド・リスクは、引き続き高いとの見方で一致した。

国際金融市場について、委員は、依然として不安定な状況が続いているとの認識を共有した。また、先行きについて、委員は、引き続き、金融機関の決算などを含め、市場動向を注視していく必要があるとの認識で一致した。何人かの委員は、株価が上昇に転じるなど、市場での過度の悲観論が修正されつつあると述べた。このうちの一人の委員は、その背景として、米大手証券会社の買収をきっかけに信用不安が緩和されつつあることなどを指摘した。もっとも、複数の委員は、短期金融市場では、3月の各国中銀による流動性供給策の公表後も、LIBOR・OISスプレッドやTEDスプレッドが高止まりを続けていると指摘した。また、そのうちのある委員は、社債スプレッドが高止まりを続けるなど、クレジット市場の動揺も続いていると付け加えた。

米国経済について、委員は、停滞しているとの認識を共有した。多くの委員は、住宅着工が減少し、住宅価格も下落を続けるなど、住宅市場の大幅な調整が続いており、底入れの兆しはみられていないと述べた。複数の委員は、個人消費は横ばい圏内の動きとなっているものの、雇用者数の減少ペースが強まっているとの認識を示した。この間、何人かの委員から、欧州経済は、緩やかに減速しつつも成長を続けているほか、中国経済は高成長を続けているとの見解が示された。

グローバルな物価環境について、委員は、原油など国際商品市況は高水準で推移しており、

世界的にアップサイド・リスクを抱えている状況にあるとの見方で一致した。

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、増加しているとの認識を共有した。ただし、ある委員は、このところ、減少に転じている情報関連や伸びが低下している自動車関連の輸出の先行きを注視する必要があるとの認識を示した。

企業部門について、委員は、設備投資は、企業収益が高水準ながら伸び悩んでいるもとで、増勢が鈍化しているとの認識を共有した。

家計部門について、委員は、石油製品や食料品など生活必需品の値上げが続き、消費者マインドが慎重化しているものの、雇用者所得が緩やかに増加する中で、消費は底堅く推移しているとの認識で一致した。

生産について、委員は、均してみれば横ばい圏内で推移しているとの見解を示した。この間、今回の基準時改定の影響については、何人かの委員は、昨年後半の生産が幾分下方修正される一方、今年入り後のデータが幾分上方修正され、横ばい圏内での推移がより明確になったと述べた。

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、経済全体の需給が概ねバランスした状態で推移するもとで、石油製品や食料品の価格上昇などから、前年比プラス基調を続けていくとの認識を共有した。多くの委員は、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比がプラス幅を拡大していることや、エネルギー・食料を除く消費者物価指数の前年比がプラスになったこと、価格上昇品目が増加を続けていること、食料工業製品価格が上昇していること、などを指摘し、企業がコスト増を最終製品に転嫁する動きが広がっていると述べた。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、引き続き緩和的な状態が維持されているとの認識を共有した。委員は、CP・社債市場は、下位格付先では発行スプレッドが拡大しているが、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総じて緩和的な状況にあるとの見方で一致した。ただし、ある委員は、中小企業の資金繰り判断や、中小企業からみた金融機関の貸出態度が慎重化している点には注意が必要であると述べた。

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、2008年度から2009年度にかけての経済は、均してみれば、概ね潜在成長率並みの緩やかな成長を続ける可能性が高いとの見方を共有した。

こうした見通しの背景について、複数の委員は、輸出は米国向けの減少が新興国向けでカバーされ、全体として増勢を鈍化させつつも増加する可能性が高いと指摘した。企業部門について、何人かの委員は、高水準の企業収益と緩和的な金融環境のもとで、設備投資は増加基調を辿るとみられるが、原材料高による収益の伸び悩みや資本ストック循環の観点から、増加テンポは鈍化するとの見方を示した。家計部門について、複数の委員は、雇用者所得が緩やかに増加するもとで個人消費は緩やかに増加するが、人件費抑制姿勢は根強く、賃金の伸び率は緩やかなものにとどまるほか、身の回り品の価格上昇による実質所得の伸び悩みなどから、目立った増加は期待できないと述べた。

物価面では、委員は、国内企業物価指数は、原油などの商品市況や為替相場にも左右されるが、上昇を続けるとみられる、との見解で一致した。また、消費者物価指数（除く生鮮食品）については、委員は、需給ギャップが概ね横ばい圏内で推移する中、石油製品や食料品の価格

上昇テンポを反映して、均してみれば、前年比1%程度の上昇になるとの認識を共有した。

以上の見通しに関する上振れ・下振れ要因について、多くの委員は、海外経済や国際金融市場の動向、エネルギー・原材料価格の動向など、現在は、見通しの不確実性がとりわけ大きいとの認識を示した。

海外経済や国際金融市場の動向に関し、国際金融市場について、複数の委員は、現在、市場の過度の悲観論が修正されつつあるものの、問題の根本にある原資産の価格下落が続いているほか、金融機関の損失拡大や資本不足への懸念は払拭されておらず、楽観視できないとの認識を示した。こうした認識のもとで、委員は、米国経済について、住宅市場の調整や金融資本市場の動揺がより深く、長くなる場合には、景気が下振れ、それが他地域に影響を及ぼすことによって、世界経済全体も下振れるリスクがあるとの認識を共有した。何人かの委員は、金融環境のタイト化と実体経済の悪化という、金融と経済の負のフィードバック・メカニズムに歯止めがかかっていないと指摘した。このうちのある委員は、日本のバブル崩壊後の長期的な景気低迷の経験を踏まえれば、金融システムが安定しないと、金融緩和や減税の効果も限定的になる可能性があるとして付け加えた。欧州経済について、ある委員は、国際金融市場の変動が金融環境に及ぼす影響次第では、下振れるリスクがあるとの見方を示した。中国経済については、複数の委員が、固定資産投資などの内需動向が上振れ要因であると指摘したが、このうちのある委員は、北京オリンピック後の不確実性は大きいと付け加えた。また、複数の委員は、産油国は、内需の拡大による上振れ要因になるとの認識を示した。更に、何人かの委員は、ドルにペッグしている新興国では、米国の金利引き下げによって、機動的な金融政策対応を採りづらいため、景気過熱リスクがあると述べた。その上で、このうちの一人の委員は、これらの国では、インフレ圧力を適切なマクロ政策によって抑制できるか、注意してみていく必要があるとの認識を示した。

エネルギー・原材料価格動向について、複数の委員は、新興国の需要増加と投機資金の流入により上昇しているとの見方を示した。何人かの委員は、国際商品市況の上昇は、各国で、インフレ圧力の高まりを通じて、消費に悪影響を及ぼすほか、日本にとっても、交易条件悪化による海外への所得流出によって、企業の支出行動に負の影響を与えるため、注視する必要があると述べた。ただし、複数の委員は、国際商品市況の上昇は資源国の交易条件の改善でもあり、これらの国への輸出を通じて国内景気へのプラス要因としても働くと付け加えた。

緩和的な金融環境がもたらす影響について、多くの委員は、短期的には経済の減速により、緩和的な金融環境が金融・経済活動の振幅拡大につながるリスクは小さくなっていると述べた。しかし、海外経済の動向などの下振れリスクが薄れ、いわば霧が晴れてくれば、緩和的な金融環境がもたらすリスクが顕現化する可能性があるとして述べた。

物価見通しについて、多くの委員は、企業の価格転嫁の動きを映じて、一次産品価格上昇の影響が、川上から川下段階に一段と広がっているとの認識を示した。このうちのある委員は、現在の設備・労働の稼働状況を踏まえると、企業の価格転嫁の動きは長期にわたって緩やかに続く可能性があるとして付け加えた。別の委員は、小麦売渡価格等の公定価格の引き上げは、ラグをもって行われるため、その影響をよくみていく必要があると述べた。また、一人の委員は、生活必需品の価格上昇により消費者のインフレ予想は高まっており、その影響に注意すべきとの認識を示した。この間、ある委員は、物価の安定とは中長期的に考えるべき概念であり、物価が安定しているかどうかの判断では、短期的なインフレ率の変動というよりも、基調的な動きが重要と付け加えた。原油をはじめとする一次産品の価格動向について、ある委員は、当面は、国際商品市況の上昇による物価の上振れリスクが大きいとみられるが、これまでの上昇が極めて急速であるだけに、上下双方向に不確実性が高いと述べた。

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、すなわち先行き2009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、委員は、物価安定のもとでの持続的な成長が実現される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、より長期的な視点も踏まえつつ、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。委員は、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・原材料価格高など景気の下振れリスクに最も注意する必要があるとの認識を共有した。物価面では、エネルギー・原材料価格の上昇などにより上振れリスクがあるものの、「中長期的な物価安定の理解」から大きく乖離する可能性は小さいとの判断を共有した。ただし、経済の下振れリスクが薄れる場合には、緩和的な金融環境の長期化が経済・物価の振幅拡大をもたらすリスクの重要性が高まるとの見方で一致した。この点に関連し、ある委員は、様々な尺度を使って現在の政策金利水準を評価するなど、多面的に金融環境を点検していくことが重要と指摘した。

この間、リスク・バランス・チャートの位置付け等について議論が行われた。複数の委員は、不確実性が高い場合には、政策委員が想定しているリスクの分布を示すリスク・バランス・チャートは有益なコミュニケーション・ツールになり、金融政策の透明性向上に資するとの見方を示した。ある委員は、最も重要なのは経済・物価情勢のメカニズムであり、情報発信に当たっては、リスク・バランス・チャートで示された数字が一人歩きしないよう、メカニズムと数字をバランス良く説明していく必要があるとの認識を示した。この間、複数の委員は、リスク・バランス・チャートに対する市場の反応を見極めた上で、今後も公表するかどうかを検討すべきと述べた。

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、現在のように不確実性が極めて高い状況のもとで、予め特定の方向性を持つことは適当ではない、見通しの蓋然性と上下両方向のリスク要因を丹念に点検し、それらに応じて機動的に金融政策を行っていく、との認識を共有した。この間、ある委員は、金融政策が効果を発揮するためには、金融市場の安定性を維持することが重要と指摘した。その上で、この委員は、日本銀行は十分な流動性供給体制を持っており、引き続き、適切な金融市場調節を行うことで、市場の安定に努め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、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。

・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、企業収益が弱含み、生産が横ばいとなっているなど、このところ景気回復は足踏み状態にある。
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おり、消費者物価は石油製品等を除いたベースでわずかながら上昇している。
- 現下の経済・物価情勢のもとで、今後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。
- 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。

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。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。

- 今回発表される展望レポートにおいて、日本銀行が、経済・物価見通しや先行きの金融政策運営の考え方をどのように整理するのか、市場関係者の注目が集まっている。
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。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 経済の現状は、個人消費、設備投資および生産が引き続き横ばいとなっており、景気回復はこのところ足踏み状態にある。景気は先行き緩やかに回復していくと期待されるが、景気の下振れリスクが高まっており、慎重にみていく必要がある。また、国内要因からみた物価上昇圧力は依然として弱い。
- 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、現下の経済状況や下振れリスクの高まりにかんがみ、「成長力強化への早期実施策」を取りまとめ、着実に実行に移しているところ。日本銀行におかれては、透明性の向上、説明責任を果たすためのより良い枠組みの構築に向けて引き続き工夫するとともに、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、景気や物価の下振れリスク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：白川委員、西村委員、須田委員、水野委員、野田委員、
中村委員、亀崎委員

反対：なし

・「中長期的な物価安定の理解」の点検

日本銀行は2006年3月に「『物価の安定』についての考え方」を公表し、その中で「中長期的な物価安定の理解」（金融政策運営に当たり、中長期的にみて物価が安定していると各政策委員が理解する物価上昇率）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た。昨年4月の点検から1年を経過したことから、今回の会合で点検が実施された。

「中長期的な物価安定の理解」を検討する上での論点について、多くの委員は、消費者物価指数のバイアスに関し、統計作成当局の努力により、本年1月に実施された中間年における見直しを踏まえても、引き続き大きくないとの認識を示した。このうちのある委員は、バイアスは景気循環の過程で変動し、上方・下方両方向に存在するため、バイアスの大きさを固定的な数字で捉えることには問題があると述べた。また、物価下落と景気悪化の悪循環に備えた「のりしろ」に関しては、一人の委員は、経済や金融システムの状況に則して、実証的に評価すべきとの見解を示した。この点、多くの委員は、わが国においては、名目賃金の下方硬直性は小さいこと、金融システムの頑健性が高まっていることなどから、悪循環のリスクは小さいとの意見を述べた。ある委員は、金融政策運営上のゼロ金利制約についても、日本の経験では、いわゆる時間軸効果や為替レートの変化などを通じて、その制約は緩和されたと付け加えた。多くの委員は、各種サーベイ調査からみて、現状程度の消費者物価上昇率でも、国民が感じる物価上昇率はかなり高くなっているほか、「困ったことだ」とアンケートに答える人の割合が高まっていると指摘した。その上で、これらの委員は、中長期的に物価が安定していると家計や企業が考える物価上昇率は、引き続き低位に安定しているとの見解を示した。このうちの一人の委員は、国民が感じている物価の安定とは、インフレでも、デフレでもなく、バブルも発生しない状態ではないかと指摘した。その上で、この委員は、物価安定を考える場合には、物価上昇率の特定の水準というよりも、持続的な成長と両立可能な物価の状態を念頭におくことが必要であると付け加えた。

こうした議論を踏まえ、委員は、「中長期的な物価安定の理解」の数値についての議論を行った。複数の委員は1%を中心値として上下1%の範囲内との意見を述べた。また、何人かの委員は、1%程度を中心値として上下0.5%の範囲内との認識を示した。ある委員は、0.5~1%との意見を表明した。一人の委員は、1%よりもゼロ%に近いプラスを中心に考えていると述べた。以上を踏まえ、委員は、「『中長期的な物価安定の理解』は、消費者物価指数の前年比で0~2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、1%程度となっている」と整理することで一致した。

この間、ある委員は、「中長期的な物価安定の理解」に対するいくつかの批判について言及した。まず、レンジにゼロ%が含まれることに対する批判について、この委員は、ゼロ%は最も低いレンジを示した委員の下限であり、大勢として「中心値は1%程度となっている」ことについて理解を求めていくことが適当であると述べた。また、レンジが全体として海外に比べて低いという批判について、この委員は、海外においても、インフレーション・ターゲットや物価安定の定義は、当該国における物価のトラック・レコードを反映している面があり、実際にインフレ率が長期にわたって低位で推移していた日本において人々が物価が安定していると感じるレンジが低くなることは自然ではないかとの見解を示した。

・「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、5月1日に公表することとされた。

採決の結果

賛成：白川委員、西村委員、須田委員、水野委員、野田委員、
中村委員、亀崎委員

反対：なし

以 上

(別添)

2008年4月30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^(注))。

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：白川委員、西村委員、須田委員、水野委員、野田委員、中村委員、亀崎委員
反対：なし

(20 年 5 月 19、20 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2008 年 5 月 19 日 (14:00 ~ 16:17)
5 月 20 日 (9:00 ~ 12:00)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	白川方明	(総 裁)
	西村清彦	(副 総 裁)
	須田美矢子	(審議委員)
	水野温氏	(")
	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 (19 日)
	森山 裕	財務副大臣 (20 日)
内閣府	浜野 潤	内閣府審議官

(執行部からの報告者)

理事	山口廣秀
理事	堀井昭成
理事	井戸清人
理事	山本謙三
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
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（4月30日）で決定された方針¹に従って運営した。この結果、オーバーナイト金利は、概ね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。こうした中、ユーロ円金利先物レートも、振れを伴いつつも、横ばい圏内で推移している。

株価は、米欧株価に連れる形で、振れを伴いつつも、上昇傾向を辿った。日経平均株価は、最近では14千円台前半で推移している。

長期金利も、米欧長期金利に連れる形で振れの大きい展開が続いており、最近では1.6%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っており、足もとでは104円台で推移している。

3．海外金融経済情勢

米国経済は、引き続き停滞している。住宅市場の調整が長引き、個人消費は横ばい圏内の動きを続けているほか、設備投資は減速傾向が一段と強まっている。また、鉱工業生産、雇用者数も減少傾向にある。こうした中で、金融機関の与信姿勢のタイト化も、引き続き幅広い分野で進行している。物価面では、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%台前半となっている。

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。住宅投資が小幅の減少となっているほか、個人消費は、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減速している。一方、設備投資は増加傾向にある。ひと頃足踏み状態にあった輸出は増勢を取り戻している。ただし、サーベイデータは先行きの輸出減速を示唆している。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。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、輸出の減速が明らかとなってきたが、内需が堅調を維持していることから、全体では緩やかな景気拡大が続いている。物価面をみると、エネルギー・食料品価格の上昇から、多くの国で総合ベース消費者物価の上昇率が拡大している。

海外の金融資本市場をみると、一時の過度の悲観論は後退したが、短期金融市場の緊張感が根強く残るなど、不安定な状態が続いている。米欧の株価や長期金利は、振れの大きい展開を示す中で、方向としては上昇した。エマージング諸国・地域では、株価は米欧同様の動きとなり、対米国債スプレッドは、米国金利の動きを反映して一旦縮小した後、拡大した。

¹ 「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、1～3月もしっかりと増加した。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で、増加を続けていくとみられる。

国内民間需要をみると、企業収益が高水準ながら伸び悩んでおり、設備投資は増勢が鈍化している。先行指標である機械受注は、4～6月期の見通しが大幅なマイナスとなっている。過去の修正パターンからすれば上方修正される可能性は高いが、最近の収益環境を考えると、今年の場合、注意深くみていく必要がある。

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が、昨年後半に新車投入などから持ち直した後、足もとは横ばい圏内の動きとなっている。家電販売は増加を続けている。非耐久・半耐久消費財については、百貨店売上高が、衣料品や雑貨を中心に弱めの動きとなっている。スーパーやコンビニエンスストアの売上高は、食料品を中心に横ばい圏内の動きを続けている。サービス消費については、旅行取扱額は底堅く推移している一方、外食産業売上高は伸び悩んでいる。この間、消費者マインド指標は、石油製品や食料品の値上げの動きなどから、総じて慎重さを示す動きとなっている。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、底堅く推移すると考えられる。

住宅投資は、緩やかに回復している。先行指標である新設住宅着工戸数は、本年1月まで回復を続け、その後は回復の動きが一服している。こうした回復のもたつきには、マンション販売の低迷や鋼材価格の一段高などが影響していると考えられる。先行きの住宅投資は、回復傾向を辿るが、そのテンポは緩やかなものにとどまる可能性が高い。

生産は、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、企業の雇用不足感が強いもとで、雇用者所得は、緩やかな増加を続けている。この間、一人当たりの名目賃金は、このところ前年比プラスで推移している。先行きの雇用者所得は、雇用不足感が続くもとで、企業収益が幾分弱まりつつ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、原油が上昇を続けているほか、非鉄金属も高値圏で推移している。穀物は、小麦が反落する一方、とうもろこしが上昇するなど、まちまち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、昨年未頃からプラス幅が拡大し、足もと+1%程度となっている。先行きについては、経済全体の需給が概ねバランスした状態で推移するもとで、石油製品や食料品の価格上昇などから、プラス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。民間銀行は総じて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。企業の資金繰りは、中小企業でやや悪化しているが、全体としてみれば引き続き良好に推移している。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、エネルギー・原材料価格高の影響などから、減速している、先行きは、当面減速が続くものの、その後、緩やかな成長経路を辿ると予想される、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、全体として拡大が続いているが、国際金融市場の動揺が続き、米国経済が停滞するなど、ダウンサイド・リスクが引き続き高いとの認識を共有した。

国際金融市場の現状について、委員は、3月中旬にかけて広まった過度の悲観論は後退したが、短期金融市場の緊張感が根強く残っているほか、金融機関の貸出姿勢も厳格化しており、不安定な状態が続いているとの見方で一致した。何人かの委員は、短期金融市場では、各国中銀による流動性対策などが一定の効果을あげており、TEDスプレッドなどはひと頃に比べればやや縮小しているが、緊張感は根強いと述べた。何人かの委員は、企業の金融環境について、各種のクレジット・スプレッドの水準は依然として高い水準にあると指摘した。また、多くの委員は、金融機関の融資姿勢の厳格化が進んでおり、実体経済面への影響を注視していく必要があると述べた。

米国経済について、委員は、金融市場・資産価格・実体経済の負の相乗作用が、いつどのように収束に向かうのか、不確実性が大きいとの認識で一致した。何人かの委員は、住宅価格は下落を続けており、住宅市場の調整は依然続いていると述べた。また、複数の委員は、個人消費について、小売売上高はまずまずであるが、ガソリン価格の高騰もあって自動車販売が低調であり、全体として横ばい圏内の動きとなっていると指摘した。もっとも、別の複数の委員は、金融・建設業以外の企業決算はさほど悪くなく、米国経済が大きく下振れるリスクはやや後退したと述べた。

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成長を続けているとの見方で一致した。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、輸出が減速し始めているものの、全体としては緩やかな景気拡大が続いているとの見方で一致した。複数の委員は、中国の地震の影響については、現段階では入手可能な情報が限られているが、今後、経済・物価動向への影響を注視していく必要があると述べた。

グローバルな物価環境について、委員は、原油など国際商品市況は高水準にあり、世界的にインフレリスクが高まっているとの見方で一致した。多くの委員は、現在の一次産品の価格上昇の背景には、新興国の成長に伴う需要の増加があるが、それ以外にも、供給の制約、地政学的リスクの高まり、緩和的な金融環境、flight to simplicityの動きなど様々な要因が関連していると述べた。複数の委員は、一次産品価格の上昇に伴う所得流出は、新興国などへの日本の輸出増加と同時に生じており、単なる供給ショックとして捉えることは適当ではないと述べた。

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の、幅広い地域に向けて増加しており、先行きも、増加を続けていく可能性が高いとの認識で一致した。もっとも、一人の委員は、このところ原材料価格高や円高を反映して、輸出価格を引き上げる動きもみられており、これが海外景気の減速とあわせて、今後の輸出動向に与える影響を注視したいと述べた。

国内民間需要について、委員は、エネルギー・原材料高の影響などから、企業収益は伸び悩み、設備投資は増勢が鈍化しているとの認識で一致した。何人かの委員は、交易条件の悪化に

伴い、所得形成力は弱まっており、1～3月期のGDP統計でも、GDIの前年比がマイナスとなるなど所得形成の弱さが確認され、こうした動きが国内民間需要の下振れにつながらないか注意してみていく必要があると述べた。このほか、複数の委員は、特に中小企業において、原材料高や円高の影響を受けて、収益が伸び悩み、設備投資や雇用スタンスが慎重化している、と指摘した。委員は、先行きの設備投資は底堅いが、伸び率は緩やかなものとなる可能性が高いとの見方を共有した。多くの委員は、4～6月期の機械受注の見通しに言及し、過去の修正状況を勘案すれば、上方修正される可能性が高いとはいえ、企業収益の伸び悩みがながしに影響している可能性があるコメントした。これらの委員は、先行きの設備投資動向については、6月短観での設備投資計画の修正状況を含めて注視していきたいと述べた。

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、底堅く推移する可能性が高いとの認識を共有した。ただし、何人かの委員は、GDP統計における個人消費は、うるう年の影響で実勢よりも強めに出ている可能性があるほか、消費者マインド指標も弱めの動きが続いているため、先行きの動向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、緩やかな増加を続けているとの認識を共有した。賃金について、何人かの委員は、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、複数の委員は、企業収益が伸び悩む中で、夏季賞与は低めの伸びになる可能性が高い、と述べた。雇用者数について、多くの委員は、短期的な振れが小さいとされる毎月勤労統計の常用雇用者数が前年比2%程度の伸びで推移している一方、調査対象の広い労働力調査はこれより弱めの動きとなっており、中小企業を中心に限界的な労働需要が鈍化している可能性がある指摘した。

住宅投資について、委員は、緩やかに回復しているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、回復傾向を辿るがそのテンポは緩やかと予想されるとの見方を共有した。ある委員は、マンションを中心に、これまでの価格上昇などを背景に、需要の弱さがみられていると指摘した。

生産について、委員は、このところ横ばい圏内の動きとなっており、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。

消費者物価指数(除く生鮮食品)について、委員は、経済全体の需給が概ねバランスした状態で推移するもとで、石油製品や食料品の価格上昇などから、前年比プラスを続けていくとの見方で一致した。何人かの委員は、身の回り品の値上げが続いていることから、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動への影響を注意してみていく必要があると述べた。別の何人かの委員は、揮発油税等の暫定税率期限切れに伴い、4月の前年比は3月よりも低下すると予想されるが、ガソリンや食料品などで価格転嫁の動きが続いており、物価の基調的な上昇モメンタムに変化はない、とコメントした。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、引き続き緩和的な状態が維持されているとの認識を共有した。委員は、CP・社債市場は、下位格付先では発行スプレッドが拡大しているが、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総じて緩和的な状態にあるとの見方で一致した。また、短期金融市場の動向について、委員は、日本の短期金融市場は、米欧に比べて引き続きかなり安定しているとの認識で一致した。何人かの委員は、このところ、債券市場が不安定な動きとなっていると指摘した。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢を踏まえ、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、エネルギー・原材料価格高の影響から当面減速するが、その後は緩やかな成長経路を辿ると予想される、もっとも、海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性など、ダウンサイド・リスクは引き続き大きい、こうしたもとの、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、経済・物価の見通しとその蓋然性、上下両方向のリスク要因を丹念に点検しながら、それらに応じて機動的に金融政策運営を行うという、展望レポートで示した考え方を維持していくことが適当であるとの認識を共有した。複数の委員は、景気については下振れリスクが高い状況にあるが、政策判断にあたっては、常に景気と物価の両方に注意を払っていることを対外的に説明していく必要があると述べた。

委員は、エネルギー・原材料価格の上昇に起因する物価上昇について、その背景と政策対応について討議を行った。ある委員は、現在生じている一次産品価格の上昇は、需要ショックと供給ショックの2つの面で日本経済に影響を及ぼしており、これらのショックが持続的に続いていることに特徴があると述べた。この委員は、一次的な供給ショックについては、インフレ予想の変化を通じて二次的な影響が生じないのであれば、必ずしも金融政策で対応する必要はないというのが教科書的な回答であるが、現在は、持続的で複合的なショックが生じているため、政策対応は難しくなっていると述べた。何人かの委員は、現在生じている一次産品価格の上昇の背景には、新興国の高成長というファンダメンタルズがあり、日本経済にとっては、輸出増加という需要ショックと輸入品価格の上昇という供給ショックの両方をもたらしていると述べた。これらの委員は、こうした需要ショックと供給ショックが、マクロ的な需給バランス全体にどのような影響を与えていくのかについて丹念にみていく必要があると述べた。また、ある委員は、一次産品価格の上昇は、相対価格の変化をもたらす、資源配分の調整を促すが、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動次第では、一般物価水準の大きな変動につながるリスクもあるので、これらの動向に注意しながら、金融政策運営を行う必要があると述べた。

また、こうした物価情勢において、どのような物価指標をみていくことが適当かについても議論が行われた。ある委員は、持続的なエネルギー・原材料価格の上昇が生じている現状では、それらを除いた米国式のコア消費者物価指数は、物価の実勢を表していない可能性がある点には十分留意する必要があると述べた。別の委員は、重要なことは、ヘッドライン消費者物価の中長期的なトレンドを把握する上で、どのような指標が有効であるかという観点であると指摘した。また、別の委員は、そうした中長期的な消費者物価のトレンドをみる上では、生鮮食品を除く消費者物価指数や刈り込み平均指数が有益であると述べた。また、ある委員は、現在のように川上から川下に価格転嫁が進んでいく状況では、企業物価指数も引き続き重要な指標であると述べた。これらの議論を経て、委員は、様々な物価指標を丹念に点検しつつ、消費者物価のトレンドを把握することを通じて、中長期的にみて物価安定のもとでの持続的成長を目指すことが適当であるとの見方で一致した。

前回の展望レポートで示されたリスク・バランス・チャートについて、多くの委員は、先行きの上振れ・下振れのリスクについて視覚的に表現しており、市場との対話の有効なツールとなっていると述べた。ただし、複数の委員は、局面によってはリスク・バランス・チャートでは誤解を与えるケースも想定されるので、展望レポートにおける定性的な議論とともに情報発信していくことが、引き続き重要であると述べた。また、複数の委員は、世界的にも中銀のコミュニケーションは常に見直されており、有効なツールについて常に検討していくことが必要であると述べた。多くの委員は、引き続き市場の反応をみた上で、今後もリスク・バランス・

チャートの公表を続けていくかどうかを判断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。

- わが国の経済は、企業収益は弱含み、生産が横ばいとなっているなど、このところ景気回復は足踏み状態にある。
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おり、消費者物価は石油製品等を除いたベースでわずかながら上昇している。
- 現下の経済・物価情勢のもとで、今後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。
- 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。
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。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。
- 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。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 経済の現状は、個人消費、設備投資および生産が引き続き横ばいとなっており、景気回復はこのところ足踏み状態にある。景気は先行き緩やかに回復していくと期待されるが、景気の下振れリスクが高まっており、慎重にみていく必要がある。物価の動向については、引き続き注意深くみていく必要がある。
- 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、現下の経済状況や下振れリスクの高まりにかんがみ、「成長力強化への早期実施策」を着実に実行に移しているところ。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、景気や物価の下振れリスク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：白川委員、西村委員、須田委員、水野委員、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（5月20日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は5月21日に、それぞれ公表することとされた。

・議事要旨の承認

前々回会合（4月8、9日）の議事要旨が全員一致で承認され、5月23日に公表することとされた。

以 上

(別添)

2008年5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^(注))。

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：白川委員、西村委員、須田委員、水野委員、野田委員、中村委員、亀崎委員
反対：なし

(20 年 6 月 12、13 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2008 年 6 月 12 日 (14:00 ~ 16:45)
6 月 13 日 (9:00 ~ 12:19)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	白川方明	(総 裁)
	西村清彦	(副 総 裁)
	須田美矢子	(審議委員)
	水野温氏	(")
	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	山口廣秀
理事	堀井昭成
理事	井戸清人
理事	山本謙三
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	山口智之
企画局企画役	大谷 聡

・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（5月19、20日）で決定された方針¹に従って運営した。この結果、オーバーナイト金利は、概ね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、振れを伴いながら、期先限月を中心に一段と上昇した。

株価は、米欧株価に連動する傾向は続いているが、足もとは、軟調な展開となった米欧と比べれば幾分底堅い動きを示し、日経平均株価は最近では14千円前後で推移している。

長期金利は、米欧長期金利の動向や一部金融機関のポジション調整の影響から、一段と上昇し、最近では1.8%台で推移している。

円の対米ドル相場は、振れを伴いながらも緩やかなドル高・円安方向の動きが続いており、足もとでは107円台で推移している。

3．海外金融経済情勢

米国経済は、引き続き停滞している。住宅市場では大幅な調整が続いている。個人消費は横ばい圏内の動きを続けているほか、設備投資ははっきりと減速している。また、鉱工業生産、雇用者数も減少傾向にある。物価面では、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%台前半となっている。

欧州についてみると、ユーロエリア経済では、緩やかに減速しつつも成長を続けている。設備投資は引き続き増加傾向にある。輸出は緩やかな増加基調にあるが、サーベイデータは先行きの減速を示唆している。また、住宅投資が減少傾向となっているほか、個人消費も減速している。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伸びを高めている。英国経済は、住宅市場の大幅な調整などから減速している。

アジア経済についてみると、中国では、内外需とも高い成長が続いている。インド経済では、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・地域では、全体として引き続き緩やかに景気が拡大しているが、輸出の減速傾向が続いているほか、足もとでは内需にも減速の兆しが表れている。物価面をみると、エネルギー・食料品価格の上昇から、多くの国で総合ベース消費者物価の上昇率が拡大している。

海外の金融資本市場をみると、米欧金融機関に対する損失懸念やインフレ・景気悪化懸念などから、不安定な状態が続いている。こうした中で、米欧の株価は下落し、長期金利は上昇した。エマージング諸国・地域においても、株価はインフレ率の上昇などが嫌気され、米欧市場と同様に下落した。

¹ 「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、足もと幾分鈍化しつつも増加を続けている。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、企業収益は交易条件の悪化等を背景にこのところ減少しており、設備投資は増勢が鈍化している。先行指標である機械受注は、高水準横ばい圏内での推移となっている。

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が、昨年後半に新車投入などから持ち直した後、振れを均してみると、横ばい圏内の動きとなっている。家電販売は、薄型テレビなどのデジタル家電が好調な中、堅調な増加を続けている。非耐久・半耐久消費財については、百貨店売上高が、衣料品や雑貨を中心にやや弱めに推移している。食料品を中心とするスーパーやコンビニエンスストアの売上高は、横ばい圏内の動きを続けている。サービス消費については、旅行取扱額は底堅く推移している一方、外食産業売上高は伸び悩んでいる。この間、消費者マインド指標は、石油製品や食料品の値上げの動きが広がるもとの、更に慎重化している。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、底堅く推移すると考えられる。

住宅投資は、緩やかに回復している。先行指標である新設住宅着工戸数は、本年1月まで回復を続け、その後は回復の動きが一巡している。こうした回復のもたつきには、マンション販売の低迷や鋼材価格の一段高などが影響していると考えられる。先行きの住宅投資は、回復の動きが徐々に一巡していくと予想される。

生産は、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、企業の雇用不足感が強いもとの、雇用者所得は、緩やかな増加を続けている。この間、一人当たりの名目賃金は、このところ前年比プラスで推移している。先行きの雇用者所得は、雇用不足感が続くもとの、生産が横ばいから次第に増加に転じていく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、国際商品市況は上昇している。原油が最高値を記録するなど上昇を続けているほか、非鉄金属や穀物も総じて高値圏にある。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、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+1%程度となっている。先行きについては、経済全体の需給が概ねバランスした状態で推移するもとの、石油製品や食料品の価格上昇などから、プラス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。民間の資金需要は緩やかに増加している。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なお高めの水準にあるが、全体としてみれば、良好な状況にある。民間銀行は総じて緩和的な貸出姿勢を続けており、民間銀行貸出は増加している。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。企業の資金繰りは、中小企業でやや悪化しているが、全体としてみれば引き続き良好に推移している。この間、マネーストック(M2)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、エネルギー・原材料価格高の影響などから、減速している、先行きは、当面減速が続くものの、その後、緩やかな成長経路を辿ると予想される、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、国際金融市場の動揺、米国経済の停滞など、引き続きダウンサイド・リスクが高いとの認識を共有した。

国際金融市場の現状について、委員は、米欧金融機関の損失拡大懸念、米国経済の先行きに対する懸念、世界的なインフレの高まり等を背景に、不安定な状態が続いているとの見方で一致した。何人かの委員は、米欧金融機関の損失額や格付け引き下げの公表などをきっかけに、CDS等からみる信用スプレッドが再び拡大していると述べた。そのうちのある委員は、米欧金融機関の資本増強策がどのように進むのかが重要なポイントになる、と付け加えた。何人かの委員は、短期金融市場では、各国中銀による流動性対策にもかかわらず、緊張感は依然として続いていると述べた。

米国経済について、委員は、引き続き停滞しており、先行きについても、金融市場・資産価格・実体経済の負の相乗作用が、いつどのように収束に向かうのか、不確実性が大きいとの認識で一致した。委員は、住宅価格の下げ幅が拡大するなど、住宅市場はなお調整が続いており、底打ち感がみられないとの見方を共有した。多くの委員は、戻し減税の効果から足もとの小売売上高は持ち直したものの、雇用情勢が悪化を続けているほか、消費者コンフィデンスも慎重さを増していることなどを背景に、基調的な消費動向の改善は確認できていないと述べた。

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成長が続いているとの見方で一致した。ただし、一人の委員は域外向けの輸出の伸びが鈍化してきているとの認識を示したほか、複数の委員はこのところ個人消費が弱めとなっていることを指摘した。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、輸出が減速し始めているほか、エネルギー・食料品価格の上昇などを背景に内需にも減速の兆しが窺われるものの、全体としては緩やかな景気拡大が続いているとの見方で一致した。

グローバルな物価環境について、委員は、原油など国際商品市況は高水準にあり、世界的にインフレリスクが一段と高まっているとの見方で一致した。ある委員は、新興国を中心に資源制約を上回る超過需要が発生していることが、エネルギー・原材料価格高の基本的な背景にあるとしたうえで、それらの国における政策対応が適切になされなければ、グローバルなインフレ圧力は高まることになるとの見方を示した。複数の委員は、グローバルな物価上昇に対して、金利の上昇が追いついていない可能性を指摘した。このうちのある委員は、その背景の一つとして、米ドルに対して固定的な為替相場制を採用している国について、米国の金利引き下げが影響を及ぼしていると述べた。何人かの委員は、新興国におけるエネルギーや穀物の価格に関する補助金等の措置が、市場メカニズムを歪めているとの見方を示した。また、何人かの委員は、エネルギー・原材料価格高が各国において2次的な物価上昇につながるかどうかは、賃金の動向が重要なポイントとなると指摘したうえで、ユーロエリアや新興国における賃金上昇圧力の高まりを注視していきたいと述べた。

わが国の輸出について、委員は、足もと幾分鈍化しているものの、幅広い地域に向けて増加しており、先行きも、増加を続けていく可能性が高いとの認識で一致した。何人かの委員は、4月の実質輸出の前月比が大きくマイナスとなったことは、為替換算や季節調整など技術的な要因による振れである可能性が高いとの認識を示した。ある委員は、幅広い地域に向けて増加

という基本的な判断を変える必要はないが、さすがにこれまでと比べて増加ペースは鈍ると考えられると述べた。委員は、世界経済が下振れリスクを抱えている状況だけに、今後ともきめ細かく輸出動向をみていく必要があるとの見解で一致した。

国内民間需要について、委員は、エネルギー・原材料価格高の影響などから、企業収益はこのところ減少しており、設備投資は増勢が鈍化しているとの認識で一致した。多くの委員は、第1四半期の法人季報での企業業績が前年比減収・減益となっていることにみられるように、交易条件の悪化の影響が明確になっており、先行きの設備投資のモメンタムが弱まっているとコメントした。そのうちの何人かの委員は、収益が厳しい状況にある中小企業を含め、企業の設備投資スタンスについて、来月初公表の6月短観などで確認していきたいと付け加えた。

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、底堅く推移する可能性が高いとの認識を共有した。ある委員は、最近の物価上昇が家計の実質購買力を低下させていると指摘した。また、別の委員は、それに加えて、物価上昇が消費者コンフィデンスを低下させていることや、企業収益の減少によって雇用・所得環境への影響が懸念されることも含め、先行きの消費動向については慎重に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、緩やかな増加を続けているとの認識を共有した。一人の委員は、雇用の需給環境は足もとやや緩和してきているが、雇用者数が引き続き増加していることが消費の下支え要因となっているとの見方を示した。別のある委員は、労働力調査による雇用者数は足もと伸び率が鈍化しており、有効求人倍率の低下とも合わせ、今後とも注視していきたいと述べた。

住宅投資について、委員は、緩やかに回復しているが、先行きについては、回復の動きが徐々に一巡していくとの見方を共有した。ある委員は、不動産業者への金融機関の融資姿勢の慎重化、マンション在庫の増加などが、住宅投資の回復にどのような影響を与えるか留意が必要であるとの見方を示した。別の委員は、建設資材価格の上昇が不動産業者の採算を悪化させており、特に地方において深刻な声が聞かれている、と述べた。

生産について、委員は、このところ横ばい圏内の動きとなっており、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との見方を共有した。ただし、ある委員は、在庫と出荷は概ねバランスのとれた状態にあるが、電子部品・デバイスについて在庫が幾分増加し最終需要に陰りがみられる点は注意が必要である、と指摘した。また、別の委員は、生産全体が落ち込むことは当面考えにくい、中小企業においては労働投入量がこのところ減少しており、交易条件悪化の影響をより強く受けている、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、揮発油税等の暫定税率が一時撤廃されたことから、4月の前年比は上昇率が鈍化したものの、5月以降はその影響が剥落する上、石油製品や食料品の価格上昇などから、上昇率が高まる可能性が高いとの見方で一致した。エネルギー・原材料価格の上昇が、物価全般に与える影響について議論が行われた。複数の委員は、わが国においては、賃金が目立って上昇しておらず、これまでのところ、石油製品や食料品の価格上昇が2次的な物価上昇に結びつく動きはみられていないと述べた。ある委員は、需要面からの価格上昇圧力は強くなく、現在のところ、値上げのモメンタムは、エネルギーや食料品など比較的限定的な範囲に止まっていると指摘した。一方、何人かの委員は、消費者が価格上昇に慣れてきていることなどを背景に、コスト高を価格に転嫁する企業の姿勢が徐々に強まっているとの認識を示した。こうした議論を経て、委員は、国際商品市況の高騰が進む中、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動を含め、先行きの物価動向について、より注意深くみ

ていく必要があるとの認識を共有した。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、引き続き緩和的な状態が維持されているとの認識を共有した。委員は、CP・社債市場は、下位格付先では発行スプレッドがなお高めの水準にあるが、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総じて緩和的な状態にあるとの見方で一致した。

・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、日本経済は、エネルギー・原材料価格高の影響から当面減速するが、その後は緩やかな成長経路を辿る可能性が高い、もっとも、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は、引き続き、注意が必要である、物価面では、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動を含め、先行きの物価動向について、より注意深くみていく必要がある、こうしたもとの、今後公表される指標や情報、内外の金融市場の状況などを丹念に点検し、情勢を更に見極めることが適切である、との認識を共有した。

委員は、先行きの金融政策の運営について、経済・物価の見通しとその蓋然性、上下両方向のリスク要因を丹念に点検しながら、それらに応じて適切な政策を機動的に行うという、これまでの考え方を維持していくことが適当であるとの認識で一致した。

複数の委員は、国際商品市況高騰の影響の表れ方はそれぞれの国の状況に応じて異なっており、したがって金融政策の方向性にも違いが生じうると述べた。わが国経済について、何人かの委員は、国際商品市況が高騰を続ける中で、景気については下振れ方向、物価については上振れ方向で、それぞれリスクが高まっているとの見方を示した。複数の委員は、需要が旺盛で賃金上昇圧力が強い国と異なり、わが国の現在の局面においては物価面のリスクよりも景気の下振れリスクを重視すべきであると述べた。

複数の委員は、金融政策が効果を発揮するには長いラグを伴うため、中央銀行としては、足もとの物価動向よりもやや長い目でみた基調的な物価動向に注意を払うべきであり、そうした観点から、人々の中長期的な物価観に変化が生じるかが、政策判断を行う際の重要なポイントの一つになる、との認識を示した。ある委員は、世界的なインフレ傾向が強まる中で、わが国もそれと無縁であることはなく、インフレ予想が高まることを未然に防ぐ観点から、物価安定のもとでの持続的な成長パスを辿っていることにある程度の確信を得られれば、漸進的かつ早めに政策対応する必要があると述べた。

・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、企業収益は弱含み、輸出は伸びが鈍化するなど、このところ景気回復は足踏み状態にある。
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おり、消費者物価は石油製品等を除いたペースでわずかながら上昇している。
- 現下の経済・物価情勢のもとで、今後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。

- 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。
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。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。
- 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。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 経済の現状は、個人消費や設備投資が横ばいとなっており、このところ回復が足踏み状態にある。景気は先行き緩やかに回復していくと期待されるが、景気の下振れリスクが高まっており、慎重にみていく必要がある。物価の動向については引き続き注意深くみていく必要がある。
- 経済財政諮問会議において、現在の厳しい状況からの脱却と持続的成長の実現を目指し、「経済成長戦略」を取りまとめた。今後政府は本戦略を踏まえ、成長力を強化し、豊かで安心できる国民生活を実現するための経済財政改革の道筋を示す「基本方針 2008」の取りまとめに向け、鋭意作業を進めて参る。
- 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、景気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：白川委員、西村委員、須田委員、水野委員、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（6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6月16日に、それぞれ公表することとされた。

・議事要旨の承認

前々回会合（4月30日）および前回会合（5月19、20日）の議事要旨が全員一致で承認され、6月18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7月～2009年6月における金融政策決定会合等の日程が別添2のとおり承認され、即日公表することとされた。

以 上

(別添 1)

2008年6月13日
日 本 銀 行

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

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

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：白川委員、西村委員、須田委員、水野委員、野田委員、中村委員、亀崎委員
反対：なし

(別添 2)

2008年6月13日
日本銀行

金融政策決定会合等の日程(2008年7月～2009年6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>		(1月27日<火>)
2009年1月	21日<水>・22日<木>	22日<木>		(2月24日<火>)
2月	18日<水>・19日<木>	19日<木>		(3月23日<月>)
3月	16日<月>・17日<火>	17日<火>		(4月10日<金>)
4月	6日<月>・7日<火> 28日<火>	7日<火>	28日<火>	(5月7日<木>) (5月27日<水>)
5月	21日<木>・22日<金>	22日<金>		(6月19日<金>)
6月	15日<月>・16日<火>	16日<火>		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 7 月 14、15 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2008 年 7 月 14 日 (14:00 ~ 16:31)
7 月 15 日 (9:00 ~ 13:19)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	白川方明	(総 裁)
	西村清彦	(副 総 裁)
	須田美矢子	(審議委員)
	水野温氏	(")
	野田忠男	(")
	中村清次	(")
	亀崎英敏	(")

4 . 政府からの出席者 :

財務省	川北 力	大臣官房総括審議官
内閣府	藤岡文七	内閣府審議官

(執行部からの報告者)

理事	山口廣秀 (14 日 14:00 ~ 14:26、 16:00 ~ 16:31、15 日)
理事	堀井昭成
理事	井戸清人
理事	山本謙三
企画局長	雨宮正佳
企画局参事役	鮎瀬典夫 (15 日 12:33 ~ 13:19)
企画局参事役	内田真一 (14 日、15 日 9:00 ~ 13:01)
企画局参事役	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	沼波 正

(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	中村康治
企画局企画役	藤田研二 (15 日 12:33 ~ 13:19)

・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（6月12、13日）で決定された方針¹に従って運営した。この結果、オーバーナイト金利は、概ね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、期先限月を中心に低下した。

株価は、米欧株価に連れて下落し、日経平均株価は足もとでは13千円前後で推移している。

長期金利は、米国長期金利の低下や景気の先行き見通しの慎重化から低下し、最近では1.6%台で推移している。

円対米ドル相場は、振れを伴いながらも横ばい圏内の動きとなっており、足もとでは107円台で推移している。

3．海外金融経済情勢

米国経済は、引き続き停滞している。住宅市場では大幅な調整が続いている。個人消費は、基調としては横ばい圏内の動きを続けているほか、設備投資ははっきりと減速している。また、鉱工業生産、雇用者数は減少を続けている。物価面では、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%台前半となっている。

欧州についてみると、ユーロエリア経済では、緩やかに減速しつつも成長を続けている。設備投資は引き続き増加傾向にある。輸出は緩やかな増加基調にあるが、サーベイデータは先行きの減速を示唆している。また、住宅投資が減少傾向となっているほか、個人消費も減速している。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伸びを高めている。欧州中央銀行は、7月3日の定例理事会で、政策金利を0.25%引き上げ、4.25%とした。英国経済は、住宅市場の大幅な調整などから減速している。

アジア経済についてみると、中国では、内外需とも高い成長が続いている。インド経済は、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・地域では、全体として引き続き緩やかに景気が拡大しているが、輸出の減速傾向が続いているほか、足もとでは内需にも減速の兆しが表れている。物価面をみると、エネルギー・食料品価格の上昇から、多くの国で総合ベース消費者物価の上昇率が拡大している。

海外の金融資本市場をみると、米欧金融機関の損失拡大懸念の再燃や世界的なインフレ懸念などから、不安定な状態が続いている。こうした中で、米欧の株価は大幅に下落し、長期金利は低下した。エマージング諸国・地域においても、株価はインフレ率の上昇などが嫌気され、米欧市場と同様に大幅に下落した。エマージング諸国・地域の多くでは、インフレ圧力の増大を背景に、金融の引き締めが実施された。

¹ 「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、足もと鈍化しつつも増加基調を続けている。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で、増加基調を続けていくとみられる。

国内民間需要をみると、企業収益は交易条件の悪化等を背景に減少しており、企業の業況感も引き続き慎重化している。そうしたもとで、設備投資は増勢が鈍化している。先行きは、世界経済が拡大を持続するとみられることや、エネルギー・原材料価格の上昇が緩やかになるに連れて、企業収益が増益基調に復すると考えられることなどから、当面やや伸び悩みつつも、その後は次第に底堅さを増していくと予想される。

個人消費は、石油製品や食料品などの価格上昇が続く中で、このところやや伸び悩んでいる。家電販売は、薄型テレビなどのデジタル家電が好調な中、堅調な増加を続けている。一方、乗用車新車登録台数は、このところ、ガソリン高の影響もあって伸び悩んでいる。非耐久・半耐久消費財については、百貨店売上高が、衣料品や雑貨を中心に弱めの動きを続けている。スーパーの売上高は、横ばい圏内の動きを続けている一方、コンビニエンスストアの売上高は、たばこの増加などから、このところ強めの動きとなっている。サービス消費については、旅行取扱額は頭打ち感がみられるほか、外食産業売上高は伸び悩みが続いている。この間、消費者マインド指標は、石油製品や食料品の値上げの動きが広がるもとで、更に慎重化している。先行きの個人消費は、当面やや伸び悩む可能性が高いが、雇用者所得が緩やかな増加傾向を辿るもとで、価格上昇の動きが一巡するに連れて、次第に底堅さを取り戻していくと考えられる。

住宅投資は、回復の動きが一巡している。先行指標である新設住宅着工戸数は、本年1月まで回復を続けたが、その後は回復がもたついており、その背景には、マンション販売の低迷や鋼材価格の一段高などが影響していると考えられる。先行きの住宅投資は、着工戸数の動きなどからみて、当面は横ばい圏内で推移すると予想される。

生産は、このところやや弱め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、その後増加基調に復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、企業の雇用不足感が続くもとで、雇用者所得は、緩やかに増加している。この間、一人当たりの名目賃金は、このところ前年比プラスで推移している。先行きの雇用者所得は、雇用不足感が続くもとで、生産が横ばいのあと、次第に増加基調に復していくとみられることなどから、緩やかな増加傾向を辿るとみられる。

物価面をみると、国際商品市況は上昇している。原油価格が最高値を記録するなど上昇を続けているほか、一頃軟化気味となっていた非鉄金属や穀物の価格も、再び強含んでいる。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、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+1%台半ばとなっている。先行きについては、経済全体の需給が概ねバランスした状態で推移するもとで、石油製品や食料品の価格上昇などから、当面、現状程度ないしそれを幾分上回るプラス幅で推移すると予想される。

(2) 金融環境

企業金融を巡る環境は、緩和的な状態にある。民間の資金需要は緩やかに増加している。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なお高めの水準にあるが、全体としてみれば、良好な状況にある。民間銀行は総じて緩和的な貸出姿勢を続けており、民間銀行貸出は増加している。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。企業の資金繰りは、全体としてみれば引き続

き良好に推移しているが、中小企業でやや悪化している。この間、マネーストック（M2）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、エネルギー・原材料価格高を背景に、設備投資や個人消費の伸びが鈍化するなど、更に減速している、先行きは、当面減速が続くものの、その後次第に緩やかな成長経路に復していくと予想される、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、国際金融市場の動揺、米国経済の停滞など、引き続きダウンサイド・リスクが高いとの認識を共有した。

国際金融市場の現状について、委員は、米欧金融機関の損失拡大懸念、世界的なインフレ圧力の高まり等を背景に、不安定な状態が続いているとの見方で一致した。

米国経済について、委員は、引き続き停滞しており、先行きについても、金融市場・資産価格・実体経済の負の相乗作用が、いつどのように収束に向かうのか、不確実性が大きいとの認識で一致した。委員は、住宅価格の下げ幅が拡大するなど、住宅市場はなお調整が続いており、底打ち感がみられないとの見方を共有した。何人かの委員は、戻し減税の効果から足もとの小売売上高は持ち直したものの、雇用情勢が悪化を続けているほか、消費者コンフィデンスも慎重さを増していることなどを背景に、基調的な消費動向の改善は確認できていないと述べた。これらの委員は、先行き、減税効果が薄れてくれば、個人消費も弱まっていく可能性があることに注意する必要があると述べた。

欧州経済について、委員は、ユーロエリアでは、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。ただし、複数の委員は域内における成長率の違いが大きくなっていると付け加えた。また、別の複数の委員は、サーベイデータなどによると、先行き、景気は更に減速する可能性があるとして述べた。

アジア経済について、委員は、中国、インドでは、高成長が続いているとの見方を共有した。また、NIEs、ASEAN諸国・地域でも、輸出が減速し始めているほか、エネルギー・食料品価格の上昇などを背景に内需にも減速の兆しが窺われるものの、全体としては緩やかな景気拡大が続いているとの見方で一致した。

グローバルな物価環境について、委員は、原油など国際商品市況は上昇しており、世界的にインフレ圧力が一段と高まっているとの見方で一致した。何人かの委員は、エネルギー・原材料価格だけでなく、2次的効果から、物価全般が上昇している国がみられているが、それらの国では金融引き締めが十分ではないのではないかと述べた。

わが国の輸出について、委員は、足もと鈍化しているものの、海外経済の拡大を背景に増加基調を続けており、先行きも増加基調を続けていく可能性が高いとの認識で一致した。ただし、何人かの委員は、海外経済減速の影響が輸出に現れつつあるように窺えるため、今後、減速の程度には留意していく必要があると述べた。

国内民間需要について、委員は、交易条件の悪化等を背景に企業収益は減少しており、企業の業況感も引き続き慎重化しているとの認識を共有した。委員は、設備投資は増勢が鈍化しているとの認識で一致した。6月短観について、多くの委員は、中小企業や非製造業大企業の設備投資計画は弱めであるが、製造業大企業については比較的しっかりしていると述べた。これらの委員は、中長期的な需要を見据えた投資や、エネルギー価格高のもとでの省力化投資が増えている可能性があるとして指摘した。もっとも、これらの委員も、先行きの景気情勢次第では、

設備投資の先送りのリスクがあることには注意が必要であると付け加えた。

個人消費について、委員は、石油製品や食料品の価格上昇が続く中で、このところやや伸び悩んでいるとの認識を共有した。何人かの委員は、7月の支店長会議において、物価高に伴う個人消費の伸び悩みを背景に、景気判断を下方修正したとの報告が多かったことを指摘した。先行きについて、委員は、個人消費は当面やや伸び悩むものの、価格上昇の動きが一巡してくれば、個人消費は次第に底堅さを取り戻していく可能性が高いとの認識を共有した。

雇用・所得面について、委員は、雇用者所得は、緩やかに増加しているとの認識を共有した。もっとも、複数の委員は、企業収益が悪化するもとで、賞与は抑制的なものとなっていると指摘した。また、別の複数の委員は、労働力調査による雇用者数は足もと伸び率が鈍化しているほか、有効求人倍率も低下を続けており、限界的には、労働需要が幾分減退している可能性があるとの指摘した。

住宅投資について、委員は、回復の動きが一巡しており、先行きについては、当面横ばい圏内で推移するとの見方を共有した。何人かの委員は、マンション販売の低迷や建設資材の価格上昇が住宅投資の回復のもたつきに影響していると述べた。

生産について、委員は、このところやや弱めの動きとなっているとの認識で一致した。先行きについては、当面横ばい圏内で推移するが、その後は、増加基調に復していく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。

消費者物価指数（除く生鮮食品）について、委員は、石油製品や食料品の価格上昇などから、上昇率が高まっているとの見方で一致した。エネルギー・原材料価格の上昇が、物価全般に与える影響について前回に続き議論が行われた。多くの委員は、わが国においては、賃金が目立って上昇しておらず、石油製品や食料品の価格上昇が2次的な物価上昇に結びつく動きは、今のところみられていないと述べた。何人かの委員は、企業は、賃金、なかでも賞与の業績連動を強めており、企業収益が悪化している現状では、当面、企業は抑制的な賃金スタンスを続けると見込まれると述べた。この間、ある委員は、消費者が価格上昇に慣れてきているほか、コスト高を価格に転嫁する企業の姿勢も徐々に強まってきており、2次的な物価上昇の兆しが出てこないかという点については、常に注意してみていく必要があると述べた。別の委員は、2次的な物価上昇が発生するかどうかは、民間のインフレ予想に依存するが、インフレ予想自体を計測することは難しく、賃金動向に着目しつつも、幅広い指標を丹念にみていく必要があると述べた。何人かの委員は、70年代における世界的な高インフレの原因について、需給ギャップの見誤り、インフレ許容的な金融政策運営などが指摘されており、こうした教訓を常に念頭におく必要があると述べた。こうした議論を経て、委員は、国際商品市況の高騰が進む中、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動を含め、先行きの物価動向について、より注意深くみていく必要があるとの認識を共有した。

中間評価について、委員は、4月の展望レポート公表時に比べ、エネルギー・原材料価格が上振れており、これが景気と物価の両面に影響を与えているとの見方を共有した。委員は、成長率については、2008年度を中心に幾分下振れる一方、物価は、国内企業物価、消費者物価（除く生鮮食品）ともに、2008年度を中心に上振れるとの意見で一致した。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、引き続き緩和的な状態が維持されているとの認識を共有した。委員は、CP・社債市場は、下位格付先では発行スプレッドがなお高めの水準にあるが、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総じて緩和的な状態にあると

の見方で一致した。もっとも、委員は、6月短観などでは、企業の資金繰りは、全体としてみれば引き続き良好に推移しているが、中小企業等でやや悪化していると指摘した。

・金融政策運営上の情報発信に関する委員会の検討の概要

委員は、金融政策運営上の情報発信について検討を行った。これまでの金融政策決定会合でも、市場との対話の有効なツールについて常に検討していくことが必要との認識が示されていたが、委員は、今回、情報発信のあり方について包括的な議論を行った。その際、委員は、2006年3月の「金融政策運営の枠組み」に沿って、適時かつ丁寧に説明する体制を充実させるための方策を考えていくべきであるとの認識を共有し、具体的な方策を検討した。

第一に、委員は、政策変更時のみならず、毎回の決定会合後に、「2つの柱」に基づく点検結果を公表することとすれば、より情勢変化に即した金融政策運営の説明が可能となるとの意見で一致した。第二に、委員は、金融政策の効果の波及には長く可変的なタイムラグがあることを踏まえると、展望レポートの見通し期間を延長し、平均して2年程度先までの見通しとリスク・バランス・チャートを示すことが適当であると述べた。第三に、委員は、展望レポートに加え、中間評価の際にも、政策委員の見通し計数やリスク・バランス・チャートを公表することは、情勢変化をより適時に、かつ分かりやすく説明するための有用な手段になるとの認識を共有した。第四に、委員は、適時の情報提供という観点からは、議事要旨についても、出来るだけ早期に公表することが望ましく、次回会合で承認の上、公表することが適当であるとの意見で一致した。

委員は、こうした方策について、金融政策の有効性を高めるという観点からも、また、独立した中央銀行としてアカウンタビリティを高めるという観点からも、適切なものであるとの認識を共有した。多くの委員は、見通し計数やリスク・バランス・チャートはあくまで、文章による経済・物価情勢メカニズムの説明に対する補完的な参考であり、その点について市場関係者等に理解してもらう必要があると述べた。多くの委員は、他の中央銀行の動向などを踏まえると、見通し計数などの公表は、四半期という頻度が適切であると述べた。この点に関し、何人かの委員は、経済・物価情勢の変化に適時に対応することは重要であるが、例えば月次でデータが公表される都度、見通し計数を見直すこととなると、かえって市場を混乱させることになることと述べた。

採決の結果、別添1のとおり対外公表することを、全員一致で決定した。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

委員は、日本経済は、エネルギー・原材料価格高を背景に、設備投資や個人消費の伸びが鈍化するなど、更に減速している、先行きについては、当面減速が続くものの、その後次第に緩やかな成長経路に復していくと予想される、物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、石油製品や食料品の価格上昇などから、足もと+1%台半ばとなっており、先行きは、当面上昇率がやや高まった後、徐々に低下していくと予想される、との認識を共有した。こうした議論を踏まえ、第1の柱、すなわち経済・物価情勢について最も蓋然性の高いと判断される見通しについて、委員は、物価安定のもとで持続的な成長を続ける可能性が相対的に高いとの認識で一致した。

次に、委員は、第2の柱、すなわち、より長期的な視点も踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行った。実体経済面では、委員は、国際金融資本市場は不安定な状態が続いており、米欧金融機関の損失拡大懸念等を背景に、各種の信用スプレッドが再び拡大しているほか、株価も下落している、米国経済が停滞するなど、世界経済には下振れ

リスクがある、国内民間需要については、国際商品市況の高騰に伴う所得形成の弱まりから下振れるリスクがある、との認識を共有した。物価面では、委員は、原油など国際商品市況高を背景に世界的にインフレ圧力が一段と高まっている、わが国の物価については、エネルギー・原材料価格の動向に加え、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動の変化など、上振れリスクに注意が必要であるとの見方で一致した。

この間、何人かの委員は、景気の下振れリスクが薄れる場合には、緩和的な金融環境の長期化が経済・物価の振幅をもたらすリスクが高まるため、こうしたリスクについては、常に念頭におく必要があると述べた。何人かの委員は、現在は、景気の下振れリスクと物価の上振れリスクの双方に注意が必要な局面になっており、物価安定のもとでの持続的成長が達成されるかどうかという観点から、情勢を丹念に分析する必要があると述べた。

こうした点検を踏まえた上で、先行きの金融政策の運営について、委員は、金融市場の安定を維持すると同時に、経済・物価の見通しとその蓋然性、上下両方向のリスク要因を丹念に点検しながら、それらに応じて適切な政策を機動的に行うという、これまでの考え方を維持していくことが適当であるとの認識で一致した。

以上のような点検を踏まえ、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。

・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。

- わが国経済の先行きについては、景気は緩やかに回復していくと期待されるが、米国の景気後退懸念や株式・為替市場の変動、原油価格の動向等から、景気の下振れリスクが高まっていることに留意する必要がある。
- このような経済情勢のもとで、今後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。
- 原油など価格の動き、サブプライム問題などの影響、米国経済を含む世界経済の動向については、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。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。
- 最後に、これまで申し上げているが、日本銀行におかれては、今後の経済動向の展望や、金融政策の考え方について、市場や国民に分かりやすくご説明することに引き続き配慮して頂きたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 経済の現状は、総じてみれば、景気回復が足踏み状態にあるが、このところ一部に弱い動きがみられる。景気は先行き緩やかに回復していくと期待されるが、景気の下振れリスクが高まっており、慎重にみていく必要がある。今回の中間評価では、想定していた経済・物価情勢との比較及び今後の見通しについて、原油等の影響を除く物価の基調的な動きを慎重に判断しながら、丁寧にご説明頂きたい。
- 政府は「原油等価格高騰対策」を取りまとめた。また、成長力を強化し、豊かで安心して暮らせる国民生活を実現するための経済財政改革の道筋を示す「基本方針 2008」を閣議決定し

た。今後、本基本方針に基づき、改革への取り組みを加速・深化する。

- 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。
- 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、適時適切な金融政策運営に努め、景気の下振れリスクや物価のリスクを考慮して、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）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す。

2. 対外公表文は別途決定すること。

採決の結果

賛成：白川委員、西村委員、須田委員、水野委員、野田委員、
中村委員、亀崎委員

反対：なし

．対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

対外公表文（「当面の金融政策運営について」、別添2）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、会合終了後、直ちに公表することとされた。

．議事要旨の承認

前回国会（6月12、13日）の議事要旨が全員一致で承認され、7月18日に公表することとされた。

．商工組合中央金庫の日本銀行に対する預け金の保有についての検討

1. 執行部からの提案内容

平成 20 年 10 月 1 日に商工組合中央金庫が株式会社に転換することとなっていることを踏まえ、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、商工組合中央金庫が日本銀行に対して一定額以上の預け金を保有するとの契約を締結することとしたい。

2. 委員会の検討・採決

採決の結果、上記案件について全員一致で決定され、对外公表することとされた。

以 上

(別添 1)
2008年7月15日
日 本 銀 行

「金融政策運営の枠組み」のもとでの情報発信の充実について

日本銀行は、2006年3月に導入した「金融政策運営の枠組み」のもとでの情報発信を充実するため、本日の政策委員会・金融政策決定会合において、以下の措置を実施することを決定した。これらの措置の狙いは、経済情勢は不断に変化し、先行きの見通しは常に不確実性を伴っていること、金融政策の効果の波及にはタイムラグがあることなどを踏まえ、経済・物価の現状と先行きおよびリスク要因について、枠組みに沿って、適時かつ丁寧に、説明する体制を整えることである。

1. 毎回の決定会合後に2つの柱に基づく点検結果を公表

「金融政策運営の枠組み」では、毎回の決定会合において、2つの柱に基づいて、経済・物価情勢の点検を行い、金融政策運営を決定することとしている。これまで、会合後の公表文では、政策変更の場合には決定内容とその背景を、また、現状維持の場合には決定内容のみを公表してきた。今後は、毎回の会合後に、決定内容に加え、その背景となる経済・物価情勢の評価を2つの柱に基づいて整理して示すとともに、先行きの金融政策運営の考え方について公表することとする。

なお、『金融経済月報』については、上記の背景を説明する資料として、決定会合の翌営業日に公表することとする。

2. 展望レポートの見通し期間を延長

『経済・物価情勢の展望』（展望レポート）では、これまで、当該年度および翌年度の見通しを公表してきたが、今後、10月の展望レポートにおいては、これに加え、翌々年度の見通しも公表することとする（本年10月より実施）。

3．政策委員の見通し計数、リスク・バランス・チャートを四半期毎に公表

本年4月の展望レポートで掲載したリスク・バランス・チャートについては、引き続き公表することとする。その上で、政策委員の見通し計数とリスク・バランス・チャートを、1月・7月の中間評価時にも、参考資料として公表することとする。

4．議事要旨を次回会合で承認の上公表

これまで、決定会合の議事要旨は、会合の日程に応じて、次回または次々回の会合で承認してきたが、今後は、次回会合で承認の上公表することとする。これに伴い、政策委員会議事規則を以下のとおり改正する。

第13条 第2項 議長は、委員会の承認を得るため、~~議長が委員会の承認を得てあらかじめ定める~~次回又は次々回の金融政策決定会合において議事要旨を提出する。

以 上

2008年7月15日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

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

無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.5%前後で推移するよう促す。

2．わが国の景気は、エネルギー・原材料価格高を背景に、設備投資や個人消費の伸びが鈍化するなど、さらに減速している。先行きは、当面減速が続くものの、その後次第に緩やかな成長経路に復していくと予想される。物価面では、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、石油製品や食料品の価格上昇などから、足許+1%台半ばとなっている。先行きは、当面上昇率がやや高まった後、徐々に低下していくと予想される。このように、わが国経済は、物価安定の下で持続的な成長を続ける可能性が相対的に高い。

3．4月の「展望レポート」で示した見通しに比べると、2008年度を中心に、成長率は幾分下振れる一方、物価は、国内企業物価・消費者物価(除く生鮮食品)とも上振れると予想される。

4．リスク要因をみると、国際金融資本市場は不安定な状態が続いている。また、米国経済など世界経済には下振れリスクがある。国内民間需要については、国際商品市況の高騰に伴う所得形成の弱まりから下振れるリスクがある。このように、景気の面では下振れリスクに注意する必要がある。物価面では、世界的にインフレ圧力が一段と高まっている。わが国の物価については、エネルギー・原材料価格の動向に加え、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動の変化など、上振れリスクに注意が必要である。この間、景気の下振れリスクが薄れる場合には、緩和的な金融環境の長期化が経済・物価の振幅をもたらすリスクが高まると考えられる。

5．日本銀行としては、金融市場の安定を維持すると同時に、経済・物価の見通しとその蓋然性、上下両方向のリスク要因を丹念に点検しながら、それらに応じて機動的に金融政策運営を行っていく方針である。

以 上

(注)賛成：白川委員、西村委員、須田委員、水野委員、野田委員、中村委員、亀崎委員。 反対：なし。

(参考1)

政策委員の大勢見通し

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)
2008年度	+1.2~+1.4 <+1.2>	+4.7~+5.0 <+4.8>	+1.7~+1.9 <+1.8>
4月時点の見通し	+1.4~+1.6 <+1.5>	+2.4~+2.8 <+2.5>	+0.9~+1.1 <+1.1>
2009年度	+1.4~+1.6 <+1.5>	+1.8~+2.0 <+1.8>	+1.0~+1.2 <+1.1>
4月時点の見通し	+1.6~+1.8 <+1.7>	+1.3~+1.8 <+1.5>	+0.8~+1.0 <+1.0>

(注1) 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。

(注2) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

(注3) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

対前年度比、%。

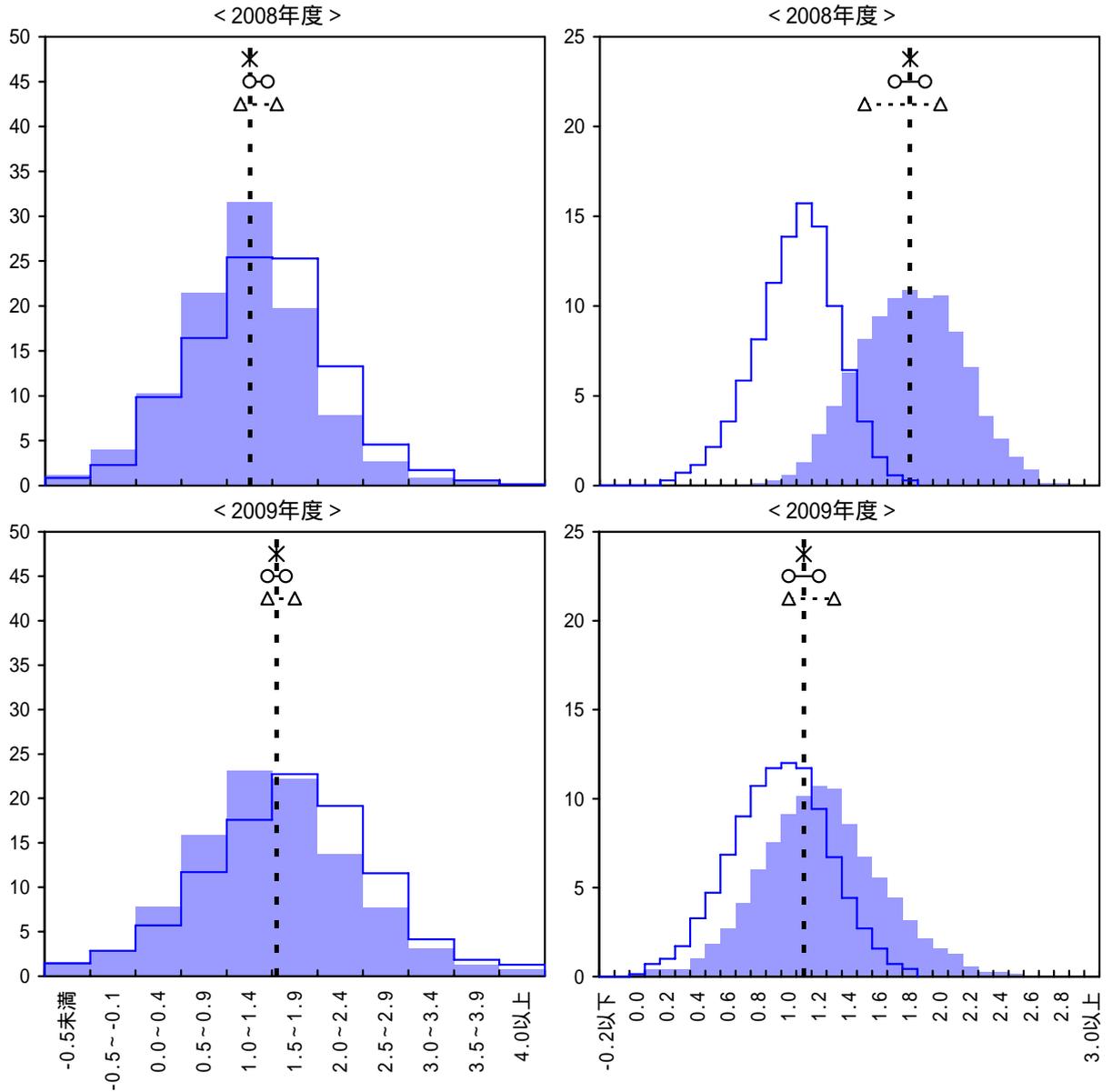
	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2008年度	+1.1~+1.5	+4.6~+5.2	+1.5~+2.0
4月時点の見通し	+1.4~+1.8	+2.3~+2.9	+0.9~+1.2
2009年度	+1.4~+1.7	+1.7~+2.4	+1.0~+1.3
4月時点の見通し	+1.5~+1.9	+1.3~+1.9	+0.8~+1.1

(参考2)

リスク・バランス・チャート

(1) 実質GDP

(2) 消費者物価指数(除く生鮮食品)



(注1) 縦軸は確率(%)を、横軸は各指標の値(前年比、%)を示す。今回の確率分布は棒グラフで示されている。実線は4月時点の確率分布を表す。

(注2) *および縦の点線は、政策委員の見通しの中央値を表す。また、 Δ で括られた範囲は政策委員の大勢見通しを、 \circ で括られた範囲は全員の見通しを、それぞれ表す。

(注3) リスク・バランス・チャートの作成手順については、本年4月の「経済・物価情勢の展望」BOXを参照。

(20 年 8 月 18、19 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2008 年 8 月 18 日 (14:00 ~ 16:51)
8 月 19 日 (9:00 ~ 12:25)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	白川方明	(総 裁)
	西村清彦	(副 総 裁)
	須田美矢子	(審議委員)
	水野温氏	(")
	野田忠男	(")
	中村清次	(")
	亀崎英敏	(")

4 . 政府からの出席者 :

財務省	川北 力	大臣官房総括審議官 (18 日)
	竹下 亘	財務副大臣 (19 日)
内閣府	藤岡文七	内閣府審議官

(執行部からの報告者)

理事	山口廣秀
理事	堀井昭成
理事	井戸清人
理事	山本謙三
企画局長	雨宮正佳
企画局参事役	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	沼波 正

(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
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（7月14、15日）で決定された方針¹に従って運営した。この結果、オーバーナイト金利は、概ね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、景気の先行き見通しの慎重化などを背景に、期先物を中心に低下した。

株価は、米欧株価につれて7月半ばに一旦反発したものの、7月後半には、国内景気や企業業績を巡る不透明感などを背景に再び低下するなど、不安定な地合いが続いている。足もとは、日経平均株価は13千円前後で推移している。

長期金利は、米欧長期金利の動向やわが国景気の先行き見通しの慎重化を背景に、低下しており、足もとは1.4%台で推移している。

円の対米ドル相場は、ドル高・円安方向の動きが続いており、足もとでは109～110円近傍で推移している。

3．海外金融経済情勢

米国経済は、引き続き停滞している。住宅投資は大幅な減少を続けており、住宅価格も下落している。個人消費は基調としては横ばい圏内の動きを続けているほか、設備投資の減速傾向も引き続き強い。こうした中、鉱工業生産は減少基調にあり、雇用者数も減少を続けている。物価面では、消費者物価の前年比上昇率は、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、ユーロエリア経済は、減速傾向がやや強まっている。設備投資の増勢は鈍化している。輸出は緩やかな増加基調にはあるが、サーベイデータは先行きの減速を引き続き示唆している。また、住宅投資が減少傾向にあるほか、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横ばい圏内の動きとなっている。物価面では、エネルギー・食料品価格の上昇が続く中で、消費者物価の前年比上昇率は引き続き高水準にある。この間、英国経済は、住宅市場の大幅な調整などから減速している。

アジア経済についてみると、中国では、内外需とも高い成長が続いている。インド経済は、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・地域では、輸出の減速傾向が続く中で、内需は堅調を維持しているため、これまでのところ、緩やかな景気拡大が続いている。もっとも、足もとでは、内需にも減速の兆しが表れている。物価面をみると、エネルギー・食料品価格の上昇から、多くの国で総合ベース消費者物価の上昇率が拡大している。

¹ 「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。」

海外の金融資本市場をみると、米欧金融機関の損失拡大懸念や景気悪化への懸念などから、不安定な状態が続いている。証券化商品市場の調整は継続しているほか、クレジット・スプレッドも高水準で推移している。米欧の株価は、原油価格の下落を主因に上昇した。長期金利は、米国では、利上げ観測の後退などから低下する局面もみられたが、株価上昇などを受けて小幅上昇した。欧州では景況感の悪化や利上げ観測の後退などから低下した。エマージング諸国・地域の多くでは、インフレ圧力の増大を受けて金融の引き締めが実施された。

4．国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、増勢が鈍化している。先行きについては、当面、海外経済の減速から、ごく緩やかな増加にとどまるとみられる。

国内民間需要をみると、企業収益が交易条件の悪化等を背景に減少しており、設備投資は横ばいとなってきている。先行きの設備投資は、当面、企業収益が減少を続けるもとで、伸び悩む可能性が高いとみられる。

個人消費は、雇用者所得の伸び悩みや石油製品・食料品価格の上昇などから、弱めの動きとなっている。家電販売が、薄型テレビなどのデジタル家電が好調な中、堅調な増加を続けているものの、乗用車新車登録台数が、ガソリン高の影響もあって低調に推移している。また、百貨店売上高が減少しているほか、スーパー売上高も弱めの動きとなっている。サービス消費についても、旅行取扱額が、航空運賃の燃油サーチャージの上昇もあって、海外旅行を中心にこのところ弱い動きとなっているほか、外食産業売上高も伸び悩みが続いている。この間、消費者コンフィデンスは、石油製品や食料品の値上げが続くもとで、更に慎重化している。先行きの個人消費は、当面、雇用者所得が横ばい圏内で推移するもとで、物価上昇の動きが続くことから、伸び悩む可能性が高いとみられる。

住宅投資は、回復の動きが一巡している。先行指標である新設住宅着工戸数は、本年1月まで回復を続け、その後は回復の動きが一巡している。こうした回復のもたつきには、マンション販売の低迷や鋼材価格の一段高などが影響していると考えられる。先行きの住宅投資は、着工戸数の動きなどからみて、当面は横ばい圏内で推移すると予想される。

生産は、弱めに推移している。先行きは、内外需要の動向を反映し、当面、弱めに推移するとみられる。在庫は、出荷が弱めに推移する中で、幾分増加しており、両者のバランスはやや悪化している。

雇用・所得環境をみると、雇用者所得はこのところ伸び悩んでいる。一人当たり名目賃金は、足もと、前年比プラス幅が縮小している。先行きの雇用者所得については、横ばい圏内の動きにとどまると予想される。

物価面をみると、国際商品市況は、足もとやや反落しているが、引き続き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大幅に上昇しており、先行きについては、当面、国際商品市況高の影響が残るため、上昇を続けるが、伸びは鈍化していく可能性が高い。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、+2%程度となっている。先行きについては、エネルギー・食料品の価格動向などを反映し、当面上昇率がやや高まった後、徐々に低下していくと予想される。

(2) 金融環境

企業金融を巡る環境は、総じて緩和的な状態にある。民間の資金需要は緩やかに増加している。CP・社債の発行環境をみると、下位格付先や一部業種では厳しくなっているものの、全体としてみれば、良好な状況にある。民間銀行は総じて緩和的な貸出姿勢を続けており、民間銀行貸出は、中小企業向けは前年を下回っているが、大企業向けを中心に増加している。企業の資金調達コストは横ばい圏内で推移している。企業の資金繰りは、全体としてみれば引き続き良好に推移しているが、中小企業でやや悪化している。この間、マネーストック(M2)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、わが国の景気は、エネルギー・原材料価格高や輸出の増勢鈍化などを背景に、停滞している、先行きは、当面停滞を続ける可能性が高いものの、設備・雇用面での過剰を抱えている訳ではないため、大きく落ち込む可能性は低く、国際商品市況高が一服し、海外経済も減速局面を脱するにつれて、次第に緩やかな成長経路に復していくと予想される、との見方で一致した。

海外経済に関して、委員は、全体として拡大しつつも、減速しており、国際金融市場の動揺、米国経済の停滞など、引き続き下振れリスクが高いとの認識を共有した。

国際金融市場の現状について、委員は、米欧金融機関の損失拡大懸念、世界経済の先行きへの懸念の高まり等を背景に、不安定な状態が続いているとの見方で一致した。何人かの委員は、消費者ローンの延滞増加や商業用不動産の価格下落による引当の増加、ARS (Auction Rate Securities) の買戻し等による米国金融機関の追加損失の発生状況を注視する必要があると述べた。

米国経済について、委員は、引き続き停滞しているとの認識で一致した。住宅市場の動向について、ある委員は、住宅価格が上昇している地域が増えているなど前向きな動きもみられていると述べた。一方、別の複数の委員は、住宅価格は、全体としてみると大幅な下落を続けており、底打ちの兆しはみえないとの認識を示した。先行きについて、何人かの委員は、減税による個人消費押し上げ効果の剥落、住宅価格の一段の下落、金融機関の貸出態度の更なる慎重化、世界経済の減速等によって、今後、景気停滞が長期化する可能性があるとして述べた。こうした議論を踏まえ、委員は、金融市場・資産価格・実体経済の負の相乗作用が、いつどのように収束に向かうのか、不確実性が大きいとの認識で一致した。

欧州経済について、委員は、ユーロエリアでは減速傾向がやや強まっているとの見方で一致した。多くの委員は、スペイン、イタリア等の停滞に加え、ドイツでも内外需の減速が顕著になっているとの認識を示した。このうちのある委員は、米国経済の停滞が欧州経済に波及しつつあると述べた。

アジア経済について、委員は、中国、インドでは、高成長が続いているものの、NIEs、ASEAN諸国・地域では、輸出が減速しているほか、エネルギー・食料品価格の上昇などを

背景に内需にも減速の兆しが窺われるとの見方で一致した。何人かの委員は、中国について、輸出企業の業績悪化を受けて、マクロ経済政策のスタンスが過熱抑制を幾分弱める方向に修正されつつあることを指摘した。その上で、これらの委員はインフレ圧力が引き続き強いことにも言及し、今後の経済・物価情勢を注視する必要があると述べた。

グローバルな物価環境について、委員は、原油など国際商品市況は高水準にあり、世界的にインフレ圧力が高い状態が続いているとの見方で一致した。複数の委員は、先物規制の動きに加え、世界経済の減速もあって、足もと、原油価格が下落しており、市場では、世界的なインフレ懸念は幾分後退したとの見方が出ていると述べた。これに対し、何人かの委員は、これまでの長期にわたる原油価格上昇の背景には、新興国を中心に需要が供給を上回っていることがある点を踏まえると、今後原油価格が大きく低下する可能性は低いとの認識を示した。また、ある委員は、世界的な金融環境は依然として緩和的であり、世界的にインフレ圧力が一段と高まるリスクには引き続き注意が必要であると付け加えた。

わが国の輸出について、委員は、増勢が鈍化しており、先行きについても、当面、世界経済の減速から、ごく緩やかな増加にとどまるとの見方を共有した。複数の委員は、足もとの輸出の増勢鈍化は、世界経済が減速傾向にあることの影響が現れているとの認識を示した。ある委員は、先行きの輸出について、欧州経済の減速の強まりやアジアの内需の弱さの影響に注意する必要があるとの認識を示した。

国内民間需要について、委員は、交易条件の悪化等を背景に、企業収益は減少しており、設備投資は横ばいとなってきているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、当面、企業収益が減少を続けるもとで、伸び悩む可能性が高いとの見方を共有した。ただし、何人かの委員は、資本ストックに過剰感はみられていないと指摘した。また、何人かの委員は、大企業の一部では、省資源・省エネルギー関連など新価格体系への対応といった前向きな投資意欲は根強いと述べた。一方、中小企業について、何人かの委員は、エネルギー・原材料価格の上昇に伴う収益の減少により、投資意欲が弱まっているとの認識を示した。

個人消費について、委員は、石油製品や食料品の価格上昇が続く中で、弱めの動きとなっているとの認識を共有した。何人かの委員は、物価の上昇が家計の実質購買力を低下させており、家計の支出姿勢が慎重化していると述べた。先行きについて、委員は、当面、雇用者所得が横ばい圏内で推移し、物価上昇が続くことから、伸び悩む可能性が高いとの見方で一致した。

雇用・所得面について、委員は、雇用者所得はこのところ伸び悩んでおり、先行きについても、当面、横ばい圏内の動きにとどまるとの認識を共有した。ある委員は、企業の支出抑制の動きが人件費にも広がっていると述べた。別の委員は、景気停滞によって、雇用環境の悪化が緩やかに進んでいるとの見方を示した。ただし、何人かの委員は、雇用面で過剰感を引き続きみられていないと指摘した。

住宅投資について、委員は、回復の動きが一巡しており、先行きも、当面は横ばい圏内で推移するとの見方で一致した。

生産について、委員は、弱めに推移しており、先行きも当面弱めの動きになるとの見方を共有した。複数の委員は、鉱工業生産指数は2四半期連続してマイナスとなった上に、7、8月の予測指数もマイナスとなっており、先行きを注視する必要があると述べた。この間、ある委員はIT関連財を中心とする意図せざる在庫増のリスクには注意する必要があ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か月前比でみて大幅に上昇しており、先行きは、当面、国際商品市況高の影響が残るため、上昇が続けるが、伸びは鈍化していく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、石油製品や食料品の価格上昇などを背景に上昇しており、先行きは、当面上昇率がやや高まった後、徐々に低下していくとの認識を共有した。これまでの会合と同じく、エネルギー・原材料価格の上昇が物価全般に与える影響について議論が行われた。複数の委員は、エネルギー・原材料価格高によるコストの転嫁分以上に物価が上がっているか、あるいは、賃金と物価のスパイラル的な上昇が起きているかという観点などから、二次的効果の発生の有無を点検すべきと述べた。これを踏まえ、多くの委員は、コスト転嫁の動きは続いているが、コスト転嫁分以上に物価は上昇していないほか、賃金も上昇していないなど、現時点では、引き続き二次的効果はみられていないとの認識を示した。このうちの一人の委員は、その背景として、第一次石油ショックの時とは異なり、もともと経済の過熱感がみられていなかったこと、様々な指標から判断すると、現在、経済の過熱度合いを見誤っている可能性は低いこと、労働市場の柔軟性が高まっていることを指摘した。その上で、この委員は、今回のエネルギー・原材料価格の上昇は、新興国を中心とする世界的な需要の増加によって、趨勢的に上昇していることに特徴があり、現在、二次的効果が発生していないからといって、今後、企業や家計のインフレ予想が変化し、二次的効果が発生するリスクへの注意を怠るべきではないと付け加えた。別の委員も、世界的な金融環境は緩和的であり、足もと原油価格が下落し、賃金・物価のスパイラル的な上昇がみられていないからといって、インフレ・リスクへの警戒を怠るべきではないと指摘した。こうした議論を経て、ある委員は、二次的効果の把握は難しい問題であるが、様々な指標などから、引き続き丹念に点検していく必要があると述べた。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、総じて緩和的な状態にあるとの認識を共有した。委員は、CP・社債の発行環境は、下位格付先や一部業種では厳しくなっているものの、全体としては良好な状況にあり、金融機関の貸出態度も総じて緩和的な状態にあるとの見方で一致した。ただし、複数の委員は、建設・不動産業では倒産が増加し、これらの業種では起債環境が悪化していると指摘した。また、ある委員は、中小企業について、金融機関の融資態度も含め、企業金融を巡る環境の厳しさが増しており、今後の企業金融を巡る環境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

委員は、金融経済情勢に関する検討を踏まえ、日本経済は、エネルギー・原材料価格高や輸出の増勢鈍化などを背景に停滞している、先行きについては、当面停滞が続ける可能性が高いものの、設備・雇用面での過剰を抱えている訳ではないため、国際商品市況高が一服し、海外経済も減速局面を脱するにつれて、次第に緩やかな成長経路に復していくと予想される、物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、石油製品や食料品の価格上昇などから、足もと+2%程度となっており、先行きは、当面上昇率がやや高まった後、徐々に低下していくと予想される、との認識を共有した。こうした議論を受けて、第1の柱、すなわち経

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、委員は、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく可能性が相対的に高いとの認識で一致した。ある委員は、設備や雇用に過剰感がないため、日本経済が深い調整局面に陥る可能性は低いとの見方を示した。別の委員は、緩和的な金融環境が景気を下支えすると指摘した。一方、複数の委員は、前回会合から、欧州とアジアの景気の下振れが明らかになり、それに伴う輸出の増勢鈍化や、生産の減少という変化がみられているとの認識を示した。ある委員は、7月の中間評価時よりも、成長見通しは下振れていると述べた。

委員は、第2の柱、すなわち、より長期的な視点も踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行った。実体経済面では、委員は、国際金融資本市場は不安定な状態が続いており、米欧金融機関の損失拡大懸念や世界的な景気の先行きに対する懸念等を背景に、各種の信用スプレッドが高水準にあるほか、株価も不安定な状態が続いている、米国経済が停滞するなど、世界経済には下振れリスクがある、国内民間需要については、国際商品市況の動向を反映した所得形成の弱まりから下振れるリスクがある、設備・雇用面で調整圧力を抱えていないとはいえ、景気の下振れリスクには注意が必要である、との認識を共有した。物価面では、委員は、原油などの国際商品市況高を背景に世界的にインフレ圧力が高い状況が続いている、わが国の物価については、エネルギー・原材料価格の動向に加え、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動の変化など、上振れリスクに注意が必要である、との見方で一致した。複数の委員は、景気の下振れリスクが薄れる場合には、緩和的な金融環境の長期化が経済・物価の振幅をもたらすリスクが高まるとの認識を示した。これに関連し、ある委員は、実質金利と潜在成長率の関係などによって、政策金利水準の適切さを常に点検していく必要があると述べた。複数の委員は、新興国を中心とする需要の増加によってエネルギー・原材料価格は趨勢的に上昇しているほか、世界的な金融環境も緩和的であるため、インフレ・リスクに引き続き注意が必要であると述べた。別の複数の委員は、現在は景気の下振れリスクがより高まっていると述べた。このうちのある委員は、成長経路に復する時期が後ずれするリスクにも注意する必要があると付け加えた。こうした議論を経て、委員は、金融政策運営に当たっては、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に注意が必要との認識を共有した。

以上のような点検を踏まえ、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。

先行きの金融政策の運営について、委員は、金融市場の安定を維持すると同時に、経済・物価の見通しとその蓋然性、上下両方向のリスク要因を丹念に点検しながら、それらに応じて適切な政策を機動的に行うという、これまでの考え方を維持していくことが適当であるとの認識で一致した。

・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、原油・食料価格の高騰や米国経済を含む世界経済が減速する中で、このところ弱含んでおり、先行きについては、当面弱い動きが続くとみられる。

物価動向をみると、輸入原材料価格等の上昇を反映し、国内企業物価や消費者物価においても原油・食料関係等を中心とした価格上昇がみられるが、他方、賃金の伸びが低下していること、足もと、原油の先物価格が下落するなど、これまでの原材料価格の上昇が一服すると見込まれること、などの要因にも配意が必要である。

- また、政府としては、世界的な原油・食料価格高騰や景気悪化懸念に対応するため、「安心実現のための総合対策」の全体像を速やかに取りまとめることとしている。
- 日本銀行におかれては、以上のような経済情勢を踏まえ、引き続き経済を金融面から支えて頂きたい。
- 更に、日本銀行の経済情勢に対する認識や、金融政策運営の考え方について、国民や市場に分かりやすく説明することに引き続き配意して頂きたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 経済の現状は、輸出の弱含み、生産の減少傾向などから、このところ弱含んでいる。先行きも、当面弱い動きが続くとみられ、米国経済や、株式・為替市場、原油価格の動向等によっては、更に下振れするリスクが存在する。
物価は、消費者物価と内需デフレーターが上昇する一方、GDPデフレーターの低下幅が拡大している。今後の景気動向とあわせて物価の動向にも注視が必要である。
- 政府は原油・食料価格高騰などの現下の情勢を受けて、「安心実現のための総合対策」の検討を進めており、今後その全体像を速やかに取りまとめ、時機を逸することなく、段階的に実行・実現していくこととしている。
- 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、民間需要主導の持続的な成長と安定的な物価上昇率を実現させるよう、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になるよう、適時適切な金融政策運営に努め、景気の下振れリスクを考慮して、金融面からしっかりと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）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す。

2. 対外公表文は別途決定すること。

採決の結果

賛成：白川委員、西村委員、須田委員、水野委員、野田委員、
中村委員、亀崎委員

反対：なし

・ 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

対外公表文（「当面の金融政策運営について」、別添）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、会合終了後、直ちに公表することとされた。

・ 議事要旨の承認

前回会合（7月14、15日）の議事要旨が全員一致で承認され、8月22日に公表することとされた。

以 上

(別添)

2008年8月19日

日本銀行

当面の金融政策運営について

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

無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.5%前後で推移するよう促す。

2. わが国の景気は、エネルギー・原材料価格高や輸出の増勢鈍化などを背景に、停滞している。先行きは、当面停滞を続ける可能性が高いものの、国際商品市況高が一服し、海外経済も減速局面を脱するにつれて、次第に緩やかな成長経路に復していくと予想される。物価面では、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、石油製品や食料品の価格上昇などから、足許+2%程度と90年代前半以来の高い伸びとなっている。先行きは、当面上昇率がやや高まった後、徐々に低下していくと予想される。このように、わが国経済は、物価安定の下での持続的な成長経路に復していくとみられる。

3. リスク要因をみると、国際金融資本市場は不安定な状態が続いている。また、米国経済など世界経済には下振れリスクがある。国内民間需要については、国際商品市況の動向を反映した所得形成の弱まりから下振れるリスクがある。設備・雇用面での調整圧力を抱えていないとはいえ、景気の下振れリスクには注意が必要である。物価面では、世界的にインフレ圧力が高い状況が続いている。わが国の物価については、エネルギー・原材料価格の動向に加え、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動の変化など、上振れリスクに注意が必要である。この間、景気の下振れリスクが薄れる場合には、緩和的な金融環境の長期化が経済・物価の振幅をもたらすリスクが高まると考えられる。

4. 日本銀行としては、金融市場の安定を維持すると同時に、経済・物価の見通しとその蓋然性、上下両方向のリスク要因を丹念に点検しながら、それらに応じた機動的に金融政策運営を行っていく方針である。

以上

(注) 賛成：白川委員、西村委員、須田委員、水野委員、野田委員、中村委員、亀崎委員。反対：なし

(20 年 9 月 16、17 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2008 年 9 月 16 日 (14:00 ~ 16:47)
9 月 17 日 (9:00 ~ 12:42)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	白川方明	(総 裁)
	西村清彦	(副 総 裁)
	須田美矢子	(審議委員)
	水野温氏	(")
	野田忠男	(")
	中村清次	(")
	亀崎英敏	(")

4 . 政府からの出席者 :

財務省	川北 力	大臣官房総括審議官 (16 日)
	竹下 亘	財務副大臣 (17 日)
内閣府	藤岡文七	内閣府審議官

(執行部からの報告者)

理事	山口廣秀
理事	井戸清人
理事	山本謙三
企画局長	雨宮正佳
企画局参事役	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	沼波 正

(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 (16 日、17 日 10:30 ~ 12:42)
企画局企画役	中村康治
企画局企画役	服部良太

・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（8月18、19日）で決定された方針¹に従って運営し、オーバーナイト金利は、概ね0.5%前後で推移した。この間、9月中旬以降、米国大手投資銀行の破綻等を背景に資金需給が急速にタイト化し、金利上昇圧力が高まったため、定例時刻前に即日スタートの資金供給オペを実施するなど機動的な金融市場調節を行った。

2．金融・為替市場動向

短期市場金利は総じて横ばい圏内で推移してきたが、足もと、米国大手投資銀行の破綻等を受けた市場参加者のリスク回避姿勢の強まりから市場流動性が低下し、ユーロ円レートやGCレポレートが大幅に上昇した。

株価は、米国政府支援企業（Government-Sponsored Enterprises、GSE）二社に対する公的管理や公的資金の注入等の措置が導入されたことを受けて一旦反発したが、米国金融機関を巡る情勢を背景とする世界的な株価下落の中で足もと大きく下落し、日経平均株価は、11千円台で推移している。

長期金利は、米欧長期金利に連動する展開が続いている。特に、足もとは、市場参加者のflight to qualityの動き等による米欧長期金利の急低下を受けて低下し、1.4%台で推移している。

円の対米ドル相場は、振れを伴いつつも横ばい圏内で推移していたが、足もと上昇し、104円台で推移している。

3．海外金融経済情勢

米国経済は、引き続き停滞している。住宅投資は大幅な減少を続けており、住宅価格も引き続き下落している。個人消費は、所得減税による押し上げ効果が剥落する中で、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。設備投資の減速傾向も引き続き強い。こうした中、鉱工業生産は減少基調にあり、雇用者数も減少を続けている。物価面では、消費者物価の前年比上昇率は、総合ベースでみて引き続き高水準にある。また、エネルギー・食料品価格を除くコアベースでは前年比+2%台半ばとなっている。

欧州経済についてみると、ユーロエリア経済は、減速傾向が強まっている。設備投資の増勢が鈍化しているほか、輸出も減速している。また、住宅投資が減少傾向にあるほか、個人消費も、既往のエネルギー・食料品価格の上昇や景気の先行き不透明感を受けて減少している。物価面では、これまでの国際商品市況高の影響から、消費者物価の前年比上昇率は引き続き高水準で推移している。この間、英国経済は、住宅市場の大幅な調整などから減速している。

アジア経済についてみると、中国では、内外需ともに高い成長が続いている。インド経済は、減速しつつも、高めの成長を続けている。NIEs、ASEAN諸国・地域では、輸出の減速傾向が続く中、内需も民間消費を中心に減速傾向が明らかになりつつあり、景気の増勢は鈍化している。物価面をみると、多くの国で総合ベース消費者物価の前年比上昇率がなお高水準で推移している。

海外の金融資本市場をみると、景気悪化への懸念や米欧金融機関経営に対する不安から、不

¹ 「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。」

安定な状態が続いている。証券化商品市場の調整は継続しているほか、クレジット・スプレッドは更に拡大している。米欧の株価は、弱めの経済指標を受けて景況感が悪化する場面が多くみられる一方でGSE救済策が好感されるなど、強弱両方向の材料に振られる展開が続いていたが、足もとでは、米国金融機関を巡る情勢を背景に下落している。米欧の長期金利は、景気減速が意識されて低下し、足もとでは、flight to qualityの動きもあって、大幅に低下している。

4．国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、増勢が鈍化している。先行きについては、当面、海外経済の減速から、ごく緩やかな増加にとどまるとみられる。

国内民間需要をみると、企業収益が交易条件の悪化等を背景に減少しており、設備投資は足もとで幾分減少している。先行きは、当面、企業収益が減少を続けるもとの、伸び悩む可能性が高いとみられる。

個人消費は、雇用者所得の伸び悩みやエネルギー・食料品の価格上昇などから、弱めの動きとなっている。家電販売は堅調な増加を続けており、7月は、猛暑の影響からエアコンや冷蔵庫の売れ行きが好調であったほか、薄型テレビなどの北京オリンピック関連需要も相応に増加した。一方、乗用車新車登録台数は、ガソリン高の影響もあって低調に推移している。百貨店やスーパーの売上高は、7月は猛暑の影響などから持ち直したが、均してみれば弱めの動きとなっている。サービス消費は、旅行取扱額が、航空運賃の燃油サーチャージが一段と上昇する中、海外旅行を中心にこのところ弱い動きとなっているほか、外食産業売上高も伸び悩みが続いている。この間、消費者コンフィデンスは、エネルギー・食料品の価格上昇などを背景に、更に慎重化している。先行きの個人消費は、当面、雇用者所得が横ばい圏内で推移するもとの、物価上昇の動きが続くことから、伸び悩む可能性が高いとみられる。

住宅投資は、横ばい圏内で推移している。先行指標である新設住宅着工戸数は、本年1月まで回復を続け、その後は横ばい圏内で推移している。先行きの住宅投資は、着工戸数の動きなどからみて、当面は横ばい圏内で推移すると予想される。

生産は、弱めに推移している。先行きは、内外需要の動向を反映し、当面弱めに推移するとみられる。在庫は、全体としては、出荷とのバランスが概ね維持されている。

雇用・所得環境をみると、雇用者所得はこのところ伸び悩んでいる。この間、一人当たり名目賃金は、前年比プラス幅が縮小している。先行きの雇用者所得については、横ばい圏内の動きにとどまると予想される。

物価面をみると、国際商品市況は反落している。国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況の反落により、上昇テンポが幾分鈍化しており、先行きについても、当面、上昇テンポが鈍化するとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギーや食料品の価格上昇などを背景に、+2%台半ばとなっている。先行きについては、当面現状程度の上昇率で推移したあと、徐々に低下していくと予想される。

(2) 金融環境

企業金融を巡る環境は、総じて緩和的な状態にある。民間の資金需要は緩やかに増加している。CP・社債の発行環境をみると、下位格付先や一部業種では厳しくなっているものの、全体としてみれば、良好な状況にある。民間銀行は総じて緩和的な貸出姿勢を続けており、民間銀行貸出は、中小企業向けは前年を下回っているが、大企業向けを中心に増加している。企業の資金調達コストは横ばい圏内で推移している。企業の資金繰りは、全体としてみれば引き続き良好に推移しているが、中小企業や一部業種で悪化している。この間、マネーストック(M

2) は前年比2%台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、わが国の景気は、エネルギー・原材料価格高や輸出の増勢鈍化などを背景に、停滞している、先行きは、当面停滞を続ける可能性が高いものの、設備・雇用面での過剰を抱えている訳ではないため、大きく落ち込む可能性は小さく、国際商品市況が落ち着き、海外経済も減速局面を脱するにつれて、次第に緩やかな成長経路に復していくと予想される、との見方で一致した。

海外経済に関して、委員は、全体としては拡大が続いているが、減速しており、不安定さを増している国際金融市場の動向、米国経済の停滞、欧州やアジアにおける景気減速の明確化など、引き続き下振れリスクが高いとの認識を共有した。

国際金融市場の現状について、委員は、最近の米国金融機関を巡る情勢を背景に、不安定さが増しているとの見方で一致した。多くの委員は、米欧金融機関の経営を巡る懸念は、GSE二社の救済策発表後に一旦落ち着く兆しをみせたが、米国大手投資銀行の破綻等を受けて再び高まっているとの認識を示した。この点に関して、何人かの委員は、足もと市場参加者のリスク回避姿勢が急速に強まっており、市場流動性が大きく低下しているとの認識を示した。また、ある委員は、金融株が大きく下落しているほか、社債スプレッドやCDSプレミアムが拡大していると指摘した。何人かの委員は、これまで米欧金融機関は計上する損失に対応させるかたちで資本増強を進めてきたが、今後資本の調達が困難になる可能性に注意が必要であると述べた。これらの委員は、この背景として、住宅価格の下落が続く中での追加損失発生への懸念、これまで金融機関の増資等に応じた投資家が含み損を抱えていること、米欧金融機関の今後のビジネスモデルに対する不透明感、などを指摘した。

米国経済について、委員は、引き続き停滞しているとの認識で一致した。住宅市場の動向について、何人かの委員は、住宅価格は、全体としてみると下落を続けており、悪化に歯止めはかかっていないとの認識を示した。一方、ある委員は、一部指標に住宅市場の悪化に歯止めがかかる兆しがみられ、今後はGSE救済策による住宅ローン金利低下の効果も期待できると述べた。米国経済の先行きについて、多くの委員は、当面は、減税による個人消費押し上げ効果の剥落、金融機関の貸出態度の一層の慎重化等の影響が続く可能性が高いと述べた。ただし、ある委員は、足もとの原油価格下落を受けて消費者コンフィデンスに改善の兆しがみられており、今後、自動車支出等の押し上げに繋がっていく可能性もあると指摘した。こうした議論を踏まえ、多くの委員は、不安定さを増している国際金融資本市場の動向が与える実体経済へのマイナスの影響が強まってくるリスクに注意が必要であり、金融と経済との負の相乗作用が、いつどのように収束に向かうのか、引き続き不確実性が大きいとの認識を示した。

欧州経済について、委員は、ユーロエリアでは減速傾向が強まっているとの見方で一致した。また、ある委員は、英国では住宅市場の調整が続く中で景気は減速しており、最近発表された住宅支援策について、その効果を注視していく必要があると指摘した。

アジア経済について、委員は、NIEs、ASEAN諸国・地域では、輸出が減速傾向を続けていること等から、景気の増勢は鈍化しているが、中国、インドでは、高成長が続いているとの見方で一致した。中国について、何人かの委員は、インフレ圧力が引き続き強い中で、中国人民銀行による貸出基準金利の引き下げ等ここに至るまでマクロ経済政策のスタンスが経済成長重視の方向に修正されていることを指摘し、今後の物価情勢を注視する必要があると述べた。

グローバルな物価環境について、委員は、このところ国際商品市況が反落しているが、世界的にインフレ圧力が高い状態が続いているとの見方で一致した。複数の委員は、足もと原油価

格が下落しているが、これまでの長期にわたる原油価格上昇の背景には新興国経済の成長による需要増加があることを踏まえると、今後更に原油価格が大きく下落する可能性は低いと述べた。

わが国の輸出について、委員は、増勢が鈍化しており、当面は、海外経済の減速から、ごく緩やかな増加にとどまるとの見方を共有した。ある委員は、ウエイトの大きいアジア向け輸出が減速しつつあり、今後の動向に注意する必要があると指摘した。

国内民間需要について、委員は、これまでの交易条件の悪化等を背景とした企業収益の減少から、設備投資は足もと幾分減少しており、当面、伸び悩む可能性が高いとの認識で一致した。ある委員は、4～6月の法人季報をみると、中小企業を中心に、設備投資を抑制する姿勢がみられると指摘した。一方、何人かの委員は、資本ストックに過剰感はみられていないと指摘した。また、何人かの委員は、大企業では、省資源・省エネルギー関連など競争力を維持するための投資意欲が根強く、設備投資を下支えするとみられると述べた。ただし、このうちの複数の委員は、足もとの企業収益の減少等を背景に、今後こうした投資へのスタンスが慎重化することがないか注意深くみていく必要があると述べた。委員は、設備投資の動向など、企業部門の状況については、9月短観をみて改めて判断していく必要があるとの認識で一致した。

個人消費について、委員は、雇用者所得の伸び悩みやエネルギー・食料品の価格上昇などから、弱めの動きとなっているとの認識を共有した。何人かの委員は、7月の販売統計の一部は、猛暑の影響から好調な動きとなったが、これは一時的なものであるとの認識を示した。先行きについて、委員は、当面、雇用者所得が横ばい圏内で推移するもとの、物価上昇の動きが続くことから、伸び悩む可能性が高いとの見方で一致した。

雇用・所得面について、委員は、雇用者所得はこのところ伸び悩んでおり、先行きについても、横ばい圏内の動きにとどまるとの認識を共有した。ある委員は、業況の厳しい中小企業において、景気が停滞する中で、今後賃下げや解雇などの動きが広がっていかないか注意が必要であるとの見方を示した。また、別のある委員は、非正規雇用のウエイトが高まっているため、雇用調整が必要となる場合には、過去に比べて容易かつ速やかに行われる可能性に注意が必要であると指摘した。

住宅投資について、委員は、横ばい圏内で推移しており、先行きも、着工戸数の動きなどからみて、当面は横ばい圏内で推移するとの見方で一致した。

生産について、委員は、内外需要の動向を反映して、当面、弱めの動きが続くとの見方を共有した。何人かの委員は、予測指数や企業からの聞き取り調査を踏まえると、7～9月は3四半期連続の減少となる可能性が高いと述べた。このうちのある委員は、これはITバブル崩壊後の2001年以来の連続的な減少だが、当時と比べると減少幅は小さいと付け加えた。

この間、委員は、最近の原油など国際商品市況の下落が日本経済に与える影響について議論を行った。多くの委員は、現在の日本経済の停滞の大きな原因が交易条件の悪化による所得の流出にある以上、原油をはじめとする国際商品市況の反落は、交易条件の改善を通じて国内民間需要を支える方向に作用するとの認識を示した。ただし、このうちの複数の委員は、交易条件の改善を通じたプラスの影響が現れるまでにはある程度時間を要する一方、国際商品市況反落の背景にある世界経済減速の影響などから、短期的には輸出減少などマイナスの影響の方が強く現れる可能性は意識しておく必要があるとの見方を示した。

物価面について、委員は、国内企業物価は、国際商品市況の反落により、3か月前比でみると、上昇テンポが幾分鈍化しており、先行きについても、当面、上昇テンポが鈍化するとの見方で一致した。

消費者物価（除く生鮮食品）について、委員は、エネルギーや食料品の価格上昇などを背景に前年比+2%台半ばとなっており、先行きは、当面現状程度の上昇率で推移したあと、徐々に低下していくとの認識を共有した。また、既往のエネルギー・原材料価格の上昇が物価全般

に与える影響について議論が行われた。多くの委員は、コスト転嫁の動きは続いているが、賃金の動きなどからみて、現時点では二次的効果は引き続きみられていないとの認識を示した。ただし、ある委員は、既往のエネルギー・原材料価格の上昇を転嫁する動きは今後も続くともみられるため、足もと原油価格が下落し、賃金・物価のスパイラル的な上昇がみられていないからといって、インフレ・リスクへの警戒を怠るべきではないとの認識を示した。また、ある委員は、企業物価指数を需要段階別にみると、最終財の前年比プラス幅が拡大しており、川下段階でも徐々にコスト転嫁の動きが進んでいるとの見方を示した。この点、複数の委員は、7月の消費者物価指数をみると、価格上昇品目と下落品目の差が大きく拡大していると指摘した。こうした議論を経て、委員は、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動を含め、先行きの物価動向について、引き続き注意深くみていく必要があるとの認識を共有した。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、総じて緩和的な状態にあるとの認識を共有した。委員は、CP・社債の発行環境は、下位格付先や一部業種では厳しくなっているものの、全体としては良好な状況にあり、金融機関の貸出態度も総じて緩和的な状態にあるとの見方で一致した。ただし、ある委員は、建設・不動産に対する金融機関の貸出姿勢が慎重化しており、このところの倒産件数増加に繋がっていると指摘した。また、ある委員は、今回の米国大手投資銀行の破綻とそれに伴う国際金融市場の動揺が、今後わが国金融機関の貸出姿勢にどう影響するか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

委員は、「金融経済情勢に関する検討」を踏まえ、第1の柱、すなわち経済・物価情勢について最も蓋然性の高いと判断される見通しについては、わが国経済は物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく可能性が相対的に高い、との認識で一致した。

その上で、委員は、第2の柱、すなわち、より長期的な視点も踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行った。实体经济面では、委員は、最近の米国金融機関を巡る情勢を背景に、国際金融資本市場は不安定さを増しており、米欧の短期金融市場では再び緊張感が高まっていること、米国経済が停滞しているほか、欧州やアジアで景気減速が明確化してきており、世界経済には下振れリスクがあること、国内民間需要については、これまでの交易条件の悪化を反映した所得形成の弱まりから下振れるリスクがあること、を指摘した上で、設備・雇用面で調整圧力を抱えていないとはいえ、景気の下振れリスクには注意が必要である、との認識を共有した。特に、世界経済について、複数の委員は、米欧金融機関のリスクテイク能力は低下しており、融資姿勢の一層の厳格化など实体经济に対する金融面からの下押し圧力に注意が必要であると述べた。この間、わが国経済の先行きについて、何人かの委員は、成長経路に復するというメインシナリオに変化はないものの、その時期が後ずれする可能性は意識しておく必要があるとの認識を示した。

物価面では、委員は、このところ国際商品市況は反落しているが、世界的にインフレ圧力が高い状況が続いていること、わが国の物価については、エネルギー・原材料価格の動向に加え、近年にない物価上昇率が続いているもとで、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動が変化する可能性もあること、を指摘し、引き続き上振れリスクに注意が必要であるとの見方で一致した。何人かの委員は、国際商品市況は足もと反落しているが、新興国を中心とする需要増加や地政学的リスクへの懸念などを踏まえると、再び上昇に転じる可能性も否定できないとの認識を示した。このうちのある委員は、世界的に緩和的な金融環境が維持されていることからみても、インフレ・リスクに引き続き注意が必要であると述べた。

この間、多くの委員は、景気の下振れリスクが薄れる場合には、緩和的な金融環境の長期化が経済・物価の振幅をもたらしリスクが高まるとの認識を示した。

こうした議論を経て、委員は、金融政策運営に当たっては、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に注意が必要との認識を共有した。

以上のような点検を踏まえ、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。

先行きの金融政策の運営について、委員は、経済・物価の見通しとその蓋然性、上下両方向のリスク要因を丹念に点検しながら、それらに応じて機動的に金融政策運営を行う、という考え方を維持することが適当であるとの認識で一致した。その上で、最近の米国金融機関を巡る情勢とその影響を踏まえ、円滑な資金決済と金融市場の安定確保に努めることが一層重要な局面になっているとの認識を共有した。この点に関連して、ある委員は、現在のような局面では、適切な金融調節の実施を通じて金融市場の安定を確保することが、中央銀行としてなしうる最も重要な貢献であるとの認識を示した。

・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。

- 米国金融機関を巡る不安定な情勢が続く中、これまでのところ、日本を含む各国の金融当局は、緊密に連携して必要な対応をとっているが、今後ともこうした緊密な連携を保っていくことが大切である。また、地政学的リスクの高まりが世界経済に及ぼす影響にも引き続き留意が必要である。
財務省としても、内外の市場の動向、日本経済および世界経済への影響を十分に注視して対応して参るが、日本銀行としても、金融市場の安定確保等に向け、引き続き適切な対応をお願いしたい。
- わが国経済は、米国経済を含む世界経済が減速する中で、このところ弱含んでおり、先行きについては、当面弱い動きが続くとみられる。
物価動向をみると、国内企業物価や消費者物価において、エネルギー・食料関係等を中心とした価格上昇がみられるが、先行きについては、足もとの原油先物価格等の下落が物価動向にも反映されていくものと見込まれる。
- 日本銀行におかれては、以上のような経済情勢を踏まえ、引き続き経済を金融面から支えて頂きたい。
- 更に、日本銀行の経済情勢に対する認識や、金融政策運営の考え方について、国民や市場に分かりやすく説明することに引き続き配慮して頂きたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 経済の現状は、輸出が弱含み、生産が緩やかな減少傾向となっていることなどから、このところ弱含んでいる。先行きも、当面弱い動きが続くとみられ、原油価格の動向等に加え、今般の米国証券会社の破綻に端を発する国際金融資本市場の混乱とその影響によっては、更に下振れするリスクが存在する。
物価は、GDPデフレーターが引き続きマイナスとなっており、今後の景気動向と合わせて物価の動向にも注視が必要である。
- 政府は、世界経済の成長鈍化および世界的な資源・食料価格高騰といった状況を踏まえ、「安心実現のための緊急総合対策」を8月29日に決定した。
- 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、民間需要主導の持続的な成長と安定的な物価上昇率を実現させるよう、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になるよう、適時適切な金融政策運営に努め、景気の下振れリスクを考慮して、金融面からしっかりと経済を支えて頂くことを要望する。また、国際金融資本市場の混乱を受け、円滑な資金決済と金融市場の安定確保のために引き続き的確な措置を取って頂くことを期待する。

・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）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す。

2. 対外公表文は別途決定すること。

採決の結果

賛成：白川委員、西村委員、須田委員、水野委員、野田委員、中村委員、亀崎委員

反対：なし

・対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

対外公表文（「当面の金融政策運営について」、別添）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、会合終了後、直ちに公表することとされた。

・議事要旨の承認

前回会合（8月18、19日）の議事要旨が全員一致で承認され、9月22日に公表することとされた。

以上

(別添)

2008年9月17日

日本銀行

当面の金融政策運営について

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

無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.5%前後で推移するよう促す。

2. わが国の景気は、エネルギー・原材料価格高や輸出の増勢鈍化などを背景に、停滞している。先行きは、当面停滞を続ける可能性が高いものの、国際商品市況が落ち着き、海外経済も減速局面を脱するにつれて、次第に緩やかな成長経路に復していくと予想される。物価面では、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、エネルギーや食料品の価格上昇などから、足許+2%台半ばと90年代前半以来の高い伸びとなっている。先行きは、当面現状程度の上昇率で推移した後、徐々に低下していくと予想される。このように、わが国経済は、物価安定の下での持続的な成長経路に復していくとみられる。

3. リスク要因をみると、国際金融資本市場は不安定さが増しており、また、世界経済には下振れリスクがある。国内民間需要については、交易条件の悪化を反映した所得形成の弱まりから下振れるリスクがある。設備・雇用面での調整圧力を抱えていないとはいえ、景気の下振れリスクには注意が必要である。物価面では、世界的にインフレ圧力が高い状況が続いている。わが国の物価については、エネルギー・原材料価格の動向に加え、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動の変化など、上振れリスクに注意が必要である。この間、景気の下振れリスクが薄れる場合には、緩和的な金融環境の長期化が経済・物価の振幅をもたらすリスクが高まると考えられる。

4. 日本銀行としては、経済・物価の見通しとその蓋然性、上下両方向のリスク要因を丹念に点検しながら、それらに応じて機動的に金融政策運営を行っていく。

この間、日本の金融市場は安定的に推移してきたが、日本銀行としては、最近の米国金融機関を巡る情勢とその影響を踏まえ、引き続き、円滑な資金決済と金融市場の安定確保に努めていく方針である。

以 上

(注)賛成：白川委員、西村委員、須田委員、水野委員、野田委員、中村委員、亀崎委員。 反対：なし。

(20 年 9 月 18 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2008 年 9 月 18 日 (15:00 ~ 15:42)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長 白川方明 (総 裁)

須田美矢子 (審議委員)

水野温氏 (")

野田忠男 (")

中村清次 (")

亀崎英敏 (")

4 . 政府からの出席者 :

財務省 竹下 亘 財務副大臣

内閣府 藤岡文七 内閣府審議官

(執行部からの報告者)

理事 山口廣秀

理事 堀井昭成

理事 山本謙三

企画局長 雨宮正佳

企画局参事役 鮎瀬典夫

金融市場局長 中曾 宏

国際局長 沼波 正

(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

企画局参事役 関根敏隆

企画局企画役 加藤 毅

企画局企画役 坂本哲也

企画局企画役 中尾根康宏

企画局企画役 鈴木公一郎

・臨時金融政策決定会合開催の趣旨説明

冒頭、議長より、今回の臨時金融政策決定会合開催について、以下のとおり趣旨説明があった。

- このところ、サブプライム問題に端を発した国際金融市場の不安定さが増している。特に、足もとでは、米国の大手投資銀行の破綻を契機に、金融機関のドル資金調達が困難となっており、これが円市場の流動性にも影響を及ぼす可能性が高まっている。
- こうした中、先進国の中央銀行は、本日、ドル資金の供給のため協調した行動を取る方針にあり、日本銀行としても、この機会に、米ドル資金供給オペレーションを導入することが適当と考えられる。

・金融市場動向に関する執行部報告の概要

米ドル資金の調達環境が世界的に顕著に悪化している。すなわち、9月15日の米リーマン・ブラザーズ（持株会社）の破綻等を契機に、欧米金融機関の信用不安が再燃し、株価が急落、CDSプレミアムも急拡大している。こうした中で、米ドル資金の調達金利は、ターム物、オーバーナイト物ともに急上昇し、かつ、日中の振れの大きい状況が続いている。年末越え米ドル資金の調達にかかる不安感も強く、年末越えの米ドルLIBOR-OISスプレッドは過去に例を見ない高水準に達している。本邦市場関係者からも、現状、必要な米ドル資金は確保できているが、米ドル資金市場の著しい機能低下や、為替スワップでのドル調達環境の明確な悪化がみられることが数多く指摘されている。円投・ドル転コストも、足もと急上昇しており、かつ、振れの大きい動きとなっている。

・米ドル資金供給オペレーション導入についての執行部からの提案

最近における米ドル市場の流動性の状況が円市場の流動性に及ぼし得る影響に鑑み、金融調節の一層の円滑化を図るとともに、金融市場の円滑な機能の維持および安定性の確保に資する趣旨から、平成21年1月30日までの時限措置として、「米ドル資金供給オペレーション」を導入するため、「米ドル資金供給オペレーション基本要領」の制定、「米ドル資金供給オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」の制定、およびニューヨーク連邦準備銀行との間の為替スワップ取極の締結を提案したい。

なお、最近の短期金融市場における資金調達圧力の持続的な高まりに対処するため、先進国中央銀行が協調策を公表する予定であるが、本件は、当該協調策の一環となるものである。

・討議

1. 執行部提案に関する委員会の検討

委員は、まず、最近の国際金融資本市場の動向について検討を行い、ドル資金の流動性逼迫が顕著になっている状況を確認した。その上で委員は、上記執行部提案に関し、日本銀行の為替リスク管理のあり方、オペ先選定基準、具体的なオペ手法等について検討を加えた結果、国際協調策の一環となるものであることも踏まえ、ここで米ドル資金供給オペレーションを導入することが適当との見解で一致した。その上で、何人かの委員は、本件の対外説明において留意すべき事項を述べた。すなわち、複数の委員は、今回の措置が本邦金融機関のドル資金繰りの支援を直接意図したものではないことを十分に説明することが必要、と述べた。ある委員は、そうした誤解が生じないようにするためには、国際協調の中での措置であることをきちんと説

明することが重要ではないか、と指摘した。

2. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討

委員は、当面の金融政策運営に関し、「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決定した前日の金融政策決定会合後、経済・物価動向に関する新たな統計の公表や情報が加わったわけではないことから、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、現在の金融市場調節方針を維持することが適当である、との見解で一致した。

. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 今般の協調行動に関する提案は、日本銀行法に基づき予め財務大臣の承認等を得て行うべきものではなく、現下の金融市場における資金調達圧力に対し、金融調節の円滑化を図るとともに、金融市場の機能の維持、安定化の確保に資するためになされる緊急措置とのことであり、政府としては、金融政策決定会合のご判断を尊重したい。
- 政府としても、内外の市場の動向、日本経済及び世界経済への影響を十分に注視して対応していくが、日本銀行としても金融市場の安定確保等に向け、引き続き適切な対応をお願いしたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 昨日の経済財政諮問会議においても、各国当局とも密接に連携して金融システムの安定等に向けて万全を期すことの重要性が確認された。
- 政府としては、今回の措置はこうした観点から迅速かつ的確な対応として高く評価する。

. 採決

1. 「米ドル資金供給オペレーション基本要領」の制定等

採決の結果、前記執行部提案が全員一致で決定され、適宜の方法で公表されることとされた。

2. 金融市場調節方針

議長からは、委員の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：白川委員、須田委員、水野委員、野田委員、中村委員、亀崎委員

反対：なし

欠席：西村委員

・議事要旨の承認日程

政策委員会議事規則の規定により、金融政策決定会合の議事要旨については、次回の金融政策決定会合で承認されることとされているため、前回9月16、17日に開催した金融政策決定会合の議事要旨の本日の会合における承認の要否が検討され、予定どおり次回10月6、7日の会合で承認、公表することとされた。

以 上

(別添)

2008年9月18日

日本銀行

当面の金融政策運営について

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

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：白川委員、須田委員、水野委員、野田委員、中村委員、亀崎委員
反対：なし
欠席：西村委員

(20 年 9 月 29 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2008 年 9 月 29 日 (22:00 ~ 22:45)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	白川方明	(総 裁)
	西村清彦	(副 総 裁)
	須田美矢子	(審議委員)
	水野温氏	(")
	野田忠男	(")
	中村清次	(")
	亀崎英敏	(")

4 . 政府からの出席者 :

財務省	竹下 亘	財務副大臣
内閣府	藤岡文七	内閣府審議官

(執行部からの報告者)

理事	山口廣秀
理事	山本謙三
企画局長	雨宮正佳
企画局参事役	鮎瀬典夫
金融市場局長	中曾 宏
国際局長	沼波 正

(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
企画局参事役	関根敏隆
企画局企画役	加藤 毅
企画局企画役	坂本哲也
企画局企画役	中尾根康宏
企画局企画役	鈴木公一郎

・臨時金融政策決定会合開催の趣旨説明

冒頭、議長より、今回の臨時金融政策決定会合開催について、以下のとおり趣旨説明があった。

- サブプライム問題に端を発した国際金融市場の緊張の高まりに対応するため、9月18日の臨時会合では、主要国中央銀行との協調行動の一環として、米ドル資金供給オペレーションの導入を決定した。
- その後も、東京市場も含め、米ドルの短期金融市場では、資金調達圧力が高い状況にある。こうした緊張は暫く継続すると予想され、これが各国通貨建市場にも当面影響を及ぼし続けるとみられる。
- こうした中、主要国の中央銀行は、本日、米ドル供給能力の拡充に向け、更なる協調行動をとる方針である。日本銀行としても、金融市場調節を円滑に行い、金融市場の円滑な機能の維持および安定性の確保に資する観点から、米ドル資金供給オペレーションの増額等を実施することが適当と考えられる。

・金融市場動向に関する執行部報告の概要

9月15日の米リーマン・ブラザーズの破綻等を契機に、米欧金融機関の株価が急落し、CDSプレミアムは急拡大した。その後も、米国の金融安定化策の実現可能性を巡る思惑や、米欧の金融機関経営に対する懸念から、極めて不安定な展開が続いている。

こうした中、米ドル市場の動向をみると、リーマン・ブラザーズの破綻後に急上昇していたドル調達金利は、各国中銀による協調的な米ドル資金供給オペレーションの拡充等もあり、足もと、オーバーナイト物では低下している。一方、ターム物は、目立った改善がなく、急上昇後の水準で高止まっており、流動性は、大きく低下した状態にある。為替スワップ市場も、ターム物を中心に、調達金利が上昇しているほか、長めのターム物は取引自体が困難化している。こうした状況は、円市場にも影響しており、リーマン・ブラザーズの破綻以降、コール市場での邦銀と外銀のレート較差が非常に大きくなっている。また、ドル市場においては、年末越えの資金調達について緊張が高まっており、レートが大幅に上昇している。

なお、これまでの各国の米ドル資金供給オペレーションの結果をみると、欧州でのドル需要の強さを反映し、欧州中央銀行によるオペレーションの応札倍率や落札レートが相対的に高い。日本の第1回目の入札は僅かに札割れになったが、その要因としては、オペ実施のスケジュールの関係から、オペ対象先に準備不足の面があったことや、今回の1か月物については既に9月末越えの資金調達の手当てがある程度済んでいたこと等が考えられる。これに対して、10月7日予定の3か月物の入札は、需要の強い年末越えの資金の供給となることもあり、相応の応札があると予想される。

・米ドル資金供給オペレーションの増額等についての執行部からの提案

最近における米ドル市場の流動性の状況と、これが円市場の流動性に及ぼし得る影響に鑑み、金融調節の一層の円滑化を図るとともに、金融市場の円滑な機能の維持および安定性の確保に資する趣旨から、米ドル資金供給オペレーションに係るドル資金調達のためのニューヨーク連邦準備銀行との間の為替スワップ取極の引出限度額の600億ドルから1,200億ドルへの増額、同オペの実施期限の平成21年1月30日から4月30日への延長、同オペ対象先の範囲の拡大、等を図ることとし、「米ドル資金供給オペレーション基本要領」の一部改正等を行いたい。

・ 討議

1. 執行部提案に関する委員会の検討

委員は、まず、最近の国際金融資本市場の動向について検討を行い、東京市場を含め、各国で短期金融市場における資金調達圧力の持続的な高まりがみられており、ターム物を中心に米ドルの流動性が大きく低下している状況を確認した。その上で委員は、スワップ取極の引出限度額の引上げ幅、ドル資金供給オペレーションの実施期限の延長幅、オペ対象先の拡大範囲等について検討を行い、緊急の対応として、各国と協調し、上記執行部提案の措置をとることが適当との見解で一致した。その上で、多くの委員は、こうした流動性供給の拡大だけでは問題は解決せず、金融機関の資本不足への対応が必要であるとの認識を示し、こうした認識を関係国の中央銀行や金融当局と十分共有することが必要であると指摘した。

2. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討

前回9月18日の臨時金融政策決定会合において、当面の金融政策運営に関し、「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決定したが、今回、臨時決定会合を開催したことから、改めて次回の決定会合までの金融市場調節方針を決定することが必要となった。委員は、次回10月6、7日の決定会合までの調節方針について、前回の決定会合後に消費者物価指数など新たな指標が幾つか公表されているが、今後公表される多くの月次指標や短観を見極めた上で、翌週の決定会合で集中的に議論することが適当であることから、現在の調節方針を維持することが適当である、との見解で一致した。

・ 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 最近の国際金融市場の動揺については、政府・日本銀行との間で緊密な連絡を図りつつ、機動的に対応してきた。今後とも適切に対応して参りたい。
- 今般の提案は、9月18日に決定した「短期金融市場における調達圧力の高まりへの協調対応策」を、現下の金融市場の状況などを踏まえて拡充する措置であり、政府としては、金融政策決定会合のご判断を尊重したい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 今回の措置は、米ドル資金調達圧力の急激な高まりに対するための時宜を得た国際協調策として評価する。
- 政府としても、世界経済と国際金融市場の動向及び我が国の経済への影響を引き続き注視して参りたい。
- 日本銀行におかれても、引き続き適時適切な金融政策運営に努め、景気の下振れリスクを考慮し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

1. 「米ドル資金供給オペレーション基本要領」の一部改正等

採決の結果、前記執行部提案が全員一致で決定され、適宜の方法で公表されることとされた。

2. 金融市場調節方針

議長からは、委員の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：白川委員、西村委員、須田委員、水野委員、野田委員、中村委員、亀崎委員

反対：なし

・議事要旨の承認日程

政策委員会議事規則の規定により、金融政策決定会合の議事要旨については、次回の決定会合で承認されることとされているため、本日の臨時決定会合の議事要旨の承認の取扱いが検討され、次回10月6、7日の会合までの期間が短いことから、実務上の制約を考慮し、10月31日の会合で承認、公表することとされた。また、前回9月18日の臨時決定会合の議事要旨については、予定どおり、10月6、7日の会合で承認、公表することとされた。

以 上

(別添)

2008年9月29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^(注))。

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：白川委員、西村委員、須田委員、水野委員、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」、財務省・日本銀行「国際収支状況」、日本銀行「企業物価指数」
- (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」、総務省「労働力調査」
- (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「都道府県地価調査」
- (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」、証券保管振替機構「短期社債振替制度・発行者区分別残高状況」「一般債振替制度・債券種類別発行償還状況」、日本証券業協会「公社債発行額・償還額」、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「マネーストック」「マネーサプライ」