

為替市場介入と金融政策

ドル円が 160 円台を付けた後、急落した。29 日の祝日の出来事だ。東京市場は休場だが、香港、シンガポールなどの海外市場は開いていた。東京は休場と言っても、日本の銀行や企業などが為替取引しないということではなく、担当者の意思と取引相手があれば市場参加できる。

この日のドル円の急落が当局の介入かどうかが話題になっている。休日や取引の終了間際やその後は市場が薄くなり、為替レートは変動しやすくなる傾向がある。そうした市場の状態を利用してストップロスを意図的につけに行く取引がある。

ストップロスの注文を多く保有している銀行が意図的にストップロスのレベルまでドルを売り下げて、ストップロスの注文で利食うのだ。例えばドルロングのポジションを持つ顧客が 157 円台、155 円台のいくつかのレベルでストップロスの注文を出す。銀行は通常の流動性のある市場ならば無理だが、薄い市場ならそれほどの金額を使わなくてもストップロスのレベルまでドルを売り下げることが可能だ。その過程で他の諸々のストップロスのドル売りが加わりドル下落を加速させる。ドル円のロングが大きく傾いているときはこうした変動が起こりやすくなる。

だが今回はこうしたことだけでドル円が急落したのではないと思う。市場の出来高が大きすぎるからだ。EBS(電子ブローキングシステム)だけでも 700 億ドルの取引量があったと言われる。ストップロスの巻きこみだけではここまでの金額にはなり難い。

さらにドル売り円買い介入の場合は日銀の当座預金の残高にその変化が反映されるが、通常よりも 5 兆円程度のずれが生じ、介入額相当と類推される。

ただ日銀の介入はその情報がほとんど漏れるが、今回はそうではない。日銀介入は銀行に注文を出してドル売りをする。もちろん日銀は取引銀行に秘密厳守と約束させる。また銀行を通さず直接 EBS などを通して介入をするケースもある。このケースでも取引相手の銀行では相手が日銀になるので介入は分かる。

東京市場は以前から介入の情報が漏れることで有名だ。私が以前働いていた英国の銀行で BOE(英国中央銀行)の介入注文をグローバルで担当していたが、アジアの時間帯はシンガポールか香港の支店が担当していた。本店に東京に回さない理由を尋ねると東京は秘密保持できないからだとの答えだった。そうしたことは絶対起こらないようにすると言って注文を回してもらったが、注文が回ってきた翌日 BOE から情報漏れのクレームが入った。誰がどこで漏らしたのか見当がつかなかった。

こうした経緯を考えると東京市場も秘密保持の点では随分向上したのかもしれない。

それにしても日銀当座預金のずれから類推する介入金額は 300 億ドル程度になる。休日の市場を考えると相当な規模の介入と言える。

だが逆から見ればそれでも戻り直近では 157 円台後半で推移しているところに円相場の実態がある。

一つは日銀と財務省 (MOF) のスタンスの違いだ。日銀は、現行の円安は物価に目立った影響を与えておらず、無視できるレベルとの判断だ。一方 MOF は、円安は経済に悪影響を与え、実質賃金の上昇にマイナスだとの見解だ。

もう一つは円安の主因である日米金利差だが、とりわけより重要な米国の金利状況だ。FOMC の利下げに対す市場の見通しはどんどん少なくなっていて直近では年後半に一回だけに減少した。年内利上げなしの見方も増している。こうなると金利差縮小による円高反転の可能性は低くなる。

後は日銀の利上げがどの程度円安を抑制できるかになる。スイス中銀はもともと為替レート重視の金融政策を続けているが、ECB も為替レートへの配慮をこれまで何度も口にしてきた。米国はドルが基軸通貨なので為替レートへの配慮は元々薄い。日銀は為替レートを金融政策の指標としてもっと重視してもいいのではないかと思う。