



CQM(超短期経済予測モデル)

熊坂侑三 (APIR リサーチリーダー, ITエコノミーCEO)
内容に関するお問い合わせは下記まで
e-mail:kumasaka@iteconomy.com

米国経済(月次)予測(2013年12月)

ポイント

●成長率・インフレ予測の動態

▶1月3日の週において CQM は 2013Q3(7-9月期)GDP (確報値)、11月の建設支出、耐久財出荷 (速報値)、個人所得・消費支出、自動車在庫を更新した。

▶これまで低い成長率を示していた支出サイドからの実質 GDP 伸び率 (10-12月期) が 2%程度にまで上方修正された (図表 1)。しかし、その他の実質アグリゲート指標をみると、景気は 11 月半ばから拡大基調になっており、経済スピードは今では 2.6%~3.6%とかなり高くなっている (図表 2)。

▶米景気は堅調に拡大している。

▶図表にはないが、CQM 予測によるヘッドラインインフレ率は今期 (10 月-12 月期)、来期においてそれぞれ 0.4%、1.3%となっており、連銀の目標値よりかなり低い、現実的には受け入れられる水準である。

●Fed's economists have already painted themselves into a corner

▶9月と12月のFOMCにおける景気見通しに大きな差がないにもかかわらず、連銀は12月のFOMCミーティングにおいて100億ドルの資産購入の縮小を決定した。連銀の出口戦略への焦りとも考えられる。

▶連銀の描いている出口戦略のシナリオでは、2014年内に資産購入を終え、2015年には政策金利を引き始める。2016年には超ハト派連銀エコノミストもゼロ金利からの脱出を想定している。

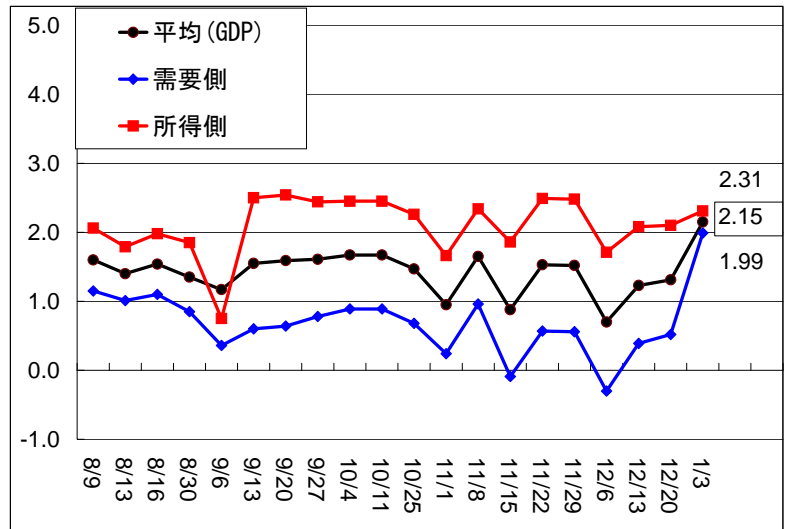
▶長期の経済動向として、連銀は5.5%程度の失業率、2%丁度のインフレ率、4%程度の政策金利を描いている。しかし、何故か2.2%~2.4%のModerateな経済成長率が描かれている。

▶日米の金融当局は2%インフレの達成が万能薬であるかのように固執している。

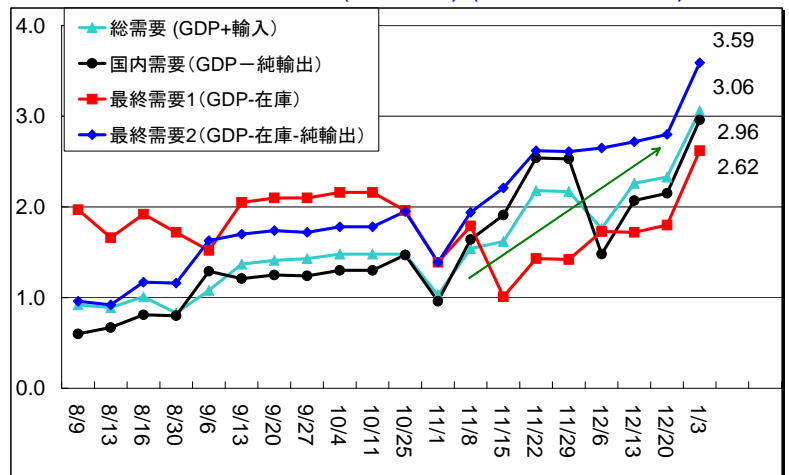
▶ダラス連銀のFisher総裁はこれまでの異常な金融緩和政策の結果、連銀が出口戦略を始めるのに非常に難しい状況を作り出してしまったと懸念している。

▶Fisher総裁はこれまでに米国の銀行システムに積みあがった過剰準備はインフレ加速化の“着火剤”になるとみており、今後の金融正常化への計画をこれまでに試したことがない“理論上の出口戦略”に基づいてると言う。

図表 1: CQM 予測の動態 : 実質 GDP
2013年10-12月 (2013Q4) (% , 前期比年率換算)



図表 2: CQM 予測の動態 : 実質アグリゲート指標
2013年10-12月 (2013Q4) (% , 前期比年率)



Fed's economists have already painted themselves into a corner

ダラス連銀の Richard Fisher 総裁は年末のあるインタビューで次のように言っている: "I worry about the fact that we've already painted ourselves into a corner that's going to be very hard to get out of." 彼は、これまでの異常な金融緩和策から正常な金融政策への転換をこれまで試したことの無い "theoretical exit strategy" に依存していると懸念している。5 年にもわたる異常な金融緩和策を維持しながらも未だ連銀の 6.5% の失業率と 2% インフレの 2 つの目標が達成できず、一方では連銀のバランスシートが 4 兆ドルにまで拡大しているのだから、Fisher 総裁の懸念を理解することができる。このことは、9 月の FOMC において、経済がまだ十分に強くないと言って延期した資産購入の縮小を 12 月の FOMC において行ったことから、連銀の焦りのようなものを感じる。

表 1: 連銀エコノミストの景気見通しの比較 (%)
9 月 FOMC vs. 12 月 FOMC

	2013	2014	2015	2016	長期
実質 GDP	2.2~2.3	2.8~3.2	3.0~3.4	2.5~3.2	2.2~2.4
9 月予測	2.2~2.3	2.9~3.1	3.0~3.5	2.5~3.3	2.2~2.5
失業率	7.0~7.1	6.3~6.6	5.8~6.1	5.3~5.8	5.2~5.8
9 月予測	7.0~7.3	6.4~6.8	5.9~6.2	5.4~5.9	5.2~5.8
PCE インフレ	0.9~1.0	1.4~1.6	1.5~2.0	1.7~2.0	2.0
9 月予測	1.1~1.2	1.3~1.8	1.6~2.0	1.8~2.0	2.0
コア PCE	1.1~1.2	1.4~1.6	1.6~2.0	1.8~2.0	
9 月予測	1.2~1.3	1.5~1.7	1.7~2.0	1.9~2.0	

出所: Economic Projections of Federal Reserve Board Members and Federal Reserve Bank Presidents, December 2013

表 1 にみる様に、9 月と 12 月の FOMC における経済見通しにはほとんど変化はない。にもかかわらず、12 月の FOMC ミーティングにおいて毎月 850 億ドルの資産購入を 100 億ドル減少し、毎月 750 億ドルへと決定した背景には、市場が期待していた 9 月の FOMC での資産購入の縮小を延期した失敗を取り戻す意図があったと思われる。もしも、12 月の FOMC において連銀が 6.5% の失業率、2% のインフレに拘り、資産購入の縮小を再び見送れば、出口戦略のきっかけさえ見出すのが難しくなったであろう。

表 1、2 から連銀の出口戦略へのシナリオ (theoretical exit strategy) が推察できる。連銀は 2014 年は資産購入の縮小を続けながら、金融緩和を維持しこれまでの 2% 程度の Moderate growth から雇用拡大をもたらす 3% 成長を実現させる。その結果失業率は 6.5% の目標に達するようになる。一方、インフレ率が未だ 1.5% 程度と目標の 2% に達していないことから、政策金利 (フェデラルファンドレート目標値) の引き上げは行わない。表 2 にみるように、17 人の連銀エコノミストのうち 15 人が政策金利の引き上げを想定していない。

表 2: フェデラルファンドレートの目標値の引き上げ時期と幅 (%)

	2013	2014	2015	2016	Longer Run
0.25%	17	15	3		
0.50%			3	1	
0.75%		1	4		
1.00%			2	1	
1.25%		1	1	1	
1.50%			1	2	
1.75%				4	
2.00%			1	1	
2.25%					
2.50%				2	
2.75%			1	1	
3.00%				1	
3.25%			1	1	
3.50%					4
3.75%					2
4.00%				1	9
4.25%				1	2

出所: 2013 年 12 月 FOMC 資料の Appropriate pace of policy firming から作成

2014 年において、まだ 2% インフレの目標が達成されていないことから 2015 年にも異常な金融緩和策が維持される。その結果、経済成長率は 3% を超えるようになり、失業率も 6% 以下になる。そして、インフレ率が目標の 2% に達するようになることから、政策金利の引き上げ、すなわち本格的な出口戦略が始まる。2015 年にもゼロ金利政策を唱えているのは超ハト派の 3 人の連銀エコノミストだけとなる (表 2)。

経済政策者は目標とする経済状況を達成するために経済政策を施すのであるから、連銀の描く 2014-2016 年のシナリオの成功の確率は小さくとも否定はできない。しかも、彼らの問題は長期 (steady-state) のシナリオである。連銀は十分な雇用を創出するために、2% 程度の moderate growth に満足せず、spur growth と言い 3% を超える経済成長率を目標としてきた。表 1 にみるように、長期予測では連銀の目標である失業率は 5.5% にまで低下し、超ハト派連銀エコノミストの目標値までも達成し、インフレ率も正確に 2% がピンポイントで想定されている (何故か 2% インフレ率の達成が日米金融政策者にとって万能薬のように思われている?)。しかし、何故長期の経済成長率を 2.2%~2.4% と moderate growth に想定しているのであろうか? 長期経済成長率が 4%~5% でなければ、一貫性がとれないのである。まして、表 2 にみるように連銀エコノミストが想定している政策金利はほぼ 4% である。インフレ率が 2% であれば、長期金利は 6% 程度と想定できる。長期の経済均衡を考えた時、連銀の想定している経済成長率と金利の水準には一貫性がとれていない。長期金利が上昇し始めれば、連銀は膨大なキャピタルロスから国庫納付金も納められなくなり、政治的にも問題が生じる。次期連銀総裁にとって、今年からまさに "theoretical exit strategy" への挑戦が始まる。

12月の主要経済指標

1/3:

自動車販売(12月: 15.4 mil., 11月: 16.4 mil.)
在庫: (11月: 1.175 mil., 10月: 1.169 mil.)

1/2:

失業保険新規申請件数 (12/28, 339,000)
NYC 経済活動調査 (12月: 615.4, 11月: 608.5)
建設支出 (11月: 1.0%)
民間住宅: 1.9%
民間非住宅: 2.7%
公的: -1.8%

ISM 製造業指数(12月: 57.0, 11月: 57.3, 10月: 56.4)

12/31:

ISM-シカゴ連銀 (12月: 59.1, 11月: 63.0, 10月: 65.9)
コンファレンスボード消費者コンフィデンス
総合: 12月: 78.1, 11月: 72.0, 10月: 72.4, 9月: 80.2
現在: 12月: 76.2, 11月: 73.5, 10月: 72.6, 9月: 73.5
期待: 12月: 79.4, 11月: 71.1, 10月: 72.2, 9月: 84.7

12/30:

テキサス製造業調査 (12月: 3.1, 11月: 1.9, 10月: 3.6)
農産物価格: (12月: -2.2%, 11月: -2.6%)

12/24:

耐久財受注 (速報値) (11月)
新規受注: -6.3%
出荷: -3.5%
コンピューター・電子製品: 1.6%
輸送機器: 2.0%
非軍事資本財 (航空機を除く): 1.3%
受注残高: 1.0%
在庫: 0.3% :

新築住宅販売件数 (11月: 0.464 mil., -2.1%)
リッチモンド連銀製造業調査 (12月: 13, 11月: 13)

12/20:

カンザス・シティー連銀製造業調査: 12月: -3, 11月: 7
GDP (2013Q3: 確報値)
実質: 4.13%
名目: 6.19%
インプリシット価格デフレーター: 1.97%

12/19:

中古住宅販売件数 (11月: 4.90 mil., -4.3%)
フィラデルフィア連銀製造業調査: (12月: 7.5)
コンファレンスボード景気指数 (11月)
総合指数: 0.8%
一致指数: 0.4%
遅行指数: 0.0%

12/18:

住宅着工件数 (11月: 1.091 mil., 22.7%)
認可件数(11月: 1.007 mil., -3.1%)

FOMC Meeting

12/17:

消費者物価指数 (11月: 0.0%)
コア: 0.2%

NAHB 住宅市場指数 (12月: 58, 11月: 54, 10月: 54)

12/16:

工業生産指数 (11月: 1.1%, 10月: 0.1%, 9月: 0.5%)
稼働率: 11月: 79.0%, 10月: 78.2%, 9月: 78.3%
NY 製造業調査 (12月: 1.0, 11月: -2.2, 10月: 1.5)

12/13:

生産者物価指数 (11月: -0.1%)
最終財, コア: 0.1%
中間財, コア: -0.1%
原材料, コア: 1.4%

12/12:

輸入価格 (nsa): (11月: -0.6%)

輸出価格 (nsa): (11月: 0.1%)

企業在庫 (10月: 0.70%)

製造業: 0.07%

小売業: 0.79%

卸売業: 1.40%

在庫-販売比率: 1.29

小売販売 (フードサービスを含む) (11月: 0.7%)

自動車を除く: 0.4%

自動車・部品ディーラー: 1.8%

12/11:

連邦政府財政収支 (11月: -\$135.2 bn.)

歳入: \$182.5 bn.

歳出: \$317.7 bn.

12/6:

非農業雇用増 (11月: 203K)

財製造業 (44K)

サービス業 (152K)

政府 (7K)

失業率: 7.0%

平均時間当たり所得: \$24.15 (0.2%)

平均週当たり労働時間: 33.7 時間 (0.3%)

個人所得 (10月: -0.1%)

賃金・俸給: 0.1%

個人消費支出 (PCE): 0.3%

貯蓄率: 4.9%

ミシガン大学消費者センチメント

総合: 12月: 82.5, 11月: 74.1, 10月: 73.2

現在: 12月: 79.9, 11月: 88.0, 10月: 89.9

期待: 12月: 72.7, 11月: 66.8, 10月: 62.5

消費者信用増 (10月: \$18.2 bn.)

回転: \$4.3 bn.

非回転: \$13.9 bn

12/4:

貿易収支 (10月: -\$40.6 bn.)

輸出: 1.8%

輸入: 0.4%

ISM 非製造業指数: 11月: 53.9, 10月: 55.4, 9月: 54.4

新築住宅販売件数 (10月: 0.444 mil., 25.4%)

ページブック

・本レポートは執筆者が情報提供を目的として作成したものであり、当研究所の見解を示すものではありません。
・当研究所は、本レポートの正確性、完全性を保証するものではありません。また、本レポートの無断転載を禁じます。
・お問い合わせ先: 一般財団法人アジア太平洋研究所 contact@apir.or.jp 06-6485-7690