



CQM(超短期経済予測モデル)

# 米国経済(月次)予測(2014年7月)

熊坂侑三 (APIR リサーチリーダー, ITECONOMY-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

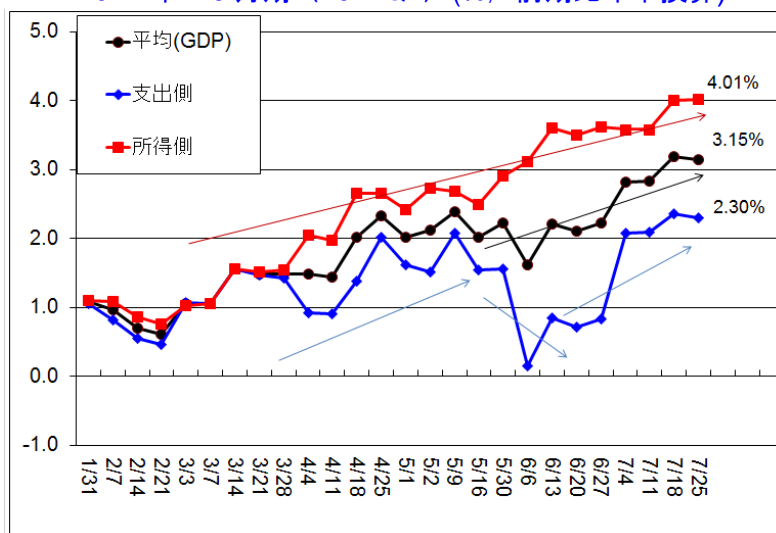
### ●成長率・インフレ予測の動態

- ▶今週のCQMが速報値2014Q2GDPの最終予測となる。通常、速報値GDPは支出サイドからのGDP予測値に近くなる傾向がある。
- ▶それ故、速報値実質GDP伸び率は2.3%程度と前期(1-3月期)の経済の落ち込み(-2.9%)も相殺することのできない失望的なものになるだろう(図表1)。
- ▶更に、2014Q2の経済成長率には在庫増が1%程度寄与すると考えられることから、持続的高成長への懸念が市場に生じるだろう。
- ▶最悪の場合として、ヘッドラインインフレ率(2014Q2)が連銀の2%目標を超えたことが明らかになりうる(図表2)。
- ▶連銀は2%を超えるインフレ率、失望的な経済成長率から金融政策の次のステップが非常に難しくなる。
- ▶しかし、2014Q2GDPの改定値、確定値において経済成長率が3%程度にまで上方改定される可能性はある(図表1の平均GDP)。

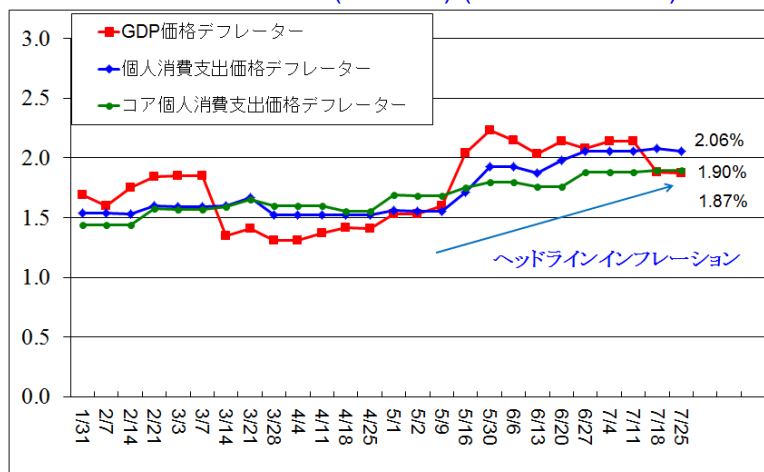
### ●金融政策バトル: Janet Yellen連銀議長 vs. Esther L. Georgeカンザス・シティ連銀総裁

- ▶Yellen連銀議長が7月にIMFで“Monetary Policy and Financial Stability”の講演と金融政策に関する議会証言を行った。一方、George総裁も年農業シンポジウムにおいて“A Steady Transition for Monetary Policy”の講演を行った。これらの講演などから、Yellen議長とGeorge総裁の間には金融政策に関して意見の大きな相違がある。
- ▶両者の考え方の違いは、“インフレーション”、“金融政策の正常化”、“労働市場のslack”、“金融の安定化”、“マクロブルーデンシャルアプローチ”、“フォワードガイダンス”、“資産購入とバランスシート”など多岐にわたる。
- ▶Yellen議長はあくまでゼロ金利政策の維持という観点から、インフレ、労働市場、バブルなどを見ているように思える。今は金融安定化のために、物価安定と雇用の最大化の2つの連銀の目的から金融政策が逸脱する必要はないと彼女は言い切る。
- ▶George総裁はYellen議長よりより客観的にインフレ、労働市場、バブルなどをみており、連銀はすでに政策金利を引き上げておいてもよいとの立場をとっている。低金利政策の期待は低いインフレ率と低経済成長率の期待を同時に伴うものであるとフォワードガイダンスに反対の立場をとっている。

図表1: CQM 予測の動態: 実質 GDP  
2014年4-6月期(2014Q2)(%, 前期比年率換算)



図表2: CQM 予測の動態: インフレーション  
2014年4-6月期(2014Q2)(%, 前期比年率)



<金融政策バトル: Janet Yellen 連銀議長 vs. Esther L. George  
カンザスシティ連銀総裁>

Yellen 連銀議長が 7 月に IMF で “Monetary Policy and Financial Stability” の講演と金融政策に関する議会証言を行った。一方、カンザスシティ連銀の George 総裁も年農業シンポジウムにおいて “A Steady Transition for Monetary Policy” の講演を行った。これらの講演などから、Yellen 議長と George 総裁の間には金融政策に関して以下のような大きな意見の相違がある。

<インフレーション>

**Yellen:** インフレは最近上昇してきたが、FOMC が長期の目的とする 2%を下回ったままでいる。5 月時点において、個人消費支出 (PCE) 価格デフレーターの上昇率 (前年同月比) は 1.8% である。食料とエネルギー価格への上昇圧力が PCE 価格デフレーターの上昇となっている。食料・エネルギーを除いたコア PCE 価格デフレーターの上昇率は 1.5%に止まっている。FOMC の連銀エコノミストの多くは PCE、コア PCE 価格デフレーターを 1.5%~1.75%としている。最近のインフレの上昇は “noise” である。

**George:** インフレの上昇が堅調になってきた。現在のインフレ率は FOMC の予測をわずかに上回って上昇している。インフレ上昇の一つの理由は食料価格の上昇である。食料への支出は低所得家計の支出の大半を占めることから無視できない。すなわち、食料価格の上昇によって他のサービス・財への購買力が低下し、需要が弱まる。

<金融政策の正常化>

**Yellen:** 我々は超金融緩和策が今もって適正であると判断をしている。従って、我々はフェデラルファンドレート (FFR) の目標値を 0%~0.25%に維持し、大規模資産購入と FFR の今後の動きに対するフォワードガイダンスを用いて、経済を適切な水準へとサポートしていく。

**George:** これまでの景気回復過程において、金融政策者はゼロ金利政策を正当化するためにいろいろなベンチマークに頼ってきた。しかし、対照的にこれらのベンチマークの多くは、短期金利が現在の水準よりも高くあるべきと示唆している。すなわち、連銀はすでに政策金利を上げていくべきである。相対的に早いゼロ金利からの脱出は現在の経済状況に適切であるばかりか、将来に景気が停滞した時に連銀が迅速に対応できるような備えとなる。

<労働市場の slack (余剰) >

**Yellen:** 景気の改善は進んでいるが、景気回復はまだ完全ではない。失業率が最近低下しているが、まだ FOMC の連銀エコノミスト達が想定している長期の失業率水準より高い。労働参加率は人口の老齢化、失業率の水準を考えても低過ぎるように思われる。労働参加率や失業率以外の名目賃金率の上昇率などの指標も労働市場の slack (余剰) を表している。

**George:** 労働市場の改善が進み、インフレが上昇している現在の経済はより正常な金利環境に戻る時期となっている。まして、金融正常化への一歩をあまりに長く待ち続けるならば、この先経済活動に何か生じた時、迅速に金利を調整することができず、経済に更に打撃を与えるリスクがある。

<金融の安定化>

**Yellen:** FOMC 委員会は低金利政策が投資家の一部にリスクテイクな “利益 (利回り) 追求” の動機をもたらせ、彼らにより金融システムの脆弱性が増すことは理解している。確かに、不動産価格、株価、債券価格がかなり上昇しているものの、それらはまだヒストリカルな水準からみてまだ正常である。金融の安定化への脅威はまだ緩やかな水準であって、非常に高い水準で

はない。また、金融政策は金融の安定化を促進する手段として非常に限られている。今は金融安定化のために、物価安定と雇用の最大化の 2 つの連銀の目的から金融政策が逸脱する必要はない。

**George:** 不動産価格、株価、債券価格など全体をみれば潜在的な行き過ぎは金融市場が異常な金融緩和策を背景にしたものであることを物語っている。低金利環境は通常ならばより安全な資産に依存していた貯蓄家をよりリスクの高い資産投資に向けている。今後、金融市場におけるバブルの可能性がある。VIX (恐怖指数) は現在ヒストリカルにみて非常に低い水準にあるが、異常な金融緩和策が続くなかで、市場が恐怖に単に鈍くなっているとも考えることもできる。

<マクロプルーデンシャルアプローチ>

**Yellen:** 2007 年半ばから急速に伸び始めた短期資金への依存、過度なレバレッジから生じる金融市場の脆弱さに対処するにはマクロプルーデンシャルアプローチ (金融機関の規制と指導) がより直接的であり、より効果的でもある。

**George:** 最近、金融安定化の問題へのかなりの関心が 2 つのことに注がれてきた。一つは政策金利の引き上げを伴う金融政策によって金融安定化の問題に対処すること。もう一つは、マクロプルーデンシャルアプローチによって十分に金融安定化の問題に対処できるという考え方。残念ながら、両者とも完全な解決策とは思われない。金融政策の方はあまりに長すぎる低金利政策の出口戦略の問題があり、マクロプルーデンシャルアプローチも行き過ぎたリスクテイキングに対して対処できるということを未だ証明していない。

<フォワードガイダンス>

**Yellen:** FOMC はフェデラルファンドレートの将来の変更予想と金融政策の在り方をフォワードガイダンスで明確に示すことによって、金融緩和策をより促進してきた。

**George:** 異常な超低金利政策は今後も続くだろう。しかし、低金利政策の期待は低いインフレ率と低経済成長率の期待を同時に伴うものである。低金利政策は家計や企業が資金を借入れ、投資をすることを促進するものであるが、これは金融政策の一面にしかすぎず、ディバレッジな経済において効果はない。

<かなりの期間>

**Yellen:** 雇用、インフレが連銀の目標水準と近くなった後でも、経済状況はかなりの間、FOMC が長期的にみて正常とみなす金利水準よりフェデラルファンドレートを低く保つことを正しいとするだろう。

**George:** 異常な低金利政策を維持することで、金融政策者は経済がより正常な状況になるほど十分に強くないと言うペシミズムのメッセージを送ることになる。経済のファンダメンタルズの改善に伴って政策金利を引き上げることは物価抑制を助けるばかりか、連銀が金融危機によってダメージを受けた過去から最終的に経済が抜け出すという明確なメッセージを送ることになる。

<資産購入とバランスシート>

**Yellen:** 連銀が資産購入を終了した後でさえ、長期債券の大量の保有は金融緩和を助ける。それ故、雇用とインフレを連銀の目標水準に戻すことを一層促進するのに役立つ。

**George:**

第一に、連銀は国債のみのポートフォリオに戻るべきである。第二に、FOMC は金融危機が終了した後で、バランスシートを金融政策の道具として使うべきではない。

Yellen と George のどちらが正しいかはかなり明白であろう。

## 7月の主要経済指標

<p><b>7/25:</b>  <b>耐久財受注 (6月)</b>            新規受注: 0.7%            出荷: 0.1%                コンピューター・電子製品: 0.1%                輸送機器: 0.7%                非軍事資本財 (航空機を除く): -1.0%            受注残高: 0.8%            在庫: 0.4% :</p> <p><b>7/24:</b>  <b>失業保険新規申請件数 (7/19, 284,000)</b>  <b>カンザス・シティ連銀製造業調査: 7月: 9, 6月: 6</b>  <b>新築住宅販売件数 (6月: 0.406 mil., -8.1%)</b></p> <p><b>7/22:</b>  <b>消費者物価指数 (6月: 0.3%)</b>            コア: 0.1%  <b>中古住宅販売件数 (6月: 5.04 mil., 2.6%)</b>  <b>リッチモンド連銀製造業調査 (7月: 7, 6月: 4)</b>  <b>リッチモンド連銀サービス業調査 (7月: 12, 6月: 6)</b></p> <p><b>7/21:</b>  <b>シカゴ連銀全米活動指数 (6月: 0.12, 5月: 0.16)</b></p> <p><b>7/18:</b>  <b>ミシガン大学消費者センチメント</b>            総合: 7月: 81.3, 6月: 82.5, 5月: 81.9, 4月: 84.1,            現在: 7月: 97.1, 6月: 96.6, 5月: 94.5, 4月: 98.7            期待: 7月: 71.1, 6月: 73.5, 5月: 73.7, 4月: 74.7  <b>コンファレンスボード景気指数 (6月)</b>            総合指数: 0.3%            一致指数: 0.2%            遅行指数: 0.5%</p> <p><b>7/17:</b>  <b>フィラデルフィア連銀製造業調査: (7月: 23.9)</b>  <b>住宅着工件数 (6月: 0.893 mil., -9.3%)</b>  <b>認可件数 (0.963 mil., -4.2%)</b></p> <p><b>7/16:</b>  <b>生産者物価指数 (6月: 0.4%)</b>            最終財, コア: 0.1%            中間財, コア: 0.4%            原材料, コア: 1.1%  <b>工業生産指数 (6月: 0.2%, 5月: 0.5%, 4月: 0.03%)</b>            稼働率: 6月: 79.1%, 5月: 79.1, 4月: 79.0%</p> <p><b>純国際資本流入 (5月)</b>            純長期証券購入: \$19.4 bn.            米住人による純海外証券購入: -\$15.2 bn.            非米住民による国内証券購入: \$34.6 bn.            国債: \$25.0 bn.            社債: -\$5.4 bn.            機関債: \$4.2 bn.            株式: \$10.8 bn.</p> <p><b>NAHB 住宅市場指数 (7月: 53, 6月: 49, 5月: 45)</b></p>	<p><b>7/15:</b>  <b>NY 製造業調査 (7月: 25.6, 6月: 19.3, 5月: 19.0)</b>  <b>輸入価格 (nsa): (6月: 0.1%)</b>  <b>輸出価格 (nsa): (6月: -0.4%)</b>  <b>企業在庫 (5月: 0.52%)</b>                製造業: 0.78%                小売業: 0.23%                卸売業: 0.50%  <b>小売販売 (フードサービスを含む) (6月: 0.2%)</b>                自動車を除く: 0.4%                自動車・部品ディーラー: -0.3%</p> <p><b>7/11:</b>  <b>連邦政府財政収支 (6月: \$70.5 bn.)</b>            歳入: \$323.6 bn.            歳出: \$253.1 bn.</p> <p><b>7/10:</b>  <b>卸売業販売: (5月: 0.7%)</b></p> <p><b>7/8:</b>  <b>消費者信用増 (5月: \$19.6 bn.)</b>            回転: \$1.8 bn.            非回転: \$17.8 bn.</p> <p><b>7/3:</b>  <b>非農業雇用増 (6月: 288K)</b>                財製造業 (26K)                サービス業 (236K)                政府 (26K)            失業率: 6.1%            平均時間当たり所得: \$24.45 (0.2%)            平均週当たり労働時間: 34.5 時間 (0.0%)</p> <p><b>貿易収支 (5月: -\$44.4 bn.)</b>            輸出: 1.0%            輸入: -0.3%</p> <p><b>ISM 非製造業指数: 6月: 56.0, 5月: 56.3, 4月: 55.2</b></p> <p><b>7/2:</b>  <b>工場受注 (5月)</b>            新規受注: -0.5%            出荷: 0.1%                コンピューター・電子製品: -0.7%                輸送機器: 0.2%                非軍事資本財 (航空機を除く): -0.4%            受注残高: 0.6%            在庫: 0.8% :</p> <p><b>NYC 経済活動調査 (6月: 635.3, 5月: 630.1)</b></p> <p><b>7/1:</b>  <b>自動車販売 (6月: 17.0 mil., 5月: 16.8 mil.)</b>  <b>在庫: (4月: 1.288 mil., 3月: 1.291 mil.)</b>  <b>建設支出 (5月: 0.1%)</b>            民間住宅: -0.3%            民間非住宅: -1.5%            公的: 1.0%</p> <p><b>ISM 製造業指数 (6月: 55.3, 5月: 55.4, 4月: 54.9)</b>  <b>テキサスサービス業調査 (6月: 21.1, 5月: 10.3)</b></p>
---	--

・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