



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

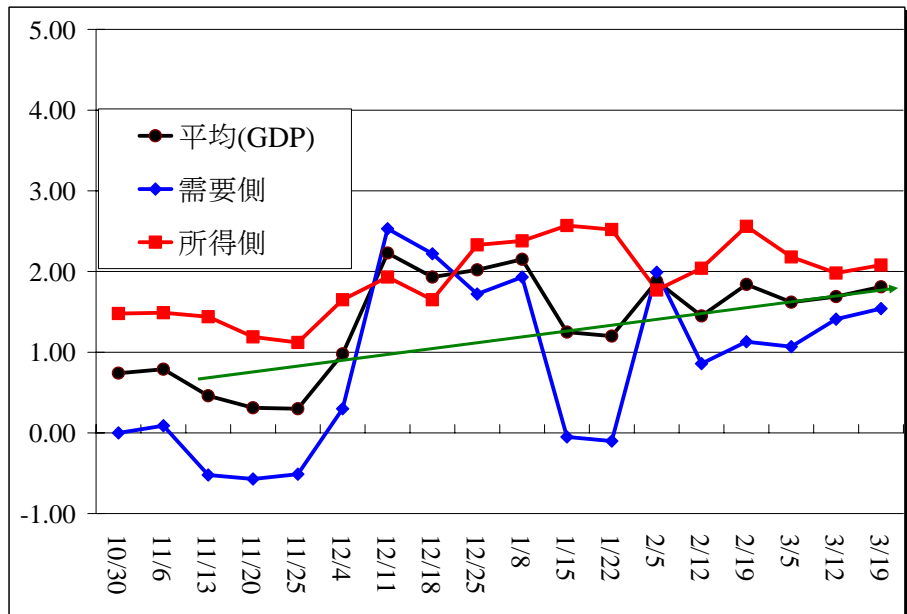
- 米景気は緩やかだが、堅調に回復をしている。現在の経済成長率は2%程度であろう。海外諸国も景気が回復していることから、総需要で見れば、成長率は3%程度とも考えられる(グラフ1, 3.2)。
- インフレは下降トレンドにあり、0.5%~1.5%の連銀の許容範囲に収まっている(グラフ2)。
- グラフ1,2から見て、連銀が3月16日のFOMCにおいて政策金利を据え置いたのは理解できる。
- しかし、連銀は金融危機救済策として行ってきた\$1.25兆ドルの住宅担保証券等の購入を予定通り、この3月末までに終了すると宣言した。
- CQMはGDP予測トレンドが3%を超えるようになった時、連銀は政策金利を引き上げるとみている。

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。

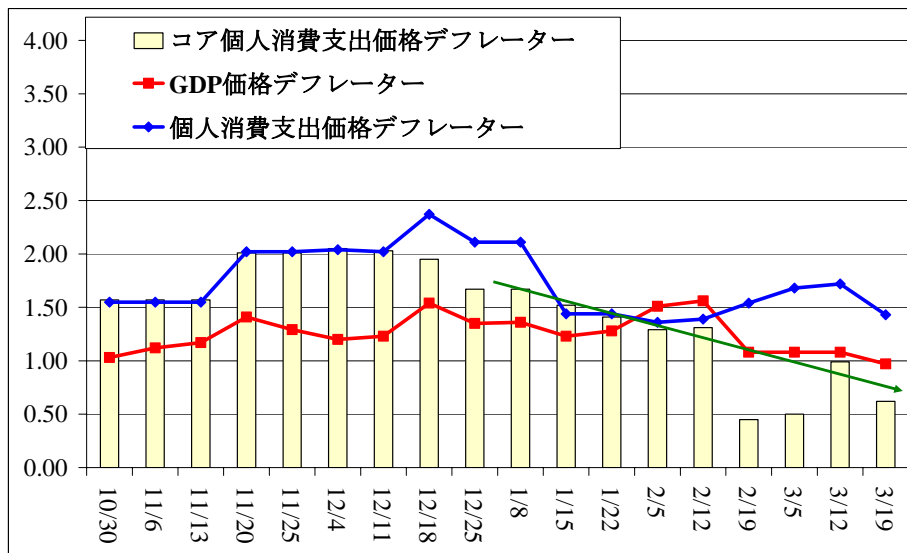
COPYRIGHT: ITECONOMY
の許可なくして二次配布を禁ずる。

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)

3/18:

新規失業保険申請件数 (3/13, 457,000)

消費者物価指数 (2月: 0.0%)

コア: 0.1%

コンファレンスボード景気指数 (2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調査 (2月: 17.6, 1月: 15.2, 12月: 22.5)

3/17:

MBA住宅ローン応募調査 (3/12)

総合指数: 620.9, -1.9%

購入指数: 221.5, -2.3%

リファイナンス指数: 2,955.9, -1.7%

生産者物価指数 (2月: -0.6%)

最終財, コア: 0.1%

中間財, コア: 0.9%

原材料, コア: -0.6%

3/16:

輸入価格 (nsa): (2月: -0.3%)

輸出価格 (nsa): (2月: -0.5%)

新規住宅建設 (2月: 0.575 mil., -5.9%)

FOMC ミーティング

フェデラルファンドレート: 0% ~ 0.25%

公定歩合: 0.75%

超過準備への利子率: 0.25%

3/15:

鉱工業生産指数 (2月: 0.1%, 1月: 0.9%, 12月: 0.7)

稼働率: 72.7%

財務省国際資本フロー (1月)

純購入: \$19.1 bn.

主要国による国債の購入: \$61.4 bn.

社債: -\$24.6 bn.

株式: \$4.3 bn.

NAHB住宅資本指数 (3月: 15, 2月: 17, 1月: 15)

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.

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%)

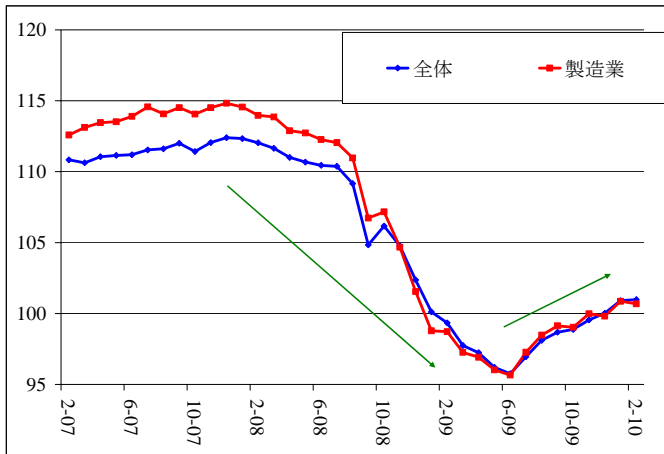
農産物価格 (2月: -4.3%, 1月: 3.0%, 12月: 0.0%)

(1) 前週発表された主な経済指標の見方

1.1a: 鉱工業生産指数(2月)

- 大雪にもかかわらず、全体の鉱工業生産指数は2月に0.1%上昇し、製造業は0.2%のわずかな下落となった(グラフ1.1a)。
- しかし、昨年の6月以来鉱工業生産指数が緩やかながらも上昇トレンドを形成している。しかし、今の水準はリセッション前の2007年(110~115)と比べると100程度とまだかなり低い。

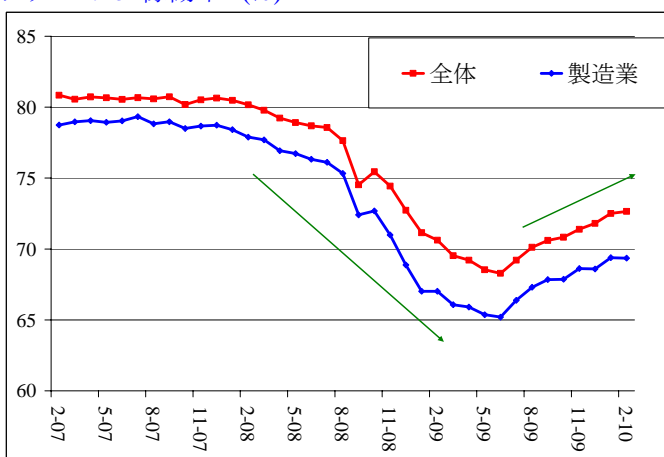
グラフ 1.1a: 鉱工業生産指数 (2002=100,sa)



1.1b: 稼働率(2月)

- 稼働率の動きも鉱工業生産指数と同じように、昨年の6月頃より上昇トレンドを形成し始めた(グラフ1.1b)。
- しかし、今の稼働率そのものはリセッション前の2007年(約80%)と比べると、70%~73%とまだかなり低い。

グラフ 1.1b: 稼働率 (%)

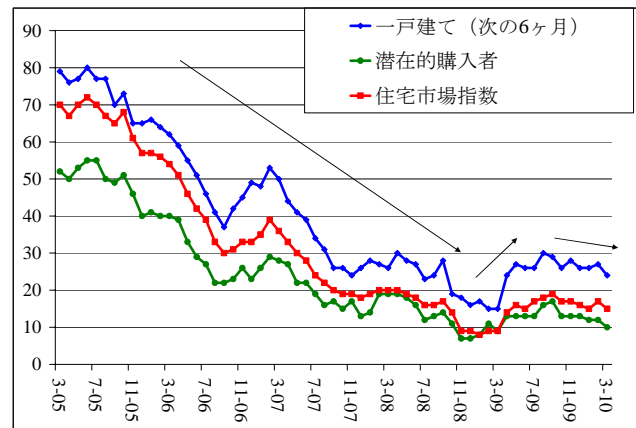


1.2: 住宅市場指数(2月)

- 住宅市場指数が昨年3月に底を打ち8月まで改善の兆しを示したが、その後は改善が滞っている(グラフ1.2)。明らかに、新築住宅市場は改善のモーメントを失っている。

- その理由として、新築住宅の在庫がまだ多いこと、また未だ住宅市場の改善が中古住宅市場から新築住宅市場にまで移っていないことがあげられる。

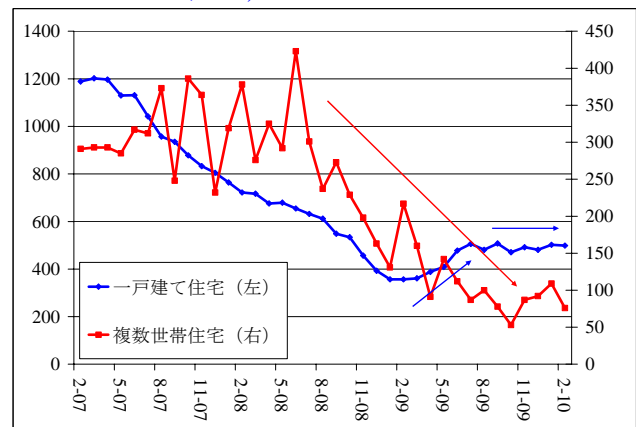
グラフ 1.2: 住宅市場指数



1.3: 住宅着工件数

- 2月の住宅着工件数が575,000件数と前月より5.9%減少したが、一戸建住宅着工件数の下落は0.6%であり、複数住宅着工件数が30.3%と大きく下落した。
- グラフ1.3に見るように、一戸建住宅着工件数は昨年1月を底に7月まで改善したが、その後の改善は滞っている。
- 複数住宅の着工件数は2008年の夏以降いままって減少傾向にあり、改善の兆候がみられない。

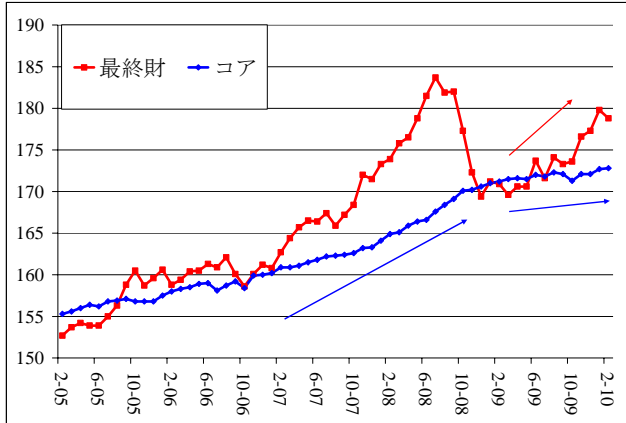
グラフ 1.3: 住宅着工件数: 一戸建て (左)、複数住宅 (右) (1000, saar)



1.4:生産者物価指数(PPI)(2月)

- 食料・エネルギーを除いたコア最終財 PPI は上昇トレンドにあるが、2009年初期からその上昇トレンドは非常に緩やかになっている(グラフ 1.4)。
- コア最終財 PPI の前年同月比の伸び率は過去5ヶ月平均で1%以下であり、インフレ加速化の懸念はない。

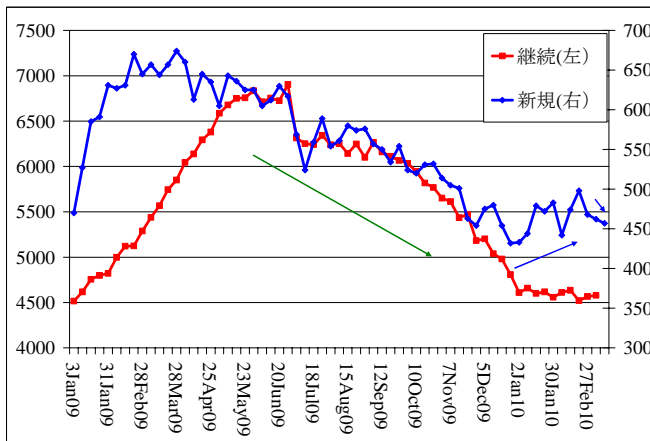
グラフ 1.4:生産者物価指数:最終財、コア(1982=100,sa)



1.5:失業保険申請件数

- 労働市場は昨年3月以来今年にはいるまで堅調に改善してきた。しかし、その改善も1月-2月と滞った。
- しかし、過去4週間をみるとわずかながらも再び改善の兆しを示している。非常にゆっくりとした労働市場の改善が予想できる。

グラフ 1.5:失業保険申請件数:新規(右、1000) 継続(左、百万)



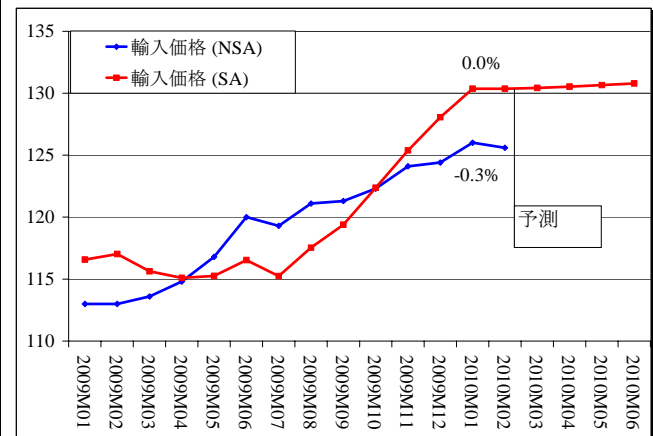
(2) CQM 予測への影響

前週の CQM に影響を与えた月次経済指標は2月の鉱工業生産指数、輸出入価格、住宅着工件数、生産者物価指数(PPI)、消費者物価指数(CPI)である。鉱工業生産指数は NIPA(国民所得・生産勘定表)の所得サイドの個人業主所得、法人所得、住宅着工件数は支出サイドの住宅投資、PPIの各要素はそれぞれに対応する投資の価格デフレーターに影響を与える。今週は、主に輸出入価格、CPI がどのように CQM 予測に影響を与えたかをみる。

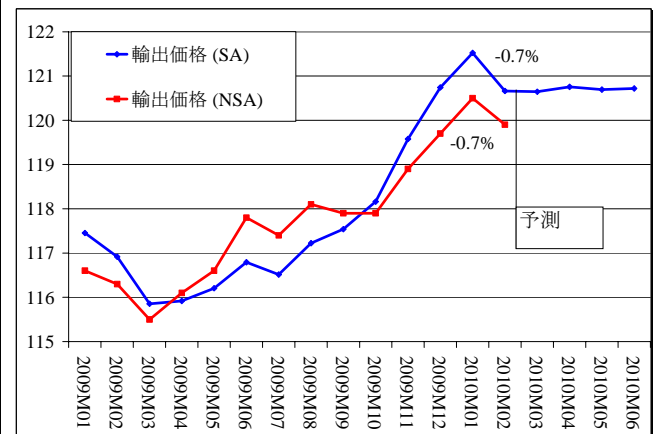
2.1:輸出入価格(2月)

- NIPA (国民所得・生産勘定表) が季節調整済み (SA) の経済統計であることから、労働省から発表された季節調整前(NSA)の月次の財輸出入価格に CQM は季節調整を行う (グラフ 2.1a,b)。
- 2月の財輸入価格は季節調整前に0.3%下落したが、季節調整後でみると0.0%と前月と同じである (2.1a)。一方、2月の財輸出価格の場合、季節調整前、後ともに0.7%の下落になっている。
- 米国の場合、輸入財に季節性のある製品(農産物、石油など)が多いことから NIPA の輸入価格の予測のほうが輸出価格に比べて難しい。

グラフ 2.1a:財輸入価格(2000=100, saar)

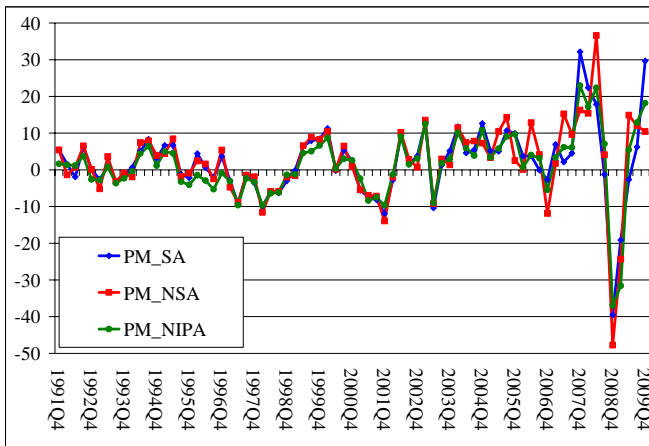


グラフ 2.1b:財輸出価格(10億ドル, saar)



- また、輸出入価格において労働省統計局(BLS)の財の構成と経済分析局(BEA)の財の構成が幾分異なる。そのため、NIPAの輸出入価格デフレーターをBLSの月次輸出入価格デフレーターから予測する場合誤差が生じる。特に、輸入財価格デフレーターの予測が難しい(2.1c,d)。
- 前週のCQMはARIMA手法から2月の季節調整済み輸入価格が1.2%増加すると予測していたが、実際には変化なしの0.0%となった。この結果、NIPAの財輸出価格デフレーターの伸び率(2010Q1)は8.5%から4.7%へと下方修正された(表1)。
- 同様に、前週のCQMは2月の季節調整済み輸出価格が0.6%増加すると予測していたが、実際には0.7%の低下となった。この結果、NIPAの財輸入価格デフレーターの伸び率(2010Q1)は8.5%から4.3%へと下方修正された(表1)。
- その結果、実質純輸出は-\$362.3bn.から-\$365.6bn.へと下方に修正され、実質GDPをわずかに下げた。

グラフ 2.1c : 財輸入価格の比較 : 季節調整済 BLS (PM_SA), 季節調整前 BLS (PM_NSA), NIPA の財輸入価格デフレーター (PM_NIPA) (% ,saar)



グラフ 2.1d : 財輸出価格の比較 : 季節調整済 BLS (PE_SA), 季節調整前 BLS (PE_NSA), NIPA の財輸出価格デフレーター (PE_NIPA) (% ,saar)

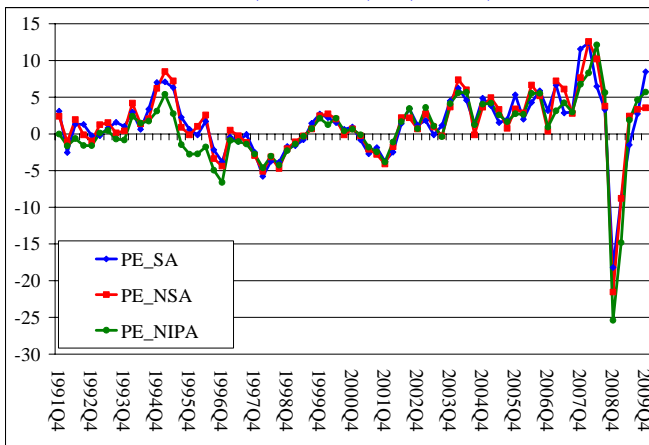


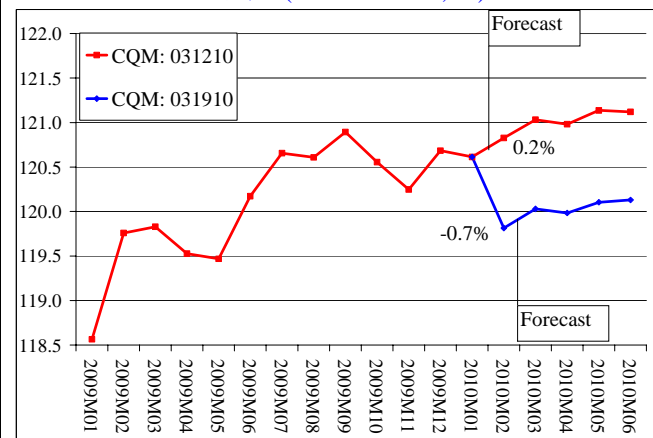
表 1 : NIPA: 輸出入 (10億ドル, %,saar)

(10億ドル, %)	2010Q1					
	CQM予測日		名目		実質	
	031210	031910	031210	031910	031210	031910
純輸出 (財・サービス)	-476.3	-476.3			-362.3	-365.6
輸出 (財・サービス)	1,730.7	1,730.7	110.1	109.2	1,574.5	1,585.4
% (前期比年率)	13.1	13.1	8.4	4.9	5.0	7.9
財	1,187.3	1,187.3	108.9	107.9	1,090.0	1,100.8
% (前期比年率)	17.4	17.4	8.5	4.3	7.8	12.2
サービス	543.5	543.5	112.8	112.2	484.3	484.3
% (前期比年率)	4.6	4.6	8.1	5.7	-1.0	-1.0
輸入 (財・サービス)	2,207.0	2,207.0	114.0	113.2	1,936.9	1,951.0
% (前期比年率)	15.8	15.8	7.8	4.8	7.4	10.5
財	1,810.9	1,810.9	113.8	112.8	1,591.0	1,605.1
% (前期比年率)	17.6	17.6	8.5	4.7	7.9	11.8
サービス	396.1	396.1	114.4	114.5	345.9	345.9
% (前期比年率)	8.5	8.5	3.0	3.5	4.9	4.9

2.2 : 消費者物価指数 (CPI) (2月)

- 2月のCPIとコアCPIはそれぞれ0.1%上昇した。しかし、構成項目のCPIが前週のCQM予測と異なったことから、CQMの実質個人消費支出は影響を受けた。
- 特に、2つの項目のCPIを前週のCQMは過大に予測した。2月の衣服CPIの伸び率をCQMは0.2%増と予測していたが、実際には0.7%の低下となった(グラフ 2.2a)。このため、NIPAの衣料・靴PCE価格デフレーターの伸び率は2.0%から-0.4%へと下方修正された(表2)。
- もう一つは、エネルギーCPIであり、CQMが2月に1.6%上昇すると予測した一方、実際には0.5%の下落となった(グラフ 2.2b)。その結果、NIPAのガソリン・石油PCE価格デフレーターの伸び率は39.6%から24.8%へと下方修正された(表2)。
- CPIの各項目のCQM予測への影響が表2によって表されている。全体として、PCE価格デフレーターの伸び率(2010Q1)は1.7%から1.4%へと下方修正され、実質PCE伸び率は2.8%から3.1%へと上方修正された。これが、今回の支出サイドにおける実質GDPの上方修正の主な理由である。

グラフ 2.2a: CPI: 衣服 (1982-84=100, sa)



Graph 2.2b: CPI: Energy (1982-84=100, sa)

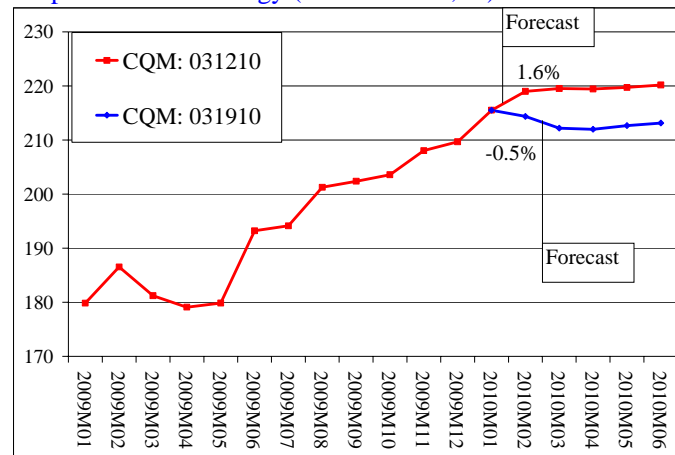


表 2 : NIPA : 個人消費支出(10 億ドル、saar)

	2010Q1					
	名目		価格デフレーター		実質	
CQM予測日	031210	031910	031210	031910	031210	031910
個人消費支出	10349.5	10349.5	110.6	110.5	9356.5	9363.4
% (前期比年率)	4.6	4.6	1.7	1.4	2.8	3.1
耐久財	1059.7	1059.7	92.8	92.7	1142.1	1142.7
% (前期比年率)	3.1	3.1	-3.6	-3.8	6.8	7.1
自動車・部品	318.5	318.5	102.0	102.2	312.3	311.7
% (前期比年率)	-1.4	-1.4	3.3	4.0	-5.0	-5.6
家庭用家具	256.9	256.9	95.6	95.3	268.7	269.9
% (前期比年率)	3.5	3.5	-2.1	-3.6	5.8	7.7
その他	484.4	484.4	84.1	84.2	575.3	575.3
% (前期比年率)	6.0	6.0	-7.5	-7.5	14.4	14.4
非耐久財	2338.7	2338.7	113.1	112.6	2067.5	2078.1
% (前期比年率)	9.7	9.7	6.7	4.6	2.7	4.8
食料・飲料	812.5	812.5	113.2	113.1	718.1	718.6
% (前期比年率)	7.0	7.0	1.6	1.3	5.4	5.7
衣服・靴	331.6	331.6	99.4	98.8	333.6	335.7
% (前期比年率)	3.3	3.3	2.0	-0.4	1.3	3.8
ガソリン・燃料	367.1	367.1	128.4	124.9	285.9	294.0
% (前期比年率)	31.3	31.3	39.6	24.8	-5.7	5.4
その他	827.5	827.5	112.9	112.9	733.1	733.0
% (前期比年率)	6.5	6.5	2.3	2.4	4.2	4.1
サービス	6951.0	6951.0	113.2	113.3	6140.4	6136.1
% (前期比年率)	3.2	3.2	1.0	1.3	2.1	1.8

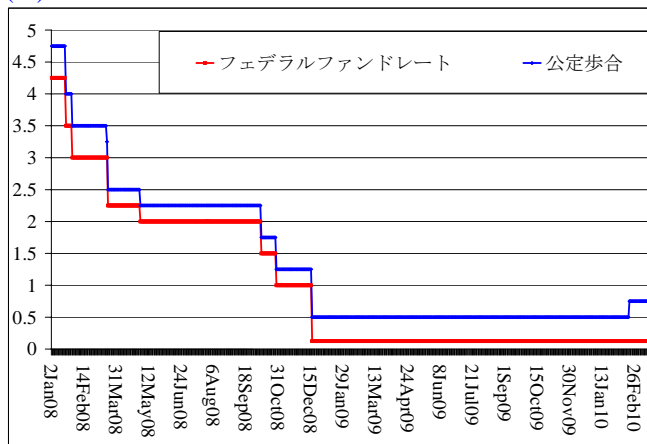
2.3 : 住宅着工件数(2月)

2月の住宅着工件数が5.9%と大きく低下し、NIPAの住宅投資の下方修正が予想されたが、1月の住宅着工件数が591,000件数から611,000件数へと大きく上方に改定されたことによって、実質住宅投資の伸び率(2010Q1)は-5.0%から-4.9%へとほぼ変化はなかった。しかし、CQMは住宅投資のダブルディップの可能性を示唆している。

(3) 結論 : CQM 予測と連銀の政策金利変更のタイミング

3月16日に連銀はFOMC(連邦公開市場委員会)を開いたが、市場の予想通り政策金利の変更はなかった(グラフ3.1)。

グラフ 3.1 : 目標フェデラルファンドレートと公定歩合 (%)



しかし、金融危機救済策として行なってきた\$1.25兆ドルの不動産担保証券(MBS)と\$1750億ドルの政府機関債(ファニーメイ:連邦住宅抵当金庫、フレディーマック:連邦住宅貸付抵当公社)の購入を当初の計画通りこの3月末で完了すると言っている。これまでのFOMCステートメントと違い、必要ならばこれらの計画を修正すると言った文言を削除した。すなわち、連銀が現在の景気回復を信じて政府救済の縮小を行っている。これらが今後どの程度住宅金利、長期金利の上昇をもたらすかは分からないが、住宅市場の改善が滞っている現在、それが更に悪化するリスクが伴う。

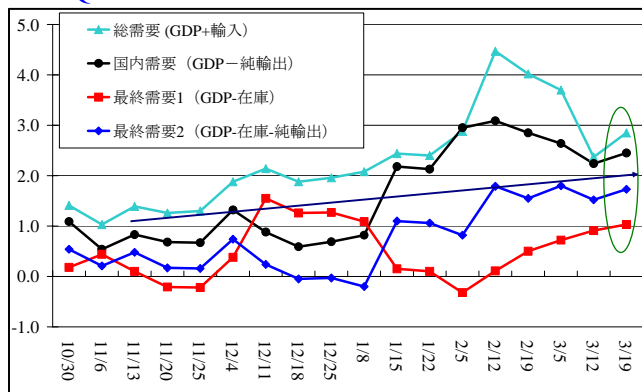
今後の市場の焦点は何時、連銀が“exceptionally low”の短期金利を“extended period(この先数ヶ月)”維持するかをFOMCステートメントから削除し、政策金利を引き上げるかである。

今回のステートメントの中で述べられている連銀の景気の見方をCQM予測から数値と方向性で解釈してみよう。

- **Economic activity has continued to strengthen.** 連銀は景気が引き続き強くなっていると述べている。グラフ1,と3.2から景気が昨年末から徐々に回復しており、現在2%程度の経済成長率にまでなっていることが分かる。更に、GDPから輸入を除いた総需要でみると、海外景気も回復していることから3%程度の成長率が予想される(グラフ3.2)。
- **Household spending is expanding at a moderate rate.** 今週のCQMは実質個人消費支出の伸び率を2010Q1,Q2にそれぞれ3.1%(表2)と2.1%と予測している。
- **Subdued inflation trends and stable inflation expectations** グラフ2より、昨年末よりインフレ(特にコアPCE

価格デフレーター) は下降トレンドにあり、インフレ率は 0.5%~1.5%と連銀の許容範囲にある。また、2010Q2のインフレ率も 1%程度が予測されている(国民所得・生産勘定表の表 1、表 10 を参照)。

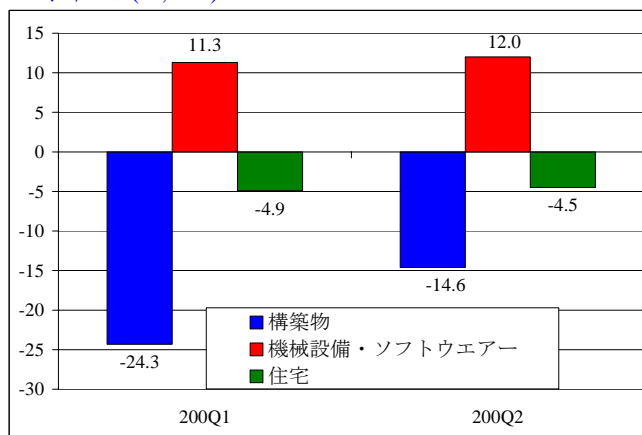
グラフ 3.2: NIPA: 実質アグリゲート指標 (%、saar): 2010Q1



- Business spending on equipment and software has risen significantly. However, investment in nonresidential structures is declining, housing starts have been flat at a depressed level.

CQMでは機械設備・ソフトウェア投資は前期に 18%と伸びたあと今期、来期も 10%を越えることが予測されている一方、構築物投資の伸び率は前期に 14%と落ち込み、今期、来期もまた 24%、15%と更に下落することが予想されている(グラフ 3.3)。住宅投資は 2009Q3,Q4 とプラス成長になった後、再びマイナス成長になる可能性がある。この予測は連銀よりも悲観的である。

グラフ 3.3: 実質投資: 構築物、機械設備・ソフトウェア、住宅 (%、saar)



結論

連銀が景気回復に幾分楽観的になった今、何時政策金利の引き上げをするかが市場の関心であり、今年末とかいろいろな意見がある。CQMはグラフ 1,2 にみるように、これらのトレンドが 3%に近づいた時と予想する。当分インフレは落ち着いていると考えられるので焦点はグラフ 1 の実質 GDP トレンド動向にある。