

### 高インフレシナリオにおける利上げの上限を考える

#### ～FRB/US モデルによるシミュレーション～

佐古 佳史

#### 要旨

高インフレを抑制するため6月FOMCにてFRBは一段とタカ派に転じた。本稿では、6月時点でのFRBの見通しを参考にしつつ、政策金利の上限などをタカ派的に考察した。

高インフレの長期化を予想するFOMCメンバーの見通しに立脚すると、政策金利は5.5%程度まで上昇する可能性もあるのではないだろうか。

#### 一段と化タカ派化したFRB

6月FOMCにてFRBは、22～23年の政策金利の見通しを、3月時点から1ポイント以上大幅に上方修正し、インフレ率を抑制する姿勢を一段と明確化した。しかしながら、5月のコア消費者物価指数が高止まりしたことや、ウクライナ危機の長期化、ロシアによるウクライナ産穀物輸送の妨害など、インフレ率の見通しは非常に困難な状況が続いている。こうした環境のなか、今回の利上げサイクルの最終的な政策金利(=ターミナルレート)や利上げペースについての不確実性は高く、タカ派的な金融政策によって、米国経済は景気後退入りするのではとの懸念もみられる。また、最近では、軽度な景気後退という意味合いでマイルドリセッションという言葉を目にする機会が増えたように思われる。

#### タカ派な見方を支持する材料

5月31日付のサンフランシスコ連銀 [Economic Letter](#) では、コロナ禍の下での労働市場の動きを調整した上で、非インフレ的失業率(the noninflationary rate of unemployment)を推計すると、21年9～12月期には6%へ上昇したと報

告されている。インフレ率を抑制するためには景気を減速させる必要があり、失業率の上昇を当然視する見方も広まりつつあり、参考値の一つになるだろう。

また、元財務長官のサマーズ氏らが6月に公開した[ワーキングペーパー](#)では、消費者物価指数の内、住宅(Shelter)項目の作成方法の変更を調整すると、ボルカーFRB議長(当時)が強力な金融引き締め政策を実施した40年前と比べて、足元の実質政策金利は低すぎるため、より積極的な利上げが必要になると指摘されている。

ちなみに、アトランタ連銀が公表しており、政策金利の参考値としてしばしば利用されるテイラー・ルールでは、(政策金利変更の滑らかさを無視すると)5%台半ばの政策金利が示唆される。

#### 利上げのシミュレーション

6月半ばに公開されたFRBの[ワーキングペーパー](#)によると、米国経済の景気後退(リセッション)確率は向こう1年間で50%超、向こう2年間で67%程度と推計されている。

そこで本稿では、今回の利上げ局面における利上げの上限を考える上で、①失

業率のある程度の上昇と②マイルドリセッション（2 四半期以上の軽微な景気後退）を経つつ、③インフレ率が 2%に向けて収束していく、といった状況を FRB/US モデルを用いて考察した。

政策の効果は、利用者が設定する金利水準と、利用するベースシナリオの金利水準の差分が反映される。このため、今回のシミュレーションが、モデル内での金融引き締め効果を最大化したものとは限らない。

## 利用したデータについて

FRB/US モデルを用いてシミュレーションを行う際は、FRB から提供される米国経済の予測データセットをベースシナリオとして利用する。データセットの更新頻度は低くないものの不定期であるため、本稿では参考値として、6 月の FOMC における経済予測資料 ([Summary of Economic Projections](#)) での値を 3 次のスプライン補完などで四半期データに変換した上で利用した。

6 月 FOMC では FOMC 参加者による見通しにかなり開きがあったものの、本稿では見通しの中央値ではなく、低成長率、高失業率、高インフレ率（22 年末・前年比 5.0%、23 年末・同 3.5%、24 年末・同 2.8%）、高政策金利と、ある意味最も FRB にとっては望ましくない見通しを利用した（注 1）。

これは、高インフレが予想外に持続するなかでタカ派的に政策金利の上限を考察するためである。

注 1 ただし、モデルでの金融

## ターミナルレートは 5.5%程度が上限か

結果を確認してみると、当然ながら利上げ速度やターミナルレートの据え置き期間はどのような組み合わせも取り得るが、マイルドリセッションと思われる、小幅なマイナス成長を経て、失業率の上



(資料) 農中総研作成



(資料) 農中総研作成

昇を伴いながら、インフレ率の抑制を図る場合、6月 FOMC 時点のデータに立脚すると、5.5%のターミナルレートを4四半期据え置くようなパスが考えられる。この場合、利上げによる引き締め効果から、GDP 成長率は22年後半～23年半ばにかけて緩やかなマイナス成長となりそうだ。失業率は24年前半に5.0%程度でピークとなり、コア PCE デフレーターで測ったインフレ率は23年末に2%台前半にまで減速した後に安定する結果となった。

24年ごろから中立的な水準に向けて利下げに転じることで、GDP 成長率は2%弱と目される潜在成長率へと回帰する見通しとなった。

印象としては、いろいろな設定で試してみたものの、高インフレを抑制するため

に高い水準まで利上げすることによって、GDP 成長率の落ち込みが2～3年間確認できる一方で、極端なマイナス成長にはならなさそうであった。

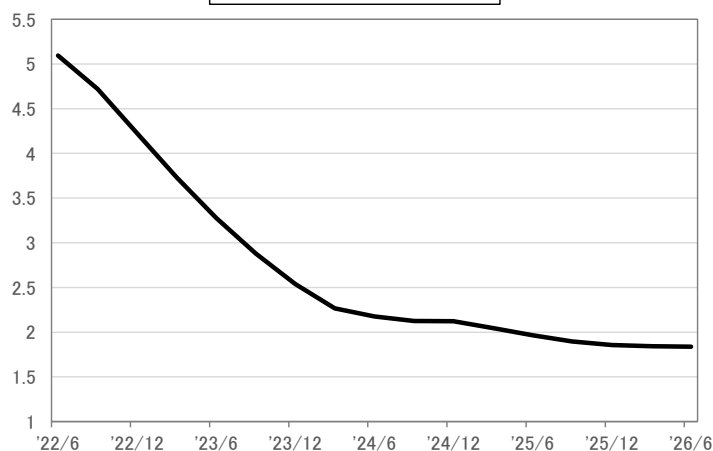
また、前述のサンフランシスコ連銀の調査と比較すると、インフレ率を抑えるために必要な失業率の上昇幅については、少し小さいのではないかとの印象を受けた。

### マーケット織り込みとのギャップについて

マーケットの政策金利予想をみると、

(前年比%)

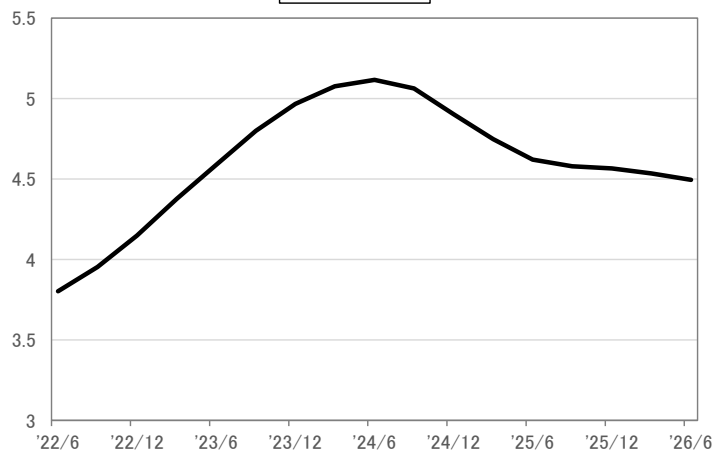
図表3 コアPCEデフレーター



(資料)農中総研作成

(%)

図表4 失業率



(資料)農中総研作成

例えば FF 金先では 23 年半ばに 3.5%程度の政策金利がターミナルレートとして織り込まれており、概ね 6 月 FOMC 時点の FRB の政策金利見通しと整合的と言えるだろう。一方で、リセッション確率は 50%程度と認識されており、こちらは FRB よりもかなり悲観的な見通しとなっている。

本稿のようなシミュレーションをする場合は FRB のデータセットを利用するため、必然的に FRB の見通しに影響される側面がある。このため、高めの政策金利を仮定しても GDP 成長率は思いのほか底堅く試算されていると思われる。また、

マーケットでは、社債などのクレジットスプレッドの拡大や家計のセンチメントの悪化なども景気悪化要因として認識されていると思われるが、そうした要因にモデル内で強い効果を持たせるのは難しい印象がある。

例えば、年初来の米株安が資産効果を通じて個人消費を減速させるという、あまりモデルでは考えられていない経路を重視すれば、少ない利上げ幅でより大幅な GDP の減速とインフレ抑制が達成できる可能性も考えられるだろう。

## まとめ

本稿では、高インフレが続いた場合の GDP 成長率や政策金利の上限について、タカ派的に考察するという目的の下、FRB/US モデルを用いて米国経済についてのシミュレーションを行った。一例として、ターミナルレートは 5.5%程度が上限として考えられる。

現在のような見通しが困難な局面では、「足元のデータを確認→インフレ率などの見通しを柔軟に再検討→モデルによる計算」という過程を繰り返すことが大切だと思われる。このため、9月 FOMC 後や、FRBによるデータセットの更新があれば、同様のシナリオを再検討しても良いだろう（注2）。

注2 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シナリオの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。