

2024. 5. 2

円買い介入の背景と実体経済への含意 ～値動きと実質賃金の両面からみて、160円は大事な一線～



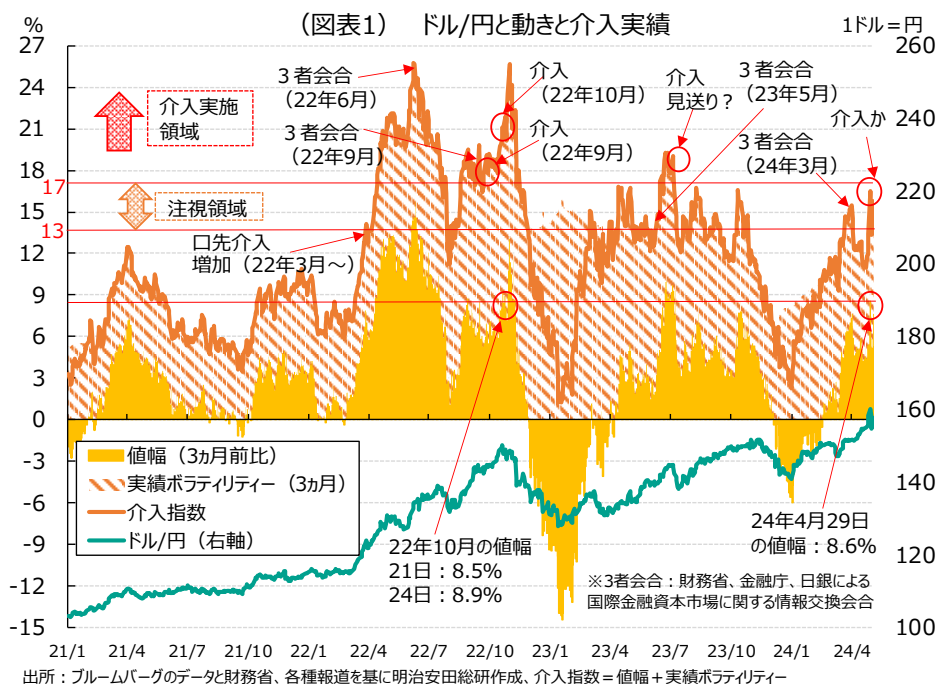
経済調査部 エコノミスト
吉川 裕也

ポイント

- 本邦当局は4月29日に円買い介入を実施した模様。大きな値幅が決め手になったとみられる。5月2日にも介入を実施した可能性がある
- 持続的な円安は輸入物価上昇を通して所得環境に大きな悪影響をもたらす。1ドル170円の円安環境下では10-12月期に至っても安定的な実質賃金のプラス推移は望めない
- 1ドル160円付近で円買い介入が入ったことは、過度な変動は容認できないとの財務省の立場から正当化されるとみるが、実体経済面からみても大事な一線と考える

1. 円安進行ペースはスピード違反、介入の決め手は値幅

4月29日、ドル/円は160円台/ドルに乗せた直後、大きく円高に振れる場面があった。また、5月2日の未明にも円買いが大きく進む場面があった。5月1日分の日銀当座預金予想（日銀発表、財政等要因）が▲7兆5600億円となり、▲2兆円前半だった短資会社の予想よりもマイナス幅がはるかに大きかったことから、4月29日については、本邦当局によるまとまった規模の円買い介入が強く示唆された。5月2日については日銀による当座預金予想等を待たなければ判断できないが、本レポートでは介入が行なわれたと仮定して話を進める。



4月18日発行のレポート『為替介入の検討は160円付近が目安か』において、直近3ヵ月間のドル/円の値幅と実績ボラティリティ（以下、ボラ）を合成した指標（以下、介入指数）が介入判断をうまく説明できる可能

性を指摘した。2023年5月30日の介入指数である13.3が今回の円安局面での3者会合開催の最低ラインであり、2022年9月22日の円買い介入時の17.7が介入実施時の最低ラインである。よって、介入指数13を本邦当局による「注視領域」とし、介入指数17を「介入実施領域」とした。もっとも、「介入実施領域」にあればいつでも介入が実施されるわけではなく、本邦当局は外貨準備の投入に対して慎重であり、介入判断に際して辛抱強さをみせる。実際の介入時の「方向性」と「滞留期間」をみると、

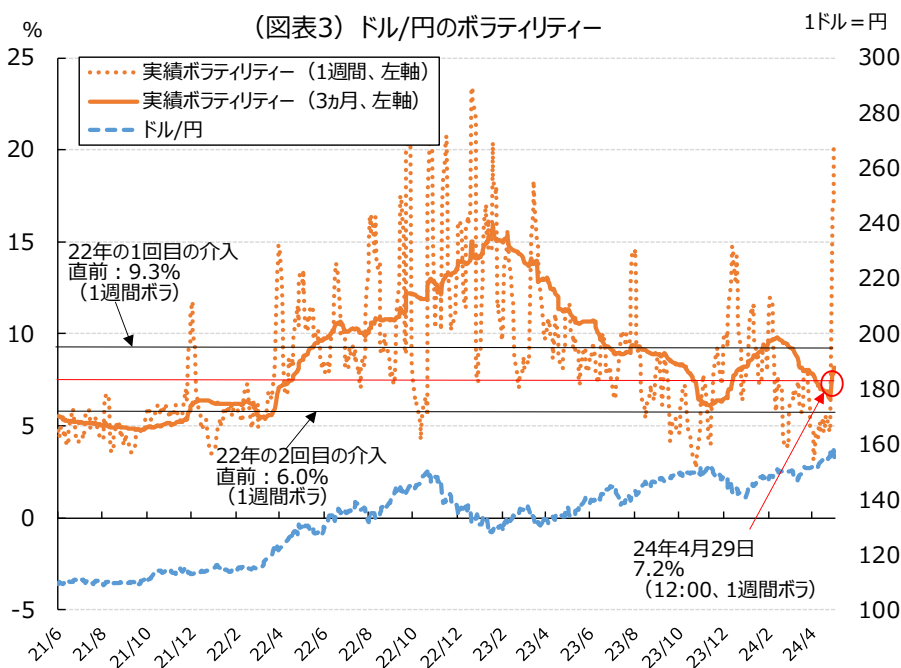
(図表2) 為替介入をめぐる節目

日付	出来事	介入指数	値幅 (%)	ボラ (%)	注
2022年3月29日	神田財務官、米財務次官と会談	13.7	7.0	6.7	口先介入増加の契機
6月10日	3者会合	24.6	14.6	10.0	2016年開始以降初めて声明文を発表し、過度な円安進行への危機感を表明
9月8日	3者会合	18.0	7.3	10.8	—
9月22日	円買い介入	17.7	5.5	12.2	1回目 (2.8兆円)
10月21日	円買い介入	21.1	8.5	12.6	2回目 (5.6兆円)
10月24日	円買い介入	21.8	8.9	12.9	3回目 (0.7兆円)
2023年5月30日	3者会合	13.3	2.7	10.7	8ヵ月ぶり
10月3日	150円台	11.5	3.1	8.4	約1年ぶり
11月13日	151.91円	10.3	4.2	6.1	2回目の介入水準 (ドル/円) に接近
2024年3月27日	3者会合	14.7	6.7	8.0	10ヵ月ぶり
4月15日	154円台	12.9	5.9	7.0	約34年ぶり
4月29日	160円台	16.5	8.6	7.9	円買い介入か
5月2日	157円台後半	15.8	7.6	8.2	円買い介入か

出所：財務省、ブルームバーグ、各種報道を基に明治安田総研作成。値幅5%、ボラ10%、介入指数17以上に赤の着色、値幅5%、ボラ10%、介入指数13未満に青の着色、介入指数13以上17未満に橙の着色

2022年8月18日（介入指数：17.1）から円買い介入が実施される9月22日までの25日間にわたって介入指数が上昇傾向を保ち、1回目の介入後2回目の介入まで21日間にわたってさらに上昇していた。

4月29日時点の介入指数は16.5と「介入実施領域」とみた17にわずかに届いていない(図表1)。また、20日程度とみた介入実施領域における「滞留期間」もゼロとなる。ただ、今回は介入指数の上昇ペースが加速しつつあった。介入実施領域にドル/円が入ったとしても、今まで本邦当局には相場の自律反転を待つ辛抱強さがあった。辛抱強さが奏功し、実弾介入を回避できたケースが2度ある(2022年6月、2023年5月)。しかし、今回のケースでは、その余裕はなかった模様である。ボラは7.9%と低水準であるが値幅は8.6%と2022年の介入時と比べ遜色なく(1回目：5.5%、2回目：



出所：ブルームバーグのデータを基に明治安田総研作成

8.5%、3回目：8.9%)、値幅主導で介入指数が17を超えるのは時間の問題だった(図表2)。本邦休日で取引量が少ないなか、放置すればさらに円安が進む展開も予想された。値幅の増大ペースは速く、介入指数の上昇ペースが加速しつつあったことを考えれば、円買い介入の判断は適切だったと考えられる。

5月2日時点の介入指数は15.8(値幅：7.6%、ボラ：8.2%)であり、こちらでも値幅が介入の大義名分になりえると考える。本邦休日を控え、再び値動きが大きくなることも予想でき、介入指数が上昇していく可能性は高かったとみられる。

昨年後半以降、介入判断におけるボラティリティの役割は小さくなっているようだ。2023年10月より本邦当局は「年初来で20円以上の値幅も一つのファクター」(2023年10月)、あるいは「年初来1ヵ月半で10円の

円安は急速」(2024年2月)といった形で値幅への言及を増やしてきている。2022年の介入が奏功し、基調的なドル/円の変動を示すとみられる3ヵ月ボラティリティーが低下するなかで、値幅重視の姿勢に転換した可能性が高そうだ。短期の変動を示す1週間ボラティリティーは振れが大きく、また、実際の介入の直前に低水準で推移していたことからみて(図表3)、当局の判断に影響しているようにはみえない。足もと20%近い1週間ボラティリティーは当局自らの行動の直接的な結果である。

自動車の運転に例えると、ボラも値幅も高水準だった一昨年(2022年)の介入時は高速蛇行運転、ボラはほどほどでも値幅が大きい局面での今回の介入は、まっすぐ走ったうえでのスピード違反と評価できよう。どちらも危険運転には変わりなく、本邦当局の取り締まり対象となったと言えそうだ。

2. 160円を超える円安は所得環境に大きな悪影響、10-12月期の実質賃金が焦点に

160円/ドルというラインには、上記のようなテクニカル面の他に、物価上昇による実体経済への悪影響という意味合いも見い出すことができる。

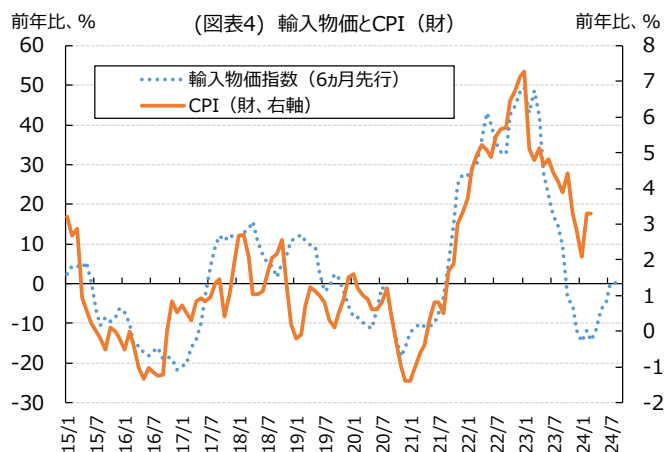
まず、円安は輸入物価を通して6ヵ月後の消費者物価指数(CPI)の財価格に影響するため(図表4)、2024年4月以降の円安は2024年10月以降の物価に反映される。輸入物価は為替要因とその他の要因(商品価格など)に分解でき、為替要因はドル/円の変化率と連動している(図表5)。よって、為替要因以外を一定とおいとうえで、円安進行度に応じた輸入物価の動きを抽出し、2024年10月以降のCPI(財)への影響を計測することができる。

$$\text{CPI(財)} = 0.085 \times (\text{輸入物価、6ヵ月前}) + 2.12$$

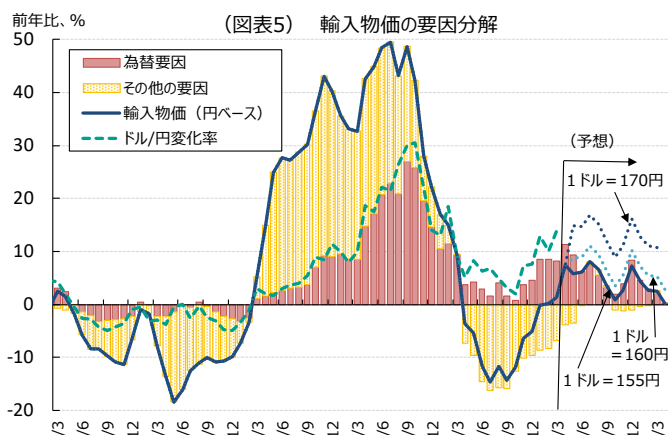
(決定係数: 0.69、期間: 2021年1月~2024年3月)

CPI(財)が生鮮食品を除く消費者物価指数(コアCPI)に占めるウェイトは約50%なので、CPI(財)の上昇率の半分がコアCPIへの寄与度となる。2024年度下期(2024年10月~2025年3月)のCPI押し上げ効果(ベースライン: 150円)は1ドル160円で0.2%pt、170円で0.4%ptと試算できる(図表6)。

当研究所では2024年10-12月期のコアCPIを前年比+2.7%、実質賃金算出に用いられる持ち家の帰属家賃を除くCPI(以下CPI)を同+3%付近と予想している。よって、1ドル160円でCPIは同+3.2%、170円では同+3.4%と予想できる。また、2024年春闘のベアは3.5%と予想しているが、厚労省発表の『賃金引上げ等の実態に関する調査(令和5年)』で示された



(出所) フルームバーグより明治安田総研作成



出所: 日銀のデータを基に明治安田総研作成。予想は明治安田総研、為替以外の要因が2024年1-3月平均で一定と仮定

(図表6) 輸入物価のCPI押し上げ効果

	為替 (1ドル=円)	輸入物価 (前年同期 比、%)	財CPI (前年同期 比、%)	CPI寄与度 (%pt)	CPI押し上げ効果 (対150 円、%pt)
24 年度 下期	150	4.1	2.4	1.2	—
	155	6.3	2.6	1.3	0.1
	160	8.7	2.9	1.4	0.2
	170	13.5	3.3	1.6	0.4
25 年度 上期	150	1.1	2.2	1.1	—
	155	3.4	2.4	1.2	0.1
	160	6.2	2.6	1.3	0.2
	170	11.8	3.1	1.6	0.5

出所: フルームバーグなどのデータを基に明治安田総研作成

「改定後の賃金の初回支給時期別企業割合」を基に、ベアが実際に賃金に反映されていく道筋を予想すると、10月時点で約9割の企業が反映済みになるとみられる（図表7）。よって、所定内給与の伸びは10-12月期に3.38~3.39%程度にまで上昇すると考えられる。

現金給与総額の約8割を占める所定内給与の伸びがCPIを上回る時期に、実質賃金がプラスになるとみれば、7-9月期にも実質賃金がプラスになる可能性はある（前掲図表7、ベースライン）。もっとも、プラスになったとしても小幅に留まるとみられ、状況は流動的である。安定的に実質賃金がプラスになるのは10-12月期になりそうだ。一方、円安の進行度合いによっては10-12月期に至っても実質賃金がマイナスである可能性が浮上する。1ドル160円のケースでは実質賃金プラスが実現しそうだが、1ドル170円のケースでは実質賃金は小幅なマイナスになるとみられる（前掲図表7、1ドル160円・170円）。

植田日銀総裁は4月26日の会見にて、現状の円安は基調的な物価に影響を与える水準ではないとの見方を示したが、それは1ドル160円未満を想定してのことと推察される。しかし、1ドル170円まで円安が進む場合、実質賃金の安定的なプラス推移は難しく、賃金と物価の好循環に水を差しかねない。1ドル160円付近で円買い介入が入ったことは直近の値動きという面から正当化されるが、実体経済面からみても大事な一線だったと考えられる。

日米金利差縮小が当面見込みがたいなか、円売り圧力は依然根強い。1ドル152円、155円といった心理的な節目を順次放棄していったように、1ドル160円を超える円安を本邦当局はいずれ容認せざるを得なくなると考える。それでも、過度な為替変動は経済活動にとってマイナスとの理由から、米国の利下げ転換まで当局と市場の神経戦が続くとみられる。

（図表7）改定後の賃金の初回支給時期別企業割合（2023年）と2024年の給与・物価シミュレーション

	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
初回支給月 (2023年実績、%)	21.0	29.4	17.5	12.8	7.1	2.4	0.9	0.7	0.4
当月までに (4月以降累積、%)	21.0	50.4	67.9	80.7	87.7	90.1	91.0	91.7	92.1
所定内給与	2.41	2.81	3.06	3.23	3.33	3.36	3.38	3.39	3.39
消費者物価 (ベースライン、1ドル 150円)	3.20	3.20	3.20	3.30	3.30	3.30	3.00	3.00	3.00
(給与) - (物価)	-0.79	-0.39	-0.14	-0.07	0.03	0.06	0.38	0.39	0.39
消費者物価 (1ドル160円)	3.20	3.20	3.20	3.30	3.30	3.30	3.20	3.20	3.20
(給与) - (物価)	-0.79	-0.39	-0.14	-0.07	0.03	0.06	0.18	0.19	0.19
消費者物価 (1ドル170円)	3.20	3.20	3.20	3.30	3.30	3.30	3.40	3.40	3.40
(給与) - (物価)	-0.79	-0.39	-0.14	-0.07	0.03	0.06	-0.02	-0.01	-0.01

出所：厚労省「賃金引上げ等の実態に関する調査（令和5年）」、連合より明治安田総研作成、予想は明治安田総研。所定内給与は共通事業所ベース（一般労働者、5人以上の事業所）、前年同期比。消費者物価は持家の帰属家賃を除く、前年同期比

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411