

転換点としての外国為替介入：日本の事例

菊池信之介
(カリフォルニア大学サンディエゴ校)

2026 年 8 月

CREPE DISCUSSION PAPER NO. 203



CENTER FOR RESEARCH AND EDUCATION FOR POLICY EVALUATION (CREPE)

THE UNIVERSITY OF TOKYO

<http://www.crepe.e.u-tokyo.ac.jp/>

転換点としての外国為替介入：日本の事例^{*}

菊池信之介[†]

カリフォルニア大学サンディエゴ校

2026 年 8 月 12 日

要旨

1991 年から 2026 年までの日次ドル／円相場と日本の為替介入記録を用い、介入前後の為替相場のトレンドを分析した。ローカル・プロジェクションを用いた分析によれば、円買い介入後には円高が進み、その動きは 2 年以上持続することがわかった。この結果は、過去のリターンを考慮した場合、連続した介入をまとめた場合、より長いサンプルを用いた場合、まとめた介入を一組ずつ除外した場合においても確認される。

^{*} 本稿は、英語原著論文 “Foreign Exchange Intervention at Turning Points: Case of Japan” を元に、著者がより幅広い読者向けに翻訳したものである。

[†] Email: skikuchi@ucsd.edu。テキサス大学オースティン校の大西陸仁氏から有益なコメントを頂いた。記して感謝したい。

1 序論

本稿は、為替介入がドル／円相場の転換点となるかを検討する。1991 年 4 月から 2026 年 6 月までの日次ドル／円相場と、個々の為替介入操作を記録したデータを結合し、Jordà (2005) のローカル・プロジェクションを用いて、介入日を基点としたドル／円相場の変化を分析する。

分析の結果、円買い介入後にはドルに対して円高が進み、その動きは 2 年を超えて持続することがわかった。推定係数は 20 営業日後に -1.42 対数ポイント、250 営業日後に -12.57 対数ポイント、500 営業日後に -19.36 対数ポイントである。この質的・量的な結果は、過去 5 期の日次リターンを考慮してもほとんど変わらない。また連続した介入をまとめて、一連の介入の初日を処置とした場合、より長い、介入の 500 営業日前から 1,000 営業日後まで固定したサンプルを用いた場合、まとめた介入を一組ずつ除外して推論した場合にも同じパターンが確認される。一方、ドル買い介入日後のドル／円相場には持続的な動きが見られなかった。

為替介入は、ポートフォリオ・バランス、シグナリング、あるいは政策協調を通じて作用し得る (Sarno and Taylor, 2001)。イベント・スタディを用いた先行研究では、近接する介入操作をまとめ、短い期間における為替相場の変化を測っているものが多い (Fatum and Hutchison, 2003)。日本については、Fatum and Hutchison (2006) が営業日ベースの短いスパンにおいて、為替レートが介入の意図した方向へ変化していることを報告し、Guyot and Montgomery (2025) は日中の為替相場の動きと日次の介入結果を関連付けている。本稿は、より長い期間において統一的な分析を行っており、頑健性検証として先行研究の手法もカバーしている。

為替介入は当然、前後の為替レートの変化に対応しており、狭義の因果関係の識別は困難である。なお、介入の為替に対する反応関数の推定が先行研究では多く行われている (Ito and Yabu, 2007, 2020)。これらの研究を踏まえ、本稿では介入前の為替レートのパスも報告している。また、頑健性チェックの際には、過去の為替レートを考慮したり、連続する介入操作をまとめたりなどもしている。

2 分析

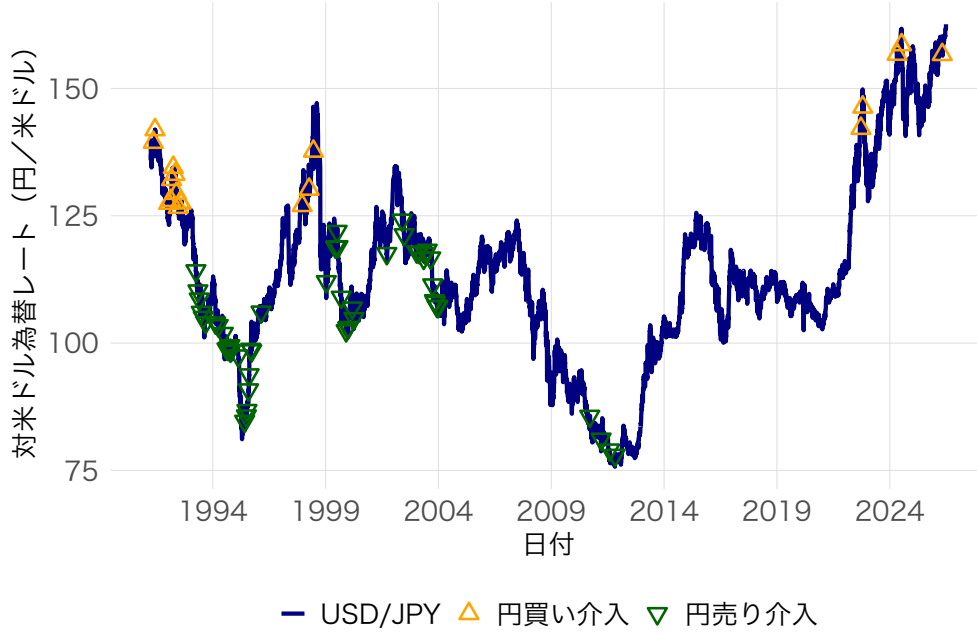
2.1 データ

為替相場には、米連邦準備制度理事会の DEXJPUS 系列を用いる。この系列は 1 米ドル当たりの日本円で測られる (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2026)。値の上昇は円安を表す。ドル／円相場が観測される日を分析単位として用いる。サンプルは 1991 年 4 月 1 日から 2026 年 6 月 30 日までの 8,846 日（単位）からなる。

為替介入記録は日本の財務省が公表しているデータから取得する (Ministry of Finance Japan, 2026)。ドル／円を直接売買した操作のみを残す。円買い介入はドル売り・円買い、ドル買い介入はドル買い・円売りを意味する。介入日に DEXJPUS が観測されない場合は、次に相場が観測される日に介入を割り当てる。データには円買い操作が 42 件、ドル買い操作が 319 件含まれる。ドル買い操作のうち 3 組がそれぞれ同じ営業日に割り当てられるため、相場との日付調整後には円買い介入日が 42 日、ドル買い介入日が 316 日となる。

連続した介入も観察されるため、同方向の介入操作をまとめる分析も行なっている。その際は、同方向の介入が 5 日以内に行われた場合は一つの組として扱い、まとめて分析を行う。この基準により、円買い介入は 19 組、ドル買い介入は 51 組となる。図 1 はドル／円相場と各組の最初の介入日を示す。マーカーから、連続する介入操作が複数観察されることが分かる。

図 1: ドル／円相場と為替介入の開始日



注：実線は1米ドル当たりの円で測った DEXJPUS である。マーカーは、同方向の介入がない営業日が5日挟まる場合に区切った各組の最初の介入日を示す。DEXJPUS が観測されない日の介入操作は、次に相場が観測される日に割り当てる。出所：FRED および財務省。

2.2 ベースライン推定

営業日 t のドル／円相場を S_t とする。介入方向 d と経過日数 $h \in \{-250, \dots, 500\}$ について、アウトカムを

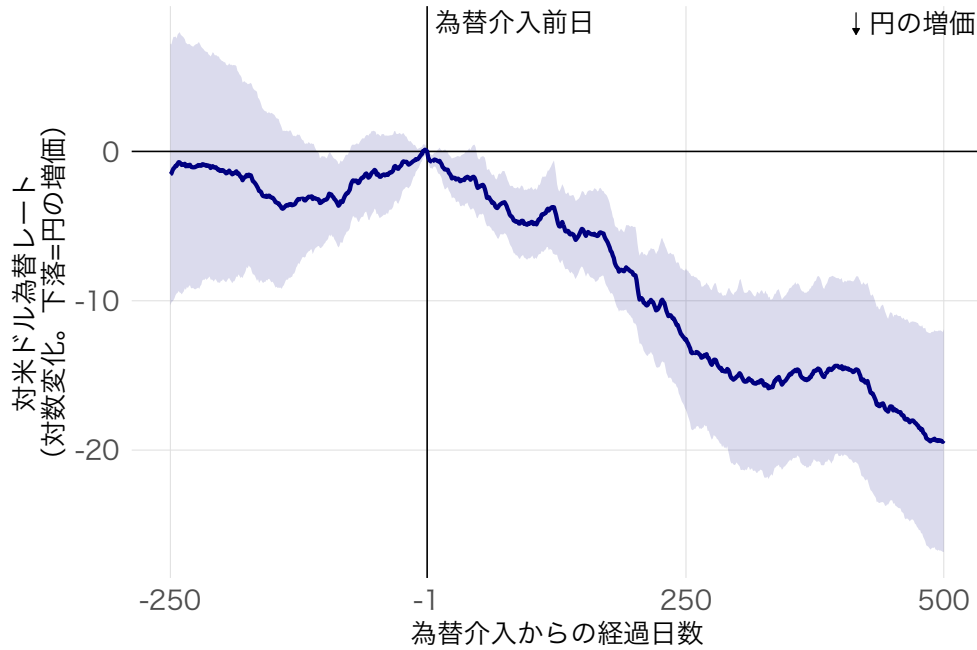
$$y_{t,h} = 100 [\log S_{t+h} - \log S_{t-1}] \quad (1)$$

と定義する。ベースラインのローカル・プロジェクションは

$$y_{t,h} = \alpha_h^d + \beta_h^d D_t^d + \varepsilon_{t,h}^d \quad (2)$$

である。ここで、 D_t^d は同方向の介入日に1となる介入日ダミーである。係数 β_h^d は、介入日と同方向の介入がない日との間の平均累積為替変化の差を表す。この比較は、選択された介入日前後の経路を記述するものであり、政策の（狭義の）因果効果を識別するものではない。各経

図 2: 円買い介入日前後のドル／円相場



注：実線は式 (2) の $\hat{\beta}_h^{JPY}$ を示す。帯は、バンド幅 $|h + 1|$ を用いた経過日数 h ごとの 95% Bartlett Newey–West 信頼区間である。各経過日数では利用可能なすべての観測を用いる。経過日数 -1 は定義によりゼロである。

過日数では、利用可能なすべての起点を用いる。 $\hat{\beta}_{-1}^d = 0$ と置く一方、 $\hat{\beta}_0^d$ には介入日の変化を含める。経過日数ごとの 95% 信頼区間には、バンド幅 $|h + 1|$ および有限標本補正を用いた Bartlett Newey–West 標準誤差を用いる。

図 2 は円買い介入の推定結果を示す。介入前の係数は介入の 141 営業日前付近で -3.84 となり、その後、介入日に近づくにつれてゼロへ向かう。介入日の係数は -0.40 、95% 信頼区間は $[-0.74, -0.05]$ である。その後、係数は 20 営業日後に -1.42 、60 営業日後に -3.20 、250 営業日後に -12.57 、500 営業日後に -19.36 となる。すなわち、推定されたドル円レートは円買い介入日前後でトレンドを大きく変えていることがわかる。

2.3 頑健性

■5 期のラグ為替レート。短期的な為替相場の動きを制御するため、過去 5 期の日次リターンを加える：

$$y_{t,h} = \alpha_h + \beta_h D_t^{\text{JPY}} + \sum_{j=1}^5 \gamma_{h,j} 100 \Delta \log S_{t-j} + \varepsilon_{t,h}. \quad (3)$$

図 3 のパネル (a) に結果を示す。係数は 20 営業日後に -1.43 、250 営業日後に -12.63 、500 営業日後に -19.43 であり、いずれもベースラインとの差は 0.1 対数ポイント以内である。

■連続介入をまとめて分析。為替介入は、連続して行われることが多く、ベースラインの推定手法では、それぞれ単独の為替介入と複数の為替介入を混同している可能性がある。そこで、同方向の介入がない営業日が 5 日続いた後の最初の円買い介入日に、 E_t^{JPY} が 1 を取るとする。次の式を推定する：

$$y_{t,h} = \alpha_h + \beta_h^E E_t^{\text{JPY}} + \varepsilon_{t,h}. \quad (4)$$

同じ組に含まれるその後の円買い介入日は起点から除外するが、その後の介入操作はアウトカム経路に残す。パネル (b) では、介入 58 営業日後までは 19 組すべてを用い、それ以降は 18 組を用いる。係数は 20 営業日後に -1.20 、60 営業日後に -3.77 、250 営業日後に -11.10 、500 営業日後に -18.79 である。介入 60 営業日前の係数は -2.76 であり、その後、介入開始日に近づくにつれてゼロへ向かう。連続する介入操作をまとめると、方向の変化がより明確になる。

■4 年間の固定サンプル。ベースラインの分析では、サンプル期間の初期と末期の為替介入が存在することから、推定される経過日数 h によってサンプルが変わる。パネル (c) では、各起点について介入の 500 営業日前から 1,000 営業日後までの観測がすべて存在することを求める。固定サンプルには 7,863 日と 32 の円買い介入日が含まれる。係数は 20 営業日後に -1.09 、250 営業日後に -13.94 、500 営業日後に -23.34 、1,000 営業日後に -22.14 である。

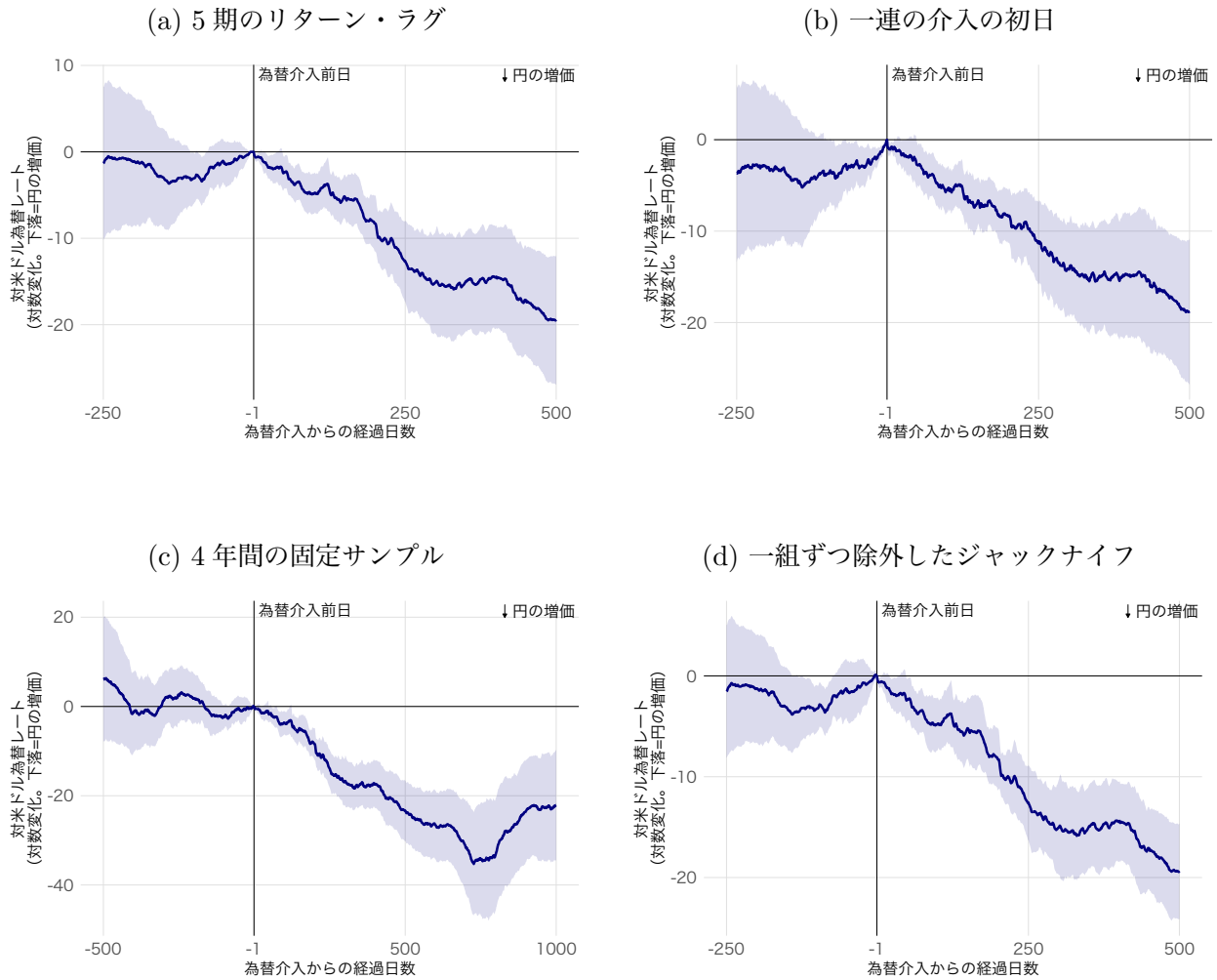
■介入の交差検証 (leave-one-out) による推論。5 営業日の基準でまとめた各組 g について、その組に属する円買い介入の起点を除外し、式 (2) を再推定する。得られた係数を $\hat{\beta}_{h,(-g)}$ 、推

定に寄与する組数を G_h とすると、ジャックナイフ標準誤差は

$$\widehat{SE}_{JK,h} = \left[\frac{G_h - 1}{G_h} \sum_{g=1}^{G_h} \left(\hat{\beta}_{h,(-g)} - \bar{\beta}_{h,(-)} \right)^2 \right]^{1/2} \quad (5)$$

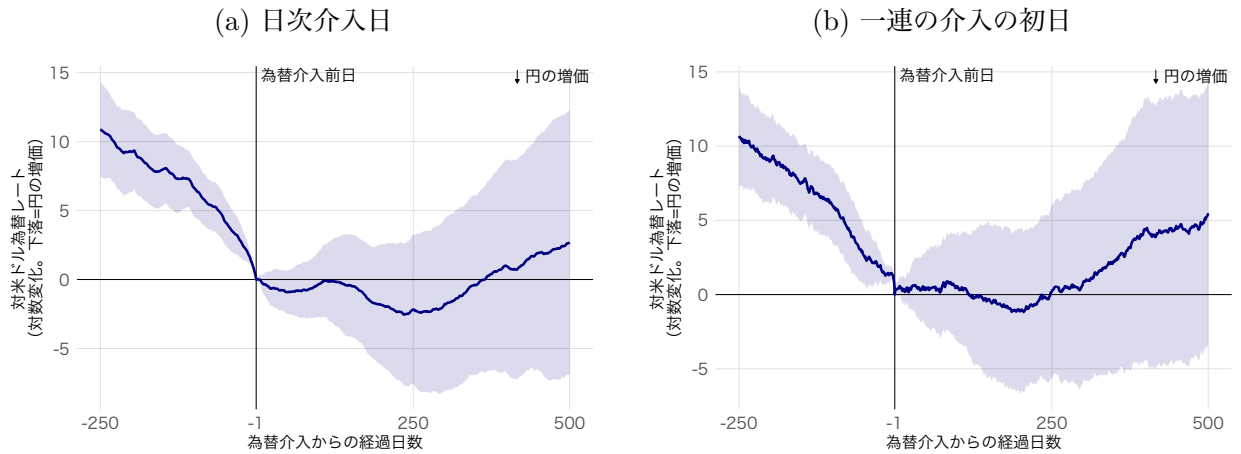
である。パネル (d) では、経過日数ごとの t_{G_h-1} 信頼区間を、すべての日次介入を用いた推定値の周りに示す。信頼区間は 20 営業日後に $[-2.75, -0.10]$ 、250 営業日後に $[-16.33, -8.81]$ 、500 営業日後に $[-24.11, -14.61]$ である。

図 3: 円買い介入に関する頑健性



注：パネル (a)–(c) は、経過日数ごとの 95% Bartlett Newey–West 信頼区間を示す。パネル (d) は、ホライズンごとに、介入を一組ずつ除外したジャックナイフによる 95% 信頼区間を示す。経過日数 -1 はゼロである。

図 4: ドル買い介入日前後のドル／円相場



注：パネル (a) は介入日を用いる。パネル (b) は、同方向の介入がない営業日が 5 日挟まる場合に区切った各組の最初の介入日を用い、同じ組に含まれるその後の介入日を起点から除外する。帯は経過日数ごとの 95% Bartlett Newey–West 信頼区間である。

2.4 ドル買い介入

図 4 はドル買い介入の結果を示す。パネル (a) は 316 の介入日を用いる。介入に先立ってドル／円相場は下落しており、係数は、介入 60 日前で 4.94 対数ポイント、250 日前で 10.90 対数ポイントである。介入後の係数は 20 営業日後に -0.56 、60 営業日後に -0.88 、250 営業日後に -2.17 、500 営業日後に 2.69 である。いずれの信頼区間もゼロを含む。

パネル (b) は、5 営業日の基準で区切った 51 組のドル買い介入について、各組の最初の介入日を用い、同じ組に含まれるその後の介入日を起点から除外する。係数は開始日に 0.39 、20 営業日後に 0.46 、60 営業日後に 0.50 、250 営業日後に 0.22 である。介入翌日以降、信頼区間はゼロを含む。

逆の先行トレンドが明らかなこの結果を踏まえると、介入直前までは円高傾向にあった為替レートが、介入前後でトレンドを変化させているようにも見て取れる。

3 結論

円買い介入日は、ドル／円相場の経路の転換点と重なる。円買い為替介入後に、ドル／円為替は円高トレンドに転じ、2年ほどそのトレンドは持続する。直前の為替レートを制御した推定、連続した為替介入を用いた推定、固定サンプルを用いた推定、特定の為替介入に左右されない leave-one-out を用いた分析でも、同じパターンが確認される。

ドル買い介入については、介入前の円高傾向は介入後には消えるものの、介入後のドル／円相場が持続的に円安に向かう動きは見られなかった。

参考文献

- Board of Governors of the Federal Reserve System. 2026. “Japanese Yen to U.S. Dollar Spot Exchange Rate (DEXJPUS).” FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Fatum, Rasmus, and Michael M. Hutchison. 2003. “Is Sterilised Foreign Exchange Intervention Effective After All? An Event Study Approach.” *Economic Journal* 113(487): 390–411.
- Fatum, Rasmus, and Michael M. Hutchison. 2006. “Effectiveness of Official Daily Foreign Exchange Market Intervention Operations in Japan.” *Journal of International Money and Finance* 25(2): 199–219.
- Guyot, Opale, and Heather A. Montgomery. 2025. “Against the Wind or with It? The Intraday and Daily Dynamics of Yen Interventions.” *Journal of the Japanese and International Economies* 78: 101392.
- Ito, Takatoshi, and Tomoyoshi Yabu. 2007. “What Prompts Japan to Intervene in the Forex Market? A New Approach to a Reaction Function.” *Journal of International Money and Finance* 26(2): 193–212.
- Ito, Takatoshi, and Tomoyoshi Yabu. 2020. “Japanese Foreign Exchange Interventions, 1971–2018: Estimating a Reaction Function Using the Best Proxy.” *Journal of the Japanese and International Economies* 58: 101106.
- Jordà, Òscar. 2005. “Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections.” *American Economic Review* 95(1): 161–182.
- Ministry of Finance Japan. 2026. “Foreign Exchange Intervention Operations.” Tokyo: Ministry of Finance.
- Sarno, Lucio, and Mark P. Taylor. 2001. “Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is It Effective and, If So, How Does It Work?” *Journal of Economic Literature* 39(3): 839–868.