

## 長短金利逆転現象再考 ー1970年代後半から1980年代前半のアメリカを例にー

神崎稔章（北海道大学・院生）

本稿の目的は、1970年代後半から1980年代前半までのアメリカ金融市場に生じた長短金利逆転現象の要因を明らかにすることにある。1960年代のアメリカでは、オペレーション・ツイスト政策が採用されてきた時期であり、その政策的有効性は純粋期待仮説と市場分断化仮説という利子率期間構造理論の立場から評価が分かれ、多くの論争を呼んだ。両仮説の妥当性の論争は、一度は決着がついている。F.モジリアーニとR.サッチ(以下 M&Su)の先駆的研究によれば、1952年から1966年に至る期間の国債利回り曲線を用いて純粋期待仮説が市場分断化仮説よりも現実的妥当性を示すことを主張し、その後 M&Su の研究をさらに発展させた F.モジリアーニと R.シラー(以下 M&Sh)が、複数の時期(1952年～1961年、1954年～1966年、1955年～1971年)に関する米国長期利回りについて予想短期金利に期待インフレ率を加味した形での純粋期待仮説の妥当性を改めて支持したからであった。だが、その後 L. Phillips & J. Pippenger[1979]や F. Steindle & D. Ugarte[1992]による研究(M&Su 及び M&Sh の考察期間に加え 1971年～1975年、1955年～1986年)により実証結果や実証分析方法に対する批判が提出されたことで、純粋期待仮説の妥当性に対しての疑問も提出されている。こうした認識の深まりを受けて、M&Su 及び M&Sh によって棄却された市場分断化仮説の妥当性について再考する必要があると考えた。

本来、純粋期待仮説を証明するには将来の短期金利及び将来の物価に関する予想を定式化し分析する必要があるが、予想の性質上、定式化の恣意性から逃れることができず、誤った結論を導いてしまう可能性がある。

他方、棄却された市場分断化仮説の従来の検証方法は、供給面である累積市場性国債の変化を利用してきた。しかし、1980年代前半のアメリカでは、連邦準備制度が国債管理政策の依存から脱却する中で金融政策を行った背景があったため、市場分断化仮説の検証方法は従来の検証方法に加え、財政政策と金融政策の立場から検証する必要があると考えた。

そこで本稿では、アメリカ金融史上未曾有の金利及び物価高騰をもたらした 1970年代後半から 1980年代後半に至る期間で生じた長短金利逆転現象を例に、利子率期間構造理論の現実的妥当性を歴史的に検討し再考することとしたい。

歴史分析の結果、1979年の長短金利逆転現象は財政緊縮政策と、金融引締め政策によって、短期金利が長期金利を上回った結果として生じた。1980年及び1981年の長短金利逆転現象は、金融引締め政策によって短期金利が戦後未曾有の高騰をもたらしたが一方で、1980年後半から物価低落の予想を織り込んで長期金利に低下圧力が生じたので、長期金利が短期金利ほど上昇しなかった結果として生じた。

考察の結果、市場分断化仮説の伝統的な検証方法結果（累積満期構成の長期化）は、長短金利逆転現象を説明できなかった。本稿では政策当局による政策決定（財政緊縮政策と金融引締め政策）が長期短期金利逆転に現れたという意味でこれを市場分断化効果と定義すれば、それは 1979年に見られた。また長期金利決定に関しては純粋期待仮説の影響を受けつつも、短期金利決定に関しては政策当局の影響を受けたという意味から、1980年及び1981年には一部に市場分断化効果が見られた。従って、1979年の長短金利逆転現象は市場分断化効果を認めるものであり、1980年及び1981年の長短金利逆転現象は市場分断化効果と純粋期待仮説が合成した結果発生した。

それ故に、1970年代後半から1980年代前半に生じた長短金利逆転現象は、間接的ながら、全ての金利変動を純粋期待仮説に基づいて説明する金融市場理解が誤っていることを示唆している。