

日銀政策決定会合要旨公表と株式市場の反応—JNXの10分データ等の分析—

学習院大学 辰巳憲一
学習院大学大学院 張征宇

高頻度取引（HFT）が可能になったアローヘッド（Arrowhead）が2010年東証に導入されて以降、日本の株式市場は大きく変化した。しかし、金融政策が株式市場の流動性や高頻度リターンなどに及ぼす影響についての実証分析はほとんど無いようである。

中央銀行が金融緩和するか、見送るか等に関して、経済状況を見落とし、必要な政策の決定を誤り、政策のタイミングを誤れば、投資家に株式売りを促す懸念が大いにある。

このような観点から、日本銀行の金融政策決定会合の結果要旨が公表された時刻の直前直後の実証分析を行ってみる。PTSのJNXで取引されているソフトバンク、日立、トヨタのティックに基づいた10分リターンとボラティリティの検討を行い、20区間にどのような変化がみられるか、差分の差分（DID）分析を適用する。

分析を2011年に限った理由は、幾つか新しい株式注文サービスが導入され、日本の歴史に記される東日本大震災が起これ、東証の昼休みが短縮された、からである。

時間間隔を短くとしたデータは高い変動性を示す。標準誤差が高くなる結果、有意性の検定では帰無仮説は棄却されてしまう。このような特徴を示すデータにおいて、もし何らかの構造、規則性が観察されれば、興味あるところである。計測結果は次のとおりである。

（1）決定会合要旨公表後、平均的に株価は反応していると言える。幾つかの少数の例外を除いて、10分株式リターンの上昇がみられる。（2）しかし、それは要旨公表直後の10分間に限って起こることは稀である。直後30分までの反応も比較的小さい。この点は、当時の値付け率の低さも関係しており、値が付かなかつたためイベントへの反応が鈍いという可能性も影響している。（3）東日本大震災直後は金融政策決定会合に対する反応が著しく強い。大震災によって金融政策への期待が高まったものと予想される。実際日本銀行もETF買入れで期待に応えた。（4）東日本大震災時を除いて、いずれの決定会合にも株価は極めて近い反応度を示している。11月30日の夜間公表についても例外ではない。（5）決定会合での政策**現状維持**決定に対する株式市場の評価は、他のケースと違う評価は観測されず、概ね良い評価を得ている。

（6）決定会合要旨公表時刻を挟んだ10分リターンを基準にすると、直後20、30分までのリターンはほぼ同水準であるが、以降リターンは低くなる傾向がみられる。（7）金融政策は株式ボラティリティを鎮静化させている。ボラティリティが持続する傾向は金融政策によって転換する傾向が強くあり、投資家は良いニュースに敏感にも反応する。（8）金融政策公表がリターンの自己相関や銘柄間相関さらには値付け率を変えた証拠は得られなかつた。