



CQM(超短期経済予測モデル)

米国経済(月次)予測(2014年8月)

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

ポイント

●成長率・インフレ予測の動態

▶2014Q2 (4-6月期) の経済成長率が速報値の3.95%から4.17%へ上方に改定された。一方、NIPA改定後の最終CQM予測 (2014Q2) は支出サイドから3.48%、支出・所得両サイドからの平均値は4.39%となった。

▶CQM予測の特徴として、速報値GDPは支出サイドからの予測値に近く、また改定値、確報値は支出・所得両サイドからの平均予測値に近くなる傾向がある。

▶2014Q3 (4-6月期) の経済成長率が過去2週間上方に修正されたものの、1.5%弱と市場の楽観的なコンセンサス (3.0%) よりかなり低い (図表1)。

▶インフレ率は一時2%を超えたが、この2週間下方修正され連銀の目標値の2%を下回っている (図表2)。

▶米経済分析局 (BEA) は 2014Q2 の統計上の誤差を-\$2025 億ドルと計算した。これは所得サイドから名目 GDP を計算すると、支出サイドより 1%強多くなることを意味している。

●賃金-物価スパイラルモデルによる米金融政策の検証

▶Yellen連銀議長は政策金利引き上げの条件の一つとして名目賃金率が物価上昇率よりも高くなることを不可欠としている。

▶しかし、民間雇用者の時間当たり賃金の伸び率は失業率が2009年10月の10.0%から2014年6月の6.1%にまで低下してもほとんど2%程度であり、名目賃金の上方硬直性が見られる (散布図)。

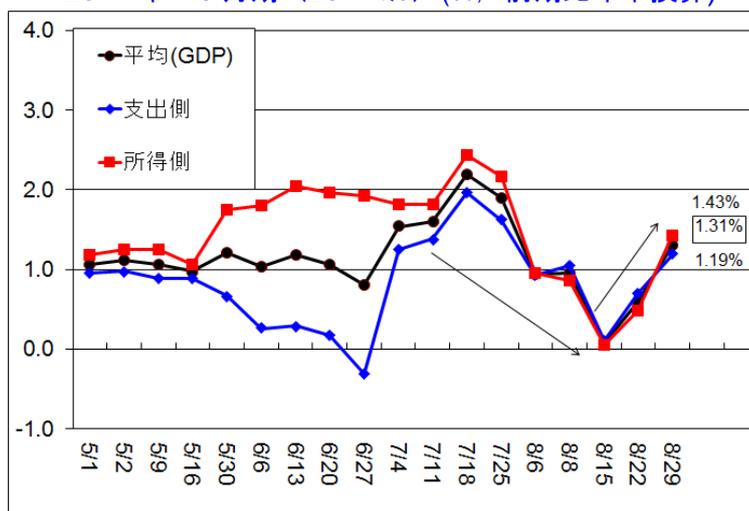
▶賃金に雇用者のベネフィットを加えた広義の名目賃金-物価スパイラルモデルのシミュレーション結果から、失業率が4.4%にまで低下しても広義の名目賃金の伸び率は3%を超えない (図表4)。

▶6月のFOMCに見られる連銀エコノミストたちのSEP (経済予測サマリー) から彼らが想定しているNAIRU (自然失業率) は5.1%~5.5%と思われるが、実際にはそれよりかなり低い (4%程度)と思われる (図表5)。

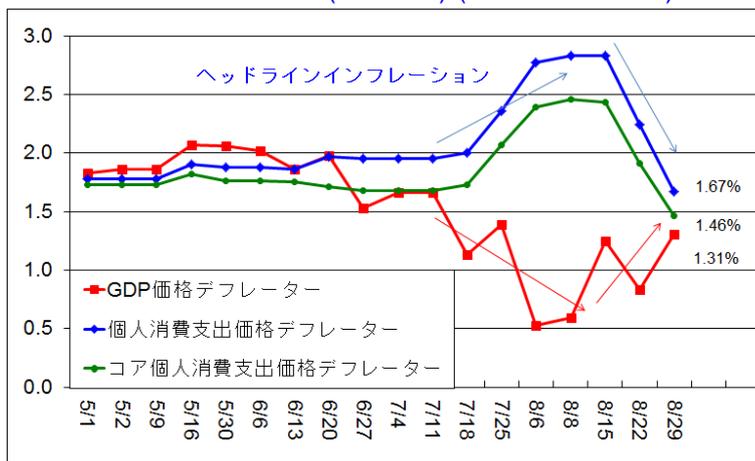
▶NAIRUの低下にはIT革新による劇的なコストダウンが関係している。それ故、金融政策によりNAIRUまで失業率を引き下げるには限界があるだろう。

▶金融政策のITエコノミーにおける影響力の限界を考えず、今のゼロ金利を維持していけば、その副作用の結果連銀は市場からの信頼を失うことになりかねない。

図表1: CQM 予測の動態 : 実質 GDP
2014年7-9月期 (2014Q3) (% , 前期比年率換算)



図表2: CQM 予測の動態 : インフレーション
2014年7-9月期 (2014Q3) (% , 前期比年率)

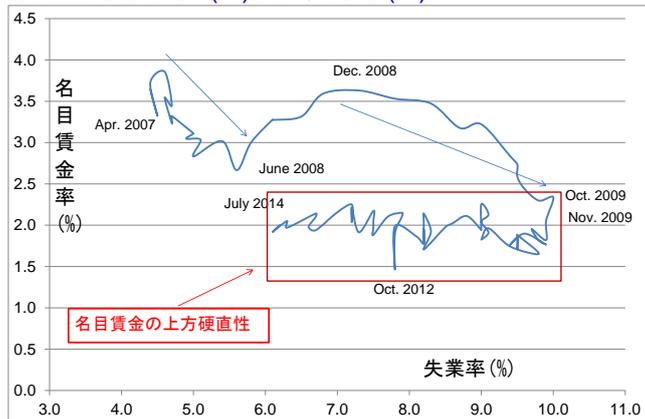


賃金-物価スパイラルモデルによる米金融政策の検証

出口戦略を本格的に開始するに及んで、Yellen 連銀議長は労働市場の slack に執着している。その中でも特に、名目賃金の低い伸び率を懸念し、労働市場が逼迫し始めることで、名目賃金が物価以上に上昇することを金融政策の方向転換の鍵としている。もちろん、彼女はインフレ率が 2%程度にまで上昇してきた今、少なくとも 3%の名目賃金の上昇率を目標としているだろう。もちろん、彼女は実質賃金が物価以上に上昇しなければ、金融政策の大失敗を認めざるをえない。

失業率と名目賃金率上昇の散布図をみると、失業率の上昇（下落）により名目賃金率が下落（上昇）しているのは 2007 年 4 月 - 2008 年 7 月と 2008 年 12 月 - 2009 年 10 月の 2 つの期間しかない。失業率が 2009 年 10 月の 10.0%から、2014 年 7 月の 6.2%にまで 3.8%低下したが、賃金上昇率はボックス圏にあるように 2%前後で落ち着いている。すなわち、失業率が低下し、労働市場が逼迫してきてもこの間名目賃金率は上昇していない。すなわち、名目賃金の上昇硬直性がみられる。

散布図: 名目賃金率（民間雇用者の時間当たり所得の前年同月比伸び率 (%) vs. 失業率(%)



実際に以下の賃金-物価スパイラルモデルにおいて、散布図にみた名目賃金率（民間雇用者の平均時間当たり賃金）は統計的に有意な結果を示さなかった。そこで、名目賃金と雇用者のベネフィットからなる雇用者所得を広義の名目賃金として、次のモデルを構築した。

<賃金-物価スパイラルモデル>

- W: 広義の名目賃金伸び率 (%: 前年同月比)
- P: ヘッドラインインフレ率 (%: 前年同月比)
- ETA: 非農業部門生産性 (%: 前年同月比)
- RU: 失業率 (%)

$$W = 1.447910 + 0.109203 * P + 7.300819 * (1/RU) \dots \text{eq.1}$$

(t=2.6) (t=2.6)

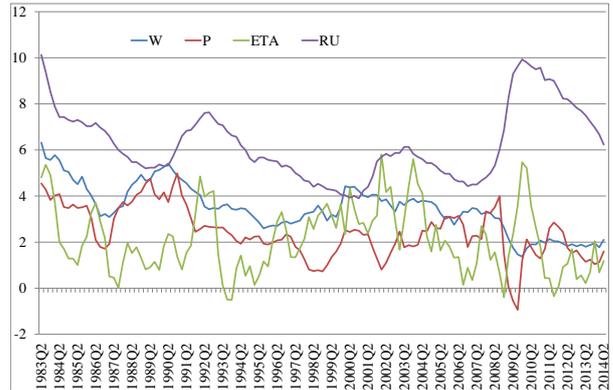
Ar(1),
サンプル期間: 1983Q2 - 2014Q2, R2_: 0.97, D-W: 1.77

$$P = 0.271046 + 0.666167 * W - 0.075494 * ETA \dots \text{eq.2}$$

(t=6.8) (t=-2.3)

Ar(1), Ar(4), Ma(1)
サンプル期間: 1984Q1 - 2014Q2, R2_: 0.86, D-W: 2.14

図表 3: W, P, ETA, RU のデータ



図表 3 はモデルに使われたデータを表している。このモデルから、外生変数としての RU, ETA を仮定することで、W, P の予測ができる。図表 4 は RU が每期 0.3%ずつ低下し、一方 ETA が每期 1.0%のシミュレーションをおこなった結果を示している。

図表 4: シミュレーション結果

	RU	ETA	W	P
2014Q3	5.9	1.0	2.23	1.72
2014Q4	5.6	1.0	2.35	1.85
2015Q1	5.3	1.0	2.47	1.94
2015Q2	5	1.0	2.59	1.97
2015Q3	4.7	1.0	2.72	2.03
2015Q4	4.4	1.0	2.87	2.10

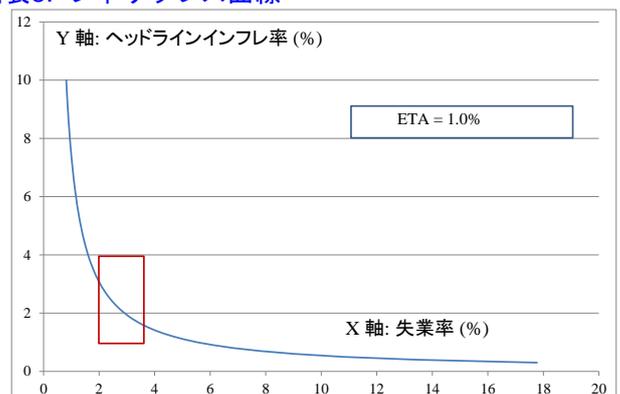
このシミュレーション結果に見るように、仮に失業率が 4.4%にまで低下しても、広義の名目賃金率の伸び率は 3%に達しない。

このモデル結果から、フィリップス曲線を求めると次のようになる (Eq.3)

$$P = 0.370766 + 5.245135/RU - 0.08142 * ETA \dots \text{Eq. 3}$$

Eq.3 においてETA=1.0（毎期の労働生産性の伸び率を 1.0%と仮定）すると図表5のフィリップス曲線が描ける。この図表からIT革新が始まって以来、NAIRU（自然失業率）が連銀エコノミスト達が考えている5.2%~5.5%よりかなり低いことを示している。

図表5: フィリップス曲線



8月の主要経済指標

8/29:

個人所得 (7月: 0.2%)

賃金・俸給: 0.2%

個人消費支出 (PCE): -0.1%

貯蓄率: 4.8%

ミシガン大学消費者センチメント

総合: 8月: 82.5, 7月: 81.8, 6月: 82.5, 5月: 81.9

現在: 8月: 99.8, 7月: 97.4, 6月: 96.6, 5月: 94.5

期待: 8月: 71.3, 7月: 71.8, 6月: 73.5, 5月: 73.7

8/28:

失業保険新規申請件数 (8/23, 298,000)

農産物価格: (8月: -0.0%)

GDP (2014Q2: 改定値)

実質: 4.12%

名目: 6.42%

インプリシット価格デフレーター: 2.168%

カンザス・シティー連銀製造業調査: 8月: 3, 7月: 9

8/26:

コンファレンスボード消費者コンフィデンス

総合: 8月: 92.4, 7月: 90.3, 6月: 86.4, 5月: 82.2

現在: 8月: 94.6, 7月: 87.9, 6月: 86.3, 5月: 80.3

期待: 8月: 90.9, 7月: 91.9, 6月: 86.4, 5月: 83.5

耐久財受注 (7月)

新規受注: 22.3%

出荷: 3.3%

コンピューター・電子製品: 2.3%

輸送機器: 10.4%

非軍事資本財 (航空機を除く): 1.5%

受注残高: 5.4%

在庫: 0.5% :

テキサスサービス業調査 (8月: 22.8, 7月: 22.4)

リッチモンド連銀製造業調査 (8月: 12, 7月: 12.7)

リッチモンド連銀サービス業調査 (8月: 21, 7月: 12)

8/25:

新築住宅販売件数 (7月: 0.412 mil., -2.4%)

シカゴ連銀全米活動指数 (7月: 0.39, 6月: 0.12)

テキサス製造業調査 (8月: 7.1, 7月: 12.7, 6月: 11.4)

8/21:

住宅販売件数 (7月: 5.15 mil., 2.4%)

コンファレンスボード景気指数 (7月)

総合指数: 0.9%

一致指数: 0.2%

遅行指数: 0.2%

フィラデルフィア連銀製造業調査:

(8月: 28.0, 7月: 23.9)

8/20:

FOMC 議事録

8/19:

消費者物価指数 (7月: 0.1%)

コア: 0.1%

住宅着工件数 (7月: 1.093 mil., 15.7%)

認可件数(1.052 mil., 8.1%)

8/18:

NAHB住宅市場指数 (8月: 55, 7月: 53, 6月: 49, 5月: 45)

8/15:

生産者物価指数 (7月: 0.1%)

最終財, コア: 0.2%

中間財加工品, コア: 0.3%

中間財未加工品, コア: -4.0%

工業生産指数 (7月: 0.4%, 6月: 0.4%, 5月: 0.3%)

稼働率: 7月: 79.2%, 6月: 79.1, 5月: 79.0%

NY製造業調査 (8月: 14.7, 7月: 25.6, 6月: 19.3)

8/14:

輸入価格 (nsa): (7月: -0.2%)

輸出価格 (nsa): (7月: 0.0%)

8/13:

企業在庫 (6月: 0.37%)

製造業: 0.28%

小売業: 0.52%

卸売業: 0.32%

小売販売 (フードサービスを含む) (7月: 0.0%)

自動車を除く: 0.1%

自動車・部品ディーラー: -0.2%

8/12:

連邦政府財政収支 (7月: -\$94.6 bn.)

歳入: \$210.6 bn.

歳出: \$305.2 bn.

8/7:

消費者信用増 (6月: \$17.3 bn.)

回転: \$0.9 bn.

非回転: \$16.3 bn.

8/6:

貿易収支 (6月: -\$41.5 bn.)

輸出: 0.2%

輸入: -1.2%

8/5:

ISM 非製造業指数: 7月: 58.7, 6月: 56.0, 5月: 56.3

8/4:

NYC 経済活動調査 (7月: 644.4, 6月: 635.3, 5月: 630.1)

8/1:

非農業雇用増 (7月: 209K)

財製造業 (198K)

サービス業 (-2K)

政府 (11K)

失業率: 6.2%

平均時間当たり所得: \$24.45 (0.0%)

平均週当たり労働時間: 34.5 時間 (0.0%)

自動車販売(7月: 16.5 mil., 6月: 16.9 mil., 5月: 16.7 mil.)

在庫: (5月: 1.294 mil., 4月: 1.288 mil.)

建設支出 (6月: -1.8%)

民間住宅: -0.3%

民間非住宅: -1.6%.

公的: -4.0%

ISM 製造業指数(7月: 57.1, 6月: 55.3, 5月: 55.4)

・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。