CQM（超短期経済予測モデル）

日本経済（月次）予測（2016 年 2 月）

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

ポイント

●アベノミクス 3 年

▶10-12 月期実質 GDP 成長率(1 次速報値)は前期比年率-1.4%と 2 期ぶりのマイナス。CQM 予測とほぼ同じとなり、足下の景気の悪さを確認した。

▶10-12 月期実質 GDP 成長率への寄与度を見ると、内需は-2.0%ポイント減少し 2 四半期ぶりのマイナス。民間企業設備を除き内需は総崩れ。一方、純輸出は+0.6%ポイントと 2 四半期連続のプラスだが、輸入の減少が輸出の減少を上回った結果であり内容はよくない。

▶アベノミクスがスタートして 3 年がたった。この間、12 四半期のうち 5 四半期がマイナス成長。消費増税後は 7 四半期のうち 4 四半期がマイナス成長となった。

▶成長の内訳を見ると、企業の生産、雇用や企業設備の増加の成果(trickle-down effect)が家計に十分行きわたっていないことは明瞭で、第三の矢である成長戦略の加速が十分な成果を挙げていない。

●1-3 月期成長率予測の動態

▶中国経済の先行き不安や年初来の世界的な金融・資本市場の混乱で景気の下方修正リスクが高まっている。

▶今週の CQM(支出サイド)は、1-3 月期の実質 GDP 成長率を前期比-0.2%、年率-0.8%と予測(図表 1 参照)。市場コンセンサスを下回る 2 期連続のマイナス成長である。

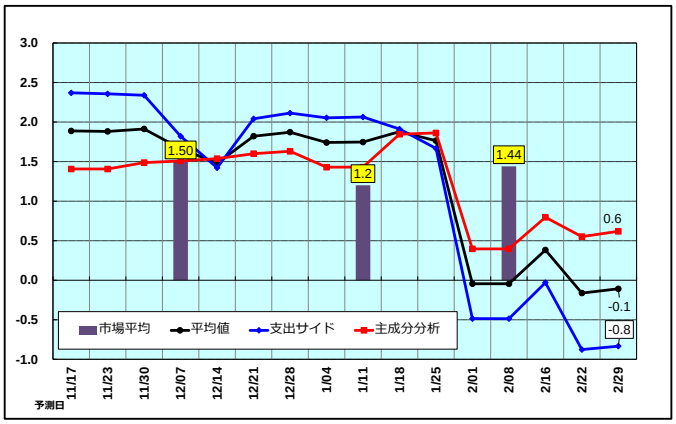
▶成長の内訳を見れば、国内需要は実質 GDP 成長率に対して前期比+0.1%ポイントの寄与度、実質純輸出は-0.3%ポイントの寄与度となる。

●1-3 月期インフレ予測の動態

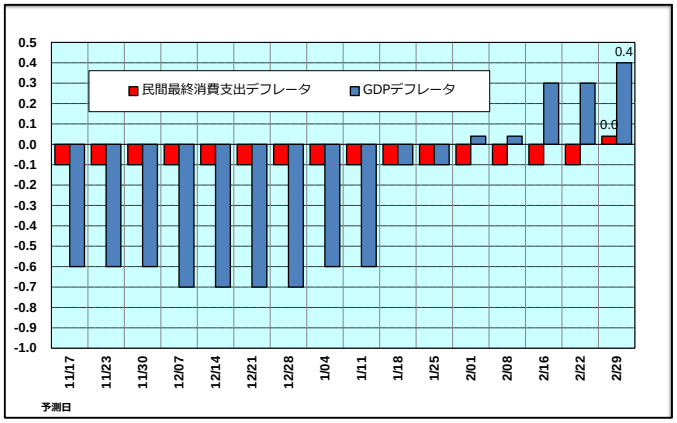
▶11-12 月の全国消費者物価コア指数は 2 カ月連続の前年比プラスとなったが、1 月は同横ばい。先行き下振れの可能性が高まってきた。

▶今週の CQM は 1-3 月期の民間最終消費支出デフレータを前期比 0.0%と予測。交易条件は前期比改善するため、GDP デフレータを同+0.4%と予測する(図表 2 参照)。

図表 1　CQM 予測の動態：実質 GDP 成長率
2016 年 1-3 月期（%，前期比年率）



図表 2　CQM 予測の動態：インフレーション
2016 年 1-3 月期（%，前期比）

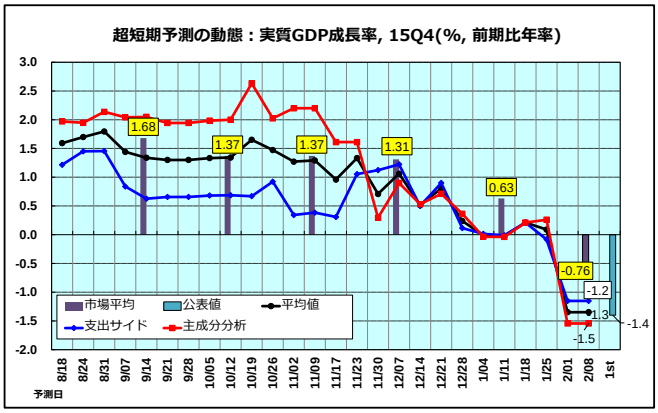


＜牽引力不足の脆弱な回復＞

【10-12 月期 GDP1 次速報値】

2 月 15 日発表の GDP1 次速報値によれば、10-12 月期実質 GDP 成長率は前期比年率-1.4%(前期比-0.4%)と 2 期ぶりのマイナスとなった。市場コンセンサス(ESP フォーキャスト 2 月調査：-0.76%)から下振れたが CQM 予測とほぼ同じとなった。1 月に入り CQM はマイナス成長を予測したが、最終的には足下の景気の悪さを確認した結果といえよう。

10-12 月期の CQM 最終予測は、支出サイドが前期比年率-1.2%、生産サイドが同-1.5%、平均同-1.3%である。

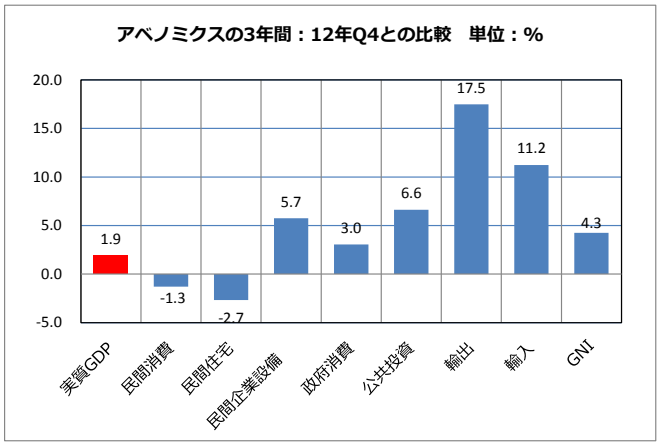


10-12 月期実質 GDP 成長率(年率ベース)への寄与度を見ると、内需は-2.0%ポイント減少し 2 四半期ぶりのマイナス。民間企業設備を除き内需は総崩れとなった。一方、純輸出は+0.6%ポイントと 2 四半期連続のプラスとなったが、輸入の減少が輸出の減少を上回った結果であり内容はよくない。

【アベノミクスの 3 年】

アベノミクスがスタートして 3 年がたった。2015 年 10-12 月期の GDP 統計が発表された機会に、2012 年 10-12 月期と比較することで、そのパフォーマンスを評価してみよう。まず、実質 GDP 成長率を見ると、12 四半期のうち 5 四半期がマイナス成長(前期比)となっている。消費増税前は 5 四半期のうち 1 四半期のみがマイナス成長であったが、消費増税後は 7 四半期のうち 4 四半期がマイナス成長となっている。すなわち、前半のパフォーマンスに比して後半は特によくないといえよう。

次に、実質 GDP の項目別にこの間の伸びを見たのが下図である。アベノミクスの 3 年間で実質 GDP は 1.9%小幅増加にとどまった。一方、原油安や為替レートの下落から交易条件が大幅に改善したことから、実質国民総所得(GNI)が 4.3%増加した。成長の内訳を見ると、民間最終消費支出や民間住宅がマイナスの伸びを記録したのに対し、企業設備や輸出、政府支出がプラスの伸びを示しているのが大きな特徴である。すなわち、アベノミクス第一、第二の矢の効果が出ていることが分かる。一方、企業の生産、雇用や企業設備の増加の成果(trickle-down effect)が家計に十分行きわたっていないことは明瞭である。第三の矢である成長戦略の加速が十分な成果を挙げていないといえよう。この間、潜在成長率の天井が低下しており、そのため(消費増税を含む)外的なショックにより日本経済がマイナス成長に陥りやすくなっているといえよう。



【1-3 月期成長率予測の動態】

中国経済の先行き不安や年初来の世界的な金融・資本市場の混乱で景気の下方修正リスクが高まっている。今週の CQM(支出サイド)は、1-3 月期の実質 GDP 成長率を前期比-0.2%、年率-0.8%と予測。図表 1 参照。

1-3 月期の国内需要を見れば、実質民間最終消費支出は前期比-0.1%となる。実質民間住宅は同-0.6%減少し、実質民間企業設備は同+0.6%小幅増加にとどまる。実質政府最終消費支出は同+0.4%増加し、実質公的固定資本形成は同-2.9%減少する。結果、国内需要は実質 GDP 成長率(前期比-0.2%)に対して+0.1%ポイントの寄与度となった。財貨･サービスの実質輸出は同-1.5%減少し、実質輸入は同+0.1%小幅増加する。このため､実質純輸出の実質 GDP 成長率に対する寄与度は-0.3%ポイントとなる。

【1-3 月期インフレ予測の動態】

1 月の全国消費者物価コア指数は前年比横ばいとなった。11-12 月は 2 カ月連続の前年比プラスとなったが、1 月は横ばい。先行き下振れの可能性が高まってきた。

今週の CQM は 1-3 月期の民間最終消費支出デフレータを前期比 0.0%と予測する。国内需要デフレータを同-0.1%と予測するが、1-3 月期の交易条件は引き続き前期比改善するため、GDP デフレータを同+0.4%と予測する。図表 2 参照。

2 月の主要経済指標

(イタリックは今週の CQM 予測で更新されたデータ)

2/26:

全国消費者物価指数: *(1 月)*

総合: *103.0 (-0.3% 前月比, 0.0% 前年比)*

コア: *102.6 (-0.3% 前月比, 0.0% 前年比)*

東京都区部消費者物価指数: *(2 月)*

総合: *101.7 (+0.5% 前月比, +0.1% 前年比)*

コア: *101.3 (+0.2% 前月比, -0.1% 前年比)*

製造業部門別投入・産出物価指数: *(1 月)*

投入物価: *-7.5% 前年比* 産出物価: *-3.6% 前年比*

2/24:

景気動向指数: *(12 月 改訂値)*

先行: *(102.1, -1.1 前月差)*

一致: *(110.9, -1.0 前月差)*

遅行: *(115.6, 0.0 前月差)*

企業向けサービス価格指数: *(1 月)*

総合指数: *102.5 (-0.6% 前月比, +0.2% 前年比)*

2/23:

毎月勤労統計: *(12 月確報値)*

現金給与総額: *0.0% 前年比* 総実労働時間:*-0.2% 前年比*

2/19:

産業活動指数: (12 月)

全産業:101.4(-0.9% 前月比) 建設業:104.8(-2.1% 前月比)

2/18:

貿易統計: (通関ベース:1 月)

貿易収支: -6,459 億円 (+679.5% 前月比, -45.0% 前年比)

輸出: (+0.6% 前月比, -12.9% 前年比)

輸入: (-1.1% 前月比, -18.0% 前年比)

2/17:

民間コア機械受注: 8,066 億円 (12 月 前月比+4.2%)

建設総合統計: (12 月)

民間建築：非居住: (7,782 億円, +5.5% 前年比)

公共工事: (2 兆 1,604 億円, -7.8% 前年比)

2/15:

鉱工業指数: (12 月 確報値)

生産能力指数: 95.2, -0.1% 前年比

稼働率指数: 97.6, -1.0% 前月比

第 3 次産業活動指数: (12 月)

第 3 次産業: 102.6 (-0.6% 前月比)

公共工事請負: (1 月)

件数: (13,666 件, -9.9% 前年比)

金額: (6,535 億円, -2.6% 前年比)

2/12:

消費総合指数: 105.6 (12 月 前月比+0.1%)

2/10:

国内企業物価指数: (1 月)

企業物価: 100.1 (-0.9% 前月比, -3.1% 前年比)

輸出物価: 105.4 (-2.7% 前月比, -6.9% 前年比)

輸入物価: 99.9 (-5.3% 前月比, -17.8% 前年比)

2/8:

毎月勤労統計: (12 月速報値)

現金給与総額: +0.1% 前年比 総実労働時間: -0.1% 前年比

情報サービス業売上高: (12 月 +0.2% 前年比)

景気ウォッチャー調査: (1 月)

現状判断 DI: (46.6, -2.1 前月差)

先行き判断 DI: (49.5, +1.3 前月差)

国際収支: (12 月)

経常収支: 9,607 億円

(+14.9% 前月比, +325.2% 前年比)

輸出: (-4.7% 前月比, -11.8% 前年比)

輸入: (-4.5% 前月比, -18.9% 前年比)

2/5:

景気動向指数: (12 月 速報値)

先行: (102.0, -1.2 前月差)

一致: (111.2, -0.7 前月差)

遅行: (115.6, 0.0 前月差)

2/3:

消費者態度指数: 42.5 (1 月, -0.2 前月差)

2/2:

食糧安定供給: (1 月 173 億円, +110 億円 前年比)

2/1:

新車販売台数: (1 月 328,994 台 -4.4% 前年比)

1/29:

鉱工業指数: (12 月速報値)

生産: 96.5 (-1.4%前月比)

出荷: 94.8 (-1.7% 前月比)

在庫: 112.3 (+0.4% 前月比)

労働力調査: (12 月)

就業者数: 6403 万人, +45 万人 前月比

失業者数:222 万人, +5 万人 前月比

失業率: 3.3%, 0.0%ポイント 前月比

一般職業紹介状況: (12 月)

有効求人倍率: 1.27, +0.02 ポイント 前月比

家計調査報告: (12 月 2 人以上世帯:消費支出)

名目:+0.9% 前月比, -4.2% 前年比

実質:+1.0% 前月比, -4.4% 前年比

新設住宅着工: (12 月)

新設住宅着工数: (-2.2% 前月比, -1.3% 前年比)

工事費予定額: (-5.1% 前月比, -2.2% 前年比)

CQM（超短期経済予測モデル）

米国経済（月次）予測（2016 年 2 月）

内容に関するお問い合わせは下記まで
e-mail:inada-y@apir.or.jp

ポイント

●成長率・インフレ予測の動態

▶今週のCQMは2015年10-12月期のGDPの改定値とそれに対応する1月までの個人所得・消費支出のみを更新した。それ故、今週のCQM予測に使われた月次経済指標は前週と同じである。

▶2015年10-12月期の実質GDP伸び率が速報値の0.7%から1.0%へ上方に改定された（図表1）。しかし、経済状況を所得サイドから見るべき実質GDIの発表は来月に持ち越された。

▶図表2に見るように、所得サイドの実質GDPは堅調な上昇トレンドを形成しており、今期（1-3月期）の成長率が3.2%と予測されている。

▶支出サイドからの実質GDPも過去2週間上方に修正され2.3%の成長率にまでなっている（図表2）。

▶実質最終需要１、２も共に堅調な上昇トレンドを形成し、今期の成長率としてそれぞれ3.1%、2.7%と予測されている（図表2）。

▶市場が懸念しているように、米経済がリセッション陥るような可能性は非常に小さい。

●2016年大統領選動向（２月）

▶Super Tuesdayを前にNH、SC、NVの3州を圧勝したTrumpのモメンタムはすごく、今や彼はuntouchableのように思える。

▶Trumpのモメンタムを阻止するために、CruzとRubioはタッグチームを組み、第10回目の討論会でTrumpを完全な敗者とした。しかし、Super Tuesdayの選挙に影響を及ぼすには遅すぎた感もある。

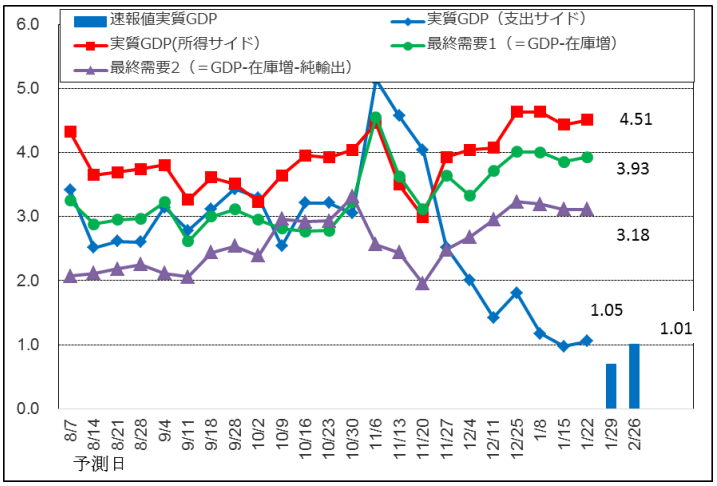
▶3月の選挙の中で、Trumpがテキサス州でCruzを破り、フロリダ州でRubioを破ればgame overとなる。Trumpの敵はtax returnの開示となる。

▶3月に行われる多くの州での選挙で、Cruzはともかく Rubioは生き残るだろう。今年は1976年以来のcontested GOP conventionになる可能性が高い。

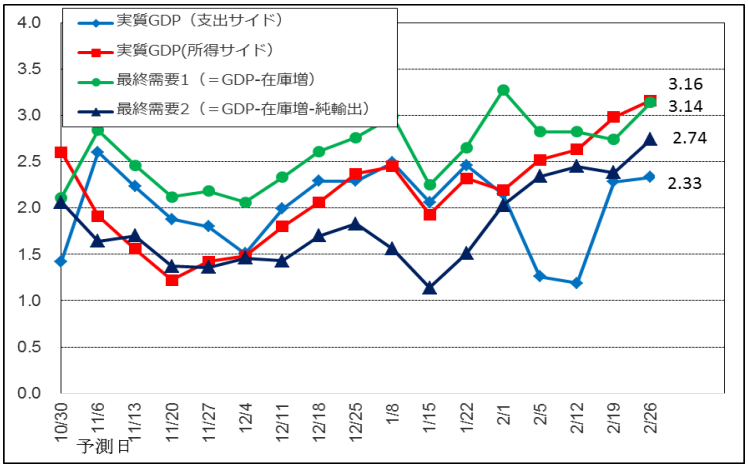
▶Hillary は Sanders に対して IA での僅差の勝利、NH での大敗で非常にプレッシャーのかかった NV、SC での戦いとなったが、NV を拾い、SC の大勝で民主党大統領候補者の指名を Hillary は獲得したとみてよい。

▶今後の彼女の敵は FBI のみになったと言える。

図表１： 実質 GDP、実質最終需要、(%, saar)
2015 年 10-12 月期



図表２： 実質 GDP、実質最終需要、(%, saar)
2016 年 1-3 月期



2016 年大統領選挙動向（2 月）：当初と予想外の展開になっている大統領選

表 1 は 2 月中に行われた Iowa(IA、 1 日)と Nevada(NV、20 日民主党、23 日共和党)のコーカス、New Hampshire (NH、9 日)と South Carolina (SC、27 日民主党、20 日共和党)のプライマリーの選挙結果である。

8 ヶ月前に誰が本命 Bush の Super Tuesday 前の辞退を予想しただろうか？NH のプライマリーで 3 位に入り、SC での復活を目指していた Bush だったが、7.8%の支持率の 4 位で Cruz の 3 位（22.3%）にも大きく離され選挙戦からの脱落となった。Bush が敗北宣言において、声を詰まらせながら、勝者を祝うと言うものの、勝者の名前に触れなかったことは、如何に彼が悔しかったかを物語っている。当初は Trump にしても、有権者が entertainment value から集まっても、最終的に彼に投票することはないと言うものだった。74 歳の社会主義者 Sanders がこれほど若者に支持され、Hillary を脅かすと誰が予想しただろうか？

	表1：2月のコーカス(C)・プライマリー(P)結果 (%)					
		Hillary	Sanders	Trump	Rubio	Cruz
2/1	IA (C)	49.9	49.6	24.3	23.1	27.6
2/9	NH (P)	38.0	60.4	35.3	10.6	11.7
2/20 (27)	SC (P)	73.5	26.0	32.5	22.5	22.3
2/23	NV (C)	52.6	47.3	45.9	23.9	21.4

民主党：鍵を握るマイノリティーの若者の支持率

Coin toss により IA で Sanders に僅差で勝利した Hillary は NH で Sanders に予期せぬ大敗を期した。それ故、Hillary が NV で続いて負ければ、選挙戦辞退への圧力も彼女にかかっていた。Hillary は IA では外交政策の業績をハイライトする作戦をとったが、NV では経済に焦点をあてる戦略変更を行い、期待したような大差の勝利ではなかったが、Hillary には取りあえず安堵した勝利となった。しかし、この勝利の立役者は NV の地元では Prince Harry と呼ばれる Reid 上院議員（民主党副院内総務）であり、彼は地元のカジノ組合、レストランなどの企業経営者達へ電話攻勢をかけ、彼らの従業員をコーカスに参加させよと号令を出したのである。

NV の勝利で Hillary にモメンタムが生まれ、指名獲得の道が開けた。しかし彼女にとっての懸念は IA、NH で若い白人有権者が Sanders のもとに詰めかけたように、今後どの程度の若者が Sanders 支援をするかである。特に、黒人の若者がどれだけ Sanders 支持に移るかである。Sanders 陣営は 35%の黒人の若者からの支持を狙っている。その 1 つのテストが SC プライマリーであった。しかし、SC における Hillary の圧勝により、Hillary の敵は FBI のみになったと言える。

共和党: モメンタムのついた Trump を誰が止めることができるか？

表 1 に見るように、Trump は最初の IA で 1 位になれなかったもののその後の NH、SC、NV では圧勝である。SC の投票前にはローマ法王からメキシコとの間に“Bridge”ではなく“Wall”を作るのはキリスト教徒ではないと言われたのに対して、法王が彼の宗教心を疑うとは“disgraceful”と Trump が反論しても、彼の場合は投票率には全く影響がなかった。次の NV では Rubio と Cruz の合計した支持率（45.3%）を上回る支持率（45.9%）を Trump は獲得し、彼の支持率の 35%上限説を簡単に崩した。

25 日の 10 回目の討論会で、Cruz と Rubio がタッグチームを作り Trump の攻撃を行った。Trump の Obama ケアーに対する代替案のなさ、同盟国のイスラエルと negotiate とすると言うなどの外交への無知、Trump 自身の不法移民労働者の雇用、Trump 大学の経営の不明瞭さなどが指摘され完全に Trump の敗北となった。討論会の裏話では、Rubio と Cruz は討論に出る前に握手を交わし、討論会の休憩時間にも握手をしていたと伝えられている。問題はこのような Trump 攻撃が遅すぎたのではということだ。

- “Dirty Tricks”に走った Cruz

SC は Evangelical Christians の多い州であり、Cruz に有利と思われていたが、Trump の予想外に大きな勝利となり、Cruz は僅かとはいえ Rubio にも負けた。Cruz のスタッフが IA コーカスの時に Carson 辞退のデマを流したり、SC で Cruz が Rubio に僅差で負けた翌日に Rubio が聖書に対して“all the answers in it”と言ったにも関わらず”Got a good book there、not many answers in it”と言っている偽りのビデオを流すなど、今の Cruz には“Dirty Tricks”のレッテルが張られている。Cruz は自らの愚かな失策から共和党議員仲間からの endorsement を得ることがほとんど不可能となった。

-早くどこかの州で勝ち、two-man race にする必要のある Rubio

Bush の脱落から Rubio は Bob Dole, Orrin Hatch, Asa Hutchinson などの大物共和党議員から endorsement を得ている。Hutchinson は “The more I've watched this election unfold, the more I've come to see that Marco Rubio is the only candidate who can unite our nation the way Ronald Reagan once did."と言っている。

共和党重鎮は Trump の勢いを止めるのは Rubio しかないと焦り始めたともいえる。Rubio は SC のプライマリーで SC 知事の Nikki Haley（副大統領候補）の endorsement を得たが、Trump に大きく差をつけられ、Cruz にわずかに差をつける 2 位となった。潮目が Rubio に変化している今、Rubio はまずどこかの州でできるだけ早く 1 位になり勝利宣言をする必要があり、そしてモメンタムを作りだす必要がある。

- 今や Trump にとっての最大の難関は Tax Return

もしも、Trump が 3 月 1 日の Texas のプライマリーで Cruz を破り、15 日の Florida のプライマリーで Rubio を破れば、Game over となる。しかし、Trump の最大の難関は Tax Return の開示であろう。2012 年に民主党からの Tax Return の件で執拗に責められた Mitt Romney は有権者の知る権利として Trump、Rubio、Cruz に Tax return の開示を求めている。これまでの Trump 攻撃は彼が真の conservativeness に欠けているとか人格に問題があると言うものだった。しかし、もともと候補者の conservative orthodoxy や人徳に関心のある有権者は最初から彼を支持してはいない。今の Trump の支持者は Washington への怒りを持ち、単に勝者を望んでいるだけである。それ故、もしも Trump の Tax return が不明朗なものならば、それは彼にとって大きな打撃となる。Texas と Florida で Cruz と Rubio がそれぞれ勝ち、Trump が tax return の問題を長引かせれば、1976 年の Gerald Ford と Ronald Reagan の決選以来の Contested GOP convention になる可能性が非常に高い。

2 月の主要経済指標

2/26:

GDP (2015Q4: 改定値)

実質: 1.01%

名目: 1.97%

GDP インプリシット価格デフレーター: 0.95%

個人所得 (1 月: 0.5%)

賃金・俸給: 0.6%

個人消費支出 (PCE) : 0.4%

貯蓄率 : 5.2%

ミシガン大学消費者センチメント

総合: 2 月: 91.7, 1 月: 92.0, 12 月: 92.6, 11 月: 91.3

現在: 2 月: 106.8, 1 月: 106.4, 11 月: 108.1

期待: 2 月: 81.9, 1 月: 82.7, 12 月: 82.7

2 /25:

失業保険新規申請件数 (2/20, 272,000)

耐久財受注 (1 月) (速報値)

出荷: 1.9%

コンピューター・電子製品: -0.5%

輸送機器: 5.7%

非軍事資本財 (航空機を除く) : -0.4%

カンザス・シティー連銀製造業調査: (2 月: -12, 1 月: -9)

2/24:

新築住宅販売件数 (1 月: 0.494 mil., -9.2%)

2/23:

中古住宅販売件数 (1 月: 5.47 mil., 0.4%)

コンファレンスボード消費者コンフィデンス

総合: 2 月: 92.2, 1 月: 97.8, 12 月: 96.3, 11 月: 92.6

現在: 2 月: 112.1, 1 月: 116.6, 12 月: 116.4, 11 月: 110.9

期待: 2 月: 78.9, 1 月: 85.3, 12 月: 83.0, 11 月: 80.4

2 /19:

消費者物価指数 (1 月: 0.0%)

コア: 0.3%

2 /18:

フィラデルフィア連銀製造業調査: (2 月: -2.8, 1 月: -3.5)

コンファレンスボード景気指数 (1 月)

総合指数: -0.2%

一致指数: 0.3%

遅行指数: 0.1%

2 /17:

生産者物価指数 (1 月)

最終需要: 0.1%

財: -0.7%

サービス: 0.5%

住宅着工件数 (1 月: 1.099 mil., -3.8%)

認可件数(1.202 mil., -0.2%)

鉱工業業生産指数 (1 月: 0.9%, 12 月: -0.7%)

2 /16:

NAHB 住宅市場指数 (2 月: 58, 1 月: 61, 12 月: 60)

NY 製造業調査 (2 月: -16.6, 1 月: -19.4, 12 月: -6.2)

2 /12:

小売販売 (フードサービスを含む) (1 月: 0.2%)

自動車を除く: 0.2%

自動車・部品ディーラー: 0.6%

企業在庫 (12 月: 0.15%)

製造業: 0.15%

小売業: 0.43%

卸売業: -0.14%

輸入価格 (nsa): (1 月: -1.1%)

輸出価格 (nsa): (1 月: -0.8%)

2 /10:

連邦政府財政収支 (1 月: $55.2 bn.)

歳入: $313.6 bn.

歳出: $258.4 bn.

2 /8:

労働市場状況指数 (1 月: 0.4, 12 月: 2.3)

2 /5:

非農業雇用増 (1 月: 151K)

財製造業 (40K)

サービス業 (118K)

政府 (-7K)

失業率: 4.9%

平均時間当たり所得: $25.39 (0.5%)

平均週当たり労働時間: 34.6 時間 (0.3%)

消費者信用増 (12 月: $21.3 bn.)

回転: $5.8 bn.

非回転: $15.4 bn.

貿易収支 (12 月: -$43.4 bn.)

輸出: -0.3%

輸入: 0.3%

2 /3:

非製造業指数: 1 月: 53.5, 12 月: 55.8, 11 月: 56.6

2/2:

自動車販売 (1 月: 17.6 mil., 12 月: 17.3 mil., 11 月: 18.2 mil.)

ISM-NY レポート (1 月: 54.6, 12 月: 62.0, 11 月: 60.7)

2/1:

建設支出 (12 月: 0.1%)

民間住宅: 0.9%

民間非住宅: -2.17%.

公的: 1.9%

ISM 製造業指数(1 月: 48.2, 12 月: 48.0, 11 月: 48.4)

・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