

Term Structure of Interest Rates in Japan under Zero Interest Rate and Quantitative Easing Policies

神戸大学大学院 英 邦 広

日本における金利の期間構造に関する期待仮説の実証分析に関しては、数多くの実証研究が存在する。そうした研究の中で、ゼロ金利政策（1999年2月から2000年8月まで）や量的緩和政策（2001年3月から2006年3月まで）といった低金利政策の時期を中心に議論している論文や、短期の金利に焦点を当てた論文は少ない。そこで、本稿では、ゼロ金利政策や量的緩和政策の時期で、金利の期間構造に関する期待仮説が成立していたか、それとも、成立していなかったかを検証するとともに、その2つの政策がタームプレミアムに対してどのような効果をもたらしたかを分析することを目的とする。

期待仮説の検証に関しては、共和分ベクトルを検定することによって期待仮説が成立するか、否かを議論する。その時に、定数項（タームプレミアム）のシフトを考慮しない共和分検定と、Gregory and Hansen (1996) によって提唱された定数項のシフトを考慮する共和分検定の2つを行う。低金利政策の効果に関しては、タームプレミアムのシフトが有意に効いているか、否かで議論する。

本稿では、短期の金利の期間構造に焦点を当てた分析を行うので、データとしては Tokyo Interbank Offered Rate (TIBOR) を使用する。全体の標本期間は、1995年から2006年までで、TIBORは1期物、5期物から12期物を使用し、短期金利として1期物のTIBOR、長期金利として5期物から12期物のTIBORを用いる。

本稿の結論は以下の2点である。第一に、ゼロ金利政策と量的緩和政策が行われていた間、構造変化を考慮して共和分分析を行うと、金利の期間構造に関する期待仮説が成立したことである。第二に、この2つの金融政策下において、タームプレミアムの水準を低める効果があったことである。つまり、この2点から、ゼロ金利政策と量的緩和政策を含めた時期では、短期金利と長期金利の間には期待仮説という一定の関係が存在していたこと、そして、タームプレミアムを低下させることで、長期金利の水準を低下させていたことが示唆された。

[参考文献]

Gregory, A.W. and Hansen, B.E. (1996), "Residual-Based tests for cointegration in models with regime shifts.", *Journal of Econometrics* 70,99-126.