

# マクロシヨックが経済活動に与える影響を考える

エコノミスト

大久保 琢史



本稿では、あるイベントが経済全体に与える影響（マクロシヨック）をどのような枠組みで検討すればよいかを考える。マクロのリスク評価としては、狭義の経済シヨックの場合、中央銀行、経済官庁などが作成・発表している出来台いの経済モデルの利用が出发点として考えられる。しかし、より視野を広げたり、アイデアを深めたりするためには、より具体的なシナリオをつくり、供給・需要への影響、予測される政策対応を含めた全体的なパッケージで考えるのが有用といえる（本稿は、2012年4月18日に開催されたジャパンリスクフォーラム実行委員会主催「金融危機・ストレス・シナリオとERM」での講演をもとに筆者自身書き下ろしたものである）。

## 危機が起こると ニーズが高まる

私は平素、リスク管理には直接かかわりません。せいぜい年に1回程度、社内のリスク管理部門の担当者に日本・世界の成長率や金利・為替見通しを話す

程度です。ただし、考えてみますと、私でもエコノミストという職業は「リスク」というものに実は非常に縁がある職業です。エコノミストの書くレポートは、景気がよいときは残念ながらあまり皆さまに興味をもっていただけなことが多いので

すが、いざ金融危機が訪れる、もしくは昨年の震災など大きな災害、01年の9・11テロのような事件が起こりますと、大変忙しくなりました。非常時に分析のニーズが高まる職業です。その意味で、私でもエコノミストは「リスクイベント」と縁が深い

という印象があります。

私は1997年からエコノミストとしてキャリアスタートしましたが、97年に山一シヨックを経験し、98年に日本の金融危機、2000年のITバブル崩壊、08年のリーマンシヨック、昨年の東日本大震災と十数年の間にさまざま「リスク」イベントに遭遇しております。こういったリスクイベント発生時には、分析または講演等の依頼が急増し、また早いタイミングで分析結果を求められます。たとえば、昨年の震災後ですと、金曜日に発生しましたが、土曜日、日曜日の週末の間に震災の経済的な影響についてある程度の数字をつくらなければいけない。実際の影響がまったく数字としては現われていない間に予測をするという作業は、まさに本日のテーマであるリスク分析の作業と考えられます。今日は、こういったエコノミストの観点から、マクロの経済リスク

の評価手法について私の考えを披露させていただきます。

**経済モデルを用いた  
リスク評価**

まず、一般的に「ストレス・テスト」といわれるものからスタートしましょう。最近ですと、アメリカの中央銀行であるFedが09年の春に米国主要金融機関を対象として行ったストレス・テストが知られています。また、11年には欧州中央銀行であるECB等が欧州主要銀行を対象として行ったストレス・テストがあります。Fedが09年に実施したストレス・テストでは、経済成長、不動産価格の先行きについてシナリオを設定し、金融機関の収益に与える影響を検討しました。たとえば、経済成長については、09年のGDP成長率はマイナス3.3%、10年もあまり回復しないというのがネガティブシナリオでした。不動産価格について

は、前年比20%の下落、10年も下がり続けると想定しています。11年の欧州でのストレス・テストの場合も若干の違いはありますが、ほぼ同様に経済成長などについて数値的な仮定をおき、金融機関への影響を評価しています。

以上のようなストレス・テストは、高度の経済知識を有する人材を多く抱えている中央銀行や金融監督当局が行うわけですが、そこまで高度の知識を有した人材がいなくても、また、数人程度のリソースしかなくても、より思考実験的なリスク評価であれば実施可能です。実際に私ども外資系のエコノミストチームの場合、リソースも限られますので、なかなか自分たちで完全に独自の経済モデルを構築するというわけには参りません。この場合、私たちにとっては経済官庁などが作成、公表している経済モデルです。日本の

場合、内閣府がつくった短期マクロ経済モデルがあります。これらのモデルでは、たとえば、不動産価格が下落する、為替レートが大幅変動する、もしくは原油価格が大幅変動した場合の経済的な影響について、消費、設備投資、輸出入など実体経済への影響も含めてすでに推計結果が公表されています。こういった結果の理解、解釈程度であれば、修士レベル程度で計量経済学のPhDをもつていなくても、だいたい日本経済・世界経済にどのような影響が出るかということはわかるかと思えます。

以上のような数値的な仮定をおいて経済への影響を考えると、というのが狭義の「ストレス・テスト」といえるかと思えますが、こういったストレス・テストではとくに金融市場等に焦点があたっており、実体経済にどのような影響があるかが想像しにくいという欠点があります。ま

た、企業経営者の観点からは、リスクシナリオのなかに実はビジネスチャンスを見出すこともできるはずなのですが、ネガティブなリスクの抑制にしか注意がいけない。また、経済モデル

〔図表1〕 経済モデルを用いたストレスシナリオの例（一年後の影響）

	10%円高	20%原油高	消費税1%上昇	世界需要1%減
国内総生産	▲0.3%	▲0.5%	▲0.4%	▲0.1%
民間消費	▲0.1%	▲0.3%	▲0.5%	0.0%
消費者物価 (消費支出デフレーター)	▲0.1%	0.0%	0.7%	0.0%
法人企業所得	▲0.9%	▲3.8%	▲2.8%	▲0.5%
失業率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
賃金	▲0.2%	▲0.9%	▲0.4%	▲0.1%
長期金利	▲4.0bp	▲1.0bp	▲1.0bp	▲2.0bp
東証株価指数	▲0.1%	▲1.2%	▲0.2%	▲0.1%

〔出所〕 「短期日本経済マクロ経済モデル (2011年版) の構造と乗数分析」 内閣府Discussion paper series No.259



ベントからの直接の経済的影響とともに、予想される政策対応の影響について評価することが重要です。たとえば、日本の財政危機がかりに起こる場合、当然、金融政策、財政政策としてなんらかのアクションがなされるわけです。そのときに日銀はインフレ防止のために利上げをするのか、それとも反対にさらに金融政策は緩和されるのか。この日銀の判断は、財政政策に左右されるのか。マクロリスクシナリオの構築、評価のうえでは、こういったところもすべて考慮する必要があります。

**鳥インフルエンザの影響**

以上に説明しました「供給」「需要」「政策対応」のフレームワークを用いて、一つ例を考えてみたいと思います。09年以降、注目度が高くなりつつある、鳥インフルエンザを扱ってみます。供給、需要、政策対応への影響を評価するうえでまず

参考になるのは、過去の類似例です。私が直接見聞きした大きな疫病の例では、たとえば、03年のSARSのときに実際に何が起こったかを把握すると、鳥インフルエンザ・パンデミックが発生した場合にどのような影響があるか、具体的なイメージをもつことができます。

まず供給にどのような影響があるかを考えます。かりに大きく病気が広がった場合には、病気がかかって会社にもいけない労働者がいることはもちろんですが、人との接触を避けるために出勤しないことの影響も大きいでしょう。ですので、供給については、労働投入にある程度影響が出ると考えられます。生産技術についてはどうでしょうか。パンデミックと生産技術は直接的な関係をイメージしにくいかもしれませんが、対面営業というものを一つの技術と考えると、小売業、観光等、人的なコンタクトを要するものにつ

いては相当効率性が低下しそうです。これは需要として考えることもできますが、一つの生産技術が失われる、もしくは生産性が相当低下し、供給能力が低下すると考えることもできます。

需要サイドへの影響はどうでしょうか。消費項目のなかでは、対面コンタクトを要するような、レストラン、観光、美容など生活サービスに対する需要がまず減るだろうと考えられます。ただし、これを裏返すと、対面コンタクトを要しない消費については反対に拡大するのではないかと、思います。設備投資なども当然、企業マインドの低下から落ち込むだろうと考えられます。どの程度落ち込むかの評価は容易ではありませんが、まず過去の類似例ではどうだったか、というのが出発点でしょう。

政策対応を考えると、景気の後退を防ぐために金融政策が緩

和される可能性が高まります。ただ、国によって特殊事情があり、たとえば、自国通貨を米ドルにベッグしているような国であれば金融緩和はできず、反対に景気後退リスクにより自国通貨が下落してしまうことを防ぐために、利上げをしなければならぬ場合も考えられます。こうしたかたちで積み上げてい

〔図表3〕 広義のマクロ経済ショックの影響の整理

実体経済への影響は、経済学的には以下のように整理できる

- 供給（サプライ）サイドへの影響
- 投入要素（設備、労働、原材料）量への影響
  - 生産技術への影響
  - 要素価格への影響
- 需要（デマンド）サイドへの影響
- 消費、投資センチメント、需要シフト
  - 金融市場を通じた実体経済へのフィードバック
  - 金融・財政政策への影響
  - 所得、物価への影響

くと、少しずつマクロイベントの影響についてイメージができていくかと思えます。経済モデルを用いた評価と異なり、きれいに数字が出るわけではありませんが、そもそも経済モデルにしても大きくはずれる場合もあるわけですから、個々の要素の積上げによるイメージづくりは有用性が高いでしょう。

「広義の」リスクシナリオを考える際、過去に類似のイベントがないという場合もありえます。この場合は、なるべく想像力を働かせて少しでも似ている例をもつてくるのが重要でしょう。たとえば、鳥インフルエンザの日本の飲食業、宿泊業などへの影響を考える場合、100%の人が家に閉じこもるかというのと、たぶんそうではないでしょう。では、何割減なのか。2割減なのか、5割減なのか。これを考えるためには、昨年3月の震災での実例も参考になります。震災後、旅行をとりやめる

方が大半だったでしょうし、雨に混じる放射能などを恐れて戸外を避ける人が関東では多くみられました。サービスの統計としては、第3次産業活動指数という統計がありますが、11年3月の飲食、宿泊サービスの活動は前月比で14・2%減少しています。疫病となると、より影響は大きいと考えられますので、やはりオーダーとしては最低でも3〜5割減なのか、と腰だめの数字をつくるのには有用です。

おおくぼ たくじ

97年東京大学卒、ゴールドマン・サックス、メリルリンチ勤務後、ソシエテジェネラル東京支店チーフエコノミスト。13年6月退社後、現時点では独立系マクロリサーチ設立準備中。欧州在住経験が長く、INSEAD（フランス）MBA取得後、ポンペオ・ファブラ大学（バルセロナ）で金融経済学博士課程前期課程修了。