

# 門間 一夫の 経済深読み インフレが押し上げる中立金利



みずほリサーチ&amp;テクノロジーズ

エグゼクティブエコノミスト

門間一夫 2023年9月27日

## 中立金利と自然利子率

「中立金利」とは、景気を刺激も抑制もしないという意味で中立的な政策金利水準のことである。その水準よりも実際の政策金利が低ければ金融緩和、高ければ金融引き締め、と通常理解される。中立金利は中央銀行にとって所与とされる。したがって、中央銀行が中立金利についてできるのはそれを意識することだけであり、金融緩和・引き締めの度合いはもっぱら実際の政策金利で調整される。では、その中立金利は何によって決まると考えられているのだろうか。まず、

$$\text{中立金利} = \text{自然利子率} + \text{トレンドインフレ率}$$

と分解されることが多い<sup>1</sup>。このうちトレンドインフレ率とは、長期平均的なインフレ率のことである。多くの先進国では2%物価目標が採用されているので、「トレンドインフレ率=2%」とするのが一般的である。

残る自然利子率は、インフレの要素を含まない「実質」の概念である。したがってそれは、潜在成長率や貯蓄・投資バランスなど実体経済の構造要因で決まるとされる。しかし、自然利子率は観察できないうえ、その決定要因とされる潜在成長率も貯蓄・投資バランスも観察できない。当然、自然利子率は、様々な仮定を重ねた推計によってしか認識できない。

米国の自然利子率についてはニューヨーク連銀の推計がよく知られている(図表1)。すぐにわかる特徴は、自然利子率がリーマンシヨ

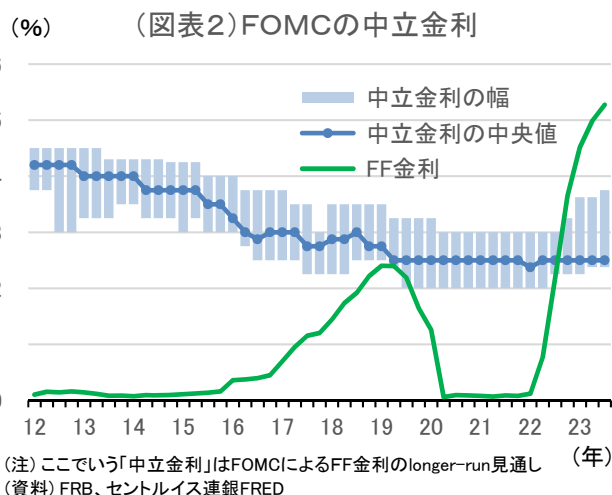


<sup>1</sup> 自然利子率は r-star (アールスター) とも呼ばれる。学術的な論文で「r\*」の記号が使われるからである。

ックを境に急低下し、かつ潜在成長率を大幅に下回るようになったことである。この潜在成長率と自然利子率の乖離は、①高齢化を背景に予備的貯蓄動機が強まった、②金融規制の影響等で安全資産への選好が強まった、などの理由で説明されることが多い。

## 議論を複雑にする「短期の中立金利」

さて、米国の政策金利を決めるのは、連邦準備制度理事会（FRB）の幹部と各地区連銀総裁からなる連邦公開市場委員会（FOMC）である。そのFOMCは、政策金利であるフェデラルファンド・レート（FF金利）について、今後2～3年の動きと中期的（longer-run）な落ち着きどころを予想している。FOMC各メンバーによるlonger-run予想の中央値が、米国の中立金利と一般に言われるものである。2010年代に低下傾向をたどり、近年は2.5%である（図表2）。



ところが最近、専門家や市場関係者の間で「中立金利はもっと高いのでは」と疑われている。FF金利は5%超まで大幅に引き上げられたのだから、中立金利が本当に2.5%なら相当な金融引き締めになっているはずである。実際には米国経済があまり減速せずインフレも十分下がらないのだから、中立金利がもっと高いと考えなければ辻つまが合わないというわけである。このため最近ではFRBも、FF金利のlonger-run予想はあくまで「中長期の中立金利」であり、「短期の中立金利」は足元もっと高くなっているかもしれない、と両者を分けて説明することがある<sup>2</sup>。

中立金利を巡る最近の議論がややこしく感じられるのは、この「短期の中立金利」と「中長期の中立金利」がともに「中立金利」として異なる文脈で出てくるからである。前者は目の前の金融政策の引き締め・緩和度合いを評価するための概念であり、後者は金利水準の中長期的な展望という観点から用いられる概念である。

筆者は、前者の概念にはあまり意味を感じない。利上げが十分に効かないのが「短期の中立金利が上がった」せいなのか、「需要を支える諸要因が想定以上に強い」せいなのかは、説明の仕方の違いでしかない。需要が思いのほか強い時に、「需要が強い分だけ、中立金利に比べて政策金利を大幅に引き上げるべき」と説明するか、「需要が強い分だけ中立金利が上がってしまっているので、政策金利もそれに即して上げるべき」と説明するかは、はっきり言ってどちらでもよい。いずれの説明

<sup>2</sup> パウエルFRB議長は9月20日の記者会見でそういう趣旨のことを述べた。その元になっているとみられる分析としてニューヨーク連銀のLiberty Street Economics, August 10, 2023 “The Evolution of Short-Run r\* after the Pandemic”がある。

も、「需要が強いので政策金利をもっと上げるべき」だけで済むことを、「中立金利」という単語を使って無駄に長くしているだけである。

金融政策が十分に引き締めの的かどうかは、結局のところ経済・物価情勢から判断するしかない。実はパウエル議長の最近の説明はそれに近い。パウエル議長が中立金利について積極的に語りたがらないのは、それが不毛な議論だと正しく理解しているからだろう<sup>3</sup>。

## 「中長期の中立金利」は上昇している可能性が高い

一方、「中長期の中立金利」を巡る議論、すなわち金利水準の中長期的な変化が起きているのかという議論には、重要な意味がある。それは現在の長期金利の妥当性など、各種金融商品の公正価値の評価にただちに影響する。政策当局者や企業経営者など、中長期的な経済環境を意識する人々は関心を持たざるをえないテーマであるし、関心がない人々も借入れ金利などを通じて広く影響を受ける。

世界の経済論壇では、程度の差はあれ「コロナ前のような慢性的な低金利状態には戻らない」という議論が優勢に見える。例えば、米財務長官も務めたローレンス・サマーズ氏は、米国の短期金利は中長期的に4%程度になると述べている<sup>4</sup>。前述した2.5%に対応する数字が4%まで上がるというのである。その理由として、①従来よりも拡張的な財政政策、②脱炭素化等に伴う投資増加、③高齢化がさらに進むことによる貯蓄の取り崩し、などが挙げられている。いずれも貯蓄・投資のバランスを投資方向へ傾ける要因である。

カンザスシティ連銀は毎年8月下旬、「ジャクソンホール会合」として有名な経済シンポジウムを開催する。今年のテーマは「世界経済の構造変化」であった。そこで欧州中央銀行（ECB）のラガルド総裁も、労働供給の構造変化、脱炭素化によるエネルギー転換、地政学リスクによるグローバル市場の分断などにより、世界経済が供給ショックにさらされやすくなった可能性を指摘している<sup>5</sup>。

昨今の世界情勢から見て、先進国が従来よりも供給ショックに見舞われやすくなったという見方には、相応の説得力がある。その場合、インフレ圧力はコロナ前よりも平均的に高くなると考えられる。

自然利子率は、潜在成長率と結びつけて語られることが多いが、むしろインフレ圧力の影響を強く受ける方と考える方が現実的である。多くの先進国には2%物価目標がある。したがって、インフレが慢性的に2%を下回るなら、金融緩和の継続によって低金利が常態化する。逆にインフレがしばしば2%を大きく上回るなら、そのたびに利上げが行われて平均的な金利水準は高くなる。

本稿の初めの方で、「潜在成長率など実体経済の構造要因で自然利子率が決まり、それに2%を足して中立金利が決まる」という考え方を説明したが、それは理論上の話である。それよりは、「中長期的な

---

<sup>3</sup> 前注で紹介したパウエル議長の発言は、記者会見で問われた際の答えである。

<sup>4</sup> Peterson Institute for International Economics, March 7, 2023 “Summers and Blanchard debate the future of interest rates”

<sup>5</sup> Christine Lagarde, August 25, 2023 “Policymaking in an age of shifts and breaks”

物価圧力への政策対応から実際の金利水準が決まり、その観察に基づいて中立金利が認識される、そして最後に2%が引かれて自然利子率が認識される」というのが実態に近いだろう。そこに潜在成長率は出て来ない。

## バラ色のレジームシフトではない

直面するのが「しぶとい供給ショック」なのだとなれば、潜在成長率と中立金利はむしろ逆方向に動く。最もありそうなのは、①潜在成長率の低下、②インフレ圧力の上昇、③中立金利（ひいては自然利子率）の上昇、という組み合わせである。実際、米国の実質GDPはコロナ前のトレンドを上回っているわけではない。実際の経済成長が強くもないのにインフレだけは大幅に上がってしまったのだから、潜在成長率は低下している可能性が高い。

同じように、もともと低かった日本の潜在成長率も、コロナ後はさらに低下している可能性が高い。個人消費が4年前の「水準」すら回復できていない、すなわちマイナス成長なのにもかかわらず、消費者物価の上昇率は約40年ぶりの高さまで上がってしまった。世界的な供給ショックの影響を強く受けている、さらには労働力など国内の供給制約もきつくなっているからだと考えられる。そうした供給ショックがこれからも無視できず、その結果コロナ前よりも物価が上がりやすくなるのだとしたら、日本の中立金利も上昇することになる。

ただ、米国と日本では初期値が大きく異なる。米国の中立金利は2.5%からの上昇だが、日本の中立金利ははるかに低い水準からの上昇になる。約25年にわたり、金利はほぼゼロでも物価は上がらなかったのだから、論理的には中立金利はかなりのマイナスであった可能性が高い。そこを起点にたとえ1~2%上がっても、中立金利はわずかなプラスにしかならないかもしれない。

政府がデフレ脱却を宣言し、日銀もイールドカーブ・コントロール（YCC）やマイナス金利を解除すれば、異常事態に終止符が打たれるという意味では朗報である。しかし、もともとゼロに近い潜在成長率がさらに低下し、そのくせ物価は従来よりも上がりやすくなり、金利はゼロではないがたいしたプラスにもならない、という世界に変わるだけだとすれば、バラ色のレジームシフトにはほど遠い。

●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。