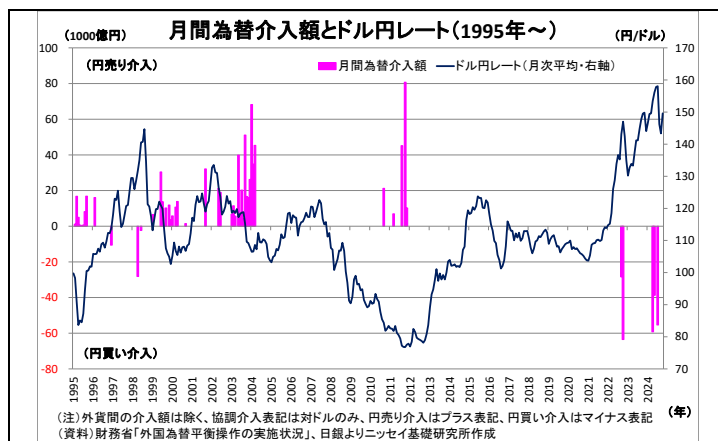


Weekly
エコノミスト・
レター為替介入の軌跡を振り返る
～2022 年以降のまとめと今後の行方経済研究部 上席エコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 政府が 24 年ぶりの円買い介入に踏み切った 2022 年以降の介入動向を振り返ると、3 つの局面で合計 7 日、24.5 兆円規模の介入が実施された。
2. この間の介入運営の特徴をまとめると、①国際的な合意である「過度な変動や無秩序な動きへの対応である」と主張しやすい状況にするため、水準として円安であるのみならず、一定程度円安が進んだ段階・投機筋の円売りが目立つ状況下で、米当局の容認を得たうえで介入を実施。②市場の不意を突くタイミングで巨額の資金を一気に投入することで円を急伸させ、介入の存在を印象付ける一方で覆面化することで市場参加者を「疑心暗鬼」に陥らせるとともに、外貨準備内の米国債売却を通じて介入余力の存在をアピールすることで、円売りを仕掛けづらい地合いの形成を図ったことがうかがわれる。
3. 為替のトレンドを決定づけるのはファンダメンタルズであるため、介入によって円安トレンドを転換させることはそもそも不可能だ。ただし、そうした中でも、各介入の後には全てのケースで投機筋の円売りが縮小し、多くのケースで円安の進行ペースが鈍ったり一旦休止したりしていることから、「巧みな介入運営によって一定程度円安の進行を抑制し、ドル安圧力が高まるまでの時間を稼いだ」という評価は可能と考えられる。
4. 円安圧力は未だ燦っているため今後も介入が再開される可能性は残っている。具体的には、仮に投機的な円売りを伴う形で円安が進んで 160 円をうかがうような展開となれば、介入が再開される可能性が高いと見ている。その際に注目されるのは「介入の司令塔である財務官交代の影響」と「米国の政権交代の影響」だ。とりわけ、仮にトランプ氏が大統領選で勝利した場合には、同氏の言動は予測困難なだけに、日本の介入に対してどのようなスタンスで応じるかは見通しづらい。



1. トピック： 為替介入の軌跡を振り返る

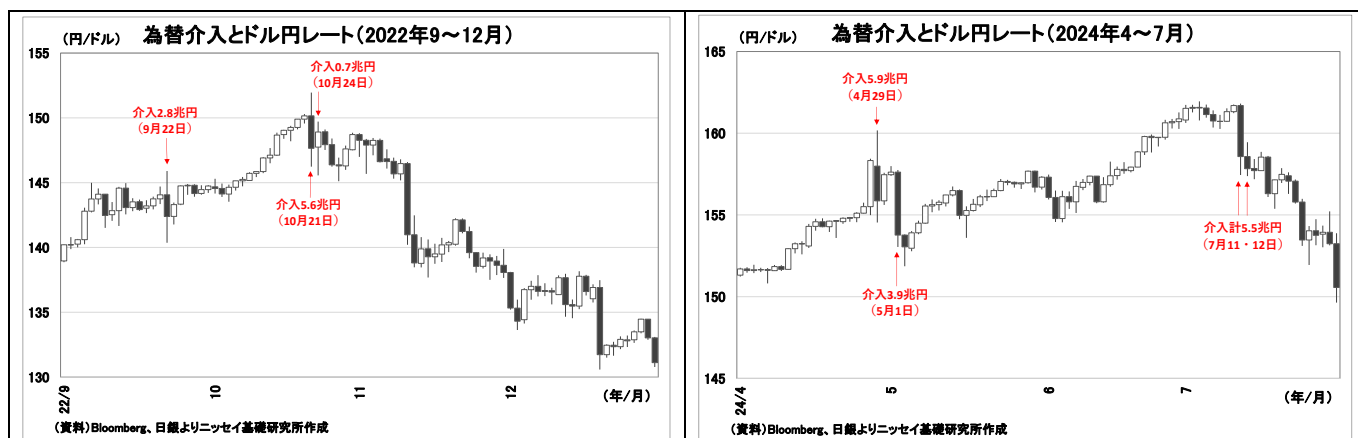
9 月半ばに一時 1 ドル 140 円を一旦割り込んだドル円レートは、足元で 152 円台を付けるなど円安が再燃しており、政府・日銀（以降、「政府」と記載）が円買い為替介入に再び踏み切る可能性が市場で意識されつつある。

そこで、政府が 24 年ぶりの円買い介入に踏み切った 2022 年以降の動向を改めて振り返り、先行きについて考察したい。

（3 つの局面で計 24.5 兆円規模の介入を実施）

まず、これまでの経緯を振り返ると、円安基調が続くなか、政府は①2022 年 9 月 22 日に 24 年ぶりとなる円買い介入に踏み切った。さらに翌 10 月にも②21 日・③24 日に介入を実行した。その後は円安が一旦修正されたためしばらく手控えられたが、今年に入って円安がさらに進んだことを受けて介入を再開し、④4 月 29 日、⑤5 月 1 日に実施。さらに 7 月に入ってから⑥11 日・⑦12 日に介入を実施したと推測される¹。

従って、介入が行われた局面を大きく分けると、2022 年秋（3 日）、2024 年春（2 日）、2024 年夏（2 日）ということになり、この 3 つの局面において合計 7 日、24.5 兆円規模の円買い介入が実施されたことになる。



（2022 年以降の介入の特徴）

2022 年以降の介入について特徴をまとめると、まず、介入実行時の正確な為替レートは不明だ²。ただし、介入が行われた日のドル円の高値を見ると（次の各番号は上記の各介入日を示す）、①145.9 円、②151.95 円、③149.71 円、④160.17 円、⑤157.99 円、⑥161.81 円、⑦159.45 円であったため、それぞれ水準こそ異なるものの、歴史的な円安局面で実施したという点は共通している。

さらに、介入の前に比較的大きな円安方向への動きがあったことも共通している。例えば、各介入ともに直前または当日に 40 営業日前（約 2 カ月前）比で見ると、5 円以上円安が進行した状況で

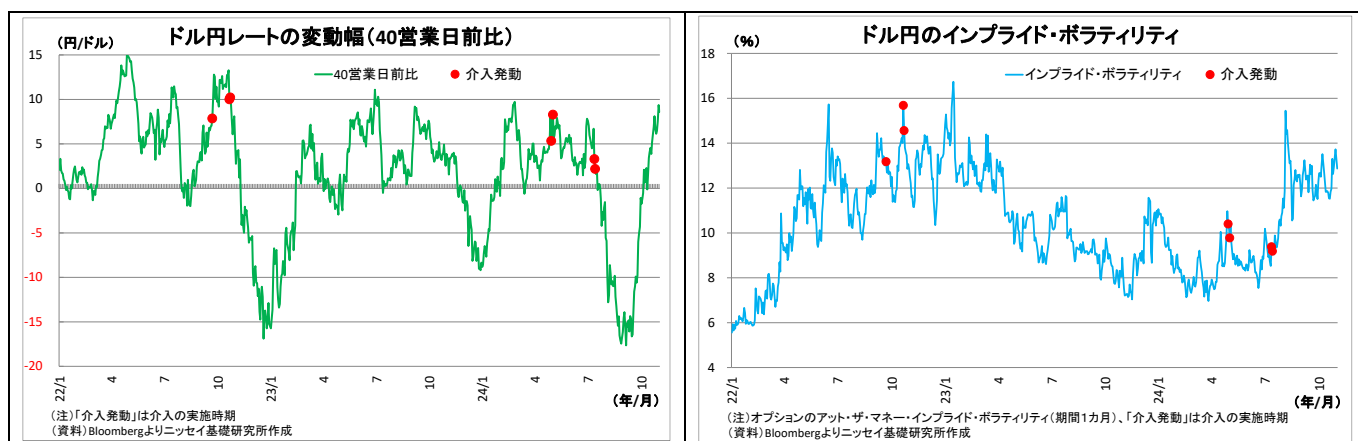
¹ 具体的な介入の日付は未公表だが、財務省は 6 月 27 日～7 月 29 日の間に総額 5 兆 5348 億円の為替介入を実施したことを公表済み。別途、6 月に介入は実施されていないことが判明しているため、上記の介入は 7 月 1 日～29 日の間ということになる。そのうえで、日銀当座預金の日々の動きからは 11・12 日に介入が実施されたと推測される。当稿では、以下、基本的に両日に介入が実施されたものとみなして記述を行う。

² 介入に関する最も詳細な開示は日次レベルで、時間は不明であるため。

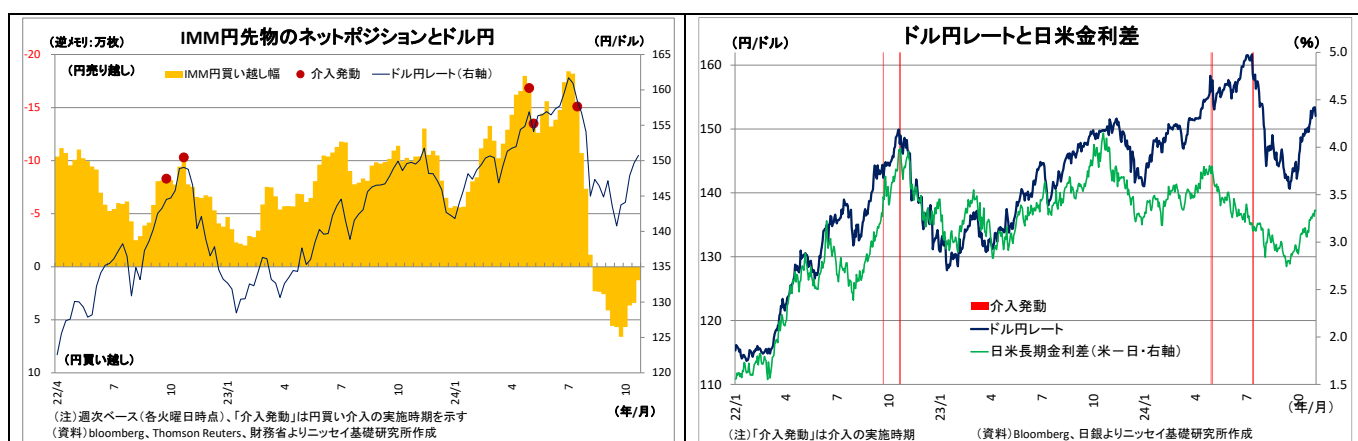
実施されている。

この背景には、G7 等でも合意されている通り、国際社会で主要先進国に認められているのは、「為替レートの変動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」に限られるという事情があると考えられる。政府が公式見解として、「為替の水準を判断基準としていない」と言うのは建前に過ぎない（実際、水準としてさほど円安でない場合には大きな変動が有っても介入されていない）とみられるが、介入に際して国際的な理解を得るためには、為替レートが大きく動いて「過度な変動や無秩序な動き」の存在を主張できることが重要になる。

ちなみに、当然のことだが、「過度の変動」の定義については明確にされていない。明確にすれば、手の内をさらすことになるためだ。介入を指揮してきた神田前財務官はかつて、「インプライドボラティリティーやボリンジャーバンドだけではなく、いろいろ見ている」、「いろいろな指標や要素を注視してそれを総合的に勘案している」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。従って、介入の判断は特定の指標に基づいたものではなく、ある程度裁量的に実施しているとみられる。



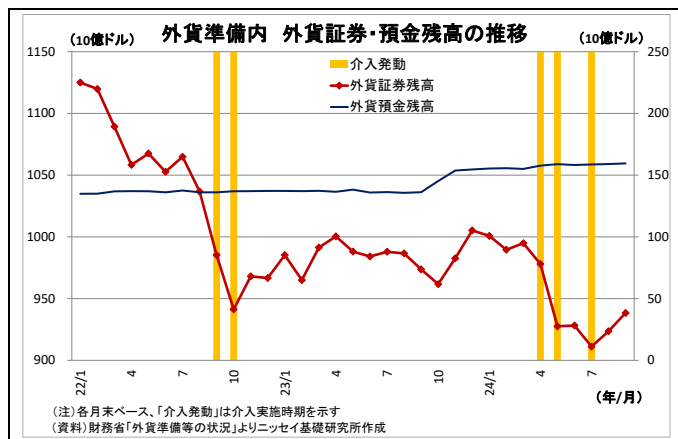
また、ヘッジファンドなどの投機筋による円売りポジションが溜まっているか、円売りにシフトした段階で実施されているという点も各介入に共通している。政府は常々、「為替はファンダメンタルズに基づいて推移することが望ましい」との見解を示しているが、投機筋の円売りが活発化すると、ファンダメンタルズを反映する日米金利差とドル円の動きの間に乖離が生じやすい。投機筋が円売りを進め、ドル円と日米金利差と乖離した段階で介入を実施することで、国際的に許容されている「無秩序な動き」への対応と主張しやすいことが背景にあると考えられる。



さらに、円買い介入の原資として、外貨準備のうち米国債が中心とみられる外貨証券の売却資金を充てているとみられることも、各介入に共通している。

実際、介入前後の外貨準備の動きを確認すると、各介入の前後で外貨預金の残高が変わっていないのに対し、外貨証券は明確に減少している³。

かつては、「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ため、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。そこで、米政府の了承を取り付けたうえで米国債を売却し、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。



その他の特徴としては、「2022年9月の初回を除いて全て（介入実施を公表しない）覆面介入であること」、「1日当たりの介入額が平均3.5兆円と過去に比べて巨額であること」、「介入によって、それぞれ2～6円程度円が急伸したこと」、「1日で終わらず、積みかけるように近日中に追加介入を行うパターンが多いこと」、「それぞれ、日本時間の早朝や深夜、米国の重要指標発表後しばらくしてから、など市場参加者が不意を突かれやすいタイミングであったこと」、「この間、米当局からの強い反発は無かったこと」等が挙げられる。

以上のことから、2022年以降の介入については、以下の運営姿勢や工夫がうかがわれる。

- 1) 国際的な合意である「過度な変動や無秩序な動きへの対応である」と主張しやすい状況にするため、水準として円安であるのみならず、一定程度円安が進んだ段階・投機筋の円売りが目立つ状況下で、米当局と調整して容認を得たうえで介入を実施。
- 2) 市場参加者の不意を突くタイミングで巨額の資金を一気に投入することで円を急伸させ、介入の存在を印象付ける一方で覆面化することで市場参加者を「疑心暗鬼」に陥らせるとともに、外貨準備内の米国債売却を通じて介入余力の存在をアピールすることで、円売りを仕掛けづらい地合いの形成を図った。

もちろん、為替のトレンドを決定づけるのは金融政策など日米のファンダメンタルズであることから、日本政府単独の介入によって円安トレンドを転換させることは不可能だ。介入後に円高に転じたケースについても、米金融政策に対する市場の観測の変化などによってドル安圧力が高まったことが背景にある。ただし、そうした中でも、各介入の後には全てのケースで投機筋の円売りポジションが縮小し、多くのケースで円安の進行ペースが鈍ったり一旦休止したりしていることから、「巧みな介入運営によって一定程度円安の進行を抑制し、ドル安圧力が高まるまでの時間を稼いだ」という評価は可能と考えられる。

³ 外貨準備は証券の売買、預金の取り崩しのほか、為替の変動（ドル以外の通貨のドル換算価額の変動）や金利の受取、証券への再投資などでも変動する。

（今後の介入の行方）

足元では、既述の通り、1 ドル 152 円台まで円安が再燃している。今後のメインシナリオとしては、FRB の利下げと日銀の利上げに伴う日米金利差を背景に次第に円高基調になっていくと考えているが、さらに円安が進むリスクも小さくない。

今後さらに円安が進むケースとしては、①米国経済が引き続き堅調を維持し、FRB による利下げ観測が後退する場合、②来週の米大統領選でトランプ大統領が勝利し、そのインフレ促進的な政策が意識されて米金利上昇を通じたドル買いが活発化する場合、③国内の政局がさらに混迷し、日銀の利上げ観測が大きく後退する場合、などが挙げられる。

現状では投機筋の円ポジションが円買いにやや傾いているだけに、これらの材料を基にポジションが大きく反転した場合の円安圧力は軽視できない。

従って、今後も円買い介入が再開される可能性は残っている。具体的には、仮に投機的な円売りを伴う形で円安が進んで 1 ドル 155 円を突破し、さらに 160 円をうかがうような展開となれば、介入が再開される可能性が高いと見ている。

その際に注目されるのは以下の二点となる。

一つは、介入の司令塔である財務官交代の影響だ。2022 年から直近までの介入を最前線で指揮した財務省の神田財務官は 7 月末で退任しており、後任として三村前国際局長が就任している。介入は組織として行っているものであり、これまでの知見の蓄積もあるため影響は限られるかもしれないが、今後介入の運営やその効果にある程度変化が出てくる可能性も否定できない。

そしてもう一つの注目点は米国の政権交代の影響だ。トランプ氏が大統領選に勝利した場合、同氏の言動は予測困難なだけに、日本の介入に対してどのようなスタンスで応じるかは見通しづらい。

同氏は製造業支援のためのドル安を志向する傾向が強いため、円買いドル売り方向の介入を歓迎するかもしれないが、一方でドル安は米国にとってはインフレ要因になること、大規模介入にあたっては大量の米国債売りが発生することから難色を示す可能性もある。また、民主党のハリス氏が新大統領に就任する場合でも、米国側の責任者である財務長官が現職のイエレン氏から交代する可能性がある。

「今後も円買い為替介入が円安の防波堤であり続けられるか」が試される局面が迫ってきているのかもしれない。

2. 日銀金融政策(10 月)

（日銀）変更なし

日銀は 10 月 30 日～31 日に開催した MPM において、金融政策の現状維持を決定した。これまで同様、無担保コールレート（オーバーナイト物）を 0.25%程度で推移するように促すこととした（全員一致での決定）。

二会合に一度公表される展望レポートでは、政策委員の大勢見通しにおいて、消費者物価上昇率（除く生鮮食品）が見通し期間（2024～26 年度）後半に 2%の物価安定目標と概ね整合的な水準で推移するとの見通しが維持された。2025 年度については、原油等の資源価格下落の影響などによっ

て前回（7月）展望レポートからやや下方修正したものの、コアコア（除く生鮮食品・エネルギー）では前回レポートでの見通し（1.9%）が維持されている。

同レポートの本文中では、物価に関するリスクバランスを前回レポート同様、「上振れリスクの方が大きい」に存置した。さらに、賃金の現状認識を「名目賃金ははっきりと増加している」と、前回レポートでの「昨年を上回るしっかりとした賃上げが実現した」との記述からやや上方修正。先行きについても、「名目賃金は（中略）はっきりとした増加が続く」と、前回レポートでの「賃金上昇率は（中略）基調的に高まっていく」から前進させている。

なお、金融政策運営については、「現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、以上のような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、それに応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになる」との方針を維持した一方で、「そのうえで、米国をはじめとする海外経済の今後の展開や金融資本市場の動向を十分注視し、わが国の経済・物価の見通しやリスク、見通しが実現する確度に及ぼす影響を見極めていく必要がある」との記述を加えている。

会合後の植田総裁会見では、今後の利上げのタイミングについて、「予断は持っておらず、今後、毎回の決定会合において、その時点で利用可能な各種のデータや情報から、経済・物価の現状評価や見通しをアップデートしながら政策判断を行っていく」との方針が示された。

これまで繰り返し表明していた「政策判断に当たっての時間的な余裕はある」との文言については、「米雇用統計の下振れなどを受けて市場が非常に荒い動きになったことを重要なリスクと判断し、他のリスク以上に注意深く検討していくという意味で8月以降に使い始めたもの」（筆者による要約）との趣旨を説明したうえで、「（米国経済の）リスクの度合いは少しずつ下がってきている」ことから、「このリスクに光を強く当てて、時間的余裕を持ってみていくという表現は不要になるのではないかというふうに考えて、今日も使っていない」、「米国経済に関するある種のリスクに特に注目するということは（中略）いったんやめて、普通の金融政策決定のやり方に戻る」と説明した。

国内の経済・物価情勢については、「賃金は（中略）2%のインフレ目標と整合的な範囲に入ってきているという面がある」としたうえで、「これが今後も続いていくかどうか、（中略）が焦点になってくる」、「所定内給与でみて概ね3%の対前年比伸び率という姿になってきているので、これが続けば、私どもの見通しが実現する確度は少しずつ高まっていく」との見解を示した。物価に関しては、「ある程度（賃金の）サービス価格への転嫁の動きが広がっていることは確認できたが、これが全国でみてもそうか、あるいは今後も一段と広がっていくかというところについては、丁寧にみていきたい」と述べた。

注目される来春闘については、「今年と広い意味で同じ程度の賃上げ率になっていけば、私どもの目標にとっては良い動きかな、というふうには思うが、それだけで利上げの判断をするということではもちろんない」と説明した。

足元で進む円安に関しては具体的な言及を避けながらも、「過去と比べると、為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている面がある点には、引き続き留意する必要がある」とけん制の色を滲ませた。

自公の過半数割れによって高まっている国内政治の先行き不透明感の影響については、「足元の

政治情勢が物価見通しに直接は影響しない」としつつ、「何か政策的に大きな動きが打ち出されてきたときには、それが影響する可能性があるので、それは考慮して見通しを適宜修正していく」との方針を示した。

なお、会見では、次回 12 月の MPM において、昨年来続けられている多角的レビューの内容を取りまとめ、会合後に公表する予定であることが併せてアナウンスされている。

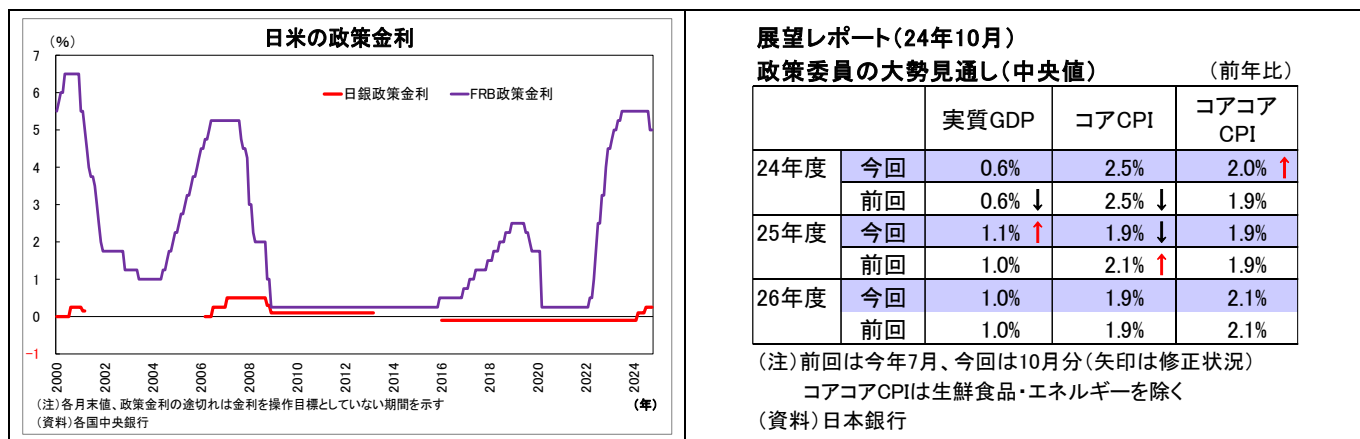
(今後の予想)

前回 9 月 MPM 以降、米国経済を巡る不透明感が後退し、円安が再燃しつつあることは追加利上げを促す材料となっている一方、後ろ盾であった岸田氏が首相を退任し、新たな首相となった石破氏のもとで実施された衆院選で与党が過半数を割り込むなど、国内の政治情勢が不透明感を強めたことは利上げの逆風になっていると考えられる。また、米大統領選の結果が明らかになっていないことから、米国経済の先行き不透明感も引き続き強いと言えるだろう。

そうした中で、今回の総裁会見では、米国経済の評価をはじめ、予想していたよりも利上げに前向きな姿勢が示された印象だ。「政策判断に当たっての時間的な余裕はある」との文言を取り下げて毎回の会合で判断していく姿勢を強調したのは、次回会合の縛りになりかねない同文言を取り下げることで政策の自由度を確保し、12 月利上げの可能性を残す狙いがあったと考えられる。

筆者の中心的な見通しとしては、日銀は来年 1 月 23-24 日の MPM において、政策金利を 0.50% 程度へ引き上げると引き続き予想している。1 月には年末商戦の結果も含めて米国経済がソフトランディングへ持続的に向かっている姿がよりクリアになっているうえ、上旬に行われる支店長会議などを通じて（来年 2 月に本格化する）来春闘での高めの賃上げ継続がかなり具体的に見通せる状況になっていると見込まれるためだ。1 月は次回展望レポート公表のタイミングであるため、追加利上げに至った説明をしやすいという利点もある。

ただし、利上げの時期に関しては為替動向の影響を強く受けそうだ。今後年末にかけて大幅な円安が進む場合には、7 月利上げの際と同様、「物価の上振れリスクが高まった」として、利上げが 12 月に前倒しされ得る。このケースでは、円安による物価高を懸念する政治サイドも利上げに理解を示すと思われる。

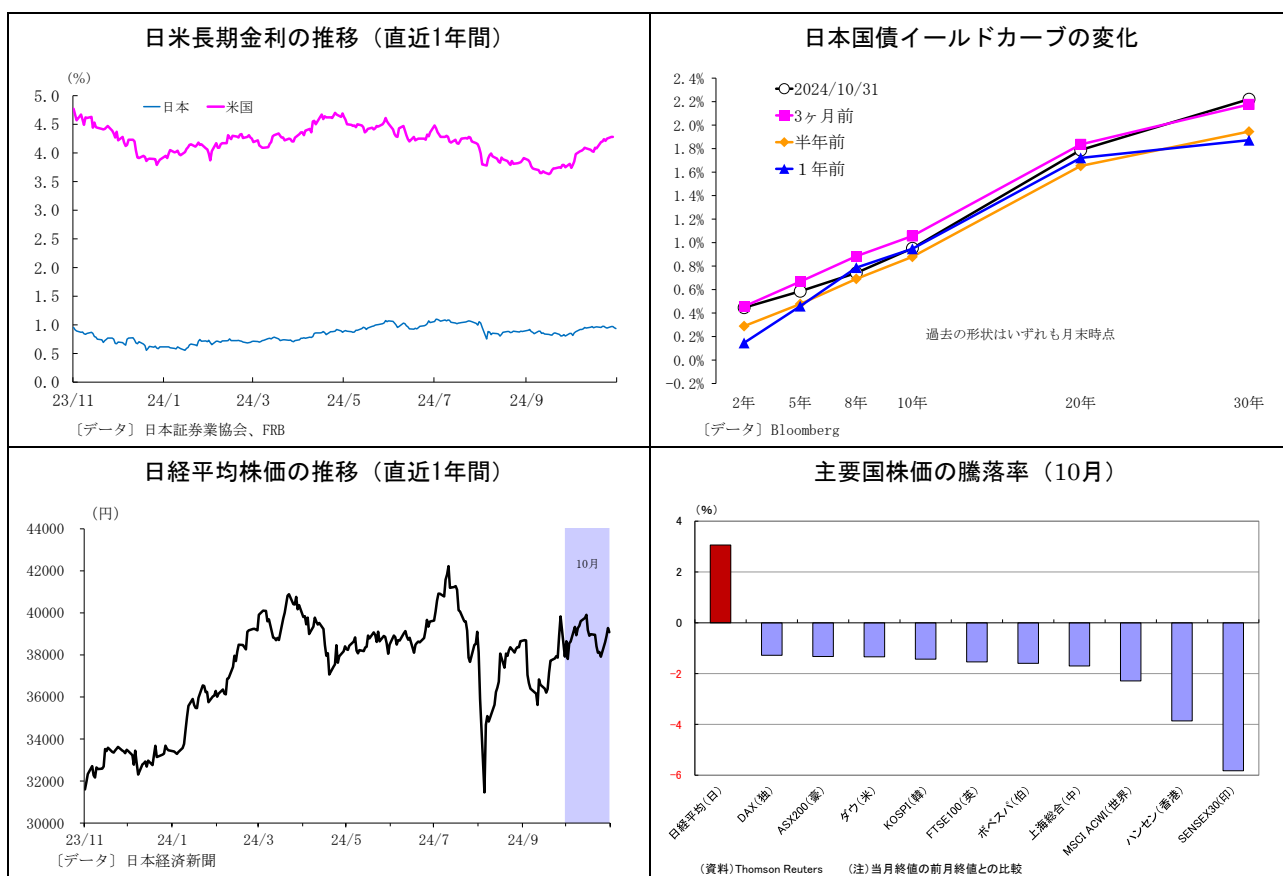


3. 金融市場(10月)の振り返りと予測表

(10年国債利回り)

10月の動き (ア) 月初 0.8%台半ばでスタートし、月末は 0.9%台前半に。

月初、中東情勢の緊迫化を受けて一旦低下した後、米経済指標の改善に伴う米利下げ観測後退を受けて上昇に転じ、米雇用統計の良好な結果を受けた7日には 0.9%台前半に。さらに円安の再燃に伴う日銀追加利上げ観測の持ち直しもあり、10日には 0.9%台半ばへ。その後も、堅調な米経済指標を背景とした米ソフトランディング期待と日銀による利上げ観測が支えとなり、0.9%台半ばから後半での推移が継続。下旬には、衆院選での与党過半数割れを受けて財政拡張的な野党との協調観測が高まったことも長期金利の支えになった。月末は日銀の利上げ見送りを受けてやや低下し、0.9%台前半で終了した。



(ドル円レート)

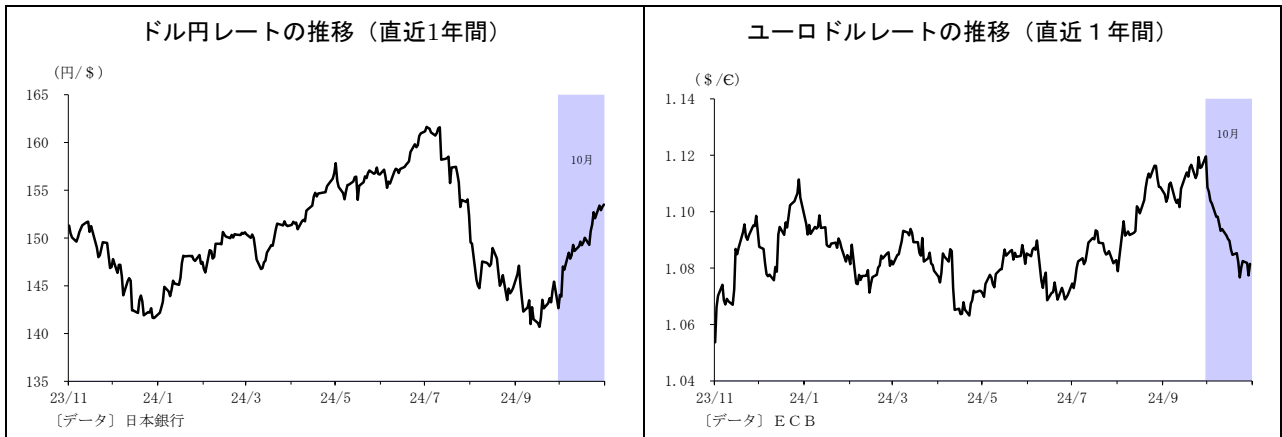
10月の動き (ア) 月初 144 円台前半でスタートし、月末は 152 円台前半に。

月初、堅調な米経済指標の公表に加え、石破首相が追加利上げに慎重な発言を行ったことで日銀の追加利上げ期待が後退し、3日に 147 円付近へ円が急落。さらに米雇用統計の良好な結果を受けてドル高に弾みが付き、10日には 149 円台前半に到達。その後はしばらく一進一退となったが、小売売上等の米経済指標の堅調な結果やインフレ促進的な政策を掲げるトランプ氏の米大統領再選観測の高まりを受けて、24日には 152 円台後半に。下旬には衆院選での与党過半数割れを受けて、政局の混乱によって日銀の利上げが遅れる可能性が意識され、28日に 153 円台後半に到達。月末は、MPM 後の植田総裁会見でのタカ的な発言を受けて円が買われ、152 円台前半で終了した。

(ユーロドルレート)

10月の動き (ㇿ) 月初 1.10 ドル台後半でスタートし、月末は 1.08 ドル台半ばに。

月初、堅調な米経済指標が相次ぐ一方、ECB の早期利下げ観測も相まって下落基調となり、良好な米雇用統計結果を受けた 7 日には 1.09 ドル台後半に。その後もユーロ安の流れは続き、米小売売上の良好な結果と ECB の利下げを受けた 17 日には 1.08 ドル台後半を付けた。さらにユーロ圏経済の先行き不透明感を背景とする ECB の利下げ観測は重荷となり、23 日には 1.07 ドル台後半にまで下落した。月の終盤は持ち高調整的なユーロ買いも入り、一進一退となった後、ユーロ圏 GDP の予想比上振れを受けてユーロが買い戻された。月末は 1.08 ドル台半ばで終了した。



金利・為替予測表 (2024年11月1日現在)

		2024年		2025年			
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		実績	予想				
日本	コルレート (誘導目標・期末)	0.25	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75
	10年金利 (平均)	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2
米国	FFレート (期末)	5.00	4.50	4.25	4.00	3.75	3.50
	10年金利 (平均)	4.0	4.1	3.9	3.8	3.6	3.6
ユーロ圏	中銀預金金利 (期末)	3.50	3.00	2.50	2.25	2.00	2.00
	10年金利 (独、平均)	2.3	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1
ドル円 (平均)		150	149	145	143	141	140
ユーロドル (平均)		1.10	1.09	1.09	1.10	1.10	1.11
ユーロ円 (平均)		164	162	158	157	155	155

(注) コルレートは無担保・翌日物の誘導目標、レンジの場合は上限値を記載

(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。