



2018年9月26日

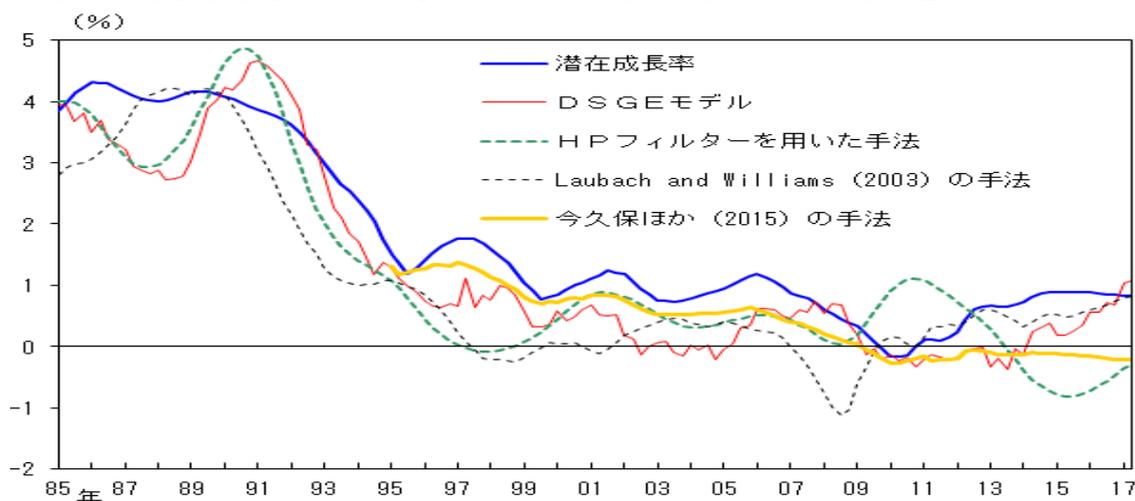
自然利子率と出口論議の行方

日本大学 国際関係学部 / 大学院教授
公益財団法人 国際通貨研究所 客員研究員
円居総一

黒田総裁の自然利子率を政策運営上の基準に、という5月の発言に続き、安倍首相も最近、同趣旨での出口戦略に言及したことから、自然利子率が今後の金融政策と市場の先行きを占うカギとして注目を集めることになった。自然利子率は一般に馴染みある言葉ではない。その専門的定義も一様ではないが、基本的に、経済の需要と供給が均衡状態にあり、完全雇用が成立している場合の実質金利、を指す概念である。また、ここでの実質金利が、名目金利から期待インフレ率を差し引いた金利であることは言うまでもない。金融政策の中心は、市場の実質金利の上げ下げを誘導し、経済の安定的成長に資することにあるから、その誘導は理屈上、市場の実質金利が自然利子率に等しくなるよう、自然利子率を目安として誘導すればよい、ということになる。すなわち、市場実質金利が自然利子率を上回っている時は緩和を、逆は逆の形で政策運営をすれば良いということになる。冒頭で、「基準発言」と要約したのはそのためである。

しかし、自然利子率の推計は決して容易ではなく、推計方法によってもかなりかい離が生じる。そのため、米国を含めて金融政策の引き締めや緩和の判断や日常の金利コントロールの参考、ないし基準指標として暗黙的にも明示的にも使われてきた形跡はない。総裁や総理発言を受けての自然利子率と出口戦略論議はステルス・テーパーリングやステルス利上げなどの言葉に象徴される技術論議に広がって熱を帯びているが、そうした技術論議では先行き展開を読むのは難しかろう。何故、ここにきて自然利子率基準を明示することになったのか、その意図と背景要因を踏まえなければ、技術論議は憶測の積み重ね論議になってしまうからである。

図表1. さまざまな手法による日本の自然利子率（試算）の相違と推移



出所：「わが国の自然利子率の決定要因—DSGEモデルとOGモデルによる接近」日本銀行 Research LAB No.18-J-2.

自然利子率の推計では、ウィリアムズ・米サンフランシスコ連銀総裁（現ニューヨーク連銀総裁）が2001年以降米国の自然利子率を定期的に推計、公表してきたのが代表例であり、現在も一部改良を加えてニューヨーク連銀から公表されている。それが世界的に注目を集めるようになったのは、リーマンショック後の経済停滞に関してローレンス・サマーズ元米財務長官が「長期停滞論」を提示し、その証拠の1つに自然利子率のマイナス化を挙げたことによる。しかし、それは金融政策運営とは直接関わるものでなく、経済自体の展開の問題であり、その論争に加わった元・米連邦準備制度理事会（FRB）議長のバーナンキ氏も自身のブログで「自然利子率がマイナスなのは景気循環上のこと」との見解に立って、経済の長期停滞問題の範疇（はんちゅう）で論じている。日銀も、自然利子率の長期低落について、2016年の金融政策の「総括的検証」補足ペーパー②（2016年10月）、「我が国の自然利子率の動向」で論考しているが、結論的には、自然利子率がすう勢的な低下を辿るなかで、「量的・質的金融緩和」が緩和的な金融環境をもたらしていると示唆されるとの話に留めている。自然利子率が1990年代以降、潜在成長率の動向を反映して、すう勢的に下落傾向にある一方で、実質金利（市場実質金利）は長短ともにマイナスで推移しているゆえ、そのように推測されると政策の適合性をにじませながらも、自然利子率自体を政策運営指標とは位置付けてはいない。

実際日銀がデフレ脱却に向け現在の政策に大きく転換した際、大きく分けて3つの処方選択枝があった。すなわち、①名目金利の非負制約を取り払いマイナスにして市場の実質利子率をマイナスにする、②超拡大的な異次元緩和の実施を約束することで人々の期待インフレ率を高め、デフレを脱する、③経済の潜在成長率を高め、自然利子率をプラス領域に持ってきてデフレを脱する、の3つである。日銀が選択したのは②の処方箋であった。そして、この政策の実践において定めた物価目標+2%は達成されないまま、①と関わるマイナス金利政策が追加され、また③における潜在期待を意識した自然利子率基準が提示されてきたと言えよう。

意図と先行き展開にとって重要なのは、この目標実現とデフレ脱却という政策効果の

発露に至らなかった原因と、その状況下で唐突に提示された自然利子率基準の出口戦略の背景であろう。この原因と背景に絡んで看過してはならないのが、政策の基本を成してきた量的異次元緩和の‘エンドレス’の罫（わな）である。すなわち、目標インフレ率に目標期間内で達しない限り、マネタリー・ベース（現金通貨＋市中銀行日銀預け金）の増加率を加速していかなければならないことであった。実際それが続いてきたが、現金発行に伴う対価資産としての日銀の国債の大量保有と価格（長期金利の超低位）安定操作やその下での銀行の国債購入には自ずと限度があり、この増加加速をエンドレスに物価目標達成まで継続できないため、行き詰まりに直面せざるを得なかったということである。そして国債利回りのマイナス誘導追加というマイナス金利政策となったが、それは長短金利のフラット化を進め、銀行の期間転換という本質的な信用拡張（マネーサプライの拡張）機能を委縮させるだけに終わっている。

金融政策は本来的に、実物経済の需要に直接働きかけて成長トレンドを引き上げるような政策効果を持つものではなく、実質金利を誘導し、需要、例えば投資の前倒しや先送りを導いて景気変動を均すことにある。この点で、自然利子率と実質利子率の比較考量での政策運営を通じて景気の安定化を図ることは理にかなっている。しかし、この自然利子率基準に絡んでも現行の政策はもう1つの罫を抱えて来た。実質金利誘導効果がたとえ発露できたとしても、それはあくまで需要の先食い効果であり翌年以降の需要はその分減少するから、マクロの均衡関係からみれば、貯蓄・投資曲線（I/S カーブ）は図表的には左下方に移動し、それに応じて自然利子率も低下することになる。つまり、需要の先食い自然利子率は下がり、マイナス金利政策も自らが作り出す自然利子率の低下をエンドレスに追いかけて回すだけに過ぎなくなるということである。

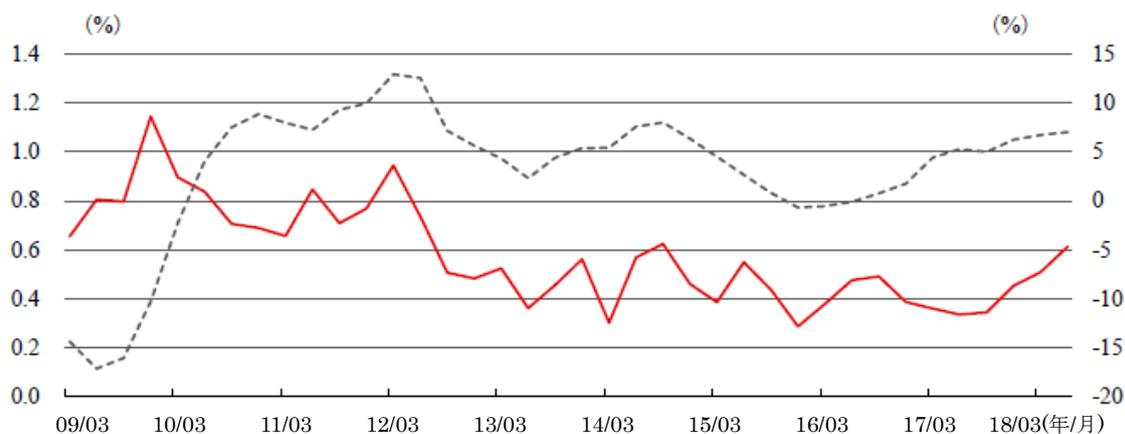
これら2つの罫と政策の副作用の積み上がりの中で行き詰まり状況に直面し、出口に関して何らかの展望を示す必要に迫られたこと、これが冒頭の出口戦略の示唆、提示に繋がったと言えよう。しかし、政策は行き詰っている状況で、金融政策の範疇での代替策はない。そこで、政府の構造改革策を含む成長戦略と絡ませて、それによる潜在成長率が高まってくれば自然利子率が高まってきて金融正常化への出口が見えてくる、という期待感を込めて自然利子率ベースの出口戦略を打ち出すことになったと見られる。

問題は、その自然利子率の高まり、その前提となる潜在成長率の高まりと経済の成長トレンドの回復が窺（うかが）われるか否か、である。残念ながら、現状ではほとんど窺えない。さらに自然利子率ベースの政策指針自体、その計測上の問題に加え、既述のように、その金融政策への適応性にも疑問を残している。

以上のような、行き詰まりの背景要因と出口戦略発言の意図をふまえるなら、米国の正常化プロセスで論議されてきたステルス・テーパリングやそれをもじったステルス利上げなどに則った昨今の金融調節と市場の先行き論議等はあまり意味がなかろう。米国の金融正常化の過程での自然利子率の推移やユーロ圏での自然利子率の推移から、一見、自然利子率基準に沿って金融正常化（緩和の停止から引き締め化）が（速度は異なるが）進められてきたように見える。しかし、それは潜在成長率と現実の成長トレンド

の連動性が高いことの結果であって、金融政策は景気の平準化効果にあるとの共通認識を持つ主要中央銀行が、FRBであれ欧州中央銀行（ECB）であれ現実の景気展開をベースに政策判断を行っている。図表2に見るように設備投資が先導する形で米国の自然利子率が変動推移している。設備投資が生産性、そして潜在成長率を高め、自然利子率が高まっていく流れである。この米国に比してユーロ圏での自然利子率の回復と金融正常化ペースの相対的遅れが窺われるのも、両者間の景気の強弱を反映したものと見られよう。その際、自然利子率は先に触れたように、実質利子率との比較差において金融政策が緩和にあるのか、引き締めにあるのかを知る有力な1つの目安とはなってもその政策判断に直結する指標ではなく、中期的な視点から経済の成長トレンドと景気展開を確認する指標としての性格が強いことに留意が必要であろう。ニューヨーク連銀の自然利子率試算の解説等からもそうした位置付けにあることが窺われる。

図表2. 米国の自然利子率と設備投資伸び率の推移



注. 実線は自然利子率（左目盛）、破線は設備投資伸び率（前年同期比、右目盛）。

出所：米商務省、ニューヨーク連銀自然利子率試算データより三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成図。

以上を踏まえるならば、今回の自然利子率基準へのシフトの表明は、これまでの延長線上での新たな手法の追加ということではなく、金融政策の位置づけそのものを変えることを示唆したものと捉えられよう。すなわち、経済政策の柱としてきた金融政策はその座から降り、政府の経済政策の下支え役としての金融調整という本来の姿に向けた転進である。今後の展開は、その方向に向けた枠内での技術的微調整が模索されていこうが、現状ではそれも極めて限定的にならざるを得ず、ほとんど動くに動けない状況が継続していく公算が高い。そして今後の金融市場の展開を決めていくのは、政策期待やショックよりも実物経済の景気展開そのものに移ってこよう。特に、需要動向の展開が決定要因となってくるとみられるが、現状ではその脆弱な基調に変化は窺えない。当分は、2つの罫に陥り累積した副作用の調整対応も求められる状況下で、経済回復をひたすら待ちつつ限定的な金融微調整を続けざるを得ない状況が継続する他ないものとみなされる。

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。