

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
tueno@nli-research.co.jp



うえのつよし

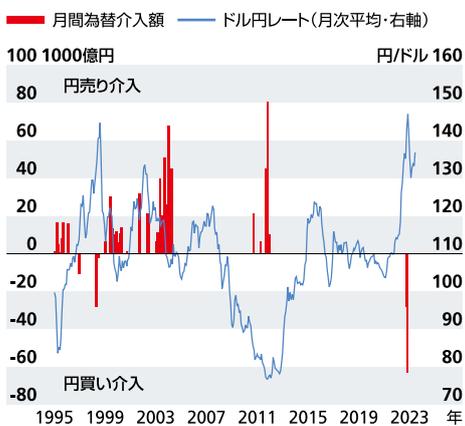
98年日本生命保険相互会社入社、
07年日本経済研究センターへ派遣、
08年米シンクタンク The Conference Boardへ派遣、
09年ニッセイ基礎研究所。

ドル円レートは6月末に一時1ドル145円の節目を突破した。145円突破は昨年11月以来、約7カ月ぶりのこととなる。その後はやや円高方向に戻しているが、秋にかけて再び円安が進み、政府・日銀が円買い為替介入に踏み切る可能性も排除はできない。また、仮にそうした事態が当分避けられたとしても、中長期的には再び大きく円安が進み、円買い介入が実施される事態も十分想定される。

従って、昨年秋に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。

[図表1] 月間為替介入額とドル円レート(1995年～)

注：外貨間の介入額は除く、円売り介入はプラス表記、円買い介入はマイナス表記
資料：財務省「外国為替平衡操作の実施状況」、日銀よりニッセイ基礎研究所作成



1—— 介入の経緯／随所に窺われた工夫

まず、昨年の介入について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・日銀は金融庁を交えた「三者会合」、介入の準備段階とされる「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できる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[図表1]。

介入はドル円が1ドル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[図表2]。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。

[図表2] 為替介入とドル円レート(日次)

資料：Bloomberg、日銀よりニッセイ基礎研究所作成



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日の介入直後にその実施を公表したが、財務大臣・財務官による会見では介入規模や単独介入か否か、今後の方針など詳細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。

初回の実施を公表することで「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を巡って疑心暗鬼に陥り、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、数日の時間差があるうえ、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。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が、今回の介入回数は、既述の通り、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引き起こすことで、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強い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

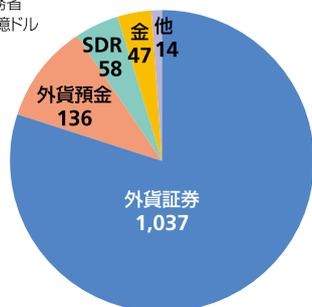
三つ目の工夫は「介入余力の演出」だ。円売り介入とは異なり、円買い介入の場合には売却のための外貨が必要になり、通常は外貨準備がその原資となる*1。日本の外貨準備は過去の円売り介入で積み上がった結果、介入開始直前(昨年8月末)時点で1.29兆ドルに達していた。ただし、その大半は米国債が中心とみられる外貨証券*2の形で保有されており、円買い介入のために保有している米国債を売却することは

米政府との関係上ハードルが高いとみられていた[図表3]。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。おそらく米政府の了解を得たうえで米国債を売却したと推測されるが、外貨証券の減少をあえて見せつけることで、「米国債の売却も可能である」ことを市場に知らせ、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。

[図表3] 日本の外貨準備内訳 (2022年8月末時点1.29兆ドル)

資料:財務省
単位:10億ドル



工夫④：米政府の容認獲得

そして、四つ目の工夫が、上記とも関連するが、「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。

昨年の介入に対する米政府関係者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られなかった。日本政府当局者が事前に綿密に調整・交渉し、米政府から介入に対する一定程度の容認を得ていたものと推測される。

2—— 介入の効果：一定程度うかがえる

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[図表4]。しかし、11月上旬に公表された10月の米CPIが予想よりも鈍化したことなどから利上げ加速観測が後退し、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。

[図表4] ドル円レートと日米長期金利差

資料: Bloombergよりニッセイ基礎研究所作成



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見られる。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[図表5]、昨年6月半ば以降には、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「金利差から推計されるドル円レート」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。

[図表5] 金利差から推計されるドル円レートと実績
※3/1~6/16のデータを用いて単回帰分析した次式に基づく、ドル円=91.79+14.0×金利差(円)、R2=0.957
資料: Bloombergよりニッセイ基礎研究所作成



以上の通り、昨年の円買い介入は、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、介入からあまり間を置かずして米利上げ観測が後退し、ドル高圧力が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強硬化し、身動きが取れなくなっていた可能性もある。

市場の思惑や米政府との関係、介入原資の限界などから為替介入の舵取りは容易ではない。今後も為替介入に踏み切る際には、政府・日銀の手腕が厳しく問われることになりそうだ。

[*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。