

3.5%まで利上げすると、どうなるか？

～FRB/US モデルによるシミュレーション～

佐古 佳史

要旨

米国のインフレ率は鈍化する兆しが見え始めた一方で、足元ではウクライナ情勢やサプライチェーン混乱の長期化から、再度インフレ圧力が強まる可能性が高い。こうしたなか、速いペースで中立金利を超えるまで利上げをする必要性が指摘されつつある。本稿では、一例として、3.5%まで利上げした場合の米国経済の見通しを検討し、インフレ率が2%へと鈍化していくことや、景気の腰折れは回避できそうなことなどを確認した。

速いペースでの利上げ

3月の消費者物価指数からはコアインフレ率は前月比でみると鈍化し始めるなど、インフレ率が鈍化する兆しがうかがえたものの、足元ではロシアによるウクライナ侵攻を背景とする食料品やエネルギー価格の上昇と、サプライチェーン混乱の長期化などから、再度インフレ圧力が強まる可能性が高まっている。

米国の場合、足元の高インフレは賃金上昇率を上回っていることから、特に低所得者の生活への悪影響が大きいと考えられる。また、高インフレが長期化する

と期待インフレ率の安定性が損なわれ、インフレ率の制御が困難になってしまう可能性も懸念される。実際、[ニューヨーク連銀の調査](#)では、期待インフレ率は概ね安定している一方で、高インフレ環境が続くと上振れしてしまう可能性も無視できないと指摘されており、高インフレは看過できない問題といえるだろう。

こうしたなか、米連邦準備制度理事会（FRB）は、目標である2%インフレを達成するため、22年から23年にかけて速いペースで利上げをすることが見込まれているが、あまりに利上げペースが速い

(図表1) 1983年～2018年の利上げ局面

初回利上げ時期	利上げ開始時点の政策金利 誘導目標(%)	最終利上げ時期	利上げ終了時点の政策金利 誘導目標(%)	利上げ幅 (%)	逆イールドが生じたか？	景気の山
1983/3/31	8.5	1984/8/9	11.5	3	No	N/A
1988/3/29	6.5	1989/5/16	9.81	3.31	Yes	1990/7/1
1994/2/4	3	1995/2/1	6	3	No	N/A
1999/6/30	4.75	2000/5/16	6.5	1.75	Yes	2001/3/1
2004/6/30	1	2006/6/29	5.25	4.25	Yes	2007/12/1
2015/12/16	0.00-0.25	2018/12/19	2.25-2.50	2.25	Yes	2020/2/1
6回の利上げ局面での平均利上げ幅				2.93		

(資料) セントルイス連銀“A Look at Fed Tightening Episodes since the 1980s: Part I”

(注) “N/A”は利上げサイクル後に景気後退が起らなかったことを示す。

場合は景気の腰折れを警戒する必要もありそうだ。例えば、4月14日に公表された[セントルイス連銀のレポート](#)では、83年から18年までの6回の利上げ局面をみると、平均して2.93%の利上げが行われ、その内4回は利上げ局面後に、平均15ヶ月で景気後退が生じたと報告されている。今後の利上げ幅や景気腰折れの可能性などについても警戒すべき点は多いそうだ。

足元では、ウクライナ情勢などインフレ率を加速させる要因が多く、不確実性が高いため、利上げ幅を予想するのは困難なものの、過去の利上げ幅をみれば3%や3%を超えるまで利上げする可能性もゼロではなさそうだ。また、政策金利の参考値としてしばしば利用される[テイラー・ルール（アトランタ連銀）](#)からも、設定次第ではあるが、高めの政策金利が示唆される。

利上げのシミュレーション

最近のFOMC参加者の発言などからは、「2.25%程度と考えられる中立金利を超えるまで利上げをして経済を減速させつつインフレ率を抑制し、その後は小幅の利下げをすることで経済のソフトランディングを図る」という金融政策運営をFRBは目指していると思われる。

FOMC参加者の内、現時点で最もタカ派と思われるブラッド・セントルイス連銀総裁は、見解はすぐ変わるものの、3.5%まで利上げすべきと発言しており、利上げ幅の上限を考える上では参考になりそうだ。

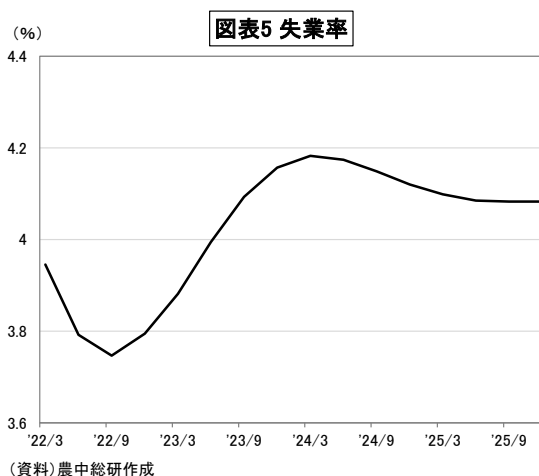
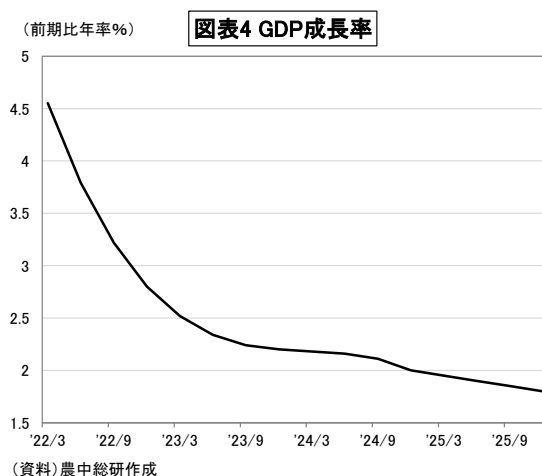
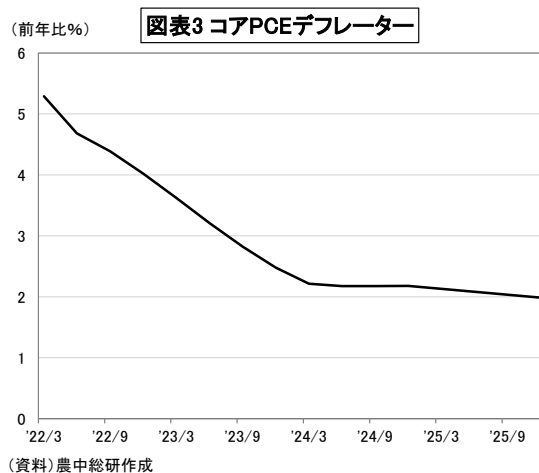
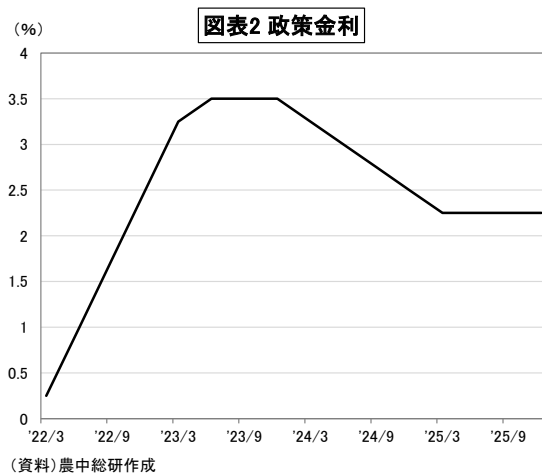
そこで本稿では、「①23年半ばに3.5%に到達するよう、3ヶ月で75bpのペースで利上げを実施し、②その後は半年ほど政策金利を据え置き、③中立金利と目される2.25%まで25bpずつ段階的に利下げを行う」という金融政策のシナリオをFRB/USモデルを使ってシミュレーションし、インフレ率やGDP成長率の見通しを考察した。

なお、FRB/USモデルは米国経済の予測データセットを利用するが、FRBから公開されている最新のデータが少し古いため、ロシアによるウクライナ侵攻の影響が一部反映されていると思われる、3月のFOMCにおける経済予測資料で一部代用した。

加えて、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シナリオの効果の双方が反映されているため、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。なお、期待値の設定はハイブリッド型（-mcap+wp）を利用した。

3.5%まで利上げしても、景気の腰折れは回避できる見込み

さて、結果を確認してみると今回のシナリオでは、コアPCEデフレーターで測ったインフレ率は24年1～3月期あたりで、ほぼ目標の2%まで鈍化する見通しとなった。



また、GDP 成長率も 2%弱と目される潜在成長率へと減速する見通しとなった。3 月 FOMC 後に公表された経済見通しにおける GDP 成長率見通しと比較すると、FOMC 全参加者の見通しの下限とほぼ同様な結果となった。失業率は足元の労働者不足を反映して低下トレンドが続いた後に、引き締め方向の金融政策効果が強まり短期的に小幅に上昇する見通しとなった。

今後の見通し

本稿では 3.5%まで利上げすると米国経済はどのように推移するのかという点について、FRB/US モデルでのシミュレーションを紹介しつつ考察した。

結果を見ると、インフレ率が 2%まで

鈍化するのに 2 年ほど要しそうであり、その間に期待インフレ率が上振れしないか一抹の不安は残る一方で、3.5%まで利上げしても GDP 成長率で判断すれば、景気が腰折れする可能性が低そうなことは、安心材料といえるだろう。

とはいえ、足元ではウクライナ情勢が長期化しそうなことや、1 回の FOMC につき 0.75%の利上げを実施するのではないかと予想など、本稿で考察した以上に、高インフレの継続と速いペースでの利上げの組み合わせとなる可能性も考えられる。当然ながらその場合は、より望ましくない景気見通しになり、景気の腰折れリスクを検討する必要性は一層強まるだろう。