

ドットチャートの形成と金融市場・経済のダイナミクス

The Dot Plot and Dynamics of Financial Markets and Economy

齋藤周*, 宮崎浩一*, 木村玄蔵*, 阿部友樹*
Amane Saito*, Koichi Miyazaki*, Genzo Kimura*, Yuki Abe*

* 年金積立金管理運用独立行政法人

In the investment business, much emphasis is placed on the analysis of US monetary policy and the dot plot. In Japan, the dot plot is likely to be of interest in JGB and mortgage markets, which are expected to be affected by US interest rates. This paper analyzes how the US real estate market affects monetary policy and financial markets. The results show that the US price index, which includes shelter costs, has significant effects on the dot plot, and the dot plot has significant effects on the policy rate outlook and US interest rate. This suggests that fluctuations in the US real estate market may spill over to the Japanese mortgage market through financial markets.

Keywords: ドットチャート (Dot plot), 住宅ローン市場 (Mortgage markets), グレンジャーの因果性 (Granger Causality), 予測精度 (Forecast accuracy), ネルソン・シーゲルモデル (Nelson-Siegel Model)

1. はじめに

投資実務の現場では、世界の金融市場への影響が大きい米国金融政策の分析が重視されている。実際、2022年3月以降の米国での利上げプロセスの開始は、米国に留まらず日本においても市場の長期金利上昇圧力となっている。そのため米国の中央銀行にあたる連邦準備制度 (Federal Reserve System, 以下、「Fed」という) の意思決定機関である連邦公開市場委員会 (Federal Open Market Committee, 以下、「FOMC」という) の政策決定やその背景にある議論の動向が注目を集めている。加えて、先行きの金融政策を見通す上でFOMC参加者による経済見通し (Summary of Economic Projections, 以下、「SEP」という) やその一部である政策金利見通し (以下、「ドットチャート」という) は多くの注目を集めている。特に日本国内においては、米国債金利の影響を受けやすい国債市場や住宅ローン市場でもそれらへの注目度は高いと考えられる。

FOMCによる金融政策と市場の反応とに関する分析は非常に多く行われており、例えばLunsford(2020)では、2000年から2006

年までのFOMCによるフォワードガイダンスの文言を用いて、その文言のうち、経済見通しのリスクに関する文言と、金融政策の方向性に関する文言とについて、それぞれの市場への影響を分析し、金融政策の方向性に関するフォワードガイダンスの文言がより強い影響を持つことを示している。

また、Bauer and Swanson (2023)では、FOMCの声明がGDP成長率や失業率、インフレに関する市場予想に対して、マクロ経済モデルとは反対の影響を与えていることに着目している。すなわち、これまではそうしたFOMCの声明から市場予想に対する影響は「Fedからの情報効果 (Fed Information Effect)」として解釈されていたのに対し、Bauer and Swanson (2023)では、FOMCも市場予想も同じ情報に対して反応しているため、マクロ経済モデルとは反対の影響が生じているように見えるものの、市場予想に対するFOMCの影響はないことを示している。

このほか、Cochrane and Piazzesi (2002)では、日次データを用いてFF金利誘導目標 (以下、「政策金利」という) と市場金利