



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5月)

## ポイント

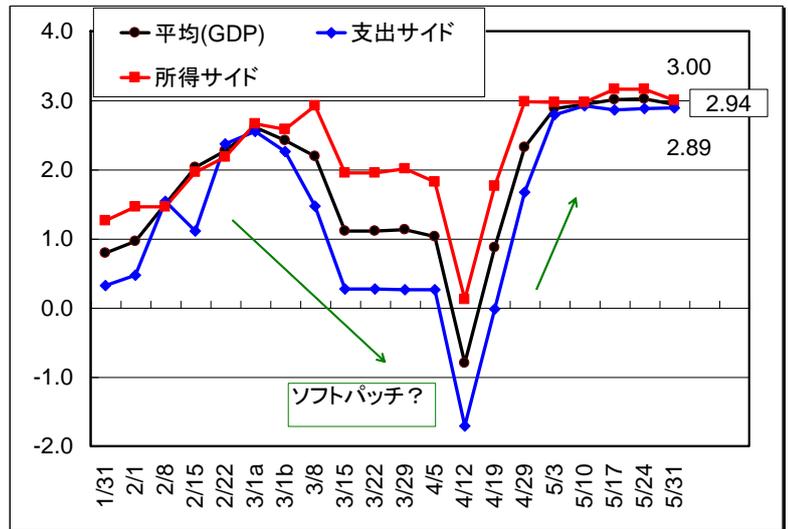
### ●成長率・インフレ予測の動態

- ▶5月25日のCQM予測は2013年1-3月期GDPの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。
- ▶今期(4-6月)の実質GDP伸び率は支出・所得両サイドでわずかに修正され、3%の経済成長率を示している(図表1)。
- ▶2012年10-12月期の統計上の誤差(SD)が517億ドルから-566億ドルへと1,000億ドル以上も下方に修正され、2013年1-3月期のSDが-615億ドルと計算された。
- ▶SDが大きく修正されたことから、特に所得サイドのGDP項目に大きな改定がもたらされた。前期(1-3月)の個人所得の伸び率は-3.2%から-4.6%へと下方修正された。
- ▶4月の個人消費支出価格デフレーターが0.3%と下落したことから、今期のヘッドラインインフレーション率は-1.13%にまで下方に修正された(図表2)。インフレ率が連銀の目標とする2%をかなり下回るようになっている。
- ▶消費者物価指数、輸出入価格指数の全てが3月、4月と連続してかなり大きく低下していることから、今後のCQM予測はこれらの月次経済指標の5月の動きに大きく影響されるだろう。

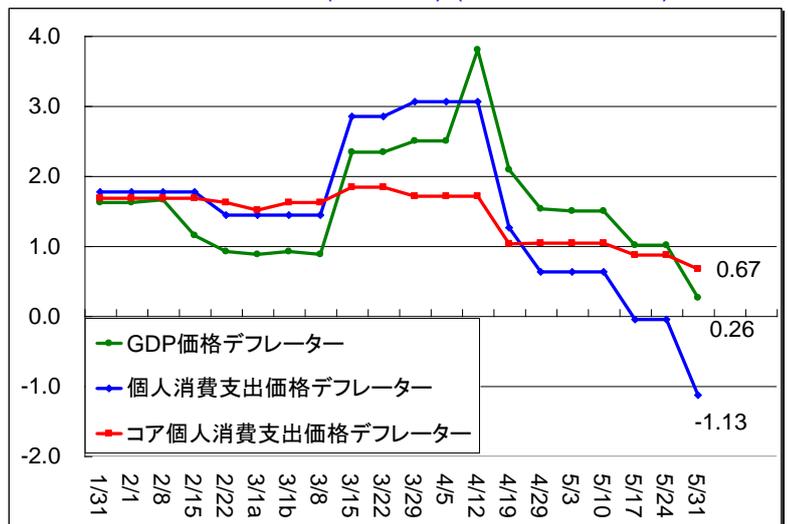
### ●出口戦略の鍵を握る持続的経済成長率と労働市場

- ▶5月に入り連銀による毎月850億ドルの資産購入(QE3)縮小への議論が高まってきた。
- ▶この出口戦略の鍵を握るのが、Moderateな成長から持続的成長への確認であり、労働市場の確固たる改善である。
- ▶連銀エコノミストのコメントからModerateな成長率が2%~2.5%を意味していると考えてよい。すなわち、経済成長率が3%に達すれば、出口戦略への1つの条件は満たされる。
- ▶労働市場の改善を失業率に求めることは、今の低い労働参加率から難しい。超ハト派のEvansシカゴ連銀総裁は月200,000の雇用増を求めているが、年間2百万(月平均167,000)の雇用増で満足すべきであろう。

図表1: CQM 予測の動態 : 実質 GDP  
2013年4-6月(2013Q2)(%, 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4-6月(2013Q2)(%, 前期比年率)



出口戦略の鍵を握る持続的経済成長率と労働市場

年初の FOMC 議事録以降、出口戦略が市場で話題になっている。5月に入ると、連銀の毎月450億ドルの長期国債と400億ドルのMBSの合計850億ドルの資産購入の量的緩和策(QE3)縮小への議論が活発となった。実際に、米連邦準備制度理事会(FRB)が5月22日に発表した4月30日、5月1日のFOMC議事録において、インフレが2%程度に抑制されており、景気の持続的な回復が確認できるならば、早ければ6月19日のFOMCにおいても現在の量的緩和策を縮小すべきという意見がだされていた。

連銀エコノミスト達の金融政策への考え方があまりにも異なることからFOMCミーティングを“it's a mad house”と呼ぶ記事さえ見られた(“A divided Fed: FOMC Minutes Reveal Hawks Calling for QE Taper in June” by Aquatino Fontevicchia, *Forbes*, 5/22/2013)。リセッションから回復し、4年半が経つにもかかわらず、毎月の資産購入をすぐにも縮小すべきと提言するタカ派連銀エコノミストがいる一方、更なる金融緩和の必要性を主張するハト派連銀エコノミストもいるのだから当然である。連銀エコノミストを筆者独自の判断でハト派・タカ派に分類すると表1のようになるだろう。

表1: 連銀エコノミストのハト派 - タカ派の分類

District		2013 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	2.5
*	Governor	Daniel K. Tarullo	1
*	Governor	Sarah B. Raskin	2
*	Governor	Jeremy C. Stein	2.5
*	Governor	Jerome Powell	3.5
1*	Boston	Eric S. Rosengren	1
2*	NY	William Dudley	1.5
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	3.5
9	Minneapolis	Narayana Kocherlakota	1.5
10*	Kansas City	Esther George	4.5
11	Dallas	Richard Fisher	5
12	San Francisco	John C. Williams	2

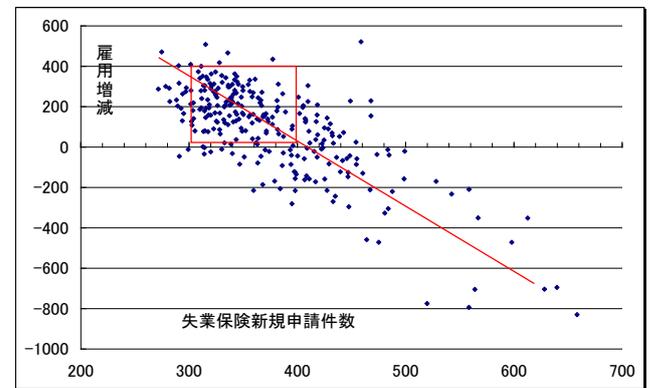
注: Ranking は筆者の独断による。

出口戦略への一つの鍵は経済成長が Moderate Growth から持続的な成長へと連銀エコノミスト達に見なされるようになることである。ハト派の Dudley NY 連銀総裁は“財政政策からの景気刺激がない中で2%~2.5%の経済成長率はかなり良いパフォーマンス”

”と言っている。資産購入の縮小を求めているタカ派の Fisher ダラス連銀総裁は今年度末に実質 GDP の伸び率が2.5%を超えることを予想している。すなわち、連銀の言う Moderate Growth を2%~2.5%と考えてよいだろう。それ故、経済成長率が3%を超えるようになれば、極端なハト派以外は資産購入の縮小を認めざるをえないだろう。

Barnanke 連銀議長は“資産買い入れのペースは経済見通しと関連しており、とりわけ労働市場の見通しが実質的かつ持続的に改善すれば、FOMC は資産買い入れペースを緩やかに縮小していく”と言っている。それ故、第2の鍵は雇用増・失業率の低下である。今の労働参加率が63.3%とピーク時の66.2%からかなり低いことを考えると、失業率は急速には低下しない。それ故、労働市場の改善を判断するには雇用増をみるのが良いだろう。下の表2とEq.1から、毎週発表される失業保険申請件数から雇用増を推定してみる。

表2: 非農業部門の雇用増 vs.失業保険新規申請件数



Y: 非農業雇用の変化(増減) (単位:1,000)  
 X: 失業保険新規申請件数 (単位:1,000)  

$$Y = 1065.624 - 2.591181 * X \dots\dots\dots \text{Eq.1}$$

$$(t=8.7) \quad (t=-8.5)$$
 サンプル期間: 1990m1-2013m3,  $R^2=0.76$ ,  $D-W=2.05$ ,  $AR(1)$ ,  $MA(1)$

Eq.1 から、4月の平均失業保険申請件数が347,000なので、予想される雇用増は170,484となる。これは年間2百万を超える雇用増であり、労働市場の満足すべき改善といえる。超ハト派の Evans シカゴ連銀総裁は、毎月200,000の雇用増が望ましいと言っている。これに、相当する失業保険申請件数は334,065と4月の平均失業保険申請件数を約13,000だけ下回るだけである。

このように、CQM から経済動向を判断すると、今期の3%経済成長の可能性は高く、失業保険申請件数が今の下降トレンド上であれば、労働市場の改善を認めざるをえない。今後、Sequestrationの影響が景気、労働市場にどのようにでてくるかの不確実性はあるが、年内に毎月850億ドルの資産購入の縮小策がとられる可能性は意外と高いと思われる。その結果、年末に向けてドル高・円安傾向になるのでは？

## 5月の主要経済指標

<b>5/31:</b>	原材料, コア: -2.8%
<b>個人所得</b> (4月: 0.0%)	<b>NY 製造業調査</b> (5月: -1.4, 4月: 3.1, 3月: 9.2)
<b>賞金・俸給:</b> 0.0%	<b>NAHB 住宅市場指数</b> (5月: 44, 4月: 42, 3月: 44)
<b>個人消費支出 (PCE):</b> -0.2%	<b>5/14:</b>
<b>貯蓄率:</b> 2.5%	<b>輸入価格 (nsa):</b> (4月: -0.5%)
<b>ミシガン大学消費者センチメント</b>	<b>輸出価格 (nsa):</b> (4月: -0.7%)
総合: 5月: 84.5, 4月: 76.4, 3月: 78.8, 2月: 77.6	<b>5/13:</b>
現在: 5月: 98.0, 4月: 89.8, 3月: 90.7, 2月: 89.0	<b>小売販売</b> (フードサービスを含む) (4月: 0.1%)
期待: 5月: 75.8, 4月: 67.6, 3月: 70.8, 2月: 70.2	自動車を除く: -0.1%
<b>農産物価格:</b> (5月: 1.0%, 4月: -4.5%, 3月: 1.0%)	自動車・部品ディーラー: 1.0%
<b>ISM-シカゴ連銀</b> (5月: 58.7, 4月: 49.0, 3月: 52.4)	<b>企業在庫</b> (3月: -0.03%)
<b>5/30:</b>	製造業: 0.03%
<b>新規申請件数</b> (5/25, 354,000)	小売業: -0.51%
<b>GDP</b> (2013Q1: 改定値)	卸売業: 0.38%
実質: 2.39%	在庫-販売比率: 1.29
名目: 3.59%	<b>5/10:</b>
インプリシット価格デフレーター: 1.18%	<b>連邦政府財政収支</b> (4月: \$112.9 bn.)
<b>5/29:</b>	歳入: \$406.7 bn.
<b>テキサスサービス業調査:</b> 5月: 3.8, 4月: 3.7, 3月: 9.8	歳出: \$293.8 bn.
<b>5/28:</b>	<b>5/9:</b>
<b>リッチモンド連銀製造業調査:</b> 5月: -2, 4月: -15.6	<b>卸売業販売:</b> (3月: -1.6%)
<b>テキサス製造業調査:</b> 5月: -10.5, 4月: -15.6, 3月: 7.4	在庫: 0.4%
<b>5/24:</b>	在庫-販売比率: 1.21
<b>耐久財受注</b> (4月)	<b>5/7:</b>
新規受注: 3.3%	<b>消費者信用増</b> (3月: \$8.0 bn.)
出荷: -0.6%	回転: -\$1.7 bn.
コンピューター・電子製品: -2.9%	非回転: \$9.7 bn.
輸送機器: -0.9%	<b>5/3:</b>
非軍事資本財 (航空機を除く): -1.5%	<b>ISM 非製造業指数:</b> 4月: 53.1, 3月: 54.4, 2月: 56.0
受注残高: 0.3%	<b>5/3:</b>
在庫: 0.4%	<b>非農業雇用増</b> (4月: 165K)
<b>5/23:</b>	財製造業 (-9K)
<b>新築住宅販売</b> (4月: 0.454 mil., 2.3%)	サービス業 (185K)
<b>カンザス・シティー連銀製造業調査:</b> 5月: 2, 4月: -5	政府 (-11K)
<b>5/22:</b>	失業率: 7.5%
<b>中古住宅販売</b> (4月: 4.97 mil., 0.6%)	平均時間当たり所得: \$23.87 (0.2%)
<b>FOMC 議事録</b>	平均週当たり労働時間: 34.4 時間 (-0.6%)
<b>5/20:</b>	<b>ISM 非製造業指数:</b> 4月: 53.1, 3月: 54.4, 2月: 56.0
<b>シカゴ連銀全米活動指数:</b> (4月: -0.53, 3月: -0.23)	<b>5/2:</b>
<b>5/16:</b>	<b>貿易収支</b> (3月: -\$38.8 bn.)
<b>住宅着工件数</b> (4月: 0.853 mil., -16.5%)	輸出: -0.9%
住宅認可件数(4月: 1.017 mil., 14.3%)	輸入: -2.8%
<b>消費者物価指数</b> (4月: -0.4%)	<b>NYC 経済活動調査</b> (4月: 577.4, 3月: 573.3)
コア: 0.1%	<b>5/1:</b>
<b>フィラデルフィア連銀製造業調査:</b> (5月: -5.2)	<b>自動車販売</b> (4月: 14.9 mil, 3月: 15.3 mil.)
<b>5/15:</b>	在庫: (2月: 1.087 mil. 1月: 1.076 mil.)
<b>工業生産指数</b> (4月: -0.5%, 3月: 0.3%, 2月: 0.9%,)	<b>建設支出</b> (3月: -1.7%)
稼働率: 4月: 77.8%, 3月: 78.3, 2月: 78.2	民間住宅: 0.4%
<b>生産者物価指数</b> (4月: -0.7%)	民間非住宅: -1.5%
最終財, コア: 0.1%	公的: -4.1%
<b>中間財, コア: -0.2%</b>	<b>ISM 製造業指数</b> (4月: 50.7, 3月: 51.3, 2月: 54.2)