

## On the Relationship between the Very Short Forward and Spot Interest Rates

経済産業研究所 植杉威一郎

California State University, Long Beach Guy M. Yamashiro

先物金利が将来における現物金利の期待値に等しいという効率市場仮説については、既に多くの論文が発表されている。本論文では、以下の取り組みを行った。

- これまであまり注目されていなかった非常に短期の現物金利と先物金利の組み合わせ（オーバーナイト金利と、それに対応する先物金利であるトムネ金利、スポネ金利）に着目し、データが入手可能であったユーロドル市場、ユーロポンド市場、国内イタリアリラ市場について、効率市場仮説を実証。
- どのような場合に効率市場仮説がより成立しやすいかしくいかを実証。
- Furfine(2000), Holmstrom and Tirole(2001)などに基づき、銀行の準備預金需要、翌日に当座貸越をした場合に課されるペナルティ、先物市場と現物市場との間に裁定が働かないことなどを考慮に入れた簡単な理論モデルを構築する試みを行った。

こうした取り組みで得られた結論のうち、主なものは以下のとおり。

- 効率市場仮説が成立しやすいかどうか、先物金利の予測可能性がどの程度かについては非対称性が存在。
- 第1の非対称性は、当日の先物金利が当日の現物金利と比較して高い場合には効率市場仮説は成立しにくい（先物金利による将来金利の予測可能性は低い）一方、先物金利が低い場合には効率市場仮説は棄却されない場合がある（先物金利による将来金利の予測可能性は高い）というもの。この性質は、調べた3つの市場に共通して見られる傾向。かつ、トムネ金利よりも長い期間の金利を使って実証を行うと、その傾向が徐々になくなることが分かった。これらの実証結果は、構築を試みている簡単な理論モデルのインプリケーションと整合的と考えられる。

第2の非対称性は、金融政策当局による政策変更から時間が経つにつれて、先物金利による将来金利の予測可能性が低下するというもの。この性質は、米国のFF金利ターゲットの変更を扱った際に、ユーロドル市場において顕著に現れている。これは、Balduzzi, Bertola, and Foresi (1997)で提示されている「中央銀行による政策変更を市場参加者が適切に予測できない」という主張を裏付けるものと考えられる。