

Economic Monitor

期待と願望が入り混じった 10月展望レポート

包括的な金融緩和の効果への期待と時間軸の早期充足に対する願望から、展望レポート予想は2011・2012年度について強気なものに。日銀シナリオ通りであれば、2012年度末のCPI上昇率1%到達見通しによる時間軸充足で、2012年中のゼロ金利政策解除も視野に入る。しかし、CPIの基準改定による下方修正と、景気見通しの下振れリスクを踏まえると、CPI上昇率の1%到達は2014年度以降にずれ込む可能性が大。

日本銀行は本日、10月2度目の金融政策決定会合を開催し、金融市場調節方針の据え置き、半期に一度の「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)、「包括的な金融緩和」において創設を決めた資産買入等の基金の骨子、を公表した。

期待と願望の入り混じった見通し

展望レポートにおいて、政策委員の大勢見通しの中央値は、成長率が2010年度2.1%(7月時点2.6%)、2011年度1.8%(1.9%)、2012年度2.1%、消費者物価上昇率は2010年度0.4%(0.4%)、2011年度0.1%(0.1%)、2012年度0.6%と示された。景気の改善テンポは2010年度後半に一旦鈍化した後、2011年度以降は再び緩やかな回復経路に復していくと見通し、CPI上昇率もそうした景気回復に伴う需給バランスの改善を受けて上昇率を高めていくとの想定である。シナリオとしては標準的だが、2011年度の成長率1.8%(当社予想1.3%、ESP調査1.5%)やCPI上昇率0.1%(当社予想0.1%、ESP調査0.2%)は民間予想に比して強気であり、展望レポート序文での「不確実性の高い経済状況」の強調とは、大きな隔たりを覚える。これは、a)包括的な金融緩和の効果に対する政策当事者である日銀の(過剰な)期待と、b)CPI上昇率1%の時間軸の早期充足に対する願望が反映されたためではないだろうか。

【10月展望レポートにおける政策委員の大勢見通し】

		実質GDP	CGPI	CPI
2010年度	10月	+2.0 ~ +2.3 (+2.1)	+0.7 ~ +0.9 (+0.9)	▲0.5 ~ ▲0.3 (▲0.4)
	7月	+2.5 ~ +2.7 (+2.6)	+1.2 ~ +1.3 (+1.2)	▲0.5 ~ ▲0.2 (▲0.4)
2011年度	10月	+1.5 ~ +1.9 (+1.8)	+0.4 ~ +0.7 (+0.5)	0.0 ~ +0.3 (+0.1)
	7月	+1.8 ~ +2.1 (+1.9)	+0.5 ~ +0.9 (+0.8)	0.0 ~ +0.2 (+0.1)
2012年度	10月	+2.0 ~ +2.4 (+2.1)	+0.3 ~ +0.8 (+0.6)	+0.2 ~ +0.8 (+0.6)

実質GDPは当社予想2010年度2.4%、2011年度1.3%。ESP調査は2.1%、1.5%。

CPIは当社予想0.8%、0.1%。ESP調査は0.9%、0.2%。

但し、当社及びESP予想は授業料無償化要因0.5%P1を含む。

CPI上昇率1%到達は2014年度以降に

CPI上昇率の2011年度0.1%予想は2011年度中のプラス転化を示し、2012年度0.6%予想は、2012年度末の1%到達を匂わせる内容である。日銀の予想通りに推移すれば、2012年度末以降のCPI1%到達予想による時間軸充足をもって、2012年にも実質ゼロ金利政策の終了が可能と言える。但し、時間軸早期充足の願望を明示することは、時間軸自体の短期化により金融緩和の効果を減じるという矛盾を孕んでいる。加えて、時間軸の早期充足に対する願望は裏切られる可能性が極めて高い。

2011年夏には5年に一度のCPIの基準改定(2005年基準 2010年基準)が行われ、CPI上昇率は0.4%

Pt程度¹も下方修正される可能性がある。少なくとも 2011 年後半以降を見通すのであれば、現時点から基準改定による下方修正を考慮すべきである。予想される下方修正幅を加味すると、展望レポートのCPI上昇率見通しは 2010 年基準ベースでは 2011 年度 0.3%、2012 年度 +0.2%と読み替えられる。つまり、展望レポート見通しでは、2012 年度に何とかデフレ脱却に至るものの、CPI上昇率で 1%程度とされる実質ゼロ金利政策の時間軸充足には程遠い。しかも、前述した展望レポート見通しと民間見通しの乖離を踏まえると、展望レポート見通しには下振れのリスクがある。展望レポート見通しを機械的に延長すれば、2010 年基準でも 2013 年度後半のCPI上昇率 1%到達が期待できるが、実際には 1%到達は 2014 年度以降になる可能性が高いのではないだろうか。

従来よりも低格付けの資産を購入

総額 35 兆円の資産買入等の基金については、資産買入部分 5 兆円の内訳及び運営に関する基本要領が決定された（35 兆円のうち 30 兆円は固定金利オペの移行分）。買入資産については、長期国債 1.5 兆円、国庫短期証券 2 兆円、CP 等 0.5 兆円、社債 0.5 兆円、ETF0.45 兆円、J-REIT0.05 兆円と詳細な内訳が明らかにされている。クレジット資産の買入対象について、CP は a-2 格以上（2009 年の買入では a-1 格以上）、社債は BBB 格以上（同 A 格以上）と定め、従来よりも低格付けの資産にまで購入する方針が示された。ETF と J-REIT については信託財産として買い入れ、時価と簿価の差額を引き当てることで日本銀行の財務上の健全性に配慮することとしている。なお、ETF と J-REIT の資産買入を早期に開始するための手続き上の要請から、日本銀行は 11 月の金融政策決定会合の日程を 11 月 15～16 日から 4～5 日に前倒した。

信用リスク・プレミアムの引き下げに多くを期待すべきではない

こうした基金による資産買入に期待する向きも多いようだが、筆者は多くを期待できないと考えている²。資産買入は、クレジットやエクイティ、不動産関連資産の保有においてリスクフリー金利に上乗せして要求される信用リスク・プレミアムの低下を図るものである。日銀が金融危機に際し 2009 年に行ったCPや社債の買入、FedのMBS買入などが同様の効果を狙った措置と言える。市場の流動性が枯渇していた金融危機直後に、絶対的な買い手としての中央銀行の登場は相応のインパクトをもたらした。しかし、金融危機直後の 2009 年と異なり³、現在は信用リスク・プレミアムが過大とは必ずしも言えず、そうした金融市場が正常に機能する状況での中央銀行の資産買入が、リスク・プレミアムの縮小に繋がるとは想定できない。また、白川総裁は資産買入が呼び水となり、「幅広い投資家の買い」が増えることを期待すると述べているが、なぜ呼び水となるのかの波及経路は具体的に示されていない。詰まるところ、基金による資産買入の最も重要な役割は、政府からの追加緩和プレッシャーに対するスケープゴートだろう。

QE2 次第では持続的成長経路に復する時期の更なる後ズレも

10 月 22～23 日に行われた G20 財務相・中央銀行総裁会議は、表面的には「通貨安競争の回避」に合意したものの、今後の各国の取り組みについては極めて曖昧な内容に留まり、為替相場の安定に向けた国際協調の難しさが改めて示された。中国をはじめとする新興国に対して「経済のファンダメンタルズを反映し、より市場で決定される為替レートシステム」への移行が求められる一方、先進国に対しては「為替レートの過度な変動や無秩序な動きへの監視」が要求されたが、いずれも明確な拘束力はない。米国が求め

¹ 過去 2 回は 0.3～0.5%Pt 程度の下方改定。基準改定の影響に近いと考えられる固定基準年方式と連鎖方式の差は直近 0.4%Pt。

² 詳細は 10 月 14 日付「[日本経済情報 10 月号](#)」を参照。

³ 白川総裁も「現在のリスク・プレミアムが全般として大き過ぎると判断される状況では必ずしもありません」と認める。

ていた経常収支に関する数値目標は、ガイドラインに格下げされた上で 11 月の G20 首脳会議に検討が先送りされた。日本にとっては、円高の歯止めや人民元的大幅上昇への道筋が示されないままで、通貨安を人為的に目指す為替介入のハードルが引き上げられた状況と言える。

為替相場では、11 月 2～3 日の FOMC（米連邦公開市場委員会）にて導入が見込まれる QE2（量的緩和第二弾）が米金利ひいては日米金利差に及ぼす影響こそが、最大の注目材料となっている。一方、円高に対して日銀の金融政策は手詰まりである。「包括的な金融緩和」による時間軸の明確化で、日本の金利水準の低位安定が改めて約束された。しかし、既に 10 年国債利回りが 1%を割り込んでいる日本において、イールドカーブの押し下げ余地は乏しく、日米金利差に及ぼす影響は極めて小さい。寧ろ、QE2 により円高が進めば、日本経済にマイナスの影響が及び、デフレが一層深刻化するリスクがある。そうなれば、日銀が目指す日本経済の「物価安定のもとでの持続的成長経路」への復帰が更に遠のく。