



市川レポート

為替介入に備えた事前の介入原資確認と規模の推定

- ドル売り・円買い介入の場合、外貨準備における証券と預金の合計約1.1兆ドルがドル売り原資。
- 証券に含まれる米国債売却による介入は難しいとされるが、昨年秋は米国債売却で介入実施か。
- 前回と同様の手法なら介入規模は少なくとも7兆円前後に、ただ当局が介入を急ぐ公算は小さい。

ドル売り・円買い介入の場合、外貨準備における証券と預金の合計約1.1兆ドルがドル売り原資

ドル円は8月17日の東京外国為替市場で、一時1ドル＝146円台半ばまでドル高・円安が進行しました。政府・日銀が2022年9月22日にドル売り・円買い介入を実施した際、ドル円は145円90銭水準に達していたので、市場では円安加速による介入警戒感が強まっています。そこで、今回のレポートでは、為替介入の実施に備え、事前に介入原資を確認し、介入の規模を推定します。

ドル売り・円買い介入の場合、「外貨準備」に計上されているドルが、ドル売りの原資に充てられます。この外貨準備は、政府の外国為替資金特別会計（外為特会）と日銀が保有する外貨準備資産で構成されます。7月末時点の外貨準備残高は、外貨証券が9,879億ドル、外貨預金（外国中央銀行及び国際決済銀行への預金）が1,359億ドルとなっており、合計約1.1兆ドル（厳密にはこのうちのドル建て分）がドル売り原資となります。

【図表1：外貨準備残高の変化】

項目	2022年9月増減	2022年10月増減
1. 外貨	-51,507	-43,036
(a) 証券	-51,509	-43,941
(b) 預金	2 (-21)	905 (907)
2. IMFリザーブポジション	-260	269
3. SDR	-963	-15
4. 金	-1,201	-890
5. その他外貨準備	-85	184
外貨準備合計	-54,016	-43,488

(注) 単位は百万ドル。2022年9月増減は2022年8月末時点と9月末時点と比較。2022年10月増減は2022年9月末時点と10月末時点と比較。(b)預金のカッコ内の数字は、外国中央銀行及び国際決済銀行への預金の増減。

(出所) 財務省の資料を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【図表2：ドル円の変動率の比較】

	2022年9月	2022年10月	2023年8月
期間1週間	17.0% (9月15日)	19.5% (10月21日)	8.6% (8月17日)
期間1か月	14.4% (9月7日)	15.7% (10月21日)	9.3% (8月17日)

(注) ドル円の変動率はオプションのATM（アット・ザ・マネー）インプライド・ボラティリティ。いずれも取引終了時点の値で、2022年9月7日、9月15日および10月21日は月間の最高値。ドル売り・円買い介入は、2022年9月22日、10月21日、24日に実施。

(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

証券に含まれる米国債売却による介入は難しいとされるが、昨年秋は米国債売却で介入実施か

ドル建て外貨預金は、そのままドル売りの原資として使えますが、外貨証券に多く計上されている米国債を原資とする場合、いったん市場で売却し、現金化しなくてはなりません。いずれのケースも、介入には米当局の理解が必要ですが、米国債の売却を伴うドル売り介入は、米国債の売却が利回り上昇要因となるため、よりハードルが高いと考えられています。そこで、昨年9月と10月の介入原資は、どのように捻出されたか、確認してみます。

具体的には、2022年9月と10月の外貨準備残高の変化を検証します。図表1の通り、外貨証券は9月、10月とも減少し、減少額は2カ月で955億ドルとなった一方、外貨預金にはさほど大きな変化はみられませんでした。なお、米財務省のデータでも、日本の米国債保有の9月、10月の減少（計1,316億ドル）が確認されており、昨年9月と10月に実施された、ドル売り・円買い介入は、米国債を売却する形で実施されたと推測されます。

前回と同様の手法なら介入規模は少なくとも7兆円前後に、ただ当局が介入を急ぐ公算は小さい

これら外貨準備の動きから、為替介入が必要な場合は十分なドル資金を用意できる、という財務省の強い姿勢がうかがえます。改めて、7月末時点の外貨準備残高を円換算（1ドル＝146円）すると、外貨証券は144.2兆円、外貨預金は19.8兆円となります。昨年9月と10月の外貨証券の月間減少率（4.5%～5.0%）を踏まえ、前回同様、外貨証券の取り崩しを想定した場合、介入規模は少なくとも6.5兆円～7.2兆円と推定されます。

昨年秋の介入額は9.2兆円でしたが、この先、為替相場が過度に変動し、財務省が為替レートの安定が必要と判断すれば、為替介入は相応の規模になると思われます。ただ、現在は国内輸入物価の落ち着きなど、円安に対する当局の懸念は、いくらか和らいでいるとも考えられ、また、ドル円レートの変動率（ボラティリティ）も比較的落ち着いていることから（図表2）、引き続き当局が為替介入を急ぐ公算は小さいとみています。

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。■当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友DSアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会