

公表時間

4月14日(月)8時50分

2008.4.14

日本銀行

---

# 政策委員会 金融政策決定会合 議事要旨

(2008年3月6、7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、2008年4月8、9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：2008年3月6日(14:00～16:27)  
3月7日(9:01～12:48)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	福井俊彦	(総 裁)
	武藤敏郎	(副総裁) (注)
	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	( " )

(注) 武藤委員は、7日 11:27～11:45 および 12:12～12:14  
の間、会議を欠席した。

4. 政府からの出席者：

財務省	鈴木正規	大臣官房総括審議官 (6日)
	森山 裕	財務副大臣 (7日)
内閣府	浜野 潤	内閣府審議官

(執行部からの報告者)

理事	稲葉延雄
理事	堀井昭成
理事	井戸清人
企画局長	雨宮正佳
企画局参事役	内田真一
企画局企画役	関根敏隆
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	門間一夫
調査統計局参事役	前田栄治
国際局長	出沢敏雄

(事務局)

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

## ．金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（2月14、15日）で決定された方針<sup>1</sup>に従って運営した。この結果、オーバーナイト金利は0.5%前後で推移した。

### 2．金融・為替市場動向

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

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

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

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

### 3．海外金融経済情勢

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

欧州経済についてみると、ユーロエリアでは、緩やかに減速しつつも成長を続けている。設備投資は増加傾向にある。一方、輸出には増勢一服感がみられる。住宅投資は引き続き減速局面にあるほか、個人消費も、エネルギー・食料品価格の上昇や景気の先行き不透明

---

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

感を受けて、弱めの動きとなっている。物価面では、エネルギー・食料品価格の上昇から、消費者物価の前年比は高めの伸びが続いている。英国経済は、緩やかに減速しているが、引き続き成長している。

アジア経済についてみると、中国では、内外需とも高い成長が続いているほか、インドでは、緩やかに減速しつつも、高めの成長を続けている。N I E s、A S E A N諸国・地域でも、総じて緩やかな景気拡大が続いている。

海外の金融資本市場をみると、金融機関の損失拡大やモノライン（金融保証会社）の格下げの影響を巡る懸念が根強い中で、証券化商品については、価格下落、市場流動性の低下といった動きが続いている。社債の対国債スプレッドやC D Sプレミアムなどのクレジット・スプレッドも、引き続き拡大している。米欧市場では、前回会合対比、株価は小幅下落し、長期金利は低下した。エマージング諸国・地域でも、株価は幾分下落し、対米国債スプレッドは米国金利の低下もあって幾分拡大した。

#### 4．国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

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

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

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

えられる。

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

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

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

物価面をみると、国際商品市況は引き続き上昇している。原油価格は、投機資金の流入もあって強い動きが続いているほか、小麦等の穀物も、上昇を続けている。非鉄金属は、昨年秋以降、米国経済の減速懸念等から軟化していたが、このところ再び反発している。国内企業物価を3か月前比で見ると、国際商品市況高などを背景に上昇しており、当面、上昇を続ける可能性が高い。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、昨年末頃からプラス幅が拡大している。先行きについては、当面は、石油製品や食料品の価格上昇などから、また、より長い目でみると、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、プラス基調を続けていくと予想される。

## （２）金融環境

企業金融を巡る環境は、緩和的な状態にある。民間の資金需要は、横ばい圏内で推移している。CP・社債の発行環境をみると、下位格付先では発行スプレッドがやや拡大しているが、全体としてみれば、良好な状況にある。民間銀行は緩和的な貸出姿勢を続けており、民間銀行貸出は緩やかに増加している。また、CP・社債の発行残高は前年を上回って推移している。企業の資金調達コストは横ばい圏内で推移している。この間、マネーサプライ（M2 + CD）は前年比2%程度の伸びとなっている。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1．経済情勢

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

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

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

米国経済について、委員は、景気の減速傾向が一段と強まっている、との見方を共有した。多くの委員は、住宅着工や販売が減少を続ける中、住宅価格の低下テンポが速まっているなど、住宅市場の調整は依然続いている、と述べた。委員は、設備投資は緩やかな増加基調を維持しているものの、個人消費は、足もと横ばい圏内の動きとなっているとの認識で一致した。何人かの委員は、企業や消費者のマインド指標の悪化が目立ってきていると指摘した。多くの委員は、金融機関の損失が更に拡大し、与信姿勢が一段と厳格化することによって、景気への下押し圧力となることへの懸念を示した。このうちの一人の委員は、設備投資の牽引役の一つであった、商業用不動産投資の先行きについて、警戒感が強まっていると述べた。

こうした議論を通じて、委員は、米国の実体経済面について、ダウンサイドのリスクが高まっているとの見方を共有した。一方、何人かの委員は、消費者物価の前年比は、総合、コアとも依然として高い水準にあり、物価面ではアップサイドのリスクがあると付け加えた。

欧州経済について、委員は、ユーロエリアでは、緩やかに減速しつつも成長を続けているとの見方で一致した。また、何人かの委員は、国際金融市場の動揺や、そのもとでの金融機関の与信姿勢の厳格化などの、ダウンサイド・リスクに注意する必要があると指摘した。

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

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

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

国内民間需要について、委員は、企業収益は伸び悩みつつも高水準で推移しており、設備投資は引き続き増加基調にあるとの認識で一致した。先行きについても、内外需要の増加傾向や総じて高水準の企業収益の好調が続く見込みのもとで、設備投資は増加基調を辿る可能性が高いとの見方を共有した。ただし、多くの委員は、原材料高や円高の影響を受けて、中小企業を中心に、収益は伸び悩んでおり、設備投資スタンスに慎重化がみられる、と指摘した。複数の委員は、来年度の収益動向および設備投資のスタンスについて、3

月短観を含め、注意深くみていく必要があると述べた。

個人消費について、委員は、底堅く推移しており、先行きについても、雇用者所得の緩やかな増加を背景に、緩やかな増加基調を辿る可能性が高いとの認識を共有した。複数の委員は、石油製品や食料品の価格など、身の回り品の値上げが続いていることなどから、消費者マインドが慎重化していることを指摘した。ある委員は、こうしたマインド面の動きにもかかわらず、これまでのところ消費関連指標は底堅いが、その背景としては、雇用環境が良好に保たれていることが寄与している、との見方を示した。

雇用・所得面について、委員は、雇用者所得は、雇用者数の増加に支えられて、緩やかな増加を続けているとの認識を共有した。先行きについても、雇用不足感が続くもとで、企業収益も総じて高水準を続けるとみられることなどから、雇用者所得は緩やかな増加を続ける可能性が高いとの見方で一致した。賃金について、何人かの委員は、団塊世代の退職の影響が一巡しつつあることもあり、所定内給与がこのところ前年比プラスで推移していると指摘した。ただし、そのうちの一人の委員は、中堅・中小企業の人件費抑制姿勢は強く、今後も賃金の目立った上昇は期待しにくい、と付け加えた。

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

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

くみていく必要があるとコメントした。

委員は、エネルギー・原材料高による交易条件の悪化がマクロ経済に与える影響について議論を行った。複数の委員は、交易条件の悪化が、収益の圧迫、賃金の下押しなどを通じて、所得形成力の低下をもたらしている、と指摘した。このうちの一人の委員は、こうした交易条件の悪化が、実質国内総所得の伸び率低下にも繋がっていると付け加えた。ある委員は、交易条件の悪化が、海外への所得流出を生じさせることは確かだが、一方で、海外への輸出が増加し、自国の輸入が減ることにより、実質生産の増加に繋がる面があることも合わせて評価する必要があると述べた。別の委員は、交易条件の悪化というショックに対しては、現在、わが国の企業収益が高水準であること、産油国を含め、世界経済の成長に伴う需要増が見込まれること、というショックを吸収する要因もあるので、マクロ的な影響は、最終的にいずれの要因が勝るかという問題に帰着する、との認識を示した。

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

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

## 2. 金融面の動向

わが国の金融面について、委員は、引き続き緩和的な金融環境が維持されているとの認識を共有した。また、CP・社債市場は、下位格付先では発行スプレッドがやや拡大しているが、全体としては良好な発行環境にあり、金融機関の貸出態度も引き続き緩和的な状況にあるとの認識についても一致した。複数の委員は、国際金融市場の動揺が国内金融環境に与える影響は引き続き限定的であるが、中小企業に関する資金繰りや貸出態度、低格付けの社債の発行環境がやや悪化している点には注意が必要である、と述べた。

## ・ 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢を踏まえ、委員は、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。委員は、日本経済は、生産・所得・支出の好循環メカニズムは基本的に維持されており、先行きは、物価安定のもとでの緩やかな拡大が続く可能性が高いとみられる、しかし、海外経済、国際金融市場、国際商品市況高を巡る不確実性が引き続き高いほか、国内景気は、足もと、住宅投資の落ち込みに加え、エネルギー・原材料高の影響もあって減速している、こうした中で、内外の金融経済動向を注意深く点検し、情勢を更に見極めることが適切である、との見解で一致した。なお、複数の委員は、内外の金融市場や金融機関の動向に注意しながら、年度末に向けて、引き続き肌目細かく、機動的な金融市場調節を実施する必要があると述べた。

委員は、先行きの金融政策の運営について、基本的な考え方を維持することが適当であることを確認した。委員は、内外ともにリスク要因が増加している中で、フォワード・ルッキングに経済・物価の見通しの蓋然性と上下両方向のリスクを点検し、金融政策運営方針を決定していくことが重要であるとの認識を共有した。ある委員は、このところ企業行動に慎重さが目立ってきたことを踏まえ、生産・所得・支出の循環メカニズムの持続性について、しっかりと検証する必要があると述べた。別の委員は、2つの「柱」に沿って、経済・物価の見通しとリスクを整理し、日本経済は、当面減速するものの、その後緩やかな拡大パスに復するとの、これまでのシナリオは維持されている、リスク要因については、米国経済や国際金融市場の不確実性に加え、エネルギー・原材料高が中小企業の業況や消費者マインドに悪影響を与えるリスクは、更に強まっている、と述べた。その上で、この委員は、先行きについては、これまでの金融政策運営の基本的な考え方を維持しながら、見通しの蓋然性と上下両方向のリスクを綿密に点検し、最も適切と考えられる政策を機動的に実施していくべきである、との見解を示した。更に別の委員は、金利調整の方向性は維持されているものの、今後、緩和度合いを高める必要があると判断される場合には、その時々状況に合わせた機動的な対応を考えていくべきである、との考えを示した。

## ・ 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- まず最初に、今月で任期満了を迎える総裁および副総裁に対して一言申し上げたいと思う。福井総裁をはじめとする現執行部は、2003年3月の就任以来、物価の安定を通じた日本経済の健全な発展に向け、尽力してこられた。この5年間のこうしたご努力について改めて敬意を表したいと思う。
- わが国の経済は、住宅建設は持ち直しの動きがみられるものの依然として低い水準にあり、企業の収益に足踏みがみられるなど、このところ回復が緩やかになっている。  
物価については、国内企業物価は素材価格の上昇により上昇している。消費者物価はこのところ石油製品を中心に上昇しているが、これを除くとわずかな上昇にとどまっている。
- 現下の経済・物価情勢のもとでは、現在の景気回復を持続的なものとするため、引き続き経済を金融面から支えて頂きたいと考えている。
- サプライム問題、原油価格、米国経済を含む世界経済の動向については、今後も注意深くみていく必要がある。また、中小企業については、原油価格高騰や建築基準法改正の影響を強く受けている中小企業への対策として、政府は2月20日に「年度末に向けた中小企業対策について」を取りまとめたところであるが、その動向についてはとりわけ十分に注視していく必要がある。  
日本銀行におかれても、これらの動向が日本経済に与える影響や、市場の動向を十分に注視し、状況に応じて、引き続き適切に対応して頂きたいと思う。また、財務省としても、今後の内外の経済・市場の動向をより一層注意深く見守って参りたいと考えている。
- 更に、日本銀行におかれては、現下および今後の経済動向の展望や、金融政策の先行きの考え方について、市場や国民に分かりやすくご説明を頂きたいと考えている。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 経済の現状については、個人消費や住宅建設の弱さが続いている中で、輸出の増加が緩やかになり、これらを反映して生産の増勢が鈍化していることから、このところ景気回復が緩やかになっている。加えて、サプライム住宅ローン問題を背景と

するアメリカ経済の減速や金融資本市場の変動等から景気の下振れリスクが高まっており、先行きについて、より慎重にみていく必要があると考えている。消費者物価は石油製品を中心に上昇しているものの、基調としてはわずかな上昇にとどまっており、また、単位労働費用およびGDPデフレータの低下幅が10～12月期は拡大するなど、国内要因からみた物価上昇圧力は依然として弱い状況にある。景気の下振れリスクが高まる中、中小企業を巡る経営環境に鑑み、政府は「年度末に向けた中小企業対策について」を取りまとめたが、今後も原油価格、米国経済、為替レート等の動向に十分注意していく。

- 民間需要主導の持続的成長を図るとともに、これと両立する安定的な物価上昇率を定着させるため、政府と日本銀行はマクロ経済運営に関する基本的視点を共有し、政策運営を行うことが重要である。
- 日本銀行におかれては、政府の政策取り組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、実効性のある金融政策運営に努め、経済活動や物価の下振れリスクを考慮して、その動向に十分留意しながら、金融面からしっかり経済を支えて頂くことを要望する。

## 採決

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

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

### 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

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

記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す。

### 採決の結果

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

反対：なし

#### ・金融経済月報「基本的見解」の検討

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

この「基本的見解」は当日（3月7日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は3月10日に、それぞれ公表することとされた。

#### ・議事要旨の承認

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

以 上

(別添)

2008年3月7日  
日 本 銀 行

### 当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

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

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

以 上

---

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