

テーマ：介入後の円相場について

発表日：2010年9月15日（水）

～水準維持の介入継続は困難。再び円高圧力強まる公算～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嶋峰 義清 (03-5221-4521)

6年半ぶりの円売り介入実施

政府・日銀は15日、6年半ぶりとなる円売りドル買い介入を実施した。一方的に進む円高によって、輸出企業を中心に業績に与えるネガティブなインパクトが強まっており、景気や株式市場などへ与えるマイナスの影響を緩和することが目的。

仙谷官房長官は記者会見で、82円が一つの防衛ラインか——という質問に対し、「財務相のところでもそういうふう考えたと思う」と述べ、1ドル＝83円を割り込んで円高が進み始めたことが、介入の引き金を引かせたことを仄めかした。

これにより、ドル／円相場は介入直後に円安に振れ、介入実施時の1ドル＝83円割れの水準から、同85円を窺う展開となった。また、株式市場では輸出関連株などを中心に、大幅な上昇に転じた。

1ドル＝83円という水準

今回介入を実施したタイミングについては、政治的には民主党代表選挙を終え、政府が行動を取りやすくなったという指摘がある。そうした政治的な背景があったことは否定しないが、むしろ政府が述べたように1ドル＝83円を割り込んできたという水準感が介入実施に繋がったことの方が大きいと考えられる。

同水準については、円が対ドルで過去最高値をつけた95年当時は、4月17日に1ドル＝83円を明確に割り込んだ後一気に円高が急伸し、2営業日後となる19日に1ドル＝79.75円の史上最高値をつけた。市場では、出来高が薄い状況下で値が飛びやすい——と言われており、こうしたマーケット感覚を重視すれば、1ドル＝83円割れが定着しかかった水準での介入は、理に適ったものと言えよう。

一方で、もっと早く円高を阻止する姿勢を見せるべきであったとの批判は多い。しかし、為替相場はあくまでも市場が決めるものであり、政府が国益を考えて一方的に水準を決めるような介入という手段は、国際的には強く批判される場所である。1日に数円単位で変動するような“混乱”した状態を沈静化するための介入は難しくはないが、今円高局面のようにダラダラと円高が進むような場合には、介入という手段は採りにくいというのが本音だろう。

円高圧力はまだまだ続く

今回の介入の規模は不明だが、市場の反応を見る限りにおいては、一旦は成功したと評価できる。しかし、以下の点から円高に終止符が打たれたとは考えにくい。

第一に、今回の介入はあくまでも日本当局の単独介入で、他国の協調は得られていないことと同時に、今後も協調は得られそうにないことが挙げられる。米国やユーロ圏各国では、これまでの景気対策の効果が剥落するとともに、再び内需の減速が目立ち始めている。一方で、財政赤字は急拡大し、財政赤字を更に拡大させるような追加の景気対策は採りにくい。加えて、金利はゼロ近傍にまで低下しており、追加の金融緩和による景気刺激効果も限定的な状況にある。したがって、外需を刺激し、ディスインフレ圧力を緩和させる通貨安は願ってもない“景気対策”ということになり、自国通貨高に繋がる円売り（ドル買い・ユーロ買い）介入は行いたくないというのが本音である。むしろ、量的緩和など、更なる金融緩和政策を採るなかで、通貨の価値が下落するのはファンダメンタルズに適った動きであり、理屈のうえでもドル安やユーロ安が進むことを阻止することは“おかしい”行動——ということになる。このように、円高を阻止する介入が単独介入ということになれば、過去の経緯を見ても円安方向へ基調を変えるような効果は期待し難い。

第二に、金利差の観点からも円高圧力は強いということである。日米の実質短期金利差を見ると、日本の方が2%近くも金利が高い状態にある。過去を見ても、日本の実質短期金利が米国のそれを上回っている状況下で、一時的に5~10円程度円安に進むことはあっても、円高基調自体が揺らいだことはない。したがって、米国の実質短期金利が日本のそれを上回るまでは、円高に振れやすい環境が続くことになる。具体的には、日本はデフレが続くなか、名目短期金利はしばらく現行水準にとどまると見込まれる。一方で、日本は物価上昇率（CPIで食料品やエネルギーを除いたコアベース）はマイナス1%を下回る状態が続くと見込まれる。このため、日本の実質短期金利は $[0 - \blacktriangle 1\% = +1\%]$ となる。一方、米国ではCPI（コア）はプラスの1%程度の低位安定した状態が続くと見込まれるが、この条件で実質金利が日本の+1%を上回るためには、名目短期金利が+2%以上になる必要がある。短期金利がこの水準にまで上昇するためには、FF金利が少なくとも1.5%程度まで上昇することが必要となるが、家計のバランスシート調整圧力が強く、自律的回復の目処がつかない状態で、0.25%の利上げさえ目処がつかないことを勘案すれば、両国の実質短期金利が逆転し、円安基調に転じる時期は少なくとも1年以上先ということになるだろう。

今後の展望

以上のことを勘案すれば、今回の介入効果は持続的なものではないと考えられる。今後、米国で弱めの経済指標が材料となるようなことがあれば、これをきっかけに再びドル安圧力が高まり、円高方向に進み始める公算が大きい。

日本サイドは、今回介入を行った水準で再び円売り介入を行う可能性は高いが、これも回数が増えるに連れて効果は小さくならう。2000年代前半のように、同水準での介入を繰り返していくことは技術的には可能であるが、一般的には相場操縦とも取れるような一定の水準を維持させるような介入は批判の対象となる。2000年代前半の場合、イラク戦争など国際情勢が緊張するなか、日米関係は非常に良好な状態にあった。これが、1ドル=100円割れ阻止を目的とした日本の円売り介入を長期化させることに繋がったと考えられるが、足元では両国の関係は当時ほど良いとは考えにくい。同時に、逆風下での中間選挙を前に、米政府にもそのような余裕はないと考えられる。

したがって、1ドル=83円割れを阻止するような介入が長期化するとは考えにくく、いずれは水準を円高方向に切り下げて介入するしかなくなってくると考えられる。

世界経済を見渡すと、主要各国では景気の減速圧力が再び見え始めている一方で、各国は有効な景気浮揚策を打ち出せずにいる。今後も景気の減速がより強まる恐れは高く、それに連れて円高圧力も増大、介入効果も限られることから、一段の円高が進展するリスクは高いと言えよう。