



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

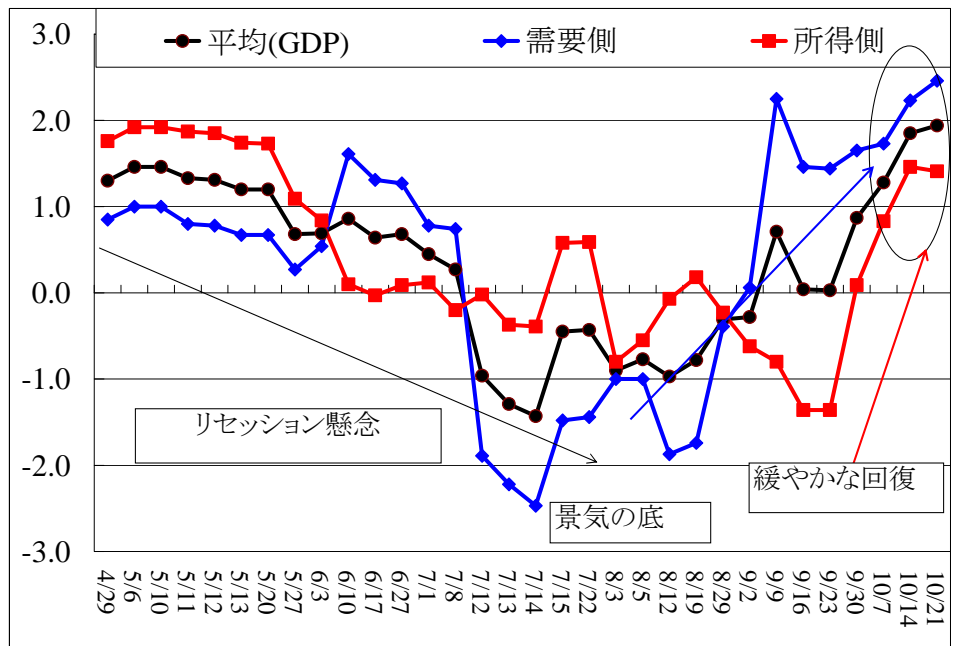
- 今週の CQM が 10 月 27 日に発表される 2011Q3GDP(速報値)の最終予測となる。CQM は所得サイドから 1.5%、支出サイドから 2.5% を予測している (グラフ 1)。統計上の誤差が所得サイドにあることから、経済成長率 (速報値) が 2% を超える可能性が高い。
- 一方、インフレ率 (2011Q3) は連銀の許容範囲の上限(2%)を少し超える程度であろう。
- リセッション懸念はほとんどなくなったが、景気回復のモメンタムは弱い (グラフ 3.1)。
- 11 月 1、2 日に FOMC ミーティングが開かれるが、2011Q3 の経済成長率、インフレ率から連銀は "Wait and See" 政策をとることになるだろう。

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。

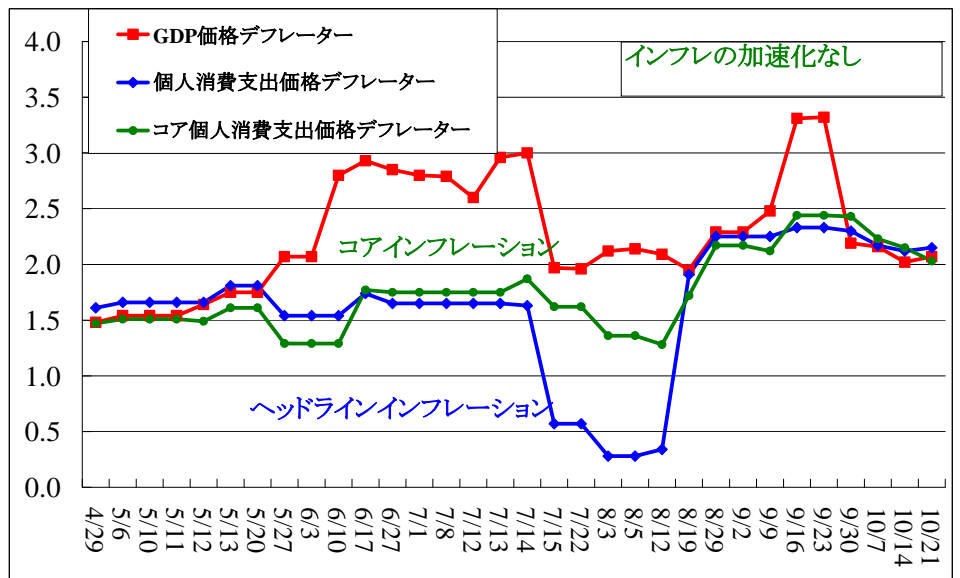
Copyright: ITeconomy の許可なくして二次配布を禁じる。

連絡先：
kumasaka@iteconomy.com

グラフ 1：CQM 予測の変化：実質 GDP, 2011Q3 (% , saar)



グラフ 2：CQM 予測の変化：インフレーション 2011Q3 (% , 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)

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)

10/19:

MBA住宅ローン応募調査(10/14)

総合指数: -14.9%

購入指数: -8.8%

リファイナンス指数: -16.6%

消費者物価指数(9月: 0.3%)

コア: 0.1%

住宅着工件数(9月: 0.658 mil., 15.0%)

住宅認可件数(9月: 0.594 mil., -5.0%)

Beige Book

10/18:

NAHB住宅市場指数(10月: 18, 9月: 14, 8月: 15, 7月: 15)

純国際資本流入(8月)

純長期証券購入: \$57.9 bn.

米住人による純海外証券購入: -\$8.1 bn.

非米住民による国内証券購入: \$66. bn.

国債: \$60.1 bn.

社債: \$3.7 bn.

機関債: \$8.8 bn.

株式: -\$6.6 bn.

生産者物価指数(9月: 0.8%)

最終財, コア: 0.2%

中間財, コア: 0.2%

原材料, コア: 1.0%

10/17:

工業生産指数(9月: 0.2%, 8月: 0.0%, 7月: 1.1%,)

稼働率: 9月: 77.4%, 8月: 77.3%, 7月: 77.4%

ニューヨーク連銀製造業調査(10月: -8.5, 9月: -8.8)

10/14:

小売販売(フードサービスを含む)(8月: 0.0%)

自動車を除く: 0.1%

自動車・部品ディーラー: 0.1%

企業在庫(8月: 0.42%)

製造業: 0.49%

小売業: -0.01%

卸売業: 0.77%

在庫-販売比率: 1.27

輸入価格 (nsa): (8月: -0.4%)

輸出価格 (nsa): (8月: 0.5%)

ミシガン大学消費者センチメント

総合: 9月: 59.4, 8月: 55.7, 7月: 63.7, 6月: 71.5

現在: 9月: 74.9, 8月: 68.7, 7月: 75.8, 6月: 82.0

期待: 9月: 49.4, 8月: 47.4, 7月: 56.0, 6月: 64.8

連邦政府財政収支(8月: -\$134.2 bn.)

歳入: \$169.3 bn.

歳出: \$303.4 bn.

10/13:

貿易収支(8月: -\$45.6 bn.)

輸出: -0.06%

輸入: -0.04%

新規申請件数(10/8, 404,000)

10/12:

FOMC議事録

10/7:

非農業雇用増(9月: 103K)

財製造業(18K)

サービス業(119K)

政府(-34K)

失業率: 9.1%

平均時間当たり所得: 0.2%

平均週当たり労働時間: 34.3時間

消費者信用増(8月: -\$9.5 bn.)

回転: \$5.2 bn.

非回転: \$10.3 bn.

卸売業販売: (8月: 1.0%)

在庫: 0.4%

在庫-販売比率: 1.2

10/5:

ISM非製造業指数: 9月: 53.0, 8月: 53.3, 7月: 52.7

MBA住宅ローン応募調査(9/30)

総合指数: -4.3%

購入指数: -0.8%

リファイナンス指数: -5.2%

10/4:

工場受注(8月)

新規受注: -0.2%

出荷: -0.2%

コンピューター・電子製品: 0.2%

輸送機器: -4.6%

非軍事資本財(航空機を除く): 2.8%

受注残高: 0.9%

在庫: 0.4%

10/3:

建設支出(8月: 1.4%)

民間住宅: 0.7%

民間非住宅: 0.2%

公的: 3.1%

ISM製造業指数(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: (8月: 0.803 mil., 7月: 0.752 mil., 6月: 0.741 mil.)

9/30:

個人所得(8月: -0.1%)

賃金・俸給: -0.2%

個人消費支出(PCE): 0.2%

貯蓄率: 4.5%

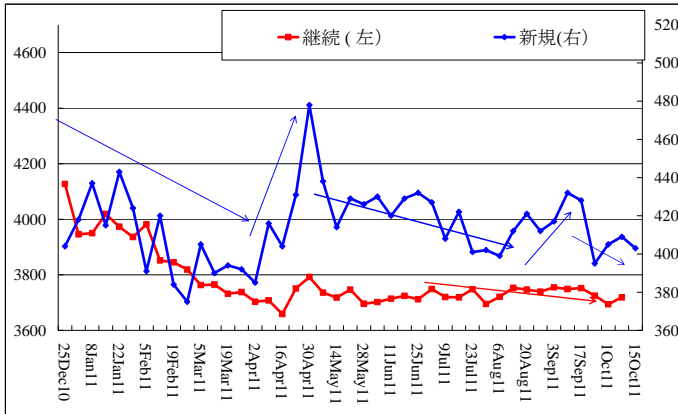
ISM-NYCレポート(9月: 538.0, 8月: 537.6, 7月: 538.8)

ISM-シカゴ連銀(9月: 60.4, 8月: 56.5, 7月: 58.8)

(1) 前週発表された主な経済指標

1.1：失業保険申請件数（10月15日週）

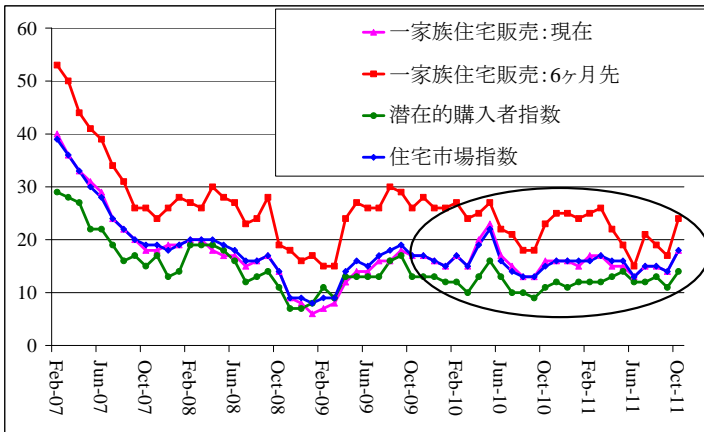
グラフ 1.1：失業保険申請件数：新規(右)、継続(左) (1000)



- 今週(10/15)の失業保険新規申請件数が前週の 409,000 (改定値) よりわずかに減少し 403,000 となった。労働市場が改善方向に向かっていることは確かだが、そのスピードは極めて遅い。やはり、先行きの景気見通しが非常に不透明なことから、企業は新たな雇用をためらっている。
- 失業保険継続件数は前々週は 3.69mil. (改定後) へとかなり低下したが、再び 3.72 mil.へと増加し、労働市場の改善がほとんど進んでいないことを示している。

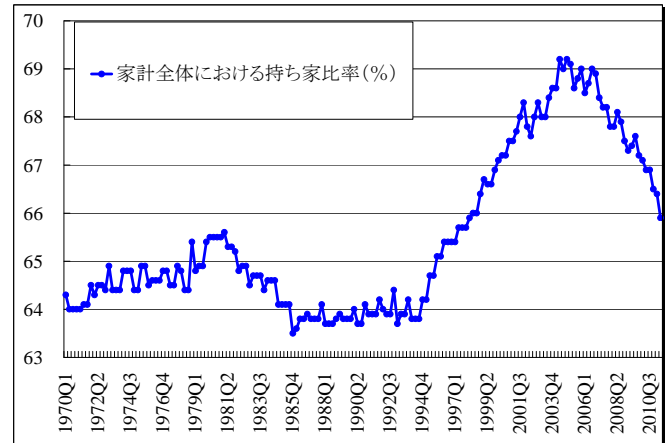
1.2：NAHB 住宅市場指数（10月）

グラフ 1.2a：NAHB 住宅市場指数



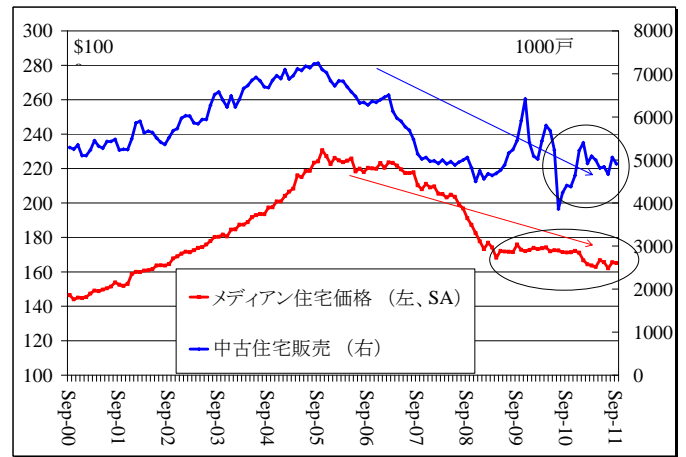
- 10月の住宅市場指数は18と前月より4ポイント増加した。特に、6ヶ月先の一家族用住宅販売指数が前月の17から27へと7ポイントの大幅な上昇となった。
- 9月の住宅着工件数が15%と大きく伸びたものの、8月の新規住宅販売は0.295mil.と過去5ヶ月つづいた0.3mil.以上の販売を大きく下回っている。住宅市場の停滞はまだ続くだろう。もう一つの理由として家計全体における持ち家比率が過去に比べてかなり高い(グラフ 1.2b)。

1.2b: 家計全体における持ち家の割合(%)



1.3：中古住宅販売指数（9月）

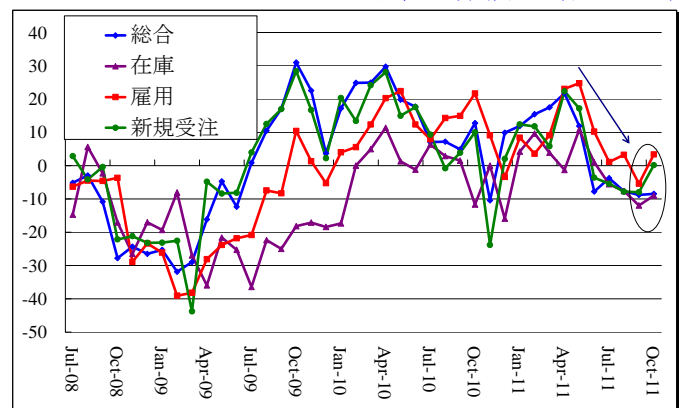
グラフ 1.3: 中古住宅販売指数(100, saar)とメディアン価格(\$1000)



- 8月に8.4%と大きく伸び5.06 mil.と4ヶ月振りに5 mil.を超えたが、9月には再び3.0%の減少となり、4.91 mil.となった。
- 季節調整されたメディアン住宅価格は前月より0.2%の低下となり、グラフに見るように、いまもって下降トレンド上にあると言える。

1.3: ニューヨーク連銀製造業調査（10月）

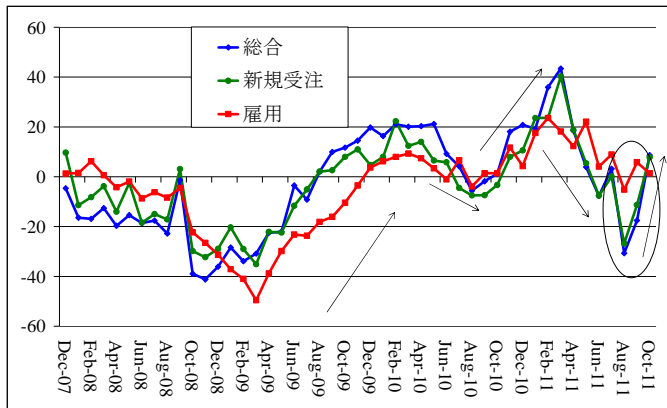
グラフ 1.2: ニューヨーク連銀製造業調査 (拡大>0)



- 10月のNY製造業総合指数は前月の-8.8から-8.5とほとんど変化なく、5ヶ月連続してマイナスになった。
- 過去4ヶ月マイナスであった新規受注指数は10月にプラスとなったものの0.2とほとんどゼロと言える。
- 過去9ヶ月連続して拡大を示した雇用指数が9月には-5.4と大きく落ち込んだが、10月には再び3.4のプラスに転じた。しかし、グラフにはないが、10月の平均週労働時間指数は-4.5と5ヶ月連続してのマイナスとなっている。
- NY製造業が悪くなっている原因の一つは、ITなどの投資がおちていることである。

1.4 フィラデルフィア連銀製造業調査 (10月)

グラフ 1.4: フィラデルフィア連銀製造業調査



- 10月のフィラデルフィア連銀製造業指数が市場のコンセンサス(-9.3)を大きく上回り8.7と前月の-17.5から大きく改善した。
- 先行指標となる新規受注指数も8月の-26.8、9月の-11.3から10月には7.8へと大きく改善をした。
- 一方、雇用指数が9月の5.8から10月には1.4へと下落したが、かろうじてプラスを維持している。
- フィラデルフィア製造業指数はNY製造業指数と異なり、マクロ経済の改善と様子を共にしている。

1.5 コンファレンスボード景気指数 (9月)

- コンファレンスボードの景気先行、一致指標、遅行指数はグラフに見るように、それぞれ時期は異なるが明らかな上昇トレンドを形成している。
- 景気先行指標の構成要素では6ヶ月間連続して最も大きなプラスの貢献をしてきたマネーサプライが第2となり、長短金利スプレッドが最も大きな貢献要素となった。しかし、これ以上の金融緩和の実体経済への影響には限りがある。

- 一致指数の4つの構成要素が全てプラスに貢献するようになった(表1)。
- しかし、遅行指数となると7つの構成要素のうちプラスに貢献しているのは商業・工業ローンとサービス消費者物価指数の2つに過ぎない(表1)。

グラフ 1.4: コンファレンスボード景気指数

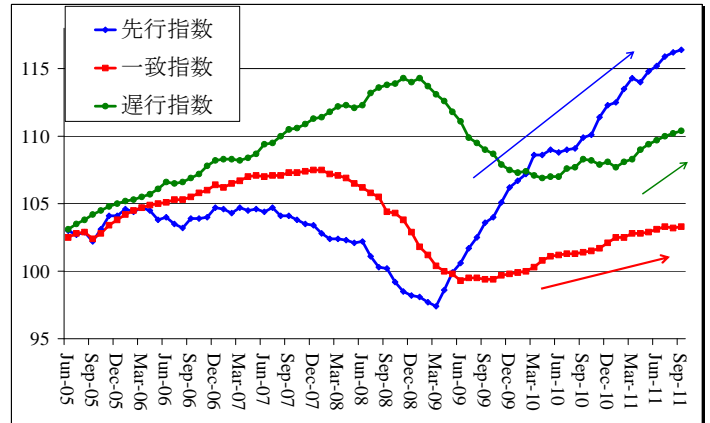


表 1: 景気指標の構成要素とその指標への貢献(-, 0, +)

先行指標	ウエイト	寄与
平均週労働時間(製造業)	0.2737	0
週平均失業保険新規申請件数	0.0322	-
製造業者の新規受注(消費財、中間財)	0.0817	+
入荷遅延比率	0.0717	+
製造業者の新規受注(資本財)	0.0195	-
新規建設認可数	0.0264	-
普通株500種株価	0.0370	-
マネーサプライ(M2)	0.3230	+
長短金利スプレッド(10年国債-フェデラルファンド)	0.1052	+
消費者期待度指数	0.0296	+
一致指標		
非農業雇用者数	0.4881	+
個人所得-移転所得	0.2617	+
鉱工業生産指数	0.1375	+
製造業、卸・小売業販売	0.1127	+
遅行指数		
失業者の平均失業期間	0.0361	-
在庫-販売比率(製造業、卸・小売業)	0.1213	0
ユニットレーバークスト(製造業)	0.0588	-
平均プライムレート	0.2802	0
商業・工業ローン	0.0968	+
消費者信用残高-個人所得比率	0.2117	-
サービス消費者物価指数	0.1951	+

(2) CQM 予測への影響

今週の CQM は9月の住宅着工件数、鉱工業生産指数、生産者物価指数 (PPI)、消費者物価指数 (CPI)、連邦政府財政収支を更新した。

支出サイドからの実質 GDP 伸び率(2011Q3)が2.23%から2.46%へとわずかに上方修正された一方、所得サイドの実質 GDP 伸び率は1.46%から1.41%とわずかな下方修正となった(グラフ1)。支出・所得両サイドからの平均実質 GDP 伸び率は1.85%から1.94%へと上方修正され、市場からリセッション懸念がほとんど聞こえなくなったのも理解できる。

ヘッドラインインフレ、コア PCE 価格デフレーター、GDP 価格デフレーターのそれぞれの伸び率(2011Q3)は全て連銀が許容するインフレ上限の2%をわずかに超えている(グラフ2)。しかし、インフレが加速する兆候はない。

2.1: 住宅着工件数 (9月)

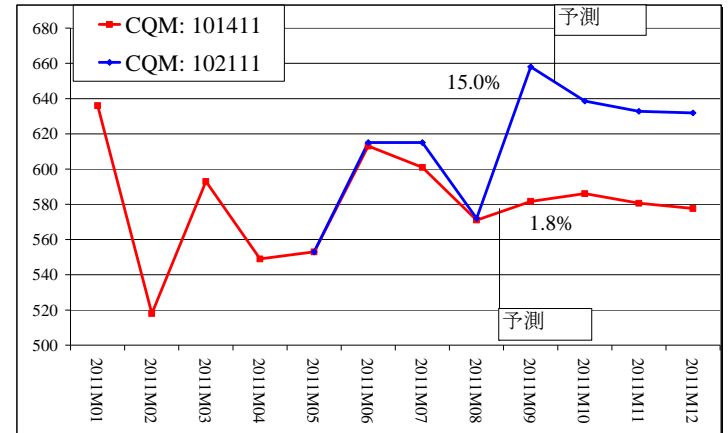
9月の住宅着工件数が15.0%の大幅な増加となった。一方、住宅認可数は5.0%下落した。CQMは住宅着工件数をNIPAの住宅投資を説明する変数の一つとして使っている。前週のCQMは9月の住宅着工件数が1.8%増になるとARIMAから予測していた(グラフ2.1)。その結果、今週のCQMはNIPAの実質住宅投資

表2 NIPA 民間粗投資 (\$Billion, %, saar)

CQM Date	2011Q3					
	名目		価格デフレーター		実質	
	101411	102111	101411	102111	101411	102111
粗民間国内投資	1942.4	1943.3			1817.0	1817.6
%前期比年率	10.3	10.5			9.0	9.1
固定資本形成	1874.5	1875.4	106.6	106.6	1758.2	1758.8
%前期比年率	7.3	7.5	2.2	2.2	5.0	5.2
非住宅	1541.1	1541.1	107.1	107.1	1438.5	1438.3
%前期比年率	9.6	9.6	2.1	2.2	7.4	7.3
構築物	425.9	425.9	127.5	127.5	334.0	333.9
%前期比年率	22.0	22.0	5.5	5.5	15.9	15.8
設備/ソフトウェア	1115.2	1115.2	99.9	99.9	1116.8	1116.5
%前期比年率	5.3	5.3	0.5	0.6	4.9	4.8
情報処理	571.8	571.8	88.4	88.4	646.7	646.5
%前期比年率	3.0	3.0	-2.1	-2.0	5.3	5.2
産業機器	192.8	192.8	119.2	119.2	161.7	161.7
%前期比年率	14.3	14.3	3.3	3.3	10.6	10.6
輸送機器	153.1	153.1	106.0	106.0	144.4	144.4
%前期比年率	2.8	2.8	3.1	3.2	-0.5	-0.7
その他	197.5	197.5	112.9	112.9	174.9	174.9
%前期比年率	6.1	6.1	3.3	3.3	2.6	2.6
住宅	333.4	334.4	104.0	104.0	320.6	321.5
%前期比年率	-2.7	-1.6	2.1	2.1	-4.7	-3.5
在庫増	67.9	67.9			56.2	56.2
農業	-0.7	-0.7			-0.5	-0.5
非農業	68.6	68.6			59.9	59.9
製造業	14.6	14.6			12.8	12.8
卸売業	28.0	28.0			24.4	24.4
小売業	18.9	18.9			16.5	16.5
その他	7.1	7.1			6.2	6.2

の伸び率(2011Q3)を-4.7%から-3.5%へと上方に修正した(表2)。これが、支出サイドからのGDPにわずかな上方修正をもたらした。

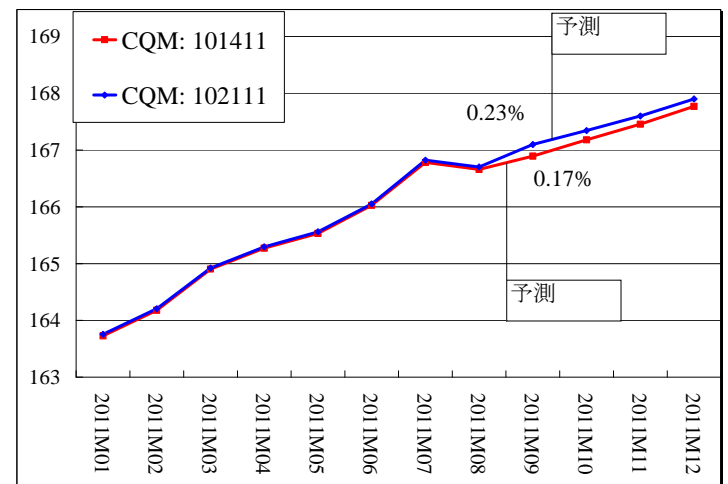
グラフ 2.1: 住宅着工件数 (1000,saar)



2.2: 生産者物価指数 (PPI) (9月)

CQMはPPIのそれぞれの構成要素をそれらに対応するNIPAの投資価格デフレーターに用いる。例えば、輸送機器PPIはNIPAの輸送機器投資価格デフレーターに用いられる。グラフ2.2に見るように、9月の輸送機器PPI伸び率は0.23%と前週のCQM予測(0.17%)をわずかに上回った。その結果、今週のCQMは輸送機器価格デフレーターの伸び率(2011Q3)を3.1%から3.2%へと上方に修正した(表2)。表2に見るように、9月のPPI更新のNIPA投資価格デフレーターへの影響は非常に小さいものであった。

グラフ 2.2: 生産者物価: 輸送機器 (1982=100)



2.3: 消費者物価指数 (CPI) (9月)

CPIが7月の0.5%、8月の0.4%の上昇に続いて9月も0.3%とかなり上昇した。すなわち、過去3ヶ月間のヘッドラインCPIの伸び率は年率で5%程度にまでなっている。一方コアCPIの伸び率は7月、8月、9月とそれぞれ0.2%、0.2%、0.1%の増加と安定している。

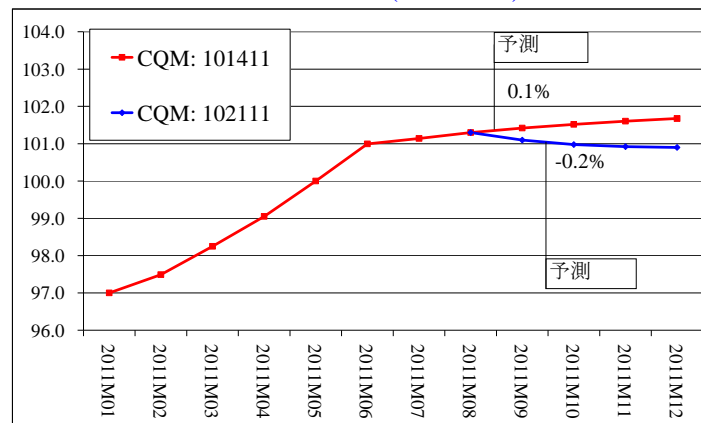
今週のCQMはNIPAの耐久財PCE価格デフレーターの伸び率(2011Q3)を0.1%から-0.5%へと下方に修正し

た(表3)。この主な理由は新車・中古車のCPIが9月に0.2%の低下となり、前週のCQM予測の0.1%増を下回ったことによる(グラフ2.3a)。一方、NIPAの非耐久財PCE価格デフレーターの伸び率は4.0%から4.5%へと上方に修正された(表3)。この主な理由は、エネルギーCPIが9月に2%増と前週のCQM予測(-0.4%)を大きく上回ったことによる(グラフ2.3b)。その結果、実質PCE伸び率(2011Q3)は1.8%から1.7%へとわずかに下方に修正された(表3)。おそらく、個人消費支出が2011Q3の経済成長率に寄与する割合は1.0%~1.5%程度であろう。

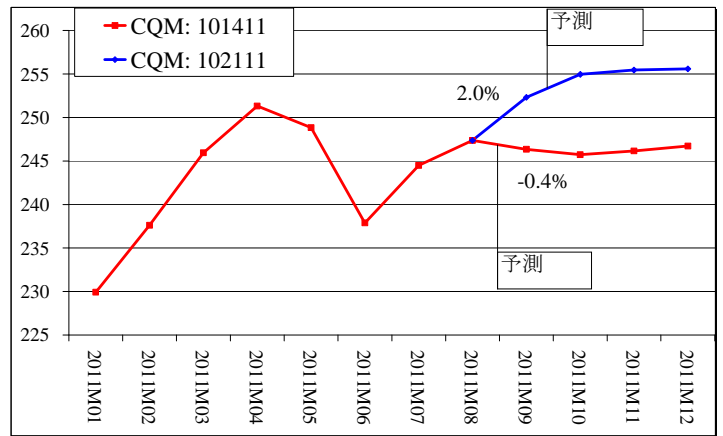
表3: NIPA 個人消費支出 (PCE) (\$Billion, %, saar)

CQM予測日	2011Q3					
	名目		価格デフレーター		実質	
	101411	102111	101411	102111	101411	102111
個人消費支出	10779.1	10779.1	114.3	114.3	9433.6	9432.9
% (前期比年率)	3.9	3.9	2.1	2.1	1.8	1.7
耐久財	1157.8	1157.8	90.8	90.6	1275.6	1277.4
% (前期比年率)	5.0	5.0	0.1	-0.5	5.0	5.6
自動車・部品	370.7	370.7	107.4	107.4	345.0	345.3
% (前期比年率)	8.3	8.3	4.6	4.2	3.5	3.8
家庭用家具	253.1	253.1	92.9	92.8	272.5	272.7
% (前期比年率)	3.0	3.0	1.4	1.2	1.7	1.9
その他	534.0	534.0	78.3	78.2	681.7	683.1
% (前期比年率)	3.7	3.7	-2.9	-3.7	7.0	7.8
非耐久財	2489.3	2489.3	120.6	120.7	2064.6	2062.4
% (前期比年率)	1.7	1.7	4.0	4.5	-2.3	-2.7
食料・飲料	814.2	814.2	119.2	119.3	682.9	682.7
% (前期比年率)	3.8	3.8	4.5	4.6	-0.7	-0.8
衣服・靴	351.0	351.0	101.8	101.3	344.9	346.6
% (前期比年率)	2.8	2.8	14.9	12.7	-10.6	-8.8
ガソリン・燃料	425.4	425.4	160.6	162.4	264.9	261.9
% (前期比年率)	-5.6	-5.6	-0.3	4.4	-5.3	-9.5
その他	898.6	898.6	114.9	115.0	782.2	781.6
% (前期比年率)	3.0	3.0	1.6	1.9	1.3	1.0
サービス	7132.0	7132.0	116.8	116.8	6104.4	6104.1
% (前期比年率)	4.5	4.5	2.0	2.0	2.5	2.5

グラフ 2.3a: CPI: 新車・中古車(1982=100)



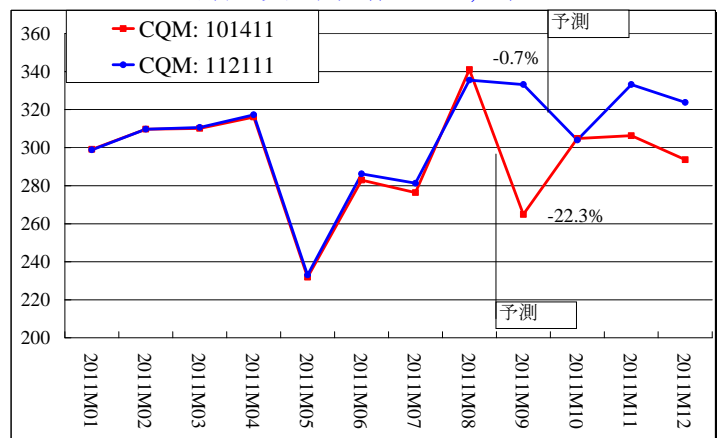
グラフ 2.3b: CPI: エネルギー(1982-84=100)



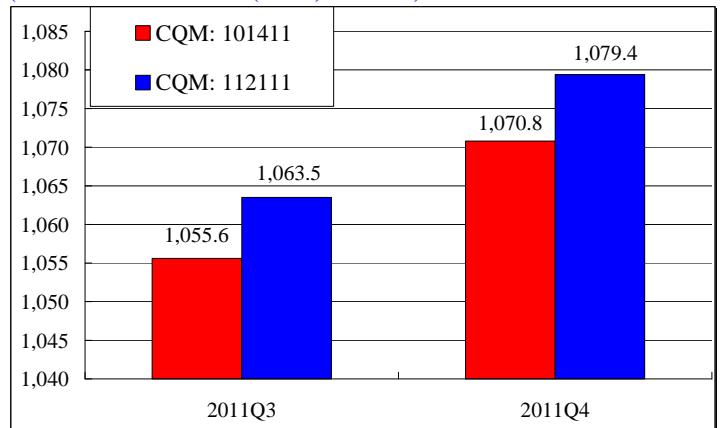
2.4: 連邦政府財政収支 (9月)

CQMは連邦政府支出をNIPAの連邦政府の賃金・俸給以外の支出の予測に用いる。連邦政府支出の統計は季節調整がなされていないので、CQMはX11手法でこの統計に季節調整を施す。グラフ2.4aが示すように、9月の季節調整済みの連邦政府支出は0.7%減になったが、前週のCQMは22.3%減の大幅な低下を予測していた。その結果、NIPAの実質連邦政府支出が\$8 bn.改善され支出サイドのGDPの上方修正に寄与した(グラフ2.4b)。

グラフ 2.4a: 連邦財政支出 (\$Billion, sa)



グラフ 2.4b: NIPA 実質連邦政府消費支出・資本形成 (\$Billions of Chained(2005) Dollars)

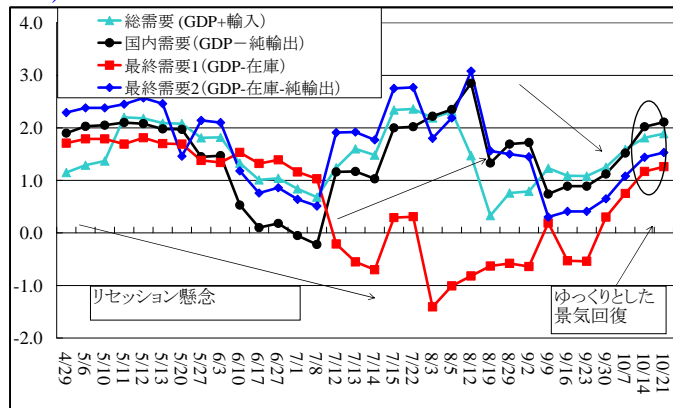


(3) 2011GDP (速報値) 発表後の金融政策は"Wait and See"

今週のCQMが10月27日に発表される2011Q3GDP(速報値)の最終予測となる。CQMの予測は1.5%(所得サイド)~2.5%(支出サイド)となっている。BEAの発表が支出サイドにバイアスがあることから、速報値の経済成長率が2%を超える可能性が高い。所得サイドからの実質GDP伸び率がまだ低いことから、景気回復はまだ堅調とはいえない。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)の伸び率が1%~2%の間ということからも景気回復はまだ脆弱である(グラフ3.1)。インフレに関しては連銀の許容範囲の上限の2%を少し超える程度になるだろう。

このように予想されるGDP速報値が発表された後、連銀は11月1日、2日にFOMCミーティングをもつ。これまでも、これ以上の金融緩和政策に反対を唱える地域連銀総裁が3人いる中で、金融政策が再び議論となる。考えられる議論は次のようなものだ。夏に懸念されたダブルディップリセッションの可能性はほとんどなくなった。しかし、経済成長率は9%を超えている失業率を引き下げるほど高くはない。せめて、失業率が7%台になるまで金融緩和を施すべきである。一方、インフレは連銀の許容する2%に達しているのだから、これ以上の金融緩和は避けるべきと。いや、インフレが2%に一時的に達しても、加速化の兆候がない限りインフレ期待は抑えられているので、更なる金融緩和は可能である。金融緩和に反対する連銀総裁たちは、すでに金融政策ができることは行ってきた。更なる金融政策の景気への影響はほとんどない。金融政策ができる事と、できない事を認識すべきと。この考え方が正しいと思う。結局、欧州の債務危機が米国経済への最大のダウンサイドのリスクと言及され、次のようなバーナンキ連銀議長の10月4日の議会証言が繰り返されるだろう。"The economy is still 'close to faltering' and Fed would do whatever was necessary to help it."つまり、連銀はリセッションの可能性がほとんどなくなったことに安堵し、わずかでも2%を超えるインフレ状況の中で、無理に効果の分からぬ追加的金融緩和を行いたくないだろう。結局、"Wait and See"政策に落ち着くだろう。

グラフ 3.1: その他の実質アグリゲート指標、2011Q3, (% , saar)



付録: 株価に先行するCQM予測

CQM予測の特徴の一つとして、景気の転換点を市場のコンセンサスより少なくとも1ヶ月は早く捉えることができる。表1に見るように、株価は景気の先行指標として使われる。その株価の更なる先行指標がわかれば、投資チャンスは増える。すなわち、株価が今後低下すると予想されれば売ることを考えればよいし、今後上昇すると予想されれば買い増すことが当然考えられる。

以下のグラフは毎週末行っている支出サイドの実質GDPのCQM予測とダウ株価の週末の終値を描いたものである。このグラフから明らかなように、実質GDP予測が下降トレンドを形成し始めると、その後株価も下降トレンドを形成することがわかる。逆に、実質GDP予測が上昇トレンドを形成し始めると、株価も上昇トレンドを形成し始める。

株価がいろいろな要素によって変動はするが、基本的には経済のファンダメンタルズによっている。そして、このファンダメンタルズの動きをCQM予測が市場より早く捉えることができることを実証している。

グラフ CQM予測 (支出サイドの実質GDP) 対 ダウ株価 (週末終値)

