

研究ノート

日銀の異次元緩和と円安

野 北 晴 子*

目 次

はじめに

1. 対ドルレートと円高介入
 2. 外国為替介入の仕組み
 3. 異次元緩和と円安
- むすびにかえて

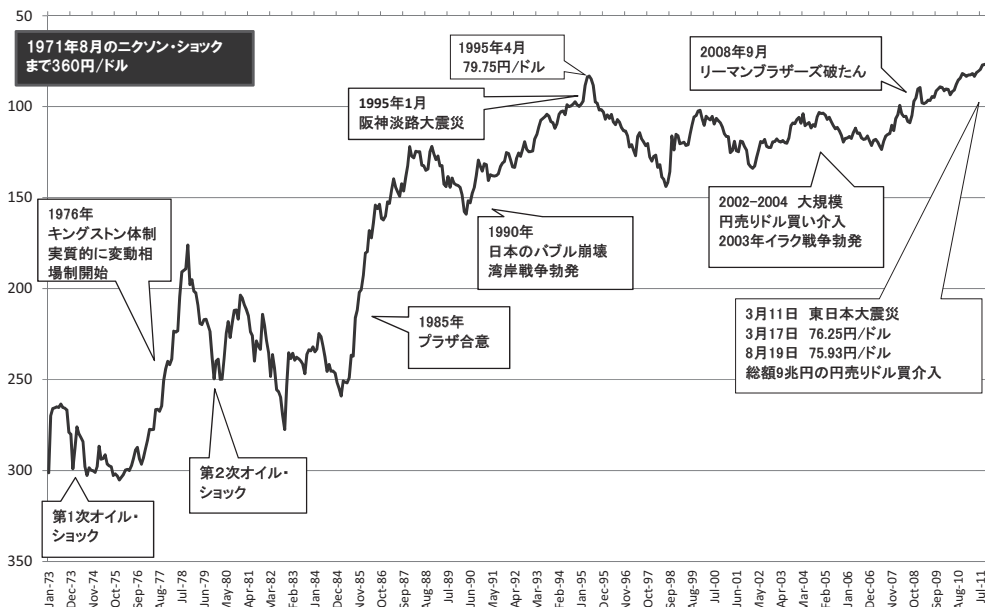
はじめに

2012年末に自民党安倍政権が誕生して以来、円安傾向が続いている。2013年4月には、新しい日銀総裁のもと、安倍内閣の政策目標と一致するような日銀の大規模な金融緩和政策、いわゆる異次元緩和が始まった。

本研究は、1年以上続く円安傾向は、これまでとは異なる形態での、一種の介入政策によるものではないかという考えのもとに、その検証を試みたものである。

1. 対ドルレートと円高介入

円はブレトン・ウッズ体制の崩壊以後、ドルに対して趨勢的に円高に推移してきた。1ドル=360円の固定相場から、1976年のキングストン合意で250円台を切り、G5のプラザ合意による協調介入で一気に100円台に突入した。リーマン・ショックの後は90円台を推移し、2010年に入ると、80円台まで上昇した。そして、2011



出所：日銀のホームページのデータより作成 <http://www.boj.or.jp/>

図1 円の対ドル為替レートの推移1973.1-2011.11 (東京市場スポット 月末)

* 広島経済大学経済学部教授

年の東日本大震災直後、それまでの円高最高値であった1995年の1ドル=79円を上回り、同年8月には1ドル=75円台を記録した(図1参照)¹⁾。

次の表1は、外国為替平衡操作、すなわち財務省が命じて日銀が行った為替介入の内容と額が示されている。これをみると、ほとんどが米ドル売り・日本円買いである。特に自民党小泉

表1 外国為替平衡操作の実施状況

実施年	介入金額(億円)	売買通貨
平成3年(1991年)	702	米ドル買い・日本円売り 米ドル売り・独マルク買い139億円, 独マルク買い・日本円売り48億円を含む
4年(1992年)	7,169	米ドル買い・日本円売り
5年(1993年)	25,580	米ドル買い・日本円売り
6年(1994年)	20,639	米ドル買い・日本円売り
7年(1995年)	49,588	米ドル買い・日本円売り
8年(1996年)	16,036	米ドル買い・日本円売り
9年(1997年)	11,282	米ドル買い・日本円売り, 米ドル売り・インドネシアルピア買い693億円を含む
10年(1998年)	30,470	
11年(1999年)	76,411	米ドル買い・日本円売り ユーロ買い日本円売り5923億円
12年(2000年)	31,732	米ドル買い・日本円売り ユーロ買い日本円売り2155億円を含む
13年(2001年)	32,107	米ドル買い・日本円売り ユーロ買い日本円売り652億円を含む
14年(2002年)	40,162	米ドル買い・日本円売り ユーロ買い日本円売り238億円を含む
15年(2003年)	204,250	米ドル買い・日本円売り ユーロ買い日本円売り1785億円を含む
16年(2004年)	148,314	米ドル買い・日本円売り
17年(2005年)	0	
18年(2006年)	0	
19年(2007年)	0	
20年(2008年)	0	
21年(2009年)	0	
22年(2010年)	42,498	米ドル買い・日本円売り
23年(2011年)	142,970	米ドル買い・日本円売り
24年(2012年)	0	
25年(2013年)	0	

注：日本円を対価としない外国為替平衡操作の場合、実施日(東京市場が休場の場合は前営業日)の日本銀行発表の円の対ドル中心相場を用いて円換算してある。

出所：財務省ホームページ <http://www.mof.go.jp/>

政権時代（平成13年4月～18年9月）の介入額が著しい。ユーロ買い・日本円売りも含めると、総額42.48兆円に達する。また、民主党政権時の2011年だけで、総額14.3兆円にのぼる米ドル買い・日本円売り介入を行っており、その中には同年10月31日に実施した8兆円規模の介入が含まれる。

しかし、この外国為替平衡操作の実施状況と、図1と照らし合わせてみると、介入の効果があつたとは決して言えない。2011年以前の円高最高値を記録した1995年4月の時点でも、その4月より3月の介入額の方が大きい。むしろ、ワンウェイ・オプションと指摘されるように、内外の投機家にいとも簡単に利益を供与したことになるのではないだろうか²⁾。

2. 外国為替介入の仕組み

外国為替市場への介入は、財務省からの具体的な指示を受けて日本銀行が実際に行う。このとき介入のため資金が必要となるが、米ドル買い・日本円売りの場合、円資金が必要である。この資金は外国為替資金特別会計（外為特会）の資金であるが、具体的には国庫短期証券を発行して調達した円資金を使う。逆に円安の場合は、外為特会の保有するドルを取り崩して、日本円買い・米ドル売りを行う。

国庫短期証券を発行して調達するということは不胎化政策であるが、その国庫短期証券は借

り換えを重ねており、国債増加の大きな要因となっている。一方、米ドル買いを行うことで、外貨準備は増加する。平成25年12月末における日本の外貨準備高は、1,266,815百万ドルであるが、そのうち約94%が外貨の証券で運用されている³⁾。外貨準備運用の詳細な内訳は公表されていないが、そのほとんどがドル資産であると考えられる。

現在、アメリカの国債の外国保有国のトップは中国であり、次いで日本である。次の表2は、日本のアメリカ国債保有推定額を示している。

これをみると、今年の4月、6月期には外貨準備は減少するが、7月から9月にかけて日本のアメリカ国債保有額が増加していることがわかる。とりわけ、7月期には、先月より521億ドルも増加している。

3. 異次元緩和と円安

2012年末に自民政権が誕生したが、それ以降、円は円安方向に推移している。しかし、表1でみてわかるように、2012年から外国為替市場への介入は全く行われていない。

日銀総裁・副総裁が交代した日本銀行は、2013年4月に「量的・質的金融緩和」の導入を発表した。その目的は、消費者物価の前年度比上昇率2%「物価安定目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する

表2 日本のアメリカ国債保有推定額（期末）

単位：10億ドル

	2012	2013年										
	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
日本保有	1111.2	1103.9	1105.5	1114.3	1112.7	1103.7	1083.3	1135.4	1149.1	1178.1	1174.4	1186.4
増加額	-6.5	-7.3	1.6	8.8	-1.6	-9	-20.4	52.1	13.7	29	-3.7	12
外国計	5573.8	5621.5	5691.1	5725	5709.7	5658.1	5595	5592.8	5595.8	5652.9	5655.1	5716.9
増加額	35.6	47.7	69.6	33.9	-15.3	-51.6	-63.1	-2.2	3	57.1	2.2	61.8

注：短期国債（TB）、中期国債（T-Notes）、長期国債（T-Bondes）を含む

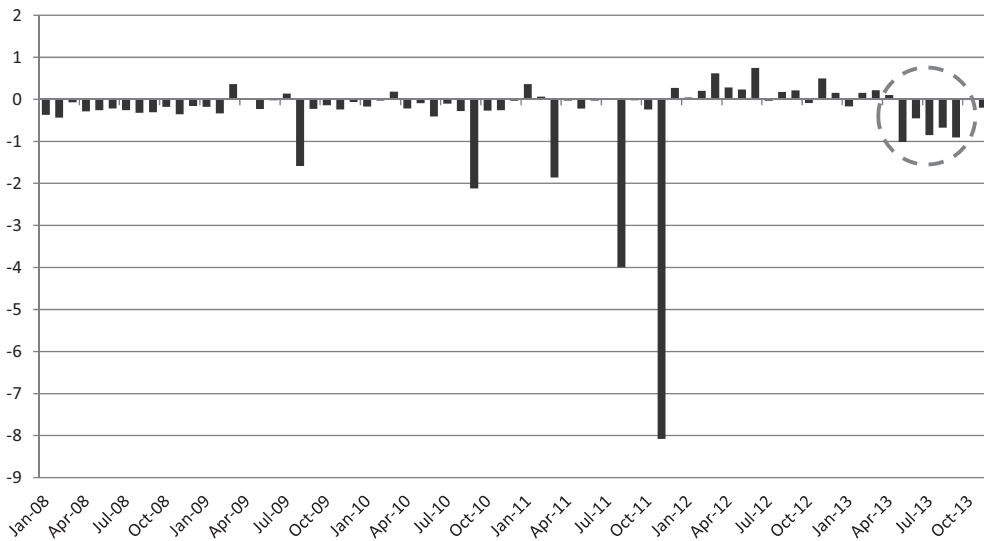
出所：アメリカ財務省 Department of the Treasury のホームページのデータより作成

ためとしている。その手段として①マネタリーベース・コントロールの採用、②長期国債買入れの拡大と年限長期化、③ETF、J-REITの買入れの拡大、④「量的・質的金融緩和」の継続、である。

本来、金融緩和は、景気低迷期に貸出額の増加を通じて、市場に資金が潤沢に循環することを目指すものである。日銀は、大量の国債を市場から吸い上げ、それによって大量の資金を市

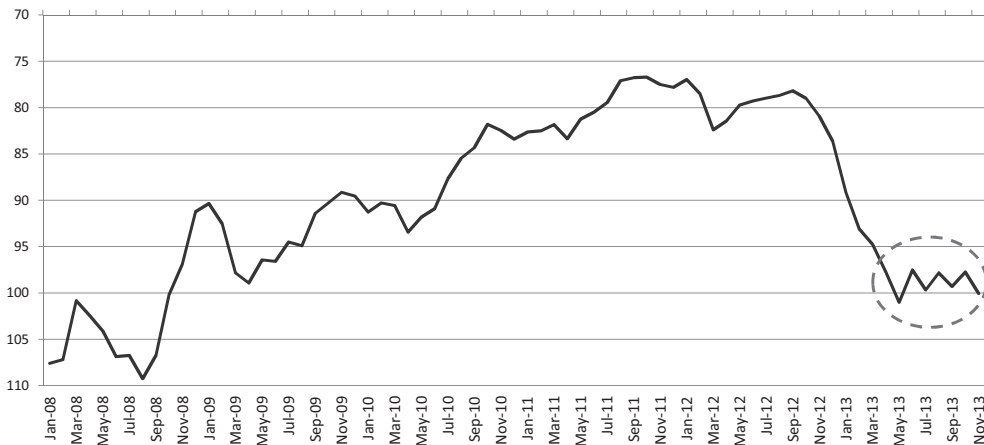
場に投入したが、国債保有高の大きい銀行等金融機関は、国債売却資金によって外債の購入を増加させつつある⁴⁾。

一方、先に述べたように介入で得た米ドル(一部ユーロ)は、外貨準備の増加となる。次の図2は、国際収支における外貨準備の増減をみたものである。この場合、マイナス表記は外貨準備の増加であり、プラス表記は外貨準備の減少である。これをみると、2011年の大規模介



出所：日本銀行ホームページのデータより作成 <http://www.boj.or.jp/>

図2 外貨準備増減(兆円)



出所：日本銀行ホームページのデータより作成 <http://www.boj.or.jp/>

図3 東京市場 ドル・円 スポット 17時時点/月中平均

入時における外貨準備の増加が顕著である。しかし、その一方で、2013年の5月からある一定規模の準備の増加が続いている。

また、図3には、円の対ドルレートが示されている。これをみると、2012年末から明らかな円安傾向にあるが、1ドル=100円を超えたあたりから、その周りでの変動を繰り返している。あたかも、介入政策が行われ、管理レートがうまく実現したかのような動きである。

むすびにかえて

2014年に入ってもなお、円は1ドル=100円を超える相場で推移しているが、これまでの検証だけでは、この円安が直接の為替市場介入とは違う形で人為的に維持されているとまでは言えない。しかし、金融当局が、何らかの形で外債購入を行い、それがあたかも介入と同じ効果をもたらしているとの見方を完全否定できるものでもない。今後さらに検証をすすめていくことで、異次元緩和のもう一つの重要な目的とその目的に対する有効性が、明らかになるものと期待する。

注

- 1) 2011年10月31日に1ドル=75円32銭を記録した。
- 2) 大矢野栄次(2011年)。ワンウェイ・オプションとは一方的選択権と訳され、投機家にとって変化の方向が可能なことを指し、そのため大量の短期的な資金が移動する。本来、ブレトン・ウッズ体制の通貨制度のように、固定相場制でありながら、平価の変更を認めたことにより生じる現象である。しかし、今日のように、管理された変動相場制のもとでは、同じような現象がおきやすい。しかも、政府の要人が円高に対する何らかの介入をほのめ

かしたりする場合には、なおさらである。

- 3) その他、IMF リザーブポジション、SDR、金などがある。
- 4) BIS 規制により民間貸出がリスク資産としてのウエイトが大きいため、銀行の日銀当座預金が増加しても、それが貸し出しに回らない状況が続いている。その結果、金融緩和の効果そのものについては疑わしい。

参 考 文 献

- 植田和男「経済教室 異次元緩和から3か月(下) 市場金利予想、不安定に」2013年7月3日、日本経済新聞朝刊、028ページ
- 上野大作(2012)「外債投資の視点 N.039 日銀による外債購入の可能性と為替相場への影響」三菱UFJモルガンスタンレー証券、オンライン、(アクセス2013年1月) http://www.sc.mufg.jp/report/ue_report/pdf/ue121010.pdf#search=%E6%97%A5%E9%8A%80%E3%81%AB%E3%82%88%E3%82%8B%E5%A4%96%E5%82%B5%E8%B3%BC%E5%85%A5%E3%81%AE%E5%8F%AF%E8%83%BD%E6%80%A7%E3%81%A8%E7%82%BA%E6%9B%BF%E7%9B%B8%E5%A0%B4%E3%81%B8%E3%81%AE%E5%BD%B1%E9%9F%BF
- 大矢野栄次(2011)『消費税 上げてはいけない』創成社
- 熊倉正修(2013)「日本の外国が替市場介入と外貨準備管理の問題点」オンライン、(アクセス2013年1月) http://www.jsmeweb.org/kinyu/bukai/kkbukai/thesis_kumakura.pdf#search=%E6%97%A5%E6%9C%AC%E3%81%AE%E5%A4%96%E5%9B%BD%E7%82%BA%E6%9B%BF%E5%B8%82%E5%A0%B4%E4%BB%8B%E5%85%A5%E3%81%A8%E5%A4%96%E8%B2%A8%E6%BA%96%E5%82%99
- 齊藤 誠「経済教室 「異次元緩和」の評価(下) 資金、实体经济に回らず」2013年4月16日、日本経済新聞朝刊、029ページ
- 本田佑三「経済教室 異次元緩和の評価(上) 反年後には生産押上げ」2013年4月12日、日本経済新聞朝刊、025ページ

参考 Web

- Department of the Treasury <http://www.treasury.gov/>
 財務省ホームページ <http://www.mof.go.jp/>
 日本銀行ホームページ <http://www.boj.or.jp/>