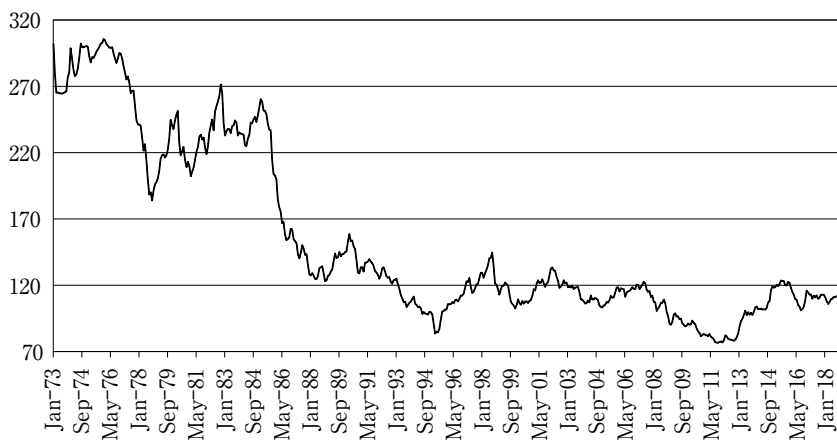


## はじめに

今あるドル／円相場の100何円という水準は、敗戦直後に設定された1ドル＝360円のように突然降って湧いて出現したものではない。円が変動相場制に移行した73年2月から46年という長い年月をかけて、外国為替市場（以下「外為市場」という）がいわば“育てきた”結果である。そこで、まずはじめに変動相場制移行後のドル／円相場のチャートをご覧いただきたい。

図表 ドル／円相場の推移



出所：日本銀行「時系列統計データ」

日本の通貨「円」が変動相場制に移行すると、ドル／円相場は戦後設定された固定相場1ドル＝360円から急落し、85年9月のプラザ合意（ニューヨークのプラザホテルで開催された先進5カ国蔵相・中央銀行総裁会議 G5で討議されたドル高是正のための合意）を経て、90年代前半から現在に至るまで、100円を中心としてほぼ上下25円の幅に収まって推移している。この水準は為替相場が自由に変動した結果としてそうなったのではない。ドル安・円高を

阻止するために、特に 95 年以降の日本の通貨当局によって円安誘導されたからである。

サラリーマンが替ディーラーの職責・使命は所属した金融機関で収益を上げること、それに尽きる。そのためには不断に“先を読む”ことが必要だ。特にインターバンクディーラーにとっては、その時々マーケットのテーマとムード、そしてマーケット全体のポジションをどう判断するかが勝負の分かれ目となる。その際、時々刻々の情報を追いかけることはもちろんのこと、中長期的な視点を持って相場に向き合うことも必要だ。先を読む作業は決して替ディーラーに限られたものではないが、外為市場ではそれを遮ってしまう不自然で経済不合理と思われるものに何度も出くわした。それが日本の円安誘導政策だったのである。

インターバンク（銀行間取引）ディーラーとして外為市場の銀行間取引に 20 年間、そして FX（為替証拠金取引）業界でのディーリング業務に 16 年間携わった筆者があえて本書を著す強い動機付けとなった出来事は、17 年 1 月 31 日に米国のトランプ大統領が日本の円安誘導政策を厳しく批判したことに對して日本政府が反論し、同時にすべてのマスコミまでもが政府に同調したことである。日本政府の反論は明らかな“嘘”であり“大本営発表”であるにもかかわらず、一般国民も日本が円安誘導などしていないと思込まされているのだ。この事態は長年外為市場に直接参加してきた筆者にとって、どうしても受け入れがたいことだった。

為替ディーラーの経験を持ち国際金融分野での著書も多い岩本沙弓氏は次のように述べている。

一般の経済評論、国際金融の解説であれば私などよりも優れた分析はいくらでもあります。私の場合はあくまでも現場で見て・聞いて、そして実際に国際金融相場を取引をしてきた際の一参加者としての目線が基本となっています。それは時に一般の国際金融論や経済学からはかけ離れているため、突飛に映ることもあるかもしれません（『世界のお金は日本を目指す』徳間書店、12 年）。

筆者も岩本氏と同じ視線が基本となっていることを、まずお断りしておきた

い。

日本国民は他国の人に比べて異常なほど自国通貨安（＝円安）志向が強いのはどうしてなのだろうか。おそらく経済界だけでなく一般国民の間でも、敗戦直後に採用された1ドル＝360円という固定相場が基準になっているからに違いない（戦争直前は1ドル＝4円25銭）。戦後74年近くが経過する過程で、早くは56年に『経済白書』で「もはや戦後ではない」と記述され、また時の内閣は「戦後政治の総決算」（中曽根内閣、85年）や「戦後レジームの総決算」「戦後外交の総決算」（安倍首相の持論）と謳いながらも、こと円相場についての感覚ははまだ戦後を引きずっていると云わざるを得ない。

85年のプラザ合意以降のドル安・円高は急だったが、特に94年に1ドル＝100円を下回るドル安・円高水準になると、日本国民の誰もが皆その水準を「超円高」と見做すようになった。その一方で、近年アベノミクスが始まって以来、1ドル＝80円台の水準から120円台まで相当のドル高・円安になったときは、これを「超円安」と言う向きはほとんどなかった。実に不思議な社会現象である。そんな過程を経て、今や日本は「円安国是」となってしまった感さえある。

さて、日本の通貨当局はどのような方法を使って円安誘導してきたのか。主なものに口先介入、実弾介入、そして金融緩和の3つがある。口先介入とは通貨当局者や政府高官などが実際に外為市場に介入することなく、口先だけで円高を阻止し、円安に誘導することである。実弾介入とは実際外為市場で主にドルを対価として円を売ることである。また、日銀による金融緩和は他国との金利差を拡大させたり円の供給量を増加させることで、円を日本国内から海外に流出させる効果がある。以上の3つをもう少し詳しく説明する。

代表的な口先介入として「為替相場はファンダメンタルズを反映すべき」「最近の急激な円高は投機的な動きで日本経済にとって好ましくない」「市場を注視し必要に応じて断固とした措置を取る」などがある。そして、「断固とした措置を取る」という言葉が発せられるようになると市場の警戒レベルは非常に高くなる。なぜなら、日本で通貨政策に責任を持つ財務省には実弾介入という長年にわたる実績があるからだ。

その実弾介入について財務省はこう説明している。「為替相場は、基本的には、各国経済のファンダメンタルズを反映し、マーケットの需給により市場において決定されるものです。しかし、為替相場が思惑等により、ファンダメンタルズから乖離したり、短期間のうちに大きく変動する等、不安定な動きを示すことは好ましくないことから、為替相場の安定を目的として通貨当局が市場において、外国為替取引（介入）を行うことがあります」（「外国為替平衡操作の実施状況」「統計の目的」より）。しかし、筆者の長年の経験から判断すると、日本の実弾介入は為替相場を安定させるところか、むしろファンダメンタルズから乖離させて円相場の急騰・急落を招いてきた。

実弾介入の形態もさまざまで、大きくは日本単独で実施する「単独介入」と、欧米などと協調して実施する「協調介入」の2つがある。また、実弾介入の手法として、スピード調整を主な目的とする「スミージング・オペレーション」と、相場水準そのものを変えようとする「大規模ドル押し上げ（押し下げ）・円売り（買い）介入」がある。他にも俗に言う、介入を公表しない「覆面介入」「隠密介入」と呼ばれる手法もある。これらの介入の中で最も強力なものが「大規模ドル押し上げ・円売り介入」である。この手法を初めて採用したのは95年、当時大蔵省国際金融局長だった榊原英資氏である。そしてこの手法は同氏に続く黒田東彦財務官、溝口善兵衛財務官を経て歴代の財務官へと引き継がれることとなった。

日銀による金融緩和は特に85年9月のプラザ合意以降の円高過程で何度も強化されてきたが、就中、黒田東彦総裁が13年4月から始めた「異次元緩和」は主要国の緩和策を遥かに上回る大規模なものである。その結果ドル／円相場は15年6月には125円台までドル高・円安が進んだ。それでも異次元緩和が目標とする物価上昇率2%に達する見通しは立たず、マイナス金利を導入するなど何度も緩和強化策を講じてきたため、現在に至るまで世間が「“超”円高」と騒ぐような水準を阻止することに成功している。黒田日銀は事あるごとに「金融政策は為替を目的にしていない」と主張しているが、この言葉を文字通り受け入れている外為市場関係者は誰一人としていない。

為替相場とは相手国のある相対<sup>そうたい</sup>の世界だから、このようにして操作されたド

ル高・円安は、米国を始めとして必ず世界各国に悪影響を与え、金融経済のみならず実体経済においてもグローバルな規模で不均衡を造成する。変動相場制移行後に発生した97年のアジア危機、08年のリーマン・ショック（米大手証券会社リーマン・ブラザーズが経営破たんしたことに端を発した世界規模の金融危機）、そして15年と18年の世界同時株安など、世界経済の危機はそれぞれ個別の要因はあるものの、共通した根本的な要因は不均衡を拡大させた「円安」なのではないか。

したがって、今日の日本と世界の金融・実体経済も非常に危うい状況にあると判断せざるを得ない。それは筆者がこれまでの円安誘導政策を検証・批判して辿り着いた結論だが、その理由を先に申し上げれば、この半世紀近くの間で円安誘導の万策が尽きたからである。本書の題名を「だれも書かなかった」ではなく「だれも書けなかった」とした訳は、本書を読み進める内に少しずつご理解頂けると思う。

なお、為替相場にはなじみの薄い読者にも分かりやすく読んでいただけるよう、本書での「為替相場の表示方法などについて」を目次の後に、多くの章にまたがる「実弾介入の実施状況（91年以降の詳細）」「日経平均株価とニューヨークダウの推移（00年1月～19年3月）」を「付録」として本書末尾に掲載した。随時参考にしていただきたい。また、本文中に登場する人物の所属・肩書き等は当時のものとし、為替相場や統計数値などはできるだけ正確を期し、可能な限り最新のデータを採用した。

最後に、許されるならば本書を「東京外為市場」に捧げたい。

2019年 平成最後の春に

金井晴生



だれも書けなかった円安誘導政策批判

---

目 次

はじめに .....	i
------------	---

## 第 1 章 プラザ合意は“無条件降伏”ではない ..... 1

日本の円安志向はニクソン・ショックから始まった	2
そしてプラザ合意へ一東の間の円高志向	6
何でもプラザ合意のせいにするのは誤り	9

## 第 2 章 無力だった円安誘導 — バブル時代 — ..... 11

円高阻止を目的とした金融緩和政策がバブルを生成	12
初めて出会ったドル押し上げ・円売り介入	14
円安にしないと総理・総裁になれない	15
当時の介入効果について	17

## 第 3 章 内外大激動の時代 — ドルロング / 円ショートポジションの積み上がりとその巻き戻し — ..... 19

無理やり上げても内外が激動しても下がるものは下がる	20
織り込み済みとなった湾岸戦争	24
ソ連のクーデター	25
ポンドの ERM 離脱	26
今でも通用しそうな「ベンツェン・シーリング」	28

## 第 4 章 ブルドーザー介入が外為市場を破壊 ..... 31

君子は豹変する？	32
円安誘導のためなら手段を選ばず	33
IMF 協定にも違反	35
実弾介入を武器にして口先介入も頻繁	37
インサイダーまがいの行為も	38



アジア通貨危機の原因となった円安誘導	39
「過度の変動防止に効果」は幼稚 — 分析対象の資格なし	41

## 第5章 1ドル=100円を死守して円キャリートレードの時代へ … 43

「日本売り」のあとドル大暴落・円大暴騰	44
大規模ドル押し上げ・円売り介入が失敗すると日銀に責任転嫁	46
「2000年問題」を無事通過して本格的な円安誘導へ	48
財務省が世界最大の円キャリートレーダーへ	50
小泉首相に円安誘導を許してしまったブッシュ大統領	51

## 第6章 リーマン・ショックの根因となった円安誘導 …………… 55

G7の円安誘導批判にも日本は馬耳東風	56
世界同時株安に恐れをなしたG7	58
三國陽夫氏の警告 — 『黒字亡国』	60
「円安バブル」崩壊	62
円安が是正されると世界同時株安になる	65

## 第7章 リーマン・ショックを経て民主党政権へ …………… 69

12年ぶりの1ドル=100円割れでも介入なし	70
円キャリートレード救済のため米国がドル高誘導?	72
民主党政権に代わり財務相が円安誘導政策を批判	74
やっぱり実弾介入頼み — 手法には進歩あり	76
震災後にドル/円戦後最安値を更新76.25円(11年3月17日) — 「円高ショック」で協調介入へ	79
同じメカニズムでスイスフランが大暴騰	81
ドル/円戦後最安値75.32円(11年10月31日) — 単独無制限介入	83
実弾介入を総括・評価する	85

## 第 8 章 円安誘導できないと日銀総裁の首も飛ぶ …………… 89

白川日銀総裁は円安誘導のための金融緩和に必死に抵抗したが… 90

超円高の責任を日銀に被せて政権奪取 93

円は安全通貨だから買われるのではない 95

## 第 9 章 異次元緩和で円安誘導 …………… 99

黒田バズーカ砲 1 100

黒田バズーカ砲 2 104

黒田日銀総裁が口先介入 — 米国が 1 ドル = 125 円以上のドル高を容認せず? 106

黒田バズーカ砲 3 = ついにマイナス金利導入 110

黒田バズーカ砲 3 も不発に 112

究極の円安誘導手法 = 3 者会合 113

## 第 10 章 「黒田バズーカ砲」 VS 「トランプ砲」 …………… 119

「黒田バズーカ砲」 VS 「トランプ砲」 120

「円安国是」による異常な社会現象 124

円安・株高がピークを迎える 127

マーケット VS 日本政府の激しい攻防戦 128

19 年 1 月 3 日の円大暴騰は何かの予兆? 130

## 終 章 さまざまな観点から …………… 133

円安・株高で企業の安倍政権支持率は異常に高く 133

円安誘導した異次元緩和が破綻する日 134

日本が失ったもの = 今だけカネだけ自分だけ 136

1. 日本の中央銀行である日本銀行に対する信認 137

2. 国際的な信用 138

3. 日本の競争力	139
4. 一般家庭の利息収入	139
5. 国力	140
不均衡が造成される仕組み	141
円キャリートレードは七難隠す	145
特別な豪ドル / 円相場	148
適正相場水準について	149
ユーロについて	152
おわりに	156
付録 実弾介入の実施状況（91年以降の詳細）、日経平均株価とニューヨークダウの推移（00年1月～19年3月）	159
主要参考文献	172

## ■ 凡例

## 為替相場の表示方法などについて

1. 「為替相場」とは「異なる通貨間の交換比率」である。したがって、どちらの通貨を基準とするかによって2通りの表示方法がある。1つはドル/円のように米ドルを基準通貨とし、相手国通貨で建値する方法であり、もう1つはポンド/ドルのように、米ドルを建値通貨とするものであり、ポンドの他に豪ドル、ニュージーランドドル、ユーロなどがある。
2. 例えば「ドル/円相場」とは「1ドル=何円か」ということを表しており、ここで使われている「/」の記号は「=」と考えて構わない。ときどき「円/ドル相場」や「円・ドル相場」という表示を目にするが、外為市場では通常「1円（または100円）の値段が何ドルか」という形では取引しないため、この表示は誤解を招く可能性があり、「ドル/円相場」という方が分かりやすい。
3. 単に「円相場」という場合は「1ドル=何円か」というだけでなく「1ユーロ=何円か」「1豪ドル=何円か」など、複数の他通貨に対する価値も含む。つまり、「ドル/円相場」は「1ドル=110円」しか意味しないが、「円相場」という言葉は「1ドル=110円」だけでなく「1ユーロ=125円」などについても念頭に置いて使われていることがある。したがって「ドル安・円高」は「ドルが下落し、円が上昇する」ことしか意味しないが、「円高」はドルに対してのみならず、広くユーロや豪ドルなどに対しても円が上昇することを意味していることがある。
4. 通貨単位の小数点以下何桁までを建値するかは通貨によって異なる。通常、日本円の場合は銭単位まで、他の主な通貨は小数点以下第4位までである。このとき、レートの最小単位を「ポイント」と言う。
5. ドル以外のその他通貨に対する円の相場を「クロス/円相場」と言う。
6. 「ドルロングポジション」とはドルを買った状態で保有することを表し、「円ショートポジション」とは円を売った状態で保有することを表す。