

利下げペースは速まる可能性も ～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

12月FOMCを経て、24年以降の利下げ開始時期や利下げ幅に関心が高まった。12月FOMC後に公表された経済見通しからは、26年半ば頃まで引き締めの金融政策が実施されると解釈できる。もっとも、インフレ率の鈍化が見込まれるなか、利下げペースは加速する可能性も考えられるだろう。

こうした観点から、本稿では23年12月FOMCでのデータを用いて、利下げペースを速め、25年末に政策金利を2.5%として利下げを終了するシミュレーションを行った。

引き締めの金融政策運営となった23年

高インフレを抑制する必要から23年のFRBは、22年12月時点の4.25～4.50%の水準から一段と利上げを実施し、7月FOMCでは5.25～5.50%へと政策金利を引き上げた。その後は金利を据え置き、23年を通じて金融引き締めを実施した。23年末に差し掛かるとインフレ指標の抑制が確認されたことから、12月FOMCは24年以降の利下げを展望する内容となった。

12月FOMC後に公表された大勢見通しでは、FRBが重視するインフレ指標であるコアPCEデフレーターが25年末には物価目標の前年比2%へとほぼ収束し、金融引き締めを弱めるために今後は利下げが行われる見通しとなっている。

図表1 FRB大勢見通し(12月時点)

		2023年	2024年	2025年	2026年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	2.5～2.7	1.2～1.7	1.5～2.0	1.8～2.0	1.7～2.0
	9月時点 (%前年比)	1.9～2.2	1.2～1.8	1.6～2.0	1.7～2.0	1.7～2.0
失業率	(%)	3.8	4.0～4.2	4.0～4.2	3.9～4.3	3.8～4.3
	9月時点 (%)	3.7～3.9	3.9～4.4	3.9～4.3	3.8～4.3	3.8～4.3
PCEデフレーター	(%前年比)	2.7～2.9	2.2～2.5	2.0～2.2	2.0	2.0
	9月時点 (%前年比)	3.2～3.4	2.3～2.7	2.0～2.3	2.0～2.2	2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	3.2～3.3	2.4～2.7	2.0～2.2	2.0～2.1	
	9月時点 (%前年比)	3.6～3.9	2.5～2.8	2.0～2.4	2.0～2.3	
政策金利	(%)	5.4	4.4～4.9	3.1～3.9	2.5～3.1	2.5～3.0
	9月時点 (%)	5.4～5.6	4.6～5.4	3.4～4.9	2.5～4.1	2.5～3.3

(資料)FRBより作成

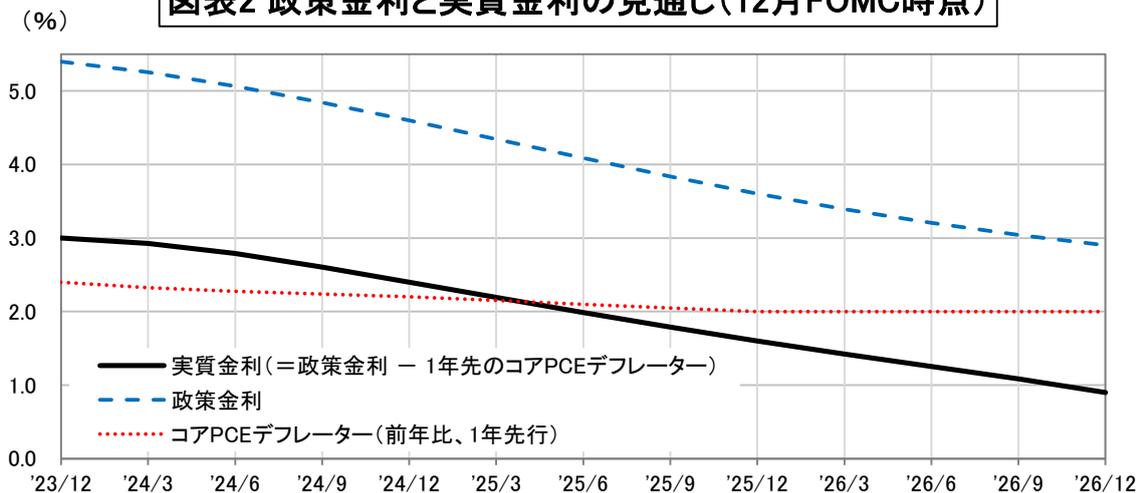
(注)成長率・インフレ率は第4四半期の前年比。失業率は第4四半期の平均値。政策金利は年末の値。

ここで、大勢見通しの中央値を利用し、名目金利から期待インフレ率を引いて実質金利を求めると（＝フィッシャー方程式）、23、24、25、26年末にそれぞれ3.0%、2.4%、1.6%、0.9%の見通しとなっている。なお、1年先のコアPCEデフレーターを期待インフレ率として用いた。

他方で、ニューヨーク連銀が推計する実質自然利子率（＝引き締めのでも緩和的でもない実質金利）は1.0%前後で推移している。両者を比較することで、12月FOMC後に公表された経済見通しでは、概ね26年半ばまで実質金利が自然利子率を上回ることがうかがえる。すなわち、引き締めの金融政策が今後2年半程度は維持される見通しといえるだろう。

もっとも、大勢見通しでは24年末時点の経済成長率が既に低いことや、25年末時点で高インフレがほぼ沈静化していることなども予想されており、金融引き締めを長期化する必要性はほとんどないように思われる。

図表2 政策金利と実質金利の見通し(12月FOMC時点)



(資料)FRB (注)経済見通しの中央値を3次のスプライン補完を用いて四半期データ化した。実質金利は政策金利から1年先のコアPCEデフレーターを引いて算出。

**25 年末に利下げを
終了するシナリオを
考察**

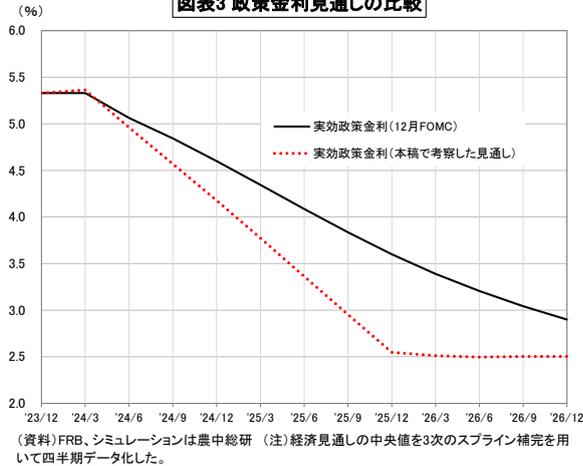
以上の観点から、本稿では 12 月 FOMC 後に公表された見通しから利下げ期間を 1 年以上短期化し、25 年末時点の政策金利を 2.5%（＝政策金利の長期見通しの中央値）として利下げを終了する場合のシミュレーションを行った（注 1）。24 年 4～6 月期から利下げを開始し、計算上は 1 四半期に平均 0.4 ポイント程度と中途半端な利下げペースとなっているが、実際には今回の利上げ局面と同様に 1 回あたりの利下げ幅が変わることや、利下げが一時停止されることもあるだろう。

**インフレ率の鈍化ペ
ースはあまり変化せ
ず**

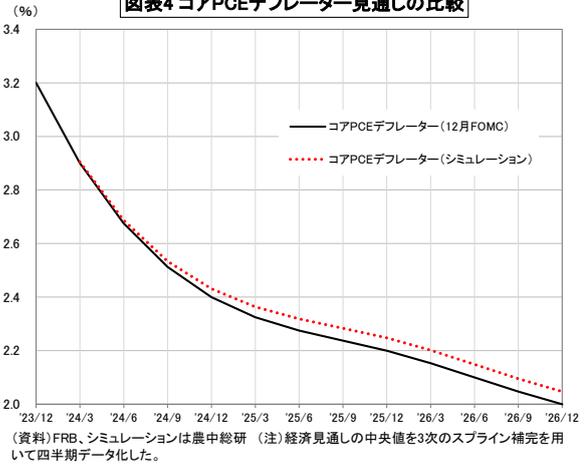
さて、結果を確認すると、本稿で考察した 25 年末で利下げを終了するシナリオは、12 月 FOMC での中央値と比較すれば緩和的な金融政策見通しとなっている。このため、GDP 成長率とインフレ率の上振れに加えて、失業率の下振れが確認される。失業率についてはやや見通し間の開きが大きかった。また、利下げペース

を速めることで、24年半ばのGDP成長率の落ち込みは緩和できる見通しとなった。コアPCEデフレーターについては、12月FOMCでの中央値とあまり変わらない結果といえる。利下げ期間を短期化したところで、インフレ率の鈍化ペースが大きく変化するなどの、新たな問題が発生することはなさそうだ。

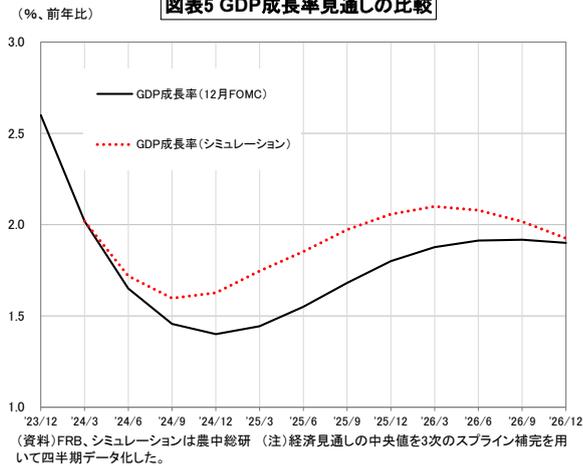
図表3 政策金利見通しの比較



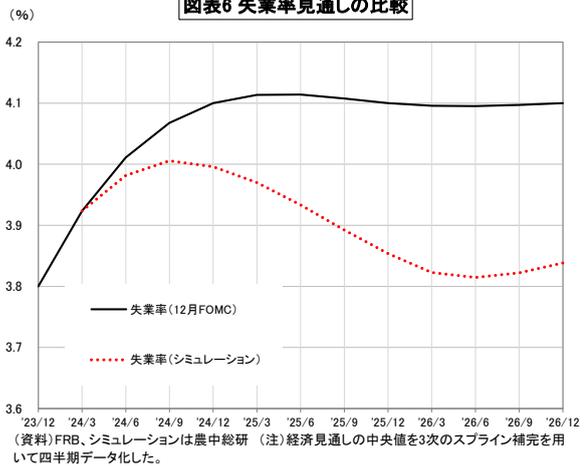
図表4 コアPCEデフレーター見通しの比較



図表5 GDP成長率見通しの比較



図表6 失業率見通しの比較



まとめ

本稿では、12月FOMC後に公表された経済見通しの中央値とFRB/USモデルを用いて、25年12月に利下げを終了する見通しを考察した。結果としては、利下げ期間を短期化しただけではインフレ率の鈍化ペースが大きく変化するような事態にはならなさそうだ(注2)。

FOMCの方針としては、インフレ率の鈍化が十分に進むまでは、今後も政策金利を高めを保ちつつ様子見姿勢を維持すると思われる。一方で、労働市場の需給緩和やインフレ率の鈍化がFRBの見通し通りに進めば、引き締め的な金融政策が不要となることから、利下げは前倒しされていくのではないだろうか。

(注1) 2%物価目標を達成した際に、政策金利を2.5%まで低下させると実質金利は0.5%となる。ニューヨーク連銀が推計する自然利子率は1.0%程度なので、2.5%の政策金利では緩和的な金融政策になりうる。こうした「齟齬」については、いろいろと考察することが可能と思われるが、本稿では深掘りすることなく12月FOMCにおける政策金利の長期見通しの中央値を利用した。

(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、今回考察した利下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。