



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8月)

ポイント

●成長率・インフレ予測の動態

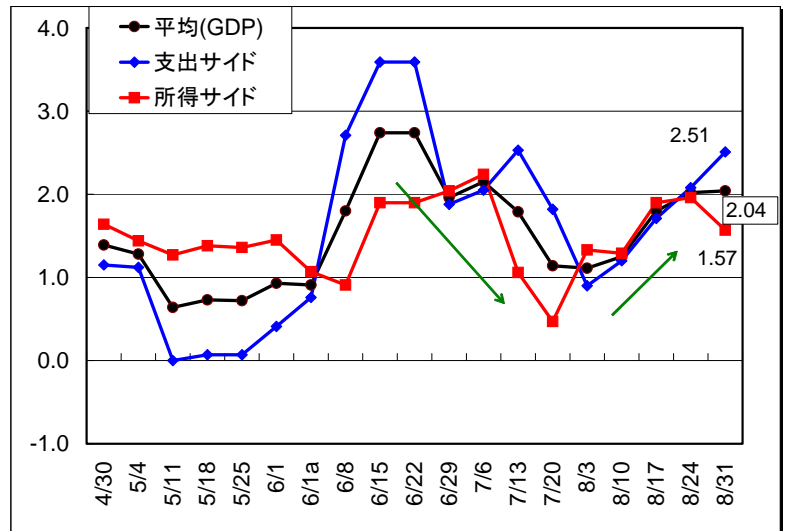
- ▶8月31日のCQM予測は4-6月期GDPの改定値、7月の個人所得/消費支出、7月の工場受注を更新した。
- ▶支出サイドからの今期の実質GDP伸び率は前週の2.08%から2.51%へ上方修正された一方、所得サイドの実質GDP伸び率は1.96%から1.57%へと下方に修正された(図表1)。
- ▶所得サイドの実質GDPの下方修正には4-6月期のGDPの改定値が影響を及ぼしており、8月の雇用、小売販売統計の更新により上方に修正される可能性が高い。
- ▶現在の経済成長率は2%程度と思われる。
- ▶インフレに関しては、ヘッドラインインフレ率(PCE価格デフレーター)、コアPCE価格インフレ率は共に0%~1.0%の間にあり、インフレ・デフレを共に懸念する必要はない(図表2)。

●Jackson Holeにおけるバーナンキ連銀議長

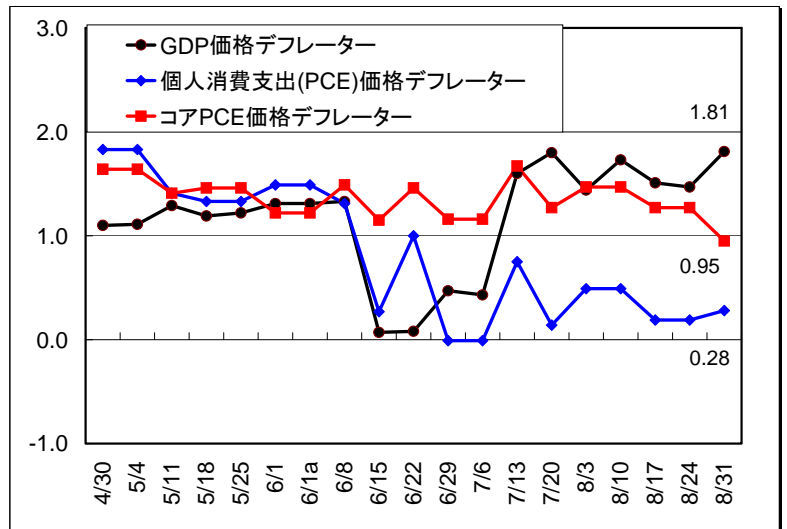
議長の講演と今後の金融政策

- ▶市場は更なる金融緩和政策の可能性を探るために、各国の中央銀行総裁が集うカンザスシティ連銀の主催するシンポジウムにおけるバーナンキ連銀議長の講演に注目した。
- ▶バーナンキ連銀議長は、現在の景気が連銀にとって全く満足のいくものではないことを表明している。
- ▶彼は今の景気回復のスピードは緩く、連銀の目標としている6.5%失業率を達成できないことを懸念している。
- ▶彼は講演の結論として、強い経済成長率を達成する必要があるならば更なる金融緩和策を行うとしている。しかし、この表現は最近のFOMC議事録で言及した”更なる金融緩和策の近い将来の導入”より一歩後退したと解釈できる。
- ▶CQM予測では、経済は8月初期から緩やかに回復しており、金利に敏感な実質非住居投資、住宅投資が今期においてそれぞれ10%程度伸びており、また実質耐久財PCEも6%の伸び率が予想されている。それ故、9月のFOMCミーティングでは”Wait and See”政策がとられる可能性が高い。

図表1: CQM 予測の動態 : 実質 GDP 成長率
2012Q3 (% , 前期比年率換算)



図表2: CQM 予測の動態 : インフレーション
2012Q3 (% , 前期比年率)



＜Jackson Hole におけるバーナンキ連銀議長の講演と今後の金融政策＞

市場は8月31日に Jackson Hole で行われたカンザスシティ連銀が主催する、各国からの中央銀行総裁が集まるシンポジウムでのバーナンキ連銀議長の講演に注目した。彼が、かつての数量的緩和（QE1）の導入を同シンポジウムで示唆したことから、QE3 導入の可能性を探るものであった。

バーナンキ連銀議長は 2007 年以降の金融政策について述べた。今回の講演の中で注目されるのは彼が通常の政策金利の引き下げとは異なる非伝統的な金融緩和策（大量の長期国債購入、オペレーションツイスト）の長期金利への実証分析に触れ、その効果の有効性を説いていることである。更に、異常な低金利政策の日付設定などのコミュニケーション手段の効果も説いている。一方、このような非伝統的な金融緩和策のコスト・ベネフィットに言及し、非伝統的な金融緩和のリスクに触れている。

この後に、バーナンキ連銀議長は市場が注目している経済見通しに触れた。彼の景気への基本的な見方は次の通りである。

- 現在の経済状況は連銀にとって全く満足いくものではない。
- 経済回復はあまりに遅く、失業率を引き下げるまでにはいたっていない。このような状況が続けば、高い失業率が構造化する恐れがある。
- 構造的な失業も幾分あるかもしれないが、連銀の目標とする失業率（6.5%程度）まで今の失業率を引き下げる必要がある。
- 伝統的、非伝統的な金融緩和策は有効であり、連銀の制度的な目標（雇用の最大化、インフレの抑制）を求めていく。

この講演の最後を彼は次のように締めくくっている。

“Over the past five years, the Federal Reserve has acted to support economic growth and foster job creation, and it is important to achieve further progress, particularly in the labor market. Taking due account of the uncertainties and limits of its policy tools, the Federal Reserve will provide additional policy accommodation as needed to promote a stronger economic recovery and sustained improvement in labor market conditions in a context of price stability.”

結局、バーナンキ連銀議長は強い経済回復を促進するために必要ならば更なる金融緩和策を導入するだろうと言っている。このことは、7/31-8/1 の FOMC ミーティングの議事録の中で、連銀エコノミスト達が *“additional monetary accommodation would likely be warranted fairly soon unless the economy showed substantial strengthening.”* と

言ったのに比べ、更なる金融緩和策導入に対して少し後退したと言える。

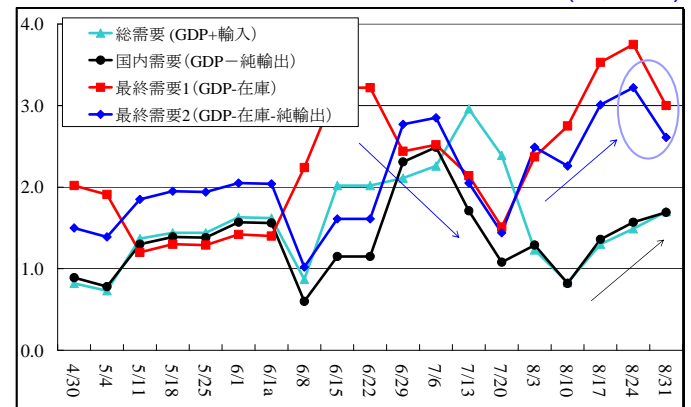
そのため、8月31日に株価は一時的に下落したが、最終的に市場は追加的な金融緩和期待を見直し、ダウ平均株価はその日 0.69% 上昇した。今回の講演を一口で言えば、バーナンキ連銀議長がハト派の本質を明らかにしたということである。

では、CQM 予測からは9月の FOMC ミーティング時の金融政策決定に関して何が言えるだろうか？

- 支出サイドから今期の GDP 伸び率は8月初期から上昇トレンドを形成し、2.5%にまで達している。
- 所得サイドからの今期の実質 GDP 伸び率が 1.6%にまで低下したが、これは 4-6 月期の GDP の改定の影響が大きい。そのため、7月の雇用統計、小売販売の更新により所得サイドからの実質 GDP 伸び率が、支出サイドと同じように上方に修正される可能性が高い。
- 実質最終需要の伸び率も8月初期から上昇トレンドを形成し、3%程度の成長率となっている（図表3）。また、実質総需要、国内需要の伸び率も同様に上昇トレンドを形成し 2%程度の成長率にまでなっている。
- 金利に敏感な実質非住宅、住宅投資の今期の伸び率がそれぞれ 8.1%、12.8%となっており、更なる金融緩和は不要である。
- 実質耐久財 PCE の伸び率も 6%程度になっており、更なる金融緩和策を必要としない。
- 懸念された最近の製造業の停滞も改善の兆しが見えてきた。

このように、CQM 予測とバーナンキ連銀議長の言う数量的緩和策のコスト・ベネフィットから判断する限り、9月の FOMC ミーティングにおいて更なる金融緩和策を導入する必要はないだろう。おそらく、“Wait and See”政策が採用される可能性が高い。

図表 3: CQM 予測、実質アグリゲート指標(%、saar)



過去1ヶ月の主要経済指標

8/31:	工場受注 (7月) 新規受注: 2.8% 出荷: 2.0% コンピューター・電子製品: 1.1% 輸送機器: 8.6% 非軍事資本財 (航空機を除く): -0.3% 受注残高: 0.8% 在庫: 0.5%	企業在庫 (6月: 0.15%) 製造業: 0.06% 小売業: 0.57% 卸売業: -0.18% 在庫-販売比率: 1.29
ISM-シカゴ連銀 (8月: 53.0, 7月: 53.7, 6月: 52.9) 農産物価格: (8月: 1.1%, 7月: 4.4%, 6月: 2.2%)	8/30: 個人所得 (7月: 0.3%) 賃金・俸給: 0.2% 個人消費支出 (PCE): 0.4% 貯蓄率: 4.2% 新規申請件数 (8/24, 372,000) カンザス・シティー連銀製造業調査 (8月: 8, 7月: 5, 5)	生産者物価指数 (7月: 0.3%) 最終財, コア: 0.4% 中間財, コア: -0.9% 原材料, コア: -1.1%
8/29: GDP (2012Q2: 改定値) 実質: 1.73% 名目: 3.34% インプリシット価格デフレーター: 1.59%	8/28: リッチモンド連銀製造業調査 (8月: -9.0, 7月: -17.3)	8/10: 輸入価格 (nsa): (7月: -0.6%) 輸出価格 (nsa): (7月: 0.5%) 連邦政府財政収支 (7月: -\$69.6 bn.) 歳入: \$184.6 bn. 歳出: \$254.2 bn.
ページブック	8/27: テキサス製造業調査: (8月: -1.6, 7月: -13.2)	8/9: 貿易収支 (6月: -\$42.9 bn.) 輸出: 0.9% 輸入: -1.5% 卸売業販売: (6月: -1.4%) 在庫: -0.2% 在庫-販売比率: 1.2
8/23: 新築住宅販売 (7月: 0.372 mil., 3.6%)	8/22: 中古住宅販売 (7月: 4.47 mil., 2.3%)	8/8: 生産性、非農業部門 (2012Q2) 労働生産性: 1.6% 時間当たり所得: 3.3%
8/20: シカゴ連銀全米活動指数: 7月: -0.13, 6月: -0.34	8/16: フィラデルフィア連銀製造業調査 (8月: -7.1, 7月: -12.9)	8/7: 消費者信用増 (6月: \$6.5 bn.) 回転: -\$3.7 bn. 非回転: \$10.2 bn.
8/15: 消費者物価指数 (7月: 0.0%), コア: 0.1% 工業生産指数 (7月: 0.6, 6月: 0.1%, 5月: 0.1%) 稼働率: 7月: 79.3%, 6月: 78.9%, 5月: 78.9%	8/14: 住宅着工件数 (7月: 0.746 mil., -1.1%) 住宅認可件数(7月: 0.812 mil., 6.8%)	8/3: 非農業雇用増 (7月: 163K) 財製造業 (24K) サービス業 (148K) 政府 (-9K) 失業率: 8.3% 平均時間当たり所得: \$23.52 (0.1%) 平均週当たり労働時間: 34.5 時間
8/14: 小売販売(フードサービスを含む) (7月: 0.8%) 自動車を除く: 0.8% 自動車・部品ディーラー: 0.9%		ISM 非製造業指数: 7月: 52.6, 6月: 52.1, 5月: 53.7 8/2: ISM-NYC レポート (7月: 559.8, 6月: 557.2) 8/1: 建設支出 (6月: 0.4%) 民間住宅: 1.3% 民間非住宅: 0.1% 公的: 0.0%
		ISM 製造業指数(7月: 49.8, 6月: 49.7, 5月: 53.5) 自動車販売(7月: 14.1 mil., 6月: 14.4 mil.) 在庫: (6月: 1.024 mil., 5月: 0.995 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 06-6441-0550