

公表時間

6月20日(水)8時50分

2007.6.20

日本銀行

政策委員会 金融政策決定会合 議事要旨

(2007年5月16、17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6月14、15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 5 月 16 日 (14:00 ~ 16:30)
5 月 17 日 (9:00 ~ 12:37)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

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

4 . 政府からの出席者 :

財務省	勝栄二郎	大臣官房総括審議官 (16 日)
	田中和徳	財務副大臣 (17 日)
内閣府	浜野 潤	内閣府審議官

(執行部からの報告者)

理事	稲葉延雄
理事	堀井昭成
理事	井戸清人
企画局長	雨宮正佳
企画局参事役	内田真一
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	大杉和人
政策委員会室企画役	執行謙二
企画局企画役	神山一成
企画局企画役	武田直己

．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（4月27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。オーバーナイト金利が安定的に推移していることについては、市場参加者の習熟に加えて、本年4月16日より実施した準備預金残高見込みの前倒し公表も好影響を与えているとみられる。

2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、F B・T Bレート、ユーロ円レート等のターム物レートや、ユーロ円金利先物レートは、概ね横ばいで推移した。

株価は、海外株式市場の動向を眺めて、やや振れを伴う展開となったが、均してみれば、横ばい圏内の動きであり、最近では、日経平均株価でみて17千円台半ばで推移している。

長期金利は、概ね横ばいで推移し、最近では1.6%台半ばで推移している。

円の対米ドル相場も、概ね横ばいで推移し、最近では119～120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。設備投資は、足もと情報化関連以外の機械投資の減速感が強いものの、情報化関連が増加しており、構造物投資も堅調に伸びていることから、全体では緩やかな増加基調を維持している。一方、個人消費は、所得の増加持続を背景に、比較的堅調な伸びを続けている。そうした状況のもとで、企業の生産活動や雇用者数の増勢は、総じて緩やかに鈍化している。物価面では、エネルギー価格の上昇を受けて、消費者物価の総合指数が上昇を続けているほか、食料品・エネルギー価格を除くコア指数の前年比上昇率も高止まっている。

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

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。」

投資や個人消費の回復につながり、しっかりとした景気回復が続いている。英国経済も、高めの成長を続けている。

中国では、内外需とも力強い拡大が続いている。固定資産投資は一頃に比べやや減速したが、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。NIEs、ASEAN諸国・地域では、輸出が増勢を取り戻しつつあるほか、内需の堅調も持続しており、総じて緩やかな景気拡大が続いている。

海外の金融資本市場をみると、米国では、景気・物価指標の強弱が交錯する中で、長期金利は、横ばい圏内で推移した。この間、株価は、企業決算の市場予想対比上振れや大型M&A案件を背景に、上昇した後、一部経済指標の予想比下振れを受けて、反落した。欧州でも、長期金利が横ばい圏内で推移する中で、株価が上昇したあと、小幅反落する動きとなった。エマージング諸国・地域では、多くの地域で株価が上昇した。

4．国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、米国向けが米国景気減速の影響からやや弱めとなっているが、全体として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。機械投資の先行指標である機械受注は、大きな振れを伴いつつ、このところは高水準で横ばいの動きとなっている。設備投資の先行きについては、内外需要の増加や高水準の企業収益が続くもとで、増加を続けると予想される。

個人消費は、底堅く推移している。全国百貨店やスーパーの売上高は、衣料品を中心に天候に左右される動きが続いているが、1～3月を均してみると、底堅い動きとなった。家電販売は、薄型テレビなどのデジタル家電や新型ゲーム機などの好調を受けて、増加傾向にある。サービス消費をみると、外食産業売上高が増加基調を続けているほか、旅行取扱額も、振れを均してみると、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。1～3月は減少したが、これは10～12月に高い伸びとなった反動によるところが大

きい。在庫は、電子部品・デバイスにおいて出荷に比して依然高めの水準が続いているが、鋳工業全体では、概ね出荷とバランスのとれた状態にある。先行きの生産については、内外需要の増加を反映し、増加基調をたどるとみられる。企業からの聞き取り調査によると、4～6月については、再び増加に転じる見通しである。

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。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、国際商品市況は、世界需要が増加基調をたどるもとで、振れを伴いつつも、高値圏での動きが続いている。国内企業物価指数を3か月前比でみると、国際商品市況の反発などを背景に、上昇に転じており、目先、上昇を続けるとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、石油製品のマイナス寄与がやや拡大するもとで、航空運賃や移動電話通信料の下落が加わり、3月は-0.3%となった。先行きについては、目先、原油価格反落の影響が残ることなどからゼロ%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並みの水準となっている。この間、マネーサプライ（M2 + CD）は、前年比1%程度の伸びとなっている。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1．経済情勢

経済情勢について、委員は、わが国経済は、引き続き、緩やかに拡大しているとの見方で一致した。1～3月の実質GDP成長率（1次QE）について、委員は、1%台半ばから後半とみられる潜在成長率を引き続き上回り、概ね想定通りの内容であったとの認識で一致した。この間、一人の委員は、外需が高い伸びとなった一方、

内需は 10～12 月からの反動もあって寄与度が低下したと指摘した。

海外経済に関して、委員は、世界経済全体としては、地域的な拡がりを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。一人の委員は、米国経済の減速を他地域の成長が十分にカバーしているとコメントした。

米国経済について、委員は、景気拡大が続いているが、住宅市場の調整が続く中で、そのテンポは緩やかに減速しているとの見方を共有した。第 1 四半期の実質 GDP 成長率が前期から大幅に減速した点について、多くの委員は、外需が落ち込みをみせたが、個人消費が比較的堅調な伸びを示しているほか、設備投資も全体では緩やかな増加基調を維持しており、内需は比較的しっかりしているとの見方を示した。先行きについて、委員は、年後半にかけて家計支出の調整が一巡した後、ソフトランディングが実現するというシナリオの蓋然性は引き続き高いという見方を共有した。その上で、多くの委員は、現状、サブプライムローンの影響は限定的なものにとどまっているが、住宅市場調整が予想以上に長引くリスクは依然として無視できないこと、雇用の増勢鈍化やガソリン価格の上昇などが、実質可処分所得の落ち込みを通じて、個人消費の減速をもたらす恐れがあること、IT 関連以外の機械投資の減速感が強く、設備投資の弱い動きはしばらく続く可能性もあること、労働需給のタイト感はなかなか後退しておらず、インフレ率がなお高止まっていること、などから、引き続き、上下双方のリスクに対し注意を払っていく必要があると述べた。

欧州経済について、委員は、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、しっかりとした景気回復が続いており、英国経済も高めの成長を続けているとの見方を共有した。また、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、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。

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、先行きについても増加を続けていく可能性が高いとの認識で一致した。一人の委員は、米国向けの輸出は、自動車関連や建設機械などに景気減速の影響が一部みられているが、輸出全体としては引き続き増加基調にあるとの見方を示した。別の一人の委員は、わが国経済の対米依存度は低下しており、輸出は、米国以外の地域の拡大に支えられて、先行きも底堅く推移することが期待

できると付け加えた。

国内民間需要について、委員は、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。多くの委員は、経済のグローバル化という追い風により企業の収益機会が拡大していること、高水準の企業収益を受けて老朽化した設備の更新を進める動きがみられていること、緩和的な金融環境も企業の前向きな姿勢を後押ししていると考えられること、などから、今後も設備投資の増加が続いていく可能性が高いとの見方を示した。そのうちの一人の委員は、企業は今後3年間に平均で5%強の設備投資の伸び率を見込んでいるという、内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」の結果を紹介した。この間、4～6月の機械受注見通しが大幅な落ち込みを示したことについて、多くの委員は、ここ数年、年度当初の見通しは弱い傾向があり、実績では概ね増加で着地してきたことを踏まえると、機械投資の勢いが弱くなっているシグナルとみる必要はないと述べた。そのうちの一人の委員は、受注残高が極めて高い水準にあることなどを踏まえると、受注のある程度の減速は、来年度にかけて設備投資の増勢が徐々に鈍化していくという見通しとむしろ整合的であると述べた。別の複数の委員は、機械受注見通しの達成率がこのところ低位にあるなど、気がかりな動きもみられなくはないので、今後のデータを注意深くみていきたいと付け加えた。

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等を背景に、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。何人かの委員は、耐久消費財消費やサービス消費に比べてやや弱めの動きを続けてきた非耐久・半耐久財消費についても、均してみれば底堅い動きとなっているなど、個人消費の改善はこれまでよりも明確になってきているとコメントした。

生産について、委員は、増加基調にあり、先行きも、内外需要の増加を反映して、増加基調をたどる可能性が高いとの見方で一致した。また、在庫について、委員は、鋳工業全体としては、概ね出荷とバランスのとれた水準にあるが、電子部品・デバイスでは、在庫が引き続き高い水準にあるとの認識を共有した。複数の委員は、新規ライン稼働による能力増強が進んでいることもあって、稼働率維持を優先する動きがみられていることから、IT関連分野の在庫の積み上がりは依然として解消されていないとして、今後の動向を引き続き注視する必要があると述べた。そのうち一人の委員は、IT

関連分野の調整は生産全体の増加モメンタムをかなり減じており、そのことを反映して、景気動向指数も冴えない動きを続けているとコメントした。

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。特に所定内給与の弱さについて、何人かの委員は、団塊世代の退職に伴う人員構成の変化の影響、地方公務員の給与削減の影響、パートの増加に伴う労働時間の減少、といった要因が一人当たり賃金の押し下げに働いており、一頃のように賃下げの動きが広範にみられていることを示すものではないと述べた。この間、何人かの委員は、グローバルな競争を意識する企業行動を踏まえると、賃金の伸びが所定内給与を中心に伸び悩んでいる状況が大きく変化することは期待しがたいが、労働需給の逼迫度合いからみて、賃上げをしないことも徐々に困難になっていくのではないかと見方を示した。このうち一人の委員は、各種のアンケート調査は、多くの企業が賃上げを検討していることを示していると付け加えた。別の複数の委員は、原材料価格の高騰が今後も続けば、それを生産性引き上げで吸収することが難しいサービス業などで賃上げの動きが先送りされる可能性もあると指摘した。

こうした議論を踏まえ、委員は、先行きについても、4月の展望レポートで示した見通しに沿って、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。ほぼ等速の成長が続いている点について、一人の委員は、グローバル化の進展により成長の牽引車が多極化していること、原油原単位の低下など企業のコスト構造が多様化していること、などから、産業間および企業間の相関が低下していることが考えられると指摘した。この委員は、こうした構造のもとでは、景気の振幅が小さくなるほか、企業が価格改定を行うことが難しくなるため、低インフレの要因となると指摘した上で、こうした構造は何らかの大きなショックをきっかけに変わりうることにしても、留意しておく必要があると述べた。

物価面について、委員は、国内企業物価指数は、世界経済の力強い拡大とそれに伴う国際商品市況の上昇を背景に、再び上昇に転じており、先行きも、上昇を続けるとの見方で一致した。複数の委員

は、年度替わりにおける価格改定もあって、このところ上昇品目に広がりが見られると指摘した。

消費者物価指数（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が残ることなどからゼロ%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。何人かの委員は、昨年ほどではないが、原油価格の反発を受けて、ガソリンなどの石油製品の価格が上昇してきていること、マージンの比較的薄い食料品などでは、海外での需要増加や為替円安による仕入価格の上昇を販売価格に転嫁している品目が少なくないこと、上昇品目の数が下落品目の数を上回ってきており、企業の価格設定力が徐々に回復してきている可能性があること、といった最近の特徴的な動きを挙げながら、基調的な物価上昇圧力は緩やかながら着実に高まってきていると述べた。これに対し、何人かの委員は、企業間の競争は厳しく、消費者の価格上昇に対する抵抗感も依然として強いことから、企業の価格設定力はほとんど高まっていないと考えられると指摘した。また、別の一人の委員は、わが国の物価上昇率が低水準であるのは、サービス価格による部分が大きいのが、これには、サービス産業の生産性や賃金の動きが影響しているのではないかと指摘した。こうした議論を経て、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としても、当面の速度については不確実性が大きいとの見方で一致した。複数の委員は、年度入り後の各種サービス価格の改定がどうなるかが注目されるとコメントした。

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共有した。上場不動産投資信託（REIT）がこのところ上昇していることについて、一人の委員は、都心ではオフィス需給の逼迫から賃料引き上げの動きが広がっており、こうした不動産投資の収益性の高まりを反映したものと評価して良い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、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。また、当面の金融政策運営について、委員は、「中長期的な物価安定の理解」に照らして、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道をたどる蓋然性が高いことを確認し、リスク要因を点検しながら、経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行うことになると考えられる、という基本的な考え方に変わりはないことを確認した。

この間、金融政策運営に関する情報発信について議論が行われた。展望レポート公表以降の金融市況の動きが落ち着いたものであったことについて、何人かの委員は、今回の展望レポートでは、2008年度まで含めた経済・物価情勢に対する見方と金融政策運営に関する基本的な考え方について、従来の情報発信と連続的な形で市場参加者に発信することができたと言った。

何人かの委員は、市場では、先行きの政策運営に関連して、経済・物価情勢の改善の度合いを具体的にどのような指標をみて判断するのか、また、特に足もとの消費者物価が低迷する中で、金融政策をどのように運営していくのか、といった点について、引き続き関心が高いと指摘した。こうした点に関連して、多くの委員が、フォワード・ルッキングな政策運営という点について市場参加者の理解をさらに深めていく必要があると述べた。このうち一人の委員は、個々の経済・物価指標の動きを評価する際には、それらをもとに先行きを展望して、標準シナリオの蓋然性やリスクシナリオが変化するのかどうか、という視点が大切であると付け加えた。また、別の一人の委員は、金融政策の効果が波及するには長い期間を要し、様々なショックに伴う物価の短期的な変動をすべて吸収しようとする経済の変動が大きくなってしまふこと、したがって、十分長い先行きの経済・物価の動向を予測しながら、中長期的にみて「物価の安定」を実現するように努めていく必要があること、そのために、緩やかな金利水準の調整を通じて、振幅の小さい、息の長い成長を実現していくことが大切であること、といった基本的な考え方について、引き続き丁寧な説明を行っていくことが重要であると整理した。

一人の委員は、利上げのスケジュールは決まっていないという点は当然であって、この点を強調しても、かえって日本銀行の金融政策が分かりにくいという印象を与えてしまうのではないかとの問題意識を述べた。これに対し、何人かの委員は、今後の経済情勢次第で利上げのインターバルが変化するという点は、今回の展望レ

ポートの中で記述を工夫したポイントの一つであり、市場の理解を得るよう、引き続きしっかりと説明していく必要があると述べた。

こうした議論を経て、委員は、フォワード・ルッキングな金融政策運営の考え方を繰り返し説明していくとともに、経済・物価の現状と先行きに関する判断を、引き続き丁寧に説明していくことが重要であるという認識で一致した。

・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。

- わが国経済の現状をみると、2007年1～3月期の実質GDP成長率が前期比+0.6%、年率+2.4%となるなど、景気は回復を続けているものの、賃金や、電子部品・デバイスなど生産の一部に弱い動きが続いていることから引き続き注視する必要がある。
- また、物価については、消費者物価のマイナスが拡大しており、今後、物価上昇圧力が高まるかどうか、先行きを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、現在の景気回復を持続的なものとするため、引き続き現在の金融市場調節方針のもとで、経済を金融面から支えて頂きたいと考えている。
- また、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、生産の一部に弱さがみられるものの、回復している。また、物価の動向を総合的にみると、いまだデフレを脱却していない。本日公表した1～3月の1次QEでは、実質成長率は前期比+0.6%（年率+2.4%）、名目GDPは前期比+0.3%（年率+1.2%）となった一方、GDPデフレーターは引き続き前年比マイナスであった。この結果、平成18年度については、実質成長率が+1.9%、名目成長率は+1.3%となった。
- 平成18年度のわが国経済は、政府経済見通しで示した姿に

沿ったものであると考えているが、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。

- 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な成長のため、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。

採決

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

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

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

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

記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す。

採決の結果

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

反対：なし

・金融経済月報「基本的見解」の検討

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

この「基本的見解」は当日（5月17日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は5月18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（4月9、10日）の議事要旨が全員一致で承認され、5月22日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

2007年5月17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、水野委員、西村委員、野田委員、
中村委員、亀崎委員

反対：なし