

## 米国経済のオーバーキル・シナリオ考察 ～FRB/USモデルによるシミュレーション～

リサーチ＆ソリューション第1部 佐古 佳史

### 要旨

9月FOMC後に公表された経済見通しからは、政策金利の高止まりが長期化する可能性が高まつた。一部では金融引き締めのやりすぎから、米国経済に対して必要以上に下押し圧力が加わる（オーバーキル）のではないかとの懸念もみられる。

そこで本稿では、政策金利の変化「だけ」でそうしたオーバーキル・シナリオを考察するには、どの程度の利上げが必要なのかを計算し、結果的に現段階でのオーバーキル・シナリオは杞憂であることを確認した。

### 政策金利見通しを上方修正した9月FOMCとオーバーキル・シナリオ

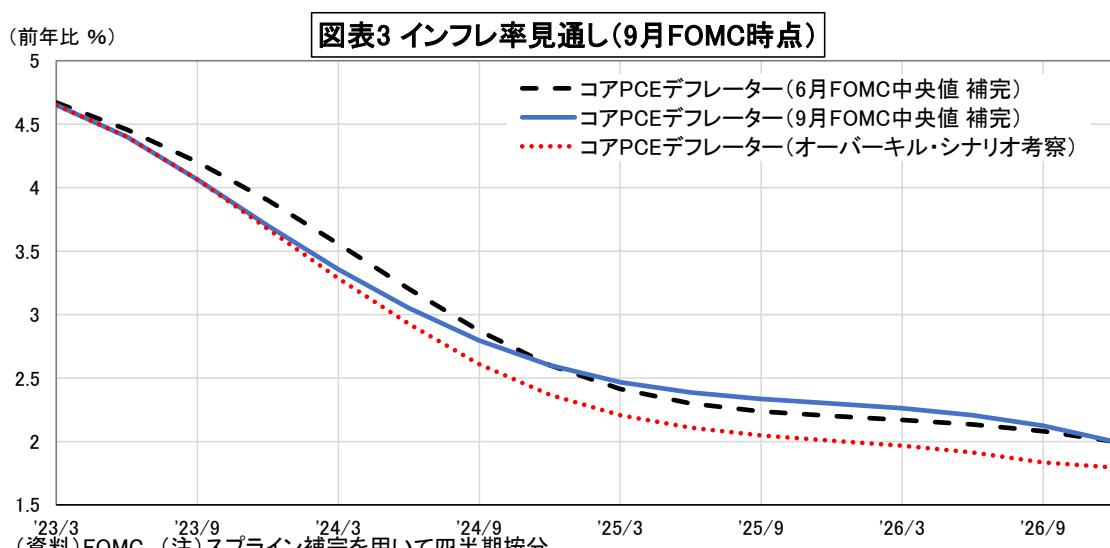
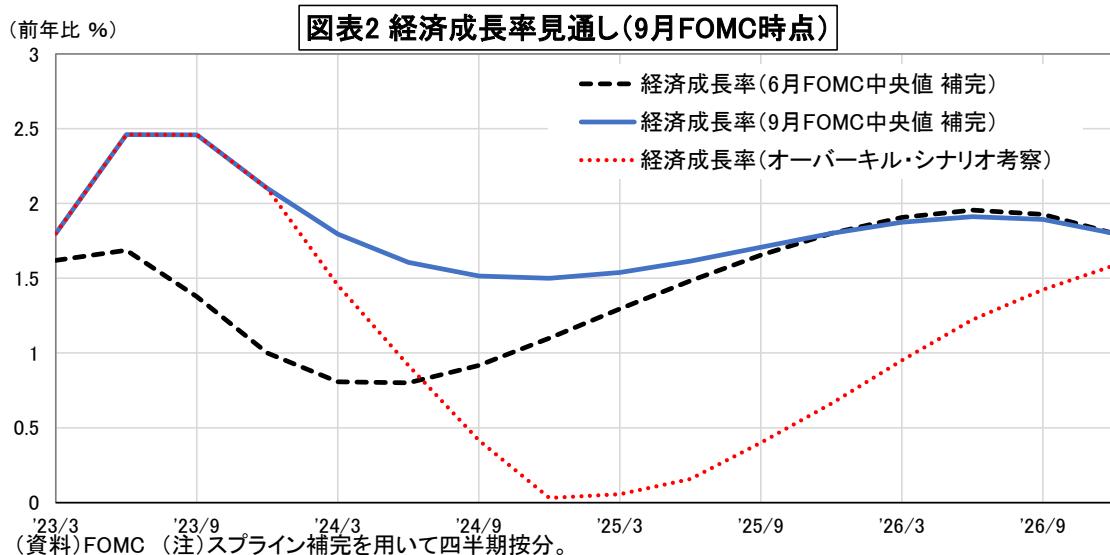
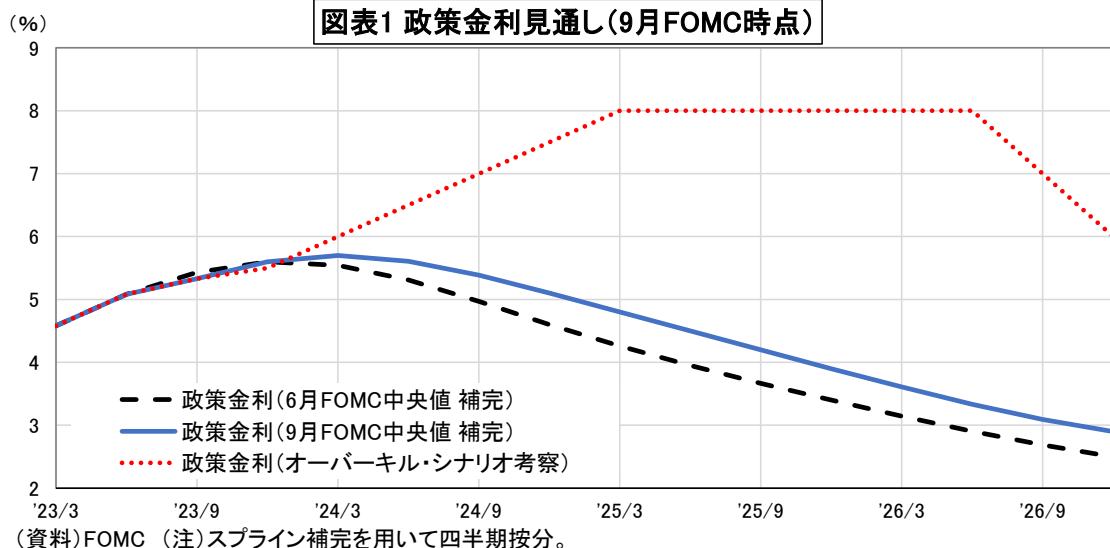
9月FOMC（19、20日）後に公表された経済見通しから政策金利の予想をみると、23年末は5.6%（中央値）に据え置かれた一方で、24年末は6月FOMC時点から上方修正され、5.1%（中央値）となった。それ以外の見通しについては、経済成長率の上方修正、失業率とインフレ率の下方修正となり、米国経済についての楽観的な見通しが強まつたといえるだろう。GDP成長率の大幅な減速や失業率の大幅な上昇を伴わず、25～26年あたりに2%物価目標を達成できる見通しとなつた。

一般的にソフトランディングと認識されるよりもかなり楽観的と思われるこうしたシナリオが現実的なものとして認識されつつあるなか、一部ではいわゆるオーバーキル・シナリオとして、政策金利が高い期間が長期化することで米国経済を必要以上に抑制してしまうのではないかとの懸念もみられる。

オーバーキル・シナリオの定義は明白ではないものの、本稿では一例としてコアPCEデフレータが一時的に2%を下回って推移しつつ、GDP成長率が0%程度へと減速するような見通しを政策金利の変化「だけ」で表現するにはどの程度引き締め的な金融政策を行う必要があるのかという点について、9月FOMC後に公表された見通しの中央値とFRB/USモデルを用いて考察した。米国経済をオーバーキルするにはどの程度の政策金利が必要なのだろうか。

## 政策金利は8%まで引き上げるシナリオを考察

ここでは例として、政策金利を8%まで引き上げ、6四半期据え置くシナリオを考察した（図表1）。この場合、将来的な高金利を織り込むことで、GDP成長率が24年末に前年比0%近くまで減速する見通しとなった（図表2）。インフレ率については6月や9月FOMCと顕著な差は生じていないものの、26年以降に前年比2%を割り込んで推移する見通しとなった（図表3）。失業率については26年半ばに5.5%程度まで上昇する結果となった。

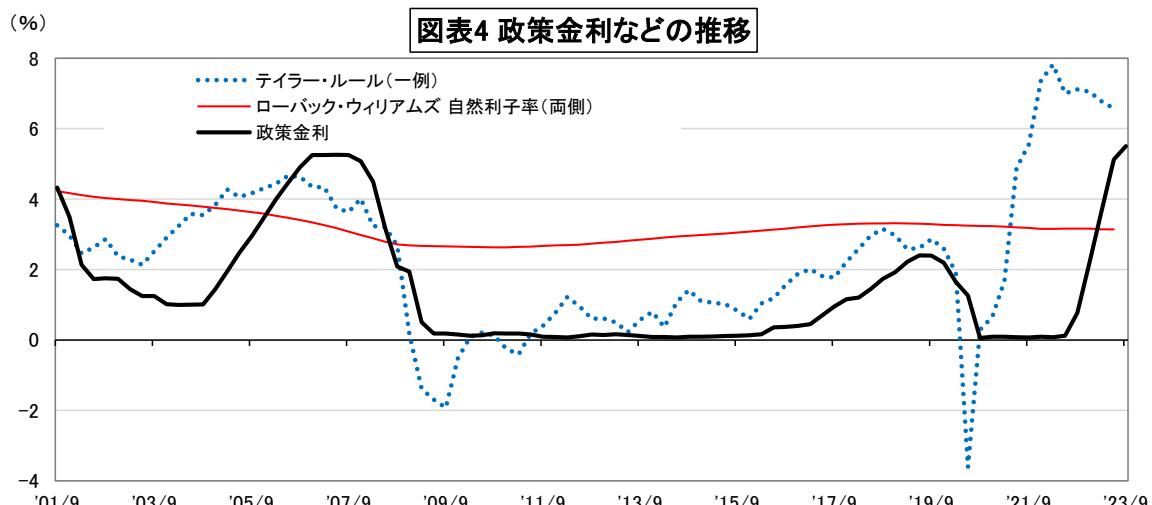


## 現時点でのオーバーキル・シナリオは杞憂

### 年内追加利上げについて

さて、当然ながら現時点では 8%まで政策金利を引き上げる必要性があるとは考えづらく、上記のようなシミュレーションに近い状況が今後発生するとは思えない。また、米国経済の成長率を大幅に抑制するためには、かなり高い政策金利が必要なこともうかがえるため、5.5%前後でオーバーキルを警戒するのは杞憂と思われる。オーバーキル・シナリオを考察する際は、例えば 23 年 3 月に発生した銀行危機のような、政策金利以外の何らかの負のショックを組み込む必要がありそうだが、事前にそうしたものを見測るのはほぼ不可能だろう。

9 月 FOMC 後に公表された経済見通しからは 23 年内の追加利上げが示唆された。21~22 年に結果的に非常に緩和的な金融政策が行われたことや、それを受け 23 年上半期の経済成長率が想定より堅調だったことなどから、年内の追加利上げの可能性は否定できず、今後のインフレ関連指標を見つつこれまでの金融引き締めが十分かどうかを FOMC で判断する展開になるだろう。この点についても、追加的に 25bp 利上げしたことによって引き締めすぎとなるとは考えづらい。



(資料)ニューヨーク連銀、アトランタ連銀、FRB、FRED、米議会予算局

(注)自然利子率は物価目標の2%を加えて名目化した。

### まとめ

本稿では、9月 FOMC 後に公表された経済見通しの中央値と FRB/US モデルを用いて、一部で懸念されている金融引き締めをやりすぎるリスク（オーバーキル・シナリオ）について、こうした見通しを政策金利の変化だけで表現するにはどの程度引き締め的な金融政策を行う必要があるのかという点を考察した。結果としては、政策金利を 8% 程度まで引き上げる必要があり、金融引き締めのやりすぎを警戒するのは現時点では杞憂といえるだろう（注1）。

（注1）本稿のシミュレーション結果は FRB の経済見通しを反映したデータセットと、今回考察した利上げ効果の双方が反映されている。このため、シナリオの設定が同じでも、データセットが更新されるとシミュレーション結果も変わる点には注意したい。また、経済主体の期待値設定はハイブリッド型（-mcap+wp）を利用した。