

両面から、現実の物価上昇圧力がもたらされている可能性が指摘できる。

生産年齢人口の減少は、期待形成を通じて、我が国の基調的な経済成長率や物価上昇率に影響を及ぼしている可能性がある。将来の生産年齢人口の減少は、経済的な予測を立てる場合に前提として受入れやすく、かつ、論理としても分かりやすい。しかし、人口は基調的な経済成長率に寄与する一要因にすぎない。人口以外の要因は、まさに「一人当たりの生産性」に集約される。この部分の持続的な上昇が展望できるような環境整備こそが、経済政策に期待される基本的な役割である。

### 3 金融資本市場と資金需要

以下では、最近の金融資本市場の動向について振り返る。視点は二つあり、一つは、短期的な動きとして、東日本大震災前後の株式、為替、債券市場の動向について、内外の大規模災害時の動向と比較する。二つ目は、中長期的な課題として、デフレ脱却に向けて重要となる金融機関の貸出動向について、資金需要と資金供給の両面から議論する。

#### (1) 震災前後の金融資本市場の動き

東日本大震災発生後、株式市場や為替市場は短期的に大きな変動を経験した。ここでは、金融資本市場が大規模災害という外生ショックをどのように消化したかという視点から、今回の震災後の市場動向について、95年1月の阪神・淡路大震災前後、アメリカにおける2005年8月末のハリケーン・カトリーナ上陸前後と比較し、その特徴を議論する。

##### (短期的な株価変動は阪神・淡路大震災後を大きく上回る)

東日本大震災発生後、日経平均株価は大きく下落した。地震が3月11日(金)の市場取引終了直前(午後2時46分頃)に発生したことから、マーケットは週明けに、週末に明らかになった甚大な被害状況等の情報も含め、震災の影響を消化することになった。週明け月曜日(14日)の日経平均株価(終値)は震災前の10日に比べて8%の下落、火曜日(15日)には震災前比18%の大幅な下落となった。

こうした短期間で急落は、阪神・淡路大震災時と比べても大幅であった(第1-2-12図(1))。東日本大震災の被害規模や範囲の広さに加え、原子力発電所における事故といった今回の震災に特有の不確実要因が、株式市場の下押し圧力になったと見られる。なお、アメリカの株価動向(ダウ工業平均)を見ると、ハリケーン・カトリーナの上陸に対して大きな反応はしていない。当時のアメリカは順調な景気拡大が続いていたことに加え、被災したメキシコ湾岸が石油施設の集積地ではあったものの、その経済的な影響は限定的なものにとどまると見られていたことが示唆される。例えば、2001年9月のニューヨークとワシントンDCにおける同

時多発テロの直後では、ダウ工業平均株価は1週間で10%を超える下落を示した。大規模災害後のマーケットにおいては、その規模とともに地理的な影響の広がりを内外の市場参加者がどう予想するかといった点が重要となろう。

次に、同様の比較を月単位で見ると、今回の株価下落は比較的短期間で収まったことが分かる(第1-2-12図(2))。阪神・淡路大震災後は、急激な円高(ドル安)もあり、株価は震災後6か月程度の間、下落基調を続けた。それに対し、東日本大震災後の株価は震災直後の1か月程度は下落したものの、その後はおおむね横ばい傾向で推移している。

また、株価変動の大きさをヒストリカル・ボラティリティで測ると、今回の震災後の変動は、阪神・淡路大震災やハリケーン・カトリーナ後の変動に比べて際立って大きな変動となっている<sup>23</sup>(第1-2-12図(3))。株価の振幅がマーケットにおける不確実性の高まりを表現していると考えれば、今回の震災の特徴として、サプライチェーン寸断の影響、原子力発電所の事故に伴う電力供給制約の問題や放射能被害、さらに風評被害などに起因する震災後の経済的な不確実性の高まりを挙げることができる。

#### (為替レートは一時的に円高に振れた後、安定化)

次に、為替レートの動向について見てみよう(第1-2-13図)。東日本大震災後、円ドルレートは円高方向に推移し、3月17日早朝には海外市場で一時76円25銭の史上最高値を更新した。その後、為替市場への欧米諸国との協調介入もあって円高傾向は反転し、震災前の水準に戻ったものの、円市場は震災後1週間程度不安定な動きを続けた。急激な円高の背景としては、保険会社を始めとする日本企業が震災後の保険金支払い等のために外貨建て資産を売却し、円建て資金を確保するとの思惑、さらに、95年の阪神・淡路大震災後に円高が進んだことから今回も円高になるとの思惑等から、海外投資家を中心に円が買われたことなどが指摘される。しかし実際には、巨大災害に備えた準備金の存在や再保険の制度があることなどから、外貨建て資産を売却しなくても、本邦保険会社は十分な支払い余力を有しており、実際に外貨建て資産を売却しているとの事実もなかった<sup>24</sup>。投資家の思惑によって為替市場に過度の変動がもたらされた例といえる。

これを月単位で見ると、東日本大震災後の円ドルレートはおおむね安定して推移しており、むしろ、阪神・淡路大震災後の方が急激な変動を示している。震災後3か月程度経過した後一時80円を超える円高(4月19日に一時79円75銭)となり、その後半年程度かけて震災前の水準に戻している。こうした阪神・淡路大震災後の円高傾向が想起され、今回も円買いに向かった海外投資家がいたと指摘される。しかし、当時は94年12月からのメキシコ通貨危機によるドル資産からの資本逃避、アメリカ財政赤字の拡大懸念といったドル安要因が、円高ドル安の背景

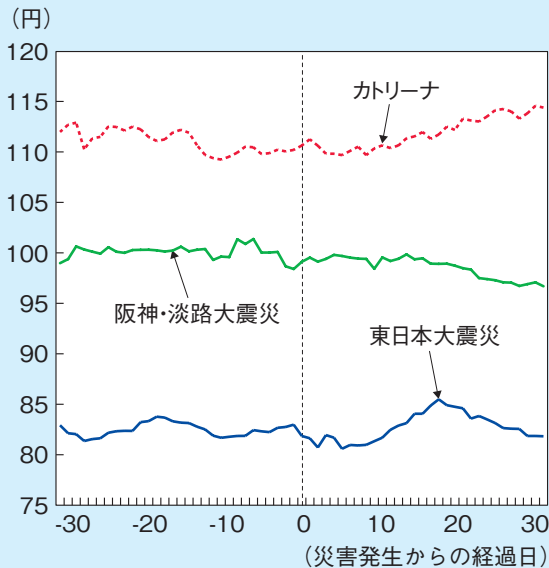
注 (23) ヒストリカル・ボラティリティは過去の一定期間の価格変動を表す指標。ここでは、過去20日間(1か月相当)の日経平均株価の日次変化率の標準偏差を年率換算した値を使用。

(24) 例えば、社団法人日本損害保険協会会長ステートメント(2011年3月17日)。

## 第1-2-13図 災害発生前後の為替動向

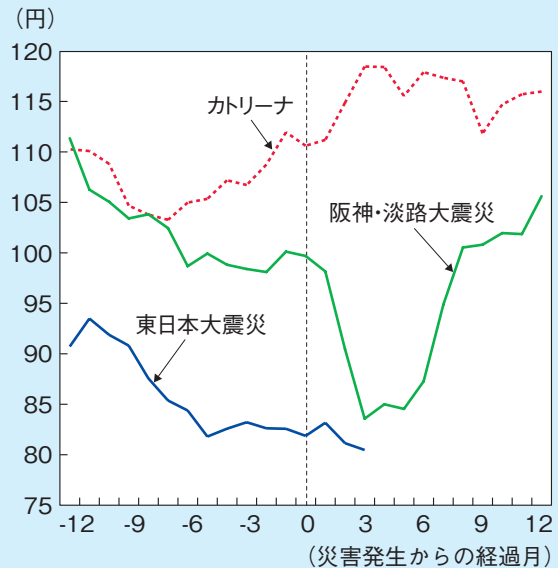
為替レートは一時的に円高に振れた後、安定化

(1) 円ドルレート (日次)



(備考) Bloombergにより作成。

(2) 円ドルレート (月次)



にあった。一部の市場参加者は阪神・淡路大震災と円高を単純に結びつけた行動を今回の震災後に取った可能性がある。

## (一段の金融緩和により、短期金利はさらに低下、長期金利は安定して推移)

東日本大震災後、日本銀行は、被災地への現金供給など金融・決済機能の維持に向けた取組に加え、金融市場の安定確保のための大量の資金供給オペレーション、さらに景気下振れリスクへの対応として、コマーシャルペーパー（CP）や社債等のリスク性資産を中心とした資産購入等基金の増額による一段の金融緩和を行った。

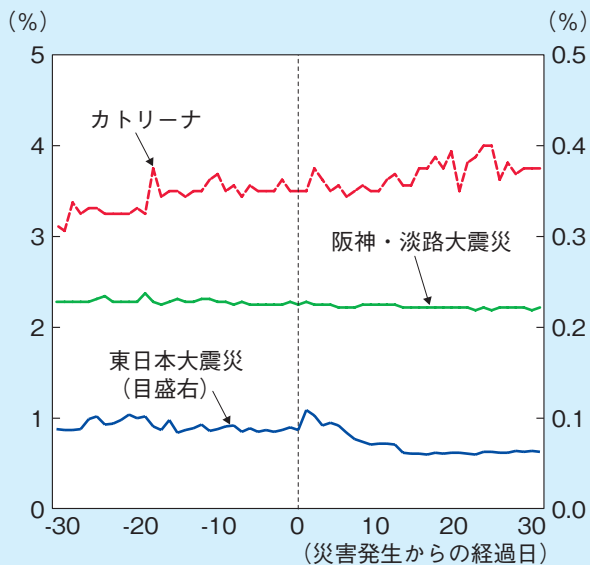
こうした動きを受け、市場の短期金利は低下した。無担保コールレート（オーバーナイト物）は東日本大震災直後から0.1%を下回る水準に低下している（第1-2-14図（1））。同レートの誘導目標は、震災前から0～0.1%程度と変更はないものの、上記のような金融緩和の一段の強化を受け、市場レートがさらに低下したことになる。他方、阪神・淡路大震災後においては、短期金利はほとんど変動していない。短期金利の動向から推察すれば、阪神・淡路大震災は被災地に対して甚大な被害を与えたものの、被災地以外を含めたマクロ経済に与える影響は限定的であると理解されていた可能性が指摘できる。実際、政策金利（公定歩合）が変更されたのは、震災発生から3か月程度後であり、その目的も、震災対応というよりも、急激な円高の進行に伴う景気悪化懸念への対応という側面が強かった。

東日本大震災による経済的影響は、各種供給制約を通じて被災地のみならず広く全国に及ぶ影響を与えている。こうしたマクロ的な景気の下押し圧力を震災直後に判断し、一段の金融緩

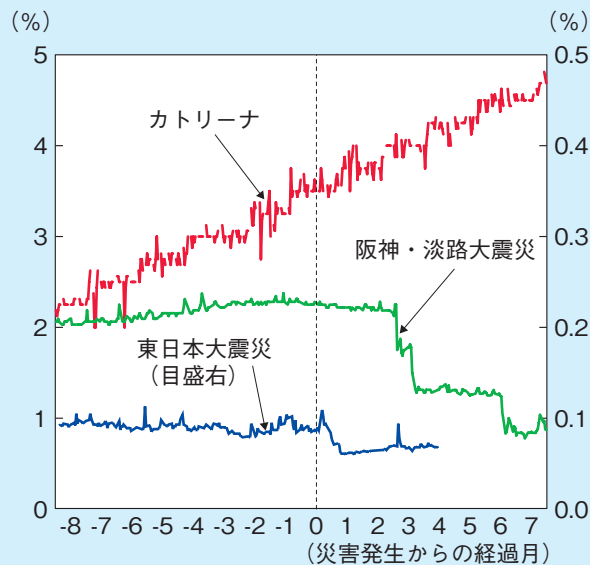
第1-2-14図 災害発生前後の金利動向、ブレイク・イーブン・インフレ率の推移

一段の金融緩和により、短期金利はさらに低下、長期金利は安定して推移

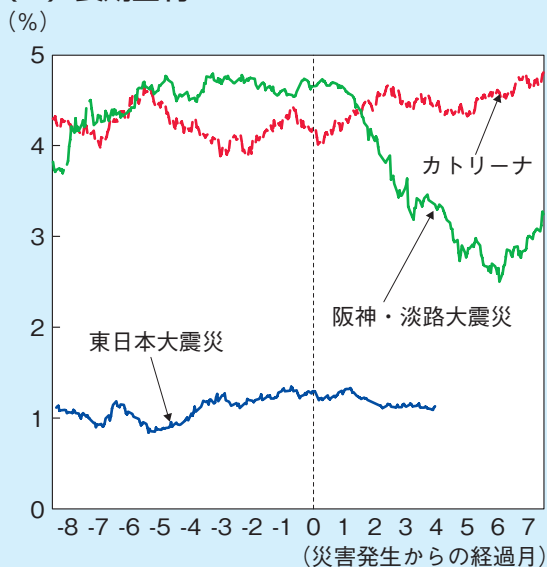
(1) 短期金利 (日次)



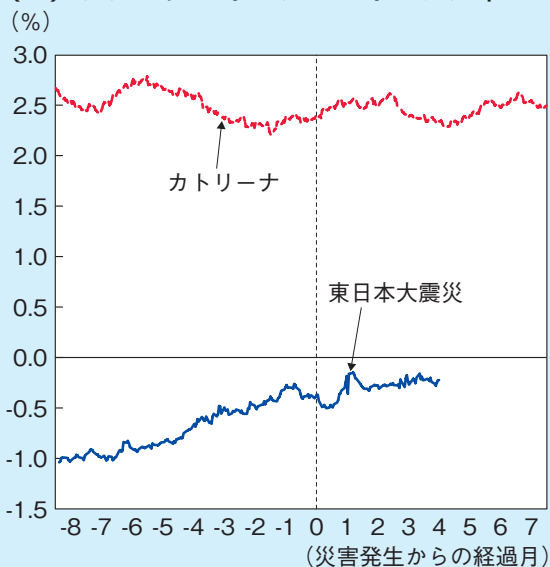
(2) 短期金利 (月次)



(3) 長期金利



(4) ブレイク・イーブン・インフレ率



(備考) 1. Bloombergにより作成。短期金利の算出に当たって、阪神・淡路大震災と東日本大震災については無担保コールO/Nレートを、カトリーナについてはFFレートを使用。長期金利の算出に当たって、阪神・淡路大震災と東日本大震災については日本国債(10年債)、カトリーナについてはアメリカ国債(10年債)の値を使用。  
2. ブレイク・イーブン・インフレ率の算出に当たっては、カトリーナについてはアメリカ国債(10年債)の物価連動債と同年限の普通国債の差を用いて、また、東日本大震災については日本国債(残存7年)の物価連動債と当該年限の普通国債の差を用いて算出した。

和を行ったことは適切な対応であったと考えられる。さらに、震災後3か月程度が経過し、東日本大震災の影響により、実際に景気は弱い動きとなっていること、先行きについても、サプライチェーンなど各種供給制約の改善の遅れによる景気の下振れリスクが存在していることを踏まえれば、金融政策による経済の下支えは引き続き必要である。今後とも、政府・日本銀行

は緊密な連携を保っていく必要がある。

長期金利の動向を見ると、東日本大震災後の金利動向は比較的安定して推移した（第1-2-14図（3））。阪神・淡路大震災後は、震災後数か月して長期金利が低下傾向を示しているが、これには95年4月の政府の「緊急円高・経済対策」と同日に決定された公定歩合の引下げ（0.75ポイント引下げて1.0%に）、同年7月のオーバーナイト・コールレート誘導目標の引下げ（0.75%）といった金融緩和政策が寄与している（第1-2-14図（2））。今回は、震災後に潤沢な資金供給オペレーションを行ってはいらぬものの、すでに実質的なゼロ金利政策下にあることから、長期金利の低下余地は相対的に少ない。逆にいえば、震災後の復旧・復興のための資金需要が予想されるなかでも、長期金利は抑制されて推移しているともいえる。なお、アメリカにおいてハリケーン・カトリーナ上陸後に長期金利は上昇傾向を示している。当時、アメリカの連邦準備制度理事会（FOMC）は2004年夏から段階的に政策金利（FFレート）を引き上げている途中にあり、カトリーナ災害が起きても、従前の引上げペースを維持し、2006年中央まで金利引上げを行った。カトリーナ被害は、エネルギー価格上昇とも相まって、一時的な景気下押し要因と捉えられたものの、金融政策の変更をもたらすような持続的な下押し圧力にはならないと認識されたことがこの背景にある。

最後に、マーケットの期待物価上昇率を示すブレイク・イーブン・インフレ率を確認すると、東日本大震災直後に一時的にマイナス幅が縮小したものの、震災後3か月程度は-0.3%前後で安定的に推移している（第1-2-14図（4））。ブレイク・イーブン・インフレ率は、震災前の景気の持ち直しとともにマイナス幅が縮小傾向にあったが、景気の足踏みとともにいったんマイナス幅が拡大していた。その後、東日本大震災後にやや期待物価に上昇圧力が加わったが、ならして見れば、比較的安定した動きとなっている。

#### （中央銀行による潤沢な資金供給が金融部門の外に波及せず）

中央銀行による潤沢な資金供給は金融市場の安定に寄与している。その一方で、デフレとの関係を考える場合、中央銀行による資金供給が金融部門の外にも行き渡り、経済全体の資金循環が活発化することが重要である。こうした視点から、中央銀行による資金供給量を示すマネタリーベース、金融部門から経済全体に供給されている通貨総量を示すマネーストック（M2）の動き、そして経済取引量を表す名目GDPの動向について、日米を比較しつつ見てみよう（第1-2-15図）。

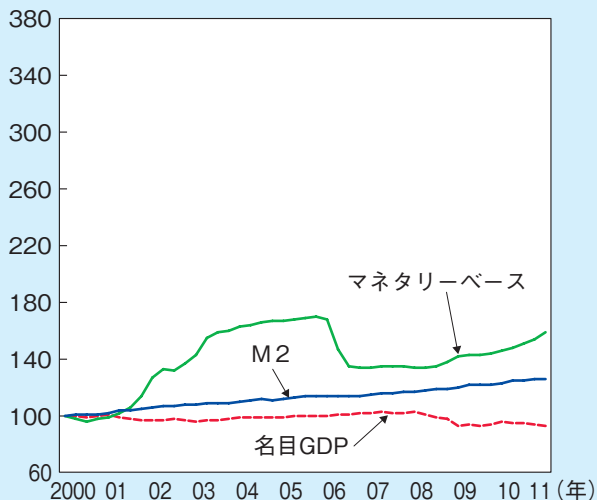
通常時であれば、これら3つの経済指標動向に大きな違いはなく、おおむね似通った動きを示す。すなわち、貨幣乗数（マネタリーベース1単位当たりのマネーストック量）や貨幣の流通速度（マネーストック1単位当たりの名目GDP）は安定的に推移することが多い。しかし、リーマンショック後の大幅な金融緩和や我が国における2000年代前半の量的緩和政策時には、中央銀行によるマネタリーベースの増加が金融部門から先につながらず、貨幣乗数は低下している。特に、リーマンショック後のアメリカにおけるマネタリーベースの拡大は大規模

第1-2-15図 マネタリーベース、マネーストック、名目GDPの動向

中央銀行による潤沢な資金供給が金融部門の外に波及せず

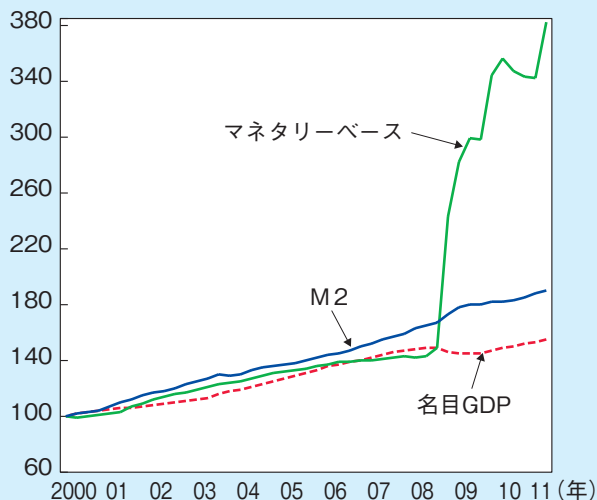
(1) 日本

(2000年第1四半期=100)



(2) アメリカ

(2000年第1四半期=100)



- (備考) 1. 日本銀行「マネタリーベース」「マネーストック」、内閣府「国民経済計算」、FRB「Money Stock and Reserve Balances」、BEA「National Economic Accounts」により作成。全て季節調整値を使用。  
 2. 日本の名目GDPについては2011年6月発表の四半期別GDP速報を使用。  
 3. アメリカの名目GDPについては2011年6月発表の暫定値を使用。

であり、マネーストックの増加率を大きく上回っている（貨幣乗数は大きく低下）。

我が国においても、2001年の量的緩和導入時以降にマネタリーベースが大きく拡大しているが、リーマンショック後のアメリカの拡大ペースに比べると緩やかな伸びにとどまっている。また、マネーストックも、我が国では相対的に緩やかな伸びとなっており、マネタリーベースの拡大に対してほとんど反応していない。名目GDPにおいては、2000年代半ばの一時期を除いて下落傾向が続いている。日本銀行が潤沢な資金供給を行っても、それが金融部門の外に出でいかず、経済全体の通貨総量はそれほど拡大せず、また、名目GDPも成長していない。日銀の資金供給が経済全体に行き渡るようになることが、デフレ状況の緩和のためにも重要である。次項では、この点について検討していこう。

(2) 資金供給と貸出

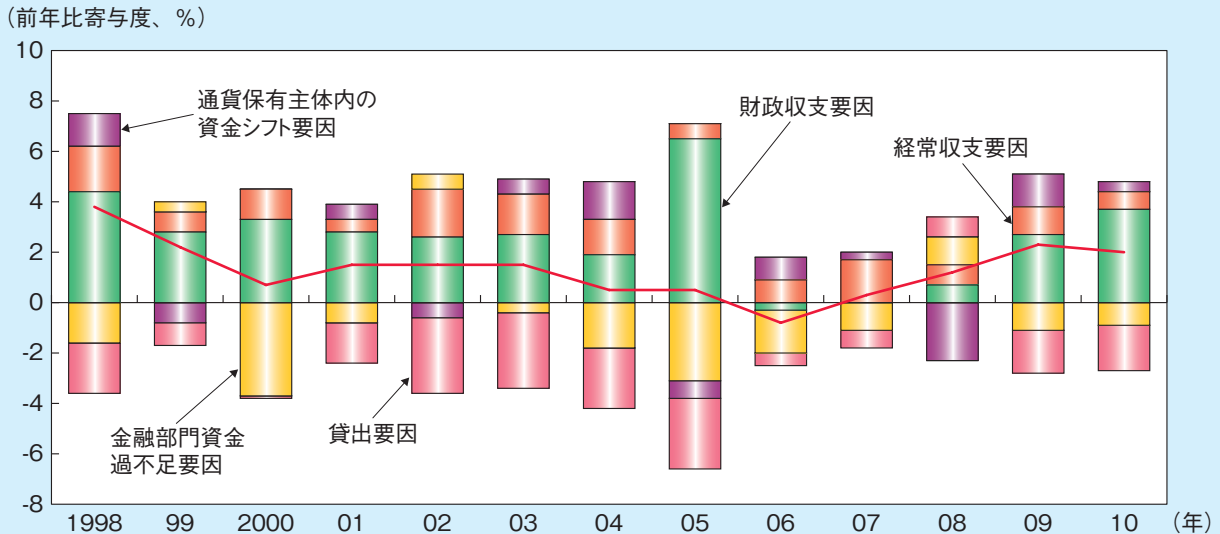
以下では、中央銀行の潤沢な資金供給にもかかわらず、金融機関による貸出が増加しない背景を探る。特に、金融機関の側から見て、貸出よりも国債を始めとする債券購入を増加させる要因について検討する。

(マネーストックの伸び悩みは貸出の弱さが主因)

最初に、経済全体への通貨供給量が伸び悩んでいる原因を探るため、マネーストックの増加

## 第1-2-16図 マネーストック変動の要因分解

## マネーストックの伸び悩みは貸出の弱さが主因



(備考) 1. 日本銀行「資金循環統計」により作成。

2. ここで用いているマネーストックは、「資金循環統計」における「中央銀行」「銀行等」「郵便貯金」の負債勘定における「現金・預金」から通貨保有主体以外の資産勘定における「現金・預金」を差し引いて作成したものであり、概念上M3に近いものの、期末残高の前年比である点などで厳密には一致しない。

率を要因分解してみよう。マネーストックが通貨保有主体（家計、企業、政府）の金融資産であることに着目し、その変動要因を、①金融機関から家計や企業に対する貸出の増減（貸出要因）、②通貨保有者のマネーストックから他の金融資産（国債や株式等）へのシフト（通貨保有主体内の資金シフト要因）、③政府の資金過不足（財政収支要因）、④海外部門の資金過不足（経常収支要因）、⑤金融部門の資金過不足、に分けて分析する（第1-2-16図）。

過去10年程度の動向を見ると、2008年を例外として、貸出要因は恒常的にマネーストックの伸びを抑制する要因となっている。2008年はリーマンショックによる金融市場の混乱から、企業の銀行借入れが一時的に大きく増加した年であり、基調としては、貸出要因は常に経済全体の通貨供給量を減少させる方向に寄与してきたといえる。金融機関が貸出に慎重であっただけでなく、家計や企業が借入金の返済を進めた結果でもあった。2006年、2007年とデフレからの脱却が近づいていた頃には、貸出要因のマイナス圧力は小幅になっていたが、再びデフレ状況となった2009年にはマイナス幅が拡大し、2010年も2009年と同程度のマイナス寄与となっている。

他方、マネーストックの増加要因となっているのが、政府の財政赤字拡大と経常収支黒字の増加である。ただし、寄与度で見ると、圧倒的に財政赤字の拡大による資金需要増が大きい。財政赤字が拡大することによって、辛うじて経済全体の通貨供給量が増加していることになる。経済の面でも財政の面からも決して望ましい姿とはいえない。