

指標が語る米景気の持ち直し

CSI (サプライズ指数)、GDP Now とベージュブック

欧米調査部主席研究員

小野 亮

03-3591-1219

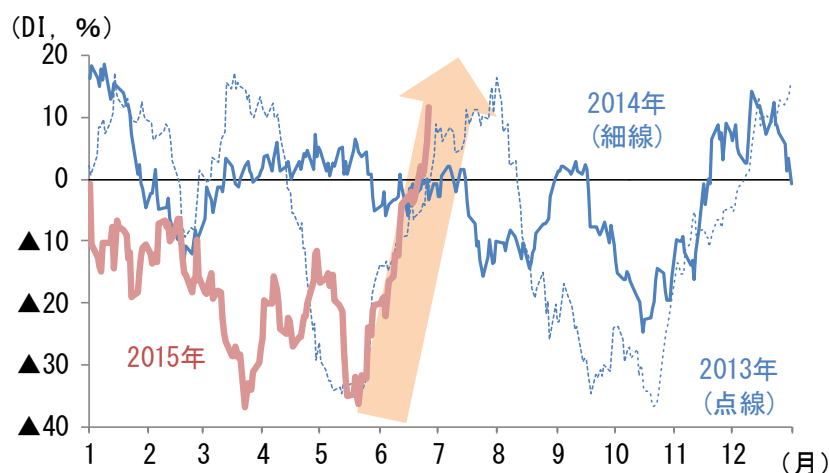
makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

- みずほ総合研究所が作成しているCSI (サプライズ指数) は、この1カ月で大きく改善した。米国の経済指標が相次いで市場予想を超える良好な結果を示すようになったためだ。
- 1~3月期の実質GDP成長率 (速報値) を正確に予測して注目を集めた「GDP Now」 (アトランタ連銀) という指標も、4~6月期の緩やかな景気持ち直しを示すようになった。
- 米国ではドル高と原油安による負の影響が製造業に現れている。しかしベージュブックをみると他に不安材料はなく、企業は先行きに「前向き」になっている様子がはっきりと読み取れる。

1. 大幅に改善するサプライズ指数

みずほ総合研究所が作成しているCSI (サプライズ指数) は、この1カ月で大きく改善した (図表1)。振り返ると、5月28日に発行した『みずほ経済情報』5月号のトピックで、CSIの今後の推移について筆者は次のように述べた。「今後、米国経済の持ち直しが続くなら、経験則にみてCSIは上昇しやすい。つまり、経済指標は市場予想対比で上振れしやすく、金融市場に少なからぬ影響を及ぼすとみられる。」図表1の矢印は、当該5月号に掲載したグラフに示していたものをそのまま残したものであり、CSIはこの矢印通りに推移してきたことが分かる。

図表1 CSI (サプライズ指数)



(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所

2. アトランタ連銀の GDP Now も+2%まで改善

しばらく米国経済に対する悲観論の材料の一つとして扱われることが多かったアトランタ連銀の GDP Nowも、今では景気が着実に持ち直している様子を示すようになった（図表2）。

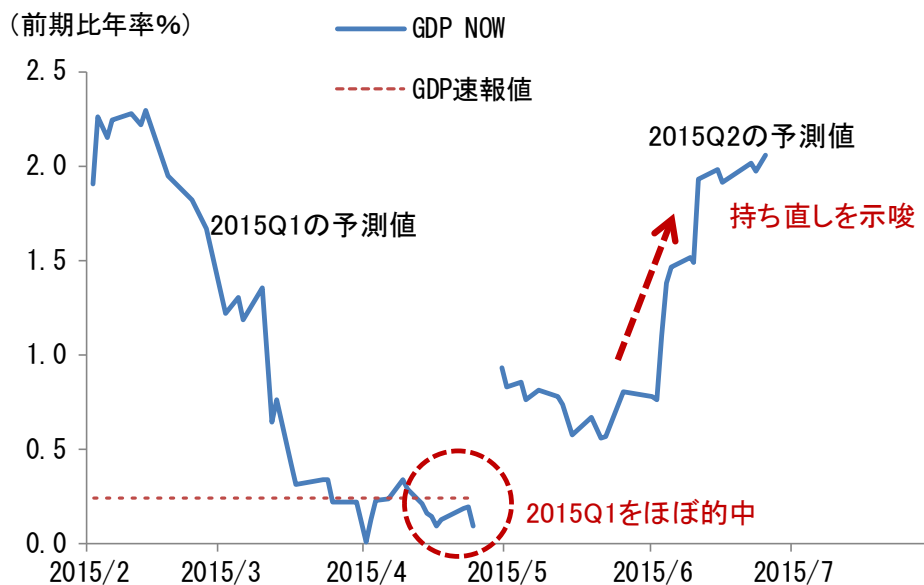
GDP Nowは、ほぼ日次ベースで当期の実質GDP成長率（速報値）を予測する指標として、アトランタ連銀が作成・公表している。「ほぼ日次」というのは、小売売上高など、GDP作成に利用される経済統計が発表される度にGDP Nowが改訂されるという意味であり、現在のGDP Nowは、7月末に発表される4～6月期の実質GDP成長率（速報値）を予測対象としている。

4～6月期の成長率に関するGDP Nowが初めて発表されたのは4月30日で、前期比年率+0.9%に過ぎなかった。今年1～3月期の景気の落ち込みが悪天候などの一時的要因によるものなら、その反発が見られるはずである。昨年を振り返ると、大寒波に見舞われた1～3月期からの反動増を反映し、5月1日に発表された4～6月期の成長率に関する最初のGDP Nowは+3.9%に達した。今年のGDP Nowはこうした期待を裏切るような推移がしばらく続いた。

さらに悲観論を強めたのは、GDP Nowが1～3月期の実質GDP成長率（速報値）を的確に予測したことである。金融市場の直前予想が+1.0%、GDP Nowは+0.1%であったのに対し、公表された実質GDP成長率（速報値）は+0.2%であり、GDP Nowの正確さが注目を集めた。

しかしCSIで見たように、5月下旬から米国の経済指標は市場予想を上回る良好な結果を示すようになった。それに従いGDP Nowも上昇し始めた。6月25日時点のGDP Nowは+2.0%に改善している。

図表2 アトランタ連銀のGDP Now



(資料) 米国商務省、アトランタ連銀より、みずほ総合研究所作成

3. ベージュブックが物語る米国経済の持ち直し

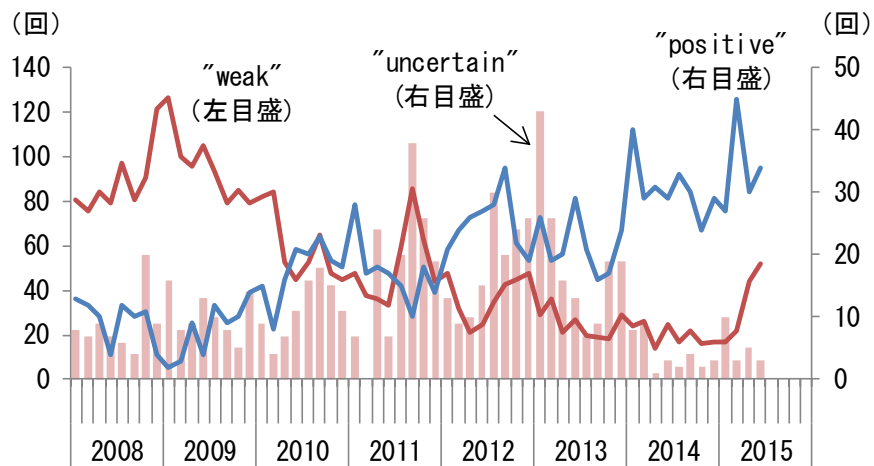
米国経済は逆風に曝されながらも、着実に回復の道を辿っている。ベージュブックに記された全米各地からの「声」は我々にそう語りかけている。CSIやアトランタ連銀のGDP Nowの持ち直しは、ベージュブックの「声」に具体的な裏付けを与えてくれている。

連邦準備制度理事会（FRB）が公表しているベージュブックは、12の地区連銀が管轄地域内の企業に聞き取り調査した地域経済の動向調査であり、連邦公開市場委員会（FOMC）において重要なインプットとして利用されている。みずほ総合研究所では、テキスト・ベースであるベージュブックから定量的情報を取り出す試みとして、景気動向を表す重要なキーワードの登場回数をトレースしている。図表3は、こうした作業のうち、キーワードとして「弱い」（weak）、「不透明な」（uncertain）、「前向きな」（positive）の3つを抽出したものである。

図表3を見ると、「弱い」というキーワードが2008～2009年の金融危機当時に非常に多く使われたことが分かる。2011年後半や2012年後半にも登場回数のピークがみられるが、2011年は米国債のデフォルト危機と欧州債務問題の深刻化、2012年は「財政の崖」に伴うものとみられる。同じ頃、「不透明な」というキーワードの登場回数も急増した。一方、足元の動きをみると、「弱い」というキーワードの登場回数が急増しているものの、「不透明な」というキーワードはほとんど使われていない。加えて、「前向きな」（positive）というキーワードの登場回数は、上下変動を伴いつつも、ほぼ一貫して右肩上がりであり、その傾向が崩れた様子はない。

ベージュブックに現れるキーワードの動きは次のように解釈することができるだろう。「米国では、ドル高と原油安によって、輸出関連や原油関連のビジネス環境が厳しくなっている。しかし、ドル高・原油安以外には不安な材料はない。米国の企業はビジネスの先行きに明るさを感じている。」

図表3 ベージュブックの重要キーワードと登場回数



(注) ベージュブックは年8回公表。
(資料) FRBより、みずほ総合研究所作成

4. 中国ショックとギリシャ・ショックの影響注視

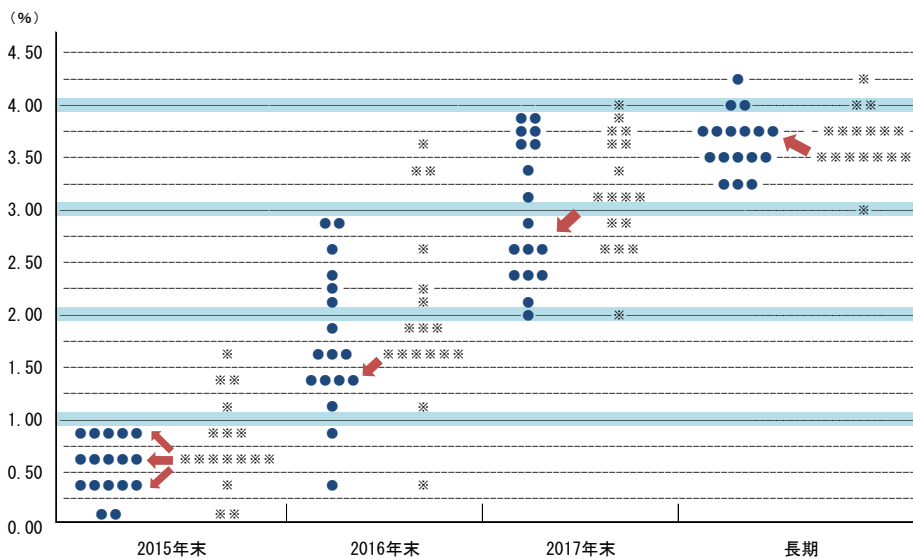
年内に2度の利上げが実施できると考えているFOMC参加者は、6月会合時点で17名中、10名と過半数を占めていた（図表4）。本稿で述べてきた観点に立てば、年内に2度の利上げは可能であろう。ただ従来からFOMCが強調しているように、彼らの金融政策は指標次第であり、利上げ判断を巡り足元で急速に重要性を増してきたのが、中国ショックとギリシャ・ショックの影響である。

中国については、株価急落が示唆する中国経済・金融市場の調整圧力の高まりが大きな懸念材料である。人民銀行は6月27日に追加緩和を実施し、株価の安定を図ろうとしているが、不透明感は強い¹。

ギリシャについては、支援協議妥結への期待が膨らんでいた中、突如発表された、ギリシャによる緊縮策受入れの是非を問う国民投票実施のニュース（6/26）と、それを受けたユーロ圏側の支援打ち切りのニュース（6/27）が深刻なネガティブ・サプライズとなった。

果たして米国の企業や消費者は、今後、この2つのニュースにどのように反応するのか。最初の利上げが見込まれる9月FOMC（9/16-17）まで注意深く見守る必要がある。

図表4 FOMC参加者の政策金利見通し



（注）※は前回3月の見通し。矢印は最頻値の変化を示す。

（資料）FRBより、みずほ総合研究所作成

¹ 伊藤信悟「株価下落が中国経済に与える影響」みずほインサイト、2015/6/29。