

国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

2026 年 8 月 21 日

協調介入と FIMA レポに関する論点整理 ～米国の狙いと FIMA レポ活用の課題～

高千穂大学 商学部教授
国際通貨研究所 客員研究員
内田 稔

米国の通貨当局は 7 月 31 日、日本と協調して円買い介入に踏み切った。円買いサイドの協調介入としては、1998 年 6 月以来、28 年ぶりのことである¹。そして、その翌週の 8 月 3 日には、日本の財務大臣の談話として、「我々は、今後、更なる協調介入を実施することも躊躇しない。また、日本は将来的に、米国連邦準備制度の「外国・国際通貨当局向けレポ・ファシリティ」(FIMA レポ) の活用を予定している」ことが明かされた。本稿では、協調介入の米国の狙いや G7 の受け止めなどを推測し、そこから「更なる協調介入」が実施される蓋然性を検討する。合わせて FIMA レポに関する論点を整理し、為替介入への活用が円相場の反転に資するのかが展望する。結論を言えば、円相場反転の決定打となるのか、現時点では疑わしいと考えられる。

1. 米国の狙いと「更なる協調介入」の蓋然性

(1) 事実と異なる「1997 年アジア通貨危機」の背景説明

今回の協調介入の狙いについて、ベッセント財務長官は、米 CNBC や日本経済新聞とのインタビューで、アジア通貨安への波及阻止を挙げた。日本経済新聞とのインタビューでも、「多くのアジア通貨が円と連動している。1990 年代のアジア通貨危機は大幅な円安が引き金となった」と答えている。しかし、この説明は事実とかなりかけ離れていると指摘せざるを得ない。

アジア通貨危機は、1997 年 7 月のタイバーツの急落に始まった域内の通貨危機である。当時、日本と ASEAN 諸国は一部の輸出品目で競合関係にあったことから、円安が

¹ 2011 年 3 月、協調円売り介入があった。

ASEAN 諸国の輸出競争力を低下させた面を完全に否定することはできない。しかし、1997年のアジア通貨危機の引き金は以下の経緯を踏まえると、明らかに円安ではなく、1995年4月以降の急激なドル高である。

当時の状況を振り返っておくと、1990年代に入り、財政赤字、経常赤字といった、いわゆる双子の赤字を抱える米国に関し、基軸通貨としてのドルの信認低下がテーマとなり、為替市場ではドル安が進んだ。ドル円に限れば、当時の米政権が日米貿易収支不均衡是正の手段としてドル円の下落を容認するとの思惑も市場では燻っており、一時80円を割り込んだ。しかし、こうしたドル安に対し、1995年4月のワシントンG7は、共同声明の中で、「為替市場における最近の動向について懸念を表明」し、「こうした変動を秩序ある形で反転させること（orderly reversal）が望ましいこと」で合意。「為替市場において緊密な協力を継続する」ことも示し、それを契機にドルは下げ止り、反転した（図表1）。



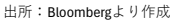
その結果、事実上、対ドル・ペッグ制を採用していた多くのアジア通貨もドル高に連れ、相対的に増価した。アジア諸国の輸出競争力が衰え、経常赤字の拡大が見込まれると、その矛盾に着目したヘッジファンドなどのさらなるドル買い・アジア通貨売りの仕掛けも加わった。アジア通貨は全面安となり、資本流出を伴う通貨危機へと一気に変容していった（図表2）。

図表2：各通貨の実質実効為替レート



なる値動きを辿っている（図表3）。

バーツドル



対ドル下落率は、最も大きいインドネシアルピアでさえ、7%台にとどまる。今年は3月

以降の原油価格の上昇や地政学リスクの高まりを受け、「有事のドル買い」が活発化したほか、5月以降は、米国の利上げ観測が台頭したこともドル高を促した。つまり、今年のアジア通貨の下落は、アジア固有の悪材料よりもドル高の裏返しとの側面が強い。この程度のアジア通貨の下落を理由に、米国が協調介入に踏み切るとは考えにくい。また、不可解なのは、ベッセント財務長官がこうした正確さを欠く説明を公言している点である。ベッセント財務長官は、アジア通貨危機当時、ジョージ・ソロス氏が率いるヘッジファンドに在籍しており、アジア通貨危機を間近に見ていたと考えられるからだ。以上を踏まえると、今回、米国が協調介入の理由として「アジア通貨安」を挙げた背景には、国際社会や G7 に対して協調介入を正当化したい米国側の思惑が浮かび上がる。

(2) G7 で「懸念」が共有されていない可能性

今回の協調介入で、米国が円買いの見合いとして売ったのは、ドルではなく、ユーロであったことが報じられている。しかも、ECB には、事後的に報告されたことも明らかにされている。仮に、ベッセント財務長官が指摘した通り、円安とそのアジア通貨安への波及が懸念され、その対応としてユーロ売り円買い介入に踏み切るのであれば、G7、あるいは少なくとも ECB には事前に伝達され、懸念を共有して然るべきであろう。実際、1998 年 6 月 17 日の日米協調円買い介入の場合も、参加したのは米国のみであったが、それに先立つ 1998 年 4 月 15 日のワシントン G7 の共同声明にて、円安への懸念が明記されており、G7 で共有されていたことがわかる（図表 4）。

図表 4：1998 年 4 月ワシントン G7 共同声明

我々は、為替市場及び金融市場の動向について議論した。

我々は、為替レートは経済ファンダメンタルズを反映すべきであり、過度の変動及び著しいファンダメンタルズからの乖離は望ましくないという我々の考え方を再認識した。

我々は、大きな対外不均衡の更なる悪化をもたらしうのような過度の下落を避けることの重要性を強調した。この観点から、我々は内需主導の成長を刺激し、対外不均衡を縮小させ、**更に円の過度の下落を修正することも目的とする日本の適切な行動を支持する。**

我々は、引き続き**為替市場の動向を監視し、適切に協力していく**つもりである。

（出所）財務省より抜粋

さらに、ECB に対し、今回のユーロ売りの目的が、介入ではなく、「米国の外貨準備の再配分にすぎない」と説明されたことも明らかとなっている。確かに、円買い規模は介入と呼ぶには極めて少額だったものと推測されるが²、逆に言えば、介入とは説明し

² 米財務省の U.S. International Reserve Position 記載の 7 月 24 日と 8 月 7 日の円建て外貨（Securities 及び total currency and deposits の合計）を比較すると増加額は 956 百万ドルであった。

にくい面もあったのではないか。

因みに、特定通貨の下落を阻止する目的で行われた協調介入の例として、この円買い介入のほかに、2000年9月22日のG7による協調ユーロ買い介入がある。当時、ECBは単独での介入に加え、政策金利を200bpも引き上げていた。それでも止まらないユーロ安に対し、G7が「強固かつ安定した国際通貨システム」の維持を目的に、協調介入に踏み切ったと考えられる。このケースでも、介入の翌日ではあるが、プラハG7の共同声明の中で、ユーロの動向に対する「懸念」が共有されている（図表5）。

図表5：2000年9月23日プラハG7共同声明

我々は、為替・金融市場の動向について議論した。我々は、強固かつ安定した国際通貨システムに共通の利益を有している。欧州中央銀行のイニシアティブにより、米国、日本、英国及びカナダの通貨当局は、9月22日（金）に、欧州中央銀行とともに為替市場における協調介入に参加した。これは、世界経済に対する最近のユーロの動向の潜在的な影響について蔵相及び総裁が共有する懸念によるものである。最近の動向に鑑み、我々は、引き続き動向をよく注視し、為替市場において適切に協力していく。

（出所）財務省より抜粋

このように、過去の協調介入に共通するのは、事前にその懸念がG7で共有されていたことである。しかし、今回の協調介入については、その前後で、G7レベルではこうした共同声明は発出されていない。この点を踏まえると、足もとの円安やそのアジア通貨への波及が、G7共通の懸念事項になっているとは考えにくい。

（3）米国がドル売りを回避した事情

今回の協調介入に際し、米国が円買いの対価としてユーロを売ったことから、米国のドル安を避けたい思惑がうかがえる。この伏線は、今年1月23日（金）の米国によるレートチェック後の動きに垣間見ることができる。当日のドル円は、レートチェックを受けて、その日の高値159.23円から155.63円まで下落して越週した。ところが、翌週27日、足元のドル安について問われたトランプ大統領の発言³が、為替市場では米国によるドル安誘導と映った。ドル円は結局、155.20円まで続落し、ドル指数⁴でみてドルは第二次トランプ政権発足後の最安値を記録した。一方、ベッセント財務長官は、その翌日、米国による円買い介入の可能性を問われると、明言を避けた一方、強いドル政策に

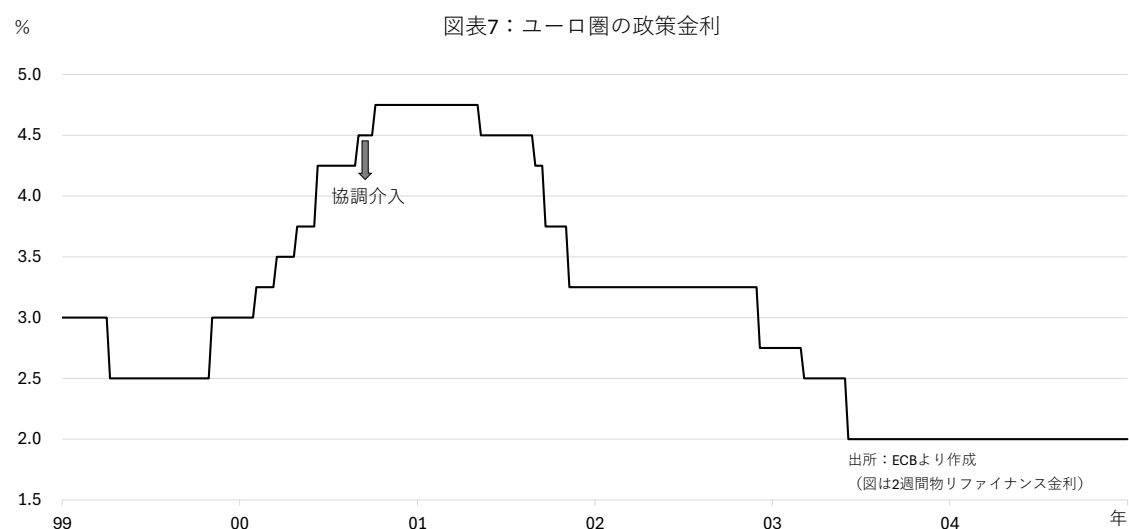
³ I want it to be—just seek its own level, which is the fair thing to do

⁴ ドル指数はドルの名目実効為替レート。ユーロ（57.6）、円（13.6）、ポンド（11.9）、加ドル（9.1）、スウェーデンクローナ（4.2）、スイスフラン（3.6）から算出されており、リアルタイムで捕捉できることから、市場参加者の間でドルと言えばドル指数を指すことが多い（数値はウェイト、%）。米ICEに上場されている。

言及⁵したことから、次第にドル安の流れが和らいだ（図表 6）。



米国は、経常赤字国であり、IS バランス（貯蓄投資差額）の観点からは、公的部門の資金不足を国内民間部門の資金余剰だけでは賄うことができていない。その穴埋めは、海外勢による米国債投資に依存しており、安定的な経常赤字のファイナンスにはドルの安定が極めて重要である。こうした米国の構図や事情を踏まえると、米国が今回の介入でドル売りを回避したことは当然とも言える。ただ、ECB がさらなるユーロ売りを許容するのかは別の問題だろう。特に、今後も円安を是正する狙いでユーロを売るのであれば、ECB は事前通告を求めるであろうし、先述の通り、協調ユーロ買い介入に先立ち、政策金利を 4% 台まで引き上げていた経験を有する ECB が、それを快諾するかは未知数だ（図表 7）。因みに、ECB は協調介入の翌月も追加利上げに踏み切り、ピーク時の政策金利は 4.75% となった。これは、ユーロ誕生後の最高記録である。



⁵ We don't comment other than to say we have a strong dollar policy.

（４）米国の真の狙いと「更なる協調介入」の蓋然性

今回の協調介入後、米国は当初の目的から逸脱して、日本側の為替介入に対してFIMAレポの転用を認めた（詳細は後述）。このことから、協調介入に関する米国の狙いは、日本側による米国債の売却を極力減らし、国内長期金利の上昇に伴う景気や金融政策への影響を軽減することであり、そのために自ら円安けん制に乗り出したと考えられる。加えて、ベッセント財務長官がこれまで、直接的、間接的に日銀に対して利上げを求めてきたことから、協調介入には、日本政府または日銀に対し、円安を防ぐための自助努力として、さらなる「利上げ」を強く求める圧力を加える狙いもあったのではないかと考えられる。実際、協調介入の後、ベッセント財務長官は日本側による政策対応の必要性に言及しており⁶、日本政府も早期利上げを支持すると報じられている⁷。また、ここへきて俄かに日銀の９月利上げ観測も高まっており、こうした流れは、まさに米国の思惑に沿ったものだ。米国側からみれば、協調介入は既に一定の成果を挙げたと言えるかも知れない。

今回の協調介入の理由に挙げられた「アジア通貨への波及阻止」は、仮に米国が本当に懸念しているにせよ、G7で共有されている痕跡は今のところみられていない。また、今後のユーロ売りについてはECBも難色を示す可能性が高く、「更なる協調介入」が必要となった場合、米国はドルを売らざるを得ないだろう。さらに、過去の円買い、ユーロ買いのいずれの協調介入も実施されたのは１日限りである。G7にとって協調介入の目的は、市場に強いメッセージを発することであって、力で相場の流れを変えたり、水準の是正を図ることではないようだ。今後の相場展開次第では、「更なる協調介入」が実施される可能性は排除できないが、それを大前提としつつも、これまでの様々な視点に鑑みて、協調介入が繰り返し、実施される可能性は低いと考えられる。

２．FIMAレポの活用は円安トレンドの転換に資するか

FIMAレポは、ニューヨーク連邦準備銀行に口座を持つ中央銀行や国際通貨当局（FIMA口座保有者）が、適格担保として米国債を差し出す代わりに、米ドル資金の提供を受ける取引である。もともと、米国の金融市場に影響しかねない、世界的なドル資金市場のストレス緩和が目的であり、あくまでも一時的なドルの流動性供給策との位置づけである。調達されたドルはそれぞれの国内金融機関に供給されることとされている。2020年３月31日に一時的な制度として設立されたが、2021年７月28日に常設化された。本来、介入資金への転用は想定されていなかったが、米国は今般、日本の通貨当局が介入原資となるドルの調達を目的とする米国債の売却と長期金利の上昇に伴う国内経済や金融政策の影響に鑑み、その利用目的を拡大解釈することにより、日本側の介入への転用を許容したものと考えられる。

⁶ the purchases could only curb volatility in the short term and would need to be followed by Japanese policies addressing the forces driving the yen lower”

⁷ Bloomberg 報道「(8/13) 日本政府が協調介入の効果を維持するため、早期利上げを支持している」

ただし、FIMA レポ取引は、取引先毎に 600 億ドル（1 ドル 160 円換算で 9.6 兆円）が上限となっている。最近の本邦の介入は 2～3 営業日、続くことが多く、その一連の介入額を累計すると 10 兆円を上回ることが珍しくない。その上、短期間で介入を繰り返す必要性が生じた場合を想定すると、これでは不十分である。ベッセント財務長官が FRB に対し、この拡大を要請したことが報じられているが、今後、FRB がこの要請に対し、どのように回答するのか、大いに注目される。

もっとも、金額の上限が引き上げられた場合でも、日本が供給を受けることができるドル資金は担保として提供する米国債の時価の範囲内⁸であり、外貨準備同様、介入に対する金額面での制約は残る。加えて、取引期間は 1 日（オーバーナイト）または 7 日物と短期間であり⁹、期日にはドルを買い戻すか、外貨準備で保有する証券の売却または預金の取り崩しによって返還原資を捻出することになる。技術的には、レポ取引のロールオーバー（延長）も可能だが、長期化するほど、FRB によるドル建て融資との性格を帯びる。米国債が担保であり、FRB 側が負う信用リスクは限られるにせよ、中央銀行のバランスシートの管理、運営上、健全とは言えないだろう。さらに、こうした異例の対応が認められたことは、裏を返せば金融市場に対し、通貨安を抑制する手段と能力の欠如と映りかねず、かえって円安期待を刺激する可能性もある。

総じてみると、FIMA レポの介入への転用により、本邦通貨当局による米国債の売却が先送りされることにはなるものの、様々な制約が残る。協調介入後、155.23 円まで下落したドル円が早くも 159 円台まで反発している動きは、市場も FIMA レポを相場反転の切り札とは評価していないことの現れとみることもできる。

一方、かねて指摘してきた通り、近年の円安の主因は、政策金利が消費者物価指数の伸びを下回る金融緩和状態にあると考えられる。今後、日銀の利上げペースが加速し、インフレ率も落ち着きを見せる場合、こうした協調介入、FIMA レポの活用に頼るまでもなく、次第に円安圧力が和らぐ可能性も十分に考えられる。

以上

⁸ ヘアカットがある為、実際の調達額は担保として差し入れた米国債の時価を下回る。

⁹ 金利はそれぞれ翌日物 Standing Repo Facility の金利、1 週間 OIS 金利+0.25%

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さ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 2026 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>