

公表時間
5月7日(月)14時

2007.5.7
日本銀行

政策委員会 金融政策決定会合 議事要旨

(2007年3月19、20日開催分)

本議事要旨は、日本銀行法第20条第1項に定める「議事の概要を記載した書類」として、2007年4月27日開催の政策委員会・金融政策決定会合で承認されたものである。

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

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

(開催要領)

1. 開催日時：2007年3月19日(14:00～16:06)
3月20日(9:00～12:36)

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
内閣府 浜野 潤 内閣府審議官

(執行部からの報告者)

理事	稲葉延雄
理事	堀井昭成
理事	井戸清人
企画局長	雨宮正佳
企画局参事役	鮎瀬典夫(20日9:00～9:14)
企画局企画役	内田眞一
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
企画局企画役	小田信之
企画局企画役	菅野浩之(20日9:00～9:14)
企画局企画役	武田直己
金融市場局企画役	高口博英(20日9:00～9:14)

．金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（2月20、21日）で決定された方針¹に従って運営した。この結果、オーバーナイト金利は、0.5%前後で推移した。

2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、ユーロ円金利や3か月物F B利回りは、横ばい圏内で推移した。ユーロ円金利先物レートは、期先限月を中心に低下した。

株価は、世界的な株価の下落や円相場の上昇を受けて下落し、最近では、日経平均株価は16千円台後半で推移している。

長期金利は、わが国を含めた世界的な株価下落や米長期金利の低下を受けて低下し、最近では1.5%台後半で推移している。

円の対米ドル相場は、世界的な株価下落を背景としたポジション調整の動きなどを受けて上昇し、最近では115～117円台で推移している。

3．海外金融経済情勢

米国では、景気拡大が続いているが、そのテンポは緩やかに鈍化している。住宅投資は減少を続けている。個人消費は、足もと堅調な伸びとなっているが、基調としては引き続き減速過程にある。設備投資は、減速しつつあるが、高水準の企業収益を背景に、増加傾向を維持している。物価面では、消費者物価の総合指数は、エネルギー価格の動きを反映して、足もと上昇率が拡大した。食料品・エネルギーを除くコアの指数は、景気拡大による需給引き締めなどを反映して、緩やかな上昇が続いている。

ユーロエリアでは、内外需のバランスがとれた、しっかりとした景気回復が続いている。

中国では、内外需とも力強い拡大が続いている。固定資産投資は

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。」

やや減速したが、引き続き高い伸び率となっている。また、輸出の大幅な増加も続いているほか、個人消費や生産も増勢を維持している。N I E s、A S E A N 諸国・地域では、輸出の増勢一服が続いているものの、内需が堅調を持続するもとの、総じてみれば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、2月末の中国株価の急落に端を發し、市場参加者が米国経済の下振れリスクを再認識する動きが拡がる中で、欧米各国、エマージング諸国とも、株価が大幅に下落した。米国、欧州では、長期金利も低下した。また、エマージング諸国・地域では、多くの通貨が対円で下落した。

4 . 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、海外経済の拡大を背景に増加しており、先行きも、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もとの、引き続き増加すると予想される。

個人消費は、底堅く推移している。1月の全国百貨店やスーパーの売上高は、初売りやクリアランス・セール的好調などから、かなりの改善を示した。家電販売は、このところ堅調に推移している。また、サービス消費をみると、外食産業売上高は増加基調を続けているほか、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。先行きの個人消費は、雇用者所得の緩やかな増加等を背景に、緩やかな増加基調をたどると考えられる。

生産は、内外需要の増加を背景に、増加基調にある。1月の生産は小幅減少したが、これは昨年10～12月に高い伸びとなったあとの反動によるところが大きい。在庫は、電子部品・デバイスにおいて高めの水準となっているが、鉱工業全体では、概ね出荷とバランスのとれた状態にある。こうしたもと、先行きの生産については、1～3月は小幅の減産となる可能性が高いが、均してみれば、内外需要の増加を反映し、増加基調をたどるとみられる。

雇用・所得環境をみると、労働需給を反映する諸指標が引き締まり傾向を続けている。賃金は、企業の人件費抑制スタンスが根強い中、賃金水準の高い団塊の世代の退職の影響などが加わり、足もとはやや伸び悩んでいる。こうしたもとの、雇用者所得は、雇用者数

の増加に支えられて、緩やかな増加を続けている。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、本年入り後、一旦大きく下落したあと反発し、足もとでは昨年末頃の水準で推移している。国内企業物価指数を3か月前比でみると、国際商品市況の反落が影響し、足もとでは弱含んでいる。先行きも、国際商品市況の反落の影響から、目先、弱含みないし横ばいで推移するとみられる。消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比は、原油価格反落の影響などからゼロ%近傍となっている。先行きについては、目先、原油価格反落の影響などからゼロ%近傍で推移するとみられるが、より長い目でみると、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、プラス基調を続けていくと予想される。

（２）金融環境

企業金融を巡る環境は、緩和的な状態にある。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。この間、マネーサプライは、前年比１%程度の伸びとなっている。

．適格担保取扱いに関する対応について

１．執行部からの提案内容

本年４月１日をもって住宅金融公庫が解散し、その業務が新たに設立される独立行政法人住宅金融支援機構に承継されることに伴い、同公庫および同機構が発行する貸付債権担保債券の担保価格に関する規程を整備するため、「適格担保取扱基本要領」の一部改正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。

・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、引き続き緩やかに拡大しており、先行きについても、生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持されるもとで、息の長い拡大を続けていく可能性が高いとの認識を共有した。

海外経済に関して、委員は、世界経済全体としては、地域的な拡大を持って拡大が続いており、先行きも拡大を続けるとみられるとの認識で一致した。

米国経済について、委員は、住宅投資が減少を続けている一方で、個人消費は堅調な伸びを維持しており、全体として緩やかに拡大しているとの見方を共有した。多くの委員は、足もとサブプライム住宅ローンの延滞率悪化に対する懸念が高まるなど、住宅市場の調整リスクに対して注意が必要な状況が続いていると指摘した。何人かの委員は、サブプライム以外の住宅ローンにおける延滞率悪化のリスクや延滞物件の処分が住宅価格に与える影響についても、注意が必要であると述べた。さらに、一人の委員は、個人向け与信全般への影響やサブプライム住宅ローンを裏付資産とする証券化商品の流動性リスクなどもみていく必要があると付け加えた。一人の委員は、住宅ローンの延滞率は上昇しているが、90年代に比べればまだ低い水準であり、サブプライムでの延滞率悪化も、地域的にそれ程拡大をみせている訳ではないと指摘した。この間、多くの委員は、コアベースの消費者物価は緩やかに上昇しており、インフレ圧力が今後抑制されていくかどうかにも目配りが必要であると述べた。こうした議論を経て、委員は、現時点での標準シナリオとしては、米国経済は本年半ば以降潜在成長率近傍の成長に軟着陸していく可能性が高いが、上下双方向のリスクには引き続き注意が必要であるとの認識で一致した。

欧州経済について、委員は、ユーロエリアでは、内外需のバランスがとれた、しっかりとした景気回復が続いているとの見方を共有した。複数の委員は、ドイツにおける付加価値税引き上げの影響は、今のところ大きくないとみられると指摘した。また、東アジア経済について、委員は、中国では、輸出の伸びが加速するなど内外需ともに力強い拡大が続いており、N I E S、A S E A N諸国・地域でも、総じて緩やかな景気拡大が続いているという

見方で一致した。

原油価格の動向について、一人の委員は、足もとは昨年末頃の水準で推移しているが、米国の在庫の動向や地政学的リスクなどの要因によっては、振れの大きな展開になり得るので、引き続き注視していく必要があるとの認識を示した。

わが国の輸出について、委員は、海外経済の拡大を背景に増加を続けており、先行きについても、増加を続けていく可能性が高いとの見方を共有した。

国内民間需要についてみると、委員は、法人季報などの幾つかのデータをみても、設備投資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の、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。

個人消費について、委員は、底堅く推移しており、先行きについても、雇用者所得の緩やかな増加などを背景に、緩やかな増加基調をたどる可能性が高いとの見方を共有した。多くの委員は、全国百貨店やスーパーの売上高など1月の小売関連指標は改善を示しており、2月も百貨店の販売は良好な模様であると述べた。この間、一人の委員は、消費の勢いに地域間で差が広がってきていることを指摘し、消費の実勢を判断する上では、こうした点にも留意する必要があると付け加えた。

生産について、委員は、昨年10～12月期の大幅増加の反動から足もと小幅の減産となっているが、均してみれば増加基調にあり、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、電子部品・デバイスでは在庫が高めの水準となっているが、鉱工業全体としては、概ね出荷とバランスのとれた水準にあるとの認識を共有した。電子部品・デバイスの在庫動向について、何人かの委員は、世界全体のIT関連需要は堅調さを維持しており、調整が広範化するリスクは小さいとみられるが、この分野は供給能力の増加ペースが速いため、引き続き注意が必要であるとの見方を示した。一人の委員は、IT関連の市況や受注状況をみると、この分野での在庫調整が想定よりも長引く可能性があるとして述べた。

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、雇用者数の増加に支えられて、緩やかな増加を続けているとの見方を共有した。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、賃金の動向について、複数の委員は、今春の労使間交渉における経営側の回答をみると、引き続き賃上げに対する慎重姿勢が窺われると指摘した。一人の委員は、このところ統計上の一人当たり賃金が冴えない動きをしている背景について、給与水準の高い高年層から若年層への雇用のシフト、平均賃金が相対的に低いサービス業などでの雇用の拡大、地方公務員の給与引き下げなどが影響しているとの見方を示した。

消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比について、委員は、目先、原油価格反落の影響などからゼロ%近傍で推移するとみられるが、より長い目でみると、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、プラス基調を続けていくと予想されるとの見方を共有した。

多くの委員は、既往の原油価格反落の影響や携帯電話の低料金プラン導入の影響などから、2月の消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比は、小幅のマイナスになる可能性があるとの指摘した。複数の委員は、3月以降についても暫くは同様の状況となる可能性があるとの見方を示した。もっとも、物価を巡る基本的な環境について、多くの委員は、設備や労働といった資源の稼働状況の高まりを踏まえると、今後とも潜在成長率を上回る成長が続くのであれば、消費者物価への上昇圧力が高まっていくと考えられると述べた。一人の委員は、マクロ的な需給ギャップの改善と消費者物価の上昇との関係が近年変化している可能性があるほか、サービス価格は非製造業の賃金の影響を受けやすいことにも留意すべきであると指摘した。

資産価格の動向に関連して、一人の委員は、都心におけるオフィス賃料の上昇がみられており、不動産市場の動向については、今後公表される公示地価の状況なども含めて、引き続き注意深く点検していく必要があると述べた。この間、別の委員は、不動産市場では、二極化がさらに進んでおり、一部地域は活況を呈しているが、他の地域への全般的な波及はみられないと指摘した。

2. 金融面の動向

金融面について、委員は、2月末から発生した世界的な株価下落について議論を行った。多くの委員は、それ以前に金融市場のボラティリティが一段と低下する中で、やや行き過ぎたリスクテイクが行われていた可能性があり、そうした状況下で、中国株の急落や米

国景気に関する悪材料をきっかけに、リスクテイク姿勢の修正が起きたと考えられるとの認識を示した。このうち一人の委員は、上場企業における不正会計の問題も、わが国株価の下落に影響した可能性があると付け加えた。また、2月末からの円相場上昇についても、多くの委員は、ポジションの調整が背景にあると考えられると述べた。こうした議論を経て、委員は、2月末からの世界的な株価下落は、世界経済の変調を示唆するものではないと考えられるが、金融市場の動向は、実体経済に影響を及ぼし得るものであるので、引き続きよくみていく必要があるとの認識で一致した。

・ 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、0.5%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。この間、一人の委員は、前回の利上げについては、4月の展望レポートで十分な経済・物価情勢の説明を行うまで待つ余裕はあったと思うが、一旦決めた政策の方向性を細かく変更することは市場に無用な混乱を与える恐れがあること、0.5%程度の金利水準は市場機能の維持・強化の観点からも必要と考えられることから、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述べた。

2月の利上げ後の短期金融市場の動向について、多くの委員は、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、月末にかけて一時上昇する場面もあったが、0.5%前後にしっかりとコントロールされていると述べた。また、これらの委員は、ターム物金利も横ばい圏内で推移しており、2月の利上げは、市場の金利観に大きな変化を与えずに、順調に消化されたとの認識を示した。

今後の金融政策運営について、委員は、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しながら、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準を調整するという基本的な考え方を維持することが適当であることを確認した。複数の委員は、今後の金利水準の調整は、経済・物価情勢に応じて徐々に行うものであり、予めスケジュール感を持って行うというものではないことを、繰り返し説明していくことが必要であると述べた。

市場との対話について、多くの委員は、合議制による意思決定のもとで日本銀行が発信すべき情報は、経済・物価情勢に関する判断

や金融政策運営に関する基本的な考え方であり、この点に関する市場の理解をより十分に浸透させる努力が必要であると述べた。また、多くの委員は、「新たな金融政策運営の枠組み」に基づきフォワード・ルッキングな政策運営を行っていくことについて、適切な情報発信に努めていくことが重要であり、そうした観点からも、2008年度までを見通し期間とする4月の展望レポートにおいて、経済・物価情勢の見通しとリスク評価、それを踏まえた政策運営の基本的な考え方をしっかりと整理し、分かりやすく示していくことが重要であるとの認識を示した。一人の委員は、その際、「中長期的な物価安定の理解」について金融政策運営との関係を改めてよく説明する必要があると付け加えた。

・政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国経済の現状をみると、景気は回復を続けているものの、昨年後半以降、消費がほぼ横ばいとなっているなど、企業部門の好調さが家計部門に波及する経路がやや弱い状況が続いており、引き続き注視する必要がある。
- また、物価については、消費者物価が持続的に下落する局面ではなくなっているものの、原油価格の下落の影響等からゼロ近傍で推移しており、先行きマイナスになることも予想されることから、慎重にみていく必要がある。
- 先月、政策金利の引き上げが決定されたが、その経済への影響が現れるまでには時間を要することも踏まえれば、現在の金融市場調節方針のもとで、引き続き経済を金融面から支えて頂きたいと考えている。
- 一方、市場の動向をみると、先月末以降、株式市場や為替市場で動きがみられるところである。政府としても、市場の動向は引き続き注視してまいりたいと考えているが、日本銀行におかれても、市場全体の動向に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、日本銀行の経済・物価情勢の判断や、金融政策の先行きの考え方について、市場や国民に分かりやすくご説明頂きたいと考えている。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 経済の現状については、景気回復が続いていると認識しているが、所得の伸びが鈍化する中で、消費は概ね横ばいになっており、企業部門の好調さの家計部門への波及はこのところ少し弱まっている。物価の動向を総合的にみると、未だデフレを脱却していない。賃金や個人消費の動向とあわせ、引き続き海外経済の動向などにみられるリスク要因を考慮しつつ、冷静に注意しながらみていく必要がある。
- 先行きの経済・物価については、上振れリスクよりもむしろ世界経済の動向等がわが国経済に与える影響や企業部門から家計部門への波及等が今後の経済動向の鍵となると考えられ、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。
- 政府・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、物価安定のもとでの民間主導の持続的成長のため、一体となった取り組みを行うことが重要である。日本銀行におかれては、政府の政策取り組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、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、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を維持することにより、責任を持っ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。
- 4月27日の金融政策決定会合では2008年度までの先行き2年間の経済・物価情勢の見通しを議論し、展望レポートとして公表されると思うが、その際、日本銀行が考えられる物価安定に向けた道筋について、しっかりと説明責任を果たして頂きたいと考えている。

採決

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

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

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添1のとおり公表すること。

記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、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（3月20日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は3月22日に、それぞれ公表することとされた。

・議事要旨の承認

前国会合（2月20、21日）の議事要旨が全員一致で承認され、3月26日に公表することとされた。

・先行き半年間の金融政策決定会合等の日程の承認

最後に、2007年4月～9月における金融政策決定会合等の日程が別添2のとおり承認され、即日公表することとされた。

以 上

(別添1)

2007年3月20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：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

(別添2)

2007年3月20日
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程(2007年4月～9月)

	会合開催	金融経済月報 (基本的見解)公表	(議事要旨公表)
2007年4月	4月9日<月>・10日<火> 4月27日<金>	4月10日<火>	(5月22日<火>) (6月20日<水>)
5月	5月16日<水>・17日<木>	5月17日<木>	(6月20日<水>)
6月	6月14日<木>・15日<金>	6月15日<金>	(7月18日<水>)
7月	7月11日<水>・12日<木>	7月12日<木>	(8月28日<火>)
8月	8月22日<水>・23日<木>	8月23日<木>	(9月25日<火>)
9月	9月18日<火>・19日<水>	9月19日<水>	未 定

(注1) 金融経済月報の「基本的見解」は原則として15時に公表(ただし、決定会合の終了時間などによっては変更する場合がある)。

(注2) 金融経済月報の全文は「基本的見解」公表の翌営業日(14時)に公表(英訳については2営業日後の16時30分に公表)。

(注3) 「経済・物価情勢の展望(2007年4月)」の「基本的見解」は、4月27日<金>15時(背景説明を含む全文は5月1日<火>14時)に公表の予定。

以 上