



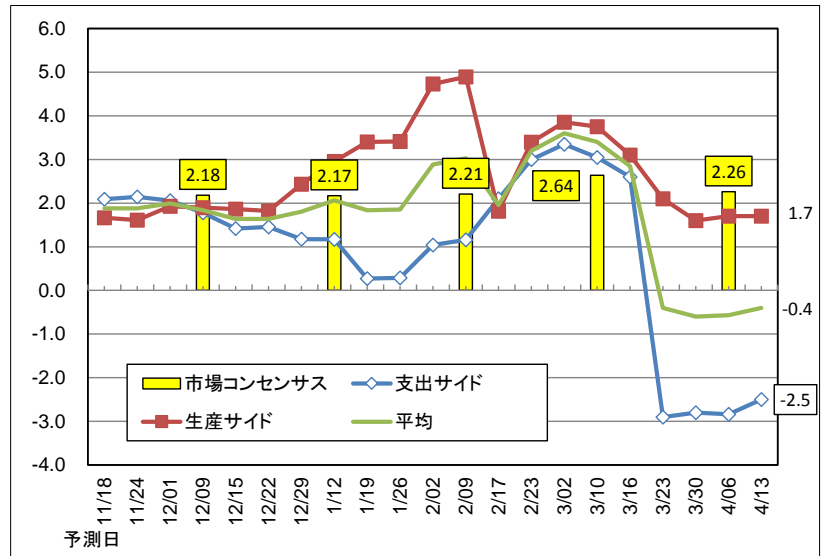
CQM (超短期経済予測モデル)

# 日本経済 (週次) 予測 (2015年4月13日) 稲田義久 (APIR 数量経済分析センター長)

## ポイント

- ▶ 今週の予測で更新されたデータは、民間住宅、公的固定資本形成、純輸出及びデフレータの予測に影響を与える。
- ▶ 2月の一致指数の結果から、内閣府は景気の基調判断を3カ月連続で改善とした。
- ▶ 3月の景気ウォッチャーの景況感は改善を示している。うち、家計の先行き景況感が改善してきている一方で、企業の景況感は力強さを欠き先行きの見通しは慎重である。
- ▶ 今週のCQM(支出サイド)は、1-3月期の実質 GDP 成長率を前期比年率-2.5%と予測。先週の予測から幾分上方修正された。
- ▶ CQM 予測と市場コンセンサス予測は大きく乖離。両者のギャップが収束するかどうかは、今週発表される2月の消費総合指数と3月の貿易統計の動向が決定的となる。

**CQM 予測の動態：実質 GDP 成長率**  
**2015年1-3月期 (%、前期比年率換算)**



### ＜家計と企業の景況感にねじれ、1-3月期の景気回復は緩やかにとどまる＞

今回更新されたデータは、3月の景気ウォッチャー調査、2月の景気動向指数、国際収支状況及び1月の建設工事費デフレータである。これらのデータは民間住宅、公的固定資本形成、純輸出及びデフレータの予測に影響を与える。

2月の(景気動向)一致指数は前月比2.8ポイント下降し、3カ月ぶりの下降。景気の基調を判断するための、一致指数の3カ月移動平均は前月から0.34ポイント上昇し、6カ月連続の上昇となった。景気トレンドは改善傾向とし、内閣府は景気の基調判断を3カ月連続で「改善を示している」とした。

3月の景気ウォッチャー現状判断DIは前月比+2.1ポイント上昇した。先行き判断DIも同+0.2ポイント上昇し、ともに4カ月連続の改善となった。景況感は改善を示しているといえよう。ただ、先行き判断DIのサブ・インデックスをみれば、家計関連DIは4カ月連続で上昇。また雇用DIも4カ月連続で上昇した。ガソリン価格の下落や今春の賃上げ期待で家計では先行きの景況感が改善してきている。一方、企業動向関連DIは5カ月ぶりに悪化した。企業の景況感は力強さを欠き先行きの見通しは慎重である。

2月の経常収支は1兆4,401億円と8カ月連続の黒字となり、前年同月比+140.5%拡大した。貿易・サービス収支の赤字幅が縮小し、第一次所得収支の黒字幅が拡大したためである。季節調整値の経常収支は11カ月連続の黒字だが、前月比-43.0%縮小した(3カ月ぶりのマイナス)。結果、1-2月平均経常収支は10-12月平均比-0.4%減少した。交易条件が一層改善していることから、実質純輸出は前期から悪化している可能性が高い。

今週(4/13)の超短期モデル(支出サイド)は、1-3月期の実質 GDP 成長率を前期比-0.6%、同年率-2.5%と予測。先週の予測(-2.8%)から幾分上方修正された。1-3月期の内需は横ばい(前期比0.0%)、純輸出は大幅縮小する(同-0.6%)ためである。

図表に見るように1-3月期成長率について、超短期予測(支出サイド)と市場コンセンサス予測は大きく乖離している。両者のギャップが収束するかどうかは、今週発表される2月の消費総合指数と22日に発表される3月の貿易統計の動向が決定的となる。



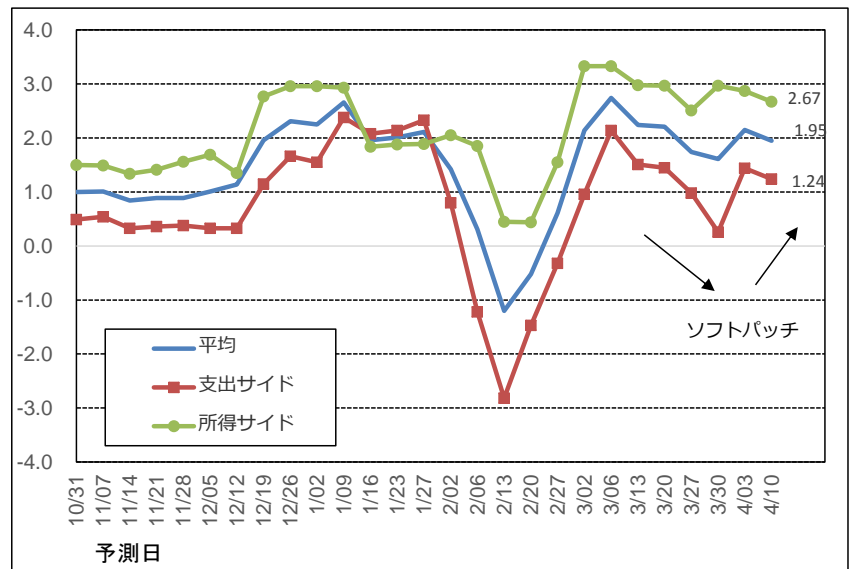
CQM (超短期経済予測モデル)

# 米国経済 (週次) 予測 (2015年4月10日)

## ポイント

- ▶市場の1-3月期の経済成長率の予測は約1%程度とCQMの支出サイドからの予測(1.24%)と近い(図表)。
- ▶しかし、所得サイドからみた景気は支出サイドほど大きく低下はしておらず、支出サイドから景気を見るほど悲観的になる必要はない。図表に見るように、今の景気の落ち込みがソフトパッチである可能性が高い。
- ▶景気のスローダウンから6月のFOMCミーティングにおける政策金利引き上げの可能性が低くなった。
- ▶今もって、金融政策の考え方に連銀エコノミスト達の間で大きな隔たりがある。やはり経済学は“Dismal Science”である。

CQM 予測の動態 : 実質 GDP 成長率  
2015年1-3月期(%, 前期比年率換算)



### <1-3月期の景気のスローダウンはソフトパッチの可能性が高い>

4月10日のCQMは3月の輸出入価格のみを更新した。CQM予測は15年1-3月期実質GDP成長率(前期比年率)を支出サイドで1.44%から1.24%へ、所得サイドでは2.87%から2.67%へそれぞれ下方修正した。両サイドの平均は2.15%から1.95%へ下方修正され、連銀の言う moderate growth と同じ程度になっている。

市場による15年1-3月期実質GDP成長率の予想値は現在1.0%程度とCQMの支出サイドからの予測値(1.24%)と近い。この景気のスローダウンがソフトパッチと言われるような単に一時的なものに終わるのか、持続的なものになるかは市場ばかりか、金融政策者にとっても重要である。図表に見るように、3月に入り支出・所得両サイドから景気のスローダウンが見られる。特に、支出サイドでは3月30日のCQM予測において経済成長率が0.26%にまで低下した。しかし、過去2週間のCQM予測では1.0%-1.5%にまで上方修正された。一方、所得サイドからの実質GDP予測は緩やかな下降トレンドを形成しているが、大きく落ち込む様子はなく、今週のCQMでは2.67%と支出サイドに比べかなり高い成長率が予測されている。真の経済成長率は支出・所得両サイドの実質GDPの何処か中間にあると想定することは理にかなっており、両サイドからの平均実質GDP伸び率をみると約2%程度になっている。すなわち、支出サイドから景気を見るほど、景気に悲観的になる必要はない。更に、図表に見るよう1-3月期の景気のスローダウンがソフトパッチである可能性が高い。

最近の景気のスローダウンから6月のFOMCミーティングにおける政策金利引き上げの実施が延期される可能性が高まっている。今週、Jerome H. Powell 連銀理事は“Remarks on Monetary Policy”の講演において、“現在の低いインフレ率のもとでも金融政策の正常化を始めてよい”と早期の政策金利引き上げに前向きである。彼は“金融政策の効果が出るまでには、長い時間的ラグがあることから、連銀の目標が見えるまで金融政策の正常化を待つ必要はない”と付け加える。一方、Narayana Kocherlakota ミネアポリス連銀総裁は“we can do better”の講演の中で、“労働市場が2006年の水準にまで回復するように、2014年の労働市場の回復を少なくとも後3年は続ける必要がある”と言う。彼は“2015年内のフェデラルファンドレートの引き上げは金融政策の失敗”と信じている。このように、今の時点においても連銀エコノミストの間で、金融政策に関してこれほどの意見の相違があるのだから、経済学はやはり“Dismal Science”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](mailto:contact@apir.or.jp) 06-6485-7690