

自然利率の低下をどうみるか？

上席研究員 古金 義洋

○マイナス金利政策など導入の背景に自然利率が大幅低下しているとの見方

最近、自然利率という言葉を目にする機会が多くなった。均衡実質金利、中立金利とも言われる。この自然利率の大幅低下で、量的金融緩和やマイナス金利政策など非伝統的な金融緩和が必要となり、金融市場で投資家がリスクを度外視した「サーチ・フォア・イールド」（少しでも高い利回りを求める動き）によってバブルが起こりやすくなっていると言われる。

自然利率というのは、もともと19世紀末にスウェーデンの経済学者クヌート・ヴィクセルが提唱した概念で、経済の需給を均衡させ（貯蓄と投資、供給と需要をバランスさせ）、インフレにもデフレにもならない、理論的な実質金利水準だ。

そして、自然利率は長期的にみると1人当たり実質消費増加率に等しいとされる。つまりこういうことだ。個人が今期と来期の消費を最適化する目安として重要視するのが実質金利だ。例えば、ある人の今期、来期の収入がそれぞれ500万円だとして合計1,000万円の収入を今期と来期にどう配分して消費するかを決める際の重要な判断材料になるのが実質金利（物価上昇分を差し引いた金利）だ。

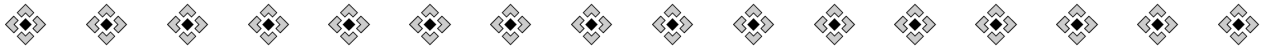
実質金利が高ければ、今期はお金を使うのをやや抑制気味にし、来期まで貯蓄して来期にその分多めに使った方が今期と来期を合わせた消費量を増やせる。逆に実質金利が大幅なマイナスだとすれば、今期に借金をして消費し、その分来期の消費を抑制するという選

択もできる。実質金利を念頭に個人が今期と来期の消費を最適に配分した結果として、実質消費増加率（来期の実質消費÷今期の実質消費）が決まる。

ところで、長期の経済成長理論において、実質GDP、消費、資本ストックが同率で成長していく安定成長経路を考えると、1人当たり実質消費、同GDP、同資本ストックの増加率は技術進歩の伸びに等しくなる。一方、1人当たり実質消費が一定率で安定的に成長していくためには、実質金利も一定でなければならない。その長期安定的な実質金利が自然利率になる。結局、自然利率＝1人当たり実質消費、同GDP、同資本ストックの増加率＝技術進歩率となる。

従って自然利率は潜在成長率に近い数字になる。潜在成長率＝1人当たりGDP増加率＋人口増加率であるため、仮に人口増加率がゼロだとすれば自然利率は潜在成長率と等しくなる。ただ、日本のように人口減少が潜在成長率を低下させている場合、潜在成長率＜自然利率になる場合があるだろう。

自然利率は実際の実質金利水準とは異なる理論的なものだが、これが大幅に低下しているとする研究が多い。例えばBank of Englandのスタッフペーパー”Secular driver of the Global Real Interest Rate”（世界の実質金利の構造的な変動要因）によれば、世界の自然利率は1980年代から現在まで4%ポイント程度低下したと述べている。世界の潜在成長率低下と貯蓄・投資バランスの不均衡が原因という見方だが、4%ポ



イント低下のうち、①労働力人口の伸び鈍化のほか、教育水準の向上が止まったこと、格差拡大などによる世界の潜在成長率低下によって約1%ポイント低下、②人口構成の変化、アジア通貨危機後の新興国政府の緊縮政策、投資財価格低下などによる貯蓄・投資バランスの不均衡などによって約3%ポイント低下したと指摘している。

自然利子率が低下しているという見方は、リーマンショック以降、各国中央銀行が実施している量的金融緩和、マイナス金利政策など緩和策導入の根拠になっていた。現在の各国の政策金利はほぼゼロで、通常ならこれ以上の引き下げ余地は小さいが、インフレ率もゼロに近いため、現実の実質政策金利は大幅なマイナスにすることはできない。反面、自然利子率が低下し、仮に大幅なマイナスだとすれば、実際の実質政策金利は自然利子率を上回ることになる。実際の金利が低くても、それがあべき金利水準である自然利子率を上回ってれば、金融引き締め効果を生む。

もし金融政策で景気を刺激しようとするのなら、実際の実質政策金利を自然利子率以下にしなければならず、そのためには通常ゼロ以下にならない金利をマイナスにしたり、量的金融緩和で期待インフレ率を高めたりして、実質金利を低下させる必要があるわけだ。

○自然利子率の推計値はさまざま。金融緩和策が逆に自然利子率を低下させる面もある

では、自然利子率は今何%なのか。理論的な水準であるため推計が必要だが、推計手法はさまざまで、どういう方法で推計するかによって推計値にはかなりの幅がある。

著名な経済学者であるポール・クルーグマンは1998年に、高齢化や労働力人口の減少で

日本の自然利子率はマイナス3.0~3.75%という大幅マイナスになっていると述べた。政策金利をゼロにするだけでは金融緩和にならないため、量的金融緩和政策を導入して期待インフレ率を引き上げることで現実の実質金利を自然利子率並みに押し下げる必要があるという論文を発表し、話題になった。

しかし、当時の日本の自然利子率のマイナス幅はせいぜいマイナス1%だったという研究もある。「自然利子率が何%」という研究はいろいろあるが、鵜呑みにはできない。

自然利子率が低下しているから金融緩和すべきだという話とは逆に、量的金融緩和やマイナス金利政策が自然利子率を低下させるおそれがあるという点に注意する必要もある。

例えば、マイナス金利政策が導入されて自動車ローン金利が低下すれば、来期に購入する予定だった自動車や今期に購入することで、需要を先食いし今期の消費が増加する分来期の消費が減ってしまうおそれがある。結果として実質消費の増加率が低下し、前述した実質消費増加率=自然利子率の定義から言えば、自然利子率が低下する。

また、過剰な金融緩和によってゾンビ企業を救済し続けられれば、産業の淘汰が進まず、技術進歩も停滞するだろう。技術進歩率の低下も自然利子率を低下させる。

今の日本の現状を考えると、自然利子率が低下しているという理由で金融緩和が続けられ、金融緩和策がさらに自然利子率を低下させるという、金利低下の悪循環に陥っている可能性がある。自然利子率が低下していることが問題だというのなら、技術革新につながるような教育・人材育成により注力し、将来不安が消費抑制にならないよう社会保障制度改革に取り組むべきだろう。