

経済を読む眼

米国の自然利子率が上昇している可能性<sup>1</sup>

2023年3月3日

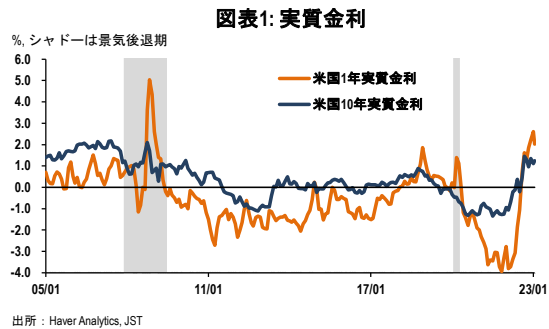
JST 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼博史

1. 米国の景気・インフレの持ち堪えと自然利子率

米国では Fed の利上げによって実質金利が今後 1 年程度の短期では高止まりしており、利上げも最終局面に近付いていると一般に見られている（図表 1）。この金融政策の先行きを考えるうえでメルクマールと

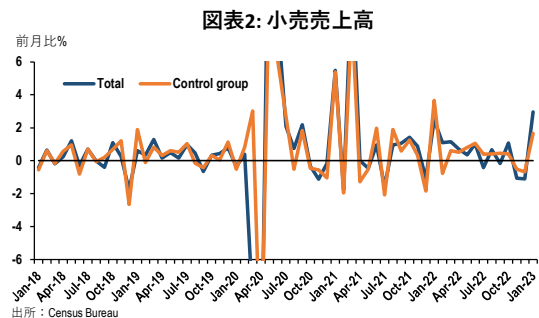
して重要なのが、自然利子率という概念である（最近では実質の中立金利とも呼称）。自然利子率とは、マクロで投資と貯蓄をバランスさせる実質金利であり、別の見方をすれば、景気に中立的で、インフレにもデフレにもならない実質金利である。実質政策金利がこの自然利子率



よりも高ければ引き締めの政策であり、低ければ緩和的政策となる。この中立金利水準が高いか低いかによって、金融政策のその時々における正常時の金利水準、さらにはそこから現在の政策金利がどの程度離れているかという捉え方が変わる。ただし、問題は、この利子率は実際には目に見えないので、推計によって把握するしかないことだ。Fed は現在、自然利子率を 0.5%程度とみなしており、その観点からは実質金利はかなりの引き締めになっているとみることが可能だ。

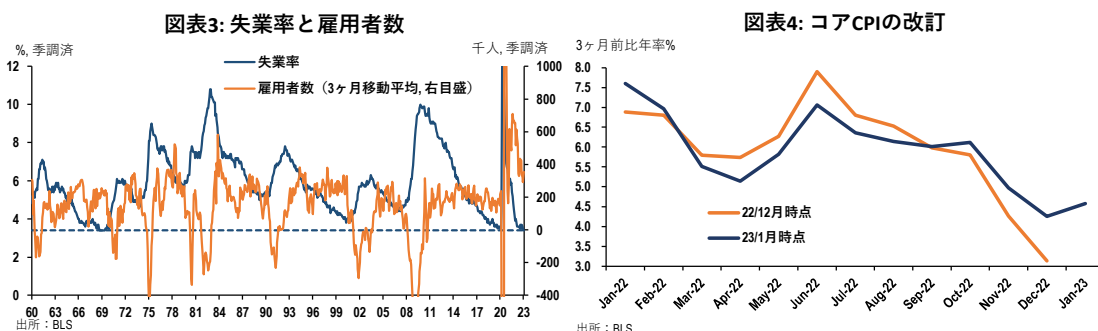
では、現在の利上げは、自然利子率から見て十分に引き締めの政策になっているのだろうか。この点、米国の消費は急激な利上げにも拘らず伸びており（図表 2）、年初から天候が温暖になって消費し易くなったとい

った特殊要因を割り引くとしても、実質 GDP が 1Q23 も潜在成長率並みの 2%に近い年率成長率に到達しそうな勢いである。このため、労働市場も逼迫したままであり、1月の失業率は 3.4%と 1969 年以来的低さにまで低下している（図表 3）。また、



<sup>1</sup> 本稿は、2月28日現在のデータに基づいている。

インフレ率も、コア CPI が 12 月時点では 3 ヶ月前比年率で 3.1% だったのが、1 月は季節調整替えと年次基準改定に 1 月入り後の経済の強さが相俟って同 4.6% になるなど、昨年 12 月時点とは様変わりの姿になっている（図表 4）。



このような状況では、自然利子率が本当に 0.5% まで今も下がっているのか、を疑ってみる必要があるだろう。もしも自然利子率が実際にはもっと高いのであれば、例えば少し前の市場のコンセンサスであった Fed が 3 月に 25bp の利上げで打ち止めないしは 3・5 月に各々 25bp の利上げを行うことで打ち止めにし、年内に 50bp の利下げに転じるというシナリオでは、インフレの抑制が不十分になるリスクがあるからだ。市場はこれまで、Fed の情報発信よりも緩和側にバイアスをかけた見方をしてきた。しかし、最近では 6 月に再度 25bp の利上げを行うことを織り込み、Fed が昨年 12 月に公表した金利ドットのメディアン（5.125% までの利上げ見通し）を上回ったほか、9 月にかけて再利上げも徐々に織り込み始め、一旦利上げを止めた後にすぐに利下げに転じるとの見方も後退させているなど、見方を修正している。

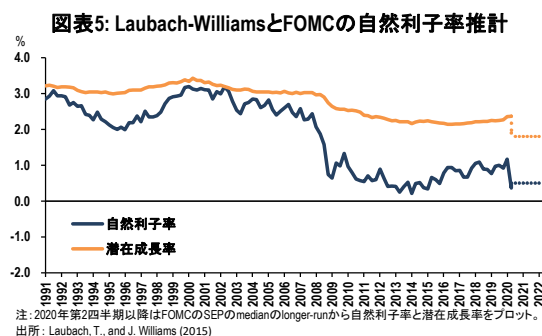
以下では自然利子率がこれまでの想定よりも高い可能性について検討し、その場合の金融政策姿勢の変化とその経済や市場への影響を考察する。

## 2. FOMC が低い自然利子率を想定している背景

自然利子率の推計には様々なものがあるが、代表的なものは Fed の Laubach and Williams (2003) の推計である<sup>2</sup>。これは、フィリップス曲線を含めた状態空間モデル（カルマン・フィルタ）を用いて、自然利子率、潜在成長力、潜在成長率を同時推計する方法である。彼らは 2020 年第 2 四半期をもって推計を終了したが、それまで、特に世界金融危機以降に自然利子率が趨勢的に低下する推計結果を示してきた（図表 5）。これは中央銀行界や学界に多大な影響を与えるとともに、Fed もこの自然利子率の低下傾向を前提とするようになり、FOMC が公表している SEP (Summary of Economic

<sup>2</sup> 詳しくは Laubach, T., and J. Williams (2003) “Measuring the Natural Rate of Interest,” *The Review of Economics and Statistics*, 85(4) を参照。

Projections)のメディアンでみれば、コロナ禍以降は自然利子率を 0.5%とみなしてきた。内訳をみると、米国の潜在成長率が趨勢的に低下してきたことも自然利子率の低下に寄与しているが、図表 5 をみても、それ以外の要因の影響の方が大きいことが窺われる。これには、新興国が米国の証券を大量に保有しているために新興国の貯蓄超過が影響を及ぼしている (savings glut) 等、様々な解釈がなされているが、定説はない。しかし、結果として自然利子率が低下しているとの考え方は有力である。



しかし、こうした自然利子率の推計には、特に欧州の中央銀行や学界から根強い批判が聞かれる。例えば、そもそも金融政策が物価に及ぼす影響を万能視して他の要因を十分に反映させずに推計した結果、世界金融危機以降コロナ禍以前にインフレ率が上昇しなかったことに金融緩和で対応したことをトレースした結果に過ぎない、といった批判が聞かれる<sup>3</sup>。

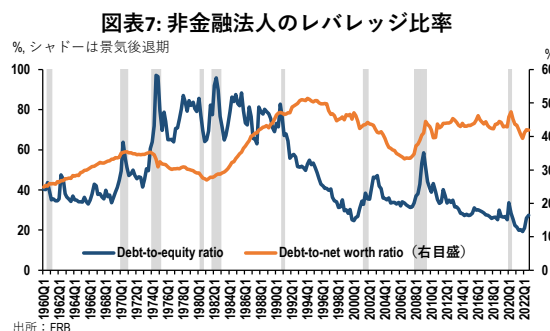
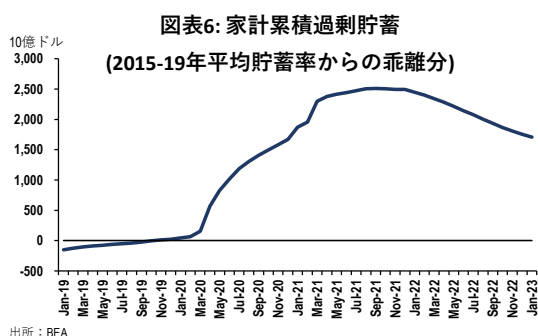
このように自然利子率の評価や有用性には、論者によって温度差があるが、いずれにしても、自然利子率の推計結果は幅をもって柔軟に扱うべき、との見方はコンセンサスになっている。欧州側の批判にも一理はあり、金融政策だけでは制御できない要因によって現在のようにデスインフレ期からインフレ期に移行している中では、自然利子率が Fed の想定より高い可能性は否定できず、現在、自然利子率はもう少し高いのではないかという議論が増えてきている。自然利子率が本来はもっと高いとの見方には、最近になって上昇しているとの議論と、元々もっと高かったとの議論の 2 種類があるので、以下で説明しよう。

### 3. 自然利子率が上昇しているとの見方

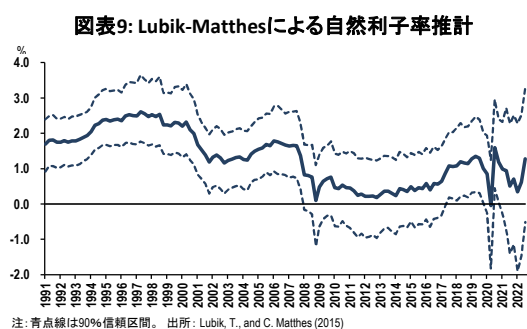
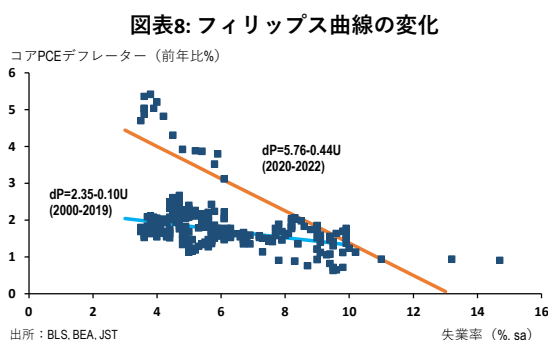
まず、自然利子率が最近になって上昇しているとの見方の背景であるが、世界金融危機以降コロナ禍以前の時期には、フィリップス曲線の傾きがフラット化しており、これへの対応で金利を低下させてもインフレ率が上昇しない状況の下、自然利子率が低下しているとみられていた。しかし、そこに金融政策では解決できず、しかも推計上は考慮されていない構造要因が効いていたとすれば、そうした要因が変化すれば自然利子率が上昇する可能性がある。例えば、世界金融危機後は家計のバランスシート調整が続いた

<sup>3</sup> Borio, C. (2021) “Navigating by r\*: safe or hazardous?,” BIS Working Papers No 982 を参照。なお、SUERF が同じタイトルで、自然利子率の有用性を巡ってコンファランス (2021)を開催し、C. Borio のほか、ECB、オーストリア中銀、SUERF、筆者等が議論を戦わせた (<https://www.bis.org/speeches/sp210915.htm>)。概して、BIS のみならず、自然利子率を独自に推計している ECB を含むユーロ圏の中銀の自然利子率推計の信憑性への懐疑的な姿勢が、米国よりも強いことが印象的であった。

が、コロナ禍の発生後に政府が巨額の財政支出を行った結果、家計は過剰貯蓄を保有するようになり、バランスシートを大幅に改善させた（図表 6）<sup>4</sup>。また、過剰貯蓄を活用した家計の積極的な消費によって貯蓄の一部が企業に移転されたこともあって、企業にとってもレバレッジが低く、過剰債務がない点も挙げられよう（図表 7）。



さらに、フラット化していたフィリップス曲線の傾きがコロナ禍を経てステープ化するなど、インフレのダイナミクスが変質している可能性がある（図表 8）。こうした点からは、自然利子率が上昇している可能性が示唆される。実際、リッチモンド連銀の Lubik and Matthes (2015)<sup>5</sup>が時変パラメータ多変量自己回帰モデルを用いて計算している自然利子率は、最近になって再び上昇してきている（図表 9）。

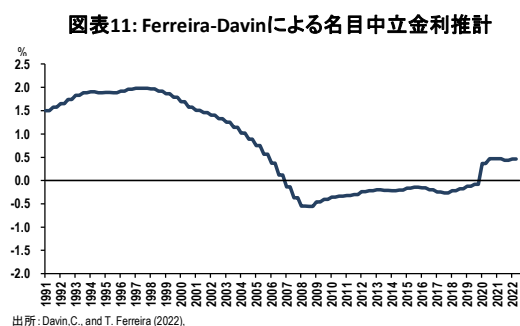
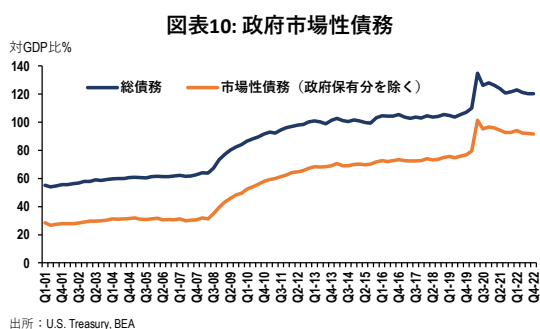


更には、コロナ禍への対応のために財政支出を大幅に拡大させたことによって国債が大量に増発され、国債の convenience yield（安全資産の希少性プレミアム）が低下し、これが中立金利を上昇させているとの指摘も聞かれる（図表 10）。家計にとっては国債も資産であり、消費と同様に保有国債の希少性からも効用を増大させるという考え方だ。

<sup>4</sup> Kasman, B. (2023) “When you wish upon r\*,” J.P. Morgan Global Data Watch でも、同様の観点で先進国の自然利子率が上昇している可能性を指摘している。彼は、本稿で指摘した構造要因以外に、民間の過剰債務の解消や、世界金融危機解消後の大幅な財政支出削減が今回は見られないこと、も指摘している。ただし、財政支出のような循環的な要因の影響は GDP やインフレ率にそのまま現れると考えられ、それが自然利子率を押し上げるかは不明である。

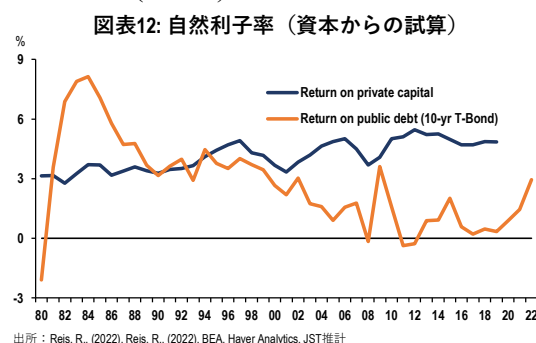
<sup>5</sup> Lubik, T., and C. Matthes (2015) “Calculating the Natural Rate of Interest: A Comparison of Two Alternative Approaches,” Economic Brief15-10, Federal Reserve Bank of Richmond を参照。

実際、この要因を明示的に取り込んだFRBのFerreira and Davin (2022)<sup>6</sup>の試算によれば、名目中立金利は、——個人的には全体に水準が低過ぎるとの疑念は拭えないにせよ——コロナ禍を経てこの要因を映じて上昇している（図表11）。しかも、ロシア・ウクライナ戦争の開始以降、米国のロシアに対するドルを用いた制裁を目の当たりにした中国等新興国の一部で、米国債への投資を減らす傾向も見られ始めている。将来的にはこれも、これまで自然利子率低下の主因の一つとみられてきた新興国の savings glut の影響を弱め、更には convenience yield を小さくしていく可能性がある。



#### 4. 自然利子率が元々高いとの見方

次に、自然利子率は元々低下していなかったとの議論も聞かれる（Reis (2022a, b)<sup>7</sup>）。すなわち、新古典派成長モデルで考えれば、安全資産の保有が効用に含まれず、通常は資本の限界利益率（と時間選好）こそが投資と貯蓄を一致させる均衡点である自然利子率を決めることになる<sup>8</sup>。安全資産（国債）の実質利子率は影響しない訳だ。そう考えて資本の限界利益率を、雇用者所得と減価償却調整後の企業収益を民間資本ストックで割る形で計算すると、国債の実質利子率とは異なり、1980年代以降、低下していないことがみてとれる（図表12）。こうした結果を基に、Reis (2022b)はこの点の認識の誤りも、Fedが今次局面で金融緩和を長く続けすぎでインフレを招来させた主因の一つと論じている。この特徴は、確かに、コロナ禍が来る前には、債券のリターンが趨勢的に低下しているのに対し、株式のリターンは趨勢的な低下が見られないことが投資家



<sup>6</sup> Ferreira, T., and C. Davin (2022) "Longer-Run Neutral Rates in Major Advanced Economies," FEDS Notes 及びそのバックグラウンドにある Ferreira, T., and S. Shousha (2021) "Supply of Sovereign Safe Assets and Global Interest Rates," International Finance Discussion Papers 1315 を参照。

<sup>7</sup> Reiss, R. (2022a) "Has monetary policy cared too much about a poor measure of r-star?," prepared for the Asian Monetary Policy Forum 及び Reiss, R., (2022b) "The burst of high inflation in 2021-22: How and why did we get here?," BIS Working Papers No 1060 を参照。

<sup>8</sup> 資本市場が効率的で資産間の裁定が円滑に行われる場合、自然利子率は民間経済の投資のリスク調整後の利益率と等しくなる。



の関心事の一つになっていたことと軌を一にしている面がある。

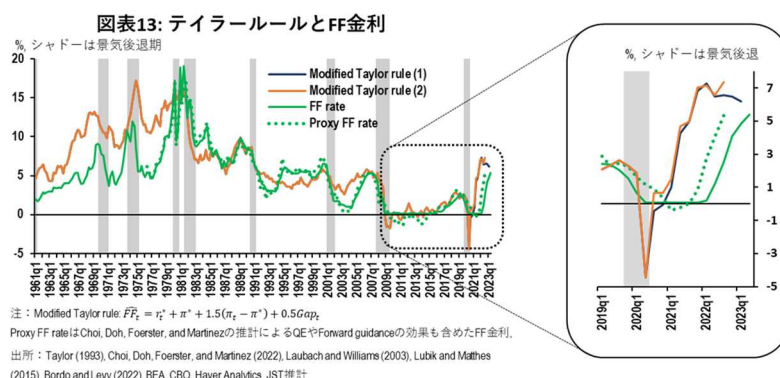
## 5. 自然利子率が高い場合の金融政策と経済・市場への含意

### (1) 金融政策姿勢の変化

以上を踏まえ、FOMC がみているように自然利子率が引き続き 0.5%程度で低位安定しているケースと、もっと高いケースを比べた時に、金融政策への含意がどのように変わるかをみてみよう。以下では、自然利子率が最近になって上昇しているケースを例示する。

まず、前者について、自然利子率として、コロナ禍まで Laubach and Williams (2003)の推計を用い、それ以降はFOMCのSEPのメディアンに沿って0.5%と想定した場合(前掲図表5)のテイラールールを計算する<sup>9</sup>。その際、現在の市場の織り込みに即してFedが3・5・6月と各々25bp利上げすると想定し、第1四半期のコアPCEデフレーターと実質GDPには予測値を使用する。計算結果を見ると、政策金利は本年第1四半期にはテイラールールとの乖離幅が1%程度となり、第2四半期には政策金利が更に上昇するので、経済成長率とインフレ率が更に鈍化すればさらに近付きそうであることがみてとれる(図表13、Modified Taylor rule (1))。すなわち、FOMCの想定に基付けば、ある程度の幅をもって見るにしても、利上げ打ち止めが近いことが示唆される訳だ。

ところが、自然利子率が実際にはもっと上昇しているとみて、コロナ禍まではLaubach and Williams (2003)の推計した自然利子率を使用し、コロナ禍以降はLubik and Matthes (2015)の推計した自然利子率を用いると、自然利子率は、昨年第3四半期時点でFedの想定よりも0.8%程度高くなるため、ある程度の幅をもってみるとしても、政策金利はテイラールールが示す金利に近付いておらず、まだ利上げを続ける必要性が高いことが示唆される(図表13、Modified Taylor rule (2))。すなわち、市場が恐れているような、Fedの政策金利が6%を超えるところまで高くなる可能性も、現実味を増してくる。



<sup>9</sup> 定式化と使用した変数の詳細は鶴飼博史 (2023)「日本は金融政策の転換期を迎えたのか?—米国との比較を踏まえて—」科学技術振興機構を参照。

実際には自然利子率の水準をみることができないだけに、どちらが正しいのかを様々な推計によって確認しつつも、最後は、現在予想されている程度の利上げであれば、経済が持ち堪え、しかもインフレの抑制に手間取るといったことがないか、をみていくことで判断するしかないだろう。

## (2) 経済・市場への影響

最後に、自然利子率が上昇した分だけ追加利上げが行われる場合の経済・市場への影響を考えると、Fed が自然利子率の上昇分だけ正確に追加利上げすると想定するのであれば、追加利上げ分は Fed 自身の読み間違いの修正なので、景気・物価に対してはこれまで考えていた通りの効果を及ぼすと考えられる。しかし、市場が想定している以上に追加利上げが行われる場合には、債券市場には直接の悪材料となるほか、株式市場には割引率の上昇分だけやはり悪材料である。

しかし、本当の問題は、自然利子率水準が事前的にはピンポイントではわからないため、引き締めが不足したり、逆に過剰に行われる可能性にあるのだろう。現在は、まだどちらの方向性が正しいのか結論が出ていないにしても、自然利子率の上振れリスクを念頭に置いて米国経済をみるべきと考えられる。

著者紹介：鵜飼博史

1983 年から約 30 年にわたり日本銀行に在籍し、金融政策関係を中心に、枢要部局において調査・企画を担当し、審議役まで務めた。また、世界金融危機の発生後、2009 年の Financial Stability Board 発足当初から日本代表の一人として参加した。2014 年から 2016 年まで一橋大学のアジア公共政策の特任教授を務めた後、2016 年から 2022 年 8 月まで JP モルガン証券に在籍し、日本のチーフエコノミスト（マネージングディレクター）として金融経済及び政策の調査分析を担当した。2022 年 9 月より現職。著作には金融政策関係が多い。博士（経済学）。

当レポートの掲載情報の正確性については万全を期しておりますが、利用者が当レポートの情報を用いて行う一切の行為について、何ら責任を負うものではありません。

当レポートは、予告なしに内容の変更または削除もしくは URL（アドレス）の変更をする場合がありますので、あらかじめご了承ください。

当レポートからリンクされている第三者のサイトの内容は JST の管理下にあるものではありません。それらをご利用になったことにより生じたいかなる損害についても責任は負いません。