



CQM(超短期経済予測モデル)

米国経済(月次)予測(2014年9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

▶2014Q2 (4-6月期) の経済成長率が改定値の4.17%から確定値では4.59%へ上方に改定された。図表1に見るように、CQM予測の特徴を示すように、改定値はCQM予測の支出・所得両サイドからの平均実質GDP伸び率に近づいている。

▶2014Q3 (7-9月期) の景気は8月15日以降上昇トレンドを形成しているが、2%程度の経済成長率が予想されており、市場の楽観的なコンセンサス(3.0%~4.0%) よりかなり低い(図表2)。

▶前期比年率でみたインフレ率(2014Q3)は一時3%近くまで上昇したが、今週のCQM予測では1.2%にまで低下してきた。今後、連銀は低インフレからますますゼロ金利政策の維持を強調するようになるだろう。

▶連銀ハト派エコノミストの2%インフレ達成への執着は異常である。NY連銀のDudley総裁は“インフレを上昇させるために経済は完全雇用を超える必要があるかもしれない”とエコノミストとは思えない発言をしている。

●連銀はゼロ金利維持の “for a considerable time (相当な期間)”の文言をFOMC声明ミーティングに残したが、その一方で金利引き上げが早まる可能性を示唆

▶9月17日のFOMC声明において、市場が注目した“相当な期間”の文言を連銀は削除することはせず、連銀はゼロ金利政策の解除が早まるという市場の推測をかわした。

▶しかし、フィラデルフィア連銀のPlosser総裁は“相当な期間”がcalendar-baseの金融政策になると反対をした。

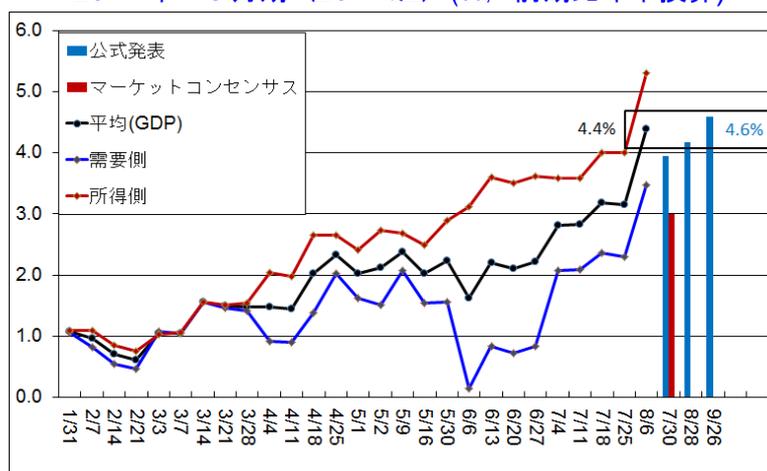
▶9月のFOMCミーティング時に発表されたドット・チャートでは、連銀エコノミスト達が6月時点より政策金利の引き上げが早まると予想していることが示されている。

▶金融市場の投資家によるフェデラルファンド金利先物はドット・チャートで示される金利予想よりかなり低くなっている(図表4)。例えば、2015年末のフェデラルファンドレートの連銀エコノミストたちの中間予想値が1.375%に対してフェデラルファンド金利先物は0.745%となっている。

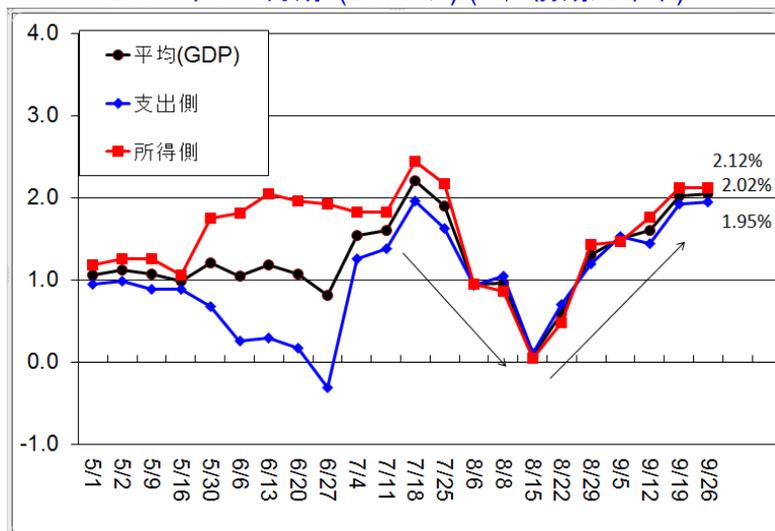
▶ドット・チャートの予想が連銀エコノミスト達のゲスワークであることを考えれば、彼らの予想値と金利先物レートの相違も心配する必要はない。

▶連銀は低インフレを理由にゼロ金利政策の維持を正当化するが、ゼロ金利政策を長期に維持しても、持続的な高成長経済が実現するわけではない。

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 : 実質 GDP
2014年7-9月期 (2014Q3) (% , 前期比年率)



連銀はゼロ金利維持の“for a considerable time (相当な期間)”の文言を FOMC 声明で残したが、その一方で金利引き上げが早まる可能性を示唆

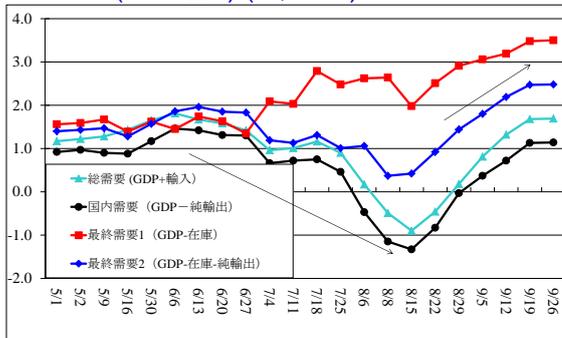
連銀は9月17日にFOMC声明と連銀エコノミスト達による経済予測サマリー(SEP)を発表した。この中には、彼らが政策金利をいつ引き上げるのが適切かを予測した“ドット・チャート”も含まれている。

今回のFOMC声明において、市場が注目した“相当な期間(a considerable time)”の文言が“... it likely will be appropriate to maintain the current target range for the federal funds rate for a considerable time after the asset purchase program ends...”の中から削除されることはなかった。

しかし、この文言に関してフィラデルフィア連銀のCharles Plosser 総裁は金融政策が“calendar (time)-dependent”になると反対をした一方、Janet Yellen 連銀議長は“相当な期間”の言葉を機械的に解釈するのではなく、やはり金融政策は“data-dependent”とFOMC声明後の会見で述べて、連銀エコノミスト間におけるフォワードガイダンスの解釈の不統一を表面化させている。結局、金融政策の決定はdata-dependentであることによどの連銀エコノミストも異議は唱えないが、CQM予測のように景気を常に数値とトレンドで捉えることが難しいようだ。

CQMならば、図表2ばかりか、GDP以外の実質アグリゲート指標も8月15日以降上昇トレンドを形成し、実質最終需要の伸び率(2014Q3)は3.5%にまで上昇していることが理解できる(図表3)

図表3: CQM 予測: 実質アグリゲート指標, 2014Q3 (7-9 月期) (% , saar)



ゼロ金利政策が少なくとも“相当な期間”維持されるとFOMC声明で確認された一方、FOMCミーティング時に発表された“ドット・チャート(マトリックス)”では、連銀エコノミスト達が幾分早めに政策金利の引き上げが始まることを予想している(図表4)。この“ドット・マトリックス”から連銀エコノミストらの適正と考えている2015年末のフェデラルファンドレートが6月のFOMCにおける1.125%(メディアン値)から今回のFOMCでは1.375%(同)にまで上方に修正された。2016年末においては、2.5%から2.875%へ上方に修正された。今回初めて予想された2017年末に関しては3.75%と予想されている。

図表4: ドット・マトリックス: 適切と思われる政策金利引き上げ時期予想: 9月のFOMC(6月のFOMC)

	2014	2015	2016	2017	長期
0.25%	15 (15)	2 (3)			
0.50%		(1)	1 (1)		
0.75%		(1)			
1.00%	1 (1)	3 (3)	1		
1.25%		2 (3)	1 (1)		
1.50%		3 (1)			
1.75%		1 (1)	1		
2.00%		4 (1)	(2)	1	
2.25%		1	2 (2)		
2.50%			2 (2)		
2.75%			1 (1)	1	
3.00%		1 (1)	3 (1)		
3.25%			1 (1)	3	1 (1)
3.50%			1 (1)	2	3 (3)
3.75%			(1)	3	6 (7)
4.00%			4 (1)	4	5 (3)
4.25%			(1)	2	2 (2)
4.50%			(1)	1	

これらの修正された連銀エコノミスト達によるフェデラルファンドレートの予想値は金融市場の投資家による予想値よりもかなり高くなっている。2015年12月のフェデラルファンド金利先物は0.745%、2016年12月契約においては1.85%となっている。しかし、これらの連銀エコノミスト達の予想値とフェデラルファンド金利先物の間の大きな乖離に驚く必要はない。ダラス連銀のFisher総裁は“実を言うと、我々の多くは計量経済モデルを持ち、我々の経済予測を助けてくれる素晴らしいエコノミストのチームを携えているが、“ドット”の予想に関しては大体がゲスワークである”と述べている(詳細は“Forward Guidance” by Richard W. Fisher, FRB of Dallas April 4, 2014.)

連銀がこの先少なくとも6ヶ月はゼロ金利を維持する可能性が非常に高くなった。ゼロ金利政策により景気を刺激しても、いつまでもそのベネフィットがコストを上回っているわけではない。ゼロ金利政策が長くなればなるほど、金持ちがより多くのベネフィットを受けることになる。何故ならば、金持ちのみ低金利で金を借りることができ、それを金融資産への投資に使うことができるからである。一方、金を借りられない人々はいくら低金利でも金を借りられないのである。その結果、低金利時代が長引けば長引くほど所得格差が広がる傾向がある。例えば、住宅ローンのない退職者が\$200,000の預金があるとする。もしも利子率が3%であれば年\$6,000の利子所得が得られる。月\$500あれば十分に1ヶ月の食費を賄うことができる。しかし、2008年12月以来のゼロ金利において、この退職者は毎年\$6,000が貯蓄から減っていくことになるのである。

連銀はいつまでもゼロ金利政策を維持し、2%インフレの実現を目標とすれば、米経済は持続的な高成長に戻ることはないだろう。そして、多くの貧しい人々の生活が一層悪くなるのである。更に、「相当な期間」の解釈がYellenとPlosserで異なるように、Yellenは市場とのコミュニケーションを改善する前に、まずは連銀内でのコミュニケーションを改善すべきである。

9月の主要経済指標

9/26:

GDP (2014Q2: 確定値)

実質: 4.59%

名目: 6.84%

インプリシット価格デフレーター: 2.15%

ミシガン大学消費者センチメント

総合: 9月: 84.6, 8月: 82.5, 7月: 81.8, 6月: 82.5

現在: 9月: 98.9, 8月: 99.8, 7月: 97.4, 6月: 96.6

期待: 9月: 75.4, 8月: 71.3, 7月: 71.8, 6月: 73.5

9/25:

失業保険新規申請件数 (9/20, 293,000)

カンザス・シティー連銀製造業調査: 9月: 6, 8月: 3

耐久財受注 (8月)

新規受注: -18.2%

出荷: -1.5%

コンピューター・電子製品: -0.8%

輸送機器: -5.1%

非軍事資本財 (航空機を除く): 0.1%

受注残高: 0.6%

在庫: 0.4% :

9/24:

MBA 住宅ローン応募調査 (9/19)

総合指数: -4.1%

購入指数: -0.3%

リファイナンス指数: -7.0%

新築住宅販売件数 (8月: 0.504 mil., 18.0%)

9/23:

リッチモンド連銀製造業調査 (9月: 14, 8月: 12)

リッチモンド連銀サービス業調査 (9月: 21, 8月: 21)

9/22:

シカゴ連銀全米活動指数 (8月: -0.21, 7月: 0.26)

住宅販売件数 (8月: 5.05 mil., -1.8%)

9/19:

コンファレンスボード景気指数 (8月)

総合指数: 0.2%

一致指数: 0.2%

遅行指数: 0.3%

9/18:

フィラデルフィア連銀製造業調査: (9月: 22.5)

住宅着工件数 (8月: 0.956 mil., -14.4%)

認可件数(0.998 mil., -5.6%)

9/17:

消費者物価指数 (8月: -0.2%)

コア: 0.0%

NAHB 住宅市場指数 (9月: 59, 8月: 55, 7月: 53)

FOMC ミーティング

9/16:

純国際資本流入 (7月)

純長期証券購入: -\$18.6 bn.

米住人による純海外証券購入: -\$14.7 bn.

非米住民による国内証券購入: -\$3.9 bn.

生産者物価指数 (8月: 0.0%)

最終財, コア: 0.0%

中間財加工品, コア: 0.2%

中間財未加工品, コア: -1.4%

9/15:

工業生産指数 (8月: -0.1%, 7月: 0.2%, 6月: 0.3%)

稼働率: 8月: 78.8%, 7月: 79.1, 6月: 79.1%

NY 製造業調査 (9月: 27.5, 8月: 14.7, 7月: 25.6)

9/12:

輸入価格 (nsa): (8月: -0.9%)

輸出価格 (nsa): (8月: -0.5%)

企業在庫 (7月: 0.42%)

製造業: 0.13%

小売業: 1.02%

卸売業: 0.14%

小売販売 (フードサービスを含む) (8月: 0.6%)

自動車を除く: 0.3%

自動車・部品ディーラー: 1.5%

9/10:

連邦政府財政収支 (8月: -\$128.7 bn.)

歳入: \$194.2 bn.

歳出: \$323.0 bn.

9/8:

消費者信用増 (7月: \$26.0 bn.)

回転: \$5.4 bn.

非回転: \$20.6 bn.

9/5:

非農業雇用増 (8月: 142K)

財製造業 (22K)

サービス業 (112K)

政府 (8K)

失業率: 6.1%

平均時間当たり所得: \$24.53 (0.2%)

平均週当たり労働時間: 34.5 時間 (0.0%)

9/4:

失業保険新規申請件数 (8/30, 302,000)

貿易収支 (7月: -\$40.55 bn.)

輸出: 0.9%

輸入: 0.7%

ISM 非製造業指数: 8月: 59.6, 7月: 58.7, 6月: 56.0

9/3:

ページブック

NYC 経済活動調査 (8月: 648.0, 7月: 644.4)

自動車販売(8月: 17.5 mil., 7月: 16.5 mil.)

在庫: (7月: 1.300 mil., 6月: 1.231 mil.)

9/2:

建設支出 (7月: 1.8%)

民間住宅: 0.7%

民間非住宅: 2.1%.

公的: 3.0%

ISM 製造業指数(8月: 59.0, 7月: 57.1, 6月: 55.3)

・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。