



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

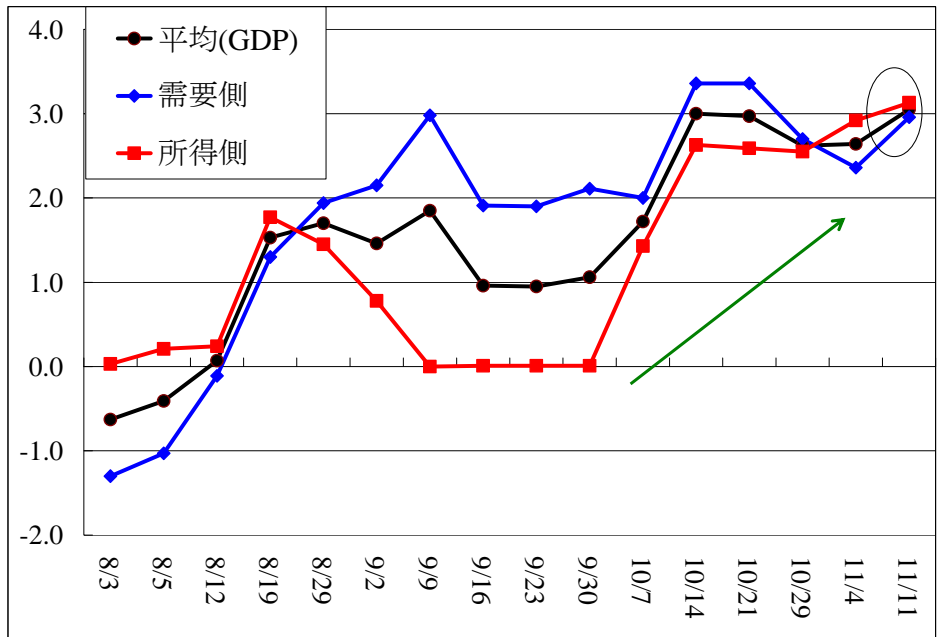
- 米国経済は 10 月初期より堅調な上昇トレンドを形成している (グラフ 1, 3.1.)。今期の実質 GDP 伸び率は 3%に達し、その他の実質アグリゲート 指標の伸び率も 2%~3%の範囲にまで上昇している。
- しかし、バーナンキ連銀議長は”リセッションがいつまでたっても終わらない感じがする”などとまた悲観的なメッセージを人ごとのように人々に送っている。
- 同様に、欧州危機がグローバル経済危機へのショックになる可能性がある (無責任な?) メディアと同じようなことを言っている。
- 彼は”Pessimism never solves any problem.”ということ学ぶべきである。ヨーロッパ危機も見方を変えれば、今後資金の流れが米国に戻るチャンスである。

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。

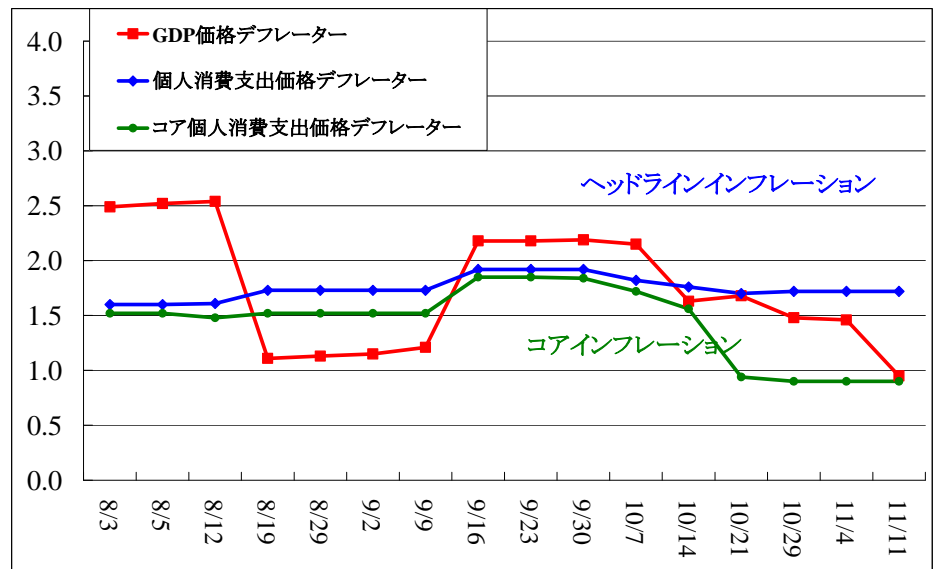
Copyright: ITeconomy の許可なくして二次配布を禁じる。

連絡先：
kumasaka@iteconomy.com

グラフ 1：CQM 予測の変化：実質 GDP, 2011Q4 (% saar)



グラフ 2：CQM 予測の変化：インフレーション 2011Q4(% 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)

11/11:**ミシガン大学消費者センチメント**

総合: 11月: 64.2, 10月: 60.9, 9月: 59.4, 8月: 55.7
 現在: 11月: 76.6, 10月: 75.1, 9月: 74.9, 8月: 68.7
 期待: 11月: 56.2, 10月: 51.8, 9月: 49.4, 8月: 47.4

11/10:**輸入価格 (nsa):** (10月: -0.6%)**輸出価格 (nsa):** (10月: -2.1%)**貿易収支** (9月: -\$43.1 bn.)

輸出: 1.4%

輸入: 0.3%

連邦政府財政収支 (10月: -\$98.5 bn.)

歳入: \$163.1 bn.

歳出: \$261.5 bn.

新規申請件数 (11/5, 390,000)**11/9:****卸売業販売** (9月: 0.5%)

在庫: -0.1%

在庫-販売比率: 1.2

MBA 住宅ローン応募調査 (11/4)

総合指数: 10.3%

購入指数: 4.8%

リファイナンス指数: 12.1%

11/7:**消費者信用増** (9月: \$7.4 bn.)

回転: -\$0.6 bn.

非回転: \$8.0 bn.

11/4:**非農業雇用増** (10月: 80K)

財製造業 (-10K)

サービス業 (114K)

政府 (-24K)

失業率: 9.0%

平均時間当たり所得: \$23.19 (0.2%)

平均週当たり労働時間: 34.3 時間

11/3:**新規申請件数** (10/29, 397,000)**工場受注** (9月)

新規受注: 0.3%

出荷: 0.3%

コンピューター・電子製品: -1.2%

輸送機器: -2.4%

非軍事資本財 (航空機を除く): -0.9%

受注残高: 0.9%

在庫: 0.1%

ISM 非製造業指数: 10月: 52.9, 9月: 53.0, 8月: 53.3**11/2:****FOMC ミーティング****11/1:****ISM 製造業指数** (10月: 50.8, 9月: 51.6, 8月: 50.6, 7月: 50.9,)**自動車販売** (9月: 13.1 mil., 8月: 12.1 mil., 7月: 12.2 mil.,)

在庫: (9月: 0.751 mil., 8月: 0.767 mil., 7月: 0.757 mil.)

建設支出 (9月: 0.2%)

民間住宅: 0.9%

民間非住宅: 0.3%.

公的: -0.6%

FOMC ミーティング**10/31:****農産物価格**: (9月: -0.5%, 8月: 2.2%, 7月: 0.6%)**ISM-NYC レポート** (10月: 534.9, 9月: 538.0, 8月: 537.6)**ISM-シカゴ連銀** (10月: 58.4, 9月: 60.4, 8月: 56.5, 7月: 58.8)**テキサス製造業調査**: 10月: 2.3, 9月: -14.4, 7月: -11.4**10/28:****個人所得** (9月: 0.1%)

賃金・俸給: 0.3%

個人消費支出 (PCE): 0.6%

貯蓄率: 3.6%

10/27:**カンザス・シティー連銀製造業調査**

10月: 8, 9月: 6, 8月: 3, 7月: 3, 6月: 14,

新規申請件数 (10/22, 402,000)**GDP** (2011Q3: 速報値)

実質: 2.46%

名目: 5.04%

インプリシット価格デフレーター: 2.52%

10/26:**工場受注** (速報値、9月)

新規受注: -0.8%

出荷: -0.7%

コンピューター・電子製品: -0.9%

輸送機器: -2.7%

非軍事資本財 (航空機を除く): -0.9%

受注残高: 0.8%

在庫: 0.1%

新規住宅販売 (9月: 0.313 mil., 5.7%)**10/25:****コンファレンスボード消費者コンフィデンス**

総合: 10月: 39.8, 9月: 46.4, 8月: 45.2, 7月: 59.2

現在: 10月: 26.3, 9月: 33.3, 8月: 34.3, 7月: 35.7

期待: 10月: 48.7, 9月: 55.1, 8月: 52.4, 7月: 74.9

S&P/Case-Shiller 住宅価格指数 (8月)

10 大都市総合: -3.5% (前年同月比)

20 大都市総合: -3.8% (前年同月比)

リッチモンド連銀製造業調査 (10月: -6.0, 9月: -6.0)**10/24:****シカゴ連銀全米活動指数**: 9月: -0.22, 8月: -0.59**10/20:****コンファレンスボード景気指数** (9月)

総合指数: 0.2%

一致指数: 0.1%

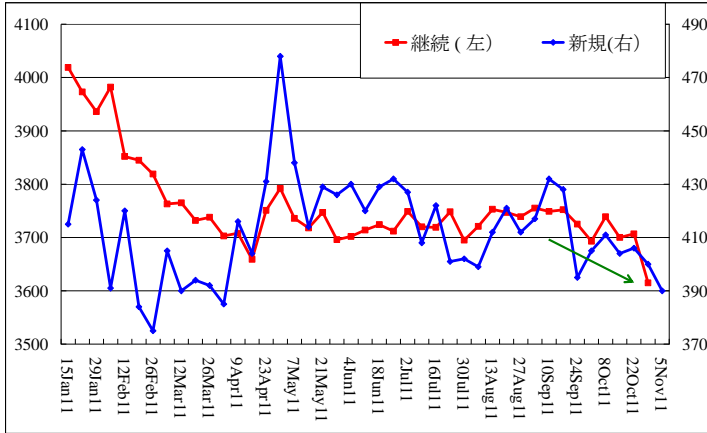
遅行指数: 0.2%

中古住宅販売 (9月: 4.91 mil., -3.0%)**フィラデルフィア連銀製造業調査** (10月: 8.7, 9月: -17.5)**新規申請件数** (10/15, 403,000)

(1) 前週発表された主な経済指標

1.1: 失業保険申請件数 (11月5日週)

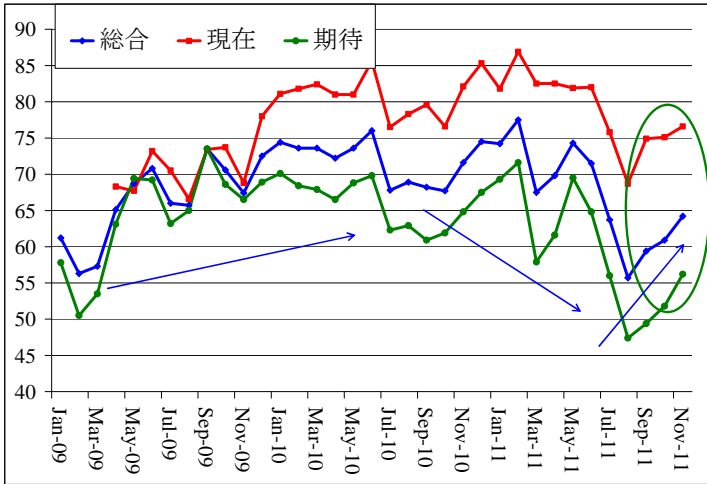
グラフ 1.1: 失業保険申請件数: 新規(右)、継続(左) (1000)



- 今週(11/5)の失業保険新規申請件数が前週の 400,000 (改定値) から 10,000 減少し、390,000 と 2009 年 3 月 以来の低い水準になった。
- グラフに見るように、過去数週間の失業保険申請件数 をみると緩やかな下降トレンドが形成され始めた。

1.2: ミシガン大学消費者センチメント (11月: 速報値)

グラフ 1.2: ミシガン大学消費者センチメント (1966Q1=100)



- グラフに見るように、消費者センチメントの悪化は 8 月に底を打ち、その後改善に向かっていると見える。しかし、その水準はまだ非常に低い。
- 夏場のリセッション懸念が消費者センチメントに影響を及ぼしていたことは確かである。そして 2011Q3 の CQM 予測と同じく景気が上向いてきたと同時に消費者センチメントも上向いてきたことは事実である。

(2) CQM 予測への影響

今週の CQM は 9 月の消費者信用、卸売り在庫、貿易収支、10 月の輸出入価格、連邦政府財政収支を更新した。

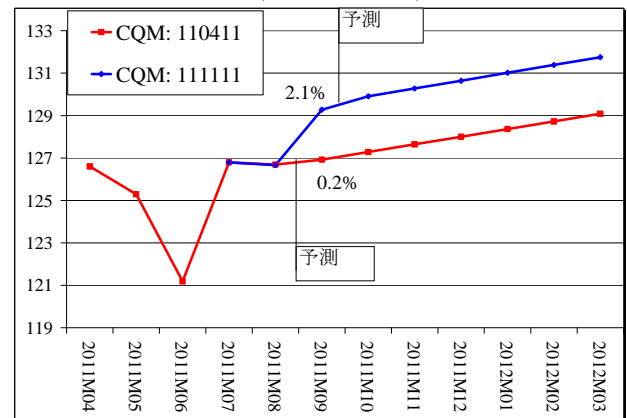
今週の CQM は実質 GDP 伸び率(2011Q4)を支出サイドでは 2.36% から 2.96% へ、所得サイドでは 2.92% から 3.13% へとそれぞれ上方へ修正した (グラフ 1)。両サイドからの平均実質 GDP 伸び率は 2.63% から 3.02% へと上方修正された。ゼロ金利を維持する経済成長率ではない。

ヘッドラインインフレ、コア PCE 価格デフレーター、GDP 価格デフレーターそれぞれの伸び率 (2011Q4) は 0.90% ~ 1.8% の間に予測されており、インフレ、デフレの懸念が全くない (グラフ 2)。

2.1: 貿易収支 (9月)

グラフ 2.1a は 9 月の財輸出が ARIMA 手法から前週の CQM によって予測された 0.2% 増を大きく上回り 2.1% と大きく伸びたことを示している。一方、グラフ 2.1b は 8 月の財輸入が下方に改定され、9 月には 0.3% 伸びたものの、前週の CQM 予測による財輸入をわずかに下回っていることを示している。その結果、NIPA の名目財輸出の伸び率 (2011Q4) は 3.1% から 8.6% へと大幅に上方修正された一方、名目財輸入伸び率は 2.2% から 2.1% へとわずかに下方修正された (表 1)。その結果、名目純輸出は -\$570.0bn. から -\$550.9 bn. へと改善し、GDP の上方修正に貢献した。

グラフ 2.1a: 財輸出 (\$Billion, saar)



グラフ 2.1b: 財輸入 (\$Billion, saar)

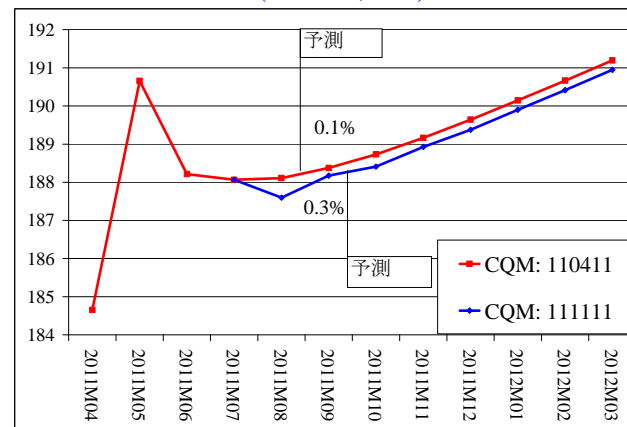


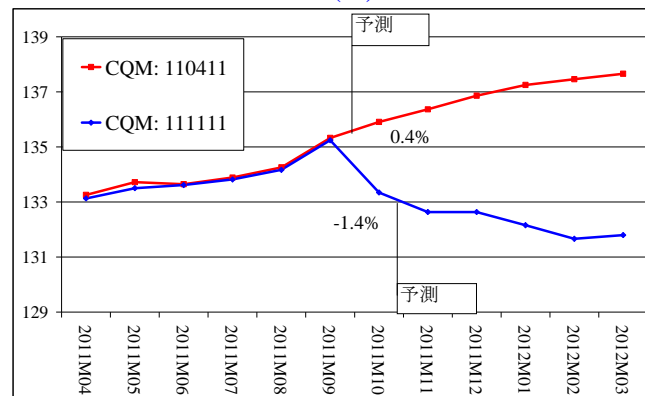
表 1: NIPA 輸出入 (\$Billion, %, saar)

| (10億ドル, %) | 2011Q4 | | | | | |
|--------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| | 名目 | | 価格デフレター | | 実質 | |
| | 110411 | 111111 | 110411 | 111111 | 110411 | 111111 |
| CQM予測日 | | | | | | |
| 純輸出 (財・サービス) | -570.0 | -550.9 | | | -403.8 | -370.2 |
| 輸出 (財・サービス) | 2134.6 | 2153.5 | 119.7 | 117.6 | 1783.3 | 1831.0 |
| % (前期比年率) | 3.4 | 7.1 | 3.2 | -3.8 | 0.2 | 11.4 |
| 財 | 1508.1 | 1527.8 | 120.0 | 117.1 | 1256.9 | 1304.2 |
| % (前期比年率) | 3.1 | 8.6 | 3.1 | -6.3 | -0.2 | 15.7 |
| サービス | 626.6 | 625.7 | 118.9 | 118.6 | 527.1 | 527.4 |
| % (前期比年率) | 4.2 | 3.6 | 2.9 | 2.1 | 1.2 | 1.5 |
| 輸入 (財・サービス) | 2704.6 | 2704.4 | 123.6 | 122.8 | 2187.1 | 2201.2 |
| % (前期比年率) | 2.2 | 2.2 | 3.1 | 0.5 | -0.9 | 1.7 |
| 財 | 2274.4 | 2274.0 | 124.3 | 123.4 | 1829.6 | 1843.0 |
| % (前期比年率) | 2.2 | 2.1 | 3.2 | 0.1 | -0.9 | 2.0 |
| サービス | 430.2 | 430.4 | 119.7 | 119.5 | 359.5 | 360.2 |
| % (前期比年率) | 2.7 | 2.9 | 3.4 | 2.7 | -0.7 | 0.2 |

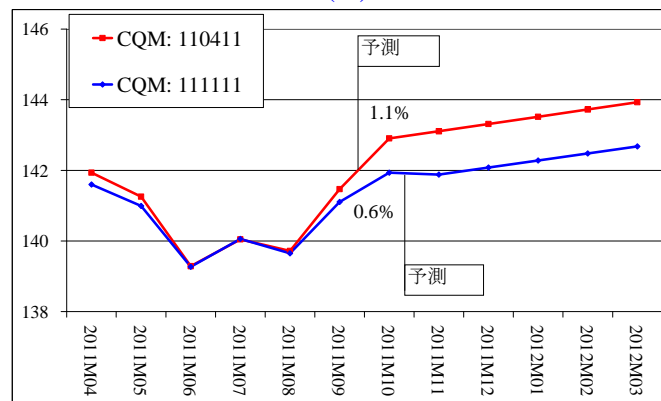
2.2: 輸出入価格 (10月)

発表される輸出入価格は季節調整がなされていないので、CQMはX11手法を用いて季節調整を行う。前週のCQMは10月の輸出入価格を共にARIMA手法から過大に予測した(グラフ2.2a、2.2b)。その結果、NIPAの財輸出価格デフレターの伸び率(2011Q4)は3.1%から-6.3%へと大きく下方に修正され、財輸入価格デフレターの伸び率も3.2%から0.1%へと下方修正された(表1)。その結果、実質純輸出(2011Q4)が\$23.6 bn.改善され、-\$403.8 bn.から-\$370.2 bn.へと改善した(表1)。この改善が後でみる在庫、政府支出の下方修正を上回ったことから支出サイドの実質GDPが上方に修正された。

グラフ 2.2a: 財輸出価格 (sa)



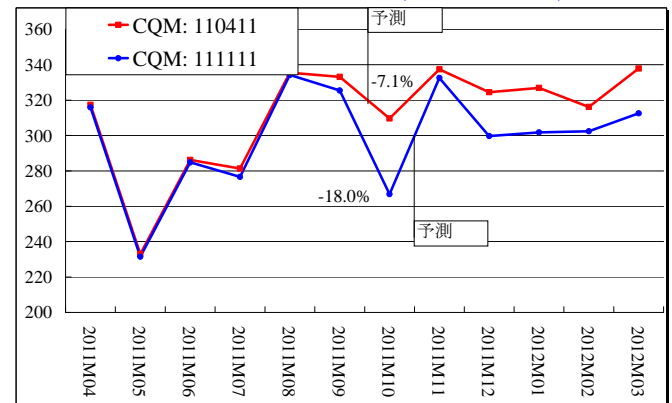
グラフ 2.2b: 財輸入価格 (sa)



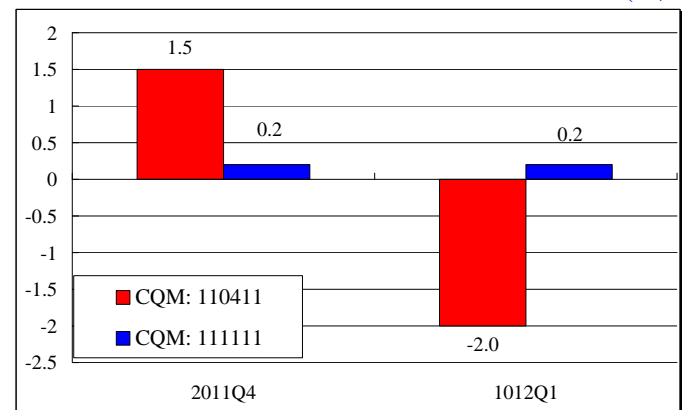
2.3: 連邦政府財政支出 (10月)

10月の連邦政府の統合予算赤字が\$98 bn.となり、前年同月比で30%の減少となった。CQMでは発表された連邦政府支出統計に季節調整を行い、連邦政府の賃金支払い以外の支出の予測に用いる。前週のCQMが10月の連邦政府支出の伸び率を7.1%の減少と予測していたが、実際には18.0%の大幅な減少となった(グラフ2.3a)。その結果、NIPAの実質連邦政府消費支出・粗投資の伸び率(2011Q4)は1.5%から0.2%へと下方修正された(グラフ2.3b)。

グラフ 2.3a: 連邦政府財政支出 (\$Billion, saar)



グラフ 2.3b: NIPA 実質連邦政府財政支出・粗投資 (% , saar)



2.4: 卸売業在庫 (9月)

卸売業の在庫が9月に0.1%の減少と前週のCQM予測(0.2%)を下回った(グラフ2.4)。その結果、NIPAの実質卸売業在庫増は\$7.1 bn.から-\$0.1 bn.へと下方修正された(表2)。

グラフ 2.4: 卸売業在庫 (\$Billion, saar)

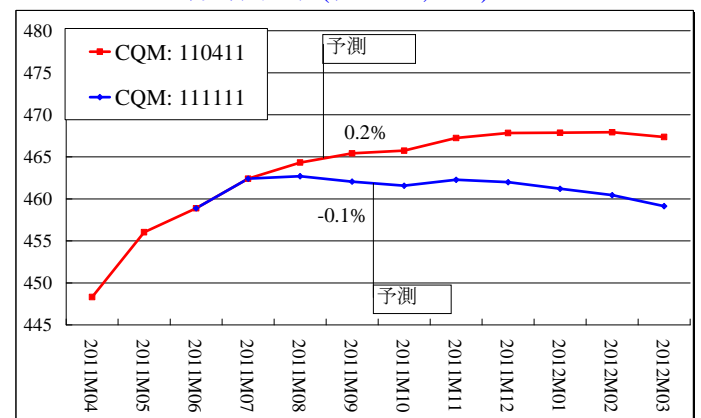


表 2: NIPA 実質在庫増 (2005年連鎖価格、10bn.)

| 予測日 | 2011Q3 | | 2011Q4 | |
|-----|--------|--------|--------|--|
| | 実績 | 110411 | 111111 | |
| 全体 | 5.4 | 7.8 | 0.6 | |
| 農業 | -10.7 | -4.0 | -4.0 | |
| 非農業 | 19.0 | 14.7 | 7.5 | |
| 製造業 | 9.6 | 4.5 | 4.5 | |
| 卸売業 | 22.0 | 7.1 | -0.1 | |
| 小売業 | -12.4 | 6.7 | 6.7 | |
| その他 | -2.5 | -3.6 | -3.6 | |

(3) いつまでも景気回復に悲観的なバーナンキ連銀議長

11月10日にバーナンキ連銀議長はEl Paso (テキサス州郊外)の軍基地においてタウンホール形式のフォーラムを開いた。そこで彼は、最近の彼への厳しい批判に対して彼自身を防御するように、連銀は失業率を引き下げること”専念”し、ヨーロッパの財政危機による緊張がグローバルな経済ショックを引き起こす可能性があることを警告をしている。まだ、失業の多くが構造的なことを認めず、いつものごとくグローバル経済危機への悲観的なメッセージを人々に流している。ヨーロッパ危機がグローバル危機に結びくというようなことはすでに(無責任な?)メディアが言うことであり、連銀議長が言うべきことではない。彼に求められているのは、ヨーロッパ危機回避への米国金融当局の役割、またその米経済へのショックを緩和すべき対策である。更に、あきれることは、”For a lot of people, I know, it doesn't feel like the recession ever ended”と言っていることである。リセッションから回復し始めた2009Q3~2011Q3の9四半期の平均実質GDP伸び率は2.5%である。2.5%という数字は決して低くない。実際にIT革新が経済に浸透し始める前の1990年代初めまでのエコノミストによって合意されていた米経済の潜在成長率は2.0%~2.5%である。このことは、このような経済成長率に対して連銀の長期にわたるゼロ金利政策が如何に間違っていたかを経済理論(経済成長率と金利の関係)からも分かる。少なくとも、政策金利を正常に戻すべき出口戦略をはじめめることは可能であった。それをしていれば、グローバルな経済ショック、リセッションに対して即座に政策金利を引き下げる対応ができるはずであった。にもかかわらず、バーナンキは常に悲観的なメッセージを市場、人々に流している。それ故、”いつまでたってもリセッションが終わる感じがしない”などと今になっても人ごとのように言っているのである。

グラフ1から見ても、米経済回復は10月の始めから回復軌道にのり始め、今では3%の経済成長率を示すようになってきている。その他の実質アグリゲート指標(総需要、国内需要、最終需要)も同じように10月

初期から上昇トレンドを形成し始め、今では2%~3%の成長率になっている(グラフ3.1)。グラフ2に見るように、インフレ・デフレの問題はないし、ヨーロッパ危機がなければ、遅すぎるが出口政策を始めてよいタイミングである。しかし、仮にヨーロッパ危機がないとしても、連銀は高い失業率を口実に異常な低金利政策を維持するだろう。

一部の連銀総裁を除いて、バーナンキ連銀議長を始めとする多くの連銀エコノミストがやたらに経済に対して悲観的となっているため、問題は何も解決しないのである。それ故、リセッションを脱して9四半期にもなっても”リセッションがいつまでたっても終わる感じがしない”などと無責任なことを平気で連銀総裁が言っているのである。

別に、根拠なくして景気に対して楽観的になることはない。しかし、過去9四半期をみれば、何回かは出口戦略を始める機会があった。ヨーロッパ危機に対しても、それが回避されなければ、その余波を米経済が受けることは確かである。しかし、ヨーロッパ諸国はその危機を回避するために全力を尽くしている。但し、より確かなことはヨーロッパ危機が回避されたとしても、ヨーロッパ経済の長期停滞は避けられないであろう。更に、中国経済が危なくなった今、結局資金の流れは再び米国へと変わるはずである。米国が発展しているアジア経済と中国を包囲するようにTPPなどを組むことによって、米国経済がより良くなる可能性は十分にある。

経済政策者は”Pessimism never solves any problem.”と言うことを忘れてはならない。そして、常にポジティブなメッセージを市場、人々に伝えることが彼らの役割である。その為には、ポジティブなメッセージが送れるような分析が必要なのである。

グラフ 3.1: その他の実質アグリゲート指標、2011Q4、(%、saar)

