

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 10 月 1 日

日米協調による円安牽制は円安に歯止めをかけられるか？

～協調介入後の推移からみるドル円相場の行方～

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 上席研究員

橋本 将司

masashi.hashimoto@iima.or.jp

目次

【要旨】	2
1. 日米協調介入以降のドル円相場の動向	3
(1) 7 月末の協調介入で一時 155 円台まで下落も 8 月は再び円安圧力台頭	3
(2) G20 財務相・中央銀行総裁会議の前後での円安牽制で一時 152 円台へ	3
(3) 9 月 FOMC での利上げ期待が強まり再びドル高円安圧力	4
2. 日米金利差からみた最近のドル円相場の動向	5
(1) 7 月末以降は日米金利差拡大もドル安円高方向へ	5
(2) 2026 年以降の円買い介入は一定の円安抑制効果を発揮	5
3. 日米協調の円安牽制の背景と今後	7
(1) 協調介入についてのベッセント財務長官の発言	7
(2) 過去の協調介入と比べた今回の協調介入	8
(3) 日本政府はどこまで政策修正に踏み込めるか？	10
4. 円安トレンドの転換には相応の米金利低下が必要	11

【要旨】

- 本稿では、2026 年 7 月 31 日の日米協調円買い介入以降のドル円相場の推移を振り返ると共に、その後も続く日米協調の円安牽制の効果などについて検証し、円安トレンドの行方や当面のドル円相場の見通しについて考察した。
- ドル円相場は、7 月につけた 1 ドル＝163 円台から、日米協調円買い介入やベッセント米財務長官による円安牽制発言などを受けて、9 月上旬に一時 152 円台までドル安円高が進んだが、原油高や FRB の利上げ期待の高まりなどからドル高円安圧力も根強く、足元 156 円～157 円台を中心とした推移となっている。
- ドル円相場と日米 2 年金利差（米金利－日金利）の散布図に金利平価式を当てはめて考えると、両者間の右上がりの傾向線は、7 月末の日米協調円買い介入など日米協調の円安牽制により右下方（円高方向）にシフトしており、これまでのところ円安期待やリスクプレミアムなどの一定の修正が実現しているとみることができる。
- ベッセント財務長官は、為替介入は相場の行き過ぎなど当局からシグナルを送っているに過ぎず、市場の流れを反転させるには、政策の変更を伴う必要があるとし、日本のマクロ経済政策の修正を暗に求めている。日本の経済政策についてかなりの確な見通しを持っているからからこそ協調介入に踏み切ったとも述べている。
- 1990 年代後半以降の日米・G7 による 3 回の協調為替介入では、当初は大きな効果はなかったが、政策修正が促されるなどして、最終的には相場の反転が実現して来た。今回の協調介入は、ベッセント長官による投機筋への牽制や日銀の利上げ前倒しなども伴い、これまでのところ当初の効果は過去 3 回の協調介入よりも大きい。
- 今後の焦点はやはりさらなる日本の政策修正が実現するかどうかだが、不透明な面もある。日銀の金融政策については、市場はある程度の利上げペース加速を既に織り込み済み。財政政策についても、責任ある積極財政の看板は維持して行くようだ。但し、最近の城内経済財政相の発言など政策運営に関する情報発信面ではスタンスの変化の兆候もみられている。今後は積極財政政策の具体的な内容がより明確化することで市場の政策への懸念が払拭されて来るかなどが注目されよう。
- 仮に再び強い円安圧力が台頭した場合、米国がすぐに再び協調介入に応じるかは不透明で、市場と米国からの圧力で何らかの政策対応が迫られ、結果的にここからの大幅な円安は回避されることになるのではないかと。当面は日米協調の円安牽制で時間を稼ぎつつ、日本サイドの政策修正や中東情勢の鎮静化などを視野に入れて、円安圧力の一服を目指す展開となろう。
- 但し、円安トレンドの一服が明確化するには、米金利がある程度低下して日米金利差が相応に縮小することが必要であろう。FRB は 9 月 FOMC でむしろ利上げに転じており、当面のドル円相場は、日米の円安牽制と FRB の利上げ見通しを背景としたドル高の綱引きで 150 円大台後半を中心としたレンジ相場が続くそう。

【本文】

1. 日米協調介入以降のドル円相場の動向

(1) 7月末の協調介入で一時 155 円台まで下落も 8 月は再び円安圧力台頭

ドル円相場は、7月末の日米協調介入を含む円買い為替介入¹により、1ドル=163円台から8月3日には一時155円23銭（BloombergのBGNベース：以下同）までドル安円高が進んだ後、8月は再び緩やかなドル高円安地合いがみられていた（第1図）。8月に入り中東情勢が再び混迷の度合いを深めたことで原油価格が上昇に転じたことなどが背景にあった模様だ（第2図）。8月5日に高市政権が食料品の消費税減税を正式に閣議決定したことも円安材料視されていた可能性がある。

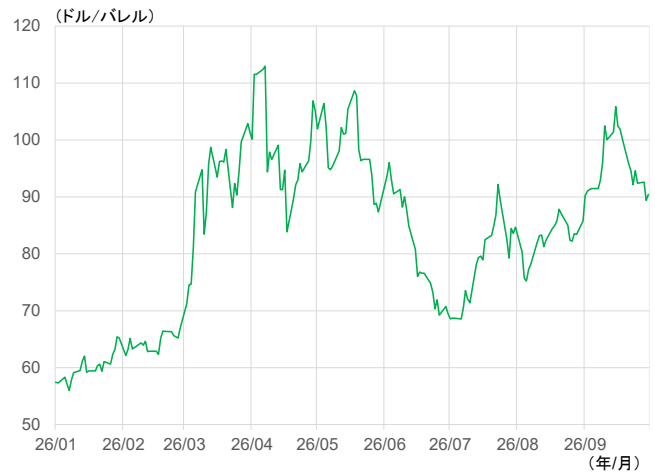
この間、米国が7月31日の日米協調円買い介入に合わせて日本の経済政策の修正への期待を示したことで、日銀の利上げ加速が市場で織り込まれ日2年金利も上昇基調を強めていたが、円高方向への反応は限定的であった。また、8月19日には米財務省が米国債の買入消却額を、9月から少なくともこれまでの倍に増やすと発表して米金利が低下する場面もあったが続かなかったこともあり、ドル安円高方向への動きは限定的となっていた。こうした中、8月28日にはウォーシュFRB議長が、毎年恒例のジャクソンホール会合における講演で、9月15、16日開催のFOMCでの利上げに含みを持たせたことがさらなるドル高材料となった。8月末にはドル円相場は再び160円台までドル高円安が進んでいた。

第1図: ドル円相場(2026年1月～)



(資料)Bloombergより筆者作成

第2図: WTI原油先物価格



(資料)Bloombergより筆者作成

(2) G20 財務相・中央銀行総裁会議の前後での円安牽制で一時 152 円台へ

もっとも、8月31日～9月1日に米国ノースカロライナ州アシュビルで開催された

¹ 後日8月28日に財務省が公表した7月30日～8月26日までの為替介入額の合計は、15兆3,993億円であった。

G20 財務相・中央銀行総裁会議に合わせて、ベッセント米財務長官と片山財務大臣や植田日銀総裁が会談を実施。ベッセント財務長官が日銀の利上げ加速など円安抑制のための政策実施に改めて期待を表明した。また同長官は、8月31日に米放送局 CNBC のインタビューで、自分は市場が知らない情報を持っているなどとして円売りを仕掛ける投機筋を牽制するなど、口先介入も実施していた。同じく8月31日に年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が、異例のタイミングとなる8月21日に経営委員会を開催したと公表し、GPIF による国内金融資産への投資拡大の思惑も市場で浮上していた。9月2日にはタカ派の高田創日銀審議委員が講演で毎会合ごとの利上げや一度に 0.5% ポイントの利上げに言及したことで、日銀の利上げ加速に対する市場の期待がさらに高まった。同日米国時間には9月 FOMC のブラックアウト期間を前にウィリアムズ NY 連銀総裁、翌9月3日にウォラーFRB 理事が、それぞれ利上げに慎重とも取れる発言を行っていた²。こうしたドル安円高材料が積み重なり、投機筋による一部円売りポジションの解消があったとみられ、ドル円相場は9月2日に160円台半ばの水準から急速にドル安円高方向へ動意を見せ始め、4月末や7月末の為替介入で割り込みに失敗していた155円の水準を下抜けて、9月8日には一時152円89銭まで下落。そのまま今年1月の日米による（為替介入の前段階とされる）レートチェックの際につけた年初来安値152円10銭も下抜けるかにみえていた。

（3）9月 FOMC での利上げ期待が強まり再びドル高円安圧力

しかし、9月 FOMC を控えて注目されていた9月10日発表の8月分米生産者物価と、翌11日発表の8月分米消費者物価が相次いで市場予想比上振れるなどしたことで、9月 FOMC での利上げがほぼ確実視されると、ドル円相場は年初来安値を更新することなく下げ止まった。9月 FOMC では予想通り 0.25% ポイントの利上げが実施されると共に、FOMC 参加者の金利見通し（ドットチャート）の中央値が年内さらにもう1回の利上げを見込んでいたことなどを材料に、ドル円相場は156円台までドル高円安方向へ反転した。9月17、18日の日銀金融政策決定会合でも予想通り 0.25% の利上げが実施されたものの、利上げ反対票が2票あったことや、植田総裁の記者会見内容が市場の想定よりもタカ派的ではなかったとの受け止めからさらに円安が進行。報道によれば同日欧米時間に日銀によるレートチェックがあった模様だが効果は限られ、米経済指標が引き続き堅調な中、ドル円相場は9月24日には一時159円4銭までドル高円安が進んだ。もっとも、25日に片山財務大臣が22日にニューヨークで行われた日米首脳会談でトランプ大統領が円安に懸念を示していたことを公表するなど、日米当局から円安牽制発言が行われると、ドル円相場は一時156円台まで押し戻される場面がみられた。本稿執筆時点

² ウィリアムズ NY 連銀総裁は、将来のインフレ見通しは引き続き抑制されていると述べた。またウォラー理事は、今後発表される経済指標でインフレ圧力の鈍化が確認されれば、9月 FOMC で政策金利の据え置きを支持する考えを示した。

では 156 円～157 円台を中心とした推移となっている。

2. 日米金利差からみた最近のドル円相場の動向

(1) 7 月末以降は日米金利差拡大もドル安円高方向へ

こうした最近のドル円相場の動きを振り返ると、2026 年 7 月末以降は日米 2 年金利差、10 年金利差が共に拡大方向（ドル高円安方向）にあったにもかかわらず、円買い為替介入などの影響から全体としては相応にドル安円高方向にあったとみることができる（第 3、4 図）。為替介入などによる円安牽制と日米金利差動向に基づく短期的なファンダメンタルズ要因が綱引きになっていたと言える。

第 3 図: ドル円相場と日米 2 年金利差



(資料) Bloomberg より筆者作成

第 4 図: ドル円相場と日米 10 年金利差



(資料) Bloomberg より筆者作成

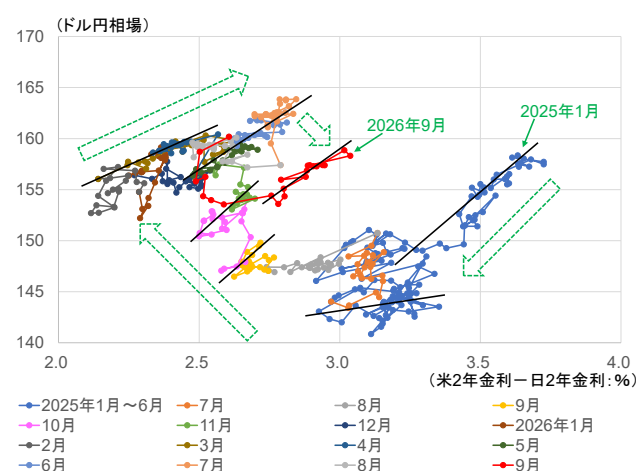
(2) 2026 年以降の円買い介入は一定の円安抑制効果を発揮

第 5、6 図は、過去のレポートでも見て来たように、ドル円相場と日米金利差の関係をより解析的にみるために、縦軸にドル円相場、横軸に日米 2 年金利差（米 2 年金利－日 2 年金利）及び 10 年金利差（米 10 年金利－日 10 年金利）をとり、2025 年以降の日次ベースのデータに基づく散布図をみたものだ。以前も指摘したように、通常であれば両者は大局的に順相関、つまり日米 2 年・10 年金利差が拡大すればドル高円安が進む関係にあり、緩やかな右上がりの傾向線に沿った推移を示して来た。しかし、2025 年 4 月頃からは、1 ヶ月あまりの右上がりの傾向線の形成を挟みつつ、数次にわたって傾向線の左上方向へのシフトがみられて来た。

リスクプレミアムを含む金利平価式（第 7 図）を当てはめて考えると、こうした傾向線の左上方向へのシフトは、期待為替レートのドル高円安方向へのシフト（第 7 図の E の上昇）や、本邦投資家からみた外貨建て資産投資に際してのリスクプレミアムの低下（第 7 図の r の低下）、あるいは海外投資家からみた円建て資産投資に際してのリスクプレミアムの上昇（第 7 図の r の低下に読み替えることが可能）が一定以上の規模で発

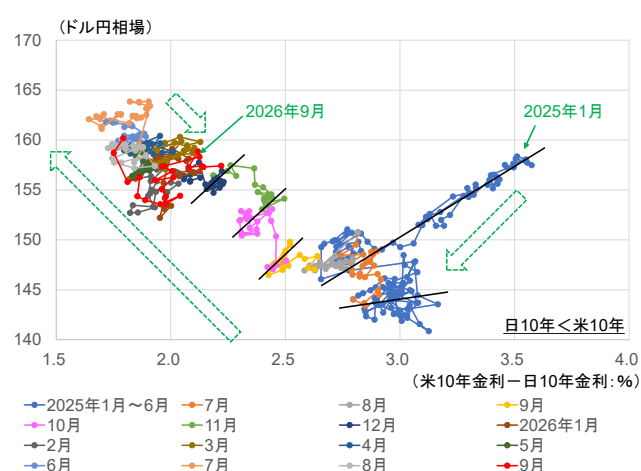
生した場合に起こり得る。そして 2025 年 4 月以降に頻繁にみられ始めて来た傾向線の左上方向へのシフトは、同年 7 月の参議院選や、10 月の積極財政政策を掲げた高市政権発足などのイベントに合わせて発生しており、財政リスクや日銀による利上げの遅れへの市場の懸念を反映して来たと解釈することが可能だ。2025 年後半を中心に、こうした傾向線の左上方向へのシフトが頻繁に発生し、日米金利差とドル円相場は事実上逆相関の動きとなっていた。特に日 10 年金利は、インフレ期待の上昇やタームプレミアムの上昇による悪い金利上昇の色彩が強かったことから、日 10 年金利自体と円安との連動性が強まる構図となっていた。

第 5 図: ドル円相場と日米 2 年金利差



(資料) Bloomberg より筆者作成

第 6 図: ドル円相場と日米 10 年金利差



(資料) Bloomberg より筆者作成

第 7 図: カバー無し金利平価式

$$i = i^* + \frac{E - e}{e} - r$$

<国内運用収益率> <海外運用収益率>

カバー無し金利平価式(UIP)

i: 自国金利、i*: 外国金利、
e: 自国通貨建て為替レート(この値の上昇は自国通貨安・外国通貨高)
E: 自国通貨建て為替レートの予想値、
r: 外貨建て投資に求められるリスクプレミアム

(資料) 筆者作成

もっとも、これまでも指摘して来たように 2026 年に入ると、1 月の日米当局によるレートチェックや、4 月末や 7 月末に実施された円買い為替介入により、こうした円安方向への期待形成やリスクプレミアムの動きが、一部修正され押し戻されて来たとみる

ことができる。日米 10 年金利差とドル円相場の散布図では両者の順相関（右上がりの傾向線の形成）はまだ明確に回復していないものの、散布図上では右下方向への推移（戻り）がみられて来た。日米 2 年金利差とドル円相場については、2026 年以降順相関が回復しており、再び形成された右上がりの傾向線が右下方向へシフトして来た。この間、2026 年 2 月末に開始されたイラン戦争による原油供給ショックが、日本経済に対するスタグフレーション的圧力につながることから、円安期待を高めて再び左上方向へシフト・推移する場面もあった。しかし、特に 7 月末の日米協調の円買い介入に加え、先にみたように 8 月末の G20 財務相・中銀総裁会合前後のベッセント財務長官の円安牽制などを受けて、さらにもう一段円安期待が修正されたようだ。日米 2 年金利差との散布図でみると、現在傾向線は高市政権が発足した頃の 2025 年 10 月に形成していた傾向線の位置近辺まで押し戻されている。

9 月以降は、冒頭みたように FOMC などを経た FRB の利上げ見通しの上方修正に伴う日米 2 年金利差の拡大により、足元の右上がりの傾向線に沿って再びドル高円安が進んでいる。円安期待やリスクプレミアムの修正による右上がりの傾向線の右下方向へのシフトと、日米金利差拡大というファンダメンタルズ・右上がりの傾向線に沿ったドル高円安の動きの綱引きがみられて来たと言えよう。

3. 日米協調の円安牽制の背景と今後

(1) 協調介入についてのベッセント財務長官の発言

既にみたように、米国は 2026 年 1 月にレートチェックを行うなど、今年に入り日本の通貨当局による円安抑制策に対する支援姿勢を強めて来た。改めて最近のベッセント財務長官による円相場関連の発言を振り返ると（第 8 図）、まず現在の円相場については、均衡値から大幅に乖離して過小評価されているとしている。日本経済の規模や世界経済への主要な資金供給者であるというその立ち位置などを考慮すると、円相場の安定は重要であり、ポジションの強制的な巻き戻しなどが発生すれば、米経済を含む世界市場・経済を不安定化させるとしている。

為替介入については、それ自体で為替市場の流れを大きく変えることはできず、相場が行き過ぎであるなどの当局からのシグナルを送っているに過ぎないと指摘。市場の流れを反転させるには、政策の変更を伴う必要があるとしている。その上で、今回米当局が協調介入に踏み切ったのは、日本政府と緊密に連絡を取り合っている中で、日銀や日本の政策当局がどう動くかについてかなりの確な見通しを持っており、言うなれば勝てる見通しがあるからからこそ協調介入に踏み切ったとした。高市首相とトランプ大統領との良好な関係を含む、日米の経済的・軍事的同盟もその前提となっており、政治・外交的な判断も含むものであるようだ。

日本のマクロ経済政策については、アベノミクス政策などの結果から日本経済は既にデフレを克服しており、リフレ政策からも脱却すべきとして、特に日銀によるより積極

的な利上げを暗に求めている。

第8図：最近のベッセント米財務長官の円相場や協調介入、日本の経済政策に関する発言概要

【円相場の動向について】

- ✓ 為替市場は行き過ぎる傾向があり、現在の円相場は均衡値から大幅に乖離し著しく過小評価されている。日本経済は好調であり、高市政権の強力な政策が反映されて来れば、円は上昇するはずだ。
- ✓ 自分の見解では、90年代後半のアジア金融危機の一因は過度に弱い円にあったと思う。円相場の安定は米国にとっただけでなく、アジア地域全体にとっても極めて重要と考える。円が大幅に下落すれば、他の通貨もそれに追随してしまう。貿易の流れや経済規模、世界的な貯蓄市場への日本経済の貢献度などを考慮すれば、円相場の安定は極めて重要だ。
- ✓ 日本は米国債の主要保有国であり、無秩序な円相場はポジションの強制的な巻き戻しを引き起こし、世界市場を不安定化させ、最終的には米国の家計・企業の借入コストを上昇させかねない。

【協調介入について】

- ✓ 今回の協調介入は、トランプ大統領と高市首相との良好な関係を含めて日本がこの地域における米国の重要な経済的・軍事的同盟国であることを前提に、無秩序な円相場の動きに対抗するものであった。米財務省は引き続き注意を払い、日本財務省および日本銀行の担当者と緊密に連携している。今後の共同介入にも躊躇なく参加する。
- ✓ もし高市政権が実施しようとしている政策について、我々が極めて楽観的でなければ、米国は協調介入に参加しなかっただろう。自分には市場にはない情報がある。日本政府と日銀は、円高につながるような措置を講じるだろうと私は確信している。今は自分が「胴元」だ。円相場に介入する際、自分は日本側、つまり日本銀行や日本の政策担当者がどう動くかについて、かなりの確な見通しを持っている。もし望むなら、自分に対抗して賭けてみても良い。
- ✓ 米財務省が円を購入する際にユーロを売却した点については、欧州中央銀行や各国財務大臣を含め、欧州のパートナーと緊密な連絡を取っている。我々はこれが単に外貨準備の再配分に過ぎないことを彼らに確認した。自分の見るところでは、ユーロは均衡価格にかなり近いと思う。ユーロがどの水準で取引されるべきか、あるいはされるべきでないかについては言及しない。

【日本の経済政策について】

- ✓ 我々は、円の著しい過小評価を是正するための日本の断固たる市場・金融措置を強く支持する。約15年にわたる強力な景気刺激策により、持続的で堅調な経済の基盤が築かれた今、高市政権はアベノミクスの新たなエキサイティングな段階へと移行しつつある。
- ✓ 結局のところ、介入によって市場にシグナルを送ることはできるが、自然な均衡値に影響を与えることはできない。事態を好転させるのは政策とファンダメンタルズだ。米国が介入に参加を決めたのは、我々が日本の政策スタンスを非常に楽観視しているからだ。政策スタンスについては、日銀がどうすべきかを先走って判断するつもりはない。植田日銀総裁が必要なことを行ってくれると信じている。また、高市首相も素晴らしい仕事をしている。振り返ってみると、今後も介入に続く政策が必要となるが、それが実現すると我々は強く確信している。
- ✓ 日本政府はここで何をする必要があるかを理解してくれると思う。彼らはこの悪循環から抜け出そうとしている。彼らにはインフレ問題があり、インフレ問題の一部はパススルーによる円安が原因だ。彼らがこれまで行ってきたように、自力で解決を図る方法の一つは、円の過度な変動を止めることだ。我々は彼らと絶えず連絡を取り合っている。
- ✓ インフレ期待を安定させ、為替レートの過度な変動を回避するためには、金融政策の適切な策定と伝達が重要。高市政権の政策は長期的には円を強くする正しい政策。

(注) 最近の主な発言の筆者による要約。

(資料) 米財務省資料、各種報道などより筆者作成

(2) 過去の協調介入と比べた今回の協調介入

2026年8月12日付国際通貨研レポート「28年ぶりの日米円買い協調介入の背景と影響～過去の協調介入から考える円安トレンド転換の可能性～」³でも指摘したように、1990年代後半以降の日米やG7による国際的な協調介入は、今回の2026年のものを除

³ [2026年8月12日付国際通貨研レポート「28年ぶりの日米円買い協調介入の背景と影響～過去の協調介入から考える円安トレンド転換の可能性～」](#)

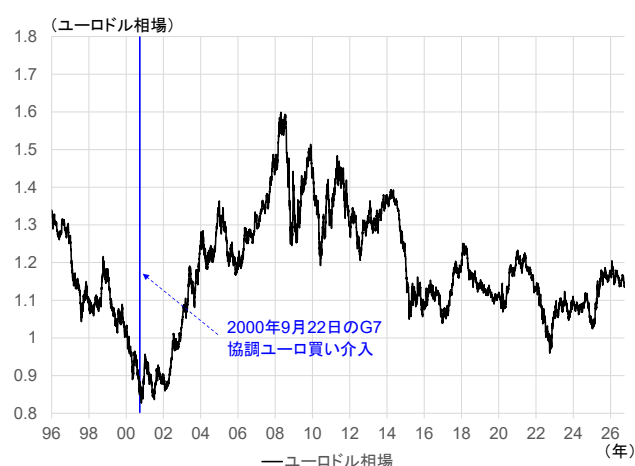
いて3回行われて来た。すなわち、1998年6月17日の日米協調円買い介入、2000年9月22日のG7協調ユーロ買い介入、そして2011年3月18日のG7協調円売り介入で、全て1日だけの単発の協調介入であった（第9、10図）。これらのケースでは、介入実施後1ヵ月～7ヵ月で改めて安値・高値を更新しており、為替介入の効果は一旦消滅していた。もっとも、より大局的にみると、その後3つのケースともに為替レートは、それら安値・高値を最後に協調介入が意図した方向へ反転しており、協調介入は結果的に為替レートが相場の大底や大天井をつけてトレンド転換する前兆となっていた。

第9図: 1990年代後半以降のドル円相場にかかる協調介入



(資料)NY 連銀、日本財務省、Bloomberg、各種報道などより筆者作成

第10図: 1990年代後半以降のユーロドル相場にかかる協調介入



(資料)NY 連銀、日本財務省、ECB、Bloomberg、各種報道などより筆者作成

こうした現象がみられるのは、まずそもそも協調介入が行われるという事実自体から、既に当該為替レートが投機的な取引により大幅に上昇・下落し過ぎている異常な水準にあった可能性が高く、何らかの切っ掛けで反対方向への修正・戻りが発生し易かったということであろう。そうした中で、主要国当局が協調介入によって現状の為替レート水準やその動きを望ましいと考えていないというメッセージを発信することが、アナウンスメント効果的に投機的な取引に対して相応の抑制効果を発揮していた可能性がある。そして協調介入が行われるに至った危機的な経済や金融市場の状況、そして協調介入に伴う米国などからの政策修正圧力が、結局当該国の経済政策などの見直しにつながる流れになり易く、その結果為替レートの反転につながって行ったと考えられる。

この点、今回の7月末以降の協調介入以降のドル円相場をみると、先に見たベッセント財務長官による追加の円安牽制もあり、これまでのところ過去3回の協調介入と比べると介入効果が良く持続しているようだ。まずヘッジファンド出身のベッセント財務長官による巧みな投機筋に対する牽制が、一定の効果を発揮している可能性があるだろう。また、今回は政策修正の面で目先は比較的機動的に対応できる金融政策が焦点となり、実際に日銀の9月への利上げの前倒しなどが、まずは迅速に実現したことがあろう。これに対して例えば1998年6月の協調円買い介入の際は、不良債権処理政策が焦点であり

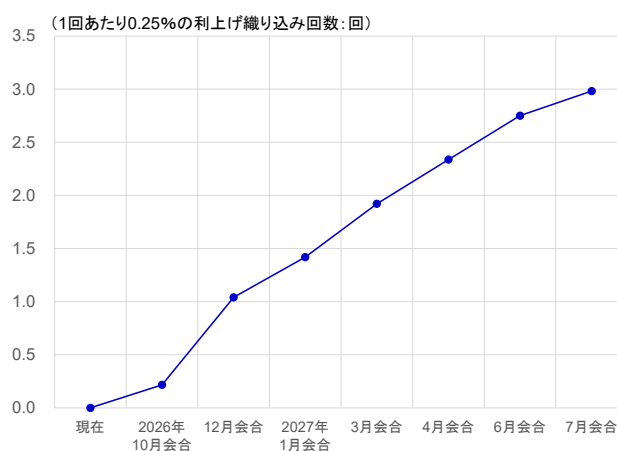
対応に時間を要した面があった。さらに、近年我が国を取り巻く安全保障環境が厳しくなりつつあり、しかも日本の国力がかつてよりも低下して様々な面で米国への依存度が高まっている。こうした中で、過去の米政権よりも反応に不確実性のあるトランプ政権と円滑な日米関係を維持する必要に迫られていることも、今回の日本サイドの対応を早めた面もあろう。

(3) 日本政府はどこまで政策修正に踏み込めるか？

今のところ日米当局の円安牽制策は、相応に市場の円安期待を制御しているが、最終的に制御し続けることに成功して円安に歯止めを掛けるには、ベッセント長官が暗示しているような日本サイドの政策修正が実現する必要がある。この点、今後日本サイドにどこまでマクロ経済政策の修正余地があるかは不透明な面もある。

日銀の金融政策については、9月に利上げを実施し、これまでの約6ヵ月に1回を中心としたペースから3ヵ月に1回のペースでの利上げを実現した。植田日銀総裁も決定会合後の記者会見で、基調的インフレ率が目標の2%に接近して来た中で、インフレ目標からの上振れリスクも警戒する必要があるが出て来たことから金融政策は局面が変化したと言及。利上げペースが加速する可能性に含みを持たせるなど、一定のタカ派スタンスを示していた。しかし、今後は連続利上げや一度に0.5%ポイントの利上げもあり得るのではなど、事前の市場の期待値が大きく高まっていたことや、利上げに反対票を投じた審議委員が2名いたことなどから、むしろハト派的な利上げとの受け止めから一旦円安が進んだ。今後の日銀の金融政策見通しに関しても、本稿執筆時点で市場は既に2027年半ばまでに追加で0.25%ポイント×3回程度の利上げ(1.25%→2.0%)を織り込んでいる(第11図)。このため、日銀の利上げ積極化による大幅な円高動意は出難い状況となっている。

第11図: OIS市場が織り込む日銀利上げ見通し



(注)9月30日時点
(資料) Bloombergより筆者作成

米国との金利差についても、そもそも潜在成長率の違い（米＞日）から景気に中立な政策金利の水準には格差があり、FRBの政策金利が現状程度で高止まりする限り、日銀の利上げ積極化で金利差を大幅に縮小するのは限界があろう。

財政政策についても、食料品の消費税減税については先の衆院選における自民党の選挙公約であり、高市政権は実行に踏み切る方向で手続きを進めている。2040年度までに戦略17分野への官民合わせた370兆円の投資実現など、責任ある積極財政の看板も維持して行くようだ。但し、直近では9月25日に城内経済財政相がアベノミクス的な意味でのリフレ政策は終わっていると述べた他、同日に片山財務大臣も高市首相はリフレ派ではないと述べるなど、政策運営に関する情報発信面では市場により配慮するようなスタンス変化の兆候もみられ始めている。今後は370兆円の投資計画について政府の負担額や財源手当てなどを含め、積極財政政策の具体的な財政への影響がより明確化することで、市場の一部にある政策への懸念が払拭されて来るかが注目されよう。

もっとも、市場は都合良く動かないのも常であり、それまで市場が待ってくれる保証は無い。依然として円安圧力が熾り、日米が協調で円安牽制を継続せざるを得ないのは、円安圧力を後退させるような政策修正が日本政府から出て来るかについて、市場にまだ疑心暗鬼があるためと思われる。仮に市場がしびれを切らしたり、何らかの円安材料の浮上で再び強い円安圧力が台頭した場合、まずは為替介入での対応が考えられるが、余程の緊急事態でもない限り、米国がすぐに再び協調介入に応じてくれるかは不透明であろう。ベッセント財務長官の発言にもあったように、その場合まずは日本サイドの踏み込んだ政策修正が水面下で迫られることになるのではないか。日銀の利上げペース加速による対応にも限界があるのであれば、財政政策での対応（見直し）が必要になるなど、市場と米国からの圧力で何らかの政策対応が迫られ、結果的にここからの大幅な円安は回避されることになるのではないか。

当面は再度の日米協調介入の可能性もちらつかせた円安牽制で時間を稼ぎつつ、現実的な範囲での日本サイドの政策修正や中東情勢の鎮静化などを視野に入れて、円安圧力の一服を目指す展開となろう。中東情勢の緊迫化などで想定外に原油価格が急騰するような事態などなければ、7月につけた39年8ヵ月ぶりのドル高円安水準である163円95銭を上抜けてさらなる高値更新を試すような可能性は後退して来たとみられ、目先160円に向かっても介入警戒感から上値の重い推移となろう。結果的に今回の協調介入も、過去の協調介入でみられたように、円安サイクル一服につながって行く可能性はあるとみている。

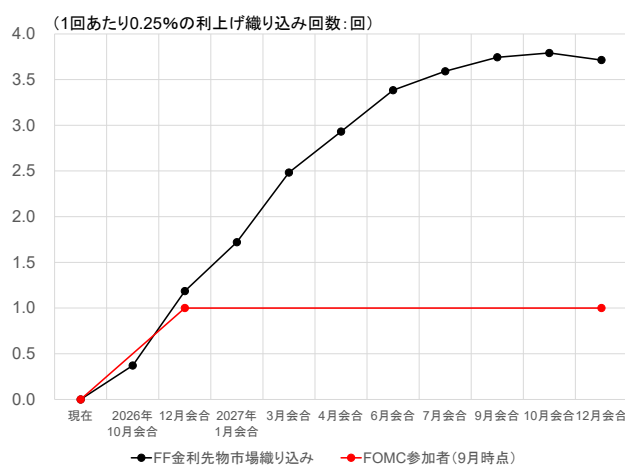
4. 円安トレンドの転換には相応の米金利低下が必要

日米協調による円安牽制が当面円安期待を制御するとしても、米金利が高止まりし続けている限りは、日銀による利上げにも限度がある中、日米金利差は大きくは縮小し難く、ドル円相場も高止まりが続き易いであろう。もちろん日本サイドの政策変更の内容

次第では、一部投機的な円売りポジションが取り崩されて一定の円高材料となろう。もっとも、そうした円売りポジションがより大きく取り崩されて、大局的な円安トレンドの一服が明確化するには、やはり米金利がある程度低下して来ることが必要であろう。

この点、既に見たように FRB は 9 月 FOMC からむしろ再び利上げ局面に転じた。9 月 FOMC で公表された FOMC 参加者の政策金利見通し（ドットチャート）の中央値では、年内あと 1 回の利上げと 2027 年中の政策金利据え置きが予想されている。市場は本稿執筆時点で次回 10 月 FOMC での 0.25%ポイントの追加利上げを約 4 割、2027 年末までに 0.25%ポイントの追加利上げを合計約 3.8 回分織り込んでいる（第 12 図）。相応に前のめりに織り込んでいるとも言えるが、目先上昇モメンタムのついた米長期金利がさらに上昇余地を試す場合、日米 2 年金利差とドル円相場の散布図でみた場合、足元の右上がりの傾向線に沿う形で追加的なドル高円安が進もう。堅調な AI ブームの持続性や中東情勢の影響を受けた原油価格の動向が、FRB の利上げ見通しに与える影響を通してドル円相場にも影響を与えよう。当面のドル円相場は、日米の円安牽制と FRB の利上げ見通しを背景としたドル高の綱引きで 150 円大台後半を中心としたレンジ相場が続きそうだ。

第 12 図：FF 金利先物市場・FOMC 参加者の利上げ見通し



(注)FF 金利先物市場は 9 月 30 日時点

(資料) Bloomberg より筆者作成

以上

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 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>