



日本経済 (週次) 予測 (2015年5月11日)

ポイント

▶先週は統計の発表がほとんどなかった。このため、今週の超短期モデル(CQM:支出サイド)予測は先週から変化なし。そこで今週は日銀『4月展望レポート』を検討した。

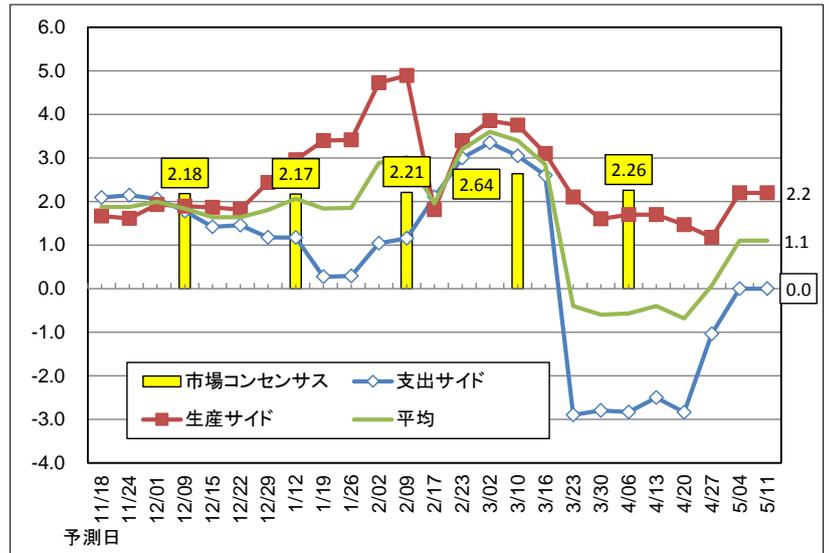
▶実質 GDP 成長率についてみると、15年度は市場コンセンサスが日銀より低め、16年度は高めである。

▶一方、インフレ率については、日銀は、15-16年度いずれも民間より高めに見ている。

▶このことは日銀が期待インフレ率の加速を16年度に見込んでいることになる。

▶この回復シナリオにダウンサイドリスクが高まってきた。毎勤によれば、4月以降期待されている賃金の加速は期待を下回る可能性が高くなってきた。賃上げ→消費拡大の好循環に疑問符がつき始めたといえよう。

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)



<日銀4月展望レポートのダウンサイドリスク>

先週はゴールデンウィークを含んだため発表された統計はほとんどない。結果、今週(5/11)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-0.0%、同年率-0.0%と予測。先週の予測から変化なし。

今週は4月30日に発表された日銀『4月展望レポート』を検討した。日銀政策委員の大勢見通しは、実質 GDP 成長率を2014年度-0.9%、15年度+2.0%、16年度+1.5%、17年度+0.2%と予測。1月見通しから下方修正。足下14年度成長率を日銀は-0.9%、市場コンセンサス(ESPフォーキャスト4月調査)は-1.0%、CQMは-1.2%と予測。日銀見通しは民間に比して楽観的。実質 GDP 成長率の市場コンセンサス予測は、15年度が+1.75%、16年度が+1.73%。15年度は日銀より低め、16年度は高めである。

一方、消費者物価のインフレ率見通しについては、日銀政策委員は、14年度+2.8%、15年度+0.8%、16年度+2.0%、17年度+3.2%と予測。市場コンセンサスは、14年度+2.83%、15年度+0.35%、16年度+1.23%。15-16年度いずれも日銀のほうが民間より高めに見ている。

日銀は16年度の経済成長率を市場コンセンサスより低めに、インフレ率を高めに見ている。日銀は期待インフレ率の加速を見込んでいることになる。この背景には4月以降に賃金上昇が加速する想定がある。しかし、今このシナリオにダウンサイドリスクが高まっている。4月3日に発表された2月の毎月勤労統計(確報値)によれば、14年平均の給与総額の伸びは前年比+0.4%と速報値(+0.8%)の段階から半減した。15年1月に調査事業所の抽出替えに伴い、指数や増減率が過去に遡って改訂されたことによるとされている(日本経済新聞2015年5月4日朝刊エコノフォーカス)。なお新聞記事では経済センサス2009年ベースから2012年ベースに移行した結果と読めるが、一部府県について確認したところ2009年ベースの統計に基づいてサンプル替えしたものとの回答があった。現在確認中である。いずれにせよサンプル替えによって平均賃金下がったのは事実である。今後4月以降期待されている賃金の加速は緩やかなものにとどまる可能性が高く、賃上げ→消費拡大の好循環に疑問符がつき始めたといえよう。

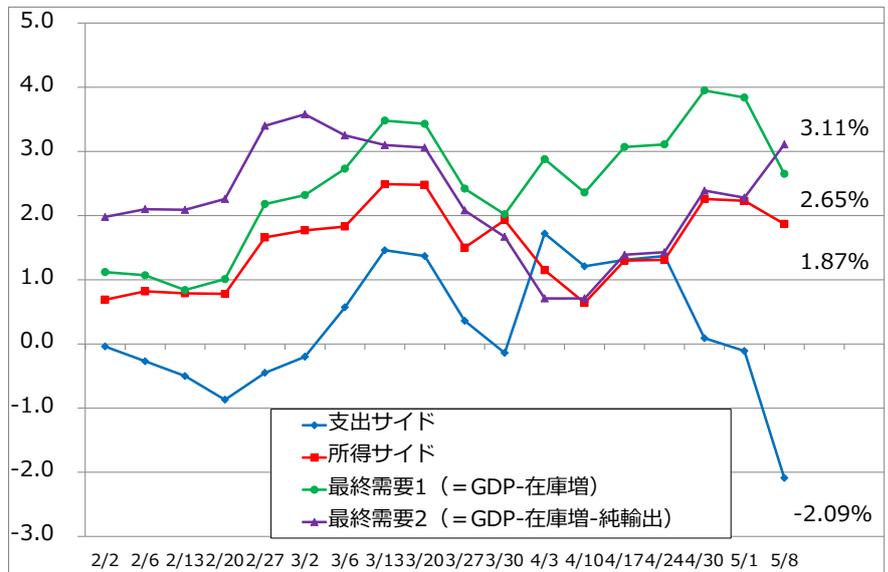


米国経済 (週次) 予測 (2015年5月8日)

ポイント

- ▶支出サイドからの実質 GDP が大きく下方に修正されているが、それ程懸念する必要はない (図表)。
- ▶2月の低い在庫、3月に急増した輸入が ARIMA 予測から、今期の在庫を過少に予測し、輸入を過大に予測している傾向がある。
- ▶おそらく、3月の急増した輸入は4月の在庫を増やし、西部湾岸労働争議合意の4月の輸入への影響は小さなものになる。
- ▶現状(4-6月期)の景気を判断するには、所得サイドからの実質 GDP、あるいは実質最終需要に注目するのがよい。今期の前者の伸び率は2%程度、後者の伸び率は3%程度となっている (図表)。
- ▶6月のFOMCミーティングにおける政策金利引き上げの決定を否定することはできない。

**CQM 予測の動態：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 2015年4-6月期 (%、前期比年率)**



<支出サイドからの実質GDPが大きく下方修正されたが、現状の景気は堅調と判断できる>

今週のCQM予測(5/8)は3月の貿易収支、製造業財出荷(確定値)、4月の雇用統計を更新した。注目された3月の輸入は、2015年1-3月期のGDP(速報値)を計算するにあたってBEAが仮定した6.6%(前月比)をも超える7.7%となった。3月の輸入の異常な伸びに関してBEAに問い合わせた。特に、西部湾岸労働争議解決の影響に関してはいくつかの主要な西部湾岸の荷積みのコンテナ状況を確認したとBEAの財貿易局チーフから返答を得た。

今週のCQMにおいて4月の実績値が更新されているのは雇用統計のみであり、企業在庫に関しては2月までの実績値が更新されているに過ぎない。それ故、2月の低い在庫、3月の非常に拡大した輸入が9月までのARIMA手法によるそれぞれの予測値に大きく影響を与えている。おそらく、在庫は過小評価、輸入は過大評価の可能性が高い。実際には3月の大幅な輸入は4月の在庫をかなり増加させるだろう。一方、4月の輸入は西部湾岸労働争議解決の影響を3月ほど大きく受けない。今週のCQMは今期の実質在庫増を\$208億ドルと前期より約\$900億ドル低く予想し、実質輸入の伸び率は前期の0.9%から10.3%にまで増加すると予測している。この結果、今週のCQM予測による4-6月期の経済成長率は在庫、輸入によりそれぞれ2.2%、1.3%低下している。それ故、景気の現状を正しく把握するには、所得サイドからの実質GDP、また実質最終需要をみるのが良い。図表に見るように、前者は2%程度、後者は3%程度の伸び率を示しており、現状の景気は悪くない。

インフレに関して、CQM予測はヘッドラインインフレ率の下降トレンドが3月中旬で上昇トレンドに転換したことを示している。今期のヘッドラインインフレ率は前年同期比で0.2%と連銀のインフレ目標を大きく下回っているが、前期比年率では1.8%にまで上昇している。インフレ・デフレで重要なのは、水準と同時に加速化である。それ故、連銀は今のインフレ状況を連銀目標から低すぎるなどの理由でゼロ金利政策の維持を主張するには無理がある。すなわち、今の実体景気とインフレ状況を見る限り、連銀が6月のFOMCミーティングにおける政策金利引き上げの決定を延期するとは限らない。

- ・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