

## 日米協調介入のリスク

今回の日米協調介入はいくつかの点でかなりのサプライズだった。まず米国が積極的だったことだ。米国は本来為替介入には消極的な姿勢を示してきた。協調介入への参加はなおさらだ。為替レートは経済のファンダメンタルズに基づいて決定されるもので当局が操作するべきではないとの考えだ。

それが介入前に市場に情報を流したり、介入実施後は更なる介入の用意があるとの宣伝までした。米国の為替市場介入は基軸通貨を握る国であるがゆえに効果的を発揮しやすく、協調介入ならほぼ負け知らずだ。それなのに介入のタイミングを FOMC と日銀の政策決定会合の前に実施するなど小細工を弄した、

次に協調介入の原資に FED のレポファシリティの利用を考えたことだ。日本が保有する米国債を直接売却するのではなく、米国債を担保にドル資金をレポで調達するのだ。こうしたスキームは外貨準備の乏しい新興国などが米国に依頼して利用させてもらうことが多い。米国債の売却で外貨準備が減ると市場で当該通貨の売り要因になることが多いからだ。

だが今回は米国の方が日本にレポの利用を要請したのではないか。日本の米国債売りで価格が下がる(金利が上昇する)ことを米国は懸念するからだ。先日の FOMC の後、FED のインフレ抑制姿勢を懸念した市場で米国の長期金利は上昇傾向にあった。中間選挙を前にトランプ政権には憂慮すべき事態だ。

さらに FED の介入ではユーロ売り円買い介入を実施した。普通ならドル売り円買い介入だが、あえてドルを避けた。米国債の価格への影響を避けた。金額もそう大きくないしそれほどの影響もないとは思いますが、米国は思ったより債券市場にナーバスになっている。

また円安が日本のインフレを加速し、円の長期金利の上昇に繋がると日本の機関投資家が国内市場に資金を戻すために海外債券を売却する可能性が高まる。米国債も影響免れない。こんな懸念も米国にはある。

他にもサプライズなのは米財務長官の介入後のコメントが的外れなことだ。協調介入は円の無秩序な変動を抑制するためだと言う。だが現在の円安傾向は日米の政策を反映したものでその点ではファンダメンタルズに沿った為替レートだ。相場変動も介入時以外はほとんど乱高下もなく為替の需給を反映した穏やかなものだ。

ベッセントはさらに協調介入は日米の親密な関係から来るものだと続けた。昨年アルゼンチンペソを支えるための介入をしたときと同じ論理だ。協調介入が政治色を帯びるものになった。

こうした中で日本の外貨準備の中で米国債の割合が高すぎることをあらためて認識させられた。1兆3千億ドル近い外貨準備の中で1兆1千億ドル超が米国債に投資されている。9割近い。ポートフォリオマネージメントの観点からも一つの金融商品に偏り過ぎで異常だ。リスクが大きい。まして今回分かったように米国債を売却するのは容易ではない。その点では実質的リスクはこれまで以上に増えた。

日本政府は GPIF の海外のポートフォリオを縮小して国内に振り向けることを望んでいるが、日本政府のポートフォリオの見直しも考える時だろう。