慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	大震災後の日本経済と金融政策運営
Sub Title	Japan's economy after the Great East Japan Earthquake and monetary policy
Author	雨宮, 正佳(Amamiya, Masayoshi)
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	2014
Jtitle	三田学会雑誌 (Mita journal of economics). Vol.107, No.2 (2014. 7) ,p.187(49)- 204(66)
JaLC DOI	10.14991/001.20140701-0049
Abstract	大震災の発生直後, 日本銀行は, 金融インフラの維持, 市場の安定確保に注力した。その後, 約半年で経済活動の水準はおおむね震災前のレベルに復帰した。今後は, 成長力強化という日本経済本来の課題への取組が重要になる。日本銀行は, 包括緩和という枠組みのもとで, 金融緩和の推進と日本経済の成長基盤の強化に努めている。今後も強力な金融緩和を進めていくが, その際, 財政・金融政策に対する信認を確保することが重要である。 Immediately following the Great Earthquake, the Bank of Japan focused on maintaining the financial infrastructure and sustaining market stability. Subsequently, in approximately six months, the level of economic activity had largely returned to predisaster levels. Furthermore, it is important to tackle the original challenge of the Japanese economy in strengthening economic growth. The Bank of Japan is striving to promote monetary easing and strengthen the foundation of Japan's economic growth under a framework of comprehensive easing. While strong monetary easing will continue in the future, it is important to ensure the credibility of fiscal and monetary policies.
Notes	特集 : 大震災から三年 : 経済と世相
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-20140701-0049

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

大震災後の日本経済と金融政策運営

Japan's Economy after the Great East Japan Earthquake and Monetary Policy

雨宮　正佳(Masayoshi Amamiya)

大震災の発生直後、日本銀行は、金融インフラの維持、市場の安定確保に注力した。その後、約半年で、経済活動の水準はおおむね震災前のレベルに復帰した。今後は、成長力強化という日本経済本来の課題への取組が重要になる。日本銀行は、包括緩和という枠組みのもとで、金融緩和の推進と日本経済の成長基盤の強化に努めている。今後も強力な金融緩和を進めていくが、その際、財政・金融政策に対する信認を確保することが重要である。

Abstract

Immediately following the Great Earthquake, the Bank of Japan focused on maintaining the financial infrastructure and sustaining market stability. Subsequently, in approximately six months, the level of economic activity had largely returned to predisaster levels. Furthermore, it is important to tackle the original challenge of the Japanese economy in strengthening economic growth. The Bank of Japan is striving to promote monetary easing and strengthen the foundation of Japan's economic growth under a framework of comprehensive easing. While strong monetary easing will continue in the future, it is important to ensure the credibility of fiscal and monetary policies.

「三田学会雑誌」107 巻 2 号（2014 年 7 月）

大震災後の日本経済と金融政策運営*

雨　宮　正　佳

要　　旨

大震災の発生直後，日本銀行は，金融インフラの維持，市場の安定確保に注力した。その後，約半年で，経済活動の水準はおおむね震災前のレベルに復帰した。今後は，成長力強化という日本経済本来の課題への取組が重要になる。日本銀行は，包括緩和という枠組みのもとで，金融緩和の推進と日本経済の成長基盤の強化に努めている。今後も強力な金融緩和を進めていくが，その際，財政・金融政策に対する信認を確保することが重要である。

キーワード

大震災，復興，金融政策，包括緩和，国債

はじめに

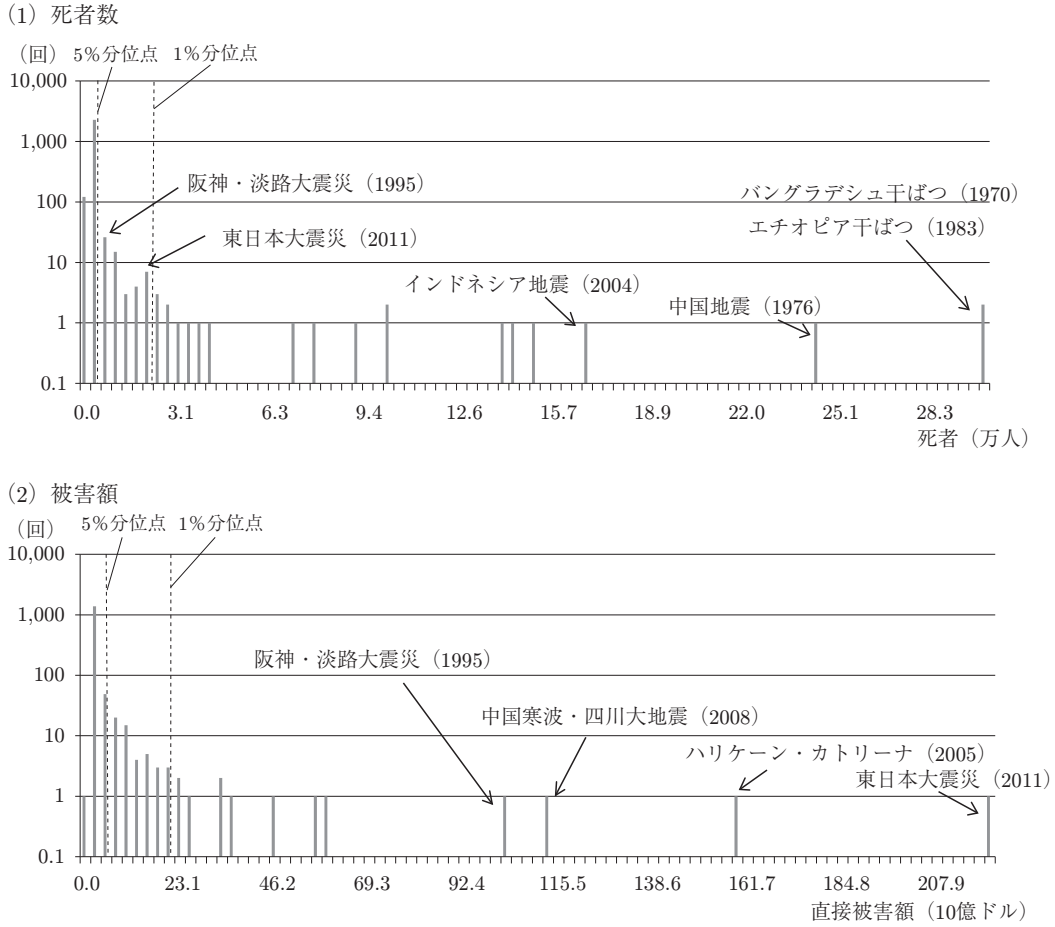
ご紹介にあずかりました日本銀行の雨宮でございます。本日はこのような貴重なお時間をいただきましてありがとうございます。私からは「大震災後の日本経済と金融政策運営」というお題でお話し申し上げます。

今，世界経済は，米国の金融危機の後遺症ですとか，欧州ソブリン問題など，2000 年代の世界的なバブル崩壊の後始末と格闘しています。私ども日本は，バブル崩壊ということを 20 年前に経験しました。最近世界で起きていることを見聞きするにつけ，既視感，デジャブのような感覚を持ちます。

同じように今回の震災につきましても，当初 1,000 年に一度と言われていましたが，歴史をひもといてみると，じつは三陸沖地震という厳しい前例がありました。なかなか歴史に学ぶことは難しい。有名なドイツの哲学者が，「人が歴史から学ぶ最大の教訓は，人は歴史から学ばないということである」と言ったそうです。そうはならないように，きょうは歴史に学ぶということを，いわば話の縦糸の一つにしたいと思っています。

＊　本稿は，2011 年 9 月 15 日に開催された「樫の会」での講演記録に基づいている。

図１　災害規模の国際比較



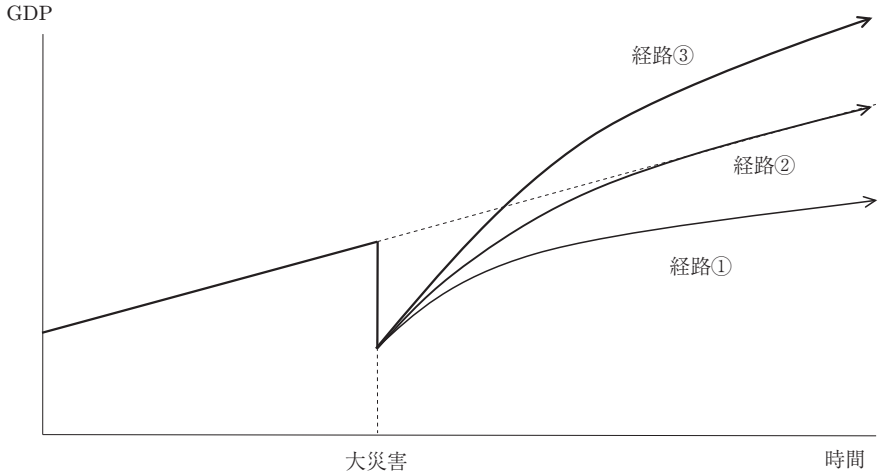
（出典）EM-DAT （Emergency Events Database; Louvain大学）過去40年の累積度数分布

本日の私の話は大きく四つからできております。第一に，一般的に，大震災が経済の中長期的なコースに与える影響としてはどういうことが想定されるか，学界における研究成果をご紹介します。第二に，その大きな絵のもとで，現在，日本経済がどのあたりに位置しているのか，どういう課題があるのか考えてみたいと思います。第三に，そのうえで，日本銀行は金融政策運営をどのように行おうとしているのかご説明申し上げます。そして最後に，財政と金融の接点という観点から，復興財源と国債発行の問題について申し述べることとします。

大震災と経済の中長期的経路

それでは，大災害の経済分析から始めたいと思います。図１は，世界中の災害を集めたデータベー

図２　大災害後の経済成長パターン



短期：大きくマイナス
中期：復興需要でプラス
長期：制度的要因，政治的安定性等に依存（経路①or ②or ③）

（出典）“The Macroeconomic Consequences of Disasters” by Ilan Noy (2009, *Journal of Development Economics*)
“The Macroeconomic Aftermath of the Earthquake/Tsunami in Japan” by Ilan Noy (2011, *Econobrowser*)

スに基づく，災害規模の国際比較です。上は死者数，下が被害額についてまとめたもの，左の縦軸が対数目盛になっており，過去 40 年に何回起きたかを示しています。横軸がその規模でありますが，死者数で言うと，バングラデシュやエチオピアの干ばつが，30 万人近い被害をもたらしました。それでも，阪神・淡路，東日本大震災は歴史的に相当大きな被害であったということになります。被害額をご覧いただきますと，東日本大震災は，飛び抜けて大きい被害額です。過去 40 年間，被害額で言うと，上位四つのうち二つが日本ですので，いかに日本が震災大国かということがわかります。

自然災害等にかかるデータベースは，海外では非常に充実したものがつくられております。ここでは，ルーヴァン大学というところで管理されている EM-DAT，Emergency Events Database というものを使っております。これは 1900 年以降，今のところ 1 万 7,000 件ぐらいの自然災害に関するデータベースがつくられて，研究が進んでおります。

その結果，大災害が経済成長に与える影響については，大きな合意が形成されています。それを簡単にパターン化した絵が図 2 でございます。縦軸が GDP の水準，経済活動の水準で，横軸が時間軸ですから，成長率はこの線の傾きに相当します。この真中よりちょっと左，大災害がありますと，大きな人的・物的被害が起きまして，GDP のレベルが大きく落ち込みますが，その後は復興需要で成長は短期的に加速します。駆け上がり方が，点線で示してある元のスピードより速くなるわけです。

問題はそのあとの長期趨勢であります。これについては経路としてはいろいろなパターンがあり

うるわけですが，これまでの研究の結果としては，平均的に見ると，大震災はその国の持つ潜在成長率に対しては中立であり，大きな影響を与えないことが多いと言われています。これがグラフでは②のケースです。ただし，それはあくまで平均的に見ればということであって，個別には，もともと持っていた力を下ぶれさせる①のケースと，むしろ成長力を高める③のケースがあります。

①になるのか，③になるのかは，その国，あるいは地域の制度的要因や政治的安定性に大きく依存しているということであります。ここにも記しておきましたが，ハワイ大学のノイ先生という方がこの方面の研究を多くなさっていて，この先生の分析によると，例えば識字率，政府の規模，救済制度の存在，あるいは貿易の開放度――これは何か被害が起きたときに，物資をきちんと輸入できるかどうかということですが――それから政治的安定性，こういったものによって経路が①になるのか，③になるのか，大きく分かれるという結論になっています。

ちなみに，概して，先進国や政治的に安定性の高い国では，災害をきっかけに成長力が高まるケースが見られるようです。一方，政治的基盤が非常に不安定なところでは，大きな災害が来ると，そのあとしばらく経済停滞が続くというようなことが起き，①になりやすいという結論が出ているということであります。

そこで，こういう大きなパターンを念頭に置いて，歴史に学ぶという観点から，一つの例として，阪神・淡路大震災からの復興過程を簡単に振り返ってみたいと思います。

ちなみに阪神・淡路大震災のあと，例えばこういう基本方針が出ております。ちょっと読み上げますと，「日本経済全体が構造変革の必要に迫られている。こうした時期に再建を進めることとなる被災地の産業復興にあたっては，単なる復旧は衰退につながる可能性をはらんでいる。被災地域を次世代産業のモデル地域として生まれ変わらせるという認識に立って，新たな産業発展を導く」と。まさしく，今，東日本大震災でも議論されているような方針であり，明らかに経路③を目指すということであったように思います。

それでは，結果がどうだったか。これはなかなか評価が難しいところではありますが，図3をご覧ください。左上の実質総生産を見ますと，兵庫県は，最初の2年間は全国を上回る成長を遂げたわけでありますが，そのあとは，全国に大幅に後れをとることとなります。ちなみに，これは，全般的な地域経済の疲弊と関係しているのではないかという疑問を持たれるかもしれませんけれども，兵庫県の成長は，全国の平均だけでなく，北海道，東北，中国，四国をも下回る結果になっています。

かつてこの地区の代表的な産業であった神戸港，港湾産業の地位を見ますと，取扱量では神戸港は世界5位，国内1位だったものが，最近では世界39位，国内でも4位になってしまいました。かつて，神戸，横浜，東京，大阪という順番だったのが，現在は東京，横浜，名古屋，神戸，こういう順番になっています。

これは決して復興が失敗したということではありません。具体的には，水深15メートルのバース

図３　阪神・淡路大震災のケース・スタディ

・実質総生産

	1994年	1996年	2000年	2010年
全国	100	106	108	115
兵庫県	100	108	103	104

（注）1994年10–12月期の生産水準を100として指数化した場合における，各年の10–12月期の生産水準。

・神戸港の地位（取扱量ベース）

	1985年	2005年
世界順位	5位	39位
国内順位	1位	4位

・ケミカルシューズ業界

✓ 神戸市内192社中158社（及び関連会社1,600社）の80％が全半壊

✓ 生産額

1994年	1995年	2006年
660億円	285億円	500億円

・医療産業都市構想（医療特区）

✓ 当初計画：進出企業数　30社
新規雇用 1,700 人

✓ 2010年度末：進出企業数　200社以上
新規雇用 4,100 人

（出典）内閣府，兵庫県，神戸市，Containerisation International Yearbook 等

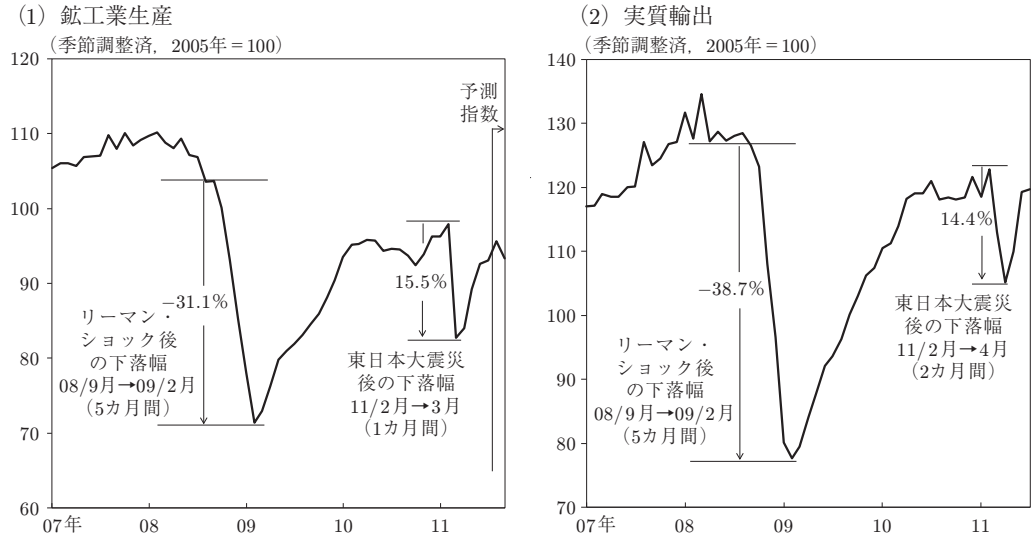
を非常に早く再建したという意味では，神戸港の復旧はうまくいったんですけれども，そのときすでに世界はもっと大型が中心になっていた。ちなみに 16 メートル級の大型のコンテナターミナルは，日本はまだ 5 個。これも全部東京ですが，韓国が 23，中国は 33，シンガポールが 12 と，こういうことになっています。復旧プログラムは見事に実現されたけれども，世界はそのとき，もっと先へ行っていたということになります。

もう一つ代表的な産業であるケミカルシューズ業界の生産額も，ボトムからは急速に復旧しましたが，震災の前の水準には戻らないということで，“8 割復興”という言葉が使われたようであります。

一方，成功した例の一つが，医療産業都市構想，医療特区です。進出企業数といい，新規雇用数といい，当初の予想を大幅に上回る拡大が実現しています。具体的には，技術のある外国人の入国の優先処理ですとか，あるいは地方公共団体の補助，あるいは大学教授の兼任を緩和するといった方策で，民間ビジネスを創出したわけです。

さて，ここから何が得られるでしょうか。先ほど申し上げたパターン③，つまり復興をきっかけに成長力を高めるためには，次のような要件が必要と考えられます。第一に，資源配分の大胆な見直しのためには，地域だけでなく，国全体としてのプランニングが必要であること。第二に，長期的な環境変化，例えば日本ですと，人口減少，少子高齢化，グローバル化といったことを明確に意識することです。そして，三つ目には，民間活力を活用するということがキーポイントになると考えられます。

図４　生産と輸出



（出典）経済産業省，財務省，日本銀行

このように整理しますと，震災により浮かび上がった課題として，じつは，日本経済が震災の前から直面していた難問，つまり，人口減少，グローバル化といった構造変化のもとでの成長力強化という課題がもう一度浮き彫りになったというふうに考えるべきではないでしょうか。

現状と展望

以上のような課題を念頭に置いたうえで，日本経済の現状と展望について話を進めたいと思います。図４の左側が鉱工業生産，右側が輸出であります。リーマン・ショックのときに，生産は５カ月で30％落ちました。グラフを見ればいかに大きなショックだったかわかりますが，今回の震災後は１カ月で15％落ちましたから，１カ月単位で見れば，リーマン当時を上回る落ち込みだったということになります。しかし，そのあと，日本経済は，少なくともマクロ的には驚異的なテンポで復旧しました。もちろんミクロレベル，特に被災地の経済復興はまだまだこれからですし，課題は山積していますが，日本全体の経済活動は，ほぼ震災前の水準に戻っていると言えます。

したがって，先ほどの震災後のパターンを思い起こしていただくと，ドーンと落ちて，そのあとかなり戻るというところまできた。今は，これから成長力が下がる方向で行くのか，高まる方向で行くのかの分岐点にいるというのが，日本経済の姿だろうと思います。

それにしても，この戻り方は，当初の大方の予想をはるかに上回るものでした。特に日本の企業レベル，あるいは個人レベルの現場力の強さは，世界に強く印象づけられたと思います。

図５　展望レポートの中間評価（2011 年７月）

■ 中心的な見通し

（景気）

- 現状：震災による供給面の制約が和らぐ中で，持ち直し
- 先行き：2011年度後半以降，緩やかな回復経路に復していく

（物価）

- 消費者物価の前年比は小幅のプラスで推移（8月の基準改定で下方修正）

政策委員の見通しの中央値（前年度比，％）

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数（除く生鮮）
2011年度	＋0.4	＋2.4	＋0.7
2012年度	＋2.9	＋0.6	＋0.7

■ リスク要因

- やや長い目で見た電力の供給制約については，不確実性が幾分増加
- バランスシート調整が米国経済に与える影響や，欧州のソブリン問題の帰趨
- 新興国・資源国における物価安定と成長の両立に関する不確実性

（出典）日本銀行

横道に逸れますが，先日，ある外国人ジャーナリストと話していたところ，「現場力」という言葉は英語になるだろうかという議論になりました。例えば grass roots power とか，people’s power と言っても，どうも意味は伝わらない。これは，やはり日本特有の概念ではないかという結論になりました。いずれ，Genba-ryoku という英語が定着するかもしれません。

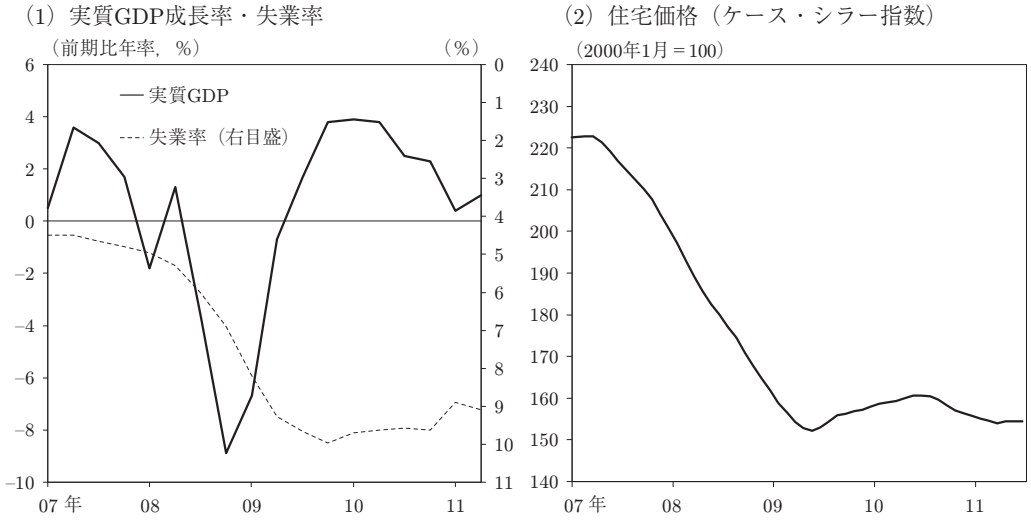
次に，日本経済の先行きについて申し述べます。図５は，日本銀行が 2011 年７月に公表した見通しです。この数字をご覧いただきますと，2011 年度の成長率は，さすがに震災の影響で，ゼロ％台と落ち込みますけれども，2012 年度につきましては，２％台の成長に戻るというのが標準的な見方です。ただし，これに対して相当大きな下ぶれリスク要因が出始めています。

まず国内要因としては，やや長い目で見た電力の供給制約という問題があります。先ほどの現場力もあって，夏場の電力制約はなんとか乗り越えたわけでありますが，中長期的な電力制約の不確実性は増大しています。もう一つは，安全で高機能というジャパンブランドをどうつくり直すかとか，サプライチェーンをどうつくり直すかということも含めて，中長期的な成長の課題も増えました。

さらに，間の悪いことにと申しますか，日本の経済活動が，なんとか震災の前のレベルまで到達したこの時期に，世界経済の不確実性が増大してしまっています。バランスシート調整が米国経済に与える影響，欧州のソブリン問題，さらに新興国・資源国の動向です。こうした海外経済の不確実性の増大が，円高の背景になっているわけです。

まず，図６で米国の経済動向を見ますと，リーマン・ショックのあと大幅に落ち込んで，2010 年の前半までは回復しましたが，そのあと急減速している姿が見てとれます。失業率も，かつて４％だっ

図６　米国の経済情勢



（出典）BEA, BLS, Bloomberg

た失業率が９％，10％に上昇し，あまり改善していません。

いったん資産価格の大きなバブルをつくって崩壊させてしまった経済のパスは，それこそ日本が過去 20 年経験してきた道であります。「バランスシート調整」と呼ばれますが，借金過多を背負って，これを返しながら走らざるを得ない経済は，なかなかモメンタム（勢い）が強まりません。

もう一つの不確実性要因が，図７にあるとおり，欧州ソブリン・リスク問題です。ギリシャ，アイルランド，ポルトガル，スペイン，イタリアなどの国債金利が急騰しています。

それぞれの国債の価値が下がると，その国債を保有している金融機関にとっては，資産内容の悪化となりますので，不良債権問題になります。これが金融仲介活動の悪化を通じて実体経済を下押しすることになれば，結果的に，税収不足により財政の再建が難しくなってしまい，国債の価格下落を悪化させます。このように，欧州では，財政，金融システム，実体経済活動という三者のマイナスの相乗作用が心配され始めており，当面，最大の不確実要因と見ています。

もう一つが図８にあるように新興国の動向です。リーマン・ショック以降，世界の経済成長はかなりの程度新興国に支えられてきました。景気刺激の結果，だんだん物価に火がついてきまして，こうした国々では，５％から 10％というかなり高いインフレになってきています。このため，実質所得が下がるという格好でかえって景気を下押ししかねない，あるいは経済の不均衡が高じれば，資金流出に見舞われかねない，という問題が起き始めました。

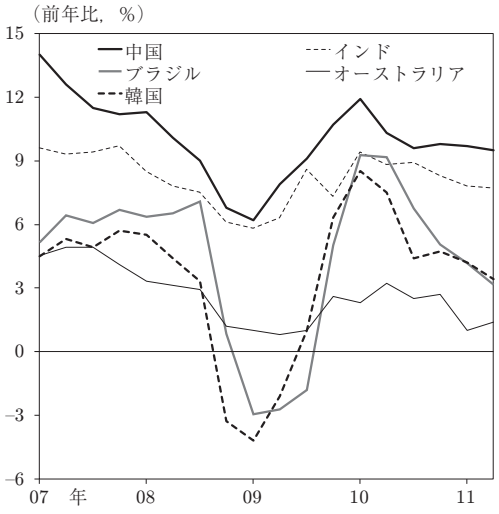
こうした世界経済の不安は，日本経済にいろいろな影響を与えることになりますが，端的に出てくるのが図９の為替レートです。よく使われる言葉で「リスクオフ」「リスクオン」という表現があ

図７　欧州のソブリン・リスク問題

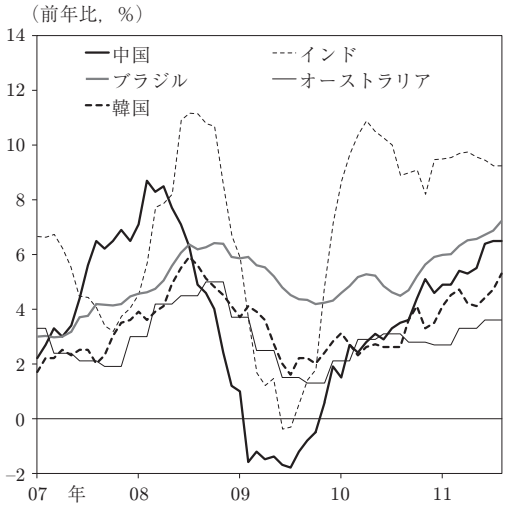
（出典）Bloomberg

図８　新興国の経済・物価情勢

（1）実質GDP成長率



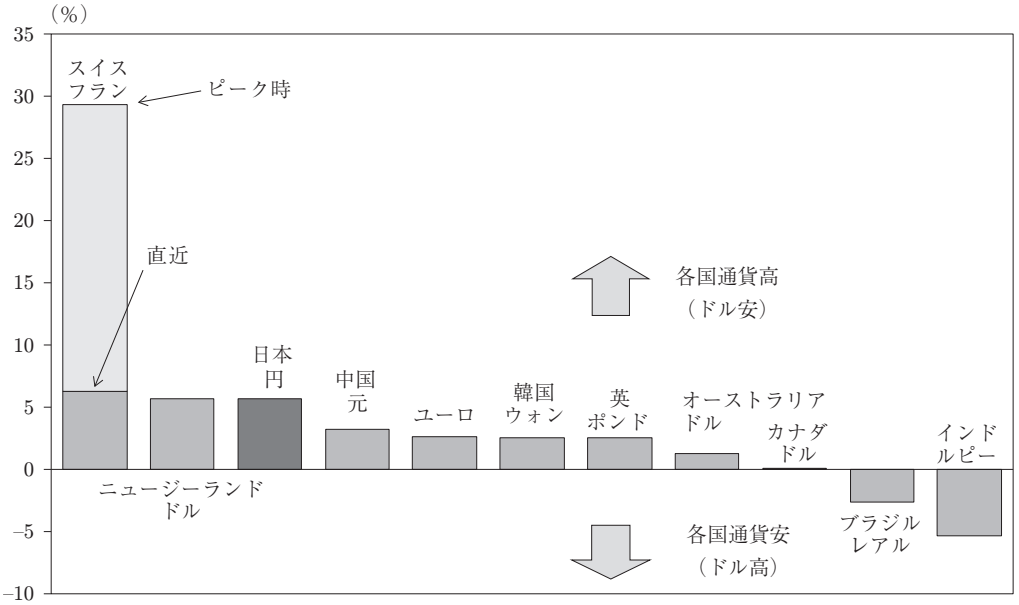
（2）消費者物価



（注）（2）のインドは卸売物価指数。オーストラリアは四半期の値。

（出典）Bloomberg

図９　主要通貨の対ドルレートの変化率（2011 年初対比）



（出典）Bloomberg

ります。世界経済の状況が順調ですと，投資家が安心してリスクをとれるようになるので，例えばドルやいろいろな通貨が買われ，相対的に円に対する買いは薄らぎます。反対に，世界が不安定になると，投資家はリスクを回避しようとして，安全資産に逃げ込むようになる。そのリスクオフの対象となる安全資産は何かというと，三つ，日本円とスイス・フランと金と言われています。ですから世界で何か問題や混乱が起きると，この三つの値段が上がるという現象が起きがちになります。

円高の進行は，輸出企業の競争力ですとか，製造業の空洞化等々も含めて，日本経済の先行きの成長に対してマイナスの影響を与えかねません。それでは，円高にどう対処するか。これには複線の対応を考える必要があろうかと思います。

当然，急激な市場の変動に対しては，政府も明言しているとおり，介入等も含め適切な対応をとるということがあります。日本銀行が行っている金融緩和も円高を和らげる方向に働くはずです。同時に，円高のメリットをどう活かすか。例えばこれから日本経済が成長するためには，アジアの成長をどう取り込むかというのが大きな課題になるわけで，その一つの手段として企業による M & A を考えると，円高はその好機でもあります。そうした面で企業の国際活動をどうサポートしていくかという戦略も必要ではないでしょうか。

図 10　金融インフラの維持

■ 金融・決済機能の維持

- 被災地への現金供給
  （震災後１週間で3,100億円以上＜平年同時期の３倍＞）
- 損傷した銀行券・貨幣の引き換え
  （9月初めまでで約34億円＜阪神・淡路大震災時は約半年で８億円＞）
- わが国の決済システムの根幹となる日銀ネットの安定的な稼働を維持

■ 被災地金融機関の支援

- 被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションの導入
  （総額：１兆円，期間：１年，金利：0.1％）
- 日本銀行から資金調達する際の担保の適格要件の緩和

（出典）日本銀行

金融政策の運営

以上，日本経済の現状と展望，リスク要因などを申し上げました。次に，こうした情勢判断を踏まえて，震災後の日本銀行の金融政策運営についてご説明します。

まず第一に，大震災以降，日本銀行が取り組んだ最大の課題は，図 10 にあるように，わが国の金融インフラの維持ということです。水道，ガス，電力と並んで，お金や資金決済ということも大事な生活インフラであります。実際，震災直後，多くの人々は預金を下ろして，現金を手元に持っておこうとしました。この現金の供給が滞って，例えば銀行の前に預金を下ろす人の行列ができてしまうとなると，それだけで信用不安の引き金となりかねません。

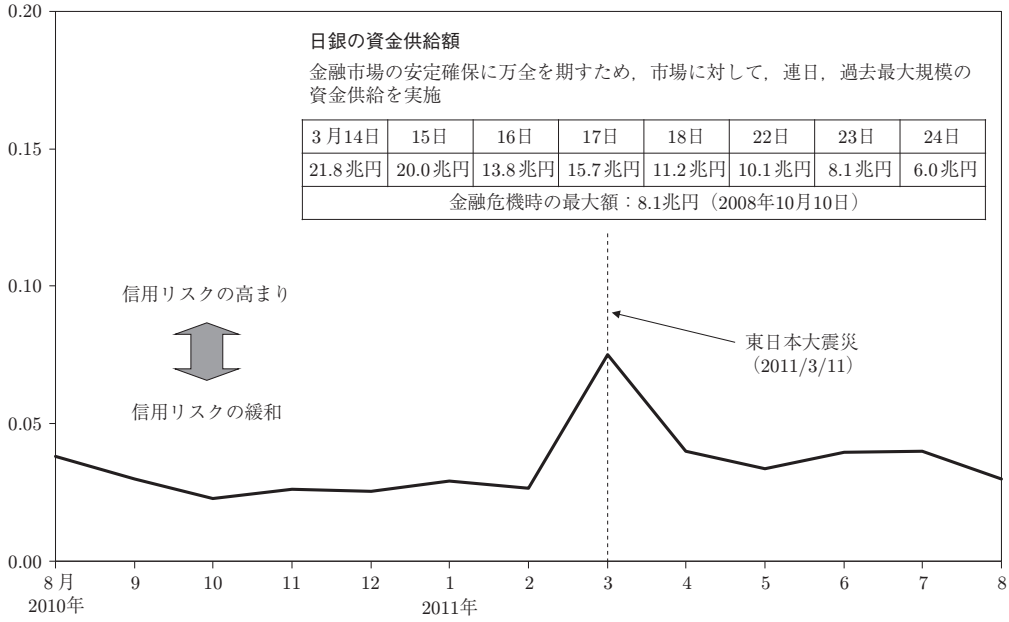
したがって，まず初めに日本銀行が最も意を用いたのは，現金をどうやって被災地に運ぶかということでした。実際に震災後の 1 週間で 3,100 億円以上，通常時の 3 倍のお金が金融機関から引き出されることとなり，それを無事に被災地に搬送いたしました。

そのあとは，今度は汚れたお金，水浸しになったり破損したお金が，きれいなお金と交換するために大量に日銀に戻ってきました。その額は，これまででなんと 34 億円にのぼります。ちなみに阪神・淡路大震災のときは半年で 8 億円でしたから，いかに多量のお金が水浸しになって使えなくなったかわかります。こうした地道な作業も金融インフラの維持のために不可欠なのです。

そのほか，被災地の金融機関が資金調達で苦しまないように，困ったときには日本銀行がお金を融通してあげますよ，というオペレーションも導入しております。ただ，結果的には，被災地の金融機関は，資金繰り的には十分潤沢な状況になっています。貸出がまだなかなか出ないのに，預金は，義援金や保険金でたくさん入ってきているからです。その意味で，新しい復興計画が実行に移されれば，金融的にはこれをサポートする準備は十分できています。

図 11　金融市場の安定確保

（CP発行金利＜3カ月物＞と国庫短期証券流通利回り＜3カ月物＞との差，％）



（出典）証券保管振替機構，Bloomberg，日本銀行

二つ目が，図 11 でお示しした金融市場の安定確保です。このグラフは CP（コマーシャルペーパー）という，企業が資金調達のために発行する短期証券の発行金利を示したものです。この市場はリーマン・ショックのあと機能不全に陥り，企業金融に深刻な影響を与えました。今回も，少し金利が上がりかけたのですが，これに対して，震災直後から多額の資金供給をいたしまして，なんとか 1 カ月ぐらいで市場の不安を収めました。ちなみに，この 1 日 20 兆円という資金供給額の規模ですが，リーマン・ショック後の最大額が 8.1 兆円でしたので，その 2.5 倍の金額を供給したということになります。

この二つは，いずれにせよ，ほぼ作戦としては完了したものです。今日本銀行が注力しているのは，金融政策の観点から成長を刺激するためには何ができるだろうかということです。

日本銀行は，1999 年から，バブル崩壊後の状況の中で，デフレ克服のために様々な非伝統的な金融政策にトライしてきました。金利をゼロにするという政策，量的緩和と呼ばれるお金の量を増やす政策，将来の金融政策のパスを約束して長期金利に働きかける政策など，どれも日本銀行が世界に先駆けて導入した方法です。さらに，今，日本銀行が取り組んでいるのが，中央銀行の道具を使って民間のリスクテイク活動や成長を刺激する政策です。

一つは，去年（2010 年）の 10 月に導入した包括緩和という枠組みのもとで，図 12 にあるように

図 12　資産買入等の基金の増額

2011年3月14日	企業マインドの悪化や金融市場におけるリスク回避姿勢の高まりが実体経済に悪影響を与えることを未然に防止
8月4日	海外の経済情勢や，それらに端を発する為替・金融資本市場の変動を踏まえ，景気の下振れリスクにより留意すべき情勢であると認識

（兆円）

	基金総額	資産の買入				固定金利オペ
			国債	CP・社債等	ETF・J－REIT	
導入時	35.0	5.0	3.5	1.0	0.5	30.0
3/14 増額後	40.0 (+5.0)	10.0 (+5.0)	5.0 (+1.5)	4.0 (+3.0)	1.0 (+0.5)	30.0
8/4 増額後	50.0 (+10.0)	15.0 (+5.0)	8.5 (+3.5)	5.0 (+1.0)	1.51 (+0.51)	35.0 (+5.0)

（注）（ ）内は前回からの増額幅。

（出典）日本銀行

新しい資産買入基金を設置し，国債，社債・CP などの有価証券に加え，ETF という上場投資信託や，不動産投資信託の J-REIT を購入しています。こうした大量の資産購入によって，長めの金利ですとか，資産価格，その背後にあるリスクテイク活動に影響を与えていくことが狙いです。昨年，総額 35 兆円で導入したのち，震災の直後に 40 兆円に拡大し，最近また 50 兆円に増額しました。

もう一つ，これも昨年から，成長基盤強化支援のための資金供給という新しい制度を始めております。その概要が図 13 です。これは金融機関と企業が話し合って，新しい分野に資金を付けるのであれば，その範囲内で日本銀行がバックファイナンスする，という制度です。

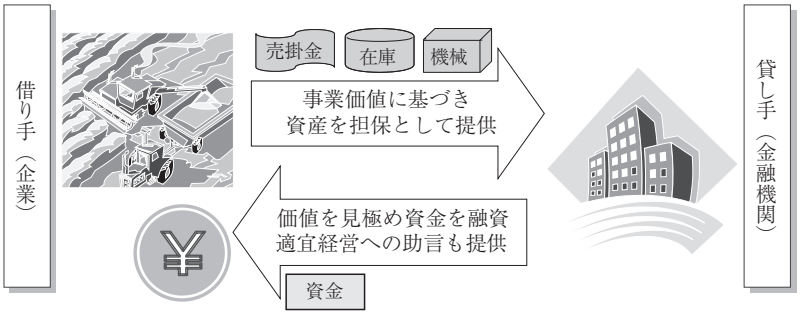
こういう仕組みは，いわば制度金融であって，本来は中央銀行の領域ではないという見方もありますが，われわれとしては，成長を支援することが，デフレを克服するためにも重要であると考え，物価の安定を目的とする中央銀行としては，この分野でも最大限の貢献をすべきと判断しました。

ごく最近では，新しい 5,000 億円の枠を設け，出資とか，ABL という新しい融資の手法にも適用できるようにしました。ABL，すなわち Asset Based Lending とは，成長期あるいは黎明期にある企業が，売掛金や在庫を担保にして金を借りるという仕組みであります。

ちなみに米国では，事業性の貸出の 2 割が，この ABL です。成長企業というのは，まず企業を始めるときにエンジェルから，あるいはベンチャーキャピタルからキャピタルを調達し，そのプロセスでは ABL を使って資金を調達する方法が確立しています。日本はまだこうした仕組みが発達

図 13　成長基盤強化支援のための資金供給

資金供給の枠組み（2010年6月）
金融機関に対し，成長基盤強化に向けた融資・投資の実績額の範囲内で，長期（4年）かつ低利（0.1%）の資金を供給 直近の貸付残高：3兆円（残高上限3兆円）
新たな貸付枠の設定（2011年6月）
貸付総額：5,000億円（従来の3兆円の貸出総額とは別に設定） 対象とする投融資 ① 出資等（資本性を有する投融資） ② 動産・債権担保融資（いわゆる「ABL」）等，不動産担保や人的保証に依存しない融資



（出典）日本銀行

していないので，支援していこうということです。

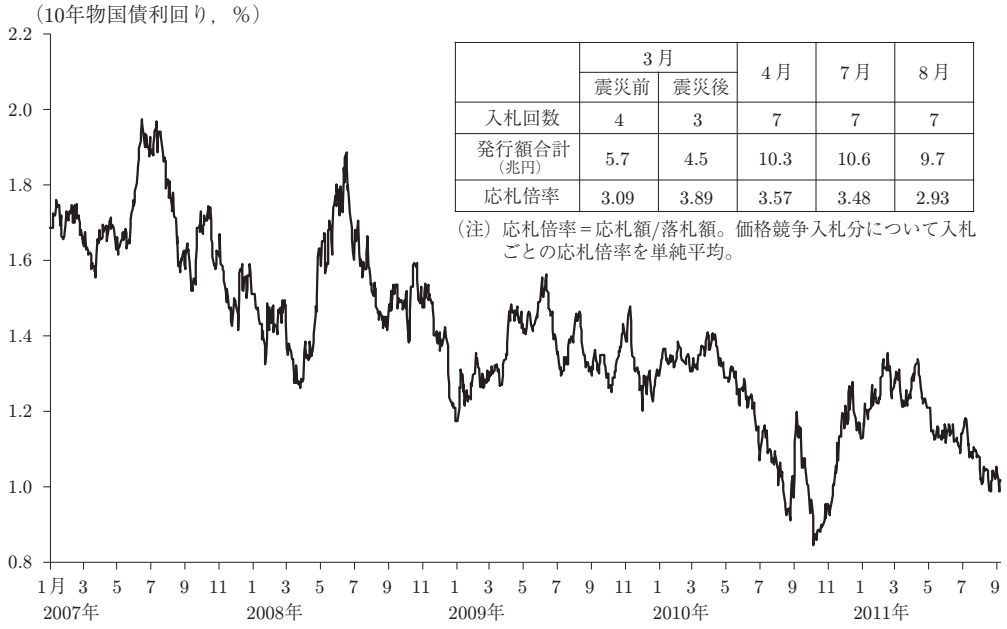
財政と金融

以上，最近の金融政策運営についてご説明してまいりました。最後に，金融政策の運営に関連して，中央銀行と財政の接点である国債市場や日銀の国債買入について触れたいと思います。復興財源の調達という議論の中で，政府はこれ以上国債を発行できないし，直ちに増税もできないので，国債をとりあえず日銀が引き受けてはどうか，という主張が聞かれるからです。これはたいへん危険な議論で，いくつか誤解もあるように思われます。

まず，もうこれ以上国債は発行できないかどうか，よく吟味が必要です。吟味が必要と申し上げる意味は，短期と長期で評価が異なってくるからです。

短期的には日本の市場の国債消化余力はまだまだ高いです。図 14 で，長期金利の動向を見ると，現在でも低金利が続いています。仮に国債の消化が苦しくなると，長期金利が上がっていくはずです。今回，復興財源調達のためにどこかで財政負担が増える，それはいずれ国債増発につながり，市場で消化難になるとマーケットが織り込めば，長期金利は上がるはずですが，長期金利はまったく上がっていないどころか，むしろ下がっているわけです。また，震災前と震災後の国債の入札の結

図 14　国債市場の動向



	3月		4月	7月	8月
	震災前	震災後			
入札回数	4	3	7	7	7
発行額合計（兆円）	5.7	4.5	10.3	10.6	9.7
応札倍率	3.09	3.89	3.57	3.48	2.93

（注）応札倍率＝応札額/落札額。価格競争入札分について入札ごとの応札倍率を単純平均。

（出典）Bloomberg，日本銀行

図 15　国債の消化環境

国債の国内保有比率	95.1％

国内の部門別資金余剰額	
家計部門	10.8兆円
非金融法人企業	32.7兆円
金融機関	8.2兆円
合計	51.7兆円

経常収支黒字	17.2兆円 （対名目GDP比3.6％）

（注）データはすべて2010年。
　　国債は普通国債と財投債の合計。
（出典）財務省，内閣府，日本銀行

果を見ても，ほとんど変わっていません。このように，国債市場は非常にいい環境にあり，消化は十分できる状況にあると言うことができます。

そうは言っても，長期的に見て，いくらでも財政赤字を膨らませることはできません。財政運営の規律に対する信認が損なわれると，国債をそれ以上発行できなくなるからです。日本は，GDP の 2 倍の借金残高を抱えています。ギリシャよりも，ポルトガルよりも財政状況は悪い。それにもかかわらず，日本の金利が低位で安定しているのはなぜか。図 15 に示したようにいろいろな議論があ

図 16　中央銀行の国債買入

Ⅰ. 金融政策目的のオペレーション

(1) 銀行券需要の趨勢的な残高におおむね見合うよう市場に対して安定的な資金供給を行うことを目的とした長期国債買入

長期国債年間買入額	長期国債保有残高	銀行券発行残高
21.6兆円	62.1兆円	79.2兆円

(2) 長めの金利の低下を促すことを目的とした「資産買入等の基金」を通じた買入

	買入枠	保有残高
長期国債	4.0兆円	1.6兆円
短期国債	4.5兆円	2.7兆円

Ⅱ. 国債引受

- 中央銀行による国債引受禁止は世界的に確立された基本原則
- 財政規律や通貨の信認確保の重要性（歴史の教訓）

（出典）日本銀行

ります。例えば日本は国債の国内保有比率が 95 %，外国人はほとんど持っていません。ちなみにギリシャ国債の外国人保有比率は 75 %，スペイン，イタリアも 50 %以上外国人保有です。また，日本は国内の資金余剰も大きい。家計，企業の毎年毎年の貯蓄額は 50 兆円ありますから，数十兆円の国債は十分消化できる規模であるという議論もあります。これは経常収支が黒字であるということと表裏の関係ですが，いずれにせよ，これらを考えると，国債の消化環境は非常にいいと言うことができます。

しかし，だからといっていつまで経っても大丈夫とは言えません。例えば国債の国内保有比率 95 %とはいっても，その国内投資家が資金を海外に逃避させるリスクは否定できません。また，国内の資金余剰も，いずれ企業が投資を再開すれば変化しますし，高齢化が進んで貯蓄率が下がると，経常黒字も減っていきます。こうした長期的な情勢変化を展望すれば，今の段階で財政の規律について市場の信認を得ることがきわめて大切です。

そのうえで，財政規律という観点から見ると，中央銀行の国債買入オペについては細心の注意が必要です。じつは日本銀行は，世界の中央銀行の中で最も大量に国債を買っている中央銀行です。図 16 にありますとおり，日本銀行は二つのオペレーションをやっております。一つは，銀行券という日本銀行の負債に対応する長期の資産を持つために国債を買っているというオペレーションです。これは年間 20 兆円ほどです。それに加えて，先ほど申し上げた資産買入等の基金を通じて，長めの金利に影響を及ぼすために，国債を 8 兆円の枠で買っています。日本銀行のこうした大量の国債買入が安定的に行われているのは，市場参加者や投資家が，「この国債買入は，お札を刷って財政赤字を埋めるためのものではない」ときちんと理解してくれていることが背景にあります。

図 17 「高橋財政」の評価

- 総合的なマクロ経済政策（ケインズ以前に実施された先駆的な経済政策）
  - ✓ 為替：金本位制の停止に伴い，円は対ドルで 6 割下落
  - ✓ 金融政策：公定歩合の引き下げ（6.57%⇒ 3.65%）
  - ✓ 財政政策：軍事費，地方公共事業費を中心とした積極財政
- —— 日銀が引き受けた国債のほとんどは民間金融機関に売却されていた

（単位：百万円，%）

	日本銀行引受額（a）	日本銀行売却額（b）	（b/a）
1932年	200	16	8.2%
33年	1,115	843	75.6%
34年	701	928	132.3%
35年	751	702	93.5%
合計	2,767	2,489	90.0%

（出典）日本銀行

これは海外でも同じです。例えば米国の FRB（連邦準備制度理事会）も，昨年から国債の買入オペレーションを始めましたし，ギリシャ・ショックのあと，ヨーロッパの中央銀行も国債のオペレーションを始めました。いずれも，「これは，マーケットを修復するためであり，お札を刷って財政赤字を埋めるためではない」という説明を繰り返しています。

それに対して国債の引受というのは，まさしくそのお札を刷って財政の支出を賄うということにほかなりません。これをいったん始めると，必ず厳しい結果につながるというのが厳しい歴史の教訓で，国債の中央銀行引受は禁止するというのが，世界的に確立された基本原則です。

ちなみに，こうした話をすると必ず引き合いに出されるのが，昭和恐慌時の高橋（是清）財政の評価です。高橋財政といいますと，しばしば日銀の国債引受で成功した政策と言われていますが，これは正確ではありません。

図 17 をご覧ください。一つは，日銀の国債引受といっても，じつは引き受けた国債はほぼ全額，市場に売っていました。当時は国債市場がまだ未発達だったため，日銀が，かつての国債シンジケート団のような役割を果たしていたわけです。したがって，日銀は，お札を刷って財政のファイナンスをしていたわけではありません。いよいよ国債の市中消化ができなくなって，これ以上の財政拡大を阻止しようとした高橋是清は，1936 年に暗殺されてしまったのです。

もう一つ，高橋財政というのは，決して財政だけではなくて，為替や金融の複合政策でした。金本位制の停止に伴い，急激な円安が進み，円は対ドルで 6 割下落しました。今で言うと 75 円が 180 円になるくらいの円安でした。それだけ井上準之助の金解禁は厳しかったということにもなるわけでありますが，いずれせよ，高橋財政とは，こうした様々な手段の複合政策として理解する必要が

図 18　まとめ

1. 大震災と日本経済

「成長力の強化」という本来の課題が改めて浮き彫りに

2. 日本経済の展望

短期：供給制約はほぼ解消
中長期：不確実要因多い
—— 国内：電力制約，ジャパンブランドの回復，サプライチェーンの再構築
—— 海外：米国経済，欧州ソブリン・リスク，途上国インフレ問題
——「円高対策」の意味

3. 金融政策運営

金融インフラの維持，市場の安定確保，金融緩和強化，成長基盤強化支援

4. 復興財源問題と国債市場

財政・金融政策運営に関する信認確保の重要性

あり，単純な日銀の国債引受による財政拡大ではなかったのです。

まとめ

最後に本日申し上げた 4 点について図 18 のようにまとめさせていただきました。まず第一に，震災後の復興のために何が必要か，歴史を踏まえて考えてみると，成長力の強化という，日本経済の本来の課題が改めて浮き彫りになるということです。第二に，現段階では，日本経済は震災に伴う供給制約はほぼ解消し，震災前のレベルに戻ったと言えます。あとはこれをきっかけに成長力を強化できるかどうかという岐路に立っているわけです。第三に，金融政策運営としては，震災後，金融インフラの維持，市場の安定確保に注力し，今は資産買入基金を通じた金融緩和の強化，成長基盤強化等の政策を推進しております。そして，最後に，日本銀行は，今後とも金融緩和を強力に講じていくつもりですが，その際，財政・金融政策運営に対する信認確保が重要であるということを申し述べました。いろいろな意味で，日本がこれからの国のかたちをどうつくるかということが問われている，たいへん重要な段階にある，ということを申し述べて私の話を終えることとします。

（日本銀行理事）