

日銀標準シナリオの不確実性と下振れリスクの高まり

～日銀展望レポート（2008年10月）と0.2%の利下げ～

企画調整室（調査情報室） 鈴木 克洋

1. はじめに

2008年10月31日、日本銀行は政策委員会・金融政策決定会合を開き、「経済・物価情勢の展望」（以下「展望レポート」という。）を公表するとともに¹、政策金利²を0.5%から0.3%に引き下げることと決定した。

07年夏の米国サブプライムローン問題の表面化を契機とした国際金融資本市場の混乱は、その後も拡大を続け、ついに08年9月には、欧米の大手金融機関の破綻へと至り、欧米金融市場は金融危機に陥った。各国金融当局や中央銀行も公的資本注入、大量の流動性（資金）供給や政策金利の引下げ等で対応するものの、その効果は一時的でしかなく国際金融資本市場は緊張状態を脱していない。さらに、この金融危機は欧米の実体経済にも伝播し始め、専ら輸出（外需）に依存してきた我が国経済のみならず新興国経済にも影響が出ているとされ、先行き世界経済の不確実性は著しく高まっている。

本稿では、こうした状況下で決定された政策金利の利下げについてその目的を検証するとともに、展望レポートで示された経済・物価情勢の見通しと今後の金融政策運営について検証する。

2. 予想外だった政策金利引下げ

2008年10月31日の金融政策決定会合において政策金利を引き下げることが決まった³。これにより政策金利は、これまでの0.5%から0.2%ポイント引き下げ

¹ 展望レポートは、毎年2回、4月と10月に公表される。展望レポートには、日銀が想定する先行き経済・物価情勢の標準的なシナリオ、リスク要因、今後の金融政策運営の考え方が示され、先行きの金融政策運営を予見する上でのベンチマーク（基準）となっている。なお、展望レポート公表から3か月後の7月と1月には展望レポートの中間評価が行われる。

² 日銀の金融政策では、金融機関間で取引される金利の一つである「無担保コールレート（オーバーナイト物）」の金利を誘導目標としている。この金利のことを政策金利という。

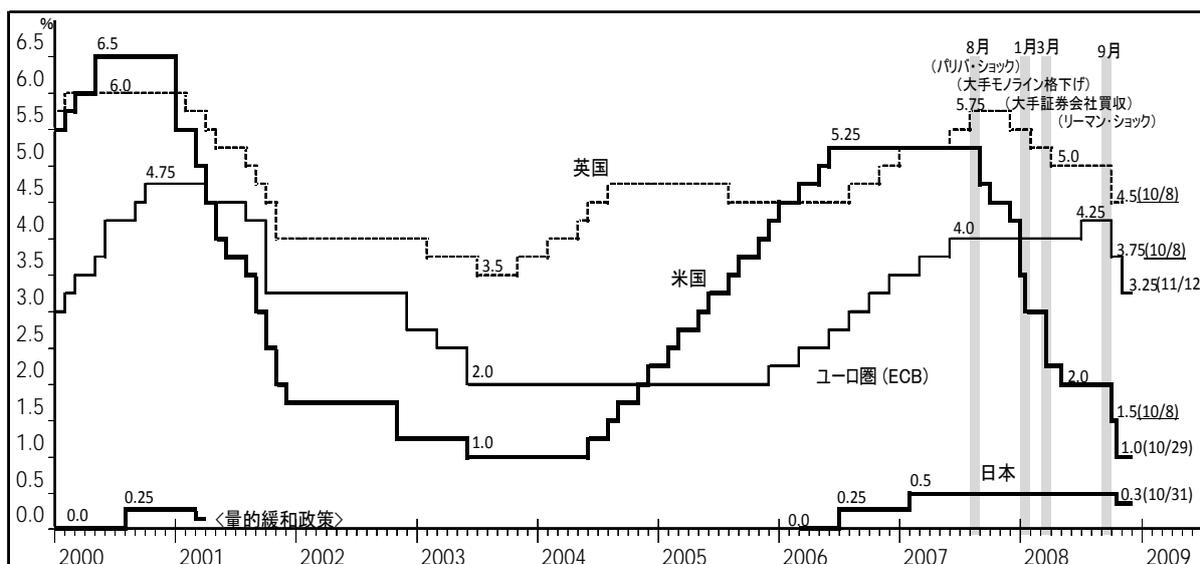
³ 今回の利下げは、「0.2%の利下げ」提案に対して4対4の可否同数となったため議長が決した。ただし、反対者4名のうち3名は、引下げ幅を0.25%とする立場での反対だったとされる。つまり、利下げ自体は8名のうち7名は賛成だった（日本銀行『総裁記者会見（10月31日）要旨』）。なお、11月21日の政策決定会合でこの政策に変更はなかった。

られ、0.3%となった。この政策金利引下げについては、次の2点において市場の予想外のものであった。

第一に、なぜ利下げが行われたかという点である。これまで日銀は、政策金利の0.5%という水準について「非常に低い」との認識を示してきたほか、10月8日の欧米利下げ（図表1）との協調に関しても「自国の状況に照らし望ましい行動でないにもかかわらず、協調すること自体が自己目的化してしまい、それが協調利下げあるいは協調利上げというのであれば、そうした考え方はとらない」⁴と否定するなど、利下げに消極的な姿勢を示していた。また、0.5%程度の利下げによる景気刺激効果は「限定的」という市場の共通認識も加わって⁵、日銀の利下げに消極的なスタンスは市場でも浸透しており、今次の利下げを予想する向きは少なかった。

こうした中で、前触れもなく行われた今回の利下げは、これまでの日銀の利下げに消極的なスタンスが唐突に方針転換された感触を与え⁶、市場からは、閣

図表1 日米欧の政策金利の推移



(注) 網掛け部分は、金融危機のきっかけとなった主な出来事を示す。

(出所) 各種資料を基に作成

⁴ 日本銀行『総裁記者会見（10月14日）要旨』。

⁵ マクロ経済モデルによる金利引下げ効果は、金利を1%引下げた時のGDPの押し上げ効果は、1年目0.10%程度、2年目0.44%程度となっている。今回の0.2%利下げは、おおむねこの5分の1程度の効果となり、GDPにはほとんど影響しないと考えられる。

⁶ リーマン・ショックを契機とする金融危機後に開催された前々回10月6、7日及び前回10月14日開催の決定会合議事要旨を確認した限りでは「利下げ」について議論した形跡は見られない。

僚の発言⁷、利下げ観測報道⁸等によって利下げに追い込まれたのではとの憶測も呼んだ⁹。

第二は、なぜ利下げ幅が0.2%であったのかという点である。引下げ幅を通常「0.25%」と認識している市場にとっては驚きとなった¹⁰。日銀が利下げ幅を0.2%にとどめたことで、政策金利として0.3%の水準を確保できたことから、さらに0.2%の利下げを行ってもゼロ金利¹¹にはならない計算となる。このため、市場からは、もう1回利下げを行うことができるように政策の余地を残したのではないかとの見方も多い。

3. 0.2%の政策金利引下げの背景とその目的

3-1. 補完当座預金制度の導入

市場の評価については前節のとおりであるが、今回の政策金利引下げを検証するためには、利下げと同時に決定された他の2つの政策も含めて考える必要がある。

10月31日の政策決定会合における決定事項（概要）

- | |
|--|
| <ul style="list-style-type: none">(1) 「政策金利」を0.5%から0.2%引き下げて0.3%とする(2) 「補完貸付制度」の利率（基準貸付利率）を0.75%から0.25%引き下げて0.5%とする(3) 「補完当座預金制度」を導入し、その利率を0.1%とする |
|--|

(2)の補完貸付制度は、資金不足の金融機関（資金の取り手）が日銀から資金を直接借りられる制度である¹²。市場の金利が当該制度の利率より高いと市場

⁷ 与謝野大臣の「国際協調の重要な証しを立てるという意味では大事」との発言（内閣府『与謝野内閣府特命担当大臣（経済財政政策）記者会見要旨』（2008年10月28日））など。

⁸ 『日本経済新聞』（2008年10月28日）等。

⁹ 日銀は10月6、7日以降に公表されたデータによって、経済・物価情勢に大きな変化があったと説明しており、協調利下げについては否定している。

¹⁰ 政策金利の変更幅については明確な規定はないが、各中央銀行における変動幅0.25%が一般的である。前述のとおり、日銀の政策委員の中にも引下げ幅を0.25%と主張する反対があった。なお、日本銀行は、政策目標をコールレートに変更した1996年以降、1度だけ引下げ幅を0.25%でなく0.1%にした例がある（1999年2月12日政策金利0.25%→0.15%）。

¹¹ 金利がゼロになると金融機関はリスクに見合ったリターンを十分に得られなくなるため、積極的に資金を市場に放出しなくなり、市場機能が低下するという弊害がある。市場の機能低下は、資金を必要とする金融機関に対する資金供給を阻害し、最終的には景気にマイナスの影響を与えかねない。市場機能の低下問題については、白川(2008)の書籍を参照。

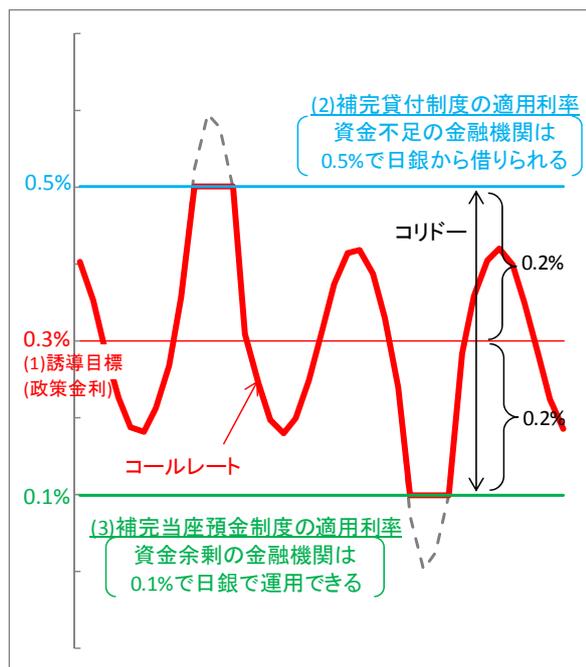
¹² 補完貸付制度（いわゆる「ロンバート型貸出」）は、金融機関の求めに応じて日銀が貸付けを行うという受動的な資金供給手段であり、2001年3月から実施された。ただし、この制度を利用するためには、あらかじめ日銀の承認を得るほか、貸付けを受けるのに必要な担保を日銀に差し入れる必要がある。

から資金を調達する誘因が失われることから、その利率が事実上市場金利の上限となる。一方、(3)の補完当座預金制度は、資金余剰の金融機関（資金の出し手）が日銀に資金を預けておくだけで利息が得られる制度である¹³。市場の金利が当該制度の利率より低いと市場で資金を運用する誘因がなくなるため、この適用利率が事実上市場金利の下限となる。両制度によって、政策金利を挟んで市場金利の上限と下限が実質的に画され、金利の極端な上昇と低下が回避できるという効果が期待できる¹⁴（図表2）。また、両制度による金利の上限と下限に挟まれて市場金利が変動する範囲は「コリドー」と呼ばれる。

3-2. 日銀当座預金制度導入の背景

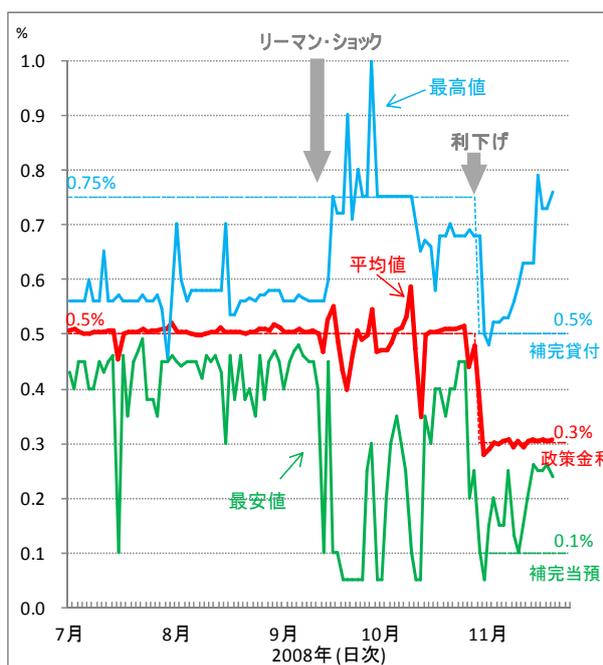
2008年9月15日の米国投資銀行リーマン・ブラザーズの破綻（リーマン・ショック）を契機に、欧米のみならず日本の短期金融市場でも緊張が一気に高まった。図表3のとおり、リーマン・ショック後、日中の市場金利（コールレート）

図表2 コールレート変動のイメージ



(出所) 筆者作成

図表3 コールレートの推移（日次）



(出所) 日本銀行

¹³ 当該制度は、金融機関の日銀当座預金のうち、超過準備預金に利息を付すものであり、2008年11月の準備預金積期(11/16～12/25)から2009年3月の同積期(3/16～4/15)までの臨時措置。

¹⁴ 両制度は、市場を通さずに、日銀の勘定を通じて資金調節が行われる手段であり、「常設ファシリティ」と呼ばれる。

ト)の最高値と最安値との金利差が急拡大しており、金利の振幅が大きくなったことが確認できる。最高値の上昇の背景には、欧米の金融危機の影響を受けて、信用が比較的低い金融機関にとって資金調達がしにくくなったことがある一方、最安値の低下の背景には、資金供給側の金融機関にとってより安全な運用先が少なくなったほか、日銀による大量の資金供給が行われたこともあって資金余剰感が生じたことが考えられる。つまり金利の形成が二極化した状態となった。

そもそも中央銀行の基本的な役割として、信用不安などで市場の資金供給がひっ迫している状況においては、資金調達が厳しい金融機関に対して積極的な資金供給を行い、金融危機を未然に防ぎ若しくは拡大を防ぐことが求められている(「最後の貸し手」の機能)。その反対に、資金余剰感などで市場金利がゼロとなるなど金利が極端に低くなっている状況では、機動的に資金吸収を行って市場機能の低下を防ぐことが求められている。リーマン・ショック後、我が国のコール市場ではこの両方の状況が同時に生じた。日銀には、大量の資金供給が求められたのと同時に、資金吸収を行うという全く正反対の金融市場調節が求められたのである。

その後も金融市場は緊張の高い状態が続いている。こうした状況下においては、中央銀行にとっては十分な資金供給によって市場の安定性を図ることが何よりも重要な課題となる。その際、金利の過度の低下を気にしては、「最後の貸し手」として積極的に資金供給することができなくなるおそれがある。そこで、補完当座預金制度を導入して、金利の低下(ゼロ金利)を封じ込め、資金供給を円滑化しようとするのが今回の金融政策変更の目的であるとされる。

3-3. 利下げ幅は金融緩和と市場機能維持の折衷案

両制度導入によって、理論上、市場金利は、政策金利0.3%を挟んで上下0.2%ずつの範囲内で変動することとなり、金利の下限は0.1%となる。しかし、ゼロと0.1%とのわずかな金利差で市場機能の維持にどれほどの違いが存在するのか。政策金利、補完当座預金制度、補完貸付制度の各金利水準を決定した理由は何であろうか。

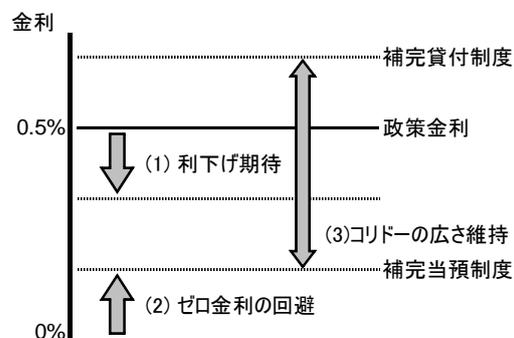
これに関して、日銀は利下げの緩和効果と金融市場機能への影響の双方を考慮した上での決定だったとしている¹⁵。金融緩和効果のためには金利引下げ幅

¹⁵ 日本銀行『総裁記者会見(10月31日)要旨』、日本銀行『きさらぎ会における白川総裁講演「国際金融市場の動揺とわが国の金融経済情勢」(2008年11月5日)など。

を大きくする必要のある一方で、既に極めて低い金利水準のもとで引下げ幅を大きくすれば金融市場の機能へ悪影響が生じるという政策のトレードオフの関係がある中での最適な組合せを考えた結果としている。

つまり、次のように考えられよう。既に政策金利水準が0.5%という極めて低い金利の中で、(1)利下げへの期待にこたえつつ、(2)市場機能を低下させるようなゼロ金利を回避し、(3)できるだけ広い金利変動幅（コリドー）を維持する¹⁶という条件を考慮すると、今回決定された3つの金利水準以外には選択肢がほとんど存在しなかったのではないだろうか（図表4）。

図表4 利下げ幅の検討（イメージ）



（出所）筆者作成

4. 標準シナリオの下振れと下振れリスクの著しい高まり

4-1. 大幅に下方修正された標準シナリオ

本節では、日銀の展望レポートにおける標準的な見通しを検証する。まず、足下の経済情勢について、4月の展望レポートから今回の展望レポートまでの間に世界経済の状況が一変してしまった点を押さえる必要がある。

4月の展望レポートでは「エネルギー・原材料価格高」という交易条件の悪化を要因として、企業収益、消費などの国内民間需要（内需）への影響を中心に景気の「減速」を指摘するものであった。また、海外経済の減速を見込むものの、新興国を中心に輸出（外需）は増加するとしていた。このため、エネルギー・原材料価格高の影響が薄まれば、雇用・設備・在庫などの国内の調整圧力は小さいことから、生産・分配・所得の好循環メカニズムが再び働き、明確な景気後退まで陥ることはないというのが標準的なシナリオだった¹⁷。

しかし、その後もエネルギー・原材料価格の上昇によって交易条件の悪化が続いた上に、サブプライムローン問題を契機にした国際金融資本市場の混乱が

¹⁶ 準備預金制度がある枠組みで、コリドーが狭すぎると上下の常設ファシリティの利用が多くなりすぎ、市場における中央銀行当座預金の需給調節（市場の効率的な資源配分）機能が阻害されるという可能性がある。なお、ユーロエリアと英国では、コリドーが政策金利の上下対称で1%ずつ計2%に設定されている。詳しくは、日本銀行金融市場局（2008）のレポート参照。

¹⁷ 4月の展望レポートの詳細は、拙稿「金利正常化から中立姿勢へ転換した金融政策運営～日銀展望レポート（2008年4月）～」『経済のプリズム』第55号（2008年6月）参照。

欧米の実体経済に影響を与え始める（金融・実体経済の負の相乗作用）など世界経済の減速傾向がますます強まった。さらに9月のリーマン・ショックによる欧米の金融危機によって海外経済の減速がより鮮明になり、我が国経済の牽引力であった輸出（外需）までもが頭打ちになるなど¹⁸、我が国の経済情勢は、輸出という成長エンジンも失い「停滞色」が強まることとなった。

こうした状況を受けて、10月の展望レポートでは、標準シナリオが大幅に下方修正された上に、回復時期についても大幅に後退することとなった。今次展望レポートで示された標準シナリオの概要は、次のとおりである。

2008年10月の展望レポートにおける標準シナリオ（概要）

<2008年度後半から2009年度半ば頃にかけて>
既往の交易条件の悪化の影響などから、内需は弱めに推移し、海外経済の減速や為替円高を背景に、外需も弱めの動きとなり、停滞色が強い状態が続くと見込まれる。
<2009年度半ば以降>
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。

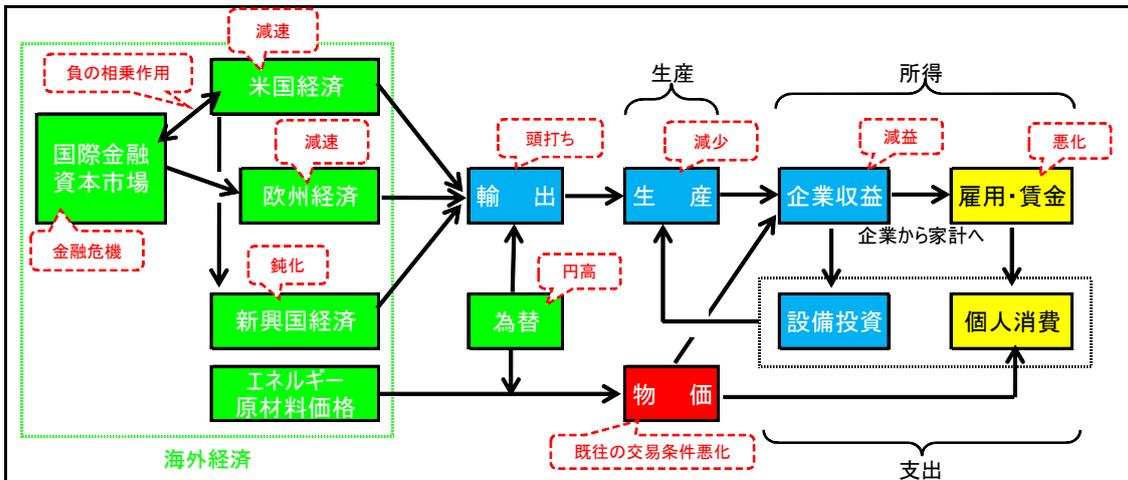
つまり、展望レポートの見通し期間の前半では、海外経済の減速によって、輸出（外需）は弱めで推移し、その影響で生産は落ち込み、企業部門は厳しい収益環境が続くことになる。企業の収益環境の悪化は、設備投資を落ち込ませるとともに、家計部門に対して雇用・所得環境の悪化として影響が及び、消費も伸び悩みとなる。また、これまでに上昇したエネルギー・原材料価格高の悪影響がこれらに加わることになる。総じて、この先1年から1年半は、外需、内需ともに弱めの動きが続くとしている（図表5）。

しかし、海外経済の回復が明確化してくる見通し後半の2009年度半ば以降は、輸出（外需）が改善していくと想定され、これに伴い、企業部門、家計部門の所得環境は改善し、内需の回復に向かうとしている。

この標準シナリオに基づき、実質成長率は、2008年度0%、2009年度0%台

¹⁸ その後、2008年7-9月期GDP1次速報（2008.11.17公表）を受けて、11月20、21日の金融政策決定会合では「輸出は減少している」との認識が示された。

図表5 我が国経済の波及経路と海外経済情勢の関係（イメージ）



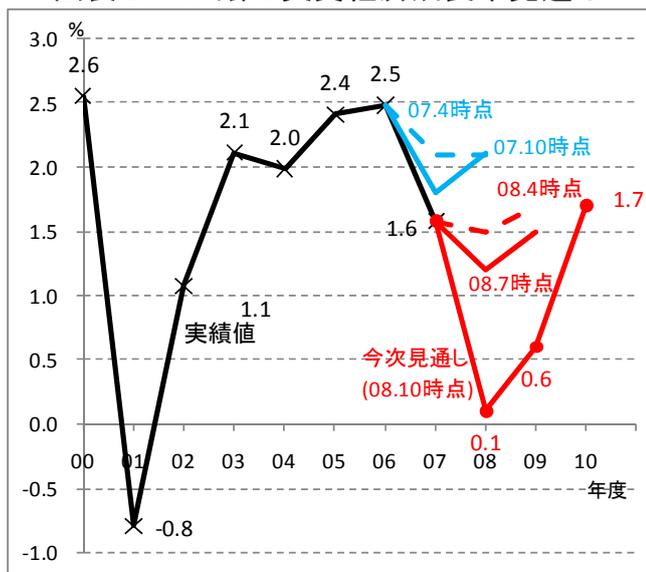
(注) 一般的に理解される経済の波及経路をイメージ化した。
 (出所) 筆者作成。

後半で推移した後、2010年度には潜在成長率（1%台半ば～後半）並になるとしている（図表6、本文末尾参考図表）。

このように、今回の標準シナリオにおいては、我が国経済が停滞期から回復局面に転換するきっかけとして、海外経済が減速局面を脱することを前提としている。つまり、我が国経済の先行きは、海外経済情勢がどのように収束していくかが最大のポイントになる。

しかし、現在のように世界経済情勢の不確実性が著しく高まっている時に、その先行きを見通すことは、これまで以上に困難である。海外経済の展開次第では我が国経済の行方が異なってくるからである。このため、展望レポートにおいては、標準シナリオを描くに当たって、冒頭に「中心的な見通しの蓋然性が、これまでに比べて高くない」という異例の「宣言」をしている。標準シナリオが大幅に下方修正された上に、その実現可能

図表6 日銀の實質経済成長率見通し



(注) 見通しの数値は政策委員見通しの中心値
 (出所) 日本銀行『経済・物価情勢の展望』

性すら不確実な情勢となっていると言えよう。

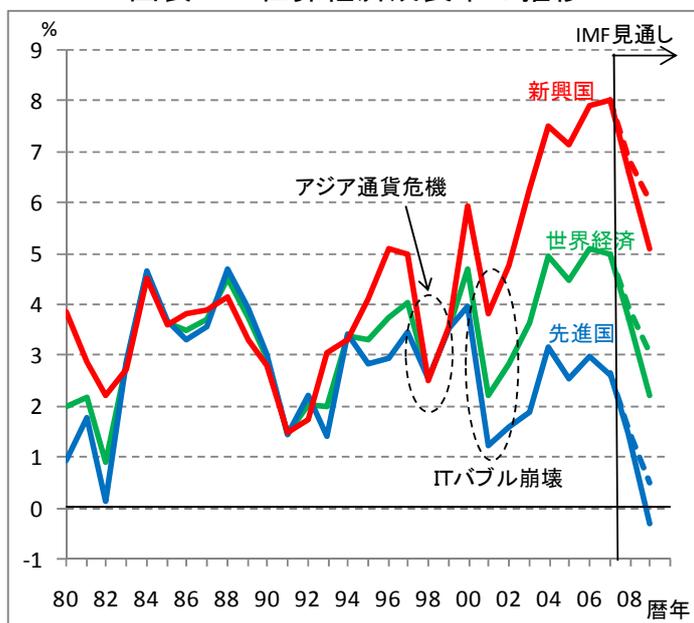
4-2. 標準シナリオにおける海外経済情勢の前提

4-1節のとおり、今回の標準シナリオで重要なポイントは、我が国経済の回復の契機となる先行き海外経済の見方である。標準シナリオでは海外経済の回復の転換点を「2009年度半ば以降」とし、これに併せて我が国経済が成長経路に復することを想定している。以下では、海外経済情勢を想定した背景について見ることにする（図表7）。

日銀は、まず、足下の海外経済情勢について、欧米経済の減速が明確化しているが、新興国や資源国の経済について幾分減速しつつも、海外経済全体としては、アジア危機の影響を受けた1998年（2.5%）やITバブル崩壊の2001年（2.2%）のときのような急減速とはなっていない点を指摘する¹⁹。そして、海外経済の先行きを想定する上で、特に重要となる米国経済の先行きについて、(1)住宅市場における調整が進展し、(2)金融システム面での対策の効果が現れるにつれて、次第に持続的な成長経路に復していくとの前提を置いた上で、海外経済全体の回復が明確化するのには、2009年度半ば以降になるとの見方を示している。

ただし、世界経済全体として2004年から2007年のような高い成長率（5%程度）の水準まで達することまでは想定していない。その理由として、この期間の成長は、過度に緩和的な金融環境にあったこと、原油等の資源の需給ひっ迫を伴っていたことから持続的な成長ペースを超えていた可能性

図表7 世界経済成長率の推移



(注) 点線は2008年10月時点のIMFの見通し。

(出所) IMF"World Economic Outlook UPDATE"(2008.11.6).

¹⁹ 展望レポート公表後の2008年11月6日にIMFは世界経済の見直しを見直し、08年度、09年度の世界経済の見通しをそれぞれ3.7%、2.2%に大幅に下方修正した。IMFは過去のアジア通貨危機やITバブル崩壊と同程度の経済減速を織り込み始めているといえよう。

を指摘している。このため、我が国経済の原動力となる輸出（外需）について、2009年度半ば以降に回復するとしても、2007年度までより増勢は緩やかになるということを標準シナリオとしている。

しかし、なぜ世界経済の回復の転換時期として「2009年度半ば以降」なのかについては、展望レポートには明確な記述は見られない。海外経済の情勢は我が国経済が成長経路に復する前提となるだけに、その根拠について十分説明が求められる。

4-3. 下振れリスクの著しい高まり

このように標準シナリオは、海外経済等について一つ的前提を置いて描かれたものであるが、この前提自体にリスク要因が存在している。展望レポートでは次の5点が指摘されている。

2008年10月の展望レポートにおけるリスク要因（概要）

- | |
|--|
| <ol style="list-style-type: none">(1) 欧米の金融危機の帰趨とその影響(2) 新興国・資源国の動向(3) エネルギー・原材料価格の動向(4) 企業の成長期待の動向(5) 金融環境の動向 |
|--|

いずれも上下両方向へのリスク要因として認識されているが、不確実性が著しく高まっている現時点では、下振れリスクの方がより重要となろう。これらリスク要因は、いずれも海外経済のリスク若しくはそれに起因するものである。

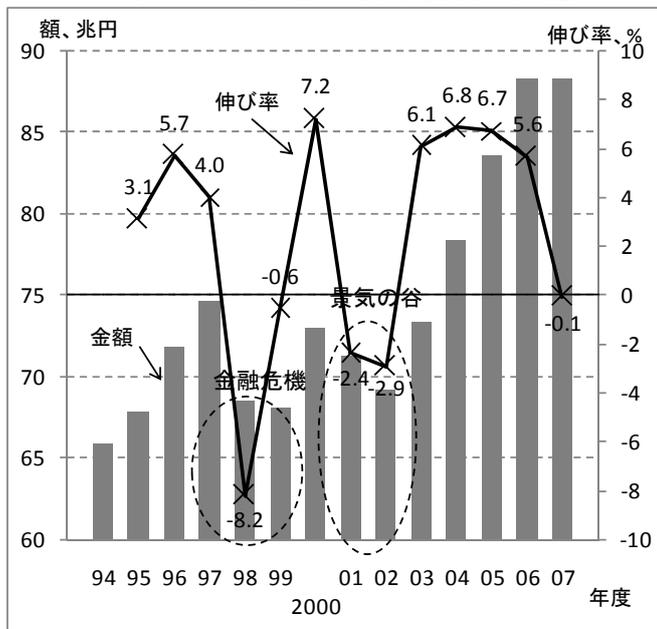
このうち、最も重要なのが(1)の欧米の金融危機深刻化のリスクである。この下振れリスクが顕在化した場合には、その他のリスクへ伝播し、それらのリスクが顕在化する可能性がある。(1)の下振れリスクは、米国の住宅市場の調整が完了せず、また金融システム安定化の効果が発現しないことなどによって、欧米金融機関の貸出姿勢が厳格化し、また流動性がひっ迫する中で各種信用スプレッドが拡大するなど金融市場の緊張が更に高まった場合、金融・実体経済の負の相互作用が強まって欧米経済の景気を下振れさせるというものである。このリスクは、欧米にとどまらず、貿易取引の停滞やグローバルマネーの極端な収縮を通じて、新興国・資源国の経済を下振れさせる可能性がある（(2)のリスク）。なお、新興国自体にもここ数年の高成長が行きすぎであった場合は、経済成長率の鈍化だけでなく、幾分の調整を伴う可能性も考えられるだろう。

さらに、(1)、(2)のリスク顕在化によって世界経済の低迷がより深刻に、かつ長期化するようなことがあれば、(4)、(5)のリスクとして内需にも悪影響が現れる。(4)では、我が国企業における成長期待が低下し、設備投資を中心に下振れるというリスクである。日銀の標準シナリオでは、設備投資について、大企業を中心に中長期的な世界需要の成長期待が維持されること、財務体質が全体として健全であること、省エネ投資が行われること等から、過去ほど大きく落ち込む可能性は低いことを想定しているが(図表8)、この前提が崩れれば内需をより落ち込ませることになる。

(5)のリスクは、国際金融市場の緊張が更に高まり、信用クレジットを中心に国内金融市場にも影響が現れ、また金融機関の貸出態度が厳格さを増した場合、我が国の実体経済への下押し圧力が高まる可能性があるというものである。現在、我が国の市場は、欧米と比較すれば落ち着きを見せているが、それでも短期金融市場は緊張した状態が続いているほか、株式市場では株価の大幅な変動、為替市場では円高など、欧米の金融危機の影響は国内金融市場にも波及している。今後、欧米の金融危機が長期化、深刻化するならば、我が国市場への影響も避けられないだろう。

米国経済は、住宅調整が続く中で、景気は低迷している。証券化商品価格の下落、景気悪化に伴う不良債権の増加で金融機関の損失拡大は続いており、これが金融機関の貸出姿勢を厳格化させるなど金融と実体経済の負の相乗作用が強まっており、その帰趨はいまだ見えていない。また、欧州域内でも経済停滞が見られるほか、輸出鈍化による新興国の景気下振れの懸念も広がりつつある。図表7のとおり、国際機関も世界経済の見通しについて、更に厳しいものに修正をしていることから、海外経済リスクは著しく高まっているといえよう。

図表8 我が国の設備投資の動き



(注) 設備投資は実質値。

(出所) 内閣府『国民経済計算』

5. 金融政策運営の重心は円滑な流動性の供給へ

こうした標準シナリオの不確実性や下振れリスクの高まりの中で、先行きの金融政策運営について、マクロ経済政策としての金融政策以上に、流動性(資金)供給に重きが置かれた。展望レポートでは、金融資本市場の緊張が高まっている局面において、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化」であるとしている。

つまり、リーマン・ショック後に米国の金融市場で見られたように、政策金利を引き下げ、緩和的環境を整えたとしても、市場参加者間の疑心暗鬼が広がって市場に放出される資金が枯渇し金融機関が資金調達できない、又は信用スプレッドの拡大で調達金利が上昇して企業の資金調達に支障を来すという状態に陥ってしまえば、金融緩和の効果は上がらなくなってしまう。緩和的な金融政策の効果を上げるためには、市場が安定する必要がある、そのために中央銀行が「最後の貸し手」として、市場に対して十分な流動性の供給が重要になるというものである。

なお、今後の金融政策運営の考え方について、従来の「機動的」という表現から「適切」な金融政策に改められており、こうした政策の重点の変化を表したものと考えられるだろう。

流動性の供給については、日銀も9月以降、その手段を拡大してきた。例えば、国債現先オペの対象拡大による国債レポ市場の流動性改善の措置、CP現先オペの積極的活用による企業金融円滑化のための措置、ドル供給オペの導入などである²⁰。今回の政策金利引下げや補完当座預金制度の導入等もこの延長線上にあると考えられる。

最後に、金融政策、とりわけ政策金利の先行きについて一考察を加える。市場で観測されているような「さらに0.2%の引下げ」はあるだろうか。再度利下げが行われると政策金利は0.1%となり、補完当座預金制度の利率と一致する。これにより当該制度の意味は失われ、市場金利の下限はゼロになると考えられる²¹。つまり、次の0.2%の利下げは、これまで日銀が回避してきたゼロ金利を許容するという重要な決定になるだろう。これは、市場機能を低下させてでも、利下げが必要になっているほど市場環境が悪化している場合が考えられよう。なお、金融緩和政策として利下げでない第三の手段として、市場からは金融市

²⁰ 日本銀行「金融市場の安定化確保のための金融調節面での対応策について」(2008.10.14)。

²¹ この制度の適用利率を0.05%引き下げるという手段もあるが、ここまで刻む意義やコリドーの対称性を考慮すると現実的ではないだろう。

場調節方針に「なお書き」として日銀当座預金残高目標を付加するという「プラス金利付の量的緩和」の可能性について指摘する声もあがっている²²。

【参考文献】

- 上野泰也「日銀が0.2%利下げ・超過準備に臨時付利」、「『展望レポート』回復シナリオに自信なし」『Mizuho Securities Macro Information』みずほ証券、2008年10月31日
- 草場洋方「日銀金融政策決定会合(10/31)～利下げに踏み切り、経済見通しも大きく慎重化～」『みずほマーケットインサイト』みずほ総合研究所、2008年10月31日
- 熊野英生「日銀は刻んで利下げ0.5%から0.3%に～10月31日の政策決定会合」、「2008年10月31日の展望レポート～来年度の消費者物価見通しはゼロ%に～」『BOJ Watching』第一生命経済研究所、2008年4月30日
- 白川方明『現在の金融政策 理論と実際』日本経済出版社、2008年5月
- 日本銀行金融市場局「日本銀行の金融市場調節」2008年6月
- 宮川憲央「0.2%の利下げと超過準備への付利を決定」『SRI 国内経済ウォッチ』新光総合研究所、2008年10月31日
- 矢嶋康次「利下げ、展望レポート(10/31)：7人利下げ賛成、しかしなぜ0.2%利下げなのか」『経済・金融フラッシュ』ニッセイ基礎研究所、2008年10月31日

(内線 75043)

²² 上野(2008)のレポート参照。

参考図表 経済・物価情勢の展望 (08年10月31日)

対前年度比、%

2007年度	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
実績	+1.6	+2.2	+0.3
2008年度	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10月 時点	+ 0.1 ~ + 0.2 [+0.1] (- 0.4 ~ + 0.3)	+ 4.3 ~ + 4.8 [+4.6] (+ 4.0 ~ + 4.8)	+ 1.5 ~ + 1.6 [+1.6] (+ 1.5 ~ + 1.7)
2008年7月 時点	+ 1.2 ~ + 1.4 [+1.2] (+ 1.1 ~ + 1.5)	+ 4.7 ~ + 5.0 [+4.8] (+ 4.6 ~ + 5.2)	+ 1.7 ~ + 1.9 [+1.8] (+ 1.5 ~ + 2.0)
2008年4月 時点	+ 1.4 ~ + 2.3 [+1.5] (+ 1.4 ~ + 1.8)	+ 2.4 ~ + 2.8 [+2.5] (+ 2.3 ~ + 2.9)	+ 0.9 ~ + 1.1 [+1.1] (+ 0.9 ~ + 1.2)
2007年10月 時点	+ 1.9 ~ + 2.3 [+2.1] (+ 1.9 ~ + 2.4)	+ 0.9 ~ + 1.2 [+1.0] (+ 0.7 ~ + 1.2)	+ 0.2 ~ + 0.4 [+0.4] (+ 0.2 ~ + 0.5)
2007年4月 時点	+ 2.0 ~ + 2.3 [+2.1] (+ 1.9 ~ + 2.4)	+ 0.8 ~ + 1.0 [+1.0] (+ 0.7 ~ + 1.2)	+ 0.4 ~ + 0.6 [+0.5] (+ 0.3 ~ + 0.6)
2009年度	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10月 時点	+ 0.3 ~ + 0.7 [+0.6] (+ 0.3 ~ + 0.8)	- 1.4 ~ - 0.4 [-0.8] (- 1.5 ~ - 0.2)	- 0.2 ~ + 0.2 [0.0] (- 0.3 ~ + 0.3)
2008年7月 時点	+ 1.4 ~ + 1.6 [+1.5] (+ 1.4 ~ + 1.7)	+ 1.8 ~ + 2.0 [+1.0] (+ 1.7 ~ + 2.4)	+ 1.0 ~ + 1.2 [+1.1] (+ 1.0 ~ + 1.3)
2008年4月 時点	+ 1.6 ~ + 1.8 [+1.7] (+ 1.5 ~ + 1.9)	+ 1.3 ~ + 1.8 [+1.5] (+ 1.3 ~ + 1.9)	+ 0.8 ~ + 1.0 [+1.0] (+ 0.8 ~ + 1.1)
2010年度	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10月 時点	+ 1.5 ~ + 1.9 [+1.7] (+ 1.3 ~ + 2.0)	- 0.3 ~ + 0.5 [+0.3] (- 0.3 ~ + 0.6)	+ 0.1 ~ + 0.5 [+0.3] (- 0.1 ~ + 0.5)

(注1) 数値は、大勢見通し。ただし、[]内は、中央値。()内は、政策委員全員の見通し。

「大勢見通し」は、政策委員全員の見通しのうち最大値と最小値を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、政策金利が市場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見通しを作成。

(注3) は、今回発表の分。

(参考)

政府の経済見通し

対前年度比、%、()内は名目GDP

2008年度	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数
内閣府動向試算 (2008年7月)	+1.3 (+0.3)	+4.1	+1.7
政府経済見通し (2008年1月)	+2.0 (+2.1)	+0.6	+0.3

注) 主要な前提は以下のとおり。なお、これらの前提は、作業のための想定であって、政府(または内閣府)としての予測あるいは見通しを示すものではない。

	世界GDP(日本を除く)	円相場(円/ドル)	原油価格(ドル/バレル)
動向試算	NA	106.3	127.3
政府見通し	3.2	111.2	83.0

(出所) 日本銀行『経済・物価情勢の展望』、『平成20年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度』、内閣府『平成20年度経済動向試算(内閣府試算)』から作成