

2024. 7. 1

## 為替介入の経済学

～過度な変動と実体経済保護の観点から、165 円が重要な一線に～



経済調査部 エコノミスト  
吉川 裕也

### ポイント

- 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 170～180 円での推移となると、2025 年上期の実質賃金のプラス幅が消滅する可能性が浮上する
- 「過度な変動」と対外的に説明でき、なおかつ所得環境への悪影響が増大する 170 円台入りを未然に防止できる水準である 165 円が当面の介入警戒ラインとなろう
- 企業の賃金設定行動が明確に積極化しており、デフレモデルからインフレモデルへの回帰が示唆される。好循環の芽を守るという観点からも、円買い介入の意義は大きい

※当レポートは週刊エコノミスト掲載（6/24 発売）の原稿に加筆修正したものです

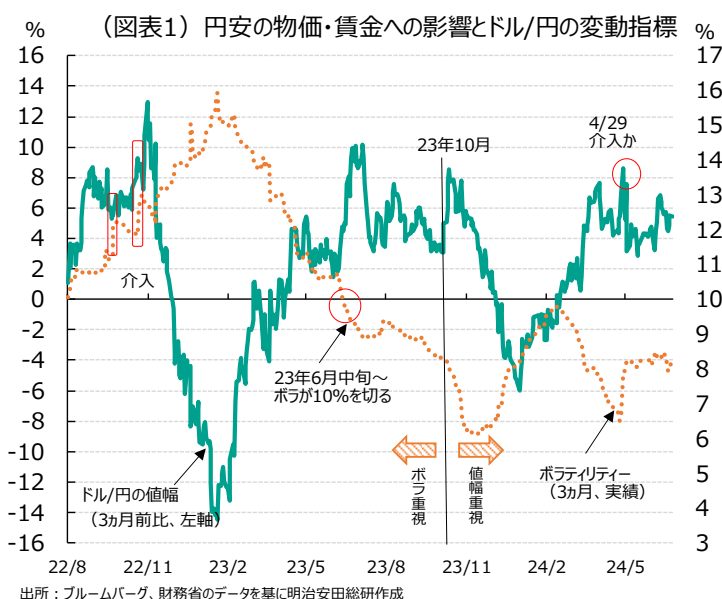
### 1. 過度な円安は国民生活に悪影響、介入の動機は水準訂正か

財務省によれば 4 月 26 日～5 月 29 日の外国為替平衡操作額は 9 兆 7,885 億円と、巨額に上った。鈴木財務大臣は、介入の動機は「投機的な動きを背景とした過度な変動に対応するため」としているが、一言で変動と言っても、ボラティリティー（以下ボラ）や値幅などの質の違いがある。筆者は、2022 年の介入の動機は主としてボラ、今回は値幅にあったと考えている。

2022 年 9 月 22 日に円買い介入を実施した時のボラ（3 ヶ月実績、以下同様）と値幅（3 ヶ月前比、以下同様）はそれぞれ 12.2%と 5.5%、10 月 21 日の介入時は 12.6%と 8.5%で、ボラが 10%を超えており（図表 1）、介入の目的は相場の急変を緩和する「スムージング」にあった。ところが昨年秋以降、「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、「年初来わずか 1 ヶ月強の間に約 10 円も円安になった」（2024 年 2 月）という、値幅を意識した表現が増加した。

円買い介入の余波で積極的に円を売り崩そうという動きが下火になったことでボラは低下する一方、着実に円



出所：ブルームバーグ、財務省のデータを基に明治安田総合研究所作成

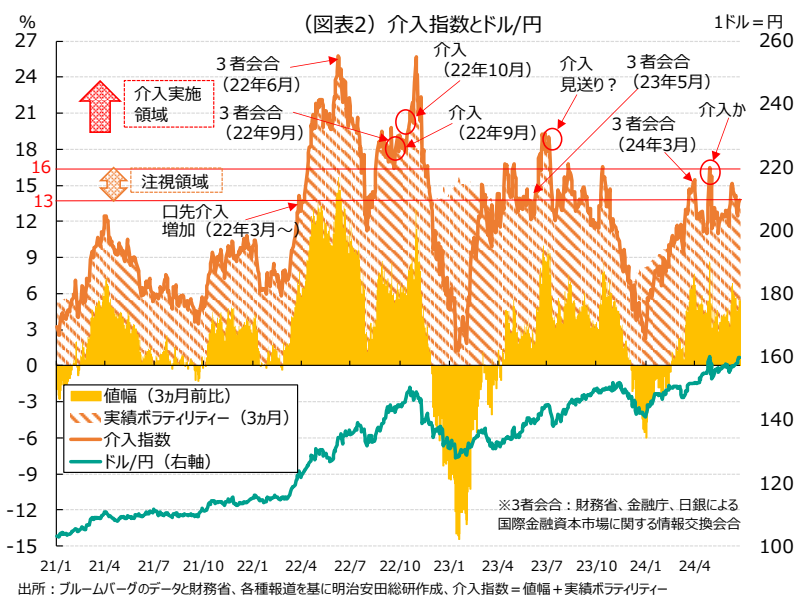
安が進んでいたことが、値幅重視の発言につながったとみられる。介入があったとみられる今年4月29日のボラと値幅はそれぞれ7.9%と8.6%、5月2日は8.2%と7.6%で2022年の介入時よりボラの水準が低く、介入の動機はボラよりも「一方向への累積的な動き」を是正する「水準訂正」へと移ったと考えられる。自動車の運転に例えると、ボラも値幅も高水準だった一昨年の介入時は高速蛇行運転、ボラはほどほどでも値幅が大きい局面での今回の介入は、まっすぐ走ったうえでのスピード違反と評価できよう。どちらも危険運転には変わりなく、本邦当局の取り締まり対象となったと言える。興味深いのは、過去のデータからは、値幅とボラの和が16~17%付近に達すると介入に入る可能性が高いという法則性が見いだせることである。

## 2. 介入指数が示唆する警戒ラインは1ドル165円

ボラ（3ヵ月実績）と値幅（3ヵ月前比）の和を介入指数と定義し、グラフに示す(図表2)。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、2024年5月2日の円買い介入時（日銀当座預金の動きから判定）の15.8が介入実施時の最低ラインである(図表3)。よって、介入指数13以上を本邦当局による「注視領域」とし、介入指数16以上を「介入実施領域」とする。足もとの介入指数は13.8と、「注視領域」に入っており、口先介入が増加している。あと2.2%値幅が出れば（1ドル165円）、「介入実施領域」に踏み込むことになる。よって、「過度な変動」の観点から、当局にはまだ余裕があるとみられる。

2023年に介入実施領域に踏み込みながら介入がなかった局面が4回ある。「過度な変動」でありながら介入がなかった要因は当時のドル/円の水準が2022年の円の安値水準未満だった点に求められよう。2022年9月・10月と2024年4月の介入時に円は前年安値を更新していたため、介入判断においては「過度な変動」とともに「水準」も重視されている模様である。その点、2024年5月2日の円買い介入が157円台後半で実行されたことには重要な意味がありそうである。

2022年においては、9月の介入で「過度な変動」を抑えられなかった（介入指数が一段と上昇した）ため、10月の介入が実行されており、介入の動機はスムーズングにあったとみなせる。一方で、2024年においては、4月の介入で「過度な変動」を抑えることができた（介入指数を低下させた）にもかかわらず、5月に介入が実行されている。効果を確認したうえで追い打ちをかける手法がとられており、介入の動機が「水準訂正」にあったこ



(図表3) 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
5月29日	157円台後半	12.9	4.6	8.2	—
6月24日	159円台後半	13.8	5.4	8.3	—

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16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16未満に橙の着色

とが示唆される。

となれば、当局が守りたい水準とは何か、という疑問が出てくる。この点、円安が輸入物価を通して消費者物価指数 (CPI) を押し上げることで実質賃金が目減りする、いわゆる「悪い円安」に注目するべきだと筆者は考える。

### 3. 170~180 円での推移となると、2025 年上期の実質賃金のプラス幅が消滅する可能性

ここで、円安による物価と賃金への影響を検証する。

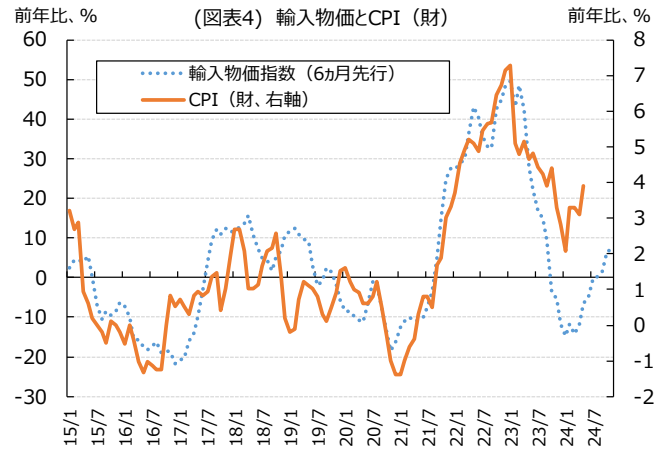
まず、円安は輸入物価を通して約半年後の消費者物価指数 (CPI) の財価格に影響する (図表 4)。輸入物価は為替要因とその他の要因 (商品価格など) に分解でき、為替要因はドル/円の変化率と連動している (図表 5)。よって、為替要因以外を一定とおいたうえで、円安進行度に応じた輸入物価の動きを抽出し、CPI (財) への影響を計測することができる。

①CPI (財) = 0.09 × (輸入物価、6 ヶ月前) + 1.97  
(決定係数: 0.72、期間: 2020 年 1 月~2024 年 5 月)

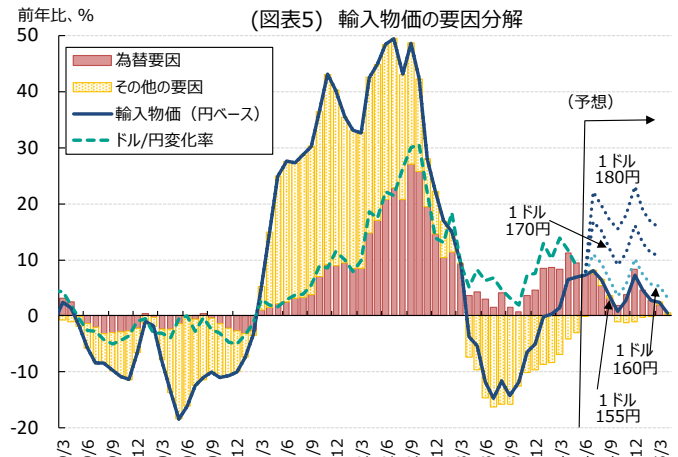
②CPI (財) = 0.05 × (輸入物価、6 ヶ月前) + 0.76  
(決定係数: 0.37、期間: 2016 年 1 月~2019 年 12 月)

CPI (財) が 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 CPI への寄与度となる。直近 4 年間をみると、輸入物価 10%の上昇は CPI を 0.45%pt 押し上げてきた (①、0.09 × 10 × 0.5)。一方で、コロナ前 (②) では、0.25%pt の押し上げ効果だったため、輸入物価の価格転嫁率は高まっている。よって、為替の変動が消費者物価に影響を及ぼしやすくなっているとみなせる。

4-6 月期の為替相場が 1 ドル = 150 円で推移する場合をベースラインと置き、これが 1 ドル 160 円になると +0.2%pt、170 円の場合は +0.4%pt それぞれ物価が押し上げられる (図表 6)。一方で、厚労省発表の『賃金引き上げ等の実態に関する調査 (令和 5 年)』で示された「改定後の賃金の初回支給時期別企業割合」を基に、2024 年春闘のベア 3.5% (当研究所予想) が実際に賃金に反映されていく道筋を予想すると、4-6 月期に 46%、7-9 月期に 86%、10-12 月期に 92%の企業が反映済



(図表4) 輸入物価とCPI (財)



(図表5) 輸入物価の要因分解

(図表6) 為替介入がなかった場合の物価と賃金

	為替 (1ドル=円)	輸入物価	財CPI	CPI	CPI押し上げ効果	実質賃金
24年10-12月期 (4-6月期の円安 の影響)	150	3.5	2.4	3.0	ベースライン	0.4
	160	8.4	2.8	3.2	0.2	0.2
	170	13.2	3.2	3.4	0.4	▲0.02

出所: ブルームバーグなどのデータを基に明治安田総研作成。輸入物価は6ヵ月前、CPIは持家の帰属家賃を除く。輸入物価、財CPI、CPI、実質賃金は前年比伸比率 (%)、CPI押し上げ効果は対ベースライン (%ポイント)

(図表7) 2024年下期の円安が2025年上期に与える影響

	為替 (1ドル =円)	輸入物価	財CPI	CPI	CPI押し上 げ効果	実質賃金
25年上期 (24年下期 の円安効 果)	155	4.8	2.4	2.6	ベースライン	0.7
	160	7.7	2.7	2.7	0.1	0.6
	170	13.4	3.2	3.0	0.4	0.3
	180	19.1	3.7	3.2	0.6	0.0
	190	24.8	4.2	3.5	0.9	▲0.2

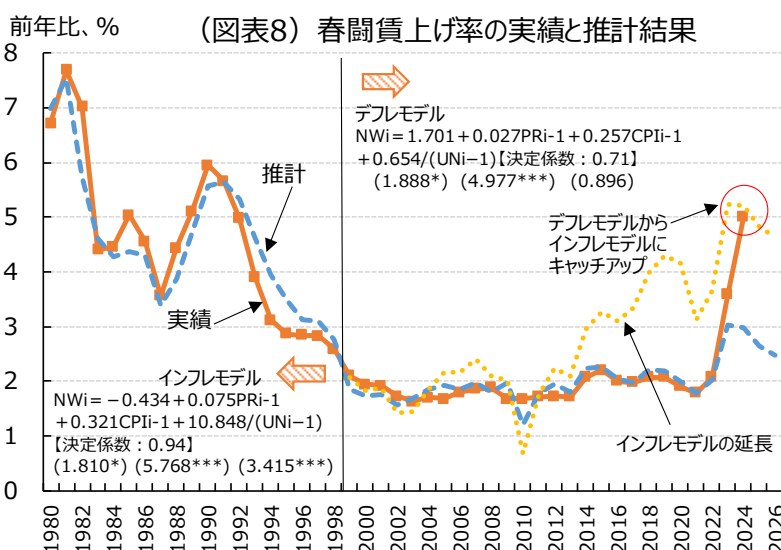
出所: ブルームバーグのデータを基に明治安田総研推計。輸入物価は6ヵ月前、CPIは持家の帰属家賃を除く。輸入物価、財CPI、CPI、実質賃金は前年比伸比率 (%)、CPI押し上げ効果は対ベースライン (%ポイント)、実質賃金は (3.3-CPI) %

みとなり、それとともに毎月勤労統計調査における所定内給与の伸びも高まっていく。現金給与総額の伸びが所定内給与の伸びと同じと仮定すると、1ドル160円のケースでは10-12月の実質賃金はなんとか前年比プラスを確保できるものの、1ドル170円のケースではマイナスとなる。円買い介入で4-6月期の為替水準を押し下げたことは、個人消費主導での景気回復基調を実現するうえで意義があったと評価できる。4-6月期の期中平均レートを1ドル155円に抑えることができたため、7-9月期にもプラス転換するとみられる実質賃金が、10-12月期にマイナスに逆戻りする可能性は大きく後退したとみられる。

円安と実質賃金を巡る緊張関係は2025年の所得環境を見すえた局面へと移行している。2024年下半年（7-12月）の円安が反映されるのは2025年上半年（1-6月）である。CPI押し上げ効果（対ベースライン：4-6月期中平均155円）は1ドル160円で0.1%pt、170円で0.4%pt、180円で0.6%ptと試算できる（図表7）。円安が進むと実質賃金が目減りし、170~180円での推移となると、実質賃金のプラス幅が消滅する可能性が浮上する。過度な円安は引き続き日本経済にとって大きなリスク要因である。170円は実体経済への悪影響という観点から依然容認できない水準とみられ、160円台で水準訂正を目的とした大規模な介入が予想される。「過度な変動」と対外的に説明でき、なおかつ所得環境への悪影響が増大する170円台入りを未然に防止できる165円が当面の介入警戒ラインとなろう。

#### 4. 萌芽の見える好循環定着には、過度な円安の防止も必要

2025年以降の賃金動向を占うため、まず過去の春闘賃上げ率を追うと、前年度の生産性と物価の伸び、ならびに失業率との相関が確認できる。ただ、日本で金融危機の最中にあった1998年を境に構造変化が生じている。すなわち、生産性、物価、雇用情勢により機動的に賃上げ率が動いていた時代（1975~1998年、インフレモデル）から、賃下げも賃上げも行なわれにくい時代（1999年~2023年、デフレモデル）への移行である。これは、バブル崩壊と金融危機を経験した企業ならびに労働組合が、雇用と給与水準の維持を優先した結果、不況時（生産性が低下し、失業率が上がる局面）でも賃金が下がりにくくなった一方、好況時でも上がりにくくなった様子を示している。しかし、2023年はデフレモデルの推計値からの明確な乖離（推計値：3.0%、実績値：3.58%）がみられ、2024年についてはインフレモデルに完全に回帰したようにみえる（図表8）。インフレモデルを適用した2024年の推計値は5.2%と、5%台の平均賃上げ率が予想される2024年春闘の動向と概ね整合的になっている。



括弧内の数値はパラメータのt値を表す。\*は有意水準10%、\*\*\*は有意水準1%で有意であることを示す。NW<sub>i</sub>は年度の春闘平均賃上げ率、PRI<sub>i-1</sub>は(i-1)年度の一人当たり実質労働生産性(3年移動平均値、大企業)の伸び率、CPI<sub>i-1</sub>は(i-1)年度の消費者物価指数(除く持家の帰属家賃、消費税調整系列)の伸び率、UNI<sub>i-1</sub>は(i-1)年度の完全失業率  
 出所：連合、厚労省、財務省、推計は明治安田総研

以上のモデル分析によれば、2022年まではデフレ下の慣行（賃金と物価が上がらないことを前提とする行動様式）が根強かったが、2023年から2024年にかけては賃金設定行動が明確に積極化しており、好循環の萌芽が確認できる。この流れを維持できれば、2025年から2026年にかけても高水準の賃上げ率が期待できる。しかし、好循環が腰折れすれば、デフレ時代に逆戻りする可能性も消えたわけではない。

このままインフレ経済を定着させるためには、賃金と物価の好循環が実現する必要があるが、1ドル170円を超える過度な円安は実質賃金の目減りを通して好循環の芽を摘みかねない。日銀の性急な利上げが経済に悪影響

をもたらすことを踏まえれば、財務省が保持する介入カードは転換期の日本経済にとって引き続き重要な意味を持つと言えるだろう。

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 エコノミスト 吉川 裕也

電話番号：03-6261-7947

e-mail：yu-kikkawa@myri.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