

7月15日の日経経済教室は池尾和人慶応義塾大学教授の「長期停滞説を考えるー成熟化で投資機会乏しくー」を掲載し、ハーバード大学のローレンス・サマーズ教授が唱える米国経済の長期停滞説が正しいとすると、自然利子率が大きく切り下がって行くので、金融政策により景気後退を阻止しようとしても、実質金利をこれに合わせて引き下げてゆくことは必ずしも容易ではないとの見解を紹介している。その理由は、景気の悪化を防ぎ、雇用を維持するためには、実際の実質金利が自然利子率を上回らないようにする必要があるが、名目金利はゼロ未満には引き下げられないという下限があることに加え、予想インフレ率が一定水準につながりどめ（アンカー）られている現在の状況の下では、実質金利にも下限が存在し、自然利子率がこれを下回る可能性が生ずるため、金融政策による成長促進には限界があるというのがその主張の骨子である。

上記の指摘を巡り、自然利子率はそもそも計測が可能なのかあるいは、後に述べるとおり、黒田日銀総裁が指摘するような操作可能な経済変数なのかというような疑問もないではないが、ここで上記を引用したのは、この理論の妥当性を検証するためではなく、この自然利子率という概念が、専門家の間ではきわめて重視されている（らしい）一方、新聞はもちろん、一般向けの経済誌等でもほとんど議論の俎上に昇ることがなく、また、素人にはまことに縁遠い概念であるというギャップを指摘するためである。

まず第一に、標準的な経済学の教科書を見ても、筆者の見限り（勉強不足と言われればそれまでであるが）そもそも自然利子率という概念が多くの場合触れられていない。

復習のために、標準的な経済学の教科書で入門的に触れられる初歩的な利子率の概念や説明内容は概ね以下のようなものとどまる。①利子とは、現象的には、お金が手元に余る資金運用主体がお金の足りない資金調達主体との間での資金の貸借を行う場合に（つまり貸付資金市場において）、資金の貸し手が返済期日に受け取る額のうち、当初貸した額を上回って決まる差額のことを言い、その元本に対する比率が利子率である。②利子の理論的背景として、資金の貸し手は現在の消費と将来の消費を比べ、貸し手は資金を回収するまでその金額を使うことができない以上、現在の消費をあきらめるに足るプレミアムに相当する代償が利子である（通常これを時間選好理論と言う）。③利子は、資金の価格に相当するので、利子が低いほど資金需要は大きくなる。④類似の概念として利回りという言葉も出てくるが、これはある資産を運用することから得られる収益を当初の運用額との対比でみた比率であり、この収益には、利子のほかに、その資産の購入価格と売却価格の差による利益が加わる。運用期間に応じ、リスクプレミアムに応じた利回り曲線（イールドカーブ）が描けるが、通常は、運用期間が長いほど各種リスクを反映した利回りが高くなるケースが多い。⑤元本、利子はともに名目の金額で示されるが、物価変動を考慮する場合は、名目と実質のかい離が生じ、実質的な購買力を前提として算出される金利である実質金利は名目利子から期待物価上昇を控除した値になる（これをフィッシャー方程式という）。

第二に、名目利子率は貨幣市場で決まるとというのが標準的な理解なので、経済学を学んだ者でも通常自然利子率を認識していないことに加え、自然利子率に対して行われている説明自体がきわめてあいまいで、一般人としてはこれをどう扱うべきなのかわからないことである。池尾教授は、「自然利子率とは完全雇用の下で投資と貯蓄の一致をもたらす均衡実質金利である」と説明し、東大の渡辺努教授が2006年6月5日の日

本経済新聞のやさしい経済学「ゼロ金利の解除」の中で説明している自然利子率に関する記述の冒頭部分は以下のとおりである。

「ゼロ金利の問題を考えるうえでとくに重要な概念は「自然利子率」である。19世紀末にスウェーデンの経済学者ヴィクセルが提唱した概念だが、長らく注目されず、有用性が再認識されたのは10年ほど前で、ウッドフォードコロンビア大教授らの研究を通してである。自然利子率とは、様々な価格が需給を反映して瞬時に調整されるという仮の世界で成立している実質の利子率のことである。この仮想世界では、各商品の需給が一致しているため、効率的な資源配分が実現している。従って、自然利子率は望ましい資源配分を実現するための実質利子率の水準と言える。」

「この自然利子率と実際に観察される利子率の乖離の程度（前者がマイナスの時でも後者は名目でマイナスになれないといった問題を含めて）に着目すれば、そのときどきの金融政策が適切かどうかを判断する手がかりも得られ、政策論争もかなり整理しやすくなる」

なお、筆者が見つけた唯一の自然利子率に関する記述は、館龍一郎・浜田宏一共著「金融」（岩波書店）の207ページに見いだせるが、以下の通り、必ずしもその政策的含意は明確ではない。「貸付資金市場で決定される市場利子率は、貯蓄と投資を等しくする自然利子率に等しいという保証は一般に存在しない。市場利子率が自然利子率よりも低い状態で、資源に余裕のない状態（完全雇用の状態）を想定しよう。財の市場には超過需要が存在するにもかかわらず生産は増加しないから物価が上昇する。市場利子率が自然利子率を下回る限りこの状態は続き、物価は累積的に上昇する。従って物価の安定を維持するためには市場利子率と自然利子率が一致しなければならないというのがK.ヴィクセルのいわゆる『累積過程の理論』である。」

こうした専門家の間で議論もあり、日本銀行のホームページを見ると、例えば日本銀行ワーキングペーパーシリーズの一つとして「自然利子率について:理論整理と計測」（2003年10月）のような形で以前から研究成果が報告・公開されており、金融政策運営の参考情報として活用する意図は明確であるように見える。

次に予想外のことであったが、日本銀行の黒田総裁の2013年8月24日の「日本の非伝統的金融政策と国債金融システム安定に向けた取り組み」と題する日本銀行のホームページに公開された講演資料の中で、自然利子率というものについて、「いうまでもありませんが」という修飾語付きで、以下のように極めて明確な位置づけを与えていることが注目される。

「いうまでもありませんが、金融政策の効果は、実質金利と自然利子率の差によって決まります。従って金融緩和効果を生じさせるためには、自然利子率を所与として実質金利を引き下げるという方法と実質金利を所与として自然利子率を引き上げるという2つが考えられます」

「非伝統的金融政策と自然利子率の関係について考えてみたいと思います。ただこうした論点についてはこれまでほとんど議論されてこなかったように思いますし、多分に見解が分かれるところかもしれません。そもそも自然利子率とは、企業が実物投資を行うことで得られる予想リターンに相当します。日本銀行の量的・質的金融緩和は、人々の間に定着した「デフレイマインド」を打ち破り、日本経済が本来持っているダイナミズムを取り戻そうとするものです。その政策的帰結として、日本の潜在成長力が回復すれば、投資機会が増え自然利子率の上昇という形になって表れてくると考えられます」

ここで「実質金利を引き下げる」ことが現在の異次元金融緩和の焦点であることは論を待たないが、「実質金利を所与として自然利子率を引き上げる」は極めて唐突な印象である。なぜなら、完全雇用下における財市場の均衡実質金利という「仮想世界の金利」を金融政策で動かすというのは常識的ではないからだ。黒田総裁もそのことを意識しているから、「多分に見解が分かれるところ」と釈明したのであろう。あえて言えば、「潜在成長力が回復すれば投資機会が増え、自然利子率が上昇する」というコメントに示されるように、政府の成長戦略に、日本銀行の金融政策もコミットできることを示したと解釈することも可能である。

しかし、これほど明確に自然利子率というものが意識されて公式発言となり、日本経済のかじ取りのメルクマールにもなりうるようなものであるとすれば、もはや「仮想世界で成立している実質的な金利」というようなあいまいな説明にとどまっているわけにはいかないように思われる。政策当局や専門学識者の方々は自然利子率の決定要因や決定メカニズム、その操作の手段と有効性、計測結果、実質金利操作とのポリシーミックス等について、国民が理解できる程度にわかりやすい説明を試みるべきではないかというのがここでの感想である。またそれが、今論点になっている量的質的金融政策の出口論の透明化にもつながるのではないか。

最後に日本を代表する金融論の専門家である池尾教授が、上記「経済教室」欄において投資が不活発で自然利子率が低下した長期停滞経済モデルを念頭に、低成長に満足できず、さらなる景気拡大を図ろうとして長期金利を押し下げる金融緩和を継続すると、自然利子率が実質金利（名目金利－期待物価上昇）を上回る結果、資産価格バブルやレバレッジ（負債依存度）の増大を招き、金融システムの安定性が損なわれることに強い懸念を表明されていることを付記しておこう。

（荒井 俊行）