

# 研究の概要と報告書の特徴・要旨

## 1. 研究の概要

### (1) 研究会の基本的な問題意識

長期金利が従来とは異なる領域（低水準）に長期にわたって止まることを、年金基金等長期投資家の観点から、どう理解すべきか。

- ―― 近年の我が国及び主要先進国の長期金利の水準の低さについての経済理論的な評価（なぜ、ここまで低いのか）は、収れんしていない。
- ―― 90年代前半まで、景気が上昇し短期金利が上がれば、長期金利も上昇したが、特に2000年頃から、主要国長期金利は傾向的に低下。
- ―― 日銀は1999年2月に「ゼロ金利政策」開始。2001年3月には「量的緩和」へ移行（短期金利は結果的にゼロ）。ただ、「量的緩和」下においても、長期金利は有意にプラス。
- ―― 特にリーマンショック以降、主要国中央銀行が金融政策遂行のために長期債を非常に大量かつ継続的に購入する「量的緩和」が、長期金利水準を下押し。

### (2) 研究の具体的手順

#### ① 歴史に学ぶ・・・オーラルヒストリー（2本）

- ・ 伝統的な経済理論では容易に説明できない以上、思考のきっかけは、歴史に求めざるを得ない。そこで、以下の2つのオーラルヒストリーのセッションを設けた。

若月三喜雄元日本銀行理事・・・90年代以降のデフレーションからデフレの時代に先立つ80年代後半、我が国の経済の大枠を形成した円高と「外圧」の下での行き過ぎた金融緩和の過程を、直接の当事者から伺った（2015年6月9日）。

- ―― 偏った政策思想が経済政策を左右し、大きな影響を实体经济に及ぼした実例について、臨場感あふれるお

話を伺った（報告書の別紙1）。

高田創みずほ総研専務執行役員チーフエコノミスト・・・80年代以降、我が国の債券市場は、数回の「ショック」（長期債価格の暴落・長期金利の急上昇）を経験。生々しい経験談を、債券ディーリングルームの現場の当事者に伺った（2015年7月2日）。

—— 「ショック」がいかに不意に起きるのか、しかし経済の底流には相応の要因があったことに焦点。年金基金関係者等の来るべき「ショック」への心構えの形成に有益と思われる（報告書の別紙2）。

## ② 「自然利子率」概念の検討

- ・ 長期にわたる経済の停滞に関し、「自然利子率」（中立的な実質金利）が（人口の減少もあって）低下し、実際の「短期」金利を自然利子率以下にすることで景気を刺激する金融緩和政策の遂行の環境が変化している（より厳しくなっている）という認識から、自然利子率に焦点を当てた検討を2回行った。

「量的緩和下における国債金利形成」（2015年10月13日）

「長期停滞論・自然利子率・日本経済」（2015年11月13日）

- ・ こうした検討は、その後の2016年9月の日本銀行による「量的・質的金融緩和」及び「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」に関する「総括的検証」の結果及び「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を、研究会として咀嚼するのに有益であった。

## ③ 「金融抑圧」の観点からの検討

- ・ 異常に低い金利（特に長期金利）が経済政策によってもたらされた場合、投資家・貯蓄主体（年金基金を含む）の犠牲を伴うことから、「金融抑圧」と言われることが多い。

これに関し、我が国の戦前の国債市場において、統制によって低い長期金利が続いたことに関する歴史的研究の成果を、研究者（東京海上アセットマネジメント 平山賢一氏）に伺った（2016年7月22日）。

#### ④ 国債市場のネットワーク分析の検討

- ・ 各国中央銀行においては、市場参加者間の相互依存関係と「ショック」の発生あるいは「システミックリスク」の顕在化との関連に対する関心が高まっている。日本銀行においては、国債取引の決済データを用いたネットワーク分析に注力、一定の成果が出ている。

こうした最新の研究成果を、日本銀行の担当者に伺った（2016年7月22日）。

#### ⑤ 我が国の金融環境（特に金融政策環境）を踏まえた議論・・・以下のような変化を踏まえた意見交換を、数回、実施（報告書「Ⅲ. 今後の長期金変動の可能性といくつかの観点」に反映＜特に対談形式の部分＞）。

- ・ **2016年9月以降、日本銀行の金融政策が変化。**

「マイナス金利付き質的・量的緩和」

・・・「年80兆円のマネタリーベース増加」 + 「-0.1%の短期金利」



「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」

・・・「-0.1%の短期金利」 + 「**ゼロ%程度の長期金利（10年国債金利）**」

- ・ 「長期金利は中央銀行の金融政策では操作できない」という通念とは異なるもの。
- ・ 更に、インフレ目標を掲げる金融政策は、「中央銀行が明確な目標を掲げて『断固たる』姿勢を見せれば、人々は『物価は上がる』と予想するだろう」という「フォワードルッキングな」期待形成を仮定。  
しかし、日銀の「総括的検証」では、「他の国以上に適合的（過去の物価状況が続くだろうと予想）」という評価になった。
- ・ 日本銀行は同時に、自然利子率概念を、「実際の金利を自然利子率より低くすることが金融緩和」と、金融政策の説明において直接用い始めた（**長期金利も含めた「均衡イールドカーブ**＜単一の金利としての自然利子率ではなく、イールドカーブ全体についての「自然」を考えるもの＞という概念も、試行的に用いられている）。

## 2. 報告書の構成と特徴

### (1) 長期金利の歴史につき、まず、説明。

―― 教科書的な金融理論や金融政策のあり方に関する一般的な見方は、第二次大戦後の高度成長期やそれに続く時期に形成されたもの。

―― 我が国では、過去約 20 年、短期金利はほぼゼロかマイナス、長期金利もここ 10 年ほどはゼロに向かって傾向的に低下。

こうした環境下、年金基金等の関係者においては、金利が上下の予想外に大きく変動する可能性を過小評価するリスクがあるところ、内外の金利の歴史を回顧することに、相応の意義。

### (2) 本体部分（「Ⅲ. 今後の長期金変動の可能性といくつかの観点」）では、「対談」形式を多用。

―― ここでの議論においては、「自然利子率」、「金融抑圧」あるいは「財政従属」といった、定義や概念があまり広くは知られていない用語を多用せざるを得ない。

このため、年金基金関係者等の理解を容易にするべく、年金基金関係者等の理解を容易にするべく、話し言葉を用いた対談形式により、平易な表現に努めることとした。

### (3) 主要なインプリケーション

- ① **長期金利は、現在と未来をつなぐ架け橋**であり、非常に重要なマクロ経済変数。その長期金利が、将来の経済の姿と整合性を欠いたまま漂流することは、経済全体にとっても年金基金等の長期投資家にとっても、大きなマイナスではないか。
- ② 我が国の機関投資家は、市場における自由な金利形成が普通のことになった 80 年代半ば～後半以降、潜在成長率や自然利子率が傾向的に低下する環境下で、実務的な経験を積んできた。しかし、**最近の長期金利をめぐる現実とそれを理解するための思考の方向は、従来の単純な延長に止まるとは思えない。**
- ③ 今後、**機関投資家が長期的な利益を増進していくには、その持てる力を有効需要の「底上げ」とマクロ的経済が生み出す利潤の増大に向けて使っていく必要がある。**既に、株式運用の領域においては、企業の株主・所有者あるいはスチュワード

ードとしての機関投資家の力を資本市場の機能向上と潜在成長率の上昇を促すように使う方向感が醸成されている。

④ 長期金利に関しては、機関投資家が株式の議決権のような直接的なパワーを持っているわけではない。しかし、**長期金利の形成に関する深い理解と長期的な視野を持つ場合とそれを欠く場合**では、長期金利の市場における形成に差が出る。経済全体についても長期投資を担う個々の投資家に帰属する成果についても、なにがしかの差が出るのではないか。

⑤ **いずれ来る「出口」を展望すれば、長期金利の形成に関する理解を深めていく努力が一層求められる**のではないか。

以 上