

Title	金利スプレッドの情動的含意
Author(s)	近藤, 順茂
Citation	大阪大学, 2001, 博士論文
Version Type	
URL	<a href="https://hdl.handle.net/11094/42249">https://hdl.handle.net/11094/42249</a>
rights	
Note	著者からインターネット公開の許諾が得られていないため、論文の要旨のみを公開しています。全文のご利用をご希望の場合は、 <a href="https://www.library.osaka-u.ac.jp/thesis/#closed">〈a href="https://www.library.osaka-u.ac.jp/thesis/#closed"〉</a> 大阪大学の博士論文について <a href="https://www.library.osaka-u.ac.jp/thesis/#closed">〈/a〉</a> をご参照ください。

***Osaka University Knowledge Archive : OUKA***

<https://ir.library.osaka-u.ac.jp/>

Osaka University

氏名	近藤 順 茂
博士の専攻分野の名称	博士 (国際公共政策)
学位記番号	第 16371 号
学位授与年月日	平成13年3月23日
学位授与の要件	学位規則第4条第1項該当 国際公共政策研究科比較公共政策専攻
学位論文名	金利スプレッドの情動的含意
論文審査委員	(主査) 教授 林 敏彦  (副査) 教授 Colin Ross McKENZIE 助教授 今川 拓郎

#### 論文内容の要旨

貸付や社債の発行・流通また資金市場や店頭デリバティブ取引などで対顧客適用金利から、リスクフリー・レート(国債利回り)または銀行間卸値レート(LIBORまたはスワップ・レート)を引いたものをここでは金利スプレッドと呼ぶ。この金利スプレッドにどのような情報が含意されているかとの観点から、ユーロ・シンジケート・ローン、ユーロ円債、円建外債、国内普通社債(発行、流通基準気配、ブローカーズ・ブローカー出合い値)、邦銀インターバンク資金調達、クレジット・デリバティブの各市場または取引手段を分析するのが本論文の目的である。それらの分析は1980年前後から1999年半ばまでの時間の推移に沿ってもあるが、市場横断的に異なる金融プロダクツを共通の切口から考察することでもある。

金利スプレッドに含意されている情報には、それが通常クレジット・スプレッドと呼ばれていることから当然に、まず信用格付または借入人側経済的指標がある。また期間構造や業種、発行金額といった取引手段の属性的要因もある。さらに当該分析時点の長期金利絶対水準や長短金利差、スワップ・スプレッド、金利ヴォラティリティーなどの説明変数があり、それらは一般市場要因とも呼べるし、売買における意思決定要因とも考えられる。また金融システム不安の局面では日経ダウ、為替レートなど市場シナリオ変数も含まれていた。またデリバティブ商品では現物資産との裁定要因もある。このように本論文は含意情報を極力広い間口から発見しようとするものである。

序章では以上のような論文の構造や方法論的な前提について述べる。後者については基準レートとしてのスワップレートの性質や日米格付機関による格付隔差などについて述べる。第1章ではユーロ・シンジケート・ローン市場における価格表示尺度としてのLIBORスプレッドの生成とそのソプリン・リスクとの関係を述べ、論文全体のベンチ・マーク的存在とする。第2章から第4章は社債のスプレッドを対象とする。第2章のスプレッド単純平均比較による序論的分析、第3章円建外債、ユーロ円債、第4章国内普通社債の発行の金利局面といったセグメント市場の分析は、三つの章でひとつのまとまりを成す。第5章は同じく普通社債市場を扱うが、流通基準気配との対比で初めてブローカーズ・ブローカー出合い値を分析対象として、他の二つのサブ・マーケットとの価格説明能力を比較する。そこでは金融システム不安におけるクレジットカーブの推移に流通基準気配の硬直性が見出された。また景況観シナリオを表わす説明変数の発見も試みられた。第5章は社債スプレッド分析についての筆者なりのひとつのピークを成している。第6章ジャパン・プレミアム、第7章デフォルト・スワップ・プレミアムでは、第5章後半の金融システム不安を受け、同市場環境下における「日本売り」をテーマとする極端な価格形成のあり方について検証した。

スプレッドの説明変数が多く発見されればそれらによって価格形成の根拠が得られるのだから、市場は合理的と考  
えるのが通常局面では妥当であろう。他方、近時の金融システム不安のシナリオのもとでの金利スプレッド含意情報  
を見ると、有意説明変数の判別数より、状況増幅的であったその内容が関心対象となる。ジャパン・プレミアムやデ  
フォルトスワップ・プレミアムに見られた極端なプライシングは、我が国市場やプレイヤーの側に機能として必須の  
何物かが不足しており、それに乗じられた結果である。そこから政策的インプリケーションとして、デフォルト・ス  
タディーの充実や国内外デット投資家の開拓が求められる。

### 論文審査の結果の要旨

近藤順茂の博士学位申請論文「金利スプレッドの情報の含意」は、貸付や社債の発行・流通市場などで、対顧客適  
用金利と国債利回りや銀行間卸値レートとの差を意味する金利スプレッドにどのような情報が反映されているかにつ  
いて詳細な実証分析を行い、金融市場における価格形成過程の特徴を明らかにするとともに、その望ましいあり方  
について提言することを目的としている。

本論文は、第1章でユーロ・シンジケートローン市場における顧客金利とLIBOR（ロンドン基準金利）とのスプレ  
ッドについて分析し、第2～3章では円建外債およびユーロ円債市場、第4章では国内普通社債の発行市場を取り  
上げる。次いで、本論文の中心をなす第5章では、普通社債について流通基準気配とブローカーズ・ブローカー出  
会い値とを比較し、この分野の研究としては初めて、金利スプレッドには客観的指標によって説明できない情報が含ま  
れていることを明らかにする。この主張は第6章のいわゆるジャパン・プレミアムに関する分析および第7章のデフォ  
ルト・スワップ・プレミアムの分析にも引き継がれ、日本の社債市場は金利スプレッドがニュースなどの情報に左右  
されやすい構造をもっていることを明らかにする。結論として本論文は、異常な金利スプレッドの発生を回避するた  
めには、法制度的枠組みの変更を求める前に、市場従事者の判断能力の向上と市場の厚みを増すことが必要と主張す  
る。

本論文で用いられたデータは、1980年から1999年にまたがるユーロ市場および国内市場の膨大な日々の金利データ  
であり、分析は厳密な計量経済学的手法によっている。また、本論文の主要な結論は妥当なものであり、本論文には  
金融取引の第一線に従事する著者にして初めて明らかにし得た多数の知見が含まれている。著者は既に学会報告等  
で学会にも大きな貢献をなしていることから、本論文は博士（国際公共政策）の学位に十分値すると判断される。