



CQM(超短期経済予測モデル)

米国経済(月次)予測(2015年1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

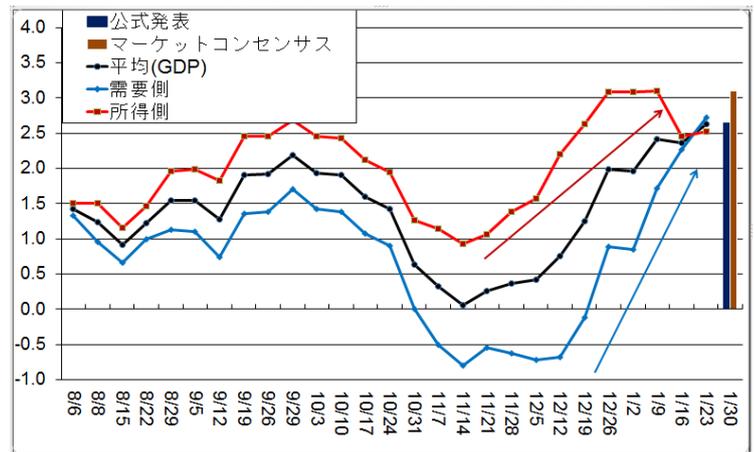
●成長率・インフレ予測の動態

- ▶2014Q4 (10-12月期) の経済成長率 (確報値) が1月30日に発表され、市場のコンセンサス (3.1%) を下回る2.64%となった。
- ▶CQMの2014Q4の最終予測 (1/23) は支出サイドから2.72%、所得サイドから2.53%、その平均値が2.63%と速報値に非常に近いものとなった (図表1)。
- ▶米経済は2014Q2 (4-6月期) -Q4とそれぞれ4.6%、5.0%、2.6%と成長しており、実体面からはゼロ金利政策の維持の必要性のなさを示している。
- ▶ヘッドラインインフレ率 (2014Q4) は-0.5%とCQM予測の-0.4%とほとんど同じであり、連銀が注目する前年同期比では1.1%となった。
- ▶連銀の2%インフレ目標から今のインフレ率は“well below”と言うことになり、ハト派にゼロ金利政策維持の口実となる。

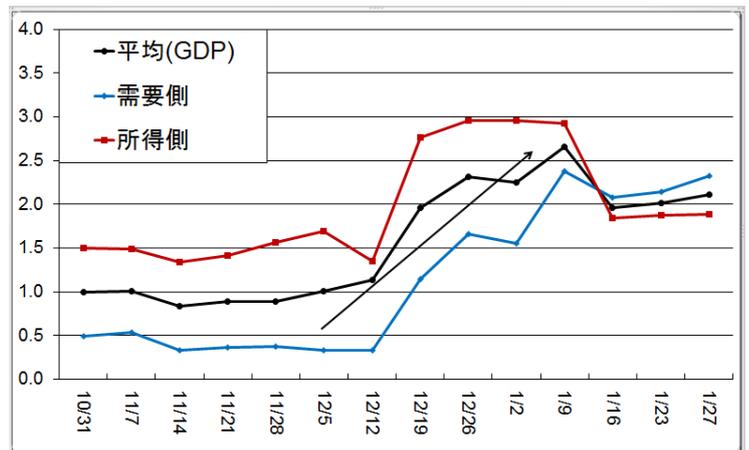
●ハト派に傾く2015年のFOMCメンバー

- ▶2014年の地区連銀総裁から選ばれた投票権をもつFOMCメンバーには3人のタカ派 (Plosser, Fisher, Mester) と一人のハト派 (Kochelakota) がいたが、2015年には3人のハト派 (Evans, Lackhart, Williams) と一人のタカ派 (Lacker) が彼らと入れ替わった。
- ▶1月27日に新メンバーによるFOMC声明が発表されたが、やはりハト派に傾いたものとなった。
- ▶この FOMC 声明では実体景気の見方を従来の“moderate pace”から“solid pace”に変更したものの、市場の形成するインフレ期待を声明に盛り込み、連銀の 2%インフレ目標から遠ざかっていることを示している。
- ▶更に、金融正常化への条件として“international developments”を入れてきて、ECBの1月22日の量的緩和を考慮することを示唆している。
- ▶まさに、ゼロ金利政策を維持したいハト派エコノミストの考え方がこの FOMC 声明にすでに反映されている。
- ▶ゼロ金利政策を維持するための“considerable time”が削除されたが、“patient”の文言はこのさされた。これから、市場はいつ“patient”の文言が削除されるかに焦点を当てるが、これまでのフォワードガイダンスをみれば、これらが連銀による言葉の遊びに過ぎないことが分かる。

図表1: CQM 予測の動態 : 実質 GDP
2014年10-12月期 (2014Q4) (% , 前期比年率換算)



図表2: CQM 予測の動態 : 実質 GDP
2015年1-3月期 (2015Q1) (% , 前期比年率)



ハト派に傾く 2015 年の FOMC メンバー

公開市場委員会 (FOMC) は 7 人の連銀理事と 12 地区連銀からの 10 人(voting member, alternate voting member)の計 17 人で構成される。FOMC において金融政策を決定する投票権をもつのは連銀理事 7 人 (現在 2 空席) と 12 の地区連銀から毎年のローテーションで選ばれた 5 人の地区連銀総裁である。ただし、ニューヨーク連銀総裁は常に投票権をもつ。残り 4 人の総裁が東部地区連銀 (ボストン、フィラデルフィア、リッチモンド)、中部地区連銀 (クリーブランド、シカゴ)、南部地区連銀 (アトランタ、セントルイス、ダラス)、中西部地区連銀 (ミネアポリス、カンザスシティ、サンフランシスコ) から毎年ローテーションで選ばれる。残り 5 人は“alternate voting (補欠)”メンバーと言われ、投票権はないが、FOMC において意見を述べるができる。補欠メンバーはニューヨーク連銀副総裁と 4 つに区分けされた地区連銀からそれぞれ一人づつ総裁が選ばれる。従って、ローテーションで 3 人の地区連銀総裁が FOMC から外される。

図表 3: FOMC メンバーの構成, 2014 vs. 2015

FOMCメンバー		ハト派- タカ派	FOMC 投票権	補欠 メンバー
連銀理事 (7人、2空席)				
議長	Janet L. Yellen	-2	毎年	
副議長	Stanley Fisher	-1	毎年	
	Daniel K. Tarullo	0	毎年	
	Jerome H. Powell	0	毎年	
	Lael Brainard	0	毎年	
地区連銀 (グループ) 総裁				
1	Boston (G1) Eric S. Rosengren	-2		2015
2	New York William C. Dudley	-2	毎年	
3	Philadelphia (G1) Charles I. Plosser	+2		2014
4	Cleveland (G2) Loretta J. Mester	+1		2014 2015
5	Richmond (G1) Jeffrey Lacker	+1		2015 2014
6	Atlanta (G3) Dennis Lockhart	-1		2015 2014
7	Chicago (G2) Charles L. Evans	-2		2015 2014
8	St. Louis (G3) James Bullard	+1		2015
9	Minneapolis (G4) Narayana Kochelakota	-2		2014
10	Kansas City (G4) Esther George	+1		2015
11	Dallas (G3) Richard W. Fisher	+2		2014
12	San Francisco (G4) John C. Williams	-1		2015 2014
	New York, 副総裁 Christine Cumming	-1		毎年

図表 3 は FOMC メンバーのハト派、タカ派を独自の判断でスケール (-2 ~ +2) で表したものである。0 を中立とし、超ハト派を-2 とし、超タカ派を+2 で表した。ハト派の考え方は、インフレが連銀目標の 2% を超えなければ、ゼロ金利政策を維持し、更なる雇用拡大を求めるといものである。中には Kocherkota のように 4%インフレも構わず、名目賃金の上昇を求める超ハト派もいる。タカ派の考え方としては、景気は回復基調にあり、これまでの異常な金融緩和政策から将来のインフレの加速化を懸念し、政策金利の引き上げをすぐにも行うべきとするものである。Plosser などがその代表である。ただし、超タカ派の Plosser、Fisher はそれぞれ今年の 3 月、4 月において退職する予定である。Plosser は 2006 年からフィラデルフィア連銀総裁を務め、Fisher は 2005 年からダラス連銀総裁を務めており、しばしば FOMC の金融政策の決定

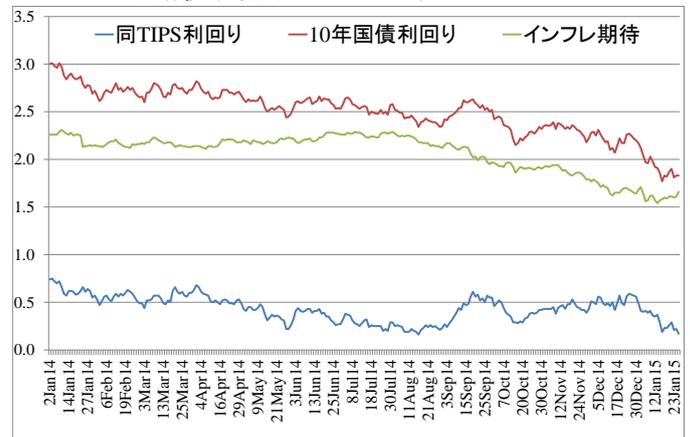
に対して反対票を投じていた。

2014 年と 2015 年の投票権をもつメンバーのハト派・タカ派スケールを合計し、その平均を計算すると、2014 年の平均が-0.2 に対して 2015 年の平均が-0.8 となる (図表 3)。このように、今年の FOMC の金融政策がかなりハト派の考え方に偏ることが理解できる。

1 月 27 日に新メンバーによる FOMC 声明が発表されたが、やはりハト派の考え方が色濃くなっている。経済が 2014Q2、Q3 とそれぞれ 4.6%、5.0% と成長し、Q4 においても 2.6% と経済が拡大しているにも関わらず、政策金利の引き上げを明示することはなかった。

連銀はさすがに現在の景気状況を“moderate pace”では表現できず“solid pace”に変更した。しかし、ゼロ金利政策維持の理由となる 2%インフレの達成には市場が形成するインフレ期待が低下していることを声明に取り込んだ (図表 4)。

図表 4: 市場のインフレ期待 (10 年物国債利回り-同インフレ連動債利回り (TIPS)、%)



更に、連銀は金融政策の正常化への条件として広く情報を集めるとして従来のインフレ、労働市場、ファイナンシャル市場に加え“international developments”を加えてきた。ECB (欧州中央銀行) が 22 日に量的緩和を導入したことを受けて、ハト派エコノミストはこれを連銀のゼロ政策金利の継続理由に利用している。

Forward Guidance (FG) においてはゼロ政策金利の維持期間を示す“considerable time”を削除し“patient”のみの文言にした。しかし、これまでの FG をみれば、連銀は文言を“for some time”、“for an extended period”、“at least through mid-2013”、“at least late 2014”、“at least through mid-2015”、“threshold of 6.5% unemployment rate”、“a considerable time”とゴールポストを次々と移動してきた。すなわち FG の失敗である。連銀は“Monetary policy depends on how the economy evolves”と言うように、FG ではなく Data-dependent な金融政策を実際に行い、また 2%インフレの達成に拘るゼロ金利政策が間違っていないかを考える時である。異常な低金利政策を長年維持しても持続的な高成長に戻らない日本経済が参考になる。

1月の主要経済指標

1/30:

GDP (2015Q1: 速報値)

実質: 2.64%

名目: 2.54%

インプリシット価格デフレーター: -0.09%

ミシガン大学消費者センチメント

総合: 1 月: 98.1, 12 月: 93.6, 11 月: 88.8

現在: 1 月: 109.3, 12 月: 104.8, 11 月: 102.7

期待: 1 月: 91.0, 12 月: 86.4, 11 月: 79.9

農産物価格: (12 月: 1.0%, 11 月: 2.0%)

1/29:

失業保険新規申請件数 (1/24, 265,000)

1/28:

FOMC ミーティング

1/27:

耐久財受注 (速報値、1 月)

新規受注: -3.4%

出荷: 1.1%

コンピューター・電子製品: 0.0%

輸送機器: 3.1%

非軍事資本財 (航空機を除く): -0.2%

受注残高: -0.8%

在庫: 0.5% :

S&P/Case-Shiller 住宅価格指数 (11 月)

10 大都市総合: 4.2% (前年同月比)

20 大都市総合: 4.3% (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: 1 月: 102.9, 12 月: 93.1, 11 月: 91.0

現在: 1 月: 112.6, 12 月: 99.9, 11 月: 93.7

期待: 1 月: 96.4, 12 月: 88.5, 11 月: 89.3

新築住宅販売件数 (12 月: 0.481mil., 11.6%)

リッチモンド連銀製造業調査 (1 月: 6, 12 月: 7)

リッチモンド連銀サービス業調査 (1 月: 14, 12 月: 3)

テキサスサービス業調査 (1 月: -2.8, 12 月: 12.1)

1/26:

テキサス製造業調査 (1 月: -4.4, 12 月: 3.5)

1/23:

シカゴ連銀全米活動指数 (12 月: -0.05, 11 月: 0.92)

中古住宅販売件数 (12 月: 5.04 mil., 2.4%)

コンファレンスボード景気指数 (12 月)

総合指数: 0.5%

一致指数: 0.2%

遅行指数: 0.3%

1/22:

カンザス・シティー連銀製造業調査: 1 月: 3, 12 月: 8

1/21:

住宅着工件数 (12 月: 1.089 mil., 4.4%)

認可件数(1.032 mil., -1.9%)

1/20:

NAHB 住宅市場指数 (1 月: 57, 12 月: 58, 11 月: 58)

1/16:

消費者物価指数 (12 月: -0.4%)

コア: 0.0%

1/15:

NY 製造業調査 (1 月: 10.0, 12 月: -1.2, 11 月: 10.3)

生産者物価指数 (12 月: -0.3%)

最終財, コア: 0.2%

中間財, コア: -0.6%

原材料, コア: -8.8%

フィラデルフィア連銀製造業調査:

(1 月: 6.3, 12 月: 24.3, 11 月: 40.2)

1/14:

企業在庫 (11 月: 0.19%)

製造業: 0.11%

小売業: -0.30%

卸売業: 0.78%

在庫-販売比率: 1.31

輸入価格 (nsa): (12 月: -2.5%)

輸出価格 (nsa): (12 月: -1.2%)

小売販売 (フードサービスを含む) (12 月: -0.9%)

自動車を除く: -1.0%

自動車・部品ディーラー: -0.7%

1/13:

連邦政府財政収支 (12 月: \$1.9 bn.)

歳入: \$335.3 bn.

歳出: \$333.5 bn.

1/9:

非農業雇用増 (12 月: 252K)

財製造業 (67K)

サービス業 (173K)

政府 (12K)

失業率: 5.6%

平均時間当たり所得: \$24.57 (-0.2%)

平均週当たり労働時間: 34.6 時間 (0.0%)

1/8:

消費者信用増 (11 月: \$14.1 bn.)

回転: -\$0.9 bn.

非回転: \$15.0 bn.

1/7:

貿易収支 (11 月: -\$39.0 bn.)

輸出: -1.0%

輸入: -2.2%

1/5:

NYC 経済活動調査 (12 月: 673.8, 11 月: 663.4)

1/6:

非製造業指数: (12 月: 56.2, 11 月: 59.3, 10 月: 57.1)

1/5:

NYC 経済活動調査 (12 月: 673.8, 11 月: 663.4)

自動車販売(12 月: 16.9 mil., 11 月: 17.2 mil.,)

在庫: (11 月: 1.225 mil., 10 月: 1.225 mil.)

1/2:

建設支出 (11 月: -0.3%)

民間住宅: 0.9%

民間非住宅: -0.3%.

公的: -1.7%

ISM 製造業指数(8 月: 55.5, 11 月: 58.7, 10 月: 59.0)