

門間 一夫の
経済深読み

道しるべにならない「中立金利」

～F R Bが直面する試練～

みずほリサーチ&テクノロジーズ

エグゼクティブエコノミスト

門間一夫 2022年6月16日

中立金利とは何か

米国の中央銀行にあたる連邦準備制度理事会（F R B）は、6月14～15日の連邦公開市場委員会（F O M C）で0.75%の利上げを決めた。今年3回目の利上げであり、政策金利の水準は1.5～1.75%になった。

F R Bの幹部がこの数か月強調してきたのは、「金融政策を早く中立にしたい」という基本方針である。ここでは「中立金利」という概念が念頭に置かれている。中立金利とは、緩和でも引き締めでもない政策金利の水準である。したがって、実際の政策金利が中立金利より低ければ「金融緩和」であり、中立金利より高ければ「金融引き締め」である。

中立金利はあくまで理論上の概念であり、その具体的な水準の認識は、推計や主観によるしかない。国や時期によってもその値は異なる。米国の中立金利については、F O M Cメンバーがそれぞれ「自分はこう思う」という数字を3か月ごとに出している。6月のF O M Cで示された最新の中立金利の中央値（6月時点でメンバーは18名なので上から9番目と10番目の人の平均）は2.5%である。もともとかなりの幅を持って見るべき数字であるが、以下、米国の中立金利は「2.5%程度」として話を進める。

ビハインド・ザ・カーブ

40年ぶりの高インフレは、今年初めには既に問題になっていた。消費者物価は3月にいったんピークをつけたかに見えたが、5月に前年比+8.6%と再加速した。そのことが今回のF O M Cの直前に判明したため、F R Bは予定した0.5%の利上げ幅をあわてて0.75%に拡大した。それでも利上げ後の政策金利は1.5～1.75%であり、中立金利の2.5%程度にはまだだいぶ距離がある。つまり、F R Bは今も「金融緩和」を続けているのである。次の7月でも0.75%の利上げを続ければようやく中立金利にたどりつくが、「早く中立にしたい」と言ってきた割には時間がかかりすぎではないだろうか。

金融政策が後手に回ることを「ビハインド・ザ・カーブ」と言う。FRBはそれを自覚しており、パウエル議長も「もっと早く利上げを始めていればよかった」と反省の弁を口にする。利上げ開始の遅れは仕方がないとしても、ビハインド・ザ・カーブだと気づいた時点で中立金利までの距離を一気に縮め、初動の遅れを早めに挽回するという選択肢はあったはずである。

思えば利下げの時のFRBは電光石火であった。コロナ禍に見舞われた2020年3月、FRBは1.5%強だった政策金利を、2週間足らずでほぼゼロまで一気に下げた。利下げと利上げでこれほどスピードが異なる理由について、FRBから明解な説明はない。ただ、それを推測することはできる。

第一に、利上げは景気にブレーキをかける政策なので、ブレーキがかかりすぎるリスクを中央銀行は恐れる。とくにFRBの場合は、「物価の安定」と並んで「雇用の最大化」が法律上の責務である。「雇用を必要以上に悪化させた」と批判されるリスクをFRBは取りたくない。

第二に、利上げは株価など金融市場にも調整を強いる。中央銀行には金融市場の安定を保つ役割もあるので、どうしても市場を気にしながらの政策運営になる。「中立金利まで一気に」といった大胆な利上げは、その面からも制約されてしまう。

第三に、今のインフレは、地政学上の問題や供給のボトルネックによる面も大きい。FRBにしてみれば、「コントロールできない要因が作用している」という説明がある程度可能であるうえ、実際、利上げで今のインフレをただちに抑え込めるわけではない。

第四に、中長期的な期待インフレ率はなお高すぎない範囲にある、というのが少なくとも最近までのFRBの判断であった。それが正しいなら、あわてて利上げしなくても、インフレは時間の経過とともに2%物価目標の近辺に戻ってくる。

景気後退は早い方が望ましい

しかし、上記4点目の「インフレ高止まりのリスク」については、FRBの自信も揺らいできているように見える。中長期的な期待インフレ率は、通常、物価連動債などの市場情報や、各種サーベイの結果などを参考にして判断する。最近のそれらの情報、とくに市場情報の中には、中長期的な期待インフレ率がなお2%物価目標と整合的と言っているものもあるが、それに頼るのは心もとない。

むしろ経済の現場で起きている事実として、賃金の前年比が5%台で推移しているのは気がかりである。2%インフレと整合的な賃金上昇率は3%台である。4~5%もの賃金上昇が続けば、それがまた次の物価上昇圧力を生み出し、2%を大きく上回るインフレが社会に定着してしまう。

高すぎる賃金上昇率の背景には、労働市場の歴史的なひっ迫がある。求人数の失業者数に対する比率は1.9倍に達している（図表1）。この比率はコロナ前の完全雇用の局面でも1.2倍程度あり、その水準まで今の比率を下げるには求人数を400万人以上減らさなければならない。これは全米雇用者数の3%弱に相当する。

米国の生産性上昇率は近年1%程度なので、労働需要を3%減らすには、実質GDPを2%低下させなければならない。あくまで単純計算だが、労働市場をバランスさせ、インフレの中長期的な高止まりを確実に防ぐには、米国には「マイナス2%成長」が必要ということになる。

労働供給の増加、ボトルネックの解消、技術革新の進展など、供給サイドが短期間で大きく改善するならよいが、そうでないなら景気後退の誘導こそ、FRBが今なすべき課題である。景気後退につながるぐらいの利上げが、必要な調整を促す「適度な利上げ」なのであって、それは今の米国では「オーバーキル」に当たらない。

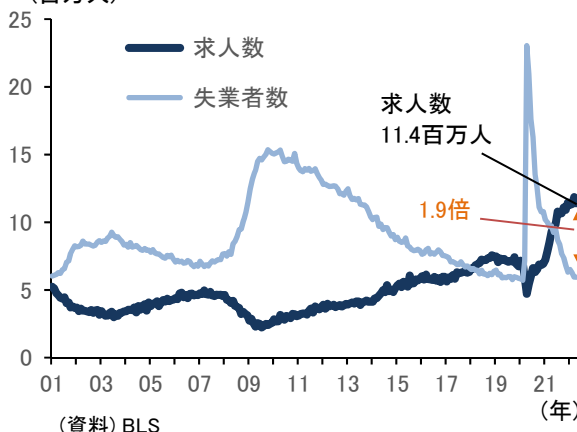
いずれ景気後退になるなら早い方がよい。労働需給が緩まず、中長期的なインフレ高止まりの可能性がさらに高まってしまった場合、その後に必要となる景気後退ははるかに深いものになるからである。世界経済の不透明感やこれまでの物価・金利の上昇により、総需要はある程度弱まるだろう。総需要の弱まる程度が十分に大きいなら、追加の利上げは少しで済むかもしれない。しかし、内需の堅調さ、労働需給のひっ迫、潤沢な家計貯蓄などを踏まえれば、政策金利をさらに大きく引き上げていく必要性が高いように思う。

自然利子率のトートロジー

もうひとつ大きな問題は、中立金利そのものを巡る不確実性である。FOMCメンバー内で中立金利が2.5%程度とされている背景には、「自然利子率0.5%」+「物価目標2.0%」=「中立金利2.5%」という認識がある。自然利子率というのは、実質ベースでみた中立金利のことであり、潜在成長率、人口要因、貯蓄投資バランスなど、中長期的な実体経済の構造によって決まるとされる。

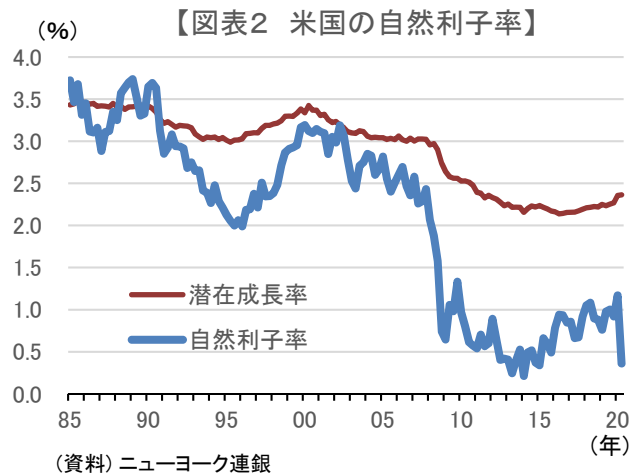
その自然利子率について、0.5%程度という相場観がFOMCで形成されている背景には、FRBのエコノミストによるものを中心とした既存の研究がある。現在ニューヨーク連銀の総裁を務めるジョン・ウィリアムズ氏は、若手エコノミストのころからこの分野の第一人者である。そのため、ニューヨーク連銀のウェブサイトには、ウィリアムズ氏らの手法に基づく自然利子率の推計値が公表されている。コロナ禍で経済データが激しく動いたため、最近は更新が停止されているが、コロナ前の自然利子率の推計値は確かに0.5~1%程度で推移していた。

（百万人）【図表1 米国の労働需給】



興味深いのは、2010年代の自然利子率が、潜在成長率の低下では説明できないほど大きく低下している点である（図表2）。その理由についてウィリアムズ氏らは、グローバルな貯蓄超過など構造要因の可能性を指摘する。理論的にはそう解釈するのが常識的であるが、推計方法を踏まえれば、単に2010年代が低インフレだったためとも考えられる。

この自然利子率の推計値は、GDP、インフレ率、金利のデータから、インフレ率を上昇



も下落もさせない金利水準を「逆算」するような手法で求められている。2010年代のデータが客観的に語るのは、「政策金利をゼロに抑える強力な金融緩和を続けたのに、インフレは低いままであった」という事実である。この事実を標準的な理論で説明しようとすれば、「自然利子率が大幅に低下したことになってしまう」のが最もつじつまが合うのである。

自然利子率の「推計」とは事実上そういう逆算のことである。その意味では、「自然利子率の低下」は「低インフレの長期化」の言い換えにすぎないとも言える。潜在成長率、人口要因、生産性、グローバル貯蓄などは、実はあまり関係のない話なのかもしれないのである。

中立金利が大幅に上方シフトしている可能性

その点を踏まえると、仮に今の米国で2010年代の低インフレからの構造的な脱却が起きているのなら、自然利子率は「0.5%程度」より高いと考えるべきである。どのくらい高いのかはわからない。それを知るには、FRBが今後どこまで金利を引き上げ、最終的にインフレ圧力がどのあたりに落ち着くか、まず現実を確認する必要がある。中立金利が金融政策の「道しるべ」になるというのは幻想であり、中立金利は実際の金融政策と物価を通じて後からわかるのである。

いずれにせよ、今の中立金利が2010年代と同じ2.5%程度だと考えるべき根拠は、乏しいのではないか。今回のFOMC後に公表された金利見通し（いわゆるドット・チャート）によれば、本年末の政策金利の中央値は3.375%であり、パウエル議長はそれを「やや引き締めの」と表現した。しかし、中立金利が2.5%ではなく3.5%あるいはそれ以上なら、そうは言えない。

年末の政策金利も「中立」に届かないとすれば、米国の景気後退が今年中に起きる可能性は低いと言えるのかもしれない。それは短期的にはグッドニュースだが、来年以降にもっと深い景気後退が来るリスクが高まるという意味で、実はバッドニュースである。「中立金利」を念頭に置いて金融政策を語ることの功罪が、改めて問われるように思う。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。