

金利の期間構造モデルを用いたタームプレミアムの国際相互波及に関するVAR分析

高見 智之 CMA

目 次

- | | |
|-------------------|-------------------|
| 1. 序論 | 4. タームプレミアムのVAR分析 |
| 2. 先行研究 | 5. 結論 |
| 3. タームプレミアムの推計手続き | |

本稿では、長期金利のタームプレミアムの低下と国際相互波及を計量分析することで、低金利環境下、本邦投資家が海外市場にリターン追求の動きを活発化させた影響を明らかにした。その際、ファイナンス理論との整合性と実証的なパフォーマンスの双方を充足可能な、Arbitrage-Free Dynamic Nelson-Siegelモデルをベイズ推計することで、先進各国のタームプレミアムを抽出し、その相互波及を時変パラメータベクトル自己回帰モデルにより捕捉した。

1. 序論

世界金融危機の発生以降、主要各国の中央銀行が大規模な金融緩和を継続する中、先進諸国の長期金利のタームプレミアムが低下傾向にあることが、Nyholm [2016]、Crimella *et al.* [2017]、Cohen *et al.* [2018] などにより指摘されている。特に米国では、2015年末から利上げやQE縮小などFEDが他国に先駆けて政策正常化に動きだす中、長期金利が3%を明確に抜けて上昇しなかったのは、タームプレミアムが低位に抑圧されていたことが背景にあったものと考えられる。

当該事象の要因の一つには、長期間にわたる緩やかな景気拡大やインフレ、インフレ期待の不確実性低下といったマクロ経済要因が考えられる。一方で近年は、上記要因による影響は薄れ、むしろ、各国の中央銀行による大規模かつ強力な金融緩和が、自国のタームプレミアムを直接的に抑圧し、さらに投資家のグローバルなリターン追求行動を通じて、他国のタームプレミアムを間接的に抑圧することによる影響が高まり、結果としてその相互連関が高まっているものとする。

そこで本稿では、マイナス金利環境を考慮可能な金利の期間構造モデルで、ファイナンス理論と



高見 智之 (たかみ ともゆき)

三井住友信託銀行(株) マーケット金融ビジネスユニット 運用プロダクトチーム所属。
慶應義塾大学経済学部にて学士号および修士号を取得後、三井住友信託銀行(中央三井アセット信託銀行)に入行。年金運用、金利トレーディング、金融庁マクロプルーフデンス総括参事官室出向を経て、現職。一橋ビジネススクール 金融戦略・経営財務プログラム 修了(MBA)。