

## 円高対応で5兆円の買入基金増額

発表日:2011年10月27日(木)

～長期国債だけを買入れ増額～

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、円高に対応するかたちで追加緩和に踏み切った。すでに50兆円の買入れを予定する資産買入基金をさらに+5兆円増額するという内容である。この+5兆円は、長期国債だけを買入れる。ETFやREITは追加購入の上限を変更しなかった。今後、FRBがQE3に踏み切るのではないかという思惑が円高を進行させる可能性が残る中では戦いは長丁場になりかねないので、日銀は今回は+5兆円に止めておいて、先々、買入増額で臨もうとしている。

## 政府の円高対策に呼応しようという追加緩和

日銀は、円高対策という含みを持たせて、資産買入基金を+5兆円増やして55兆円程度にする追加緩和を決定した(図表1)。政府の為替介入は現時点では実施されていないが、すでにいつでも実施できる構えを採っている。従って、日銀の方が先に動いた格好になるのだろう。日銀は、1ドルが75円台に突入することを阻止しようとする政府と連携する姿勢を強めたということになる。これまで包括緩和は、

(図表1)これまでの資産買取基金の増枠

	増額の状況			単位:兆円	累計規模 合計	(参考) 実績 買入残高
	初回 2010年 10月5日	前々回 2011年3 月14日	前回 8月4日	今回 10月27日		
長期国債	1.5	0.5	2.0	5.0	9.0	1.8
短期国債	2.0	1.0	1.5	0.0	4.5	2.4
CP等	0.5	1.5	0.1	0.0	2.1	1.4
社債等	0.5	1.5	0.9	0.0	2.9	1.3
ETF	0.45	0.45	0.5	0.0	1.4	0.7
REIT	0.05	0.05	0.01	0.0	0.11	0.1
小計	5.0	5.0	5.0	5.0	20.0	7.7
固定金利オペ	30.0	0.0	5.0	0.0	35.0	32.0
合計	35.0	5.0	10.0	5.0	55.0	39.7

2010年10月5日に枠組みが決定され、2011年3月14日、8月4日という過去3回目の緩和のいずれもが円高対策であったが、今回も円高阻止に向けて4回目の追加緩和ということになる。

日銀の発表文の説明には、「物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるにはなお時間を要すると予想されるうえ、国際金融資本市場や海外経済の動向次第で、経済・物価情勢見通しがさらに下振れするリスクにも、注意が必要である」とある。この内容が、今回の追加緩和の理由として記述されるかたちになっている。意識すると、欧州ソブリンリスクに伴う「質への逃避」が安全資産としての円買い、すなわち円高を引き起しているの、日銀はその悪影響を和らげようと、追加緩和によって円高対応を行わなくてはならない。円高が長期化すると、物価が下押しされて、物価安定の理解に基づく消費者物価上昇率1%程度の達成が遠のいてしまう。

## なぜ、+5兆円なのか

今回が、過去の資産買入基金のオペレーションと異なっているのは、複数種類の買入資産のうち、長期国債だけに集中して買入増額をすることを決めたことだ。これまで長期国債は4兆円の買入を表明していたので、これで合計9兆円の買入額になる。日銀は、基金ではなく本体のバランスシートの中で年間21.6兆円のオペを行っているの、買入総額は30.6兆円ということになる。

この+5兆円という数字をみて連想するのは、第三次補正予算の新規財源債の発行額が11.5兆円となることだ(ただし、復興資金は前倒し発行でほとんど調達済)。日銀は、そうした数字にも配慮して、その半分相当になる

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。

+5兆円の買入増額を決めたという見方ができる。宮尾委員は+5兆円に反対票を投じて+10兆円という数字を対案として示したが、他の8名の委員は+5兆円で十分だと考えたのであろう（宮尾提案は1:8で否決）。

なぜ、長期国債だけを買入れることにしたのかという理由は、長期金利低下を通じて日米金利差を拡大させる方向に動かして、円安圧力を効かせたいというのが教科書的な説明ができる。ただし、うがった見方をすれば、それは復興債の日銀直接引受論を封じる伏線があったのかもしれない。日銀は復興債の半分に相当する増額分を購入することで、一部の論調として残っている復興債の日銀引き受けを牽制しようという見方である。

## 粘り強く円高と対峙

日銀にとって、今回の円高対応の追加緩和は、まだ一里塚という認識があるのかもしれない。+5兆円の増額は、将来への増額余地を残しておくという対応であったと考えることができる。

円高の背後には、FRBのQE3観測が控えている。FRBが即座にQE3に踏み込んでくるという訳ではないだろうが、次回11月2日のFOMCを念頭に観測が強まる可能性がある。もしかすると、その次の12月13日のFOMCの方にQE3観測の大きな波があるかもしれない。当面、QE3観測が強まると、円高圧力が高まって、政府・日銀は対応策に動かされることになりかねない。日銀はここで実弾を撃ち尽くすことができないので、+5兆円と刻んで、先々に備えたという風にも理解できる。

一方、日銀がどこまで追加緩和をすれば限界なのか。まだ、日銀にできることはないのか。それを考えると、長期国債の買入規模を膨らませるために、現状の「長期国債のうち、既発行で残存期間1年～2年のもの」という長期国債の買入対象を2年超に延長する方法が思い当たる。この見直しを行えば、資産買入基金の増額を2012年末に終了した後で2年後の2014年末に国債償還が行われるという目途を、さらに先に延ばすことになる。残存期間を10年まで延長する対応は、長期金利により効果的に押し下げの圧力を働かせられるというメリットを持つ。

この点に関連して、白川総裁は記者会見で「為替相場は内外2年物金利差と相関が高い」と述べている。これは、買入対象の残存期間が2年であっても円高対策には効果があることを伝えようとしているのだろう。白川総裁にすれば、任期期限である2013年4月よりも先までバランスシートを膨らませたままの状態にすることは、心理的抵抗が強いのだろう。

## 円高との戦いは長丁場

日銀が同時に発表した展望レポートでは、景気・物価の見通しが下方修正されている（図表2）。景気は、2011年度下期以降の成長パスが、いくらか鈍化していくことを見越して、2012年度まで下方修正を行っている。消費者物価は、基準改定要因で下方圧力が働きやすくなっていることを織り込んでい。こうした下方修正見通しの背景には、円高予想が抜きがたくあり、欧州のソブリンリスクによる悪影響も加味されている。

日銀にとって苦しいのは、円高圧力とどこまで戦い続ければよいのかという目途が立ちにくいことである。白川総裁が、「物価安定の理解の達成にはなお時間がかかる」と述べている点は、円高圧力や

（図表2）2011年10月の経済・物価見通し

	前年比%	
大勢の見通し	実質GDP	CPI除く生鮮
2011年度	+0.2～+0.4 (+0.3)	0.0～+0.0 (+0.0)
2012年度	+2.1～+2.4 (+2.2)	0.0～+0.2 (+0.1)
2013年度	+1.3～+1.6 (+1.5)	0.4～+0.6 (+0.5)
前回		
2011年度(7月中旬)	+0.2～+0.6 (+0.4)	0.6～+0.8 (+0.7)
2012年度(7月中旬)	+2.7～+3.0 (+2.9)	0.5～+0.7 (+0.7)
7月→10月 (2011年度)	(▲0.1%)	(▲0.7%)
の変化幅 (2012年度)	(▲0.7%)	(▲0.6%)

注：政策委員9名の見通しのうち最高・最低を除いた7名のレンジ。( )内はその中央値。

（参考）民間エコノミストの経済・物価見通し

・・・10月のESPフォーキャスト(10/12日、経済企画協会)

大勢の見通し	実質GDP	CPI除く生鮮
2011年度	+0.22	▲0.15
2012年度	+2.30	▲0.20

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。見通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。

欧米経済に働く下押し圧力が長丁場になることを暗示するものだ。

円高リスクに関しては、国内要因として時の政権が円高対策に熱心であれば、日銀は否応なくそれに付き合わないといけない。基本的に景気・物価情勢が脆弱な下では、円高リスクを軽視することはできないからだ。反面、日銀にとっては、円高リスクに対処することは当たり前の行動だとしても、追加緩和の効果を模索して巨大緩和の時間軸を延長すると先々の金融政策の自由度を縛ってしまうリスクとのジレンマに直面する。今後とも、白川総裁は、そうした限界を探りながらぎりぎりの選択を迫られるだろう。