

2026 年 1 月 26 日

みずほマーケット・フラッシュ

円相場急騰を受けて～協調介入、米政権の意図を巡る論点整理～

サマリー

1 月 23 日のドル/円相場は、欧米市場において二度の急落(円の急騰)を演じた。植田日銀総裁会見後の円安進行や、NY 連銀によるレートチェック実施の報道を受け、市場では為替介入への警戒感が高まっている。特に、米財務省の指示によるレートチェックとの報道は、日米協調介入の可能性を示唆するものとして耳目を集めた。仮に実現すれば、介入原資の制約解消を伴う強力な抑止効果が期待される。しかし、歴史的に協調介入は重大な危機局面に限定されており、現下の情勢はその蓋然性が低い。また、2025 年以降のドル安基調や米国内のインフレ圧力が継続する中、輸入物価上昇を招くドル売り介入の断行は、米国当局の政策論理として合理性を欠く。当局間の緊密な連携は推察されるものの、客観的な経済情勢に鑑みれば、本格的な協調介入の実現に向けたハードルは高いと解するのが妥当である。一方で、米国側が日本の金融市場、特に円債利回りの急騰が米国債利回りを押し上げ、自国経済に悪影響を及ぼす懸念を抱いているとの指摘(NYT)もある。米当局の真意が円安阻止を通じた債券市場の安定化にあるならば、本邦当局には財政拡張的な姿勢の抑制を含めた市場沈静化策が求められる。今後の焦点は、各種報道の真偽のみならず、高市政権による財政・金融政策に関する情報発信の変化、および日米間の政策協調の深度に移行するものと考えられる。

国際為替部
マーケット・エコノミスト
長谷川 久悟
03-3242-7065
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

1 月 23 日のドル/円相場は 2 回の急落を経験

既報の通り、前週末の円相場は 2 度の急騰を見せた。一度目は欧州時間入り後、二度目は米国時間午前の出来事であった。当然、市場では実弾介入やレートチェックの思惑が台頭している。なお断っておくが、為替介入は高度に政治的な判断であるため、以下は一般的な報道や、客観的な事実に基づいた分析に留めている。介入有無などに関しては、短資会社による日銀当座預金残高の予想値や、財務省の「外国為替平準操作の実施状況」を確認されたい。

一度目に関しては、日銀金融政策決定会合における植田総裁会見中に進んだ円安の直後であったために、相場全体も神経質であったと思われる。欧州時間入り直後であったため、何かしらの大きなフローがあったとの解釈も見られている。なおその後、片山財務相は記者団に対し「(介入有無について)お答えできない」「常に緊張感をもって見守っている」と述べている。

「米財務省の指示」の真偽

二度目の方が、震度は大きかった。ドル/円相場は、158 円台前半から 155 円台後半まで下押しされた。この動きに関し、ブルームバーグは「NY 連銀が主要銀行に対し、参考となる為替レートの提示を求めるレートチェックを実施した」と報じた。なお、日経新聞は FRB が「米財務省の指示で」レートチェックをした、と報

じている。

日本政府による為替介入は財務省の判断のもと日銀が実施するが、海外時間の場合、海外中銀に介入を委託することは珍しくはない。しかし、日経報道が仮に正しいとすれば、米財務省が意志をもってレートチェックを指示した可能性もある。もちろん、日米財務省は日ごろから頻繁にコミュニケーションをとっているから、米財務省の行動の背景には本邦当局の意思がある可能性も高い。ただし、わざわざ米財務省の指示で米金融政策当局がレートチェックを行ったのなら、米財務省も円安抑止に一定の意欲がある可能性を意識するのが妥当だ（通常の委託介入の場合、日銀から NY 連銀に直接委託すればよい）。もしそうだとすれば、市場は日米当局による「協調介入」を意識することになるだろう。当然、本邦当局による単独介入よりも、効果は期待できる。日本のみでの単独介入の場合、保有するドルには限りがあり介入原資には制約があるが、米国が加わる場合、原資の制約はない。

協調介入の歴史

過去、G5 や G7 といった主要国による協調的な為替介入は、たびたび実施されてきた（図表 1）。しかし、それは基本的には何かしらの危機局面、もしくは「米国が」困っている局面であり、今回はそれに該当しないだろう。確かに東日本大震災直後の超円高局面では各国による協調での円売り介入が実施されたが、今の日本は巨大な自然災害直後でもないし、金融危機局面でもない。国際的な支持を得るのは、難しいだろう。

ドル安下でのドル売り介入を米当局が実施するのか

そもそも、2025 年以降、ドルは総じて売られている（図表 2）。自国通貨が売られている状況で、その国の通貨当局が積極的に自国通貨売りの介入を行うのだろうか。加えて、ドルの実質実効レートと米輸入物価指数の関係を見る限り、更なるドル安の進行は輸入物価経由で消費者物価指数の上昇圧力にも寄与する（図表 3）。インフレ退治が終了したとは全く言えない中で、わざわざインフレを刺激するような判断は合理的とは言えない。もちろん、現在の米政権は合理的ではないと言えればそれまでもかもしれないが、日米協調での介入のハードルは客観的に言えば高いとみられる。

NYT の分析を検証

なお、ニューヨークタイムズが興味深い分析を行っていたので、検証しよう。即ち、米政権は今回のレートチェックを米国自身の利益に資すると認識している。なぜなら、米政権は昨今の日本の金融市場の混乱が米国債利回りの上昇傾向に寄与しており、結果として借入コストの上昇を通じて経済活動を下押ししている。以上のような分析である。確かに、ベッセント米財務長官は最近、円債利回りの急騰について言及していたから、これは整合的ともいえる。

もっとも、米当局として円債市場に介入することはできない。米政権としては、「為替（円安）は何とかするので、その間に日本政府は債券（円金利上昇）を何とかしてくれないか」ということだろうか。この点、円債利回りの急騰を抑制するためには、主に 3 つの手法が考えられる。①日銀が臨時的に買い入れを行うないし QT ペースを減速させる、②財務省が国債発行計画を見直す（例えば年限を短期化する）、③高市政権が財政拡張志向の情報発信を控える。このうち、①は中銀独立性の疑念を生むため危険であり、②は最近も取られた手法であり決定打にはなるまい。残すのは③になるだろうが、首相自らが「消費減税は悲願」と述

べる現状ではハードルは高い。

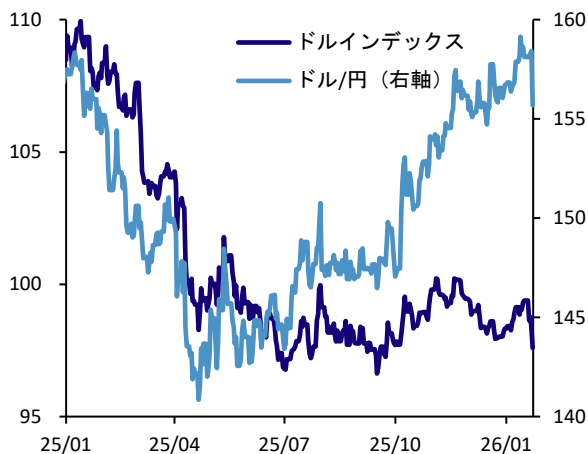
もつとも、NYT の分析が真実であり、もし仮に円債市場に関し日米政府高官で議論が交わされているなら、今後の高市政権からの情報発信にも変化が見られるかもしれない。各種報道の真偽とともに、政権からの情報発信(の変化)にも目を配るべきだろう。

図表 1: 過去の主要国による主な協調介入の歴史

実施時期	呼称・背景	介入内容	参加国・中銀	目的
1985年9月	プラザ合意	ドル売り 円・マルク買い等	G5	ドル高是正（米貿易赤字削減）
1987年2月	ルーブル合意	ドル買い 円・マルク売り等	G7	急激なドル安の是正・相場安定
1988年1月	クリスマス合意後	ドル買い 円売り	G7	再燃したドル安への対応
1994年5月	ドル/円下落局面	ドル買い 円売り等	日米独ほか欧州18中銀	政治不安等によるドル急落の阻止
1995年7～8月	逆プラザ合意的局面	ドル買い 円売り	日米独	超円高の是正
1998年6月	アジア通貨危機	円買い ドル売り	日米	過度な円安の阻止
2000年9月	ユーロ危機	ユーロ買い ドル売り等	日米欧英加	導入直後のユーロ急落の阻止
2011年3月	東日本大震災	円売り ドル買い	日米欧英加	円の急騰の阻止

出所: 各種報道、みずほ銀行

図表 2: ドルインデックスとドル/円相場の推移



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: 米国の実質実効為替レートと輸入物価の関係



出所: Macrobond、みずほ銀行 ※前年比、%

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。