



2017年8月28日

## 低金利のインプリケーション

公益財団法人 国際通貨研究所  
経済調査部 主任研究員 武田 紀久子

今、最も顕著で重要な経済現象の1つが「世界的な実質金利の低下」であろう。中央銀行を含む各国政府・公的機関、アカデミア、そして金融関係者らによって様々に議論が展開されている中、7月31日に米FRBのフィッシャー副議長がこれをテーマに講演を行っている<sup>1</sup>。金融界の重鎮の論考は、当然とはいえ、課題が簡潔・明快に整理され示唆に富む。本稿では、その内容を参考にしつつ、「世界的な実質金利の低下」を巡る議論のポイント等を考えてみたい。

低金利は先進国に限らず、新興国も含め世界的な現象になっている。改めて言及するまでもなく、日・米・英・ユーロ圏等先進国の10年国債利回りは長らく史上最低水準での推移が続いているが、例えば、韓国・イスラエルのそれも、グローバル金融危機以降400bp近くも低下している。また、ブラジル・南アフリカ等は、金利が高止まりしている印象が強いが、それでも、過去最高水準からは大幅に低下し推移している。

金利水準を「景気循環」で説明できなくなったことは明らかであり、例えば米国では「100bpの利上げ実施」と「完全雇用ほぼ達成」という経済金融環境にありながら、長期金利は極めて低位のまま。その事実は、とりもなおさず、構造的・潜在的に成長とインフレ率の絶対水準が下方シフトしたことの証であり、フィッシャー副議長は、米国の自然利子率（完全雇用の下で貯蓄・投資がバランスする実質金利＝経済・物価に対して引き締めの的にも緩和的の的にも作用しない中立的な実質金利の水準）が0.5%弱というサンフランシスコ地区連銀の試算結果を披露している。

世界的な低金利の背景としては、先ず、日米英欧の主要中銀が史上例のない大規模な量的緩和政策を実施したことや安全資産に対する極めて高い需要等が挙げられるが、これはある意味、一過性の理由に過ぎない。フィッシャー副議長は、より恒久的な要因として、「自然利子率の低下」を切り口に整理をしており、その背景にある「貯蓄増加」と「投資停滞」について、あくまで米国での観察結果とことわった上で、①潜在成長率の低下、②人口動態（高齢化）、そして、③投資の低迷の3点を要因として挙げている

<sup>1</sup> 2017年7月31日にブラジル・リオデジャネイロで行った講演“The Low Level of Global Real Interest Rates” (<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/fischer20170731a.htm>)。内容はあくまで同副議長の個人的見解であり、必ずしもFRBの公式な見方を示すものではない。なお、原稿では、①なぜ金利はかくも低水準なのか、②なぜ低金利は世界的な現象なのかの2点にフォーカスしているが、本稿では①についてのみ取り上げている。

(図表 1)。これらは、既に多くの他の論考等でも指摘されている、世界的な実質金利低下の背景をなす重要なポイントと言えるだろう。

<図表 1：米国における自然利子率低下の背景について／フィッシャー講演<sup>2</sup>より筆者抜粋>

① 潜在成長率の低下	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ CBO*の試算では現在の米国の実質潜在成長率は約 1.5% (グローバル金融危機発生以前の約 20 年間は 3.0%程度)。</li> <li>➤ 潜在成長率低下の主たる背景は、労働生産性の伸び率、及び、労働投入量の低下。</li> </ul>
② 人口動態 (高齢化)	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 高齢化は労働投入量と潜在成長率の低下を通じ、自然利子率を下方シフトさせる。</li> <li>➤ 退職を控えた家計では貯蓄性向が顕著に高まり、それによって均衡 FF 金利は 1980 年代に比べ 75bp 程度低下したとの FRB 試算結果も。</li> </ul>
③ 投資の低迷	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 技術革新によって、小売・通信・輸送等の各セクターでビジネスモデルの大変革期が到来しており、先行き不確実性から投資手控えが継続。</li> <li>➤ 同一業態内で寡占化・集中化が進んだことで、ピアプレッシャーが機能せず、収益・業界シェア維持等のための新規投資に対する切迫感が減衰。</li> <li>➤ 規制・税制・通商条約など政策の先行き不透明感という政治要因も影響甚大。</li> </ul>

\*米議会予算局 (Congressional Budget Office)

ちなみに、同副議長は講演中段で、なぜ中央銀行が低金利を懸念するのか、についても短く触れている。これについては、1) 低金利環境下では、ケインズの言う「流動性の罠」に陥るリスク (≒金融政策の効果が発現しなくなるリスク) が高まること、2) 低金利によって金融機関の運用手段が枯渇し収益が圧迫されるなど、金融システムの安定性が脅かされること、そして、3) 金利低下そのものが潜在成長率低下のシグナルである可能性等の 3 点を挙げている。

こうして、ポイントをざっと振り返っただけでも、これら低金利の背景を成す要因はいずれも相互関与・相互作用し合うものばかりであり、原因・結果の因果関係やその線引きが曖昧な中で、混然一体となって実質金利の低下が促されていることに改めて気付かされる。フィッシャー副議長は図表 1 で挙げた 3 つの要因の中で、それぞれの影響度合いについて定量化を試みた結果として、低金利の背景にある第一義的な要因は、やはり、①「潜在成長率の低下」である可能性が高いことに言及している。

～～～

極めて大雑把に言えば、名目長期金利 (国債利回り) とは、その国のリターン (実質成長見通し) とコスト (物価見通し) の総和である。となれば、現在の世界的な低金利は、低成長と低インフレを反映したものであり、より正確には、低成長・低インフレがこの先も続くとの見方があまりに強く広く浸透してしまい、高成長・高インフレへ戻る姿が展望できないことがその背景にある。20 世紀半ば以降、中央銀行の課題はすべからく「物価上昇の抑制」にあったが、その封じ込めに成功し 21 世紀に入った途端に、

<sup>2</sup> 脚注 1 に同じ。

「物価が上がらない＝予想物価上昇率の停滞」という全く逆の課題を新たに抱えることになってしまっている。

同じく、大雑把に言えば、自然利子率とは、経済の価値創生力と利潤率の総和であり、フィッシャー副議長が紹介した試算結果を前提にすれば、米国ですらそれが 0.5%弱という小数点以下の水準へ達するほどに、経済の基礎体力が低下していることになる。この現実に向き合う時、その対策としては、これまでのように経済活動を刺激するアクセルをふかすのではなく、エンジンそのものを作り変え、付加価値創造の実力を鍛え直すことが必要になる。今回講演の結びで、同副議長は経済の長期的な潜在性向上のためには、金融政策よりも、財政政策と各種規制対応が効果的だとする自身とバーナンキ前FRB 議長の言葉を改めて置いている。

このくだりは、「長期停滞」の先進国である日本の中央銀行からも繰り返し発せられているメッセージでもある。話は飛ぶが、昨年 8 月の米ジャクソンホールでノーベル賞経済学者クリストファー・シムズ教授が基調講演を行い「金融政策が効果を発揮するには財政政策の裏付けが必要」と主張して以降、改めて「FTPL : Fiscal Theory of Price Level / 金融政策のみではインフレ率の長期的変動をコントロールできないとする物価水準の財政理論」が関心を集めるなどしている。それをどのような経済理論で整理するかも含めまだ定見はないが、世界的な実質金利低下のインプリケーションの 1 つとして、「財政と金融の合わせ技」を巡る議論に拍車がかかることも必至となりそうだ。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。