みずほマーケット・トピック（2019 年 9 月 2 日）

消えない米国のドル売り介入観測について～諸刃の剣～

トランプ米大統領が再三にわたってドル高への不満を口にしてもドル相場は高止まりを続けている。もはやトランプ大統領の相場観は殆ど金融市場で相手にされていないとも言える。かかる状況下、トランプ大統領の性格を察するに「言って分からないなら実力行使」という展開に踏み込んでくる可能性は警戒したい。7 月以降、米財務省によるドル売り為替介入の可能性が取りざたされており、その観測は中々消えない。ドル高が続く限りにおいてこの状況は続きそうである。米財務省の為替介入の原資は「為替安定化基金（ESF：Exchange Stabilization Fund）」として公開されているが、その規模は 7 月末時点でわずか約 730 億ドルと極めて少額。しかし、基軸通貨国の為替介入はその他の国のそれとは比較になるまい。「ESF の枠を拡大する」など、その検討をほのめかすだけでも為替市場には甚大な影響を与えるはずである。しかし、ドル安それ自体が米国からの資本流出を引き起こす「諸刃の剣」であることも確か。合理的に考えてあり得る選択肢とは思えないが、そうした挙動こそトランプ政権の本領でもある。

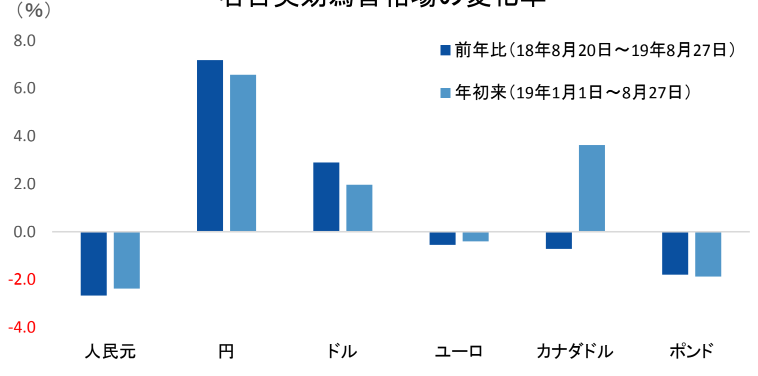
～トランプ大統領の相場観はもはや無視～

先週 8 月 30 日の為替市場ではユーロ/ドルが一時 1.10 を割り込み、2017 年 5 月以来の安値をつけた。材料としては月末要因などが持ち出されている。同日、トランプ大統領は「ユーロは対ドルでクレイジーに下落している（The Euro is dropping against the Dollar “like crazy,”）」とツイートし、「ドルは史上最高に高い。良いことのように聞こえるか？米国外に製品を輸出したい製造業者以外にとってはそうだろう（Our Dollar is now the strongest in history. Sounds good, doesn’t it? Except to those (manufacturers) that make product for sale outside the U.S.）」などと皮肉も口にしている。これだけユーロ安ドル高に苦情を申し立てても結局、状況は全く変わらないのだからもはやトランプ大統領の為替や金融政策に対する相場観は殆ど金融市場で相手にされていないとも言える。

～実力行使を警戒～

かかる状況下、<u>トランプ大統領の性格を察するに「言って分からないなら実力行使」という展開に踏み込んでくるのではないかという不安は抱かざるを得ない</u>。右図に示されるように、ドルの名目実効為替相場（NEER）はトランプ大統領の FRB 批判や実際の利下げを受けても前年比並びに年初来で上昇している。水

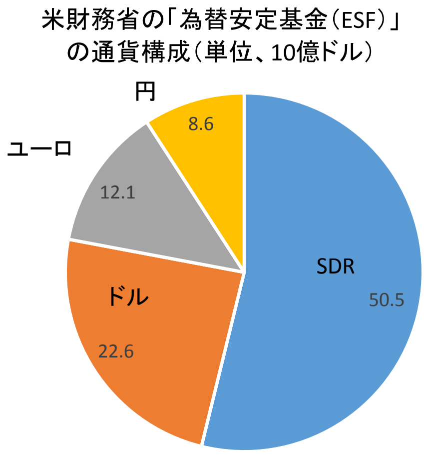
名目実効為替相場の変化率



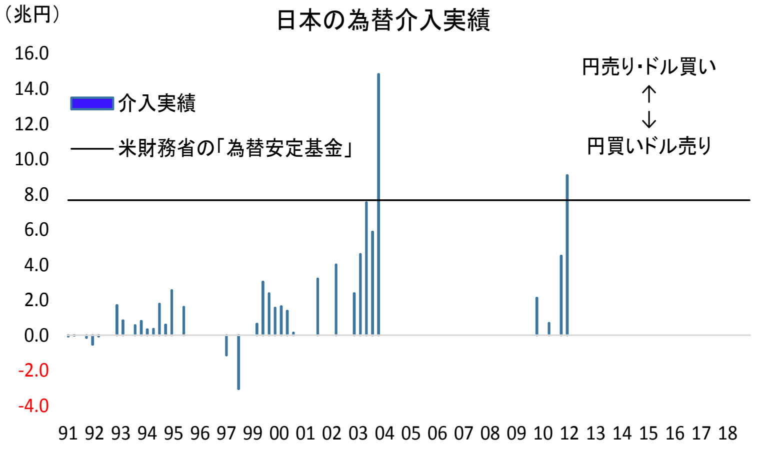
（資料）BIS

準としてもトランプ大統領が述べる「史上最高」ではないが、史上最高値「圏」にあるのも確かである。対ドルで上昇している通貨は円とカナダドルくらいだ。こうした相場の下で米国経済が失速しているという事実も重なる。これを知ったトランプ大統領がドル売り為替介入に関心を持つ可能性はやはり軽視できるものではないように思える。28 日、ムニューシン米財務長官は「現時点で介入の意向はない。状況は将来変化する可能性があるが、現在は介入を考えていない」と語っているが、そもそも米財務長官が為替介入の意向について弁明しなければならない状況が異例である。しかも「将来変化する可能性がある」以上、楽観はできない。

米国の為替介入は米財務省とFRBが協議した上で実施され、執行はニューヨーク連銀が実施する(ちなみに日本の場合は財務省が決定した上で実施され、日本銀行はあくまでこの執行を代理する存在である)。再三報じられているように、米財務省の為替介入の原資は「為替安定化基金(ESF：Exchange Stabilization Fund)」として公開されている。現状では2019年7月末時点の残高が公表されており、ドル売りの原資となり得る米国債は226.0 億ドル、IMF の特別引出権(SDR)は504.9 億ドルである。ちなみにドル売りの原資ではなく、単純に外貨売り(・ドル買い)の原資としてはユーロが120.7億ドル、円が86.1億ドル存在する(図・上)。ドル売り原資である米国債とSDRの合計は約730億ドル(226.0億ドル+504.9億ドル)、1ドル105円にして約7.7兆円である。なお、2011年3月18日、東日本大震災時の超円高を受けて行われた円売りドル買い介入の金額が約6.9兆円、史上最高値である75.25円をつけた同年10月31日に至っては1日で約8.1兆円だった。ESFの規模が介入基金としては極めて少額であることが分かるだろう(図・下)。



(資料)米財務省



(資料)財務省 ※基本的に日本の介入対象通貨はドルだが一部ユーロ、独マルクも含む

～威力はあっても「諸刃の剣」～

しかし、基軸通貨国の為替介入はその他の国のそれとは比較にならない。米国がドル売り介入に意欲を見せればそれだけでも破壊力は抜群と考えられ、ESF の原資以上に影響を持つのは間違いない。実際にはドル売り介入に踏み込む以前に「ESF の枠を拡大する」など、その検討をほのめかすだけでも直情的な為替市場は大きくドル安に反応するはずである。そもそも理論的には無

限に実施可能なはずの自国通貨売り介入に「枠」が設けられていること自体、本質的には意味が無いと考えるべきだろう。今後を見据えれば、「ESF の基金増額を検討→実際に増額→本当に実施」という 3 段階の時間稼ぎは可能ではないか。本欄では繰り返し述べているが、変動為替相場制は結局のところ、米国の通貨・金融政策の意思に左右される部分が非常に大きい。基軸通貨国が介入という究極の意思表示をした時の威力は推して知るべしである。

一方、ドル安を実現したとしても、それが米国の経済・金融情勢にとって好ましいことなのかどうかは定かではない。直感的にトランプ政権が国際協調を反故にし、単独介入を通じて力づくでドル安誘導を図ればドル建て資産を手放し、為替変動込みで期待収益の高そうな他通貨建ての資産を選択する資本フローが増えるはずである。象徴的には NY ダウ平均株価の急落となって表れる可能性があり、合理的に考えれば殆どあり得ない「諸刃の剣」と考えられる。また、為替政策報告書において「監視リスト」や「為替操作国認定」の判断を下す際、「為替介入の有無」を使用しているのに自らがこれに踏み込んでくるというのも政策的に整合的な判断とは言えない。

もっとも「合理的」や「整合的」はトランプ政権から最も距離が遠いフレーズでもあり、周囲の制止を振り切ってトランプ大統領の感情が先走ってきたという経緯も踏まえれば、やはり現在の為替市場において米国のドル売り介入はテールリスクの 1 つとして念頭に置きたい論点だろう。仮に、ドル売り介入で自国の経済・金融・政治情勢が混沌とした状況に陥った場合でも「FRB がだらしないから財務省が変わりにやらざるを得なかった。元をただせば FRB が・・・」という主張を展開するトランプ大統領の姿が目に浮かぶようである。

市場営業部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔（TEL：03-3242-7065）
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

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に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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2019年8月30日	週末版
2019年8月29日	ユーロ圏投資ファンド統計に見るポートフォリオリバランス効果
2019年8月27日	円安リスクの点検～警戒すべきトランプ減税第二弾～
2019年8月26日	円高・ドル高という地合い～105円割れを受けて～
2019年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～9月のパッケージ緩和が濃厚に？～)
2019年8月22日	FOMC議事要旨を受けて～「調整」の誘惑、日銀の経験～
2019年8月21日	ドイツのISバランスは遂に変わるのか？
2019年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年7月分)
2019年8月19日	YCC。捨てる日銀と拾うECB
2019年8月16日	週末版(2019年上半期の対米証券投資について～下期以降の景色は大分変わりそう～)
2019年8月15日	ドイツに引きずられるユーロ圏経済
2019年8月14日	中国の「次の一手」として米国債売却はあるのか？
2019年8月13日	ドル高止まりによる引き締め効果～利上げ17回分？～
2019年8月9日	週末版
2019年8月6日	遂に突破した「1ドル=7.0元」～対抗措置としての元安～
2019年8月5日	米7月雇用統計を受けて～趨勢的な鈍化は明らか～
2019年8月2日	週末版(何の意味もなかったパウエル議長の失言～トランプ関税とインフレ停滞も利下げの理由に～)
2019年8月1日	FOMCを終えて～「1歩譲れば100歩求める」～
2019年7月31日	日銀金融政策決定会合～流行りの「予防的緩和」～
2019年7月30日	円安リスクの点検～英の再国民投票復活などがリスク～
2019年7月29日	ECB政策理事会レビュー～見どころの整理～
2019年7月26日	週末版
2019年7月25日	リブラと金融政策～新興国と信用創造に対する影響～
2019年7月24日	「利下げに囲まれる日銀」と「通貨政策化が進む世界」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年6月分)
2019年7月22日	ECB政策理事会プレビュー～「目標見直し」は大事業～
2019年7月19日	週末版(実質実効為替相場の現状と展望～「ドルは過大評価」とのIMF評価を受けて～)
2019年7月18日	本邦家計部門の金融リテラシーは低いのか？
2019年7月17日	欧米貿易摩擦こそ正当な貿易摩擦という考え方
2019年7月16日	株価を見なくなったドル/円相場と追い込まれる日銀
2019年7月12日	週末版
2019年7月5日	週末版
2019年7月3日	ラガルドECB総裁就任の読み方
2019年7月2日	日銀短観の読み方～「底入れ」は確認できず～
2019年7月1日	大阪G20を終えて～円相場を駆動するのは株価ではなく金利～
2019年6月28日	週末版
2019年6月26日	円安リスクの点検～大統領選前にトランプは動くか～
2019年6月25日	対外資産・負債残高の近況～令和で経験する大きな変化～
2019年6月24日	利下げ期待とドル/円相場の関係～「98年型利下げ」としても～
2019年6月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「ドル高の修正」という大きな潮流～)
2019年6月20日	FOMCを終えて～「鏡に映った自分」に怒り続ける大統領～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年5月分)
2019年6月19日	為替市場と金利市場の期待格差について
2019年6月14日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～サプライズがあるとするならば･･･～)
2019年6月13日	厳しい緩和競争が予想される日欧中銀
2019年6月12日	FRBと金融市場の「接待関係」は持続可能なのか？
2019年6月11日	ユーロ高を警戒し始めたECB～通貨安欲しさに利下げ？～
2019年6月10日	利下げを促す米雇用・賃金情勢～6月利下げも？～
2019年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻ったECB～)
2019年6月6日	次のカタリストとしての中国の外貨準備
2019年6月5日	虚しい「フォワードルッキングな政策運営」
2019年6月4日	ECB政策理事会プレビュー～TLTRO3詳細発表へ～
2019年6月3日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年5月31日	週末版
2019年5月29日	米為替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
2019年5月28日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月27日	ECB政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	ブレグジットQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)
2019年5月21日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月20日	「1ドル=7.00」の攻防再び
2019年5月17日	週末版(円相場の需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)
2019年5月15日	景気動向指数の「悪化」判断と増税の先行きについて
2019年5月14日	関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～
2019年5月13日	米中協議は実質決裂へ～舞台は大阪G20へ？～
2019年5月10日	週末版(「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切って良いのか？～)
2019年5月9日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか
2019年5月7日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月22日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月19日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月18日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月10日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月9日	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	ブレグジット情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5日	週末版(ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～)
2019年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか？
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～敢えて考える円安リスク～
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方