

円売り介入に伴う外貨準備でのドル預金の増加は、従来は速やかに大半が米国債買入に充当されたとみられる。こうした米国債買入は、短期的には、日米金利差の縮小に伴うドル安圧力を通じて、介入効果を減殺するリスクがある。この副作用を避けるにはドル資金の「不胎化」が必要であり、理論的には、日米当局間の為替スワップや米国債の売買などがありうるが、米国側の負担を考えると実現は容易でない。一方、中長期的には、米国債の買入に伴う米国金利低下が景気回復をサポートし、ドル安圧力を抑制することも展望できる。このように、外貨準備による米国債買入は、事実上、米国金融政策の一翼を担う効果を持つ。

はじめに

日本政府は9月15日に為替介入に踏み切った。82円台まで下落していたドル円レートが85円台で週末を迎えようとしていることをみれば、緒戦の段階では、所期の目的を達しているようだ。

この間、円売り介入の「不胎化」を巡る議論に関しても、日本国内を見る限り、理解は比較的収斂しているようだ。この点を理解するためのポイントは、日本の為替介入は、政府(財務省)が自分の資金で行っていることである(日本銀行は取引を執行するエージェントに過ぎない)。つまり、円売り介入のプロセスを通してみれば、財務省は、TBを市場発行して調達した円資金を、ドル買いの対価として再び市場に放出する。従って、日銀が市場から円資金を吸収するようでは、円資金は介入前よりむしろ減少するのであり、日銀が円資金を放置することで、ようやく中立的な「不胎化介入」になる。その上で、「非不胎化介入」と呼ばれる状況にしたいというのであれば、日銀は介入とは別に資金を供給する必要がある。こうして、白川総裁の著書が指摘するように、日本の「非不胎化介入」は日銀の金融調節如何となる。

それでは逆に、円売り介入で買入れた米ドル資金が市場に与える影響はどのように考えればよいだろうか。本稿では、円売り介入の裏側で生じる米ドル資金の流れが金融市場に与える影響とその対応について、様々な角度から議論する。

外貨準備の運用に伴う米国金利への影響

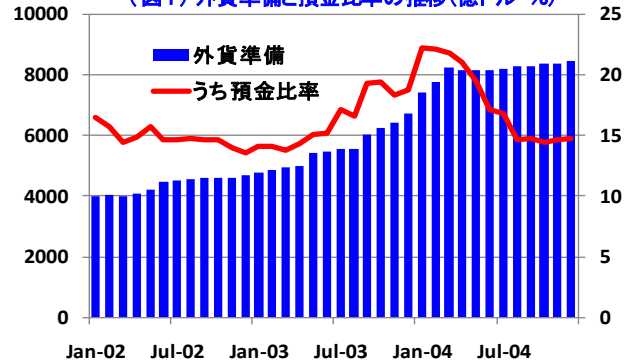
日本政府(財務省)が円売り介入によって得た米ドル資金は外貨準備となる。介入に伴う米ドル資金の支払は、財務省と金融機関の預金振替で行われるので、まずは、米ドル預金が増える。

日本政府(財務省)は、そのまま米ドル預金を持ち続けることもできる。しかし、米国も超低金利政策下にあるだけに、円預金と同じように利回りは極めて低い。一方で、外貨準備は、為替レートの変動リスクのような国際金融上の問題に対応する「準備資産」であるだけに、単に利回りの高い資産に運用すれば済む訳でもない。つまり、必要に応じて流動化しやすいことや元本の安全性にも十分配慮する必要がある。これらの要求を満たす資産の一つが米国債であることは言うまでもないであろう。

日本政府(財務省)は、外貨準備の詳細な資産内容や通貨構成を明らかにしていないが、従来の国会答弁などを振り返る限り、少なくともこれまでは、外貨準備の相当部分を米国債で運用していることが示唆されている。従って、外貨準備のこうした運用方針が維持されるとすれば、今回の介入で得た米ドル預金も、いずれはその大半が米国債の購入に充てられることとなる。

市場への影響を考える上では、米ドル預金を用いて米国債を買い入れるペースも重要である。例えば、「大量介入」前後について、財務省の公表データをもとに預金比率の推移をみると、為替介入の加速によって外貨準備が急増した時期には、これに伴って預金比率も上昇したが、その後は比較的早いペースでもとの比率(15%程度)に回帰していることがわかる(図1)。このことを逆に言えば、米ドル預金による米国債の買入が比較的速やかに進んでいたことを示唆している。

(図1) 外貨準備と預金比率の推移(億ドル・%)



「大量介入」の際と同様な対応が採られるのであれば、今回の介入で得られた米ドル預金の大半は程なく米国債に変わることが予想される。このことは、少なくとも方向としては、米国金利の低下要因であることに注意する必要がある。

読者は、米国債の市場は巨大なので、日本がいくら大量に介入したとしても、米国債の相場を左右するほどのインパクトにはならないはずと考えるかもしれない。それ自体は正しい推論としても、次の点に留意することも必要であろう。

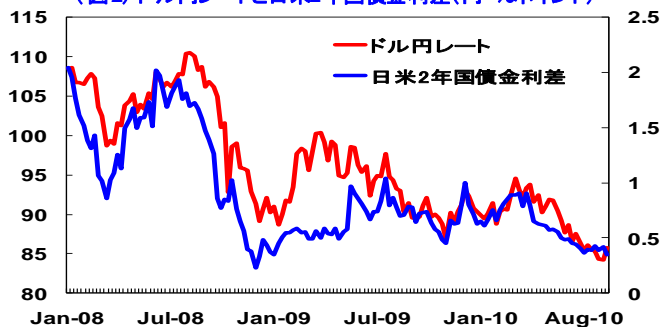
第一に、日本政府(財務省)による米国債の買入は、他のアジア諸国の外貨準備による米国債買入に上乗せされる。日本が、財務大臣の会見や日銀総裁の談話を伴って華々しく介入を開始したのに比べると「low key」かもしれないが、他のアジア諸国も少なくとも断続的には自国通貨売り介入を行っていることが窺われるし、外貨準備も実際に増えている。また、米国財務省の「TIC Data」は、アジア諸国が増加した外貨準備の少なくとも一部を米国債買入に向けているという推論と整合的である。従って、日本政府(財務省)による米国債の買入は、アジアによる米国債買入にさらに拍車をかけることを意味する。

第二に、米国債の市場関係者は、日本政府(財務省)による米国債買入の影響を重視しやすい面がある。実際、介入開始後の9月15日には、米ドルが(対円では上昇したが)軟調であったにも拘わらず、米国債市場では日本の外貨準備による買い増し期待が材料視され、中短期債を中心に利回りが低下した。もちろん、こうした市場のセンチメントは変わり易い面もある。しかし、外貨準備による買入が米国債利回りを低下させるという見方は、米国債の市場関係者に限らず幅広く共有されている。ご承知のように、この点を金融危機の背景の一つと見なす考え方は、金融市場や学界を含めて広く支持されているし、FRB自身も過去の実証分析の結果も踏まえながら、再三に亘ってこうした解釈の有効性を示唆しているのである。

仮に、日本政府が米ドル預金によって米国債を買い入れることが、上に見たような要因も含めて、米国金利を押し下げることになれば、それは看過し得ない事態となる。つまり、日米の金利差を縮小させることを通じて、少なくとも短期的には、ドル円レートに新たな下方圧力を加えるリスクがあるからである。

実際に、ドル円レートは日米の2年国債の金利差に強く関連してきた(図2)ことを考えると、こうしたリスクを一概に杞憂と片付けてしまうことは必ずしも適切ではないように思える。

(図2) ドル円レートと日米2年国債金利差(円・%ポイント)



ドル資金の「不胎化」

仮に、前節でみたような事態が生じると、為替介入によってドル安円高を食い止める効果を、外貨準備の運用で自ら減殺するという皮肉な事態に陥る。このようなリスクがあるのであれば、日本政府(財務省)は何らかの対応を考える必要がある。

そのための手段としては、まず、日本の介入に伴う外貨準備による米国債買入れの影響を過大評価しないよう、市場の理解を求めていくというコミュニケーション・ポリシーがある。ただ、上に述べたように、市場関係者だけでなく米国全体として、外貨準備が米国金利に与える影響を重視しており、FRB自身もどちらかと言えばこうした見解をサポートしているというのでは、この面での対応には限界があると考えべきであろう。

そこで、より根本的な対応は、外貨準備の運用が米国市場に影響を与えるルートを遮断することである。これは、為替介入によって得た米ドル預金を「不胎化」することと言い換えられよう。少なくとも理論的には、そのためのオプションが存在する。

第一に、日本政府(財務省)が手に入れたドル預金を、米国政府との為替スワップによって円に戻すことである。公的当局による為替スワップという、今回の金融危機で、米ドル資金の流動性リスクを抑制するために、FRBが各国中央銀行と行ってきたものが思い浮かぶであろう。もっとも、これはFRBが米ドルを供給し、日銀が円資金を供給するスキームであるが、ここでの為替スワップは、日本がドルを供給し、米国が円を供給する必要がある。このため、米国側の主体としてはFRBが適任という訳でなく、むしろ、米国の外貨準備を保有する財務省となろう。しかし、残念なことに、米国の外貨準備は日本に比べて極めて小さい(約1300億ドルであり、しかもSDRが500億ドル以上を占める)ので、為替スワップによる外貨準備の「円転」というオプションは程なく限界に達すると考えなければならない。

第二に、日本政府(財務省)が市場外で米国債を買入れることである。これは、例えば、米国財務省が日本政府向けに米国債を(入札を経ずに)直接発行することによって達成される。この方法は、膨張する財政赤字のファンディングという、米国にとって重要な課題を緩和する上で有効かもしれないが、米国としては日本のためにわざわざスキームを設けるインセンティブが乏しいであろう。あるいは、日本政府(財務省)が、FRBから直接に米国債を買入れることも考えられる。FRBは、今年8月にMBSの償還資金により米国債の買入れを再開しており、国債買入れ増額といった対応も展望されるだけに、国債を日本政府(財務省)に売り渡すことは比較的思考しやすいかもしれない。もっとも、FRBは、代りに入手する円の為替リスクという問題に直面してしまうことも忘れてはならない。

このように、米ドル預金の「不胎化」は、理論的には可能であっても、現実には、米国側の対応に相当な負担がかかることを考えると、必ずしも実現性に明るい展望は持てない。それなら、外貨準備が得た米ドル資金を分散投資することで、米国債購入による副作用を緩和してはどうかとの意見もあろう。「大量介入」終了後の2004年4月以降も、ドル建てでみた日本の外貨準備がしばしば相応に変動したことを根拠として、市場では、日本政府(財務省)は外貨準備に占める米ドルの比率を緩やかに変えているとの見方も少なくない。しかし、分散投資の積極化も、ここでの対応策としては疑問が残る。例えば、日本政府(財務省)が介入で得たドル資金の一部をユーロ建て資産の買入れに向けたとしよう。その場合、インパクトの大きさはともかく、少なくとも方向としてはユーロドルに上昇圧力を加える。こうして生じた、ドル安圧力の少なくとも一部分はドル円レートの下落圧力に跳ね返るのではないかと。だとすれば、ここでも介入の効果が幾分か減殺されるリスクが存在することになる。

おわりに

本稿でみてきたように日本政府(財務省)に多少厄介な問題をもたらす外貨準備による米国債の購入も、視点を変えて米国側から見れば、決して悪い話ではない。先に見たように、財政赤字の拡大が展望される中では、米国債を買ってくれる投資家は歓迎すべき存在であり、また、日本政府(財務省)のように比較的保守的な運用方針を維持している投資家は、突然に巨額の売却を図るリスクも低い「良い顧客」である。また、長期金利の上昇が抑制されるならば、企業の設備投資環境を改善するだけでなく、問題の核心にある住宅市場に関して、借り手の負担軽減や借り換えの促進といった面を通じて無視し得ない効果を持つことが期待される。これらを言い換えると、少なくとも、外貨準備による米国債買入れは米国景気回復をサポートする方向に作用するという点であって、その結果の一つは、中長期的にドル安傾向への歯止めになることかもしれない。

かくして、日本政府(財務省)による円売り介入は、その対価として得た米ドル資金の大半を米国債買入れに向かわせるのであれば、短期的には日米金利差を縮小することで為替介入の効果を減殺する可能性もある一方、中長期的には、米国の景気回復の一助となり、ひいてはドル安傾向を緩和することも展望される。ここで興味深いのは、これらのメカニズムが機能した場合、それらは為替相場ではなく、米国金利を起点として生じる点である。つまり、日本政府(財務省)による為替介入が一その意図は別として一外貨準備による米国債買入れを通じ、事実上、米国の金融政策の一翼を担うことを意味する。これは、Bernanke議長も指摘した「アジア諸国における saving glut」の米国に対する影響と全く同じことである。

今回の日本の為替介入が最終的にどの程度の規模になるかは現時点では不透明であるが、円高圧力自体は根強く続くとの見方も強い。これが正しければ、日本政府(財務省)とFRBの「政策協調」も過度な誇張と言えなくなるかもしれない。

文責: 井上哲也

(野村総合研究所 金融市場研究センター 主席研究員)

本稿は、情報提供を唯一の目的としており、投資の勧誘を目的とするものではありません。本稿に記載されている情報は、正確かつ完全であることを著者が保証するものではありません。記載された意見は著者個人のものであり、野村総合研究所ないし金融市場研究センターのものではありません。本稿は、著者本人から受領された方限りでご使用いただきますようお願いいたします