

## 議 題

震災後の国内金融市場と日銀の政策対応

## 開催日時

2011 年 3 月 29 日&lt;15 時 00 分~17 時 00 分&gt;

## 出席者

内田和人（三菱東京 UFJ 銀行企画部経済調査室長）  
 加藤 出（東短リサーチチーフエコノミスト）  
 高田 創（みずほ証券執行役員チーフストラテジスト）  
 根本直子（スタンダード・アンド・プアーズ社マネージング・ディレクター）  
 福田慎一（東京大学大学院経済学研究科教授）  
 柳川範之（東京大学大学院経済学研究科准教授）  
 渡部敏明（一橋大学経済研究所教授）  
 井上哲也（野村総合研究所金融 IT イノベーション研究部主席研究員<オーガナイザー>）

## 主要論点

1. 震災後の国内金融市場と日銀の対応について
2. 経済復興における日銀の役割について

## 出席者による発言要旨

## 1. 震災後の国内金融市場と日銀の対応について

## 井上&lt;オーガナイザー&gt;:

・市場の安定度を評価する上ではリーマン・ショック時の動きがベンチマークとなるが、震災後の短期金融市場は全体としてはるかに安定していた。O/N コールの動きは早々に収まり、むしろ変動が大きかったのは下落方向であった。ターム物金利も Libor、TB、レポともに安定し、OIS も若干下落した後は横ばいである。ただ、オフショアの S/N 金利は、3/16 日(海外時間)だけではあるが円転コストが急騰し Libor も上昇した。また、CP も企業による発行意欲の高まりを映じて、金利がやや強含む局面もあったようだ。

・日銀は 3/14 日の週初から即日オペを多用して大量の資金供給を行った。常時札割れしていたが、日銀は資金偏在のリスクを抑制する方を優先したようだ。同時に、共通担保オペや国債買い現先オペを活用して先日付の資金供給も活発に行った。3 ヶ月の共通担保オペ(固定金利)の応札倍率低下にも歯止めが掛かった点は、資金需要の強さを示唆する。結果として、日銀当座預金残高は震災前の 17 兆円台から、先週末には 42 兆円台へ急増した。

・円相場は 3/17 日(日本時間)の早朝に急騰した後、3/18 日(同)に G7 財務相・中央銀行総裁会議の合意に基づいて協調介入が実施され、その後はじり安である。証拠金取引のストップロスが円高を加速したとされ、東京金融取引所の円ショートポジションも急減した。一方、本邦の保険会社による大規模な repatriation に関する思惑は、対内外証券投資統計によって否定されたし、海外投資家は高水準の対内株式投資を行うと同時に、ほぼ同額の短期債を売却していた。急速な円高が日本を含む主要国の株価下落や VIX 指数

の上昇と同時に発生したことは 2008 年と共通する。G7 声明も、2008 年 10 月と同じく、円相場の excess volatility を金融システム安定の文脈で望ましくないと指摘した。

・国債市場の反応は限定的で、多少のボラティリティ上昇に止まっている。市場の焦点は今後の財政支出に伴って国債が増発された場合の影響である。株価は 3/14 日の週前半に急落したが、その後は海外投資家の底値買いや円相場の反落などを受けて反発した。ただ、電力不足や部品供給の制約を受けるとされる銘柄の動きは相対的に鈍いようだ。クレジット市場では、企業は社債発行を抑制する一方、CP 発行での現金積み増しを図っているとされる。2008 年末のケースを考えれば、予備的な資金需要を満たすための銀行貸出増加が予想される。コモディティ市場では、原油や天然ガス、銅等で、日本の燃料需要や復興需要が材料視されている。

・日銀による包括緩和の強化は、金融市場のリスク・プレミアムを抑制することが主眼とされ、実際、買い入れ基金の増額もリスク性資産の方に比較的手厚く配分されている(以上のポイントを含めて、資料に基づいて説明)。

## (1) 短期金融市場について

## 加藤氏:

・日銀による資金供給は、市場に生じた不安感に対応するのではなく、不安感の発生を予防する性格が強かった。また、最終的に当座預金残高が 40 兆円を超える水準に達したことは、手許現金を手厚く持とうとすることを含めて、金融機関の予備的な資金需要が強かったことの裏返しである。日銀はこうした需要を充足させつつ、

総じて金利上昇を顕在化させなかった。具体的には、震災後最初の取引となる 3/14 日の朝から、市場関係者に対し、大量の資金供給を行うので冷静に対応されたいとの旨を伝えるという異例の対応を採った後、その週を通じて実際に巨額の資金供給を行った。このため、阪神・淡路大震災の際に比べても O/N コール資金の取引における逼迫感は抑制されており、午後の時間帯にはビッドが見られない状況も生じた。

・CP 市場では、3/14 日の週初には 10bp 程度のレート上昇があった。しかし、企業は既に期末の資金繰りを終え CP 発行のニーズが低下する局面であったことに加え、日銀が CP 市場でオペを行ったことで、その後はレートが大きく低下し、A1 格は平時と変わらない水準に収束した。TB も、最初は金融機関の応札が慎重化したため金利が強含む局面もあり、日銀や財務省は国債の期近債レートへの波及を懸念したとみられるが、3/22 日の週に入ると金利は低下に向かった。ただ、オフショアの円預金市場では、日銀のオペに参加できないプレイヤーが円資金を取り上げる動きもごく短期ではあるが生じ、その後も取引はあまり増えていないようだ。今後は、企業が予備的な資金を積み上げる目的で CP 発行を積極化することが考えられるが、包括緩和の一環としての日銀買入れが増額されたこともあり、金利上昇圧力は十分抑え込まれるとみている。

#### 内田氏:

・金融機関にとっては、今回の震災を受けて三つの理由で資金需要が急増した。第一に被災地の資金需要であり、第二に現金輸送の困難化であり、第三に大手金融機関のシステムトラブルである。最初の二つに関しては、現地の金融機関の多くが直接的な被害を受けたため、大手金融機関はコール市場等を通じてこうした先に資金を融通する役割を果たしたほか、現金の円滑な配送が難しくなることに備え、被災地の営業店に現金を手厚く用意するといった対応を採った。加藤さんが指摘されたように、これらの需要があったからこそ、日銀による 40 兆円の資金供給が可能になった面がある。

### (2) 為替介入について

#### 加藤氏:

・日銀が一時的に TB を引き受ける事実をもとに推計すると、財務省の実施分は 7000 億円弱とみられる(注:財務省が 3/31 日に公表した同月中の介入額は 6925 億円)。海外分のうち、米国は、財政資金のフローから推測すると、財務省と FRB の合計で 10 億ドル程度とみられる。ECB が同額程度行ったとしても、BOE や BOC の実施分はこれより少ないと考えるのが自然であるため、日本の実施分が圧倒的に大きかったことになる。海外当局が円売り介入に参加するには、当局間で為替スワップを行わない限り、自らの外貨準備に円資産を持っておく必要があるだけに制約がある。それでも、協調介入の合意は、「日本の介入額が多少大きくなっても G7 は容認する」との思惑を生み出す効果を持った。

#### 福田氏:

・海外当局が実際に介入に参加することよりも、日本の財務省によ

る円売り介入を容認したことの意味が大きい。なお、今回は G7 や日本当局の対外発表の中で、委託介入への言及はなかった。

#### 井上<オーガナイザー>:

・為替市場では、日本の財務省が為替介入に踏み切るとの予想が強かったが、そのために G7 を開催し協調介入に合意したという事実は重く受け止められていたように感じる。なお、2003~04 年の日本によるいわゆる「大量介入」の際には、海外時間で為替介入を行う場合にも、実際のオペレーションは東京で行われ、委託介入はあまり使われなかったと言われている。

#### 高田氏:

・為替市場では、日本の保険会社が資金需要を満たすため外債を売るとの思惑が強かった。バランスシートをみると、資金需要に対応するために資産を売るとすれば、むしろ日本国債の方が蓋然性は高い。実際は、外債のみならず日本国債も売っていないし、最近の 20 年国債の入札にも積極的に応札した。今後に生ずる資金需要も、潤沢なキャッシュポジションによって十分に対応しようと思う。

### (3) クレジット市場について

#### 内田氏

・これからの課題は、企業の資金需要への対応である。社債のベンチマークである電力債の発行体の状況を映じて、起債案件が先送りされている。また、物流が止まって売掛金が回収しにくい中で、リーマン・ショックの経験もあって、企業は総じて手許資金を積み上げようとしている。これらは、銀行貸出やコミットメントラインに対する資金需要として顕在化しつつあるため、金融機関もインターバンクで資金を厚めに調達するようにしている。今後は、被災地復興のための資金需要が増加し、国債増発も具体化することを考えると、資金供給や長期金利の見通しを立てることが難しくなっている。

#### 高田氏:

・現時点での企業の資金需要は、人々が最近ミネラル・ウォーターを買っているのと似ている。人々はそれらを飲まずに家に備蓄しているように、企業も、多少は運転資金の実需もあるものの、復興のための資金需要が本格的に生じる段階には至っておらず、念のため手許資金を積み上げたいということであろう。金融機関は、リーマン・ショック後の 2008 年の第 4 四半期や 2009 年の第 1 四半期に貸出が顕著に増加したが、その後は急速に返済されたことを経験しており、こうした例を念頭に置きつつ対応している。また、リーマン・ショック前は、景気も相応に堅調で資金需要があっただけに、金融危機による市場逼迫の影響がそれだけ強く表れた面もあった。しかし、企業はその後バランスシート一段と圧縮しているため、資金需要が高まった場合でも、リスク・プレミアムの拡大は比較的抑制されるとみている。

#### 根本氏:

・格付会社は、問題を抱えている電力会社の格付をこの 2 週間で急速に引き下げたほか、それ以外の電力会社についても、原発の安全策強化による費用負担や一部稼働停止に伴う燃料費の負担

といったリスクを指摘し、格付の見直しを進める動きがある。また、金融機関は全体として電力業界に対する貸出は大きいし、株式も保有しているので、今後の影響に注意する必要がある。損害保険会社も、業界全体で 6000~8000 億円の負担を抱えるという想定の下で、格下げや格付見通しの引下げが行われている。ただ、全体として自己資本が厚いほか、流動性が逼迫している訳でもないので、市場の懸念はやや行き過ぎであるように思う。

**高田氏:**

・社債市場は日本の金融システムを構成するインフラであるため、その中心的存在である電力債についても、日本の社債市場をどうするのかという視点や覚悟をもって対処すべきである。

**福田氏:**

・電力債が日本の社債市場そのものであれば、金融システムの安定維持という視点は重要であろう。その一方で、株主と社債権者の負担の公平性という観点も重要ではないか。

**柳川氏:**

・債券を発行する企業に問題が生じれば、株主、社債権者、銀行といったステークホルダーの誰かがコストを負担しなければならない。その上で、金融システムの安定という観点から、社債市場に生ずる外部性にどう対応すべきなのかという議論になろう。

## 2. 経済復興における日銀の役割について

**井上<オーガナイザー>:**

・日銀の政策対応は三段階に整理できる。第一に、狭義の危機対応であり、支払・決済システムの運行を確保したり、被災地での銀行券需要に対応したりすることが中心となる。第二に、金融市場の安定維持であり、短期金融市場に潤沢な資金を供給したり、今回の包括緩和の強化や為替介入のように市場のストレスを抑制したりすることが中心となる。第三に経済復興のサポートであり、財政支出が行われる際の金融政策のポリシーミックスや、被災地の金融機関が健全な機能を維持しうるようにする対応が課題となる。

・この三番面について、日銀は 4 月の金融政策決定会合の際に新たに入手可能となる経済データを見た上で、必要に応じて政策措置を講ずるとしている。この間、政界からは、経済復興のための補正予算の財源を国債の日銀引き受けによって調達すべきという議論がなされている。日銀は強く反発しているし、財務省や内閣府の高官も否定的な見解を示している。因みに、国債買い入れに関して日銀は、従来は円滑な金融調節を行うための技術的手段と位置付けてきたが、包括緩和に伴う資産買い入れ基金経由の国債買い入れについては、臨時異例の措置として長めの市場金利の抑制を目的に掲げている(以上のポイントを含めて、資料に基づいて説明)。

### (1) 供給制約とインフレ期待について

**福田氏:**

・注目されるのは物価動向である。総需要は復興需要と支出行動の萎縮とが打ち消し合う面もあるが、総供給がかなり減ることは

明らかである。そうなると、エネルギー価格上昇の影響も加わり、物価上昇圧力が大きくなるように思う。名目金利も上昇するだけに、インフレ期待の変化が注目される。一方で、供給制約が明らかになりつつあるのに、企業は価格引き上げに動かず、むしろ品切れにするという対応を採っていることは興味深い。

**高田氏:**

・インフレ・マインドが極めて弱く、物価の先行き期待が適応的に形成されていると理解できる。日本企業は長期に亘ってバランスシートを圧縮してきただけに、今回のように供給制約が生じて、在庫積み増しが広がらないし、金融機関も貸出を積極化しにくい。こうしたマインドを考えると、経済活動がむしろ萎縮するリスクもあるし、不動産を中心とした資産デフレのリスクもある。後者は、金融機関の不良資産を増加させうる。ただ、デフレ的なマインドがどこかで変化することは考えられ、円安等が契機となりうる。政策当局は、デフレ的な期待が生ずるリスクを念頭に置きつつ、同時に供給制約の下での与信拡大がインフレ期待を生むリスクも考慮するという難しい対応が求められる。

**福田氏:**

・影響の現れ方がデフレ的にもインフレ的にもなりうるというのは、産業によって影響が異なることを反映している面もあろう。住宅メーカーなどは復興需要の恩恵を受けるが、部品供給などの面で制約を受ける産業も少なくない。

**内田氏:**

・海外では資源価格が既に大きく上昇していることもあり、供給制約の下にある日本でもいずれは物価上昇圧力が顕在化する。

**福田氏:**

・復興予算の規模を考える上では被害額の推計が重要である一方、正確な推計は難しいはずであるが、内閣府が早々に提示した 16~25 兆円という推計をどうみるべきか。

**内田氏:**

・内閣府の推計は、直接的被害に限定しており、例えば計画停電の影響などは考慮されていない。因みに、阪神・淡路大震災の場合、直接的被害は 9 兆 9 千億円であったが、最終的な経済損失額は 22 兆円に達した。同じように考えると、今回の経済損失額は内閣府による推計の 2 倍といった規模に達することも懸念される。

**柳川氏:**

・計画停電の影響を除くとしても、被災地の供給能力がどの程度毀損しているかを正確に把握することは難しい。ただ、経済政策を考える上では、それが比較的短時間で復興するのか、それとも復興に長期を要するのかという見極めが大切である。

**内田氏:**

・仮に、4 月中の生産は総生産能力に対して 2 割減の状況が続き、その後は阪神・淡路大震災と同じように復興需要が本格化するとすれば、2011 年度の経済成長率は当初見通しに対して 0.4%程度

の下押しとなる。しかし、計画停電によって、7～9 月期も再び 2 割減産となり、復興需要の本格化が 9 月以降にずれ込むとすれば、下押し幅は 1%以上になる。このように、マクロ経済のパスは供給側の状況によって大きく左右される。

**高田氏:**

・金融機関や調査機関は 2011 年度の成長率見通しを一斉に改定しているが、今回は特にばらつきが大きい。外資系にはマイナス成長を見込む向きも少なくない一方、プラス 1%台の成長を見込む先もある。専門家でもこれだけ期待が変化する局面であるので、これを期に日本に根付いたデフレ期待を払拭することも考えられるが、行き過ぎたインフレ期待に繋がると副作用が大きい。

**柳川氏:**

・物価上昇期待が適切な範囲で収まれば良いが、突然に物価が上昇することで人々がパニック的な対応を示すリスクがある。

**福田氏:**

・インフレ率が加速的に高まれば、日銀は現在の金融緩和を維持できなくなるが、同時に供給制約のために景気が低迷しているようであれば、利上げが本当に容認されるかという問題もある。

**加藤氏:**

・供給制約が長期化すると、重要な部品の生産を海外の生産者に奪われる結果、復興しても需要が元に戻らないことも懸念される。また、今回の被災地の復興は、高齢化が進む下での復興という新たな難しさを持っているように思う。

**福田氏:**

・関東大震災の後でも、新しい東京のグランドデザインにはなかなか良いアイデアが出ず苦労したとされる。東北地方については、震災以前から地域経済の活性化に関係者が苦労していた。

**井上くオーガナイザー:**

・復興のための公共投資の乗数はどうみればよいか。

**福田氏:**

・ケインジアン の枠組みで考えれば、投資乗数が最も大きくなるのはマクロ的に slackness が存在している場合である。今回はむしろ供給制約があることを考えると、投資乗数が働くと考えるのはミスリーディングではないか。

**柳川氏:**

・電力供給が回復しない中で復興需要が出てくると、供給制約が一段と厳しくなるため、GDP がさほど増えないままに物価が上昇することになる。

**内田氏:**

・今年は節電や計画停電等の緊急対策で乗り切ることになるが、来年以降は、電力会社も本格的な供給能力増加に乗り出すし、企業も自家発電等を含めた対応を進める。こうした考え方の変化がデフレ期待の終息といった健全な方向に進めばよいが、極端なイ

ンフレ期待を生み、金融市場にストレスをかけるリスクもある。

**(2) 財政政策、長期金利と日銀の役割について****高田氏:**

・被災地復興のために財政負担が不可避であるとしても、現時点では国債発行規模は不透明である。過去最大の補正予算は、金融危機後の 2009 年 3 月～4 月に組成された 16 兆円規模のものである。当方の推計によれば、国債利回りに含まれるリスク・プレミアムはこの頃から拡大し始め、民主党政権の成立に伴う新規政策の発表を受けて一段と拡大した。その後、リスク・プレミアムは安定していたが、今回の補正予算の規模や財源の調達方法を巡る議論によってリスク・プレミアムがどのように推移するかが注目される。

**福田氏:**

・財政支出の規模は阪神・淡路大震災と比較する議論が多いが、ストックの意味での財政赤字は現在の方が格段に悪化している。

**高田氏:**

・悲観的な人たちは、財政支出拡大によって日本の財政問題が明確に顕在化し、国債の安定的な国内消化を支えてきた経常黒字構造が揺らぐのではないかと考えている。このような悪いシナリオへの懸念が高まると、いわゆる「日本売り」の状況になりかねない。

**内田氏:**

・必要な長期資金を国債発行で調達することが不可欠である以上、国債市場の関係者は、財政面でのストレスが前倒して顕在化するリスクを意識していると思う。その意味では、政府、日銀、市場参加者が国債市場の安定維持に向けて各々努力することが大切である。例えば、市場参加者は、個社の視点だけでリスク管理を徹底すると、市場の不安定化に繋がる動きも生じかねない。

**福田氏:**

・国債市場が過度に不安定化する事態は避けるべきであるが、市場参加者が財政のリスクを意識しているにも拘わらず、国債の利回りが動かず平静を保つことも、果たして本当に望ましいことなのかどうかはわからない。

**柳川氏:**

・国債市場が殆ど反応しないために、復興のための財政支出は国債発行で賄えば良いという議論になっている面もあるのではないかと。その上で、日銀引き受けについては、実行した方が市場は安定するのか、そうでなく逆なのかがはっきりしない。

**高田氏:**

・国債を日銀が引き受けることについては、日銀だけでなく財務省や市場関係者も含めて極めて慎重な議論が多い。ただ、もともと政治情勢が流動的であるだけでなく、今回の議論も「空中戦」的な性格が強いだけに帰趨が読みにくく、日銀による国債引き受けが実現するリスクを全く否定することもできない。実際に引き受けた場合は、特に海外がネガティブな反応を示すと予想され、格付への影響が直ちに懸念される。日銀は、2009 年 3 月には国債買入れを増

額したし、昨年 10 月からの包括緩和の中でも基金を通じた国債買入れを開始するなど、国債市場の安定に配慮してきた。しかし、資金供給によって上昇を抑制する短期金利とは異なり、長期金利は米欧の動きと連動しやすい面もあり、上昇の抑制が難しいことは事実である。日銀による国債引き受け論は極めて重要な問題であるだけに、この「パネル」の場を含めてきちんと議論し、考え方をアピールすべきである。

**加藤氏:**

・過去には、例えば、終戦直後に復員軍人や軍需産業への財政支援を国債の日銀引き受けによって実施した結果、総供給が低下していたところに総需要が上昇したため、1945 年 11 月頃からインフレが加速したケースがある。この問題は、1948 年頃に総供給が回復するとともに収束に向かったようだ。今回の場合は、終戦後ほど総供給が低下しているわけではないし、仮に 10 兆円程度の復興国債だけについて日銀引き受けを行うのであれば、市場への影響も限定的かもしれない。ただ、政治の規律に対する金融市場の信頼が十分でない状況では、こうした策を一回でも採用すると常態化するという懸念が高まるのが考えられる。

**福田氏:**

・国債市場が不安定化したら、日銀は市場に介入せざるを得ない。日銀は短期金利に直接的な影響を行使し、中長期の金利にも国債買入れを含めて影響力を行使するツールを持っている。

**柳川氏:**

・しかし、日銀が国債を引き受けた場合は、そのこと自体が市場参加者の懸念を招き、市場を不安定化する可能性がある。

**加藤氏:**

・欧州ではポルトガル情勢が不安定化しているにも拘わらず、昨年のようなユーロ下落も発生せず、各国債のスプレッド拡大に一定の歯止めがかかっている。理由の一つは、「周辺国」の問題がイタリアやスペインを含む「コア国」には波及しにくいと理解され始めたことであろう。そうすると、国際金融市場で日本の財政問題に焦点が当たることが考えられるだけに、国内の政策対応をより慎重に考えることが大切である。

**福田氏:**

・どのような反応が生ずるかは、日本の物価情勢に依存するのではないか。日本が引続き「流動性の罠」に囚われているのであれば、日銀が国債買入れを増やしても副作用は少ないであろうが、インフレ期待がある下で日銀が国債引き受けを行えば、インフレ期待を加速させ、国債市場の状況も一気に悪化することになる。

**柳川氏:**

・大震災によって日本経済の構造が変わり、これまでのようなマクロの供給過剰がなくなっていく場合、それがどのようなタイミングでどのように顕在化するかで、市場の反応は違うということか。

**内田氏:**

・現在は、株価急落の直後でもあるため長期金利は安定を保っているが、新年度入り後は、財政危機のリスクが差し迫ったものとならなくても、長期金利が不安定化する可能性がある。物価に関しては、様々な部品でボトルネックが顕在化しているだけでなく、復興が本格化すれば建設資材などの需要も増加するだけに上昇圧力が生ずる。マネーフローに関しては、銀行貸出の長期に亘る減少の下で金融機関が国債の安定消化を支える構造は、銀行貸出への需要が増加することによって変化が生ずることも考えられる。

**福田氏:**

・日本は既に大量の国債を発行してきたが、金利が低位に抑えられていたために国債費の増加もこの程度で止まっている。しかし、本当に長期金利が上昇したら、忽ちこの点が問題となりうる。

**高田氏:**

・長期金利の動向には、為替相場と経常収支が重要な要因であろう。為替相場の方向性によって、物価上昇圧力を抑制することも加速することも考えられる。経常収支は国内貯蓄の裏返しであり、国債の国内消化能力に関わっている。これらに加えて、海外勢の見方、特に格付機関の対応も重要な要因である。

**加藤氏:**

・政府は G7 による協調介入を実現させて急激な円高を抑制したが、長い目で見てより深刻なのは円安が進行した場合である。この場合、国債の利回りには直ちに上昇圧力が生じる。その意味でも、円相場は現在くらいの水準で安定するのが望ましい。

**内田氏:**

・海外ではインフレリスクへの注目が高まり、ECB に続いて FRB についても年内利上げという見方が現れた。この結果、内外金利差の拡大予想を背景に円安圧力が生じやすい。また、日本と先進諸国との価格差は 2% 程度しかないため、国内でインフレが生じると内外価格差は容易に逆転し、価格競争力の低下を背景に円安圧力が生じうる。供給制約が強い下では、円安は交易条件悪化というコストだけをもたらす可能性があり、必ずしも望ましくない。ただ、復興が進捗して供給制約が解消された段階で円安になるのであれば、従来と同じく輸出をサポートするメリットがやはり大きい。

**高田氏:**

・資本逃避をもたらす極端な円安は困るが、多くの企業にとっては、現在の円相場でも想定レート対比で円高とみられるため、円安のメリットはなお小さくないように思う。少なくとも、阪神・淡路大震災後のように急速な円高が進行するよりは、協調介入で止めた今回のほうが良かった。もちろん、当時に比べ、民間のバランスシートが収縮した代わりに政府のバランスシートが大きく膨張しているの、政策運営上はこの点を意識することが必要である。

・欧州経済については、財政再建に金融引締めが加わり、ユーロ相場も上昇するという引き締め効果が今後どう生ずるか注意して

おく必要がある。欧州のエコノミストには、年内に数回の利上げがあると予想しつつも、景気の先行きに自信を示す向きがある。

**加藤氏：**

・ECB は 1~2 回利上げを行ったところで、いったん様子を見るくらいの方が良いように思う。ドイツが空前の好景気であるために利上げが加速すると、周辺国に大きなストレスをかけることになる。

**井上<オーガナイザー>：**

・国債利回りに含まれるリスク・プレミアムを抑制するための方策としてはどのようなものが考えられるか。例えば、復興予算やそのための国債発行に明示的な時限を設けること、あるいは一般会計ではない別勘定の形を取ることに意味があるのか。

**高田氏：**

・少なくとも国債の日銀引き受けを行わないことは有効であろう。近年にリスク・プレミアムの推計値が上昇したのは、いずれも財政規律に関連するイベントが生じたケースであり、具体的には、自民党政権の下で大規模な補正予算が組まれたり、民主党政権がマニフェストの実現を図ったりした際であった。今回の復興予算も、例えば、既存の政策の見直しを行わず、そのまま財政赤字に上乗せされれば、市場は懸念を持つことになる。リーマン・ショック後の経済対策で財投債発行を急に拡大させたことが国債増発不安を強めたが、結局、未使用であった。今後は、それよりも政府保証債の発行を増やして、その資金を復興に活用すれば、国債利回りにおけるリスク・プレミアムの抑制に繋がるかもしれない。

**内田氏：**

・近年中の国債発行の増加分は、機関投資家のニーズに合わせて超長期債にウエイトが置かれていた。これに対し、今回の国債発行が毎月の 10 年債発行に上乗せされるようであれば、銀行貸出に対する需要増加も考慮すると、金融機関による対応は難しくなる。ましてや、それを日銀が引き受けるといのであれば、市場や格付機関の見方は一段と厳しくなる。既存の政策の見直しを行い、時限的にある程度の増税を行うといった対応を講じた上で、なお不足する資金を国債増発で賄うようにすることが望ましい。

**(3) 金融システムの健全性維持について**

**井上<オーガナイザー>：**

・金融システムへの影響や健全性維持のための対策を考える上で、阪神・淡路大震災から学ぶべき知見はあるか。それとも、当時はバブル崩壊の影響が次第に顕在化していた面の方が強く、現在とは外部環境が大きく違うということか。

**内田氏：**

・当時は、大震災による金融面での影響は数ヶ月で沈静化し、金融システムの焦点は、英国の投資銀行の破綻による影響や日米自動車摩擦を背景とする大幅な円高へと移った。また、当時の国債の市中消化額は 33 兆円に過ぎなかったが、現在は 144 兆円であって財政状況も全く異なる。

**高田氏：**

・内田さんが指摘された要素に加え、95 年後半からは住専問題が焦点となった。今から振り返ると、日本経済のバランスシート調整が本格化して 97 年の金融危機へ向かって歯車が回り始めた年であったといえる。現在、企業や銀行のバランスシートには問題がない一方で、企業や家計のマインドは当時よりも相当に萎縮している。マクロ政策は、こうしたマインドの改善も重要な課題である。

**内田氏：**

・経済復興の面で参考になるのは復興基金の活用であろう。阪神・淡路大震災の際には、関係する自治体が設立母体となり、地域金融機関が基金の発行する債券の買入れを通じて資金を拠出することで 9000 億円の基金を創設し、その運用益によって中長期の資金ニーズに対応した。今回も、被災した県が共同でこうした基金を設立し、民間金融機関が資金を拠出したり、日銀が基金の債券をオペの適格担保にしたりする対応が考えられる。ライフラインの復旧や仮設住宅の建設等の喫緊の課題は財政支出で対応する必要があるが、より中長期の資金需要は民間資金を活用することでむしろスムーズに対応しうる面がある。

**柳川氏：**

・政府は全ての復興に責任を持つと表明しているが、現実には何らかの歯止めが必要であろう。内田さんが指摘された通り、民間の金融を上手く活用する仕組みも重要である。

**福田氏：**

・政府が自らの責務を政治的なメッセージとしてアピールすることは良いとしても、実際の復興に際しては市場メカニズムを働かせることも考えないと、後に大きなモラル・ハザードを残すことになる。

**加藤氏：**

・日銀引き受けによって国債を発行し、容易に多額の資金を調達してしまうと、非効率な資金使途が含まれるリスクも大きくなり、市場メカニズムの活用とは正反対の性格を持つことになりかねない。

**井上<オーガナイザー>：**

・本当に必要な復興需要を把握しているのは、おそらくは被災地の地域金融機関であるとすれば、こうした先による貸出が適切に行われるよう、例えば、米国の金融危機の際に FDIC が行ったように金融機関債務に債務保証を付けることで資金調達を円滑化すること考えられる。一方、政策金融の活用をどう考えれば良いか。あるいは、第 3 回目の募集はやや希望額が減ったが、日銀による成長資金オペの枠組みを応用する対応は考えられるか。

**福田氏：**

・一般的に言って、補助金を一律に散布するよりは、融資プログラムを導入して必要な人だけが活用する方が望ましい。もちろん、全ての面で市場メカニズムを貫くことは適当ではなく、金利などの融資条件面では優遇が必要であるが、返済義務が付されることはモラル・ハザードを防ぐ意味がある。また、融資プログラムの財源とし

ては、高田さんが指摘されたように政府保証債を必要なだけ発行することが考えられる。

・阪神・淡路大震災の際には、個別の金融機関に日銀が与信を供与した。今回は市場全体に潤沢な資金を供給しており、少なくともこれまでは政策の考え方は明らかに異なる。包括緩和のために導入した資産買入れ基金が思わぬ形で活用された。

**高田氏:**

・これまでは「成長資金オペ」に対する評価は必ずしも芳しくなかったかもしれないが、震災復興という時こそ、こうした枠組みの活用を考える余地があるように思う。

## 2. おわりに

**井上<オーガナイザー>:**

・本日の議論に基づくと、震災によって日本経済のパラダイムが変わったとすれば、政策当局が様々な政策目標に関するウエイト付けを新たな視点から見直す必要があるということであろう。また、供給側の要因で景気や物価が変化する場合の金融政策のあり方は、これまで様々な議論が積み重ねられてきたが、決して簡単な問題ではない。震災による金融経済面への影響は、時を追って変化すると見られるだけに、「金融市場パネル」の今後の会合でも、新たな展開に即してその時々々の政策課題を取り上げてゆきたい。

\*\*\*