

公表時間
12月22日(金)14時

2006.12.22
日本銀行

政策委員会 金融政策決定会合 議事要旨

(2006年11月15、16日開催分)

本議事要旨は、日本銀行法第20条第1項に定める「議事の概要を記載した書類」として、2006年12月18、19日開催の政策委員会・金融政策決定会合で承認されたものである。

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2006 年 11 月 15 日 (14:00 ~ 16:01)
11 月 16 日 (9:00 ~ 12:20)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

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

4 . 政府からの出席者 :

財務省	勝栄二郎	大臣官房総括審議官 (15 日)
	田中和徳	財務副大臣 (16 日)
内閣府	浜野 潤	内閣府審議官

(執行部からの報告者)

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

(事務局)

政策委員会室長	中山泰男
政策委員会室審議役	飯野裕二
政策委員会室企画役	執行謙二
政策委員会室企画役	村上憲司
企画局企画役	山口智之
企画局企画役	神山一成

．金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（10月31日）で決定された方針¹に従って運営した。この結果、オーバーナイト金利は、0.25%前後で推移した。

2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、3か月物のF B利回りやユーロ円金利は、総じて上昇した。こうした中、ユーロ円金利先物レートは、期近物を中心に幾分上昇した。

株価は、概ね横ばい圏内で推移し、最近では、日経平均株価は16千円台前半で推移している。

長期金利も、概ね横ばい圏内で推移し、最近では1.7%程度で推移している。

円の対米ドル相場は、米国の経済指標などを受けて振れを伴う展開となり、最近では117円台後半で推移している。

3．海外金融経済情勢

米国経済は、景気拡大が続いているが、その拡大テンポは鈍化している。設備投資は増加を続けているが、住宅投資が引き続き減少しているほか、個人消費も緩やかながら減速している。物価面では、エネルギー価格の下落から、消費者物価の総合指数の上昇率は低下しているが、食料品・エネルギーを除くコアのインフレ率は、景気拡大による需給引き締めなどを反映して、引き続き緩やかに上昇している。

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

東アジアをみると、中国では、内外需とも力強い拡大が続いている。足もとの固定資産投資はやや減速したが、引き続き高い伸び率

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

となっている。また、個人消費や輸出、生産も増勢を持続している。N I E s、A S E A N諸国・地域では、内外需とも総じてみれば堅調であり、緩やかな景気拡大が続いている。

海外の金融資本市場をみると、米国では、公表された経済指標等の強弱が交錯する中で、長期金利、株価は横ばい圏内で推移した。欧州では、長期金利は横ばい圏内で推移した。株価は、企業の好決算などを受けて、小幅の上昇となった。エマージング諸国・地域では、多くの国・地域で株価が引き続き上昇するなど、総じて堅調な動きが続いた。

4 . 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

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

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

個人消費は、7～9月のGDPベースの個人消費が減少となったが、振れを均してみれば、増加基調にある。全国百貨店やスーパーの売上高は、春以降7月頃まで、天候不順の影響などから弱めの動きとなっていたが、天候が回復した8～9月は、衣料品を中心に持ち直した。サービス消費をみると、外食産業売上高が着実な増加傾向をたどっているほか、旅行取扱額も振れを均せば、海外旅行を中心に堅調に推移している。先行きも、雇用者所得の緩やかな増加等を背景に、個人消費は、着実な増加を続ける可能性が高い。

生産は、内外需要の増加を背景に、増加を続けている。在庫も全体としては概ね出荷とバランスした状態にある。先行きの生産については、電子部品の在庫動向に留意する必要があるが、海外経済の成長および内需の拡大が続くことから、増加基調をたどるとみられる。企業からの聞き取り調査でも、10～12月の生産は、小幅の増加となる見込みである。

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

続けるとみられることなどから、雇用者所得は緩やかな増加を続ける可能性が高い。

物価面をみると、原油価格は、地政学的リスクの後退などを背景に、8月半ば以降、大きく反落したが、最近では、OPECによる減産の動きもあって、今春頃の水準で下げ止まっている。一方、非鉄金属は、振れを伴いつつも、依然として高値圏で推移している。国内企業物価指数は、原油価格の反落が影響し、上昇テンポが鈍化しており、先行きも、当面、原油価格反落の影響が残ることから、上昇テンポの鈍化が続くとみられる。消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比は、プラス基調で推移している。先行きについても、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、プラス基調を続けていくと予想される。

（２）金融環境

企業金融を巡る環境は、緩和的な状態にある。CP・社債の発行環境は良好な状況にあるほか、民間銀行は緩和的な貸出姿勢を続けている。また、民間の資金需要は増加している。こうしたもとで、民間銀行貸出は増加している。CP・社債の発行残高は前年を幾分下回っている。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1．経済情勢

経済情勢について、委員は、わが国経済は、10月の展望レポートに概ね沿って、引き続き、緩やかに拡大しており、先行きについても、内需・外需がともに増加し、企業部門から家計部門への波及が進むもとで、息の長い拡大を続けていくとの見方を共有した。ただし、最近の経済指標に強弱双方の数字が混在していることについては、これまでのところ、展望レポートで示した経済のメカニズムについての評価を変えるものではないものの、今後の経済・物価情勢の展開をよくみていく必要がある、との見方で一致した。

海外経済に関して、委員は、米国経済は減速しているが、ソフトランディングの可能性が高いほか、欧州やアジア、その他の地域を含めた世界経済全体としては、地域的な拡がりを持って拡大が続いており、先行きも拡大を続けるとみられるとの認識を共有した。

米国経済について、委員は、景気拡大テンポは住宅投資の減少な

どから鈍化しているが、これまでのところ、設備投資や生産は増加を続けており、個人消費や雇用者数の増勢鈍化も緩やかであるなど、減速の度合いは総じて緩やかなものであるとの見方で一致した。先行きについて、委員は、原油価格の低下もあって、安定成長にソフトランディングする可能性が高いとの見方を共有した。何人かの委員は、その見方を補強する材料として、減少を続けてきた住宅投資に下げ止まりの兆しが窺われることや、株価が上昇していることを指摘した。複数の委員は、ソフトランディング・シナリオの実現性をさらに見極めていくうえで、目先、クリスマス商戦の行方が重要であると述べた。一方、物価面について、何人かの委員は、コア・インフレ率は引き続き上昇しているほか、失業率の低下や、ユニット・レーバー・コストの上昇からくる物価上昇圧力の高まりなどを踏まえると、インフレの加速リスクには、引き続き注視していく必要があると述べた。また、これらの委員は、最近、米国の潜在成長率が低下しているとの見方があることを紹介したうえで、この面からも物価上昇圧力をよくみていきたい、と付け加えた。

欧州経済について、委員は、輸出や生産が増加する中で、個人消費も回復してきており、景気回復の動きが確かなものになっているとの見方を共有した。

東アジア経済について、委員は、中国では、内外需とも力強い拡大が続いており、NIEs、ASEAN諸国・地域でも、一部で原油高の影響を受けつつも、総じて緩やかな景気拡大が続いているという見方で一致した。

原油価格の動向について、複数の委員は、8月以降、反落した後、最近は下げ止まっているが、今後については、上下双方向の不確定要因があるので、引き続き注意してみていく必要があると述べた。

わが国経済について、委員は、輸出は、海外経済の拡大を背景に増加を続けており、これまでのところ、米国経済の減速の影響は目立って表れていないとの見方で一致した。先行きについても、増加を続けていく可能性が高いとの見方を共有した。

国内民間需要について、委員は、企業部門の好調が維持され、それが家計部門に波及しているとの認識で一致した。

企業部門について、委員は、企業収益は、引き続き高水準で推移しているとの見方を共有した。複数の委員は、上場企業の間接決算は、明らかになった範囲でみると好調を持続していると指摘した。設備投資について、委員は、増加を続けており、内外需要の増加や企業収益

の好調が続くもとで、先行きも増加を続ける可能性が高いとの認識を共有した。何人かの委員は、7～9月に大きく減少した機械受注について、大幅に増加した4～6月の反動に加え、大手通信会社からの携帯電話の発注が減少したという一時的な要因の影響が大きいとコメントした。このうち複数の委員は、それらの要因を除いても、なお、機械受注の増加テンポが鈍化している可能性を指摘した。そのうえで、これらの委員は、そのことが、資本ストック循環の観点から、設備投資の伸び率が次第に鈍化するという展望レポートで示した見通しと整合的な範囲内の動きであるかを注意深くみていく必要があると述べた。

個人消費について、委員は、増加基調にあり、先行きについても、雇用者所得の緩やかな増加等を背景に、着実な増加を続ける可能性が高いとの見方で一致した。ただし、何人かの委員は、天候が回復した8月以降の販売指標は持ち直しているものが多いが、賃金の上昇が明確化しない中で、消費に力強さが窺われないのも事実であり、今後の動きを注意深く点検する必要があると指摘した。

多くの委員は、7～9月の1次Q Eにおける民間最終消費が前期比大幅の減少となったことについて、基礎統計に使われている家計調査の消費水準指数がサンプル要因もあって大きめの減少となったことに加え、7月頃までの天候不順が影響している、とコメントした。ある委員は、雇用者所得が緩やかながら増加している以上、個人消費が先行き一段と落ち込んでいくことは考えにくいと述べた。この間、一人の委員は、人口の高齢化に伴い、所得の伸びが消費の伸びに直接結びつかなくなっていることや、家計の最も重要な資産である住宅資産の流動性が低いため、高齢者が蓄積した資産を取り崩して消費にあてることを難しくしていることなどが、消費のトレンドに対する構造的な下押し要因となっている可能性がある、と指摘した。これに対して、ある委員は、そのような構造的な要因が消費行動に及ぼす影響については注意深く点検する必要があるが、消費の短期的・循環的な変動にどの程度強く影響するかは疑問があると述べた。

生産について、委員は、増加を続けており、先行きも、内外需要の増加を背景に、増加基調をたどる可能性が高いとの認識で一致した。また、在庫について、委員は、鉱工業全体としては、概ね出荷とバランスのとれた水準にあるとの認識を共有した。電子部品・デバイスについて、何人かの委員は、足もと、在庫の前年比が出荷の前年比を上回っており、これには、携帯電話や新型ゲーム機向けの需要が予想比下振れたことによる、意図せざる積み上がりも影響し

ているとしたうえで、当面は生産調整を余儀なくされるリスクがあると述べた。そのうえで、これらの委員は、いまのところ、国内における一部商品向けの問題に止まっており、生産調整の動きが広範化する可能性は低いと、米国のクリスマス商戦などグローバルな最終需要の動向を注視する必要があると付け加えた。

雇用・所得面について、委員は、労働需給を反映する諸指標が引き締まり傾向を続ける中、雇用者所得は緩やかな増加を続けているとの見方を共有した。先行きも、企業の人手不足感が強まる方向にあり、企業収益も高水準を続けるとみられることから、雇用者所得は緩やかな増加を続ける可能性が高いとの見方で一致した。この間、労働需給の引き締まりにもかかわらず、賃金の上昇が明確にならない背景について、ある委員は、タイミングの遅れに過ぎない可能性もあるが、企業の根強い人件費抑制スタンスがどのような影響を与えるか、今後もよく検証していく必要があると述べた。また、別の委員は、企業収益のうち海外部門のウェイトが高まっているため、かつてと比べると、企業収益の好調が国内賃金の上昇に結びつきにくくなっているのではないかと指摘した。

7～9月の四半期別GDP速報(1次QE)について、何人かの委員は、市場予想を上回る高い実質成長率となったが、内訳をみると、純輸出および設備投資が増加した一方、民間最終消費が大幅のマイナスとなったほか、在庫増による寄与が大きめであったことなどから、強弱両面の要素があるとコメントした。

物価面について、委員は、国内企業物価指数は、原油価格の反落が影響し、上昇テンポが鈍化しており、先行きも、当面、原油価格の反落の影響が残ることから、上昇テンポの鈍化が続くとの見方で一致した。ある委員は、国内企業物価指数を構成する品目のうち、前年比でみて上昇している品目の割合は5割弱と、2001年以降で最も高い割合となっており、物価上昇の動きは拡がりを持ちつつあると述べた。

消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)について、委員は、プラス基調で推移しており、先行きも、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、プラス基調を続けていくと予想されるとの見方を共有した。複数の委員は、表面上の計数は、原油価格や帰属家賃の動きなどによって影響を受けているが、物価の体温は温まりつつあると述べた。別の委員は、消費者物価の上昇率が基調として少しずつ上がっていくことは間違いないと考えられるが、その速度について

はある程度の不確実性が残っているとの見解を示した。また、ある委員は、目先の変動要因としては、為替円安、老人医療費の自己負担増、携帯電話通信料のマイナス寄与剥落などの押し上げ要因、石油製品のプラス寄与剥落の押し下げ要因など、上下双方の要因があるが、より長めの観点からは、需要超過方向に進む需給ギャップが物価にどう影響を与えるか、また、ユニット・レーバー・コストのマイナス幅がどのようなテンポで縮小するかをよくみていきたい、と述べた。

資産価格の動向に関連し、ある委員は、金融機関の不動産融資に対する姿勢は慎重化する方向にあること、金利上昇にもかかわらず住宅を買い急ぐ動きは乏しく、値上がりは高額物件に限定されていることを挙げ、現在の商業用不動産および住宅に対する需要回復の動きは底打ち後の自然な過程であり、今後も不動産投資が過熱する可能性は低いと述べた。

2 . 金融面の動向

金融面に関して、委員は、金融機関の貸出態度や直接市場における発行条件などは良好であり、引き続き緩和的な金融環境が維持されているという認識を改めて共有した。一人の委員は、貸出の伸びが縮小していることについて、企業の資金需要の回復が運転資金中心であり、設備投資もキャッシュフローの範囲内で推移している、という実勢を反映した動きであり、その意味で、経済の緩やかな回復に見合ったものではないか、とコメントした。

・ 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

何人かの委員は、短期金融市場において安定的な金利形成が行われていることについてコメントし、その背景として、機動的なオペの実施に加え、市場参加者が新しい市場環境のもとでの取引に習熟してきたため、資金取引が効率的かつ円滑に行われるようになってきていることを指摘した。このうち、複数の委員は、このように市場機能の回復が進展していることによって、市場金利が市場参加者の景況感等をより良く反映するようになり、今後、日本銀行は市場との対話を一層建設的に行っていくことが期待できると付け加えた。

先行きの金融政策運営について、委員は、今後とも、経済・物価情勢を丹念に点検し、経済・物価情勢が展望レポートで示した見通しに沿って展開していくと見込まれるのであれば、金融政策運営についても、経済・物価情勢の変化に応じて徐々に政策金利を調整するという方針に沿って進めることが適当であることを確認した。この間、一人の委員は、次の回の会合以降、展望レポートで示した見通しに沿って経済・物価情勢が展開していることを、より確信を持って判断できるのであれば、政策変更を躊躇なく検討すべきであると述べた。

委員は、市場参加者等の間では、今後の政策変更のタイミングについて関心を集中させてきているが、時期を予め特定化する考え方は適切でなく、あくまで経済・物価情勢次第であることを丁寧に説明していくことが重要であるとの認識を共有した。何人かの委員は、一部の経済指標に弱めの動きがみられたことなどを背景に、市場参加者と日本銀行との間で景況感に関するギャップが存在しており、今後、経済・物価情勢を点検していく中で、そうしたギャップについても検証を行ったうえで、市場との対話を密にしていくことが望ましいと述べた。複数の委員は、市場との対話を行っていくうえで、本年3月に公表した「新たな金融政策運営の枠組み」を活用するとともに、市場参加者等に、その枠組みに関する理解が浸透していくよう努めていくことが重要ではないかと指摘した。

・政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 我が国経済の現状をみると、景気は回復を続けており、7～9月期の実質GDP成長率は前期比0.5%となったものの、このうち内需は前期比0.1%にとどまり、消費はマイナスとなったほか、このところ経済指標の一部に弱い動きもみられるところである。
- また、物価については、持続的に下落する局面ではなくなっているものの、今後、原油価格の下落の影響等も予想されることから、先行きについて、なお慎重にみていく必要がある。
- このような経済・物価情勢のもとでは、物価安定のもとでの持続的成長が実現されるよう、引き続き現在の金融市場調節方針のもとで、経済をしっかりと支えて頂きたいと考えている。

- また、市場全体の動向にも十分目配りして頂くとともに、今後の金融政策運営に関する思惑で市場が不安定になることのないよう、金融政策の先行きの考え方については、決定されている内容に沿って、市場や国民に丁寧にご説明頂きたいと考えている。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 経済の現状をみると、景気は回復しているが、海外経済の動向などが今後の物価動向に与える影響については、注視していく必要がある。
- 先行きについては、企業部門の好調さが家計部門へ波及しており、国内民間需要に支えられた景気回復が続くと見込んでいるが、経済・物価情勢の上振れ・下振れ要因については、上振れリスクよりも、むしろ原油価格の動向が内外経済に与える影響や賃金の動向等が今後の経済動向の鍵になると考えられ、そうした観点から、下振れリスクには十分留意する必要があると考えている。重点強化期間内に物価の安定基調を確実なものとし、物価安定のもとでの民間主導の持続的な成長を図るため、政府・日本銀行は一体となった取組みを行うことが重要である。政府は、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2006」に基づき、構造改革を加速・深化させていく。日本銀行におかれましては、先行きの金融政策運営について、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持するとされているが、政府の政策取組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、市場の動向にも配慮しながら、実効性のある金融政策運営に努め、経済活動や物価の下振れリスクを考慮して、責任を持って金融面から経済を支えて頂くことを要望する。
- 金融政策運営についての不透明感を生じさせ、市場が不安定化することのないよう、市場や国民の経済に対する予測可能性を高めるため、経済・物価情勢の展望や、先行きの金融政策の方向性について、丁寧に説明して頂くことをお願いする。

採決

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

が適当である、との考え方を共有した。

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

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

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

記

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

採決の結果

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

反対：なし

・金融経済月報「基本的見解」の検討

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

この「基本的見解」は当日（11月16日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は11月17日に、それぞれ公表することとされた。

・議事要旨の承認

前々回会合（10月12日、13日）の議事要旨が全員一致で承認され、11月21日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

2006年11月16日
日 本 銀 行

当 面 の 金 融 政 策 運 営 に つ い て

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

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

以 上