

# リーマンショック後における金融政策の予想と市場金利一日銀 の金融緩和を分析して<sup>☆</sup>

伊 藤 隆 康

## 要旨

本稿ではリーマンショック後の08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。このためOIS金利の変動は、2年物金利、5年物金利、10年物金利に有意な影響を与えた。また、回帰係数の値も1近辺に収れんしており、イールドカーブがほぼ平行にシフトした。

キーワード：金融政策に関する予想、市場との対話、中長期金利

JEL Classifications：E43, E52, G12

---

<sup>☆</sup> 本稿は財団法人 全国銀行学術研究振興財団の2008年度研究助成と科学研究費補助金基盤研究（C）課題番号22530305の成果の一部である。

## 1 はじめに

08年9月15日の米投資銀行リーマンブラザーズの破たん以降、世界的に金融危機の様相が強まった。その中で、世界各国の中央銀行は相次いで金融緩和に踏み切った。日銀も例外ではなく、09年10月と12月に利下げを実施した。本稿ではリーマンショック後の日銀の市場との対話や新聞報道、政治家による発言などを分析し、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。世界金融危機に入ってからの日銀の市場との対話や金融政策に関する予想が中長期金利に与えた影響について分析した先行研究はないことから、本稿には独自性があると考えられる。

94年6月から96年1月まで米連邦準備制度理事会（FRB：Federal Reserve Board）の副議長（Vice Chairman）を務めた Alan Blinder 氏は Blinder（2004）の中で、最近10年間の中央銀行制度の3つの変化を「静かな革命（quiet revolution）」として捉えている。その3つとは、委員会制度（decision making by committee）、透明性（transparency）と市場との対話（communication with market）である。98年4月1日に新日銀法が施行されて、独立性が付与された日銀にとっても、3つの変化それぞれが金融政策に絡んだ業務の遂行において重要性を有している。

こうした3つの変化の中で、日銀にとって最も対応が困難であるとみられるのが市場との対話である。日銀は通常、政策委員会・金融政策決定会合（以下、決定会合）の結果を公表し、その日のうちに日銀総裁が定例の記者会見を開催している。以前は金融政策の変更があった場合だけに限って日銀総裁は決定会合終了後に総裁記者会見を開催し、政策変更がなかった場合は2営業日後に同会見を開催していた。しかし、金融政策の透明性を向上させ、市場との対話をより迅速にするため、日銀は03年10月31日の決定会合から現行の仕組みを導入している。

この総裁会見が終了すると同時にブラックアウトルールが解除され、次回の決定会合の2営業日前まで、日銀の幹部は対外的に金融政策及び金融経済状況などについて話をすることが可能となる<sup>1</sup>。この機会を利用して、総裁や副総裁、審議委員らが講演や記者会見を行うのが通常である。特に審議委員は地方都市に出かけ、金融経済懇談会に出席した後に記者会見を開催する。

これまで海外において中央銀行の市場との対話を扱った文献には Blinder et al（2002）や Issing（2005）、Guthrie and Wright（2000）、Kohn and Sack（2003）などがあげられる。我が国において市場との対話について論じているのは須田（2004）や武藤（2007）である。須田（2004）は透明性を向上させるべく情報発信を行うためには、どのような情報を出す

---

<sup>1</sup> ブラックアウトルールは正式には「金融政策に関する対外発言についての申し合わせ」と呼ばれている。金融政策決定会合の2営業日前（会合が2営業日以上にわたる場合には会合開始日の2営業日前）から会合終了当日の総裁記者会見終了時刻（終日）まで（当該会合で「経済及び金融の情勢に関する基本的見解」又は「経済・物価の将来展望とリスク評価」が決定された場合は、その公表時刻まで）の期間は、原則として、金融政策及び金融経済情勢に関し、外部に対して発言しない。

かということに加えて、情報発信のフレームワークの構築が重要であると指摘する。

武藤（2007）によれば、市場参加者は発信された情報を、自らの経済・物価に関する情勢判断と照らし合わせて金利観を形成し、中央銀行は形成された金利、イールドカーブから市場の経済・物価認識を読み取ることが可能である。市場との対話とは、こうした双方向のコミュニケーションであり、一般論として、こうしたプロセスにおいて、具体的な政策変更のタイミングを示唆することは好ましくないとしている。しかし、武藤（2007）が指摘する上記の点は個々の政策変更には当てはまらないことがある。00年8月のゼロ金利解除や06年3月の量的緩和政策の解除などの例を見てみると、日銀が事前に情報を発信して決定会合の前日までに、市場は政策変更を織り込んでいた。

我が国において日銀の金融市場との対話に関して実証研究を行っている先行研究は少ない。伊藤（2003）や伊藤（2005）、黒木・本多（2003）などは、日銀の金融政策変更と市場金利の変動を分析しているが、直接、日銀の市場との対話を扱っているわけではない。伊藤（2008）では、市場関係者の間で問題が多かったと評価されている07年1月から2月の金融政策運営に関して、(1)市場との対話はどうに行われたのか、(2)短期金融市場で形成された金融政策変更予想は中長期金利に影響を及ぼしたのか - の2点を検証した。分析期間を2回開催された金融政策決定会合（1月は利上げ見送り、2月は0.25%の利上げ）をベースにして2期間（前半を06年12月20日から07年1月18日、後半を07年1月19日から2月21日）に分割してみると、日銀の対話に関して大きな違いがあった。前半においては、マスコミ各社の観測報道に振り回される形で、市場では金融政策変更に関する予想が形成され、市場関係者の利上げ予想確率は4%から81%で推移した。この予想をベースに2年物から10年物のイールドカーブが形成された。

一方、後半においては、市場関係者の利上げ予想は37%から66%で推移した。これはフォワード・ルッキングな金融政策運営に関する考え方について、市場は日銀の真意を計りかねていたためである。2年物の金利は市場の予想を織り込んでいたが、5年物や10年物の金利は市場の予想を織り込む形で形成されることはなかった。

本稿の構成は次の通りである。第2節では市場との対話について述べ、第3節では金融市場における政策変更に関する予想や市場金利の変化を分析している。第4節でまとめと今後の課題を指摘している。

## 2 市場との対話

### 2.1 市場との対話の方法

#### (1) 日銀の声明

日銀法は金融政策に関する意思決定の内容及び過程を国民に明らかにすることを求めている。決定会合について、その決定内容（金融市場調節方針やその時々金融経済情勢についての判断など）を公表している。後日、金融政策決定会合・議事要旨（概

ね1カ月後)や金融政策決定会合・議事録(10年経過後)を公表することとしている。また、経済・物価情勢の展望(展望レポート)を年2回(4月と10月)公表して、金融経済の先行きの見通しなどを説明している。

日銀は06年4月の展望レポートから、先行きの経済・物価の見通し数値を策定する際の政策金利の前提を、それまでの「見通し期間中不変」から「政策金利について市場金利に織り込まれたとみられる市場参加者の予想」に変更した。

政策委員会の通常会合において決定された事項に関しては、日本銀行政策委員会月報で公開している。日銀の政策や業務を網羅的に記述した業務概況書を毎年公表している。また、半年ごとに「通貨及び金融の調節に関する報告書」を国会に提出して説明を行い、総裁などが国会の委員会に出席して説明を実施している。こうした金融政策絡みの情報に加えて、金融や経済に関する統計などの情報発信を行っている。毎月公表される「金融経済月報」や四半期毎に公表される「企業短期経済観測調査(短観)」などは代表的なものである。

## (2) 日銀総裁の講演・記者会見・国会答弁

日銀総裁は決定会合の終了当日、定例の記者会見をひらき、金融政策や経済状況について説明した後、記者からの質問を受ける。また、総裁は講演を行うことに加えて、金融政策や金融システムに関する重要な局面において、「総裁談話」として日銀の考え方を発表している<sup>2</sup>。さらに総裁は国会へ出席して答弁することになっている。00年のゼロ金利政策解除直前の8月7日に、当時の速水優総裁が参議院予算委員会における民主党の久保亘氏の質問に対する答弁で「デフレ懸念の払しょくが展望できた」と断言し、ゼロ金利解除に向けての判断を進めた<sup>3</sup>。

## (3) 日銀幹部(副総裁や審議委員)の講演・記者会見

副総裁や審議員も総裁と同様、講演を行う。特に審議委員は地方での金融経済懇談会に参加して金融経済に関する基本的な考え方を述べる。懇談会終了後に、記者会見を開催する。審議委員が地方で行った講演や記者会見が金融政策の方向を示すものとして材料視されたこともある。田谷禎三審議委員が01年2月23日に宇都宮市内で行った栃木県金融経済懇談会における挨拶や記者会見は市場に対して、「日銀は量的な緩和を含めて思い切った政策を打ち出す」という印象を与えた。

<sup>2</sup> 日銀は米国による攻撃が始まった03年3月20日に以下の総裁談話を発表した。「本日、米国等はイラクに対し武力行使を開始した。日本銀行としては、これに伴う経済金融面への影響を注視しつつ、流動性供給を含め、金融市場の安定確保に万全を期す方針である。なお、日本銀行は、上記方針のもと、総裁を本部長とする「対策本部」を設置することとした」。

<sup>3</sup> 00年7月の政策決定会合で日銀はそごうの民事再生法申請を理由に情勢を見極めたいとしてゼロ金利政策の解除を見送った。同8月4日には山口泰副総裁が日本記者クラブで講演を行ったが、市場は8月のゼロ金利解除の可能性は低いと受け取った。日銀はゼロ金利政策解除の条件として「デフレ懸念の払拭」を挙げていた。

### 3 金融政策変更の予想

#### 3.1 政策変更に関する予想

OIS (Overnight Indexed Swap) とは一定期間の翌日物レート (複利運用) と、数週間から 2 年間程度までの固定金利を交換する金利スワップである。通常、翌日物金利には日銀が毎日公表する無担保コールレート・オーバーナイト物の加重平均金利の確報値が用いられる<sup>4</sup>。

邦銀は 06 年後半から参入を始め、メガバンク、信託銀行の一部、大手証券会社の一部が取引に参加している。市場関係者は金融政策に関する予想をベースに OIS を取引する。1 カ月物から 24 カ月物といったカレンダーをベースにした取引と先々の決定会合間の 1 カ月を期間とする取引の 2 種類があるが、決定会合間での取引が増えている。

本稿では決定会合間を取引期間とする OIS 金利 (固定) を用いて、短期金利市場がどの程度金融政策変更を織り込んでいるのかにつき(1)式及び(2)式を用いて計算する。標本期間は 08 年 9 月の決定会合翌営業日の 08 年 9 月 30 日から決定会合前日の 08 年 10 月 30 日までと 08 年 11 月の決定会合翌営業日の 08 年 11 月 25 日から決定会合前日の 12 月 18 日である。

$$\text{確率} = \frac{(0.50\% - \text{OIS金利})}{0.25\%} \times 100 \quad (1)$$

(1)式を用いて、金融政策変更前の無担保コールレート・オーバーナイト物の誘導目標水準 0.5%から OIS 金利を引いた値を引下げ予想幅の 0.25%で割って、市場関係者が「日銀が利下げする」と予想する確率を計算している<sup>5</sup>。言い換えれば、金融市場では利下げが何%程度、織り込まれていたかを計算している。08 年 9 月 30 日から 08 年 10 月 30 日までの予想された金融政策変更確率の推移に関しては、図 1 に示した。

$$\text{確率} = \frac{(0.30\% - \text{OIS金利})}{0.20\%} \times 100 \quad (2)$$

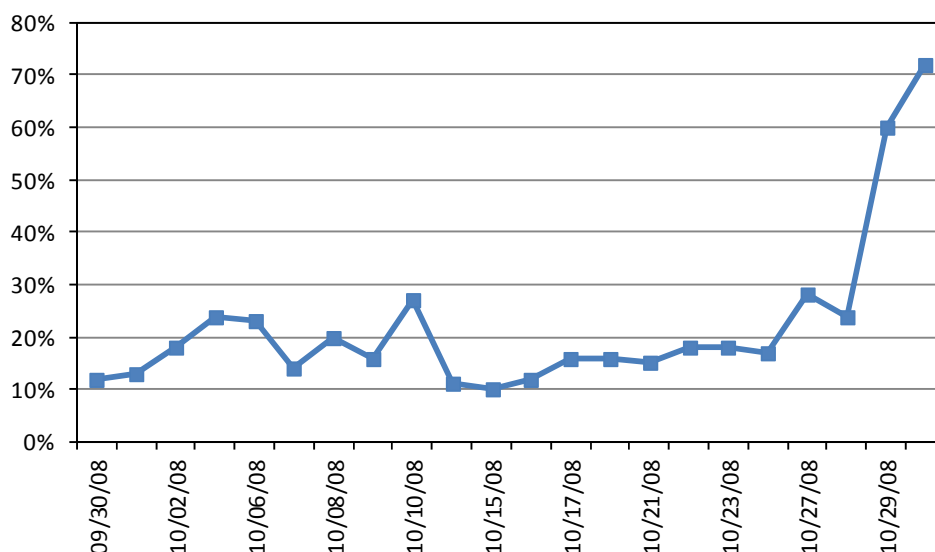
(2)式を用いて、金融政策変更前の無担保コールレート・オーバーナイト物の誘導目標水準 0.3%から OIS 金利を引いた値を引下げ予想幅の 0.2%で割って、市場関係者が「日銀が利下げする」と予想する確率を計算している。言い換えれば、金融市場では利下げが何%程度、織り込まれていたかを計算している。08 年 11 月 25 日から 08 年 12 月 18 日までの予想された金融政策変更確率の推移に関しては、図 1 に示した。

<sup>4</sup> OIS 取引については加藤 (2006) が参考になる。また、伊藤 (2007) は OIS と金融政策についてまとめている。日本銀行 (2007) は OIS 市場の状況に関してまとめている。

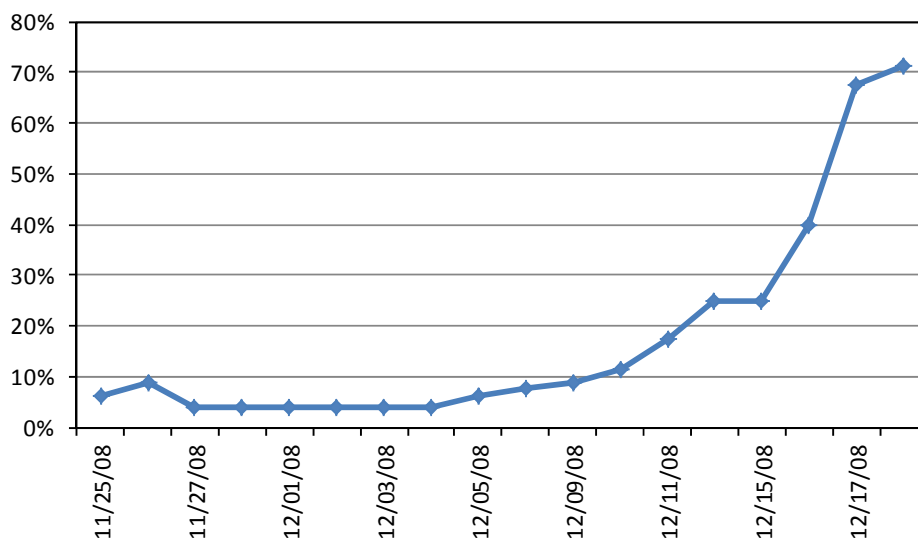
<sup>5</sup> 10 月における実際の利下げ幅は 0.2%であったが、市場は利下げ幅を 0.25%と予想していた。

図1 金融政策変更の予想

前半(08.9.30~08.10.30)



後半(08.11.25~08.12.18)



(注) 金融政策に関して利下げがどのくらいの確率かを予想している。  
例えば、予想が70%であれば、市場は利下げが70%の確率とみている。

### 3.2 08年9月30日から08年10月30日の予想形成

この間、10月7日と10月14日のそれぞれにおいて金融政策決定会合（14日は臨時会合）が開催され、政策の現状維持（無担保コールレート・オーバーナイト物の誘導目標水準を0.5%前後とする）を決定した。また、それぞれの会合の直後には白川方明総裁が記者会見をひらいた。

日銀は10月7日の金融政策決定会合で、景気の現状判断を「停滞している」に据え置きながらも「当面、海外経済の減速が明確化するもとの、こうした状態が続く可能

性が高い」という文言を追加し、景気停滞の長期化を警戒する姿勢を示した。

日銀は10月14日に臨時の金融政策決定会合を開き、金融市場の安定化策を決めた。日銀は米欧の中央銀行と協調して国内市場で金融機関に供給しているドル資金の上限枠を撤廃した。日銀は金融機関から一定期間、国債を買い取る「国債現先買いオペ」の対象に物価連動国債などを加えるほか、コマーシャルペーパー（CP）を使った資金供給も拡充した。保有する株式の市場売却も当面凍結し、株式市場の需給にも配慮する姿勢を示した。

こうした日銀の金融安定化策の公表や日銀総裁の会見は市場では特段材料視されることはなかった。また、金融政策決定会合後の総裁会見以外で、日銀の幹部による情報発信はあった。しかし、当節に記載されている図1の金融政策変更の予想をみると、幹部の情報発信があった当日及び翌日に、金融政策変更の予想はほとんど変化していないため、いずれも金融市場で材料視されなかったと考えられる。日銀幹部の情報発信については、別表1にその内容を記載した。

市場で10月31日の金融政策決定会合での利下げ予測が強まったのは、10月29日付けの日本経済新聞朝刊に掲載された観測記事によってである。この観測記事は「無担保コールレート・オーバーナイト物を0.5%から0.25%へ引き下げる」と予想していた。新聞報道については、別表2に記載した。金融政策決定会合前日の30日におけるOISを用いた金融政策変更の予想は72%と、市場では72%の利下げを織り込んでいたことになり、利下げに関するコンセンサスが強まっていたとみられる。

日銀は10月31日の金融政策決定会合で、無担保コールレート・オーバーナイト物の誘導目標水準を0.5%から0.2%引き下げ0.3%とする緩和措置を決めた。

### 3.3 08年11月25日から08年12月18日の予想形成

この間、12月2日に臨時の金融政策決定会合が開催され、政策の現状維持（無担保コールレート・オーバーナイト物の誘導目標水準を0.3%前後とする）を決定した。また、決定会合の直後には白川方明総裁が記者会見ひらいた。

日銀は臨時の金融政策決定会合で、企業の資金繰りを支援するため、金融機関に対する新たな資金供給策を決めた。資金需要が膨らむ年末・年度末をにらみ、担保にとる社債などの条件を緩めるほか、担保の範囲内において低金利で資金を貸し出す新制度を実施することを公表した<sup>6</sup>。

08年10月の場合と同様に、こうした日銀の金融安定化策の公表や日銀総裁の会見は金融市場では特に材料視されることはなかった。また、金融政策決定会合後の総裁会見以外で、日銀の幹部による情報発信はあった。しかし、当節に記載されている図

<sup>6</sup> 日銀は12月9日から、金融機関に資金を供給する際に担保として受け取る社債をこれまでの「シングルA格相当以上」から、投資適格の下限とされる「トリプルB格相当以上」に拡大した。

1の金融政策変更の予想をみると、幹部の情報発信があった当日及び翌日に、金融政策変更の予想はほとんど変化していないため、いずれも金融市場で材料視されなかったと考えられる。日銀幹部の情報発信については、別表1にその内容を記載した。

12日の東京外国為替市場で円相場が1ドル=90円を突破し、95年8月2日以来、13年4カ月ぶりの88円台前半を付けたことを受けて、13日には日本経済新聞朝刊が「追加利下げ論が浮上」として、追加緩和観測記事を掲載した。日銀が15日発表した12月も企業短期経済観測調査（短観）は、大企業製造業の景況感を示す業況判断指数（DI）がマイナス24となり、2002年3月以来、6年9カ月ぶりの低水準となった。9月の前回調査（マイナス3）から21ポイント下がり、第一次石油危機直後の1975年2月と並ぶ約34年ぶりの悪化幅となったことが日銀の追加緩和観測を後押しした。

米連邦準備制度理事会（FRB）は16日開いた米連邦公開市場委員会（FOMC）で、政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利の目標誘導水準を1.0%から大幅に引き下げ0.0%~0.25%にすることに全会一致で決定、即日実施した。米国として史上初めて事実上のゼロ金利政策に踏み込んだ。FRBは同時に長期国債の買い入れ検討なども表明した。

政治家による発言も徐々に日銀の追加緩和観測を強めた。中川昭一財務・金融担当大臣は16日、「状況認識が同じとするなら流動性の問題についてあるべき結論を出していただけると期待している」発言した。麻生太郎首相は17日、首相官邸で記者団に「中央銀行に行政府が介入することはしない」としながらも、「今の景気が日銀の決定一つですべて好転するほど簡単ではないが、いい影響が出るようなことを期待している」と表明した。河村建夫官房長官は同日の記者会見で「市場への潤沢な流動性供給を積極的に打ち出してもらえるのではないかと期待感を示した。政治家による発言については、別表3に記した。

金融政策決定会合前日18日の主要紙の見出しは、「日銀、量的緩和実施へ CP 買い取りなど」（読売新聞）、「日銀、利下げ含め検討 長期国債買い取り増額」（日本経済新聞）、「利下げ見送り強まる 日銀内に慎重論」（毎日新聞）と、新聞の観測記事において、コンセンサスが形成されていなかった。しかし、OIS金利で見た同日の金融政策変更予想は72%となり、市場では72%の金融政策変更を織り込んでいたこと。言い換えれば、市場では利下げ見通しが優勢であったといえる。新聞報道については、別表2に記載した。

日銀は12月19日の金融政策決定会合で、無担保コールレート・オーバーナイト物の誘導目標水準を0.3%から0.2%引き下げ0.1%とする緩和措置を決めた。

### 3.4 中長期金利の反応

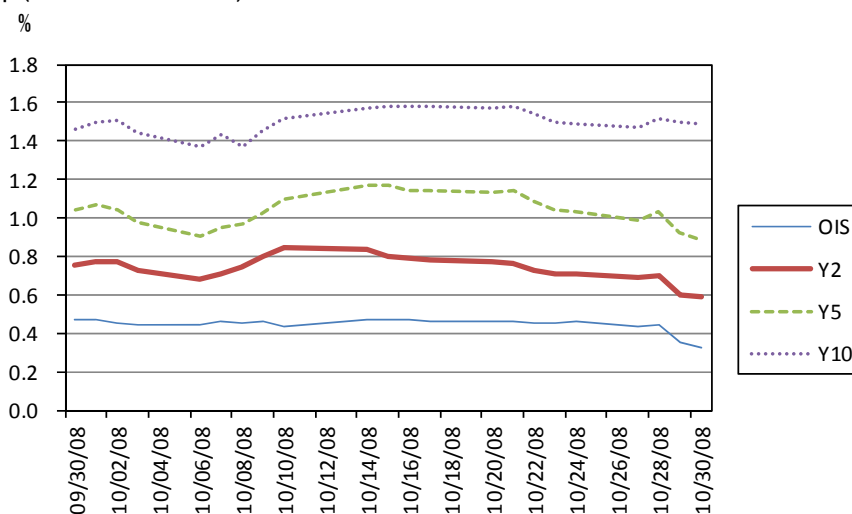
説明変数の短期金利に関してはOIS金利を用い、目的変数の中長期金利に関しては2



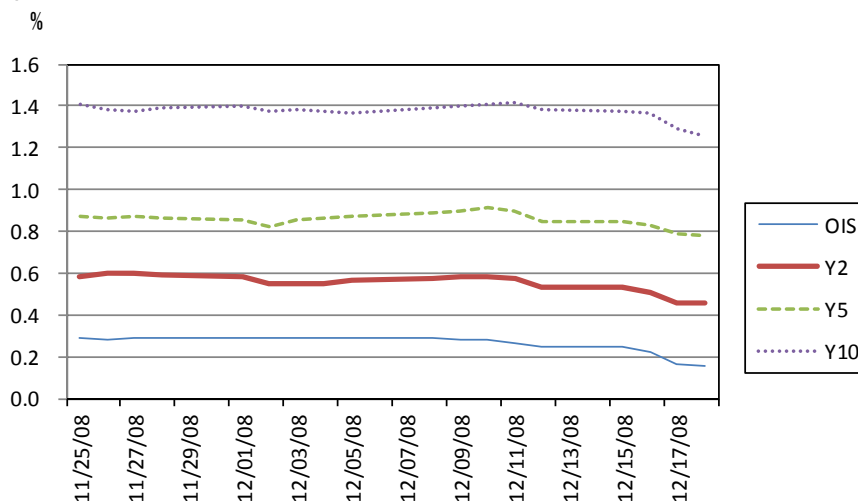
年物新発国債利回り、5年物新発国債の利回り、10年物新発国債の利回りをそれぞれ用いて、OIS金利1%の変動に対して市場金利がどのように反応したのかを検証する<sup>7</sup>。標本期間は08年9月の決定会合翌営業日の08年9月30日から決定会合前日の08年10月30日までと08年11月の決定会合翌営業日の08年11月25日から決定会合前日の12月18日である。データの推移につき、前半、後半を図2にそれぞれ示した。

図2 データの推移

前半(08.9.30~08.10.30)



後半(08.11.25~08.12.18)



(注) データソース

OIS=東短キャピタル、日本国債=三菱UFJモルガン・スタンレー証券

OIS=Overnight Indexed Swap

Y2=2年物新発国債、Y5=5年物新発国債、Y10=10年物新発国債

<sup>7</sup> OIS金利は東短キャピタルマーケットが提供するクローリングのミッドレートである。新発国債利回り(2年物、5年物、10年物)は三菱UFJモルガン・スタンレー証券が提供する終値利回りである。

分析には(2)式にあるような形で、OLS（最小二乗法）を用いる。説明変数の金利として市場の予想を織り込んだ OIS のような金利ではなく政策当局が直接コントロールするオーバーナイト物金利方法を用いた例として、米市場を分析した Cook and Hahn（1989）や日本の市場を分析した伊藤（2003）があげられる。一方、伊藤（2008）は OIS を用いて 07 年 1 月から 2 月の日銀の市場との対話と市場金利を分析している。

なお、OLS を用いるにあたり、誤差項  $u_t$  について不均一分散を調整するため White（1980）にある方法を利用する<sup>8</sup>。また、Cochrane and Orcutt（1949）の方法で 1 次の系列相関を除去する<sup>9</sup>。この分析により、当日と前営業日の金利を比較して、OIS 金利の変動幅 1% に対する各中長期金利（2 年物、5 年物、10 年物）の変動幅をそれぞれ推計する。

$$\Delta R_t = \alpha + \beta \Delta ROUC_t + u_t \quad (3)$$

$\Delta R_t$  = 当日の各金利から前営業日の各金利を引いた値

$\Delta ROUC$  = 当日の OIS 金利から前営業日の OIS 金利を引いた値

$u_t$  = 誤差項

推計結果に関しては表 1 に記した。前半においては、回帰係数  $\beta$  は 0.669 から 1.181 をとり 2 年物、5 年物においてそれぞれ 5% 以内の水準で有意となった。 $\beta$  の大きさは 5 年物金利で 1.181 と最大となり、2 年物金利で 0.669 と最小となった。決定係数は 0.161 から 0.473 をとり、5 年物金利で 0.473 と最大となり、10 年物金利で最小となった。

一方、後半において回帰係数  $\beta$  は 0.910 から 1.096 をとり 2 年物、5 年物、10 年物においてそれぞれ 5% 以内の水準で有意となった。 $\beta$  の大きさは 10 年物金利で 1.096 と最大となり、5 年物金利で 0.910 と最小になった。決定係数は 0.369 から 0.479 をとり、2 年物金利で 0.479 と最大になり、5 年物金利で 0.369 と最小となった。

---

<sup>8</sup> White（1980）では、 $\widehat{\text{var}}(\beta) = \frac{\sum x_i^2 \sigma_i^2}{(\sum x_i^2)^2}$  において誤差分散  $\sigma_i^2$  の代わりに残差平方和  $\hat{u}_i^2$  を利用する。

その結果、誤差分散  $\sigma_i^2$  が分からなくても、 $\widehat{\text{var}}(\beta)$  の一致推定量が得られる。

<sup>9</sup> Cochrane and Orcutt（1949）にある方法は、回帰方程式の残差を用いて各期と 1 期前の誤差の相関関係を推定し、これに基づいて誤差が系列相関を持たないように回帰方程式を変形したうえで、最小二乗法を適用する方法である。この点については刈屋（1985）がわかりやすい。

表1 市場金利の反応に関する推計結果

前半(08.9.30~08.10.30)					
$\Delta R_t$	$\alpha$	$\beta$	$R^2$	SER	DW
2年物	-0.005 (-0.477)	0.669 (2.600)**	0.324	0.031	1.742
5年物	-0.001 (-0.015)	1.181 (3.749)***	0.473	0.039	1.834
10年物	0.011 (1.074)	0.722 (0.370)	0.161	0.043	1.987
後半(08.11.25~08.12.18)					
$\Delta R_t$	$\alpha$	$\beta$	$R^2$	SER	DW
2年物	-0.001 (-0.220)	0.935 (3.408)***	0.479	0.015	1.867
5年物	0.002 (0.312)	0.910 (2.720)**	0.369	0.019	1.987
10年物	0.001 (0.195)	1.096 (3.325)***	0.453	0.020	1.992

(注) ( )内は t 値である。\*\*\*, \*\*はそれぞれ1%水準, 5%水準で有意であることを示す。

#### 4 まとめと今後の課題

本稿の目的は、リーマンショック後の08年10月から12月の日銀の市場との対話や新聞報道、政治家による発言などを分析し、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ことであった。

10月においては31日の金融政策決定会合2日前の29日の新聞報道がきっかけで利下げ予想が強まり、利下げ予想は29日には60%に、30日に72%まで上昇した。言い換えれば、金融市場では29日には60%、30日には72%の金融政策変更を織り込んでいた。しかし、28日までは金融市場の利下げ予想は10%から24%の間を行き来しており、利下げ予想は少数であった。市場関係者が予想する金融政策の変更を織り込んだOIS金利は29日と30日の両日において大幅に低下し、市場金利が利下げ予想に合わせて低下した。このため利下げ予想は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月においては円高の進行や日銀短観の数字が弱かったことなどを背景にした金融緩和観測記事を受け、12月13日あたりから徐々に金融緩和観測が強まり始めた。また、12月16日や17日の金融緩和を促す政治家発言も金融緩和観測を強めた。金融政策決定会合前日の18日における利下げ予想は、10月と同じ72%まで上昇した。言い換えれば、金融市場では72%の金融政策変更を織り込んでいた。利下げ予想が緩やか

に上昇したことで、市場金利は金融政策の変更を徐々に織り込んでいったとみられる。このため OIS 金利の変動は、2 年物金利、5 年物金利、10 年物金利に有意に影響を与えた。また、回帰係数の値が 1 近辺に収れんしており、イールドカーブはほぼ平行にシフトした。

08 年 10 月から 12 月における金融政策変更において、金融市場における政策変更予想を大きく動かしたのは、日銀による市場との対話ではなく、新聞による観測記事と政治家によるけん制発言であった。12 月の利下げでは、およそ 1 週間で政策変更が徐々に織り込まれたことなどから、長めの市場金利も十分に低下したと推測できる。このことから市場が政策変更を事前に十分に織り込むためには、1 週間程度の期間が必要であると考えられる。

OIS 金利を用いて金融政策に関する予想が中長期金利に与える影響を検証した研究は、本稿と伊藤（2008）に限定されるため、金融政策の予想と金融市場に関係について、さらなる検証が必要である。

#### 【参考文献】

朝日新聞各号.

伊藤隆康（2003）,「日銀の金融政策の分析-翌日物金利の誘導水準変更が市場金利に与える影響」『金融経済研究』第 20 号,pp. 53-63.

伊藤隆康（2005）,『長期金利と中央銀行-日本における金利の期間構造分析』,日本評論社.

伊藤隆康（2007）,「OIS（Overnight Index Swap）取引と金融政策」『新潟大学経済論集』第 83 号, 第 83 号, pp.83-90.

伊藤隆康（2008）,「日銀の市場との対話-2007 年 1 月から 2 月の金融政策運営を分析して」『金融構造研究』,第 30 号,pp.37-47.

加藤 出（2006）, ウィークリーレポート, 2006 年 9 月 12 日号, 東短リサーチ.

刈屋武昭監修・日本銀行調査統計局 編（1985）『計量経済分析の基礎と応用』東洋経済新報社

黒木祥弘・本多佑三（2001）,「金融—金融制度と金融政策」橋木俊詔 編『戦後日本経済を検証する』東京大学出版会, pp.227-352.

須田美也子（2004）,「中央銀行の情報発信と金融政策」日本金融学会 2004 年度春季大会記念講演

日本経済新聞各号.

日本銀行（2007）,「OIS 市場調査の結果（07/5 月実施）」BOJ Research & Papers.

毎日新聞各号.

武藤敏郎（2007）,「中央銀行の政策決定と委員会制度」日本金融学会 2007 年度春季大会記念講演

読売新聞各号.

Blinder, A.(2004), *The Quiet Revolution: Central Banking Goes Modern*, Yale University Press.

- Blinder,A., C.Goodhart, P.Hilderbrand,D.Lipton, and C.Wyplosz (2002), *How Do Central Banks Talk: Geneva Report on the World Economy 3* .
- Cochrane,D. and G.H.Orcutt(1949), “Application of Least Squares Regression to Relationships Containing Autocorrelated Error Terms,” *Journal of the American Statistical Association*, Vol.44,pp.32-61.
- Cook,T. and T.Hahn(1989), “The Effects of Changes in the Federal Funds Rate Target on Market Interest Rates in the 1970’s,” *Journal of Monetary Economics*, Vol.24,pp.331-351.
- Guthrie,G. and J.Wright (2000), “Open Mouth Operation,” *Journal of Monetary Economics*, Vol.46,pp.489-516.
- Issing,O.(2005), “Communication, Transparency, Accountability: Monetary Policy in the Twenty-First Century,” *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, March/April, Part1, pp.65-83.
- Kohn, D. L. and B. P. Sack (2003), “Central Bank Talk: Does It Matter and Why?”  
Finance and Economics Discussion Series ,2003-55
- White,H.(1980), “A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test For Heteroskedasticity,” *Econometrica*, Vol.48,pp.817-838.

#### 別表 1 日銀幹部による情報発信

##### 前半 (08. 9. 30～10. 30)

10月16日 Global Operations Managers' Conference における堀井理事挨拶

10月17日 全国信用組合大会における白川総裁挨拶

##### 後半 (08. 11. 25～12. 18)

11月25日 金融調節に関する懇談会における白川総裁挨拶  
「短期金融市場の機能度と中央銀行の金融調節」

11月26日 東京大学金融教育研究センターにおける白川総裁講演  
「流動性と決済システム」

12月1日 九州経済同友会主催特別講演会における白川総裁講演  
「最近の金融経済情勢と金融政策運営」

12月10日 「金融リテール戦略2008」における西村副総裁講演  
「中央銀行の視点からみたリテール金融」

12月16日 参議院における「通貨及び金融の調節に関する報告書」白川総裁概要説明

## 別表2 新聞報道

### 前半 (08. 9. 30~10. 30)

10月29日 日本経済新聞朝刊 「0.25%の利下げを検討する」

10月30日 朝日新聞朝刊 「利下げ観測 強まる市場」

### 後半 (08. 11. 25~12. 18)

12月13日 日本経済新聞朝刊 「追加利下げ論が浮上」

12月17日 朝日新聞朝刊 「日銀 景気どう刺激 利下げ排除せず」

12月18日 読売新聞「日銀、量的緩和実施へ CP 買い取りなど」

日本経済新聞「日銀、利下げ含め検討 長期国債買い取り増額」

毎日新聞「利下げ見送り強まる 日銀内に慎重論」

## 別表3 政治家による発言

12月16日 中川昭一財務・金融担当大臣  
「状況認識が同じとするなら流動性の問題についてあるべき結論を出していただけると期待している」。

12月17日 麻生太郎首相  
「中央銀行に行政府が介入することはしない。今の景気が日銀の決定一つですべて好転するほど簡単ではないが、いい影響が出るようなことを期待している」。

12月17日 河村建夫官房長官  
「市場への潤沢な流動性供給を積極的に打ち出してもらえるのはいか」