

為替介入観測と円高

発表日：2011年8月2日（火）

～円高修正ができて効果は趨勢より2円程度か～

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

1日のドル円レートは、最高値 76 円 25 銭を試す展開になった。米債務上限問題への合意が成立したのに、ドル安・円高の流れが止まらないことは、正直、不思議だ。ここにきて為替介入の牽制効果が働いているが、仮にトリガーが引かれたならば効果はどの程度になりそうか。今年3月と昨年9月の介入実績からみて、単独介入で2円程度の押し戻し効果が生じ、トレンド比で円安に為替を据え置ける効果は約3週間となろう。

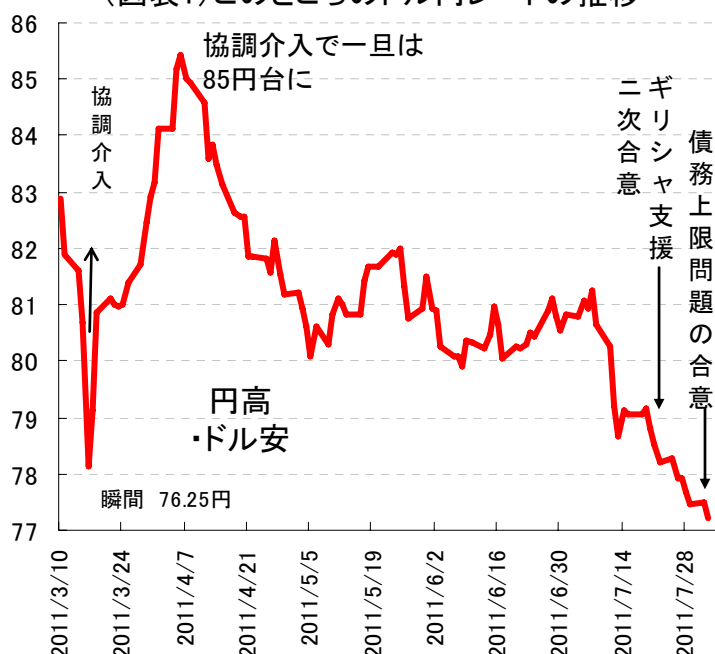
止まらない円高の流れ

オバマ大統領が、共和党との債務上限問題の合意を得たと発表したのが7月31日。翌8月1日の日本で、ドル安円高の流れが反転するかと思いきや、そう簡単に流れは止まらなかった（図表1）。イベント・リスクを乗り越えて円高が止まらない状況は、7月21日にユーロ圏首脳会合でギリシャの二次支援合意がまとまった後を髣髴とさせる。このときは、ドル安の原因として、米債務上限問題へと矛先が変わった。今後、米債務上限問題の後は、「米景気減速懸念こそ注目だ」とでもテーマを変えるのであろうか。テーマをころころ変えながらもドル安円高のトレンドが続くところは、潜在的なドル安観測の根強さが底流にあることを窺わせる。

1つ1つのテーマに違和感があることも事実だ。格下げの懸念と言われるが、そもそもソブリン格付けは、デフォルト・リスクを評価するものである。論理的には、デフォルト懸念を想起させていた米債務上限問題が、議会の採決で債務上限を引き上げれば、それで格下げの懸念は十分に遠のくはずだ。それなのに、債務削減の合意が不十分だから格下げの懸念が残るという見解が、人口に膾炙し続けている。政治的合意を差し置いて、格下げ観測が不安材料として独り歩きするのは、しつぽが胴体を振るのに似る。おそらく、格下げの懸念が材料として言われ続けるのは、ドル安の現実を正当化する理由が必要なので、疑心暗鬼の材料としてそれが残存しているように見える。

こうした中、ここにきて円高の流れに拮抗する圧力になってきたのは、一部で報道されている日本政府の為替介入観測である。以下では、この為替介入の効果をどの程度評価すればよいのかということのみてみたい。

円/ドル（図表1）このところのドル円レートの推移



為替介入の選択肢

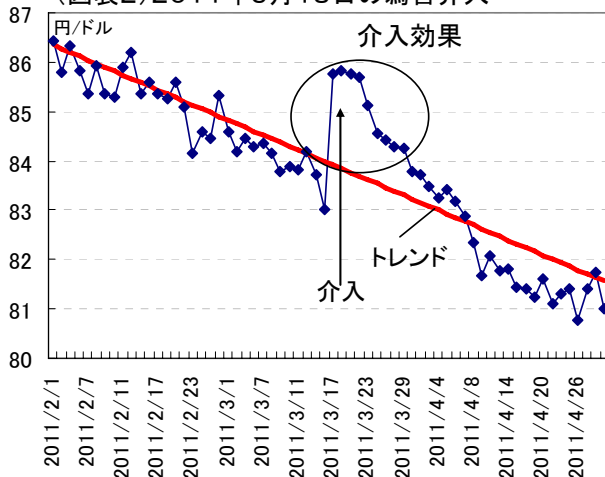
ドル円レートは、8月1日のニューヨーク市場で76円29銭と、あと一步で最高値76円25銭にタッチする円高水準に迫った。8月2日に野田財務大臣は、為替相場について「円は強く評価され過ぎている。一方的な動きだ」と評価し、「各国とコミュニケーションを取っている」と介入に向けた準備を示唆している。

政府は、震災直後の3月18日に協調介入、その前は2010年9月15日に単独介入に踏み切っている。次回、ドル円レートが再高値を抜いてさらに円高が急進するような場面になれば、単独介入に動いてくる可能性は否定できない。

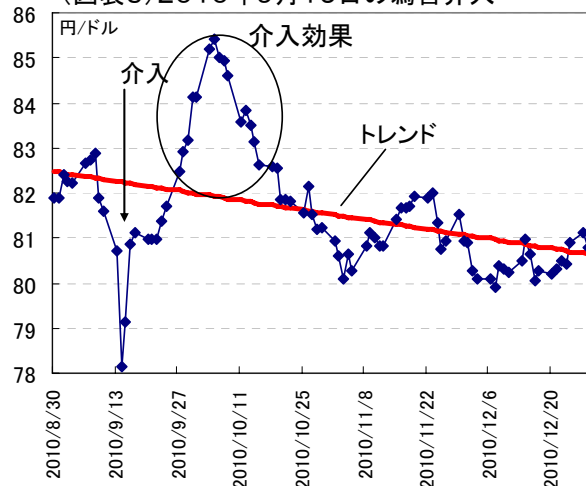
もしも、為替介入のトリガーが引かれるのなら、そのときには政府は平衡操作がある程度の期間は有効性を発揮するように、よいタイミングを選ぼうとするだろう。例えば、現在の円高の背景には、基本的には米景気拡大の鈍さがあるから、米雇用統計が注目される。雇用統計は、毎月初金曜日に発表される。次回は8月5日夜に7月のデータが発表される。これまで5・6月と連続して、雇用拡大が弱々しかかったので、7月に10万人以上の増加に盛り返すかどうかが一応の目安だ。為替介入のタイミングとしては、為替市場の雇用統計待ちの強い警戒感があるときは、介入実施のタイミングから外すだろう。前回、前々回も3月18日・9月15日と月初の時期を外している。

もうひとつは、日銀の金融緩和と歩調を合わせて介入をぶつけてくる可能性である。震災後、日銀は3月14日の決定会合で資産買取基金の枠を、35兆円から40兆円に上積みする対応を採ってきた。3月18日の介入はそれとの相乗効果を狙ったものだと言える。その前の2010年のときは、日銀が8月30日に臨時会合を開催して30兆円の資金供給を表明していた。それから9月15日に単独介入。10月5日に日銀は資産買取基金の創設を行っている。円高リスクへの対応は、為替介入だけではなく、金融政策との協調体制で臨んでいることがわかる。つまり、政府が為替介入に踏み切るのなら、日銀は8月5日の決定会合またはそれ以降の臨時会合で円高対応の政策を打っている可能性があるということだ。

(図表2) 2011年3月18日の為替介入



(図表3) 2010年9月15日の為替介入



次に、もしも、政府が為替介入を決断したならば、それはどのくらいの効果があるだろうか。それを、過去2回の介入実績からごく簡単に計算してみた。方法は、為替介入の前後のトレンドから、介入直後にどのくらいの幅で円安方向に乖離したのか、またその乖離期間はどのくらい持続性があったのかを調べた。結果は、2011年3月18日の介入（実施額6,925億円）では、趨勢に比べて最大約2円/ドルの円安修正が起こり、トレンドに回帰するまでに16営業日（約3週間）ほど人為的な価格操作の影響が続いた（図表2）。また、その前の2010年9月15日の介入（実施額21,249億円）で、趨勢比で2.0～3.5円/ドルの円安修正

が起こった（図表3）。効果がある程度持続したのは、3月のときと同程度の17営業日であった。

こうした結果をみると、今後、8月中のタイミングで介入が実施されると仮定したとき、為替介入によって最高値76円/ドルに当たったレートを押し戻すことができたとしても、せいぜい79円台だと推察される（図表4）。時系列でみたトレンド線は、欧州でギリシャ二次支援が紛糾した7月上旬から円高トレンドが下方屈折しているの、趨勢より2円の幅で円安になる効果がどこまで及ぶかは不透明なところがある。直感的にトレンドラインである80円台よりも円安水準に回帰するのは容易ではないとみられる。

趨勢の変化は米国経済次第

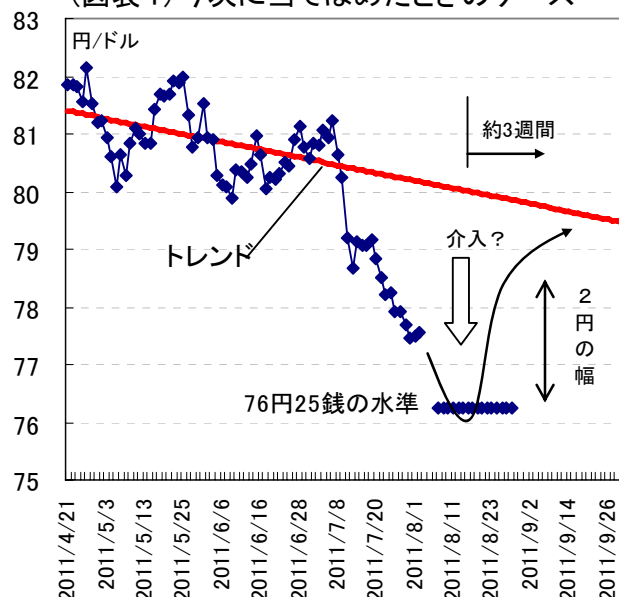
当面、8月中は円高懸念が継続しそうである。年内のレンジでみると、1ドル75円～80円での推移が目途になる。

現下の円高トレンドが修正されるための条件は、米国経済の拡大ペースが十分に強まることである。このところの米雇用統計とISM製造業景況指数は、鈍化傾向を強めているので、ファンダメンタルズは円高を後押しする動きだと言える（図表5）。

今後、実体経済が悪化し、デフレ懸念が再燃してくると、そこでFRBはQE3（量的緩和第三弾）を割り当ててくる可能性がある。為替市場は、FRBの意思表示を受けると、ドル安へのシフトを織り込んでくるだろう。先日、7月13日のバーナンキ議長の議会証言で、すわQE3かと思わされたときにも円高が進んでいる。

だから、今後はその反対に、QE3が現実味を帯びなくなるように、インフレ圧力が高まり、利上げを先々に展望するようになることが本格的なドル高・円安の条件になろう。もっとも、FRBの利上げ観測は、まだ先のことだということが直感できるから、当分の間、本格的な円安は望めない。目途としては、今秋ぐらいに米経済は徐々に拡大ペースを取り戻していき、過度なドル安局面を抜けて年末近くになって1ドル80円近くまで戻すとみる。

（図表4）今次に当てはめたときのケース



（図表5）雇用拡大・企業マインド改善は足踏み

