

金利操作のシナリオ考察 ～FRB/US モデルによるシミュレーション～

調査第二部 佐古 佳史

要旨

本稿では、5.5%まで利上げしたことの影響を考察した1月の分析レポートのシナリオを、3月FOMCのデータを用いて更新した、23年以降の見通しを考察した。加えて、足元では銀行システム不安の影響を受けて、利下げ織り込みが進んでいることから、24日時点のFF金利先物を政策金利パスに利用した見通しも考察した。

概ね据え置かれた経済見通し

3月FOMC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、タカ派な印象を与えた12月FOMC時点から概ね据え置かれ、23年10～12月期は5.1%、24年10～12月期は4.3%（中央値）となった。失業率についても12月時点からほぼ変わらず、23年10～12月期は4.5%、24年10～12月期は4.6%（中央値）となった。

なお、金融引き締めの影響がFRBの想定よりも後ずれしていることから、24年10～12月期GDP成長率は前年比1.2%（中央値）と12月時点から0.4ポイント下方修正された。

先行きについてのシナリオ考察

さて本稿では、[1月の分析レポート](#)（注1）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、23年3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用いて更新した。

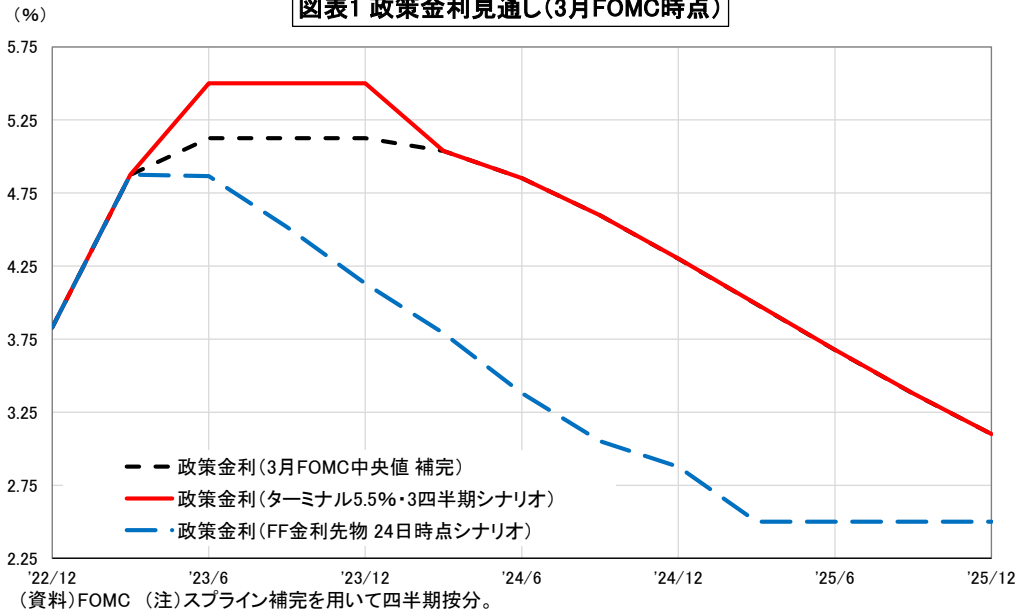
なお、足元では3月10日のシリコンバレーバンク破綻に端を発した一連の銀行システム不安が燻っていることから実際に5.5%まで利上げする可能性は低下したと考えられるが、3月FOMC後に公表されたドット・プロットではFOMC参加者18人のうち7人が5.5%かそれ以上の水準まで利上げする見通しを示していることには注意したい。

3月時点で政策金利の上限が既に5.0%となっていることから、今回は4～6月期に5.5%まで利上げするシナリオを考察した。また、ターミナルレートの期間は3四半期へ短縮した。

足元では利下げ観測が一段と強まる

また、銀行システム不安を反映して7月FOMC以降の継続的な利下げ観測が強まったことから、3月24日時点のFF金利先物を政策金利パスとして利用したシナリオを「FF金利先物・24日時点シナリオ」として併せて考察した。

図表1 政策金利見通し(3月FOMC時点)



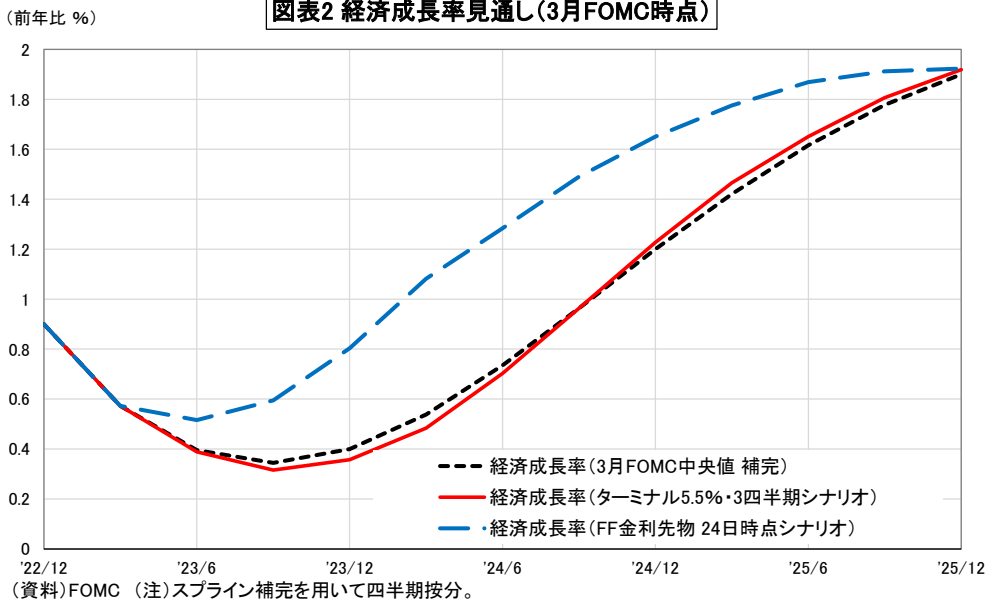
向こう1年は経済成長率への下押し圧力が強い

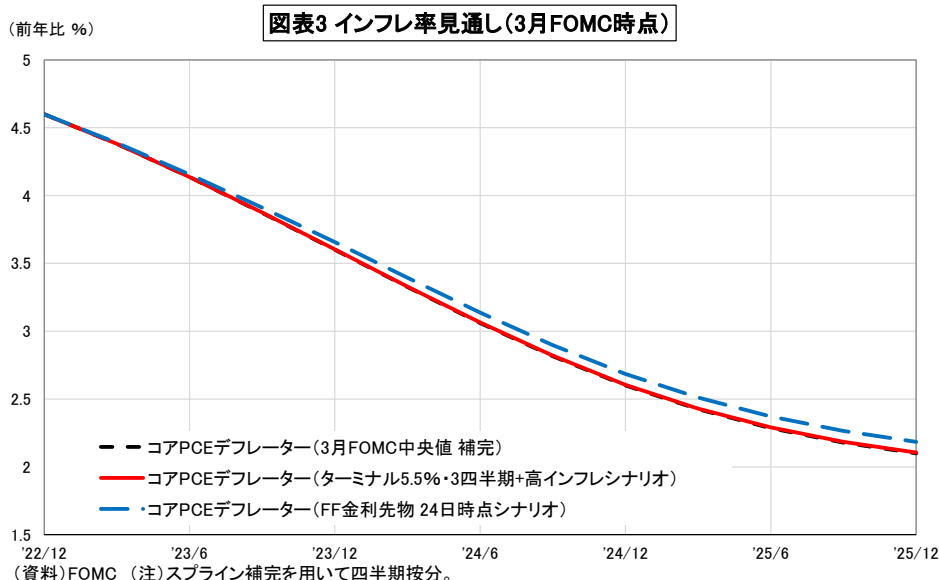
全体的な結果は1月時点と大きく変化がないものの、GDP成長率の落ち込みが2~3年間継続することが確認できる。引き締め的な金融政策を織り込むことで、特に向こう1年程度は経済成長率への下押し圧力が強く、場合によっては前年比0%程度まで経済成長率が落ちる場面もありそうだ。もっとも、ターミナルレートが5.5%程度であれば、低成長が長期化する一方で、極端なマイナス成長にはならない見通しとなった。

3月24日時点のFF金利先物を使った「FF金利先物・24日時点シナリオ」では、23年半ばにかけて経済成長率は底打ちがみられ、23年末には景気回復基調が強まると見込まれる。

また、コアPCEデフレーターでみたインフレ率については、3月FOMCでの高インフレ予測が中央値から0.5ポイント上振れしていることから、より引き締め的な金融政策を行う「ターミナル5.5%・3四半期シナリオ」においても高止まりする期間が長期化した。26~27年にかけて2%へと収束していく見通しとなった。

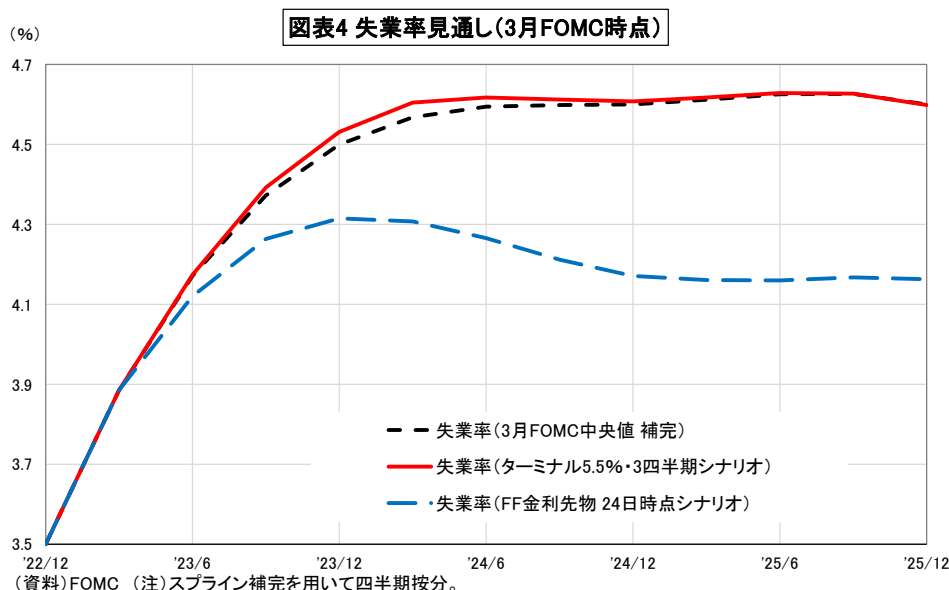
図表2 経済成長率見通し(3月FOMC時点)





**利下げシナリオでは
失業率が0.5ポイント
程度改善**

最後に、失業率については「FF 金利先物・24 日時点シナリオ」では23 年末に4.3%程度をピークにかなり早めに下がり始める見通しとなった。労働市場の過熱を抑制する観点から失業率を4%台半ばまで上昇させる必要があるFRBの見通しとは、0.4ポイント程度乖離することになる。換言すれば、足元の銀行システム不安が経済に波及することで、失業率が0.4ポイント程度上昇するような事態となれば、FF 金利先物市場の見通しも現実味がありそうだ。



まとめ

本稿では、5.5%まで政策金利を上げた場合を考察した1月の分析レポートを、3月FOMCでのデータを用いて更新した。結果を見ると、3月FOMCの中央値と政策金利の水準があまり変わらないことから中央値とほぼ同じような値となったものの、向こう1年程度は経済成長率への下押し圧力が特に強いことがうかがえる。

また、足元の銀行システム不安を受けた利下げ織り込みを利用したシナリオを考察すると、失業率は23年末で0.3ポイント、24年末で0.4ポイント程度改善し、経済成長率も23年末には景気回復基調が強まると見込まれる。もっとも、本シナリオは失業率がFRBの短期的な目標値よりもかなり低いいため、労働市場の抑制が進まず、モデルで想定されていないような高インフレが持続する可能性もありそ

うだ（注2）。

銀行システム不安をめぐっては、展開が早く見通しを立てづらいものの、一般的にはFF金利先物の織り込みよりもFRBは速いペースで利下げする傾向がある。このため、特に23年半ば以降はFOMC参加者の利下げをめぐる発言にも十分注意したい。

（注1）金融市場 23年1月号 P36～P39 分析レポート「22年金融政策の振り返りと、利上げシナリオの考察 ～FRB/USモデルによるシミュレーション～」を参照

（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