

Weekly
エコノミスト・
レター為替介入再開、既に連発か？
～状況の整理と今後の注目ポイント経済研究部 上席エコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 4月26日のMPMを受けて円安が加速し、29日には一時1ドル160円台に到達したが、直後に円が急伸した。その後、本日早朝にも再び円が急伸した。政府は明らかにしていないが、市場では約一年半ぶりに政府が円買い介入に踏み切ったとの見方が強い。
2. 状況を整理すると、まず、4月29日の円急伸については、円買い介入が実施された可能性が極めて高く、ほぼ確実と見ている。その理由は、「介入の環境が整ったこと」、「チャートの値動き」、「決済日における日銀当座預金の動き」だ。また、本日の円急伸についても、介入が再度実施された可能性が高い。
3. そして、今後の注目ポイントとしては、「これまでの介入実施の有無とその内容（答え合わせ）」、「通貨当局による今後の介入運営（介入への警戒感を上手く演出して円高材料が発生するまでの時間稼ぎを続けられるか?）」、「米政府の理解（理解を得続けられるか?）」が挙げられる。このうち、介入運営と米政府の理解については、今後の介入の効果や持続可能性を大きく左右することになる。
4. 2022年秋の介入を巡る攻防は正味2カ月弱であったが、今回はより長期戦となる可能性が高い。従来想定されていたよりも米国の物価上昇圧力が強いため、FRBは今年終盤まで利下げ開始を見合わせる可能性が高く、円が売られやすい地合いが長引くとみられるためだ。従って、日本の通貨当局は厳しい長期戦を余儀なくされることになりそうだ。介入を大規模かつ多頻度で実施すれば、為替操作の色彩が強まり、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。そうだからと言って、介入を手控えすぎると今度は市場に見透かされ、円安がさらに大きく進むリスクが高まってしまう。政府の手腕が今まさに問われている。



1. トピック： 為替介入再開、既に連発か？

(一年半ぶりに介入再開との見方が強まる)

4月26日の日銀金融政策決定会合（以下、MPM）を受けて為替市場で円安が加速し、翌29日には一時1ドル160円台に到達したが、直後に円が急伸した（表紙図表参照）。政府は介入の有無を明らかにしていないが、市場では政府が約一年半ぶりに円買い介入に踏み切ったとの見方が強い。また、本日5月2日の早朝にも再び円が急伸しており、再び介入したとの観測が出ている。状況を整理したうえで、今後の注目ポイントを確認する。

1) 4月29日の円急伸について

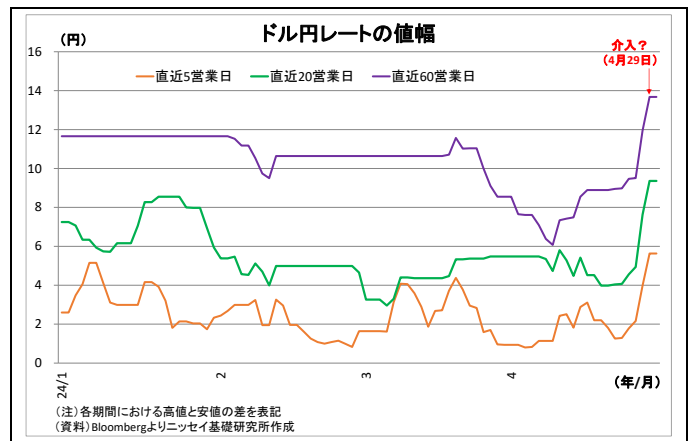
まず、4月29日の円急伸について、筆者としては、円買い介入が実施された可能性が極めて高く、ほぼ確実と見ている。

そして、その理由については3点が挙げられる。一点目は29日の段階で「介入の環境が整った」とみられることだ。ドル円は年初以降、ほぼ一貫して円安方向に進み、水準としても4月上旬以降は約34年ぶりの円安水準を度々更新していたが、介入への警戒感が円安抑制に働いていたこともあり、円安のペースは緩やかであった。

国際社会で認められている介入は、あくまで為替の過度の変動や無秩序な動きを抑制するための「スミージング・オペレーション」に限られる。為替を特定的水準や方向へ誘導するための介入は「為替操作」と見做され、批判を受けかねない。

「スミージング・オペ」と見做されるための条件は明確なものではないが、4月下旬にかけては為替の変動は小幅であり、政府としても「過度な変動」とは言い難かったとみられる。しかし、4月MPM後は円安のペースが加速して変動幅が拡大したため、政府として「過度な変動に対応する」という介入の建前が主張しやすい状況になったと判断したと考えられる。

先月29日に円買い介入が実施されたと見る2つ目の理由は当日の「チャートの値動き」だ。29日のドル円は、朝方に一時160円を超えた後、しばらく159円台半ばで推移していたが、午後1時頃にまとまった円買いによる急激な円高が発生し、午後5時前には急伸前から5円ほど（円が）高い154円台まで円が急伸した。この間、幾度も円安方向へやり戻そうとする動きがあったが、そのたびに大規模な円買いによって円高方向へ押し戻されている。単に投資家からの大口の円買いが入った程度ではこのような動きは起こりがたく、「円の水準を押し上げる」という本邦通貨当局による強い意思が感じられた。



そして、円買い介入が実施されたと見る3つ目の理由は「日銀当座預金の動き」だ。

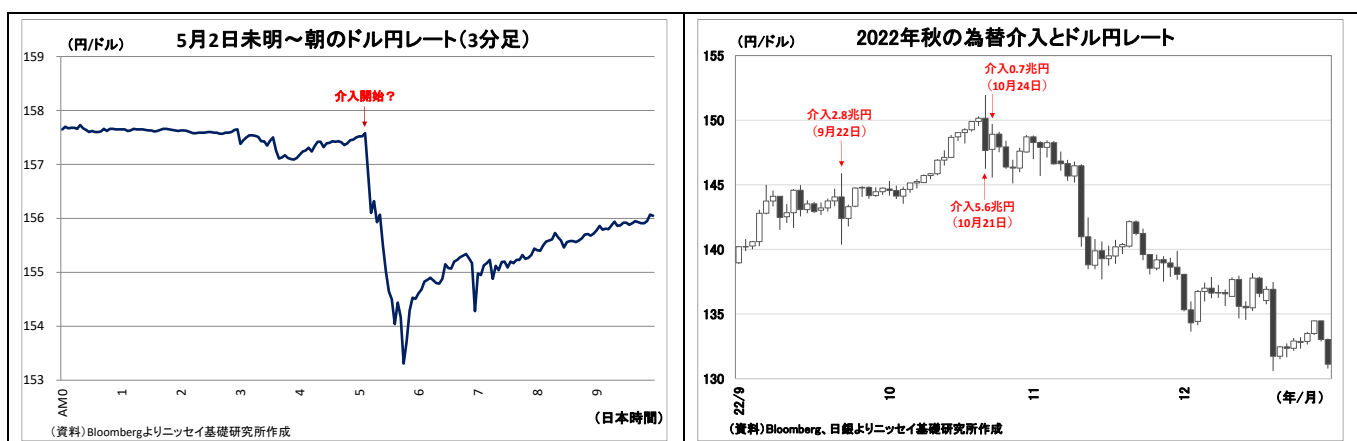
円買い介入の際には介入2営業日後の決済日に円資金が吸収されるため、その分だけ日銀当座預金残高が減少する。従って、多くの市場関係者は決済日における日銀当座預金増減のうち「財政等要因」に着目し、事前の短資会社の予想と日銀が前日に公表する（介入を織り込んだ）見通しの乖離から介入の有無を推測する。数千億円程度のズレは有り得るものの、短資会社の事前予想よりも日銀の見通しが下振れていれば、その差額分は介入が行われたと推測される。

29日分については、主要短資会社による「財政等要因」の事前予想が2兆円強の減少であったのに対し、30日に日銀が公表した見通しが7.6兆円の減少（1日に公表された速報では8.3兆円の減少）となっており、5~6兆円規模の介入が行われた形跡が見受けられる。

2) 5月2日の円急伸について

5月2日の早朝に発生した円の急伸についても、政府・日銀による円買い介入が再度実施された可能性が高い。

チャートの値動きは4月29日と似通っており、値幅も最大で4円強と大きい。本日日銀が公表した日銀当座預金の増減見込み（7日決済分）は主要短資会社による「財政等要因」の事前予想と3~4兆円乖離しており、同額の介入が行われたと推測される。



(今後の注目ポイント)

次に今後の注目ポイントに目を転じると、3点が挙げられる。

1) 介入実施の答え合わせ

まず注目されるのは、これまでの介入実施の有無とその内容だ。市場では介入実施との見方が強く、既述の通り、筆者もそのように見ているが、介入の司令塔である神田財務官は「介入の有無について申し上げることはない」と、今のところ有無を明らかにしないスタンスを維持している。

今後について時系列で考えると、5月31日には、財務省より4月26日~5月29日の間の介入実施状況が公表され、対象期間における介入の有無と介入の合計額が明らかになる。

さらに、6月3日～7日には、財務省より5月末時点の外貨準備の状況が公表され、介入（していた場合）に当たって外貨準備のうちどの資産が取り崩されたのかが明らかになる¹。

2022年9月～10月に介入した際には、主に米国債で構成されるとみられる外貨証券の残高が減っていた。当時、市場では「米国債の売却は困難であり、即座に使える外貨準備は外貨預金の範囲に限られる」との見方があっただけに、あえて外貨証券売却の事実を示すことで、介入余力をアピールする当局の狙いがあったと考えられる。

従って、今回も外貨証券が減少するのかが注目ポイントとなる。外貨証券が減少していた場合には、売却対象と考えられる米国債の発行元である米政府の事前承認が得られていたことが示唆されることになるため、介入余力の大きさを示すことにもなるだろう。

さらに、8月上旬には、4～6月の介入実績が日次ベースで公表される見込みだ。この段階になってはじめて、今回の介入（あった場合）の全容が明らかになる。

	22年 8月末	22年 10月末	変化	24年 3月末
外貨証券	1,037	941	-95	995
外貨預金	136	137	1	155
SDR	58	57	-1	56
金	47	45	-2	60
他	14	14	0	24
合計	1,292	1,195	-98	1,291

(資料) 財務省「外貨準備等の状況」

2) 今後の介入運営

そして、先行きの為替相場を占う上では、通貨当局による今後の介入運営が注目ポイントになる。為替レートのトレンドは基本的にファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）に基づくことから、介入によって為替のトレンドを変えることは難しい。つまり、介入の効果は限定的なのだが、無意味というわけでもない。介入のやり方次第では、一時的に円安を止めたり、円安の進行を遅らせたりすることで、「円高ドル安材料が出てくるまでの時間を稼ぐ効果」は期待できる。現に、先月29日以降、ドル円の水準は最高でも157円台と介入前を下回る水準に留まっている。

その際にポイントとなるのが、円の売り手を「疑心暗鬼に陥らせ、円売りを躊躇させることが出来るかどうか」だ。市場参加者の裏をかくタイミングでのインパクトのある介入を通じて、手の内を読ませず、いつ来るか分からない介入への警戒感を演出することが重要になる。

その意味では、今回、日本の通貨当局が介入の有無を明らかにしていないこと、さらに（共に介入していたという前提で）先月29日に159円台、今月2日に157円台と介入の発動水準を変えていることは、市場の疑心暗鬼を台頭させるのに有効と考えられる。

3) 米政府の理解

介入を続ける上では、介入の対象通貨（ドル）の発行国である米政府の理解を得ることも極めて重要なポイントになる。

円買い介入の原資となる外貨準備高は直近3月時点で1.29兆ドル（約200兆円）に達していることから、当然全てを使うわけにはいかないにせよ、計算上の介入余力はかなりあるように見える。ただし、それは米政府の理解が得られている限りにおいての話だろう。

米政府は「為替操作国」の認定制度を持つように、もともと人為的な為替操作を嫌う傾向が強い。

¹ なお、5月9日には4月末分の外貨準備の状況が公表されるが、4月29日に介入していた場合の決済日は5月1日となるため、介入による状況変化は4月末分には反映されていないとみられる。

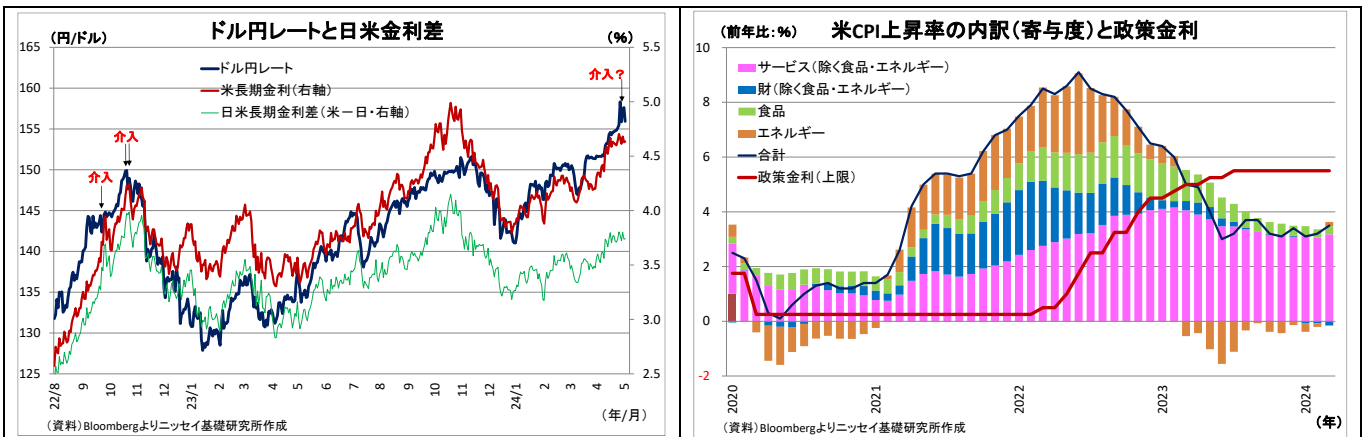
日本の介入に対して米政府が反発や不快感を示したりすれば、日米の力関係上、無視することは難しいはずであり、市場においては「今後、介入は出来なくなった」との見方から円売りが進みかねない。従って、米政府の積極的な賛同や協力までは得られないにしても、介入への理解を得続けることが出来るかどうかという点は、介入の持続可能性に大きな影響を及ぼすだろう。

(厳しい長期戦を余儀なくされる恐れ大)

振り替えると、2022年秋の円安局面では、9月22日に介入が開始され、10月に2度追加実施されたのみで留まった。同年11月上旬にCPIの鈍化を受けて米利上げ加速観測が後退し、日米金利差縮小を通じて円安圧力が後退したためだ。つまり、当時の介入を巡る攻防は正味2カ月弱であったということになる。

一方、今回はより長期戦となる可能性が高い。従来想定されていたよりも米国経済が堅調で物価上昇圧力も強いいため、FRBは今年終盤まで利下げ開始を見合わせる可能性が高く、ドルが買われやすい(=円が売られやすい)地合いが長引くとみられるためだ。

従って、日本の通貨当局は厳しい長期戦を余儀なくされることになりそうだ。介入を大規模かつ多頻度で実施すれば、為替操作の色彩が強まり、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。そうだからと言って、介入を手控えすぎると今度は市場に見透かされ、円安がさらに大きく進むリスクが高まってしまう。政府の手腕が今まさに問われている。



2. 日銀金融政策(4月)

(日銀) 現状維持

日銀は4月25~26日に開催した金融政策決定会合(以下、MPM)において、金融政策の現状維持を決定した。なお、声明文の様式はこれまでと一変した。政策金利について、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0~0.1%程度で推移するよう促す」としたうえで、その他については詳細な記述の代わりに、「なお、長期国債およびCP等・社債等の買入れについては、2024年3月の金融政策決定会合において決定された方針に沿って実施する」と記載された。

ちなみに、前回3月MPMでは、金融市場調節方針(政策金利の設定)について2名(中村委員と野口委員)、長期国債買入れについて1名(中村委員)の反対票が出たが、今回は全員一致での決定となった。

声明文とともに公表された展望レポート（四半期に一度公表）では、消費者物価上昇率（除く生鮮食品）の政策委員大勢見通し（中央値）として、2024年度分を前回1月時点の2.4%から2.8%へ（最近の原油価格上昇が主因とのこと）、25年度分を1.8%から1.9%へとそれぞれ上方修正し、新たに公表した26年度分は2%に程近い1.9%とした。また、レポートの文中では、「消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップの改善に加え、賃金と物価の好循環が引き続き強まり中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には物価安定の目標と概ね整合的な水準で推移すると考えられる」と表記している。

そのうえで、金融政策運営については、「先行きの経済・物価・金融情勢次第であり、この点を巡る内外の経済・金融面の不確実性は引き続き高い」としつつも、「以上のような経済・物価の見通しが実現し、基調的な物価上昇率が上昇していくとすれば、金融緩和度合いを調整していくことになるが、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている」と説明している。

会合後の総裁会見において、植田総裁は物価目標達成について、「全般的に物価情勢が上振れてきている」、「見通し達成の確度が上がっている」と前向きに評価。展望レポートで示した物価見通しが「本当に実現していけば、ほぼ持続的・安定的な2%の物価上昇の実現にかなり限りなく近づく」とし、「特に見通し期間の後半について、この通りの姿になっていくということであれば、ここでは私どもの政策金利もほぼ中立金利の近辺にあるという状態にあるんだろうなという展望は持っている」との見解を示した。

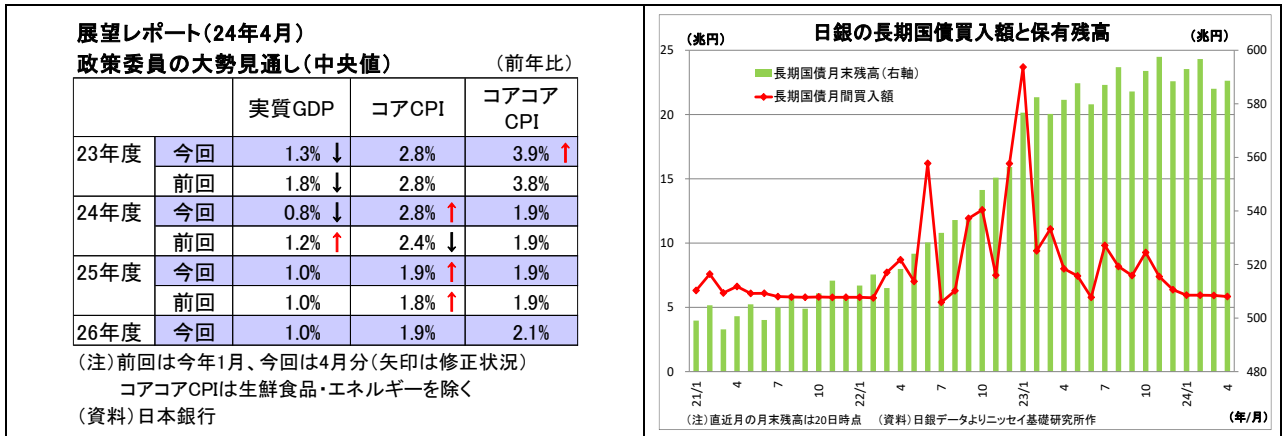
一方で、「基調的な物価上昇率はまだ2%を下回っているというふうに考えていますので、緩和的な金融環境、現実的には今のところは0~0.1%という短期金利の水準が適当である」と言及した。さらに、利上げの影響は住宅ローンの借り手など広範な経済主体に及ぶことを指摘し、「多様な影響を考慮しつつ、利上げを注意深く、やるのであれば進めていくということになる」と述べた。

市場で縮小観測が煽っている長期国債買入れの減額については、将来的な減額を視野に入れていることに触れた後、「今日の会合では6兆円で続けるということに関して特に反対は出なかった」、「具体的にいつの時点でということを示し上げられる段階ではない」と回答。国債買入れの幅については、日々のオペにおいて金融市場局がある程度の幅を持って決定し得るとした上で、「長期的にオペの金額を減らしていくという際には、政策委員会でも決定して、きちんとアナウンスをして進めていくということになる」と説明した。

また、会見では、足元で円安が進んでいることを踏まえ、円安が金融政策に与える影響に関する質問が相次いだ。総裁は、「まず、金融政策は、為替レートを直接コントロールの対象とするものではない」とした上で、「仮に、（中略）基調的な物価上昇率に無視し得ない影響が発生するというのであれば、金融政策上の考慮あるいは判断材料となる」との見解を示した。そして、具体例として、「（為替変動が）長期化するという場合、（中略）24年のインフレ率に影響が出て、来年の25年の春闘の賃金上昇率に跳ねるようなことになれば、それは影響が長期化する、あるいは「第二の力」に影響する基調的な物価の動きに影響するということになるということ」、「そういう動きが予想できるような状況になれば、それは（25年春闘より）もっと手前で判断できる」と付け加えた。

一方、総裁は、これまでの円安の影響について、「基調的な物価上昇率に（中略）今のところ大きな影響を与えているということではない」とし、記者からの「今回は基調的な物価上昇率への影響は無視できる範囲だったという認識でよいか」との問いに対しても「はい」と答えた。また、円

安の影響が現れる輸入物価についても、「21年から22年にかけてものすごい上昇したわけですが、それと比べると足元の上昇はそれほどものではない」との認識を示した。



(今後の予想)

今回の展望レポートや総裁会見からは、日銀が物価目標の持続的・安定的な達成に向けて徐々に自信を深めている印象を受けた。今後も日銀は追加利上げを模索し続けることになるだろう。

とはいえ、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と見ている。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。世論や政治から強い反発や懸念を招く恐れもある。従って、日銀は利上げを正当化できる強い根拠である「来春闘での高めの賃上げ見通し」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、日銀は物価目標の持続的・安定的な達成に向けて自信を強めつつあり、金利の正常化意向も感じられることから、利上げが数カ月前倒しされるリスクもある。また、今後も円安に歯止めがかからない場合には、日銀に対して円安抑制のための利上げを求める声が強まり、いずれにせよ将来の利上げを模索している日銀が、後押しされる形で数カ月前倒しで利上げに踏み切る可能性も否定はできない。

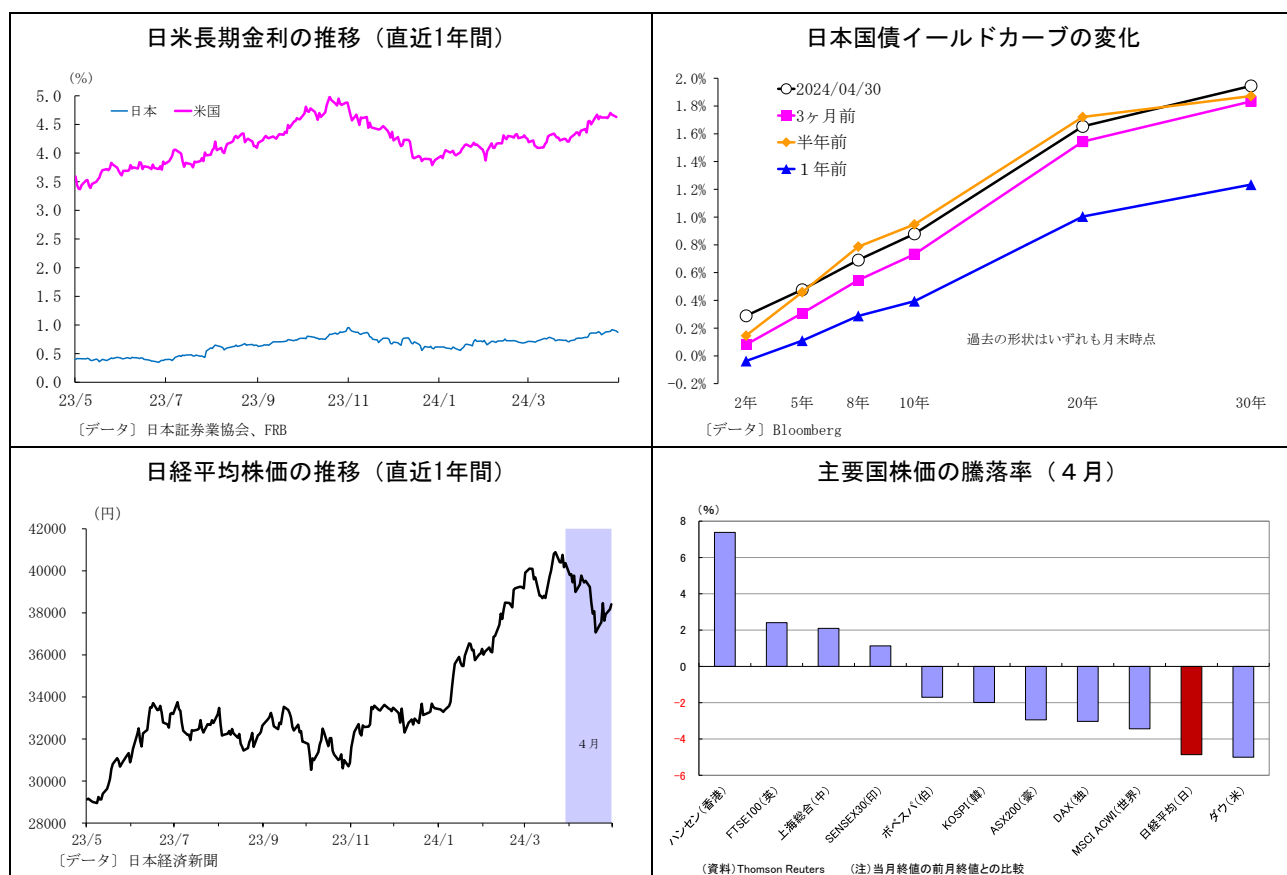
3. 金融市場(4月)の振り返りと予測表

(10年国債利回り)

4月の動き(7) 月初0.7%台半ばでスタートし、月末は0.8%台後半に。

月初、日銀短観の好調な結果や米金利上昇を受けて、2日に0.7%台後半にやや上昇。その後も日銀の追加利上げ観測や利下げ観測後退に伴う米金利上昇が追い風となり、10日に0.8%へ。翌11日には、米CPIの上振れを受けた米金利上昇に加え、インフレ要因となる円安進行を受けた日銀追加利上げ観測台頭もあり、0.8%台半ばへ水準を切り上げた。その後は中東情勢の緊迫化に伴う安

全資産の国債需要でやや下げる場面もあったが、堅調な指標を受けた米金利上昇・円安が金利上昇圧力となり続けた。月終盤には、「日銀が国債買入れ縮小の方法を検討する」との報道を受けて一時0.9%台に乗せたが、MPMで買入れ額が維持されたことで低下し、月末は0.8%台後半で終了した。



（ドル円レート）

4月の動き (↗) 月初151円台半ばでスタートし、月末は156円台後半に。

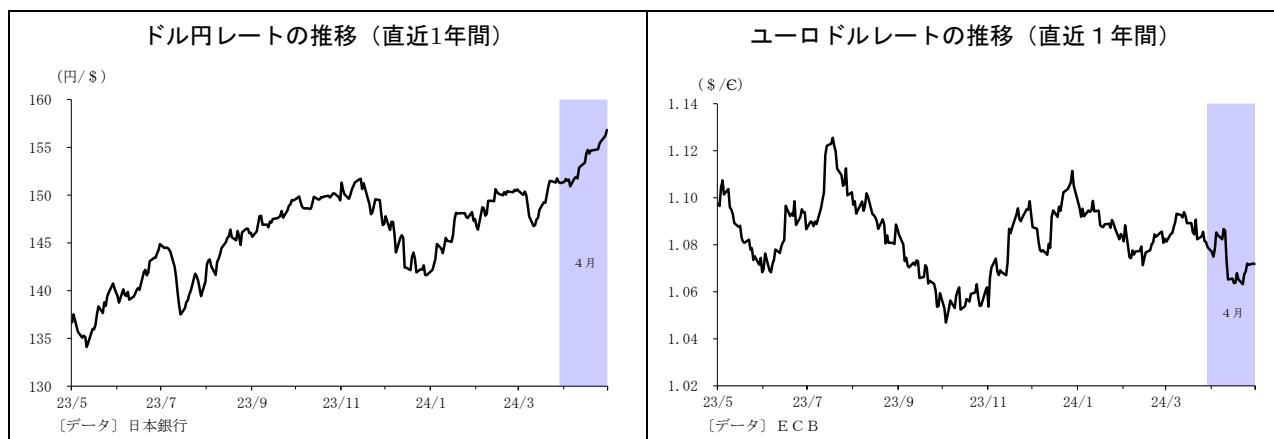
月の上旬は、原油価格の上昇や米雇用統計の良好な結果を受けたドル高圧力と、円買い介入への警戒が交錯し、151円台での推移が継続。その後、CPIが予想を上振れたことで米利下げ観測が後退し、12日には153円前後に。以降も堅調な米経済指標を背景にドル高圧力が続き、16日には154円台、25日には155円台に乗せた。この間、日本政府は口先介入を連発したほか、日米韓財務相会議の声明で円安懸念に言及するなど円安けん制を続けたが、実弾介入が見送られる中でズルズルと円安が進行。26日のMPMで強い円安けん制が無く、追加利上げへの警戒が後退したことで円安が加速し、29日には一時160円を突破したが、政府が円買い介入に動いたとみられ、月末は156円台後半で終了した。

（ユーロドルレート）

4月の動き (↘) 月初1.07ドル台半ばでスタートし、月末は1.07ドル台前半に。

月初、1.07ドル台で推移した後、パウエルFRB議長の発言がインフレ抑制に楽観的と受け止められたことで、4日に1.08ドル台半ばへ上昇。しばらく1.08ドル台で一進一退となった後、予想を上回る米CPI結果や中東地政学リスクへの警戒を受けてドル高が進み、12日には1.06ドル台半ばまで下落した。その後も米利下げ後ろ倒し観測が燦る中で1.06ドル台での低迷が継続したが、中東地政学リスクに対する警戒感の緩和や予想を上回るユーロ圏の経済指標を受けてユーロがやや

戻し、月末は1.07ドル台前半で終了した。



金利・為替予測表 (2024年5月2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	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1
米国	FFレート (期末)	5.50	5.50	5.50	5.25	5.25	5.00
	10年金利 (平均)	4.2	4.5	4.4	4.2	4.0	3.9
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	158	156	152	148	145
ユーロドル	(平均)	1.09	1.07	1.06	1.08	1.09	1.10
ユーロ円	(平均)	161	168	165	164	161	160

(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。