



BTMU Focus USA Weekly

三菱東京UFJ銀行 経済調査室ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY

Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史

Director and Chief U.S. Economist

+1(212)782-5701, hikurihara@us.mufg.jp

A member of MUFG, a global financial group

August 21, 2015

<FOCUS>

見極めの難しい、中長期的な政策金利水準

- 今週発表された7月FOMCの議事要旨は、利上げ開始のタイミングについて新たな示唆は無かったように思われる。FOMC参加者が利上げ開始までに必要と考える労働市場の改善幅・改善内容についての具体的な記述は無く、インフレ率が2%へ戻るとの合理的確信についても参加者毎に判断は依然まちまちなようだ。
- また、議事要旨では「FRBスタッフは中期の生産性上昇率の見通しを引き下げ、自然失業率の見通しを引き下げた」ことが確認された。利上げ開始後は、市場の焦点も利上げペースや利上げの着地点に移るとみられるなか、中長期的な政策金利見通しの変化に繋がり得る点で注目される。
- 中期的な政策金利決定では、自然失業率に加えて均衡実質金利が鍵となる。「均衡実質金利は時間とともに変化する」との考え方が足元では一般的であり、FRB高官のなかでは「現在の均衡実質金利は過去に比べて大幅に低下し0%近傍ではないか」との見方が多い。
- FOMC参加者による中長期の政策金利見通しは3.75%となっているが、仮に将来の政策金利が3.75%まで上昇するとした場合、上昇をもたらす要因を敢えて分解すると「失業率やインフレ率の変化で示される需給環境の改善要因」が1.875%、「潜在成長率の回復（均衡実質金利の上昇）要因」が1.75%となる。
- 政策金利の規定要因として、需給ギャップの改善は当然ながら引き続き重要だが、中長期的にみれば均衡実質金利の回復も同程度重要となる。これは、過去の利上げ局面との大きな相違点だ。近年の均衡実質金利の低下は、構造要因と金融危機の影響の2つが混在していて回復度合いの見極めが難しく、FRBが政策運営のデータ次第を強調する所以でもある。
- 均衡実質金利の現在と将来の水準は、経済環境を総合的に判断して見極めていくことになる。FRBの政策を予想する観点では、サンフランシスコ連銀ウィリアムズ総裁等による均衡実質金利の推計値が、四半期毎にアップデートされ、FRB高官が頻繁に言及していることから、注目する必要があるようだ。加えて、足元の労働生産性についても、中長期の生産性を判断する上で参考にされており注目される。

<FOCUS>見極めの難しい、中長期的な政策金利水準

7月FOMC議事要旨では、FRBスタッフによる中期見通しの変更を確認

今週発表された7月FOMCの議事要旨は、利上げ開始のタイミングについて新たな示唆は無かったように思われる。FOMC参加者が利上げ開始までに必要と考える労働市場の改善幅・改善内容についての具体的な記述は無く、インフレ率が2%へ戻るとの合理的確信についても参加者毎に判断は依然まちまちなようだ。

その他議事要旨からの気付きは以下4点。①「FRB保有証券の再投資停止の手法について議論が行われていたが、再投資停止を急ぐ様子は窺われない」、②「雇用コスト指数の解釈について相応に議論が行われており、当該指標への注目度が高い」、③「利上げ開始に向けての実務的な準備は整っている（準備預金付利金利やリバースレポ金利操作に関する合意、利上げ開始後の初回利上げ時期予想グラフの削除に関する合意等）」、④「FRBスタッフは中期の生産性上昇率の見通しを引き下げ、自然失業率の見通しを引き下げた」。

利上げ開始後は、市場の焦点も利上げペースや利上げの着地点に移るとみられるなか、中長期的な政策金利見通しの変化に繋がり得る上記④等は注目される。以下の本Weeklyでは、中長期的な政策金利水準に関するFRBの考え方を確認しておきたい。

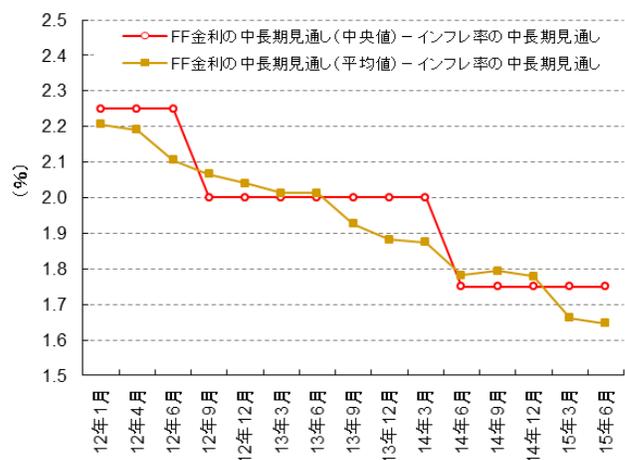
FOMC参加者による中長期の均衡実質金利の見通しは、過去数年において低下

中期的な政策金利決定では、決定ルールとして有名なテイラールールでも示される通り、自然失業率に加えて均衡実質金利が鍵となる¹。

均衡実質金利とは、インフレ率が安定し経済が最大限のポテンシャルで成長している状況（最大雇用を達成した状況）下で整合的な金利水準であり、短期金利（FF金利）からインフレ率を引いた値となる。即ち、FRBが雇用と物価の二大目標を達成した時の政策金利は、均衡実質金利にインフレ率（2%）を加えた水準となる。

この均衡実質金利について、一般にテイラールールでは2%（固定値）としているが、「均衡実質金利は時間とともに変化する」との考え方が足元では一般的であり、FRB高官のなかでは「現在の均衡実質金利は過去に比べて大幅に低下し0%近傍ではないか」との見方が多い。

第1図：FOMC参加者による中長期の実質FF金利(均衡実質金利)見通しの推移



(資料)FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

¹ イエレン議長の3月27日講演原稿に記載されているテイラールールを確認すると、 $R_t = RR^* + \pi_t + 0.5(\pi_t - 2) + 0.5Y_t$ 。RはFF政策金利、 RR^* は均衡実質金利、 π はコアPCE（個人消費支出）デフレーターの前年比、Yは需給ギャップ。需給ギャップは、失業率と自然失業率の乖離から「オークンの法則」を用いて推計し、 $Y_t = -2(U_t - U^*)$ 。Uは失業率、 U^* は自然失業率。仮に均衡実質金利を過去平均とされる2%、自然失業率を5.5%とすると、テイラールールは現在（3月27日時点）の政策金利を3%弱と示す。一方、均衡実質金利を幾つかの統計モデルが示している0%を使用し、自然失業率にFOMC参加者の予測値である5.0%を使用すると、テイラールールから示される政策金利は0.5%以下となる。なお、テイラールールを便宜的に使用しているが、テイラールールに沿って政策決定が行われるわけではない。

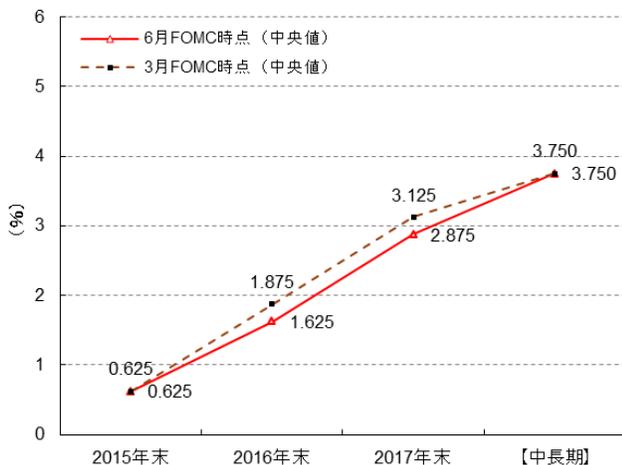
中長期の均衡実質金利については、長期の潜在成長率、人口構成、家計の貯蓄志向、投資機会からの収益性認識、といった様々な要因から影響を受けるが、最大の決定要因は潜在成長率である。FOMC 参加者による中長期の均衡実質金利見通しは、過去数年において低下してきており、直近では1%台後半となっている（第1図）²。

中期的な政策金利見通しでは、需給ギャップに加えて均衡実質金利が重要に

FOMC 参加者による中長期の政策金利見通し（中央値）は3.75%となっているが（第2図）³、仮に将来の政策金利が3.75%まで上昇するとした場合、上昇をもたらす要因を（FOMC 参加者の経済見通しやテイラールールを用いて）敢えて分解すると「失業率とインフレ率の変化で示される需給環境の改善要因」が1.875%、「潜在成長率の回復（均衡実質金利の上昇）要因」が1.75%となる（第3図）。

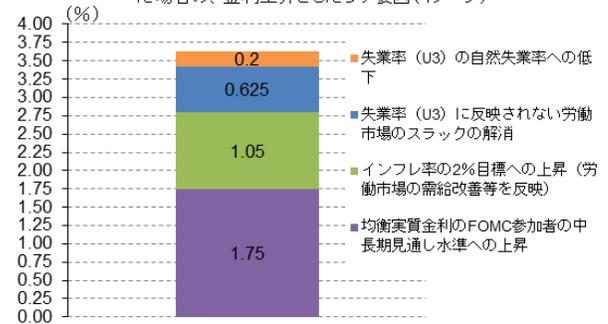
今後の政策金利の規定要因として、需給ギャップの改善は当然ながら引き続き重要だが、中長期的にみれば均衡実質金利の回復も同程度重要となる。これは、過去の利上げ局面との大きな相違点だ。近年の均衡実質金利の低下は、構造要因と金融危機の影響の2つが混在していて回復度合いの見極めが難しく、FRB が政策運営のデータ次第を強調する所以でもある。

第2図: FOMC参加者によるFF金利見通し(中央値)の推移



(資料) FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図: FF金利がFOMC参加者の中長期見通し(3.75%)まで上昇すると仮定した場合の、金利上昇をもたらす要因(イメージ)



(注) 1. イエレン議長の3月27日講演原稿に記載されているテイラールールを用いて算出。便宜的に要因を切り分けただが、実際には各項目は相互に作用している。

2. 足元で、実際の政策金利がテイラールールで算出される政策金利を下回っている部分は、失業率(U3)で示されない労働市場の Slack に対応した政策金利の押し下げ幅と仮定。

(資料) 三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

均衡実質金利については、推計値や足元の労働生産性に注目する必要

均衡実質金利の現在と将来の水準は、経済環境を総合的に判断して見極めていくことになる。FRB の政策を予想する観点では、サンフランシスコ連銀ウィリアムズ総裁等による均衡実質金利の推計値（Laubach-Williams 推計値）が、四半期毎にアップデートされ、FRB 高官が頻繁

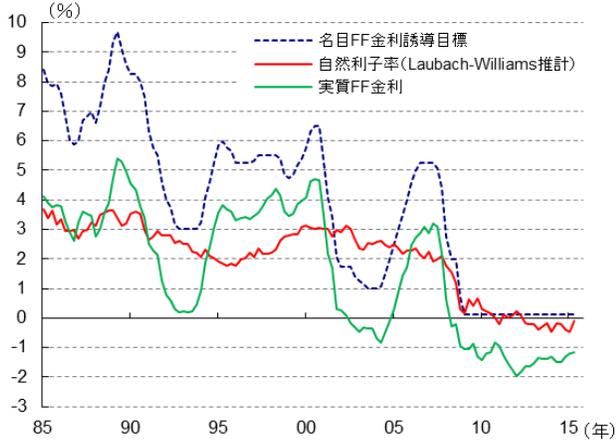
² ここでは、FOMC 参加者の経済見通しのうち、中長期の政策金利からインフレ率（PCE 総合）を引いた数値を「均衡実質金利」と解釈。

³ 中長期見通しの内訳をみると、3.25%が3人、3.5%が5人、3.75%が6人、4.0%が2人、4.25%が1人となっており、上限と下限の差は1%である。

に言及していることから、注目する必要があるようだ（第1表）⁴。推計値は直近4-6月期に▲0.10%となり、1-3月期（▲0.47%）からは上昇している（第4図）。

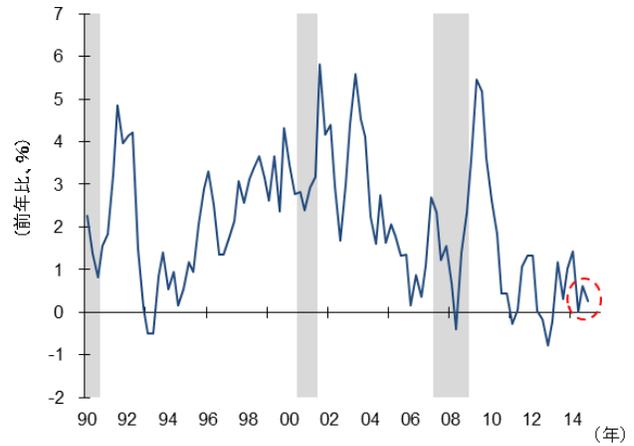
加えて、足元の労働生産性についても、中長期の生産性を判断する上で参考にされており注目される。直近4-6月期の労働生産性は前年比で+0.3%となり、3四半期続けて低い上昇率に止まった（第5図）。FRBスタッフによる生産性見通しの引き下げにも繋がった可能性があるろう。

第4図: 名目・実質FF金利と自然利子率の推移



(注)『実質FF金利』=FF金利誘導目標-コアPCEデフレーター
 (資料)FRB、米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図: 非農業部門労働生産性の推移



(注)シャドウは景気後退局面。
 (資料)米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

⁴ 実質 GDP・インフレ率・短期金利の関係を用いて、実質 GDP とその長期トレンドとの乖離は、過去の金利と自然利子率との乖離に拠ると想定。カルマンフィルタと呼ばれる統計的手法を用いて算出。この他にも、均衡実質金利の推計は様々な手法で行われている。

第1表：均衡実質金利に関連するFRB高官の見解

講演日		均衡実質金利に関連する主な発言
イエレン 議長	2015年 3月27日	<ul style="list-style-type: none"> ・「労働市場のスラック」と「均衡実質金利の過去に比べた大幅低下」といったより現実的な仮定を用いれば、テイラールールは現在の政策金利についてゼロに近い数値を示す。 ・経済の基調としての強さを示す均衡実質金利は、時間とともにゆっくりではあるが上昇していくだろう。 ・金融危機直後の均衡実質金利は、多くの向かい風により明らかにゼロを下回っていた。 ・均衡実質金利が上昇していくのであれば、実際の政策金利も上昇することが好ましい。 ・現在の均衡実質金利は過去平均をかなり下回っている。経済の回復を阻害してきた向かい風が引き続き無くなっていけば、均衡実質金利は時間とともに緩やかに上昇していくだろう。 ・最近の研究では人口動態や技術革新による生産性の伸び鈍化から、長期停滞とも言える状況になるとの見方もある。その場合には金融政策で均衡実質金利を、長期に亘って過去平均より低い水準に維持する必要があるかもしれない。
ダッドリー/ NY連銀総裁	2015年 6月5日	<ul style="list-style-type: none"> ・力強さを欠く経済情勢は、今日の均衡実質FF金利が標準的なテイラールールで想定された2%を大幅に下回っていることを示唆している。 ・FRB同僚の研究では、中立的な実質FF金利が足元ではゼロに近いことが示されている（Laubach-Williams）。 ・これは恐らく金融危機以降の向かい風が続いているため。例えば、信用力の低い層向けの住宅ローン提供抑制。 ・向かい風が消えるには時間がかかるため、中立的な短期金利水準も暫く抑制された状態が続く。 ・長期的な均衡実質金利も過去に比べて下がっているだろう。労働力と生産性の伸び鈍化で潜在成長率が下がっている可能性を反映しているのではないかと。
ウィリアムズ/ サンフランシスコ 連銀総裁	2015年 3月2日	<ul style="list-style-type: none"> ・Laubach-Williamsモデルによれば、自然利率は2つの期間に大きく低下。金融危機前の20年間と金融危機時。 ・自然利率はなぜ下がってきたのか。モデルによれば、「潜在成長率の低下」が半分、「その他要因」が半分を説明。 ・低下した現在の状態が持続するのであれば、将来の実質短期金利は戦後の平均的な水準よりも低く推移するだろう。 ・自然利率を固定値として捉えるべきではない。
エバンズ/ シカゴ 連銀総裁	2015年 3月2日	<ul style="list-style-type: none"> ・均衡実質金利の把握には大きな不確実性を伴う。金融危機時の均衡実質金利は非常に低く大幅なマイナスだった。バランスシート調整等を反映したのだろう。 ・経済のファンダメンタルズが改善するに伴い、均衡実質金利も上昇してきた。 ・但し、均衡実質金利は依然として十分に低いだらう。直接観察はできないが様々な事象が示唆。「スラックの存在」、「インフレに加速の兆しが無い」、「企業は投資せずに現金を積み上げている（投資による実質リターンが低いと考えているから）」。
ブロッサー/ フィラデルフィア 連銀総裁	2014年 11月13日	<ul style="list-style-type: none"> ・長期の実質金利は、一人当たり消費の増加率と人口の増加率で概ね決定される。一人当たり消費の増加率は、生産性と生産に従事する人口の割合に拠る。 ・長期的な成長率を見通すことは難しく、最近の研究でも見解は割れている。 ・Robert Gordonは、米国経済が長期停滞にあるとの見解を示している。長期的な成長への向かい風として、例えば、イノベーションの鈍化、教育システムの機能不全による人的資本の減速、人口の伸び鈍化、年齢構成の変化、等を指摘。 ・これら4つは重要。なぜなら経済成長と均衡実質金利は、全要素生産性の伸びから直接影響を受ける。 ・さらに、人口の伸び鈍化と高齢化による労働参加率の低下は、均衡実質金利を低下させ、一人当たりの成長率を低下させる。 ・自分としては技術革新と生産性の上昇が経済成長の原動力と考えており、労働時間の減速（人口動態の変化や労働参加率の低下）は、生産性の鈍化（イノベーションの停滞）に比べれば重要度が劣ると考えている。人間の想像力を信じており、Gordonの長期停滞を想定していない。 ・長期停滞を想定しても、先行きの金利パスへの示唆は複雑。もし将来に亘っての潜在成長率がこれまでよりも低いとすれば、現在の経済が抱えるスラックも想定よりも小さい可能性が高い。結果として、需給ギャップが小さく、より高い金利が求められる。 ・均衡実質金利の導出には不確実性が高く、当局者が見方を変更する場合には慎重さが必要。

(資料) FRB、地区連銀資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(栗原 浩史)



当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくごお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "BTMU") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by BTMU. BTMU hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While BTMU believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, BTMU makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that BTMU may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and BTMU is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.