



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(2015年2月)

ポイント

●成長率・インフレ予測の動態

▶今週のCQMIは1月の消費者物価(CPI)のみを更新した。エネルギーCPIが9.7%と大幅に下落したことから、CPIは0.7%低下した。コアCPIは0.2%の上昇となった。

▶CQMIは実質GDP伸び率(2015Q1)を支出サイドでは-1.47%から-0.32%へ、所得サイドでは-0.52%から0.61%へそれぞれ上方に修正した(図表1)。

▶実質GDPから今期の経済をみると悲観的になるが、GDPから在庫増、純輸出を除いた実質最終需要の伸び率は3.6%と高い(図表1)。1月の輸入統計が今後の景気判断の鍵となる。

▶ヘッドラインインフレ率はエネルギー価格の低下を反映して下降トレンドを形成している(図表2)。ヘッドラインインフレ率を前年同期比で見ると、2014Q4-2015Q2とそれぞれ1.10%、0.14%、-0.42%とCQMは予測しており、連銀の2%目標から"well below"の状況にある。

●議会証言にみるYellen連銀議長の金融政策への考え方

▶Yellenは今もって更なる労働市場の改善と2%インフレの達成のために異常な(高度な)金融緩和政策が必要と考えている。

▶上院議員のPat Toomeyは金融危機が終わった今、政策金利引き上げの時期はすでに過ぎており、家計は満足できる利子所得を得ていないとYellenを批判している。

▶Yellenは"patient"の文言によるフォワードガイダンス(FG)による金融政策に拘っている。政策金利引き上げの決定をする前にはこの文言がFOMC 声明から削除されることを彼女は示唆している。

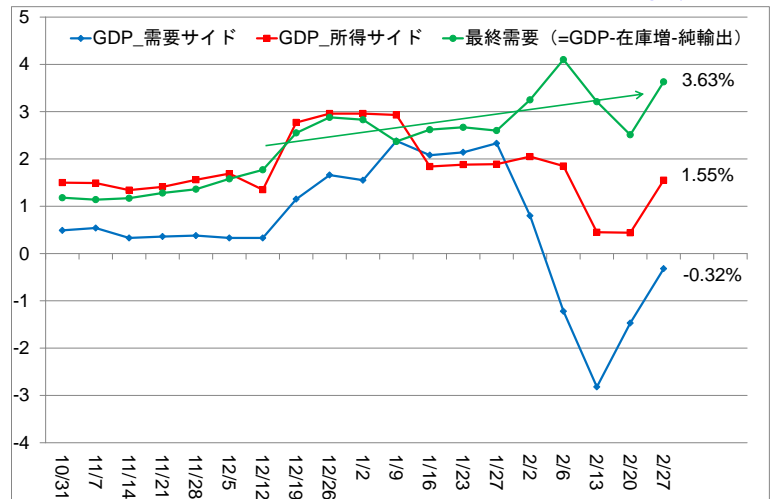
▶連銀に"patient"をもたらす主な要因はインフレ率が連銀目標の2%から"well below"なことである。

▶インフレ率が連銀の目標に達していない可能性が高い6月に政策金利を引き上げる場合を考えて、彼女はインフレが今後中期にわたって2%に向かっていくというreasonablyな確信があればと保険をかけている。

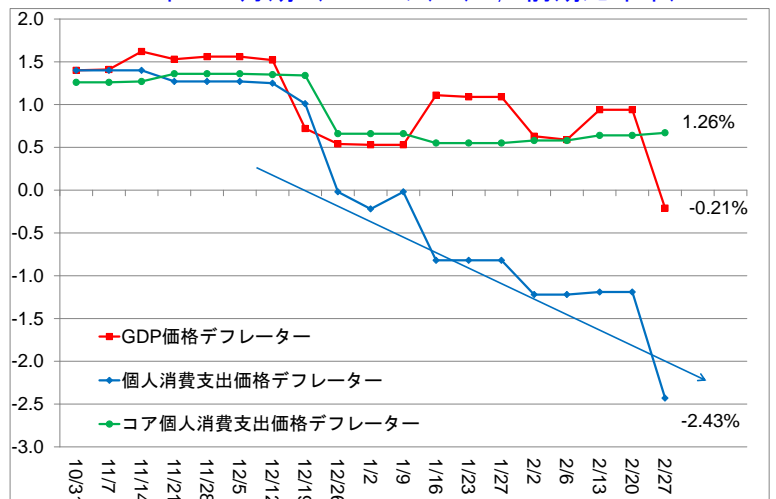
▶一体、何をして連銀がインフレが2%に戻るとreasonablyに確信できるのだろうか？

▶連銀は言葉の遊びのようなFGによる金融政策をやめ、かつてのテラールールのような政策決定ルールの導入を考えるべきである。

図表1: CQM 予測の動態: 実質 GDP と最終需要
2015年1-3月期(2015Q1)(%, 前期比年率換算)



図表2: CQM 予測の動態: インフレーション
2015年1-3月期(2015Q1)(%, 前期比年率)



議会証言にみる Yellen 連銀議長の 金融政策への考え方

Yellen 連銀議長は 24 日に上院の銀行委員会、25 日に下院のファイナンシャルサービス委員会で金融政策についての議会証言を行い、その後質疑応答を行った。これらから、彼女の金融政策への考え方をみてみよう。議会証言のポイントは以下の通り。

- 更なる労働市場の改善と中期的な 2%インフレの達成のために、連銀は異常な（高度な）金融緩和策が適切と判断をしている。
- FOMC は金融政策の見通しとフェデラルファンドレートの変更過程に関してフォワードガイダンス（FG）を行っていく。
- 政策金利を引き上げるまで連銀は“patient”であり、このことは 2%インフレの目標が今もって達成できていないことを反映している。同時に、労働市場の持続的な改善の余地が残っていることを意味している。
- “Patient”の文言から、少なくとも今後 2 つの FOMC ミーティングにおいて政策金利の引き上げが行われることはないだろう。
- 連銀が想定しているように景気が拡大していけば、連銀はある時点において政策金利の引き上げを“meeting-by-meeting basis”で考え始める。その前に“patient”の FG を変更するだろう。
- しかし、FG が変更されても、連銀が今後 2 回の FOMC ミーティング後に政策金利を必ず引き上げると解釈されるべきではないことを強調しておく。
- その代り、FG の変更によって、それ以降の FOMC ミーティングにおいて政策金利が引き上げられてもよいところまで経済環境が改善してきたと連銀が判断をしていると理解されるべきである。
- 今後更に労働市場が改善し、発表されるデータに基づいて（on the basis of incoming data）、連銀がインフレが中期的に 2%に向かっていくと reasonably に確信できる時、政策金利の引き上げが適切となる。

Yellen は今もって 2% インフレの達成に拘り、異常な金融緩和策が適切と考えている。これに対して、Pat Toomey 上院議員（R., Pa.）は“何故 2%インフレが物価安定と一貫性があるのか”と Yellen に質問し、“金融危機はすでに終わっており、金融政策の正常化の時はずでに過ぎ去っている。また、金利が低すぎて家計は貯蓄から高い利回りを得られない”と金融政策を批判している。

Yellen は（ヘッドライン）インフレ指数にはインフレ率を過大に示すバイアスがあるので、デフレリスクを避けるために 2%目標を選んでいると答えている。連銀にとっては、インフレ（デフレ）の加速化を防ぐことが重要であり、統計の不確かな過大評価（0.5% 程度と言われるが）のバイアスなどはあまり関係のないことである。

Yellen は政策金利を引き上げ始める時は、我々が景気の回復に確信し、インフレ率がその後 2%に戻ると reasonably に確信する時と言う。しかし、何をして連銀がインフレ率が 2%に戻ると reasonably に確信できるのだろうか？ 一体、誰がインフレ率が今後 2%に戻ると reasonably に確信できると言うのだろうか？ このよ

うに言わなければならないのは、もしも 6 月に政策金利を引き上げざるを得ないならば、その時のインフレ率が連銀の 2%目標を大きく下回っている可能性が非常に高いからである。

金融政策者は異常な低金利政策を長く続けても、それがいつまでも景気刺激とはならないことを理解すべきである。このことは日本経済をみれば明らかである。持続的な高成長には需要サイドばかりか所得サイドも考えなければならない。すなわち、持続的な高成長経済は正常な金融・財政政策のもとで達成される。

Yellen は今もって FG による金融政策に依存している。たった数か月前には、連銀、市場ともに“a considerable time”の文言がいつ FOMC 声明から削除されるかに焦点をあてていた。この文言が削除されてもこれまでの FG の変更と同じように金融政策には全く何も変化が生じなかったにも関わらず、今回は “patient”の文言に Yellen は拘っている。

もしも、連銀が 6 月に政策金利引き上げを開始するならば、その前の FOMC 声明において“patient”の文言を削除するだろうと“a considerable time”の時と同じことを言っている。実際に、Yellen は連銀が“patient”の文言を FOMC 声明から削除することを示唆する一方、それによって政策金利が即座に引き上げられるというものではないと保険をかけている。Yellen は上院のパネルメンバーに“金利に関する FG の変更によって、今後 2 つの FOMC ミーティングの後に連銀が政策金利を必ず引き上げると理解されるべきでないことを強調することは重要である”と述べている。“その代り、その文言の変化によって 2 つの FOMC ミーティングの後に政策金利の引き上げの可能性が議論されるようになる”と Yellen は言っている。金融政策の決定が言葉の遊びになってしまっている。

Yellen は金融政策は Data-dependent であり、FOMC ミーティング毎に決定されると言うが、実際の金融政策の決定は FG によって示される calendar-base になっている。

連銀が金融政策の変更を FG に依存する限り、連銀は市場に対して金融政策に関しての不確実性とボラティリティを増すだけである。経済予測に将来を見通すことのできるクリスタルボールなどないのだから、どんなエコノミストも FG などはできない。Yellen は政策金利の変更に必要なシンプルな基準を設けることを好んでいないが、金融政策のスタンスの基本を決定するテイラールールのような政策ルールを再び使用することを考える時期にきている（注）。

もしも、連銀が政策ルールを使うようになれば、連銀エコノミスト達は“Raising rates in June looks like the Attractive Option”とか“June rate increase is Viable Option”などのような曖昧な事を言わなくてすむようになる。彼らは、実際のところ“we don't know exactly how the economy is going to evolve between now and later this year”と正直に言っているのである。

注: Dotsey, Michael, Charles I. Plosser and Keith Sill, Special Report “Monetary Policy Report: using Rules for Benchmarking”, Federal Reserve Bank of Philadelphia December 2014

2月の主要経済指標

2/27:

GDP (2014Q4: 改定値)

実質: 2.19%

名目: 2.33%

インプリシット価格デフレーター: 0.13%

ミシガン大学消費者センチメント

総合: 2月: 95.4, 1月: 98.1, 12月: 93.6

現在: 2月: 106.9, 1月: 109.3, 12月: 104.8

期待: 2月: 88.0, 1月: 91.0, 12月: 86.4

農産物価格: (1月: -2.0%, 12月: 0.0%, 11月: 2.6%)

2/26:

失業保険新規申請件数 (2/21, 313,000)

消費者物価指数 (1月: -0.7%)

コア: 0.2%

カンザス・シティー連銀製造業調査: 2月: 2, 1月: 3

耐久財受注 (速報値、2月)

新規受注: 2.8%

出荷: -1.1%

コンピューター・電子製品: -0.7%

輸送機器: -1.7%

非軍事資本財 (航空機を除く): -0.3%

受注残高: -0.2%

在庫: 0.4% :

2/25:

新築住宅販売件数 (1月: 0.481 mil., -0.2%)

2/24:

S&P/Case-Shiller 住宅価格指数 (12月)

10 大都市総合: 4.3% (前年同月比)

20 大都市総合: 4.5% (前年同月比)

コンファレンスボード消費者コンフィデンス

総合: 2月: 96.4, 1月: 103.8, 12月: 93.1, 11月: 91.0

現在: 2月: 110.2, 1月: 112.6, 12月: 99.9, 11月: 93.7

期待: 2月: 87.2, 1月: 96.4, 12月: 88.5, 11月: 89.3

リッチモンド連銀製造業調査 (2月: 0, 1月: 6)

リッチモンド連銀サービス業調査 (2月: 18, 1月: 14)

テキサスサービス業調査 (2月: 1.7, 1月: -2.8)

2/23:

テキサス製造業調査 (2月: -11.2, 1月: -4.4, 12月: 3.5)

シカゴ連銀全米活動指数 (1月: 0.13, 12月: -0.07)

中古住宅販売件数 (1月: 4.82 mil., -4.9%)

2/19:

コンファレンスボード景気指数 (1月)

総合指数: 0.2%

一致指数: 0.2%

遅行指数: 0.3%

フィラデルフィア連銀製造業調査:

(2月: 5.2, 1月: 6.3, 12月: 24.3, 11月: 40.2, 10月: 19.0)

2/18:

工業生産指数 (1月: 0.2%, 12月: -0.3%, 11月: 1.1%)

稼働率: 1月: 79.4%, 12月: 79.4%, 11月: 79.8%

純国際資本流入 (12月)

純長期証券購入: \$35.4 bn.

米住人による純海外証券購入: \$41.2 bn.

非米住民による国内証券購入: -\$5.8 bn.

国債: -\$22.2 bn.

社債: \$7.0 bn.

機関債: \$0.0 bn.

株式: \$9.4 bn.

2/17:

NY 製造業調査 (2月: 7.8, 1月: 10.0, 12月: -1.2)

NAHB 住宅市場指数 (2月: 55, 1月: 57, 12月: 58)

2/13:

輸入価格 (nsa): (1月: -2.8%)

輸出価格 (nsa): (1月: -2.0%)

2/12:

企業在庫 (12月: 0.08%)

製造業: -0.31%

小売業: 0.52%

卸売業: 0.08%

在庫—販売比率: 1.33

小売販売 (フードサービスを含む) (1月: -0.8%)

自動車を除く: -0.9%

自動車・部品ディーラー: -0.5%

2/11:

連邦政府財政収支 (1月: -\$17.5 bn.)

歳入: \$306.7 bn.

歳出: \$324.3 bn.

2/6:

非農業雇用増 (1月: 257K)

財製造業 (58K)

サービス業 (209K)

政府 (-10K)

失業率: 5.7%

平均時間当たり所得: \$24.75 (0.5%)

平均週当たり労働時間: 34.6 時間 (0.0%)

消費者信用増 (12月: \$14.8 bn.)

回転: \$5.8 bn.

非回転: \$9.0 bn.

2/5:

貿易収支 (12月: -\$46.6 bn.)

輸出: -0.8%

輸入: 2.2%

2/4:

非製造業指数: 1月: 56.7, 12月: 56.5, 11月: 58.8

2/3:

NYC 経済活動調査 (1月: 671.1, 12月: 673.8)

自動車販売 (1月: 16.7 mil., 12月: 16.9 mil.)

在庫: (12月: 1.215 mil., 11月: 1.223 mil.)

2/2:

建設支出 (12月: 0.4%)

民間住宅: 0.3%

民間非住宅: -0.2%.

公的: 1.1%

ISM 製造業指数 (1月: 53.5, 12月: 55.1, 11月: 57.6)

個人所得 (12月: 0.3%)

賃金・俸給: 0.1%

個人消費支出 (PCE): -0.3%

貯蓄率: 4.9%

・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