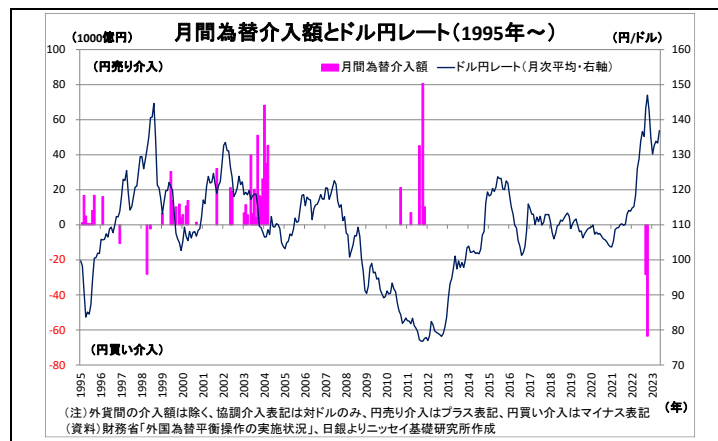


Weekly エコノミスト・ レター

2022年の為替介入を振り返る ～結局、効果はあったのか？

経済研究部 上席エコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 昨年、政府・日銀はドル円が1ドル145円を超えた9月22日に24年ぶりとなる円買い為替介入に踏み切った。150円を超えた10月下旬にも2度介入が実施された結果、介入は合計3回、総額9.2兆円規模となった。
2. 改めて振り返ってみると、昨年の介入には政府・日銀が円安抑制効果を高めるために施したとみられる工夫が随所にかがえる。具体的には、「徹底した情報管理」、「大規模・ピンポイントでの実施」、「介入余力の演出」、「米政府の容認獲得」だ。
3. 当時のドル円の動きを見ると、10月下旬の2度の介入の後に円安進行が一服し、11月中旬からは円高基調に転換している。ただし、この円高転換の主因は介入ではなく、日米金融政策の影響、特に米金融政策に対する市場の観測の変化であると考えられる。11月上旬に公表された米CPIが予想以上に鈍化したことなどから利上げ加速観測がやや後退し、日米金利差縮小を通じて円高ドル安に寄与した。また、12月下旬に日銀が突如長期金利操作目標の許容上限を引き上げ、実質的な利上げと受け止められたことも円高に働いた。もともと、ファンダメンタルズによって裏付けられた為替のトレンドを政府・日銀の単独介入によって反転させることは難しいと考えられる。
4. しかし、介入の効果が無かったわけではない。円安のトレンドを反転させたわけではないうにせよ、昨年半ばから進んでいた投機的な円売りが介入によって抑制され、5円程度円安の進行を抑制した可能性が高いと考えられる。
5. 今後も中長期的には再び急速な円安・円高局面が発生し、政府・日銀が介入に踏み切らざるを得なくなる場面があるだろう。その際には再び政府・日銀の手腕が問われることになる。



1. トピック：2022年の為替介入を振り返る

ドル円レートは先月終盤に再び1ドル140円の節目を突破した。直後の30日には、円安けん制の意図があったものとみられるが、財務省・金融庁・日銀による「国際金融資本市場に関する情報交換会合（3者会合）」も開催された。リスクシナリオではあるが、今後さらに円安が進めば、円買い為替介入に再び踏み切る可能性も排除できなくなることから、昨年実施された円買い為替介入について改めて振り返り、その効果について考察する。

（昨年は24年ぶりの円買い介入を実施）

まず、昨年の介入の経緯を振り返っておくと、急速な円安ドル高が進行する中で、財務省・日銀は3者会合、レートチェックのステップを経て、9月下旬に円買い為替介入に踏み切った。通常、円高の進行に対して円売り介入を行うことの多い日本の金融当局にとって円買い介入は稀なことであり、実に24年ぶりのことであった（表紙図表参照）。

介入はドル円が145円を超えた9月22日（介入額2.8兆円）を皮切りに、150円を突破した10月21日（同5.6兆円）、それに続く24日（同0.7兆円）にも実施された。結果的に昨年の介入は9月から10月にかけて合計3回、総額9.2兆円の規模となった。



改めて振り返ってみると、昨年の介入は政府・日銀が円安抑制効果を高めるために施したとみられる工夫が随所にうかがえる。

工夫①：徹底した情報管理

以下は筆者が「政府・日銀による工夫」と推測しているものであり、実際に意図的に実施されたものか定かでない点には留意が必要だが、工夫の一つ目としては「徹底した情報管理」が挙げられる。政府・日銀は初回にあたる9月22日の介入後に介入の実施を公表したが、財務大臣・財務官による会見ではその規模や単独介入か否か、今後の方針などについての情報を与えなかった。また、その後は介入実施自体の公表を控え、覆面介入の形を採った。

初回を公表することで「介入を実施する局面に入った」ことを宣言する一方で殆ど手の内を明かさず、その後に覆面介入化したことで、市場参加者が介入の有無について疑心暗鬼に陥り、円売りが抑制された面があったと考えられる。

ちなみに、介入の有無やその額についての詳細が開示されるのは、当該四半期が終了してさらに1カ月余り後のことになる。日銀が日々公表している資金需給見通しから介入額を推計することもできるが、数日時間差があるうえ、その正確性にも不透明さがある。

工夫②：大規模・ピンポイントでの実施

二つ目の工夫は「介入のやり方」だ。政府・日銀による過去の介入では、小規模・断続的に実施することも多々あったのだが、今回の介入回数は3回のみで総額は9.2兆円であったため、1回当

たりの介入額は平均3.1兆円に達した。

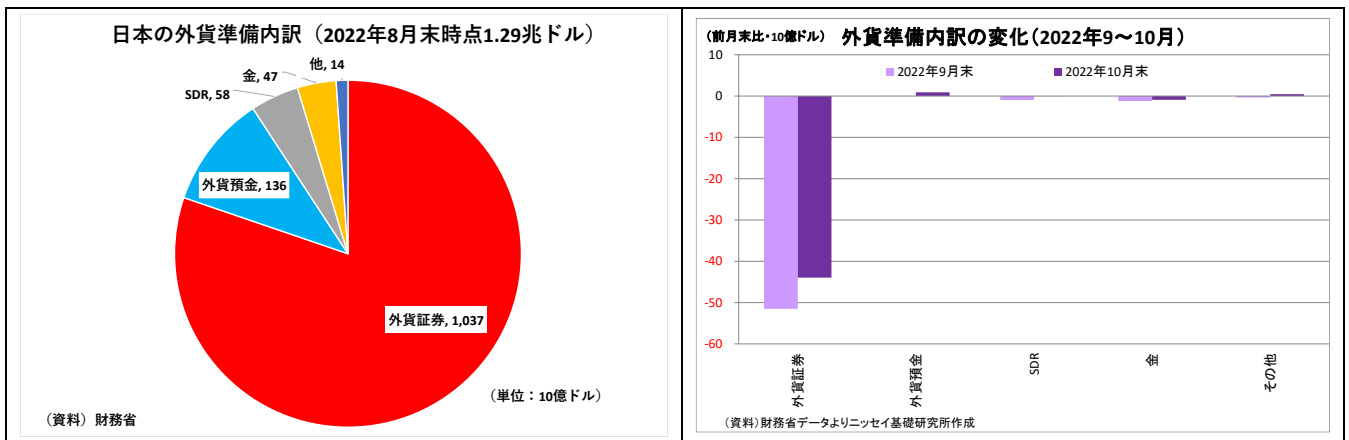
1回当たりの介入規模を大きくして介入時に明確な円高反応を演出することで、投機筋は介入に対する警戒を高めざるを得なくなり、円を売りづらくなる。

また、介入の回数を絞ってピンポイントに実施することで、介入対象通貨（ドル）の発行国であり、人為的な為替操作を嫌う傾向のある米国を刺激することを避ける効果も期待できる。

工夫③：介入余力の演出

三つ目の工夫は「介入余力の演出」だ。円売り介入とは異なり、円買い介入の場合には売却のための外貨が必要になり、通常は外貨準備がその原資となる¹。日本の外貨準備は過去の円売り介入で積み上がった結果、介入開始直前（昨年8月末）時点で1.29兆ドルと巨額に達していた。ただし、その大半は米国債が中心とみられる外貨証券²の形で保有されており、円買い介入のために保有している米国債を売却することは米政府との関係上ハードルが高いとみられていた。従って、介入原資として即座に使えるのは全体の1割に過ぎない外貨預金に限られ、介入余力は限定的であるという見方が市場で台頭していた。

しかしながら、各月末に公表される外貨準備の内訳において介入後に減少していたのは、予想されていた外貨預金ではなく外貨証券であった。おそらく米政府との間で話をつけたうえで米国債を売却したと推測されるが、外貨証券の減少を見せつけることで、「米国債の売却も可能である」ことを市場に認知させ、介入余力が十分にあることを演出する狙いがあったものとみられる。



工夫④：米政府の容認獲得

そして、四つ目の工夫が「米政府の理解獲得」だ。政府・日銀による介入に対して米政府が反発や難色を示したりすれば、市場で「今後、介入はしづらくなった」との見方が台頭し、円売りが一層進みかねない。

ここで、昨年の介入に対する米政府関係者の当時の発言を振り返ると、総じて介入に対して賛同はしていないものの、反対の意思表示も見受けら

米金融当局者による主な発言（介入関連等）		
発信者	時期 (各2022年)	内容
イエレン財務長官	7月12日	為替介入はまれで例外的状況でしか正当化されないという米国の見解に変わりはない。
財務省報道官	9月22日	日銀は外為市場に介入した。このところ高まっている円のボラティリティを下げることを目的とした行動だったと理解している。
イエレン財務長官	10月14日	市場で決定される為替レートがドルにとて最良の体制である。
イエレン財務長官	10月24日	日本が（21日以降に）行った、またはそれを示唆した介入について私は知らない。

(資料) ロイター等各種報道よりニッセイ基礎研究所作成

¹ その他に通貨スワップ協定を結んだ国などから融通してもらった外貨を用いるという方法もある。

² 外貨準備については大まかな分類が開示されるのみであり、通貨別の割合や詳細な種別は明らかにされていない。

れなかった。日本政府当局者が事前に調整・交渉のうえ、米政府から介入に対して一定程度の容認を得ていたものと推測される。

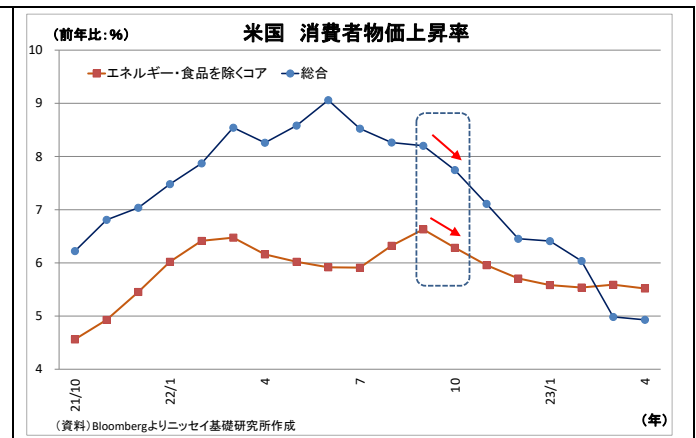
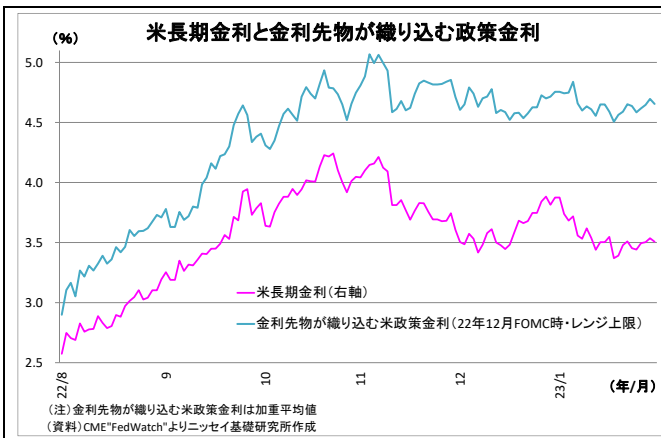
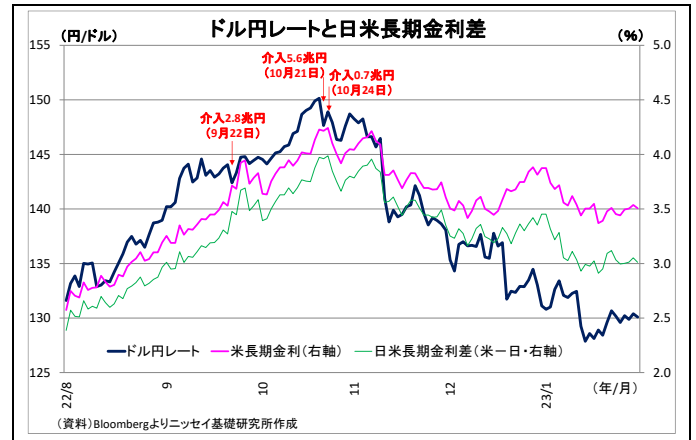
（円安抑制効果は一定程度うかがわれる）

次に円買い為替介入の効果について考察する。

ドル円レートの動きを見ると、10月下旬に実施された2回の介入の後に円安進行が一服し、11月中旬からは円高基調に転換している。

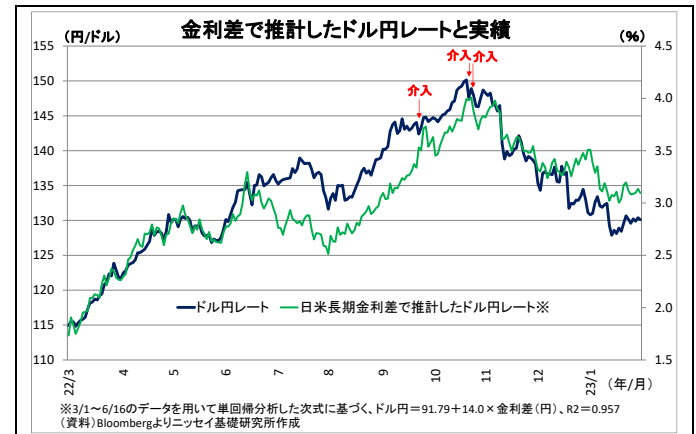
ただし、このドル円の動きは日米金利差の動きと連動していることから、円高転換の主因は介入ではなく、日米金融政策、特に米金融政策に対する市場の観測の変化であると考えられる。

金利先物が織り込む将来の米政策金利は10月下旬にかけて上昇しており、FRBによる利上げの加速が織り込まれてきたことを示している。このことが米金利上昇を通じて日米金利差を拡大させ、強い円安ドル高圧力となってきたわけだ。しかし、11月上旬に公表された10月の米CPIが予想以上に鈍化したことなどから利上げ加速観測がやや後退し、日米金利差縮小を通じて円高ドル安に寄与した。また、12月下旬に日銀が突如長期金利操作目標の許容上限を引き上げ、実質的な利上げと受け止められたことも円高に働いた。



このように、昨年11月以降に円安が是正された主因は日米、特に米金融政策に対する市場の見方の変化であると考えられる。もともと、ファンダメンタルズによって裏付けられた為替のトレンドを政府・日銀の単独介入によって変えることは難しいと考えられる。

しかし、だからといって介入の効果が無かったわけではない。円安の流れを反転させたわけではないにせよ、一定程度進行を抑制した可能性が高いためだ。



ドル円と日米金利差の連動性が極めて強かった昨年3月から6月半ばの両者の関係を用いて、「日米金利差の動きから推計されるドル円レート」を試算し、実際のドル円の動きと比較すると、昨年6月半ば以降については、実際のドル円レートが「金利差から推計されるドル円レート」を5~10円ほど上回っていた。しかし、9月の介入後は実際のドル円レートと「金利差から推計したドル円レート」の差が5円未満へと急速に縮小していることがわかる。

為替には様々な要因が絡むため断定こそ出来ないものの、昨年半ばから秋にかけて進んでいた投機的な円売りが政府・日銀による介入によって抑制され、5円程度円安の進行を抑制した可能性が高いと考えられる。

以上の通り、昨年の円買い為替介入では、政府・日銀が随所に工夫を施したこともあり、一定程度効果を発揮したと考えられる。しかし、厳しい見方をすれば、介入からあまり時間を置かずして米利上げ観測が後退し、円安圧力も後退するという外部環境の変化に救われた面も否めない。仮に利上げ加速観測が長期化し、円安圧力が長引いていた場合には、多頻度・大規模化する介入に対して米政府の態度が硬化し、身動きが取れなくなっていた可能性もある。

筆者の今後のメインシナリオとしては、米利上げの打ち止め・利下げの織り込みによって、次第に円高ドル安圧力が高まっていくとみているが、予想外に米国の物価上昇圧力が根強い場合には、利上げ観測のさらなる高まりを受けて円安が進み、政府・日銀が介入に踏み切らざるを得なくなる可能性も排除できない。また、メインシナリオ通りに今後一旦円安が是正されていくとしても、中長期的には再び急速な円安・円高局面が発生し、政府・日銀が介入に踏み切らざるを得なくなる場面もあるだろう。その際には再び政府・日銀の手腕が問われることになる。

2. 日銀金融政策(5月)

(日銀) 現状維持(開催なし)

5月はもともと金融政策決定会合が予定されていない月であったため会合は開催されず、必然的に金融政策は現状維持となった。次回会合は、今月15日~16日にかけて開催される予定となっている。

なお、植田総裁は5月19日に内外情勢調査会において「金融政策の基本的な考え方と経済・物価情勢の今後の展望」をテーマに講演を行った。

金融政策の基本的な方針自体は4月の決定会合後の総裁会見の内容を踏襲したもので目新しい情報は特段見当たらなかったものの、「金融政策の基本的な考え方・メカニズム」の説明から始まり、「1990年代以降の経済・物価情勢と日銀による政策対応の振り返り」、「今後の経済・物価情勢の展望と金融政策運営方針」、Q&A方式での「金融政策運営の考え方(物価の基調判断や副作用の評価ほか)」など順を踏んで分かりやすく説明が為された印象を受けた。「幅広い人々に対して丁寧な情報発信を行う」という総裁の姿勢がうかがわれた。

また、植田総裁は25日の参院財政金融委員会において、日銀が大量の国債やETFを抱える現状

について、「必ずしも正常な中央銀行のバランスシートの姿ではない」との見解を示した³。そのうえで、現在は物価目標を達成していない状況のため、こうした状態が続くのは「仕方ない」との見方を示した。

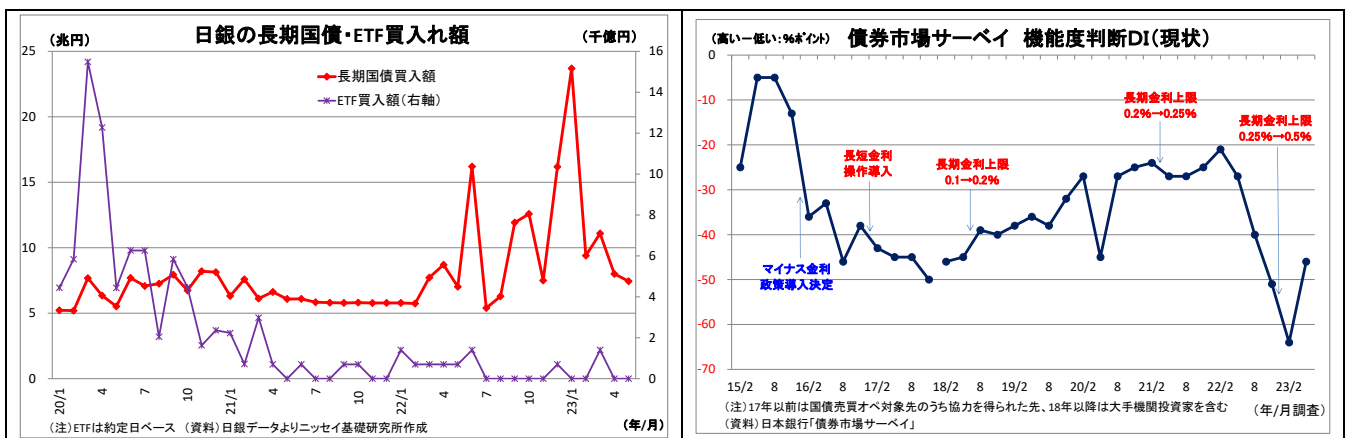
(今後の予想)

今後の金融政策の見通しについては、植田新体制は引き続き緩和的なスタンスを維持しながら、時間をかけて慎重に正常化を模索する可能性が高いと見ている。一方、副作用についてはこれまでの会見でもその存在を率直に認めただうえで、注視・配慮していくとしているため、必要に応じて、随時対応を行っていくはずだ。

特に債券市場の機能度低下への対応が優先され、YCCの修正という形で遠からず対応が採られると予想している。具体的な時期としては7月末の決定会合と見込んでいる。3月中旬以降、金利上昇圧力が一服してイールドカーブ(YC)の歪みが解消しているものの、①今後もYCの歪みが再発するリスクが残り、その際には同時に日銀の国債買入れが急増しかねないこと、②流動性の低下といった債券市場の機能度低迷は続いている⁴ことから、より市場の実勢が反映されやすくなる形へと修正するだろう。現在のように円安が進み、市場の金利上昇圧力が高まっていないタイミングの方がやりやすいという面もある。YCCは市場に事前に織り込ませると、そのこと自体がYCの歪みを通じて政策運営を難しくしてしまうという構造的な欠陥を有するため、不意打ちの形もやむなしとの判断に傾きやすい。

具体的な修正方法は「長期金利操作目標の対象年限短期化(10年国債利回り→5年国債利回り)」と予想。YCの歪み防止とそれに伴う市場機能低下の是正を図るとともに、景気への影響が大きい短・中期金利の抑制を続けることで緩和効果の持続を狙うと見ている。総裁は、25日の報道各社のインタビューの中でこの方法について、(一般論としての前置きを付けつつ)一つの選択肢になり得ると発言している⁵。

一方、植田総裁はこれまでの会見でYCCの枠組み自体について前向きな評価をしているうえ、市場や景気への配慮もあり、いきなり長期金利操作目標の撤廃に踏み切ることは避けるのではないかと見ている。



³ 日本経済新聞、ロイターなど各社報道より

⁴ 6月1日に公表された債券市場サーベイ5月調査によれば、債券市場の機能度を示す機能度判断DIは▲46%ポイントと前回2月調査(▲64%ポイント)から改善したものの、過去4番目の低水準に留まっている(次頁グラフ参照)。

⁵ 2023年5月25日付ロイター報道より

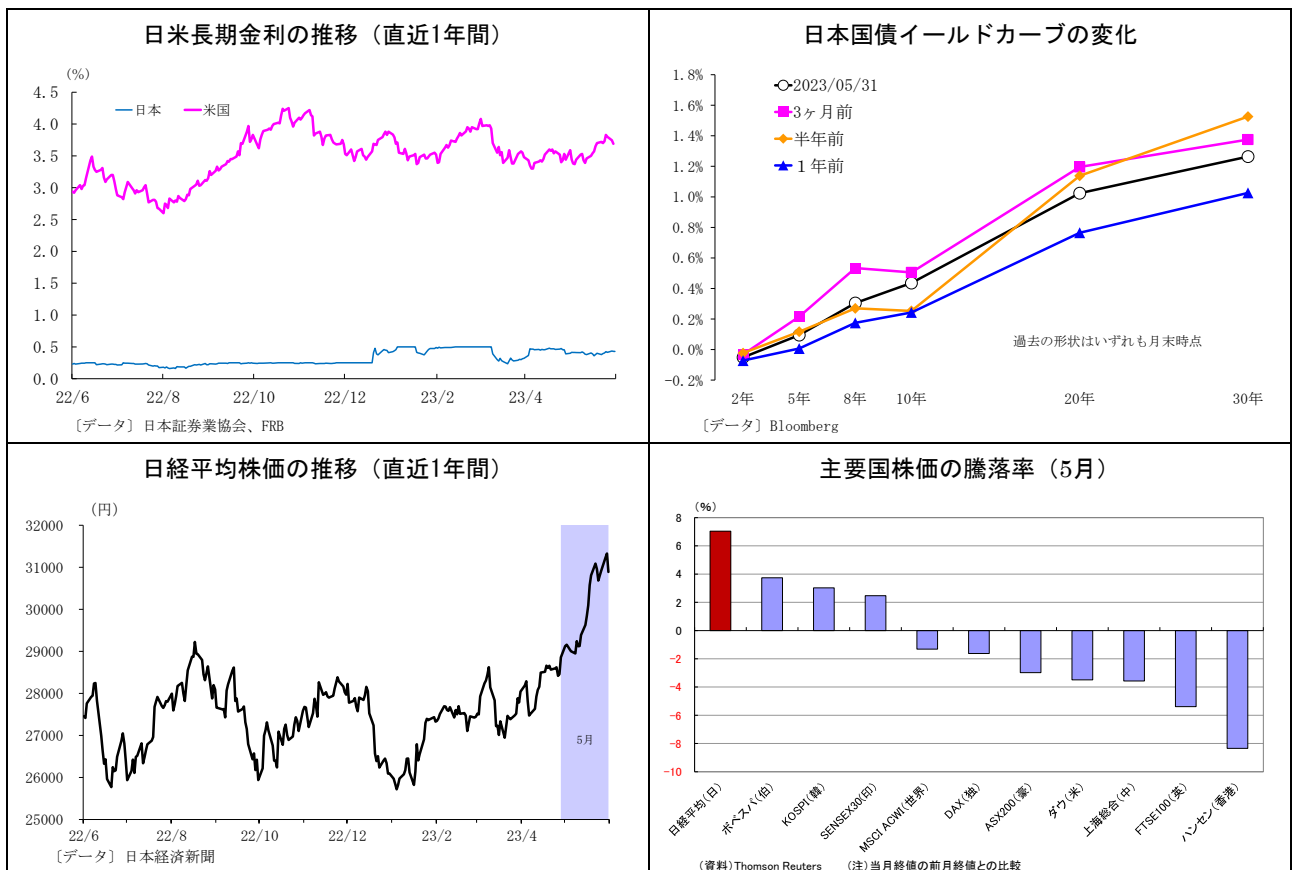
なお、マイナス金利政策の解除や長期金利操作目標の撤廃には時間がかかると見ている。①どちらも金融引き締め感が強く、短・中期金利を押し上げかねないこと、②今年終盤からは米利下げ開始が現実味を帯びてきて円高リスクが高まり、日銀が金融引き締め方向での政策変更を行うハードルが高まると想定されることがその理由となる。

3. 金融市場(5月)の振り返りと予測表

(10年国債利回り)

5月の動き (㊦) 月初0.4%近辺でスタートし、月末は0.4%台前半に。

月初、堅調な米経済指標を受けた米金利上昇が波及し、2日に0.4%台前半へとやや上昇。しばらく横ばいが続いた後、米CPIの鈍化に伴う米金利低下を受けて、11日には0.4%を割り込んだ。その後は日銀の緩和長期化観測が市場に浸透する中、しばらく0.3%台後半を中心とする推移となったが、米利上げ継続観測の高まりを受けた米金利上昇が波及し、24日には0.4%台前半に浮上、26日には一時0.4%台半ばを付けた。月の終盤は概ね横ばいで推移し、月末は0.4%台前半で終了した。

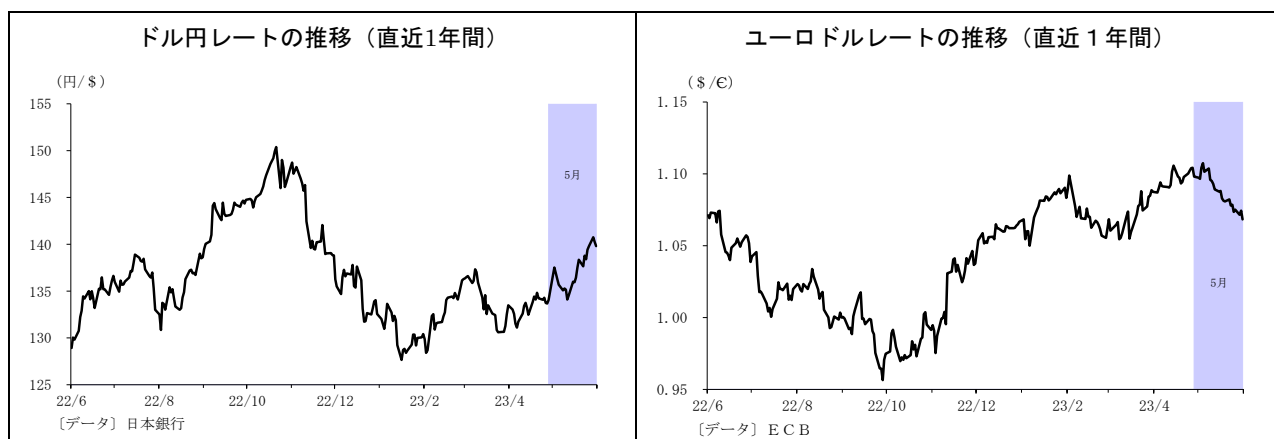


(ドル円レート)

5月の動き (㊦) 月初136円台後半でスタートし、月末は139円台後半に。

月初、米経済指標の改善を受けて、2日に137円台半ばに上昇したが、FOMCを受けて米利上げ打ち止め観測が台頭し、8日には135円台前半へと下落。さらに米CPIの鈍化を確認した11日には

134 円台前半へと水準を切り下げた。しかし、その後は米予想インフレ率の上昇や底堅い米経済指標、FRB 高官によるタカ派的な発言が相次いだことを受けてドル高基調となり、19 日には 138 円台半ばへ。月の終盤には米債務上限問題を巡る基本合意を受けてさらにドルが買われ、29 日には 140 円台後半を付けたが、直後に日本の金融当局が三者会合を開いたことが円安けん制と受け止められ、月末は 139 円台後半で着地した。



(ユーロドルレート)

5月の動き (▼) 月初 1.09 ドル台後半でスタートし、月末は 1.06 ドル台後半に。

月初、ECB による利上げ長期化観測を受けて、3 日に 1.10 ドル台半ばへ上昇したが、9 日には持ち高調整的なユーロ売りが入り、1.09 ドル台に戻った。その後も堅調な米経済指標や FRB 高官によるタカ派発言が相次いだほか、冴えない独経済指標の発表などを受けてユーロ安ドル高の流れが続き、25 日には 1.07 ドル台まで低下した。月末には独仏の CPI が鈍化したことを受けて ECB の利上げ長期化観測が後退したこともあり、1.06 ドル台後半まで下落して終了した。

金利・為替予測表 (2023年6月2日現在)

		2023年				2024年	
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
		実績	予想				
日本	10年金利 (平均)	0.4	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7
アメリカ	FFレート (期末)	5.00	5.25	5.25	5.25	5.00	4.50
	10年金利 (平均)	3.6	3.5	3.4	3.4	3.2	3.0
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	3.50	4.00	4.25	4.25	4.25	3.75
	10年金利 (独、平均)	2.3	2.4	2.5	2.5	2.5	2.2
ドル円	(平均)	132	137	135	131	128	126
ユーロドル	(平均)	1.07	1.08	1.10	1.11	1.12	1.12
ユーロ円	(平均)	142	149	149	145	143	141

(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。