

Mizuho Market Insight	Japan	2010/10/28
みずほ総合研究所 市場調査部 シニアエコノミスト 草場 洋方(03-3591-1249) hirokata.kusaba@mizuho-ri.co.jp		金融政策決定会合（2010/10/28）の評価 ～政策効果を減殺しかねない強気の物価見通しに疑問～

- ゼロ金利の「時間軸」との兼ね合いで注目された2012年度の物価見通しは+0.6%と、年度後半には+1%の物価上昇が展望できることを連想させる強気な数字に
- 事前のエコノミスト予想やOIS市場の織り込む時間軸の長さとの比較ではかなり強めの物価見通しであり、短期的にはフォワードレートへの上昇圧力となる可能性も
- しかし、次年度に関する日銀の景気・物価見通しには幾分の「強気バイアス」が含まれており、今後の修正余地が大きい点に留意。現実には、ゼロ金利解除は遥か彼方で視野に入らない
- 「包括緩和」の効果を自ら減殺するような見通しには疑問

『展望レポート』の見通しは市場予想より強気な数字に

10月28日、日本銀行政策委員会は金融政策決定会合を開催し、『経済・物価情勢の展望』（展望レポート）を公表した。7月の中間評価時点からの政策委員の大勢見通し（中央値）の変化を確認すると、実質GDP成長率見通しは10年度、11年度共に下方修正され、それぞれ+2.1%、+1.8%となった。10年度についてはGDP統計の過去系列の改訂を受けての修正という側面が大きいと思われるが、それに加えて、足元の海外経済の減速や国内での政策効果の剥落、円高などが織り込まれた模様である。また、今回初めて公表された12年度の成長率見通しは+2.1%となり、11年度から12年度にかけても景気回復が維持されるシナリオとなっている。一方、時間軸政策との兼ね合いで注目されていたコアCPI見通しについては、10年度が▲0.4%、11年度が+0.1%、12年度が+0.6%となった。成長率が下方修正された一方で、物価見通しは維持された。事前の民間エコノミスト予想と比較すると、「日銀はやけに強気な数字を出してきた」という印象である。

【図表1 『経済・物価情勢の展望』の政策委員大勢見通し（中央値）の変遷と市場予想との比較】

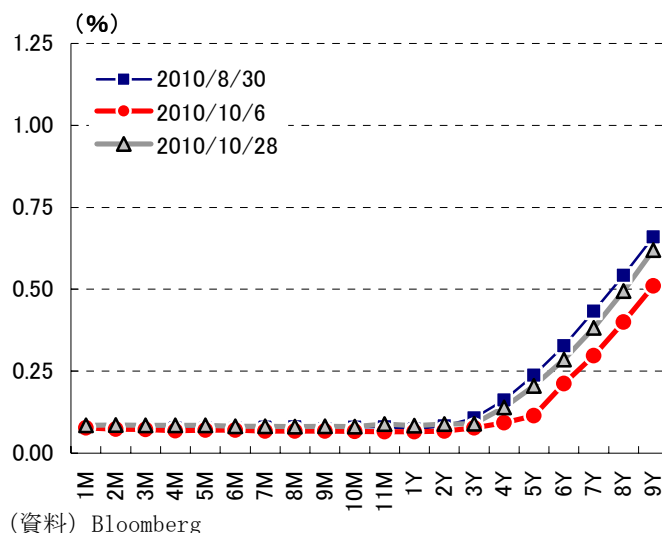
		10年1月	10年4月	10年7月	10年10月	7月⇒10月	市場予想	市場予想比
実質GDP	2010年度	1.3%	1.8%	2.6%	2.1%	-0.5%Pt	2.1%	0.0%
	2011年度	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%	-0.1%Pt	1.5%	0.3%
	2012年度				2.1%		1.8%	0.3%
国内企業物価指数	2010年度	-0.5%	1.3%	1.2%	0.9%	-0.3%Pt		
	2011年度	-0.4%	0.7%	0.8%	0.5%	-0.3%Pt		
	2012年度				0.6%			
消費者物価指数 (除く生鮮食品)	2010年度	-0.5%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	0.0%Pt	-0.6%	0.2%
	2011年度	-0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%Pt	-0.1%	0.2%
	2012年度				0.6%		0.2%	0.4%

(注1) 政策委員見通しの中央値
 (注2) 数値は前年度比変化率
 (注3) 「市場予想」は共同通信社による民間エコノミストアンケート（10/20集計）の中央値
 (注4) 消費者物価指数（除く生鮮食品）は高校授業料を除くベース
 (資料) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」等よりみずほ総合研究所作成

短期的にフォワードレートを押し上げる可能性も

事前の観測報道では、「11年度や12年度の見通しが1%に届かないことからゼロ金利長期化を示唆する内容」という類の解説がされていたが、今次見通しの持つインプリケーション（或いは予想されるマーケットの受け止め方）は、それとは正反対だろう。11年度から12年度にかけてインフレ率が高まっていく過程で12年度のインフレ率が平均して+0.6%ということは、12年度の後半には+1%の物価上昇が「展望できる」可能性が排除できないということになる。つまり、12年度の後半から13年度あたりにはゼロ金利解除の必要条件が整う可能性を日銀が意識していることを示唆する数字といえる。OISカーブ（図表2）をみると、「包括緩和」直後に市場に織り込まれていた「時間軸」のイメージは、少なくとも向こう4~5年はゼロ金利が続くというものであったから、今回公表された数字は、市場の利上げ予測に前倒し圧力を加えるものといえる。ここ数日、日本の長期金利が上昇しており、米国金利の上昇に追随したものと解説が専らだが、それに加えて、今回見通しに関する事前報道を受けた「期待時間軸の短期化」がフォワードレートに上昇圧力を加えているという背景もあると考えられる。実際、ここ数日のOISカーブは「包括緩和」直後に比べてスティープ化しており、利上げ時期は「4~5年後」から「3~4年後」に短期化している。また、日銀が今回の物価見通しを維持し続ければ、「3~4年後」では足りずに「2~3年後には利上げが有り得べし」ということになるから、目先はフォワードレートカーブが更にスティープ化する可能性もある。

【図表2 OISカーブの変化】



日銀の見通しそのものの確からしさがポイント

では、そのような「期待時間軸の短期化」は持続的なのだろうか。この問題は、日銀の経済・物価見通しがどの程度達成されるか（或いは日銀見通しに対する市場の信用がどの程度維持されるか）に依存する問題といってよい。仮に日銀の見通しそのまま実現すれば、2012年度の後半には+1%のインフレ率が視野に入ることを前提としたフォワードレートカーブが定着していくだろうし、どうやらそれは難しいということになれば、再び利上げ期待が後退し、フォワードレートは低下に向かうだろう。そう考えると、日銀の経済・物価見通しの確からしさをどのように考えておくかが重要な論点であるといえそうだ。

10月時点での次年度見通しの精度はそれほど高くなく、幾分の「強気バイアス」も

そこで、これまで『経済・物価情勢の展望』で示されてきた日銀の見通しのトラックレコードを振り返ってみよう。図表3は、各予測時点の日銀の予測値と実績値の乖離を Forecast Error とし、その絶対値の平均値 (Mean Absolute Forecast Error、MAFE) と単純な平均値 (Mean Forecast Error、MFE) を示したものである。10月時点での次年度予測についてみると、GDP成長率について1.6%Pt、コアCPI変動率について0.5%PtのMAFEがある。これは、現時点での日銀の2011年度の予測値が、過去の実績に照らすとそれくらい外れる可能性があることを意味している。また、MFEをみると、GDPについて0.7%Pt、CPIについて0.1%Ptとなっている。これは、次年度のGDPやCPIの実績値が予測値に比べて平均的にそれだけ下振れしてきたことを意味しており、10月時点の日銀の予測に幾分の「強気バイアス」があることを示唆するものである。以上を踏まえると、現時点での日銀の11年度、12年度見通しに「乗っかる」形での金利形成は持続的ではない可能性が高い。つまり、時間の経過と共に日銀の見通しが修正され、或いは日銀の見通しに対する市場の信用が失われる中で、金利観にも修正が加わっていく可能性がある点に留意すべきだろう。(なお、参考として当社の経済見通しについて同様にMAFE、MFEを計算すると、各予測時点で日銀と当社のMAFEにはほとんど違いがなく、MFEについては、特にGDP成長率について日銀の「強気バイアス」がやや目立つ形である。)

【図表3 日銀の経済見通しと実績値の乖離】

		前年度秋	当年度春	当年度秋	
日銀	実質GDP	MAFE	1.6	1.4	1.0
		MFE	0.7	0.3	0.5
	CGPI	MAFE	2.0	1.3	0.2
		MFE	▲1.4	▲1.3	▲0.0
	コアCPI	MAFE	0.5	0.2	0.1
		MFE	0.1	▲0.0	0.0
みずほ	実質GDP	MAFE	1.4	1.5	0.8
		MFE	0.4	0.2	0.4
	CGPI	MAFE	1.7	1.3	0.2
		MFE	▲1.3	▲1.1	0.0
	コアCPI	MAFE	0.4	0.2	0.2
		MFE	▲0.0	▲0.1	0.1

(注1) 標本期間は2002年度から2009年度の各年度(N=8)

(注2) MAFEは予測誤差の絶対値の平均値、MFEは予測値の平均値

(注3) 日銀の見通しは4月、10月の『経済・物価情勢の展望』の政策委員の大勢見通し(中央値)。但し、2002年10月公表分までの予測値は大勢見通しの上限下限の平均値

(注4) みずほの見通しは5月、11月公表値。2001年秋の予測は日興証券調査部による予測値

(注5) 統計の改訂や基準改訂があるため、実績値が予測時点で入手し得ない情報を含む点に留意

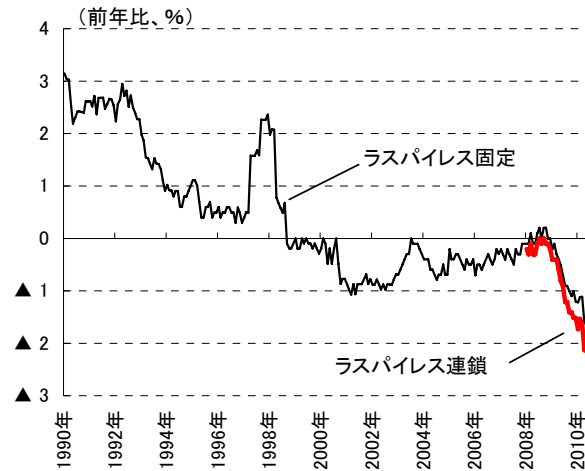
(資料) 内閣府、総務省、日本銀行等よりみずほ総合研究所作成

1%の物価上昇は果たして実現可能なのか?

「やけに強い」印象の日銀の物価見通しをどう評価すべきだろうか。ここで、米国基準コアCPIの推移を長期的にみると、消費税の増税が行われた97年度を除き、90年代の後半以降、わが国の基調的な消費者物価が+1%を上回ったことは一度もない(図表4)。ITバブル期も「いざなぎ越え」の景気拡大局面においても+1%の物価上昇は達成できなかったのである。翻って足元の米国基準コアCPIをみると前年比▲1.5%であり、より現在の消費構成を反映しているラスパイレス連鎖方

式では▲2.1%である。こうした現実を踏まえると、向こう数年間で▲2%から+1%へと3%Ptも物価変動率が高まると考えるのはなかなか容易ではない感があり、日銀の物価見通しはやや楽観的なのではないかというのが筆者の率直な印象である。

【図表4 米国基準コアCPIの長期推移】



強気の見通しを出すタイミングなのか？

さて、以上のような、日銀の物価見通しの確からしさについての論点とは離れて、現下の経済・物価情勢において、市場に織り込まれている数字に比べて強気の物価見通しを出す必要性があったのかという点も重要なポイントではないかと考えられる。日銀としては、『基本的見解』で「日本銀行による強力な金融緩和政策の効果が一段と浸透していくにつれて、わが国の金融環境はさらに改善し、それが国内民間需要の自律的回復に向けた動きを後押ししていく」と述べているように、「包括緩和が景気・物価を下支えする効果を織り込んだ」という受動的立場なのだろう。しかし、このような立場から見通しを公表するのは、政策当局としてはあまりにナイーブ過ぎるのではなからうか。「包括緩和」が実際にどの程度の景気下支え効果があるかはさておいても、金融市場の参加者は、当然に「時間軸」をどこまで織り込むのが妥当なのかという視点で日銀の見通しを眺めていたはずで、その中で強気の見通しを出せば、その時点で「期待時間軸」の短期化によってフォワードレートが上昇してしまうことは論じるまでもない。そうなると、織り込んでいたはずの緩和効果とその時点で失われてしまい、日銀自身が緩和効果を減殺する結果になってしまう。实体经济や金融市場と金融政策は相互に関連しているから、日銀としてもどのような前提で見通しを作るかは難しいわけだが、少なくとも「包括緩和」を打ち出すなど前端的に緩和色を強めている現下の局面においては、市場の期待形成が自らの政策判断にかなり依存していることをもっと重視して、もう少し数字の出し方を工夫する必要があったのではないだろうか。

金融政策に変更はなく、「資産買入等の基金」についての詳細が明らかに

さて、金融政策運営という意味では、今次会合では特に変更はなく、実質ゼロ金利が維持され、資産買入等の基金の規模は約35兆円のまま据え置きとなった。会合では、基金のうちリスク資産の買入分約5兆円について、どの資産をどういう基準でいくら買うかという点が詳細に定められた。内訳としては、残存1~2年の長期

国債を約 1.5 兆円、国庫短期証券約 2.0 兆円、a-2 格以上の C P ・ a-1 格以上の A B C P ・ a-1 格以上の不動産投資法人 C P を合わせて約 0.5 兆円、残存 1～2 年で B B B 格以上の社債・残存 1～2 年で A A 格以上の不動産投資法人債を合わせて約 0.5 兆円、株式 E T F を約 0.45 兆円、J-REIT を約 0.05 兆円であり、それを 2011 年末にかけて購入していくとされた。長期国債の買入が 1.5 兆円でしかも短期ゾーンに偏っていることなど、やや期待外れの印象もあるが、そもそも 5 兆円という小さな金額でスタートしたフレームワークであり、今後も必要に応じて増額なり条件の緩和が実施されていくことになると思われるから、現時点において、細々とした諸条件の是非について議論する意味はあまりないだろう。

以 上