

協調介入の契機となった円の急騰が為替スポット取引や為替スワップ取引の市場流動性の低下によるのであれば、再発を抑制するため、為替当局や中央銀行が、①為替市場に流動性を供給する金融機関のプログラムについて知見を深める、②海外勢の円資金調達を円滑化するため中央銀行間のスワップや補完貸付制度を機動的に運営する、などの対応を講じるほか、外為証拠金の情報開示を見直すことも検討されるべきである。また、先進国の為替介入は、今回のように為替の「過度な変動や無秩序な動き」が国際金融市場の不安定化に繋がる懸念があるケースで発動されるだけに、この問題に深い利害を持つG7における議論と決定が引き続き有用である。

はじめに

去る3月18日、約10年振りの協調介入が実施された。既に市場関係者やメディアからは、過去の例との比較を含む特徴点や他の市場への影響も含む効果等について様々な観察や意見が示されている。そこで、本稿では、中長期的な視点から、今回の協調介入を巡る市場の動きとその対策について考えたことを述べてみたい。

市場流動性の問題

協調介入を実現することとなったドル円相場の急落は、日本にとって介入前日の3月17日の午前6時前、米国では3月16日の午後5時前、79.80円/ドル付近から急激に始まり、約30分のうちに76.32円/ドルに達した。同じような相場の動きは、例えば金融危機が最初に顕在化した2007年8月にも生じたが、その際には急落の過程でも多数の取引が成立したとされるのに対し、今回はマーケット・メイカーによるドルのビッドが少なくとも一時的に枯渇したという指摘が聞かれる。その意味では、例えば、1998年6月のドル円相場の急落時(約2日間で10円下落)に似ている面があるようだ。

為替取引が24時間であるといっても、米国で事実上のクローズとなる午後5時から、シドニーで取引が活発になる午前8時の間—日本時間では午前6時～7時の間(米国夏時間)—は、もともと市場流動性が低く、日本の大量介入(2003～4年)の際にも、相場へのインパクトを狙う取引が散見された。加えて、WSJ電子版(18日)が指摘するように、現在の市場で流動性供給の役割を担う金融機関のプログラムが、米国市場の「クローゼン」後に短時間ながら全体として機能が低下することも急な相場変動に寄与したかもしれない。

しかし、これらはドル円相場が急落した日だけに生じた訳ではないので、トリガーとなった原因は別に探索する必要がある。この点について多くの指摘がみられるのは、円の短期金融市場の変調である。(図表1)は欧州時間(GMT)でみたレートの推移であるが、3月15日からの数日間は、為替フォワード(S/N)でドルプレミアムが生じ、円資金の実効調達金利がドル金利対比で大きく上昇したほか、短期の円Liborも上昇していたことがわかる。その理由については、日本株の暴落に伴い、為替に関してオーバーヘッジとなった海外勢が円売りの圧縮を図ったとか、資金繰りを慎重化した本邦金融機関が円投を抑制したといった見方もあるが、いずれも現時点では客観的な証拠はない。また、日銀は14日から巨額の資金を市場に供給し、16日の当座預金残高は既に27兆円に達したにも拘わらず、外銀が日銀オペによる円資金調達を行わなかった(行えなかった)理由も必ずしも明らかでない。ただ、理由はともかく円の短期金利が上昇すれば、プログラム売買を含めて為替市場で円買い圧力が高まることは当然に推測される。

(図表1) 円資金調達に関連するレート

月日	3/11	3/14	3/15	3/16	3/17	3/18	3/21	3/22
ドル円S/N最大値(円)	-0.04	0.04	0.83	0.27	0.10	-0.01	-0.04	-0.04
同年率(%)	-0.17	0.17	3.67	1.22	0.45	-0.04	-0.17	-0.17
円LiborS/N(%)	0.107	0.111	0.491	0.181	0.174	0.144	0.134	0.123

資料: Thomson Reuters

また、3月14日(日本時間)の週の前半は日本株の下落が加速し、海外勢が目にする原発の状況も悪化方向に進んだため、リスク回避の意味で円買いのセンチメントが強まりやすかった面もあろう。その上で、為替相場の変動を加速した理由として、外為証拠金取引のポジションクローズが集中的に発生した点を挙げる向きも多い。実際、東京金融取引所でのドルロング・ポジションも、円相場がじり高を辿る中で増加し、3月16日(日本時間)には2436億円に達していた。3月17日(日本時間)の早朝に円相場が急騰したことで、多くのポジションで含み損が差入れ証拠金の一定比率を超えたため、自動的なストップロスが発動され、大量のドル売り・円買いが発生させたというのである。この点は、3月17日の上記のポジションが1528億円に急減したことから確認できる。

(図表2) 東京金融取引所のネット円ショートポジション(億円)

月日	3/11	3/14	3/15	3/16	3/17	3/18	3/21	3/22
ドル円	2394	2131	2279	2436	1528	1470	1424	1486
その他	3803	3367	3947	4100	2958	2562	2121	2018
合計	6197	5498	6226	6536	4487	4033	3545	3504

資料: 東京金融取引所

対応(1): 為替スポット市場

上記のようなメカニズムが働いたとすれば、まず、為替当局や中央銀行は、高い市場流動性を有するはずのドル円スポット取引で、市場流動性が一時的にせよ大きく低下した要因を正しく把握することが、再発を抑制する上で大切である。例えば、市場流動性を支える金融機関のプログラムについて、少なくともその運営状況やストレス時の特性に関するある程度の知見を得ておくことが望まれる。為替市場では寡占化が進行しており、ドル円スポット取引について市場流動性の主たる担い手となっている金融機関の数は必ずしも多くないとみられるだけに、為替当局や中央銀行にとってこうした知見は一層重要になっているはずである。同時に、為替当局や中央銀行が、今回のように市場流動性が急低下した際に、これらの主要な金融機関と迅速かつ適切に情報を共有しうる体制を整えておくことも、市場変動の意味を正しく把握する上で大切である。

対応(2): 為替スワップ市場

金融危機の際にも、為替スワップ市場ではドル円に限らず多くの通貨ペアで機能が大きく低下し、短期金利差と整合的でないレートが出現したり、ターム物取引が困難になったりしたことは記憶に新しい。今回はカウンターパーティー・リスクの問題はなかったとみられるが、同様な現象が生じたとすれば、為替スワップ市場はストレス時に機能を失いやすく「脆弱」な市場であることになる。

仮に為替スワップ市場の機能が損なわれても、中央銀行が、金融危機の際にも今回の震災後も、国内金融市場でオペを通じた大量の資金供給を行っているため、円資金調達は量的には問題ないはずである。しかし、オペの適格担保や実施時間帯、為替スワップ取引の決済日等を考えると、オペと為替スワップには代替的ではない面が残る。従って、中央銀行は、オペを通じた潤沢な資金供給に加え、為替スワップの問題に対処すべき場合もありうる。

その場合の最も単純な手段は、中央銀行が為替スワップ市場に参加することであるが、現時点では中央銀行の取引能力は整っていないかもしれない。そこで、仮に外銀が為替スワップ市場での円資金調達に困窮しているのであれば、中央銀行同士が為替スワップを行い、外銀の母国の中央銀行が円資金オペを行うことでも対応できる。これは、金融危機の際に実施されたドル資金スワップ+ドル資金オペを円に替えただけであり、主要国の中央銀行は円滑に実施しようであろうし、外銀は母国通貨建て資産を担保として円資金を調達しようという大きなメリットがある。

もっとも、中央銀行間の為替スワップは、金融危機のように一定の期間に亘る為替スワップ市場の機能低下に対応する上では適切な手段であるが、今回のように短期間にストレスが生じた場合の機動的な手段としては活用し難いかもしれない。こうした目的に対しては、例えば、補完貸付制度(CLF)の活用を促すことが考えられる。金融機関側から見て現状の枠組みでは使い難い面があるのであれば、柔軟に見直しを行うことも必要であろう。

対応(3): 外為証拠金取引

外為証拠金取引については、大量のポジションが集中的に巻き戻されたことが相場変動を加速したのであれば、ポジションの過度な蓄積を抑制するために証拠金率を機動的に変更することが考えられる。この点は、外為証拠金に限らず、米欧も含め様々な金融取引を上場する取引所で常に行われていることであるし、東京金融取引所の外為証拠金取引においても実際に運用されている。ただ、実務的に難しいのは、取引所外で証拠金業者との相対で行われる取引について歩調を合わせることである。

もう一つ重要なポイントとして、外為証拠金取引のポジションに関する情報開示の扱いがある。投資家が合理的な投資判断を行うよう、取引所が迅速で適切な情報開示を行うことは大切である。しかし、市場全体としてみると、取引所経由の外為証拠金取引だけが際立って透明に開示されるという非対称的な状況になっている。このことが、他のプレーヤーによる投機的な取引を招来し、相場の振幅を大きくしやすくしている面もあるのではないだろうか。このため、外為証拠金の建玉に関する情報開示については、例えば、CFTCのCOTデータと平仄を合わせつつ、業者の経路分も合算した上で、週次等に開示頻度を下げたり、開示に時間的ラグを設けることも検討に値するように思われる。

先進諸国における為替介入の正当性と枠組み

大震災後に本邦投資家によるrepatriationの思惑によって円高圧力が生じる中で、為替市場では介入を予想する向きが増えていたが、筆者は協調介入まで実現するとは思っていなかった。結果論として言えば、3月14日からの週に日本株の下落と円高圧力が顕在化したことが、中東情勢や欧州債務問題の不安定化によってもともとリスク回避のセンチメントを強めていた米欧市場にスパイラル的に展開することを避けたいという点で、米欧とも利害が一致し、協調介入によって悪循環に早めに歯止めをかけるという趣旨であったものと理解できる。

今回のG7財務大臣・中央銀行総裁会議の声明(3月18日)が明言しているように、今回の協調介入は「為替レートの変動や無秩序な動き」に対応するものである。こうした目的での介入は、IMF協定第4条(Part II, 14.BおよびC)に2007年7月に追加されたように、他の加盟国の利益も考慮に入れるという条件の下で正当化されている。実際の為替介入には至らなかったが、金融危機が深刻化し、flight to qualityとしての円高とそれに伴う株安がスパイラル化するリスクのあった2008年10月のG7においても、今回と同様な観点から、米欧諸国も円高牽制を声明文に盛り込むことに合意した事実も思い起こすべきであろう。

これに対し、IMF協定が認める為替介入のもう一つの正当な理由である「ファンダメンタルな均衡からの乖離」は、少なくとも先進諸国の間では実効性を失いつつあるようだ。なぜなら、「ファンダメンタルな均衡」を一律に示すことが難しいからである。相対購買力平価のような指標を持ち出しても、関係国のどの物価指標を用いるかによって、ドル円と言えば数十円単位で異なる「均衡値」が導かれる。主要国通貨の実際のレートは、各種の「均衡値」によるバンドの中に入ってしまうだけに曖昧な結論しか得られない訳である。

先進諸国での為替介入の持つこうした特徴による帰結の一つが「G7の延命」であることは興味深い。つまり、先進諸国が為替介入で合意するとすれば、先進諸国の通貨が「過度な変動や無秩序な動き」を示すことで、グローバルな金融市場の不安定化が懸念される状況である。そして、こうしたリスクに大きな利害を有するのは、グローバルに強い相互連関を有する金融市場を抱える先進諸国であるだけに、引続きG7で議論し決定することに合理性がある。確かに、新興国にも大規模な金融機関や取引所は存在するが、少なくとも現在は、金融ビジネスや為替・資本取引に関する規制が残存したり、クロスボーダーで活動する金融機関が少ないだけに、先進諸国のようにグローバルに強い相互連関を示す状況には至っていない。同じ為替問題でも、新興国の為替レートのmisalignmentを議論し、対応を検討するのであればG20の場がより相応しいのは事実であるが、国際金融問題の議論が全てG20に移行するというのは、政治的なメッセージとしてはともかく、少なくとも実務的にはまだ時期尚早であったであろう。

おわりに

今回の協調介入の背景が上に述べたものであった場合、為替レートのボラティリティが低下し、先進諸国の株式市場などが落ち着きを取り戻せば、協調介入も終息に向かうという推論が得られる。市場では、グローバルなリスク回避のセンチメントが根強い中で円相場が「じり高」になると、協調介入の理由が失われるだけに本邦当局は苦しい立場に置かれるといった見方もあるようだ。

こうしたリスクは確かに否定できないが、一方で、協調介入に限らず為替介入が市場のサポートを得られる場合の条件を思い起こすことも重要かもしれない。それは、関係国の金融政策の相対的な方向性が為替介入と整合的であることである。現時点では、日本と欧米の中央銀行はともに強力な金融緩和を実施中であるが、欧米諸国の中央銀行は徐々に金融政策の「正常化」を進める段階に入っていくことが展望されるし、日本がこうした動きに先行することは考えにくい。その意味では、今回の協調介入が長い目で見て実弾以上の効果をもつ可能性もまた否定できないように思う。

文責: 井上哲也

(野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部 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