



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10月)

## ポイント

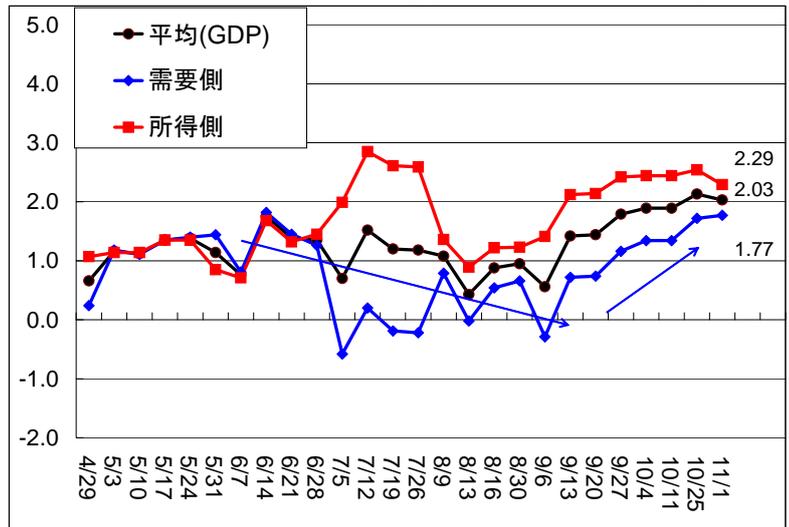
### ●成長率・インフレ予測の動態

- ▶今週のCQMが2013年7-9月期のGDP(速報値)の最終予測となる。経済成長率、ヘッドラインインフレ率がともに2%程度になると予測されている(図表1、2)。
- ▶2%の経済成長率というのは、連銀が資産購入の縮小を決定するほど十分な高さではないが、経済がモーメンタムを形成していることが見て取れる(図表1)。
- ▶問題は、このモーメンタムが政府閉鎖によってどれだけ損なわれたかである。10月のISM製造業指数を見る限り、その経済への悪影響は出ていないように思われるが、消費者センチメントには大きな影響を与えている。
- ▶GDP以外の実質アグリゲイト指標でも経済は8月半ばから上昇トレンドを形成し、持続的成長を判断する上で重要な実質最終需要の伸び率は2%を超えるようになっている。
- ▶CQM予測による10-12月期のインフレ率も1.0%~2.0%に収まっており、インフレの加速化の兆候はみられない。

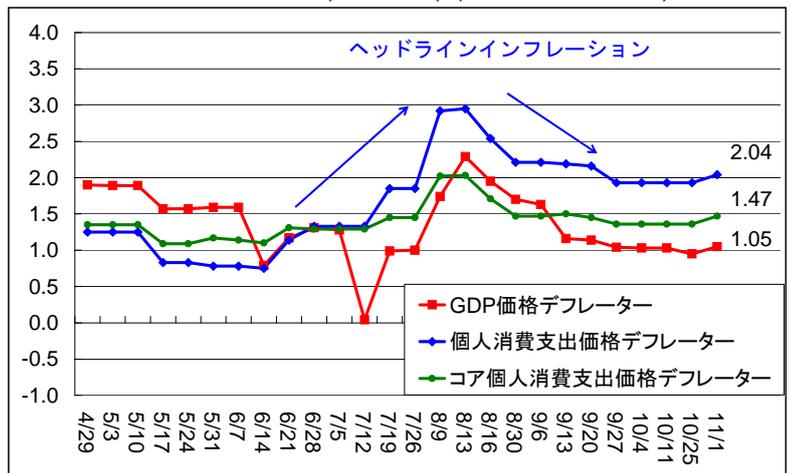
### ●2013年7-9月期GDP(速報値)の最終CQM予測 vs. 10月30日のFOMC声明

- ▶連銀は景気拡大のペースをいつものように、“a moderate pace”と判断しているが、景気のモーメンタムを見失っている。
- ▶連銀は個人消費支出、設備投資を単に“Advance”という言葉で表しているが、CQMは実質個人消費支出、実質固定資本形成が7-9月期にそれぞれ1.2%、3.5%の弱い伸び率になったと予想している。
- ▶連銀のバランスシートがリセッション前の4倍の\$3.8兆ドルにまで膨らんでいるにもかかわらず、連銀エコノミストはインフレ率が2.5%を超えない限り、6.5%の失業率を達成するまで異常な低金利政策を維持するとしている。
- ▶IT革新により経済構造が大きく変化していることから、従来の金融政策の効果は限られたものになっている。
- ▶かつて、Milton Friedman教授が警告したように、連銀エコノミストは金融政策の限界を知り、いち早く正常な金融政策への第一歩を踏み出すべきである。

図表1: CQM予測の動態: 実質GDP  
2013年7-9月(2013Q3)(%, 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7-9月(2013Q3)(%, 前期比年率)



2013年7-9月期 GDP (速報値) の最終 CQM 予測  
vs. 10月30日の FOMC 声明

7-9月期の GDP (速報値) が11月7日に発表になることから、今週(11月1日)の CQM が GDP (7-9月期) の最終予測となる。今週の CQM は支出サイドから予測された実質 GDP 伸び率を 1.72% から 1.77% へ上方に修正し、所得サイドから予測された実質 GDP 伸び率を 2.54% から 2.29% へ下方修正した(図表 1)。両サイドからの実質 GDP 伸び率の乖離が縮小し、両サイドからの平均実質 GDP 伸び率は 2.03% となった。

ヘッドラインインフレは 2.04% (図表 2) と連銀の目標値になっており、インフレの加速化の兆候もない。

10月29、30日と FOMC ミーティングが開かれ、予想通り連銀は毎月の資産購入の縮小を決定しなかった。この声明の中で、連銀の景気判断が見られるので、それと CQM 予測を比較してみよう。

**FOMC:** *Information received since the Federal Open Market Committee met in September generally suggests that economic activity has continued to expand at a moderate pace.*

**CQM:** 図表 1 に見るように、所得サイドからの実質 GDP は 8 月半ばから、支出サイドからの実質 GDP は 9 月半ばからそれぞれ上昇トレンドを形成し始めている。実際に、経済は連銀の言うような“a moderate pace”である 2% 程度のペースで拡大をしているが、上昇トレンドに見るように景気回復にモーメントがある。ただし、問題はこのモーメントが政府閉鎖によりどれだけ失われたかである。

**FOMC:** *Available data suggest that household spending and business fixed investment advanced, while the recovery in the housing sector slowed somewhat in recent months.*

**CQM:** CQM は実質個人消費支出と実質固定資本形成が 7-9 月期にそれぞれ 1.2%、3.5% 伸びたと予想している。実際に、これらは連銀の言うように、伸びてはいるが持続的な経済成長をもたらすほど十分な伸び率とはなっていない。住宅に関しては、実質住宅投資の伸び率がこれまでの 2 桁の伸び率から 7-9 月期には 4.1% にまで大きくスローダウンしてきたと予想している。

**FOMC:** *Apart from fluctuations due to changes in energy prices, inflation has been running below the Committee's longer-run objective, but longer-term inflation expectations have remained stable.*

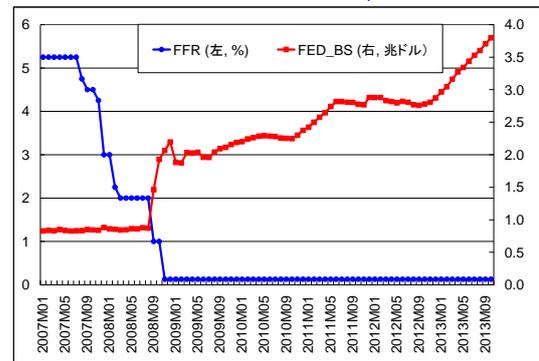
**CQM:** CQM は今期と来期の 2 四半期のみを予測するだけであるが、10-12 月期のヘッドラインインフレ率、コアインフレ率は 1.0%~2.0% の範囲に収まっており、インフレが加速する兆候はみられない。

**FOMC:** *The Committee decided to keep the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and currently anticipates that this exceptionally low range for the federal funds rate will be appropriate at least as*

*long as the unemployment rate remains above 6-1/2 percent, inflation between one and two years ahead is projected to be no more than a half percentage point above the Committee's 2 percent longer-run goal.*

**CQM:** 米経済は景気拡大のモーメントを維持しながら 2% 成長に達し、インフレ率は 1.0%~2.0% の範囲に収まりインフレ加速化の兆候が見られない。このような経済状況において、ゼロ% の異常な低金利を 4 年以上も維持し、毎月 \$85 bn. の長期債を購入し、無理やりイールドカーブをフラット化させる必要があるのだろうか？ 連銀のバランスシートはリセッション前の 4 倍にもなる \$3.8 兆ドルにまで拡大しているのである。少なくとも、正常な金融政策に戻るべき第一歩を連銀は速やかに踏み出すべきであろう。

図表 3: 目標フェデラルファンドレート (FFR, %) と連銀のバランスシート (FED\_BS, 兆ドル)



IT 革新により経済構造はドラマティックに変わっている。サーチコストの大幅な低下、内生的技術進歩による潜在成長率の上昇を考えれば、従来の金融政策、成長戦略が IT 経済の下でうまく働かないことは明らかである。特に、金融政策者はかつて Milton Friedman 教授が言ったように、金融政策の限界を考えるべきである。しかし、一向にハト派の連銀エコノミストはインフレ率が 2.5% を超えなければ、失業率が 6.5% に低下するまでゼロ金利政策を維持し、QE3 の縮小も行わない立場をとっている。ハト派エコノミストの代表の一人であるシカゴ連銀の Charles L. Evans 総裁は 10 月 17 日のウイスコンシン不動産・経済コンファレンスで “How Much Longer? (Only the Data Know)” という講演を行い、1.5% のインフレ率は連銀の目標とする 2% に比べあまりに低すぎると述べ、QE3 の縮小など考えていない。しかし、年率 1.5% と 2.0% のインフレ率でどれだけの差があるのだろうか？ ヘッドラインインフレ率の測定誤差を考えれば、ほとんど意味のないことが分かる。更に、インフレ率が経済システム内で決定される内生変数であることを考えれば、連銀がインフレ率を 2% に維持し続けることなどはできないのである。連銀は一定の範囲内にインフレ率をできるだけ収めるように、そしてインフレ・デフレの加速化を防ぐことはできる。ハト派が大多数を占める FOMC 委員会において、今後も経済へのプラス効果が小さい異常な金融政策が維持され、潜在的なコストがますます大きくなっていくことが懸念される。

## 10月の主要経済指標

**11/1:**  
自動車販売(10月: 15.2 mil., 9月: 15.3 mil.)  
在庫: (8月: 1.123 mil., 7月: 1.103 mil.)  
**ISM 製造業指数**(10月: 56.4, 9月: 56.2, 8月: 55.7)  
**10/31:**  
新規申請件数 (10/26, 340,000)  
**ISM-シカゴ連銀** (10月: 65.9, 9月: 55.7, 8月: 53.0)  
農産物価格: (10月: 0.5%, 9月: -1.6%, 8月: -5.5%)  
**10/30:**  
消費者物価指数 (9月: 0.2%)  
コア: 0.1%  
**MBA 住宅ローン応募調査** (10/25)  
総合指数: 6.4%  
購入指数: 2.3%  
リファイナンス指数: 8.7%  
**FOMC ミーティング**  
**10/29:**  
小売販売 (フードサービスを含む) (9月: -0.1%)  
自動車を除く: 0.4%  
自動車・部品ディーラー: 2.2%  
**生産者物価指数** (9月: -0.1%)  
最終財, コア: 0.1%  
中間財, コア: 0.1%  
原材料, コア: -1.0%  
**企業在庫** (8月: 0.34%)  
製造業: 0.23%  
小売業: 0.28%  
卸売業: 0.55%  
在庫-販売比率: 1.29  
**コンファレンスボード消費者コンフィデンス**  
総合: 10月: 71.2, 9月: 80.2, 8月: 81.8, 7月: 81.0  
現在: 10月: 70.7, 9月: 73.5, 8月: 70.9, 7月: 73.6  
期待: 10月: 71.5, 9月: 84.7, 8月: 89.0, 7月: 86.0  
**S&P/Case-Shiller 住宅価格指数** (8月)  
10 大都市総合: 12.8% (前年同月比)  
20 大都市総合: 12.8% (前年同月比)  
**テキサスサービス業調査** (10月: 6.4.0, 9月: 14.0)  
**10/28:**  
**工業生産指数** (9月: 0.6%, 8月: 0.4%, 7月: 0.0%)  
稼働率: 9月: 78.3%, 8月: 77.9%, 7月: 77.7%  
**テキサス製造業調査** (10月: 3.6, 9月: 12.8, 8月: 5.0)  
**10/25:**  
**耐久財受注** (9月) (速報値)  
新規受注: 3.7%  
出荷: 0.2%  
コンピューター・電子製品: 0.8%  
輸送機器: 0.0%  
非軍事資本財 (航空機を除く): -0.2%  
受注残高: 0.8%  
在庫: 0.9% :

**ミシガン大学消費者センチメント**  
総合: 10月: 75.2, 9月: 77.5, 8月: 82.1, 7月: 85.1  
現在: 10月: 92.8, 9月: 92.6, 8月: 95.2, 7月: 98.6  
期待: 10月: 63.9, 9月: 67.8, 8月: 73.7, 7月: 76.5  
**10/24:**  
**貿易収支** (8月: -\$38.8 bn.)  
輸出: -0.1%  
輸入: 0.0%  
**カンザス・シティー連銀製造業調査**: 10月: 6, 9月: 2  
**10/23:**  
**輸入価格 (nsa)**: (9月: 0.2%)  
**輸出価格 (nsa)**: (9月: 0.3%)  
**10/22:**  
**非農業雇用増** (9月: 148K)  
財製造業 (26K)  
サービス業 (100K)  
政府 (22K)  
失業率: 7.2%  
平均時間当たり所得: \$24.09 (0.1%)  
平均週当たり労働時間: 34.5 時間 (0.0%)  
**建設支出** (8月: 0.6%)  
民間住宅: 0.7%  
民間非住宅: 1.2%  
公的: 0.4%  
**純国際資本流入** (8月)  
純長期証券購入: -\$8.9 bn.  
米住人による純海外証券購入: -\$0.4 bn.  
非米住民による国内証券購入: -\$8.5 bn.  
国債: -\$10.8 bn.  
社債: \$2.4 bn.  
機関債: \$16.8 bn.  
株式: -\$16.9 bn.  
**リッチモンド連銀製造業調査** (10月: 1, 9月: 0)  
**リッチモンド連銀サービス業調査** (10月: 9, 9月: 15)  
**10/21:**  
**中古住宅販売** (9月: 5.29 mil., -1.9%)  
**10/17:**  
**フィラデルフィア連銀製造業調査**: (9月: 22.3)  
**10/16:**  
**NAHB 住宅市場指数** (10月: 55, 9月: 57, 8月: 58)  
**10/15:**  
**NY 製造業調査** (10月: 1.5, 9月: 6.3, 8月: 8.2)  
**10/7:**  
**消費者信用増** (8月: \$13.6 bn.)  
回転: -\$0.9 bn.  
非回転: \$14.5 bn  
**10/3:**  
**ISM 非製造業指数**: 9月: 54.4, 8月: 58.6, 7月: 56.0  
**10/2:**  
**NYC 経済活動調査** (9月: 594.1, 8月: 592.3)  
**9/27:**  
**個人所得** (8月: 0.4%)  
**個人消費支出 (PCE)**: 0.3%

・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