

金融政策は利子率に関して、a.流動性効果b.所得・物価水準効果c.フィッシャー効果の3つの効果をもたらすが、初級のケインズ経済学、多くの実務家は、流動性効果にのみ着目しているように思われ、このことが、金融政策を巡る議論を混乱させている。金融政策が利子率に与える3つの効果を、特に、フィッシャー効果を中心に、実証的に分析した。

このような分析は80年代末まで、日本においてもしばしば行われたが、これまでの分析では、一般に、フィッシャー効果は存在するが、その効果は安定せず、また物価に係る係数は1より有意に小さいというものであった。

本報告では、利子率を説明する予想物価を、過去の物価の加重平均値とともに、VARモデルによる予想物価の両者を用いて推計したこと、また、物価が上昇する時代のデータのみならず物価が安定している時代のデータを用いたことによって、これまでと異なる結果が得られた。推計した式は、

$$\text{名目金利} = \quad + \quad \text{期待物価上昇率(1)}$$

$$\text{名目金利} = \quad + \quad \text{実質マネーサプライ増加率} + \quad \text{期待物価上昇率} + \quad \text{実質GDP増加率(2)}$$

である。ここで、期待物価上昇率はフィッシャー効果を、実質マネーサプライ増加率は流動性効果を、実質GDP増加率は所得・物価水準効果を表す変数である（表参照。スペースの関係から結果の一部のみを示す）。

60年代、70年代のデータでは、予想物価の係数は1より有意に小さいが、80年代のデータを追加すると1に近づき、90年代のデータでは有意に1を越えるという結果が得られた。このことは、70年代、80年代のデータが、石油ショック時のインフレ率を含み、これが予測不可能であったがゆえに、物価に係る係数が小さかったと推測される。したがって、経済状況が落ちつくにつれて、物価に係る係数が1に近づいたと思われる。

利子率に対する金融政策の3つの効果の計測結果は安定しないが、一応、古川(1985)が計測しているように、理論と整合的な結果が得られた。

物価上昇期待が利子率を高めるというフィッシャー方程式が現実に成立することの意味を現状に則して考えると、以下のようなことになる。

バブル崩壊後の低成長において、利子率が低すぎるという議論が盛んになされている。利子率が低すぎると考えている人々の利子率が名目利子率であるとすると、利子率を上げるために、不況期に利子率を上げるのは目的と整合的ではない。期待物価上昇率の低い不況期に利子率を上げれば、実質利子率は上昇し、利子反動的な設備投資、住宅投資、耐久消費財などの需要が減少することによって期待物価上昇率はますます低下し、実質利子率がさらに上昇する結果、不況はますます深刻になり、やがて利子率はさらに低下する。

むしろ逆に、利子率を下げることによって需要が増大し、その結果、期待物価上昇率が上昇することによって、名目金利が上昇する。歴史的に低金利が生まれたのは、利子率を下げたことによってではなくて、実質利子率が高すぎたことによって生じた。

(参考文献)

古川顕『現代日本の金融分析』第4章、東洋経済新報社、1985年

釜江廣志「国債の所有利回りと期待インフレ率：フィッシャー効果の共和分分析」『一橋大学商学部ディスカッション・ペーパー』1998年7月

表 期待物価によるフィッシャー効果の推計

	67. 1 Q ~ 96. 4	67. 1 Q ~ 73. 4	74. 1 Q ~ 79. 4	80. 1 Q ~ 89. 4	90. 1 Q ~ 96. 4
	Q	Q	Q	Q	Q
	-0.2593 (-0.187)	0.1983 (0.182)	9.5718 (2.658)	5.1511 (4.742)	0.3858 (1.297)
0	0.5478 (0.035)	-7.3349 (-0.965)	4.3827 (0.080)	-24.7014 (-0.964)	-26.8444 (-1.640)
1	2.5205 (0.163)	7.2166 (0.862)	51.6149 (1.105)	14.4034 (0.557)	54.4644 (2.701)
	0.5269 (9.280)	0.3711 (4.612)	-0.2274 (-1.399)	0.8061 (10.642)	1.0208 (4.197)
0	6.3492 (1.127)	-2.2118 (-0.986)	-97.1210 (-3.984)	-13.1449 (-1.285)	-32.2625 (-2.786)
1	6.7873 (2.264)	4.2963 (3.547)	-61.8245 (-4.213)	-7.5883 (-1.298)	-12.8050 (-2.140)
2	6.7770 (4.022)	8.7403 (7.922)	-33.6686 (-4.375)	-3.2579 (-0.902)	1.7030 (0.543)
3	6.3184 (3.224)	11.1203 (7.816)	-12.6534 (-2.780)	-0.1538 (-0.042)	11.2614 (2.915)
4	5.4113 (2.275)	11.4363 (7.280)	1.2210 (0.245)	1.7240 (0.413)	15.8703 (3.273)
5	4.0559 (1.792)	9.6882 (6.908)	7.9547 (1.530)	2.3756 (0.610)	15.5297 (3.331)
6	2.2522 (1.520)	5.8761 (6.657)	7.5477 (2.070)	1.8009 (0.712)	10.2396 (3.340)
R ²	0.6987	0.9066	0.8479	0.8453	0.9160
S .	1.5072	0.4164	1.2234	0.8549	0.7837
E .					
D .	0.4764	1.5309	0.7407	1.0677	1.3656
W .					

- (注) 1. 期待物価は前年同期比。
 2. ()内はt値。
 3. 推計法はOLS。

(討論者のコメント) 青山学院大学 成田淳司

この報告では、現在の日本の低金利が過去の金融政策によるものであることを明らかにしようとしている。私自身も、こうしたメカニズムが働いて現在の低成長になっていると考えている。以下、質問する。

1. フィッシャー効果を検証するのであれば、予想物価上昇率を求め、それを使って名目金利を説明するのがよいのではないか。予想物価上昇率について、より詳細な分析が必要ではないか。
2. 予想物価上昇率には、生鮮食品を入れるべきではないと考えるがどうか。
3. 実質金利が変わらないとしているが、80年代以降、実質金利の国際連関があるという研究もある。実質金利変動の可能性についても考慮すべきではないか。
4. 実質金利を政策運営の指標とすべきと考えているように思われるが、そうした政策を実際に追求することは難しいのではないか。フリードマンが主張するようにマネーサプライの伸びを安定化させる方がよいのではないか。

(回答)

1. VARモデルの他に、アンケート調査を用いる方法、より高度な計量手法を使う方法などが考えられるが、今後の課題としたい。
2. 生鮮食品は除くべきかもしれないが、対前年同期比を用いているので、それほど大きな問

題とはなっていないと考える。

- 3 . 金利を物価だけで説明すると、区間分けの場合、定数の値が大きく異なり、実質金利が一定の仮定に問題があることが示される。ただし、3変数で説明する場合には、実質GDPが実質金利の代理変数となる可能性がある。
- 4 . 実質金利を政策運営の指標とすべきとは考えていない。マネーサプライ、物価、名目GDPなどを指標とすべきと考える。