

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 27 年 6 月 20 日現在

機関番号：32682

研究種目：基盤研究(C)

研究期間：2010～2014

課題番号：22530305

研究課題名(和文) 日銀の市場との対話と金融政策運営・金融市場の反応に関する研究

研究課題名(英文) Research on the Communication of the Bank of Japan with Markets, Monetary Policy Operation, and Reaction of Financial Markets

研究代表者

伊藤 隆康 (ITO, TAKAYASU)

明治大学・商学部・教授

研究者番号：60361888

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,600,000円

研究成果の概要(和文)：包括緩和政策において、政策導入直後から日銀幹部が積極的に市場との対話を行い、導入3カ月後においては、社債スプレッドの低下や株価上昇という形で効果が見られた。量的・質的緩和政策においては、導入3カ月後に緩和効果が認められたのが、短期金利と株価、ドル円為替レートであった。一方、中長期ゾーンのイールドカーブ低下効果は認められず、中長期金利は上昇した。この点は市場との対話の限界を示した。東日本大震災後における日銀の市場との対話や流動性供給、金融緩和策の強化などが、短期金融市場と国債市場に与えた影響を検証し、こうした一連の政策対応が功を奏して、金融市場は混乱なく安定的に推移したことが分かった。

研究成果の概要(英文)：This research focused on the communication with markets by the Bank of Japan (BOJ), monetary policy operation and the reaction of the financial markets. The BOJ actively communicated with financial markets after the introduction of comprehensive easing policy in 2010. This caused the tightening of corporate bond spreads and the increase of stock price after three months of the policy introduction. Three months after the introduction of quantitative and qualitative easing policy in 2013, short term interest rates decreased. Stock price increased and Japanese yen depreciated, but long term interest rates increased. This showed us the limit of communication with financial markets by the BOJ. After Great East Japan Earthquake in March 11, 2011, the BOJ strengthened the communication with financial markets, easing policy and liquidity supply, thus resulting in the stability of the markets without troubles.

研究分野：金融・ファイナンス

キーワード：金融論 中央銀行 市場との対話 金融政策 金融市場

1. 研究開始当初の背景

米連邦準備制度理事会 (FRB) 元副議長の Blinder 氏は、最近 10 年間の中央銀行制度の 3 つの変化 (市場との対話、透明性、委員会制) を「静かな革命」として捉える。本研究では日銀の市場との対話と金融政策運営、金融市場の反応に関して、実証分析を行う。

具体的には(1)コミュニケーション戦略、(2)情報発信と金融市場の反応、(3)金融政策に関する予想と金利の期間構造、(4)金融危機と市場との対話・金融市場、(5)金融政策決定会合の議事公表、の 5 つの視点を対象とする。金融政策の透明性を担保し、政策を効果的に遂行するための手段として、日銀による市場との対話の注目度が学界および市場関係者の間で増している。また、状況に応じて海外における中央銀行の市場との対話と金融市場の反応も検証していく。

2. 研究の目的

(1) リーマンショック後の 2008 年 10 月と 12 月における、金融市場で形成された金融政策に関する予想が、中長期金利に与えた影響を検証する。

(2) 東日本大震災後における日銀の市場との対話や流動性供給策、金融緩和策の強化が短期金融市場と国債市場に与えた影響を検証する。

(3) 2010 年 10 月 5 日に日銀が打ち出した包括緩和策と市場との対話について、約 3 カ月という短期における効果を検証する。

(4) 日銀が 2013 年 4 月 4 日に導入を決定した量的・質的緩和策が、金融市場に与えた短期的な効果と市場との対話を検証する。

(5) 包括緩和策と量的・質的緩和策が、金融市場に与えた短期的な影響 (1 カ月後、12 カ月後) を検証して比較する。

(6) オーストラリアにおいて市場の金融政策に関する予想が変化した時に、中長期金利がどのように推移したのかを検証する。

(7) 株価と金利が日本の不動産投資信託 (REIT) 市場に与える影響を検証する。全体の標本期間は 2003 年 3 月 31 日から 2013 年 1 月 10 日である。分析のために東証 REIT 指数が 2007 年 5 月 31 日に最高値である 2,612.98 ポイントを付けた時点で標本を 2 分割する。

3. 研究の方法

上記(1)から(7)のすべての分析において、データ (金融市場、市場との対話など) を用いて、計量手法を利用して検証を行う。

4. 研究成果

(1) リーマンショック後の 2008 年 10 月と 12 月における、金融市場で形成された金融政策に関する予想が、中長期金利に与えた影響を検証した。10 月において OIS (Overnight Indexed Swap)金利は 31 日の金融政策決定会合直前の 29 日と 30 日の両日において大幅に低下し、中長期金利が利下げ予想に合わせて低下した。このため金融政策変更の予想は 2 年物や 5 年物の金利には有意に及んだが、10 年物金利への影響は有意ではなかった。一方、12 月においては利下げ予想が緩やかに上昇したことで、中長期金利は金融政策の変更予想を徐々に織り込んでいった。

(2) 2011 年 3 月の東日本大震災後における日銀の市場との対話や流動性供給策、金融緩和策の強化が短期金融市場と国債市場に与えた影響を検証した。日銀による積極的な情報発信や流動性供給、金融緩和策の強化などにより、短期金融市場と日本国債市場は混乱なく安定的に推移した。また、こうした短期金融市場の混乱なき推移が、現金の円滑な供給から日銀ネットなどの決済システムの運行にとって、必要不可欠であったことは言うまでもない。

(3) 2010 年 10 月 5 日に日銀が打ち出した包括緩和策について、約 3 カ月という短期における効果を検証した。1 年物までの金利は包括緩和の実施約 3 カ月後には低下しており、短期金利の引き下げ効果はあった。時間軸を通じた長期金利の安定に関しては、基金による長期国債買入があったにもかかわらず、包括緩和導入直前と比較すると上昇した。このため、長期金利の低位安定効果はなかったといえる。資産買入の呼び水効果については、社債スプレッドが低下し、株価と REIT の両方で価格が上昇したため、効果があったと考えられる。

表1 包括緩和策の効果

	10月1日	12月30日	変化	効果
金利の低下効果				
無担保コール翌日物	0.0910	0.0790	-13.2%	○
1IBOR3カ月物	0.3554	0.3400	-4.3%	○
1IBOR12カ月物	0.5015	0.4754	-5.2%	○
2年利付国債利回り	0.1350	0.1700	25.9%	×
長期金利の安定				
新発5年国債利回り	0.2500	0.3950	58.0%	×
新発10年国債利回り	0.9550	1.1200	17.3%	×
金利スワップレート5年物	0.4850	0.5750	18.6%	×
金利スワップレート10年物	1.0290	1.1730	14.0%	×
資産買入の呼び水効果				
社債スプレッド	0.0950	0.0760	-20.0%	○
日経225平均株価	9,404.23	10,228.92	8.8%	○
東証REIT指数	946.67	1130.70	19.4%	○

【注】社債スプレッドは東証電力業10年物利回りから新発10年物国債利回りを引いた値。

データ出所: 無担保コール翌日物(日銀)、1IBOR(全銀協)

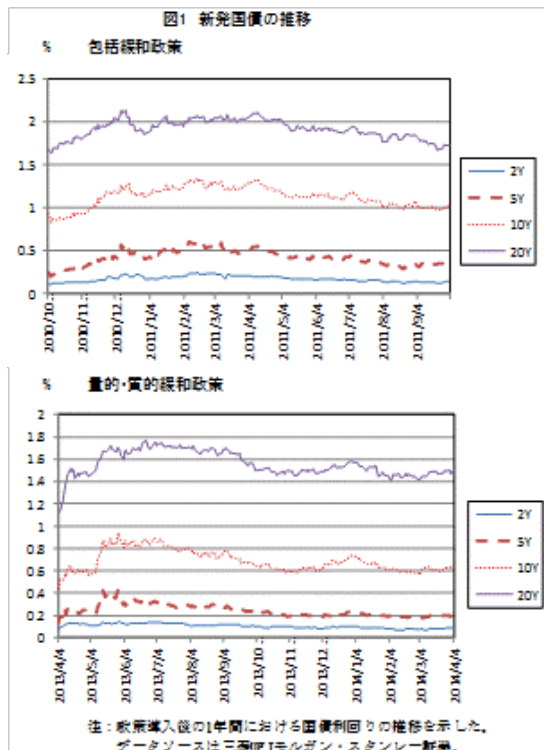
国債・金利スワップ(三井住友VISAカード・証券)

東証電力業(日本証券業協会)、日経平均株価(日本経済新聞)

東証REIT指数【東証証券取引所】

(4) 日銀が2013年4月4日に導入を決定した量的・質的緩和政策が、金融市場に与えた短期的な効果を検証した。3カ月後、6カ月後において緩和効果が認められたのが、短期金利と株価、ドル円レートであった。一方、REITに対する効果は認められなかった。また、中長期ゾーンのイールドカーブ低下効果も認められず、中長期金利は上昇した。日銀は量的・質的緩和の導入に伴って、新発国債発行額の約7割に相当する国債の購入を決めた。しかし、国債市場の需給が引き締まることで、国債の価格は上昇（利回りは低下）するとの見通しは外れた。

(5) 包括緩和政策と量的・質的緩和政策が、金融市場に与えた短期的な影響（1カ月後、12カ月後）を検証して比較した。対象とした市場は、短期金利、国債、金利スワップ、株、REIT、外国為替である。2つの政策で効果が著しく異なったのは、東証株価指数とドル円為替レートであった。包括緩和政策では1カ月後、12カ月後においてプラスの影響はなかったが、量的・質的緩和政策においては、東証株価指数とドル円為替レートがプラスの効果を示した。一方、共通しているのは、1年物までの短期金利の低下効力が、12カ月後においても持続していた点である。

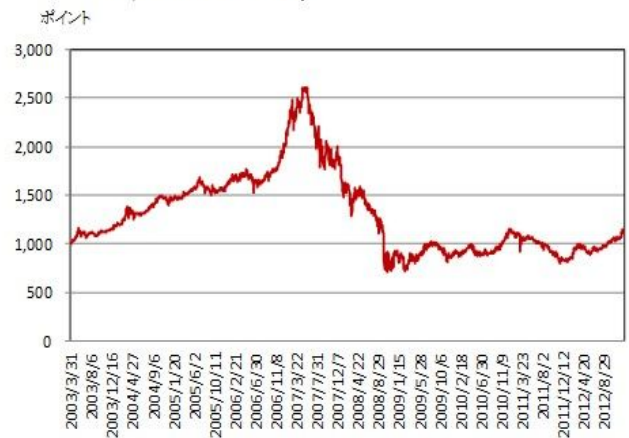


(6) オーストラリアにおいて市場の金融政策に関する予想が変化した時に、中長期金利がどのように推移したのかを検証した。金融政策の予想と2年物、3年物、5年物、10年物の国債は1対1の関係にはないが、中長期的にはかい離せずに推移していることがわかった。このことからオーストラリアの中央銀行であるオーストラリア準備銀行(RBA)は、

金融政策の先行き予想を変化させることによって、10年物までの国債の利回りに部分的な影響を与えることが可能であるといえる。

(7) 株価と金利が、日本のREIT市場に与えた影響を検証した。標本の前半を2003年3月31日から2007年5月31日とし、後半を2007年6月1日から2013年1月10日とする。前半を標本Aとし、後半を標本Bとする。株価の上昇がREIT市場に正の影響を与えるとの結果は、富効果が成立し、株価上昇がREIT市場の上昇につながることを示す。標本Aと標本Bを比較すると、正の影響は標本Bの方が大きかった。金利の上昇がREIT市場に負の影響を与えるとの結果は、金利の上昇がREIT市場の下落につながることを示す。標本Aと標本Bを比較すると、負の影響は標本Bの方が大きかった。

図2 東証REIT指数の推移



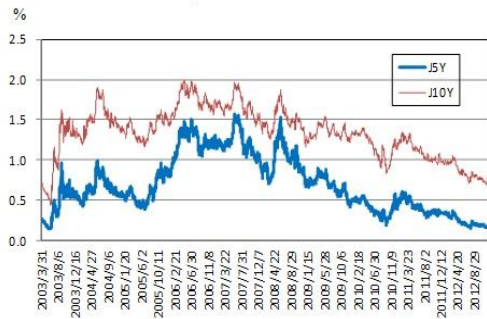
注：標本期間は2003年3月31日から2013年1月10日である。

図3 TOPIXの推移



注：標本期間は2003年3月31日から2013年1月10日である。

図4 JGB利回りの推移



注：標本期間は2003年3月31日から2013年1月10日である。
5Yは日本国債5年物利回り、10Yは日本国債10年物利回りを示す。
データソースは三菱UFJモルガン・スタンレー証券である。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計 12 件)

① Takayasu Ito 「Analysis of Sovereign CDSs in the PIIGS Countries - Co-movement and Transmission during the Eurozone Crisis Period」 2015, Macrotheme Review, 査読有, Vol.4, Iss. 3, pp.117-125.

② 伊藤隆康 「株価と金利が J-REIT 市場に与えた影響の検証 - アベノミクス導入後の分析」 2015, 『平成 25 年度 貯蓄・金融・経済研究論文集』 ゆうちよ財団, 査読無, pp.1-9.

③ 伊藤隆康 「非伝統的な金融政策が市場に与えた短期的な効果の検証 - 包括緩和政策と量的・質的緩和政策の比較」 2015, 『平成 25 年度 貯蓄・金融・経済研究論文集』 ゆうちよ財団, 査読無, pp.10-18.

伊藤隆康 「日銀による量的・質的緩和政策の金融市場に対する短期的な効果の検証」 2014, 『新潟大学経済論集』 査読無, 第 96 号, pp.149-156.

⑤ Takayasu Ito 「Does Monetary Policy Expectation Have an Impact on Market Interest Rates in Australia?」 2014, Macrotheme Review, 査読有, Vol.3, Iss.1, pp. 118-130.

⑥ Takayasu Ito 「Islamic Rates of Return and Conventional Interest Rates in the Malaysian Deposit Market」, 2013, International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, 査読有, Vol.6, Iss.4, pp.290-303.

⑦ Takayasu Ito 「Distress in Money Markets during the Global Financial Crisis : Analysis of Co-movement and Transmission」 2013, IUP Journal of Applied Finance, 査読有, Vol. 19, No.1, pp. 72-85.

⑧ Takayasu Ito 「The Impact of Stock Price and Interest Rate on the REIT Market in Japan」, 2013, International Journal of Business, 査読有, Vol.18, No.4, pp.359-369.

⑨ Takayasu Ito 「An Empirical Analysis of US Interest Rate Swap Spreads during the Sovereign Crisis of Euro Zone」 2013, Mediterranean Journal of Social Sciences, 査読有, Vol.4, No.10, pp.198-203.

⑩ Takayasu Ito 「Did the Great East Japan Earthquake Have an Impact on the Market for Long -Term Interest Rates in Japan?」 2013, IUP Journal of Applied Finance, 査読有, Vol. 19, No.4, pp.61-70.

伊藤隆康 「東日本大震災後における日銀の市場との対話と流動性供給」, 2012, 『新潟大学経済論集』, 査読無, No.92, pp.217 - 225.

伊藤隆康 「日銀の包括緩和政策に関する短期的な効果の検証」, 2011, 『新潟大学経済論集』, 査読無, 第 90 号, pp.237-247.

[学会発表](計 10 件)

① 伊藤隆康 生活経済学会 2014 年度九州部会 於 鹿児島大学 「Analysis of Sovereign CDS and Government Bond Markets in the Euro Zone Crisis」 2014.

② Takayasu Ito Business and Social Science Research Conference: Paris 2014 於 Espace Vocation Paris, Paris France 「Analysis of Sovereign CDS and Government Bond Markets in the Euro Zone Crisis」 2014.

③ Takayasu Ito The 3rd Global Business and Finance Research Conference 於 Howard Civil Service International House, Taipei Taiwan 「Analysis of Sovereign CDS and Government Bond Markets in the Euro Zone Crisis」 2014.

④ Takayasu Ito SIBR 2014 Hong Kong Conference on Interdisciplinary Business and Economics Research 於 Kimberley Hotel, Hong Kong China 「The Behavior of Sovereign CDS and Government Bond in the Euro Zone Crisis」 2014.

⑤ Takayasu Ito Business and Social Science Research Conference: Paris 2013 於 Espace Vocation Paris, Paris France
「Does Monetary Policy Expectation Have an Impact on Market Interest Rates in Australia?」2013.

⑥ Takayasu Ito Third International Conference on Human and Social Sciences, ICHSS 2013 於 Gregorian Pontifical University, Rome Italy
「An Empirical Analysis of US Interest Rate Swap Spreads during the Sovereign Crisis of Euro Zone」2013.

⑦ Takayasu Ito The 2013 Istanbul Eurasian Academic Conference 於 Doubletree by Hilton Downtown, Istanbul, Turkey
「Do Interest Rate and Stock Price have an Impact on REIT Market in Japan?」2013.

⑧ Takayasu Ito International Conference on Education, Applied Sciences and Management 2012 於 Holiday Inn, Dubai UAE
「Great East Japan Earthquake and Long Term Interest Rates」2012.

⑨ Takayasu Ito International Islamic Accounting & Finance Conference 2012 於 Hotel Istana, Kuala Lumpur Malaysia
「Islamic Rates of Return and Conventional Interest Rates in the Malaysian Deposit Market」2012.

⑩ Takayasu Ito Singapore Economic Review Conference 2011 於 Mandarin Orchard Singapore
「Dose the Expectation of Monetary Policy Give an Impact on Market Interest Rates in Australia?」2011.

〔図書〕(計 0 件)

〔産業財産権〕

○出願状況(計 0 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年月日：
国内外の別：

○取得状況(計 0 件)

名称：
発明者：
権利者：

種類：
番号：
出願年月日：
取得年月日：
国内外の別：
〔その他〕
ホームページ等
<http://www.tito747.sakura.ne.jp/>

6. 研究組織

(1) 研究代表者
伊藤隆康 (Takayasu Ito)
明治大学 商学部 教授
研究者番号：60361888

(2) 研究分担者 ()

研究者番号：