

金融政策における情報開示の効果

日本大学 小巻 泰之

< 報告要旨 >

本論の目的は、98年4月の新日銀法施行後の金融政策における金融市場への情報伝播の影響について検討することにある。具体的には、情報公開の方法が変更された98年4月を境とした前後期間で、情報公開方法の変更によりコールレートなどの操作目標の反応が早くなったのか、また、ターム物コールレートやオープン市場金利、及び為替レートや株価など金融市場への波及に変化がみられるのかなどの観点から、日本銀行の政策決定に関する情報の伝播がどのように異なっているのかを実証する。

本論では、情報公開の方法が改められた1998年4月を境とした2期間に推計期間を分ける。推計は、1995年1月4日から2004年3月26日までの日次データを用いるため、1995年1月4日から1998年3月31日（以下、前半期）と1998年4月1日から2004年3月26日（以下、後半期）に分けて実証分析を行う。本論で得られた結論は以下の通りである。

1. 期待の要素が強く反映されるとされる長期金利、株価、為替レートについては、後半期のみ、JGB10年物、株価は朝方の積み乖離、為替レートは資金過不足（予測 - 実績）と有意となっている。これは、金融政策における情報開示の変更や、その後のゼロ金利・量的緩和政策の移行により、金融政策のスタンスを見極める変数として関心が高まっている。
2. 政策決定日における波及程度については、操作手段の変数が公定歩合中心であった1993年9月21日までは、コールレートは政策変更日に即座に反応し、期間が長くなるほど反応度合いが低下している。また、期間が長めの金利については政策変更日のみで調整されず、その後徐々にその効果が波及している様子が窺える。
3. しかし、1998年4月以降CD3カ月物金利、JGB10年物など市場金利への波及が大きくなっている。

98年4月以降市場金利への波及が大きくなっているものの、波及の反応速度は情報公開の変更によって早まったわけではない。また、99年以降のゼロ金利政策以降、金融政策決定会合後の情報公開など、市場へ政策意図を伝える有意な変数が減少している。今後の課題は、量的緩和下での情報公開の影響を見る必要がある。

< 討論者コメント >

愛知大学 打田 委千弘

1. 実証分析において、仮に量的操作手段変数が日本銀行の政策スタンスを表す変数となっているとすると、誘導金利と同じスタンスを示すものとなるはずである（誘導金利と量的操作手段変数は関数関係あり）。そうだとすれば、推定結果は多重共線関係などバイアスを持つ可能性が高いのではないか。（CD3 ヶ月物以上のターム物金利の推定式で、説明変数が有意となっていないケースが多いのは、上記の影響があるのではないか？）

[提案]

$$\text{Model.A} \quad \Delta rate_t = \alpha + \beta \cdot \Delta Tcall_t + \varepsilon_t$$

$$\text{Model.B} \quad \Delta rate_t = \alpha + \gamma \cdot \Delta Volume_t + \varepsilon_t$$

- Model.A と Model.B の選択については、推定式の残差平方和、AIC など小さい方を選択。（モデルの説明変数の数が等しい時のみ）
2. 量的操作手段変数として利用している変数は、日銀の政策スタンスを表す指標として適切であるのか。（朝方の積み乖離幅以外の変数は、内生変数である可能性が高く、OLS で推定するとバイアスを持つ可能性が高い）
 3. 本文の推定について、政策変更日の前後のデータのみを使って推定を行ってみてはどうか。
 4. 季節性及びデータのジャンプをコントロールする説明変数が必要なのではないか（ターム物金利の推定結果が悪い理由として、上記の影響もあり？）
 5. 地主[2001]では、米国において事前効果（政策変更前の金利変動効果）が、全体の政策金利変動効果の約 50%となっているのに対して、今回の報告では、市場金利において約 20%であり、無担保翌日物に至ってはマイナスとなっており、対照的な結果となっている。これらは、日本における短期金融市場の厚みがないことの証左だと思われるが、各短期金融市場における構造モデル（準備預金需要関数を始めとするもの）を直接推定し、期間によって比較する方法がより良いのではないか。
 6. 政策波及のペースが早くなったかどうかの期間比較については、Thornton[1996]の市場金利のラグ構造がどのように変化したのかについての実証分析や、地主[2001]における反応速度の検定などを行った方がよいのではないか。
 7. 推定式(3)・(4)式において、量的操作手段変数の階差を取らないのはなぜか。
 8. 為替レートや日経平均株価を被説明変数とする推定式は、どのような理論モデルを想定しているのか。（日次レベルの金融調節で、為替レートや日経平均株価をターゲット

とするようなモデルはあるのか？)

< 報告者リプライ >

1. 政策反応関数については、金利を操作手段とする政策から量的変数を操作手段とするものに移行されてきたため、その変更が市場金利にどのように効果を及ぼしているのかをみるために、1つの式で試みた。しかしながら、指摘の多重共線性の問題は払拭されていないため、ご提案のように、2式で推計する方法でも再考してみようと考えている。
2. 日銀からみれば、ご指摘の通り、朝方の積み乖離幅以外は、内生的な変数であると考ええるが、市場からみれば、日銀の政策意図を表す変数であると考ええる。ただ、上記と同じく、バイアスを除去しているものではないため、操作変数法などの利用で対応しようと考えている。
3. 推計に用いるデータの期間の設定ではいつも悩ましい問題である。しかし、金利として反応していた時期に限定するなどの方法をとって、指摘に応えたい。
4. ご指摘のとおり。日次データの季節性は考慮した結果とはいえない。
5. ご指摘の通り。ここで示された方法も取り入れた推計を実施したいと考えている。しかし、日本では、米国における先行研究とは大きく異なる点は、逆に示せたのではないかと考えている。
6. ご指摘の方法を実施してみたが、現時点は思うような結果が得られず、今回は見合わせている。これまでの指摘などを参考に、改善した上で、再度推計をおこなってみようと考えている。
7. 先行研究においても、量的変数と金利変数の取扱は、必ずしも、一定ではないと考える。ここでは、量的変数は水準で単位根の存在が棄却できていたこと、水準の情報が政策反応にとって重要であるとの考えで、水準のまま利用している。しかしながら、平仄を合わせる方向での改善を考えたい。
8. ご指摘の通り。ただし、ターゲットではないものの、金融政策のスタンスの変化が株、為替へ直接的な効果を狙った(狙うべき)との見方が市場にあるとの見方から、政策反応関数に加えたものである。

以上