

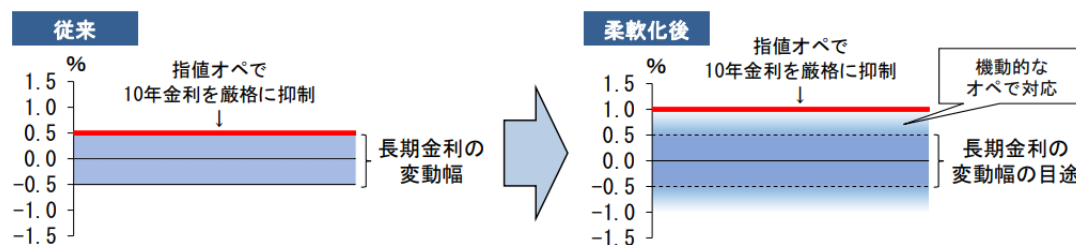
2023年8月8日

日銀 YCC 運用柔軟化と円相場の今後

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

7月28日に日本銀行は現状の金融緩和政策の枠組みにおける長短金利操作、いわゆるイールドカーブ・コントロール（YCC）政策の運用柔軟化を発表した（第1図）。すなわち、10年物国債金利の許容変動幅について、従来は0%を中心に±0.5%程度として0.5%での連続指値オペを実施していたが、今後は0%を中心に±0.5%程度を自途として、1.0%での連続指値オペを行うと表明。金利変動上限を事実上最大1.0%まで拡大し、0.5%～1.0%の価格帯では急激な上昇を抑制するために必要に応じて各種オペを行いつつ、金利の決定はある程度市場に委ねることとなった。10年金利は0.5%を超えて上昇したが、日銀が臨時の国債買入オペを行い急激な上昇を牽制したため、これまでのところ0.6%台での推移で止まっている（次ページ第2図）。

第1図：イールドカーブ・コントロール(YCC)運用柔軟化



(資料) 日本銀行公表資料

7月28日未明に日本経済新聞電子版が、YCC運用柔軟化が決定される可能性を報じると、直後からドル円相場が141円台から138円台へと2円以上円高方向へ急変動するなど、為替市場は事前に一定程度これを織り込んでいた。このため同日昼頃の日銀による正式発表後に、ドル円相場が一旦138円ちょうど近辺までさらに小幅に円高へ進む局面もあったものの、その後はドル高円安方向へ推移し、足元は140円台を回復している（次ページ第3図）。欧州通貨など、ドル以外の他の主要通貨に対しても概ね円安が進んでいる。

第2図：日本国債10年金利(2023/6/1~8/7)



(資料) Bloomberg

第3図：ドル円相場(2023/6/1~8/7)



(資料) Bloomberg

このように YCC 運用柔軟化にも拘わらず、これまでのところ円高は進んでいない。実際、YCC の性質上事前に市場に織り込ませるのは容易でない面はあったにせよ、今回の決定はサプライズであった。また日銀による説明でも、物価上振れへのリスクにも備えておくための運用柔軟化とされ、長期金利の追加的な上昇の許容という金融引き締め方向の政策修正の側面があったのも事実だ。もっとも、同時に日銀は今回の政策修正が、金融緩和正常化への一歩ではなく、金融緩和政策をより持続的に維持するための修正であり、現状マイナスとなっている短期金利の引き上げも当面行わないとも説明した。分かり難いとの見方もあるが、YCC の枠組みを維持するとしつつ、事実上形骸化に進んで行くような形で、市場が金融引き締めの一歩を合図に一気に走り出さないような巧妙な言い回しを行ったという面もあろう。さらに日銀が臨時の国債買入オペを実施し、長期金利の急上昇を抑制したことも円安材料になった模様だ。

ただやはり大きかったのは、米景気ソフトランディング期待の高まりなどから、米金利を中心に主要国の長期金利が上昇基調にあったことであろう(次ページ第4図)。2023年1月13日付国際通貨研レポート「日銀金融政策修正観測と円相場の行方～円相場と日銀金融政策の大局的な関係に基づく検証～」¹でも述べたように、円相場(円の名目実効為替レート)は、安全通貨としての傾向を強めた2000年代半ば以降、米長期金利を中心とした世界の長期金利サイクル、延いては世界の景気サイクルと大局的に逆相関で推移して来た(次ページ第5図)。例えば米景気を含む世界景気が拡大する局面では、米金利を含む主要国の金利が上昇し、日本の金利も通常上昇傾向となるが相対的に小幅に止まるため、日本と主要国の金利差が拡大。また景気拡大で世界的に株価が上昇し市場のリスク選好度が強まることもあり、円は大局的に下落する傾向にあった。逆に米景気を含む世界景気が後退する局面では、こうした流れが逆転するため、円は相対的に上昇する傾向にあった。足元も、米長期金利が上昇傾向にあることが、円安の要因とみら

¹ [2023年1月13日付国際通貨研レポート「日銀金融政策修正観測と円相場の行方～円相場と日銀金融政策の大局的な関係に基づく検証～」](#)

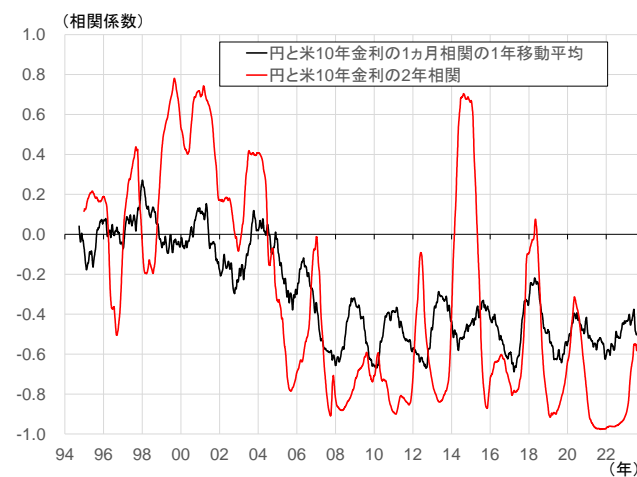
れる。こうした事情を背景に、円相場は大局的に日本の長期金利や日銀の金融政策とさえも逆相関の傾向が強いことも、前掲レポートでは指摘した。6月28日にポルトガル・シントラで開催された欧州中央銀行（ECB）年次フォーラムで、植田日銀総裁が、円安の原因について、パウエルFRB議長ら米英欧3中銀トップを前に、ここにいる3中銀のせいでもあるとジョークを飛ばしたとされているが、以上のような事実を踏まえると、筆者は実は正鵠を得た発言であったとみている。

第4図：米国10年金利(2023/6/1~8/7)



(資料) Bloomberg

第5図：円の名目実効為替レートと米10年金利の相関



(資料) Bloomberg

過去より日銀による金融引き締め方向への政策変更は、結果的に円安が進みやすい世界的な経済環境で実施されることが多かった。今回の日銀による YCC 運用柔軟化も、過去のパターンと同様、やはり世界景気が当面まだ拡大を続ける見込みで、米国を中心とした長期金利も上昇地合いにあったからこそ決定された面があろう。言うまでも無く、そうした局面では円安が（そして株高も）進みやすい。今後の円相場やドル円相場の大局的な動向も、米景気を中心とした世界景気の動向と、それを受けた FRB の金融政策の行方に大きく影響されることが改めて確認できよう。

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、すべてお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 2023 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

Telephone: 81-3-3510-0882

〒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

電話：03-3510-0882 (代)

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>