



CQM(超短期経済予測モデル)

# 米国経済(月次)予測(2013年7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

▶今週のCQMが2013年4-6月期のGDPの最終予測となる。CQMは、この期の実質GDP伸び率(速報値)を支出サイドからの予測値の2%程度になると予想している(図表1)。これは市場のコンセンサスの1%程度に比べてかなり高い。

▶しかし、4-6月期の雇用増が約600,000であることを考えると、1%の経済成長率というのは低すぎる。

▶4-6月期のヘッドラインインフレ率はマイナスになる可能性があるが(図表2)、7-9月期には1.85%とCQMは予測しており、インフレデフレの懸念はない。

▶今回の7月のGDP発表において、BEAはNIPAの包括的改定を行うことから、GDP統計が過去に遡って大きく改定される可能性が高い。この改定により、GDPが約3%拡大するという試算もでている。

### ●議会証言にみるバーナンキ連銀議長の描く出口戦略へのシナリオ

▶バーナンキ連銀議長は7月17日の金融政策に関する議会証言で、“a highly accommodative monetary policy will remain appropriate for the foreseeable future.”と言ひ、9月のFOMCミーティングでの資産購入の縮小を決定するという市場の噂を否定した。

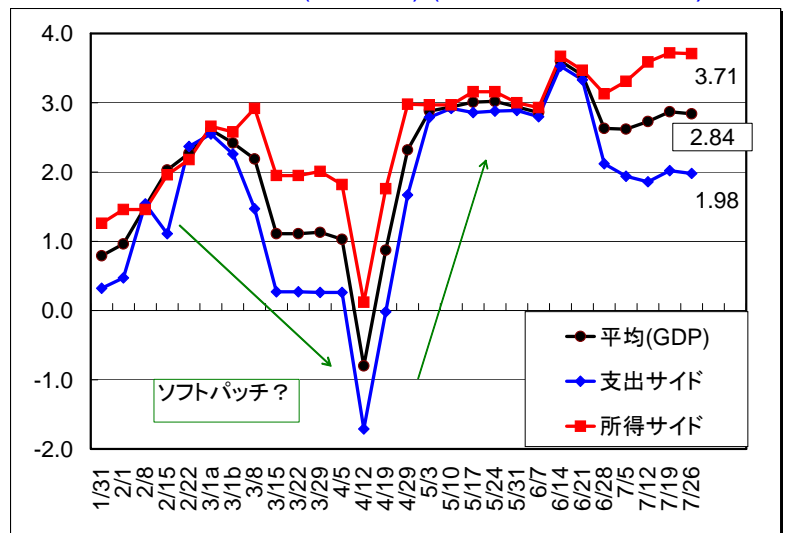
▶バーナンキ連銀議長は資産購入とforward guidanceの2つの補完的なツールを用いて、まず連銀の目標とする6.5%の失業率、2%程度のインフレ・インフレ期待率を実現し、その時に経済全体をみながらフェデラルファンドレートの引き上げを考えるとと言う。

▶問題は、この2つのツールによって連銀の想定しているように経済が展開していくかである。それ故、連銀は“The future of quantitative easing depends on incoming data”と言わざるを得ない。

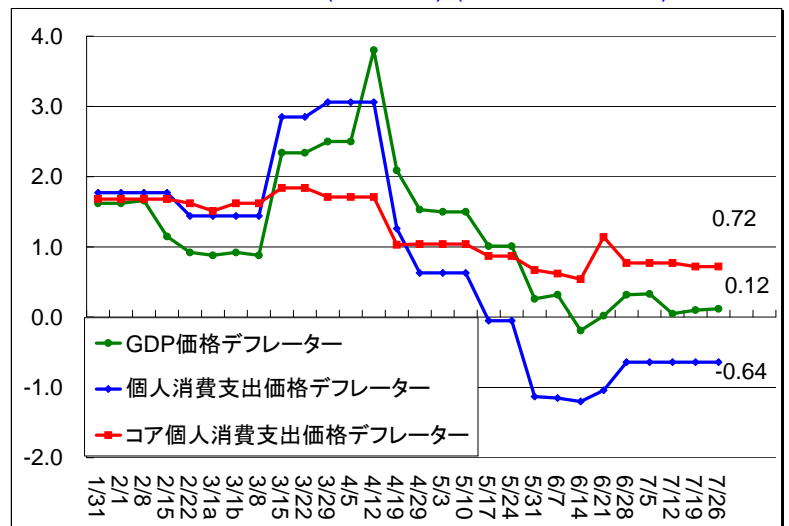
▶資産購入がたとえ終了しても、forward guidanceにより金利は上がらないとバーナンキ連銀議長は考えているが、最近の債権市場の金利の急上昇から、市場はforward guidanceがバーナンキ連銀議長が意図しているように機能しないとみなし始めている。

▶結局、市場もincoming dataによって決まるのであって、連銀が何を言ったかではない。

図表1: CQM 予測の動態 : 実質 GDP  
2013年4-6月(2013Q2)(%, 前期比年率換算)



図表2: CQM 予測の動態 : インフレーション  
2013年4-6月(2013Q2)(%, 前期比年率)



## 議会証言にみるバーナンキ連銀議長の描く出口戦略へのシナリオ

6月19日のFOMCミーティング後のインタビューでバーナンキ連銀議長は連銀による毎月850億ドルの資産購入の年内縮小をほのめかした。また、この6月のFOMCミーティングの議事録が7月10日に発表されると、19人のFOMCメンバーのうち約半分が年内の資産購入の縮小を考えていることが分かった。その結果、市場では9月のFOMCミーティングにおいて資産購入の縮小が決定されるとの噂もでてきた。そのため、7月17日の連銀議長の金融政策に関する議会証言に市場は注目をした。

この議会証言からバーナンキ連銀議長の考えている出口戦略までのシナリオが見えてくるので、それを要約してみる；

- 失業率が徐々に低下しているが、未だ高く、インフレ率が連銀の長期目標以下の今の状況において “a highly accommodative monetary policy will remain appropriate for the foreseeable future.” と言っている。すなわち、9月のFOMCでの資産購入縮小がありえないことを示唆している。では、6月19日のバーナンキ連銀議長の資産縮小の意図は何だったのかとの問いに、彼は “金融市場におけるバブル発生の可能性を抑えるのが動機の一つだったと” 答えている（説得力に欠ける？）。
- 正常な環境においては、金融政策の基本的なツールはフェデラルファンドレート（FFR）の目標値を設定することである。
- しかし、FFRの目標値が2008年後半からゼロに設定されている今、連銀は2つの互いに補完的なツールを用いて金融緩和を行っている。
- 最初のツールは連銀の毎月450億ドルの長期国債と400億ドルのMBS証券の購入であり、連銀のバランスシートの拡大により、長期金利を引き下げる。
- 2つめのツールは “forward guidance” であり、連銀によるFFRの目標値を中期にわたって設定し、それを市場に伝える。
- 全体の金融政策において、連銀はこれらの2つのツールが幾分異なった役割を果たすと考えている。
- 連銀は資産購入・バランスシートの拡大を通して、経済の短期的なモーメンタムの増加を目的としている。特に、物価安定の中での労働市場における大幅な改善を目的としている。
- 連銀はゼロ政策金利維持の forward guidance により、資産購入が終了して、景気回復が強まり、失業率が連銀の目標値に近づいても、しばらくの間は超金融緩和政策を続けることを考えている。
- “透明性”の観点から、連銀が予想しているように景気が進展していくならば、資産購入プログラムの今後のあり方を市場に伝える。
- 結局、連銀の資産購入（そして金融政策全体のスタンス）は連銀の景気見通し判断と連銀の目標に対してのそれまでの達成度によって決まる。
- もしも、経済が連銀の予想した通りに進展していけば、景気回復は更に強まり、失業率は7%付近まで低下し、インフレ率も連銀の目標とする2%程度にまでなっていくだろう。

- 失業率が6.5%より高く、インフレ・インフレ期待が連銀の想定内にある限り、連銀はFFRを異常に低い水準に維持することが適切と考えている。
- 連銀の目標としている6.5%の失業率、2%程度のインフレ率というのはあくまで “thresholds（基準値）” であって “triggers（起点）” ではない。
- これらの “thresholds（基準値）” の一つに到達することが、必ずしもFFRの目標値を引き上げることに必要はない。むしろ、そのことによって連銀は労働市場、インフレ、経済全体がFFRの目標値の引き上げに見合っているかを検討することになる。
- 例えば、失業率が雇用拡大よりも、循環的な要因としての労働参加率の低下により大幅に改善した場合、連銀は失業率の6.5%への低下をFFRの目標値の引き上げの正当な理由としてみなさないであろう。
- 同様に、もしもインフレ率が連銀の長期目標値を一貫して下回っているならば、連銀はFFRの目標値を引き上げないだろう。

以上のバーナンキ連銀議長の議会証言から、彼の出口戦略へのシナリオが見えてくる。バーナンキ連銀議長は資産購入のツールで、失業率を7%程度、インフレ率を2%程度にまでもたらし、その後は forward guidance のツールによるゼロ金利政策の維持で2%インフレ・インフレ期待を実現させ、6.5%にまで失業率を下げる。その時、失業率が労働参加率の低下ではなく、雇用増によるならばFFRの目標値が引き上げられ、出口戦略の開始になるというものである。

しかし、景気が連銀の想定通りに進めばという希望的なものであり、また気の長い話でもある。しかも透明性よりも曖昧さがいつまでも残る。更に、金融政策により連銀の目標とする一貫したインフレ率2%の達成が可能なのだろうか？インフレ率というのは経済システムの中で決定されてくる内生変数であることから、それを一貫して2%の目標にもっていくなどは不可能である。金融政策にとって重要なのは、インフレ・デフレの加速化を防ぐことであり、ある一定の目標範囲（例えば、0%~2%）にインフレ率を抑えておくことで十分である。

バーナンキ連銀議長が失業率の6.5%は “thresholds” と言うが、Charles Plosser フィラデルフィア連銀総裁は “triggers” にすべきと主張する。これが、 “thresholds” である限り、金利引き締めへのタイミングが曖昧になりすぎるとPlosser総裁は言う。正直、失業率が6.5%にまで低下した時点で、バーナンキ連銀議長のように、連銀が政策金利を引き上げるかどうかを考えるでは、市場への政策の説得力・透明性に欠ける。もしも、その時点で労働参加率が低ければ、それは構造的失業と関係していると考えるのが自然である。

バーナンキ連銀議長のシナリオの鍵となるのは、経済動向が連銀が想定しているように今後進展していくかである。それ故、結局のところ “The future of quantitative easing depends on incoming data” と言う事になる。市場も結局は incoming data によるのであり、最近の債権市場の金利の急上昇は forward guidance が連銀の意図したように機能しないことを示唆しているのではないか？

## 7月の主要経済指標

7/26:

ミシガン大学消費者センチメント

総合: 7月: 85.1, 6月: 84.1, 5月: 84.5, 4月: 76.4  
現在: 7月: 98.6, 6月: 93.8, 5月: 98.0, 4月: 89.8  
期待: 7月: 76.5, 6月: 77.8, 5月: 75.8, 4月: 67.8

7/25:

耐久財受注 (6月)

新規受注: 4.2%

出荷: 0.0%

コンピューター・電子製品: 0.8%

輸送機器: -0.3%

非軍事資本財 (航空機を除く): -0.9%

受注残高: 2.1%

在庫: 0.2%

新規申請件数 (7/20, 343,000)

カンザス・シティー連銀製造業調査: 6月: -5, 5月: -2

7/24:

新築住宅販売 (5月: 0.476 mil., 2.1%)

MBA住宅ローン応募調査 (6/21)

総合指数: -3.0%

購入指数: 2.1%

リファイナンス指数: -5.2%

7/23:

リッチモンド連銀製造業調査 (6月: 8, 5月: -2)

リッチモンド連銀サービス業調査 (6月: 15, 5月: 11)

7/22:

シカゴ連銀全米活動指数 (6月: -0.13, 5月: -0.29)

中古住宅販売 (6月: 5.08 mil., -1.2%)

7/18:

コンファレンスボード景気指数 (6月)

総合指数: 0.0%

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: (7月: 19.8)

7/17:

住宅着工件数 (6月: 0.836 mil., -9.9%)

住宅認可件数(6月: 0.911 mil., -7.5%)

ページブック

7/16:

NAHB住宅市場指数 (7月: 57, 6月: 51, 5月: 44)

工業生産指数 (6月: 0.3%, 5月: 0.0%, 4月: -0.3%)

稼働率: 6月: 77.8%, 5月: 77.7%, 4月: 77.9%)

純国際資本流入 (5月)

純長期証券購入: -\$27.2 bn.

米住人による純海外証券購入: -\$27.2 bn.

非米住民による国内証券購入: \$0.0 bn.

国債: \$11.3 bn.

社債: \$7.6 bn.

機関債: -\$10.3 bn.

株式: -\$8.6 bn.

消費者物価指数 (6月: 0.5%)

コア: 0.2%

7/15:

NY製造業調査 (7月: 9.5, 6月: 7.8, 5月: -1.4, 4月: 3.1)

小売販売 (フードサービスを含む) (6月: 0.4%)

自動車を除く: 0.0%

自動車・部品ディーラー: 1.8%

企業在庫 (5月: 0.05%)

製造業: 0.05%

小売業: 0.60%

卸売業: -0.51%

在庫-販売比率: 1.29

7/12:

生産者物価指数 (6月: 0.8%)

最終財, コア: 0.2%

中間財, コア: 0.1%

原材料, コア: 0.1%

7/11:

連邦政府財政収支 (6月: \$116.5 bn.)

歳入: \$286.6 bn.

歳出: \$170.1 bn.

輸入価格 (nsa): (6月: -0.2%)

輸出価格 (nsa): (6月: -0.1%)

7/10:

卸売業販売: (5月: 1.6%)

在庫: -0.5%

在庫-販売比率: 1.18

FOMC議事録

7/8:

消費者信用増 (5月: \$19.6 bn.)

回転: \$6.6 bn.

非回転: \$13.0 bn

7/5:

非農業雇用増 (6月: 195K)

財製造業 (8K)

サービス業 (194K)

政府 (-7K)

失業率: 7.6%

平均時間当たり所得: \$24.01 (0.4%)

平均週当たり労働時間: 34.5 時間 (0.0%)

7/3:

貿易収支 (5月: -\$45.0 bn.)

輸出: -0.3%

輸入: 1.9%

ISM非製造業指数: (6月: 52.2, 5月: 53.7, 4月: 53.1)

7/2:

NYC経済活動調査 (6月: 578.1, 5月: 579.6)

自動車販売(6月: 16.0 mil., 5月: 15.3 mil.)

在庫: (5月: 1.242 mil., 4月: 1.201 mil.)

7/1:

建設支出 (5月: 0.5%)

ISM製造業指数(6月: 50.9, 5月: 49.0, 4月: 50.7)

- ・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