

持続的な名目ゼロ金利の経済分析

慶応義塾大学 櫻川昌哉

名目利子率と実質利子率の関係を表すフィッシャー方程式で考えてみよう。そこでは、名目利子率は実質利子率に期待物価上昇率を加えた値となる。実質利子率は、自然失業率に近い失業率のもとで財市場の需給を一致させる「自然利子率」の近傍にあると考えられ、また長期的には経済成長率に近い値をとるので、通常プラスの値をとる。したがって名目ゼロの世界では、物価上昇率はマイナス、つまりデフレが生じる。

日本銀行がコールレートを0.5パーセントに引き下げた1995年を起点とすれば、日本の名目ゼロ金利はほぼ20年間継続している。この20年間の平均をとると、物価上昇率は(マイナス)1.0%であり、GDP成長率は0.9%である。成長率を実質利子率の代理変数だと考えれば、プラスの実質利子率を埋め合わせるようにデフレが生じていたと考えれば辻褄があう。中央銀行が名目利子率を長期にわたってゼロに据え置くと、インフレが起きるところかデフレが起きてしまうのである。

再びフィッシャー方程式で考えると、名目利子率ゼロの世界では、実物資産の収益をさす実質利子率と貨幣の収益率は等しくなる。実質利子率が1%であれば、物価上昇率はマイナス1%となり、デフレによるキャピタルゲインを表す貨幣の収益率もまた1%となる。もはや貨幣と実物資産の保有は無差別となり、人々は貨幣を財の取引動機だけではなく資産としても需要する。実物資本への資産シフトが起きるところか、むしろ逆に実物資本を手放して貨幣を保有しようという力が働く。これが「流動性の罠」である。

クルーグマン等によって提案された流動性の罠から脱出するための処方箋は、物価上昇率を高めるために大規模な金融緩和を行い、物価上昇率が高まった段階で名目利子率を引き上げることである。人々の期待に働きかけるこの政策は短期決戦型である。質的量的金融緩和も開始からほぼ3年が経過しつつあり、物価目標の2%に執着して金利の正常化へのタイミングが遅れると、再びデフレに戻ってしまう危険性がある。

日本銀行が今回意図したのは、さらなる名目利子率の低下であった。三度フィッシャー方程式で考えると、名目利子率がマイナスになると、貨幣の収益率は実質利子率を上回ってしまう。懸念されるのは、マイナス金利を受けて、人々は量的緩和が長期化すると予想することである。直近のデータでは、10年物国債の流通利回りは0.1%を割り込んでおり、金利の期待理論で解釈すれば、人々は10年後も短期の名目利子率はほぼゼロだと予想していることになる。だとすれば、デフレに逆戻りする。

もし物価上昇率目標の2%を堅持するのであれば、最適貨幣供給量を政策目標として名目利子率の制御をはかるフリードマンルールの考え方が参考になろう。日銀にもとめられる政策は、名目利子率をマイナスにすることではなく、逆に(若干の)プラスの領域に据え置くことをターゲットにして貨幣需要を取引需要に限定することである。