

日銀が量的金融緩和を解除した後、市場の関心は金利水準の行方が集まっている。もちろん市場における金利水準も上昇している。日銀が金融政策の対象とし、ゼロ金利政策が継続されている銀行間取引金利（コールレート）に大きな動きがないのはともかくとして、一〇年物国債の金利は徐々に上昇を示し、四月末には二%台に近づいた。

では、今後の金利について、いかに考えればいいのか。この参考として、経済成長率（名目GDP<sup>II</sup>国内総生産）、短期金利（有担保・翌日物コールレート）、長期金利（利付電々債と一〇年物国債の市場金利をつなぎ合わせたもの）の三者の過去の関係を図示してみた。これから、次のようなことが読み取れるだろう。

第一に、一九七五年前後を境とし、金利と経済成長率の間の関係が大きく変化している。それ以前の高度成長期には経済成長率が長短金利水準を大きく上回っていたが、一九七五年以降、経済成長率は短期金利とほとんど同水準で推移するようになった。この背景には、高度成長期の金利が規制下にあり、低く抑えられていた事実がある。つまり、一九七五年以降だけが経

済活動と金利の本来の関係として参考になる。それによれば、中長期的にみて、短期金利は経済成長率とほぼ同じ水準である。

第二に、一九七五年以降も、長期金利は経済成長率や短期金利を少し上回っていることである。長期金利は短期金利の平均値だという経済理論的な考え方があろう。とはいえ長期間、債券を保有すれば、短期金利の変動によって損失を被る可能性が無視できなくなる。このため、長期金利は短期金利の平均値よりも少し高い水準になる（すなわちプレミアムが付いて当然）といえよう。

以上をまとめると、高度成長期が終わり、金利に対する規制が撤廃されるようになって以降、日本の金利水準は経済合理的な水準に落ち着いているといえよう。今後また、合理的な水準に落ち着くに違いない。

ということ、今後の金利水準の解



明は、名目での経済成長率を予測すること、可能となる。では、名目経済成長率はどの程度になるのだろうか。日銀の金融政策が適切だと仮定した場合、次のように予測できよう。

まず、実質経済成長率である。長期的に日本経済の潜在成長力が実現するのなら、年率二%前後の実質経済成長率が期待される。

次にインフレ率である。最近の日銀政策委員の物価に対する見方を集約すると、年率一%程度の上昇が予測されている。この物価上

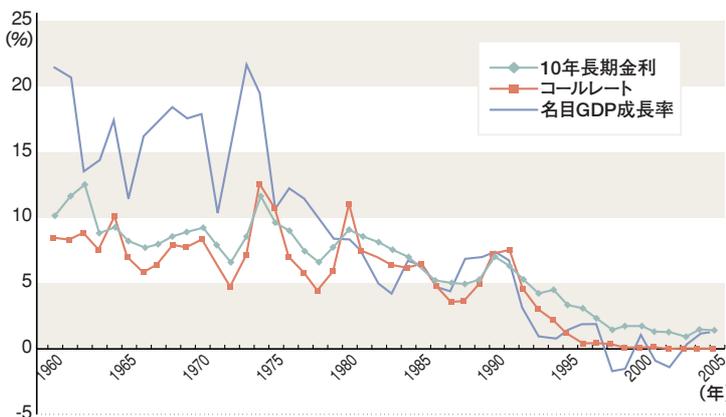
昇率は望ましい範囲に収まっている。そうだとすると、金融政策はネーtralであり、長短の金利は自然な状態に置かれる。

最後に、この実質経済成長率とインフレ率を足し合わせればいい。すると二%台の後半から三%程度になる。これが自然な金利水準である。すなわち、短

期金利の居心地の良い水準は三%となる。今後、日銀は、経済の状況を確認しながら短期金利を三%に向けて調整していくだろう。一方、長期金利はこの短期金利の調整を先取りし、上昇しよう。長期金利のプレミアムを考慮するのなら、早晩、長期金利は三%を上回ることになる。

結論である。現在よりも一%程度の長期金利の上昇を視野に入れ、資金調達や債券投資を行う必要がある。

● 経済成長率と金利



資料：内閣府、日銀資料等に基づいて作成