

日銀介入の効果と市場の変容

今週は多くの中央銀行の金融政策決定会合が続く。ほとんどが政策金利の引き上げを決める。それも大幅な引き上げが見込まれる。既にスウェーデンは昨日1%の利上げを決めた。

米国のFED、英国のBOE、スイスのSNB、ノルウェー銀行などは0.5%から0.75%の利上げが予想されている。

1%の利上げの可能性もあるSNBは現在マイナス0.25%なのでいずれにせよプラス圏に浮上する。これで欧州圏のマイナス金利は消える。残るは世界で日本だけだ。日本の政策金利は変わらず、イールドカーブコントロールも現状維持が続く見込みだ。

サプライズはFEDの1%の利上げだが、金融市場でも0.75%の可能性が80%以上と見ているように可能性は小さい。もちろん日銀が金融政策の変更をすればサプライズだが、その可能性はもっと小さいだろう。

日銀の政策で言えば、これは本来財務省の政策だが、市場介入の可能性の方を考える必要がある。先週はレートチェックが行われ、市場介入の前段階と言われた。口先介入があって、レートチェックがあって、そうした手順を踏んで介入が実行される。このような認識が広がっている。

だがこのような手順が本当にあるのか。2000年代の前半にドル買い介入が頻繁に行われた時期にレートチェックが言われ始めたと記憶している。だが為替介入はサプライズであってこそ効果が高くなる。歴史上最も効果的だった介入とみなされるニューヨークのプラザホテルでのドル売り介入の決定合意は会議そのものも秘密裏に行われた。竹下蔵相がゴルフに行くふりをして成田を飛び立った話は有名な後日談だ。

介入も次第に官僚化して手続き重視になったのかもしれないが、もしそうなら馬鹿げたことだ。金融政策ではフォワードガイダンスがあるように前もって政策の意図を浸透させ市場に混乱を与えないようにするには理があるが、為替は違う。

為替は違うと言えば、ドル売り介入時の円資金の不胎化により金利上昇を防ぐと介入の効果が乏しくなる、との見方も間違いだ。為替レートは為替需給、つまり売買によって決定される。金利は貸貸の世界で金利の変動は為替の需給とは無関係だ。ただ金利変動により資本移動が誘発される場合のみ為替需給に影響する。短期金利の変動が為替需給に影響を与えない例はごまんとある。日々の日銀の資金調節の度に為替レートが動くことはない。

為替介入は不胎化しようがしまいが為替需給に直接影響するので効果的だ。ただその効果がどれだけの変動をもたらすか、どれだけ続くのかは不確かだ。ファンダメンタルズに合わなければ短期的な効果しか見込めない。

それでもポジションを持つ側にとっては介入には逆らわず、介入時に反対のポジションを持っていたらすぐに切った方がいい。以前は介入に立ち向かってポジションを張って勝つこともあった。有力な市場参加者が協力して、本支店や顧客も動員してやるのだ。

だが今そんなことをやったら不正操作、談合などと非難され、職を失うばかりか有罪にもなりかねない。そうした懸念があるので介入に立ち向かう金融機関もディーラーもほとんどいない。それも介入が効果的になった要因の一つだ。