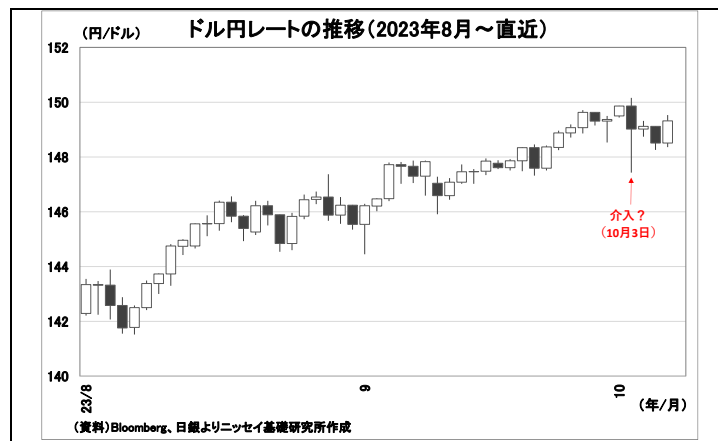


Weekly
エコノミスト・
レター為替介入疑惑について考える
～2つの可能性が浮上経済研究部 上席エコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 10月3日、ドル円が1ドル150円を突破した直後に急速に3円近く円が買い戻される場面があり、市場では「政府が円買い為替介入へ踏み切った」との見方が台頭した。ただし、政府要人が、介入の有無について明言を避けているため、真相は未だ不明だ。
2. 円買い介入の有無については主に二つの可能性が浮上する。一つは介入を行っていない可能性だ。150円を突破した段階で投資家等による大口の円買いが入り、それを介入と誤解した投資家による円買いを巻き込む形で円が急伸した可能性だ。①5日の日銀当座預金の動きが事前予想と乖離（介入の存在を示唆）していないこと、②ドル円の変動が高まっておらず、「過度の変動」とは説明しづらかったこと、③鈴木財務大臣が「水準そのものは判断基準にはならない」と発言した日に150円を超えた段階で介入すれば、為替操作とみなされやすいことから、筆者としては当シナリオの可能性が高いと見ている。
3. しかし、政府が小規模な介入を実施した可能性も否定できない。150円を超える円安を許容できないものの、為替操作との国際的な批判を招かないように、「スピード調整」との理屈が立ちやすい小規模な介入に留め、有無も明らかにしていないという筋書きだ。日銀当座預金は事前予想と乖離していないが、数千億円のズレは通常でも起こり得る。
4. 以上の通り、介入の有無は現時点では不明だが、少なくとも大規模介入があった形跡はみられない。ただし、3日の円急伸によって介入観測が台頭したことで、投資家は円を売りづらくなり、ドル円も150円を前に足踏み状態が続いている。そうした意味では、いずれにせよ、円安抑制という政府の狙いはとりあえず奏功していると言えるだろう。FRBのインフレへの警戒感根強く、ドル高圧力の一服にはまだ時間を要しそうであるだけに、市場の介入に対する警戒感を維持できるか、政府の手腕が問われている。



1. トピック：為替介入疑惑について考える

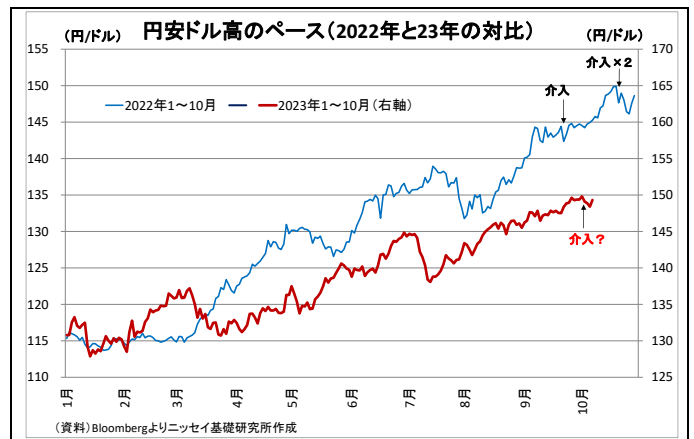
10月3日の夜、円安が進んでドル円レートが1ドル150円を突破した直後に急速に147円台まで3円近く円が買い戻される場面があった（表紙図表参照）。市場では、「政府・日銀（以下、「政府」）が約1年ぶりに円買い為替介入へ踏み切った」との見方が台頭し、以降、ドル円の上値は一層重たくなっている。

鈴木財務大臣や神田財務官は、介入の有無について「お答えしない」、「コメントを差し控える」と明言を避けているため、真相は現時点で不明だ。今回の為替介入疑惑について状況を整理し、介入の可能性について考察する。

1) 10月3日までの円相場の状況

介入の可能性を考えるにあたり、まず、10月3日までのドル円レートの動きを振り返ると、年初以降はほぼ一貫して円安基調が続いていた。10月3日の高値（150円16銭）は年初の水準（130円台後半）から20円弱の円安にあたる。

ただし、昨年の介入時にはさらに速いペースで円安が進んでいた。昨年の初回の介入にあたる9月22日の高値（145.90円）は昨年年初から30円強も円安が進んでいた。



ここで為替介入のルールについて改めて確認しておく、国際社会で認められているのは、為替の過度の変動を抑制するための「スミージング・オペレーション」であり、為替を特定の水準や方向へ誘導するための介入は「為替操作」と見なされる。

実際、日本も名を連ねるG7（主要7カ国）の声明でも、以下の通り、原則として為替操作に否定的ながら、過度な変動や無秩序な動きへの対処には理解が示されている。

- ・ 為替レートは市場において決定されること、そして為替市場における行動に関して緊密に協議すること
- ・ 競争力のために為替レートを目標にはしないこと
- ・ 為替レートの過度の変動や無秩序な動きは、経済及び金融の安定に対して悪影響を与え得る

(2017年5月 G7 財務大臣・中央銀行総裁会議声明の抜粋 (直近2023年5月会合でも再確認))

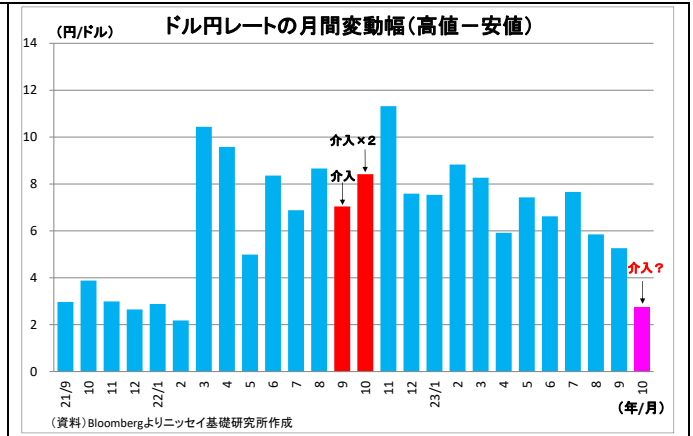
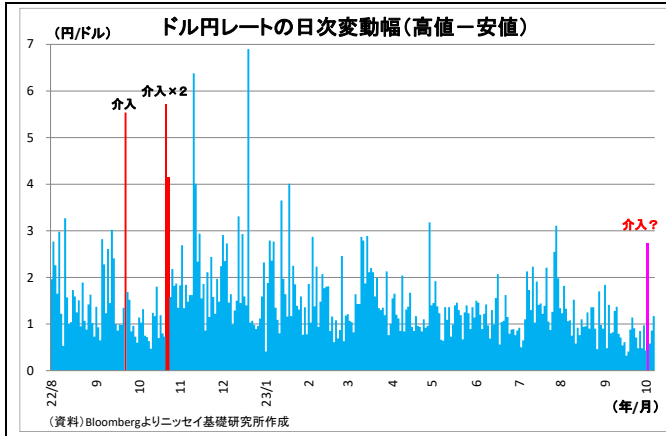
日本政府としても、為替介入の判断を巡って、「水準そのものは判断基準にはならない」、「あくまでもボラティリティの問題である」（10月3日、鈴木財務大臣談）¹との見解を繰り返し表明している。政府が「水準を判断基準としていない」というのは建前に過ぎず、そういわざるを得ない面もあるとみられるが、為替介入に際して国際的な理解を得るためには、為替レートの「過度な変動」が確認されることがカギになる。

ちなみに「過度の変動」の定義については明確にされていない。神田財務官は「インプライドボラティリティやボリンジャーバンドだけではなく、いろいろみている」、「いろいろな指標や要素

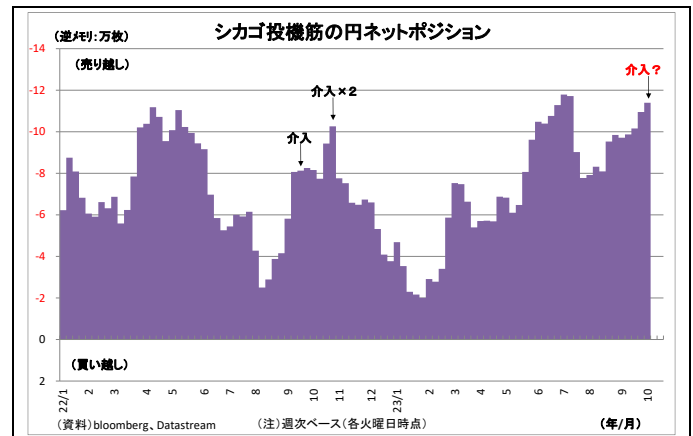
¹ 2023年10月3日ロイター報道

を注視してそれを総合的に勘案している」、(変動判断の期間について)「例えば1日にこれくらい動くというのは分かりやすいが、同じ方向で蓄積されていくと、それなりの値幅になって急激な変動になることもあり得る」²など、様々な指標や時間軸を捉えた総合的な判断であると説明している。

このように定義は曖昧ながら、単純に日次や月間の変動幅を見た場合、比較的大きな変動が生じていた昨年の介入前と比べて、今回10月初旬前の変動幅は落ち着いていたように見える。



また、為替の急速な動きをもたらす一因とされる投機筋の動きに関して、CFTC(米商品先物取引委員会)が公表しているシカゴ投機筋のデータを確認すると、今回10月初旬前には確かに投機筋による円売りが活発化し、円の売り越し枚数も高水準に達していた。ただし、円売りの拡大ペースという点は昨年の介入前(2022年7月~9月)には及んでいない。

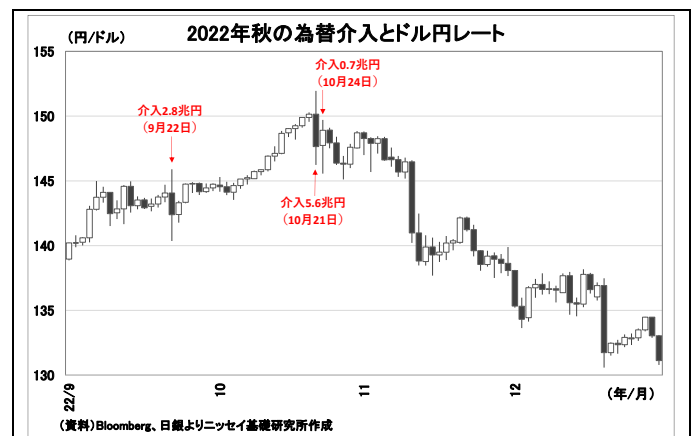


2) 10月3日以降の状況

次に今回10月3日の介入疑惑について、昨年の介入時と対比しつつ見てみる。

まず、10月3日のドル円レートの値動きについては、値幅(高値と安値の差)が2.73円となっており、最大で2.73円円高に振れたことになる。一日の値幅としてはそれなりに大きく、日銀がYCCの柔軟化を決定して大幅な円高が発生した7月28日以来、約2カ月ぶりの大きさにあたる。

ただし、昨年の介入実施日に最大4円強~6円弱³も円高が進行していたことに比べると、反応は限定的であったと言える。



² 2023年10月4日ロイター報道

³ 各介入実施日の値幅は、9月22日が5.54円、10月21日が5.72円、同24日が4.15円

また、政府の反応も異なる。昨年の初回介入時（9月22日）には、介入直後に鈴木財務大臣と神田財務官が共同記者会見を開き、介入を実施したことを表明した（その後10月の介入時には有無を明らかにせず、覆面化）。一方、今回10月3日の円急伸の後には、既述の通り、財務大臣・財務官ともに介入の有無についてコメントを避けている。

さらに、日銀当座預金の動きも異なる。円買い介入の際には介入2営業日後の決済日に円資金が吸収されるため、その分だけ日銀当座預金残高が減少する。従って、多くの市場関係者は決済日における日銀当座預金残高の変動（このうちの「財政等要因」）に着目し、事前の短資会社の予想と日銀が前日に公表する（介入を織り込んだ）見通しの乖離から介入の有無を推測する。数千億円程度のズレは有り得るものの、短資会社の事前予想よりも日銀の見通しが下振れていれば、その差額分は介入が行われたと推測される。

昨年の3回の介入のうち、特に大規模であった9月22日と10月21日介入の後には、この乖離が数兆円に達し、大規模介入の存在がうかがわれたが、今回10月3日分（5日決済分）については、特段の乖離が見られず、少なくとも大規模に介入が行われた形跡はみられない。

3) 為替介入実施の可能性

以上の状況から、10月3日の円買い介入の有無について、主に二つの可能性が浮上する。

A. 介入なし

一つは政府が介入を行っていない可能性だ。具体的には、1ドル150円を突破した段階で大口投資家等による大規模な円買いが入り、それを政府による介入と誤解した投資家による円買いを巻き込む形で円が急伸した可能性だ。この場合、政府高官が介入有無について公言しないのは、あえて介入の実施に含みを持たせることで、市場の介入への警戒感を高める効果を期待してのことと考えられる。

①5日の日銀当座預金残高の動きが事前予想と乖離していないこと

②もともとドル円レートのボラティリティが高まっておらず、「過度の変動」とは説明しづらかったこと

③鈴木財務大臣が「水準そのものは判断基準にはならない」と発言した同日に150円を超えた段階で介入すれば、「150円という水準を防衛ラインとした為替操作」とみなされやすいことから、今のところ、筆者としては、介入は無かった可能性が高いと見ている。

B. 小規模な介入を実施

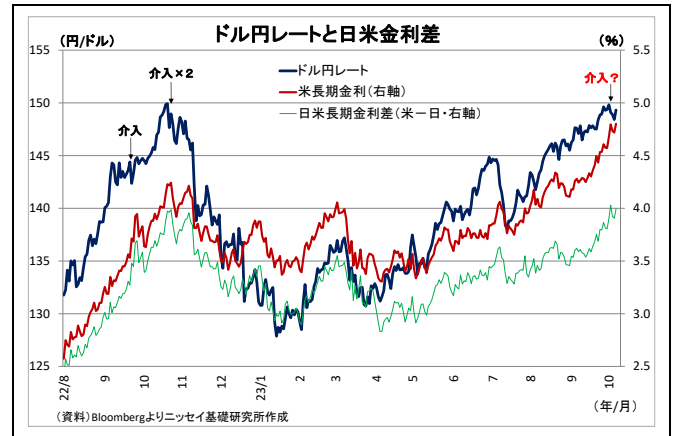
しかしながら、政府が小規模な介入を実施した可能性も否定はできない。政府として150円を超える円安を許容できないものの、ボラティリティが高くない中で、為替操作との国際的な（特に米国からの）批判を招かないように、「スピード調整」との理屈が立ちやすい小規模な介入に留め、有無も明らかにしていないという筋書きだ。既述の通り、日銀当座預金残高は事前予想と乖離していないものの、数千億円のズレは通常でも起こり得る。

政府が介入を行ったのかどうかは、月末に公表される「外国為替平衡操作の実施状況」で明らかになる。ただし、当月末に公表されるのは月間の介入額のみであるため、実際に10月3日に介入があったか否かと介入があった場合の介入額については来年2月上旬と見込まれる日次ベースの公表を待たねばならない。

4) まとめ

以上の通り、10月3日に為替介入があったのかどうかは現時点では不明だが、少なくとも兆円単位の大規模介入があった形跡はみられない。ただ、いずれにせよ、重要なのはその影響だ。3日に円が急伸して政府の介入観測が台頭したことで、それ以降、投資家は円を売りづらくなり、ドル円レートも150円を前に足踏み状態が続いている。そうした意味では、いずれにせよ、円安抑制という政府の狙いはとりあえず奏功していると言えるだろう。

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。実際、昨年11月以降に円安が是正されたのは、米物価上昇率が予想外に鈍化したことなどを受けて、米利上げ縮小観測が台頭し、日米金利差縮小を通じて円高ドル安圧力になったことが主因とみられる。為替介入は円安のトレンドを転換させることは困難ながら、円安の進行を一定程度抑制し、トレンドが転換するまでの時間を稼ぐ役割を担っていると考えられる。



夏場以降の円安ドル高進行は、米金融引き締め長期化観測に伴う米金利の急上昇が主因となってきた。FRBのインフレへの警戒感根強いこと、ドル高圧力の一服にはまだ時間を要しそうだ。一方、日銀による早期・急速な金融引き締めは見込めないため、ドル高の抑制は政府による（口先も含めた）介入の巧拙がカギとなる。市場の介入に対する警戒感を維持できるか、政府の手腕が問われている。

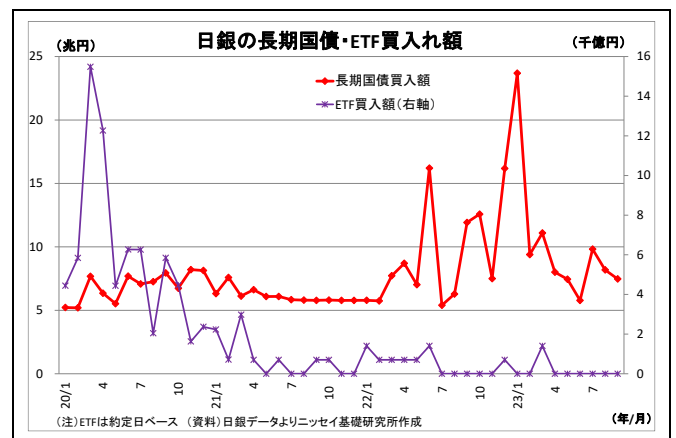
2. 日銀金融政策(9月)

(日銀) 現状維持

日銀は9月21日～22日に開催した金融政策決定会合において、金融政策の現状維持を決定した。長短金利操作（イールドカーブコントロール、以下YCC）、資産買入れ方針ともに変更なしであった（全員一致での決定）。

景気判断も前回と大差なく、フォワードガイダンスにも変更はなかった。

会合後の総裁会見では、9月9日付の読売新聞による植田総裁インタビューで俄かに高まったマイナス金利政策の早期解除観測を巡る質問が相次いだ。植田総裁は同インタビューにおいて「現状、物価安定目標の持続的・安定的な実現が見通せる状況に至っておらず、従って粘り強く金融緩和を継続する必要がある」、「先行き実現が見通せる状況に至れば、政策の修正を当然検討することにな



りますが、現時点では、経済・物価を巡る不確実性はきわめて高く、政策修正の時期や具体的な対応について到底決め打ちはできないというふうに指摘した」と述べた。早期のマイナス金利政策解除観測の打消しを図ったものとみられる。

これに関連して、同インタビューで「来春の賃上げが十分だと思える情報やデータが年末までに揃うことも可能性としてはゼロではない」と発言したことについても、春闘のデータが出てくる時期などについて説明した上で、「前もってどの時点になれば非常にはっきり分かるかということは、決め打ちできない」と明言を避けた。また、年内（年末まで）という具体的な時期を挙げて可能性に言及したことについては、「前もって年内はそういう可能性は全くないということを総裁の立場で言うてしまうということは、毎回の決定会合の議論にある種強い縛りをかけてしまうというリスクを伴っているものであると、そういうことは言わない方が望ましいなという趣旨の発言」と説明した。

物価目標の実現が見通せる状況になった際の政策修正の手順（YCC 撤廃やマイナス金利政策など）についても、「様々なオプションがあり、そのときの経済・物価情勢次第だと思うので、具体的にどうするかということをお願いされる段階では今ない」と述べ、マイナス金利の解除条件についても、「それがどういう変数とどういうふうにひも付いて、短期金利がどれくらい動かないといけないのかということについては、まだ決め打ちできる段階ではない」としつつも、別の質問の際に、「短期金利については現状、私どもは、全体の見通しが達成されるまではマイナス金利でいくという認識でいる」と物価目標達成の見通しに紐付けした。

また、前回7月の会合で実施したYCCの修正に関して、固定金利の上昇について問われた場面では、総裁は「上昇幅も限定的ですし、固定金利で借りている方の比率もそれほど高くないという現状なので、マクロ的な影響は限定的」との見解を示した。YCC修正による為替のボラティリティ抑制効果については、「（ボラティリティの上昇に繋がり得る）大幅なインフレ期待、物価見通しの上昇が7月から現在までの間に生じているというわけでは必ずしもないので、その効果がどれくらい表れてるか表れてないかという点を見るには、まだちょっと時期尚早」との見方を示した。

さらに、YCC修正後の長期金利の動向については、「7月に修正した後のYCCの運用方針のもとの調節方針と整合的にその後形成されている」と評価した。

なお、最近の物価動向について、総裁は「（前回7月会合）当時の見通しに比べて、当面は下がっていくという見通しを持ってはいたけれども、その下がり方が少しゆっくり目かなという雰囲気はある」と物価上昇率の下がり方が想定よりもやや緩やかであることを認めている。

その後、10月2日に9月決定会合における「主な意見」が公表された。

この中において、物価の関連では、「賃金上昇を伴った物価上昇につながる好循環が生まれつつあると考えられる」、「来年の賃上げ率が本年を上回る可能性も十分にある」など、政策委員による前向きな動きに期待する発言が目立った。

また、政策運営については、「やや距離はあるが、物価安定の目標の達成に近づきつつあるため、今年度後半は、来年に向けた賃上げ動向も含め、その見極めの重要な局面となる」、「2%の持続的・安定的な物価上昇の実現が、はっきりと視界に捉えられる状況にあると考えており、来年1-3月頃には見極められる可能性もある」、「（YCCの）柔軟化を経ても、市場不安定化のリスクや市場機能面

での副作用はなお残存している。イーールドカーブ・コントロールは、この間の歴史をみても、多くの役割を果たした段階と考えられる」、「仮にマイナス金利を解除しても、実質金利がマイナスであれば金融緩和の継続であると捉えられる」など、将来の正常化を見据えた発言が多く見受けられた。

（今後の予想）

植田日銀は大規模な金融緩和の正常化の機会を模索しており、しばらくはそのためのデータを見極める時間帯になる。来年7月には、中小企業分も含め、来春闘での比較的高い賃金上昇がデータとして確認できるうえ、今後一旦減速する米経済の持ち直しも確認できるようになるため、正常化へ舵を切ると見ている。この頃に終わると見込まれる多角的レビューも正常化方針を理論的に補強するだろう。既述の通り、正常化の手順は示されていないが、このタイミングでは、債券市場への副作用が大きく、市場の金利上昇圧力に弱い YCC の解除を先行させると見ている。「ゼロ%程度」としている目標水準と「±0.5%程度」を目途としている変動幅をともに取り下げる。

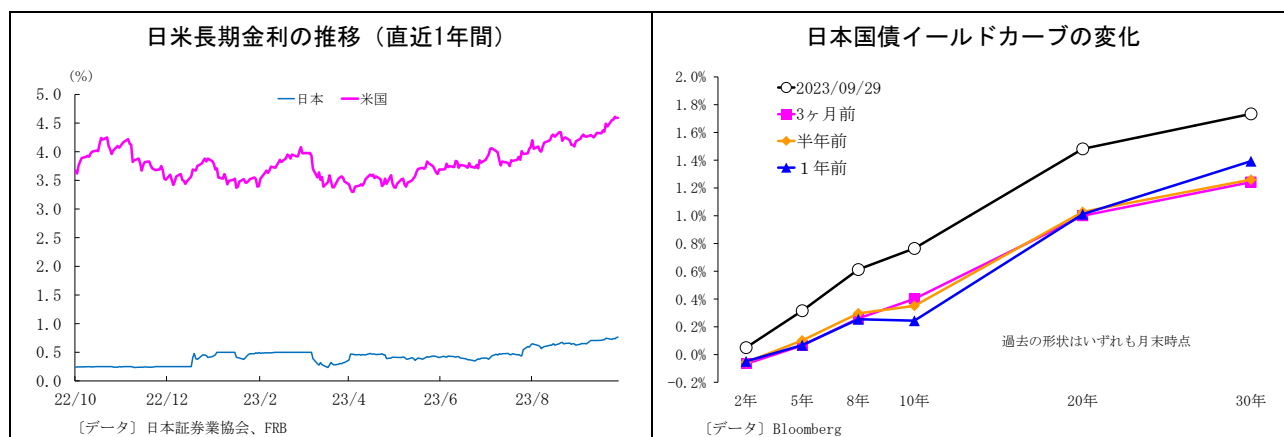
一方、この段階では、マイナス金利政策の解除は慎重を期して先送り（2025年度に解除）したうえで、国債買入れや指値オペの枠組みの継続とともに、市場金利の過度の上昇を抑える役割を持たせると見ている。

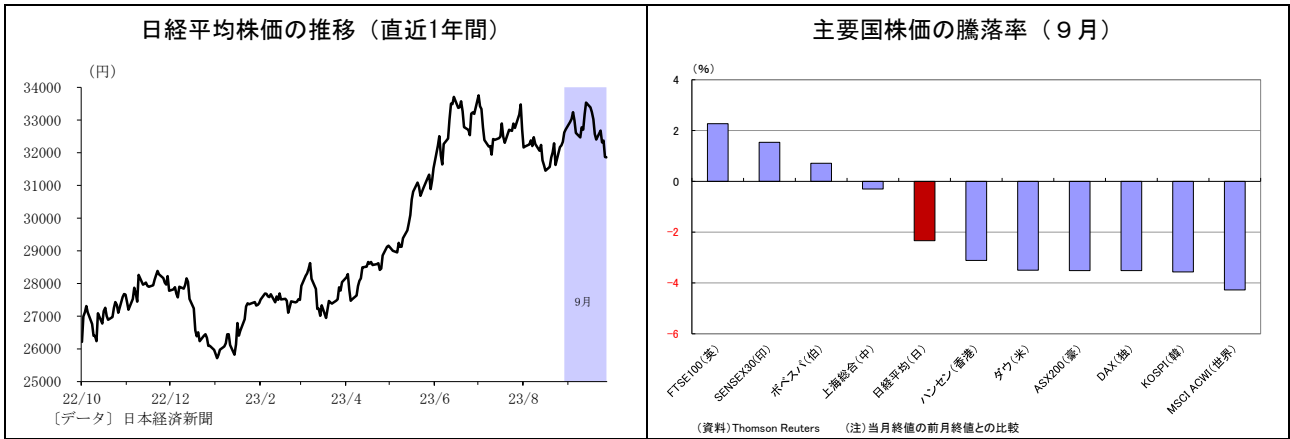
3. 金融市場（9月）の振り返りと予測表

（10年国債利回り）

9月の動き（1） 月初0.6%台前半でスタートし、月末は0.7%台後半に。

月初、0.6%台前半～半ばで推移した後、植田日銀総裁のインタビュー報道を受けて俄かにマイナス金利政策の早期解除観測が高まり、11日には0.7%台前半に水準を切り上げた。その後はしばらく横ばい圏での推移となったが、FOMCを受けた米金融引き締め長期化観測による米長期金利上昇が波及し、21日には0.7%台半ばへとさらに上昇。月末には米金融引き締め長期観測の高まりや米政府閉鎖による格下げリスクから米長期金利がさらに上昇したことを受けて金利上昇圧力がさらに高まった。29日には日銀が臨時オペで抑制を図ったものの、0.7%台後半に上昇して終了した。

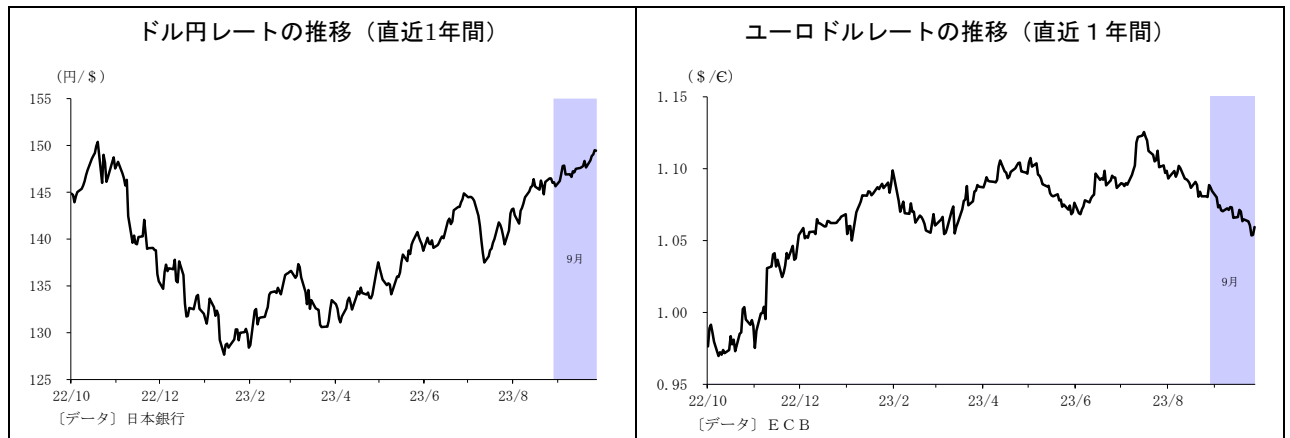




(ドル円レート)

9月の動き (↗) 月初 145 円台半ばでスタートし、月末は 149 円台半ばに。

月初、米経済指標の改善に伴う米金融引き締め長期化観測や原油価格上昇を背景に米金利が上昇し、6日には147円台後半に上昇。その後、円買い為替介入への警戒感や日銀による早期のマイナス金利政策解除観測の台頭を受けて一旦下落したものの、原油価格の上昇を受けて13日には再び147円台を回復し、しばらく147円台での推移が続いた。下旬には、FOMCを受けた米金融引き締め長期化観測による米金利上昇によって21日に148円台に到達。以降も米金利上昇が止まらず、ドルが上値を試す展開となった。この間、日本サイドの口先介入による介入への警戒感が一定の抑制要因になったが、月末には149円台半ばと150円の節目に接近した。



(ユーロドルレート)

9月の動き (↘) 月初 1.08 ドル台半ばでスタートし、月末は 1.05 ドル台後半に。

月初、好調な米経済指標等を受けて米金融引き締め長期化観測が台頭する一方で、ユーロ圏の経済指標が悪化したことを受けてユーロ売りが優勢となり、5日に1.07ドル台前半まで下落。しばらく、一進一退となった後、ECB理事会を受けて利上げの打ち止め観測が台頭した結果、15日には1.06ドル台半ばへとさらに下落した。19日には一旦1.07ドル台を回復したものの、FOMCを受けたドル高圧力によって21日には再び1.06台へと下落。月の終盤には米経済指標の改善などから米金利がさらに上昇したことを受けてユーロがさらに下落し、1.05ドル台後半で終了した。

金利・為替予測表(2023年10月10日現在)

		2023年		2024年			
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		実績	予想				
日本	10年金利 (平均)	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
アメリカ	FFレート (期末)	5.50	5.75	5.75	5.75	5.50	5.25
	10年金利 (平均)	4.1	4.3	4.1	3.9	3.8	3.7
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	4.50	4.50	4.50	4.50	4.00	3.50
	10年金利 (独、平均)	2.6	2.6	2.6	2.4	2.2	2.0
ドル円	(平均)	145	147	144	140	137	135
ユーロドル	(平均)	1.09	1.06	1.08	1.09	1.10	1.11
ユーロ円	(平均)	157	156	156	153	151	150

(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。