

みずほマーケット・トピック(2018年6月19日)

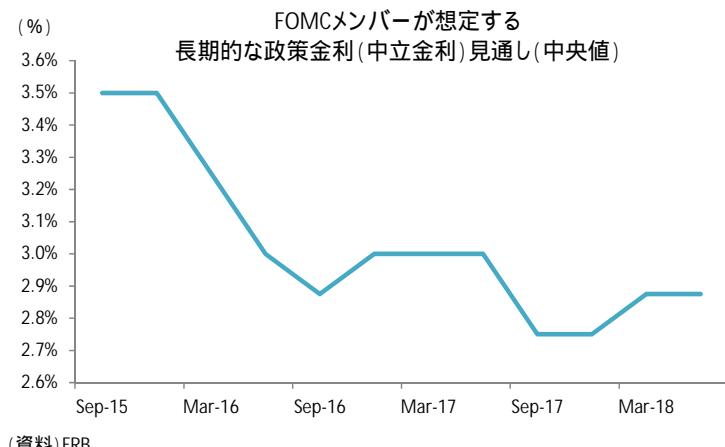
改めて整理する「中立金利との距離感」～分水嶺～

目下、金融市場で最も注目されるテーマは FRB の政策運営における「中立金利との距離感」である。これは要するに「利上げの打ち止めはいつか」が関心事となる状況。現状、米経済にとって最適と目される政策金利即ち中立金利は、中長期的な米国の潜在成長率(1.5~2.0%程度)および期待インフレ率 2%を踏まえ、3.5~4.0%という考え方がある。しかし、FRB が考える「短期的に見た米国の地力」は中長期的な潜在成長率と目される 1.5~2.0%程度よりもさらに低い水準にあるという指摘が多い。例えばウィリアムズ NY 連銀総裁の推計では 0.5%程度にとどまる。だとすると、これに 2%を乗せた 2.5%程度が目前の中立的な政策金利となる。これは今年 12 月にも到達する水準だ。今、この瞬間が「正常化」から「引き締め」にシフトする分水嶺なのでという姿勢で金融市場をウォッチすることが重要になっているというのが筆者の基本認識。

～「利上げの打ち止め」を検討する局面に～

ドル/円相場は 5 月以降、108~110.50 円のレンジで行き来しており、方向感が見出せない地合いで続いている。今朝はトランプ米大統領が中国製品に対して 2000 億ドル追加関税を課すとの発言を受けて急落する場面が見られているものの、110 円割れ寸前で何とか持ち堪えている。

膠着状況が続く中、目下、金融市場で最も注目されるテーマは FRB の政策運営における「中立金利との距離感」である。これは要するに「利上げの打ち止めはいつか」が関心事となる状況である。現状、米経済にとって引き締め的でもなければ緩和的でもないと目される政策金利、即ち中立金利に関し、6月時点の政策メンバーによる予想中央値は 2.875%である(図)。ここから期待インフ



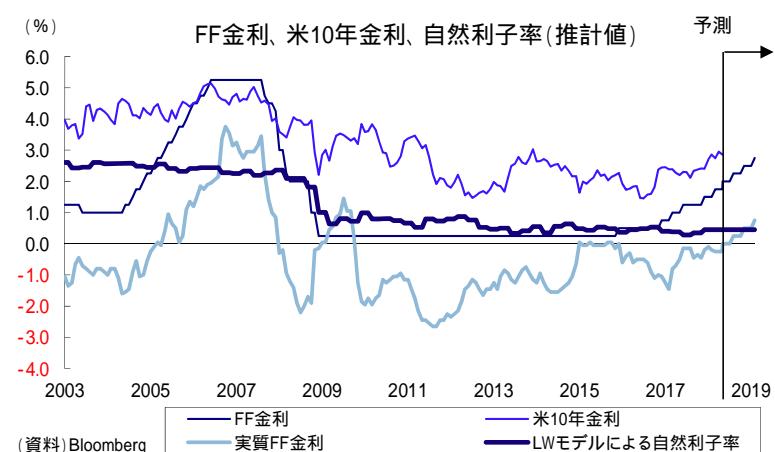
レ率を引いたものが均衡実質金利もしくは自然利子率と呼ばれ、中長期的には潜在成長率と近似すると考えられる。語義を整理すれば、中長期的という限定を付けた場合、「潜在成長率 自然利子率 均衡実質金利」であり、これが「名目ベースの中立金利-期待インフレ率」で求められる。

中長期的な米国の潜在成長率については諸説あるが、例えば米予算局(CBO)の推計では 2014~17 年の過去 3 年で 1.5~2.0%程度(平均すると 1.7%程度)であった。ここから導かれる中立金利は、期待インフレ率を目標の 2%とすれば 3.5~4.0%である。現状の予想中央値(2.9%)と比べて 0.5~1.0%ポイントほど上振れているが、これはあくまで「中長期的に見た米国の地力(潜在成長率)」が前提である。足許の状況が常にこれと一致するわけではない。

~今年12月には引き締め局面へ:LWモデル~

FRBが考える「短期的に見た米国の地力」は1.5~2.0%といった水準よりもさらに低い水準にある可能性がある。例えば、本欄2018年5月16日号『次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について』でも見たように、昨日、ニューヨーク連銀総裁に就任したウィリアムズ連銀総(当時サンフランシスコ連銀総裁)は5月15日の講演で「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」と述べていた。

図示されるようにウィリアムズ総裁とFRBのエコノミストであるローバック氏が考案したモデル(the Laubach-Williams model、LWモデル)により推計される自然利子率は金融危機後に劇的に下がり、現在0.4%程度で推移している。直感的なイメージとしては、これよりも実質FF金利が低位にある場合、金融緩和効果が期待されるわけだが、2009年以降はまさに



それが常態化していた(さらに言えば2012年以降は緩和効果が縮小しつつあったようにも読める)。しかし、仮に現在のドットチャート通りに利上げが行われ、インフレ率(ここではPCEデフレーター)が2%で安定推移するとした場合、今年12月にFF金利が2.25~2.50%に引き上げられた段階でLWモデルが示唆する自然利子率を突破し、FF金利は実質ベースでプラス圏に入ってくる。言い換えれば、はっきりと金融引き締めが意識される局面に入ってくるということである。

~「引き締め」にシフトする分水嶺~

むろん、自然利子率の正確な水準を把握するのは難しい。しかし、少なくとも自然利子率の実証研究においてウィリアムズ総裁とローバック氏は大家として知られた存在であり、入手可能な情報としては最も尊重し得る計数の1つと考えられるだろう。現状のFOMC声明文、議事要旨、要人発言などを見る限り、利上げが終盤に差し掛かっているとの疑義は明らかに強まっている。そうであればこそ、米イールドカーブがフラット化していることもまた、景気後退の前兆として相応に意識される論点となるはずである。今、この瞬間が「正常化」から「引き締め」にシフトする分水嶺なのだという姿勢で金融市場をウォッチすることが重要になっているというのが筆者の基本認識である。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鑑大輔(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に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6月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「APPはタ力派」、「利上げはハト派」の折衷案～)
2018年6月14日	FOMCを終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～
2018年6月13日	米朝首脳会談～市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」～
2018年6月12日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
2018年6月11日	FOMCプレビュー～テーマは「中立金利との距離感」～
2018年6月8日	週末版(外国人労働者の受け入れ拡大について～成長を望むなら～)
2018年6月7日	主要な景気先行指標の現状～世界経済の失速は露わに～
2018年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～イタリア危機を越えて～
2018年6月5日	イタリア危機は去ったのか？～このままでは済まず～
2018年6月4日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年6月1日	週末版(イタリア、スペイン懸念は波及するのか～イタリア発スペイン経由南米行き？～)
2018年5月30日	17年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～
2018年5月29日	続～イタリア政局の現状と展望～ECBが被る誤算～
2018年5月25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望～論点整理～
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想
2018年5月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年4月分)
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待から何を読むべきか？
2018年5月18日	週末版(続～米金利上昇の余波を受ける新興国について～金融市場は「我慢比べ」の段階に～)
2018年5月17日	軟化するユーロ相場の現状と展望について
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
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に～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～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～短期目線に振らされるべからず～
2018年4月23日	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～闇議定を受けて～
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6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(米米金利差「3%」はトリガーナのか～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～
2018年3月20日	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	ドイツハ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	黒田總裁発言を受けて～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	ステ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	黒田總裁続投について～「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プ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～
2018年1月22日	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～