

円安は止められるか

～過去の円買い介入に見る財務省の勝算～

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 24年ぶりの円買い介入に踏み切る

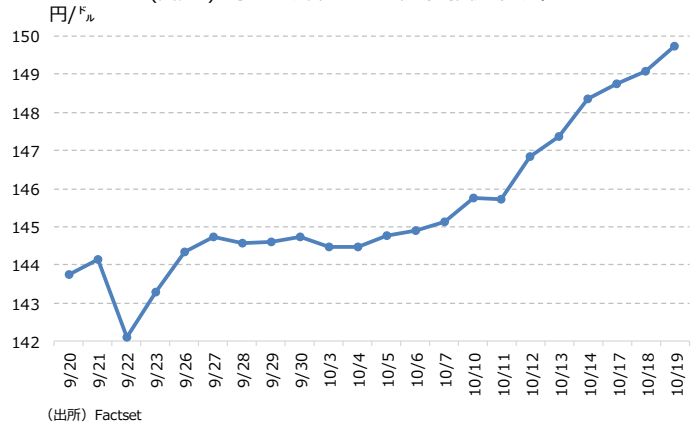
財務省が9月22日に円買いドル売り介入に踏み切ったときの規模が、3兆円前後に達したとの一報に接したときは驚いた（後日2兆8,382億円と判明）。事前の市場では、財務省が介入できるかどうかでさえ疑問視する向きが多く、介入自体が大きなインパクトになると目されていただけに、ゼロがひとつ違うという印象すら受けた。しかし、当日の為替相場は瞬間的に5円ほど円高方向に振れたものの、2営業日後にはほぼ元の水準まで戻るなど、改めて円売り圧力の強さが示された。その後2週間ほどもみ合いが続き、一方的な円安には歯止めがかかった可能性が示されたものの、追加介入の気配がないなか、再び円安方向への動きを強め、10月18日には149円/ドル台に達した。20日午前には149円96銭と、150円/ドル目前まで迫っている。介入時の水準が145円90銭近辺だったので、1ヵ月で約4円、円安方向に振れたことになる（図表1）。

これにより、介入は失敗だったと論じる向きも増えつつあるが、評価は時期尚早である。確かに、2兆8千億円もの大金をつぎ込んだ後の動きとしては、物足りないかもしれない。ただ、神田財務官が述べていたように、当初の目的が「過度なボラティリティの抑制」なのであれば、介入後の円相場の乱高下の頻度は下がっている。もともと、大幅な円の押し上げを目的とした介入はしないと米国に説明している可能性が高い。ファンダメンタルズに裏打ちされた相場の流れを人為的に止めようとしても限界がある。過去の円買い介入前後の相場の動きを見ても、それだけで為替相場のトレンドを変えたと言える局面はほぼなかった。米国との景況感格差や金利差等、ファンダメンタルズの相対感に変化が生じない限り、中期的な相場のトレンドは変わらない可能性が高い。この点、為替介入は常に時間稼ぎの性格を持つ。今回に関しては、米国の利上げサイクルにピークアウトの兆しが見えてくるまでの時間稼ぎであり、その成否は結局のところ米国の金融政策の動向に依存する。利上げサイクルが長引けば長引くほど、財務省としては苦しい立場に追い込まれる。終わる時期が見通せない以上、なるべく効果的、効率的に介入を行ないたいと考えているだろう。

2. 介入のスタイルに注目

最初は、財務省の介入方針に注目が集まった。明確な防衛ラインを定めて徹底した介入を繰り返すのか、あるいはスモーキングオペの範囲にとどめ、円安自体は容認するのかという点だったが、これについては後者の可能性が高いことが明らかになりつつある。

(図表1)9月20日以降のドル・円相場の推移（日足）



また、介入の際、財務官が「本日、断固たる措置をとった」と高らかに宣言する場合もあれば、ステルスで行なう場合もある。後者についても、一度に大きい売買の注文を入れる場合もあれば、ターゲット近辺に細かな円買い（売り）の玉を並べる手法もある。市場では、すでに追加介入が入っている可能性が指摘されている。日銀が毎営業日公表している「日銀当座預金増減要因と金融調整」と、短資会社が毎月公表している「資金需給予想」を突き合わせると、17日に1兆円前後の乖離が発生している。これは、13日に同規模の円買い介入があった可能性を示唆する。財務省としては、11年ぶりの為替介入であり、円買い介入としては24年ぶりである。トレーダーも代替わりが進んでおり、介入時の行動に慣れておらず、財務省も反応を読み切れない面がある。今後もさまざまな手法を試す方針かもしれない。そうしたなか、財務省と市場が互いの思惑を探り合う神経戦のような相場展開が続く可能性がある。

今後さらに円安が進んだ場合、当初の方針を変え、ある程度はつきりした防衛ラインを引く可能性も消えていない。この場合、当局の断固たる姿勢を市場に理解させることができるかどうか成否のカギを握る。成功すれば、介入を止めても投機筋の攻撃が収まる展開が期待できる反面、市場に明確なターゲットを示すことが裏目に出る可能性もある。円買い介入は、外貨準備を消費する分、市場に足元を見られやすく、ひとたび防衛ラインを破られたときの信認低下リスクが大きい。日本の外貨準備高は9月末時点で約180兆円あり、枯渇を心配する段階ではないものの、介入が大規模化、長期化すればするほど、米国の不興を買うリスクが高まるという問題もある。

3. 介入のタイミングも問題になる

追加介入のタイミングも焦点になる。一段と円安が進んだ局面で介入が入ると考えるのが自然だが、過去の例では、相場が膠着状態に入ってしまった後に、突然介入を繰り返すパターンや、円高方向に相場が反転した後に、流れに掉さず形で介入するパターンもあった。

過去の円買い介入の実績は図表2のとおりである。財務省が為替介入の情報を公開するようになった1991年以降、円買い介入が行なわれた局面は、1991～1992年と1997～1998年の大きく2つの局面のみであった。今後、財務省の出方や成否を予想するうえで、過去の円買い介入のパターンをおさらいしておくのも無益ではないだろう。

(図表2) 過去の円買い（ドル売り）介入実績

(四表二) 過去1年(1991年)				(四表二) 過去1年(1992年)			
年	月	日	金額(億円)	年	月	日	金額(億円)
1991年	5月	13日	139	1992年	6月	2日	420
		6月	211			3日	305
		13日	213			4日	178
1992年	1月	17日	63			10日	192
		2月	127			18日	255
		20日	769			25日	127
	3月	4日	138		7月	24日	286
11日		249	27日			192	
1992年	4月	1日	367		8月	7日	128
		27日	738			11日	32
		28日	731	1997年		12月	17日
		30日	200		18日		764
	19日	7,023					
	5月	22日	520	1998年	4月	9日	1,957
		27日	324			10日	26,201
		28日	507		6月	17日	2,312
29日		322	2022年	9月		22日	28,382

(出所) 財務省

4. 1991年の円買い介入と為替相場を取り巻く環境

まずは、1991年から1992年にかけての円買い介入局面である。1991年は5月と6月に計3回、1992年は、1月から8月にかけて小刻みに23回もの円買いドル売り介入を実施した（図表3）。

1991年は、バブル崩壊が深刻な問題として次第に人々の間に認知されはじめた時期であった。株価や地価の調整が続くなかで、日本の成長率が次第に鈍化、年後半には景気失速が明らかになった。1991年2月が景気の山だったことが事後的に明らかになっている。こうしたなか、年明け早々の1月17日に湾岸戦争が勃発した。直後のドルはやや売られたが、2月上旬の127円/ドル近辺を底に切り返し、5月上旬には140円/ドル近辺までドル高円安が進んだ。有事のドル買いというセオリーどおりの動きであった。

財務省が最初の円買い介入に踏み切ったのは5月13日である。しかし、この時は1日で1円程度しか円高が進まなかった。その後月末まで、136円/ドル～138円/ドル台でのみ合いが続いたという意味では一定の効果があ

ったと言えるかもしれないが、6月に入ると再び円安方向にレンジを突破、6月10日には142円/ドルを超えた。財務省は6月10日、13日の2回、ドル売り円買い介入を実施、その後、円は一週間程度140円/ドル台を維持したものの、月末には130円/ドル台となり、7月以降は次第に円高ドル安トレンドが明らかになっていく。

この間、日銀は7月1日に公定歩合を6%から5.5%に引き下げた。この時のFFレートは5.75%で、日銀が利下げするま

では米国よりも日本の政策金利の方が高かった。それまで、平成の鬼平と称された三重野総裁のタカ派スタンスのもと、1989年5月の利上げを皮切りに5度の公定歩合引上げを実施、90年8月末に6.0%に達して以来、1年近く維持した後の利下げだった。これで一時的に日米の政策金利の水準が逆転したにもかかわらず、円売りが加速することがなかった背景に、円買い介入があったと評価することは可能かもしれない。ただ、その後年末にかけては米国の利下げペースが上回り、これが円高進行の主因となった可能性が高い。

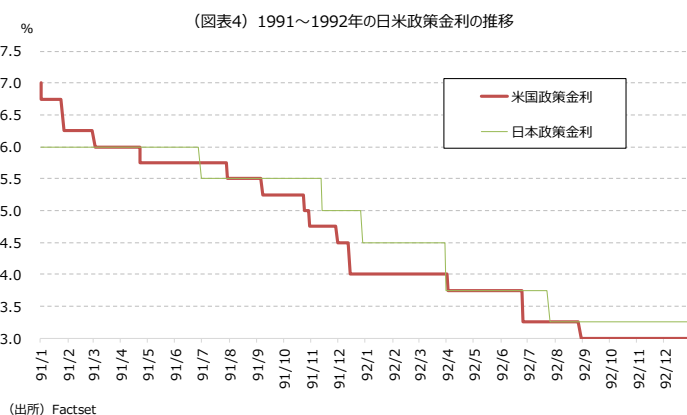
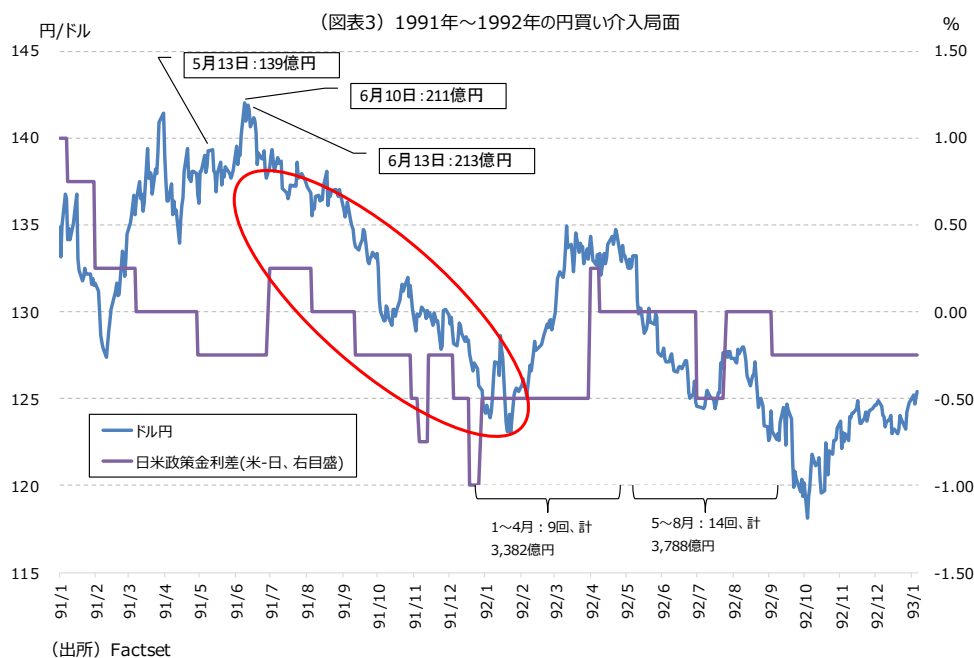
米国経済は、すでに1990年の夏場以降、景気後退局面入りしていた。1990年後半には利下げがはじまっていたが、7月の日銀の利下げ後は、8月6日に25bp利下げして5.5%とした後、9月13日にも25bp、10月31日に25bp、11月6日にも25bp、12月6日に25bp、12月20日には50bpの利下げを実施、年末のFFレートは4%にまで下がった(図表4)。日銀も相前後して50bpの利下げを2回実施したが、年末時点の公定歩合は4.5%で、米国との金利差は50bpに広がった。この間、ドルは日米金利差の推移と歩調を合わせるように下げ足を強め、12月末には124円/ドル台まで、既往ピークから15円/ドル前後の円高が進む形となった。

結局、1991年の円買い介入が3回で済んだのは、日米ともに金融緩和が進むなかで、米国がより大きく利下げした影響が大きかったと考えられる。為替介入は、日米の政策金利差のトレンド変化までの時間稼ぎをしたという点で評価できるかもしれないが、時間稼ぎの時間が比較的短くて済んだことが成功の一因だったと言えるだろう。今回の円買い介入についても、財務省は同じ展開を期待しているのではないかな。

5. 1992年の円買い介入と為替相場を取り巻く環境

1991年末から1992年初にかけては、日本の景気低迷が一層深刻化、株価の底割れ懸念が囁かれる一方で、米景気は逆に底打ち観測が台頭し、再び円安が進行した(前掲図表3)。

財務省は、1992年1月17日を皮切りに、2月に2回、3月に2回円買い介入を実施した。1月の時点では円安



トレンドへの転換はさほど明確ではなかったにもかかわらず、最初の 3 回は米国との協調介入であった。「日本売り」への財務省の円安警戒感が相当強く、景気への配慮からドル高を警戒する米国との思惑が一致したと考えられる。予防的介入にも見える滑り出しだったが、円安は止まらず、3 月には 134 円/ドル台まで 10 円近く円安が進行した。

その後、日銀が 4 月 1 日に 4.5% から 3.75% へと 0.75% の大幅利下げを実施、この時点で政策金利は米国を下回ったが、FRB（米連邦準備制度理事会）も 9 日に 4% から 3.75% まで 25bp の利下げを実施、すぐに同水準となった。こうしたなか、130 円/ドル台前半で約 1 ヶ月にわたり相場の膠着が続いた後のタイミングで、財務省は 4 月 27、28、29 日と突如 3 日連続の円買い介入を実施、円高方向へのトレンド転換を図った。これはすぐには効かなかったものの、5 月中旬以降、徐々に円高への推移が明らかとなっていく。

5 月後半には 130 円/ドルを割り込んだが、財務省は流れを後押しするかのようになり、5 月 22 日に円買い介入を実施した。介入はこれでは終わらず、5 月 27、28、29 日にはダメ押しのように 3 日連続で介入を実施、その後、6 月に 6 回、7 月に 2 回、8 月に 2 回の円買い介入を実施した。6 月以降はいずれも 120 円/ドル台後半の水準での介入で、ピーク時から 10 円/ドル近く円高が進んだ後の行動だった。円の持続的押し上げに向けた当時の財務省の強い意思がうかがえる。

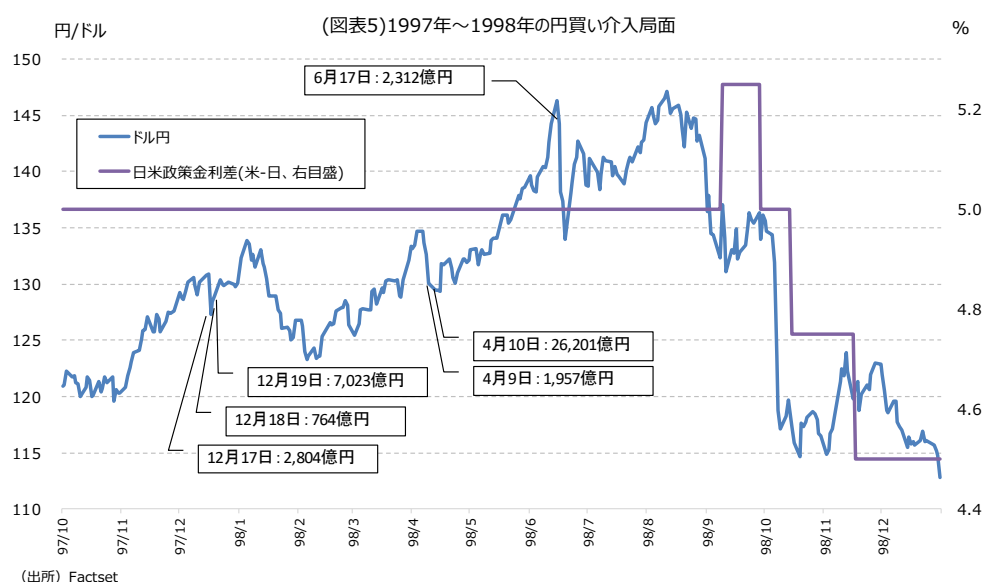
この間、日銀は 7 月 27 日に 3.75% から 3.25% まで 50bp の利下げを実施、米国は 7 月 2 日に 3.75% から 3.25% へ、9 月 4 日に 3.25% から 3.0% へと 2 回の利下げを実施したが、日米金利差に明確なトレンドは形成されていない。こうしたなか、9 月には 120 円/ドルを割り込むまで円高が進んだことは、介入の効果があったとみても良い。

ただ、この時期は世界的な金融危機への懸念が台頭した時期でもあった。ジョージ・ソロス氏がイングランド銀行を打ち負かした、歴史に名高いポンド危機が勃発したのが 9 月である。欧州通貨の先行き不透明感が高まるなかで円が買われた面もあったことは否定できない。結局、円買い介入は 8 月 11 日が最後になり、以後、1995 年に 80 円/ドル割れをうかがう水準まで、歴史的な円高が進んでいくことになる。

6. 1997 年～98 年の円買い介入と為替相場を取り巻く環境

その後、再び円買い介入が行なわれるまで 5 年余りが経過した。1997 年から 1998 年にかけては、12 月に 3 回、4 月に 2 回、6 月に 1 回の円買い介入を実施している（図表 5）。合計 6 回と、1992 年に比べれば少なめだが、規模が格段に大きくなったのが特徴である。4 月 10 日の 2 兆 6,201 億円の円買いドル売り介入は、今回破られるまでの最高記録だった。

1997 年は日本の金融危機が表面化した年である。介入前月の 11 月には、3 日に三洋証券、17 日に北海道拓殖銀行、24 日に山一証券と、次々に大手金融機関が破綻した。10 月末には 120 円/ドルだった円/ドル相場は、1 ヶ月で約 10 円/ドルの円安が進み、12 月に入ると 130 円/ドルを突破、こうしたなかで、財務省は 12 月 17、18、19 日と 3 日連続でドル売り円買い介入



を行なった。このうち 17 日の円買い規模は 2,804 億円、19 日は 7,023 億円と、それまでに比べると文字通り、桁違いに大きな規模となった。金融危機下で円売りが加速することに対する財務省の強い危機感の反映だっただろう。

この結果、円売りはいったんストップした。この間、日米の政策金利に変化はなく、介入は一定の成果を上げたと言えるだろう。ただ、この時は年末に 2 兆円の特別減税が決定されたほか、主要行への資本注入等の金融安定化策への議論が進んだことも円の安定の背景にあったと考えられる。株価も反発するなか、2 月初旬には 123 円/ドル台まで円高が進んだ。しかし、その後は金融システム不安への懸念が再び増すなかでじりじりと円安が進行、3 月末以降動きを速め、135 円/ドル近辺まで円安が進んだ。この時はすぐに介入せず、4 月上旬に 130 円/ドル近辺までいったん円が自律的に反発したタイミングを捉えて、4 月 9 日に 1,957 億円と再び大規模の介入を実施、翌 10 日には 2 兆 6,201 億円という、空前の規模の介入に踏み切った。相場反転のタイミングを捉えて一気に流れを変えようとの試みだったが、大規模な介入にもかかわらず、この時には効果はほとんど見られず、再び円安が進行、6 月には 140 円/ドルを突破し、中旬には 145 円/ドルを超えた。

ここで、財務省は 6 月 17 日に 2,312 億円の介入を実施した。協調介入だったこともあってかこの時の市場の瞬間的な反応は大きく、1 日で 6 円程度円高が進んだが、これも流れを反転させるには至らず、8 月には 147 円/ドルを突破した。いつ追加介入が入ってもおかしくない状況だったが、結局、6 月 17 日が最後になる。8 月 17 日に、ロシアが対外債務の一部デフォルトと、ループルの事実上の切り下げを実施するという「ループルショック」が勃発、ここで相場の潮目が変わったためである。世界の金融機関に損失が広がっていることが明らかになる過程で円は乱高下した。翌月の 9 月 24 日には大手ヘッジファンドの LTCM(ロングタームキャピタルマネジメント)が破綻した。世界金融危機への懸念が広がるなか、10 月上旬には数日で約 20 円/ドルものドルの大暴落が起きる。金融システム不安が深刻化するなか、FRB は 3 ヶ月連続で利下げを実施した。一方、日本では 7 月 30 日に発足した小渕政権の下で、金融機能再生法案、金融機能早期健全化法案等、総計 60 兆円に達する金融対策スキームを打ち出した。これで国内の金融危機への懸念は和らぐなか、円安局面は終焉を迎えた。以後、政府・日銀は長い円高との戦いに明け暮れていくことになる。

7. 過去の実績からわかること

過去の介入実績からわかる点としては、繰り返しになるが、介入だけで為替相場のトレンドを変えたと考えられる局面はほぼなかったということである。景気、金利等、米国とのファンダメンタルズ面でのバランスの変化がない限り、為替相場の中期的なトレンドは変わらない。単独介入よりも、協調介入の方が瞬間的な相場のインパクトは大きい、協調介入として中期的なトレンドを変えられるわけではない。この点、為替介入は、ファンダメンタルズ要因に変化が生じるまでの時間稼ぎ的な役割を担うに過ぎない。それは今回も同じである。

また、円売り介入にも言えることだが、介入規模と介入効果は必ずしも比例しない。1998 年 4 月 10 日の 2 兆 6,201 億円の大規模介入は、市場にほとんどインパクトを与えられなかった。一方、同年 6 月 17 日の介入は 10 分の 1 以下の規模にもかかわらず効いた。結局、介入が効くかどうかは、タイミングに左右される面が大きい。ファンダメンタルズ面での潮目の変化を捉えることができるかどうかはひとつのポイントである。また、一方的な円安が進んだときのみ介入するのか、膠着状態や自律的な転換を待って介入するのか、技術的な面も影響する。この点は財務省の手腕が問われることになる。

年末までの注目点としては、米国の 12 月の利上げ幅が 50bp に縮小するかどうかである。もし縮小すれば、利上げペースのピークアウト感が台頭する可能性が高く、円売り局面も一巡の可能性が高まる。財務省にとっては、介入局面が 3 ヶ月余りで終了する可能性も期待できるということになる。それまでなんとか一方的な円安進行を防ぐことができれば、後から振り返った時に、介入は効果があったとの評価が得られる可能性もある。利上げサ

イクルが伸びれば伸びるほど、財務省が懐具合を気にしなければならなくなる可能性が高まるが、さすがに外貨準備が枯渇するまで長引く可能性は低く、市場に足元を見られるような態度を取らない方が、介入の成功率は高まると考えられる。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411