

公表時間  
11月21日(火)14時

2006.11.21  
日本銀行

---

# 政策委員会 金融政策決定会合 議事要旨

(2006年10月12、13日開催分)

---

本議事要旨は、日本銀行法第20条第1項に定める「議事の概要を記載した書類」として、2006年11月15、16日開催の政策委員会・金融政策決定会合で承認されたものである。

(開催要領)

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

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

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

4. 政府からの出席者：

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

(執行部からの報告者)

理事	稲葉延雄
理事	堀井昭成
理事	井戸清人
企画局長	雨宮正佳
企画局企画役	内田眞一
金融市場局長	中曽宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局参事役	前田栄治
国際局長	出沢敏雄

(事務局)

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

## ．金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1．最近の金融市場調節の運営実績

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

### 2．金融・為替市場動向

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

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

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

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

### 3．海外金融経済情勢

米国経済は、設備投資や生産が増加を続けるなど、景気拡大が続いている。ただし、個人消費や雇用面で増勢が鈍化しているほか、住宅投資が減少しており、景気の拡大テンポは鈍化している。物価面では、エネルギー価格の反落を受けて消費者物価の総合指数の上昇率が低下しているが、食料品・エネルギーを除くコアのインフレ

---

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

率は、景気拡大による需給引き締めなどを反映して、引き続き緩やかに上昇している。また、ユニット・レーバー・コストの伸び率も高まっている。

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

東アジアをみると、中国では、内外需とも力強い拡大が続いている。足もとの固定資産投資はやや減速したが、引き続き高い伸び率となっている。N I E S、A S E A N 諸国・地域では、既往のエネルギー高の影響が部分的に残っているが、総じて緩やかな景気拡大が続いている。

米欧の金融資本市場をみると、エネルギー価格の反落がインフレ圧力の低下をもたらす材料として好感されたことなどから、長期金利が低下し、株価が上昇する動きとなった。エマージング諸国・地域の金融資本市場では、多くの国・地域で株価が上昇するなど、総じて堅調な動きが続いた。

#### 4 . 国内金融経済情勢

##### ( 1 ) 実体経済

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

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

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

生産は、内外需要の増加を背景に、増加を続けている。先行きについても、海外経済の成長および内需の拡大が続くことから、増加基調をたどるとみられる。企業からの聞き取り調査でも、10～12月の生産

は、増加を続ける見込みである。在庫については、全体として、出荷とバランスのとれた状態にある。

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

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

## （２）金融環境

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

### ．担保掛け目等の見直しの実施について

#### １．執行部からの提案内容

日本銀行が適格担保とする担保の掛け目等について、昨年９月の見直し後概ね１年が経過したことから、その後の市場金利の変動状況等を踏まえて見直すこととし、「適格担保取扱基本要領」等の一部改正を行うことを提案したい。

#### ２．委員会の検討・採決

採決の結果、上記案件について全員一致で決定され、適宜の方法で公表することとされた。

## ．金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1．経済情勢

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

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

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

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

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

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

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

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

企業部門について、委員は、企業収益は、引き続き高水準で推移しているとの見方を共有した。複数の委員は、9月短観における2006年度の経常利益に言及した。これらの委員は、想定為替レートの水準が実際の水準に比べかなり円高である上、例年9月調査では年度上期が

上振れた場合に下期を下振れさせることにより年度業績を変えない企業が多くみられることから、最終的には大きく上振れ、よりしっかりとした増加になる可能性が高いとの見方を示した。設備投資について、委員は、増加を続けており、内外需要の増加や企業収益の好調が続くもとで、先行きも増加を続ける可能性が高いとの認識を共有した。9月短観における2006年度の設備投資計画について、何人かの委員は、順調に上方修正されてきており、最終的に高い伸び率で着地した前年度並みの伸び率となる可能性が高いと述べた。一人の委員は、中小企業の業況感や設備投資が大企業に比べると幾分弱めであることについて、これを景気波及が進まないとみるのではなく一部業種における構造的な問題として捉えていく必要もあるのではないかとコメントした。

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

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

雇用・所得面について、委員は、労働市場の需給は引き締まり傾向を続け、企業の人手不足感が強まっているもとで、フルタイム労働者を中心に雇用者数が着実に増加しているとの認識で一致した。所定内給与が足もとやや弱めであることについて、複数の委員は、団塊世代の退職や新卒採用の増加など年齢別人員構成の変化の影響から、実勢よりもかなり弱く出ており、個々の従業員が支払われている賃金はそれなりにしっかりと増加している可能性があるとして述べ

た。別の複数の委員は、新卒採用等の影響も何がしかあると考えられるが、より基本的には、企業の人件費抑制スタンスが根強いことが大きいのではないかと指摘した。このうち一人の委員は、内閣府の消費動向調査をみると、「収入の増え方」に関する家計の見方はほとんど改善していないと付け加えた。先行きについては、これらの委員も含め、多くの委員が、企業の人手不足感は強まる方向にあり、その影響は、直ちには現れないとしても、いずれは所定内給与にも及んでいくとの見方を示した。こうした議論を経て、委員は、所定外給与や特別給与を含む賃金全体としては、今後も緩やかに増加していくとの見通しを共有した。

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

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

地価について、何人かの委員は、3大都市圏では、商業地、住宅地とも、16年振りに上昇した上、地方圏では、下落が続いているものの下落幅は緩やかながらも縮小していると指摘した。このうち

複数の委員は、9月短観で2006年度の土地投資計画をみると、前年同時期の計画よりもかなり強い数字であり、企業の土地取引が明確に回復していることを示唆しているとみられると述べた。

## 2. 金融面の動向

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

### ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

委員は、短期金融市場は、総じて落ち着いているとの認識を共有した。また、委員は、無担保コールレート（オーバーナイト物）の加重平均値は概ね0.25%で推移しており、全体として、円滑な金利コントロールが行われているとの評価で一致した。複数の委員は、市場参加者が新しい市場環境のもとでの取引に習熟してきているとコメントした。ある委員は、補完貸付の利用が期末日に増加したことについて、補完貸付の適用金利（基準貸付利率）がやや低すぎるのではないかと問題提起を行った。別の委員は、ゼロ金利を解除して初めての期末日となった9月末においても短期金融市場が安定

的に推移したことには、機動的なオペの実施に加え、補完貸付制度の存在が大きいと述べた。

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

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

## ・政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国経済の現状をみると、景気は回復している。設備投資が堅調に推移するなど企業部門は好調であるが、個人消費はこのところ伸びが鈍化している。また、原油価格や海外経済の動向が与える影響等には留意する必要がある。一方、物価の動向を総合すると、デフレからの脱却が視野に入っている状況にあると言える。
- インフレの懸念がみられない現在の状況では、景気回復を持続的なものとするため、引き続き現在の金融市場調節方針を継

続し、経済をしっかりと支えて頂くことが重要であると考えている。

- また、市場全般の動向にも十分目配りして頂きたいと考えている。金融政策の先行きの考え方について、憶測で市場が不安定になることのないよう、市場や国民に丁寧にご説明頂き、適切な期待形成を図って頂きたいと思う。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 経済の現状をみると、景気は回復しているが、海外経済の動向などが今後の物価動向に与える影響については、注視していく必要がある。
- 重点強化期間内に物価の安定基調を確実なものとし、物価の安定のもとでの、民間主導の持続的な成長を図るため、政府・日本銀行は一体となった取り組みを行うことが重要である。政府は、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2006」に基づき、構造改革を加速・深化させていく。日本銀行におかれては、政府の政策取り組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、市場の動向にも配慮しながら、実効性のある金融政策運営に努め、責任を持って金融面から経済を支えて頂くことを要望する。
- 先行きについては、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が当面維持される可能性が高いとされている。金融政策運営についての不透明感を生じさせ、市場が不安定化することのないよう、市場や国民の経済に対する予測可能性を高めるため、経済・物価情勢の展望や、先行きの金融政策の方向性について、丁寧にご説明頂くことをお願いする。

## 採決

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

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

## 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。

記

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

### 採決の結果

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

反対：なし

### ・金融経済月報「基本的見解」の検討

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

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

### ・議事要旨の承認

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

以 上

(別 添)

2006年10月13日  
日 本 銀 行

### 当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

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

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

以 上