

長期停滞とマイナスの自然利子率の意味するもの

2015年6月1日

■ 問題意識

2015年5月18日、日本経済研究センター主催の景気討論会を傍聴した。ここで米国、元財務長官サマーズ氏の主張する長期停滞論が話題になった。パネラーの一人、日本銀行の前田調査統計局長は長期停滞論の捉え方は論者によりまちまちであり、これといった定説はなく、議論の焦点が絞りにくいとの意見で、深入りを避けた印象だった。ごく常識的に考えれば、サマーズ氏の指摘する長期停滞も、細部はともかくとして、人口、技術の伸びの低下やこれに伴う投資機会の減少・貯蓄超過により潜在成長力が低下し、消費や投資などの有効需要を十分に刺激することができず、又は、それらによる経済の均衡の回復に長期間を要する状況を指すものと理解することができよう。

長期停滞論を今日的にどうとらえるかについては、難しい議論なので、日本経済新聞にも一切報道されなかったが、今後のアベノミクスの帰趨にも影響しそうな問題なので、極めて不十分とは思いますが、当日の景気討論会においてかなりの時間を割いてこの問題に言及した岩田一政日本経済研究センター理事長の所論の再現・紹介を試みよう。

■ 岩田氏の所論

財・サービスの需要と供給が均衡状態にあるときの実質金利を、自然利子率というが、現在、主要先進国は共通に、自然利子率がマイナスかどうかという問題に直面しており、岩田氏によれば、経済が長期停滞にあるかどうかの一つの判断材料が、その測定が難しいのだが、自然利子率がマイナスかどうかにあるとのことである。

日本での現在の失業率3.5%は、ほぼ完全雇用状態にあると見られ、また、アメリカでの5.5%の失業率も、これまでの理解ではほぼ完全雇用とみなせる状況である。これが真実なら、本来上がってくるべき物価がなぜ上がって来ないのかが問題である。他方、内閣府の試算によれば、日本には今でも2.3%のGDPのデフレギャップがあり、完全雇用とは言えないので、経済の下押し圧力が依然働いていると考えられる。これらのことはGDPギャップのない状態の自然利子率が、想定以上に低い水準にあることを示唆するものである。

外国でも、米国、英国とも、雇用者数は増加して失業率は下がり、米国は年2%成長、英国は年2.5%成長を達成する勢いであるが、両国とも労働生産性の上昇率は年0.5%から0.6%にとどまり、物価上昇が見られない。このこともGDPギャップのない自然利子率は、想定以上に低いことを意味しており、ここに長期停滞の一つのエビデンスが示されているという。

実際、日本経済研究センターの試算では、日本の自然利子率はマイナス0.5%程度と計測され、最近日本銀行が量的質的緩和の総合評価を行う中で計測した自然失業率もマイナス1%に近いとの推計結果が示されている。米国でもウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁が定期的に自然利子率の試算を公表していて、ここでも、マイナスの数値が示されている

もし、このように、自然利子率がマイナスの水準にあるとすれば、実質の市場利子率もマイナスを維持しておかないと経済が均衡しないということになり、米国の政策金利であるフェデラルファンド(FF)

レートが、テイラールールに従えば通常 4%程度になるべきところ、政策金利から期待物価上昇率を差し引いた実質の市場利子率は、現在の米国における期待インフレ率を 2%とみれば、これを上回ることはできないということを意味することになる。

今から約 100 年前にスウェーデンの経済学者のビクセルは、完全雇用状態で市場利子率が自然利子率を上回ればデフレスパイラルが働き、逆に市場利子率が、自然利子率を下まわれば、あまり問題のない形で通常物価上昇プロセスが働くという累積効果の理論を提唱した。これは実質の市場利子率がプラスで、自然利子率がマイナスの状況の下では、一度デフレマインドが定着すると、そこから抜けだせなくなることを意味する。その意味で現在の日本は、依然経済の下押し圧力が働く状態を抜け出せていないことに留意が必要ではないかというのである。

■ 所見

金融政策が緩和的か引締めのかは、ビクセル理論により、実質金利と自然利子率との差によって左右されるとすれば、中央銀行が政策金利を低く抑え、金融環境を緩和したつもりでも、自然利子率が予想を超えて低下している場合には、実際の金融環境は引締めのになり、有効需要を刺激することができない。約 10 年近く前の金融危機後、FRB は大規模な金融緩和政策を続行したにもかかわらず、現在に至るまで米国経済は需要不足が続いているのも、岩田氏によれば、自然利子率がマイナスになっていることが一つの原因ではないかということになる。

サマーズ氏がハーバード大学の教授であった 1991 年当時の論文に以下のものがあるという。「自然利子率が負に落ち込むショックが起きた場合、中央銀行は実質市場利子率を自然利子率に合わせて負にしたいと考える。それによって、仮想的な経済と同じ望ましい状態を実現できるからである。もしショック前の物価上昇率がゼロだったとすると、その実現には負の名目利子率が必要になるが、これは不可能である。一方、ショック前の物価上昇率がかなりの正の値なら名目利子率をゼロに近づければ、実質利子率は負にできる。それには中央銀行はあらかじめ目標物価上昇率をゼロではなく、かなりのプラスに設定しておけばよい。」(2006 年 6 月 8 日日本経済新聞、渡部努東大教授によるサマーズ氏の所説の引用による。) のいうものがあり、サマーズ氏は、当時から長期停滞と負の自然利子率を予見していたことが窺える。

この考え方に従うと、日本での実質利子率は 20 年来のデフレが定着して以降、相当長期にわたりプラスであった一方、少なくとも最近自然利子率がマイナス傾向を示していることが事実だとすれば、インフレ期待が必ずしも十分に高まらない現在の状況の下では、デフレ脱却はなかなか難しいという結論になる。だとするとアベノミクスが目指す目標を実現するためには、現在の延長線上で、更なる金融緩和により、一層期待インフレ率を高める政策を取り、名目金利をゼロ近くに固定したまま、実質市場金利をマイナスに維持し、自然利子率を超えない水準にとどめると言うのが一つの政策の選択肢である。しかし、マネーストックの増大効果が小さいマネタリーベースのさらなる緩和に過度に依存する形で実質市場金利を抑え込む政策を進めることは、サマーズ氏が不可能だとしていたいわゆるマイナス金利の出現をはじめとして、多くの副作用が現実のものになりかねない状況になっていることから、従来以上に慎重であるべきであり、第三の矢による有効性の高い成長戦略に直接働きかける岩盤対策などを強力に推進し、自然利子率を上げていくことが、この文脈から得られる結論となろう。

(荒井 俊行)