

【Ⅱ】
レポート

近年のわが国金融政策と今後の動向について
～ニッセイ基礎研金利先行指数とインプリケーション

経済調査部 上席主任研究員 正地 信夫 研究員 高橋 智彦 研究員 矢嶋 康次

<要 旨>

1. バブル崩壊後の景気低迷の中、91年7月以降、9回にわたり公定歩合が引き下げられ、短期金利の低め誘導も実施されるなど、未曾有の低金利となった。低金利は家計部門から企業部門や一部金融部門への所得移転をもたらしたが、他方で設備投資の回復、住宅投資の増加や株価の下支え、為替の円安などマクロ経済全般にはプラスの効果をもたらしている。
2. 中期的には日本経済をめぐる諸課題として、趨勢的な円高とメガ・コンペティション下での産業構造調整問題、バブル崩壊の後遺症としての不良債権問題、財政再建問題などがあり、景気回復力が限られる中、低金利政策が続けられる可能性が高いとみられる。ただし、最近の景気は弱さを抱えながらも回復傾向が明確化してきており、デフレ懸念が強まる状況下で実施された昨年9月の緊急避難措置の修正時期が模索されている。
3. このたび当研究所では各種の月次統計をもとに金融政策の趨勢的方向を予測できるニッセイ基礎研金利先行指数を開発した。金利先行指数は2種類あり、指数（Ⅰ）はDI型、指数（Ⅱ）は主成分分析に基づくインデックスであり、過去の金融政策の転換点（多段階にわたる利上げ局面への転換、多段階にわたる利下げ局面への転換）に対しておおむね先行するなど、実績パフォーマンスは良好なものとなっている。
4. 直近の金利先行指数は景気全般の改善傾向などを映じてかなり強含んでいるが、過去の経験則からみると、「多段階にわたる利上げ局面に転換する」とのサインは現時点では出ていない。緊急避難措置の解除としての短期金利低め誘導の解除や公定歩合の小幅引き上げはあっても、利上げが繰り返されるほどの経済情勢にはないとみられる。

目次

はじめに

I. バブル経済崩壊後のわが国の金融政策

1. 金融政策の推移

- (1) 景気後退と低金利政策
- (2) 低金利政策の功罪

2. 金融政策の今後の方向性

II. 金利先行指数の概要とインプリケーション

1. ニッセイ基礎研金利先行指数の概要

- (1) 開発目的
- (2) 作成方法、採用統計

2. 金利先行指数のパフォーマンス

- (1) 法則性
- (2) パフォーマンス
- (3) 限界

おわりに

はじめに

96年1、2月に日銀・政府から事実上の景気回復宣言が出され、その後も5月調査の日銀短観や1-3月期のGDP速報で、景気回復傾向の持続と広がり確認されてきているが、公共投資息切れや半導体市況悪化など景気の先行きに対する懸念が根強いのも事実である。こうした中、短期金利低め誘導の解除、公定歩合引き上げがいつなされるのか、今後の金融政策の動向が注目されている。

ところで、金利予測には多くの難しさがある。その難しさは、古代、中世、そして近代の欧州、北米、ロシア、日本などについて金利のトレンド

とサイクルなどを包括的に研究したS. Homer-R. Sylla (1991) が、「各世代は自分達が育った時期の金利レンジが正常であり、高い金利は危機的、そして低い金利は人為的とみる傾向がある。しかし、近代の市場金利は長期間にわたって安定していることはまれで、予想外の度合いで上昇したり、低下したりするため、ほとんどすべての世代が結局のところ金利の動きに衝撃を受ける」と述べているとおりであろう^(注1)。

本稿は、近年、特にバブル崩壊後のわが国金融政策の推移を振り返った上で、このたび当研究所で開発した金融政策の転換点に先行する指数(ニッセイ基礎研金利先行指数)を中心に今後の政策動向をみたものである。金融政策の趨勢的な方向性を各種実績統計から探ろうという試みである。

I. バブル経済崩壊後のわが国の金融政策

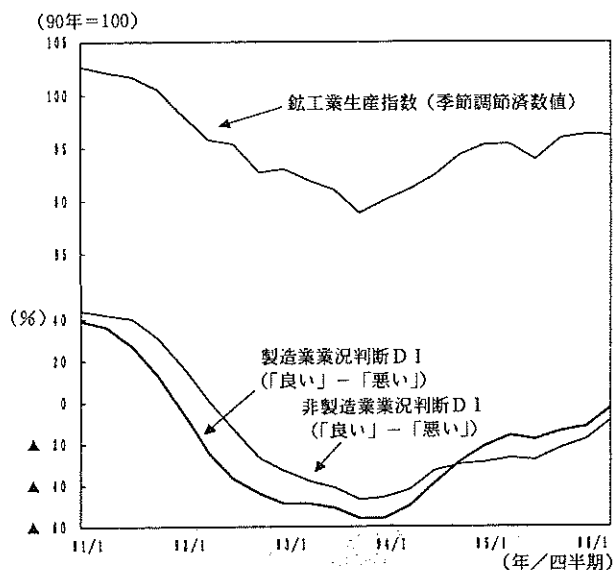
1. 金融政策の推移

(1) 景気後退と低金利政策

91年3月から93年10月にかけての、いわゆる平成不況は、①長期にわたる景気拡大下(平成景気)に高水準の設備投資がなされた反動で大幅なストック調整局面に移行、②資産価格がバブル崩壊の形で急激かつ大幅に下落し、不良債権問題に代表される深刻なバランスシート問題が発生、③趨勢的円高、メガ・コンペティション進行等の環境下での生産拠点の海外シフトや輸入浸透度の急ピッチな上昇などを背景に外需が減少といった点が重なり、従来の景気後退期に比べて厳しいものとなった。その後景気は緩やかな回復傾向となったが、急激な円高の影響などを背景に95年春頃より「中だるみ」状況となった(図表-1)。

^(注1) S. Homer-R. Sylla (1991)、P4

図表-1 景気動向の推移

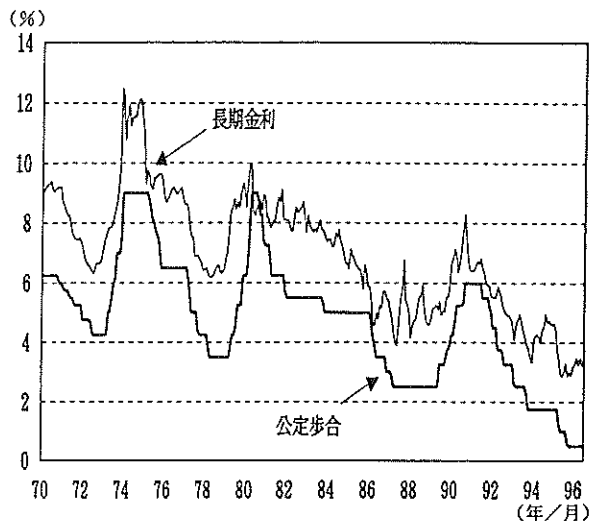


(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」、通産省「通産統計」

この間、財政政策を中心に 92 年 3 月以降 8 回にわたり経済対策が策定され、公共投資拡大や減税などを内容とする総事業規模 60 兆円の対策が打たれた。とりわけ 95 年 9 月には史上最大規模の 14.2 兆円の「当面の経済対策」が策定され実施されている。

金融政策面でも景気後退などの下で利下げが繰り返され、95 年にはデフレ懸念の強まりの中、緊急避難的措置として公定歩合の 0.5%水準への引き下げと短期金利の低め誘導が実施された(図表-2、3)。91 年 7 月以降の累計では公定歩合引き下げは 9 回、短期金利低め誘導は 3 回(日銀から声明が出されたもの。95 年 9 月 8 日は公定歩合引き下げとの同時実施)となり、未曾有の低金利政策がとられている。国際的にみても、公定歩合の 0.5%水準は、1942~46 年(第二次大戦期)の米国で特別優遇金利(償還、あるいは繰り上げ償還期日まで 1 年以内の政府証券で保証された前貸特惠レート)として実施された例があるだけの歴史的な低水準である^(註2)。

図表-2 長短金利と公定歩合の推移



(注)長期金利は76年12月までは利付電債最長期もの利回り(月平均値)、それ以降は上場10年国債最長期もの利回り(月末値)。公定歩合は月平均値。

(資料)日本銀行「経済統計月報」他

その後、景気は、①財政拡大と低金利政策、②円高修正、③企業部門のリストラ進展等による企業収益改善—などを背景に 95 年 10-12 月期より回復傾向が再開した。最近では景気回復傾向の持続と規模別・業種別の広がり確認され、昨年問題視されたデフレ懸念も後退している。さらに、金融機関の不良債権償却もピークを越したとみられることなどの一方、家計から金融機関への所得移転や年金生活者の利子収入の低迷など低金利政策の弊害が指摘されるとともに、財政赤字問題にも焦点が集まっている。ここではこのうちの低金利政策の功罪について簡単にみてみたい。

(註2) 米国商務省(1996)、P1001

図表-3 91年7月以降の金融緩和策と総裁発言

日付	総裁	金融緩和策		総裁発言での言及ポイント				
		公定歩合	短期金利	景気	物価	国際収支	為替	株
91/7/1	三重野 総裁	6→5.5	_____	緩やかに減速しつつあるが高水準	全体として見れば騰勢が幾分鈍化	貿易収支の黒字が減少しているが日本の対外収支に基本的な変化がおきていない	_____	株価維持のための金融政策の変更ではない
91/11/14	三重野 総裁	5.5→5	_____	引き続き緩やかな減速過程をたどっている	消費者物価はなおやや高めの上昇率。卸売物価は一段と落ち着いた推移	実質収支ではここ数年落ち着いた動き	秋口以降幾分円高方向で比較的落ち着いた展開	_____
91/12/30	三重野 総裁	5→4.5	_____	減速度合いは11月の利下げ時点よりもやや強まった。	_____	_____	_____	_____
92/4/1	三重野 総裁	4.5→3.75	_____	景気の調整色が濃化	_____	_____	_____	_____
92/7/27	三重野 総裁	3.75→3.25	_____	景気回復のテンポが緩慢なものにとどまる可能性が高い	_____	_____	_____	金融政策のターゲットになるものではない
93/2/4	三重野 総裁	3.25→2.5	_____	回復のテンポはおのずから緩慢なものにとどまらざるを得ない	安定基調を明確化	_____	_____	_____
93/9/21	三重野 総裁	2.5→1.75	_____	経済全体に回復の兆しが見られない	安定基調を一段と明確化	_____	急激な円高	_____
95/3/31	松下 総裁	_____	公定歩合の水準と整合的な範囲で短期金利の低下を促す	回復テンポはより緩慢	安定度合いを増している	_____	円高傾向	景気に対する不透明感が強まる
95/4/14	松下 総裁	1.75→1.0	_____	先行き景気回復基調が継続するか懸念	安定基調	_____	円高傾向	下落傾向
95/7/7	松下 総裁	_____	資金の潤沢な供給、市場金利の一段の低下を促す。市場金利は、平均的にみて現行公定歩合をある程度下回って推移することを想定	回復の動きはやや足踏み気味	低下圧力が根強い。過度に下落した場合の経済への影響も念頭におく	_____	_____	_____
95/9/8	松下 総裁	1→0.5	金融市場において資金の潤沢な供給に努め、平均的にみて新たな公定歩合をやや下回って推移することを想定	市場環境の改善にもかかわらず経済活動の足踏み状態が長引く可能性	低下圧力が根強い。引き続き物価が過度に下落した場合の経済への影響も念頭におく	_____	円高の動きが修正されつつある	持ち直している

(注) 91年10月に準備預金制度における準備率の引き下げ(都銀等の定期性預金(2兆5,000億円超)に適用される準備率が1.75→1.2%に引き下げ)を実施。

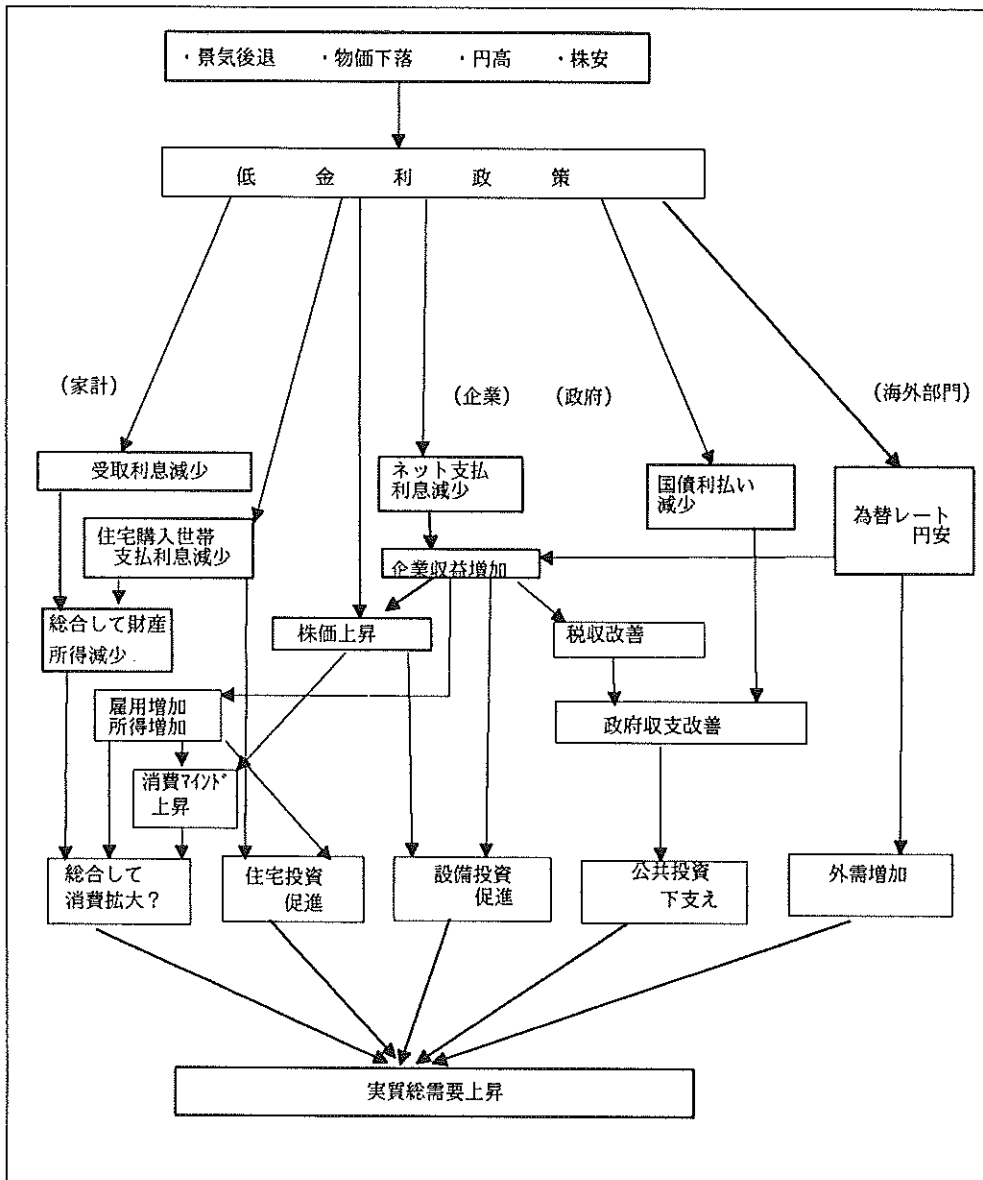
(出所) 日本銀行「日本銀行月報」等よりニッセイ基礎研究所で作成

(2) 低金利政策の功罪

低金利の主な影響には図表-4のフローチャートのように、①マクロ的な景気へのプラス効果、②利子所得の変動を通じた所得分配-の側面がある。最近、低金利の功罪について論じたものが出されているが、①のマクロ全体としてのプラス効果を評価するか、②の利子所得の分配状況を問題視するか-の違いが中心とみられる。

マクロ的な景気浮揚効果に関しては、経済企画庁(1995)、日本銀行(1996)などでは、①設備投資、住宅投資への浮揚効果、②為替レートの減価を通じての外需改善、③株価など資産価格下支えを通じた消費浮揚、資金調達コスト低減による設備投資浮揚-等が指摘されている。経済企画庁(1995)は世界経済モデルをもとに、①93年度以降の金融緩和は95年度の設備投資を5~6%押し上げた、②金融緩和の為替や資産価格を通じての影響のルートを遮断しても2~3%の設備投資押し上げ効果があった-と試算している。

図表-4 低金利の影響ルート

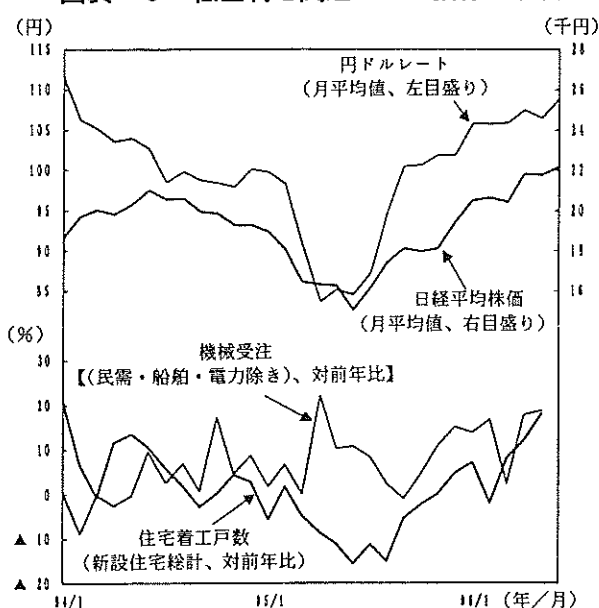


(出所) ニッセイ基礎研究所が作成

日本銀行（1996）は金融緩和の促進は民間部門での調整進展もあって、95年末にかけて金利感応的な住宅投資を急拡大させたほか、為替相場の円高修正、株価の上昇を伴いつつ、設備投資や個人消費における回復の広がり支援したとしている。

この点、日本経済の現状では図表5にみられるように、公共投資拡大と金融緩和を背景に、為替の円高修正傾向と株価の持ち直し傾向が続く中、住宅着工や機械受注等、民需が増加している。日本経済全体としては、「政策牽引・民需低迷」から「政策牽引・民需回復」の段階へと移行してきており、マクロ景気面でのプラス効果は明確化しつつあるといえよう。

図表-5 低金利と関連マクロ指標の改善



（資料）日本銀行「経済統計月報」、経企庁「機械受注統計」、建設省「建設統計月報」、東証「東証統計月報」

次に、利子所得の分配問題についてみてみたい。低金利政策の影響については、影響度合いをみる際の基準とすべき金利水準の判断が難しい。平均的な経済・金融情勢の下での金利水準をもとに現状をみるのか、それとも、現在の経済情勢からみて妥当とみられる金利水準をもとに現状をみるの

かーという問題があろう。また、その場合も、先のマクロ経済へのフィード・バックを加味した上で判断する必要がある（註3）。

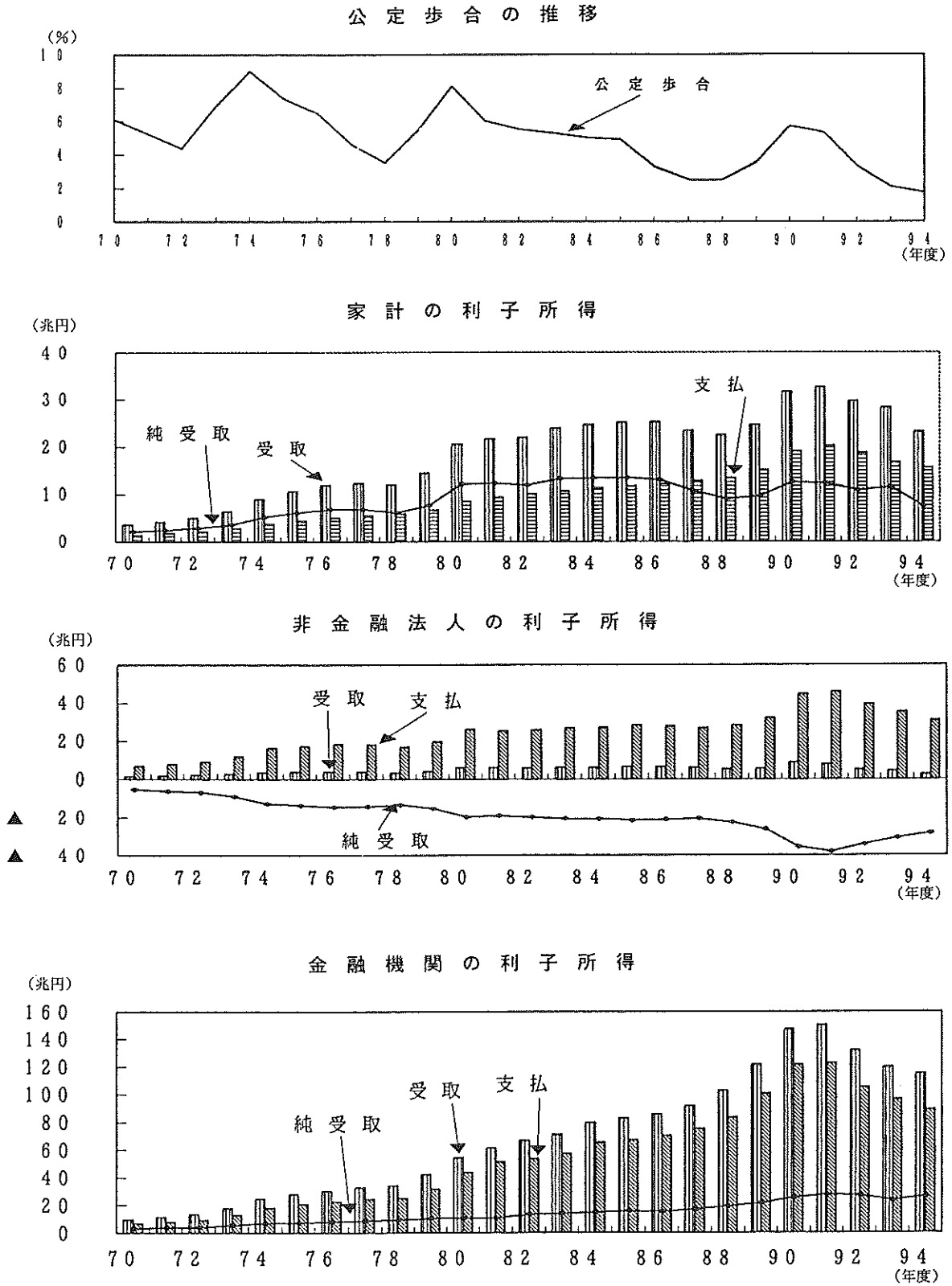
ここでは、単純に実際の金利水準の低下が利子所得の分配に与えた影響をみることにする。一般的には金利水準の低下により、①低金利を通じての貯蓄超過主体の家計から投資超過主体であった非金融法人への所得移転、②金利低下局面での預金金利が貸出金利よりも速く低下することによる非金融法人、家計から金融機関への所得移転が生じることになる。

この点を統計的に確認しておきたい。国民経済計算年報では実績値は94年度分が最新であるが、公定歩合は1.75%と既に史上最低となっていた時期である。この時期でも金融機関全体としてはネットの利子所得はあまり改善していないものの、東証一部上場の銀行では損益（業務純益）が大幅改善となっている（図表-6、7）。

両者の差は国民経済計算上の金融機関には負債の調達期間が長いものやインターバンク市場で資金の出し手となっているもの、さらに住宅金融公庫などの政府金融機関が含まれることによるとみられる。従って、金融機関への利子所得の移転問題といっても、所得（利益）の増加が起こっているのは、「短期調達-長期運用」の金融機関が中心といえよう。なお、低金利による資産価格の下支え効果は金融機関に限らず、各経済主体にキャピタルゲインの形でプラスに寄与してきたとみられる。純利子所得の受け取りは家計部門がプラス幅を縮小し、非金融法人のマイナス幅が縮小している。

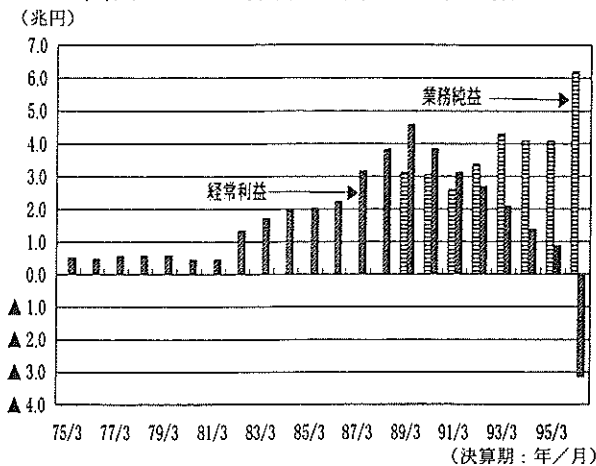
（註3）この点、最近を対象としたものではないが、高度成長期の人為的低金利政策の影響を分析したものとして、筒井(1996)がある。

図表-6 公定歩合と主体別、純利子所得の推移



(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」、日本銀行「経済統計月報」

図表-7 銀行利益（東証一部上場）



(注) 数値は現在存続行となっている97行の時系列の合計数
 (資料) 有価証券報告書、決算短信

以上、低金利はマクロ的には設備投資や住宅投資の採算を好転させ、為替の円高修正、株価の下支えなどを通じた効果も加わり、景気にプラスに作用したが、利子所得の分配面では各主体間に跛行性が目立つようになってきた。金融政策はマクロ経済全体を念頭になされるのが基本と考えるが、景気の現状が「政策牽引・民需低迷」から「政策牽引・民需回復」の段階へと移行し始めてきた中、徐々に微修正が可能な状況になりつつあるとみられる。

2. 金融政策の今後の方向性

今後の金利動向を予想する際には、景気とインフレ率、財政政策、不良債権処理問題一がカギとなろう。まず、景気回復力は、①設備投資には懸念要因として半導体関連需要の鈍化傾向・海外シフト傾向、②外需の縮小傾向の持続、③金融機関の不良債権問題、④財政後退（抑制的な財政政策スタンス）一などから限定的であり、弱さを抱えたものとなろう。インフレは労働需給の緩和、景気回復力の弱さなどから基本的には安定基調が続こう。財政政策は巨額な財政赤字を抱える中、抑制的なスタンスがとられよう。

次に、バブル崩壊の後遺症としての不良債権問題の影響をやや詳しくにみてみたい。厳密な定量分析は困難だが、日本の金融機関の不良債権問題は、金融機関の与信行動を慎重化させ、経済活動に対してマイナスの影響をもってきたとみられる。

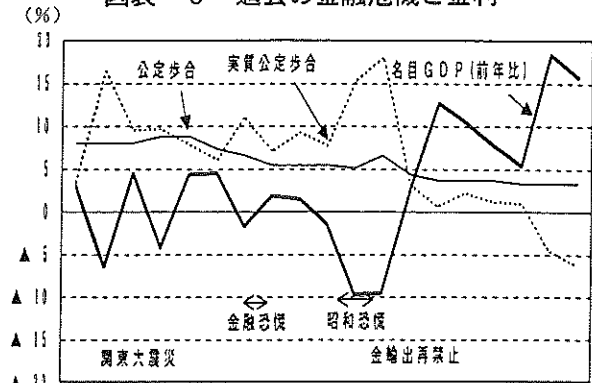
金融政策は、米国の第二次S&L危機時（当時は、S&L以外の金融機関でも不良債権問題が発生）のように不良債権問題の重圧が大きい場合には、緩和度合いが強められたと考えられる。この点、わが国でも重石となっている不良債権問題を斟酌すれば、当面の金融政策運営は緩和方向にウェイトがかかり、基調的には低金利となる可能性が高いと予想される。以下は過去の主な事例をまとめたものである。

(1) 日本の事例

日本の過去の事例では、昭和初期の金融恐慌（昭和2年＝1927年）・昭和恐慌（昭和5、6年＝1930、31年）、高度成長期の証券不況（昭和40年＝1965年）がある。

金融恐慌時には多額の日銀特別融資が実行され、図表-8のように公定歩合も低めとなっている。昭和恐慌時には国内景気悪化にもかかわらず政策的に引き上げられていた円相場を適正水準まで下

図表-8 過去の金融危機と金利



(注) 実質公定歩合＝公定歩合－消費者物価指数（前年比伸び率）（年）
 (資料) 日本銀行「本邦経済統計」他

落させるため、金解禁・旧平価堅持の政策が廃止され、公定歩合も低めに抑えられた。

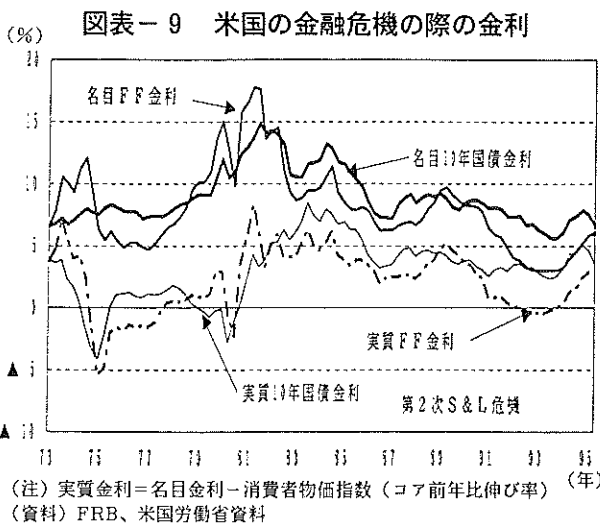
昭和40年の証券不況時にも日本共同証券や日本証券保有組合といった株式買い上げ機関や経営危機に陥った証券会社を支援する主力行に対して名目GDP比1%にも及ぶ日銀特融がなされ、公定歩合も低めであった。

(2) 欧米の事例

欧米の主な事例では、英国のライフポート作戦（第一次：1974年、第二次：91・92年）、米国のS&L危機（第一次：81・82年、第二次：88～92年）、北欧（ノルウェー：88～92年、フィンランド：91・92年、スウェーデン：91～93年）があげられる。

英国の第一次、第二次ライフポート作戦の時にはインフレ基調ということもあって金利はあまり下っていない。しかし第二次ライフポート作戦の際の92年9月には欧州通貨危機でポンドが売り込まれたが、この際、ERMを離脱し金融緩和的な政策を続けた背景には景気状況とともに、資産デフレ、金融危機があったことが考えられる。

次に、図表-9にみられるように米国の第一次S&L危機時には物価沈静もあり、金利は低下基



調だった。第二次S&L危機時には、景気底入れ後も、金融緩和が継続され、実質短期金利ゼロという状況が1年以上にわたり続けられた。オイルショックに伴う超インフレ期を除けば実質短期金利の低さは異例のことであった。

また、ノルウェーでは92年9月の欧州通貨危機の際に一時通貨防衛の為に金融引き締めがなされたものの、93～94年に高成長を続ける中、緩和的な措置が続いた。スウェーデンも同様に欧州通貨危機の際は金融引き締めが行われたが景気や資産価格の回復し始めた93年も緩和気味の金融政策がとられた。

II. 金利先行指数の概要とインプリケーション

このたび金融政策の転換点に先行するニッセイ基礎研金利先行指数を開発した。以下、金利先行指数の概要を紹介し、最後に当指数を中心に今後の政策動向をみてみたい。

1. ニッセイ基礎研金利先行指数の概要

(1) 開発目的

①目的

金融政策の趨勢的方向を予測するための総合的な金利指数の構築を目的としている。

現在、当研究所では、①短期マクロモデル、中期マクロモデル、各種の推計式などを用いた定量的アプローチ、②日銀短観・情勢判断資料・総裁発言等の情報分析などの総合判断として、金利予測を行っている。今回、開発した金利先行指数は定量的な予測手法を拡充するものである。日頃入手可能な各種景気指標から金融政策の方向性を予測することが出来る形としている。

②景気と金利の関係

はじめに、そもそも金利に先行する指数を作成することが可能かどうかについてみてみたい。

まず、長期金利は短期金利（金融政策）の動きを先取りするという見方が一般的である。また、主要国では、長短金利差の動きが景気循環に先行するとの分析（長短金利差の縮小・逆転が景気の「山」に、長短金利差の拡大が景気の「谷」に先行）が多いが、その理由として、「短期金利は金融政策によって変化するのに対して、長期金利は大きな変化がないか、短期金利の先行き動向（したがって、先行きの経済動向）を反映した動きとなる」ことが指摘されている。そして、この長短金利差の先行性ということと重複する面が強いが、金融政策が景気、物価などの実体経済面に影響を与えるにはラグを伴うことも知られている。

このため、趨勢的な金利動向の予測には、金融政策の予測が重要であり、その金融政策の変化方向を予想できるような指数の開発が必要となる。このことは、いわゆる政策反応関数を推計・検討して、政策動向を予想することと共通する面があるが、違いは各種の月次経済統計から作成した指数で行うということである。また、長期金利は金融政策の先行きを反映するので、金融政策を予想できる指数が開発できれば長期金利とその指数との連動関係も期待できる可能性がある。

以下、この分野での近年の研究を紹介したい。

（長期金利の先行性）

長期金利が将来の金利動向、政策金利の動向を反映しているとする点に関する研究例は多い。最近のものとして、鹿野（1994）によれば、わが国国債流通利回りは日本銀行による短期金融市場金利誘導スタンスの変化およびその先行き変化予想を織り込みつつ変動しているが、国債先物のほか受

渡適格の残存7～9年物を含め、概ね期待理論により説明しうるとともに近年その傾向を強めているといえよう—とされている。

（長短金利差の先行性）

次に長短金利差が景気変動に先行するとするものも数多いが、比較的最近のものとして、B. B. Baker-M. Hargraves（1994）は、(1)利回り曲線の傾き（長短金利差）は経済成長、インフレ、将来の金利についての予測指標として、また、金融政策のスタンスの指標としてしばしば用いられる、(2)主要国の約20年間の「利回り曲線の傾き」と「実質成長率」の関係は米国、ドイツ、カナダでは「利回り曲線の傾き」の変化が約1年ラグで、実質成長率の変化へつながっている—としている。また、Z. Hu（1993）は、G7各国について全般的には長短金利差は将来の経済成長の良い予測指標であるとの分析をしている。さらに、同種類の研究例として、A. Estrella-G. Hardouvelis（1991）などがある。なお、B. B. Baker-M. Hargraves（1994）、Z. Hu（1993）ともに日本に関しては長短金利差と成長率との関係が不明確、ないしは統計上有意でないものもあるなどとしている点、留意を要しよう。

（金融政策の実体経済への影響のラグ）

最後に、金融政策の実体経済への影響のラグ（遅れ）についても各種マクロ計量モデルのシミュレーション結果をはじめとして多くの研究例がある。最近のものとして、本多・上岡・洞口（1995）がVARモデル（四半期ベース、計測期間は1968年第1四半期～1992年第4四半期）を用いて金融変数とGNPとの動学的関係を推定しており、その結果では、(1)公定歩合などの短期金利の変化は、すぐに実質GNPに影響を与え、公定歩合の上昇が実質GNPの減少額を最も大きくするのは7四半期後である、(2)短期金利を変化させても、その効果が物価や名目GNPで表面化するまでに

は長い時間の遅れを伴い、公定歩合の引き上げが名目GNPにマイナスの効果をもたらすまでには、ほぼ2年間かかる一としている。

(2) 作成方法、採用統計

今回、指数として、金利先行指数（Ⅰ）と金利先行指数（Ⅱ）の2種を開発した^(註4)。

金利先行指数（Ⅰ）：

DI方式。製品在庫率指数など、14の月次統計をもとに、3カ月前との比較で金利上昇方向の変化に「+」、保ち合いに「0」、金利低下方向の変化に「-」を付す。そして次式の値を%表示。「景気動向指数」（経企庁）と同タイプ。

$(「+」の数 \times 1 + 「0」の数 \times 0.5) \div 14$

金利先行指数（Ⅱ）：

インデックス方式。金利先行指数（Ⅰ）に使用した14の月次経済統計のうち8つの統計の前年同月比系列をもとに、主成分分析を用いてウェイト付けを行い、指数を作成。これは金利先行的ないしは金利と密接な関係のある各指標群の総合的特性を抽出するもので、指数の上昇は金利上昇傾向、指数の下落は金利下落傾向を示す^(註5)。

金利先行指数に採用した各種経済統計の発表タイミングも考慮すると、各月の金利先行指数が判明するのは翌々月であることに留意を要する。

当研究所が、金利先行指数に用いた各変数は家計の活動や企業活動、物価環境、海外関連を代表するものである。統計の選択にあたっては、①金融政策に関する先行性の有無、②先行性がある場合の先行期間の安定性、③指標発表の速報性一等に重点をおき、さらにそれら各変数の組み合わせ

について、同様に先行性の有無、先行期間の安定性を検討し、決定した。

（家計活動関連）

日銀券発行残高（平残）、M2+CD（平残）、大型小売店販売額（百貨店）、耐久消費財出荷指数、有効求人倍率、建築物着工床面積総計

（企業活動関連）

M2+CD、中小企業売上（製造業500社）、製品在庫率指数（鉱工業）、製品在庫率指数（最終需要財）、原材料在庫率指数（製造工業）、建築物着工床面積総計

（物価環境関連）

日経商品指数17種

（海外関連）

円ドルレート、米回国債金利、実質輸入／実質輸出

2. 金利先行指数のパフォーマンス

(1) 法則性

2種類の金利先行指数の利用にあたっては金利先行指数（Ⅰ）を基本に、金利先行指数（Ⅱ）を補完的に用いる。

1976年1月～1996年5月までのデータで、金利先行指数（Ⅰ）、金利先行指数（Ⅱ）と公定歩合、長期金利との関係を分析した結果、以下の法則性が見出された。なお、金利先行指数（Ⅰ）はDI型であり、景気動向指数など、DIの利用ルールは「50を超過、あるいは下回る状況がおおむね3カ月持続すると、転換点があったとみる」と

^(註4) 長期金利に関するDI型の金利先行指数の先行研究として三和総合研究所（1991）がある。また、金融の全般的な状況を示すものとして奥本（1990）が開発した金融動向指数がある。

^(註5) 主成分分析を用いた景気動向インデックスとして鈴木（1990）がある。

の見方が多いと考えられるが、今回開発した指数についてはこのルールでは不十分なため、以下のような法則、付則を設定している。

金融引き締め時の法則

指数(Ⅰ)：最低3カ月連続で80以上となると、第一次利上げ、ないし、追加利上げへ。ただし、過去はすべて段階的利上げ局面である。長期金利は上昇傾向に。

→第一次利上げの過去の例は、当法則の条件を満たした後、9カ月目に利上げ、24カ月目に利上げ(89年5月のケース。利上げタイミングの遅れが指摘されているもの)へ。

指数(Ⅱ)：第一次利上げ前に、指数がマイナスからプラスに転換。また、プラスの間はおおむね多段階の追加利上げが実施。(ただし、指数(Ⅰ)が成立する場合にのみ適用)。長期金利は上昇傾向に。

金融緩和時の法則

指数(Ⅰ)：最低5カ月連続で50以下となると、その後、第一次利下げ、ないしは長期間(実績では2年前後)据え置かれていた公定歩合が追加引き下げへ。過去はすべて段階的利下げ局面になっている。長期金利は低下傾向に。

→過去の例は、当法則の条件を満たした後、第一次利下げは5カ月目と8カ月目(平均6カ月強)。追加利下げは2、3カ月目(95.4.14の利下げは2カ月運行)か、1年半後程度(15カ月目と18カ月目)。

指数(Ⅱ)：第一次利下げ、ないし、長期間据え置き後の追加利下げの前には、指数がマイナスに。指数がマイナスの間はおおむね追加利下げが実施。

付則： 指数(Ⅱ)の上昇、低下はおおむね長期金利の上昇、低下に先行。ただし、長期金利のピーク、ボトムに対する先行期間は一定していない(一致ないし、運行の場合もある)。

(2) パフォーマンス

76年1月以降の公定歩合の推移を見ると、緩和局面3回、引き締め局面2回の合計5つの局面に分けることができる。

これらの局面に対して、金利先行指数(Ⅰ)、(Ⅱ)がいつ政策転換のサイン、すなわち追加利上げ、利下げのサインを出したかを以下に示す。図表10、11で「○」が利上げ、「○」が利下げのサインである。

①金融緩和局面：76年1月～79年4月16日

利下げの推移：

75年4月16日に第一次利下げが行われ、その後7回追加利下げが実施(最終利下げ78年3月16日)

金利先行指数の動き：

金利先行指数(Ⅰ)は77年1月(76年9月～77年8月:50以下)に追加利下げのサイン(77年3月12日、4月19日、9月5日、78年3月16日に追加利下げが実施)

金利先行指数(Ⅱ)は77年6月～78年1月にマイナスとなり、追加利下げのサイン。

②金融引き締め局面：79年4月17日(第一次利上げ)～80年8月19日

利下げの推移：

79年4月17日に第一次利上げが行われ、その後4回追加利上げが実施（最終利上げ80年3月19日）

金利先行指数の推移：

金利先行指数(I)は第一次利上げ実施9カ月前の78年7月(78年5月～7月:80以上)に段階的利上げ局面への転換のサイン。さらに79年6月(79年4月～6月:80以上)には段階的追加利上げのサイン(79年7月24日、11月2日、80年2月19日、3月19日に追加利上げが実施)

金利先行指数(II)は第一次利上げ前の78年2月よりプラスに転じ、政策転換を示唆。プラスは80年5月まで続き、段階的追加利上げのサイン。

③金融緩和局面：80年8月20日（第一次利下げ）～89年5月30日

利下げの推移：

80年8月20日に第一次利下げが行われ、その後9回追加利下げが実施（最終利下げ87年2月23日）

金利先行指数の推移：

金利先行指数(I)は第一次利下げ実施5カ月前の80年3月に段階的利下げ政策転換のサイン、81年4月まで50%以下の水準が継続。(この間第一次利下げに続き、80年11月6日、81年3月18日と2回追加利下げが実施)さらに82年7月(82年3月～82年9月:50以下)、85年10月(85年6月～86年9月:50以下)に2回の段階的追加利下げのサイン(83年10月22、86年1月30日、3月10日、4月21日、11月1日、87年2月23日に追加利下げが実施)

金利先行指数(II)は第一次利下げ前の80年6月よりマイナスに転じ、政策転換を示唆している。マイナスは83年9月まで続き、追加利下げのサイン。

④金融引き締め局面：89年5月31日（第一次利上げ）～91年6月30日

利下げの推移：

89年5月31日に第一次利上げが行われ、その後4回追加利下げが実施（最終利上げ90年8月30日）

金利先行指数の推移：

金利先行指数(I)は第一次利上げ実施24カ月前の87年5月(87年3月～87年11月:80以上)に段階的利上げ局面への転換のサイン。その後、追加利上げのシグナルは出ていない。金利先行指数(II)は第一次利上げ前の87年3月よりプラスに転じ、政策転換を示唆。プラスは90年11月まで続き、追加利上げのサイン。

⑤金融緩和局面：91年7月1日（第一次利下げ）～

利下げの推移：

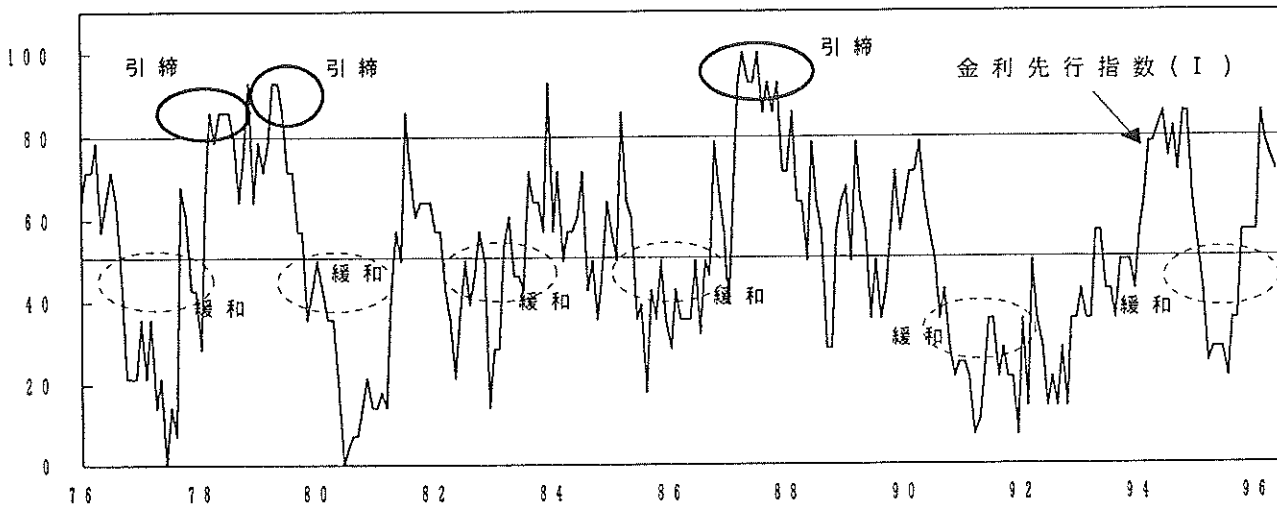
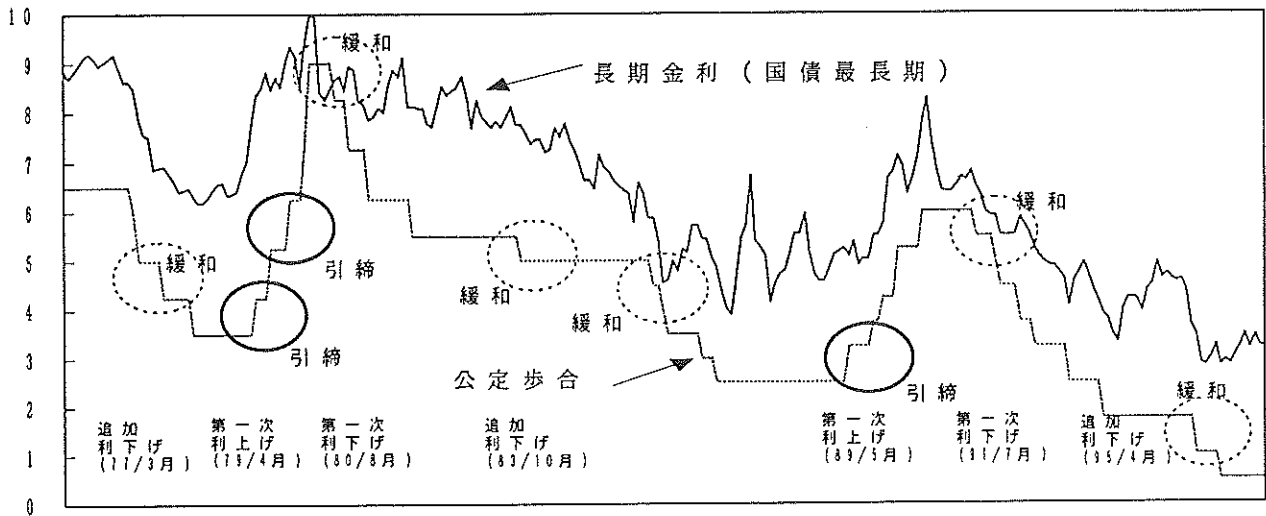
91年7月1日に第一次利下げが行われ、その後現在までに累計9回の利下げが実施

金利先行指数の推移：

金利先行指数(I)は第一次利下げ実施8カ月前の90年11月(90年7月～93年12月(93年4、5月は除く):50以下)に政策転換のサイン。さらに95年6月(95年2月～9月:50以下)に追加利下げのサイン(95年9月8日に追加利下げが実施)

金利先行指数(II)は第一次利下げ前の90年12月よりマイナスに転じ、政策転換を示唆。マイナスは96年1月まで続き、追加利下げのサイン。

図表-10 金利先行指数(I)のパフォーマンス



金融引き締め時の法則 (指数 I)
 最低3ヵ月連続で80以上となると、第一次利上げ、ないし、追加利上げへ。長期金利は上昇傾向に。

金融緩和時の法則 (指数 I)
 最低5ヵ月連続で50以下となると、その後、第一次利下げ、ないしは、長期間 (実績では2年前後) 据え置かれていた公定歩合が追加引き下げへ。なお、その後も50以下を継続すると、多段階追加利下げとなる場合が多い。長期金利は低下傾向に。

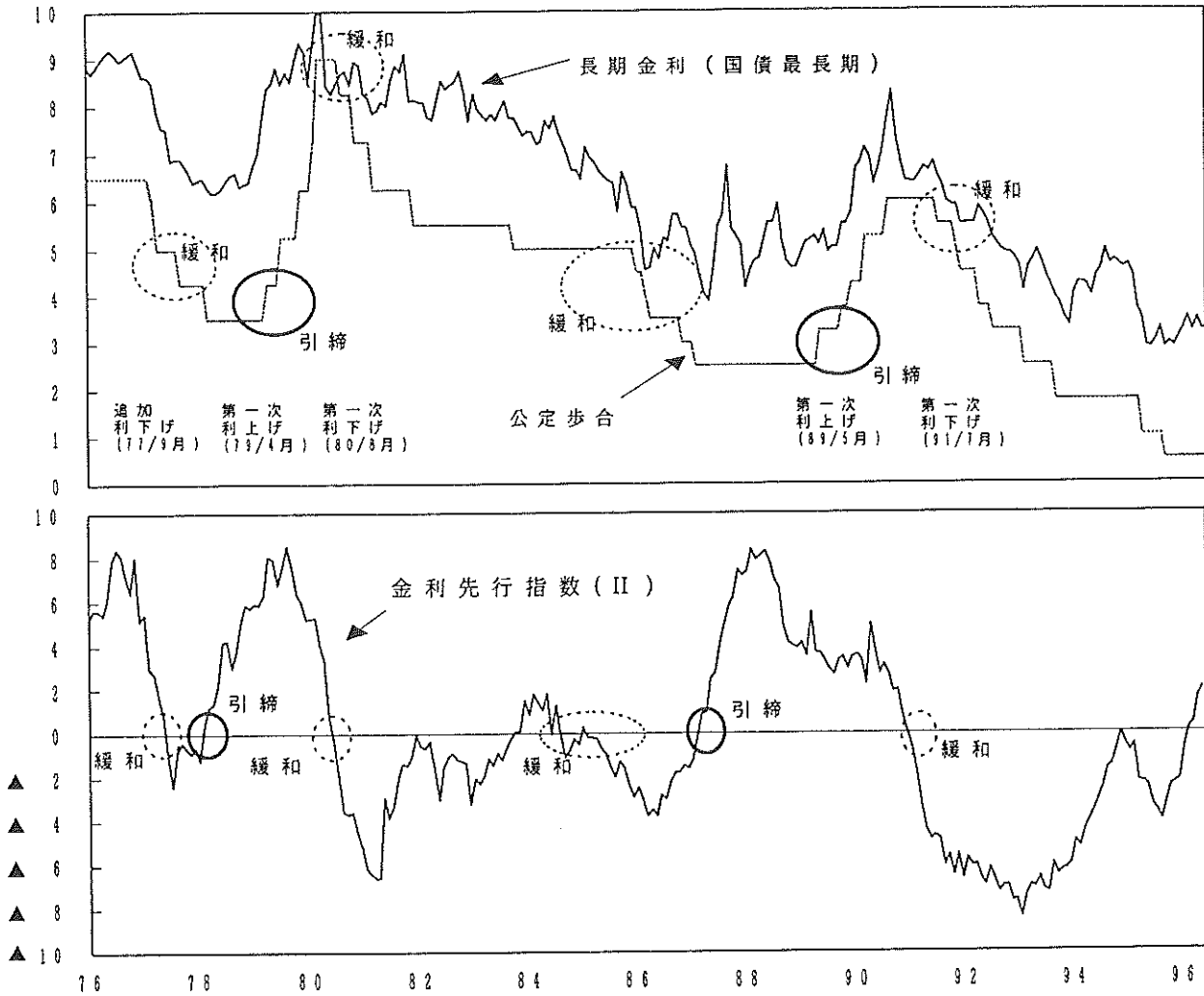
該当期間	金融引き締めシテが発信後の金融政策	先行期間	備考
78/5月~78/7月	78.4.17 (第一次利上げ)	9ヵ月	
79/4月~79/6月	(追加利上げ)		
87/3月~87/5月	89.5.31 (第一次利上げ)	24ヵ月	87/3~87/11間、90%以上

該当期間	金融緩和シテが発信後の金融政策	先行期間	備考
76/3月~77/1月	77.3.12 (追加利下げ)	2ヵ月	50以下は76/3~77/8間、12ヵ月継続
79/11月~80/3月	80.8.20 (第一次利下げ)	5ヵ月	79/11~81/4間、18ヵ月継続
82/3月~82/7月	83.10.22 (22ヵ月後の追加利下げ)	15ヵ月	82/3~82/9間、7ヵ月継続
85/6月~85/10月	86.1.30 (27ヵ月後の追加利下げ)	3ヵ月	85/6~86/9間、16ヵ月継続
90/7月~90/11月	91.7.1 (第一次利下げ)	8ヵ月	90/7~93/12の42ヵ月間中、33/4,5月を除いて50以下
95/2月~95/6月	95.4.14 (13ヵ月後の追加利下げ) 9.3 (追加利下げ)	(2ヵ月遅行) 3ヵ月	95/2~95/9間、8ヵ月継続

(注) 長期金利は76年12月までは利付電債最長期もの利回り (月平均値)、それ以降は上場10年国債最長期もの利回り (月末値)。公定歩合は月平均値。

(資料) 金利の実績値は日本銀行「経済統計月報」他。金利先行指数はニッセイ基礎研究所作成

図表-11 金利先行指数(II)のパフォーマンス



金融引き締め時の法則 (指数 II)
 : 第一次利上げ前に、指数がマイナスからプラスに転換。また、指数がプラスの間はおおむね多段階の追加利上げが実施。(ただし、指数(I)が成立する場合のみに適用)。長期金利は上昇に。

金融緩和時の法則 (指数 II)
 : 第一次利下げ、ないし、長期間据え置き後の追加利下げの前には、指数がプラスに。指数がプラスの間はおおむね追加利下げが実施。

該当時期	金融引き締めシナリオ発信後の金融政策	備考
78/2月 ~ 80/5月	79.4.17 (第一次利上げ) ~ 80.3.19 (最終利上げ)	78/1~77/5月、83/10~84/5月はプラスであったが、指数(I)が法則を満たしていない。
87/3月 ~ 90/11月	89.5.31 (第一次利上げ) ~ 90.8.30 (最終利上げ)	

該当時期	金融緩和シナリオ発信後の金融政策	先行期間	備考
77/6月 ~ 78/1月	77.9.5 (追加利下げ)	2ヵ月	マイナスは77/6~78/1間、8ヵ月継続
80/6月 ~ 83/3月	80.8.20 (第一次利下げ)	2ヵ月	マイナスは80/6~83/3間、40ヵ月継続
84/8月 ~ 87/2月	86.1.30 (第六次利下げ) 86.3.10, 86.4.21, 86.11.1, 87.2.23 (最終利下げ)		マイナスは84/7、85/1を除く31ヵ月
90/12月 ~ 96/1月	91.7.1 (第一次利下げ)	6ヵ月	マイナスは90/12~96/1間、62ヵ月継続

(注) 長期金利は76年12月までは利付電債最長期もの利回り(月平均値)、それ以降は上場10年国債最長期もの利回り(月末値)。公定歩合は月平均値。

(資料) 金利の実績値は日本銀行「経済統計月報」他。金利先行指数はニッセイ基礎研究所作成

(3) 限界

金利先行指数の主な限界は以下の点である。

- ①先行期間が一定していないので、公定歩合の変更時期を正確には予測できない。
- ②日本の金利先行指数作成の際に検討対象とした期間は、第二次石油危機、バブルの発生・崩壊とどちらかという大変動があり、また、金融政策の失敗を指摘する向きもある時期でもあった。ここでの分析はこれまでの政策対応パターンが続くとの前提でのものである。
- ③同様の意味で外生的な要因（財政政策、為替レート、原油価格など）に大きな変化があった場合には、見方に留意を要する。
- ④経済構造に関して、今後も従来の平均的な構造が続くとの前提でのものである^(注6)。

おわりに

金融市場では「超低金利の修正（短期金利低め誘導の解除や公定歩合の引き上げ）」をめぐり、様々な観測がなされている。ニッセイ基礎研金利先行指数は、直近では米国金利高や住宅・設備投資増加等から指数(I)は2月85.7%が5月71.4%に低下したものの依然70%台と高め一となっている。しかし指数の法則性によれば、3カ月連続で80%超となっておらず、「金融緩和は終了。公定歩合は段階的引き上げ局面に入る」とのサインはまだ出ていない。金利先行指数からは経済の現状は過去のような段階的利上げが必要な状況ではないことを示しているともいえよう。

昨年の9月の公定歩合引き下げ（1%→0.5%）と短期金利低め誘導はデフレ懸念が濃厚な状況下の緊急避難措置であった。このため、最近の景気、為替、株価動向などからみると、緊急避難措置が解除される可能性は十分にあるが、金利先行指数からは「当面、連続的な利上げはなく、基調的には低金利が続く」が示唆される。

長期金利に関しては、金利先行指数(I)は高めに推移しており、金利先行指数(II)も強含みなことから上昇方向が示唆される。ただし、緊急避難措置の解除はあっても、当面、公定歩合の段階的引き上げが予想されない中では、長期金利は強含み程度での推移となろう。

(参考文献)

日本語文献

- 奥本佳伸(1990)、「金融動向指数と景気循環」、ESP、90年7月号
- 経済企画庁(1995)、「平成8年版～日本経済の現況(年間回顧)」
- 三和総合研究所(1991)、「三和先行インデックス(SLI)について」今月の問題点91年3月27日号
- 鹿野嘉昭(1994)、「日本の銀行と金融組織」、東洋経済新報社
- 白川一郎(1995)、「景気循環の演出者」、丸善ライブラリー
- 鈴木玲子(1990)、「JCER BUSINESS INDEX」, JCER Discussion Paper No.10、1990年3月

^(注6) ハーバード法以来、DIに関する批判はクープマンズのもの他、数多くあったが、現段階での見方は白川(1995)によれば「クープマンズは、理論的なフレームワークのない単なる経済指標の計測は、政策的なガイドラインとして役に立たないと批判した」、「ザルノヴィッツによれば、DIを推進してきたNBERに対するクープマンズ以降の批判の多くは、循環分析の方法論に対するものであり、サブスタンスに対するものではないというのが一般的理解である」(P42、43)とされている。なお、ハーバード法は、田原(1993)によれば、株価、鉄鋼生産高など17系列をもとにしたもので、1919年～1941年の間、作成された。大恐慌時に景気回復を予測し続け、純粋な統計的手法を機械的に適用、固執した点が批判された。

田原昭四(1983)、「景気変動と日本経済」、東洋
経済新報社

筒井義郎(1996)、「低金利政策の功罪」—日本経
済新聞「やさしい経済学」96年6月1日～
6月7日全6回連載

日本銀行(1996)、「1995年度の金融及び経済の
動向(金融白書)」

米国商務省(1986)、「アメリカ歴史統計・第II
巻」(監訳:斎藤眞、鳥居泰彦)、原書房

本多祐三・上岡孝一・洞口紳也(1995)、「金融
情報変数とタイム・ラグ」(「日本の景気〜パ
ブルそして平成不況の動学実証分析」(本多
祐三編)の第7章)、有斐閣

英語文献

A. Estrella and G. Hardouvelis(1991), "The
Term Structure as a Predictor of Real
Economic Activity", The Journal of Fi-
nance, June 1991

Bas B. Baker and Monica Hargraves, "Info-
mation Content of the Yield Curve"(1994),
World Economic Outlook (May 1994, IM
F) 所収

Sidney Homer and Richard Sylla(1991), "A
History of Interest Rates New Third Edi-
tion", Rutgers University Press

Zuliu Hu(1993), "The Yield Curve and Real
Activity", IMF Staff Papers, December
1993