

## 前倒しの緩和、資産買取10兆円上積み ～為替介入と併せて1本～

発表日：2011年8月4日（木）

 第一生命経済研究所 経済調査部  
 担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

日銀は定例の政策決定会合の日程を前倒して、初日の4日に金融緩和の強化を打ち出した。長期国債を2兆円ほど追加買入れするほか、固定金利オペレーションを5兆円ほど上積みして累計で+10兆円の資産買入基金の増額を行う内容である。これによって、資産買入基金の枠は、40兆円から50兆円と巨大化する。日銀は政府と協調して、ここで「動く日銀」をアピールすることに重要な意味があると考えて決断を下したのだろう。

### 資産買入額を40兆円から50兆円へ

日銀は定例の金融政策決定会合の8月4・5日の日程を1日早めて、4日中に終了し、そこで「金融緩和の強化」を決めた。主な内容は、資産買入基金の買入枠を40兆円から50兆円と+10兆円ほど増額することが柱になっている。同日の午前中に、政府は日銀に委託して為替介入を実施したところである。これで、政府と日銀が一体になって1ドル76円25銭という史上最高値をブロックするという強固な構えを表明したことになる。

為替介入が、投機的なドル売り・円買いに対する需給面での牽制効果になるとすれば、日銀の金融緩和は金利低下を促すことで日米金利差の縮小※（拡大防止）を行って円高進行を遅らせる効果が期待される。そのために日銀が決定した資産買入の内訳は以下の通りになっている（図表）。

ここでの力点は、長期国債と社債等の買入額が相対的に大きいことである。今回の買入増額は、前回3月14日の増額のと時から、+10兆円となっているが、そのうち固定金利オペレーションの増額が+5兆円と、短中期ゾーンの金利形成のフラット化を促し、そのほか+5兆円で、長期国債などの買入を通じて長期金利の押し下げるイメージを演出しようとしている。ETFやREITといったリスク性資産の買入による効果はどちらかという控えめな印象がある。増額の期間はこれまでの2012年6月末を、半年ほど延長して2012年末にしている。

なお、「資産買入等の基金運営基本要領」も一部変更されたが、買入対象について、「利付国債（残存期間が1年以上2年以下の2年債、5年債、10年債および20年債に限る）」という部分は変更しなかった。少なからぬ人が、日銀の買取りで、新発の長期国債の買入を通じた10年債利回りの低下が促されると錯覚しやすいが、その点は違う。先日7月にIMFは、日銀に対して「日本銀行の資産買入プログラムのもとで、より長期の公的な証券や、またおそらく民間資産の購入の増額が検討されうるだろう」と述べていた。しかし、日銀は今回の円高に臨んでも、より長期の公的な証券を買うことは決定しなかったことになる。日銀が買入資産の残存期間を2年以内とする意図は、資産買入基金の出口を2年後までとしておきたいという思惑があるからだと推察される。

※ 白川総裁は、ドル円レートと金利差の関係で、アナリストの分析は2年物の日米金利差に注目することが多いと指摘している。従って、残存期間2年以下であってもそれなりに為替相場への影響が期待できると考えているのだろう。

（図表）これまでの資産買取基金の増枠

単位：兆円

	初回 2010年 10月5日	前回 2011年 3月14日	今回 8月4日
長期国債	1.5	1.5	2.0
短期国債	2.0	2.0	1.5
CP等	0.5	0.5	0.1
社債等	0.5	0.5	0.9
ETF	0.5	0.5	0.5
REIT	0.1	0.1	0.01
小計	5.0	5.0	5.0
固定金利オペ	30.0	0.0	5.0
合計	35.0	5.0	10.0
	創設	増額	増額

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## 政府と日銀の距離感

「政府と日銀が歩調を合わせた円高阻止」というのは聞こえがよいが、円高の流れに拮抗するのは難しい。だから、為替介入と金融政策が協調するしかないというのが実情だろう。過去、9月15日の為替介入のときは、日銀が10月5日に踏み切った。3月18日に為替介入が実施されたときにも日銀は手前の3月14日に買入基金増額を行っている。よく見ると、緩和らしい緩和を行ったのは、円高阻止のときに限られている。そうした意味では、今回の日銀は円高阻止に必死であることがわかる。

なぜ、円高阻止に奔走するかと言えば、震災後の景気回復にとって円高は大敵であるということがある。震災後の日本経済は、輸出産業の立ち上がり力が強く、景気回復の突破口は輸出企業が切り開くような図式になっている。その中で、輸出産業を見舞った予想外の円高は、景気回復シナリオを担っているメカニズムを狂わせるという位置づけになる。輸出企業が円高による収益悪化を最小限に食い止めるには、ここで円高を足踏みさせて、為替予約のタイミングを設けるということは、円高を反転させることができなくとも、円高をしばらくの期間だけ足踏みさせることでそれなりの意味がある。

目先の為替相場を動かしそうなイベントを整理すると、8月5日夜に米雇用統計が発表されて、円高が急進する可能性がある。その次に、8月9日はFOMCがあり、ここでQE3を想起させる言及があれば為替が大きく動く可能性がある。仮にそれらのタイミングで、円高ドル安の流れが反転すればよし。そうならなければ、追加的に政府・日銀は追加的に介入を行うという可能性もある。政府・日銀は、そうした複数のシナリオを検討しながら、今、政府・日銀が一体になって動くことに利があると踏んだのだろう。

人によっては、「なぜ、8月4日なのか」という人も居よう。それは、米債務上限問題のリミットが8月2日だった（日本では8月3日）ことが大きい。おそらく、政府・日銀ともに、債務上限問題が大統領と議会との合意によって落ち着いたはずなのにさらに円高に加速感がついていることはまずい、と思ったのだろう。だから、雇用統計の前に、介入によってできる限り、為替レートを円安水準に釘付けにしておいて、円高に振れたとしても介入前の水準よりは、ましな円高にしたかったではなかろうか。今回の円高で断続的に円高修正のレベルと積み上げているのは、目先のイベント・リスクに対して高い防波堤を築いておきたいという意図があるようだ。

さらに、うがった見方をすれば、日銀にはここで政府との歩調を強くアピールすることにも願意があった。菅首相が近々退任すると、次の民主党代表選挙が行われて、政策メニューが一新する可能性がある。菅首相の方針に反対する候補者が、反増税を掲げてくると、そのときには日銀への復興国債の引受論を言い出してくるかもしれない。そうした不穏な空気に前もって対応するときには、なるべく「動く日銀」を印象付けておくことが有利という発想が浮かぶ。様々な思惑があったのかもしれない。