



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5月)

ポイント

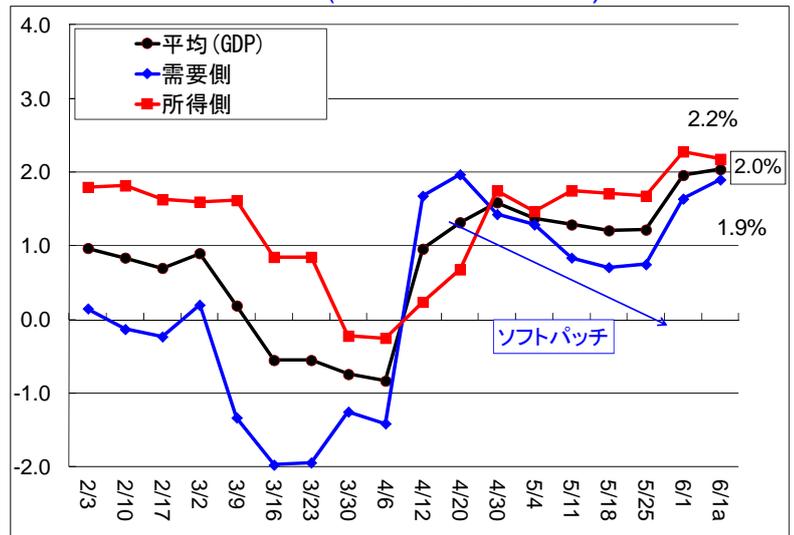
●成長率・インフレ予測の動態

- ▶6/1のCQM予測は1~3月期のGDP(改定値)とそれに対応する4月の個人所得・消費支出のみを更新したものである。すなわち、5/25の月次経済指標に対して、より完全なNIPA統計が更新された時のCQM予測である。
- ▶支出サイドからの実質GDP伸び率(2012Q2)が5/25の0.8%から6/1には1.6%へ、所得サイドでは1.7%から2.3%へそれぞれ上方に修正された。一方、ヘッドラインインフレ率は2.3%から1.4%へと下方に修正された。
- ▶6/1aの予測は6/1の予測に4月の建設支出と5月の雇用統計を更新したものである。これにより、実質GDP伸び率が所得サイドでは2.2%へ下方修正され、支出サイドでは1.9%へと上方に修正された。
- ▶実質最終需要、国内需要などの伸び率(2012Q2)をみても、2%~3%のCQM予測がなされている。
- ▶市場のコンセンサスを大きく下回った5月の雇用統計だが、CQM予測は今期の経済成長率を2%、インフレ率を1.5%と2/25よりより良い経済状況を表わすようになっている。

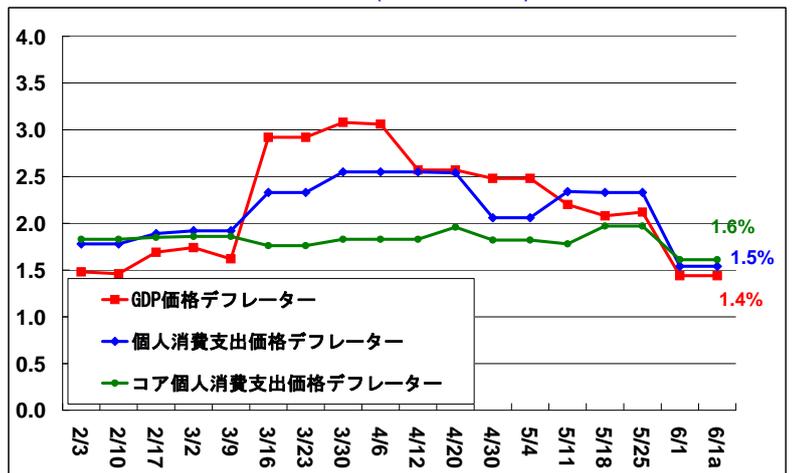
●雇用統計に執着し過ぎる市場とエコノミスト

- ▶5月の雇用統計が発表され、市場とエコノミストは急速に景気回復に悲観的になった。これは雇用統計に執着しすぎる結果である。
- ▶5月の雇用統計が発表される前までは、NY連銀のDudley総裁などのハト派も景気回復に楽観的になり、更なる金融緩和策の導入を否定するようになっていた。
- ▶しかし、5月の雇用統計の心理的影響は大きく、おそらく6月19日、20日のFOMCミーティングにおいてハト派エコノミストの声が大きくなるだろう。
- ▶このFOMCミーティングにおいてQE3(第3次数量的緩和)の導入決定まで行く可能性は小さいが、ハト派の代表であるボストン連銀のRosengren総裁が主張している6月で終了する"オペレーションツイスト"の継続が実施される可能性がでてきた。
- ▶現状の景気判断を正しくするには、一つの経済指標に固執するのではなく、あらゆる経済指標から客観的に判断するのがよい。さもなければ、"木を見て森を見ず"になる可能性がある。

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)



＜雇用統計に執着しすぎるエコノミストと市場＞

6月1日に発表された5月の雇用統計が市場のコンセンサス（150,000）を大きく下回る 69,000 となったことから、市場・エコノミストは景気回復に急速に悲観的となった。しかし、これは市場・エコノミストが雇用統計に執着し過ぎる結果である。

5月の雇用統計前にも発表される経済指標は、米景気に関して良し悪しミックスしていた。そのため、連銀エコノミストたちの考え方が大きく乖離していた。一方、従来とは異なる見解を示すようになった連銀エコノミストもいた。

図表3 FOMC 委員会メンバーのハト派ータカ派のスケール区分

District		2012 FOMC Committee Members	Rank	
Rank: 1: Dove, 2: Dovish, 3: Central, 4: Hawkish, 5: Hawk				
	*	Chairman	Ben S. Bernanke	2
	*	Vice Chair	Janet L. Yellen	1
	*	Governor	Elizabeth A. Duke	2
	*	Governor	Daniel K. Tarullo	1
	*	Governor	Sarah B. Raskin	2
1		Boston	Eric S. Rosengren	1
2	*	NY	William Dedley	2
3		Philadelphia	Charles Plosser	5
4	*	Cleveland	Sandra Pianalto	2
5	*	Richmond	Jeffrey M. Lacker	5
6	*	Atlanta	Dennis Lockhart	2
7		Chicago	Charles L. Evans	1
8		St. Louis	James Bullard	3
9		Minneapolis	Narayana Kocherlakota	4
10		Kansas City	Esther George	4
11		Dallas	Richard Fisher	5
12	*	San Francisco	John C. Williams	2

*2012年のFOMC委員会において投票権のあるメンバー

ハト派の代表の一人であるボストン連銀のRosengren 総裁は「連銀は脆弱な経済成長を刺激し、高い失業率を引き下げる為に、更なる金融緩和を行うべき」との主張を変えていない。彼は5月30日の地域研究所のミーティングにおいても「一層の金融緩和は適切であり、必要であると信じている」と言っている。「ヨーロッパの債務危機の悪化、"Fiscal Cliff"への対応の失敗」を想定すれば、更なる金融緩和が必要と。

シカゴ連銀の Evans 総裁もコミュニケーションを通しての更なる金融緩和を求めている。

クリーブランド連銀の Pianalto 総裁は「実体経済が循環的に弱くなっていることから連銀の超金融緩和政策は適切」と主張する。しかし、5月31日のビジネスエコノミックス全米協会のミーティングにおいて「高い失業率と余剰な稼働率において、どの程度が構造的なのか評価することは重要」と構

造的な要因を考えるようになった。

おそらく最も考え方を変えたのはニューヨーク連銀の Dudley 総裁だろう。彼は「ここ2ヶ月の景気のスローダウンにもかかわらず、雇用は増加傾向にある」と言い、「今後経済成長が徐々に良くなっていくことから更なる景気刺激策は今のところ必要ない」と言い切るようになった。彼は「Fiscal Cliff」を非常に懸念しており、議会在「Fiscal Cliff」の対応に失敗すれば、3%程度の実質 GDP の低下が生じると予測している。連銀独特の言い回しで彼は「As long as the U.S. continues to grow sufficiently fast to cut into the nation's unused economic resources at a meaningful pace, I think benefits of further action are unlikely to exceed the costs」と表現をする。もちろん、「sufficiently fast」と「at a meaningful pace」が具体的に何を意味するか不明だ。

Bernanke 連銀議長は「もしも経済が悪化すれば、更なる金融緩和に連銀はドアを開けている」と誰もが反対しようのないことを言っている。

セントルイス連銀の Bullard 総裁は「今の時点では更なる金融緩和は必要ない」と言う。更に、「ヨーロッパの債務危機はグローバル経済に対して潜在的なリスクだが、米国のファイナンシャルシステムは3年前に比べて全く健全であり、銀行のストレステストからも米銀行は欧州の債務危機に対応できる状況にある」と言う。彼は今年の経済成長率を3%、失業率が7.8%にまで低下すると予測している。彼は2013年後半までには政策金利は引き上げられると予想している。

ミネアポリス連銀の Kocherlakota 総裁は「インフレ率が2%を超える水準にきている事実は米国経済が"完全雇用"の水準に近くなっている」と指摘し、連銀は今後6ヶ月-9ヶ月以内での異常な金融緩和政策に対する出口戦略を考えるべき」と主張している。

タカ派のダラス連銀の Fisher 総裁になると、「米企業が連銀に一層の流動性の供給や雇用増を求めているなんて聞いたことがない」と言い、「インフレが今は問題がないとしても、これ以上の金融緩和で連銀は何を達成することができるのか」、「財政政策によって雇用を増加させない限り、金融政策当局としての連銀はこれ以上雇用を創出することはできない」と従来の立場を貫いている。

5月の雇用統計が失望的なものだったことから、6月19日、20日のFOMCミーティングでハト派エコノミストの声が大きくなるだろう。しかし、5月の雇用統計が示すほど米景気は悪くない。このFOMCにおいてRosengren 総裁の主張する「オペレーションツイスト」の継続が合意されるかもしれない。しかし、エコノミストは「木を見て森を見ず」の景気判断は避けるべきである。

過去1ヶ月の主要経済指標

5/31:	GDP (2012Q1: 改定値) 実質: 1.86% 名目: 3.56% インプリシット価格デフレーター: 1.67%	宅着工件数 (4月: 0.717 mil., 2.6%) 住宅認可件数 (4月: 0.715 mil., -7.0%)
ISM-シカゴ連銀 (5月: 52.7, 4月: 56.2, 3月: 62.2)	農産物価格 : (5月: -1.1%, 4月: -3.3%, 3月: 1.7%)	5/15: 消費者物価指数 (4月: 0.0%) コア: 0.2%
新規申請件数 (5/26, 383,000)	5/29: テキサス製造業調査 : 5月: -5.1, 4月: -3.4, 3月: 10.8 コンファレンスボード消費者コンフィデンス 総合: 5月: 64.9, 4月: 68.7, 3月: 69.5 現在: 5月: 45.9, 4月: 51.2, 3月: 49.9 期待: 5月: 77.6, 4月: 80.4, 3月: 82.5	小売販売 (フードサービスを含む) (4月: 0.1%) 自動車を除く: 0.1% 自動車・部品ディーラー: 0.5%
S&P/Case-Shiller 住宅価格指数 (3月) 10 大都市総合: -2.8% (前年同月比) 20 大都市総合: -2.6% (前年同月比)	5/25: ミシガン大学消費者センチメント 総合: 5月: 79.3, 4月: 76.4, 3月: 76.2 現在: 5月: 87.2, 4月: 82.9, 3月: 86.0 期待: 5月: 74.3, 4月: 72.3, 3月: 69.8	企業在庫 (3月: 0.34%) 製造業: 0.31% 小売業: 0.42% 卸売業: 0.32% 在庫-販売比率: 1.27
5/24: 新規申請件数 (5/19, 370,000)	5/23: 新規住宅販売 (4月: 0.343 mil., 3.3%)	ニューヨーク連銀製造業調査 (5月: 17.1, 4月: 6.6)
耐久財受注 (4月) 新規受注: 0.2% 出荷: 0.7% コンピューター・電子製品: 0.9% 輸送機器: 3.1% 非軍事資本財 (航空機を除く): -1.4% 受注残高: -0.1% 在庫: 0.3%	5/22: リッチモンド連銀製造業調査 (5月: 4.0, 4月: 14.0) 中古住宅販売 (4月: 4.62 mil., 3.4%)	5/11: 生産者物価指数 (4月: -0.2%) 最終財, コア: 0.2% 中間財, コア: 0.2% 原材料, コア: -1.8%
5/21: シカゴ連銀全米活動指数 : 4月: 0.11, 3月: -0.44	5/21: 新規申請件数 (5/12, 370,000) コンファレンスボード景気指数 (4月) 総合指数: -0.1% 一致指数: 0.2% 遅行指数: 0.5%	5/10: 貿易収支 (3月: -\$51.8 bn.) 輸出: 2.9% 輸入: 5.2%
5/17: フィラデルフィア連銀製造業調査 (5月: -5.8, 4月: 8.5)	5/16: 工業生産指数 (4月: 1.1, 3月: -0.6%, 2月: 0.4%) 稼働率: 4月: 78.7% 3月: 78.6%, 2月: 78.7%	輸入価格 (nsa) : (4月: -0.5%) 輸出価格 (nsa) : (4月: 0.4%) 連邦政府財政収支 (4月: \$59.1 bn.) 歳入: \$318.8 bn. 歳出: \$259.7 bn.
		5/9: 卸売業販売 : (3月: 0.5%) 在庫: 0.3% 在庫-販売比率: 1.2
		5/7: 消費者信用増 (3月: \$21.4 bn.) 回転: \$5.2 bn. 非回転: \$16.2 bn.
		5/4: 非農業雇用増 (4月: 115K) 財製造業 (14K) サービス業 (116K) 政府 (-15K) 失業率: 8.1% 平均時間当たり所得: \$23.38 (0.0%) 平均週当たり労働時間: 33.8 時間
		5/3: ISM 非製造業指数 : 4月: 53.4, 3月: 56.0, 2月: 57.3 非農業ビジネス部門生産性 (2012Q1): 時間当たり生産性: 1.5% 時間当たり所得: 2.0% ユニットレバーコスト: 2.0%

・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 06-6441-0550