

学位論文題名

長短金利の逆転に関する研究

学位論文内容の要旨

経済理論は、市場の裁定機能を前提にこれまで金利を一つのものとして考えてきたが、資本主義経済は裁定取引の発展とともに、スプレッドのもつ意味を大きなものとしてきた。中でも殊に注目されるのは長短金利の逆転である。長短金利逆転現象は、短期金利及び物価の低下期待が存在する状態を除けば、金利裁定では説明できない。従って、この現象は今日なお重要な経済学上の課題となっている。そこで本稿は、1860年代イギリス金融市場、及び1960年代と1970年代後半～1980年代後半アメリカ金融市場における長短金利逆転現象の解明を通じて現代の金融・資本市場に有力な示唆を与えることを目的とする。

この現象が共に本格的な脚光を浴びたのは、1960年代のアメリカであった。1930年代英国マクミラン委員会において国債管理政策は利子率の長短分離政策として提唱されたものの一度は頓挫し、1960年代アメリカ金融市場で採用されたオペレーション・ツイスト政策の有効性をめぐって純粋期待仮説と市場分断化仮説という2つの利子率期間構造理論の立場から評価が分かれ、利子率期間構造理論の現実的妥当性に脚光があてられたからである。

一方は、金利裁定が短期金融市場と長期金融市場の間に成立すると認識し、他方は両市場が様々な歴史的・制度的要因によって分断されているために金利裁定は不完全であると認識する。検証の結果、一度は純粋期待仮説に軍配が上がったが、その後純粋期待仮説の実証方法や実証結果に関する批判が提出されて行き、仮説を構成する合理性や収益といった要素は限定合理性やリスクといった要素に変わっていく。リスクの存在は金利裁定取引を制限するために、市場分断化仮説が着目されている。

ところで市場分断化仮説を構成する事実は国債管理政策に限定されない。市場分断化仮説を構成する歴史的・制度的事実は、対象とする時代や国によって変化するからである。限られたデータではあるものの、古典的自由主義段階のイギリス金融市場における長短金利逆転現象に着目することは、国家介入が一般化した第2次世界大戦後とは区別される固有の研究対象でありながら、市場分断化仮説の現実的妥当性を検討する上で着目すべき時期である。また1860年代イギリスの分析は課題とされていることから、興味深い時代である。

以上の理論的・現実的問題意識から、本稿では「何故に長期金利と短期金利の『逆転』が生じるのか」に着目し、短期金融市場と長期資本市場の間の金利裁定の不完全性を具体的な現実に即して明らかにし、市場分断化仮説の有効性や有効範囲を明らかにしたい。

3つの時期の逆転現象の考察結果は以下の通りとなる。

1860年代イギリス金融市場における長短金利の逆転は市場分断化仮説によって説明される。1860年代イギリス金融市場における需給変動は、産業発展の動きに裏付けられた証券供給の動きと証券市場における需要選好の相違に依存している。ブーム期の軽工業は、銀行の手形割引を通じて資金需要の急増を賄う。その結果、ブーム期での手形割引率は急上昇する。一方で、安定収入にあった鉄道業者は富裕層に対して社債発行を行うことで安定した資金需要を賄った。このため、ブーム期の鉄道社債市場の資金需要は手形市場に比べて相対的に小さかった。従って、長短金利の逆転現象は産業資金需要の格差と資金供給者の選好相違から生じた。

1960年代後半に生じたアメリカ金融市場における長短金利逆転現象の要因は、インフレ高進下における金融引締め政策によって生じた金利の全般的な高騰を背景として、国債の満

期構成の短期化によって主に生じた。従って、金利及び物価の上昇局面で逆転現象が生じた。それ故に、分析結果は純粋期待仮説の妥当性に疑問を呈し、棄却されたとされる市場分断化仮説を十分に考慮した研究が必要であることを明らかにした。

1970年代後半から1980年代前半のアメリカ金融市場における長短金利逆転現象のメカニズムは以下ようになる。1979年の長短金利逆転現象は、財務省の満期構成長期化の不振や財政緊縮政策、そして連邦準備制度の金融引締め政策と一部の投資家による満期構成長期化支持によること、そして1980年及び1981年の逆転は、満期構成の長期化の不振に加え、1979年10月から採用された新金融調整方式の下、ボルカー議長による徹底した金融引締め政策と一部の投資家による満期構成長期化支持、加えて現実の物価上昇率低下を受けて先行きの物価低落予想による影響の結果、長期金利低下をもたらしたことが判明した。1970年代から1980年代前半の変動は、純粋期待仮説が規定する債券市場の需要要因(裁定業者)と、市場分断化仮説が規定する債券市場の需要要因(投資家)と供給要因(各政策当局)の双方によって説明されなければならない局面にあったことを主張した。

以上の考察結果からどのようなことが整理できるだろうか。

第1に、歴史的事実依存する金利裁定の制限は資本主義から完全に排除出来ない。つまり、市場分断化仮説の構成は経済政策の有効性を議論するレベルに留まることはなく資本主義経済の歴史的制度的事実にも依存しているという点である。歴史的な事実、各国の金融市場の特性や、政策決定の在り方についての考察が必要とされる。こうした事実の把握は金利の期間構造理論の研究にも新たな貢献を示すことができる。というのもリスクの中身が長い間空白であったが、特定の期間ではあるものの、2国の金融市場を通じてその穴埋めがなされたからである。その結果、第2次世界大戦後のアメリカ金融市場の考察結果については大変興味深い点が見え明らかとなった。というのも、金利裁定取引の制限は政府介入によって説明されるがゆえに、政府介入が経済に及ぼす影響を排除することはできないからである。

第2に、市場分断化仮説の従来からの検証方法は市場性国債の満期構成を供給サイドから説明することに終始していたが、1970年代後半から1980年代前半のアメリカを材料に、債券供給関数のみならず債券需要関数のシフトという新たな分析も行った。加えて、1860年代イギリス金融市場での考察から、たとえ債券供給関数のシフトが認められなかったとしても、債券需要関数間での分断が見られたとする視点も提供している。

第3に、3つの時代を考察した結果、どの変動も市場分断化仮説を排除したものとなっていないが、時間軸をたどれば、市場分断化仮説の有効範囲が狭まってきている。つまり、長期金利と短期金利の間での逆転は市場分断化仮説の中に位置づけられていたが、その後純粋期待仮説による世界からの侵食を受ける。今や利子論レベルにおいても期待の影響が強まりつつある。このことは、1970年以降のケインズ政策が機能不全になりつつあることを警告している。

以上の結果は、すべての変動を純粋期待仮説によって説明できるとする金融市場理解では限界があること、そして経済政策のみならず各時代の歴史的・制度的事実依存する証券供給要因から構成される市場分断化仮説の考察を無視してはならないことを示唆している。

学位論文審査の要旨

主 査 教 授 佐々木 隆 生

副 査 教 授 濱 田 康 行

副 査 教 授 岡 部 洋 實

学 位 論 文 題 名

長短金利の逆転に関する研究

経済学は、一方では資本に関する需要と供給の分析に基づいて、他方では、市場の裁定機能に着目し、金利を単一のものとして考察し、経済理論を彫琢し、同時に金融政策をはじめとする経済政策の方向と機能を追求してきた。そのことは、短期金利及び物価の下落が予想される局面を除いては、長期金利（現実には債券利回り）と短期金利の間に、前者が後者よりも低くなる「逆転現象」が生じないという了解が共通に存在することを意味する。そのような了解を体現してきたのが利子率の期間構造理論である。しかしながら、歴史上しばしば長短金利の逆転は生じ、今次の経済危機においても危機の顕在化に先行して長短金利の逆転が見られればかりか、先行き短期金利及び物価が上昇することが予想される局面においても長短金利の逆転が生じてきた。このことから長短金利の逆転現象を経済理論に整合的に説明することを経済学は求められてきた。いわば経済学の「未決の問題」の1つがここにある。神崎稔章氏の本論文は、この重要問題に接近する意欲的な研究である。

本論文は、「はじめに」において如上の問題意識を明らかにし、第1章において長期金利と短期金利に関して今日支配的な利子率期間構造論を支える純粹期待仮説を理論と実証の両面において検討し、実証分析の上で長短金利逆転を説明しえていないことを明らかにし、実務家が支持する市場分断化仮説に基づく実証研究の必要性を示し、第2章で以下での研究方法についての幾つかの留意点を明らかにしている。

第2章は、自由主義的資本主義が典型的に開花したと見られる1860年代イギリスにおいて生じた長短金利の逆転に関する検討に当てられている。神崎氏は、イギリス資本主義を代表した綿工業では、企業が内国為替手形を発行し、市中銀行がこれを割り引く形態が一般的であったのに対して、鉄道業は長期の債券発行によって資金調達を行い、これを購入する社会階層が地主や富裕階級の純投資家層に限定されていたことを実証的に示し、綿工業の生産高に連動した短期金利の激しい運動とコンソル公債並びに鉄道社債のゆるやかな変動を対照し、短期の為替手形に対する需要関数と供給関数が長期債券の需要関数、供給関数に独立していたことを明らかにし、市場分断化仮説が妥当するとしている。

第3章は、国債発行を含む経済政策が一般化するとともに、金融・資本市場が高度に発展した戦後アメリカの1960年代に生じた長短金利の逆転を取り扱っている。この時期に政府は国債管理政策として、長期国債を買い入れ、短期国債を売却して長期金利の低下と短期金利の上昇を意図したオペレーション・ツイスト政策を採用しており、2つの仮説から評価が分かれている。神崎氏は、ここで短期金融市場に

において最も規模が大きい財務省証券の金利変動をもって短期金利を、また 10 年以上の長期国債の利回りをもって長期金利を代表させ、金利と価格の上昇期待局面において長短金利逆転が生じた局面が政府の国債満期構成短期化政策が長短国債の供給関数に影響を与えていたことを実証し、そこから市場分断化仮説を考慮した研究の必要性を明らかにしている。

第 4 章は、1970 年代後半から 80 年代前半までのスタグフレーション克服期に生じた長短金利の逆転現象を扱っている。神崎氏は、70 年代末の逆転がオイルショックによるインフレ高騰及び金利全般の上昇局面下に、金融引き締め政策による短期金利上昇と財政緊縮政策による長期金利上昇鈍化によってもたらされたこと、また 80 年代はじめの逆転がボルカーによる連銀の徹底した金融引き締め政策と市場での期待インフレ率低下という複合的要因によって生じたことを明らかにし、さらに財務省による国債の満期構成長期化の不振にもかかわらず裁定業者が長短金利の逆転を解消した局面が存在したことを明らかにし、市場分断化仮説が依然説明力を有するとともに金融・資本市場の発展が純粋期待仮説に基づく説明を可能とする歴史的構造を生み出してきたことを論じている。

第 5 章は、本研究の総括であるが、そこで神崎氏は、一方において、金利裁定に対する制限は資本主義の歴史的構造から完全に排除しえないこと、他方において市場分断化仮説の有効範囲が狭くなってきていることを指摘し、金融規制撤廃とグローバル化段階での金利研究を展望している。

本研究の特色は、①19 世紀から戦後に至る長期にわたり、金融・資本市場の歴史的構造、財政・金融政策の位相を異にする時期の長短金利の逆転を、国内では得られない資料をアメリカ政府・連銀当局から入手するなど、多大の努力を払って入手しうる限りでの資料を駆使して行ったものであること、②特定の理論に基づく実証ではなく、あくまでも事実に基づく実証の中で相対立する理論仮説の有効性、その射程距離を検証したこと、③その結果、市場分断化仮説が歴史的構造の中で有効であること、並びに金融・資本市場の発展と相互関係の緊密化に伴って純粋期待仮説が説明力をもつことを示した点にある。これらは、アドホックな市場分断化仮説支持論や純粋期待仮説に関する従来の実証研究にはみられないものであり、金融経済学上一定の貢献を果たしたものと認められる。また、純粋期待仮説の成立に関わる学説とその後の実証研究に関しては、よく咀嚼してなされており、資料分析とあわせて独立した研究者として十分な力量をよく示している。

本研究に望むところが無いわけではない。第 1 に、実証研究の上で戦後アメリカについては長短の金融資産に対する需要側の分析は未だ十分なされていない。これは、資料上の制約によっており止むを得ないところでもあるが、次に述べる問題を考えるとき、将来是非とも追求すべき課題であると判断しうる。

第 2 は、本研究が前提とする理論仮説自体に関するあらためての検討が必要とされるのではないかと、という点に関わる。言うまでも無く、また本研究の第 2 章が明らかにしているように、長期利回りは長期の固定資本投資に関わる資本利子を本質とし、それに対して短期利子率は短期預金の受け入れと連動した手形割引等短期金融に伴って成立している。したがって、一般に支払い手段が必要とされる金融逼迫期には短期金利は高騰し、それに対して長期の資本利子は独立の変動を示した 19 世紀の資本主義の様相は、金融・資本市場の未確立というよりも、2 つの利子率の機能と本質の相違を反映したものではないかと考えられうるであろう。そうであれば、そもそも長短金利を、期間を異にする貸付に伴う利子率として規定しうる従来の期間構造論を根底から再検討する必要があるのではないであろうか。この問題は、「自然利子率」—その概念はウイクセル、ケインズ、パシネッティなどによって異なるが—をどのように規定するのかという問題にも関わる経済学上の未決の課題であり、神崎氏が研究を深化させる上で今後検討すべき課題であろう。

無論，以上は，本研究の今後に望むところであって，本研究自体の意義を低めるものではない．神崎稔章氏の本論文は，北海道大学経済学研究科において博士（経済学）学位を授与するに十分な研究であると判断する．