

### 3. 金融政策決定会合議事要旨

(平成21年4月6、7日開催分)

#### (開催要領)

1. 開催日時：2009年4月6日(14:00～16:31)  
4月7日(9:00～12:17)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	白川方明	(総裁)
	山口廣秀	(副総裁)
	西村清彦	( )
	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(6日)
	竹下 亘	財務副大臣(7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	堀井昭成
理事	井戸清人
理事	中曾 宏
企画局長	雨宮正佳
企画局参事役	鮎瀬典夫(7日 9:00～9:19)
企画局参事役	関根敏隆
金融市場局長	外山晴之
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	飯野裕二
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	坂本哲也(7日 9:00～9:19)
企画局企画役	大谷 聡
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（3月17、18日）で決定された方針<sup>1</sup>に従って運営し、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.1%前後で推移した。

この間、年度末にかけて、年度末越えの資金供給を一段と積極化したほか、国債買現先オペ、CP買現先オペを積極的に実施した。また、CP買入れ、社債買入れ、企業金融支援特別オペ、米ドル資金供給オペによる資金供給を引き続き実施した。

### 2．金融・為替市場動向

短期金融市場は、年度末にかけて神経質な地合いが続いていたものの、新年度入り後、緊張感は幾分緩和している。すなわち、GCレポレートや短国レートは、年度末にかけて上昇したが、その後低下している。この間、ユーロ円レートは、日本銀行の資金供給策の拡充の効果もあって低下しているが、長めのタームを中心に、なお高めの水準となっている。CPレートは、投資家の銘柄選別姿勢が強い中で、低格付先は高めとなっているが、高格付先では、概ねTIBOR以下の水準まで低下している。

株価は、米国の株価反発などから上昇しており、日経平均株価は足もと8千円台後半で推移している。長期金利は、上昇しており、足もとでは1.4%台半ばで推移している。

円の対ドル相場は、一時円高が進んだものの、その後下落し、足もとでは100円台で推移している。

### 3．海外金融経済情勢

米国経済は大幅な悪化を続けている。住宅投資は大きく減少しており、住宅価格も引き続き下落している。また、設備投資が大幅に減少し、個人消費も減少傾向を辿る中で、生産は減少を続けている。雇用者数は大幅に減少しており、失業率も上昇している。この間、企業・家計の資金調達環境は厳しい状況が続いている。物価面では、

---

<sup>1</sup> 「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す。」

食料品価格の上昇が一服しているものの、エネルギー価格が足もと上昇していることから、総合ベースの消費者物価の前年比上昇率は、幾分上昇している。また、エネルギー・食料品価格を除くコアベースでの前年比上昇率は1%台後半で推移している。

欧州経済についてみると、ユーロエリア経済は大幅な悪化を続けている。輸出が減少を続けているほか、内需は、個人消費、設備投資、住宅投資とも減少している。物価面では、消費者物価の前年比上昇率は大きく低下している。この間、英国経済も、住宅市場の大幅な調整が続き、個人消費が減少傾向にあるなど、引き続き、大きく悪化している。

アジア経済についてみると、中国経済は、内需は高い伸びを続けているものの、輸出が減少しており、全体としてみれば大幅に減速している。インド経済も大幅に減速しているほか、NIEs、ASEAN諸国・地域の経済は大きく悪化している。物価面をみると、多くの国・地域において、消費者物価の前年比上昇率は低下傾向を辿っている。

海外の金融資本市場をみると、依然として、緊張した状態が続いている。すなわち、TEDスプレッドやCPスプレッドは、高めの水準で横ばい圏内の動きとなっている。また、社債の対国債スプレッドも、依然として高水準で推移している。一方、米欧の株価は、米国の金融安定化策の公表などを受け、幾分上昇している。この間、米欧の長期金利は、国債増発と景気下振れ懸念が交錯し、不安定な動きとなっている。

#### 4．国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出は大幅に減少している。先行きについては、当面、減少を続けるとみられるが、現地在庫の調整圧力が減衰するにつれて、減少テンポは緩やかになるとみられる。

国内民間需要をみると、企業収益の減少幅拡大や業況感の著しい悪化などを背景に、設備投資は大幅に減少している。先行きは、厳しい収益・資金調達環境が続き、設備過剰感が強まるもとで、当面、大幅な減少を続ける可能性が高い。

個人消費は、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、弱まっている。乗用車新車登録台数の落ち込みが一段と大きくなっているほか、家計の節約志向の強まりを反映して、百貨店売上高や全国スーパー売

上高は引き続き弱めに推移している。この間、消費者コンフィデンスは、ガソリン価格の下落などを背景に下げ止まり感が出てはいるが、株価の低迷や雇用不安の高まりなどを背景に、極めて低い水準にとどまっている。先行きの個人消費は、当面、雇用・所得環境が厳しさを増すもとで、引き続き弱まっていく可能性が高い。

住宅投資は減少している。先行きは、着工戸数の動きなどからみて、当面、減少を続けると予想される。

生産は、内外需要の減少や在庫調整圧力を背景に、大幅に減少している。先行きについては、内外需要の減少を背景に、減少を続けるとみられるが、在庫調整圧力が減衰するにつれて、減少テンポは緩やかになっていくと予想される。在庫は、大幅減産の効果から減少に転じているが、出荷の減少幅が拡大するもとで、両者のバランスは全体としてなお悪化している。

雇用・所得環境は、労働需給が大幅に緩和し、雇用者所得もはっきりと減少するなど、厳しさを増している。先行きの雇用者所得については、企業収益や生産の減少などを反映して、当面、減少を続ける可能性が高い。

物価面をみると、国際商品市況は、昨年夏をピークに大幅に下落した後、総じてみれば、低水準横ばい圏内の動きとなっている。国内企業物価を3か月前比で見ると、国際商品市況の下落を主因に下落を続けており、先行きについても、当面、下落を続けるとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きを反映し、ゼロ%まで低下している。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、こうした要因に加え、経済全体の需給バランスの悪化などを背景に、マイナスになっていくと予想される。

## （２）金融環境

わが国の金融環境は、厳しい状態が続いている。コールレートは極めて低い水準にあるが、大幅に悪化している実体経済活動との比較で見ると、緩和度合いは低下している。企業の資金調達コストは、政策金利引き下げの波及やＣＰ発行市場の改善を受けて、昨年末に比べ低下している。企業の資金調達動向をみると、ＣＰ・社債の発行は一頃と比べ回復してきているうえ、銀行貸出は大企業向けを中心に高い伸びを続けている。しかし、そうしたもとでも、下位格付先の社債発行は依然低い水準にとどまっているほか、資金繰りや金融機関の貸出態度が厳しいとする先が増加している。この間、マ

ネーストックは、前年比2%程度で推移している。

## ・ 公的部門向け証券貸付債権の適格担保の範囲拡大について

### 1. 執行部からの提案内容

金融調節の一層の円滑化を図ることを通じて、金融市場の安定確保に資する観点から、政府に対する証券貸付債権および政府保証付証券貸付債権の適格担保の範囲を拡大するほか、地方公共団体に対する証券貸付債権を新たに適格担保とするため、「適格担保取扱基本要領」の一部改正等、所要の措置を講じることとしたい。

### 2. 委員会の討議・採決

複数の委員は、今回の措置は、金融機関の担保繰りを緩和することを通じて、金融市場の安定確保に資するものと位置付けることができるかと述べた。その上で、このうちの1人の委員は、金融機関の担保繰りが既に厳しくなっていると誤解されないように、措置の趣旨を丁寧に説明する必要があると述べた。

公的部門向け証券貸付債権の適格要件について、何人かの委員は、担保の市場性を確保することが重要であるため、入札などにより貸付条件が競争的に決定されていることを要件とすることが適当と述べた。

こうした議論を経て、採決の結果、上記案件について全員一致で決定され、対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

海外の金融経済情勢について、委員は、海外経済は全体として悪化しているとの認識を共有した。多くの委員は、一部の国・地域では、財政支出拡大の効果や在庫調整進捗に伴う生産の下げ止まりなど、悪化テンポの鈍化の兆しがみられていると述べた。もっとも、委員は、世界的な金融と実体経済の負の相乗作用や、生産・所得・支出の負の循環が続く中で、世界経済の先行きについての不確実性は大きいとの見方で一致した。何人かの委員は、海外経済は、現在、過去数年間にわたって積み上がった過剰の調整過程にあり、その調整には時間がかかるほか、過剰の調整を経た後も、成長率は過去の

速すぎた成長スピードに比べ低下する蓋然性が高いとの認識を示した。

国際金融資本市場について、多くの委員は、依然として不安定な状況が続いていると述べた。ある委員は、米欧金融機関の経営状況に対する懸念が続く中で、短期金融市場ではTEDスプレッドが高止まりを続けているとの認識を示した。また、何人かの委員は、クレジット市場でも社債の信用スプレッドが高水準となっていると述べた。この間、何人かの委員は、米国の不良資産買取プログラムの公表を受け、金融機関の不良債権処理が進展し、健全性が高まるとの期待から、株価が上昇するなど、市場のムードが幾分改善しているとの認識を示した。しかしながら、何人かの委員は、不良債権処理が進捗するかどうかは、不良債権の売却価格次第であると述べ、売却価格の設定に向けた動きを良くみていく必要があるとの見方を示した。

米国経済について、委員は、金融と実体経済の負の相乗作用が強まっており、引き続き景気が大幅に悪化しているとの認識で一致した。住宅関連について、ある委員は、市場予想を上回る指標が公表されるなど、明るい兆しがみられていると述べた。これに対して、何人かの委員は、雇用・所得環境が悪化を続けている中での住宅関連指標の改善は、単月の振れの可能性が高いと指摘した。また、複数の委員は、住宅価格は下落を続けており、住宅市場の調整には歯止めがかかっていないとの認識を示した。

ユーロエリア経済について、何人かの委員は、大幅に悪化していると述べた。ある委員は、乗用車販売が政策効果から足もと大きく上昇しているものの、雇用・所得環境が悪化する中で、個人消費は全体として悪化しているとの認識を示した。別の委員は、主要な貿易相手である中東欧の景気が金融危機の影響から大幅に悪化していることも、ユーロエリア経済に悪影響を与えていると述べた。

中国経済について、何人かの委員は、大幅に減速しているとの見方を示した。もっとも、多くの委員は、大規模な経済対策や累次の金融緩和策により、銀行貸出が大幅に増加し、投資も高い伸びとなっているなど、政策効果がみられていると述べた。この間、何人かの委員は、NIEs・ASEAN諸国・地域では、IT関連の在庫調整進捗などから生産が下げ止まっていると述べた。

こうした海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。景気の現状について、委員は、海外経済の

悪化に伴い輸出が大幅に減少していること、企業収益や家計の雇用・所得環境が悪化する中で内需が弱まっていること、金融環境も厳しい状態を続けていることから、わが国の景気は大幅に悪化しているとの認識を共有した。その上で、委員は、当面の経済情勢について、内外の在庫調整の進捗に伴って輸出・生産の減少テンポが緩やかになると見込まれるなど、昨年秋以降の急速な悪化には歯止めがかかりつつある一方、雇用・所得環境の悪化などから、国内民間需要は更に弱まっていくとみられるため、当面、悪化を続ける可能性が高いとの認識で一致した。ある委員は、3月短観における業況判断の悪化は、こうした判断に沿った動きと評価できると述べた。複数の委員は、足もとまでの経済指標の動きを踏まえると、1月の中間評価に比べ、景気は下振れて推移してきていると述べた。

先行きについて、委員は、中長期的な成長期待が大きく変化しないもとの、2009年度後半以降、国際金融資本市場が落ち着きを取り戻し、海外経済が減速局面を脱するにつれ、わが国経済も持ち直していく、もっとも、こうした見通しには不確実性が高いとの見方で一致した。ある委員は、生産設備や雇用の過剰感が一段と高まっていることを踏まえると、今後のストック調整が大規模になり、回復時期が後ずれするほか、回復テンポも緩やかになる可能性があるとして指摘した。

個別の需要項目等に関して、委員は、輸出は大幅に減少しているとの見方で一致した。複数の委員は、2月の実質輸出の前月比減少幅が縮小していることに言及したうえで、中国やNIEsからの引き合いの増加や現地の在庫調整の進捗などを背景に、3月短観における先行きの海外での製商品需給判断が幾分改善するなど、輸出を巡る環境が好転しつつあると述べた。これを受けて、委員は、当面、輸出の減少テンポは緩やかになるとの認識を共有した。ただし、何人かの委員は、その先については、海外経済の動向など、輸出を巡る環境の不確実性は高いと付け加えた。

設備投資について、何人かの委員は大幅に減少していると述べた。何人かの委員は、設備の過剰感が大きく高まっており、景気の調整が長引き、回復力が弱くなることにより、企業の中長期的な成長期待が低下し、設備投資に一段と下振れが生じる可能性があるとの認識を示した。また、ある委員は、今後、製造業の業績悪化が非製造業に波及するため、非製造業の設備投資が更に減少する可能性があるとの見方を示した。

個人消費について、何人かの委員は、雇用・所得環境が厳しさを

増す中で、弱まっていると述べた。複数の委員は、労働分配率の上昇を踏まえれば、企業は賃金の引き下げや雇用の削減に一段と踏み込まざるを得ず、雇用・所得環境は一段と悪化することから、個人消費は更に弱まっていくとの見方を示した。

生産について、委員は、内外需要の減少や在庫調整圧力を背景に、大幅に減少しているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、ITや自動車関連の在庫調整の進捗を受けて、予測指数が下げ止まっており、減少テンポは緩やかになるとの認識を共有した。ある委員は、内外需要の先行きについての不確実性は高く、販売減少に伴い流通在庫が増加する可能性があるため、在庫調整圧力が高まるリスクには留意する必要があると述べた。

消費者物価（除く生鮮食品）について、委員は、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きを反映して、足もと、前年比ゼロ%まで低下しており、先行きは、経済全体の需給バランス悪化の影響も加わり、マイナスとなっていくとの認識を共有した。何人かの委員は、需給ギャップが拡大し、物価の下押し圧力が強まっていく中で、企業や家計の中長期的なインフレ予想が下振れるリスクに注意する必要があると指摘した。何人かの委員は、消費者の低価格志向の強まりや流通業などでの価格引き下げの動きがみられていると指摘したうえで、価格上昇品目数と下落品目数の乖離は、引き続き縮小していると述べた。一方、ある委員は、長い目でみれば、世界経済が回復する中で、適切な政策対応が採られないと、世界的にインフレ率が上振れるリスクもあると述べた。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、CPや社債の発行環境は改善しているものの、全体として厳しい状態が続いているとの認識を共有した。ある委員は、これまで急速に悪化してきた企業の資金繰りには一服感が出ているが、企業業績が悪化し、先行きの企業金融を巡る環境への不安感が高い中で、資金繰りに対する企業の警戒感依然として強いと述べた。先行きの企業金融について、複数の委員は、在庫調整の進捗や原材料コストの低下によって運転資金需要が減少するほか、設備資金需要も減少する一方、資金供給面では、貸出が高い伸びを続け、CPの発行環境が改善していることから、企業金融の引き締め度合いは緩和する蓋然性が高いと指摘した。そのうえで、これらの委員を含む多くの委員は、今後の企業金融に関するポイントとして、昨年度の企業決算公表に伴い、企業の信用

リスクに対する金融機関や市場の見方が厳格化する可能性、社債の大量償還が予定される中での社債の発行環境、株価下落によって銀行の資本制約が強まるリスク、の3点を指摘した。また、ある委員は、こうしたリスクが顕現化した場合には、企業金融面から実体経済への下押し圧力が高まる可能性があるとして付け加えた。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す」という現在の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、これまでの企業金融面での政策対応の効果について議論を行った。第1に、企業金融支援特別オペについて、ある委員は、当該オペによる資金供給が増加しており、ターム物金利低下などの効果が出ていると指摘した。第2に、CP・社債の買入れについては、多くの委員は、発行環境が改善しており、着実に効果がみられていると指摘した。ある委員は、CP買入れは、高格付先のCP発行環境だけでなく、低格付先の発行や社債の発行環境の改善も後押ししていると述べた。別の委員は、CP買入れの効果もあって、高格付ではCPの発行金利が短期国債金利を下回っている銘柄があるとして、こうした状態が長期化すれば、市場参加者の運用機会を奪うことになり、市場機能に望ましくない影響を及ぼす可能性があるとして指摘した。この間、市場から社債買入れの増額や買入れ対象の年限延長の要望が聞かれている点について、何人かの委員は、日本銀行が社債市場の機能を肩代わりすることは望ましくないとの認識を示したうえで、現在は安全弁として十分機能しているとの認識を示した。

次に、先般長期国債買入れ増額を決定したことを踏まえ、日本銀行の国債買入れの基本的な考え方について改めて議論が行われた。ある委員は、先般の長期国債買入れ増額は、長期の資金供給手段を一層活用し、円滑な資金供給を行っていくために行ったものであり、FRBやBOEの長期国債買入れの目的とは異なる点をよく説明する必要があると述べた。これに関連し、複数の委員は、長期金利の変動を抑え込むために中央銀行が長期国債買入れを行うと、かえって長期金利のボラティリティが高まる可能性があるとして指摘した。更

に、銀行券ルールについても議論が行われ、何人かの委員は、一般に銀行券ルールの内容や役割については、十分理解されているとは言えないため、その重要性を丁寧に説明していく必要があるとの認識を示した。このうちのある委員は、わが国では、制度的・季節的な要因から短期資金需要が大きく変動するため、それが金利の振れをもたらさないよう円滑な金融調節を行うには、準備預金など短期的に変動する負債に対しては短期の資金供給手段を割り当て、長期の資産である長期国債保有高が長期の負債である銀行券発行残高を超えないようにすることが必要であると述べた。こうした議論を経て、委員は、銀行券ルールは、円滑な金融調節を行うために必要との見方を共有した。

先行きの政策運営について、委員は、政策金利の引き下げ、潤沢な資金供給を通じた金融市場の安定、企業金融円滑化支援の3つの柱に基づく政策運営の考え方に沿って行っていくことが重要との認識を共有した。複数の委員は、次回の展望レポートにおいて経済見通しが下方修正された場合には、追加的な政策対応への期待が高まる可能性もあるが、これまで実施してきた政策は、2月会合、3月会合と情勢判断の厳しさを深める中で、フォワードルッキングに対応したものであり、このことを対外的にも丁寧に説明する必要があるとの認識を示した。ただし、何人かの委員は、想定に比べて企業金融を巡る環境が厳しさを増した場合には、必要に応じて、企業金融円滑化のための追加措置が必要になり得ると述べた。

## ・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。

- わが国の金融経済情勢について、日本銀行は引き続き極めて厳しい認識であると受け止めている。
- 政府は、総理からの経済対策に関する指示を受け、GDP比2%を上回る真水規模の対策の検討を行っているところであり、できる限り早期の取りまとめに向け、全力で取り組んでいる。
- 現下の厳しい金融経済情勢の中、引き続き、金融・財政政策の両面から対応していく必要がある。日本銀行におかれては、適切かつ機動的な金融政策運営により、引き続き、経済を下支えして頂きたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 景気の急速な悪化に対処するため、政府は総額 75 兆円の経済対策の実施、21 年度予算の執行の前倒しなどに取り組んでいる。更に、3 月 31 日には、総理から、景気の底割れを絶対に防ぐこと、雇用を確保し、国民の痛みを軽減すること、未来の成長力強化につなげることを目的とする包括的な「経済危機対策」を早急に策定するよう指示があった。
- 日本銀行におかれては、金融市場の安定確保に取り組むとともに、内外の厳しい経済・金融情勢のもと、政府における取り組みを踏まえ、適切かつ機動的な金融政策運営により、経済を下支えして頂きたい。
- 本日の適格担保の範囲の拡大については、金融の目詰まりを防ぐ観点から効果があると認識している。

## 採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%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、0.1%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、山口委員、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」＜別紙＞）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

議事要旨（3月17、18日開催分）が全員一致で承認され、4月10日に公表することとされた。

以 上

(別紙)

2009年4月7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<sup>(注)</sup>)。

無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.1%前後で推移するよう促す。

2. 日本銀行では、金融調節の一層の円滑化を図るため、以下のとおり、適格担保の範囲を拡大することを決定した(「『適格担保取扱基本要領』の一部改正等について」参照)。

(1) 政府に対する証券貸付債権・政府保証付証券貸付債権の適格担保範囲の拡大

(2) 地方公共団体に対する証券貸付債権の適格担保化

3. わが国の経済情勢をみると、海外経済の悪化により輸出が大幅に減少していることに加え、企業収益や家計の雇用・所得環境が悪化する中で、内需も弱まっている。金融環境をみると、CP・社債市場の発行環境は改善しているものの、全体としては厳しい状態が続いている。これらを背景に、わが国の景気は大幅に悪化している。今後は、内外の在庫調整の進捗を背景に、輸出・生産の減少テンポは緩やかになっていくと予想されるが、国内民間需要は更に弱まっていくとみられるため、わが国の景気は、当面、悪化を続ける可能性が高い。物価面では、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きを反映して足もと低下しており、今後は、需給バランスの悪化も加わって、マイナスになっていくとみられる。景気・物価の先行きについては、2010年度までの中心的な見通しとしては、中長期的な成長期待やインフレ予想が大きく変化しないもとで、2009年度後半以降、国際金融資本市場が落ち着きを取り戻し、海外経済が減速局面を脱するにつれ、わが国経済も持ち直し、物価の下落幅も縮小していく姿が想定される。こうした下で、見通し期間の後半には、物価安定のもとでの持続的成長経路へ復していく

---

(注) 賛成：白川委員、山口委員、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。

展望が拓けるとみられるものの、このような見通しを巡る不確実性は高い。

4．リスク要因をみると、世界的な金融情勢や海外経済の動向次第では、わが国の景気が下振れるリスクがあることに注意する必要がある。また、企業の中長期的な成長期待が低下し、設備や雇用の調整圧力が高まることを通じて、国内民間需要が一層下振れるリスクもある。金融環境が厳しさを増す場合には、金融面から実体経済への下押し圧力が高まり、金融と実体経済の負の相乗作用が強まる可能性がある。物価面では、景気の下振れリスクが顕在化した場合や国際商品市況が下落した場合には、物価上昇率が一段と低下する可能性もある。この場合、企業や家計の中長期的なインフレ予想が下振れるリスクに注意する必要がある。

5．日本銀行は、金融政策面からわが国経済を支えるため、昨年秋以降これまでの間、政策金利の引き下げ、金融市場の安定確保、企業金融円滑化の支援という3つの柱を中心に、様々な措置を実施してきた。本日の適格担保範囲の拡大措置も、金融市場の安定確保の観点から、決定したものである。また、金融システムの安定を図るため、金融機関保有株式の買入れを再開したほか、金融機関向け劣後特約付貸付の供与に向けて具体的な検討を行っている。日本銀行としては、今後とも、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路へ復帰していくため、中央銀行として最大限の貢献を行っていく方針である。

以　　上

( 21 年 4 月 30 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2009 年 4 月 30 日 ( 9 : 00 ~ 13 : 32 )

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	白川方明	( 総 裁 )
	山口廣秀	( 副 総 裁 )
	西村清彦	( " )
	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	堀井昭成
理事	井戸清人
理事	中曾 宏
企画局長	雨宮正佳
企画局参事役	関根敏隆
金融市場局長	外山晴之
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	飯野裕二
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	中村康治
企画局企画役	奥野聡雄

## ．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6、7日）で決定された方針<sup>1</sup>に従って運営し、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.1%前後で推移した。

この間、金融市場の安定確保のために、国債買現先オペ、CP買現先オペを積極的に実施した。また、CP買入れ、企業金融支援特別オペ、米ドル資金供給オペによる資金供給を引き続き実施した。

### 2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利上昇圧力が徐々に緩和されてきているが、基本的には、神経質な地合いが続いている。短国レートは概ね横ばい圏内で推移しているが、GCレポレートは振れを伴う展開が続いている。この間、ユーロ円レートは、長めのタームを中心になお高めの水準となっているが、日本銀行の資金供給策の拡充の効果もあって緩やかに低下している。CPレートは、投資家の銘柄選別姿勢が依然強いものの、高格付先を中心に、引き続き低下している。

株価をみると、日経平均株価は、概ね9千円をやや下回る水準で推移している。長期金利は、前回会合以降、幾分上昇した後、横ばい圏内で推移し、足もとでは1.4%台前半に低下している。

円の対ドル相場は、幾分円高方向で推移しており、足もとでは97円近傍の動きとなっている。

### 3．海外金融経済情勢

米国経済は大幅な悪化を続けている。住宅投資は大きく減少しており、住宅価格も引き続き下落傾向にある。また、設備投資も大幅に減少している。個人消費は減少傾向を辿っているが、減少幅は縮小しつつある。こうした中、生産は減少を続けているが、在庫調整の進捗を示唆する動きもみられる。雇用者数は大幅に減少しており、失業率も上昇している。この間、企業・家計の資金調達環境は厳しい状況が続いている。物価面では、食料品価格の上昇が一服してい

---

<sup>1</sup> 「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す。」

るほか、エネルギー価格が一頃に比べ低水準で推移していることから、総合ベースの消費者物価の前年比上昇率は、マイナスに転化した。また、エネルギー・食料品価格を除くコアベースでの前年比上昇率は1%台後半で推移している。

欧州経済についてみると、ユーロエリア経済は大幅な悪化を続けている。輸出が減少を続けているほか、内需は、個人消費、設備投資、住宅投資とも減少している。物価面では、消費者物価の前年比上昇率は大きく低下している。この間、英国経済も、住宅市場の大幅な調整が続き、個人消費も減少傾向にあるなど、引き続き、大きく悪化している。

アジア経済についてみると、中国経済は、輸出は減少しているものの、内需が高い伸びを続けており、減速に歯止めがかかっている。インド経済は大幅に減速しており、NIEs、ASEAN諸国・地域の経済も大きく悪化している。物価面をみると、多くの国・地域において、消費者物価の前年比上昇率は低下傾向を辿っている。

海外の金融資本市場をみると、依然として、緊張した状態が続いている。すなわち、TEDスプレッドやCPスプレッドは、高めの水準で横ばい圏内の動きとなっている。また、社債の対国債スプレッドも、依然として高水準で推移している。一方、米欧の株価は、金融機関経営に関する強弱両方の材料を受けて振れを伴う展開となる中、足もとは幾分上昇している。この間、長期金利は、米国では株価の上昇などを材料に足もと上昇する一方、欧州では概ね横ばい圏内で推移している。

#### 4．国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

1～3月の輸出は、海外経済の悪化などを背景に、前期比大幅に減少した。ただし、月次の動きをみると、2月に前月比減少幅がかなり縮小した後、3月は横ばいとなった。先行きについては、中国からの引き合い増加や自動車・電子部品の海外在庫の調整進展などから、下げ止まり、ないし幾分持ち直していくものと予想される。

設備投資は、企業収益の悪化等を背景に大幅に減少している。機械受注は、7～9月、10～12月の前期比に続き、1～2月の10～12月対比も大きく減少した。

個人消費は、家計の節約志向の強まりを反映して、3月の百貨店売上高が大きめの減少となるなど、弱い動きが続いている。消費者

コンフィデンスは、各種政策への期待などから、足もとでは幾分持ち直しているが、雇用不安などを背景にきわめて低い水準にとどまっている。

公共投資は、2008年度補正予算の執行の効果が出始めており、公共工事請負金額は、1～3月の前期比がプラスに転じた。

1～3月の生産は、内外需要の減少や在庫調整圧力を背景に、前期比大幅に減少した。ただし、月次の動きをみると、2月に前月比減少幅が幾分縮小した後、3月はプラスに転じている。先行きについては、4月以降の予測指数の動きなども勘案すると、内外の在庫調整の進展を背景に、生産は底打ちに向かいつつあるとみられる。

物価面をみると、国際商品市況は、昨年夏をピークに大幅に下落した後、足もと幾分強含んでいるが、なお低水準横ばい圏内の動きにある。国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況安や製品需給緩和の影響から下落を続けているが、下落幅は縮小してきている。先行きについては、当面、緩やかな下落を続けるとみられる。

## (2) 金融環境

わが国の金融環境をみると、CP発行金利が一段と低下した上、社債発行案件に広がりが見られるなど、CP・社債の発行環境の緩やかな改善が続いている。この間、民間銀行貸出は、CP・社債からの振替需要一服の影響が見られるものの、高めの伸びを続けている。しかし、そうしたもとでも、資金繰りや金融機関の貸出態度が厳しいとする先が増加しているほか、企業倒産件数も増加傾向を辿るなど、全体として、わが国の金融環境は厳しい状態にある。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

海外の金融経済情勢について、委員は、海外経済は全体として悪化を続けているものの、一部に下げ止まりを示唆する動きがみられ始めているとの認識を共有した。何人かの委員は、世界的な在庫調整の進捗や中国における政策効果の発現など、悪化テンポの鈍化を示す動きがみられると述べた。もっとも、多くの委員は、米欧や新興国など多くの地域において、金融と実体経済の負の相乗作用や生産・所得・支出の負の循環が引き続き進行していることなどから、世界経済の先行きについての不確実性は依然として大きいとの見方

を示した。金融と実体経済の負の相乗作用について、ある委員は、銀行貸出や資本市場といった通常想定されるルートだけでなく、企業間信用、貿易金融、在庫金融といったルートを通じて強力に作用してきたと付け加えた。また、別の委員は、長年蓄積された様々な過剰の調整は時間をかけて進めるしかないため、今後世界経済が回復に向かうにしても、その足取りは弱いものとならざるを得ないとの見解を示した。

国際金融資本市場について、多くの委員は、米欧の金融システムに対する懸念が払拭されず、投資家の慎重な姿勢が続く中、依然として不安定な状況が続いているとの見方を示した。また、何人かの委員は、米国で進められている大手金融機関のストレステストの結果や、米国大手自動車メーカーに対する経営支援策の帰趨が、国際金融資本市場の動向にどのような影響を及ぼすか、よくみていく必要があると述べた。

米国経済について、委員は、金融と実体経済の負の相乗作用がなお収束しておらず、本年第1四半期のGDP成長率も市場予想を下回るなど、引き続き景気が大幅に悪化しているとの認識で一致した。住宅市場について、ある委員が、建築業者の景況感持ち直しの動きなどを指摘したが、何人かの委員は、新築着工件数が低迷し、住宅価格も依然下落を続けていることから、底入れまでにはなお時間を要するとの見方を示した。また、複数の委員は、雇用環境の一段の悪化が、景気の先行きに対する高い不確実性ととも、家計の支出行動を更に慎重化させている可能性を指摘した。この間、何人かの委員は、悪化一辺倒だった一頃に比べれば、在庫調整の進捗を始めとして、景気後退テンポが和らぐ兆候がみられ始めていると述べた。

ユーロエリア経済について、多くの委員は、景気は大幅な悪化を続けているとの認識を示した。ある委員は、金融機関の与信態度のタイト化や雇用環境の悪化などから、設備投資や個人消費が低調に推移していると述べた。複数の委員は、中東欧経済の低迷が、欧州景気の足枷となる可能性があるため、十分な注意が必要との意見を述べた。

中国経済について、委員は、大規模な経済対策や累次の金融緩和策の効果などから、内需が牽引するかたちで、景気の減速に歯止めがかかりつつあるとの認識を共有した。なお、ある委員は、先進国経済の回復が遅れれば、外需が伸びず、全体としても、かつてのような高い成長率への回復は当面見込み難いとの見方を示した。この間、ある委員は、NIEs・ASEAN諸国・地域では、IT関連

の在庫調整の進捗から、輸出・生産の減少テンポの鈍化が続いていると述べた。

こうした海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。景気の現状について、委員は、海外の在庫調整の進捗により、輸出の減少テンポは鈍化しつつあるものの、企業収益や家計の雇用・所得環境が悪化する中で、内需が弱まっており、金融環境も、全体としては厳しい状態が続いていることから、わが国の景気は大幅に悪化しているとの認識を共有した。当面の景気については、委員は、国内民間需要が引き続き弱まっていく一方で、内外の在庫調整の進捗を背景に、輸出、生産の減少に歯止めがかかっていくとの見方を共有した。

個別の需要項目等に関して、多くの委員は、2月、3月と輸出の前月比マイナス幅が急速に縮小したことを指摘し、その背景として、海外の在庫調整の進捗に伴い、米国向け自動車や東アジア向け電子部品を中心に、持ち直しの動きがみられ始めていると述べた。

設備投資について、多くの委員は、企業の収益環境の厳しさを背景に大幅な減少が続いており、当面減少を続けるとの見方を示した。ある委員は、2月の機械受注に関し、製造業で大幅なマイナスが続いているとした上で、昨年秋以降の外需の急減と、景気の先行きに対する不透明感が、企業の設備投資マインドを大きく冷え込ませていると指摘した。

個人消費について、委員は、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、弱まっているとの認識で一致した。複数の委員は、消費者態度指数が低水準ながら幾分反発していることには留意を要すると述べたが、これらの委員を含む多くの委員は、雇用や賃金の調整が今後強まると見込まれる中、当面、個人消費は弱めの動きを続けるとの見方を共有した。

公共投資について、何人かの委員は、公共工事請負金額の1～3月の前期比がプラスに転じたことを指摘し、2008年度補正予算の執行の効果が始まっているとの見方を示した。また、多くの委員は、現在議論されている経済危機対策の効果が加われば、今後、増加幅が拡大していく可能性が高いと述べた。

生産について、何人かの委員は、3月の生産が前月比プラスに転じたことなどを示し、これまでの大幅減産の効果から内外の在庫調整に目処がつつあるとの見方を示した。また、何人かの委員は、こうした在庫調整の進捗や中国からの引き合い堅調などから、自動

車や電気機械を中心に、今後、生産の下げ止まりが期待されると述べた。この間、ある委員は、前月比マイナス基調は止まりつつあるものの、先行きの本格回復については海外経済の動向に大きく依存する面があり、引き続き不確実性が高いと付け加えた。

消費者物価（除く生鮮食品）について、委員は、足もと前年比ゼロ%まで低下しており、今後は、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きに加え、経済全体の需給バランスの悪化などを反映して、下落幅が拡大していく可能性が高い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、多くの委員は、CPや社債の発行環境は改善しているものの、全体としては厳しい状態が続いているとの認識を共有した。ある委員は、企業収益の低迷などを背景に、企業の資金調達を巡る不安は根強いと考えられるものの、在庫調整の進捗や原材料価格の低下などによって資金需要が減少するほか、資金供給面では、貸出が比較的高い伸びを続け、CPの発行環境も改善していることから、今後、企業金融の逼迫度合いは、次第に緩和していく可能性があるとして指摘した。他方、別のある委員は、既に2008年度の業績見通しの下方修正が相次いでおり、5月の決算発表後、企業の格下げが増える可能性は否定できないと述べた。その上で、この委員を含む何人かの委員は、企業業績の悪化が、金融機関の融資姿勢の慎重化を通じて実体経済に及ぼす影響について、注意深くみていく必要があると指摘した。このほか、ある委員は、今後の国債増発が、債券市場にどのような影響を及ぼすのかという点についても注意を払う必要があるとの意見を述べた。

## 3．経済・物価情勢の展望

経済情勢の先行き見通しについて、委員は、2009年度前半は、内外の在庫調整の進捗を背景に悪化テンポが徐々に和らぎ、次第に下げ止まりに向かうとの見方で一致した。また、2009年度後半以降について、委員は、各国における各種政策が効果を顕わすとともに、金融や実体経済における様々な過剰の調整も徐々に進捗するとみられるため、国際金融資本市場が落ち着きを取り戻し、海外経済も持ち直していくとの認識で一致した。その上で、わが国経済も、こうした海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、各種対策の効果もあって、緩やかに持ち直し、見通し期間の後半には、潜在成長率を上回る成長に復帰していく姿が想定されるとの見通しを共有した。なお、多くの委員は、これまでの財政措置に加え、現在検討されて

いる経済危機対策が実施されれば、急激な有効需要の落ち込みを防ぐ上で相応の効果が見込まれると述べた。この点に関し、複数の委員は、経済危機対策の効果には不確実な面があり、幅をもっていく必要があると指摘した。また、何人かの委員は、こうした政策の効果が、民間最終需要の持続的な回復に繋がっていくかどうか重要なポイントになると付け加えた。

物価情勢の先行き見通しについて、委員は、国内企業物価指数は、既往の国際商品市況安や需給環境の悪化を反映して、2009年度は大幅に下落するとみられる、2010年度は、需給ギャップのマイナスが残存するため下落を続けるが、国際商品市況の緩やかな上昇を背景に、下落幅は縮小する可能性が高い、との見方で一致した。また、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比については、石油製品価格の下落に加え、経済全体の需給バランスの悪化などを反映し、2009年度半ばにかけて下落幅が拡大していく可能性が高い、その後、石油製品価格などの影響が薄れていくため、中長期的なインフレ予想が安定的に推移するとの想定のもとで、下落幅は縮小していくと考えられる、との認識を共有した。

以上の見通しに関連し、何人かの委員は、現在のように経済の変動が極めて大きい場合には、各時点における成長率と年度平均の成長率が大きく異なり得るため、見通しの計数だけではなく、その背後にある経済・物価のメカニズムに関する定性的な見方を、従来以上に丁寧に説明していくことが重要であるとの意見を述べた。

続いて、委員は、こうした中心的な見通しに関する上振れ・下振れリスクについて議論を行った。多くの委員は、米欧の金融システムの建て直しがどのように進むのか、また、新興国を含め世界経済がどの程度のテンポで回復していくのか、といった点を中心に、先行きに対する不確実性は引き続き高いとの認識を示した。ある委員は、今後、経済の本格回復までに時間がかかることを踏まえると、現在想定している回復プロセスが、その間に生じ得る様々なショックに十分耐えられるだけの安定的なものかどうか不確実であり、今後とも、上振れ・下振れリスクについて常に点検を続けていく必要があると述べた。

その上で、委員は、現時点で想定される具体的な上振れ・下振れ要因について議論を行った。実体経済については、国際的な金融と実体経済の負の相乗作用の帰趨、世界各国で取り組んでいる各種政策の影響、企業の中長期的な成長期待の動向、国内の金融環境の動向の4点に、物価については、実体経済の変動に伴う物

価の変動、家計の中長期的なインフレ予想や企業の価格設定行動、輸入物価の動向の3点に、それぞれ整理できるとの認識を共有した。

国際的な金融と実体経済の負の相乗作用の帰趨に関して、委員は、今後、資産価格の下落や実体経済の悪化が続く場合には、負の相乗作用が強まり、海外経済が更に下振れたり、回復のタイミングが遅れるリスクがあるとの認識を共有した。米国の状況について、多くの委員は、住宅価格が下落を続け、収益環境の悪化から事業会社の格下げが増加している中、仮に今後、不良債権の処理に手間取るようであれば、負の相乗作用が一段と強まり、景気後退が長期化する可能性も否定できないと述べた。この点に関連し、ある委員は、1990年代の日本の経験を基に不良債権処理を進める困難さを指摘した上で、最近の欧米市場は、政策効果を過大に評価している可能性があるのではないかと述べた。また、ユーロエリアについて、何人かの委員は、中東欧諸国の景気悪化が欧州金融機関の経営体力を低下させ、域内経済に対する一段の下押し圧力となる可能性があるとして述べた。更に、別のある委員は、貿易量の減少や国際的な資金フローの縮小が続く中で、こうした動きに拍車をかけかねない保護主義的な動きが一部の国で顕在化していることを、世界経済の更なる下押しリスクとして指摘した。

企業の中長期的な成長期待の動向について、多くの委員は、海外経済の調整が更に深まったり、長引いたりする場合には、中長期的な成長期待が更に低下し、設備や雇用の調整圧力が一段と高まることを通じて、景気が下振れるリスクがあるとの認識を示した。この点に関連し、何人かの委員は、企業行動に関する最近のアンケート調査において、企業の中期的な成長率見通しが昨年から大きく低下していることを指摘した。もっとも、ある委員は、今回の調査結果は、足もとの景況感の低下が大きく寄与している可能性があるとの見方を示した。その上で、多くの委員は、今後とも、企業が中長期的な成長期待をどのように修正していくのか、丹念に点検していく必要があると述べた。

物価の見通しに関し、委員は、上振れ・下振れ両方向の不確実性が高いこと、すなわち、景気の下振れリスクの顕現化、中長期的なインフレ予想の下振れなどにより、物価上昇率が想定以上に低下する可能性があること、中長期的には、世界経済の回復過程で、現在の極めて景気刺激的な政策が維持された場合、一次産品の上振れなどを通じて、物価が想定以上に上昇するリスクがあること、に

ついて認識を共有した。何人かの委員は、中長期的なインフレ予想の動向に、特に注意を払う必要があると指摘した。ある委員は、アンケート調査や長期金利の動向からみたインフレ予想は、現在のところ大きく変化していないとみられるが、先行き、需給バランスの緩和などを背景に物価が下落しやすい環境が続く中、企業や家計の中長期的なインフレ予想が下方にシフトするリスクは否定できないと述べた。また、別の委員は、今後需要の大幅な落ち込みがサービス業に波及する場合は、これまで長期にわたって安定していたサービス価格が下落し始める可能性があり、これが消費者の中長期的なインフレ予想を大きく下振れさせる可能性があるとの認識を共有した。

なお、最近発生した新型インフルエンザの経済活動等に与える影響についても議論が行われた。何人かの委員は、今後、新型インフルエンザが大きな拡がりをみせた場合、人の移動や、生産・販売・金融活動を制約する可能性があるとの認識を示した。その上で、委員は、現時点でマクロ経済への影響を直ちに評価することは難しいが、今後の潜在的なリスク要因として、注意深くみていく必要があるとの認識を共有した。

## ・「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、複数の委員は、わが国の消費者物価指数のバイアスは引き続き大きくないとの認識を示した。また、何人かの委員は、わが国では、過去長期間にわたり、平均して1%弱という低い物価上昇率を経験してきたため、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海外の主要国よりも低く、こうした水準を前提に、経済活動にかかる意思決定が行なわれている可能性があることは変わっていないとの見方を示した。ある委員は、過去1年のサーベイ調査によると、消費者物価指数の上昇率が1～2%程度の時期に、殆どの人が「物価は上昇した」と回答し、かつ、その多くが物価の上昇を「困ったことだ」と答えていることを指摘し、国民の物価観は引き続き低位にあると述べた。また、何人かの委員は、潜在成長率が低下傾向に

あることや、金融環境の厳しさなどを勘案すれば、物価下落と景気悪化の悪循環に備えた「のりしろ」が必要であると述べた。このほか、何人かの委員は、最近の経済の大きな変動を踏まえると、「のりしろ」がどれほどの意義を持つのかについて留意する必要があるのではないかとこの意見を述べた。

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。多くの委員は、1%を中心値として上下0.5%ないし1%の範囲内との意見を述べた。また、ある委員は、0.8%を中心に上下0.5%の範囲内との認識を示した。別の委員は、0.5%～1%との意見を表明した。一人の委員は、1%よりゼロ%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、何人かの委員は、今回の展望レポートの見通し期間において消費者物価のマイナスが続くことを「中長期的な物価安定の理解」との関係でどう整理するか、という点について意見を述べた。ある委員は、経済に対する今回のショックは非常に大きく、当面、現実の物価上昇率が下方に乖離することは止むを得ないとした上で、重要なことは、やや長い目でみて、物価安定のもとでの持続的成長経路に向かうことが展望できているかどうかであると述べた。その上で、この委員は、時間軸を長くとれば、両者に不整合はないとの認識を示した。また、別の複数の委員は、こうした状況は、インフレーション・ターゲットを採用している国を含め、欧米主要国でも同様であると付け加えた。更にある委員は、金融政策の効果が波及するには、通常長い期間を要することから、中央銀行は、十分長い先行きの経済動向を予測しながら金融政策を運営する必要があると述べ、その上で、現在のように経済の変動が大きい時期だからこそ、「物価安定の理解」における「中長期的」の意味が、従来にも増して重要に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

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、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。

また、委員は、当面、政策金利の引き下げ、潤沢な資金供給を通じた金融市場の安定確保、企業金融円滑化の支援という、3つの柱に基づく政策運営を、着実に実施していくことが重要との認識を共有した。複数の委員は、経済の本格的な回復には時間を要するものの、現在の金融・財政政策が次第に効果を発揮していくことで、わが国経済は緩やかに持ち直し、物価の下落幅も徐々に縮小していくと見込まれるため、現時点で、金融面での追加的な措置を講じる必要はないと述べた。ある委員は、景気・物価に関する下振れリスクを意識しているが、CPや社債の買入れ、更には金融機関保有株式の買入れや劣後ローンの供与といった各種の措置は、こうしたリスクに備えたセーフティネットとして位置付けられると指摘した。このほか、複数の委員は、長期国債の買入れの目的や買入れ規模等に関する考え方を、引き続き、丁寧に説明していくことが重要であるとの意見を述べた。

先行きの政策運営について、何人かの委員は、今後、市場環境や企業金融環境が想定以上に厳しさを増すなどした場合には、状況の変化に柔軟に対応し、必要に応じて、追加的な措置を検討していくことが適当であるとの意見を述べた。この間、ある委員は、先行き、中心的な見通しに沿って、わが国経済が回復に向かうこととなれば、現在講じている臨時・異例の措置を、どのような方法で解除していくかについて、検討する必要が生じ得ると述べた。

## ・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。

- わが国の現在および先行きの経済・物価情勢について、日本銀行は引き続き極めて厳しい認識を持っていると受け止めている。
- 政府は、経済を底割れさせないとの強い決意をもって、財政出動15兆円程度、事業規模にして57兆円程度の経済危機対策を策定し、27日、本対策関係経費を含む補正予算案を国会に提出した。政府の経済見通しとの関係では、本対策がなければ21年度の実質GDP成長率が-5%台になったところ、-3.3%程度に食い止めた状況にある。こうした政策効果は、各政策委員の先行き見通しにも一定程度反映されていると理解している。
- 現下の厳しい金融経済情勢の中、日本銀行におかれても、引き続き、適切かつ機動的に金融政策を運営して頂くよう希望している。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 景気の急速な悪化に対処するため、政府は、4月10日、国費15兆円程度、事業費57兆円程度の経済危機対策を取りまとめた。本対策は、景気の底割れを防ぐことを最優先とし、雇用対策の拡充・強化や企業の資金繰り対策において万全の措置を講じるとともに、インフラへの投資により日本経済の成長力を高める観点から、政策手段を総動員したものとなっている。
- 4月27日の経済見通し暫定試算においては、本対策の押し上げ効果の結果、平成21年度においては景気がスパイラル的な悪化に陥ることは回避され、わが国の実質GDP成長率は、前年度比-3.3%程度になると見込んでいる。こうした厳しい経済金融情勢のもと、経済危機対策を着実に実施してまいらる。
- 日本銀行におかれても、引き続き、金融市場の安定確保や企業金融円滑化の支援に取り組むとともに、内外の厳しい経済金融情勢のもと、政府における取り組みを踏まえ、適切かつ機動的な金融政策運営により、経済を下支えして頂きたい。

## 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、0.1%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、0.1%前後で推移するよう促す。

### 採決の結果

賛成：白川委員、山口委員、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

#### ．「経済・物価情勢の展望」の決定

続いて、「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、山口委員、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

議事要旨（4月6、7日開催分）が全員一致で承認され、5月8日に公表することとされた。

以 上

(別添)

2009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<sup>(注)</sup>）。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す。

以 上

---

(注) 賛成：白川委員、山口委員、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

( 21 年 5 月 21、22 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2009 年 5 月 21 日 (14:00 ~ 16:14)  
5 月 22 日 ( 9:00 ~ 12:28)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	白川方明	( 総 裁 )
	山口廣秀	( 副 総 裁 )
	西村清彦	( " )
	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 (21 日)
	竹下 亘	財務副大臣 (22 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	堀井昭成
理事	井戸清人
理事	中曾 宏
企画局長	雨宮正佳
企画局参事役	鮎瀬典夫 (22 日 9:00 ~ 9:26)
企画局参事役	関根敏隆
金融市場局長	外山晴之
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	飯野裕二
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	坂本哲也 (22 日 9:00 ~ 9:26)
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（4月30日）で決定された方針<sup>1</sup>に従って運営し、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.1%前後で推移した。

この間、国債買現先オペ、CP買現先オペの積極的活用を図るなど、引き続き、金融市場の安定に配慮し、市場の状況を踏まえた機動的な運営を行った。また、CP買入れ、社債買入れ、企業金融支援特別オペ、米ドル資金供給オペによる資金供給を引き続き実施した。

### 2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利の上昇圧力が緩和されてきているが、市場流動性の低い状況が続き、市場間での裁定が十分には行われななど、神経質な地合いが続いている。すなわち、GCレポレートや短国レートは、概ね横ばい圏内で推移しているが、需給の変化に反応しやすい地合いが続いている。ユーロ円レートは、緩やかな低下傾向を辿ってきたが、取引の薄い状況が続く中、長めのタームを中心に、なお高めの水準となっている。CP市場では、投資家の銘柄選別姿勢が依然強い状況にあるが、企業の資金需要の低下などを背景に、比較的落ち着いた発行環境が続いており、高格付先の発行レートは、TIBOR以下の水準で推移している。

株価は、世界景気や金融システムに対するセンチメントの変化に応じ、日々振れやすい地合いが続いており、日経平均株価は足もと9千円台前半で推移している。長期金利は、横ばい圏内の動きとなっており、足もとでは1.4%台前半で推移している。

円の対ドル相場は、一時円安に振れたものの、その後上昇し、足もとでは90円台半ばで推移している。

### 3．海外金融経済情勢

米国経済は大幅な悪化を続けている。住宅価格が下落傾向にある

---

<sup>1</sup> 「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す。」

ほか、住宅投資や設備投資は大幅な減少を続けている。個人消費は減少傾向を辿っているが、減少幅は縮小しつつある。こうした中、生産は減少を続けており、在庫調整は進捗している。労働市場では、雇用者数が大幅な減少を続け、失業率も上昇している。この間、企業・家計の資金調達環境は厳しい状況が続いている。物価面では、食料品価格が横ばい圏内の動きとなる中、エネルギー価格が一頃に比べ低水準で推移していることから、総合ベースの消費者物価の前年比上昇率は、2か月連続でマイナスとなった。また、エネルギー・食料品価格を除くコアベースでの前年比上昇率は1%台後半で推移している。

欧州経済についてみると、ユーロエリア経済は大幅な悪化を続けている。内需は、個人消費、設備投資、住宅投資とも減少している。輸出は減少を続けているが、減少幅は一頃に比べ縮小しつつある。物価面では、消費者物価の前年比上昇率は低下している。この間、英国経済も、住宅市場の大幅な調整が続き、個人消費が減少傾向にあるなど、引き続き、大幅な悪化を続けている。

アジア経済についてみると、中国経済は、輸出は減少しているものの、内需が高い伸びを続けており、全体としてみれば減速に歯止めがかかっている。NIEs、ASEAN諸国・地域の経済は悪化が続いているが、輸出や生産の減少幅は縮小している。この間、インド経済は大幅に減速している。物価面をみると、多くの国・地域において、消費者物価の前年比上昇率は低下傾向を辿っている。

海外の金融資本市場をみると、一頃に比べれば状況が改善しているものの、緊張した状態が続いている。すなわち、TEDスプレッドやCPスプレッドは、概ねリーマン・ブラザーズ破綻前の水準まで縮小した。一方、社債の対国債スプレッドは、総じて縮小しているが、依然高水準で推移している。米欧の株価は、米国主要金融機関に対するストレステストの結果公表を受けて、金融機関経営に対する不透明感が後退したとの見方から、上昇している。この間、米欧の長期金利は、景気底入れに対する期待などから、やや上昇している。

#### 4．国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出は、昨秋以降、海外経済の悪化などを背景に、大幅に減少してきたが、最近では、海外現地在庫の調整圧力の減衰などから、下げ止まりつつある。先行きについては、海外現地在庫の調整進捗を主

困に、当面、下げ止まりから持ち直しに転じていくとみられる。

公共投資は、2008年度補正予算の執行の影響などにより、増加に転じつつある。先行きについては、各種経済対策が執行されていくことから、当面、増加していくと見込まれる。

国内民間需要をみると、企業収益の大幅な悪化などを背景に、設備投資は大幅に減少している。先行きは、厳しい収益・資金調達環境や強い設備過剰感を背景に、当面、減少を続ける可能性が高い。

個人消費は、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、弱まっている。家計の節約志向の強まりを反映して、百貨店売上高は、このところ大きめの減少となっているほか、全国スーパー売上高も、総じて弱めの動きとなっている。一方、乗用車新車登録台数は、自動車減税の実施の影響などにより、やや持ち直している。この間、消費者コンフィデンスは、ガソリンを中心とした小売価格の下落に加え、各種の需要喚起政策に対する期待などを背景に、幾分持ち直している。先行きの個人消費は、各種政策効果や物価下落が下支えに作用するとみられるが、雇用・所得環境が厳しさを増すもとで、当面、弱めに推移する可能性が高い。

住宅投資は減少している。先行きは、着工戸数の動きなどからみて、当面、減少を続けると予想される。

生産は、昨年秋以降、大幅に減少してきたが、最近は、内外の在庫調整圧力の減衰を主因に、減少に歯止めがかかりつつある。先行きについては、当面、内外の在庫調整が更に進捗するにつれて、下げ止まりから持ち直しに転じていくと予想される。

雇用・所得環境は、労働需給が大幅に緩和し、雇用者所得もはっきりと減少するなど、厳しさを増している。先行きの雇用者所得については、これまでの企業収益や生産の大幅減少がラグを伴って影響することなどから、当面、減少を続ける可能性が高い。

物価面をみると、国際商品市況は、昨年夏をピークに大幅に下落した後、最近はややかに上昇している。国内企業物価を3か月前比でみると、既往の国際商品市況安や製品需給緩和の影響から下落を続けているが、下落幅は縮小してきている。先行きについては、製品需給が緩和した状態が続くもとで、当面、緩やかな下落を続けるとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きを反映し、ゼロ%程度まで低下している。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、こうした要因に加え、経済全体の需給バランスの悪化などを背景に、マイ

ナスになっていくと予想される。

## (2) 金融環境

わが国の金融環境は、一頃に比べて緊張感が後退しているものの、なお厳しい状態が続いている。コールレートが極めて低い水準で推移する中、企業の資金調達コストも、本年初に低下した後、低水準で横ばい圏内の動きとなっているものとみられる。ただし、悪化を続けている実体経済活動や企業収益との対比で見れば、低金利の緩和効果は減殺されていると考えられる。企業の資金調達動向をみると、銀行貸出は大企業向けを中心に高い伸びを続けている。CP発行は減少したが、これは手許資金積み増しの動きが一服したことによる影響が大きいとみられる。社債発行銘柄の拡大等も合わせて考えると、CP・社債の発行環境は一頃に比べ改善してきている。しかし、そうしたもとでも、下位格付先の社債発行は依然低い水準にとどまっているほか、資金繰りや金融機関の貸出態度が厳しいとする先は引き続き多い。この間、マネーストックは、前年比2%台半ばまで伸び率を高めている。

### ・「適格外国債券担保取扱要領」の制定等について

#### 1. 執行部からの提案内容

金融調節の一層の円滑化を図ることを通じて、金融市場の安定確保に資する観点から、昨年秋以降、適格担保範囲の拡大等を行ってきた。こうした中で、各国と協調しつつ、「外貨建て、国外発行、外国所在の証券」の担保、いわゆるクロスボーダー担保の適格化についても検討を行ってきた。現状、内外の金融市場情勢は改善の方向にあるとはいえ、なお不安定である。こうした状況を踏まえ、外国国債を臨時に適格担保とし、金融調節の一層の円滑化を図り、これを通じて金融市場の安定を確保していくことが適当と考えられる。適格担保とする外国国債としては、十分な信用力・市場性があると認められ、かつ、取引先金融機関の担保利用ニーズが想定される米国債、英国債、ドイツ国債、フランス国債が適当であると考えられる。これらの外国国債を適格担保とするため、「適格外国債券担保取扱要領」の制定等、所要の措置を講じることとしたい。

#### 2. 委員会の討議・採決

委員は、クロスボーダー担保の適格化について、金融調節の一層

の円滑化を図り、金融市場の安定化に資することが期待できるとの見方で一致した。複数の委員は、日本銀行が過度に為替リスクを負うことがないように、担保の掛け目について、適切な水準に設定することが重要であると述べた。これに対し執行部からは、担保の掛け目については、当該外国債券の価格変動リスクと為替変動リスクを考慮し、十分保守的な水準に設定しているとの回答があった。ある委員は、現下の金融情勢を踏まえ、今回は臨時措置として導入することでよいが、今後の運用次第では恒久化することも念頭に置いてよいのではないかと述べた。これに対し執行部は、クロスボーダー担保については、外貨建てであることに伴う為替リスク、外国法が適用されることによる法的リスク、外国に証券が所在することに伴う事務リスクへの対応など国内の円建て担保に比べ取扱いが難しい面があり、こうした点も踏まえて、今回は、国内の円建て担保を補完するものとして臨時に適格化する扱いとすることが適当と判断したと述べた。

こうした議論を経て、採決の結果、上記案件について全員一致で決定され、対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

海外の金融経済情勢について、委員は、金融と実体経済の負の相乗作用が続いており、海外経済は全体として悪化を続けているとの認識を共有した。もっとも、多くの委員は、一部の国・地域では、財政支出拡大の効果や在庫調整進捗に伴う生産の下げ止まりがみられるなど、悪化テンポは鈍化していると述べた。先行きについて、委員は、世界的な金融と実体経済の負の相乗作用や、生産・所得・支出の負の循環が続く中で、世界経済を巡る不確実性は、引き続き大きいとの見方で一致した。

多くの委員は、米国ストレステストの結果を受けて、各種金融市場における信用スプレッドが縮小するなど、金融システムを巡る不透明感は一頃に比べてやや後退していると述べた。もっとも、これらの委員は、実体経済の悪化が続いている状況では、金融機関の不良債権処理に、相応の時間がかかるのではないかと述べた。

米国経済について、多くの委員は、金融と実体経済の負の相乗作用が働いており、引き続き大幅に悪化しているとの認識で一致した。

多くの委員は、住宅投資の一部に明るい兆しがみられるものの、住宅価格の下落や、雇用・所得環境の悪化が続く中で、個人消費は減少傾向を辿っていると述べた。これらの委員は、当面、雇用・所得環境の悪化が続き、家計のバランスシート調整には相応の時間を要すると考えられるため、先行きの個人消費について、楽観はできないと指摘した。

ユーロエリア経済について、委員は、引き続き大幅に悪化しているとの見方で一致した。何人かの委員は、輸出の減少テンポは緩やかになりつつあると述べた。これに対し、複数の委員は、中東欧経済は、厳しい状況が続いており、引き続きユーロエリア経済に対する下振れ要因となっていると述べた。

中国経済について、多くの委員は、減速に歯止めがかかっているとの見方を示した。これらの委員は、大規模な経済対策や累次の金融緩和策により、固定資産投資が高い伸びとなっていると指摘した。また、NIEs・ASEAN諸国・地域についても、複数の委員は、経済は全体として悪化しているものの、IT関連の在庫調整進捗などから輸出や生産の減少テンポが鈍化していると述べた。

こうした海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。現状について、委員は、わが国の景気は悪化を続けているが、内外の在庫調整の進捗を背景に、輸出や生産は下げ止まりつつある、との認識を共有した。委員は、当面の経済情勢について、国内民間需要は引き続き弱まっていくとみられるが、内外の在庫調整が一層進捗することに伴って、輸出・生産は下げ止まりから持ち直しに転じていくとの見方で一致した。委員は、こうした動きに加え、公共投資も増加していくと予想されるため、わが国の景気は、悪化のテンポが徐々に和らぎ、次第に下げ止まっていく可能性が高いとの認識で一致した。こうした見通しについて、委員は、4月末に公表した展望レポートに概ね沿った動きであるとの認識を共有した。

なお、委員は、新型インフルエンザの影響について、国内での感染が拡大しており、一部の地域では生活面や観光・サービス面において影響が出ているが、これまでのところ、わが国の経済活動全体としては、大きな影響が出ていないとの認識で一致した。もっとも、委員は、今後、感染の更なる拡大や、これに伴う対応次第では、影響が広範化するリスクには注意する必要があるとの見方を共有した。

先行き 2009 年度後半以降について、委員は、中長期的な成長期

待が大きく変化しないもとで、海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、金融システム面での対策や財政・金融政策の効果もあって、わが国経済は持ち直していく姿が想定されとの認識を共有した。もっとも、こうした見通しについて、委員は、海外経済や国際金融資本市場の動向に大きく依存した展開を辿る可能性が高く、見通しを巡る不確実性は高いとの見方で一致した。

個別の需要項目等に関して、委員は、海外現地在庫の調整進捗を背景に、輸出は下げ止まりつつあるとの見方で一致した。また、委員は、当面の輸出について、下げ止まりから持ち直しに転じていくとの認識を共有した。ただし、多くの委員は、その先については、海外の最終需要の動向に依存し、不確実性は引き続き高いと述べた。

設備投資について、何人かの委員は企業収益の大幅な減少などを背景に、大幅に減少しており、当面、減少を続ける可能性が高いと述べた。何人かの委員は、企業の中長期的な成長期待が低下し、設備投資が一段と下振れるリスクに引き続き注意する必要があるとの認識を示した。一方、別の委員は、機械受注は一頃に比べ減少テンポが鈍化していると指摘した。

個人消費について、多くの委員は、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、弱まっていると述べた。複数の委員は、各種政策への期待や物価の落ち着きを背景に、マインド指標は幾分持ち直していると述べた。もっとも、これらの委員を含め、多くの委員は、雇用・賃金の調整は、今後、更に厳しくなる可能性があり、個人消費は、当面、弱めに推移する可能性が高いとの見方で一致した。ある委員は、今後、賃金の引き下げにより、恒常所得に対する期待が下振れることによって個人消費に悪影響が及ぶリスクは、依然として高いと指摘した。

生産について、委員は、内外の在庫調整の進捗を背景に、減少に歯止めがかかりつつあるとの見方で一致した。当面について、委員は、内外の在庫調整の更なる進捗を受けて、下げ止まりから持ち直しに転じていくとの認識を共有した。複数の委員は、本年度後半以降の生産は、海外の最終需要に依存し、持続的な生産の回復が実現するかどうかについては不確実性が高いと述べた。

消費者物価（除く生鮮食品）について、委員は、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きを反映して、足もと、低下しており、先行きは、経済全体の需給バランス悪化の影響も加わり、マイナスとなっていくとの認識を共有した。何人かの委員は、価格上昇品目

数から価格下落品目数を引いた差は、更に縮小していると述べた。物価に関するリスクについて、何人かの委員は、需給ギャップの大幅なマイナスが続く中で、企業や家計の中長期的なインフレ予想が下振れるリスクに注意する必要があると指摘した。一方、別の何人かの委員は、各国で実施されている景気刺激的な金融・財政政策が維持される中で、世界経済が新興国を中心に回復する場合、先行き、国際商品市況が大幅に上昇するリスクにも注意する必要があると指摘した。このうちある委員は、国際商品市況の上昇は、交易条件の悪化を通じて、先進国経済に悪影響を及ぼすリスクがあると指摘した。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、一頃に比べて緊張感が後退しているものの、なお厳しい状態が続いているとの認識を共有した。多くの委員は、C Pの発行金利が更に低下しているほか、社債発行銘柄も拡大しており、政策効果が浸透してきていると述べた。もっとも、何人かの委員は、市場の企業に対する選別姿勢は根強く、下位格付先の社債発行は依然低い水準にとどまっているほか、資金繰りや金融機関の貸出態度が厳しいとする先は引き続き多いなど、二極化の様相を呈していると指摘した。ある委員は、景気低迷の長期化により不良債権が増加し、金融機関の資本制約から、企業金融面に悪影響が及ぶリスクがあると指摘した。また、別の委員は、今後、景気の低迷が長引いた場合、営業キャッシュフローも低迷し、市場の企業をみる眼が再び厳しくなるリスクがあると述べた。このほか、ある委員は、今後、国債発行の増加が見込まれる中、長めの金利のボラティリティーが大きくなる可能性も含め市場動向に注意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

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、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。

先行きの政策運営について、委員は、景気・物価の下振れリスクを意識しつつ、政策金利の引き下げ、潤沢な資金供給を通じた金融市場の安定確保、企業金融円滑化の支援という3つの柱に基づく政策運営の考え方に沿って、各種施策を着実にやっていくことが重要

との認識を共有した。多くの委員は、一部銘柄のC P金利が短国金利を下回るなど、措置の効果が強く出ている面もあるが、金融環境は全体として引き続き厳しい状態であるため、これまでに導入した様々な施策を着実に実施していくことが望ましいと述べた。何人かの委員は、各種臨時措置の9月末以降の取り扱いについては、今後の金融市場や企業金融の動向を丹念に点検した上で判断すべきであると述べた。

この間、委員は、経済情勢及び金融政策に関する情報発信について議論を行った。ある委員は、経済情勢の現状評価について、「上方修正」という方向感のみ強調されかねないことから、情報発信の際には、経済活動の水準評価も含め、丁寧に説明していく必要があると述べた。また、別の委員は、景気は4月の展望レポートに概ね沿って推移していることについても、対外的に説明していく必要があると付け加えた。委員は、これらの認識を共有した。ある委員は、4月末に公表した展望レポートにおいて、先行きの経済・物価情勢の不確実性を強調したことから、市場では、当面、金融緩和が継続するとの予想が形成されていると指摘した。この委員は、このように日本銀行と市場が、先行きの経済・物価情勢についての見方を共有しながら、市場において、先行きの金融政策に関する予想が形成されることは、望ましいと述べた。このほか、別の委員は、金融資本市場の機能障害に対処する非伝統的政策の効果について、日本銀行のバランスシートの拡大・縮小をみて、その度合いを測る向きもあるが、中央銀行のバランスシートの変化は、市場環境の改善度合いにも依存するため、政策効果を対外的に説明する際には、こうした点も含め丁寧に説明していく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。

- わが国の金融経済情勢について、日本銀行は、輸出や生産は下げ止まりつつあるが、国内民間需要は引き続き弱まっていく可能性が高く、消費者物価の前年比も、経済全体の需給バランスの悪化などから、今後、マイナスになっていくと予想するなど、引き続き極めて厳しい認識であると受け止めている。
- 国会では現在、本年度の補正予算案を審議しており、政府は、できる限り早期の成立に向け、全力で取り組んでいる。

- 日本銀行におかれては、以上のような経済認識や政府の対応を十分踏まえ、引き続き機動的かつ弾力的な金融政策運営により、経済を下支えして頂きたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 景気が急速に悪化し、厳しい状況にあることを反映し、21年1～3月期の実質成長率は、前期比年率 - 15.2%となった。一方で、このところ輸出、生産など一部の経済指標には、下げ止まり、あるいは若干の改善を示すかに見えるものがある。
- 今後の見通しについては、景気は引き続き厳しい状況が続くものの、在庫調整圧力の低下や経済対策の効果による下支えが期待される。一方、金融環境や雇用情勢の一段の悪化、デフレ期待が生じるリスクに留意する必要がある。
- 政府としては、景気の底割れリスク回避のため、21年度補正予算等を早期に成立させ、経済危機対策を速やかに実施していくことが重要であると考えている。
- 日本銀行におかれては、引き続き、金融市場の安定確保や企業金融円滑化の支援に取り組むとともに、経済・物価の下振れリスクや、政府における取り組みを踏まえ、適切かつ機動的な金融政策運営により、経済を下支えして頂きたい。

## 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、0.1%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、0.1%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、山口委員、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」＜別紙＞）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

議事要旨（4月30日開催分）が全員一致で承認され、5月27日に公表することとされた。

以 上

2009年5月22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<sup>(注)</sup>)。

無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.1%前後で推移するよう促す。

2. 日本銀行では、金融調節の一層の円滑化を通じて金融市場の安定確保を図る観点から、昨年秋以降、適格担保範囲の拡大等を行ってきた。こうした中で、各国と協調しつつ、いわゆるクロスボーダー担保の適格化についても検討してきた結果、今般、米国債、英国債、ドイツ国債、フランス国債を適格担保とすることを決定した(「『適格外国債券担保取扱要領』の制定等について」参照)。

3. わが国の景気は悪化を続けているが、内外の在庫調整の進捗を背景に、輸出や生産は下げ止まりつつある。金融環境をみると、ひとこりに比べて緊張感が後退しているものの、なお厳しい状態が続いている。今後は、国内民間需要は引き続き弱まっていくとみられるが、輸出・生産は下げ止まりから持ち直しに転じていき、公共投資も増加していくと予想される。このため、わが国の景気は、悪化のテンポが徐々に和らぎ、次第に下げ止まっていく可能性が高い。物価面では、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きを反映して足もと低下しており、今後は、需給バランスの悪化も加わって、マイナスになっていくとみられる。

4. 2010年度までの中心的な見通しとしては、中長期的な成長期待やインフレ予想が大きく変化しないもとで、2009年度後半以降、海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、金融システム面での対策や財政・金融政策の効果もあって、わが国経済は持ち直し、物価の下落幅も縮小していく姿が想定される。こうした動きが持続すれば、わが国経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路へ復していく展望が拓けるとみられる。もっとも、景気・物価の先行きは、海外経済や国際金融資本市場の動向に大きく依存した展開を辿る可能性が高く、見通しを巡る不確実性は大きい。

---

(注)賛成：白川委員、山口委員、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。

5．リスク要因をみると、景気については、国際的な金融経済情勢、中長期的な成長期待の動向、わが国の金融環境など、景気の下振れリスクが高い状況が続いていることに注意する必要がある。物価面では、景気の下振れリスクの顕在化、中長期的なインフレ予想の下振れなど、物価上昇率が想定以上に低下する可能性がある。

6．日本銀行としては、当面、景気・物価の下振れリスクを意識しつつ、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路へ復帰していくため、中央銀行として最大限の貢献を行っていく方針である。

以　　上

( 21 年 6 月 15、16 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2009 年 6 月 15 日 ( 14:00 ~ 16:54 )  
6 月 16 日 ( 9:00 ~ 12:29 )

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	白川方明	( 総 裁 )
	山口廣秀	( 副 総 裁 )
	西村清彦	( " )
	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 ( 15 日 )
	竹下 亘	財務副大臣 ( 16 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	堀井昭成
理事	井戸清人
理事	中曾 宏
企画局長	雨宮正佳
企画局企画役	加藤 毅
金融市場局長	外山晴之
調査統計局長	門間一夫
調査統計局参事役	関根敏隆
国際局長	沼波 正

( 事務局 )

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	執行謙二
企画局企画役	奥野聡雄
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（5月21、22日）で決定された方針<sup>1</sup>に従って運営し、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.1%前後で推移した。

この間、国債買現先オペ、CP買現先オペの積極的活用を図るなど、引き続き、金融市場の安定に配慮し、市場の状況を踏まえた機動的な運営を行った。また、CP買入れ、社債買入れ、企業金融支援特別オペ、米ドル資金供給オペによる資金供給を引き続き実施した。このうち、CP買入れと米ドル資金供給オペについては、資金需要の後退などから、応札額が減少している。

### 2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利の上昇圧力が緩和されてきているが、市場流動性の低い状況が続き、市場間での裁定が十分には行われななど、神経質な地合いが続いている。すなわち、GCレポレートは、概ね横ばい圏内で推移しているが、需給の変化に反応しやすい地合いが続いている。ターム物金利をみると、短国レートは、1年物も含め、0.1%台まで低下している。ユーロ円レートは、緩やかな低下傾向を辿っているが、取引の薄い状況が続く中、長めのタームを中心に、なお高めの水準となっている。CP市場では、企業の資金需要の低下などを背景に、比較的落ち着いた発行環境が続いており、一部の高格付先の発行レートは、短国レートを下回る水準で推移している。

株価は、米国株価に連れて上昇傾向を続け、日経平均株価は足もと1万円台で推移している。長期金利は、景気底入れ観測などを背景に小幅ながら上昇しており、最近は1.5%台前半で推移している。

円の対ドル相場は、一時円高が進んだものの、その後下落し、足もとでは90円台後半で推移している。

### 3．海外金融経済情勢

---

<sup>1</sup> 「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す。」

世界経済は、大幅に悪化した後、下げ止まりつつある。

米国経済は、悪化を続けているが、悪化のテンポは和らいでいる。住宅価格は下落傾向にあるほか、住宅投資や設備投資は大幅な減少を続けている。一方、個人消費は減少傾向を辿っているが、減少幅は縮小している。生産面では、減産が継続される中、在庫調整は進捗している。労働市場では、雇用者数が大幅な減少を続け、失業率も上昇しているが、雇用者数の減少ペースには緩和の兆しが窺われる。この間、企業・家計の資金調達環境は厳しいが、一頃に比べれば改善している。物価面では、食料品価格が横ばい圏内の動きとなる中、エネルギー価格が一頃に比べ低水準で推移していることから、総合ベースの消費者物価の前年比上昇率は、マイナスとなっている。また、エネルギー・食料品価格を除くコアベースでの前年比上昇率は、1%台後半で推移している。

欧州経済についてみると、ユーロエリア経済は、悪化を続けているが、悪化のテンポは徐々に和らいでいる。内需は、個人消費、設備投資、住宅投資とも減少している。輸出は減少を続けているが、減少幅は縮小している。物価面では、消費者物価の前年比上昇率は低下している。この間、英国経済も、個人消費は減少傾向にあるものの、住宅市場の調整が小幅になってきており、引き続き悪化しているが、悪化のテンポは和らいでいる。

アジア経済についてみると、中国経済は、輸出は減少しているものの、内需が高い伸びを続けており、減速に歯止めがかかっている。NIEs、ASEAN諸国・地域の経済は、輸出や生産が増加に転じているなど、下げ止まりつつある。この間、インド経済は、減速に歯止めがかかっている。物価面をみると、多くの国・地域において、消費者物価の前年比上昇率は低下傾向を辿っている。

海外の金融資本市場をみると、短期金融市場は、TEDスプレッドやCPスプレッドが、概ね2008年前半の水準まで縮小するなど、落ち着きを取り戻しつつある。一方、社債の対国債スプレッドは、縮小傾向を辿っているが、低格付け物を中心に、依然として高めの水準で推移している。米欧の株価は、予想を上回る経済指標の改善や、米国大手自動車メーカーの経営破綻がむしろ不透明感の後退に繋がるなどの見方などから、上昇している。この間、米欧の長期金利は、株価の上昇のほか、「質への逃避」の巻き戻しや国債の需給悪化懸念などもあり、上昇している。

#### 4．国内金融経済情勢

## ( 1 ) 実体経済

輸出は、昨秋以降、海外経済の悪化などを背景に、大幅に減少してきたが、最近は、海外現地在庫の調整圧力の減衰などから、持ち直しに転じつつある。先行きについては、海外現地在庫の調整進捗を主因に、持ち直しを続けるとみられる。

公共投資は、2008年度補正予算の執行の影響から、増加している。先行きについては、各種経済対策が執行されていくことから、当面、増加を続けると見込まれる。

国内民間需要をみると、企業収益の大幅な悪化などを背景に、設備投資は大幅に減少している。先行きは、厳しい収益・資金調達環境や強い設備過剰感を背景に、当面、減少を続ける可能性が高い。

個人消費は、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、弱まっている。家計の節約志向の強まりを反映して、百貨店売上高は、大幅な減少が続いている。一方、乗用車新車登録台数は、自動車減税の効果などから、前年比マイナス幅が幾分縮小している。この間、消費者コンフィデンスは、小売価格の下落に加え、各種の需要喚起政策などから、幾分持ち直している。先行きの個人消費は、各種政策効果や価格の低下が下支えに作用するとみられるが、雇用・所得環境が厳しさを増すもとで、当面、弱めに推移する可能性が高い。

住宅投資は減少している。先行きは、着工戸数の動きなどからみて、当面、減少を続けると予想される。

生産は、昨年秋以降、大幅に減少してきたが、最近は、内外の在庫調整圧力の減衰を主因に、持ち直しに転じつつある。先行きについては、内外の在庫調整の進捗を主因に、持ち直しを続けると予想される。

雇用・所得環境は、労働需給が大幅に緩和し、雇用者所得もはつきりと減少するなど、厳しさを増している。先行きの雇用者所得については、これまでの企業収益や生産の大幅減少がラグを伴って影響することなどから、当面、減少を続ける可能性が高い。

物価面をみると、国際商品市況は、昨年夏をピークに大幅に下落した後、最近は上昇傾向が強まっている。国内企業物価を3か月前比でみると、既往の国際商品市況安や製品需給緩和の影響から、緩やかな下落を続けている。先行きについては、製品需給が緩和した状態が続くもとで、当面、緩やかな下落を続けるとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、石油製品価格の下落や食料品

価格の落ち着きを反映し、ゼロ%程度まで低下している。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、こうした要因に加え、経済全体の需給バランスの悪化などを背景に、マイナスになっていくと予想される。

## （２）金融環境

わが国の金融環境は、改善の動きがみられるものの、全体としては、なお厳しい状態が続いている。コールレートが極めて低い水準で推移する中、企業の資金調達コストは、ＣＰ・社債発行金利の低下などから、一段と低下している。ただし、実体経済活動や企業収益との対比でみれば、低金利の緩和効果は減殺されていると考えられる。企業の資金調達動向をみると、銀行貸出は、昨年末に比べればやや伸びは低下しているものの、大企業向けを中心に高めの伸びを続けている。ＣＰ発行は減少しているが、これは手許資金積み増しの動きが一服したことによる影響が大きいとみられる。社債発行銘柄の拡大等も合わせて考えると、ＣＰ・社債の発行環境は一段と改善してきている。しかし、そうしたもとでも、下位格付先の社債発行は依然低い水準にとどまっている。また、資金繰りや金融機関の貸出態度については、悪化に歯止めがかかる動きがみられるものの、なお厳しいとする先が多い。この間、マネーストックは、前年比２%台半ばで推移している。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### １．経済情勢

海外の金融経済情勢について、委員は、海外経済は下げ止まりつつあるとの認識を共有した。先行きについて、多くの委員は、在庫調整の一層の進捗や財政・金融政策の効果を背景に、世界経済は持ち直しに転じていくと予想されると述べた。ただし、委員は、持ち直しのテンポは緩やかなものになることが見込まれる上、リスクは依然としてダウンサイドにあり、不確実性は引き続き大きいとの見方で一致した。複数の委員は、過去数年間にわたって蓄積された様々な過剰の調整には相応の時間が必要であり、その間の回復は緩やかなものにとどまる可能性が高いと述べた。

国際金融資本市場についても、議論が行われた。まず、米国の金融情勢について、多くの委員は、ストレステストの結果や大手自動車メーカーの経営破綻など、懸念材料を大きな波乱なく乗り越えた

ことから、過度の不安心理は後退しつつあるとの認識を示した。もっとも、これらの委員は、市場参加者の先行きへの警戒感は依然として強く、緊張した状態が続いていると述べた。複数の委員は、不良資産買取プログラムを巡る調整が難航しており、金融機関のバランスシートからの不良資産切り離しが進んでいないことなどから、金融と実体経済の負の相乗作用が再び強まるリスクがあるとの見方を示した。また、米国を中心にこのところ長期金利が上昇傾向を辿っていることについて、何人かの委員は、その背景として、世界経済に対する極端に悲観的な見方の後退、金融システム不安が和らいだことによる「質への逃避」の巻き戻し、財政赤字拡大に伴う国債需給悪化懸念を指摘した。これらの委員は、財政規律への不信感などにより、景気の回復テンポを上回って長期金利が上昇する場合には、実体経済の下押しに繋がるリスクがあるとの認識を示した。

米国経済について、委員は、引き続き悪化しているが、そのテンポは和らいでいる、との認識で一致した。何人かの委員は、雇用者数の減少幅が縮小しているほか、家計や企業のマインド指標に改善の動きがみられると指摘した。先行きについて、多くの委員は、下げ止まりから持ち直しに向かう可能性が高いが、家計部門を中心に、回復のモメンタムは脆弱であるとの見方を示した。住宅市場について、何人かの委員は、住宅価格の下落が依然として続いているほか、最近のモーゲージ金利上昇が調整局面を長引かせる可能性があるとして述べた。また、個人消費について、何人かの委員は、失業率の上昇など雇用環境の悪化が続いており、回復テンポは緩やかなものにとどまるとの見方を示した。このうちの一人の委員は、先般成立したクレジットカード改革法を受けて、カード会社がローン金利の引き上げや与信枠の削減を行う可能性が高く、これが個人消費の下押しに繋がる懸念されると付け加えた。更に、ある委員は、最近のガソリン価格や住宅ローン金利の上昇により、家計のバランスシート調整が遅れるリスクがあると指摘した。別のある委員は、商業用不動産価格が今後更に下落する可能性があり、その影響に注意が必要であるとの見方を示した。この間、複数の委員は、金融システム面での迅速な対応などを踏まえると、米国経済の回復テンポについて、バブル崩壊後の日本の経験に引き摺られて過度に慎重な見方になっていないか、という観点からの点検も必要であると述べた。

ユーロエリア経済について、大方の委員は、悪化を続けているが、悪化のテンポは徐々に和らいでいる、との見方を示した。何人かの

委員は、米国など他の地域に比べ、在庫調整の進捗が緩やかであり、消費者コンフィデンスの回復も遅れていると指摘した。先行きについて、何人かの委員は、中東欧諸国の経済状況は引き続き厳しく、ユーロエリア経済にとって下振れリスクになっていると指摘した。

中国経済について、多くの委員は、減速に歯止めがかかっているとの見方を示した。これらの委員は、輸出は減少しているものの、固定資産投資が高い伸びを続けているほか、在庫調整の進捗から生産の減速に歯止めがかかりつつあると指摘した。もっとも、先行きについて、複数の委員は、個人消費は依然として弱く、財政出動の効果が一巡した後の持続性には注意が必要であるとの認識を示した。また、NIEs・ASEAN諸国・地域についても、何人かの委員は、中国向けを中心に輸出や生産が増加に転じているなど、下げ止まりつつあると述べた。

こうした海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。現状について、委員は、下げ止まりつつあるとの認識を共有した。また、多くの委員は、大幅に悪化した後の下げ止まりであり、経済活動の水準は低いと付け加えた。その上で、委員は、当面の経済情勢について、国内民間需要は引き続き弱まっていける可能性が高いが、内外の在庫調整が一層進捗するもとの輸出・生産は持ち直しを続けるとの認識で一致した。また、委員は、こうした動きに加え、これまで講じてきた経済対策が執行段階に入ってくることから、公共投資も増加を続けると見込まれるとの認識でも一致した。これらを踏まえて、委員は、わが国の景気は、下げ止まりの動きが次第に明確になっていく可能性が高いとの見方を共有した。こうした見通しについて、委員は、4月末に公表した展望レポートに概ね沿った動きであるとの認識で一致した。

先行きについて、委員は、中長期的な成長期待が大きく変化しないもとの海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、金融システム面での対策や財政・金融政策の効果もあって、2009年度後半以降、わが国経済は持ち直していく姿が想定されるとの認識を共有した。もっとも、こうした見通しについて、委員は、最終需要の動向に大きく依存しており、海外経済や国際金融資本市場の動向など、不確実性は高いとの見方で一致した。

個別の需要項目等に関して、委員は、海外現地在庫の調整進捗を背景に、輸出は持ち直しに転じつつあるとの見方で一致した。また、先行きについても、委員は、輸出は持ち直しを続けるとの認識を共有した。

設備投資について、何人かの委員は、企業収益の大幅な悪化などを背景に、大幅に減少しており、当面、減少を続ける可能性が高いと述べた。ある委員は、2009年度の中小企業の設備投資計画は、過去最大の減少率になる見込みであると述べた。また、複数の委員は、企業の中長期的な成長期待が低下し、設備投資が一段と下振れるリスクに引き続き注意する必要があるとの認識を示した。

個人消費について、多くの委員は、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、弱まっていると述べた。複数の委員は、各種政策の効果や価格低下の影響もあり、一部の耐久財消費や消費者コンフィデンスには改善がみられると述べた。もっとも、これらの委員を含め、多くの委員は、雇用・賃金の調整は、今後、更に厳しくなる可能性があり、個人消費は、当面、弱めに推移するとの見方で一致した。この点、ある委員は、1～3月期の法人企業統計季報をみると、労働分配率が大幅に上昇しており、今後、雇用調整圧力が一段と高まる可能性があるとして指摘した。

生産について、委員は、内外の在庫調整の進捗を背景に、持ち直しに転じつつあるとの認識を共有した。先行きについて、委員は、内外の在庫調整の更なる進捗を受けて、当面、持ち直しを続けるとの見方で一致した。ただし、ある委員は、在庫調整の進捗に伴う増産が一巡する2009年度下期以降については、不確実性が高いとの認識を示した。

消費者物価（除く生鮮食品）について、委員は、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きを反映して、足もと、前年比は低下しており、先行きは、経済全体の需給バランス悪化の影響も加わり、マイナスになっていくとの認識を共有した。ある委員は、価格上昇品目数から下落品目数を引いた値はこのところ減少テンポを速めていると指摘した。何人かの委員は、需給ギャップの大幅なマイナスが続く中で、企業や家計の中長期的なインフレ予想が下振れる可能性に注意する必要があると指摘した。一方、複数の委員は、産業構造の変化に伴う既存設備の陳腐化などを考慮すると、需給ギャップのマイナス幅が過大に計測されている可能性があるという認識を示した。

このところ上昇傾向を強めている国際商品市況についても、先行きの経済・物価に与える影響という観点から、議論が行われた。まず、上昇の背景について、何人かの委員は、世界経済に対する極端に悲観的な見方の後退、中国など新興国における需要増加期待、投資家のリスク許容度の回復などを指摘した。このうちの複数の委員

は、各国で緩和的な金融政策運営が行われている結果、過剰流動性が生じ、それが投機資金として流入している可能性がある」と指摘した。その上で、その影響について、多くの委員は、物価の上振れ要因になる可能性があるとの見方を示した。同時に、このうちの何人かの委員は、世界経済の回復テンポを上回って上昇する場合には、わが国経済にとって、輸出の増加というプラス面よりも、交易条件の悪化というマイナス面の方が大きく、实体经济の下振れ要因になると指摘した。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、改善の動きがみられるものの、全体としては、なお厳しい状態が続いているとの認識を共有した。多くの委員は、CP発行金利の更なる低下や社債発行銘柄の拡大など、企業金融に改善の動きがみられるとの認識を示した。もっとも、何人かの委員は、下位格付先の社債発行は依然として厳しい状況にあるなど、二極化現象は解消されていないとの見方を示した。また、複数の委員は、資金繰りや金融機関の貸出態度について、悪化に歯止めがかかる動きはみられるものの、なお厳しいとする先が多いと述べた。更に、複数の委員は、企業業績の悪化が続く中で、先行きの資金繰りに関する企業の不安心理は依然として払拭されていないと指摘した。

### ・ 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。

先行きの政策運営について、委員は、景気・物価の下振れリスクを意識しつつ、政策金利の引き下げ、潤沢な資金供給を通じた金融市場の安定確保、企業金融円滑化の支援という3つの柱に基づく政策運営の考え方に沿って、各種施策を適切に行っていくことが重要との認識を共有した。

各種臨時措置の取り扱いについても、議論が行われた。まず、委員は、基本的な認識として、金融経済情勢が改善した後も長期間にわたって維持した場合に、景気や物価の振幅をかえって大きくするリスクを意識しながら、こうした措置の制度設計や運営を行って

いること、 各々の措置は、その目的や仕組みが異なっているほか、金融市場や金融環境に与えている影響も様々であるため、一律ではなく、措置毎に取り扱いを検討する必要があること、 金融市場や企業金融全体の動向をよく見通した上で、検討していくべきであることを共有した。ある委員は、各措置の効果を評価する際には、実際に介入している市場だけでなく、関連する市場への影響も含めて総合的に検討することや、安全弁としての役割も考慮することが重要であると指摘した。その上で、各種措置の現状について、何人かの委員は、高格付けのＣＰの発行金利が短期国債金利を下回るなど、効果がかかなり強く出ているという面もあるが、企業金融を取り巻く環境がなお厳しいことを踏まえると、市場参加者に資金調達にかかる安心感を与えるという役割は依然として大きいとの見方を示した。ある委員は、やや長めの金利に働きかけるといった目的で企業金融支援特別オペを実施し、効果が出ていると指摘した。ＣＰ・社債の買入れでオファー額に応札額が満たないケースが頻発していることについて、何人かの委員は、市場機能の回復に伴う応札額の減少は、制度設計の時点で予想されていたことであるとの見方を示した。ある委員は、ＣＰ・社債の発行環境が更に改善していることなどを踏まえると、企業金融全体の逼迫という状況ではなくなりつつあるため、今後は、臨時・異例の措置の解除に向けて、具体的な検討を行っていくべきであるとの認識を示した。最後に、本件に関する情報発信という観点から、何人かの委員は、各種措置は金融市場の安定確保や企業金融の円滑化に大きく貢献しているだけに、市場参加者の予測可能性に十分配慮しながら、９月末までの適切な時期に判断するべきであるとの見解を示した。

## ・ 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。

- わが国の経済・物価情勢について、日本銀行は、景気の先行きについては、下げ止まりの動きが次第に明確になっていく可能性が高いとしつつも、消費者物価の先行きについては、経済全体の需給バランスの悪化などを背景にマイナスになっていくと予想されるとするなど、物価情勢を中心に、引き続き厳しい認識であると受け止めている。
- 政府は、経済を底割れさせないとの強い決意のもと、補正予算の早期執行に努めるとともに、現在審議中の補正予算関連法案を

できる限り早く成立させて、経済危機対策に盛り込んだ施策全体の早期実現に向けて全力を挙げて参る所存である。

- 日本銀行におかれては、引き続き以上のような政府の対応と歩調を合わせつつ、適切かつ機動的な金融政策運営を行っていくことにより、経済を金融面から支えて頂きたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の経済は、輸出・生産が下げ止まりつつあり、底打ちの兆しがみられる。
- 今後の見通しについては、景気は引き続き厳しい状態が続くものの、在庫調整圧力の低下や経済対策の効果による下支えが期待される。一方、金融環境や雇用情勢の一段の悪化や、需給ギャップが大幅に拡大している中で、デフレのリスクに留意する必要がある。
- 政府としては、景気の底割れリスク回避のため、経済危機対策等を速やかに実施していくこととしている。また、経済危機克服の道筋を示すとともに、わが国の成長力を強化しつつ、安心社会を実現し、今後の財政運営の在り方を示す「基本方針 2009」を今月中に取りまとめることとしている。
- 日本銀行におかれては、景気が厳しい状況が続くと見込まれることや、経済・物価の下振れリスクを踏まえ、引き続き適切かつ機動的な金融政策運営により、経済を下支えして頂きたい。

## 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、0.1%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、0.1%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、山口委員、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」＜別紙1＞）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

議事要旨（5月21、22日開催分）が全員一致で承認され、6月19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、2009年7月～2010年6月における金融政策決定会合等の日程が別紙2のとおり承認され、即日公表することとされた。

以 上

2009年6月16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<sup>(注)</sup>)。

無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.1%前後で推移するよう促す。

2. わが国の景気は、大幅に悪化したあと、下げ止まりつつある。すなわち、企業収益や雇用・所得環境が厳しさを増す中で、国内民間需要は弱まっている一方、輸出・生産は持ち直しに転じつつあるほか、公共投資も増加している。当面は、こうした景気下げ止まりの動きが次第に明確になっていく可能性が高い。この間、金融環境をみると、改善の動きがみられるものの、全体としては、なお厳しい状態が続いている。物価面では、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きを反映して足もと低下しており、今後は、需給バランスの悪化も加わって、マイナスになっていくとみられる。

3. 先行きのわが国の景気は、内外の在庫調整が進捗したもとで、最終需要の動向に大きく依存する。2010年度までの中心的な見通しとしては、中長期的な成長期待やインフレ予想が大きく変化しないもとで、本年度後半以降、海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、金融システム面での対策や財政・金融政策の効果もあって、わが国経済は持ち直し、物価の下落幅も縮小していく姿が想定される。こうした動きが持続すれば、わが国経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路へ復していく展望が拓けるとみられる。もっとも、海外経済や国際金融資本市場の動向など、見通しを巡る不確実性は大きい。

4. リスク要因をみると、景気については、国際的な金融経済情勢、中長期的な成長期待の動向、わが国の金融環境など、景気の下振れリスクが高い状況が続いていることに注意する必要がある。物価面では、景気の下振れリスクの顕在化、中長期的

---

(注)賛成：白川委員、山口委員、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。

なインフレ予想の下振れなど、物価上昇率が想定以上に低下する可能性がある。

- 5 . 日本銀行としては、当面、景気・物価の下振れリスクを意識しつつ、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路へ復帰していくため、中央銀行として最大限の貢献を行っていく方針である。

以 上

2009年6月16日  
日本銀行

## 金融政策決定会合等の日程(2009年7月～2010年6月)

	会合開催	議事要旨公表	経済・物価情勢の 展望(基本的見解) 公表	(参考) 金融経済月報 公表
2009年7月	14日<火>・15日<水>	8月14日<金>		16日<木>
8月	10日<月>・11日<火>	9月25日<金>		12日<水>
9月	16日<水>・17日<木>	10月19日<月>		18日<金>
10月	13日<火>・14日<水> 30日<金>	11月5日<木> 11月26日<木>	30日<金>	15日<木>
11月	19日<木>・20日<金>	12月24日<木>		24日<火>
12月	17日<木>・18日<金>	1月29日<金>		21日<月>
2010年1月	25日<月>・26日<火>	2月23日<火>		27日<水>
2月	17日<水>・18日<木>	3月23日<火>		19日<金>
3月	16日<火>・17日<水>	4月12日<月>		18日<木>
4月	6日<火>・7日<水> 27日<火>	5月6日<木> 5月26日<水>	27日<火>	8日<木>
5月	20日<木>・21日<金>	6月18日<金>		24日<月>
6月	14日<月>・15日<火>	未定		16日<水>

(注) 各公表資料の公表時間は原則として以下のとおり。

「議事要旨」・・・・・・・・・・・・・・・・・・8時50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

「金融経済月報」・・・・・・・・・・・・・・・・・・14時

(「概要」の英訳は14時、全文の英訳  
は翌営業日の16時30分)

( 21 年 7 月 14、15 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2009 年 7 月 14 日 (14:00 ~ 16:05)  
7 月 15 日 ( 9:00 ~ 13:30)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	白川方明	( 総 裁 )
	山口廣秀	( 副 総 裁 )
	西村清彦	( " )
	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	香川俊介	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	堀井昭成
理事	井戸清人
理事	中曾 宏
企画局長	雨宮正佳
企画局審議役	吉岡伸泰 ( 15 日 )
企画局企画役	加藤 毅
金融市場局長	外山晴之
調査統計局長	門間一夫
調査統計局参事役	関根敏隆
国際局長	沼波 正

( 事務局 )

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	執行謙二
政策委員会室企画役	橘 朋廣
企画局企画役	坂本哲也 ( 15 日 )
企画局企画役	中村康治
企画局企画役	西崎健司

## ．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15、16日）で決定された方針<sup>1</sup>に従って運営し、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.1%前後で推移した。

この間、国債買現先オペ、CP買現先オペの積極的活用を図るなど、引き続き、金融市場の安定に配慮し、市場の状況を踏まえた機動的な運営を行った。また、CP買入れ、社債買入れ、企業金融支援特別オペ、米ドル資金供給オペによる資金供給を引き続き実施した。このうち、CP買入れ、社債買入れ、米ドル資金供給オペについては、市場機能の改善に伴うオペへの資金需要の後退などから、低水準の応札となっている。

### 2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利の上昇圧力が緩和されているが、市場流動性の低い状況が続き、市場間での裁定が十分には行われないうなど、神経質な地合いが続いている。すなわち、GCレポレートは、概ね横ばい圏内で推移しているが、需給の変化に反応しやすい地合いが続いている。ターム物金利をみると、短国レートは、1年物も含め、足もと0.1%台で推移している。ユーロ円レートは、緩やかな低下傾向を辿っているが、取引の薄い状況が続く中、長めのタームを中心に、なお高めの水準となっている。CP市場では、企業の資金需要の低下などを背景に、比較的落ち着いた発行環境が続いており、一部の高格付先の発行レートは、短国レートを下回る水準で推移している。また、低格付先の発行レートも、均してみれば低下傾向を辿っている。

株価は、世界的に景気に対する楽観的な見方が幾分後退したこともあって、足もとやや軟調に推移し、日経平均株価は9千円台前半となっている。長期金利は、6月中旬以降、米国長期金利に連れて

---

<sup>1</sup> 「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す。」

低下し、足もとは 1.3% 前後の水準となっている。

円の対ドル相場は、米国景気の回復期待がやや後退する中で、90 円台前半にまで上昇している。

### 3 . 海外金融経済情勢

世界経済は、下げ止まっている。

米国経済は、悪化を続けているが、悪化のテンポは和らいでいる。住宅価格は下落傾向にあるほか、住宅投資や設備投資は大幅な減少を続けている。一方、個人消費は財政面での景気刺激策の効果もあり、横ばい圏内の動きとなっている。生産面では、減産が継続される中、在庫調整は進捗している。労働市場では、雇用者数が大幅な減少を続け、失業率も上昇しているが、雇用者数の減少ペースには緩和の兆しが窺われる。この間、企業・家計の資金調達環境は厳しいが、一頃に比べれば改善している。物価面では、食料品価格が若干低下する中、エネルギー価格が一頃に比べ低水準で推移していることから、総合ベースの消費者物価の前年比上昇率は、マイナスとなっている。エネルギー・食料品価格を除くコアベースでの前年比上昇率は、1%台後半で推移している。

欧州経済についてみると、ユーロエリア経済は、悪化を続けているが、悪化のテンポは徐々に和らいでいる。内需は、設備投資、住宅投資とも減少している。輸出、個人消費は減少を続けているが、減少幅は縮小している。物価面では、消費者物価の前年比上昇率は低下している。この間、英国経済も、悪化を続けているが、悪化のテンポは和らいでいる。

アジア経済についてみると、中国経済は、内需を中心に、伸びを高めている。輸出は減少しているが、消費が堅調に推移しているほか、固定資産投資は一段と伸びを高めている。N I E s、A S E A N 諸国・地域の経済は、輸出が増加しているほか、個人消費が横ばい圏内の動きに復しているなど、下げ止まっている。この間、インド経済は、減速に歯止めがかかっている。物価面をみると、多くの国・地域において、消費者物価の前年比上昇率は低下傾向を辿っている。

海外の金融資本市場をみると、短期金融市場は、T E D スプレッドや C P スプレッドが、概ね 2007 年 8 月前後の水準で推移するなど、落ち着きを取り戻しつつある。一方、社債の対国債スプレッドは、

縮小傾向を辿っているが、低格付物を中心に、依然として高めの水準で推移している。米欧の株価は、米国の雇用統計など事前予想を下回る経済指標を受け、下落した。この間、米国の長期金利は、株価の下落のほか、好調な国債入札結果を好感し、低下した。欧州の長期金利も、米国の長期金利に連れて、低下した。

#### 4．国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出は、昨秋以降、海外経済の悪化などを背景に、大幅に減少してきたが、最近では、海外現地在庫の調整圧力の減衰などから、持ち直している。先行きについては、海外現地在庫の調整進捗を主因に、持ち直しを続けるとみられる。

公共投資は、増加している。先行きについては、各種経済対策が執行されていくことから、増加を続けると見込まれる。

国内民間需要をみると、企業収益の大幅な悪化などを背景に、設備投資は大幅に減少している。先行きは、厳しい収益・資金調達環境や強い設備過剰感を背景に、当面、減少を続ける可能性が高い。

個人消費は、各種政策効果や価格の低下が下支えに作用するもとで、一部に持ち直しの動きがみられるものの、全体としては弱めの動きとなっている。家計の節約志向の強まりを反映して、百貨店売上高は、大幅な減少が続いている。一方、乗用車新車登録台数は、自動車減税の効果などから、前年比マイナス幅が縮小している。この間、消費者コンフィデンスは、小売価格の下落に加え、各種の需要喚起政策などから、幾分持ち直している。先行きの個人消費は、雇用・所得環境が厳しさを増すもとで、弱めの動きが続く可能性が高い。

住宅投資は減少している。先行きは、着工戸数の動きなどからみて、当面、減少を続けると予想される。

生産は、昨年秋以降、大幅に減少してきたが、最近では、内外の在庫調整圧力の減衰を主因に、持ち直している。先行きについては、内外の在庫調整の進捗を主因に、持ち直しを続けると予想される。

雇用・所得環境は、労働需給が大幅に緩和し、雇用者所得もはつきりと減少するなど、厳しさを増している。先行きの雇用者所得については、これまでの企業収益や生産の大幅減少がラグを伴って影響することなどから、当面、減少を続ける可能性が高い。

物価面をみると、国際商品市況は、最近は横ばい圏内で推移している。国内企業物価を3か月前比でみると、製品需給緩和の影響などから、緩やかな下落を続けている。先行きについては、製品需給が緩和した状態が続くもとで、当面、緩やかな下落が続けるとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、経済全体の需給が緩和した状態が続く中、前年における石油製品価格高騰の反動などから、マイナスとなっている。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、前年における石油製品価格高騰の反動などから、当面、下落幅を拡大していくと予想される。

## （２）金融環境

わが国の金融環境は、なお厳しい状態にあるものの、改善の動きが続いている。コールレートがきわめて低い水準で推移する中、企業の資金調達コストは、ＣＰ・社債発行金利や貸出金利の低下などから、一段と低下している。ただし、実体経済活動や企業収益との対比で見れば、低金利の緩和効果は減殺されていると考えられる。企業の資金調達動向をみると、銀行貸出は、伸びは低下しているものの、大企業向けを中心に高めの伸びを続けている。ＣＰ発行は減少しているが、これは手許資金積み増しの動きの一服や運転資金需要の後退による影響が大きいとみられる。社債発行銘柄の拡大等も合わせて考えると、ＣＰ・社債の発行環境は一段と改善してきている。ただし、下位格付先の社債発行は依然低い水準にとどまっている。こうしたもとで、資金繰りや金融機関の貸出態度については、なお厳しいとする先が多いものの、大企業、中小企業とも幾分改善している。この間、マネーストックは、前年比２％台半ばで推移している。

### ．「日本政策投資銀行とのオペ取引を拡充する件」について

#### １．執行部からの提案内容

今般、日本政策投資銀行より、政府の認定を受けた危機対応業務として、コミットメント・ラインの設定を開始するにあたり、従来より本行が同行のＣＰ買取り業務を支援するために特例として認めてきたオペへの参加について、コミットメント・ラインの設定業務の支援をオペ目的に加えて欲しい旨の要望が寄せられた。本件については、同行の要望に応じることとし、所要の措置を講じることとしたい。

## 2. 委員会の討議・採決

採決の結果、上記案件について全員一致で決定され、対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

海外の金融経済情勢について、委員は、海外経済は下げ止まっているとの認識を共有した。先行きについて、多くの委員は、在庫調整の一層の進捗や財政・金融政策の効果を背景に、緩やかに持ち直していくとの認識を示した。ただし、委員は、リスクは依然としてダウンサイドにあり、不確実性は引き続き大きいとの見方で一致した。最近の景気持ち直しに向けた動きについて、何人かの委員は、昨秋のリーマン・ブラザーズの破綻を契機として急激に高まった極端な不安心理や在庫調整圧力の沈静化といった側面が強く、過去数年間にわたって蓄積された様々な過剰の調整には、なお相応の時間を要するとの見方を述べた。

国際金融資本市場についても、議論が行われた。短期金融市場の動向について、何人かの委員は、各国中央銀行による潤沢な流動性供給のもとで、一頃と比べ落ち着いた状況が続いているとの認識を示した。もっとも、このうちのある委員は、市場における裁定は、必ずしも十分に機能した状況ではなく、中央銀行による流動性供給に依存している面が、なお大きいと述べた。また、多くの委員が、春頃から米国を中心に上昇してきた株価および長期金利が、このところ低下傾向にあることを指摘し、その背景について、米国経済統計の市場予想比下振れなどから、市場参加者の過度の楽観論が修正されていると述べた。このうち、何人かの委員は、これらの市場においては、市場参加者による世界景気の動向や金融システムに対するセンチメントに応じて振れやすい地合いが続いているとの見方を示した。

米国経済について、委員は、悪化を続けているが、そのテンポは和らいでいる、との認識で一致した。何人かの委員は、在庫調整が引き続き進捗しているとの見方を示した。また、複数の委員は、住宅市場において、住宅販売が下げ止まりつつある中で、住宅価格の下落幅が縮小傾向にあると指摘した。景気の先行きについて、大方

の委員は、在庫調整が進捗するもとの、下げ止まりから持ち直しに向かう可能性が高いと述べた。もっとも、このうち何人かの委員は、失業率が上昇を続け、雇用者数も市場予想を下回るなど雇用情勢が悪化を続けている現状を踏まえると、個人消費の回復テンポについては、慎重にみておく必要があるとの認識を示した。更に、何人かの委員は、不良債権問題の解決、家計のバランスシート調整の完了までには、なお相当の時間を要するとの見方を示した。この点について、ある委員は、米国経済の回復テンポについて、バブル崩壊後の日本の経験に引き摺られて過度に慎重な見方になっていないかどうか、という観点からの検討も必要ではないかと述べた。

ユーロエリア経済について、委員は、悪化を続けているが、悪化のテンポは徐々に和らいでいる、との見方を共有した。多くの委員は、政策効果により自動車販売は増加に転じているものの、雇用・所得環境の悪化が続くもとの、個人消費は全体としてみれば減少傾向が続いているとの認識を示した。また、ある委員は、ドイツの海外受注が増加するなど、域外輸出環境は好転してきているとの見方を示した。こうした需要環境のもと、複数の委員は、在庫調整の進捗が、米国など他の地域に比べて緩やかであることを指摘した。先行きのリスク要因として、ある委員は、民間需要が持ち直すまでに財政政策の効果が息切れる可能性がある、と述べた。また、別の委員は、中東欧諸国の経済が下振れる可能性を指摘した。

中国経済について、委員は、内需を中心に伸びを高めている、との認識で一致した。多くの委員が、大規模な景気刺激策によって、固定資産投資が一段と伸びを高めているほか、個人消費も堅調に推移しているとの見方を示した。先行きについて、何人かの委員は、不動産向け貸出が急増していることについて、資産取引に行き過ぎが生じる傾向がないか注視する必要がある、と述べた。また、複数の委員は、輸出が持ち直す前に、財政出動の効果が一巡した場合の景気の持続性については、不確実性が大きいとの認識を示した。この間、N I E S・A S E A N諸国・地域については、何人かの委員が、輸出・生産が増加し、個人消費にも政策効果が現れるなど、下げ止まっていると指摘した。

こうした海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。景気の現状について、委員は、下げ止まっているとの見方で一致した。委員は、設備投資が大幅に減少し、個人消費が全体としては弱めの動きとなっているものの、公共投資が増

加し、輸出・生産が持ち直す中で、企業の業況感は、大企業製造業を中心に悪化に歯止めがかかっているとの認識を共有した。ただし、こうした企業の業況感の動向については、何人かの委員が、業種・規模間によるばらつきが大きいと付言した。

先行きについて、委員は、中長期的な成長期待が大きく変化しないもとで、海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、金融システム面での対策や財政・金融政策の効果もあって、2009年度後半以降、わが国経済は持ち直していく姿が想定されるとの認識を共有した。ただし、こうした見通しについて、委員は、内外で在庫調整が進捗したもとで、最終需要の動向に大きく依存しており、海外経済や国際金融資本市場の動向など、不確実性は高いとの見方で一致した。

個別の需要項目等に関して、委員は、海外現地在庫の調整進捗を背景に、輸出は持ち直しているとの認識を共有した。複数の委員は、中国における内需の伸びの高まりが、わが国の中国向け輸出の増加に繋がってきている、との見方を示した。また、先行きについて、委員は、輸出は、当面持ち直し傾向を続けるとの見方で一致した。ただし、ある委員は、海外現地在庫の調整が終了するとみられる2009年度下期以降については、海外経済の動向について不確実性が高いため、輸出の動向についても不確実性は高いとの認識を示した。

設備投資について、大方の委員は、企業収益の大幅な悪化などを背景に、大幅に減少しており、当面、減少を続ける可能性が高いとの見方を述べた。何人かの委員は、6月調査の設備投資計画が下方修正されたことについて言及し、稼働水準が低いもとで、先行きの景気について不確実性も大きいことから、企業は設備投資に対して慎重になっていると指摘した。また、大方の委員は、企業の中長期的な成長期待が低下し、設備投資が一段と下振れるリスクに引き続き注意する必要があるとの認識を示した。

個人消費について、多くの委員は、各種政策や価格低下の効果から、一部持ち直しの動きがみられるものの、全体としては弱めで推移しているとの認識を示した。複数の委員は、特に自動車販売や家電販売において、政策効果が顕現化している点を指摘した。ただし、これらの委員を含め、多くの委員は、厳しい雇用・所得環境のもとで、高額商品の購入を手控えるなど、家計の節約志向は強まってきているとの見方を示した。また、個人消費の先行きを取り巻く環境について、多くの委員は、雇用・賃金の調整が、今後、さらに厳しくなる可能性があるとの認識を示した。そうしたもとで、委員は、

個人消費は、当面弱めの動きが続くとの見方で一致した。

生産について、委員は、内外の在庫調整圧力の減衰を背景に、持ち直しているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、在庫調整の更なる進捗を受けて、当面、持ち直しを続けるとの見方で一致した。もっとも、こうした生産の持ち直しの動きについて、何人かの委員は、昨秋以降の急激な生産調整の反動という側面が強く、今後内外ともに設備や雇用について過剰の調整が進むもとでは、生産の回復テンポには不確実性が大きいとの見方を示した。

消費者物価（除く生鮮食品）について、多くの委員は、経済全体の需給が緩和した状態が続く中、前年における石油製品価格高騰の反動などから、前年比でみて下落していると述べた。先行きについて、委員は、当面、下落幅が拡大していくものの、2009年度後半以降は、前年の石油製品価格の影響が薄れるにつれて、下落幅は縮小に向かうとの見方を共有した。こうした見通しに関し、多くの委員は、上下双方のリスク要因も指摘した。複数の委員は、需給バランスの改善が物価下落圧力の低下に現われるタイミングや大きさには不確実性があると述べた。何人かの委員は、産業構造の変化に伴う既存設備の陳腐化などを考慮すると、需給ギャップのマイナス幅が過大に計測されている可能性があるとの認識を示した。更に、複数の委員は、一次産品価格について、本年初以降上昇してきており、最近はやや下落しているとはいえ、引き続き注視する必要があるとの見方を示した。一方、何人かの委員は、需給バランスが大きく悪化し、物価の下落が続く中で、企業や家計の中長期的なインフレ予想が下振れることがないか点検が必要であると指摘した。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、なお厳しい状態にあるものの、改善の動きが続いているとの認識を共有した。まず、金融機関や企業の資金調達コストについて、何人かの委員は、ターム物金利の期越えプレミアムが小幅にとどまっているほか、CP発行金利低下の動きが、相対的に低い格付けの先まで波及してきているなど、低下傾向にあることを指摘した。また、企業の資金調達動向について、複数の委員は、6月の公募社債の発行額が過去最高となったことや社債発行銘柄が拡大していることを取り上げ、CP・社債市場の機能は着実に回復しているとの見方を示した。もっとも、これらの委員を含め、多くの委員は、下位格付先の社債発行が依然として

厳しい状況にあるなど、二極化現象は解消されていないとの認識を示した。こうした中で、資金繰りや金融機関の貸出態度について、委員は、大企業、中小企業とも幾分改善しているものの、厳しい状態が続いているとする先がなお多いとの見方を共有した。何人かの委員は、企業による金融環境に対する見方について、厳しい収益環境が続く中で、在庫調整が一巡した後の景気回復の足取りなどについて、なお不確実な面が大きく、今後の資金調達環境に対する不安感を払拭できない状況にあるのではないかとの認識を示した。

### 3 . 中間評価

以上のような情勢認識を踏まえ、委員は、わが国の経済は、4月の展望レポートで示した見通しと比べ、成長率は、概ね見通しに沿って推移する、物価は、原油価格上昇の影響などから、2009年度は見通しに比べてやや上振れるものの、2010年度は概ね見通しに沿って推移する、との認識で一致した。

成長率について、大方の委員は、2009年度はマイナス成長となり、2010年度には1%程度に回復するとの見方を示した。この間、政策委員見通しが、4月の展望レポート時の見通しを下回ったことの評価を巡り意見が交わされた。ある委員は、中間評価において、見通しの計数は下振れたことを明確にした上で、景気展開自体は4月展望レポート時の見通しから変わっていないと説明することが適当であるとの見方を示した。これに対し、何人かの委員は、見通しにおいて最も重視しているのは、経済・物価の基本的なメカニズムに関する定性的な評価であり、これが4月展望レポート時と変わっていないことを明確に示すことがより大事であるとの見解を述べた。物価について、大方の委員は、国内企業物価、消費者物価（除く生鮮食品）ともに2009年度はマイナスとなり、2010年度にかけて下落幅が縮小していくとの認識を示した。

こうした議論を経て、委員は、わが国経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路へ復していく展望が拓けるとみられるものの、海外経済や国際金融資本市場の動向など、見通しを巡る不確実性は大きいとの見方で一致した。

リスク要因について、委員は、4月の展望レポートと同様に、景気面では、国際的な金融経済情勢、企業の中長期的な成長期待の動向、わが国の金融環境などの下振れリスクを意識する必要があるとの見方で一致した。また、物価面では、景気の下振れリスクの顕在

化、中長期的なインフレ予想の下振れを注視していく必要があるとの認識を共有した。更に、ある委員は、一次産品価格の上昇による物価の上振れリスクも留意すべきとの見方を述べた。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。先行きの政策運営については、当面、景気・物価の下振れリスクを意識しつつ、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路へ復帰していくため、中央銀行として最大限の貢献を行っていく方針を維持することが重要との認識を共有した。

次に、委員は、昨年秋以降導入した金融調節上の各種臨時措置の取り扱いについて検討を行った。

CP・社債の買入れと企業金融支援特別オペの取り扱いについて、委員は、金融市場や企業金融全体の情勢判断を踏まえて検討すること、本年1月の「企業金融に係る金融商品の買入れについて」で示した基本的な考え方に照らして判断すること、が重要であるとの基本的な認識を共有した。その上で、大方の委員は、わが国の金融環境について、格付間での二極化が依然解消されていないことや、景気回復の不確実性から先行きの資金調達環境への企業の不安感が解消されていないことなどから、全体として、なお厳しい状態にあるとの見方を示した。これを踏まえ、委員は、企業金融の円滑化を引き続き図っていく観点から、措置の延長が適当であるとの認識を共有した。多くの委員は、これらの措置について、昨年秋以降の金融危機の中で企業金融の円滑化に果たしてきている役割が大きいこと、企業金融支援特別オペはターム物金利の安定化にも寄与していることを指摘し、現在の金融環境のもとでは、こうした支援措置が引き続き必要であると述べた。何人かの委員は、CP買入れは3月以降大幅な札割れとなっているが、安全弁として資金調達に対する安心感を与える役割を引き続き果たしていると指摘した。また、ある委員は、CP買入れの大幅な減少などにみられるように、これらの措置の必要性は大きく低下しているが、現時点では、措置を取り止めることに伴う心理面への負の効果は無視できないと述べた。

もっとも、委員は、措置の延長にあたっては、金融環境が昨年度

末までとは異なり、改善の動きが続いていることにも留意する必要があるとの認識を共有した。この点を踏まえ、委員は、臨時措置によるサポートの必要性について、年末までに改めて点検することが適当であるとして、延長期間は3か月とすることで一致した。何人かの委員は、今後、情勢が一段と改善していけば、新たな期限である年末には、時限措置の終了または見直しを行うことが適当だが、情勢が十分に改善せず、必要と判断する場合には時限措置を再延長することもあり得ると述べ、予断を持たずに判断していくことが大事であると付け加えた。

この間、何人かの委員は、企業金融支援特別オペに関し、高格付CPの発行金利が国庫短期証券の金利を下回る副作用をもたらしている可能性はあるが、当オペの見直しや終了については、部分的な影響や副作用だけではなく、金融市場・企業金融全体の状況やこれに与える影響を踏まえて判断していくことが大事であると述べた。また、別の複数の委員は、ターム物金利の安定について、企業金融支援特別オペの効果が過大視されており、実際には、長めの共通担保オペ等その他のオペも含めた潤沢な資金供給全体としての効果が出ている点に留意する必要があると述べた。

適格担保の要件緩和措置については、企業金融支援特別オペの延長に合わせ、これを3か月延長することで意見の一致をみた。

米ドル資金供給オペについて、委員は、市場における極端な不安心理の後退もあって、足もと応札は低水準となっているものの、市場参加者のドル資金調達に関する警戒感が根強い中において、市場の安全弁的機能を提供しているとの見方で一致した。こうした状況認識のもと、多くの委員は、米国連邦準備制度と各国中央銀行が既に米ドル・スワップ取極を延長したことを指摘した。この点も踏まえ、委員は、本行として引き続き金融市場の安定確保を図る観点から、米ドル・スワップ取極および米ドル資金供給オペの実施期限を延長することが適当との認識を共有した。措置の延長期間については、海外中央銀行の米ドル・スワップ取極の延長期間と同様に、来年2月1日までとすることが適当との意見で一致した。

補完当座預金制度の取り扱いについて、多くの委員は、本制度は、日本銀行が金融調節を通じてコールレートを適切に誘導しながら、積極的な資金供給を行い得るよう導入したものであることを踏まえて、検討する必要があると述べた。その上で、委員は、わが国の金融環境がなお厳しい状況にあり、景気の下振れリスクに注意が必要

な状態が続いている中では、引き続き、潤沢な資金供給を通じて金融市場の安定を確保するため、本制度も期限を延長することが適当との認識で一致した。このうち、何人かの委員は、本制度は、市場金利の下限を画するという金融調節のインフラとしての役割を持っていることを指摘し、海外の金融調節の仕組みなども参考にしながら、今後、将来的なあり方を検討していく必要があるとの意見を述べた。

## ・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。

- 現在の経済情勢については、今回の決定会合においても指摘のあるとおり、輸出や生産の持ち直しなどによって景気は全体としては下げ止まっているものの、厳しい収益環境などを背景に設備投資は大幅に減少、雇用・所得環境が厳しさを増す中で個人消費は弱めの動き、住宅投資は減少と、未だ厳しい状況もみられている。
- 政府としては、今回オペ取引の拡充を決定頂いた、日本政策投資銀行のコミットメント・ライン設定業務を含め、経済危機対策に盛り込んだ施策全体の早期実現に向け、全力を挙げているところである。
- 日本銀行におかれては、引き続き以上のような政府の対応と歩調を合わせつつ、適切かつ機動的な金融政策運営を行っていくことにより、わが国経済を金融面から支えて頂きたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の経済は、厳しい状況にあるものの、輸出、生産が持ち直していることに加え、経済対策の効果もあって、このところ持ち直しの動きがみられる。先行きについては、雇用情勢の一層の悪化が懸念されるとともに、世界的な金融危機の影響や世界景気の下振れ懸念など、景気を下押しするリスクにも留意する必要がある。加えて、需給ギャップが大幅に拡大していることから、デフレのリスクに留意する必要がある。
- 政府としては、当面の景気対策を最優先で進めるため、経済危機対策等を着実に実施することとしている。また、安心、活力、責任の三つの目標を同時に達成するための道筋を示す「経済財政改革の

基本方針 2009」に基づき、経済財政運営を進めていく。

- 日本銀行におかれては、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するため、引き続き政府との緊密な連携のもとで、適切かつ機動的な金融政策運営を行うよう要望する。また、今般ご提案のあった企業金融支援特別オペ等の延長については、世界的な金融不安、景気後退が懸念される中で、適切な措置であると考えている。引き続き企業金融の状況を見極め、必要に応じ適切に対処して頂きたい。

## ．採決

### 1．金融市場調節方針

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、0.1%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、0.1%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、山口委員、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

## 2. 「米ドル資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正等

委員は、企業金融の円滑化と金融市場の安定確保を引き続き図っていく観点から、CP・社債買入れ、企業金融支援特別オペレーション等の時限措置を延長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、議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、議長案が全員一致で決定され、对外公表することとされた。

## . 对外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

对外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）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

議事要旨（6月15、16日開催分）が全員一致で承認され、7月21日に公表することとされた。

以 上

### 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<sup>(注1)</sup>)。

無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.1%前後で推移するよう促す。

2. 企業金融の円滑化と金融市場の安定確保を引き続き図っていく観点から、日本銀行は、CP・社債買入れ、企業金融支援特別オペレーション等の時限措置を延長することとした(全員一致<sup>(注2)</sup>、別紙参照)。

3. わが国の景気は下げ止まっている。すなわち、公共投資が増加しているほか、輸出や生産は持ち直しており、企業の業況感、製造業大企業を中心に悪化に歯止めがかかっている。一方、厳しい収益状況などを背景に、設備投資は大幅に減少している。また、個人消費は、各種対策の効果などから一部に持ち直しの動きが窺われるものの、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、全体としては弱めの動きとなっている。この間、金融環境をみると、なお厳しい状態にあるものの、改善の動きが続いている。物価面では、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、経済全体の需給が緩和した状態が続く中、前年における石油製品価格高騰の反動などから、マイナスとなっている。

4. 先行きのわが国の景気は、内外の在庫調整が進捗したもとで、最終需要の動向に大きく依存する。2010年度までの中心的な見通しとしては、中長期的な成長期待が大きく変化しない中、本年度後半以降、海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、金融システム面での対策や財政・金融政策の効果もあって、わが国経済は持ち直していく姿が想定される。物価面では、消費者物価の前年比は、当面、下落幅を拡大していくものの、中長期的なインフレ予想が安定的に推移するとの想定のもと、石

---

(注1) 賛成：白川委員、山口委員、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。

(注2) 賛成：白川委員、山口委員、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。

油製品価格などの影響が薄れていくため、本年度後半以降は、下落幅を縮小していくと考えられる。こうした動きが持続すれば、わが国経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路へ復していく展望が拓けるとみられる。もっとも、海外経済や国際金融資本市場の動向など、見通しを巡る不確実性は大きい。

5．4月の「展望レポート」で示した見通しと比べると、成長率は、概ね見通しに沿って推移すると予想される。物価については、国内企業物価・消費者物価（除く生鮮食品）とも、原油価格上昇の影響などから、2009年度は、見通しに比べてやや上振れるものの、2010年度は、概ね見通しに沿って推移すると見込まれる。

6．リスク要因をみると、景気については、国際的な金融経済情勢、企業の中長期的な成長期待の動向、わが国の金融環境など、景気の下振れリスクが高い状況が続いていることに注意する必要がある。物価面では、景気の下振れリスクの顕在化、中長期的なインフレ予想の下振れなど、物価上昇率が想定以上に低下する可能性がある。

7．日本銀行としては、当面、景気・物価の下振れリスクを意識しつつ、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路へ復帰していくため、中央銀行として最大限の貢献を行っていく方針である。

以 上

( 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)
2009年度	-3.7~ -3.0 < -3.4>	-6.0~ -5.8 < -5.9>	-1.5~ -1.2 < -1.3>
4月時点の見通し	-3.7~ -3.0 < -3.1>	-7.6~ -6.9 < -7.5>	-1.6~ -1.4 < -1.5>
2010年度	+0.6~ +1.1 < +1.0>	-2.1~ -1.5 < -2.1>	-1.2~ -0.7 < -1.0>
4月時点の見通し	+0.8~ +1.5 < +1.2>	-2.4~ -1.4 < -1.8>	-1.1~ -0.8 < -1.0>

(注1)「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2)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3)政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

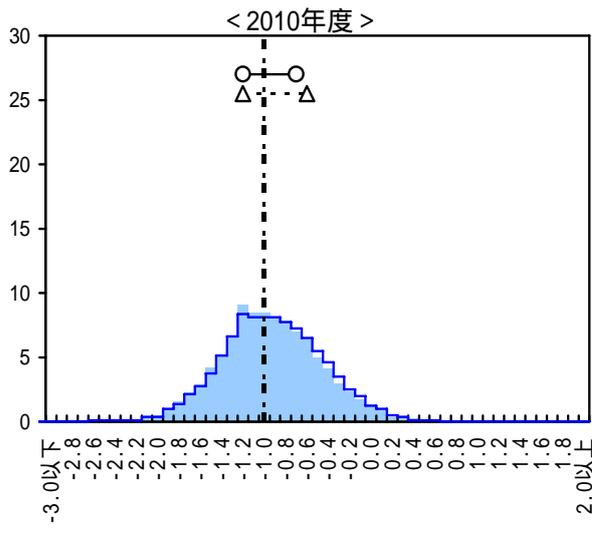
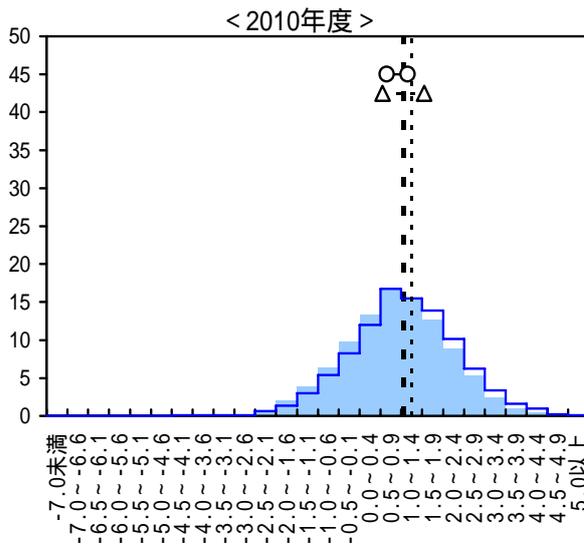
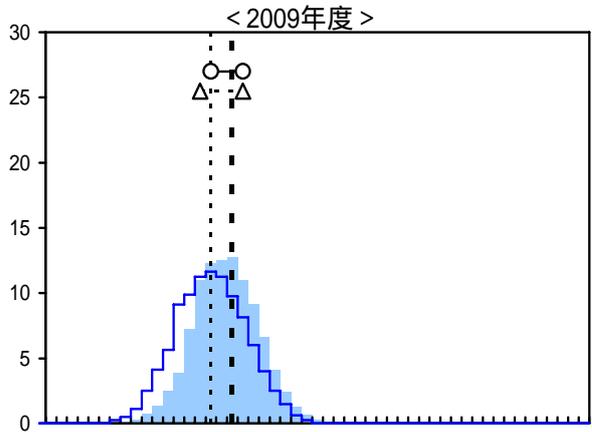
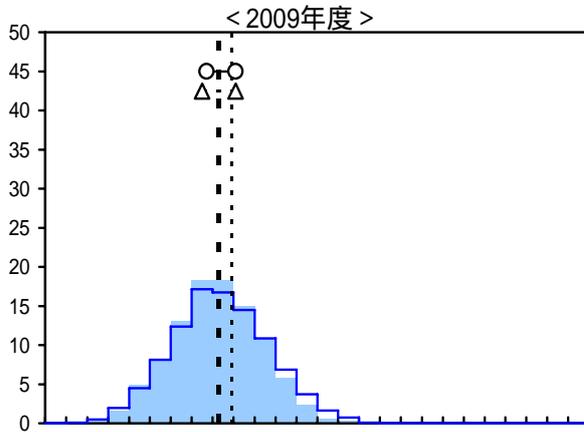
	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2009年度	-3.8~ -3.0	-6.2~ -5.7	-1.6~ -1.2
4月時点の見通し	-3.8~ -2.5	-7.8~ -6.8	-1.8~ -1.2
2010年度	+0.5~ +1.5	-2.1~ -1.4	-1.2~ -0.6
4月時点の見通し	+0.7~ +1.5	-2.6~ -1.3	-1.2~ -0.4

(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2009年4月時点の確率分布を表す。
- (注2) 縦の太点線は、政策委員の見通しの中央値を表す。また、で括られた範囲は政策委員の大勢見通しを、で括られた範囲は全員の見通しを、それぞれ表す。
- (注3) 縦の細点線は、2009年4月時点の政策委員の見通しの中央値を表す。
- (注4) リスク・バランス・チャートの作成手順については、2008年4月の「経済・物価情勢の展望」BOXを参照。

(別紙)

各種時限措置の期限延長

1. コマーシャル・ペーパー等買入れ (9月30日 12月31日)
2. 社債買入れ (9月30日 12月31日)
3. 企業金融支援特別オペレーション (9月30日 12月31日)
4. 民間企業債務の適格担保としての格付要件の緩和 (12月31日 2010年3月31日)
5. 資産担保コマーシャル・ペーパーの適格担保要件の緩和 (12月31日 2010年3月31日)
6. 補完当座預金制度 (10月15日 2010年1月15日)
7. 米ドル資金供給オペレーション (10月30日 2010年2月1日)

( 21 年 8 月 10、11 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2009 年 8 月 10 日 (14:00 ~ 16:13)  
8 月 11 日 ( 9:00 ~ 11:46)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	白川方明	( 総 裁 )
	山口廣秀	( 副 総 裁 )
	西村清彦	( " )
	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	香川俊介	大臣官房総括審議官
内閣府	梅溪健児	大臣官房審議官 ( 経済財政運営担当 )

( 執行部からの報告者 )

理事	堀井昭成
理事	井戸清人
理事	中曾 宏 ( 10 日、11 日 9:00 ~ 9:56、 11:27 ~ 11:46 )
企画局長	雨宮正佳
企画局参事役	加藤 毅 ( 10 日、11 日 11:27 ~ 11:46 )
金融市場局長	外山晴之
調査統計局長	門間一夫
調査統計局参事役	関根敏隆
国際局長	大野英昭

( 事務局 )

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	執行謙二
政策委員会室企画役	橘 朋廣
企画局企画役	西崎健司
企画局企画役	中嶋基晴

## ．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<sup>1</sup>に従って運営し、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.1%前後で推移した。

この間、国債買現先オペ、CP買現先オペの積極的活用を図るなど、引き続き、金融市場の安定に配慮し、市場の状況を踏まえた機動的な運営を行った。また、CP買入れ、社債買入れ、企業金融支援特別オペ、米ドル資金供給オペによる資金供給を引き続き実施した。このうち、CP買入れ、社債買入れ、米ドル資金供給オペについては、市場機能の改善に伴うオペへの資金需要の後退などから、低水準の応札となっている。

### 2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、足もと資金余剰感が強まっており、金利は低位で安定的に推移している。ただし、一部の市場では流動性の低い状況が続くなど、全体としてはなお神経質な地合いが続いている。すなわち、GCレポレートは、0.1%台前半で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは、1年物も含め、足もと0.1%台で安定的に推移している。一方、ユーロ円レートは、小幅低下したが、取引の薄い状況が続く中、長めのタームを中心に、なお高めの水準となっている。CP市場では、発行環境の改善が続いており、一部の高格付先の発行レートは、短国レートを下回る水準で推移している。なお、9月末越えのCPについても、例年並みのペースで発行が行われており、発行レートに特段の上昇はみられていない。

株価は、米欧の株価上昇に連れる形で上昇し、日経平均株価は足もと10千円をやや上回る水準で推移している。長期金利は、景気の先行きに対する慎重な見方が幾分後退したことなどを反映して、やや上昇し、1.4%台半ばの水準で推移している。

円の対ドル相場は、米国企業の企業業績を巡る懸念がやや後退す

---

<sup>1</sup> 「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す。」

る中で、幾分円安方向に振れ、足もとは 97 円前後で推移している。

### 3 . 海外金融経済情勢

世界経済は、下げ止まっている。

米国経済は、悪化を続けているが、悪化のテンポは和らいでいる。設備投資や住宅投資の減少幅が縮小しているほか、住宅価格の下落テンポが緩やかになっている。また、個人消費は財政面での景気刺激策の効果もあり、横ばい圏内の動きとなっている。生産は、減産が続いているが、在庫調整の進捗を背景に、減少幅は縮小している。労働市場では、失業率は上昇基調にあり、雇用者数も大幅な減少を続けているが、雇用者数の減少ペースには鈍化の兆しが窺われる。物価面では、エネルギー価格が一頃に比べ低水準で推移する中、食料品価格が横ばい圏内の動きとなっていることもあって、総合ベースの消費者物価の前年比上昇率は、マイナスとなっている。エネルギー・食料品価格を除くコアベースでの前年比上昇率は、1%台後半で推移している。

欧州経済をみると、ユーロエリア経済は、悪化を続けているが、悪化のテンポは徐々に和らいでいる。輸出や生産の減少テンポは緩やかになっている。また、内需は減少を続けているが、個人消費は、景気刺激策の効果もあって、減少幅が縮小している。物価面をみると、消費者物価の前年比は低下している。この間、英国経済も、住宅市場の調整進捗などを背景に、悪化のテンポは和らいでいる。

アジア経済についてみると、中国経済は、内需を中心に、成長率を高めている。輸出の減少テンポは緩やかになり、生産の増加幅も拡大している。また、消費が堅調に推移しているほか、固定資産投資も高い伸びを続けている。NIEs、ASEAN諸国・地域の経済は、輸出が増加し、設備投資の減少幅が縮小しているほか、個人消費にも改善の動きがみられるなど、持ち直してきている。この間、インド経済も、成長率を高めつつある。物価面をみると、多くの国・地域において、消費者物価の前年比は低下傾向を辿っている。

海外の金融資本市場をみると、短期金融市場は、TEDスプレッドやCPスプレッドが、概ね 2007 年 8 月前後の水準で推移するなど、落ち着きを取り戻している。社債の対国債スプレッドは、低格付物は依然として高めの水準で推移しているが、全体として縮小傾向を続けている。米欧の株価は、堅調な経済指標や事前の予想を上回る企業決算を受け、上昇した。この間、米国の長期金利は、堅調な経済指標などを背景に、小幅上昇した。

## 4 . 国内金融経済情勢

### ( 1 ) 実体経済

輸出は、昨年秋以降大幅に落ち込んだあと、各国の政策措置の効果や海外現地在庫の調整進捗などを背景に、持ち直している。先行きについては、海外現地在庫の調整進捗や海外経済の改善を背景に、持ち直しを続けるとみられる。

公共投資は、増加している。先行きについては、各種経済対策が執行されていくことから、増加を続けると見込まれる。

国内民間需要をみると、設備投資は大幅に減少している。先行きは、徐々に下げ止まりに向かうとみられるが、厳しい収益・資金調達環境や強い設備過剰感を背景に、当面、弱めの動きとなる可能性が高い。

個人消費は、各種対策の効果や価格の低下が下支えに作用するもとで、一部に持ち直しの動きがみられるものの、全体としては弱めの動きとなっている。家計の節約志向の強まりを反映して、百貨店売上高は、大幅な減少傾向が続いている。一方、乗用車新車登録台数は、減税や補助金の効果などから、はっきりと回復している。この間、消費者コンフィデンス関連指標は、なお低水準にあるものの、小売価格の下落に加え、各種の需要喚起政策などから、総じて持ち直している。先行きの個人消費は、雇用・所得環境が厳しさを増すもとで、弱めの動きが続く可能性が高い。

住宅投資は減少している。先行きは、着工戸数の動きなどからみて、当面、減少を続けると予想される。

生産は、昨年秋以降大幅に落ち込んだあと、内外の在庫調整の進捗や政策効果を背景に、持ち直している。先行きについても、内外の在庫調整の進捗や政策効果により、当面、持ち直しを続けると予想される。

雇用・所得環境は、労働需給が大幅に緩和し、雇用者所得も大幅に減少するなど、厳しさを増している。先行きの雇用者所得については、これまでの企業収益や生産の落ち込みがラグを伴って影響することなどから、当面、大幅な減少を続ける可能性が高い。

物価面をみると、国際商品市況は、最近は、全体としては概ね横ばい圏内で推移している。国内企業物価を3か月前比でみると、製品需給緩和の影響などから、緩やかな下落を続けている。先行きについては、製品需給が緩和した状態が続くもとで、当面、緩やかな下落を続けるとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、

経済全体の需給が緩和した状態が続く中、前年における石油製品価格高騰の反動などから、マイナス幅が拡大している。先行きも、前年における石油製品価格高騰の反動などから、当面、下落幅を拡大していくと予想される。

## (2) 金融環境

わが国の金融環境は、なお厳しい状態にあるものの、改善の動きが続いている。コールレートがきわめて低い水準で推移する中、企業の資金調達コストは、低水準で横ばい圏内の動きとなっている。ただし、実体経済活動や企業収益との対比で見れば、低金利の緩和効果は減殺されていると考えられる。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、なお厳しいとする先が多いものの、幾分改善している。CP・社債の発行環境は、下位格付先では依然として厳しい状態にあるが、全体としては、信用スプレッドの低下や社債の発行銘柄の拡大など、改善傾向が続いている。一方、資金需要面では、企業の運転資金需要、設備資金需要とも後退しているほか、一部に、これまで積み上げてきた手許資金取り崩しの動きもみられている。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出は、伸びが鈍化してきている。社債の発行は高水準となっている一方、CPの発行は減少している。こうした中、企業の資金繰りは、なお厳しいとする先が多いものの、改善の動きが続いている。この間、マネーストックは、前年比2%台半ばで推移している。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

海外の金融経済情勢について、委員は、海外経済は下げ止まっているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、在庫調整の一層の進捗や財政・金融政策の効果を背景に、緩やかに持ち直していくとの認識で一致した。ただし、多くの委員は、在庫調整が終了し、政策効果が一巡した後の海外経済の改善ペースと持続性には、依然として不確実性が大きいと述べた。ある委員は、今回の信用バブルの崩壊が実体経済に影響を与えてきた経路を、バランスシート調整と流動性危機に始まる信用収縮との2つに整理し、最近の景況感の改善は、後者が各国の政策対応等を通じて収まってきたことの表れと評価されると述べた。その上で、この委員は、今後はバランスシート調整が焦点となるが、調整には時間がかかるため、先行きの景気回復テンポは緩やかかつ不確実なものとならざるを得ないと述

べた。別の委員は、バランスシート調整に相応の時間を要するのは確かであるが、これが経済に与える影響度合いの評価に当たり、90年代の日本の経験を直接当てはめる形で悲観的な見通しを立てることが適当かどうかは、議論の余地があると付け加えた。この間、何人かの委員は、各国で講じられている積極的な財政・金融政策が、やや長い目でみると世界経済に過度な振幅をもたらすリスクや、経済に新たな歪みを蓄積させるリスクについても指摘した。

国際金融資本市場について、多くの委員は、春先以降の改善傾向が続いているとの見方を示した。もっとも、多くの委員は、米欧の金融システムに関する懸念は根強く、先行きに関する不透明感は消えていないとの認識を示した。ある委員は、米欧の貸出伸び率が低下していることを指摘し、金融機関の信用仲介機能が十分に回復していないことも窺われると指摘した。

米国経済について、委員は、悪化を続けているが、そのテンポは和らいでいるとの認識で一致した。多くの委員は、本年第2四半期の実質GDP伸び率のマイナス幅が前期に比べて大きく縮小したほか、住宅着工件数や住宅販売件数が前期比増加に転じるなど、下げ止まりを示唆する動きが増えていると述べた。先行きについて、委員は、在庫調整が進捗するもとの、下げ止まりから持ち直しに向かう可能性が高いとの見方を共有した。もっとも、多くの委員は、家計のバランスシート調整圧力の大きさや雇用・所得環境の悪化、厳しい収益環境などを踏まえると、回復のテンポは慎重にみておく必要があると述べた。この間、ある委員は、悲観的な見方や不安心理が極端に強まっていた分、それが巻き戻される過程では、落ち込みからの反動増という以上に企業の支出活動が促される可能性もあると指摘した。

ユーロエリア経済について、多くの委員は、悪化を続けているが、悪化のテンポは徐々に和らいでいるとの見方を述べた。何人かの委員は、政策効果により自動車販売が増加に転じているほか、各種コンフィデンス指標も改善していると指摘した。もっとも、これらの委員は、雇用・所得環境の悪化が続くもとの、家計の慎重な支出スタンスが維持され、米国など他の地域と比べると改善のテンポは緩やかであると述べた。

中国経済について、委員は、内需を中心に伸びを高めているとの認識を共有した。多くの委員は、大規模な景気刺激策によって、固定資産投資が高い伸びを続けているほか、個人消費も堅調に推移していると述べた。何人かの委員は、貸出やマネーストックの急増を

指摘し、一種の金融経済活動の過熱現象が発生しつつあるのではないかと懸念を表明した。別の委員は、リスクは上下双方向にあるが、現在は景気腰折れリスクよりも過熱リスクを注意すべき局面ではないかと述べた。NIEs・ASEAN諸国・地域については、何人かの委員が、中国向け輸出の伸びに加え、このところ内需にも持ち直しの動きがみられ、全体として持ち直してきていると述べた。

こうした海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。景気の現状について、委員は、下げ止まっているとの見方で一致した。委員は、設備投資が大幅に減少し、個人消費が全体としては弱めの動きとなっているものの、公共投資が増加し、輸出・生産が持ち直しているとの認識を共有した。

先行きについて、委員は、中長期的な成長期待が大きく変化しないもとで、海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、金融システム面での対策や財政・金融政策の効果もあって、2009年度後半以降、わが国経済は持ち直していく姿が想定されるとの認識を共有した。ただし、こうした見通しについて、委員は、内外で在庫調整が進捗したもとで、最終需要の動向に大きく依存しており、海外経済や国際金融資本市場の動向など、不確実性は高いとの見方で一致した。

個別の需要項目等に関して、委員は、各国の政策措置や海外現地在庫の調整進捗などを背景に、輸出は持ち直しているとの認識を共有した。先行きの輸出について、委員は、当面は持ち直し傾向を続けるとの見方で一致した。

設備投資について、委員は、設備過剰感や企業収益の大幅な悪化などを背景に、大幅に減少しており、当面、減少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、機械受注や建築着工床面積など先行指標が減少基調を続けていることや、稼働率が回復してもピーク時を大幅に下回る水準にとどまる可能性が高い点について指摘した。

個人消費について、多くの委員は、自動車・家電等一部の品目で各種政策の効果などから持ち直しの動きがみられるものの、全体としては弱めで推移しているとの認識を示した。また、個人消費の先行きを取り巻く環境について、複数の委員は、企業はこれまで様々なコスト削減努力を積み重ねてきたが、今後、景気回復後の経済の水準が低位にとどまる場合には、正社員の雇用・賃金も含めてもう一段の調整を余儀なくされ、雇用・所得環境が一段と厳しくなる可能性があるとして述べた。委員は、家計の節約志向が根強い中、厳しい雇用・所得環境を背景に、個人消費は、当面弱めの動きが続くとの

見方で一致した。

生産について、委員は、内外の在庫調整の進捗や政策効果を背景に、持ち直しているとの認識を共有した。ある委員は、夏場に回復が息切れする可能性を懸念していたが、出遅れていた鉄鋼が持ち直すなど、以前想定していたよりも幾分強めの動きとなっているとの見方を示した。また、別の委員も、生産の回復ペースは想定よりも幾分速めになっているとの評価を述べた。先行きについて、委員は、在庫調整の更なる進捗を受けて、当面、持ち直しを続けるとの見方で一致した。もっとも、多くの委員は、企業の先行きの生産計画が慎重であることに言及し、今秋以降の回復テンポについては引き続き不確実性が大きいと指摘した。

消費者物価（除く生鮮食品）について、多くの委員は、経済全体の需給が緩和した状態が続く中、前年における石油製品価格高騰の反動などから、前年比の下落幅が拡大していると述べた。先行きについて、委員は、前年における石油製品価格高騰の反動などから、当面、下落幅が拡大していくものの、2009年度後半以降は、下落幅は縮小に向かうとの見方を共有した。その上で、多くの委員が、先行きの物価動向に関する論点を指摘した。何人かの委員は、今後の賃金動向とそれを反映したサービス価格の展開が1つのポイントであると述べた。また、多くの委員は、需給バランスと物価の関係をどうみるかも別のポイントであると述べた。何人かの委員は、価格下落品目の範囲が広がりをみせており、需給バランス悪化の影響が徐々に広がっている可能性が注目されると述べた。この点、ある委員は、わが国の90年代後半以降の経験を見ると、需給バランスの大幅な変動に対し、消費者物価の前年比の変動はごく僅かであり、両者の関係の強さには留保が必要であると述べた。更に、何人かの委員は、やや長い目でみた場合、世界の中央銀行が緩和的な金融政策を維持する中で、上振れ方向のリスクについても注意が必要であると指摘した。ある委員は、輸出や生産の回復ペース、物価の低下ペースがいずれもこれまでの想定対比幾分速めとなっており、こうした一見相反する動きについてどのように解釈するかが、今後の情勢判断のポイントになると述べた。

この間、ある委員は、主要先進国で消費者物価指数前年比が過去1年間に大幅に低下し、多くの国でマイナスに転じている点を指摘した。その上で、この委員は、今回の危機では、世界経済に過去例をみない大きなショックが加わったことを踏まえると、日本を含め、いずれの国・地域においても物価上昇率が物価安定と考えられる水準に復するまでには時間がかかる可能性が高いと述べた。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、なお厳しい状態にあるものの、改善の動きが続いているとの認識を共有した。企業の資金調達コストについて、何人かの委員は、資金余剰感が強いもとで、社債・CP発行金利の一段の低下や、中間期末越えプレミアムの低さなどに示されるように、改善が続いていると述べた。また、複数の委員は、高格付けCPの発行レートが短国レートを下回る官民逆転現象が再び定着してきていると指摘した。企業の資金調達動向について、何人かの委員は、社債発行額が銘柄の拡大を伴いつつ高水準となっているほか、金融機関の融資姿勢も積極化してきていると述べた。もっとも、多くの委員は、大企業の資金調達環境が大きく改善している一方で、中小企業や下格付先の改善度合いはなお限定的なものに止まっていると指摘した。また、何人かの委員は、企業の間では、先行きの業況や資金調達環境に対する不透明感が依然として根強く残っていると述べた。

### ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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、委員は、経済・物価情勢および金融環境に関する情勢判断を踏まえると、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適切であるとの見解で一致した。先行きの政策運営について、委員は、当面、景気・物価の下振れリスクを意識しつつ、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路へ復帰していくため、中央銀行として最大限の貢献を行っていく方針を維持することが重要との認識を共有した。

金融調節上の各種臨時措置の扱いについても議論が行われた。何人かの委員は、金融環境の改善の動きが続いているものの、企業の警戒感がなお払拭できていないこと等からみて、先月の会合で措置の延長を決定したことは適切であったと述べた。これに関連して、複数の委員は、市場において、時限措置の廃止・見直しと金融緩和策からの転換を直接結びつける見方があることを指摘し、そうした見方は適切でないことを丁寧に説明する必要があると述べた。また、ある委員は、米国等で、中央銀行がミクロの資源配分に関与することについて、特定の金融機関や企業の優遇に繋がっているとの批判が出始めていることにも注意する必要があると述べた。

この間、複数の委員は、民間金融機関がオペ調達への依存度を低下させており、日銀当座預金残高の水準が低下する一方、無担保

コール市場残高が若干増加していることは、金融市場の機能の改善を示すものであり、前向きに受け止めているとの意見を述べた。このうちの一人の委員は、金融調節に当たっては、この市場機能の自律的な回復の動きを阻害しないよう留意しつつ、潤沢な資金供給を続けることが重要であると指摘した。

## ．政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 現在の経済情勢については、今回の決定会合においても指摘のあるとおり、輸出や生産の持ち直しなどによって景気は全体としては下げ止まっているものの、厳しい収益状況などを背景に設備投資は大幅に減少、雇用・所得環境が厳しさを増す中で個人消費は弱めの動き、住宅投資は減少と、未だ厳しい状況もみられている。
- 政府としては、経済危機対策等を着実に実施しているところである。
- 日本銀行におかれては、以上のような経済情勢や政府の対応を踏まえ、適切かつ機動的な金融政策運営を行っていくことにより、わが国経済を金融面から支えて頂きたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の経済は、厳しい状況にあるものの、経済対策の効果もあって、このところ持ち直しの動きがみられる。先行きについては、雇用情勢の一層の悪化や、世界景気の下振れ懸念などのリスクに留意する必要がある。加えて、需給ギャップが大幅に拡大していることから、デフレのリスクにも留意する必要がある。
- 政府としては、当面の景気対策を最優先で進めるため、経済危機対策等を着実に実施することとしている。政府および日本銀行が、注意深く経済金融情勢等を点検するとともに、中長期の成長やインフレ率に関する見通し、金融システムの状況等に関して、今後とも密接な情報交換を行い、お互いの状況認識を共有しながら、連携して難局に対処していくことが重要と考えている。

## ．採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推

移すよう促す」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、0．1％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、山口委員、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」＜別紙＞）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

議事要旨（7月14、15日開催分）が全員一致で承認され、8月14  
日に公表することとされた。

以 上

(別紙)

2009年8月11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<sup>(注)</sup>)。

無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.1%前後で推移するよう促す。

2．わが国の景気は下げ止まっている。すなわち、公共投資が増加しているほか、輸出や生産は持ち直している。一方、厳しい収益状況などを背景に、設備投資は大幅に減少している。また、個人消費は、各種対策の効果などから一部に持ち直しの動きが窺われるものの、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、全体としては弱めの動きとなっている。この間、金融環境をみると、なお厳しい状態にあるものの、改善の動きが続いている。物価面では、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、経済全体の需給が緩和した状態が続く中、前年における石油製品価格高騰の反動などから、マイナス幅が拡大している。

3．先行きのわが国の景気は、内外の在庫調整が進捗したもとの、最終需要の動向に大きく依存する。2010年度までの中心的な見通しとしては、中長期的な成長期待が大きく変化しない中、本年度後半以降、海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、金融システム面での対策や財政・金融政策の効果もあって、わが国経済は持ち直していく姿が想定される。物価面では、消費者物価の前年比は、当面、下落幅を拡大していくものの、中長期的なインフレ予想が安定的に推移するとの想定のもと、石油製品価格などの影響が薄れていくため、本年度後半以降は、下落幅を縮小していくと考えられる。こうした動きが持続すれば、わが国経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路へ復していく展望が拓けるとみられる。もっとも、海外経済や国際金融資本市場の動向など、見通しを巡る不確実性は大きい。

4．リスク要因をみると、景気については、国際的な金融経済情勢、企業の中長期的

---

(注)賛成：白川委員、山口委員、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。

な成長期待の動向、わが国の金融環境など、景気の下振れリスクが高い状況が続いていることに注意する必要がある。物価面では、景気の下振れリスクの顕在化、中長期的なインフレ予想の下振れなど、物価上昇率が想定以上に低下する可能性がある。

5．日本銀行としては、当面、景気・物価の下振れリスクを意識しつつ、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路へ復帰していくため、中央銀行として最大限の貢献を行っていく方針である。

以　　上

( 21 年 9 月 16、17 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2009 年 9 月 16 日 (14:00 ~ 16:29)  
9 月 17 日 ( 9:00 ~ 12:34)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	白川方明	( 総 裁 )
	山口廣秀	( 副 総 裁 )
	西村清彦	( " )
	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	香川俊介	大臣官房総括審議官
内閣府	梅溪健児	大臣官房審議官 ( 経済財政運営担当 )

( 執行部からの報告者 )

理事	堀井昭成 ( 17 日 )
理事	井戸清人
理事	中曾 宏
企画局長	雨宮正佳
企画局参事役	加藤 毅
金融市場局長	外山晴之
調査統計局長	門間一夫
調査統計局参事役	関根敏隆
国際局長	大野英昭

( 事務局 )

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	橘 朋廣
企画局企画役	奥野聡雄
企画局企画役	中嶋基晴

## ．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10、11日）で決定された方針<sup>1</sup>に従って運営し、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.1%前後で推移した。

この間、国債買現先オペ、CP買現先オペの積極的活用を図るなど、引き続き、金融市場の安定に配慮し、市場の状況を踏まえた機動的な運営を行った。また、CP買入れ、社債買入れ、企業金融支援特別オペ、米ドル資金供給オペによる資金供給を引き続き実施した。このうち、CP買入れ、社債買入れ、米ドル資金供給オペについては、市場機能の改善に伴うオペへの資金需要の後退などから、応札額が一段と減少している。

### 2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、資金余剰感が強い中、金利は低位で安定的に推移している。すなわち、GCレポレートは、0.1%台前半で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは、1年物も含め、足もと0.1%台で安定的に推移している。CP市場では、発行環境の改善が続いており、高格付先の発行レートが短国レートを下回る水準で推移しているほか、下位格付先の発行レートも概ねリーマン破綻前の水準程度にまで低下している。なお、9月末越えのCPについても、発行レートが低位安定しているほか、期末を意識した前倒し発行の動きもみられておらず、落ち着いた動きが続いている。この間、長めのタームのユーロ円レートは、なお高めの水準となっているものの、徐々に低下してきている。

株価は、米欧の株価が一進一退の動きとなる中、為替円高の影響もあって上昇が一服し、日経平均株価は足もと10千円台前半で推移している。長期金利は、景気の先行きに対する慎重な見方が強まったことなどを背景にやや低下し、1.3%台半ばで推移している。

円の対ドル相場は、円高方向で推移しており、足もとは91円前後

---

<sup>1</sup> 「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す。」

の動きとなっている。

### 3 . 海外金融経済情勢

世界経済は、持ち直しつつある。

米国経済は、下げ止まっている。住宅投資は持ち直しており、住宅価格の下落テンポも緩やかになっている。また、設備投資の減少が小幅になっているほか、個人消費も、財政面での景気刺激策を受けた自動車販売の増加により押し上げられている。生産は、在庫調整の進捗を背景に、下げ止まっている。労働市場では、失業率が上昇しているほか、雇用者数も減少を続けているが、その減少ペースは和らいできている。物価面では、総合ベースの消費者物価の前年比は、エネルギー価格の大幅な下落などから、マイナス幅が拡大している。エネルギー・食料品価格を除くコアベースでの前年比上昇率は緩やかに低下し、1%台半ばとなっている。

欧州経済をみると、ユーロエリア経済は、下げ止まりつつある。個人消費は、各国の景気刺激策を受けた自動車販売の増加により押し上げられている。また、輸出や設備投資の減少が小幅になる中で、生産の減少テンポも緩やかになっている。物価面をみると、消費者物価の前年比は緩やかに低下している。この間、英国経済も、個人消費の減少幅の縮小や住宅市場の調整進捗などを背景に、下げ止まりつつある。

アジア経済についてみると、中国経済は、内需を中心に、高めの成長を続けている。個人消費が堅調に推移しているほか、固定資産投資も高い伸びを続けている。輸出は、足もと下げ止まりつつある。こうしたもとの、生産は増加を続けている。N I E S、A S E A N 諸国・地域の経済は、持ち直している。輸出や個人消費が増加し、設備投資の減少幅が縮小しているほか、生産も、在庫調整の進捗から増加している。この間、インド経済も、高めの成長を続けている。物価面をみると、多くの国・地域において、総合ベースの消費者物価の前年比低下傾向に歯止めがかかりつつある。

海外の金融資本市場をみると、短期金融市場は、T E D スプレッドが 2007 年夏の水準前後まで低下するなど、落ち着きを取り戻している。社債の対国債スプレッドは、低格付物は依然として高めの水準で推移しているが、全体として縮小傾向を続けている。米欧の株価は、強弱入り混じった経済指標などを受けて一進一退の動きが続いた後、足もと幾分上昇した。この間、米国の長期金利は、貸出が低迷するもとの銀行が余剰資金を国債の購入に振り向けていること

もあって、低下した。欧州の長期金利も、米国の長期金利に連れて、低下した。

#### 4．国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出は、各国の政策措置の効果や海外現地在庫の調整進捗などを背景に、増加している。先行きについては、海外経済の改善が続くもとの増加を続けるとみられる。

公共投資は、増加を続けている。先行きについては、各種経済対策が執行されていくことから、増加を続けると見込まれる。

国内民間需要をみると、設備投資は減少を続けている。先行きは、徐々に下げ止まりに向かうとみられるが、収益・資金調達環境の厳しさが残り、設備過剰感が強いもとの、当面、弱めの動きとなる可能性が高い。

個人消費は、各種対策の効果などから耐久消費財は持ち直しているが、全体としては弱めの動きとなっている。家計の節約志向の強まりを反映して、百貨店売上高は、大幅な減少傾向が続いている。一方、乗用車新車登録台数は、減税や補助金の効果などから、急速に回復している。この間、消費者コンフィデンス関連指標は、なお低水準にあるものの、小売価格の下落に加え、各種の需要喚起政策などから、総じて持ち直している。先行きの個人消費は、雇用・所得環境が厳しさを増すもとの、各種対策の効果に当面支えられる耐久消費財を除き、弱めの動きが続く可能性が高い。

住宅投資は減少している。先行きは、着工戸数の動きなどからみて、当面、減少を続けると予想される。

生産は、内外の在庫調整の進捗や政策効果を背景に、増加している。先行きについても、内外の政策効果などにより、当面、増加を続けると予想される。

雇用・所得環境は、労働需給が大幅に緩和し、雇用者所得も大幅に減少するなど、厳しさを増している。先行きの雇用者所得については、これまでの企業収益や生産の落ち込みがラグを伴って影響することなどから、当面、大幅な減少を続ける可能性が高い。

物価面をみると、国際商品市況は、一進一退ながら、均してみると強含み傾向にある。国内企業物価を3か月前比で見ると、製品需給緩和の影響は続いているが、国際商品市況が強含んだため、概ね横ばい圏内の動きとなっている。先行きについても、当面、横ばい

圏内の動きを続けるとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、経済全体の需給が緩和した状態が続く中、前年における石油製品価格高騰の反動などから、下落幅が拡大している。先行きについては、下落幅が幾分拡大したあと、前年における石油製品価格高騰の反動の影響が薄れていくにしたがい、下落幅が縮小していくと予想される。

## （２）金融環境

わが国の金融環境は、厳しさを残しつつも、改善の動きが広がっている。コールレートがきわめて低い水準で推移する中、企業の資金調達コストは、低水準で横ばい圏内の動きとなっている。ただし、実体経済活動や企業収益との対比で見れば、低金利の緩和効果は減殺されていると考えられる。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、なお厳しいとする先が多いものの、幾分改善している。ＣＰ・社債の発行環境は、信用スプレッドの低下や社債の発行銘柄の拡大など、改善傾向が続いている。ただし、下位格付先の社債の発行環境は依然として厳しい状態にある。資金需要面では、企業の運転資金需要、設備資金需要とも後退しているほか、一部に、これまで積み上げてきた手許資金取り崩しの動きもみられている。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出は、伸びが鈍化している。社債の発行は高水準となっている一方、ＣＰの発行は減少している。こうした中、企業の資金繰りをみると、中小企業を中心に、なお厳しいとする先が多いものの、改善の動きが続いている。この間、マネーストックは、前年比２％台後半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

海外の金融経済情勢について、委員は、在庫調整の一層の進捗や金融・財政政策の効果を背景に、海外経済は持ち直しつつあり、今後も持ち直しを続けるとの認識を共有した。ただし、多くの委員は、在庫調整が終了し、政策効果が一巡した後の海外経済の改善ペースと持続性については、依然として不確実性が大きいと述べた。複数の委員は、各種政策効果が持続している間に民間最終需要がどの程度の強さで自律的に回復してくるかが、先行きを展望する上での重要なポイントであると付け加えた。ある委員は、リーマンの破綻をきっかけとする流動性危機とそれに伴う金融・経済活動のパニック

的な収縮はほぼ終息し、多くの経済主体が直面したダウンサイドのテール・リスクは大幅に低下していると述べた。もっとも、この委員を含む何人かの委員は、今後とも、企業や家計、金融機関におけるバランスシート調整が続くため、経済の本格的な回復には時間がかかり、かつリスクは依然ダウンサイドにあるとの認識を示した。複数の委員は、最近一部の国において自国産業保護の動きが強まっていることを指摘し、こうした保護主義の高まりが、世界経済に対する下押し圧力になることを懸念していると述べた。この間、何人かの委員は、東アジアを中心とする新興国では、予想を上回るペースで景気が回復しており、先行き世界経済の見通しを上振れさせる要因となり得るとの認識を示した。その理由として、ある委員は、新興国の場合、元々バランスシート調整の問題が小さいため、世界規模での景気対策の効果が先進国以上に効いていることや、先進国からの資金流入の増加が、信用供与の増加や資産価格の上昇などを通じて新興国の金融環境を大きく改善させていることを挙げた。

国際金融資本市場について、多くの委員は、改善傾向が続いているとの見方を示した。ある委員は、米欧市場における信用スプレッドの低下や世界的な株高の背景として、リーマン破綻以降のテール・リスクが解消してきていることを指摘した。もっとも、何人かの委員は、一頃のような危機感は薄れてきたものの、米欧の金融システムに対する懸念は根強く、十分な信認回復には至っていないと述べた。この点に関連し、複数の委員は、米国で家計向けローンの延滞率の上昇や商業用不動産価格の大幅な下落が続いていることなどを示した上で、米欧においては、金融と実体経済の負の相乗作用が再び強まる可能性があることには留意が必要との見解を示した。一方、ある委員は、新興国を中心にリスク資産に対する選好が戻っており、一部にかつてのような利回り追求の動きが窺われ始めていると述べた。この点を含め、何人かの委員は、拡張的な財政・金融政策が、やや長い目でみると、世界経済に新たな歪みを蓄積し、結果的に経済・金融に過度な振幅をもたらすリスクもあるとの認識を示した。

米国経済について、委員は、下げ止まっているとの認識で一致した。多くの委員は、住宅着工件数や住宅販売件数が増加基調を維持しているほか、自動車販売の大幅な増加が個人消費の押し上げに寄与していると述べた。また、何人かの委員は、在庫調整の進捗を主因に鉱工業生産指数が2か月連続で前月比プラスとなるなど、生産関連の指標にも明るい動きが広がっていると述べた。先行きについて、多くの委員は、公共事業の執行が本格化するほか、在庫調整の

一段の進捗などが見込まれるため、緩やかに持ち直していく可能性が高いとの見方を示した。もっとも、何人かの委員は、住宅や自動車の持ち直しは政策効果による部分が大きいことから、需要喚起策終了後の反動減を含め、今後の回復の持続性については、慎重にみておく必要があると述べた。また、複数の委員は、雇用者数の大幅な減少が続いていることや、金融機関の慎重な融資姿勢を背景に消費者信用残高が減少を続けていることを踏まえると、個人消費を中心に、こうした面からの経済への下押し圧力に留意する必要があると述べた。

ユーロエリア経済について、多くの委員は、ドイツ、フランスの本年第2四半期のGDP成長率がプラスに転じるなど、全体として下げ止まりつつあるとの認識を共有した。何人かの委員は、在庫調整の進捗に伴い輸出や生産の減少幅が縮小しているほか、各国の景気刺激策を受けて、自動車販売を中心に個人消費も改善しているとの見方を示した。もっとも、複数の委員は、自動車販売には今後の反動減が予想されるほか、主要輸出先である中東欧諸国の経済も依然低調に推移していることから、先行きの回復テンポは緩慢なものに止まる可能性が高いと述べた。

中国経済について、委員は、内需を中心に高めの伸びを続けているとの認識を共有した。多くの委員は、積極的な財政・金融政策によって、固定資産投資が高い伸びを続けているほか、個人消費も堅調に推移していると述べた。ある委員は、最近、中国政府が現在のマクロ経済政策を堅持する姿勢を示したことなども踏まえると、当面、中国景気が失速する可能性は小さいとの見方を示した。他方、何人かの委員は、貸出やマネーストックの急増、投資や消費に占める公的部門のウエイト拡大などを指摘し、金融経済活動の過熱が新たな過剰の蓄積に繋がることがないか、注視する必要があるとの意見を述べた。NIEs・ASEAN諸国・地域について、委員は、中国需要の恩恵を受けた輸出が大きく増加していることを主因に、持ち直しているとの認識を共有した。何人かの委員は、多くの国で本年第2四半期の実質GDPが前期比年率で2桁増となったほか、最近では、個人消費や設備投資などにも改善の動きが広がっていると述べた。複数の委員は、中国の資源・食料需要の高まりなどを背景に、中東、中南米、豪州など、資源国や穀物輸出国の経済にも回復の動きがみられており、こうした面からも、アジア新興国経済の予想以上の力強さが窺われると付け加えた。

こうした海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。景気の現状について、委員は、持ち直しに転

じつつあるとの見方で一致した。委員は、設備投資が減少を続け、個人消費が全体としては弱めの動きとなっているものの、公共投資が増加を続け、輸出・生産も増加しているとの認識を共有した。

先行きについて、委員は、中長期的な成長期待が大きく変化しないもとで、海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、金融システム面での対策や財政・金融政策の効果もあって、本年度後半以降、わが国経済は持ち直していく姿が想定されとの認識を共有した。ただし、委員は、こうした見通しについて、引き続き不確実性が大きいとの見方で一致した。複数の委員は、先行き、在庫復元効果が次第に薄れ、内外の景気刺激策の効果も徐々に減衰していくと予想される中、民間最終需要の自律回復に向けた動きはなお確認されていないと述べた。他方、何人かの委員は、最近では新興国経済の予想以上の回復という上振れ要因が生じてきており、前月との比較で見ると、リスクの上下バランスは幾分変わってきていると指摘した。もっとも、多くの委員は、こうした状況を踏まえてもなお、国際的な金融経済情勢や企業の中長期的な成長期待の動向など、下振れリスクの方が高い状況が続いているとみておくことが適当との見方を共有した。

個別の需要項目等に関して、委員は、海外における在庫調整の進捗や新興国を中心とする海外経済の持ち直しなどを背景に、輸出は増加しているとの認識で一致した。また、先行きについて、多くの委員は、在庫復元効果の減衰などから増勢テンポは幾分鈍化する可能性があるものの、海外経済の回復が続くもとで、当面は増加を続けるとの見方を共有した。ある委員は、中東、中南米向け輸出が持ち直しに転じてきていることも、最近の変化点として注目されると述べた。この間、何人かの委員は、最近の円高傾向が、輸出を始め、わが国経済にどのような影響を与えるかについて注意してみていく必要があると述べた。

設備投資について、委員は、このところ減少幅は縮小してきているものの、企業の厳しい収益状況などを背景に減少が続いているとの認識を共有した。先行きについて、複数の委員は、設備投資が既に減価償却費を下回る水準まで抑制されていることや、先行指標である機械受注などの減少テンポが縮小傾向にあることなどを指摘し、今後、設備投資が一段と削減されるリスクは低下しているように思われると述べた。もっとも、多くの委員は、内外経済の回復が緩やかに止まり、収益環境の厳しさが残る中にあることは、当面、弱めの動きを続ける可能性が高いとの認識を示した。

個人消費について、委員は、各種政策の効果などから、自動車や家電など一部耐久消費財の販売が持ち直しているものの、全体としては弱めで推移しているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、家計の節約志向が根強い中、厳しい雇用・所得環境を背景に、当面、弱めの動きが続く可能性が高いとの認識を共有した。複数の委員は、自動車や家電に関する各種政策効果は当面消費を下支えするものの、来年度入り後、その効果は減衰し、需要先食い分の反動減も予想されるため、先行きについては慎重にみておく必要があると付け加えた。このほか、複数の委員は、更なる感染拡大が見込まれる新型インフルエンザの影響についても、引き続き注意を払う必要があると述べた。

生産について、委員は、内外の在庫調整の進捗や政策効果を背景に、増加しているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、内外の政策効果や新興国経済の回復などを背景に、当面、増加を続けるとの見方で一致した。何人かの委員は、企業ヒアリングなども踏まえれば、本年第3四半期は前期並みの高めの伸びを続け、第4四半期も増加を維持する可能性が高いとの見解を示した。なお、複数の委員は、在庫復元の動きが一巡し、政府の自動車買い替え促進策が終了する年明け以降については、依然として不確実性が大きく、企業でも、先行きに対する慎重な見方を崩していないと述べた。

このほか、最近の雇用・所得環境についても議論が行われた。ある委員は、わが国では、名目賃金の大幅な下落によって実質賃金が低下している一方、米国では、実質賃金がなお上昇していると述べ、経済に大きなショックが加わった場合、わが国のように賃金が伸縮的に調整される経済と、欧米諸国のように雇用の量が調整される経済が存在することを指摘した。別のある委員は、第2次石油危機時に日本経済のパフォーマンスが相対的に優れていた要因として、賃金の伸縮性の高さが挙げられることが多いが、こうした考え方が今回のようなショックにも適用できるかどうかは、まだわかっていないと指摘した。この委員を含め、何人かの委員は、雇用・所得に関する2つの異なる調整メカニズムが、各国の景気や物価に対してどのように異なった影響を与えていくのか、引き続き点検していく必要があると述べた。

消費者物価（除く生鮮食品）について、多くの委員は、経済全体の需給が緩和した状態が続く中、前年における石油製品価格高騰の反動などから、前年比の下落幅が拡大していると述べた。複数の委員は、足もとの下落幅は想定より幾分大きいとの見方を示した。この点に関連し、何人かの委員が、需給バランスの悪化を示唆する動

きとして、食料品とエネルギーを除いた消費者物価の前年比下落幅が徐々に拡大していることなどを指摘した。消費者物価（除く生鮮食品）の先行きについて、委員は、当面、下落幅が幾分拡大するものの、石油製品価格などの影響が薄れていくため、本年度後半以降は、下落幅を縮小していくとの認識を共有した。なお、ある委員は、わが国と同様、他の主要国においても、需給バランスの大幅な悪化に直面しており、今後、需給バランスが改善し、望ましい物価上昇率の水準に復するまでには、かなり時間がかかるとの見方が共有されていると述べた。このほか、何人かの委員は、需給バランス以外にも、家計の中長期的なインフレ予想や企業の価格設定行動、為替相場や一次産品価格、雇用者賃金の動向などについても、先行きの物価動向に影響を与え得る要因として注視していく必要があると指摘した。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、厳しさを残しつつも、改善の動きが広がっているとの認識を共有した。CPの発行環境について、多くの委員は、A - 2格の発行スプレッドがリーマン破綻前と遜色ない水準まで低下しているほか、発行残高も昨年末以降大きく増加していることを踏まえると、下位格付先の発行環境も改善していると述べた。ある委員は、CP市場では、高格付けCPの発行レートが短国レートを下回る官民逆転現象など、引き続き、政策効果に行き過ぎの面がみられていると付け加えた。

社債の発行環境について、多くの委員は、下位格付先は依然として厳しい状態にあるものの、全体としては信用スプレッドの低下や発行銘柄の拡大など、改善傾向が続いているとの見方を示した。その上で、委員は、社債市場の二極化、特にBBB格の発行環境の厳しさをどう評価するかについて検討を行った。ある委員は、最近、社債流通市場では、スプレッドの厚い銘柄に対する投資家の物色が進んできており、BBB格のスプレッドも、一部銘柄を除いて縮小してきていると述べた。また、何人かの委員は、リーマン破綻前に比べてBBB格の発行が減少しているのは事実であるが、一方で、わが国の社債市場については、元々リスク許容度の高い投資家層が薄いほか、コスト面で銀行借入れとの差が大きく、企業の発行ニーズもさほど大きくないとの指摘を行った。ある委員は、昨年秋以降の金融市場の混乱を経験したことで、企業、金融機関とも、間接金融の重要性を意識するようになってきているため、今後、社債市場が改善するとしても、その姿が、かつてと全く同じになるとは限ら

ないと付け加えた。こうした議論を経て、多くの委員は、社債市場の状況を踏まえると、下位格付銘柄の発行が限定的であることをもって、金融環境に厳しさが残っていると評価することは必ずしも妥当ではないとの認識を示した。

企業の資金繰りについて、委員は、中小企業を中心に、なお厳しいとする先が多いものの、改善の動きが続いているとの見方を共有した。何人かの委員は、最近の資金繰りの改善は、運転資金需要や設備資金需要の減少による部分が大きいことから、企業の資金繰りについて楽観はできないと述べた。この点に関連し、ある委員は、確かに先行きの景気や売上が見通せないことを心配する声もあるが、今年の春頃までの、日々の資金繰りも覚束ない状況に比べれば、資金繰りを巡る心配の性質は変わってきたように感じていると述べた。

その後、委員は、景気の下振れリスクを点検・整理する上で、わが国の金融環境をどう位置付けることが適当か検討を行った。何人かの委員は、景気の先行きを巡る不確実性が大きい中で、将来の資金繰りに対する企業の不安感は十分払拭されていないほか、景気の下振れに伴う金融機関における信用コストの増加や株価下落リスクの顕現化等により、金融と実体経済との負の相乗作用が生じるリスクは解消されていないと述べた上で、わが国の金融環境を、当面、リスク要因として認識しておくことが適当との意見を述べた。これに対し、何人かの委員は、景気のリスク要因については、それ自体が起点となって景気を上振れまたは下振れさせるものとして整理することが適当であると指摘した。その上で、多くの委員は、現に国内の資金調達環境は着実に改善し、わが国の金融システムも総じて安定を維持していることを踏まえると、今後、わが国の金融市場や金融環境の動向それ自体が起点となって、景気を下振れさせるリスクは減少してきたとの見方を示した。こうした議論を経て、委員は、

最近の金融環境の評価を踏まえると、わが国の金融環境を景気の下振れ要因として強調する必要性は低下した、もっとも、海外経済や国際金融市場の不安定化が、結果としてわが国の金融環境を悪化させ、これが景気を下振れさせるリスクはある、経済の先行きを巡る不確実性は大きいため、企業が先行きの資金繰りについて依然不安感を持っている、との認識を共有し、その上で、こうした認識について丁寧に情報発信していくことが適当であるとの見解で一致した。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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、委員は、経済・物価情勢を踏まえると、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。先行きの政策運営について、委員は、当面、景気・物価の下振れリスクを意識しつつ、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路へ復帰していくため、中央銀行として最大限の貢献を行っていく方針を維持することが重要との認識を共有した。

金融調節上の各種臨時措置の取り扱いについても議論が行われた。ある委員は、世界的にも「出口戦略」が議論されているが、その際には、今月初のG20財務大臣・中央銀行総裁会議の声明文でも確認されたとおり、様々な政策手段の目的や果たしている役割毎に、区別して考えていくことが大事であると述べた。その上で、CP・社債の買入れを始めとする企業金融支援措置に関連し、多くの委員は、こうした時限措置は、昨年秋以降の金融市場のパニック的な状況に対応することを目的として導入したものであり、今後の取り扱いについては、金融環境の改善度合いを踏まえて、適切に決定していくことが必要であると述べた。なお、各措置が果たしている役割について、複数の委員は、CP・社債の買入額が大きく減少していることや、通常の資金供給オペのレートが低位で安定していることなどを踏まえると、異例の措置が有する追加的な効果は縮小してきているとの見方を示した。他方、別のある委員は、これらの措置にはセーフティ・ネットとしての役割が期待されていることにも留意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。

- 景気はこのところ持ち直しの動きがみられるものの、設備投資は減少を続けており、雇用情勢は一段と厳しさを増しているなど、未だ厳しい状況がみられている。
- 日本銀行におかれては、こうした経済情勢を踏まえ、適切かつ機動的な金融政策運営を行っていくことにより、わが国経済を金融面から支えて頂きたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の経済は厳しい状況にあるものの、このところ持ち直しの

動きがみられる。先行きについては、雇用情勢の一層の悪化や、世界景気の下振れ懸念などのリスクに留意する必要がある。

- 日本銀行におかれては、適切かつ機動的な金融政策運営を行って頂くよう要望する。

## ．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、0.1%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、0.1%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、山口委員、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」＜別紙＞）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

議事要旨（ 8 月 10、11 日開催分 ）が全員一致で承認され、 9 月 25 日に公表することとされた。

以 上

2009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<sup>(注)</sup>)。

無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.1%前後で推移するよう促す。

2. わが国の景気は持ち直しに転じつつある。すなわち、公共投資が増加を続けているほか、内外の在庫調整の進捗や海外経済の持ち直し、とりわけ新興国の回復などを背景に、輸出や生産も増加している。一方、厳しい収益状況などを背景に、設備投資は減少を続けている。また、個人消費は、各種対策の効果などから一部に持ち直しの動きが窺われるものの、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、全体としては弱めの動きとなっている。この間、金融環境をみると、厳しさを残しつつも、改善の動きが広がっている。物価面では、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、経済全体の需給が緩和した状態が続く中、前年における石油製品価格高騰の反動などから、下落幅が拡大している。

3. 2010年度までの中心的な見通しとしては、中長期的な成長期待が大きく変化しない中、本年度後半以降、海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、金融システム面での対策や財政・金融政策の効果もあって、わが国経済は持ち直していく姿が想定される。物価面では、消費者物価の前年比は、当面、下落幅が幾分拡大するものの、中長期的なインフレ予想が安定的に推移するとの想定のもと、石油製品価格などの影響が薄れていくため、本年度後半以降は、下落幅を縮小していくと考えられる。こうした動きが持続すれば、わが国経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路へ復していく展望が拓けるとみられる。もっとも、海外経済や国際金融資本市場の動向など、見通しを巡る不確実性は大きい。

4. リスク要因をみると、景気については、新興国の回復といった上振れ要因が生じているが、国際的な金融経済情勢、企業の中長期的な成長期待の動向など、景気の下振

---

(注) 賛成：白川委員、山口委員、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。

れリスクが高い状況が続いている。物価面では、景気の下振れリスクの顕在化、中長期的なインフレ予想の下振れなど、物価上昇率が想定以上に低下する可能性がある。

5．日本銀行としては、当面、景気・物価の下振れリスクを意識しつつ、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路へ復帰していくため、中央銀行として最大限の貢献を行っていく方針である。

以　　上

## 「通貨及び金融の調節に関する報告書」

### 参考計表・資料一覧

- (図表 1) 内閣府「国民経済計算」「景気動向指数」
- (図表 2) 財務省「貿易統計」、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「貿易統計」、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」、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」
- (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) ブルームバーグ社
- (図表 22) 日本銀行、全国銀行協会、日本相互証券
- (図表 23) 全国銀行協会、東京金融取引所
- (図表 24) 日本相互証券
- (図表 25) 日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」
- (図表 26) 日本経済新聞社、東京証券取引所
- (図表 27) 日本銀行
- (図表 28) 日本銀行
- (図表 29) 日本銀行「貸出約定平均金利の推移」等
- (図表 30) 日本銀行
- (図表 31) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 32) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」
- (図表 33) 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」等
- (図表 34) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 35) 東京商工リサーチ「倒産月報」
- (図表 36) 日本銀行「マネタリーベース」
- (図表 37) 日本銀行「マネーストック」「マネーサプライ」