



CQM (超短期経済予測モデル)

編集 稲田義久 (APIR 数量経済分析センター長)

内容に関するお問い合わせは下記まで

e-mail: inada-y@apir.or.jp

日本経済 (週次) 予測 (2015 年 12 月 14 日)

ポイント

▶ 12 月 8 日に 7-9 月期の GDP2 次速報値が公表された。

▶ 2 次速報値によれば、7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+1.0%となり、1 次速報値(-0.8%)から大幅な上方修正。これによりマイナス成長からプラス成長に転じたが、CQM 最終予測はすでに小幅のプラス成長を予測していたことに注意。

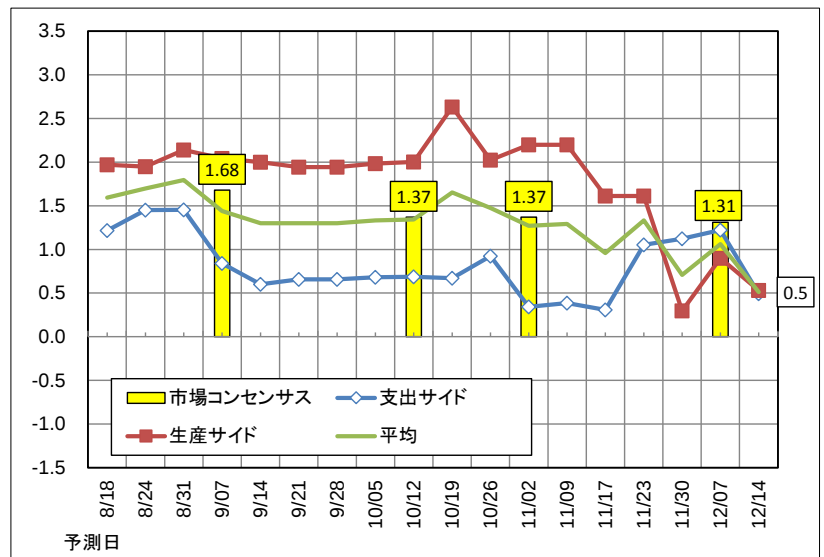
▶ 2 次速報値では、7-9 月期法人企業統計や 9 月商業動態統計(確報)を反映し、民間企業設備が上方修正、民間企業在庫品増加が大幅に上方修正された。

▶ 金額ベースで見ると、民間企業在庫品増加は 1 次速報値から 3.3683 兆円上方修正されマイナスからプラスに転じた。異常な上方修正については、メディアは在庫集計でのミスと指摘。もしそうなら、今回 GDP の推計精度をめぐる一部過剰な議論は空騒ぎといえるかもしれない。

▶ 結果、今週の CQM(支出サイド)は、10-12 月期の実質 GDP 成長率を前期比年率+0.5%と予測。先週から下方修正された。

CQM 予測の動態 : 実質 GDP 成長率

2015 年 10-12 月期 (% , 前期比年率換算)



<7-9 月期 GDP2 次速報値の大幅上方修正の一部理由は集計ミス? >

先週は、11 月の景気ウォッチャー調査、企業物価指数、10 月の機械受注統計、情報サービス業売上高、景気動向指数(速報値)及び国際収支状況を更新した。また 12 月 8 日に 7-9 月期 GDP2 次速報値が公表された。

GDP2 次速報値によれば、7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.3%、同年率+1.0%となり、1 次速報値(前期比-0.2%、同年率-0.8%)から上方修正された。2 次速報値ではマイナス成長からプラス成長に転じたが、超短期モデル(CQM)最終予測はすでに小幅のプラス成長(支出サイド前期比年率+0.1%、生産サイド同+0.6%)を予測していたことに注意。

2 次速報値の内訳を見ると、1 次速報値に比して、民間企業設備が上方修正(前期比-1.3%→同+0.6%)された。また、民間企業在庫品増加が大幅に上方修正(前期比-0.5%ポイント→同-0.2%ポイント)された。7-9 月期法人企業統計や 9 月商業動態統計(確報値)の結果が反映されたためである。一方、公的固定資本形成は大きく下方修正(前期比-0.3%→同-1.5%)された。9 月の建設総合統計の結果が反映されている。また民間最終消費支出も幾分下方修正(前期比+0.5%→同+0.4%)された。

金額ベースで見ると、実質 GDP は 1 次速報値から 2 次速報値にかけて 9,363 億円上方修正された。うち、民間企業在庫品増加は、1 次速報値の-1.8297 兆円から 3.3683 兆円上方修正され+1.5386 兆円へとプラスに転換した。在庫調整のイメージが大きく変化した。修正幅を形態別に見れば、製品在庫、仕掛品在庫や原材料在庫が 1 次速報値から上方修正され、特に、流通在庫が 9 月の商業動態統計確報値を反映した結果、1.8646 兆円も上方修正されている。この異常ともいえる上方修正については、日本経済新聞 12 月 12 日付は在庫集計でのミスと指摘している。もしそうなら今回の GDP の推計精度をめぐる一部過剰な議論は空騒ぎといえるかもしれない。

先週発表された月次データ及び GDP2 次速報値を更新した結果、今週(12/14)の超短期モデル(CQM、支出サイド)は、10-12 月期の実質 GDP 成長率を前期比+0.1%、同年率+0.5%と予測。先週の予測(+1.2%)から下方修正された。

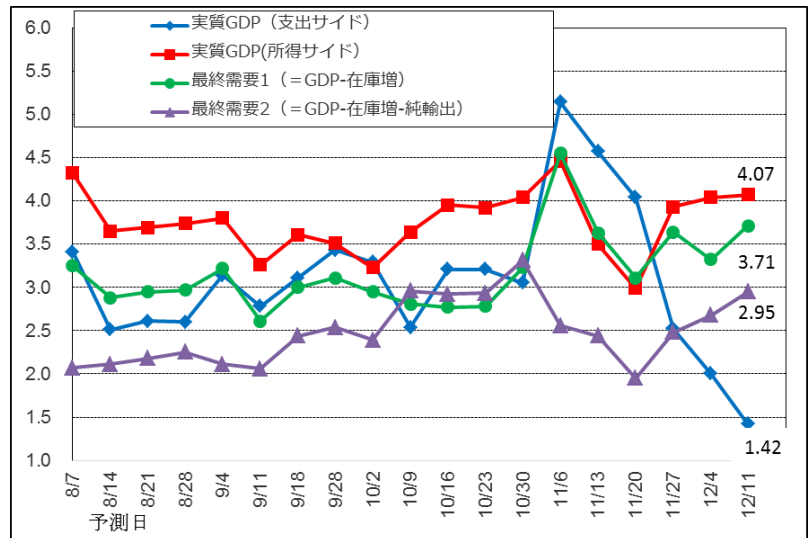


米国経済 (週次) 予測 (2015 年 12 月 11 日)

ポイント

- ▶過去 5 週間支出サイドからの実質 GDP は下方修正され、1.4%にまで低下してきた。しかし、所得サイドからの実質 GDP は過去 3 週間上方に修正され 4.0%になっている (図表)。
- ▶今期 (10-12 月期) の低成長の最大の理由は低い在庫増による。実質最終需要からみた経済はそれ程悪くない。
- ▶市場は既に 12 月の FOMC ミーティングにおける政策金利の引き上げを織り込んでおり、連銀にプレッシャーを与えている。
- ▶セントルイス連銀の James Bullard 総裁は連銀の経済成長率、インフレ率、失業率の“ハットトリック”予測ミスにより、金融政策の正常化ができないでいると指摘する。
- ▶このようなミスの理由は GDP、労働市場における潜在成長率を実証分析から求めず、更にその捉え方を間違えていることにある。

CQM 予測 : 支出・所得サイドからの実質 GDP 成長率と 実質最終需要成長率 (前期比年率) , 2015 年 10-12 月期



<金融政策の正常化の遅れは連銀の経済予測のハットトリックエラーが原因>

今週 (12 月 11 日) の CQM 予測は 10 月の企業在庫、消費者信用残高、11 月の輸出入物価、連邦政府収支、小売販売、生産者物価指数を更新した。支出サイドからの実質 GDP は過去 5 週間連続して下方修正されたが、所得サイドからの実質 GDP は過去 3 週間上方に修正された (図表)。支出サイドから見た低成長の最大の理由は在庫増が成長率を約 1%程度引き下げていることだ。また、実質個人消費支出の伸び率が前期 (7-9 月期) の 3%から今期 (10-12 月期) には 1.7%にまで低下している。

最近の Wall Street 紙の調査によれば、12 月の FOMC ミーティングにおいて連銀が政策金利を引き上げなければ、連銀の信頼性が失われると答えたエコノミストの割合は 10 月の 65%から 82%にまで上昇している。市場が 12 月の政策金利引き上げを既に織り込んでいることから、連銀は非常な重圧を感じているはずだ。連銀は最初の政策金利引き上げを市場にリードされたことになる。このためか、Yellen 連銀議長は最近の議会証言で“より重要なのは、今後の政策金利の上げ方”と言い訳がましいことを言っている。多くの連銀エコノミストも“今後の金利引き上げは徐々に行うのが適切”と言う。連銀は何度も失敗してきたフォワードガイダンスのやり方に懲りず、今度もまた裏付けのない考え方に自らを縛り付けようとしている。金融政策は“incoming data”によると言えばよいだけであり、Greenspan 元連銀議長が“Monetary policy is economic forecast”と言ったのを思い出す。そもそも、2004-2006 年において“measured pace”での政策金利の引き上げを連銀が保証し、25 ベーシスポイントづつ金利を引き上げたやり方が景気の変化にうまく対応しなかった事を彼らは忘れたのだろうか？

セントルイス連銀の James Bullard 総裁は連銀の経済成長、インフレ率、失業率の 3 つの“ハットトリック”予測エラーを指摘する。連銀は経済成長率、インフレ率の 2%へのリバウンドに関して楽観的過ぎ、失業率の低下スピードには悲観的過ぎたことから、金融政策の正常化に失敗をしてきたと Bullard は言う。では、連銀は何故このようなミスを犯したのであろうか？ それは、エコノミストが GDP と労働市場における潜在成長率の実証分析を行わず、またその考え方を間違えて捉えていることによる。IT 革新により、潜在成長率はかなり高くなっていることから、3%程度の経済成長率ではインフレは加速化せず、労働市場においても失業率が 5%程度まで低下してもインフレは加速しなくなっている。インフレの加速化を示すことのできる潜在成長率の実証分析は経済・金融政策者には不可欠である。

- ・本レポートは執筆者が情報提供を目的として作成したものであり、当研究所の見解を示すものではありません。
- ・当研究所は、本レポートの正確性、完全性を保証するものではありません。また、本レポートの無断転載を禁じます。
- ・お問い合わせ先：一般財団法人アジア太平洋研究所 contact@apir.or.jp 06-6485-7690