

2008.10.28

企 画 局

金 融 環 境 の 現 状 評 価

（概 況）

前回会合（10月6、7日）以降、利用可能になった指標をみると、国際金融市場の動揺に伴う投資家のリスク回避姿勢の高まりから、CPの発行スプレッドが急拡大し、社債発行額が低調に推移するなど、資本市場での資金調達環境の悪化がより明確化した。また、民間銀行貸出は増加を続けているものの、前年比伸び率は幾分低下した。これは、中小・零細企業の業績悪化、特定業種（建設・不動産、消費者金融）や零細企業への貸出態度の慎重化のほか、ここに来て大企業を中心に運転資金需要が一服していることを示唆したものとみられる。

1. インフレ予想

家計の短期的なインフレ予想は、このところの原油価格下落の影響を受けて、やや低下してきている。

—— 9月の「消費動向調査」でみた今後1年間の予想インフレ率は、前月に引き続き減速した（図表1左下段）。

エコノミストやマーケットのインフレ予想は、短期、中長期とも、引き続き安定している。

—— ESPフォーキャストをみると、エコノミストのインフレ予想（CPI除く生鮮）は、本年末から来年半ばまで、小幅下方修正された（図表2左上段）。ただし、年度平均に均してみると、2008年度、2009年度とも、9月調査時点と変わらない（2008年度：8月調査+1.8%→9月調査+1.9%→10月調査

+1.9%、2009 年度：8 月調査+1.0%→9 月調査+1.0%→10 月調査+1.0%)。

—— コンセンサスフォーキャストによると、エコノミストの中長期的なインフレ予想は、安定して推移している（図表 2 右上段）。

—— 物価連動国債から計算した B E I が大きく下落しているのは、物価連動国債の流動性の問題が影響している¹（図表 2 左下段）。インプライド・フォワード・レートは、中長期ゾーンを中心に、市場流動性の低下から、このところ振れの大きな展開となっている。こうした振れを均してみれば、短中期（1 年後から 3 年後）、中長期（3 年後から 10 年後）とも、横ばい圏内で推移しており、マーケットのインフレ期待は、引き続き落ち着いているものとみられる（図表 2 右下段）。

2. 政策金利と実体経済

実質 GDP トレンドの成長率（均衡利子率の代理変数）や標準的なテイラー・ルールとの比較でみると、政策金利の水準は緩和的な状態が続いている（図表 3、4）。

—— ただし、原油価格下落の影響が現れるにつれ、総合、コアを用いて計算した金利ギャップ（図表 3、4 下段）は、今後、縮小していくことが見込まれる。

3. 資金調達コスト

貸出金利は、8 月までのところ、横ばい圏内で推移している。

C P・社債の発行金利は、スプレッドの拡大を受けて、上昇している。

—— C P の対短国スプレッドは、投資家の引受スタンス後退を受け、全ての格付けで急上昇した（図表 7）。10 月中旬の発行スプレッドは、同じベースで遡れる 2000 年以来、最も高い水準にある。

¹ こうした需給の悪化による市場価格の低下を受けて、物価連動国債の年内発行（10 月発行分の 3,000 億円、および 12 月発行分の 5,000 億円）は取りやめとなった。

▽ 9月以降のCP発行スプレッド (%)

	9/1～10	9/11～20	9/21～30	10/1～10	10/11～22	10月平均
A-1+格	+0.06	+0.13	+0.25	+0.17	+0.34	+0.28
A-1 格	+0.14	+0.20	+0.38	+0.27	+0.63	+0.42
A-2 格	+0.30	+0.40	+0.60	+0.38	+1.03	+0.73

(注) 発行金利と短国3ヶ月物利回りとの格差。発行金利は全タームの平均。銀行・証券会社等発行分、およびABCPは含まない。オペ先26社ベースの平均値。

—— 10月の社債の対国債スプレッドは、横ばい圏内の動きを続けている(図表8)。ただし、これは、発行額の8割以上を電力債とNTT債が占めているほか、発行スプレッドが比較的大きい先の起債がほぼ止まっているため、表面上のスプレッド幅の拡大が抑制された面が大きい。このため、社債発行市場の環境は発行スプレッドでみる以上に、悪化しているとみられる。

企業の支払金利を収益性と比較すると、引き続き緩和的な水準にあるが、緩和度合いは低下傾向にある(図表9)。

4. 資金調達量

資金需要面をみると、民間の資金需要は緩やかに増加しているが、原材料価格の軟化を背景に企業の運転資金需要が一服していることもあって、その伸びは頭打ちとなっている。こうしたもとで、民間総資金調達は、前年を上回って推移しているが、前月と比べ、伸び率は低下した(7月+0.7%→8月+0.7%→9月+0.5%、図表11上段)。

民間銀行貸出(特殊要因調整後、都銀等・地銀・地銀Ⅱ)は、大企業向けを中心に増加を続けているが、前年比伸び率は鈍化した(7月+2.5%→8月+2.4%→9月+2.2%、図表11下段)。

—— ヒアリング情報によると、大企業を中心に運転資金需要が一服しているほか、景気減速感の強まりを背景に、不動産業や中小企業の設備資金需要も弱まりがみられる模様。その一方で、CP、社債の発行環境の悪化から、借入にシフトする動きも一部にみられている。

—— 因みに、「主要銀行貸出動向アンケート調査」(ローン・サーベイ)をみる

と、企業の資金需要判断DI（7～9月期、季節調整値）は、大企業ではゼロ近傍での動きを続けた一方、中小企業では、4～6月期に比べて「減少」超幅を拡大させた（図表17）。

CP・社債の発行残高は、9月までのところは、前年を上回って推移している（7月+0.4%→8月+0.6%→9月+0.8%、図表13上段）。ただし、CP・社債の発行は、10月入り後、低調なものにとどまっている模様。

—— CPの発行額については、ヒアリングなどでは、足許、減少しているとの感触。

—— 10月の国内公募社債の発行額は、国際金融市場の不安定化の影響もあって、22日までのところ、低調な水準にとどまっている（図表13下段）。下位格付先のBBB格だけでなく、9月半ば以降はA格でも発行がみられていない。また、AA格以上の高格付先でも、起債額の8割以上を電力債とNTT債が占めており、こうした先を除けば、リーマン破綻以降の起債中止・延期の動きが続いている。

エクイティファイナンスをみると、転換社債発行額は、鉄道業で大型案件がみられたこともあって、前月と比べて増加した。増資額は、引き続き低水準にとどまっている（図表14）。

5. アベイラビリティ

銀行の貸出運営スタンスをみると、総じてみれば、緩和的な貸出姿勢を続けている。ただし、中小・零細企業や建設・不動産業については、貸出態度が「厳しい」とする先が増加している。

—— ローン・サーベイをみると、7～9月期の金融機関の貸出運営スタンスは、慎重化の動きがみられた4～6月期から横ばい圏内で推移した（図表17）。

—— 企業からみた金融機関の貸出態度判断について、政策公庫調査²（小企業対象）をみると、7～9月期は4～6月期に比べて、借入が「難しくなった」とする企業がさらに増加し、DIは2002～2003年並みの水準にまで低下している（図表18上段）。

² 10月より、国民生活金融公庫、中小企業金融公庫、農林漁業金融公庫、国際協力銀行（国際金融等業務）が統合し、株式会社日本政策金融公庫が発足したが、従来の国民公庫、中小公庫の調査は、それぞれ「全国中小企業動向調査結果（小企業編）」、「中小企業景況調査」として継続調査される扱い。

こうしたもとで、企業の資金繰りは、緩和感が後退してきており、中小・零細企業や建設・不動産業では悪化の度合いが増している。

- 政策公庫調査（小企業対象）をみると、7～9月期の資金繰り判断DIは4～6月期と比べて悪化し、2002～2003年並みの水準にまで低下した（図表18下段）。

6. 企業倒産

企業倒産件数は、増加しており、9月は1,408件、前年比34.5%となった（図表20）。

- 9月の倒産企業の負債総額は、53,625億円と、協栄生命と千代田生命が会社更生を申し立てた2000年10月に次ぐ、戦後2番目の水準となった。これはリーマン・ブラザーズ証券関連4社のほか、(株)Human21、(株)リプラスといった不動産関連の上場企業等で大口倒産がみられたためである。なお、上場企業の倒産が同じ月に7件発生したのは、戦後最多。
- 信用保証制度の代位弁済件数、代位弁済額は、小規模企業の倒産増を受けて、引き続き増加している。
- セーフティネット保証は大幅増を続けているものの、責任共有制度が開始された昨秋以来、保証承諾額は前年割れを続けている（8月の保証承諾件数は前年比-21.6%、保証承諾金額は同-23.7%）³。これを受けて、保証債務残高も6月以降、前年水準を下回って推移している（8月は前年比-1.3%）。

7. その他の金融指標

マネタリーベースは、日銀当座預金の増加を背景に、9月は前年水準を上回った（7月-0.7%→8月-0.2%→9月+0.9%、図表22）。

- 国際金融市場の動揺に対応して、日本銀行が潤沢な資金供給を行った結果、日銀当座預金は2年7ヶ月ぶりに前年比プラスとなった。
- 一方、銀行券発行高は前年比伸び率を低下させたが、これは昨年9月、日本郵政が民営化を控えて、手許資金を厚めにしたことの裏が影響しているものとみられる。

³「安心実現のための緊急総合対策」に基づき新たに導入された保証制度（原材料価格高騰対応等緊急保証）は、10月31日から適用される予定。

マネースtock (M2) は、前年比 2 % 台の伸びとなっている (7 月 +2.1% → 8 月 +2.4% → 9 月 +2.2%、図表 22)。

—— ゆうちょ銀行等を含んだ M3 のベースでは、前年比 1 % 程度の伸びとなっている (7 月 +0.8% → 8 月 +1.0% → 9 月 +0.9%)。

—— M2 のバランスシート分解をみると、①原材料価格の軟化を受けた運転資金需要の一服により、「民間資金調達要因」のプラス寄与が剥落したほか、②前年同月比でみた交易条件の悪化から、「海外要因」のプラス寄与も縮小が続けた。一方、③このところの景気の悪化に伴う税収減を映じて、「財政要因」のプラス寄与は拡大傾向にある (図表 23)。

—— なお、ヒアリング情報によると、このところの為替円高、株価下落を受けて、投資信託の解約が進んでいる模様。解約した資金が、銀行預金へのシフトインとなれば、来月以降、M2 の伸び率が再び拡大することも考えられる。

資産価格や通貨・信用集計量の長期トレンドからの乖離で、ファイナンシャル・インバランスの状況をみると、足許、大きく不均衡が累積しているようには見受けられない (図表 24)。

以 上

「金融環境の現状評価」参考計表

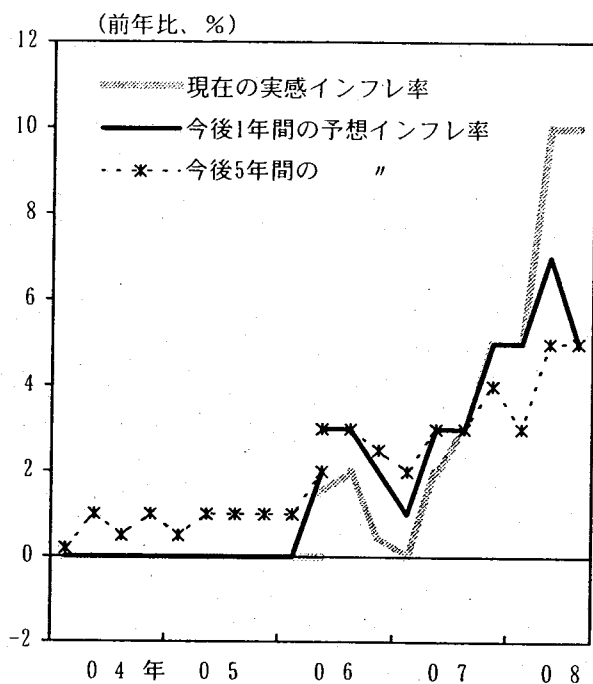
1. インフレ予想
（図表1）家計・企業のインフレ予想
（図表2）エコノミスト・市場のインフレ予想
2. 政策金利と実体経済
（図表3）政策金利水準と実体経済（1）
（図表4）政策金利水準と実体経済（2）
3. 資金調達コスト
（図表5）資金調達コスト関連指標
（図表6）貸出金利
（図表7）CP発行金利
（図表8）社債発行金利
（図表9）企業の資金調達コストと収益性
4. 資金調達量
（図表10）民間部門の資金調達
（図表11）民間部門総資金調達
（図表12）民間銀行貸出の内訳
（図表13）CP・社債発行残高
（図表14）エクイティファイナンス
（図表15）企業部門の資金需要
5. アベイラビリティ
（図表16）企業金融関連指標
（図表17）金融機関からみた資金需要・貸出運営スタンス
（図表18）金融機関の貸出態度・企業の資金繰り
6. 企業倒産
（図表19）企業倒産関連指標
（図表20）企業倒産と信用保証
7. その他の金融指標
（図表21）マネー関連指標
（図表22）マネーストック
（図表23）M2のバランスシート分解
（図表24）ファイナンシャル・インバランス指標

(図表1)

家計・企業のインフレ予想

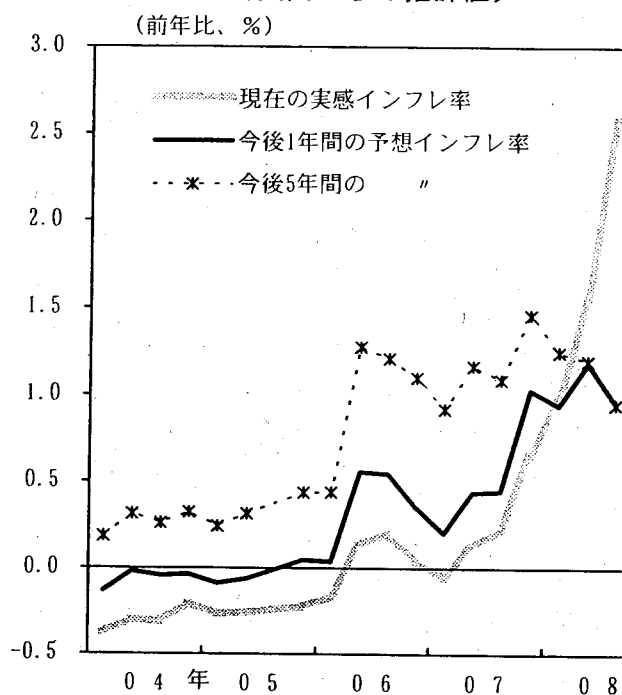
(1) 生活意識に関するアンケート調査

<量的質問に対する回答>



(注) 中央値の推移。調査時点は毎年3、6、9、12月。
05/9月は線形補間している。

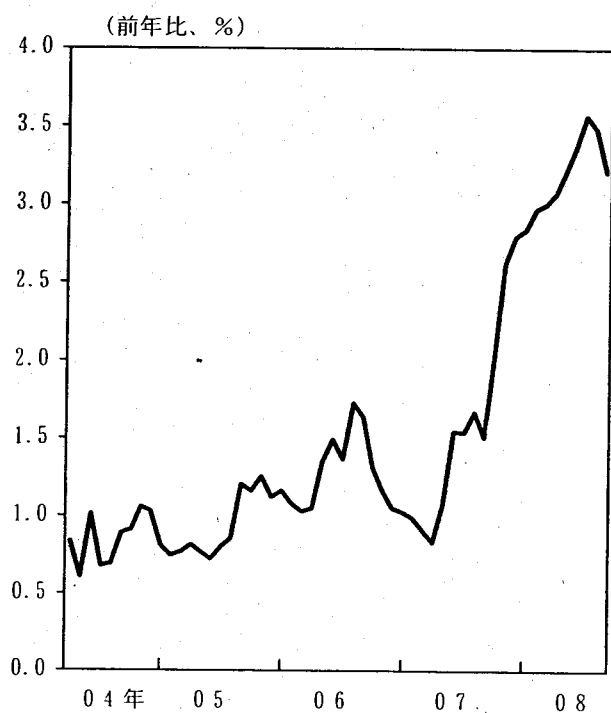
<質的質問からの推計値>



(注) 家計の「上がる」、「下がる」の回答シェアから、修正
カルソン・パーキン法により推計。

(2) 消費動向調査（内閣府）

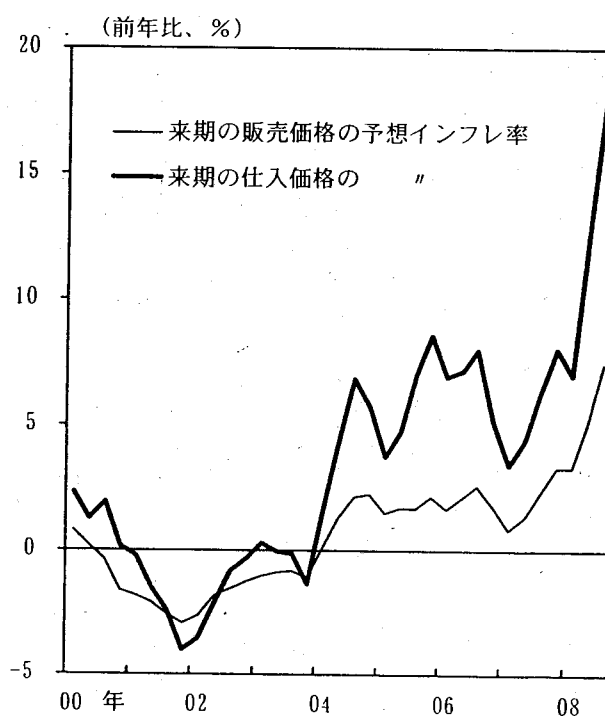
<1年後の予想インフレ率>



(注) 「-5%以上低下」は-5%、「-5%~-2%低下」は-3.5%、「-2%未満低下」は-1%、「+2%未満上昇」は+1%、「+2%~+5%上昇」は+3.5%、「+5%以上上昇」は+5%、のインフレ率をそれぞれ予想していると仮定して加重平均したもの。

(3) 企業のインフレ予想

<短観からの推計>

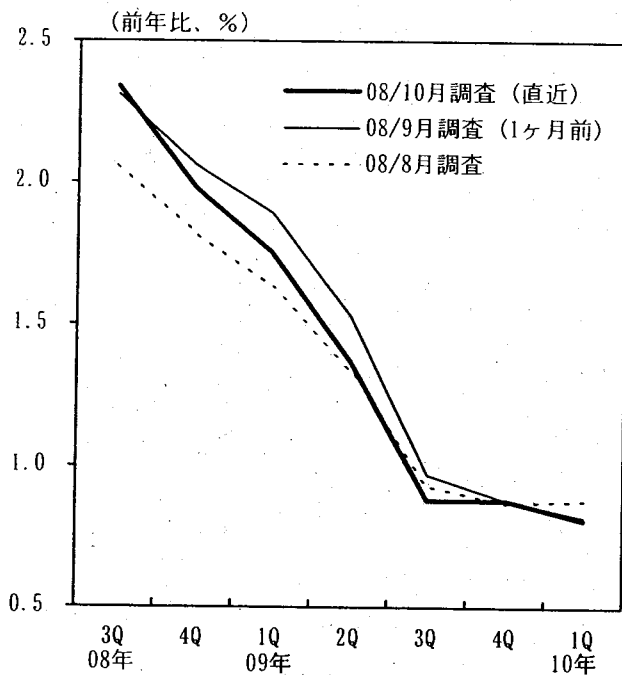


(注) 企業（製造業、全規模）の「上がる」、「下がる」の回答
シェアから修正カルソン・パーキン法により推計。

(図表 2)

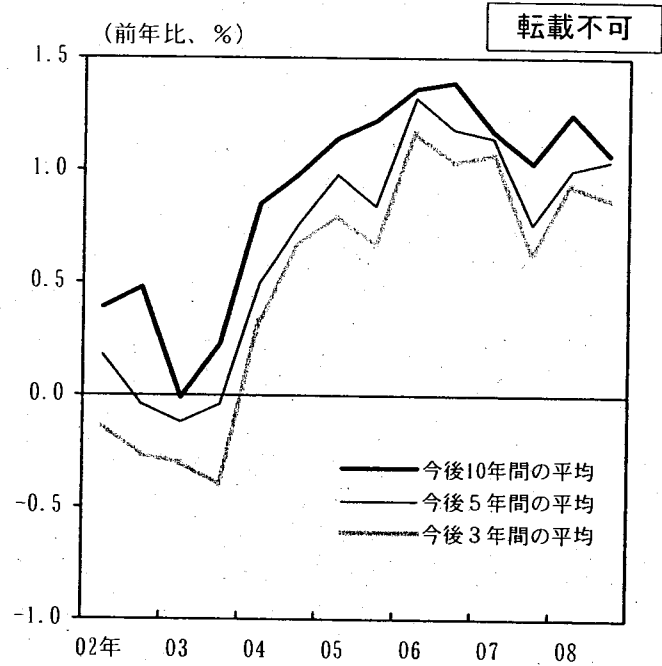
エコノミスト・市場のインフレ予想

(1) ESPフォーキャスト調査

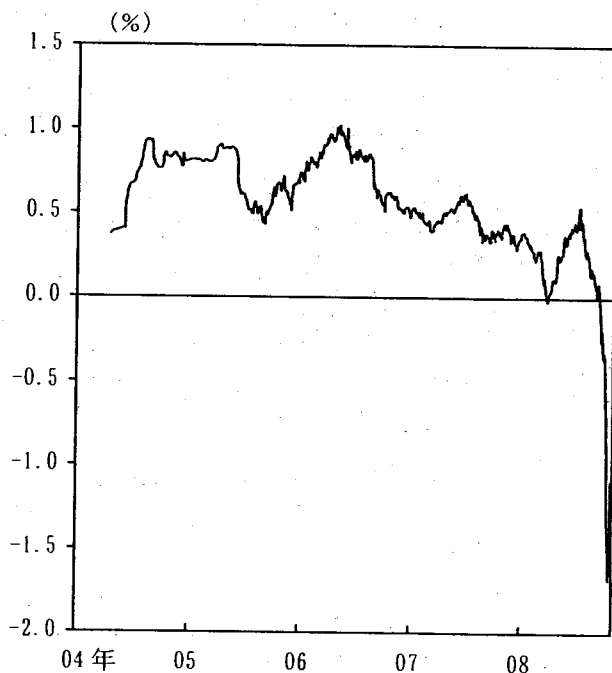


(注) 内外の調査機関・エコノミスト38先の予想の平均。

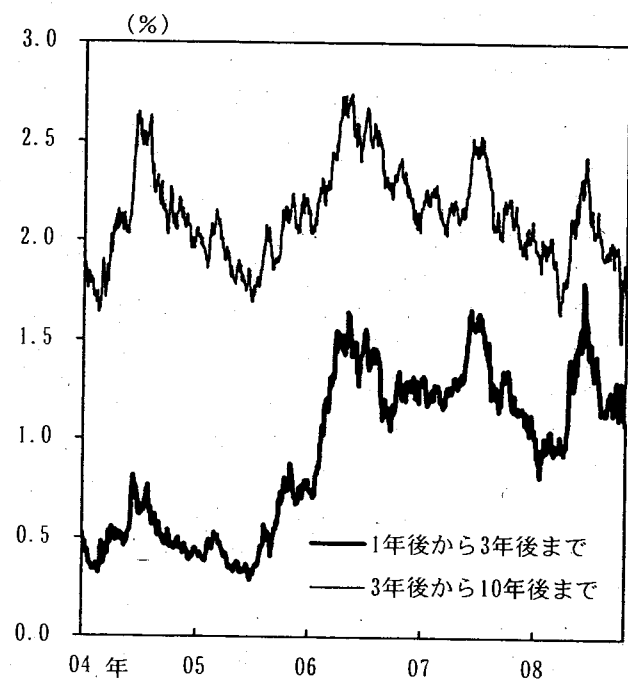
(2) コンセンサスフォーキャスト

(注) 内外の調査機関20先の予想の平均。
調査時点は毎年4、10月。

(3) 物価連動国債からみたBEI

(注) 10年国債利回り－物価連動国債利回り（最長期物）。
10年国債利回りは使用した物価連動国債と満期日が最も近い銘柄を使用。

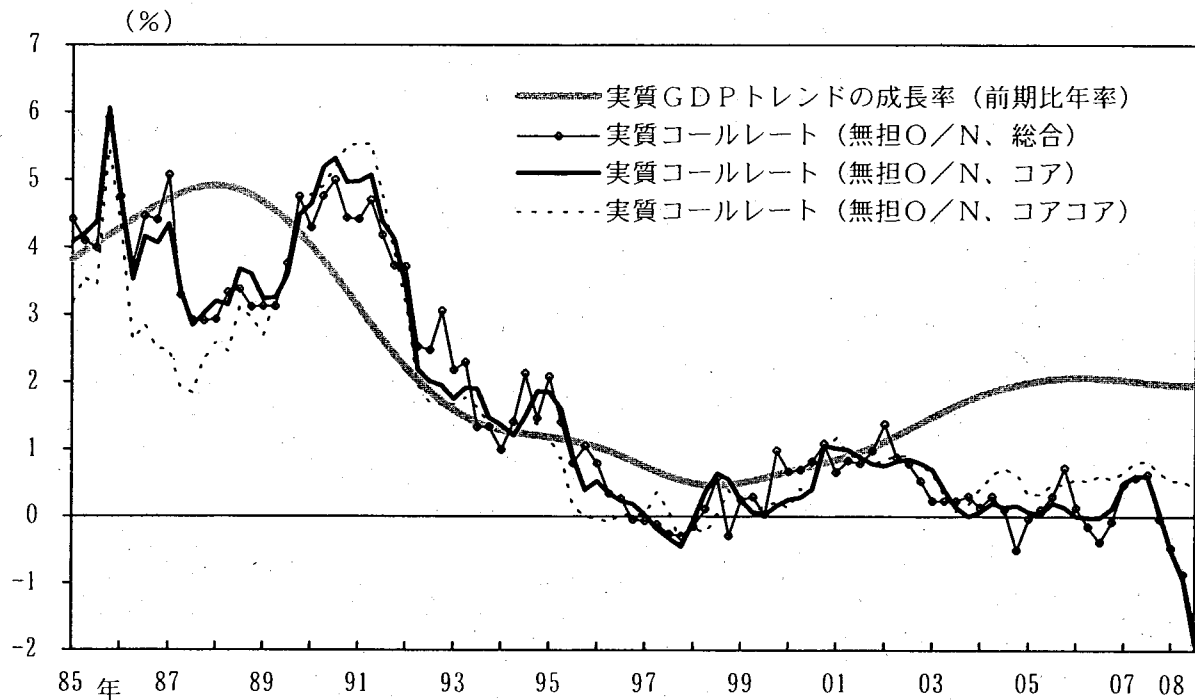
(4) インプライド・フoward・レート



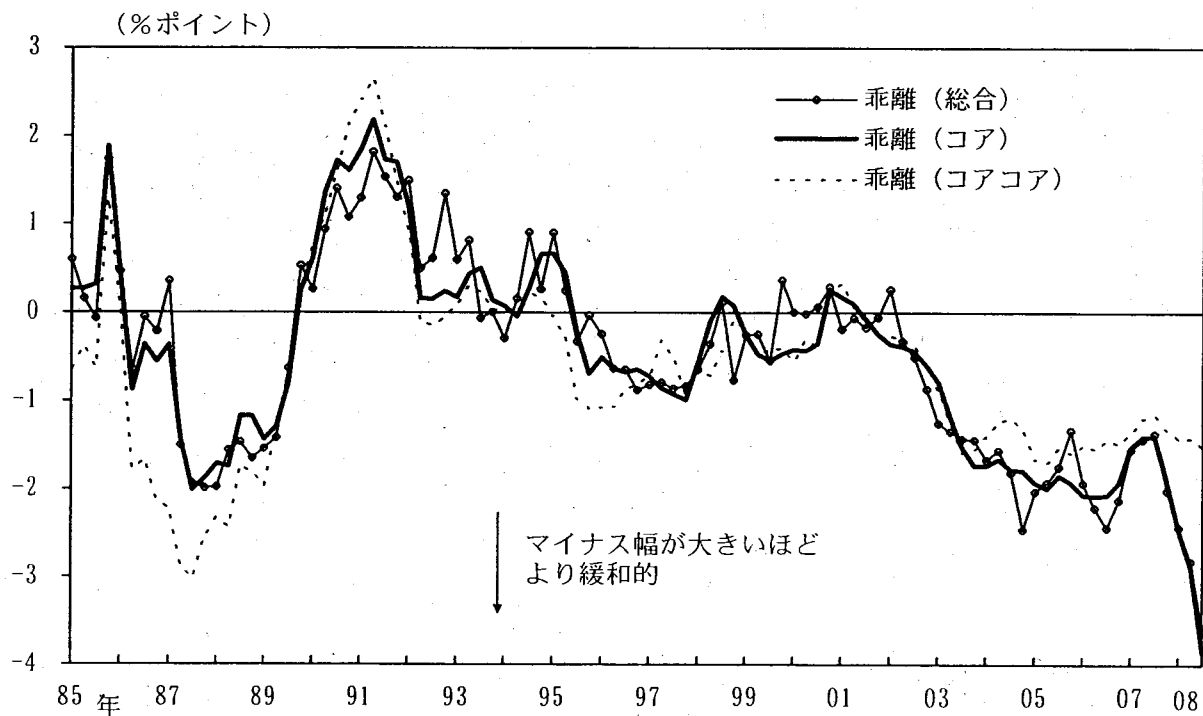
(注) 円・円スワップレートをもとに算出。

政策金利水準と実体経済 (1)

(1) 実質コールレートと成長率



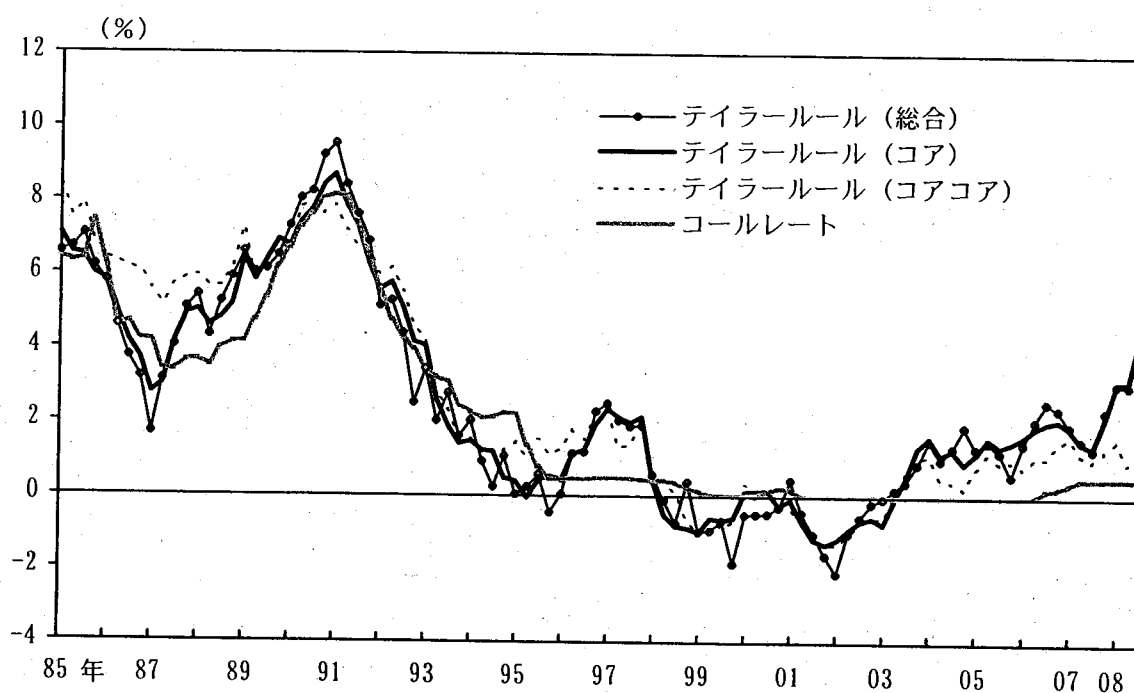
(2) 実質コールレートと実質GDPトレンドの成長率の乖離



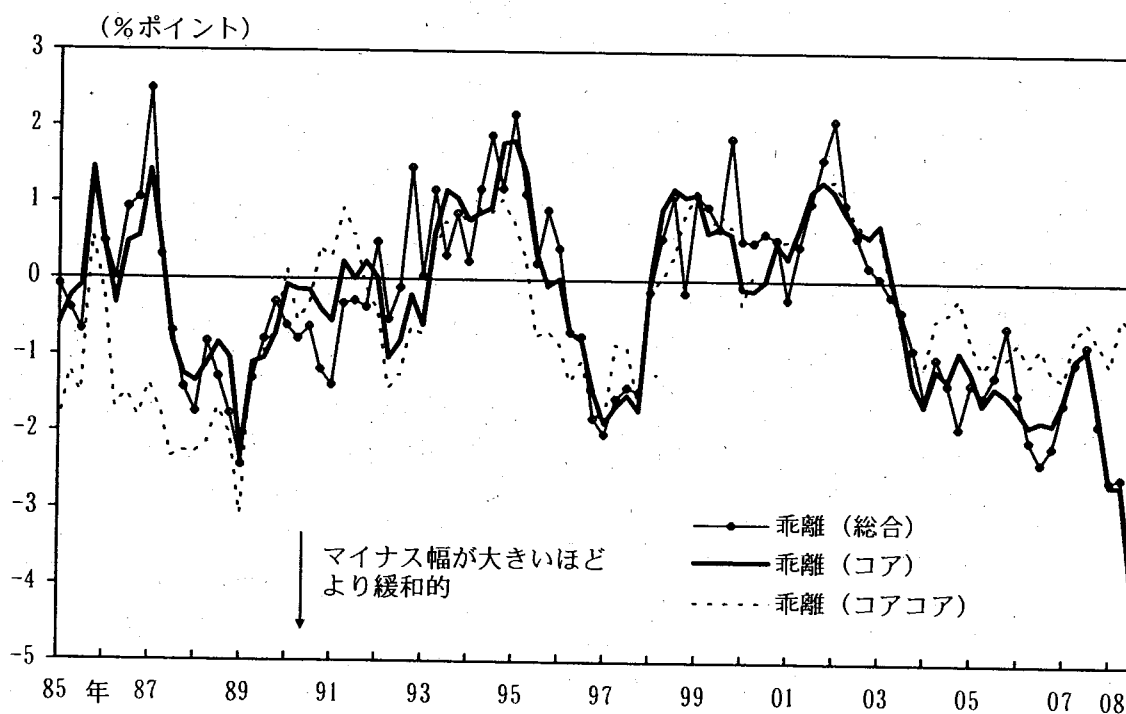
- (注) 1. 括弧内は、コールレートの実質化に用いたCPIの系列 (消費税調整済み)。コアは除く生鮮食品、コアコアは除く食料 (酒類を除く)・エネルギー。実質GDPのトレンドはHPフィルタによる。
 2. 08/9月のCPI前年比は8月から横ばいと仮定して計算。08/3Qの実質GDPトレンド成長率は2Qから横ばいと仮定。

政策金利水準と実体経済 (2)

(1) テイラー・ルール



(2) 政策金利とテイラー・ルールの乖離



- (注) 1. 以下のような標準的なテイラー・ルールを用いた。なお、目標インフレ率は1%と仮定。

$$\text{政策金利} = \text{潜在成長率} + \text{目標インフレ率} + 1.5 \times (\text{インフレ率} - \text{目標インフレ率}) + 0.5 \times \text{GDPギャップ}$$
2. 括弧内は、テイラー・ルールの計算に用いたCPIの系列(消費税調整済み)。コアは除く生鮮食品、コアコアは除く食料(酒類を除く)・エネルギー。潜在成長率は、HPフィルタによる。
3. 08/9月のCPI前年比は8月から横ばいと仮定して計算。08/3Qの潜在成長率およびGDPギャップは、2Qから横ばいと仮定。

(図表5)

資金調達コスト関連指標

交付税特会向けを除く貸出約定平均金利、
スプレッド貸出のスプレッドの計数は
対外非公表

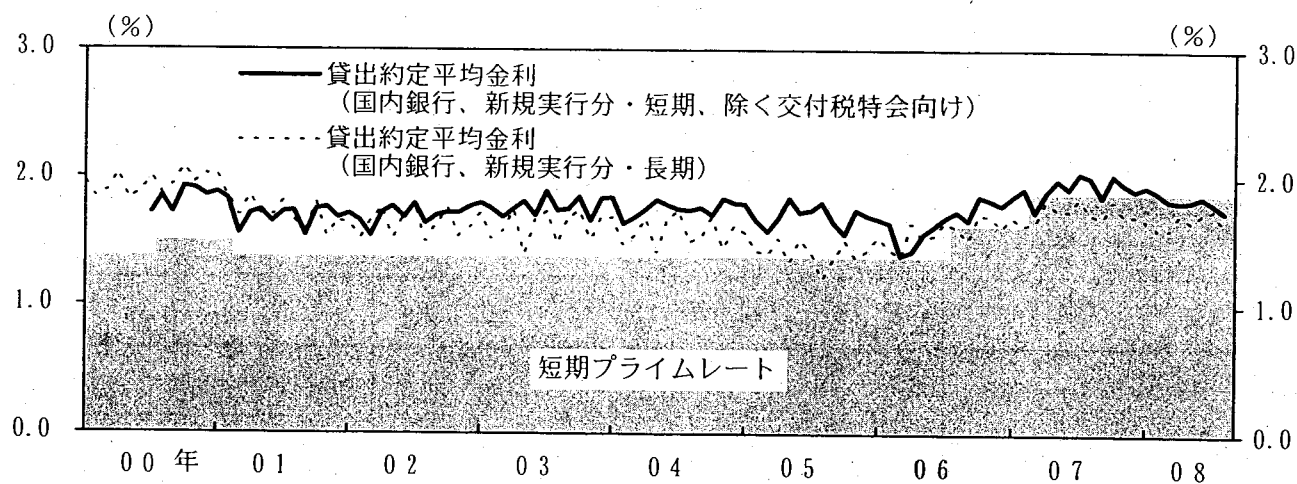
		07/ 10～12月	08/ 1～3	4～6	7～9	08/8月	9	10p
		— %						
短期プライムレート(末値)		1.875	1.875	1.875	1.875	1.875	1.875	—
長期プライムレート(末値)		2.30	2.10	2.45	2.30	2.25	2.30	—
貸出約定平均金利								
新規	短期	1.652	1.584	1.538	—	1.480	—	—
	除く交付税特会向け	1.961	1.886	1.832	—	1.742	—	—
	長期	1.745	1.626	1.702	—	1.624	—	—
	総合	1.696	1.596	1.619	—	1.551	—	—
	除く交付税特会向け	1.842	1.733	1.757	—	1.675	—	—
ストック	短期	1.670	1.600	1.569	—	1.579	—	—
	長期	2.038	2.035	2.021	—	2.019	—	—
	総合	1.940	1.926	1.915	—	1.908	—	—
スプレッド貸出の スプレッド(都銀等)	短期	0.47	0.45	0.43	—	0.46	—	—
	長期	0.69	0.67	0.74	—	0.74	—	—
CP発行レート(3ヶ月物) (A-1格またはJ-1格以上)		0.77	0.80	0.70	0.79	0.76	0.86	1.14
スプレッド	A-1+格	+0.10	+0.07	+0.06	+0.09	+0.04	+0.16	+0.28
	A-1格	+0.17	+0.18	+0.11	+0.18	+0.14	+0.23	+0.42
	A-2格	+0.35	+0.38	+0.28	+0.33	+0.30	+0.39	+0.73
社債発行レート(AA格)		1.55	1.53	1.63	1.60	1.51	1.54	1.46
スプレッド	AAA格	+0.19	+0.22	+0.22	+0.21	+0.23	+0.20	+0.26
	AA格	+0.26	+0.31	+0.27	+0.25	+0.27	+0.24	+0.25
	A格	+0.47	+0.49	+0.42	+0.49	+0.51	+0.47	—

- (注) 1. 短プラ、長プラの直近(10/28日)の値は、短プラは1.875%、長プラは2.35%。
 2. CP発行レート、スプレッドの定義は図表7を参照。
 3. 社債発行レート、スプレッドの定義は図表8を参照。
 4. CP・社債とも、08/10月は22日までの値。

貸出金利

対外非公表

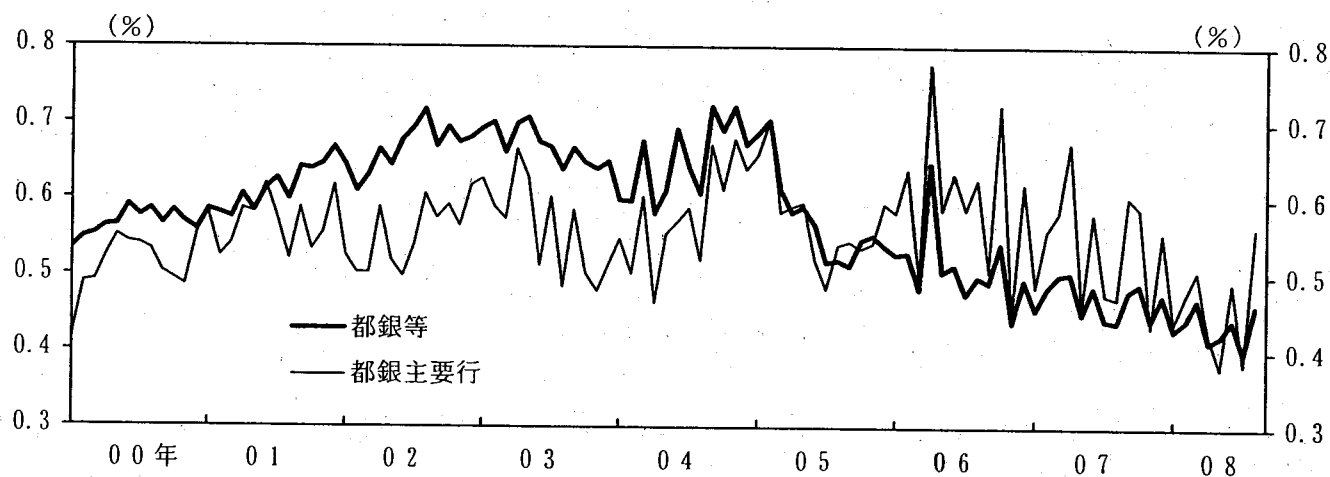
(1) 貸出金利



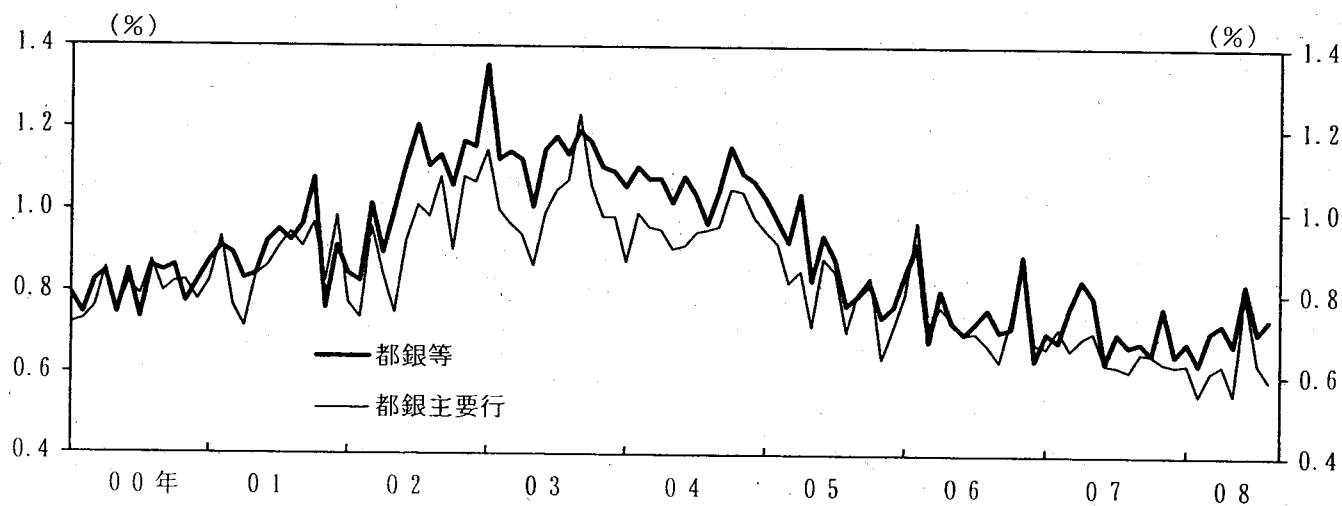
(注) 短期プライムレートは月末時点。

(2) スプレッド貸出のスプレッド

<短期>

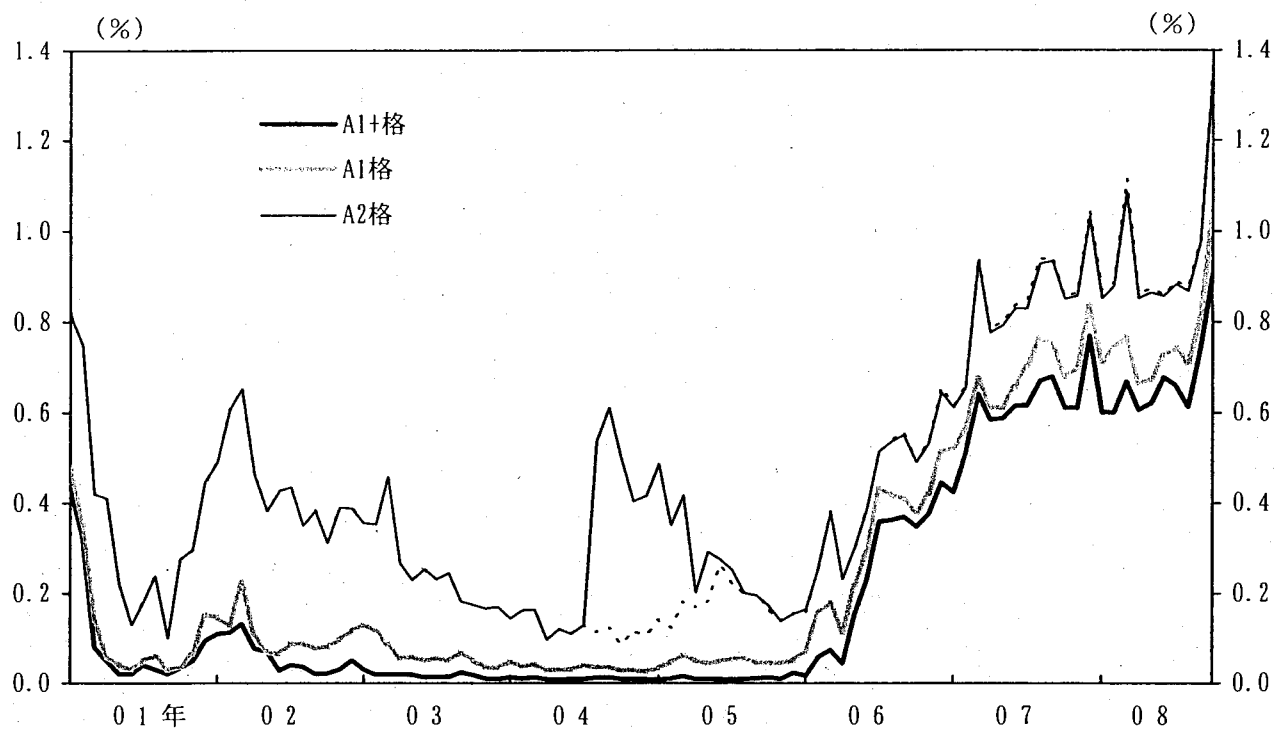


<長期>

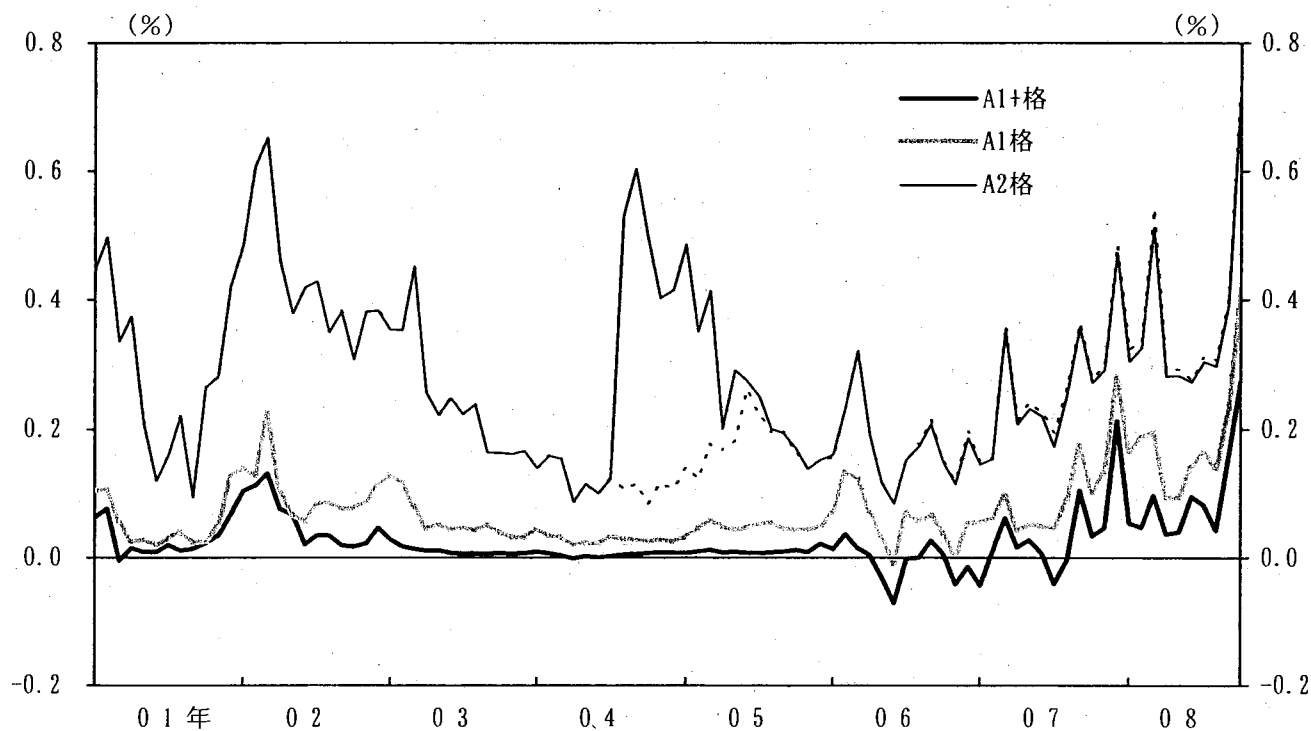


C P 発行金利

(1) C P 発行金利



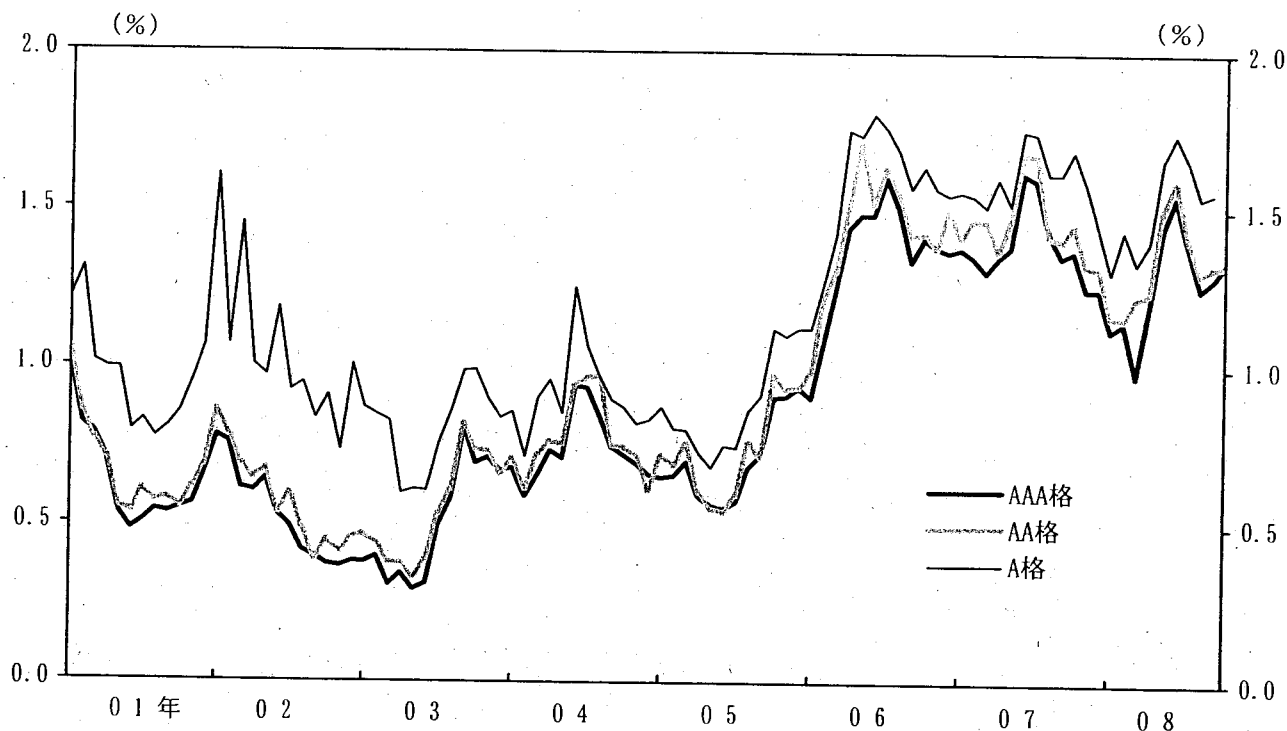
(2) C P 発行スプレッド



- (注) 1. 発行金利は全タームの平均。発行スプレッドは、発行金利と短国3か月物利回りとの格差。
銀行・証券会社等発行分、およびABCPは含まない。オペ先26社ベースの月中平均値。
2. A2格の点線(04/8月以降)は、スプレッドの厚い商社を除いたベース。
3. 08/10月は22日までの値。

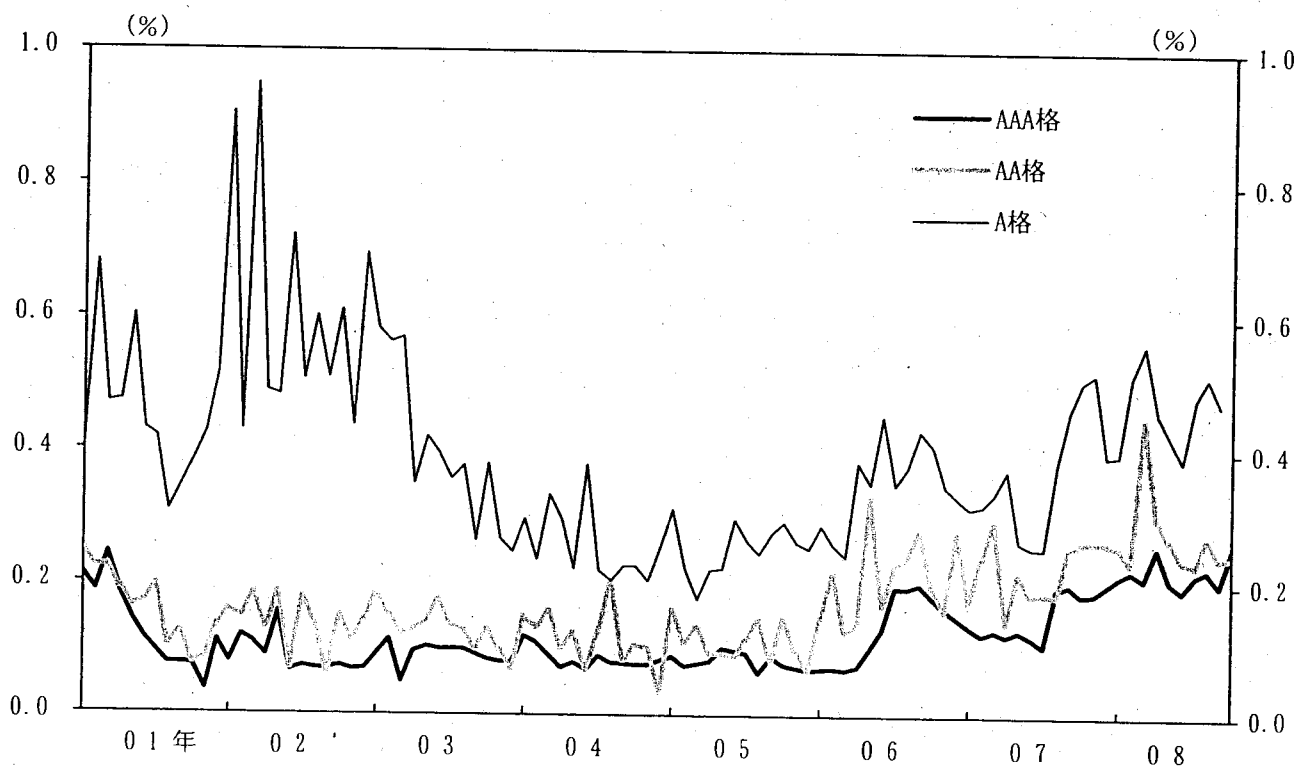
社債発行金利

(1) 社債発行金利



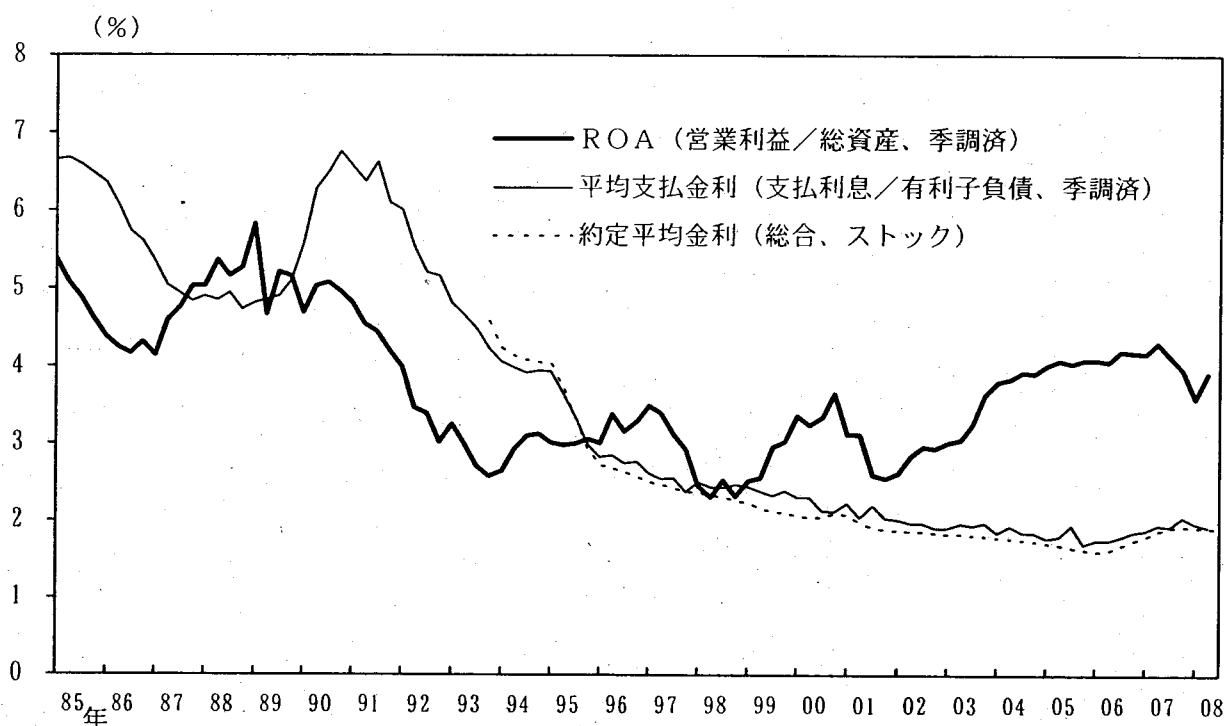
- (注) 1. 「社債発行スプレッド+5年物国債金利」として計算した試算値。
 2. 社債発行スプレッドは、社債発行金利と同年限の国債流通利回りの格差。全年限の単純平均値であり、5年物以外のスプレッドも含む。対象は国内公募社債で、銀行や発行金利が相対的に高いノンバンクの発行分等は除いている。01年は払込日ベース、02年以降は起債日ベース。発行が無い月は前後の月の平均値をプロット。以上の点は下の(2)も同じ。
 3. 08/10月は22日までの値 (A格は発行なし)。(2)も同じ。

(2) 社債発行スプレッド

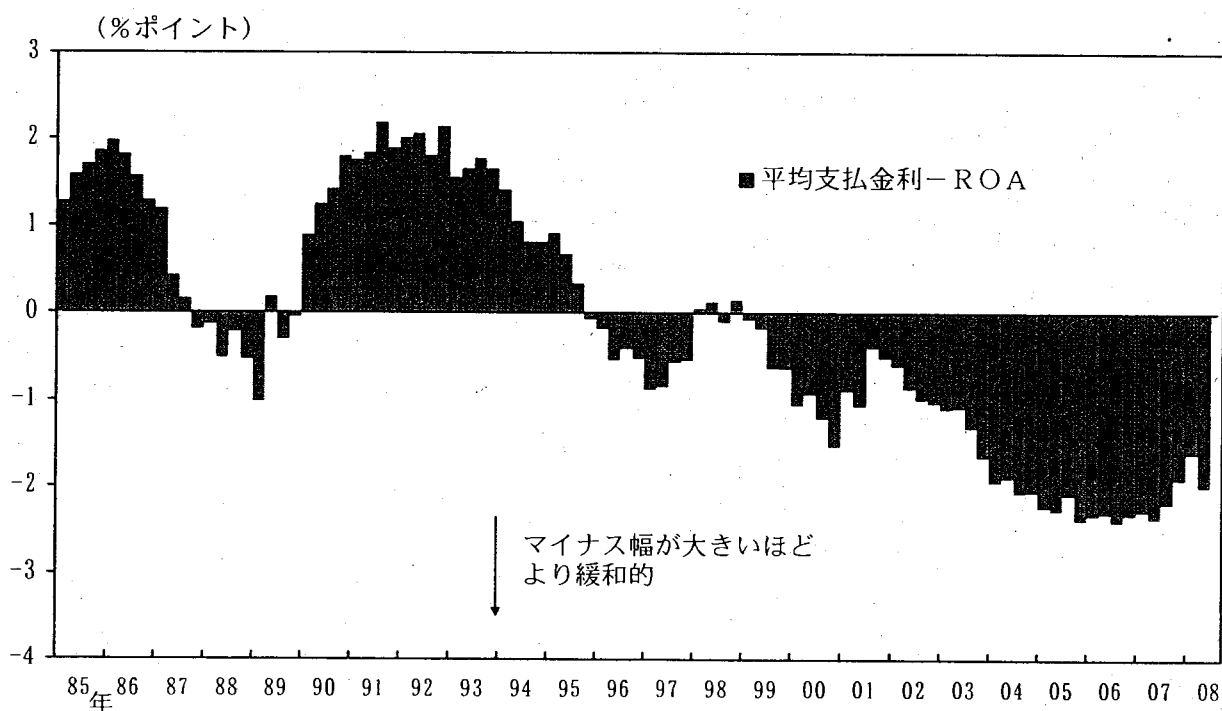


企業の資金調達コストと収益性

(1) 企業のROAと平均支払金利（法人季報、全規模・全産業）



(2) 平均支払金利とROAの乖離



(注) 08/3Qの貸出約定平均金利は7～8月の平均値。

民間部門の資金調達

民間部門総資金調達の
計数は対外非公表

<民間部門総資金調達の内訳>

—— 平残前年比%、前年比寄与度%ポイント；残高、兆円

	2007年	08/ 1～3月	4～6	7～9	08/8月	9	10p	2007年 平残
民間部門総資金調達	-0.1	0.0	0.3	0.6	0.7	0.5	—	643
寄与度	銀行・信金・外銀計	1.0	0.7	1.3	1.6	1.6	1.4	457
	生保	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	31
	政府系	-1.0	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	69
	3 公 庫	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	27
	住宅機構	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	43
	直接市場調達	0.2	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	86
	C P	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	15
	社 債	0.1	0.2	0.0	-0.0	-0.1	-0.1	72

(注) 計数の定義は図表11(1)、13(1)を参照。

<民間銀行貸出残高、C P・社債の発行残高>

—— 前年比% ([]内のみ調整前)；残高、兆円

	2007年	08/ 1～3月	4～6	7～9	08/8月	9	10p	2007年 平残
銀行計 (平残、調整後)	1.7	1.4	2.1	2.3	2.4	2.2	—	388
	[0.8]	[0.9]	[1.6]	[2.0]	[2.0]	[1.8]	—	—
都銀等	0.6	-0.1	0.8	1.4	1.4	1.1	—	206
地銀・地銀Ⅱ計	2.9	3.1	3.5	3.5	3.5	3.3	—	182
地 銀	3.0	3.1	3.5	3.6	3.6	3.5	—	141
地銀Ⅱ	2.5	3.2	3.2	3.0	3.0	2.8	—	41
C P・社債計 (未残)	3.7	0.7	0.9	0.8	0.6	0.8	—	—
C P	11.2	-0.5	3.9	5.9	5.1	5.9	—	—
社債	2.2	1.0	0.1	-0.5	-0.5	-0.5	—	—

(注) 計数の定義は図表11(2)、13(1)を参照。

<国内公募社債、転換社債、株式の発行額>

—— 1ヶ月当たり、億円

	2007年	08/ 1～3月	4～6	7～9	08/8月	9	10p	2007年 平残
国内公募社債計	6,258	5,470	8,123	5,130	4,230	6,159	3,520	—
うちBBB格	683	273	267	67	0	100	0	—
(シェア)	(10.9)	(5.0)	(3.3)	(1.3)	(0.0)	(1.6)	(0.0)	—
転換社債発行額	706	1,999	729	296	115	39	931	—
株式調達額	1,498	1,634	530	355	347	252	439	—

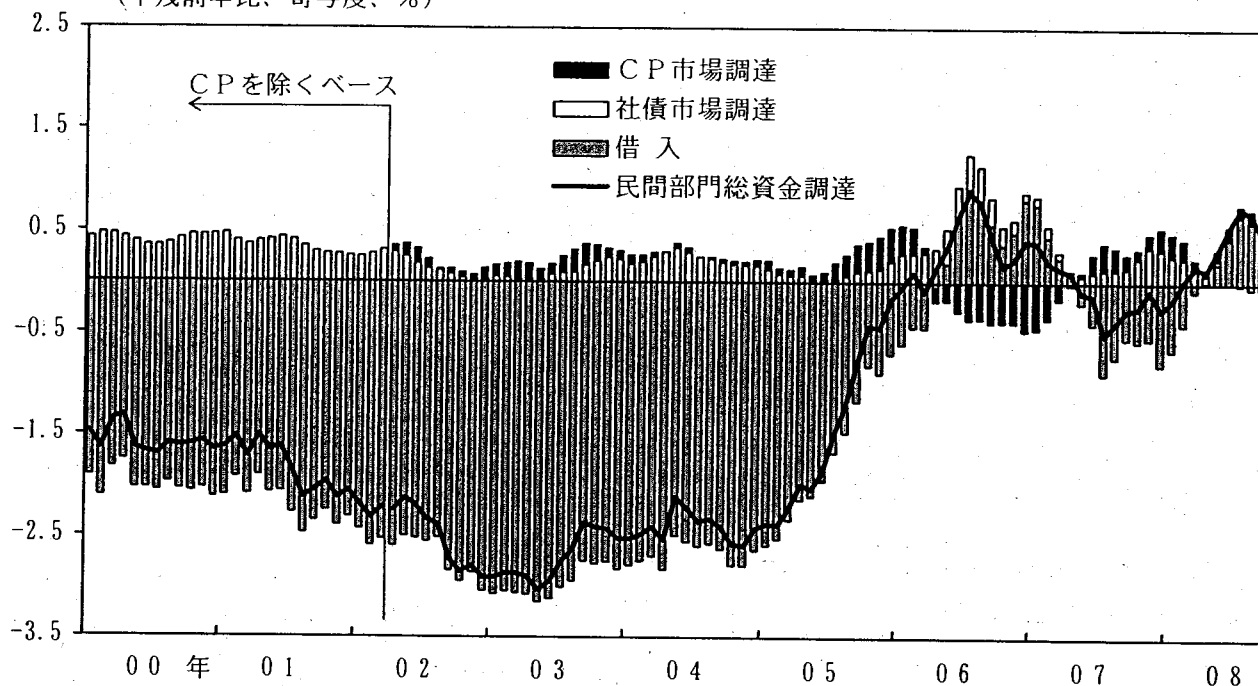
(注) 計数の定義は図表13(2)、14を参照。08/10月は22日までの値。

民間部門総資金調達

(1) 民間部門総資金調達の推移

民間部門総資金調達
は対外非公表

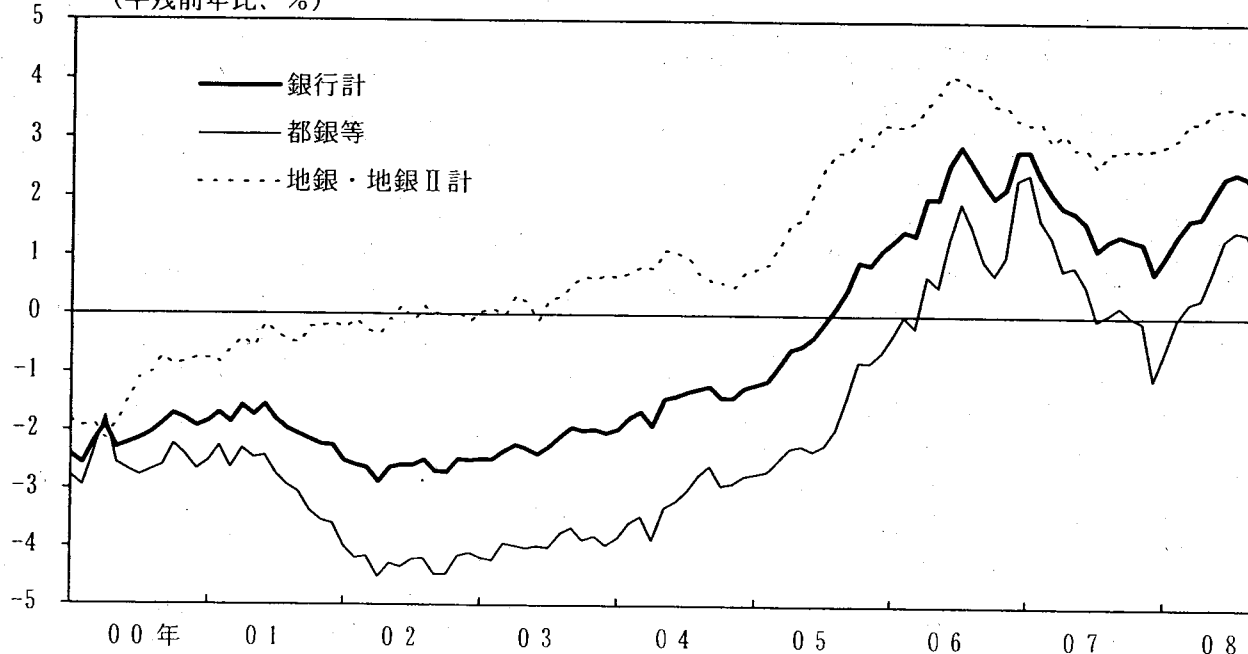
(平残前年比、寄与度、%)



- (注) 1. 特殊要因調整後。貸出の実勢をみるため、①貸出債権の流動化による変動分、②為替相場変動による外貨建貸出の円換算額の変動分、③貸出債権の償却による変動分、④旧国鉄清算事業団向け貸出の一般会計への承継分、および⑤旧住宅金融債権管理機構向け貸出の整理回収機構への承継分を調整したもの。あくまでも種々の前提に基づく試算であり、幅を持つてみる必要がある。
2. 借入のうち、銀行・信金・外銀計は、都銀等、地銀、地銀Ⅱ、外銀、信金の合計。
3. 当月の計数を把握できない場合には、前年比伸び率を前月から横ばいと仮定。
4. 住宅金融支援機構（旧住公）の当月の計数については、業務局財政収支Gの予測値を用いている。
5. CP、社債残高の定義は図表13(I)を参照。
6. 生保、政府系、直接市場調達は、前当月末の平均を平残としている。

(2) 民間銀行貸出の動向

(平残前年比、%)

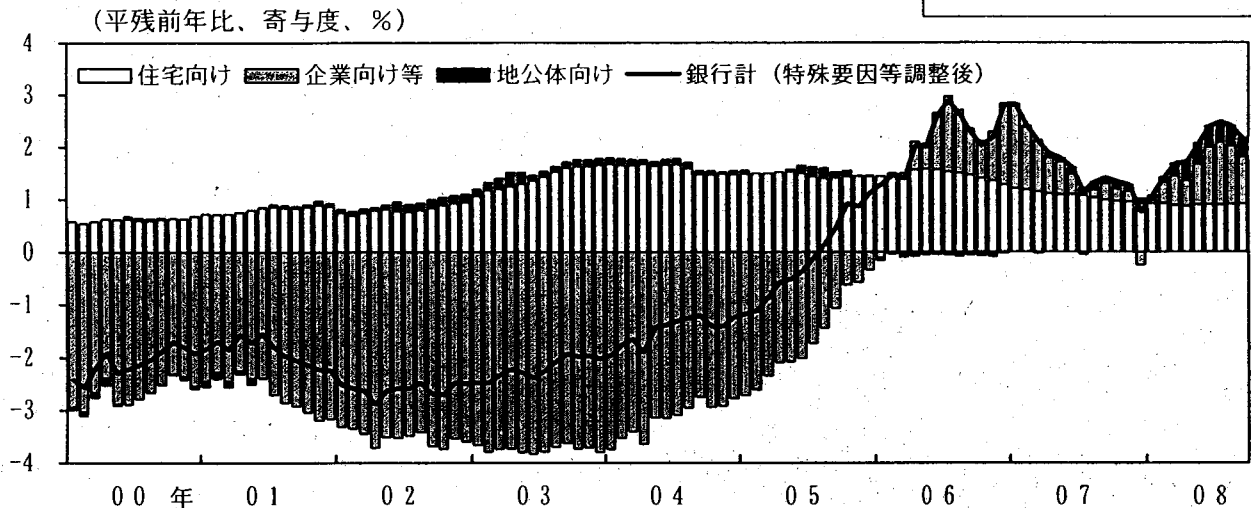


(注) 特殊要因調整後、総貸出ベース。銀行計は都銀等、地銀、地銀Ⅱの合計。

民間銀行貸出の内訳

(1) 借入主体別

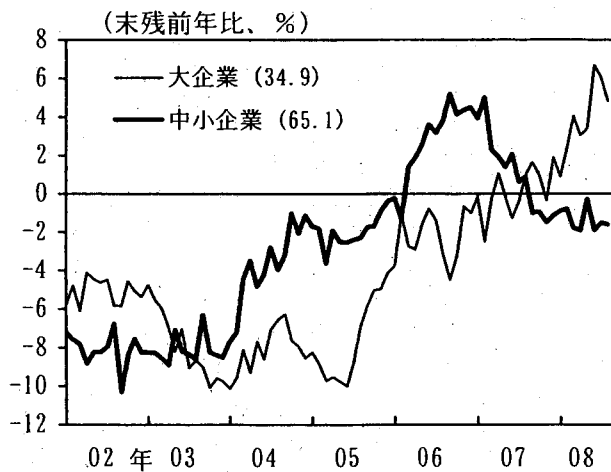
内訳の計数は対外非公表



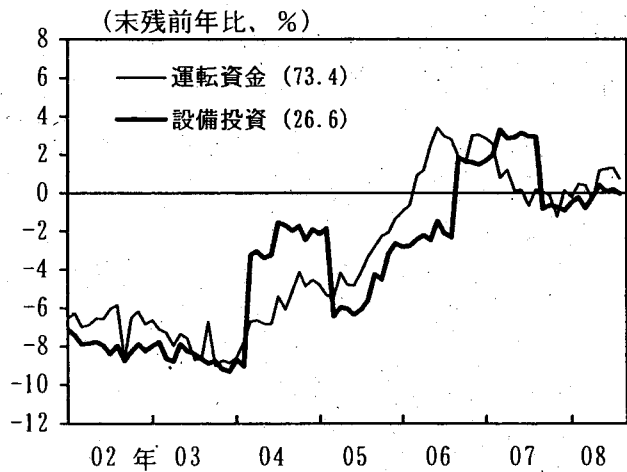
(注) 計数は都銀等、地銀、地銀Ⅱの合計。住宅ローン以外の個人向けは企業向け等に含まれる。
08/9月は速報値。

(2) 企業向け貸出の内訳

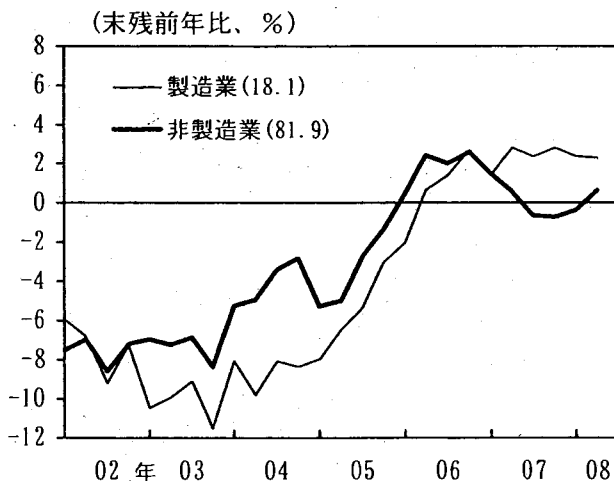
<企業規模別、月次>



<資金使途別、月次>



<業種別、四半期>

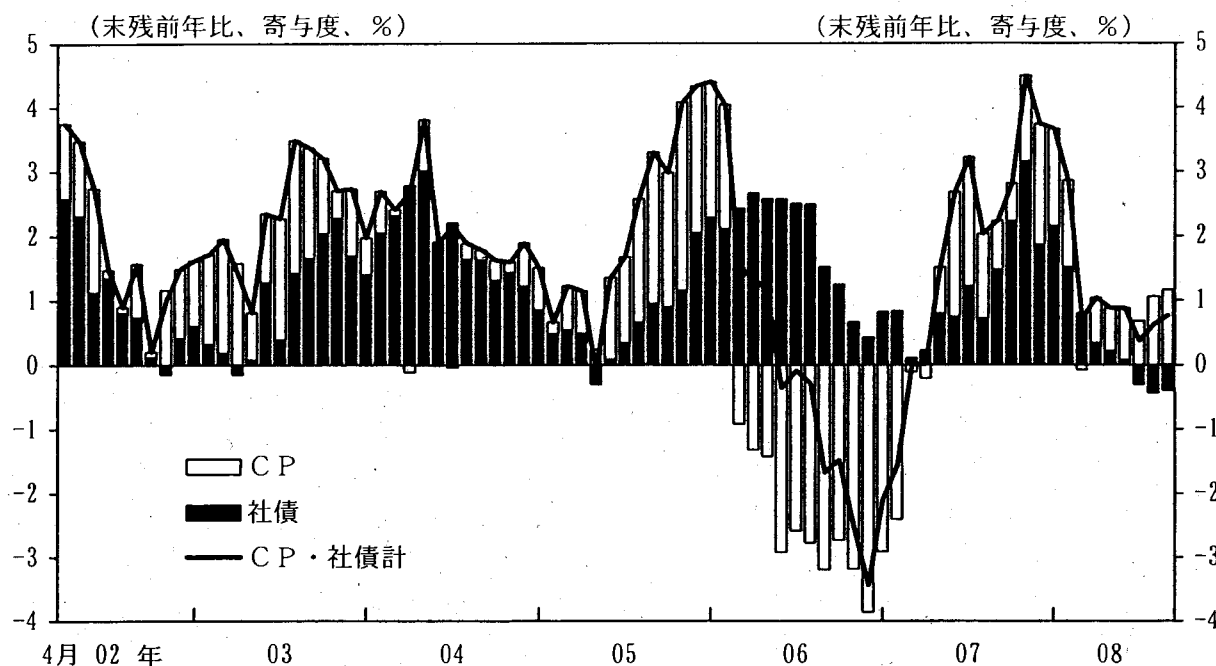


(注) 1. 計数は国内銀行ベース、特殊要因等調整前。

2. ()内は企業向け貸出残高に占めるウェイト。企業規模別・資金使途別は08/8月、業種別は08/2Qの値。

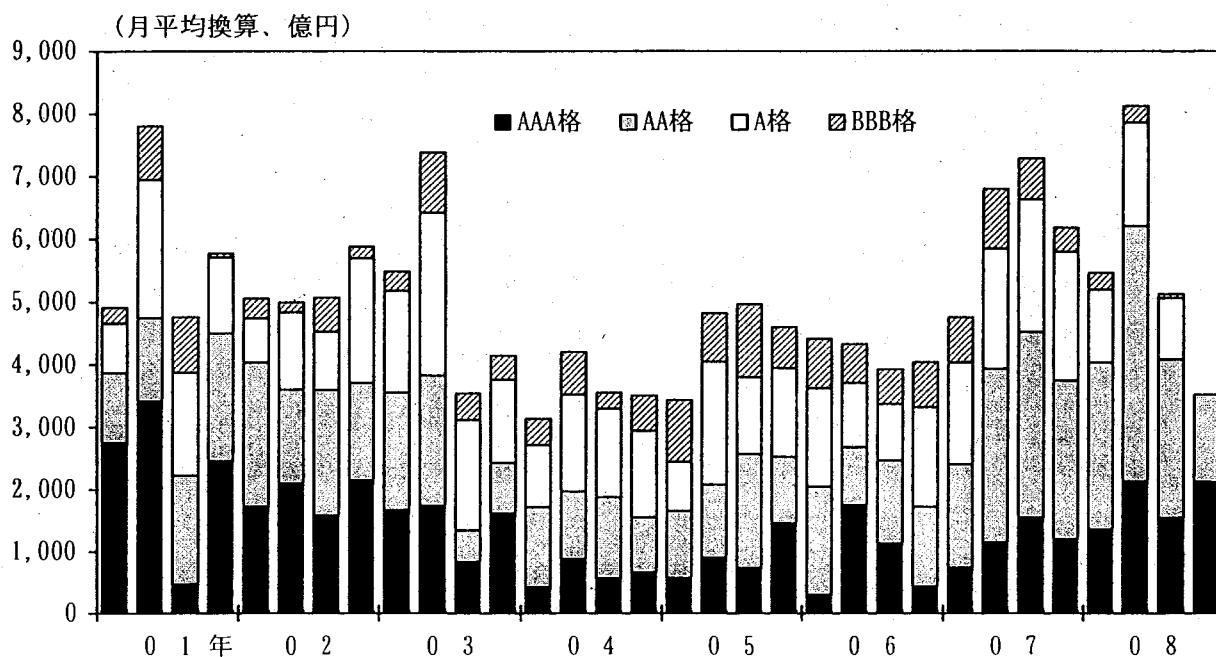
C P・社債発行残高

(1) C P・社債発行残高



- (注) 1. CPは短期社債（電子CP）の残高。銀行、証券会社および外国法人等による発行分を含まず、ABCPを含む。なお、08/3月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高。
2. 社債は、国内外で発行された普通社債（私募債を含む）の残高。銀行発行分を含む。国内発行分は、振替債の残高。ただし、08/4月以前については、振替債以外も含む残高合計値を段差修正して接続。

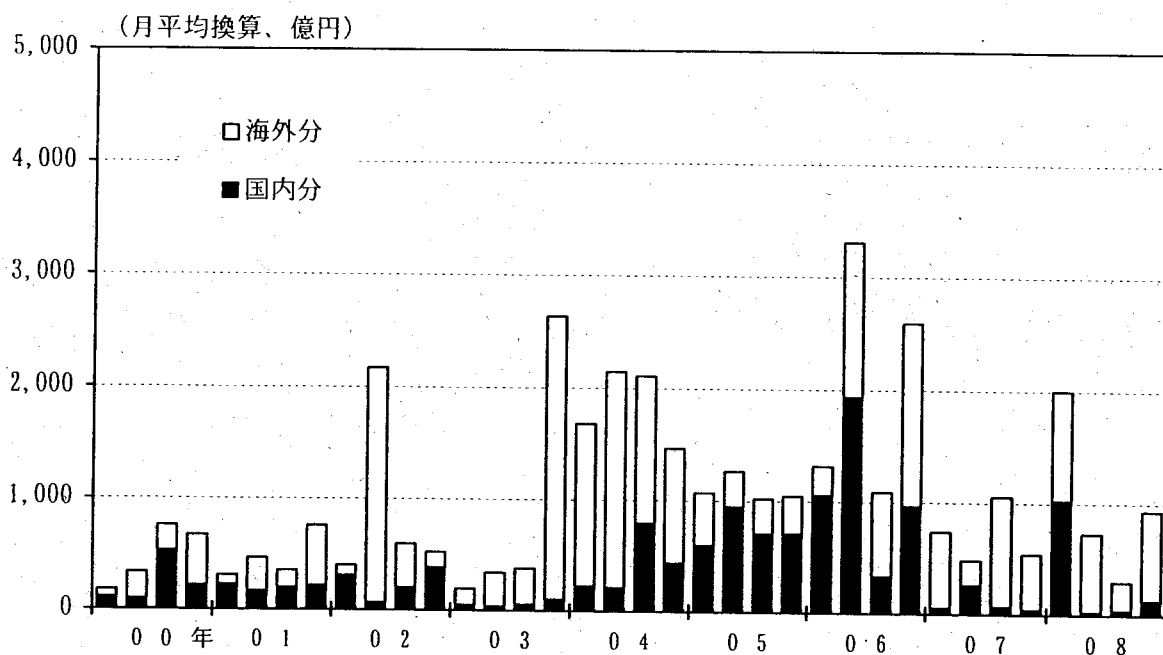
(2) 社債発行額



- (注) 対象は国内公募社債。銀行発行分は含まない。01年は払込日ベース、02年以降は起債日ベース。08/4Qは10/22日までの値。

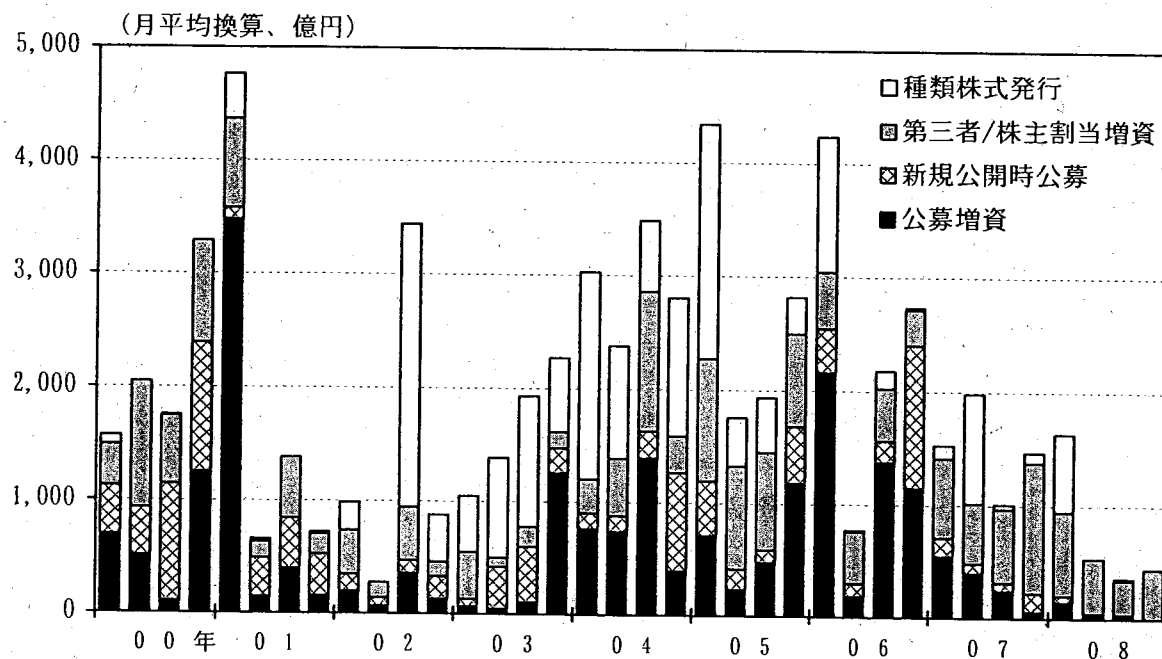
エクイティファイナンス

(1) 転換社債発行額



(注) 1. 発行・効力発生日ベースで、銀行発行分を含まない。計数はアイ・エヌ情報センターによる。
2. 08/4Qは10/22日までの値。

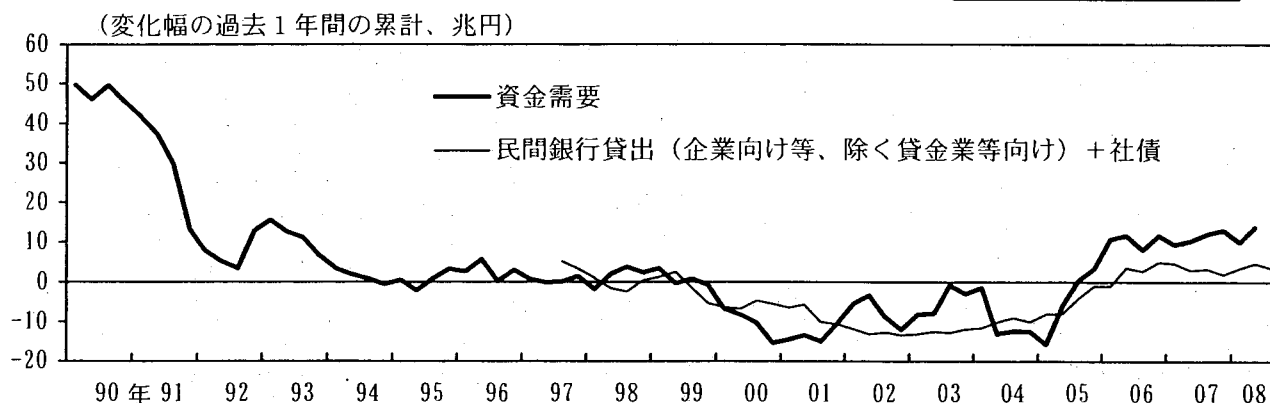
(2) 株式調達額



(注) 1. 国内外市場の合計。発行・効力発生日、募集価格総額ベースで、銀行発行分を含まない。計数はアイ・エヌ情報センターによる。
2. 01/1Qの公募増資の急増は、NTTドコモによるもの（2月、合計約1兆円）。
3. 08/4Qは10/22日までの値。

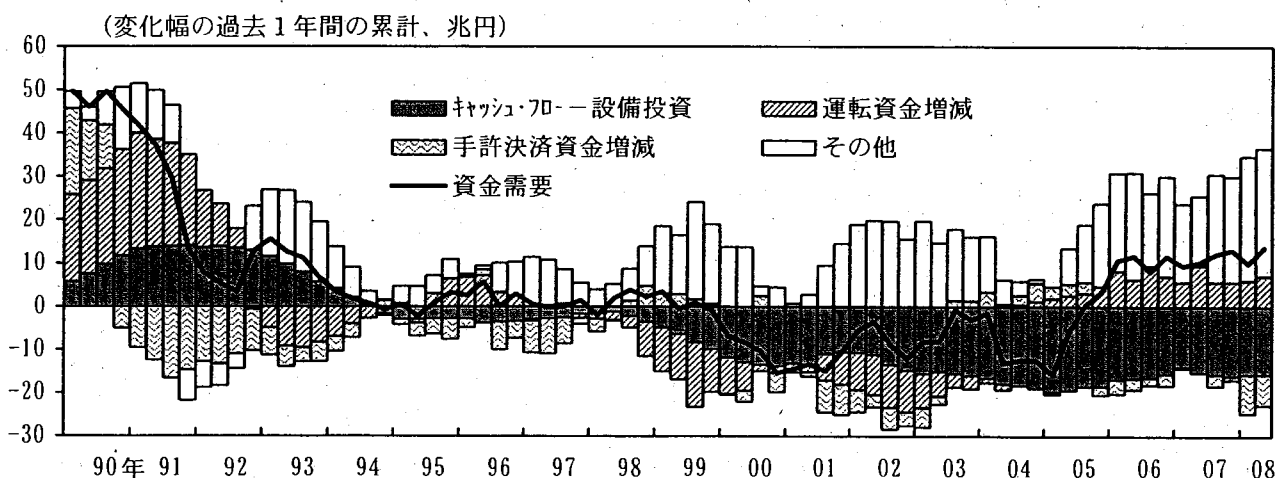
企業部門の資金需要

(1) 資金需要(法人季報)と銀行貸出・社債残高

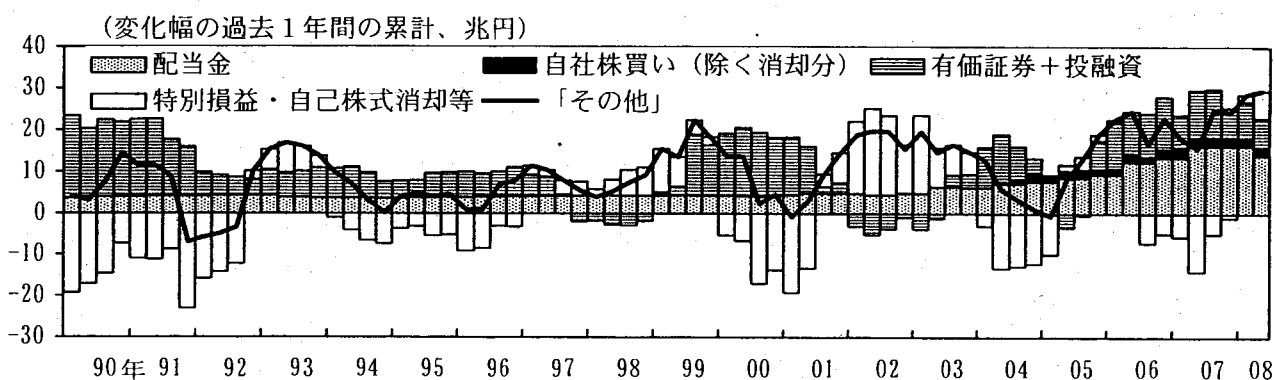
民間銀行貸出の
計数は対外非公表

(注) 資金需要は法人季報、民間銀行貸出+社債は貸出・資金吸収動向、貸出先別貸出金、振替債残高等からそれぞれ推計。08/7-9月期の民間銀行貸出+社債は速報値。

(2) 資金需要の内訳



(3) 「その他」の内訳



- (注) 1. 各計数は法人季報による。資金需要は、資金使途の合計からキャッシュ・フロー、増資等の自己資金調達分を除いたベースで、技術的要因の影響が大きいと思われる有形・無形固定資産のネット売却分を調整したもの。
2. 内訳項目の定義は以下のとおり。① キャッシュ・フロー＝経常利益/2+減価償却費、② 手許決済資金＝現預金、③ 運転資金＝在庫+売掛金(割引手形を含む)－買掛金、④ 有価証券+投融資＝有価証券+投資その他の資産－その他純資産(時価会計に基づく未実現損益による変動を除くため)。
3. 設備投資は01/7-9月期以降ソフトウェア投資を含み、自社株買い及びその他純資産のデータ取得は04/4-6月期以降。このため、1年間の累計でみることができるのは、それぞれその3四半期後以降。
4. 配当金は法人年報による。その際、中間配当が10-12月期、年度末配当が翌年度4-6月期に支払われると仮定。
5. 08/4-6月期は、会計基準の変更に伴う科目間振替や、異常値と思われる大きな変動を除いて推計。

企業金融関連指標

<金融機関からみた資金需要>

							—— %ポイント		
		07/ 7～9月	10～12	08/ 1～3	4～6	7～9	08/7月	8	9
資金需要D. I. (主要銀行貸出動向アンケート調査)									
企業向け		0	4	-2	-14	-5			
大企業向け	(「増加」+ 0.5×「やや増加」) - (「減少」+ 0.5×「やや減少」)	4	14	4	-4	4			
中小企業向け		2	2	-4	-16	-10			
個人向け		6	-8	1	3	-5			

<金融機関の貸出態度>

							—— %ポイント		
		07/ 7～9月	10～12	08/ 1～3	4～6	7～9	08/7月	8	9
貸出態度判断D. I.									
全国短観（全産業）		13	13	10	8	3			
大企業	「緩い」－「厳しい」	23	23	19	17	13			
中小企業		8	7	5	2	-3			
中小企業（政策公庫）	「緩和」－「厳しい」	45.9	43.5	38.6	36.7	34.2	34.1	35.8	32.7
小企業（政策公庫）	「（前期比）容易」 －「（前期比）困難」	-10.9	-13.9	-17.3	-19.4	-23.0			
貸出運営スタンス（主要銀行貸出動向アンケート調査）									
大企業向け	（「積極化」+0.5×「やや積極化」）－（「慎重化」+0.5×「やや慎重化」）	2	4	3	-1	-2			
中小企業向け		16	12	7	5	5			

(注) 中小企業 (政策公庫) の四半期計数は、月次計数の平均。

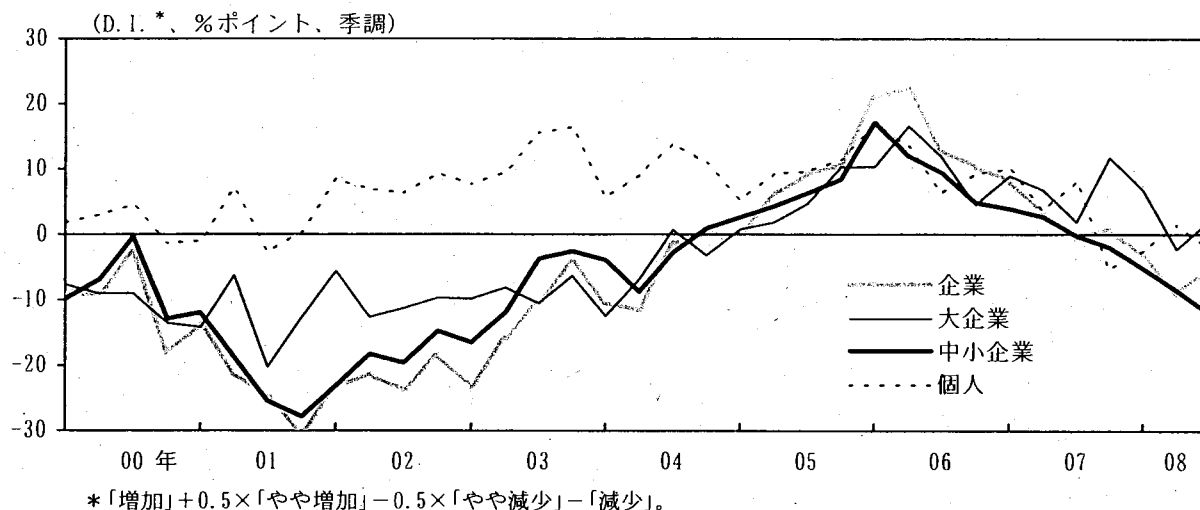
<資金繰りD. I. >

							—— %ポイント		
		07/ 7～9月	10～12	08/ 1～3	4～6	7～9	08/7月	8	9
全国短観 (全産業)		6	6	2	2	0			
大企業	「楽である」 -「苦しい」	21	20	18	18	15			
中小企業		-1	-3	-7	-8	-11			
中小企業 (政策公庫)	「余裕」-「窮乏」	-0.4	-1.8	-2.5	-4.4	-6.2	-8.0	-4.6	-5.9
中小企業 (商工中金)	「(前月比)好転」 -「(前月比)悪化」	-2.0	-3.2	-4.7	-5.1	-8.0	-6.7	-8.2	-9.2
小企業 (政策公庫)	「(前期比)好転」 -「(前期比)悪化」	-26.5	-30.6	-33.1	-31.5	-34.2			

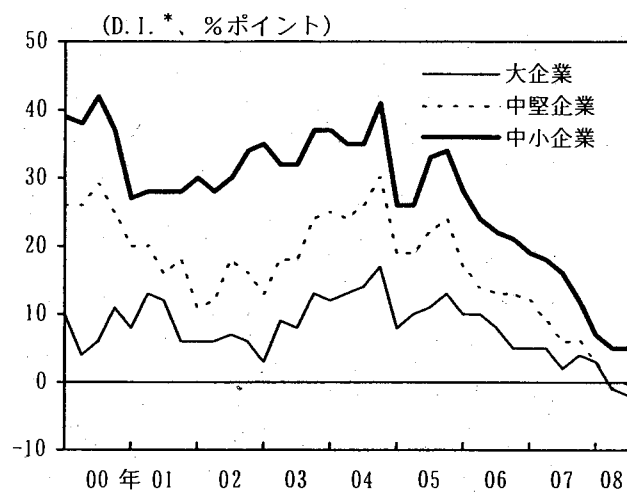
(注) 中小企業 (政策公庫) ・ 中小企業 (商工中金) の四半期計数は、月次計数の平均。

金融機関からみた資金需要・貸出運営スタンス

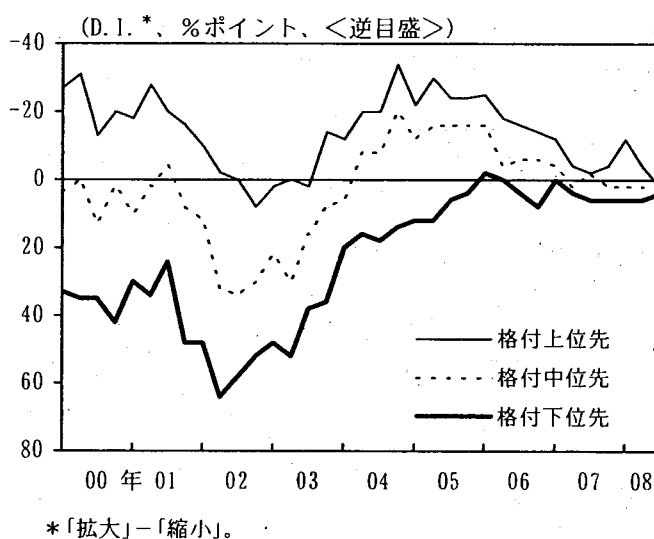
(1) 資金需要



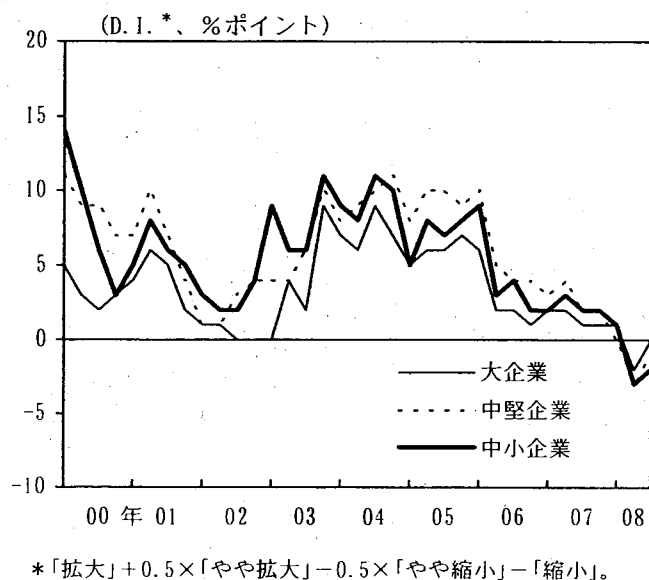
(2) 貸出運営スタンス



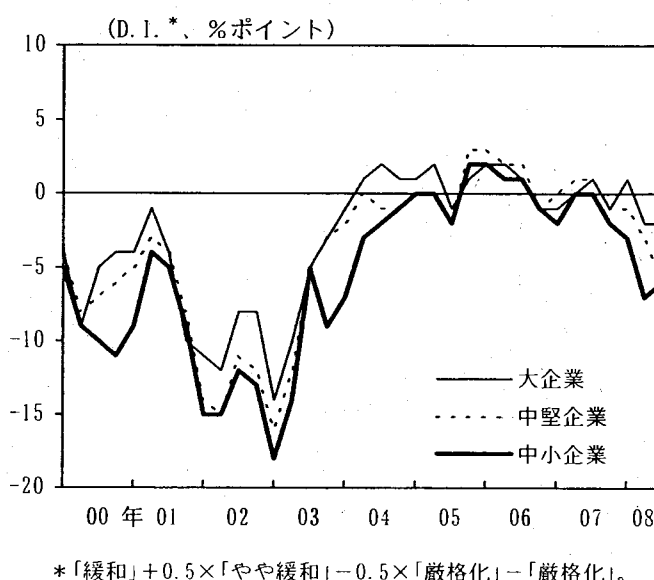
(3) 利鞘設定



(4) 信用枠



(5) 信用リスク評価

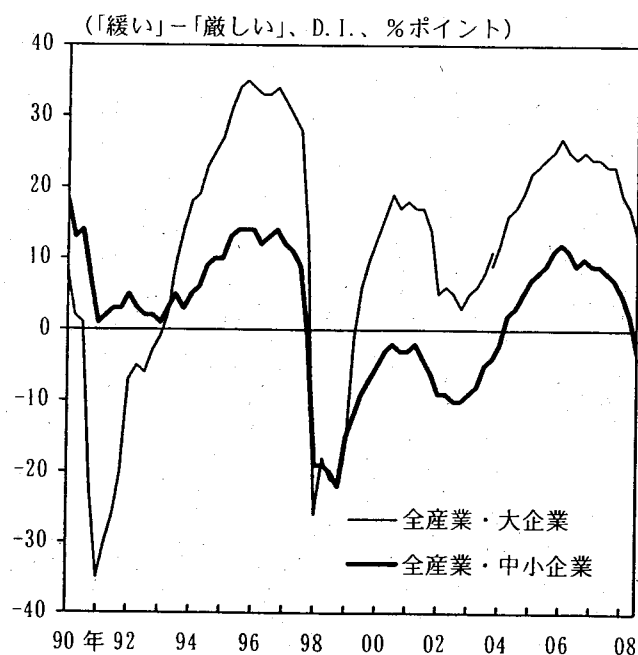


(注) 計数は主要銀行貸出動向アンケートによる。

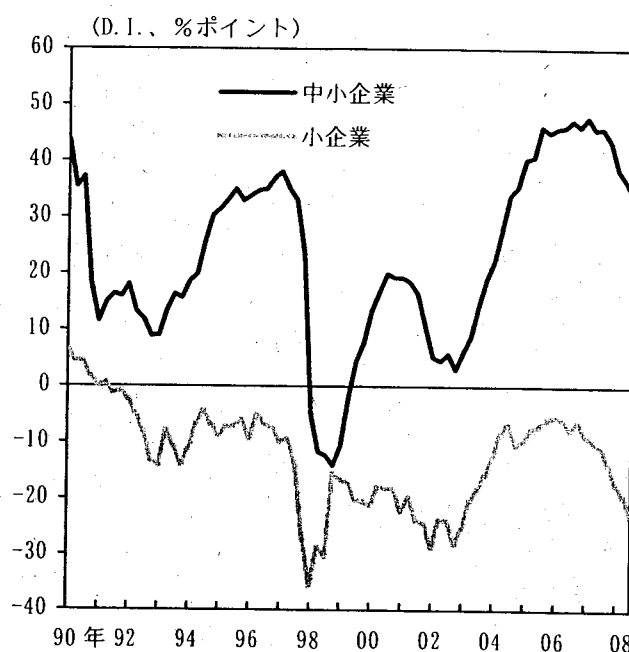
金融機関の貸出態度・企業の資金繰り

(1) 企業からみた金融機関の貸出態度

<短観>

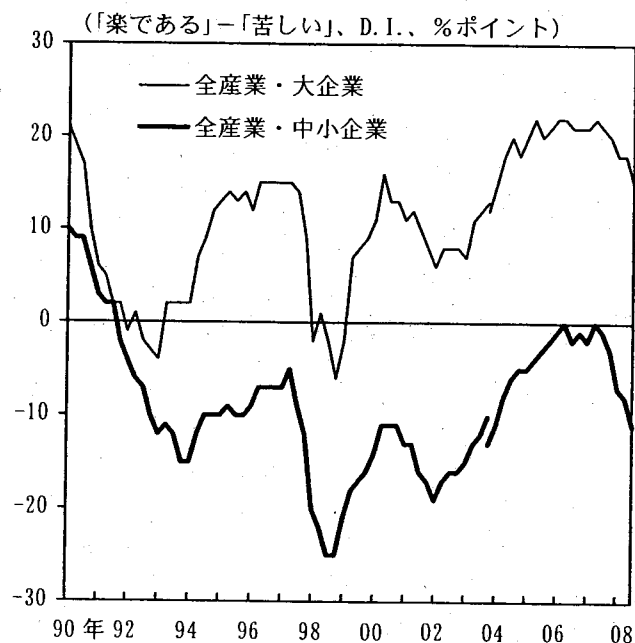


<政策公庫>

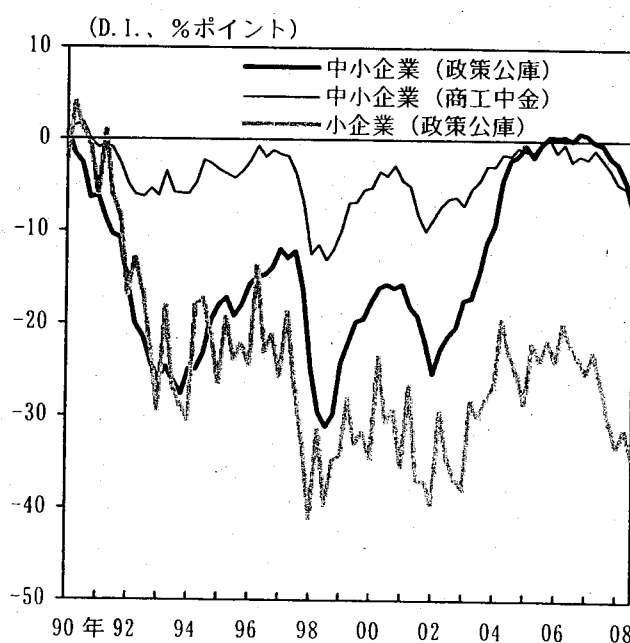


(2) 企業の資金繰り

<短観>



<政策公庫・商工中金>



- (注) 1. 短観は04/3月調査より見直しを実施。旧ベースは03/12月調査まで、新ベースは03/12月調査から。
 2. D.I.の定義は、(1)の政策公庫の中小企業は「緩和」-「厳しい」、小企業は「容易になった」-「難しくなった」。(2)の政策公庫の中小企業は「余裕」-「窮屈」、小企業と商工中金は「好転」-「悪化」。
 3. 調査対象は、それぞれの取引先。すなわち、政策公庫の中小企業は原則資本金3億円以下または従業員300人以下の企業、小企業は約9割が従業員9人以下の企業。商工中金は出資団体に属する企業（規模は政策公庫の中小企業と概ね同じ）。
 4. 計数は、政策公庫の中小企業が「中小企業景況調査」、小企業が「全国中小企業動向調査結果(小企業編)」、商工中金は「中小企業月次景況観測」による。なお、政策公庫の中小企業、商工中金の計数は四半期平均値。

企業倒産関連指標

＜倒産件数・負債総額＞

—— 件／月、億円、（ ）内は前年比、％

	2007年	08/ 1～3月	4～6	7～9	08/7月	8	9
倒産件数	1,174 (6.4)	1,238 (8.0)	1,276 (5.9)	1,345 (16.4)	1,372 (12.9)	1,254 (4.2)	1,408 (34.5)
＜季調値＞	—	1,235	1,270	1,376	1,382	1,225	1,520
負債総額	4,773 (4.1)	4,731 (5.0)	5,867 (35.4)	22,986 (310.3)	6,653 (90.2)	8,680 (-0.3)	53,625 (1064.2)
1件あたり負債額	4.1	3.8	4.6	17.1	4.8	6.9	38.1

＜資本金別内訳＞

—— 件／月、（ ）内は前年比、％

	2007年	08/ 1～3月	4～6	7～9	08/7月	8	9
1億円以上	22 (13.2)	26 (11.4)	29 (32.3)	43 (96.9)	44 (91.3)	35 (84.2)	49 (113.0)
1千万円～1億円未満	592 (8.7)	628 (10.1)	659 (12.1)	708 (19.1)	701 (15.7)	663 (6.6)	760 (36.7)
1千万円未満	371 (9.5)	392 (8.6)	406 (2.5)	414 (15.2)	417 (13.0)	415 (7.0)	409 (27.8)
個人企業	189 (-5.9)	192 (0.2)	182 (-8.7)	180 (0.4)	210 (-3.2)	141 (-19.0)	190 (28.4)

＜業種別内訳＞

—— 件／月、（ ）内は前年比、％

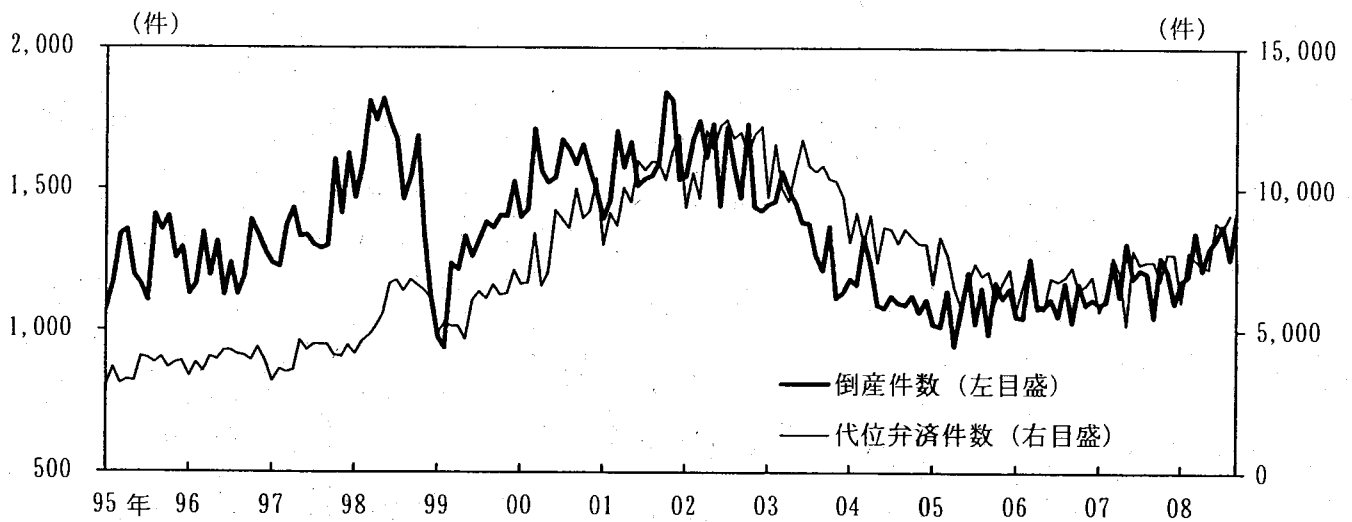
	2007年	08/ 1～3月	4～6	7～9	08/7月	8	9
建設業	335 (4.2)	332 (7.8)	375 (7.7)	410 (24.0)	425 (20.4)	403 (13.8)	401 (41.2)
製造業	169 (8.9)	187 (14.5)	184 (5.3)	196 (13.1)	186 (8.8)	164 (-10.4)	237 (43.6)
卸売・小売業	324 (6.3)	342 (3.0)	327 (4.8)	333 (1.1)	346 (3.9)	287 (-16.3)	366 (17.3)
金融・保険・不動産業	45 (-0.2)	53 (26.0)	57 (20.6)	58 (50.0)	65 (109.7)	48 (20.0)	61 (35.6)
運輸業	37 (5.7)	47 (27.9)	47 (12.9)	54 (50.0)	35 (-16.7)	64 (64.1)	63 (133.3)
サービス業	226 (8.6)	233 (5.1)	243 (-1.4)	246 (17.7)	263 (7.3)	244 (20.8)	230 (28.5)

(注) 東京商工リサーチ調べ。

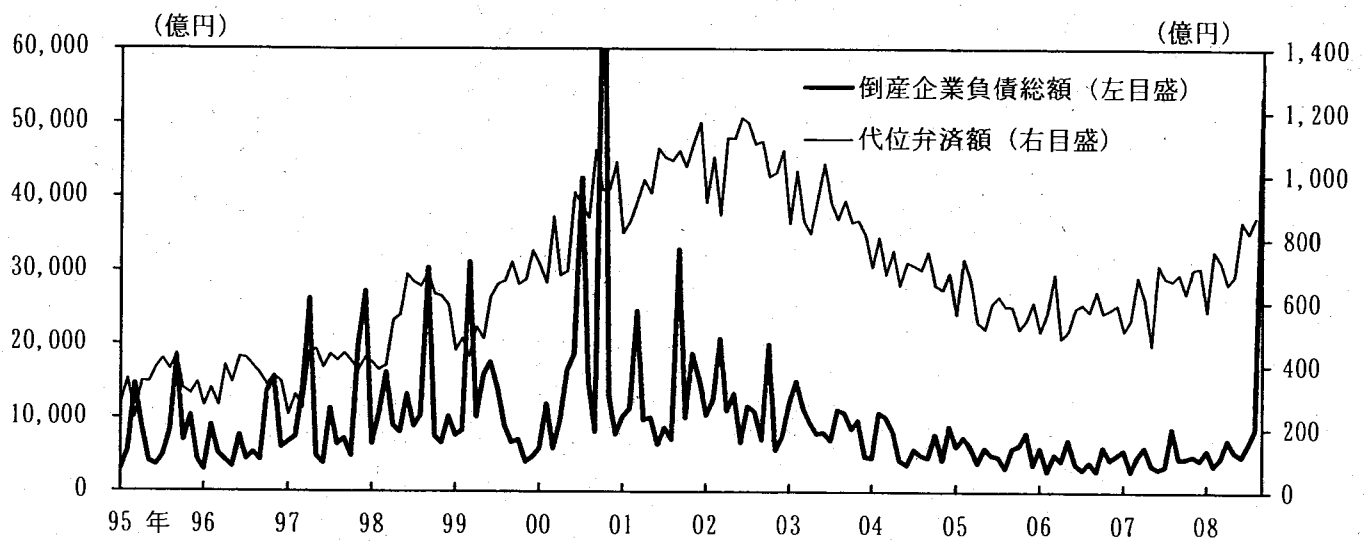
(図表20)

企業倒産と信用保証

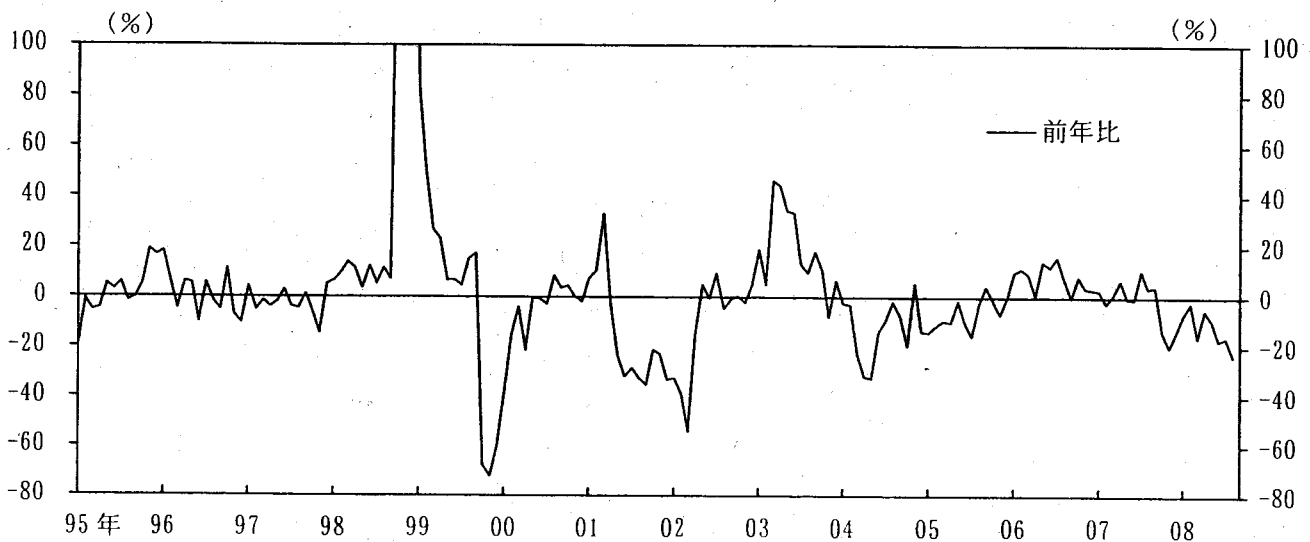
(1) 倒産件数と代位弁済件数



(2) 倒産企業負債総額と代位弁済額



(3) 保証承諾実行額



(注) 計数は、東京商工リサーチ、中小企業庁による。

マネー関連指標

<マネタリーベース>

—— 平残前年比、%；残高、兆円

	2007年	08/ 1～3月	4～6	7～9	08/7月	8	9	2007年 平残
マネタリーベース	-7.8	-0.0	-1.1	-0.0	-0.7	-0.2	0.9	89
(平残、兆円)	—	(88.8)	(88.1)	(88.1)	(87.9)	(87.9)	(88.4)	—
日本銀行券発行高	1.4	1.1	0.7	0.6	0.6	0.9	0.4	75
貨幣流通高	0.8	1.0	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7	5
日銀当座預金	-49.6	-10.4	-16.3	-5.8	-12.3	-10.1	5.4	9
(参考)金融機関保有現金	0.5	3.3	2.8	2.4	2.5	3.1	1.7	8

<マネーストック>

—— 平残前年比、%；残高、兆円

	2007年	08/ 1～3月	4～6	7～9	08/7月	8	9	2007年 平残
M 2	1.6	2.3	2.1	2.2	2.1	2.4	2.2	720
M 3	0.2	0.8	0.7	0.9	0.8	1.0	0.9	1,027
M 1	-0.1	0.0	-0.6	-0.5	-0.8	-0.3	-0.5	483
現金通貨	1.5	0.9	0.5	0.4	0.4	0.6	0.3	72
預金通貨	-0.3	-0.1	-0.8	-0.7	-1.0	-0.4	-0.7	411
準通貨	0.3	1.5	1.6	2.0	2.0	2.0	2.0	521
C D	2.5	0.7	8.1	5.1	5.3	4.8	5.1	23
広義流動性	3.2	2.4	1.2	0.7	0.7	0.8	0.6	1,417

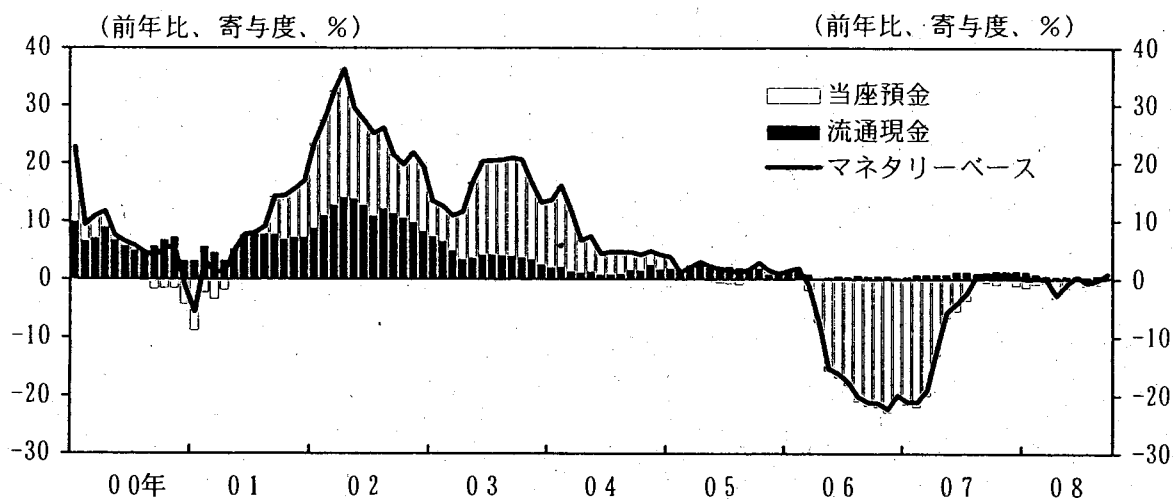
<主要金融商品の内訳（広義流動性ベース）>

—— 平残前年比、%；残高、兆円

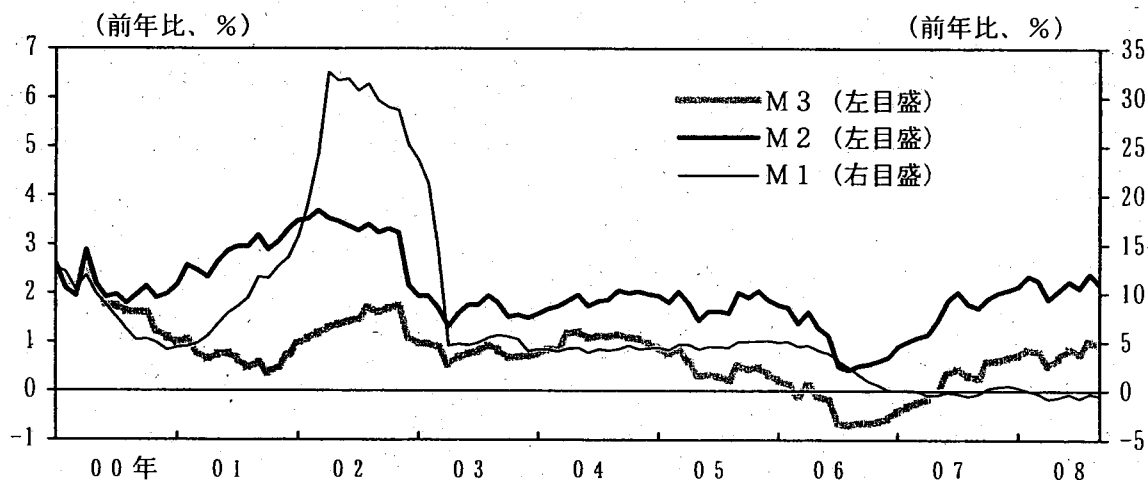
	2007年	08/ 1～3月	4～6	7～9	08/7月	8	9	2007年 平残
金銭の信託	15.3	8.4	0.7	-2.3	-1.9	-2.4	-2.7	181
投資信託	23.8	16.9	11.4	6.5	6.7	6.8	5.8	66
金融債	-15.9	-13.8	-13.9	-13.2	-13.5	-13.8	-12.2	8
国債・F B	7.8	7.8	4.4	-0.5	1.3	-1.6	-1.2	76
外債	4.1	-6.0	-2.7	3.4	1.5	5.1	3.7	56

マネーストック

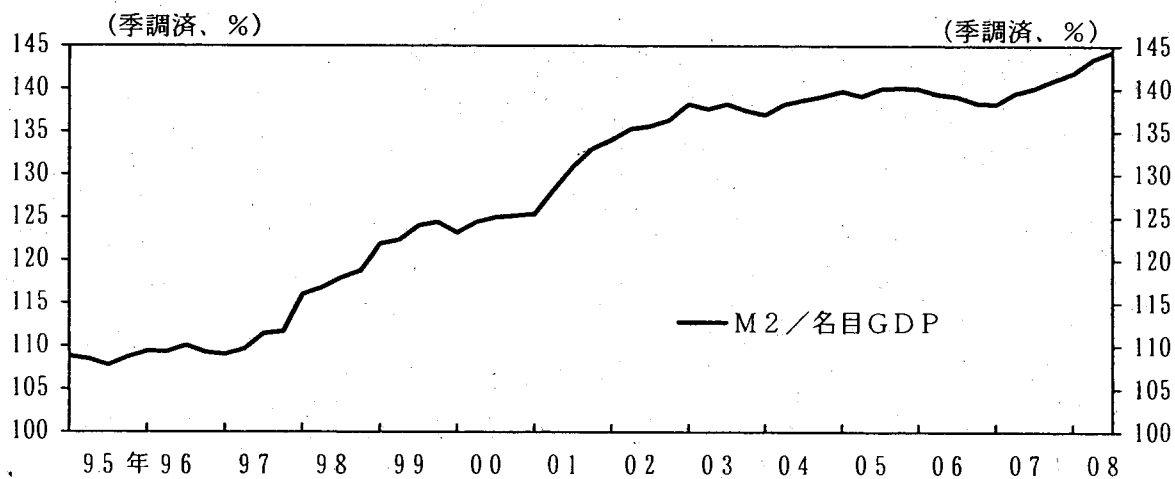
(1) マネタリーベース



(2) マネーストック



(3) マーシャルのk (=M2 / 名目GDP)



- (注) 1. マネタリーベース＝流通現金(銀行券および貨幣とともに金融機関保有分を含む)＋日銀当座預金。
 2. 03/3月以前のM1、M2、M3、広義流動性は、マネーサプライ統計の「M1」、「M2+CD」、「M3+CD-金銭信託」、「広義流動性-債券現先・現金担保付債券貸借」を用いて接続。
 3. 08/3Qの名目GDPは、2Qから横這いと仮定。

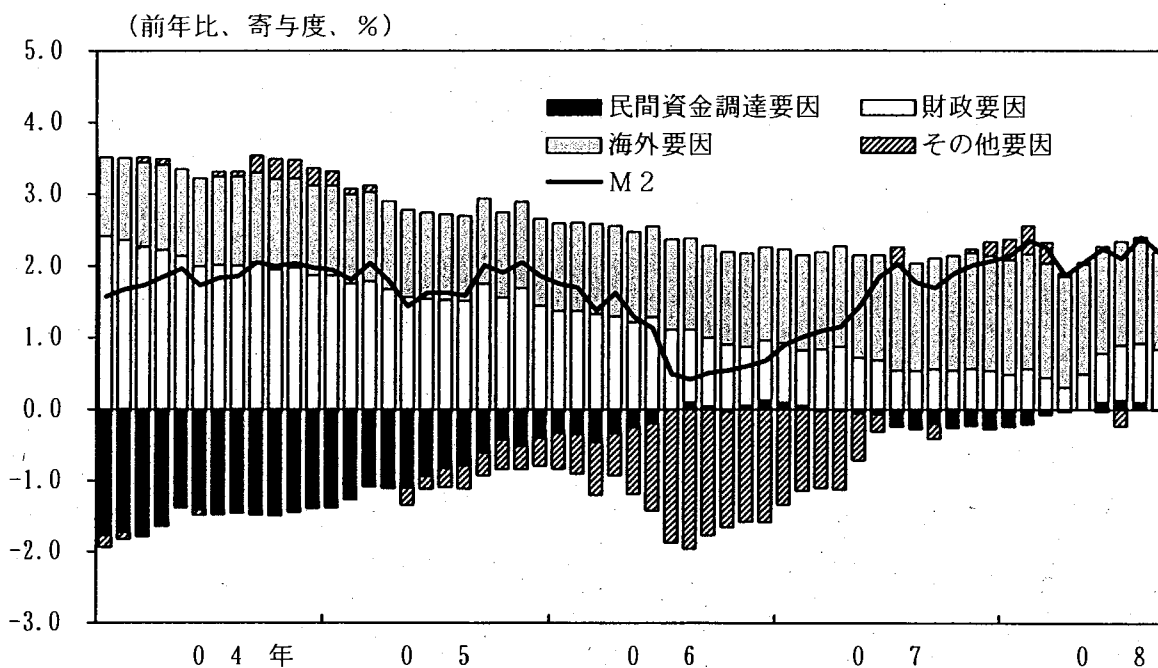
(図表23)

対外非公表

M2のバランスシート分解

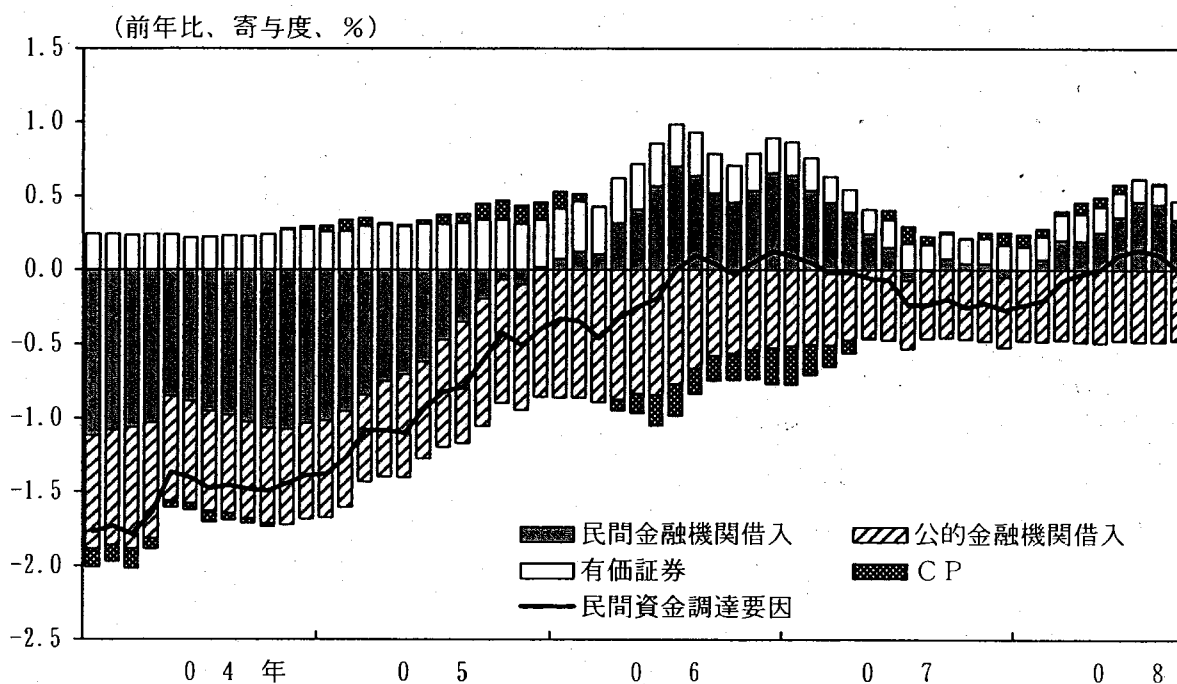
—— マネー保有主体（民間非金融部門・地公体）の
バランスシート・アプローチによる。

(1) M2の要因分解



(注) 一部に暫定値、推計値を含む。「その他」は金融資産間の資金シフト要因と残差。

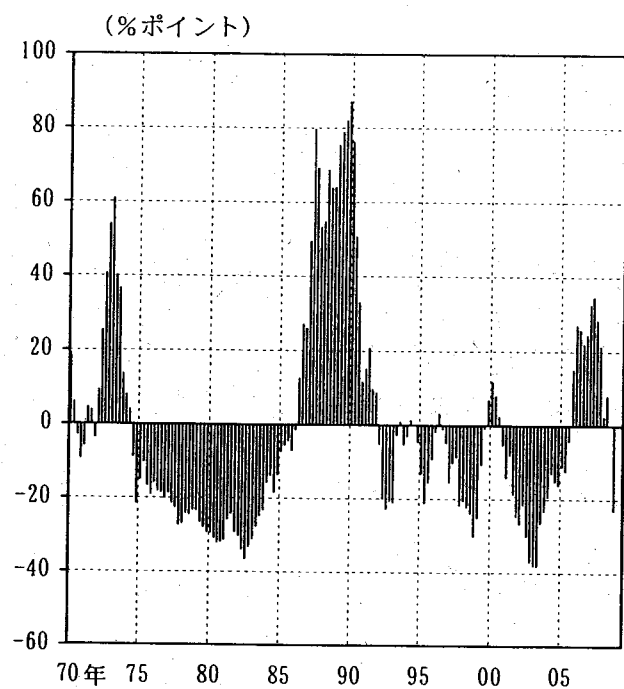
(2) 民間資金調達要因の内訳



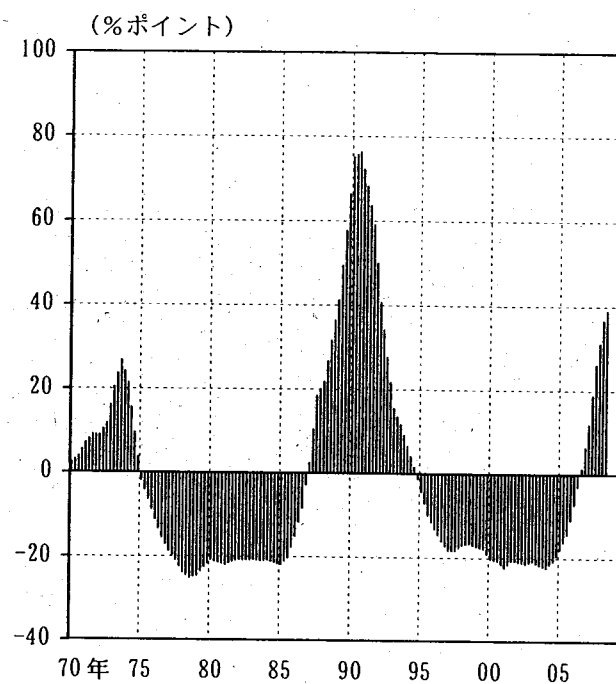
- (注) 1. 一部に暫定値、推計値を含む。
 2. CPは金融機関保有分（銀行CPを除いたベース）であり、証券会社保有分は含まない。
 また、有価証券のうち社債は金融機関保有分。
 3. なお、CPのうち国内銀行保有分については「預金・現金・貸出金」統計のデータを使用。
 当該統計では、定義変更による不連続は生じない。

ファイナンス・インバランス指標

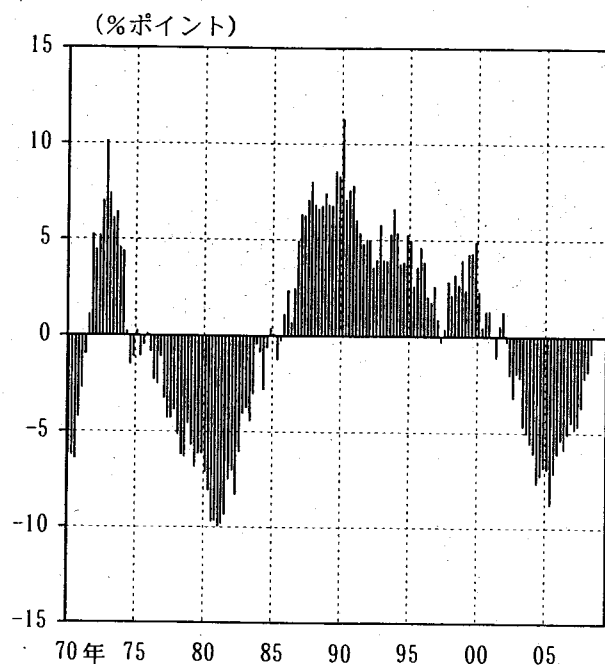
(1) 株価ギャップ



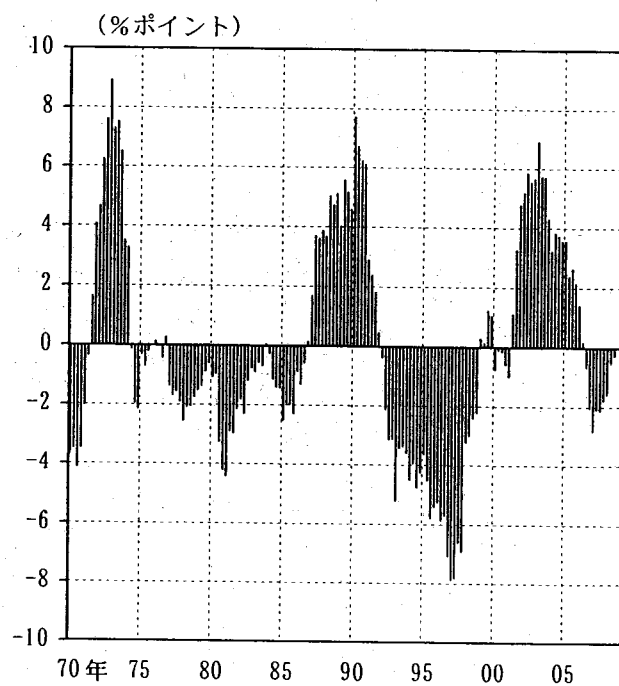
(2) 地価ギャップ



(3) 貸出ギャップ



(4) マネー・ギャップ



(注) 株価ギャップ、地価ギャップ、貸出ギャップ、マネー・ギャップは、それぞれ株価 (TOPIX)、地価 (市街地価格指数・六大都市平均等)、民間部門向け銀行貸出、M2の名目GDP比率の長期トレンドからの乖離。なお、長期トレンドは、HPフィルター (lambda 400,000) によって求めた。

金融政策決定会合(2008.10.31)資料－6

要 注 意

議事録公表時まで対外非公表

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配 付 先：金融政策決定会合関係者限り>

<作成局における保管期間満了時期：2038年12月>

2008.10.28

企 画 局

金 融 市 場 局

(説明資料)

日本銀行当座預金制度の運用の見直しについて

日本銀行当座預金制度の運用の見直しについて

今後にも必要に応じて積極的な資金供給を行う中で、無担 0/N コールレートが誘導目標から下方に乖離することを抑制し、金融調節を円滑に運営する観点から、臨時の措置として、日本銀行当座預金等への付利を導入することとしたい。

—— 今回の措置は、10 月 8 日の本行の公表文において、適切な金融調節を通じて、金融市場の安定確保に全力を挙げていく方針の下、日本銀行当座預金制度の運用を含め、金融調節面で更に改善を図る方策について速やかに検討する旨を明らかにしたことを受けたもの（参考参照）。

1. 背 景

- 最近の短期金融市場においては、市場の安定確保の観点から本行が積極的な資金供給を行う中で、無担 0/N コールレートに強い低下圧力がかかる局面がみられる。
- こうした局面においても、これまでのところは、機動的な資金吸収オペの実施により、無担 0/N コールレートの誘導に支障は生じていない。もっとも、当面、国際金融資本市場における緊張の高まりが続くとみられる中、一層積極的な資金供給を行う可能性があることから、資金吸収オペによる対応に止まらず、無担 0/N コールレートの誘導目標からの下方乖離を抑制する手段をさらに整備することが適当と考えられる。

2. 日本銀行当座預金制度の運用の見直し

- こうした観点から、日本銀行当座預金制度の運用を見直し、臨時の措置として、当座預金等に付利を行う制度を導入することとしたい。
- 具体的には、積極的な資金供給を行う場合を念頭に、無担 0/N コールレートの過度の低下を抑制する手段を早期に整備するための方策として、所要準備を超える当座預金等（いわゆる超過準備）に付利を行うこととしたい。

—— 超過準備については、付利により、付利金利より低い金利で市場運用を行うインセンティブが失われる。この結果、付利には無担 0/N コールレートの変動の下限を画する効果が期待される。なお、所要準備については、法律により保有が義務付けられているため、誘導目標を下回る金利での運用インセンティブは生じない。

—— 同様の機能をもつ手段として、「預り金ファシリティ」（通常の当座勘定とは別の勘定を設けたうえで、対象先の判断で余剰資金を預入することを認め、この預り金に政策金利より低い金利を付すもの）を導入することもあると考えられる。しかし、この導入には相当の期間を要するため、当面の対応策とはなりえない。

—— なお、日銀法その他の法律との関係上、当座預金等への付利に制約はないものと考えられる。

- 当座預金等への付利に関する中長期的にみた制度のあり方については、上記の「預り金ファシリティ」実現の可否や準備預金制度のあり方との関係等が検討課題となりうる。この点も踏まえると、今回の当座預金等への付利制度は、臨時の措置と位置付けることが適当。

3. 当座預金等への付利制度の骨子

（１）対象先

- 対象先は、①「準備預金制度の適用先（準預先）」および②「準備預金制度の非適用先（非準預先）」のうち、預貯金取扱金融機関、証券会社、証券金融会社、短資会社のいずれか」とする。

—— 無担 0/N コールレートの過度の低下を抑制するという目的の達成に必要な範囲とする観点から、非準預先については、コール市場において資金過不足の調整を行う者と考えられる先に限定する趣旨。

（２）付利対象となる預金額

- 準預先については、準備預金（当座預金または準備預り金）のうち、所要準備を除く金額（いわゆる超過準備）とする。

—— 具体的には、積み期中の日々の準備預金残高の合計額のうち、所要準備合計額（１日当りの所要準備額×積み期の日数）を上回る部分（積み期中を通じた超過準備合計額）に付利する。

- 非準預先については、当座預金の金額とする。

—— 非準預先については、法律により保有を義務付けられている所要準備が存在しない。そこで、当座預金額全体に対して付利することとする。

(3) 適用利率

- 金融市場調節方針における無担 0/N コールレートの誘導目標の水準から、本行が定めるスプレッドを差し引いた利率とする。
- 積み期中に上記による利率が変更された場合には、それらの利率のうち最も低い利率を適用する。

(4) 利息の計算方法および支払方法

- 利息は、付利対象預金の積み期中の合計額を対象に、上記(3)の適用利率により計算する。
- 利息の支払いは、積み期の開始日の属する月の翌々月 20 日までに行う。

(5) 付利の実施時期

- 本制度による付利は、本年 11 月積み期(11 月 16 日から 12 月 15 日)から開始し、来年 3 月積み期(3 月 16 日から 4 月 15 日)への付利をもって終了するものとする。

—— 市場の安定確保のために年末および年度末にかけて資金供給を一層積極化させる可能性があることを踏まえ、上記の期限を設定する。

(6) その他

- 当座預金等への付利については、「日本銀行業務方法書」の一部変更が必要となる。

以 上

(参考)

2008年10月8日
日 本 銀 行

主要国中央銀行による本日の措置について

中央銀行共同声明

最近の国際的な金融危機に対して、各国中央銀行は、緊密な連絡をとり、金融市場の緊張を緩和するための流動性供給策など、前例のない協調行動をとってきた。

いくつかの国では、エネルギーや原材料価格の顕著な下落などを背景に、インフレ圧力が緩和し始めている。インフレ期待は減衰しつつあり、物価安定に対する信頼は高い。最近の国際的な金融危機の高まりによって、経済成長に対する下方リスクが高まっており、このため、物価安定に対する上方リスクは低下している。

こうした状況下では、グローバルな金融環境をある程度緩和することが正当化される。このため、カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度、スウェーデン中央銀行、スイス国民銀行は、本日、政策金利の引き下げを公表した。日本銀行は、これらの措置に対して強い支持を表明した。

日本銀行の声明

日本銀行は、6カ国中央銀行による今回の政策決定を歓迎し、これらの措置が各国の経済と金融システムの安定確保に貢献することを期待している。

わが国においては、政策金利の水準は既にきわめて低く、緩和的な金融環境が維持されている。また、日本銀行は、連日の潤沢な円資金供給にとどまらず、ドル資金供給オペの導入を含め、流動性供給面の措置を果敢に講じてきている。こうした対応もあって、わが国の金融市場は、欧米と比べ相対的に安定した状態にある。

国際的な金融面の動揺が続く中であって、金融市場の安定を維持していくことは、中央銀行としての最も重大な責務である。日本銀行としては、今後とも、各国中央銀行と密接な連携をとりつつ、適切な金融調節を通じて、金融市場の安定確保に全力を挙げていく方針である。こうした観点から、日本銀行当座預金制度の運用を含め、金融調節面で更に改善を図る方策について速やかに検討し報告するよう、総裁より執行部に対し指示した。

各国中央銀行の措置

各国中央銀行の措置については、下記ウェブサイト参照。

カナダ銀行	http://www.bankofcanada.ca
イングランド銀行	http://www.bankofengland.co.uk
欧州中央銀行	http://www.ecb.int
米国連邦準備制度	http://www.federalreserve.gov
スウェーデン中央銀行	http://www.riksbank.se
スイス国民銀行	http://www.snb.ch

以 上

金融政策決定会合(2008.10.31)資料－6（追加資料）

要 注 意

議事録公表時まで対外非公表

＜不開示情報：有（種類：審議・検討）＞

＜配 付 先：金融政策決定会合関係者限り＞

＜作成局における保管期間満了時期：2038 年 12 月＞

2008.10.31

企 画 局

金 融 市 場 局

（政策委員会付議文）

「資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領」の制定等に関する件

(政策委員会付議文)

「資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領」の制定等に関する件

(案 件)

最近における金融資本市場の状況に鑑み、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ため、下記の諸措置を講ずること。

記

1. 資金供給円滑化のための手段として、当座勘定（当座勘定（同時担保受払時決済口）および当座勘定（同時決済口）を除く。）における預り金および準備預り金に対して臨時に付利（利息を付すことをいう。）を行うこととし、これに伴い以下の諸措置を講ずること。

（1）「資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領」を別紙1. のとおり制定すること。

（2）「日本銀行業務方法書」（平成10年3月24日付政第29号別紙3）を別紙2. のとおり一部変更すること。

2. 1. の実施にあたり必要となる事項については、「資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領」4. （1）に定める数値の決定を除き、総裁が定め得る扱いとすること。

以 上

資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領（案）

1. 趣旨

この基本要領は、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ため、資金供給円滑化のための手段として、当座勘定（当座勘定（同時担保受払時決済口）および当座勘定（同時決済口）を除く。以下同じ。）における預り金（以下「当座預金」という。）および準備預り金に対して臨時に行う付利（利息を付すことをいう。以下同じ。）に関する基本的事項を定めるものとする。

2. 対象先

以下のいずれかの条件を満たす者のうち、対象先とすることが適当でないと認められる特段の事情がない先とする。

- （1）準備預金制度に関する法律（昭和32年法律第135号）第2条に定める指定金融機関（以下「指定金融機関」という。）であること。
- （2）指定金融機関でない当座勘定取引の相手方のうち、金融機関（日本銀行法（平成9年法律第89号）第37条第1項に規定する金融機関をいう。ただし、整理回収機構および預金保険法（昭和46年法律第34号）第2条第13項に規定する承継銀行を除く。）、金融商品取引業者（日本銀行法施行令（平成9年政令第385号）第10条第1項第2号に規定する金融商品取引業者のうち、金融商品取引法（昭和23年法律第25号）第28条第1項に規定する第一種金融商品取引業を行う者をいう。）、証券金融会社（日本銀行法施行令第10条第1項第3号に規定する証券金融会社をいう。）または短資業者（同項第4号に規定する者をいう。）であること。

3. 対象となる預金

当座預金および準備預り金とする。

4. 適用利率

(1) 本行が金融市場調節方針において誘導目標として定める無担保コールレート（オーバーナイト物）の水準から本行が別に定める数値を差し引いた利率とする。

(2) 5. に定める積み期間の期中に（1）による利率に変更が生じた場合には、当該期中の最も低い利率とする。

5. 利息の計算方法

対象先ごとに、準備預金制度に関する法律第7条第3項に規定する1月間（以下、この期間を「積み期間」という。）の毎日の終業時における当座預金または準備預り金の残高を合計し、その合計金額から、当該積み期間の起算日の属する月における当該対象先の法定準備預金額（準備預金制度に関する法律第2条第2項に定める法定準備預金額をいう。）に当該積み期間の日数を乗じて得た積数を控除し、その金額（零を下回る場合を除く。）に、4. に定める適用利率を乗じたうえ、365で除して算出するものとする。

6. 利息の支払方法

積み期間ごとの利息は、当該積み期間の起算日の属する月の翌々月の20日（その日が休業日の場合にはその翌営業日とする。）までに、対象先の本行が別に定める当座勘定または準備預り金口座に入金するものとする。

7. 付利の開始および終了

この基本要領に基づく付利は、平成20年11月16日を起算日とする積み期間に関する当座預金または準備預り金に対する付利をもって開始し、平成21年3月16日を起算日とする積み期間に関する当座預金または準備預り金

に対する付利をもって終了する。

(附則) この基本要領は、本日から実施し、7. に定める付利に係る事務が
終了した時点をもって廃止する。

日本銀行業務方法書中一部変更（案）

○ 第十八条を横線のとおり改める。

（当座勘定による預り金）

第十八条 略（不変）

一 略（不変）

二 利息

預り金には利息を付さない。ただし、当銀行が特に必要と認める場合には、別に定めるところにより利息を付することができる。

三 }
四 } 略（不変）
五 }
六 }
七 }

○ 第十九条を横線のとおり改める。

（準備預り金）

第十九条 略（不変）

2 前項の準備預り金には利息を付さない。ただし、当銀行が特に必要と認める場合には、別に定めるところにより利息を付することができる。

（附則） この業務方法書の一部変更は、平成二十年十一月十六日から実施し、平成二十一年四月十五日限りその効力を失うものとする。

要 回 収

2008.10.31

無担コール O/N 市場における取引金利の散らばり

(1) 無担コール O/N 金利の誘導目標水準からの乖離幅ごとの取引金額割合

① リーマンショック前 (08/6/27 日～08/9/12 日までの 55 営業日)

乖離幅		0.05%	0.10%	0.15%	0.20%	0.25%	0.30%	加重平均 乖離幅
0.5% 超	金利水準	0.55%～	0.60%～	0.65%～	0.70%～	0.75%～	0.80%～	
	金額割合							
	累積割合							
0.5% 未満	金利水準	0.45%～	0.40%～	0.35%～	0.30%～	0.25%～	0.20%～	
	金額割合							
	累積割合							

② リーマンショック後 (08/9/16～10/27 日の 28 営業日)

乖離幅		0.05%	0.10%	0.15%	0.20%	0.25%	0.30%	加重平均 乖離幅
0.5% 超	金利水準	0.55%～	0.60%～	0.65%～	0.70%～	0.75%～	0.80%～	
	金額割合							
	累積割合							
0.5% 未満	金利水準	0.45%～	0.40%～	0.35%～	0.30%～	0.25%～	0.20%～	
	金額割合							
	累積割合							

(2) 無担コール O/N の最高・最低金利の誘導目標水準からの乖離幅ごとの営業日数割合

① リーマンショック前 (誘導目標の 0.5%への引き上げ<07/2/21 日>～08/9/12 日までの 387 営業日)

乖離幅		0.05%	0.10%	0.15%	0.20%	0.25%	0.30%	平均乖離幅
最高 金利	金利水準	0.55%～	0.60%～	0.65%～	0.70%～	0.75%～	0.80%～	0.0822
	日数割合	48.3	25.6	3.6	2.8	2.1	0.8	
	累積割合	83.2	34.9	9.3	5.7	2.8	0.8	
最低 金利	金利水準	0.45%～	0.40%～	0.35%～	0.30%～	0.25%～	0.20%～	0.1016
	日数割合	40.3	25.1	5.2	3.4	2.3	6.7	
	累積割合	82.9	42.6	17.6	12.4	9.0	6.7	

② リーマンショック後 (08/9/16～10/29 日の 30 営業日)

乖離幅		0.05%	0.10%	0.15%	0.20%	0.25%	0.30%	平均乖離幅
最高 金利	金利水準	0.55%～	0.60%～	0.65%～	0.70%～	0.75%～	0.80%～	0.2250
	日数割合	3.3	3.3	30.0	16.7	36.7	10.0	
	累積割合	100.0	96.7	93.3	63.3	46.7	10.0	
最低 金利	金利水準	0.45%～	0.40%～	0.35%～	0.30%～	0.25%～	0.20%～	0.2717
	日数割合	10.0	13.3	10.0	13.3	6.7	46.7	
	累積割合	100.0	90.0	76.7	66.7	53.3	46.7	

(注) 1. (1) は短資データ (対外秘)、(2) は Bloomberg データから作成しており、計算期間などベースが異なる。

2. 各計算においては、0.5%ちょうどの取引は除外した。

要 回 収

一 覧 後 廃 棄

要 注 意

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合参加者>

[須 田 委 員 ・ 中 村 委 員 ・ 亀 崎 委 員 案]

金 融 市 場 調 節 方 針 の 決 定 に 関 す る 件

(案 件)

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し、公表後直ちに実施すること。

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。

2. 対外公表文は別途決定すること。

以 上

要 回 収**一 覧 後 廃 棄****要 注 意**

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合参加者>

[議 長 案]**金 融 市 場 調 節 方 針 の 決 定 に 関 す る 件****(案 件)**

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し、公表後直ちに実施すること。

記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.3%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。

以 上

要 回 収**一 覧 後 廃 棄****要 注 意**

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合参加者>

[議長案]

基準割引率および基準貸付利率の変更に関する件

(案 件)

1. 日本銀行法第33条第1項第1号の手形の割引に係る基準となるべき割引率（以下「基準割引率」という。）および同項第2号の貸付けに係る基準となるべき貸付利率（以下「基準貸付利率」という。）を、下記のとおりとし、公表後直ちに実施すること。

記

基準割引率および基準貸付利率 年0.5%

2. 対外公表文は別途決定すること。

以 上

要 回 収

一 覧 後 廃 棄

要 注 意

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合参加者>

[議長案]

「資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領」

における適用利率の設定に関する件

(案 件)

1. 「資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領」（平成20年10月31日付政委第 号別紙1.）における、金融市場調節方針において誘導目標として定める無担保コールレート（オーバーナイト物）の水準から差し引く数値を、下記のとおりとすること。

記

金融市場調節方針において誘導目標として定める 無担保コールレート（オーバーナイト物）の水準か ら差し引く数値	0.2%
--	------

2. 対外公表文は別途決定すること。

以 上

2008 年 10 月 31 日

日 本 銀 行

金融政策の変更等について

1. 米欧の金融危機に端を発する世界経済の調整は、最近、一層厳しさを増している。こうした状況のもとで、日本経済は、輸出の頭打ちや既往のエネルギー・原材料高の影響などから、当面、停滞色の強い状態が続くものと見込まれる。物価面では、なお高めの消費者物価上昇率が続いているものの、国際商品市況の低下を反映して、徐々に上昇率は低下していくとみられる。景気・物価に関する先行きのリスクをみると、景気の下振れリスクが高まっている一方で、物価の上振れリスクは以前に比べ低下している。

2. 日本銀行は、国際金融資本市場での緊張が著しく高まる状況において、わが国金融市場の安定を確保することが中央銀行としてなし得る重要な貢献であるとの認識のもと、これまで、流動性供給面での様々な措置を、迅速かつ果断に実施してきた。さらに、本日の政策委員会・金融政策決定会合においては、以下のとおり、政策金利を引き下げるとともに、金融調節面での対応力を強化することを通じて、緩和的な金融環境の確保を図ることが必要と判断した。

(1) 金融市場調節方針の変更 (賛成 4 反対 4 (注1))

無担保コールレート (オーバーナイト物) の誘導目標を 0. 2 % 引き下げ、0. 3 % 前後で推移するよう促す (公表後直ちに実施)。(別添 1)

(2) 基準貸付利率 (注2) の変更 (全員一致または賛成〇反対〇 (注3))

補完貸付については、その適用金利である基準貸付利率を % 引き下げ、 % とする (公表後直ちに実施)。

(3) 補完当座預金制度の導入 (全員一致または賛成〇反対〇 (注4))

金融市場の安定を確保する観点から、年末、年度末に向け、積極的な資金供給を一層円滑に行い得るよう、日本銀行当座預金のうち所要準備額を超える金額について利息を付す措置を臨時に導入し、11 月積み期から来年 3 月積み期までの間、実施することとする。適用利率は、 % とする。

(別添 2)

(注1) 賛成：白川委員、山口委員、西村委員、野田委員。反対：須田委員、水野委員、中村委員、亀崎委員。可否同数のため議長が決した。

(注2) 日本銀行法第 15 条第 1 項第 2 号に規定する「基準となるべき貸付利率」。なお、同第 1 号の「基準となるべき割引率」も % とする (手形割引の取り扱いは現在停止中)。

(注3) 賛成：〇〇委員、〇〇委員 (以下略)、反対：なし、または〇〇委員 (以下略)

(注4) 賛成：〇〇委員、〇〇委員 (以下略)、反対：なし、または〇〇委員 (以下略)

3. 現在、世界経済は、2000 年代半の数年にわたって蓄積された様々な不均衡の調整局面を迎えており、当分の間、厳しい経済情勢が続く可能性が高い。こうした世界経済の動向を背景に、日本経済の回復に向けた条件が整うには相応の時間を要するとみられる。日本銀行としては、今後とも、緩和的な金融環境の確保を通じて、物価安定の下での持続的成長経路への復帰に向け、最大限の貢献を行っていく方針である。

以 上

(別添1)

2008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し、公表後直ちに実施することを決定した（賛成4反対4^(注)）。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.3%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、野田委員。反対：須田委員、水野委員、中村委員、亀崎委員。可否同数のため議長が決した。

補完当座預金制度の導入について

1. 日本銀行は、本年 10 月 8 日に公表した方針に基づき、金融市場の安定確保の観点から、金融調節面で更に改善を図る方策の一環として、日本銀行当座預金制度の運用について検討してきたが、本日の金融政策決定会合において、補完当座預金制度の導入を決定した¹。
2. 現在、国際金融資本市場では緊張状態が続いており、その影響はわが国の金融市場にも及んできている。こうした中で、日本銀行は、金融市場の安定確保のため、年末および年度末に向けて積極的な資金供給を行っていく方針である。このような積極的な資金供給の下では、日本銀行の政策金利である無担保コールレート（オーバーナイト物）がその誘導目標から大きく下方に乖離する可能性がある。
3. 補完当座預金制度は、臨時の措置として、いわゆる「超過準備」²に対して、コールレートの誘導目標を下回る利率によって利息を付すものである。本制度の導入によって、コールレートを目標水準に適切に誘導しつつ、積極的な資金供給を一層円滑に行い得るようになり、金融調節面での対応力の強化につながるものと考えている。
4. 本制度の適用利率は、短期金融市場の円滑な機能を確保することに配慮し、コールレートの誘導目標（0.3%）から %を差し引いた %とすることとした。本制度は、本年 11 月の準備預金積み期（11 月 16 日～12 月 15 日）から来年 3 月の同積み期（3 月 16 日～4 月 15 日）まで実施することとしている。
5. 日本銀行としては、本制度も活用しつつ、今後とも、適切な金融調節の実施を通じて、金融市場の安定確保に全力を挙げていく所存である。

以 上

¹ 決定の内容については、『資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領』の制定等について」を参照。

² 日本銀行当座預金および準備預り金の残高のうち、準備預金制度に基づく所要準備を超える金額。

要 注 意

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配 付 先：金融政策決定会合関係者限り>

<作成局における保管期間満了時期：2038 年 12 月>

2008 年 10 月 31 日

日 本 銀 行

経済・物価情勢の展望（2008 年 10 月）（案）

【基本的見解】¹

2008 年度から 2010 年度にかけてのわが国の経済・物価を取り巻く環境を展望すると、国際的な金融情勢の展開やその実体経済への影響、国際商品市況の動向など、著しく不確実性が高まっている。こうした状況下では、先行きの経済・物価動向を見通すに当たって、中心的な見通しの蓋然性が、これまでに比べて高くないことを踏まえ、リスク要因を注意深く点検することが従来以上に重要である。以下、この点を十分に踏まえた上で、経済・物価情勢を検討することとする。

（経済情勢の見通し）

わが国経済は、既往のエネルギー・原材料価格高の影響や輸出の頭打ちなどから、停滞色が強まっている。2008 年度前半の経済は、7 月の中間評価時点と比べると、海外経済の下振れや交易条件の悪化に伴う実質購買力の低下を背景に、輸出、国内民間需要ともに下振れて推移したとみられる。

先行き 2008 年度後半から 2010 年度を展望すると、……。すなわち、既往の交易条件悪化の影響などから、国内民間需要は弱めに推移する可能性が高い。輸出についても、海外経済の減速を背景に、弱めの動きとなるとみられる。もっとも、国内における設備・雇用・債務面での過剰が

¹ 10 月 31 日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

小さいことなどから、深い調整には至らないと予想される。その後、エネルギー・原材料価格高の影響が薄れ、海外経済も減速局面を脱するにつれて、成長率が徐々に高まっていく姿が想定されるが、・・・・・・。

2008年度、2009年度の成長率は、・・・・・・、2010年度の成長率は・・・・・・²。

こうした見通しの内容を、やや詳しくみると、以下の通りである。

■ 海外経済

海外経済は、当面、減速が続くとみられる。米国では、住宅価格の大幅な下落が続いており、金融機関の貸出姿勢も厳格化している。このため、政策金利は低水準であるにもかかわらず、金融環境はタイト化しており、民間需要に対して下押し圧力がかかっている。このように、米国では、金融・実体経済の負の相乗作用が生じており、当面、成長率は低い水準に止まると見込まれる。欧州経済も、既往のエネルギー・原材料価格高による域内民間需要の弱まりに加え、輸出環境の悪化や金融環境のタイト化の影響などから減速が続くほか、アジアにおける新興国でも輸出環境の悪化などから成長率はやや鈍化すると考えられる。

先行きは、米欧の金融危機やその影響が、どのように収束するかに大きく依存し、特に米国経済の動向が重要である。米国経済については、住宅市場における調整が進展し、金融システム面での対策の効果が現れるにつれて、次第に持続可能な成長経路に復していく姿が見込まれるが、その時期は見通し期間の後半になると想定している。これに伴い、海外経済全体の成長率の回復が明確化してくるのは、2009年度半ば以降になるものと考えられる。

■ 企業部門

² 潜在成長率は、1%台半ばないし後半とみられる。

企業部門では、既往の原材料価格高に加え、海外経済減速の影響などから、当面、厳しい収益環境が続くものと考えられる。設備投資は、グローバル需要の拡大が中長期的に持続するという期待が維持されれば、企業の設備過剰感が強くない状態が続き、省エネ・省資源化対応などの投資も見込まれることから、大きく落ち込む可能性は低いが、しばらくの間は弱めの動きが続く可能性が高い。先行きは、原材料価格高の影響が一巡し、海外経済が減速局面を脱するにつれて、収益環境が改善していくのに伴い、設備投資の伸びも徐々に回復していくと見込まれる。

■ 家計部門

個人消費は、エネルギーや食料品の価格上昇や、雇用・所得環境の悪化により、当面、伸び悩む可能性が高い。先行き、エネルギーや食料品価格の上昇テンポが鈍化し、雇用・所得環境が改善するにつれて、次第に個人消費の伸びも回復していく姿が想定される。

■ 金融環境

現在の低い金利水準は、緩和的な金融環境を通じて民間需要を下支えするとみられる。すなわち、現在、実質短期金利は、潜在成長率と比較しても、引き続き低い水準で推移している。中長期金利は、市場参加者の景気見通しなどを反映して低下してきた。金融環境の評価に当たっては、信用スプレッドやアベイラビリティ（資金量の面での制約）の動向も重要である。国際金融資本市場の動揺が続いており、その影響は、わが国の金融資本市場にも波及しているが、欧米に比べると、市場流動性の面での問題は小さく、金融資本市場における信用スプレッドの水準も総じて低い。ただし、金融機関の融資姿勢やCP・社債市場における投資家の投資姿勢など、企業の資金調達環境の面では、企業収益や実体経済の動向を反映して、見通し期間の半ば頃までは、厳しさが増していく可能性が高い。

(物価情勢の見通し)

以上の経済の見通しのもとで、物価を巡る環境についてみると、まず、労働や設備といった資源の稼働状況については、現在、過去の平均ないしそれを若干下回る水準にある。先行きは、……。その後、景気が停滞局面を脱するにつれて、資源の稼働状況も緩やかに回復していく姿が想定される。この間、ユニット・レーバー・コスト（生産1単位当たりの人件費）は、弱めの動きが続く可能性が高い。購入頻度の高い品目の価格が上昇していることなどから、民間経済主体の短期的なインフレ予想は、足もとでは、高めの水準となっていると考えられる。もっとも、長期金利の動向等からみて、中期的なインフレ予想は落ち着きを維持しているとみられ、輸入物価上昇の転嫁分を超えるような物価上昇という二次的効果は生じていない。

物価指数に即してみると、国内企業物価指数は、原油などの商品市況や為替相場にも大きく左右されるが、国際商品市況が再び騰勢を強めない限り、……。

消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、中期的なインフレ予想が安定的に推移するとみられる中、需給ギャップや賃金が弱めの動きを続けるほか、エネルギーや食料品価格の落ち着きを反映して、徐々に低下していくと考えられる。その結果、年度平均でみると、2008年度は……、2009年度は……、2010年度は……となると予想される。

(上振れ・下振れ要因)

以上述べた相対的に蓋然性が高いと判断される見通しについては、経済・物価の面で上下両方向のリスクがあり、特に現在のように不確実性が極めて高い状況においては、こうした要因に十分留意する必要がある。

まず、先行きの経済情勢については、以下のような上振れまたは下振れ

要因がある。

第1に、米欧の金融危機の帰趨とその影響である。2007年夏に米国サブプライム住宅ローン問題が表面化して以降、証券化商品価格の大幅な下落や実体経済の悪化に伴う不良債権の増加などを背景に、米欧金融機関の損失拡大が続いている。このため、金融機関の貸出姿勢が厳格化するとともに、金融資本市場においては、流動性が逼迫する中で、各種の信用スプレッドが拡大するなど緊張が著しく強まっている。今後、金融資本市場の緊張が更に強まる場合には、金融機関や投資家のリスクテイク能力が低下する結果、金融環境が更にタイト化し、金融・実体経済の負の相乗作用が強まることによって、米欧の景気は下振れる可能性がある。また、各国政府や中央銀行の各種対策等によって、金融資本市場の緊張が緩和された後も、金融機関や投資家のリスクテイク姿勢が変化した影響は、残存する可能性も大きい。

第2に新興国・資源国の動向である。中国では、幾分減速しつつも、高い成長が続いており、マクロ経済政策の動向次第では、成長率が上振れる可能性がある。一方、先進国経済の減速の影響が予想よりも大きい場合には、成長率が下振れるリスクもある。その他の新興国では、国際金融資本市場、先進国経済、資源価格の動向次第で、上下両方向のリスクが存在する。資源国では、インフラ投資など積極的な支出活動の拡大により、成長率が上振れる可能性がある。一方、資源価格の反落傾向が持続する場合には、資源国における支出活動が抑制され、成長率が下振れるリスクがある。

第3に、エネルギー・原材料価格の動向である。原油をはじめとする国際商品市況は足もとで反落しているが、中期的にみると、新興国を中心とする需要に支えられて、緩やかに上昇すると想定している。世界経済が持続可能な水準以上で成長した場合、国際商品市況が想定以上に上昇し、各国でインフレ圧力の高まりにつながるリスクがある。その場合、その後の

景気下振れ要因となるおそれもある。また、資源輸入国にとっては、海外への所得流出が増加することになり、わが国の企業や家計の支出活動にマイナスの影響を及ぼす可能性がある。一方、国際商品市況の下落が続く場合には、交易条件の改善を通じて、国内民間需要を下支えし、成長率が上振れる要因となる。ただし、国際商品市況の下落が、専ら世界経済の下振れを反映している場合には、輸出の減少も同時に生じることには留意する必要がある。

第4に、企業の成長期待の動向である。見通しでは、経済が停滞する中であっても、中長期的なグローバル需要への成長期待は崩れることなく、企業の設備投資は緩やかに回復することを想定している。しかし、海外経済の減速が大幅なものとなったり、長引いたりする場合には、企業の成長期待が低下し、設備投資を中心に見通しが下振れる可能性がある。

第5に、金融環境の動向である。今後、国際金融資本市場の緊張が更に高まり、わが国の市場への影響が強まる場合や、金融機関の財務内容の悪化を背景に貸出態度が厳しさを増す場合などには、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。一方、やや長い目でみた場合には、成長率が徐々に高まっていく中で、緩和的な金融環境が続く場合、金融・経済活動や物価の振幅が大きくなるリスクには、引き続き留意する必要がある。2000年代半ば頃からの世界経済を振り返ると、緩和的な金融環境が続くもとで、それ以前に比べて高い成長が長期間にわたって続き、その間に、実体経済や金融面で不均衡が蓄積したと考えられる。現在の世界的な金融の混乱やエネルギー・原材料価格の高騰とその後の世界経済の成長率鈍化も、こうした不均衡の調整過程で生じている現象とみられる。

次に、物価上昇率の先行きについても、上振れ・下振れ両方向の不確実性が高いことに留意する必要がある。経済活動水準の変動について上述のような上振れ・下振れ要因が顕現化した場合、物価にも相応の影響を及ぼ

すとみられる。また、物価に固有のリスク要因としては、第1に、家計のインフレ予想や企業の価格設定行動が挙げられる。消費者の購入頻度の高い財・サービスの価格上昇が続けば、消費者のインフレ予想は高い状態が続く可能性がある。また、企業においても、既往の原材料価格の上昇を製品価格に転嫁する動きが続き、中期的なインフレ予想が上振れるリスクがある。これらの場合、物価は予想より上振れることになる。一方、競争環境が厳しいもとで、企業のコスト削減努力などにより価格上昇が想定ほど進まないケースも生じうる。第2に、原油をはじめとする一次産品の価格動向には上下両方向に不確実性が大きい。世界経済の下振れリスクが顕現化する場合には、一次産品価格も更に下落し、消費者物価の下落につながる可能性がある。

(金融政策運営)

日本銀行は、物価安定のもとでの持続的成長を実現するため、「中長期的な物価安定の理解」（金融政策運営に当たり、各政策委員が、中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率）を念頭に置いた上で、経済・物価情勢について2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理することとしている³。

まず、第1の柱、すなわち先行き2010年度までの経済・物価情勢について、相対的に蓋然性が高いと判断される見通しについて点検する。上述した通り、わが国経済は、……。また、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、……、2009年度に……、2010年度には……になるとみられる。このように、わが国経済は、やや長い目で見れば、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく可能性が相対的に高いと

³ 2008年4月に点検した「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。

判断される。ただし、こうした見通しは、世界経済の見通しに大きく依存する。世界経済や国際金融資本市場の状況を踏まえると、世界経済全体の調整が進捗し、日本経済の回復に向けた条件が整うには、相応の時間を要するとみられるほか、見通しに関する不確実性が高まっている点には十分留意する必要がある。

次に、第2の柱、すなわち、より長期的な視点も踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクを点検する。前述の通り、国際金融資本市場・米欧金融システムや海外経済を巡る不確実性など、景気の下振れリスクが高まっていることに注意する必要がある。物価面においては、先行きの中心的な見通しでは、物価上昇率は徐々に低下していくとはいえ、エネルギー・原材料価格の更なる上昇や、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動の変化により、物価が上振れるリスクには注意する必要がある。一方、景気の下振れリスクが顕現化した場合や国際商品市況が更に下落した場合には、物価上昇率が想定以上に低下する可能性もある。このほか、やや長い目でみた場合には、成長率が徐々に高まっていく中で、緩和的な金融環境が続く場合、金融・経済活動や物価の振幅が大きくなる可能性があることには、引き続き留意する必要がある。

日本銀行としては、経済・物価の見通しとその蓋然性、上下両方向のリスク要因を丹念に点検しながら、機動的に金融政策を運営していく方針である。特に、当面は、米欧金融システムや国際金融資本市場の動向とその影響を中心に、経済の下振れリスクに注意を払う必要がある。

金融資本市場の緊張が高まる局面において、中央銀行としてなし得る重要な貢献は、流動性供給を通じた金融市場の安定維持である。低金利による金融緩和効果を最大限に発揮するためにも、金融市場の安定は重要な条件となる。日本銀行は、今後とも、各国中央銀行と緊密な連絡をとりつつ、市場動向を注意深くモニターし、適切な金融市場調節を行うことで、金融

市場の安定確保に万全を期していく。

(参考 1)

▽政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2008 年度	+～+ <+>	+～+ <+>	+～+ <+>
7月時点の見通し	+1.2～+1.4 <+1.2>	+4.7～+5.0 <+4.8>	+1.7～+1.9 <+1.8>
2009 年度	+～+ <+>	+～+ <+>	+～+ <+>
7月時点の見通し	+1.4～+1.6 <+1.5>	+1.8～+2.0 <+1.8>	+1.0～+1.2 <+1.1>
2010 年度	+～+ <+>	+～+ <+>	+～+ <+>

(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。

——対前年度比、%。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2008 年度	+～+	+～+	+～+
7月時点の見通し	+1.1～+1.5	+4.6～+5.2	+1.5～+2.0
2009 年度	+～+	+～+	+～+
7月時点の見通し	+1.4～+1.7	+1.7～+2.4	+1.0～+1.3
2010 年度	+～+	+～+	+～+

(参考2)

リスク・バランス・チャート

【背景説明】

1. 2008 年度上期の経済・物価・金融情勢

(経済動向)

2008 年度上期のわが国経済を振り返ると、国内民間需要は、エネルギー・原材料価格高の影響などを背景に、弱めの動きとなった。また、景気の牽引役であった輸出についても、頭打ちとなった。そうしたもとで、生産は弱めに推移し、景気は次第に停滞色を強めた。実質 GDP 成長率をみると、前期比では閏年要因の影響などから振れのやや大きい展開となったが（図表 1 (1)）、振れが均された前年比では（図表 1 (2)）、2007 年度下期に比べはっきりと鈍化し、潜在成長率を明確に下回る小幅のプラス成長にとどまったとみられる⁴。また、景気動向指数をみると（図表 1 (3)）、一致指数は緩やかな低下傾向をたどった⁵。

やや詳しくみると、輸出は、米欧を中心に海外経済が全体として減速するもとで、ガソリン高が需要抑制要因となった自動車関連を中心に、頭打ちとなった（図表 2）。国内面については、エネルギー・原材料価格高に伴う交易条件の悪化などを背景に、企業収益が減少し、企業の業況感はさらに慎重化した（図表 3）。そうしたもとで、設備投資は減少に転じた（図表 4）⁶。個人消費は、雇用者所得の伸び悩みやエネルギー・食料品価格の

⁴ 潜在 GDP の成長率は、2003～2004 年度の 1 % 程度から緩やかに上昇し、最近では 1 % 台半ばないし後半とみられる。ただし、この推計値については、後述の需給ギャップ（概念的には、GDP の実績と潜在 GDP の乖離に対応している）とともに、幅をもってみる必要がある。

⁵ 景気動向指数（C I）の一致指数は、昨年末以降、弱い動きを続けており、内閣府の基調判断は、6 月分から「悪化」（＝景気後退の可能性が高いことを暫定的に示す）となっている（図表 1 (3)）。

⁶ 法人企業統計の名目設備投資は、4～6 月以降、ファイナンス・リースに関する会計基準変更の影響からリース業が大幅に落ち込んだこともあって、はっきりと減少した。ファイナンス・リース物件は、従来は貸し手側（リース業者）で固定資産（設備投資）

上昇などから、次第に弱めの動きとなった（図表5）。住宅投資は、改正建築基準法施行の影響による大幅な落ち込みからは持ち直したものの、同改正法施行前に比べて低い水準までの回復にとどまった。公共投資は、国・地方の厳しい財政状況を背景に低調に推移した。この間、輸入は、国内景気停滞の影響に加え、輸入価格上昇を受けた輸入原材料節減の動きから、弱めに推移し、実質GDP成長率を下支えする方向に作用した。

以上の需要動向のもとで、鉱工業生産は、年初以降3四半期連続で、減少した（図表6）。業種別にみると、輸送機械や電子部品・デバイス、一般機械など多くの業種で、減少した。出荷も、3四半期連続で、減少した。在庫については、横ばい圏内で推移したが、出荷が弱めの動きを続けたため、両者のバランスはやや悪化した。

このような2008年度上期の景気展開を、前回（4月）の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）や7月の中間評価における見通しと比べると、下振れて推移した。下振れた背景は、①原油価格の急騰などから、一時的にせよ交易条件が大幅に悪化したこと、②欧米を中心に海外経済の減速傾向が強まるもとで、輸出が頭打ちとなったこと、などである。こうした交易条件悪化や海外経済減速の影響は、マクロの所得形成を示す実質GDI（国内総所得）や実質GNI（国民総所得）が、2008年度に入り、はっきりと前年比マイナスに転じた点にも現れている（図表7）⁷。実質GN

として計上され、借り手側（一般企業）ではオフバランス処理されることが多かった。これが、2008年4月1日以降開始される事業年度から適用される新しいリース会計基準により、貸し手側では流動資産として、借り手側で固定資産として計上されることとなった。設備投資をどちらでカウントするかの違いであるため、原則として、設備投資の集計値に影響は出ないはずであるが、借り手が中小企業の場合などには借り手側では会計処理を変更しなくてよいとの例外規定があることなどから、全体ではリース業側のマイナス効果が残る。なお、GDPベースの設備投資は、この影響を取り除くような方法で推計が行われている。

⁷ 実質GDI＝実質GDP＋交易利得

実質GNI＝実質GDI＋海外からの所得の純受取（利子・配当等）

I の前年比の内訳をみると、2007 年度までは、交易損失の拡大がある程度緩やかであったうえ、純輸出や海外からの所得純受取（利子・配当等）のプラス寄与拡大がそれを相殺するというバランスが成り立っていた。ところが、2008 年度上期には、交易損失の拡大が急激となる一方、純輸出等の増加テンポが鈍化し、両者のバランスははっきりと悪化した。

以上のような実体経済動向を反映し、労働や設備といった資源の稼働状況は、2008 年度上期には、過去の平均ないしはそれを若干下回る水準まで低下した（図表 8）。短観の生産・営業用設備判断 D I と雇用人員判断 D I を資本・労働分配率で加重平均した指標でみると、需給緩和方向への動きとなり、不足超幅がほぼ解消した。また、経済全体の需給ギャップ（GDP ギャップ）の推計値をみると、過去の景気循環の平均を若干下回る水準まで低下した。

（物価動向）

物価面をみると、原油をはじめとする国際商品市況の上昇を背景に、国内企業物価、消費者物価（除く生鮮食品）とも、夏にかけて伸び率が大きく高まった（図表 9、10）。国内企業物価の前年比は、鉄鋼や石油製品の価格上昇を主因に、2008 年 7 月に +7.3% まで上昇したが、これは 1981 年 1 月（+8.1%）以来 27 年振りに高い上昇率である。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギーや食料品の価格上昇などから、2008 年 7 ～ 8 月に +2.4% まで上昇したが、これは、消費税率引き上げの影響で物価が上昇した 1997 年度を除くと、1992 年 6 月（+2.5%）以来 16 年振りに高い上昇率である。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について詳しくみると（図表 11）、石油製品や食料工業製品（ともに図中「財」に区分）、

交易利得＝名目純輸出／輸出・輸入デフレーター¹の加重平均－実質純輸出

外食（図中「一般サービス」に区分）、電気・ガス代（図中「公共料金」に区分）を中心に、プラス幅が拡大した。

4月の展望レポートにおける見通しと比べると、国際商品市況の上昇を主因として、国内企業物価指数、消費者物価指数とも、上振れて推移した。

7月の中間評価では、国内企業物価指数や消費者物価指数の見通しを上方修正したが、国内企業物価については、それと比べても、さらに上振れた。

もっとも、国内経済の需給バランスが幾分緩和方向に振れるもとで、小売段階を中心に、厳しい競争環境を意識した値上げ抑制スタンスは、根強く維持された。こうしたことを反映して、食料・エネルギーを除くベースでみた消費者物価指数の前年比は、引き続き0%近傍で推移した。

（金融市場動向）

2007年夏に米国のサブプライム住宅ローン問題が表面化して以降、証券化商品価格の大幅な下落や実体経済の悪化に伴う不良債権の増加などを背景に、米欧金融機関の損失拡大が続いた。このため、国際金融資本市場では、各種の信用スプレッドが拡大するなど、緊張が強まった。特に、米欧金融機関の破綻や救済が相次いだ9月半ば以降、ドル短期金融市場における調達圧力は大幅に高まり、銀行間レートの対短期国債スプレッドは大きく拡大した（図表12(1)）。このようなドル短期資金の調達圧力の高まりに対処するため、9月18日以降、日本銀行をはじめとする9中央銀行は、米国連邦準備制度とスワップ協定を締結・拡充し、ドル資金供給オペレーションを導入・拡充した（図表13）。また、国際的な金融の混乱が、先行きの経済成長に対する大きな下振れリスクとなっているとの判断のもと、10月8日に米国・欧州等の中央銀行は政策金利の引き下げを行った。10月10日に開催されたG7では、国際金融資本市場の安定性と金融システムに

対する信認を確保するためのアクション・プランが採択され、その後、アクション・プランに沿った様々な政策が、各国政府・中央銀行から公表された。この間、企業金融面についても、米欧市場では、社債の信用スプレッドが大幅に拡大し、米欧の金融機関の与信姿勢も更にタイト化した。

わが国の短期金融市場は米欧に比べれば落ち着いた動きを続けてきたが、9月中旬以降は、国際金融資本市場の緊張の高まりの影響が一部にみられた。9月上旬頃までは、無担保コールレート（オーバーナイト物）は0.5%前後で推移し、ターム物金利も概ね安定的に推移してきた（図表14）。もっとも、9月半ば以降は、市場参加者のリスク回避姿勢の強まりから、無担保コールレートのばらつきが拡大し、ターム物の銀行間レートが強含む局面もみられた。ユーロ円金利先物レートや各種のフォワード・レートは、6月以降低下したが、足もとでは横ばい圏内の動きとなった（図表15）。この間、実質短期金利は、潜在成長率との関係からみて、引き続き低い水準で推移した（図表16）。

長期金利、株価、為替相場は、国際金融資本市場の動向に左右される展開となった。すなわち、長期金利は、前回展望レポート以降、6月半ばにかけて上昇したが、その後、下落に転じ、9月上旬頃からは横ばい圏内の動きとなっている（図表17）。また、株価は、米欧金融システムや世界的な景気悪化に対する懸念を背景に、9月半ば以降、米欧株価につられて大幅に下落した。10月10日のG7で採択されたアクション・プランに沿った各種政策が各国政府・中央銀行から公表された後は、株価は一旦下げ止まったが、その後は振れの大きい展開となった（図表18(1)）。為替相場は、夏場にかけて円安方向への動きが続いていたが、その後円高となった（図表19）。

(金融環境)

わが国の金融環境についてみると、総じて緩和的な金融環境が続いているが、収益環境の悪化を背景に、中小・零細企業や一部の業種で資金繰りが悪化した。また、9月中旬以降は、国際金融資本市場における緊張の高まりの影響が一部にみられた。

資金供給面をみると、金融機関は、総じて緩和的な貸出姿勢を続けていた。もっとも、企業収益や実体経済の動向を背景に、金融機関は信用リスクに対して慎重化しており、中小・零細企業や一部の業種では、資金繰りや金融機関の貸出態度が厳しいとする先が増えた(図表 20)。CP・社債の発行環境は、夏場頃までは、下位格付先や一部業種を除き、全体としてみれば良好な状態にあった。ただし、国際金融資本市場の緊張が高まった9月中旬以降は、信用スプレッドが拡大するなど、発行環境がやや悪化した(図表 21)。

資金需要面においては、収益環境の悪化に伴いキャッシュフローが減少する中、原材料価格上昇を反映した運転資金需要が増え、民間の資金需要は緩やかに増加した。

こうしたもとで、貸出金利は、全体として極めて低い水準で推移した。新規貸出約定平均金利は、月々の振れを均してみれば、横ばい圏内の動きとなった(図表 22(1))。また、民間銀行貸出は緩やかに増加した(図表 22(2))。CP・社債発行残高は、前年を上回って推移した。

この間、マネースtock (M2) は、前年比2%程度の伸びとなった。マネースtockに投資信託や国債などを加えた広義流動性は、投資信託の伸び縮小から、前年比1%を下回る伸びにまで減速した(図表 22(3))。

地価は、都市部における上昇テンポが大幅に鈍化したほか、地方圏では引き続き下落が続いた。2008年の都道府県地価調査(7月1日時点)をみ

ると、東京、大阪、名古屋の三大都市圏では、商業地、住宅地ともに、上昇テンポが大幅に鈍化した（図表 23）。特に、東京都区部では、半年前と比較すると、住宅地、商業地ともに下落に転じた⁸。地方圏では、商業地、住宅地ともに、下落が続いた。

2. 2008 年度下期～2010 年度の経済・物価の見通し

（経済・物価見通し）

2008 年度下期以降のわが国経済を展望すると、……。すなわち、輸出と国内民間需要がともに弱めに推移するもとで、鉱工業生産は減少傾向を続けるとみられる。ただし、現時点において設備・雇用・債務面での過剰は小さいことから、①海外経済成長が減速するとは言え新興国や資源国は総じて高い成長率を保つこと、②国際商品市況の反落を受けて交易条件の改善が着実に進むこと、を前提にすれば、1997～1998 年（第 12 循環の景気後退局面）や 2001 年（第 13 循環の景気後退局面）のような大規模な調整には至らないと考えられる（図表 1 (3)を参照）。

2009 年度半ば頃からは、①国際金融資本市場や米欧の金融システムが安定化に向かい、海外経済が減速局面を脱していくこと、②国際商品市況が総じて安定的に推移すること、の 2 点を前提とすれば、輸出と国内民間需要がともに回復基調を取り戻し、……。

2010 年度については、①海外経済が高めの成長を取り戻すこと、②国際商品市況が上昇するとしてもそのテンポは緩やかなものとどまること、の 2 点を前提とすれば、輸出・生産を起点とした前向きの循環メカニズムが再び明確になり、金融緩和効果も強まっていくと考えられる。また、停滞局面の間に労働や設備の稼働水準がいったん低下し、それらを無理なく

⁸ 地価公示および都道府県地価調査の共通地点における半期ベースの比較。

引き上げる余地が生まれていくことを考えると、2010年度は、・・・・・・。

以上の見通しを年度ベースの実質GDP成長率で示すと、2008年度・・・・・・、2009年度・・・・・・、2010年度は・・・・・・となる。これを4月の展望レポートや7月の中間評価の見通しと比較すると、2008年度、2009年度は、・・・・・・。

先行きの物価を取り巻く環境をみると、2009年度半ば頃までは、・・・・・・と考えられる。その後は、2010年度にかけて、・・・・・・。ユニット・レーバー・コスト（実質GDP1単位当たりの人件費）は（図表24）、2008年度に・・・・・・、2010年度にかけては、・・・・・・。この間、エネルギーや食料品など、購入頻度の高い品目の価格が上昇していることなどから、民間経済主体の短期的なインフレ予想は、足もとでは高くなっていると考えられる（図表25）。もともと、長期金利の動向等からみて、中長期的なインフレ予想は落ち着きを維持しているとみられ、輸入物価上昇の転嫁分を超えるような物価上昇という二次的効果は生じていない。

以上を踏まえると、2008年夏にかけての国際商品市況の大幅な上昇とその後の反落がインフレ率を振幅させるが、基調的なインフレ圧力は低いまま推移すると考えられる。世界経済が高めの成長を回復したあとも、国際商品市況の上昇が緩やかなものにとどまるとの前提のもとで、国内企業物価の前年比は、2008年度・・・・・・、2009年度、2010年度は・・・・・・と予想される。また、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、2008年度・・・・・・、2009年度は・・・・・・、2010年度は・・・・・・になると予想される。こうした国内企業物価、消費者物価の見通しを、4月の展望レポート時点と比較すると、夏までの国際商品市況の大幅な上昇とその後の反落を主因に、2008年度は・・・・・・、2009年度は・・・・・・。7月の中間評価時点との比較では、2008年度は・・・・・・、2009年度は、・・・・・・

となる。

(輸出入を取り巻く環境)

過去数年間、中国をはじめとする新興国や資源国の力強い景気拡大などを背景に、わが国が直面する海外経済の成長率は5%ないしそれを幾分上回るペースで推移した(図表 26)。最近は、米欧では成長の減速が明確化しているが、新興国や資源国では幾分減速しつつも総じて高い成長が続いていることから、海外経済全体としては、1998年や2001年のような急減速とはなっていない。今回の見通しでは、先行きの海外経済について、①2009年度半ば頃までは、減速局面が続くが、それでも新興国では高めの成長が維持される、②その後は、減速局面を脱し次第に成長率を高めていく、という見方を前提にしている。ただし、2004年から2007年までのような高い成長率は、過度に緩和的な金融環境に刺激されていた面もあることや、原油等の資源の需給逼迫を伴うものであったことを踏まえると、持続可能なペースを超えていたと考えられる。2010年度までを展望すると、海外経済は持続可能な成長経路に復していくと考えられるが、その水準は、再び5%まで達するとは想定しにくい。このような海外経済の見方を前提とすれば、わが国の輸出は、2009年度半ば頃までは、為替円高の影響もあって弱めで推移し、その後は、海外経済成長の回復とともに、2007年度までよりは緩やかながら、増勢を取り戻していくと考えられる。

こうした先行きのシナリオについては、大きな不確実性が存在している。2007年夏に米国サブプライム住宅ローン問題が表面化して以降、証券化商品価格の大幅な下落や実体経済の悪化に伴う不良債権の増加などを背景に、米欧金融機関の損失拡大が続いている。このため、米欧金融機関の貸出姿勢が厳格化するとともに、金融資本市場においては、流動性が逼迫する中で、各種の信用スプレッドが拡大するなど緊張が著しく強まっている。

今後、金融資本市場の緊張が更に強まる場合には、金融機関や投資家のリスクテイク能力が低下する結果、金融環境が更にタイト化し、金融・実体経済の負の相乗作用が強まることによって、米欧の景気は下振れる可能性がある。その影響は、貿易取引の停滞やリスクマネーの極端な収縮を通じて、アジアを含めた他地域に波及し、世界経済全体としてもかなりの下振れとなるリスクがある。その場合には、わが国経済にも、①輸出、生産、設備投資の下振れを主因に調整が深まる、②国際商品市況の一段の下落により消費者物価が下押しされる、などのかたちで影響が及ぶと考えられる。また、各国政府や中央銀行の各種対策等によって、金融資本市場の緊張が緩和された後も、金融機関や投資家のリスクテイク姿勢が変化した影響は、残存する可能性も大きい。

一方、米欧金融システム健全化への見込みが早期に立つ場合などには、米欧経済の持ち直しが早まることや、新興国や資源国の成長モメンタムが強まることを通じて、海外経済が上振れる可能性もある。ただし、その場合は、省エネ・省資源の対応が世界規模で十分進まない限り、国際商品市況の騰勢が再び強まるリスクがある⁹。すなわち、世界経済は一時的に上振れても、グローバル・インフレの圧力が高まることによって、結局その後の成長が制約される可能性がある。わが国経済に即してみると、純輸出等を通じるプラス面よりも交易損失のマイナス面が上回り、企業や家計の支出行動が抑制される可能性がある。この間、輸入は、弱めの動きが続いている。これには、国内需要の弱さに加えて、国際商品市況高等を背景に、企業が輸入原単位の改善（1単位の生産に必要な輸入原材料の削減）に努めていることなどが影響している（図表 28）。そうした企業行動は、やや

⁹ 国際商品市況は、世界経済の成長に対して、若干遅行しつつ総じて高い相関を持ちながら変動している（図表 27）。

長い目でみた「新価格体系」への適応という構造的な側面が大きいとみられるため、今後しばらくの間は、輸入が伸びにくい状況が続く可能性が高い。このことは、実質GDP成長率を下支えする方向に作用すると考えられる。

(企業の収益環境と支出行動)

マクロの所得形成をみると、前述の通り、このところ、交易損失の拡大に伴い、実質GDIや実質GNIが前年比マイナスとなっている。そうしたもとで、企業部門では、収益の減少が明確になってきている。9月短観の事業計画で経常利益をみると（前掲図表3）、2008年度は、全産業・全規模ベースで2年連続の減益見通しとなっており、2007年度まで増益を維持していた大企業でも減益に転じる見込みである。こうした収益の弱さは、大幅なエネルギー・原材料価格高による面が大きい。

ただし、収益の水準には、大企業と中小企業で大きな違いがある。すなわち、大企業は、2002年以降の景気回復の中で、固定費や変動費比率を抑制して損益分岐点の伸びを高めないようにしつつ、売上の拡大を実現してきたため、2006～07年度の収益は歴史的にみて非常に高い水準となっていた（図表29）¹⁰。一方、中小企業は、景気回復期に収益水準がさほど高まらないまま、足もとの減益局面を迎えているため、大企業以上に厳しい状況にある。

今後の企業収益を展望すると、2009年度前半にかけては、・・・と予想される。その後は、交易条件面からのプラス効果は薄れていくが、輸出・生産の増加が次第にはっきりしていくことによって、収益も回復していくと考えられる。

¹⁰ 損益分岐点売上高比率が低いことは、売上高対比でみた収益水準が高いことを意味する。

設備投資についてみると、企業収益が減少傾向をたどり、輸出の先行きに関する不透明感も高まる中で、中小企業のみならず、大企業においても、設備投資を見合わせる動きが一部に出てきている。当面、そうした動きが続く中で、設備投資は弱めに推移するとみられる。ただし、新興国を中心とする世界需要の中期的な成長に関して、企業の期待が基本的には維持されていくことを前提とすれば、大企業を中心に戦略的な投資が底堅く推移し、設備投資全体としても大きな落ち込みは回避されと考えられる。企業の財務体質が全体としては健全であることや（図表 30）、資源価格高に対応して省エネ・省資源を目的とした投資が進むとみられることも（図表 31(1)）、設備投資の落ち込みを和らげる要因になると考えられる。資本ストック循環図をみても（図表 32）、これまでの設備投資は、1%台半ばの期待成長率と整合的な水準を超えない範囲で行われてきており、現時点で過大な資本ストックは積み上がっていないと考えられる。

2010 年度までを展望すると、既に述べた海外経済や国際商品市況の前提のもとでは、金融緩和の効果も次第に強まると予想されるため、設備投資の伸び率は次第に回復すると考えられる。ただし、2008～09 年度の落ち込みが限定的であるとすれば、2010 年度の設備投資については、2003～2006 年度のような高い伸びとなる蓋然性も低い¹¹。

設備投資を巡る不確実性については、当面は、海外経済に起因する下振れリスクに最も注意が必要である。海外経済の下振れが、グローバル需要に対する企業の中期的な成長期待を低下させるような場合には、資本ストックの過剰感も高まり、設備投資が大幅に調整されるリスクがある。一方、

¹¹ 2003～2006 年度は、その直前の設備投資がきわめて低い水準まで落ち込んでいたため、潜在成長率と整合的な投資水準を回復するだけでも、高い伸び率が実現されていく局面にあった。

2010 年度までを展望すると、海外経済の立ち直りが早い場合には、金融緩和の効果と相まって、設備投資が上振れていく可能性もある。

(雇用・所得環境と家計の支出行動)

雇用面についてみると、労働力調査の雇用者数の前年比は、本年入り後、概ねゼロ%近傍で推移している(図表 33(1))。毎月勤労統計の常用労働者数の前年比も、昨年末頃をピークに、伸び率が低下している。雇用者数に一人当たり労働時間を乗じた労働投入量は、所定外労働時間の減少などを反映して、前年比マイナスとなっている(図表 34(1))。

当面は、景気の停滞局面が続くことを反映して、生産の減少と軌を一にしつつ、雇用者数は弱めに推移し、労働需給も緩和方向の動きとなる可能性が高い。非正規雇用比率が上昇している分、労働投入量は経済の変動を速やかに反映して動きやすくなっている可能性があり、実際、雇用者数と実質 GDP の時差相関を計測すると、以前よりも同時相関が強まっている(図表 34(2))¹²。一方で、現時点で雇用過剰感はさほど高まっていないことから、企業の中期的な成長期待が崩れない限り、大幅な雇用調整には至らないとみられる。2010 年度までを展望すると、生産年齢人口(15 歳以上 65 歳未満)が前年比 1%程度の減少を続ける一方、雇用者数の増加率は回復に転じていくと予想されるため、労働需給は再び改善へ向かうと考えられる。

一人当たり名目賃金は、経済活動の弱さや企業収益の減少等を背景に、前年比ごく僅かなプラスにとどまっている(図表 33(2)(3))。先行きも、当面、収益環境の厳しさや労働需給の緩和が続くとみられることから、賃

¹² ただし、1980~1990 年代には、時短の局面や、バブル期のように変動の大きな局面が含まれているため、それらを、大幅かつ長期の景気後退期を含まない 2000 年以降の時期と単純に比較してよいかどうかは、議論の余地がある。

金は引き続き伸び悩む可能性が高い。2010 年度までを展望すると、上述の通り労働需給は改善に向かうが、経済全体の需給バランス……。そうしたもとで、企業による賃金抑制圧力が、幾分減衰しつつも作用し続けるとみられるため、賃金の伸びはさほど高まらなないと考えられる。

個人消費をみると、雇用者所得がほとんど増加していない一方、消費者物価は上昇しているため、弱めの動きとなっている。当面、物価上昇に伴う実質可処分所得の減少が続くもとで、個人消費は伸び悩むとみられる。ただし、大幅な雇用調整が避けられ、家計の恒常所得——中期的な期待所得——がそれほど低下しないとすれば、実質所得の減少ほどには個人消費は落ち込まず、結果的に消費性向はトレンドを一時的に上回って上昇する可能性が高い（図表 35(1)）。その後は、まず物価上昇率が低下し、ついで 2009 年度中には雇用者所得が増加基調に復していくと予想されるため、個人消費は次第に持ち直していく可能性が高い。もっとも、2008 年度にいったん消費性向の上昇テンポが速まれば、その後は反動が生じ、2009～2010 年度においても、個人消費の回復ペースはごく緩やかなものにとどまると考えられる。

なお、消費者マインドは、このところ大幅に悪化している。過去の局面を振り返ってみると、1997～1998 年と 2001 年には、ほぼ同じように消費者マインドが悪化した。実際の個人消費は、前者では落ち込む一方、後者では底堅く推移した（図表 35(2)）。両者の違いは、耐久財において最もはっきりとみられた。これは、前者の局面では、金融システム不安の高まりが家計の恒常所得を下振れさせた一方、後者の局面では、恒常所得のさらなる低下には至らなかったとみられる中で、値頃感のある商品の投入が消費者の購買意欲を刺激したため、と考えられる。今回の局面では、これらの点について、①消費者マインドの悪化は物価高を反映している側面が

大きく、恒常所得の下振れによる面は小さい、②デジタル家電が新製品投入や価格低下などによる需要喚起力を保ち続ける、と考えられる。そうであるとする、個人消費は、マインド指標が示すほどには悪化しない可能性が高い。ただし、この点については不確実性も大きい、十分な注意が必要である。

住宅投資は、マンション価格の上昇、家計所得の伸び悩み、地価の先安観、などを背景に、今後、弱含みで推移する可能性が高い（図表 36）。ただし、ライフスタイルの多様化に伴う世帯数の増加や、地方から都市への人口流入などの要因が、住宅の潜在需要を下支えしている。先行きも、こうした潜在需要に大きな変化がないとすれば、家計の恒常所得が下振れない限り、住宅投資の大幅な落ち込みは回避されることが考えられる。2010 年度にかけては、雇用・所得環境が徐々に好転するほか、価格面の調整が進むもとで、低金利の効果も強まってくると予想される。そうした状況を背景に、潜在需要が刺激され、住宅投資は緩やかな増加に転じていくと想定される。

（物価変動を取り巻く環境）

最近の消費者物価の動きをみると、厳しい競争環境から小売段階での値上げ抑制スタンスが根強い中であっても、メーカー段階での値上げの動きを受けて、価格引き上げの動きが拡がっている（図表 37、38）¹³。こうした動きを反映して、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は2%を超える水準までプラス幅を拡大した。ただし、内訳をみると、上昇はエネルギーや食料品を除いても、確認できる。

¹³ 消費者物価指数（除く生鮮食品）を構成する 521 品目について、上昇／下落品目の数を確認すると、2006 年 8 月以降は、価格上昇品目の割合が価格下落品目の割合を上回っており、足もと 2008 年 8 月はその差が 27.4%ポイントまで拡大している（上昇品目の割合 58.3%、下落品目 30.9%）。こうした傾向は、このところ大幅に上昇しているエネルギーや食料品を除いても、確認できる。

ギー（石油製品、電気・ガス代）や食料品（食料工業製品、農水畜産物、
外食）で目立っており、それ以外の分野での価格上昇が総じて小幅なもの
にとどまっている点に、大きな変化はみられていない。エネルギーや食料
品の価格上昇には、①コスト上昇がとりわけ大きいことのほか、②生活必
需品であり需要の価格弾性値が低いことも、影響しているとみられる。ち
なみに、消費者物価指数の動きを品目特性別にみると、生活必需品と考え
られる基礎的支出項目の上昇が目立つ一方、選択的支出項目の上昇はごく
緩やかである（図表 39）。この点は、購入頻度の高い品目の上昇が大きい
一方、耐久消費財など購入頻度の低い品目の上昇は小さい点からも、確認
される。なお、このように購入頻度の高い品目で上昇が目立っていること
は、消費者のインフレ実感を物価指数の上昇率以上に高めている可能性が
ある。

先行きの消費者物価指数（除く生鮮食品）を展望すると、2008 年夏の 2 %
台半ばをピークに徐々に低下していくが、2008 年度下期中は、2008 年夏
までの国際商品市況高の影響が残ることから、……。2009 年度入り
後は、石油製品が押し下げに転じ、食料品価格の押し上げも緩やかになる
うえ、経済全体の需給バランスの緩和や個人消費の伸び悩みのもと
で、……（図表 40）。2010 年度については、海外経済が成長率を高め
るもとで、国際商品市況が緩やかな上昇に転じて、中期的なインフレ予
想が安定的に推移すると見込まれる中、……。その結果、年度ベー
スの前年比は、2008 年度に……、2009 年度は……、2010 年
度は……となる見通しである。

こうした見通しについては、実体経済活動の動向に応じて、上振れ・下
振れ両方向の不確実性がある。世界経済の下振れが顕現化する場合には、
一次産品価格も下落し、消費者物価の前年比がマイナスに転じる可能性が

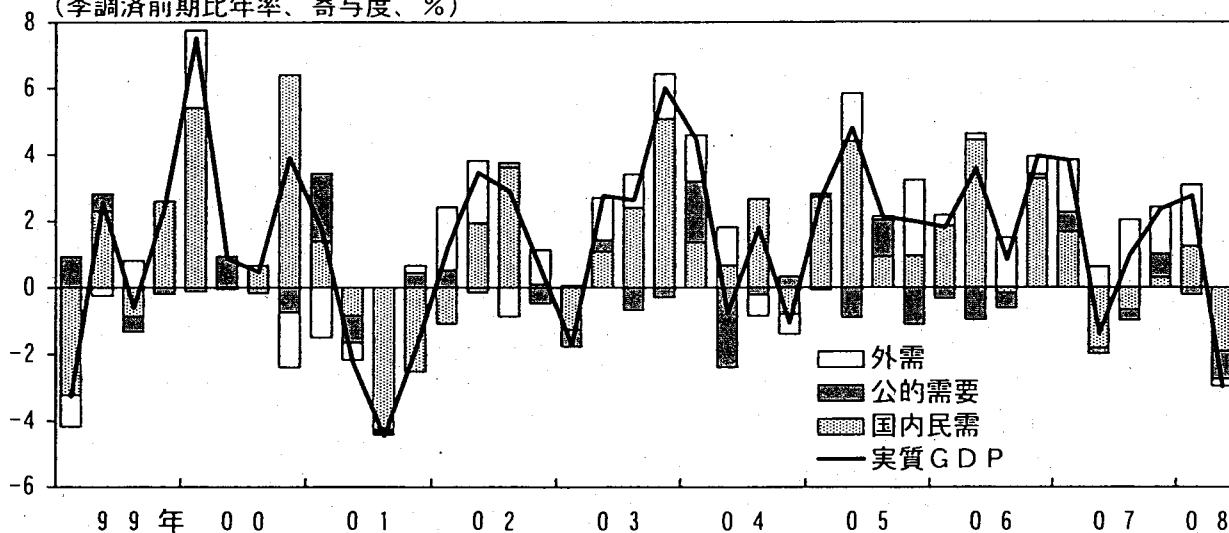
ある。物価を巡る固有の上振れ・下振れ要因としては、①小売・流通等のコスト抑制努力により、食料品等の価格上昇が想定ほど進まない可能性、逆に、②コストプッシュ型の物価上昇が二次的効果を通じて基調的なインフレ圧力上昇に繋がる可能性、などが考えられる。このうち後者について、現時点で基調的なインフレ圧力の上昇に繋がる兆候はみられないが、家計のインフレ予想や企業の価格設定行動には引き続き注意が必要である。また、世界経済の上振れ・下振れリスクが顕在化しない場合でも、原油をはじめとする一次産品の価格は、供給面の状況や資源効率の改善の程度などにより、上下両方向に大きく振れるリスクがある。

以 上

実質GDPと景気動向指数

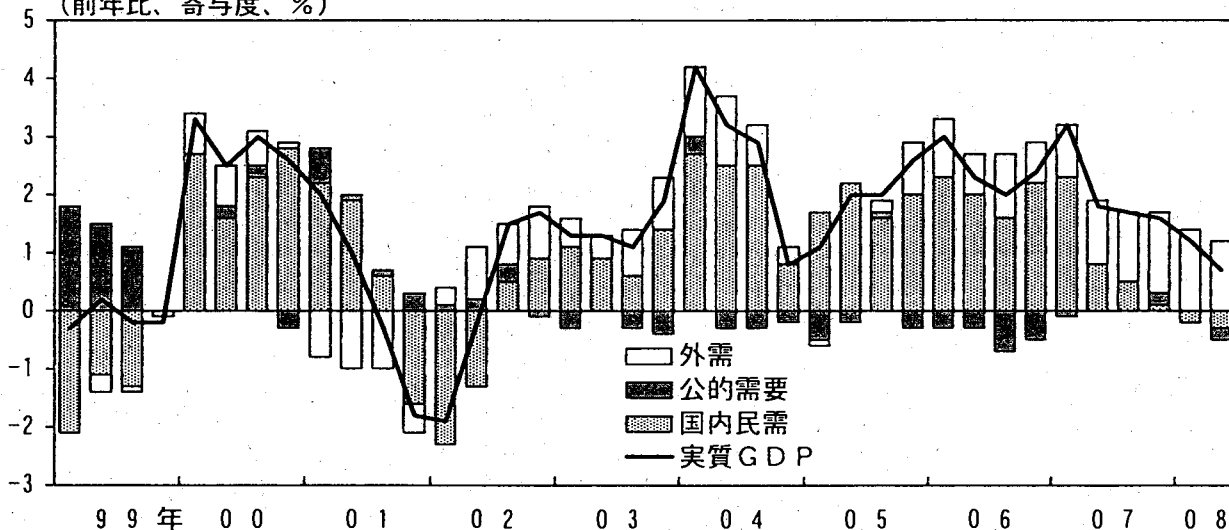
(1) 実質GDP (前期比)

(季調済前期比年率、寄与度、%)



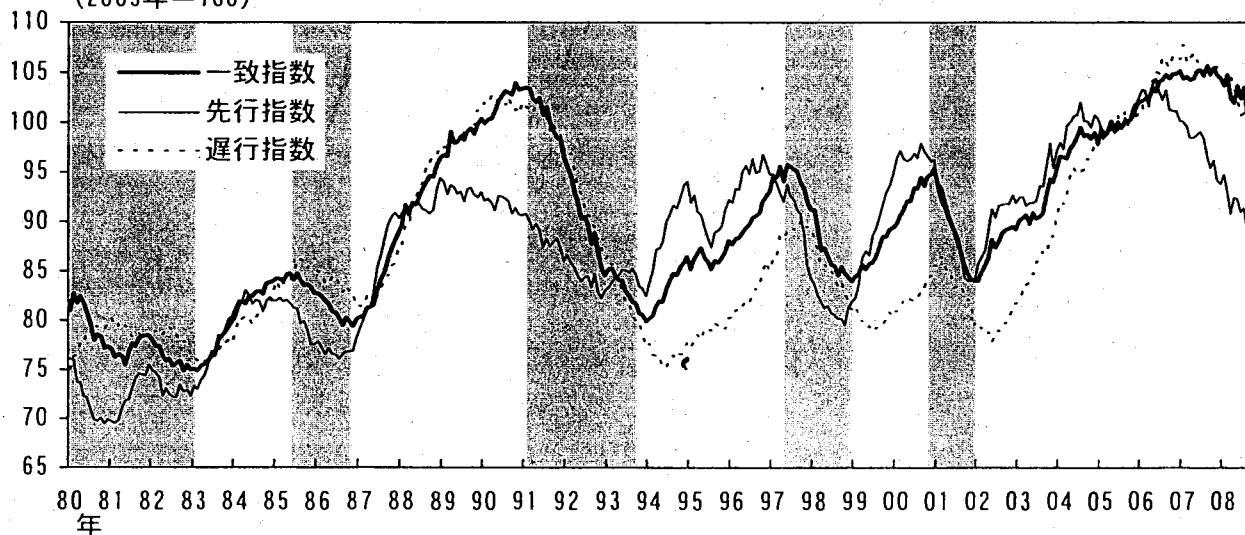
(2) 実質GDP (前年比)

(前年比、寄与度、%)



(3) 景気動向指数 (CI)

(2005年=100)



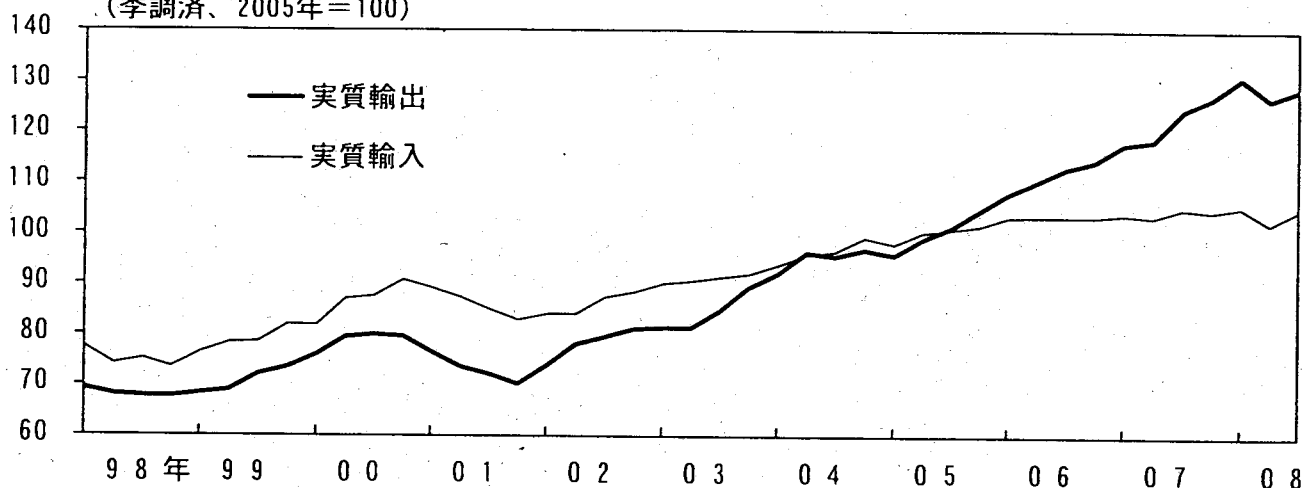
(注) シャドー部分は景気後退局面。

(資料) 内閣府「国民経済計算」「景気動向指数」

輸出入

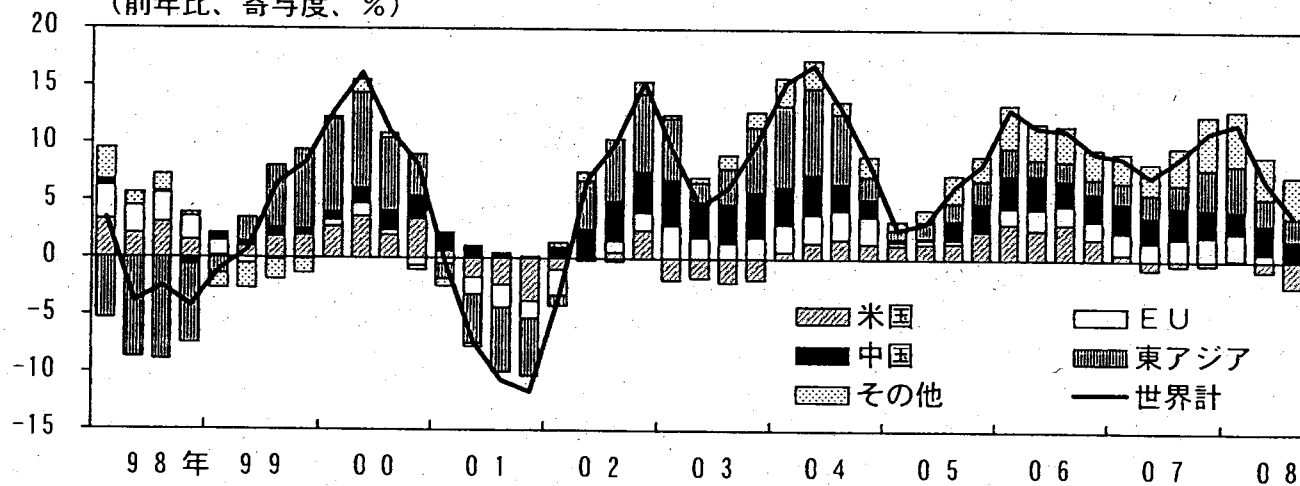
(1) 実質輸出入

(季調済、2005年=100)



(2) 実質輸出の地域別内訳

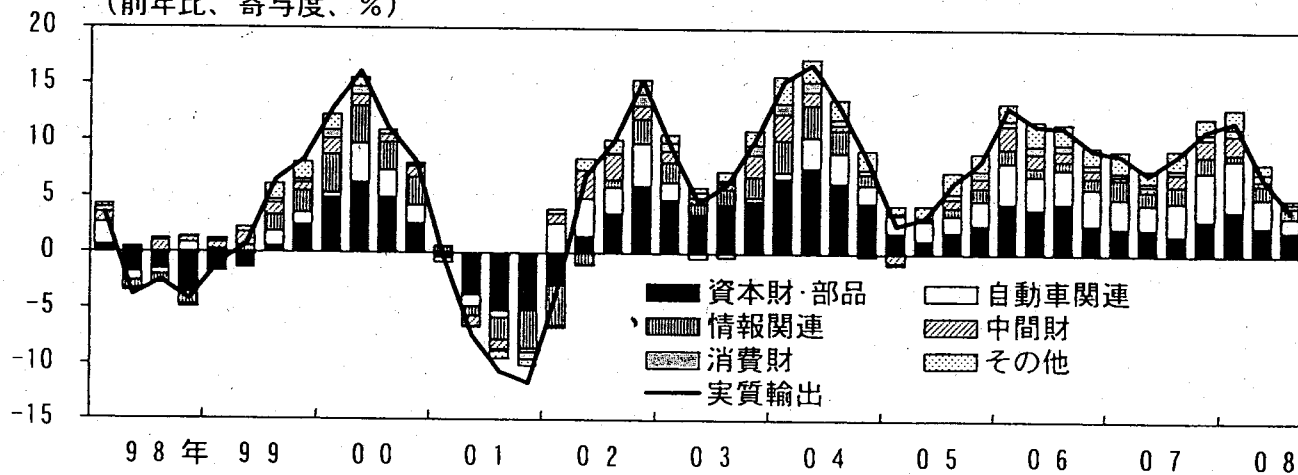
(前年比、寄与度、%)



(注) 東アジアはNIEsとASEAN4の合計。

(3) 実質輸出の財別内訳

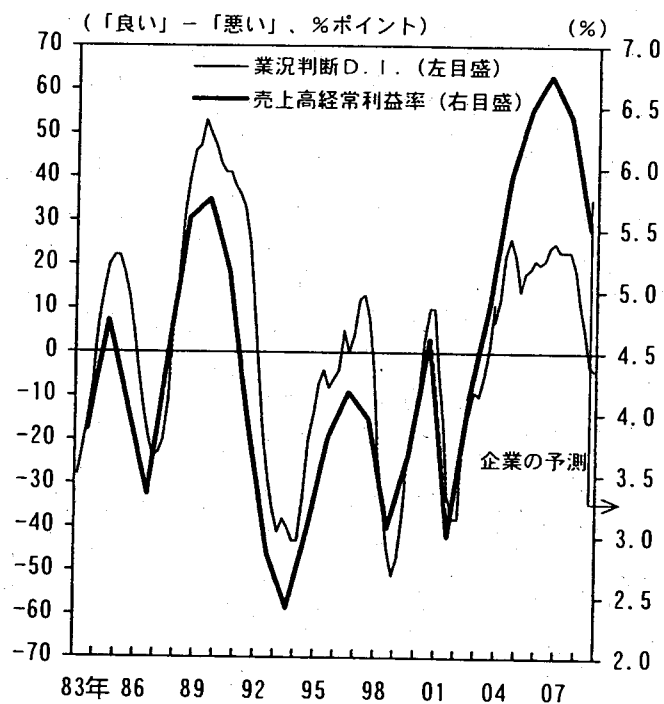
(前年比、寄与度、%)



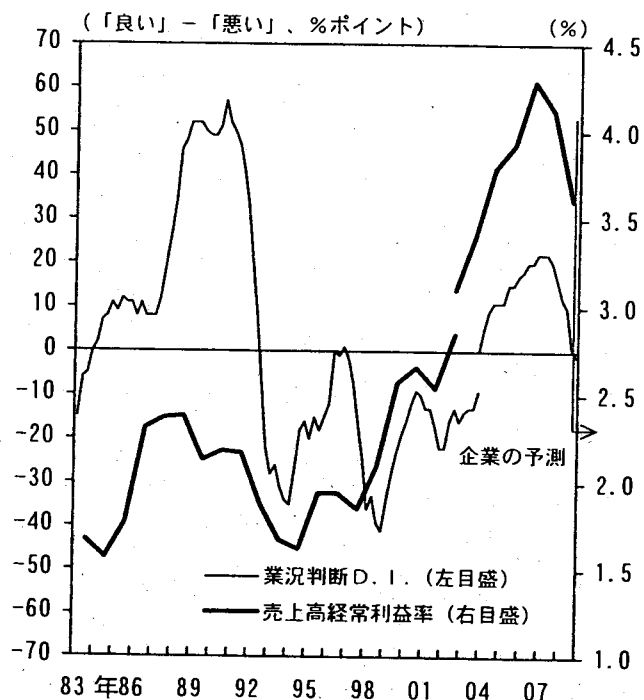
(資料) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」

企業収益

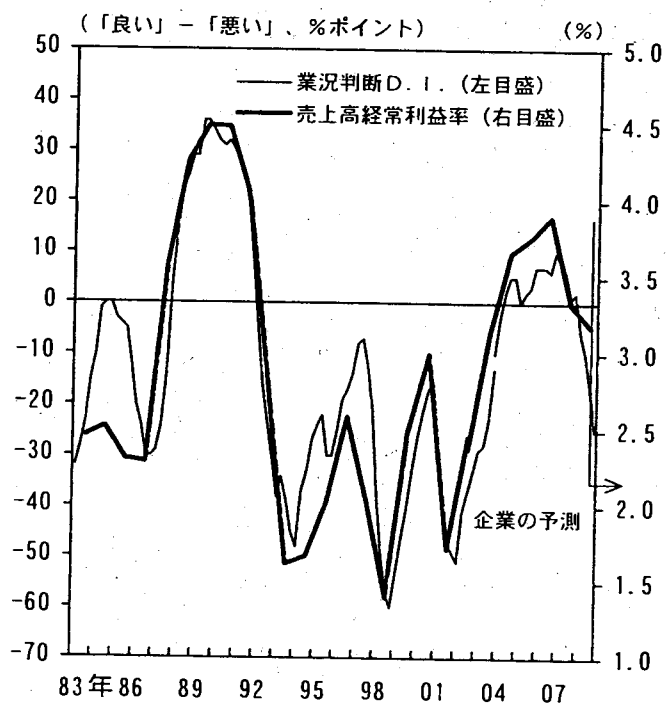
(1) 製造業大企業



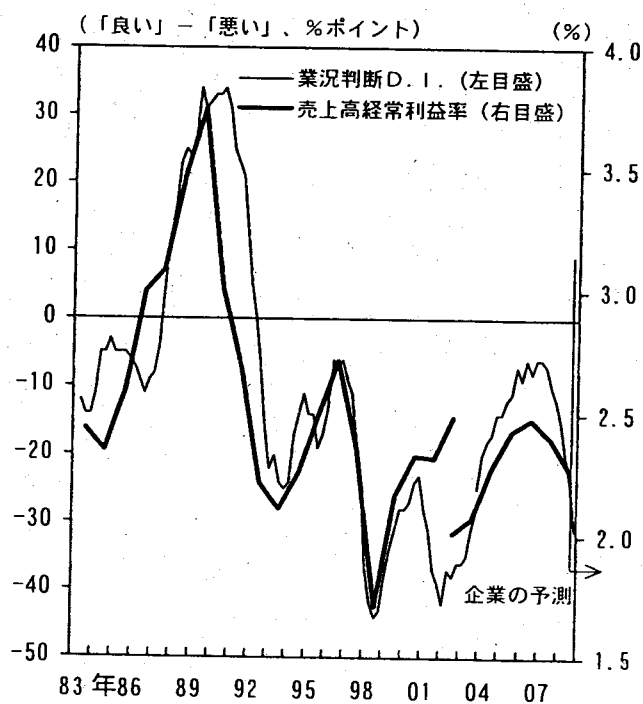
(2) 非製造業大企業



(3) 製造業中小企業



(4) 非製造業中小企業



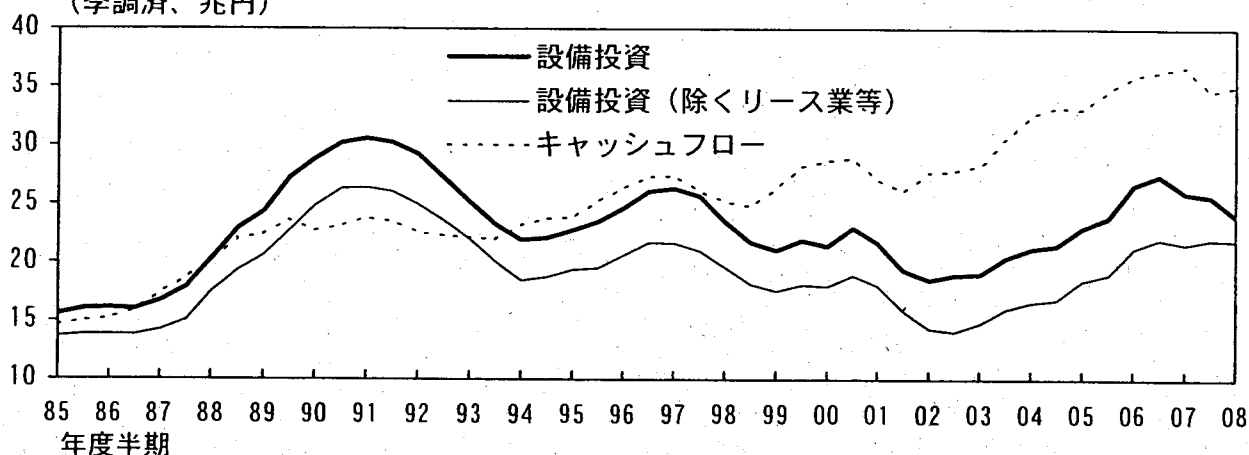
- (注) 1. 売上高経常利益率は、年度計数 (3Qにプロット)。2008年度は9月調査時点の計画値。
2. 短観は、2004/3月調査において、調査対象企業の拡充を含む幅広い見直しを実施したため、計数に不連続が生じている。新ベースの計数は、業況判断D.I. については2003/12月調査以降、売上高経常利益率については2002年度以降。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

設備投資

(1) 設備投資とキャッシュフロー (法人季報)

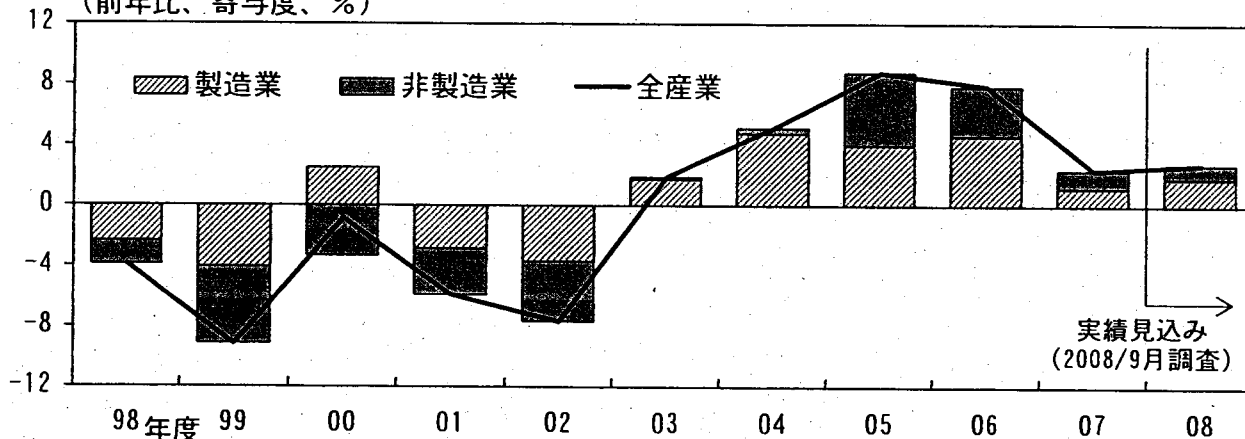
(季調済、兆円)



- (注) 1. 金融業・保険業を除く全産業全規模。キャッシュフロー＝減価償却費＋経常利益／2。
 2. 設備投資(除くリース業等)は、2004/2Q以降はリース業、その他の物品賃貸業、広告・その他の事業サービス業を、2004/1Q以前は事業所サービス業を除いて作成した系列。
 3. 2008年度上半期については、2008/3Qの前年比を2008/2Qと同じと仮定して計算した。

(2) 設備投資計画 (短観・全規模)

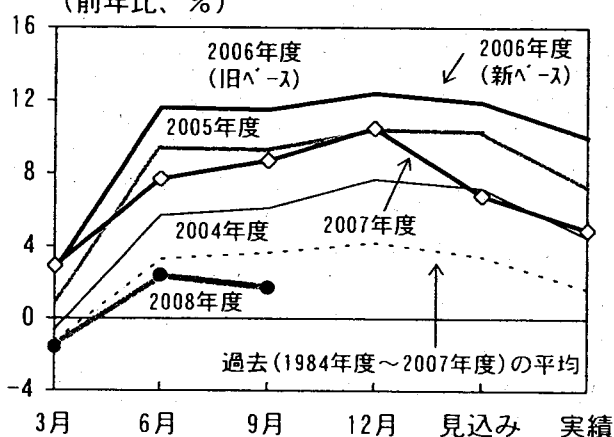
(前年比、寄与度、%)



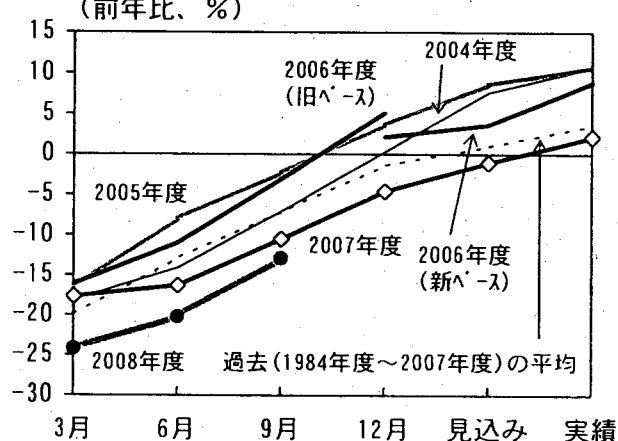
- (注) 2002年度までは土地を含み、ソフトウェアを除く。
 2003年度からは土地を除き、ソフトウェアを含む。

(3) 設備投資計画の修正状況 (短観・全産業)

<大企業> (前年比、%)



<中小企業> (前年比、%)



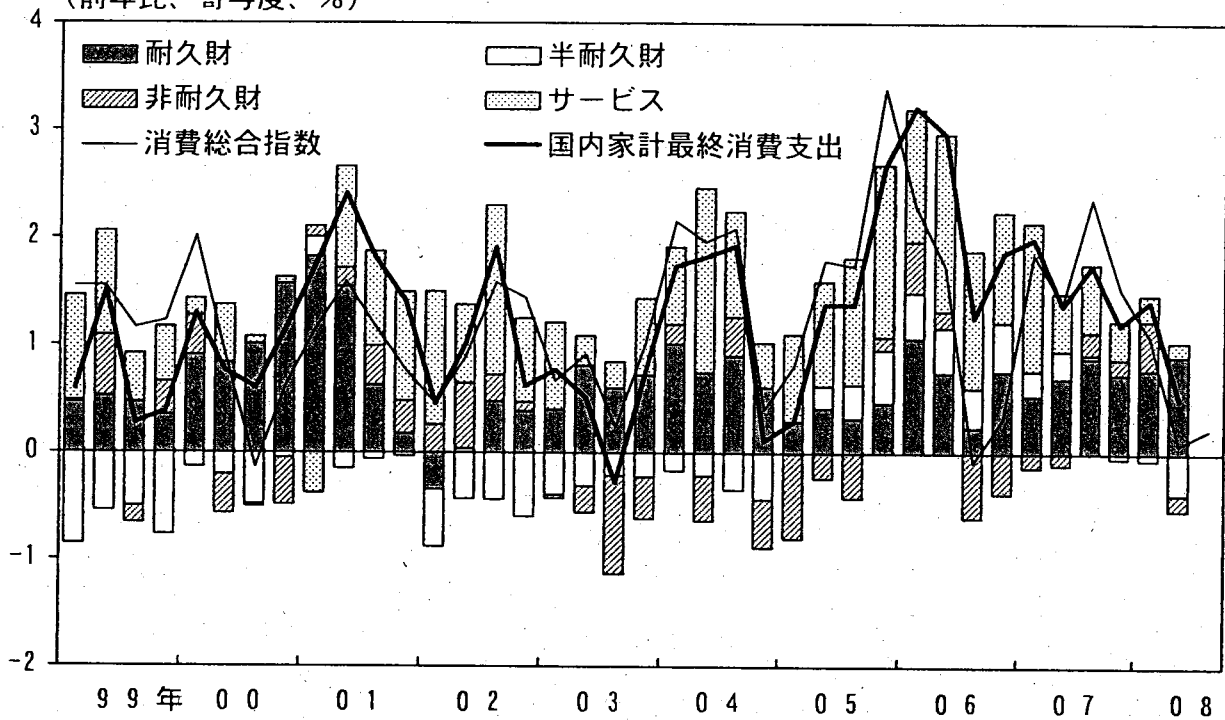
- (注) 土地を含み、ソフトウェアを除く。2007/3月調査では、定例の調査対象企業の見直しを行った。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

個人消費

(1) GDPベース・形態別消費（実質）

（前年比、寄与度、％）

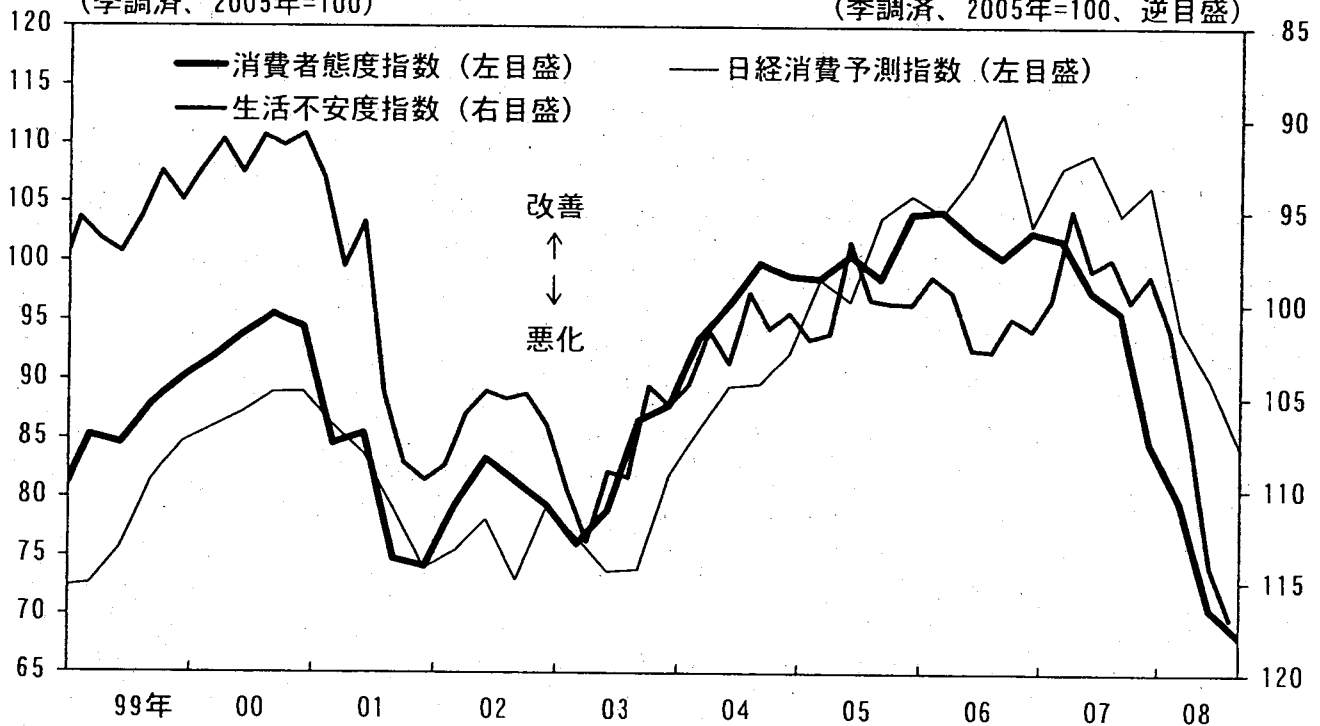


（注）消費総合指数の2008/3Qは、7～8月の前年同期比。

(2) 消費者コンフィデンス指標

（季調済、2005年=100）

（季調済、2005年=100、逆目盛）

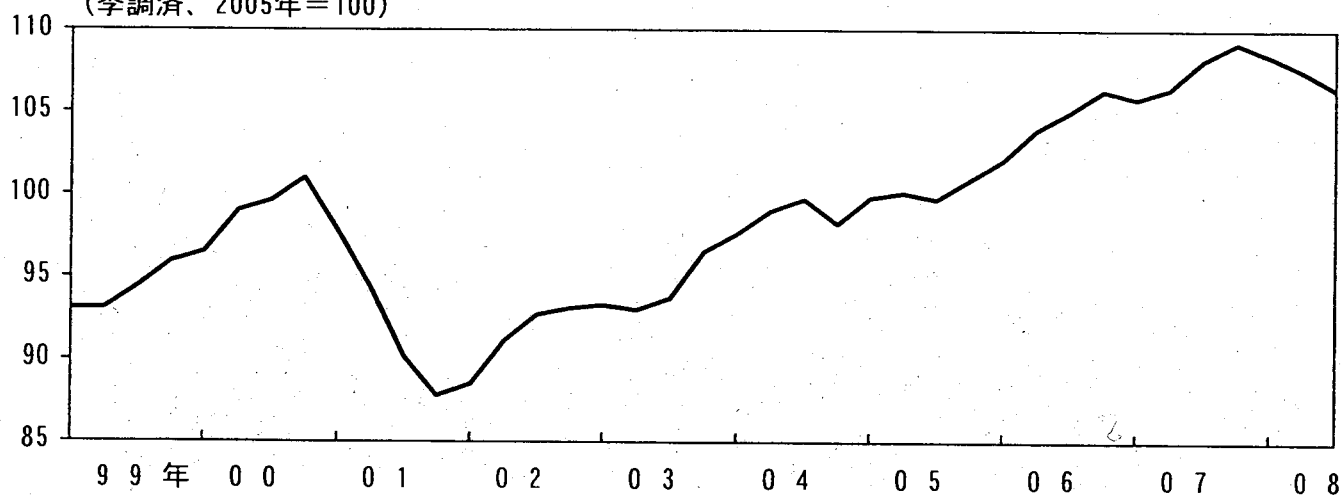


（資料）内閣府「国民経済計算」「消費動向調査」「消費総合指数」、日本経済新聞社「日経消費予測指数」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」

鉱工業生産

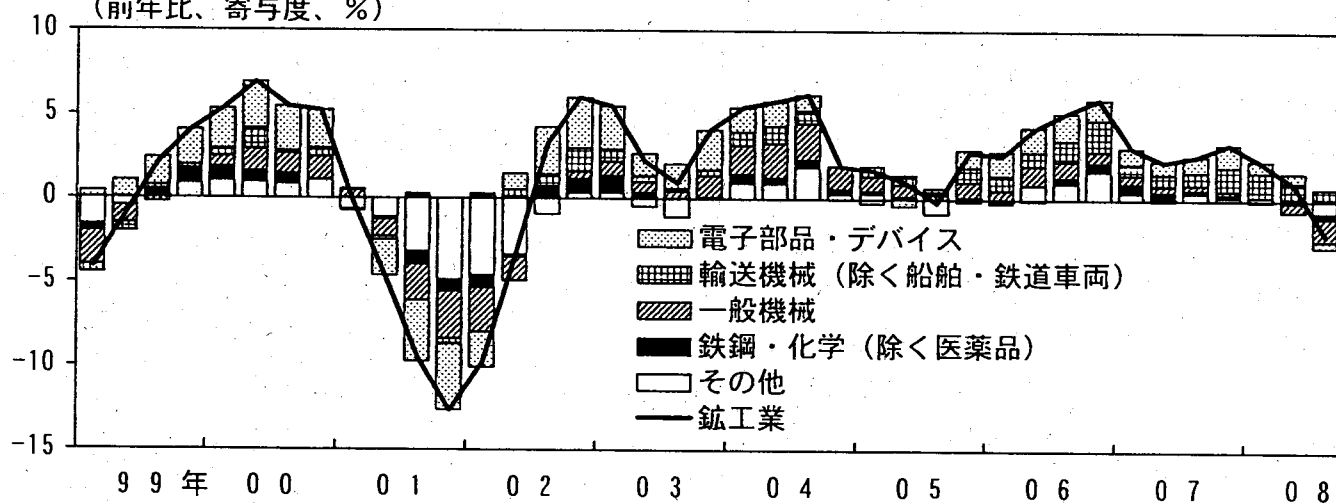
(1) 鉱工業生産

(季調済、2005年=100)



(2) 生産の業種別寄与度

(前年比、寄与度、%)

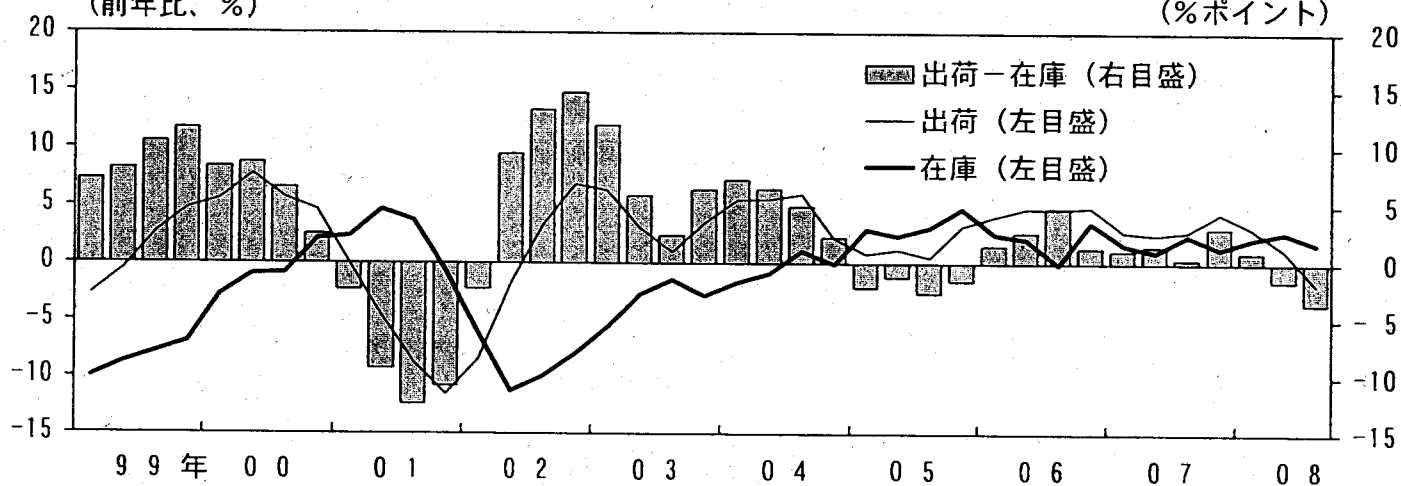


(注) 2003年以前は、2000年基準の指数を用いて算出。

(3) 出荷・在庫バランス（鉱工業）

(前年比、%)

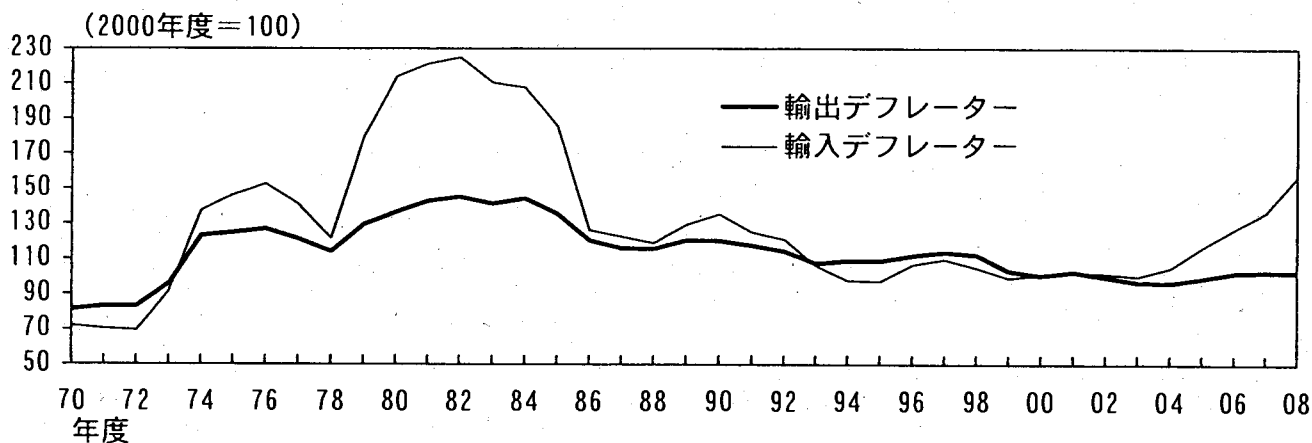
(%ポイント)



(資料) 経済産業省「鉱工業指数統計」

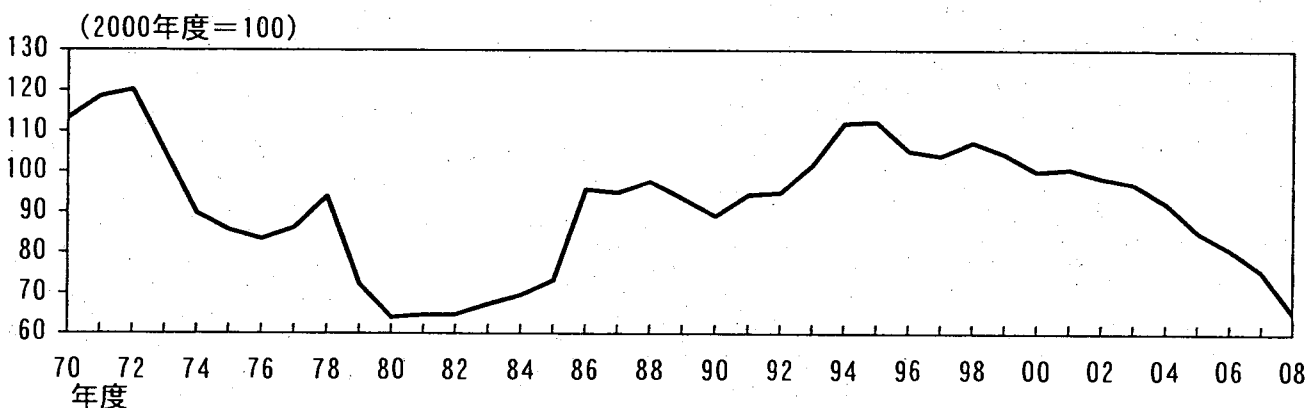
マクロの所得形成

(1) 輸出入価格

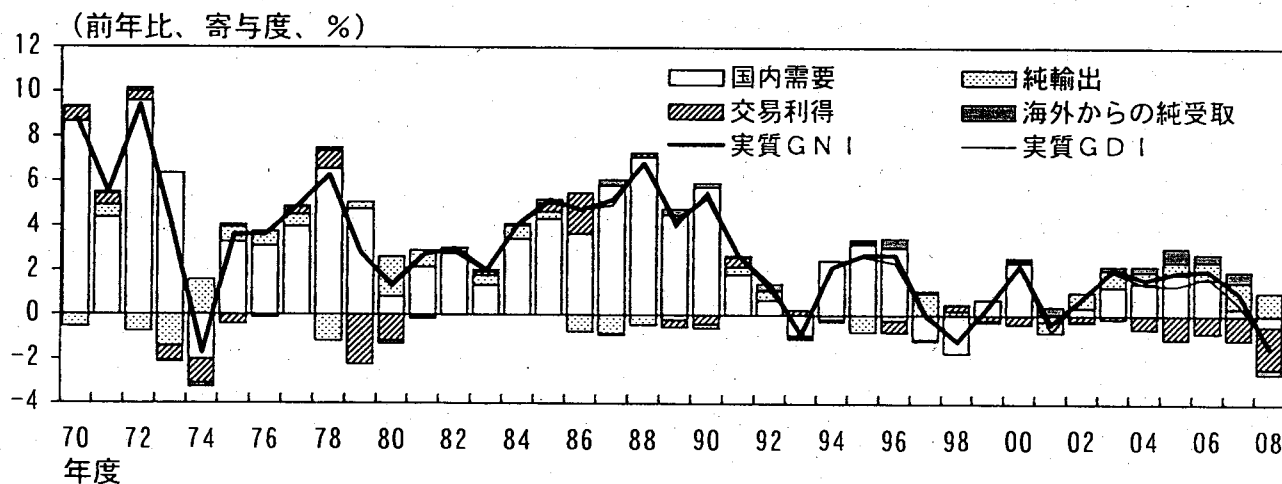


(注) SNAベース。2008年度は、2008/2Qと企業物価指数の前年比で延長した3Qの平均値
(下の(2)も同じ)。

(2) 交易条件指数 (輸出デフレーター/輸入デフレーター)



(3) 実質GDIと実質GNI



(注) 1. 2008年度は、2Qの前年同期比。内訳は実質GNIに対する寄与度。

2. 実質GDP=国内需要+純輸出

実質GDI=実質GDP+交易利得

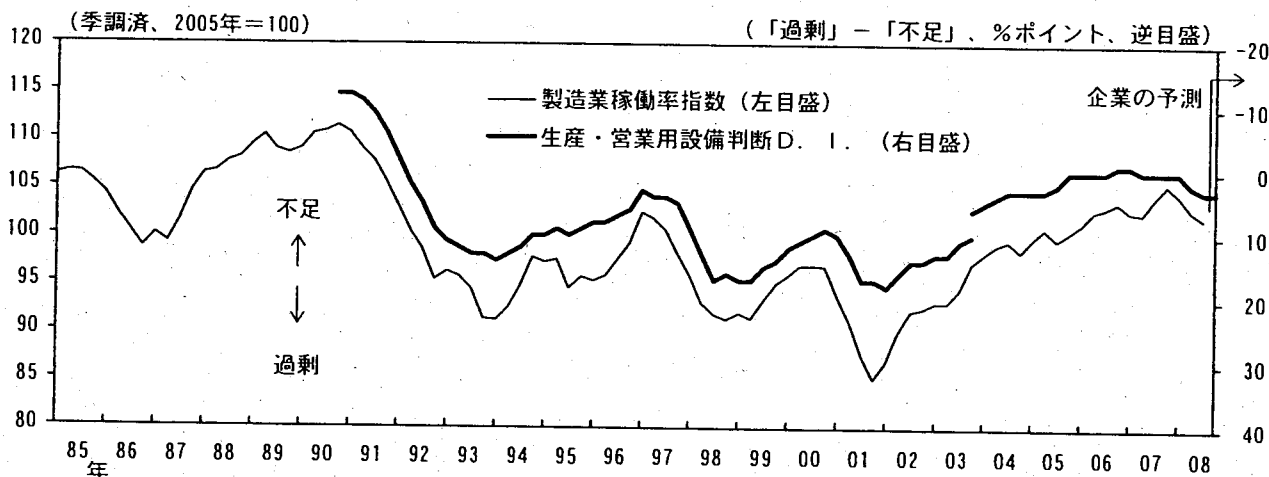
実質GNI=実質GDI+海外からの所得の純受取(利子・配当等)

=実質GDP+交易利得+海外からの所得の純受取(利子・配当等)

(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「企業物価指数」

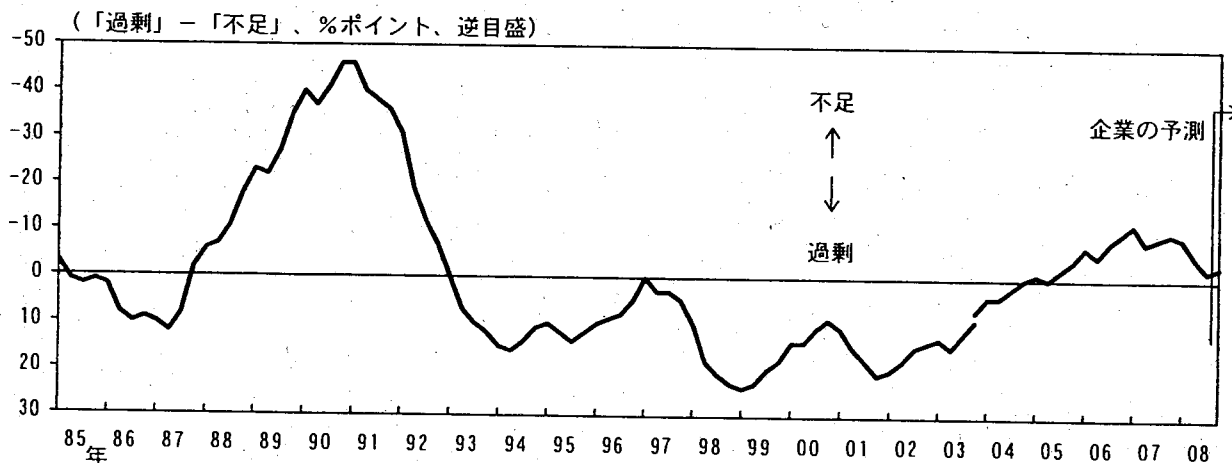
生産要素の稼働状況

(1) 生産・営業用設備判断D.I.と稼働率指数

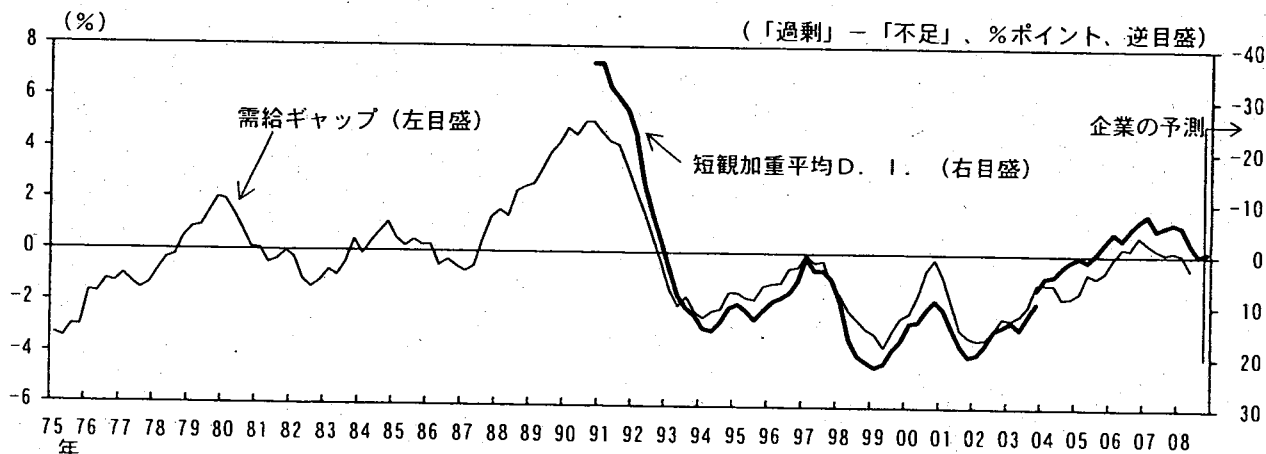


- (注) 1. 短観のD. I. は、全産業全規模。2004/3月調査より見直しを実施。
旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から (下の(2)、(3)も同じ)。
2. 製造業稼働率指数の2008/3Qは、7~8月の値。

(2) 雇用人員判断D.I.



(3) 短観加重平均D.I.と需給ギャップ



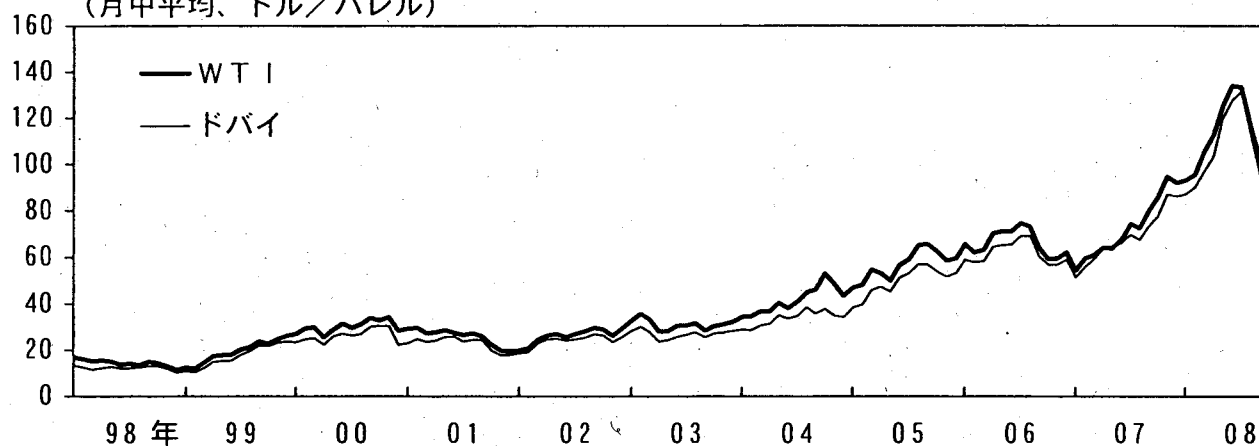
- (注) 生産・営業用設備判断D. I.と雇用人員判断D. I.を資本・労働分配率(1990~2006年度平均)で加重平均して算出。需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」等

商品市況

(1) 原油価格

(月中平均、ドル/バレル)

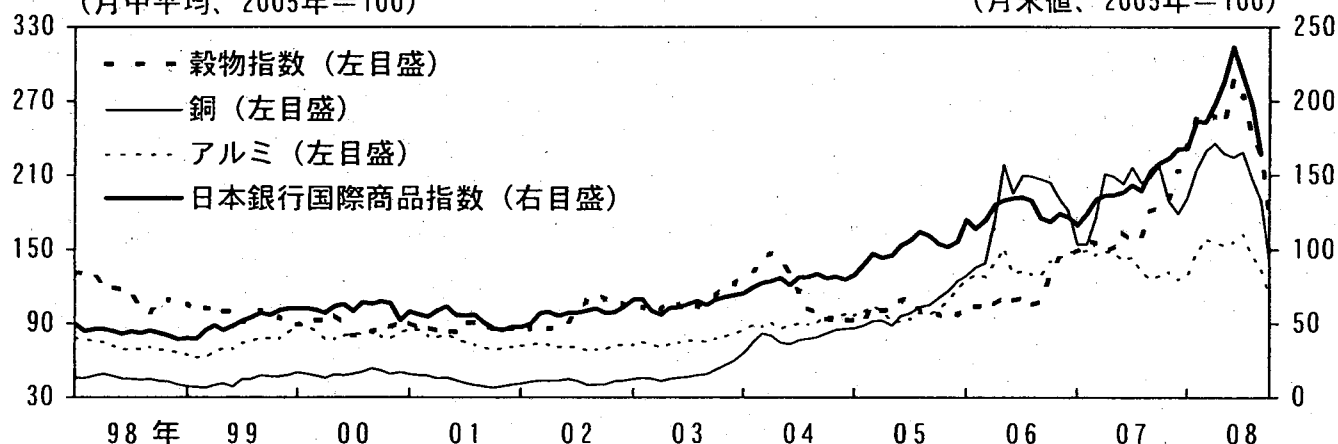


(注) 2008/10月の計数は、30日までの平均値。

(2) 国際商品市況

(月中平均、2005年=100)

(月末値、2005年=100)

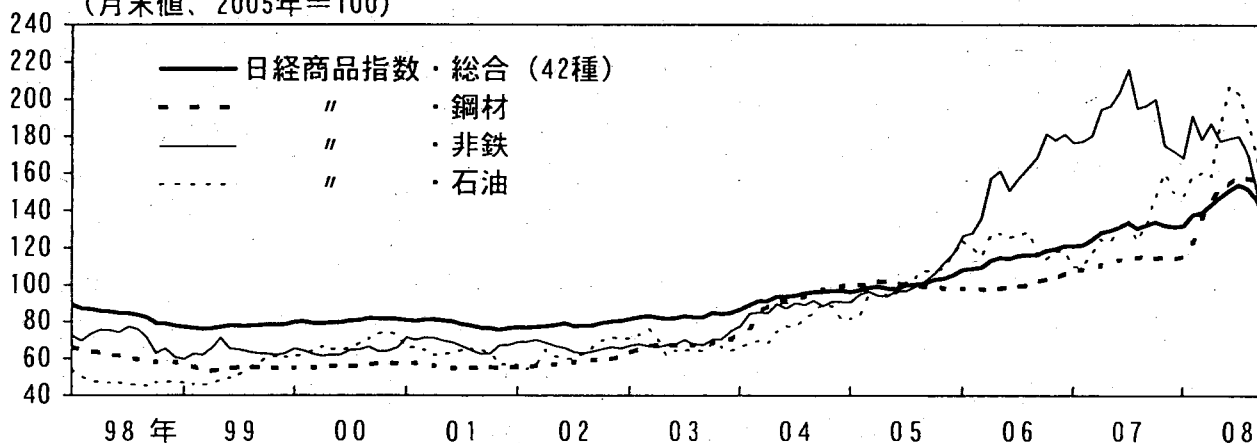


(注) 1. 2008/10月の計数は、30日までの平均値。

2. 穀物指数は、穀物(小麦、大豆、トウモロコシ)の国際商品市況を加重平均したもの。
加重平均に用いるウエイトは、貿易統計の輸入金額から算出。

(3) 国内商品市況

(月末値、2005年=100)

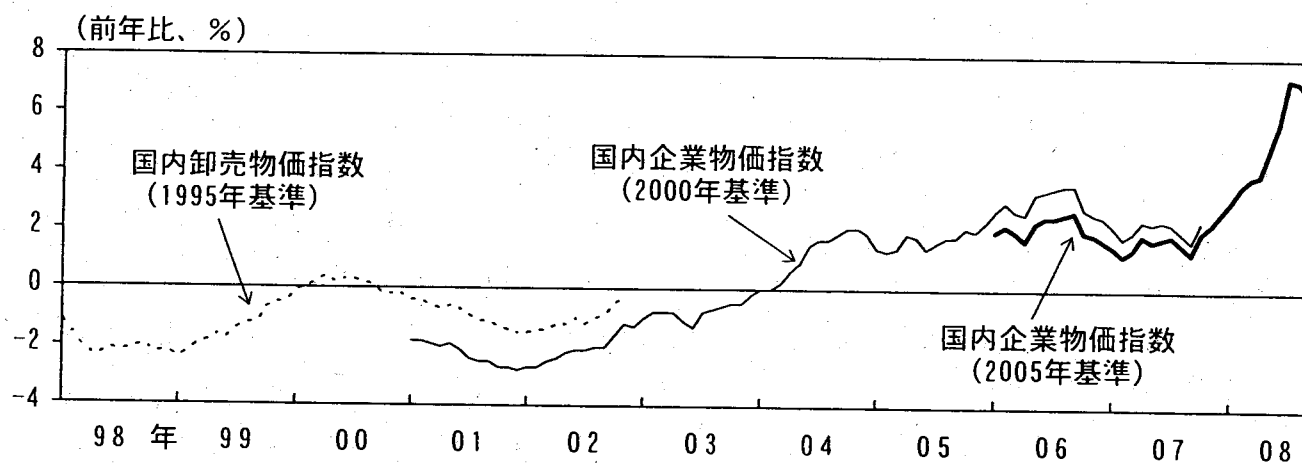
(注) 1. 鋼材：棒鋼、H形鋼、鋼板など 非鉄：銅地金、アルミニウム地金など
石油：ガソリン、灯油、軽油、C重油

2. 2008/10月の計数は24日の値。

(資料) 日本銀行「日本銀行国際商品指数」、日本経済新聞社等

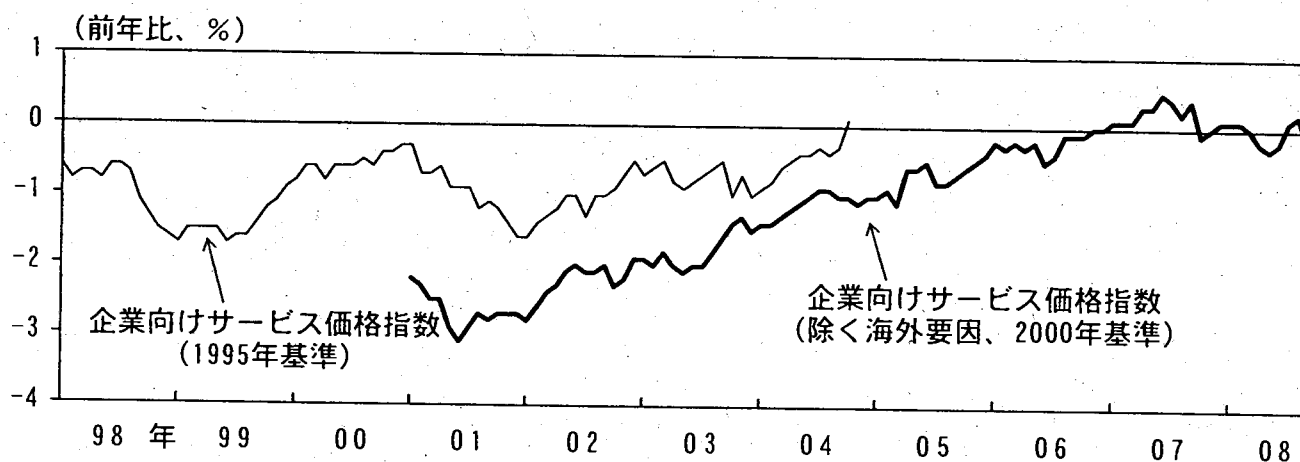
物 価

(1) 国内企業物価指数



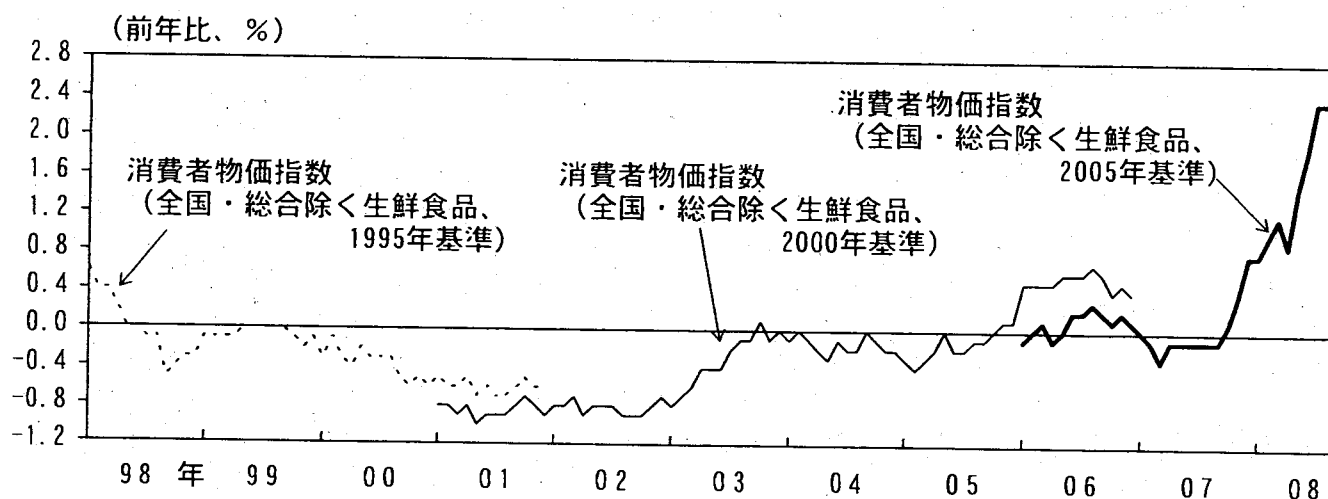
(注) 消費税調整済み(下の図表も同じ)。

(2) 企業向けサービス価格指数



(注) 海外要因は、国際航空旅客輸送、定期船、不定期船、外航タンカー、外航貨物用船料、国際航空貨物輸送を指す。

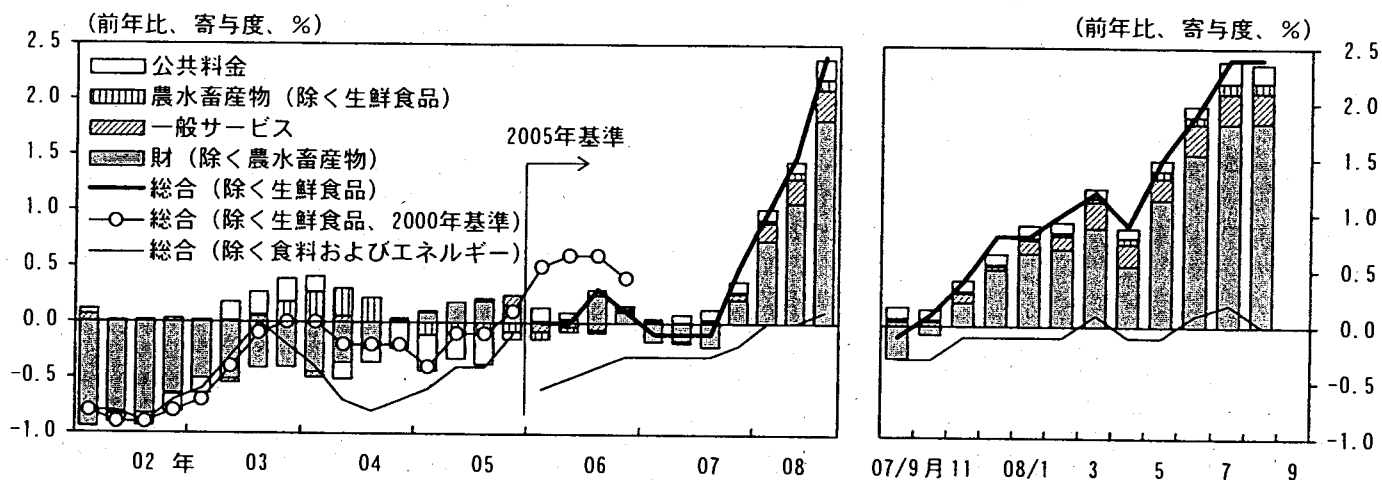
(3) 消費者物価指数



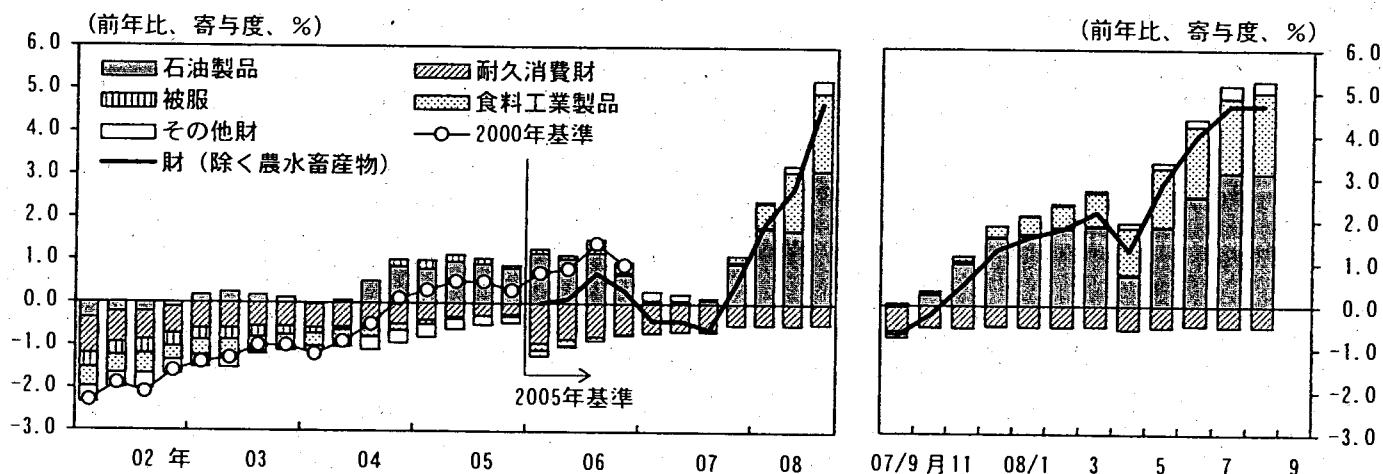
(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」

消費者物価

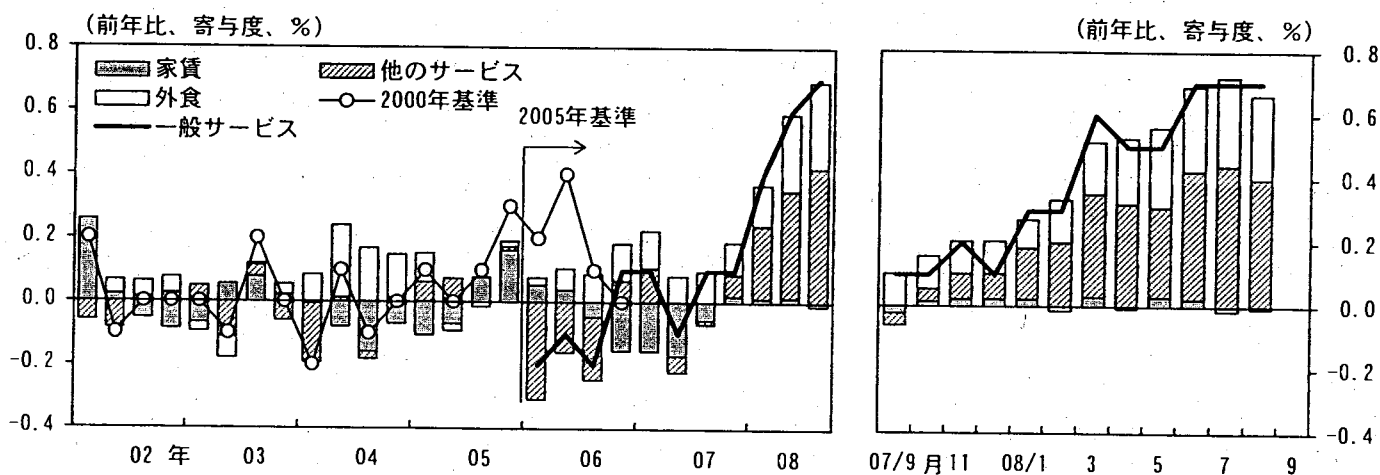
(1) 総合 (除く生鮮食品)



(2) 財 (除く農水畜産物) の要因分解



(3) 一般サービスの要因分解



(注) 1. 分類は、原則、総務省に則している。

ただし、以下の分類については、組み替えて定義している（「」内は総務省公表ベース）。

財＝「財」－「電気・都市ガス・水道」

公共料金＝「公共サービス」＋「電気・都市ガス・水道」

被服＝「衣料」＋「シャツ・セーター・下着類」

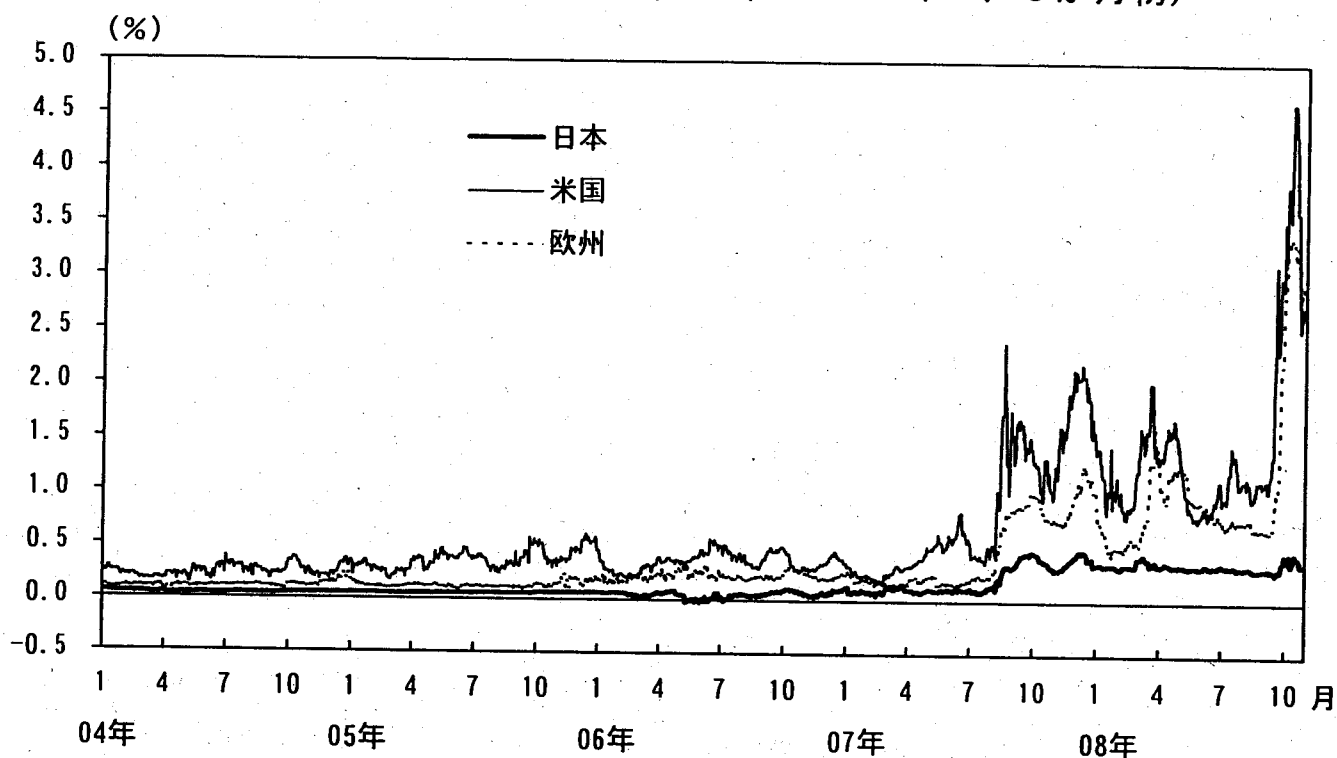
家賃＝「民営家賃」＋「持家の帰属家賃」

2. 「食料」は「酒類」を除く。また、「エネルギー」は「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」から成る。

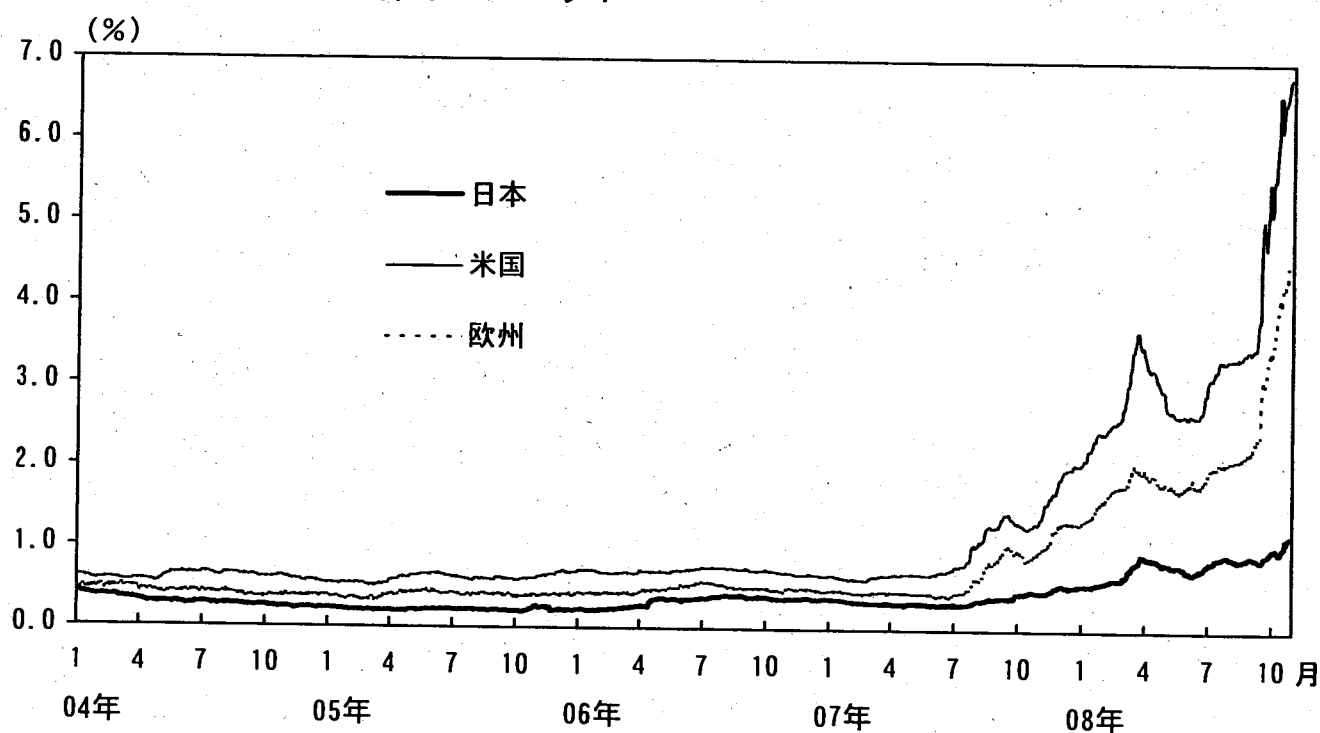
(資料) 総務省「消費者物価指数」

主要国の信用スプレッド

(1) 主要国のターム物の信用スプレッド (LIBOR-TB/FB、3か月物)



(2) 主要国の社債の信用スプレッド



(注) 1. 社債の信用スプレッド＝社債流通利回り－国債流通利回り

2. 日本は5年物。米国、欧州は3～5年物。

3. 社債の格付けは全てA格。格付けは日本はR&Iによる。米国、欧州は、ムーディーズ、S&P、フィッチによる。

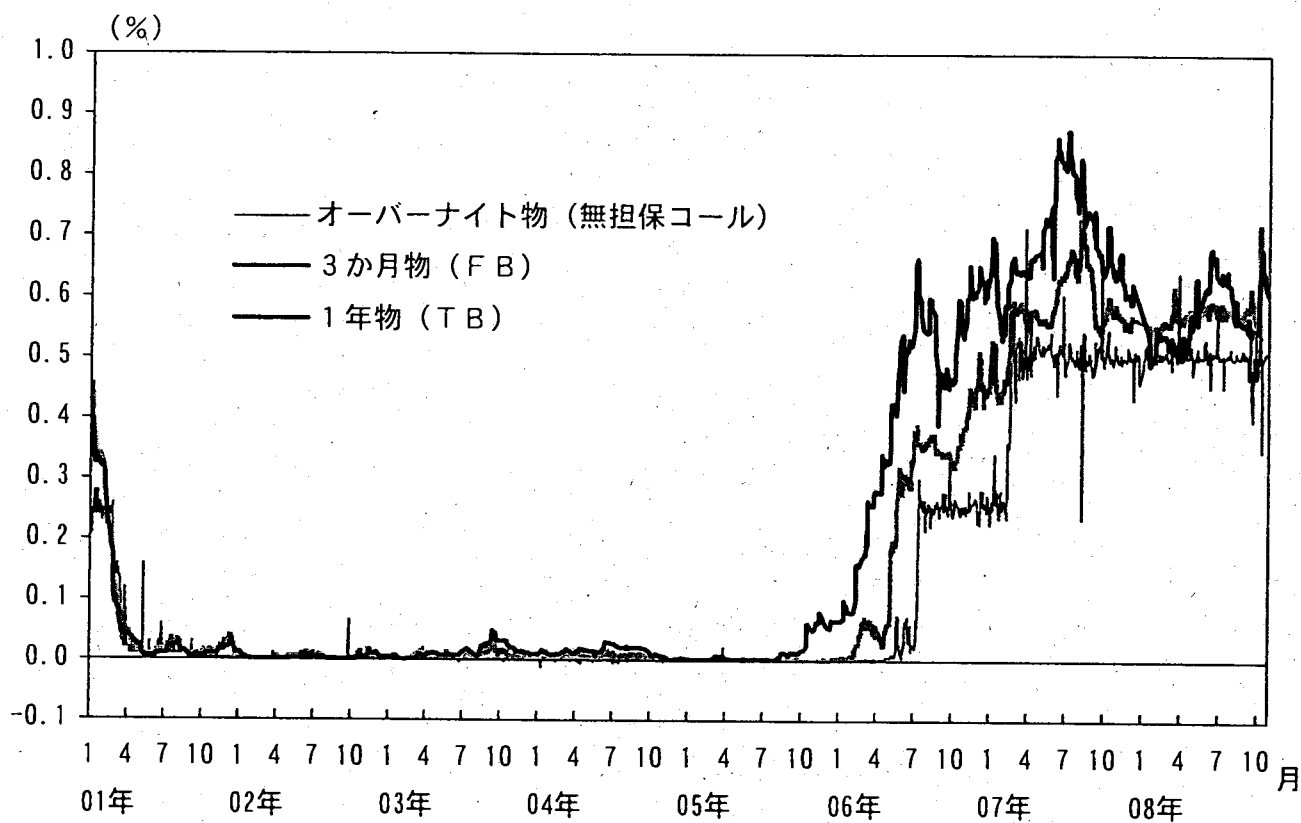
(資料) 日本証券業協会、メリルリンチ、Bloomberg、日本相互証券

ドル供給オペレーションの導入・拡充の動き

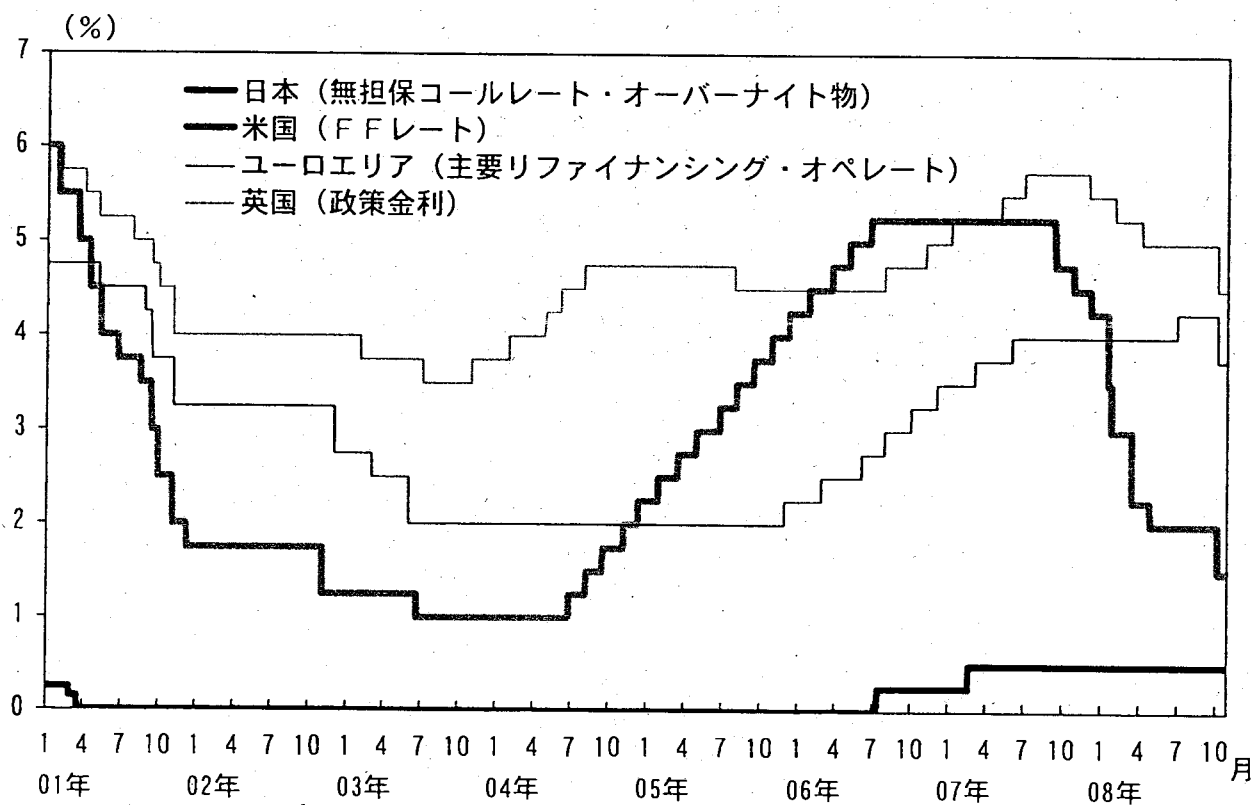
07 年 12 月 12 日	米国連邦準備制度は、欧州中央銀行、スイス国民銀行との間と新たにスワップ協定を締結。各中央銀行は、スワップ協定を原資に、ドル供給オペを導入。
08 年 3 月 11 日	米国連邦準備制度は、欧州中央銀行、スイス国民銀行との間でスワップ協定を拡充。
08 年 5 月 2 日	米国連邦準備制度は、欧州中央銀行、スイス国民銀行との間でスワップ協定を拡充。各中央銀行は、スワップ協定を原資に、ドル供給オペを拡充。
08 年 7 月 30 日	米国連邦準備制度は、欧州中央銀行との間でスワップ協定を拡充。欧州中央銀行、スイス国民銀行は、スワップ協定を原資に、ドル供給オペを拡充。
08 年 9 月 18 日	米国連邦準備制度は、欧州中央銀行、スイス国民銀行との間でスワップ協定を拡充するとともに、新たに日本銀行、イングランド銀行、カナダ銀行とスワップ協定を締結。各中央銀行は、スワップ協定を原資に、ドル供給オペを導入または拡充。
08 年 9 月 24 日	米国連邦準備制度は、オーストラリア準備銀行、スウェーデン中央銀行、デンマーク国民銀行、ノルウェー銀行との間でスワップ協定を締結。各中央銀行は、スワップ協定を原資に、ドル供給オペを導入。
08 年 9 月 26 日	米国連邦準備制度は、欧州中央銀行、スイス国民銀行との間でスワップ協定を拡充。欧州中央銀行、スイス国民銀行、イングランド銀行は、スワップ協定を原資に、ドル資金供給オペを拡充。
08 年 9 月 29 日	米国連邦準備制度は、各中銀とのスワップ協定を大幅に拡充するとともに、スワップ協定の期間を、従来の 09 年 1 月末から 09 年 4 月末まで延長。
08 年 10 月 13 日	欧州中央銀行、スイス国民銀行、イングランド銀行は、固定金利を提示して担保の範囲内で供給総額に制限を設けずにドル資金を供給するオペを導入。これに伴い、米国連邦準備制度は、これら中銀との間のスワップ協定の限度額を撤廃。日本銀行も、同様の措置の導入に向けて検討を行うと公表。
08 年 10 月 14 日	日本銀行は、固定金利を提示して担保の範囲内で供給総額に制限を設けずにドル資金を供給するオペを導入。これに伴い、米国連邦準備制度は、日本銀行との間でスワップ協定の限度額を撤廃。

短期金利

(1) 短期金利



(2) 主要国の政策金利

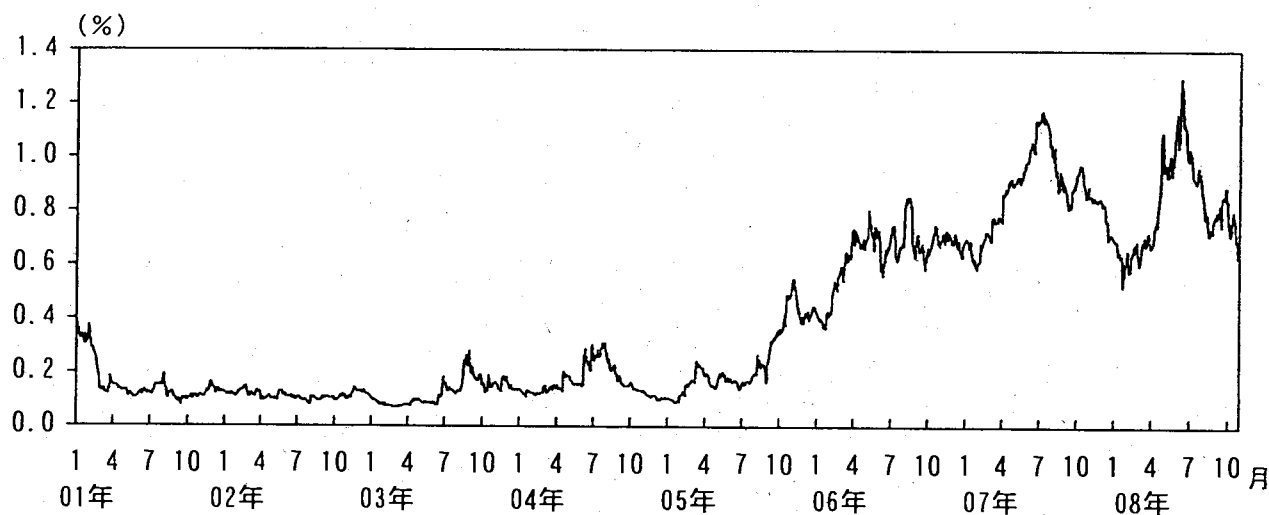


(注) 日本の政策金利は、金融市場調節の操作目標が日銀当座預金残高であった期間は0%とした。

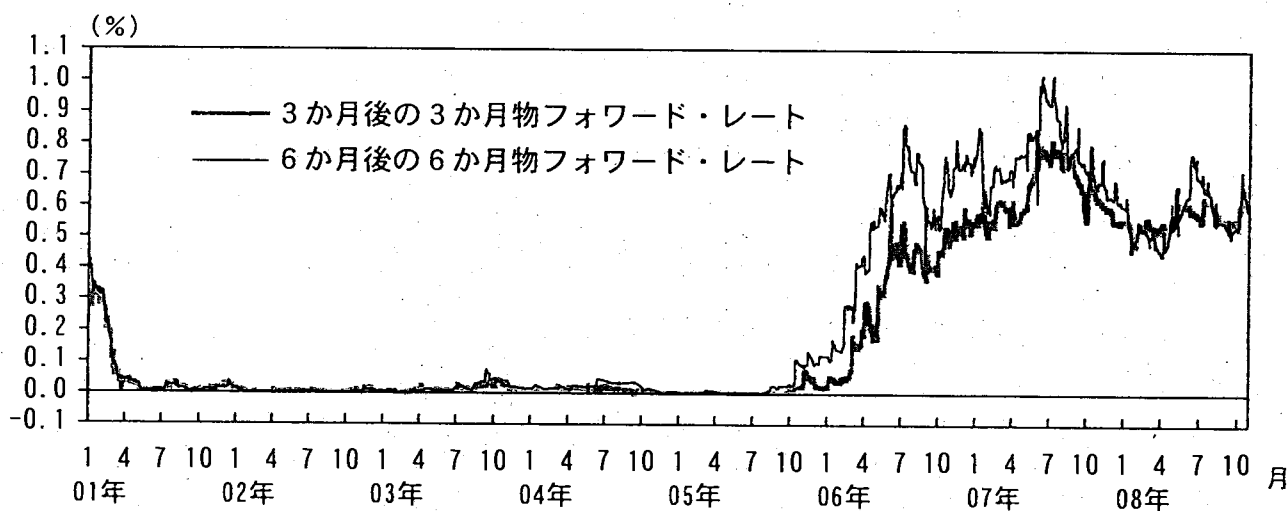
(資料) 日本銀行、各国中央銀行、Bloomberg

先行きの金利に対する市場の予測

(1) ユーロ円金利先物 (中心限月、3か月物)

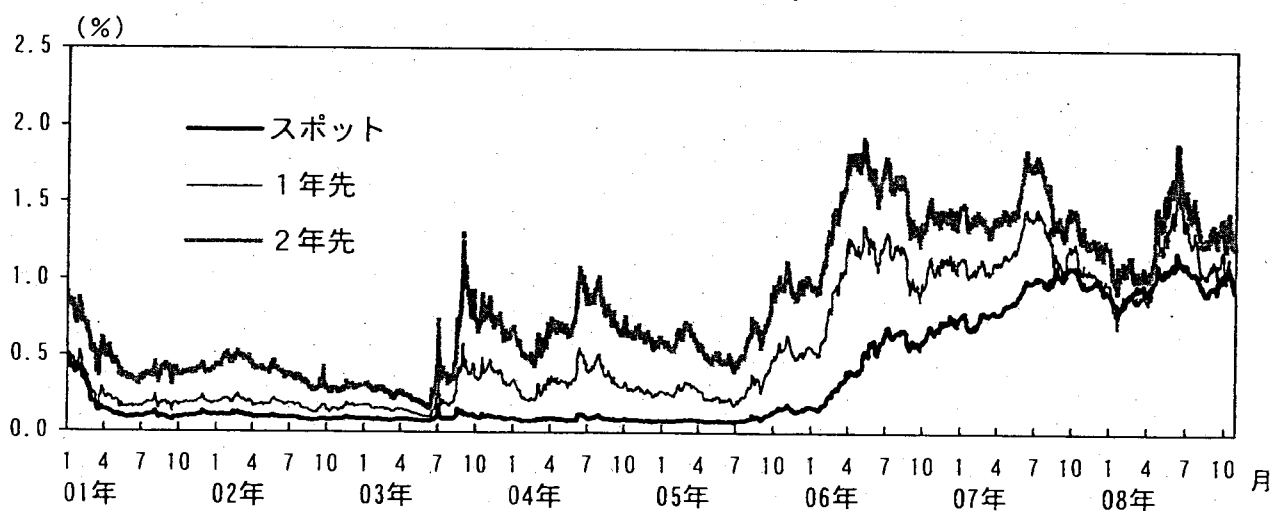


(2) TB・FBからみたフォワード・レート



(注) それぞれ、FB 3か月物、TB 6か月・1年物から算出。

(3) 1年物インプライド・フォワード・レート

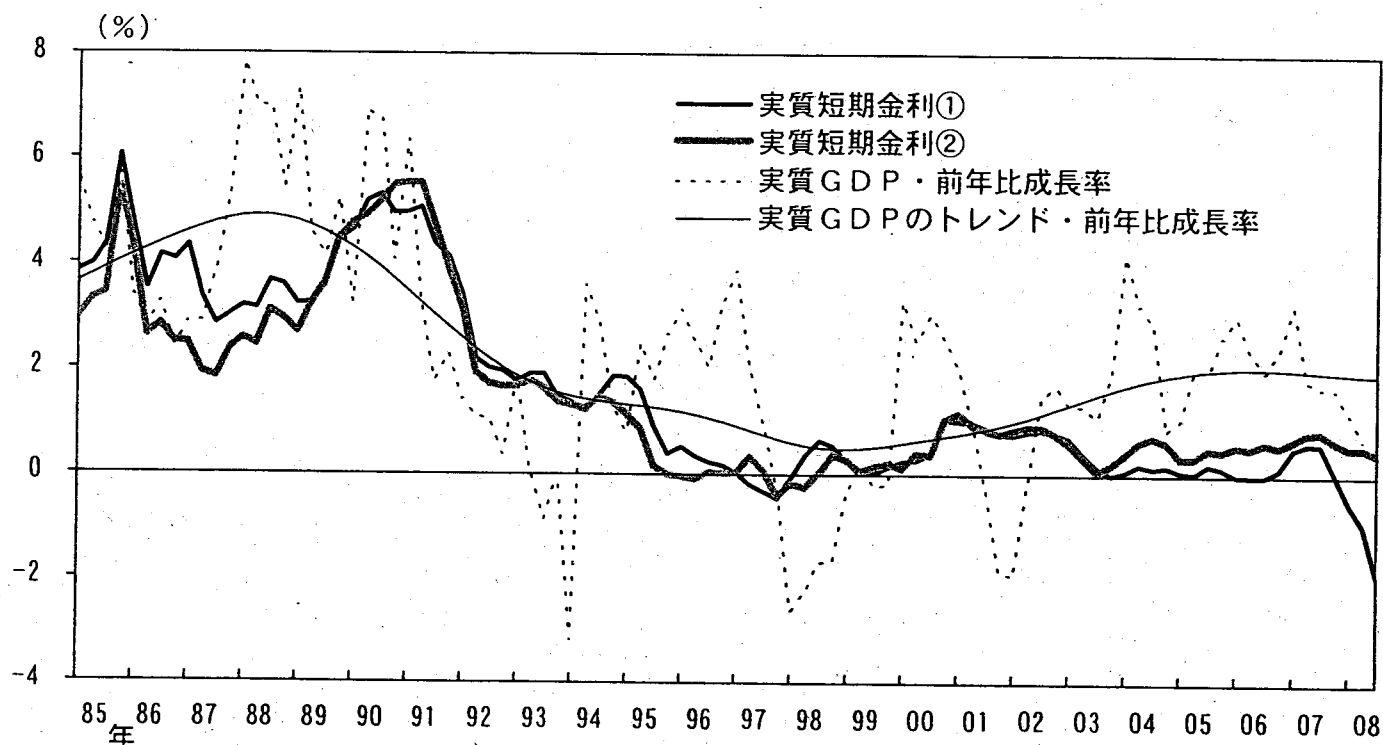


(注) 円-円スワップ・レートから算出。

(資料) 東京金融取引所、ロイター、Bloomberg

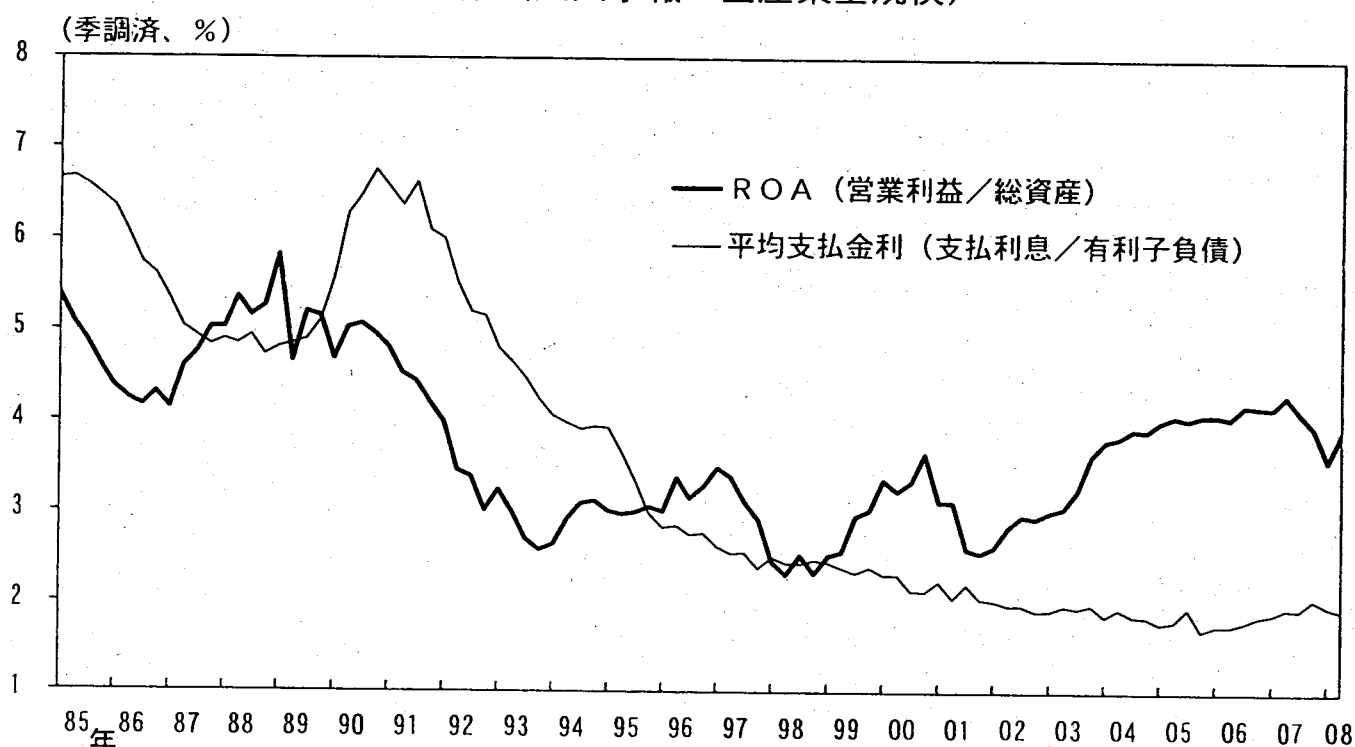
金利水準と実体経済

(1) 実質短期金利と成長率



- (注) 1. 実質短期金利①＝無担保コールレート(0/N物)－消費者物価指数(総合除く生鮮食品)前年比
2. 実質短期金利②＝無担保コールレート(0/N物)－消費者物価指数(総合除く食料(酒類を除く)・エネルギー)前年比
3. 実質GDPのトレンドはHPフィルターにより計算。

(2) 企業のROAと利払い率(法人季報・全産業全規模)

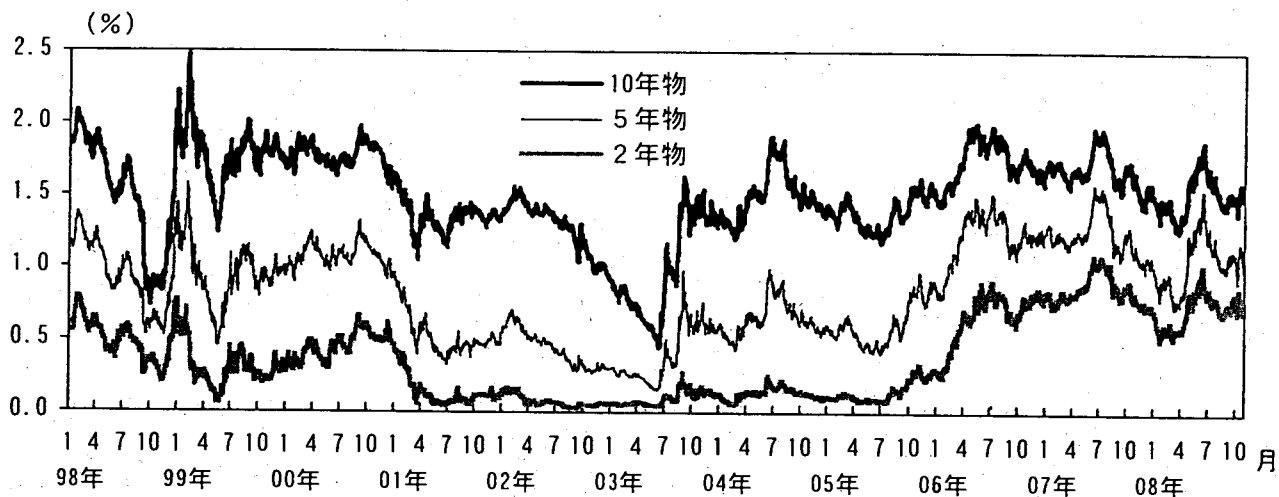


- (注) 有利子負債は、長短期借入金、社債、手形割引残高の合計。

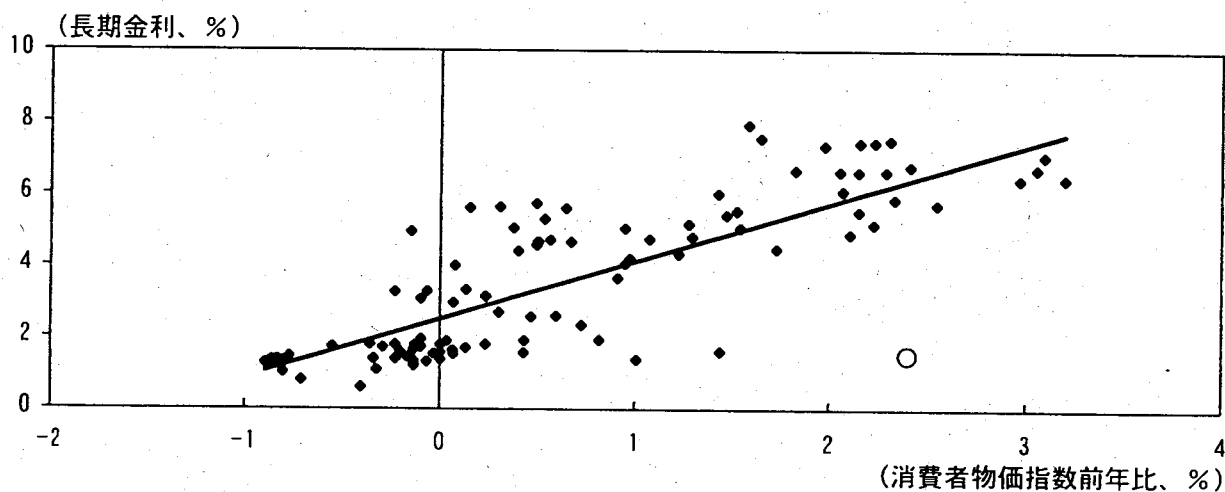
(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」、日本銀行

長期金利

(1) 国債利回り

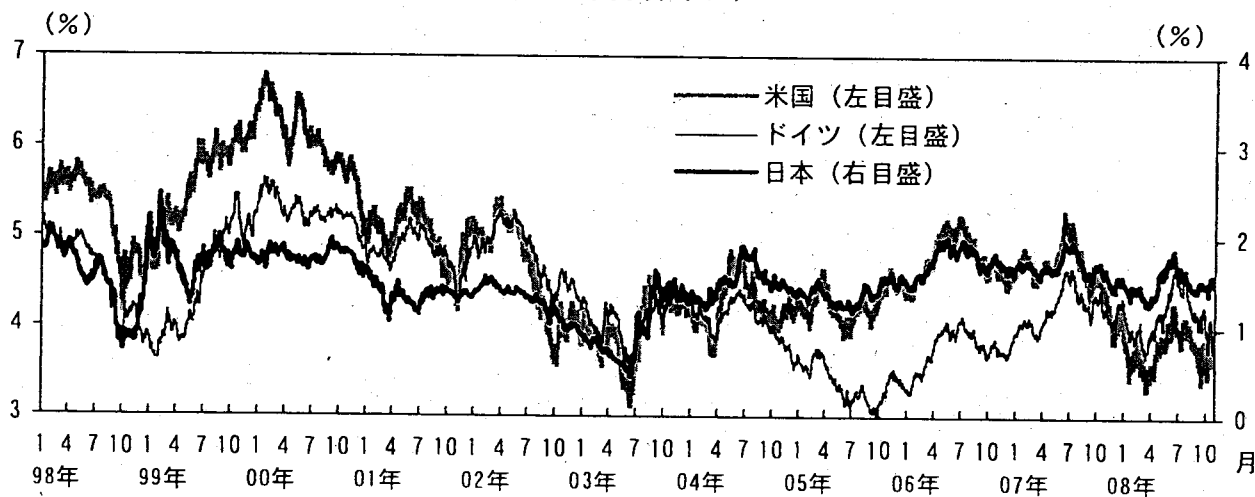


(2) 長期金利と消費者物価変化率



- (注) 1. 長期金利は10年物国債利回り。
2. 消費者物価指数は総合除く生鮮食品。消費税調整済み。
3. 対象期間は1983/3Q～2008/3Q。白丸は直近データ。

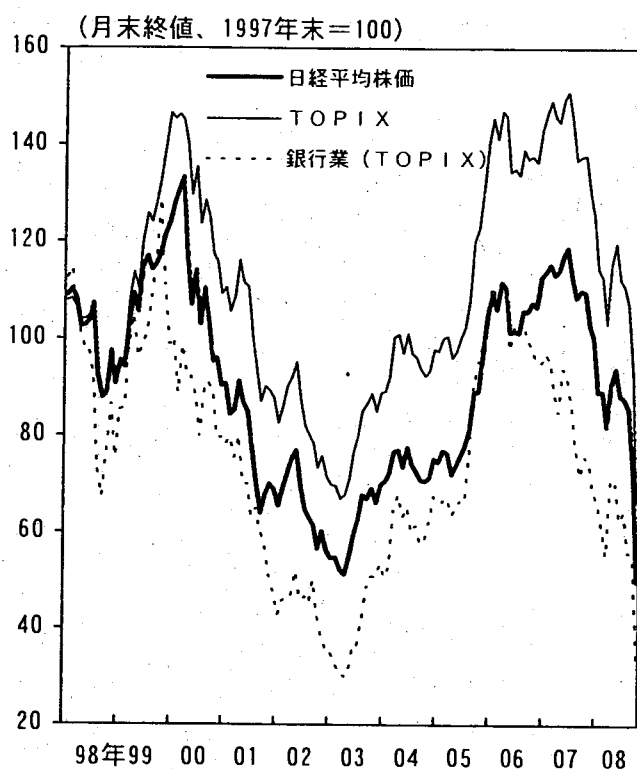
(3) 主要国の長期金利 (10年物国債利回り)



(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本相互証券、Bloomberg

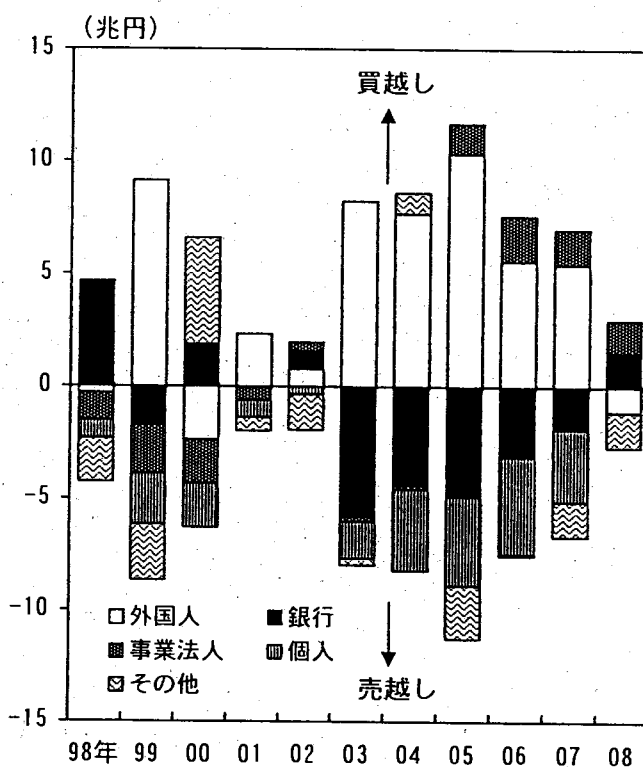
株 価

(1) 株価



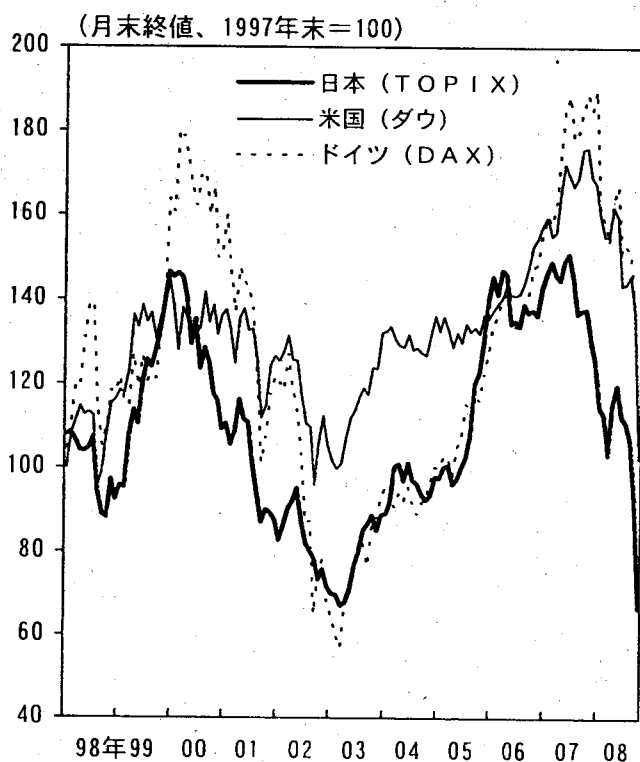
(注) 2008/10月の計数は、直近の終値
(下の(3)、(4)も同じ)。

(2) 主体別売買状況

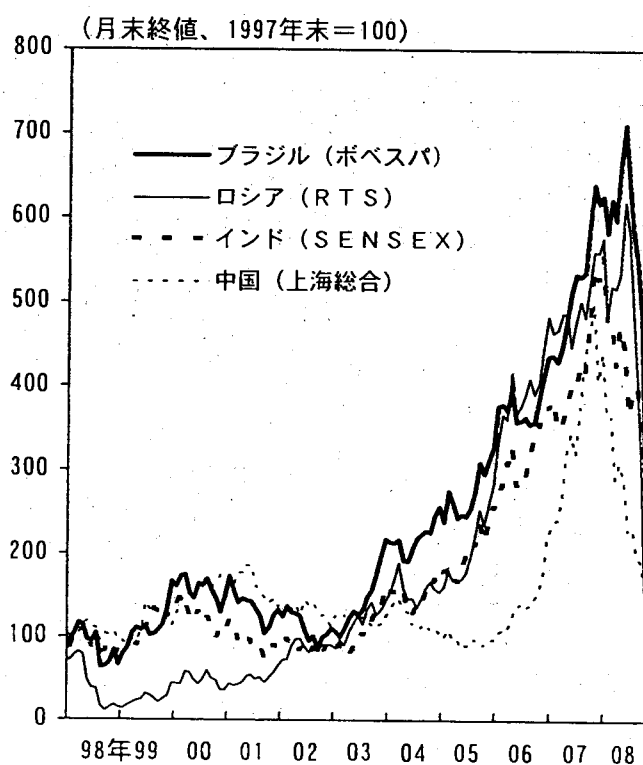


(注) 1. 三市場 (東証・大証・名証) 1、2部計。
2. 2008年の計数は、1～9月の年換算値。

(3) 主要国の株価



(4) B R I C s 諸国の株価

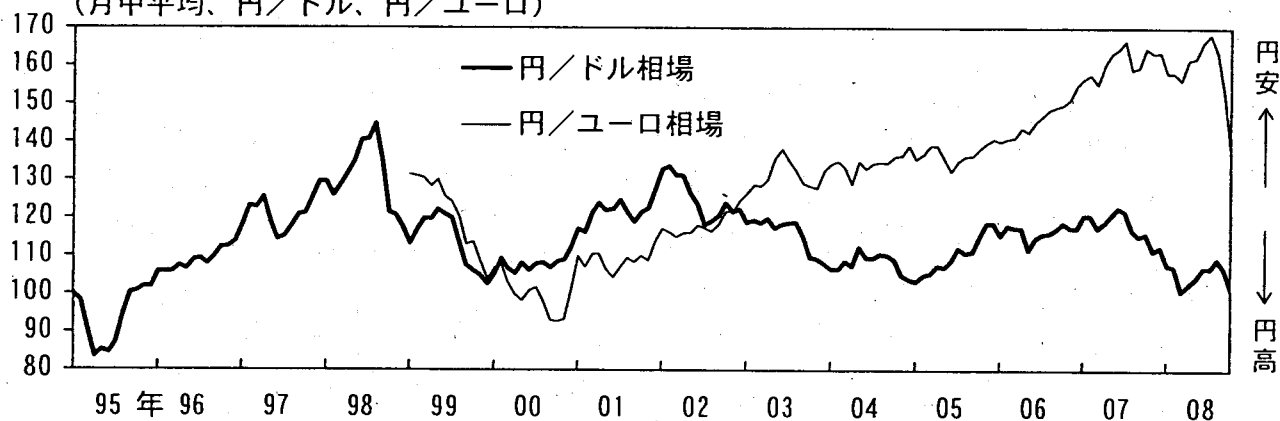


(資料) 日本経済新聞社、東京証券取引所、Bloomberg

為替相場

(1) 円ドル・円ユーロ相場

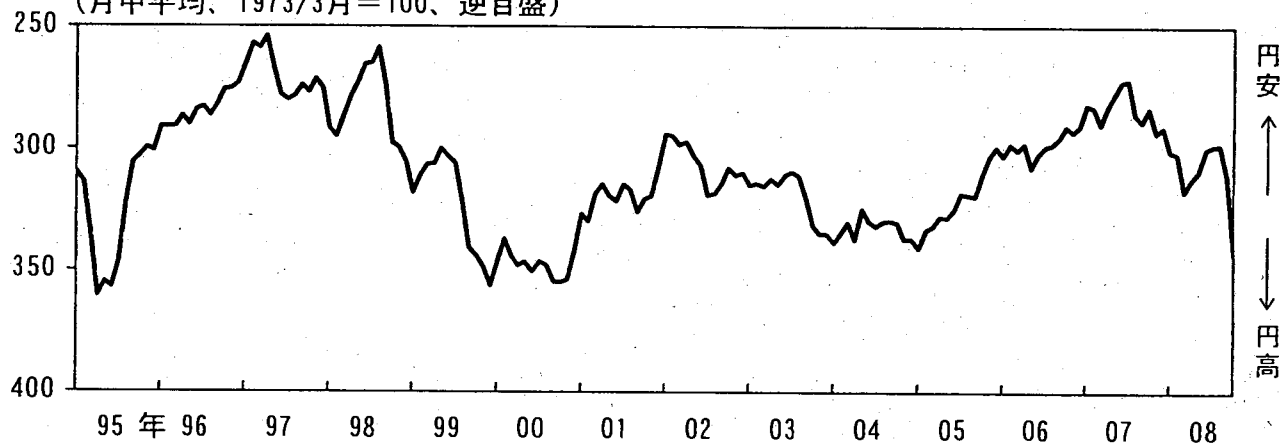
(月中平均、円/ドル、円/ユーロ)



(注) 2008/10月は、直近までの平均値(下の(2)、(3)も同じ)。

(2) 名目実効為替レート

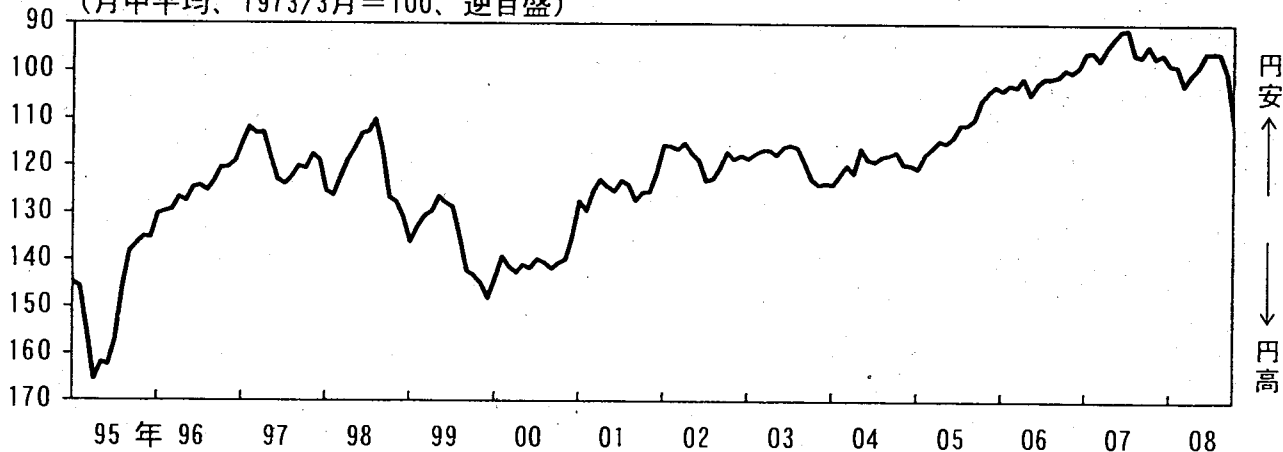
(月中平均、1973/3月=100、逆目盛)



(注) 通関輸出金額ウエイト上位15通貨に対する為替相場を同ウエイトで加重平均したもの。

(3) 実質実効為替レート

(月中平均、1973/3月=100、逆目盛)



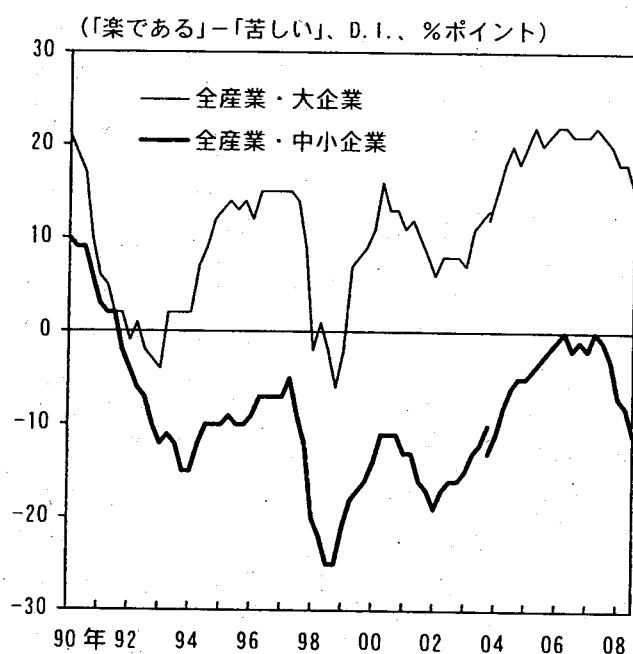
(注) 通関輸出金額ウエイト上位15通貨に対する為替相場を当該国・地域の物価指数で実質化し、同ウエイトで加重平均したもの。

(資料) 日本銀行

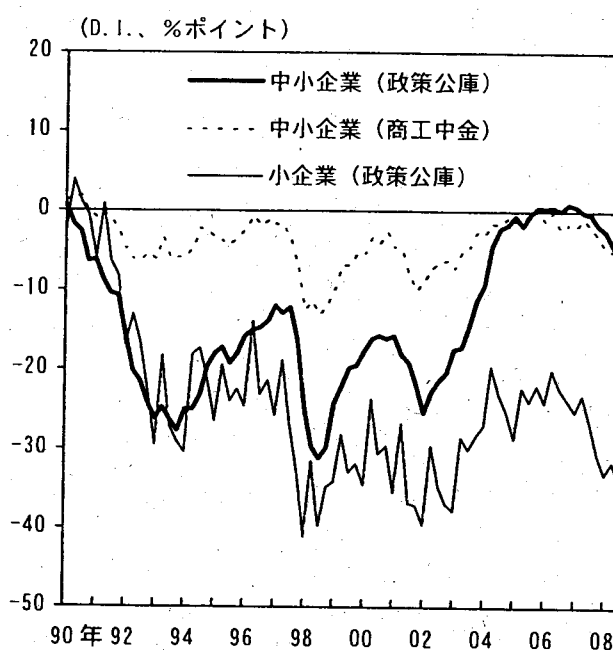
企業金融

(1) 企業の資金繰り

<短観>



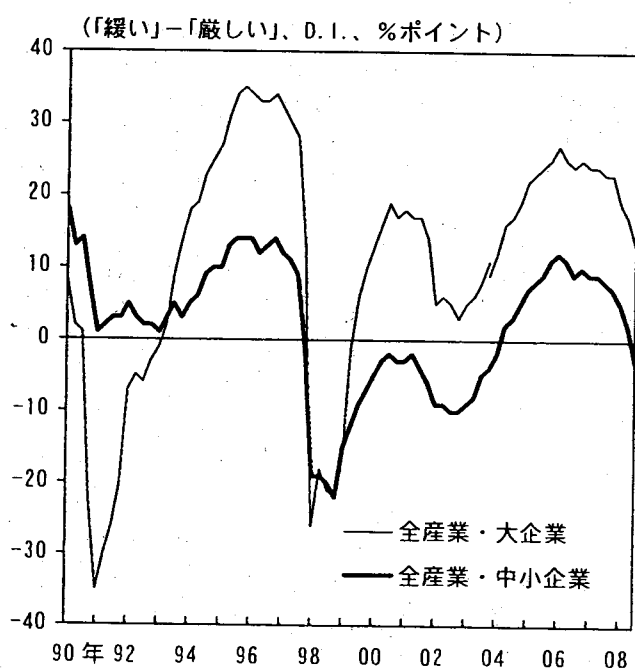
<政策公庫・商工中金>



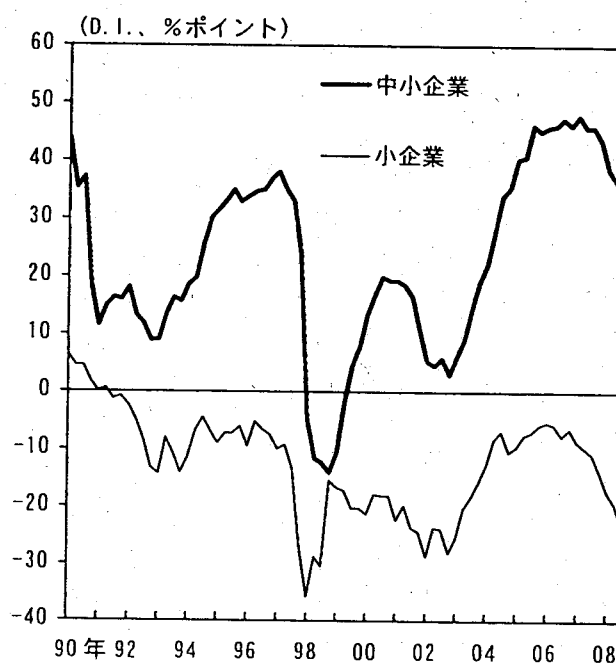
- (注) 1. 短観は2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から（下の(2)も同じ）。
2. 「中小企業（政策公庫）」のD.I.は「余裕」-「窮屈」、「中小企業（商工中金）」、「小企業（政策公庫）」のD.I.は「好転」-「悪化」。
3. 「中小企業（政策公庫）」、「中小企業（商工中金）」の計数は、四半期平均値（下の(2)も同じ）。

(2) 企業からみた金融機関の貸出態度

<短観>



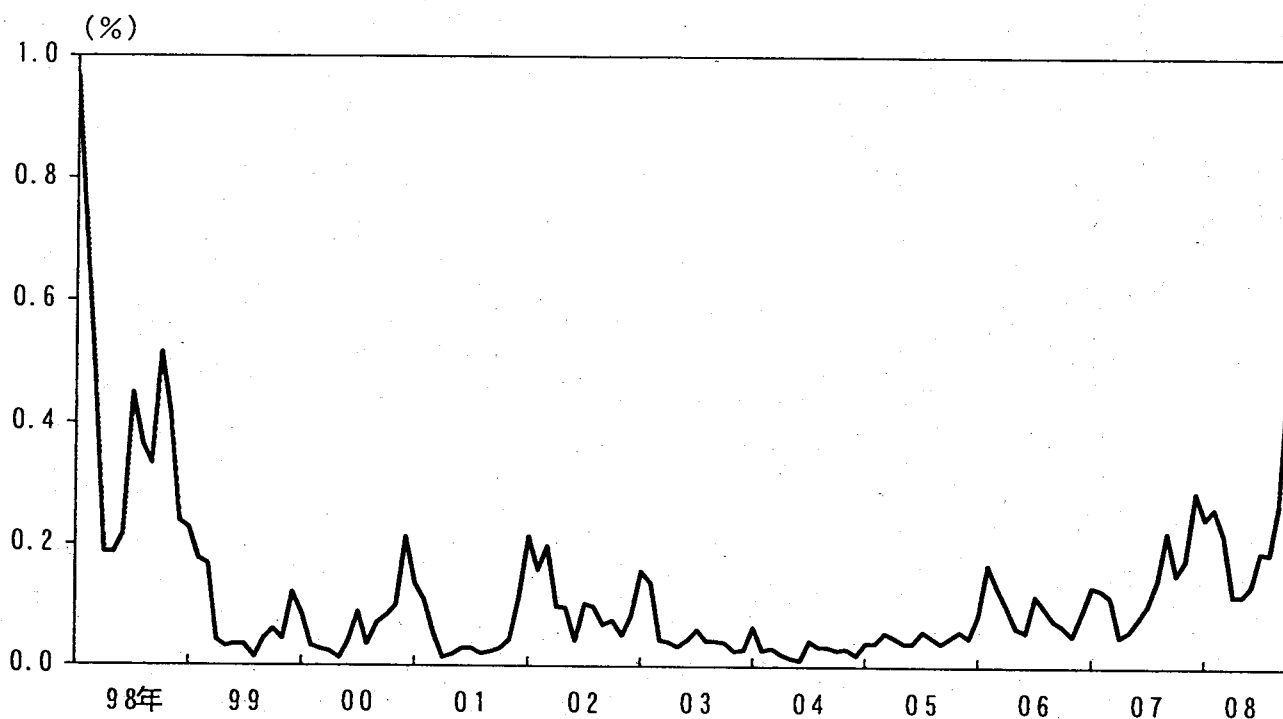
<政策公庫>



- (注) 「中小企業（政策公庫）」のD.I.は「緩和」-「厳しい」、「小企業（政策公庫）」のD.I.は「容易になった」-「難しくなった」。
- (資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、商工中金「中小企業月次景況観測」、日本政策金融公庫「中小企業景況調査」「全国中小企業動向調査結果（小企業編）」

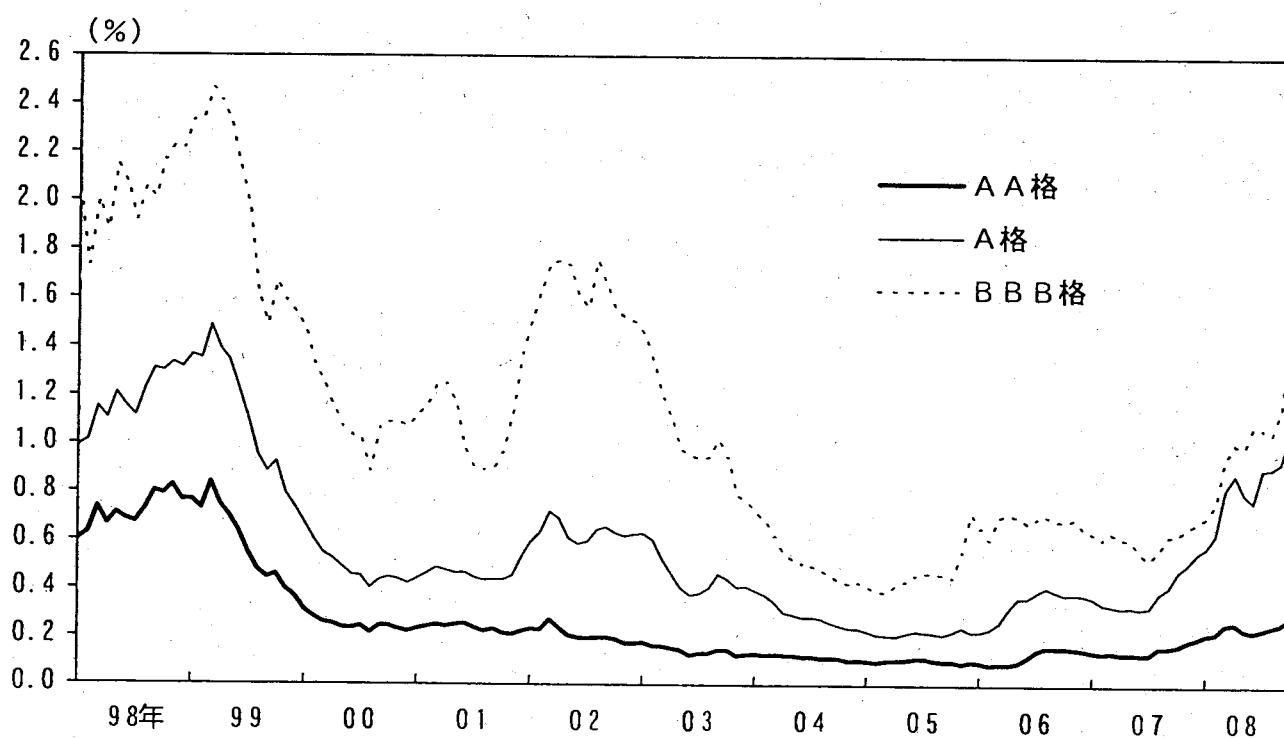
日本の信用スプレッド

(1) CPの信用スプレッド



- (注) 1. CPの信用スプレッド (3 か月物) = CP発行レート - 短国流通利回り
 2. CP発行レートはA 1 格以上のもの。
 3. 2008/10月の値は、直近までの平均値 (下の (2) も同じ)。

(2) 社債の信用スプレッド

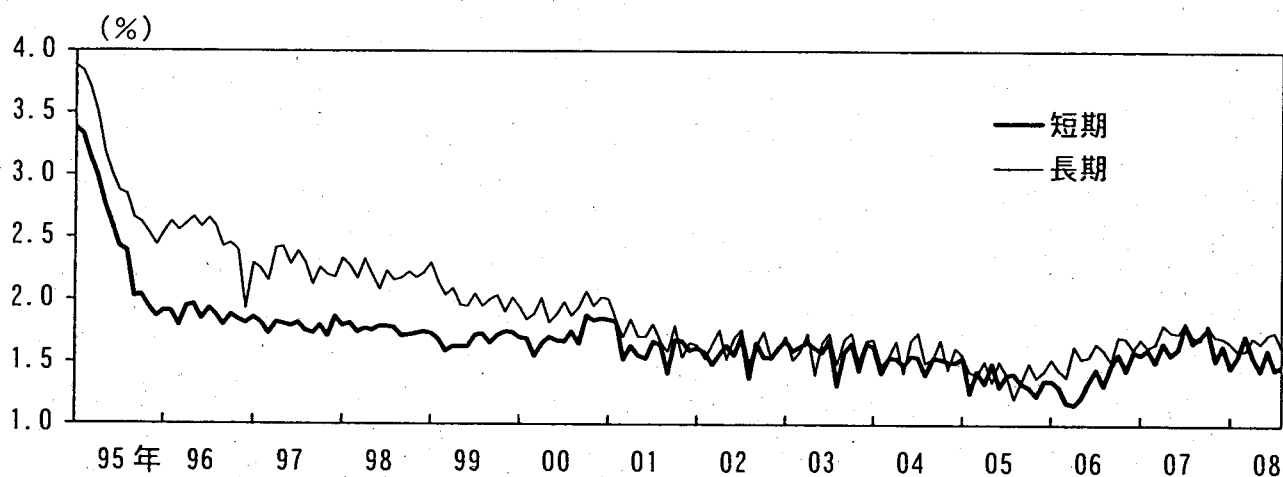


- (注) 1. 社債の信用スプレッド (5 年物) = 社債流通利回り - 国債流通利回り
 2. 社債の格付けはR & I による。

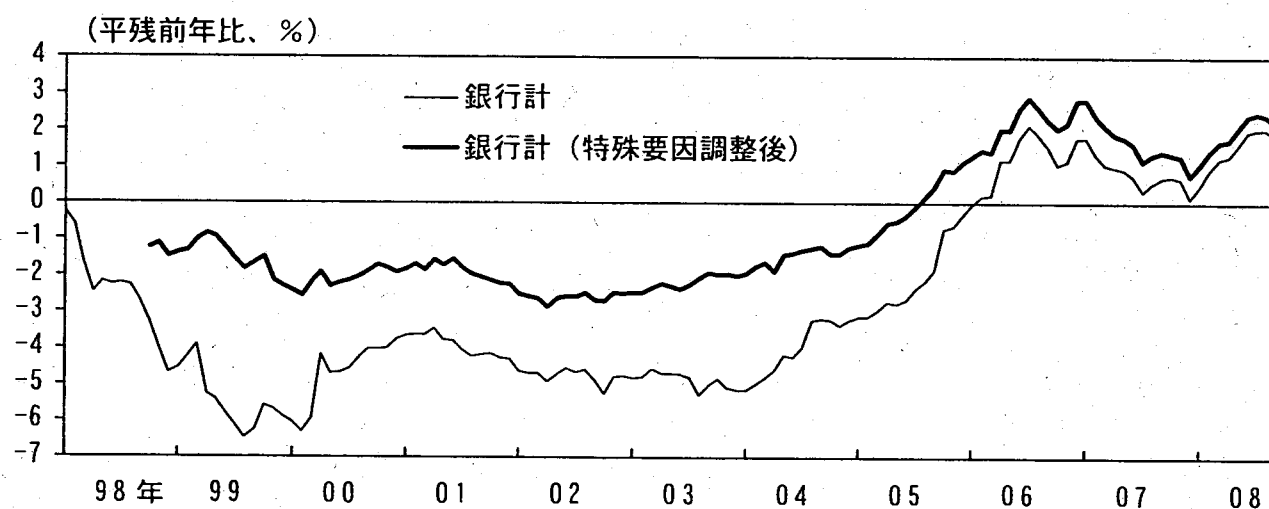
(資料) 日本銀行、日本相互証券、日本証券業協会

貸出・マネーストック

(1) 新規貸出約定平均金利

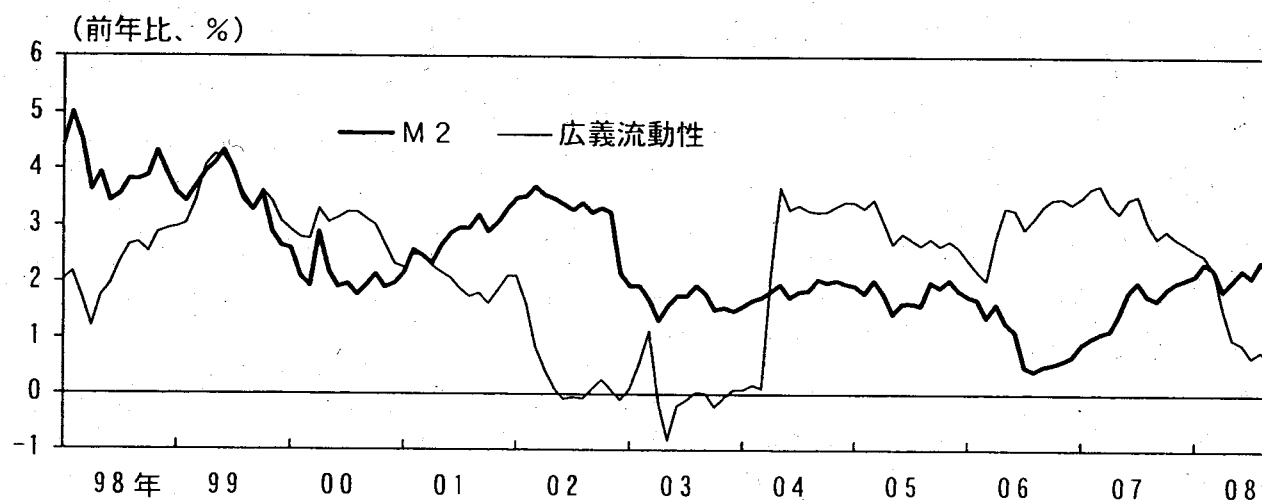


(2) 民間銀行貸出



(注) 特殊要因調整後計数は、貸出債権の流動化・償却による変動分等を調整したもの。

(3) マネーストック



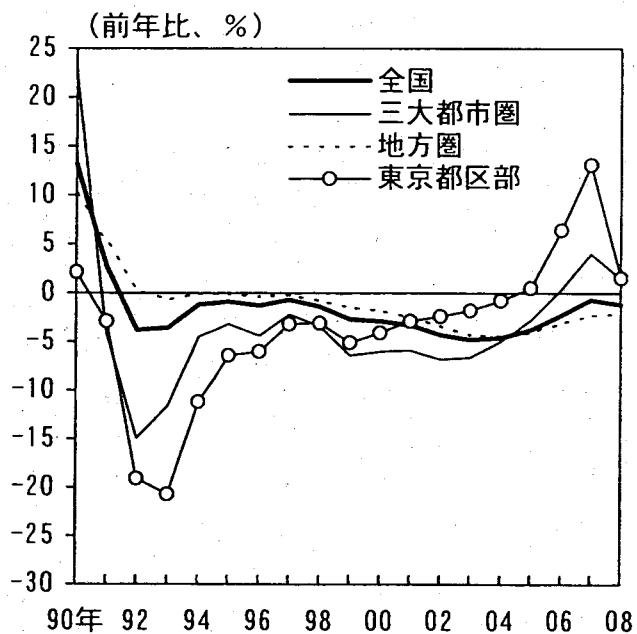
(注) 2004/3月以前のM2、広義流動性は、それぞれマネーサプライ統計の「M2 + CD」、
「広義流動性 - 債券現先・現金担保付債券貸借」を利用。

(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」「マネーストック」「マネーサプライ」
「貸出約定平均金利」

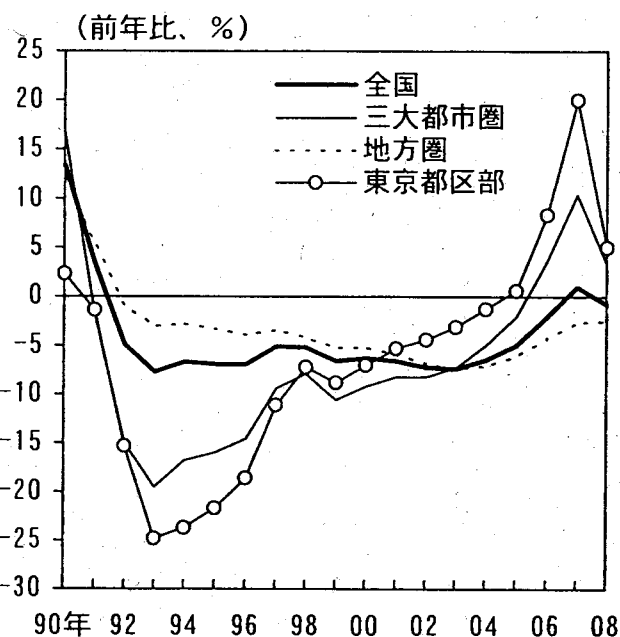
地 価

(1) 都道府県地価(7/1日時点)

<住宅地>

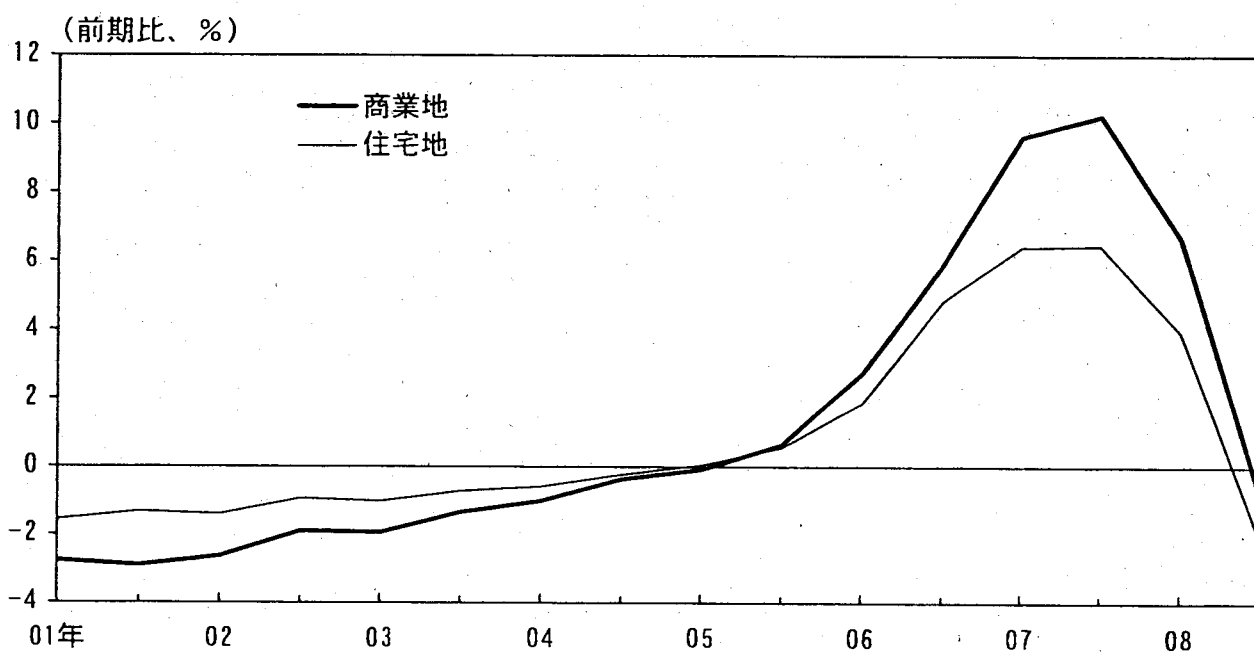


<商業地>



(注) 三大都市圏とは、東京圏(東京、神奈川、埼玉、千葉、茨城)、大阪圏(大阪、兵庫、京都、奈良)、名古屋圏(愛知、三重)を指す。地方圏とは、三大都市圏以外を指す。

(2) 東京都区部の地価の動向



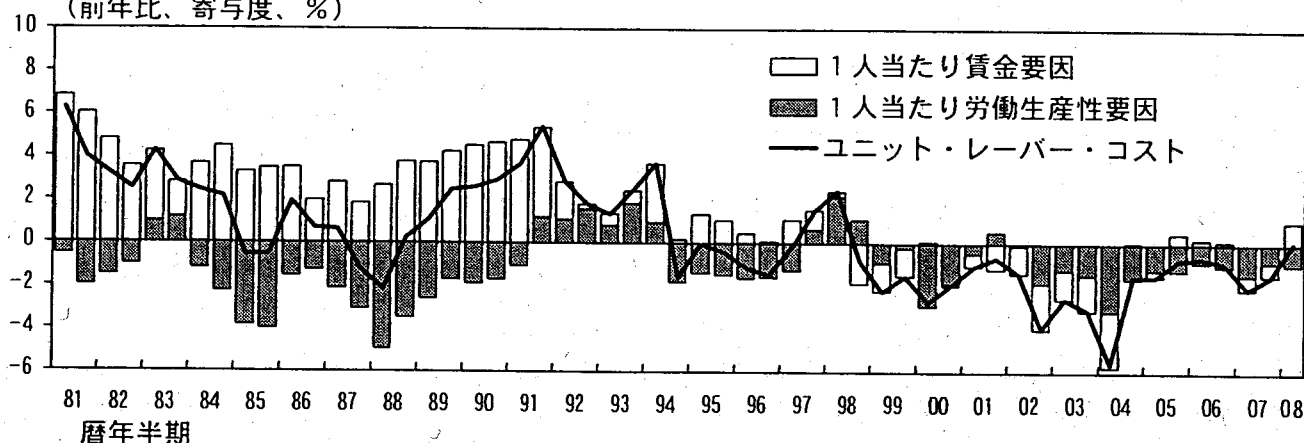
(注) 地価公示および都道府県地価調査の共通地点(住宅地58地点、商業地44地点)における半期ベースの比較。

(資料) 国土交通省「地価公示」「都道府県地価調査」

賃金と物価

(1) ユニット・レーバー・コスト

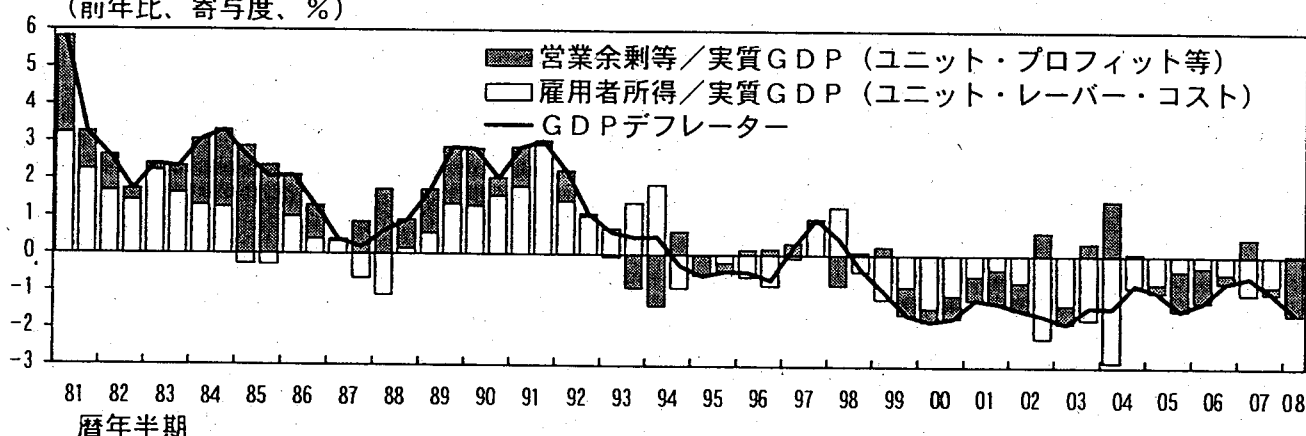
(前年比、寄与度、%)



(注) 1994年以前は固定基準年方式 (1995年基準)、1995年以降は連鎖方式 (2000年基準)。下の (2) も同じ。

(2) 分配面からみたGDPデフレーター分解

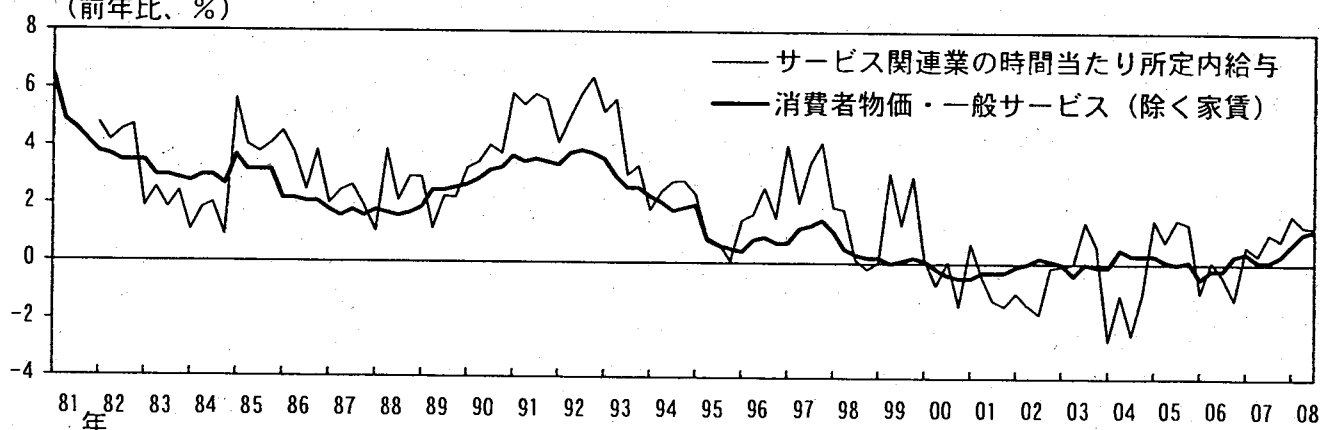
(前年比、寄与度、%)



(注) 営業余剰等は、①営業余剰・混合所得に加えて、②固定資本減耗、③生産・輸入品に課される税、④補助金、⑤統計上の不突合を含む。

(3) サービス価格と賃金

(前年比、%)



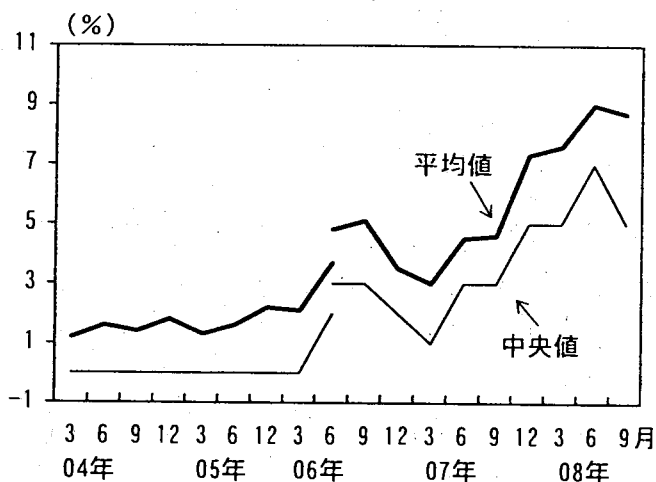
- (注) 1. 賃金は、2000年までは、旧業種区分によるサービス業に飲食店を加えたもの。2001年以降は、新業種区分によるサービス業に飲食店、宿泊業および他教育・学習支援を加えたもの。事業所規模30人以上のデータを使用。
2. 消費者物価指数は消費税調整済み。
3. 2008/3Qは、7～8月の前年同期比。

(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」

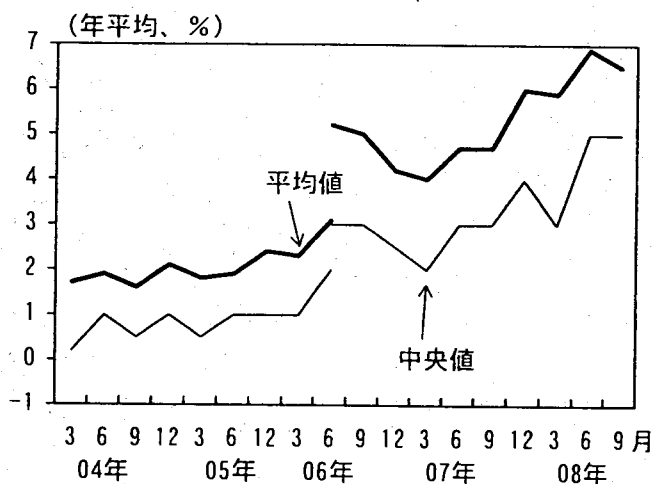
物価の先行きに対する見方

(1) 家計のインフレ予想 (生活意識に関するアンケート調査)

① 今後1年間のインフレ率

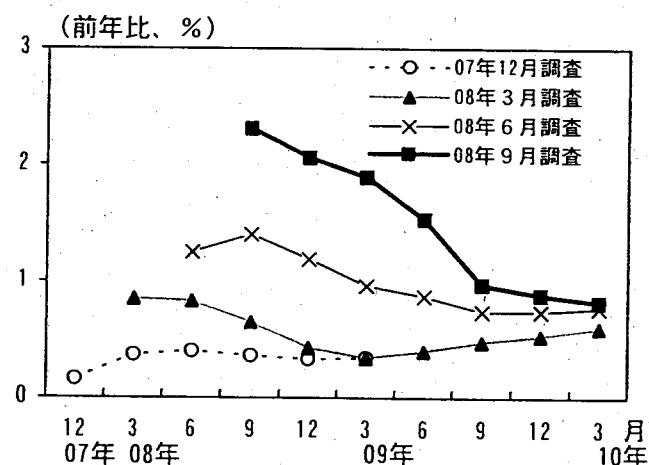
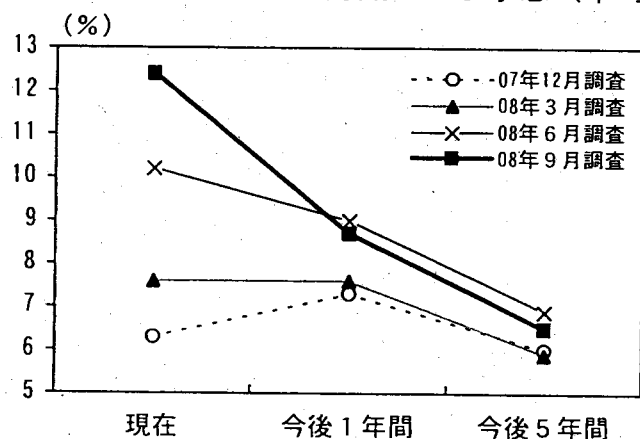


② 今後5年間のインフレ率



(2) エコノミストのインフレ予想 (ESPフォーキャスト調査)

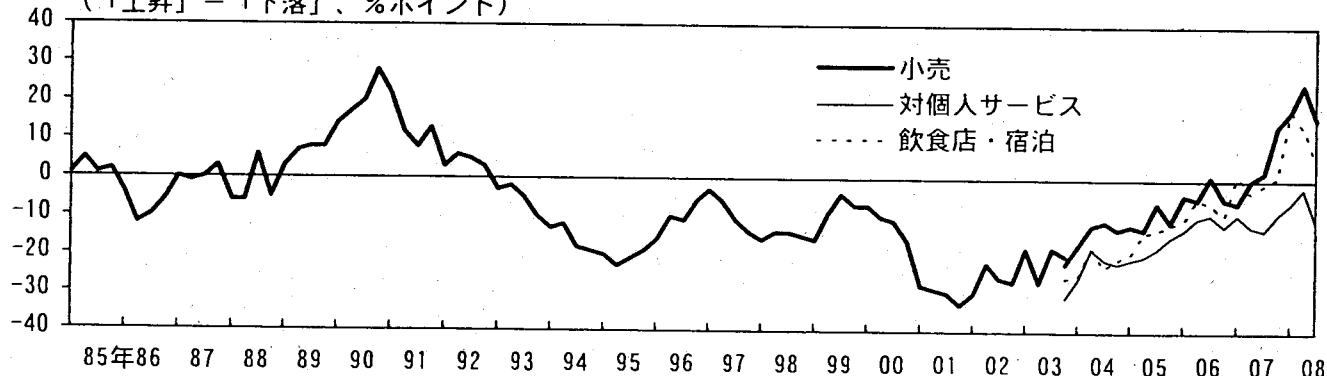
③ 物価上昇率に対する認識および予想 (平均値)



(注) (1) は、上下合計1%のサンプルを除いて計算した値。05/9月調査は実施せず。
06/9月調査より調査方法の見直しを実施。06/6月調査時に見直し後の方法による予備調査を実施。

(3) 企業のインフレ予想 (短観・販売価格判断D.I. <先行き3か月後まで>)

(「上昇」-「下落」、%ポイント)

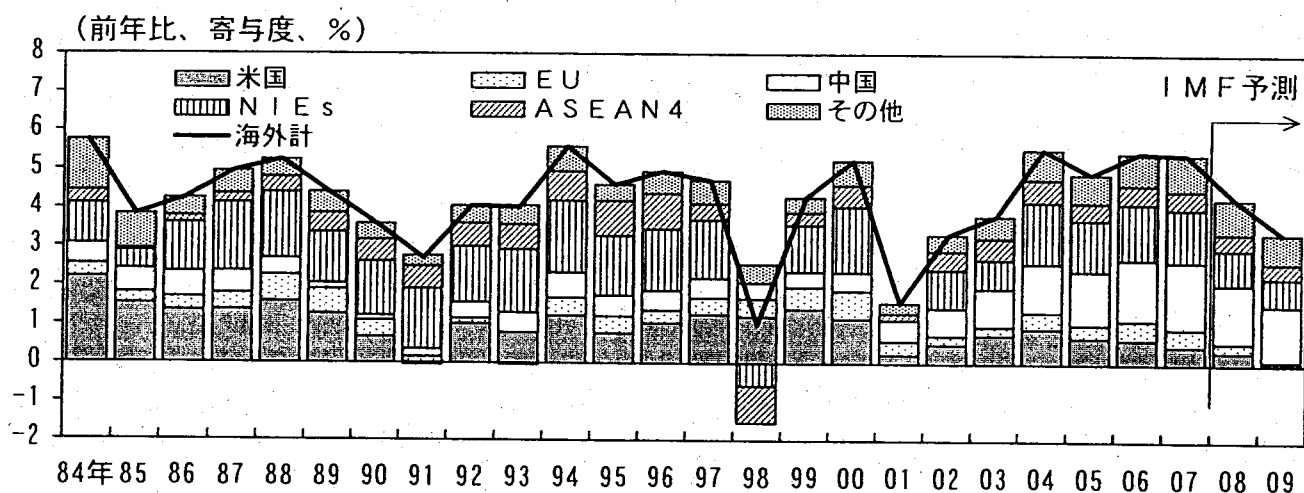


(注) 1. 全規模合計。
2. 2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで、新ベースは2003年12月調査から。

(資料) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」「全国企業短期経済観測調査」、
経済企画協会「ESPフォーキャスト調査」

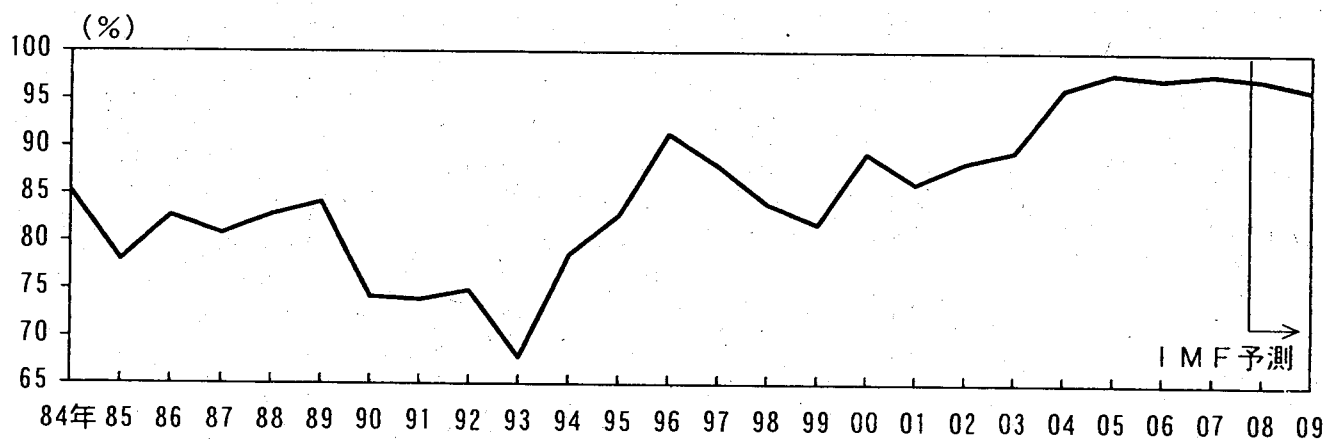
海外経済

(1) わが国が直面する海外経済の成長率

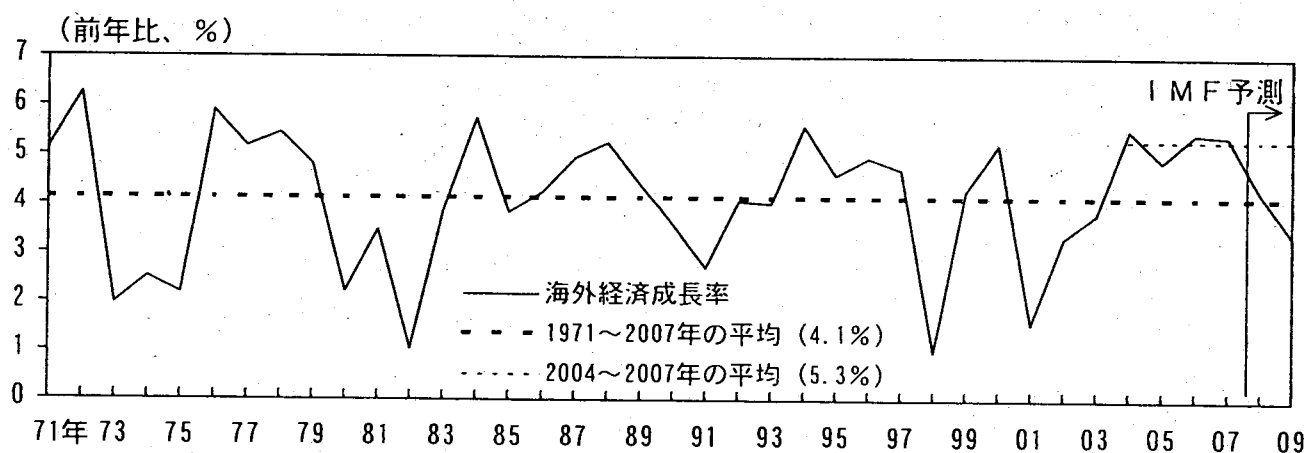


(注) 各国のGDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトで積み上げたもの(下の(3)も同じ)。

(2) プラス成長国の割合



(3) わが国が直面する海外経済の成長率(長期時系列)

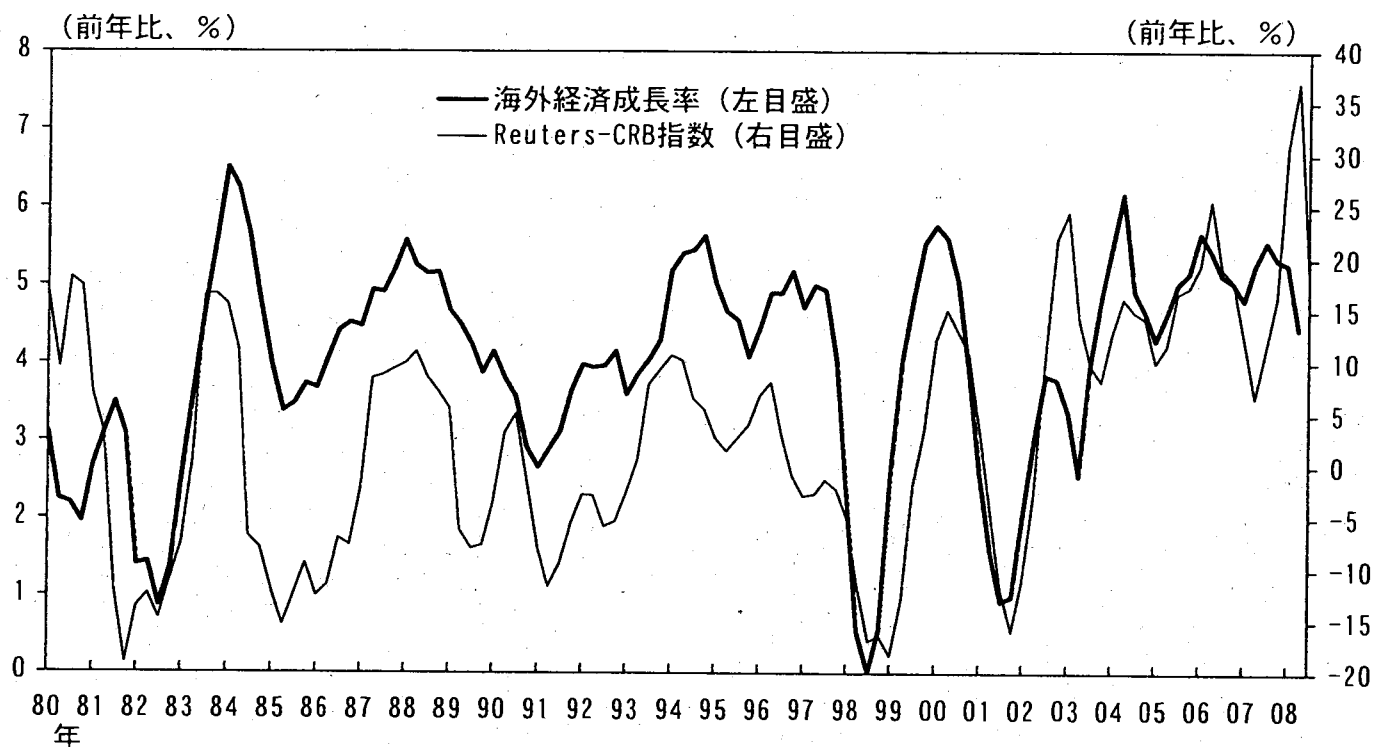


(注) 各国のGDP成長率は、1979年以前は国際連合、それ以降はIMFの計数。

(資料) IMF「World Economic Outlook」、財務省「外国貿易概況」、
国際連合「National Accounts Main Aggregates」等

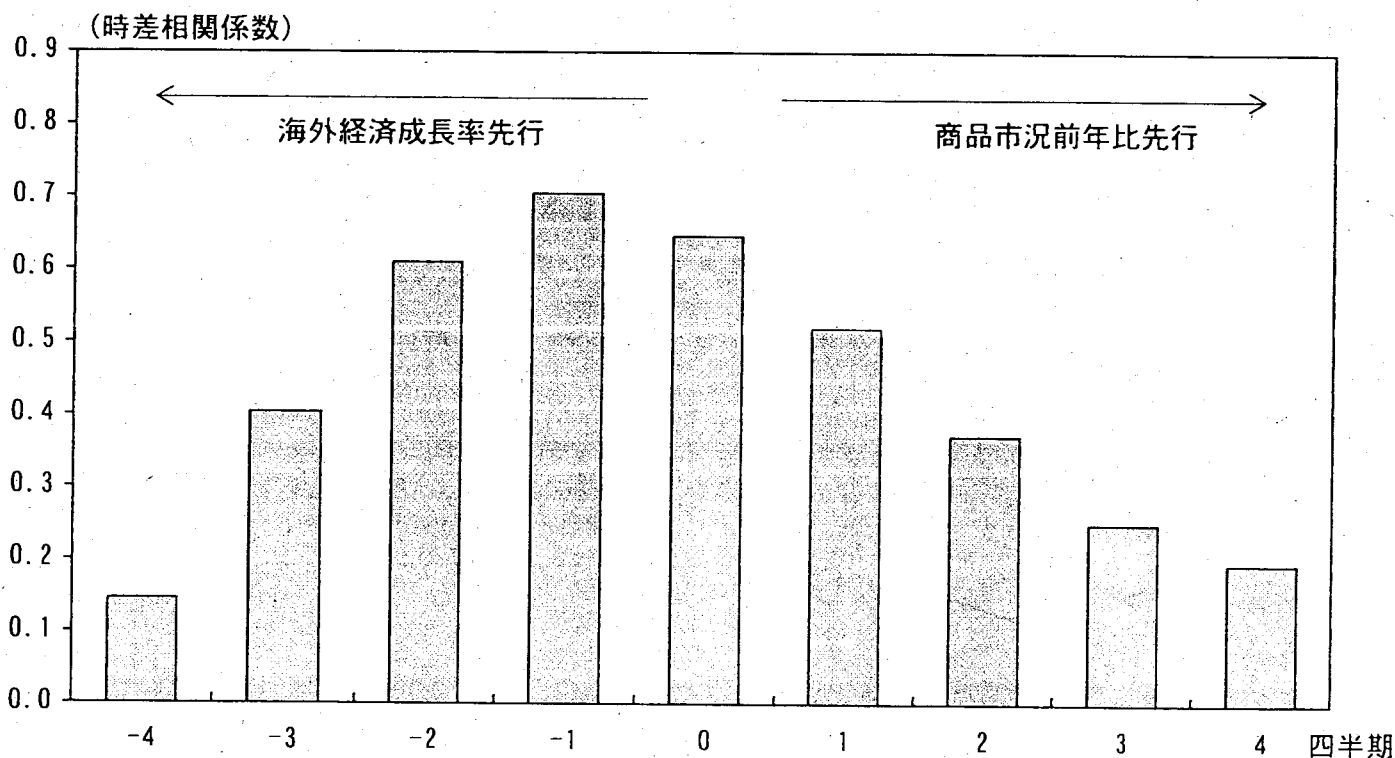
海外経済成長率と商品市況

(1) 海外経済成長率と商品市況



(注) 海外経済成長率は、各国のGDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトで積み上げたもの。

(2) 海外経済成長率と商品市況の時差相関

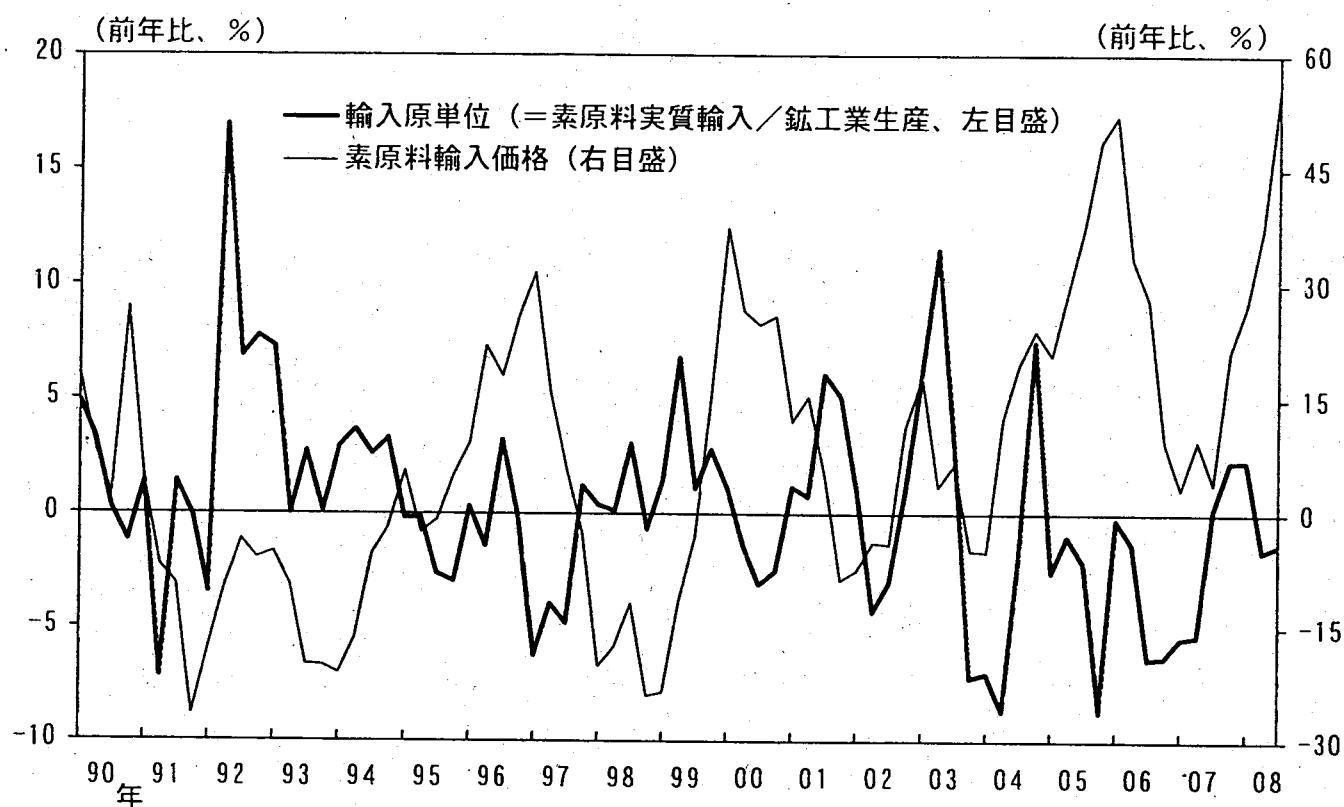


(注) 期間は1990/1Q～2008/2Q。

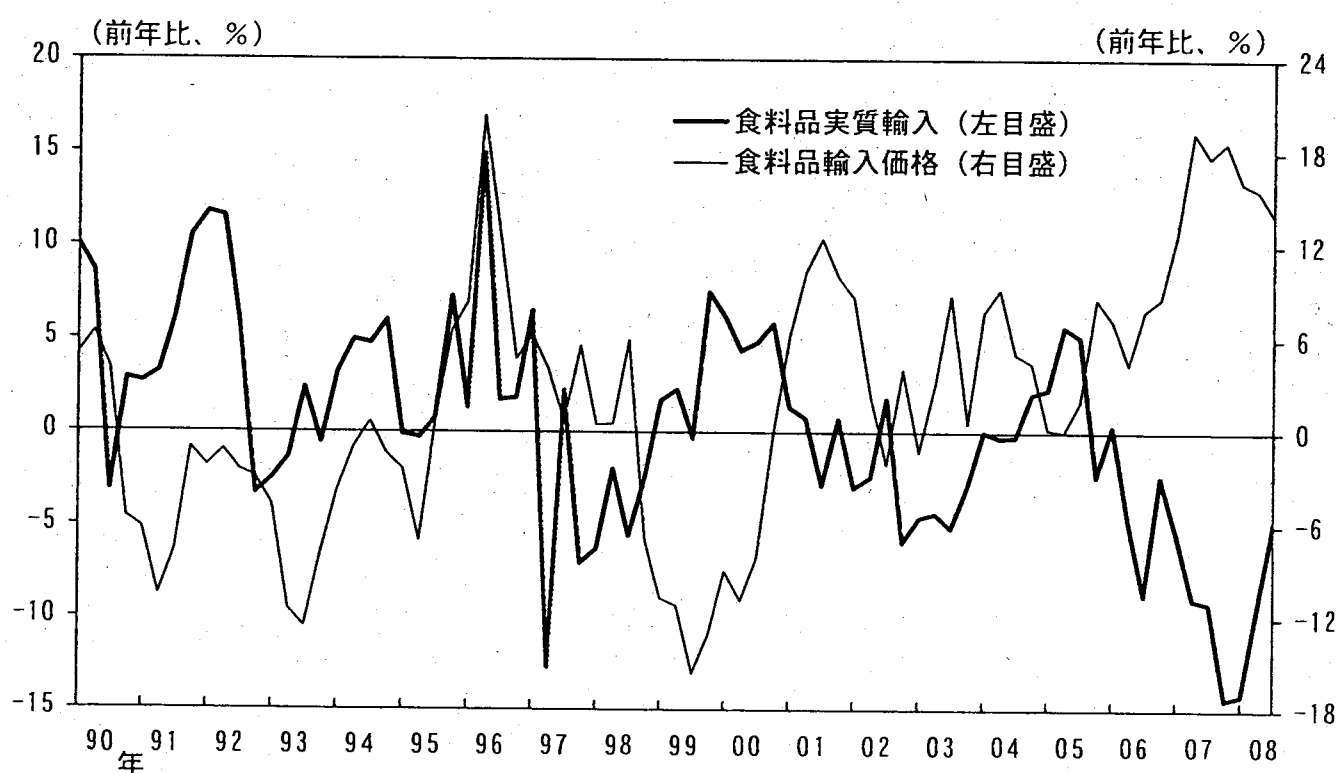
(資料) IMF「World Economic Outlook」、財務省「外国貿易概況」等

財別にみた実質輸入の動向

(1) 素原料



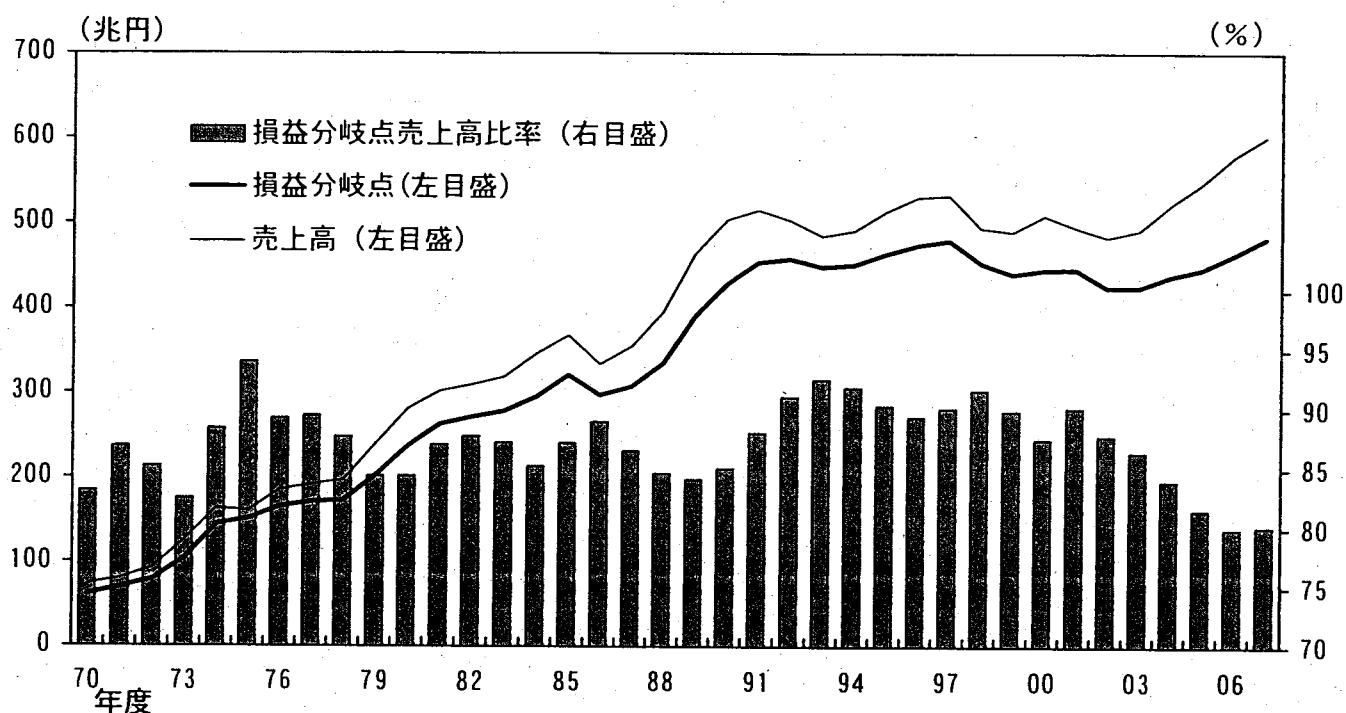
(2) 食料品



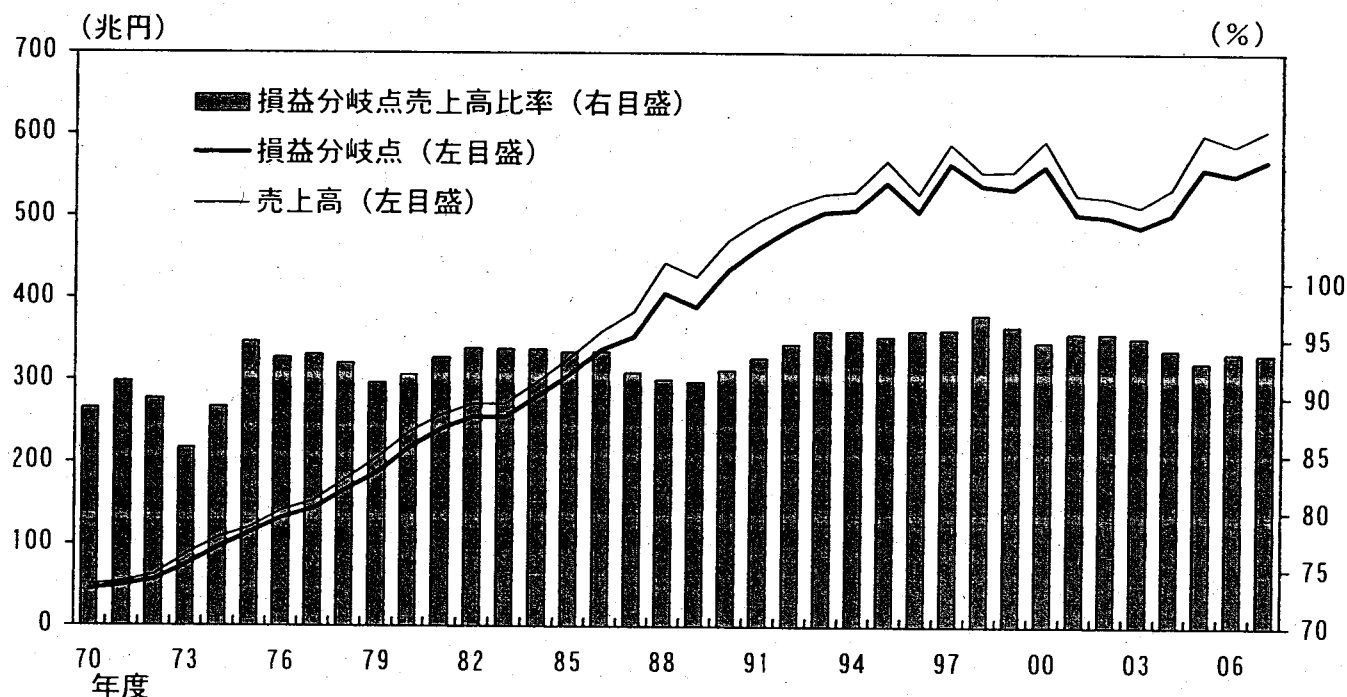
(資料) 日本銀行「企業物価指数」、財務省「外国貿易概況」、経済産業省「鉱工業指数統計」

損益分岐点売上高比率

(1) 大企業



(2) 中小企業

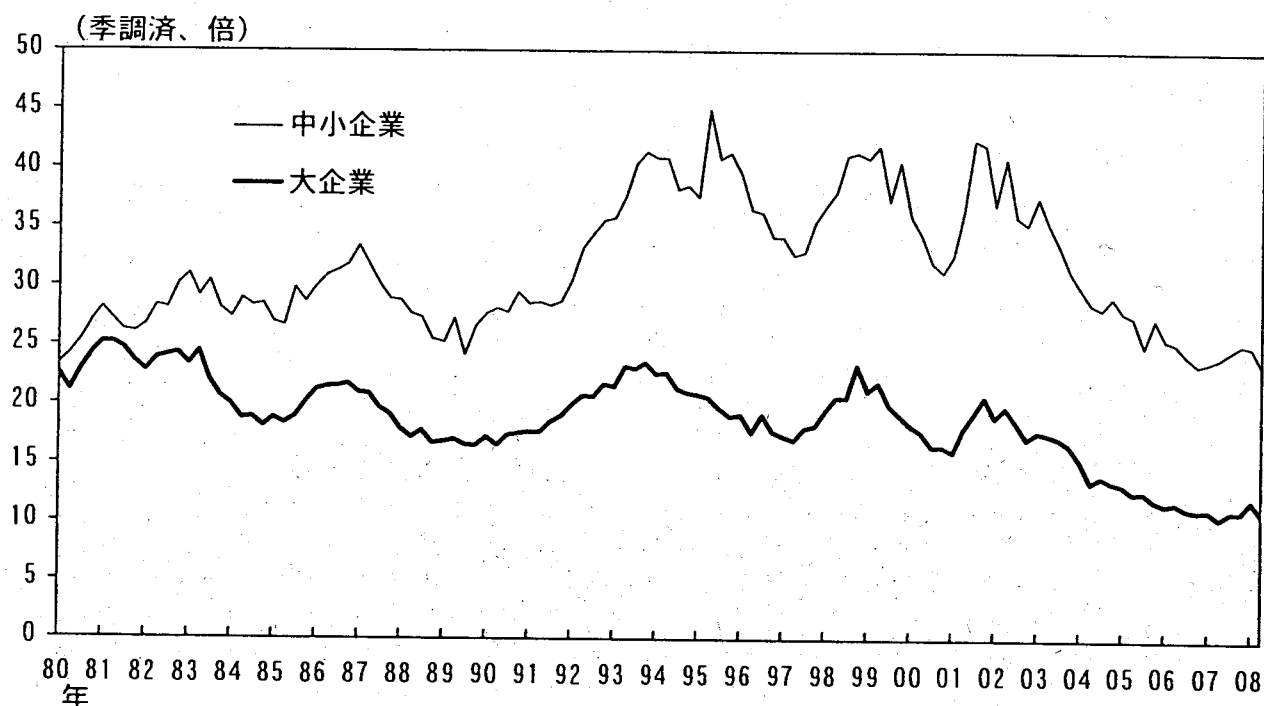


- (注) 1. 大企業は資本金10億円以上、中小企業は資本金1千万円以上1億円未満。
大企業、中小企業ともに電気業、ガス・熱供給・水道業を除く。
2. 損益分岐点＝固定費／限界利益率
固定費＝人件費＋減価償却費＋純営業外費用＋販管費×0.7
限界利益率＝1－変動費比率＝1－(売上高－固定費－経常利益)／売上高

(資料) 財務省「法人企業統計年報」

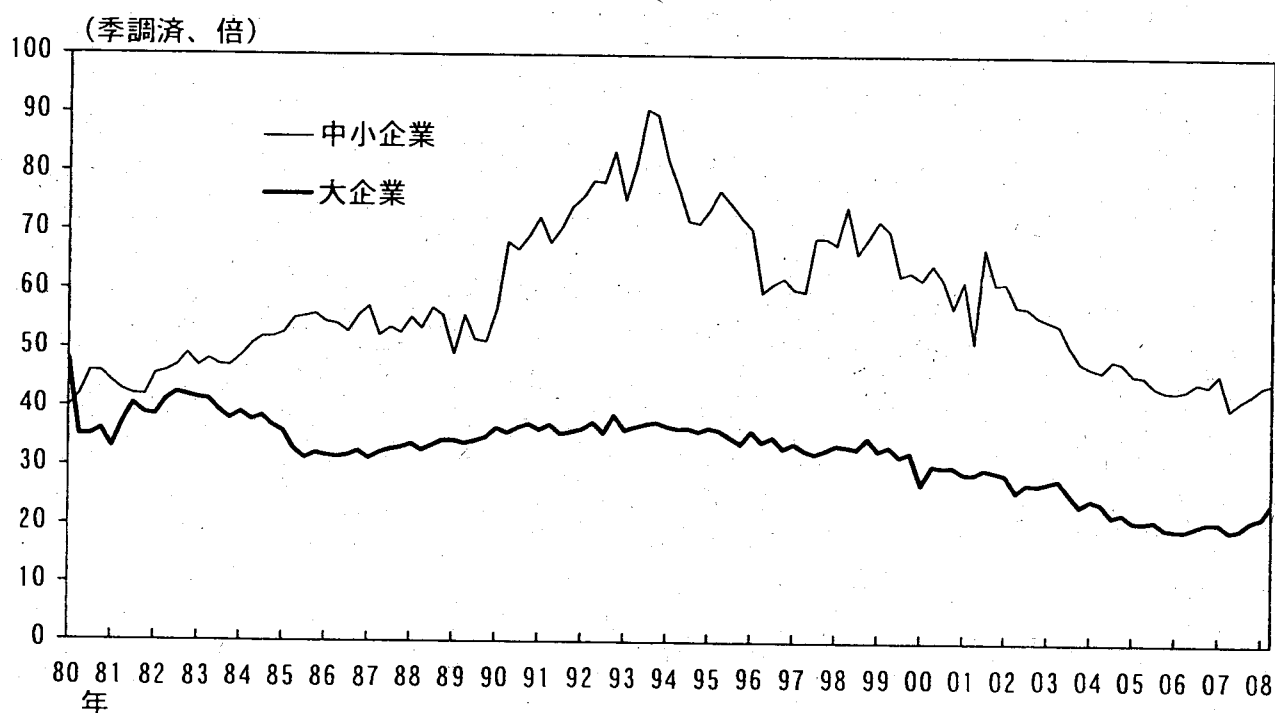
有利子負債の対キャッシュフロー比率

(1) 製造業



- (注) 1. データは断層修正済み。大企業は資本金10億円以上、中小企業は資本金1千万円以上1億円未満(下の図表も同じ)。
2. 有利子負債＝長短期借入金＋社債
キャッシュフロー＝減価償却費＋経常利益／2

(2) 非製造業

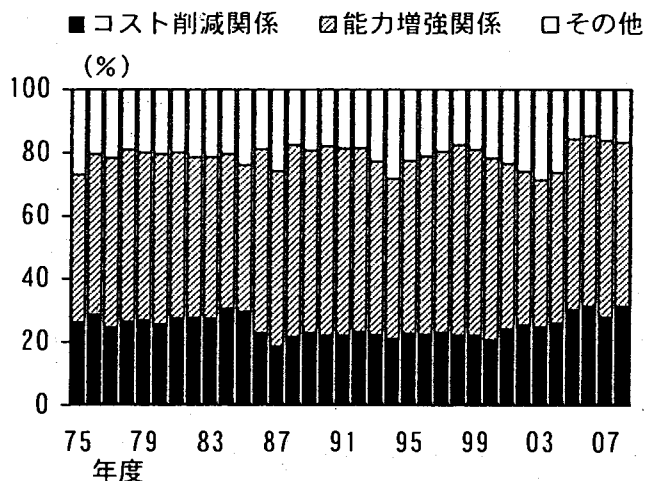


(資料) 財務省「法人企業統計季報」

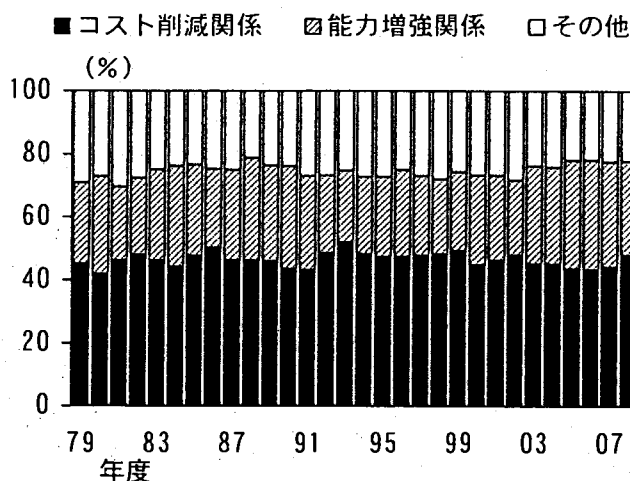
設備投資の動機別内訳

(1) 設備投資の動機別内訳

① 大企業（全産業）

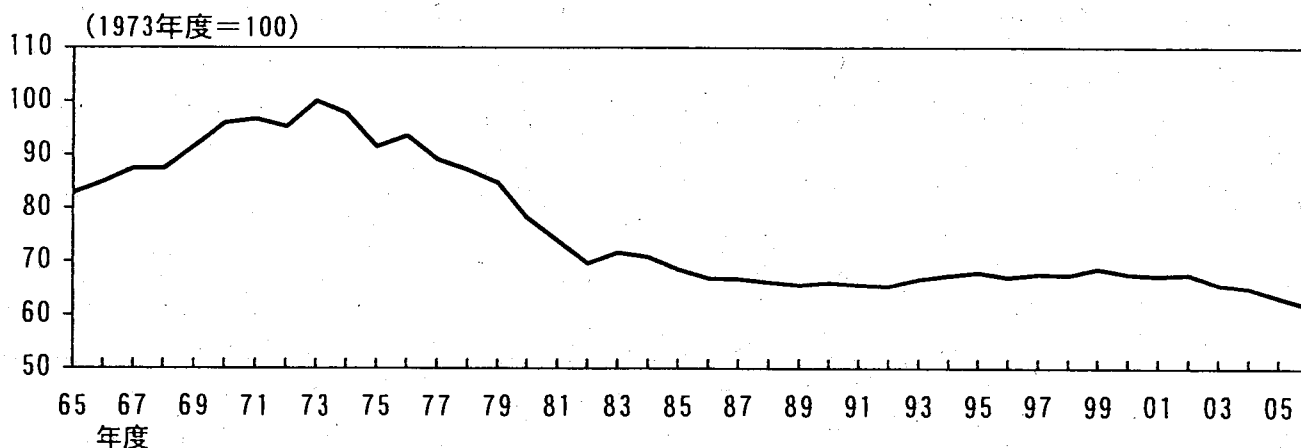


② 中小企業（製造業）

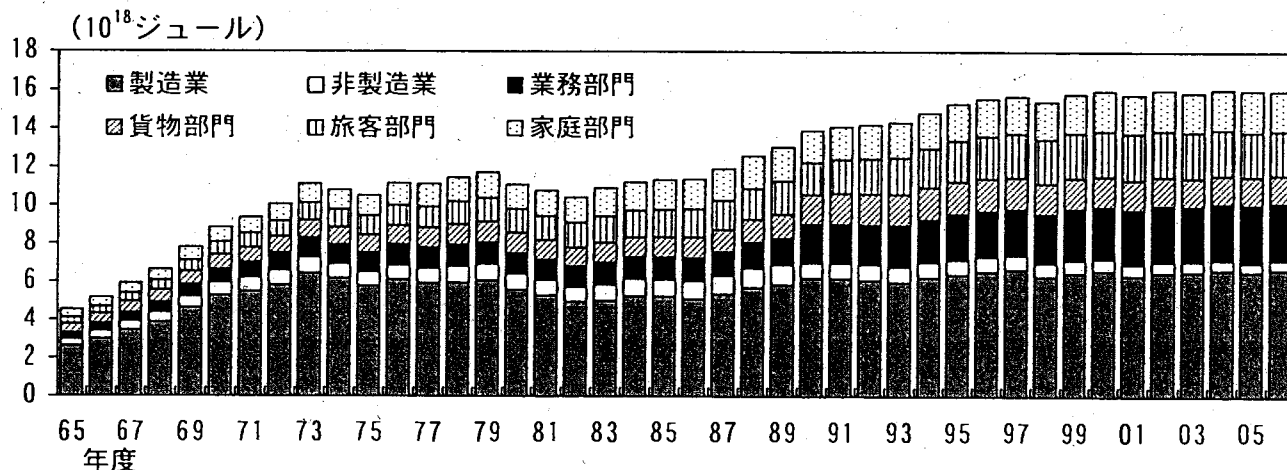


(注) 「コスト削減関係」は省力化、省エネ化、合理化、維持補修等を、「能力増強関係」は能力増強、能力拡充、製品高度化等をまとめたもの。2008年度は計画値。

(2) 最終エネルギー消費／実質GDP



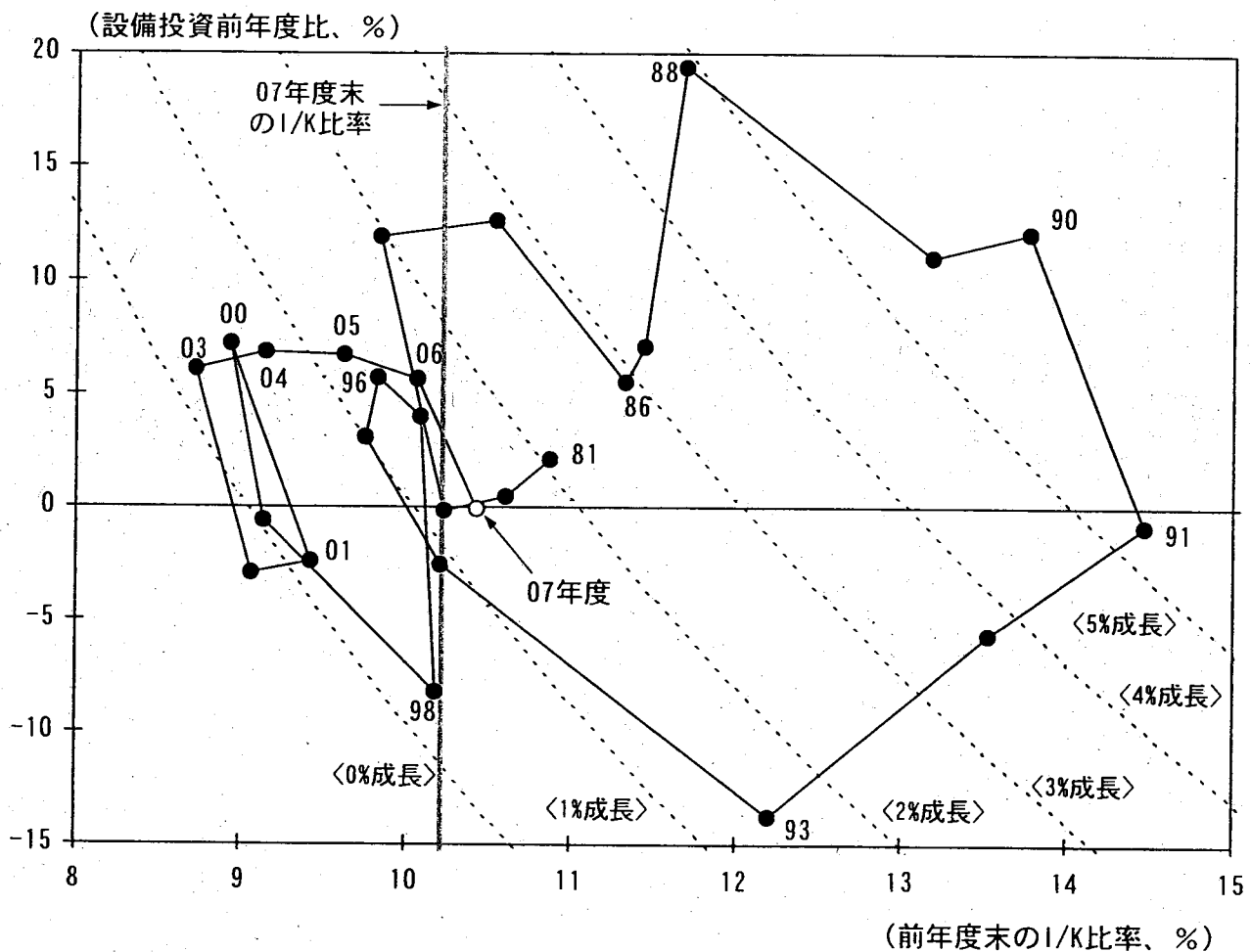
(3) 最終エネルギー消費の部門別内訳



(注) 非製造業は農林水産業、建設業、鉱業。業務部門は卸小売業、飲食・宿泊業、サービス業等。

(資料) 日本政策投資銀行「設備投資計画調査」、日本政策金融公庫「中小製造業設備投資動向調査」、資源エネルギー庁「総合エネルギー統計」「エネルギー白書」、内閣府「国民経済計算」

資本ストック循環



・資本ストック循環図は、設備投資・資本ストック比率（I/K比率）と設備投資前年度比の関係をプロットしたものである。

・両変数の間には、下記の関係があることから、期待成長率ごとに双曲線を描くことができる。

$$\underbrace{(\text{設備投資前年度比})}_{\text{縦軸}} \times \underbrace{(\text{前年度末のI/K比率})}_{\text{横軸}} = \text{期待成長率} + \text{資本係数のトレンド} + \text{減耗率}$$

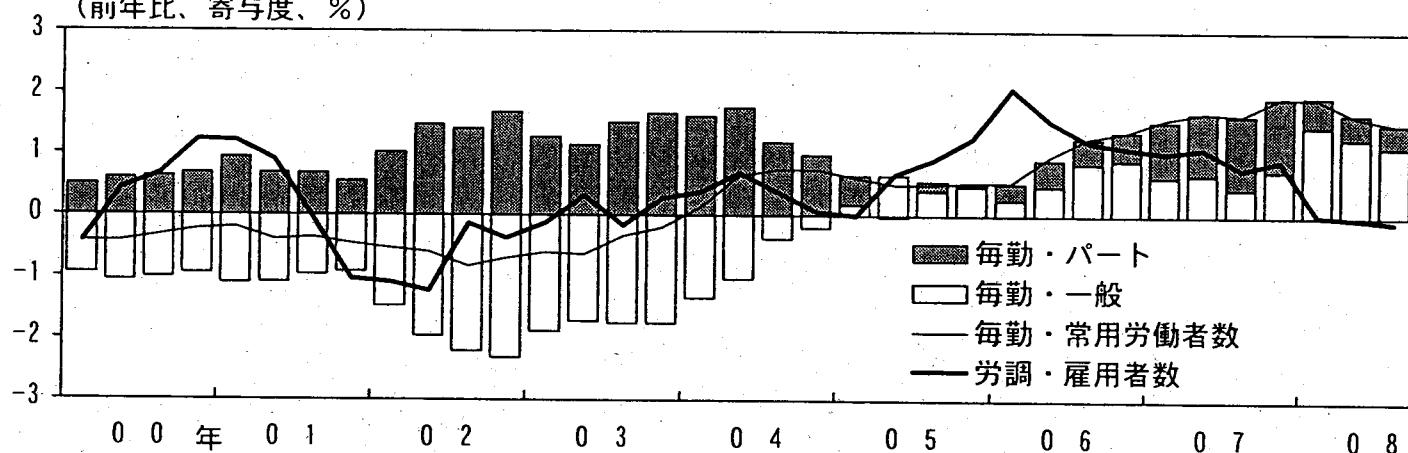
・このようにしてプロットされた点と、その時々に見込まれる期待成長率に対応する双曲線との関係を見ることで、設備投資の局面評価をすることができる。

(資料) 内閣府「国民経済計算」「民間企業資本ストック年報」「民間企業資本ストック速報」、経済産業省「工業統計調査」、経済産業研究所「日本産業生産性データベース2008年版」

雇用・所得環境

(1) 労働力調査・雇用者数と毎月勤労統計・常用労働者数

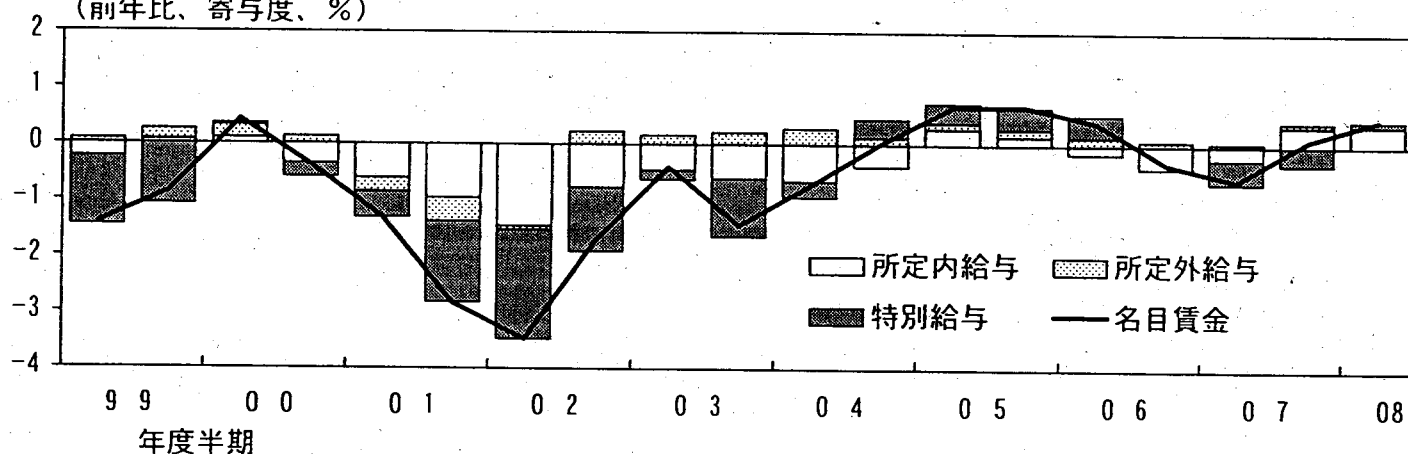
(前年比、寄与度、%)



(注) 1. 毎月勤労統計の計数は、事業所規模 5 人以上 (下の図表も同じ)。
 2. 2008/3Qは、7～8月の前年同期比。

(2) 名目賃金

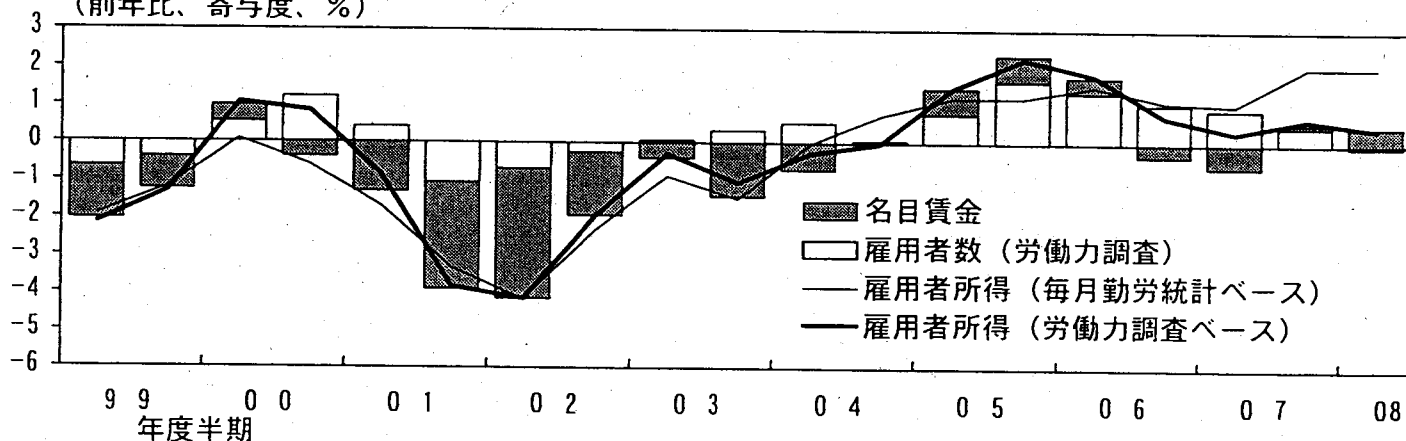
(前年比、寄与度、%)



(注) 2008年度上半期は、2008/4～8月の前年同期比 (下の (3) も同じ)。

(3) 雇用者所得

(前年比、寄与度、%)

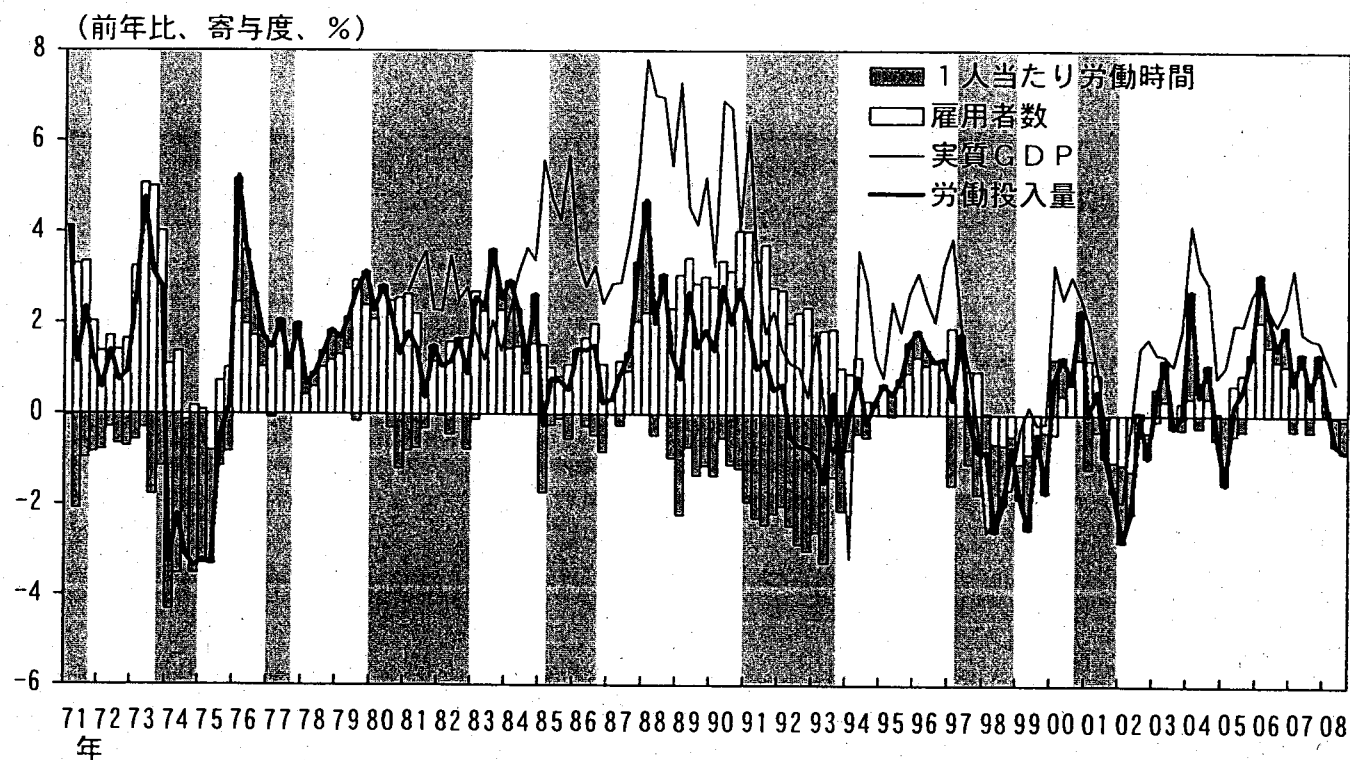


(注) 1. 雇用者所得 (毎月勤労統計ベース) は、常用労働者数 (毎月勤労統計) × 名目賃金 (毎月勤労統計) で算出。
 2. 雇用者所得 (労働力調査ベース) は、雇用者数 (労働力調査) × 名目賃金 (毎月勤労統計) で算出。

(資料) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」

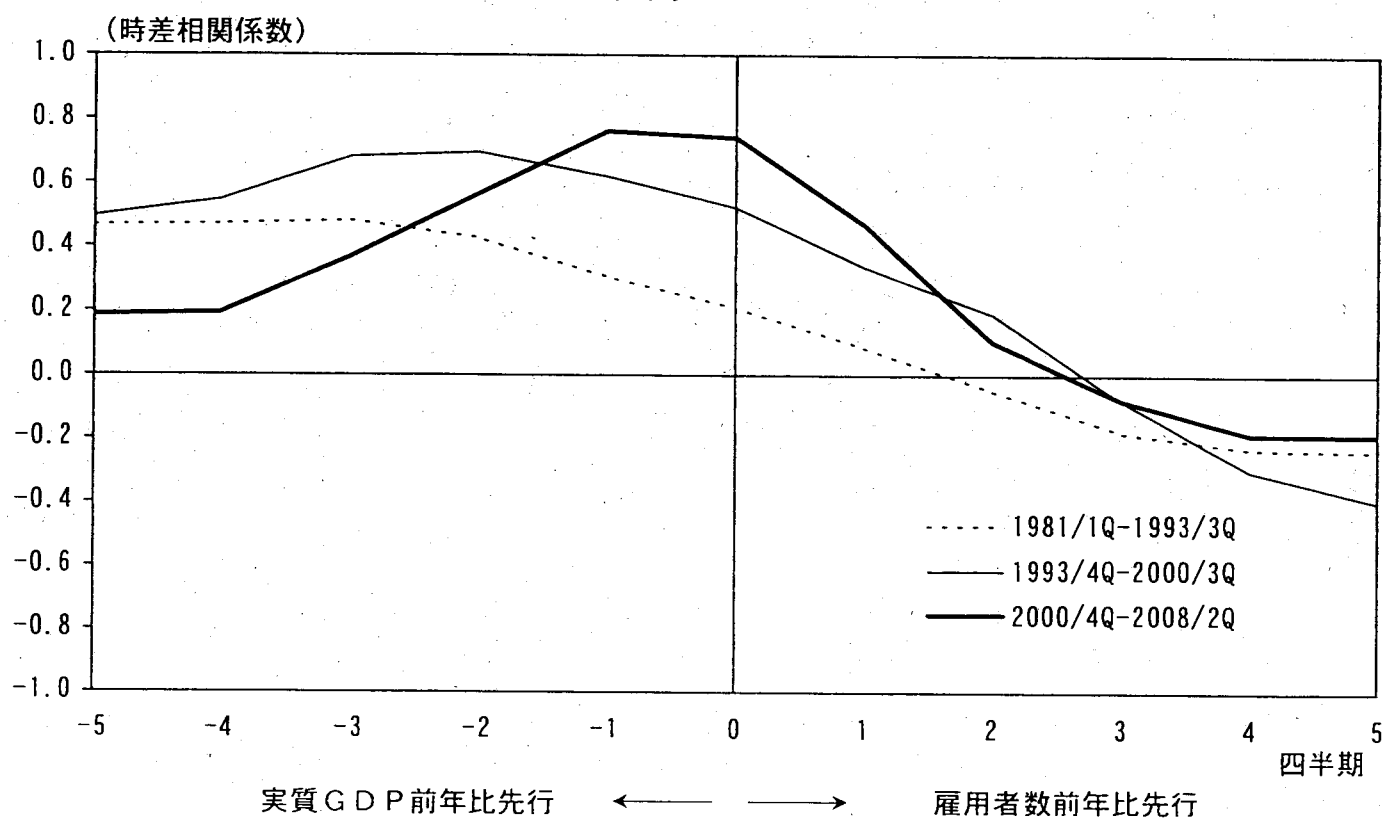
労働投入量

(1) 労働投入量と実質GDP



- (注) 1. シャドー部分は景気後退局面。
 2. 2008/3Qは、7～8月の前年同期比。
 3. 1人当たり労働時間は事業所規模30人以上ベース。

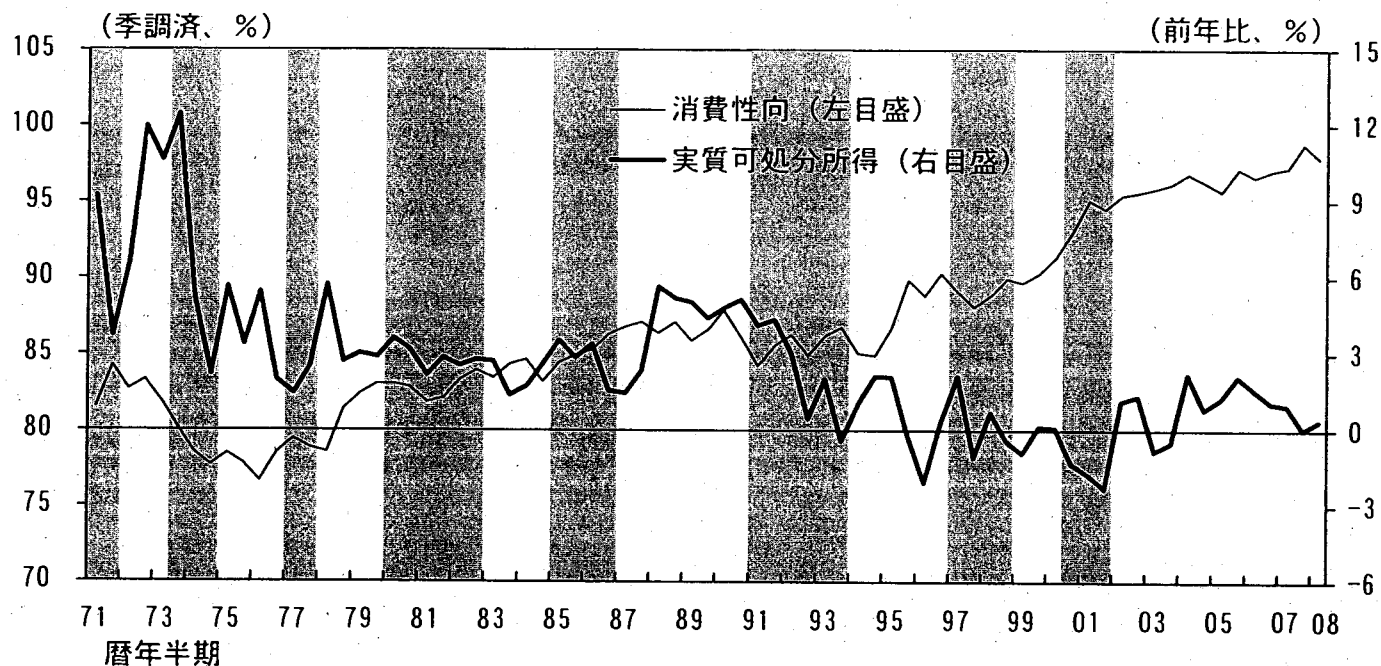
(2) 雇用者数と実質GDPの時差相関



(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」、内閣府「国民経済計算」

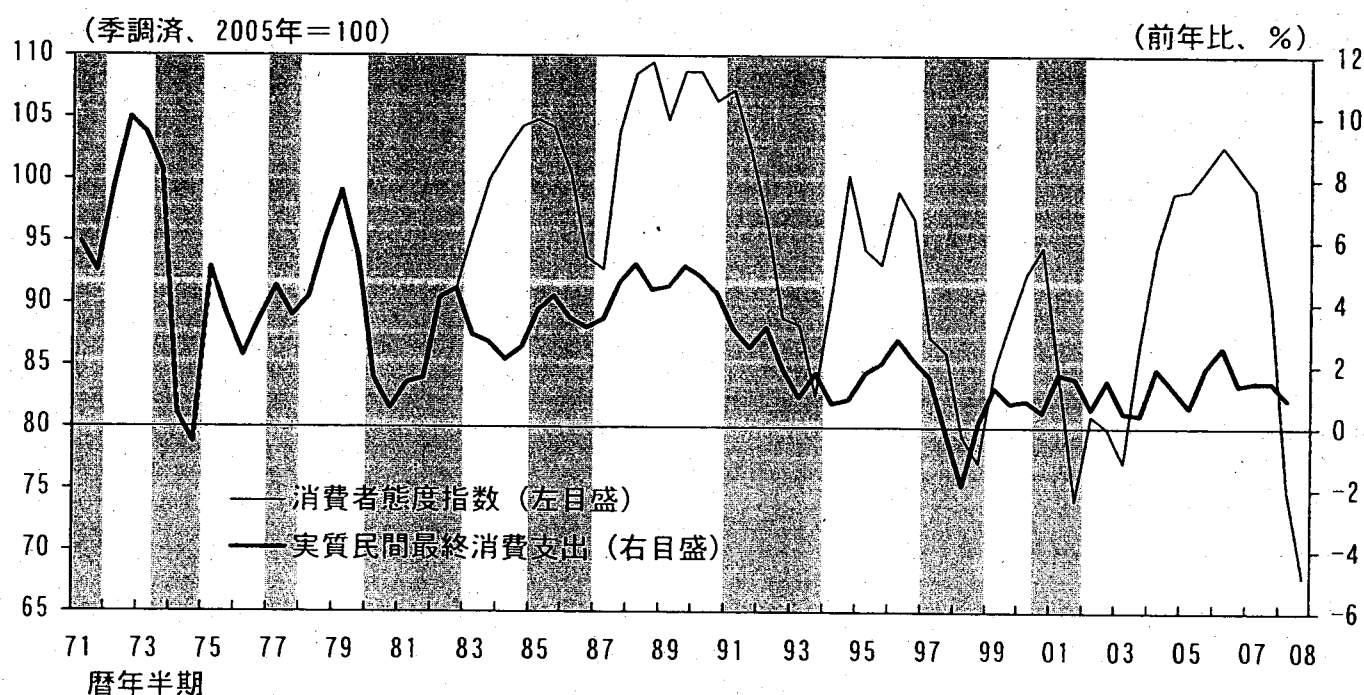
個人消費と消費者マインド

(1) 消費性向と実質可処分所得



- (注) 1. シャドー部分は景気後退局面（下の(2)も同じ）。
 2. 実質可処分所得は民間最終消費支出デフレーターで実質化。
 3. 2007年度以降の可処分所得は、日本経済新聞社がとりまとめた2008年3月期配当金総額見込み、財務省「租税及び印紙収入、収入額調」、総務省「地方税収入見込額」等を用いて試算。
 4. 消費性向はSNAベース。

(2) 消費者態度指数と実質民間最終消費支出

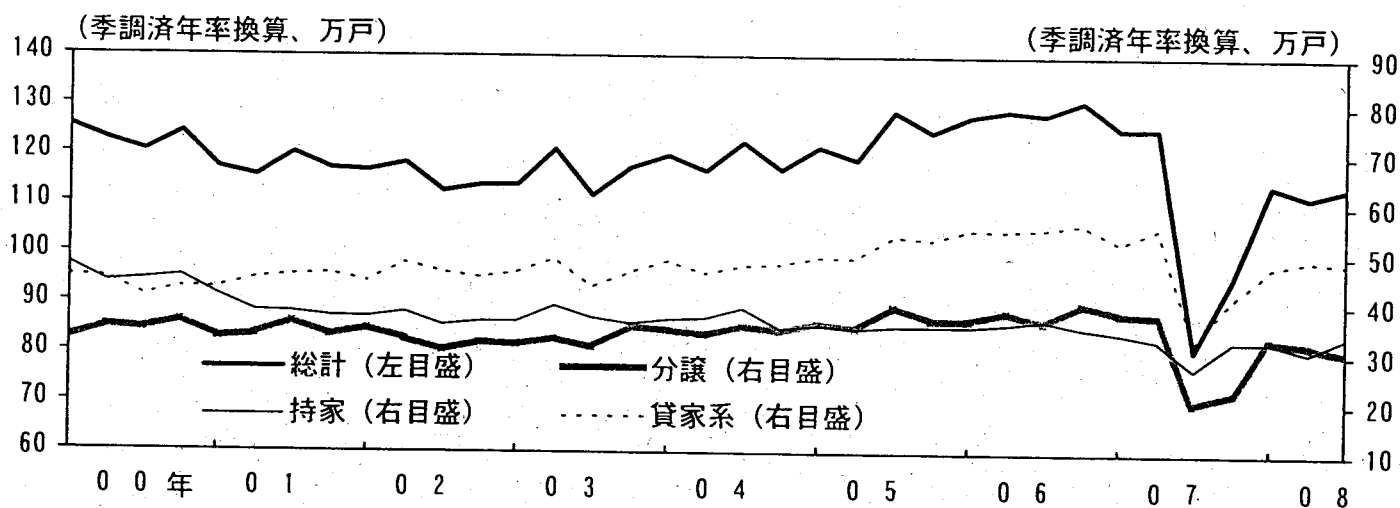


(注) 消費者態度指数の2008年下期は3Qの値。

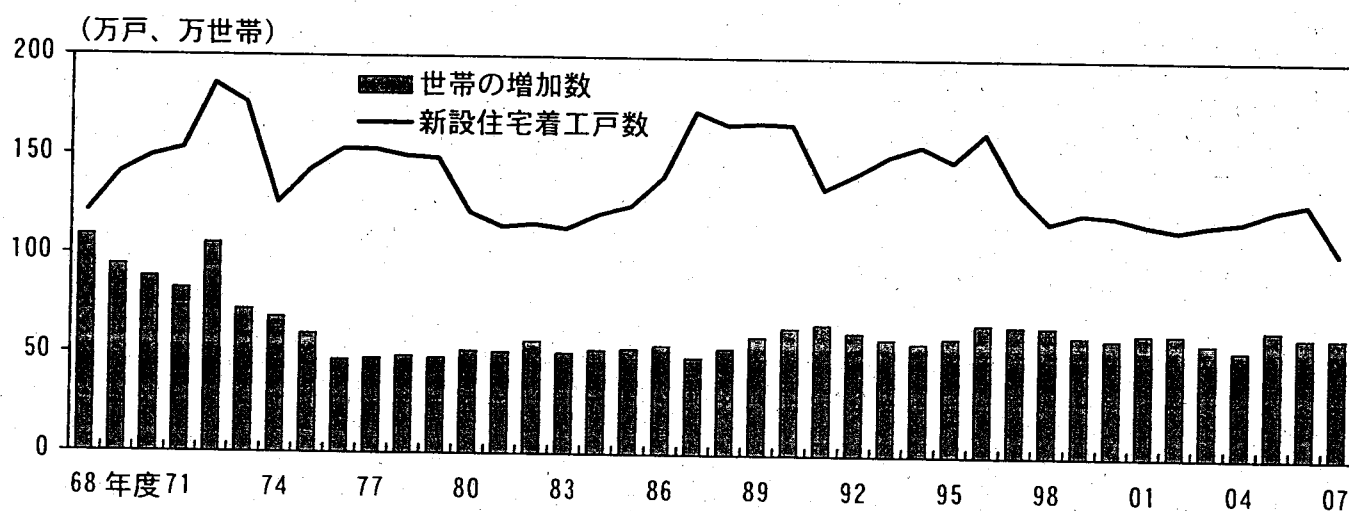
(資料) 内閣府「国民経済計算」「消費動向調査」、財務省「租税及び印紙収入、収入額調」、日本銀行「資金循環統計」、総務省「地方税収入見込額」、日本経済新聞

住宅投資

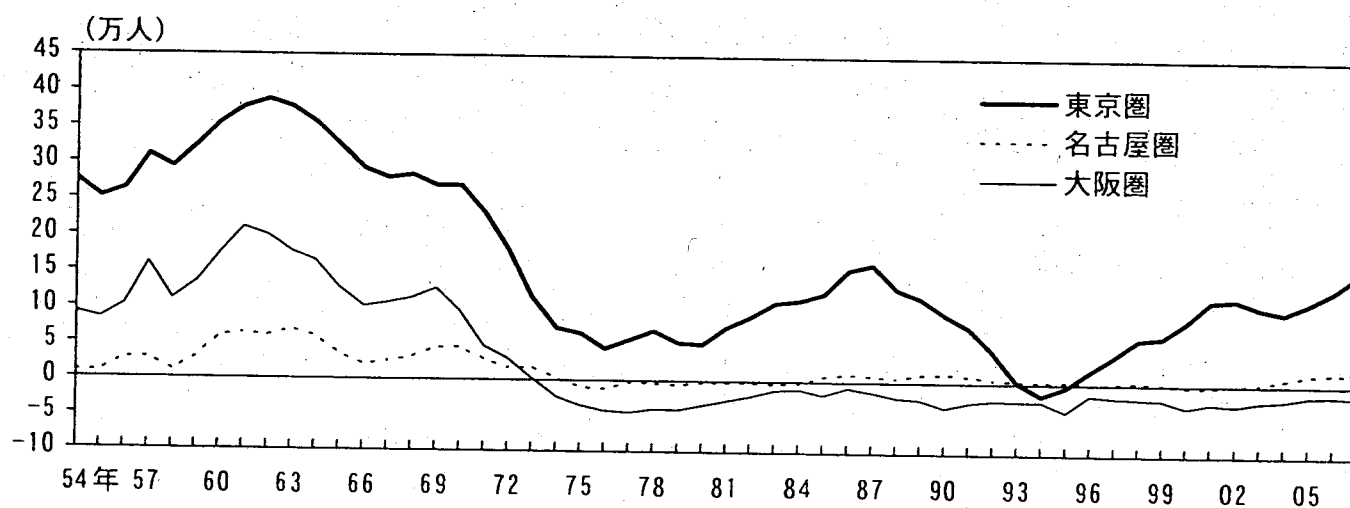
(1) 新設住宅着工戸数



(2) 新設住宅着工戸数と世帯の増加数



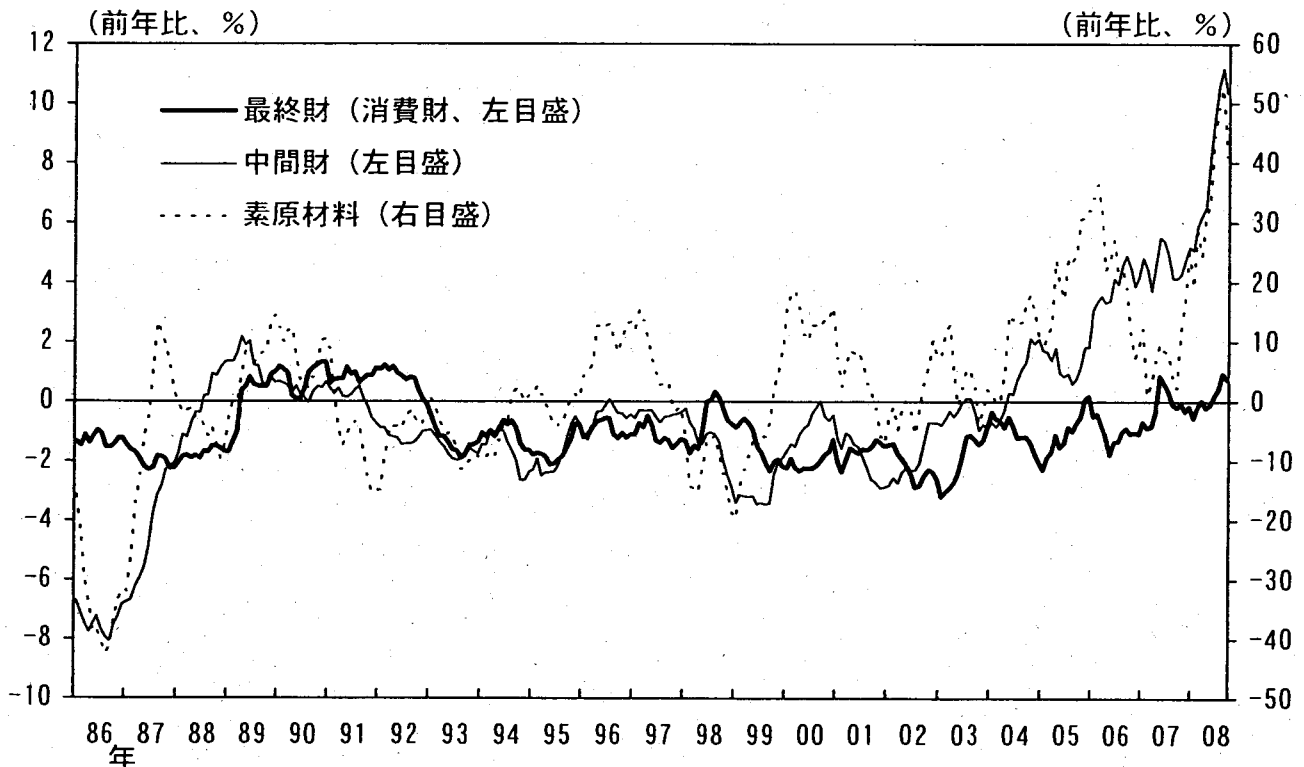
(3) 三大都市圏の転入超過数



(資料) 国土交通省「建築着工統計」、
総務省「住民基本台帳に基づく人口・人口動態及び世帯数」「住民基本台帳人口移動報告」

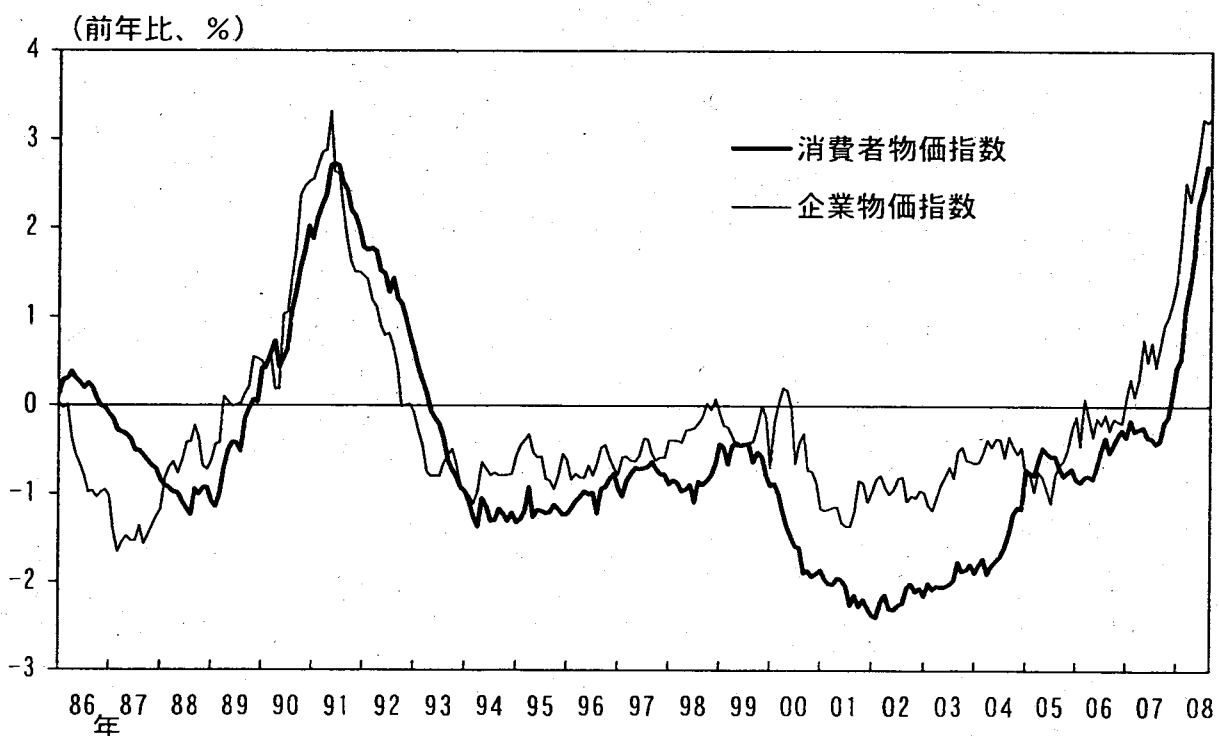
需要段階別にみた物価の動向

(1) 企業物価指数・需要段階別指数（国内品と輸入品）



- (注) 1. 消費税調整済み。企業物価指数の1999年以前は、卸売物価指数を利用（下の（2）も同じ）。
 2. 中間財は、類別の指数を消費財ウエイトにより加重平均。
 3. 中間財・最終財は、石油・石炭製品を除く。

(2) 企業物価指数と消費者物価指数の共通品目

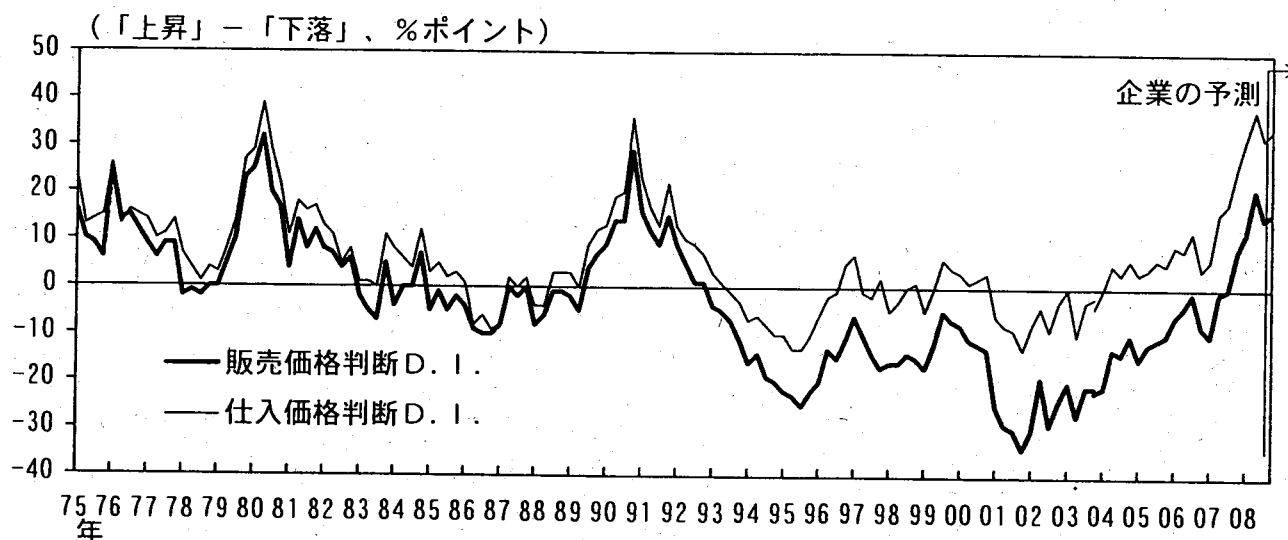


- (注) 企業物価指数と消費者物価指数の接続指数（2005年＝100）から共通する品目を抜粋し、それぞれを消費者物価指数のウエイト（2005年基準）で加重平均したもの。但し、廃止品目、2000年基準以降の新規採用品目、農水畜産物、石油・石炭製品、たばこを除く。

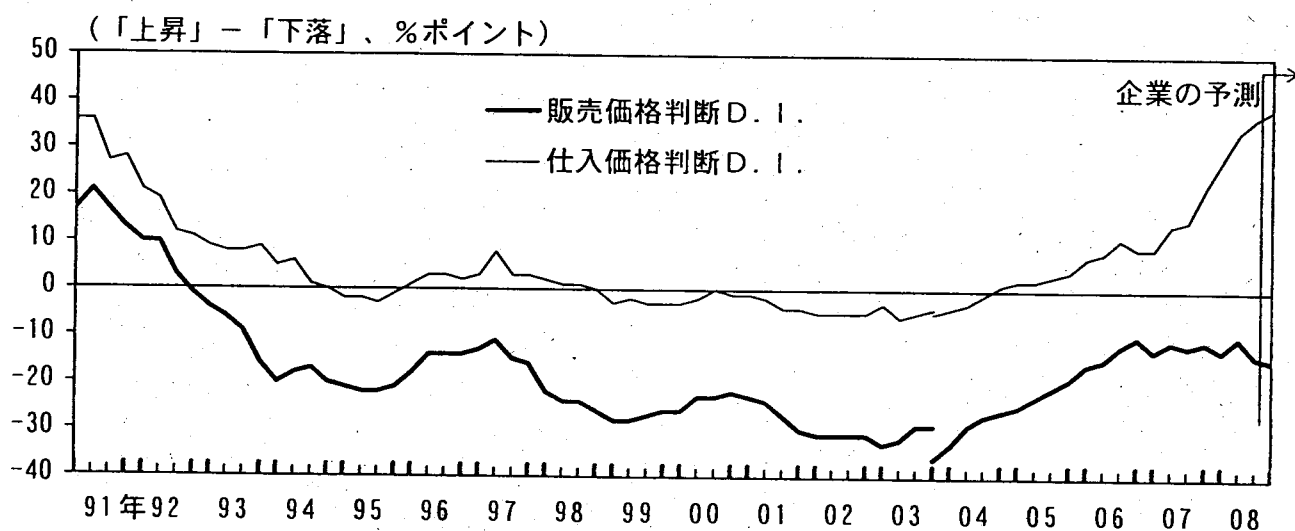
(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」「卸売物価指数」

販売価格と仕入価格

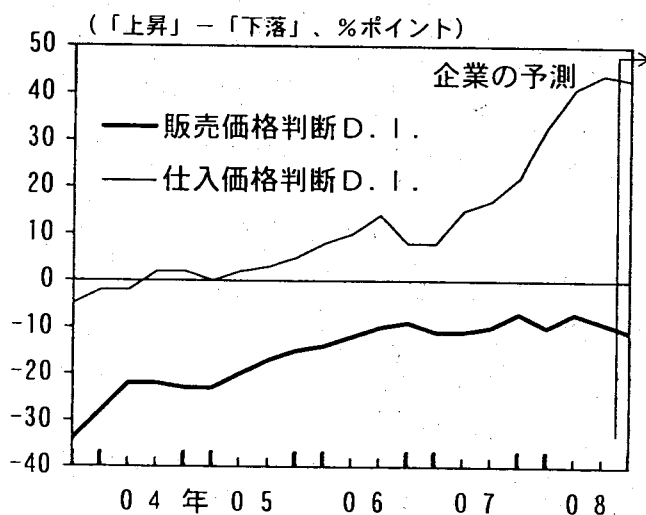
(1) 小売業



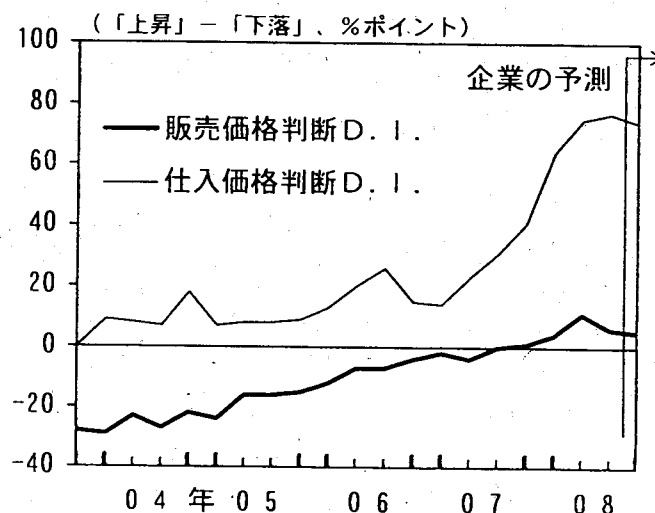
(2) サービス業



(3) 対個人サービス



(4) 飲食店・宿泊

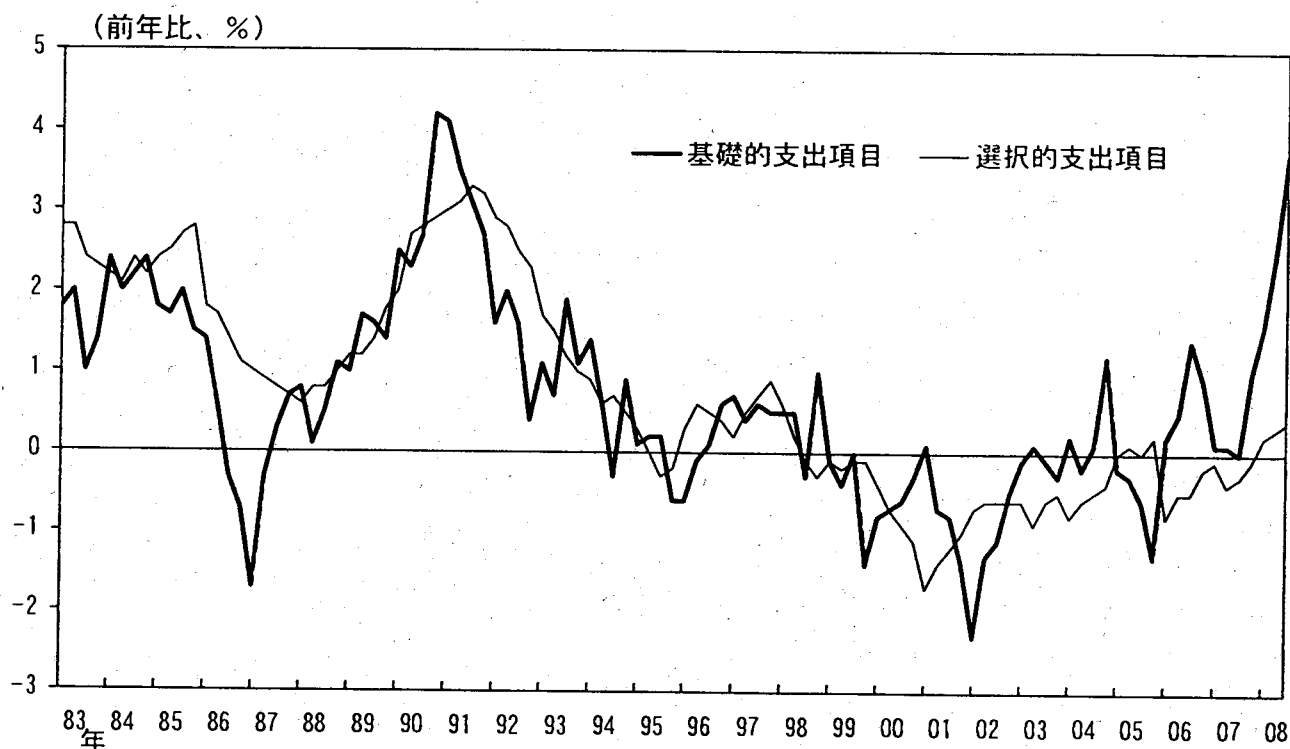


(注) 全規模合計。2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、
新ベースは2003/12月調査から。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

品目特性別にみた消費者物価

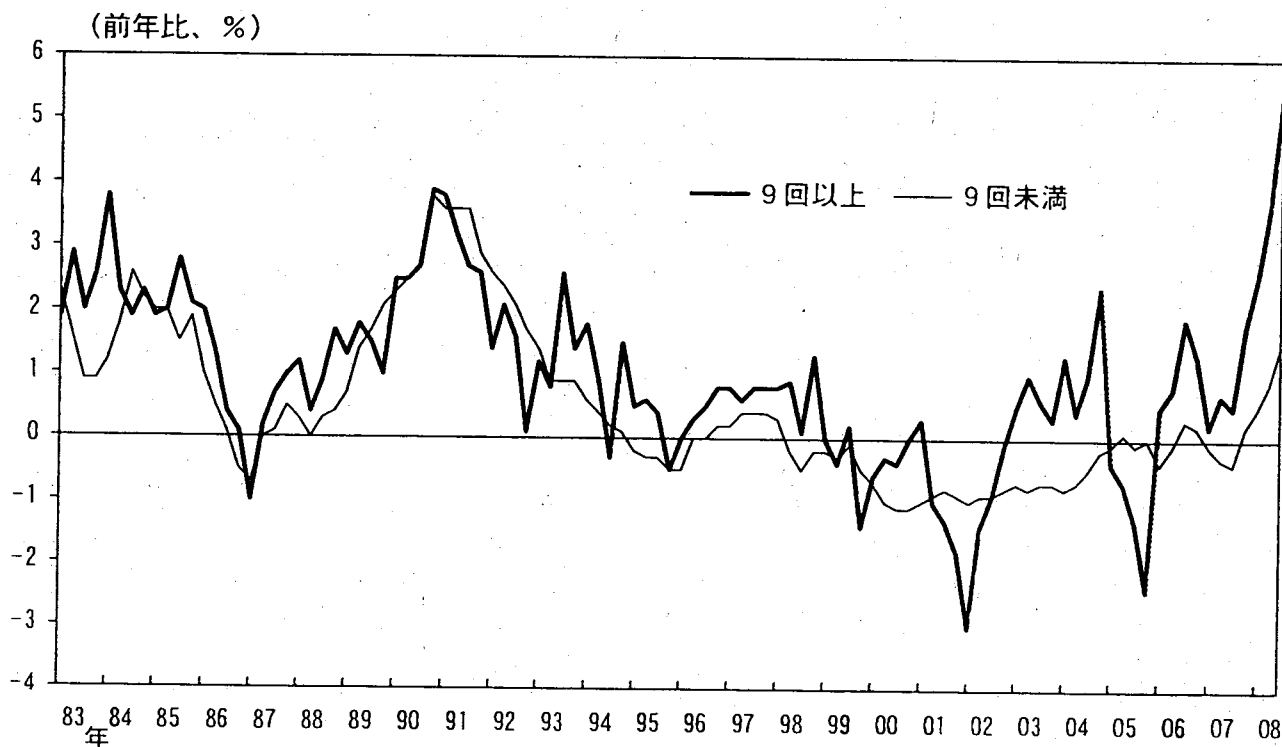
(1) 基礎的・選択的支出項目別の物価指数



(注) 1. 消費税調整済み(下の(2)も同じ)。

2. 支出弾力性(消費支出の総額が1%変化する時に、各項目の消費支出が何%変化するかを示した指標)に基づいて、基礎的支出項目(支出弾力性が1未満、食料工業製品・電気代などの必需品)と、選択的支出項目(支出弾力性が1以上、パソコンなどの嗜好品)に区分し、集計したもの。

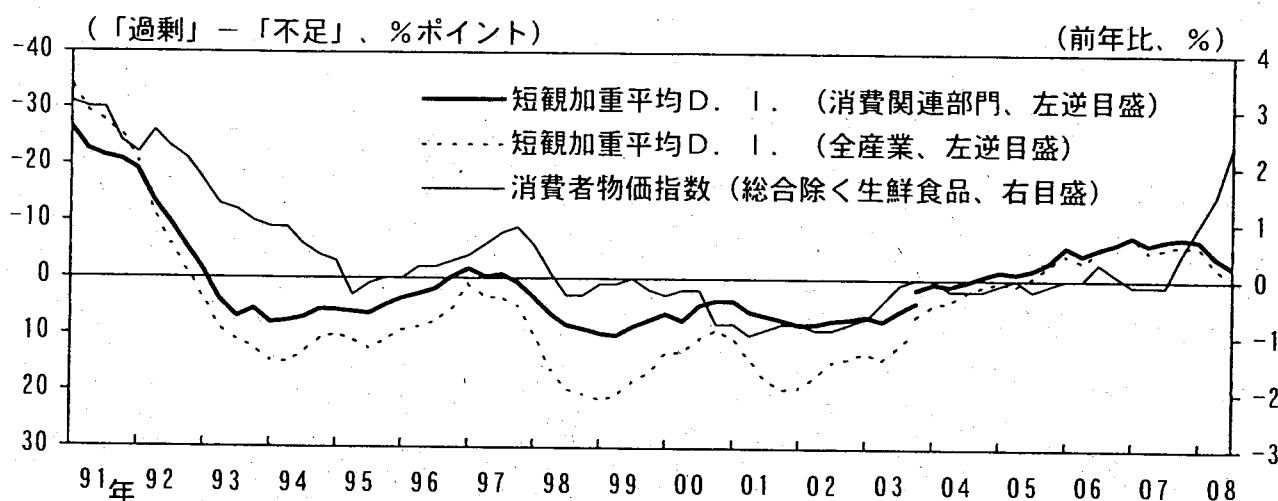
(2) 年間購入頻度階級別の物価指数



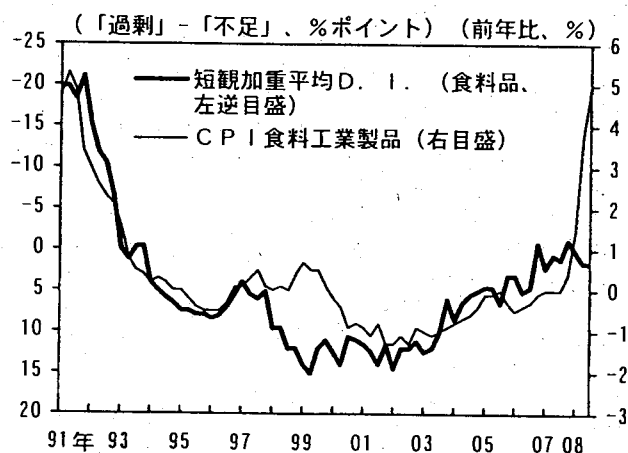
(資料) 総務省「消費者物価指数」

生産要素の稼働状況と消費者物価

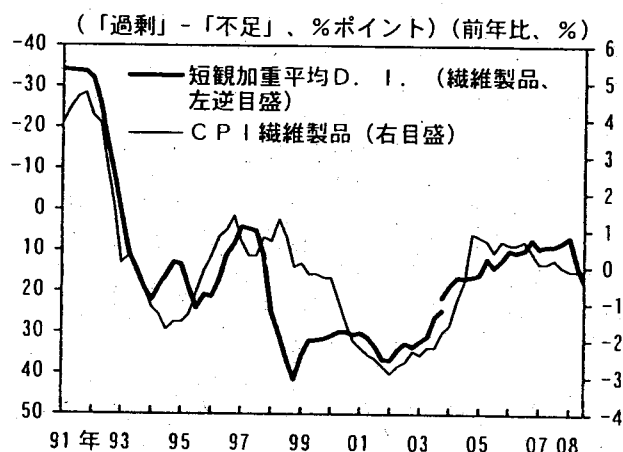
(1) 消費者物価と資源の稼働状況



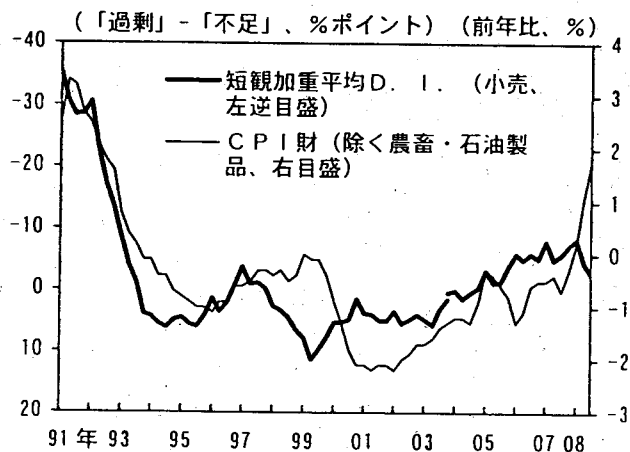
(2) 食料品



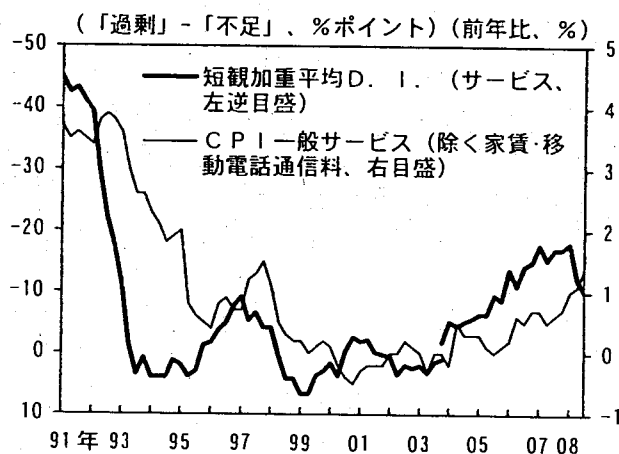
(3) 繊維製品



(4) 小売



(5) サービス



- (注) 1. 消費税調整済み。
 2. 短観加重平均D. I. は、生産・営業用設備判断D. I. と雇用人員判断D. I. を資本・労働分配率で加重平均したもの(全規模合計)。
 3. 消費関連部門の短観加重平均D. I. は、業種別に短観加重平均D. I. を作成した後、2005年産業連関表における民間最終消費支出に占める業種別のウェイトで加重平均したもの。

(資料) 総務省「消費者物価指数」「産業連関表」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、内閣府「国民経済計算」

地域別の景気の総括判断（地域経済報告）

	7 月判断	判断の 変化	10 月判断
北海道	弱めの動きとなっている		やや厳しい状況にある
東北	足踏み感がみられている		弱めの動きが広がっている
北陸	減速感が幾分増している		停滞している
関東甲信越	減速している		停滞している
東海	引き続き高水準にあるが、足もとは減速がはっきりしてきている		なお高水準を保ちつつも、下降局面にある
近畿	減速している		停滞している
中国	全体としては緩やかな回復を続けているが、そのテンポは、このところ鈍化している		一部に弱い動きがみられるが、全体としては概ね横ばいで推移している
四国	横ばい圏内の動きとなっている		やや弱めの動きとなっている
九州・沖縄	足踏み感が強まっている		停滞している

（注）全文は、http://www.boj.or.jp/type/ronbun/chiiki_rep/chiiki0810.htm を参照。

（資料）日本銀行「地域経済報告（2008 年 10 月）」

要 注 意

公表時間

11月6日(木) 8時50分

＜不開示情報：有（種類：審議・検討）＞

＜配 付 先：金融政策決定会合関係者限り＞

＜作成局における保管期間満了時期：2038年12月＞

2008.11.6

日本銀行

(案)

政策委員会 金融政策決定会合

議事要旨

(2008年9月29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10月31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9月29日(22:00～22:45)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

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

4. 政府からの出席者：

財務省	竹下 亘	財務副大臣
内閣府	藤岡文七	内閣府審議官

(執行部からの報告者)

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

(事務局)

政策委員会室長	大杉和人
政策委員会室企画役	執行謙二
企画局参事役	関根敏隆
企画局企画役	加藤 毅
企画局企画役	坂本哲也
企画局企画役	中尾根康宏
企画局企画役	鈴木公一郎

I. 臨時金融政策決定会合開催の趣旨説明

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

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

II. 金融市場動向に関する執行部報告の概要

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

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

なお、これまでの各国の米ドル資金供給オペレーションの結果を

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

Ⅲ. 米ドル資金供給オペレーションの増額等についての執行部からの提案

最近における米ドル市場の流動性の状況と、これが円市場の流動性に及ぼし得る影響に鑑み、金融調節の一層の円滑化を図るとともに、金融市場の円滑な機能の維持および安定性の確保に資する趣旨から、①米ドル資金供給オペレーションに係るドル資金調達のためのニューヨーク連邦準備銀行との間の為替スワップ取極の引出限度額の600億ドルから1,200億ドルへの増額、②同オペの実施期限の平成21年1月30日から4月30日への延長、③同オペ対象先の範囲の拡大、等を図ることとし、「米ドル資金供給オペレーション基本要領」の一部改正等を行いたい。

Ⅳ. 討議

1. 執行部提案に関する委員会の検討

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

2. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討

前回9月18日の臨時金融政策決定会合において、当面の金融政策運営に関し、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す」という現在の金融市場調節方針を決定したが、今回、臨時決定会合を開催したことから、改めて次の決定会合までの金融市場調節方針を決定することが必要となった。委員は、次回10月6、7日の決定会合までの調節方針について、前回の決定会合後に消費者物価指数など新たな指標が幾つか公表されているが、今後公表される多くの月次指標や短観を見極めた上で、翌週の決定会合で集中的に議論することが適当であることから、現在の調節方針を維持することが適当である、との見解で一致した。

V. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

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

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

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

VI. 採決

1. 「米ドル資金供給オペレーション基本要領」の一部改正等

採決の結果、前記執行部提案が全員一致で決定され、適宜の方法

で公表されることとされた。

2. 金融市場調節方針

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

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

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

記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す。

採決の結果

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

反対：なし

VII. 議事要旨の承認日程

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

以 上

(別 添)

2008年9月29日

日 本 銀 行

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

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

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

以 上

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

要 注 意

公表時間

11月6日(木) 8時50分

＜不開示情報：有（種類：審議・検討）＞

＜配 付 先：金融政策決定会合関係者限り＞

＜作成局における保管期間満了時期：2038年12月＞

2008.11.6

日本銀行

(案)

政策委員会 金融政策決定会合

議事要旨

(2008年10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10月31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10月6日(14:00～16:55)
10月7日(9:00～12:53)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

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

4. 政府からの出席者：

財務省	川北 力	大臣官房総括審議官 (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	山口廣秀
理事	堀井昭成
理事	井戸清人
理事	山本謙三
企画局長	雨宮正佳
企画局参事役	鮎瀬典夫 (7日 9:00～9:15)
企画局参事役	関根敏隆
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	門間一夫
調査統計局参事役	前田栄治
国際局長	沼波 正

(事務局)

政策委員会室長	大杉和人
政策委員会室企画役	執行謙二
企画局企画役	加藤 毅
企画局企画役	坂本哲也 (7日 9:00～9:15)
企画局企画役	大谷 聡
企画局企画役	服部良太
金融市場局企画役	千田英継 (7日 9:00～9:15)

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（9月29日）で決定された方針¹に従って運営し、オーバーナイト金利は、概ね0.5%前後で推移した。9月中旬以降、市場参加者のリスク回避姿勢の強まりから、金利のばらつきや日中変動が拡大している。こうしたもとで、市場の安定を確保するために、即日や先日付で積極的な資金供給を行った。この間、国際金融市場におけるドル需給が逼迫する中、わが国でも米ドル資金供給オペレーションを実施した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場は、米欧に比べれば、引き続き安定的に推移しているものの、神経質な動きが広がっている。ターム物金利をみると、TB・FBレートは強含んでいる。また、ユーロ円レートは、TB・FBレートに比べ高止まった状態が続いており、9月中旬以降は、取引が細る中、強含む動きもみられている。

株価は、米欧金融システムへの不安や世界的な景気減速懸念が強まる中、下落傾向が続いている。9月下旬以降、米国株価が急落したことを受け、本邦株価も大幅に下落し、日経平均株価は、足もと10千円前後で推移している。

長期金利は、米国金利が質への逃避や財政赤字拡大懸念などから大きく変動する一方、わが国金融政策に対する見方に大きな変化がない中で、比較的小幅の動きにとどまっており、足もと1.4%台前半で推移している。

円の対米ドル相場は、米国の金融不安の高まりを背景に上昇し、足もとは、101～102円台で推移している。

3. 海外金融経済情勢

米国経済は停滞している。住宅投資は大幅に減少しており、住宅価格も下落している。個人消費は、基調として横ばい圏内の動きを続けている。設備投資の減速傾向も引き続き強い。こうした中、鉱工業生産は減少基調にあり、雇用者数も減少している。この間、金

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。」

融機関の経営問題の影響が深刻化する中、企業・家計の資金調達環境は一段と悪化している。物価面では、消費者物価の前年比上昇率は、総合ベースでみて引き続き高水準にある。また、エネルギー・食料品価格を除くコアベースでは前年比+2%台半ばとなっている。

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

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

海外の金融資本市場をみると、米リーマン・ブラザーズの破綻を契機として米欧の金融機関の経営に対する懸念が高まり、米国で金融機関が破綻に追い込まれる動きが続いた。こうした流れは、欧州にも波及し、英国・ドイツなどの金融機関についても、救済の動きが相次いだ。このような状況を受けて、各種クレジット・スプレッドや短期金融市場のスプレッドは大きく拡大している。米欧の株価は、大きな振れを伴いつつ、下落している。長期金利は、米国では振れの大きな展開となる一方、欧州では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

輸出は、増勢が鈍化している。先行きについては、当面、海外経済の減速が明確化するもとで、横ばい圏内の動きにとどまるとみられる。

国内民間需要をみると、企業収益が交易条件の悪化等を背景に減少を続ける中で、企業の業況感は更に慎重化しており、設備投資は減少している。先行きは、当面、企業収益が減少を続けるもとで、弱めに推移する可能性が高いとみられる。

個人消費は、雇用者所得の伸び悩みやエネルギー・食料品の価格

上昇などから、弱めの動きとなっている。家電販売は堅調な増加を続けており、猛暑の影響からエアコンや冷蔵庫の売れ行きが急増したほか、薄型テレビなどの北京オリンピック関連需要も増加した。一方、乗用車新車登録台数は、ガソリン高の影響もあって更に低調となっている。百貨店やスーパーの売上高は、7月は猛暑の影響などから持ち直したが、8月は下旬の豪雨の影響もあって減少しており、均してみれば、百貨店を中心に弱めの動きとなっている。サービス消費は、旅行取扱額が、航空運賃の燃油サーチャージが一段と上昇する中、海外旅行を中心にこのところ弱い動きとなっているほか、外食産業売上高も、均してみると、伸び悩みが続いている。この間、消費者コンフィデンスは、エネルギー・食料品の価格上昇などを背景に、更に慎重化している。先行きの個人消費は、当面、雇用者所得が横ばい圏内で推移するもとで、物価上昇の影響が残ることから、伸び悩む可能性が高いとみられる。

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

生産は、弱めに推移している。先行きは、内外需要の動向を反映し、当面弱めに推移するとみられる。在庫は、横ばい圏内で推移しているが、出荷が弱めの動きを続けていることから、両者のバランスは足もとやや悪化している。

雇用・所得環境をみると、雇用者所得はこのところ伸び悩んでいる。この間、一人当たり名目賃金は、小幅の前年比マイナスとなった。先行きの雇用者所得については、当面横ばい圏内の動きにとどまると予想される。

物価面をみると、国際商品市況は一頃に比べ軟化しているが、総じて高値圏にある。国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況の反落により、上昇テンポが幾分鈍化しており、先行きについても、当面、上昇テンポが鈍化するとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギーや食料品の価格上昇などを背景に、+2%台半ばとなっている。先行きについては、当面現状程度の上昇率で推移したあと、徐々に低下していくと予想される。

（２）金融環境

金融環境は、総じて緩和的な状態が続いているが、中小・零細企業や一部の業種で資金繰りが悪化している先がみられる。コールレートは、実体経済活動や物価動向との比較でみて低い水準にある。

こうした政策金利のもとで、企業の資金調達コストは低い水準で横ばい圏内の動きを続けている。原材料コストの上昇に伴い運転資金需要が増加する中、金融機関は総じて緩和的な貸出態度を維持しており、企業の資金調達は増加している。ただし、中小・零細企業では、資金繰りや金融機関の貸出態度が厳しいとする先が増えている。一部の業種では、起債環境の悪化や金融機関の貸出態度慎重化から、資金調達環境が悪化している。また、9月中旬以降、CP・社債の信用スプレッドは拡大し、社債発行が減少している。この間、マネーストック（M2）は前年比2%台の伸びとなっている。

Ⅱ. 「適格担保取扱基本要領」の一部改正等について

1. 執行部からの提案内容

適格担保の担保価格等について、最近の金融市場の情勢等を踏まえた年次レビュー結果に基づきこれを見直すこととし、「適格担保取扱基本要領」の一部改正等を行うこととしたい。

2. 委員会の検討・採決

採決の結果、上記案件について全員一致で決定され、对外公表することとされた。

Ⅲ. 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、①わが国の景気は、エネルギー・原材料価格高の影響や輸出の増勢鈍化が続いていることなどから、停滞しており、当面、海外経済の減速が明確化するもとで、こうした状態が続く可能性が高い、②先行きについては、やや長い目でみれば、エネルギー・原材料価格高の影響が薄れ、海外経済も減速局面を脱するにつれて、次第に緩やかな成長経路に復していくとの姿が想定されるものの、こうした見通しを巡る不確実性は増大している、との見方で一致した。

海外経済に関して、委員は、減速しているとの認識を共有した。また、国際金融市場の緊張が高まる中で、米欧では金融面から実体経済への下押し圧力が強まっており、景気の下振れリスクが高まっているとの見解が共有された。

国際金融資本市場の現状について、委員は、米欧の金融機関の破綻などを背景に緊張が高まっているとの見方で一致した。ある委員

は、米欧金融機関に対するカウンターパーティ・リスクへの警戒感が高まり、流動性や質への逃避など市場参加者のリスク回避行動が強まっていると述べた。多くの委員は、世界的にドル市場では、極端に流動性が乏しくなっており、市場機能は著しく低下していると述べた。ある委員は、各国中銀が協調してドル資金を供給しているが、これまでのところ緊張が緩和されるに至っていないと付け加えた。何人かの委員は、CP・社債のスプレッドが大きく上昇していると述べた。

次に、金融危機への対応策について議論が行われた。多くの委員は、不良資産価格の認識、不良資産のバランスシートからの切り離し、十分な資本の調達が必要と述べた。このうちのある委員は、金融システム不安に関する日本の経験として、①資本不足が解消されない限り金融システムは安定しないこと、②資本不足額は金融と実体経済の負の相乗作用によって時間とともに拡大しうることを指摘した。この委員は、リアルタイムでの正確な資本不足額を把握することは困難であるものの、ある段階で、当局が対応に必要な資本不足額を判断すべき性格の問題であるとの認識を示した。この間、別の委員は、先般可決された米国の緊急経済安定化法について、政府の不良資産の買い取りが、不良資産に関する市場の価格発見機能をサポートできるかが、今後のポイントであると述べた。

米国経済について、委員は、引き続き停滞しているとの認識で一致した。住宅市場の動向について、ある委員は、3か月前比でみた住宅価格の下落幅が縮小しており、好転の兆候がうかがわれると述べた。しかし、何人かの委員は、住宅価格は下落を続けており、底打ちの兆しはまだ見えていないとの認識を示した。複数の委員は、減税効果の剥落や雇用環境の悪化などにより、個人消費は明確に鈍化していると述べた。複数の委員は、金融機関の貸出態度の慎重化によって企業の資金調達環境が一段とタイト化し、輸出も海外経済の減速によって鈍化するなど、これまで相対的に堅調であった企業部門にも悪影響が及んでいるとの見方を示した。こうした議論を経て、委員は、足もと、金融と実体経済との負の相乗作用が顕現化しており、先行きについても、負の相乗作用がいつどのように収束に向かうのか、引き続き不確実性が高いとの認識を共有した。

欧州経済について、委員は、ユーロエリアでは減速傾向が強まっているとの見方で一致した。何人かの委員は、足もと多くの経済指標が悪化の方向にあるほか、金融不安の高まりから、景気の下振れリスクが高まっていると述べた。

アジア経済について、委員は、中国、インドでは、高成長が続い

ているものの、N I E s、A S E A N諸国・地域では、輸出が減速しているほか、エネルギー・食料品価格の上昇などを背景に内需も減速傾向が明らかになりつつあるなど、景気が減速しているとの見方で一致した。ある委員は、アジアの一部の国では、金融市場の緊張の高まりが経済に悪影響を及ぼす可能性が生じていると述べた。中国について、一人の委員は、当局の利下げは、統計以上に実体経済が鈍化している可能性を示唆していると述べた。これに対して、別の委員は、夏場の生産の減速は、北京オリンピック開催に伴う生産・物流制限の影響を反映している可能性もあり、今後の動きを良くみていく必要があると述べた。

グローバルな物価環境について、委員は、国際商品市況は反落しているが、世界的に高い物価上昇率が続いているとの見方で一致した。ある委員は、グローバルな金融環境は緩和的であり、更に足もと金融緩和に転じている国が増加していることを踏まえると、インフレの上振れリスクに引き続き注意する必要があると述べた。国際商品市況の動向について、ある委員は、世界経済が減速する中で下落しており、今年夏場の高値まで再び上昇する可能性は低いと述べた。一方、別の委員は、これまでの国際商品市況の背景には新興国を中心とする世界的な需要増加があることを踏まえると、国際商品市況は長期的には上昇トレンドにあると述べた。

次に、わが国経済の状況に関する議論が行われた。輸出について、委員は、増勢が鈍化しており、当面、海外経済の減速が明確化するもとで、横ばい圏内にとどまるとの見方を共有した。ある委員は、短観の今年度輸出計画の伸びが鈍化しており、先行きを従来よりも慎重にみていく必要があると述べた。何人かの委員は、自動車関連の輸出が減少していることに言及し、その動向は国内の生産や雇用に大きな影響を及ぼすため、今後の動きを注視する必要があると述べた。

設備投資について、委員は、交易条件の悪化等を背景とした企業収益の減少から、足もと減少しているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、当面、企業収益が減少を続けるもとで、弱めに推移する可能性が高いとの見方を共有した。ある委員は、大企業の一部では省資源・省エネルギー関連などの投資意欲は根強いと述べた。また、何人かの委員は、資本ストックの過剰感はみられていないと指摘した。一方、何人かの委員は、自動車や電気機械で投資先送りの動きがみられており、今後、設備投資計画が下方修正される可能性があるとして述べた。また、ある委員は、海外景気の下振れリスクが顕現化した場合には、内外経済に関する企業の期待成長率が下

振れ、設備の過剰感が生じるリスクには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、委員は、雇用者所得の伸び悩みやエネルギー・食料品の価格上昇などから、弱めの動きとなっているとの認識を共有した。複数の委員は、消費者マインドは、景況感の悪化や物価の上昇から一段と慎重化していると述べた。先行きについて、委員は、当面、雇用者所得が横ばい圏内で推移するもとで、物価上昇の影響が残ることから、弱めに推移する可能性が高いとの見方で一致した。

雇用・所得面について、委員は、雇用者所得はこのところ伸び悩んでおり、先行きについても、横ばい圏内の動きにとどまるとの認識を共有した。ある委員は、企業の支出抑制の動きが名目賃金の伸び率低下をもたらしていると述べた。別の委員は、非正規雇用比率が上昇しているため、雇用の調整は過去の景気の停滞局面に比べ、容易かつ速やかに行われる可能性があるとして指摘した。

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

生産について、委員は、弱めに推移しており、先行きも当面弱めの動きになるとの見方を共有した。ある委員は、8月の生産指数が大幅なマイナスとなったほか、予測指数も弱めとなっており、生産調整が急速に進みつつあると述べた。別の委員は、出荷と在庫のバランスが悪化しており、先行き、在庫調整圧力が強まる可能性には注意する必要があると述べた。

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

消費者物価（除く生鮮食品）について、委員は、エネルギーや食料品の価格上昇などを背景に前年比+2%台半ばとなっており、先行きは、当面現状程度の上昇率で推移したあと、徐々に低下していくとの認識を共有した。何人かの委員は、賃金の動きなどからみて、現時点では、既往のエネルギー・原材料価格上昇の二次的効果は、引き続きみられていないと述べた。ある委員は、エネルギー・原材料価格が下落する中で、物価上昇のモメンタムが若干低下しているとの見解を示した。一方、何人かの委員は、価格上昇品目数が下落品目数を大幅に上回っているなど、コスト上昇の価格転嫁の動きが続いていると述べた。一人の委員は、足もと原油価格が下落し、賃

金・物価のスパイラル的な上昇がみられていないからといって、インフレ・リスクへの警戒を怠るべきではないとの見解を示した。こうした議論を経て、委員は、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動を含め、先行きの物価動向について、引き続き注意深くみていく必要があるとの認識を共有した。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、総じて緩和的な状態が続いているが、中小・零細企業や一部の業種で資金繰りが悪化している先がみられるとの認識を共有した。複数の委員は、日本のクレジット市場は、米欧に比べ落ち着いているものの、信用スプレッドの拡大や起債の延期など、国際金融市場の緊張の高まりが国内にも影響を及ぼしていると述べた。また、何人かの委員は、建設・不動産業や中小企業に対する金融機関の貸出態度が慎重化しており、注意してみていく必要があるとの認識を示した。

IV. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

委員は、「金融経済情勢に関する検討」を踏まえ、第1の柱、すなわち経済・物価情勢について最も蓋然性の高いと判断される見通しについては、わが国経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく可能性が相対的に高い姿が想定されるものの、こうした見通しを巡る不確実性は増大している、との認識で一致した。多くの委員は、アンケート調査やミクロ情報は景気の停滞感が強まっていることを示していると述べた。また、このうちの何人かの委員は、持続的な成長経路に復していくタイミングは不確実性が高く、従来に比べ後ずれしていると付け加えた。

委員は、第2の柱、すなわち、より長期的な視点も踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行った。実体経済面では、委員は、①米欧の金融機関の破綻などを背景に、国際金融資本市場の緊張が強まっていること、②米国経済の停滞や欧州・アジアの景気減速の明確化など、世界経済には下振れリスクがあること、③国内民間需要については、これまでの交易条件の悪化を反映した所得形成の弱まりから下振れるリスクがあること、を指摘した。その上で、委員は、設備・雇用面で調整圧力を抱えていないとはいえ、景気の下振れリスクには注意が必要である、との認識を共有した。ある委員は、中長期的な観点からみると、世界経済が持続可能な水準以上で成長し、国際商品市況が再び高騰する場合には、景気の下振れるリスクがあると付け加えた。何人かの委員は、米国

では金融と実体経済の負の相乗作用が顕現化しているほか、わが国企業の景況感も急速に悪化しているなど、景気の下振れリスクが高まっていると述べた。

物価面では、委員は、①国際商品市況は反落しているが、世界的に高い物価上昇率が続いていること、②わが国の物価については、エネルギー・原材料価格の動向に加え、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動の変化など、上振れリスクに注意が必要であるとの見方で一致した。複数の委員は、世界的な金融環境は緩和的であるなど、引き続き、インフレ・リスクに注意する必要があると述べた。

この間、複数の委員は、景気の下振れリスクが薄れる場合には、緩和的な金融環境の長期化が経済・物価の振幅をもたらすリスクが高まるとの認識を示した。これに関連し、ある委員は、実質短期金利と潜在成長率の関係など、様々な観点から金利水準の妥当性を点検し続ける必要があると述べた。

こうした議論を経て、委員は、金融政策運営に当たっては、引き続き、景気の下振れリスクと物価の上振れリスクの双方に注意が必要との認識を共有した。

以上のような点検を踏まえ、委員は、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。複数の委員は、短期金融市場では、金利のばらつきや日中変動が拡大し、コールレートの加重平均値が一時的に0.5%からやや乖離することが生じているが、こうした一時的な乖離は「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と整合的であると述べた。

先行きの金融政策の運営について、委員は、経済・物価の見通しとその蓋然性、上下両方向のリスク要因を丹念に点検しながら、それらに応じて機動的に金融政策運営を行う、という考え方を維持することが適当であるとの認識で一致した。その上で、国際金融市場の動向を注視しつつ、引き続き、金融市場の安定に努めることが一層重要な局面になっているとの認識を共有した。ある委員は、潤沢な流動性供給という観点から、金融調節手段の拡充に向けて検討する必要があるとの見方を示した。

V. 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。

- 前回、前々回の金融政策決定会合において決定された各国中銀による協調対応策については、現下の金融市場における資金調達圧力に対し、金融調節の円滑化等を図るものであり、政府としても時宜にかなった適切な対応であったと考えている。

日本銀行におかれては、本措置の活用も含め、各国中銀とも緊密に連携を図りつつ、金融市場の機能の維持・安定の確保に向け適切な対応をお願いしたい。

- また、わが国金融システムについても、引き続き、国内外の金融当局間でよく連携し、健全性の維持確保に努めていくことが重要である。
- わが国経済は、米国経済を含む世界経済が減速する中で弱含んでおり、当面弱い動きが続くとみられる。また、米国における金融不安の高まりなどから、景気が更に下振れるリスクも存在している。

物価動向をみると、足もと、国内企業物価や消費者物価の前年比は概ね横ばいとなっている。先行きについては、足もとの原油先物価格などの下落が物価動向にも反映されていくものと見込まれる。

- 日本銀行におかれては、以上のような経済・市場動向を十分に注視し、必要に応じて機動的な金融政策運営を図りつつ、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。

- 経済の現状は、引き続き生産が緩やかな減少となっていることなどから、景気は弱含んでおり、後退局面にあるとみられる。先行きも、国際金融資本市場の混乱により、不透明感が高まっており、当面弱い動きが続くとみられ、米国の金融不安の高まりや株式・為替市場の変動などから、下振れるリスクがある。

物価は、石油等の価格上昇を転嫁する動きがみられる一方、景気が弱含んでいることから、物価の押し上げ圧力は必ずしも高まっていない。今後の景気動向と合わせて物価の動向にも注視が必要である。

- 政府と日本銀行は、マクロ経済運営に関する基本的視点を共有し、民間需要主導の持続的な成長と安定的な物価上昇率を実現

させるよう、内外の金融経済動向を注視しつつ、政策運営を行うことが重要である。また、国際金融市場の混乱については、政府・日銀が緊密に連携して、①国際協調は惜しまない、②実態の把握に最善を尽くす、③貸し渋りなどが起きないように万全を期すことが必要である。

- 政府は、世界経済の成長鈍化および資源・食料価格高騰等を踏まえて決定した「安心実現のための緊急総合対策」の着実な実行を図ることとしている。
- 日本銀行におかれては、引き続き適時適切な金融政策運営に努め、景気の下振れリスクを考慮して、金融面からしっかりと経済を支えて頂くことを要望する。

VI. 採決

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

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

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す。

2. 対外公表文は別途決定すること。

採決の結果

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

反対：なし

Ⅶ. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

対外公表文（「当面の金融政策運営について」、別添）が検討され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

Ⅷ. 議事要旨の承認

9月16、17日開催分、9月18日開催分の議事要旨が全員一致で承認され、10月10日に公表することとされた。

以 上

2008年10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^(注)）。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す。

2. わが国の景気は、エネルギー・原材料価格高の影響や輸出の増勢鈍化が続いていることなどから停滞しており、当面、海外経済の減速が明確化するもとで、こうした状態が続く可能性が高い。先行きについては不確実性が大きいものの、やや長い目でみれば、エネルギー・原材料価格高の影響が薄れ、海外経済も減速局面を脱するにつれて、次第に緩やかな成長経路に復していくと予想される。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギーや食料品の価格上昇などから、足許+2%台半ばと90年代前半以来の高い伸びとなっている。先行きは、当面現状程度の上昇率で推移した後、徐々に低下していくと予想される。このように、わが国経済は、やや長い目でみれば、物価安定の下での持続的な成長経路に復していくとみられる。

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

4. 日本銀行としては、経済・物価の見通しとその蓋然性、上下両方向のリスク要因を丹念に点検しながら、それらに応じて機動的に金融政策運営を行っていく。また、国際金融資本市場の動向を注視しつつ、引き続き、金融市場の安定確保に努めていく方針である。

以 上

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