

利上げサイクル再考

政策金利ピークとターミナルレート



経済研究部 准主任研究員 高山 武士

takayama@nli-research.co.jp



たかやま・たけし

06年 日本生命保険相互会社入社

09年 日本経済研究センターへ派遣

10年 米国カンファレンスボードへ派遣

11年 ニッセイ基礎研究所 14年 日本生命保険相互会社

20年 ニッセイ基礎研究所（現職）

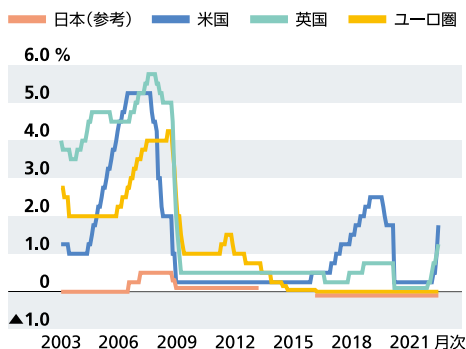
1——欧米主要国で金融引き締めに着手

コロナ禍では、世界的に大規模な金融緩和が講じられてきたが、足もとでは高インフレに直面していることを受け、金融緩和からの正常化、引き締めの動きが広がってきた[図表1]。これらの国では、利上げサイクルの到達点（ピーク）や名目の中立金利（いわゆる「ターミナルレート」）の水準に関心が集まっている。本稿では米国（FRB）、ユーロ圏（ECB）、英国（イングランド銀行）のターミナルレートについて、市場参加者の見方を確認した上で、自然利子率の観点からもその水準について考察したい。

[図表1] 日米欧の政策金利推移

注：米国はレンジの場合は上限、ユーロ圏は主要リファイナンス金利、日本は無担保コールレート（翌日物）誘導目標でレンジの場合は上限（～2013年4月3日）、当座預金の政策金利残高適用金利（2016年2月16日～）でこれらは金利目標なし

資料：Datastream



2——市場参加者の利上げ到達点見通し

欧米の政策金利のピークは世界金融危機前後で大きく異なる。米国の政策金利ピークは金融危機前で5.25%（06年6月）、金融危機後で2.25-2.50%（18年12月）である。ユーロ圏は金融危機前で4.25%（08年7月）、金融危機後で1.5%（11年7月）、英国は金融危機前で5.75%

（07年7月）、金融危機後で0.75%（18年8月）となっている[図表1]。いずれも金融危機後の政策金利のピークは危機前のピークを大幅に下回っているが、政策金利のピークが低下したことについては、自然利子率との関係も含めて後程触れることとし、先に、今回の利上げサイクルにおける市場参加者の見方を確認したい。

まず、米国ではFOMCにて参加者自身の政策金利見通しが公表される。直近で公表された22年6月の見通し（中央値）では、現在の利上げサイクルにおいて、政策金利を23年に3.75%まで引き上げた後、金利を引き下げることが想定されている。また、中立金利と解釈できる政策金利の長期見通しは2.5%である。

このFOMC参加者による見通しとは別に、ニューヨーク連銀は市場参加者への調査を実施している。この5月の調査結果でも今回の利上げサイクルで中立金利以上の政策金利引き上げ（23年に3.13%でピーク）が予想されている。

また、デリバティブ価格から将来の政策金利パスを推計することもできる。これによれば直近（22年6月20日時点）で、1年後に4%を超える水準まで政策金利を引き上げることが見込まれている。FOMC参加者や市場参加者調査による見通しと比較してピークが高い。

ユーロ圏でも市場参加者の金融市場に関する見通しの調査が実施されている。この22年6月公表の結果（中央値）では、政策金利（主要リファレンスオペ金利）を24年末にかけて1.75%まで上昇させると見込まれており、これは市場参加者が想定する中立金利（政策金利の長期見通し）でもある。

また、デリバティブ価格に基づく政策金利パスは、直近（22年6月20日時点）で、1年後に約2%の水準まで政策金利を引き上げることが見込まれている。市場参加者調査による見通しと比較して速いペースでの利上げが織り込まれており、ピークも高い。

最後に、英国でも市場参加者の金融市場に関する見通しの調査が実施されているので、その結果を確認したい。

22年6月の調査結果では、今回の利上げサイクルのピークの政策金利が中央値で2.00%であり、これは市場参加者が想定する中立金利でもある。

また、英国のデリバティブ価格に基づく政策金利パスは、直近（22年6月20日時点）で、1年後に3%台半ばの水準まで政策金利を引き上げることが見込まれており、市場参加者調査による見通しと比較して高いピークが想定されている。

なお、ユーロ圏や英国の市場参加者の先々の政策金利の予想経路は、上述の通り中立金利水準まで引き上げるが、その後、中立金利を下回る水準に利下げすると想定されている。

3——自然利子率

次に、政策金利について、やや理論的な側面に焦点をあてて、自然利子率の観点から考察していきたい。

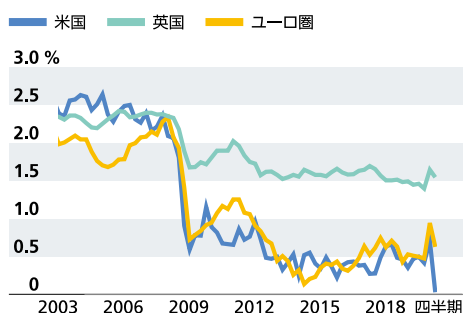
自然利子率とは、経済・物価に対して中立的な（緩和的でも引き締めのでもない）実質金利の水準のことである。一定の前提のもとでは、自然利子率は潜在成長率と一致するが、通常は、自然利子率は潜在成長率から乖離し、経済モデルとしてもこ

うした乖離を織り込んだモデルが一般的と見られる。

自然利子率の推計データとしては、ニューヨーク連銀が主要国の自然利子率の推計値を公表しており、米国・ユーロ圏・英国の自然利子率の推計結果は図表2のようになる。

【図表2】欧米の自然利子率(HLW)

注：Holston-Laubach-Williamsの方法(HLW)で求めた推計値
資料：FRBNY



自然利子率の推計方法は多様であり、その推計結果も一般に幅を持って見る必要があるが、ニューヨーク連銀の公表する推計値果によれば最近の自然利子率(コロナ禍直前まで)は米国とユーロ圏で0.5%程度、英国で1.5%程度となる。

自然利子率は実質値であるので、中銀の物価目標である2%のインフレ率が安定的に達成されたと考えて、2%を加えた名目値に換算すれば、名目中立金利の目安となる。つまり、米国とユーロ圏で2.5%程度、英国で3.5%程度が中立金利(ターミナルレート)の目安と言える。

さきほど確認したように、市場参加者の見通しではユーロ圏のターミナルレートは2%弱、英国は2.0%である。ここから逆算される自然利子率はゼロないしマイナスであり、ニューヨーク連銀の推計値と比較すると乖離がある。つまり、この推計値が自然利子率を高く見積もっている、もしくは市場参加者が自然利子率を低く見積もっていると言える。

一方、米国では自然利子率の推計値(0.5%程度)と市場参加者の想定する名目中立金利(2.5%)は整合的である。ただし、ユーロ圏や英国で市場参加者がここで

の推計より低い自然利子率を想定しているように、米国でも実際の自然利子率がこの推計値よりも低いとすれば、2.5%の名目中立金利は高すぎるという可能性もある。

ここで、近年低下傾向にある自然利子率の変動要因を確認しておきたい。

IMFが公表した4月の世界経済見通しではこの自然利子率について参考文献とともに簡潔かつ網羅的に触れている。

これによれば、1980年代以降、多くの国で自然利子率の低下が共通の現象として見られており、その原因として以下の事項を指摘している。

- ・高齢化の進展による貯蓄の押し上げ(＝投資資金供給の増加)
- ・生産性上昇率の減速
- ・資本財価格下落による投資支出の減速(投資(＝貯蓄)需要の減少)
- ・貯蓄率の高い高所得者層への所得集中(格差拡大による貯蓄の押し上げ)
- ・新興国における安全資産需要の増加
- ・リスクプレミアム上昇による金利低下

一方、将来の動向については、このまま低下圧力が維持されるという主張も、緩和されるという主張もあり、議論中であるとしている。例えば、自然利子率の上昇要因として以下が挙げられている。

- ・中国(や他の新興国)が消費主導の成長に転換し、過剰貯蓄(saving glut)が是正される
- ・コロナ禍関連の不確実性の改善が流動性選好や予備的貯蓄を減少させる
- ・社会保障支出の拡大と債務の積み上がりによる金利上昇圧力

さらに、

- ・金融制度の変化、中銀の政策枠組みや金融仲介機能の変化、バランスシートの規模

といった事項も中立金利に影響を及ぼし得るため、シャドーバンキングやフィンテック、気候変動対応を含む構造変化にも注意する必要があるとしている。

以上、自然利子率の変動要因について確認してきた。こうした要因のうち、市場参加者が低下圧力要因を重視しているのであれば、市場参加者の中立金利の見積もりはモデルによる推計値よりも低くなると見られる。

4——さいごに

実際、歴史的に見れば世界金融危機以降、政策金利は低い状況が続いてきた。世界金融危機以降のインフレは資源価格の高騰によるコストプッシュがメインであり、景気の過熱とインフレが相互に高まっていくという状況にはなかった。

足もとのインフレを見ると、ユーロ圏はコストプッシュ主導だが、米国は需要が旺盛でデマンドプル要素も強いと思われる。こうしたインフレは近年では珍しいと言えるだろう。このデマンドプル要因のインフレに対し、どの程度政策金利を引き締めれば効果的なのか、という問いに対するヒントは世界金融危機以降の経験からは得られていない。

政策当局者の中立金利の見積もりが低すぎるとしたら、想定されている利上げでは金利水準が足りず、インフレ鎮静化効果が生じないことになる。他方、中立金利の見積もりが高すぎれば、想定されている利上げでも、金利水準が高いことになり、経済減速効果が大きく生じコロナ禍からの回復が腰折れる可能性がある。

特に米FRBは、政策金利を中立金利に引き上げる「正常化」の役割だけでなく、それ以上の利上げという、インフレファイターとしての役割も問われている。「どれだけ積極利上げをするのか」という点は久しぶりの注目点と言える。