



為替円売り介入の再開と今後のドル/円相場

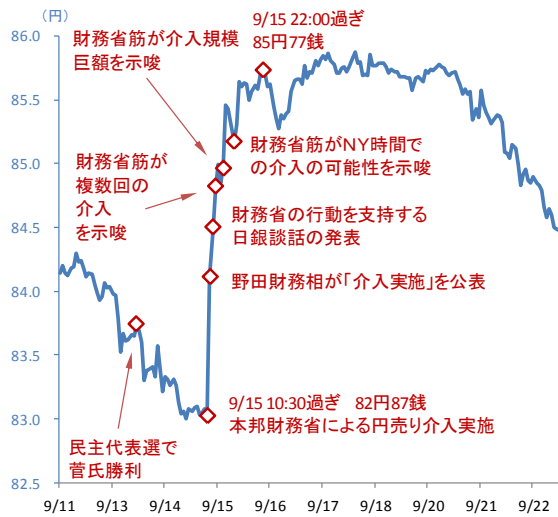
短期的効果は非常に大きかった今回の為替介入

8月4日(木)、本邦財務省は民主党への政権交代後で3度目となる為替円売り介入に踏み切った。介入開始時刻は日本時間の同日午前10:00頃だったが、直後の約15分間でドル/円相場は1円30銭以上も急騰し、77円12銭境界から78円46銭付近まで一気に値を上げた。その後は何度か小緩む場面もみられたが、電子ブローキング・システム(EBS)を使った断続的な介入実施の実態が明るみになるにつれて続伸し、ロンドン市場の序盤には一時80円24銭付近まで上値が伸びる場面が示現した。

この間のドル/円相場の値上がり幅に着目すると、「約9時間で最大3円12銭」にも達している。これを野田財務大臣の指揮下で実施された過去2回の介入と比べてみると、①昨年9月15日に初めて為替介入に踏み切った時は、「約12時間で最大2円90銭」の上昇、②今

年3月18日に実施された2回目の介入の時は「約8時間で2円80銭」の上昇、となっており、「介入実施当日の直接効果」だけで見ると、今回の介入によって促された値動きが一番派手で大きかったことが分かる。

2010.9.15介入前後のドル/円相場

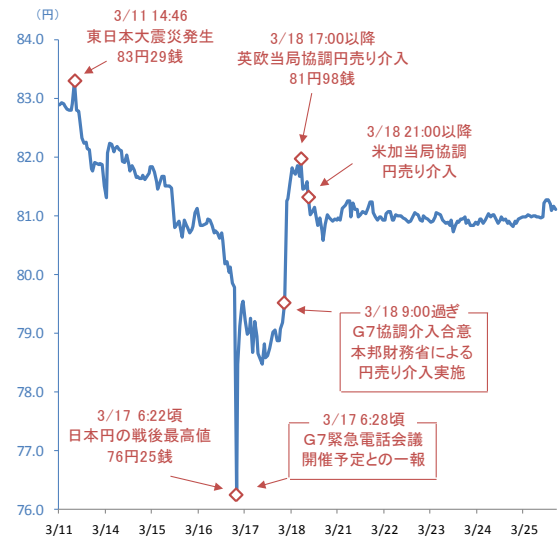


2011.8.4介入前後のドル/円相場



(注)2011年8月8日14時(東京時間)現在
(出所)外為どっとコム"FX Vision" 60分足

2011.3.18介入前後のドル/円相場



(出所)外為どっとコム"FX Vision" 60分足

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



為替介入の効力を強めた3要素

今回の為替介入によるドル/円相場押し上げ効果が非常に大きくなった背景として、以下の3点を指摘することが出来る。

第1は、介入実施の時期および水準に意外感があったことだ。ここで改めて介入実施前のドル/円相場の値動きを顧みると、介入再開の約59時間前、8月1日(月)のニューヨーク市場でドル/円相場は一時76円29銭と、3月17日(木)の東京早朝に記録した76円25銭の戦後最安値(=円の最高値)目前まで差し込む場面があったにもかかわらず、当時の日本政府は音無しの構えで介入実施を見送っていた。翌日の日経朝刊で「政府・日銀による緊急円高対応策の検討開始」がリークされていたため、「財務省による介入再開の可能性」自体はかなり市場に織り込まれていたが、それまでの実績等からみて、「1ドル=76円25銭を割り込むまでは介入が出てこない」とみていた向きが多かったとみられる。私も含めて、77円12銭付近での介入再開に虚を突かれた市場参加者は少なくなかったのではなかろうか。

第2は、今回の円売り介入金額の大きさだ。正確な金額は今後財務省が発表する「外国為替平衡操作の実施状況」をみるまで分からないが、介入の実務を担当した日本銀行の統計などから類推する限り、今回の円売り・ドル買い介入に投入された資金規模はおそらく4兆円台半ばに達していたとみられている。「EBSを使った断続的な円売り介入の手法」は昨年9月の介入時にも使われていたため、そのこと自体に驚きはなかったが、昨年9月の円売り介入は約2.1兆円規模だったことが分かっており、今回の介入はその倍近くに達していたと推定されている。

第3は、日本銀行との政策協調の演出だ。本邦財務省が為替円売り介入を実施した8月4日に日本銀行は定例の金融政策決定会合を開催していたが、当初は2日間の日程で予定が組まれており、政策発表は翌日金曜日のお昼前後になるとみられていた。財務省による

為替介入再開の一報が伝えられ、EBSを使った断続的な円売り・ドル買いが続いている最中に日銀が金融政策決定会合の日程をわざわざ短縮してまで「資産買い取り枠10兆円の増額」という量的緩和の拡充による側面支援を打ち出したことには相応の意味があると言えるだろう。

これらの諸条件が重なって、今回の為替介入による短期的なドル/円相場の押し上げ効果が膨らんだと考えられる。今回の為替円売り介入は国際協調の形にはならなかったが、「介入金額の大きさ」や「日銀との協調姿勢の演出」などにおいて本邦通貨当局なりの「本気度」や「工夫」の痕跡が認められ、それが約9時間で3円超の大幅円安という結果に結実したとみられる。日本政府の為替介入政策に対しては、国内外の各方面から様々な批評が加えられているものの、個人的には「あらゆる政策はその目的と結果で評価されるべき」だと考えており、「為替市場に人為的に介入すること自体の是非に関する神学論争」を別にすると、昨年9月、今年3月の為替介入同様、今回実施された為替円売り介入も短期的には絶大な威力を発揮したと言える。

為替介入の効力の賞味期限は米国経済次第で変化

ただ、問題になるのはその効力の賞味期限だ。過去2回の為替介入の効力がどのくらい長持ちしたかを判定するため、「その後のドル/円相場が介入発動時の水準を割り込むまでの期間」を基準にして調べてみると、①昨年9月15日の介入の効力持続期間は10月6日までの約3週間、②今年3月18日の介入の効力持続期間は7月13日までの約17週間だった。いずれも数週間から数カ月で「当初の為替介入発動レベル」を突破されているが、その最大の背景は「米国景気回復期待の持続的な盛り上がり」というファンダメンタルズの追い風が吹かなかったことにあると思われる。

実際、昨年9月に日本政府単独の円売り介入が実施された当時は、米連邦準備制度理事会(FRB)が米

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



景気テコ入れ目的で量的緩和第2弾の導入を検討していた最中であり、米国の金融緩和期待に由来するドル安圧力が為替介入の効果と比較的早期に減殺したと考えられる。今年3月にG7国際協調の形で円売り介入が実施された後は、一時的にNYダウが「リーマン破綻後の高値」を更新して米国景気回復期待が盛り上がり、FRBによる量的緩和の巻き戻し観測が台頭してドル/円相場が一時85円台半ばまで上伸する場面もあったが、その後の展開は周知の通りで、「米国景気減速懸念の台頭」とともに断続的にドル/円相場の上値がどんどん削り込まれて現在に至っている。

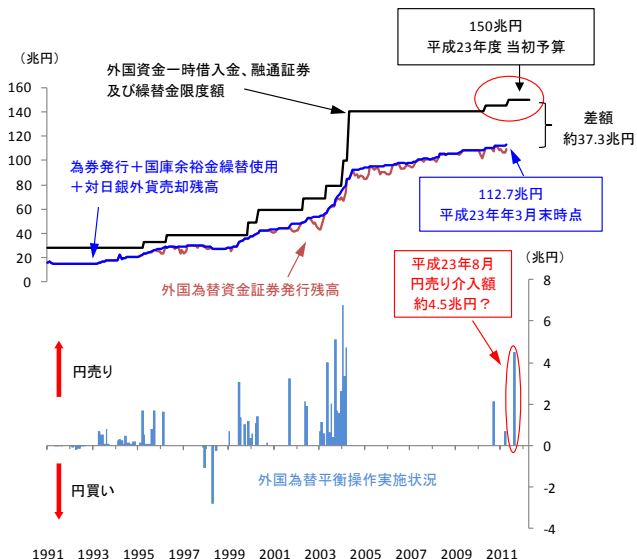
すなわち、どんなに工夫して短期的効果の大きい為替介入を実施しても、「肝心要の米国経済にしっかりとした回復力が宿ってこない限り、介入の効力は徐々に減衰していずれ消滅してしまう運命にある」というのがこれまでの経験則だ。よって、今回の為替円売り介入で作り込まれた3円10銭強のドル/円相場の「のりしろ」が一体いつまで持つのかを決めるのは、やはり今後の米国経済・金融政策動向になると思われる。最近の米経済指標は相変わらず強弱入り混じる展開が続いており、米国景気の「減速懸念」は根強いものの、「後退懸念」や「腰折れ懸念」が台頭するまでには至っておらず、米FRBの金融政策運営についても当面は現状維持で様子見が続くとの見方がコンセンサスになっている。今後、もしも米国景気の減速懸念が腰折れ懸念に発展して米金融緩和期待が盛り上がる場合には、ドル/円相場の上値が断続的に削り込まれる可能性が高い一方、今後秋口から年末にかけて米国経済の回復期待が盛り上がってくる場合には、ドル/円相場の上値が次第に軽くなって失地回復の軌道に乗る可能性もある。いずれにしろ、ドル/円相場の趨勢を決めるのは今後の米国景気回復力の強弱になるとみられ、引き続き、虚心坦懐に米国経済ウォッチングを継続し続ける必要があるという点において、ドル/円相場を取り巻く基本的な環境は何も変わっていないと言える。

本邦通貨当局の為替介入姿勢にも注目

もちろん、今後年末にかけてのドル/円相場の展開については、今後の米国経済動向だけでなく、本邦通貨当局の為替介入姿勢の強弱によっても変化する。昨年9月や今年3月の為替介入も今回同様に短期的効果は絶大だったが、1日だけしか実施されない「単発介入」だったために、その後は米国の金融緩和に由来するドル安圧力に徐々に押し込まれ、介入による円高抑止の神通力は徐々に薄れてしまった面がある。今回の介入も単発に終わる可能性は否定できないが、現在の外国為替特別会計における為替円売り介入資金調達上限枠は、今回の介入前の時点で37兆円ほど余っており、当局が「やる気」なら今回規模の介入をあと7回ぐらい継続するだけの予算的な裏付けはある。もしも本邦通貨当局が従来の単発型の介入手法を改めて、もっと頻繁に為替介入を繰り返す姿勢に転じた場合には、米国景気の減速懸念が強い状況下でも、しばらく円高にブレーキがかかる可能性もあるだろう。

「米国経済の弱さにドル安の原因があるのなら、為

日本の為替介入動向と介入予算枠の推移



(注)対日銀外貨売却には外債売却を含む(出所)財務省資料

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



替介入を実施してそれに逆らうこと自体が無駄」との意見もあるが、実際のドル/円相場予測の現場では、必ずしもそうだと言い切れない面もある。例えば今夏以降のドル/円相場の動きをみると、7月8日の81円40銭台をピークに8月1日には一時76円29銭と1ヶ月未満で最大6%以上もドル安・円高が進み、震災後に記録した戦後最安値更新の瀬戸際にまで差し込む場面があった。相場に「タラ・レバ」はないが、もしも本邦通貨当局が今回1ドル＝76円25銭を割るまで何もせずドル/円相場を放置していたとしたら、そこから先はいわゆる「チャート・レス・ワールド」になるので、一体どこまで円高が進むか分からないという市場心理が急速に伝播する可能性はあっただろう。ドル/円相場が「従来の戦後最安値」である79円75銭を割り込んだ直後、今年3月17日の東京早朝の時間帯には、「魔の20分間」と称される非常に短い時間内に約3円40銭ものドル/円相場の急落が観察されたことがその典型例だ。

今後、米国経済の回復力がいつまで待っても盛り上がりてこない場合はドル/円相場の水準は徐々に円高方向に押し戻されると思われるが、米国経済が立ち直ってくるまでの「時間稼ぎ」にコミットする姿勢を本邦当局がどの程度強く示すかによって、実際のドル/円相場の底値が変わる可能性は十分にある。本邦通貨当局による為替介入の是非については様々な意見があるが、個人的には一時的な「時間稼ぎ」にも相応の意味があり、結果としてのチャート・フェイスを変化させる可能性までを無視すべきではないと思っている。

年内のドル/円:上ブレ確率低下、下振れ確率上昇

これらの諸点を踏まえ、当面のドル/円相場の行方について考察すると、これまで同様に、以下3つ程度のシナリオを想定することが可能だろう。

今後もしも米国経済が十分な回復力を示し、FRBが量的緩和第2弾の巻き戻しによる出口戦略に着手出来るような状況になれば、4月高値の85円50銭台を抜いて

90円台を窺う可能性もまだ残っていると思われる。7月11日に発行した外為の杜(もり)第55号「平成23年後半のドル/円相場展望」では、この確率を約4割と見積もっていたが、最近の米連邦政府債務上限引き上げ交渉難航の後遺症により米国の株価が大幅に下落したほか、今後の緊縮財政による米国景気押し下げ観測などを勘案すると、年内にそこまで期待するのはやや難しくなったというのが正直な感想だ。確率ゼロとは言えないが、2割程度に大きく後退したのではないかな。

一方、あまり想像したくない未来だが、今後米国景気の腰折れ懸念が台頭してくる場合には、今回の為替介入によって一時的に氣勢を殺がれているドル売り勢力が「米量的緩和第3弾の追加観測」という強力な援軍を得て息を吹き返す展開になると思われる。上述のように、この場合にドル/円相場の底値が何処まで差し込むかは本邦通貨当局による為替介入の姿勢にも左右されるとみられるが、我々が為替介入に本来期待すべきは、「ファンダメンタルズから逸脱した値動きを一時的に戒める効果」であり、「米国経済の悪化」という明白な実体を伴うドル安圧力が強まった場合は、それを長く堰き止めるのは非常に難しく、1ドル＝75円割れの可能性は排除できないのではないかな。従来、この確率は約2割程度と低くみていたが、昨今の情勢に鑑みると、やはり高まったと判断せざるを得ず、3割程度にはアップしたとみておきたい。

年内のドル/円:レンジ取引継続の確率が高まる?

現在、最も確率が高まったと判断されるのがドル/円相場の「レンジ取引」継続シナリオだ。上述の米連邦政府債務上限引き上げ交渉の後遺症で米国の株価は大幅に下落したが、一方で原油価格の下落や米国債利回りの大幅な低下も喚起されており、今後はガソリン価格や米国の市中金利低下による景気刺激効果の発露もある程度は期待できそうだ。一部で喧伝されている「米財政赤字削減の景気押し下げ効果」についても、

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

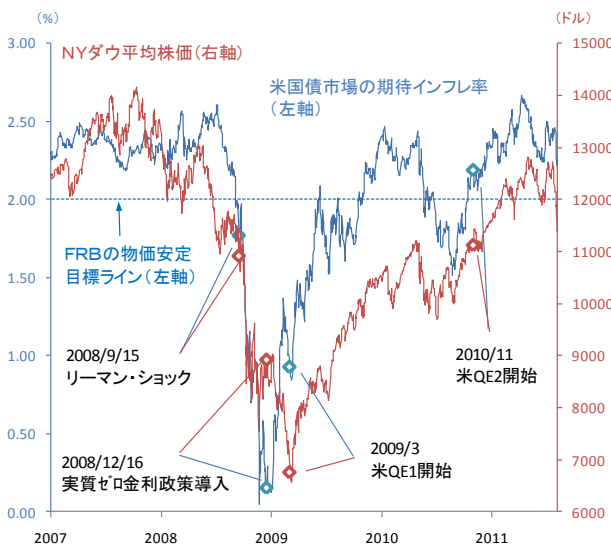


既に合意された約9000億ドル分だけなら既にある程度織り込まれておりとみられるほか、今後議論される予定になっている追加1.2兆ドル分の赤字削減に関する話し合いが今年中にまとまらない場合には、自動的な歳出削減が始動して米国の経済成長率が押し下げられるのは、かなり先の話になる可能性もある。量的緩和第3弾の可能性についても、①米国債市場が織り込む期待インフレ率の水準などからみて、現在はデフレの懸念が強まっていない、②昨年秋に量的緩和第2弾を導入した後、米国の株価は大きく上昇したが原油価格の高騰などを招いて実際の米国景気刺激効果はほとんどなかった、などの点に着目した反対論も根強く、即座の導入検討で意見集約が進むほど足下の米国景気が悪化しているようにも思えない。近年のドル/円相場との相関が強いことで知られている米2年国債利回りも、足下では一時0.25%台まで低下しており、米国の主要政策金利である翌日物フェデラル・ファンズ・レートが現在0.00-0.25%で維持されている点を考慮すると、こ

れ以上の低下余地にも限界がありそうだ。

当面の米国経済が「量的緩和第3弾の補助が必要なほど弱くはない一方、量的緩和第2弾の巻き戻しを急がないといけないほど強くもない」という中途半端な回復軌道にある間は、米国の金融政策は基本的に「現状維持」の状態が続くとみられ、ドル/円相場は、骨太の方向感をイマイチ掴み切れない状態が続くのではなからうか。この場合のドル/円相場は根強い米国景気減速懸念と本邦通貨当局による為替介入警戒感の狭間で揺られつつ、80円台に乗せると上値は重そうだが、76円25銭の戦後最安値を割り込むほどの下値追求ムードにも傾きにくいとみられる。このケースでは、結果的に年内のドル/円相場は3月安値の76円25銭、4月高値の85円53銭のいずれも大きく突き破ることができず、年間最大値幅10円前後という変動相場制史上の最小値幅記録を更新する可能性もありそうだ。個人的にはこの確率が現在最も高くなっており、約5割程度まで上昇してきたように感じている。

米国の株価と期待インフレ率の推移



(注)米10年国債利回りー米物価連動国債10年物利回り
(出所)ブルームバーグ

米国の金利水準とドル/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