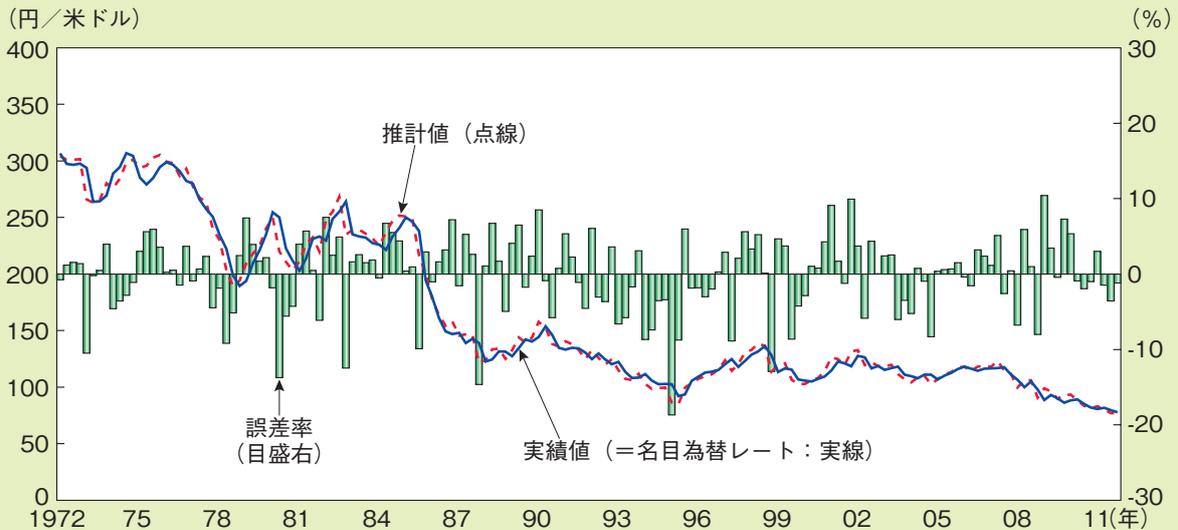


度の期間を均してみれば、金利や物価といった経済情勢の相対的な動きで決定されると考えられる。この点を円ドルレート関数の推計によって確認してみよう。円ドルレートの説明要因としては、様々な組み合わせが考えられるが、リーマンショック後に生じている円高方向への動きが、貿易財の相対価格比や実質金利格差の変化等と有意に関係していることが分かる（付注1-8）。結果は幅をもって解釈する必要があり、また、為替の動向には、グローバルな投資家

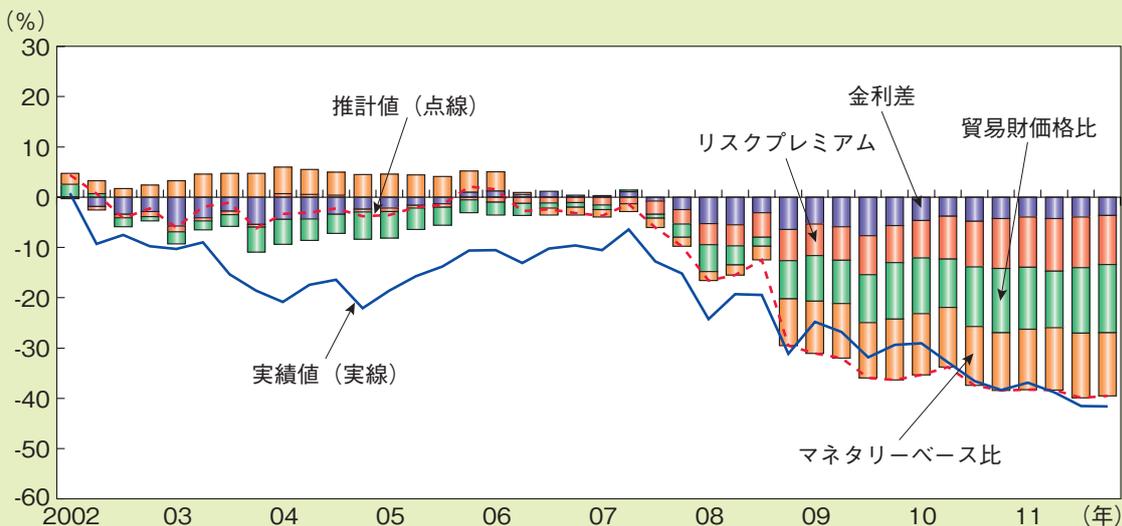
第1-2-26図 為替レート関数

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）²⁷。

(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。

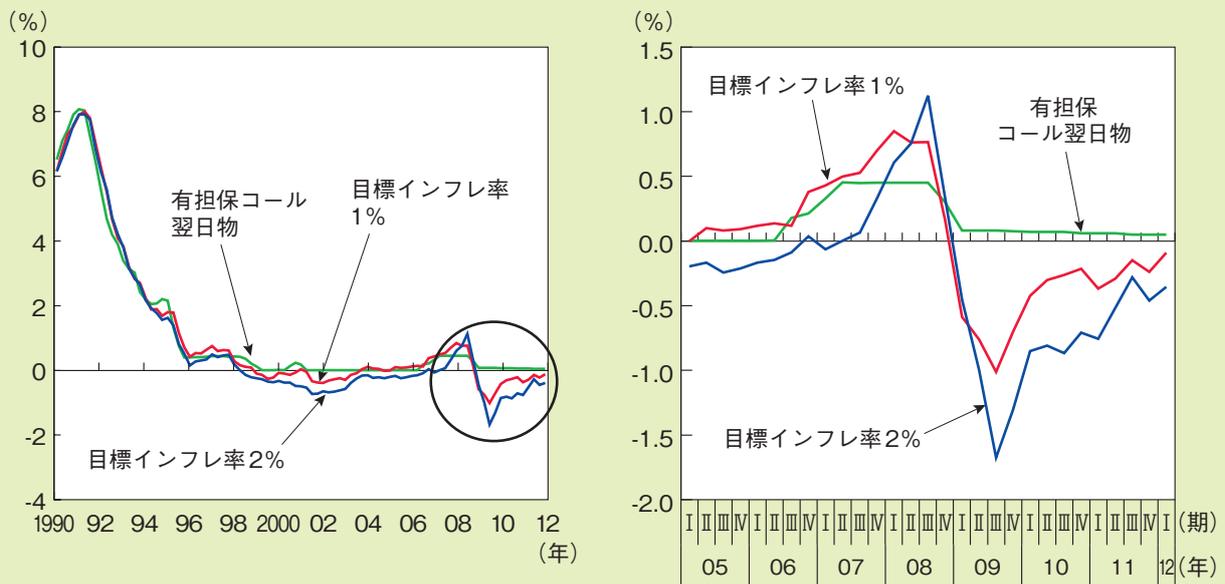
【2006年7月14日】

「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」²⁸

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）。

第1-2-27図 テイラー・ルールによる金利試算

ルールが示す金利水準はマイナスの領域



(1) 推計式

$$r_t = \lambda r_{t-1} + (1-\lambda) [i_t + \alpha Y_t + \beta \Pi_t]$$

r_t : 有担保オーバーナイトコールレート
 i_t : 均衡実質金利 (潜在GDP成長率) + 目標インフレ率
 Y_t : GDPギャップ
 Π_t : 消費者物価指数の前年比と目標インフレ率との差
 λ : 金利スムージングの強さを表すパラメータ

(2) 推計結果 (括弧内はt値)

	λ	$(1-\lambda)\alpha$	$(1-\lambda)\beta$	adj-R2	α	β
目標インフレ率 1.0%	0.80 (12.43)	0.11 (2.75)	0.17 (1.52)	0.92	0.57	0.86
目標インフレ率 2.0%	0.71 (10.71)	0.04 (0.99)	0.49 (3.84)	0.93	0.15	1.68

- (備考) 1. 平成18年度年次経済財政報告第1-2-15図と同様の方法で推計。
 2. テイラー・ルールとは、政策金利が a) 現実のインフレ率の望ましいインフレ率からの乖離、b) 現実のGDPの潜在GDPからの乖離 (GDPギャップ) に対応して調整されているという考え方である。ここでは消費者物価指数 (除く生鮮、消費税調整済み) と内閣府推計のGDPギャップを用いて、1.0%と2.0%の目標インフレ率を仮定し、それらについての目標金利を推計した。
 3. 推計期間は、1996年以降の低金利政策の期間を除いた、1983年第1四半期から1995年第4四半期。無担保コールレートではなく、長期の系列が利用可能な有担保コールレートを用いて推計したが、両者はほぼ同じ動きをしている。

【2007年2月21日】

「仮に低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するような場合には、行き過ぎた金融・経済活動を通じて資金の流れや資源配分に歪みが生じ、息の長い成長が阻害される可能性がある。日本銀行としては、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」²⁹

注 (29) 日本銀行 (2007)。

他方、当時のマクロ環境について、1) 市場動向、2) 景気動向指数、3) 消費者マインド、4) 物価、5) 銀行融資、の各側面から振り返ると、まず、市場動向については、日経平均が大きく変動する月はあったものの、基調としては株高と円安であった（第1-2-28図（1））。また、景気動向指数は先行指数には弱い動きが見られたものの、一致指数の緩やかな上昇が続いていた（第1-2-28図（2））。他方、消費者マインドは2006年3月をピークに低下傾向が見られた（第1-2-28図（3））。こうした中、消費者物価については、いわゆるコアコアはマイナス圏内の動きとなっており、それ以外の系列もおおむねゼロ近傍で推移していた（第1-2-28図（4））。最後に、銀行融資は2006年以降プラスに転じており、特に不動産向け融資が増加に寄与していたが、顕著な増加は2007年の前半で一服した（第1-2-29図）³⁰。

以上をまとめると、景気という面では拡大が感じられる指標が多いものの、物価については「デフレから脱却した」とはいえない状況にあったと指摘することができる。また、金利引上げの理由としては、低金利の副作用として行き過ぎた金融・経済活動を通じた資金の流れや資源配分への歪みを挙げていたが、この典型例は資産価格のバブルであるとみられる。金融緩和が長期に継続するという期待が強まると、人々が将来に対して過度に楽観的になり、また、銀行も過度に貸出を増やすなどして、資産価格が過度に上昇するリスクは当然ある。こうした先行きに生じ得るバブル発生リスクとデフレに逆戻りする足下のリスクをどのように組み合わせるかという点については、これまでの経験を踏まえた慎重な対応が期待される。

また、日本銀行の金利引上げに関する説明文には記されていないが、当時、ゼロ金利を持続させることを巡っては、生産性の低い企業や部門を延命させることになり、結果として我が国の成長力を阻害するとの議論が見られた。ゼロ金利を背景とした銀行の追い貸し等によって、撤退すべき企業が残留して投資や雇用にマイナスということである³¹。ただし、銀行の追い貸しが望ましくないということと、低金利の持続とは別の話である。金利を低水準にとどめているのは、大きな負の需要ショックが生じて、金融緩和によって経済を下支えすることが必要不可欠だからである。景気刺激に必要な以上に金利を低下させると低生産性企業を延命させることになろうが、本来行われるべき経済活動と整合的な自然利子率に応じて金利を低下させることはむしろ必要なことである。現在、ゼロ金利下にあり、むしろ必要なだけ金利を低下させることができない状況であると考えられる。

●金利上昇の際は分配が変化

こうした状況ではあるが、一般的に金利水準の回復は、利払いを通じた各経済主体間での所得移転が今よりも顕在化することを意味する（第1-2-30図）。1981～2011年の経済主体別純利子支払額、受取及び支払の実効金利の推移を見ると、例えば、家計（個人企業を含む）の

注 (30) こうした融資行動の背景には、一部の不動産価格高騰に対する規制当局の対応が影響しているとみられる（<http://www.fsa.go.jp/news/18/20061226-7.html>）。

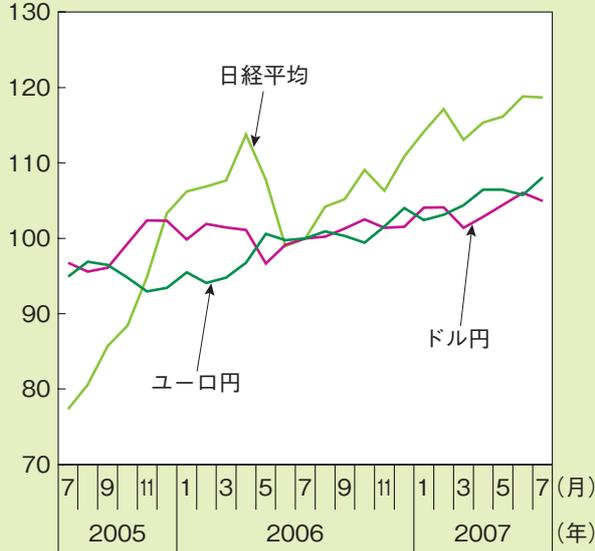
(31) 例えば、Caballero, Hoshi, and Kashyap (2006)。

第1-2-28図 2006~2007年の利上げ局面

景気指標には上向きの動きがみられるものの、物価は弱含みから横ばい圏内

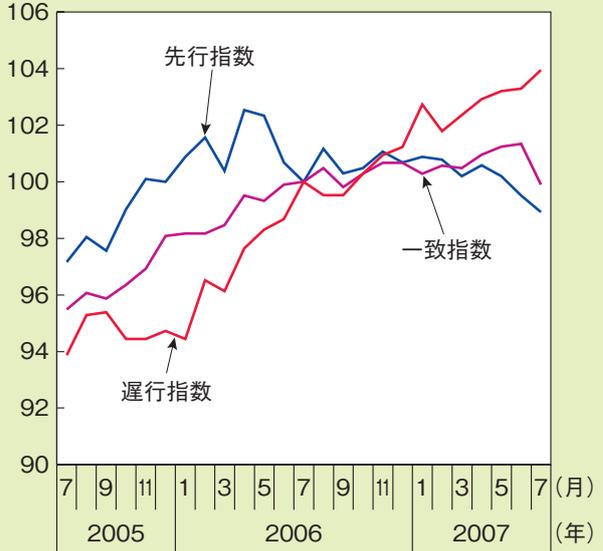
(1) 株価と為替

(2006年7月=100)



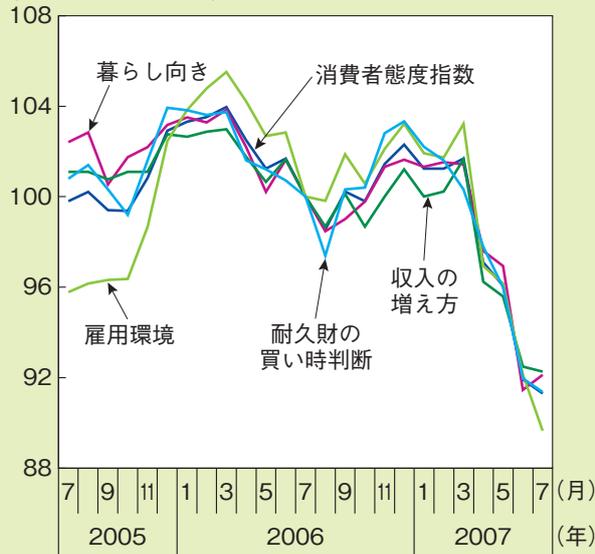
(2) 景気動向指数

(2006年7月=100)



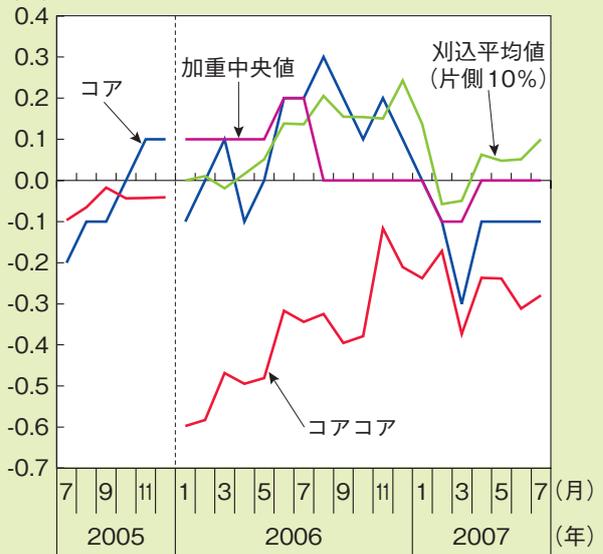
(3) 消費動向調査

(2006年7月=100)



(4) CPI (前年比)

(%)



- (備考) 1. Bloomberg、内閣府「消費動向調査」、「景気動向指数」、総務省「消費者物価指数」により作成。
 2. 消費動向調査は、平成16年5月～19年2月の6、9、12、3月以外の月は、調査方法が他の月と異なる（電話調査）ため、回答に水準差がみられる。そのため、平均的な水準差を利用してデータを補正している。
 3. (4) 図について
 コア：生鮮食品を除く総合。
 コアコア：生鮮食品、石油製品及びその特殊要因（電気代、都市ガス代、米類、切り花、鶏卵、固定電話通信料、診療代、介護料、たばこ、公立高校授業料、私立高校授業料）を除く総合。
 刈込平均値（片側10%）：大きな相対価格変動を除去するために、品目別価格変動分布の両端の一定割合（各々10%）を機械的に控除した値。
 加重中央値：刈込平均値の特殊ケース。品目別価格変動分布の両端の一定割合（各々50%）を機械的に控除し、残った1品目の値。
 4. コア指数及びコアコア指数について、2005年は2000年基準、2006年以降は2005年基準を採用。