



CQM(超短期経済予測モデル)

米国経済(月次)予測(2014年2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

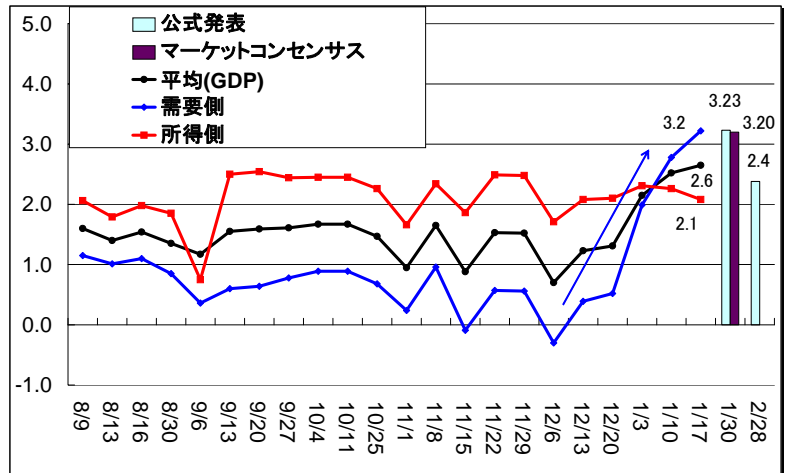
●成長率・インフレ予測の動態

- ▶2月28日に発表された2013Q4(10-12月期)の経済成長率(改定値)は2.4%と速報値の3.2%から大きく下方修正された(図表1)。
- ▶しかし、この改定値は1月17日のCQMによる支出・所得両サイドからの平均実質GDP伸び率(2.6%)とほぼ一致する。すなわち、NIPAの基礎統計の実績値が充実してくるにつれて経済成長率が真の値に近づいてくると考えることができる(図表1)。
- ▶NIPAの改定値のみを更新したことで、今期(1-3月期)の経済成長率が0.3%~1.2%の範囲まで上方に修正されたが、景気のスローダウンが深刻になっていることには変わらない(図表2)。
- ▶3月19日のFOMC声明において、フォワードガイダンス手法に頼ってきた連銀が利上げ時期の目安となる数値基準(threshold)に関する文言を見直す可能性もある。
- ▶しかし、もしもこの見直しが市場への説得力を欠いた時、連銀の市場からの信頼性が失われるというリスクがある。

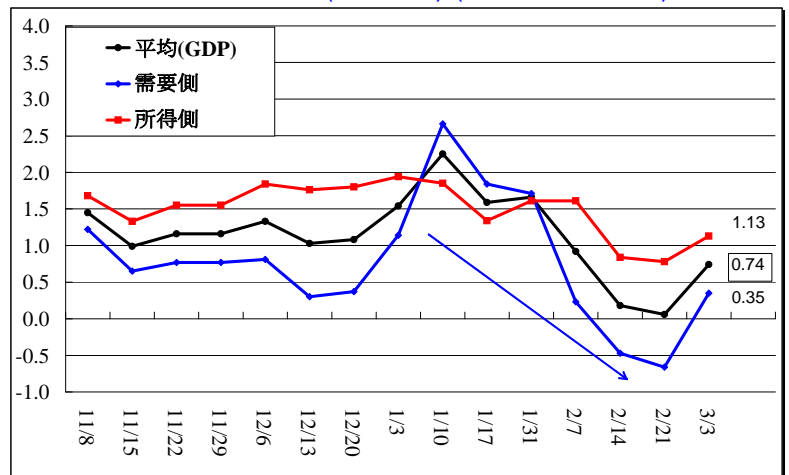
●Yellen 連銀議長の議会証言からみる金融政策

- ▶新連銀議長のJanet L. Yellenが2月11日、27日にそれぞれ下院、上院議会において金融政策に関する議会証言を行った。
- ▶Yellen連銀議長は最近の経済のスローダウンを1月、2月の悪天候のせいにしてはいるが、CQM予測が示すように実質GDPの下方修正は12月の実績値を更新してから始まっている(図表2)。
- ▶連銀は2%インフレの達成、threshold(基準点)としての6.5%の失業率にこだわり過ぎる。このような“木を見て森を見ず”での金融政策を続けていけば、出口戦略が非常に難しくなる。
- ▶最悪のケースでは、金融政策の正常化がなされる前に株式市場のバブル崩壊、新興国の経済崩壊が生じることもありえる。
- ▶日米ともに、金融政策委員の中でこれ以上の金融緩和を促進すれば、それによるネガティブな副作用がベネフィットを上回ると警告しているエコノミストがいるが、おそらく彼らは正しい。

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GDP
2014年1-3月(2014Q1)(%, 前期比年率)



Yellen 連銀議長の議会証言からみる金融政策

新連銀議長の Janet L. Yellen が 2 月 11 日、27 日にそれぞれ下院、上院議会において金融政策に関する議会証言を行った。その議会証言における Yellen の“景気の現状の見方・金融政策”への考え方から今後の“出口戦略”の行方を探ることができる。以下に見るようにいくつかの重要な彼女のコメントがある：

- The recovery in the labor market is far from complete. Those out of a job for more than six months continue to make up an unusually large fraction of the unemployed, and the number of people who are working part time but would prefer a full-time job remains very high. These observations underscore the importance of considering more than the unemployment rate when evaluating the condition of the U.S. labor market. (連銀はフルタイムの仕事がほしくとも、パートタイムにしかつけないなどのいわゆる “discouraged unemployed people” に影響を与えることができるとでも考えているのだろうか？そもそも連銀は失業の増大は循環的なものであり、構造的なものではないと言ってきた。しかし、最近になり失業率以外の指標の重要性を言い始め、賃金の伸び率なども注目すべきと金融政策の目標となりえないことを言っている。)
- Inflation remained low as the economy picked up strength, with both the headline and core personal consumption expenditures, or PCE, price indexes rising only about 1 percent last year, well below the FOMC's 2 percent objective for inflation over the longer run. Some of the recent softness reflects factors that seem likely to prove transitory, including falling prices for crude oil and declines in non-oil import prices. (IT 革新による内生的生産性の改善から潜在成長率が高まり、インフレが加速しにくい経済構造になっていることを連銀は見逃している。連銀は異常な金融緩和を維持したいために、1%のインフレ率が連銀の目標の 2%より“well below”と説得力のないことを言わざるをえないのだろう。原油などの輸入価格が低下すれば、人々はそのベネフィットを享受すればよいだけで、別に 2%までわざわざインフレ率を上げる必要はないのである。)
- My colleagues on the FOMC and I anticipate that economic activity and employment will expand at a moderate pace this year and next. (連銀はほとんどの場合 “moderate pace”で景気を表現する。これでは、フォワードガイダンスなどできるわけがない。市場は連銀の言う“moderate growth”を 2%~2.5%の成長率と理解している。昨年 12 月の FOMC ミーティングで出された連銀の経済見通しでは 2014 年の経済成長率を 2.8%~3.2%、2015 年を 3.0%~3.4%と予測している。それ故、Yellen の経済成長率の見方には矛盾がみられる。そもそも、金融政策が雇用の最

大化(潜在成長率の達成)を目標にしているならば、連銀は “moderate growth”から脱却することを考えなければならない。

- With that federal funds rate near zero since late 2008, we have relied on two less-traditional tools--asset purchases and forward guidance--to help the economy move toward maximum employment and price stability. Both tools put downward pressure on longer-term interest rates and support asset prices (連銀はイールドカーブをフラットにすることが景気を刺激することと考えている。経済が持続的に拡大するには金利などが市場における需給から自由に決定される必要がある。連銀は 5 年以上にもわたる異常な低金利政策によってどれだけの利子所得が失われたかを計算したことがあるのだろうか？一方、連銀はバランスシートを \$4 兆ドルにまで増やしても、GDP を 0.25%しか増加させられなかったという試算もある。今は、これらの 2 つの tool により多くの資金が株式などのリスク資産に流れ、将来のインフレ加速化、バブルの形成などのマイナス効果が大きくなっている。)
- The Committee has emphasized that a highly accommodative policy will remain appropriate for a considerable time after asset purchases end. (連銀はこの先数年はバブルの崩壊が起きないと思っている。一方、連銀は新興国の通貨問題などを無視せざるをえないほど余裕がなくなっている様に思われる。)
- Crossing one of these thresholds, 2% inflation rate and 6.5% unemployment rate, will not automatically prompt an increase in the federal funds rate, but will instead indicate only that it had become appropriate for the Committee to consider whether the broader economic outlook would justify such an increase. (失業率の 6.5%が Trigger(きっかけ)ではなく Threshold (基準点)などと言って、市場や投資家に対して本当に説得力があると連銀は思っているのだろうか？今の連銀は 2%インフレ、6.5%失業率にこだわり過ぎ、“木を見て森を見ず”の状況になっている。)

以上のような Yellen の議会証言を見る限り、政策金利が正常に戻るには、正直いってあと何年かかるか分からない。しかし、バブル崩壊、新興国経済の崩壊はそれを待ってくれないであろう。異常な金融緩和状況のもとで、バブル崩壊、新興国経済の崩壊が起こる可能性は非常に高いといえる。日本でも、日銀のある委員がこれ以上の金融緩和策を促進すれば、それによるネガティブな副作用がベネフィットを上回ると、フィラデルフィア連銀の Charles Plosser 総裁などと同じ懸念をしているが、おそらく彼らは正しい。経済・金融政策者は IT 革新による経済構造の大きな変化に対応した経済・金融政策を考える必要がある。

2月の主要経済指標

3/3:

個人所得 (1月: 0.3%)

賃金・俸給: 0.2%

個人消費支出 (PCE): 0.4%

貯蓄率: 4.3%

2/28:

GDP (2013Q4: 改定値)

実質: 2.38%

名目: 4.03%

インプリシット価格デフレーター: 1.61%

ミシガン大学消費者センチメント

総合: 2月: 81.6, 1月: 81.2, 12月: 82.5, 11月: 74.1

現在: 2月: 96.8, 1月: 96.8, 12月: 98.6, 11月: 88.0

期待: 2月: 72.7, 1月: 71.2, 12月: 72.1, 11月: 66.8

農産物価格: (2月: 7.1%)

2/27:

失業保険新規申請件数 (2/22, 348,000)

耐久財受注 (速報値: 1月)

新規受注: -1.0%

出荷: -0.4%

コンピューター・電子製品: 1.6%

輸送機器: -0.1%

非軍事資本財 (航空機を除く): -0.8%

受注残高: 0.1%

在庫: 0.3%:

カンザス・シティー連銀製造業調査: 12月: -3, 11月: 7

2/26:

新築住宅販売件数 (1月: 0.468 mil., 9.6%)

2/25:

S&P/Case-Shiller 住宅価格指数 (12月)

10 大都市総合: 13.6% (前年同月比)

20 大都市総合: 13.4% (前年同月比)

コンファレンスボード消費者コンフィデンス

総合: 2月: 78.1, 1月: 79.4, 12月: 77.5

現在: 2月: 81.7, 1月: 77.3, 12月: 75.3

期待: 2月: 75.7, 1月: 80.8, 12月: 79.0

リッチモンド連銀製造業調査 (2月: 0, 1月: 0)

テキサスサービス業調査 (2月: 6.8, 1月: 16.8)

2/24:

テキサス製造業調査 (2月: 0.3, 1月: 3.8, 12月: 3.7)

シカゴ連銀全米活動指数 (1月: -0.39, 12月: -0.03)

2/21:

中古住宅販売件数 (1月: 4.62 mil., -5.1%)

2/20:

消費者物価指数 (1月: 0.1%)

コア: 0.1%

フィラデルフィア連銀製造業調査: (2月: -6.3, 1月: 9.4)

コンファレンスボード景気指数 (1月)

総合指数: 0.1%

一致指数: 0.0%

遅行指数: 0.3%

2/19:

生産者物価指数 (1月: 0.4%)

最終財, コア: 0.4%

中間財, コア: 0.4%

原材料, コア: 0.1%

住宅着工件数 (1月: 0.880 mil., -16.0%)

認可件数(1月: 0.937 mil., -5.4%)

2/18:

NAHB 住宅市場指数 (2月: 46, 1月: 56, 12月: 57)

NY 製造業調査 (2月: 4.5, 1月: 12.5, 12月: 2.2)

2/14:

輸入価格 (nsa): (1月: 0.1%)

輸出価格 (nsa): (1月: 0.2%)

工業生産指数 (1月: -0.3%, 12月: 0.3%, 11月: 0.7%)

2/13:

企業在庫 (12月: 0.46%)

製造業: 0.46%

小売業: 0.61%

卸売業: 0.30%

小売販売 (フードサービスを含む) (1月: -0.4%)

自動車を除く: 0.0%

自動車・部品ディーラー: -2.1%

2/12:

連邦政府財政収支 (1月: -\$10.4 bn.)

歳入: \$296.0 bn.

歳出: \$306.4 bn.

2/11:

卸売業販売: (12月: 0.5%)

在庫: 0.3%

2/7:

非農業雇用増 (1月: 113K)

財製造業 (76K)

サービス業 (66K)

政府 (-29K)

失業率: 6.6%

平均時間当たり所得: \$24.21 (0.2%)

平均週当たり労働時間: 34.4 時間 (0.0%)

消費者信用増 (12月: \$18.8 bn.)

回転: \$5.0 bn.

非回転: \$13.8 bn

2/6:

貿易収支 (12月: -\$38.7 bn.)

輸出: -1.8%

輸入: 0.3%

2/5:

ISM 非製造業指数: 1月: 54.0, 12月: 53.0, 11月: 53.9

2/4:

NYC 経済活動調査 (1月: 622.6, 12月: 615.4)

2/3:

自動車販売(1月: 15.2 mil., 12月: 15.4 mil.)

在庫: (11月: 1.175 mil., 10月: 1.169 mil.)

建設支出 (12月: 0.1%)

民間住宅: 2.6%

民間非住宅: -0.7%

公的: -2.3%

ISM 製造業指数(1月: 51.3, 12月: 56.5, 11月: 57.3)

- ・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 06-6485-7690