

SEPアップデート

米国経済予測の変化

2022年7月1日

今回の要点

- 今回のSEPでは、2023年半ばまでのインフレ率の予測が大幅に上方修正され、FF金利は2022Q4に3.5%近くまで引き上げられる見通し。
- FRB/USモデルによると、10年長期金利は2023Q1に4%近くまで上昇。
- 利上げペースの加速を受けて、為替レートは増価、家計純資産は減少（前回対比）。
- 実体経済変数については、金利感応的な住宅および設備投資が下振れ（前回対比）。

(図表1) 主要な結果 (今回SEPに基づくベースライン)

[%、変化率は前年同期比、カッコ内は前回SEPに基づくもの]

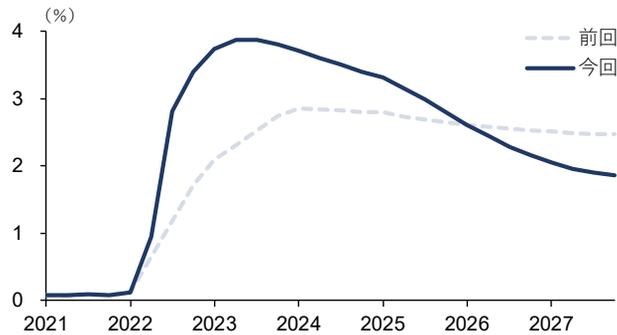
	2022Q4		2023Q4		2024Q4		2025Q4		2026Q4		2027Q4	
SEP変数												
FF金利	3.4	(1.7)	3.8	(2.7)	3.4	(2.8)	2.8	(2.6)	2.2	(2.5)	1.9	(2.5)
実質GDP成長率	1.7	(2.8)	1.7	(2.2)	1.9	(2.0)	0.8	(1.6)	1.3	(1.6)	1.8	(1.7)
失業率	3.7	(3.5)	3.9	(3.5)	4.1	(3.6)	4.6	(3.7)	4.9	(3.8)	4.9	(3.9)
PCEインフレ率	5.2	(4.3)	2.6	(2.7)	2.2	(2.3)	1.8	(2.0)	1.7	(2.0)	1.6	(2.0)
コアPCEインフレ率	4.3	(4.1)	2.7	(2.6)	2.3	(2.3)	1.8	(2.0)	1.7	(2.0)	1.6	(2.0)
モデル予測変数												
1年米国債金利	3.8	(2.4)	3.6	(2.8)	3.1	(2.7)	2.4	(2.6)	1.9	(2.5)	2.3	(2.4)
2年米国債金利	3.7	(2.6)	3.3	(2.8)	2.7	(2.6)	2.2	(2.5)	2.1	(2.5)	2.4	(2.4)
3年米国債金利	3.5	(2.7)	3.0	(2.7)	2.5	(2.6)	2.2	(2.5)	2.2	(2.5)	2.4	(2.4)
5年米国債金利	4.1	(2.2)	4.0	(2.6)	3.8	(2.8)	3.5	(2.9)	3.2	(3.0)	3.1	(3.0)
10年米国債金利	3.8	(2.4)	3.9	(2.8)	3.9	(3.0)	3.8	(3.1)	3.6	(3.2)	3.5	(3.3)
30年米国債金利	3.7	(2.7)	4.0	(3.1)	4.1	(3.3)	4.1	(3.5)	4.0	(3.6)	3.9	(3.6)
住宅ローン金利(30年固定)	5.2	(3.9)	5.5	(4.3)	5.5	(4.6)	5.4	(4.7)	5.2	(4.8)	5.1	(4.9)
名目実行為替レート増価率	11.3	(5.3)	1.8	(2.5)	-0.8	(0.7)	-1.9	(-0.5)	-2.0	(-1.1)	-2.1	(-1.2)
期待PCEインフレ率 (10年)	2.2	(2.2)	2.2	(2.1)	2.1	(2.1)	2.0	(2.1)	2.0	(2.0)	1.9	(2.0)
家計純資産成長率	0.1	(0.9)	0.2	(0.2)	0.1	(0.0)	0.0	(-0.1)	0.0	(-0.1)	0.1	(0.0)
個人消費(以下実質成長率)	4.1	(4.1)	4.0	(3.1)	2.8	(2.4)	0.1	(1.5)	0.4	(1.0)	0.8	(0.8)
住宅投資	-9.4	(-5.5)	-8.3	(-5.4)	-0.5	(-2.0)	2.4	(0.2)	3.4	(1.5)	3.6	(2.0)
設備投資	3.8	(5.3)	-0.4	(3.0)	1.1	(2.4)	1.6	(2.2)	2.1	(2.2)	3.0	(2.2)
政府支出	2.4	(2.1)	2.7	(2.3)	2.5	(2.4)	2.4	(2.4)	2.3	(2.5)	2.3	(2.5)
輸出	5.1	(6.0)	-1.5	(0.6)	0.3	(1.0)	2.2	(2.1)	3.6	(3.4)	4.8	(4.3)
輸入	4.4	(6.8)	4.2	(3.0)	3.8	(2.3)	1.0	(2.4)	1.4	(1.8)	1.9	(1.5)

1. 前回SEPからのアップデートによる米国経済予測の変化

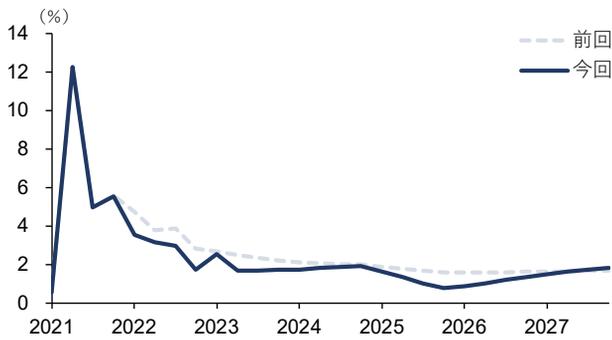
図表2：SEP予測変数を見ると、足もとのインフレ率の高まりが暫く持続するとの見通しから、Fedは政策金利の引き上げペースを大幅に加速させる。前回と比較して、実質GDP成長率は下振れ、失業率は上昇。

(図表2) SEP予測変数

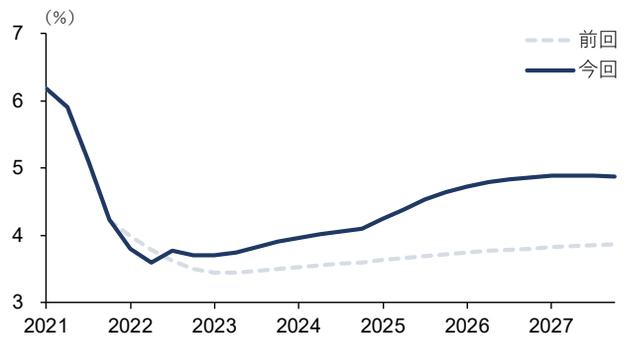
政策金利 (FF金利)



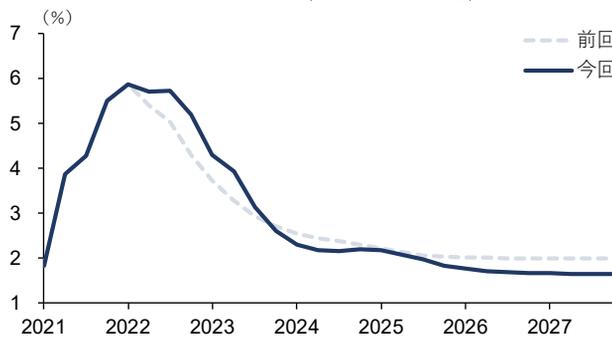
GDP成長率 (前年比)



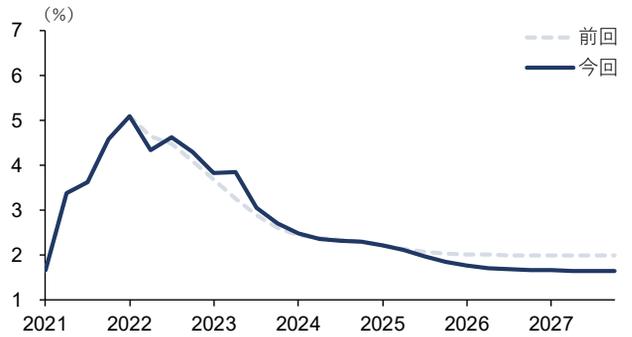
失業率



インフレ率 (PCE、前年比)



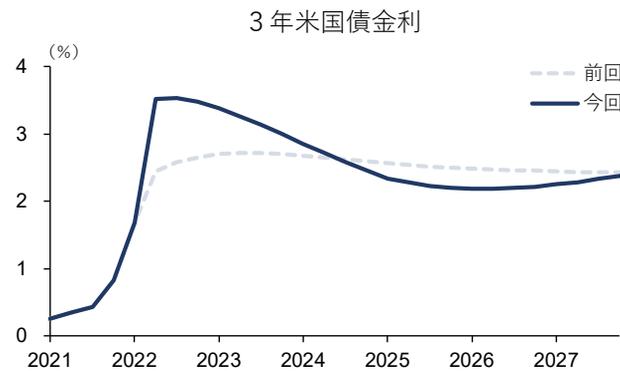
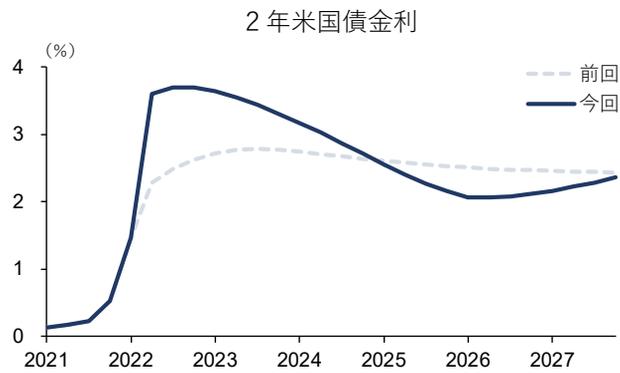
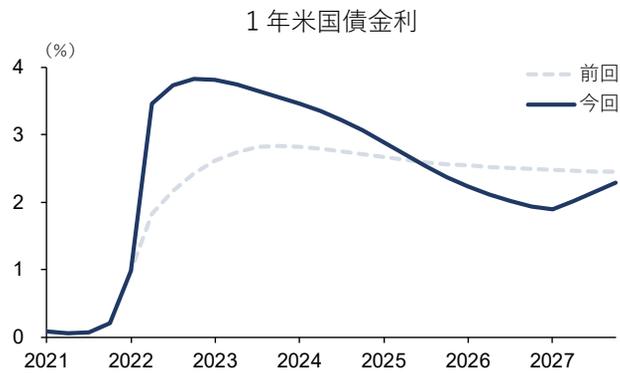
コアインフレ率 (コアPCE、前年比)



1. 前回SEPからのアップデートによる米国経済予測の変化

図表3-1：金利（1～3年物）は、政策金利の引き上げペースの加速を反映して2022年に大きく上昇。

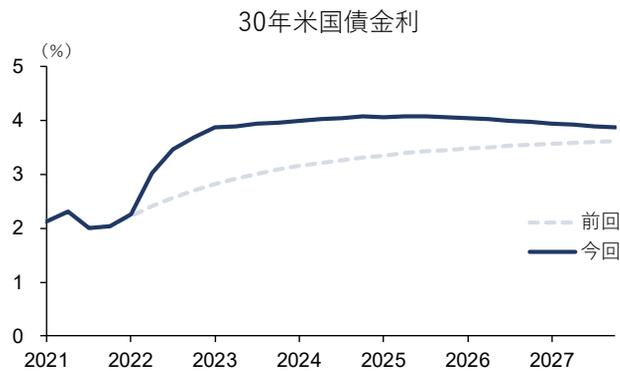
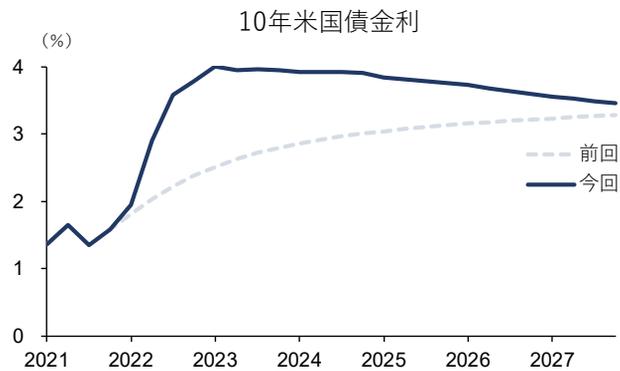
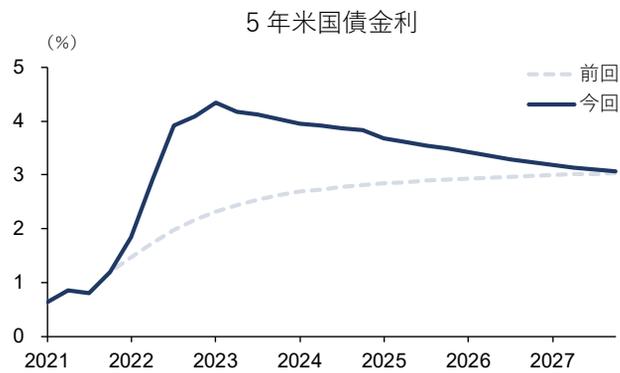
(図表3-1) 金利（1～3年物）



1. 前回SEPからのアップデートによる米国経済予測の変化

図表3-2：中長期金利も、政策金利の引き上げペースの加速を反映して2022年に大きく上昇。

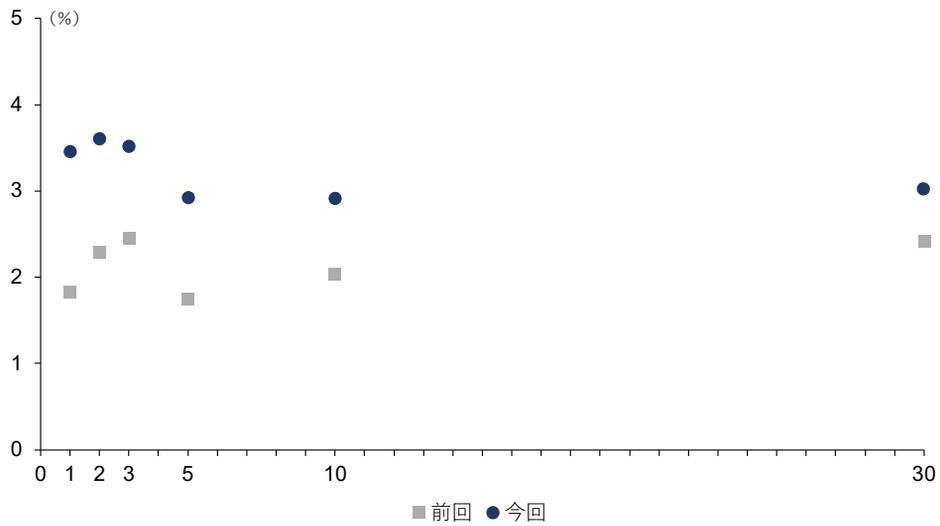
(図表3-2) 金利 (中長期金利)



1. 前回SEPからのアップデートによる米国経済予測の変化

図表4：前回と比べて、イールドカーブは大きく上方シフト。

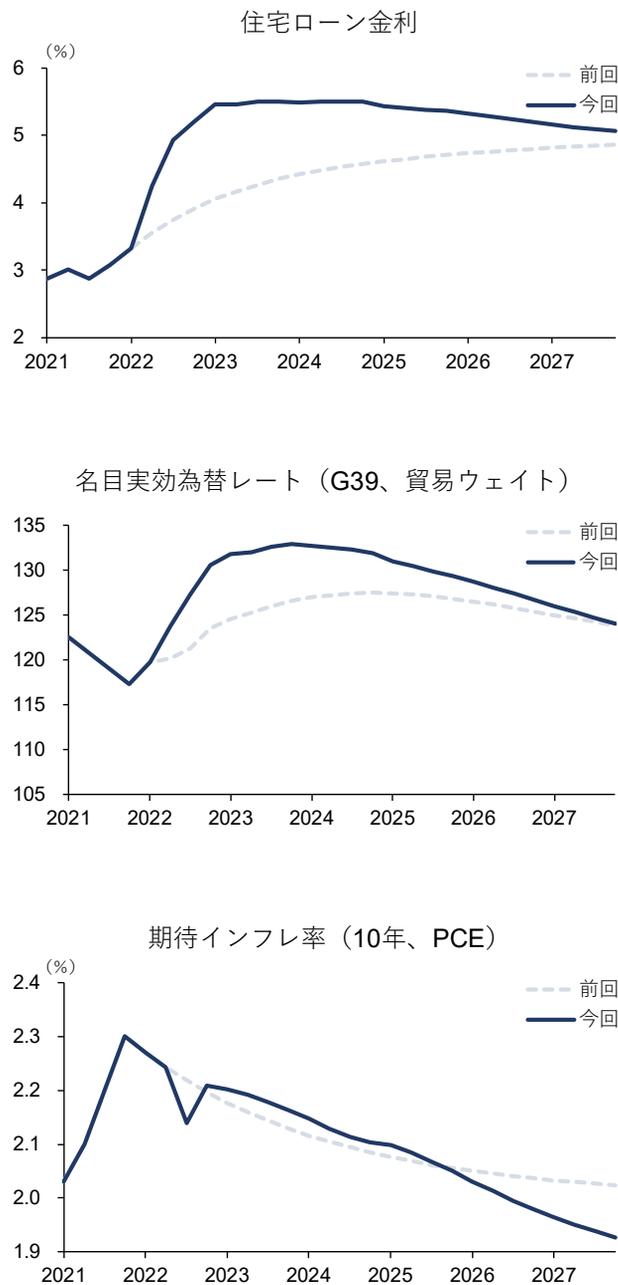
(図表4) イールドカーブ (2022Q2時点)



1. 前回SEPからのアップデートによる米国経済予測の変化

図表5-1：利上げペースの加速を受けて、住宅ローン金利は上振れ、為替レートはドル高方向にシフト。

(図表5-1) 住宅ローン金利、為替レート、期待インフレ率

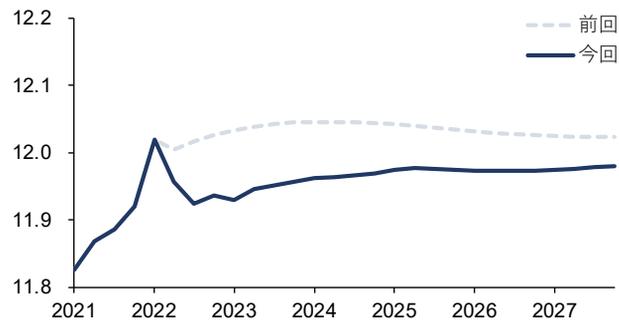


1. 前回SEPからのアップデートによる米国経済予測の変化

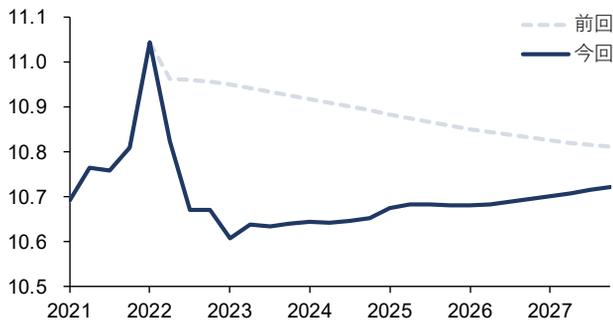
図表 5 - 2 : 利上げペースの加速によって株価が下落することから、家計の純資産は減少。

(図表 5 - 2) 家計純資産

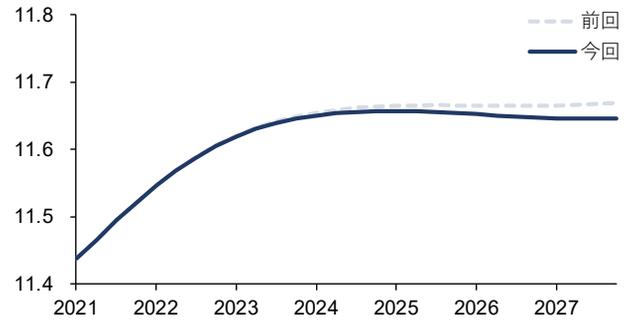
家計純資産 (合計、対数値)



家計純資産 (株式、対数値)



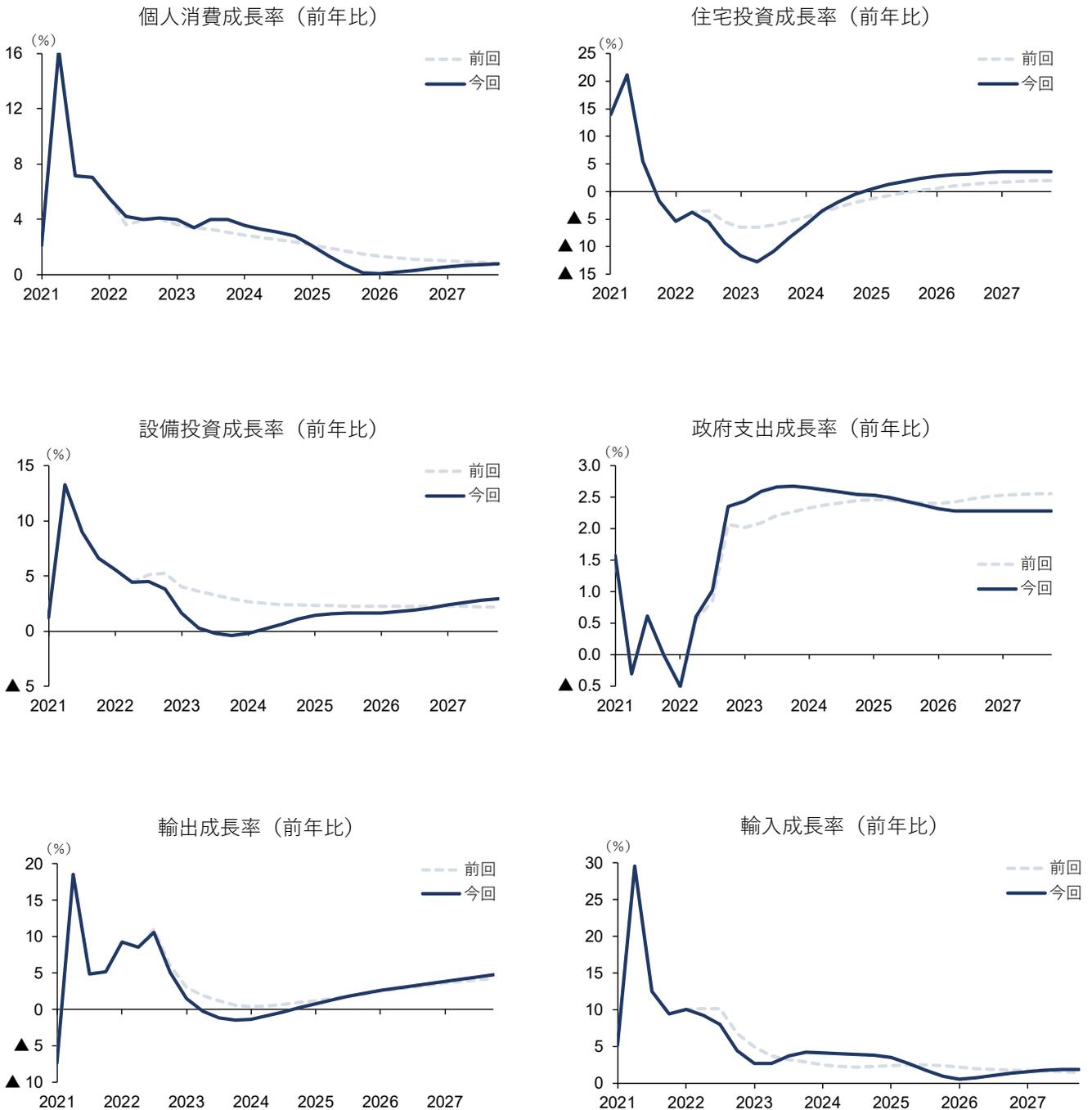
家計純資産 (非株式、対数値)



1. 前回SEPからのアップデートによる米国経済予測の変化

図表6：個人消費のパスは前回からさほど変わらない一方、住宅および設備投資は下振れる。輸出は通貨高によって若干下振れ。

(図表6) GDPコンポーネント

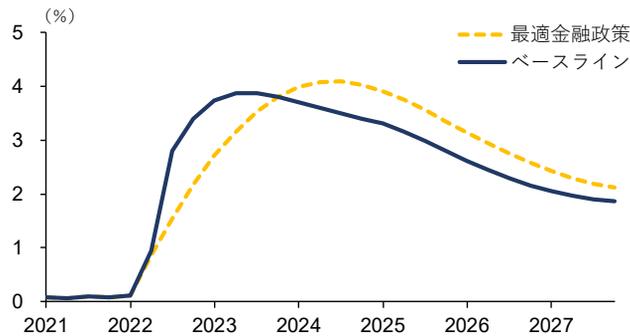


2. 最適金融政策下での米国経済予測

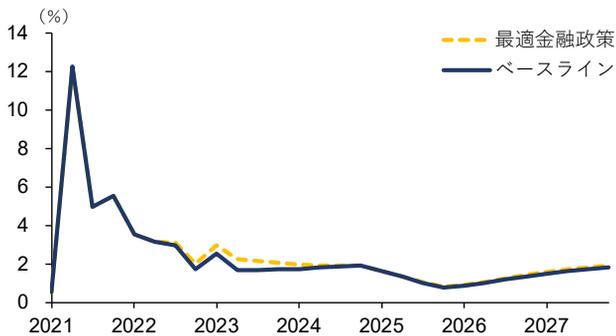
図表7：中央銀行が、将来にわたってインフレ率と失業率の目標値（前者は2%、後者はモデルでは4%と仮定）からの乖離と政策金利の変動を最小化するように政策金利を設定した場合、最適金融政策はベースラインと比べ緩やかな利上げを示唆している。しかし、より低い失業率やより高いインフレ率を反映して、2024年以降はベースラインよりもFF金利は高くなる。

(図表7) SEP予測変数

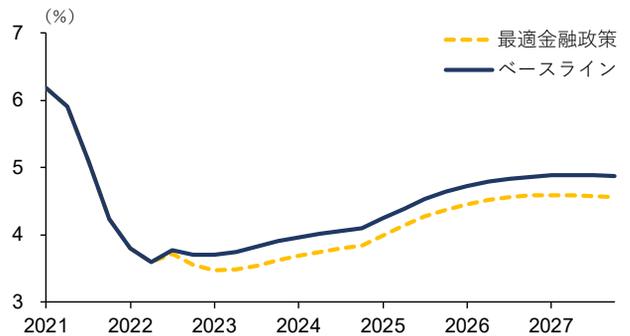
政策金利 (FF金利)



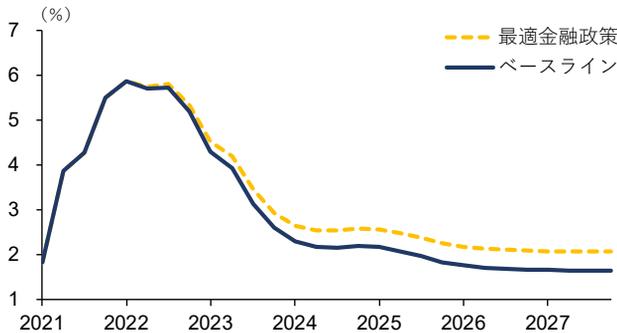
GDP成長率 (前年比)



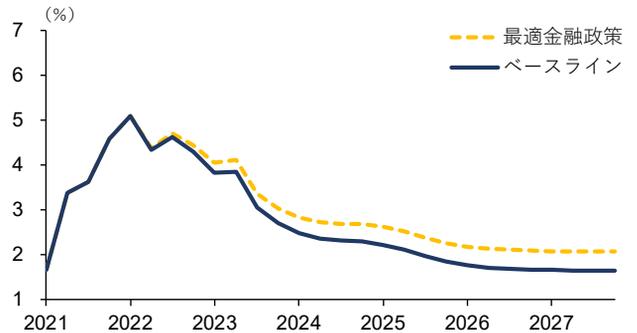
失業率



インフレ率 (PCE、前年比)



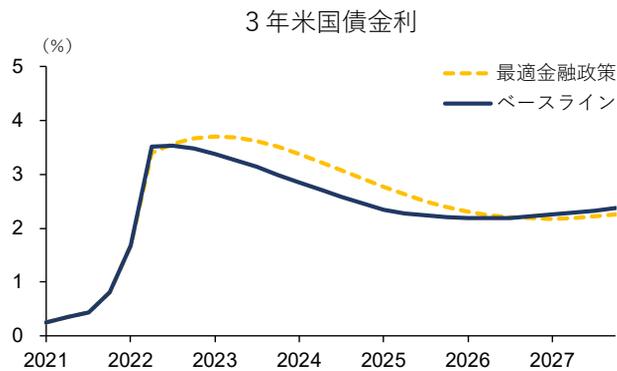
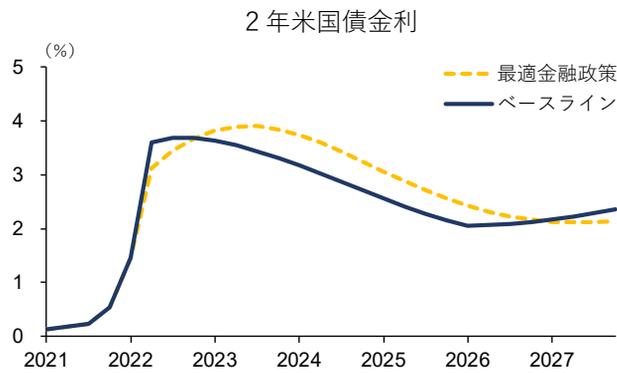
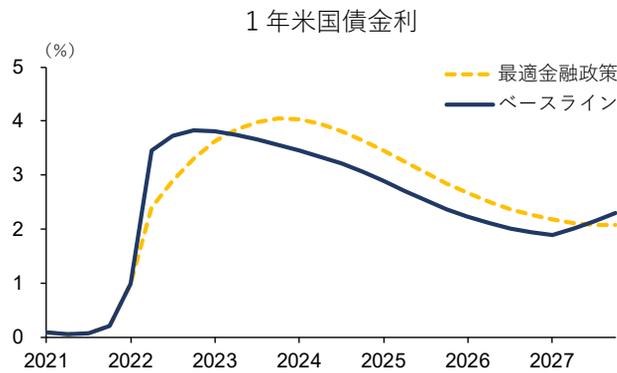
コアインフレ率 (コアPCE、前年比)



2. 最適金融政策下での米国経済予測

図表 8-1：ベースラインと比べて、最適政策下では金利（1年物）は上昇が緩やかになり、2023年末以降はより高いレベルで推移。金利（2年物、3年物）は2023年以降にベースラインよりも高いレベルで推移。

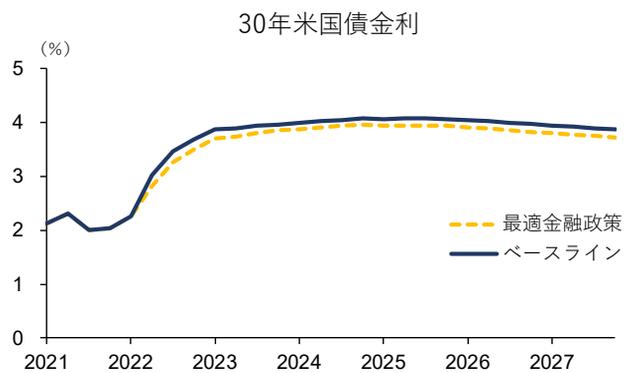
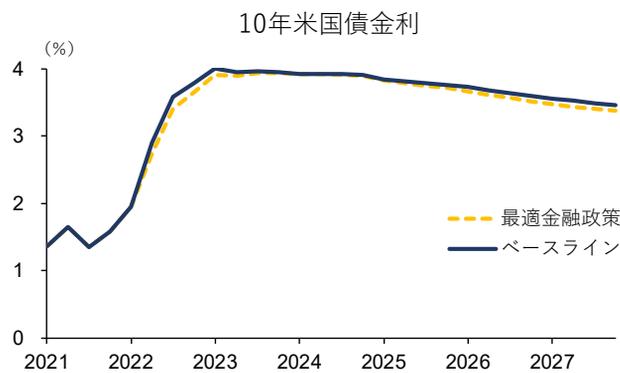
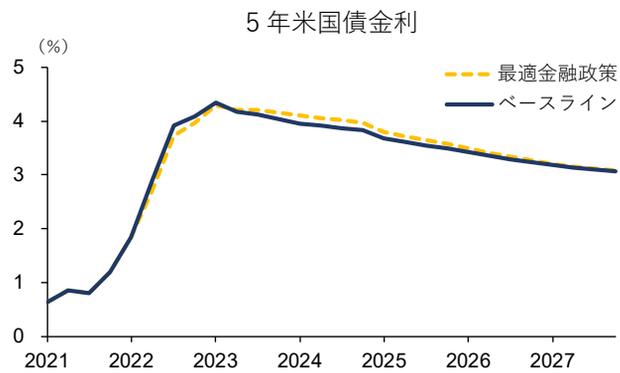
(図表 8-1) 金利（1～3年物）



2. 最適金融政策下での米国経済予測

図表 8 - 2 : 図表 7 で示されたとおり、最適政策下でのFF金利は短期的には緩やかに上昇する一方、中長期的にはより高いレベルで推移する。これらの影響が相殺し合い、中長期金利のパスはベースラインとさほど変わらない。

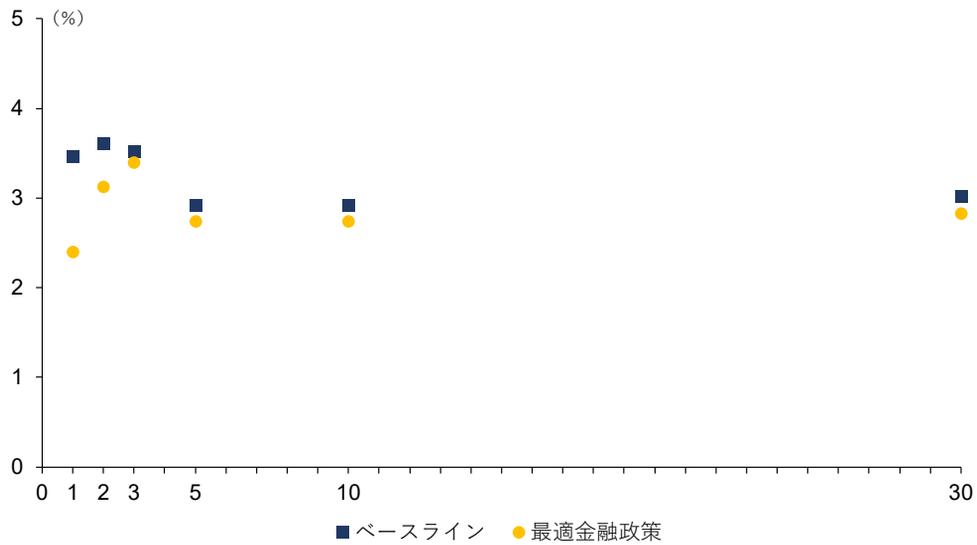
(図表 8 - 2) 金利 (中長期金利)



2. 最適金融政策下での米国経済予測

図表9：ベースラインと比較して、イールドカーブは1～2年の年限ではやや大きく、3年以上の年限では小幅に下方シフト。

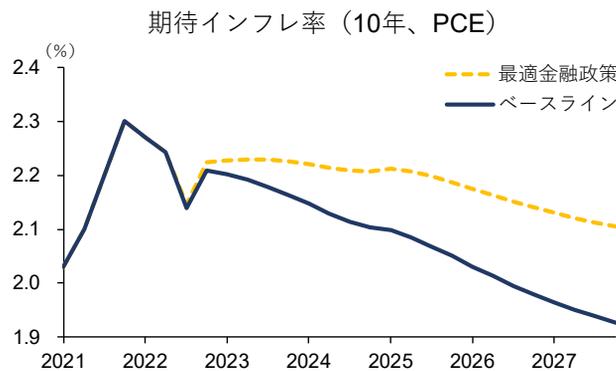
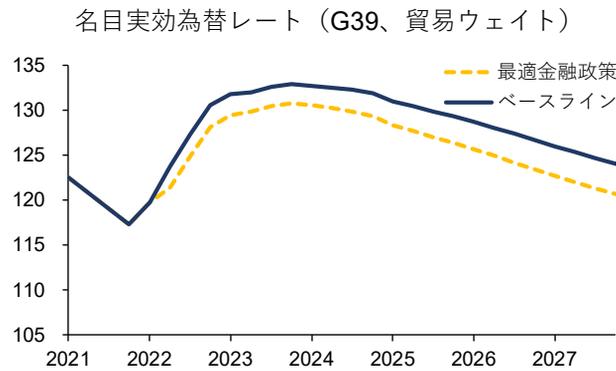
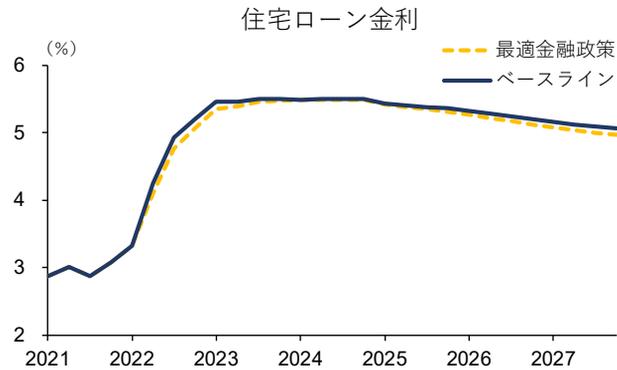
(図表9) イールドカーブ (2022Q2時点)



2. 最適金融政策下での米国経済予測

図表10-1：住宅ローン金利のパスはベースラインとさほど変わらない。為替レートのパスは通貨安方向にシフト。期待インフレ率はより緩やかに低下する。

(図表10-1) 住宅ローン金利、為替レート、期待インフレ率

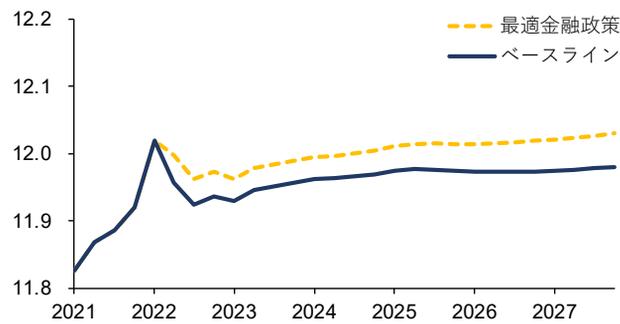


2. 最適金融政策下での米国経済予測

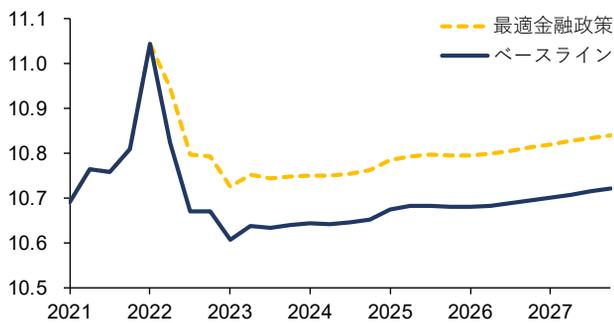
図表10-2：ベースラインと比べて、株価の下落幅が小さくなることから、家計純資産の減少幅も小さくなる。

(図表10-2) 家計純資産

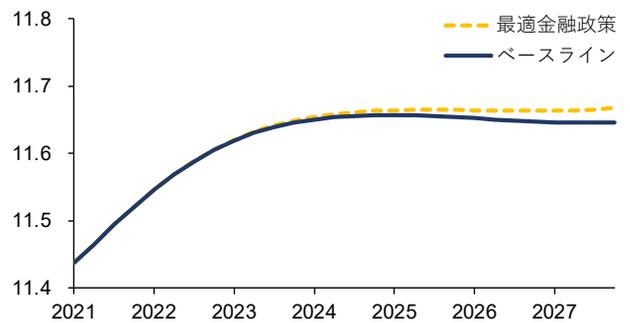
家計純資産（合計、対数値）



家計純資産（株式、対数値）



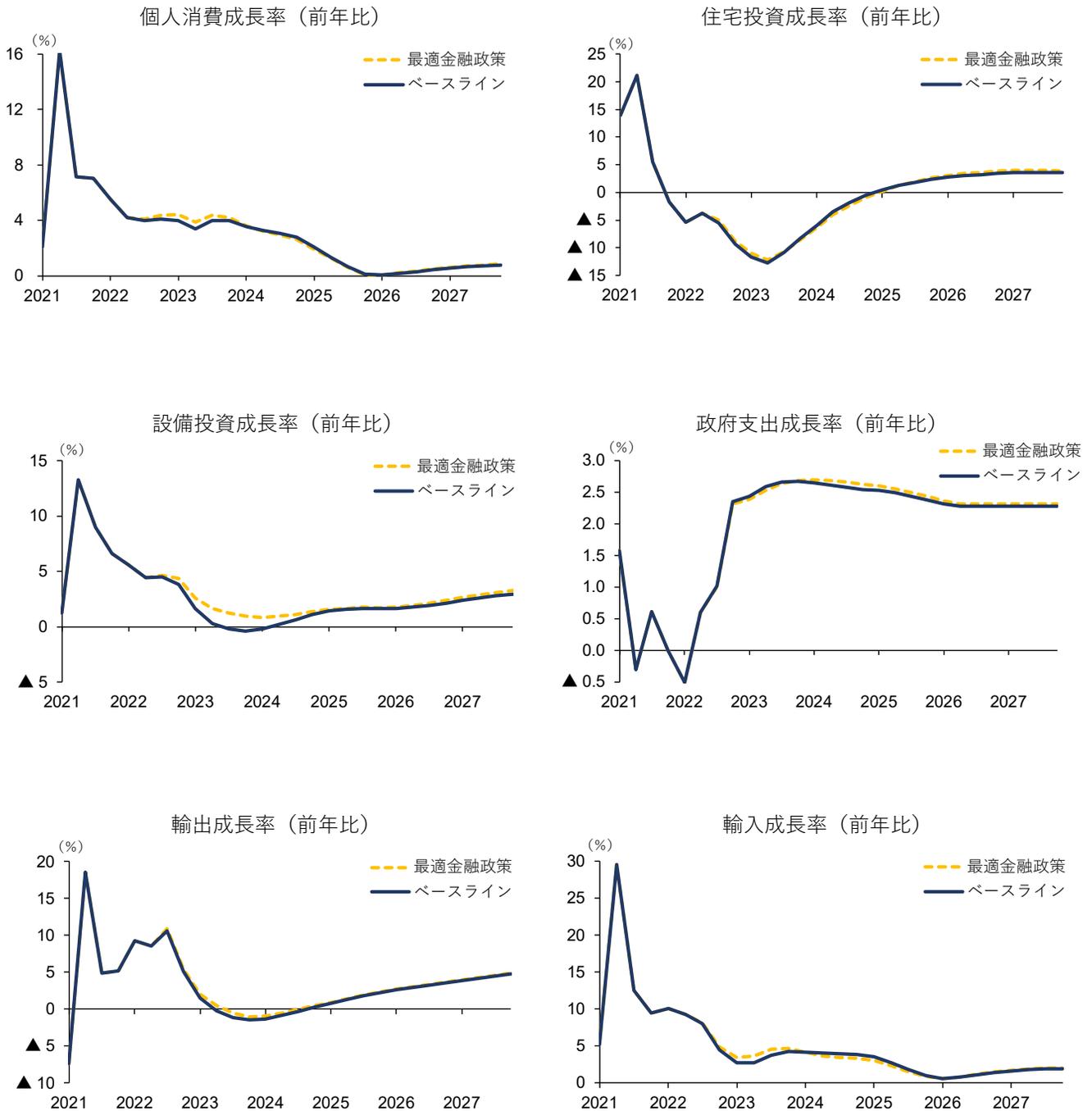
家計純資産（非株式、対数値）



2. 最適金融政策下での米国経済予測

図表11：ベースラインと比べて、設備投資のパスはやや上方にシフトするものの、その他のパスへの影響は限定的。

(図表11) GDPコンポーネント



『SEPアップデート』のご紹介

- FRBは、FOMCメンバーによる先行き3年間の主要マクロ経済変数の予測値を「Summary of Economic Projections（以下、SEP）」として、四半期に1度の頻度で公表しています。SEPは今後の米国の金融政策を占う上で重要な判断材料であり、市場参加者から大きな注目を集めています。
- SEPで公表されるのは、GDP成長率・失業率・インフレ率・コアインフレ率・FFレートの5変数についてのみです。また、暦年ベースの予測値とそれらの長期的水準の想定値のみしか提示されません。しかしながら、市場参加者は上記5変数以外のマクロ経済変数の予測値、そしてそれら各変数の四半期毎の変動やSEPの予測期間以降の動きについても、強い関心を持っていると考えられます。
- 『SEPアップデート』は、こうした市場参加者の関心に応えるべく、FRBが政策分析で多用するFRB/USモデルというマクロモデルの公開バージョンを用い、様々なマクロ経済変数について、SEPと統合的な予測パスを提供します。
- 本資料は秋以降有償で販売する予定です。 <https://utecon.net/dataproduct/>
- 弊社では本プロダクトとその関連分野に関するコンサルティングも提供しております。
- 分析のカスタマイズも可能です。
 - 貴社が想定しているシナリオに沿った分析
 - 他年限の金利パスの試算
 - 別の金融政策ルールに基づいた・別の長期経済仮定に基づく試算 など
- ご関心のある方はinfo@utecon.netまでご連絡ください。

- 本資料に掲載された情報は、信頼できると思われる情報源から、本資料の作成時点までに入手された各種情報・データに基づくものですが、その正確性、適時性及び完全性に関して、東京大学エコノミックコンサルティング（以下、弊社）は、一切の責任を負うものではありません。
- 弊社は、本資料にコンピュータウイルスその他有害なプログラムが含まれないことを保証するものではありません。
- 本資料の利用によって生じたあらゆる損失または損害（直接的・間接的な損害を含みます）については、その内容・態様を問わず、弊社は、一切の責任を負うものではありません。
- 本資料のいかなる部分についても、一切の権利は、弊社に帰属しており、方法の如何、有償無償を問わず、無断で第三者へ複製物を提供、頒布したり、送信（インターネット上へのアップロードを含みます）等を行ったりしないようお願いいたします。