

ゼロ金利制約下におけるフィッシャー効果

創価大学 小林孝次

1999年2月ゼロ金利政策が導入され、その後一時解除されたものの2001年3月には量的緩和政策として事実上再びゼロ金利政策となった。そして2006年3月には量的緩和政策は解除され、コールレートの目標水準は引きあげられたものの、2008年9月にリーマンショックが生じ、世界的な金融危機となり、さらに現在はギリシアを発端としたヨーロッパ債務問題により先進国経済は停滞が続いている。こうしたなか日本銀行によるゼロ金利政策は、事実上10数年にわたって続いている。

1995年以降1997年の一時期を除き、物価は下落し続け、人々のデフレ予想も定着している。一方、生産面における潜在的な成長力も停滞しており、自然利子率も停滞ないしマイナスを示している。名目利子率はゼロ%のまま、経済成長率も停滞、インフレ予想もマイナスという状況下では、 $\text{名目利子率} = \text{実質利子率 (ないし自然利子率)} + \text{予想インフレ率}$ というフィッシャー方程式は成立し得ないことは容易に推測される。

そこで、本報告では、まずデータにもとづいて名目利子率、実質利子率・自然利子率、予想インフレ率の間にフィッシャー方程式の関係が存在するかどうかについて、統計的検証を行ってみた。具体的には、これら3変数間に長期の均衡関係である共和分(Cointegration)の関係が存在するかを検証してみた。

これまでに行われてきたフィッシャー効果の先行研究においては、多くの場合、実質利子率を所与として、2変数のみを用いて検証が行われてきた。それらに対して本報告の計測では、自然利子率の推定値を実質利子率として利用し、3変数間での共和分検定によってフィッシャー効果の検証を行なっている。さらに、これまで行われてきたフィッシャー効果の計測の大半はゼロ金利政策導入前のいわば通常期が対象であった。ゼロ金利政策導入は大きな構造変化であると思われるので、本報告ではゼロ金利政策導入の前後で期間を分け、名目利子率のゼロ制約下においてもフィッシャー方程式の関係を検証してみた。

結果は、これまでの研究成果と同様、ゼロ金利制約以前の通常期間においては3変数を用いることによってもフィッシャー効果を見出すことができた。一方、デフレ予想、マイナスの自然利子率、そしてゼロ金利制約のかかる1999年以降においては推測されたとおり、フィッシャー効果、フィッシャー方程式の関係はデータによっても支持されなかった。