

The Effects of Monetary Policy Announcements at the Zero Lower Bound

1. What's the question of the paper?

在金融海嘯之後，各國均實行各種的貨幣寬鬆政策，而傳統的貨幣政策在利率達至零的水準後，就難以在更進一步，因此本文在研究非傳統的貨幣政策，(如本文說的前瞻指引或資產購買)，是否是有效的。除此之外，主流的研究均是以美國為主，因此作者同時亦想知道，長期處於零利率下界的日本，其非傳統貨幣政策的效果，以了解在不同環境下或條件下所得出的結論是否有差異。

2. Why should we care about it?

2008 年後，許多先進國家均邁入零利率下界，在近年歐洲與亞洲國家實行負利率者亦有之，這均顯示了各國已難以如過去一般以傳統的貨幣思維影響金融市場了，因此非傳統的貨幣政策成為了這些年研究的焦點，在面對目前全球市場陷入低通膨預期的困境時，尋找一個有效且可實行的寬鬆貨幣政策則顯得非常重要。

3. What's the author's answer?

與美國全部的金融市場均有顯著性的影響不同，除了在公司債(尤其是高評等)在 shock 發生後有顯著的反應，其餘市場如股匯市在大多的情況下在統計上都不顯著，這可能歸咎於日本的金融市場間連動性不佳或者長期處於零利率市場對於央行的前瞻指引疲乏了。

4. How did the author get there?

基本上是採用事件研究法，檢測事件公布當日與非事件公布日間，其變異數是否有所差別，而這種研究方式是根據作者相信在事件公布當日變異數會極度高漲的假設，作者為了得到更穩健的結果，甚至將研究了股匯債市以外的金融市場的影響。

常用符號:

i_t	change in the interest rate
s_t	growth rate of the asset price
X_t	common exogenous shock
ε_t	monetary policy shock
η_t	shock to the asset price
A	subset of the announcement days
\bar{A}	subset of the non-announcement days
T_A	number of announcement days
$T_{\bar{A}}$	number of non-announcement days
Ω_A	conditional variance-covariance matrices of announcement days
$\Omega_{\bar{A}}$	conditional variance-covariance matrices of non-announcement days
$\sigma_{\varepsilon A}^2$	conditional variances of monetary policy shocks on the announcement days
$\sigma_{\varepsilon \bar{A}}^2$	conditional variances of monetary policy shocks on the non-announcement days

$$\Delta i_t = \beta \Delta s_t + \gamma X_t + \varepsilon_t,$$

$$\Delta s_t = \alpha \Delta i_t + \delta X_t + \eta_t,$$

$$\Delta \Omega \equiv \Omega_A - \Omega_{\bar{A}} = \frac{\sigma_{\varepsilon|A}^2 - \sigma_{\varepsilon|\bar{A}}^2}{(1 - \alpha\beta)^2} \begin{pmatrix} 1 & \alpha \\ \alpha & \alpha^2 \end{pmatrix}$$

$$\Delta \mathbf{i} \equiv [\Delta \mathbf{i}_A, \Delta \mathbf{i}_{\bar{A}}]'$$

$$\Delta \mathbf{s} \equiv [\Delta \mathbf{s}_A, \Delta \mathbf{s}_{\bar{A}}]'$$

實際應用:

下圖為日本今年 1/29 日實施負利率後美元對日圓至今日(4/8)走勢，期間 BOJ 黑田東彥亦多次做出日幣應進一步貶值的發言，然而卻抵擋不了日幣的漲勢。



最近一次則是(4/4~4/8)本周的談話，表明日幣應進一步寬鬆，但最終本周的日線美日匯率仍是全收陰線，且並沒有明顯的波動。

由於長期的低利率，日幣在國際市場扮演的角色通常是國際資金的輸出國，在昇平時期，投資人會傾向借入日幣投資其他國際市場，但當股市信心潰散時，資金會回流回日本造成日幣大漲，同時國際股市表現不佳亦影響了日股的表現造成日股大跌，這或許就是今年日央多次前瞻指引效果均不佳的原因，在寬鬆的指引後股市仍舊照跌、日幣仍舊照漲。