3月FOMC後の経済見通しから、高めの政策金利パスを考察
～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

3 月 FOMC 後に公表された資料からは、24 年の利下げ回数を 2 回以下と考える FOMC 参加者が 9 人いたことが明らかとなった。このため、どちらかといえば政策金利の据え置き期間が長期化する見通しを考察した方が良いだろう。そこで本稿では、3 月 FOMC 後に公表された政策金利の見通しの内、ドットプロットの上限値と、大勢見通しの上限値が実現した場合に、どの程度 GDP 成長率が下振れするのかをシミュレーションした。結果としてはいずれの場合でも大幅な景気減速は回避できる見込みとなった。

3月FOMC後に公表された大勢見通しはハト派な内容となった

3月FOMC（18、19日）は、24年初のインフレ率が上振れたことで、インフレ率が2%に向けて抑制されていく道筋から外れたのではないかとの懸念があるなかで迎えることとなった。FOMC後に公表された大勢見通しでは、経済成長率とコアインフレ率の予測値を上方修正しつつも24年内の利下げ回数を据え置いた。これにより、「足元のインフレ率はFRBの想定から逸脱していない」との見解を示した形となり、3月FOMCはハト派的な印象を与えた。なお、FOMC後の記者会見にてパウエルFRB議長は、利下げを開始するにはインフレ率が抑制されているとの確信を持てるようなデータが必要と述べた。

図表1 FRB大勢見通し（3月時点）

			2024年	2025年	2026年	長期見通し
実質GDP		（%前年比）	**2.0～2.4**	**1.9～2.3**	**1.8～2.1**	**1.7～2.0**
	12月時点	（%前年比）	1.2～1.7	1.5～2.0	1.8～2.0	1.7～2.0
失業率		（%）	**3.9～4.1**	**3.9～4.2**	**3.9～4.3**	**3.8～4.3**
	12月時点	（%）	4.0～4.2	4.0～4.2	3.9～4.3	3.8～4.3
PCEデフレーター		（%前年比）	**2.3～2.7**	**2.1～2.2**	**2.0～2.1**	**2.0**
	12月時点	（%前年比）	2.2～2.5	2.0～2.2	2.0	2.0
コアPCEデフレーター		（%前年比）	**2.5～2.8**	**2.1～2.3**	**2.0～2.1**	
	12月時点	（%前年比）	2.4～2.7	2.0～2.2	2.0～2.1	
政策金利		（%）	**4.6～5.1**	**3.4～4.1**	**2.6～3.4**	**2.5～3.1**
	12月時点	（%）	4.4～4.9	3.1～3.9	2.5～3.1	2.5～3.0

（資料）FRBより作成
（注）成長率・インフレ率は第4四半期の前年比。失業率は第4四半期の平均値。政策金利は年末の値。

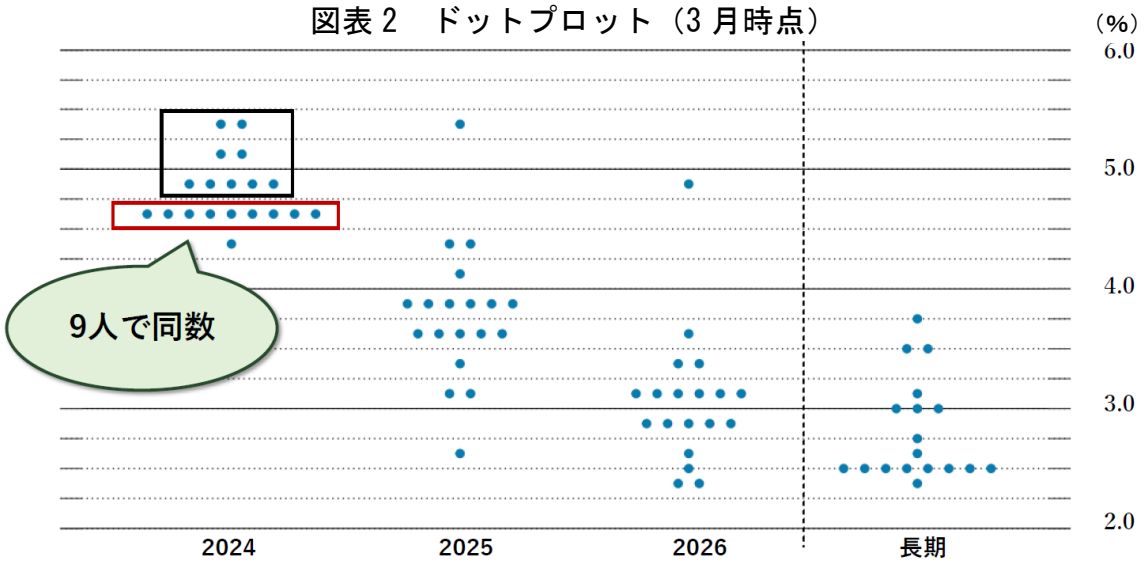
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

大勢見通しをみると、24年～26年末にかけてGDP成長率は、2%弱程度と目される潜在成長率や長期見通し（1.7～2.0%）を下回ることがほぼないと予測されている。一方で、足元で再加速しているインフレ率は26年内に2%物価目標に収まる見通しとなっている。このため、かなり楽観的な見通しとなったといえるだろう。

かろうじて維持された3回利下げシナリオ

FOMC後に公表された資料から、FOMC参加者の各年末時点での政策金利を記したドットプロットを確認すると、9人のFOMC参加者が24年末時点の政策金利を4.5～4.75%と予測した。これが中央値となったことで3回利下げシナリオが維持された。一方で、それ以上の政策金利水準を予測する参加者も9人いることが確認された。このため、3月FOMC後のドットプロットからは、今後わずかにでもインフレ率が上振れれば24年内の利下げが2回以下になる可能性が示唆されたと考えられる。どちらかといえば、政策金利の据え置き期間が長期化する見通しを考察した方が良いだろう。

図表 2　ドットプロット（3 月時点）



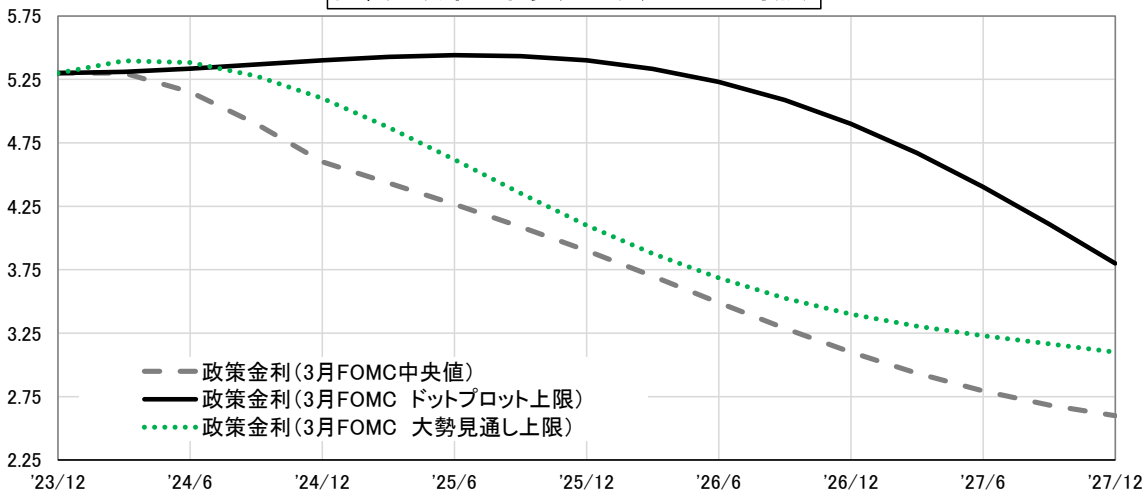
（資料）FRB　2024年3月FOMC

政策金利が高い場合のシミュレーション

大勢見通しの上限値やドットプロットでは、中央値に比べて高い政策金利見通しが示されており、インフレ率の下げ渋りが続く場合は利下げが後ずれする可能性も考えられる。そこで、本稿では 3 月 FOMC 後に公表された政策金利の見通しの内、①ドットプロットの上限値と、②大勢見通しの上限値が実現した場合に、どの程度 GDP 成長率が下振れするのかをシミュレーションした。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp/

図表3 政策金利見通し（3月FOMC時点）



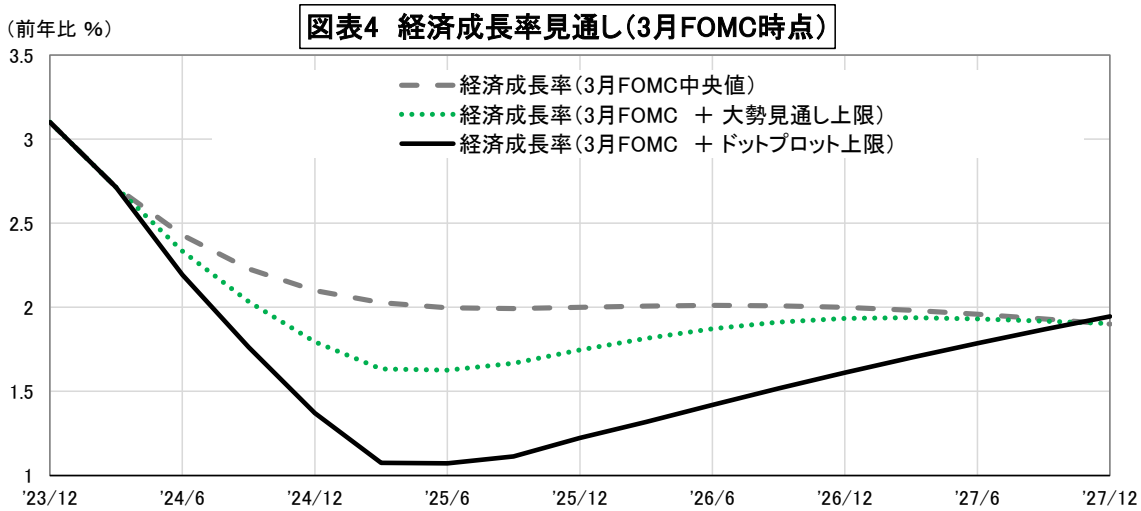
（資料）FOMC （注）スプライン補完を用いて四半期按分。ただし利下げ開始時期については農中総研による予想。

高めの政策金利でも景気の底割れは回避できる見込み

さて結果を確認すると、3 月 FOMC で示された①や②の高めの政策金利が用いられた場合でも、経済成長率が底割れすることはなさそうだ。特にドットプロットの上限値では 25 年末時点でも利下げしない見通しとなっているが、その場合であっても経済成長率は 25 年にかけて前年比 1.0%前半で推移する見込みとなった。極端に成長率が悪化するわけではなさそうだ。

インフレ率抑制の観点からは、経済成長率が潜在成長率（2%弱程度）を一時的に下回る期間がある方が、むしろ妥当な印象を受ける。このため、高い政策金利予測を示した①や②の見方にも一定の現実味はあると考えられる。

図表4 経済成長率見通し（3月FOMC時点）



（資料）FOMC 農中総研 （注）スプライン補完を用いて四半期按分。FRB/USモデルによる試算。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp/

まとめ

本稿では、3月FOMC後に公表された経済見通しにおけるドットプロットと大勢見通しの政策金利上限値について、FRB/USモデルを用いて、政策金利を高めに据え置いた場合の見通しを考察した。結果としては、景気の底割れは回避できるシミュレーション結果となった（注1）。

FRBの方針としては、インフレ率が抑制されたと確信を深めるまでは、今後も政策金利を高めに保ちつつ様子見姿勢を維持すると思われる。したがって、インフレ率が下げ渋ればその分だけ利下げ開始時期は後ずれすることとなるだろう。

コロナ禍を経てマクロ経済の見通しを考える際に、極端なシナリオを考察する重要性が増したと思われる。例えば、FOMC後の経済見通しにおいても、中央値以外の値やシナリオを考えてみるのも有用だろう。

（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、今回考察した政策金利パス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が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。

FRB/USモデルでは、（-mcap+wp）などを用いて合理的期待形成が適用される範囲を制限することで、フォワードガイダンスパズル（将来の政策金利動向などが現在の経済に及ぼす影響のモデル試算値が非現実的に大きいこと）を緩和できる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます https://www.nochuri.co.jp/