



## G7協調介入実施後のドル/円相場

### G7が当日予告型の輪番円売り為替介入を実施

3月18日(金)、先進7カ国(G7)は電話による臨時の財務相・中央銀行総裁会議を開催し、「日本当局からの要請に基づく協調為替介入の実施」について合意したとの声明文を公表した。G7の合意に基づき、本邦財務省は同日午前9時過ぎから断続的な円売り・ドル買い介入を実施し、午後5時過ぎからは英国及びユーロ圏の主要中銀、午後9時過ぎには米国とカナダの通貨当局が各々の母国市場で円売り介入に踏み切ったことが確認されている。G7としては極めて異例の「当日予告型の輪番協調為替介入」が実現した格好だ。

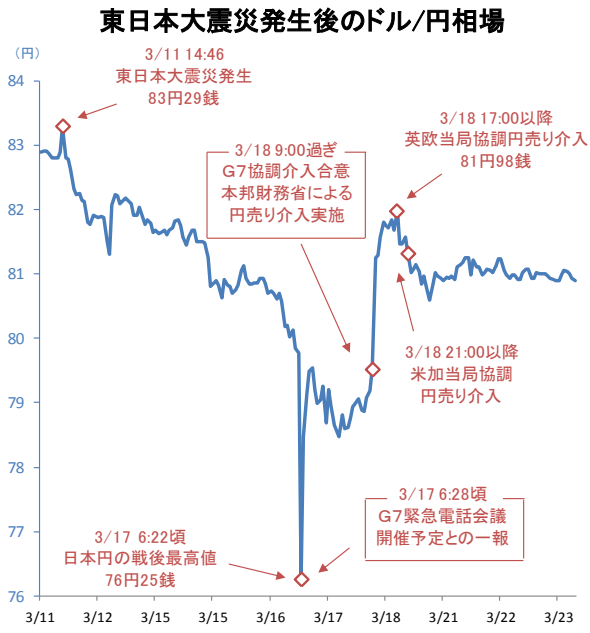
「G7が緊急電話会議を開催する」との一報は、前日の早朝にドル/円相場が一時76円25銭と戦後最安値(=日本円の戦後最高値)を記録した直後に伝わっており、「何らかの為替市場安定化策が提示される」との観測から、その後ドル/円相場は79円台まで急速に買

い戻されていた。ただし、翌朝いきなり「G7協調合意に基づく実弾円売り介入」が開始されるとまでは、私も含めてほとんどの市場参加者が予想していなかったとみられる。このため、「日本政府による介入実施」の一報が伝えられた午前9時過ぎ以降、ドル/円相場は79円20銭前後の水準から一時81円98銭と約8時間で最大2円80銭程度も一段と上昇する場面がみられた。前日の朝に「G7緊急電話会議開催」の一報が伝わってきた直後からの「期待値込みでの累積効果」でみると、ドル/円相場は76円台前半から81円台後半まで、約27時間半で最大5円70銭以上も上昇している。

### ポジティブ・サプライズを与えたG7の協調行動

今回の為替介入は、①G7の声明文による口先だけの警告ではなく実弾の円売り介入を伴っている、②日本政府の単独行動ではなくG7の各国当局による協調行動を伴っている、③日銀による量的緩和の拡充など国内金融政策の方向性とも合致している、という諸点において、筆者が為替介入の効力を推し量る際の基準と定義している「3つの尺度に基づく8通りの為替介入政策の組み合わせ」の中では最強のメッセージ性を付与された政策(詳細は2009年10月5日発行の外為の杜(もり)第10号、「日本の為替介入を巡る議論について」を参照)に仕上がっている。

東日本大震災発生後のドル/円相場の足跡を振り返ってみると、僅か4営業日強で7円以上もの大規模な円高が進んでおり、その最終盤となった木曜早朝の約20分間には一気に3円40銭もドル/円相場が急降下したのが特徴的だ。常識的に考えて、約20分間でドル/円相場を4%以上も急落させることを正当化できるような日米経済・金融環境の地殻変動が木曜日の早朝に起きたとは考えにくく、「ファンダメンタルズから乖離した



(注)60分足。3月23日11時現在  
(出所)外為どっとコム"FX Vision"

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



過度の為替変動を抑える」ことが為替介入本来の目的であることを踏まえ、今回の介入はその手法及びタイミングの両面においてベストに近い政策だったと評価出来る。あくまで私見だが、我が国を突如襲った「戦後最悪の自然災害」への迅速な対応が求められている現下の局面にあって、ごく短期間に国際協調介入による為替市場安定化策をまとめ上げた本邦通貨当局の努力と諸外国の積極的な協力姿勢には一人の日本国民として敬意と謝意を表すべきだと考えており、その意味において今回のG7による協調介入劇は、良い意味でのサプライズを市場に与えたと言える。

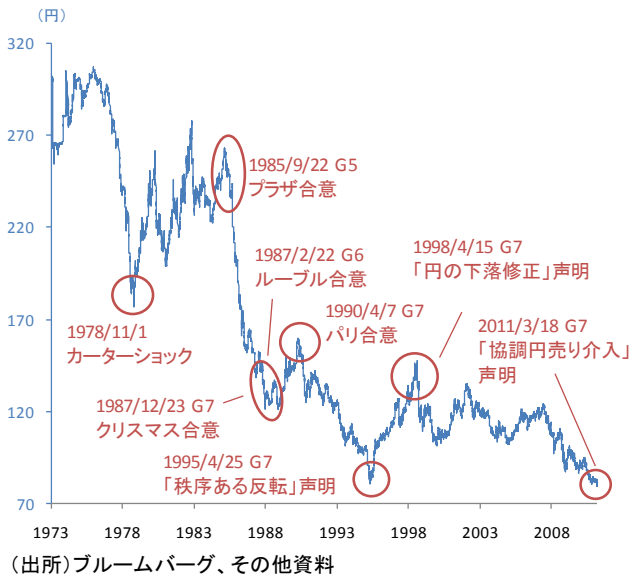
### ドル/円相場はファンダメンタルズ回帰へ

今週に入り、G7による協調介入は実施されていないとみられるが、週明け月曜日にはフランスのラガルド財務相が地元紙に対して「為替介入にはサプライズの要素が必要であり、さらなる円売り介入のスケジュールは示さない」と述べたことや、シュタルクECB専務理事が「G7は日本の経済復興のために必要ならどんな支援でもする用意がある」と発言したことなどが伝わってきている。今回公表されたG7声明文には、「為替市場における協調介入への参加」が「日本における悲劇的な出来事」に関連した急激な為替変動への対応であることが明記されており、「日本が震災復興に取り組んでいる間は、最低でも過度の円高阻止に向けた日本政府の単独為替介入は容認され、必要ならば日本の要請で協調為替介入が実施される可能性が高い」との見方が徐々に市場に浸透しつつある。

1973年に変動相場制に移行してからのドル/円相場の値動きをみると、日米両国の為替政策における協調行動を伴う政策表明は、①1978年11月のカーター・ショック、②1985年9月のG5プラザ合意、③1987年2月のG6ルーブル合意と12月のG7クリスマス合意、④1990年4月のG7パリ合意、⑤1995年4月のG7「秩序ある反転」合意、⑥1998年4月のG7「円の下落修正」合

意など、歴史的な相場の転換点付近で打ち出されている。ドル/円相場の反転が促されるまでに数カ月以上の時間を要した事例も散見される点には注意が必要だが、「大局的にみれば、今回我々がライブで目撃した2011年3月のG7協調円売り介入がドル/円相場の転換点になるのではないか」との見方も一部で台頭し始めており、投機色の強い円高圧力はしばらくの間抑制されると見られる。この結果、今後のドル/円相場は再び、「日米経済のファンダメンタルズ回帰」という原点回帰の色彩を強めて行くのではなかろうか。

### 日米の為替介入とドル/円相場



### G7財務大臣・中央銀行総裁の声明(抜粋)

2011年3月18日

日本における悲劇的な出来事に関連した円相場の最近の動きへの対応として、日本当局からの要請に基づき、米国、英国、カナダ当局及び欧州中央銀行は、2011年3月18日に、日本とともに為替市場における協調介入に参加する。我々が長らく述べてきたとおり、為替レートの変動の過度の動きや無秩序な動きは、経済及び金融の安定に対して悪影響を与える。我々は、為替市場をよく注視し、適切に協力する。

(出所)財務省

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が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



## 神学論争化する東日本大震災と円相場への影響

そこでまず日本側の状況を見ると、依然として東日本大震災の被害状況や、それに付随して発生した福島第一原子力発電所事故の顛末が市場参加者の注目を集めている。ただし、「震災・原発の後遺症がドル/円相場に与える影響」に関しては、現在様々な見方が錯綜しており、甲論乙駁の状態にあるのが実情だ。

例えば、これを円高要因だと主張する人々は、①日本の景況感下振れで投資家のリスク許容度が圧迫されて国境を跨る積極的な金融取引が手控えられると、貿易黒字に由来する円高圧力の存在感が増す、②震災復興に必要な巨額の円資金を確保するため日本企業や金融機関が外貨資産売却に動く可能性がある、などの議論を展開している。一方、それに疑義を唱える円安派の人々は、①復興に必要な追加財政出動と景気悪化による税収の落ち込みで日本の財政赤字が一段と膨張すれば通貨価値に対する脅威になり得る、②巨大地震の発生懸念を背景に既に兆候が表れている外国企業の日本離れや日本企業の生産・活動拠点

の海外シフトが加速すれば直接投資収支の赤字が膨らむ可能性がある、などの主張を展開している。

いずれの議論が正鵠を得ているのか、為替の様相に聞いてみたい気がするが、実際には複雑多岐にわたる為替相場の変動要因の中から「震災・原発の影響」だけを純粹に抽出してそのベクトルを定量的に検証するのは、技術的にみておそらく人間には不可能だ。このため、「東日本大震災と為替相場の関係」に関するマーケット・トークの現場では、円高論者と円安論者の我田引水的な解釈がぶつかり合って、千載不決の神学論争の様相を呈している。

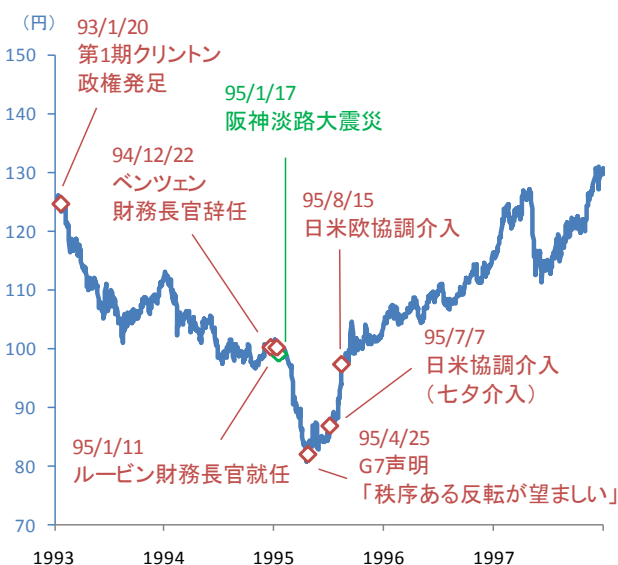
## 被災通貨の「その後」は多種多様

今回のような「想定外」の自然災害等に巻き込まれた時の人間心理はどうしても「過去の似た局面を探して参考にしようとしがちである。しかし、残念ながら現在の状況と部分的に類似した局面はあっても完璧に同一の局面は存在しない。

例えば1995年1月17日の阪神淡路大震災の時は、その後数ヶ月間で急激な円高が進んで一時79円75銭と円の戦後最高値が更新されたが、同年4月25日のG7で有名な「秩序ある反転声明」が提示されて為替協調介入が実施されると、その後は大幅な円安に転じている。当時のドル/円相場は、対日通商交渉と絡めた強力な円高政策を標榜していたベンツェン財務長官が辞任した後、阪神淡路大震災発生の日前に就任したルービン財務長官が「強いドルは国益」政策を提唱し始めたばかりという「米国為替政策の端境期」にあった。この時期のドル/円相場激動の主役は「日本の震災被害の影響」ではなく、「第1期クリントン政権下での財務長官人事」だったとの印象が強い。

米国側の歴史に刻まれている甚大な災害勃発時のドル/円相場の動きをみても、1994年1月のノースリッジ大地震や2010年4月のメキシコ湾原油流出事故の後には大幅なドル安が進行した一方で、2001年9月の米国

阪神淡路大震災前後のドル/円相場



(出所)ブルームバーグ

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

同時多発テロ勃発や2005年8月のハリケーン・カトリナ襲来の際は、一時的なドル安が進んだ後に大幅なドル高トレンドが発生している。米国を襲った災害とドル相場のその後の動きは時期によって全く違っており、一定の法則性を見出すことは困難だ。

その他の国々における類似の事例を探してみても、「巨大地震による津波」によって甚大な被害がもたらされた1994年12月26日のスマトラ島沖大地震のケースでは、主な被災国通貨であるインドネシア・ルピアとスリランカ・ルピーは、ともに越年後数週間にわたって対ドルで急騰したものの、その後インドネシア・ルピアは大幅な自国通貨安圧力に見舞われたのに対し、スリランカ・ルピーは長期にわたって被災前よりも自国通貨高の水準にとどまるなど、マチマチの動きとなっている。

世界的に報道されるような大規模な災害が発生すると、世の中の関心はどうしても「その影響」に集中してしまうため、為替相場においても「震災の影響で円高か円安か」といった二者択一型の議論が喚起されがちだが、現実の為替相場はそんなに単純なロジックでは動

いていない。「過去の被災国通貨」の「その後の動き」を参考にしようと試みても、明確なパターンを見出すのは難しく、個人的には今回日本で発生した東日本大震災とドル/円相場の反応を直接結びつけて議論するのはあまり生産的な作業ではないと感じている。

### 鍵を握る米国経済の動向

近年のドル/円相場の動きを冷静に振り返ってみると、趨勢的なベクトルは概ね米国の景気・金融政策運営への期待の変化を反映してほぼ決まっているとの印象が強く、日本側の景気、経済政策などが趨勢的な地合いを支配していたような痕跡は殆ど認めることができない。今回実施された異例の「G7輪番協調為替介入」の神通力により、投機色の強い円高圧力は当面抑制されるとみられるが、ファンダメンタルズが指し示すドル/円相場の趨勢的なベクトルは、やはり今後の米国経済動向に依存して決まるのではなかろうか。

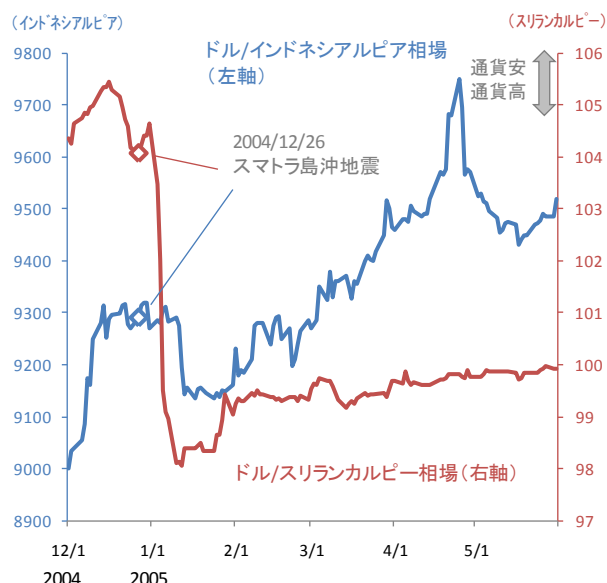
すなわち、今後米国景気の回復傾向が頓挫して年後半に「量的緩和第3弾」が必要になるような環境下で

### 近年の米国を襲った歴史的な災害とドル/円相場



(出所)ブルームバーグ、各種資料

### スマトラ島沖地震前後の被災国通貨の動き



(出所)ブルームバーグ

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



は、どんなに為替介入を実施して投機的な円高圧力の封印を試みても、ファンダメンタルズに由来するドル安圧力が強まる結果として円高が進むと考えられる。一方、今後米国景気の回復力が逡増して「量的金融緩和は現在実施中の第2弾が満了する6月いっばいで打ち切り」という状況になる場合、円売りが為替介入の補助を仰ぐまでもなく、ファンダメンタルズに立脚したドル/円相場の自律反発力が増してくると思われる。

今年これまでのドル/円相場は高値83円90銭台、安値76円20銭台の範囲で動いているが、1973年に変動相場制に移行して以来、年間の値幅が10円未満に収まった年は1度もなく、最近5年間でも平均16円程度は動いている。今後、「米景気息切れ、量的緩和第3弾実施、ドル安シナリオ」の場合はザラ場の安値で今回記録した76円25銭の戦後最安値を再び割り込み、最大70円前後までの下落もあり得る一方、「米国景気拡大、量的緩和打ち切り、ドル高シナリオ」の場合は、ザラ場の高値で最大90円前後を目指すようなドル高の可

能性もあると考えられる。

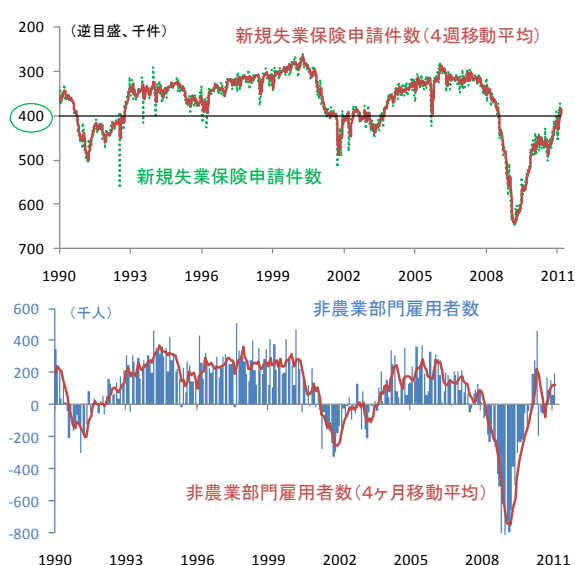
ちなみに、私が今年の米国経済をみる上で最大の注目点として毎週観察している失業保険新規請求件数の4週移動平均値は、最近明確に節目の40万人台を割り込む改善の兆候を示している。この傾向が順調に続くならばドル/円相場は90円コースに向かう上昇気流に乗っていきそうな気配が漂い始めているが、果たしてどうだろうか。G7の協調介入で「投機的なノイズ」が抑えられた分、ドル/円相場の先読みはこれまでよりもシンプルな米国経済の観察活動に再び委ねられつつあるが、肝心要の米国景気回復期待の真贋は未だ明らかではなく、相場の深奥に潜む真のトレンドを発掘するのは容易ではない。僅か数日間で最大高低差7円を超えるドル/円相場の激動に揉まれた直後とあって、日中のちょっとした動きにも過敏になって不安に苛まれることが多いものの、こういう場面であるからこそ、大局的な相場判断の軸足を地道な米国経済ウォッチングに据えて動かさないことが大切だと思っている。

米国の金利水準とドル/円相場



(出所)ブルームバーグ

米雇用関連指標の推移

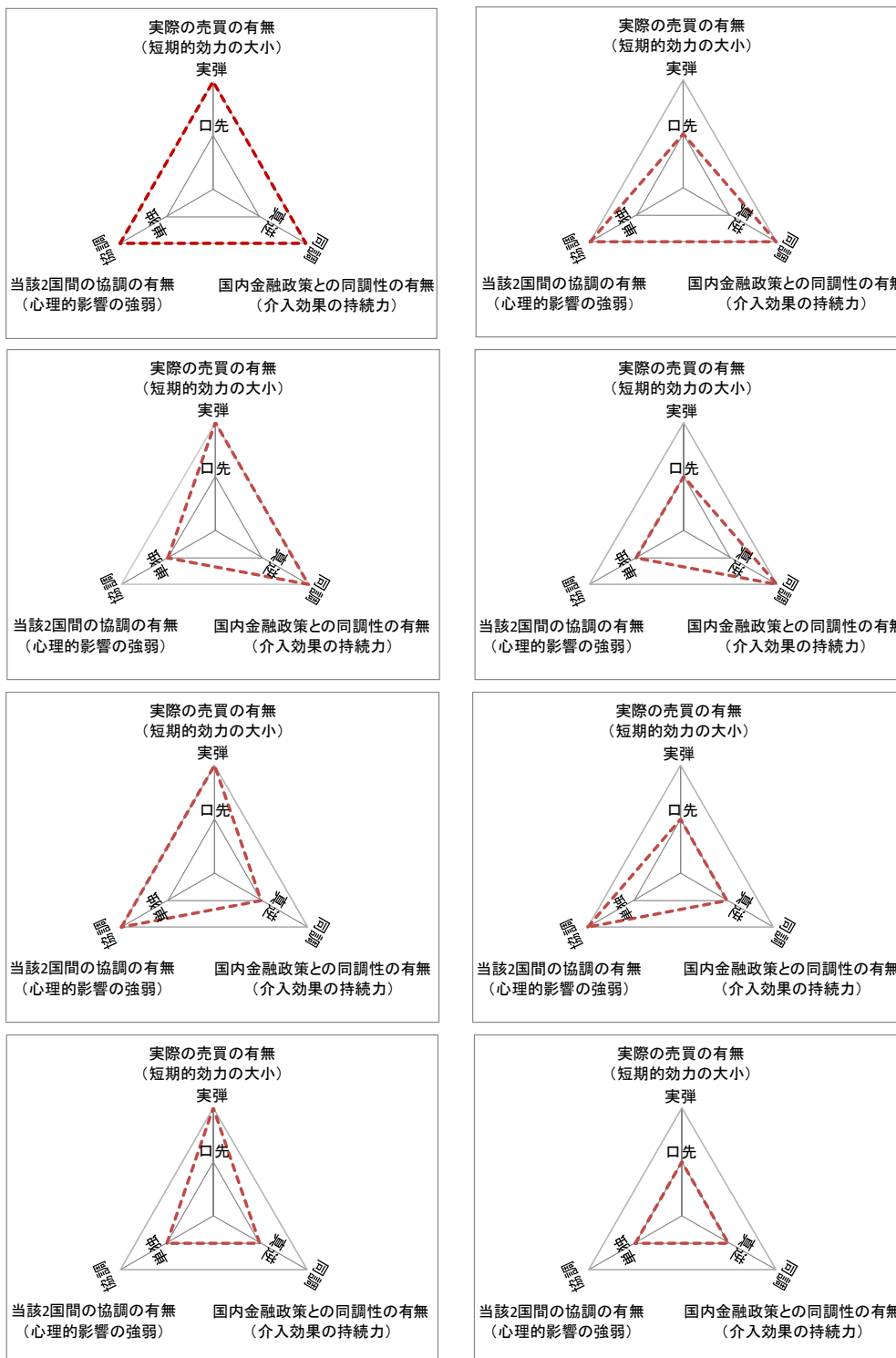


(出所)ブルームバーグ

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

### <参考> 為替介入政策の8分類とその効力の特性



(出所)外為どっとコム総研

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