

2026. 5. 14



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

政府当局が連続的な円買い介入を実施 ～160 円/ドルを超える円安進行の可能性はひとまず遠のく～

ポイント

- 政府当局が GW 中に都合 4 回、合計 10 兆円規模の介入に踏み切った模様。商いの薄い時機を狙って介入を実施するのは、前回円買い介入を実施した 2024 年と同じパターン
- 為替介入の使命は時間稼ぎ。原油価格が低下し、米国の利下げ余地が拡大するようであれば、円売り圧力は和らぐ展開が期待できるが、中東情勢次第である以上、成否は運頼み
- しばらく 155 円/ドル～160 円/ドルのレンジ内の動きが続いた後、年後半は円買い方向への動きがやや優勢になるというのがメインシナリオ。160 円/ドルの防衛ラインを守れなくなる可能性は 3～4 割程度か

1. 1 年 9 ヶ月ぶりの円買い介入に踏み切る

4 月 30 日に、財務省が 1 年 9 ヶ月ぶりの円買いドル売り介入に踏み切った。正式には 5 月 29 日に財務省から発表される「外国為替平衡操作の実施状況」で明らかになるが、今回は、介入当日に片山大臣が、「いよいよかねてから申し上げてきた『断固たる措置』を取るタイミングが近づいている」、「外出のときもお休みのときもスマホを離さずに」と事実上介入を予告していた。介入後は政府関係者が取材に対し介入の実施を認めたとされる。

介入額は、日銀発表の当座預金予想と短資会社予想のズレから、約 5 兆円だったと推測される。その後三村財務官が「大型連休はまだまだ序盤」と発言したとおり、5 月 1、4、6 日にも介入が入った模様で、介入額は同様に計算すると 3 日間の合計で 4 兆円台半ばに達した可能性が高い。合計で 10 兆円規模の大型介入ということになる。連休の商いの薄い時機を狙って介入に踏み切るのは、前回円買い介入を実施した 2024 年と同じパターンである（図表 1）。

日銀が 4 月 27、28 日の金融政策決定会合で、利上げ見送りを決定したばかりということもあり、円安圧力が強まる局面では為替介入の出番になることは予想できたが、160 円/ドル台半ばという介入水準は、直前の為替相場が 1 日で何円も動くといった急激な動きではなかったこともあり、思っていたより早かったという印象であった。相場動向もさることながら、やれば効くタイミングを重視した結果と考えられる。

2. 160 円/ドルが当座の防衛ライン

介入にはさまざまなパターンがある。今回のように明確な防衛ラインを定めて徹底した介入を繰り返すパタ

ーンもあれば、スミージングオペの範囲にとどめ、相場のトレンド自体は容認するケースもある。また、政府高官が「本日、断固たる措置をとった」といった形で明確に宣言する場合もあれば、ステルス介入の場合もある。注文の入れ方についても、一度に大きい売買の注文を入れる場合もあれば、ターゲット近辺に細かな円買い（売り）の玉を並べる手法もある。今回は、規模の大きさと宣言をセットにし、160 円/ドルを防衛ラインとして死守する強い意志を市場に示した形である。

市場はなお、当局の本気度を試そうとしているように見える。円相場は最初の介入で 155 円/ドル台まで押し上げられた後、157 円/ドル台まで戻ったタイミングで再度 155 円/ドル台まで押し上げられるという動きを 3 回繰り返した（図表 2）。6 日の介入は、直前の 2 回に比し規模が大きかったとみられることもあり、以後、円売りの勢いは若干鈍ったものの、じりじりと円安方向に戻る動きは続き、12 日以降は 157 円/ドル台半ば付近の動きとなっている。

もはやいつ再介入があってもおかしくない状況だが、当局は市場にターゲットを絞らせないようにするため、同じ水準での介入の繰り返しは避けようとするかもしれない。また、過去の例では、相場が膠着状態に入ってしまった後に、突然介入を再開するパターンや、円高方向に相場が反転した後に、流れに掉さず形でダメ押しの介入するパターン等もあった。当局と市場との神経戦は今しばらく続く可能性が高い。

いったん防衛ラインを示した以上、あっさり破られたときの信認低下リスクが大きいため、当局はしばらくの間 160 円/ドル超えを阻止する姿勢を貫くだろう。介入の持続性に疑念を抱かれるようだと、投機的な円売りを逆に誘発しかねない。外貨準備を費消する円買い介入は、ただでさえ市場に足元を見られやすい。逆に、市場に当局の「本気度」を理解させることに成功すれば、介入を止めても投機的な円売りは収まる。この点、介入規模と介入効果が必ずしも比例するわけではない。

3. 時間稼ぎができるかどうか

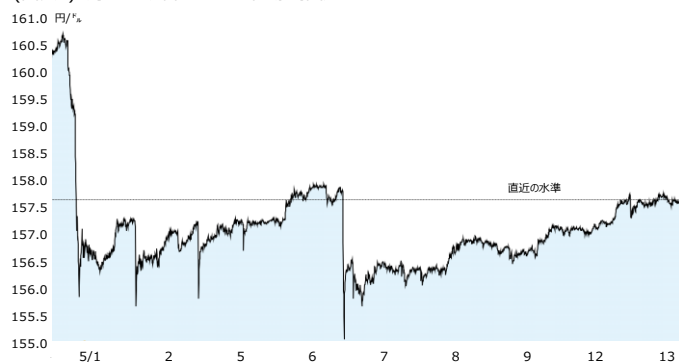
悩ましいのは、足元の円売りが当局が主張するような投機的な動きだけではなく、ある程度ファンダメンタルズに基づいていると考えられる点である。日米の景気動向、金利差等、ファンダメンタルズ面でのバランスの変化が生じない限り、中長期的な為替相場のトレンドは変わらない。過去の円買い介入の実績を振り返っても、それだけで為替相場の中長期的なトレンドを変えたと言えるケースはほぼなかった（2022 年 10 月 20 付レポート、「[円安は止められるか ～過去の円買い介入に見る財務省の勝算～](#)」参照）。この点、為替介入に課せら

(図表1) 過去の円買い（ドル売り）介入実績

年	月	日	金額(億円)	年	月	日	金額(億円)	
1991年	5月	13日	139	7月	24日		286	
		6月	211			27日	192	
		13日	213		8月	7日	128	
1992年	1月	17日	63	11日		32		
		2月	127	1997年	12月	17日	2,804	
	20日	769	18日			764		
	3月	138	19日			7,023		
	4月	4日	249	1998年	4月	9日	1,957	
		11日	367			10日	26,201	
		27日	738			6月	17日	2,312
		28日	731	2022年	9月	22日	28,382	
		30日	200			10月	21日	56,202
		5月	22日	520	24日	7,296		
27日	324			2024年	4月	29日	59,185	
28日	507		5月			1日	38,700	
29日	322		7月			11日	31,678	
1992年	6月		2日	420	12日	23,670		
			3日	305	2026年	4月	30日	5兆円程度？
			4日	178			5月	1日
		10日	192	4日				
		18日	255	6日				
			25日	127				

(出所) 財務省、各種報道より明治安田総研作成

(図表2) 4月30日以降のドル・円相場の推移



(出所) Investing.comより明治安田総研作成

れているのは、そうした潮目の変化が生じるまでの時間稼ぎができるかどうかである。今回でいえば、まずは中東における恒久停戦の実現である。これにより原油価格が一段と下がり、米国の利下げ余地が拡大すれば、円売り圧力は和らぐ可能性が高い。ここまで持ちこたえれば今回の為替介入は成功と言える。決して可能性の低いシナリオではないが、中東情勢次第である以上、成否は結局運頼みである。

一方、当局にとって幸いなのは、足元の円売りに、財政不安を織り込んだ「日本売り」が占める割合は今のところ小さいと考えられる点である。何より、日経平均株価は最高値を更新し続けている。財政不安を本格的に織り込むのであれば、円安、株安、債券安が同時進行的に加速する。こういう状況になってしまったら、円売りは無限に出てくるため、介入で止めるのはきわめて難しくなる。

4. 米国の了解を得られているのは強み

なお、片山財務大臣が4日、6ヵ月間で3回までの介入であれば「自由変動相場制」とするIMF（国際通貨基金）の指針を引き合いに出したことで、6日の4回目の介入の直前に市場で円売りが進む場面があった。これに対し三村財務官は、「介入の回数を制約するルールとは思っていない」との認識を示したが、これはそのとおりだろう。IMFにそうしたルールを作る権限があるとは考えられないし、杓子定規に従っていたら市場に付け入る隙を与えるだけなので、介入の成功率が著しく下がってしまう。

基本的に、ドルを対象とした為替介入で必要なのは、米国政府の了解のみである。米国は元々為替介入には非寛容な立場だが、ドル高を嫌うトランプ大統領の下、円買い方向の介入であれば了承を得られやすくなっている。特に、ベッセント財務長官は昨年来、日本の金融市場の不安定化が米国に波及するリスクに神経を尖らせている。1月には、米政府がレートチェック（中央銀行が金融機関に為替取引の水準を照会すること、介入準備とみなされる）を実施したことが円売り進行に歯止めをかけた。日本政府と示し合わせた行動なのは明白で、問題意識は共有されている。ベッセント氏は11日に訪日し12日に片山財務大臣と面談、終了後に片山大臣は金融市場を巡る連携について「全面的に理解を得た」と述べた。今後も米国の了承の下で介入を継続することができると思われる点は、当局にとって強みとなる。

5. 防衛ラインを守れない確率も3~4割

中東情勢はなお予断を許さないものの、ドル・円相場はしばらく155円/ドル~160円/ドルのレンジ内での推移が続いた後、年後半は米国における利下げ気運の高まりを受け、円買い方向への動きがやや優勢になるというパターンをメインシナリオと見ておきたい。しかし、米国とイランの交渉が、いまだ妥協点を見いだせていないのも事実である。ホルムズ海峡の封鎖により、米国、イランともすでに経済的な打撃を受けているが、「我慢比べ」になったら、中央集権国家であるイランに分がありそうである。従って、中東情勢の混迷が続き、当局が防衛ラインを守れなくなる可能性も3~4割程度は残っていると見ておくべきだろう。

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください

明治安田総合研究所 フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

電話番号：080-2298-8302

e-mail：yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp

※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。

●発行元● 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