



CQM(超短期経済予測モデル)

# 米国経済(月次)予測(2015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

▶実質GDPのCQM予測は3月6日以降下降トレンドを形成し始めた(図表1)。両サイドの平均実質GDP伸び率は3月6日の2.7%から3月27日には1.7%にまで低下してきた。

▶景気のスローダウンは実質アグリゲート指標の予測からも見られる(図表3)。今週のCQMでは実質アグリゲート指標の伸び率が2.2%-3.1%にまで低下してきた。

▶ヘッドラインインフレ率は前期比年率で2015Q1、Q2とそれぞれ-3.0%、1.2%となっている。連銀が目指す前年同期比ではそれぞれ-0.0%、-0.3%となり連銀の2%インフレ目標を大きく下回っている。

▶連銀が2%インフレ目標に拘れば、いつまでも連銀は金融政策の正常化に着手できないだろう。かといって、今のインフレ率が中期的に2%インフレに徐々に戻ると連銀は“reasonably confident”に考えているとも言いにくいだろう。

### ●フォワードガイダンスに拘り、金融政策の正常化に踏み出せない連銀

▶6月のFOMCミーティングにおいて、金融正常化への1歩が踏み出されると期待が市場に大きい中で、連銀は思わぬ景気のスローダウンに直面することになるだろう。

▶最近の経済のスローダウンはCQM予測のみならず、ISM製造業指数や地区連銀の製造業調査にも表れている(図表4)。

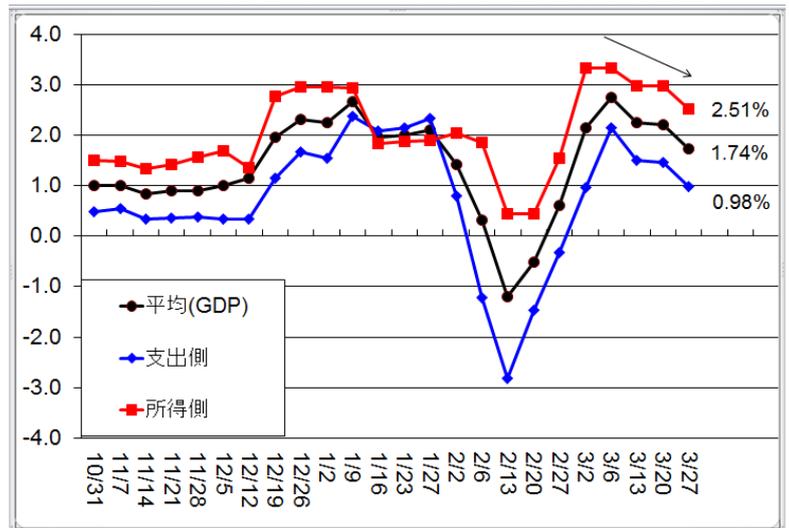
▶これまで、連銀は金融政策の透明性、効率性を高める意味でフォワードガイダンス(FG)に依存してきた。しかし、誰も正確なFGができないことから、連銀は自らの誤ったFGによって金融政策への柔軟性を失ってしまった。

▶連銀はFGによる金融政策の過ちを認め、金融政策本来の data-dependent、how the economy evolves に依存する金融政策に戻るべきである。

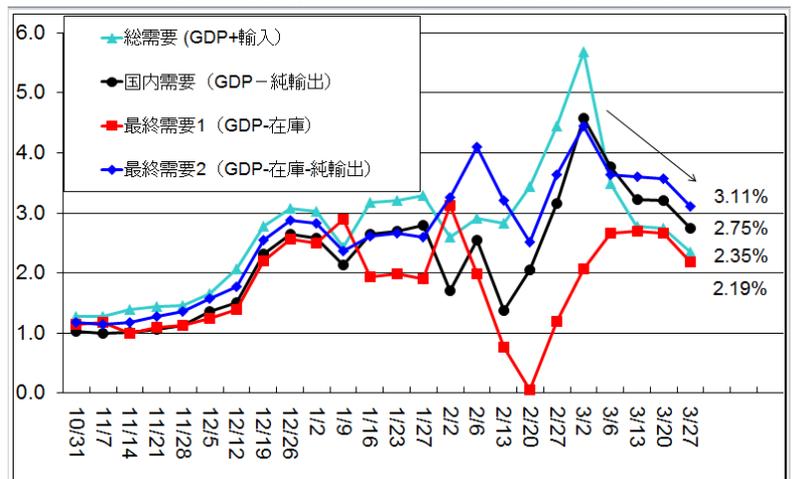
▶実際に、アトランタ連銀は GDPNow フォーキャストを最近導入し始め、data-dependent な CQM タイプの予測を行い、現状の景気判断をしている。

▶皮肉にも、2015Q1 の GDPNow フォーキャストは CQM より悲観的であり、連銀による6月の政策金利引き上げの難しさを物語っている(図表6)。

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



図表2: CQM 予測の動態: 実質アグリゲート指標  
2015年1-3月期(2015Q1)(%, 前期比年率)

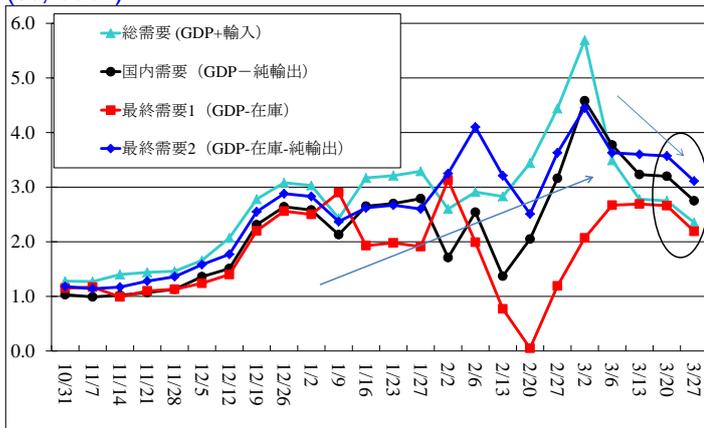


## フォワードガイダンスに拘り、金融政策の正常化に踏み出せない連銀

図表 1 が示すように、実質 GDP の CQM 予測が 3 月 6 日以降下降トレンドを形成し始めた。支出サイドの実質 GDP 伸び率(2015Q1)は 3 月 6 日の 2.14% から 3 月 27 日には 0.98%にまで下方修正され、所得サイドからの実質 GDP 伸び率も同期間に 3.33% から 2.51%へと下方修正されてきている。

景気のスローダウンは実質アグリゲート指標からも示される(図表 3)。これらの伸び率(2015Q1)は今週の CQM では 2.2%-3.1%にまで低下してきた。

図表 3: CQM 予測: 実質アグリゲート指標、2015Q1 (% , saar)



CQM 予測だけでなく、最近の製造業指数がかなり悪化してきている(図表 4)。もし今後も景気のスローダウンが続くならば、連銀による 6 月の金利引き上げは難しくなる。Yellen 連銀議長が“Just because we removed the word ‘patient’ from the statement does not mean we’re going to be impatient”と言ったように、連銀は政策金利の引き上げを 6 月から 9 月に延期する可能性が高い。

図表 4: ISM 製造業指数と地区連銀の製造業調査

ISM製造業/地区連銀	2015			2014		
	3月	2月	1月	12月	11月	10月
ISM	na	52.9	53.5	55.1	57.6	57.9
ニューヨーク	6.9	7.8	10	-1.2	10.3	8.6
フィラデルフィア	5.0	5.2	6.3	24.3	40.2	19
リッチモンド	-8	0	6	7	4	20
カンザスシティ	-4	1	3	8	6	4

しかし、連銀は金融政策の正常化に対してこれまでのフォワードガイダンス (FG) が全く役立たなかったことを認めるべきである(図表 5)。すなわち、金融政策が誤った FG に頼っていたことから、連銀は金融政策の正常化への機会を見逃してきたと言える。失業率はこの 2 月には 5.5%にまで低下し、非農業部門の純雇用増も過去 12 か月毎月 200,000 を超えているのである。連銀は FG に依存する金融政

策を止め、連銀が常に言うような incoming-data、そして how the economy evolves による本来の金融政策に集中すべきである。

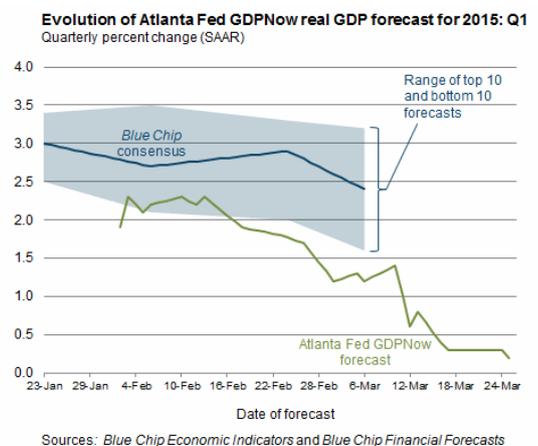
実際にアトランタ連銀は CQM タイプの data-dependent な GDPNow フォーキャストを最近導入し始めている(図表 6)。GDPNow フォーキャストは支出面だけしか捉えていないが、皮肉にも彼らの GDPNow フォーキャストは今期の景気に関して CQM 予測よりはるかに悲観的な景気予測となっている(図表 1、図表 6)。おそらく、6 月の FOMC ミーティングにおいて連銀が金融政策の正常化に着手できると想定していたような状態に経済がなっていない可能性が高い。

連銀は FG の導入で市場に対する金融政策の透明性を高め、金融政策の有効性を改善することを考えてきたが、実際には誤った FG により金融政策の柔軟性を確保できず、連銀自らの手足を縛ってしまったと言える。

図表 5: フォワードガイダンスの変更

ゼロ金利政策維持のためのフォワードガイダンスの変更	
FFR=0% - 0.25%	FOMC 声明に導入されたフォワードガイダンス (FG) の文言
2009年1月28日	"For some time (しばらくの間)"
2009年3月18日	"For an extended period (更なる期間)"
2011年8月9日	少なくとも2013年半ばまで
2012年1月25日	少なくとも2014年の後半まで
2012年9月13日	少なくとも2015年半ばまで
2012年12月12日	失業率: 6.5% (基準点) の導入
2014年7月30日	"Considerable time (相当期間)"
	QE 終了後
	経済回復が強くなるまで
	失業率 (6.5%) を削除し、いろいろな労働市場の指標から労働市場の slack に言及
2014年12月17日	"Patient" の追加
2015年1月27日	"considerable time (相当期間)" の削除
2015年3月18日	"Patient" の削除
FFR: フェデラルファンドレート目標値	

図表 6: アトランタ連銀の GDPNow フォーキャスト、2015Q1



### 3月の主要経済指標

3/27:

**GDP (2014Q4: 確報値)**

実質: 2.22%

名目: 2.38%

インプリシット価格デフレーター: 0.16%

**ミシガン大学消費者センチメント**

総合: 3 月: 93.0, 2 月: 95.4, 1 月: 98.1

現在: 3 月: 105.0, 2 月: 106.9, 1 月: 109.3

期待: 3 月: 85.3, 2 月: 88.0, 1 月: 91.0

3/26:

**カンザス・シティー連銀製造業調査:** 3 月: -4, 2 月: 1

3/25:

**耐久財受注 (速報値、3 月)**

新規受注: -1.4%

出荷: -0.2%

コンピューター・電子製品: 0.5%

輸送機器: -0.4%

非軍事資本財 (航空機を除く): 0.2%

受注残高: -0.5%

在庫: 0.3%

3/24:

**消費者物価指数 (2 月: 0.2%)**

コア: 0.2%

**新築住宅販売件数 (2 月: 0.593 mil., 7.8%)**

**リッチモンド連銀製造業調査 (3 月: -8, 2 月: 0)**

**リッチモンド連銀サービス業調査 (3 月: 12, 2 月: 18)**

3/23:

**シカゴ連銀全米活動指数 (2 月: -0.11, 1 月: -0.10)**

**中古住宅販売件数 (2 月: 4.88 mil., 1.2%)**

3/19:

**コンファレンスボード景気指数 (2 月)**

総合指数: 0.2%

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: 5.0, 2 月: 5.2, 1 月: 6.3, 12 月: 24.3, 11 月: 40.2)

3/18:

**FOMC ミーティング**

3/17:

**住宅着工件数 (2 月: 0.897 mil., -17.0%)**

認可件数( 1.092 mil., 3.0%)

3/16:

**工業生産指数 (2 月: 0.1%, 1 月: -0.3%, 12 月: -0.2%)**

稼働率: 2 月: 78.9%, 1 月: 79.1%, 12 月: 79.4%

**NY 製造業調査 (3 月: 6.9, 2 月: 7.8, 1 月: 10.0)**

**NAHB 住宅市場指数 (3 月: 53, 2 月: 55, 1 月: 57)**

**純国際資本流入 (1 月)**

純長期証券購入: -\$27.2 bn.

米住人による純海外証券購入: \$12.6 bn.

非米住民による国内証券購入: -\$39.8 bn.

国債: -\$55.1 bn.

社債: \$6.2 bn.

機関債: \$9.1 bn.

株式: \$0.0 bn.

3/13:

**生産者物価指数 (2 月: -0.5%)**

最終財, コア: -0.1%

中間財, コア: -0.4%

原材料, コア: 0.5%

3/12:

**輸入価格 (nsa): (2 月: 0.4%)**

**輸出価格 (nsa): (2 月: -0.1%)**

**企業在庫 (1 月: -0.05%)**

製造業: -0.38%

小売業: -0.01%

卸売業: 0.32%

在庫-販売比率: 1.35

**小売販売 (フードサービスを含む) (2 月: -0.6%)**

自動車を除く: -0.1%

自動車・部品ディーラー: -2.5%

**連邦政府財政収支 (2 月: -\$192.3 bn.)**

歳入: \$139.4 bn.

歳出: \$331.7 bn.

3/10:

**卸売業販売: (1 月: -3.1%)**

在庫: 0.3%

在庫-販売比率: 1.27

3/6:

**非農業雇用増 (2 月: 295K)**

財製造業 (29K)

サービス業 (259K)

政府 (7K)

失業率: 5.5%

平均時間当たり所得: \$24.78 (0.1%)

平均週当たり労働時間: 34.6 時間 (0.0%)

**消費者信用増 (1 月: \$11.6 bn.)**

回転: -\$1.2 bn.

非回転: \$12.7 bn.

**貿易収支 (1 月: -\$41.8 bn.)**

輸出: -2.9%

輸入: -3.9%

3/4:

**非製造業指数: 2 月: 56.9, 1 月: 56.7, 12 月: 56.5**

**ページブック**

3/3:

**NYC 経済活動調査 (2 月: 677.6, 1 月: 671.1)**

**自動車販売(2 月: 16.2 mil, 1 月: 16.7 mil.)**

在庫: (12 月: 1.215 mil., 11 月: 1.223 mil.)

3/2:

**建設支出 (1 月: -1.1%)**

民間住宅: 0.6%

民間非住宅: -1.6%

公的: -2.6%

**ISM 製造業指数(2 月: 52.9, 1 月: 53.5, 12 月: 55.1)**

・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