

## 保守的なインフレ見通しが示された6月FOMC ～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

6月FOMC後に公表された経済見通しからは、24年内はインフレ率が鈍化しないとす  
る保守的なインフレ見通しが示された。また、ドットプロットの中央値で見れば、24  
年内の利下げ回数は1回へと下方修正された。

ドットプロットの最も高い政策金利見通しは、3月FOMCから変わらず、25年末まで  
政策金利を据え置くとの予想が維持されていた。そこで本稿では、この高めの政策金利  
見通しを利用して、GDP成長率とインフレ率についてのシミュレーションを行った。

### 保守的なインフレ率 の見通しが示された6 月FOMC

6月FOMC後に公表された大勢見通しでは、インフレ率の見通し  
が上方修正され、コアPCEデフレーターで考えれば24年内はイン  
フレ率が横ばいかやや加速する見通しとなった。それに合わせ  
て、政策金利は4.9～5.4%の見通しとなり、24年内利下げ回数  
は2～0回の予想となった。6月FOMCが開かれた段階で、鈍化傾向  
が確認された5月消費者物価指数を確認できたことから、今回公  
表されたインフレ率の見通しは、かなり保守的だったといえ  
る。

なお、FOMC後の記者会見にてパウエルFRB議長は、従来からの  
見解である、「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、最近のデ  
ータからはそのような確信が持てなかったと語った。

図表1 FRB大勢見通し(6月時点)

		2024年	2025年	2026年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	1.9～2.3	1.8～2.2	1.8～2.1	1.7～2.0
	3月時点 (%前年比)	2.0～2.4	1.9～2.3	1.8～2.1	1.7～2.0
失業率	(%)	4.0～4.1	3.9～4.2	3.9～4.3	3.9～4.3
	3月時点 (%)	3.9～4.1	3.9～4.2	3.9～4.3	3.8～4.3
PCEデフレーター	(%前年比)	2.5～2.9	2.2～2.4	2.0～2.1	2.0
	3月時点 (%前年比)	2.3～2.7	2.1～2.2	2.0～2.1	2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	2.8～3.0	2.3～2.4	2.0～2.1	
	3月時点 (%前年比)	2.5～2.8	2.1～2.3	2.0～2.1	
政策金利	(%)	4.9～5.4	3.9～4.4	2.9～3.6	2.5～3.5
	3月時点 (%)	4.6～5.1	3.4～4.1	2.6～3.4	2.5～3.1

(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。

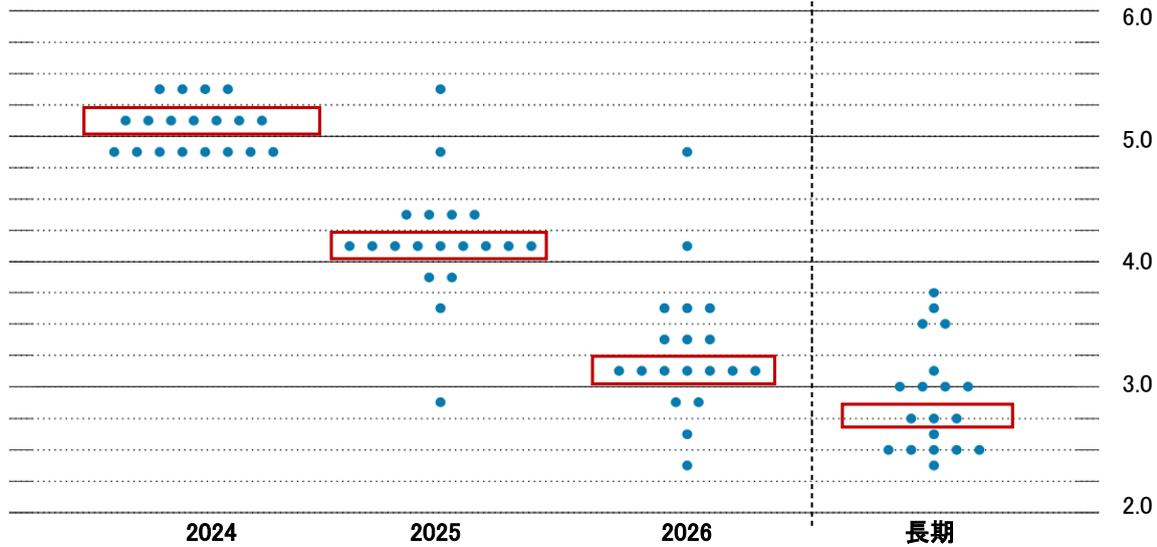
**中央値でみれば、24年内の利下げ回数は1回**

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、24年内利下げ回数については、4人が0回、7人が1回、8人が2回との予想となり、中央値としては、1回利下げとなった。

前回の見通しが公表された3月FOMC時点のドットプロットからは、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ていた。実際に、3月以降のインフレ率の鈍化が十分ではなかったことから、政策金利見通しは上方修正されたと思われる。

**図表2 ドットプロット (6月時点)**

(%)



(資料)6月FOMC (注)赤枠は中央値。

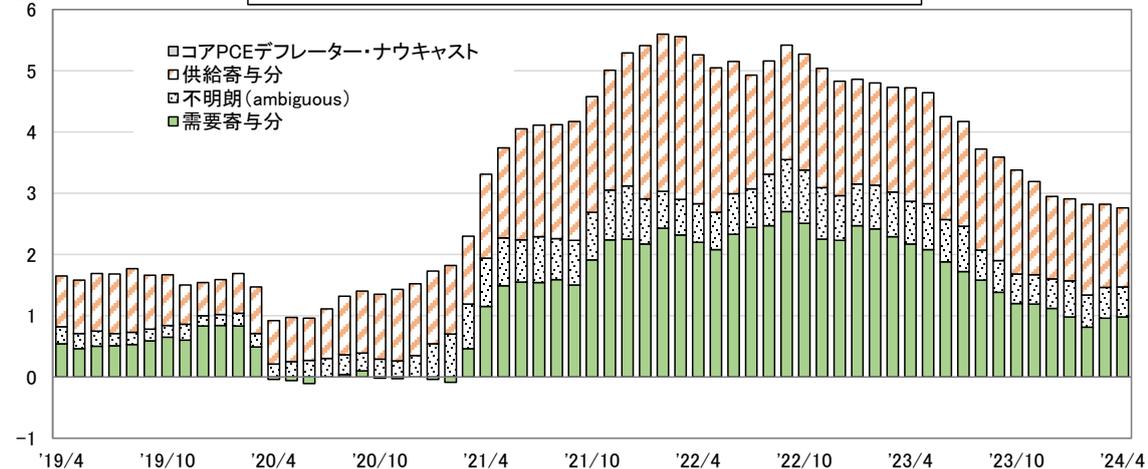
**需要寄与分が小幅に増加**

24年4月までのコアPCEデフレーターの変動要因分解を確認すると、需要寄与分が小幅に増加しているため、今回の政策金利の上方修正の背景としては、金融引き締め効果が期待通り出ていない可能性を考慮したのかもしれない。

なお、サプライチェーンへの圧力は平均的な水準にまで収まっているものの、コアPCEデフレーターの変動要因分解からは、供給寄与分もコロナ前の水準には戻っていないことがうかがえる。

**図表3 コアPCEデフレーターの変動要因分解とナウキャスト**

(前年比%)

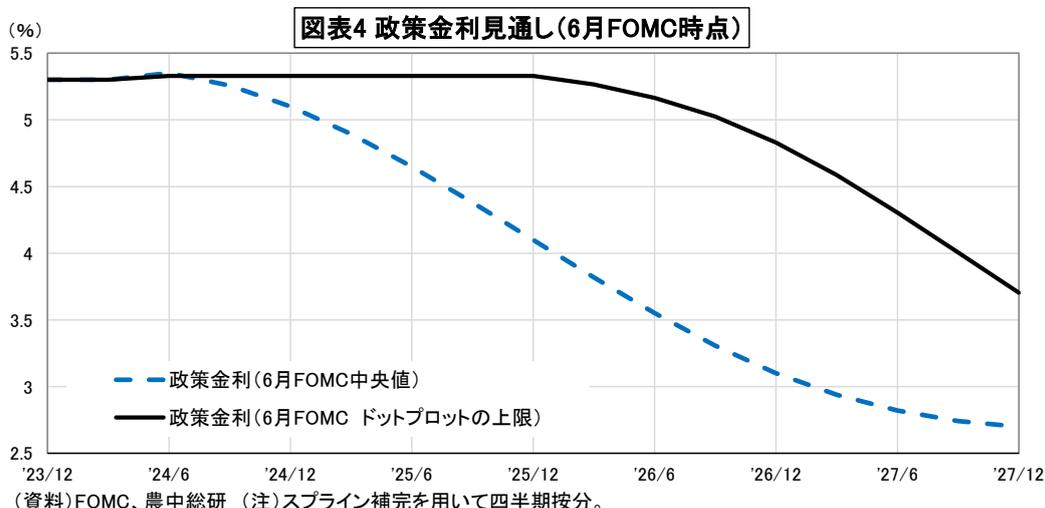


(資料)サンフランシスコ連銀

## 政策金利が高い場合 のシミュレーション

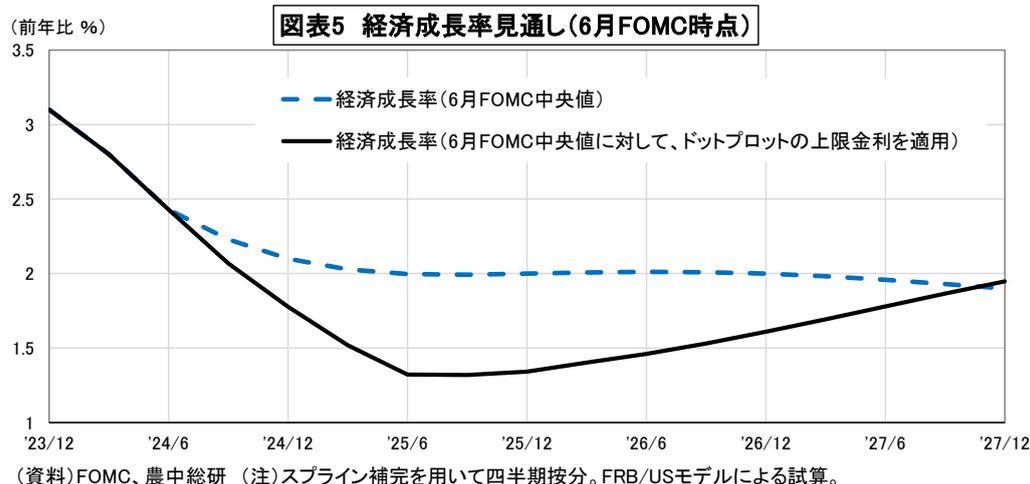
前回の見通しが公表された 3 月 FOMC 時点では、ドットプロットの一番高い政策金利見通しは 24、25、26 年末時点でそれぞれ 5.25～5.50%、5.25～5.50%、4.75～5.00%となっていた。実際に 25 年末まで政策金利を据え置く可能性は現時点では低そうだが、この金利見通しは 6 月 FOMC 後のドットプロットでも維持されている（図表 2）。おそらく、コロナ後の米国経済の底堅さやインフレ率の下げ渋りを重視した考え方が背後にはありそうだ。

コロナ後はインフレ率や経済成長率などについて、極端なシナリオを考察する重要性が増したと思われることから、本稿では 6 月 FOMC 後に公表された政策金利見通しの内、上記のドットプロットでの一番高い政策金利見通し（図表 4）が実現した場合のシミュレーションを行った。政策金利以外の指標については、6 月 FOMC 時点での見通しの中央値を利用した。



## 高めの政策金利でも 景気の底割れは回避 できる見込み

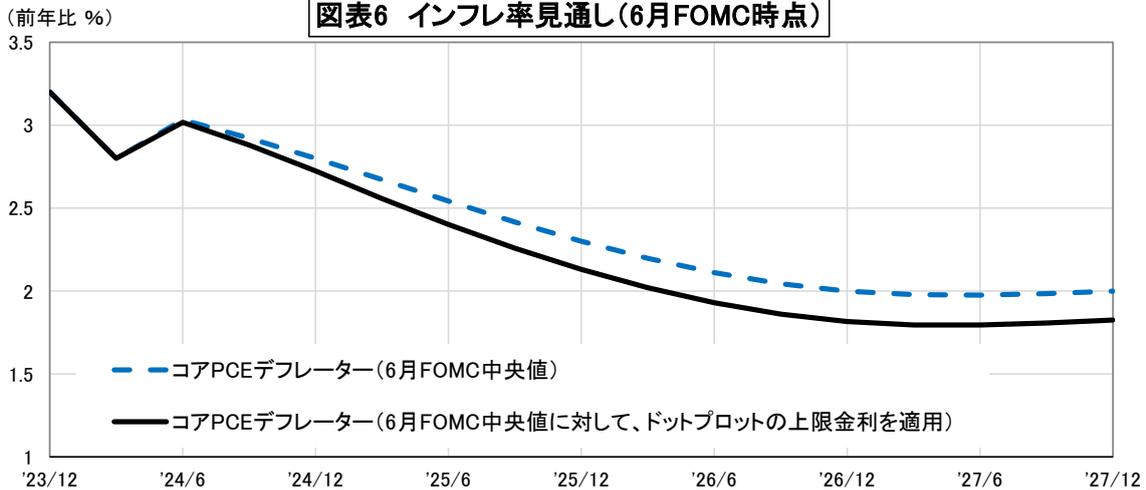
さて結果を確認すると、経済成長率は 25 年後半に前年比 1%台前半へと鈍化する見通しとなった（図表 5）。6 月 FOMC の中央値と比較すれば最大 0.7 ポイント程度下押し圧力が強まる結果となったが、金融引き締め長期化によって景気が底割れするような心配はなさそうだ。インフレ率抑制の観点からは、経済成長率が潜在成長率（1.7～2%程度）を一時的に下回る期間がある方が、むしろ妥当な印象を受ける。



## インフレ率は0.2ポイント程度の下振れ

インフレ率については、高い政策金利を維持することで、6月FOMC後の見通しの中央値に対して、0.2ポイント程度の下押し圧力が加わることとなった。

こうした関係から、インフレ率の小幅な変化が政策金利の据え置き期間に与える影響は比較的大きいと、FRB内では受け止められているのかもしれない。



(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。

### まとめ

本稿では、6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据え置いた様子見姿勢を維持すると思われる。足元では、賃金上昇率は下げ渋っているが、消費者物価指数や生産者物価指数からはインフレ率が再び鈍化していることが示されつつある。こうしたデータを受けて、FOMC参加者がどのような発言をするか引き続き注目したい。

(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。