

国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

円安阻止に寄与した為替介入を振り返る

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

masashi_hashimoto@iima.or.jp

<要旨>

- 今年7月以降のドル円相場のドル安円高方向への転換には、同月11日、12日に実施されたと推定される円買い為替介入も一助になったとみられる。
- 今回の円安局面では、合計7日、総額24兆5,113億円の円買い為替介入が実施されたが、2営業日連続で行われたものなどをまとめると、4つのフェーズがあった。これらを敢えて2つに分類すれば、ドル安円高材料にうまくタイミングを合わせ、連続覆面介入で一気に相場の流れを作り出そうとして市場のトレンド転換を支援した為替介入と、ドル円相場の節目の水準の上抜けと円安加速を押し止めようとした為替介入があった。
- 上記7月の為替介入を含め、特に市場のトレンド転換を支援した為替介入は、巧みなタイミングで実施され相応の効果を発揮した。FRBの利下げ開始間近という転換点にあったファンダメンタルズ環境が、こうしたタイミングの選定を可能にした面もあった。
- 次回のFRBの利上げ局面で再び円買い為替介入に追い込まれることを回避するためにも、そもそも日本経済自身のファンダメンタルズを長期的に改善して行くことが重要だろう。

<本文>

1. 本邦通貨当局による為替介入が円高への転換の一助に

ドル円相場は、7月上旬につけた161円台をピークにドル安円高方向へ動意がみられて来た（第1図）。9月16日には一時139円台をつける場面もあり、その後も140円大台を推移中で、2ヵ月程度で20円近くのドル安円高が進んだ。これまで度々指摘して来たように¹、円相場（円の名目実効為替レート）は、2000年代半ば頃より米国金利を中心としたグローバルな金利サイクルと大局的に逆相関関係にある。FRBの利下げ転換を織り込んで米10年金利などが下落基調に転換し始めたことが、こうした円安サイクルから円高サイクルへの転換の大局的な要因とみられる。

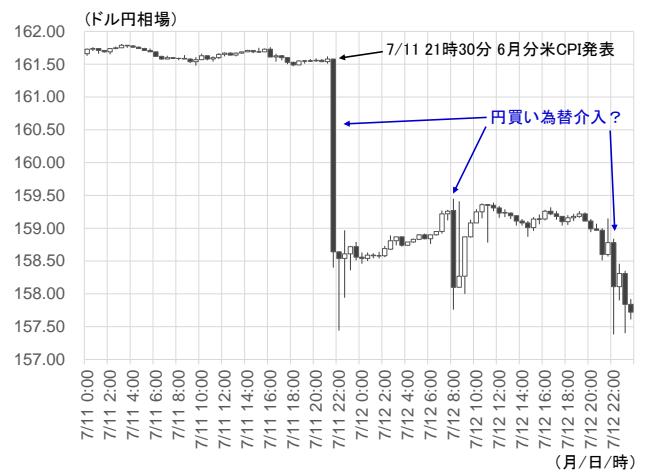
もっとも、今回のドル円相場の流れの転換には、そのタイミングから本邦通貨当局による円買い為替介入も一助となった可能性があるだろう。今回のドル安円高動意が始まった7月11日は、当日発表の6月分米消費者物価指数（CPI）が市場予想を下振れ、米インフレ率の沈静化傾向がより明確となった。これが切っ掛けとなり、ドル円相場は同指標公表直前の161円60銭近辺から30分足らずで157円40銭近辺まで約4円にも及ぶ急速なドル安円高が進んだ（第2図）。当時FRBによる利下げ開始のタイミングを巡って米国のインフレ指標に市場の注目が集まっていたとは言え、経済指標の発表で為替レートがここまで急激に変動することは通常考え難く、このタイミングに合わせて本邦通貨当局が円買い為替介入を行ったとの見方が一般的だ。

第1図：ドル円相場(2024年初～10/4)



(資料) Bloomberg より筆者作成

第2図：2024年7月11日～12日のドル円相場30分足



(注) 為替介入のタイミングは筆者による推定。

(資料) 財務省、Bloomberg より筆者作成

¹ 例えば [2024年8月7日付国際通貨研レポート「節目を迎えつつある円安サイクル」](#) など。

実際、日銀当座預金の動きから7月11日と12日に本邦通貨当局が為替介入を実施した可能性が高いことがその後確認されている。財務省による今年7月～9月の日次ベースの為替介入実績の公式発表は11月まで待たなければならないが、7月31日に既に公表された今年6月27日～7月29日までの月次ベースの為替介入実績の合計額はゼロではなく5兆5,348億円とされており、この期間のどこかで為替介入が行われたことは確定している。値動きなども合わせて考えると、7月11日、12日にドル売り円買いと思われる為替介入が行われており、7月以降のドル安円高へのサイクル転換の一助となったとみて良いだろう。

2. 今回の一連の為替介入には4つのフェーズがあった

第3、4図の通り、今回の歴史的な円安局面では、今年7月11日、12日を含めて合計7日、総額24兆5,113億円の円買い為替介入が実施された。最初の2022年9月22日の為替介入は1日のみの実施で、当日に財務大臣と財務官による記者会見が開かれ、介入実施の事実が即日公表された。一方、それ以外は2営業日連続や翌々営業日後に続けて為替介入が行われ、しかも介入の事実は後に統計として公表されるまで確認されない、いわゆる覆面介入であった。これらを実施時期に基づいて同じグループにまとめると、第3、4図の通り①～④までの4つのフェーズがあった。

第3図：ドル円相場と2022年以降の為替介入



(注) 図中番号は第4図のフェーズ①～④の各為替介入を示す。
(資料) 財務省、Bloomberg より筆者作成

第4図：2022年以降の為替介入の概要

フェーズ	年月日	為替介入額	介入時のドル円相場	特記事項	覆面介入	トレンド転換
①	2022/9/22(木)	2兆8,382億円	145円80銭	日銀金融政策決定会合最終日であり、根強い金融緩和継続が表明されてドル円相場が今回の円安局面で当初初となる145円90銭まで上昇。	×	×
②	2022/10/21(金)	5兆6,202億円	151円00銭	FRBが利上げ幅を縮小するとの観測報道を切っ掛けにドル売りが強まる。	○	○
	2022/10/24(月)	7,296億円	149円70銭	週明け月曜の東京時間朝にドル円が急落。		
③	2024/4/29(月)	5兆9,185億円	159円60銭	本邦祝日中にドル円相場が今回の円安局面で初となる160円台へ急上昇。	○	×
	2024/5/1(水)	3兆8,700億円	157円60銭	FOMC最終日でパウエル議長が利上げは考えていないと述べたことなどがドル売り材料に。		
④	2024/7/11(木)		161円00銭	米CPIが市場予想比下振れてドル円相場が急落。	○	○
	2024/7/12(金)	5兆5,348億円	159円40銭	東京時間朝にドル円が急落。東京時間夜10時頃にもドル円が急落。		
合計		24兆5,113億円				

(注) 介入時のドル円相場の水準は、筆者による推定を含む。
(資料) 財務省、Bloomberg より筆者作成

このうちドル高円安の流れが、その後大きく押し戻される形になったのは、フェーズ②と④であり、第4図でトレンド転換に○印を付している。フェーズ②では、2022年10月21日にFRBが1回あたりの利上げ幅を0.75%から縮小することを検討するとの

観測報道を受けて米金利が低下してドル円相場も下落したタイミングで、ドル売り円買い為替介入が行われた模様だ。翌営業日にあたる 24 日の東京時間朝にも再度追撃の為替介入が行われたようだ。結果的に為替介入時の 151 円付近から 2023 年 1 月中旬にかけての 127 円近辺へ至るドル安円高の流れにつながった。フェーズ④では、既述の通り今年 7 月 11 日に米国消費者物価指数の下振れに合わせて円買い為替介入が行われた模様だ。翌 12 日の東京時間朝などに再度追撃の為替介入が行われたこともあり、足元までのドル安円高の切っ掛けとなった。

フェーズ①と③は、②と④ほどにはドル円相場を大きく押し戻す形にはなっていない。それでもフェーズ③では、今年 4 月 29 日にドル円相場が 161 円台へ急上昇する局面で為替介入が行われ、2 日後の 5 月 1 日に FOMC 後の記者会見でパウエル FRB 議長が利上げは考えていないと述べたことなどによるドル売りにタイミングを合わせて追撃の為替介入が行われた²。その後 8 円程度ドル安円高が進み、為替介入直前のドル円相場の水準（159 円 60 銭近辺）を再び上抜けるのに 2 ヶ月弱を要しており、一定の上値抑制効果はあったとみることもできる。フェーズ①では、2022 年 9 月 22 日の日銀金融政策決定会合最終日に、根強い金融緩和の継続が表明されたことなどからドル高円安圧力が高まり、当時約 24 年ぶりのドル高円安水準であった 1998 年 8 月 11 日につけた 147 円 66 銭の上抜けが視野に入りつつあった。これを抜けると 150 円まで一気にドル高円安が加速する懸念もあり、145 円台をつけたタイミングで為替介入が行われた。ドル円相場は一旦 140 円台まで下落する場面もみられたが、約 3 週間後の翌 10 月上旬には 145 円台を回復し、そのまま前述 1998 年 8 月 11 日の水準も上抜けている。

3. トレンド転換を支援した為替介入と節目の上抜けを押し止めようとした為替介入

以上から、今回の一連の為替介入のうち、相場を大きく押し戻すことにつながった為替介入は、介入規模よりもタイミングが重要な要素になっていたようだ。1 度の為替介入で、例えば 2023 年の日本の年間貿易赤字額（6 兆 5,000 億円）に匹敵し得る金額が投入されるとは言え、巨額の取引が行われている為替市場の流れに大きく影響を及ぼすのは容易ではない。需給的に市場の流れをねじ伏せようとするのは不可能であり、うまくタイミングを見計らって実施し、市場参加者の心理・行動に影響を与えて、介入効果に

² 財務省により公表されている外国為替平衡操作の実施状況の日次ベースデータは、前日のニューヨーク close から当日のニューヨーク close までを 1 日としている。2024 年 5 月 1 日に実施したとして公表されているドル売り円買い為替介入は、実際の値動きから東京時間 5 月 2 日の早朝、つまり米国時間 5 月 1 日午後の FOMC 後のパウエル議長記者会見終了後に行われた模様。

できるだけ大きくレバレッジを働かせるのが有用であるようだ。

こうした観点からみると、フェーズ②と④は、ドル円相場がドル安円高へ進みそうな相場材料が出現したタイミングをうまく見計らってその背中を大きく押すような、市場のトレンド転換を支援した為替介入であったとみることができよう。さらに覆面介入を行っても翌営業日の日本時間夕方には日銀当座預金のデータ公表から為替介入を行った痕跡を市場に検知されてしまうため³、その前のタイミングで追撃の為替介入を行い、介入で相場が動いているのか、市場参加者が実際に動き出しているのか判別し難い状況のうちに一気に相場の流れを作り出そうとし、一定の効果も発揮したようにみえる。一方、フェーズ①と③は、それぞれ 1998 年 8 月 11 日高値（147 円 66 銭）や、160 円近辺という当時の節目を超えてドル高円安が一気に加速しかねない局面で、それを押し止めようとした為替介入であったとみることができよう。このため、一定の上値抑制効果はあったものの、フェーズ②と④に比べれば、効果は限定的であったとみられる。

もちろん為替介入は、行き過ぎた為替変動を抑制するためのもので、特定の為替レート水準を目指したり、市場を操作したりするためのものではないとされている。しかしその一方で、為替介入を有効に行い、所期の目的を達成するには、一定の戦術が重要になるのも事実だろう。そうした戦術にフォーカスする意味で、ここでは敢えてこうした分類を試みた。

4. 円買い為替介入は本来緊急手段～日本のファンダメンタルズの地道な改善努力が重要

変動相場制において為替レートは、ファンダメンタルズを反映して市場で決まるべきものであり、それが為替レートを通じた経済の調整メカニズムにもつながって行くと考えられる。しかし、今回の急激な円安のように、為替レートは時に投機的圧力などにより、ファンダメンタルズから乖離した動きをみせ、むしろ経済に対する攪乱要因となってしまう場合がある。こうした過剰な為替レートの変動を抑制するために、為替介入が許容される場合はあると考えられるが、問題はいかに有効かつ効率的に行うかであろう。

この点、為替介入は主要国による協調介入のような形でないとなかなか意図した効果は得られないとの見方が多い中で、今回の本邦通貨当局による為替介入は、単独介入ながら最終的に急激な円安を抑制することに寄与したとみてよいだろう。これには、国際

³ 為替介入が実施された場合、その資金決済は日銀当座預金を通して 2 営業日後に行われるが、当座預金増減の予想値は、決済日の前営業日（為替介入の翌営業日）の午後 6 時頃（年末日を除く月末日は午後 7 時頃）に日銀から発表され、為替介入を想定していない市場予想値との乖離の大きさから、為替介入が実施されていた可能性が検知される。

的にみてわが国は依然として潤沢な外貨準備を持っており、介入余力やそれが市場に与える心理的影響と言った支援要因もあったと思われる。しかし、同時にやはり本邦通貨当局が FRB の金融政策の動向などドル円相場を左右する根幹要因を適切に見極め、巧妙なタイミングで為替介入を実施したことも大きいだろう。

その意味では、今回ドル円相場を取り巻くファンダメンタルズ環境が、FRB の利下げ開始というドル売り円買い為替介入を成功させ易い転換点を迎つつあったという局面が味方した面もあった。仮に世界的なインフレが終息せず、FRB などが尚も利上げを継続していた場合、為替介入でドル高円安を押し止めるのは容易でなかった可能性がある。円安抑止という点からは、何とか世界的なインフレ圧力が沈静化方向へ向かい、FRB など主要国中銀が利下げに転換しつつあったことは、幸いであったとも言える。

日本経済の低い潜在成長率や低インフレから、常に日本の金利は主要国より水準的に低く、景気拡大時も相対的に限られた幅しか引き上げられない。このため日本では、主要国の金融政策の影響から受動的にその内外金利差と為替レートが変動し易くなり、今回のように円相場に限度を超えた変動がみられた場合は、為替介入に頼らざるを得なくなる。今後再び FRB などによる利上げ局面を迎えた際に投機的な円安圧力を受け、あくまでも緊急手段であるはずの円買い為替介入に再び追い込まれるような状況をできるだけ回避するためにも、潜在成長率の引き上げなど、日本経済自身のファンダメンタルズを地道に改善して行くことが重要となる。

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、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。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います。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
〒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
e-mail: admin@iima.or.jp
URL: <https://www.iima.or.jp>