

## 金融政策の長期金利への影響について

当月報7～9月号で3回にわたって金融政策について論じたが、そこでは、中央銀行がコントロール可能である「短期金利（無担保コールレート翌日物）」が政策手段として想定されていた。しかしながら、実体経済へ影響を及ぼすものは、むしろ「長期金利（新発10年物国債金利）」である。従って、現実的には、短期金利を通じて如何に長期金利を間接的にコントロールできるかが問題となる。実際、昨年の米国では、短期金利を上昇させたものの長期金利は低位安定を続け、グリーンズパンFRB議長（当時）が「謎（conundrum）」と呼んだことは記憶に新しい<sup>1</sup>。また最近の日本においては、8月25日の消費者物価指数の基準改定による下方修正（「CPIショック」）以降、日銀の追加利上げ実施時期について見方が錯綜し、長期金利も大きな振れを記録している。これらは、いずれも長期金利のコントロールが困難な事例であると考えられる。本稿では、金融政策の長期金利への影響について考え方を整理することとする。

### 1. 長期金利決定の考え方

長期金利の決定については、「イールドカーブ」、「フィッシャー方程式」の二つの主要な考え方が存在する。

#### 1-1. イールドカーブ

短期金利と長期金利との関係は、最も一般的にはイールドカーブ（＝金利の期間構造）によって特徴づけられる。すなわち、長期金利は、(A)該当期間の予想短期金利の平均値、(B)不確実性に係る対価とし

ての期間プレミアムの和になると考える<sup>2</sup>。(A)は長期金利と短期金利との間で裁定取引による利潤が発生しないという「無裁定条件」を表しており、ファイナンス理論の基本的な考え方に一致している。

イールドカーブ分析は、ある時点において、異なる満期をもつ債券間の裁定取引を行うために有効であるため、アナリストレポート等でしばしば眼にする。しかし、以下で見るように、イールドカーブは、金融政策の長期金利への波及という観点からは、必ずしも望ましくない性質をもつ。

第一に、イールドカーブ上の長期金利水準は、マクロ経済学的な意義が明確でないため、金融政策との関連を考察することが困難である。実際、イールドカーブから得られる短期金利と長期金利との関係が、市場のどのような期待の結果生じたものかを解析することは不可能である。第二に、イールドカーブは市場の期待を即座に反映するため、常に、金融政策の一部ないし全部を織り込んでいる。例えば、本年7月14日のゼロ金利解除前後において、短期金利は上昇したものの、長期金利には殆ど動きがなかった。事後的には、これは、長期金利市場においてはゼロ金利解除が完全に織り込まれていたためという解釈も可能である。しかしながら、解除の事前段階で、イールドカーブ上の長期金利水準において、どれだけのゼロ金利解除の影響が織り込まれているかを明確にすることは容易ではない。従って、金融政策の実施前に観察されるイールドカーブの形状をもって、実施後の短期・長期金利の関係を推測することは困難である。

<sup>1</sup> 2005年2月FRB半期議会報告

<sup>2</sup> イールドカーブ理論は、伝統的には①純粋期待仮説、②流動性プレミアム仮説、③市場分断仮説とされてきたが、最近では本文にあるように、ファイナンス理論の無裁定条件に基づき①②を合わせた「期待仮説」によって説明される。

## 1-2. フィッシャー方程式

長期金利を特徴づけるもう一つの方法は、フィッシャー方程式を利用することである。すなわち、長期金利は、(A)中立利子率、(B)均衡インフレ率、(C)期間プレミアムの和から成ると考える。ここで(A)中立利子率は、価格が完全に伸縮的な場合に成立する仮想的利子率である。潜在成長率に一致し、景気に対しては中立的になる。

フィッシャー方程式における長期金利のマクロ経済学的意味は明確である。また、金融政策の目的がインフレ圧力への対処であるとすれば、長期金利は上述のとおり景気中立的であるため、適切な金融政策は、(A)中立利子率や(B)均衡インフレ率に影響を及ぼさず、インフレに対する不確実性を減じることを通じて、(C)期間プレミアムの減少分だけ長期金利を引き下げることになる。しかしながら、フィッシャー方程式の最大の問題は、中立利子率の計測が容易ではないことである。実際、日銀審議委員は講演等ではしばしば中立利子率に言及するものの、日銀からその正確な数値が示されたことはない。

## 2. イールドカーブとマクロモデルとの融合

### 2-1. イールドカーブとフィッシャー方程式の補完性

1で述べたようにイールドカーブ、フィッシャー方程式は、実務的にはそれぞれ問題がある。従って、二つの方法を補完的に活用することができれば望ましい。すなわち、イールドカーブ上の長期金利水準をフィッシャー方程式上の長期金利と関連づけることができれば都合がよい。

イールドカーブでは長期金利は期待短期金利の平均がベースとなると想定されているため、ある時点の金利水準は将来の金利水準を予測しているはずである。従って、イールドカーブの時系列的変化を分

析することにより、満期毎に金利水準の予測力を評価することができる。その結果、超短期を除き、一般に、満期が長くなるほど予測力が高くなることが実証されている。この理由として、イールドカーブにおいても、満期が長い債券の予測においては、一時的な外生ショック等を捨象した、その経済の長期的均衡としての潜在成長率を重視しているという可能性が考えられる。もしそうであれば、イールドカーブ上の長期金利水準をマクロ経済学的に意味のある潜在成長率に関連させて解釈することが正当化される。

### 2-2. マクロ・ファイナンスアプローチ

2-1で述べた問題意識をより明確にしたものとして、最近ではマクロ・ファイナンスアプローチがある。すなわち、ファイナンス理論としてのイールドカーブモデルと金融政策ルールを含むマクロ構造モデルとの統合が試みられており、両者の動的な相互作用が研究されている。今後は、このような厳密なモデルに基づき、金融政策の長期金利に与える影響が分析されていくと期待される。

## 3. 結論

金融政策の長期金利に与える影響について考えるためには、短期金利と長期金利との関連を明確にする必要がある。長期金利の決定方法としてイールドカーブまたはフィッシャー方程式を利用する可能性が考えられるがそれぞれ問題がある。この解決のために両者を補完的に利用することが望まれ、特に、イールドカーブとマクロモデルとを統合したマクロ・ファイナンスアプローチが期待される。

(日本経済研究所調査局 調査第4部長

小田圭一郎)