

東日本大震災後の経済・物価の日銀見通し

～日銀展望レポート 2011 年 4 月～

調査情報担当室 鈴木 克洋

平成 23 年 4 月 28 日、日本銀行政策委員会・金融政策決定会合において「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）が決定された。展望レポートは、日銀の想定する先行き経済・物価情勢の標準的なシナリオやリスク要因とともに、これを踏まえた今後の金融政策運営の考え方が示されており、先行きの金融政策運営を予想する上でのベンチマーク（基準）となる。今回の展望レポートでは、3 月 11 日に発生した東日本大震災を受けて、我が国経済の先行きについて日銀の見方が示された。本稿では、今回の展望レポートについて整理する。

1. 日銀における経済・物価の見通し

今回の展望レポートにおける政策委員の経済と物価の見通しを確認する¹（図表 1）。先行き見通しの対象は 2012 年度までの 2 年間である。

まず、実質経済成長率の見通しを確認すると、2010 年度 2.8%²、2011 年度 0.6%、2012 年度 2.9%とされた。東日本大震災前の 1 月に公表された日銀の見通し³では、順に 3.3%、1.6%、2.0%であったことから、2010 年度と 2011 年度はそれぞれ▲0.5%ポイント、▲1%ポイントの下方修正、逆に 2012 年度は+0.9%ポイントの上方修正となり、いずれも大幅な修正である。今回の大震災を受けて先行きの経済成長率については、足下減速と先行き回復の振幅が生じるという見通しが示されている。

この見通し数値の前提となる日銀の先行き経済のシナリオの詳細については 2 節で整理するが、その概要は、2011 年度前半までは東日本大震災に伴う一時的な供給ショックによる経済への下押し圧力が、2011 年度後半以降は復興需要

¹ 政策委員全員の見通しから最大値と最小値を 1 個ずつ取り除いた見通し（大勢見通し）の中央値。本稿では、この見通しを日銀の見通しとして扱う。

² 展望レポート公表後に発表された 2011 年 1-3 月期 GDP 2 次速報（2010.6.9）において、2010 年度の実質 GDP 成長率は 2.3%となり、実績値は日銀の見通しより更に 0.5%ポイント下振れすることになった。

³ 日本銀行「当面の金融政策運営について」（2011.1.25）。展望レポートは、毎年 4 月末及び 10 月末に公表されるが、展望レポートの公表から 3 か月後に当たる 7 月と 1 月の金融政策決定会合においては、展望レポートの中間評価が行われることになっており、この際に、展望レポートと同様に政策委員の見通しが公表されている。

図表1 日本銀行政策委員の経済・物価情勢の見通し

対前年度比、%			
2010年度	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
実績値	+2.3	+0.7	-0.3
2011年4月	+ 2.8 ~ + 2.8 [+ 2.8] (+ 2.7 ~ + 2.9)	-	-
2011年1月	+ 3.3 ~ + 3.4 [+ 3.3] (+ 3.2 ~ + 3.5)	+ 0.5 ~ + 0.6 [+ 0.5] (+ 0.4 ~ + 0.6)	- 0.4 ~ - 0.3 [- 0.3] (- 0.4 ~ - 0.2)
2010年10月	+ 2.0 ~ + 2.3 [+ 2.1] (+ 2.0 ~ + 2.3)	+ 0.7 ~ + 0.9 [+ 0.9] (+ 0.5 ~ + 0.9)	- 0.5 ~ - 0.3 [- 0.4] (- 0.5 ~ - 0.2)
2011年度	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2011年4月	+ 0.5 ~ + 0.9 [+ 0.6] (+ 0.5 ~ + 1.0)	+ 1.6 ~ + 2.6 [+ 2.2] (+ 1.5 ~ + 2.7)	+ 0.5 ~ + 0.8 [+ 0.7] (+ 0.5 ~ + 0.9)
2011年1月	+ 1.4 ~ + 1.7 [+ 1.6] (+ 1.4 ~ + 1.8)	+ 0.7 ~ + 1.2 [+ 1.0] (+ 0.6 ~ + 1.2)	0.0 ~ + 0.4 [+ 0.3] (- 0.1 ~ + 0.4)
2010年10月	+ 1.5 ~ + 1.9 [+ 1.8] (+ 1.5 ~ + 1.9)	+ 0.4 ~ + 0.7 [+ 0.5] (+ 0.4 ~ + 1.0)	0.0 ~ + 0.3 [+ 0.1] (- 0.2 ~ + 0.4)
2012年度	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2011年4月	+ 2.7 ~ + 3.0 [+ 2.9] (+ 2.5 ~ + 3.0)	+ 0.3 ~ + 0.7 [+ 0.6] (+ 0.1 ~ + 1.0)	+ 0.5 ~ + 0.7 [+ 0.7] (0.4 ~ + 0.7)
2011年1月	+ 1.9 ~ + 2.2 [+ 2.0] (+ 1.8 ~ + 2.4)	+ 0.5 ~ + 0.8 [+ 0.7] (+ 0.3 ~ + 1.0)	+ 0.2 ~ + 0.8 [+ 0.6] (0.0 ~ + 0.8)
2010年10月	+ 2.0 ~ + 2.4 [+ 2.1] (+ 2.0 ~ + 2.4)	+ 0.3 ~ + 0.8 [+ 0.6] (+ 0.3 ~ + 1.0)	+ 0.2 ~ + 0.8 [+ 0.6] (0.0 ~ + 0.8)

(注1) 数値は、大勢見通し。ただし、[]内は、中央値。()内は、政策委員全員の見通し。「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

(注2) 各政策委員は、政策金利について市場に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にしつつ見通しを作成している。

(注3) 2010年度の消費者物価指数については、前年比を1年間大きく押し下げる要因となる高校授業料の影響を除いている。高校授業料については、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比を0.5%程度押し下げると試算される。

(注4) 網掛けは今回発表の分。実質GDP実績値は、2011年1-3月期GDP2次速報の数値。

(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」から作成

の高まりによる経済への押し上げ圧力がかかるというものである。

次に、物価の見通しについて、消費者物価指数(除く生鮮食品)上昇率を確認すると、2010年度実績の▲0.3%に続いて、2011年度の見通しは0.7%、2012年度は0.7%とされ、1月時点の日銀見通しと比較して、2011年度は+0.4%ポ

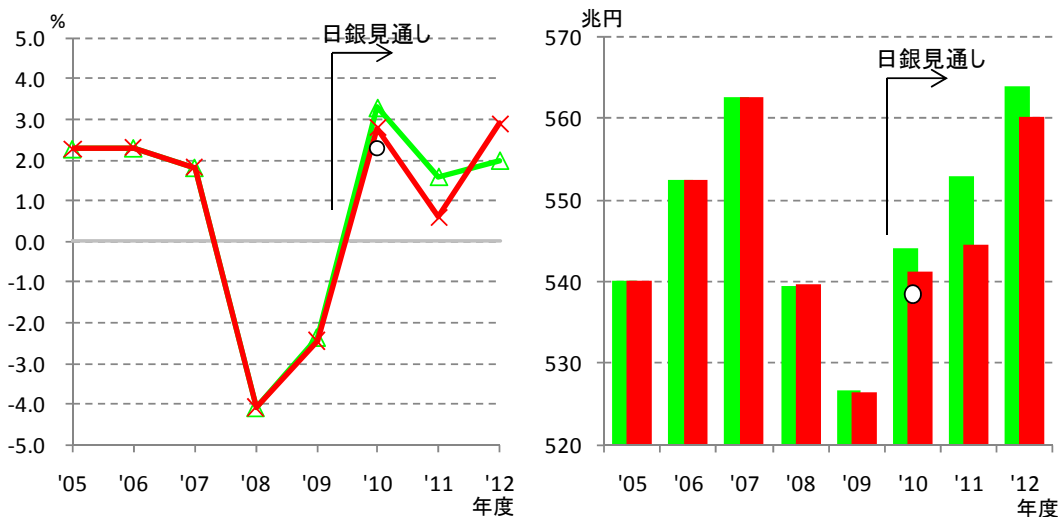
イント、2012年度は+0.1%ポイントの上方修正となった。東日本大震災は発生したが、一時的な影響はあるにせよ、趨勢的には物価は大きな影響を受けることはないと思われている。この点は3節で詳細に見る。

ところで、上記のように今回の日銀の経済見通しで見込まれた経済成長率の振幅は、GDPにどのような影響を与えるのか。展望レポートの経済見通しとして示される経済成長率はあくまで「方向」であることから、その影響を経済規模として捉えるために「水準」を確認する必要がある。図表2は日銀の見通しを基にGDP水準を試算したものである。前回の日銀見通し（緑色）を震災なかりせば達成できたと考えられる水準と捉えるならば、今回の見通し（赤色）において、2012年度に高い成長率が見込まれたとしても、経済水準は、2012年度の見通し対象期間内においては、従来に見通し水準に到達することは困難であるということが確認できる。今回の大震災によって、2012年度に高成長を見込んだとしても、規模としては当初の水準には到達できず、我が国経済にとって大きな影響を受ける可能性があることは日銀見通しからもみることができる。

図表2 日本銀行によるGDP見通し（試算）

経済成長率（日銀見通し）

実質GDP水準（試算）



(注1) 緑線が前回（2011年1月）の見通し、赤線が今回（2011年4月）の見通し。

(注2) ○印は2011年度の実績値（2011年1-3月期GDP2次速報）。

(注3) 2009年度の実質GDP実績値に展望レポートで示される経済成長率見通し（政策委員の大勢見通しの中央値）を乗じて試算。

(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」等から作成

2. 日銀の先行き経済のシナリオ

2-1. 日銀シナリオの前提：震災の影響は一時的

展望レポートでは、日銀の先行き経済・物価のシナリオについて、蓋然性が高いと考えられる中心的なシナリオとともに、そのシナリオに係る上振れ・下振れのリスク要因が説明されることになっている⁴。

今回の展望レポートでは、東日本大震災という未曾有の災害が生じ、先行きの経済情勢について非常に不確実性が高い状況下で、シナリオを示すことになった。このため、日銀は経済・物価のシナリオを考えるにあたり、まず展望レポートの冒頭で、大震災が実体経済に与える影響について、3つの視点を整理してから議論を進めている（図表3）。

図表3 震災の影響に関する3つの視点

- | |
|---|
| <p>①震災による経済下押し圧力は、基本的に供給面のショックであること
経済回復を支えてきた基本的条件（海外経済の高成長等）には大きな変化はない。</p> <p>②震災の影響は、時間の経過で変化すること
短期的には供給制約。その後は復興需要の顕現化。長期的には趨勢的な成長力。</p> <p>③②の影響の現れ方は、時期・規模とも不確実性が高いこと</p> |
|---|

（出所）日本銀行「経済・物価情勢の展望」を筆者要約

この3つの視点を要約するならば、(1)東日本大震災はあくまで「一時的な」供給ショックであり、(2)我が国経済の成長メカニズム〔海外経済→輸出→生産→所得→支出〕自体は基本的には崩れていない、と読むことができるだろう。これが今回の日銀の標準シナリオ作成の前提となっており、特に、震災の影響を「一時的」であるとした点がポイントになる。もちろん日銀も「一時的」という点について不確実性が高いことも認識しており、この点は別途リスク要因として整理している。

2-2. 標準的なシナリオ：当面、生産面を中心に下押し圧力が強い状況が続く。

2011年度後半以降、緩やかな回復経路に復していく。

以上を念頭にして、日銀の震災後の経済シナリオの詳細をみる（図表4）。まず、今回の大震災前の我が国経済状況は、家電エコポイント終了等に伴う駆け込み需要の反動によって景気押下げ圧力があつたものの、海外経済の高まりに

⁴ 実際には、前回の展望レポートで示されたシナリオ及びリスク要因について、足下の経済状況等に照らして点検し、修正すべき場合は修正等を行って、新たなシナリオ等を公表している。

よって輸出・生産が増加基調にあったと評価し、震災直前は我が国経済成長メカニズムには大きな変調はなかったとの認識を示す。

この状況下で発生した東日本大震災は、資本設備の毀損、サプライチェーンの寸断、電力供給不足の問題など供給サイドの制約をもたらし、輸出や生産を落ち込ませた。また、需要面でも企業や家計のマインド悪化が設備投資や個人消費を下押しすることになった。

ただし、こうした供給・需要両面の経済下押し圧力は、当面（2011年度前半）は続くものの、これらは一時的な影響であると考えられることから、特に供給面での制約が緩和されてくれば、海外経済の改善に伴って我が国経済の成長メカニズムが動き始めるとしている。つまり、2011年度後半以降になれば、代替生産・代替調達先の確保などによってサプライチェーンの再構築が一段と進展し、また夏場の電力需要ピークが終了することによって電力逼迫状態が改善に向かうなど供給制約は和らぐことになる。これによって我が国経済は外需への対応が可能となり、新興国の高成長に牽引され回復を続ける海外経済に伴って輸出や生産が増加してくると予想している。また、毀損した資本ストックの復

図表4 日銀の経済シナリオ（概要）

年度	実体経済全体	海外経済	企業部門			家計部門
			サプライチェーン	電力供給	資本設備	
2010後半 (震災前)	改善テンポの鈍化から徐々に脱しつつある状態	+(在庫一巡による成長ペースの一時的鈍化から再び高まり)				▲(耐久消費財駆け込み需要の反動)
2010後半 (震災後) 2011前半	当面、生産面を中心に下押し圧力が強い状況	+(新興国の高成長に牽引され回復を続ける)	▲(寸断) ▲(代替生産、代替調達先確保等で再構築を進めるが要時間)	▲(電力供給不足) ▲(夏場の電力需要ピークが相応の制約)	▲(毀損) ▲(企業マインド悪化による設備投資の下押し) +(毀損した資本ストックの復元に向けた動き)	▲(消費者マインド悪化による個人消費の下押し) +(雇用・所得環境の改善)
2011後半	景気回復テンポが高まる					
2012以降	輸出・生産を起点とする所得・支出への波及メカニズムがより明確に働き、潜在成長力を上回る成長が続く		+(再構築が一段と進む)	+(需給逼迫が改善に向かう)		+(雇用者報酬増加の明確化)

(注) +は経済押し上げ要因。▲は経済下押し要因。日銀展望レポートを筆者要約。

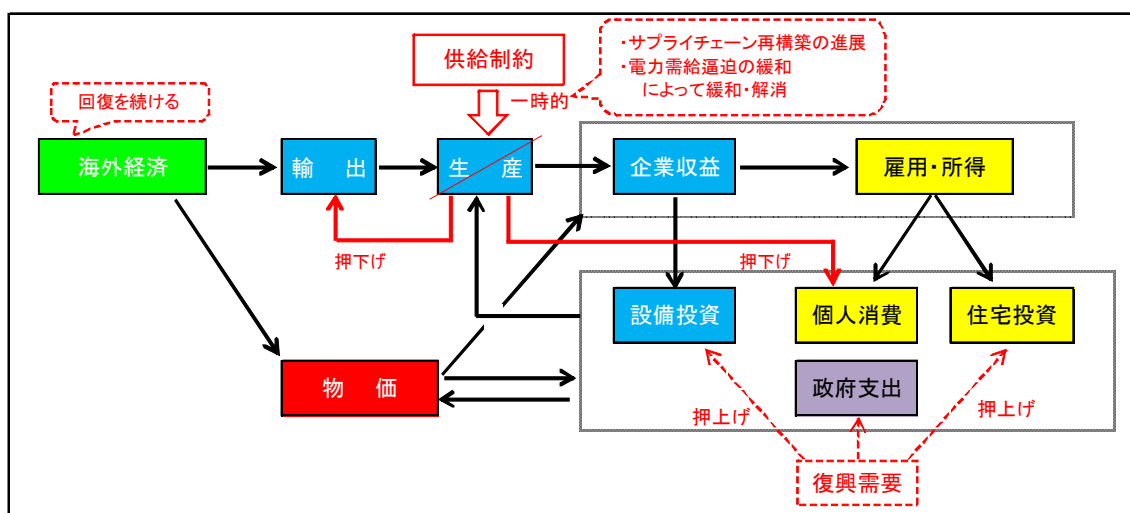
(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」から作成

元に向けた需要面からの動き（設備投資、公共投資、住宅投資）なども我が国経済を押し上げる方向で寄与するとみている。

さらに、これら生産活動の回復に伴う雇用・所得の改善を背景にして、消費が緩やかに持ち直すことを想定している。特に、2012年以降は雇用者報酬の増加が明確化してくるとする。つまり、輸出・生産を起点とする所得・支出への波及メカニズムがより明確に働き始めるという姿が描かれている。

このように、震災の影響は「一時的」なショック、特に供給面の制約というショックであるとして、その制約がなくなれば、海外経済の改善にあわせて我が国の成長メカニズム[海外経済→輸出→生産→所得→支出]が働き、復興需要の顕現化と合わせて、我が国経済は回復軌道に復するだろうというのが今回の日銀の標準的なシナリオとなっている（図表5）⁵。

図表5 我が国経済の波及経路と供給制約の影響（イメージ図）



(注) 一般的に理解される経済の波及経路をもとに、日銀のシナリオを図示した。

(出所) 筆者作成

2-3. 4つのリスク要因：震災の影響の不確実性、期待成長率の低下、海外経済の先行き、資源価格高

以上のシナリオはあくまで標準的なものであり、このシナリオに対して次の4つのリスク要因が挙げられている（図表6）。いずれも上振れ、下振れ両方向のリスクとして示されるものの、今回の大震災後の経済情勢においては、下振れリスクに重点が置かれている。

⁵ なお、今回の大震災の経済への影響については、拙稿「東日本大震災による我が国経済への影響」（経済のプリズム第91号）において定性的に整理した。

図表6 4つのリスク要因

①震災の影響に関する不確実性

供給制約の解消時期の不確実性。資本ストック復元の時期・規模の不確実性。
原発事故の帰趨等によるマインド好転の不確実性。

②企業・家計の中長期的な成長期待の動向

震災による中長期的な成長力への懸念の高まりに伴う企業・家計の支出抑制。

③海外経済の動向

先進国のバランスシート調整やソブリン問題。新興国の景気過熱感やインフレ懸念。

④国際商品市況の一段の上昇

(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」を筆者要約

①の震災の影響に関する不確実性リスクは、供給制約やマインド悪化を「一時的」とした日銀シナリオの前提の一つに関するリスクにあたるだろう。サプライチェーンの再構築が遅れ、電力需給の逼迫した状態が長期化することのほか、原発事故処理が長期化するなどによって企業や家計のマインド改善が遅れることなど「一時的」とした前提が崩れることになれば、シナリオの根本的な修正が必要になる。また、被災地の復興計画の遅延によって、復興需要が先送りされることもこのリスクに含まれている。

②及び③のリスクは、日銀シナリオのもう一つの前提である経済成長メカニズムに対するリスクにあたるだろう。このうち②の中長期的な成長期待とは、例えば企業において設備投資計画の前提になるもので、将来高い成長が望めれば生産拡大のため設備投資を積極的に行う誘因になるが、逆に低ければ企業の投資姿勢を消極的にさせるというものである。日銀シナリオでは、震災の影響は一時的であるとして、企業・家計の成長期待は維持されることを前提とするが⁶、震災の影響が長引くという予想が広がって、人々の将来の予想成長率が下がることになれば、経済の成長メカニズムにも影響が及ぶことになろう。例えば、電力不足など供給制約が長期化し解消の目途が立たないなど国内景気の先行きは不透明であると企業が予想すれば、生産拠点を海外に移転させる行動に出ることも考えられ、この場合には国内での設備投資が減少し、生産が減少す

⁶ ただし、震災前においても、人口減少や生産性低下による成長率の趨勢的な低下が、人々の中長期的な成長期待に影響しており、これがデフレの根本的な要因であるとの議論があった。これに対して、日銀は、我が国経済の成長力を高めるため、金融面でのサポートとして成長産業に融資する金融機関に対して期間1年(なお、3回まで借換可能)の資金を超低利の固定金利(0.1%)で供給する「成長基盤強化支援オペレーション」を導入している(2010年6月15日導入。2012年3月末受付期限。総額3兆円)。

ることになる。

また、③の海外経済の先行きリスクは、我が国経済の景気波及メカニズムの起点となる輸出（外需）の動向を左右するものであり、仮に海外経済が失速することになれば、国内の供給制約が解消されたとしても、我が国経済の回復を遅らせることになるだろう。

なお、④の国際商品市況の上昇リスクは、我が国の交易条件の更なる悪化を招き、それに伴う実質購買力の低下や企業収益の悪化によって国内の民間需要が下押しされるというものである。

3. 日銀の先行き物価のシナリオ

3-1. 物価上昇率の決定要因

物価のシナリオも2節でみた前提及び経済の標準的なシナリオを基礎として考えられている。ただし、物価の動向は、様々な要因が複雑に絡まるため日銀のシナリオをみる前に、物価上昇率の決定要因について整理する。

一般的に物価は、次の考え方で決まってくると考えられている（図表7）⁷。つまり、需給ギャップの動向、企業や家計の先行きの物価上昇率の予想、原油価格の上昇などの供給要因等の3つの要因が関わっている⁸。

図表7 物価上昇率の決定要因（物価版フィリップス曲線）

$$\text{物価上昇率} = \underbrace{\alpha \times \text{需給ギャップ}}_{\text{①}} + \underbrace{\text{予想物価上昇率}}_{\text{②}} + \underbrace{\text{供給要因等}}_{\text{③}}$$

- ・ここで想定する物価は、一国経済全体をみた物価（一般物価）を意味し、特定の財の価格（相対価格）や特定の物価指標を表したものではない。
- ・ α は物価上昇率と需給ギャップの相関関係を示す係数。
- ・供給要因等は、原油価格など国際商品市況の動向に伴う輸入物価の変動やユニットレバーコストといった賃金の上昇等の供給面の要因など

（出所）筆者作成

このうち、最も基本的な要因と考えられているのは、①の需給ギャップの動向である。需給ギャップは、実際のGDP（需要）と生産能力（供給力）との乖離として表されるもので、需要<供給（需給ギャップがマイナス）ならば物

⁷ 物価変動の決定要因に関する理論はいくつかあるが、本稿では、ニューケインジアン経済学のフィリップス曲線の理論を取り上げた。

⁸ 物価上昇率の決定要因の理論について詳しくは、白川（2008）などを参照。

価は下落し、需要>供給（需給ギャップがプラス）ならば物価は上昇するという関係があることが知られている。需要不足がデフレの原因になっているという議論は、基本的にこの考え方が基礎になっている。なお、上記のような需給の関係について、需給環境や需給バランスなどと呼ぶこともある。

次に、②の予想物価上昇率である。企業や家計は先行きの物価上昇率について何らかの予想を立てて、その予想を基に経済行動を行っていると言われる。例えば、先行き物価が上昇すると予想するならば、企業は販売価格を引き上げるし、家計も賃金の引上げを要求する行動をとることになる。または先行き物価が変化しないと予想するならば、企業は足下の原材料費が高くなっても、その費用上昇分を可能な範囲で、収益の減収やその他費用（人件費）等の低下などによって吸収し、できるだけ価格には転嫁しないような行動をとるだろう。

そして③の供給要因等は、いわゆるコストプッシュ型の要因である。原油や穀物価格といった国際商品市況の上昇によって費用（コスト）が上昇した場合、その分を販売価格に転嫁するものである。つまり、国内の需給環境に変化がなくても、海外における外部要因の変動によって物価が変動してしまうことがある。この点については、最近の原油価格高に伴うガソリン価格上昇などが一例である。

3-2. 標準的なシナリオ：中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移し、原材料価格の緩やかな上昇を加え、マクロ的な需給バランスが改善する

以上の考え方を基に日銀の物価の見通しをみる。2節で整理したように、東日本大震災の影響は、供給制約という供給ショックと家計と企業のマインド萎縮という需要ショックをもたらした。このことは、図表7の物価上昇率決定要因のうち、主に①需給ギャップに影響することになる。供給制約は供給力を減少させて需給の逼迫を招き物価上昇圧力を強める一方、マインドの悪化は需要を減退させ需給の緩和を招き物価下落圧力を強める。東日本大震災では両者が同時に起きており、実際に物価がどちらの方向へ進むのかは、両者の影響度の強弱に依存する⁹。

日銀の物価のシナリオでは、この点を念頭に置いて、短期的な①需給バランスについては、不確実性が大きいことから¹⁰、物価がどちらの方向へ動くかにつ

⁹ もちろん個別の財市場では、その需給環境に応じて価格が上昇もしくは下落していることが観察されているが、それらすべてを統合したマクロ的な視点からは、その動向を一定方向に評価することは難しい。なお、震災による需給環境の変化が物価に与える関係について、総需要曲線と総供給曲線を用いて説明しているものに、中村（2011）がある。

¹⁰ さらに、技術的にも、足下では供給制約など異例の現象が生じていることから需給ギャップ

いては具体的に評価していない。ただし、震災の影響は一時的であることから、景気が回復基調に緩やかに復していくのに従って、マクロ的な需給環境は徐々に改善していくと予想する。また、②企業・家計の予想物価上昇率は震災後も大きな変化がみられないことから今後も安定的に推移することを想定するほか、③国際商品市況は先行き緩やかに上昇していくだろうとしている。

こうした想定をもとに、消費者物価指数上昇率に当てはめるならば、足下で一時的な変動が生じる可能性を指摘しつつも、やや長い目でみた場合には、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するもとで、マクロ的な需給環境は徐々に改善し、原材料価格の上昇も加わって、小幅のプラスで推移するというシナリオを描いている。つまり、先行き物価は、震災の影響よりも、基調的な経済情勢に従って変動するというのが日銀の見方となっている。

3-3. 3つのリスク要因：震災による需給バランスへの影響の不確実性、予想物価上昇率の低下、資源価格高

物価についての標準的なシナリオに対するリスク要因についても、図表7に挙げた決定要因に係るものとなっており、3つのリスク要因が挙げられている。

まず、①の需給ギャップに関するリスクでは、3-2節でみた供給と需要の影響について不確実性が大きく予見が難しいというリスクに加えて、2-3節でみた実体経済の下振れリスクの顕現化によって物価動向が大きく変動するというリスクを挙げている。また、②の予想物価上昇率の動向と③の供給要因（特に輸入価格）の動向は、物価固有のリスクとして挙げられる。②の予想物価上昇率のリスクについては、景気回復は緩やかなペースと見込まれる中で、人々が持続的な物価下落を予想した場合には物価の下振れリスクがあることをあげ、③の輸入価格のリスクについては、国際商品市況の動向次第で上下両方向へ変動するというリスクがあることをあげている。

4. 東日本大震災後の日本銀行の対応と今後の金融政策の考え方

4-1. 東日本大震災直後の日銀の対応

大震災といった異常事態が生じた場合には、あらゆる面に影響が及ぶことになるが、金融市場も例外ではない。しかし、異常事態によって社会・経済に大きな障害が生じている中、預金引出しや決済など金融市場の機能ができる限り維持されなければ、このことが原因となって経済は不安定化しかねない。今回

の計測において短期的に誤差が大きくなるとしている。このため、日銀は、需給ギャップについてやや長い目で、かつ幅をもって解釈する必要があるとしている。

の東日本大震災においては、日銀によって金融機能の維持、資金決済の円滑などをはかるため、初期対応として次の4つの措置が講じられた(図表8)。なお、3月18日に実施された為替市場介入は、財務大臣の指示に基づき日銀が介入の事務を行うものであり、日銀による政策ではないが参考として記載した¹¹。

図表8 東日本大震災後の日銀の対応

<p>①金融・決済機能の維持 被災地への現金供給、日銀ネットなど決済システムの正常稼働の確保など</p> <p>②金融市場の安定確保 連日の大量のオペレーションによる潤沢な資金供給の実施 (3/14に21.8兆円の資金供給を実施。なお、3/24に日銀当座預金残高は過去最高値の42.57兆円)</p> <p>③資産買入等基金における買入額の増額 ETFやREITといったリスク性資産を中心として5兆円の買入枠の拡大 (基金上限額35兆円→40兆円:3/14)</p> <p>④被災地金融支援オペレーションの導入等 被災地における復旧・復興に向けた資金需要に対する初期対応 (被災地の金融機関に対し、1年固定の超低金利(0.1%)の資金供給(1兆円)と資金供給オペにおける担保適格要件の緩和)</p> <p>(参考) 円ドル為替市場介入 大震災後に急騰した円相場(3/17の東京市場で最高値76.25円/ドル)に対してG7協調により為替市場介入を実施(3/18:日本政府の介入額6,925億円)</p>

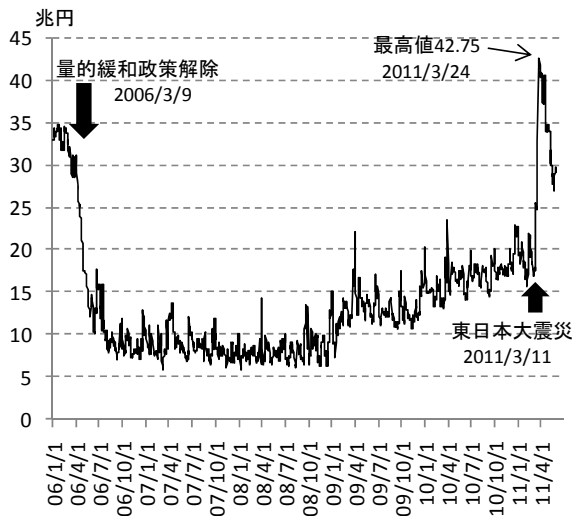
(出所) 日本銀行ウェブサイト及び各種資料から作成

大震災直後においてとられたこれらの措置によって、我が国の金融機能が大きく揺らぐことはなかった。このうち、②の措置では、大震災に伴う短期金融市場における金融機関の資金調達への不安心理が高まることを防ぐため、市場の需要を十分に満たす大量の資金供給オペレーションが連日実施された。これにより、市場に巨額の資金が供給され、日銀当座預金は量的緩和政策¹²当時の残高を超過する状態になった(図表9)。また、③の措置では、大震災に伴う投資家のリスク回避姿勢の強まりによって、証券・株式等の資本市場への影響が及び、これが経済の下押し圧力になると懸念されたことから、金融緩和を一段と

¹¹ これまでの外国為替介入の状況については、拙稿「外国為替市場介入をめぐる諸課題」(経済のプリズム第85号)を参照。

¹² 量的緩和政策は、金融調節方針の目標を、通常政策金利ではなく、日銀当座預金残高に定めて、それが達成されるように金融緩和を行う金融政策である。2001年3月19日に導入され、2006年3月9日まで実施された。日銀当座預金残高の目標額は最大時で30~35兆円であった。

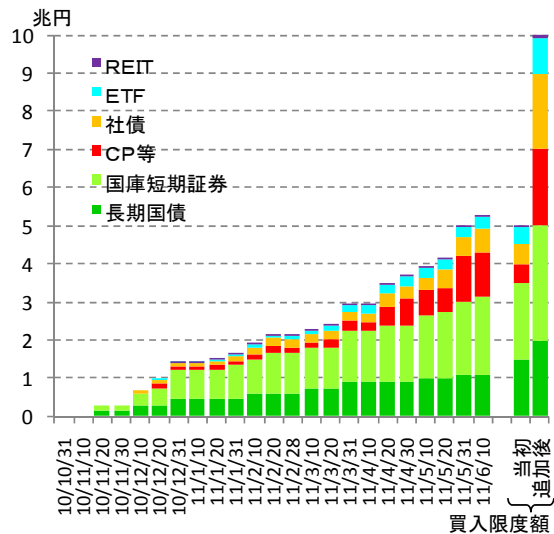
図表9 日銀当座預金の推移



(注) 日次の残高データ。06年1月1日から11年5月31日まで。

(出所) 東京短資「資金需給日足と準備預金の実績」、日本銀行「日銀当座預金増減要因と金融調節」より作成

図表10 資産買入等基金の推移



(注) 毎月末残高のデータ。10年10月31日から11年6月10日

(出所) 日本銀行「営業毎旬報告」より作成

進めるため、2010年10月5日導入の資産買入等基金¹³における資産の買入限度額が5兆円増額され、特にETFやREITなどのリスク性資産を中心に買入限度額が引き上げられた(図表10)。

また、④の被災地金融支援オペレーションの導入等の措置は、被災地の復旧・復興に向けた資金需要が本格化する前に、被災地の金融機関の初期対応を資金面で支援しようとするものである。復興資金を供給する被災地の金融機関にとっては、預金者＝被災者＝復興資金需要者であることから、預金(貸付資金の原資)が集まりにくい事態も想定され、これに対応するための措置といえよう。ただし、この措置は2011年10月31日までの臨時的措置とされ、本格的な復興需要が高まる前までの「初期」的な対応にすぎない。

4-2. 先行き日本銀行の政策運営の考え方

以上みてきたように、日銀は、今回の東日本大震災の影響についてあくまで

¹³ 資産買入等の基金は、短期金利の低下余地が限界的となっている状況を踏まえ、金融緩和を一段と強力に推進するために、長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促す観点から、多様な資産の買入れと固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションを行うことを目的とした日銀バランスシート上の基金のこと。今回の措置で資産等の買入れ限度額が5兆円から10兆円となり、基金全体の限度額も35兆円から40兆円に拡大された。

「一時的」であるという前提を基に、経済・物価のシナリオを組み立て先行きの見通しを示した¹⁴。そして、これらの情勢判断に基づいて示された「先行きの金融政策の運営の考え方」は、当面震災の影響による下振れリスクを意識するとしながらも、基本的には前回の展望レポートで示された考え方を踏襲したものとなった。つまり、我が国経済がデフレから脱却し、物価安定の下での持続的成長経路に復するため、3つの措置（①包括的金融緩和¹⁵、②金融市場安定確保、③成長基盤強化支援）を通じて、中央銀行として最大限の貢献を粘り強く続けていくというものである。

しかし、震災の影響を「一時的」とした前提については、個々の状況をみるとその条件は予断を許さない。供給制約のうちサプライチェーンの再構築は想定よりも早く進んでいるとされるものの、5月9日の浜岡原発の停止、今後の定期点検に伴う原発停止や停止中の原発の再稼働の見込みがないことなどによって電力供給制約が広域化・長期化する様相を呈しており¹⁶、数年にわたって生産が抑制される懸念が強まっていること¹⁷、節電に伴う行動や福島第一原発事故問題の解決の目途が見えないこと等による需要の低迷が続く可能性などが懸念され始めている。また、被災地の復興計画の具体策が現時点で策定されていないことなどによる復興需要の先送りも我が国経済回復にとってマイナスとなる。

前述のとおり、当面の間、下振れリスクが高いことについては展望レポートで既に指摘されているが、その後の状況もその下振れリスクへの懸念がさらに高まりつつあることを勘案するならば、「一時的」という標準的なシナリオに沿った金融政策の考え方を示すだけではなく、供給ショックがなかなか解消されないといった下振れリスクが本格的に生じた際の我が国経済を想定し、我が国経済を支えるための具体的な対応について事前に日銀の考え方を示しておく必要もあるのではないだろうか。

¹⁴ 展望レポート公表後、5及び6月に2回の金融政策決定会合が開かれた。このうち、6月の会合では、足下の経済情勢について、生産は展望レポートの想定より幾分上振れしているとしながらも、景気全体としては必ずしもそうではないとしている。また、いずれの会合においても政策金利は変更されていない。

¹⁵ 包括的金融緩和は、政策金利が実質的にゼロとなり、金利の低下余地がほとんどない中で、更なる緩和効果を追求するため、2010年10月5日に導入されたものであり、具体的には次の3つの措置からなる。(1)政策金利の誘導目標を0.1%程度から0～0.1%程度に変更、(2)中期的な物価安定の理解に基づいて時間軸の明確化、(3)資産買入等基金(脚注13)の創設。詳しくは、拙稿「更なる緩和効果は限定的な包括緩和政策」(経済のプリズム第86号)を参照。

¹⁶ 6月10日、関西電力は「定期検査中の原子力発電所が再起動できず、このまま停止が長引いた場合、十分な供給力を確保できず、電力需給は極めて厳しい」ことから、管内の電力需要者に対して7月1日～9月22日の間15%程度の節電を要請することを発表した。

¹⁷ 日本経済研究センター(2011)

また、こうした下振れリスクが回避された場合において、復興需要の急増によって、公的部門と民間部門の資金需要が同時に発生してくると考えられる。これらの資金需要に対して、資金の供給制約が復興需要の妨げとならないよう万全の対策を準備しておくことも求められる。内閣府の試算¹⁸によれば、今回の大震災で毀損したストックは16～25兆円とされるが、このうち9～16兆円は民間企業設備であり、民間住宅を含めれば、被害の大部分が民間部門のストックに集中する。特にこうした民間部門への資金をいかに円滑に供給していくかが必要になってくるだろう。例えば、現在の被災地金融支援オペという「初期対応」とどまらず、成長基盤強化支援オペの枠組みを使用するなどして¹⁹、被災地の成長のための長めの資金を供給などが求められてくることになるだろう。もちろん、公的部門ストックの復興需要や被災地支援のために増発が予定される公債に対しては、債券市場の需給環境への十分な目配りにより、中長期金利の急激な上昇によって我が国経済回復の支障にならないようにすることも必要である。

(内線 75043)

【参考文献】

- 白川方明『現代の金融政策 理論と実際』日本経済新聞出版社、2008年3月
白川方明「大震災後の日本経済：復旧、復興、成長－内外情勢調査会における講演－」、
日本銀行総裁講演要旨、2011年5月
中村康治「震災が需給バランスや物価に与える影響について」『日銀レビュー』、2011
年5月
日本銀行金融市場局「2010年度の金融市場調節」、2011年4月
日本経済研究センター「既存原発止まれば、影響10年単位も－電力不足、GDPを最大2%押し下げも－」2011年4月

¹⁸ 内閣府「東北地方太平洋沖地震のマクロ経済的影響の分析」(2011年3月23日)

¹⁹ 成長基盤強化支援オペについては、2011年6月8日の融資で貸付総額3兆円にほぼ達することになった。なお、6月14日、日銀は、成長基盤強化支援オペについて、従来のオペ(3兆円)とは別枠で、出資や動産・債券担保融資をする金融機関に対して2年固定(1回の借換え可能で最長4年)の超低金利(0.1%)で資金を供給するオペの導入を決定した(貸付枠0.5兆円)。