

自然利子率ないし中立金利と金融政策運営 —金融政策の多角的レビューが示唆する課題—

日本金融学会共通論題パネル(2025年6月8日)

富士通(株)エグゼクティブアドバイザー

元日本銀行理事

早川 英男

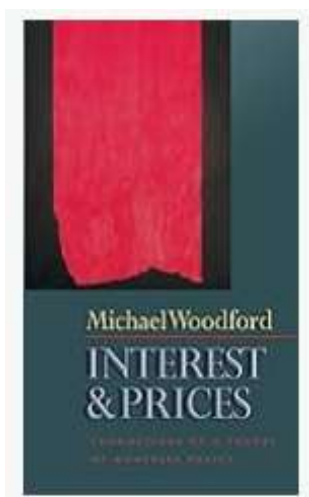
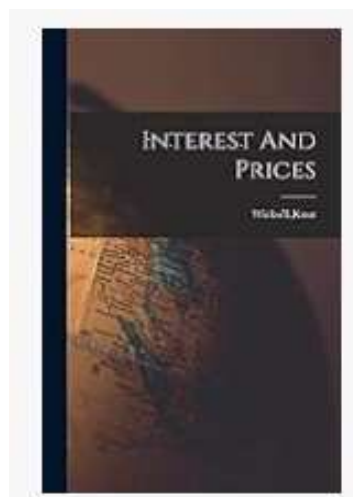
自然利子率、中立金利とは(1)

- 近年では、金融政策の目安として、完全雇用水準で貯蓄と投資が均衡する実質金利を指す自然利子率、ないし中立金利(自然利子率+基調的インフレ率または目標インフレ率)が注目されていることが多くなっている。
- 自然利子率は、もともと19世紀末から20世紀初頭に活躍したスウェーデンの経済学者クヌート・ヴィクセルが提唱した考え方。2003年の著書Interest and PricesでWoodfordが取り上げ、ニューケインジアンを中心概念となった。
- FRBでは、バーナンキ、イエレン議長の時代から自然利子率や中立金利に頻繁に言及していた。
- FRBが3ヶ月に1回公表するFOMCメンバーの経済見通し(SEP)にはFF金利の「長期」の水準が明記されており、これが「中立金利」と解釈されている。
- 他方、日本では長年ゼロ金利制約に直面していたため、これらの考え方が注目され始めたのは比較的最近。

(資料) FOMC参加者の経済金利予測：25年3月(前回24年12月)

	2025年		2026年		2027年		長期	
	中央値		中央値		中央値		中央値	
	前回		前回		前回		前回	
実質GDP	1.7	2.1	1.8	2.0	1.8	1.9	1.8	1.8
失業率	4.4	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2
PCEコアフレーター	2.7	2.5	2.2	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0
PCEコアデフレーター	2.8	2.5	2.2	2.2	2.0	2.0		
FFレート	3.9	3.9	3.4	3.4	3.1	3.1	3.0	3.0

(注)実質GDP、PCEコアフレーター、PCEコアデフレーターは10～12月期の前年同期比の伸び率。
失業率は10～12月期の平均値。



自然利子率、中立金利とは(2)

- もっとも、自然利子率や中立金利といった概念が実際の金融政策運営どの程度有用かについてのコンセンサスは存在しない。
- この点、注目されるのはパウエル議長が2018年ジャクソンホール会議で u^* や r^* といった星付きの変数の有用性に対して「移ろい行く星たち」と懐疑的な見解を示したこと。同講演では、自然失業率のリアルタイムの計測値と事後的な計測値が大きく変化することも指摘している。
- ただし、パウエル議長も最近は中立金利等に言及することが増えている。恐らく市場とコミュニケーションする上で、他に適当な手段がないと考えているのではないか。
- 結局、自然利子率のように直接観察できない変数をどう計測するかが最大の困難。既存研究では時系列モデル、期間構造モデル、準構造モデル、構造モデルなどが提唱されているが、どれも一長一短。

(表 1) 推計手法の類型

類 型	考え方	先行研究
時系列モデル	・ 時系列の手法を用いて金利の長期トレンドを推計し、自然利子率と見做す。	・ Del Negro et al. (2017) ・ Kiley (2020a)
期間構造モデル	・ 金利の期間構造（イールドカーブの情報）を用いて、市場における短期金利の予想パスを抽出し、自然利子率と見做す。	・ Kim, Walsh and Wei (2019) ・ Bauer and Rudebusch (2020)
準構造モデル	・ IS曲線、フィリップス曲線などの構造方程式を仮定し、需給ギャップをゼロとする景気中立的な利子率の水準を推計し、自然利子率と見做す。	・ Holston, Laubach and Williams (2023) ・ Brand and Mazelis (2019)
構造モデル	・ 経済主体の行動にミクロ的基礎付けを与え、名目硬直性が存在しない、価格が完全に伸縮的な均衡における利子率の水準を推計し、自然利子率と見做す。	・ Barsky, Justiniano and Melosi (2014) ・ 岡崎・須藤 (2018)

Laubach-Williamsの推計

- 多くの自然利子率の推計の中で最も知名度の高いものは準構造モデルに分類されるLaubach-Williams(2013)の推計だろう。
- これはL-Wが①初期の代表的研究であり、②IS曲線とフィリップス曲線(と供給サイドを示す潜成長率の推移)という分かり易いモデルを採用していること、③NY連銀がその推計値を公表していることによるもの。
- 下図のHLW推計は、コロナ期の構造変化などを織り込んだ新推計。
- しかし、例えば1990年代の自然利子率の低下については、積極的な金融緩和が行なわれ、経済も総じて順調であった割に低インフレが続いたという事実を後追いの的に「自然利子率の低下と読み替えただけ」といった不満も根強く残っている。

HLW Estimates for the United States



出所) NY連銀のホームページより。

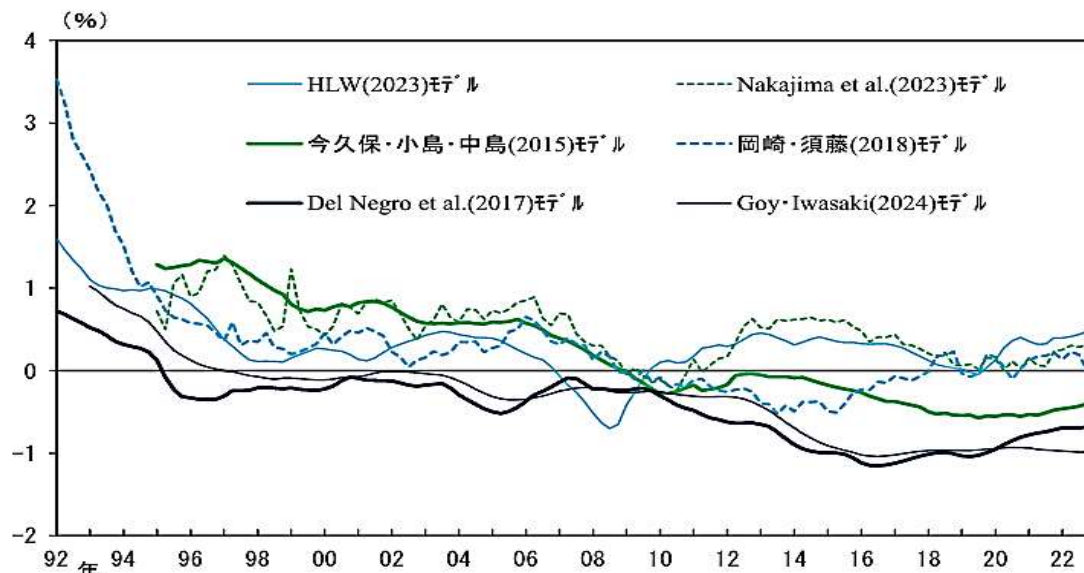
テイラー・ルールとの比較

- 自然利子率や中立金利が注目を集める少し前に金融政策運営の指針として重視されたものとして、金融政策ルールがある。その代表は言うまでもなくスタンフォード大学のJohn Taylor教授が提唱したテイラー・ルールだ。
- テイラー・ルールは、一般に
$$i = r^* + \pi^* + \alpha(\pi - \pi^*) + \beta(y - y^*)$$
という式に沿って政策金利*i*を決定するという考え方を指す。
 - さらにTaylorは、 $r^* = 2.0$ 、 $\pi^* = 2.0$ 、 $\alpha = 1.5$ 、 $\beta = 0.5$ とすることで1980年代から1990年代前半のFRBの金利政策を極めてうまく再現できることを示した。
- 中立金利の枠組みからテイラー・ルールの特徴を考えると、①米国の場合、中立金利を4%（潜在成長率2%＋インフレ目標2%）に固定していることと、②インフレ率やGDPギャップが目標から乖離した場合、どれだけのスピードで政策金利を動かすかを明示している、という2点が違いになる。
 - テイラー・ルールは実践的だが硬直的な一方、中立金利はより弾力的な運用を許すことになるが、どちらが望ましいかは一概には言えない。
 - 例えば、great moderation下の経済的繁栄は弾力的な金融政策が可能にしたと考えられる一方、最近のインフレ局面でテイラー・ルール的な運用が行なわれていれば、behind the curveとなることは避けられたかも知れない。

日銀の金融政策正常化との関連

- 日銀は慎重かつ着実に金融政策の正常化を進めている。トランプ関税などで先行きは不確実性が増しているが、2%物価定着の展望が高まれば、今後も中立金利に向けて利上げが続くだろう。
- その際、最大の問題は自然利子率が $-1.0\% \sim +0.5\%$ 、2%物価を前提として中立金利は $1.0\% \sim 2.5\%$ と推計値の幅が極めて大きいこと。
- 0.25%刻みで政策変更が行なわれるとすると、推計値の幅は政策変更6回分！もっとも、これは日本だけではなく杉岡・中野・山本(2024)によればユーロ圏の推計の幅は日本より大きい。
- こうした中立金利に関する不確実性の大きさを踏まえると、日銀としては、政策修正を進めながら各種経済指標や金融市場の反応を確認することで、中立金利の水準を模索していくほかないだろう。

(図2) r^* の推移

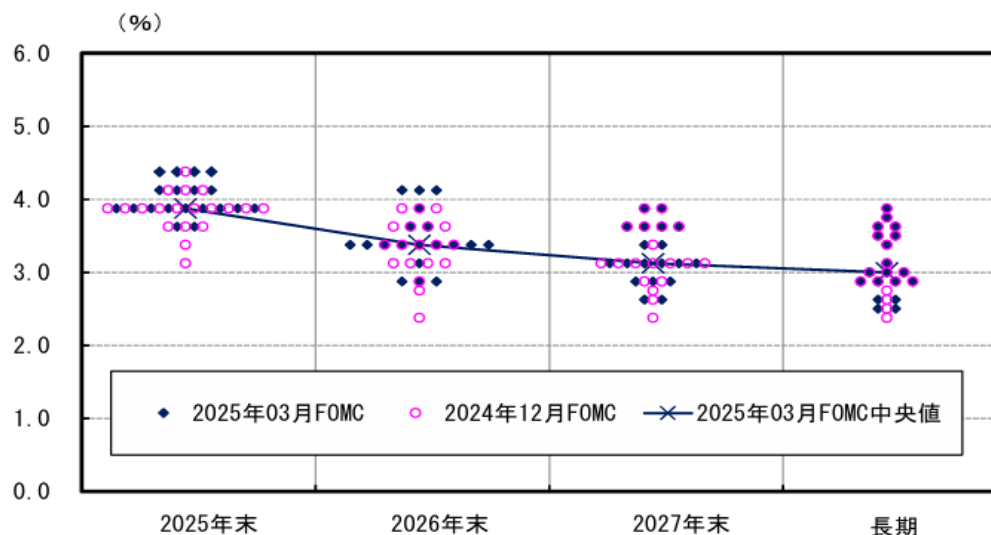


出所) 杉岡・中野・山本 (2024) ←

市場との対話改善のために

- 市場とのコミュニケーションに関する米国との大きな違いは、FRBがドット・チャートを示している一方で、日本にはそれに近いものが一切ない点だろう。
- 政策金利の先行きについての示唆が1.5%も幅のある中立金利の推計値だけという状態は、中長期債市場の参加者にとってあまりに不親切ではないかとの印象。
- もちろん、長年金利のない世界にあった日本で一気にドット・チャートの公開を求めるのは非現実的だろう。しかし、リーマン・ショック以降のゼロ金利(ないしマイナス金利)が当たり前の時代から金融政策環境が大きく変わった事実を踏まえると、もう少し金利のパスを意識できるようなコミュニケーション方法を開発することが望まれるのではないか。
- 例えば、中立金利についてスタッフの「推計値」ではなく、政策委員の見方の分布を示す可能性などは検討に値しよう。

図表2 ドットチャート



出所) 大和総研「FOMC 金利は据え置き、QT はペースダウン」(25年3月)