



CQM(超短期経済予測モデル)

米国経済(月次)予測(2012年7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

▶7月27日に2012年4-6月期の実質GDP伸び率(速報値)が前期比年率+1.5%と発表された。NIPA統計が2009年以降改定されたので、CQM予測との直接の比較には無理があるが、7月20日にCQMが予測していた支出・所得サイドからの実質GDP伸び率の平均値と同じとなった(図表1)。

▶CQMの支出サイドからの実質GDP予測が低かった理由の一つに、在庫品評価調整がある。BEAは4-6月期の在庫品評価調整額が前期の-200億ドルから235億ドルへと増加したと計算している。この結果、NIPAにおける非農業在庫増が4-6月期の経済成長率にプラスの寄与(0.28%ポイント)をもたらした。

▶4-6月期のヘッドライン・コアインフレ率はCQM予測とほぼ同じであり、一方、GDP価格デフレーターがCQM予測より高かったのはCQMが輸入物価の低下を過小に予測したことによる(図表2)。

●4-6月期GDP(速報値)の発表とその後のFOMCミーティング

▶4-6月期のGDP(速報値)が発表された直後の7月31日、8月1日にFOMCミーティングが開かれた。

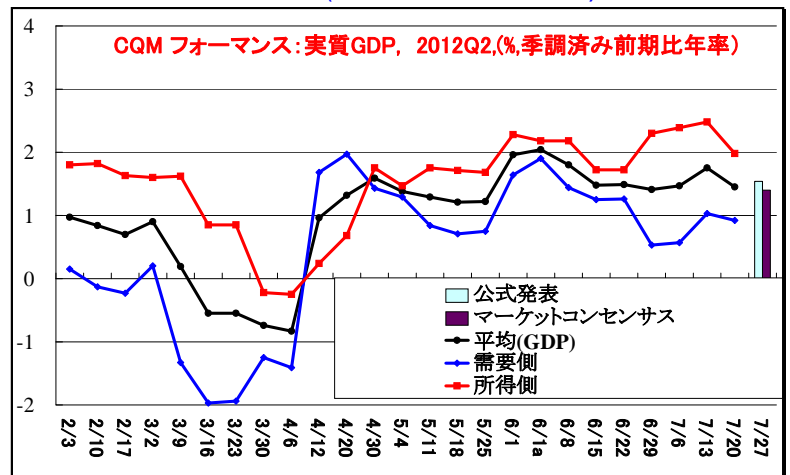
▶連銀は6月のFOMCミーティング時の「景気が緩やかに回復している」から、今回は「景気が幾分減速している」と景気への見方を悲観的な方向に修正した。

▶金融政策に対しても「連銀は景気回復を支える用意がある」から、「必要ならば、追加的金融緩和を行う」と更なる金融緩和に対してより強いシグナルを送るようになった。

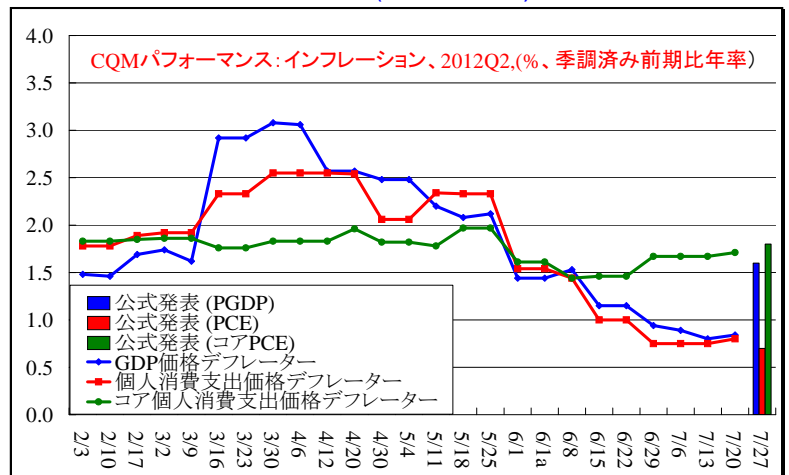
▶しかし、連銀は更なる金融緩和の具体的な実施には言及していない。やはり、今後の欧州債務危機の深刻化、1%を下回るような景気のスローダウンなどと内外経済環境がさらなる悪化まで、追加的金融緩和策を実施することはないだろう。

▶一方、このことは市場において連銀は「コミュニケーション」よりも「金融緩和の実施」をとの声を高めることとなった。

図表1: CQM予測の動態: 実質GDP成長率
2012Q2(%、前期比年率換算)



図表2: CQM予測の動態: インフレーション
2012Q2(%、前期比)



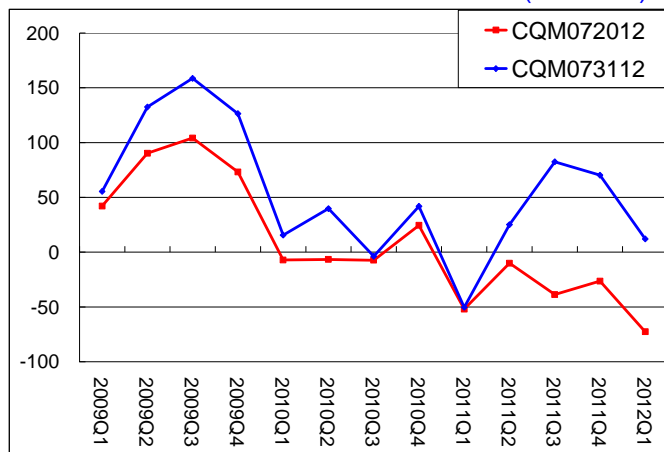
＜2012 年第 2 四半期 GDP（速報値）の発表と その後の FOMC ミーティング＞

7 月 27 日に 2012 年 4-6 月期の GDP（速報値）が発表され、7 月 31 日、8 月 1 日と金融政策を決める FOMC ミーティングが開かれた。

通常は 7-9 月期の GDP（速報値）発表時に行われる過去 3 年間に遡っての国民所得・生産勘定（NIPA）の改定が、今回は 4-6 月期の GDP 発表時に行われた。この NIPA 全体の改定値のしわ寄せが出てくるのが統計上の誤差である。支出・所得の両サイドから GDP を予測する CQM 予測にとって重要になる統計上の誤差の改定についてまず見てみよう。

図表 3 にみるように、2011 年 4-6 月期から 2012 年 1-3 月期にかけて統計上の誤差がマイナスからプラスに大幅に改定された。例えば、2012 年 4-6 月期の統計上の誤差は-727 億ドルから 120 億ドルへと 847 億ドルの上方修正である。これは GDP の 0.62%にも相当する。統計上の誤差がプラスということは、支出サイドから測定された GDP が、所得サイドから測定された GDP よりも大きいということである。真の GDP の値がそれらの中間のどこかにあるとすれば、公表される支出サイドからの GDP は真の GDP を考える上で、その上限と考えることができる。一方、所得サイドからの GDP を真の GDP の値の下限と考えることができる。このことは、今まで支出サイドからの GDP を真の GDP の下限と見てきたのと逆になる。

図表 3: 統計上の誤差、改定前 vs. 改定後 (\$ Billion)



過去 3 年間に遡って NIPA の改定が行われたことから、図表 1、2 の 4-6 月期の CQM 予測を公表された GDP 速報値と直接比較することは難しい。しかし、同期の GDP の最終 CQM 予測(7/20)において、支出サイドからの GDP 伸び率予測が 0.9%と公表値の 1.5%より過小になった主たる理由は以下のようである。

その理由は非農業在庫にある。CQM は NIPA の名

目非農業在庫増が 1-3 月期の 720 億ドル(改定前)から 4-6 月期には 400 億ドルにまで低下すると予測していた。一方、経済分析局 (BEA) の速報値では 1-3 月期の 620 億ドル(改定後)から第 4-6 月期には 707 億ドルへと増加している。

CQM は NIPA の在庫増の予想にセンサス局の各産業の月次在庫統計を用いる。6 月の各産業の在庫増を ARIMA から予測し、NIPA の非農業在庫増が 1-3 月期より減少し、経済成長率を引き下げる要因とみていた。図表 4 は BEA が 2012 年 4-6 月期 GDP 推定の際に仮定したセンサス局の 6 月の在庫統計の値である。明らかに、4-6 月期の在庫増が前期に比して減少しており、CQM 予測と一致すると思われる。

図表 4: BEA の 6 月の在庫予測 (\$ Billion)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月
製造業在庫増 (非耐久財)	15.0	6.1	-5.8	-20.9	-29.1	-18.8
卸売業・小売業の在庫増 (自動車・設備以外)	43.7	66.5	15.2	25.0	31.7	35.8

しかし、センサス局の在庫統計はヒストリカルコスト（取得原価）であり、GDP は発生主義の原則からカレントコスト（時価）で計測される。それ故、BEA は在庫品評価調整をしなければならない。BEA に問い合わせたところ、2012 年 1-3 月期と 4-6 月期の間のインフレのスローダウンを反映して、BEA は 4-6 月期の在庫品評価調整が前期の-200 億ドルから 235 億ドルへ増加したと計算していた。その結果 NIPA の非農業在庫増が 1-3 月期より 4-6 月期に増加し、経済成長率を 0.28%ポイント高めることになった。

8 月 1 日に発表された FOMC 声明では、連銀は 6 月の FOMC における "the economy has been expanding moderately" から "economic activity decelerated somewhat" へと、景気の見方を悲観的に修正した。更に、金融政策への考え方を 6 月の "The Committee is prepared to take further action as appropriate to promote a stronger economic recovery" から、"the Committee will provide additional accommodation as needed to promote a stronger economic recovery" へと更なる金融緩和への強いシグナルを送るようになった。

しかし、連銀は更なる金融緩和への具体的な政策実施には言及することなかった。やはり、連銀は今後の欧州債務危機の深刻化、失業率を高めるような景気のスローダウンを懸念しているのだろう。それ故、今の内的・外的な経済環境のもとでは更なる金融緩和を導入することはできない。その一方で、市場では連銀に "Communication" よりも "Fed Should Act" という声が出てきた。

過去1ヶ月の主要経済指標

7/31: 個人所得 (6月: 0.5%) 賃金・俸給: 0.5% 個人消費支出 (PCE): 0.0% 貯蓄率: 4.4% 農産物価格: (6月: 1.7%, 5月: 0.0%, 4月: -3.3%)	7/16: 小売販売(フードサービスを含む) (6月: -0.5%) 自動車を除く: -0.4% 自動車・部品ディーラー: -0.2% 企業在庫 (5月: 0.29%) 製造業: -0.22% 小売業: 0.95% 卸売業: 0.27% 在庫-販売比率: 1.27
7/30: テキサス製造業調査: 7月: -13.2, 6月: 5.8, 5月: -5.1	ニューヨーク連銀製造業調査 (7月: 7.4, 6月: 2.3)
7/27: GDP (2012Q2: 速報値) 実質: 1.54% 名目: 3.07% インプリシット価格デフレーター: 1.52%	7/13: 生産者物価指数 (6月: 0.1%) 最終財, コア: 0.2% 中間財, コア: -0.7% 原材料, コア: -4.0%
ミシガン大学消費者センチメント 総合: 7月: 72.3, 6月: 73.2, 5月: 79.3, 4月: 76.4 現在: 7月: 82.7, 6月: 81.5, 5月: 87.2, 4月: 82.9 期待: 7月: 65.6, 6月: 67.8, 5月: 74.3, 4月: 72.3	7/12: 失業保険新規申請件数 (7/7, 350,000) 輸入価格 (nsa): (6月: -2.7%) 輸出価格 (nsa): (6月: -1.7%) 連邦政府財政収支 (6月: -\$59.7 bn.) 歳入: \$260.2 bn. 歳出: \$319.9 bn.
7/26: カンザス・シティー連銀製造業調査 7月: 5, 6月: 3, 5月: 9, 4月: 3, 3月: 9, 2月: 13 失業保険新規申請件数 (7/26, 350,000) 耐久財受注 (6月) 新規受注: 1.6% 出荷: 0.1% コンピューター・電子製品: 0.2% 輸送機器: -1.0% 非軍事資本財 (航空機を除く): 1.2% 受注残高: 0.4% 在庫: 0.3%	7/11: 貿易収支 (5月: -\$48.7 bn.) 輸出: 0.2% 輸入: -0.7%
7/25: 新築住宅販売 (6月: 0.350 mil., -8.4%)	7/9: 消費者信用増 (5月: \$17.1 bn.) 回転: \$8.0 bn. 非回転: \$9.1 bn.
7/24: リッチモンド連銀製造業調査 (7月: -17.3, 6月: -0.9)	7/6: 非農業雇用増 (6月: 80K) 財製造業 (13K) サービス業 (71K) 政府 (-4K) 失業率: 8.2% 平均時間当たり所得: \$23.50 (0.3%) 平均週当たり労働時間: 34.5 時間
7/23: シカゴ連銀全米活動指数: 6月: -0.15, 5月: -0.48	7/5: ISM 非製造業指数: 6月: 52.1, 5月: 53.7, 4月: 57.3
7/19: 新規申請件数 (7/14, 386,000) 中古住宅販売 (6月: 4.37 mil., -5.4%) フィラデルフィア連銀製造業調査 (7月: -12.9, 6月: -16.6, 5月: -5.8, 4月: 8.5)	7/3: ISM-NYC レポート (6月: 557.2, 5月: 557.3, 4月: 557.4) 自動車販売(4月: 14.4 mil., 3月: 14.4 mil.) 在庫:(12月: 0.812 mil., 11月: 0.750 mil.)
7/18: 住宅着工件数 (6月: 0.760 mil., 6.9%) 住宅認可件数(6月: 0.755 mil., -3.7%)	7/2: 建設支出 (5月: 0.9%) 民間住宅: 3.0% 民間非住宅: 0.4% 公的: -0.4%
7/17: 消費者物価指数 (6月: 0.0%), コア: 0.2% 工業生産指数(6月: 0.4, 5月: -0.2%, 4月: 0.8%) 稼働率: 6月: 78.9%, 5月: 78.7%, 4月: 78.9%	ISM 製造業指数(6月: 49.7, 5月: 53.5, 4月: 54.8)
NAHB 住宅市場指数 (7月: 35, 6月: 29, 5月: 28)	

・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 06-6441-0550