

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

日銀金融緩和政策の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～

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

<要旨>

- 2022 年 12 月の日銀による突然の YCC の下での 10 年金利の変動幅拡大を受け、追加政策修正の可能性も排除できなくなり、さらなる円高への警戒感も強まっている。
- 円相場の大局的なサイクルは、安全通貨としての推移を強めた 2000 年代半ば以降、本質的にはグローバルな景気・金利のサイクルとの逆相関関係によって規定されており、結果的に日銀の金融政策とも基本的には逆相関となって来た。
- 世界経済の減速感が鮮明となり、世界の金利が下落サイクルに入って円相場に上昇圧力が働く状況では、当然ながらこれまで日銀は金融引き締め政策を行わない傾向にあったが、今後こうした状況で YCC の修正を優先して金融引き締めと取られるような政策修正を行うと、小幅な修正でも円高刺激効果は増幅され易くなる。

<本文>

1. 日銀が予想外のイールド・カーブ・コントロールの修正を実施

日本銀行は、2022 年 12 月 19～20 日に開催された金融政策決定会合において、現在の金融政策の枠組みの 1 つであるイールド・カーブ・コントロール (YCC) における 10 年国債金利の誘導レンジを、これまでの $0\% \pm 0.25\%$ 程度から $0\% \pm 0.5\%$ 程度へ拡大す

ることを決定した。

2022 年に顕在化した世界的なインフレ圧力から主要国の中央銀行は急速な利上げを実施したが、日銀は金融緩和スタンスを維持したため、内外金融政策の方向性の乖離を材料に円相場が大きく下落。こうした日銀の金融政策運営が持続可能でないとみた海外を中心とした投機筋が、日本国債 10 年金利の上昇方向にかけけるポジションを大きく積み上げるなどの動きもみられていた。もっとも、黒田日銀総裁を含め日銀幹部は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比が目標の+2%を超えて一定程度上昇しても、持続可能な望ましい形でのインフレ目標の達成ではなく、日本経済の現状を考えれば、金利上昇による金融引き締めにつながり得る 10 年金利の変動幅拡大は望ましくないとの説明を行って来た。実際、日銀は指値オペによる日本国債買入で市場の金利上昇圧力に断固として対抗して来た。このため日銀の政策変更は、少なくとも 2023 年 4 月までの黒田総裁の任期中はあり得ず、また新総裁就任後についても当面の間は、金融政策の変更は容易でないとの見方が一般的となっていた。

こうした中での先般の金利変動幅の拡大は、金融市場でもサプライズとなり、日本国債 10 年金利はこれまでの上限目途であった 0.25% 近辺を超えて 0.5% 近辺まで上昇（第 1 図）。為替市場では、内外金融政策の方向性の乖離の是正が進むとの思惑から円相場が急上昇し、ドル円相場も発表前の 1 ドル＝137 円台半ばから当日中に 130 円近辺まで円高が進行する場面もみられた（第 2 図）。

第 1 図: 日本国債 10 年物金利(～1/12)



第 2 図: ドル円相場(～1/12)



黒田総裁は金融政策決定会合後の記者会見において、政策変更の背景を、YCC の副作用による日本国債のイールド・カーブの歪みなど市場機能の低下を是正する必要が出

て来たためと説明した。YCC は為替レート・ペッグなどと同様に市場を直接コントロールする政策であるため、通常の政策金利の操作と異なり、政策の変更を事前に市場に織り込ませることは困難であった点はある。とは言え、今回のサプライズを受けて、さらなる政策変更があるのではないかと、あるいは黒田総裁の下で行われて来た大規模な金融緩和政策を、総裁退任前に手じまいし始めたのではないかとその思惑が燦り始めている。今回の日銀の予想外の動きが、2023 年の円相場の押し上げ材料につながって行くのではとの警戒感も高まりつつある。

2. 円相場と日銀金融政策の大局的な関係

(1) 円相場と日米 10 年金利は大局的には逆相関

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）～」¹でも指摘したように、円が安全通貨としての推移を強めた 2000 年代半ば以降、円の名目実効為替レート（円相場）²は、米 10 年金利との逆相関関係を強めて来た（第 3 図）³。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。第 4 図は、円の名目実効為替レートと米 10 年金利のローリング相関係数(1 ヶ月相関の 1 年移動平均と 2 年相関)をみたものだが、両者は 2000 年代半ば以降、逆相関の関係を強めている⁴。

さらに円相場は、2000 年代半ば以降、日本の 10 年金利とも大局的に逆相関の関係にあった（第 5 図）。第 6 図は、円の名目実効為替レートと日本の 10 年金利のローリング

¹ [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）～」](#)

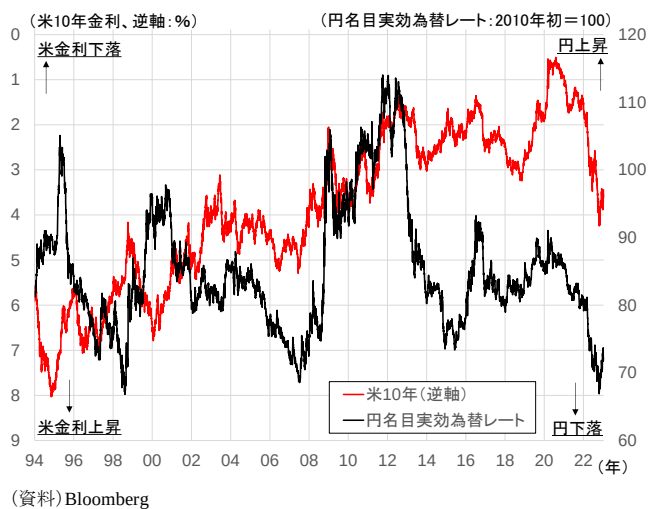
² 以下本稿では特に断りの無い限り、円の名目実効為替レートとして国際決済銀行（BIS）公表のナローベースの名目実効為替レートを使用。

³ 円相場は、2000 年代半ば以前はユーロなどと共にドルの変動の受け皿通貨として推移して来たが、グローバル化の進展や資源ブームなどにより、2000 年代半ば以降、資源国・新興国経済が次第に安定し、市場がリスク選好地合いにある際の投資先・ドル売りの受け皿として、資源国・新興国通貨が浮上。これにより円はドルの受け皿通貨としての役割が薄れ、ドルと共に安全通貨として推移するようになった可能性がある。この点については、脚注 1 の 2022 年 8 月 24 日付国際経済金融論考で説明している。

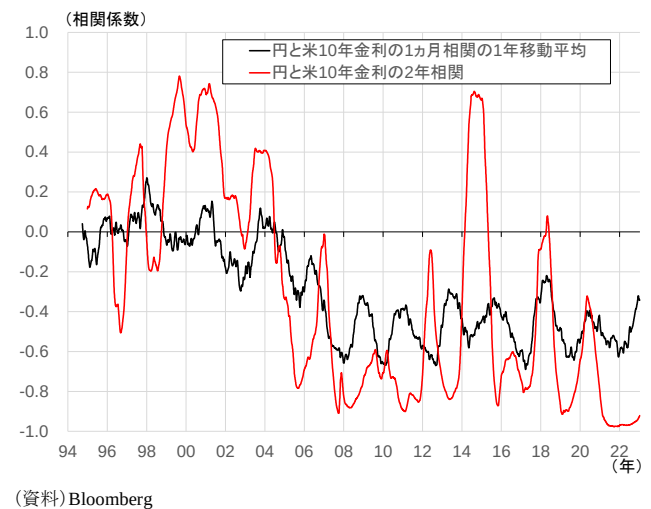
⁴ この点、2022 年は過去数十年みられなかったインフレ圧力への対応のため、FRB など主要国中央銀行の急激な利上げにより金利が大幅に上昇する一方、株価は下落。米国を中心にまだ本格的な景気後退には至っていないこともあって、円相場は内外金利差拡大に反応し、株価下落の下でも下落するという、円が安全通貨としての推移を強めた 2000 年代半ば以降ではみられない異例の変動パターンとなったと整理できる。

相関係数（1ヵ月相関の1年移動平均と2年相関）をみたものだが、両者は円と米10年金利の関係と同様に2000年代半ば以降、逆相関の関係を強めている。日本の金利を含めグローバルな金利のサイクルは基本的に米金利のサイクルと連動し易いため、先にみた円相場と米金利の逆相関がそのまま円相場と日本の金利との逆相関の背景になっていると考えられる。日本の金利上昇自体は円の上昇要因であるが、グローバルな景気サイクルと金利サイクルが為替市場全体に与える影響がそれを上回り、円がむしろ自国金利と逆相関になって来たと言える。

第3図: 円の名目実効為替レートと米10年金利



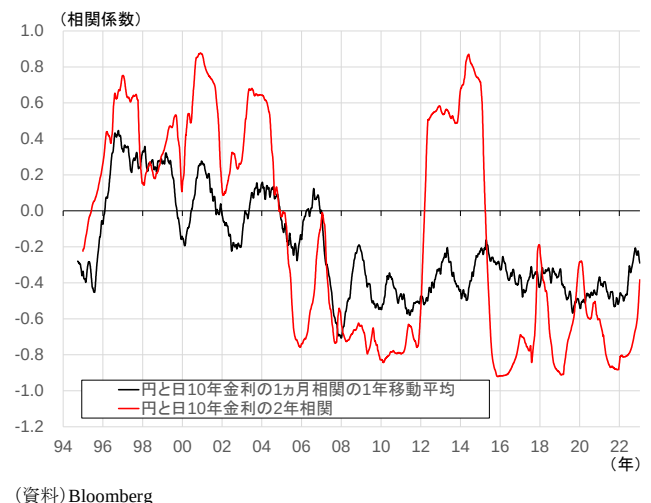
第4図: 円の名目実効為替レートと米10年金利の相関係数



第5図: 円の名目実効為替レートと日本10年金利



第6図: 円の名目実効為替レートと日本10年金利の相関係数

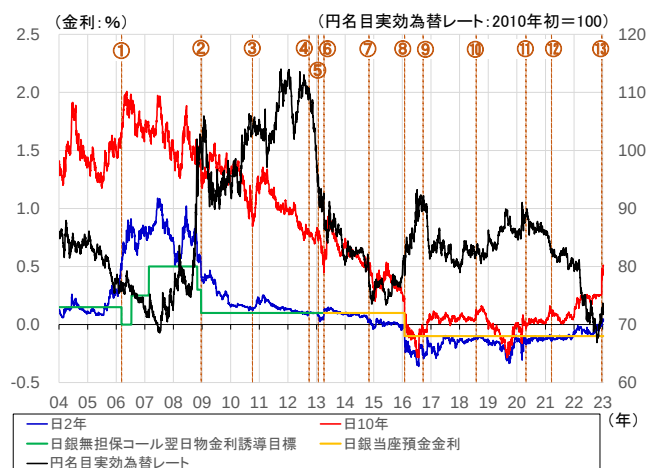


(2) 2000 年代半ば以降の円相場・日米金利・日銀金融政策の具体的な推移

そして日本の金利の推移は、当然ながら日銀の金融政策の動向を相応に反映している。

第 7 図は、円が安全通貨としての推移を強めた 2000 年代半ば以降について、日本の 2 年・10 年金利、日銀の政策金利としての無担保コール翌日物金利誘導目標と日銀当座預金金利（マイナス金利政策適用後は政策金利残高）、日銀の主要な政策変更の動向や関連するイベント、さらには円の名目実効為替レートの推移を合わせてみたものだ。

第 7 図:円相場と日 2・10 年金利、日銀金融政策



(注1) 図中の番号①～⑬は第 9 図の番号①～⑬を表す。

(注2) 日銀当座預金金利は、2016 年 1 月 29 日以降は政策金利残高の金利。

(資料) Bloomberg

第 8 図:米株価指数とドル名目実効為替レート



(注1) 図中の番号①～⑬は第 9 図の番号①～⑬を表す。

(注2) ドルの名目実効為替レートは BIS 公表のナローベース。

(資料) Bloomberg

第 9 図：2000 年代半ば以降の主な日銀の金融政策の変更と関連するイベント

時期	主な政策変更などの概要	番号
2006年 3月9日	金融市場調節の操作目標を日本銀行当座預金残高から無担保コールレート(オーバーナイト物)に変更し、同レートを概ね0%に誘導。	①
2008年 12月19日	無担保コールレート(オーバーナイト物)を0.1%前後に誘導(0.2%引き下げ)。長期国債買入の金額増額や買入対象拡大の開始。	②
2010年 10月5日	無担保コールレート(オーバーナイト物)を0%～0.1%前後に誘導(引き下げ)。「物価安定が展望できるまで実質ゼロ金利を継続」とする政策金利に関する時間軸政策導入。	③
2012年 9月26日	安倍晋三氏が自民党総裁選で再選。	④
2013年 1月22日	物価安定の目標2%導入。「デフレ脱却と持続的な経済成長実現のための政府・日本銀行の政策連携について」(政府・日銀のアコード)を発表。	⑤
4月4日	量的・質的金融緩和と導入。金融政策操作目標を金利からマネタリーベースへ。年間60～70兆円のマネタリーベース増加(2年間で残高2倍)を目指す。 長期国債の保有残高が年間50兆円増加するように購入(2年間で残高2倍)。平均残存期間も3年弱から7年へ。 ETF、J-REITの保有残高が年間1兆円、300億円それぞれ増加するように購入(2年で2倍)。CP、社債は当年末まで残高2.2兆円、3.2兆円まで買い入れた後、残高を維持。	⑥
2014年 10月31日	マネタリーベース増加目標を、年間60兆～70兆円から同80兆円へ増額。長期国債の保有残高が年間80兆円増加するように購入。 ETF、J-REITの保有残高が年間3兆円、900億円増加するように購入。新たにJPX日経400に連動するETFを買い入れの対象に加える。	⑦
2016年 1月29日	マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入。一部日銀当座預金に▲0.1%を付利。	⑧
9月21日	長短金利操作付き量的・質的金融緩和(YCC)導入。10年国債金利を概ね現状の0%程度で推移するよう、長期国債の買入を実施。買入額は現状の80兆円を目途。	⑨
2018年 7月31日	当分の間、現在の極めて低い長短金利を維持することを想定するとして政策金利のフォワードガイダンスを導入。 YCCにおける10年金利の変動幅を0%±0.1%の倍程度(0%±0.2%)へ拡大(YCCの弾力化・持続性強化)。	⑩
2020年 4月27日	10年国債の年間買入目途を80兆円から上限を設けず必要な額に変更。	⑪
2021年 3月19日	YCCにおける10年金利の変動幅(0%±0.1%の倍程度)を0%±0.25%程度であることを明確化。	⑫
2022年 12月20日	YCCにおける10年金利の変動幅を0%±0.25%程度から0%±0.5%程度へ拡大。	⑬

(資料) 日本銀行より国際通貨研究所作成

主な動きをみて行くと、まずサブプライム・ショック、リーマン・ショック直前の世界景気の拡大局面にあった 2006 年 7 月と 2007 年 2 月に日銀は利上げ (0%→0.25%→

0.5%) を実施しており、2 年・10 年金利は上昇基調にあったが、この時円相場はリスク選好を背景とした円売りや円キャリー取引の増加から下落基調にあった。2008 年 9 月のリーマン・ショック以降は、日銀は金融緩和に転じ、利下げ実施に加え、国債買入額増額の開始と共に、政策金利の低位維持についての時間軸政策を導入。2 年・10 年金利は低下基調が続いたが、円相場はリスク回避的な地合いを背景に 2012 年まで上昇基調が続いた。

2012 年 9 月 26 日に自民党総裁選で安倍晋三氏が再選を果たし、予てから大幅なリフレ政策を唱えていた同氏の首相就任が濃厚になると、円相場はそれを織り込んで急激な下落に転換。2013 年 1 月の日銀による物価安定の目標 2% の導入と政府・日銀のいわゆるアコード⁵締結や、同年 4 月の量的・質的金融緩和の開始を挟んで、2 年・10 年金利も大局的に下落基調が続く中、米株価指数が上昇局面入りするなど市場がリスク選好的な地合いにあったこともあり（第 8 図）、円相場もこの時はこうした流れに沿って下落基調が続いた。円相場と 2 年・10 年金利の下落基調は、2014 年 10 月の日銀によるマネタリーベース年間増加目標の引き上げ（60～70 億→80 億）後もしばらく続いた。

2016 年 1 月に日銀がマイナス金利政策を導入すると、2 年・10 年金利はさらに下落したが、円相場はむしろ上昇基調に転じた。当時 2015 年 8 月の実質的な人民元切り下げ後の中国からの資本流出圧力が続いており、2016 年 6 月に予定されていた英国の国民投票では EU 離脱が決定する可能性が浮上するなど、グローバルにリスク回避的な地合いが浮上していたことが背景の 1 つと考えられる。同年 9 月に日銀が YCC 政策を導入すると、マイナス金利政策導入によって下がり過ぎていたイールド・カーブ全体が引き上げられたことや、同年 11 月の米大統領選で大規模な減税政策を唱えていたトランプ氏が当選し、米景気好転期待から米金利が大幅に上昇するなどリスク選好が強まったことから、日本の 2 年・10 年金利が上昇する中で、円相場は下落に転じた。

2017 年には世界景気の回復傾向が強まり、市場のリスク選好地合いが強まった。YCC により日本の 2 年・10 年金利が横ばいで推移する中、円相場は緩やかな下落基調にあった。2018 年 7 月に日銀が YCC の弾力化・持続性強化のため、10 年金利の変動幅を 0%±0.1% 程度から 0%±0.2% 程度へと拡大すると、特に 10 年金利が小幅に上昇したが、円相場の反応は限られた。この間 2018 年以降、トランプ米大統領（当時）が保護主義スタンスを強めて米中通商摩擦が激化し、同年後半頃から世界景気の減速感が強ま

⁵ 「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について」（共同声明）

り、2019 年には米 FRB が調整的な利下げ⁶に転じると、日本の 2 年・10 年金利も下落基調となった一方、リスク回避地合いの強まりから円相場は上昇基調となった。2019 年後半には米中の通商摩擦緩和の兆しなどから市場のリスク選好が回復し、日本の 2 年・10 年金利が小幅に反発すると共に、円相場が反落する動きがみられた。

2020 年初に新型コロナウイルスの世界的なパンデミックが発生すると、同年 4 月に日銀は国債の買入額について、それまでの年間 80 兆円の増加を目途とするものから、上限を設けず必要なだけ買い入れへと修正するなど金融緩和スタンスを強めた。2 年・10 年金利が急低下した一方、円相場はリスク回避的な地合いから反発した。その後主要国の大規模な経済支援策を受けた景気の急回復や、サプライチェーンの混乱などから世界的にインフレ圧力が台頭。日銀は 2021 年 3 月に 10 年金利の変動幅を 0%±0.2%程度から 0%±0.25%程度へ拡大するなど、小幅な金利上昇を許容して来たが、主要国中央銀行の急激かつ大幅な利上げを受けて、円相場が大幅に下落して来たのは周知の通りだ。

(3) 円相場はグローバルな景気・金利サイクルに規定される

このように、日銀の金融政策の方向と日本の 2 年・10 年金利は概ね連動して来た一方、2000 年代半ばに円が安全通貨としての推移を強めて以降、円相場は基本的にこれらと逆相関の推移となって来た。一部繰り返しになるが、日銀が金融緩和を行うような状況では、通常日本だけでなく世界も景気減速局面にある。主要国中銀も金融緩和方向にあるため主要国と日本の金利差はむしろ縮小方向に推移し、市場も通常リスク回避的な地合いにあり、両者が円相場の上昇要因となる。日銀の金融緩和と日本の金利の低下それ自体は円の下落要因だが、グローバルな景気サイクルと金利サイクルが為替市場全体に与える影響がこれらを上回り、円相場は上昇し易いと考えられる。日銀が金融引き締めを行うような状況では逆の流れとなり、円は下落し易い。

一方、例外的に 2012 年 9 月の安倍晋三氏の自民党総裁再選から黒田総裁就任に伴う 2013 年 4 月の量的・質的金融緩和の導入を挟み、2014 年 10 月のマネタリーベース増加目標の増額による量的・質的金融緩和政策の強化迄までは、円相場は日銀の金融政策や 2 年・10 年金利と同じ方向に推移していた。こうした順相関の背景には、まず 2013 年頃はグローバルに景気は回復局面にあり、市場がリスク選好的な地合いで米金利も上

⁶ 2019 年 7 月から 10 月にかけて 0.25%の利下げを 3 回実施した。

昇基調にあり⁷、円安方向へ推移し易かったという外部環境があろう。こうしたところに、アベノミクス始動というタイミングが重なり、日銀が金融引き締めではなく、むしろ量的・質的金融緩和の導入という緩和方向で金融政策のレジーム・チェンジを、しかもサプライズ的に実現したことで、円安支援要因になったと考えられよう。2014 年に入ると、米株価指数はまだ上昇が続いていたが米 10 年金利は下落に転じており、円の下落が一服しても不思議でない状況となっていた。こうした中で、円相場下落が 2015 年頃まで続いたのは、2014 年 10 月の日銀によるマネタリーベース年間増加目標などの追加のサプライズ的な政策変更の効果が、一定程度の円安支援材料になっていた可能性を示していよう。しかし、2015 年半ば頃から、円相場と日銀の金融政策や 2 年・10 年金利の関係は再び逆相関に戻っており、量的・質的金融緩和の円相場への影響も、導入からの時間の経過と共に、次第に逡減して行ったとみられる。

2000 年代半ば以降の円相場の大局的なサイクルは、日銀の金融政策よりも、本質的にグローバルな景気・金利のサイクルとの逆相関関係によって規定されて来た。この点、2013 年の量的・質的金融緩和政策導入時の大幅な円安は、グローバルな景気・金利のサイクルが円安を支援する方向にあったことが大きな要因であったと同時に、同政策導入から 1~2 年程度は、そのインパクトによる一定の円安支援効果も背景にあったようだ。

3. 円相場の行方

冒頭みたように、2022 年 12 月の日銀による 10 年金利の変動幅拡大は、一定の円高材料となった。2022 年 10 月頃から、FRB の利上げペース減速を材料に米金利とドル円相場が反落する流れにあったことが、まず重要な背景要因としてあろう。加えて、2022 年初からの円安のオーバーシュートの結果として、円相場の反発調整圧力がまだ十分に内在していたこと、金利変動幅拡大が非常にサプライズなイベントであったことも、限界的な市場の反応を大きくした今回特有の要因として挙げられよう。

今回のサプライズにより、当面の日銀の金融政策の先行き不透明感は一気に強まっており、今後日銀が追加的に政策修正を行う可能性も排除できない情勢となって来た。それがどの程度円高材料となるかについては、まずは修正の内容が焦点だ。金利変動幅の小幅の再拡大から YCC 撤廃や物価安定の目標 2%の柔軟化や変更など現行レジームの根幹に及ぶものまで考えられるが、レジーム修正を想起させるような場合は、一定の円高方向への影響は警戒しておく必要はあろう。

⁷ 第 8 図の通り、ドルも 2011 年半ば以降の上昇サイクルにあった。

但し、本稿での検証に基づけば、その修正内容だけでなく、それが実施される際の景気・金利サイクルの動向、つまり実施のタイミングも重要となる。2023 年前半頃まで続くと思われる FRB などの利上げ継続に再び市場の焦点があたり、米金利が再び上昇して円相場が弱含む流れの中での政策修正であれば、（円高方向への）影響は限定的となり易いだろう。逆に米景気が予想以上に落ち込んでインフレ率も急速に低下する結果、FRB が利下げに転じて円相場に上昇圧力が働いているような状況では、小幅な政策修正でも円高刺激効果は増幅され易いだろう。

円相場と日本の金利や日銀の金融政策が逆相関であったということは、円相場が上昇し易いリスク回避的環境、世界景気が減速する局面では、当然ではあるが日銀は金融引き締めを行わない傾向にあったことを示している。今後これまでの利上げの影響から主要国の経済が減速に向かうとみられる中で、金融引き締めに相当するような大胆な金融緩和政策の見直しを日銀が行うことは、過去の経験則からしても容易でないと思われるが、それ以上に現在の YCC を含めた金融政策の枠組みの見直しを優先して来るのか注目されるところだ。

以上

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>

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います。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。