



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(2013年3月)

## ポイント

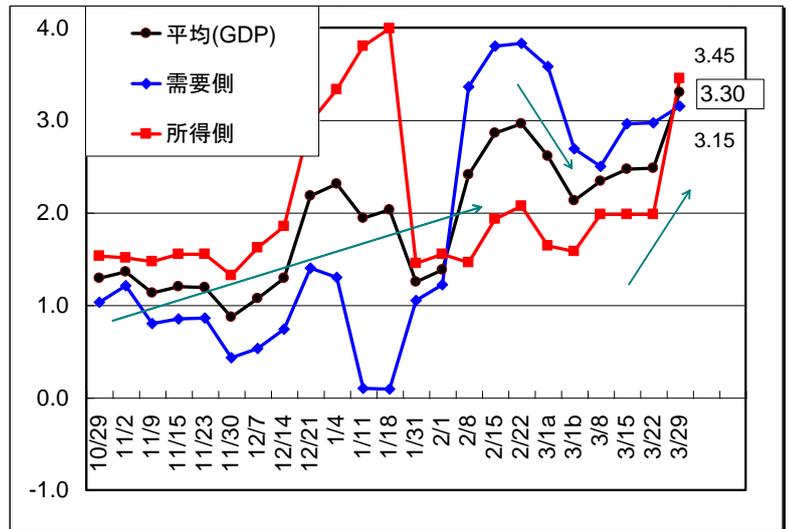
### ●成長率・インフレ予測の動態

▶3月29日のCQMは2012年10-12月期(2012Q4)のGDP統計(確定値)とそれに対応する2月の国民所得・消費支出のみを更新した。  
▶その結果、支出サイドでは2013Q1の実質GDP伸び率を2.97%から3.15%へ、所得サイドでは1.98%から3.45%へとそれぞれ上方に修正した(図表1)。  
▶所得サイドからの実質GDP伸び率の上方修正が大幅だった主な理由は今回のGDP確定値の発表において2012Q4の統計上の誤差がQ3の\$1,385億ドルから\$517億ドルへと大きく減少したことによる。  
▶CQMは2013Q1のインフレ率を1%程度と予測しているが、図表2に見るように2013Q2においては2%~3%を予想しており、連銀がそろそろインフレを懸念する時期にきていることを示している。

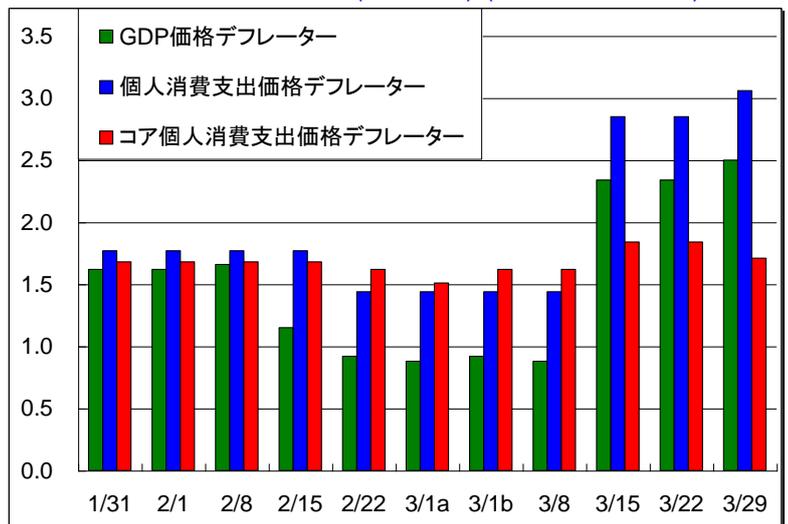
### ●リセッション後の米国経済と金融政策

▶3月19日、20日とFOMCミーティングが開かれたが、異常な低金利政策に変更はなく、今後も連銀は毎月\$850億ドルの長期債を購入し続ける。  
▶このような連銀の低金利政策がエマージング市場から“通貨戦争”をもたらしているとの批判があるが、バーナンキ連銀議長は世界経済に貢献をしていると強気である。  
▶しかし、2008年には0.8兆ドル程度であった連銀のバランスシートが今年の2月には3兆ドルを超えた(図表5)。  
▶連銀エコノミストの中で、ハト派對タカ派の意見の相違がかなり表面化している。  
▶タカ派の代表であるプロッサーフィラデルフィア連銀総裁は低金利政策のコストの大きさを懸念すると同時に、住宅バブルによる資産減少に対して低金利政策は消費支出を刺激するよりも民間貯蓄を増やすと警告する。  
▶一方、ハト派のバーナンキ連銀議長は長期金利の上昇からキャピタルロスが生じてても、それは連銀のマクロ政策の目標達成にとって副次的なものとして捉え、あくまで低金利政策を維持する姿勢を示している。

図表1: CQM 予測の動態: 実質 GDP  
2013年第1四半期(2013Q1)(%, 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年第2四半期(2013Q2)(%, 前期比年率)



### リセッション後の米国経済と金融政策

米国経済は2009年7-9月期(2009Q3)から回復を始めた(図表3)。2009Q3~2012Q4の平均経済成長率は2.1%、平均ヘッドラインインフレ率は2.0%、失業率は2009年10月に10%にまで上昇し、2013年2月末には7.7%にまで低下している。リセッション対策、そして連銀の目的とする雇用の最大化、インフレの抑制に対してとられてきた金融政策が図表4、5で示されている。政策金利のフェデラルファンド目標レートは2008年12月以降0.0%~0.25%に設定され、長期金利引下げのための連銀による大量の長期国債・住宅ローン担保証券(MBS)の購入により連銀のバランスシートは2008年後半から急速に拡大し、2013年2月には3兆ドルを超えた。

4年間にもわたる異常な低金利政策にもかかわらず、失業率が依然と高く、連銀の目標の一つである雇用最大化が達せられないことから、連銀は今もって毎月850億ドル(450億ドルの長期国債+400億ドルのMBS)もの長期債の購入を継続している。しかし、このような異常な低金利政策を全ての連銀エコノミストが支持しているわけではなく、バーナンキ連銀議長を始めとするハト派エコノミストがFOMCメンバーの大多数を占める結果である。

タカ派のプロッサーフィラデルフィア連銀総裁はこれ以上の異常な低金利政策維持によるコストがベネフィットを上回ることを懸念している。彼は、住宅バブルが崩壊して、大きな資産価値の減少を被った家計は利子率が下がれば、より貯蓄をする傾向にあると言う。また、財政赤字を膨らまして、景気刺激策をとっても、将来の増税を考えれば、家計は貯蓄を増やし支出には回さないと言う。すなわち、今の家計にとって低金利政策は彼らの消費を刺激しない。彼はGDPに占める民間の貯蓄が2000年~2007年において5%弱だったのが、2008年~2011年には7.5%にまで上昇していることを指摘している。

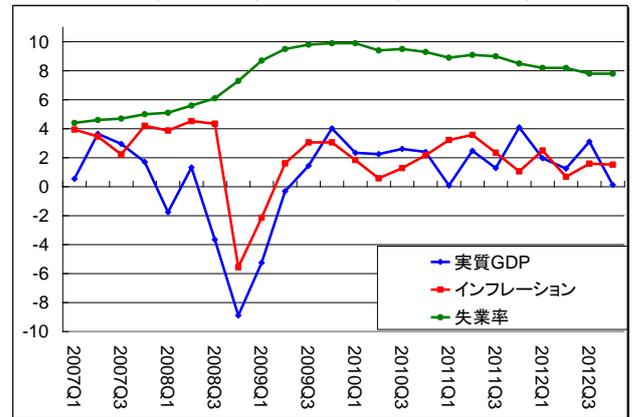
プロッサー総裁は低金利政策のコストを“financial stability”、“market functioning”、“price stability”のカテゴリーに求めている。例えば、長期金利が上昇し始めた時の連銀が膨大に抱えている長期債の金利リスク、連銀による大量のMBS購入による市場機能の喪失、拡大したバランスシートにより出口戦略が難しくなり、物価抑制に遅れをとることなどを彼は懸念している。現時点において、連銀は1.7兆ドルものリザーブを保有している。景気が回復し、長期金利が上昇してくれば、銀行は超過準備を企業・消費者に貸し出し始める。

一方、バーナンキ連銀議長は米国の積極的な(異常な?)低金利政策の維持は世界経済にも良い影響を与えていると主張し、エマージング市場の通貨への悪影響(通貨戦争)を否定している。また、彼は“連銀が長期金利の上昇によってキャピタルロスを生じるからと言って、必要な取るべき金融政策を行わないということはミスガイド”とはっきり言っている。すなわち、

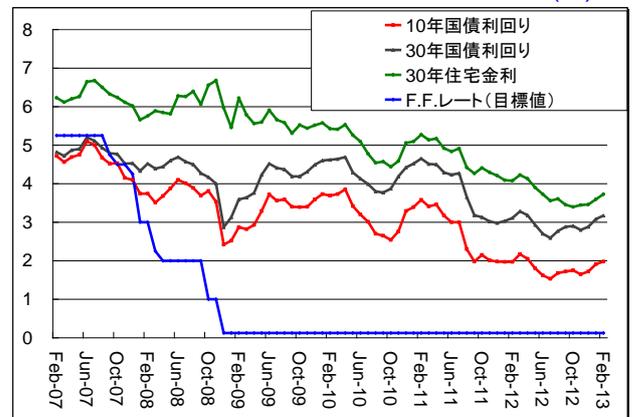
連銀にとって、金利リスクは第2次的なものであり、金融政策のマクロ経済の目標に対しては副次的なものに過ぎないと言うことだ。しかし、連銀が膨大なキャピタルロスを生じることが金融政策を行う上で連銀の“Credibility”の喪失とならないだろうか?

確かに、“Where all men think alike, no one thinks very much”と良く言われるが、バーナンキ連銀議長とプロッサー総裁のように、連銀内のハト派、タカ派のエコノミスト達の考え方に相違があり過ぎ、市場にマイナスの影響を与えることが懸念される。

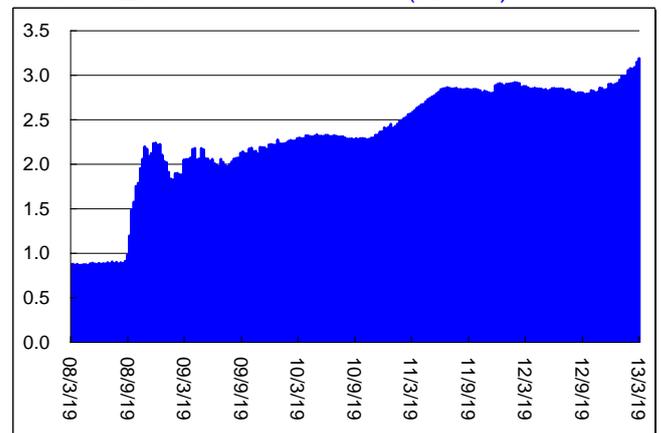
図表3: 実質GDP(%、saar)、ヘッドラインインフレーション(%、saar)、失業率(期末月、%)



図表4: 金利: 目標フェデラル・ファンドレート、10年物・30年物年国債利回り、30年住宅金利(%)



図表5: 連銀のバランスシート(兆ドル)



### 3月の主要経済指標

3/29:

個人所得 (1月: -3.6%)  
賃金・俸給: -0.6%  
個人消費支出 (PCE): 0.2%  
貯蓄率: 2.4%

3/28:

新規申請件数 (2/23, 344,000)

GDP (2012Q4: 改定値)

実質: 0.13%

名目: 1.02%

インプリシット価格デフレーター: 0.89%

ISM-シカゴ連銀 (2月: 56.8, 1月: 55.6, 12月: 50.0)

カンザス・シティー連銀製造業調査: (2月: -10, 1月: -2)

3/27:

農産物価格: (2月: -9.2%, 1月: 9.0%, 12月: -3.9%)

3/26:

耐久財受注 (1月)

新規受注: -5.2%

出荷: -1.2%

コンピューター・電子製品: -3.5%

輸送機器: -2.3%

非軍事資本財 (航空機を除く): -1.0%

受注残高: -0.2%

在庫: 0.2%

新築住宅販売 (1月: 0.437 mil., 15.6%)

リッチモンド連銀製造業調査: (2月: 6.0, 1月: -12.0)

3/25:

テキサス製造業調査: (2月: 2.2, 1月: 5.5, 12月: 2.5)

シカゴ連銀全米活動指数: (1月: -0.32, 12月: 0.25)

3/21:

中古住宅販売: 2月: 4.98 mil., 0.8%

フィラデルフィア連銀製造業調査: 3月: 2.0, 2月: -12.5

3/20:

FOMC ミーティング

3/19:

住宅着工件数 (2月: 0.917 mil., 0.8%)

住宅認可件数(2月: 0.946 mil., 4.6%)

3/18:

NAHB 住宅市場指数 (3月: 44, 2月: 46, 1月: 47)

3/15:

消費者物価指数 (2月: 0.7%), コア: 0.2%

NY 製造業調査 (3月: 9.2, 2月: 10.0, 1月: -7.8)

工業生産指数 (2月: 0.7%, 1月: 0.0%, 12月: 0.3)

稼働率: (2月: 79.6%, 1月: 79.2%, 12月: 79.3%)

3/14:

生産者物価指数 (2月: 0.7%)

最終財, コア: 0.2%

中間財, コア: 0.73%

原材料, コア: -1.7%

3/13:

輸入価格 (nsa): (2月: 1.1%)

輸出価格 (nsa): (2月: 0.8%)

小売販売 (フードサービスを含む) (2月: 1.1%)

自動車を除く: 1.0%

自動車・部品ディーラー: 1.1%

企業在庫 (1月: 1.03%)

製造業: 0.53%

小売業: 1.51%

卸売業: 1.16%

在庫-販売比率: 1.29

連邦政府財政収支 (2月: -\$203.5 bn.)

歳入: \$122.8 bn.

歳出: \$326.4 bn.

3/8:

非農業雇用増 (2月: 236K)

財製造業 (67K)

サービス業 (179K)

政府 (-10K)

失業率: 7.7%

平均時間当たり所得: \$23.82 (0.2%)

平均週当たり労働時間: 34.5 時間 (0.2%)

卸売業販売: (1月: -0.8%)

在庫: 1.2%

在庫-販売比率: 1.21

3/7:

生産性とコスト: 非農業ビジネス部門 (2012Q4)

労働生産性: -1.3%

ユニットレーバークスト: 2.6%

時間当たり所得: 4.6%

貿易収支 (1月: -\$44.4 bn.)

輸出: -1.2%

輸入: 1.8%

消費者信用増 (1月: \$16.2 bn.)

回転: \$0.1 bn.

非回転: \$16.0bn.

3/5:

ISM 非製造業指数: (2月: 56.0, 1月: 55.2, 12月: 55.7)

3/4:

NY 製造業調査 (2月: 572.7, 1月: 568.3, 12月: 564.9)

3/1:

個人所得 (1月: -3.6%)

賃金・俸給: -0.6%

個人消費支出 (PCE): 0.2%

貯蓄率: 2.4%

建設支出 (1月: -2.1%)

民間住宅: 0.0%

民間非住宅: -5.1%

公的: -1.0%

ISM 製造業指数(2月: 54.2, 1月: 53.1, 12月: 50.2)

自動車販売(2月: 15.4 mil, 1月: 15.3 mil.)

在庫: (1月: 1.075 mil., 12月: 1.073 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