



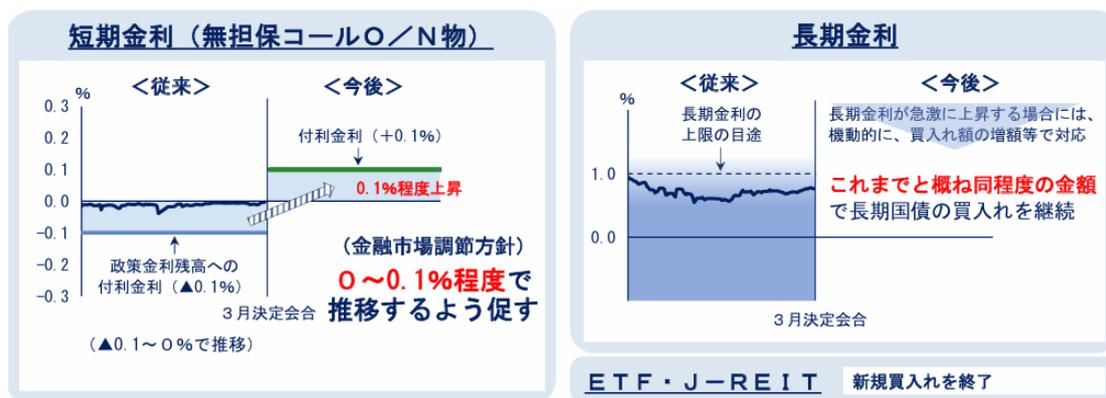
2024年3月29日

日銀の異次元金融緩和解除と円安

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

3月19日に日本銀行は、2%の「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現して行くことが見通せる状況に至ったと判断、2013年の黒田前総裁就任以降に導入された量的・質的金融緩和政策を、その役割が終わったとして撤廃した（第1図）。すなわち、日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用し、10年物国債金利を0%程度に誘導するというイールド・カーブ・コントロール（YCC）政策を終了。今後の金融市場調節方針では、無担保コール翌日物金利を0%～0.1%程度で推移するよう促すとし、他の中央銀行が行っている「普通の金融政策」に戻すとした。但し、長期国債の買入れについては、これまでと概ね同程度の金額で継続するとし、急激な長期金利の上昇は抑制する。また、ETF及びJ-REITの新規買入れを終了し、CP等および社債等についても1年後を目途に買入れを終了。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまでマネタリーベースを拡大するという、オーバーシュート型コミットメントも、要件を充足したとして撤廃した。

第1図：金融政策の枠組みの見直し



（資料）日本銀行公表資料

1月の日銀金融政策決定会合以降、当初市場ではマイナス金利政策などの撤廃時期について、3月か4月で見方は分かれていた。もっとも、その後の日銀幹部による情報発信や、政策変更の可能性を示唆する各種事前報道により、直前までに3月実施はほぼ市

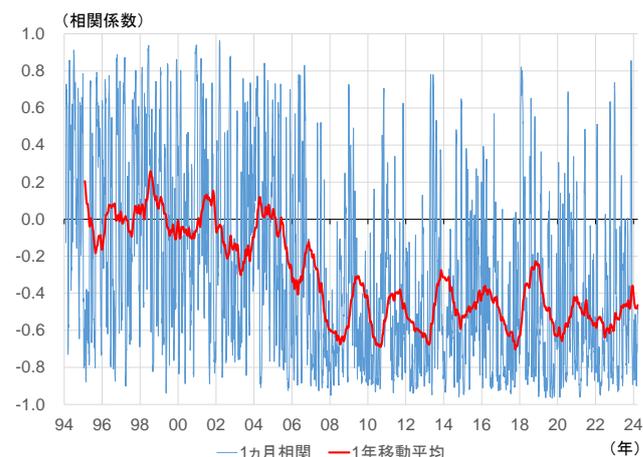
場に織り込まれていたことから、正式発表後も市場には特に混乱はみられなかった。為替市場でも、金融緩和巻き戻しは本来円高材料であるにも拘わらず、会合後はむしろ円安が進んだ（第2図）。ドル円相場は150円台に再び到達し、3月27日には1990年7月以来、34年ぶりとなる151円97銭をつける場面もみられ、その後も151円台で推移している。今回の政策変更が事前の想定通りであったことに加え、植田総裁の会見から追加利上げは容易には行われなことが窺われたこと、さらに直前に公表された米インフレ指標の上振れから、FRBによる利下げ開始先送り観測が改めて台頭してドル高円安動意がみられていたことも、こうした相場展開の背景にあった。

第2図：ドル円相場(2024/1/1～3/28)



(資料) Bloomberg

第3図：円名目実効為替レートと米10年金利の相関係数



(注) BIS公表のナローベースの円名目実効為替レートと米10年金利の日次データの1ヵ月ウインドウ・ローリング相関係数、及びその1年移動平均。マイナスで推移しているということは、円相場と米10年金利が逆相関であることを意味する。

(資料) Bloomberg

一方、大局的な観点に立てば、グローバルな金利サイクルに沿った円相場の典型的な推移と整理することもできる。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（第3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。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逆相関の傾向が強いことも指摘した。

最近でも、2023年7月のYCC政策における長期金利許容変動幅の拡大（0%±0.5%

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～」](#)

→0%±1.0%) や、同年 10 月の再拡大 (0%±1.0%→0%±1.0%を目途) によりその形骸化と撤廃の準備が進められて来たが、こうした金融引き締め方向の政策変更が段階的に実施され、日本の 10 年金利が上昇基調にある中でも、円相場は下落方向に推移して来た (第 4 図)²。今回の政策変更以降の円安も、こうした大局的な流れと整合的であると言える。

第 4 図：日銀金融政策修正とドル円相場・日 10 年金利



(資料) Bloomberg

第 5 図：FRB、ECB、日銀の政策金利の推移と円実効相場



(資料) Bloomberg

足元のような主要国中央銀行による利上げ打ち止め局面では、金利サイクルはピークに達しつつある。しかし、主要国では金融引き締めの影響がまだ完全に顕在化していないこともあり、景気や株価も底堅く推移している。市場のリスク選好も相応に維持され、低金利の円を売って高金利の通貨を買うような取引が増加し、円相場はじり安傾向が続き易い。一方で、近年の日本経済は内需牽引力が弱く、外需に依存して景気回復が緩慢に進む。今回と同様に主要国中銀による政策金利引き上げがある程度進捗していたり、場合によっては今回のような利上げ打ち止め後に、日銀による金融緩和の巻き戻しが着手され、円相場のじり安基調と並存するケースが過去にもみられて来た (第 5 図)³。

市場では、年内 10 月などに日銀が追加利上げをするのではとの見方も一部で浮上している。日銀による追加の金融緩和巻き戻し自体は一定の円高材料にはなり得ようが、そうした政策を実施できるグローバルな世界経済の状況こそが、大局的な円安の流れを生じさせているとも言える。本格的な円安の流れの転換には、やはり FRB などが大幅に利下げを行わざるを得ない状況を待つ必要があるだろう。

² 2023 年 11 月初旬以降の日本の 10 年金利の低下は、11 月 1 日の FOMC 後のパウエル議長の記者会見やその後に発表された 10 月分米雇用統計の下振れなどを受けて、FRB の年内追加利下げは見送りとの見方が市場で強まり、下落に転じた米 10 年金利につれ安となったことによるもの。

³ 2006 年頃の日銀の利上げ局面では、既に円相場が安全通貨として推移し始め、世界の金利サイクルと逆相関となっていたため、日銀の利上げ時に円は下落している。一方、2000 年頃の日銀の利上げ局面では、円はまだ安全通貨として推移しておらず、世界の金利サイクルと逆相関となっていなかったことから、日銀の利上げ時に上昇している。尚、こうした円の安全通貨として推移の変遷などについては、[2022 年 8 月 24 日付国際経済金融論考「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 \(その 5\) ～」](#)を参照。

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 2024 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>