



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(2013年9月)

ポイント

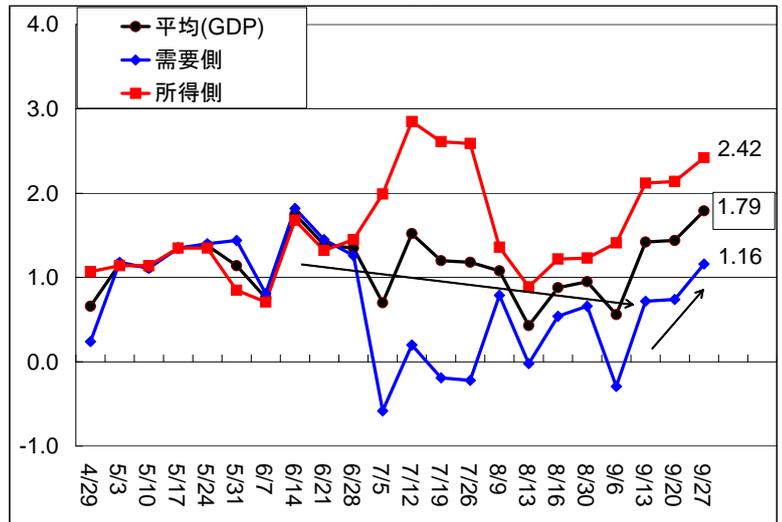
●成長率・インフレ予測の動態

▶9月27日のCQM予測は2013Q2GDPの確報値とそれに対応する8月の個人所得・消費支出のみを更新した。
▶実質GDPで見た経済のスローダウンは9月初期には終わり、その後改善し始めた(図表1)。
▶経済を実質GDP以外の実質アグリゲート指標からみると、景気のスローダウンは8月中旬には止まり、その後改善している(図表4)。
▶しかし、問題は経済成長率が今もって1%~2.5%と低く、連銀が資産購入の縮小を決定するような景気拡大のスピードではないことだ。
▶今後の景気拡大には明るい兆しが見られる。それは、所得サイドからの経済成長率が高く、支出サイドからの経済成長率が上方に修正される可能性が高い(図表1)。
▶ヘッドラインインフレ率は今期(7-9月期)は2%程度と、来期(10-12月期)は1.5%程度と連銀の目標範囲にあるとよい(図表2,3)。

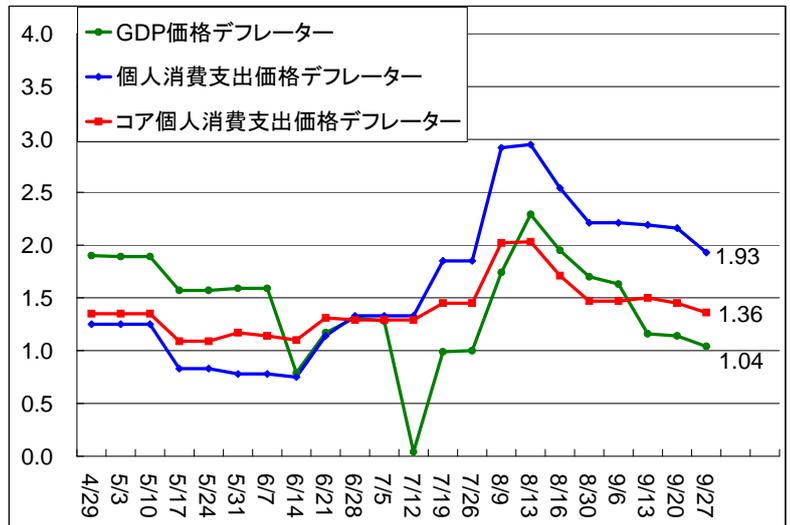
●10月のFOMCミーティングでは、Data-Dependentな連銀は資産購入の縮小を決定するだろうか？

▶今頃になり、NY連銀のWilliam Dudley総裁は“連銀の金融政策の決定はデータにより、時間軸によるのではないと”言っている。
▶10月末のFOMCミーティングで連銀が資産購入の縮小を決定するかは、景気拡大のスピードによる。景気は上向いてはいるものの、2.5%以上の持続的な経済成長の可能性は少ないと思われる。
▶特に、支出サイドからの経済成長率に注目する連銀にとって、彼らの景気判断はCQMの景気判断より悲観的なものになると思われる。
▶今後の景気判断にとって、幾分明るい材料は今期(7-9月期)の実質個人消費支出の伸び率が今週のCQMでは前週の0.9%から1.5%にまで上方に修正されたことだ。まだ、景気を引っ張るまでの十分な伸び率には至っていないが、前期の伸び率の1.8%に近づいている。
▶8月の耐久財出荷の伸び率が0.9%(速報値)と大きく伸びたことから、今後産業設備投資の上方修正により支出サイドの実質GDPが上方に修正されるだろう。

図表1: CQM予測の動態: 実質GDP
2013年7-9月(2013Q3)(%, 前期比年率換算)



図表2: CQM予測の動態: インフレーション
2013年7-9月(2013Q3)(%, 前期比年率)



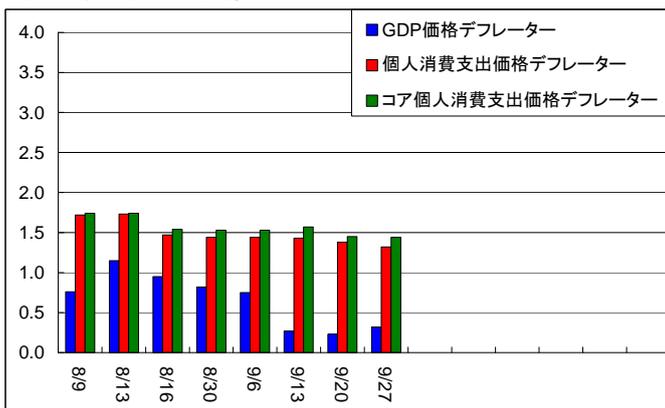
10月のFOMCミーティングでは、Data-Dependentな連銀は資産購入の縮小を決定するだろうか？

連銀は景気拡大が6月に予想していたように進んでいないことから、9月17-18日のFOMCミーティングで毎月の資産購入の縮小を延期した。これは、\$100億程度の資産購入の縮小を予想していた市場にはサプライズとなった。その後、NY連銀のWilliam Dudley 総裁は次のように言っている：“The decision depends on the data. The thing that we really want to emphasize is that it's driven by data, not by time.”

全く、今更何を言っているのだろうかという感覚にならざるを得ない。2013年半ばまでゼロ金利を維持するという“Forward Guidance”を2011年8月に導入した時から、フィラデルフィア連銀のCharles Plosser 総裁は“金融政策は景気状況によるもので、カレンダーによるものではない”と当然の批判を繰り返してきた。

ヘッドラインインフレ率が2%の連銀目標値に近い(図表2)。また、図表3の10-12月期のCQMのインフレ予測にみるように、インフレの加速化の兆候もみられない。それ故、連銀の政策変更の鍵は経済成長率にある。

図表3:CQM予測、インフレーション(%、saar) 2013年10-12月期

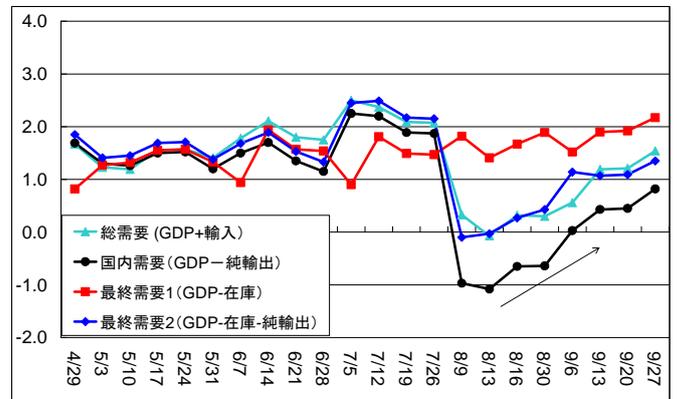


図表1に見るように、6月以降景気は9月上旬までスローダウンしてきていた。特に、連銀・市場エコノミストは支出サイドしか見る傾向がないことから、景気のスローダウンをCQMより深刻に捉えていたと思われる。それ故、9月18日のFOMCミーティングにおいて、連銀が資産購入の縮小を延期したのは頷ける。しかし、図表1にみるように景気は9月半ばから上昇に転じている。特に、所得サイドからみた景気は8月半ばから拡大基調に入っている。この景気の転換はGDP以外のアグリゲート指標を見ると、より明確になる(図表4)。

アグリゲート指標から景気を判断すれば、8月半ばから景気は改善していることがよく分かる。しかし、問題は実質GDP、その他実質アグリゲート指標で景気拡大のスピードをみても、現在の時点でさえ1.0%~2.5%であり、前期の経済成長率以下となっている。すなわち、連銀は経済成長率のスピードが少なくとも

2.5%を超え、持続的な景気拡大となることを、金融政策変更の条件として考えてよいだろう。では、今後の景気拡大のペースはどうなるのであろうか？

図表4:CQM予測、実質アグリゲート指標(%、saar) 2013年7-9月期



図表1において、所得サイドからの経済成長率が支出サイドからの経済成長率を1%程度上回っていることから、今後支出サイドからの経済成長率が上方に修正されていく可能性が高い。しかし、問題は経済成長率が今後2.5%を超えるようになるかである。すなわち、10月29-30日のFOMCミーティングにまでに、図表1,3で示される経済成長率が何処まで改善するかである。3%を超えるようになれば、10月のFOMCミーティングにおいて、資産購入縮小の可能性はかなり高くなると予想してよいだろう。

今週のCQM予測において、1つの良いニュースは8月の個人消費支出を更新したことにより、今期(7-9月期)の実質個人消費支出の伸び率が0.9%から1.5%にまで上方修正されたことである。実質個人消費支出が1.5%の伸び率というのは景気を引っ張るのには十分な伸び率ではないが、前期の1.8%に近づいている。もう一つの明るいニュースは速報値ではあるが、8月の製造業財出荷が0.9%と大幅に伸びたことである。特に、コンピューター・電子製品、航空機を除く非軍事資本財、輸送機器の出荷は8月にそれぞれ1.3%、1.3%、1.5%と大きく伸びたことから、来週のCQMでは設備投資が上方に修正され、支出サイドからの実質GDPの上方修正に寄与することは間違いない。しかし、今週の時点においてCQMは実質設備投資の伸び率(7-9月期)を0.0%と予測しており、これが少なくとも5%以上の伸び率にならない限り、2.5%を超える持続的な経済成長の可能性は小さい。

所得サイドを考慮する限り、景気は連銀が想定するより良くはなっていると見える。しかし、景気拡大のスピードが10月末のFOMCにおける連銀の政策変更を確信させるほど改善するかは、難しいと言わざるを得ない。一方、イーロードカーブをフラットにする金融政策を維持しても、雇用の最大化は達成されないことを理解することは重要である。IT革新により経済構造は驚くほど変化している。

9月の主要経済指標

9/27:

個人所得 (8月: 0.4%)

賃金・俸給: 0.4%

個人消費支出 (PCE): 0.3%

貯蓄率: 4.6%

ミシガン大学消費者センチメント

総合: 9月: 77.5, 8月: 82.1, 7月: 85.1, 6月: 84.1

現在: 9月: 92.6, 8月: 95.2, 7月: 98.6, 6月: 93.8

期待: 9月: 67.8, 8月: 73.7, 7月: 76.5, 6月: 77.8

農産物価格: (9月: -2.1%, 8月: -5.5%, 7月: 0.0%)

9/26:

新規申請件数 (9/21, 305,000)

GDP (2013Q2: 確報値)

実質: 2.48%

名目: 3.08%

インプリシット価格デフレーター: 0.58%

カンザス・シティー連銀製造業調査: 9月: 2, 8月: 8

9/25:

耐久財受注 (8月)

新規受注: 0.1%

出荷: 0.9%

コンピューター・電子製品: 1.3%

輸送機器: 1.5%

非軍事資本財 (航空機を除く): 1.3%

受注残高: 0.0%

在庫: 0.1% :

新築住宅販売 (8月: 0.421 mil., 7.9%)

9/24:

コンファレンスボード消費者コンフィデンス

総合: 9月: 79.7, 8月: 81.8, 7月: 81.0, 6月: 82.1

現在: 9月: 73.2, 8月: 70.9, 7月: 73.6, 6月: 68.7

期待: 9月: 84.1, 8月: 89.0, 7月: 86.0, 6月: 91.1

リッチモンド連銀製造業調査 (9月: 0, 8月: 14)

9/23:

シカゴ連銀全米活動指数 (8月: 0.14, 7月: -0.43)

9/19:

新規申請件数 (9/14, 309,000)

中古住宅販売 (8月: 5.48 mil., 1.7%)

コンファレンスボード景気指数 (8月)

総合指数: 0.7%

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: (9月: 22.3)

9/18:

住宅着工件数 (8月: 0.891 mil., 0.9%)

住宅認可件数(8月: 0.918 mil., -3.8%)

FOMC Meeting

9/17:

消費者物価指数 (8月: 0.1%)

コア: 0.1%

NAHB 住宅市場指数 (9月: 58, 8月: 58, 7月: 56)

9/16:

工業生産指数 (8月: 0.4%, 7月: 0.0%, 6月: 0.2%)

NY 製造業調査(9月: 6.3, 8月: 8.2, 7月: 9.5, 6月: 7.8)

9/13:

小売販売 (フードサービスを含む) (8月: 0.2%)

自動車を除く: 0.1%

自動車・部品ディーラー: 0.9%

生産者物価指数 (8月: 0.3%)

最終財, コア: 0.0%

中間財, コア: 0.2%

原材料, コア: -0.4%

企業在庫 (6月: 0.03%)

製造業: 0.12%

小売業: 0.10%

卸売業: -0.16%

9/12:

連邦政府財政収支 (8月: -\$147.9 bn.)

歳入: \$185.4 bn.

歳出: \$333.3 bn.

輸入価格 (nsa): (8月: 0.0%)

輸出価格 (nsa): (8月: -0.5%)

9/9:

消費者信用増 (7月: \$10.4 bn.)

回転: -\$1.8 bn.

非回転: \$12.3 bn

9/6:

非農業雇用増 (8月: 169K)

財製造業 (18K)

サービス業 (134K)

政府 (17K)

失業率: 7.3%

平均時間当たり所得: \$24.05 (0.2%)

平均週当たり労働時間: 34.5 時間 (0.3%)

9/5:

ISM 非製造業指数: 8月: 58.6, 7月: 56.0, 6月: 52.2

生産性とコスト (2013Q2)

労働生産性: 2.3%

時間当たり所得: 2.3%

ユニットレーバークスト: 0.0%

自動車販売(8月: 16.1 mil., 7月: 15.8 mil.)

在庫: (7月: 1.114 mil., 6月: 1.155 mil.)

9/4:

貿易収支 (7月: -\$39.1 bn.)

輸出: -0.2%

輸入: 2.4%

NYC 経済活動調査 (8月: 592.3, 7月: 587.0)

9/3:

建設支出 (7月: 0.6%)

民間住宅: 0.6%

民間非住宅: 1.3%.

公的: -0.3%

ISM 製造業指数(8月: 55.7, 7月: 55.4, 6月: 50.9.0)

・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 06-6485-7690