2026. 8. 13

日米協調介入の結果と円安是正の条件
～問われる日本の財政・金融政策の整合性～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

ポイント

- **7 月末の円買い介入は、異例の日米協調介入となった。米国は実弾介入のみならず、円安阻止に向けた強い姿勢を市場に伝えることにも注力**
- **ベッセント財務長官は、日本の金融市場の不安定化が米国債市場やほかのアジア市場に波及する可能性を警戒。日本側は保有米国債の売却を抑えながら介入資金を確保する仕組みを活用した**
- **協調介入でも、できるのは時間稼ぎの範囲内。日本にとっては為替介入の量や質よりも、日銀の正常化路線と高市政権の財政運営が、市場に整合的な政策パッケージとして受け止められるかどうかが重要に**

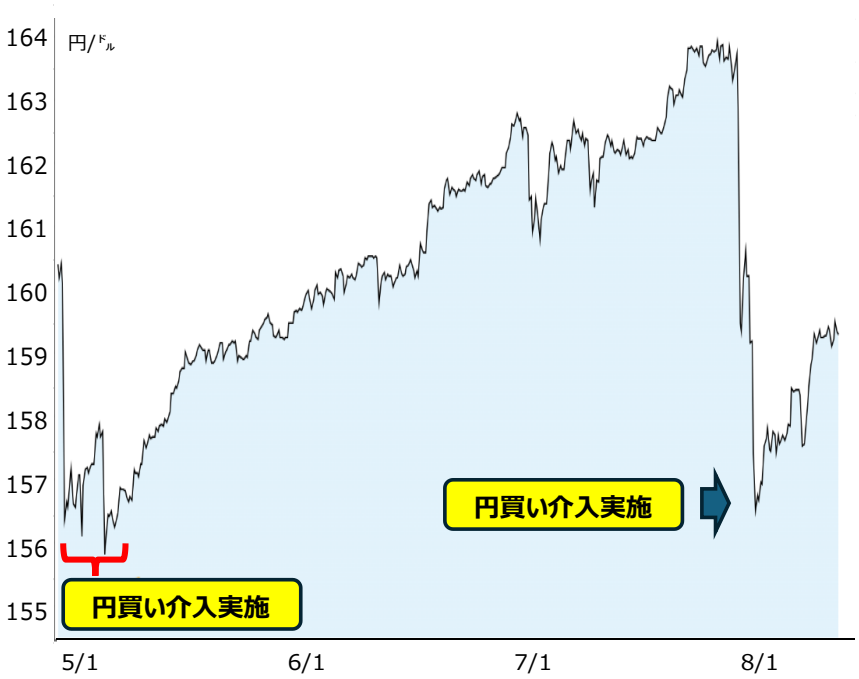
1．異例の日米協調介入が実現

7 月末以降の為替市場における円買い・ドル売り介入は、日米当局の異例の連携の下で行なわれた。

まず、7 月 30 日、日本の当局がニューヨーク市場で円買い介入を実施、円は 1 ドル＝163 円台の前半から 158 円台の前半まで一気に 5 円程度円高ドル安が進んだ（図表）。日銀の資金需給データからは、このときの介入額は円換算で 9 兆円前後に達した可能性が示されている。同じ時間帯に韓国当局もドル売り・ウォン買いを実施した模様で、ウォンは約 2%上昇し 9 ヵ月ぶりの高値を付けた。

同日、ニューヨーク連銀が金融機関に為替レートを照会する「レートチェック」を行なった。介入の前段階とみなされる行動であり、日本側も米国から「心理的支援を超える協力を得ている」と表明するなど、協調行動を取っていることを明らかにした。翌 31 日には、

(図表)4月末以降の為替相場の推移（4時間足）



（出所）Investing.comより明治安田総研作成

ロイター通信が「事情に詳しい関係者」からの情報として、米財務省がニューヨーク連銀経由で複数の銀行に、「Stand ready for future action（今後の行動に備えて待機せよ）」と伝えたと報道、同日中には日米当局が共同で円買い介入に踏み切った。同日の日本側の介入規模は5兆円台と推計されている。米国サイドは円買い・ドル売りではなく、円買い・ユーロ売りだったのが特徴で、これは米国が市場に対し、自身の行動があくまで円の過度な下落への対応であり、ドル安政策に転じたわけではないとのメッセージを伝える意図があったとみられている。

２．米国は円安阻止に向けた強い姿勢をアピール

また、31 日の介入直前には、トランプ大統領がキャンプ・デービッドで開いた閣議の取材中、ベッセント財務長官の手元に置かれていたメモを通信社のカメラマンが撮影した。メモには「To Do」と下線付きで書かれ、その下に「Buy Japanese Yen（JPY）$5-10 bil（日本円を 50 億～100 億ドル購入）」と記されていた。

ベッセント氏が、記者が入る閣議でこうした機微な情報を誤って漏らすとは考えられない。8 月 4 日には記者の質問に対し、「記者に日本円の記号が JPY だとわかってもらいたかった」と冗談めかして答え、市場へのシグナルだったことを事実上認めた。

時系列で整理すると、米国はレートチェック、金融機関への介入可能性の通知、「To Do」メモのリークを経て、実際の円買いまで進んだ。実弾だけではなく、「米国は本気で円安阻止に動く」というアナウンスメント効果を最大限活用することが、当初から戦略の一部だった様子がうかがえる。なお、週明け 8 月 3 日にも円は急伸した。現時点では実施の有無に関する確証はないが、あったとしても最大 1 兆円強で、日本の単独介入だった模様である。

３．米国債市場への波及を警戒

トランプ大統領は一連の行動について、「友情のしるし」と述べたが、それよりも日本の市場の不安定化が、米国やほかのアジア市場に波及することへの警戒感が判断の中核にあった可能性が高いと見られている。米国に対しては、日本国債売りが市場における裁定取引を通じて米国債売りに波及するルートもあれば、日本の当局が介入資金調達のために米国債を売るという直接的なルートもある。ベッセント財務長官は、1 月のダボス会議の時点で、米国債利回りの上昇圧力について、「日本国内で起きていることから切り離して考えるのは非常に難しい」と、日本発の米国市場の不安定化に神経質になっている様子を示していた。

米国の財政状況も決して芳しいわけではない。米議会予算局（CBO）は 2 月の年次見通しで、2026 年度の財政赤字を約 1.9 兆ドル、GDP 比 5.8％と予測している。市場保有の政府債務は 2026 年に GDP 比 101％だが、2036 年には 120％まで上昇する見通しである。財政悪化の主因の一つが純利払い費の増加であり、長期金利の上昇は財政状態の悪化ペースを加速させる。

ベッセント氏はほかのアジア市場への波及も警戒している。4 日の日本経済新聞のインタビューでは、多くのアジア通貨は円の動きに連動する傾向があり、円の下落を放置すれば韓国ウォンなどほかのアジア通貨にも下落圧力がかかるとの認識を示した。なかには韓国のように自国通貨買いを行なう国もあるが、輸出競争力を重視する国が、あえて通貨安を容認する可能性も考えられる。これは、米国が日本のリスクを地域全体のリスクと捉えていることを意味する。また、対アジア通貨での一方的なドル高が進めば、トランプ政権の関税政策の価格効果を相殺してしまう。

４．米国債売りを抑制できるスキームを活用

現職のベッセント財務長官に加え、元財務長官からも米国市場への悪影響を懸念する声が上がっている。ポ

ールソン元財務長官は 8 月 4 日、「日本は高水準の政府債務を抱え、金利引き上げの必要性と高市政権の拡張的な政策との間に矛盾があるため、円相場を持続的に支えるのは難しい」と指摘した。そのうえで、日本を支援することは重要であり「日米双方の利益」だと述べたうえで、「今この時点で、日本に米国債を売られる必要はない」と、米国債の売り圧力への警戒感を露わにした。

そのため、今回の日米協調介入は、日本による米国債売却が米国債市場に及ぼす影響を可能な限り抑制する建付けとなっている。特徴は、日本側のドル資金調達に、米連邦準備制度理事会（FRB）の「FIMA レポ・ファシリティ（Foreign and International Monetary Authorities Repo Facility）」を活用した点である。これは、外国の中央銀行などが FRB に保管している米国債を一時的に差し入れ、代わりにドル資金を受け取る制度である。2020 年のコロナ禍で導入され、2021 年に常設化された。FRB は制度の目的について、外国当局に一時的なドル流動性を提供すると同時に、ドルを必要とする外国当局が米国債を市場で売却することを回避し、米国債市場の安定に寄与することを挙げている。日本からみれば「米国債を売ってドルを調達する」のではなく、「米国債を一時的に担保化してドルを調達する」ことになる。

2024 年の円買い介入や 3 ヵ月前のゴールデンウィーク中の介入では、外貨準備のドル預金のほか、米国債を現金化して介入原資を調達していた。日本政府は外貨準備として巨額の米国債を含む外貨証券を保有しており、円買い介入が断続的に続けば、米国債の先安感が市場で増幅するおそれもあった。ベッセント財務長官は、同制度を利用すれば日本側が最大 600 億ドル程度のドル資金を調達できることに言及し、さらに FRB が FIMA の上限拡大を検討することも合理的だとの考えを示した。あくまで借り入れであり、FIMA を利用したからといって日本の介入余力が無制限に拡大するわけではないが、これまでの円買い介入でも外貨準備の枯渇懸念がたびたび浮上し、介入効果を阻害したことを考えれば、日本にとっては貴重な流動性供給であり、日米双方の利害が一致したスキームと言える。

５．日銀の利上げ継続は必要条件

たとえ日米協調介入でも、円相場のトレンドを恒久的に転換することはできず、その効果が基本的に時間稼ぎにとどまる点は変わらないだろう。資本移動が自由な環境の下で、金融政策の独立性を維持するのであれば、為替相場は市場の動きに委ねるしかないというのは「国際金融のトリレンマ[1]」が教えるところである。ただ、稼げる時間は前回の介入よりも長くなりそうである。足元の為替相場は再び 1 ドル＝160 円近辺までじりじりと押し戻されているが、これ以上は介入警戒感がドルの上値を抑えるだろう。

では、いつまで時間を稼ぐ必要があるのか。それは日米の景気や金利差、政策的行動、国際情勢といった諸要素のバランスやトレンドに変化が生じるまでである。この点でまず焦点となるのが日銀の行動である。ベッセント氏は 8 月 2 日に X で、「円の大幅な過小評価を是正するための、日本の断固たる市場措置と金融政策上の措置を強く支持する」と、日銀の早期利上げへの強い期待感を示した。

8 月 10 日に公表された 7 月金融政策会合の「主な意見」では、「金融政策の焦点は、『基調的な物価上昇率の 2%への引き上げ』から『基調的な物価上昇率のさらなる上振れの回避』に局面が変化した」、「海外の金融環境の転換にも応じた機動的対応や利上げ幅の議論が必要となる新たな局面に転換した」等、政策委員から利上げペースを速める必要性を指摘する意見が相次いでいたことが確認された。市場でも 9 月会合における利上げを急速に織り込みつつある。米国の協調姿勢に応えるという意味でも、9 月会合での利上げを見送るハードルは相当

[1] 国際金融のトリレンマ（不可能な三角形）とは、為替レートの安定（固定相場）、国際資本移動の自由、金融政策の独立の三つは同時にすべて実現できず、最大でも二つまでしか選べないという考え方。例えば、固定相場＋資本移動の自由を選ぶと、金利を自由に決められず、金融政策の独立性が失われる。固定相場＋金融政策の独立を選ぶと、資本の流出入を制限する必要が出てくる。資本移動の自由＋金融政策の独立を選ぶと、固定相場の維持は困難になる。

に高くなったと見てよいだろう。9月に利上げした後も、3～4ヵ月に一度のペースで利上げを続ける可能性が高まっている。

６．米景気と中東情勢も重要

7月の米雇用統計は、米非農業部門雇用者数が前月比2.3万人減と市場予想を大幅に下回ったほか、5、6月分も合計 10.3 万人下方修正され、雇用市場の悪化が従来の大方の認識以上に進んでいる可能性が確認された。失業率は 4.1%へ低下したものの、労働参加率の低下を伴っており、労働需給の改善を示す内容とは言い難い。平均時給も前年比3.2%増へ鈍化した。

米国景気にとっては朗報とは言えないが、為替相場にとっては円売り抑制要因である。市場ではFRBの早期追加利上げ観測が後退、これまでドル円を押し上げてきた日米金利差拡大期待が弱まったことで、雇用統計発表後のドル円は一時1ドル＝157円台半ばまで下落した。もっとも、ウォーシュ新議長下のFRBは政策判断の軸足をインフレ指標に移しつつあり、雇用統計の相対的な重要性は下がっている。12 日に発表された 7 月の米消費者物価指数（CPI）は前年比＋3.4%と、前月の同＋3.5%から小幅鈍化したが、今後再加速すれば利上げ観測が再浮上する可能性は残る。

この点、中東情勢は引き続き重要なカギを握る。原油価格がイラン攻撃前までの低位安定的なトレンドを取り戻せば、米国内のインフレ圧力が緩和し、FRB の利上げ観測がさらに後退、場合によってはトランプ大統領の望み通り、利下げが可能な環境が訪れる展開も考えられる。そうなれば、為替介入に頼らずとも円高方向への調整が進みやすくなる。今のところ情勢は予断を許さない。イランは、中間選挙を控え早く中東から手を引きたいトランプ大統領の足元を見透かしており、巧みにゴールポストを動かしながら米国に大幅な譲歩を迫っているように見える。ただ、原油市場は今のところトランプ氏の意思に重きを置いているようで、散発的な武力衝突のレベルでは原油価格は上昇しにくくなっている。武力衝突を伴う情勢であるため予想は難しいが、今のところは、秋口以降の原油価格は次第に落ち着くことをメインシナリオと考えて差し支えないように思われる。

７．日本は政策的整合性を問われる

ここまでの要素は、おおむね日米当局が時間稼ぎに成功する可能性を示唆している。最後に問われるのは、高市政権の財政政策へのスタンスである。財政拡張と国債増発への懸念が日本国債の利回り上昇と円売りを同時に招く状況では、円の評価を中長期的に回復することは難しい。ここまでの国債利回り上昇に占める財政リスクの割合が大きい分、通常想定される「金利上昇＝円高」の関係が成立しにくくなっている。

ポールソン氏に加え、ガイトナー元財務長官も 8 月 4 日に、「介入は助けになるが、長期的な政策の方向性と整合しているか、政策への橋渡しとして機能する場合にはじめて本当に効果を持つ」と述べている。政策的な整合性に対する市場の目も厳しくなっているように見える。8 月 4 日には時事通信社が複数の関係者への取材として、5 月 22 日の高市首相と植田日銀総裁の会談で、高市首相が長期金利の上昇を抑えるため、必要に応じて国債買い入れを増やすよう求めたと報じた。円安是正をめざす一方、長期金利上昇に対しては日銀の国債買い入れ増額を求めるというのは、ポールソン氏やガイトナー氏が求める整合的な政策運営とは言い難い。こうした矛盾した政策ミックスが実行に移されるのであれば、一時しのぎにはなっても、中長期的な円や日本国債への信任はむしろ低下するだろう。この点、円安是正の成否は、為替介入の量や質そのものよりも、日銀の金融政策正常化と高市政権の財政運営が、市場に整合的な政策パッケージとして受け止められるかにかかっていると言ってよい。

高市政権に積極財政路線の修正を求めるのは難しいだろうが、少なくとも財政運営の予見可能性を高めるとともに、市場に中期的な持続可能性を納得させる必要がある。しかし、市場は容易に納得しないかもしれない。

いわゆる「債券自警団」と高市政権との緊張関係は今後も続く可能性が高く、市場にとってサプライズになるような大型の財政支出計画は短期的にも中期的にも打ち出しにくくなったのが実情である。明確な路線変更は難しいにしても、新年度予算の編成過程で、ステルス的な政策修正への意思が確認できるようであれば、市場は落ち着く可能性があるが、政権にとっては自らの公約とのバランス調整に苦慮する展開が続きそうである。

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