



CQM (超短期経済予測モデル)

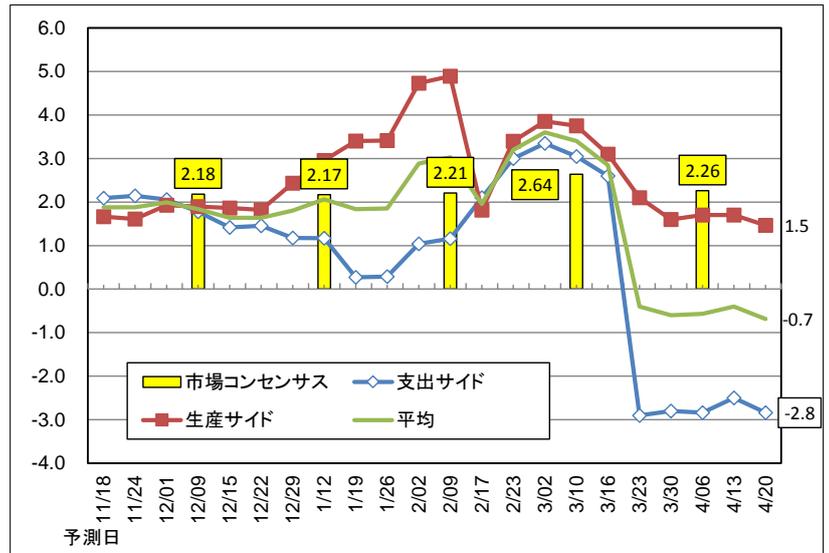
日本経済 (週次) 予測 (2015年4月20日)

稲田義久 (APIR 数量経済分析センター長)

ポイント

- ▶ 今週の予測では、1-3 月期 GDP 予測のための基礎月次データの 2/3 程度が更新された。
- ▶ 2 月の消費総合指数は 2 カ月連続の前月比マイナス。結果、1-3 月期の実質民間最終消費支出の予測値は前期比ほぼ横ばいである。
- ▶ 2 月の資本財出荷指数(確報値)とコア機械受注が更新された結果、1-3 月期の実質民間企業設備の予測値は先週から下方修正。
- ▶ 2 月の公共工事は 4 カ月連続の前月比マイナス。結果、1-3 月期の実質公的固定資本形成の予測値は先週から下方修正された。
- ▶ 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-2.8%と予測。
- ▶ 1-3 月期の国内需要はほぼ横ばいと見込まれる。大幅マイナス寄与の純輸出がどこまで回復するかは 3 月貿易統計の結果が決定的。

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 月期弱い国内需要、景気回復は純輸出が鍵>

今回更新されたデータは、3 月の国内企業物価指数、輸出入物価指数、2 月の鉱工業指数(確報値)、毎月勤労統計(確報値)、消費総合指数、情報サービス業売上高、機械受注統計及び建設総合統計である。これらは、民間最終消費支出、民間企業設備、公的固定資本形成、純輸出、雇用者報酬及び主要デフレータの予測値に影響を与える。

2 月の消費総合指数は前月比-0.1%低下した。2 カ月連続のマイナス。消費の水準は 2013 年平均(100)からいまだ 1.9 ポイント低いことに注意。1-2 月平均は 10-12 月平均比-0.1%と幾分低い。結果、1-3 月期の実質民間最終消費支出の予測値は先週からほとんど変化なし(前期比-0.1%→同-0.0%)。期待されていた 1-3 月期の民間消費は前期比ほぼ横ばいである。

2 月の資本財出荷指数(確報値)は前月比-8.9%と大幅低下。2 カ月ぶりのマイナスとなり、速報値から下方修正された。2 月のコア機械受注は前月比-0.4%減少し、2 カ月連続のマイナス。2 月の実績は事前予測を下回った。結果、1-3 月期の実質民間企業設備の予測値は先週から下方修正された(前期比+0.5%→同-0.4%)。

2 月の公共工事は 37 カ月連続の前年比プラスだが、+0.2%の微増にとどまった。季節調整値(筆者推計)は前月比-3.6%減少し 4 カ月連続のマイナス。結果、1-2 月平均は 10-12 月平均比-4.8%減少した。実績は事前予測を下回ったため、1-3 月期の実質公的固定資本形成の予測値は先週から下方修正された(前期比-2.1%→同-3.8%)。

今週(4/20)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-0.7%、同年率-2.8%と予測。先週の予測(-2.5%)から幾分下方修正。1-3 月期の内需は小幅縮小し(前期比-0.1%)、純輸出は大幅縮小する(同-0.6%)ためである。

1-3 月期の GDP 予測のための基礎月次データが 2/3 程度でそろった段階で、国内需要は前期比ほぼ横ばいと見込まれる。大幅マイナス寄与の純輸出がどこまで回復するかは 22 日に発表される 3 月の貿易統計の結果が決定的となろう。



CQM (超短期経済予測モデル)

米国経済 (週次) 予測 (2015年4月17日)

ポイント

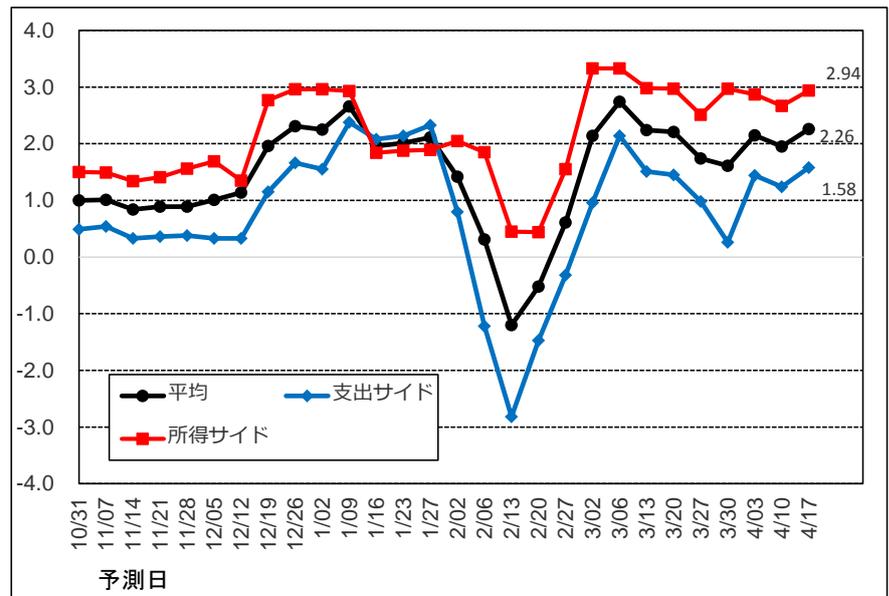
▶市場の1-3月期の経済成長率(速報値)の予測は1%程度だが、CQMは支出サイドからの予測値(1.5%程度)に近いと考えている(図表)。

▶図表にみるように、1-3月期の景気のスローダウンがソフトパッチと連銀エコノミストが認めるようになれば、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も排除できなくなる。

▶Bernanke 前連銀議長はフェデラルファンドレートからレポレートに変わる金融政策を何故か主張し始めた。

▶彼は、連銀のバランスシートのポートフォリオ拡大・維持することを唱え、徐々に縮小していく考えのYellen 連銀議長と反対の考え方を示した。

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)



<Bernanke前連銀議長に水をさされたYellen連銀議長の出口戦略>

4月17日のCQMは2月の企業在庫、3月の連邦政府支出、生産者物価指数、小売販売、鉱工業生産指数、住宅着工件数、消費者物価指数を更新した。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1.24%から1.58%へ、所得サイドでは2.67%から2.94%へそれぞれ上方修正した。両サイドの平均は1.95%から2.26%へ上方修正され、連銀の言う moderate growth と同じ程度になっている。図表に見るように、米経済は1-3月期にソフトパッチの状況にあった可能性が高い。4月29日に1-3月期の経済成長率(速報値)が発表されるが、CQMは支出サイドからの予測値の1.5%程度と考えている。これは市場のコンセンサス(1.0%)より幾分高い。GDP作成の基礎統計が充実してくる改定値(5/29発表)、確報値(6/24発表)の経済成長率は支出・所得両サイドからの実質GDPの平均値の伸び率の2%程度になると思われる。それ故、CQMは6月のFOMCミーティングにおける政策金利引き上げ決定の可能性を排除していない。

今週も多くの連銀エコノミスト達が金融正常化の時期についてそれぞれの意見を述べている。しかし、Narayana Kocherlakota ミネアポリス連銀総裁、Eric Rosengren ボストン連銀総裁など少数を除いて、少なくとも年内の金融政策の正常化への着手には連銀エコノミスト達のあいだで合意があると考えてよい。Janet Yellen 連銀議長が1年かけて連銀エコノミスト達をここまでまとめてきたともいえる。しかし、今週思わぬ発言がBen Bernanke 前連銀議長からなされた。彼は、フェデラルファンド市場は小さく、特異なことからフェデラルファンドレートの変更による金融政策を連銀は放棄すべきと言い始めた。彼はフェデラルファンドレートに変わる新しいインストルメントとしてレポレートやマネーマーケットレートの使用を提唱し始めた。BernankeはNY連銀が今テストしているオーバーナイトリバースレポなどの新しいインストルメントを重視している。確かに、それらは短期金利のコントロールに強力かもしれないが、強力過ぎる可能性も否定できない。更に、Bernankeは連銀はバランスシートのポートフォリオを更に拡大することを主張し、2020年までにポートフォリオを徐々に縮小していくというYellenの戦略と反対な考え方を示している。何故、連銀議長がやっと金融政策の正常化に踏み出そうとする時に、前連銀議長が水をさすようなことをするのか理解できない。少なくとも、Bernanke自身も異常なゼロ金利政策には責任があるはずである。連銀の政策に批判的だったシカゴの\$250億ドルを運用するあるヘッジファンドのアドバイザーに彼がなったニュースも同時に入ってきた。

- ・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