

## 資本コストの高止まりは経済をどの程度停滞させたか

内閣府経済社会総合研究所 清水谷 諭  
東京大学大学院 寺井 晃

90年代の景気低迷において、名目金利は史上例をみないゼロ水準まで引き下げられた。しかし、それをもってただちに金融政策は適切に運営され、実体経済を底支えしたと結論付けることはできない。いうまでもなく実体経済に影響を与えるのは名目金利から期待物価上昇率を差し引いた実質金利である（フィッシャー方程式）。90年代の物価上昇率の低下傾向さらに最近のデフレ状況の下で、実質金利は名目金利ほど下がりず、従って実体経済を刺激する効果も大きくなかった可能性さえある。

90年代の金利動向や金融政策の効果についてはすでに数多くの文献がある。しかし、ほとんどの文献では、アприオリに期待インフレ率を現在のインフレ率と等しいとみなして、名目金利から実際の物価上昇率を差し引いて実質金利を求めている。実質金利は金融面と実体面を結ぶキーとなる変数であるにもかかわらず、それがどの程度の水準であったのか、真剣な実証分析なしに、90年代の金融政策の評価を行うことはできない。

この報告では2つの面で貢献を行う。まず実質金利の推計を行うために、期待インフレ率イコール現実のインフレ率と仮定せず、企業や消費者へのサーベイを用いて期待インフレ率をいくつかの方法で計測する。次に、求められた実質金利を用いて、90年代における実質金利の変化が設備投資、住宅投資、耐久財消費にどのような影響を及ぼしたのか、定量的な検証を試みる。

分析結果によると、90年代において、実質金利は名目金利ほど低下せず、90年代の前半には実質金利はある程度低下したものの、後半にはほぼ横ばいないしむしろデフレ期待の進展に伴って上昇し、景気刺激効果をほとんどもたなかったことが示されている。さらに、実体経済との関係をもても、90年代前半にはある程度の刺激効果が認められるものの、後半には、いわゆる金融機関の貸出態度の厳格化などによって、わずかな効果すらほとんど認められないという結果が得られている。