

公表時間

6月18日(水) 8時50分

2008. 6. 18

日本銀行

政策委員会 金融政策決定会合 議事要旨

(2008年5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、2008年6月12、13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5月19日(14:00～16:17)
5月20日(9:00～12:00)

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	鈴木正規	大臣官房総括審議官 (19日)
	森山 裕	財務副大臣 (20日)
内閣府	浜野 潤	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	内田眞一
企画局企画役	関根敏隆
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	門間一夫
調査統計局参事役	前田栄治
国際局長	出沢敏雄

(事務局)

政策委員会室長	大杉和人
政策委員会室企画役	執行謙二
企画局企画役	中村康治
企画局企画役	鈴木公一郎

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（4月30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、概ね0.5%前後で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期市場金利についてみると、ユーロ円レートやF B・T Bレート等のターム物レートは、総じて横ばい圏内で推移した。こうした中、ユーロ円金利先物レートも、振れを伴いつつも、横ばい圏内で推移している。

株価は、米欧株価に連れる形で、振れを伴いつつも、上昇傾向を辿った。日経平均株価は、最近では14千円台前半で推移している。

長期金利も、米欧長期金利に連れる形で振れの大きい展開が続いており、最近では1.6%台で推移している。

円の対米ドル相場は、横ばい圏内の動きとなっており、足もとでは104円台で推移している。

3. 海外金融経済情勢

米国経済は、引き続き停滞している。住宅市場の調整が長引き、個人消費は横ばい圏内の動きを続けているほか、設備投資は減速傾向が一段と強まっている。また、鉱工業生産、雇用者数も減少傾向にある。こうした中で、金融機関の与信姿勢のタイト化も、引き続き幅広い分野で進行している。物価面では、消費者物価の前年比は、総合ベースでみて引き続き高水準にあるほか、エネルギー・食料品価格を除くコアベースでも前年比+2%台前半となっている。

欧州経済についてみると、ユーロエリアでは、緩やかに減速しつつも成長を続けている。住宅投資が小幅の減少となっているほか、個人消費は、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速している。一方、設備投資は増加傾向にある。ひと

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。」

頃足踏み状態にあった輸出は増勢を取り戻している。ただし、サーベイデータは先行きの輸出減速を示唆している。物価面では、エネルギー・食料品価格の上昇から、消費者物価の前年比は高めの伸びが続いている。英国経済は、緩やかに減速しているが、引き続き成長している。

アジア経済についてみると、中国では、内外需とも高い成長が続いている。インドでは、緩やかに減速しつつも、高めの成長を続けている。NIEs、ASEAN諸国・地域でも、輸出の減速が明らかとなってきているが、内需が堅調を維持していることから、全体では緩やかな景気拡大が続いている。物価面をみると、エネルギー・食料品価格の上昇から、多くの国で総合ベース消費者物価の上昇率が拡大している。

海外の金融資本市場をみると、一時の過度の悲観論は後退したが、短期金融市場の緊張感が根強く残るなど、不安定な状態が続いている。米欧の株価や長期金利は、振れの大きい展開を示す中で、方向としては上昇した。エマージング諸国・地域では、株価は米欧同様の動きとなり、対米国債スプレッドは、米国金利の動きを反映して一旦縮小した後、拡大した。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、海外経済の拡大を背景に増加しており、1～3月もしっかりと増加した。先行きについては、海外経済が減速しつつも拡大するもとの、増加を続けていくとみられる。

国内民間需要をみると、企業収益が高水準ながら伸び悩んでおり、設備投資は増勢が鈍化している。先行指標である機械受注は、4～6月期の見通しが大幅なマイナスとなっている。過去の修正パターンからすれば上方修正される可能性は高いが、最近の収益環境を考えると、今年の場合は、注意深くみていく必要がある。

個人消費は、底堅く推移している。耐久消費財については、乗用車新車登録台数が、昨年後半に新車投入などから持ち直した後、足もとは横ばい圏内の動きとなっている。家電販売は増加を続けている。非耐久・半耐久消費財については、百貨店売上高が、衣料品や雑貨を中心に弱めの動きとなっている。スーパーやコンビニエンスストアの売上高は、食料品を中心に横ばい圏内の動きを続けている。サービス消費については、旅行取扱額は底堅く推移している一方、外食産業売上高は伸び悩んでいる。この間、消費者マインド指標は、

石油製品や食料品の値上げの動きなどから、総じて慎重さを示す動きとなっている。先行きの個人消費は、雇用者所得の緩やかな増加を背景に、底堅く推移すると考えられる。

住宅投資は、緩やかに回復している。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、その後は回復の動きが一服している。こうした回復のもたつきには、マンション販売の低迷や鋼材価格の一段高などが影響していると考えられる。先行きの住宅投資は、回復傾向を辿るが、そのテンポは緩やかなものにとどまる可能性が高い。

生産は、横ばい圏内の動きとなっている。先行きは、内外需要の動向を反映し、当面横ばい圏内で推移するが、その後増加していくとみられる。在庫は、出荷と概ねバランスのとれた状態にある。

雇用・所得環境をみると、企業の雇用不足感が強いもとで、雇用者所得は、緩やかな増加を続けている。この間、一人当たりの名目賃金は、このところ前年比プラスで推移している。先行きの雇用者所得は、雇用不足感が続くもとで、企業収益が幾分弱まりつつも総じて高水準を続けるとみられることなどから、緩やかな増加を続ける可能性が高い。

物価面をみると、国際商品市況は、原油が上昇を続けているほか、非鉄金属も高値圏で推移している。穀物は、小麦が反落する一方、とうもろこしが上昇するなど、まちまちの動きとなっている。国内企業物価を3か月前比で見ると、国際商品市況高などを背景に上昇しており、当面、上昇を続ける可能性が高い。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、昨年末頃からプラス幅が拡大し、足もと＋1％程度となっている。先行きについては、経済全体の需給が概ねバランスした状態で推移するもとで、石油製品や食料品の価格上昇などから、プラスを続けていくと予想される。

（2）金融環境

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

ている。

II. 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わが国経済は、エネルギー・原材料価格高の影響などから、減速している、②先行きは、当面減速が続くものの、その後、緩やかな成長経路を辿ると予想される、③ただし、海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性、エネルギー・原材料高の影響などに引き続き注意する必要がある、との見方で一致した。

海外経済に関して、委員は、全体として拡大が続いているが、国際金融市場の動揺が続き、米国経済が停滞するなど、ダウンサイド・リスクが引き続き高いとの認識を共有した。

国際金融市場の現状について、委員は、3月中旬にかけて広まった過度の悲観論は後退したが、短期金融市場の緊張感が根強く残っているほか、金融機関の貸出姿勢も厳格化しており、不安定な状態が続いているとの見方で一致した。何人かの委員は、短期金融市場では、各国中銀による流動性対策などが一定の効果をあげており、TEDスプレッドなどはひと頃に比べればやや縮小しているが、緊張感は根強いと述べた。何人かの委員は、企業の金融環境について、各種のクレジット・スプレッドの水準は依然として高い水準にあると指摘した。また、多くの委員は、金融機関の融資姿勢の厳格化が進んでおり、実体経済面への影響を注視していく必要があると述べた。

米国経済について、委員は、金融市場・資産価格・実体経済の負の相乗作用が、いつどのように収束に向かうのか、不確実性が大きいとの認識で一致した。何人かの委員は、住宅価格は下落を続けており、住宅市場の調整は依然続いていると述べた。また、複数の委員は、個人消費について、小売売上高はまずまずであるが、ガソリン価格の高騰もあって自動車販売が低調であり、全体として横ばい圏内の動きとなっていると指摘した。もっとも、別の複数の委員は、金融・建設業以外の企業決算はさほど悪くなく、米国経済が大きく下振れるリスクはやや後退したと述べた。

欧州経済について、委員は、ユーロエリアでは、緩やかに減速しつつも成長を続けているとの見方で一致した。アジア経済について、委員は、中国、インドでは、高成長が続いており、N I E s、A S

E A N 諸国・地域でも、輸出が減速し始めているものの、全体としては緩やかな景気拡大が続いているとの見方で一致した。複数の委員は、中国の地震の影響については、現段階では入手可能な情報が限られているが、今後、経済・物価動向への影響を注視し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、原油など国際商品市況は高水準にあり、世界的にインフレリスクが高まっているとの見方で一致した。多くの委員は、現在の一次産品の価格上昇の背景には、新興国の成長に伴う需要の増加があるが、それ以外にも、供給の制約、地政学的リスクの高まり、緩和的な金融環境、flight to simplicity の動きなど様々な要因が関連していると述べた。複数の委員は、一次産品価格の上昇に伴う所得流出は、新興国などへの日本の輸出増加と同時に生じており、単なる供給ショックとして捉えることは適当ではないと述べた。

わが国の輸出について、委員は、海外経済が減速しつつも拡大するもとの、幅広い地域に向けて増加しており、先行きも、増加を続けていく可能性が高いとの認識で一致した。もっとも、一人の委員は、このところ原材料価格高や円高を反映して、輸出価格を引き上げる動きもみられており、これが海外景気の減速とあわせて、今後の輸出動向に与える影響を注視したいと述べた。

国内民間需要について、委員は、エネルギー・原材料高の影響などから、企業収益は伸び悩み、設備投資は増勢が鈍化しているとの認識で一致した。何人かの委員は、交易条件の悪化に伴い、所得形成力は弱まっており、1～3月期のGDP統計でも、GDIの前年比がマイナスとなるなど所得形成の弱さが確認され、こうした動きが国内民間需要の下振れにつながるかに注意していく必要があると述べた。このほか、複数の委員は、特に中小企業において、原材料高や円高の影響を受けて、収益が伸び悩み、設備投資や雇用スタンスが慎重化している、と指摘した。委員は、先行きの設備投資は底堅いが、伸び率は緩やかなものとなる可能性が高いとの見方を共有した。多くの委員は、4～6月期の機械受注の見通しに言及し、過去の修正状況を勘案すれば、上方修正される可能性が高いとはいえ、企業収益の伸び悩みがなにがしか影響している可能性があるコメントした。これらの委員は、先行きの設備投資動向については、6月短観での設備投資計画の修正状況を含めて注視していきたいと述べた。

個人消費について、委員は、底堅く推移しており、先行きについても、雇用者所得の緩やかな増加を背景に、底堅く推移する可能性

が高いとの認識を共有した。ただし、何人かの委員は、GDP統計における個人消費は、うるう年の影響で実勢よりも強めに出ている可能性があるほか、消費者マインド指標も弱めの動きが続いているため、先行きの動向については注意してみていく必要があると述べた。

雇用・所得面について、委員は、雇用者所得は、緩やかな増加を続けているとの認識を共有した。賃金について、何人かの委員は、所定内給与がこのところ前年比プラスで推移していると指摘した。ただし、複数の委員は、企業収益が伸び悩む中で、夏季賞与は低めの伸びになる可能性が高い、と述べた。雇用者数について、多くの委員は、短期的な振れが小さいとされる毎月勤労統計の常用雇用者数が前年比2%程度の伸びで推移している一方、調査対象の広い労働力調査はこれより弱めの動きとなっており、中小企業を中心に限界的な労働需要が鈍化してい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、緩やかに回復しているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、回復傾向を辿るがそのテンポは緩やかと予想されるとの見方を共有した。ある委員は、マンションを中心に、これまでの価格上昇などを背景に、需要の弱さがみられていると指摘した。

生産について、委員は、このところ横ばい圏内の動きとなっており、当面横ばい圏内で推移するが、その後増加していくとみられるとの見方を共有した。

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

消費者物価指数（除く生鮮食品）について、委員は、経済全体の需給が概ねバランスした状態で推移するも、石油製品や食料品の価格上昇などから、前年比プラスを続けていくとの見方で一致した。何人かの委員は、身の回り品の値上げが続いていることから、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動への影響を注意してみていく必要があると述べた。別の何人かの委員は、揮発油税等の暫定税率期限切れに伴い、4月の前年比は3月よりも低下すると予想されるが、ガソリンや食料品などで価格転嫁の動きが続いており、物価の基調的な上昇モメンタムに変化はない、とコメントした。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、引き続き緩和的な状態が維持されているとの認識を共有した。委員は、CP・社債市場は、下位格付先では発行スプレッドが拡大しているが、全体としては良好な発行環境にあり、金融機関の貸出態度も総じて緩和的な状態にあるとの見方で一致した。また、短期金融市場の動向について、委員は、日本の短期金融市場は、米欧に比べて引き続きかなり安定しているとの認識で一致した。何人かの委員は、このところ、債券市場が不安定な動きとなっていると指摘した。

III. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢を踏まえ、委員は、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。委員は、①日本経済は、エネルギー・原材料価格高の影響から当面減速するが、その後は緩やかな成長経路を辿ると予想される、②もっとも、海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性など、ダウンサイド・リスクは引き続き大きい、③こうしたもとの、内外の金融経済動向を注意深く点検し、情勢を更に見極めることが適切である、との見解で一致した。

委員は、先行きの金融政策の運営について、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、展望レポートで示した考え方を維持していくことが適当であるとの認識を共有した。複数の委員は、景気については下振れリスクが高い状況にあるが、政策判断にあたっては、常に景気と物価の両方に注意を払っていることを対外的に説明していく必要があると述べた。

委員は、エネルギー・原材料価格の上昇に起因する物価上昇について、その背景と政策対応について討議を行った。ある委員は、現在生じている一次産品価格の上昇は、需要ショックと供給ショックの2つの面で日本経済に影響を及ぼしており、これらのショックが持続的に続いていることに特徴があると述べた。この委員は、一次的な供給ショックについては、インフレ予想の変化を通じて二次的な影響が生じないのであれば、必ずしも金融政策で対応する必要はないというのが教科書的な回答であるが、現在は、持続的で複合的なショックが生じているため、政策対応は難しくなっていると述べた。

た。何人かの委員は、現在生じている一次産品価格の上昇の背景には、新興国の高成長というファンダメンタルズがあり、日本経済にとっては、輸出増加という需要ショックと輸入品価格の上昇という供給ショックの両方をもたらしていると述べた。これらの委員は、こうした需要ショックと供給ショックが、マクロ的な需給バランス全体にどのような影響を与えていくのかについて丹念にみていく必要があると述べた。また、ある委員は、一次産品価格の上昇は、相対価格の変化をもたらし、資源配分の調整を促すが、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動次第では、一般物価水準の大きな変動につながるリスクもあるので、これらの動向に注意しながら、金融政策運営を行う必要があると述べた。

また、こうした物価情勢において、どのような物価指標をみていくことが適切かについても議論が行われた。ある委員は、持続的なエネルギー・原材料価格の上昇が生じている現状では、それらを除いた米国式のコア消費者物価指数は、物価の実勢を表していない可能性がある点には十分留意する必要があると述べた。別の委員は、重要なことは、ヘッドライン消費者物価の中長期的なトレンドを把握する上で、どのような指標が有効であるかという観点であると指摘した。また、別の委員は、そうした中長期的な消費者物価のトレンドをみる上では、生鮮食品を除く消費者物価指数や刈り込み平均指数が有益であると述べた。また、ある委員は、現在のように川上から川下に価格転嫁が進んでいく状況では、企業物価指数も引き続き重要な指標であると述べた。これらの議論を経て、委員は、様々な物価指標を丹念に点検しつつ、消費者物価のトレンドを把握することを通じて、中長期的にみて物価安定のもとでの持続的成長を目指すことが適切であるとの見方で一致した。

前回の展望レポートで示されたリスク・バランス・チャートについて、多くの委員は、先行きの上振れ・下振れのリスクについて視覚的に表現しており、市場との対話の有効なツールとなっていると述べた。ただし、複数の委員は、局面によってはリスク・バランス・チャートでは誤解を与えるケースも想定されるので、展望レポートにおける定性的な議論とともに情報発信していくことが、引き続き重要であると述べた。また、複数の委員は、世界的にも中銀のコミュニケーションは常に見直されており、有効なツールについて常に検討していくことが必要であると述べた。多くの委員は、引き続き市場の反応をみた上で、今後もリスク・バランス・チャートの公表を続けていくかどうかを判断していきたいと述べた。

IV. 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。

- わが国の経済は、企業収益は弱含み、生産が横ばいとなっているなど、このところ景気回復は足踏み状態にある。
物価については、国内企業物価は素材価格の上昇により上昇しており、消費者物価は石油製品等を除いたベースでわずかながら上昇している。
- 現下の経済・物価情勢のもとで、今後の景気回復を持続的なものとするため、引き続き経済を金融面から支えて頂きたい。
- サブプライム問題、原油価格、米国経済を含む世界経済の動向については、今後も注意深くみていく必要がある。
日本銀行におかれては、これらの動向が日本経済に与える影響や、市場の動向を十分に注視し、状況に応じて、引き続き適切に対応して頂きたい。また、財務省としても、今後の内外の経済・市場の動向をより一層注意深く見守って参りたい。
- 更に、日本銀行におかれては、現下および今後の経済動向の展望や、金融政策の先行きの考え方について、市場や国民に分かりやすくご説明を頂きたい。

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、個人消費、設備投資および生産が引き続き横ばいとなっており、景気回復はこのところ足踏み状態にある。景気は先行き緩やかに回復していくと期待されるが、景気の下振れリスクが高まっており、慎重にみていく必要がある。物価の動向については、引き続き注意深くみていく必要がある。
- 民間需要主導の持続的な成長を図るとともに、これと両立する安定的な物価上昇率を定着させるため、政府と日本銀行はマクロ経済運営に関する基本的視点を共有し、政策運営を行うことが重要である。
- 政府は、現下の経済状況や下振れリスクの高まりにかんがみ、「成長力強化への早期実施策」を着実に実行に移しているところ。日本銀行におかれては、政府の政策取り組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、実効性のある金融政策運営に努め、景気や物価の下振れリスクに十分留意しながら、金融面からしっかり経済を支えて頂くことを要望する。

V. 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：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

VI. 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20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21日に、それぞれ公表することとされた。

VII. 議事要旨の承認

前々回会合（4月8、9日）の議事要旨が全員一致で承認され、5月23日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

2008年5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：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