



CQM(超短期経済予測モデル)

# 米国経済(月次)予測(2013年2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

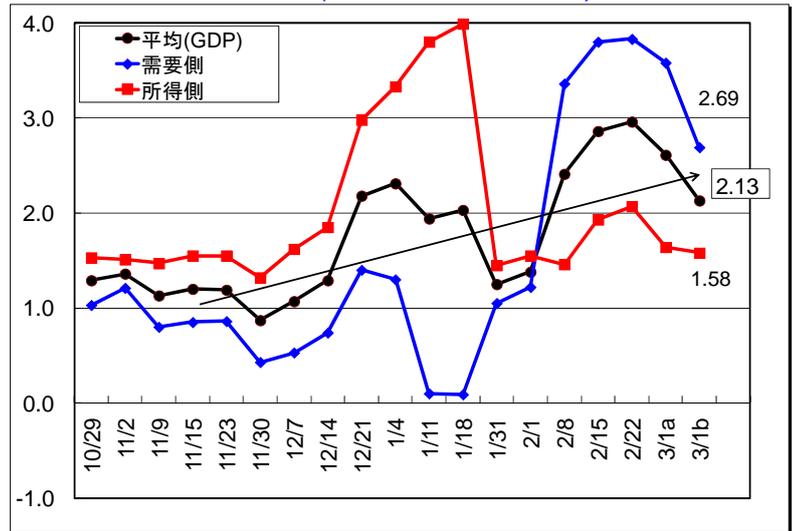
### ●成長率・インフレ予測の動態

▶3月1日に2つのCQM予測を行った。CQM(3/1a)は2012年10-12月期(2012Q4)GDPの速報値とそれに対応する1月の個人所得・消費支出のみを更新した。同時に、統計上の誤差のブリッジ方程式を改良した。CQM(3/1b)はそれをベースに1月の建設支出、製造業財出荷を更新した(図表1)。  
▶今週のCQM(3/1b)は、3%にまで上昇した1-3月期(2013Q1)実質GDPの伸び率を約1%下方に修正した(図表1)。その他のアグリゲート指標の成長率も2.5%~3.5%の範囲から1.5%~2.5%の範囲に下方修正された。  
▶この下方修正に寄与したのは個人消費支出の下方修正と実質固定資本投資の大幅な下方修正である。特に、後者の伸び率が4.8%から-1.2%にまで下方修正されたのは持続的経済成長への懸念材料である。  
▶今期のインフレ率(図表2)と来期のインフレ率(1.5%程度)を見る限り、連銀が数量的緩和を今後も継続することは間違いない。

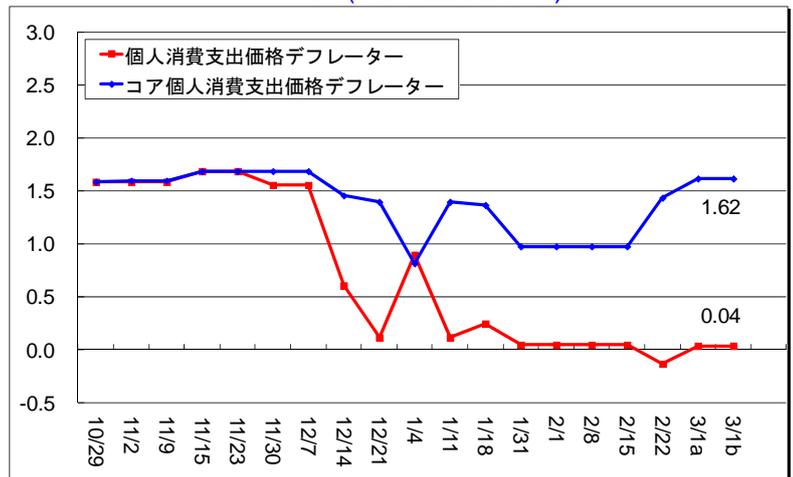
### ●FOMCメンバーの経済見通しの欠陥

▶2月26日に連銀法に基づいて議会に金融政策報告書が提出され、同日にバーナンキ連銀議長は上院銀行委員会で証言を行った。  
▶この証言において、バーナンキ連銀議長は数量的緩和政策の継続が経済に与えるコストよりもベネフィットが上回ると確信をしていた。  
▶この金融報告書の中で、19人のFOMCメンバーの経済見通しが発表されていた。19人のうち13人までが政策金利の引き上げは2015年と予想している。そして、14人までが、2015年末における目標フェデラルファンドレートを1.25%以下と予想している。  
▶この金融政策報告書には、長期における経済成長率、失業率、政策金利、インフレ率の予測も掲載されているが、長期の経済成長率を潜在成長率と捉えれば、彼らの経済見通しに矛盾が生じる。  
▶しかし、米国経済の潜在成長率を3.5%~4.5%と考えると、一貫性のとれた経済見通しとなる。

図表1: CQM 予測の動態 : 実質 GDP  
2013Q1 (% , 前期比年率換算)



図表2: CQM 予測の動態 : インフレーション  
2013Q1 (% , 前期比年率)



<FOMC メンバーの経済見通しの欠陥>

2月26日に連銀は連銀法に基づいて議会に金融政策報告書を提出した。同日に、この報告書に関してバーナンキ連銀議長は上院銀行委員会において証言をおこなった。報告書では、数量的緩和政策の経済への影響が大きいという実証研究とそれほどでもないという実証研究の両方に触れていた。しかし、バーナンキ連銀議長を含む大多数の連銀エコノミストは、数量的金融緩和策を維持することによる経済へのベネフィットがコストを上回るという立場をとっている。むしろ、証言においては、ベネフィットがコストを上回るという彼の断固たる確信さえ見られた。

面白かったのは9月のFOMCミーティングにおいて、異常に低いフェデラルファンドレートの目標値を2015年半ばまで延長したことに対するForward Guidanceの解釈をこのレポートで次のように述べていたことである。

「The new language was meant to clarify that the Committee's anticipation that exceptionally low levels for the federal funds rate were likely to be warranted at least through mid-2015 did not reflect an expectation that the economy would remain weak, but rather reflected the Committee's determination to support a stronger economic recovery.」(傍線筆者)

連銀は異常な低金利政策の維持期間を2011年8月のFOMCミーティングにおいて2013年半ばまでと当初設定し、2012年1月には2014年半ば、そして2012年9月には2015年半ばまでとそれぞれ変更してきた。この連銀のForward Guidanceにはタカ派エコノミストなどから、金融政策はカレンダーによるものでなく、景気動向によるものだと正当な批判がなされていた。

今後の金融政策を見るうえで、19人のFOMCメンバー(7人の連銀理事、12地域連銀総裁)が、どのように経済見直しを行っているかを知ることは役立つ。この金融政策報告書のPart 3において、19人の経済見通しが紹介されている。

表1: 連銀FOMCメンバーの経済見直し

	2012	2013	2014	2015	長期
実質GDP (%)	1.6 to 2.0	2.0 to 3.2	2.8 to 4.0	2.5 to 4.2	2.2 to 3.0
失業率 (%)	7.7 to 8.0	6.9 to 7.8	6.1 to 7.4	5.7 to 6.8	5.0 to 6.0
PCEインフレ率 (%)	1.6 to 1.8	1.3 to 2.0	1.4 to 2.2	1.5 to 2.2	2.0

(注)実質GDP,PCEインフレ率は10-12月期の前年同期比、失業率は10-12月期の平均。

出所: 2013年2月「金融政策報告書」Part 3から作成

表1からFOMCメンバーが異常な金融緩和策を2015年まで続けることで、経済成長を高め失業率を彼らの目標とする6.5%まで引き下げるシナリオを見て取れる。

しかし、彼らが長期における失業率を5.0%~6.0%、経済成長率を2.2%~3.0%と想定しているのが理解できない。雇用最大化を連銀の目標とすれば、長期の経済成長率は潜在成長率と考えるのが妥当である。すな

わち、インフレを加速させない持続可能な最大の経済成長率である。そうすると、2014年、2015年と2年間に潜在成長率を超えてインフレが2.2%以下に抑えられているのは一貫性にかける。むしろ、長期の経済成長率を3.5%~4.5%とし、それを米国の潜在成長率と考えた方が理にかなっている。

グラフ1は19人のFOMCメンバーがいつ連銀が目標フェデラルファンドレートを引き上げるかを示したものである。2015年にならないと連銀は出口戦略をとらないと考えているFOMCメンバーが圧倒的に多い。更に、表2は各年末の目標フェデラルファンドレートの予測値であるが、2015年末において1.25%以下と予想しているFOMCメンバーが14人もいる。表2における長期の目標フェデラルファンドレートをみると、3.75%~4.50%に17人のFOMCメンバーがいる。期待インフレ率を2%と想定すれば、短期の実質金利は1.75%~2.50%となる。景気拡大期の長期の実質金利が短期に比べ1.5%高いと想定すると3.25%~4.0%になる。やはり、FOMCメンバーが米国の潜在成長率(長期経済成長率)を3.5%~4.5%と高く考えれば、彼らの経済見直しに一貫性が保たれる。

グラフ1: FOMCメンバーによる予想される目標フェデラルファンドレートを引き上げる時期(人)

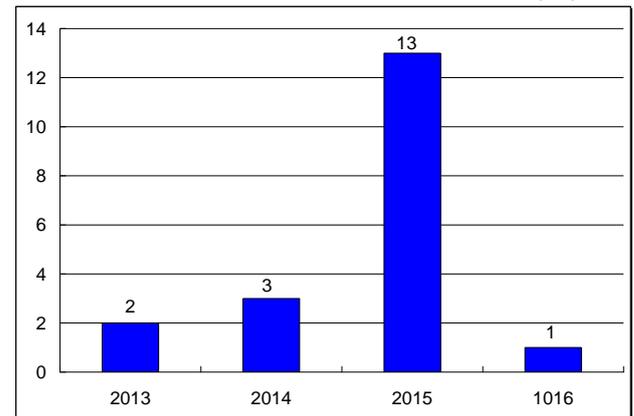


表2 年末の目標フェデラルファンドレート(%)

	2013	2014	2015	長期
0.0~0.25	17	14	1	
0.50	1	1	5	
0.75			3	
1.00	1		3	
1.25			2	
1.50		2		
1.75		1		
2.00			1	
2.25				
2.50			1	
2.75		1		
3.00				1
3.25				
3.50			1	1
3.75			1	3
4.00				5
4.25				6
4.50			1	3

## 2月の主要経済指標

3/1:

個人所得 (1月: -3.6%)

賃金・俸給: -0.6%

個人消費支出 (PCE): 0.2%

貯蓄率: 2.4%

建設支出 (1月: -2.1%)

民間住宅: 0.0%

民間非住宅: -5.1%

公的: -1.0%

自動車販売(2月: 15.4 mil, 1月: 15.3 mil.)

在庫: (1月: 1.074 mil., 12月: 1.073 mil.)

ISM 製造業指数(2月: 54.2, 1月: 53.1, 12月: 50.2)

ミシガン大学消費者センチメント

総合: 2月: 76.3, 1月: 73.8, 12月: 72.9, 11月: 82.7

現在: 2月: 88.0, 1月: 85.0, 12月: 87.0, 11月: 90.7

期待: 2月: 68.7, 1月: 66.6, 12月: 63.8, 11月: 77.6

2/28:

新規申請件数 (2/23, 344,000)

GDP (2012Q4: 改定値)

実質: 0.13%

名目: 1.02%

インプリシット価格デフレーター: 0.89%

ISM-シカゴ連銀 (2月: 56.8, 1月: 55.6, 12月: 50.0)

農産物価格: (2月: -9.2%, 1月: 9.0%, 12月: -3.9%)

カンザス・シティー連銀製造業調査: 2月: -10, 1月: -2

2/27:

耐久財受注 (1月)

新規受注: -5.2%

出荷: -1.2%

コンピューター・電子製品: -3.5%

輸送機器: -2.3%

非軍事資本財 (航空機を除く): -1.0%

受注残高: -0.2%

在庫: 0.2%

2/26:

新築住宅販売 (1月: 0.437 mil., 15.6%)

リッチモンド連銀製造業調査: 2月: 6.0, 1月: -12.0

コンファレンスボード消費者コンフィデンス

総合: 2月: 69.6, 1月: 58.4, 12月: 66.7, 11月: 71.5

現在: 2月: 63.3, 1月: 56.2, 12月: 64.6, 11月: 57.4

期待: 2月: 73.8, 1月: 59.9, 11月: 68.1, 11月: 80.9

2/25:

テキサス製造業調査: 2月: 2.2, 1月: 5.5, 12月: 2.5

シカゴ連銀全米活動指数: 1月: -0.32, 12月: 0.25

2/21:

コンファレンスボード景気指数 (1月)

総合指数: 0.2%

一致指数: 0.4%

遅行指数: 0.4%

消費者物価指数 (1月: 0.0%), コア: 0.3%

中古住宅販売 (1月: 4.92 mil., 0.4%)

2/20:

生産者物価指数 (1月: 0.2%)

最終財, コア: 0.2%

中間財, コア: 0.3%

原材料, コア: -0.3%

住宅着工件数 (1月: 0.890 mil., -8.5%)

住宅認可件数(1月: 0.925 mil., 1.8%)

2/19:

NAHB 住宅市場指数 (2月: 46, 1月: 47, 12月: 47)

2/15:

NY 製造業調査 (2月: 10.0, 1月: -7.8, 12月: -7.3)

工業生産指数 (1月: -0.1%, 12月: 0.3%, 11月: 1.0)

稼働率: 1月: 79.1%, 12月: 79.3%, 11月: 79.1%

2/13:

輸入価格 (nsa): (1月: 0.6%)

輸出価格 (nsa): (1月: 0.3%)

小売販売 (フードサービスを含む) (1月: 0.1%)

自動車を除く: 0.2%

自動車・部品ディーラー: 0.2%

企業在庫 (12月: 0.13%)

製造業: 0.08%

小売業: 0.45%

卸売業: -0.12%

在庫-販売比率: 1.28

2/12:

連邦政府財政収支 (12月: \$2.9 bn.)

歳入: \$272.2 bn.

歳出: \$269.3 bn.

2/8:

貿易収支 (12月: -\$38.5 bn.)

輸出: 2.1%

輸入: -2.7%

卸売業販売: (12月: 0.0%)

在庫: -0.1%

在庫-販売比率: 1.2

2/7:

消費者信用増 (12月: \$14.6 bn.)

回転: -\$3.6 bn.

非回転: \$18.2bn.

2/5:

ISM 非製造業指数: 1月: 55.2, 12月: 55.7

2/1:

非農業雇用増 (1月: 157K)

財製造業 (36K)

サービス業 (130K)

政府 (-9K)

失業率: 7.9%

平均時間あたり所得: \$23.78 (0.2%)

平均週あたり労働時間: 34.4 時間 (0.0%)

・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) 06-6441-0550