



CQM(超短期経済予測モデル)

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

# 米国経済(月次)予測(2012年11月)

## ポイント

### ●成長率・インフレ予測の動態

▶今週(11月30日)のCQM予測は2012年7-9月期の改定値GDPとそれに対応する10月の個人所得・消費支出を更新しただけである。従って、前週(11月23日)とのCQM予測の差はより正しいNIPA統計の使用と考えて良い。

▶今週のCQMは今期の支出・所得両サイドからの平均実質GDP伸び率を2.0%から1.6%にまで下方修正した(図表1)。

▶今期のヘッドラインインフレ率は連銀が許容するインフレ範囲を超える3%以上が予想されているが(図表2)、来期には1.6%にまで低下すると予想されている。すなわち、金融政策が抑制すべきインフレの加速化は見られない。

### ●2012年7-9月期の経済成長率は2.7%に上方改定されるも、皮肉にも持続的な経済成長への懸念が高まる

▶2012年7-9月期の実質GDP伸び率が速報値の2.0%から2.7%へと大幅に上方改定された。

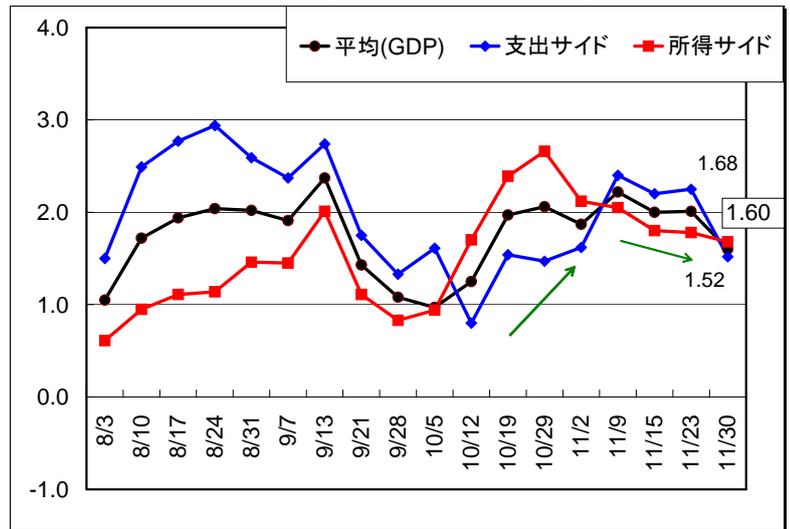
▶しかし、改定の内容が悪い。実質GDPの上方改定の主な理由は非農業部門在庫増の上方改定である。

▶持続的な経済成長に不可欠な実質個人消費の伸び率は2.0%から1.4%へ、また実質設備・ソフトウェア投資の伸び率は0.0%から-2.0%へとそれぞれ下方に改定された。

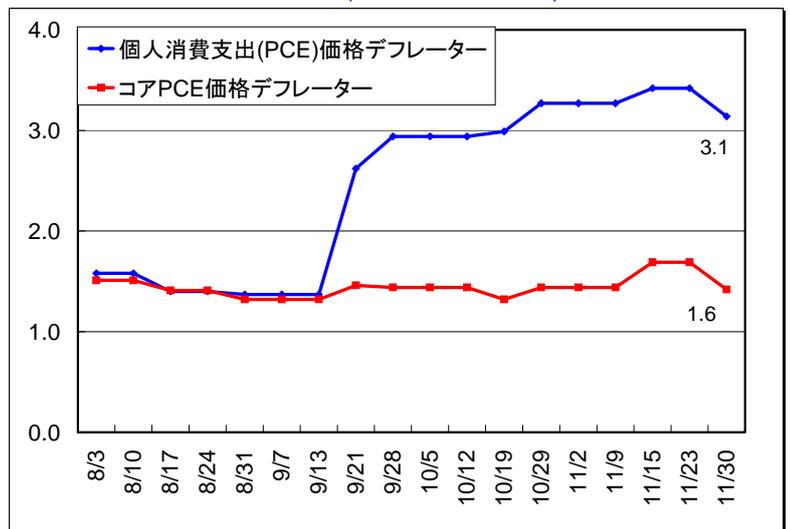
▶所得サイドを見ても、2012年4-6月期の個人所得の伸び率が4.0%から3.1%へ、7-9月期においても2.7%から2.2%へとそれぞれ下方に改定された。

▶その結果、発表された改定値GDPにおいて7-9月期の統計上の誤差(SD)が\$116.8bn.と計算されている。この結果、CQMも10-12月期のSDを\$115.3bn.と予測している。これは、名目GDPの0.7%~0.8%に相当する。このようにSDが大きくなったとき、真の経済成長率を捉えるには、支出・所得両サイドからの経済成長率をそれぞれ予測することが景気判断に役立つ。

図表1: CQM 予測の動態: 実質 GDP 成長率  
2012Q4 (% , 前期比年率換算)



図表2: CQM 予測の動態: インフレーション  
2012Q4 (% , 前期比年率)



**<2012年7-9月期の経済成長率は2.7%に上方改定されるも、皮肉にも持続的な経済成長への懸念が高まる>**

11月30日のCQM予測は、2012年7-9月期の改定値GDPとそれに対応する10月の個人所得・消費支出のみを更新した。従って、今週と前週（11月23日）のCQM予測の差はNIPA統計の速報値と改定値の差によってもたらされたと考えてよい。

今週のCQMは2012Q4の実質GDP伸び率を支出サイドでは2.25%から1.52%へ、所得サイドでは1.78%から1.68%へとそれぞれ下方修正した（図表1）。両サイドからの平均実質GDP伸び率は2.01%から1.60%へと0.4%下方に修正された。

ヘッドラインインフレーション（個人消費支出（PCE）価格デフレーター）、コアPCE価格デフレーターの今期の伸び率予測はそれぞれ3.14%、1.42%、（図表2）、来期についてはそれぞれ1.57%、1.67%と予測されている。今期のヘッドラインインフレ率が3%を超えているが、インフレ加速化の兆候はない。

前期の実質GDP伸び率が2.0%から2.7%へとかなり上方に改定された。通常ならば、市場にグッドニュースとなるが、内容が悪かった。上方改定の主な理由が在庫増の大幅な上方改定であり、持続的経済成長に不可欠な個人消費支出（PCE）と設備・ソフトウェア投資が下方に改定された。実質PCEの伸び率は2.0%から1.4%へ、実質設備・ソフトウェア投資の伸び率は0.0%から-2.0%へとそれぞれ下方に改定された。

所得サイドをみると、個人所得の伸び率は2012年4-6月期において4.0%から3.1%へ、7-9月期においては2.7%から2.2%へとそれぞれ下方に改定された。その結果、統計上の誤差が非常に大きくなった。

CQM予測において統計上の誤差（SD）は重要な役割を果たす。通常NIPA（国民所得・生産勘定）においてSDは所得サイドの1構成要素であり、支出サイドの名目GDPに所得サイドからの名目GDPが一致するように調整項目として計算される。しかし、CQMはSDをブリッジ方程式としてARIMAから予測する。この結果、CQMでは支出サイドと所得サイドから計算される名目（実質）GDPがしばしば異なる。この両サイドから予測される経済成長率の相違が現在の景気動向、また今後景気がどちらの方向に向かうかの判断に非常に役立つ。

図表3は2012年4-6月期のSDが\$43.4 bn.から\$77.7 bn.へと大幅に上方改定され、7-9月期のSDが\$116.8 bn.と大きく計算されたことを示している。その結果、11月23日のCQMでは今期のSDを\$50.5

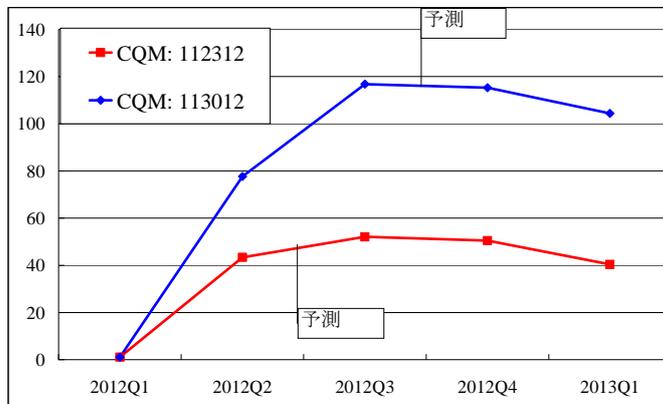
bn.と予測していたが、11月30日のCQMでは\$115.3 bn.と予測している。これは名目GDPの0.7%~0.8%に相当する大きさである。

2000年以降の過去の統計上の誤差-名目GDP比率を見ると-2.3%~1.1%と大きく変動をしている（図表4）。支出・所得両サイドから計算されるGDPにこのような大きな相違がある時、支出サイドから計算されるGDPのみで経済成長を捉えることにはリスクがある。例えば、2012年4-6月、7-9月期のSDをゼロと想定し、所得サイドからの実質GDP伸び率を計算すると1.7%と公式発表より1%低くなる。おそらく、真の経済成長率は支出・所得の両サイドから計算される中間にあると想定するのが景気判断に必要であろう。

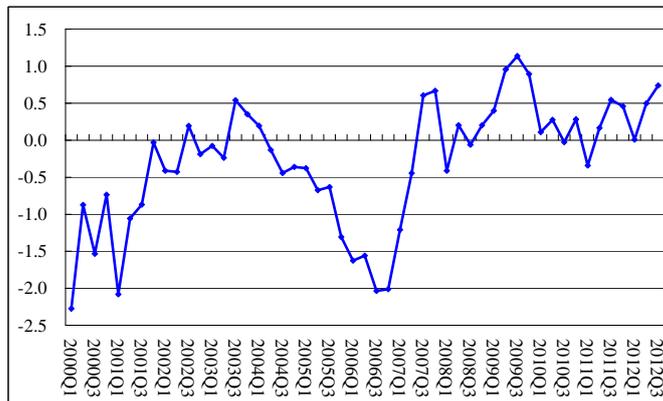
今週のCQMでは、実質個人消費支出と設備・ソフトウェア投資の今期の伸び率をそれぞれ0.3%、0.4%と予測しており、持続的経済成長をもたらす環境ではない。もちろん、前期に9.5%と大幅に伸びた実質連邦政府消費支出・粗投資の伸び率も-6.3%と大幅な低下が予測されている。

このように、前期の経済成長率が2.0%から2.7%へと大幅に改定されたものの、市場があまり反応しなかった理由には、より正しいNIPA統計の更新により、むしろ持続的な経済成長への懸念が増したことがある。

図表3: 統計上の誤差 (\$Billion, saar)



図表4: 統計上の誤差-名目GDP比率 (%)



## 11月の主要経済指標

11/30:

個人所得 (10月: 0.0%)

賃金・俸給: -0.2%

個人消費支出 (PCE): -0.2%

貯蓄率: 3.4%

農産物価格: (11月: -2.9%, 10月: 8.3%, 9月: 0.0%)

ISM-シカゴ連銀 (11月: 50.4, 10月: 49.9, 9月: 49.7)

11/29:

GDP (2012Q3: 改定値)

実質: 2.67%

名目: 5.55%

インプリシット価格デフレーター: 2.80%

新規申請件数 (11/24, 393,000)

カンザス・シティ連銀製造業調査: 11月: -6, 10月: -4

11/28:

新築住宅販売 (10月: 0.368 mil., -0.3%)

ページブック

11/27:

工場受注 (10月)

新規受注: 0.0%

出荷: -0.6%

コンピューター・電子製品: -0.1%

輸送機器: -1.3%

非軍事資本財 (航空機を除く): -0.4%

受注残高: 0.2%

在庫: 0.4%

リッチモンド連銀製造業調査: 11月: 9.0, 10月: -7.0

S&P/Case-Shiller 住宅価格指数 (9月)

10大都市総合: 2.1% (前年同月比)

20大都市総合: 3.0% (前年同月比)

11/26:

シカゴ連銀全米活動指数: 10月: -0.56, 9月: 0.00

テキサス製造業調査: 11月: -2.8, 10月: 1.8, 9月: -0.9

11/20:

コンファレンスボード景気指数 (10月)

総合指数: 0.2%

一致指数: 0.1%

遅行指数: 0.3%

住宅着工件数 (10月: 0.894 mil., 3.6%)

住宅認可件数(10月: 0.866 mil., -2.7%)

11/19:

NAHB 住宅市場指数 (11月: 46, 10月: 41, 9月: 40)

中古住宅販売 (10月: 4.79 mil., 2.1%)

11/16:

工業生産指数 (10月: -0.4%, 9月: 0.2, 8月: -1.1%)

稼働率: 10月: 77.8%, 9月: 78.2%, 8月: 78.2%

消費者物価指数 (10月: 0.1%), コア: 0.2%

フィラデルフィア連銀製造業調査

(11月: -10.7, 10月: 5.7)

ニューヨーク連銀製造業調査 (11月: -5.2, 10月: -6.2)

11/14:

小売販売(フードサービスを含む) (10月: -0.3%)

自動車を除く: 0.0%

自動車・部品ディーラー: -1.5%

企業在庫 (9月: 0.66%)

製造業: 0.61%

小売業: 0.29%

卸売業: 1.10%

在庫-販売比率: 1.28

生産者物価指数 (10月: -0.2%)

最終財, コア: -0.2%

中間財, コア: 0.0%

原材料, コア: -1.4%

11/13:

連邦政府財政収支 (10月: -\$120.0 bn.)

歳入: \$184.3 bn.

歳出: \$304.3 bn.

11/9:

卸売業販売: (9月: 2.0%)

在庫: 1.1%

在庫-販売比率: 1.2

輸入価格 (nsa): (10月: 0.5%)

輸出価格 (nsa): (10月: 0.0%)

11/8:

貿易収支 (9月: -\$41.5 bn.)

輸出: 3.1%

輸入: 1.5%

11/7:

消費者信用増 (9月: \$11.4 bn.)

回転: -\$2.9 bn.

非回転: \$13.9 bn.

11/5:

ISM 非製造業指数: 10月: 54.2, 9月: 55.1, 8月: 53.7

11/2:

非農業雇用増 (10月: 171K)

財製造業 (21K)

サービス業 (163K)

政府 (-13K)

失業率: 7.9%

平均時間当たり所得: \$23.58 (-0.0%)

平均週当たり労働時間: 34.4 時間 (0.0%)

11/1:

建設支出 (9月: 0.6%)

民間住宅: 2.8%

民間非住宅: -0.1%

公的: -0.8%

ISM 製造業指数(10月: 51.7, 9月: 51.5, 8月: 49.6)

自動車販売(10月: 14.3 mil, 9月: 14.9 mil.)

在庫: (9月: 1.053 mil., 7月: 1.065 mil.)

- ・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