

研究ノート

# 円安トレンドとその背景

野 北 晴 子\*

## 目 次

はじめに

1. 第2次安倍政権と円安
2. 市場介入と外貨準備の増減
3. 政府短期証券の発行と政府の為替安定化策
4. ゆうちょ銀行・かんぽの資産運用と民間金融機関の動向

むすびにかえて

はじめに

円高基調から一転、2012年の秋から始まる円安トレンドは、2014年に入ると加速し、同年10月には1ドル=110円台まで下落した。この研究ノートは、この円安傾向が当時の新政権に対

する市場の期待に始まり、それを金融当局が維持・管理したことにより市場で定着したのではないかという推測を、データによって示そうと試みたものである。

## 1. 第2次安倍政権と円安

下記の図 1-1 は、2008年1月から2014年8月までの対ドル円相場の推移を示している。これをみる限り、リーマン・ショックが起こった2008年より円高トレンドが続いており、東日本大震災が起こった2011年10月には高値を更新して1ドル=74円台まで上昇した。それが、第2次安倍内閣が始まる2012年末より少し前、一転円安傾向に変わったことがうかがえる。



(2008年1月～2014年8月東京市場ドル・円スポット17時時点/月中平均)

(出所：日本銀行ホームページ <http://www.boj.or.jp/>)

図 1-1 円の対ドル為替相場の推移

\* 広島経済大学経済学部教授

2012年に入ると一旦円安への転換傾向がみられた。その年の3月、4月には80円台になったが、再び70円台に戻っている。しかし、2012年秋からの円安トレンドは持続し、2013年には1ドル=100円台に入り、2014年9月には急速な円安が進んで1ドル=109円台、10月に入ると一時1ドル=110円台まで下がった。

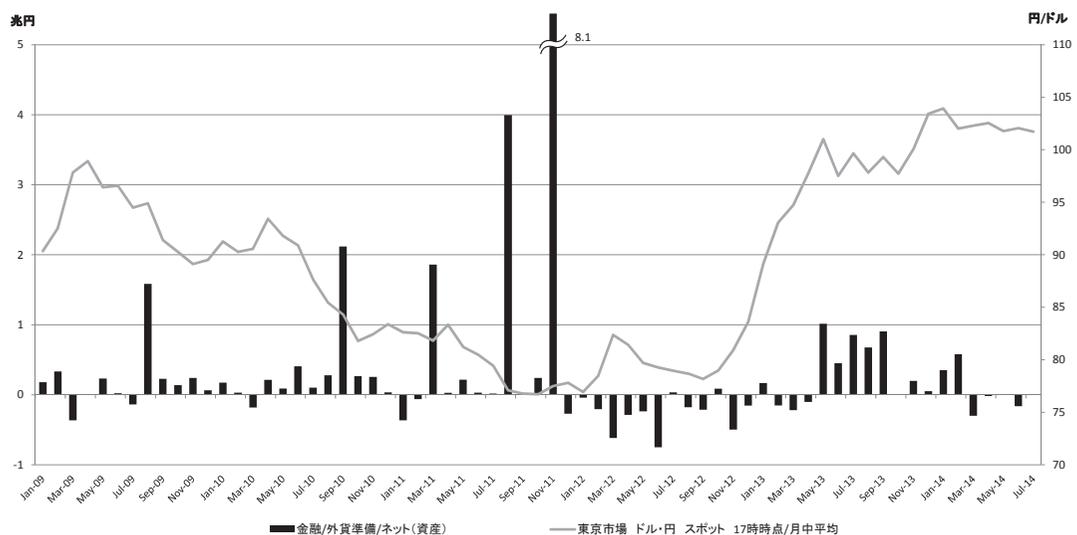
あるアメリカ民間金融機関のマクロ分析官は「これまではGDP成長率、雇用、貿易などの経済統計数値を基に判断を下してきた市場プレーヤーは、各国の政治的リーダーシップにも目を向けるようになった。近年、日本やメキシコ等の国々での株式市場相場は、政治的な変化への期待だけで上昇している。」と述べている<sup>1)</sup>。為替についても、これと同様の期待が働いたとも考えられる。

## 2. 市場介入と外貨準備の増減

日本の為替政策は趨勢的な円高の中で、たびたび市場介入を行ってきた。とりわけ、自民党小泉政権時代と民主党政権時代には、大規模な市場介入が行われ、東日本大震災後の2011年10月には、一日で8兆円規模の介入が実施された。

介入は財務大臣の介入意思決定により、日銀が実際の市場介入を行う。具体的には、円高是正の目的ならば財務省が政府短期証券を発行して必要な円を調達し、円売りドル買い介入を行う。その結果、外貨準備が増加する。図2-1には、為替相場の推移と外貨準備の増減を示しているが、大規模な介入の結果、外貨準備が大幅に増加していることがわかる。しかし、この図を見る限り、大規模介入による大きな効果があったとは決して言えない。

これに対し、2012年末に民主党から自民党に政権交代して以後、為替市場への介入は一切行われていない。しかし、円安トレンドは政権交代の少し前から始まり、2013年に入ってから1ドル=95円を超えてしばらく足踏み状態が続くが、その後一気に100円台に入っている。一方、先の図2-1をみると、2013年の4月以降、97円~99円で推移していた時期、あたかも介入したかのように外貨準備が増加している<sup>2)</sup>。しかも、それを介入とみなせば、その効果はあったと考えることもできる。しかし、先にも述べたように、介入を示す財務省の外国為替平衡操作状況を見ると、平成23年(2011年)の10月~



(出所：日本銀行のホームページ <http://www.boj.or.jp/>)

図 2-1 為替相場と外貨準備の増減

12月期の総額9兆円に上る大規模介入以後は、ずっとゼロが続いている。

### 3. 政府短期証券の発行と政府の為替安定化策

図3-1は、為替相場の推移と政府短期証券の発行額の推移を示している。円売りドル買い介入を実施する場合には、この短期政府証券である外国為替資金証券を発行して、円を調達する。この図を見る限り、確かに大規模介入があった平成23年の10月期は、外国為替資金証券の発行額はそれまでの最大額となっている。しかし、2013年（平成25年）に入ってからはその発行額が急増し、23年10月期を大きく上回っていることがわかる。この発行額が急増した時期は、ちょうど、図2-1でみた外貨準備が連続して増加した時期、すなわち、為替相場が97円～99円で推移していた時期に合致する。

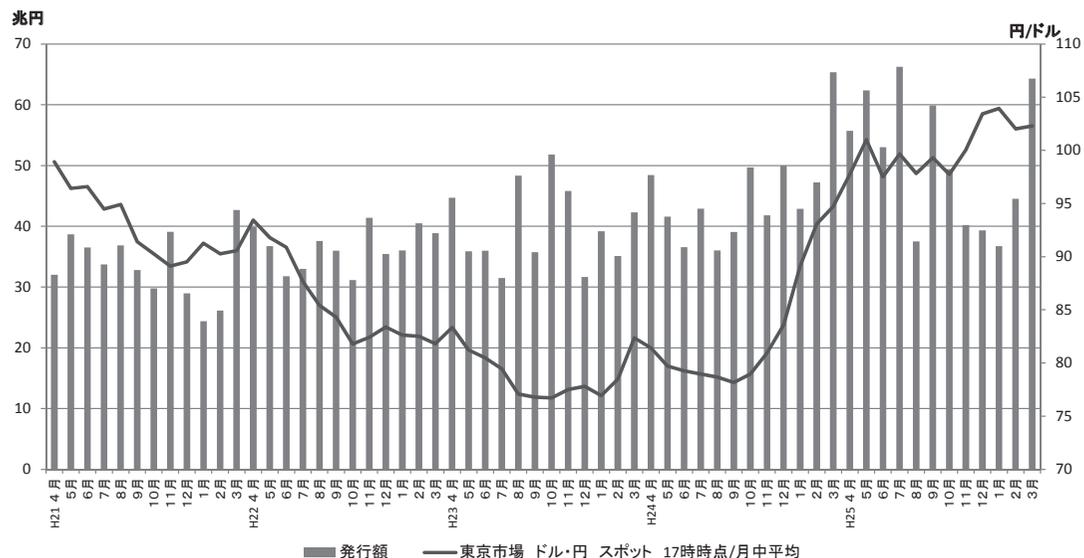
この政府短期証券は、国庫や特別会計の一時的資金不足を補うために発行される。その償還期限は原則3ヶ月であるが、2ヶ月、6ヶ月のものもある。その政府短期証券の種類は、財務

省証券、食糧証券、石油証券、外国為替資金証券、財政融資資金証券、そして原子力災害賠償支援証券となっている。しかし、その政府短期証券の発行額の内訳をみると、そのほとんどが外国為替資金証券であり、平成25年においては全期において全体の97～99%を占めている。

次の表3-1は、平成21年度から平成25年度までの四半期別外国為替資金証券の発行額、償還額、月末残高、平均残高、を示している。外国為替資金証券は、毎月30兆円に上る額を発行し、同額程度を償還しながら、常に100兆円を超える額が滞留していることがわかる。しかも、大規模な介入があった時期は、発行額が増加し、残高も大きく増えていることがわかる。

しかし、外国為替資金証券発行の目的は、為替市場介入資金の調達だけでなく、外貨準備等の運用益を円に換えるためにも発行される<sup>3)</sup>。保有する外貨準備の総額が増加すれば、運用益も当然大きくなり、円と交換するための証券発行額も増大する。

一方、国際協力銀行（JBIC）等への貸付は外貨準備には入らないが、国際機関への出資増加



(出所：財務省ホームページ <http://www.mof.go.jp/>)

図3-1 外国為替資金証券発行額と為替相場

表 3-1 外国為替資金証券（短期政府証券）の発行額と償還額

(単位：兆円)

平成21年度（2009年4月～2010年3月）												
	第1・四半期			第2・四半期			第3・四半期			第4・四半期		
	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月
発行額	32.0	38.7	36.5	33.7	36.9	32.8	29.8	39.1	29.0	24.4	26.1	42.7
償還額	△30.8	△38.6	△36.5	△33.7	△36.9	△32.8	△29.8	△39.1	△29.0	△27.0	△29.9	△39.8
月末残高	108.1	108.2	108.2	108.2	108.2	108.1	108.1	108.1	108.1	105.4	101.7	104.5
平 残	107.4	108.2	108.2	108.2	108.2	107.9	108.1	108.1	108.1	107.0	102.5	102.2
平成22年度（2010年4月～2011年3月）												
	第1・四半期			第2・四半期			第3・四半期			第4・四半期		
	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月
発行額	39.9	36.7	31.8	33.0	37.6	36.0	31.2	41.4	35.4	36.0	40.5	38.9
償還額	△34.3	△36.6	△31.8	△33.0	△40.1	△31.8	△32.2	△44.0	△34.6	△38.2	△40.7	△36.3
月末残高	110.1	110.3	110.3	110.2	107.7	111.9	110.9	108.3	109.1	106.9	106.7	109.3
平 残	107.8	110.3	109.9	110.2	107.3	109.9	110.4	109.5	106.0	107.3	104.2	106.5
平成23年度（2011年4月～2012年3月）												
	第1・四半期			第2・四半期			第3・四半期			第4・四半期		
	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月
発行額	44.7	35.9	36.0	31.5	48.3	35.7	51.8	45.8	31.6	39.2	35.1	42.3
償還額	△39.7	△37.6	△36.8	△31.6	△44.4	△36.0	△52.0	△38.4	△33.0	△46.4	△37.3	△39.2
月末残高	114.3	112.6	111.8	111.8	115.7	115.5	115.3	122.8	121.4	114.2	112.0	115.1
平 残	112.1	113.8	112.4	111.8	115.0	115.6	115.4	123.5	121.6	117.7	110.8	111.1
平成24年度（2012年4月～2013年3月）												
	第1・四半期			第2・四半期			第3・四半期			第4・四半期		
	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月
発行額	48.4	41.6	36.6	42.9	36.0	39.1	49.7	41.8	50.0	42.9	47.2	65.3
償還額	△41.0	△41.9	△38.9	△43.1	△36.4	△39.2	△49.6	△42.0	△50.2	△43.0	△55.5	△61.9
月末残高	122.5	122.2	119.9	119.7	119.3	119.2	119.3	119.1	118.9	118.8	110.5	114.0
平 残	118.9	122.4	120.7	119.7	117.9	119.2	119.0	119.2	119.3	118.9	113.8	110.4
平成25年度（2013年4月～2014年3月）												
	第1・四半期			第2・四半期			第3・四半期			第4・四半期		
	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月
発行額	55.7	62.4	53.0	66.2	37.5	59.9	49.4	40.2	39.3	36.7	44.5	64.3
償還額	△49.5	△61.8	△53.0	△72.1	△40.5	△56.0	△52.1	△43.3	△36.9	△40.7	△44.9	△58.0
月末残高	120.2	120.7	120.8	114.9	112.0	115.9	113.2	110.1	112.5	108.5	108.1	114.3
平 残	115.6	118.8	119.6	118.3	110.8	112.1	113.0	111.9	108.4	109.7	105.7	108.5

(出所：財務省ホームページ <http://www.mof.go.jp/>)

は配分される SDR を増加させるので、外貨準備が増えることになる。2010年8月に、それまで30億ドル程度だった SDR（IMF の特別引出権）が、2010年8月にその6倍の180億ドルに増加した。その後、SDR は200億ドル前後で推移している。この SDR は、IMF へのクウォー

タ（出資割当額）に応じて配分される。すなわち、SDR が増加したということは2010年に拠出額が増大したことを意味する<sup>4)</sup>。政府は、以前に拠出額は外貨準備から出すと述べているが、実際には政府短期証券で調達した可能性がある。すなわち、政府短期証券で円を調達してドルを

買い、その増加した外貨準備を拠出したと考えることができるのである。

次の図3-2は、我が国の外貨準備のうちSDRとIMFリザーブポジション、および外貨準備に含まれないその他の外貨資産の推移を示している。これみると、いずれもある時期にその額が大きく変化していることがわかる。平成21年(2010年)は、SDRがこれまでの6~7倍となっている。とはいえ、SDRとIMFポジションの割合は、外貨準備全体のわずか1.6%、1.1%に過ぎない。しかし、これは、IMFへの拠出に応じて配分されるものであり、配分額の20倍以上の額が拠出されていると考えれば、為替市場に影響を与える一つの要素を示していると考えることができる。

一方、その他の外貨資産は、そのほとんどを国際協力銀行への貸付が占めている<sup>5)</sup>。図3-3からは、国際協力銀行に対する貸付が同じ平成21年(2010年)から増加し、平成23年(2012年)にはその伸びが鈍化するものの、平成24年(2012年)のはじめから著しく増大していることがわかる。この24年の初めの時期は、一時的

な円安の時期と一致している。24年から26年はじめにかけての増大額は、日本円で約3兆円に上っている。IMFへの拠出と同様、このような貸付は市場では円売りドル買いになる。何兆円という規模であれば、市場に与える影響は小さくないはずである。

政府は2013年1月11日に発表した「日本経済再生のための緊急経済対策」の中で、為替市場の安定に資する施策について、次のように述べている<sup>6)</sup>。

外国為替の安定に資する施策

厳しい状況にある日本経済を立て直す上で、円高是正、デフレからの早期脱却は優先課題である。為替市場の動向について引き続き注視し、適切に対応する。合わせて、「海外展開支援出資ファシリティ(仮称)」の創設等により日本企業による海外M&A等を支援する。これは、円投(円売り外貨買い)を促進し、為替相場の安定にも資する。また、欧州の金融安定化が円を含む通貨の安定に資するとの観点から、外貨準備

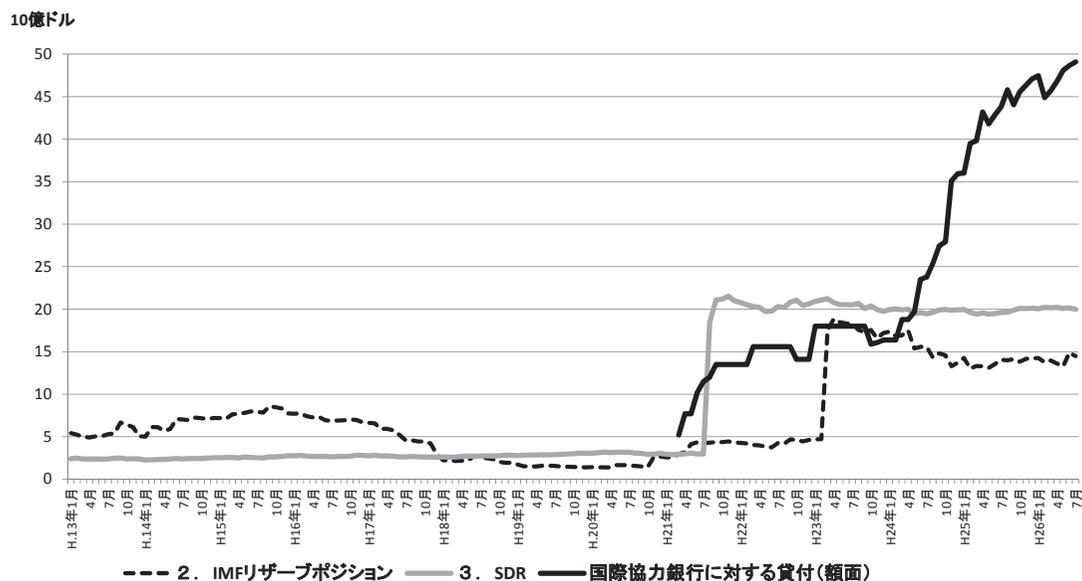
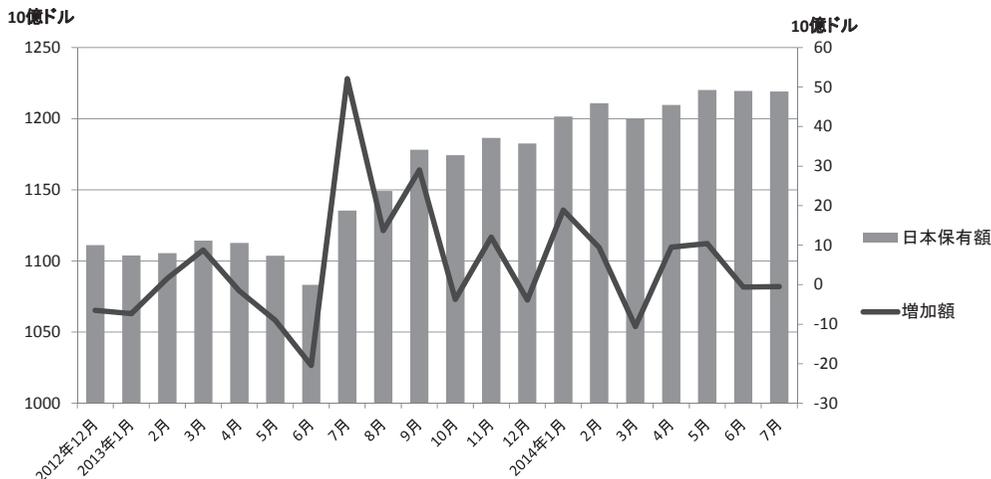


図3-2 外貨準備 (SDRとIMFリザーブポジション) とその他外貨資産



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)

図 3-3 日本のアメリカ国債保有推定額 (期末)

を活用し、欧州安定メカニズム (ESM) が発行する債券の一定部分を継続的に購入し、ESM 債を主要なユーロ建て国債と並ぶ重要な投資対象として位置づける。

さらに、今後の為替相場の動向等を踏まえつつ、外国為替資金特別会計を活用し新たな為替市場の安定について検討する。

- ・ JIBIC 出資による海外展開のためのファシリテイの創設 (JIBIC に対する産投出資) (再掲) (財務省)
  - ・ ESM 債の購入 (財務省)
  - ・ 外国為替資金特別会計を活用した新たな為替市場の安定に資する施策の検討 (財務省)
- (官邸ホームページ 閣議決定別紙 (2014) 「日本経済再生に向けた緊急経済対策について」平成25年1月11日 p. 21より抜粋)

このように表題が「外国為替の安定に資する施策」となっており、JIBIC (国際協力銀行) による大々的な海外展開支援はその目的のためでもあると読むことができる。さらにこの中で述べられている ESM 債の定期的購入がなされ

ているとすれば、そのことが定期的な円売りドル買い (覆面) 介入と同じ効果をもたらすと考えられる<sup>7)</sup>。おそらく、この場合も新たに短期政府証券 (外国為替資金証券) を発行して調達した円を売ってドルを買い、その結果として増加した外貨準備を充てたと考えられる。先に見た図 2-1 の平成24年 (2012年) の外貨準備の増加は、それら政府短期証券発行による増加と考えてよいのではないだろうか。

また、次の図 3-3 には、日本のアメリカ国債保有推定額の推移を示している。これをみると、2013年 (平成25年) の7月~9月に日本のアメリカ国債保有額が急増している。この点からも、かつて平衡操作で増加した外貨準備をアメリカ国債で運用するというよりむしろ、短期政府証券を発行してアメリカ国債を直接購入していると考えられるべきであろう。

#### 4. ゆうちょ銀行・かんぽの資産運用と民間金融機関の動向

郵政グループのゆうちょ銀行とかんぽは、民営化が進められているとはいえ、現在は財務大臣が100%株式を持つ巨大な金融機関である。

このうち銀行と簡保の資産構成をみると、国債が減少し、外債が著しく増大していることがわかる。

表 4-1 は、ゆうちょ銀行の有価証券種類別期末残高を示している。これをみると、平成20年度末から平成25年度末にかけて国債が約30兆円減少している一方、外国債券は約13兆円増加している。これは、毎年2兆円規模で外債が増大していることになる。また、表 4-2 でかん

ぽの資産構成をみると、同じく公社債が平成20年度末から平成25年度末にかけて、約14兆円減少している。それに対して外国証券は約4,000億円増加している。

このような郵政グループの金融機関による外国資産の増加は、当然、市場に大きな円売りドル買いのインパクトを与えるはずである。

これに対して、国内の民間金融機関は、異次元緩和による日銀の国債大量購入の結果、保有

表 4-1 ゆうちょの有価証券種類別期末残高

(単位：100万円)

		平成20年度末	平成21年度末	平成22年度末	平成23年度末	平成24年度末	平成25年度末
国内 業務 部門	国債	155,490,155	155,891,563	146,460,963	144,939,816	138,198,732	126,391,090
	地方債	6,177,212	5,289,202	5,658,837	5,735,585	5,806,099	5,550,379
	短期社債	542,904	364,959	102,999	180,989	548,975	333,979
	社債	9,880,462	11,916,270	12,804,753	12,665,384	11,304,010	11,050,163
	株式	900	900	900	900	935	935
	その他証券			29,916	30,072	30,072	—
	計	172,091,634	173,462,895	165,058,368	163,552,748	155,888,824	143,326,547
国際 業務	その他の証券	1,459,503	4,767,791	9,968,043	12,400,544	15,707,754	22,731,338
	うち外国債券	1,284,502	3,714,033	7,374,930	9,439,955	11,646,446	14,532,618
	うち外国株式				—		—
	計	1,459,503	4,767,791	9,968,043	12,400,544	15,707,754	22,731,338
合計	173,551,137	178,230,686	175,026,411	175,953,292	171,596,578	166,057,886	

(出所：日本郵政グループ「ディスクロージャー誌 2014」オンライン。(アクセス 2014年9月) <http://www.japanpost.jp/>)

表 4-2 かんぽの期末資産構成

(単位：億円)

	平成20年度末	平成21年度末	平成22年度末	平成23年度末	平成24年度末	平成25年度末
現預金・コールローン	27,394	26,417	26,418	18,226	9,276	18,936
債券貸借取引支払保証金	10,339	7,996	12,666	19,728	23,312	28,221
買い入れ金銭債権	45	80	406	145	4,274	1,074
金銭の信託	4,091	1,750	2,253	2,427	2,568	5,816
公社債	824,433	796,833	764,493	739,675	716,549	681,385
外国証券	8,834	6,581	7,237	6,186	9,022	12,394
貸付金	183,418	162,605	145,474	139,290	126,915	110,205
その他	7,222	7,432	8,916	11,205	12,704	12,851
合計	1,065,779	1,009,697	967,867	936,886	904,623	870,886

(出所：日本郵政グループ「ディスクロージャー誌 2014」オンライン。(アクセス 2014年9月) <http://www.japanpost.jp/>)

する国債が減少する一方、日銀当座預金が大幅に積み上がっている。本来の金融緩和の目的である貸出は増加する傾向にあるが、その多くは海外向けの貸出である。

### むすびにかえて

平成23年末から始まる円安トレンドは、24年末から、25年、そして26年と安倍政権期間にすっかり定着してしまった。確かに通貨当局は為替市場への介入を行っていないが、外貨準備の増減、政府短期証券の発行額をみていくと、介入と似たような痕跡が残る。その証拠に平成25年に閣議決定された緊急経済政策には、外国為替の安定に資する政策が明確に述べられている。

考えられることは、国際機関への拠出、米国国債やESM債の定期的購入、国際協力銀行の貸付による一種の円売りドル買い介入があったということである。財務大臣の「外貨準備の活用」発言は、実際には新たに短期政府証券を発行しての円売りドル買いで得たドルの活用であった可能性が非常に高い。さらに、ゆうちょ・かんぽによる年2兆円あまりの外債購入や民間金融機関の動向が、為替市場に影響を与えたことは否定できないのではないだろうか。安倍政権以前においても、このような円売りドル買いはあったとみるべきであろう。

このように考えると、平成25年だけでも為替平衡操作とは違う形で数兆円規模の円売りドル買いを実施した可能性がある。少なくともそれによって、通貨当局が目指す為替相場への誘導と市場の安定に一時的ながらも資したと言えるのかもしれない。

### 注

- 1) ルチル・シャルマ (2014) p. 39
- 2) 図2-1の外貨準備の増減額は円建てである。これをドル建てでみると、これとは全く異なる推移となる。しかし、介入の有無について検討する場

合は、円を調達する必要があることから、円建てで見るべきと考える。

- 3) いわゆる埋蔵金と一時言われた積立金であり、将来の金利差や為替の変動による収支変動をバランスさせるために必要と説明されている。また、その積立金の一部は、一般会計に繰り入れられる。
- 4) 2013年4月30日時点でのMFの各国通貨拠出額(クウォータ)は238,118百万SDR、SDR配分額は12,494百万SDRである。この数字からクウォータに対するSDR配分額の割合を出すと、約5%である。単純に日本のSDR配分増加額150億ドルを5%で割ると、3,000億ドル、すなわち30兆円近い額、あるいはそれ以上の拠出がなされたということになる。政府は前の自民政権時に外貨準備からIMFへ最大1,000億ドルを拠出すると述べていたことから、ありえない金額とはいえない。
- 5) 国際協力銀行(JBIC)は、日本の政策金融機関であり、日本企業の海外展開を促進し支援することを目的としている。
- 6) 官邸ホームページ、2014年10月参照、(入手先)、[http://www.kantei.go.jp/jp/kakugikettei/2013/\\_icsFiles/afiedfile/2013/01/11/20130111keizaitaisaku\\_1.pdf](http://www.kantei.go.jp/jp/kakugikettei/2013/_icsFiles/afiedfile/2013/01/11/20130111keizaitaisaku_1.pdf)
- 7) 円・ユーロはクロス取引の可能性が高く、一旦、円売りドル買いを行った後、ドル売りユーロ買いを行ったと考えられる。

### 参考文献

- 植野大作 (2012) 「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 外貨投資の視点 No.039
- 王悠介、高田良博、菅山靖史 (2014) 「最近の外国為替市場の構造変化」日銀レビュー2014-J-5, (オンライン), 2014年9月参照, 入手先, [https://www.boj.or.jp/research/wps\\_rev/rev\\_2014/index.htm/](https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2014/index.htm/)
- 大矢野栄次 (2013) 『日本経済再生のための戦略—安倍政権の経済政策を考える—』創成社
- 閣議決定別紙 (2014) 「日本経済再生に向けた緊急経済対策について」平成25年1月11日, 2014年10月参照, (入手先) [http://www.kantei.go.jp/jp/kakugikettei/2013/\\_icsFiles/afiedfile/2013/01/11/20130111keizaitaisaku\\_1.pdf](http://www.kantei.go.jp/jp/kakugikettei/2013/_icsFiles/afiedfile/2013/01/11/20130111keizaitaisaku_1.pdf)
- 紺野佐也子 (2014) 「金融危機後の国際的要請を受けた資金循環統計の整備と拡充」日銀レビュー2014-J-6, (オンライン), 2014年10月参照, 入手先 [https://www.boj.or.jp/research/wps\\_rev/rev\\_2014/index.htm/](https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2014/index.htm/)
- 齋藤雅士、法眼吉彦、西口周作 (2014) 「日本銀行の国債買入れに伴うポートフォリオ・リバランス: 資金循環統計を用いた事実整理」日銀レビュー2014-J-4, (オンライン), 2014年10月参照, 入手先 [https://www.boj.or.jp/research/wps\\_rev/rev\\_2014/index.htm/](https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2014/index.htm/)
- 財務省 (2013) 「平成24年度政策評価書」平成25年6月, (オンライン), 2014年9月参照, <https://>

- [www.jbic.go.jp/wp-content/uploads/page/2013/08/19556/evaluation\\_24.pdf](http://www.jbic.go.jp/wp-content/uploads/page/2013/08/19556/evaluation_24.pdf)
- 財務省 (2014) 「債務管理レポート2014—国の債務管理と公的債務の現状—」, (オンライン), 2014年9月参照, 入手先 [https://www.mof.go.jp/jgbs/publication/debt\\_management\\_report/2011/saimu2-2-1.pdf](https://www.mof.go.jp/jgbs/publication/debt_management_report/2011/saimu2-2-1.pdf)
- 財務省国際局 (2011) 「国際金融関係資料」2011年2月1日, (オンライン), 2014年9月参照 [https://www.mof.go.jp/about\\_mof/councils/customs\\_foreign\\_exchange/sub-foreign\\_exchange/proceedings/material/gai230201/03.pdf](https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/customs_foreign_exchange/sub-foreign_exchange/proceedings/material/gai230201/03.pdf)
- 日本銀行国際局 (2014) 「2013年末の本邦対外資産・負債残高」(オンライン), 2014年9月参照, 入手先, [http://www.boj.or.jp/research/brp/ron\\_2014/data/ron140530a.pdf](http://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2014/data/ron140530a.pdf)
- ルチル・シャルマ (2014) 「政治期待と市場の熱狂—なぜ政治家への期待が市場に反映されるのか—」フォーリン・アフェアーズ・(株) リポート, フォーリン・アフェアーズ・ジャパン, “Leader’s Indicating -why markets Now use politics to predict Economics-” Foreign Affairs