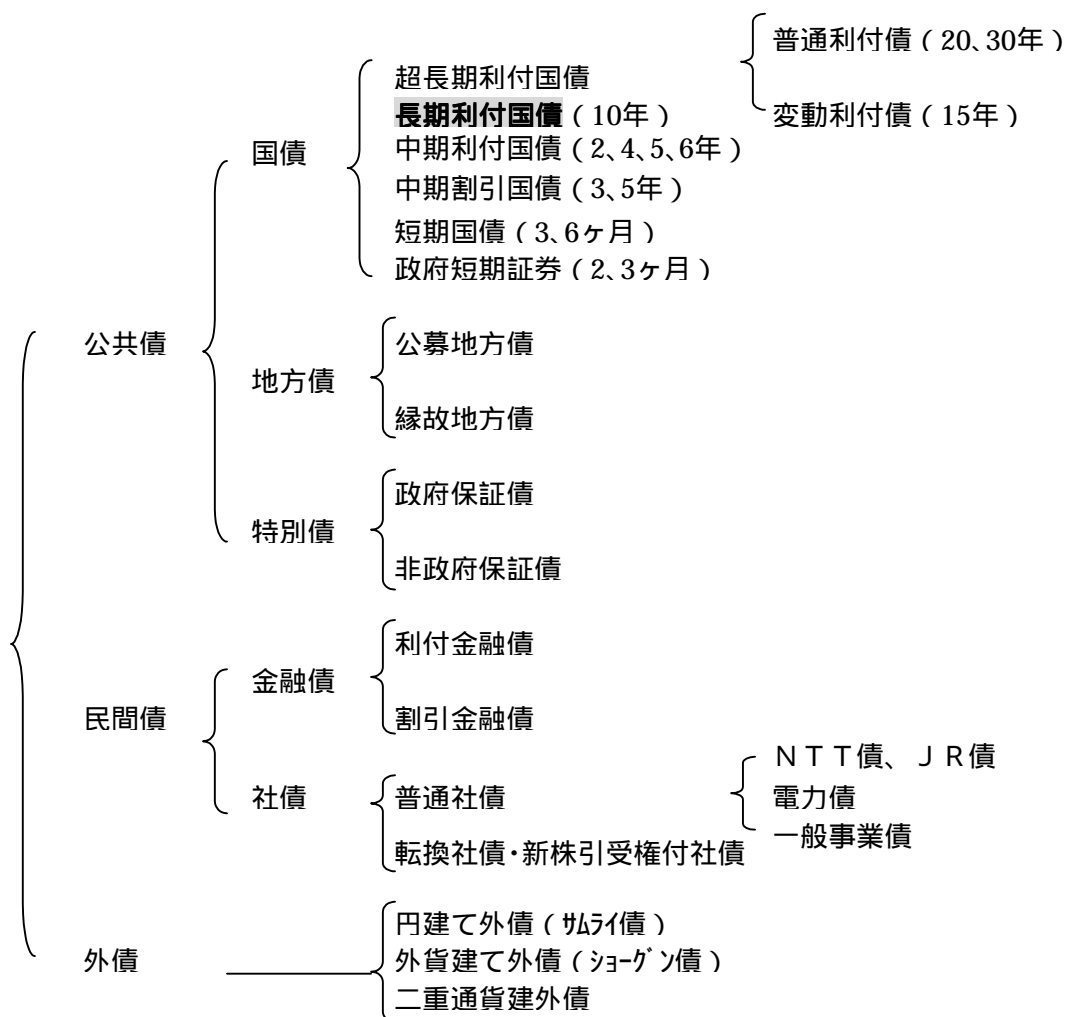


## 第 8 章 最近の日米長期金利の動向と有識者に対するヒアリング結果

### 第 1 節 最近の日米長期金利の動向

#### 1. 日本の長期金利

##### (1) わが国の公社債の種類



出所：橋本（2000）

##### (2) 最近の長期金利の動向

###### 1) 85年以降の長期的な動き

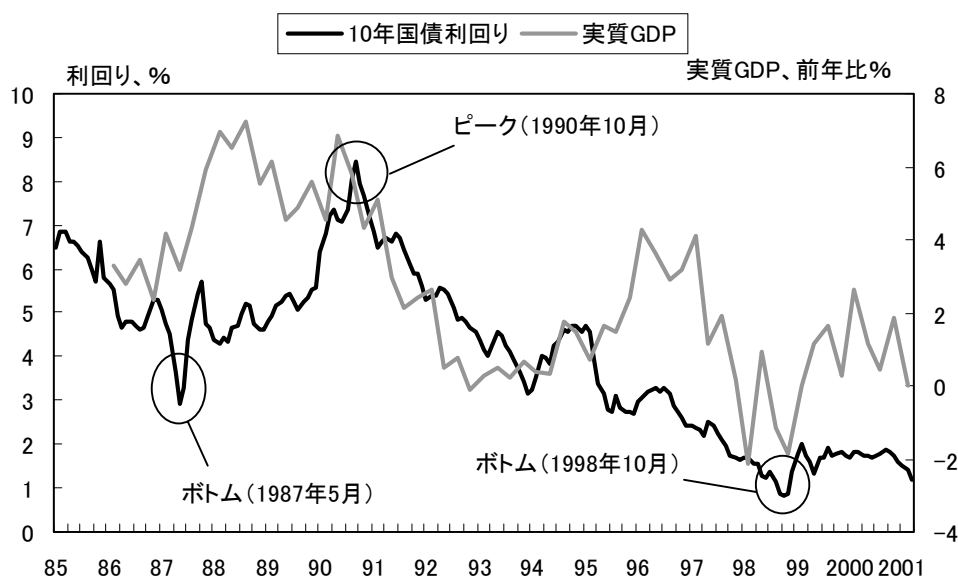
わが国長期金利の85年以降における長期トレンドをみると、3つの大きな転換点がある<sup>69</sup>。

<sup>69</sup> 次頁のグラフは国債指標銘柄の流通利回りを示したものであるが、指標銘柄とは、10年物国債の中から、発行量が多くて流動性が高い、表面利率がその時々金利実勢に近い、などの条件で市場において自然発生的に選ばれる、債券相場の目安となる国債の銘柄を指す。90年頃までは国債売買高の9割程度を占め、圧倒的な指標性を有していたが、その後はむしろ先物などの指標性が高まり、市場でのウエイトが低下したことから、2000年3月以降、業界における商慣習としての指標銘柄は廃止された。現在は直近発行の10年物が

景気動向との関係は、視覚的にもやはり相当強いように窺われる。

また、99年、2000年と景気がまがりなりに回復している中、長期金利は2%前後の低水準で安定した推移を示した。しかし2001年に入ると、米国発の株安を受けて景気腰折れ懸念が高まり、实体经济の指標も悪化が相次いだ。こうした中、財政破綻懸念がくすぶりつつも、株から退避した資金が債券相場上昇（金利は低下）に寄与する展開が続いている。

図表 100 わが国長期金利（国債指標銘柄流通利回り）の長期的推移



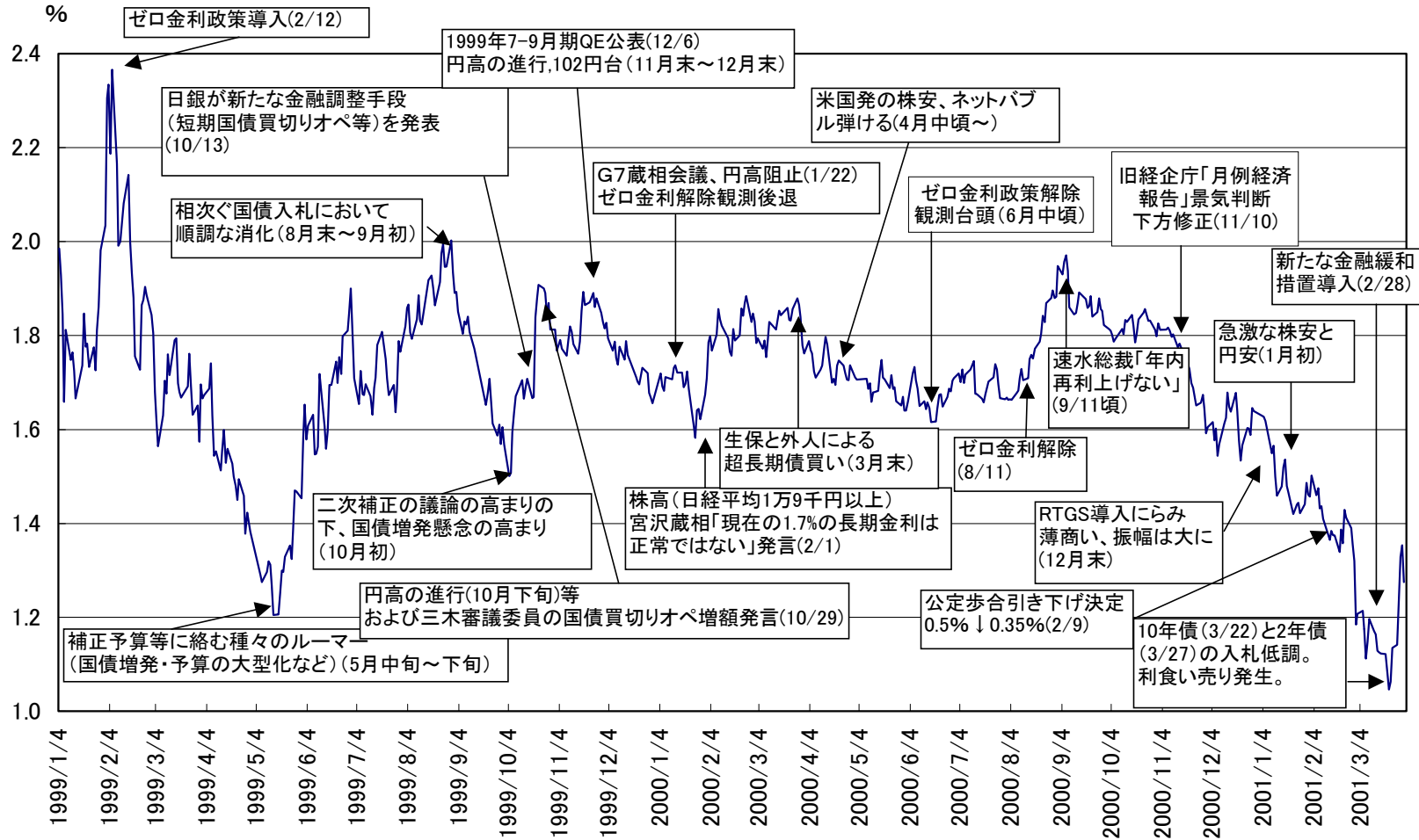
資料：Datastream、内閣府

## 2) 99年入り後の推移

図表 101 は最近の長期金利の動きと、短期的な潮目の変化における主な材料である。特に最近の材料としては、实体经济の悪化、金融緩和期待、RTGSの導入、などが挙げられる。

一応の指標銘柄とされている。

図表 101 99年入り後の我が国長期金利の推移

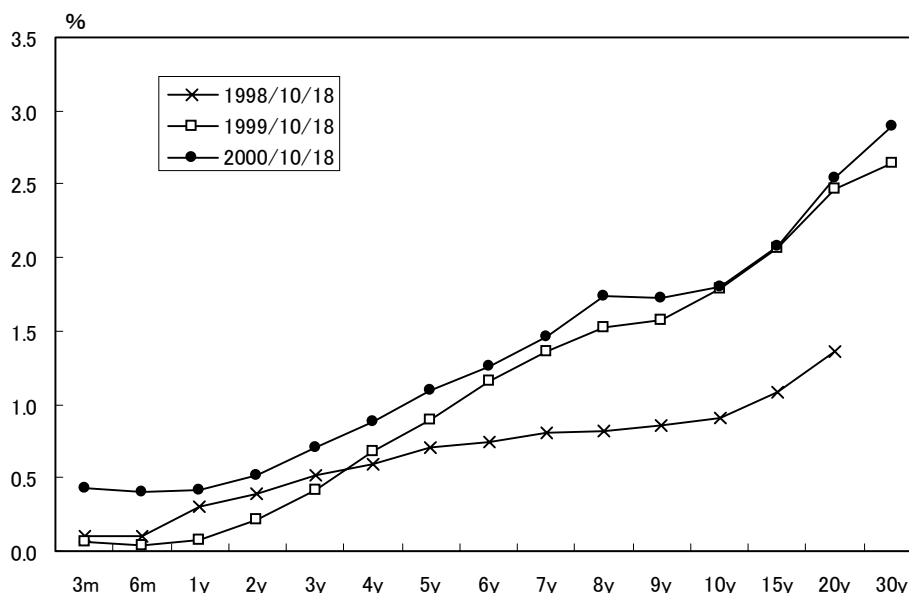


資料 : Datastream、日経公社債情報 (各週) 新聞報道等より作成

### 3) イールド・カーブ分析

金利の期間構造が端的に現れるイールド・カーブの近年の状況をみると、景気が危機的な状況にあった 98 年秋頃はフラットであったのに対し、99 年、2000 年と経済状況が改善するにつれスティープ化している。

図表 102 日本国債 イールド・カーブの推移 (1998-2000 年)



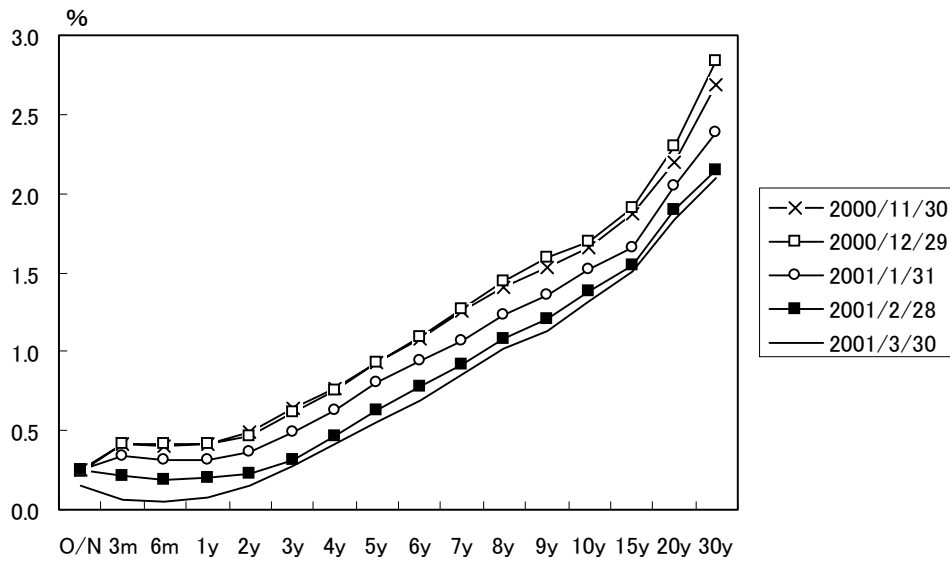
資料 : Bloomberg

さらに、最近 5 ヶ月間のイールドカーブ (Bloomberg によるゼロクーポンイールドカーブ) をプロットしたものが以下のグラフである。まず全体の水準をみると、2000 年 11 月、12 月の水準からどの残存期間をとっても低下している。

とくに 2001 年 1 月末には日銀による金融緩和措置が実施される前であるにもかかわらず前年 12 月末の水準から大きく低下していることから、すでに金融緩和措置をある程度織り込んでいたものとみられる。これは、先行きの短期金利下落を織込むという期待理論的な動きと考えられる。

また、2001 年 3 月末の短期部分のカーブをみると残存期間が 2 年までの部分についてはカーブが殆どフラット化していることが特徴的であり、先行き 2 年間程度におけるデフレ期待を表したものとみられる。これは、物価上昇率が名目金利水準に影響を与える、フィッシャー効果的な要素と解釈することが可能であろう。なお、それ以上の残存期間については傾きは大きく変化していない。

図表 103 日本国債イールドカーブの最近の推移 (2000年11月～2001年3月)

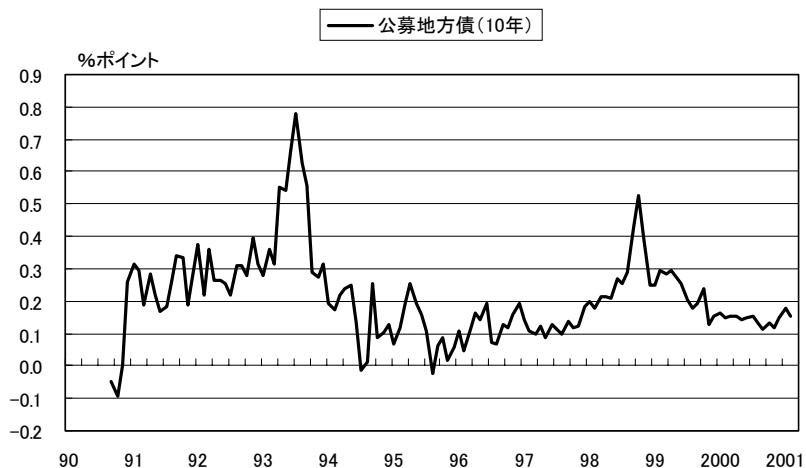


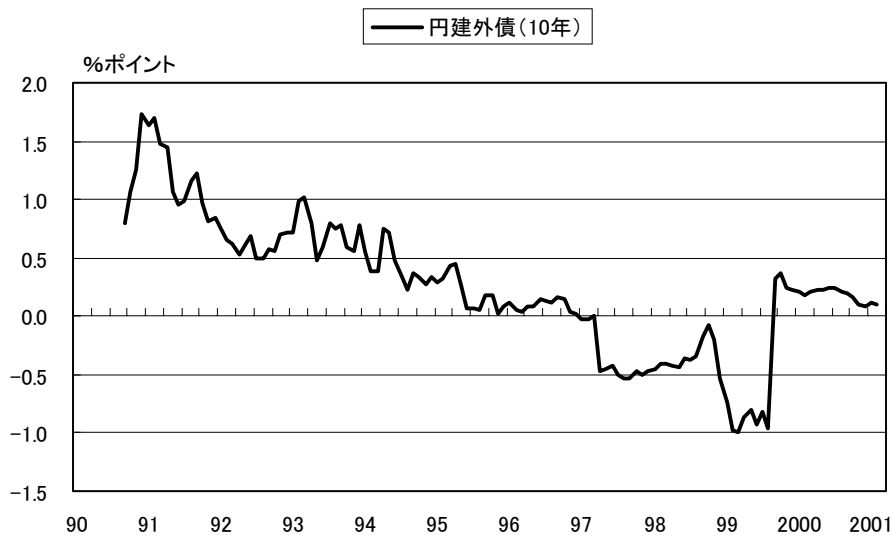
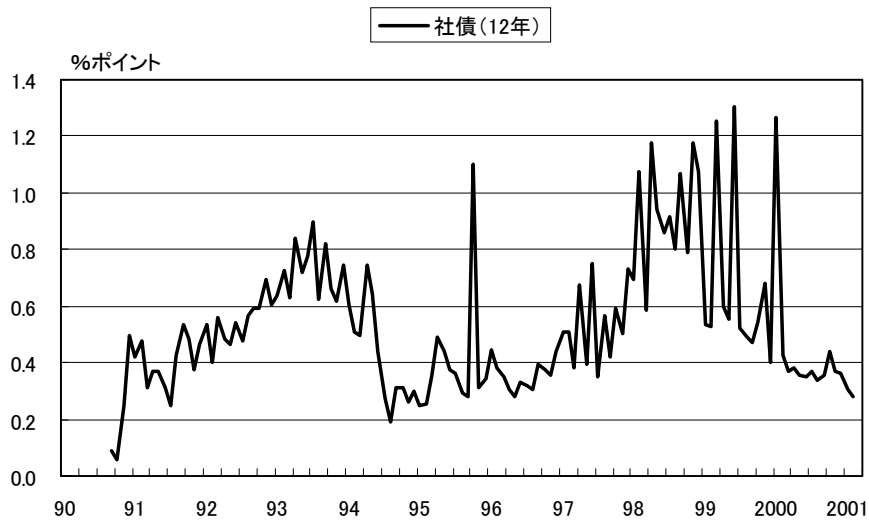
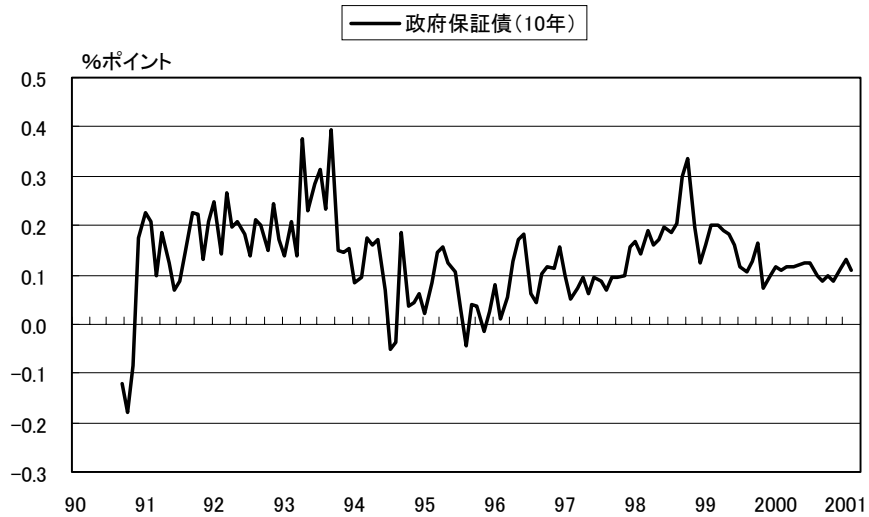
資料：Bloomberg

#### 4) 10年国債と各種債券間の利回りスプレッド

異なる発行体の(同一期間の)金利についても、格差が生じる。以下の図は、異なる発行体の債券の10年国債との利回りスプレッドの推移をみたものである。一般に金融システム不安、急激な景気の悪化などデフォルトリスクが高まる局面においては、こうしたスプレッドは拡大し、国債へと資金が逃避する「質への逃避」現象が発生する。信用不安の高まりを背景に、信用リスクが強く意識され始めた98年頃からスプレッドは拡大し、その後経済状況の改善の下、縮小に転じている。なお、ごく足許の状況を見るとそのような現象はみられず、景況感が急激に悪化しているものの、98年末とは異なり、全般的に信用リスクは高まっていない。これは、かつての信用不安時とは異なり、国債に引っ張られる形で、債券市場全般の流動性プレミアムが低下している可能性を示している。

図表 104 10年国債と各種債券間のスプレッド





注：各利回りとも、東京店頭指標気配値。(資料)：日本銀行「金融経済統計月報」(日本証券業協会調べ)

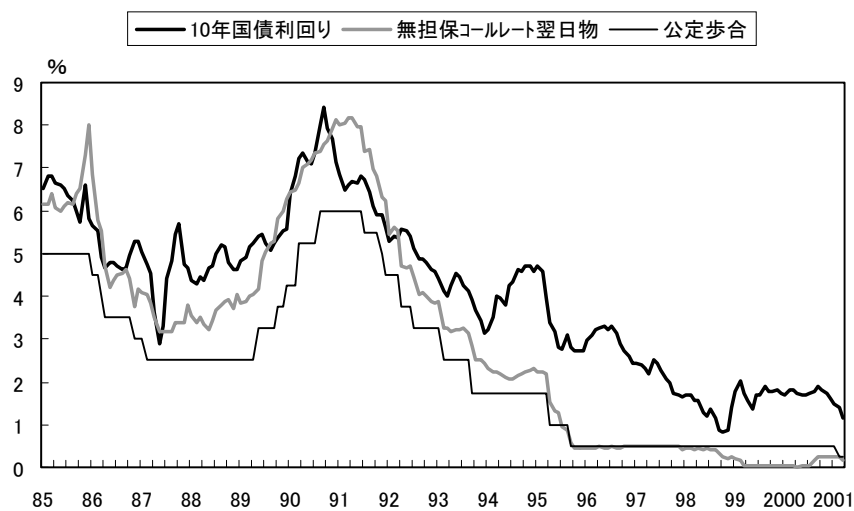
## 5) 長期金利と関連経済・金融指標の推移

以下、長期金利と関連が深い各種金融指標および物価の動きを、長期金利の動きと併せて考察する。

### 短期金利

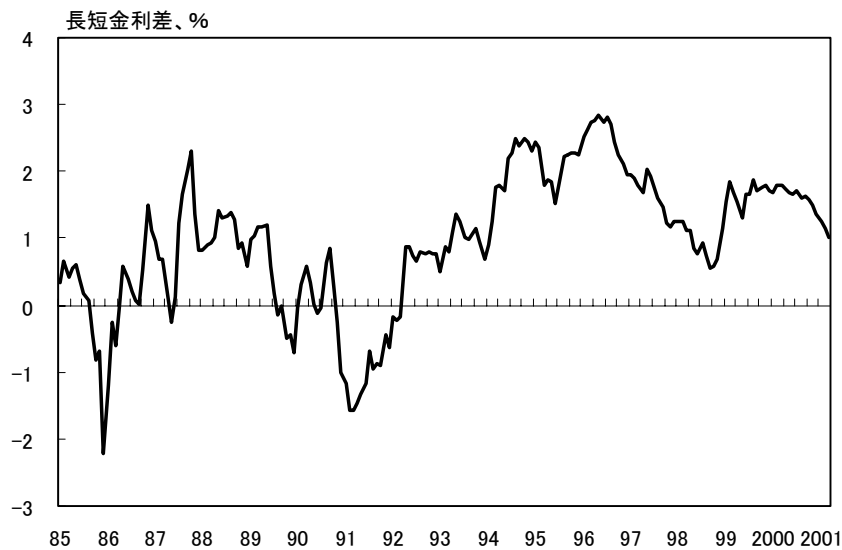
長短金利差をみると、90年代を通して景気の低迷や金融緩和期待、デフレ懸念等を背景に、縮小傾向を辿ってきたが、特に2001年に入り低下しており、イールドカーブが徐々にフラット化していったことを示している。

図表 105 長期金利と短期金利



注：公定歩合は月末値、他は月中平均値。(資料)：Datastream、日本銀行「金融経済統計月報」

図表 106 長短金利スプレッド

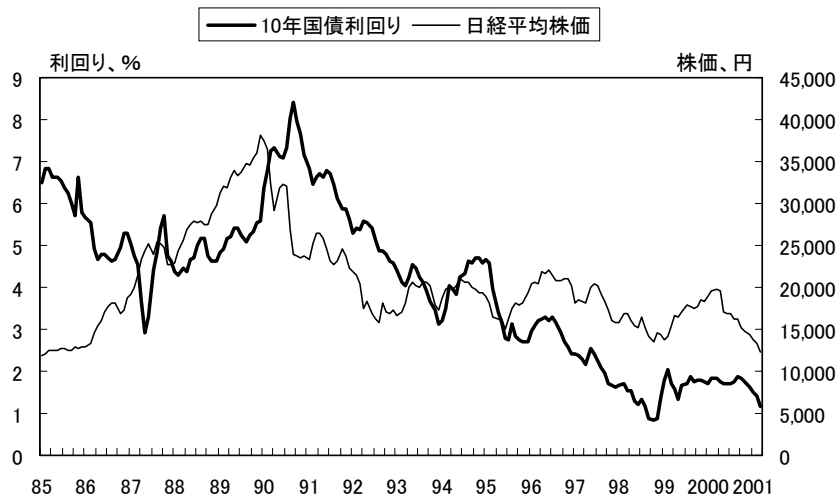


注：長期金利 = 10年国債指標銘柄利回り、短期金利 = 無担保コールレート翌日物

## 株価

日経平均株価と長期金利の動向をみると 2000 年末からの動きには高い相関がみられ、軟調な株式市場から債券市場へ資金が移動し、債券需給がタイト化したことを示している。これは、需給要因がかなり相場形成に影響を及ぼしている可能性を窺わせており、市場分断仮説的な状況が生じているとみられる。

図表 107 長期金利と株価

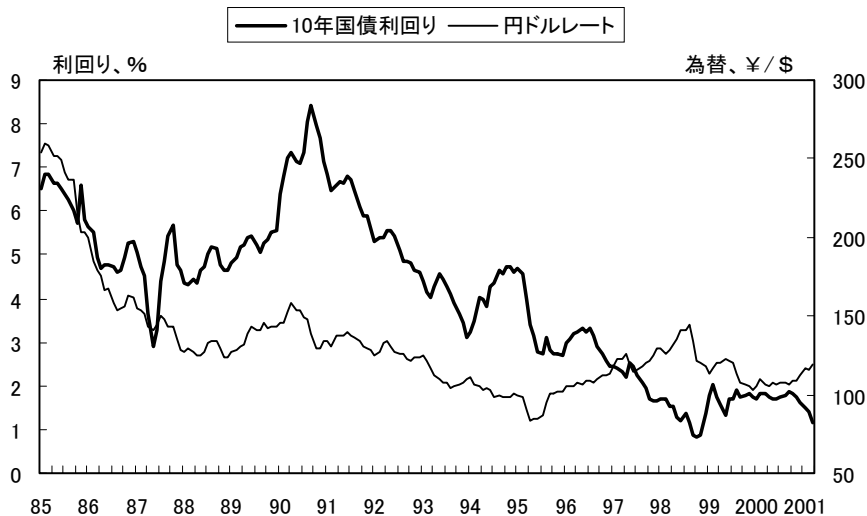


資料：Datastream、日本経済新聞

## 為替（円ドルレート）

長期金利と円ドルレートの関係について、97年頃までは、「円安 デフレ懸念後退 利上げバイアス」という連想に基づく相関（円安と金利上昇という組み合わせ）がみられていたが、97年以降は「景気悪化 円安および金利引下げ」という構図認識の下、逆の相関関係（円安と金利低下という組み合わせ）がみられている。

図表 108 長期金利と円ドルレート



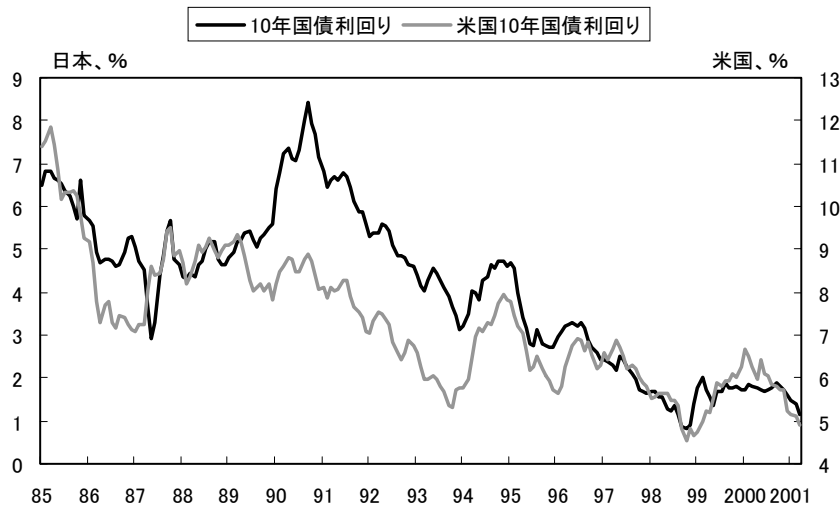
資料：Datastream、日本銀行「金融経済統計月報」



## 米国長期金利

日本の長期金利と米国の長期金利の動向をみると、両国は水準的にはかなり異なる景況感にあったにもかかわらず、足許に至るまでその相関は極めて高い。外為法改正（98年4月施行）などにより内外金融市場のリンケージが一段と強まっていることも背景となっている可能性がある。

図表 109 日本長期金利と米国長期金利

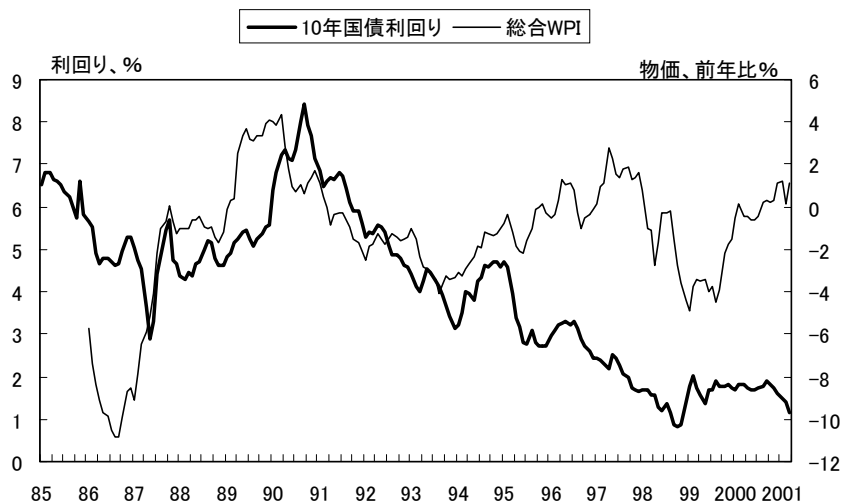


資料：Datastream

## 物価（WPI）

物価、特に卸売物価については原油高から2000年末に上昇がみられた。しかし、インフレ懸念台頭にまでは至らなかったことから、フィッシャー効果的な意味での長期金利と物価の連動性は足許ではあまり見られない。もっとも、ここ最近の超低水準については、先行きの物価下落が織込まれている可能性を指摘する声も強い。

図表 110 長期金利と物価



資料：Datastream、日本銀行「物価指数月報」

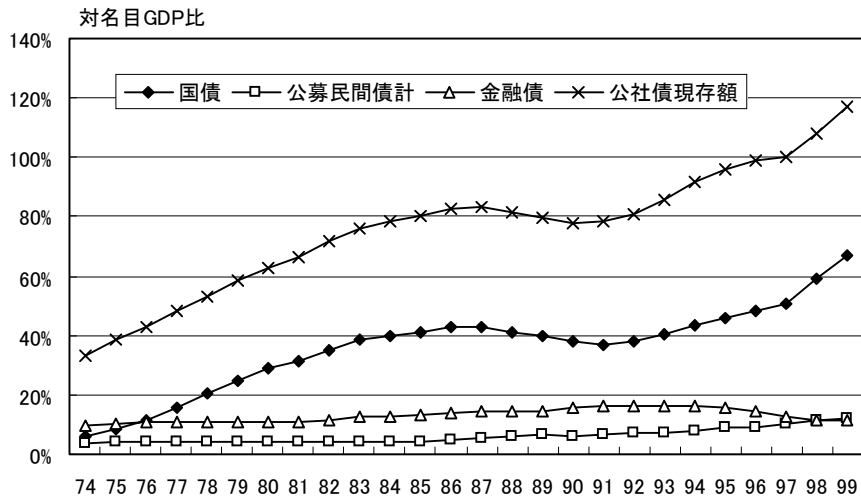
(3) 長期金利の需給関連指標の推移

1) 供給サイド

債券供給全体の状況

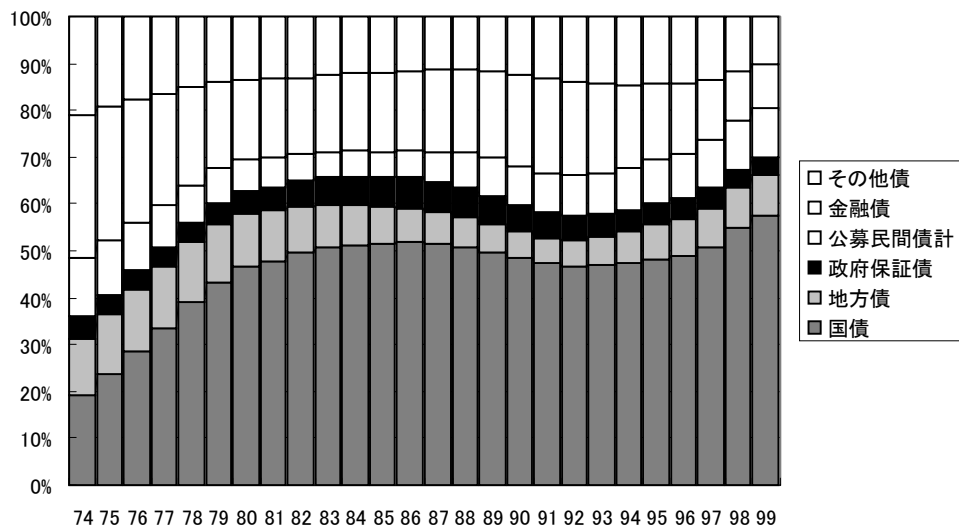
債券発行額は拡大基調にあるが、その大宗は国債増発によるものである。この結果、債券残高の過半を国債が占める状況に至っている。

図表 111 公社債現存額の対名目 GDP 比の推移 (年度末)



資料：日本証券業協会「証券業報」、日本銀行「金融経済統計月報」

図表 112 公社債現存額 構成比の推移 (年度末)



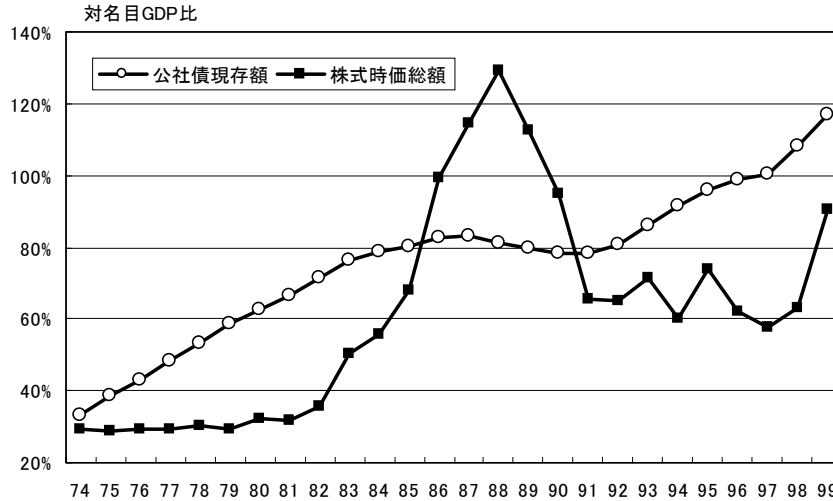
注1：政府短期証券（FB）は含まない。

注2：「地方債」=市場公募地方債、縁故地方債。「その他債」=サムライ債、私募社債、私募特別債。

資料：同上

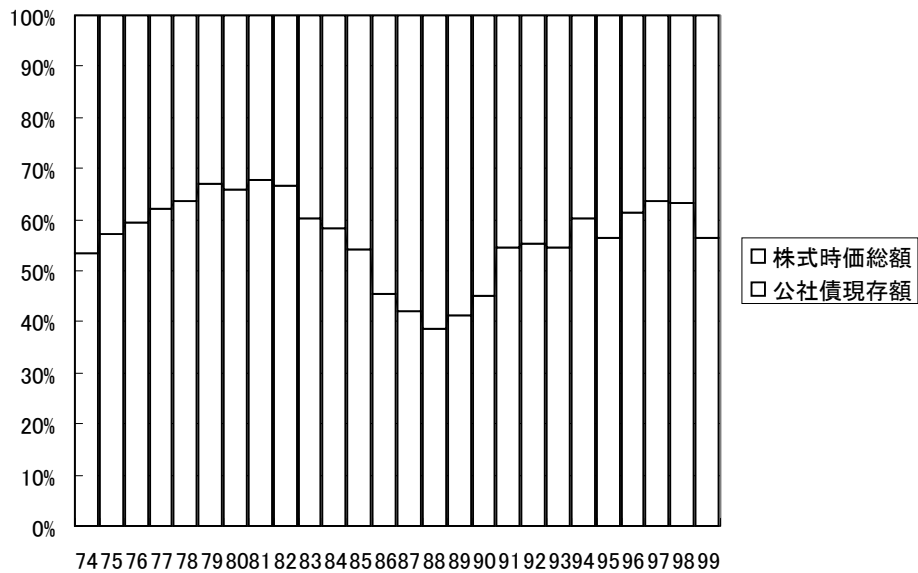
なお株式との残高規模を比較すると、相対的に値動きの激しい株式の残高は振れが大きいものの、概ね拮抗しているといえる。

図表 113 公社債現存額と株式時価総額の対名目 GDP 比の推移（年度末）



注：株式時価総額は、東証一部上場株式分  
資料：東京証券取引所「東証統計月報」等。

図表 114 株式時価総額 対 公社債現存額の推移（年度末）

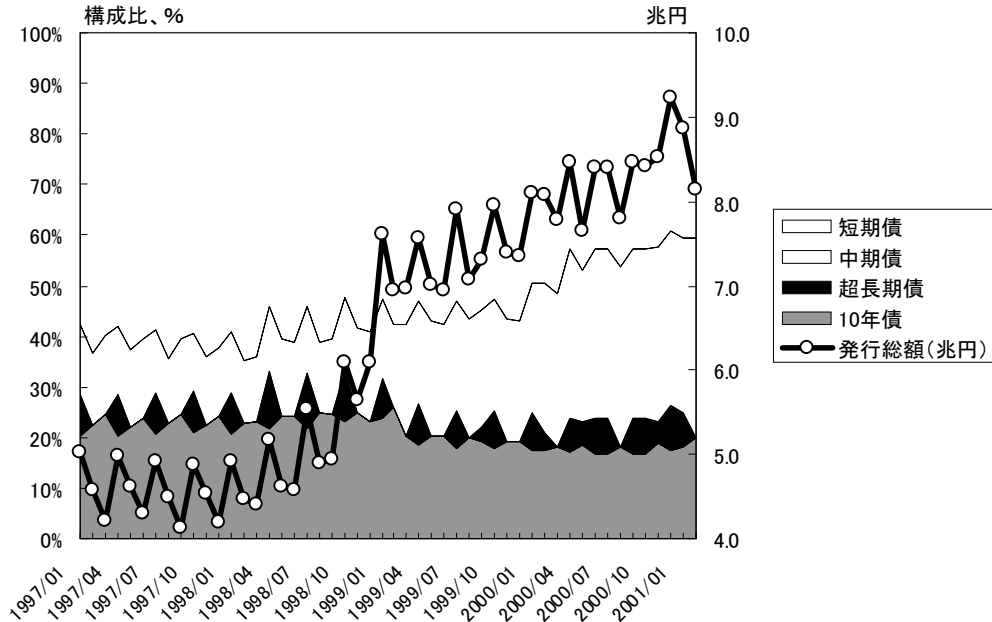


資料：同上

## 国債供給の状況

国債発行額についてみると、最近では中期債のウエイトが高まっている。

図表 115 国債発行額（市中消化分）とその構成比



注：「短期」=1年以下、「中期」=10年未満、「超長期」=10年超。  
資料：日本銀行「金融経済統計月報」

## 2) 需要サイド

89年度末以降の部門別国債保有状況を見ると、ここ10年間では最終的な資金余剰部門である家計の保有比率は低下しており（89年度末：5.2% 99年度末：1.9%）、一方で保険・年金基金の増加が際立っている（同：5.9% 20.3%）。家計部門の資金余剰幅は大きく変化していない中、最終的に機関投資家を出口として国債購入資金が供給された姿が示されている。

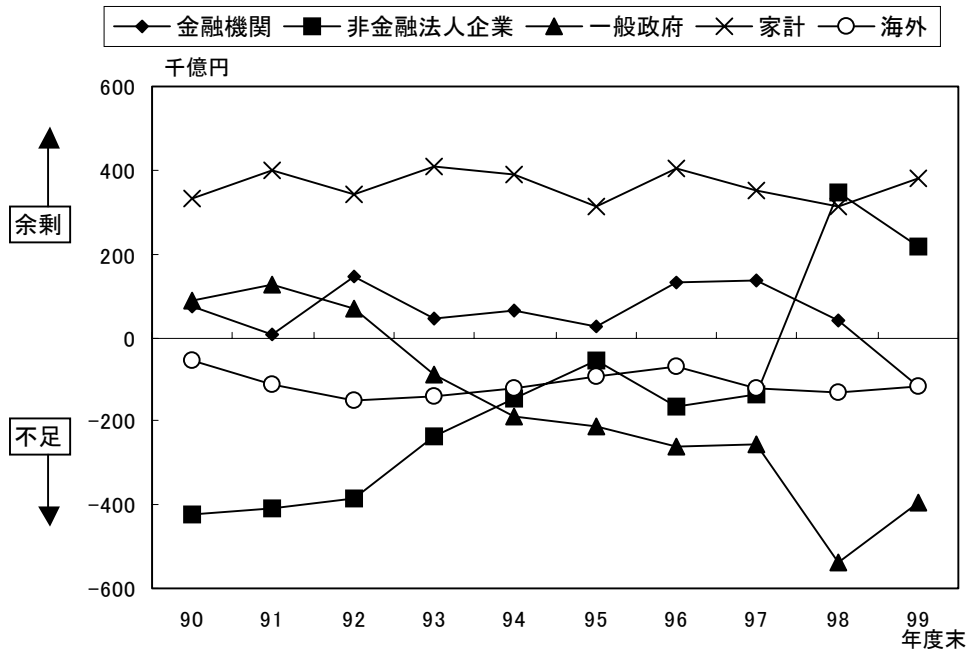
図表 116 部門別の国債保有残高

単位:千億円、( )内は構成比

年度末	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99
金融機関	1,311.8 (86.7%)	1,383.6 (85.0%)	1,500.7 (85.0%)	1,644.0 (85.3%)	1,841.4 (87.4%)	1,923.7 (85.0%)	2,169.0 (86.5%)	2,386.4 (85.8%)	2,697.3 (86.8%)	2,950.2 (85.2%)	3,197.3 (86.1%)
中央銀行	106.0 (7.0%)	110.0 (6.8%)	91.8 (5.2%)	112.3 (5.8%)	145.4 (6.9%)	175.1 (7.7%)	273.8 (10.9%)	325.3 (11.7%)	343.1 (11.0%)	392.4 (11.3%)	420.8 (11.3%)
預金取扱機関	524.4 (34.7%)	551.9 (33.9%)	564.0 (31.9%)	567.6 (29.5%)	655.7 (31.1%)	672.1 (29.7%)	725.3 (28.9%)	774.3 (27.9%)	836.7 (26.9%)	857.3 (24.8%)	965.0 (26.0%)
保険・年金基金	88.7 (5.9%)	90.6 (5.6%)	101.3 (5.7%)	170.9 (8.9%)	231.2 (11.0%)	333.7 (14.7%)	482.2 (19.2%)	546.5 (19.7%)	573.9 (18.5%)	647.8 (18.7%)	753.7 (20.3%)
その他金融仲介機関	590.3 (39.0%)	628.5 (38.6%)	739.7 (41.9%)	789.7 (41.0%)	804.9 (38.2%)	737.4 (32.6%)	684.5 (27.3%)	740.4 (26.6%)	843.0 (27.1%)	993.8 (28.7%)	1,033.7 (27.8%)
非仲介型金融機関	2.6 (0.2%)	2.6 (0.2%)	3.9 (0.2%)	3.5 (0.2%)	4.3 (0.2%)	5.4 (0.2%)	3.2 (0.1%)	0.0 (0.0%)	100.7 (3.2%)	58.9 (1.7%)	24.0 (0.6%)
国内非金融部門	155.7 (10.3%)	180.7 (11.1%)	166.2 (9.4%)	187.0 (9.7%)	163.2 (7.7%)	226.2 (10.0%)	223.2 (8.9%)	270.1 (9.7%)	244.3 (7.9%)	279.3 (8.1%)	301.2 (8.1%)
非金融法人企業	11.5 (0.8%)	12.2 (0.8%)	8.9 (0.5%)	5.9 (0.3%)	7.8 (0.4%)	7.4 (0.3%)	9.0 (0.4%)	23.5 (0.8%)	3.9 (0.1%)	3.0 (0.1%)	4.1 (0.1%)
民間非金融法人企業	8.4 (0.6%)	8.2 (0.5%)	7.1 (0.4%)	3.9 (0.2%)	5.5 (0.3%)	5.0 (0.2%)	6.3 (0.2%)	20.7 (0.7%)	1.8 (0.1%)	1.1 (0.0%)	2.3 (0.1%)
公的非金融法人企業	3.1 (0.2%)	4.0 (0.2%)	1.8 (0.1%)	2.1 (0.1%)	2.3 (0.1%)	2.5 (0.1%)	2.7 (0.1%)	2.8 (0.1%)	2.2 (0.1%)	1.9 (0.1%)	1.8 (0.0%)
一般政府	50.2 (3.3%)	59.6 (3.7%)	51.5 (2.9%)	58.6 (3.0%)	63.8 (3.0%)	85.5 (3.8%)	84.9 (3.4%)	90.3 (3.2%)	94.5 (3.0%)	105.0 (3.0%)	108.7 (2.9%)
家計	78.8 (5.2%)	79.6 (4.9%)	79.0 (4.5%)	71.2 (3.7%)	65.9 (3.1%)	77.8 (3.4%)	77.7 (3.1%)	84.2 (3.0%)	88.4 (2.8%)	79.4 (2.3%)	71.8 (1.9%)
対家計民間非営利団体	15.2 (1.0%)	29.2 (1.8%)	26.7 (1.5%)	51.2 (2.7%)	25.7 (1.2%)	55.4 (2.4%)	51.7 (2.1%)	72.2 (2.6%)	57.5 (1.9%)	91.8 (2.7%)	116.6 (3.1%)
海外	45.6 (3.0%)	63.1 (3.9%)	98.5 (5.6%)	95.4 (5.0%)	102.1 (4.8%)	112.7 (5.0%)	115.2 (4.6%)	123.6 (4.4%)	166.5 (5.4%)	231.3 (6.7%)	216.9 (5.8%)
合計	1,513.2 (100.0%)	1,627.5 (100.0%)	1,765.4 (100.0%)	1,926.4 (100.0%)	2,106.8 (100.0%)	2,262.5 (100.0%)	2,507.4 (100.0%)	2,780.1 (100.0%)	3,108.1 (100.0%)	3,460.7 (100.0%)	3,715.4 (100.0%)

注:「預金取扱機関」=郵便貯金、銀行、農林水産金融機関、中小企業金融機関等、「その他金融仲介機関」=投信委託会社、ノバノ、公的金融機関、証券会社等、「非仲介型金融機関」=証券取引所、外為ブローカー等、資料:日本銀行「資金循環勘定」

図表 117 部門別 資金過不足の推移

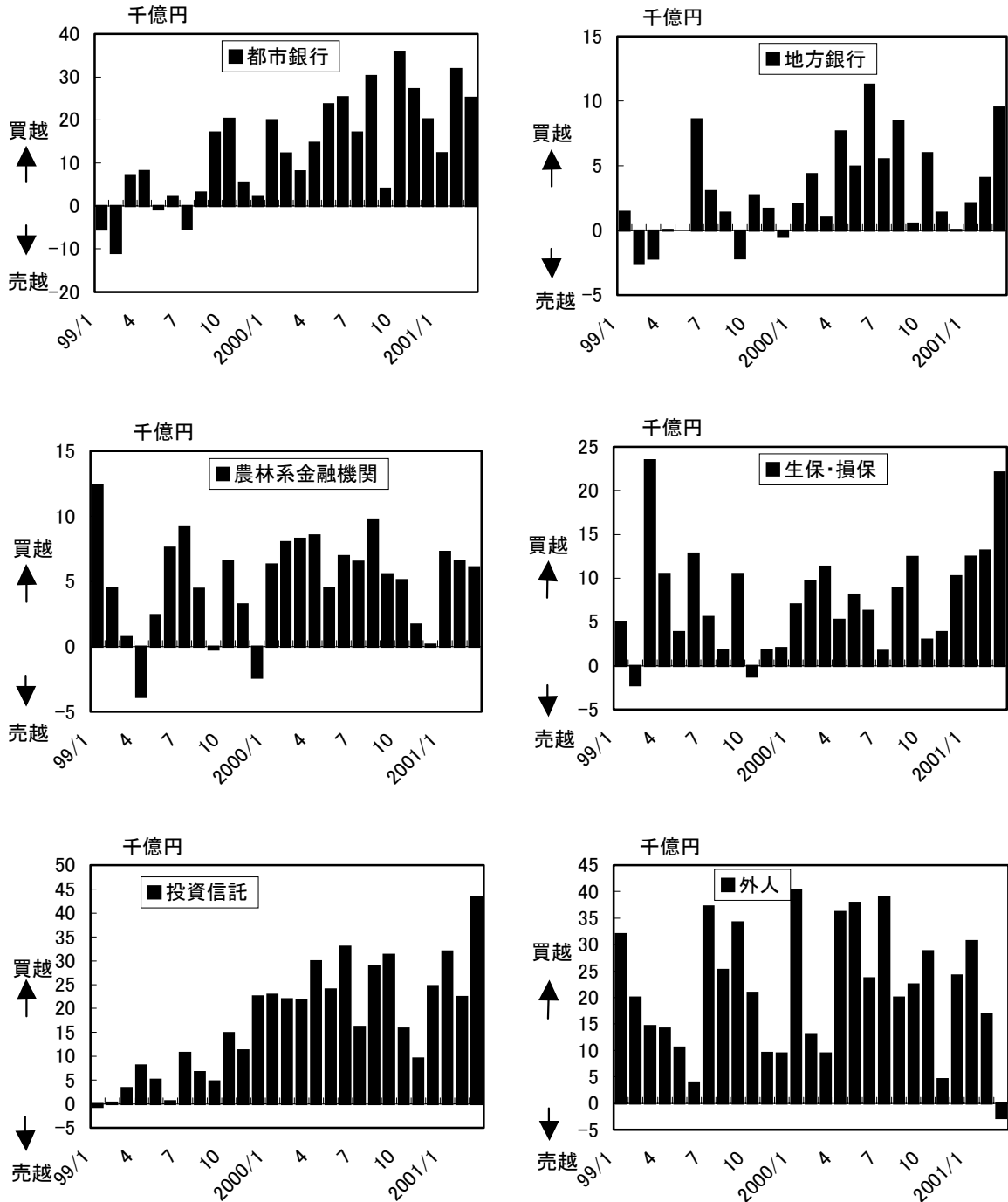


資料:日本銀行「資金循環勘定」

なお、最近の投資家別公社債売買状況をみると、基調的に運用難で国債購入に資金を向けざ

るを得ない状況の中、一時期（2000年11～12月頃）は景況不透明感に伴う模様眺めやR T G S 導入前の取引手控えから買越し額は減少したものの、日銀の金融緩和の長期化予想から買い安心感が広がったこともあり、外人以外の投資家で大幅な買い越しが続いている。

図表 118 主要投資家の公社債ネット（＝純）売買高



注：「都市銀行」は2001年1月より、長信銀を含む。  
資料：日本証券業協会「公社債投資家別売買高」

#### (4) 最近の日本銀行の金融政策について

従来以上に、日銀の政策スタンスが長期金利に対して重要な変動要因となっている。これまで日銀が強く拒んできた「量的緩和」に踏み切った今(3月末日時点) 最近の金融政策の動きを整理する一つの節目とみることができる。以下では2月から3月にかけて政策変更が相次いだ日銀による金融政策についてまとめた。

##### 1) 最近の決定内容

2月9日の決定：公定歩合引き下げとロンバート貸出等

2月9日の金融政策決定会合において、日銀は、公定歩合の引き下げ、新たな貸出制度を柱とする流動性供給策、を決定した。

まず公定歩合引き下げであるが、それまでの0.5%から0.35%に引き下げた。公定歩合の変更は、1995年9月の引き下げ(1.0% 0.5%)以来、5年6ヶ月ぶりである<sup>70</sup>。

また、以下の3種類の流動性供給策を打ち出した。

日銀に担保を差し出す等の予め定められた条件を満たせば、公定歩合により日銀が受動的に実行する貸出制度の新設(ロンバート型貸出の新設)

短期国債買い切りオペの積極活用

全国手形オペの早期具体化

2月28日の決定：金利引き下げ

2月9日に続き、2月28日の決定会合では一段の利下げを決定した。つまり、公定歩合を0.1%引き下げて0.25%とし、また無担保コールレート翌日物の誘導目標を0.1%引き下げて0.15%とすることとした。

3月19日の決定：量的緩和・緩やかなインフレ・ターゲティングの導入

3月19日、日銀は以下の通りさらに政策スタンスを変更した。

図表 119 3月19日の金融政策決定会合における決定内容のポイント

金融調節の目標を金利から「量」へ変更	金融調節の操作目標を従来の無担保コールレート翌日物から、日銀当座預金残高に変更。 - 日銀当座預金残高を5兆円程度に維持する(従来約4兆円)。 円滑な資金供給のために必要な場合には長期国債買い切りオペを増額する。 - 銀行券発行残高を上限とすることにより、歯止めをかける。
実施期間を物価上昇率で規定	今回の措置は、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで継続する。

<sup>70</sup> かつて公定歩合は短期金利(特に無担保コールレート翌日物)を下回っていたため、銀行にとって公定歩合は調達金利の下限値に近い存在であった。しかし、95年7月以降日銀は、公定歩合が短期金利を上回るような市場運営に転換し、かつ市場調節における貸出のウエイトを低下させていったため、金融政策における公定歩合の役割は単にシボルのな域に止まってきた。

## 2) 最近の金融政策の効果

### 短期金利のはね上がり抑制

まず、ロンバート型貸出の導入により、短期金利の上限が従来以上に明確に設定される。すなわち、金融機関は、コールレート（特に無担保コールレート翌日物）が公定歩合を上回りそうになれば、ロンバート型貸出により日銀から貸出を受ければよいので、公定歩合以上に金利は上がらなくなる。このように、公定歩合は、短期金利の上限を画する意味合いを持つことになる。

2月9日決定のケースでいえば、ロンバート型貸出の貸出金利である公定歩合水準、すなわち0.25%を無担保コールレート翌日物が上回ることがなくなる。これまで同レートは、日銀の市場調節により0.25%前後の水準で推移してきたが、時として資金需給が逼迫する時などに一時的にはね上がるがあった。

かつ新制度導入と併せて、公定歩合引き下げ（0.5 0.35 0.25%）も実施、さらに実質的な量的緩和も実施されたため、天井自体が低下し、一段と狭い範囲（具体的には0.15%前後～0.25%の間）で無担保コールレート翌日物が推移するようになることを意味している。

### 金融機関の資金繰り支援

次に考えられる効果として、一部の金融機関に対する資金繰り支援効果が挙げられる。これは、通常時に加え、期末などの資金繰りがタイトになりがちな時期に効果を発揮すると期待される。

これまでの日銀貸出と違い、ロンバート型貸出制度では、担保などの条件を満たせば、日銀は金融機関側からの申し出に従って受動的に資金を融通する。3月期末において資金繰りが厳しくなりそうな金融機関も、機動的に流動性を確保することができる。

一部の市場関係者の中で根強くささやかれていた“3月危機説”のシナリオを構成する一つの要素が、3月期末に一部の金融機関で資金繰りが厳しくなる、ということであったが、今回の措置によりこうした懸念は薄らいだといえよう。ひいては、“3月危機説”的なカタストロフ的状况が生じる可能性も低下したと考えられる。

### 財政政策の発動余地の拡大

3月19日決定内容の中に、「長期国債買い切りオペの拡大」が含まれており、財政当局としては、長期金利の上昇を招かずに国債を増発できる環境が整ったといえる。しかし、逆に中長期的には長期金利上昇を招く可能性が指摘される。今回の日銀の措置により、野放図な財政支出が続くようなことになれば、国債の信認低下を招き、さらにインフレ期待も高まり、名目長期金利が上昇に転じる可能性は否定できない。

### 総合評価

中長期的な長期金利上昇の可能性はひとまず置いて、短期的な効果のみ考えても、今回の決定による景気押し上げ効果は、金融政策のみでは余り期待できない。既に金利は長短金利とも

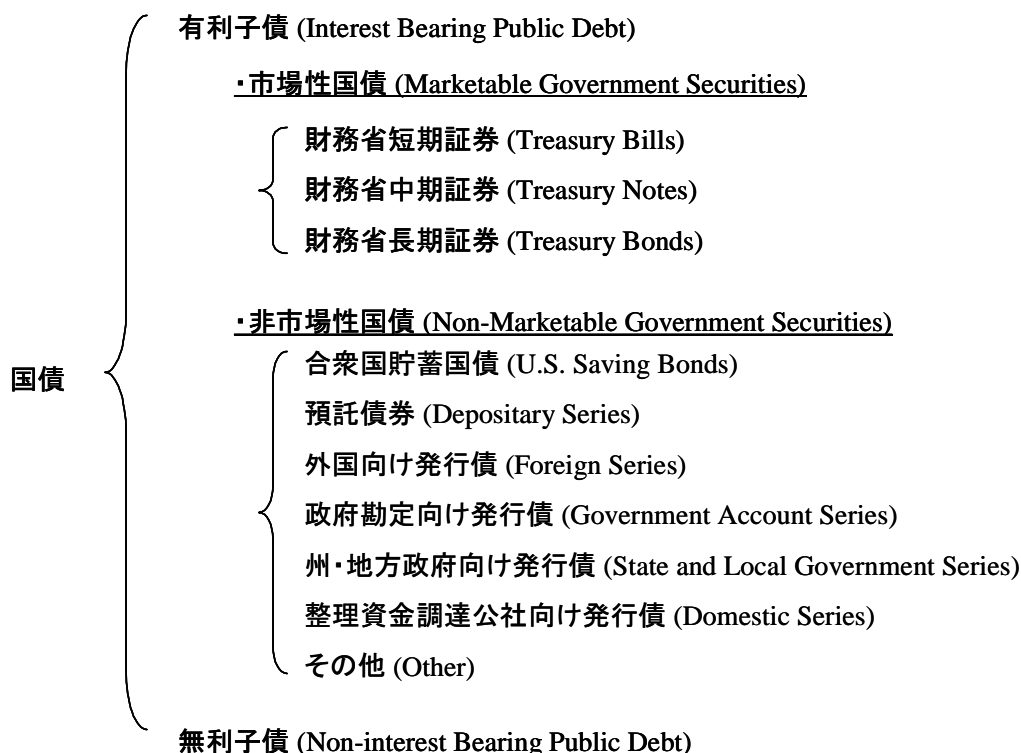


極めて低水準で推移していたため、追加的な下落による効果は限定的である。もし今回の措置が効果を発揮するとすれば、それは財政政策や不良債権最終処理などといった他の政策とセットになった場合であろう。その場合には、かなり強力な支援効果を持つ可能性がある。具体的には、量的緩和により長期金利の急騰を招かずに財政支出ができるようになることで、景気浮揚策や、構造改革に伴う痛みを緩和する政策をとることができるようになる。

## 2. 米国の長期金利

### (1) 米国の金融市場

#### 米国国債の種類



資料：浜田(1997)

無利子債はIMF等への出資証券や未償還の満期到来債などごくわずかであり、政府債務残高の99%以上が有利子債である。有利子債は市場性国債と非市場性国債とに分けられる。市場性国債は国債のうちおよそ65%近くを占め文字通り一般投資家を対象とし、売買が自由にできるが、非市場性国債は個人貯蓄や公的部門の余裕資金の吸収を図るものであり、譲渡性はない。市場性国債を構成する財務省証券の特徴は、以下の通り。

#### 財務省短期証券(TB)：

期間が13週(3ヶ月)、26週(6ヶ月)、52週(1年)の3種類が定期的に発行されており、いずれも割引債である。政府債務残高のおよそ15%程度を占める。

財務省中期証券（Tノート）:

現在、2年、3年、5年および10年債が発行されており、かつては4年債、7年債も発行されていた。いずれも利付き債であり、満期に一括償還される。一部の10年債についてはストリップス債（利付き債を元本部分とクーポン部分に分離して別々に取引する債券）も存在している。政府債務残高のおよそ40%程度を占め、政府資金調達の大宗を占めている。

財務省長期証券（Tボンド）:

過去は15年債、20年債が発行されていたが、現在は30年債（利付き債）のみが発行されている。これについてもストリップス債が存在する。

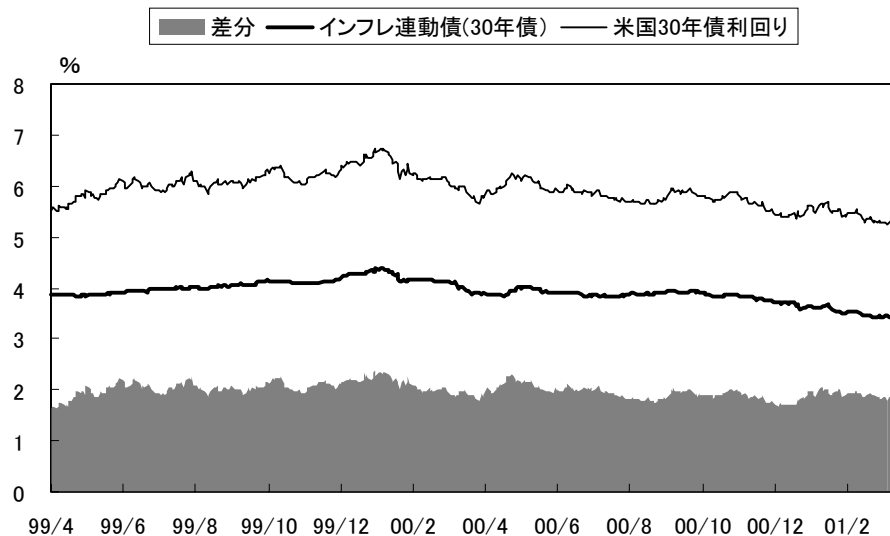
インフレ連動債:

元本がインフレ率に連動して引き上げられ、それに応じた利子が支払われる債券である。発行形式は当初年限10年に限られていたが現在は5年、30年も発行されている。元本は財務省が発表する消費者物価指数および連動率により毎日調整され、年2回の利払いは利払い日における元本に基づいて計算される。連動率とは、特定日の消費者物価指数を発行日の消費者物価指数で割った値である。

満期時には、インフレ調整された元本と発行時の元本のどちらが多いほうが支払われる。第1回インフレ連動債は1997年2月に発行された。

以下の図は、1999年4月15日発行、2029年4月15日償還予定の30年物インフレ連動債の最終利回りと通常の米国30年債利回りをプロットしたものである。この差分が概ね期待インフレ率と考えられるが、およそ2%弱程度で推移している。

図表 120 インフレ連動債（30年債）と30年物国債利回りの推移



注：(差分) = (30年物国債利回り) - (30年物インフレ連動債最終利回り) 資料：Bloomberg

## 米国の金利体系

### 短期金利

- ・公定歩合
- ・フェデラルファンドレート (FFレート)
- ・財務省短期証券 (TB、3ヶ月物)
- ・コマーシャルペーパー (CP、3ヶ月物)
- ・BA (3ヶ月物)
- ・CD (3ヶ月物)

### 長期金利

- ・財務省中期・長期証券 (10年物、30年物)
- ・社債 (Aaa格債)
- ・地方債 (Aaa格債)

## 短期金利

公定歩合：

市中銀行に対する連銀貸出金利。連銀貸出はもっぱら市中銀行からの駆け込み需要に対応するという受動的な性格を持つが、借り入れを行うことで生じるモニタリング強化によるコストを伴うことから、市中銀行の連銀からの借り入れはラストリゾートとみなされている。

フェデラルファンドレート(FFレート)：

金融機関相互の短期資金の貸借にかかるインターバンクレートであり、日本のコール市場の金利に該当。銀行の地区連銀への預け金を無担保で貸借するものであり、大部分が翌日物。中央当局たる連邦準備制度にとっては政策金利である。

財務省短期証券(TB、3ヶ月物)：

3ヶ月物は毎週月曜に公募入札方式で発行される短期国債。同じ残存期間を持つ債券の中では最も信用力が高く、直近に発行されたものが短期金利水準の指標となる。

コマーシャルペーパー (CP、3ヶ月物)：

優良企業、銀行持ち株会社などが短期資金調達のために発行する無担保約束手形の利率である。ディーラーを通すものと投資家に対して直接発行されるものが存在。

BA(Banker's Acceptance、3ヶ月物)：

BAとは貿易資金を調達するために銀行宛てに振り出され、かつ銀行によって引き受けられる期限付き為替手形。市場規模は小さいが、信用力は比較的高いとされる。

CD(Certificate Deposit、3ヶ月物)：

譲渡可能定期預金証書であり、日本のCD同様、銀行が主に短期資金を調達するために発行する。

## 長期金利

財務省中期・長期証券（10年物、30年物）:

国債の一種。10年債は2、5、8、11月中旬に入札が実施され、30年債は2月および8月のみに入札が実施され、ともに重要な長期金利の指標となっている。

社債（Aaa格債）:

Moody's が代表的な社債を選択し、その格付け別の平均利回りを発表しているが、最も信用力の高いAaa格債については指標性が高いとされる。なお、社債のうち格付けの低い債券はジャンク債、ハイ・イールド債などと呼ばれ、信用リスクの高まりに敏感に反応する。

地方債（Municipal Bond、Aaa格債）:

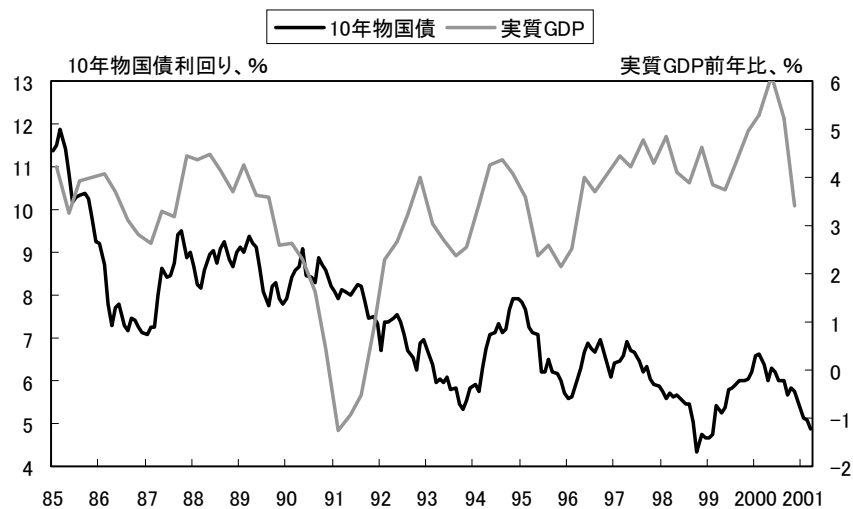
地方債は、州、地方自治体、および住宅、教育、交通施設、産業開発などのサービスを提供する公的機関によって発行される債券であり、免税措置を受けられる場合もある。社債同様に地方債についても格付け別に Moody's が平均利回りを発表している。

## （2）米国長期金利の動向

### 1) 長期的な動き

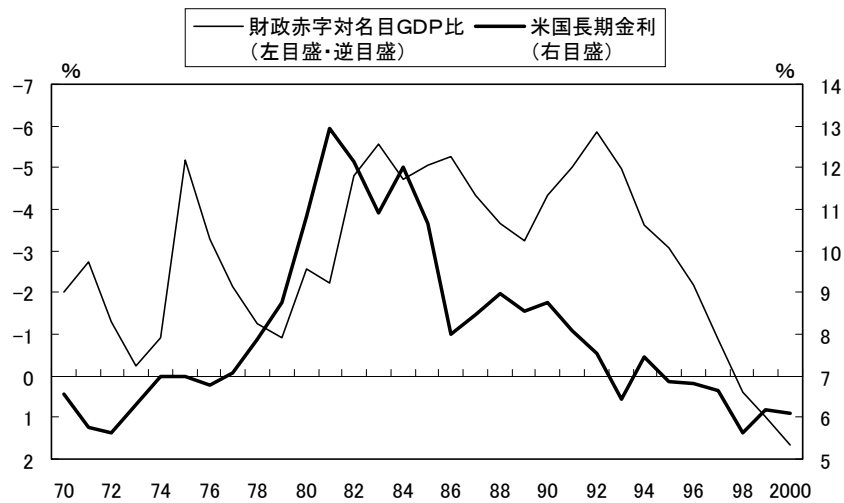
85年以降の推移をみると、概ね低下傾向にある。90年代の米国はわが国と異なり、きわめて長期の景気拡大期間に入っていたが、この期間中も長期金利は低下傾向にあった。わが国の90年代の金利低下は主に、デフレ懸念や金利低下予想、期待成長率の低下によるものと考えられる一方、米国の金利低下は80年代の財政赤字が90年代に入り急速に解消していったという債券市場の需給改善によるものと考えられる。

図表 121 米国長期金利（10年物国債利回り）の推移



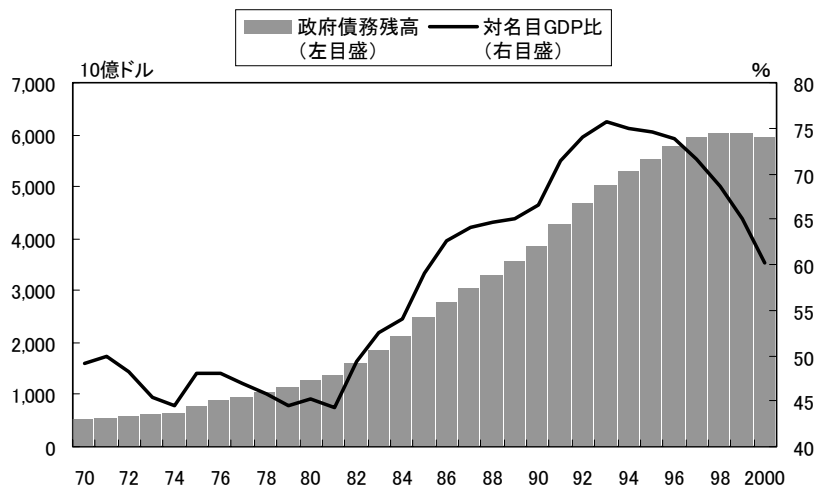
資料：Datastream、米国商務省

図表 122 米国長期金利と財政赤字対名目GDP比の推移（暦年ベース）



資料：OECD “Fiscal Positions and Business Cycles” June 2000.

図表 123 米国政府債務残高と対名目GDP比の推移（暦年末ベース）



注：下記資料掲載データのうち、Gross Government Debt 項目をプロット。  
資料：OECD “Fiscal Positions and Business Cycles” June 2000.

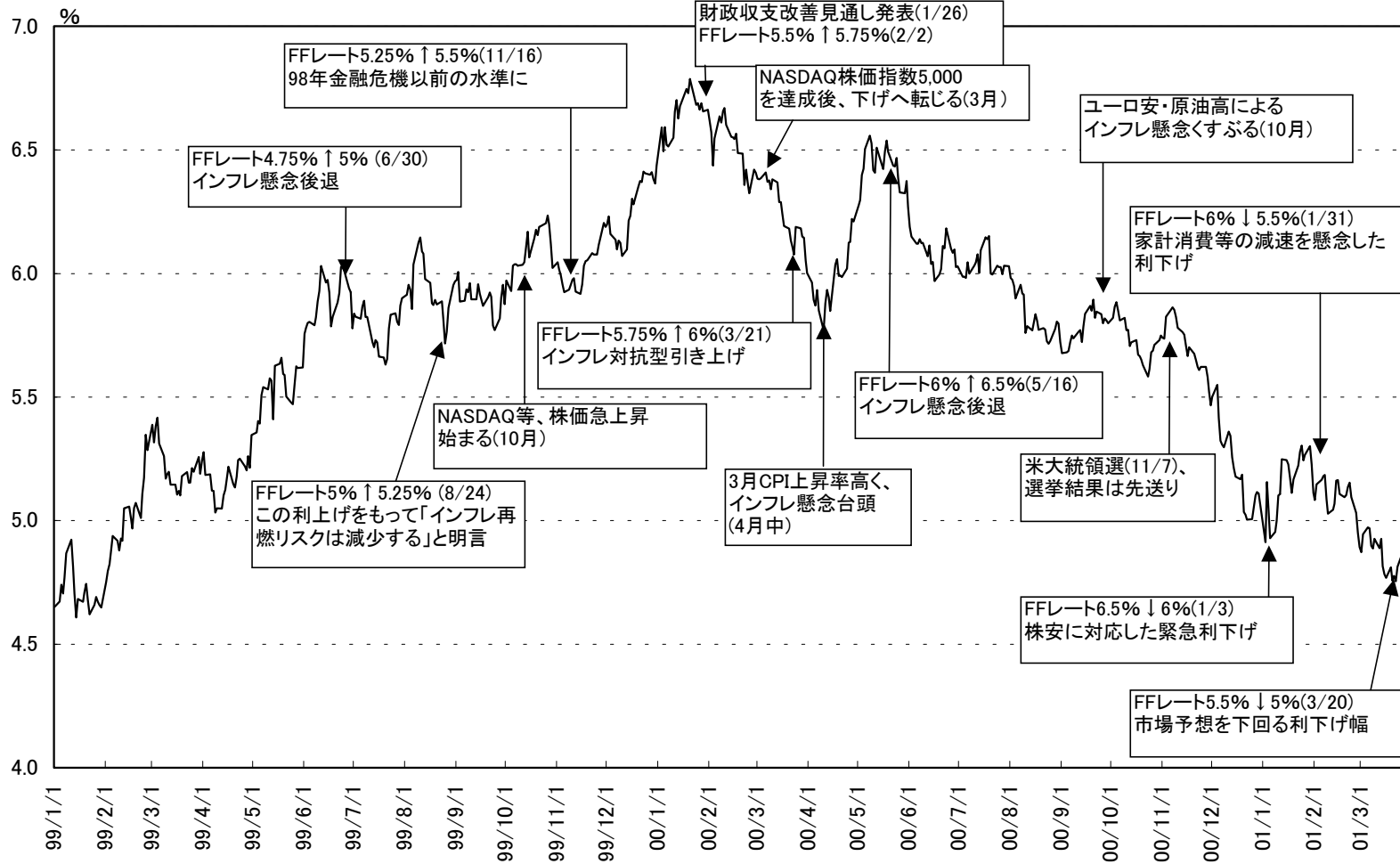
## 2) 99年入り後の動き

後掲の図は99年以降の長期金利の推移を示したものである。この期間は98年8月のロシア通貨危機、続く9月のヘッジファンドLTCM破綻と金融危機が相次いだ時期の後にあたる。98年9月から11月にかけて連邦準備制度はFFレートを5.5%から4.75%まで計0.75%ポイント低下させるという急速な利下げを行っていた。

99年はそのような緊急措置が効を奏し、年初から株価が上昇トレンドに入ったことから、年央以降連邦準備制度は金融引締め政策へ転じている。その後、2001年に入り、急激な株安と实体经济の悪化懸念台頭から1月初めに金融緩和政策へ転じており、現在に至っている。こ

のように 98 年のロシア危機以降、米国では短期金利（FFレート）が局面毎に機動的に上げ下げされたため、短期金利が米国金融市場全般における最大の材料という位置付けとなってきた。こうした中、長期金利も、短期金利を重要な材料として動く展開が続いてきた。これは、期待理論的な要素が効いていたことを窺わせている。また、この期間は長期に亘る景気拡大局面の最終局面であったため、インフレ懸念も根強く、インフレ関連の情報（フィッシャー効果を通じて影響）が、折りにふれ材料視されていた。さらに、財政状況（債券需給＜市場分断仮説的要素＞ないし政府の信用リスクなどの要素）なども引続き重要な材料であった。

図表 124 99年入り後の米国長期金利（10年物国債利回り）の推移



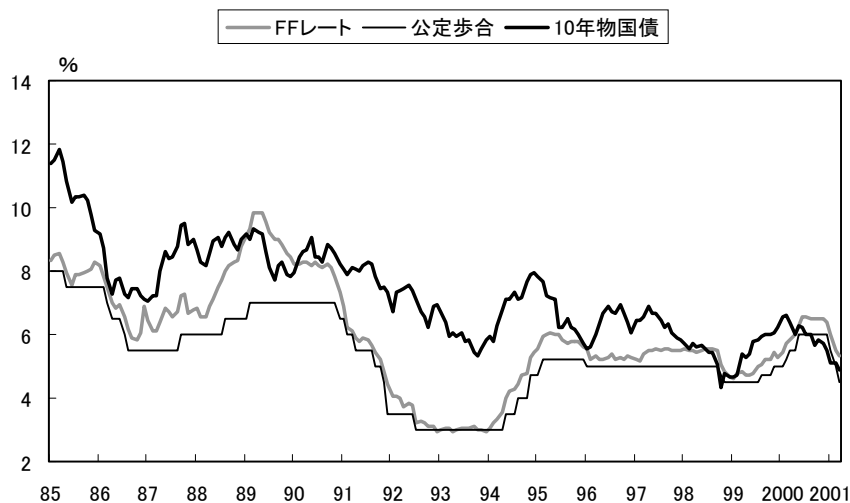
資料：Datastream、連邦準備制度ホームページ、日経公社債情報等。

### 3) 米国長期金利と関連指標の動き

#### 短期金利と長期金利

長期金利は 80 年代後半以降概ね長期低落傾向にあったが、短期金利との関係（長短スプレッドで代表される）は、局面に応じてかなり異なっている。

図表 125 米国長期金利と短期金利

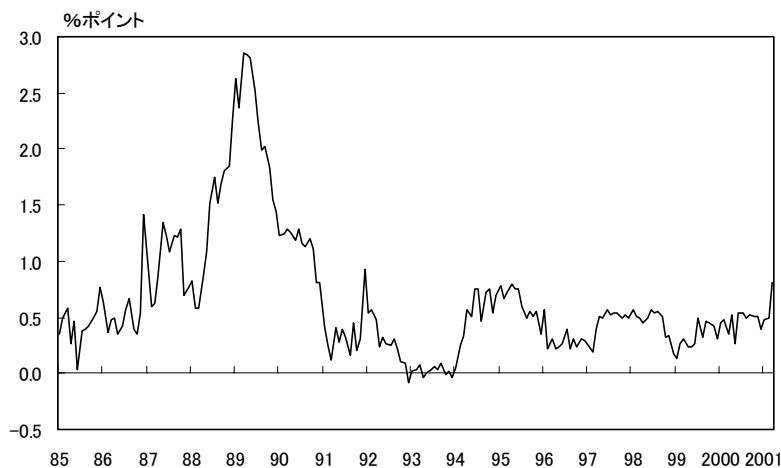


資料：Datastream

#### FF レートと公定歩合のスプレッド

いずれも短期金利であるが、そのスプレッドの変動はかなり激しい。この点は、わが国の政策金利である無担保コールレート翌日物とはかなり異なっている。80 年代後半の金融危機時には、3%ポイント近くまでスプレッドは拡大していたが、98 年末のロシア通貨危機を発端とする金融不安時には、比較的落ち着いた動きで推移しており、当時の連邦準備制度（あるいはグリーンズパン連邦準備制度理事会議長）の金融対応に対する信認の高さが窺われる。

図表 126 FF レートと公定歩合のスプレッド

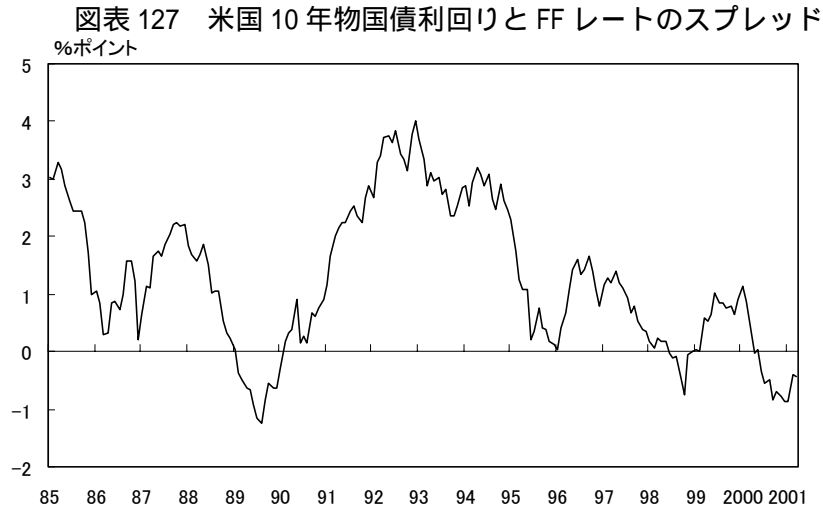


資料：Datastream



### 10年物国債利回りとFFレートのスプレッド

10年物国債利回りとFFレートのスプレッド拡大はイールドカーブのスティープ化（すなわちインフレ期待／期待成長率の高まり等）を、縮小はフラット化（インフレ沈静期待／期待成長率の低まり等）を意味する。90年代前半のリセッションからの立ち直り期にはかなりの拡大がみられている。



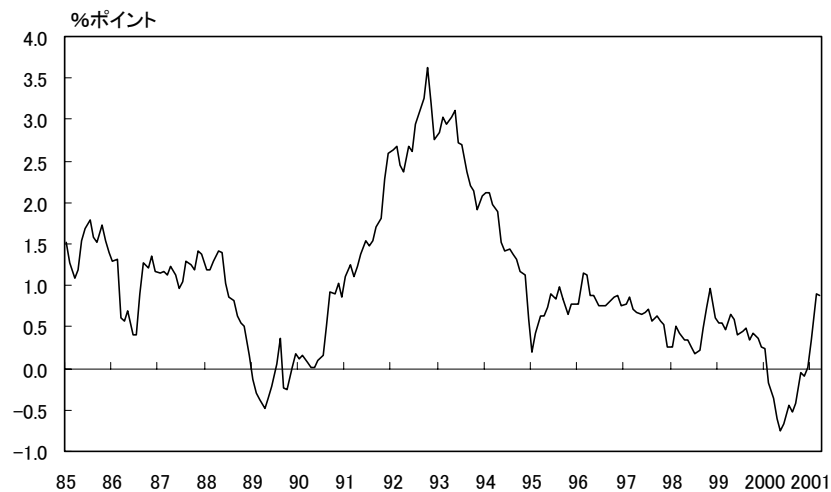
資料：Datastream

### 2年物国債利回りと30年物国債利回りのスプレッド

イールドカーブにおいては通常2年物の部分にショルダー（傾きが変わる部分、短期金利と長期金利の大まかな境目にあたる）が位置することが多いことから、中長期的なインフレ期待や期待成長率などを反映すると考えられる。

足許では、景況感の加熱から2000年に一時マイナスに転じていたスプレッドが急激に拡大方向へ向かっており、インフレ期待の高まりを反映したものと考えられる。

図表 128 米国 2年物国債利回りと30年物国債利回りのスプレッド

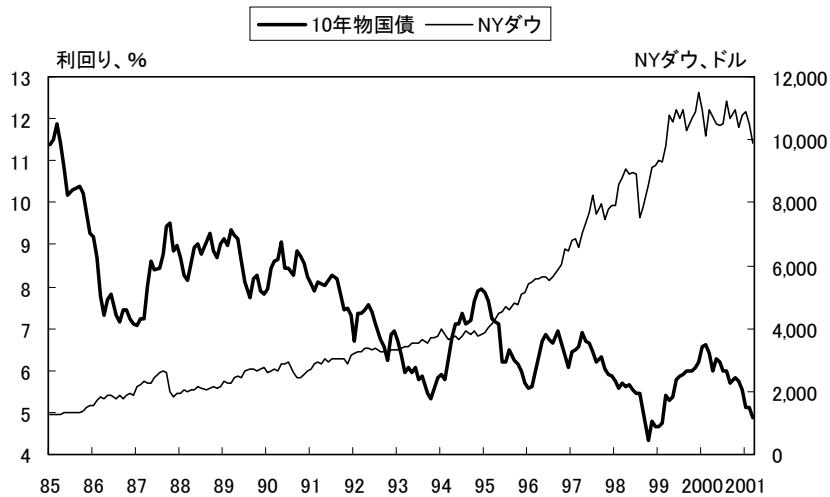


資料：Datastream

### 10年物国債利回りと株価

以下では米国の代表的な株価指数であるNYダウ30種平均と10年物国債利回りの動きをプロットした。日本の場合ほど相関の高さはみられないほか、基本的には日本と逆の動き、すなわち国債利回りが低下する時には株価が上昇するという関係がみられている。これは、市場分断仮説的な需給要因よりも、各金融資産の収益率の裁定関係が働いている可能性を示している。

図表 129 米国 10年物国債利回りと株価

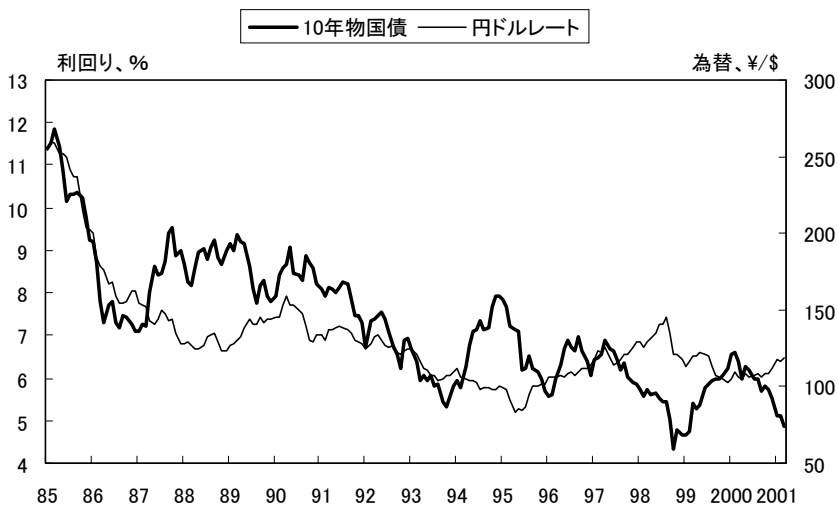


資料：Datastream

### 10年物国債利回りと円ドルレート

97年以降近辺を境に、前後で相関が異なっている。97年頃までは、「財政収支好転 金利低下 ドル資産の相対的魅力低下によるドル安」という要因が強く効いていたが、97年以降は「ロシア危機後の短期金利引下げ 長期金利低下、米国内需の強さ ドル高」というように、長期金利と為替レートの関係が直接つながらなくなる形で、以前と逆の相関関係がみられる。

図表 130 米国 10年物国債利回りと円ドルレート

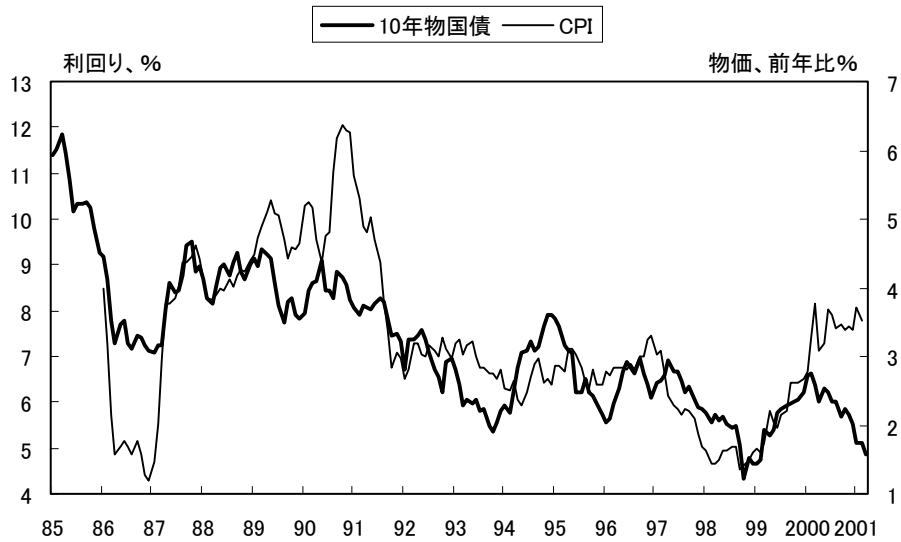


資料：Datastream

### 10年物国債利回りと物価

基本的にデフレ基調で推移した日本と異なり、米国ではインフレ懸念が問題になっており、フィッシャー効果的な要素が強く働いているとみられる。2000年以降は、原油高などからCPIは上昇基調で推移してきているが、長期金利は比較的鎮静気味に推移していることが特徴的である。

図表 131 米国 10年物国債利回りと物価



資料：Datastream

## 第2節 有識者に対するヒアリング

### 1. 有力金融機関幹部〇氏

面談先：有力金融機関幹部〇氏

日時：3月7日 AM11:00～12:00

#### (1) 長期金利のベースライン

私自身、フィッシャー効果を中心に、長期金利の実証分析を20年ほど前に積極的に行っていたが、それ以来長期金利を実際に観察して感じるのには、期待仮説、フィッシャー仮説など、それぞれの仮説自体は各々説得力があり、また局面に応じて説明力もあるのだろうが、それらを全てひっくるめて考え出すとよく分からなくなる可能性があるということである。

その意味で、長期金利を見る際には、常に“ベースライン”がどこにあるかを念頭においておくべきであると考えている。私個人としては、実物資産の収益率、ないし潜在成長率が、もっとも基本的なベースラインになっているように思う。

ここ数年、長期金利が非常に低い水準をつけているのは、大きな背景として、わが国経済の潜在成長率が大きく低下していると市場がみていることを反映している面が強かろう。もちろん、期待仮説やリスク・プレミアムを用いても説明可能なのだろうが、そもそものベースラインが低下していることを直視すべきではなかろうか。

#### (2) フィッシャー仮説について

私自身、かつて研究を行ったフィッシャー仮説であるが、これはやや長い眼で見れば、かなり説明力があると今でも考えている。イメージ的には、成長率程度にマネーサプライを供給していれば名目長期金利も概ね安定的に推移し、それを超えるマネーを供給し始めると、フィッシャー効果を通じて名目長期金利が上昇し出すのではないか。

#### (3) 短期と長期の視点の接合

短期的に見た長期金利と、長期的に見た長期金利を統一的に説明することが、実のところ困難な気がしている。これは、まさに実体経済の成長を短期的に見た場合と中長期的に見た場合では視点が異なってくるのと平行である。短期的に見れば、ミクロ経済学的な時間選好の視点が重要になってくるのに対し、中長期的には、ウィクセルの自然利子率仮説（貯蓄と投資を均衡させる水準に実質金利が決定されるという考え方）のような世界になってくると思う。しかし、これらを包括的に接合することはなかなか困難である。

#### (4) 資産価格としての長期金利

長期金利は、当然ながら、短期金利や実物資産利回りと裁定関係を持ちつつ水準が決まる、“利回り”の一種であるが、同時に、債券という金融資産の価格の裏返しでもある。野口悠紀雄氏はかつて、「日本においては不動産と債券は代替関係にある」と主張していたが、もしかしたらそういった面があるかもしれない。足許、地価が下落しており、いわば不動産の利回りが下落基調にあるわけだが、長期金利が低水準で推移しているのも、そういった不動産との裁定関係が効いている可能性もある。

不動産にしる債券にしる、転売が自由な資産は、ディーラーの鞘抜き格好の対象となり、短期的には容易にバブルを生じることが可能である点には注意が必要である。市場のディーラーは、期待理論に基づいて短期金利の先行き期待値から売買価格を考えているわけではなく、「まだ上値が追えそうか」などといったごく短期的な視点で売買を行っている。98年頃に0.8%近くまで10年物利回りが低下したことがあったが、これは期待理論的には説明のつかない水準であろう。足許の低水準も、やや期待のみに基づくバブル要素が入っている可能性がある。このようにバブルが入りだすと、途端に水準の予測が難しくなる。というのも、バブルは純粹に「期待が期待を呼ぶ」現象であり、ファンダメンタルな説明要因が無いからである。

#### (5) 足許の水準評価

現在の1%台の水準は、実物資産収益率との裁定という視点においても、また期待理論的にも、単独では説明困難である。今後10年間平均で、実質成長率あるいは短期金利が1%を続けるというのは非現実と思われる。その他の要因が複合して今の低水準となっているのであろう。そうした要因としてまず挙げられるのは、(上とも重複するが)バブル的な要素である。第2に、「質への逃避」といった要因もあろう。結局、国債で運用せざるを得ない状況が生じている。銀行も、いつ価格が下落してもおかしくないという危機感を持ちつつも、リスク・プレミアムが相対的に低い国債しか運用対象がなくなっている。第3に、デフレ期待が高まっていることから、フィッシャー効果を通じて名目長期金利が低下している面もあると考えられる。

また、今年から導入された国債の即時決済(RTG S)も国債需要を高めたとみられる。これだけで、0.1%ポイント程度は説明できるのではないだろうか。

## 2. 外資系証券会社エコノミストS氏

面談先：外資系証券会社エコノミストS氏

日時：3月13日 PM4:00~5:00

### (1) アカデミックな視点と市場での実感

アカデミックな枠組みで長期金利の水準を説明しようとする、通常は「期待理論に基づく期間構造をベースとしつつ、そこに何らかのプレミアムが乗ってくる」ということになる。そして、その期待理論部分には合理的期待モデルが用いられることが多いと思う。しかし、マーケットに身を置くようになってから、私自身はこうしたアプローチは非現実的と考えるようになってきている。

まず期待仮説であるが、現在のような超低水準の長期金利を、短期金利の先行き予測値で説明しようとするのには無理があるし、そもそも短期金利と長期金利とのリンケージがどの程度あるかは疑問である。

次に、フィッシャー効果であるが、最近のように、短期金利がそれほど動かない中で長期金利の水準が変化するような状況を見ると、期待インフレ率要因もかなり効いてきている（将来のデフレを織込んでいる）という感じを持っており、一定の有効性は認められよう。

しかし、自分としてもっとも説明力があるとみているのが、リスク・プレミアム、中でも流動性プレミアムである。国債が増発され、市場参加者がこぞって国債を買うようになり、さらに日銀までもが流動性プレミウムを低下させるような施策を多々とっているような足許のわが国の状況において、現在の歴史的な低水準は、かなりの程度流動性プレミアムで説明できるのではないかと考えている。

### (2) 日銀の債券相場に対する影響

最近の国債利回りの低水準および超安定には、政府・日銀による流動性プレミアム抑制が大きく効いていると思う。これにより市場でJGBの流動性に対する安心感がかつてなく高まっているとみている。その最たるものとして、わが国において、中央銀行である日銀が各種の国債優遇策をとっていることが挙げられる。まず、オペレーションの対象となる有価証券の格付けが極端に高いため、実際には国債がオペ対象の主体となっている。Fedは掛け目で調整しつつ、BBBクラスまで対象としており、オペのバリエーションが豊富である。また日銀は、貸出の担保も厳しく設定しており、ここでも国債は相対的に有利である。さらに最近では、レポ・オペの導入、Y2K問題への対応、RTGSの導入などにおいて、国債が大きな役割を果たしており、その分流動性プレミアムが向上した可能性がある。言い方を変えれば、国債を持っていないと流動性が得難い状況が一段と強まった。以上みたように、日銀の流動性供与の少なからぬ部分は、国債の裏付けに成り立っている。一言で言って、日銀は国債価格を大きく歪

めていると思う。

こうした日銀による影響に加え、厳しい資金繰りながら資金運用部も強力に国債を買い支えており、政府・日銀をあげて国債の流動性向上に努めている構図となっている。

### (3) 最近の水準を説明するその他の要因

こうした流動性プレミアム要因に加え、デフレ懸念、短期金利の先行き予想が加わることで、現在の水準が決定されていると考えている。また、必ずしも理論的にクリアな説明要因ではないが、銀行部門が多額の国債を保有しており、自らの売りにより相場が下落することに極端にナーバスになっている。これは、債券市場において、プレイヤーの顔がある程度みえているというマイクロストラクチャー的な視点といえるかもしれない。

### (4) 債券市場におけるバブル

債券も売買が自由な金融資産である以上、バブルが生じる可能性は否定できない。実際、短期的にはバブル的な相場が往々にして生じていると思う。しかし、債券価格には、一定期間を経れば満期が来る、という強い制約があるため、株価や為替レート、あるいは地価などのようにどんどんバブルが膨れ上がることは無い。オーバーシュート、アンダーシュートはあり得るが、発散 (diverge) することは無い。

### (5) 日米の長期金利について

日本の債券市場は、米国に比べ市場参加者が均一、さらに具体的に言えば、銀行のプレゼンスが大きいように思う。これが、時として市況を一方向に振れさせ、また時には膠着状態を生み出す土壌になっているのではないかと。また、米国市場では 30 年物という超長期物がメルクマールとして機能してきたほか、インフレ連動債も発行されるなど、市場の厚みやバラエティに富んでいる。このため、市場が何を考えているか、何を期待しているかが読みやすい。

日本でも 30 年物を増発するという方向もあり得ようが、現在のような財政事情で行うと、相当のリスク・プレミアムを市場から要求されると予想されるため、実際には困難だろう。

### (6) 現在用いているモデル

期待仮説などに基づくオーソドックスな理論的フレームは、実際の予測には余り有用でないため、独自のモデルを用いている。モデルは大きく、短期モデル、中長期モデルに分かれている。

まず短期モデルであるが、これはひたすら短期の「名目」長期金利を当てにいくことを目的としたものである。予測期間としては、3ヶ月～6ヶ月程度である。名目長期金利（国債 10 年物利回り）を被説明変数として、全産業活動指数、貸出残高（全国銀行 + 信金ベース）

の前年比、国債市中消化額の前年比、を説明変数としている。これらの各説明変数についてやや詳しく解説すると以下の通りである。 の全産業活動指数は、景気要因を表している。説明変数が「名目」長期金利であるため、独自に名目化している（CPIとWPI資本財価格をGDPのウエイトでかける）。 の貸出残高は、代替関係にある金融資産を代表している。 の国債消化額は、市場の需給を表す変数として用いている。これだけのシンプルなモデルだが、決定係数が0.93、標準誤差で12~13 ベーシス・ポイントという良好なパフォーマンスを示している。

一方、1~2年程度の中長期モデルであるが、こちらは「実質」長期金利が被説明変数となっている。私自身は現在、実質長期金利を長期的に考える場合、何らかの実物資産の収益率との裁定関係でみるのがよいと考えている。債券と実物資産が、長期的に共和分関係にあるようなイメージである。

整理すると、長期金利の水準は、超長期的に実物資産収益率をベースとしつつ、リスク・プレミアムなどその他の要因を加え、各資産の利回りの相関関係を考慮することで、かなりの程度考察が可能と見ている。今、私が使っているモデルは、被説明変数には実質長期金利（GDPデフレーターで実質化）を用い、説明変数として、法人季報の営業利益から作成した資本収益率、財政面でのリスク・プレミアムを表す変数として国債発行残高前年比、米国長期金利、を用いている。

短期、長期の両モデルとも説明変数が少ないことが特長となっている。日銀の論文（『日本銀行調査月報』1998年6月号p.107~）にもあったような往々にしてありがちな予測モデルは、説明変数が多過ぎて、結局使えない。というのも、そうしたモデルでは、いずれかの説明変数の先行きの設定がおかしくなってしまうからである。

短期、長期モデルのどちらを使っても、昨年はまだ少し長期金利は高い水準でよかった形になっている。これはもしかしたら（モデルに含まれていない）期待インフレ率が低下していることを反映した現象かもしれない。そうであれば、期待インフレ率要因をモデルに取り込む必要が生じてこよう。

#### （7）先行きの長期金利の展望

2001年度は景気の基調は弱いだらう。成長率は2000年から2001年にかけて低下するとみており、そうなると長期金利にも下押し圧力が働いてこよう。金融政策面ではゼロ金利の復活は、当然のように見込んでいる。この結果、2001年度平均の長期金利は、2000年度平均を下回るとみている。

ここで、やや詳しく年度内の動きを考えると、4~6月は生産の低迷を背景に長期金利は低位安定、その後9~10月頃に輸出増（米国景気が回復か）による生産の底打ちなどから上昇圧力がかかってくる。さらに、7月以降になると選挙も終わり、財政構造改革が進む可能性もある。そうなると、需給要因から金利下押し圧力が生じるかもしれない。なお、銀行部門の経営



状況や企業の資金需要に鑑みると、貸出は9月期まではもちろんのこと、その後も年度一杯、削減の方向を辿るとみている。数値的に言えば、年度を通して1%程度を底としつつ、年度後半からじわじわと上昇、秋以降は1.3~1.7%程度のレンジで推移することになるだろうか。

当面の不透明要因としては、物価要因が大きいと考えている。もし円安傾向が続けば、デフレも深刻化せず名目長期金利を期待インフレ率の面から下支えするかもしれない。また、物価とも大いに絡むが、日銀のスタンスも極めて重要である。インフレ・ターゲティングを導入することになれば、期待インフレ率に多大な影響が及ぶ可能性がある。もし日銀は本気だ、という見方が広まれば一気に売りが出て、長期金利は急騰する可能性すらある。債券市場のプレイヤーは、余り日銀にインフレ・ターゲティングや量的緩和を要求し過ぎないほうがよいと思う。

### 3 . 国立大学教官 K 氏

面談先：国立大学教官 K 氏（専門は長期金利分析）

日時：3月15日 PM2：00～3：00

#### （1）各仮説の有効性

期待仮説、流動性プレミアム仮説、特定期間選好仮説などいくつかの代表的な仮説があるが、いずれもサンプルのとりかたや計測手法によって結果がまちまちな面があり、なかなか頑強（robust）な理論は確立されていない。例えば、黒田（1982）なども、当時としては新鮮であったが、国債市場の成立が1977年であり、余りサンプルの蓄積がない中での実証であった、計量手法が今からみれば古い、などの問題点があり、そこで導かれている「期待仮説が成立している」という結果を現在そのまま受け入れることには抵抗がある。

その意味では、当たり前のように聞こえるだろうが、「純粹期待仮説は成立していないが、各種プレミアムを乗せた期待仮説が成立している」ということになるだろう。

フィッシャー仮説は、やはり有効だと思う。しかし、インフレ下での有効性はかなり確認できているが、デフレ下での有効性は、そもそもデフレという環境がこれまで余り経験されて来なかったため不確実である。

90年代後半、さらにはここ2～3年、需給要因が強く効いている印象を受けている。そうすると市場分断仮説の説明力が向上しているかもしれない。例えば、99年初頭に資金運用部による買入れ停止という材料が浮上した際の長期金利急騰は、その端的な例である。

#### （2）期待要因の取扱い

期間構造を分析する上では、短期金利やインフレ率の「期待値」などが必要となってくるが、こうした期待要因をどう扱うかは古くからの問題であり、現在も画期的な手法はない。私個人としては、カルマン・フィルターを用いたり、先物データを使うなどの工夫をしているが、なかなか難しい。期待インフレ率については、もしインフレ連動債が発行されれば、分析に際してたいへん助かるのは事実である。

#### （3）最近の低下の背景

ここ1～2年の低水準の背景としては、「質への逃避」要因が挙げられよう。いわば消極的に「国債しか安全に運用できる先がない」という意識で国債が買われている。

#### （4）予測モデルについて

私自身は、マクロ指標を中心とした説明変数によるモデルを作成している。需給要因を入れたいのだが、これを適切に代理する変数が見つからず、苦労している。とりあえずは日銀や資

金運用部のオペレーションの金額を用いている。長期金利の予測が難しいのは、需給要因を適切に把握できないことになり負っているように思う。言い方を変えれば、理論値と実現値の乖離は、かなりの程度需給要因に負っているのではないか。

#### (5) 最近の研究の方向性について

もし4半期データと月次データの両者が入手可能ならば、情報量の点からいって、月次データが望ましいのは当然なのだが、実のところ、どちらを用いてもそれほど結果に差はないように思う。しかし、日時データということになると、分析の内容がかなり変わってくる。さらに私自身は、最近、5分刻みのティック・データ(=オファー、ビッドの値まで含むザラバのデータ)を入手することができたので、それを用いた実証研究を進めているところである。これにより、マクロ経済指標に長期金利がどう反応するかという市場の効率性を測ろうとしている。このティック・データ分析は、先行きの予測を行うためのものではないが、最近の金融市場分析におけるはやりである。また、ティック・データ分析に近い分野であるが、株式市場分析で発達したマイクロストラクチャーの手法を国債市場に応用する試みもみられつつある。

あと最近の研究の方向性としては、計量経済学、特に時系列分析の新しい手法の活用がある。期間構造について、共和分関係を用いた分析を行うことがここ数年はやった。私自身も、長期金利と短期金利の共和分関係などを調べたことがある。あとは、VARのベクトル部分を複雑化するとか、ARCH関係のツール(ARCH、FARCH、IARCH等)の応用などもみられている。

#### 4 . 国立研究機関研究員 K 氏

面談先：国立研究機関研究員 K 氏（専門は計量経済学）

日時：3月8日 PM2:00～3:00

##### （1）データ・サンプリングの間隔

最近、デイリーデータやティック・データを用いる研究が増えているが、時系列データを用いる際の一般論として言えば、闇雲にデータのサンプリング間隔を細かくしても、ずっと将来の変動に関心があるのなら、誤差が累積する可能性、1期先には有用な変数も数期先には使えない可能性、などからかえって分析の妨げになることが多い。

端的に言えば、一期先予測の意味で最適なモデルを12期転がして一年先を予測するのと、いきなり12ヶ月先の長期予測を行うモデルのクラスから最適なものを選んできた場合とでは、当然予測の精度は違う。

せっかくデイリーデータを入手してがんばっても、1ヶ月程度先行きの予測に使えるかどうか、という感じであろう。

##### （2）high frequent データ分析

最近の high frequent データ分析は相応の成果は収めているが、予測への応用は余り考えられていないと思う。私自身、為替のティック・データとして5分刻み程度のものを扱ったことがあるが、長期金利のティック・データを分析したことはない。そもそも、データがあるのだろうか。

##### （3）計量モデルと時系列モデル

「時系列モデルは短期的な予測にはよいが、長期の見通しとなるとマクロ計量モデルに軍配が上がる」という言説は、全面的には正しくないように思う。マクロモデルを使うとなると、ストーリー上欠かせない変数の中には、観測インターバルが極めて限られたものが出てくる。四半期、半年など、ボトルネックになる変数に合わせてしまうと、自然とそのサンプリング間隔に応じた最適な予測モデルを構築することになる。手法の比較にあたっては、この点に鑑みて、フェアな比較になっているかどうかの検討が必要である。

##### （4）金利期間構造モデルの最近の方向性

短期金利(スポットレート)分析の最近の一つの方向性として、連続時間短期金利モデルがある。これらのモデルは、理論の構築や展開には向いているかもしれないが、実際に例えば3ヶ月金利先物の予測にどの程度使えるかということ、適当な内生変数を持つ VAR や ARIMA にはかなわないようである。私見で言わせてもらえば、これらの連続時間モデルは、データ解析の

ために離散化した段階で見るとかなりシンプルな構造になっており、通常の離散時間時系列モデルのほうがデータに対してより適応的に傾向を捉えることに成功しているのではないかとと思われる。

長期金利の予測モデルを作るにあたって、短期金利モデル(連続時間モデルをイメージ)のフレームワークをそのまま延長するというのは十分可能である。実際、私と仕事上近い距離にあるような人々は、債券価格に対するモデリングを中心に研究を行い、実務的にもそこそこの成功を収めているように見える(京都大学の刈屋氏、ニッセイ基礎研究所の津田氏など)。

ただ、ずっと先行きの金利見通しだけを知りたい、ということなら、債券価格モデルは魅力的でないかもしれない。債券価格モデルの目的は、債券のフェアヴァリュを算出してアクティブ運用に役立てることだからである。

## 5 . 私立大学教員 W 氏

面談先：私立大学教員W氏(専門は金融、ファイナンス)

日時：3月14日 PM4:00~5:00

### (1) 最近の金利分析の方向性 - ノンパラメトリック推定

長期金利分析に限らず、金融時系列データ全般を扱うに際して、私個人としては、最近 financial econometrics とでも呼ぶべき手法に関心を持っている。とりわけ、パラメータの分布を仮定しない、ノンパラメトリック推定が面白いと思っている。もっとも、データが2~3万程度必要であるが、90年代半ばくらいまでは連続時間モデルの形式をとる時系列分析(パラメータの分布を仮定)が主流であったが、90年代半ばくらいからノンパラの研究が盛んになってきた。もっとも、2000年以降は、「ノンパラでやる場合にはデータ数が十分でないと、かえってパフォーマンスは落ちる」という認識が固まりつつある。

ノンパラ推定も含め、従来のARモデル等の時系列分析に対する financial econometrics の優位性は、デリバティブ等のフェア・プライスの算定が容易な点にある。その意味で、国債はそれほど複雑な派生商品がないために、これまで financial econometrics の主たる研究対象になってこなかったのではないかと、個人的には考えている。

### (2) 長期金利分析への応用

こうした最近の高度な手法を長期金利分析に応用することは、十分可能である。その際のポイントは、十分な数のデータがあるかという点にある。ただ、国債は、厳密に考えると非常に多くの銘柄が存在するので、短期金利や為替ほど、実のところ標準化されていないという問題がある。例えば、近い残存期間の国債でも、発行量などによって流動性が大きく異なってしまふ。また、指標銘柄が長らくメルクマールとして用いられてきたが、必ずしも残存期間10年物でないことも多く、平気で残存期間8年程度になっているようなケースもまみられた。このように、長期金利に関しては同質なデータを多数集めることが意外と難しい。むしろ債券先物などのほうがよいのではないかと考えている。

### (3) 日米国債市場の比較

分析する立場から言わせてもらおうと、米国などに比べ、政府・日銀の介入が多過ぎる。米国の長期金利は純粋な確率過程とみなして分析することもできそうであるが、日本に関しては制度や政策によるディスティーションが相当大きそうなので、よい結果がでるかは自信がない。

## 6 . 民間シンクタンク G 研究員

面談先：民間シンクタンク G 研究員（専門はマクロ経済、金融）

日時：3月26日 PM1:00～2:00

### （1）従来の各仮説に対する評価

期間構造を説明する代表的な理論である期待仮説自体は、プレミアム等を考慮した広義のバージョンであれば、かなりの程度説明力があると思う。確かに理論自体に問題はないのだが、将来の短期金利の予想値がどのように決まるのかが先決となっており、結局この部分に関して何らかの想定を置く必要がある。短期金利は金融政策の影響を強く受け、さらにその金融政策は景気動向や物価動向に影響を受ける、と考えてくると、結局ファンダメンタルな要因に関するシナリオを置く必要が出てくる。

ここで、“広義の”期待仮説という用語を用いたが、これはリスク・プレミアムや期待インフレ率を上乗せした、という意味である。実感として、リスク・プレミアム要因はかなり効いていると思う。特に、市場分断仮説的な要素が多分に働いているとみている。これは、短期ゾーンで売買しているプレイヤーと長期ゾーンのプレイヤーの顔ぶれやセンチメントが異なることなどが影響しているのではないだろうか。

ここ2年程度についていえば、需給要因に市場が敏感に反応するようになっている。市場分断仮説的な状況が強まっているように感じている。今後も、国債増発や財投債の発行といった需給関連の材料が注目されている。

フィッシャー効果については、毎月の物価指数にヴィヴィッドに反応するほど敏感ではないが、中長期的には相応の影響力を持っているのではなかろうか。これはインフレ時だけでなく、足許のようなデフレ下でも然りである。もっとも、わが国では、長期債市場が本格的に整備されて以来（80年代以降）、物価が安定的に推移しているため、フィッシャー効果を感じることは余りなかったといえる。むしろ米国では期待インフレ率に敏感に反応している。

また、最近ではリスク構造も重要になりつつある。わが国の公社債市場も厚みを増し銘柄が増えてきており、信用リスクに対する意識が高まってきているため、今後も信用スプレッドは一段と注意を払ってみられるポイントとなろう。こうしたリスク構造要因が重要になってくるのは、低格付け債だけでなく、今後増発が見込まれる国債も同様である。

### （2）過去2年程度の動向の背景

過去約2年、長期金利は上昇圧力を指摘されつつも、安定的ないし下落気味に推移してきた。これは様々な要因が総動員された結果である、という見方をしている。まず、ゼロ金利政策ないし超低金利策が長期化したため、期待理論の枠組みを通じて長期金利に強い下押し圧力がかったとみられる。また、物価はデフレ基調で推移してきたため、フィッシャー効果も加わっ

た可能性が高い。Y2K、レポ・オペ導入、RTGS開始などといった制度要因も、需給面から相場を支えることとなった。さらに、そもそもわが国の期待潜在成長率が低下したと見る向きが増えたことが、実質長期金利自体を押し下げた面もあろう。このように、複合的な要因が絡み合い、足許に至るまでの動きとなったとみている。

### (3) 日米長期金利を比較して

わが国の債券市場は、商品のバラエティに乏しく、またバンク・ディーラーのウエイトが大きいうという同質性が強いことから、相場が時として一方向に振れる傾向がある。その一方で、農林系や資金運用部といった公的なプレイヤーのプレゼンスが大きいため、大荒れになったり“行儀の悪い”プレイヤー（ヘッジファンドなど）が横行する度合いは低いような印象を持っている。逆に米国は、その時々金融・経済情勢をシビアに材料視している色彩が強いという印象がある。

もっとも、そうした癖のような違いはあるが、日本の国債市場も巨大になってきており、特に80年代後半以降、根本的な差異は認め難くなっているのではないか。

### (4) 推計・予測の考え方

我々が行っている予測では、期待理論的なベースラインとしての公定歩合、フィッシャー効果的要素を表す物価上昇率(CPI)、海外要因を表す米国長期金利と為替レート、を用いているが、ここ最近の肝心なファクターである需給要因をうまく表す変数が見つかっていない。

なお、場合によっては、ごく短期(3ヶ月程度まで)はARモデルなどで予測することもあがるが、基本的にはマクロモデルとの接合を考え、四半期データを用いた1~2年程度のレンジの予測モデルを用いている。

### (5) 予測と実現値が乖離する背景

需給要因、あるいはそれに密接に絡むが、流動性プレミアム要因は、重要なファクターながらなかなか定量的に把握できない。これらが乖離の背景になっていることが多かろう。また、一応、物価上昇率を説明変数に用いているが、あくまで実績値であり、本来用いるべき「期待」インフレ率でないことも乖離を生じさせていると思う。さらに、ごく短期的には市場の思惑により債券価格バブルのような動きもみられ、こうした純粹に期待のみの要因はモデルではまず表現できない。

### (6) 今後の長期金利の展望

従来懸念されてきた国債需給の悪化は、日銀の量的緩和政策により、相当程度後退したとみている。そうすると、後は短期金利、物価動向、各種プレミアムということになるが、まず短期金利は日銀がかなり長期間に亘り緩和策を続けるとみられるため、低水準が維持されるであ



ろう。物価についても今後の景気動向や構造調整進展を考慮すると早期に上昇に転じる可能性は低い。国債の信用リスク・プレミアムは上昇する可能性が高いが、一方で他の資産の利回りが低いため結局国債に資金が向かい、その結果流動性プレミアムが大幅に縮小するという状況が続くであろう。以上を総合して考えると、目先1年程度は長期金利を大きく押上げる要因は少なく、低位で安定的に推移する展開が続くことになろう。

## 第9章 わが国の長期金利に関する予測の実際

これまでの調査研究内容を踏まえ、わが国の長期金利の予測を実際に試みる。

### 1. 理論面の整理

#### (1) 理論・仮説

##### 1) 各理論・仮説における長期金利の説明要因

図表 132 長期金利を説明する理論・仮説と説明要因

理論・仮説名	具体的な説明要因
期間構造理論	
(純粋)期待仮説	将来の短期金利の予想値
流動性プレミアム仮説	流動性プレミアム
特定期間選好仮説	期間プレミアム
フィッシャー仮説	期待インフレ率
リスク構造理論	信用リスク
海外金利との裁定理論	主要な海外長期金利

各理論・仮説とも正しい、すなわち長期金利は各理論・仮説が想定する説明要因でいくらかずつ説明されるとしよう(一つの理論・仮説のみが正しいのではなく、各理論・仮説の挙げる説明要因はそれぞれ説明力を持つということ)。そうすると、長期金利の予測に必要となってくるのは、各説明要因の将来の値である。これは客観的なデータとして存在するものではないが、何らかの形でそれを表現する変数を設定する必要がある。

そこで以下には、その前段階として、各説明変数の代理変数や説明変数と考えられるものを、実際の予測に用いることを念頭に置きつつ整理してみた。もっとも、この辺りから分析者によって見方が大きく分かれる。

図表 133 長期金利の説明要因の代理変数や説明変数の候補

長期金利の説明要因	説明の仕方	数値化イメージ例	予測を念頭に置いて操作しやすさを考慮した説明変数、代理変数の例
将来の短期金利の予想値	・将来の短期金利の予想値(の平均値)と現在の長期金利の間に裁定関係が働く	・短期金利の予想値	・景気指標(GDP等) ・公定歩合
(広義の)流動性プレミアム	・運用期間が長くなるとそれに伴ってプレミアムが必要になる ・売買高、発行高が多くなると、流動性が高まりプレミアムが低下する(かつての指標銘柄のイメージ)	・運用期間  ・売買高、発行高、市中消化額等	・運用期間  ・売買高、発行高、市中消化額等
期間プレミアム	・特定の償還満期の需給バランスが他の満期の銘柄と異なることによりプレミアムが発生する	・対象とする償還満期における需給バランス	・売買高、発行高、市中消化額 ・他の金融資産取引の活況を表す指標(各市場間の資金シフトを代理):日経平均、全国銀行貸出残高等
期待インフレ率	・先行きのインフレ期待が現在の名目金利に織り込まれる	・期待インフレ率	・物価 ・景気 ・需給ギャップ(GDP、資本ストック、労働力人口等から推計)
信用リスク	・デフォルトリスクが高い発行体にはその分のプレミアムが要求される	・デフォルトリスク	・格付け ・当該債券発行主体の債券発行高
主要海外長期金利	・米国等の主要先進国と自国の長期金利が為替を媒介しつつ、裁定関係を形成する	・主要国の長期金利	・主要国の長期金利

注：流動性プレミアムに(広義の)と加えている意味は、通常の「運用期間の長期化に伴う金利変動リスクから発生するプレミアム」だけでなく、売買高の多寡による換金しやすさの違いによるプレミアム(信用リスクの一種)も含めたということ。

## 2) 説明変数・代理変数の選択

上の表においては、一番右の列が、予測モデルを意識した変数となっている。しかし、こうした変数の選択は、予測担当者の創意工夫や好みに依る。例えば「短期金利の予想値」(=期待仮説を表現)を例にとれば、長期金利の先行きを予測するためには、この将来における「短期金利の予想値」を何らかの形で作らなければならない。それには、以下のようにいくつかの方法が考えられる。

最初から外生でおく

先行きの短期金利予想値を、予測者が外生で設定する。

推計する

先行きの短期金利予想値を、統計手法を用いて推計する。具体的には、時系列モデルによる自己回帰型の推計や、構造モデル型の推計が考えられる。もっとも、後者の構造モデル型の場合、結局、他の説明変数の予測値が必要になってくる。例えば、「短期金利の予想値は公定歩

合と GDP で決まる」という構造モデルに基づく場合を考えると、将来の公定歩合と GDP を何らかの形で設定しなければならない。

他の代理変数を置く

もし将来の短期金利を他の変数（公定歩合、GDP など）で推計するのであれば、そもそもそうした他変数自体を代理変数として用いるという方法が考えられる。 の手法でいくか、（ないし ）でいくかは、「短期金利の予想値を外生でおくほうが信頼性が高いか・操作しやすいか」、それとも「他の変数（この場合、公定歩合、GDP 等）をおくほうがよいか」に依る。

## （２）計量手法

次に、予測に用いる統計的な手法として、代表的なところで、 構造モデル・アプローチ、時系列モデル・アプローチ、 金融工学アプローチがある。その使い分けには、厳密な根拠があるわけではないが、一般的には次のように考えられることが多い。

構造モデル・アプローチ

理論・仮説で想定する説明要因を何らかの変数で表現して推計する。どのような要因がどれだけ効いているか、予測がはずれたのはどの要因の見通しが誤ったからか、などの分析がしやすい。

時系列モデル・アプローチ

経済の構造や因果関係はブラックボックス化し、統計的なあてはまりを追及した手法であり、短期間では有効ながら予測期間が長くなるほど有効性は低下する。四半期データの場合、通常は 2 四半期程度の予測が限界とする声が多い。

金融工学アプローチ

将来のある時点の水準の確率分布を厳密に表現したい場合などに有効である。大まかには時系列モデル・アプローチの一種（ないし発展形）である。このアプローチの場合、「将来の予測値」とは、「確率分布に基づいて計算される将来時点の期待値」となる。通常の予測に用いるには、ややテクニカルに過ぎるともみられる。

## 2. 予測の実際

以上の理論・手法の整理を踏まえ、実際にわが国の長期金利の予測を行う。

以下のように、期間を分けて予測式ならびに予測値を作成することとした。予測期間は、2001 年 4 6 月期から 2002 年 1 3 月期までとする。

短期予測

向こう 2 四半期すなわち 2001 年 7 9 月期までを「短期」とし、既述したように時系列モデル（ARIMA モデルおよび VAR モデル）による予測式ならびに予測値を作成する。

中期予測

2002 年 1 3 月期までを「中期」とし、仮説を代表させる説明変数を用いる構造式を推

定し、予測値を作成する。

長期予測

とは異なる構造式を推定し、長期の予測値を作成する。

( 1 ) 短期予測

1 ) ARIMA モデルによる予測

ここでは、以前検討した2種類のARIMAモデルによって日本の10年国債利回りの推計式ならびに予測値を作成する。具体的にはARIMA(1,0,0)モデル(=AR(1)モデル)とARIMA(0,2,1)モデルにより、月次ベースで10年国債利回りを2001年9月までについて予測する。推計式は以下の通り。

#### ARIMA(1,0,0)モデル

推計期間：1985年1月～2001年3月

$$\text{推計式： } y_t = 0.993125y_{t-1} + u_t, \quad \bar{R}^2 = 0.9770$$

( t 値=228.289 )

#### ARIMA(0,2,1)モデル

推計期間：1985年1月～2001年3月

$$\text{推計式： } \Delta^2 y_t = u_t - 0.994315u_{t-1}, \quad \bar{R}^2 = 0.3371$$

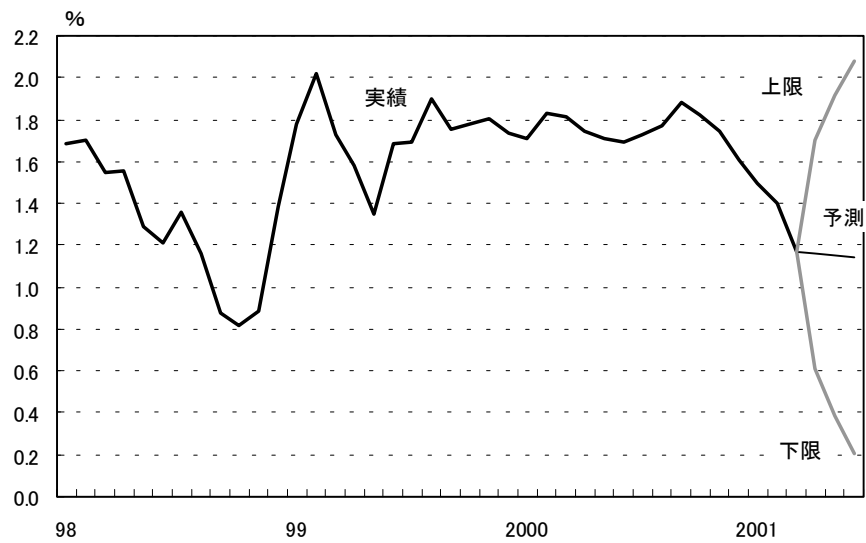
( t 値=182.062 )

$$\text{ここで、 } \Delta^2 y_t = (y_t - y_{t-1}) - (y_{t-1} - y_{t-2})$$

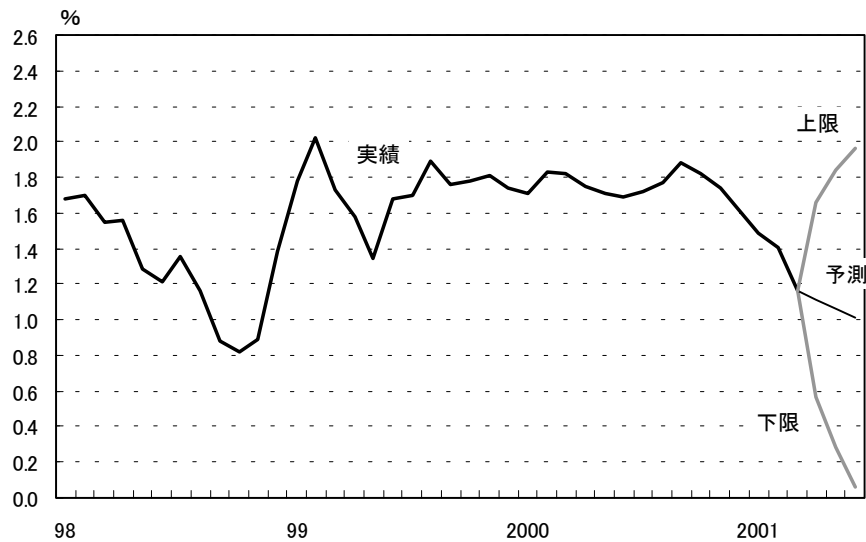
以下は、統計ソフトウェア TSP によって作成した予測値である。同時に 95%信頼区間の上限と下限を示した。いずれも実績値の最後である 1.17% (2001年3月月中平均値) から下方に予測する結果となっている。

現時点(2001年4月中旬)の10年国債利回りが1.45%前後で推移していることを鑑みると、乖離がかなり大きくなってしまっており、現時点における予測としては不適當であると考えられる。

図表 134 ARIMA(1,0,0)モデル (=AR(1)モデル)による予測



図表 135 ARIMA(0,2,1)モデルによる予測



## 2) VAR モデルによる予測

次に、4変数 VAR モデルによる予測を行う。VAR モデルはラグのとりかたにもよるが概ね、2 四半期程度であれば比較的予測方法として有用であることから、2001 年 4 6 月期と 7 9 月期の予測を試みる。

推計に用いる VAR モデルはすでに推計を行った、実質 GDP、GDP デフレーター、マネーサプライ、および 10 年国債利回り (実質) からなる VAR(2)モデルとする。推計期間は 1985 年 1 3 月期 ~ 2000 年 10 12 月期までとする。

### ・実質 GDP (RGDP)

内閣府「国民所得統計」(93SNA・1995 暦年価格基準)における実質国内総支出(原系列)の前年同期比。

- ・ GDP デフレーター (P)  
実質 GDP と同一の資料による GDP デフレーター (原系列) の前年同期比。
- ・ マネーサプライ (M2CD)  
日本銀行「金融経済統計月報」における M2 + CD (原系列) の前年同期比。
- ・ 10 年国債利回り (実質)(RR)  
10 年国債利回りから GDP デフレータの前年同期比を差し引いた値。

図表 136 4 変数 VAR(2)モデル

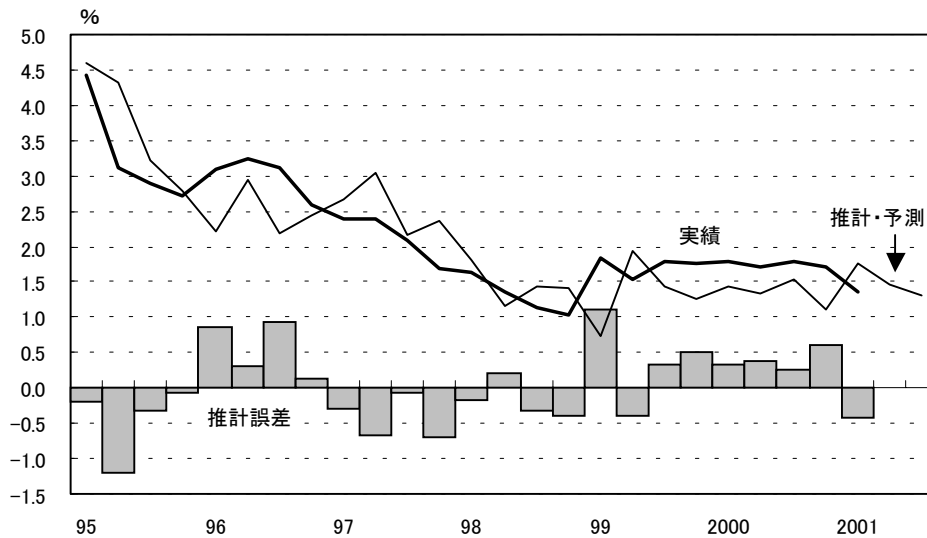
RGDP(-1)	RGDP(-2)	P(-1)	P(-2)	M2CD(-1)	M2CD(-2)	RR(-1)	RR(-2)
-0.0241	-0.1462	0.1440	-0.0224	0.1897	-0.1141	0.9146	0.0655
(-0.2868)	(-1.6913)	(0.5602)	(-0.0920)	(1.7934)	(-1.0000)	(4.8578)	(0.3682)

注:( )内は t 値。

$\bar{R}^2=0.6183$ 、 F 値=1.5891

さて、予測に用いる外生変数としては、実質 GDP、GDP デフレーター、M2 + CD の3つがあるが、これについては、三菱総合研究所が 2001 年 3 月末時点で作成した四半期予測値を用いた。

図表 137 4 変数 VAR(2)モデルによる予測



これによると 2001 年 4 - 6 月期名目ベースの 10 年国債利回りの予測値は 1.47% と比較的現状水準に近い値となっている。さらに、7 - 9 月期では 1.30% と低下が予測された。

## (2) 中期予測

ここでは、2001年4-6月期から2002年1-3月期までを予測期間とし、いくつかの説明変数を考え、適当な予測式を検討した。被説明変数は10年国債利回り(名目)であり、通常の最小二乗法による回帰式の作成を試みている。ここで考慮した説明変数は、以下の通り。

- ・無担保コールレート翌日物

短期金利の代表であり、期間仮説を表すものとして用いた。

- ・貸出残高

日本銀行「金融経済統計月報」の貸出・資金吸収(速報)欄における総貸出平残(5業態)の前年比。5業態とは、都銀、長信銀、信託銀、地銀、第2地銀。これは、(銀行にとって)国債に対する代替資産を代表したものであり、需給要因さらに言えば、期間プレミアムを表すと考えられる。当該月の翌月には発表になることから、極めて速報性が高い。貸出残高が増加すれば、債券に対する需要は低下、すなわち金利は上昇すると考えられる。

- ・国債残高

日本銀行「金融経済統計月報」の公社債発行・償還および現存額欄における、普通国債<sup>71</sup>の現存額の前年比。この値が大きくなると、国債市場の拡大により、流動性プレミアムが低下することから、金利に対しては押し下げ方向に働く可能性がある。その一方で、この値が大きくなると、政府のデフォルトリスクが高まると考えれば、信用リスクによるプレミアムが上昇し、金利に対しては押し上げ方向に働く可能性がある。

- ・国債市中消化額

日本銀行「金融経済統計月報」の公社債消化状況欄における利付国債・合計の前年比。国債市場の需給を表す変数とされるが、国債残高同様に、金利に対しては両方向で働くと考えられる。

- ・実質 GDP

内閣府「国民所得統計」の実質 GDP(原系列)の前年比。景気指標の一つであり、将来の短期金利や期待インフレ率を規定しうる。統計としては、発表が当該四半期終了後およそ2ヶ月遅れることから速報性に欠け、先にみた VAR モデルのようにラグを伴ったモデルでない限りやや使い難い。

- ・鉱工業生産指数

経済産業省による鉱工業生産指数(原系列)の前年比。代表的な景気指標の一つ。当該月の翌月に発表になることから、速報性は高く、市場参加者の注目度も高い。

- ・全産業活動指数

経済産業省による全産業活動指数(原系列)の前年比。鉱工業生産指数や第3次産業活動指数、公務活動指数などをウェイトをかけて合成した指数であり、供給面からみた GDP と

---

<sup>71</sup> 国内で起債された、政府短期証券、交付国債、出資・抛出国債を除く国債。歳入債とも呼ばれる。



され、景気指標の一つである。発表は当該月の翌々月であり、速報性には若干欠ける。

・ 米国 10 年国債利回り

海外長期金利のうち最も代表的なもの。

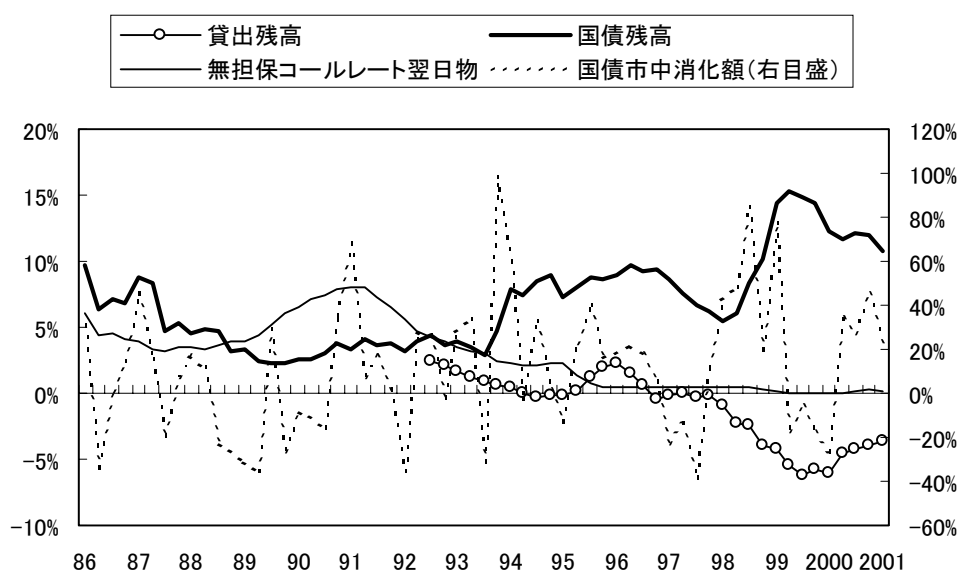
・ 金融システム不安ダミー

1997 年末から 1998 年末にかけて、山一証券、長銀などの破綻が相次ぎ、金融システム破綻への不安が拡大し、日本の長期金利（10 年国債利回り）は急低下した。これをダミー変数として取り扱うこととし、1997 年第 4 四半期から 1998 年第 4 四半期までを 1、それ以外の期間は 0 としている。

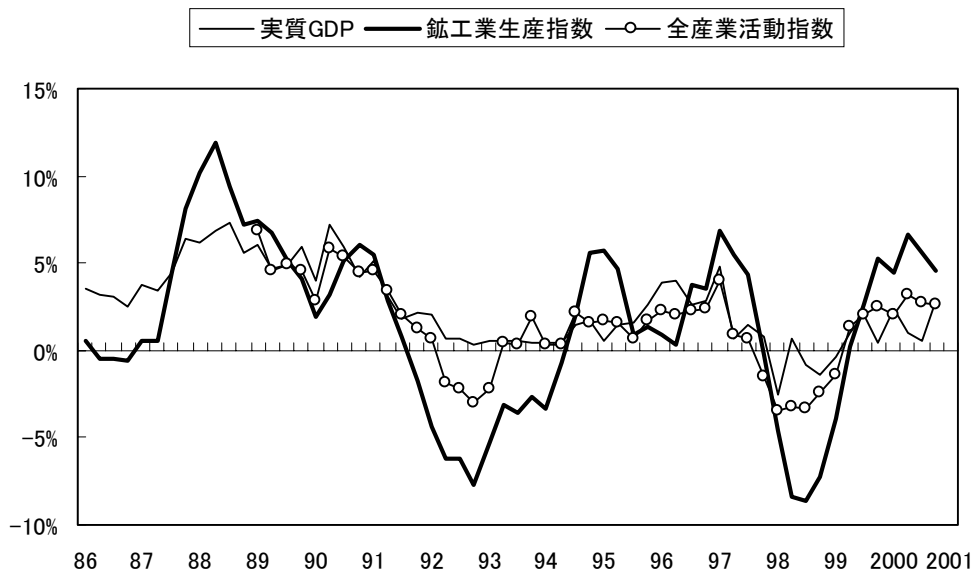
図表 138 中期予測 説明変数の候補と予想される符号

説明要因 (および想定した仮説)	将来の短期金利 の予想値	流動性 プレミアム	期間 プレミアム	期待 インフレ率	信用 リスク	主要 海外長期金利
指 標	(期待仮説)	(流動性 プレミアム仮説)	(特定期間 選好仮説)	(フィッシャー仮 説)	(リスク構造理 論)	(海外金利と の裁定理論)
無担保コールレート翌日物	+		-			
貸出残高			+			
国債残高		-			+	
国債市中消化額		-			+	
実質 GDP	+			+		
鉱工業生産指数	+			+		
全産業活動指数	+			+		
米国 10 年国債利回り						+
金融システム不安ダミー					-	

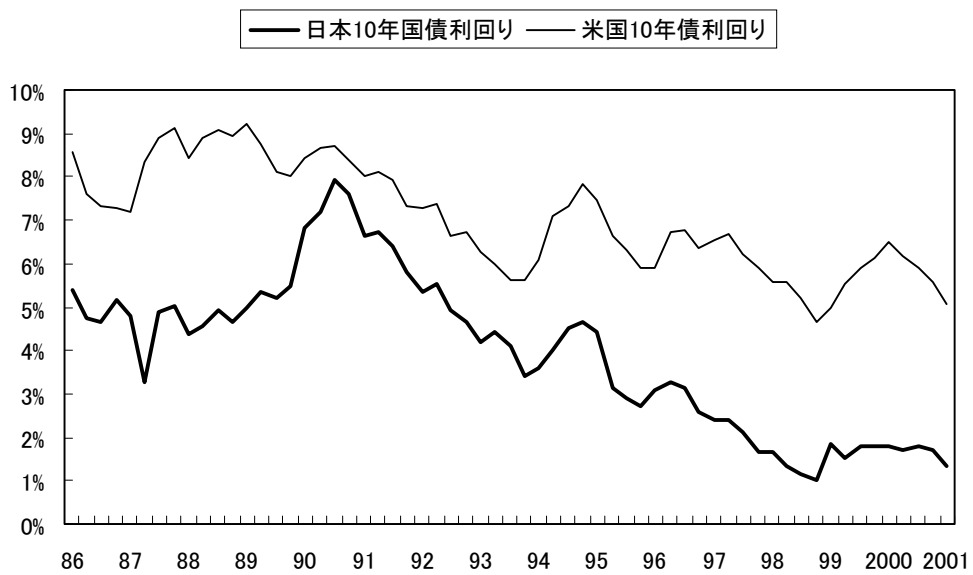
図表 139 中期予測用変数の推移 (1)



図表 140 中期予測用変数の推移 ( 2 )



図表 141 中期予測用変数の推移 ( 3 )



推計を試みたのは以下の推計式群である。いずれについても 1986 年第 1 四半期以降で推計を行っており、符号条件を満たさなかったものについては×を付した。

推計式 1 :

説明変数 無担保コールレート翌日物、貸出残高 ( × )、国債残高、  
実質 GDP ( × )、米国 10 年国債利回り

推計式 2 :

説明変数 無担保コールレート翌日物、貸出残高 ( × )、国債残高、  
鋁工業生産指数 ( × )、米国 10 年国債利回り

推計式 3 :

説明変数 無担保コールレート翌日物、貸出残高、国債残高、  
鉱工業生産指数 ( × )、米国 10 年国債利回り、  
金融システム不安ダミー

推計式 4 :

説明変数 無担保コールレート翌日物、貸出残高 ( × )、国債市中消化額、  
鉱工業生産指数 ( × )、米国 10 年国債利回り、  
金融システム不安ダミー

推計式 5 :

説明変数 無担保コールレート翌日物、貸出残高、全産業活動指数 ( × )、  
米国 10 年国債利回り、金融システム不安ダミー

推計式 6 :

説明変数 無担保コールレート翌日物、貸出残高、米国 10 年国債利回り、  
金融システム不安ダミー

推計式の傾向としては説明変数が多くなると符号条件が満たされなくなることが多くなる  
ことが挙げられる。また、1991 年以降は貸出残高の統計のベースが変わっているため、1991  
年あるいは 1992 年以降を推計期間とすることが適当であるように判断された。景気指標を代  
表する指標はいずれも符号条件が満たされなかったが、これは無担保コールレート翌日物に既  
に反映されていたということも考えられる。

結果として、最も説明変数が少ない推計式 6 が、符号条件を満たし、かつ各説明変数の有意  
性も高い結果が得られたため、これを予測に用いることとする。以下はこの推計式 6 の結果で  
ある。推計期間は 1992 年第 3 四半期から 2001 年第 1 四半期までである。

図表 142 中期予測用推計式

定数項	無担保コール レート翌日物	貸出残高	米国 10 年国債 利回り	金融システム 不安ダミー
-0.0067 (-1.3221)	0.5696 (11.8562)	0.0908 (3.9302)	0.4812 (6.1033)	-0.0061 (-4.1873)

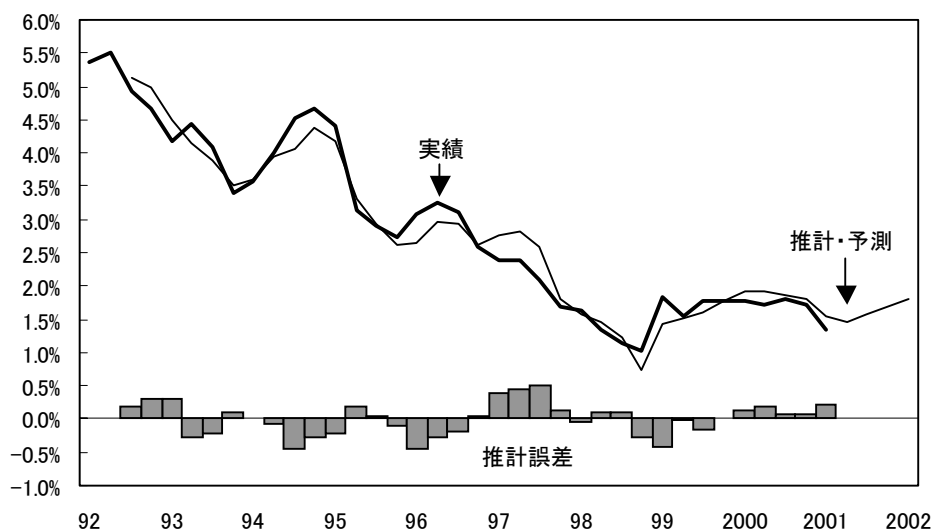
注 : ( ) 内は t 値。

$\bar{R}^2=0.9512$       D.W.=0.8642

予測に用いる外生変数は 3 つである (ダミーは予測期間中 0 とする)。まず無担保コールレ  
ート翌日物については、予測期間中ほぼゼロ金利で推移すると見込み、全ての四半期について  
0.02% とした。貸出残高については、2000 年第 3 四半期から前年比の減少幅がおよそ 0.30%

ポイントずつ縮小していることから、予測期間中も同じテンポでこれが進むとした。米国長期金利については、2002年第1四半期にかけて緩やかに5.6%まで上昇するとした。その結果は図の通りであり、2002年第1四半期の1.82%にかけて緩やかに上昇する値が得られた。

図表 143 中期予測



### (3) 長期予測

10年国債利回りについて長期的な水準感を得ることは、短期あるいは中期の予測値を作成するに当たっても有用であると考えられる。

被説明変数はGDPデフレーター(前年比)で実質化した10年国債利回りの3四半期後方移動平均を用い、説明変数としては以下の4つの3四半期後方移動平均を用いた。推計期間は1991年第1四半期から2000年第4四半期までである。

- ・資産収益率(実質ベース)

財務省「法人企業統計季報」から、全産業の有形固定資産(「土地」+「建設仮勘定」+「その他有形固定資産」と棚卸資産(在庫)のそれぞれの期末値を足し合わせたものを分母、当該四半期まで4四半期分を合計した営業利益を分子とした値を資産収益率とした。さらにこれをGDPデフレーター(前年比)で実質化した。これは実物資産の収益率を表す指標であり、国債とは長期的な裁定関係にあると考えられる。

- ・国債残高

中期予測同様に、日本銀行「金融経済統計月報」の公社債発行・償還および現存額欄における、普通国債の現存額の前年比をとった。信用リスクの高まり(金利に対しては押し上げ要因)及び流動性の高まり(金利に対しては押し下げ要因)を表すと考えられる。

- ・米国10年国債利回り(実質)

中期予測で用いた米国10年国債利回りを米国のGDPデフレーター(前年比)で実質化。

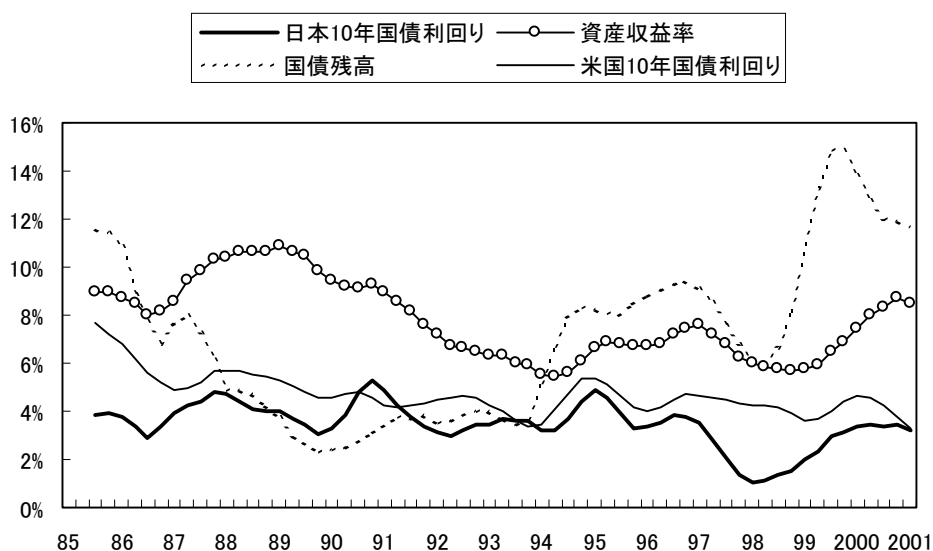
・金融システム不安ダミー

中期予測で用いたダミー変数と同じもの。

図表 144 長期予測 説明変数の候補と予想される符号

指標 \ 説明要因	将来の短期金利の予想値	流動性プレミアム	期間プレミアム	期待インフレ率	信用リスク	主要海外長期金利
資産収益率	+			+		
国債残高		-			+	
米国 10 年国債利回り						+
金融システム不安ダミー					+	

図表 145 長期予測用変数の推移



推計結果は以下の通り。

図表 146 長期予測用推計式

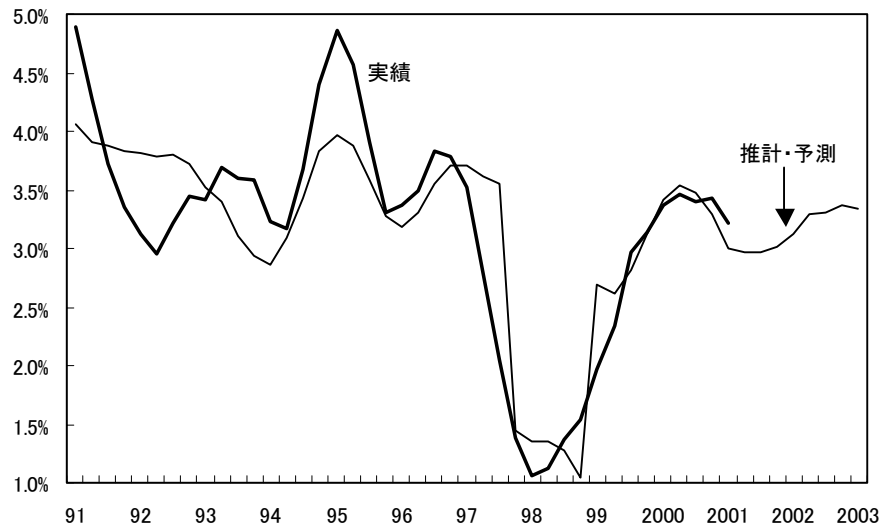
定数項	全産業 資産収益率	国債残高	米国 10 年国 債利回り	金融システム 不安ダミー
0.0016 (0.1697)	0.1975 (2.0174)	-0.0523 (-2.1524)	0.5429 (2.9227)	-0.0195 (-7.2950)

注：( ) 内は t 値。

$$\bar{R}^2 = 0.6991 \quad D.W. = 0.7423$$

予測に用いる外生変数には、2001 年度、2002 年度に平均的に推移すると見込まれる値を代入した。すなわち、全産業資産収益率については長期的に平均水準ともいえる 8.0%、国債残高については足許の水準である 12.0%で据え置き、さらに米国 10 年債利回り（実質）については長期的な平均水準と考えられる 4.1%に 2002 年度には戻す状態を想定した。

図表 147 長期予測（実質ベース）



このようにして求められた実質ベースの10年国債利回りは、2001年度平均で3.0%、2002年度平均で3.4%程度となっている。これを先に用いたGDPデフレータ（前年比）を再び用いて名目ベースを求めると2001年度平均で1.8%、2002年度平均で2.7%と予測された。

#### （4）予測の考え方のまとめ

下表は、以上の予測結果を総括したものである。短期、中期、長期の各予測を並列させて上段の表に示し、さらに一番下の段にはそれらをつなげて「最終予測値」という1本の予測パスを示した。具体的には、先行き1四半期はVARを用いた短期モデルで、2四半期以降は中期モデルで、さらに参考値としての5四半期以降は長期モデルで予測した形となっている。

もっとも、どの予測期間まで短期モデルで扱うか、どこから中期、長期として扱うかは必ずしも客観的基準に基づくものではない。また場合によっては、短期と中期の予測値が重なって存在する期間については両者の平均値を用いるとか、予測期間の後ろの方は長期モデルの値に徐々に近づけていく、などの微調整も考えられる。

以上の具体例を通じてみてきたように、予測者は、

ベースとする理論モデル：期待仮説など、どのような仮説に立脚するか

説明変数の選定：各理論をどのような変数で表現するか

モデルの形式：構造モデルか時系列モデルか、など

予測期間毎のモデルの使い分け：短期-中期-長期など期間毎にモデルを変えるのか。

その場合、どのように期間を区切るのか

異なる期間モデルの接合：各期間毎の予測値をどのように（滑らかに）接合するか

推計期間（用いる過去のデータ期間）：符号条件などをみながら推計期間を調整

などを考慮しつつ、フィットがよく自らが使いやすいモデルを模索することになる。

図表 148 長期金利予測結果まとめ

				実績			実績			予測			予測			予測			予測(参考)
				2000年			2001年									2002年			2002年度
				10-12月期			1-3月期			4-6月期			7-9月期			10-12月期			1-3月期
				10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月							
10年国債利回り 実績				四半期			1.72			1.35									
				月次			1.82	1.74	1.61	1.49	1.40	1.17							
短期予測	ARIMA(1,0,0)			四半期						1.15									
				月次						1.16	1.15	1.14							
	ARIMA(0,2,1)			四半期						1.06									
				月次						1.12	1.06	1.01							
VAR(2)				四半期						1.47			1.30						
中期予測				四半期						1.45			1.57			1.70			1.82
長期予測				年度									1.8						2.7
外生変数																			
VAR(2)	実質GDP		前年比	四半期	2.3	0.6	0.5	0.4	0.2	0.8									
	GDPデフレーター		前年比	四半期	-1.8	-1.5	-1.1	-1.2	-1.0	-0.9									
	M2+CD		前年比	四半期	2.1	2.6	2.6	2.7	2.3	1.6									
中期予測	短期金利		前年比	四半期	0.25	0.21	0.02	0.02	0.02	0.02									
	貸出残高		前年比	四半期	-3.9	-3.6	-3.3	-3.0	-2.7	-2.4									
	米国長期金利		名目	四半期	5.57	5.1	5.0	5.2	5.4	5.6									
長期予測	資産収益率		実質、前年比	年度	8.4			8.1											
	国債残高		前年比	年度	11.7			12.0											
	GDPデフレーター		前年比	年度	-1.7			-1.1											
	米国長期金利		実質	年度	3.5			3.5											

10年国債利回り 最終予測値	四半期	1.72	1.35	1.47	1.57	1.70	1.82	2.7
----------------	-----	------	------	------	------	------	------	-----

注1: 各外生変数の詳細については本文中参照。

注2: 外生変数VAR(2)における2001年1-3月期 実質GDPおよびGDPデフレーター、外生変数長期予測における2000年度GDPデフレーターは三菱総合研究所による推計。



## 【参考文献】

- 家田明[1999]「社債流通価格にインプライされている期待デフォルト確率の信用リスク・プライシング・モデルによる推定」『金融研究』第18巻別冊第1号、日本銀行金融研究所
- 石光太郎[1996]「実質金利の決定要因および各国比較について」『日本銀行金融研究所ディスカッションペーパーシリーズ』96-J-18、日本銀行金融研究所
- 石倉繁男[1998]『金利相場感覚の磨き方(第4版)』銀行研修社
- 磯貝孝[2000]「長短スプレッドに含まれる期待要因の抽出と政府債務残高の影響の整理」、『日本銀行国際局ワーキングペーパーシリーズ』00-J-4、日本銀行国際局
- 井堀利宏[1986]『日本の財政赤字構造』東洋経済新報社
- 大野高裕[1998]『多変量解析入門』同友館
- 大村敬一・俊野雅司[2000]『証券投資理論入門』日本経済新聞社
- 岡部光明[1999a]『現代金融の基礎理論』日本評論社
- 岡部光明[1999b]『環境変化と日本の金融』日本評論社
- 翁邦雄[1996]『金利の知識(第4版)』日本経済新聞社
- 小田信之[1999]「信用リスクを反映した金融商品のプライシング」『金融研究』第18巻第1号、日本銀行金融研究所
- 折谷吉治[1979]「インフレ期待と金利」『金融研究資料』第4号、日本銀行
- 貝塚啓明・奥村洋彦・首藤恵[1997]『金融』東洋経済新報社
- 釜江廣志[1993]『日本の国債流通市場 - 利子率の期間構造の計量分析』有斐閣
- 釜江廣志[1999]『日本の証券・金融市場の効率性』有斐閣
- 刈屋武昭[1986]『計量経済分析の考え方と実際』東洋経済新報社
- 木島正明[1994]『ファイナンス工学入門(第2部)』日科技連
- 北村行伸[1995]「物価インデックス債と金融政策」『金融研究』第14巻第3号、日本銀行金融研究所
- 黒田晃生[1982]『日本の金利構造 - 国債利回りの理論と実証』東洋経済新報社
- 黒田巖[1979]「わが国における貸出金利の決定について」『金融研究資料』第2号、日本銀行
- 経済企画庁[1999]『平成11年版経済白書』大蔵省印刷局
- 興銀証券投資戦略部[2000]『金利が解れば経済が見える』近代セールス社
- 国際金融情報センター[2001]「主要格付け会社の特徴と評価」
- 齋藤誠[2000]『金融技術の考え方 使い方』有斐閣
- 齋藤克仁・武田洋子[2000]「米国の長短金利差からの期待抽出」『日本銀行国際局ワーキングペーパーシリーズ』00-J-2、日本銀行国際局
- 齋藤誠[2000]『金融技術の考え方・使い方』有斐閣
- 鹿野嘉昭・後藤康雄[1993]「わが国国債流通市場における流通利回り形成について」、理論計量経済学会報告論文

白川浩道[1987]「債券利回りの変動要因について」『金融研究』第6巻第2号、日本銀行金融研究所

鈴木淑夫・岡部光明[1996]『実践ゼミナール 日本の金融』東洋経済新報社

スタンダード&プアーズ[1998]「ソブリン格付けの規準」

住友信託銀行証券営業室[1994]『金利・為替予測ハンドブック』NHK出版

住友信託銀行マーケット資金事業部門[2000]『投資家のための金融マーケット予測ハンドブック』NHK出版

大和総研情報管理部[2000]『経済・金融データを読み解く67の指標』かんき出版

高橋俊治[1989]「国債の指標銘柄と流動性」『証券資料』No.106、日本証券経済研究所

多胡秀人[1994]『金融派生商品市場から見る新しい金利の読み方』金融財政事情研究会

玉木勝[1998]『為替・株式・債券デリバティブ市場』シグマベイスキャピタル

筒井義郎[2000]『金融分析の最前線』東洋経済新報社

東洋信託銀行投資企画部[1998]『上級ポートフォリオ・マネジメント』金融財政事情研究会

俊野雅司[1998]『現代ファイナンス理論最前線』金融財政事情研究会

日本銀行[1994]「金利の期間スプレッドのインフレ指標性について」『日本銀行調査月報』1994年7月号、日本銀行

日本銀行[1998]『日本銀行調査月報』1998年6月号、日本銀行

日本銀行国際統計研究会[1986]『海外経済指標の読み方』東洋経済新報社

日本銀行調査統計局・刈屋武昭[1985]『計量経済分析の基礎と応用』東洋経済新報社

日本証券アナリスト協会・榊原茂樹・青山護・浅野幸弘[1998]『証券投資論(第3版)』日本経済新聞社

野村総合研究所[1991]『新債券運用と投資戦略』金融財政事情研究会

橋本正明[2000]『債券の基礎知識(三訂)』ビジネス教育出版社

花尻哲郎[1999]「3つのジャパン・プレミアム:97年秋と98年秋」『日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ』99-J-4、日本銀行金融市場局

浜田恵造[1997]『国債発行・流通の現状と将来の課題』大蔵財務協会

林直継[1993]「利子率と流動性効果・所得効果・フィッシャー効果・実物的効果」『日本経済分析のフロンティア』有斐閣

ジョン・ハル[1998]『ファイナンシャルエンジニアリング デリバティブ商品開発とリスク管理の基礎(第3版)』金融財政事情研究会

廣松毅、浪花貞夫[1990]『経済時系列分析』朝倉書店

富士総合研究所[1997]『入門の金融 金利のしくみ』日本実業出版社

藤林宏・岡村孝・河内規称[1995]『Excelで学ぶファイナンス2 証券投資分析』金融財政事情研究会

深尾光洋[1983]『為替レートと金融市場』東洋経済新報社

古川顕[1985]『現代日本の金融分析』東洋経済新報社  
 本間正明[1990]『ゼミナール現代財政入門』日本経済新聞社  
 蓑谷千鳳彦[1997]『計量経済学』多賀出版  
 アンマリー・ミュレンダイク[2000]『アメリカの金融政策と金融市場』東洋経済新報社  
 武藤英二・白川方明[1993]『図説 日本銀行』財経詳報社  
 森久[1997]『会計利益と時系列分析』森山書店  
 山本拓[1988]『経済の時系列分析』創文社  
 山本拓[1995]『計量経済学』新世社  
 ロイター・ファイナンシャル・トレーニングシリーズ[2000]『為替・短期金融市場入門』経済  
 法令研究会  
 和合肇・伴金美[1995]『TSP による経済データの分析 (第2版)』東京大学出版会

Arshadi, Nasser and Gordon Karels [1997], “Modern Financial Intermediaries and Markets”,  
 Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.  
 Breedon, Francis [1995], “Bond prices and market expectations of inflation”, Bank of England  
 Quarterly Bulletin, May 1995.  
 Campbell, John Y., Andrew W. Lo and A. Craig MacKinlay [1997], “The Econometrics of Financial  
 Markets”, Princeton University Press.  
 Campbell, John Y., and Robert J. Shiller [1987], “Cointegration and Tests of Present Value Models”,  
 Journal of Political Economy, 95, 1062-1087.  
 Campbell, John Y., and Robert J. Shiller [1991], “Yield Spreads and Interest Rate Movements: A Bird’s  
 Eye View”, Review of Economic Studies, 58, 495-514.  
 Cantor, Richard, and Packer, Frank [1995], “Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings”,  
 Economic Policy Review, Vol.2, No.2, October 1996, Federal Reserve Bank of New York.  
 Culbertson, J.W.[1957], “The Term Structure of Interest Rates”, Quarterly Journal of Economics,  
 485-517.  
 Fisher, Irving [1930], “Theory of Interest”, The Works of Irving Fisher Vol.9, Pickering & Chatto.  
 Flavin, Marjorie [1984], “Time Series Evidence on the Expectations Hypothesis of the Term Structure”,  
 Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, No.20.  
 Friedman, Benjamin M. [1979], “Interest Rate Expectations versus Forward Rate Expectations Survey”,  
 The Journal of Finance, Vol. XXXIV, No. 4, 965-973.  
 Hicks, John R.[1939], “Value and Capital”, Oxford University Press.  
 Hull, John C. [1997], “Options, Futures and Other Derivatives”, Prentice Hall.  
 Lutz, Friedrich A.[1940], “The Structure of Interest Rates”, Quarterly Journal of Economics, 55, 36-63.  
 McCulloch, J. Houston [1975], “The Tax-Adjusted Yield Curve”, Journal of Finance, 30, 811-830.

- Modigliani, Franco and Richard Sutch [1966], "Innovations in Interest Rate Policy", *American Economic Review*, 56, 178-197.
- \_\_\_\_\_ [1967], "Debt Management and the Term Structure of Interest Rates; An Empirical Analysis of Recent Experience", *Journal of Political Economy*, 75. 569-589.
- Moody's Investors Service [2000], "Historical Default Rates of Corporate Bond Issuers, 1920-1999", January 2000.
- Nelson, Charles R. [1972], "The Term Structure of Interest Rates", New York, Basic Books Inc.
- Orr, Adrian, Malcolm Edey and Mike Kennedy [1995], "The determinants of real long-term interest rates: 17 country pooled-time-series evidence", Economic Department working papers, No.155, Paris: OECD.
- Rebonato, Riccardo [1996], "Interest-Rate Option Models", Wiley.
- Sharpe, William F., Gordon J. Alexander and Jeffrey V. Bailey [1995], "Investments", 5th Ed., Prentice Hall.
- Shiller, R., J. Campbell and K. Shoenholtz [1983], "Forward Rates and Future Policy: Interpreting the Term Structure of Interest Rates", *Brookings Papers on Economic Activity*, No.1
- Steeley, James [1991], "Estimating the Gilt-edged Term Structure", *Journal of Business Finance and Accounting*, 513-529.
- Thies, Clifford F. [1985], "New Estimates of the Term Structure of Interest Rates: 1920-1939", *Journal of Financial Research*, 297-306.
- Vasicek, O. K., and Fong, H. G. [1982], "Term Structure Modeling Using Exponential Splines", *Journal of Finance*, 37, 339-341.

## 郵政研究所調査研究報告書一覧

## (第一経営経済研究部)

- 1989年 5月： 1989 - - 01 『通信販売（無店舗販売）事業等に関する調査分析報告書』（北島光泰）
- 1989年 5月： 1989 - - 51 『高度情報社会における記録通信の機能に関する研究（中間報告書）』（佐々木勉）
- 1990年 4月： 1990 - - 01 『高度情報社会における記録通信の機能に関する研究調査報告書』（東條 進 / 佐々木勉）
- 1990年 4月： 1990 - - 02 『流通業における物流機能に関する研究調査報告書』（北村雅彦）
- 1990年 4月： 1990 - - 03 『宅配便の市場構造と宅配サービス利用行動に関する研究調査報告書』（浅岡 徹 / 東條 進 / 田中 浩）
- 1990年 4月： 1990 - - 04 『ふるさと産業に関する調査分析報告書』（北島光泰）
- 1990年 6月： 1990 - - 05 『地域開発プロジェクトに関する調査分析報告書(全国版・各郵政局版)』（西上原行雄）
- 1991年11月：調 - 91 - - 01 『最近における物流業の業際化の動向に関する研究調査報告』（山科敏夫 / 東條進 / 宮尾好明）
- 1991年11月：調 - 91 - - 02 『地域の活性化に関する意識と可能性』（富田有一 / 田中 浩）
- 1991年11月：調 - 91 - - 03 『地域活性化のモデルケースに関する調査報告』（阿川 毅）
- 1991年11月：調 - 91 - - 04 『メーリングサービス業に関する調査報告書』（東條 進 / 北島光泰）
- 1992年 8月：調 - 92 - - 01 『郵便物数の動向に関する分析と将来予測（中間報告）』（安住 透 / 稲葉 茂 / 北島光泰 / 丸山昭治）
- 1992年12月：調 - 92 - - 02 『書類・小型物品送達の国際比較調査研究報告書』（安住 透 / 朝倉徳浩 / 北島光泰 / 宮尾好明）
- 1993年 8月：調 - 93 - - 01 『ジャスト・イン・タイム物流の影響に関する調査研究報告書』（安住 透 / 村尾昇 / 北島光泰）
- 1994年 7月：調 - 94 - - 01 『プリペイドカードに関する調査研究報告書』（安住 透 / 永野秀之）
- 1994年 8月：調 - 94 - - 02 『小売業のダイレクト・マーケティングのあり方と消費のソフト化・サービス化に関する調査研究報告書』（安住 透 / 永野秀之 / 多田雅則）
- 1994年 8月：調 - 94 - - 03 『企業の情報化投資による物流の小口多頻度化と環境問題に関する調査研究報告書』（宮尾好明 / 梅村 研）
- 1994年 8月：調 - 94 - - 04 『郵便物数の動向と将来予測に関する調査研究報告書（企業間通信の需要構造に関する調査研究）、（企業・生活者間通信構造（資料編））』（安住 透 / 村尾昇）
- 1994年 8月：調 - 94 - - 05 『日米ホワイトカラーのビジネス・コミュニケーションに関する調査研究報告書』（肥田野登 / 稲葉 茂 / 足立 聡）
- 1994年 8月：調 - 94 - - 06 『宅配便市場の分析に関する調査研究報告書』（中田信哉 / 小澤太郎 / 安住 透 / 宮尾好明 / 梅村 研）
- 1995年 9月：調 - 95 - - 01 『地域間交流と地域の活性化に関する調査研究報告書』（桜井仁志 / 丸岡新弥 / 小原 宏）
- 1997年 3月：調 - 97 - - 01 『小型物品送達サービスの購買動機に関する調査研究報告書』（中田信哉 / 桜井仁志 / 丸岡新弥 / 大木廣明）
- 1999年 8月：調 - 99 - - 01 『郵便利用の地域特性に関する調査研究報告書』（樋口洋一郎 / 田村 浩之 / 小原宏）
- 2000年 7月：調 - 00 - - 01 『公益事業の料金規制の動向に関する調査研究報告書』（沼田吾郎 / 野村宗訓）

## (第二経営経済研究部)

- 1989年 3月： - - 『米欧における金融自由化と金融行動の変化に関する調査研究』
- 1989年 5月： - - 『家計における金融資産選択に関する調査（昭和63年度）』（深井哲夫）
- 1990年 3月： - - 『米国におけるオフバジェットシステムに関する調査研究』
- 1990年 8月： 1990 - - 01 『金融機関利用に関する意識調査（平成元年度）』
- 1991年 1月： 1991 - - 01 『財政投融资による社会資本形成と郵貯・簡保資金に関する分析報告書』（庄司正義）

- 1991年 3月： 1991 - - 02 『金融構造変化と公的金融に関する研究報告書』（吉野直行／古川 彰／中嶋久勝／庄司正勝／有田健二／伊藤健二／小林 隆）
- 1991年 7月： 1991 - - 03 『金融の自由化に伴う銀行行動の変化に関する研究調査』
- 1991年 9月：統 - 91 - - 01 『家計における金融資産選択に関する調査 第2回（平成2年度）』
- 1992年 5月：調 - 92 - - 01 『米国における金融産業の市場構造と規制の実態調査』
- 1992年 9月：統 - 92 - - 01 『金融機関利用に関する意識調査（平成3年度）』
- 1993年11月：統 - 93 - - 01 『家計における金融資産選択に関する調査 第3回（平成4年度）』
- 1994年 9月：統 - 94 - - 01 『金融機関利用に関する意識調査（平成5年度）』
- 1995年 9月：調 - 95 - - 01 『リーテイル分野における送金・決済サービスのエレクトロニクス化に関する調査研究』
- 1995年12月：統 - 95 - - 01 『家計における金融資産選択に関する調査 第4回（平成6年度）』
- 1996年10月：統 - 96 - - 01 『金融機関利用に関する意識調査（平成7年度）』
- 1997年 1月：統 - 97 - - 01 『貯蓄に関する日米比較調査（平成7年度）』
- 1998年 1月：統 - 98 - - 01 『家計における金融資産選択に関する調査 第5回（平成8年度）』
- 1998年10月：統 - 98 - - 02 『金融機関利用に関する意識調査（平成9年度）』
- 1999年11月：統 - 99 - - 01 『家計における金融資産選択に関する調査 第6回（平成10年度）』
- 2000年 7月：統 - 00 - - 01 『金融機関利用に関する意識調査（平成11年度）』

（第三経営経済研究部）

- 1993年12月：調 - 93 - - 01 『第5回郵政研究所国際コンファランス - アジアの経済発展と通信インフラストラクチャー』（河村公一郎）
- 1997年 3月：調 - 97 - - 01 『労働市場の流動化の動向とこれが家計の消費行動に与える影響に関する調査研究』
- 1997年 3月：調 - 97 - - 02 『国際貿易をめぐる環境変化とこれが郵政事業に与える影響に関する調査研究』
- 1997年 3月：調 - 97 - - 03 『「地域の豊かさ指標」に関する調査研究』
- 1997年 3月：調 - 97 - - 04 『地域特性と地域経済に関する調査・研究』
- 1997年 3月：調 - 97 - - 05 『金融市場の変動要因に関する調査研究報告書』
- 1998年 3月：調 - 98 - - 01 『金融システム改革が我が国金融・資本市場に与える影響に関する調査研究報告書』
- 1998年 3月：調 - 98 - - 02 『E U通貨統合の進展とそれがもたらす影響に関する調査研究報告書』
- 1998年 3月：調 - 98 - - 03 『「地域の豊かさ指標」に関する調査研究報告書』
- 1999年 3月：調 - 99 - - 01 『金融システム不安対策に関する調査研究報告書』（小塚健一）
- 1999年 3月：調 - 99 - - 02 『中期的経済見通しに関する調査研究報告書』（池田琢磨）
- 1999年 3月：調 - 99 - - 03 『アジア諸国の金融・経済情勢に関する調査研究報告書』（奥井俊二）
- 2000年 7月：調 - 00 - - 01 『我が国の潜在成長率等に関する調査研究報告書』（池田琢磨）
- 2000年 7月：調 - 00 - - 02 『為替レートの決定メカニズム及び予測の理論に関する調査研究報告書』（若松幸嗣）
- 2000年 7月：調 - 00 - - 03 『米国年金基金が金融市場に与えた影響等に関する調査研究報告書』（奥井俊二）

（通信経済研究部）

- 1992年 3月：調 - 92 - - 01 『海外主要国における情報通信の動向に関する調査研究』（木村順吾）
- 1992年 6月：調 - 92 - - 02 『日本の通話トラヒックの特性分析』（山崎 健／今川拓郎）
- 1993年 3月：調 - 93 - - 01 『海外主要国における情報通信の動向に関する調査研究』（木村順吾）
- 1993年 3月：調 - 93 - - 02 『諸外国の次世代情報通信サービス及び次世代情報通信網構築政策の動向に関する調査研究』（木村順吾）
- 1993年 7月：調 - 93 - - 03 『定量的方法による通話トラヒックの特性分析に関する研究調査報告書』（山崎 健／大村真一）
- 1993年 7月：調 - 93 - - 04 『情報通信の産業連関分析に関する研究調査報告書』（竹下 剛／田中明宏）
- 1994年 3月：調 - 94 - - 01 『海外主要国における情報通信の動向に関する調査研究』（木村順吾）
- 1994年 5月：調 - 94 - - 02 『欧米諸国における最近の衛星放送の動向に関する研究調査報告書』（竹下 剛／田中明宏／越前敬一／岸本伸幸）
- 1994年 6月：調 - 94 - - 03 『定量的方法による通話トラヒックの特性分析に関する研究調査報告書』（山崎

- 健 / 山浦家久 / 大村真一)
- 1994年 6月 : 調 - 94 - - 04 『情報通信の産業連関分析に関する研究調査報告書』(竹下 剛 / 田中明宏 / 大村真一)
- 1995年 6月 : 調 - 95 - - 01 『定量的方法による通信トラヒックの特性分析に関する研究調査報告書』(佐々木祐二 / 遠藤浩二郎)
- 1995年 6月 : 調 - 95 - - 02 『光ファイバー網構築の分野別経済効果に関する調査研究報告書』(佐々木祐二 / 遠藤浩二郎)
- 1996年 6月 : 調 - 96 - - 01 『定量的方法による通信トラヒックの特性分析に関する研究調査報告書』(遠藤浩二郎)
- 1996年 6月 : 調 - 96 - - 02 『情報通信の高度化を通じたアジア各国への貢献』(岸本伸幸)
- 1997年 7月 : 調 - 97 - - 01 『地方公共団体等が保有する光ファイバ網に関する調査研究報告書』(神野克彦 / 東海林義朋)
- 1997年 7月 : 調 - 97 - - 02 『グローバルマーケットにおける放送メディアの再編の動向等に関する調査研究報告書』(音 好宏 / 進藤文夫 / 大石明夫)
- 1997年 7月 : 調 - 97 - - 03 『デジタル技術の進展に伴う放送ソフト制作の将来動向に関する調査研究報告書』(神野克彦 / 外園博文)
- 1997年 7月 : 調 - 97 - - 04 『定量的方法による通話トラヒックの特性分析に関する研究調査報告書』(宮田拓司 / 高谷 徹)
- 1997年 7月 : 調 - 97 - - 05 『郵便局における行政手続きの電子的提供に関する調査研究報告書』(進藤文夫 / 高谷 徹)
- 1997年 7月 : 調 - 97 - - 06 『条件不利地域における情報化推進に関する調査研究報告書』(進藤文夫 / 大石明夫)
- 1997年 8月 : 調 - 97 - - 07 『成長するアジアの電気通信と日本のあり方に関する調査研究報告書』(神野克彦 / 石田隆章 / 東海林義朋)
- 1998年 7月 : 調 - 98 - - 01 『沖縄県における情報通信産業集積のための必要方策に関する調査研究報告書』(進藤文夫 / 東海林義朋)
- 1998年 7月 : 調 - 98 - - 02 『定量的方法による通話トラヒックの特性分析に関する研究調査報告書』(宮田拓司 / 高谷 徹)
- 1998年 7月 : 調 - 98 - - 03 『地域におけるインターネットの活用に関する研究調査報告書』(宮沢 浩 / 高谷 徹 / 美濃谷晋一 / 姫野桂一)
- 1998年 7月 : 調 - 98 - - 04 『第10回郵政研究所国際コンファレンス「変貌する情報通信と電子経済時代の到来 - 加速する国際化と統合化」報告書』
- 1999年 7月 : 調 - 99 - - 01 『テレビ電話最前線』(テレビ電話による地域情報化に関する研究会)
- 1999年 7月 : 調 - 99 - - 02 『有線テレビジョン放送事業者の経営状況に関する調査報告書』(実積冬志也 / 中村彰宏)
- 1999年 7月 : 調 - 99 - - 03 『定量的方法による通話トラヒックの特性分析に関する調査報告書』(実積冬志也 / 安藤正信)
- 2000年10月 : 調 - 00 - - 01 『電気通信トラヒックの特性と社会経済環境の変化に関する調査研究報告書』(実積冬志也 / 安藤正信)
- 2000年10月 : 調 - 00 - - 02 『技術標準における知的財産権の取り扱いについての調査研究報告書』(和田哲夫 / 田邊伸吾 / 橘成泰)

(情報通信システム研究室)

- 1989年 3月 : DISS-1989-01 『ICカードの利用等に関する研究調査報告書』(進藤文夫)
- 1989年 3月 : DISS-1989-02 『情報化機器等の普及状況等調査報告書』(鈴木健治)
- 1989年 5月 : DISS-1989-04 『情報化関連データ集(No. 1)』(武南純一)
- 1990年 6月 : 1990 - - 01 『情報化関連データ集(No. 2)』(武南純一)
- 1990年 6月 : 1990 - - 02 『情報化関連データに見る情報化の動向 - 経済の情報化・ソフト化に関する統計・資料の整備に関する調査報告書 - 』(武南純一)
- 1990年 6月 : 1990 - - 03 『情報通信機器等の普及状況等調査報告書』(鈴木健治)
- 1990年 6月 : 1990 - - 04 『我が国におけるOSI及びISDNの導入の現状と動向に関する調査報告書』(田口俊彦 / 吉岡研一)
- 1991年12月 : 調 - 91 - - 01 『地域間情報交流の実態把握に関する研究調査報告書(平成元年調査)』(佐藤義仁 / 外園博文)

- 1991年12月：調 - 91 - - 02 『地域間情報交流の実態把握に関する研究調査報告書(平成元年調査・資料編)』(佐藤義仁/進藤文夫/外園博文)
- 1991年12月：調 - 91 - - 03 『オープンシステム・分散情報処理環境における郵政事業システムの将来像に関する研究調査報告書』(田口俊彦/吉岡研一)
- 1992年 9月：調 - 92 - - 01 『郵政省電子公文書館システムに関する研究調査報告書(中間報告書)』(渋谷文夫/佐藤義仁)
- 1993年 8月：調 - 93 - - 01 『物流情報システムの現状と今後の展望に関する研究調査報告書』(樋口 憲)
- 1993年 8月：調 - 93 - - 02 『情報処理体制の動向に関する研究調査報告書』(倉石祥裕)
- 1993年 8月：統 - 93 - - 01 『地域間情報交流実態調査に関する統計報告書(概要編)』
- 1993年 8月：統 - 93 - - 02 『地域間情報交流実態調査に関する統計報告書』
- 1994年 9月：調 - 94 - - 01 『企業における情報システムの実態分析とシステム投資に関する調査研究報告書』(渡辺仁哲/北島光泰)
- 1994年 9月：統 - 94 - - 01 『情報メディアの利用実態に関する調査報告書(概要編)』
- 1994年 9月：統 - 94 - - 02 『情報メディアの利用実態に関する調査報告書』
- 1995年 6月：調 - 95 - - 01 『身体障害者の情報通信システムの利用実態等に関する調査報告書』
- 1995年12月：調 - 95 - - 02 『マルチメディアサービスの利用動向に関する研究調査報告書』(岡田裕二/國井昭男/菊池信輝)
- 1996年 6月：調 - 96 - - 01 『ビジネス分野におけるマルチメディアサービスの利用動向に関する調査研究報告書』(横井 功/岡田裕二/國井昭男/竹山秀樹)
- 1996年 6月：調 - 96 - - 02 『身体障害者の雇用と情報通信システムの利用に関する調査報告書』(五十嵐邦雄)
- 1996年 6月：調 - 96 - - 03 『教育分野における情報通信アプリケーションの利用実態等に関する調査研究報告書』(五十嵐邦雄/國井昭男)
- 1996年 7月：調 - 96 - - 04 『郵便局の災害時の情報提供機能の検討に資する災害時における地域メディアの役割と検討に関する調査報告書』(岡田裕二/姫野桂一)
- 1997年 7月：調 - 97 - - 01 『コミュニケーションメディアの代替性に関する調査研究報告書』(井手 修/井川正紀)
- 1997年 7月：調 - 97 - - 02 『インターネットによる地域産業の活性化に関する調査研究報告書』(井手 修)
- 1997年 7月：調 - 97 - - 03 『新しいメディアの利用動向に関する調査研究報告書』(仲島一朗/川井かおる/姫野桂一)
- 1997年 7月：調 - 97 - - 04 『災害時における地域メディアの情報収集体制の強化の在り方に関する調査研究報告書』(姫野桂一/遠藤宣彦/西垣昌彦)
- 1997年 7月：調 - 97 - - 05 『災害時における地域メディアの情報収集体制の強化の在り方に関する調査研究概要報告書』(姫野桂一/遠藤宣彦/西垣昌彦)
- 1997年 8月：調 - 97 - - 06 『インターネット等の国際的情報受発信メディアが社会・思想・文化に与える影響に関する調査研究報告書』(遠藤宣彦/西垣昌彦/姫野桂一)
- 1998年 8月：調 - 98 - - 01 『今後の国際受発信メディアの在り方に関する調査研究報告書』(斉藤雅俊/姫野桂一)
- 1998年 8月：調 - 98 - - 02 『インターネットビジネスの現状と利用動向に関する調査研究報告書』(井川正紀/美濃谷晋一)
- 1998年 8月：調 - 98 - - 03 『企業情報ネットワークに関する調査研究報告書』(井川正紀/西垣昌彦)
- 1998年 8月：調 - 98 - - 04 『身体障害者、高齢者に優しい情報通信の在り方に関する調査研究報告書』(西垣昌彦/美濃谷晋一)
- 1998年 8月：調 - 98 - - 05 『新世代のメディア利用行動に関する調査研究報告書』(仲島一朗/姫野桂一)
- 1998年 8月：調 - 98 - - 06 『行政事務の電子化における認証の問題と改善方策に関する調査研究報告書』(仲島一朗/西垣昌彦/井川正紀)
- 1999年 8月：調 - 99 - - 01 『知的障害者・要介護高齢者に優しい情報通信の在り方に関する調査研究報告書』(進藤文夫/美濃谷晋一)
- 1999年 8月：調 - 99 - - 02 『高度情報通信社会に向けたデジタルコンテンツ流通のあり方(デジタルコンテンツの著作権の在り方に関連して)報告書』(杉原芳正)
- 2000年 1月：調 - 00 - - 01 『知的資産管理(ナレッジ・マネジメント)の現状に関する調査研究報告書』(森下浩行/進藤文夫/美濃谷晋一)
- 2000年 7月：調 - 00 - - 02 『行政手続における電子的情報提供に関する調査研究報告書』(鎌田真弓)
- 2000年 7月：調 - 00 - - 03 『地域における障害者、高齢者福祉への郵便局の活用に関する調査研究報告書』(平野純夫)
- 2000年 7月：調 - 00 - - 04 『双方向性ネットワークを利用した意見集約手法とその影響についての調査研究報告書』(能見正)



2000年10月：調 - 00 - 05 『郵政事業経営に資するナレッジ・マネジメントに関する調査研究報告書』（森下浩行 / 進藤文夫 / 美濃谷晋一）

（技術開発研究センター）

- 1989年 3月： - 『リニアモータ輸送システムの郵便事業への応用に関する研究調査(中間報告書)』（飯田 清 / 磯部俊吉 / 忽名英利）
- 1990年 3月： 1990 - V - 01 『リニアモータ輸送システムの郵便事業への応用に関する研究調査報告書』（和田正晴 / 田中謙治 / 木原 茂 / 佐藤政則 / 松澤一砂 / 忽名英利）
- 1991年 3月： 1991 - V - 02 『通信システムにおける認証機構に関する研究調査報告書』（田中良明 / 丹代 武 / 田中謙治 / 河合和哉）
- 1991年10月： 1991 - V - 03 『東京 L - N E T 土木・建築技術に関する研究調査報告書』（和田正晴 / 木原 茂）
- 1992年 3月：調 - 92 - V - 01 『V S A T による郵政事業ネットワークの研究報告書』（柿沼淑彦 / 吉本繁壽 / 磯部俊吉 / 長澤宏和 / 松澤一砂 / 鈴木健治）
- 1992年 9月：調 - 92 - V - 02 『運輸業務用情報通信システムに関する調査研究中間報告書』（森田英夫 / 石井康三郎 / 鈴木健治）
- 1992年10月：調 - 92 - V - 03 『東京 L - N E T 地下輸送車両の軽量化に関する研究調査報告書』（和田正晴 / 吉室 誠 / 佐藤政則）
- 1993年 3月：調 - 93 - V - 01 『第 2 回国際コンファランス「21世紀の郵便処理システムと文字認識」報告書』（富永英義 / 吉室 誠 / 若原徹 / 山下郁生）
- 1993年 3月：調 - 93 - V - 02 『東京 L - N E T 地下輸送車両用台車に関する研究調査報告書』（永井正夫 / 吉室 誠 / 佐藤政則）
- 1993年 3月：調 - 93 - V - 03 『東京 L - N E T 地下輸送車両用リニアモータ技術に関する研究調査報告書』（海老原大樹 / 吉室 誠 / 大澤 悟）
- 1993年 3月：調 - 93 - V - 04 『郵便処理システム用郵便物再供給装置に関する研究調査報告書』（吉室誠 / 山下郁生 / 柚井英人）
- 1993年 3月：調 - 93 - V - 05 『郵便車両を対象とした通信・測位システムに関する研究報告書 - 都市間輸送における衛星通信実験に関する報告書 -』（柿沼淑彦 / 吉本繁壽 / 磯部俊吉 / 長澤宏和 / 石井康三郎 / 鈴木健治）
- 1993年 3月：調 - 93 - V - 06 『個人認証技術と通信システムへの応用に関する研究調査報告書』（小松尚久 / 清水良真 / 木下雅文）
- 1993年 7月：調 - 93 - V - 07 『運輸業務用情報通信システムに関する調査研究報告書』（井沢一郎 / 吉本繁壽 / 森田英夫 / 石井康三郎 / 鈴木健治）
- 1994年 3月：調 - 94 - V - 01 『地下郵便輸送システムに関する研究調査報告書 - 東京 L - N E T の構想と技術 -』（海老原大樹 / 吉室 誠 / 島 隆正 / 佐藤政則 / 石橋 守 / 北村富雄）
- 1994年 7月：調 - 94 - V - 02 『郵便局内搬送システムの将来形態に関する研究調査報告書(中間報告)』（高橋輝男 / 吉室 誠 / 島 隆正 / 佐藤政則 / 北村富雄）
- 1994年10月：調 - 94 - V - 03 『郵政事業におけるVSATネットワークの研究 - 可変伝送速度型TDMA通信システムによる降雨減衰補償 -』（渡辺昇治）
- 1995年 3月：調 - 95 - V - 01 『認識アルゴリズム複合方式の研究 第 1 期調査報告書 - 文字認識技術の高度化に向けて -』（木村文隆 / 岩田 彰 / 堤田敏夫 / 若原 徹 / 川又文男 / 山口修治 / 能見 正）
- 1995年 6月：調 - 95 - V - 02 『簡易住所入力によるビデオコーディングシステムに関する研究調査報告書』（加藤厚志 / 尾坂忠史 / 田中照隆 / 中村嘉明）
- 1995年 6月：調 - 95 - V - 03 『郵便局舎の在り方に関する研究(中間報告書)』（中村嘉明 / 島 隆正 / 中川真孝 / 田中照隆）
- 1995年 6月：調 - 95 - V - 04 『郵便業務における意思決定支援システムに関する研究調査報告書』（磯部俊吉 / 渡辺昇治 / 北島光泰）
- 1995年 6月：調 - 95 - V - 05 『郵便局内搬送システムの将来形態に関する研究調査報告書』（高橋輝男 / 大須賀克己 / 島 隆正 / 佐藤政則 / 北村富雄 / 荒井 広）
- 1995年 6月：調 - 95 - V - 06 『インテリジェント窓口に関する研究調査報告書』（杉山和雄 / 大須賀克己 / 島 隆正 / 牛山 聡 / 佐藤政則 / 北村富雄 / 荒井 広）
- 1995年 6月：調 - 95 - V - 07 『インテリジェント窓口に関する研究調査報告書(資料編)』（杉山和雄 / 大須賀克己 / 島 隆正 / 牛山 聡 / 佐藤政則 / 北村 富雄 / 荒井 広）
- 1995年 6月：調 - 95 - V - 08 『郵便技術の長期展望に関する研究会報告書』（高橋輝男 / 大須賀克己 / 上原 仁 / 堤田敏夫 / 磯部俊吉 / 島 隆正 / 中村嘉明 / 渡辺昇治 / 則包直樹 / 土屋正勝）

- 1995年 6月：調 - 95 - V - 09 『閉空間におけるミリ波技術に関する研究調査報告書』（中津井護 / 手代木扶 / 吉本繁壽 / 水野光彦 / 岡田和則 / 柳光広文 / 平 和昌 / 井原俊夫 / 真鍋武嗣 / 関澤信也）
- 1995年 7月：調 - 95 - V - 10 『郵便処理用バーコードに関する研究報告書』（上原 仁 / 中村嘉明 / 中川真孝 / 田中照隆 / 大澤 央 / 井沢一朗 / 三好 大）
- 1996年 3月：調 - 96 - V - 01 『認識アルゴリズム複合方式の研究 第2期調査報告書 - 文字認識技術の高度化に向けて - 』（木村文隆 / 岩田 彰 / 堤田敏夫 / 山口修治 / 永田和之）
- 1996年 6月：調 - 96 - V - 02 『IPTP手書き数字認識技術調査実施報告書』（大須賀克己 / 堤田敏夫 / 山口修二 / 永田和之）
- 1996年 6月：調 - 96 - V - 03 『大型郵便物及び国際郵便物の局内処理の機械化に関する調査研究報告書』（中村嘉明 / 山下郁生）
- 1996年 6月：調 - 96 - V - 04 『大型郵便物及び国際郵便物の局内処理の機械化に関する調査研究報告書(資料編 1：大型郵便物関係)』（中村嘉明 / 山下郁生）
- 1996年 6月：調 - 96 - V - 05 『大型郵便物及び国際郵便物の局内処理の機械化に関する調査研究報告書(資料編 2：国際郵便物関係)』（中村嘉明 / 山下郁生）
- 1996年 6月：調 - 96 - V - 06 『郵便局舎の在り方に関する研究(最終報告書)』（中村嘉明 / 石津千絵美 / 田中照隆）
- 1996年 7月：調 - 96 - V - 07 『インテリジェント窓口に関する調査研究報告書』（杉山和雄 / 大須賀克己 / 島隆正 / 山下郁生 / 牛山 聡 / 石津千絵美 / 荒井 広）
- 1996年 7月：調 - 96 - V - 08 『インテリジェント窓口に関する調査研究報告書(資料編)』（杉山和雄 / 大須賀克己 / 島 隆正 / 山下郁生 / 牛山 聡 / 石津千絵美 / 荒井 広）
- 1996年 7月：調 - 96 - V - 09 『郵便番号未記載郵便物処理に関する調査研究報告書(中間報告書)』（澤邊正彦 / 中村嘉明 / 田中照隆 / 尾坂忠史 / 上原 仁）
- 1996年 9月：調 - 96 - V - 10 『電気通信技術の郵便への応用に関する調査研究報告書』（則包直樹 / 向井裕之 / 上原 仁）
- 1997年 3月：調 - 97 - V - 01 『認識アルゴリズム複合方式の研究 第3期調査報告書 - 文字認識技術の高度化に向けて - 』（木村文隆 / 岩田 彰 / 堤田敏夫 / 太田一浩 / 城戸 賛）
- 1997年 6月：調 - 97 - V - 02 『郵便番号未記載郵便物処理の効率化に関する調査研究報告書(最終報告書)』（澤邊正彦 / 中村嘉明 / 田中照隆 / 三浦正也 / 上原 仁 / 野田智嘉 / 中川真孝 / 加藤厚志 / 尾坂忠史）
- 1997年 7月：調 - 97 - V - 03 『大型郵便物の局内処理の機械化に関する調査研究報告書(中間報告書)』（高橋輝男 / 河原 巖 / 遠山茂樹 / 鳥本孝雄 / 中村嘉明 / 田村佳章 / 尾坂忠史）
- 1997年 7月：調 - 97 - V - 04 『文字認識システムのための性能評価技術に関する調査研究報告書 - 模擬郵便物仕様作成を中心として - 』（堤田敏夫 / 城戸 賛）
- 1997年 7月：調 - 97 - V - 05 『電子認証技術の郵便への応用に関する研究報告書』（小松尚久 / 森井昌克 / 澤邊正彦 / 今 敏則 / 向井裕之）
- 1997年 7月：調 - 97 - V - 06 『電子認証技術の郵便への応用に関する研究報告書(資料編)』（小松尚久 / 森井昌克 / 澤邊正彦 / 今 敏則 / 向井裕之）
- 1997年 7月：調 - 97 - V - 07 『インテリジェント窓口に関する研究調査報告書』（杉山和雄 / 鳥本孝雄 / 中島健一朗 / 山下郁生 / 荒井 広 / 上釜和人）
- 1997年 7月：調 - 97 - V - 08 『インテリジェント窓口に関する研究調査報告書(資料編)』（杉山和雄 / 鳥本孝雄 / 中島健一朗 / 山下郁生 / 荒井 広 / 上釜和人）
- 1997年 7月：調 - 97 - V - 10 『郵便局舎のアメニティに関する研究【中間報告書】』（中村嘉明 / 石津千絵美）
- 1997年 7月：調 - 97 - V - 11 『郵便局舎のアメニティに関する研究【資料編】』（中村嘉明 / 石津千絵美）
- 1997年 9月：調 - 97 - V - 12 『遠隔、移動業務実現のためのモバイルコンピューティング適用システムに関する調査研究報告書』（中嶋明彦 / 太田一浩 / 高橋正人 / 城戸 賛）
- 1997年 9月：調 - 97 - V - 13 『道順組立処理の自動化に関する調査研究報告書(最終報告書)』（澤邊正彦 / 高杉明広 / 井澤一朗 / 上原 仁 / 中村嘉明 / 中川真孝 / 石黒恒雄 / 田中照隆 / 三好 大 / 大澤 央）
- 1997年 9月：調 - 97 - V - 14 『ハイブリッドメールシステムのプロトタイプ開発に関する研究報告書』（澤邊正彦 / 今 敏則 / 向井裕之）
- 1998年 6月：調 - 98 - V - 01 『記録扱い郵便物処理システムに関する調査研究報告書(中間報告書)』（松嶋敏泰 / 鳥本孝雄 / 神山貞弘 / 山下郁生 / 高杉明広）
- 1998年 6月：調 - 98 - V - 02 『ハイブリッドメールシステムプロトタイプ機能拡張に関する研究報告書』（今 敏則 / 澤邊正彦 / 向井裕之 / 上釜和人）
- 1998年 7月：調 - 98 - V - 03 『郵便情報活用に関する調査研究報告書(予備調査研究)』（中嶋明彦 / 高橋正人）

- )
- 1998年 7月：調 - 98 - V - 04 『デリバリー・プランニング・システムに関する研究報告書』（岩間 司／佐野設夫／磯部俊吉）
- 1998年 7月：調 - 98 - V - 05 『郵便の区分・輸送ネットワークに関する研究調査報告書（中間報告書）』（岩間司／佐藤政則／田村佳章）
- 1998年 7月：調 - 98 - V - 06 『諸外国郵便事業体に関する調査研究報告書 - R & D体制及び情報通信技術を活用した新サービス -』（澤邊正彦／戸苅章博／城戸 賛）
- 1998年 8月：調 - 98 - V - 07 『大型郵便物の局内処理の機械化に関する調査研究報告書』（神山貞弘／田村佳章／戸苅章博／三浦正也）
- 1999年 6月：調 - 99 - V - 01 『郵便の区分・輸送ネットワークに関する調査研究報告書（中間報告書）』（高橋輝男／森戸晋／岩間司／佐藤政則／田村佳章）
- 1999年 6月：調 - 99 - V - 02 『二次元バーコード技術の導入による郵便処理の効率化に関する研究報告書』（飯田 清／中嶋明彦／山下郁生／高橋正人）
- 1999年 6月：調 - 99 - V - 03 『郵便窓口事務機の操作の省力化に関する調査研究報告書』（白江久純／三田彰子／上釜和人）
- 1999年 7月：調 - 99 - V - 04 『電気通信技術の郵便への応用に関する調査研究報告書 - 高度化コンピュータ郵便に関する調査研究 -』（白江久純／鈴木こおじ／上釜和人）
- 2000年 7月：調 - 00 - V - 01 『2次元バーコードを用いた郵便情報システムに関する調査研究報告書』（岩間司／白江久純／西浦稔修／鈴木こおじ／上釜和人）
- 2000年 7月：調 - 00 - V - 02 『無線ID(RFID)タグを用いた郵便処理システムに関する調査研究報告書』（岩間司／佐藤政則／鈴木こおじ／熊倉均）

（主席研究官室）

- 1993年10月：調 - 93 - X - 01 『規制緩和時代における政府の役割の変化に関する研究調査報告書』（武内信博）

（附属資料館）

- |   |            |                  |               |
|---|------------|------------------|---------------|
| 1 | 郵便創業時の記録   | 赤坂郵便御用取扱所史料      | (H 1.2.28 発行) |
| 2 | 郵便創業時の年表   | 駅遞紀事編纂原稿         | (H 2.3.26 発行) |
| 3 | 郵便創業時の起案文書 | 正院本省郵便決議簿        | (H 3.3.25 発行) |
| 4 | 郵便創業前の記録   | 袋井郵便御用取扱所史料（その1） | (H 4.3.18 発行) |
| 5 | 郵便創業時の記録   | 袋井郵便御用取扱所史料（その2） | (H 5.3.25 発行) |
| 6 | 郵便創業時の記録   | 全国実施時の郵便御用取扱所    | (H 6.3.25 発行) |
| 7 | 郵便創業時の記録   | 郵便切手類沿革志         | (H 8.3.15 発行) |