

「ゼロ金利の罠」から脱出できるのか？

慶應義塾大学 櫻川 昌哉

これまでの日本のマクロ安定化政策を一言で語るなら、「ゼロ金利の罠」と表現してよいであろう。日本の停滞を脱却するために、政府は金利を低く据え置くべきだとずっと考えてきた。と同時に、利上げをした瞬間に大不況に陥って財政が破綻するのではないかと恐れてきた。爾来ほぼ20年以上にわたって、金融当局はゼロ金利を維持してきた。にもかかわらず、経済は停滞を続け、低い経済成長率にあえいでいえる。金利が低いにもかかわらずなぜ成長しないのか、あるいは金利が低すぎるためにむしろ成長しないのか、疑問は深まる。いずれにしろ、量的緩和の実施以降、企業は投資と雇用を拡大しなかった。

昨年来のインフレで実質金利は大きくマイナスとなり、ゼロ金利の維持は難しくなり、金利正常化が現実的な政策課題として浮上しつつある。ゼロ金利が長すぎたせいか、正常化の議論も錯綜している。正常化を論じるならば、名目金利だけでなく、名目値から期待インフレ率を控除して得られる実質金利をも考慮に入れる必要があるだろう。一応のところ、実質金利が少なくともゼロ以上であることをもって、“金利が正常である”状態とみなしてよいであろう。仮に実質金利がマイナスであるならば、資金の貸し手が借り手に対して“金利”を支払うはめとなってしまい、正常な金融取引は言えないだろう。

前半では、仮に金利正常化が進んだとした場合、現実の経済に及ぶ影響について論じていきたい。金利とは、資金を望ましい方向に誘導するためのシグナルである。経済の実態に合わせて金利が伸縮的に動けば、「見えざる手」を通じて収益率の高い投資先へ資金が集まり、生産性もまた向上すると予想される。過去20年間のゼロ金利の経験で明らかになったことは、金融市場への政治の介入やモラルハザードが常態化して、金融市場の機能は低下して、資金は誤った方向に流れたことである。根拠の曖昧な財政支出が増えて政府債務残高（国債を含む）が膨らみ、収益を生まない中小零細企業を救済する政策が繰り返されて経済の活力がそがれてきた。一方、正常化によって生じる恐れのある負の側面についても考える必要がある。財政の健全性や中小零細企業の経営などは懸念材料である。

後半では、実質金利の低い経済が高い経済成長率を実現できる可能性について検討を加える。実質金利（安全資産の収益率）は資本収益率（ROA）を下回ると仮定された簡単なマクロ経済モデルを想定する。資産全体に占める安全資産のシェアが高いとき、長期に及ぶ低金利政策が高い経済成長率を実現することが困難であることが明らかにされる。この結果は、政府債務残高が多い経済で、財政の規模を維持したままゼロ金利政策を継続しようとするれば、高い経済成長率の実現は困難であることを示唆しており、我が国のマクロ経済運営への認識そのものへの疑問を投げかける。

最後に、金利正常化を経済の好循環に結びつけるための処方箋を提案する。以下の3つの政策を同時に実現することが必要とされる。まず、政府債務残高を減らすことであり、次に、銀行預金から株式・投資信託への資産シフトを促すことであり、そして、企業が内部留保を減らして投資や賃金を増やすように促すことである。