



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6月)

ポイント

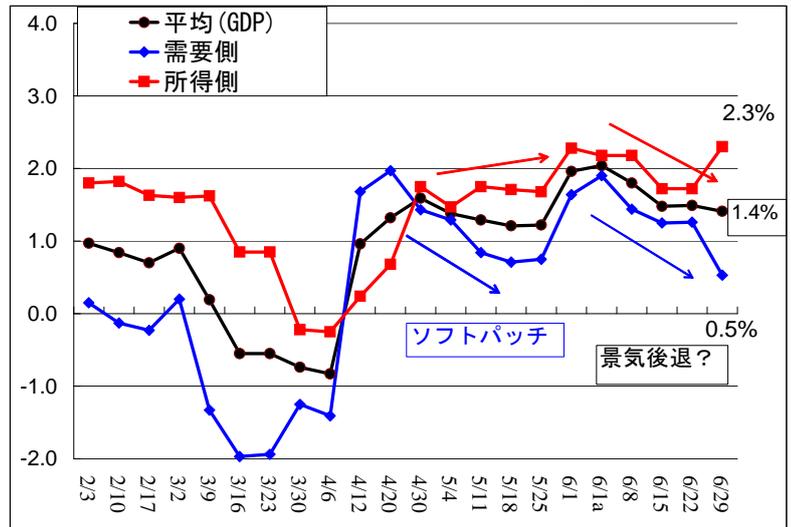
●成長率・インフレ予測の動態

- ▶6/29のCQM予測は1-3月期GDP(確報値)とそれに対応する5月の個人所得・消費支出のみを更新したものである。
- ▶支出側からの実質GDP伸び率(4-6月期)が6/22の1.3%から6/29には0.5%へ大きく下方修正された。その主な理由は、5月の耐久財・非耐久財個人消費支出の伸び率が前月よりそれぞれ-0.4%、-0.8%と大きく下落し、実質個人消費支出の伸び率(4-6月期)が前週の2.5%から1.6%へと下方修正されたことによる。
- ▶一方、所得側からの実質GDP伸び率の予測が前週の1.7%から2.3%へ上方修正された。これは、統計上の誤差の改定と、GDP価格デフレーター(個人消費支出)の伸び率が前週の1.3%から0.9%へと下方に修正されたことによる。
- ▶GDP価格デフレーター(個人消費支出)の伸び率が下方に修正されたのは、5月の個人消費支出価格デフレーターが5月に0.2%低下したことによる。
- ▶インフレ率の低下から、連銀は再び失業率の低下を目的とする金融政策をとりやすくなった。

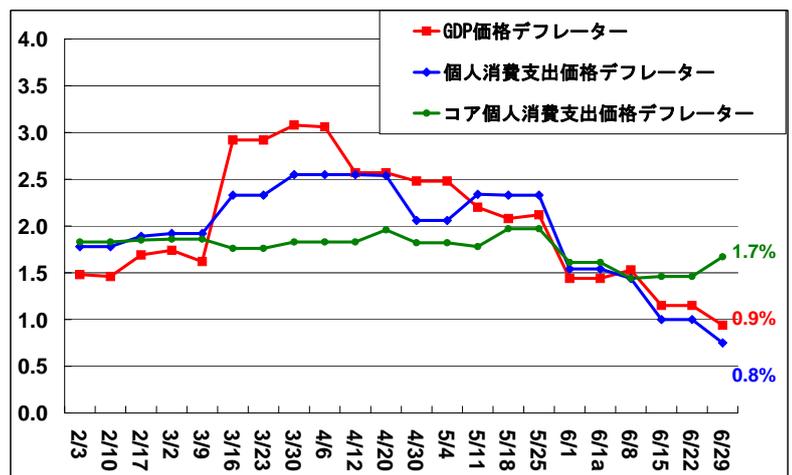
●改善が遅れ始めた労働市場と製造業活動

- ▶4-6月期に入り、労働市場の改善の遅れとともに製造業活動のスローダウンが顕著になってきた。その結果、6月のFOMCミーティングにおいて、連銀エコノミスト達は経済見通しを4月の時点に比べてかなり悲観的に修正した。
- ▶景気回復に関して幾分楽観的になっていたハト派のDudley総裁、Pianalto総裁は景気回復に再び慎重になり始めた。
- ▶中立派のBullard総裁もQE3の導入はまだ考えられないが、現状の金融緩和策を認めている。
- ▶超ハト派のEvans総裁、超タカ派のLacker総裁は従来のそれぞれの考え方を変えてはいない。しかし、両者の間にオペレーションツイストの経済効果の限界については合意があるように思われる。
- ▶連銀の保有する国債のデュレーションは2008年以來この5月時点で32%上昇し、64ヶ月とこの10年間で最長となっている。

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



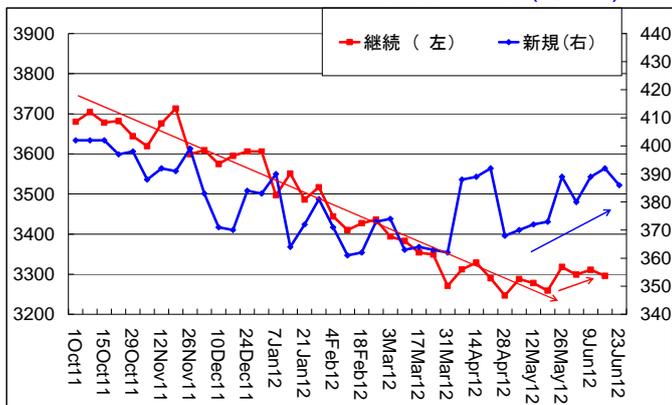
図表2: CQM 予測の動態 : インフレーション
2012Q2 (% , 前期比)



＜改善が遅れ始めた労働市場と製造業活動＞

6月19日、20日とFOMCミーティングが開かれ、連銀はオペレーションツイストの6ヶ月間の延長を決定した。これに反対したのはリッチモンド地域連銀のJeffrey Lacker 総裁一人であった。この連銀の決定に大きな影響を与えたのは労働市場の改善の遅れである。特に、5月の民間非農業雇用増(69,000)が市場のコンセンサス(150,000)を大きく下回ったことが大きい。また、失業保険新規申請件数が3月後半まで順調に下降トレンドを形成したが、4月後半以降逆に上昇トレンドを形成し始めた(図表3)。失業保険新規申請件数は労働市場改善の目安となっている400,000をまだ下回っているものの、最近の上昇トレンドは明らかに景気のスローダウンによる労働市場の改善の遅れを示すものである。

図表3；失業保険申請件数、新規・継続(1,000)



連銀エコノミスト達は、4月の経済見通しを今回のFOMCミーティングではより悲観的なものに改定した(図表4)。2012年の経済成長率を0.5%下方に修正した一方、失業率を0.2%上方に修正した。インフレ率の下方修正は景気回復のスローダウンによるものと考えられる。

図表4: 連銀エコノミストによる経済見通し(6月20日のFOMCミーティング)

変数	中心傾向値(注)			
	2012	2013	2014	長期
実質GDP(%)	1.9 to 2.4	2.2 to 2.8	3.0 to 3.5	2.3 to 2.5
4月予測	2.4 to 2.9	2.7 to 3.1	3.1 to 3.6	2.3 to 2.6
失業率(%)	8.0 to 8.2	7.5 to 8.0	7.0 to 7.7	5.2 to 6.0
4月予測	7.8 to 8.0	7.3 to 7.7	6.7 to 7.4	5.2 to 6.0
PCEインフレ率(%)	1.2 to 1.7	1.5 to 2.0	1.5 to 2.0	2.0
4月予測	1.9 to 2.0	1.6 to 2.0	1.7 to 2.0	2.0
コアPCEインフレ率(%)	1.7 to 2.0	1.6 to 2.0	1.6 to 2.0	
4月予測	1.8 to 2.0	1.7 to 2.0	1.8 to 2.0	

注: 予測値の上下の3つの値を排除。

労働市場の改善の遅れをより深刻化したものに、各地域連銀の製造業調査の悪化がある。すなわち、

今回の景気回復で主導的な役割を示してきた製造業活動への停滞懸念である。図表5に見るように、全ての地域連銀の製造業活動指数が2012第1四半期から第2四半期にかけて大きく悪化している。

図表5: 地域連銀の製造業調査

地域連銀	6月	5月	4月	3月	2月	1月
ニューヨーク	2.3	17.1	6.6	20.2	19.5	13.5
テキサス	5.8	-5.1	-3.4	10.8	17.8	15.3
リッチモンド	-3	4	14	7	20	12
カンザス	3	9	3	9	13	7
シカゴ	52.9	52.7	56.2	62.2	64	60.2

(シカゴは50以上、その他連銀は0以上がそれぞれ製造業活動の拡大を意味する。)

景気後退が明らかになり、また図表2に見るようにインフレ率が2%を下回るようになったことから、それまで景気回復に幾分楽観的になっていたハト派のエコノミスト達が再び雇用に重点を当て始めた。ニューヨーク連銀のWilliam Dudley 総裁は「景気回復がモーメンタムを失ったことから雇用増が最近急速にスローになってきた」と言っている。クリーブランド連銀のSandra Pianalto 総裁は景気回復に楽観的になったものの、今は金融政策に触れなくなった。驚いたのはハト派・タカ派の中立的な存在であるセントルイス連銀のJames Bullard 総裁が「今の連銀の金融政策は正しい」と明確に言い始めたことである。しかし、彼は「QE3の導入に関してははまだハードルが高い」と付け加えている。

相変わらず考え方が変わらないのは超ハト派のシカゴ連銀のCharles Evans 総裁である。彼は即座の更なる金融緩和政策を主張し、「今の低いインフレ率、高い失業率において連銀の臆病な金融政策には困惑する」とまで言っている。ハト派のアトランタ連銀のDennis Lockhart 総裁は「欧州債務危機の悪化、一層の景気後退をみるまで、連銀は更なる金融緩和をする必要はない」と言う。一方、超タカ派のダラス連銀のRichard Fisher 総裁は「オペレーションツイスト(OT)の経済効果はほとんどなく、将来のインフレの加速化をもたらすだけだ」と従来の立場を変えていない。リッチモンド連銀のJeffrey Lacker 総裁も「今回の\$267 bn.のOTの経済効果はほとんどない」とFisherに同意する。

OTの効果のなさについては、Evansも長期金利を0.1%程度引き下げる程度と認めている。しかし、7%の失業率を目標とし、3%のインフレまで認める彼にとってはOTも何もしないより良い政策である。しかし、2008年以来連銀の保有する国債のデュレーションはこの5月時点で32%上昇し、64ヶ月とこの10年間で最も長くなっている。

過去1ヶ月の主要経済指標

6/29:

ミシガン大学消費者センチメント

総合: 6月: 73.2, 5月: 79.3, 4月: 76.4

現在: 6月: 81.5, 5月: 87.2, 4月: 82.9

期待: 6月: 67.8, 5月: 74.3, 4月: 72.3

個人所得 (5月: 0.2%)

賃金・俸給: 0.0%

個人消費支出 (PCE): 0.0%

貯蓄率: 3.9%

ISM-シカゴ連銀 (6月: 52.9, 5月: 52.7, 4月: 56.2)

6/28:

GDP (2012Q1: 確報値)

実質: 1.87%

名目: 3.93%

インプリシット価格デフレーター: 2.02%

農産物価格: (6月: 1.7%, 5月: 0.0%, 4月: -3.3%)

新規申請件数 (6/23, 386,000)

カンザスシティー製造業調査: 6月: 3, 5月: 9, 4月: 3

6/26:

リッチモンド連銀製造業調査 (6月: -3, 5月: 4.0)

コンファレンスボード消費者コンフィデンス

総合: 6月: 62.0, 5月: 64.4, 4月: 68.7

現在: 6月: 46.6, 5月: 44.9, 4月: 51.2

期待: 6月: 72.3, 5月: 77.3, 4月: 80.4

6/25:

新規住宅販売 (5月: 0.369 mil., 7.6%)

テキサス製造業調査: 6月: 5.8, 5月: -5.1, 4月: -3.4

シカゴ連銀全米活動指数: 5月: -0.45, 4月: 0.08

6/21:

中古住宅販売 (5月: 4.55 mil., -1.5%)

コンファレンスボード景気指数 (5月)

総合指数: 0.3%

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

(6月: -16.6, 5月: -5.8)

6/20:

FOMC ミーティング

6/19:

住宅着工件数 (5月: 0.708 mil., -4.8%)

住宅認可件数(5月: 0.780 mil., 7.9%)

FOMC ミーティング

6/18:

NAHB 住宅市場指数 (6月: 29, 5月: 28, 4月: 24)

6/15:

工業生産指数(5月: -0.1, 4月: 1.0%, 3月: -0.5%)

稼働率: 5月: 79.0%, 4月: 79.2%, 3月: 78.5%

ニューヨーク連銀製造業調査 (6月: 2.3, 5月: 17.1)

6/14:

消費者物価指数 (5月: -0.3%), コア: 0.2%

6/13:

小売販売(フードサービスを含む) (5月: -0.2%)

自動車を除く: -0.4%

自動車・部品ディーラー: 0.8%

企業在庫 (4月: 0.39%)

製造業: 0.01%

小売業: 0.62%

卸売業: 0.63%

生産者物価指数 (5月: -1.0%)

最終財, コア: 0.2%

中間財, コア: -0.2%

原材料, コア: -1.3%

6/12:

輸入価格 (nsa): (5月: -1.0%)

輸出価格 (nsa): (5月: -0.4%)

連邦政府財政収支 (5月: -\$124.6 bn.)

歳入: \$180.7 bn.

歳出: \$305.3 bn.

6/8:

貿易収支 (4月: -\$50.1 bn.)

輸出: -0.8%

輸入: -1.8%

6/7:

消費者信用増 (4月: \$6.5 bn.)

回転: -\$3.4 bn.

非回転: \$10.0 bn.

6/6:

ベージュブック

非農業ビジネス部門生産性(2012Q1、改定値):

時間当たり生産性: -0.9%

時間当たり所得: 0.4%

ユニットレーバークスト: 1.3%

6/5:

ISM 非製造業指数: 5月: 53.7, 4月: 53.5, 3月: 56.0

6/4:

工場受注 (4月)

新規受注: -0.6%

出荷: -0.3%

コンピューター・電子製品: 0.8%

輸送機器: 3.1%

非軍事資本財 (航空機を除く): -1.5%

受注残高: -0.1%

ISM-NYC レポート (5月: 557.3, 4月: 557.4, 3月: 551.8)

6/1:

非農業雇用増 (5月: 69K)

財製造業 (-15K)

サービス業 (97K)

政府 (-13K)

失業率: 8.2%

平均時間当たり所得: \$23.41 (0.1%)

平均週当たり労働時間: 34.4 時間

・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