



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

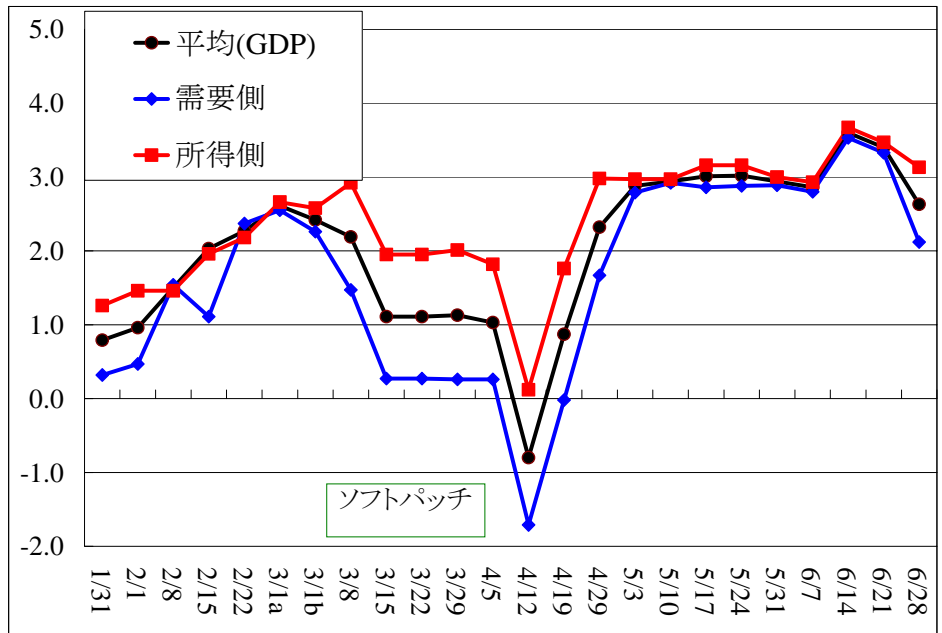
- 2013Q1GDP の伸び率が改定値の2.39%から確定値において 1.78%と大幅に低下した。この主な理由は実質個人消費支出(PCE)が0.8%も下方修正されたことである。
- 今週の CQM は実質 GDP 伸び率(2013Q1) を支出サイドでは3.33%から 2.12%へ大きく下方修正し、所得サイドでは 3.47%から 3.13%へわずかに下方修正をした。
- 所得サイドから現状の景気判断をする限り、景気の悪化を懸念する必要はまったくない。
- 同様に、最近の地域連銀による製造業調査指数が改善を示していることも景気見通しを楽観的なものにしていく。

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。

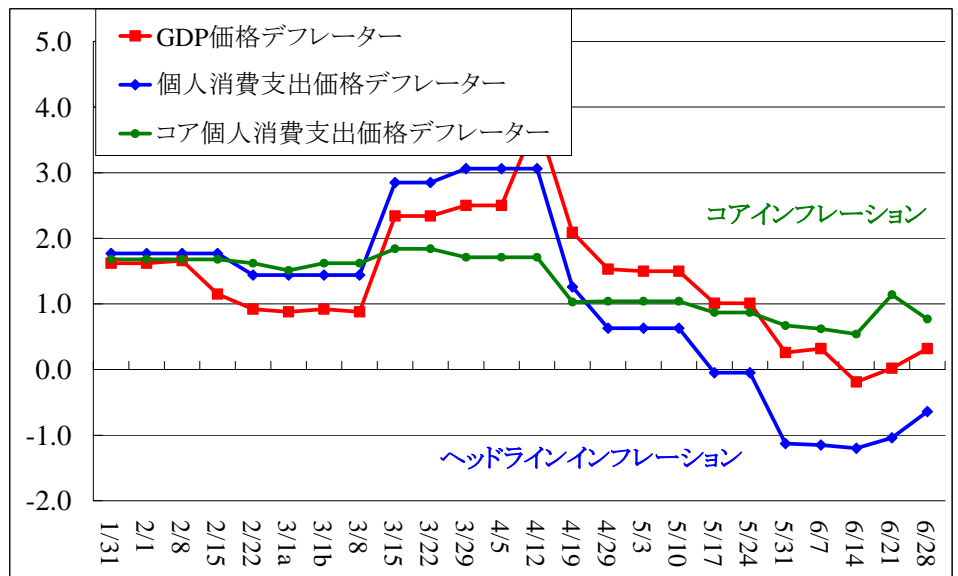
Copyright: ITeconomy の許可なくして二次配布を禁じる。

連絡先：
kumasaka@iteconomy.com

グラフ 1 : CQM 予測の変化 : 実質 GDP, 2013Q2 (% , saar)



グラフ 2 : CQM 予測の変化 : インフレーション 2013Q2 (% , 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)

6/28:

ミシガン大学消費者センチメント

総合: 6月: 82.7, 5月: 84.5, 4月: 76.4, 3月: 78.8

現在: 6月: 92.1, 5月: 98.0, 4月: 89.8, 3月: 90.7

期待: 6月: 76.7, 5月: 75.8, 4月: 67.6, 3月: 70.8

ISM-シカゴ連銀 (5月: 58.7, 4月: 49.0, 3月: 52.4, 2月: 56.8)

6/27:

個人所得 (5月: 0.5%)

賃金・俸給: 0.3%

個人消費支出 (PCE): 0.3%

貯蓄率: 3.2%

農産物価格: (6月: 2.0%, 5月: 2.1%, 4月: -4.5%)

新規申請件数 (6/22, 346,000)

カンザス・シティー連銀製造業調査: 6月: -5, 5月: -2

6/26:

GDP (2013Q1: 確定値)

実質: 1.78%

名目: 3.06%

インプリシット価格デフレーター: 1.26%

MBA住宅ローン応募調査 (6/21)

総合指数: -3.0%

購入指数: 2.1%

リファイナンス指数: -5.2%

6/25:

耐久財受注 (5月)

新規受注: 3.6%

出荷: 1.2%

コンピューター・電子製品: -0.2%

輸送機器: 3.6%

非軍事資本財 (航空機を除く): 1.7%

受注残高: 0.8%

在庫: 0.1%

コンファレンスボード消費者コンフィデンス

総合: 6月: 81.4, 5月: 74.3, 4月: 69.0, 3月: 61.9,

現在: 6月: 69.2, 5月: 64.8, 4月: 61.0, 3月: 59.2

期待: 6月: 89.5, 5月: 80.6, 4月: 74.3, 3月: 63.7

S&P/Case-Shiller住宅価格指数 (4月)

10大都市総合: 11.6% (前年同月比)

20大都市総合: 12.1% (前年同月比)

新築住宅販売 (5月: 0.476 mil., 2.1%)

テキサスサービス業調査 (6月: 12.2, 5月: 3.8, 4月: 3.7)

リッチモンド連銀製造業調査 (6月: 8, 5月: -2, 4月: -6)

リッチモンド連銀サービス業調査 (6月: 15, 5月: 11)

6/24:

テキサス製造業調査 (6月: 6.5, 4月: -10.5, 4月: -15.6)

シカゴ連銀全米活動指数 (5月: -0.30, 4月: -0.52)

6/20:

コンファレンスボード景気指数 (5月)

総合指数: 0.1%

一致指数: 0.2%

遅行指数: 0.3%

中古住宅販売 (5月: 5.18 mil., 4.2%)

フィラデルフィア連銀製造業調査 (6月: 12.5, 5月: -5.2)

6/19:

FOMC ミーティング

フェデラルファンド目標レート: 0.00% ~ 0.25%

公定歩合: 0.75%

超過準備への金利: 0.25%

6/18:

住宅着工件数 (5月: 0.914 mil., 6.8%)

住宅認可件数 (5月: 0.974 mil., -3.1%)

消費者物価指数 (5月: 0.1%)

コア: 0.2%

6/17:

NY製造業調査 (6月: 7.8, 5月: -1.4, 4月: 3.1, 3月: 9.2,)

NAHB住宅市場指数 (6月: 52, 5月: 44, 4月: 41, 3月: 44)

6/14:

工業生産指数 (5月: 0.0%, 4月: -0.5%, 3月: 0.3%)

稼働率: 5月: 77.6%, 4月: 77.7%, 3月: 78.1%

生産者物価指数 (5月: 0.5%)

最終財, コア: 0.1%

中間財, コア: -0.4%

原材料, コア: -2.3%

6/13:

輸入価格 (nsa): (5月: -0.6%)

輸出価格 (nsa): (5月: -0.5%)

小売販売 (フードサービスを含む) (5月: 0.6%)

自動車を除く: 0.3%

自動車・部品ディーラー: 1.8%

企業在庫 (4月: 0.27%)

製造業: 0.17%

小売業: 0.45%

卸売業: 0.19%

在庫-販売比率: 1.31

6/12:

連邦政府財政収支 (5月: -\$138.7 bn.)

歳入: \$197.2 bn.

歳出: \$335.9 bn.

6/11:

卸売業販売: (4月: 0.5%)

在庫: 0.2%

在庫-販売比率: 1.21

6/7:

非農業雇用増 (5月: 175K)

財製造業 (-1K)

サービス業 (176K)

政府 (-9K)

失業率: 7.6%

平均時間当たり所得: \$23.89 (0.0%)

平均週当たり労働時間: 34.5時間 (0.0%)

消費者信用増 (4月: \$11.1 bn.)

回転: \$0.7 bn.

非回転: \$10.4 bn

6/5:

ISM非製造業指数 (5月: 53.7, 4月: 53.1, 3月: 54.4)

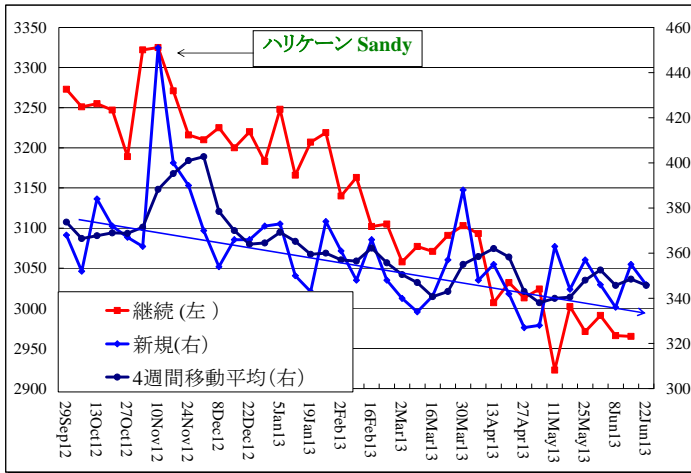
6/4:

NYC経済活動調査 (5月: 579.6, 4月: 577.4, 3月: 573.3)

(1) 前週発表された主な経済指標

1.1：失業保険申請件数（6月22日週）

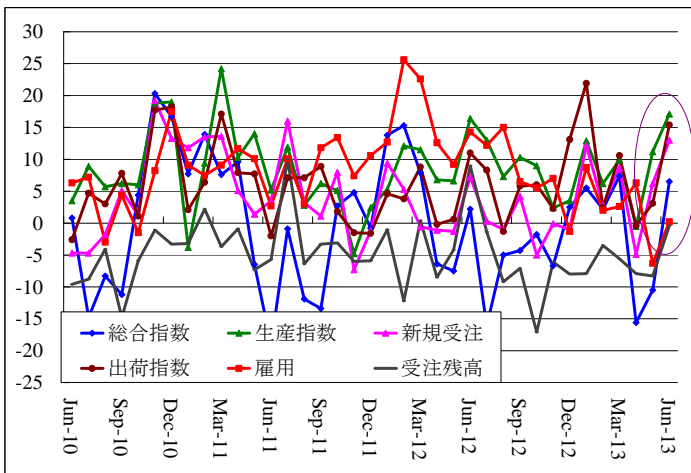
グラフ 1.1：失業保険申請件数：新規と4週間移動平均、継続（1000）



- 今週(6/22)の失業保険新規申請件数は市場のコンセンサス (336,000) を上回る 346,000 となったが、前週に比べ 9,000 の減少となった。
- 過去の失業保険新規申請件数 (X) と雇用増 (Y) には $Y=1065.624-2.596456*X$ の関係がある。今週の4週間の移動平均 X が 345,750 であり、この関係から6月の雇用増は 171,476 と予測される。
- 失業保険継続申請件数は 2.97 mil. と前週と同じであり、下降トレンド上にあると言える。

1.2：ダラス連銀（テキサス）製造業調査（6月）

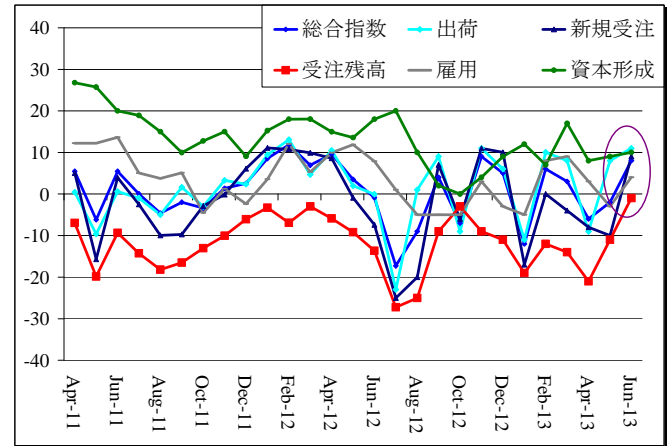
グラフ 1.2：テキサス製造業調査（拡大>0）



- 総合指数が4月、5月とそれぞれ-15.6、-10.5 と大きなマイナスになった後、6月には 6.5 とプラスになり、製造業の落ち込みが止まった様子を示している。
- 生産指数、新規受注指数、出荷指数がすべて5月、6月と連続してプラスになり、更に6月にはそれぞれ 17.1、13.0、15.4 と大きく改善しており、この地域の製造業活動が今後かなり回復していくことが予想される。
- 雇用指数も5月の-6.3から6月には 0.2 とわずかながらも拡大に転じた。

1.3：リッチモンド連銀製造業調査(6月)

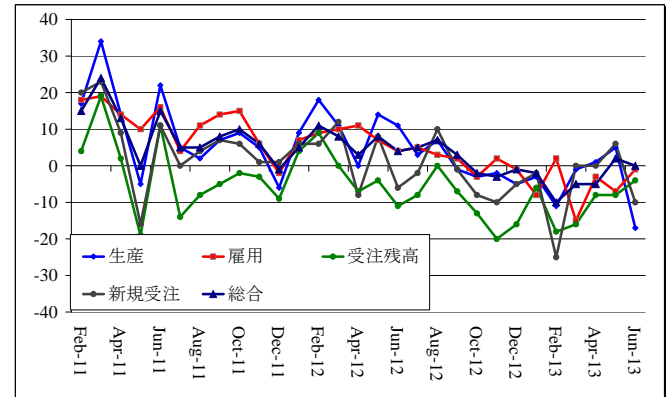
グラフ 1.3：リッチモンド連銀製造業調査（拡大>0）



- 第5地域のリッチモンド連銀製造業総合指数も4月、5月のマイナスから6月には8へと大幅に改善をした。
- 新規受注指数が過去3ヶ月のマイナスから6月には9へと大きく改善をした。
- 雇用指数も5月の-3から6月には4へと拡大に転じた。
- 出荷指数は4月に-9へと大きく低下したが、5月、6月にはそれぞれ8、11と大きく改善をしている。
- 受注残高指数が5月の-11から6月には-1へと改善し、2011年3月以来のプラスに近づいた。

1.4：カンザスシティ連銀製造業調査(6月)

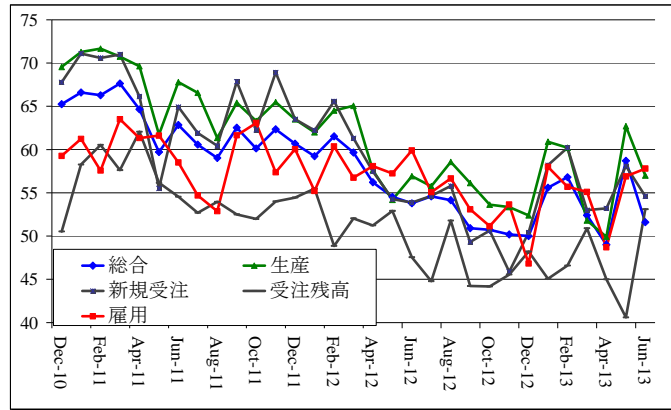
グラフ 1.4：カンザスシティ連銀製造業調査（拡大>0）



- 第10地域のカンザスシティ連銀製造業の総合指数(6月)は5月の2から-5へと縮小に変わった。市場は5月に7ヶ月ぶりにプラスとなった総合指数に対して6月にもわずかに改善をするのみであった。
- 生産指数が5月の5から6月には-17へと、新規受注指数も5月の6から6月には-10へとそれぞれ大幅に悪化した。
- 一方、雇用指数は5月の-7から6月には-1へと改善したが、4ヶ月連続してのマイナスとなった。
- 生産指数、新規受注指数が6月に大幅に悪化した一方、受注残高指数は5月の-8から6月には-4へと減少した。これは昨年9月以来の好ましい水準であり、この地域の製造業の6月の悪化は一時的なものと考えられる。

1.5: ISM-シカゴ連銀(6月)

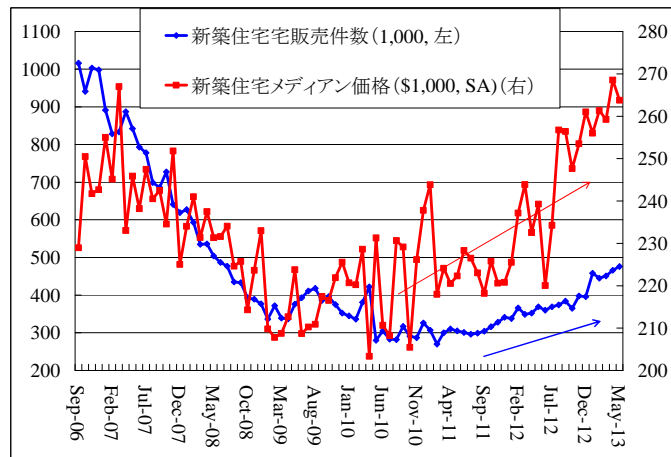
グラフ 1.5: シカゴ連銀製造業指数 (拡大>50)



- この地域の ISM 指数は自動車製造業に偏っている。6月の総合指数は市場のコンセンサス (57.0) を大幅に下回ったが、51.6 と 50 を下回ることにはなかった。
- 6月の新規受注指数、生産指数も共に5月より低下したがそれぞれ 54.6、57.0 と 50 を上回っている。
- 6月の雇用指数が5月の 56.9 から 57.8 へとわずかに上昇し、雇用拡大が堅調なことを示している。
- 受注残高指数が5月の 40.6 から6月には 53.1 へと大幅に改善し、この地域の製造業の堅調な回復が期待できる。

1.6: 新築住宅販売 (5月) (1,000, saar)

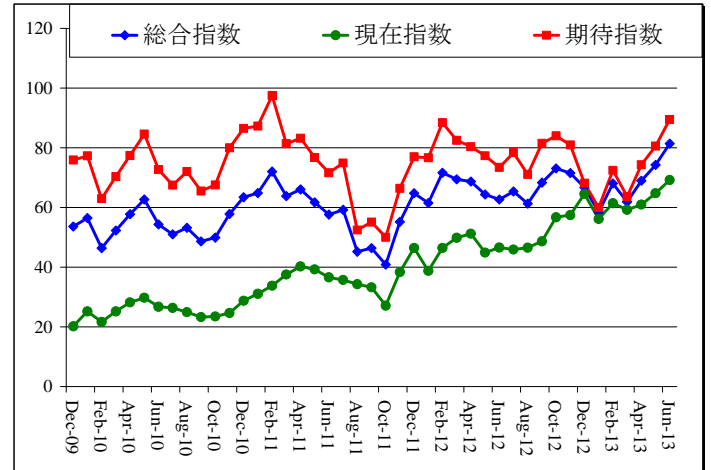
グラフ 1.6: 新築住宅販売 件数(1,000, saar)



- 新築住宅販売件数は順調に伸びており、5月には前月比で 2.1%、前年同月比で 29% も増加している。しかし、グラフから過去の水準に比べてまだまだかなり低いことが分かる。
- 従って、住宅市場がこの先 1,2 年は経済成長にプラスに貢献することは間違いないだろう。
- 新築住宅のメディアン価格(sa)は 5 月に前月比で 1.8% 低下したが、1 年前と比べれば 10.3% の上昇となっている。
- 地域的にみると新規住宅販売件数にはばらつきが見られる。5月における北東部、中西部、南部、西部の新規住宅販売件数の伸び率(前月比)はそれぞれ 20.7%、40.7%、-9.0%、3.6% となっている。

1.7: コンファレンスボード消費者コンフィデンス (6月)

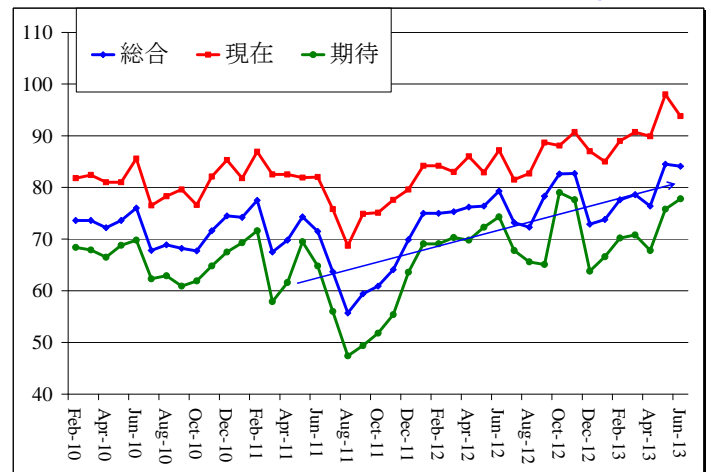
グラフ 1.7: コンファレンスボード消費者コンフィデンス



- 消費者コンフィデンスが市場のコンセンサス (76.8) を大きく上回り、5月の 74.3 から6月には 81.4 へと 7.1 ポイントも上昇した。これは 2008 年 1 月以来の高さである。
- 現在指数と期待指数もそれぞれ5月から 4.4 ポイント、8.9 ポイントと大きく上昇した。グラフにみるように、過去 3 ヶ月消費者コンフィデンスは急速に改善をしている。
- 消費者の労働市場へ見方が楽観的になっている。仕事があると答えた割合が5月の 9.9% から6月には 11.7% へ 2008 年 9 月以来の高さになっている。しかし、仕事を得るのが難しいと答えた割合も5月の 36.4% から6月には 36.9% へとわずかに上昇した。
- 所得に関してはミックスした回答となった。今後 6 ヶ月で、所得が増えると答えた割合が5月の 15.6% から5月には 15.2% と低下した一方、所得が低下すると答えた割合も5月の 15.3 から6月には 14.4% にまで低下した。

1.8: ミシガン大学消費者センチメント (6月: 確報値)

グラフ 1.8a: 消費者センチメント指数 (1966Q1=100)

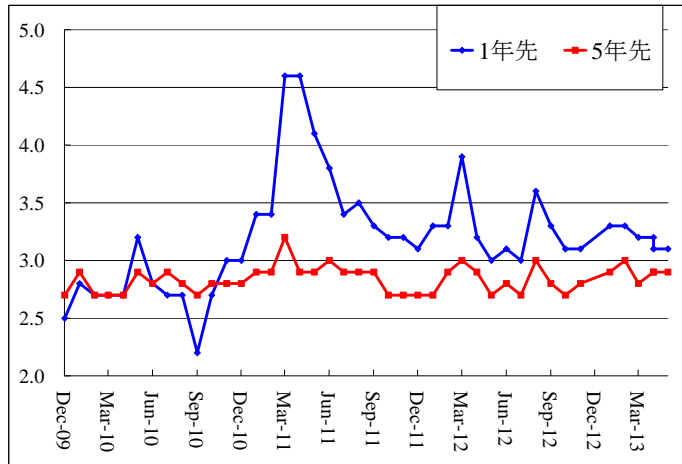


- 6月の消費者センチメント総合指数(改定値)が5月の 84.5 から 84.1 へとわずかに低下した。期待指数が上昇しており、今後の消費者センチメントの

下落を懸念する必要はないだろう。

- 6月の現在指数が5月の98.0から93.8へと4.2ポイント下落した一方、期待指数が5月の75.8から77.8へと2ポイント上昇した。
- 消費者センチメント指数の改善は消費者のファンダメンタルズの改善と関係している。株価指数は年初から約15%上昇し、住宅価格は上昇を続け、ガソリン価格は2月後半をピークに低下傾向にある。

グラフ 1.8b: ミシガン大学消費者センチメント、インフレ期待 (%)



- 消費者のインフレ期待は1年先、5年先ともに3%程度に落ち着いてきている。

(2) CQM 予測への影響

今週のCQMは2013Q1GDPの確定値とそれに対応する5月の個人所得・消費支出のみを更新した。ブリッジ方程式の説明変数となる月次経済統計は前週と同じものが使われている。

6月28日のCQMは2013Q2の実質GDP伸び率を支出サイドでは3.33%から2.12%へと大幅に下方修正し、所得サイドでも3.47%から3.13%へと下方に修正した(グラフ1)。両サイドからの平均実質GDP伸び率は3.40%から2.63%へと下方修正された。

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(2013Q2)はそれぞれ-0.64%、0.77%、0.32%(グラフ2)、2013Q3についてはそれぞれ1.33%、1.29%、1.31%と予測されている。

2.1: 2013Q1GDP(確定値)と個人消費支出(5月)

2013Q1の経済成長率が改定値の2.4%から確定値の1.8%へと大きく下方修正された。改定値と確報値の間で0.6%もの改定が行われるのは珍しい。主な理由は個人消費支出(PCE)が大幅に下方修正されたことにある(表1)。表1にみるように、2013Q1におけるサービスPCEの下方への改定が大きい。実質サービスPCE伸び率(2013Q1)は3.1%から1.7%へと1.4%も下方に改定された。全体の実質PCE伸び率も3.4%から2.6%へ0.8%も下方に改定され、これが2013Q1の経済成長率を2.4%から1.8%へ下方に改定した要因となった。

表1: NIPA 個人消費支出 (\$Billion, %, PCE) 2013Q1

CQM予測日	2013Q1					
	名目		価格デフレーター		実質	
	062113	062813	062113	062813	062113	062813
個人消費支出	11372.7	11350.3	116.7	116.7	9745.5	9726.2
% (前期比年率)	4.4	3.6	1.0	1.0	3.4	2.6
耐久財	1273.5	1271.8	88.7	88.7	1436.4	1434.4
% (前期比年率)	7.1	6.5	-1.1	-1.1	8.2	7.6
自動車・部品	435.9	435.6	109.4	109.4	398.4	398.2
% (前期比年率)	10.1	9.8	0.9	0.9	9.1	8.9
家庭用家具	271.5	271.2	91.6	91.6	296.2	295.9
% (前期比年率)	5.0	4.6	-0.1	-0.1	5.1	4.7
その他	566.2	565.0	73.0	72.9	775.6	774.5
% (前期比年率)	5.8	4.9	-3.1	-3.4	9.1	8.5
非耐久財	2599.4	2603.3	123.2	123.2	2110.2	2113.4
% (前期比年率)	1.3	2.0	-0.8	-0.8	2.2	2.8
食料・飲料	838.1	839.8	121.8	121.8	687.9	689.3
% (前期比年率)	2.7	3.5	1.3	1.3	1.3	2.1
衣服・靴	371.2	371.5	104.4	104.4	355.5	355.8
% (前期比年率)	3.1	3.3	1.3	1.3	1.7	2.0
ガソリン・燃料	443.2	444.9	165.5	165.5	267.6	268.7
% (前期比年率)	-5.0	-3.5	-7.5	-7.5	2.6	4.3
その他	947.0	947.1	116.6	116.6	812.0	812.2
% (前期比年率)	2.6	2.7	-0.3	-0.3	2.9	3.0
サービス	7499.8	7475.2	120.14	120.15	6242.5	6221.9
% (前期比年率)	5.1	3.7	2.0	2.0	3.1	1.7

表2は今週のCQM予測によって2013Q2のPCEがどのように修正されたかを示している。先週のCQMと今週のCQMではブリッジ方程式に使われる月次経済指標は全く同じである。従って、表2の予測値の修正は2013Q1の改定値とそれに対応する5月の個人消費支出の更新によるブリッジ方程式の被説明変数によるものである。

表2: NIPA 個人消費支出 (\$Billion, %, saar)、2013Q2

CQM予測日	2013Q2				実質	
	名目		価格デフレーター		062113	062813
	062113	062813	062113	062813	062113	062813
個人消費支出	11446.6	11384.4	116.4	116.5	9834.2	9770.9
% (前期比年率)	2.6	1.2	-1.0	-0.6	3.7	1.9
耐久財	1289.0	1277.9	88.1	88.2	1463.6	1449.2
% (前期比年率)	4.9	2.0	-2.6	-2.1	7.8	4.2
自動車・部品	441.3	429.1	109.8	109.6	402.0	391.5
% (前期比年率)	5.1	-5.8	1.5	0.9	3.6	-6.6
家庭用家具	274.6	273.4	91.1	91.0	301.4	300.4
% (前期比年率)	4.7	3.4	-2.3	-2.6	7.2	6.2
その他	573.0	575.4	72.2	72.7	794.0	791.6
% (前期比年率)	4.9	7.6	-4.4	-1.3	9.8	9.1
非耐久財	2586.7	2577.3	120.8	121.2	2141.0	2126.4
% (前期比年率)	-1.9	-3.9	-7.5	-6.3	6.0	2.5
食料・飲料	839.7	837.6	121.9	121.9	688.6	687.2
% (前期比年率)	0.8	-1.1	0.3	0.1	0.4	-1.2
衣服・靴	375.7	373.1	103.6	103.5	362.8	360.4
% (前期比年率)	5.0	1.7	-3.2	-3.4	8.5	5.3
ガソリン・燃料	408.7	409.5	147.2	151.7	277.8	269.9
% (前期比年率)	-27.6	-28.2	-37.4	-29.4	16.2	1.9
その他	962.6	957.1	116.7	116.5	824.6	821.4
% (前期比年率)	6.8	4.3	0.4	-0.3	6.3	4.6
サービス	7571.0	7529.2	120.69	120.68	6273.1	6238.8
% (前期比年率)	3.9	2.9	1.8	1.8	2.0	1.1

表2にみるように、名目自動車・部品PCEの伸び率(2013Q2)が5.1%から-5.8%へと大きく下方に修正されている。これをテクニカルに説明しよう。

まず、最初に前週のCQM(062113)と今週のCQM(062813)におけるブリッジ方程式の相違をみる。

Y: NIPA 月次個人消費支出: 自動車・部品 (\$Billion, saar)

X: 月次小売販売: 自動車・部品 (\$Billion, saar)

$$D(Y) = Y - Y(-1)$$

$$D(X) = X - X(-1)$$

CQM: 062113

$$D(Y) = -0.300279 + 0.007114 * D(X) \text{ AR}(1), \text{ AR}(2) \dots \text{Eq.1}$$

$$(t = 26.9)$$

サンプル期間: 1992m4 - 2013m4, R2_=0.78, D-W=2.01

CQM: 062813

$$D(Y) = -0.345447 + 0.007104 * D(X) \text{ AR}(1), \text{ AR}(2) \dots \text{Eq2}$$

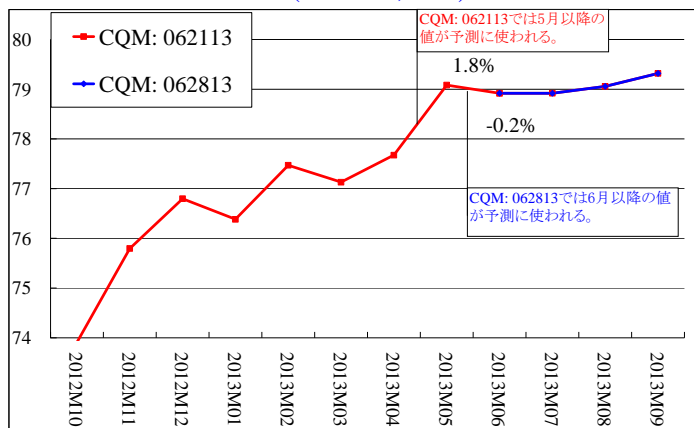
$$(t = 26.7)$$

サンプル期間: 1992m4 - 2013m5, R2_=0.78, D-W=2.00

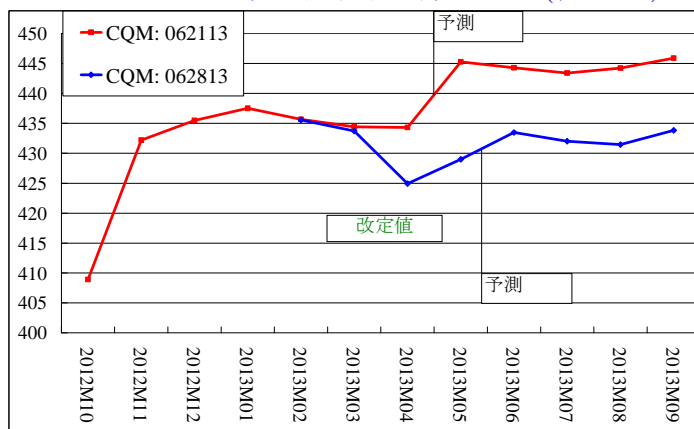
Eq.1とEq.2のブリッジ方程式にみるように、今週のブリッジ方程式の推定には2013m5のYの実績値が使われている。

第2には、説明変数のXが同じものであるにもかかわらず、Eq.1とEq.2ではそれぞれのYの予測値を計算するにあたって、Eq.1ではXの5月以降、Eq.2ではXの6月以降の数値をそれぞれ使用する(グラフ2.1a)。それ故、前週と今週で同じ小売販売統計を用いても、名目PCEの値に改定が生じる(グラフ2.1b)。このグラフ2.1bのグラフによって、何故名目自動車・部品PCEの伸び率(2013Q2)が5.1%から-5.8%へと大きく下方に修正されたかが理解できる。グラフ2.1bから、2013年4月のNIPAの自動車・部品PCEの値が大きく下方に改定され、その5月の値も前週のCQMで予測された値を大きく下回っていることが分かる。

グラフ 2.1a: 小売販売 (\$Billion, saar)



グラフ 2.2b: NIPA 名目自動車・部品PCE (\$Billion, saar)

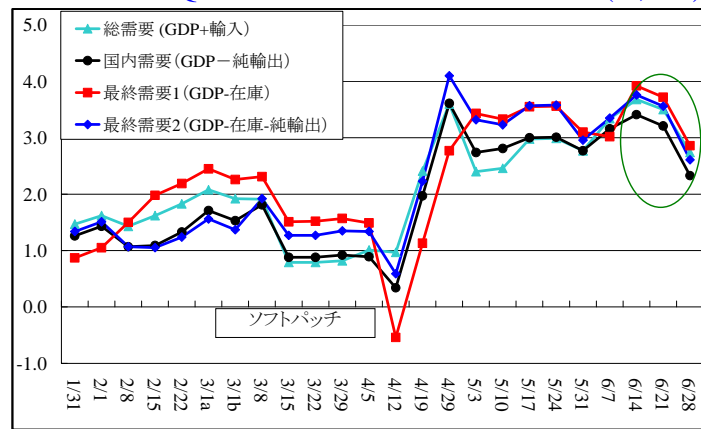


(3) 2013Q1GDPの確定値により、大幅な下方修正となった支出サイドからの実質GDP (2013Q2)

2013Q1GDP 伸び率の改定値が市場のコンセンサス (2.50%) を大きく下回り、1ヶ月前の改定値の 2.38% から 1.78% となった。改定値から確定値にかけてこのような大幅な改定は珍しい。その主な理由は個人消費支出の大幅な下方改定にあった (表 1)。今週の CQM は 2013Q2 の実質 PCE 伸び率を 3.7% から 1.9% へと大きく下方修正した (表 2)。その結果、支出サイドからの実質 GDP 伸び率が 3.33% から 2.12% へと 1.21% も下方に修正された。しかし、所得サイドからの実質 GDP 伸び率は 5 月に個人所得が 0.5% と高く伸びたこともあり、3.47% から 3.13% へと 0.34% のわずかな下方修正にとどまった。このように、所得サイドからの経済成長率が大きく下方修正されず 3% を超えていることは、米経済の見通しを支出サイドからみるよりもかなり明るいものにしてている。

GDP 以外のアグリゲート指標から今期の経済成長率をみると前週の 3.0%~4.0% の範囲から 2.5%~3.0% の範囲へと下方修正されているが (グラフ 3.1)、悲観的になる必要のない経済成長率である。もちろん、ゼロ金利政策を必要とする経済成長率ではない。

グラフ 3.1: CQM 予測: 実質アグリゲート指標 (% , saar)



もう一つの明るい材料は 6 月に入ってから各連銀地域における製造業活動の回復である。

表 3: ISM 製造業指数と地域連銀の製造業調査 (ディヒュージョン指数)

	June	May	Apr.	Mar.	Feb.	Jan.
ISM		49.0	50.7	51.3	54.2	53.1
New York	7.8	-1.4	3.1	9.2	10.0	-7.8
Philadelphia	12.5	-5.2	1.3	2.0	-12.5	-5.8
Texas	6.5	-10.5	-15.6	7.4	2.2	5.5
Richmond	8.0	-2.0	-6.0	3.0	6.0	-12.0
Kansas City	-5.0	2.0	-5.0	-5.0	-10.0	-2.0
Chicago	51.6	58.7	49.0	52.4	56.8	55.6

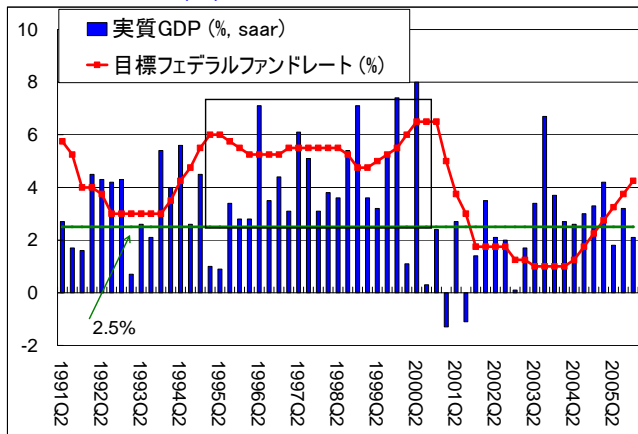
表 3 にみるように、カンザス・シティー連銀の製造業調査指数を除く 5 つの地域連銀が 6 月における製造業の拡大を示している。カンザス・シティー連銀にしても 5 月には製造業拡大を示している。おそらく ISM 製造業指数も 6 月には 50 を超え、製造業の拡大を示すものと予想される。

2013Q1 の経済成長率の予期しなかった大幅な下方修正から、景気を懸念する向きもあるが、CQM 予測と製造業の回復を見る限り、米景気回復に楽観的になってよいであろう。所得サイドから予測される実質 GDP が支出サイドからの実質 GDP ほど大きく下方修正されないということは、支出サイドからの実質 GDP の下方修正にも限界があることを示している。

付録: 金融政策と成長戦略に不可欠な
潜在成長率の実証分析

米国の金融政策と潜在成長率に関して最も印象的なのは Greenspan 前連銀議長が IT 革新による潜在成長率の向上に注目したことであった。1990 年代前半までは、大きな技術革新も出し尽くし、米国の潜在成長率は 2.0%~2.5%というのがエコノミストの間での合意であった。しかし、1995 年頃から IT 革新による生産性の大きな改善に気が付いた Greenspan は経済成長率が 2.5%を超えるようになっても、政策金利を引き上げることなく、長期にわたる経済拡大をもたらした (図表 1)。

図表 1: 実質 GDP 伸び率(% ,saar) vs. 目標フェデラルファンドレート (%)



潜在成長率というのは、実際の経済成長率がある一定の期間それを超えるとインフレが加速し始めるというものである。潜在成長率は 5 年とか 10 年とかの範囲によってエネルギー危機、IT 革新などによって変化する。潜在成長率を直接に推定することはできず、生産関数などを使い間接的にある一定の幅、例えば、3.5%~4.5%というように捉える概念である。もちろん、一時的に実際の経済成長率がインフレを加速することなく、この潜在成長率を超えることはありえる。従って、日銀が経済・物価情勢の展望 (2009 年 10 月) の中で述べているような「潜在成長率が 2009 年の 4 月のレポート時点における 1.0%前後から低下し、0%台半ばになった」というような捉え方は間違いである。

潜在成長率が金融政策の引き締めへの転換時期を考えるのに必要なと同時に、成長戦略にも不可欠な考え方である。例えば、成長戦略が潜在成長率に近いほど、誤った増税政策の導入を防げる。すなわち、潜在成長率の分析をベースにしなければ、効率的な成長戦略は不可能といえる。

米国では 2%の経済成長率を “Moderate Growth” と考え、連銀は異常な金融緩和策を維持している。これは、米国の潜在成長率を 3.5%~4.5%と想定していればこそ考えられることである。一方、6 月に発表された安部政権の成長戦略からは、日本の潜在成長率を 2%程度にしか考えていないことが理解できる。安部首相の「成長戦略第 3 弾スピーチ」 (www.kantei.go.jp/jp/96_abe/statement/2013/0605speech.html) の中で、「今こそ、

日本が、世界経済復活のエンジンとなる時」、「民間活力の爆発」、「日本は再び世界の真ん中で活躍できる」というような威勢のいい言葉がでてくる。しかし、目標とする実質経済成長率は向こう 10 年間年平均 2%を目指すという、民主党政権時と同じ成長率である。民主党とは「スピードが違う」、「次元の違う」政策と内閣は主張しているが 2%成長はやはり 2%成長に過ぎない。一人あたりの国民総所得を 10 年後には現在の水準から 150 万円以上増やすと政府は考えているが、これでは Honda Civic 1 台さえ買うことができない。結局、2%成長戦略だからである！

図表 2 は 1980 年以降の経済成長率と労働人口の伸び率を描いている。この図表からすると 2%の成長戦略が作られるのも無理はないと思う。しかし、IT 革新によって重要なのは、労働人口ではなく労働の質を考えた Human Capital の改善である。更に、重要なのは 1980 年代の技術革新と現在の IT 技術革新の相違である。Internet、SmartPhone のない 1980 年代に年平均 4.4%の経済成長ができ (図表 2)、何故 IT 革新が更に急速に進展していく今後 10 年間の経済成長率が 2%に過ぎないのだろうか？この理由は簡単である。経済政策者による IT 革新を考慮した潜在成長率の分析ができていないことによる。潜在成長率を間接的に測定する生産関数の技術進歩を従来の外生的技術進歩のみでなく、IT 装備率や全体の資本ストックに対する IT 資本ストックの比率 (資本の質) などの IT 要素で説明する内生的技術進歩をも考慮する必要がある。これによって、IT 資本ストックのある一定範囲において限界生産物が逡増する収穫逡増の生産関数が推定される。この生産関数から日本経済の潜在成長率が 3.5%~4.5%になることが実証できる。従って、首相が言うように、IT の潜在的能力を活かすとすれば日本の成長戦略の 2%成長は低く過ぎるのである。

ASEAN などの国際会議において「2%の成長戦略」を発表し、“Japan is back”、「産業資本主義を復興させようとしている世界を、日本が力強く牽引すべき時」と日本の大臣が言えば、高成長の ASEAN 諸国から失笑を買うことは間違いない。日本の経済政策者は IT 革新の経済への正確な実証分析を行い、長い間の低成長に慣れ、高成長ができないと考える “Moral Consequences of Economic Growth” から抜け出し、海外諸国も納得し、日本国民が希望の持てる成長戦略を構築すべきである。

図表 2: 日本の経済成長率(% , saar)と労働人口(%)

