



CQM(超短期経済予測モデル)

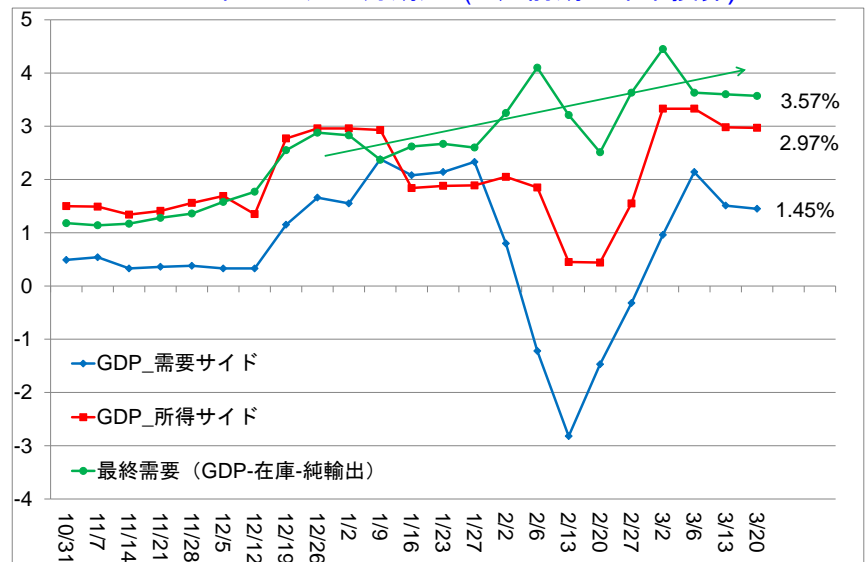
熊坂侑三 (APIR リサーチリーダー, ITエコノミーCEO)  
内容に関するお問い合わせは下記まで  
e-mail: kumasaka@iteconomy.com

# 米国経済(週次)予測(2015年3月20日)

## ポイント

- ▶ 経済 (2015Q1) を支出・所得両サイドの平均実質 GDP 伸び率でみると 2.2%とまさに連銀の言う moderate growth になる。
- ▶ しかし、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 solid paceの経済成長になっている。
- ▶ 3月18日のFOMC声明において、連銀は“patient”の文言を削除し、6月の政策金利引き上げへの可能性を高めた。
- ▶ しかし、Yellen 連銀議長は“patient”の削除が“impatient”に連銀が即なることではないと政策金利の引き上げが6月に行われない可能性もあることを示唆している。
- ▶ フォワードガイダンス (FG) による金融政策の透明性を高めることで、金融政策の有効性も高まることを連銀は目標としてきたが、実際にはその FG により連銀の手足が縛られてしまった傾向が強い。
- ▶ かつての金融当局者のように、ある程度の沈黙の維持と言葉に曖昧さを残すことが wisdom と言えるかもしれない。

CQM 予測の動態：実質 GDP と実質最終需要の成長率  
2015年 Q1 (1-3 月期) (%、前期比年率換算)



### < “patient” の文言を削除したが “impatient” になることを意味しないと主張する Yellen 連銀議長 >

今週 (3/20) の CQM は 2 月の住宅着工件数と鉱工業生産指数を更新した。CQM 予測は実質 GDP 伸び率 (2015Q1) を支出サイドでは 1.51%から 1.45%へ、所得サイドでは 2.98%から 2.97%へそれぞれ下方に修正した。両サイドからの平均実質 GDP 伸び率は 2.24%から 2.21%へ下方修正されまさに連銀の言う moderate growth となっている。しかし、GDP から在庫、純輸出を除いた実質最終需要の伸び率は 3.6%と高く、今後の持続的な高成長に期待がもてる。

3 月 18 日の FOMC 声明において、連銀は金融政策の正常化を開始するまで “patient” であるという文言を削除し、フォワードガイダンス (FG) を変更した。しかし、この FOMC 声明後のインタビューで Yellen 連銀議長は “patient” の文言の削除で連銀がすぐに “impatient” になることはないことを分けてのわからないことを言っている。それならば、わざわざ “patient” の文言に頼る FG などしなければよいのである。結局、連銀は incoming data によって金融政策を変更せざるを得ないということであり、連銀エコノミスト自身が金利引き上げをいつ、どのようなペースで始めるか確信をもっていないのである。彼らは経済がどのように進展していついっけるかを示す新しい情報を基にして金融政策の変更を行うという flexibility を確保したいだけなのである。

連銀は FG による金融政策の透明性を高めることにより、金融政策の有効性も高めることを求めてきた。しかし、FG が不完全なことから、連銀は逆に FG により自らの手足を縛ることになった。連銀は金融政策が FG の結果、カレンダーベースになってしまったり、“considerable time”、“patient”、“reasonably confident” などの文言に縛られるようになってしまった。確かに、Alan Greenspan 元連銀議長もインフレが低く、労働市場が悪化していた 2003 年には 1%の低金利政策が “considerable time” 維持されると市場に約束したことがありそれなりの成功をおさめた。しかしその後、2004 年に景気が回復し始めると、“measured pace” の FG により 2004-6 年にわたって 17 回連続して FOMC ミーティングにおいて政策金利を 0.25%ずつ引き上げざるをえなくなった。多くのエコノミストはこの FG によって金融政策の変更が決められたものになってしまい、経済動向に関する不確実性に対処できないものになったとこの FG による金融政策を失敗だったと言う。

Greenspan は 1995 年に “私は質問をうまく避ける工夫することに多くの時間を費やし、私の言うことがあまりにも明確になることを懸念してきた” と冗談半分に言っている。Stanley Fisher 副連銀議長もこの 2 月には “我々がとる必要のある全ての行動を市場に伝えることの正当な理由はない” と言っている。すなわち、正確な FG ができないことから、金融当局者にはある程度の沈黙と曖昧さを維持する Wisdom が必要なのである。

- ・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](mailto:contact@apir.or.jp) 06-6485-7690