

続・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

高インフレが予想以上に長期化しているため、9月FOMCにてFRBは一段とタカ派姿勢を強めた。本稿では、7月の分析レポートで行った政策金利を5.5%まで引き上げるシナリオを、9月時点でのFRBの見通しを参考にしつつ更新した。

パウエル議長は記者会見にて、FOMCメンバーはインフレ率の上振れリスクを認識していると発言したことから、政策金利は一段と上方修正され実際に5.5%程度まで引き上げられる可能性も無視できなくなってきたが、その場合でも極端なマイナス成長は回避できそうだ。

一段とタカ派化したFRB

8月消費者物価指数が予想に反して再加速したこともあり、9月FOMCにてFRBは一段とタカ派化し、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）を4.5～4.75%程度とする見通しを公表した。

FOMC後の記者会見にてパウエルFRB議長は、FOMC参加者はインフレ率の上振れリスクを意識していると発言するなど、実際にはターミナルレートが一段と上方修正される可能性も無視できない状況になりつつある。

利上げのシミュレーション

こうしたなか本稿では、9月FOMC時点でのFRBの経済見通しの中央値と、インフレ率については見通しの上限値を利用し、[7月の分析レポート](#)で行った政策金利を5.5%まで引き上げた場合のシミュレーションを更新した。7月の分析レポートでは、高インフレ抑制のために必要となる失業率を5%程度と仮定して、整合的な利上げ幅を計算し、23年4～6月期に5.5%のターミナルレートに到達す

るシナリオを考察した。今回のシミュレーションも同様に、23年4～6月期に5.5%まで利上げするシナリオとなっている。

足元では、低失業率と極端な高求人率が続く労働市場を背景に賃金上昇率が加速していることが、インフレ率が鈍化しない主要な理由と考えられている。

FRBは現在のところ、利上げによって労働市場を抑制した際に、求人率だけが大きく低下して失業率の上昇は小幅にとどまる（＝UV曲線はコロナ禍を経てシフトしていない）との見通しに基づいており、9月FOMCでの失業率見通し（中央値）も4%半ばがピークとなっている。

もっとも、通常は求人率と失業率は同時に悪化する傾向があるため、本稿ではある程度の失業率上昇を伴う従来通りのシミュレーションを行った。この点は見解の分かれるところだろう。

1年程度はGDP成長率への下押し圧力が特に強い

全体的な結果は7月時点と変化がないものの、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と、ベースとなる FOMC の経済見通しが下方修正されたこともあり、GDP 成長率の落ち込みが 2～3 年間確認できる。

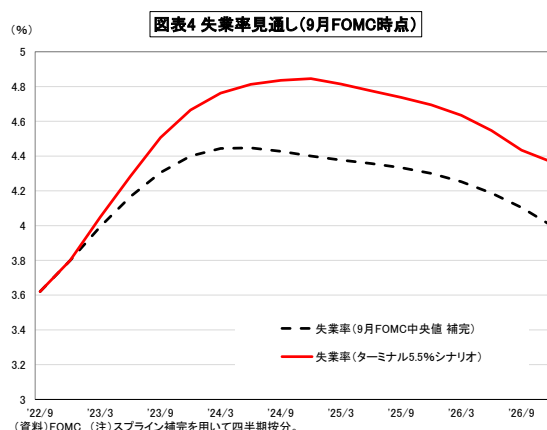
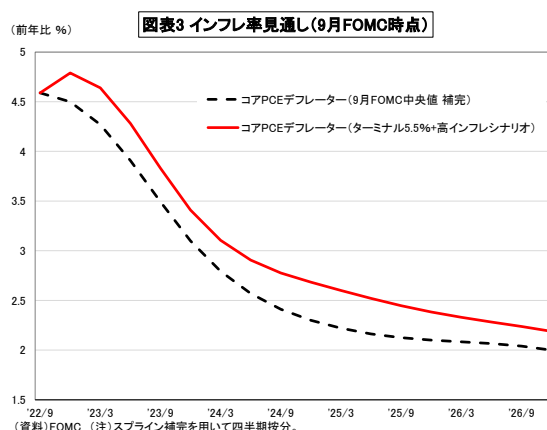
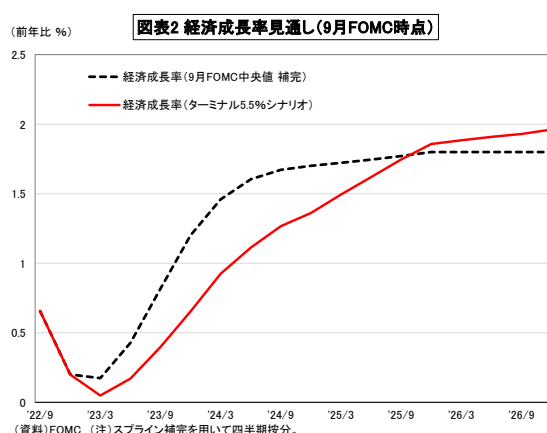
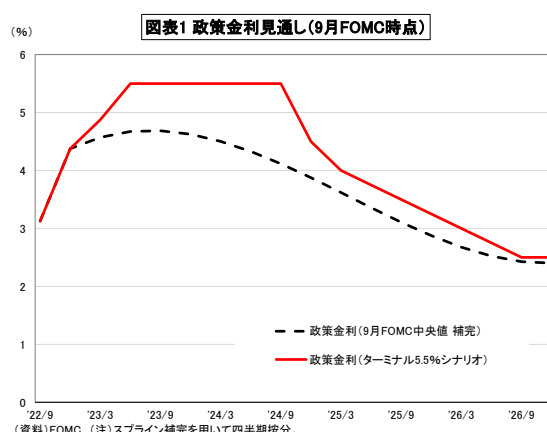
引き締め的な金融政策を織り込むことで、向こう 1 年程度は GDP 成長率への下押し圧力が特に強い。もっとも、GFC（リーマンショック）やコロナショックと違って、金融政策の効果は事前に織り込まれるため、ターミナルが 5.5%程度であれば、低成長が長期化する一方で、極端なマイナス成長にはならない見通しとなった（注 1）。今回のシミュレーションでは考察していないものの、実際には短期の期待インフレ率が高いため、名目金利の引き締め効果はある程度相殺すると考えられる（注 2）。

また、コア PCE デフレーターでみたインフレ率については高い見通しをベースにしているため、全ての期間において 9 月 FOMC 時点での中央値を上回った。

最後に、失業率は 7 月の分析レポートでのシミュレーション時に参考とした 5%を 0.2 ポイント程度下回る見通しとなったが、概ね前回と整合的な結果といえるだろう。その背景としては、FOMC 参加者も同じようなモデルをある程度使って経済見通しを作成していることが推察できる。

（注 1） FOMC での経済見通しにならない、GDP 成長率は前年比で表現した。

（注 2） FRB/US モデルには実質金利を外生的に設定する金融政策オプション(dmprr)も存在する。



シミュレーションで考察しなかったことにも注意が必要に

政策金利見通しなどある程度予測可能なことはシミュレーションが可能であり、9月FOMC後のように市場が織り込んだ段階で経済に効果が現れてくるため、高めの政策金利でも経済が突然腰折れするような見通しとはならなそうだ。

一方で、7月の分析レポートでも指摘した通り、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、モデル内で強い効果を持たせるのが難しい要素による景気悪化効果は、シミュレーションでの表現が難しそうだ。

また、高い政策金利が継続する見通しとなりつつあることから、本稿のような通常の経済見通しに関するシミュレーションではあまり考えられることのない、株式、債券市場の暴落など非連続的なイベントにも、今後は注意が必要になるかもしれない。

まとめ

本稿では、9月FOMCでのデータを受けて、5.5%まで政策金利を上げた場合を考察した7月の分析レポートを更新した。結果を見ると向こう1年程度はGDP成長率への下押し圧力が特に強く、失業率が5%程度へ上昇する可能性も依然としてありそうだ。

なお、ベースとなるデータを更新しつつシミュレーションとの差分を比較したところ、9月FOMCの経済見通し(中央値)は利上げによる経済の下押し効果が少し弱い印象を受けた(注3)。

(注3) 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。