公益財団法人 国際通貨研究所
Institute for International Monetary Affairs
IIMA コメンタリー

2025 年 6 月 9 日

「有事の円買い」は過去のものか？

公益財団法人　国際通貨研究所
経済調査部長 チーフエコノミスト 髙山 真

2000 年代半ば以降の外国為替市場において、円は安全性の高い通貨として、世界経済や地政学上の先行き不透明感が高まる局面で買われる傾向が継続してきた（第 1 図）。「有事の円買い」や「リスクオフの円買い」などと呼ばれるこの傾向が顕著に表れた時期の一つは 2016 年で、英国の EU 離脱（Brexit）をめぐる不透明感などを背景に円は年初から年央にかけて対ドルで約 20 円上昇した。

第1図：ドル円レート

（資料）日本銀行統計より国際通貨研究所作成

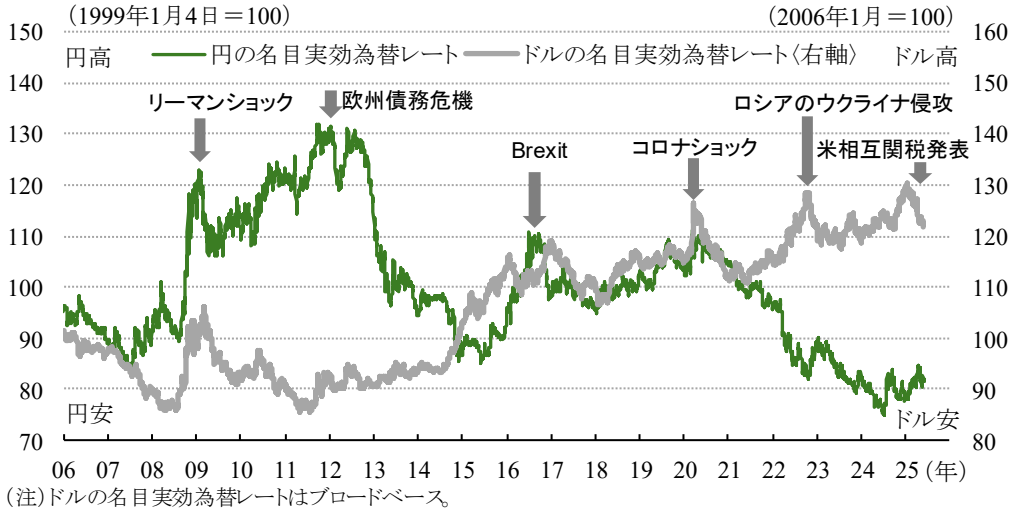
有事の円買いについては、経常黒字かつ対外純債権国であるという日本の対外バランスの良好さなどが要因とされてきた[1]。しかし近年、いわゆるデジタル赤字に代表される国際収支の構造変化等に着目した構造的な円安論が台頭するなか、有事の円買いは退潮したとの見方が増えている。特に 2022 年 2 月のロシアのウクライナ侵攻開始以降、円が急落したことを受け、「有事の円売り」傾向に転じた可能性も指摘されるようになった。

有事の円買いを考える上での留意点の一つは、基軸通貨であるドルも安全通貨であり、リスクオフ局面で買われやすい傾向があることだ。有事の際に円が買われたとしても、

[1] 橋本[2022]

それ以上にドル買いが進めば、円は対ドルで下落することから、リスクオフ局面における円の総合的な動きを捉えるには、対ドルレートだけでなく各通貨に対する相場の加重平均である実効為替レートをみる必要がある（第 2 図）。

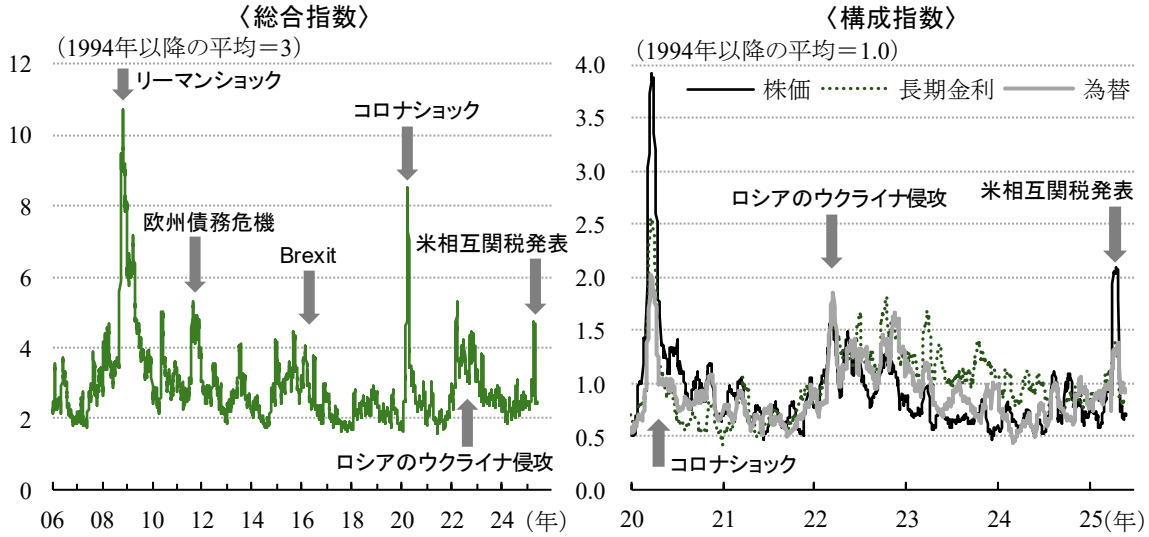
第2図：円とドルの名目実効為替レート



（注）ドルの名目実効為替レートはブロードベース。
（資料）日本銀行、米FRB統計より国際通貨研究所作成

以下では、経済や地政学上の先行き不透明感に対する円の名目実効為替レートの反応を定量的に計測し、有事の円買いの発生状況を確認する。不透明感の代理変数としては、米株の予想変動率から算出される VIX 指数があるが、当研究所でも世界 22 ヵ国の株価・長期金利・為替の変動率に基づく IIMA Global Market Volatility Index（IIMA-GMVI）を算出している[2]（第 3 図）。本稿では、複数通貨に対する円相場の加重平均である実効為替レートを分析対象とすることから、不透明感の代理変数には IIMA-GMVI の株価版と長期金利版を採用する。

第3図：IIMA Global Market Volatility Index（IIMA-GMVI）



（資料）シカゴ・オプション取引所、米FRB統計、トムソン・ロイターより国際通貨研究所作成

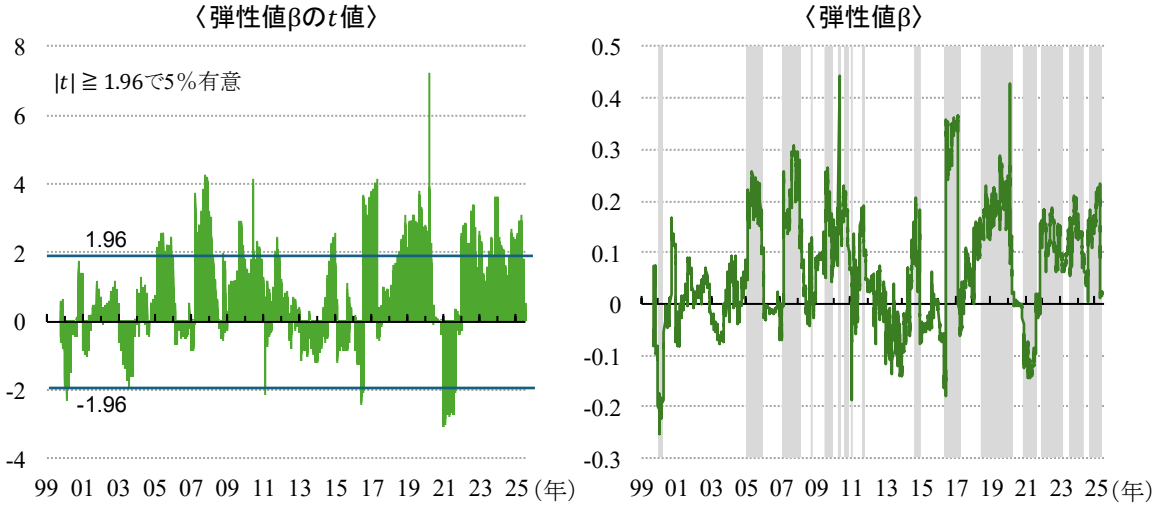
[2] https://www.iima.or.jp/docs/iima-gmvi/vidata/vigraph.pdf

先行き不透明感が円相場に与える影響を計測するため、以下の回帰式について移動ウィンドウ最小二乗法（OLS）によるローリング回帰を行った。ΔJPYは円の名目実効為替レート（以下、円の実効レート）の前日差、$\Delta GMVI$は IIMA-GMVI（株価版と長期金利版の平均、以下同じ）の前日差でともに標準化したもの。εは誤差項である。ローリング回帰のウィンドウサイズは 180 日とした。

$$\Delta JPY_t = \beta \Delta GMVI_t + \varepsilon_t$$

回帰分析の結果（第 4 図）をみると、IIMA-GMVI に対する円の実効レートの弾性値βのt値が有意となっている期間は限られ、全観測期間中のおよそ 4 分の 3 ではβが有意となっていない（有意水準 5%、以下同じ）。一方、βが有意となった期間の約 9 割でβの符号が正であり、IIMA-GMVI の上昇が円の実効レートを押し上げる関係が確認された（第 5 図）。これらより、経済や地政学上の先行き不透明感と円相場の間には常に有意な関係があるわけではないものの、一定の局面において不透明感が円高に繋がる、有事の円買いが発生しているといえる。直近については、昨年末から 4 月上旬にかけてβが有意（符号は正）となっており、有事の円買いが確認される。米国の第 2 次トランプ政権発足に伴う不透明感増大を受けたものと推察され、円が安全資産として買われやすい構造は持続していると解釈できよう。

第4図：ローリング回帰分析の結果



（注）サンプル期間は1999年1月4日～2025年5月30日。
（資料）日本銀行統計等より国際通貨研究所作成

（注）シャドウ部はβが5%有意の期間。

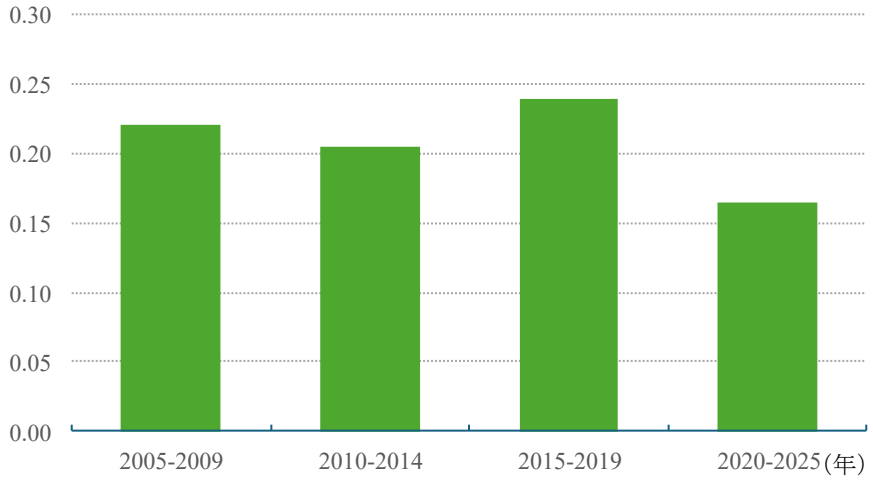
なお、2020 年末から 2021 年の年央にかけて、βが有意かつ符号が負の期間があった。この時期、IIMA-GMVI が低下する一方、円の実効レートは上昇しており、「平時の円買い」とでも呼ぶべき動きがあったことになるが、その背景にはドルの流動性ひっ迫懸念の後退があるとみられる。2020 年前半、コロナの感染急拡大を受けて金融市場ではドルの流動性がひっ迫し、米FRB と主要国中銀の協調によるドル供給が行われたものの、ひっ迫懸念の残存からドルは高止まりした[3]。同年後半以降、金融市場の不安が沈静化するに伴い、円が買い戻されたことが平時の円買いをもたらしたと考えられる。もっと

[3] 橋本[2020]

も、上述したように IIMA-GMVI と円の実効レートの間に有意な関係がある局面の約 9 割は有事の円買いであり、平時の円買いは例外的な事象と捉えるべきであろう。

円は足下でも引き続き、先行き不透明感が強い環境下で買われやすい通貨の一つといえる一方、有事における円の上昇幅が縮小している可能性も指摘しておきたい。「有事の円買い」が有意に観測された時期について、IIMA-GMVI に対する円の実効レートの弾性値βを集計すると、2010 年代までは 0.200 から 0.240 で推移していたが、2020 年代には 0.165 に低下している（第 5 図）。一時的な要因による可能性もあるが、円の信認の陰りといった構造的な要因が影響している可能性も考えられ、今後注視していくべき点の一つであろう。

第5図：IIMA-GMVIに対する円の実効レートの弾性値β



（注）有意な「有事の円買い」（有意水準5%）が観測された時期の平均値。
（資料）日本銀行統計等より国際通貨研究所作成

以上

＜主な参考文献＞

橋本将司[2020]「ドル資金不足への警戒が残る為替市場」（国際通貨研究所『IIMA の目』ei2020.21）https://www.iima.or.jp/docs/column/2020/ei2020.21-2.pdf

橋本将司[2022]「安全通貨としての円について～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証（その 5）～」（国際通貨研究所『国際経済金融論考』ir2022.04）https://www.iima.or.jp/docs/report/2022/ir2022.04.pdf

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2025 Institute for International Monetary Affairs（公益財団法人　国際通貨研究所）
All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.
Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan
〒103-0027　東京都中央区日本橋 2-13-12　日本生命日本橋ビル 8 階
e-mail: admin@iima.or.jp
URL: https://www.iima.or.jp