

いう取引動機に基づくプラスの関係がある。しかし、95年第3四半期以降、GDPはそれほど増加しない中でマネタリーベースが大幅に増加している（第1-2-25図（1））。これは、取引動機以外の要因で貨幣に対する需要が大幅に増加したことを示しており、主な要因は金利である。マネタリーベースと金利の間にはマイナスの関係がある。金利が低下すれば、流動性に勝るが金利が付かない現金を保有するコストが低下することから、貨幣に対する需要が増えるということである。マネタリーベースの金利に対する弾性値を計測すると、95年第3四半期以降にそれ以前の2倍程度になっている。また、現金預金比率は、金利の低下に伴って上昇するとみられるが、同様に金利弾性値を計測すると、95年第3四半期以前は $-0.08$ 、その後は $-0.09$ である（第1-2-25図（2））<sup>25</sup>。ただし、実際に金利がゼロになれば貨幣需要は無限大になるし、また、ほとんどゼロ金利であった時期には貨幣需要が大きくシフトしていたことが示されている。

なお、ゼロ金利下では、貨幣需要が限りなく大きくなる「流動性の罠」状態になり、有効需要を刺激できないという先行研究もある<sup>26</sup>。「流動性の罠」においては、中央銀行がいくら大量のマネタリーベースを供給しても、それは貨幣に対する膨大な需要に吸収されてしまい、人々の資産選択行動や消費・投資行動に影響を与えなくなってしまう。金融政策の実施という観点からは、短期金利がゼロとなると貨幣と国債との代替性が高まることから、マネタリーベースと国債を交換する公開市場操作の影響が低減すると考えられる。

### ●金利ゼロ近傍での金融政策

まず、量的な拡大の景気刺激効果について一般的に整理すると、先の推計において、金利がゼロ近傍で推移する時期の金利弾力性が2倍程度で止まっていることからすれば、完全にゼロ金利でなければ、わずかであるが資産市場を刺激する効果はゼロではない。また、残存期間が長い国債やリスクがある資産を対象とした公開市場操作は短期金利がゼロであっても効果を持つ。長めの金利やリスクプレミアムを低下させることができれば、設備投資など長期の期待に基づく経済活動に影響を与えることができる。

また、ゼロ金利の近傍では、期待に働きかけることが重視される。将来の金利水準が低水準にとどまるという期待や将来の物価水準が高まるという期待を生じさせることによって、結果として実質金利を低下させることによって需要を喚起するというメカニズムを起動させることが理論的には考えられる。金融緩和の資産ポートフォリオを経由した効果は、資産価格を刺激することにより期待に働きかけることにもつながり得る。こうした効果が生じやすい市場としては、外国為替市場が考えられる。金融政策が為替市場を経由して波及する例としては、リーマンショック後におけるアメリカの相対的に積極的な金融緩和・信用供給が相対的なドル安につながったとの指摘もある。為替レートは、短期的にはランダムな動きをするものの、ある程

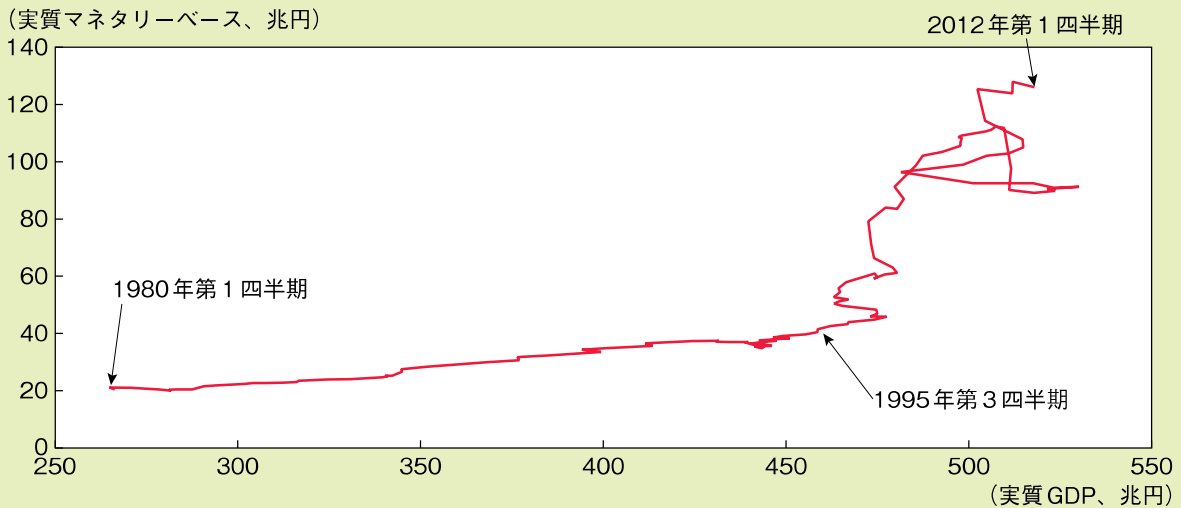
注 (25) なお、いずれの推計パラメーターも1%水準で統計的有意となった。また、金利とマネタリーベース又は現金預金比率について共相検定をおこなったが、5%水準で統計的有意とはならなかった。

(26) 例えば、貞廣（2005）。

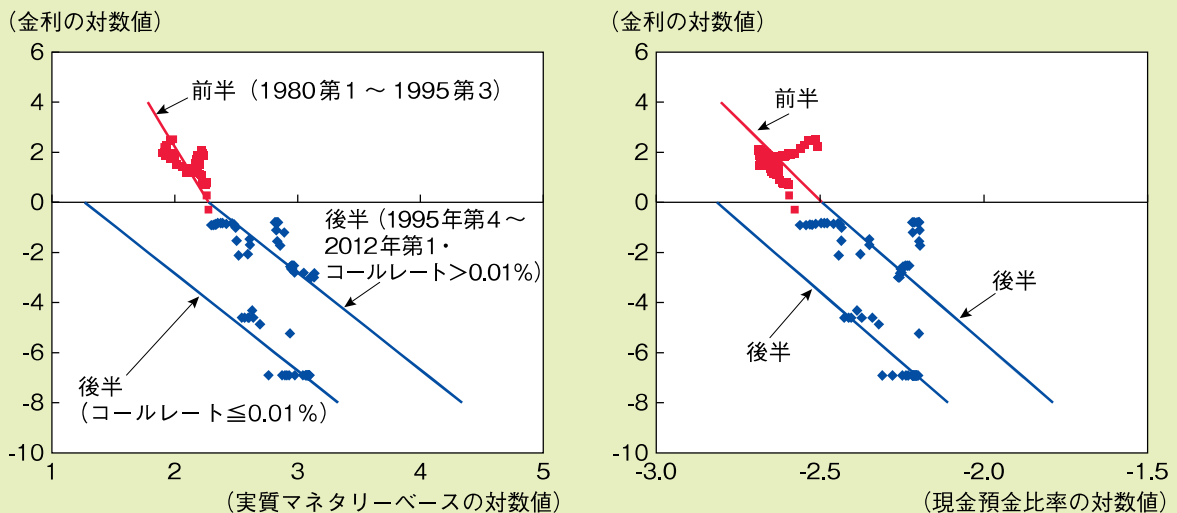
第1-2-25図 マネタリーベースと実質GDP及び金利の関係

ゼロ金利制約下にある日本経済

(1) 実質マネタリーベースと実質GDPの関係



(2) 金利弾性値の推移



(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「マネタリーベース」、Bloombergにより作成。

2. (2) の推計式は以下の通り。

$$\begin{aligned} \text{左図: } & \ln(\text{マネタリーベース} / \text{GDPデフレーター}) - \ln(\text{実質GDP}) \\ & = 2.28 - 0.26 \ln(\text{有担コールレート}) * (1 - \text{Dummy}(1)) \\ & \quad (66.0^{***}) \quad (-14.1^{***}) \\ & \quad - 0.12 \ln(\text{有担コールレート}) * (\text{Dummy}(1)) - 1.01 (\text{Dummy}(2)) \\ & \quad (-5.4^{***}) \quad (-10.5^{***}) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{右図: } & \ln(\text{現金預金比率}) \\ & = -2.49 - 0.09 \ln(\text{有担コールレート}) * (1 - \text{Dummy}(1)) \\ & \quad (-137.7^{***}) \quad (-9.2^{***}) \\ & \quad - 0.08 \ln(\text{有担コールレート}) * (\text{Dummy}(1)) - 0.32 (\text{Dummy}(2)) \\ & \quad (-6.4^{***}) \quad (-6.4^{***}) \end{aligned}$$

Dummy(1) : 1980年第1四半期から1995年第3四半期までを1、それ以外を0とするダミー変数。

Dummy(2) : コールレートが0.01%以下となる1999年第2四半期から2000年第2四半期、2001年第2四半期から2006年第2四半期を1、それ以外を0とするダミー変数。

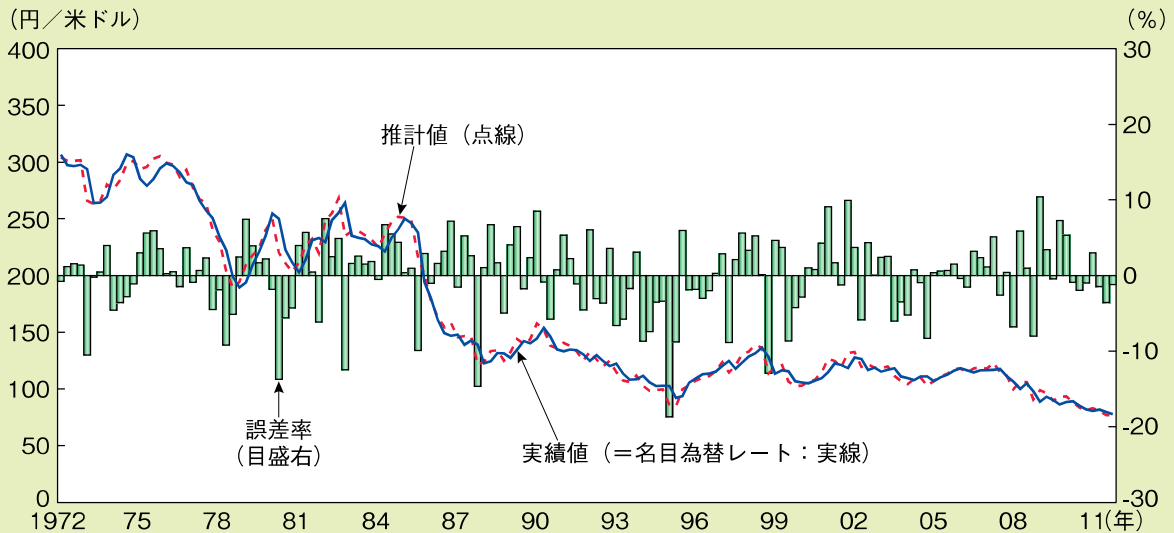
\*\*\*は1%水準で統計的有意を示す。

度の期間を均してみれば、金利や物価といった経済情勢の相対的な動きで決定されると考えられる。この点を円ドルレート関数の推計によって確認してみよう。円ドルレートの説明要因としては、様々な組み合わせが考えられるが、リーマンショック後に生じている円高方向への動きが、貿易財の相対価格比や実質金利格差の変化等と有意に関係していることが分かる（付注1-8）。結果は幅をもって解釈する必要があり、また、為替の動向には、グローバルな投資家

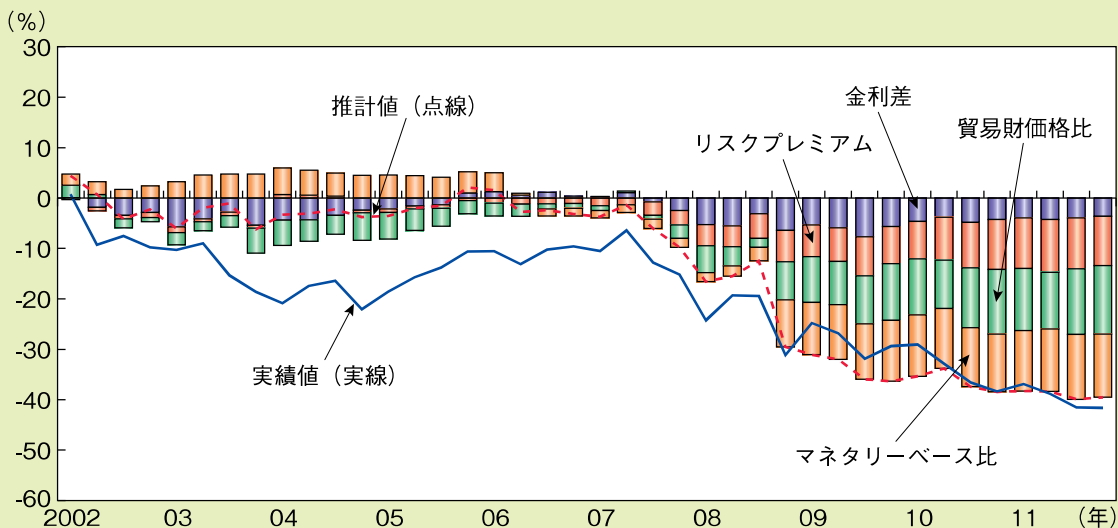
第1-2-26図 為替レート関数

為替レートは経済情勢の相対的な動きで決定

(1) 為替レートの長期推移と推計式



(2) 為替レート変化の累積寄与度分解（2002年第1四半期以降）



(備考) 1. 日本銀行「企業物価指数」、「マネタリーベース」、「コールレート」、BEA “National Income and Product Accounts”、FRB “Aggregate Reserves of Depository Institutions and the Monetary Base”、IMF “International Financial Statistics”、Bloomberg、日経NEEDSにより作成。

2. 推計式は下の通り。詳細については付注1-8を参照。

$$\ln(\text{為替レート}) = 1.68 + 0.002(\text{日米実質金利差}) - 0.002(\text{リスクプレミアム}) + 0.002(\text{貿易財価格比}) + 0.0007(\text{マネタリーベース比}) + 0.59\ln(\text{為替レート}(-1)) + 0.063(\text{プラザ合意ダミー})$$

(7.0\*\*\*)            (3.6\*\*\*)            (-2.6\*\*\*)            (5.0\*\*\*)            (2.7\*\*\*)            (10.0\*\*\*)            (3.1\*\*\*)

リスクプレミアムは1971年以降の累積経常収支-累積対外直接投資-外貨準備と定義している。

のリスク選好の変化等様々な要因が働き得るが、金融政策も外国為替市場に影響するという可能性が示唆される（第1-2-26図）<sup>27</sup>。

### (3) デフレ脱却への道筋とその後

#### ●需給ギャップと期待物価から得られる金利水準はいまだマイナス

現在のところ、我が国経済は依然として緩やかなデフレ状況にある。これまでの経験から明らかなのは、90年代以降の我が国で観測される物価上昇率がゼロに近すぎるためにデフレに陥りやすく、一旦デフレに陥り、ゼロ金利制約に直面すると、伝統的な金融政策のマクロ経済調整機能が十分働かなくなることから、結果として実体経済に悪影響を及ぼしているということである。金利を含めた価格により需給調整がなされるよう経済を運営することは、効率的な資源配分を実現するための必要条件である。

こうした観点からも、現下のゼロ金利がいつ解除され得るかという点は関心の高いところである。日本銀行は、「中長期的な物価安定の目途」に基づき、当面、消費者物価上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、強力に金融緩和を推進していくとしているが、テイラー・ルールに仮定的な目標インフレ率を置いた下で得られるコールレートの動きからは、リーマンショック以降、需給面での改善が緩やかであること等から、最適なレートがマイナスの範囲にある状況は続いている（第1-2-27図）。

#### ●前回の利上げはおおむねテイラー・ルールに沿ったものだが物価は弱い動き

実際の金融政策はテイラー・ルールのように単純明快ではないと思われるが、前回（2006年）の金利引上げ時期の動きを確認してみると、目標インフレ率が1%の場合であれば、テイラー・ルールからは、2005年からゼロ金利解除のシグナルが出ており、2006年年央には0.5%程度への利上げが示唆されていた。他方、目標インフレ率が2%の場合であれば、いまだゼロ金利を維持するシグナルになっていた（前掲第1-2-27図）。こうした中、日本銀行の金利引上げに到った背景としては、以下のように説明されている。

【2006年7月14日】

「これまで長期にわたりゼロ金利を維持してきたが、経済・物価情勢が着実に改善していることから、金融政策面からの刺激効果は次第に強まってきている。このような状況の下で、これまでの政策金利水準を維持し続けると、結果として、将来、経済・物価が大きく変動する可能性がある。日本銀行としては、新たな金融政策運営の枠組みにおける2つの「柱」による点検を踏まえた上で、経済・物価が今後とも望ましい経路を辿っていくためには、この際金利水準の調整を行うことが適当」<sup>28</sup>

注 (27) 為替レート関数の定式化や背景等については付注1-8を参照。  
(28) 日本銀行（2006）。