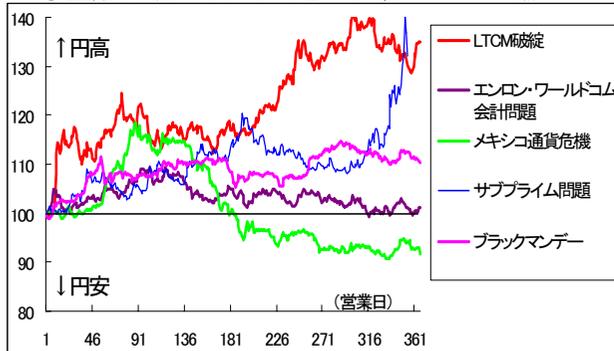


「円高懸念の共有」が盛り込まれた2000年1月の東京G7(財務相・中央銀行総裁会議)の声明以降、はじめてG7で円高をけん制する異例の緊急共同声明(10/27)が発表されました。このため、にわかに介入警戒感が台頭し始めました。ちなみに2000年9月には日米欧協調介入も実施されています。これに加え、主要国による公的資金注入や流動性供給等の金融安定化策が発表されたことを受けて円高の勢いは足元、後退しています。今回はこの点に焦点を当ててみたいと思います。

円は金融危機局面で高くなる特性がある通貨と考えられています。図表①は過去の金融危機が起きた日の円実効レートを100として指数化し、その後の約1年間の円実効レートの推移ですが、いずれの局面でも円高に振れる傾向が見られます。

<①金融危機局面における円実効レートの推移>



出所:ブルームバーグ

今回の金融危機の側面の一つには、銀行の資本不足が挙げられます。このことを改善するために、10月中旬に米国政府は公的資金の資本注入策・金融安定化策を発表しました。これ以前、米国株(S&P500)は銀行株の下落に先導されて下落していましたが、金融安定化策発表後には銀行株とS&P500の値動きに乖離が見られるようになりました。金融危機の象徴である銀行株が少なくとも、急落しなくなったのは変化の兆しかもしれません。このこともあり、円は反落しています。

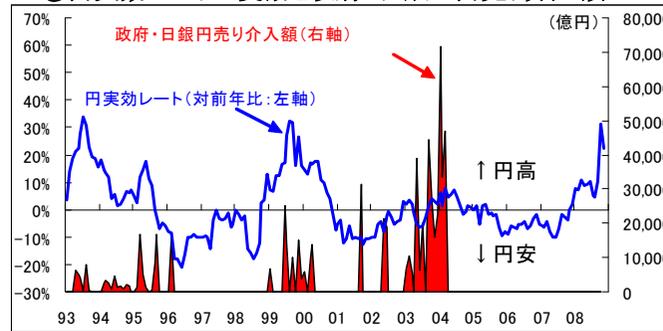
<④米銀行株指数と米国株>



出所:ブルームバーグ

現在の円高は、そのスピード、規模ともに過去最高水準に到達しています。過去は全て当該水準で政府・日銀の円売り介入が実施されています。直近のG7で円の過度の変動から、協調介入を視野に入れた姿勢をにじませたのは総合的に見られます。日銀の介入の特徴は「巨額かつ長期」という特徴があり、また、少なくともその実施についてG7諸国のお墨付きをもらっているという点には注意が必要です。

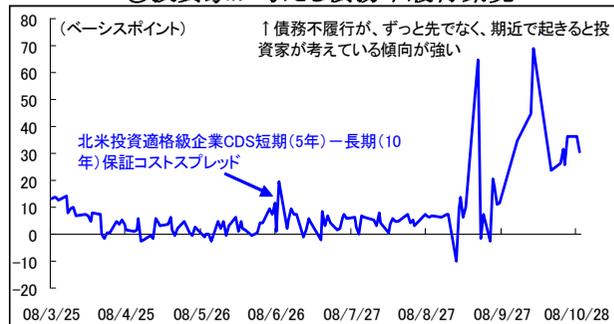
<②円実効レートの変動と政府・日銀の円売り介入額>



出所:財務省 ブルームバーグ

図表⑤は社債等の債務不履行に対する、5年物の社債保証コスト(保険料のようなもの)が10年物よりも高くなった異常な状態を表しています。このような長短保証コストの逆転は近く、債務不履行が発生するリスクが、将来先々よりも高いとの投資家の認識を表しています。このことも金融危機の状況を判断する材料の一つです。足元は依然、高水準ながらもこれがピークアウトしており、円もこれに連れて反落しています。

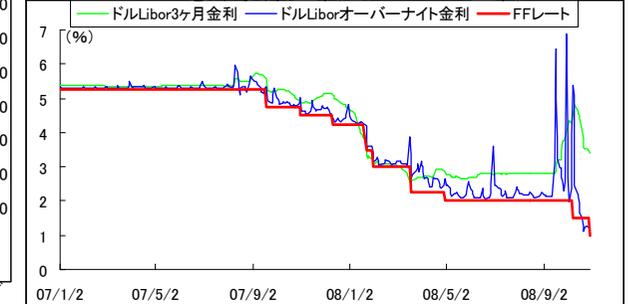
<⑥投資家が考える債務不履行環境>



(注)CDS:社債等が債務不履行になった場合に債務を負う企業に代り、支払いを保証するデリバティブ 出所:ブルームバーグ

円は金融危機局面で高くなる特性のある通貨であると、前述しました。つまり、現在の円高の収束条件の一つは、金融危機の改善が挙げられます。金融危機の状況を判断する指標の一つにLibor金利(ロンドン銀行間出し手金利)があります。これは銀行同士の資金の調達金利です。一時はこのドルLibor金利が信用収縮から高騰し、円はこれに連れて急騰していました。しかし、米国の流動性供給・金融安定化策の効果が徐々に浸透し始めた模様であり、ドルLibor金利は正常化に向かいつつあります。円高の勢いもこれに連れ後退しています。

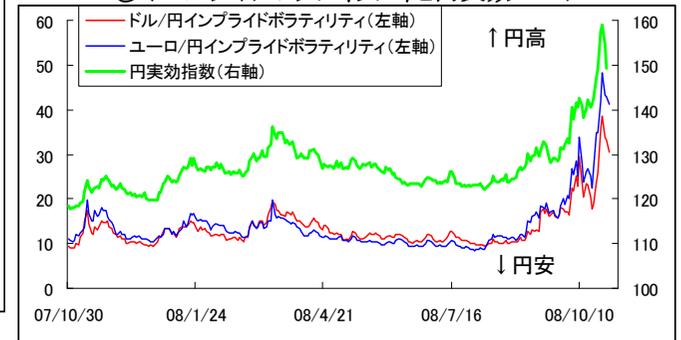
<③米政策金利とドルLibor金利>



出所:ブルームバーグ

金融危機局面は、投資家の恐怖心を増幅し、時に合理的でない行動を後押しします。このような局面では、投資家の先行きに対する相場変動の見込みが大きくなるため、金利差が無視され、ある意味ファンダメンタルズに整合的でない相場つきになります。この状況を判断する材料にインプライドボラティリティがあります。足元、これがピークアウトしており、パニック的な円高は収束したようにも見えます。

<⑥インプライドボラティリティと円実効レート>



出所:ブルームバーグ