

協調介入で揺らぐ円安基調、なお残る構造要因

主任研究員 松尾 朋紀

円相場が乱高下している。7月後半まで円は対ドルだけでなく主要通貨全般に対して下落したが、7月30日の日本当局による円買い介入、米国東部時間7月31日の日米協調介入を受け、ドル円は157円台へ急落。8月3日には追加介入観測から、一時155円台前半まで下落した。日米は「過度な円安を容認しない」との強い政策シグナルを発したが、基調的な円安が反転したかはなお明確でない。

金利差だけでは説明できない円安

ドル円相場では、2024年ごろまで、日米金利差による説明が有力だった。例えば低金利の円を調達し、円売り・ドル買いを通じて相対的に金利の高いドル資産で運用するキャリー取引は、金利差がもたらす収益を消し去るほどの為替変動がなければ収益機会となる。従い金利差の拡大／縮小は同取引がもたらす為替変動の主因と見られてきた。しかし、最近では金利差が縮小する下でも円安が進行、その関係性に変化が生じている。

一因は、低い為替ボラティリティが円売りキャリー取引を支えてきた可能性だ。市場変動が小さい局面では通貨変動リスクも低く見積もられ、キャリー取引の安全性が強まる。実際、オプション価格から算出される円相場の予想変動率は7月末まで低位だった^(注)。また、日本の金融環境がなお緩和的で、その予見性が高いことも円売りに安心感をもたらしている可能性が高い。日銀は今の金融環境は緩和的と評価する一方、7月会合では政策金利を据え置いた。利上げが緩慢で、予想より正常化が進まないと市場が確信を強めれば、一定の金利差が残る環境において円売り圧力は残り得る。

経常黒字の円高圧力は弱く、財政不安は円安リスクに

金利差やキャリー取引による円安圧力に対し、経常黒字による下支えが働きにくいという構造的な背景もある。日本は大幅な経常黒字を計上するが、その中心は貿易収支から第一次所得収支（海外事業からの利子、配当、利益の内部留保など）に移っている。貿易黒字が巨額だった時期は、輸出超部分について円買い要因が強めに働くという認識が共有されていた。これに対し、第一次所得収支拡大の主要な要因の一つは、海外子会社の収益を内部留保と認識する「再投資収益」で、この部分は業績改善や円安などで膨らんでも、多くの場合為替取引を伴わないと考えられる。

財政政策も注視が必要だ。財政拡張が直ちに円安を招くわけではないが、安定財源を欠く減税や歳出拡大で、債務の持続性、インフレの定着、日銀の独立性などへの懸念が高まれば、国債安・円安が同時進行するリスクがある。高市政権が重視する政府債務GDP比について、内閣府試算では、その安定的な低下を維持するためには中長期的に1%台後半の実質成長率を実現することが前提となる。この成長率は近年の日本の潜在成長率を大きく上回り、実現に向けたハードルは高いとみられる。

割安な円に残る円売り圧力、政策変更で急反転も

円は名目・実質の双方で歴史的な低水準にあり、米財務省も、円が大幅に過小評価された状態にあると指摘している。投機筋の円売りは足元の円安を支える一方、そのポジションの蓄積は将来の円買い戻し需要を示唆するものでもある。「円は割安でも円安が続き得る」状態と、政策変更などを契機に急反転し得る状態が併存している。特に市場介入や、市場の期待を大きく変化させるような政策変更は、金利差を取引する投資家の予見性を低下させ、円の買い戻しを増幅させる可能性がある。当面は協調介入の効果を見極める必要があるが、市場介入に米国が参加したという事実は大きく、これまでの日本の単独介入に比べると効果は持続する可能性がある。

(注) 介入による急速な円高は、円ショート保有者に損失を生じさせ、円売りポジションの縮小を促し得る点には注意。介入警戒で予想変動率が高止まりすれば、金利差が残ってもキャリー取引の魅力は低下しやすい。



(注) 左図の赤色は21-24年、グレーは25年以降のサンプル。直線は回帰線。中図は1か月インプライド・ボラティリティ。
(出所) LSEG、CFTC

(執筆者プロフィール)

松尾 朋紀 (Tomoki Matsuo)

matsuo-tomoki@marubeni.com

主任研究員

研究分野：マクロ経済、 経済予測、マクロ経済モデル

内外経済の景気動向に関する調査・分析、および経済予測業務に従事し、2026年4月から現職。 2022年度から23年度法政大学「マクロ経済学A、B」兼任講師。2019年、東京大学大学院経済学研究科修士課程修了。

株式会社丸紅経済研究所

〒100-8088 東京都千代田区大手町一丁目4番2号

<https://www.marubeni.com/jp/research/>

(免責事項)

- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰属するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。