

みずほマーケット・トピック(2024 年 8 月 29 日)

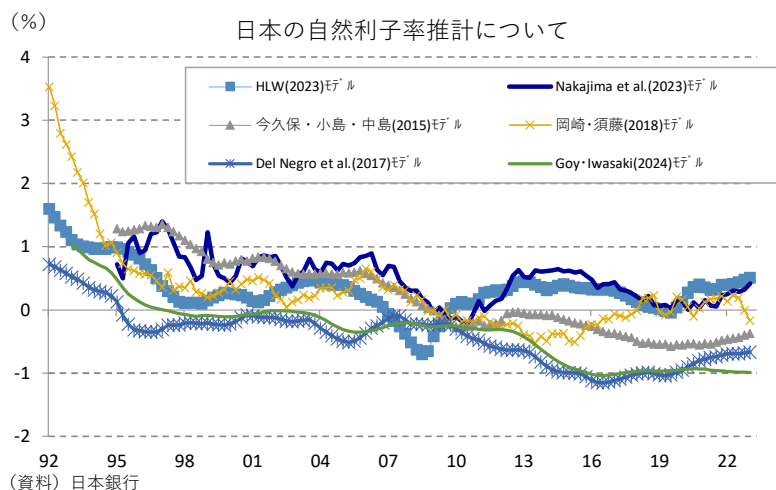
日銀の自然利子率推計について～「中立金利 1%」説～

昨日は日銀から自然利子率に関するワーキングペーパーが公表されている。今回示された推計値によれば、最新となる 23 年 1～3 月期に関し「▲1.0%～+0.5%」が足許の自然利子率イメージになる。インフレ率 2%を前提とすれば、中立金利は「+1.0%～+2.5%」になる。こうなると「最低でも 1%までの利上げはある」との思惑を持ち出したいくなるのが金融市場の性だが、今のところ、そうした思惑は抑制されている。概ね全てのページに「不確実性」というフレーズが登場するように、推計値の幅はあまりにも大きいと考えるのが一般的。また、昨日行われた氷見野副総裁の講演でも中立金利を機械的に利用しないという姿勢が強調されている。もっとも、今後、少しでも日銀からタ力派的な情報発信があれば今回のペーパーを元に「中立金利 1%」説が持ち出され、投機的な円買いや株売りが焚きつけられやすくなる展開は容易に想像がつくだけに、その数字は念頭に置きたいところ。時間が経ってから蒸し返される可能性もある。

～遂に公表された日本の自然利子率～

昨日は日銀から多角的レビューシリーズの一環としてワーキングペーパー（以下単にペーパー）「自然利子率の計測をめぐる近年の動向」が公表されている。後述する氷見野日銀副総裁の弁を持ち出すまでもなく、これをもって日銀の「次の一手」が読めるわけでもないが、市場参加者が執拗に気にしていた論点でもあるため、その意味では「遂に公表された」という声も聞こえてきそうだ。以下では、その内容を簡単に確認しておきたい。

まず、ペーパーで示されるように、自然利子率とは「景気や物価に対して中立的な実質金利の水準」である。一義的にはここから中央銀行が調整する政策金利の「ちょうど良い立ち位置」が割り出されるため、当面の日銀にとっては「利上げの終着点」を示唆する材料として注目せざるを得ない背景事情がある。とはいえ、自然利子率とは実態の無いオバケを見つけるようなものであり、絶対的な推計方法が確立されているわけではない。よって、多様な推計方法の下、多様な結果が用意されることになり、「事後的にみて現在の推計値が変わり得る」、「政策運営にあたっては、相当の幅を持って評価する必要がある」という留保が必ず付いて回る。今回のワーキングペーパーは参考文献を除く本論に関し、17 ページから構成されているが、「不確実性」という言葉が 16 回登場する。概ね全てのペー



中立されているわけではない。よって、多様な推計方法の下、多様な結果が用意されることになり、「事後的にみて現在の推計値が変わり得る」、「政策運営にあたっては、相当の幅を持って評価する必要がある」という留保が必ず付いて回る。今回のワーキングペーパーは参考文献を除く本論に関し、17 ページから構成されているが、「不確実性」という言葉が 16 回登場する。概ね全てのペー

ジに登場すると言っても良い。結論部分でも推計結果について幅を持って解釈すべきことが強調され、「新たなデータが追加されると、過去の値が大きく変わってしまう可能性があるという、いわゆるリアルタイム問題の存在」が指摘されている。今回のペーパーは市場参加者を中心として余にも中立金利水準を求める声が多かったことへの日銀なりの回答(誠意?)であり、政策運営への落とし込みを示唆したものではないと考えるのが妥当だろう。

～今後気になる「中立金利 1%」説～

不確実性を元にした上で現状の自然利子率にまつわるイメージを確認しておこう。まず、今回のペーパーで示された全ての推計方法において長期的な低下トレンドが確認されている。仔細にみると、1995 年頃から一部の推計値が初めてゼロを下回り、2010 年頃には全ての推計値がマイナスになるという異様な時期も経験している。それ以降の時期については、多くの推計値で概ね横ばいの推移が続き、実際の日本経済が経験してきた成長軌道と照らせば殆ど違和感の無い結果と言える。自然利子率の低下は政策金利が実効下限制約に直面する可能性を高める。実際、2016 年以降はマイナス金利導入を強いられていることを踏まえれば、推計値の具体的水準に対する幅はあったとしても、そこで示唆される低水準・低空飛行に大きな誤りがあったとは思えない。

具体的な推計値も見ておこう。最新となる 2023 年 1～3 月期に関し、最低値が▲0.990% (Goy・Iwasaki(2024)モデル)、最高値が+0.509% (HLW(2023)モデル)であり、概して「▲1.0%～+0.5%」が足許の自然利子率イメージということになる。この場合、インフレ率 2%を前提とすれば、中立金利(≡自然利子率+インフレ率)は「+1.0%～+2.5%」ということになる。こうなると「最低でも 1%までの利上げはある」との思惑を持ち出してくるのが金融市場の性だが、今のところそうした思惑で金融市場が動いている形跡はない。これは同じく昨日に行われた金融経済懇談会で氷見野副総裁が「少なくとも当面の日本の政策運営は、中立金利の議論からそのまま当面の進め方の答が出るというわけにはいかないように思う」と述べたことも効いているかもしれない。氷見野副総裁は「機械的に考えず、道筋を描く必要がある」とまで主張しており、中立金利の水準に目途がついていたとしても、それが政策運営に落とし込まれるかどうかは別次元という立場を強調している。

もっとも、今後、少しでも日銀からタカ派的な情報発信があれば今回のペーパーを元に「中立金利 1%」説が持ち出され、投機的な円買いや株売りが焚きつけられやすくなる展開は容易に想像がつく。既に植田日銀総裁が「0.50%の壁」を意識しないことに言及しており、日銀がどれほど不確実性を強調したとしても、今回のペーパーで「中立金利は最低でも 1%」という示唆があったことの意味は小さくない。今回示された推計を絶対視することは適切ではないものの、「0.50%の壁」発言や今回の推計値公表など、地道な情報発信を重ねることで円金利の先高観が作り上げられていく過程にあると言えるだろう。時間が経ってから今回の推計値が蒸し返される可能性は十分考えられる。

金融市場部

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
2024年8月27日	ドル売りの持続性は？～買われるユーロ、英ポンド、円～
2024年8月26日	パウエル講演を受けて～気になる労働市場への評価～
2024年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～ユーロ相場の先行きについて～)
2024年8月21日	円ロングの積み上げが続くリスクはあるのか
2024年8月20日	企業買収を通じた対内直接投資の現状について
2024年8月19日	財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～
2024年8月16日	週末版(欧州経済の現状について～人手不足から需要不足へ～)
2024年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年7月分)
	ポスト岸田の考え方～金融政策の大勢に影響なし～
2024年8月14日	24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～
2024年8月13日	投機が去った円相場～注目は「家計の円売り」へ～
2024年8月9日	週末版(「円安バブル」報道について②～2005-07年との比較分析～)
2024年8月8日	「円安バブル」報道について①～05-07年との比較分析～
2024年8月2日	週末版(「日銀は変わった」はいつまで続くか～「やっぱり変わっていなかった」の怖さ～)
2024年8月1日	日銀会合を受けて～ドル/円相場の考え方～
2024年7月25日	週末版
2024年7月24日	インバウンド、「量」から「質」の意味するもの
2024年7月23日	バイデン撤退も市場動かず～円ショートは依然膨大～
2024年7月19日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「賃金は必ず下がる」という自信～)
2024年7月18日	日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ～
2024年7月17日	進むインフレ税による財政再建～資金循環統計～
2024年7月16日	復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～
2024年7月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年6月分)
	週末版(金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～)
2024年7月11日	株価、「真正正銘のバブル超え」の読み方
2024年7月10日	最近の円相場の需給環境について
2024年7月8日	米大統領選挙、現時点の解釈～為替市場の視点～
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半期を終えて～円は真正正銘の最弱通貨～
2024年6月28日	週末版
2024年6月27日	家計金融資産の現状～外貨比率は最高値更新へ～
2024年6月25日	「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～
2024年6月21日	週末版(欧州委員会による財政是正措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～)
2024年6月19日	本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～
2024年6月18日	久しぶりの欧州政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～
2024年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分)
	週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見通し～
2024年6月12日	既に前年実績を超えてしまった「家計の円売り」
2024年6月11日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
2024年6月10日	円相場の需給環境について～4月までの総括～
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)
2024年6月5日	証券投資は巻き返すか？～収益率で考える未来～
2024年6月4日	散えて考える対内直接投資促進の「負の側面」
2024年6月3日	強含む経済指標に囲まれるECB～ユーロ相場の考え方～
2024年5月31日	週末版
2024年5月29日	虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き
2024年5月28日	「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～
2024年5月27日	加速したユーロ圏妥結賃金とECBブログの言い分
2024年5月24日	週末版
2024年5月23日	金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～
2024年5月22日	「もしとら」で注目される欧州の立ち回り
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見えたECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分)
	円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
2024年5月14日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
2024年5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まったのか？～円安と債務～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場の予想パスについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～
2024年5月2日	週末版(レバトリ減税について～「5%の摩擦」に拘るべき～)
2024年4月30日	日銀が「回避した為替との戦い、今後のリスク
2024年4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない？～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～
2024年4月22日	ドル高是正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～またも「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
2024年4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分)
	週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)
2024年4月11日	「でこぼこ道」か「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ベースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直接投資のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
2024年4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか？
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか？
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
2024年3月25日	23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～