

6月FOMC後の政策金利織り込みの考察 ～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

本稿では、従来の 5.5%まで政策金利を引き上げるシナリオが陳腐化したこともあり、6月FOMC後に公表された経済見通しの中央値をベースとして、6月15日時点の政策金利先物が織り込む政策金利見通しを考察した。結果としては、経済成長率は24年半ばにかけて前年比で0.3～0.4ポイント程度の上振れ、失業率は0.2ポイント程度の下振れとなった。

政策金利見通しを上方修正した6月FOMC

利上げの一時停止となった6月FOMC（13、14日）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、3月FOMC時点から上方修正され、23年10～12月期は5.6%、24年10～12月期は4.6%（中央値）となった。失業率については3月時点から下方修正され、23年10～12月期は4.1%、24年10～12月期は4.5%（中央値）となった。

なお、23年1～3月期のGDP成長率が高かったことから23年10～12月期GDP成長率の見通しは前年比1.0%（中央値）と3月時点から0.6ポイント上方修正された。

図表1 FRB大勢見通し（6月時点）

		2023年	2024年	2025年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	0.7～1.2	0.9～1.5	1.6～2.0	1.7～2.0
	3月時点 (%前年比)	0.0～0.8	1.0～1.5	1.7～2.1	1.7～2.0
失業率	(%)	4.0～4.3	4.3～4.6	4.3～4.6	3.8～4.3
	3月時点 (%)	4.0～4.7	4.3～4.9	4.3～4.8	3.8～4.3
PCEデフレーター	(%前年比)	3.0～3.5	2.3～2.8	2.0～2.4	2.0
	3月時点 (%前年比)	3.0～3.8	2.2～2.8	2.0～2.2	2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	3.7～4.2	2.5～3.1	2.0～2.4	
	3月時点 (%前年比)	3.5～3.9	2.3～2.8	2.0～2.2	
政策金利	(%)	5.4～5.6	4.4～5.1	2.9～4.1	2.5～2.8
	3月時点 (%)	5.1～5.6	3.9～5.1	2.9～3.9	2.4～2.6

(資料)FRBより作成

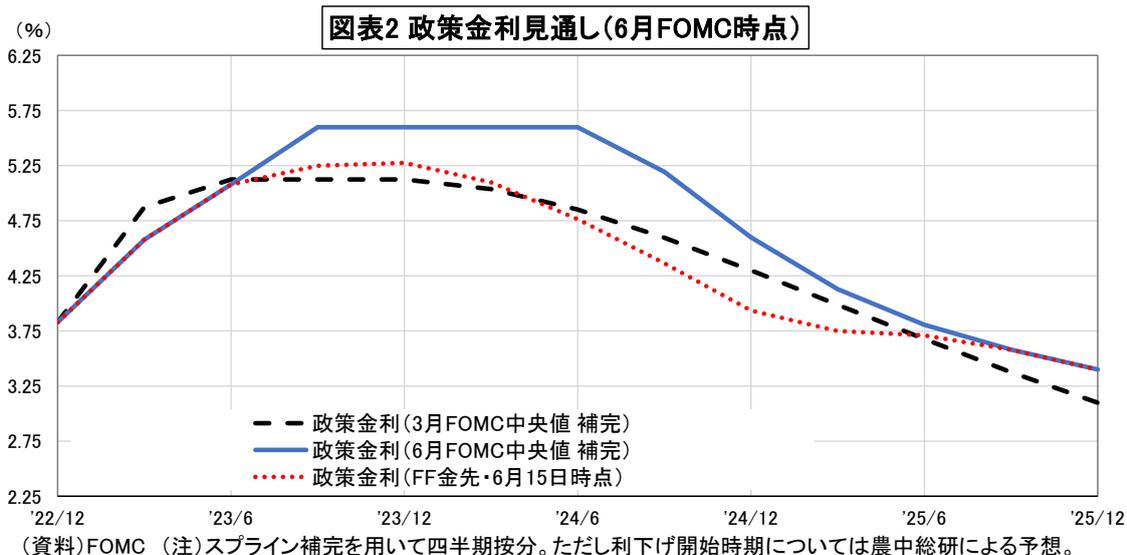
(注)成長率・インフレ率は第4四半期の前年比。失業率は第4四半期の平均値。政策金利は年末の値。

FF金先の織り込みを考察

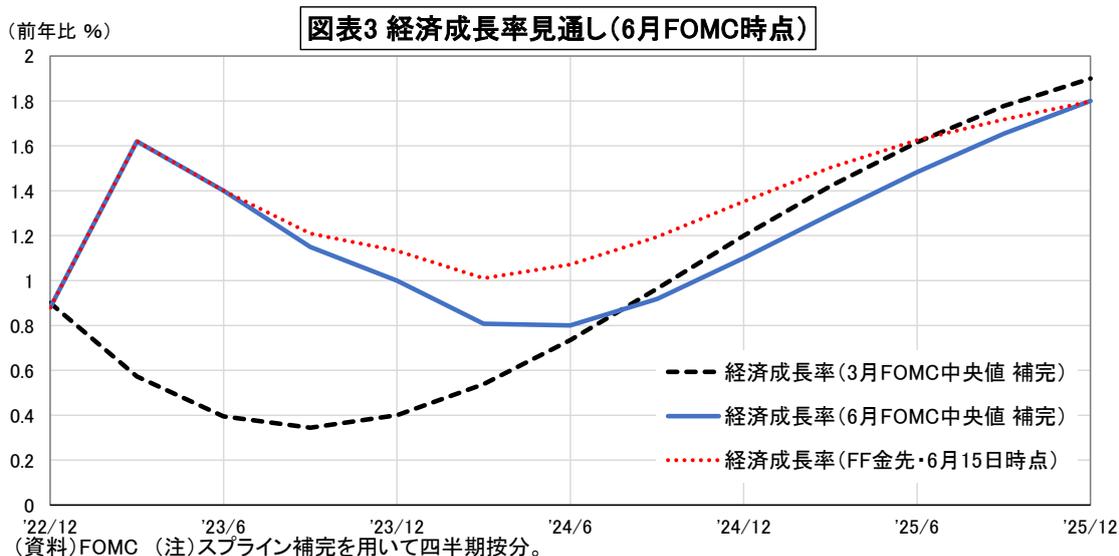
さて、このFRB/USモデルを用いて政策金利見通しを考察するシリーズでは、1年前の22年6月FOMCの後から、政策金利を5.5%まで引き上げた後、1年程度据え置くシナリオを考察してきた。もっとも、23年6月FOMC後に示された景気見通しの中央値から考えれば、政策金利は5.5~5.75%へと上昇する可能性が高そうだ。

本シリーズで考えていた従来のシナリオは、3月FOMCと6月FOMCの中間的な見通しとなるため今回は割愛し、代わりとして6月FOMC後の見通しの中央値をベースとしつつ、6月15日時点の政策金利先物が織り込む政策金利見通しを「FF金先・6月15日時点シナリオ」として考察した。

図表2をみると、FF金先の政策金利織り込みは3月FOMCとほぼ同じ程度となっているが、6月FOMCでの見通しと比べると幾分ハト派的とみられる。

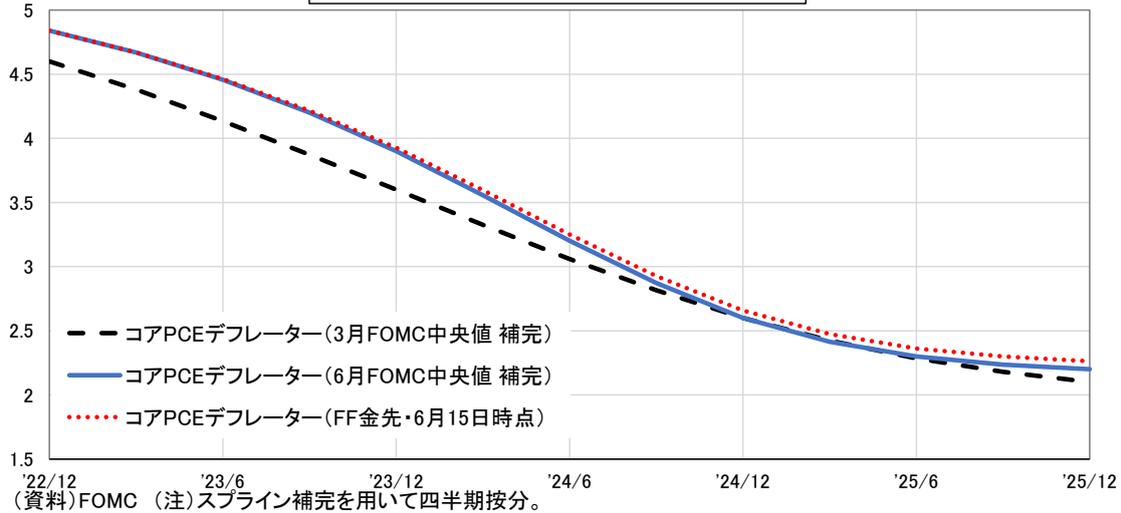


6月FOMC後の見通しの中央値との比較では、経済成長率は24年半ばにかけて前年比で0.3~0.4ポイント程度の上振れ、インフレ率はほぼ変わらずとなった。また失業率については、4.3%程度がピークとなった。足元1年間の動きなどから判断すると最近の米国経済よりも、FRB/USモデルは失業率が政策金利に対して反応しやすい設定となっているのかもしれない。



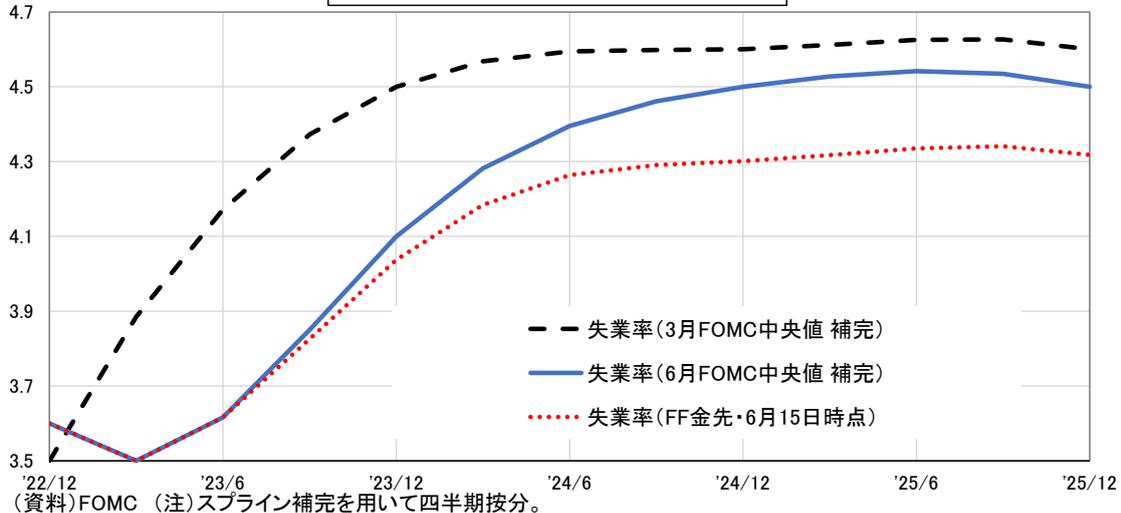
(前年比 %)

図表4 インフレ率見通し(6月FOMC時点)



(%)

図表5 失業率見通し(6月FOMC時点)

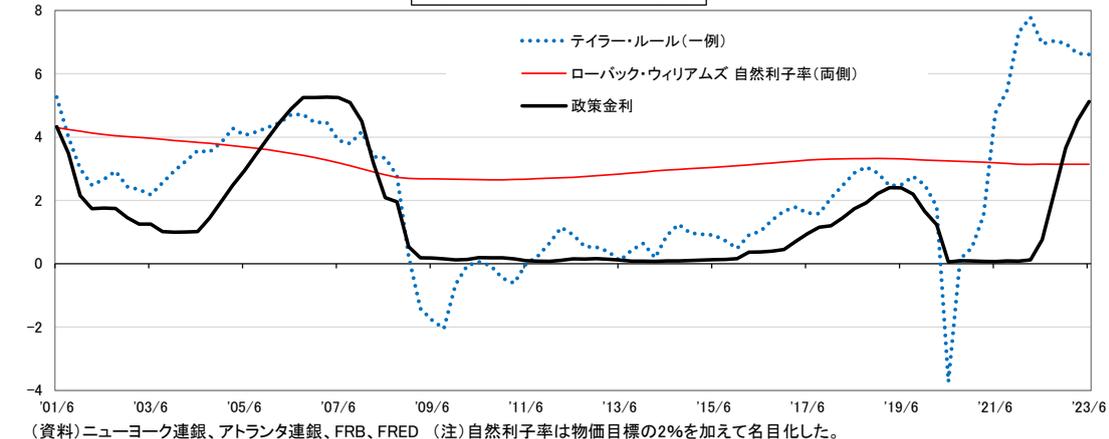


市場との対話が困難化する可能性も

政策金利の据え置き期間について予測するのは難しいものの、テイラー・ルールとの比較では 21~22 年にかけて非常に緩和的な金融政策が実施されたこともあり、FRB としては「足元」では引き締めの金融政策を行う期間が長期化することを市場に織り込ませる必要があると思われる。このため「将来のある時点で」インフレ率が鈍化してもすぐには政策金利を引き下げられない可能性も考えられ、24 年以降は市場との対話は複雑化するかもしれない(いわゆる動学的不整合性の問題)。24 年の Fed ウォッチは難しくなりそうだ。

(%)

図表6 政策金利などの推移



まとめ

本稿では、従来の5.5%まで政策金利を引き上げるシナリオが陳腐化したこともあり、6月15日時点のFF金先を政策金利見通しとして用いて、FRB/USモデルによるシミュレーションを行った。結果としては、6月FOMC後の見通しの中央値と比較して、経済成長率は24年半ばにかけて前年比で0.3~0.4ポイント程度の上振れ、失業率は0.2ポイント程度の下振れとなった(注1)。

FRBとしては、金融引き締め効果を高めるためには政策金利の高止まりが長期化すると市場に織り込ませる必要があるため、実際にインフレ率が鈍化してもすぐには政策金利を下げられない可能性もあり、市場との対話は複雑になりそうだ。こうした動学的不整合性の問題を徐々に意識し始める時期なのかもしれない。

(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。1年前の22年6月FOMC時点でのシミュレーションについては「[高インフレシナリオにおける利上げの上限を考える](#)」を参照。