

2026年7月3日 全10頁

円買い・ドル売り為替介入の限界

為替レートの安定には機動的な利上げが必要

政策調査部 研究員 中村 文香

[要約]

- 円安・ドル高が進行し、足元では1986年以来の安値となった。市場では、政府・日銀による為替介入の動向に注目が集まっている。
- 2026年4月30日から5月6日にかけて、ドル円為替レートは、複数回急激に円高方向へ変動し、円買い・ドル売り介入が行われた。財務省の公表によると、4月28日から5月27日の期間で、合計で約11.7兆円の為替介入があった。本稿では、為替介入の仕組みや、関係機関のバランスシートの動きについて整理する。
- 為替介入は財務大臣の指示の下、外国為替資金特別会計（以下、外為特会）の資金を用いて日銀が実務を担う。介入前には、要人発言（口先介入）、三者会合、レートチェックなどが行われることが多く、市場への警戒シグナルとなる。
- 為替介入は、できるだけ対象となる通貨の取引量が少なく、少量の介入で大きな価格変化を狙えるタイミングで行うことが効果的と考えられる。今回の介入でも、比較的円の取引が少ない日本時間の平日夕方から夜や、休日に介入が行われた模様だ。
- 為替介入、特に円買い・ドル売り介入には限界がある。外為特会が保有する外貨資産のうち、すぐにドル売り介入に使用できる外貨預金は1,622億ドル（2026年5月末時点）と限定的だ。大規模介入が繰り返されると、たとえ外貨準備残高が十分に大きくても、外貨準備の減り方に注目が集まり、為替介入の効果の限界が意識されるようになる可能性もある。
- また、大規模かつ頻繁な為替介入は、日本政府による米国債売却を連想させ、米長期金利の上昇を招く可能性もある。為替を安定的に推移させるためには、持続可能な財政構造の確立に向けた道筋を示し、財政運営に対する信認を維持するとともに、金融政策面では、ビハインドザカーブ（政策対応が後手に回る状態）にならないよう、機動的な利上げが必要だろう。

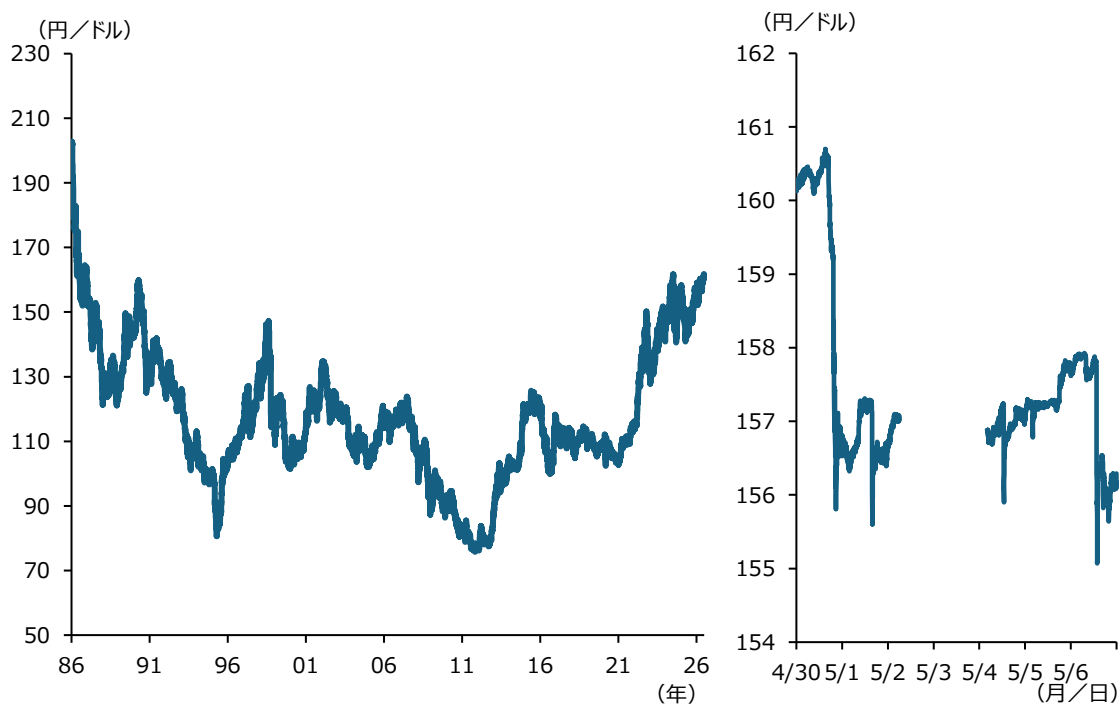
1986年以来の円安水準 市場では為替介入が警戒される

米国・イスラエルによるイラン攻撃などを背景に円安・ドル高が進行し、足下では1986年以来的安値となっている（**図表1、左図**）。市場では、政府・日本銀行（以下、日銀）による為替介入の動向に注目が集まっている。

2026年4月30日から5月6日にかけて、ドル円為替レートが円高方向へ急激に振れる事態が複数回あった（**図表1、右図**）。財務省によれば、4月28日から5月27日の期間で、合計で約11.7兆円の円買い・ドル売りの外国為替平衡操作（以下、為替介入）があったという。為替介入とは、外国為替相場の急激な変動を抑え、安定化させるために、財務大臣の指示により、財務省が管轄する「外国為替資金特別会計（以下、外為特会）」の資金によって、日銀が実務を代行するものである。一方で、為替安定化には金融政策の役割も重要だ。

本稿では、為替安定化のための為替介入の仕組みや、関係機関のバランスシートの動きについて整理し、その限界および為替安定化に向けた金融政策との役割分担について述べる。

図表1 ドル円為替レートの推移（左：長期時系列、右：2026年4月30日から5月6日）



(出所) Bloomberg より大和総研作成

為替介入に至る3つのシグナル

為替介入が行われる前には、①財務大臣等による為替相場に対する懸念の表明・為替介入の示唆（口先介入）、②財務省、日銀、金融庁による「国際金融資本市場に関する情報交換会合」（通称「三者会合」）、③日銀によるレートチェックといった段階が踏まれることが多い。

①は、財務大臣や財務官といった為替介入の責任者が、為替の急激な変動について「注視している」、「憂慮している」、「適切に対応する」といった発言をすることで、相場の安定を図る。2026年4月30日夕方には、片山財務大臣が「断固たる措置をとるタイミングが近づいている」、「ご外出の時もお休みの時もスマホを離さずに」と述べ、次いで三村財務官も「これは最後の退避勧告」と強い警告を發した¹。②は、外為市場が不安定化した場合に、財務省、日銀、金融庁の担当幹部が集まり、情報交換を行うものだ。必ずしも為替に関してのみ話されるわけではないようだが、過去に三者会合後には為替介入が行われた事例があるため、市場では為替介入が行われる前触れの一つとして認識されている。③は、日銀が為替市場参加者に対し、その時点でのレートを照会する手続きだ。実際の介入の際にも同じ手続きが取られるため、市場関係者が一段と為替介入への警戒を高めるイベントである。

仮に①～③の動きによって為替相場が落ち着けば、実際の為替介入を行わなくても済む。

為替介入の4つの種類

仮に上記の対応を行っても為替相場が落ち着かない場合は、為替介入が必要となる。実際に為替介入を行う際には、財務大臣の指示によって、財務省国際局為替市場課から、日銀の金融市場局為替課に介入の具体的な内容が伝えられる。

介入にはいくつかの種類がある。ひとつは、ブローカーや電子ブローキングなどを通じて行う手法であり、市場参加者には日銀のネームが見えるので、「通常介入」と呼ばれる。為替の変動に対して政府・日銀が断固たる対応を取るという強いシグナルを發することができる一方で、投資家にとって売買のチャンスとみられる可能性もある。例えば、地政学上の問題により、円安ドル高となっている局面で円買い・ドル売り介入が行われた場合を考える。もし投資家が「地政学上の問題はしばらく継続し、今後も円安ドル高方向に為替が推移する」と想定していれば、介入によって一時的に円高ドル安になるタイミングは、絶好のドル買いの機会を提供することになる。そのように考える投資家が多ければ、介入の後、かえって円安ドル高となる恐れがある。

一方、「覆面介入」は、民間金融機関を通じて行われ、他の市場参加者には、日銀が売買しているのかどうか分からない。そのため、投資家には、為替レートの大きな動きが、為替介入によるものか、その他の要因によるものか判断することが難しく、大きな売買を行うことをためらわざるを得なくなる。市場を疑心暗鬼にさせることでレートの安定を図ることが狙いの手法と言えよう。

「委託介入」は他国の中央銀行に委託し、介入を行ってもらう手法だ。介入資金は日本政府が負担する。例えば、米国の連邦準備制度（以下、Fed）に円買い・ドル売り介入を委託したとすると、他の市場参加者には、あたかも米国当局が為替介入を行っているかのように見える。

¹ 片山財務大臣、三村財務官の発言は、朝日新聞（デジタル版）「[財務相が為替介入示唆『断固たる措置近づいている、スマホ離さずに』](#)」（2026年4月30日18時）より抜粋。

前段階として、委託先の中央銀行がレートチェックを実施するだけでも市場に対して大きな牽制効果を持つ。

最後に、複数の国が同時に介入を行う「協調介入」がある。為替レートの急変動により、世界経済に甚大な悪影響があると判断された場合に行われ、介入資金は各国が負担する。過去に行われた代表的な事例としては、1985年のプラザ合意後のドル売り介入、ユーロ導入後の下落に対応する2000年のユーロ買い介入、2011年の東日本大震災後の円売り介入などがある。一国で行う「単独介入」と比較すると、協調行動で投じうる資金量も多いので、非常に強いアナウンスメント効果がある。

介入のタイミングは通貨の取引量が少ないとき

為替介入を行うにあたっては、できるだけ対象となる通貨の取引量が少なく、少量の売買で大きな価格変化を狙えるタイミングで行うことが効果的と思われる。外国為替市場とは、電子的なネットワークや電話で行われる、為替取引全体を指す。「東京外国為替市場」、「ロンドン外国為替市場」といった語は、株式市場などのようにそれぞれの都市に立会場があるわけではなく、時間帯によって、どの国の参加者の取引量が多いかを漠然と指していると理解できる。

為替のスポット取引で円の取引量が多いのは、日本の参加者の活動が多い時間帯（日本の平日の朝から夕方にかけて）であるため、日本時間の休日や、夜間に介入を行うのが効果的と思われる。今回の為替介入を事例にすると、ドル円為替レートの推移から、為替介入があったと思われるタイミングは、日本時間の4月30日、5月1日、5月4日、5月6日の4回であると推測される。4月30日は、日本時間17時から21時頃にかけて円高方向に大きく振れているため、夕方から夜にかけて介入が行われたとみられ、5月4日、5月6日は日本では休日であった。

介入規模を即座に知りたい場合はどのように推測するか

為替介入の実績は、月次ベースのデータ（前月末から当月末の数営業日前までの期間分）では当月末に、日次ベースのデータでは四半期ごと（2月、5月、8月、11月）に公表される。もし介入規模を日次ベースで即座に知りたい場合には、①民間金融機関（短資会社など）の資金需給予想と、②日銀が公表する資金需給統計（「[日銀当座預金増減要因と金融調節（毎営業日更新）](#)」）の、それぞれの「財政等要因」の差から推測することが可能だ²。

ここで財政等要因とは、日銀当座預金の増減のうち、政府と民間の資金授受によって生じる。政府から民間への支払い（国債償還や利払い、年金の支払いなど）が、民間から政府への支払い（租税や社会保険料の納付、国債発行）より多い場合を「払超」（資金需給統計の財政等要因がプラスで表される）、少ない場合は「揚超」（財政等要因がマイナスで表される）となる。

² 資金需給は、主に「銀行券要因」と「財政等要因」によって変化する。

為替介入が行われた場合、円買い・ドル売り介入であれば、円資金が民間金融機関から政府に移動するため、資金需給のうち財政等要因において一時的なマイナスの要因（「揚超」）となる。一方、円売り・ドル買い介入であれば、円資金が政府から民間金融機関に移動するため、資金需給（財政等要因）において一時的なプラスの要因（「払超」）となる。関係機関の間での資金の流れについては、後述する。

外国為替の決済は、約定日の2営業日後に行われる。先述の①民間金融機関の資金需給予想（決済日の2営業日以前に公表される）は、為替介入によって生じる受け払いの予想額を含まないため、②日銀の公表値（決済日の1営業日前に公表される予想値、当日に公表される速報値、翌営業日に公表される確報値）と差が出る。具体例を見てみよう。図表2は円買い・ドル売り介入、円売り・ドル買い介入があった場合の民間金融機関の予測値と、日銀の公表値である（円売り・ドル買い介入は大和総研による仮設例）。

円売り・ドル買い介入の場合、民間金融機関の予測値と比較して、日銀の公表値が大きくなるため、介入額は、35,000億円－5,000億円＝30,000億円と予測される。一方、円買い・ドル売り介入の場合、民間金融機関の予測値と比較して、日銀の公表値が小さくなるため、介入額は、5,000億円－（▲29,600億円）＝34,600億円と予測される。その他の財政要因の移動などもあり、民間金融機関の予測値には数千億円程度の誤差が出る場合もあるが、ドル円為替レートに急激な動きがあり、なおかつ、財政等要因の予測値に大きなずれが出ている場合は、為替介入が行われている可能性があるといえる。

図表2 為替介入額の推測方法

【例】円売り・ドル買い介入（仮設例）

	財政等要因（億円）
民間金融機関予測値	5,000
日銀公表値	35,000
推計される介入額	30,000

【例】円買い・ドル売り介入（2024年7月11日介入実施、16日決済）

	財政等要因（億円）
民間金融機関予測値	5,000
日銀公表値	▲ 29,600
推計される介入額	34,600
介入額（実績）	31,678

（注）円売り・ドル買い介入の例は大和総研が設定。介入額は絶対値。

（出所）東短リサーチ、日本銀行より大和総研作成

今回の介入は、大型連休中に実施されたため、複数の日に行われた為替介入の決済が、休み明けに一度に行われたであろう点が興味深い。決済は、4月30日の介入分は5月7日に、他の

3回の介入分は5月8日にまとめて行われたと思われる。

為替介入時の関係機関のバランスシートの動き

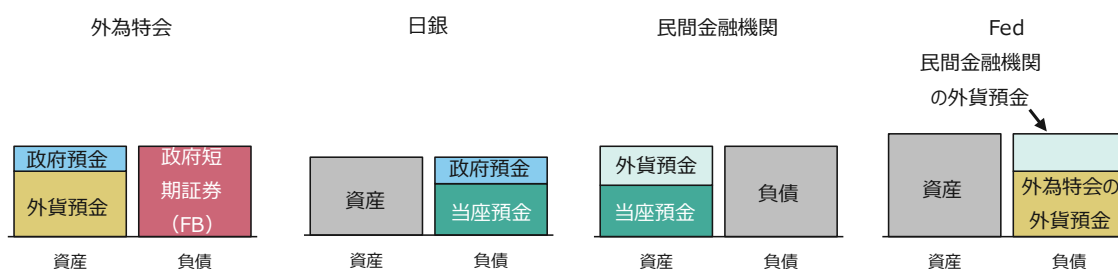
以下では、円売り・ドル買い介入、円買い・ドル売り介入のそれぞれのケースについて、為替介入時の関係機関（外為特会・日銀・民間金融機関・Fed）のバランスシートの動きを確認する。

円売り・ドル買い介入

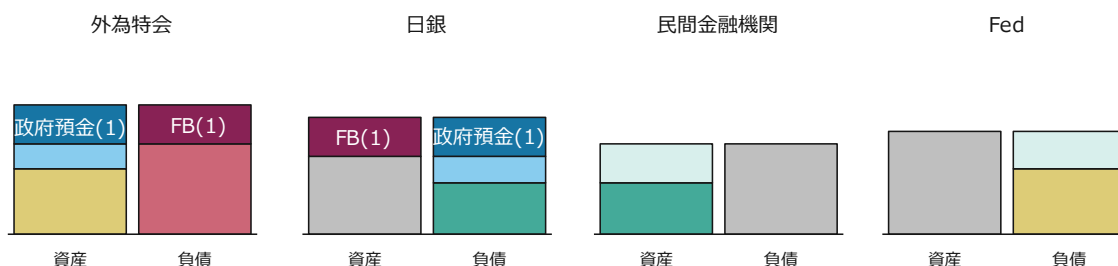
図表 3 は円売り・ドル買い介入が行われた場合のバランスシートの動きの概念図である。まず、介入前の時点1の左端にある外為特会の資産は、日銀に預け入れた政府預金とFedに預け入れた外貨預金³で構成される。一方、負債には、外為特会が外貨購入に充てる資金の調達や一時的な資金不足を補うために発行する政府短期証券（Financing Bills、以下、FB）⁴がある。より厳密には、特別会計に関する法律の第82条、第83条を根拠に発行される融通証券である「外国為替資金証券（通称『為券』）」という。

図表 3 円売り・ドル買い介入が行われた場合のバランスシートの動き（概念図）

時点1：介入前



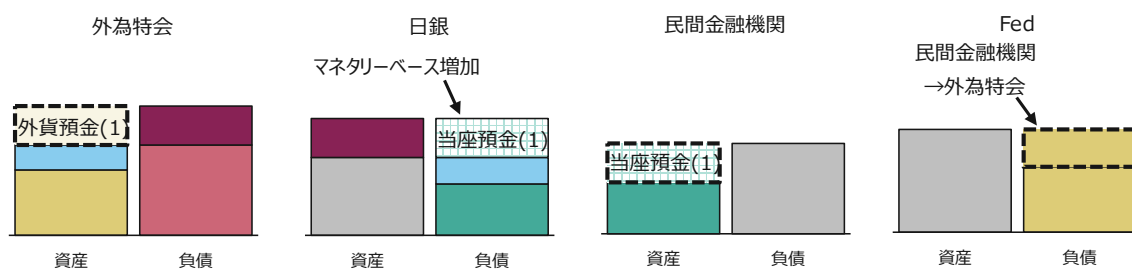
時点2：介入準備（外為特会の資金調達）



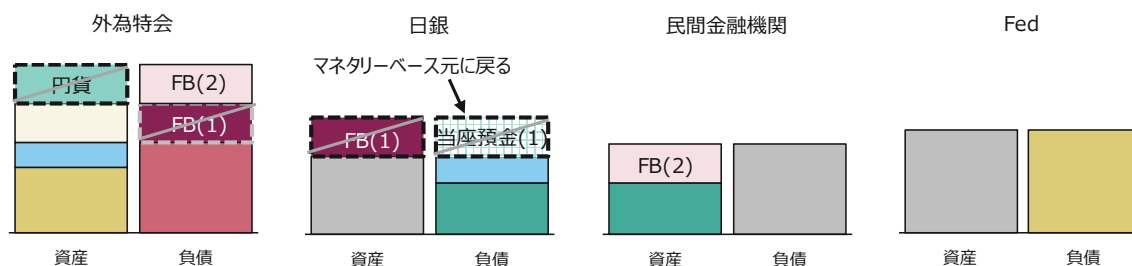
³ ここでは便宜的に預金としているが、資産の78%が外貨証券、12%が外貨預金である（2025年3月末時点）。

⁴ 政府短期証券は、2009年2月より割引短期国庫債券（Treasury Bills: TB）と統合され、国庫短期証券（Treasury Discount Bills: T-Bill）と呼ばれている。しかし、発行の根拠となる法律の違いにより、現在も厳密には分けられている。

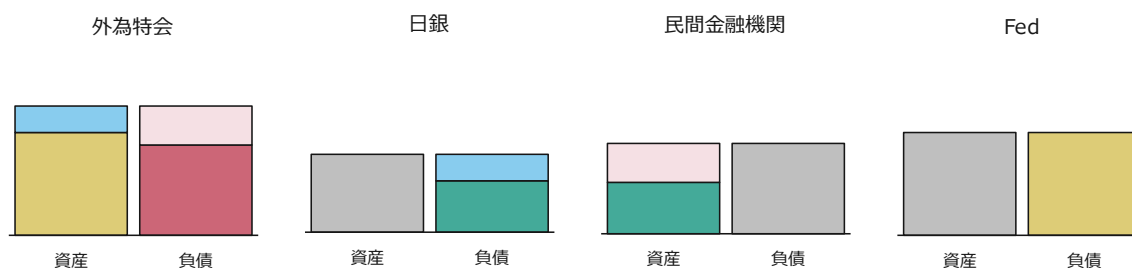
時点3：介入実施



時点4：不胎化（FB（2）を発行、FB（1）を償還）



時点5：介入後



(注) 図表は取引に関わる要素のみを抜き出しており、バランスシートのサイズや、構成比、構成要素は実際とは異なる。「外貨預金」は、日本の取引主体から見た場合の外貨（円以外の通貨）であり、取引相手が外国の金融機関である場合、当該主体からみれば自国通貨の預金である可能性がある。

(出所) 各種資料より大和総研作成

次に介入準備にあたる時点 2 では、円売り・ドル買い介入の原資となる円資金を調達するため、外為特会は FB(1)を発行する。FB は例外的に日銀による引受けが認められている⁵ため、外為特会が発行した FB (1) と引き換えに、日銀から円資金（政府預金 (1)）が支払われる。

そして介入実施の時点 3 では、外為特会が得た円資金を外為市場で売り、民間金融機関からドルを買う。決済の際、ドルについては、Fed の負債サイドで、民間金融機関が保有していた外貨預金が、外為特会の口座に振り替えられる。円については、日銀の負債サイドで、外為特会が預け入れていた政府預金が、民間金融機関の当座預金に振り替えられる。ここで、当座預金の増加により、マネタリーベースが増加する。

マネタリーベースの急激な増減は日本の金融資本市場に影響を与えうるため、速やかに吸収する必要がある。この操作を「不胎化 (sterilization)」という。時点 2 (介入準備) で外為

⁵ 日本銀行「[対政府取引に関する基本要領](#)」（最終改正日：2017年3月10日）

特会が発行した FB (1) を日銀が引受けたが、ここで発行された FB は可及的速やかに償還しなくてはならない決まりとなっている。そこで、外為特会は新たに FB (2) を市中発行し、得た円資金で FB (1) を償還する (時点 4 の不胎化)。これにより、日銀の資産にある FB (1) と負債にある当座預金 (1) が消え、マネタリーベースは介入前の水準に戻る。金融緩和政策がとられている下では、不胎化せず、マネタリーベースが増加したままにすることでより強力な緩和を行うことができると主張する論者もいる。しかし、日銀による国債引受けは、財政法第 5 条により、一部の例外を除き禁止されている。これは、「政府の財政節度を失わせ、ひいては中央銀行通貨の増発に歯止めが掛からなくなり、悪性のインフレーションを引き起こすおそれがある」ためである⁶。仮にマネタリーベースを増加させるならば、手続きとしては冗長になっても、一度市中発行した FB を、日銀がオペレーションで民間金融機関から買い入れるという段階を踏まなくてはならない。

なお、上記で民間金融機関が FB を買い入れるケース (FB の市中発行) を考えたが、政府部門内で資金の融通や FB の引受けを行うケースもある。国庫全体で見ると資金余剰でも、個々の会計等では、資金不足の主体もある。そうした場合に、資金不足の主体が市中から有利子で借り入れを行うと、政府の利払費が増大する。財政運営が効率的になるように、政府内の資金余剰主体から、資金不足の主体へ、無利子で資金を融通する仕組みが「国庫余裕金の繰替使用」である。また、国債整理基金特別会計や財政融資特別会計が、他の会計が発行した証券を引受ける「国庫内引受」という仕組みもある。資金循環統計で国庫短期証券の保有者別残高を見ると、2024 年 6 月以降、中央政府による保有が急増している。政府部門内の資金繰りに余裕のある主体による国庫内引受増加の影響ではないかと考えられる。

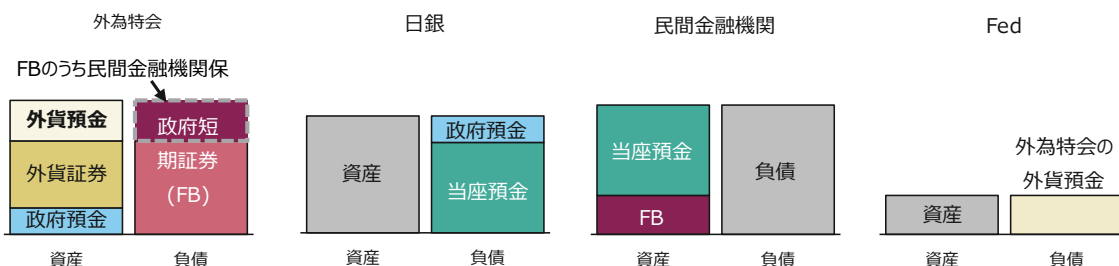
円買い・ドル売り介入では外為特会の外貨預金が重要

図表 4 は、今回実施されたとされる円買い・ドル売り介入が行われた場合のバランスシートの動きの概念図である。ここでは介入前の時点 1 で、外為特会の資産を、すぐにドル売り介入に使用できる外貨預金と、介入の原資とするため売却して資金化するまでに時間のかかる (すぐに介入に使えない) 外貨証券に分けて表示しているのがポイントだ。

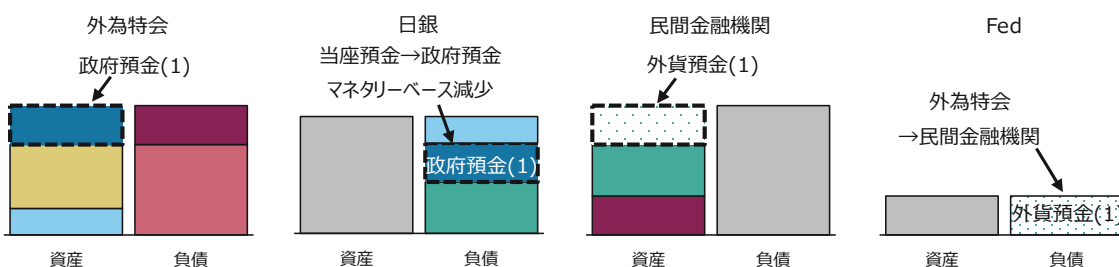
⁶ 日本銀行「[日本銀行が国債の引受けを行わないのはなぜですか?](#)」 (「教えて! にちぎん」内) (最終閲覧日: 2026 年 7 月 3 日)

図表 4 円買い・ドル売り介入が行われた場合のバランスシートの動き（概念図）

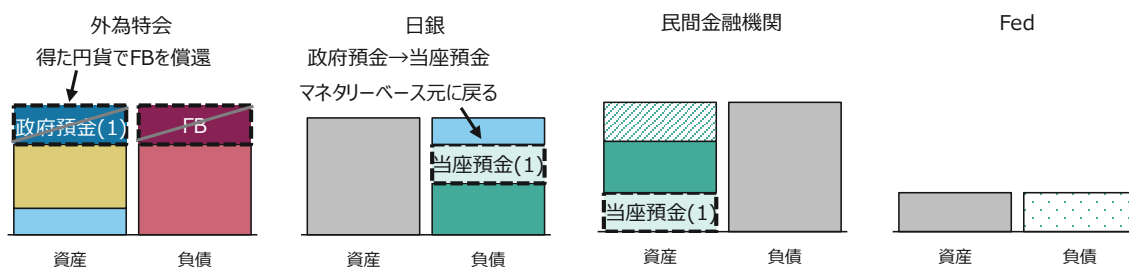
時点1：介入前



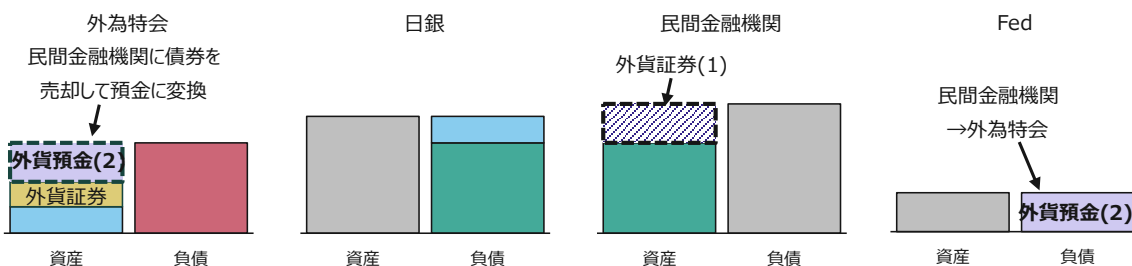
時点2：介入実施



時点3：不胎化（介入で得た円資金でFBを償還）



時点4：介入後



(注) 図表は取引に関わる要素のみを抜き出しており、バランスシートのサイズや、構成比、構成要素は実際とは異なる。「外貨預金」は、日本の取引主体から見た場合の外貨（円以外の通貨）であり、取引相手が外国の金融機関である場合、当該主体からみれば自国通貨の預金である可能性がある。

(出所) 各種資料より大和総研作成

円買い・ドル売り介入を行う際は、時点2であらかじめ外為特会が保有している外貨預金を取り崩してドル資金を民間金融機関に売却する。すると、ドルについては、Fedの負債サイドで、外為特会が保有していた外貨預金が、民間金融機関の口座に振り替えられる。円について

は、日銀の負債サイドで、民間金融機関の当座預金が、政府預金に振り替えられる。当座預金の減少により、マネタリーベースが減少する。

さらに、介入後、外貨証券を売却することで、外貨預金残高を一定水準まで回復させる（時点 4）。外為特会の外貨資産の運用は、安全性及び流動性に最大限留意した運用を行うこととされており、外貨証券の 74%が国債、26%がその他（政府機関債、国際機関債及び資産担保債券等）で構成されている（2025 年 3 月末時点）。外貨証券は、一度に大量の売却を行うと、債券価格に下押し圧力を加えることになりかねないため、時間をかけて、市場への悪影響を極力抑えながら行われていると推察される。

為替介入には限界がある ビハインド・ザ・カーブにならない金融政策が肝要

為替介入、特に円買い・ドル売り介入には限界がある。介入の原資となる外貨は、2026 年 5 月末時点で約 1.3 兆ドルであり、うちすぐに介入に使用できる外貨預金は 1,622 億ドルと限定的だ。同じく原資となりうる外貨証券も、市場への悪影響を考慮すると機動的に売却するのは難しい。大規模介入が繰り返されると、たとえ外貨準備残高が十分に大きくても、外貨準備の減り方に注目が集まり、為替介入の効果の限界が意識されるようになる可能性もある。為替介入はいわば「伝家の宝刀」であり、強力な効果があると市場全体が信じてこそ意味がある。

為替を安定的に推移させるためには、持続可能な財政構造の確立に向けた道筋を示し、財政運営に対する信認を維持するとともに、金融政策面では、ビハインド・ザカーブ（政策対応が後手に回る状態）にならないよう、機動的な利上げが必要だ。日銀は、2026 年 6 月の金融政策決定会合で、金利を 0.25%pt 引き上げたものの、Fed や ECB でも年内の利上げ観測が出ており、相対的な金利差は縮小せず、円安が止まらない可能性がある。日銀による利上げが遅れると見込まれれば、一層の円安に陥ってしまうだろう。円安による輸入物価の上昇などを通じて、結果的にインフレ率の上昇が大きく、長期間に及ぶようになれば、金利の大幅な引き上げが必要となる可能性がある。金利の大幅な引き上げは、経済に大きなショックをもたらす恐れがある。地政学上の問題は未だ先行き不透明ではあるが、円安を起点とする物価の上振れを回避するため、金利を引き上げていくことが肝要だろう。

（以上）