



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11月)

## ポイント

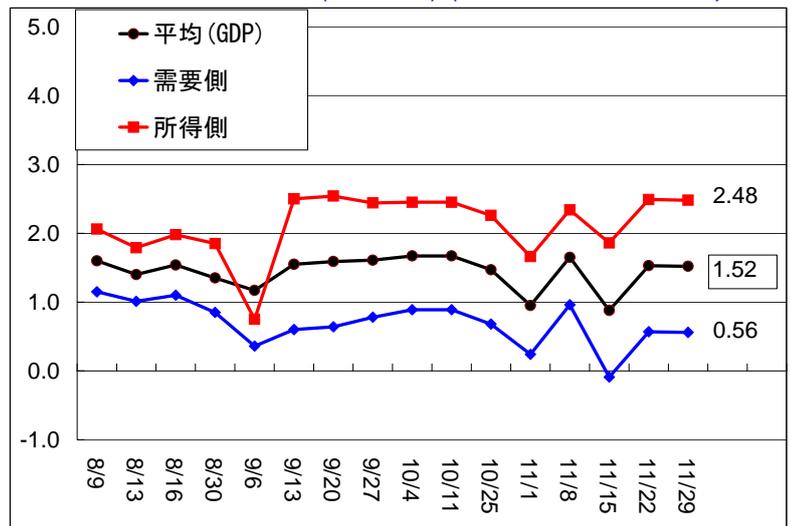
### ●成長率・インフレ予測の動態

- ▶支出サイドからの実質 GDP の動きを見る限り、景気の現状に悲観的にならざるを得ない (図表 1)。
- ▶しかし、所得サイドからの実質 GDP,その他のアグリゲート指標をみると景気拡大にモーメントが見られ、2.5%程度の経済成長率のペースとなっている (図表 1, 2)。
- ▶図表 1, 2 から、今後の CQM 予測において支出サイドからの実質 GDP 伸び率が上方に修正されていく可能性が高い。
- ▶図表にはないが、CQM 予測によるヘッドラインインフレ率は今期 (10 月-12 月期)、来期においてそれぞれ 0.9%、1.3%となっており、連銀の目標値よりかなり低い、現実的には受け入れられる水準である。

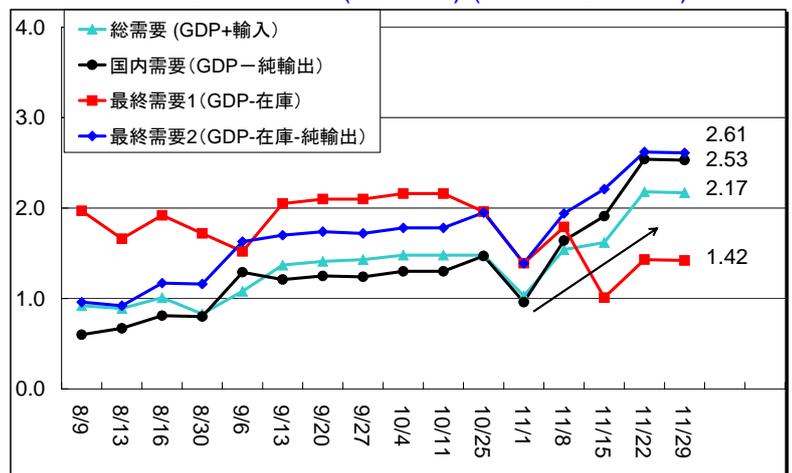
### ●可能性の高い QE3 の継続、しかし失敗したときのコストは計り知れない!

- ▶QE3 の経済効果があまり見られない中で、QE3 を継続することの現実的な限界が見られるようになった。毎月 850 億ドルの資産購入を続ければ、2014 年末には連銀のバランスシートは 5 兆ドル程度にまで膨らむ。当然、金利リスクが高まる。
- ▶Plosser 総裁は資産購入の Capping を提案し、Evans 総裁は QE3 によるバランスシートの拡大を 1.5 兆ドルに制限すべきと提案している。
- ▶過去 5 年にわたる異常な低金利政策により、株価が高騰し、“Sugar High”の状況からバブル崩壊が懸念されている (図表 3)。
- ▶Yellen 次期連銀総裁候補は株価はまだバブルの状況にはないと感じており、今後も 6.5%の失業率と 2%のインフレ率の達成に向けて、QE3 を維持するだろう。
- ▶1 年後に、QE3 が十分に機能しないことが分かれば、連銀は長期金利をコントロールしようとしたことの間違いを認め、また雇用創出ができなかったことを認めざるを得ない。
- ▶その時、連銀は市場からの credibility を完全に失うことになる。おそらく、連銀は物価安定のみを目標にするようになるだろう。
- ▶もしも、連銀が QE3 の失敗を認めざるを得なくなった時、その政策の失敗は株価バブルの崩壊という形をとるだろう。

図表 1: CQM 予測の動態 : 実質 GDP  
2013 年 10-12 月 (2013Q4) (% , 前期比年率換算)



図表 2: CQM 予測の動態 : 実質アグリゲート指標  
2013 年 10-12 月 (2013Q4) (% , 前期比年率)



可能性の高いQE3の継続、しかし失敗したときの  
コストは計り知れない！

1977年に米議会は連邦準備法を改定し、連銀に課せられた役割（議会命令）として（1）物価の安定、（2）雇用の最大化、（3）緩やかな長期金利の3目標を定めた。しかし、（1）と（2）（定常状態としての経済成長）が達成できれば、自然と（3）が達成されるとして主に（1）と（2）が連銀の目標として注目される。このことは、長期金利の決定は市場にゆだねるべきであると考えてもよい。しかし、QE（数量的緩和策）にみるように、連銀はフェデラルファンドレートの政策金利をほとんどゼロにまで引き下げた結果、残りの金融緩和策の一つとして、長期金利を直接抑制する政策を行っている。すなわち、連銀は（3）にかまわず、（1）と（2）を達成しようとしているのである。従って、連銀は長期債市場を歪め、イーロードカーブによる市場からの景気へのメッセージを無効にしている。

（1）の物価の安定に関しては2%のインフレ率に連銀はあくまでこだわっている。計画経済でないのだから、内政的に決定されるインフレ率を中期的に2%に維持し続けることなどは不可能である。物価の安定ということから考えれば、0%~2%の範囲にインフレ率がおさまっていればよいし、その範囲を超えてインフレ・デフレが加速し始める時に連銀の迅速な金融政策が求められる。更に、2%インフレが実現したとしても、景気が今より良くなる確証はない。インフレ期待が2%になるということは、アパートなどの賃貸契約に賃貸料の毎年2%の上昇が導入されるということでもある。連銀のインフレターゲットの2%などを否定しないが、ターゲット導入の価値は連銀のコミットメントにあるので、その数値そのものではない。それ故、1.0%のインフレターゲットでもよいのである。

（2）の雇用の最大化において、連銀は失業率の6.5%を目標としている。しかし、失業率が雇用増ばかりか、労働参加率の低下によっても低下することから、6.5%の失業率は金融緩和策を変更するきっかけ（trigger）ではなく、金融緩和策を考え始める目安(threshold)に過ぎないと連銀は考えるようになってきている。もちろん、ハト派のミネアポリス連銀のNarayana Kocherlakota 総裁など、失業率の目標値を5%にまで下げろと言う連銀エコノミストもいる。彼らは、thresholdを下げれば、連銀のcredibilityが増すと考えている。

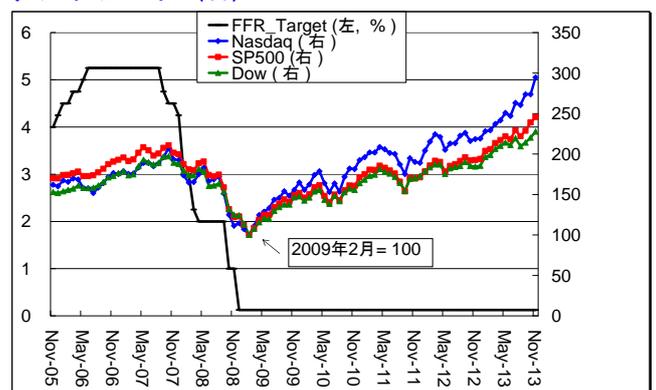
5年にもわたる異常な低金利政策によって未だ連銀の目標が達せられていないことから、連銀エコノミスト達に迷いが見られるように思われる。特に、Open-endedの毎月850億ドルの資産購入を続けていけば、2014年末には連銀のバランスシートは5兆ドルにも達する。連銀の金利リスクがますます高まるなど、この政策の現実的な限界が見えてくる。このことから、フィラデルフィア連銀のCharles Plosser 総裁は資産購入に関してcappingを設けることを提案し、ハト派のEvans シカゴ連銀総裁でさえ、QE3によるバランスシートの増大を1.5兆ドルにまで制限するこ

とを提案している。

次期連銀議長に指名されたJanet Yellenは公聴会における証言において、現時点で残された金融政策が限られたものであると承知していると言っている。例えば、既に実行してきた緩和手段を拡大する期間を延ばす、追加措置を行うと口先で言うforward guidanceの導入、これまでよりもリスクを顧みずに緩和を断行するなどである。例えば、金融政策変更のthresholdとなる失業率を5%程度まで下げて、ゼロ金利の期間が更に長期化すると約束するなどが考えられる。しかし、forward guidanceは市場が連銀のメッセージを信じることを前提とする政策であり、連銀が市場に伝える適切な内容を知っているという考え方に基づく。このように考えると、forward guidanceの効果は連銀が市場に期待をもたらした9月の資産縮小の決定を延期したことだからかなり低下している。6月のFOMCミーティング時に、Bernanke 連銀議長が景気見通しから9月のFOMCにおける資産縮小の決定を示唆し、それが景気見通しの誤りから資産縮小を延期したことは連銀のcredibilityを損ない、経済への市場のコンフィデンスを傷つけた。

結局、連銀は新連銀議長の下でも6.5%の失業率、2.0%のインフレ率を求めて今後もQE3の継続をせざるをえないだろう。そして、もしも1年後に連銀の目標が達せられていなければ、Lehman ショック後の5年にわたるQE政策の失敗を連銀は認めざるをえない。すなわち、連銀エコノミストは雇用、経済成長をマネージすることはできなかったことを認め、長期金利の操作はするべきではなく、市場に任せるべきと理解するだろう。そして、Plosser 総裁が言うように、連銀は目標を物価安定の一つにすべきと変わるだろう。QE3失敗の最大のコストは株価バブルの崩壊であろう。2008年以來の連銀の異常な低金利政策により、株価はボトム時から130%~200%上昇している(図表3)。株価高騰の主な理由は、好調な企業収益、堅調な経済成長によるものでなく、連銀のこれまでの異常な低金利政策のおかげである。すなわち、“Sugar High”である。もしも、QE3が機能せず、株価バブルが崩壊するならば、連銀のcredibilityは完全に損なわれる。

図表3: 株価(2009年2月=100)と目標フェデラル  
ファンドレート(%)



## 11月の主要経済指標

11/27:

失業保険新規申請件数 (11/23, 316,000)  
シカゴ連銀全米活動指数 (10月: -0.18, 9月: 0.18)  
耐久財受注 (10月) (速報値)

新規受注: -2.0%  
出荷: 0.2%  
コンピューター・電子製品: -2.6%  
輸送機器: 1.1%  
非軍事資本財 (航空機を除く): -0.2%  
受注残高: 0.3%  
在庫: 0.3% :

コンファレンスボード景気指数 (10月)

総合指数: 0.2%  
一致指数: 0.2%  
遅行指数: 0.3%

ミシガン大学消費者センチメント

総合: 11月: 74.1, 10月: 73.2, 9月: 77.5, 8月: 82.1  
現在: 11月: 88.0, 10月: 89.9, 9月: 92.6, 8月: 95.2  
期待: 11月: 66.8, 10月: 62.5, 9月: 67.8, 8月: 73.7

農産物価格: (11月: -3.2%, 10月: 1.6%, 9月: -1.6%)

ISM-シカゴ連銀 (11月: 63.0, 10月: 65.9, 9月: 55.7)

11/26:

住宅着工件数 (8月: 0.891 mil., 0.9%)

認可件数 (10月: 1.034 mil., 6.2%)

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

テキサスサービス業調査 (11月: 10.3, 10月: 6.4)

リッチモンド連銀製造業調査 (11月: 13, 10月: 1)

リッチモンド連銀サービス業調査 (11月: 8, 10月: 9)

11/25:

テキサス製造業調査 (11月: 1.9, 10月: 3.6, 9月: 12.8)

11/22:

カンザス・シティー連銀製造業調査: 11月: 7, 10月: 6

11/21:

生産者物価指数 (10月: -0.2%)

最終財, コア: 0.2%  
中間財, コア: -0.1%  
原材料, コア: -0.5%

フィラデルフィア連銀製造業調査: (10月: 19.8)

11/20:

消費者物価指数 (10月: -0.1%)

コア: 0.1%

小売販売 (フードサービスを含む) (10月: 0.4%)

自動車を除く: 0.2%  
自動車・部品ディーラー: 1.3%

企業在庫 (9月: 0.56%)

製造業: 0.42%  
小売業: 0.88%  
卸売業: 0.40%

中古住宅販売件数 (10月: 5.12 mil., -3.2%)

11/18:

NAHB 住宅市場指数 (11月: 54, 10月: 54, 9月: 57)

11/15:

工業生産指数 (10月: -0.1%, 9月: 0.7%, 8月: 0.5%)

稼働率: 10月: 78.1%, 9月: 78.3%, 8月: 77.9%

卸売業販売: (9月: 0.6%)

在庫: 0.4%

在庫-販売比率: 1.18

NY 製造業調査 (11月: -2.2, 10月: 1.5, 9月: 6.3)

輸入価格 (nsa): (10月: -0.7%)

輸出価格 (nsa): (10月: -0.5%)

11/14:

労働生産性とコスト (2013Q3, %, saar)

労働生産性: 1.9%

時間当たり所得: 1.3%

ユニットレーバークスト: -0.6%

貿易収支 (9月: -\$41.8 bn.)

輸出: -0.2%

輸入: 1.2%

11/13:

連邦政府財政収支 (10月: -\$91.6 bn.)

歳入: \$198.9 bn.

歳出: \$290.5 bn.

11/8:

非農業雇用増 (10月: 204K)

財製造業 (35K)

サービス業 (177K)

政府 (-8K)

失業率: 7.3%

平均時間当たり所得: \$24.10 (0.1%)

平均週当たり労働時間: 34.4 時間 (0.0%)

個人所得 (9月: 0.5%)

賞金・俸給: 0.4%

個人消費支出 (PCE): 0.2%

貯蓄率: 4.9%

11/7:

GDP (2013Q3: 速報値)

実質: 2.85%

名目: 4.80%

インプリシット価格デフレーター: 1.98%

消費者信用増 (9月: \$13.7 bn.)

回転: -\$2.1 bn.

非回転: \$15.8 bn

11/5:

ISM 非製造業指数: 10月: 55.4, 9月: 54.4, 8月: 58.6

11/4:

NYC 経済活動調査 (10月: 598.7, 9月: 594.1)

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)

・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