

経済レビュー

日本の為替介入 ～ 6 年半ぶりの実施と介入の仕組み ～

【要 旨】

- ◇ 日本の通貨当局は 82 円 80 銭台まで進行した急激な円高に対し、6 年半振りとなる為替介入を実施した。分かっているだけでも午前 10 時半に加え、正午にも実施され、午後 1 時半の時点で円は 85 円にまで下げている。この為替介入を受けて日経平均株価も昨日終値対比 200 円以上の上昇となっている。
- ◇ 為替相場の流れを抑えるには、為替介入、金利操作(金融政策)、資本規制の 3 つがあり、通常この順番で実施される。今回は対外的な関係から、為替介入が実施されなかったといわれている。
- ◇ 為替介入を実施すると為替相場に影響を与えるのはもちろんであるが、円売ドル買介入の場合は、購入したドルが外貨準備として蓄積される。比較的硬直的な通貨制度を採用している中国が為替相場を維持するため毎日同様な介入を実施し、外貨準備が増大中である。
- ◇ 日本では 2003 年以降為替介入が行われていなかった。当時、中国等が介入によって固定相場制度を維持してきたが、制度は違うが同様に介入を実施していた日本に対しても圧力がかかったものといわれている。今回の介入でも、輸出増大によって景気回復を目指している欧米からの支持は得られていない。
- ◇ 円売ドル買介入で市場に供給された円を日本銀行が吸収することを「不胎化」というが、今回はこれを実施しないことによって、実質的な金融緩和とし、日本銀行も協調して円高阻止の姿勢を明らかにした。

<介入についての状況>

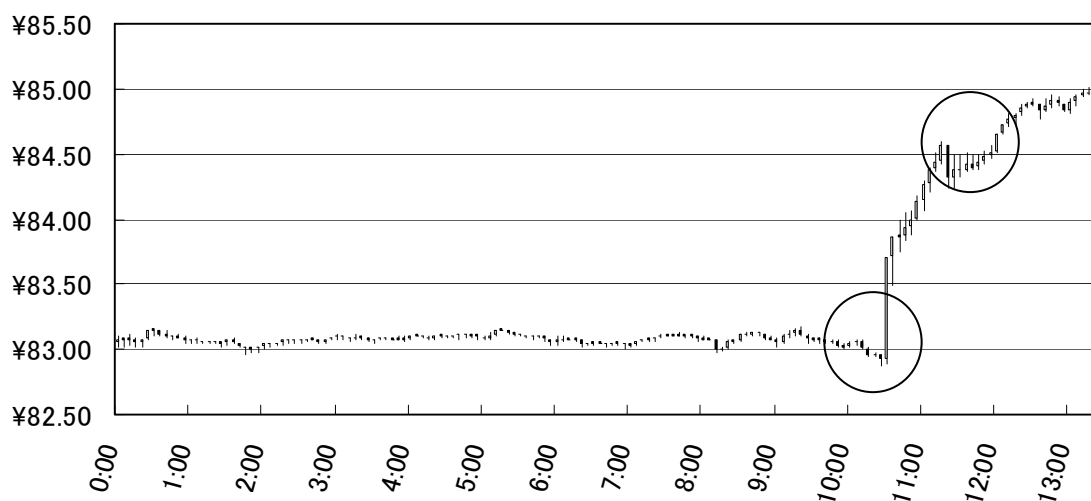
本日（15日）、日本の通貨当局（財務省と日本銀行）は、1ドル＝82円80銭台になるなど急激な円高が進行したため、2004年3月以来6年半振りとなる円売ドル買介入を実施した。分かっているだけでも午前10時半に続き、正午過ぎにも断続的に介入を実施している模様である。この数ヶ月、財務大臣は「口先介入」を繰り返していたが、やっと実弾の介入を実施した形。

ドル円為替相場は午後1時半の時点で1ドル＝85円まで2円以上下げた。これを受けて、日経平均株価は前日終値対比200円を超えて急反発している。

今回の介入は欧米など海外諸国と一緒に実施する「協調介入」ではなく、日本独自の「単独介入」であり、輸出主導の景気回復を目指している欧米等の支持は得られてはいない。今後、日本が為替介入を繰り返すならば、欧米等から批判が出てくる可能性もあり、注意が必要である。

第1図：ドル円為替相場の動き（本日0時から5分後毎）

は為替介入実施の時点



出所：Bloomberg

1. 為替介入とは

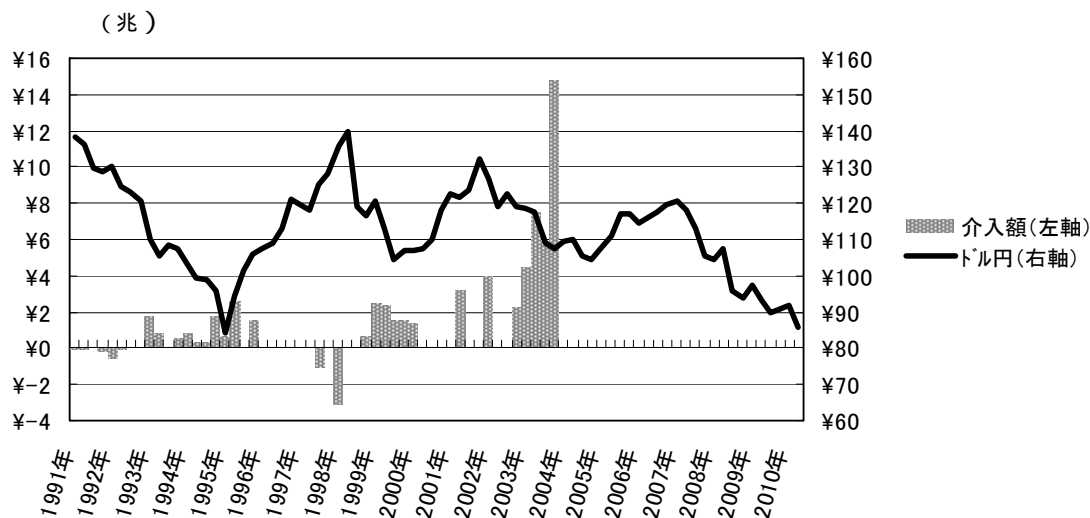
日本円は第2次世界大戦後1ドル=360円の対ドル固定相場制が導入されたが、1971年のニクソン・ショックにより終結し、1973年2月より変動相場制に移行した。最近でも15年振りの円高局面を迎えているが、日本円は歴史的にも基本的には円高を趨勢としながら、為替相場は大きく変動することもあった。そのような為替相場の変動がもたらす実体経済への悪影響を緩和するために、我が国の通貨当局は外国為替市場への介入、すなわち通貨当局による通貨の売買をしばしば実施してきた。当然、売買の方向は、一般的にその流れと逆行することとなる。これをいわゆる「為替介入」といい「外国為替平衡操作」とも呼ばれる。

通貨当局が通貨(為替相場)流れを抑える方法(処方箋)には、為替介入、金利操作(金融政策)、資本規制の3つがある。このうち、資本規制とは、端的にいえば、非居住者に当該国の通貨を売買させないことであり、先進国であるに日本では実現可能性は低い。金利操作(金融政策)は国内経済全体に影響があるため副作用も発生し易い。たとえば当該国の通貨が通貨危機のように売られているときには、通貨当局の対応としては投資対象としての魅力を増させるため金利を引き上げる。それは国内景気に対してはマイナスに作用する。そのため、為替相場の流れを抑えるためには、局所的に対応できる為替介入こそ適している。3つの方法は、通常 の順番で対応する。

ここでは少々分かりにくい為替介入の仕組みをご説明する。まず、通貨当局とはよく聞く言葉であるが、具体的には財務省と中央銀行(日本だと日本銀行)を指す。『外国為替及び外国貿易法』(いわゆる『外為法』)に「財務大臣は、対外支払の売買等所要の措置を講じることにより、本邦通貨の外国為替相場の安定に努めるものである」とあり、財務大臣の権限だけで実施でき、日本銀行はその実務を遂行する。この点で、一般で言われている「日銀介入」という言葉は誤解を招き易い。

円高の流れの時には、円売ドル買介入を実施し、逆の円安の流れの時には円買ドル売介入を実施することとなる。日本円は先にも述べたが、円高が趨勢であったので、円売ドル買介入の方がよく実施された。

第2図：ドル円為替相場の動きと為替介入金額（ドル円係る介入のみ）
介入額は、正が円売・ドル買介入、負が円買・ドル売り介入



出所：Bloomberg

日本では以前にはかなりの金額の介入が実施されてきた。2003年には約15兆円の介入が実施された。実際、為替介入とドル円為替相場の動きでは、為替介入によって為替の流れを緩和し、反転させる効果があったように見える。その後、2004年3月以降、日本では為替介入は一件も実施されていない。

また、上図ではドルと円に関する介入を対象として作成したが、対マルク・対ユーロの介入、そして、アジア通貨危機の時にはインドネシアルピア買ドル売の介入も実施した。

2. 為替介入の資金フロー

為替介入（通貨の売買）には、当然のことながら資金手配が必要となる。まず円売・ドル買介入の場合は、国債の一種である「国庫短期証券（旧：政府短期証券）」を対金融機関で発行し、円を調達する。その円を売買代金に当てて支払うことになる。対価のドルは米国の中央銀行（FRB）にある本邦当局の外貨準備預金口座で受領する。

逆に、円買・ドル売の介入の場合には、ドルは外貨準備預金から引出して支払い、対価の円で国庫短期証券による借入を返済する。

このようなプロセスを経るため、日本が円高防止の円売・ドル買介入を行うとその介入金額分、ドルの準備預金が増額することになる。これが外貨準備が増加するメカニズムである。よく、国際経済の教科書などには「貿易黒字が増

加することによって、外貨準備が増える」と書いてあるが、実際は上記のようなプロセスがある。すなわち、為替介入があるからこそ、外貨準備が増加するのである。日本が介入をやめた2004年以降、日本の外貨準備は経常黒字にもかかわらず基本的には増加していない。

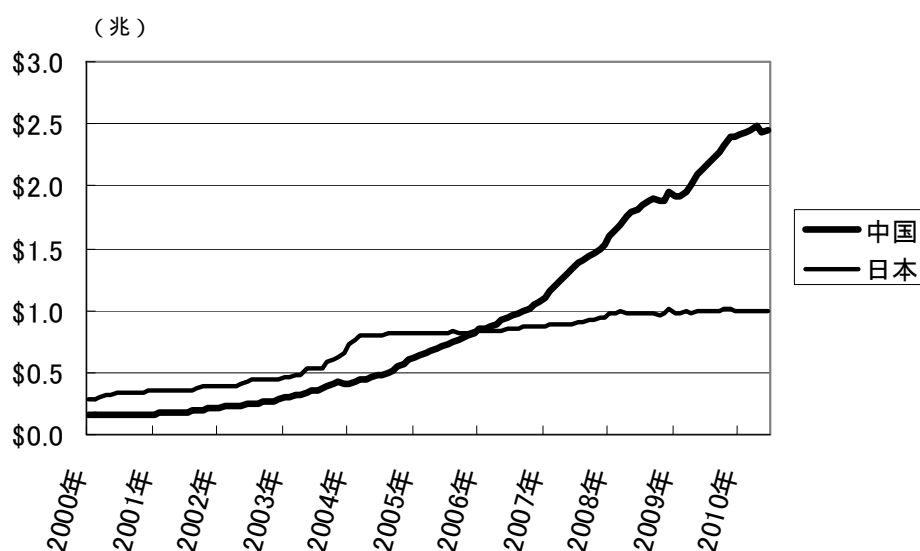
3. 固定相場制における介入

上記のようなプロセスは、変動相場制の国よりも固定相場制の国のほうがきっちりと運営されている。近年の中国もそれに当たる。

固定相場制の場合には上位の政策目的に「為替レートの維持」がある。中国は基本的には資本規制を導入していることもあり、基本的には資本移動を考えないと、経常黒字と同額のドルを通貨当局が“毎日”購入し、人民元を売り、人民元高に行こうとする流れを相殺する。これが固定的な相場制度を維持するメカニズムである。すなわち、固定相場制の国は毎日為替介入をしているということによって、為替レートの操作が可能になる。

現在、中国は莫大な経常黒字があるために、それとほぼ同額の外貨準備が毎日増えていくことになる。為替介入をしない日本の準備預金が中国に抜かれたのもやむを得ないことである。

第3図：中国と日本の外貨準備額の推移



出所：Bloomberg

4．日本の介入がなぜ問題なのか

2003年当時、すでに中国が人民元の為替相場を低めに固定し輸出ドライブを掛け、米国等と貿易摩擦が始まっていた。中国は固定相場制の維持のために、先に説明したように毎日介入を実施していた。米国等は早くも人民元の為替レートの上昇を要求していたが交渉の効果はなかなか得られなかった。

そのとき、日本は変動相場制とはいいいながらも、外国為替市場に頻繁に介入していた。円高の為替の流れを抑えるレベルを超えて、中国までとはいかないが、為替相場を管理していると米国等は受取ったようである。結果として日本の介入に対しても政治的な圧力が加わったといわれている。

今年の円高に対しても、輸出主導の景気回復を目指している欧米などは支持を受けているわけではない。すでに自国の通貨安を歓迎し実質的な通貨安政策が導入されているともいわれ、日本が為替介入をして日本円が安くなっていくことは、欧米にとって通貨安政策の効果を削ぐものと考えられている。

5．不胎化についての議論

ドルなどの外貨の面は述べたが、ドル円為替介入の場合には、対価として「円」のフローもある。具体的には、円売・ドル買介入では、日本銀行は金融機関に円を売ることになる。すなわち民間市場全体で見ると円が増加することになる。

この円の増加は、いわば一つの金融緩和である。通常の金融緩和との違いは、通常の場合の対象商品は「国債」であることであるのに対し、介入の場合の対象商品が「通貨」であることである。

いままでは、介入によって増加した円は、日本銀行は同額そのまま吸収していた。これがいわゆる「不胎化」である。円資金量の管理は、通常の金融緩和による資金で厳格に行われているためである。

しかし、今回は市場に供給された資金をあえて吸収（不胎化）せず、事実上放置する方針を固めた。為替介入と資金を放置する「非不胎化」を同時に行うことによって実質的な金融緩和とし、日本銀行も協調して円高阻止の姿勢を鮮明にしたのである。

(H22.9.15 宿輪純一 junichi_shukuwa@mufg.jp)

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、金融商品の売買や投資など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、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室は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。

発行：株式会社 三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1