



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

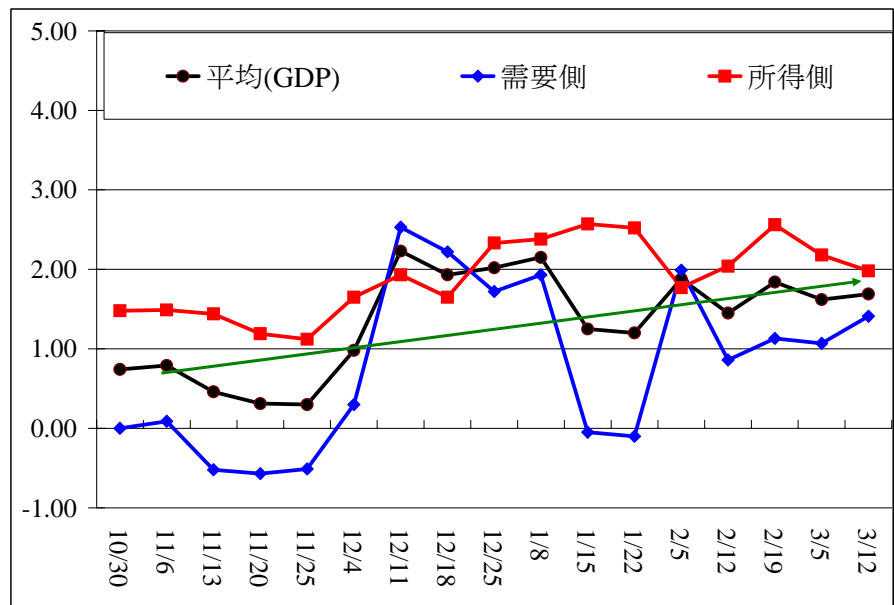
- 景気は引き続き回復をしているが、その成長率はせいぜい 2%である (グラフ 1,8)。
- 景気の持続的回復の鍵となる“雇用増-所得増”の好循環がいまもってみられない。
- 景気回復にとつての良いニュースは個人消費支出が約 3%程度の伸び率を維持していることである。
- 2009年3月9日以来の株式市場のブルマーケットが家計の純資産の回復をもたらしており、これが個人消費支出の増加に寄与している。
- 過去のブルマーケットの平均寿命は約4年である。インフレの加速化、金利の高騰というブルマーケットキラーの出現が当分みられそうもないことから、今のブルマーケットの継続には幾分楽観的になれる。

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。

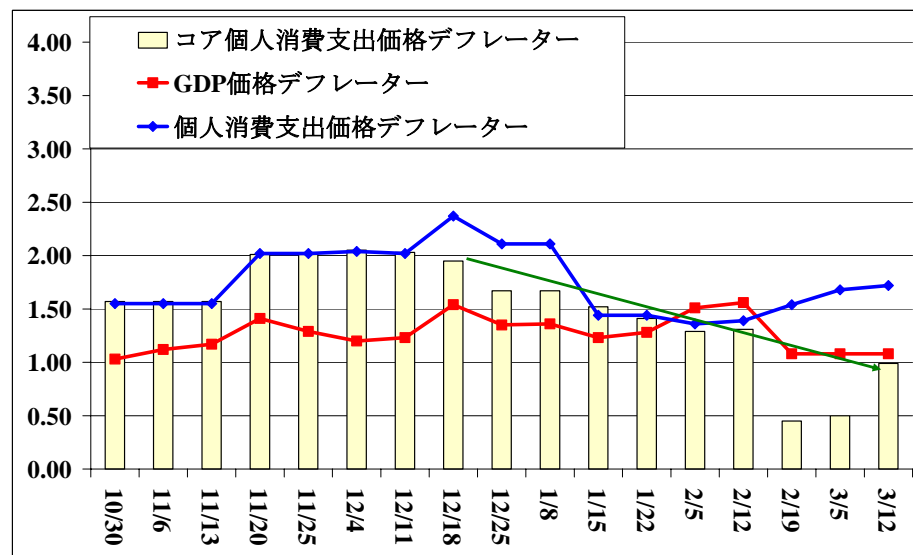
COPYRIGHT: ITECONOMY
の許可なくして二次配布を禁ずる。

連絡先：
kumasaka@iteconomy.com

グラフ 1 : CQM 予測の変化 : 実質 GDP, 2010Q1 (% , saar)



グラフ 2 : CQM 予測の変化 : インフレーション 2010Q1 (% , 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)

3/12:

小売販売(1月:0.5%)

自動車を除く:0.6%

自動車・部品ディーラー:0.0%

企業在庫(12月:-0.2%)

製造業:-0.1%

小売業:0.0%

卸売業:-0.8%

在庫-販売比率:1.3

ミシガン大学消費者センチメント調査

総合:2月:73.7,1月:74.4,12月:72.5

現在:2月:84.1,1月:81.8,12月:78.0

期待:2月:66.9,1月:70.1,12月:68.9

3/11:

貿易収支(1月:-\$37.3 bn.)

輸出:-0.3%

輸入:-1.7%

新規失業保険申請件数(3/6,462,000)

3/10:

卸売り販売(1月:1.3%)

在庫:-0.2%

在庫-販売比率:1.1

連邦政府財政収支(2月:-\$220.9 bn.)

歳入:\$107.5 bn.

歳出:\$328.4 bn.

MBA住宅ローン応募調査(3/5)

総合指数:633.1,0.5%

購入指数:226.8,5.7%

リファイナンス指数:3,007.2,1.4%

3/5:

非農業雇用増(2月:-36K)

財製造業(-60K)

サービス業(42K)

政府(-18)

失業率:9.7%

平均時間当たり所得:0.2%

平均週労働時間:33.1 hours

消費者信用(1月:\$5.0 bn.)

回転:-\$1.7 bn.

非回転:\$6.6 bn.

3/4:

新規失業保険申請件数(2/27,469,000)**工場受注**(1月)

新規受注:1.7%

出荷:0.3%

コンピューター・電子製品:8.3%

輸送機器:-3.9%

非軍事資本財:-4.0%

受注残高:0.0%

在庫:0.2%

3/4:

生産性とコスト:非農業ビジネス(2009Q4)

労働生産性:6.9%

時間当たり所得:0.6%

ユニットレバーコスト:-5.9%

3/3:

ISM非製造業指数:2月:53.0,1月:50.5

ページブック

3/2:

自動車販売(2月:10.4 mil.,1月:10.8 mil.)

在庫:(1月:0.764 mil.,12月:0.754 mil.)

3/1:

個人所得(1月:0.1%)

賃金・俸給:0.4%

個人消費支出(PCE):1.1%

貯蓄率:3.3%

建設支出(1月:-0.6%)

民間住宅:1.3%

民間非住宅:-2.1%

公的:-0.7%

ISM製造業指数(2月:56.5,1月:58.4,12月:54.9)

2/26:

ISM-シカゴ連銀(2月:62.6,1月:61.5,12月:58.7)**NAPM NYレポート**(2月:417.4,1月:403.9,12月:392.6)**中古住宅販売**(1月:5.05 mil.,-7.2%)**農産物価格**(2月:-4.3%,1月:3.0%,12月:0.0%)**GDP**(2009Q4:改定値)

実質:5.9%

名目:6.3%

インプリシット価格デフレーター:0.4%

2/25:

新規失業保険申請件数(2/20,498,000)**耐久財受注(速報値)**(1月)

新規受注:3.0%

出荷:-0.2%

コンピューター・電子製品:8.5%

輸送機器:-3.5%

非軍事資本財:-3.5%

受注残高:0.1%

在庫:0.0%

カンザスシティ連銀製造業調査(2月:19,1月:13)

2/24:

新築住宅販売(1月:0.31 mil.,-7.5%)

2/23:

S&P/Case-Shiller住宅価格指数(12月)

10大都市総合:0.30%(前年同月比)

20大都市総合:0.32%(前年同月比)

コンファレンスボード消費者コンフィデンス指数

総合:2月:46.0,1月:56.5,12月:53.6

現在:2月:19.4,1月:25.2,12月:20.2

期待:2月:63.8,1月:77.3,12月:75.9

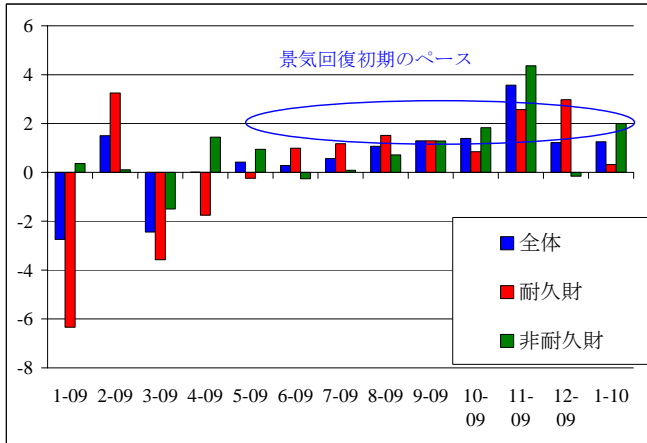
リッチモンド連銀製造業調査(2月:2.0,1月:-2)

(1) 前週発表された主な経済指標の見方

1.1: 小売販売

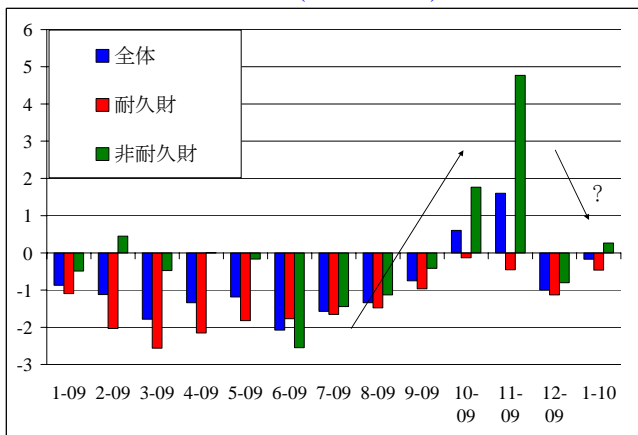
- 大雪にもかかわらず、卸売業販売は2月に1.3%上昇し、10ヶ月連続のプラスの伸び率(グラフ1.1a)。
- この販売の伸び率のペースは景気の回復初期にみられるもの。

グラフ 1.1a: 小売業販売(%、前月比)



- 景気回復と同時に在庫積み増しを期待したが、この2ヶ月再び在庫調整(グラフ1.1b)?
- 耐久財の在庫減が過去16ヶ月続いている。

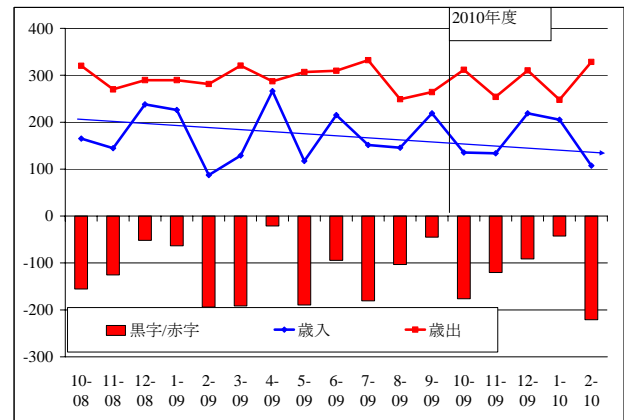
グラフ 1.1b: 小売業在庫 (%、前月比)



1.2: 連邦政府財政収支

- 2010年度の最初の5ヶ月の累積財政赤字は\$652bn.と昨年度同時期より9.5%高い。
- 財政赤字拡大の理由はリセッション、景気刺激策、金融危機対策の3つである。
- 特に、歳入の減少傾向が止まらない。失業率の増加、ボーナスの減少、企業収益の減少などが関係している(グラフ1.2)。
- 2010年度の財政赤字は2009年度の\$1.4兆ドルに近いものになる。これは、いつでもドル懸念へと結びつく。

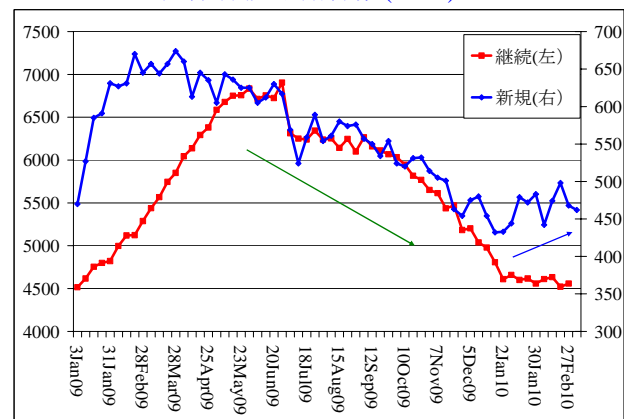
グラフ 1.2: 連邦政府財政収支 (10億ドル)



1.3: 失業保険申請件数 (1000)

- 3月26日週の新規失業保険申請件数は6,000減少して462,200となった。グラフ1.3にみるように労働市場は昨年7月から堅調に改善してきたが、2010年に入り改善が滞っている(グラフ1.3)。
- 安定した労働市場における新規失業保険件数は350,000程度であるから、労働市場が安定するまでにはまだまだ時間がかかる。
- 2月27日の州において新規失業保険件数が1000以上増えた州はカリフォルニア、ニューヨーク、フロリダと通常は景気が早く回復する州である。

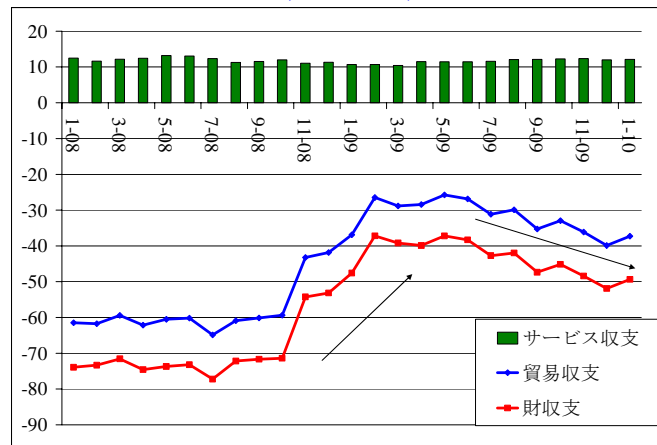
グラフ 1.3: 失業保険申請件数(1000)



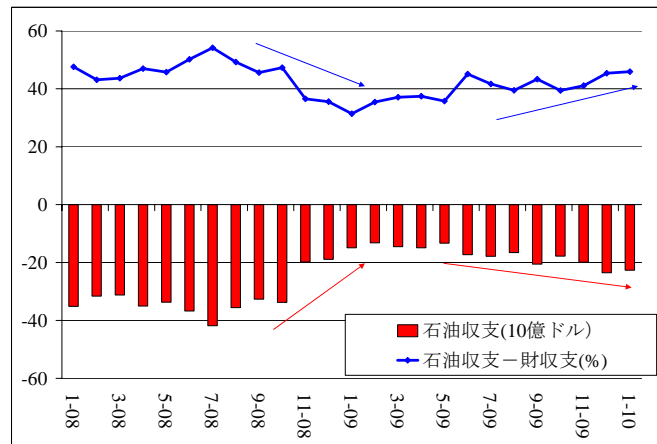
1.4: 貿易収支

- 1月の貿易収支が12月の\$39.9bn.から\$37.3bn.へと改善したが(グラフ1.4a)、意外だったのは財輸出、財輸入がそれぞれ0.7%、2.1%と大きく減少したことである。
- サービス収支は常に\$10bn.程度の黒字。
- 貿易収支は昨年5月以降再び悪化傾向にある。貿易収支の動向に大きな影響を与えるのは石油収支であり、石油価格により石油収支の貿易収支に占める割合は35%~55%になる(グラフ1.4b)。

グラフ 1.4a : 貿易収支(10億ドル)



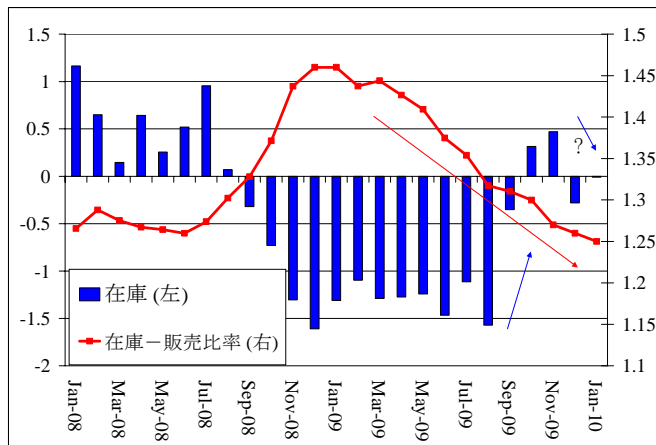
グラフ 1.4b : 石油収支(10億ドル)とその貿易収支に占める割合 (%)



1.5 : 企業在庫

- 市場は景気回復から企業在庫の 0.3%増を予想していたが、実際には0.0%と変化はなかった。製造業在庫が0.2%と増加したものの、小売業、卸売業の在庫がそれぞれ0.1%、0.2%と減少した。
- 製造業は完全に回復し在庫積み増しが期待できるが、小売業、卸売業がまだ完全に回復してはいないように思われる。
- しかし、企業全体として在庫調整も終わりに近づいていると思われる。1月の在庫-販売比率 (I-S比率、グラフ 1.5の赤線 : 右軸) は1.25と1年前の1.46よりかなり低くなっており、これは2006年初期以来の低さである。
- 2010Q1においては、前期のように在庫が経済成長に大きく寄与することはないだろう。2010Q1の経済成長の最大の要因は個人消費支出である。

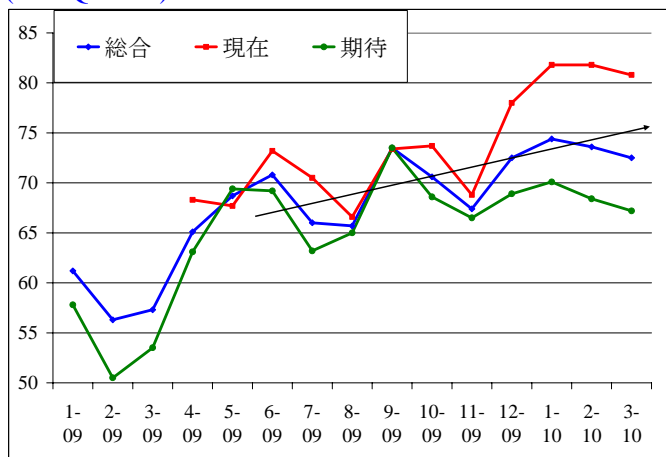
グラフ 1.5: 企業在庫 (10億ドル) と在庫-販売比率



1.6 : ミシガン大学消費者センチメント指数

- ミシガン大学の消費者センチメント指数は2月、3月と連続してわずかに低下したが、昨年(2009年)の第2四半期に大きく改善し、その後堅調に回復をしている。
- 総合指数をみても、3月の72.5というのはリセッションが始まった2007年12月の75.5に近くなっている。
- このようなセンチメントの改善が昨年3月からの株式市場のブルマーケットに関係していることは間違いない。
- 消費者センチメントの上昇トレンドが今後急速に改善するには労働市場の改善が不可欠である。一方、住宅価格の上昇、株価の更なる上昇からの家計の純資産の増加も消費者センチメントの改善の重要な要素である。

グラフ 1.6 : ミシガン大学消費者センチメント指数 (1966Q1=100)



(2) CQM 予測への影響

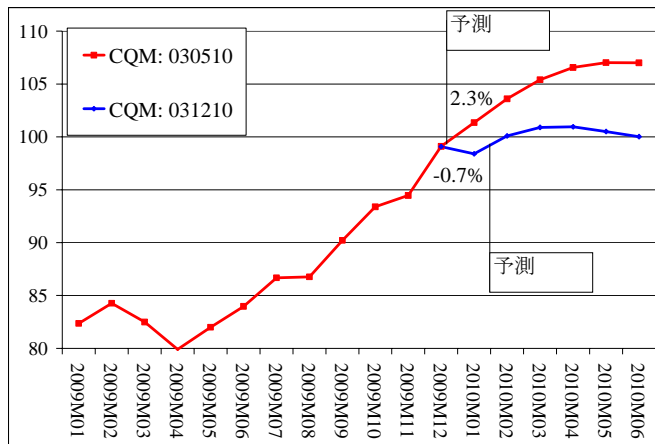
前週の CQM に影響を与えた月次経済指標は 1 月の貿易収支、企業在庫、2 月の連邦政府財政収支、小売販売である。以下では CQM に大きな影響を与えた貿易収支と小売販売をみてる。

2.1 : 貿易収支

- 前週の CQM は 1 月の財輸出入の伸び率を ARIMA 予測からそれぞれ 2.3%、1.0% と予測していた (グラフ 2.1a,b)。しかし、1 月の財輸出入はそれぞれ 0.7%、2.1% と大きく減少した。
- この結果、NIPA (国民所得・生産勘定表) の名目財輸出の伸び率(2010Q1)は 35.2% から 17.4% へ、名目財輸入の伸び率は 34.1% から 17.6% へとそれぞれ大きく下方修正された (表 1)。
- 名目の純輸出は -\$492.8bn. から -\$476.3bn. へ、実質の純輸出も -\$378.2bn. から -\$362.3bn. へとそれぞれ約 \$15bn. 下方に修正された。これが支出サイドにおける GDP の上方修正の理由である。

グラフ 2.1a : 財輸出 (10 億ドル、saar)

saar : 年率季節調整済



グラフ 2.1b : 財輸入 (10 億ドル、saar)

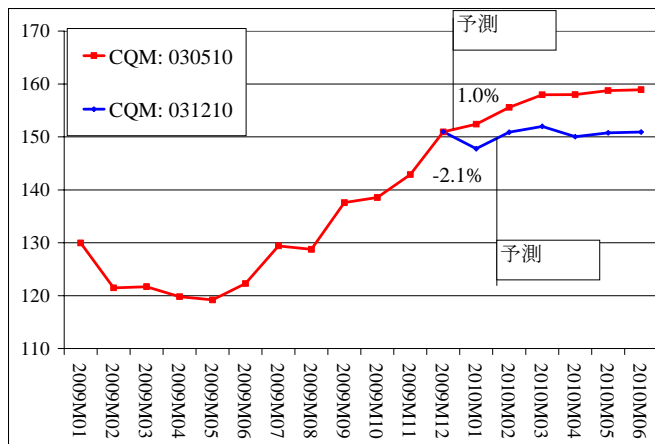


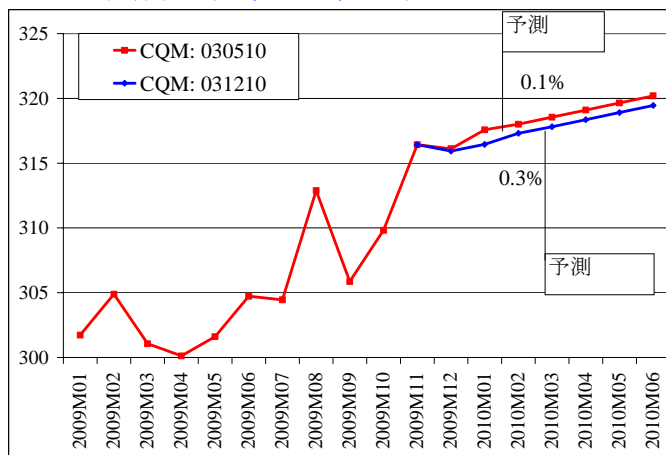
表 1 : NIPA:輸出入 (10 億ドル、%)

(10億ドル、%)	2010Q1					
	名目		価格デフレーター		実質	
CQM予測日	030510	031210	030510	031210	030510	031210
純輸出 (財・サービス)	-492.8	-476.3			-378.2	-362.3
輸出 (財・サービス)	1,772.2	1,730.7	110.1	110.1	1,610.1	1,574.5
% (前期比年率)	24.4	13.1	8.4	8.4	14.8	5.0
財	1,230.1	1,187.3	108.9	108.9	1,129.3	1,090.0
% (前期比年率)	35.2	17.4	8.5	8.5	24.2	7.8
サービス	542.1	543.5	112.8	112.8	480.5	484.3
% (前期比年率)	3.6	4.6	8.1	8.1	-4.1	-1.0
輸入 (財・サービス)	2,265.0	2,207.0	114.0	114.0	1,988.2	1,936.9
% (前期比年率)	28.5	15.8	7.8	7.8	19.2	7.4
財	1,871.4	1,810.9	113.8	113.8	1,644.1	1,591.0
% (前期比年率)	34.1	17.6	8.5	8.5	23.1	7.9
サービス	393.6	396.1	114.4	114.4	344.1	345.9
% (前期比年率)	5.8	8.5	3.0	3.0	2.7	4.9

2.2 : 小売販売

- 1 月の小売販売が約 \$1bn. 下方に改定され、2 月には 0.3% の伸び率となった。一方、前週の CQM は 1 月の改定値から 2 月にかけて 0.1% の小売販売の伸び率を予想していた (グラフ 2.2a)。
- 1 月の小売販売の下方改定により、今週の小売販売予測が前週の予測よりも下回るようになった (グラフ 2.2a の青線 < 赤線)。その結果、所得サイドの企業所得(2010Q1)が約 \$6bn. 下方修正された (グラフ 2.2b)。これが、所得サイドからの GDP の下方修正に寄与している。
- 小売販売の各項目 (i.e. 自動車、食料,...) はそれぞれに対応する NIPA (国民所得・生産勘定表) の各項目の個人消費支出 (PCE) に影響を与える。
- 表 2 は 2 月の小売販売の実績値を更新して、どのように NIPA の PCE 項目が変化したかを示してある。
- 目立つのは、名目自動車 PCE の伸び率(2010Q1)が 5.9% から -1.4% へと大きく下方修正されたことだ。それに対応し、実質自動車 PCE の伸び率も 2.1% から -5.0% へと下方に修正された。
- 一方、食料、飲料の PCE が上方に修正されたことから、全体の PCE の伸び率は名目、実質とそれぞれ 4.6%、2.8% と変化はなかった。

2.2a : 小売販売 (10 億ドル、saar)



2.2b : NIPA:企業所得

(10億ドル、季節調整済み年率 (saar))

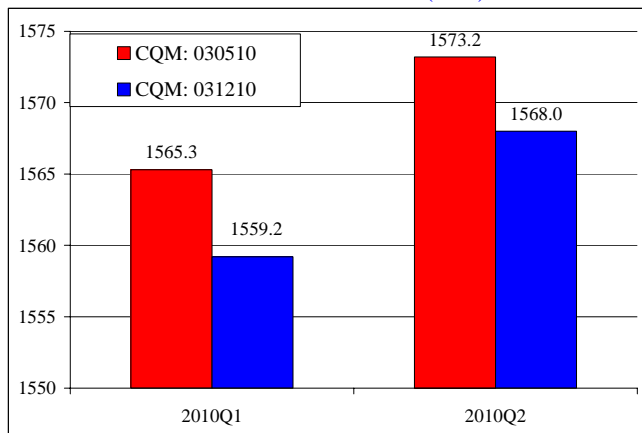


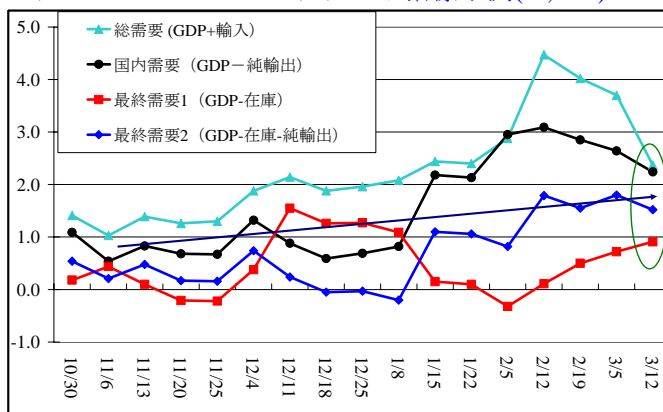
表 2 : NIPA : 個人消費支出(10億ドル、saar)

	2010Q1					
	名目		価格デフレーター		実質	
CQM予測日	030510	031210	030510	031210	030510	031210
個人消費支出	10348.9	10349.5	110.6	110.6	9357.1	9356.5
% (前期比年率)	4.6	4.6	1.7	1.7	2.8	2.8
耐久財	1065.5	1059.7	92.8	92.8	1148.3	1142.1
% (前期比年率)	5.4	3.1	-3.6	-3.6	9.2	6.8
自動車・部品	324.2	318.5	102.0	102.0	317.9	312.3
% (前期比年率)	5.9	-1.4	3.3	3.3	2.1	-5.0
家庭用家具	255.3	256.9	95.6	95.6	267.1	268.7
% (前期比年率)	1.0	3.5	-2.1	-2.1	3.2	5.8
その他	486.0	484.4	84.1	84.1	577.5	575.3
% (前期比年率)	7.4	6.0	-7.5	-7.5	16.1	14.4
非耐久財	2332.5	2338.7	113.1	113.1	2062.0	2067.5
% (前期比年率)	8.5	9.7	6.7	6.7	1.6	2.7
食料・飲料	807.9	812.5	113.2	113.2	714.0	718.1
% (前期比年率)	4.6	7.0	1.6	1.6	3.1	5.4
衣服・靴	330.7	331.6	99.4	99.4	332.8	333.6
% (前期比年率)	2.3	3.3	2.0	2.0	0.3	1.3
ガソリン・燃料	364.6	367.1	128.4	128.4	283.9	285.9
% (前期比年率)	27.7	31.3	39.6	39.6	-8.3	-5.7
その他	829.3	827.5	112.9	112.9	734.5	733.1
% (前期比年率)	7.4	6.5	2.3	2.3	5.0	4.2
サービス	6951.0	6951.0	113.2	113.2	6140.3	6140.4
% (前期比年率)	3.1	3.2	1.0	1.0	2.1	2.1

(3) 結論 : 未だ見られない自律的な景気回復

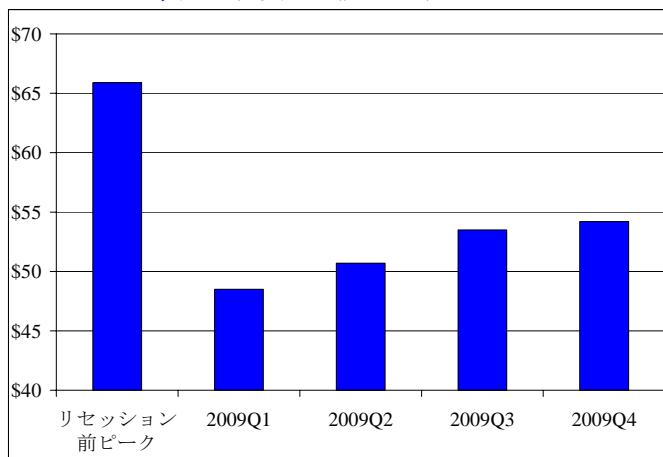
米経済は雇用を増加することなく、緩やかな拡大をしている。今週のCQM予測によって輸出入、企業在庫と1月の実績値が使われることになった。グラフ 3.1a は2010Q1のNIPAのアグリゲート指標のCQM予測を示している。グラフ 1 (トップページ) の実質GDPの予測とアグリゲート指標の予測から、米経済の今の経済成長率はせいぜい2%程度と考えることができる。

グラフ 3.1a : NIPA:アグリゲート指標予測(%、saar)



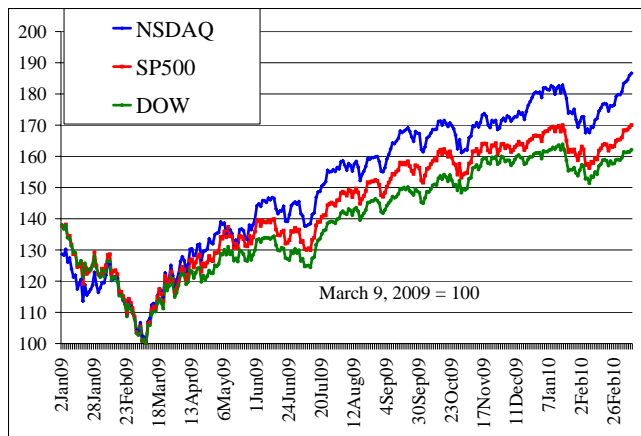
今期の景気回復をもたらす主要素は個人消費支出(PCE)である。賃金・俸給の伸び率(前期比年率)が2%程度しか伸びていない時に、実質PCEは約3%の伸び率が予測されている(表2)。この理由は家計の純資産の回復による資産効果である。家計の純資産は今回のリセッション前にはピークの\$65.9兆ドルにまで増加したが、リセッションによる株価の下落、住宅価格の下落などから2009Q1には\$48.5兆ドルにまで減少した(グラフ3b)。その後、純資産は2009Q2, Q3, Q4とそれぞれ4.5%、5.5%、1.3%と増加し、2009Q4には\$54.2兆ドルにまで回復した。リセッション前のピークの\$65.9兆ドルにまで戻るには後21%増加しなければならない。

グラフ 3b : 家計の純資産 (兆ドル)



しかし、株価は2009年3月9日を底としてブルマーケットに転じた。2010年3月9日はブルマーケットの1年目の記念日と言える。ナスダック、SP500、ダウの株価市場はこの1年でそれぞれ85%、69%、61%上昇した(グラフ3c)。

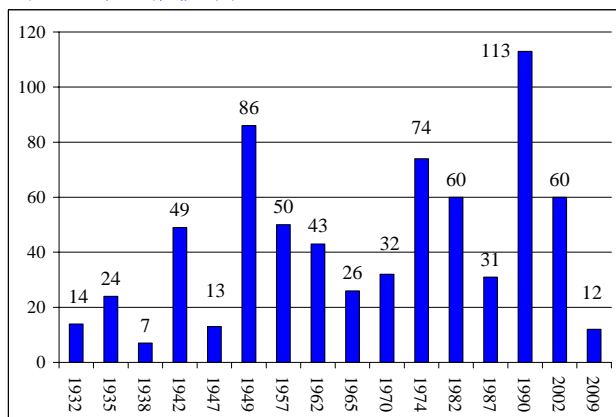
グラフ 3c : 株価指数 (2009年3月9日=100)



問題はこのブルマーケットがいつまで続くかである。グラフ 3d はこれまでのブルマーケットが何ヶ月続いたかを示している。これを見る限り、過去 15 回のブルマーケットで 2 年以下に終わったのは 3 回に過ぎない。ブルマーケットの平均継続月数は 45 ヶ月と約 4 年間となっている。

株価上昇にとって最もネックとなるのはインフレの加速化、金利の上昇である。グラフ 2 (トップページ) にみるように、しばらくはインフレ抑制目的の政策金利の引き上げはないであろう。このことから、幾分今後の株価上昇の継続に対して楽観的になれる。しかし、やはり景気回復が本格的になるのは“雇用増-所得増”の好循環がはじまることである。米経済は未だ自律的な景気回復にはいたっていない。

グラフ 3d : ブルマーケットの連続月数 (2009年は継続中)



出所 : Standard & Poor's Equity Research