

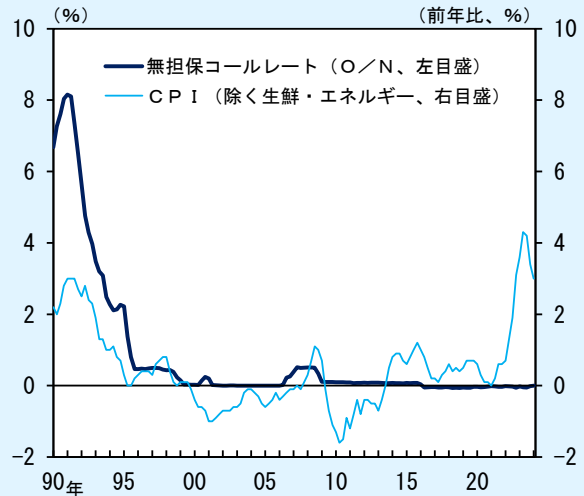
（BOX 5）金利面からみた金融緩和度合いの評価

中央銀行による金融緩和政策は、一般に、緩和的な金融環境をつくりだすことを通じて、総需要や雇用を刺激し、それが労働需給の引き締まりなどを介して賃金や物価を押し上げていくことを企図して実施される。金融緩和度合いは、金利動向に加え、資金調達環境、市場動向などから、多角的に把握・評価すべき概念である。本BOXでは、その中でも金利面からみた金融環境の緩和度合いの評価方法に着目して、考え方を整理する。

金利面から金融緩和度合いを評価するに当たっては、理論面では、3つのポイントが存在する。第1に、名目金利が低いことは、必ずしも緩和度合いが高いことを意味しない。わが国の短期金利は、90年代後半以降、長期にわたり0%に近い水準で推移してきたが、2000年から2010年代前半にかけての物価上昇率は平均すると0%を下回って推移していた（図表B5-1）。人々が、先行き物価が下落していくと予想する場合、借り入れを行ってまで消費や投資を行うインセンティブは乏しくなる。こうした経済主体の意思決定の観点からは、名目金利から予想物価上昇率を差し引いた「実質金利」をみていくことが重要となる。

BOX 4 でみたように、予想物価上昇率には、様々な指標があり、幅をもってみる必要がある。そのうえで、一定の仮定に基づき多くのインフレ予想の指標を合成した指標を用いて実質金利の水準を試算すると（図表B5-2）、「短期（1年）」では、名目金利の変動幅は小幅にとどまるもとも、予想物価上昇率の高まりを背景に、①2013年の「量的・質的金融緩和」の導入以降、概ねマイナスで推移し、②2022年以降は一段とマイナス幅が拡大した。「長期（10年）」については、①2013

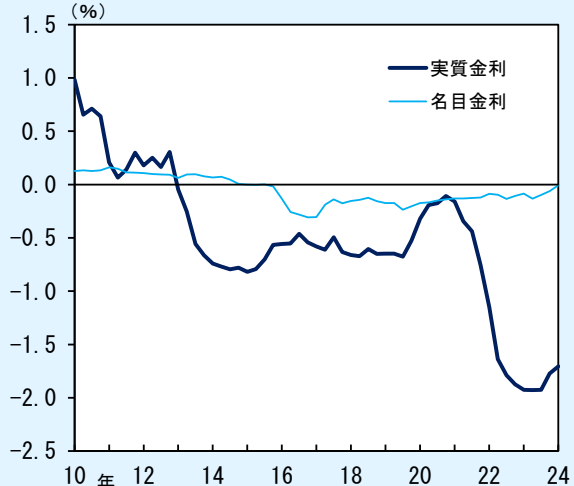
図表B5-1：名目短期金利とCPI



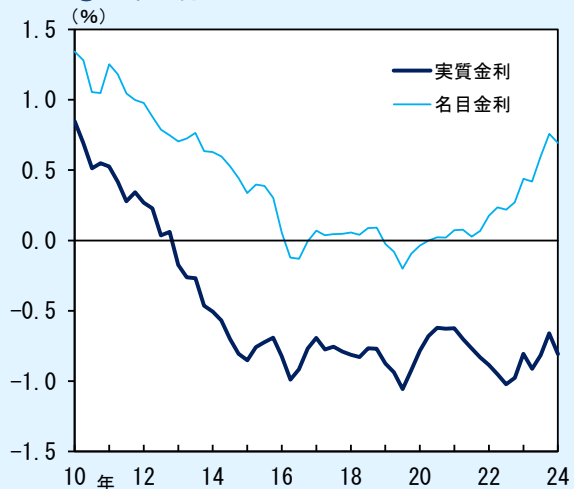
（出所）日本銀行、総務省
（注）CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

図表B5-2：年限別の実質金利

① 1年金利



② 10年金利



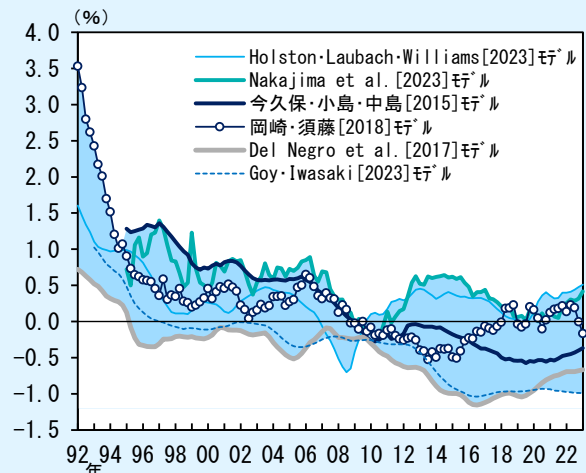
（出所）日本銀行、QUICK「QUICK月次調査<債券>」、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、Bloomberg
（注）各年限の実質金利は、対応する年限の国債利回りから予想物価上昇率（日本銀行スタッフによる推計値）を差し引くことにより算出。

年以降、名目金利の大幅低下を主因に、2022年頃まで、はっきりとしたマイナスで推移してきた。また、②2022年以降は、名目金利は緩やかに上昇したが、同時に中長期の予想物価上昇率も高まっていたことを主因に、実質金利は概ね横ばいで推移してきたことがわかる。

第2に、同じ実質金利水準であっても、資金需要が強い経済と弱い経済では、その影響は異なる。例えば、潜在的な成長力が高い経済では、その景気や物価に中立的な実質金利水準——いわゆる自然利子率——も高くなり、実質金利水準が同じであったとしても、その緩和効果は大きくなる。こうしたことから、金融緩和度合いを評価する際には、実質金利から自然利子率を差し引いた「実質金利ギャップ」が用いられることが多い³⁵。実質金利ギャップのマイナス幅が大きいほど、緩和度合いが高いことを意味することとなる。

ただし、自然利子率は、現実の世界で直接観察することができないため、何らかの経済モデルに基づいて推計する必要がある。図表 B5-3 で、様々な手法を用いて自然利子率を推計した結果をみると、長い目でみればいずれの指標も低下してきた点は一致している。ただし、推計手法によって大きなばらつきがあり、足もとの自然利子率の水準をピンポイントで把握することは容易ではないことに留意する必要がある³⁶。

図表B5-3：わが国の自然利子率推計値



(出所) 日本銀行、財務省、厚生労働省、総務省、内閣府、Bloomberg、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」

(注) 各モデルをベースに推計した試算値。シャドーは推計された自然利子率の最小値から最大値のバンド。

³⁵ 標準的なマクロモデルでは、実質金利ギャップで計測される金融緩和度合いが高まると、需給ギャップにプラスの影響が生じることが想定される。以下の先行研究では、この関係に基づき、自然利子率の推計を行っている。

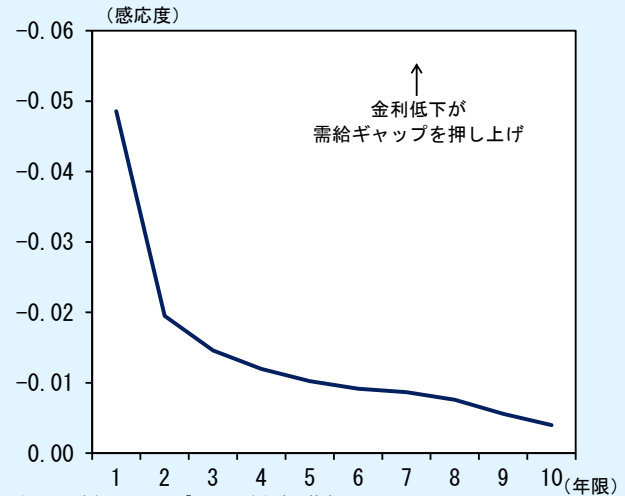
Laubach, T. and J. C. Williams (2003), "Measuring the Natural Rate of Interest," *The Review of Economics and Statistics*, Vol.85 (4), pp.1063-1070.

³⁶ 推計手法については、「金融政策の多角的レビューに関する第1回ワークショップ（2023年12月）」における日本銀行企画局の報告資料「非伝統的金融政策の効果と副作

第3に、実体経済への影響も踏まえながら、金融緩和度合いを評価していくことが重要である。2016年に日本銀行が示した「総括的検証」の分析では、実体経済に及ぼす影響は、短中期ゾーンの金利の効果が相対的に大きく、年限が長くなるにつれて小さくなることが示されている（図表B5-4）。このように、金利低下が実体経済にもたらす影響は、年限別に異なる可能性がある点に留意する必要がある。また、冒頭でも指摘したように、金融緩和度合いは、金利動向以外の要素、例えば、銀行の融資姿勢や信用リスクプレミアムといった資金調達環境や、株価や為替などの金融市場の動向などによっても変わりうる。

以上でみてきたように、わが国の金融環境を把握していくうえでは、名目金利だけでなく、予想物価上昇率を勘案した実質金利や、自然利子率の動向を踏まえつつ、金融環境が実体経済に与えている影響を丁寧に点検していくこと等を含めて、総合的に評価していくことが重要である。

図表B5-4：年限別の金利低下が
需給ギャップに及ぼす影響



(出所) 日本銀行、QUICK「QUICK月次調査<債券>」、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、Bloomberg

(注) 推計方法の詳細は、「総括的検証」（2016年9月）の補論8を参照。足もとまでのデータを用いて再推計した値。

用」等を参照。