

イールドカーブ・コントロールの歴史と理論

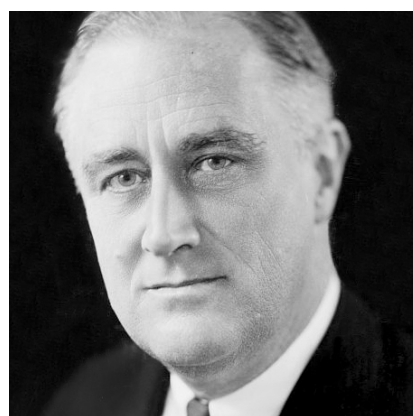
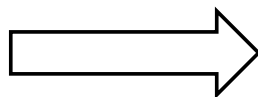
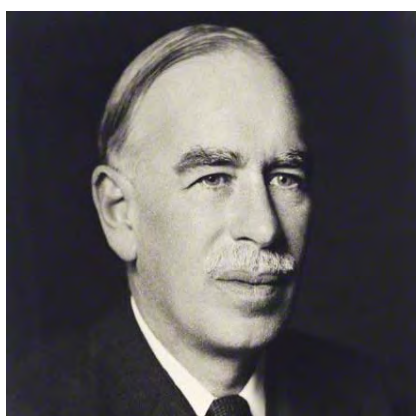
「金融市場パネル40回記念コンファレンス」における講演

2017年1月11日

日本銀行理事
雨宮 正佳

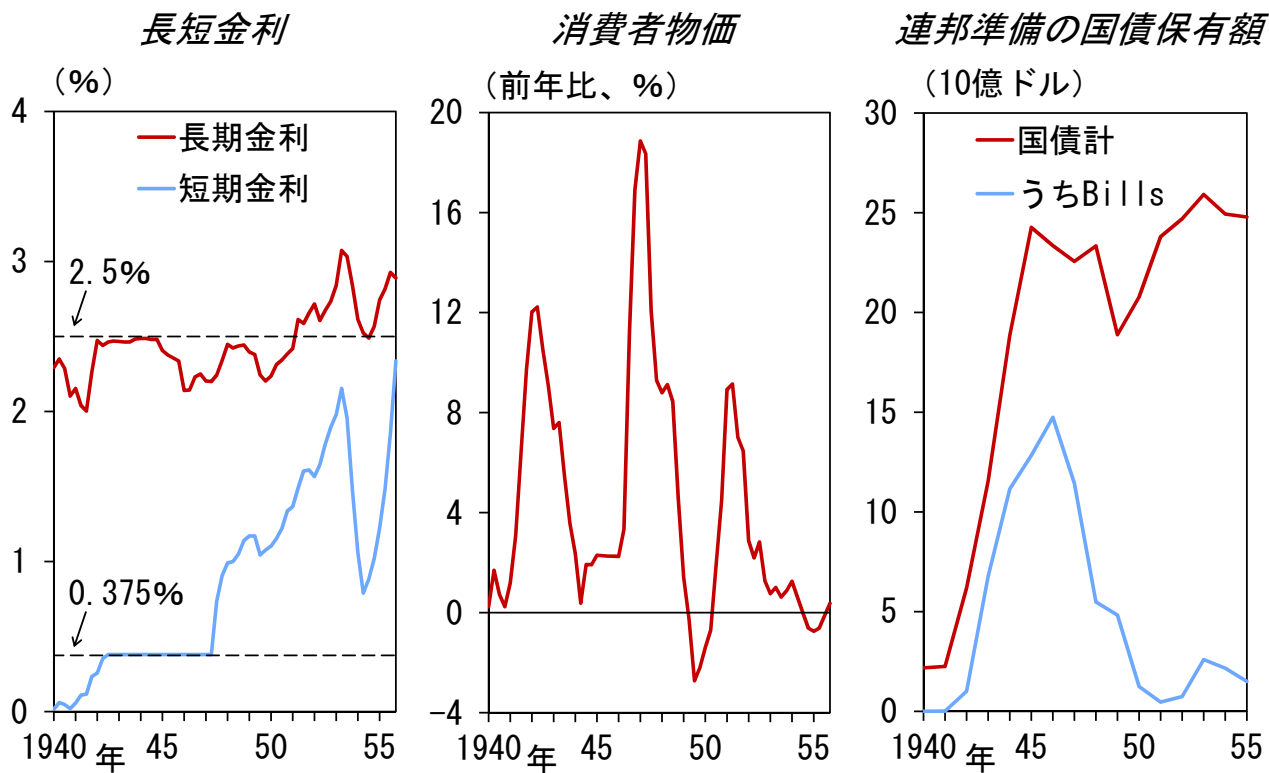
図表 1

ケインズからルーズベルト大統領への書簡



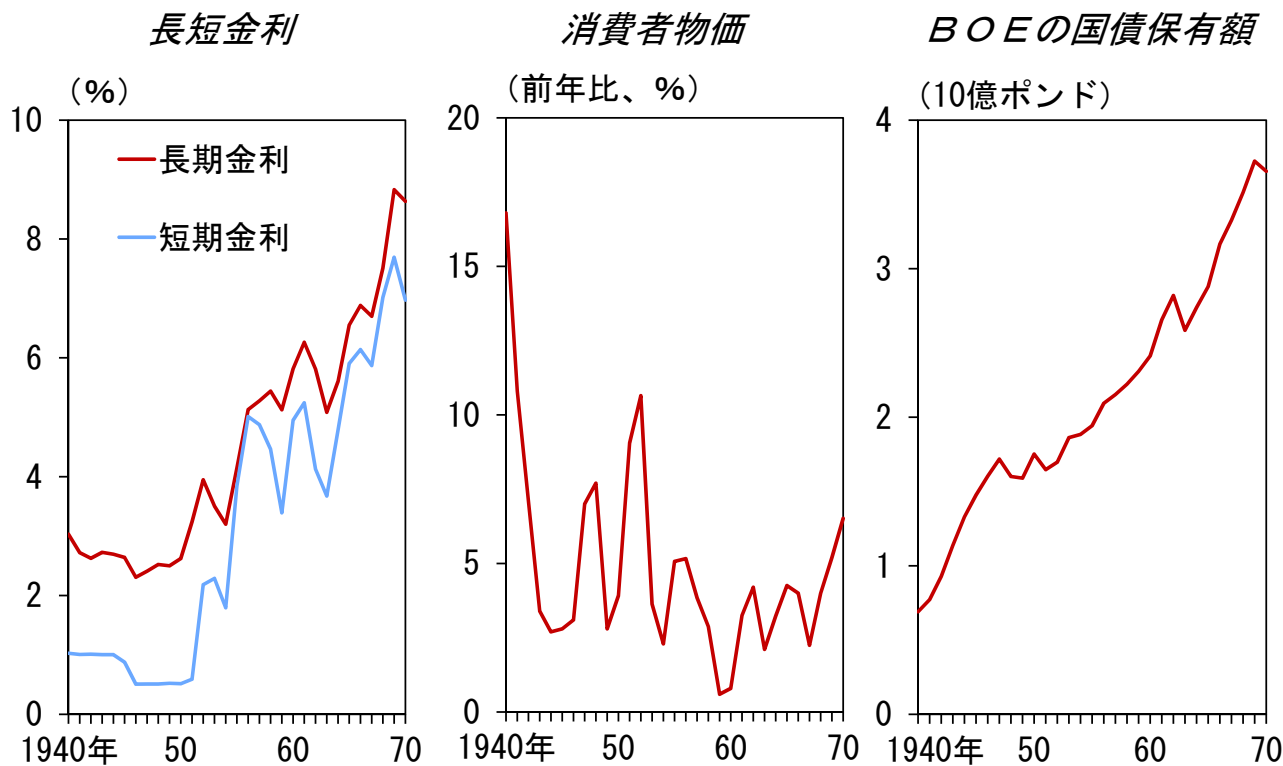
「私は、低利で潤沢な信用供給の維持、とくに長期金利の引き下げを求める。
(中略) FRBが長期債を購入して短期債を売却するだけで、長期国債の金利は、2.5%かそれ以下に低下し、かつそれが債券市場に好ましい効果を及ぼすのであるから、私にはあなたがそれを行わない理由が分からない。この政策は一、二か月もあれば効果が現れると期待できるので、私はその重要性をとくに力説したい。」（「ルーズベルト大統領への書簡」、1933年12月）

米国の金利上限政策



(注) 長期金利は残存期間10年超物の平均金利、短期金利は3か月物T Bの金利。
 (資料) FRB、HAVER

英国の国債価格支持政策



(注) 長期金利は残存期間10年物の金利、短期金利はT Bの金利。
 (資料) BOE

米国における「アコード」の成立

「アコード」とは・・・

“The Treasury and the Federal Reserve System have reached full accord with respect to debt-management and monetary policies to be pursued in furthering their common purpose to assure the successful financing of the Government’s requirements and, at the same time, to minimize monetization of the public debt.”

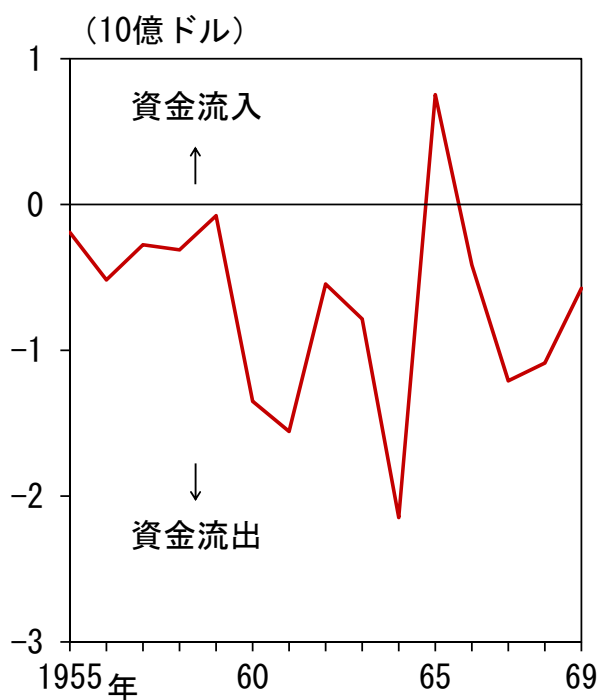
アコードの金融政策への影響

	アコード前	アコード後
政策運営	<ul style="list-style-type: none"> 金利上限維持 	<ul style="list-style-type: none"> 物価の安定
国債市場への関与	<ul style="list-style-type: none"> 短期国債を一定金利で買入 長期国債上限金利維持 	<ul style="list-style-type: none"> ビルズ・オンリー政策 金利体系は市場で形成
バランスシート	<ul style="list-style-type: none"> 金準備中心から国債中心へ 	<ul style="list-style-type: none"> 国債中心、保有額横ばい

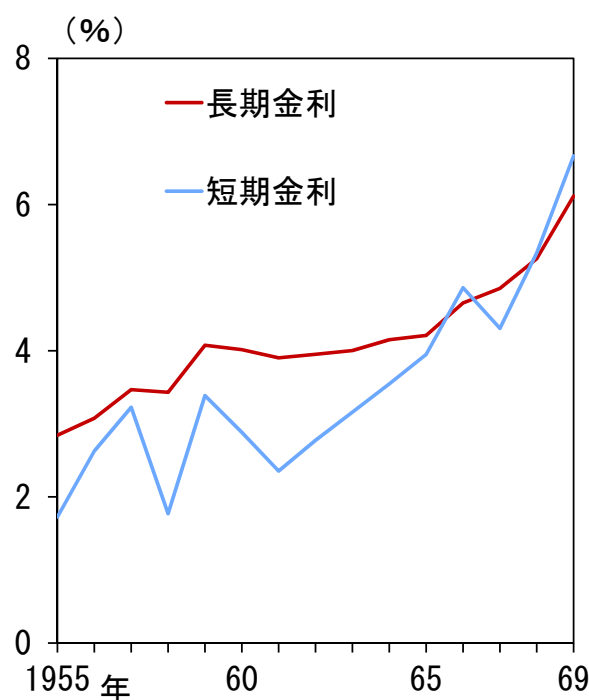
(資料) FRB、米国財務省

米国におけるオペレーション・ツイスト論争

国際収支 (民間部門・短期資金)



長短金利



(注) 長期金利は残存期間10年超物の平均金利、短期金利は3か月物TBの金利。

(資料) HAVER、米国政府

図表 6

マネーの時代と短期金利コントロールへの移行

	米国/FRB	欧州/ECB	英国/BOE
70年代	<p>マネタリー・ターゲティング</p> <ul style="list-style-type: none"> マネーと銀行信用の増加を期待する旨をディレクティブの中で言及(70年) M1、M2、M3、銀行信用のレンジを公表(75年) ハンフリー・ホーキンス法成立(78年) M1、M2、M3、銀行信用の目標値を設定(79年) 非借入準備操作によるM1のコントロール(79年～82年) M1の目標値設定を中止(87年) 	<p>((西)ドイツ/ブンデスバンク)</p> <p>マネタリー・ターゲティング</p> <ul style="list-style-type: none"> 中央銀行通貨量ターゲット(74年～) 	<p>マネタリー・ターゲティング</p> <ul style="list-style-type: none"> M3ターゲット(76年)
80年代	<ul style="list-style-type: none"> 「金融政策におけるマネーの位置付けを後退させる」旨の議会証言(93年) <p>FF金利のコントロールを起点とする総合判断による政策運営</p> <ul style="list-style-type: none"> FF金利の誘導値を公表(95年) 	<ul style="list-style-type: none"> M3ターゲット(88年～) 	<ul style="list-style-type: none"> M3に加えM0もターゲットに追加(84年～) M3のターゲット設定を中止(87年)
90 00年代	<p>為替レート安定を重視した政策運営</p> <ul style="list-style-type: none"> ERM参加(90年) ERM離脱(92年) <p>インフレーション・ターゲティング</p> <ul style="list-style-type: none"> 政策金利をレポ・オペ金利へ変更(97年) M0、M4のモニタリング・レンジの公表を中止(97年) 	<ul style="list-style-type: none"> 2年分のM3ターゲットを公表(96年) ECB 発足(98年6月～) <p>総合判断による政策運営</p> <ul style="list-style-type: none"> Two Pillars の導入(99年～) 	<p>グローバル金融危機(08年)</p>

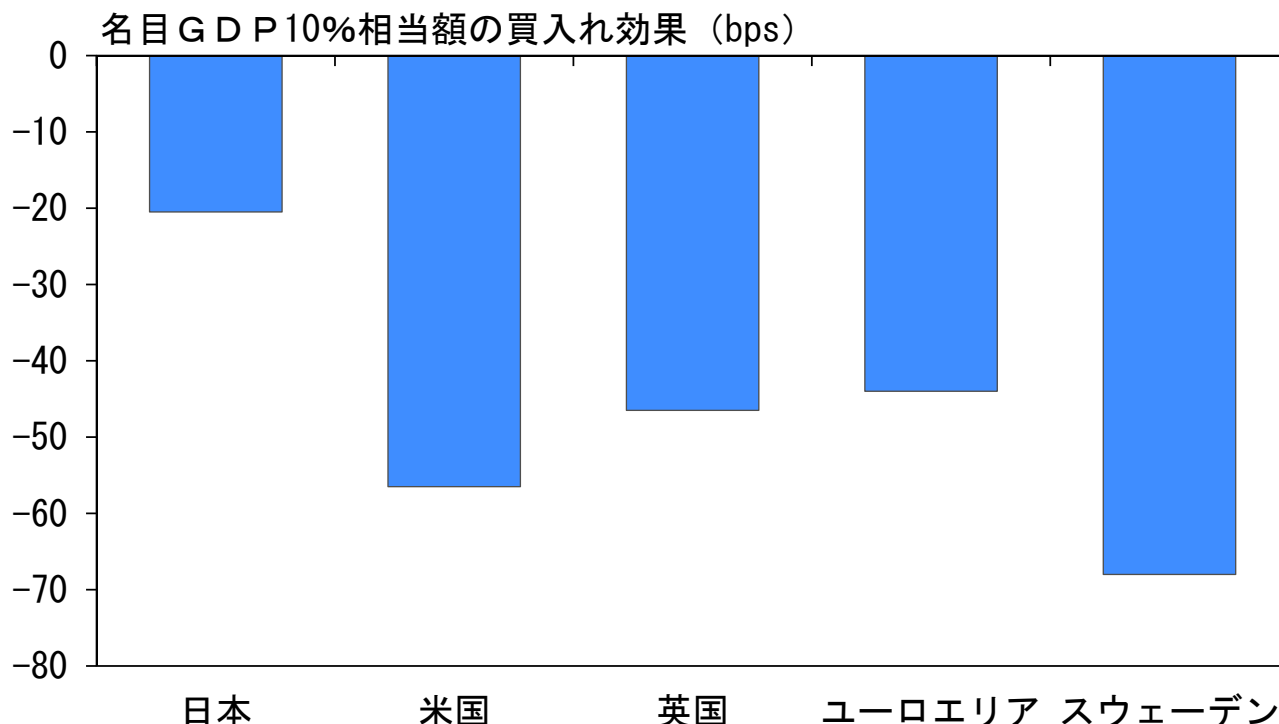
(資料) 日本銀行 (2002) 「金融政策運営に果たすマネーサプライの役割」、日本銀行調査論文等

図表 7

伝統的金融政策と非伝統的金融政策

伝統的金融政策	<ul style="list-style-type: none"> 短期金利操作 (0%以上)
非伝統的金融政策	<ul style="list-style-type: none"> 長期国債買入れ (量的緩和)
	<ul style="list-style-type: none"> 信用 (質的) 緩和
	<ul style="list-style-type: none"> フォワード・ガイダンス
	<ul style="list-style-type: none"> マイナス金利

長期国債買入れが長期金利に与える影響



(注) 各国・地域における各種研究の推計値の中央値。

(資料) Joseph E. Gagnon (2016), "Quantitative Easing: An Underappreciated Success," *Policy Brief*, PB16-4, Peterson Institute for International Economics

オペレーション・ツイストの再評価

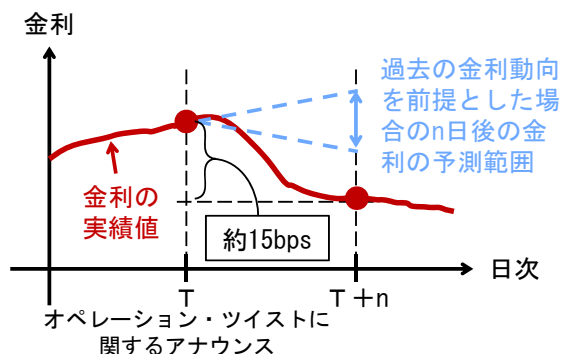
Swanson (2011)

〔使用データ〕

- 高頻度な日次データ

〔分析手法〕

- オペレーション・ツイストに関するアナウンスが行われた後の金利動向が過去の金利動向と有意に異なるかを検証



金利の押し下げに
有意な効果があることを確認

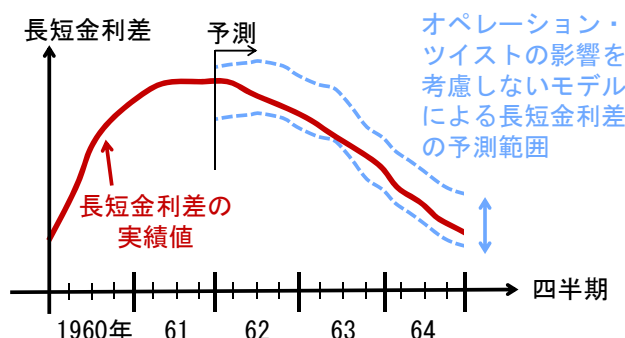
Modigliani and Sutch (1966)

〔使用データ〕

- 四半期データ

〔分析手法〕

- オペレーション・ツイストの影響を考慮しない長短金利差のモデルがオペレーション・ツイスト期間中の値を予測できるかを検証



金利の押し下げに
有意な効果があることは確認できない

(注) 各グラフは概念図であり、正確な実績値を図示したものではない。

(資料) Eric T. Swanson (2011), "Let's Twist Again: A High-Frequency Event-Study Analysis of Operation Twist and Its Implications for QE2," *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring, pp. 151-188

Franco Modigliani and Richard Sutch (1966), "Innovations in Interest Rate Policy," *American Economic Review*, Vol. 56, No. 1/2, pp. 178-197

論 点

- ✓ 長期金利のコントロールラビリティ
- ✓ 金融政策の将来：平時vs非常時？
- ✓ 最適イールドカーブ
- ✓ 財政運営との関係