



CQM(超短期経済予測モデル)

熊坂侑三 (APIR リサーチリーダー, ITECONOMY-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(2014年5月)

ポイント

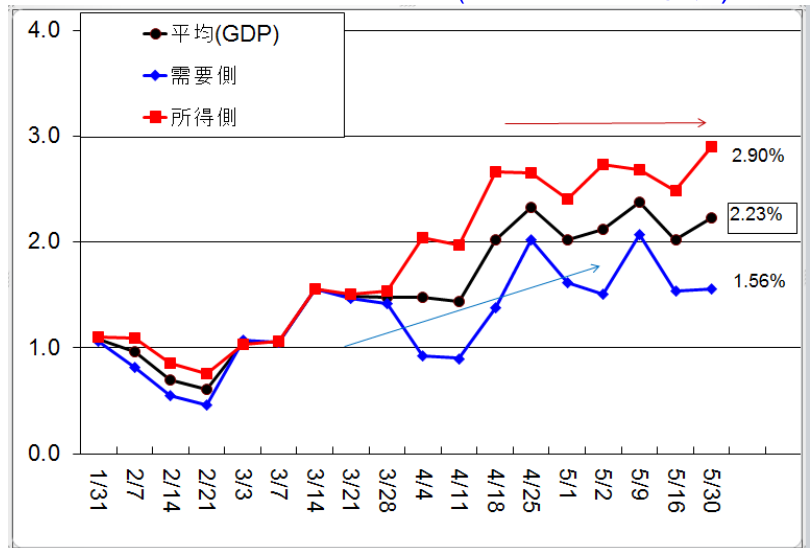
●成長率・インフレ予測の動態

- ▶2014Q1 の経済成長率が速報値の 0.11%から改定値では-0.98%へとかなり下方に修正された。
- ▶しかし、市場・連銀エコノミスト達は今期の経済成長率が 3%を超えてリバウンドすると楽観的である。株価もそれにこたえて上昇をした。
- ▶今週の CQM は実質 GDP ばかりかその他の実質アグリゲート指標でみても今期の経済成長率が 3%を超えるようなことはないと予測している (図表 1)。
- ▶更に、CQM は 4 月の景気回復のモーメントが 5 月に入り弱くなっていることを示している (図表 1)。
- ▶ヘッドラインインフレ率は今期において連銀の 2%目標に届いたと考えられる (図表 2)。
- ▶アトランタ連銀の Dennis Lockhart 総裁は完全雇用を実現するためにインフレ目標を 2%から 2.5%にまで引き上げてよいと出している。これでは、また連銀がゴールポストを動かすことになる。

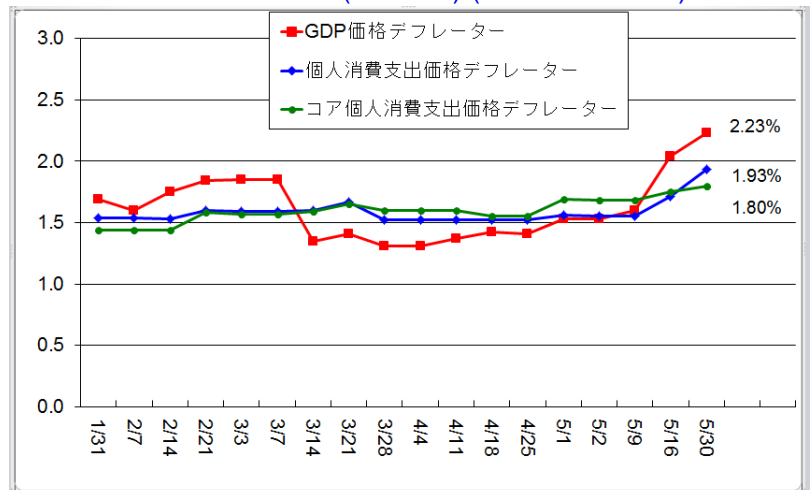
●連銀エコノミスト達の金融政策へのあまりに違いすぎる考え方が連銀の信頼性を失うことに

- ▶労働市場は順調に回復しており、ヘッドラインインフレ率も連銀の目標とする 2%にほとんど等しくなっている。連銀エコノミスト達にとって、金融政策の正常化への着手はまじかに迫っている。
- ▶しかし、Kocherlakota ミネアポリス連銀総裁はインフレを 2018 年まで心配しないでよいと言う。
- ▶金融の正常化に対して、\$4 兆ドルにまで膨らんだ連銀のバランスシートを懸念する必要のない連銀総裁として、Dudley ニューヨーク連銀総裁、Williams サンフランシスコ連銀総裁がいる。更に、バーナンキ元連銀議長は、金融正常化においてバランスシートを 10 セントさえ縮小する必要はないという。
- ▶Plosser フィラデルフィア総裁は“中央銀行には金利引き上げを長く待ち続ける"natural tendency"がある”と言い、“連銀ははじめ他の中央銀行は 2008 年の経済危機、その後の景気のスローダウンに対応するためにとった“highly interventionist”な役割に今では慣れてしまった”と懸念している。
- ▶George カンザスシティ連銀総裁、Lacker リッチモンド連銀総裁は“今の金融政策があまりにも長く維持されるならば、経済への危険がます。すなわち、連銀はより伝統的な政策に戻り、市場への介入を減らすべきである。”と言う。

図表 1: CQM 予測の動態 : 実質 GDP
2014年4-6月期 (2014Q2) (% , 前期比年率換算)



図表 2: CQM 予測の動態 : インフレーション
2014年4-6月期 (2014Q2) (% , 前期比年率)



<連銀エコノミスト達の金融政策へのあまりに違いすぎる考え方が連銀の信頼性を失うことに>

労働市場は順調に回復しており、ヘッドラインインフレ率も連銀の目標とする 2%にほとんど等しくなっている。連銀エコノミスト達にとって、金融政策の正常化への着手はまじかに迫っている。しかし、今もって連銀エコノミスト達の間では、今後の金融政策に関してかなり異なる考え方がある。5 月に行われた彼らのスピーチの中から、彼らの金融政策への考え方を見てみよう：

ミネアポリス連銀総裁: Narayana Kocherlakota:

- 連銀が求めている 2%インフレは 2018 年まで達成されないであろう。それ故、金融緩和の維持が必要。
- 景気が回復のモーメンタムを中々取り戻せないことから、インフレ率を連銀の 2%目標を超えるようにコミットメントすることによる金融緩和策への議論が必要となるかも。
- もしも連銀が物価水準を目標にするようになれば、企業は更なる金融緩和と需要増を期待するようになり、雇用と投資が増加するだろう。

[彼がかつてはタカ派のエコノミストであったとは誰も信じられないだろう。]

NY 連銀総裁: William Dudley

- 連銀は利上げ開始後も、保有する米国債やモーゲージ担保証券 (MBS) の償還資金の再投資を継続すべき。
- インフレ率は今年後半にかけて高くなるだろう。一方、連銀の 2%インフレは目標であって上限 (天井) を意味しない。

[これでは、連銀がまたゴールポストを動かしていると思われる。]

サンフランシスコ連銀総裁: John Williams

- 連銀は政策金利をゼロから引き上げた後でも、バランスシートの縮小を許すような決定は延期すべきである。
- 連銀は来年の後半まで政策金利を引き上げるべきではない。金利はその後徐々に上昇していくと予想する。
- 低金利をあまりに長く維持することのリスクは資産価格を高騰させ、投資家が過大すぎるリスクをとることに躊躇しないようになることだ。
- 連銀は金融政策を正常化する段階で、すでに作り出してしまった歪みに対して慎重になる必要がある。
- 我々は金融政策が正常化した将来においては、経済に今何が起きているかをベースにした連銀の金融政策に市場の目を向けさせるようにしたい。
- フォワードガイダンスなどによって金利政策へのコミットメントを市場に行うなどして、将来の金利動向に我々が縛られることはしたくない。
- 連銀は金融政策の正常化に向かっている。おそらく来年の何処かの時点で政策金利を引き上げる。

フィラデルフィア連銀総裁: Charles Plosser

- 銀行によって蓄積された \$2.5 兆ドルのリザーブは景気が改善する中で、銀行が急速に貸し出しを増やせばすぐにインフレの高騰を引き起こす引き金になる。

- 中央銀行には金利引き上げを長く待ち続ける "natural tendency" がある。その結果、インフレへの潜在的圧力が高まり、連銀は予想していたより早く対応をせまられたり、銀行貸し出しへの抑制をすることになる。
- 賃金上昇と強い雇用増の兆候から、政策金利が今すぐではないが、意外と早く今のゼロ金利より引き上げられる。
- 経済が拡大し、労働市場が改善しているので、もしも今の低金利政策が維持されるならば、連銀はインフレ抑制に後れをとるリスクがある。
- 連銀が超金融緩和の期間を長くした結果、インフレが加速し易くなっている。政策金利は過去 5 年間ほとんどゼロに近く、また最近の景気刺激策で連銀は \$1.4 兆ドルの資産を購入することとなった。
- 連銀はじめ他の中央銀行は 2008 年の経済危機、その後の景気のスローダウンに対応するためにとった "highly interventionist" な役割に今では慣れてしまっている。

ダラス連銀総裁: Richard Fisher

- 今の市場ではボラティリティーが小さ過ぎる。このことは、投資家が金融政策の変更と経済の変化に対してあまりにも自己満足していることを示唆している。
- 市場はいつでもオーバーシュートするものであり、危機は将来に訪れるだろう。

前連銀議長: Ben Bernanke

- 連銀は金融正常化の時がきても、その正常化のために今の \$4 兆ドルを超えるバランスシートを 10 セントすら縮小する必要はない。
- 連銀が金融を引き締める時、市場がその金融政策の変更に潜在的に反応することから事態はスムーズにはいかない。しかし、それはかなり正常なプロセスと言える。
- 連銀が異常な金融緩和政策から抜け出すとき、金融政策の正常化に伴って連銀のバランスシートが正常に戻る必要はない。膨大になったバランスシートは必要ならば長期間であってもそのまま維持されればよい。

カンザスシティ連銀総裁: Esther George とリッチモンド連銀総裁: Jeffrey Lacker

- 今の金融政策があまりにも長く維持されるならば、経済への危険がますます。すなわち、連銀はより伝統的な政策に戻り、市場への介入を減らすべきである。

セントルイス連銀総裁: James Bullard

- インフレが上昇し始めた。今の超金融緩和策を長く維持することのリスクが高まっている。

このように、連銀エコノミスト達の間には相反する金融政策への考え方があることから今後の "出口戦略" が非常に難しいことがわかる。更に、投資家が連銀エコノミスト達の相反する経済政策への考え方に困惑するようなことになれば、連銀は信頼を失うばかりか、市場や経済を害することとなる。

5月の主要経済指標

5/30:

個人所得 (4月: 0.3%)

賃金・俸給: 0.2%

個人消費支出 (PCE): -0.1%

貯蓄率: 4.0%

ミシガン大学消費者センチメント

総合: 5月: 81.9, 4月: 84.1, 3月: 80.0, 2月: 81.6

現在: 5月: 94.5, 4月: 98.7, 3月: 95.7, 2月: 95.4

期待: 5月: 73.7, 4月: 74.7, 3月: 70.0, 2月: 72.7

農産物価格: (5月: -0.9%)

5/29:

失業保険新規申請件数 (5/24, 300,000)

GDP (2014Q2:改定値)

実質: -0.98%

名目: 0.27%

インプリシット価格デフレーター: 1.27%

5/27:

耐久財受注 (4月)

新規受注: 0.8%

出荷: -0.2%

コンピューター・電子製品: 0.8%

輸送機器: -1.0%

非軍事資本財 (航空機を除く): -0.4%

受注残高: 1.0%

在庫: 0.1% :

コンファレンスボード消費者コンフィデンス

総合: 5月: 83.0, 4月: 81.7, 3月: 83.9, 2月: 78.3

現在: 5月: 80.4, 4月: 78.5, 3月: 82.5, 2月: 81.0

期待: 5月: 84.8, 4月: 83.9, 3月: 84.8, 2月: 76.5

テキサス製造業調査 (5月: 8, 4月: 11.8, 3月: 4.9)

リッチモンド連銀製造業調査 (5月: 7, 4月: 7)

5/23:

新築住宅販売件数 (4月: 0.433 mil., 6.4%)

5/22:

カンザス・シティー連銀製造業調査: 5月: 10, 4月: 7

中古住宅販売件数 (4月: 4.65 mil., 1.3%)

コンファレンスボード景気指数 (4月)

総合指数: 0.4%

一致指数: 0.1%

遅行指数: 0.2%

シカゴ連銀全米活動指数 (4月: -0.32, 3月: 0.34)

5/21:

FOMC 議事録

5/16:

住宅着工件数 (4月: 1.072 mil., 13.2%)

認可件数 (1.080 mil., 8.0%)

5/15:

消費者物価指数 (4月: 0.3%)

コア: 0.2%

工業生産指数 (4月: -0.6%, 3月: 0.9%, 2月: 1.1%)

フィラデルフィア連銀製造業調査:

(5月: 15.4, 4月: 16.6)

NY 製造業調査 (5月: 19.0, 4月: 1.3, 3月: 5.6)

NAHB 住宅市場指数 (5月: 45, 4月: 46, 3月: 46)

5/14:

生産者物価指数 (4月: 0.6%)

最終財, コア: 0.3%

中間財, コア: 0.2%

原材料, コア: 0.6%

5/13:

輸入価格 (nsa): (4月: -0.4%)

輸出価格 (nsa): (4月: -1.0%)

企業在庫 (3月: 0.37%)

製造業: 0.09%

小売業: 0.01%

卸売業: 1.09%

小売販売 (フードサービスを含む) (4月: 0.1%)

自動車を除く: 0.0%

自動車・部品ディーラー: 0.6%

5/12:

連邦政府財政収支 (4月: \$106.9 bn.)

歳入: \$414.2 bn.

歳出: \$307.4 bn.

5/9:

卸売業販売: (3月: 1.4%)

在庫: 1.1%

在庫-販売比率: 1.18

5/7:

消費者信用増 (3月: \$17.5 bn.)

回転: \$1.1 bn.

非回転: \$16.4 bn

5/6:

貿易収支 (3月: -\$40.4 bn.)

輸出: 2.1%

輸入: 1.1%

5/5:

ISM 非製造業指数: 4月: 55.2, 3月: 53.1, 2月: 51.6

5/2:

非農業雇用増 (4月: 288K)

財製造業 (53K)

サービス業 (220K)

政府 (15K)

失業率: 6.3%

平均時間当たり所得: \$24.31 (0.0%)

平均週当たり労働時間: 34.5 時間 (0.0%)

NYC 経済活動調査 (4月: 627.4, 3月: 627.1)

5/1:

自動車販売 (4月: 16.0 mil., 3月: 16.4 mil.)

在庫: (3月: 1.291 mil., 2月: 1.288 mil.,)

建設支出 (3月: 0.2%)

民間住宅: 0.8%

民間非住宅: 0.2%.

公的: -0.6%

ISM 製造業指数 (4月: 54.9, 3月: 53.7, 2月: 53.2)