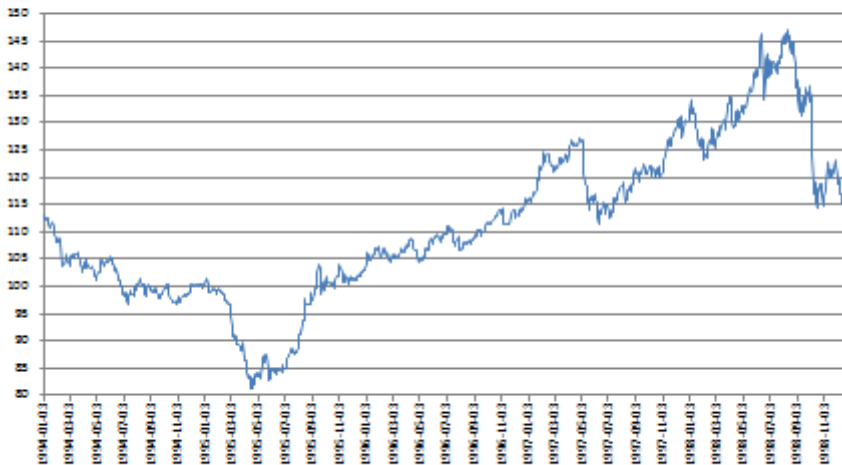


ドル売り介入のシナリオ（2014年12月8日）

まるで昨日のことのようによく憶えている

最近のことは忘れやすいのですが、昔のことはよく憶えています。例えば1995年。1月に阪神淡路大震災が起り、4月には地下鉄サリン事件が発生しました。もうこれで日本は終わりだという雰囲気が蔓延する中でドル円は80円を瞬間的に割るまで円高が進みました、まるで昨日のことのようによく憶えています。

1994～98年のドル円相場



なぜそんなに円高が進んだのか。これは歴史の闇の中に埋もれていくことになるでしょうが、よく言われるような日米貿易摩擦のせいではない。当時の年金福祉事業団（現在のGPIF）が外国債券投資を儲からないから運用対象資産から外すと決めたからでした。何故そんな暴挙が決断されたかと言うと、年金福祉事業団の傘下にある若手有志（民間の運用会社を母体とする）によるそれまでのアセット・アロケーション見直しの検討会があり、どこかの誰かが“外国債券投資など百害あって一利なし”と廃止を訴えたからでした。

信じられない話ですが、この意見は全体を動かし、当時すでに100兆円を超えていた事業団のポートフォリオは10兆円近くに及ぶ外国債券ポートフォリオを全て売るように運用機関に命じます。これを受けて1995年に入ってから円高は加速し、ドル円は一気に80円を割り込みます。最後の最後まで大口の資金を運用していた日系の信託銀行が、来る日も来る日も狂ったようにドルを売っていました。あの担当者は今頃どうしているのでしょうか。いつの日か現れて当時の実にバカバカしい現実を語ってくれることはあるのだろうか。

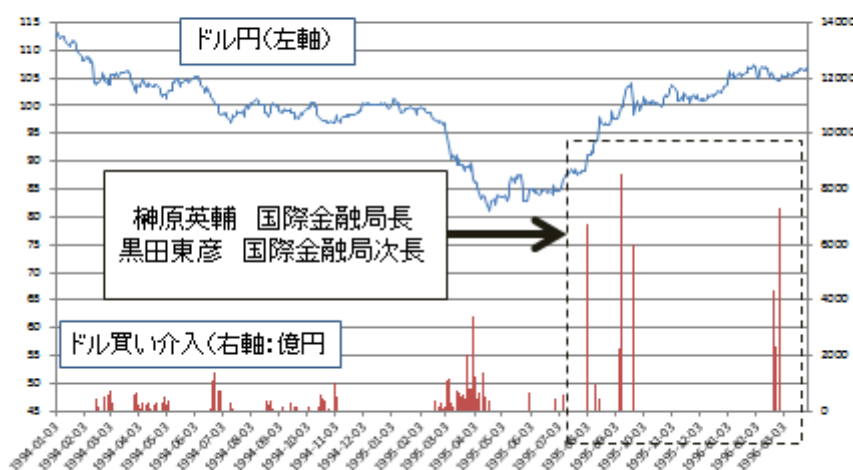
かくいう私も仕方なく外国債券を売却し、ドルやマルクやポンドを売っていました。恥ずかしい話ですがこれが現実です。

暴力的なドル買い介入

この間、財務省は必死になってドルを買い支えていたのですからお笑い草です。厚生労働省がドル売りをしかけ、財務省がドルを買う。安いところで外貨準備が増えたのですから、国全体で見れば外貨建て資産の付け替えのようなものです。でも事業会社などには多大の迷惑をかけ、これがきっかけで大事な生産拠点が海外に移転するのだから日本国には大きな損失でした。誰もその責任を取りませんが。

しかし相場は95年4月をボトムに大きな反転を見せることとなります。財務省によるドル買いがある時点をきっかけに大きな効果を生むことになったのです。

戦力の逐次投入を行わなかった二人の担当者



効果を生み出したのは、大規模かつ暴力的なドル買い介入。それまでチョロチョロとせいぜい 1000 億円程度しか行わなかったドル買い介入を、“やる時にはやる”とばかりに一気に数千億円、時には一日 1 兆円規模まで増量し、同時に買い方を暴力的なやり方に変えたのでした。

暴力的とは、例えば市場が 97 円 10 銭から 20 銭で取引されていたとしましょう。普通ならドルを買うときは 97 円 20 銭で買えるわけですが、この時日銀はあえてドルを 98 円で何億ドルも買い付けます。間に仲介した外為取扱銀行は 97 円 20 銭から 98 円までのドル売り注文を全部自行で買い付けたうえで、日銀にこれを 98 円で売りつけ大儲けです。嘘だと思

われるかもしれませんが、当時の証人はまだ大勢市場に残っているから聞いてみればいい。

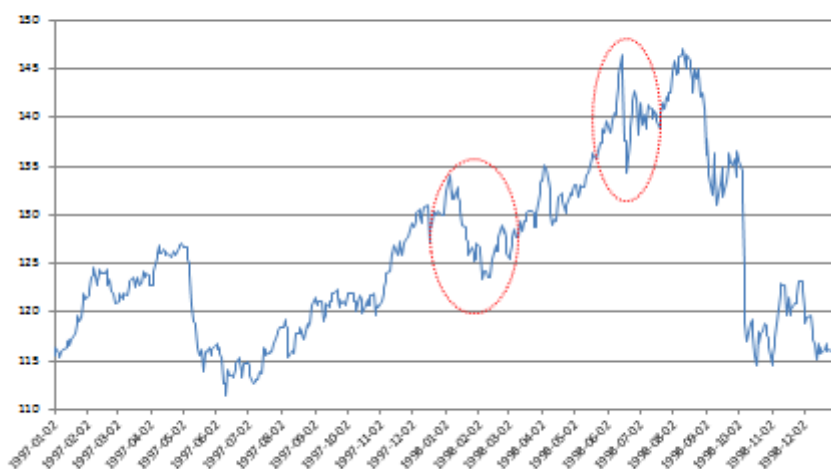
そしてこの時介入の指揮を執っていたのが後に“ミスター円”と奉られる榊原英資国際金融局長。現場で日銀に注文を出していたのが、現在の日銀総裁である黒田東彦国際金融局長次長でした。昨年4月4日に高らかに宣言された“戦力の逐次投入は行わない”という黒田日銀総裁の方針は、実はこの時のやり方を踏襲されたものだったのです。

*注：ドル買い介入も量的緩和も金融政策的には同じ性質のもので、買いの対象が、一方がドルであり、もう一方が国債であるだけ。勿論規模は現在行われている量的緩和の方が断然大きいのですが、このあたりのところも実施すれば効果が大きくなることを黒田日銀総裁は自らの経験から知っていたのでしょう。皮肉なことにそれ以前の規模が微々たるものであるために効果が限定的であったことも、現在の量的緩和時代とよく似ています。

ドル売り介入への転換

しかし何事もなかなかハッピーエンドには終わりません。一旦大底を付けたドル円は、今度は強烈なドル高円安トレンドへと転換し、急激な円安として日本経済を襲います。背景にあったのは、アジア通貨危機、日本の金融危機、ロシア通貨危機であり、最後はLTCM（ロング・ターム・キャピタル・マネジメントという冗談みたいな名前です）という当時世界最大規模のヘッジファンドの崩壊で終わります（余談ですが、この時LTCMから放出されたファンドマネジャーたちが世界の名だたる投資銀行に再就職し、そこでサブプライムローンを組成していきます）。

97年12月、98年4～6月:ドル売り介入実施



1997年12月7日、ついに日銀はドル売り介入を実施します。この時ドルはすでに130円台、介入規模は12月中で1兆円、翌98年4月から6月にかけては3兆円規模と記録されています。これを受けてそれぞれレートは10円単位で円高への調整が発生します。しかしそれでも市場に生まれたドル高円安トレンドはとどまることを知らず、結局147円までドルは買われ、先ほど述べたLTCMの破綻で幕を閉じることになります。

今回のドル高円安局面

さて翻って現在の為替市場です。先週（12月5日）NYでは121円台までドル買いが進みました。米国のこの動きに対する態度は微妙です。すでに9月のFOMCでドル高に対する懸念（デフレ・景気の足を引っ張るリスク）は公表され済みですし、担当部署の責任者であるルー財務長官は通貨安競争を認めていません。

しかし米国の最高責任者であるオバマ大統領は先週、日本にエールを送りました。景気後退・デフレから早く脱却してほしい、というメッセージを米国の経営者に向けて発したのです。

米国のスタンス

12月3日: オバマ大統領

「日欧の減速で米景気後退の可能性」

10月7日: ルー米財務長官

「通貨安競争を認めぬG7合意、今も変わらず」

これは裏を返せば最近の円安の動きを容認したとも取れます。少なくとも選挙期間中は安倍政権に対する配慮もあって正面切って円安を否定することは出来なかったのでしょう。

選挙が終わると臨戦態勢

整理するとここから先のドル円を巡る為替見通しは以下のようになります。

2015年の為替見通し

日本の景気が本格回復するまで
円安は長期間にわたり継続する

120円台後半からは
ドル売り介入が実施される可能性がある

日銀が量的緩和を行っているため
ドル売り介入はFRBが行う可能性がある

最初は口先介入でしょう。過度の円安ドル高は望まない、とか最近の動きは激しすぎる
とか。市場は若干の調整を余儀なくされるでしょう。しかしこれでは根本のトレンドは変
わらない。もっと言うと、本格的な介入があっても、為替のトレンドと言うのはそう簡単
に変わるものではない。

しかしまずはさしあたり選挙後の為替市場には注目です。選挙期間中抑えられていた一
方的な円安に対する不満が一挙に噴出する可能性が高い。注意が必要です。