

経済・金融 フラッシュ

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

経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次

TEL:03-3512-1837 E-mail: yyajima@nli-research.co.jp

1. 7人利下げ賛成、しかしなぜ0.25%の利下げではなく、0.2%なのか

10月31日、日銀は量的金融緩和で金利をゼロに誘導した01年3月以来となる「0.2%の利下げ」を実施した(賛成4、反対の同数となり、議長の白川総裁が利下げ決定)。

白川総裁は会見で反対4人のうち1人が現状維持を主張し、残り3人は0.25%の利下げを主張したことを明らかにした。つまり7人の中では利下げ幅0.05%で賛否が割れていたことになる。

(なぜ0.25%の利下げではなく0.2%なのか?)

今回の利下げで最大の不思議はなぜ利下げ幅が0.2%だったのか。通常利下げ幅は刻みが0.25%、0.2%だったことで、日銀は利下げ幅を渋ったというふうに見える。もう一回利下げとなっても小幅にとどめればゼロ金利にならなくてすむために今回0.2%にとどめたとの憶測も呼ぶ。せっかく利下げという判断をしたのに、本音では緩和には消極的だという思惑を市場に高め、ただでも少ない緩和効果をさらに限定的にしようリスクをとる必要があったのだろうか。

(今回も市場との対話は失敗だったといわざるをえない)

確かにこの数週間で事態は急変した。24日には円相場が約13年ぶりに1ドル=90円台まで上昇、28日には日経平均株価が約26年ぶりに7000円を割り込みバブル後最安値をつけた。金融市場の緊張感が急激に高まったのは事実だ。

ただ、日銀の動きを振り返ると、10月8日の世界主要国協調利下げに日銀は入らず、白川総裁は会見で利下げの必要性は現時点ではないとのニュアンスを出し続けていた。また27日に副総裁になった山口氏も就任会見などで同様の意見を述べていた。29日までは、市場では31日には流動性対策から準備預金の付利は実施されても、利下げはないとの見方が大半だった。ブラックアウト前の28日までの日銀からの情報発信では、「利下げはない」としか感じ取れなかった。

そうすると①28日、与謝野大臣が利下げは「国際協調の象徴的な意味」との発言、②28日のNY市場(日本は29日)で「日銀利下げ検討」の報道が流れ市場が完全に利下げを織り込み、株価急騰、円安に振られていたなど、市場、政府との関係で利下げの外堀は完全埋められ、それが日銀を利下げに追い込んだというような見方も出てきてしまう。

総裁は会見で政治的なプレッシャーはなかったと述べたが、「市場との対話」という点では、またまた多くの課題が残ったといえそうだ。

(超過準備への付利:こちらは予想通り)

流動性対策の一環として超過準備への付利が全員一致で決定した(付利の利率は 0.1%)。今後、無担保コールレートは付利の利率 0.1%と補完的貸付金利の 0.5%の間で安定的に動くことになる。

付利を導入したことで、プラスの金利を維持したままで量的金融緩和ができる仕組みが整った。今後の経済状況を踏まえれば、来年前半は欧米の利下げも継続、景気面も厳しい局面が続きそうで、ゼロ金利、または量的金融緩和の復活という可能性が高まった。

2. 利下げの効果: 実質 GDP 押し上げ効果は 0.1%以下、気になるのは家計部門へのマイナスインパクト

利下げには、アナウンスメント効果と、利下げ実施による実体経済の刺激効果がある。結論は、市場に安心感を与えたという面はあるが、0.2%の利下げの実体経済への効果は限定的だ。

(アナウンスメント効果)

今回いままで動かないと見られてきた日銀が動くとの報道で株価上昇、為替が円安にふれた。実際利下げが実施されたことで「安心感」は与えただろうが、この利下げでさらに株高、円安に振れるかというところは懐疑的だ(準備預金に付利が決定されたが、00 年頭のような量的金融緩和で資金を大規模に供給するようなことは、現時点では日銀はしないだろうと想定するため)。

(実体経済への影響)

今回の 0.2%の利下げは、それ一回だけであれば経済へのプラスインパクトは小さい。当研究所のマクロモデルでは、短期金利 1%の引き下げで実質 GDP を1年目:0.11%、2年目:0.20%引き上げる。今回は 0.2%の利下げなので、上記影響の1/5 程度で景気実勢自体が変わるということはない。

実体経済の先行きという点では、利下げの家計へのマイナスインパクトが気になるところだ。雇用所得環境の悪化、逆資産効果の中にある家計にとって、利下げでネット金利収入(預金などの受取金利-ローンなどの支払い金利)が減少し、これが消費の勢いをさらに落とす可能性が高い。

筆者推計によれば国民経済計算年報(2006 年)をもとに、0.2%金利低下(すべてのイールドが 0.2%低下したら)の影響を試算すると、家計部門全体では預金金利の低下などにより受取利子が 2.53 兆円低下する。一方住宅ローンなどの支払利子は 0.77 兆円減少し、ネットで 1.76 兆円の純利子減少となる。

この 1.76 兆円を一人当たり(人口 1.2 億人とすれば)にすると、約 15000 円(年間)となる。

4. 展望レポート: 景気はいつそうの下振れ、物価の上振れリスクは急速に後退

展望レポートの内容はほぼ事前の予想通りとあっていいだろう。先々の成長率・物価見通しを大幅に引き下げ、リスクバランスチャートが示すように、7月対比で景気下振れが顕著になる一方で、物価の上振れリスクが大きく後退した姿を出している(09 年度の物価見通しについては、審議委員の中にはマイナスを予想する人もでてきている)。金融市場の混乱、新興国に波及し始めた危機を指摘し、利下げに動いた理由を列挙しているように見える。

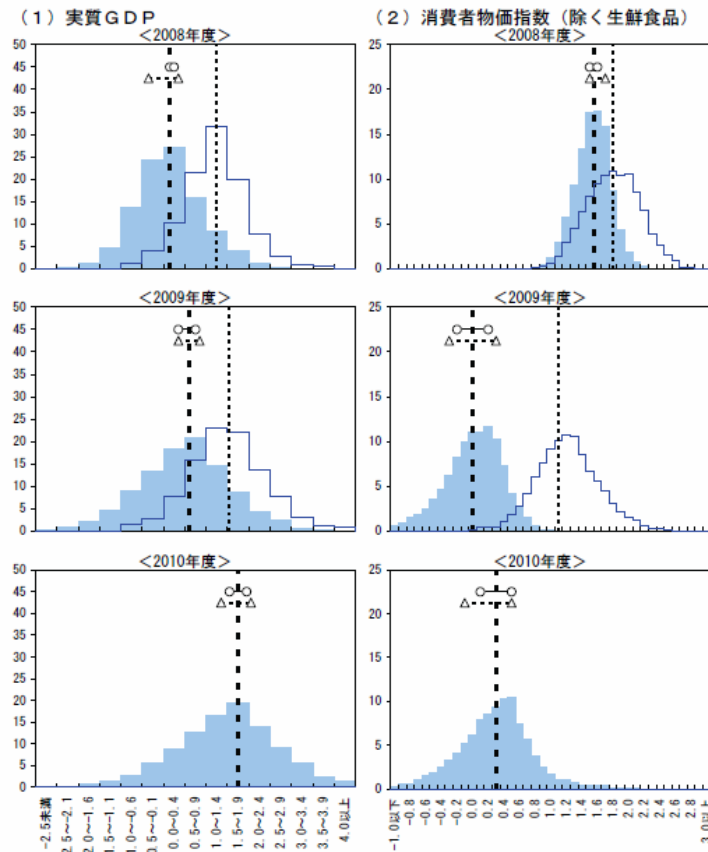
ただこれも予想通りだが、10 年度には 1%台半ばの潜在成長率近辺に回復していく姿も示されており、09 年度下期から徐々に悪化が止まるとのシナリオは維持されている。

▽政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	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年度	+0.1~+0.2 <+0.1>	+4.3~+4.8 <+4.6>	+1.5~+1.6 <+1.6>
7月時点の見通し	+1.2~+1.4 <+1.2>	+4.7~+5.0 <+4.8>	+1.7~+1.9 <+1.8>
2009年度	+0.3~+0.7 <+0.6>	-1.4~-0.4 <-0.8>	-0.2~+0.2 < 0.0>
7月時点の見通し	+1.4~+1.6 <+1.5>	+1.8~+2.0 <+1.8>	+1.0~+1.2 <+1.1>
2010年度	+1.5~+1.9 <+1.7>	-0.3~+0.5 <+0.3>	+0.1~+0.5 <+0.3>

リスク・バランス・チャート



(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。