

## 6月危機を前に強まる為替介入警戒感

発表日：2012年6月4日（月）

～米雇用統計後の円高を阻止する構え～

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

6月1日の米雇用統計が振るわない結果になったことで、これまでのドル高から、リスク回避の圧力が円高に向いかねない。6月は、17日のギリシャの総選挙を中心にいくつものイベントリスクがあって、円高阻止を念頭に置いている政府・日銀にとっては正念場になっている。ドル円レートが、77円台から円高がさらに進むと、為替介入の可能性が高まる。

### 弱い雇用統計による円高懸念

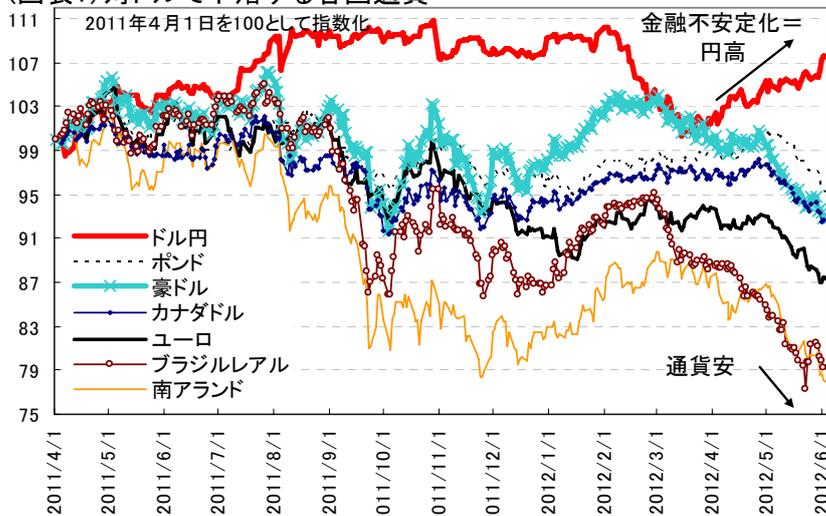
6月に入って、加速する円高への警戒感が高まった。折からの円高は、6月17日のギリシャの再選挙でEUからの金融支援がストップされるリスクから、ユーロ安の裏返しとして進んでいた。それが、スペインの銀行不安に飛び火して、6月1日は1ユーロ 95.50円まで円高・ユーロ安が進んだ。

ユーロの推移を振り返ると、1999年1月のユーロ発足後の下落局面で最安値 88.80円/ユーロ（2000年10月）をつけたことはある。発足直後を除くと、ユーロ下落は11年振りの水準である。

多くの人が、さらなる円高進行への予感から身構えたのは、6月1日夜の5月の米雇用統計が前月比+6.9万人と予想外の弱い数字になったことだ。これに反応して、米10年金利は一時1.4387%と極端な低水準まで下がっている。ほかにも、このところ原油・金などの商品の急落、南欧国債の金利上昇、そして各国株価の下落といった連鎖反応が起こっている。投資マネーの逆回転が、危機を先取りして自己実現的に混乱が起こっているのだ。

そうした中、注意したいのは、これまでのユーロ安を中心としていた為替市場の流れが、ドル買いであった点だ。弱いユーロによるリスク回避の動きは、ドル買いに向かった。ユーロ以外の通貨変動を対ドルでみると、豪ドル、ブラジル・リアル、南ア・ランドなどの資源通貨・高金利通貨を売って、ドルにシフトするようなドル回帰が一斉に起こっている（図表1）。

(図表1) 対ドルで下落する各国通貨



出所：FRB

(図表2) 震災後のドル円レートの推移



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。

今回、5月の雇用統計が弱かったことは、肝心の米景気の見方が4月の雇用統計発表時よりも不安定化する可能性がある点が不安である。ドル円レートが、米ファンダメンタルズの弱さに反応すると、さらなるリスク回避の資金シフトとして円高方向に振れる可能性がある（図表2）。

## 介入警戒感は強まる

日本政府は、特に円高再燃に対して神経を尖らせていると思われる。6月1日朝は、安住淳財務相が「行き過ぎた動きが続くようであれば、断固として対応」と、為替介入も辞さずという意図を改めて明らかにした。もしも、介入に踏み切れれば、2011年11月4日以来の約7か月振りの為替介入になる（震災後3回目）。このときは、10月31日に一時75.32円になった流れを阻止すべく断続的な介入を行った。その前は、2011年8月4日で、ドル円レートが77円台から一時76.25円になったところで介入のトリガーを引いた。6月4日以降の相場展開が、円高急伸となれば、それに歯止めをかける介入が実施されることになるだろう。今度は、ドル買いだけでなく、ユーロ買いを併せて実施することになるのかも焦点になる。

政府にすれば、景気情勢の認識は「緩やかに回復しつつある」と5月の月例経済報告で上昇修正したばかりで、そこでは「輸出は、持ち直しの動きがみられる」をひとつの根拠としていた。4月は、北米向けに自動車輸出が増加していて、輸出・生産の拡大を牽引している。輸出金額の季節調整値は、前月比で12月から4月まで5か月連続でプラスを続けていた。一方、国内景気は、消費分野が高齢者消費とエコカー補助金で増加し、公共事業もようやく立ち上がりが明確になっている。今は、堅調な内需に輸出増が牽引として加わることで、成長実感が高まろうとする矢先である。

政府は、明るさを増そうとする景気再拡大の芽を円高でつぶされたくないと考えよう。特に、野田政権にとっては、消費税法案を巡って国会論戦の中にあるから、景気情勢の足を引っ張りそうな悪い動きに対して、それを何としても回避したいと思うはずだ。

## 6月のイベントリスクを点検

当面の最大の焦点は、6月17日のギリシャ総選挙であることは間違いない。ギリシャの選挙で、急進左派連合（SYRIZA）が勝利すると、緊縮財政に反対する姿勢が強まって、EUからの金融支援が止まる可能性がある。そこで、ユーロ圏離脱という最悪のリスクが生じる。6月危機の危うい構図である。

時期としては、ギリシャの選挙後に、投票結果を受けた連立協議の行方もあり、選挙があつて即座にユーロ圏離脱の白黒がはっきりする訳ではなさそうだ。再々選挙の可能性から、EUに止まる選択など幅広いシナリオが描ける。いずれにしろ、6月中旬から7月初旬までが危険ゾーンとなるだろう。

さらに、6月中のイベントリスクを確認すると、6月20日のFOMCがある。雇用統計が弱かったことで、6月末で期限切れになるツイストオペをそのままに放置しておくかどうか微妙になった。即座にQE3を決定するとも思えないが、追加緩和観測が強まると、それは米景気が明確に上向くまではドル安要因になる。20日のFOMCまでの追加緩和観測も、円高要因として注意しなくては行けない。

加えて、6月28・29日に予定されるEU首脳会合も重要イベントとなろう。5月の首脳会合では、ドイツのメルケル首相とフランスのオランド大統領の足並みが微妙に揃わなかった。もしも、不協和音が表面化して、選挙後のギリシャに対する対応が、ユーロ圏離脱を阻止できないような結果になれば、ユーロ下落が一気に進む可能性がある。見方によっては、最後の砦のような位置づけにもみえる。

## 頭が痛い日本銀行

最後に、日銀の金融政策はどうか。定例会合は6月15日に結果を発表する。この日程は、日銀にとってあまり都合の良い日だとは言えない。きっと日銀政策委員の面々は、ギリシャの総選挙の結果を受けて、6月15日以降に、臨時的決定会合を開いて追加緩和を実施する方が効果的だと思っているに違いない。

現在、5月の米雇用統計が振るわなかったことで、日本政府が6月15日より手前で為替介入をする可能性も排除できなくなっている。だから、為替介入が実施されれば、そのときには日銀は決定会合を前倒して6月15日より前に、追加緩和を行う可能性がある。

問題なのは、日銀の追加緩和があっても、円高圧力をうまく止められないことである。すでに、追加緩和と円高の関係をみれば、日銀が円高を止められないことは明らかである（前掲図表2）。高水準に積み上げた資産買入基金をもっと上積みしても、ドル買い圧力に寄与しないからだ。もはや資産買入基金の増額は、国債購入で推進していくことでは、限界的なアナウンスメント効果くらいしか発揮できない。ごく短期的なインパクトしか行使し得ないので、何度も何度も基金の積み増しを繰り返すことになる。日銀が背負っている苦しさは、効果が乏しくとも、基金の増額によって緩和効果を演出することを強いられている点にある。

今後の金融政策については、一部で語られる日銀の外債購入を含めて新しい緩和方式について議論がさかんになるのではないだろうか。5月23日の記者会見でも、外債購入についての見解を聞かれて、白川総裁は外為特会を使って政府が判断して介入をすることだと答えている。当面、こうした応酬が繰り返されそうなので、それもまた閉塞感の払拭には至らない展開だと言える。