

## 論考・日銀は中立金利まで利上げをしてよいのか ～財政再建との整合性～

発表日：12月4日(月)

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生(5221-5223)

中長期的な目処として、金融政策は中立金利＝潜在成長率を目指すことが望ましいとされる。潜在成長率が1%台後半だとすると、現時点では短期金利水準が低すぎるという理解になる。ところが、民間部門の資産収益率には、政府債務が持続性を回復するための租税負担が加味されていないことを勘案すると、潜在成長率はより低下することになる。直感的に考えると、長期金利が跳ね上がれば、多少税収が増えていても、財政の持続性が不安定化すると言えはわかりやすいだろう。

### 緩和的な金融環境のリスク

日銀は、10月末の展望レポートで、設備投資の過熱リスクに言及し、「極めて緩和的な金融環境」を是正していく意図を見せた。おそらく、「極めて緩和的な金融環境」という表現の裏側には、緩和的ではない普通の金融環境、つまり中立的な状態が想定されているのであろう。言い換えれば、日銀は中立金利の水準まで短期金利を誘導していくことで、緩和的な金融環境を是正しようとしているのである。

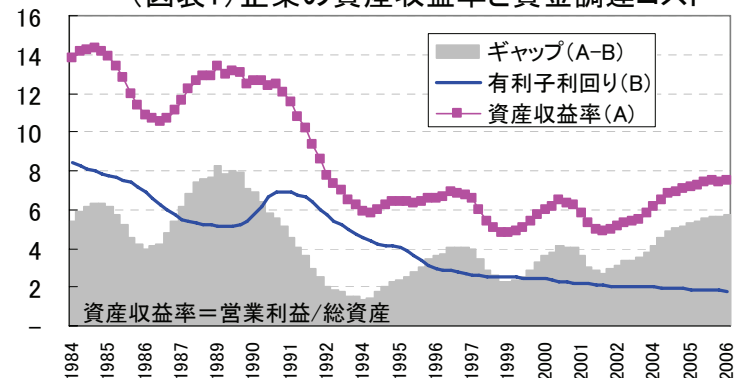
では、中立金利とはどのくらいなのだろうか。経済学では、実質中立金利＝潜在成長率と考えるのが一般的である。また、名目中立金利は、実質中立金利に期待インフレ率を加えたものとされる。展望レポートでは、潜在成長率は1%台後半であり、「物価安定の理解」では中長期的な物価安定の理解として、政策委員の中心値は1%前後であるとしている。両方を合計すれば、名目中立金利は2%台後半という計算が成り立つ。現在、短期金利は0.25%なので、金利水準で評価して2%以上も緩和的ということになる。

この緩和度合いを前提にすれば、企業の資産収益率は割安な資金コストを大幅に上回るので、資金調達も活発化して、バランスシートは膨張する。現時点でも、法人企業統計の資産収益率と資金調達コストの間には大きなギャップがあり、それに呼応する形で設備投資が伸びている(図表1、2)。今後、その膨張が持続性を持たない規模にまで広がれば、過熱状態に陥っているという見方ができるかもしれない。今の日銀は、そうした過熱リスクを防止することを企図して、金融政策の正常化を行うとしていると理解できる。

### 財政再建と整合的な金利水準

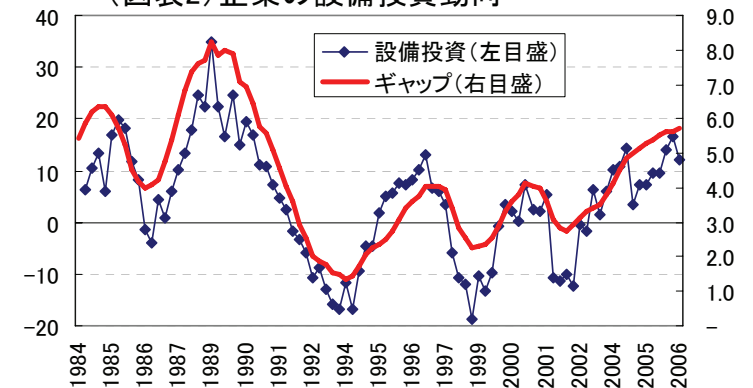
前述の「設備投資の過熱を防止するために、政策金利を中立金利に戻す」という理屈は単純明快である。しかし、観

前年比% (図表1) 企業の資産収益率と資金調達コスト



出所：財務省「法人企業統計」

前年比% (図表2) 企業の設備投資動向



出所：財務省「法人企業統計」

察される潜在成長率を中立金利だと考えて行動することには慎重を期した方がよい。なぜならば、潜在成長率は、財政再建の必要性を加味していない割高の値である可能性があるからだ。

まず、その理由を考えるために、潜在成長率＝中立金利という発想が依拠する考え方を吟味しよう。实体经济が中長期的に成長するペースが潜在成長率だとすると、金融資産の保有者は運用に際してそのペースに見合うだけの利回りを請求することが妥当と考える。これは、実物資産への投資利回りと金融資産の収益率に裁定が働くという発想である。

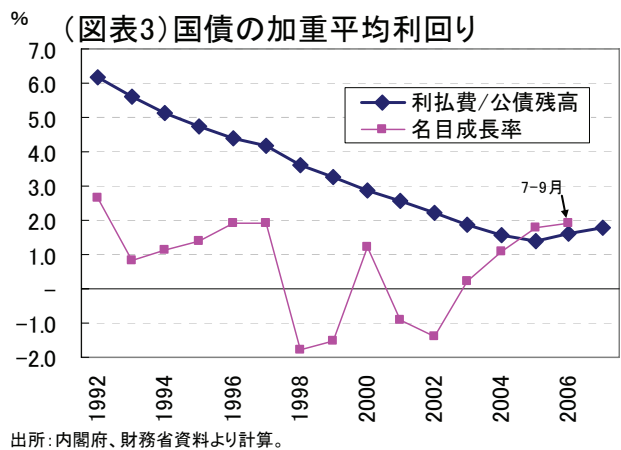
次に、資産収益率を政府部門を含めるかたちに拡張してみる。政府部門は、90年代不況に対応するために、国債発行を増やして歳出を拡大することでデフレ悪化を下支えしてきた。そこで、政府の景気対策は、需要を先食いして、前倒しで歳出拡大したかたちになっている。その先食い分は、将来の増税で賄われる筋合いになる。

折から、日本の財政に関しては、債務の持続性問題が語られてきた。プライマリーバランスを均衡させるための最低限の増税が手当てされなければ持続性を担保できないという見方である。財政の持続性を担保する税率を中立金利になぞらえて、中立租税負担率とするならば、現状の税率は中立的租税負担率を下回っていることになる。中立的租税負担率は、プライマリーバランスを均衡させるために、自然増収では賄い切れない部分の必要増税率に相当する。

潜在成長率は、一国の資本・労働の平均的投入量と技術革新の趨勢から導かれるが、政府部門を勘案すると、必要とされる増税分だけ潜在成長率は下押しされる。中立金利は、財政の持続性条件を担保する増税のマイナスの下駄を差し引いて考えるべきだという結論になる。

**増税が必要なければ、中立金利を目指すことは可能**

財政の持続性を担保する増税が必要かどうかは、微妙な判断を求められる。政府の歳出・歳入の一体改革では、2011年度を目処にプライマリーバランスを均衡させた後、必要となる増税分は+2～5兆円だとされている。消費税率に換算すると+1～+2%の増税幅である。ところが、最近になって、2006年度の税収の上振れ分が大きくなり、2007年度予算についても財政収支の行方に楽観的な見方が台頭している。仮に、自然増収だけでプライマリーバランスの達成が見込めるのなら、中立租税負担率は現状で達成できているということになる。すると、日銀が中立金利を目指して利上げをすることも可能になる。



一方、現在、税収が増加する中、長期金利が低位に推移している(図表3)。そのため、税収増加が利払費に食われることなく、財政赤字の縮小に寄与している。しかし、今後、日銀が短期金利を2%台を目指して引き上げていったとすると、利払費は目に見えて増えていくであろう。例えば、2006年度の普通国債の平均利回りは1.60%、利払費は8.6兆円であるが、仮に+2.0%の金利上昇がすべての期間の債券で起これば、+3.5兆円の利払費の増加になる。こうした効果を勘案すると、中立金利の水準は表面的には2%台後半にみえるが、消費税増税による相殺分を差し引いて、1%前後まで低くなるのではなかろうか。

**中立金利の含まれるリスク・プレミアム**

もうひとつ、潜在成長率に相当する中立金利という考え方に問題提起をしておきたい。再度、概念整理をすると、潜在成長率は実物市場の投資利回りを反映するものであり、19世紀～20世紀初頭の経済学者クヌート・ヴィクセルの言う自然利子率を指す。一方、金融市場では、資金需給のバランスによって貨幣利子率が決まるとされる。裁定が働く世界では、自然利子率＝貨幣利子率＝中立金利という関係が成立する。

ところが、貨幣利子率が、短期金融市場の金利と一致するのかどうかは疑問が残る。なぜならば、一口に金融市場の

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。2

金利と言っても、リスクフリーの金利に対して、期間や信用度などの違いが流動性・信用プレミアムとして加味される多様な金利形成が行われる。金融政策が念頭に置く中立短期金利は、潜在成長率からそうしたプレミアムを差し引いて求めることになる。今は、そのプレミアムが大きいので、中立短期金利は2%台後半よりも大幅に低いと考えられる。

企業の金融行動をみても、現状では内部資金のうち、設備投資などの投資・支出に回っている部分はあるが、残りの部分は債務返済に当てられている（図表 4、5）。この動きは「極めて低い金利水準の刺激を受けて」信用がどんどん拡張していくリスクと矛盾する動きである。

むしろ、企業の財務行動は、表面的な資金調達コストは低くても、債務を抱えているコストは小さくないと感じているのだろう。そこには企業がリスク・プレミアムを実感している構図が隠れている。このリスク・プレミアムは、デフレ時代に債務過多に陥って、財務リストラに苦労した経験から生じている悲観バイアスなのかもしれない。前掲の図表1では、企業が資産収益率と資金調達コストに大きなギャップに反応して、設備投資を加速させるかのような印象があったが、実はリスク・プレミアムを感じている企業にとっても、今の低金利水準ならば、設備投資を増してもよいと考えるバランスの取れた状態なのかもしれない。すなわち、リスク・プレミアムを感じるから債務返済を進めていて、企業はリスクが取れる範囲内で設備投資を行っているのである。そうした中では、短期金利が極端に低すぎるという評価にはならない。

問題は、事業法人の投資行動が未だに慎重である一方で、不動産ファンドや外国人投資家がアクティブであることだ。おそらく、収益機会に対して、資金調達コストが格安だと感じているだろう。彼らは、リスク・プレミアムの実感がデフレで痛い目に遭った事業法人とは異なる主体である。資本市場は、リスク感応度の異なるグループに分かれ、市場が分断されている可能性がある。

この点でも、日銀はマクロの中立金利を平均的に割り当てるのが容易ではないことを示している。平均的な中立金利を割り当てると、リスク・プレミアムを強く感じている主体は設備投資を取りやめて、債務返済をさらに加速することになる。そうした中では、企業の財務行動に関する悲観バイアスが徐々に解消するのを確認しながら、ゆっくりと利上げをしていく選択が正しいのだろう。

