

2024. 4. 18

## 為替介入の検討は 160 円付近が目安か

～緩やかな値動きと生活実感の改善から、当局に焦りはなさそう～



経済調査部 エコノミスト

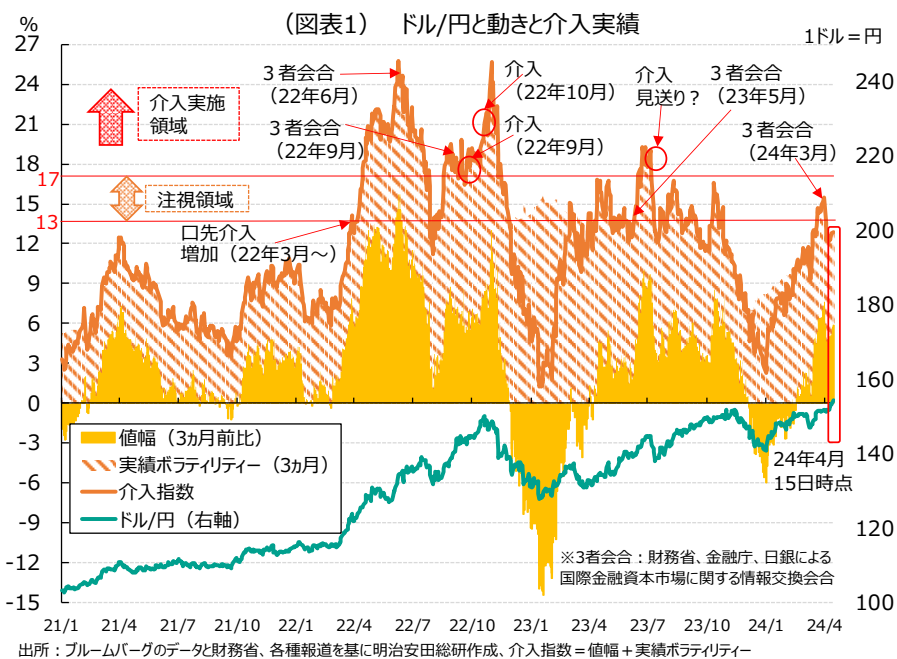
吉川 裕也

### ポイント

- 値幅と実績ボラティリティからみると、3者会合以降当局円買い介入への誘因は低下傾向に
- 2022年の円買い介入が奏功し、ボラティリティが抑えられるなか、為替介入に向けては値幅の重要性が増加する。ここ数年の傾向から、当面は3ヵ月前比10%程度の値幅が注目ラインであり、1ドル160円を超えてくると当局の緊張感が高まろう
- 家計のインフレ期待にピークアウト感がみえ、生活実感に底打ち感がある。日銀会合などで円安に振れたとしても、当局には様子見姿勢を続ける余裕がありそうだ

### 1. 足もとのボラティリティと値幅は介入には不十分

4月15日以降、ドル/円は154円台に乗せているものの、本邦当局は円買い介入に動いていない。「過度な変動は望ましくない」との常套文句からボラティリティが介入判断の重要ファクターである点は明らかであるが、神田財務官の2023年10月の発言「年初来で20円以上の値幅も一つのファクター」や、2024年2月の発言「年初来わずか1ヵ月強の間に約10円も円安になるなど、最近の動きはかなり急速である」から、値幅も注視するべきである。そこで、直近3ヵ月間のドル/円の値幅と実績ボラティリティ（以下、ボラ）を合成した指標（以下、介入指数）をみると、足もとの水準は介入実施までにまだ距離があるとみなせる（図表1）。



本稿では、足もとの円安局面を介入指数を通して振り返ることで本邦当局の行動様式を考察し、先々の介入のタイミングを考える。

## 2. 介入指数 13 から注視領域、17 を超えると介入の可能性

米連邦準備制度理事会 (FRB) が利上げ局面入りして間もなくの 2022 年 3 月 29 日、神田財務官はアンディ・ボーコル米財務次官と会談している。その日以降、円安をけん制する「口先介入」が増加しているが、当時の介入指数が 13.7 (値幅：7.0% + ボラ：6.7%) だった (図表 2)。2022 年 6 月 10 日の 3 者会合から 2023 年 5 月 30 日の 3 者会合までの節目をみると、軒並みボラが 10% 以上であり、「過度な変動」の目安として注目できる。

(図表 2) 為替介入をめぐる節目

日付	出来事	介入指数	値幅 (%)	ボラ (%)	注
2022年3月29日	神田財務官、米財務次官と会談	13.7	7.0	6.7	口先介入増加の契機
6月10日	3者会合	24.6	14.6	10.0	2016年開始以降初めて声明文を発表し、過度な円安進行への危機感を表明
9月8日	3者会合	18.0	7.3	10.8	—
9月22日	円買い介入	17.7	5.5	12.2	1回目 (2.8兆円)
10月21日	円買い介入	21.1	8.5	12.6	2回目 (5.6兆円)
10月24日	円買い介入	21.8	8.9	12.9	3回目 (0.7兆円)
2023年5月30日	3者会合	13.3	2.7	10.7	8か月ぶり
10月3日	150円台	11.5	3.1	8.4	約1年ぶり
11月13日	151.91円	10.3	4.2	6.1	2回目の介入水準 (ドル/円) に接近
2024年3月27日	3者会合	14.7	6.7	8.0	10か月ぶり
4月15日	154円台	12.9	5.9	7.0	約34年ぶり

出所：財務省、ブルームバーグ、各種報道を基に明治安田総研作成。値幅5%、ボラ10%、介入指数17以上に赤の着色、値幅5%、ボラ10%、介入指数13未満に青の着色、介入指数13以上17未満に橙の着色

もっとも、2024 年 3 月 27 日の 3 者会合はボラ 8.0% で行なわれており、代わりに値幅が 6.7% と高水準であるところをみると、本邦当局は値幅とボラを総合して為替変動を評価しているとみなせる。また、口先介入が増加する転機となった 2022 年 3 月 29 日の介入指数 (13.7、値幅：7.0% + ボラ：6.7%) をみても、ボラは控えめである。本邦当局は当初から値幅も注視していた模様である。

2023 年 5 月 30 日の介入指数である 13.3 が今回の円安局面での 3 者会合開催の最低ラインであり、2022 年 9 月 22 日の円買い介入時の 17.7 が介入実施時の最低ラインである。よって、介入指数 13 を本邦当局による「注視領域」とし、介入指数 17 を「介入実施領域」とすると (前掲図表 1)、「介入実施領域」にありながら見送りとなったケースが 2 回ある。まず、2022 年 6 月 10 日の 3 者会合後であるが、大幅利上げを嫌気して米株市場が不安定化したことなどから、介入指数はすぐに低下傾向となり、7 月末には 12 台まで低下した。介入指数の「方向性」が介入判断に影響することが示唆される。また、2023 年 5 月 30 日の 3 者会合後、6 月 16 日 (介入指数：17.2) から 15 日間にわたって介入指数が上昇傾向で推移したが、介入が見送られている。「方向性」に加えて、「介入実施領域」での「滞留期間」が介入判断に影響することが示唆される。

「介入原資に制限はない」と強気な発信をしつつ、本邦当局は外貨準備の投入に対して慎重であり、介入判断に際して辛抱強さをみせる。実際の介入時の「方向性」と「滞留期間」をみると、2022 年 8 月 18 日 (介入指数：17.1) から円買い介入が実施される 9 月 22 日までの 25 日間にわたって介入指数が上昇傾向を保ち、1 回目の介入後 2 回目の介入まで 21 日間にわたってさらに上昇していた。

### 3. 1 ドル 160 円付近が注目ラインか

以上をまとめると、為替変動が「注視領域」に入ると本邦当局の口先介入が増加することになり、特に 3 者会合は介入が間近に迫っているサインとみなせる。「介入実施領域」においては、介入指数が上昇傾向にあるという「方向性」と 20 日間を目安とする「滞留期間」の両方がみたされた場合、介入が実行される。2023 年 10 月～12 月の事例から、〇年ぶりや 150 円突破といった「区切り」や「水準」は直接には影響しない模様である。

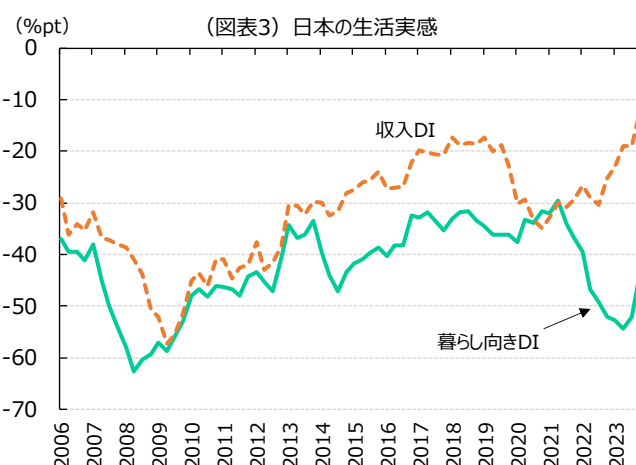
足もとの状況を見ると、2024 年 3 月 27 日の 3 者会合は介入の準備が始まったことを示唆するが、介入指数は 4 月 1 日の 15.5 でピークアウトしており、「介入実施領域」に踏み込むことなく「注視領域」からも外れつつあ

る。米利下げ時期の後ろ倒しがコンセンサスとなりつつあるなか、日米金利差が円安ドル高要因となり、円買い介入への警戒感を維持しながらもドル/円はじり高での推移が続くとみられる。当面ボラが7%程度で推移すると仮定すると、1月のドル/円が1ドル146円程度で推移していたため、「介入実施領域」に向けては値幅10%が要求されるが、そのためのドル/円の水準は1ドル160円付近である。160円台に乗せても、20日間ほど本邦当局が様子見する可能性を踏まえると、「介入実施領域」を維持するための水準はさらに高まっていく。介入実施の可能性は当面低いとみておきたい。

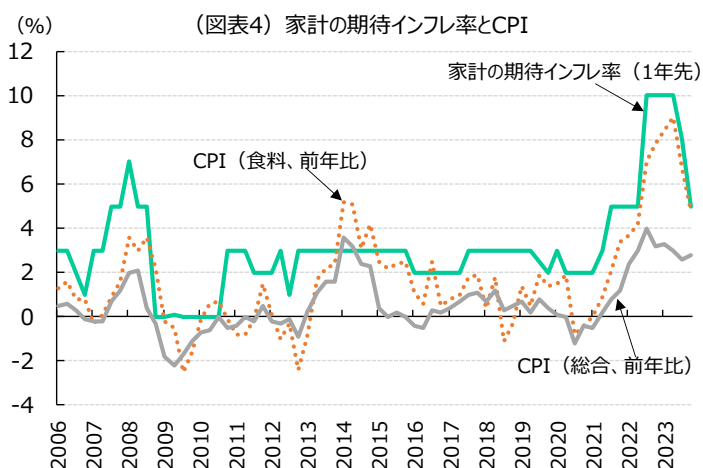
2023年半ば以降値幅とボラはともに低水準で推移し、特に1ドル150円台に乗せてからのドル/円の上値の重さは顕著である。市場は円買い介入の幻影におびえ、上値を試す動きは2022年に比べて控えめである。3回にわたって実施された2022年の円買い介入は成功だったとみなせよう。

#### 4. 暮らし向きDIに底打ち感、円安警戒感は薄れる方向

4月12日に発表された1~3月期日銀「生活意識に関するアンケート調査」によると、収入DI（「増えた」―「減った」）の改善などを背景に、暮らし向きDI（「ゆとりが出てきた」―「ゆとりがなくなってきた」）が▲44.2%ptと改善傾向を示している（図表3）。生活実感の改善には、期待インフレ率の低下も寄与しているとみられる。同調査における家計の期待インフレ率（1年先）は5%に低下しており、主に食料価格の伸び鈍化を反映した動きとみなせる（図表4）。2024年春闘の平均賃上げ率は2023年を大幅に上回る着地となる見込みであり、実質賃金プラス転換が年央にも展望できる状況であるため、暮らし向きDIの改善傾向は継続すると考えられる。グローバル企業の収益上振れやインバウンド消費拡大など、円安のプラスの面が表面化していることも相まって、「悪い円安」との声は弱まりつつある。円安是正の誘因も薄れつつある状況であり、当局の辛抱強さは強まる方向とみなせよう。



（出所）日銀「生活意識に関するアンケート調査」より明治安田総研作成。暮らし向きDIは「ゆとりが出てきた」―「ゆとりがなくなってきた」、収入DIは「増えた」―「減った」

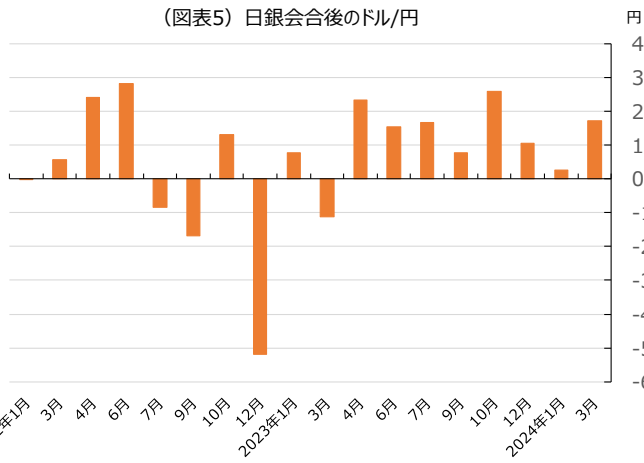


（出所）家計インフレ率は日銀生活意識に関するアンケート調査（中央値）、CPIは総務省統計局発表資料より明治安田総研作成

#### 5. FOMCよりも日銀会合を警戒か

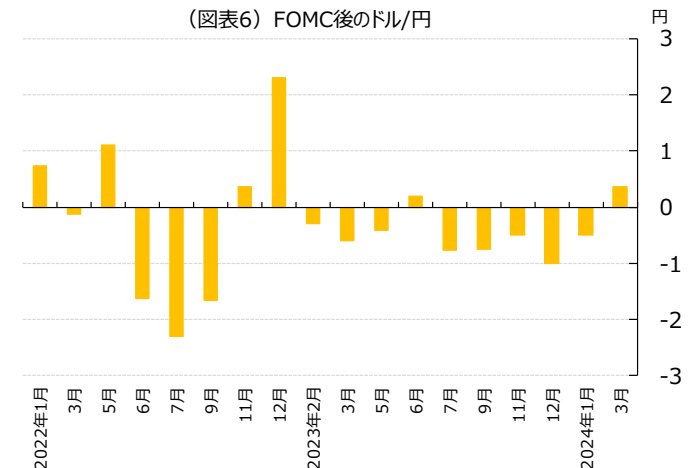
当面の注目イベントは4月25日~26日に開催される日銀金融政策決定会合となろう。日銀会合2日目のドル/円前日差は、2023年4月会合以降8会合連続で円安ドル高となっており、その平均値幅は1.5円である（図表5）。市場の想定よりもハト派（景気安定重視）的なスタンスが示される傾向が強い。一方で、米連邦公開市場委員会（FOMC）の直近8回の会合後平均値幅は▲0.4円であり、事前に経済指標や要人発言により織り込みが進んで材料出尽くしとなる傾向がみえる（図表6）。本邦当局にとっては、日銀会合が当面の山場であり、その後5月に発表される米国の雇用統計と物価指標を注視することになる。

(図表5) 日銀会合後のドル/円



(出所) ブルームバーグより明治安田総研作成、会合2日目の前日差

(図表6) FOMC後のドル/円



(出所) ブルームバーグより明治安田総研作成、会合2日目の前日差

※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