

みずほマーケット・トピック(2025 年 12 月 8 日)

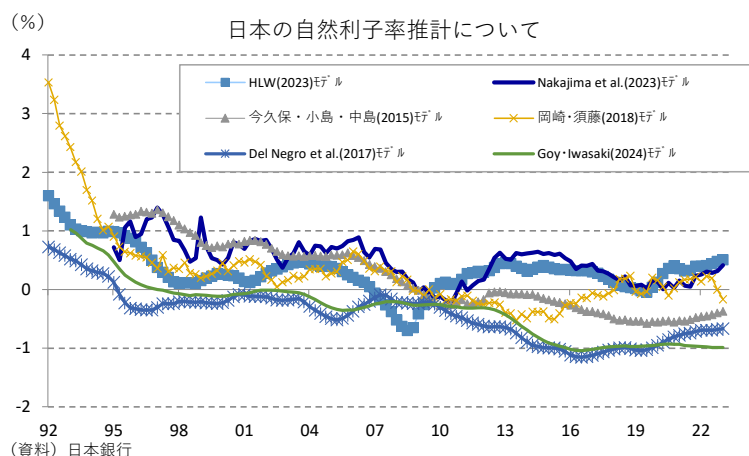
新たな中立金利推計を公表する意味

植田日銀総裁は中立金利に関し「現在はかなり広い幅でしか推計できていない概念だが、今後もう少し狭めることができれば適宜公表していきたい」と発言。中立金利推計の下限はそのまま利上げ軌道の議論に影響する重要材料である。現在の市場でイメージされるレンジは「1.00～2.50%」であるが、これが切り上がる可能性。この数字は 23 年時点の数字でやや古く、植田総裁も述べるように、レンジもかなり広いため、修正自体は不自然ではない。とはいえ、利上げ有無が注目を集めるこのタイミングで問題提起したことの意図はどこにあるのか。やはり「利上げ打ち止め感を出さないため」という本心は透ける。リフレ志向の強い政権と伴走しつつ、円安抑止にも尽力しなければならない日銀にとって「0.75%への利上げで打ち止めではない」との期待を浸透させる一手は貴重。高市政権にとっても「利上げはしたもの、緩和的な状態」との建前を抗弁できることは重要なはず。もちろん、中立金利推計が「次の一手」を約束するわけではないが、上手く使っていくことで極めて低い実質金利という円安の底流に切り込むことができる。

～浮上し始めた中立金利推計という争点～

先週 4 日の参院財政金融委員会で、植田日銀総裁は「現在はかなり広い幅でしか推計できていない概念だが、今後もう少し狭めることができれば適宜公表していきたい」と述べた。ちなみに、先週注目された名古屋における会見でも「中立金利までどれくらい距離があるのか、もう少しはっきりと明示したい」と述べていたため、12 月 18～19 日会合の争点となる可能性は高そうである。後述するように、中立金利推計の下限はそのまま利上げ軌道の議論に影響する重要材料である。

現在の金融市場で中立金利は「1.00～2.50%」のレンジでイメージされており、これは 2024 年 8 月 29 日に公表された日銀の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」の分析を元になっている。具体的な推計値を見ると、分析時点で最新となる 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)とされており、このレンジである「▲1.0%～+0.5%」が市場の抱く自然利子率イメージを形成している。この自然利子率にインフレ率+2%を加えることで、中立金利(≡自然利子率+インフレ率)のレンジである「+1.0%～+2.5%」がイメージされている(図)。しかし、このレンジが広めであることに加え、そもそも 2023 年時点の数字であることから、この時点で修正が図られるのは不自然ではない。

なお、ペーパーは参考文献を除く本論 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、つまりほぼ全てのページに登場する。過去、氷見野副総裁も「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」と述べ、中立金利のイメージが得られたからと言って「次の一手」が読めるようになるわけでは全くないと念押ししている。しかし、それでもこのペーパー公表以降、「利上げは最低でも 1%」との思惑が金融市場に定着してきたのは事実だ。金融政策決定会合に際し、総裁の口から中立金利水準に言及があれば、(総裁が何と言おうと)金融市場は、当面の政策運営の道標と受け止めるはずである。

～なぜ、今なのか～

現時点で「1.00%～2.50%」というラフな中立金利イメージが市場に共有されているにもかかわらず、改めてこれを出すことの意味は何だろうか。もちろん、上述したように、「レンジが広くて数字が古い」という問題点はあるにせよ、利上げ有無が注目を集めるこのタイミングで総裁自ら「もう少しはつきりと明示したい」と問題提起したことの意味は小さくない。市場参加者の邪推であることを覚悟で言えば、やはり「利上げ打ち止め感を出さないため」という本心は透ける。

総裁の口から「もう少し狭めることができれば公表」と述べている以上、今後提示される中立金利が「1.00%～2.50%」よりは狭いレンジになることは確実である。その際、インフレ警戒感が強まる最近の経済・物価情勢を踏まえれば上限が切り下がるのではなく、下限が切り上がることでそれは実現されるのだろう。例えば 1.00%が 1.50%に修正されれば、「利上げは最低でも 1%」という思惑も合わせて修正されることになり、当然、為替市場では円買いを招くことになる。仮に「1.50%到達までは緩和的」と言える状況になれば、あと 4 回分の利上げまではリフレ志向の強い高市政権下でも一応、理屈の上では許容できる余地が出てくる。本音がどこにあるにせよ、「利上げはしたもの、緩和的な状態」と建前を抗弁できる事実は高市政権にとってかなり重宝するはずだ。

もちろん、中立金利を提示したところで、それが自動的に「次の一手」を約束するわけではなく、まして 2026 年中にそこへの到達義務が発生するわけでもない。しかし、リフレ志向の強い政権と伴走しつつ、円安抑止にも尽力しなければならない日銀にとって、「0.75%への利上げで打ち止めではない」との期待を浸透させる一手は貴重である。しかも、植田総裁は「適宜公表していきたい」と、継続的な更新も示唆している。だとすれば、レンジ修正は今回に限定したものでは終わらないため、日銀が市場期待と対峙する上では一段と利便性の高いツールになりそうである。いずれにせよ、このタイミングで中立金利の下限を切り上げ、周知させる政策運営は政府・日銀双方にとって損のない一手であろう。ひとまず 12 月利上げと共に中立金利の下限を切り上げるとすれば、円売りをけん制する有効な手段になり得るし、その後の継続的な更新と金利操作を交えることで、極めて低い実質金利という円安相場の底流に切り込んでいくこともできる可能性がある。

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/ecgon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/ecgon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年12月5日	週末版
2025年12月4日	フリーフォールのドイツ経済が意味するもの
2025年12月3日	「ドル離れ」の真相～結局、どうだったのか？～
2025年12月2日	円安修正に必要な実質金利差の縮小とは？
2025年12月1日	2026年も「ドル安下での円安」になるのか？
2025年11月28日	週末版(ちょうど良過ぎるECBの立ち位置～「中立金利でインフレ+2%」という理想～)
2025年11月25日	決して速くはないユーロ/円200円台
2025年11月21日	週末版
2025年11月20日	ドル安でもドル高でも円安だった2025年
2025年11月19日	ワンボイス化すべき金利・為替の方向感
2025年11月18日	インバウンド消費と利上げの先行きについて
2025年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年10月分)
	サナ活の功罪～世論がインフレを乗り越える時～
2025年11月14日	週末版(戻らぬ「家計の円売り」～新NISA2年目、失速の背景～)
2025年11月12日	円の需給環境～25年度上期国際収支を受けて～
2025年11月11日	リフレ政策を巡る「本音」と「建前」の読み筋
2025年11月10日	欧州で感じた日本エンタメ・コンテンツの威力
2025年11月7日	週末版
2025年10月31日	週末版
2025年10月28日	日米首脳会談の見どころ～防衛費と円安～
2025年10月27日	下落に転じた円の実効相場～「米国と一蓮托生」の弱み～
2025年10月24日	週末版
2025年10月23日	世界の為替市場の現在地～BIS調査を受けて～
2025年10月22日	高市政権発足を受けて～粘着的なリフレ期待～
2025年10月20日	自民・維新連立政権～しぶとい円安・円金利上昇～
2025年10月17日	週末版
2025年10月16日	2025年、サービス赤字はまだ決壊せず
2025年10月15日	スピードアップするデカップリング～トランプ関税分析～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年9月分)
2025年10月14日	「貸すれば多党化」～欧州化する日本政治～
2025年10月10日	週末版
2025年10月9日	フランスリスクはユーロリスクに発展するか？
2025年10月8日	利上げを助ける高市トレード
2025年10月7日	史上最高値を更新したユーロ/円相場
2025年10月6日	高市政権誕生と今後の論点整理
2025年10月3日	週末版(外貨準備構成通貨の近況について(2025年6月末時点))
2025年10月2日	25年度上半期レビュー～主役の欧州通貨、悲惨な円～
2025年10月1日	いよいよ終焉を迎える「現預金50%」時代
2025年9月26日	週末版
2025年9月24日	ユーロの基軸通貨性を再考する～global euro～
2025年9月22日	日銀金融政策決定会合～10月利上げは堅いのか？～
2025年9月19日	週末版
2025年9月18日	FOMCを終えて～可視化される独立性毀損～
2025年9月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～自動車、読めず～
2025年9月16日	日米財務大臣共同声明の読み方～2つの論点～
2025年9月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年8月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～基本は現状維持、利上げの機を窺う～)
2025年9月11日	警戒すべき「貴い事故」～海外からの財政リスク相場～
2025年9月10日	円相場の需給環境について～頭打ちとなるヒト関連～
2025年9月9日	誰が首相になっても「変わらずぬ3つの論点」
2025年9月8日	続・対米投資5500億ドル合意の現在地
2025年9月5日	週末版
2025年9月4日	遂に「利上げ再開」の兆しも出始めたECB
2025年9月3日	対米投資5500億ドル合意の現在地
2025年8月28日	週末版
2025年8月27日	円金利上昇の背景はどこに～円安終わらず～
2025年8月25日	ジャクソンホール経済シンポジウムの読み方
2025年8月22日	週末版(「ユーロ圏の「人手不足」はどうなったのか？～「需要不足」への問題意識は高止まり～)
2025年8月20日	4～6月期、「米国離れ」の真相～TIGデータ～
2025年8月19日	上半期の円の需給環境について～改善傾向～
2025年8月18日	欧州の外交成果が垣間見えた米露首脳会談
2025年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年7月分)
	週末版(「家計部門の投資意欲」に腰折れ懸念～「海外～国内」のローテーションはあるか？～)
2025年8月14日	ニクソン・トランプ比較論～争点は「覇権国の管理コスト」～
2025年8月13日	ニクソン・トランプ比較論～恐れるべき結末～
2025年8月12日	過剰反応すべきではないFRB人事の影響
2025年8月8日	週末版
2025年8月5日	米EU交渉の評価～妥協か、英断か～
2025年8月4日	遂に現れた関税の影響～雇用統計の読み方～
2025年8月1日	週末版(日銀会合を終えて～霧は完全に晴れずも10月利上げが視野に～)
2025年7月31日	FOMCを終えて～年末以降、非常に厄介な状況に～
2025年7月29日	「米国離れ」の検証～5月は過去最大の資本流入～
2025年7月28日	対米投資利益の解釈～「90%取られる」の意味～
2025年7月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月から状況変わらず～)
2025年7月23日	日米関税交渉の合意について～日銀への影響あり～
2025年7月22日	参院選を終えて～現状と展望の整理～
2025年7月18日	週末版(日銀プレビュー～「前門の国内政治、後門の米国政治」～)
2025年7月16日	日本版トラスショック再考～脆弱性は否めず～
2025年7月15日	日本版トラスショック再考～現実味を考える～
2025年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年6月分)
	日本政治の現状と展望～日本売りの材料になる政治～
2025年7月11日	週末版
2025年7月10日	追い詰められているのは米国も一緒～TACOの前提～
2025年7月9日	関税の緩衝材となる円安～日銀の判断は～
2025年7月8日	膠着する家計の投資意欲とその今後
2025年7月7日	物価高対策を巡る不可思議～王道は利上げ～
2025年7月4日	週末版
2025年7月3日	今、考えるユーロ/ドル相場の高値目途
2025年7月2日	インフレ適応が続く家計、諦観強まる若年世代
2025年7月1日	25年上期レビュー～「欧州の強さ」と「円の弱さ」～
2025年6月27日	週末版
2025年6月26日	NATO首脳会議～動き出した欧州の戦略的自律～
2025年6月25日	「米国離れ」は本当なのか～4月に起きていたこと～