

みずほマーケット・トピック(2018年5月16日)

次期 NY 連銀総裁の考える中立金利の在り方について

米金利とドルの相互連関的な上昇に期待が高まっているが、こうした時こそ実体経済の「地力」を冷静に評価する姿勢が重要。「地力」とは即ち潜在成長率であり、金融政策運営上は中立金利である。この点、昨日、ウィリアムズ次期 NY 連銀総裁が行った講演が興味深い。ウィリアムズ総裁は「私の考える中立金利は 0.5% 程度。インフレ率が目標である 2% で推移するとした場合、典型的な名目短期金利は 2.5% である」と述べている。これは FOMC メンバーの予想中央値(ドットチャート)と比べ、ややハト派気味。先行きを見通す上で重要な点は、こうした「想定される中立金利」と「米 10 年金利」の関係性である。本欄では繰り返し論じているが、過去を振り返れば「中立金利以上の 10 年金利水準について、どこまで持続可能性を見込むべきか」という問題意識は相当に重要。この点に立てば、現状は明らかにターニングポイントに差しかかっている。

～ 米 10 年金利は 2011 年以来の高水準に到達 ～

昨日の為替市場はドル全面高の展開。米 4 月小売売上高や 5 月 NY 連銀製造業景気指数が市場予想を上回る改善を示したことを受けて米 10 年金利は一時 3.0714% と 2011 年以来の高水準に到達し、ドル相場も連れ高となっている。こうした中、ドル/円相場も遂に 110 円台に定着する展開が見られている。しかし一方、昨日は北朝鮮が 16 日に予定されていた韓国との閣僚級会談をキャンセルしたとの報道もあり、これ以降ドル相場は弱含みとなっている。北朝鮮が本心から態度を軟化させたと考えている向きは決して多くはないだろうが、大方の想定よりも早く(場合によっては核実験再開などを含めた)態度の硬化に転じてくるリスクには構えたいところである。

～ タイムリーな講演: 次期 NY 連銀総裁が考える中立金利 ～

米金利とドルの相互連関的な上昇に期待が高まっているが、こうした時こそ実体経済の「地力」を冷静に評価する姿勢が重要と考えたい。「地力」とは即ち潜在成長率であり、金融政策運営上は中立金利、自然利子率、実質均衡金利などと呼ばれることが多い。この点、昨日は 6 月に NY 連銀総裁に就任予定のウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁が『The Future Fortunes of R-star: Are They Really Rising?』と題した興味深い講演を行っている。「R-star(R*)」は理論的な説明を展開する際に自然利子率などを表現する記号として使われるものだ(以下は中立金利で統一する)。

講演冒頭で「私は大々的に中立金利を研究してきました。講演の終わりまでに、私の中立金利に対する情熱の 10 分の 1 でも伝われば、講演は大成功だと思っています」と述べていることにも現れるように、講演ではかなり仔細に中立金利についての思いが語られている。米経済にとって引き締めし過ぎでもなければ、緩和し過ぎでもない「中立金利の正確な水準」は「利上げがどこまで続き得るか」という議論と密接に関係するテーマである。その点に関し、常に投票権を有する唯一の地区連銀総裁として議長を支えることになる NY 連銀総裁が何を考えているのかは「次の一手」を読

む上で重要な情報となる。現状、FOMC メンバーが想定する「2.90%」という中立金利は既に米 10 年金利が突破しており、両者の齟齬が市場参加者の問題意識として浮上することが多くなっていることから、この演題は非常にタイムリーなものと言える。

～「2.5%」を想定するウィリアムズ総裁～

結論から言えば、ウィリアムズ総裁は「私の考える中立金利は 0.5% 程度。インフレ率が目標である 2% で推移するとした場合、典型的な名目短期金利は 2.5% である」と述べ、「歴史的に見ればこれは信じ難いほど低い」との思いを吐露している（もっともその傾向は米国に限らず、グローバルには 0.5% 未満が多くなっていることも指摘している）。その上で「最近の経済学者や中銀当局者の中には中立金利が上昇しつつあると考える向きもあります。私もそのような楽観論に加

各年末の政策金利見通し（予想中央値）

FOMC Date	2018	2019	2020	Longer run
Mar-15	n.a.	n.a.	n.a.	3.750%
Jun-15	n.a.	n.a.	n.a.	3.750%
Sep-15	3.313%	n.a.	n.a.	3.500%
Dec-15	3.250%	n.a.	n.a.	3.500%
Mar-16	3.000%	n.a.	n.a.	3.250%
Jun-16	2.375%	n.a.	n.a.	3.000%
Sep-16	1.875%	2.625%	n.a.	2.875%
Dec-16	2.125%	2.875%	n.a.	3.000%
Mar-17	2.125%	3.000%	n.a.	3.000%
Jun-17	2.125%	2.938%	n.a.	3.000%
Sep-17	2.125%	2.688%	2.875%	2.750%
Dec-17	2.125%	2.688%	3.063%	2.750%
Mar-18	2.125%	2.875%	3.375%	2.875%

（資料）FRB

われれば良いなと思いますが、そのような動きを裏付ける説得的な証拠は見当たりません。長期的に見れば、低い中立金利や相対的に低い政策金利からなる『ニューノーマル』が想定されます」との基本認識を示している。ウィリアムズ総裁の想定する中立金利「2.5%」を前提とすれば、利上げ回数はあと 3～4 回ということになる。現状、FOMC メンバーの予想中央値（ドットチャート、表）が「2.875%」であることを踏まえれば、ウィリアムズ総裁の想定はややハト派気味であり、利上げにすれば 1 回分少ないというイメージになる。次期 NY 連銀総裁の基本認識としては重要情報だろう。

もっとも、中立金利の水準を超えて本格的に引き締めることが重要だと考えているのだとしたら、こうした差異は小さなものであるし、今のドットチャートは 2020 年以降、そうした明らかな「引き締め」を想定している。問題はこうした政策運営に株価が耐えられるのかどうかだろう。

～タイムリーな講演：次期 NY 連銀総裁が考える中立金利～

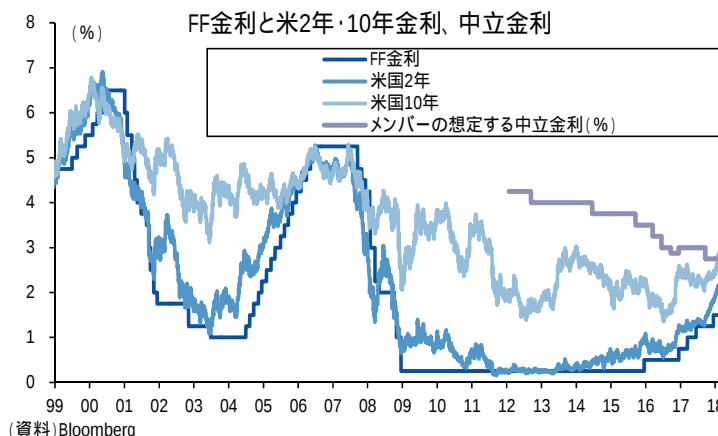
ウィリアムズ総裁は中立金利を押し下げてきた要因として人口動態の変化、生産性の伸び率鈍化、安全資産への需要の高まりなどを指摘している。本欄でこれらの要因を逐一解説することは避けるが、例えば人口動態上、少子高齢化の傾向が強まり、平均寿命が延びれば人々は将来に備えて貯蓄に勤しむようになる。貯蓄が増えれば当然、消費・投資活動は衰えるので、資金需要は衰え、お金の「値段」である金利は低下することになる。また、寿命が伸びても少子高齢化という人口動態の傾向が続けば労働力人口は伸びないので、賃金を得て消費・投資をする人はやはり減るしかない。マクロ経済全体を駆動する経済活動が鈍るので、これも金利を押し下げる要因になる。人口動態の変化が中立金利に影響しているという想定は非常に論理的なものだろう。講演の中でも「長寿化と貯蓄性向の上昇は私が継続的に見ていきたい 2 つのトレンドであり、共に中立金利にとっては悪いニュースです」と強調している。

もちろん、そうした中立金利の想定にもかかわらず米経済は史上 2 番目に長い景気拡大局面を

経験している。しかし、こうした好況は緩和的な金融環境や堅調な世界経済そして拡張的な財政政策といった追い風 (tailwinds) を受けたものであり、これを「地力」と読み替えて中立金利が上昇していると考えるのは楽観的であるというのがウィリアムズ総裁の基本認識の模様である。

～ 気になるのは「想定される中立金利」と「米 10 年金利」の関係性 ～

講演の後段では今後の金融政策運営にも話が及んでおり、やはり今年から来年にかけて「3～4 回の利上げ」というドットチャートの想定に関して「正しい道筋 (the right direction)」だという評価が見られている。ゆえに、ウィリアムズ総裁就任後の政策運営に大きな段差が生じることは基本的に考えられない。しかし、金融市場の先行きを見通す上で重要な点は、「想定される中



立金利」と「FF 金利」の関係性ではなく「想定される中立金利」と「米 10 年金利」の関係性である。この点についてウィリアムズ総裁は何も確たる情報を口にしていない。本欄では繰り返し論じているが、過去を振り返れば「中立金利以上の 10 年金利水準について、どこまで持続可能性を見込むべきか」という問題意識は相当に重要と考えられる。過去同様、「利上げの終点 (中立金利)」が「米 10 年金利」と重なることを想定するならば、現状はターニングポイントに差しかかっている。

もちろん、「利上げの終点」が中立金利と同じではない可能性もある。中銀が経済・金融状況にとって明確な引き締め効果を期待するのであれば、敢えて中立金利を超えた利上げもあり得る。上述したように、今のドットチャートは 2020 年以降、そのような道筋を想定している。それはインフレ率や資産価格のオーバーシュートに対して遅きに失すること (いわゆるビハインド・ザ・カーブ) を念頭に置いた政策運営でもある。だが、平均時給の伸びが冴えず、米イールドカーブのフラット化が著しく進む状況においてそのような政策運営が果たして適切と言えるのだろうか。むしろ、今の FRB の政策運営は景気をオーバーキルしかねないリスクを背負い始めているのではないかと、筆者はそのようなリスクが現実のものとなる展開を前提に、近い将来における政策転換 (タカ派 → ハト派) と、これに付随する名目金利の低下、結果としてのドル相場の軟化を引き続き予想している。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか？～
2018年4月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～)
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～
2018年4月24日	ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～
2018年4月23日	節目を迎える投機ポジション～短期目線に振られるべからず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年3月分)
2018年4月20日	週末版(日米首脳会談を終えて～「古くて新しい問題」とライトハイザー対策～)
2018年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月13日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～)
2018年4月12日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
2018年4月11日	ユーロ/ドル相場の値動き分析～金利差の観点から～
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～
2018年4月9日	円相場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～
2018年4月8日	週末版(保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～)
2018年4月5日	ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～
2018年4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クラウドファンディング・アウトとLIBOR-OISスプレッド～新たな懸念～
2018年4月2日	外貨準備構成通貨の現状(17年12月末)～第二次多様化～
2018年3月30日	週末版(日米金利差「3%」はトリガーなのか～3つの注意点～)
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか？
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検～安直な円安予想の終わり～
2018年3月23日	週末版(FOMCを終えて～名実共に「引き締め」局面へ～)
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか？～関係筋発言を受けて～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年2月分)
2018年3月16日	週末版(実質実効為替相場で見ると各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～)
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足を受けて～ポスト・メルケル時代～
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか？
2018年3月12日	経験則からイメージするドル/円相場の「波」
2018年3月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～現状追認とポスト・ドラギの胎動～)
2018年3月8日	通貨安競争でドルに勝てる者なし～標的になりやすい円～
2018年3月7日	ECB政策理事会プレビュー～APP「規模」拡大を排除か？～
2018年3月6日	「製造業の採算レート」から何を読み取るか？
2018年3月5日	黒田総裁発言を受けて～今だから出来るチャレンジ～
2018年3月2日	週末版(四面楚歌のドル/円相場～円高見通しの確度は高まるばかり～)
2018年2月27日	メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとしての米金利上昇～
2018年2月26日	ECB役員会人事の読み方～今後への含意など～
2018年2月23日	週末版
2018年2月22日	FOMC議事要旨(1月30～31日開催分)～試される胆力～
2018年2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年1月分)
2018年2月20日	2017年の対米証券投資(TICレポート)について
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版(本当にプレグジットは大丈夫なのか？～不穏な「第二段階」のスタート～)
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)
2018年2月1日	FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茨の道」～
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方～通貨高けん制が効かない理由～
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～消化試合の様相～
2018年1月23日	IMF世界経済見通し修正を受けて～米国一本足打法～
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株価急騰」～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
2018年1月19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー～タカ派傾斜は心配無用～
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～最後の展望レポート～
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか？
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版(ダウサイドリスクが拡がるユーロ相場～議事要旨の強気を受けて……)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルスステッピングの「お目こぼし」はここまでか？
2018年1月9日	米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)～ユーロ比率は明確に反転～)
2018年1月4日	2018年の動所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感～株価vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年11月分)
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月14日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか？～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)