

為替介入を準備する政府

発表日：2011年10月26日（水）

～賢明な介入政策とは如何に～

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

ドル円レートが75円台に入ると、当局の口先介入が強まる。野田政権は、第三次補正予算など年内に3つのハードルを控えているため、景気リスクとなる円高急伸を容認しない構えである。もっとも、為替介入に踏み切っても、その効果の持続性は疑問である。口先介入をうまく使いながら、心理効果を高めることで円高を足止めすることが賢明である。

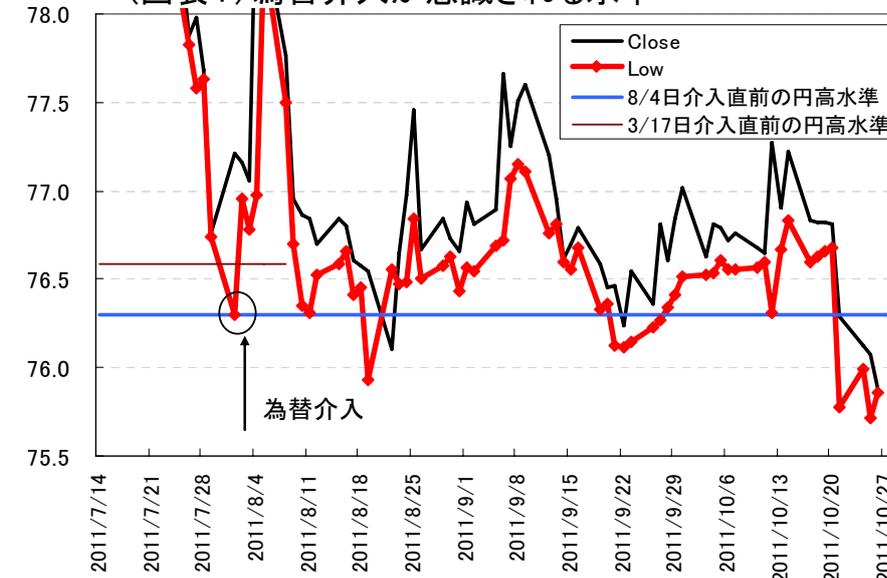
75円台になると介入示唆

ドル円レートは、10月21日の夜から1ドル=75円台へ突入する動きになり、最安値が警戒されるモードに切り替わった。安住財務大臣は、翌22日に「断固たる措置を採るときは採りたい。事務方にどういふことでも対応できるように、と指示した」と具体的表現を使って介入を示唆した。また、24日は「事務方にはどういふことでも対応できるように、準備は先週土曜日（22日）に指示している」と重ねて述べている。

為替レートが1ドル=75円台よりも進むことを政府が要因しない姿勢は、前回介入8月4日のときに手前で76.29円（8月1日）まで円高が急伸したのをみて為替介入に動いたことから読み取れる（図表1）。

8月以降もドル円レートは何度か75円台を臨むことがあったが、介入警戒感があって76～77円台に戻っていた。10月21日以降の円高局面は、レンジがシフトしそうな気配があり、政府は円高を容認しない姿勢を強調することになったと考えられる。また、観測報道では、10月27日の日銀政策決定会合でも、追加金融緩和を検討するという見方が出てきている。

（図表1）為替介入が意識される水準



QE3観測と政治的判断

ここにきて円高が進む理由は、FRB関係者がQE3を示唆する発言をしたことである。NY連銀のダドリー総裁とイェレン副議長が、QE3を選択肢として語っていることは影響力が大きい。今後の経済指標次第であるが、FOMCメンバーのハト派がQE3に踏み込んだことは、その蓋然性を意識せざるを得なくなっている。

今後のFOMCのスケジュールを確認すると、11月2日、12月13日が年内に開催される。目先の11月2日にQE3発動というのはやや性急すぎる印象がある。直近の雇用統計やISM・小売売上高などの発表を見定め

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。

て、冬のクリスマス商戦が低調だという観測が強まれば、FOMC内のタカ派も追加緩和を否定し切れなくなるかもしれない。来年にオバマ大統領の選挙が控える中、バーナンキ議長は景気のダウンサイドリスクに神経質にならざるを得ない。

一方、日本にも野田政権が円高進行を容認できない事情がある。野田内閣は、復興計画を盛り込んだ第三次補正予算案を、11月上旬を目途に成立させることを目指している。それが終わるとTPPへの交渉参加の表明を予定しているハワイのAPECが11月半ばに控えている。それが終わると、消費税率引き上げを念頭に置いた税制改正。野田政権にとって年内だけで飛び越えなければいけないハードルが3つもある。折からの円高急伸は、野田首相の政策推進に冷や水を浴びせるものだ。党内や野党との交渉の中で、景気情勢を人質にとられて、復興増税や消費税問題への抵抗が強まれば、目の前のハードルを飛び越えなくなる可能性がある。従って、降りかかった円高という火の粉は、為替介入や日銀の金融緩和によって是が非でも振り払いたいというスタンスになるのだろう。

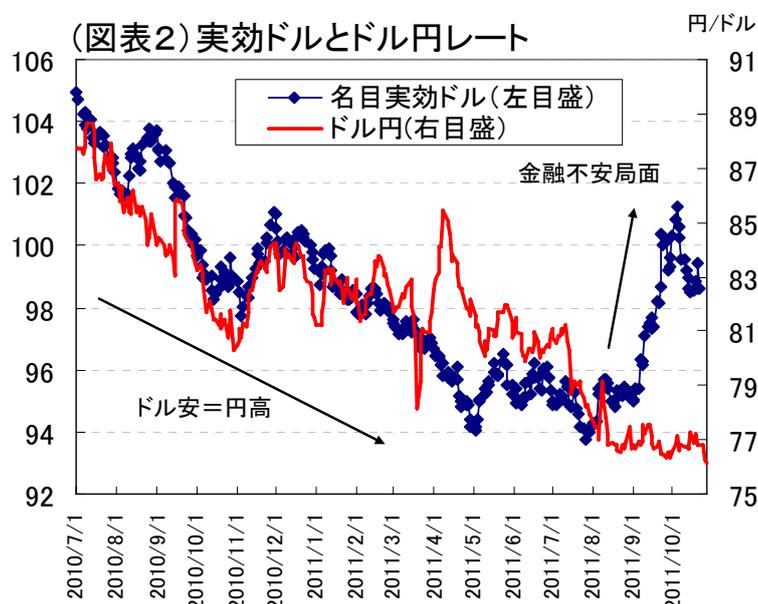
円高は何処まで進むのか

ところで、円高はどこまで進むリスクがあるのだろうか。まず、定性的な見解を述べると、円高のメカニズムは、金融情勢の変化を織り込んでいるので、それが好転しなければ変わらない。

先のQE3観測とは別に、現在の円高の背景には、2つの「安（アン）」がある。ひとつはドル安であり、ドル安の裏返しとして円高が進む作用である。もうひとつは、金融不安である。欧州金融不安が世界の金融市場にショックを与えると、リスク回避の円高が進行する。この動きは、米長期金利の低下とともに進む。米長期金利とドル円の連動性が高いのはこのせいである。

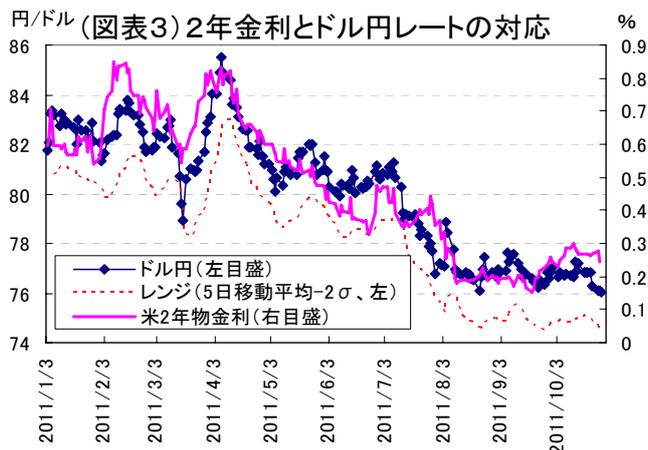
年初来の円高は当初は、2つの「安」のうち、ドル安に引きずられて進んできた。それが、9月初からギリシャ支援が再度行き詰りそうになると、金融不安を背景にしたドル高へと一転した。この変化は危機時には手元にドルの流動性を確保しておきたいという危機特有のドル需要の高まりを示すものである。9・10月にかけて名目実効ドルは上昇したのに、その間、ドル円レートは円安方向には動かなかった（図表2）。その理由は、マネーの債券シフトとともに円買いが進んだからだ。これは、もうひとつの「安」である。それが10月21日以降は、金融不安の縛りが一時的に弱まって、再びドル安圧力が高まったという説明ができる。金融不安からドル安への揺り戻しと言える。

このように2011年に入って、「ドル安でも円高、ドル高でも円高」という図式になっている状況はたいへん理解しにくい。今後、円安になるための環境とは、金融不安が解消されてドル安・長期金利上昇になり、かつ米経済が改善してドル安傾向が変化することが必要になってくる。つまり、しばらくは円高局面から抜け出せそうにないというのが筆者の見方である。



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。

一方、円高局面が続くという話になったとき、筆者がよく尋ねられるのは「1ドルが50円の円高になりますか？」という質問である。そのとき、筆者は計算上、「1ドルが60円とか50円になる計算は成り立たない」と答えている。そうした答えの根拠になっているのは、米金利とドル円レートの関係である（図表3）。例えば、ドル円レートを米2年金利で説明する方法を使って、仮に2年物金利が0%（現在0.24～0.30%）まで下がったという極端な想定をすると、そこで計算上目途とされるレートは1ドル＝74.7円である。さらに、標準偏差の2倍のレンジをとっても1ドル＝72.8円までしか円高は進まない。円高の行き着く先を計算すると、1ドル＝72～74円という数字が円高の臨海点になるのはこうした計算からだ。



為替介入の効果

過去、2010年9月からの為替介入の効果を振り返ると、円安方向への修正幅はせいぜい+2～+3円程度であり、その持続性も段々と低下している。為替介入の効果は、実弾を撃って需給に直接働きかけるよりも、10月21日以降のように、口先介入によって円高を足踏みさせる「時間稼ぎ」の心理効果の方に意味があるように思える。

そうした意味では、今後も簡単に介入を実施するよりは、なるべく実弾を撃たずに「時間稼ぎ」を長引かせる方が賢明という見方ができる。裏返して言えば、すぐに介入を行うとその効果を見透かされて介入資金を多く使う割に、相対的に円高を足止めする効果は大きくないという結果になりかねない。