



一問一答: 為替円売り介入の再発動とドル/円相場

10月31日(月)の午前10時25分、日本政府は民主党政権下で4度目となる円売り・ドル買い為替介入の実施に踏み切った。為替介入実施直後のドル/円相場では様々なマーケット・トークが飛び交い、僅か約5時間で75円60銭台から79円50銭台へ5%以上も急騰した後、介入一巡観測が強まった途端に77円70銭台へ急落するなど、非常に荒っぽい値動きが誘発された。その後のドル/円相場の動きをみると、途中幾度か真贋不明の「介入誤認騒動」で乱高下する場面もあったが、神経質な売買一巡後は、1ドル=77円台後半から78円台前半の水準を当面の落ち着き処に定めた小康状態に移行している。

市場がいったん冷静さを取り戻した現在、今回の為替介入に関する諸々の情報を整理しておくことは、今後のドル/円相場の展開を考える上で有益だと考えられる。以下では、①日本政府が今回の為替介入を決断するに至るまでの経緯、②為替介入実施後にみられた効果とその評価、③今後のドル/円相場の展開を考える上での着眼点、などに関し現時点での私見を問答形式で整理しておきたい。

(問1) 介入実施のタイミングをどう評価するか？

個人的には介入実施のタイミングについて全く意外感はなく、むしろ遅すぎたぐらいの感想を持っている。10月21日に日本政府は「円高への総合的対応策」を閣議決定しているが、その時点で既に「一方的に偏った円高の動きが続いている」との現状認識が示されていたほか、過度の円高に対しては「あらゆる可能性を排除せず、必要な時には断固たる措置をとる」との方針が明示されていた。日本政府が公文書で宣言した政策をいつまでも実施しないでいると「公約違反」の誹りを受けるリスクがあり、その後の7営業日でドル/円相

場が5回も戦後最安値を更新するに及び、「いつ介入が出てきても不思議ではない」状況だったと言える。

よって、問題になるのは「では何故10月31日の午前中が選ばれたのか」ということになるが、当日早朝のオセアニア市場で、「日本時間の月曜未明の午前3時過ぎ」という全く何の手掛かり材料もない時間帯に、如何にも休み明け東京勢の寝起きの狼狽を狙ったかのような円高が進んで1ドル=75円32銭の戦後最安値まで差し込んだのが決め手になったような気がしている。それまで、安住財務大臣は「投機的な動きに対しては断固たる措置をとる」と繰り返していたが、当日未明の円高は、将にそんな匂いを漂わせていた。

(問2) 今回の為替介入の効果をどう評価するか？

短期的には非常に大きなアナウンスメント効果とドル/円相場の水準押し上げ効果をもたらしたと評価できる。今回の為替介入の正確な金額は財務省が公表するまで分からないが、市場推計では7.5-8.0兆円規模の介入が実施された可能性が高いとみられている。もしもこれが事実なら、その金額は過去最大だった今年8月の円売り介入の約4.5兆円を遥かに凌駕しており、日本政府が定義する「過度の円高」に対する強い嫌悪感を示すには十分な金額だったと言える。

また、今回の介入では当日の正午前から約3時間程度、79円20銭付近に大量のドル買い指値注文を入れて本邦輸出企業や外国為替保証金投資家層の外貨売り需要を吸収するなど、一時的なドル/円相場の押し上げだけでなく、その後の為替需給にもある程度の影響を及ぼすことを意図した工夫の痕跡も認められる。結果的に、介入直後の約5時間で作り込まれたドル/円相場の最大押し上げ幅は、75円62銭付近から79円53銭限界まで約3円91銭にも達している。これを民主党

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

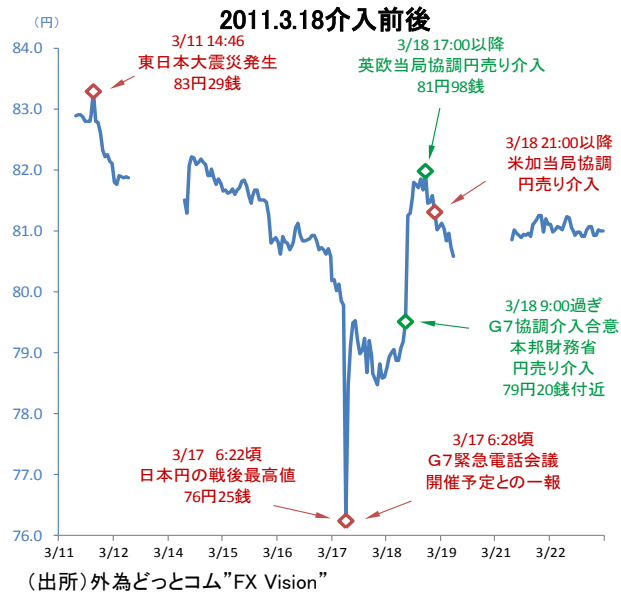
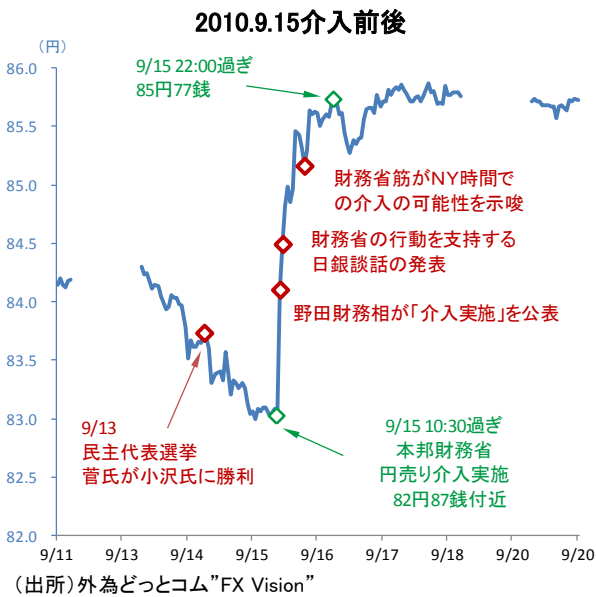
Copyright©2011 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com



政権下で実施された過去3回のドル買い・円売り介入と比較すると、2010年9月15日は約12時間で2円90銭、2011年3月18日は約8時間で2円78銭、同年8月4日は約9時間で3円12銭の円安・ドル高となっており、今回の介入による効果が最大だったことが分かる。

「日本政府が為替相場に介入すること自体の是非」については、国内外に様々な意見があるが、個人的にはあらゆる政策はその目的に対する結果で評価されるべきだと考えており、「たった約5時間でドル円の水準が5.2%近くも押し上げられた」という実績そのものは、

過去4回のドル買い円売り介入前後のドル円相場



(注1) 図表のラインは60分足の終値ベース
 (注2) 図表に表記した為替レートは、ザラ値の最高値/安値を含むため、必ずしもライン上に位置しない

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご承願いたします。



素直に認めて評価すべきだと思っている。これほど大規模でしかも非常に手の込んだ為替介入が実施される瞬間にライブで立ち会える機会にはもしかするともう巡り逢えないかもしれず、為替関係の仕事を生業にしている私にとっては、将に「一期一会」の感慨を覚えるほどの貴重な体験だった。

(問3) どうせまた1日限りの介入で効果は息切れ？

確かに、その可能性は否定できない。民主党政権下で実施された過去3回の円売り介入は、いずれも当日1日限りの政策で、短期的なドル/円相場の押し上げ効果は大きかったものの、その後は何故か口先介入ばかりになって竜頭蛇尾の趣を強めた。日本政府が「過度の円高阻止」に向けた強い意志を示すつもりなら、これまでよりは頻度を上げて介入する意思があることを示す必要がある。

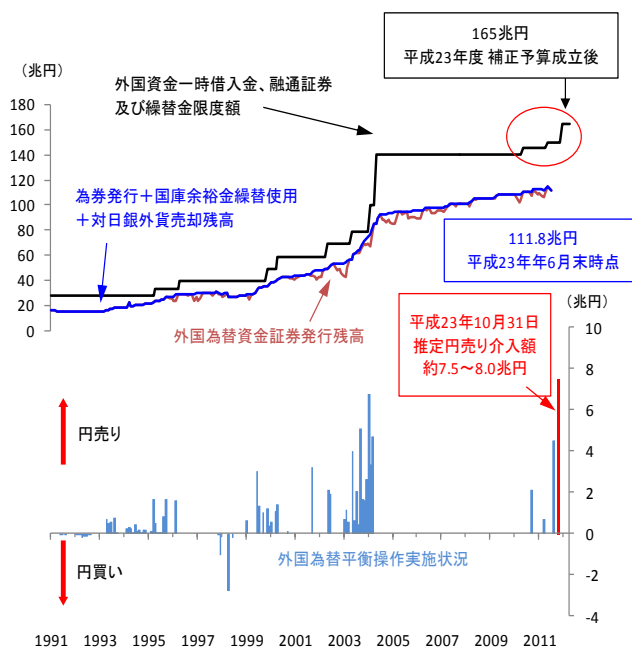
現在、外国為替特別会計の円売り介入資金調達上限枠は150兆円だが、今国会の会期中に今年度の第3次補正予算が成立すれば、上限枠は165兆円に引き上げられる。10月21日の閣議で決定された「円高への総合的対応策」によれば、補正予算成立後の円売り介入可能資金額は約46兆円に拡大するとの見込みが明記されていた。このうち、推定7.5～8.0兆円程度が今回の介入で使用されたとしても、第3次補正予算が成立した際には、まだあと38.0兆円前後の介入可能枠は残るとみられ、財務省が「やる気」ならば今回と同じ規模の介入を技術的にはあと4～5回は反復できる計算になる。

これを「もうあと少ししか介入余力が残っていない」とみるのか、「まだあと何度も介入を実施できる余裕がある」とみるのか、人によって意見が分かれそうだが、個人的には良くも悪くも「たった5時間の間にレバレッジ1倍で短期損益を無視して7兆円以上もドル/円を買う」などという無茶な振る舞いが可能なプレーヤーをかつて見たことがなく、あと複数回の為替介入であっても、

そのやり方によっては市場参加者に与える心理的プレッシャーは大きく変わる可能性があると思っている。

また、これまでの外国為替特別会計の円売り介入資金調達上限枠の推移をみると、必要に応じてある程度の余裕を持たせた引き上げが実施されており、過去において予算制約が理由で円売り介入が出来なくなった事例は認められない。今後政府が必要と判断した場合には、これまで同様、予算枠は引き上げられるのではないかと。いずれにしろ、これまでと同じような単発介入の手法を踏襲する場合には、介入効力の持続性を疑問視する声を払拭するのは容易ではないため、今後は1日限定ではない連続的な円高抑止を狙った手法に切り替えてくるかどうかポイントになりそうだ。ちなみに、今週に入り「日本の通貨当局が介入実施をアナウンスせずに覆面為替介入を実施している」との噂が市場に流布しており、その真贋が注目されている。

日本の為替介入動向と介入予算枠の推移



(注) 対日銀外貨売却には外債売却を含む
(出所) 財務省資料

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

Copyright©2011 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com



(問4) 続けて介入しないと円高が一段と進むのか？

もちろん、今後の米国経済・金融政策の動向次第ではその限りではない。今後、米国景気が意外な腰の強さを見せて金融緩和の手助けを必要としない安定的な回復力を示す場合には、今回の介入を最後にドル/円相場が失地回復軌道にのる可能性もある。今年の春には一度そんな雰囲気になってドル/円相場は一時85円50銭台にのせる場面もあった。米国経済に本物の景気回復期待が宿ってきた暁に何が起きるかは、今年の春に既に予行演習をしている。ただ、当時盛り上がった米国景気回復期待は偽物だったため、ドル高・円安の動きが定着せず、その後のドル/円相場は失速して戦後最安値の更新局面に引き戻された。

よって、今後も米国景気回復力が冴えない状況が続き、「量的緩和第3弾の導入不可避」の雰囲気が強まれば、ドル/円相場には再び非常に強い下落圧力がかかるだろう。この際、日本政府が為替介入の頻度を上げれば、一時的にドル/円相場の下落速度を緩めるのは可能かもしれないが、米国の金融緩和に由来す

るドル安圧力が強まる場合、それを日本の為替介入の力だけで完封するのが難しかったことは過去の歴史が証明している。過去3回の円売り介入で円高が止まらなかったのは、「介入頻度が低かった」ことが理由ではなく、「米国の金融緩和が止まらなかった」ことが原因だと思われる。日本の為替円売り介入は、短期的な効力こそその金額や頻度によって変わってくるが、結局は米国景気回復を待つ間の時間稼ぎに過ぎない。

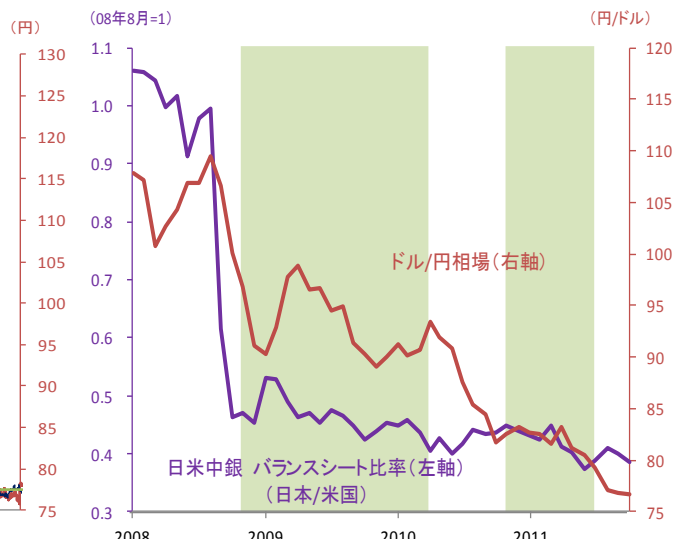
今後年末から年明けにかけて、「米国経済の自律回復」という追い風が吹けば、本邦通貨当局がこれ以上為替介入を実施しなくてもドル/円相場は自然に安定して上昇気流に乗るとみられる。一方、「追加金融緩和による米国経済のテコ入れ」が必要な状況が続くのであれば、為替介入の有無に関わらずドル/円相場の巡航高度は断続的に下がっていくのではなかろうか。現在、ドル/円相場は約3カ月ぶりに発動された為替介入の余韻を反芻しながら、「次の方向感」を模索する岐路に差し掛かっており、地道な米国経済の観察活動に立脚した大局観の涵養が求められている。

米国の金利水準とドル/円相場



(出所)ブルームバーグ

日米中銀バランスシート比率とドル円相場



(注)BS比率は2008年8月の平均値を100とした数値で算出
ドル/円相場は月中平均値。網掛けは米国の量的緩和拡充期間
(出所)日本銀行および連邦準備制度理事会(FRB)

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

Copyright©2011 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com