

ゼロ金利解除についての基本的視点

日銀は、7月14日の金融政策決定会合において、経済・物価情勢の着実な改善を理由として無担保コールレート（翌日物）を0.25%前後にすることとし、ゼロ金利解除を決定した。この決定に関しては、政治的要因や、解除直後の株式市場の大きな変動等もあり、多くの観点からの評価が錯綜しているように思われる。本稿の目的は、今回のゼロ金利解除について、金融政策理論の観点からの基本的論点を整理することである。

1. 金融引締め政策としての位置付け

先月の当欄でも論じたように、量的緩和政策の本質的役割は、いわゆる時間軸効果を実現するためのコミットメントであったと解釈される。一方、ゼロ金利政策は、ゼロという水準は極端ではあるものの、形式的には低金利政策の一つであると考えることが可能である。このような観点に立てば、今回のゼロ金利解除は、量的緩和政策解除とは独立しており、通常の金融引締め政策の一例であると解釈できる。従って、議論の出発点として、ゼロ金利解除を、標準的な金融政策の枠組みの中で考察することとする。

2. 自然利子率

金利政策の必要性を理解するためには「自然利子率」の概念が有用である。価格メカニズムが理想的に機能する経済を想定すると、そこでは、実質利子率は総投資と総貯蓄とが等しくなる水準に瞬時に調整され、社会的に効率的な資源配分とともに、物価上昇率ゼロ水準が実現する。このような理想的な実質利子率は自然利子率と呼ばれる。

現実の経済では、価格は完全には伸縮的ではないため、市場実質利子率は自然利子率とは異なる水準に決まり、一般的には、効率的な資源配分は達成さ

れず、物価変動が生じる。このような状況下でも、もし中央銀行が自然利子率を知ることができれば、市場実質利子率を自然利子率に近づけることにより資源配分と物価変動を改善することができる。このように、自然利子率は、あくまでも仮想的概念であり現実に直接観察することはできないものの、金融政策を考える上で重要な指針となる。

3. 日本経済への適用

過去数年の日本経済は、長期にわたる不況の結果、自然利子率が低下した上、デフレ期待が強かったため、市場名目利子率が非負であることを勘案すると、市場実質利子率

$$= \text{市場名目利子率} - \text{期待インフレ率}$$

$$> \text{自然利子率}$$

という関係が成立していたと考えられる。このような状況下で、日銀は、①ゼロ金利政策により市場名目利子率を最下限に維持し、②量的緩和政策の時間軸効果により期待インフレ率の上昇（期待デフレ率の低下）を図っていたと解釈できる。

今回のゼロ金利解除に際して、理由として「経済・物価情勢の着実な改善」があげられていたことは、上の解釈と整合的である。すなわち、物価情勢の改善＝期待インフレ率の正值化（デフレ終息）、及び、経済情勢の改善＝自然利子率の上昇が前提とされていると考えられる。

4. 評価

しかしながら、具体的な根拠は必ずしも十分ではないと考えられる。物価情勢の改善については、4月公表「経済・物価情勢の展望」で指摘された需給ギャップ解消議論に基づくインフレの可能性、5月消費者物価指数の7ヶ月連続の前年同月比プラス、

また、経済情勢の改善については、日銀短観等における設備投資の好調が主にあげられる程度である。確かに、これらは日本経済の方向感を示していると考えられるが、3節の式の不等号を反転させるほどに、期待インフレ率や自然利子率の変化を説得的に説明するものではないと思われる。

なお、市場で長期金利が既に上昇していることは、市場参加者が将来の経済・物価情勢の改善予想を反映している可能性はある。しかしながら、先月の当欄でも触れた円環性問題の存在を勘案すると、長期金利上昇という事実に依存し過ぎた判断は危険である。

5. 他の解釈：量的緩和政策解除との連続性

上述のように、理論的には、ゼロ金利解除は通常の金融引締め政策、量的緩和政策解除は時間軸効果の剥落とそれぞれ解釈することが自然であり、また、日銀は両者が独立であることを繰り返し強調してきた。しかしながら、3月の量的緩和政策の解除後、6月に日銀当座預金残高が10兆円に到達した直後、7月の金融政策決定会合において、他に説得的理由なしにゼロ金利解除が実施されたことは、両政策解除の連続性を示唆しているようにも見える。

この点については、3節の不等式の関係を使って一つの解釈が可能である。すなわち、もし日本経済の問題は、デフレ期待が著しく大きかったことにあり、実は自然利子率はそれほど低下していなかったとすれば、ここ数年にわたる一連の超金融緩和政策の本質は、量的緩和政策のような強いコミットメント手段を用いて時間軸効果を発生せしめることにあり、その前提条件としてゼロ金利政策が必要とされたという議論の可能性である。そうであれば、日本経済にとっては、ゼロ金利自体に固執する必要はなく、デフレ期待が終息した後、量的緩和政策の終了とともに、速やかにゼロ金利解除が実施されるべきである。

6. 結論

ゼロ金利解除は、理論的には通常の金融引締め政策の一つと理解することが自然であり、解除理由として経済・物価情勢の改善が理由にあげられている点とも整合的であるが、解除時期に関する根拠は説得性に欠ける。解除時期からは、量的緩和政策解除との連続性も否定できない。

(日本経済研究所調査局 調査第4部長

小田圭一郎)