

公表時間

12月26日(水) 8時50分

2007. 12. 26

日本銀行

政策委員会 金融政策決定会合 議事要旨

(2007年10月31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、2007年12月19、20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。

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

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

(開催要領)

1. 開催日時：2007年10月31日(9:00～12:38)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

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

4. 政府からの出席者：

財務省 森山 裕 財務副大臣
内閣府 浜野 潤 内閣府審議官

(執行部からの報告者)

理事	稲葉延雄
理事	堀井昭成
理事	井戸清人
企画局長	雨宮正佳
企画局参事役	内田眞一
企画局企画役	関根敏隆
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	門間一夫
調査統計局参事役	前田栄治
国際局長	出沢敏雄

(事務局)

政策委員会室長	大杉和人
政策委員会室企画役	執行謙二
企画局企画役	鈴木公一郎

I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（10月10、11日）で決定された方針¹に従って運営した。この結果、オーバーナイト金利は0.5%前後で推移した。

2. 金融・為替市場動向

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

3. 海外金融経済情勢

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

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

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

海外の金融資本市場をみると、米国サブプライム住宅ローン問題

¹ 「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す。」

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

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

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、海外経済の拡大を背景に、増加を続けている。7～9月の実質輸出は、前期比+6%の大幅増加となった。先行きも、海外経済が全体として拡大するもとで、増加を続けていくとみられる。

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

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

生産は、内外需要の増加を背景に、増加基調を続けている。7～9月の生産は、IT関連の在庫調整進展などを背景に、しっかりと増加に転じた。在庫は、鉱工業全体では、概ね出荷とバランスのとれた状態にある。

物価面をみると、国内企業物価指数は、3か月前比で上昇を続けているが、円高の影響などから、そのテンポは幾分鈍化している。先行きも、国際商品市況高などを背景に上昇を続ける可能性が高いが、そのテンポは更に幾分鈍化すると予想される。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、ゼロ%近傍で推移している。先行きについては、目先、ゼロ%近傍で推移するとみられるが、より長い目でみると、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、プラス基調を続けていくと予想される。

(2) 金融環境

企業金融を巡る環境は、緩和的な状態にある。民間の資金需要は、潤沢なキャッシュフローを背景に外部資金需要がそれほど強くない中、このところ横ばい圏内で推移している。一方、CP・社債の発行環境は良好な状況にあるほか、民間銀行は緩和的な貸出姿勢を続けている。こうしたもとの、CP・社債の発行残高は前年を上回って推移しており、民間銀行貸出は緩やかに増加している。企業の資金調達コストはやや上昇している。この間、マネーサプライ(M2 + CD)は前年比2%程度の伸びとなっている。

II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

最近の経済情勢について、委員は、わが国経済は、引き続き、緩やかに拡大しているとの認識で一致した。2007年度前半の経済は、好調な企業部門に比べると、家計部門の改善テンポが緩慢な状況が続いているが、全体としてみれば、本年4月の展望レポートで示した見通しに概ね沿っているとの見方を共有した。

海外経済に関して、委員は、世界経済全体としては、地域的な拡がりをもって拡大が続いているとの認識を共有した。米国経済については、委員は、住宅市場の調整が当初予想よりも深いものになっているが、これまでのところ個人消費や設備投資は堅調な動きを続けており、緩やかな減速過程にあるとの見方で一致した。もっとも、何人かの委員から、ミクロ情報では商業用不動産などにサブプライム住宅ローン問題の影響が波及しつつあることや、消費者コンフィデンスが悪化していることなどから、ダウンサイド・リスクが高まっているとの指摘がみられた。この間、欧州経済は堅調な景気拡大を続け、中国経済は高成長を続けているとの見解が、多くの委員から示された。

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

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

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

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

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

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

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

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

複数の委員から、最近の原油高、身の回り品の値上げなどを踏まえると、消費者物価の前年比は遠からずマイナスがとれてくるのではないかとの見方が示された。また、ある委員は、現在の原油高が

続けば、前年の原油価格低下の反動がでることなどから、来年度初にかけてプラス幅がかなりのピッチで拡大する可能性があるとの見方を示した。同時に、この見方を示した委員を含め、複数の委員が、原油高の影響は、一段の上昇がなければ、来年度後半には剥落する性格のものであることを指摘した。

この間、複数の委員は、10月の「地域経済報告」や支店長会議における報告では、景気回復の程度にばらつきはあるものの、概ねすべての地域で緩やかな拡大あるいは回復方向の動きとなっていることを確認できたと述べた。

2. 金融面の動向

国際金融資本市場の動向について、委員は、リスク再評価の過程での不安定な動きがなお続いているとの認識で一致した。最近公表された米欧金融機関の決算との関連で、何人かの委員は、リプライシングの過程では、評価損に対する不確実性がまだ残っており、むしろ再び高まったようにもみえること、また、そうした不確実性が株式相場や証券化商品の価格付けに影響を及ぼしていることを指摘した。ある委員は、リプライシングの影響は、モーゲージ関連の保証会社や保険会社の決算悪化というかたちにも表れていると付け加えた。ただし、委員は、そうした国際金融市場の変動にもかかわらず、わが国の金融環境は、金融機関の貸出態度やC P・社債の発行状況からみて、極めて緩和的な状況が続いているとの認識を共有した。

3. 経済・物価情勢の展望

経済・物価情勢の先行き見通しについて、委員は、2007年度後半から2008年度にかけての経済は、「生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとで、息の長い拡大を続ける」との見方を共有した。

委員は、こうした見通しの背景として、①米国経済は住宅市場の調整を主因に減速が長引いているが、他の地域が高成長を続けるとみられ、輸出が増加を続けると予想されること、②企業部門の好調が続くとみられること、③好調な企業部門から家計部門への波及が、緩やかながら着実に進んでいくとみられること、④極めて緩和的な金融環境が引き続き民間需要を後押しするとみられること、を指摘した。

委員は、成長率の水準について、住宅投資の振れがかく乱要因になるが、それを均してみれば、潜在成長率を幾分上回る2%程度で

成長を続ける可能性が高いとの見方で一致した。

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

国内企業物価指数について、委員は、国際商品市況の上昇を背景に、①足もとは前回の見通しよりも上振れて推移している、②先行きについては、原油などの商品市況や為替相場にも左右されるが、上昇基調を続けるとみられる、との認識で一致した。

また、消費者物価指数（除く生鮮食品）について、委員は、①足もとは前回見通しに概ね沿って前年比ゼロ%近傍で推移している、②先行きについては、前年比でみて目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いものの、より長い目でみると、プラス幅が次第に拡大するとみられる、との見解で一致した。

以上の見通しに関する上振れ・下振れ要因について、委員は、経済活動に関しては、①海外経済の動向、②緩和的な金融環境が続くもとで金融・経済活動の振幅が拡大する可能性の2点に、また、物価の先行きに関しては、①需給ギャップに対する物価の感応度の不確実性、②原油をはじめとする商品市況の動向の2点に、それぞれ整理できるとの認識を共有した。

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

緩和的な金融環境がもたらす影響について、委員は、米国サブプライム住宅ローン問題や国際金融市場の変動にもかかわらず、わが

国の金融環境は極めて緩和的な状況が続いており、金融・経済活動が積極化しやすい環境にあるとの認識で一致した。また、そのような環境のもとでは、仮に、先行きの採算に関して楽観的な想定に基づいて金融・経済活動が積極化する場合には、金融資本市場において行き過ぎたポジションが構築されたり、非効率な経済活動に資金やその他の資源が使われ、長い目でみた資源配分に歪みが生じるおそれがあるとの見方を共有した。

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

以上のような見通しや上振れ・下振れ要因を踏まえて、委員は、2つの「柱」から経済・物価情勢の点検を行った。まず、第1の柱、すなわち、2008年度までの経済・物価情勢について最も蓋然性が高いと判断される見通しについて、政策金利に関して市場金利に織り込まれている金利観を参考にしつつ点検すると、委員は、わが国経済は、生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持されるもとで、息の長い拡大が続く可能性が高いとの判断で一致した。

次に、委員は、第2の柱、すなわち、より長期的な視点を踏まえて、金融政策運営という観点から重視すべきリスクの点検を行った。この点に関して、委員は、低金利期待定着のリスクと経済・物価下振れのリスクの2つが重要であるとの考えを共有した。これに関連して、ある委員は、今般のサブプライム住宅ローン問題や国際金融市場の動揺が持つ政策運営上の意味合いについて、①良好な経済環境が続くもとのリスク評価の緩みという、これまで展望レポート等で警鐘をならしてきたリスクが現実には生じたこと、その意味で、やや長い目でみれば「経済・物価情勢に応じた金利調整」の必要性を裏付ける事例であること、②その一方で、市場の自律的調整が働いて巻き戻しが起きた結果、短期的には、経済に対する不確実要因として作用していること、という両面があるとの整理を行った。

こうした点検を踏まえた上で、先行きの金融政策運営について、委員は、①「日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道を進むのであれば、金利水準を引き上げていく」という方向感を維持しつつ、②あらかじめスケジュールを持つのではなく、あくまで経済・物価情勢の変化に応じて弾力的に対応していく、という、これまでの基本的な考え方を維持することが適当であるとの考え方を共有した。

Ⅲ. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、一人の委員は、無担保コールレートの誘導目標を、これまでの0.5%前後から、0.75%前後に引き上げることが適当であるとの見解を示した。

これに対し、大方の委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当であるとの見解を示した。これらの委員は、①今回の会合までに公表された経済指標については、日本経済が、4月の展望レポートの見通しに概ね沿って、物価安定のもとでの持続的な成長を続ける蓋然性が高いことを裏付けるものが多かったが、②国際金融市場は不安定な状況が続いているほか、米国経済の先行きに関するダウンサイド・リスクなど、世界経済についての不確実性があるため、③今後公表される指標や様々な情報、金融市場の状況などを引き続き丹念に点検していく必要がある、との考え方を示した。

Ⅳ. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国経済はこのところ一部に弱さがみられるものの、大局的には景気は息の長い回復を続けている。
物価については、国内企業物価は足もとでは伸び率は縮小したものの上昇基調で推移しているが、消費者物価は概ね横ばいとなっている。
- 現下の経済・物価情勢のもとでは、現在の景気回復を持続的なものとするため、引き続き経済を金融面から支えて頂きたいと考えている。
- サブプライム問題は、落ち着きを取り戻しつつあるが、引き続き注意深くみていく必要がある。日本銀行におかれては、日

本経済および米国等の世界経済の動向や、市場の動向に十分に注視し、状況に応じて、引き続き適切に対応して頂きたいと思う。また、財務省としても、今後の内外の経済・市場の動向をより一層注意深く見守って参りたいと考えている。

- 今回決定される展望レポートでは、日本銀行が、サブプライム問題による市場の変動以降の経済・物価情勢を踏まえ、2007年度および2008年度の経済・物価見通しを点検され、先行きの金融政策運営の考え方をどのように整理されるのか、市場関係者の注目が集まっている。したがって、日本銀行におかれては、現下および今後の経済動向の展望や、金融政策の先行きの考え方について、市場や国民に分かりやすくご説明頂きたいと考えている。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 経済の現状については、景気はこのところ一部に弱さがみられるものの回復している。ただし、改正建築基準法施行の影響により、住宅建設がこのところ減少している。一方で、物価の動向を総合的にみると未だデフレを脱却していない。消費者物価の前年比上昇率が足もとでマイナスであるなど、国内要因からみた物価上昇圧力は依然として弱い状況にある。その背景としては、企業から家計への波及に足踏みがみられ、労働需給が逼迫しても賃金に反映されにくいという状況が挙げられる。消費者物価の先行きについては、その上昇率もプラスとなっていくことが見込まれるが、その時期について、今後冷静に注意しながらみていく必要がある。
- また、展望レポートでも挙げられているとおり、世界経済、特に米国経済や原油価格の動向、国際金融市場の動向等がわが国経済に与える影響等の下振れリスクに十分留意する必要がある。民間需要主導の持続的な成長を図るとともに、これと両立する安定的な物価上昇率を定着させるため、政府と日本銀行はマクロ経済運営に関する基本的視点を共有し、政策運営を行うことが重要である。
- 日本銀行におかれては、政府の政策取り組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、実効性のある金融政策運営に努め、経済活動や物価の下振れリスクを考慮して、その動向に十分留意しながら、金融面からしっかり経済を支えて頂くことを要望する。

V. 採決

以上の議論を踏まえ、大方の委員は、当面の金融市場調節方針について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

これに対し、一人の委員は、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標水準を現行の「0.5%前後」から「0.75%前後」に引き上げる旨の議案を提出したいと述べた。

この結果、以下の議案が採決に付されることになった。

水野委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.75%前後で推移するよう促す」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：水野委員

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

議長からは、会合における多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

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

記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す。

採決の結果

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

反対：水野委員

—— 水野委員は、①日本経済は展望レポートの見通しに沿っ

て推移していると判断されること、②米国サブプライム問題に端を発した金融市場の変動は、引き続きリスク要因の一つに過ぎず、日本経済の見通しを変更する必要がないこと、③利上げの判断を先送りすれば、ファンダメンタルズから離れた金利水準を長く維持することになりかねないことから、反対した。

VI. 「経済・物価情勢の展望」の決定

以上の議論を踏まえて、「経済・物価情勢の展望」の「基本的見解」の文案が検討され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、即日公表することとされた。なお、背景説明を含む全文は、11月1日に公表することとされた。

採決の結果

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

反対：なし

VII. 議事要旨の承認

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

以 上

(別 添)

2007年10月31日

日 本 銀 行

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（賛成8反対1^(注)）。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移
するよう促す。

以 上

^(注) 賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、西村委員、野田委員、中村委員、
亀崎委員
反対：水野委員