

Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

金融為替市場の動き / 為替市場で注目される 通貨当局の介入姿勢

< 金融為替市場の動き >

1. 日銀は 9/18 日に米国多発テロによる協調利下げに応じるかたちで追加緩和策を打ち出した。今後はインフレーションターゲット議論が注目される。
2. 円ドルレートは米国同時多発テロ発生後に急激な円高が進行したが、9 月中間決算期末にかけて日本の通貨当局が執拗なまでに円売り介入を繰り返したことから、足もとでは 120 円/ドル台を維持している。

< 今週の焦点：為替市場で注目される通貨当局の介入姿勢 >

1. 過去の為替介入で円高トレンドを反転させたケースはほとんどみられない。円高が一方向に進展する事態は想定しづらいが、トレンドとして円高が定着していく可能性が高い。
2. 景気後退下の円高進展にどう対処していくか、今後の通貨当局の介入姿勢が注目される。

円ドルレートと為替介入の関係



研究員（金融担当） 矢嶋 康次（やじま やすひで） (03)3597-8047 yyajima@nli-research.co.jp

研究員（為替担当） 岡田 章昌（おかだ あきまさ） (03)3597-8536 aokada@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町 1 - 1 - 1 7F : (03)3597-8405

ホームページアドレス：<http://www.nli-research.co.jp/>

< 金融政策・金融市場の動き >

同時テロによる世界同時緩和策

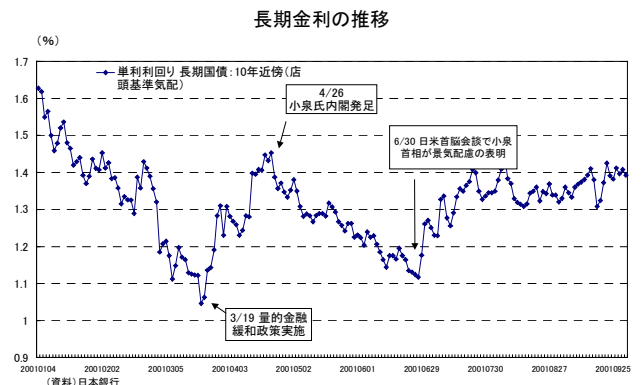
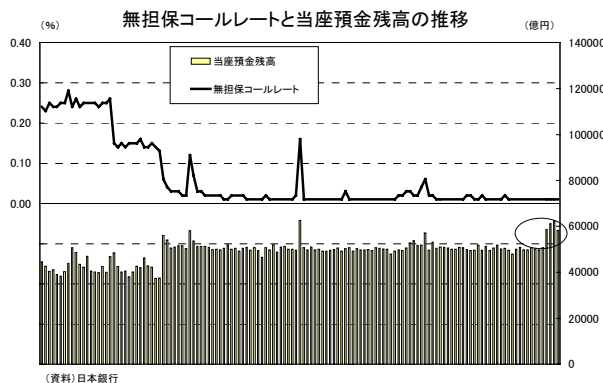
日銀は8月に引き続き、9月18日にも追加緩和に踏み切った。当座預金残高の目標は6兆円以上に、公定歩合の引き下げ(0.25→0.10%)、ロンバート型貸付の利用上限日数を、5営業日から10営業日に引き上げる、という措置を決めた。

同時多発テロによる世界協調利下げに応じた格好となっているが、緩和策としては市場予想よりも小幅にとどまっており強力に緩和を行なったといった印象を市場に与えるには至っていない。国内景気の悪化に、同時多発テロによるアメリカ経済への悪影響も重なり、デフレ圧力はさらに強まる恐れが大きい。日銀に対する追加緩和期待はおさまらないだろう。

特に物価上昇率の目標を定めるというインフレーションターゲットティングについては、竹中大臣、中原審議委員も発言しているように、これまでの日銀による目標設定という議論に代わって、今後は政府による物価設定ということが議論されそうであり、日銀にとっては間接的な目標設定という形に追い込まれる可能性もでてきている。この議論とあわせて政府の最優先課題である不良債権処理で整理回収機構の活用が議論される過程で、日銀の整理回収機構への拠出などの議論も本格化するだろう。

長期金利：市場は「国債発行30兆円突破」を織り込みに

長期金利は上昇している。債券市場は深刻なデフレと株下落で、景気下支えのための財政支出が増加するとの思惑が高まっていた。依然として方針は維持されているとしているものの、小泉首相が「経済情勢によって大胆かつ柔軟に対応する」と所信表明で述べるなど政治サイドもここにきて「国債発行30兆円枠」に対してのニュアンスも変化しており、新規国債30兆円突破を市場が織り込む形となっている。足元10年金利は1.4%近辺となっている。



< 為替市場の動き >

足もとの為替レートの動き

(1) 円ドルレート

8月上旬以降、米国経済の早期回復期待の後退や米経常収支赤字の持続可能性に対する懸念等を背景に緩やかなドル高修正が進展してきたが、9月11日に発生した米国同時多発テロを機に米国経済の先行き懸念がさらに高まり、ドル売り圧力の強い展開となっている。

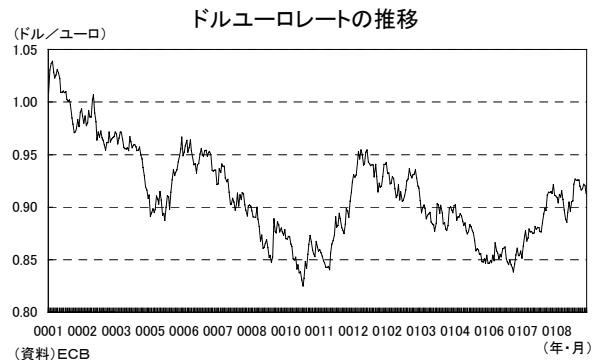
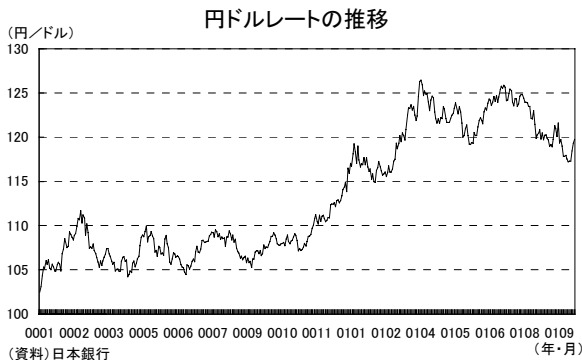
9月中旬以降、円ドルレートは120円/ドル近辺から115円/ドル台後半まで円高が進行したが、日本の通貨当局が円高による日本経済への悪影響を緩和するため執拗なまでに円売り介入を繰り返したことから、9月中間決算期末には米国同時多発テロ発生前の120円/ドル近辺へ水準を戻している。足もとでは、テロ後の米国市場の落ち着きや円売り介入への警戒感から120円/ドル台で推移している。

今後の円ドルレートの方向性については、日本の通貨当局の強い介入姿勢もあって短期的には円高進行が抑制されるものと予想されるが、過去の為替介入で円高トレンドを反転させたケースはほとんどみられない。円高が一方向に進展する事態は想定しづらいが、米国経済の下振れリスクがさらに高まっている上、米国の累次の利下げにより日米短期金利差が急速に縮小しつつある中では、緩やかながら円高がトレンドとして定着していく可能性が高いと判断される。

(2) ユーロドルレート

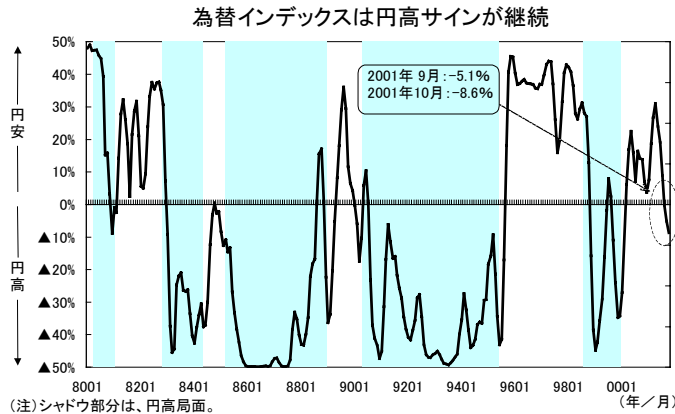
ユーロドルレートは、1ユーロ=0.92ドル前後で堅調な推移が続いている。9月上旬には、4-6月期のドイツのGDP成長率が前期比横這いとなったことなどからユーロ圏経済の先行き懸念が高まり、1ユーロ=0.90ドル台割れとなった。その後、8月の米雇用統計の悪化や米国同時テロ事件を背景に1ユーロ=0.90ドル台を再び回復しているが、世界同時不況懸念から欧州経済の先行き懸念も強まっており、ユーロの上値も重くなっている。

国際金融システム危機を回避するための国際協調の必要からECBも大幅な利下げを実施したが、FRBによる累次の利下げにより米短期金利の低下が急であり、金利面からユーロの魅力が高まりつつある。欧州経済についても先行きが懸念されるが、ユーロの底堅い展開が予想される。



10月の為替インデックスは - 8.6%と円高サインが継続

10月の為替インデックスは - 8.6%と9月の - 5.1%に対して3.5%ポイント低下し、円高サインが継続している。なお、足もとの円ドルレートの動きを取り込みつつ為替局面の再判定を行った結果、98年8月以降の円高局面は99年12月までとなることが判明した。このため、今月分から再推計を行った新系列に変更しており、過去のインデックスについても遡及改定を行っている。



実質短期金利格差要因は9月の為替インデックス比で - 1.8%ポイントの寄与となり、円高要因となった。米国では累次の利下げによりFFレートの誘導目標水準は2.5%まで急低下しており、日米実質短期金利差は大幅に縮小している。

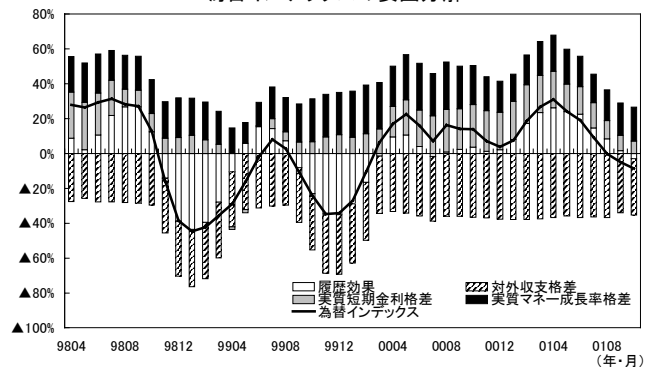
対外収支格差要因は前月比 + 1.7%ポイントの寄与となり、円安要因となった。海外需要の減速を受けた日本の輸出の大幅な落ち込みが続く一方米国の輸入の減少から、日米間の経常収支対名目GDP比率格差は縮小基調が続いている。

マネー成長率格差要因は前月比 + 1.0%ポイントの寄与となり、円安要因となった。米国のM1（現預金）成長率は拡大傾向に転じているが、これを上回って日本のM1成長率の拡大傾向が顕著であり、日米マネー成長率格差が拡大している。このほか、履歴効果は前月比で - 4.5%ポイントの寄与となり、円高要因となった。

為替インデックス(過去1年分)

2000年 10月	13.9%
2000年 11月	7.1%
2000年 12月	3.8%
2000年 1月	7.5%
2001年 2月	18.7%
2001年 3月	26.7%
2001年 4月	31.1%
2001年 5月	24.0%
2001年 6月	19.1%
2001年 7月	9.0%
2001年 8月	-0.2%
2001年 9月	-5.1%
2001年 10月	-8.6%

為替インデックスの要因分解



(注) 為替インデックス：為替の局面・転換点を確率的に表す指標。プラスが続くと円安局面。マイナスが続くと円高局面。詳しくは、「ニッセイ基礎研REPORT」1999.11号：REPORT『為替予測における発想の転換』を参照。

< 今週の焦点：為替市場で注目される通貨当局の介入姿勢 >

研究員 岡田 章昌

高まる円高リスク

為替市場では、米国経済の先行き懸念を背景に円高リスクが急速に高まっている。景気が一段と悪化しつつある日本経済の現状を考えれば、なぜ円が買われるのか理解に苦しむ向きも多いことであろう。しかし、為替レートは二国間の通貨の相対価格であり、日本の要因だけでは決まらない点を忘れてはならない。日本が景気後退下であっても米国経済の状況次第では円高が進展することは十分にありうるわけである。現に 98 年夏のロシア危機に端を発した米金融システム不安からドル安が急速に進展し、98 年 8 月以降のわずか数カ月間に 140 円/ドル台から 110 円/ドル台へ円高が進行したことは記憶に新しい。

現在高まっている円高リスクについては、9 月 11 日に米国を襲った同時多発テロ事件を契機としたものと考えられがちであるが、事件前の 8 月上旬以降からすでに緩やかなドル高修正（緩やかな円高）が進展していた点には注意しておく必要がある。このような動きの背景には、IMF の米国経済に関する年次報告で経常収支赤字の持続可能性の問題からドル下落リスクが指摘されたことや、米国経済において失業率が急上昇するなど調整局面の深まりが懸念されたこともあり、事件前にすでにドル売り圧力（円高圧力）が高まっていたのである。

したがって、同時多発テロ事件による国際金融市場の混乱は概ね収束しつつあるが、今後については同時多発テロ事件の悪影響が加わる形で米国経済ファンダメンルズのさらなる悪化が顕在化してくることが予想される。今回は「有事のドル買い」という経験則は当てはまらず、今後もドル下落圧力（円高圧力）はくすぶり続けることであろう。

為替介入で円高トレンドを止められるか

景気後退によりデフレ圧力が高まりつつある日本経済においてデフレスパイラル懸念を払拭しつつ構造改革を着実に進めていく上で、さらなるデフレ圧力をもたらす円高はできることなら回避したいところである。今後の為替相場の動向をみていく上で注目されるのは、日本の通貨当局が 9 月にみられたような円売り介入による断固とした円高抑制スタンスを 10 月以降も貫き続けるかどうか、円売り介入が引き続き行われる場合には、為替介入の効果により円高トレンドを止めることができるかどうかの 2 点である。

9月における日本の通貨当局による円売り介入は、急激な円高が中間決算にもたらす悪影響を取り除くことを視野に入れたものと考えられる。また、意図していたかどうかは不明であるが、為替レートの輸出関連株への影響を通じた株価下支えに対しても効果があったといえる。したがって、決算対策の必要性が剥落する10月以降もこのようなスタンスが継続されるかが注目される。9月末のように119円/ドル割れで介入が入るようであれば、日本の通貨当局の円売り介入は中間決算対策にとどまらず断固として円高トレンドを抑制しようとするものと捉えられるであろう。また、9月日銀短観における2001年度下期の想定為替レート(大企業・製造業)は115.89円/ドルと6月調査の113.08円/ドルより円安方向に修正されており、企業収益への悪影響を取り除くという点では引き続き116~117円/ドルが水準として円売り介入の一つの目安となるであろう。

しかし、円売り介入が引き続き行われた場合であっても円高トレンドを完全に止めることは難しいと考えられる。財務省が公表している91年度以降介入実績をみると(下図)、為替介入により円高トレンドを反転させたケースはほとんどみられず、為替介入はあくまでも行き過ぎた相場変動を抑制する程度の効果しかないとみておいた方がよいといえる。

円ドルレートと為替介入の関係



円高が一方向に進展する事態は為替介入による速度調整が期待されるため想定しづらい。しかし、米国経済の一段の減速を背景に緩やかな円高が進行していく可能性が高く、日本経済は景気が低迷する中で円高が進むという厳しい状況に直面することになるであろう。景気後退下の円高進展にどう対処していくか、今後の通貨当局の介入姿勢が注目される。

(お願い)本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)