

中立金利に隠れるゼロ金利解除の意図

発表日：3月28日(火)

～解除後の増税作用を割り引くと期待成長率は下振れる～

(No. B-22)

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

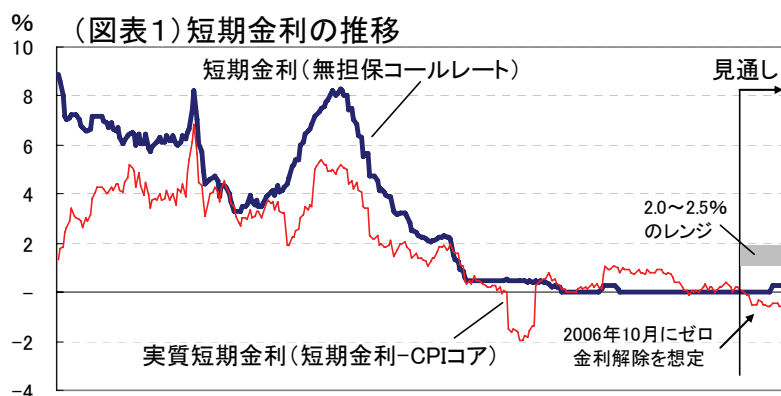
中立金利の議論は、ゼロ金利解除のための理論武装である。今、潜在成長率が高まっているので、需給ギャップの面からインフレ圧力が小さいという議論に対して、それならば中立金利(潜在成長率+期待インフレ率)も高いはずだという反論を突き付けられる。潜在成長率の高さを、「ゼロ金利解除をしても大丈夫だ」という論理に使われてしまうことになる。しかし、ゼロ金利解除後に名目金利を徐々に引き上げていけば、今の財政事情では、消費税率引き上げが意識され、期待インフレ率は下がる。事後的な名目中立金利が低下するというパラドックスもある。

中立金利は2.0～2.5%??

3月13日の水野温氏審議委員の講演では、潜在成長率(中長期的な実質中立金利に相当)が1.5～2.0%程度であるという見方が示された。この値に2006年度見通しの消費者物価0.5%を上乗せした名目中立金利が2.0～2.5%であるという理解にある(図表1)。この発言は、日銀が名目中立金利である2.0～2.5%を目指していく意向を持っており、ゼロ金利解除が遠くないことを示唆するものと受け取られた。

一方、水野講演の直後に行われた中原眞審議委員の講演では、「(中立金利に基づいて)議論する条件は未だ整っていない」と否定的であった。中立金利の議論は、9名の政策委員会内で必ずしもコンセンサスが成り立っていない可能性が濃厚であるが、中立金利が何がしかのメルクマールになっていくという公算は強い。

そこで、本稿では、中立金利に基づいたゼロ金利解除の思惑を考えてみた。



81 82 83 84 85 86 87 88 89 90 91 92 93 94 95 96 97 98 99 00 01 02 03 04 05 06 07
注：日本銀行資料、総務省「消費者物価指数」より筆者が加工。

中立金利の考え方

中立金利の理論的背景を考えてみると、生産能力の拡大に見合った成長ペースが自然利子率＝中立金利とされる(①)。自然利子率は、実物投資の成長が阻害されない利子率であるという意味で、中立金利とされる。その値は、インフレが起きない生産能力の拡張ペースを示す潜在成長率と、中長期的にみて一致すると考えられる。

自然利子率＝中立金利＝均衡実質金利＝潜在成長率…①

実質成長率が潜在成長率を超えていけば、インフレ率が加速すると考えて、自然利子率に期待インフレ率が加わったものが名目中立金利と対応する。これは、フィッシャー方程式として知られている(②)。

均衡実質金利+期待インフレ率＝名目中立金利…②

足元の名目中立金利は、期待インフレ率を2006年度見通しの物価上昇率(0.5%)として置き換え、均衡実質金利に加算することで計算できる。水野委員の提示した2.0～2.5%は、潜在成長率1.5～2.0%に2006年度の物価上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

昇率0.5%※を加算した数字になっていた。水野委員の理屈から言えば、現在のゼロ金利は、中立水準からは2.0～2.5%も乖離しているので、利上げを進めてもインフレなき経済成長を目指すのに整合的だという考え方になる。

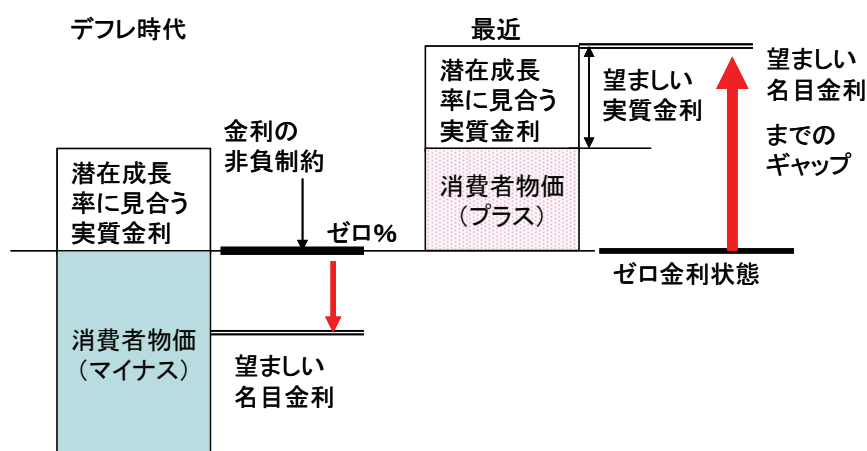
※展望レポートで用いた2006年度0.5%とは別に、量的緩和解除時に日銀が示した望ましいインフレ率0～2%（中心値1%程度、先行き1、2年後の目処）がある。この値で置き換えると、中長期的な名目中立金利は1.5～4.0%と非常に高い上限になる。

中立金利による理論武装

なぜ、今になって日銀が中立金利の議論を持ち出したのかという背景には、ある日銀の思惑があると考えられる。簡単に言えば、「日本経済の潜在的なデフレ圧力はまだ大きいはず」という慎重論へ“諸刃の剣”を突き付ける理論武装の意図があったと考える。例えば、デフレ圧力を大きく見る論者は、潜在成長率を高く置いて、需給ギャップが依然として供給超過にあると評価しがちだ。これに対し、日銀サイドは「潜在成長率が高いのならば、その分、中立金利も高くなっているはずなので、ゼロ金利解除に踏み切っても問題ない」という反論を用意する。仮想する潜在成長率を高くおけば、供給超過圧力を大きく（ないし需要超過圧力を小さく）して評価できる半面、中立金利も高いはずというパラドックスを突き付けることができる。中立金利という概念を持ち出してきたことは、慎重派の意見をうまく封じることができるというからくりがある。

また、日銀が今更のように中立金利を持ち出してくるのは、消費者物価がプラス転化してきたことも大きい。かつて、消費者物価がマイナスの時代には、潜在成長率に消費者物価のマイナス幅を加えた数字が、マイナスの中立金利になっており、このときは名目ゼロ金利でさえ割高になっていた。金融政策は、非負制約に直面し、緩和効果を発揮できなかったと考えられる。ところが、最近のように消費者物価のプラス幅がある程度まで広がってくると、今度は名目中立金利が高くなり、金融引き締め理由付けに使いやすくなる（図表2）。

(図表2)関係が変化してきた中立金利



短期金利を引き上げると期待インフレ率がマイナスになる

筆者は、2%近くに潜在成長率を前提に望ましい金利水準が2.5%程度だと考えることはやや極端だが、民間部門の実力は、名目短期金利を1.0%程度でも景気が腰折れしてしまう可能性は小さいと考えられる（だから利上げしてよいとはならないが）。そうした企業収益の実力は、潜在成長率の高さに確かに反映されている。家計にしても、今後2006年春先以降、賃金上昇がはっきりすれば、利上げの耐久力が高まるとみられる。

しかし、それでも筆者は、中立金利水準近辺まで名目金利を引き上げることは慎重であるべきだと考える。それは、財政・金融政策のポリシーミックスを考えたとき、利上げによって政府の利払費用が増えて、消費税率引き上げに追い込まれる作用が働くからだ。増税リスクが顕在化した場合、期待インフレ率が下押しされる可能性がある。「消費税率引き上げの議論が出ると、家計は支出を抑える」と言えばわかりやすい。

仮に、名目短期金利を+1.0%ほど引き上げると、政府の利払費は、2006年度の借換国債+新発国債の発行額138兆円に対して1.4兆円程度の利払費の増加が見込まれる。借り換えのタイミングもあって、一度金利が上昇すると利払費は年々累増していく構造（長短金利+1.0%の金利が3年間続くと8.4兆円増と試算できる）にある。その場合、税収増加ペースが利払費増に追い付かなくては、財政赤字の拡大を余儀なくされる。金利上昇局面が始まれば、これまで先送りしてきた消費税率の引き上げというパンドラの箱を開けてしまうことになる。仮に、消費税率1%引き上げが2.5兆円の増収になると考えると、短期金利1%の引き上げに対応して、3年後には3%以上の消費税率の引き上げが必要になってくる。こうした消費税率の引き上げは、名目成長率を押し下げ、そして期待インフレ率も引き下げる。日銀が一旦利上げをし始めると、財政の要因で事後的な期待インフレ率は下押しされ、目指すべき中立金利は低下する。日銀は、事前にイメージしておくべき名目中立金利を相当に高く***考えておいて、短期金利水準の引き上げに着手すべきということになる。

※※単純に消費税率3%の引き上げが名目成長率を△3%引き下げると考えると、民間部門の名目中立金利が3%以上に高まらなないとゼロ金利解除はできないという関係になる。

まとめると、今の金融政策運営は、民間部門にとって中立的な金利水準を目指したとしても、その金利水準では財政部門のサステナビリティが増税抜きには維持できなくなり、事後的に財政要因によって民間部門で形成される期待インフレ率が下押しされる関係を考慮しなくてはならない。金融政策の正常化は、財政政策の次の一手を考慮しながら進めることを余儀なくされている。政府関係者から激しい反対論が、金融政策に浴びせられるのは、こうした利害関係が隠れているからだと考えられる。

最後に、筆者は、春先以降に本格的な賃金上昇が始まれば、メインシナリオとして2006年10月にゼロ金利解除になりそうだと予想している（早ければ7月解除もあり得る）。その際には、日銀と財政当局との利害調整は一層厳しさをみせると考えられる。

(参考) テーラー・ルールと中立金利

中立金利はテーラー・ルールで示すこともできる。テーラー・ルールは、

$$\begin{aligned} \text{名目中立短期金利} = & \text{実際の物価上昇率} + \text{均衡実質金利} \\ & + (\text{実際の物価上昇率} - \text{望ましい物価上昇率}) \times 1/2 \cdots \text{インフレ・ギャップ} \\ & + (\text{実際の実質GDP成長率} - \text{潜在成長率}) \times 1/2 \cdots \text{需給ギャップ} \end{aligned}$$

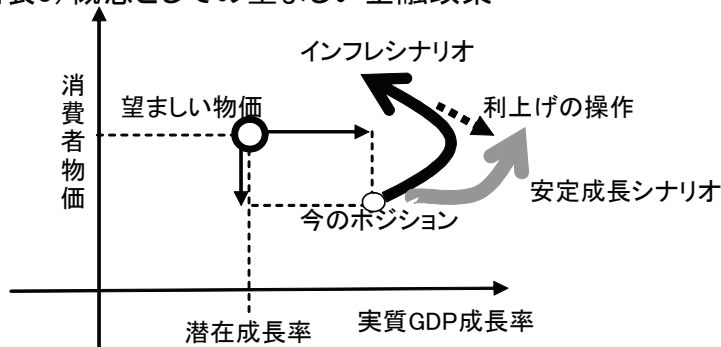
で示される。この式は、均衡実質金利＝潜在成長率、だとすると、

名目中立短期金利＝ 実際の物価上昇率 + 潜在成長率 + 1/2×インフレ・ギャップ + 1/2×需給ギャップ
と変形できる。この式は、基本的なフィッシャー方程式は、

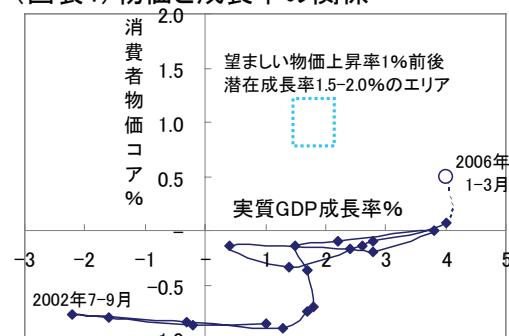
$$\text{名目中立短期金利} = \text{実際の物価上昇率} + \text{潜在成長率 (均衡実質金利)}$$

とオーバーラップする。テーラー・ルールの構図は、フィッシャー方程式で示された名目金利水準に対して、インフレ・ギャップや需給ギャップの調整分を加味したものだと理解できる。

(図表3) 概念としての望ましい金融政策



(図表4) 物価と成長率の関係



注: 2006年1-3月は、消費者物価0.5%実質GDP4.0%で仮置き。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。