

Title	日本における非伝統的金融政策の分析
Sub Title	An analysis of unconventional monetary policy in Japan
Author	一上, 響(Ichiue, Hibiki)
Publisher	慶應義塾大学
Publication year	2025
Jtitle	学事振興資金研究成果実績報告書 (2024.)
JaLC DOI	
Abstract	本研究課題では、二つの研究を進展させた。 一つ目の研究では、日本銀行による上場投資信託（ETF）の保有の影響を、個別株の利回りなど様々なデータを用いて検証した。分析結果によれば、その影響は非常に大きく、現在も市場を歪ませ続けている。本研究については、コメントを受けて新たな分析を多く追加し、論文を大幅に改定して、学術誌へ投稿した。 二つ目の研究では、まず、長期金利が景気や物価の変化にどの程度反応するか（感応度）を、個々のエコノミストによる長期金利やインフレなどの予測のデータを用いて計測した。計測結果をみると、感応度は大きく変動してきたことが分かった。続いて、日本の長期金利や為替レートが、米国の金融政策の影響をどう受けてきたかも検証した。米国で金融引き締めに伴い金利が上昇すれば、通常、日本の金利も上昇し、円安が進む。円安になるのは、日本の金利が米国金利ほど上昇するわけではないことから、金利差が拡大し、円安ドル高圧力が生じるためだ。だがこの関係は、日本の長期金利のインフレ感応度が高まるほど弱まる傾向にあることが分かった。インフレ感応度が高いほど日米金利の連動性が低いとの結果は、日銀がインフレ率次第で長期金利の水準を調整しようとしているとき、米国の金融政策のような他の要因の影響を抑制していることを示唆している。今回の結果は、長期金利のインフレ感応度が高まるほど、米国で金利が上昇した際に金利差が大きく拡大するにも関わらず、円安が進みにくくなることも示唆している。理由として考えられるのは、円安が進めば将来的に輸入物価の上昇を通じてインフレ圧力が強まる結果、長期金利が将来は上がり円高になると予想されるため、円売りに慎重な動きが出てくることだ。2024年度中、本研究を二つの学会で発表し、コメントを受けて分析を大幅に拡充した。2025年度の早い時点で論文の初稿を完成させる予定である。 In this research project, I made progress on two studies. The first study examines the impact of the Bank of Japan's holdings of exchange-traded funds (ETFs), using various data, including individual stock returns. The analysis finds that the impact is substantial and continues to distort the market. Based on feedback received, I added a number of new analyses and significantly revised the paper, which has now been submitted to an academic journal. The second study first measures the sensitivity of long-term interest rates to changes in economic activity and prices, using forecast data on the long-term interest rate, inflation, and other variables from individual economists. The results show that this sensitivity has varied greatly over time. The study then investigates how Japan's long-term interest rate and the exchange rate have responded to U.S. monetary policy. Typically, when interest rates rise in the U.S. due to monetary tightening, Japanese interest rates also rise, and the yen depreciates. The depreciation of the yen occurs because Japanese interest rates do not increase as much as U.S. rates, leading to a widening interest rate differential and downward pressure on the yen. However, the analysis finds that this relationship tends to weaken as the sensitivity of Japan's long-term interest rate to inflation increases. The finding that higher inflation sensitivity is associated with lower interest rate co-movement between Japan and the U.S. suggests that when the Bank of Japan adjusts long-term interest rates in response to inflation, it dampens the influence of other factors such as U.S. monetary policy. The results also suggest that, as the inflation sensitivity of the long-term interest rate is higher, the yen becomes less likely to depreciate even when the interest rate differential widens to a larger extent in response to an increase in U.S. interest rates. One possible explanation is that further yen depreciation would raise expectations of future inflation through higher import prices, leading to expectations of higher long-term interest rates and yen appreciation, which in turn makes market participants more cautious about selling the yen. In FY2024, I presented this research at two academic conferences and received valuable feedback, which led to substantial improvements in the analysis. I plan to complete the first draft of the paper in the early part of FY2025.
Notes	
Genre	Research Paper

URL

https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=2024000001-20240164

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

2024年度 学事振興資金（個人研究） 研究成果実績報告書

研究代表者	所属	経済学部	職名	教授	補助額	300千円 (A)
	氏名	一上 響	氏名（英語）	Hibiki Ichieue		
研究課題（日本語）						
日本における非伝統的金融政策の分析						
研究課題（英訳）						
An Analysis of Unconventional Monetary Policy in Japan						
1. 研究成果実績の概要						
本研究課題では、二つの研究を進展させた。 一つ目の研究では、日本銀行による上場投資信託（ETF）の保有の影響を、個別株の利回りなど様々なデータを用いて検証した。分析結果によれば、その影響は非常に大きく、現在も市場を歪ませ続けている。本研究については、コメントを受けて新たな分析を多く追加し、論文を大幅に改定して、学術誌へ投稿した。 二つ目の研究では、まず、長期金利が景気や物価の変化にどの程度反応するか（感応度）を、個々のエコノミストによる長期金利やインフレなどの予測のデータを用いて計測した。計測結果をみると、感応度は大きく変動してきたことが分かった。続いて、日本の長期金利や為替レートが、米国の金融政策の影響をどう受けてきたかも検証した。米国で金融引き締めに伴い金利が上昇すれば、通常、日本の金利も上昇し、円安が進む。円安になるのは、日本の金利が米国金利ほど上昇するわけではないことから、金利差が拡大し、円安ドル高圧力が生じるためだ。だがこの関係は、日本の長期金利のインフレ感応度が高まるほど弱まる傾向にあることが分かった。インフレ感応度が高いほど日米金利の連動性が低いとの結果は、日銀がインフレ率次第で長期金利の水準を調整しようとしているとき、米国の金融政策のような他の要因の影響を抑制していることを示唆している。今回の結果は、長期金利のインフレ感応度が高まるほど、米国で金利が上昇した際に金利差が大きく拡大するにも関わらず、円安が進みにくくなることも示唆している。理由として考えられるのは、円安が進めば将来的に輸入物価の上昇を通じてインフレ圧力が強まる結果、長期金利が将来は上がり円高になると予想されるため、円売りに慎重な動きが出てくることだ。2024年度中、本研究を二つの学会で発表し、コメントを受けて分析を大幅に拡充した。2025年度の早い時点で論文の初稿を完成させる予定である。						
2. 研究成果実績の概要（英訳）						
In this research project, I made progress on two studies. The first study examines the impact of the Bank of Japan's holdings of exchange-traded funds (ETFs), using various data, including individual stock returns. The analysis finds that the impact is substantial and continues to distort the market. Based on feedback received, I added a number of new analyses and significantly revised the paper, which has now been submitted to an academic journal. The second study first measures the sensitivity of long-term interest rates to changes in economic activity and prices, using forecast data on the long-term interest rate, inflation, and other variables from individual economists. The results show that this sensitivity has varied greatly over time. The study then investigates how Japan's long-term interest rate and the exchange rate have responded to U.S. monetary policy. Typically, when interest rates rise in the U.S. due to monetary tightening, Japanese interest rates also rise, and the yen depreciates. The depreciation of the yen occurs because Japanese interest rates do not increase as much as U.S. rates, leading to a widening interest rate differential and downward pressure on the yen. However, the analysis finds that this relationship tends to weaken as the sensitivity of Japan's long-term interest rate to inflation increases. The finding that higher inflation sensitivity is associated with lower interest rate co-movement between Japan and the U.S. suggests that when the Bank of Japan adjusts long-term interest rates in response to inflation, it dampens the influence of other factors such as U.S. monetary policy. The results also suggest that, as the inflation sensitivity of the long-term interest rate is higher, the yen becomes less likely to depreciate even when the interest rate differential widens to a larger extent in response to an increase in U.S. interest rates. One possible explanation is that further yen depreciation would raise expectations of future inflation through higher import prices, leading to expectations of higher long-term interest rates and yen appreciation, which in turn makes market participants more cautious about selling the yen. In FY2024, I presented this research at two academic conferences and received valuable feedback, which led to substantial improvements in the analysis. I plan to complete the first draft of the paper in the early part of FY2025.						
3. 本研究課題に関する発表						
発表者氏名 (著者・講演者)	発表課題名 (著書名・演題)	発表学術誌名 (著書発行所・講演学会)	学術誌発行年月 (著書発行年月・講演年月)			
一上 響	The Expected Sensitivity of the Long-term Yield to Macroeconomic Conditions	SWET	2024年 8 月 9 日			

一上響	The Expected Sensitivity of the Long-term Yield to Macroeconomic Conditions	Australasian Public Choice Conference	2024年12月2日
-----	---	---------------------------------------	------------