



投資家のための米国経済 超短期予測 レポート

ITeconomy Advisors

熊坂侑三

要点

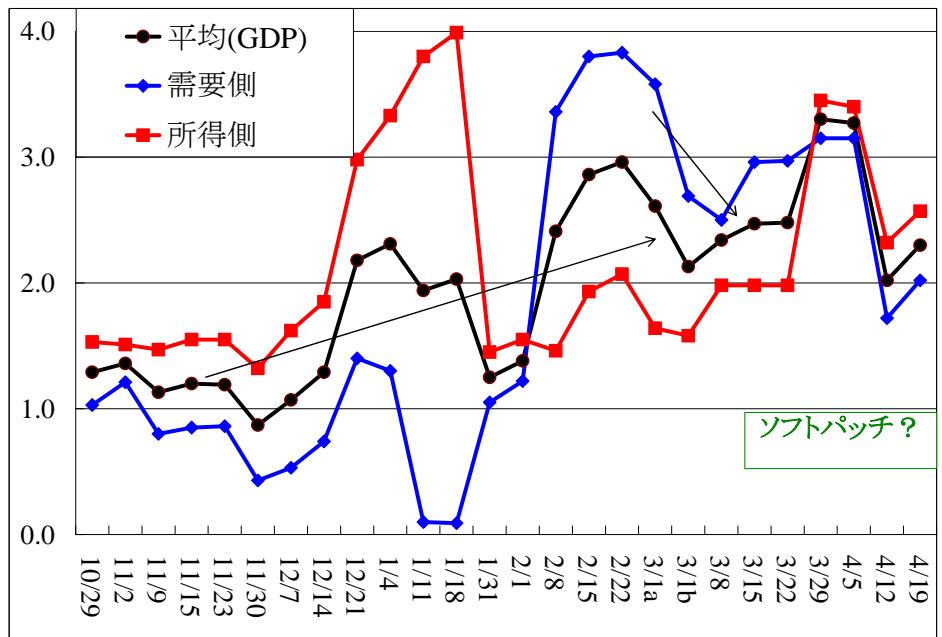
-今週の CQM が 2013Q1GDP (速報値) の最終予測となる (グラフ 1)。市場のコンセンサス (3.0%) に比べ、CQM 予測は 0.5%~1.0%低い。
 -BEA は速報値 2013Q1GDP を計算するにあたって、3月の建設支出、企業在庫、製造業財出荷、輸出入を仮定しなければならない。これらの指標が1月、2月と大きく変動したことから、3月の値の仮定は難しくなるだろう。CQM はこれらを ARIMA 予測から行っている (表 3)。
 -結局、2013Q1 の経済成長率は連銀が言い続ける “Moderate Growth” に終わり、今後も異常な低金利政策が維持されるだろう。
 -しかし、経済成長率を “Moderate Growth” 以上に高めるためには、金融政策には限界があるだろう。

この予測はペンシルバニア大学のクライン教授によって開発された超短期モデル (Current Quarter Model) をベースに行われている。国民所得統計と約 70 の月次経済・金融統計の項目を予測する。この統計式は純粋にエコノメトリックスの手法に基づいたものであり、予測値に対して恣意的な調整はなされていない。そのため、毎週この予測を繰り返すことにより、その週に発表された経済・金融統計の景気への影響を調べることができる。

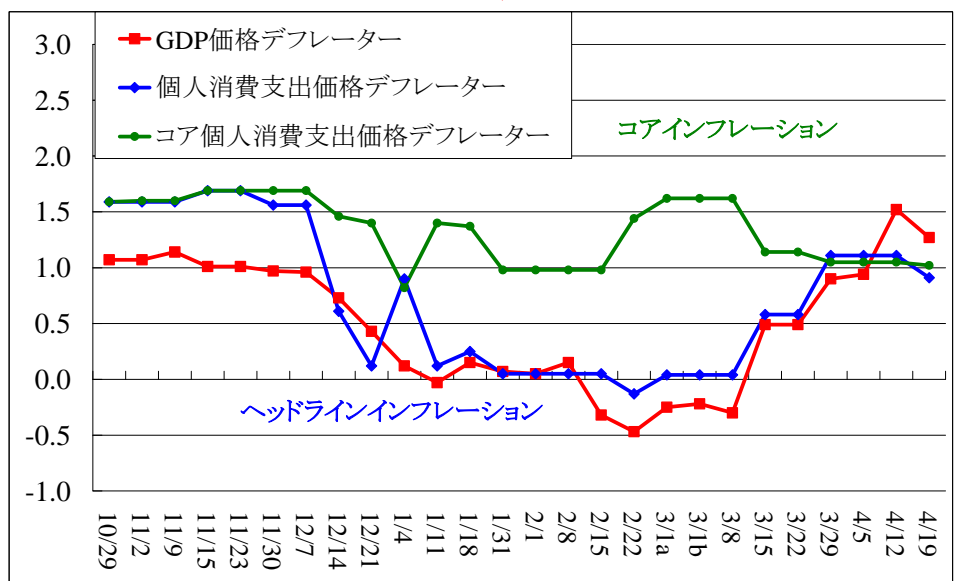
Copyright: ITeconomy の許可なくして二次配布を禁じる。

連絡先：
kumasaka@iteconomy.com

グラフ 1 : CQM 予測の変化 : 実質 GDP, 2013Q1 (% , saar)



グラフ 2 : CQM 予測の変化 : インフレーション 2013Q1 (% , saar)



GDP:GDP 価格デフレーター
PCE:個人消費支出価格デフレーター

過去数週間の主要な経済指標

(イタリックは今週のCQM予測で更新されたデータ)

4/18:

新規申請件数 (4/13, 352,000)

コンファレンスボード景気指数 (3月)

総合指数: -0.1%

一致指数: -0.1%

遅行指数: 0.3%

フィラデルフィア連銀製造業調査: (4月: 1.3, 3月: 2.0)

4/17:

MBA住宅ローン応募調査 (4/12)

総合指数: 4.8%

購入指数: 3.9%

リファイナンス指数: 5.2%

ページブック

4/16:

住宅着工件数 (3月: 1,036 mil., 7.0%)

住宅認可件数(3月: 0.902 mil., -3.9%)

消費者物価指数(3月: -0.2%), コア: 0.1%

工業生産指数(3月: 0.4%, 2月: 1.2%, 1月: -0.1%)

稼働率: 3月: 78.5, 2月: 78.3, 1月: 77.6%

4/15:

NY製造業調査 (4月: 3.1, 3月: 9.2, 2月: 10.0, 1月: -7.8)

NAHB住宅市場指数 (4月: 42, 3月: 44, 2月: 46, 1月: 47)

純国際資本流入 (2月)

純長期証券購入: -\$17.8 bn.

米住人による純海外証券購入: -\$25.4 bn.

非米住民による国内証券購入: \$7.6 bn.

国債: -\$0.1 bn.

社債: \$9.5 bn.

機関債: \$2.0 bn.

株式: -\$3.7 bn.

4/12:

小売販売 (フードサービスを含む) (3月: -0.4%)

自動車を除く: -0.4%

自動車・部品ディーラー: -0.6%

企業在庫 (2月: 0.09%)

製造業: 0.17%

小売業: 0.33%

卸売業: -0.27%

在庫-販売比率: 1.28

生産者物価指数 (3月: -0.6%)

最終財, コア: 0.2%

中間財, コア: 0.23%

原材料, コア: 0.9%

ミシガン大学消費者センチメント

総合: 4月: 72.3, 3月: 78.8, 2月: 77.6, 1月: 73.8

現在: 4月: 84.8, 3月: 90.7, 2月: 89.0, 1月: 85.0

期待: 3月: 64.2, 3月: 70.8, 2月: 70.2, 1月: 66.6

4/11:

輸入価格 (nsa): (3月: -0.5%)

輸出価格 (nsa): (3月: -0.4%)

4/10:

FOMC議事録

連邦政府財政収支 (2月: -\$203.5 bn.)

歳入: \$122.8 bn.

歳出: \$326.4 bn.

4/9:

卸売業販売: (1月: -0.8%)

在庫: 1.2%

在庫-販売比率: 1.21

4/5:

非農業雇用増 (3月: 88K)

財製造業 (16K)

サービス業 (79K)

政府 (-7K)

失業率: 7.6%

平均時間当たり所得: \$23.82 (0.0%)

平均週当たり労働時間: 34.6時間 (0.3%)

貿易収支 (2月: -\$43.0 bn.)

輸出: 0.8%

輸入: 0.0%

消費者信用増 (2月: \$18.1 bn.)

回転: \$0.5 bn.

非回転: \$17.6 bn.

4/3:

ISM非製造業指数: 3月: 54.4, 2月: 56.0, 1月: 55.2

4/2:

自動車販売(2月: 15.4 mil, 1月: 15.3 mil., 12月: 15.4 mil.)

在庫: (1月: 1.075 mil., 12月: 1.073 mil.)

工場受注 (2月)

新規受注: 5.7%

出荷: 1.0%

コンピューター・電子製品: -0.5%

輸送機器: 0.9%

非軍事資本財 (航空機を除く): 1.9%

受注残高: 0.9%

在庫: 0.43%

NYC経済活動調査 (3月: 573.3, 2月: 572.7, 1月: 568.3)

4/1:

建設支出 (2月: 1.2%)

民間住宅: 2.2%

民間非住宅: 0.4%.

公的: 0.9%

ISM製造業指数(3月: 51.3, 2月: 54.2, 1月: 53.1)

3/29:

個人所得 (2月: 1.1%)

賃金・俸給: 0.6%

個人消費支出 (PCE): 0.7%

貯蓄率: 2.6%

3/28:

ISM-シカゴ連銀 (3月: 52.4, 2月: 56.8, 1月: 55.6)

カンザス・シティ連銀製造業調査: 3月: -5, 2月: -10

GDP (2012Q4: 改定値)

実質: 0.38%

名目: 1.35%

インプリシット価格デフレーター: 0.97%

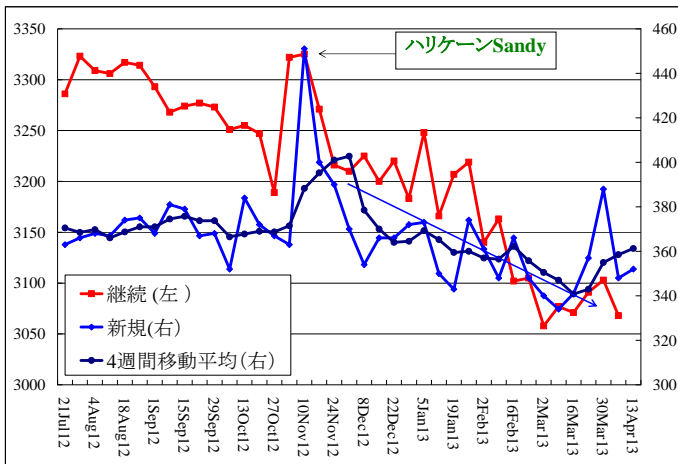
3/27:

農産物価格: (3月: 1.5%, 2月: -8.2%, 1月: 9.0%)

(1) 前週発表された主な経済指標

1.1: 失業保険申請件数 (4月13日週)

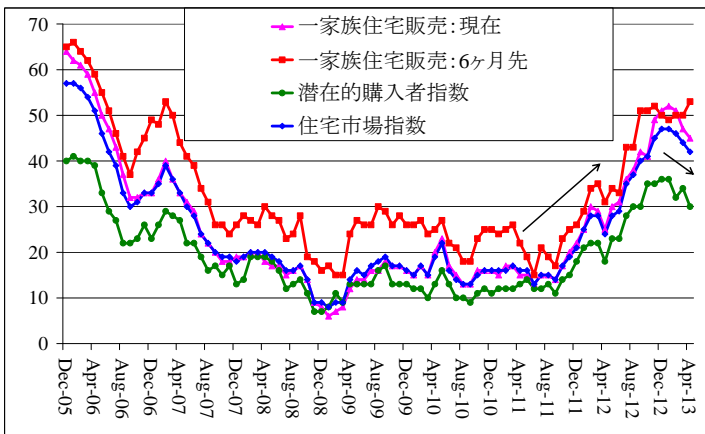
グラフ 1.1: 失業保険申請件数: 新規と4週間移動平均、継続 (1000)



- 今週(4/13)の失業保険新規申請件数は市場のコンセンサス (350,000) とほぼ同じ 352,000 となった。
- Easter Holiday や大学の春休みによる季節調整の失業保険新規申請件数への影響は終わったと考えられる。
- グラフに見るように失業保険新規申請件数は下降トレンドを形成しているが、3 月半ばまでの下降トレンドにはまだ戻っておらず、Sequester の影響が4 月頃から出始めるだろう。

1.2: NAHB 住宅市場指数 (4月)

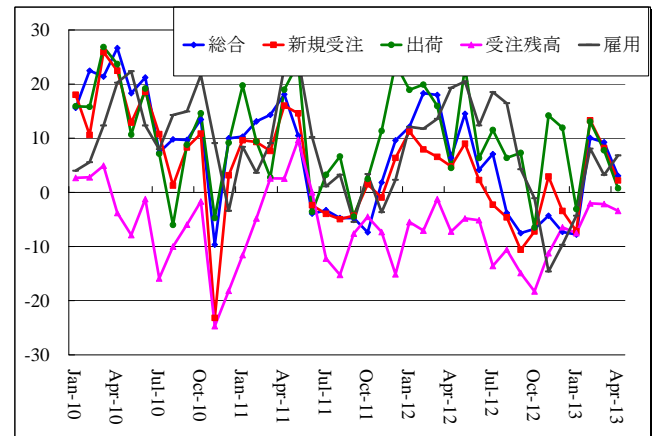
グラフ 1.2 : NAHB 住宅市場指数



- NAHB 指数が 32 ヶ月連続して低下し、4 月には 42 となり、昨年 10 月以来の低さとなった。
- グラフにみるように、6 ヶ月先の住宅購入者指数以外はこの数ヶ月下降トレンドを形成しており、2011 年夏以降の住宅市場の急速な改善がモメンタムを失ってきたと考えられる。
- 過去半年間ほとんどフラットであった6ヶ月先の住宅購入者指数が4月に3ポイント上昇し、少なくとも短期的に住宅市場が崩れる心配はない。
- 建設者にとっての最近の問題は木材、木材製品の価格の増加である。

1.3: ニューヨーク連銀製造業調査 (4月)

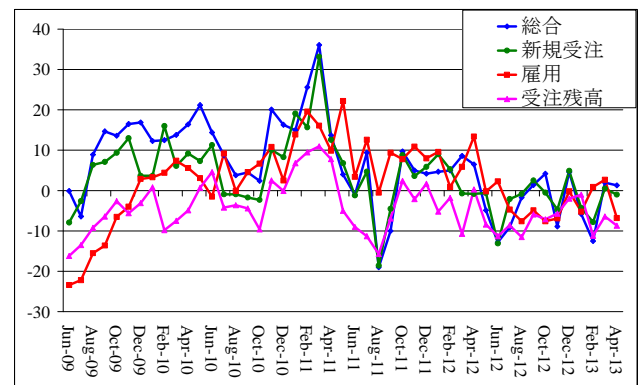
グラフ 1.3: ニューヨーク連銀製造業調査 (拡大>0)



- NY 製造業総合指数は3ヶ月連続して拡大を示したが、4月の値は3.1と3月の9.2、2月の10.0を大きく下回った。
- 新規受注指数、出荷指数も総合指数と同じように、3ヶ月連続して拡大したが、4月の指数はそれぞれ2.20、0.75と過去2ヶ月より大きく低下した。
- 雇用指数も3ヶ月連続して拡大を示したが、3月の3.2から4月には6.8へと上昇した。
- 受注残高指数は4月に-3.4と過去3ヶ月はそれ以前に比べかなり良くなっている。

1.4: フィラデルフィア連銀製造業調査 (4月)

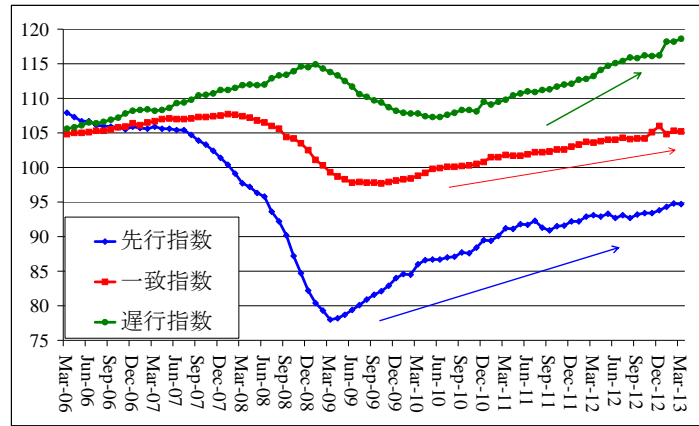
グラフ 1.4: フィラデルフィア連銀製造業調査



- フィラデルフィア連銀の総合指数は2ヶ月連続して拡大したが、3月、4月とそれぞれ2.0、1.3と拡大基調はまだ弱い。
- 新規受注指数が3月の0.5から4月には-1.0へと再びマイナスに戻った。
- 特に、雇用指数は3月の2.7から4月には-6.8へと大きく下落した。
- 受注残高指数は3月の-6.4から4月には-8.7へと低下し、昨年5月以来12ヶ月連続してマイナスとなっている。
- 明るい材料を求めると、在庫指数が4月に-22.2と3月のゼロから大きく下落し、新規受注と在庫指数の差が21.2と昨年の9月以来最も高い水準となった。

1.5: コンファレンスボード景気指数 (3月)

グラフ 1.5: コンファレンスボード景気指数 (2004=100)



- 3月の景気先行指数が市場のコンセンサス(0.1%増)に対して0.1%低下し、過去7ヶ月のうち2ヶ月マイナスとなった。
- 景気先行指数の10の構成要素のうち5つがプラスに貢献し、2月の8つから減少した。(表1)。
- 3月の景気一致指数も0.1%の低下となり、3つの構成要素がプラスに貢献をし、前月の4つから減少した(表1)。
- 3月の遅行指数は0.3%上昇したが、プラスに貢献した構成要素の数は前月の7つから3つへと減少した(表1)。

表1 景気指数の構成項目の寄与率

先行指標	寄与
平均週労働時間(製造業)	-
週平均失業保険新規申請件数	-
製造業者の新規受注(消費財、中間財)	+
ISM 新規受注指数	-
製造業者の新規受注(資本財)	+
新規建設認可数	-
普通株500種株価	+
先行信用指数	+
長短金利スプレッド(10年国債-フェデラルファンド)	+
消費者期待度指数	-
一致指数	
非農業雇用者数	+
個人所得-移転所得	-
鉱工業生産指数	+
製造業、卸・小売業販売	+
遅行指数	
失業者の平均失業期間	-
在庫-販売比率(製造業、卸・小売業)	+
ユニットレーバークスト(製造業)	+
平均プライムレート	0
商業・工業ローン	-
消費者信用残高-個人所得比率	+
サービス消費者物価指数	-

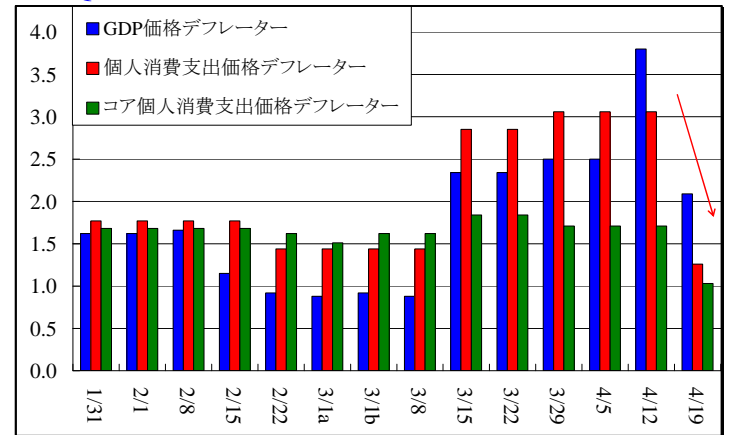
(2) CQM 予測への影響

4月19日のCQM予測は3月の消費者物価指数(CPI)、住宅着工件数、鉱工業生産指数を更新した。

今週のCQMは2013Q1の実質GDP伸び率を支出サイドでは1.72%から2.02%へ、所得サイドでは2.32%から2.57%とそれぞれ上方に修正した(グラフ1)。両サイドからの平均実質GDP伸び率は2.02%から2.30%へと0.28%上方に修正された。

ヘッドラインインフレーション(個人消費支出(PCE)価格デフレーター)、コアPCE価格デフレーター、GDP価格デフレーター(個人消費支出(PCE)価格デフレーター)の伸び率予測(2013Q1)はそれぞれ0.91%、1.02%、1.27%(グラフ2)、2013Q2についてはそれぞれ1.26%、1.03%、2.09%と予測されている。3月のCPIの更新により、2013Q2のインフレ率が大きく下方修正された(グラフ3)。

グラフ 3: CQM 予測: インフレーション (%、saar)、2013Q2

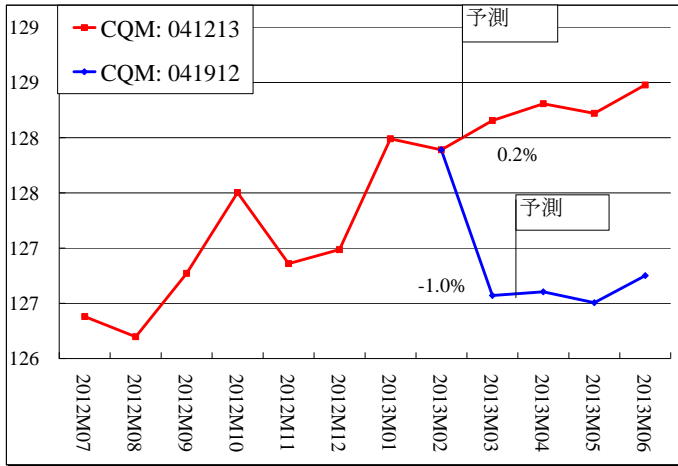


2.1: 消費者物価指数 (CPI) (3月)

3月のCPIは0.2%低下したものの、コアCPIは0.1%の上昇となった。

表2に見るように、NIPAの衣料・靴個人消費支出(PCE)価格デフレーターとガソリン・石油PCE価格デフレーター(個人消費支出(PCE)価格デフレーター)の下方修正が目立った。衣料・靴PCE価格デフレーター(個人消費支出(PCE)価格デフレーター)の伸び率(2013Q1)は3.0%から1.1%へ、ガソリン・石油PCE価格デフレーター(個人消費支出(PCE)価格デフレーター)の伸び率は3.5%から0.1%へとそれぞれ下方に修正された(表2)。これらの下方修正はグラフ2.1a、2.1bによって説明される。その結果、実質非耐久財PCE伸び率(2013Q1)が1.9%から2.7%へ上方に修正された。これが、今週のCQM予測において支出サイドからの実質GDPが上方に修正された理由のひとつである。

グラフ 2.1a: CPI: 衣料 (1982-84=100, sa)



グラフ 2.1b: CPI: エネルギー (1982-84=100, sa)

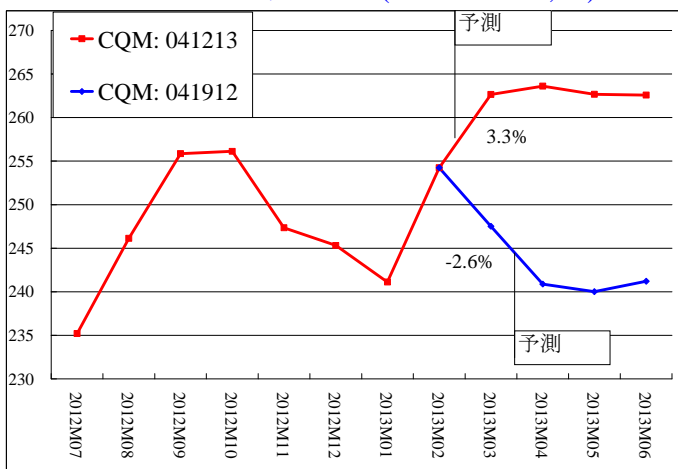


表 2: NIPA 個人消費支出 (\$Billion, %, saar)

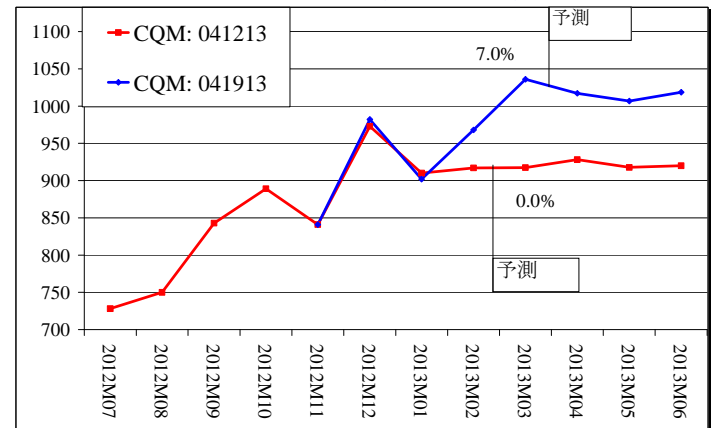
CQM予測日	2013Q1					
	名目		価格デフレーター		実質	
	041213	041913	041213	041913	041213	041913
個人消費支出	11366.2	11366.2	116.7	116.7	9736.9	9741.7
% (前期比年率)	4.2	4.2	1.1	0.9	3.1	3.3
耐久財	1276.8	1276.8	88.7	88.7	1439.3	1439.2
% (前期比年率)	8.2	8.2	-0.9	-0.8	9.1	9.1
自動車・部品	438.1	438.1	109.3	109.4	400.6	400.5
% (前期比年率)	12.3	12.3	0.8	0.9	11.5	11.4
家庭用家具	271.1	271.1	91.7	91.6	295.6	296.0
% (前期比年率)	4.6	4.6	0.2	-0.2	4.3	4.8
その他	567.6	567.6	73.1	73.2	776.0	775.6
% (前期比年率)	6.8	6.8	-2.2	-2.0	9.3	9.1
非耐久財	2610.5	2610.5	123.8	123.6	2108.8	2112.9
% (前期比年率)	3.1	3.1	1.1	0.4	1.9	2.7
食料・飲料	840.7	840.7	121.9	121.8	689.9	690.1
% (前期比年率)	3.9	3.9	1.4	1.3	2.5	2.6
衣服・靴	373.8	373.8	104.8	104.3	356.6	358.2
% (前期比年率)	6.0	6.0	3.0	1.1	2.9	4.8
ガソリン・燃料	446.3	446.3	170.2	168.8	262.5	264.5
% (前期比年率)	-2.3	-2.3	3.5	0.1	-4.9	-2.0
その他	949.7	949.7	116.8	116.8	812.8	812.9
% (前期比年率)	3.8	3.8	0.5	0.4	3.3	3.4
サービス	7478.9	7478.9	120.09	120.08	6227.6	6228.4
% (前期比年率)	3.9	3.9	1.8	1.8	2.1	2.1

2.2: 住宅着工件数 (3月)

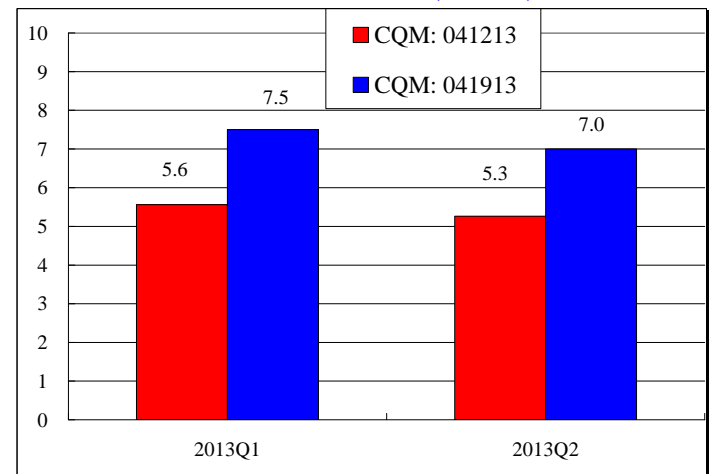
3月の住宅着工件数が7.0%と大幅に伸び、1,036 mil. 件数となった。一方、建設認可数は3.9%と低下し、0.902 mil. 件数となった。

グラフ 2.2a に見るように、2月の住宅着工件数が大きく上方に修正され、3月にも大幅に伸びた。この結果、NIPA の実質住宅投資伸び率 (2013Q1) は2013Q1においては5.6%から7.5%へ、2013Q2においては5.3%から7.0%へとそれぞれ大きく上方に修正された (グラフ 2.2b)。これが支出サイドからの実質 GDP を上方に修正した2つ目の理由である。

2.2a: 住宅着工件数 (3月) (1,000, saar)



グラフ 2.2b: NIPA 実質住宅投資 (% saar)

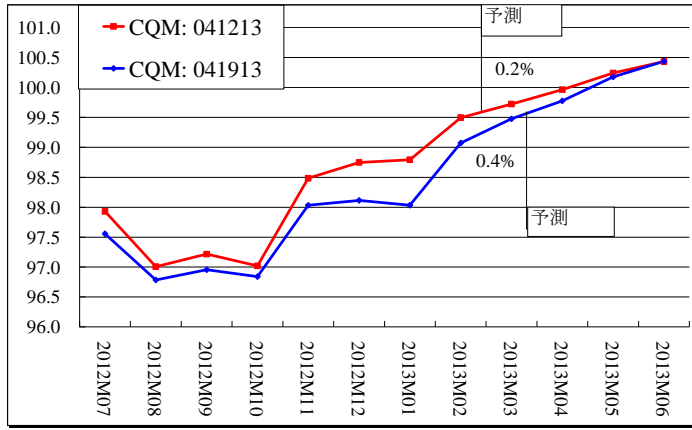


2.3: 鉱工業生産指数 (3月)

鉱工業生産指数は過去に遡って統計がかなり改定された、4月には0.4%の増加となった (グラフ 2.3)。しかし、所得サイドにおける、非農業個人業主所得、法人所得にはほとんど影響を与えなかった。

所得サイドからの実質 GDP 伸び率が上方に修正されたのは2013Q1のGDP価格デフレーター伸び率が1.52%から1.27%へと下方に修正されたためである (グラフ 2)。

グラフ 2.3: 鉱工業生産指数 (3月)



(3) 2013Q1GDP の CQM 最終予測は市場のコンセンサスを 0.5%~1.0% 下回る

今週の CQM が速報値 2013Q1GDP の最終予測値となる。市場のコンセンサスは 3.0% と CQM より 0.5%~1.0% 高い (グラフ 1)。

経済分析局 (BEA) は速報値 2013Q1 を計算するために、いくつかの主要な月次指標の3月の値を仮定しなければならぬ。例えば、3月の貿易収支 (輸出入)、製造業財出荷、建設支出、企業在庫などである。しかし、これらの経済指標の多くが、1月、2月と大きく変化したことから3月の値を BEA が仮定するのも難しいと思われる。CQM はそれらを単純に ARIMA 予測から予測する。もちろん、BEA はこれらの3月の統計の一部は実績値として所有していることは間違いない。

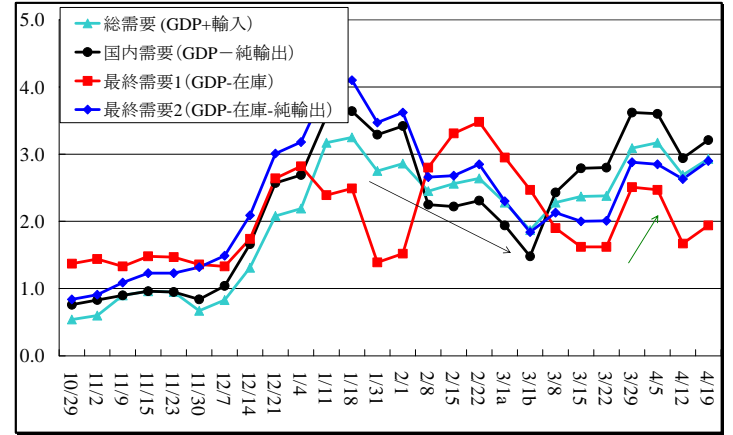
表3はこれらの月次経済指標が1月、2月と大きく変動したことで、CQM による3月の ARIMA 予測を示してある。

表 3: CQM 予測: 3月の企業在庫、製造業財出荷、貿易収支 (%、saar)

在庫	1月	2月	3月 CQM
製造業	0.61	0.17	0.29
卸売業	0.82	-0.27	0.31
小売業	1.45	0.33	0.31
出荷	1月	2月	3月 COM
コンピューター&電子製品	-3.10	-0.52	0.69
非軍事資本財 (航空機を除く)	-0.71	1.87	0.02
輸送機器	-1.75	1.59	1.38
貿易収支	1月	2月	3月 CQM
財輸出	-1.48	1.02	0.33
財輸入	1.94	-0.07	0.76

2013Q1 の経済成長率を GDP 以外のその他アグリゲート指標でもみて、2%~3%とみるのが妥当であろう (グラフ 3.1)。

グラフ 3.1: NIPA 実質アグリゲート指標 (%、saar), 2013Q1



今回の 2013Q1GDP の発表で注目すべきは次の点であろう。

- 実質 PCE が 3%以上の伸び率を示し、Sequestration の影響が 2013Q1 には消費者にはでなかった。
- 実質設備・ソフトウェアア投資が停滞し、今後の持続的景気回復の懸念材料となる。
- 実質住宅投資は堅調に伸びているが、過去4半期の平均 15%成長から約半分の 7%程度にまで低下し、今後2桁成長を続けることが難しくなるだろう。
- 実質純輸出は経済成長率にわずかなマイナス、-0.5%~0.0%を寄与する程度だろう。
- 実質政府支出・粗投資も純輸出と同じような寄与率になるだろう。

結局、2013Q1 の経済成長率は連銀のいつものコメントの “Moderate Growth” に終わり、ハト派連銀の主張する異常なゼロ金利政策が今後も維持されることになるだろう。雇用を拡大し経済成長率を潜在成長率近くまでまで高めない限り、失業率を引き下げるのも難しいだろう。2%程度の成長は内生的な経済成長率で十分に達成できると思われる。すなわち、失業率をさらに引き下げるには、IT 革新、グローバル経済にそくした経済構造の変化に伴った規制緩和などマイクロ経済政策が必要である。にもかかわらず、金融政策にできないことを、金融政策にいつまでも求め、異常な低金利政策の経済へのコストを高めているような気がしてならない。