



CQM(超短期経済予測モデル)

# 米国経済(月次)予測(2014年3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

▶2013Q4(10-12月期)の経済成長率が速報値、改定値、確報値とそれぞれ3.2%、2.4%、2.6%となった(図表1)。

▶これはCQM予測通り、速報値がCQM予測の支出サイドからの実質GDP予測値に近く、また真の経済成長率に近くなる改定値、確報値が支出・所得両サイドからの平均実質GDP予測値に近くなるという通常のパターンである(図表2)。

▶今週のCQM予測は2013Q4のGDP(確報値)とそれに対応する個人所得・消費支出を更新しただけであり、月次経済統計は前週のCQMと同じである(図表2)。景気は未だ底から抜け出してはならず、これは単に悪天候による景気のスローダウンだけではない。

▶ヘッドラインインフレ率に関しては今期(1-3月期)、来期(4-6月期)とそれぞれ1.43%、1.52%と予測されており、現実的に十分うけいられる状況にある。

### ●長すぎるゼロ金利政策

▶3月19日のFOMCミーティング後の会見でYellen連銀議長が“a considerable time”を約6ヶ月と答えて以来、再び政策金利の引き上げ時期に対して市場の“guessing game”が始まった。

▶それらに、答えるように連銀エコノミストはいろいろなコメントをしているが、フォワードガイダンスの欠陥が見え始めている。

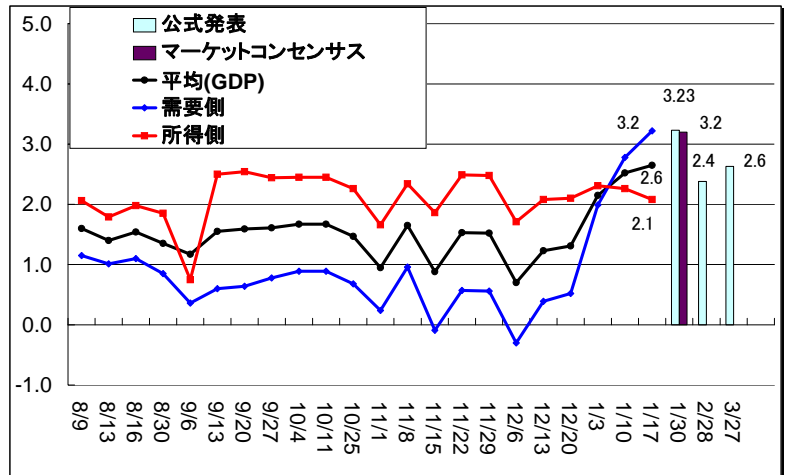
▶実物投資を刺激し、雇用・景気を刺激するにはゼロ金利政策を3年間続ければ十分であろう。それ以上続けても、低金利で資金調達できる金持ち・投資家に金融資産投資の資金を供給するだけになる。その結果バブル形成を促す。

▶すなわち、連銀が今のQE、フォワードガイダンスを維持すれば、そのコストがベネフィットを上回るだけである。

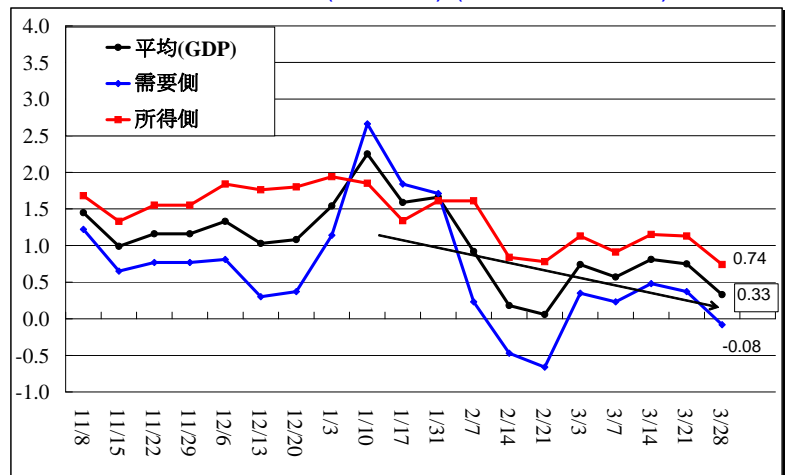
▶連銀エコノミストにもフォワードガイダンスにぶれが生じている。政策金利引き上げを考え始める6.5%失業率のthreshold(基準値)を導入したEvans総裁が今では“2%インフレが達成できた時に、正常な金融政策に戻る”と非現実的なことを言い出している。

▶連銀が今の非伝統的な金融政策を続けていく限り、持続的な高成長経済は達成できず、バブル形成・崩壊の可能性が高くなる。

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)



長すぎるゼロ金利政策

3月19日のFOMCミーティング後の会見でYellen連銀議長が“a considerable time”を約6ヶ月と答えて以来、再び政策金利の引き上げ時期に対して市場の“guessing game”が始まった。市場はそれまでに想定していたより早い時期に政策金利の引き上げが始まるようになるようになった。

シカゴ連銀のCharles Evans総裁は“2015年半ば以前にフェデラルファンドレート（FFR）の引き上げが始まるとは思わない”と言う。セントルイス連銀のJames Bullard総裁は“2015年第1四半期にFFRの引き上げがある”と期待している。アトランタ連銀のDennis Lockhart総裁は“FFRの最初の引き上げはQE3終了後少なくとも6ヶ月後になる”と言い、6ヶ月がminimumな期間であることを強調している。ダラス連銀のRichard Fisher総裁は“市場があまりにYellen議長の‘6ヶ月’のコメントに重きを置きすぎている”と不満を述べ、“FFRの引き上げ時期をあまりにも長くすべきではなく、景気回復がうまく軌道にのったと我々が確信するまでは低金利を維持すべき”と差し障りのないコメントをしている。フィラデルフィア連銀のCharles Plosser総裁はYellen議長の6ヶ月発言への市場の異常な反応に驚きを示し、連銀は時間軸について話すべきではないとコメントしている。

図表 3: 16人の連銀エコノミストによる政策金利の引き上げ時期予想、2014年3月FOMC

	2014	2015	2016		2015	2016	長期
0.25%	15	2		2.25%	1	2	
0.50%		2		2.50%		1	
0.75%		2	1	2.75%		2	
1.00%	1	5		3.00%	1	1	
1.25%		1	1	3.25%			
1.50%		1		3.50%		1	4
1.75%			2	3.75%			2
2.00%		1	3	4.00%		1	8
				4.25%		1	2

図表 4: 連銀エコノミストによる景気見通し、2014年3月FOMC (%)

	2014	2015	2016	長期
実質GDP	2.8~3.0	3.0~3.2	2.5~3.0	2.2~2.3
失業率	6.1~6.3	5.6~5.9	5.2~5.6	5.2~5.6
PCEインフレ	1.5~1.6	1.5~2.0	1.7~2.0	2.0
コアPCE	1.4~1.6	1.7~2.0	1.8~2.0	

図表 3, 4にみるように、16人の連銀エコノミストたちによる新たな政策金利引き上げ時期の予想と経済見通しが3月のFOMCで発表された。連銀エコノミストはゼロ金利期間を長く維持すれば、それだけ経済が持続可能な低い失業率（高い成長率？）に戻ると考えているように思われる(図表 4)。このことは正しいだろうか？

ゼロ金利を維持して実物投資を刺激するならば長くとも3年で十分である。それ以上長くすれば、低金利ローンを利用できる企業・投資家にリスク資産への投資を助長する資金を供給するだけである。結局はバブルの形成を促すことになる。そして、金利上昇が予想され始めれば、バブル崩壊となる。今の日銀も同じことをしている。身近な例から言えば、ある友人の企業に大手銀行は5,000万円の日銀融資を0.8%の金利で話しかけてきた。もちろ

ん、彼の会社は実物投資も終わり実物投資への資金需要はない。しかし、このような低金利で資金を得ることができれば、その企業がその資金を金融資産投資にむけるのは当然である。このことは、米国においても同じであり、米国投資家ばかりか新興国も安い、潤沢なドルを利用してきた。

すなわち、QE とフォワード・ガイダンスはすでにそのコストがベネフィットを上回るようになってきているのである。あるいは、QE やフォワードガイダンスの非伝統的な金融政策が政策金利の変更などの伝統的な金融政策に比べて効果がなく、不必要なグローバル経済のボラティリティーを高めていると言える。セントルイス連銀のJames Bullard総裁は非伝統的な金融政策に関しては議論すべき多くの点があると言っている。

フォワードガイダンスに関して連銀エコノミストもぶれている。FFR 引き上げ開始を考え始めるとして6.5%失業率のthreshold（基準点）を導入したEvans総裁は今では“2%インフレを達成した時、連銀は正常な金融政策に戻るだろう”と考え方を容易に変えている。Bullard総裁も2014年末には失業率は6.0%を下回ると予測しながら、連銀が政策金利の引き上げを考え始めるには、一層の労働市場の改善が必要と言う。それでは、フォワードガイダンスの一つとして今まで連銀が固執してきた6.5%失業率のthresholdは一体何だったのだろうか？

Evans総裁の今度の2%インフレの達成も現実的には成功しないだろう。計画経済ではない米経済が持続的に2%のインフレ率を達成することなどは不可能である。連銀(金融当局)は現実のインフレ率が0%~2%にあれば、インフレ抑制の目的は達成されており、この範囲を超えてインフレ・デフレが加速する時に金融当局はそれを防げばよいのである。すなわち、今の連銀の2%インフレの達成はチルチルとミチルが追い求めている“青い鳥”であり、一時的にヘッドラインインフレが2%になってもそれはすぐに変化するものである。しかも、今の時点でヘッドラインインフレ率は1.5%程度に落ち着いており、物価抑制の連銀目標が十分に達成されている。

彼らのフォワードガイダンスの矛盾は、景気見通しにも見られる。表4に見られるように、長期の予想として連銀は失業率を自然失業率とも考えられる5.2%~5.6%にまで低下させることを想定している。この時、彼らが予想している政策金利は3.5%~4.25%である(表3)。おそらくこの失業率と金利の関係は経済理論的にみてもおかしくはない。しかし問題は彼らが想定している長期の経済成長率が2.2%~2.3%であるということだ。連銀は2%程度の経済成長率をこれまでModerate Growthとして、異常な低金利政策を維持する理由としてきた。景気が回復し始めた2009Q3から2013Q4の18四半期における平均経済成長率は2.4%である。正に、連銀が長期的に予想している経済成長率はゼロ金利政策の維持をするために理由としてきたModerate Growthなのである。

連銀がQE とフォワードガイダンスに頼り、異常なゼロ金利政策を続けていく限り、米経済が持続的な高成長を達成することは難しく、バブルが形成される。そして、連銀が政策金利の引き上げを決定した時、バブル崩壊の可能性が高くなるだけである。

### 3月の主要経済指標

3/28:

個人所得 (2月: 0.3%)

賃金・俸給: 0.2%

個人消費支出 (PCE): 0.3%

貯蓄率: 4.3%

ミシガン大学消費者センチメント

総合: 3月: 80.0, 2月: 81.2, 1月: 81.2, 12月: 82.5

現在: 3月: 95.6, 2月: 94.0, 1月: 96.8, 12月: 98.6

期待: 3月: 70.0, 2月: 73.0, 1月: 71.2, 12月: 72.1

農産物価格: (3月: 4.7%)

3/27:

GDP (2013Q4: 確報値)

実質: 2.63%

名目: 4.25%

インプリシット価格デフレーター: 1.58%

失業保険新規申請件数 (3/22, 311,000)

カンザス・シティー連銀製造業調査: 3月: 10, 2月: 4

3/26:

耐久財受注 (速報値: 2月)

新規受注: 2.2%

出荷: 0.9%

コンピューター・電子製品: -1.3%

輸送機器: 1.3%

非軍事資本財 (航空機を除く): 0.5%

受注残高: 0.3%

在庫: 0.8% :

3/25:

新築住宅販売件数 (2月: 0.440 mil., -3.3%)

コンファレンスボード消費者コンフィデンス

総合: 3月: 82.3, 2月: 78.3, 1月: 79.4, 12月: 77.5

現在: 3月: 80.4, 2月: 81.0, 1月: 77.3, 12月: 75.3

期待: 3月: 83.5, 2月: 76.5, 1月: 80.8, 12月: 79.0

リッチモンド連銀製造業調査 (3月: -7, 2月: -6)

リッチモンド連銀サービス業調査 (3月: 5, 2月: 0)

3/24:

シカゴ連銀全米活動指数 (2月: 0.14, 1月: -0.45)

3/20:

中古住宅販売件数 (2月: 4.60 mil., -0.4%)

コンファレンスボード景気指数 (2月)

総合指数: 0.5%

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: (3月: 9.0, 2月: -6.3)

3/19:

FOMC ミーティング

3/18:

消費者物価指数 (2月: 0.1%)

コア: 0.1%

住宅着工件数 (2月: 0.907 mil., -0.2%)

認可件数(1月: 1.018 mil., -7.7%)

3/17:

NAHB 住宅市場指数 (3月: 47, 2月: 46, 1月: 56)

NY 製造業調査 (3月: 5.6, 2月: 4.5, 1月: 12.5, 12月: 2.2)

工業生産指数 (2月: 0.6%, 1月: -0.2%, 12月: 0.0%)

稼働率: 2月: 78.8%, 1月: 78.5%, 12月: 78.9%

3/14:

生産者物価指数 (2月: -0.1%)

最終財, コア: 0.2%

中間財, コア: 0.6%

原材料, コア: 4.8%

3/13:

企業在庫 (1月: 0.38%)

製造業: 0.18%

小売業: 0.42%

卸売業: 0.58%

小売販売 (フードサービスを含む) (2月: 0.3%)

自動車を除く: 0.3%

自動車・部品ディーラー: 0.3%

輸入価格 (nsa): (2月: 0.9%)

輸出価格 (nsa): (2月: 0.6%)

連邦政府財政収支 (2月: -\$193.5 bn.)

歳入: \$144.3 bn.

歳出: \$337.9 bn.

3/11:

卸売業販売 (1月: -1.9%)

在庫: 0.6%

在庫-販売比率: 1.20

3/7:

非農業雇用増 (2月: 175K)

財製造業 (22K)

サービス業 (140K)

政府 (13K)

失業率: 6.7%

平均時間当たり所得: \$24.31 (0.4%)

平均週当たり労働時間: 34.2 時間 (-0.3%)

消費者信用増 (1月: \$13.7 bn.)

回転: \$5.0 bn.

非回転: \$13.8 bn

貿易収支 (1月: -\$39.1 bn.)

輸出: 0.63%

輸入: 0.56%

3/5:

ISM 非製造業指数: 2月: 51.6, 1月: 54.0, 12月: 53.0

ページブック

3/4:

NYC 経済活動調査 (2月: 626.1, 1月: 622.6, 12月: 615.4)

3/3:

自動車販売 (2月: 15.4 mil., 1月: 15.2 mil.)

在庫: (1月: 1.236 mil., 12月: 1.229 mil.)

建設支出 (1月: 0.1%)

民間住宅: 1.1%

民間非住宅: -0.2%

公的: -0.8%

ISM 製造業指数 (2月: 53.2, 1月: 51.3, 12月: 56.5)

・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