



CQM(超短期経済予測モデル)

# 米国経済(月次)予測(2012年9月)

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

## ポイント

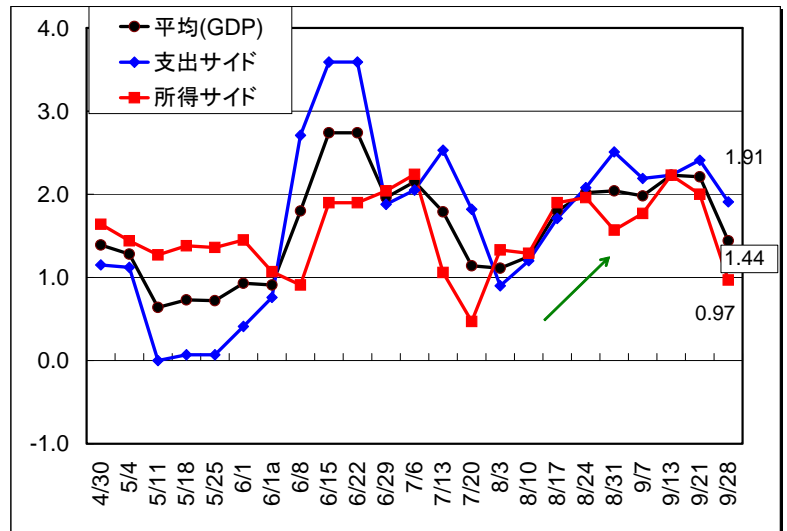
### ●成長率・インフレ予測の動態

- ▶9月28日のCQM予測は4-6月期GDPの確報値とそれに対応する8月までの個人所得/消費支出のみを更新した。
- ▶支出サイドからの実質GDP伸び率(2012年第3四半期)は前週の2.41%から1.91%へ、所得サイドの実質GDP伸び率は2.00%から0.97%へとそれぞれ大幅に下方修正された(図表1)。
- ▶支出・所得の両サイドからの平均実質GDP伸び率も2.21%から1.44%へと下方修正された(図表1)。
- ▶インフレ率がかなり上方に修正された。ヘッドラインインフレ率は7-9月期、10-12月期とそれぞれ1.55%(図表2)、2.94%と予測されている。
- ▶現在の経済状況は1.5%の経済成長率、3%のインフレ期待と考えられる。この経済状況下では、10月のFOMCミーティングでの金融政策の決め方が難しくなる。

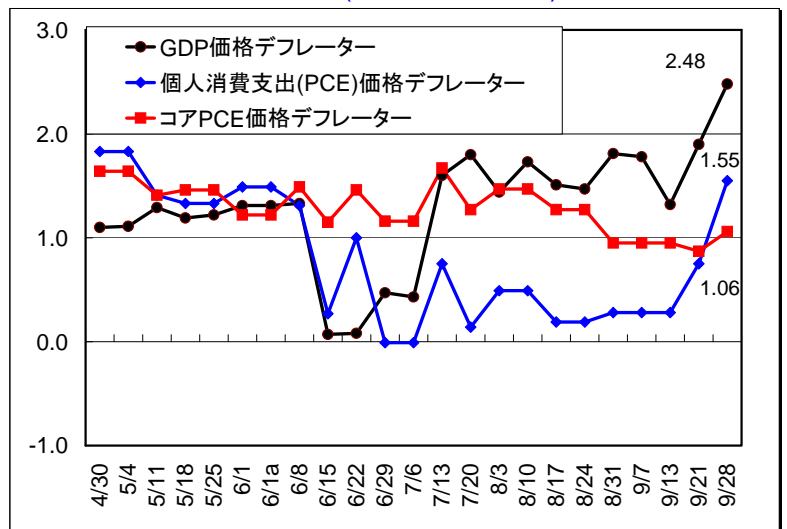
### ●地域連銀総裁たちの金融政策へのあまりに異なる考え方。誰が最も好ましい?

- ▶9月12,13日のFOMCミーティングでQE3などの更なる金融緩和策の導入が決定された。しかし、その後も連銀総裁達から様々な意見が述べられている。
- ▶ハト派エコノミストにしても、労働市場の"substantial"な改善として、失業率を5.5%程度まで低下させようとする考え方、あるいは毎月の雇用増を200,000~250,000にまで促進する考え方がある。
- ▶Bullard セントルイス連銀総裁は金融政策の限界を暗示し、Reinhart-Rogoff 効果(政府累積債務残高-GDP比率が90%以上になると、実質GDP成長率の中央値が60%-90%のグループに比べて1%以上低下する)を無視してはいけないと言う。
- ▶どの連銀総裁の考え方が正しいかは時間を待つしかない。しかし、金融政策の限界を唱え、金融政策をカレンダーで拘束することに反対し、連銀のバランスシートの拡大から出口戦略がますます困難になっていることを指摘するPlosser総裁が、もっとも好ましいと思われる。

図表1: CQM 予測の動態: 実質 GDP 成長率  
2012Q3 (% , 前期比年率換算)



図表2: CQM 予測の動態: インフレーション  
2012Q3 (% , 前期比年率)



## ＜地域連銀総裁たちの金融政策へのあまりに異なる考え方。誰が最も好ましい？＞

9月12-13日のFOMCミーティングにおいて、更なる金融緩和政策が導入された。1つはQE3と呼ばれる期限を限らず毎月400億ドルの住宅ローン担保証券(MBS)を追加購入すること。2つ目はゼロ政策金利を少なくとも2015年半ばまで続けるというものである。この考え方はインフレ期待が抑えられている間は失業率を"substantially"に低下するまで金融緩和を行い、景気が強くなってもしばらくの間は金融緩和を維持するというものである。

これらはいわゆる連銀ハト派と呼ばれるエコノミストの典型的な考え方である。しかし、このFOMC声明が発表された後も、各地域連銀総裁たちがそれぞれの考え方を述べているのでそれを見てみよう。

### ●アトランタ連銀 Dennis Lockhart 総裁

「スローな経済回復、停滞した労働市場という環境の中で、更なる金融緩和によって一層の雇用拡大が可能」と彼は信じている。(構造的な失業がないと信じているのだろう。)

### ●ミネアポリス連銀 Narayana Kocherlakota 総裁

タカ派に近い彼が幾分変わった。「インフレ率が2.25%以下にとどまるならば、失業率が5.5%近くの正常な水準になるまでの金融緩和」を認めるようになった。(Lockhart 総裁よりもはっきりと、自然失業率の数値を5.5%と言っている。)

### ●ニューヨーク連銀 William Dudley 総裁

「泥沼に入った車を押し出しても、その後動き出すまで更に車を後押しする必要がある」と言い、景気が強くなってもしばらくの間は金融緩和を維持する政策を彼は主張。(一見、説得力がありそうだが、経済が車ではないことを忘れている。)

### ●シカゴ連銀 Charles Evans 総裁

「今の連銀は労働市場の改善を求めており、毎月200,000~250,000の雇用創出」を彼は唱えている。(彼の言うsubstantialな雇用改善とは、この水準の雇用創出であろう。通常、125,000の雇用創出で失業率が悪化も改善もしないと考えられている。)

### ●サンフランシスコ連銀 John Williams 総裁

「長期債の購入を2014年以前に連銀は止めるだろう」と彼は予測する。(最近のサンフランシスコ連銀のワーキングペーパーにより、経済の不確実性により失業率が少なくとも1%は高くなっているという実証分析がなされていることから、金融政策に多くを依存することを避けているのだろう。)

### ●フィラデルフィア連銀 Charles Plosser 総裁

「今の経済環境において、これ以上の金融緩和は適切でもなく、経済に有効に働かない」と更なる金融緩和に断固反対を続けている。(彼は金融政策に限界効用の逡減を考えている。)

### ●セントルイス連銀 James Bullard 総裁

「Reinhart-Rogoff効果を考えずに名目GDPを目標にする金融政策はとんでもないことになるだろう」と言う。(彼は、債務残高-GDP比率が高くなっている今、景気回復に関して金融政策ばかりか財政政策の必要性も主張している。)

### ●クリーブランド連銀 Sandra Planalto 総裁

「連銀はインフレ、インフレ期待の抑制に厳しくあるべきで、物価安定を少しでも脅かす芽があればそれを摘み取るべき」と彼女は主張する。(ある意味では当然のことであるが、彼女の従来のハト派的な考え方が少し変化したとように思われる。)

### ●ボストン連銀 Eric Rosengren 総裁

「今回のQE3などの更なる金融緩和政策の導入は一層の景気回復をサポートし、より早く完全雇用の状態に戻す」と彼は言う。(彼はインフレを全く懸念せず、一層の金融緩和策を更に続けるべきと強硬なハト派意見を展開している。)

### ●ダラス連銀 Richard Fisher 総裁

「今回のQE3などの更なる金融緩和政策が非常に効果的とは思われない」とPlosser総裁と同じような意見である。

### ●リッチモンド連銀 Jeffrey Lacker 総裁

「更なる金融政策が今後目に見えた景気回復の改善をもたらすとは思われない。仮にあったとしても、好ましくないインフレの加速化をもたらすだろう」と彼はタカ派としての立場を取っている。

### ●Ben Bernanke 連銀総裁

「今回の更なる金融政策は雇用を創出し、失業率を下げるに十分な景気回復を促進するものである」と彼はやはりハト派である。

誰の意見が正しいかは時間を待つしかない。しかし、金融政策の限界を唱え、金融政策をカレンダーで拘束することに反対し、連銀のバランスシートの拡大から出口戦略がますます困難になっていることを指摘するPlosser総裁が、もっとも好ましく思われる(詳しくはPlosser総裁の"Economic Outlook and Monetary Policy(9/25)"を参考。)

## 9月の主要経済指標

9/28:

個人所得 (8月: 0.1%)

賃金・俸給: 0.1%

個人消費支出 (PCE) : 0.5%

貯蓄率 : 3.7%

ISM-シカゴ連銀 (9月: 49.7, 8月: 53.0, 7月: 53.7)

9/27:

新規申請件数 (9/22, 359,000)

GDP (2012Q2: 確定値)

実質: 1.25%

名目: 2.80%

インプリシット価格デフレーター: 1.53%

工場受注 (8月)

新規受注: -13.2%

出荷: -3.0%

コンピューター・電子製品: -4.0%

輸送機器: -7.9%

非軍事資本財 (航空機を除く) : -0.9%

受注残高: -1.7%

在庫: 0.6%

農産物価格: (9月: 3.6%, 8月: 1.6%, 7月: 4.4%)

カンザス・シティー連銀製造業調査: 9月: 2, 8月: 8

9/26:

新築住宅販売 (8月: 0.373 mil., -0.3%)

9/25:

コンファレンスボード消費者コンフィデンス

総合: 9月: 70.3, 8月: 61.3, 7月: 65.4

現在: 9月: 50.2, 8月: 46.5, 7月: 45.9

期待: 9月: 83.7, 8月: 71.7, 7月: 78.4

リッチモンド連銀製造業調査: 9月: 4, 8月: -9.0

9/24:

シカゴ連銀全米活動指数: 8月: -0.87, 7月: -0.12

テキサス製造業調査: 9月: -0.9, 8月: -1.6, 7月: -13.2

9/20:

フィラデルフィア連銀製造業調査 (9月: -1.9, 8月: -7.1)

コンファレンスボード景気指数 (8月)

総合指数: -0.1%

一致指数: 0.1%

遅行指数: 0.2%

9/19:

中古住宅販売 (8月: 4.82 mil., 7.8%)

住宅着工件数 (8月: 0.750 mil., 2.3%)

住宅認可件数 (8月: 0.803 mil., -1.0%)

9/18:

NAHB住宅市場指数 (9月: 40, 8月: 37, 7月: 35)

9/17:

ニューヨーク連銀製造業調査 (9月: -10.4, 8月: -5.8)

9/14:

小売販売(フードサービスを含む) (8月: 0.9%)

自動車を除く: 0.8%

企業在庫 (7月: 0.75%)

製造業: 0.51%

小売業: 1.12%

卸売業: 0.68%

在庫-販売比率: 1.28

消費者物価指数 (8月: 0.6%), コア: 0.1%

工業生産指数 (8月: -1.2%, 7月: 0.5%, 6月: 0.1%),

稼働率: 8月: 78.2%, 7月: 79.2%, 6月: 78.9%

9/13:

生産者物価指数 (8月: 1.7%)

最終財, コア: 0.2%

中間財, コア: -0.2%

原材料, コア: 2.2%

連邦政府財政収支 (8月: -\$190.5 bn.)

歳入: \$178.9 bn.

歳出: \$369.4 bn.

FOMC ミーティング

9/12:

輸入価格 (nsa): (8月: 0.7%)

輸出価格 (nsa): (8月: 0.9%)

卸売業販売: (7月: -0.1%)

在庫: 0.7%

在庫-販売比率: 1.2

FOMC ミーティング

9/11:

貿易収支 (7月: -\$42.0 bn.)

輸出: -1.0%

輸入: -0.8%

9/10:

消費者信用増 (7月: -\$3.3 bn.)

回転: -\$4.8 bn.

非回転: \$1.5 bn.

9/7:

非農業雇用増 (8月: 96K)

財製造業 (-16K)

サービス業 (119K)

政府 (-7K)

失業率: 8.1%

平均時間当たり所得: \$23.52 (0.0%)

平均週当たり労働時間: 34.4 時間

9/6:

ISM 非製造業指数: 8月: 57.7, 7月: 52.6, 6月: 52.1

9/5:

ISM-NYC レポート: 8月: 560.5, 7月: 559.8

9/4:

建設支出 (7月: -0.9%)

民間住宅: -1.2%

民間非住宅: -1.6%

公的: -0.4%

ISM 製造業指数 (8月: 49.6, 7月: 49.8, 6月: 49.7)

自動車販売 (8月: 14.5 mil., 7月: 14.1 mil.)

・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) 06-6441-0550