

Weekly
エコノミスト・
レター為替介入再開を巡る攻防
～米利下げが後ずれるほど厳しい戦いに経済研究部 上席エコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. ドル円は一時 34 年ぶりの円安水準である 153 円台前半に達した。主因は米利下げ観測の後退だが、日本のデジタル赤字やNISA 拡充に伴う対外証券投資など固有の円売り要因も影響していると考えられる。一方で、円買い介入への警戒感が円の下値を支えてきた。
2. 先行きに目を転じると、今後もドル高圧力は続く可能性が高い。FRB はしばらく利下げ開始に慎重な姿勢を維持するとみられ、ドルが買われやすい地合いが続きそうだ。今後も円安ドル高が続く場合、政府・日銀は為替介入に踏み切らざるを得なくなるだろう。
3. 介入に際して国際的な理解を得るためには、スモーキング・オペであることに説得力を持たせることがカギになるが、現状では前提条件となる「過度の変動」とまでは言いづらそうだ。一方、心理的な節目である 155 円に達すると、物価高への世論の懸念や政権批判が高まる恐れがある。従って、①155 円よりも手前で、②今よりは「過度な変動」と言いやすくなる 153 円台半ば～154 円台が介入ラインになると見ている。投機筋の円売りが膨らんでいるため、「無秩序な動き」であるという理屈付けも可能と考えられる。
4. 数兆円規模の介入を行えば、ドル円は一時的に最大 5 円程度押し下げられる可能性が高い。ただし、ファンダメンタルズが変わらない以上、為替のトレンドを転換させることは困難だ。介入は円高ドル安材料が現れるまでの間、円安の勢いを弱め、進行を遅らせる役割を担う位置付けに過ぎない。そうした中で、日本の通貨当局が「どれだけ巧みに介入を運営」し、「米国の利下げ開始が見えてくるまで介入への警戒感を持続させることができるか」が、介入効果の多寡を左右するポイントになるだろう。一方、仮に米国の利下げ開始が遅れて円安圧力が長引く場合には、日本の通貨当局は厳しい戦いを余儀なくされる。大規模かつ多頻度の介入にはリスクがあるためだ。



1. トピック： 為替介入再開を巡る攻防

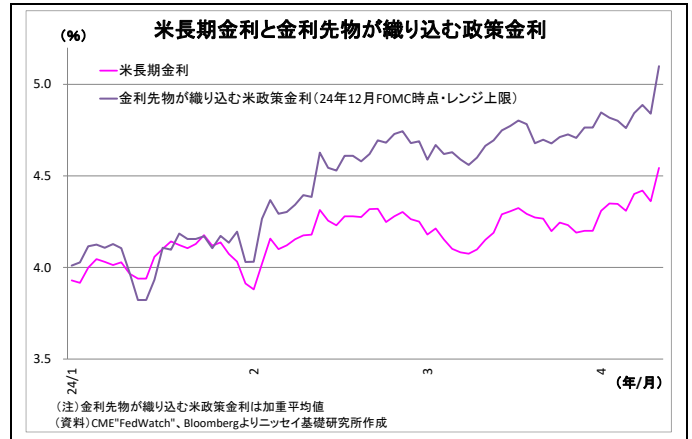
(ドル円 153 円突破、34 年ぶり円安水準に)

ドル円レートでは年初から円安ドル高が進んできた。3月下旬以降はしばらく1ドル151円台での膠着が続いていたが、昨夜公表された米CPIが予想を上振れたことで一時34年ぶりの円安水準である153円台前半に達し、足元も152円台後半で高止まりしている(表紙図表参照)。ちなみに、ドル円が150円を突破するのは、2022年秋、2023年秋の局面に続いて近年で3度目となる。

ここで改めて整理すると、足元の円安の背景は複合的だ。

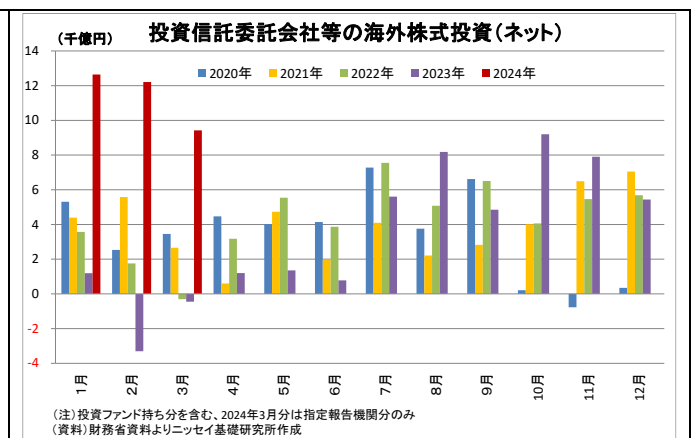
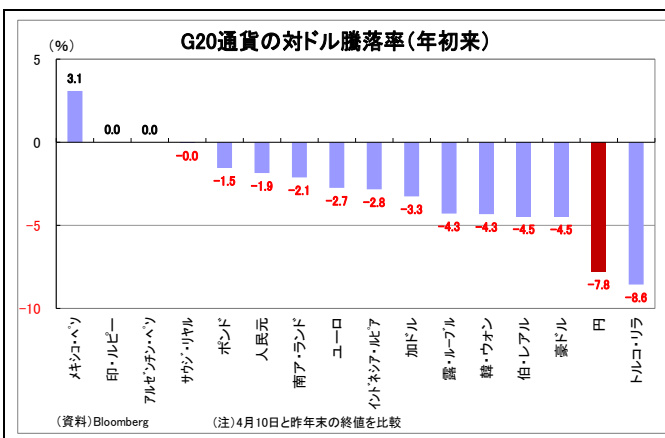
まず、年初以降、米国経済の堅調な推移と物価上昇率の高止まりを受けて、FRBによる利下げ観測が後退したことが円安の主因に挙げられる。

もともと昨年末の段階で市場が前のめり的に利下げを織り込みすぎていたという事情も相まって、利下げ観測が後退するにつれて米金利が上昇し、ドル高圧力が強まった。実際、G20に該当する主要通貨の対ドル騰落率を見ると、年初以降、ドルは殆どの通貨に対して上昇している。



ただし、円の対ドル騰落率が▲8%近くに達し、マイナス幅が相対的に大きい点は見逃せない。低金利でキャリートレードにおける調達通貨にされやすいことに加え、日本の貿易赤字、デジタル領域でのサービス赤字、NISA 拡充に伴う家計の対外証券投資拡大といった固有の円売り要因が影響していると考えられる。

また、この間、3月に日銀が金融政策の正常化に踏み切ったが(詳細はP5~6に記載)、当面の緩和的な金融環境継続が示唆されたことや、政策金利の引き上げ幅がごく小幅であることが材料視されたことで、むしろ円安がさらに進むことになった。

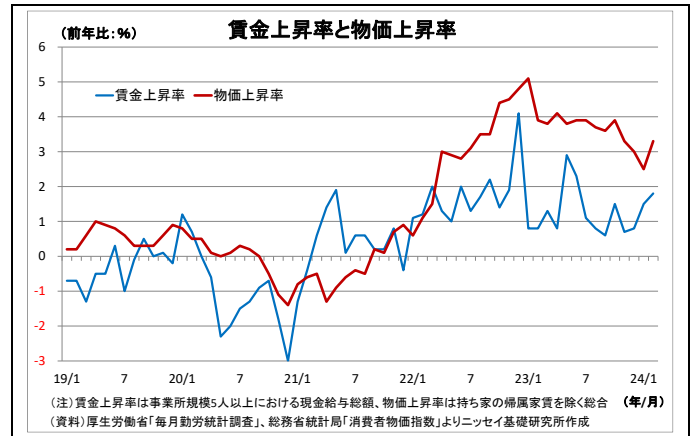


1 FedWatch によれば、昨年末時点で FF 金利先物が織り込む今年の利下げ回数は 6 回(1 回当たり 0.25%換算であったが、足元では 1~2 回にまで減少している。
2 短期政策金利は、日銀当座預金への付利▲0.1%から無担保コール誘導目標 0~0.1%程度へと変更。

一方で、日本の通貨当局による円買い為替介入への警戒感が円の下値を支えてきた。1月下旬以降、鈴木財務大臣や神田財務官は円安牽制、いわゆる口先介入を連発し、そのトーンを強めてきた。また、3月下旬には財務省・金融庁・日銀が3者会合を開催して円安を牽制した。さらに、前回2022年10月の介入時に1ドル151円90銭台で介入が入ったという記憶から、3月下旬から4月上旬にかけては152円手前で介入への警戒感が市場で強まり、円の下値が強力に支えられてきた。昨夜以降は152円ラインを突破したが、介入への警戒は続いており、それによって円の下値が支えられている。広い意味では、前回の介入効果が現在にかけて一定程度持続しているとも言える。

(政府はさらなる円安を望まず)

政府が円安への警戒を強めている背景には、円安による輸入物価上昇への懸念があると考えられる。今春闘で高い賃上げが実現する見込みが立ったことで、年後半にも実質賃金が前年比でプラスに転じるとの見方が多いが、円安が想定外に加速すれば輸入物価上昇を通じて物価上昇率が高止まりし、実質賃金のプラス転換が遅れかねない。そうなれば、消費の下振れリスクが高まるとともに、既に極めて低い政権支持率にも追加的な打撃となる恐れがある。



(155円までに介入か)

先行きに目を転じると、今後もドル高圧力は続く可能性が高い。想定されていたよりも米国経済は堅調で物価上昇圧力も根強い。このため、FRBはしばらく利下げ開始に慎重な姿勢を維持するとみられ、ドルが買われやすい地合いが続きそうだ。

今後も円安ドル高が続く場合、政府・日銀は為替介入に踏み切らざるを得なくなるだろう。口先介入については既に連発しており、そのトーンも最大限にまで強めている³。トーンをさらに強めることは難しく、新味が無くなっていく。

その際、介入に踏み切るにあたって課題となるのが介入の理屈付けだ。国際社会で認められているのは、為替の過度の変動や無秩序な動きを抑制するための「スムービング・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。日本も名を連ねるG7の声明でも、以下の通り、原則として為替への介入に否定的ながら、過度な変動や無秩序な動きへの対処については理解が示されている。

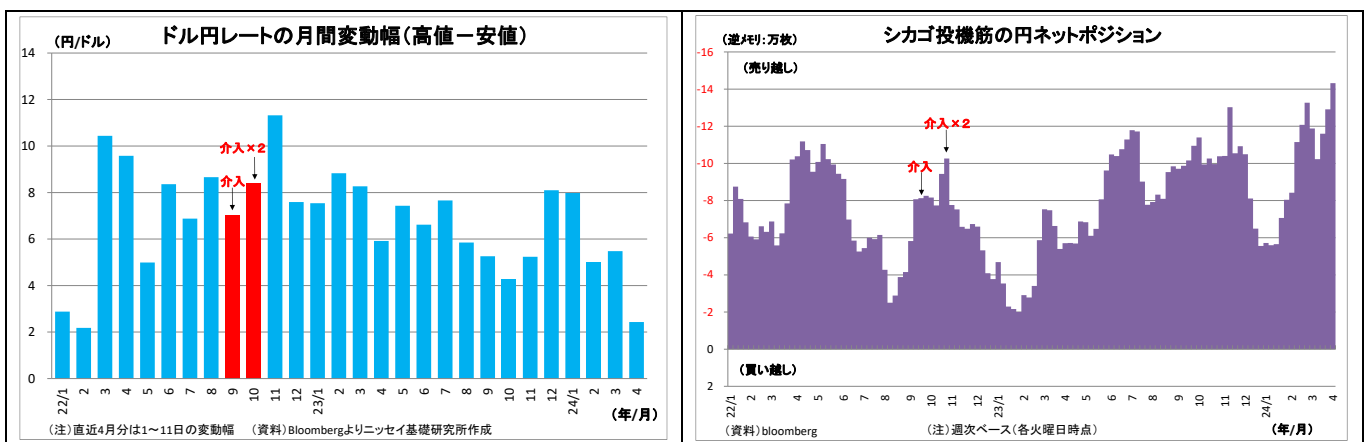
- ・ 為替レートは市場において決定されること、そして為替市場における行動に関して緊密に協議すること
- ・ 競争力のために為替レートを目標にはしないこと
- ・ 為替レートの過度の変動や無秩序な動きは、経済及び金融の安定に対して悪影響を与え得る

(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))

³ 例えば、本日朝に神田財務官は「足元の動きは急であり、行き過ぎた動きに対してはしっかりとあらゆる手段を排除せずに適切な対応を取ってまいりたい」と発言 (2024.4.11 Bloomberg 報道より)

実際、神田財務官などの通貨当局者が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」との見解を繰り返し表明してきたのも、国際ルールに抵触したと見なされることを回避するためだ。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ないとみられるが、為替介入に際して国際的な理解を得るためには、スムージング・オペレーションであることに説得力を持たせることがカギになる。

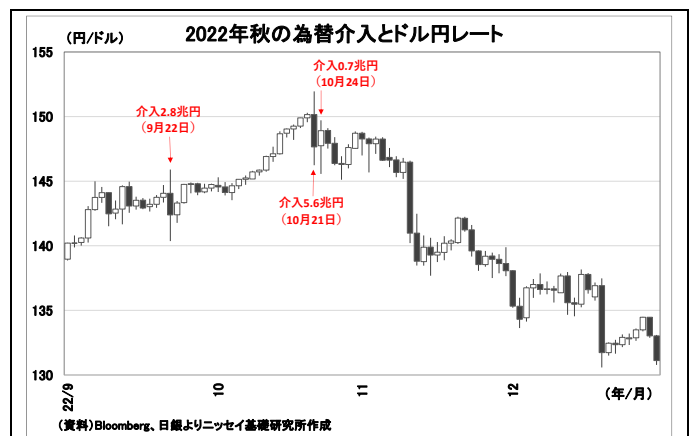
ここで、最近のドル円の変動幅について確認すると、月次ベースでも日次ベースでも、むしろ通常よりも小幅である。神田財務官は、「過度な変動」とは様々な指標や時間軸を捉えた総合的な判断であると説明しているものの、現状では「過度の変動」とまではなかなか言いづらそうだ。昨日152円を突破したにもかかわらず、未だ介入に踏み切っていないのは、変動が十分と言いづらいことが要因になっている可能性がある。



一方、ドル円が心理的な節目である155円に到達すると、円安の副作用である物価高に対する世論の懸念が高まり、政権批判に拍車がかかる恐れがある。従って、①155円よりも手前で、②今よりやや円安が進んで「過度な変動」と言いやすくなる153円台半ば～154円台が介入ラインになると見ている⁴。年初以降、シカゴ投機筋の円売りが加速し、直近の売越し幅は約10年ぶりの高水準になっているため、投機的で「無秩序な動き」とであるという補足的な理屈付けも可能と考えられる。

なお、介入にあたっては、対象通貨となるドルの発行国である米政府の理解を得ることが重要になる点は言うまでもない。

介入のやり方については、2022年秋と同様、回数を絞った形での大規模な介入が想定される。ピンポイントで数兆円規模の資金を投入することによって、①介入時に大幅な円高反応を演出して円の売りに恐怖感を植え付けられるほか、②人為的な為替操作を嫌う傾向の強い米国を過度に刺激することを避ける効果も期待できる。



⁴ 介入の前に、再度「三者会合」を開催したり、介入の準備段階とされる「レートチェック」を入れたりすることで市場を牽制する可能性もある。

(介入後の相場展開)

最後に、仮定に仮定を重ねる形になるが、介入後の相場展開についても考えてみたい。

まず、数兆円規模の介入を行えば、ドル円は前回同様、一時的に最大 5 円程度押し下げられる可能性が高い。

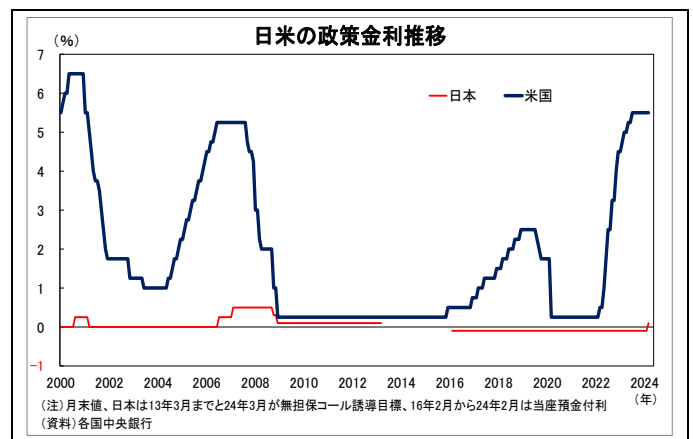
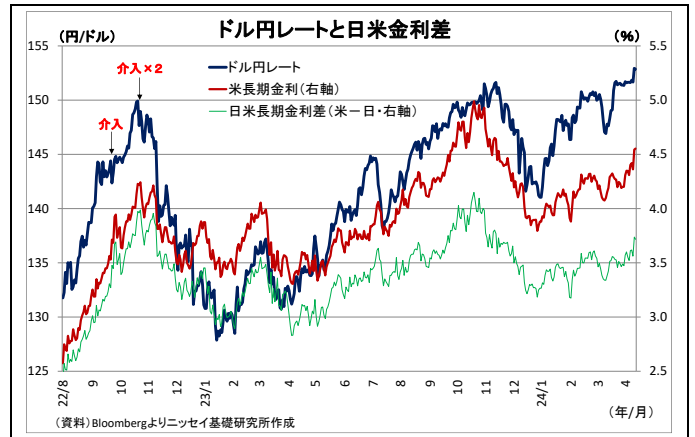
ただし、介入によって円安の動きを一時的に抑制することは出来ても、為替のトレンドを転換させることは困難だ。現在も含め、為替レートのトレンドはファンダメンタルズ(経済の基礎的条件)に基づいていることが多い。介入によってファンダメンタルズを変えることができない以上、為替のトレンドを変えることも難しい。

実際、2022 年秋と 2023 年秋の円安局面が終了して円高基調に転じた際も、その主因となったのは米利上げ観測後退に伴う米金利低下であった。為替介入はあくまでも円高ドル安材料が現れるまでの間、円安の勢いを弱め、円安の進行を遅らせる役割を担う位置付けに過ぎない。

そうした中で、日本の通貨当局が「どれだけ巧みに介入を運営」し、今後想定される円高ドル安材料である「米国の利下げ開始が見えてくるまで介入への警戒感を持続させることができるか」が、介入効果の多寡を左右するポイントになるだろう。

一方、仮に米国の利下げ開始が遅れて円安圧力が長引く場合には、日本の通貨当局は厳しい戦いを余儀なくされる。介入を大規模かつ多頻度で実施すれば、①米政府が反発を強めて身動きが取れなくなる可能性が出てくるほか、②介入原資となる外貨準備の減少が介入余力の低下(=恐るるに足らず)と市場で受け止められる恐れも出てくるためだ。

ちなみに、日銀の追加利上げに円安抑制を期待する向きもあるが、効果は限定的だろう。日銀は 3 月に正常化に踏み切ったばかりであり、当面は動きづらい。また、仮に追加利上げに踏み切ったとしても大幅利上げは困難であるため、ドル円に強い影響を及ぼす日米金利差を大きく縮小させることは叶わない。むしろ、日銀が追加利上げに踏み切っても、3 月同様、「金利上昇幅が小幅である」、「しばらく追加利上げはできそうにない」と市場に受け止められ、円売りの口実にされる恐れすらある。



2. 日銀金融政策(3月)

(日銀) マイナス金利解除・YCC 撤廃等を決定

日銀は 3 月 18~19 日に開催した金融政策決定会合(以下、MPM)において、「2%の物価安定の目標が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至ったと判断した」として、大規模な

金融政策の転換を決定した。具体的には、マイナス金利政策を解除し、政策金利を無担保コールレートで0~0.1%に設定したほか、YCC（長短金利操作）を撤廃、ETF・REITの新規買入を停止し、マネタリーベースの増勢方針を維持するオーバーシュート型コミットメントも取り下げた。一方で、声明文に「現時点の経済・物価見通しを前提にすれば、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている」と明記したうえで、長期国債買入について「これまでと概ね同程度の金額（6兆円程度）で継続」し、「長期金利が急激に上昇する場合には、機動的に、買入増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施する」とした。

なお、ETFなど長期国債以外の資産買入については全員一致での決定となったが、金融市場調節方針（政策金利の設定）については2名（中村委員と野口委員）、長期国債買入については1名（中村委員）がそれぞれ反対した。

会合後の総裁会見において、植田総裁は「最近のデータやヒアリング情報からは、賃金と物価の好循環の強まりが確認されてきており、先行き、見通し期間終盤にかけて、物価安定の目標が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至ったと判断した」と政策変更の理由について説明。とりわけ重要な判断ポイントになったものとして、春闘での賃金の妥結状況を挙げた。

一方で、総裁は「予想物価上昇率というような観点からみても、まだ2%には多少距離があるということです、（中略）緩和的な環境を維持するというのが大事」、「経済全体が長い間、20数年ですかね、ゼロ金利ないし、その周辺の超低金利にずっと浸っていた状況ですので、これから急激に金利が上がるという事態になりますと、どういう予期せぬ混乱が起きないとも限らないという点は意識した」と発言した。

そして、緩和的な金融環境の意味については、「現実の金利が中立金利よりも低い状態」と説明したうえで、「実質の中立金利が非常に大きくマイナスでない限り、現在の実質金利は中立水準の実質金利をかなり下回っている」との判断を示した。

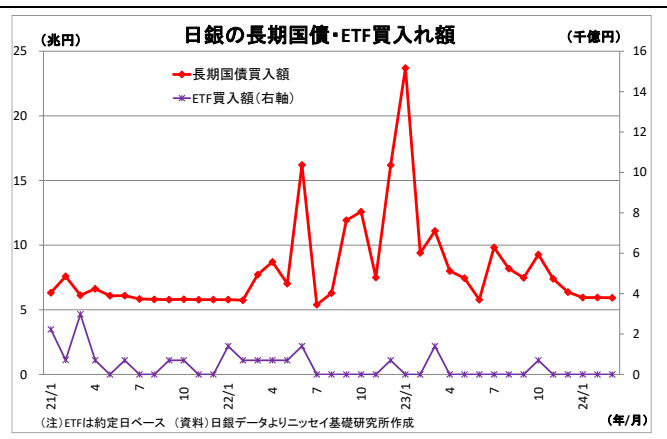
長期金利については、「金利水準は市場が決めるもの」と位置付ける一方で、「市場金利が急激に上昇する場合は機動的なオペを打つということは、バックストップとして担保しておきたい」と付け加えた。具体的には、「金融市場の状況とか金利の実勢をみたうえで、急激に上昇し過ぎていると思えば機動的なオペを打つ」と説明した。

今後の（短期金利の）利上げの条件としては、「基調的物価上昇率がもう少し上昇すれば、短期金利の水準の引き上げにつながる」、「物価見通しがはっきりと上振れるとか、あるいは上振れリスクが高まるとかは政策変更の理由になる」と言及。

今後の長期国債買入については、「大規模緩和終了後はバランスシート縮小を視野に入れていくというつもり」、「将来のどこかの時点で、買入額を減らしていくということも考えたい」と発言した。

なお、足元の円安に関しては、「為替の短期的な動きについてはコメントを差し控えたい」と述べたうえで、「それが私どもの経済・物価見通しに大きな影響を及ぼすということになってくれば、それは当然金融政策としての対応を考えていく」と円安けん制姿勢を滲ませた。

3月MPMでの主な政策変更	
★(短期金利)マイナス金利政策を解除	日銀当座預金への付利を一律0.1%へ 政策金利は無担保コールレートに、水準は0~0.1%程度に設定
★(長期金利)YCCを撤廃	操作目標(ゼロ%程度)、長期金利上限(1.0%を目途に)を取り下げ
★オーバーシュート型コミットメントを取り下げ(要件充足)	その他フォワードガイダンス(金融緩和継続方針・必要時の追加緩和方針)も削除
★ETF及びREITの新規買入れを終了	
★大規模な国債買入れを継続	これまでと同程度の金額(6兆円程度)で長期国債買入れを継続 長期金利が急上昇する場合には、機動的に買入れ増額、指値オペなど実施
★「緩和的な金融環境」の継続を示唆	「現時点の経済・物価見通しを前提とすれば、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている」と明記



その後3月28日に公表された「金融政策決定会合における主な意見(3月MPM分)」では、物価に関して、「先行き、展望レポートの見通し期間終盤にかけて、2%の「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至ったと判断できる」、「物価は、2%程度で推移しながら、賃金に支えられる望ましい形に次第に移行していくことが展望できる」などと前向きな意見が多かったものの、「サービス価格上昇の主因は、食材価格の上昇を背景とした外食の上昇などであり、賃上げによる人件費上昇の価格転嫁の影響はまだ中心的とはいえない」、「まだ物価から賃金への好循環が全国レベルで強まっているとは思われない」など一部慎重な意見も見受けられた。

また、金融政策運営についても、「YCCの枠組みやマイナス金利政策などの大規模な金融緩和は、その役割を果たした」、「短期金利の操作を主たる政策手段として、経済・物価・金融情勢に応じて金融政策を運営していくべきである」、「長期国債やCP・社債等の買入れについては、大幅・急激な市場変動を避ける観点から、時間をかけて対応することが適当である」などと今回の措置を支持する意見が多かったものの、「大企業に関係するETF買入れや貸出増加支援資金供給等以外の緩和策は、中小企業に準備を促し、賃上げ余力が高まる蓋然性を確認してからの見直しが適当である」、「YCCとマイナス金利政策の解除を同時に行うことは、長期金利を含む金融環境に非連続的な変化をもたらすリスクがある」など否定的な意見も一部見受けられた。

(今後の予想)

日銀は3月MPMにおいて、副作用が目立っていた「マイナス金利政策」と「YCC」を撤廃するとともに、殆ど形骸化していた「ETF買入れ」、「オーバーシュート型コミットメント」を取り下げるなど、異次元緩和において悪い意味で「異次元」とされていた部分の大半を一掃した。一方で長期国債買入れ額を維持することなどによって、今のところ金利急騰といった市場の混乱を回避できている。

日銀は今後、追加利上げの機会を模索する局面に入る。そして、追加利上げに関して、植田総裁は「基調的物価上昇率の上昇」や「物価見通しの上振れ」を条件に挙げている。

日銀は正常化に踏み切ったばかりであるため、当面は慎重に情勢を見定める時間帯になる。その後、今春闘での賃上げ拡大や賃金コストのサービス価格への転嫁がデータとして徐々に確認できるようになり、「賃金と物価の好循環の強まりが確認できた」として、今秋にも追加利上げの条件は概ね整うだろう。しかし、次の利上げは明確なプラス圏への利上げであり、(マイナス金利解除とは違い)短期プライムレートの上昇を通じて既存の住宅ローンや中小企業借入の返済負担増大に繋

がる。また、米利下げ開始や米大統領選によって市場が不安定化する恐れがあることも追加利上げのハードルとなる。従って、日銀は時間をかけて慎重に見極めつつ、利上げを正当化できる強い根拠を待つと見ている。来年1月には、来春闘での高めの賃上げ実現が見通せるようになり、それを決め手として追加利上げに踏み切ると予想している。

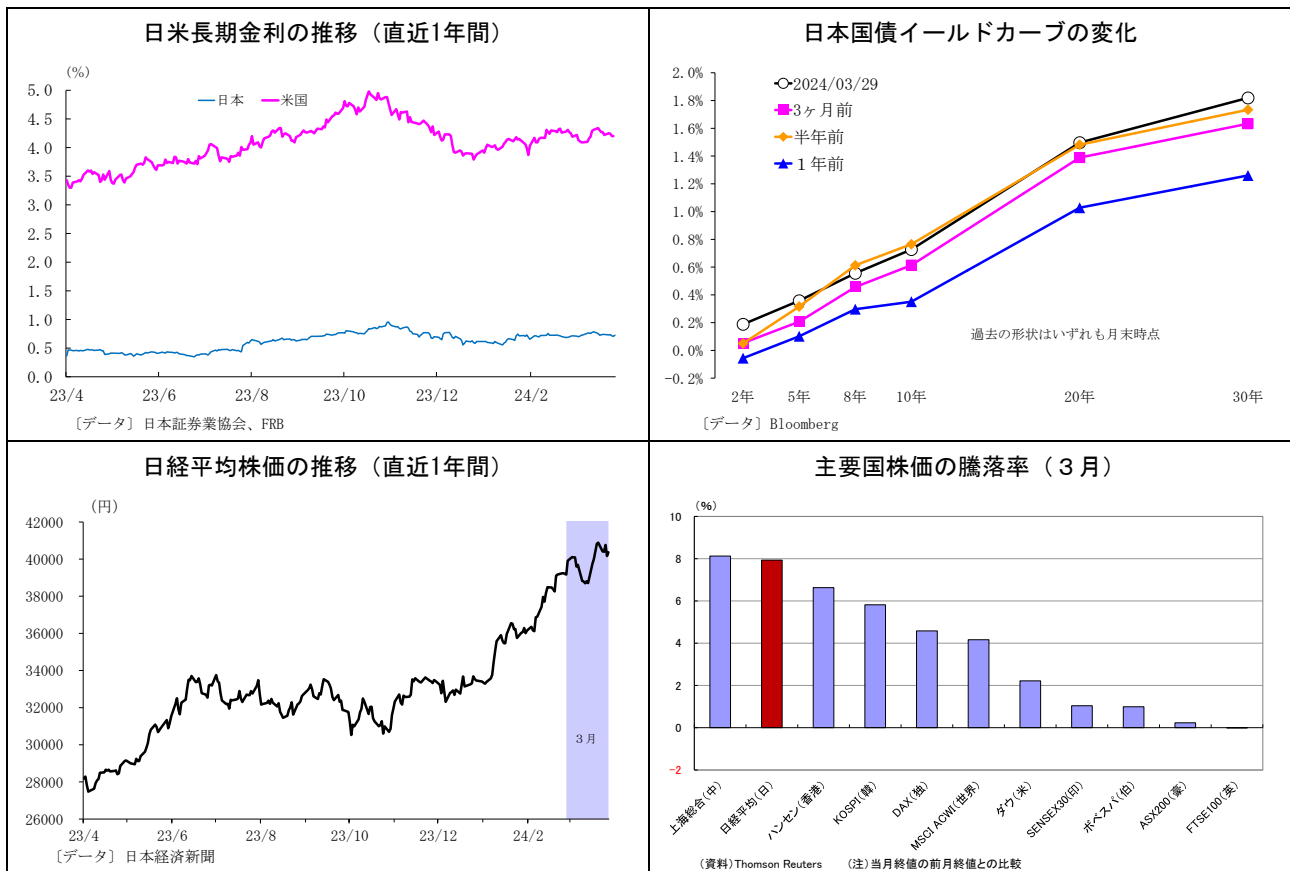
ただし、今後も円安に歯止めがかからない場合には、日銀に対して追加利上げを求める声が高まり、効果は大して期待できないものの、日銀が前倒しでの利上げに踏み切る可能性もある。

3. 金融市場（3月）の振り返りと予測表

（10年国債利回り）

3月の動き（→） 月初0.7%台前半でスタートし、月末も0.7%台前半に。

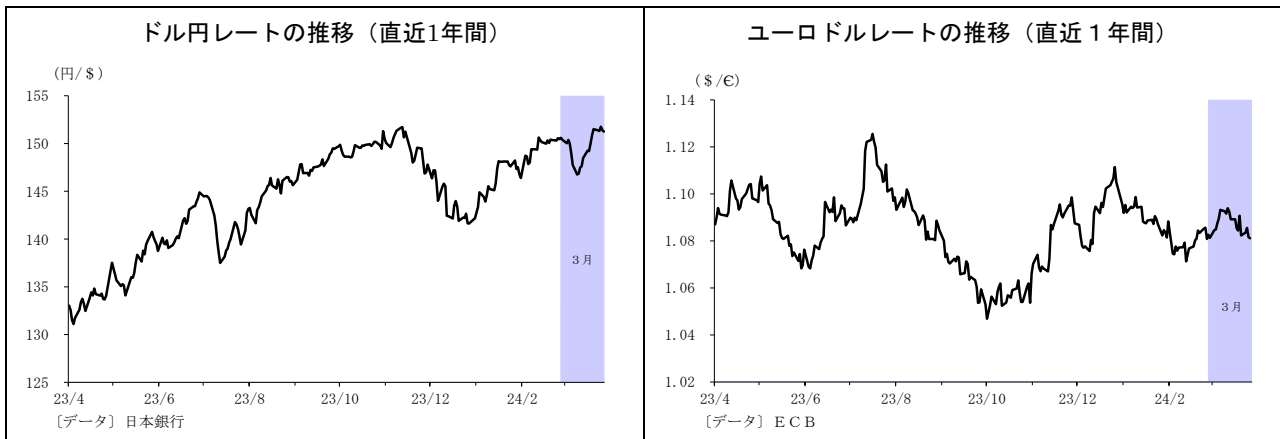
月初、日銀による月内の金融政策正常化（マイナス金利解除・YCC撤廃）観測による金利上昇圧力と株高に伴う年金勢のリバランス目的の債券買いが交錯する形で0.7%台前半での推移に。その後は一部報道や春闘で相次ぐ満額回答などを受けて月内の日銀正常化観測がさらに高まったほか、物価指標の上振れに伴う米金利上昇もあり、15日には0.8%に迫る水準まで上昇した。19日には、日銀が正常化に舵を切ったが、緩和的な金融環境の継続が示唆され、長期国債買入れ額が維持されたことで債券に買戻しが入り、0.7%台前半に低下。月末にかけても、年金勢のリバランス目的の債券買いが金利を抑制したとみられ、0.7%台前半での推移が継続した。



(ドル円レート)

3月の動き (↗) 月初 150 円台半ばでスタートし、月末は 151 円台前半に。

月初、150 円台での推移となった後、一部報道に伴う日銀による月内正常化観測の高まりによって 7 日に 150 円を割り込む。さらに、米雇用統計で需給逼迫の緩和が示されたとの見方が台頭し、11 日には 146 円台後半まで下落した。その後は米物価指標が相次いで上振れたことで米利下げ観測が後退し、18 日には 149 円台前半を回復。19 日には、日銀が正常化に舵を切ったが、緩和的な金融環境の継続が示唆され、長期国債買入れ額が維持されたことで円売りが進み、22 日には 151 円台半ばまで上昇した。以降、月末にかけては、財務大臣や財務官からの口先介入が相次ぎ、介入への警戒感が円の下値を支える形で 151 円台での推移が継続した。



(ユーロドルレート)

3月の動き (→) 月初 1.08 ドル台前半でスタートし、月末も 1.08 ドル台前半に。

月初、1.08 ドル台で推移した後、ECB 理事会後の会見でラガルド総裁が利下げの議論を否定したほか、米雇用統計で需給逼迫の緩和が示されたとの見方が台頭したことで 8 日に 1.09 ドル台前半に上昇した。以降しばらく横ばいが続いた後、米物価指標の上振れや ECB 高官発言に伴う利下げ観測を受けて、15 日には 1.08 ドル台後半に下落した。月の後半は、ドル側・ユーロ側ともに決め手となる材料を欠く中、1.08 ドルを中心とする小動きが続いた。

金利・為替予測表 (2024年4月11日現在)

		2024年				2025年	
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
		実績	予想				
日本	コールレート (誘導目標・期末)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.25	0.25
	10年金利 (平均)	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1
米国	FFレート (期末)	5.50	5.50	5.25	5.00	4.50	4.25
	10年金利 (平均)	4.2	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	4.25	3.65	3.40	3.15	2.90
	10年金利 (独、平均)	2.3	2.3	2.3	2.2	2.1	2.1
ドル円	(平均)	148	152	148	145	143	142
ユーロドル	(平均)	1.09	1.08	1.09	1.10	1.11	1.12
ユーロ円	(平均)	161	164	161	160	159	159

(注) コールレートは無担保・翌日物の誘導目標レンジ上限値

(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。