

通貨ニュース (2017 年 3 月 29 日)

ブラジル及びメキシコの為替介入メカニズムについて

メキシコも通貨スワップによる為替介入プログラムを導入

3月6日にメキシコ中銀（Banxico）は従来とは異なる方法で通貨防衛を行うため、為替ヘッジ契約入札を実施した。Banxico は MXN 安の抑制に向け、今までには主にスポット市場での為替介入や政策金利引き上げを行ってきた。一方、新たな為替ヘッジ契約は、MXN 建てで決済するノンデリバラブル・フォワード（NDF）に似た仕組みとなっている。第1回目の入札額は10億ドルで、今後は最大で総額200億ドルまで拡大する見通しだ。なお、この手法はブラジル中銀（BCB）が2002年4月に導入し、2013年以降のBRL安局面において多用してきた通貨スワップによる為替市場介入プログラムと同様とみられる。ブラジルに次いでメキシコでも為替ヘッジ契約が導入された背景には、後述するようにスポット介入に伴う国の信用力低下を回避したいとの政府・Banxicoの狙いがあるのだろう。スポット介入では、自国通貨購入のための原資である外貨準備が減少することなどにより、市場からさらなる通貨売り圧力を受けるリスクがある。もっとも、通貨スワップを用いた介入（以下、通貨スワップ介入）もリスクを孕んでいる。以下では、ブラジルを例に通貨スワップによる為替介入のメカニズムとそのリスクを考察したい。

国際為替部

大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

齋藤 周

03-3242-7065

amane.saito@mizuho-bk.co.jp

通貨スワップでは元本と金利を交換

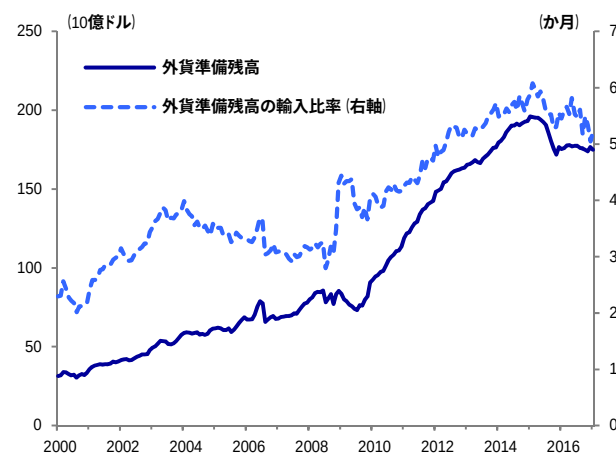
BCB が通貨スワップ介入を開始した理由の一つとして、スポット市場におけるドル売り BRL 買い介入に伴うドル連動国債の発行残高拡大が財政悪化懸念を招

図表 1：ブラジル中銀の介入と BRL 相場



(資料) ブラジル中銀、ブルームバーグ、みずほ銀行作成

図表 2：メキシコ外貨準備の推移



(資料) ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行作成

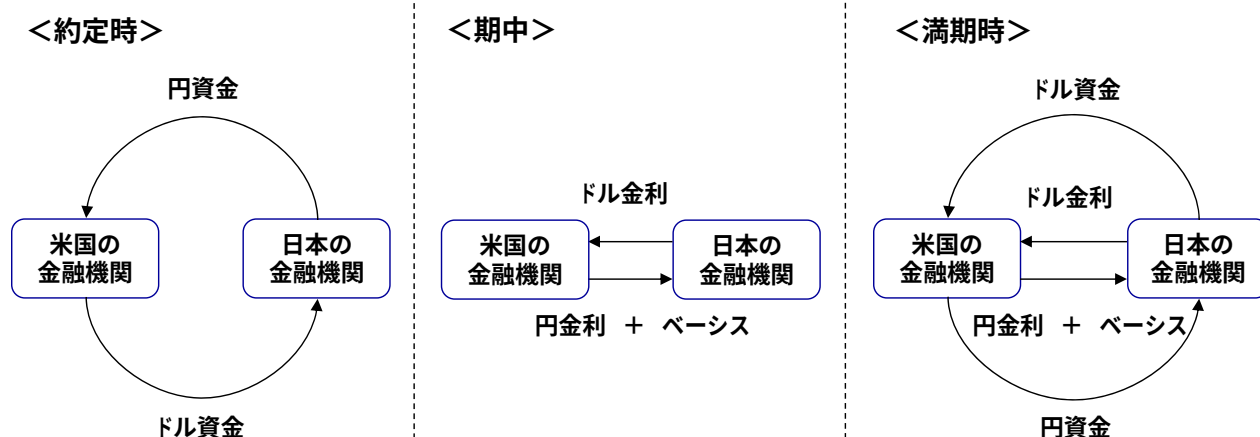
いたとの経緯がある¹。2001 年初から 2002 年末の間に、アルゼンチン危機や米国での同時多発テロ事件、ブラジル大統領選挙における財政懸念を背景に BRL は 1.97 から一時 3.73 まで約▲72.3% の下落を見せた。この下落を食い止めるために BCB はドル連動国債による借り入れを原資にスポットでの BRL 買い介入を実施していたとみられ、BRL 安の動きに合わせるようにドル連動国債の残高が拡大している（前頁図表 1）。そのため、この時期に外貨準備の大幅な減少は見られなかったものの、介入に伴うドル連動国債残高の積み上がりや政府と BCB が十分な外貨を保有していないとの懸念に繋がり、BRL 安圧力となっていた。こうした状況を経て、BCB はドル連動国債の発行や外貨準備の消費を必要としない通貨スワップ介入を導入している。Banxico も同様に、足許の外貨準備が輸入金額の 5.2 か月分と安全性の目安（3 か月分）を上回っているが、減少傾向にあるため、信用格付け維持などの観点からブラジルと同様の手法を導入したのだろう（前頁図表 2）。

なお、BCB と Banxico による為替介入のメカニズムを考える前に、まず一般的な通貨スワップの仕組みについて確認したい（図表 3）。例えば外債投資を行いたい日本の金融機関が外債購入のためのドルを米国の金融機関から借りる場合、約定時にはドル資金の元本に対して円資金の元本を交換する。その後、満期を迎えるまでの期中に一定の期間で日本の金融機関はドル金利を、米国の金融機関は円金利と通貨ベースと呼ばれるコストを支払い、満期時にはそれらの金利支払いと元本の交換が行われる。BCB や Banxico はこの仕組みを応用した介入を行っている。

一見、外貨準備を温存できる通貨スワップ介入

BCB が行ってきた通貨スワップ介入では、一般的な通貨スワップと異なり、現物の受け渡しは行わずに満期日に金利と、金利及び想定元本に係る為替レ

図表 3：通貨スワップの概要



(資料) みずほ銀行作成

¹ BCB が介入に用いたドル連動国債の NTN-D は、ドル建て BRL 払いの国債で、元本と金利の支払いはドル/BRL レートに連動する。

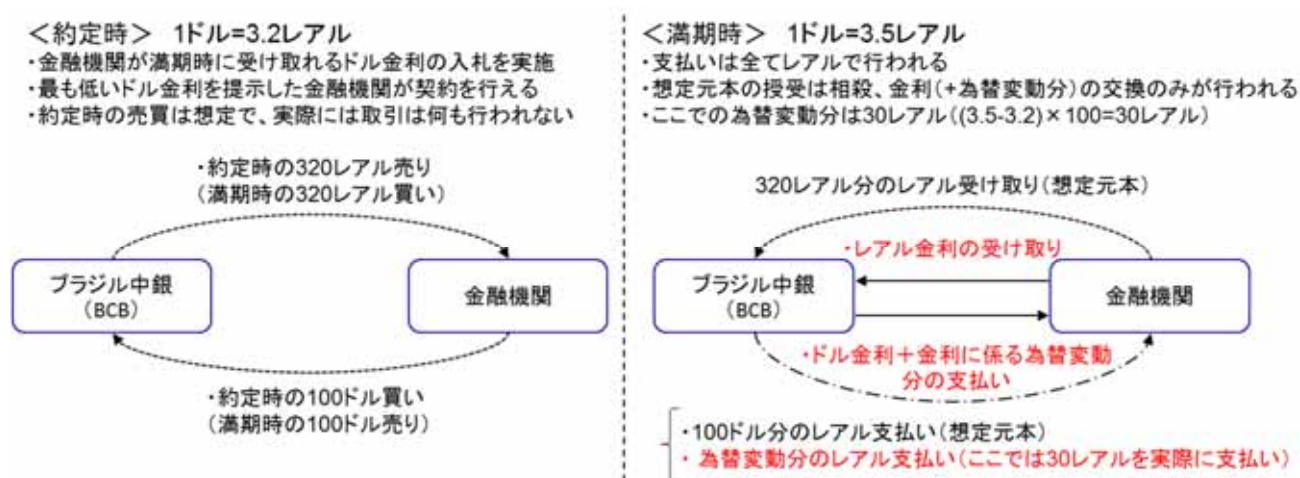
ートの変化分が、BRL を用いて差金決済される。このように差金決済を用いるため、冒頭で指摘したように NDF と似た仕組みと説明されている。

例えば、BCB が BRL 高誘導を目的とした通貨スワップ介入を行う場合は、まず BCB が参加者に支払うドル金利に関する入札を開催する（図表 4）。参加者が応札したドル金利の中で最も低い金利から順に BCB の予定した元本内で落札される。次に約定時には、BCB は落札者からのドル買い（満期時の落札者へのドル売り）、落札者は BCB からの BRL 買い（満期時の BCB への BRL 売り）契約を行う。そのため、約定時にはドルと BRL の元本の交換が想定されるが、この取引は BRL 建てで行われるため、実際には何も取引されない。結果として、BCB はドル連動国債の発行や外貨準備を消費することなく、ドル売り BRL 高誘導を行うことができる。そして満期時には、一般的な通貨スワップと異なり、BCB はオークションで決定したドル金利と為替変動分を BRL で落札者に支払い、落札者は BCB に BRL 金利を BRL で支払う。これにより、市中銀行などの落札者は事前に市場でのドル買い BRL 売りを行うことなく、BRL 下落に伴う損失をヘッジすることが可能となる。通貨スワップ介入においては、先物市場に比べて長い期間のヘッジが行えることや、潤沢な流動性によってより安いコストでヘッジが行えることが応札の誘因になっている。こうした取引を経て、市中銀行などによる市場での BRL 売り圧力が低下することが、通貨防衛に繋がっている。なお、BCB が満期日に通貨スワップ介入をロールオーバー（満期日の先延ばし）することがあるが、これは BRL 相場が介入にもかかわらず BCB の意図する水準に達していないからと市場ではみられている。

通貨スワップ介入に孕むリスク

以上見てきたように、通貨スワップ介入は外貨準備を消費することなく市場

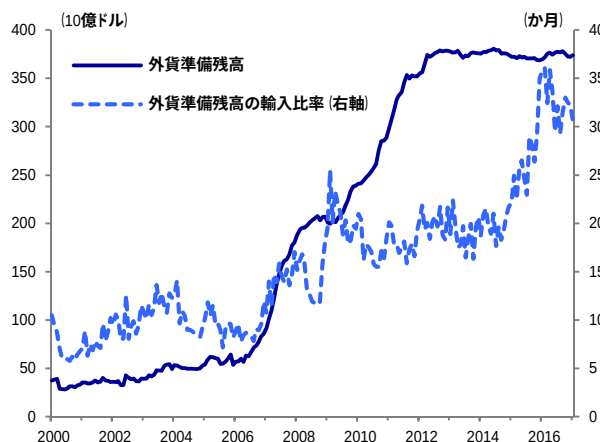
図表 4：ブラジル中銀の通貨スワップ介入



（資料）みずほ銀行作成 ※破線の取引はあくまで想定で、実際に行われるのは赤字部分

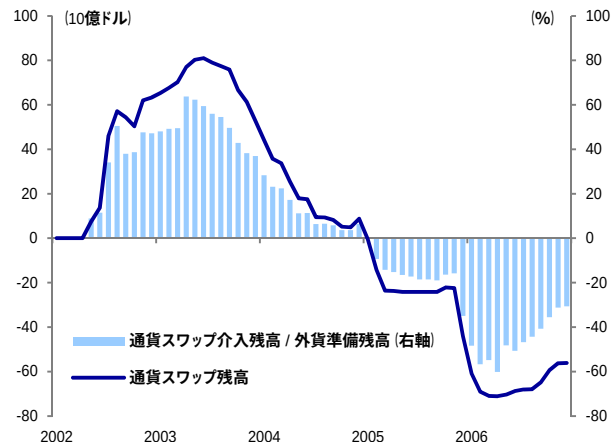
で自国通貨買いの為替介入を行うことができる。そのため、一見、外貨準備に縛られずに自国通貨の防衛が行えるように見える。しかし、外貨準備が通貨スワップ介入の担保としてみなされているため、BCB は外貨準備を超える外貨の保証をすることはできず、実際に行える通貨スワップ介入の規模は外貨準備の規模に縛られることになる²。たとえ通貨スワップ介入であっても、その規模が外貨準備残高に近付いた場合、介入による効果は通減する。実際、2003年にBCBの通貨スワップ残高が外貨準備の約60%まで増加した際には、BCBは介入余力を失った模様だ（図表6）。足許でBCBの通貨スワップ残高は外貨準備の7.1%程度で落ち着いているほか、メキシコでも為替ヘッジ契約が最大の200億ドルまで拡大したとしても、外貨準備の11%程度の水準に止まる見込みだ。こうした水準は通貨スワップ介入の効果が十分に期待できる水準と言えるだろう。但し、今後、介入金額が大きくなるようであれば、通貨スワップ介入が効果を失い、場合によってはスポットでの介入と同様に財政懸念が連想されるリスクには注意が必要だ。

図表5：ブラジル外貨準備の推移



(資料) CEIC、みずほ銀行作成

図表6：ブラジルの通貨スワップ介入と外貨準備



(資料) ブラジル中銀、ブルームバーグ、みずほ銀行作成

² この点については、IMF(2015), “Brazil Selected Issues,” IMF Country Report NO. 15/122, May.が指摘している。

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。