

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～

佐古 佳史

要旨

本稿ではまず、非常に速いペースで利上げが実施された 22 年を、21 年 12 月 FOMC 時点の見通しと実際の政策金利をシミュレーションに利用しつつ、振り返った。結果としては、21 年 12 月 FOMC の GDP 成長率見通しはベースシナリオとして優れていた点が確認できた。後半では、5.5%まで利上げする 10 月の分析レポートのシナリオを、12 月 FOMC でのデータを用いて更新し、23 年以降の見通しを考察した。

一段とタカ派化した FRB

12 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 9 月 FOMC 時点からさらに上方修正され、23 年 10～12 月期は 5.1%、24 年 10～12 月期は 4.1%（中央値）となった。失業率についても 9 月時点から 0.2 ポイント上方修正され 4.6%（中央値）となった。

こうした金融引き締めの結果、23 年 10～12 月期 GDP 成長率は前年比 0.5%（中央値）へと減速する見通しとなっており、9 月 FOMC 時点の同 1.2%から大幅な下方修正となった。

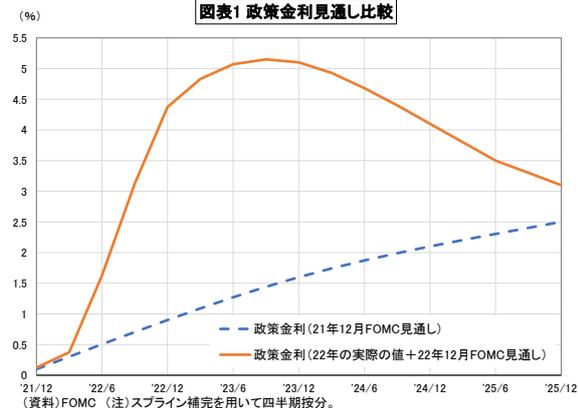
景気見通しの振り返り

22 年を通じて、政策金利は事実上のゼロ金利から、12 月 FOMC にて 4.5%まで急ペースで引き上げられ、それに応じて 22 年以降の GDP 成長率見通しはその都度下方修正されてきた。

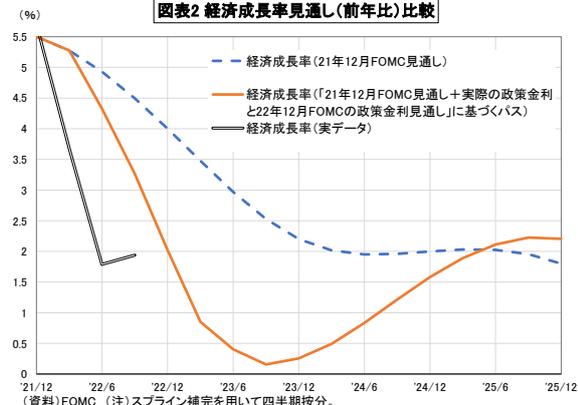
高インフレは一時的と思われていた 21 年 12 月当時の FOMC の経済見通しをみると、利上げは非常に緩やかに行われる下で、失業率が 3.5%で 3 年ほど推移する間に、インフレ率が緩やかに目標の 2%

へ向けて鈍化するシナリオとなっていた（図表 1～4、青破線）。実際にはその後インフレ率は加速し、FRB は急速に利上げをする必要性に迫られた。

図表1 政策金利見通し比較



図表2 経済成長率見通し(前年比)比較



本稿では、22 年の振り返りもかねて FRB/US モデルを利用し、21 年 12 月 FOMC 見通しに基づいた上で、政策金利として

22年の実際のデータと22年12月FOMC見通しを利用すると、21年12月時点ではどのようなパスが考えられたのかという点をまず検討してみたい。

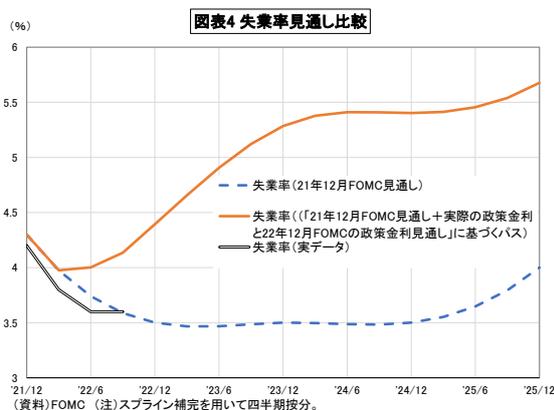
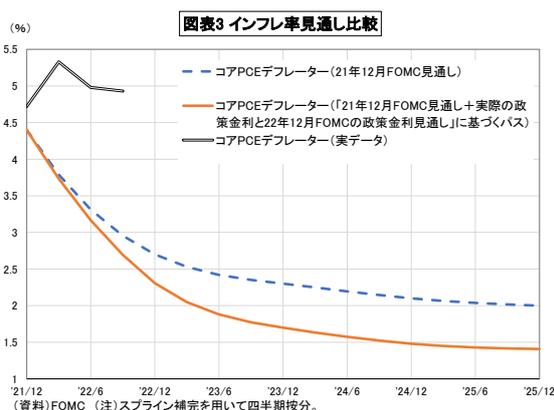
まず経済成長率については、最も成長率に下押し圧力がかかりそうな時期は23年7~9月期となり、22年12月FOMC見通しの23年4~6月期と比較して1四半期ずれる程度で、あまり見通しに差がないことがうかがえる(図表2、6)。この意味では、FRBの経済成長率見通しはベースラインとして(事後的には)精度が高かった点や、FRB/USモデルによる利上げ効果を経済成長率見通しのインプットとして利用している可能性が指摘できる。

インフレ率については、ベースラインが名目中立金利へと緩やかに金利操作をすることで、コアPCEデフレーターが2%へ収束するシナリオとなっていたこともあり、急速に利上げをするシナリオではかなり低いインフレ見通しとなった(図表3)。

最後に失業率は、政策金利を5%超まで引き上げることで、かなり早いペースで上昇し、23年半ば以降は5%を超える見通しとなった(図表4)。このシナリオと比べると、22年の実際の失業率は低く21年12月FOMC時点の見通しともあまり変わらないため、FRB関係者にとっては利上げ効果が労働市場や失業率に波及していないかのような印象を与えるデータとなっていた可能性も多少ありそうだ。

全体的には、22年を通じて恐らくGDP成長率などに大きな影響を与えるショックが発生しなかったことから、22年は政策金利の変更が素直にGDP成長率見通し

に反映された1年となったと考えられる。また、失業率については、補助金を得た上での早期退職や新型コロナウイルス感染症の後遺症による制約、物価高による生活苦と副業など、これまで考えられなかった事情が重なったことでシミュレーション値と実際のデータの乖離が拡大した可能性がありそうだ。



先行きについてのシナリオ比較

さて、次に本稿では、[10月の分析レポート](#)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22年12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などを用いて更新した。

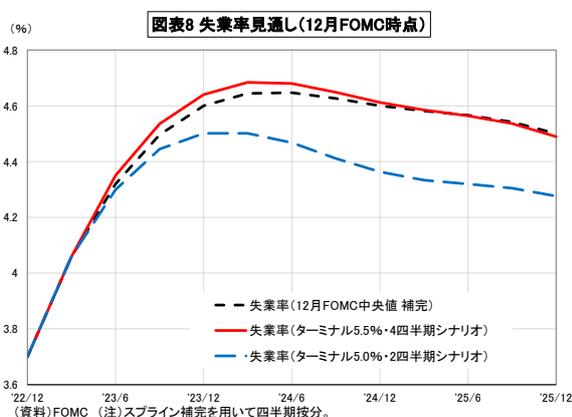
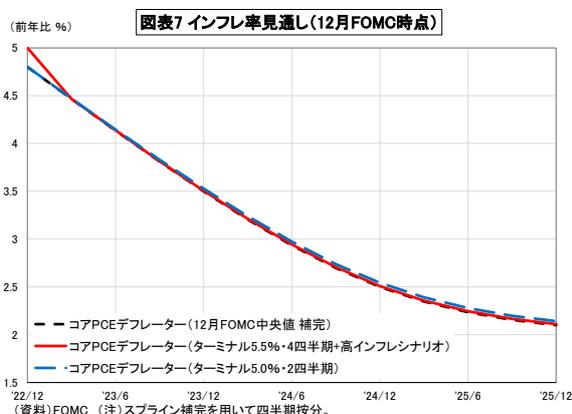
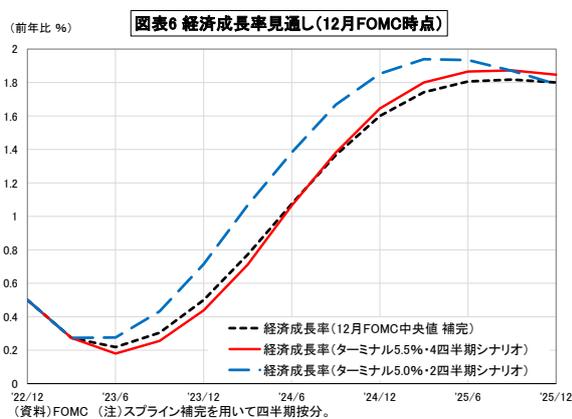
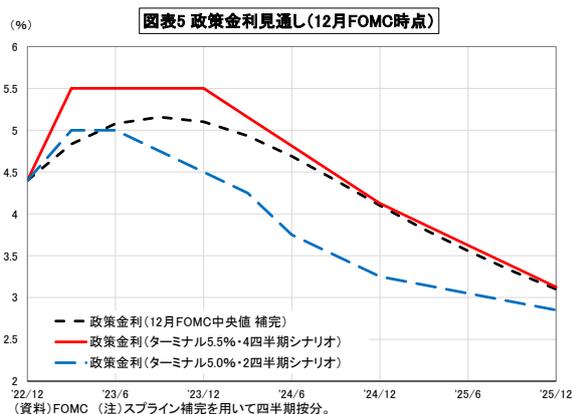
10月の分析レポートでは、23年4～6月期に5.5%まで利上げし、モデル内で失業率を上げる必要からターミナルレートの期間は6四半期と長めとなっていた。今回は22年12月時点で政策金利の上限が既に4.5%となっていることから23年1～3月期に5.5%まで利上げするシナリオを考察した。また、ターミナルレートの期間は4四半期へ短縮した(図表5～8、「ターミナル5.5%・4四半期シナリオ」)。

なお、22年12月FOMC以降、景気後退懸念を反映して23年内の利下げ観測が一層強まったこともあり、12月15日時点のFF金先を政策金利パスとして利用したシナリオを「ターミナル5.0%・2四半期シナリオ」として併せて考察した。

向こう1年程度はGDP成長率への下押し圧力が特に強い

全体的な結果は10月時点と変化がないものの、GDP成長率の落ち込みが2～3年間確認できる。引き締め的な金融政策を織り込むことで、向こう1年程度はGDP成長率への下押し圧力が特に強く、前年比0%程度までGDP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。ちなみに、12月15日時点のFF金先を使った「ターミナル5.0%・2四半期シナリオ」では、23年後半から0.4ポイント程度経済成長が高まりそうだ。

また、コアPCEデフレーターでみたインフレ率については、12月FOMCでの高インフレ予測が、中央値と0.3ポイント程度しか変わらないことや、「ターミナル5.5%・4四半期シナリオ」でのより引き



締めの金融政策の効果もあり、同シナリオでは、中央値のシナリオとほとんど変わらないインフレ見通しとなった。ちなみに、「ターミナル 5.0%・2 四半期シナリオ」でも見通しはほぼ変わらなかった。こうした、金利変化に対してインフレ率の反応が小さい背景としては、いわゆる「フィリップス曲線のフラット化」が考えられる。

最後に、失業率については7月の分析レポート時は5%を参考としていたが、10月時点のレポート同様、「ターミナル 5.5%・4 四半期シナリオ」では、5%を0.3ポイント程度下回る結果となった。一方で、「ターミナル 5.0%・2 四半期シナリオ」では4.5%をピークに早めに下がり始めることから、労働市場の過熱を抑制する観点からはハト派的と映るかもしれない。

まとめ

本稿前半では、非常に速いペースで利上げが実施された22年を、21年12月FOMC時点の見通しと実際の政策金利をシミュレーションに利用することで振り返った。結果として、FRBの経済成長率見通しがベースラインとして(事後的には)

精度が高かった点や、22年は利上げにもかかわらず、失業率が低位で安定していたことが確認できた。

後半では、5.5%まで政策金利を上げた場合を考察した10月の分析レポートを、12月FOMCでのデータを用いて更新した。結果を見ると向こう1年程度はGDP成長率への下押し圧力が特に強いことがうかがえる(注1)。

12月FOMC後に公開されたドット・プロットなどから判断すると、ターミナルレートの期間やその後の利下げの考え方についてはやや材料不足であり、23年も難しい金融政策運営が続きそうだ。

なお、利下げをめぐっては、FF金先の織り込みよりも、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) 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。

