米国経済金融

「高インフレは一時的」とする FRB の裏側

～FRB/US モデルによるシミュレーション～

佐古　佳史,CFA

要旨

利上げによるインフレ率の抑制効果は比較的小さく、利上げ開始から１年半ほどラグを伴う。このため、いずれ解消すると考えられる供給制約に起因するインフレ率の昂進に対しては、FRB は現在の「一時的」との表現を変更すべきではない。

インフレ率の高止まり

サプライチェーンの混乱や求人の困難化などの供給制約を背景に世界中でインフレ率が高い状態が続いているが、米国も例外ではない。10 月の消費者物価指数は総合が前年比 6.2%、コアが同 4.6%となり、高いインフレ率が社会問題化している。このため、米連邦準備制度理事会（FRB）は早期に利上げをしてインフレに対処すべきとの意見も散見される。

そこで、本稿では利上げによるインフレ率の抑制効果を FRB/US モデル（以下、FRB/US）を用いて計算し、FRB の「インフレ率の高止まりは一時的」とのスタンスが妥当であることを確認した。

FRB/US とは

FRB/US は、FRB が 1996 年から利用しており、様々な資料から FRB のメインモデルと考えられている。理論的な整合性と使い勝手の良さとの折り合いをつけた折衷案的な（eclectic）モデルともいわれているが、その分特に政策金利の細かいシミュレーションが行いやすい印象を受ける。

利上げのインフレ抑制効果は弱い

利上げによるインフレ率の抑制効果を見るために、FRB/US を用いて以下のシナリオを考察した。即ち、22 年第 1 四半期から 50bp の利上げを 8 四半期連続で行った後、続く 4 四半期は金利操作をせず、その後、経済の実態に合わせて利下げをしていく（というフォワードガイダンスも 22 年第 1 四半期に同時に行う）内容である。

なお、FRB/US の非常に優れた点として、経済主体の期待値の取り方について、様々な設定の組み合わせができるが、今回は金利操作にインフレ率が最も反応しやすいと考えられる設定（%mcegroup = "-all"）を利用した。このため、以下の結果は今回のシミュレーションでのインフレ率の抑制効果の上限と解釈して良いだろう。

さて、結果を確認してみると、このシナリオでは、利上げによるインフレ率の抑制効果は最大でも約▲0.5 ポイントとなった。また、効果が最大化するまでに 6 四半期ほど必要なことがわかる。GDP の下押し効果は最大で約▲4.5 ポイントとかなり大きい。加えて、10 年債利回りは最大でも 1.4 ポイント程度しか上昇しないため、シミュレーションのほとんどの期間は逆イールドになってしまう。

全体としては、実体経済への非常に大

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

きい引き締め効果のわりには、インフレ率の抑制効果は弱いといえる。

「一時的」との表現が妥当

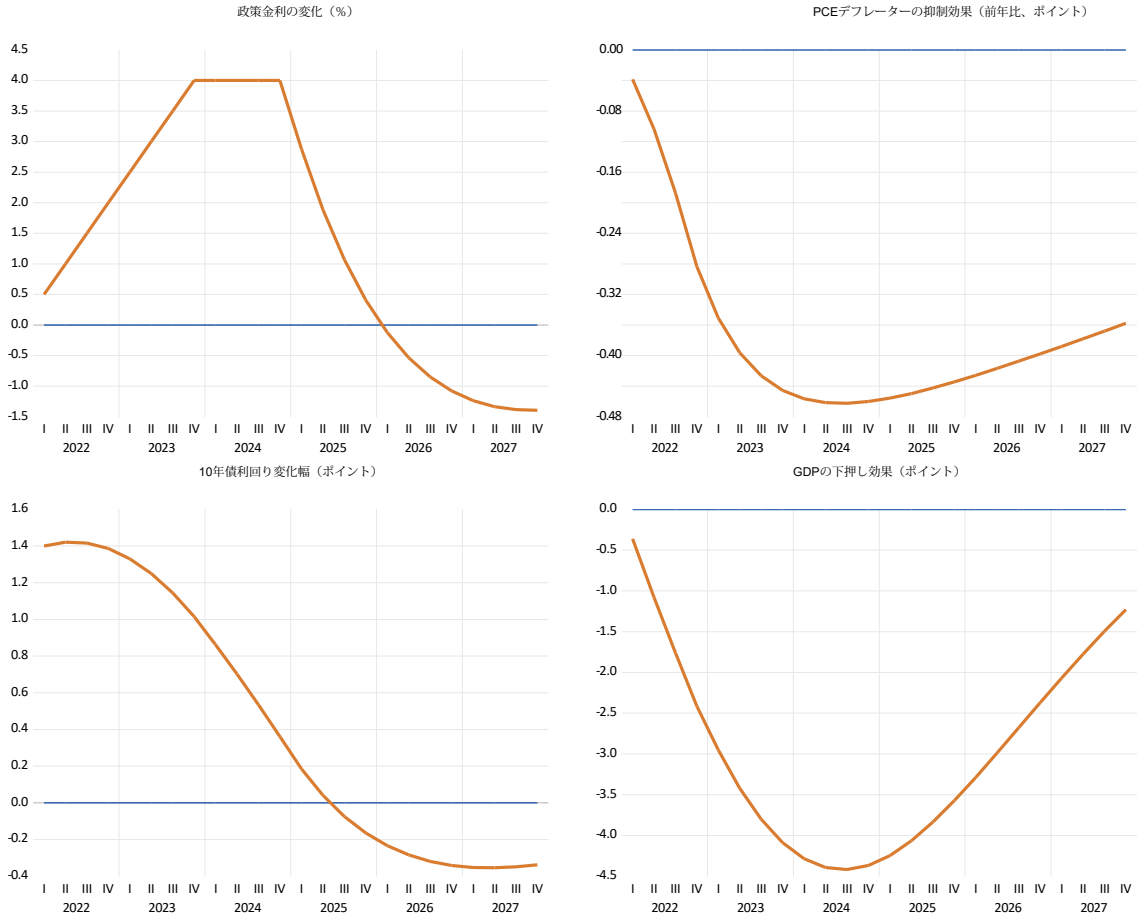
仮に FRB が足元のインフレ率の高止まりは一時的ではないと判断し、これに対処する姿勢を示すと、以降は非常に強い引き締め方向の金融政策を行う必要が生じる。この場合、今回のシミュレーション結果に鑑みれば、インフレ率の高止まりは少なくとも 2 年以上続くと見込んでいる（ので、対処する必要が生じると考える）ことになるだろう。

金融政策による高いインフレ率への対処は実体経済への影響が非常に大きい。このため、インフレ率が高止まりしている現状は認めつつも、その原因がいずれ解消されると思われる供給制約にある間は、FRB は安易に「インフレ率の高止まりは一時的」との表現を変えるべきではない。

こうしたことから、足元では現状に合っていないように聞こえても、FRB 関係者は「インフレ率の高止まりは一時的」と言い続けるのが妥当だと考えられる。また、本当に利上げが必要になるのは期待インフレ率が急上昇してコントロールできなくなった時だと思われるが、今のところ、その状況にはないだろう。

なお、金利操作の結果、（今回のシミュレーションでは一定となっている）「長期的」な期待インフレ率も低下する場合は、より強力なインフレ率の抑制効果が生じることは、注意点として挙げられる。

図表1　今回のシミュレーションにおける利上げの影響



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