



2024年3月29日

為替介入による円安抑制の意義

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 上席研究員 橋本将司

為替市場では、3月19日の日本銀行による異次元金融緩和政策の終了を経ても、根強い円安圧力が続いている。ドル円相場は、日銀が政策変更した19日に150円台へ再び到達し、27日には1990年7月以来、34年ぶりとなる151円97銭まで上昇。その後同日に本邦財務省、日銀、金融庁による三者会合（国際金融資本市場に係る情報交換会合）の開催や神田財務官による円安牽制発言もあり、小幅に戻したものの、本稿執筆時点では依然151円台で推移している（第1図）。

一方で、2022年10月21日に当時1990年以来32年ぶりの高値であった151円95銭をつけて反落した後は、2023年11月に再び152円台へ迫ったが、同月13日の高値151円91銭でやはり頭打ちとなっている（第2図）。そして冒頭で言及の通り足元再び152円近辺へ接近中だが、上抜けするかどうかは予断を許さない状況だ。結果的にはこれまでのところ、この152円絡みが一定の上値抵抗線となっており、さらなるドル高円安には一定の歯止めが掛かっている。

第1図：ドル円相場(2024/1/1~3/28)



(資料) Bloomberg

第2図：ドル円相場(2020年~)と本邦円買い為替介入



(資料) 財務省、Bloomberg

最初に151円台をつけた2022年10月21日は、本邦通貨当局が円買いドル売りの為

替介入を行った日でもある。財務省の発表によれば、今回の円安局面では、これまでのところ 2022 年 9 月 22 日に 2 兆 8,382 億円、10 月 21 日に 5 兆 6,202 億円、10 月 24 日に 7,296 億円の円買いドル売り為替介入が行われている（第 2 図）。10 月 21 日は最も多額の介入が行われていた訳だが、ドル円相場が下落に転じたのは、同じ日に米 Wall Street Journal 紙の電子版が、2022 年 11 月 1 日～2 日開催の FOMC においては 0.75% の FF 金利の引き上げを実施するものの、次の 12 月 13 日～14 日開催の FOMC の利上げ幅を 0.5% などに縮小することが話し合われる予定と報じたことが大きいとみられる。これを受けてそれまで急上昇して来た米長期金利が反落に転じ、ドルも同様に反落に転じた。円買い介入による円高の側面もあったが、ドルが円以外の通貨に対しても大きく下落したドル安の要素が大きかった。

とは言え、為替介入が大きく効果を発揮した「実績」がみせつけられた形となった。これ以降、市場参加者が 152 円に迫る価格帯での為替介入を警戒するだけでなく、多くの市場参加者が、介入効果の「実績」から他の市場参加者が 152 円近辺での円売りに慎重になったと想定し、自分も安易に円売りはできないと考えるようになる効果もあったのではないかと。実際、2023 年 11 月にドル円相場が 152 円手前で頭打ちになった際も、10 月 31 日～11 月 1 日開催の FOMC で、年内追加利上げの可能性が事実上消滅したことなどをを受けて米金利が低下に転じたことが大きかった。しかし、この時もドル円相場が 140 円台後半から 150 円台へ接近するに従い、上昇ピッチは鈍化傾向となっており、為替介入への警戒感が一定のブレーキになっていたことを窺わせる。年初以降も、ドル円相場は 150 円近辺まで上昇して来たところで、やはり上値の重さがみられていた。

こうした 152 円の攻防を巡る市場参加者の動きは、良く知られているゲーム理論における「囚人のジレンマ」としてみることもできよう。今、A、B 二人の囚人がそれぞれ別の場所に収監されており、意思疎通（協調）はできないとする。第 3 図は二人の囚人がそれぞれ黙秘か自白を選択した場合の 4 通りのケースにおける A と B の利得（懲役年数）の組み合わせを示している。もし二人とも自白すればそれぞれ懲役 5 年（利得は -5）となり、二人とも黙秘を貫けば懲役 1 年（利得は -1）で済む。一方が自白して他方が黙秘した場合は、自白した方は釈放され（利得は 0）、黙秘した方は懲役 10 年（利得は -10）にされてしまう。A、B ともに以上のルールについては知っている。しかし、両者は意思疎通ができずお互いに疑心暗鬼の状態にある。仮に囚人 A の立場に立って考えれば、囚人 B が自白した場合、自分も自白すれば懲役 5 年、自分が黙秘すれば懲役 10 年にされてしまうため、自白する方が有利となる。囚人 B が黙秘した場合は、自分が自白すれば釈放、黙秘すれば懲役 1 年となるため、やはり自白する方が有利となる。つまり B がいずれの選択をするにせよ、A にとっては自白をする方が有利となる。これは B にとっても同じであり、A も B も相手は当然自分と同じ判断をするだろうと考える。この結果、2 人にとって不利となる自白により懲役 5 年という結果（均衡）に陥ってしまう¹。

¹ 完備情報の静学ゲームにおけるナッシュ均衡かつ支配戦略均衡に相当する。

第3図：四人のジレンマ

A \ B	黙秘	自白
黙秘	(-1, -1)	(-10, 0)
自白	(0, -10)	(-5, -5)

(注) 利得は(Aの利得、Bの利得)の順で表記。
(資料) 筆者作成

第4図：市場参加者のジレンマ

A \ B	152円超えにかけ る	152円超えにかけ ない
152円超えにかけ る	(2, 2)	(-3, 3)
152円超えにかけ ない	(3, -3)	(0, 0)

(注) 利得は(Aの利得、Bの利得)の順で表記。
(資料) 筆者作成

為替市場で152円の攻防を巡り取引をしている市場参加者も、他の市場参加者の行動に自分の利得が強く影響されるものの、お互いがどのような行動に出るか不透明で疑心暗鬼の状態であり、同じような状況にあるとみることは可能だ(第4図)。今、市場参加者A、B共にドル円相場の152円超えにかけるとする。逆に両者が152円を超えない方にかかる場合、現状維持となりそれぞれの利得は0で発生しない。一方が152円超えにかけ、他方がかけないとすると、ドル円相場は152円を超えられず元に戻るため、152円超えにかけた方は読みが外れて損失(利得-3)を被り、かけなかった方は逆張りによる利得3を得るとする。四人のジレンマと同様に、本来協調できればお互い152円超えにかけて利得2を得られたところ、結果的にお互い152円超えにかけないという状況(均衡)に陥ってしまう。市場全体にこうした動きが広がると、ドル円相場は152円手前で足踏みとなり得る。また、円買い為替介入自体への警戒が高まるほど、あるいは介入効果の「実績」から多くの市場参加者が、市場全体が152円超えにかけると慎重になっていると考えるようになるほど、以上みたようなメカニズムがさらに強く働き、152円超えにかけない選択の均衡(0, 0)が強固なものとなろう。こうした見方は、ドル円相場が152円手前で足踏みとなって来た状況の一面を捉えてみよう²。

言うまでも無く、為替介入と言えども市場での巨額の取引に比べれば金額は小さく、市場の大局的な流れを変えることは不可能であろう。一方、上記の事例のように為替介入が他の材料とうまくタイミングが合うなどして、一定期間市場の値動きに影響を与えることができる場合もある。円安は本来、日本経済のデフレ色強い状況からの脱却にプラスとなる要素だが、足元のようにオーバーシュートしてしまうと副作用も目立って来る。円安抑制のために日銀の金融緩和を大幅に修正するのは本末転倒となってしまうため、FRBなど主要国中央銀行が利下げに転じて円安圧力が弱まるまで、時間を稼ぐために為替介入を行うことは一定の意義があろう。ドル円相場の推移をみると、2022年頃から始まった円安トレンドに沿った下値切り上げ圧力は強く、152円近辺の上値抵抗線との1年以上にも亘る攻防はいよいよ煮詰まりつつある状況で、いつ上抜けしてさらにドル高円安が進んでも不思議ではない(第2図)。その場合でも、やはり為替介入は円

² ここで採り上げたような各主体が各選択を確実に選ぶ純粋戦略ではなく、各主体の各選択が確率を持つとする混合戦略による分析も可能だが、本稿は市場参加者の行動をゲーム論で分析することが趣旨ではないため、簡略的な事例に止めている。

安を止められなかったので無駄ということではなく、以上のような意味で時間稼ぎという一定の役割は果たしたと捉えるべきだろう。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2024 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話 : 03-3510-0882 (代)

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>