

日銀はシナリオ修正に大胆になれるか 発表日：2008年10月23日（木） ～10月31日の展望レポートは非常事態を視野に入れる～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

10月31日に公表が予定されている日銀の展望レポートは、現状認識を下方修正するほか、先行きの見方も「成長経路に復していく」見方を修正する可能性がある。すでに、上下両方向のリスクではなく、専ら下方方向のリスクが要注意であり、極端なテール・リスクとして恐慌シナリオも、視野の中に入れるのだろうか。おそらくは、そうした極端なケースに対しては、準備預金に付利を行って、プラスの短期金利のまま量的緩和政策を併用する構えになるだろう。ただし、量的緩和に踏み切れば、たとえ誘導目標はプラスでも、金利機能を麻痺させる意味では劇薬であることには留意すべきだろう。

景気情勢をどこまで率直に表現するか

世界経済・日本経済を巡る認識は、半年前とがらりと変わってしまった。次回10月31日の展望レポートでは、変化した環境に応じて、白川体制がどこまで率直に標準シナリオを書き換えてくるかが注目点である。

まず、現状認識は前回4月の「減少している」から「停滞している」へと下方修正方向に書き換えることは間違いないだろう。政府の月例経済報告が10月に下方修正したのに同調して、日銀も一段の修正を加える可能性もある。

先行きに関しても、表現が変化する可能性が高い。すでに、直近の総裁講演などでは情勢展望に関して「先行きは、当面、海外経済の減速が明確化するもとの、景気は停滞を続ける可能性が高い」（10月20日支店長会議、10月17日全国信組大会）と書き換わっており、10月8日の月報の「当面の景気は、海外経済の減速が明確化するもとの、停滞を続ける可能性が高い。先行きについては不確実性が大きいものの、やや長い目でみれば、（中略）次第に緩やかな成長経路に復していく」から変化している。

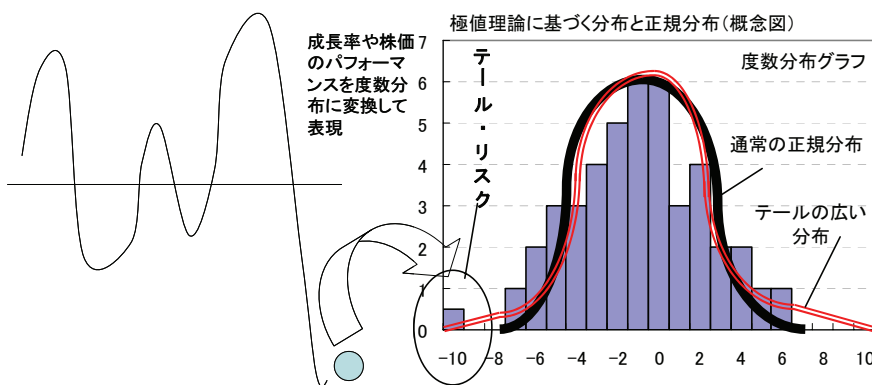
こうした文言の中の「長い目でみて成長経路に復する」という見方は、正直言って最近の情勢を表現するにはそぐわない。景気情勢は金融市場の稀に見る混乱の中で、「先が見えない」と表現するのが適切であろう。それでも日銀は2010年度までの範囲を「先行き」とみなして、強引に「成長経路に戻る」という表現を維持するのだろうか。今回の展望レポートの情報価値は、白川体制が、すでに大きく変わってしまった景気情勢を虚心坦懐に評価して、大胆にシナリオを書き換えられるかどうかにかかっている。

リスクバランスは上下同等ではない

これまでのリスク評価に関しては、「物価に関しては、上振れリスクに注意が必要である」とした上で、

「上下両方向のリスク要因を丹念に点検しながら」機動的に金融政策運営を行っていくという方針であった。しかし、現在は、上振れリスクは限りなく小さくなっている。対称的に、下振れリスクの方はあまりに大きくなっている。果たして、ここを上下

(図表1) 景気循環とテール・リスク



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

両方向という姿勢から改めて、下方向だけに一本化するだろうか。

さらに言えば、白川総裁が就任してから半年前に導入したリスクバランス・チャートになぞらえると、景気に関しては、テール・リスクを意識した方がよい（図表1）。テール・リスクとは、「発生確率は低いですが、もしもそれが起こったときには甚大な被害が起こる」という確率分布の端っこ（極値）にある事例、わかりやすく言えば恐慌シナリオのような非常事態である。これまでは、日銀はバブル発生リスクを上位の位置のテール・リスクとして念頭に置いていたが、現時点では米国が「100年に1度」などとも言われるリスクに直面して、逆のパターンのテール・リスクを念頭に置いた方がよいと考えられる。

2009年度も停滞が続く見通し

今回の展望レポートの政策委員の見通しは、大幅な修正になると見込まれる（図表2）。筆者は、実質GDP成長率に関して、2008年度が10～12月と2009年1～3月が前期比ゼロ近傍ないしマイナス成長になると警戒している。日銀の見通し（中央値）も、2008年度0.2%まで成長率が減速するとみるだろう。そうなると、2008年度から2009年度へのゲタも押し下げ方向に作用する可能性があるため、2009年度の見通しも低くなってしまふ。日銀は2009年度後半には、景気底入れが見込まれるとしても、ゲタが効くので、2009年度の成長率は0.5%程度に止まるという見通しになるだろう。そうした上で2010年度には1.5%と潜在成長率に近づくとするというシナリオになるだろう。こうしたシナリオならば、日銀は当面利上げを想定しないというのが自然な読み方になる。

（図表2）2008年度下期の政策委員の経済・物価見通しの見通し

大勢の見通し	前年比%		
	実質GDP	国内企業物価	CPI除く生鮮
(2008年4月)	+1.4～+1.6 (+1.5)	+2.4～+2.8 (+2.5)	+0.9～+1.1 (+1.1)
(2008年7月)	+1.2～+1.4 (+1.2)	+4.7～+5.0 (+4.8)	+1.7～+1.9 (+1.8)
2008年度	(+0.2)	(+4.5)	(+1.5)
(2008年4月)	+1.6～+1.8 (+1.7)	+1.3～+1.8 (+1.5)	+0.8～+1.0 (+1.0)
(2008年7月)	+1.4～+1.6 (+1.5)	+1.8～+2.0 (+1.8)	+1.0～+1.2 (+1.1)
2009年度	(+0.5)	(▲0.4)	(+0.5)
2010年度	(+1.5)	(+1.8)	(+1.0)

注：政策委員9名の見通しのうち最高・最低を除いた7名のレンジ。()内はその中央値。

さらに、物価見通しに関しては、原油価格が反落し、世界経済の悪化がさらにその流れを後押しすると、潜在的上昇圧力は低下する。日銀は、2008年度の消費者物価（除く生鮮食品）は1.5%程度に上昇するが、ガソリン・灯油が下落していく効果が大きく表れて2009年度は0.5%程度まで落ちてくると考えるだろう（実際はマイナス転化でも違和感はない）。2009・2010年度の物価は、雇用情勢の悪化如何であるが、物価上昇圧力のシナリオ自体が崩れていく可能性がある。この情勢変化を踏まえると、現時点で上振れリスクを描くことは無理があるとみられる。

利下げの行方

日銀の標準シナリオやリスクシナリオが書き換わると、当然ながら利下げの可能性も高まる。しかし、白川体制はゼロ金利へ追い込まれることを避けようとするだろうし、与謝野経済財政担当相も日銀の自主性を重んじると考えられる。日銀は、追加利下げとゼロ金利の余地をあえて残しておいて、テール・リスクに備えるという構えを採ると予想される。

現在、白川総裁は準備預金に付利をする案を検討している。この準備は、準備預金に金利を付けるということなので、ゼロ金利は想定せずということだろう。つまり、ゼロ金利にしなくても、量的緩和と同じ、超過準備を容認できることが準備付利の意味である。

ただし、筆者は、メインシナリオの範囲では、プラス金利+量的緩和のポリシーミックスを容易には採れないと考える。「FRBが採用したから日銀も」という筋合いの話ではない。量的緩和政策は、市場参加者が先々の金利観を描きながら、資金調達・運用をすることをしなくなる弊害がある（すでに超過準備は大きい）。一旦量的緩和を

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

始めると、銀行の資金調達に「量的緩和はいつ解除されるか」という一点に注目が集まり、市場機能をそこからまた回復していかなければならなくなる。量的緩和は、本来、日銀が目指していた短期金融市場の正常化からかけ離れている。福井前総裁が、しばしば市場機能を封殺するという指摘を行ってきたことは記憶に新しい。日銀は、単にゼロ金利を避けるために量的緩和に打って出るという図式にはしないだろう。

筆者は、たとえそうだとすると、日銀が改めて描き出す極端なリスク・シナリオが現実味を帯びてきたとき、追加利下げ+超過準備に打って出ると考える。極値の発生した場合に備えての量的緩和の用意である。例えば、(1) 国内銀行が著しい経営悪化に見舞われて、そうした金融情勢に伴って大量流動性供給の必要性になるケース、(2) 円高がドル円で1ドル=90円台前半が一定期間定着して、マクロ景気が大きな脅威にさらされるケース、である。追加緩和はそうした極端なシナリオに対応する構えになるであろう。