

個人向けの取引レート

TTM Telegraphic Transfer Middle rate 取引日の 9:55 のインターバンク・レート「仲値(なかね)」

TTS Telegraphic Transfer Selling rate 顧客が円を外貨に換える時のレート。対顧客電信売相場。

TTB Telegraphic Transfer Buying rate 顧客が外貨を円に換える時のレート。対顧客電信買相場。

1 ドル=98.10-98.40

98 円 10 銭から 98 円 40 銭の間で取引されているのではない。

銀行の買値（ビッドレート bid rate）と売値（オファーレート offer rate）

売買の希望レートを提示することを「**建値**(たてね) **Quotation**」という。

買値（ビッドレート）と売値（オファーレート）の差を**スプレッド**(spread)という。

「無担保コール翌日物レート」

日本の代表的な短期金融市場である「無担保コール市場」において、無担保で翌日には資金を返済する取引が銀行間でなされており、その金利。

日本銀行は、政策金利を「無担保コール翌日物レート」に設定している。

金融市場では、政策金利を上げることを「利上げ」または「(金融)引き締め」などと呼んでいます。

逆に、政策金利を下げることを「利下げ」または「(金融)緩和」などと呼んでいます。

中央銀行（ここでは日銀）が政策金利を決める(誘導する)ということは、日銀がそのインターバンク市場（コール市場）に参加し、資金を供給したり吸収したりすることで、市場金利（政策金利/無担保コール翌日物レート）を目標値に誘導することになります。

・・・

資金を供給する手段としては、日銀が民間銀行から**国債**を中心とする有価証券を買い取ります。(買いオペ)

また、資金を吸収するときは、供給するときとは逆に、日本銀行保有の国債などの有価証券を売却します。

・・・

中央銀行が**買いオペ**を行うことで、金利（無担保コール翌日物レート）の低下を**誘導**し、また、売りオペを行うことで金利上昇を誘導する。

~~~~~

短期金融市場： 1年以内の短期の資金のやりとりをする。

|                                                               |                                                                      |
|---------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|
| 金融機関だけが参加できる「インターバンク市場」<br>インターバンク市場には <b>コール市場</b> と手形市場がある。 | 一般の事業会社なども参加できる「オープン市場」<br>オープン市場には CD、CP、TB、FB、債券現先、債券レポなどの市場があります。 |
|---------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|

コール市場において最も代表的な取引が「無担保コール翌日物」で、これは無担保で資金を借りて翌日に返済する取引です。

~~~~~



「利下げによって通貨は売られる傾向にある」といいましたが、日本の場合は、過去10年において、すでに実質上のゼロ金利状態でしたから、この理論で言えば、金利低下も通貨安になることはなく、ということができます。

低金利の通貨で資金を調達し、高金利通貨と交換し、その国の金融商品で運用する取引をキャリートレード (Carry Trade) といいます。

輸入取引は「円売り・ドル買い要因」(円安)、輸出取引は「ドル売り・円買い要因」(円高)、
→貿易収支の黒字は円高要因、赤字は円安要因。

12月の為替相場

「3-9節」では、銀行も投機筋に含まれることを説明しましたが、外資系銀行に勤める為替ディーラーの中でも、自己勘定でポジションを積極的にとって収益を上げるディーラーをプロプライアトリーディーラー (プロップディーラー、ポジションテイク) といいます。彼らは、スポーツ選手のような年間契約になっており、1月に新しいポジションを取り、12月に差し掛かる頃にはポジションをスクウェア (クローIズ、手仕舞うこと) するという特徴をもっています。

そういうことから、サンクス・ギビング (アメリカでは11月第4木曜日) 前から、12月上旬に掛けては、外国為替市場の主役でもある外国人ディーラーたちの休暇

突入と共に、市場参加者減による流動性の低下（取引量の減少）が生じます。その結果、為替レートは上下に振れ、急騰や急落といった事例も生じることがあります。

「リパトリエーション(**Repatriation**)」というのは、本来「本国への帰還」という意味合いであり、外国為替市場においては、海外に投資していた資金を本国へ送金、自国通貨へ換金する、という意味合いで使われます。

財務大臣の指示によって、為替介入を遂行する日本銀行ですが、その介入資金は外為特会（外国為替資金特別会計）といわれる政府の特別会計を用いて実施されます。

為替介入には通貨安介入（円売り介入）と通貨高介入（円高介入）とがありますが、例えば、「1ドル 90 円」から「1ドル 95 円」へと「通貨安介入」をする場合には、財務省が政府短期証券（FB=Financing Bill）（国庫短期証券）という満期の短い国債（償還期限 3 か月－6 か月）を発行して資金を調達します。

この場合、債券市場で発行し、民間の金融機関から資金を調達するケースと、日銀に FB を直接引き受けてもらって（日銀から）資金を調達するケース、また、FB を債券市場で発行し、売れ残った場合は日銀が引き受けるケースなどもあり、実際の介入時には、そのときに応じた調達手段が採られるようです。

ちなみに、国債を日銀が直接引き受けることは、財政法により原則禁止とされていますが、FB については例外とされており、これによって政府は日銀から資金を調達できる仕組みとなっています。

米国容認下での単独介入

なお、2003 年 5 月から 2004 年 3 月に掛けて、日本政府が継続的に円売り介入し続けたことがあります。その介入総額は **35 兆円** という大規模な金額に達したことから「日銀砲」といわれました。

当時、日本の財務官だった溝口善兵衛氏と米国の財務次官であったジョン・ティラーが綿密に連絡を取り合い介入を続けたことから、日米の協調介入と思われませんが、実際には米国容認の下での日本の単独介入でした。そのようなことから、この日銀砲は、溝口・ティラー介入とも呼ばれていますが、**大規模な資金を使った挙句に、円安を誘導できなかったという、単独介入の典型的な失敗例**になります。溝口・ティラー介入は、当初、米国容認の形を取っていましたが、03 年 9 月のドバイ G7、04 年 2 月ボカ・ラトン G7 と、立て続けに先進各国から、為替誘導に対する強い批判が出たため、この大規模介入は、実行することすらできなくなりました。結果として**介入継続の間は円安どころか円高が進行**しました。

マネタリーベースとマネーストック

マネタリーベース (monetary base) というのは、流通現金 (日本銀行券発行残高 + 貨幣流通高) に、「日銀当座預金」を合わせたものですが、中央銀行が買いオペによって銀行に資金供給すれば、まずは流通現金よりも先に、日銀当座預金の残高が増加することになります。日本のすべての銀行は、中央銀行である日本銀行に当座預金口座をもっており、日銀が買いオペを実施した結果、資金はその当座預金口座に入金される形になります。なので、大規模な買いオペをした場合には、それはそのまま当座預金口座に積み上がることになります。

マネーストック (money stock) というのは、中央銀行含む金融機関から世の中に供給されている通貨の合計で、通貨の範囲によって4つのカテゴリーに区別されます (M1・M2・M3・広義流動性)。

話を簡素化するために、4つの指標の定義はここでは省きますが、金融機関保有分を除く通貨の合計ということになりますから、マネーストックとは「世の中に出回っているお金の量」ということになります。

マネーストック—4つの指標

- M1 = 現金通貨 + 預金通貨
(預金通貨の発行者は、全預金取扱機関)
- M2 = 現金通貨 + 預金通貨 + 準通貨 + CD
(預金通貨、準通貨、CDの発行者は、国内銀行等)
- M3 = 現金通貨 + 預金通貨 + 準通貨 + CD
(預金通貨、準通貨、CDの発行者は、全預金取扱機関)
- 広義流動性 = M3 + 金銭の信託 + 投資信託 + 金融債 + 銀行発行普通社債 + 金融機関発行CP + 国債 + FB + 外債

よくわからないまま多くの人が、既に受け入れられている特定の選択肢を選べば、その流行は一層加速する、といった現象が生じることがありますが、外国為替市場ではこのような心理現象が、為替レートを動かす局面が多々見られます。

このような群集心理のことを、バンドワゴン効果 (Bandwagon Effect) といいます

~~~~~  
bandwagon とは、(行列の先頭の)楽隊車  
~~~~~

ECB 欧州中央銀行

インフレ抑制と、通貨価値の絶対的安定を掲げているドイツ連銀のスタンスが、ECB のオペレーションにそのまま反映されているからです。世の中に供給したお金の量を、そのまま放置しておくことは、インフレに繋がるといった考え方が、ECB のオペレーションを独自のものになっている、ということになります。

それを考えれば、「マネタリーベースは中央銀行が操作する」という一般論は、

ECB では通じないことになります。

FRB はマイナス金利政策をとらず。

Yield Curve 利回り曲線

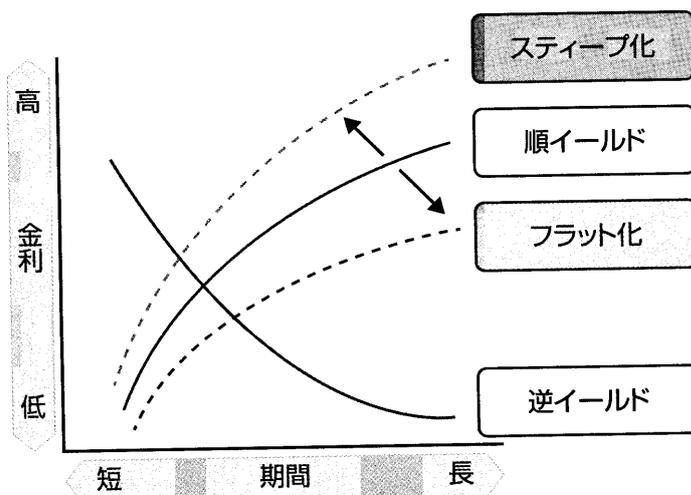
イールドカーブを描くとき、通常は債券市場のベンチマーク（基軸）である国債の利回りをプロットすることが多く、株式市場や為替市場参加者が「イールドカーブ」というときは国債の利回り曲線のことを指しています。

・・・0 残存期間を示す横軸は3カ

将来の金利が高くなると考えればイールドカーブは短期金利よりも長期金利の方が高い、右肩上がりの「順イールド」になっています。

逆に将来、金利が低くなっていくことを想定した場合には短期金利と長期金利が横ばいになっていき（フラットイールド）、さらに一層の金利低下が予想された場合には「逆イールド」になることがあります。実際に逆イールドが発生した場合には景気後退に陥る可能性は歴史的に見ても高いといえます。

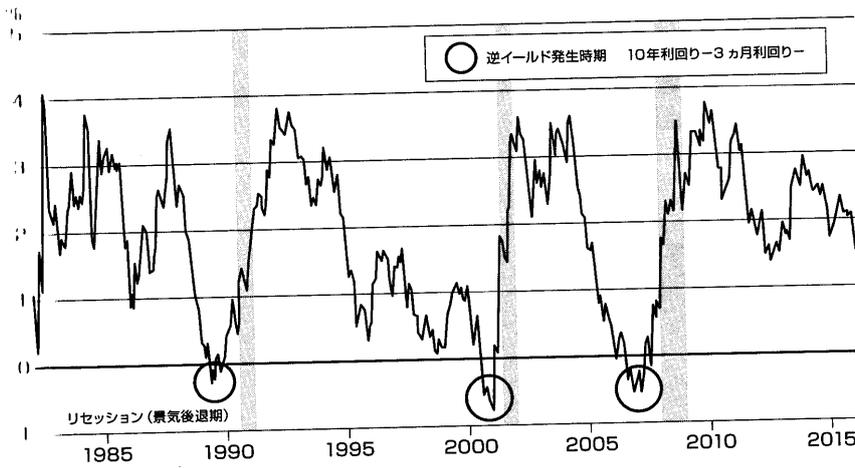
イールド・カーブの形状



長期金利が上昇し順イールドになっていく動きをスティーピング（スティープ化）、短期金利と長期金利が平行になっていく動きのことをフラットニング（フラット化）、フラットニングが進んで逆イールドになってしまうことをインバージョン（逆転、反転）といいます。

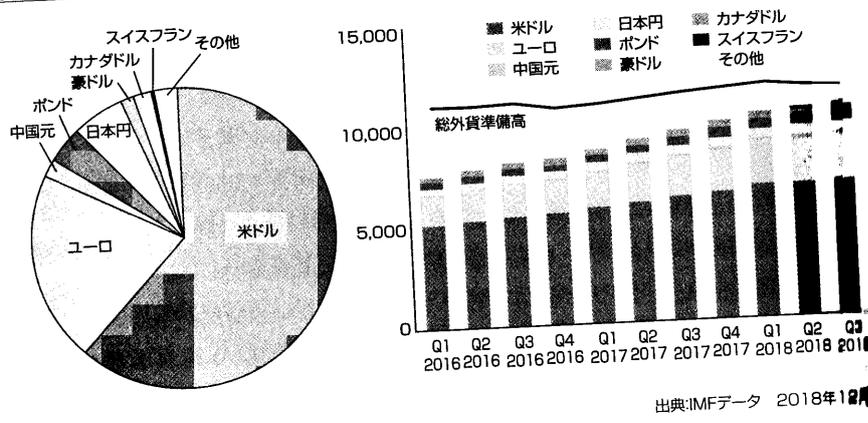
冒頭で述べた「景気後退の兆候を示す」とされている逆イールドは、長期金利とよばれる米10年物の利回り（厳密には中期国債）から短期金利の代表的な指標である3か月物利回りの差が「マイナス」に転じたことを指しています。

逆イールドとリセッション



米国の赤字幅が増加すれば、この為替条項を口実として貿易相手国の通貨高誘導を図り、または通貨安を牽制することが狙い…

世界通貨流通量 (2018年第3四半期) と外貨準備高の推移



リーマンショック以降、日米欧といった先進国は緩和政策を実行し、景気回復に邁進してきましたが、他国に先駆けて緩和政策から引き締め政策（出口政策）に転じたのはその米国でした。米国の利上げ（2015年12月から）が加速すればそれまで世界に放出されていた過剰流動性マネーが米国に巻き戻され、新興国からは資金が引き上げられる、といったマネーの循環がありますが（repatriation：リパトリエーション）、米国の利上げが本格化すればそれは一層顕著になります。新興国通貨・金融市場のアンダーパフォーマンスには、このような米国の引き締めを発端とした一定のシナリオが存在しており、それが新興国通貨の危機を招く要因の1つの要因として議論される傾向にあります。

連想される日本特有の通貨危機

ちなみに、通貨危機というのは**急激な通貨安**のことを指していますが、昨今における日本独自の問題として通貨高危機が注目されることがあります。

例えば、急激な円高が発生した場合、ドル買い円売り介入（P104 参照）が第 1 選択になるわけですが、第 5 章（単独介入と協調介入）で述べたように日本単独で円売り介入をしたとしても「海の中に石を投げるようなもの」といわれるように、ごく短期的な効果しか見込めません。第 2 選択肢としては外国為替市場に直接介入しない量的緩和政策による金利引き下げ政策（通貨安誘導）がありますが、日本では黒田日銀総裁の下、2013 年から大規模な量的緩和政策を実施してきました。その結果、買い入れる国債は小規模であり **2019 年現在、「弾切れ」「金融政策限界」と**いわれています。既に述べたマイナス金利政策にしても量的ターゲットとして日銀当座預金の一部をプラスの付利としており、マイナス付利となっている政策金利残高の拡大は見込めません。**あらゆる手段を用いて、実質的に円安誘導してきた日本の「ドル防衛政策」は限界に達しているのです。**残された手段としてはその効果が薄かったとしても無尽蔵にドル買い円売り介入を継続させることですが、国際協調の側面から実質的には不可能で、米国の政権からも経済政策を課されることになっています（9-1 節参照）。

現状、急激な円高を防ぐ日本単独の政策は持ち合わせておらず、米国の連続利上げなど他国任せ、となっているのが現状です。

繰り返し述べてきたように「経常赤字」「外貨準備不足」は売りのキーワードとなっていますが、ARA に適していない外貨準備不足（100%以下）の国は**アルゼンチン（67%）、トルコ（77%）南アフリカ（63%）**等を筆頭に**通貨の売り圧力が高まる傾向にあります。**各国の外貨準備高の公表は定期的に行われているので、IMF データとともに参考にすると良いでしょう。