

# リスク台風進路マップとアベノミクス

新しい日本経済のシナリオ分析ツールによる  
予測とリスクマネジメント

ジャパンリスクフォーラム

有吉 章

# (ジャパンリスクフォーラム) JRF

- 2011年2月にストレスシナリオ研究会として発足
  - － 金融機関等(含む事業法人)のリスク管理にかかわる幹部職員等の私的なグループ
  - － テイルイベントを主として議論
    - VARや過去のイベントをベースにしたストレステストは将来的なリスクイベントを評価できず
    - 当局指定のストレスシナリオは市場価格やデフォルト率にarbitraryなショックを与えるだけで、機械的な作業になりがち
  - リスクシナリオを議論することで経営的なレスポンスを構築、特にマクロ経済リスクや地政学的リスクについてはシナリオと比較することで早期の対応が可能
- 活動
  - － 1~2ヶ月に一回、研究会を開催。テーマによっては外部講師を招致
  - － 対外的な発信
    - 2012年4月にはジャパンリスクフォーラムとして公開のシンポを開催
    - メディア(日経、金融財政事情等)への寄稿
    - 各メンバーが随時研究会の議論を参考にした発表等
  - － 将来的には事務局を持った常設の機関に？(CROフォーラムのイメージ)
    - ジャパンリスクフォーラムの名称は商標登録済み

# JRFで議論してきたテールリスクシナリオ

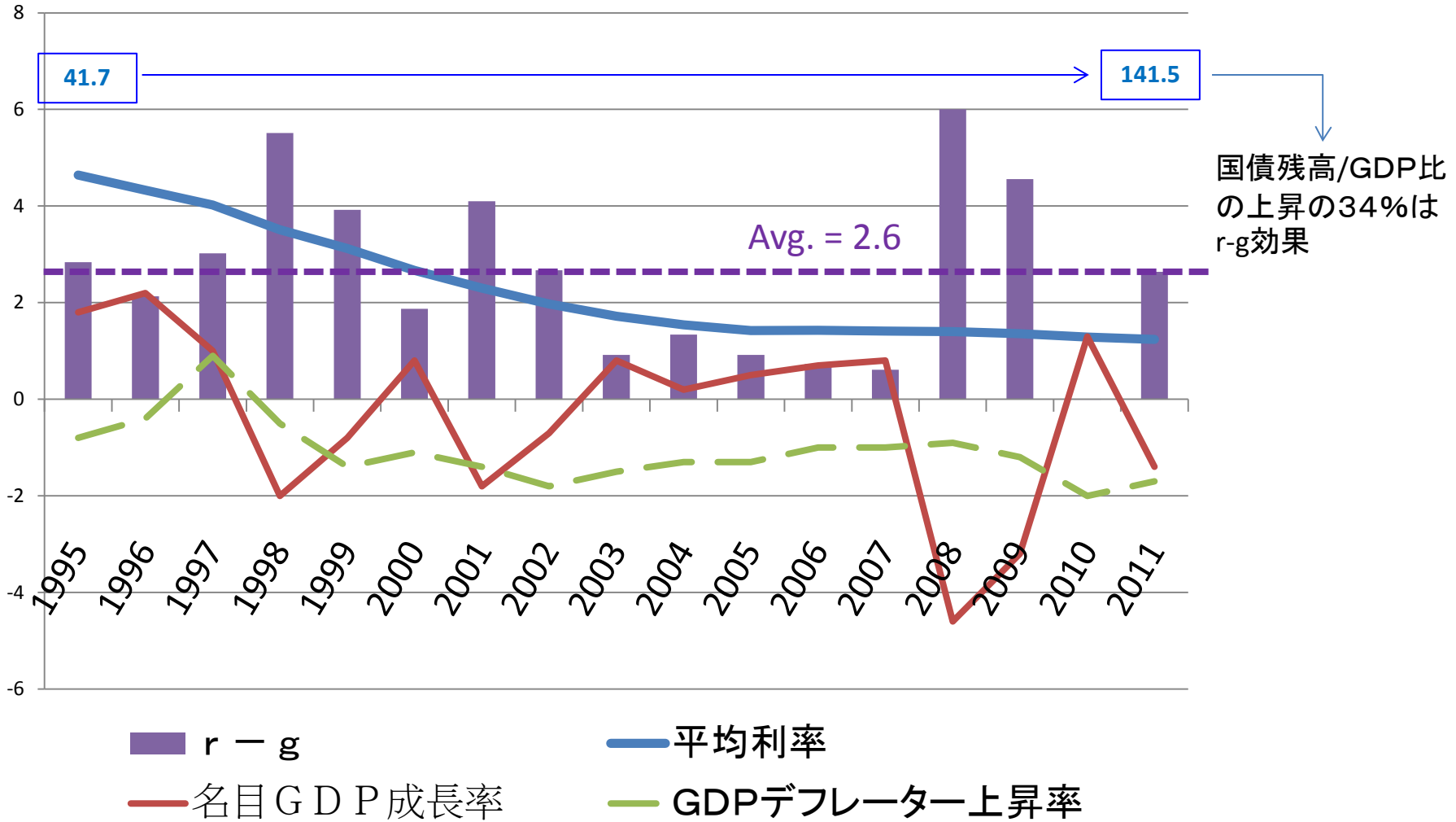
- マクロ経済リスク
  - 日本国債のデフォルトリスク
  - ユーロ債務危機及びユーロ崩壊のリスク
  - (中国経済失速、米国財政の崖)
- 自然災害リスク
  - 巨大地震 (タイの洪水被害等も検証)
  - BCPも議論
- 地政学的リスク
  - 尖閣問題と中国の対外政策
  - 中東政治状況とエネルギーリスク

# デフレとアベノミクス

- デフレ自体は必ずしも問題ではない
- デフレが財政危機のリスクを高めることが問題
  - $r-g$ ↑によるdebt dynamicsの悪化
  - デフレの基礎収支悪化効果
    - 年金のマクロスライドが働かない(2004年改革はNPVでGDP比100%の財政効果を期待していた)
    - 名目所得低下による税收減
  - 景気対策の非対称性による債務増大バイアス
    - 景気後退時は金融政策が効かないため財政政策に依存
    - 物価上昇時には金融政策は直ちに発動

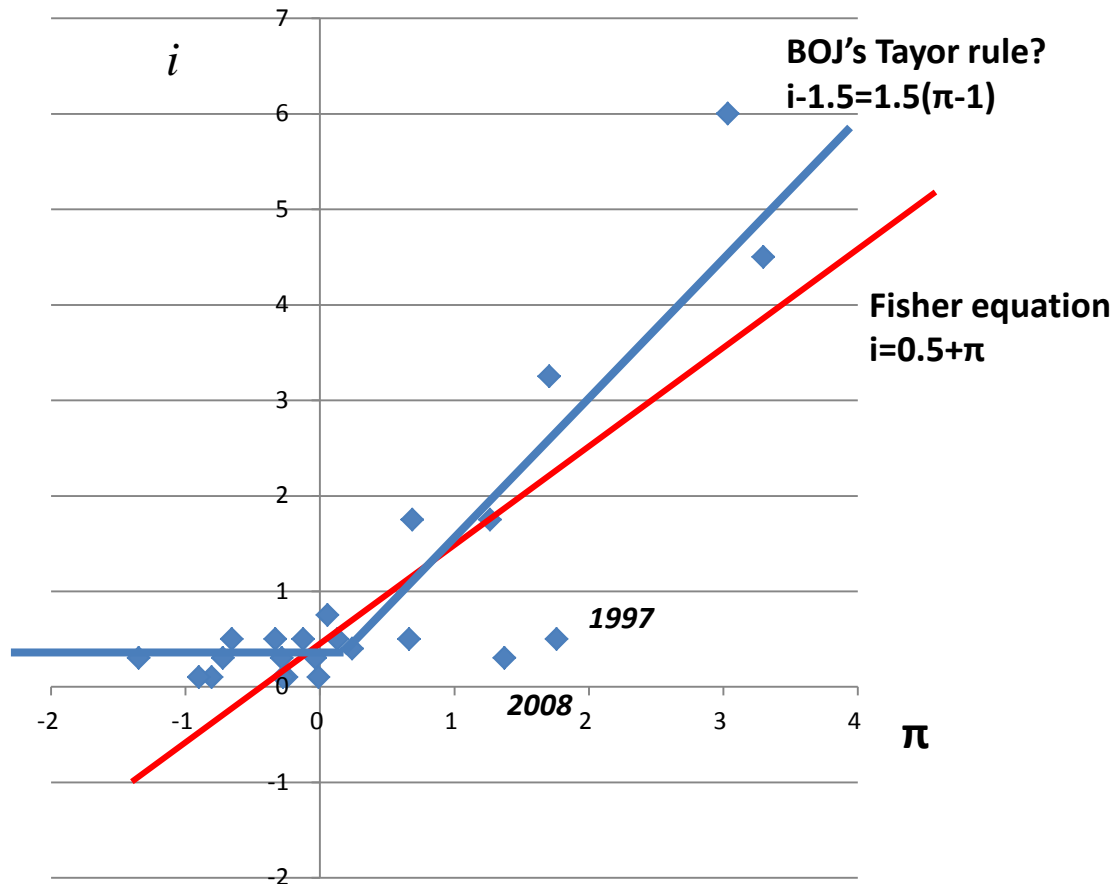
# デフレ下のDebt Dynamics

(普通国債の平均利率と名目成長率)

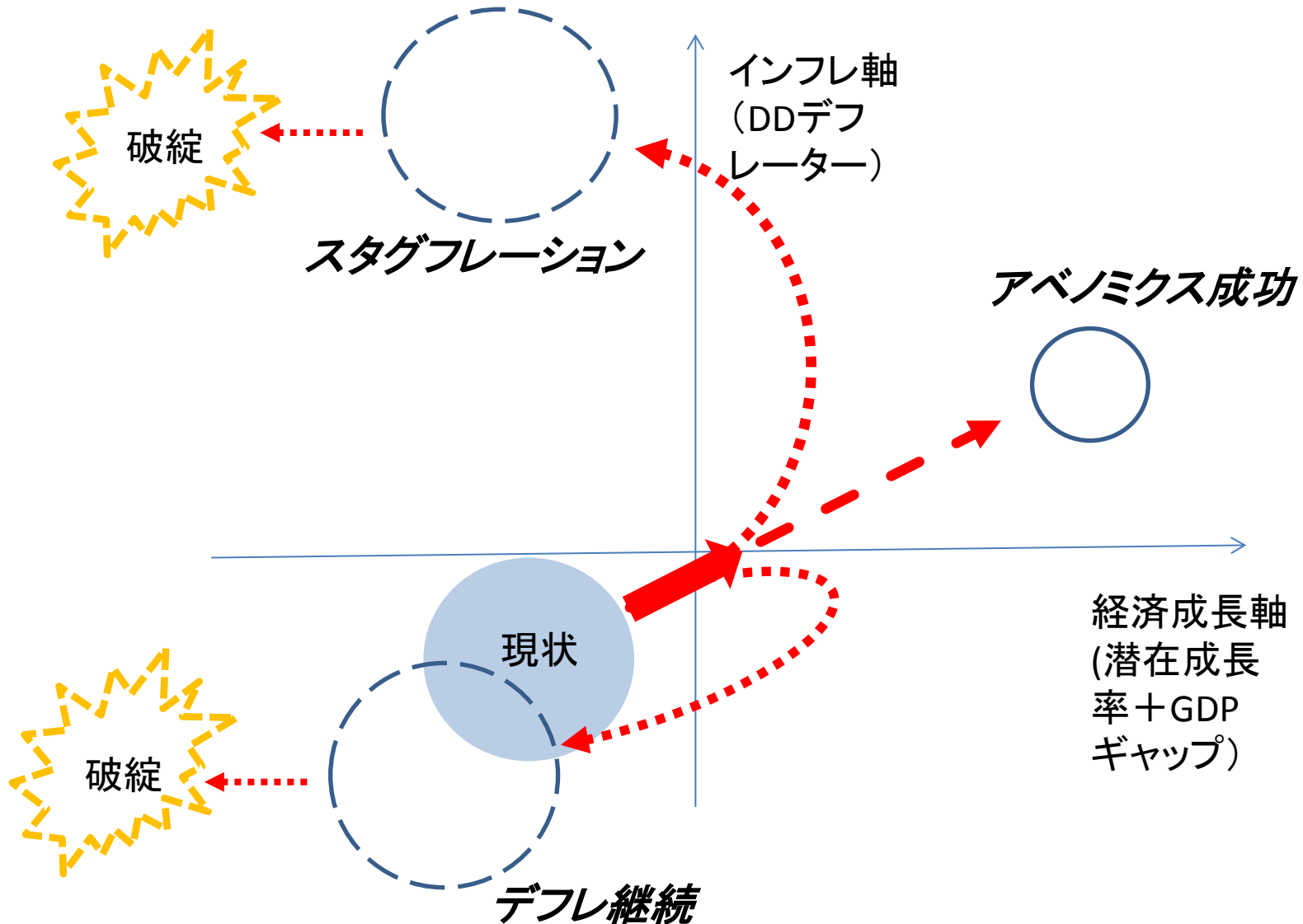


# 悪い均衡？

政策金利とインフレ  
(1990-2012)



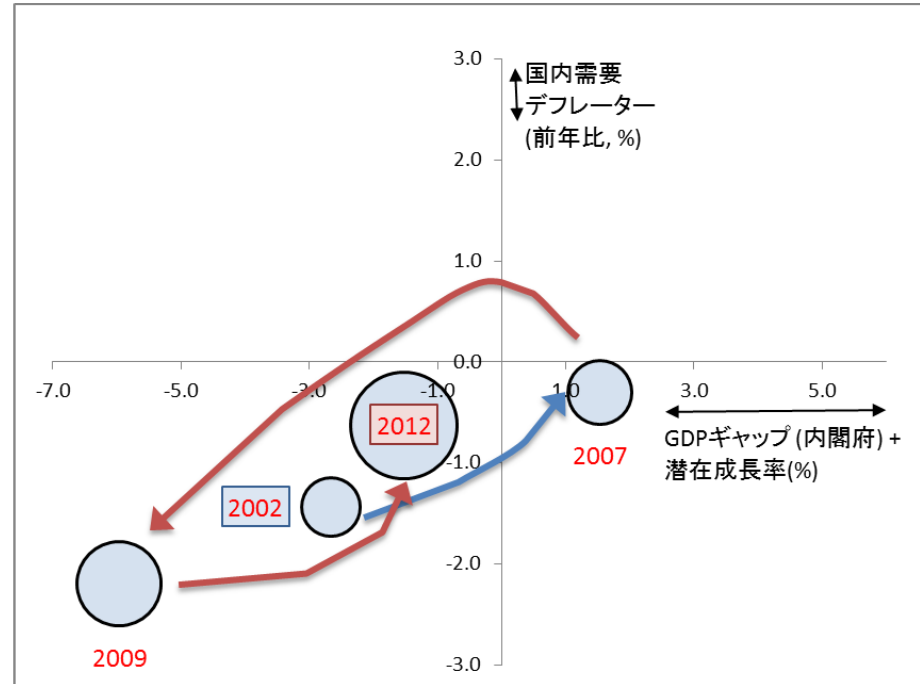
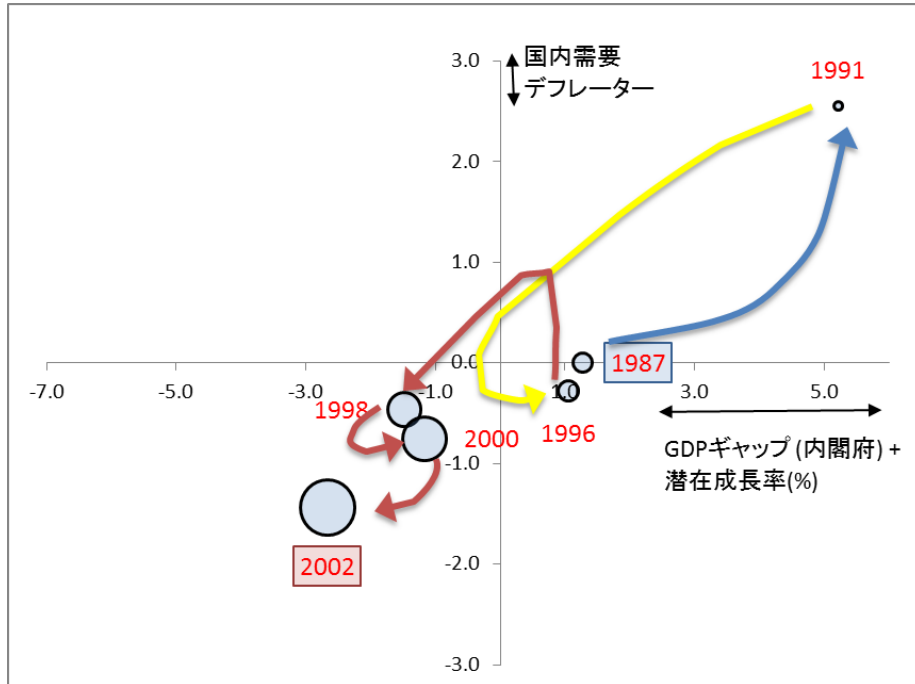
# アベノミクス:三つのシナリオ



# リスクマップ

1987年 → 2002年

2002年 → 2012年



○ 政府ネット債務の大きさ  
(対GDP比)

→ 政府ネット債務増加 年3%以下  
→ 政府ネット債務増加 年3~5%  
→ 政府ネット債務増加 年5%超

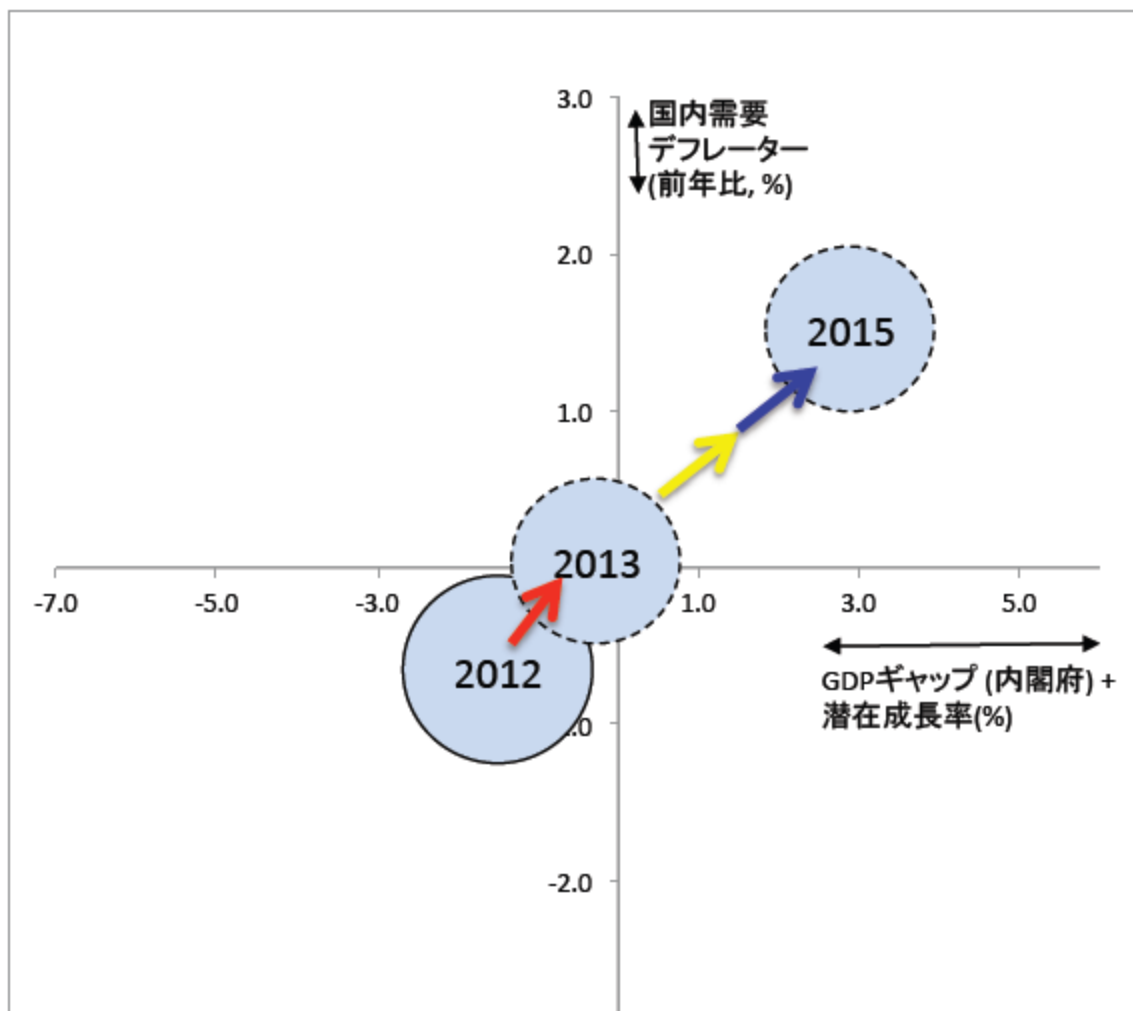
出所: 内閣府、OECD、JMA



# リスクマップの今後: アベノミクス成功シナリオ

アベノミクスの諸政策によって、経済が成長軌道に入り、デフレも解消し、財政悪化に歯止め

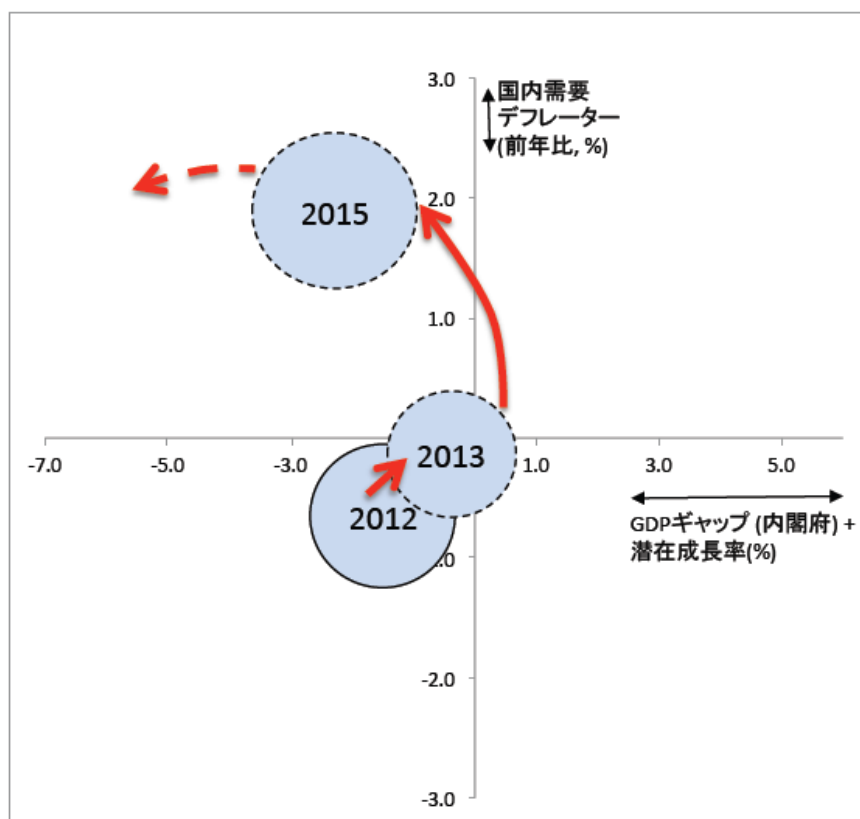
- GDPギャップが縮小し、女性活用等の政策で潜在成長率も上昇
- 成長とともに、物価も緩やかな上昇に転じる



# リスクマップの今後:スタグフレーションシナリオ

物価が上昇に転じるが、経済成長が低迷

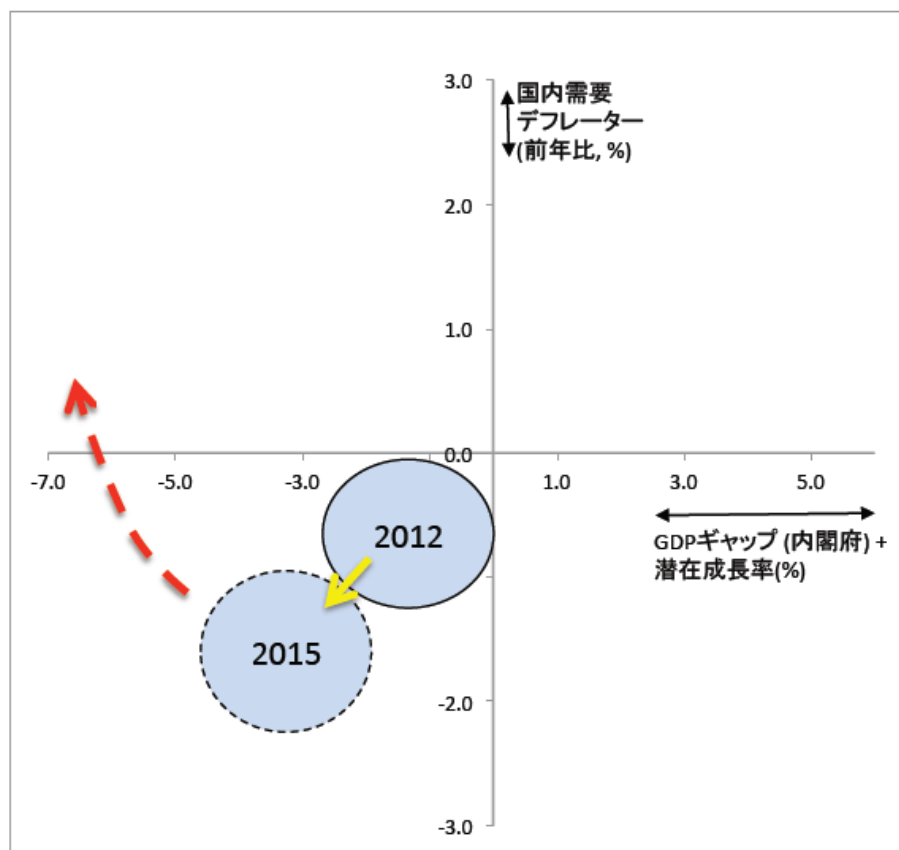
- ・ インフレと円安が想定以上に大幅に進行し、物価が上昇し、日銀がやむなく金融引き締めに移る
- ・ 金融引き締めにより景気が圧迫されるほか、国債利払い費が急上昇し財政も悪化



# リスクマップの今後：デフレ継続シナリオ

金融緩和と円安にもかかわらず国内物価が反応せず、デフレ継続

- 企業が円安による輸入原材料価格の上昇を吸収しようとして、さらに賃金を引き下げ
- 賃金の引き下げにより内需の低迷が継続し、財政の悪化も止まらず



# 作業中のアイデア

- マップで財政破綻の危険度を色分けできないか？
- リスクベクトルの作成
  - 指標による合成：成長軸、インフレ軸、財政軸
    - 進路予想を幅を持って示せるか？
  - 主観的なシナリオの蓋然性のアンケートによる進路予想分布

# リスクベクトルの作成: 成長ファクター

GDPギャップ、潜在成長率の動きに先行する指標から、リスク台風のX軸方向の動きを予想

- 輸出に影響する海外景気動向や為替レート
- 実質金利の動向
- 潜在成長率に影響する投資や人口動態、アベノミクスによる構造改革の進展状況

## 成長ファクター(横軸)の構成系列

1. 世界経済成長: OECD景気先行指数
2. 実質長期金利: 物価連動国債に内包される期待物価上昇率と名目金利から作成
3. 為替レート: 実質実効レート(長期トレンドもしくはもしくはは均衡レートからの乖離)
4. 構造改革DI: ジャパンリスクフォーラム(JRF)パネラーによるスコアリングを平均  
スコアリング対象は労働市場、競争政策、税制、貿易自由化の4分野について
5. 設備投資対GDP比率:
6. 企業コンフィデンス: 短観、景気ウォッチャー調査
7. 人口動態:

# リスクベクトルの作成: インフレファクター

一般物価に先行する指標を用いて、リスク台風のY軸方向の動きを予想

- 期待インフレ率、資産インフレ等のインフレ予想が織り込まれた指標
- 賃金動向
- コモディティ価格動向

## インフレ・ファクター(縦軸)の構成系列

1. 期待インフレ率: 物価連動国債に内包されるインフレ率、日銀短観価格判断DI

2. 資産インフレ期待一株式: 予想株価収益率(P/E)

3. 資産インフレ率一不動産:

4. 賃金上昇率: 毎月勤労統計、所定外労働賃金

5. 賃料上昇率:

6. コモディティ価格上昇率:

# リスクベクトルの作成：財政ファクター

財政の悪化度合いや持続可能性を見る指標を用い、リスク台風の直径の拡大・縮小の方向性を予想

- 政府債務の規模を示す指標
- 債務の持続可能性を見る指標

## 財政(円直径軸)ファクターの構成系列

1. 一般政府財政収支:市場予測、IMF,OECD予測
2. 政府金利負担マイナス名目成長率:現状では10年金利一名目成長率が適当
3. 経常収支対GDP比率:
4. 預貸ギャップ:預貸ギャップ(兆円)の政府負債残高対比%
5. 金融政策判断DI:JRFパネラーによるスコアリング計算  
—スコアリング対象は金融緩和度合(実際の政策及び、期待を用いたインフレ期待醸成)
6. CDS: