



日本経済 (週次) 予測 (2015年5月25日)

ポイント

▶GDP1 次速報値によれば、1-3 月期実質 GDP 成長率は前期比年率+2.4%と 2 期連続のプラス。市場コンセンサスを上回る回復となった。

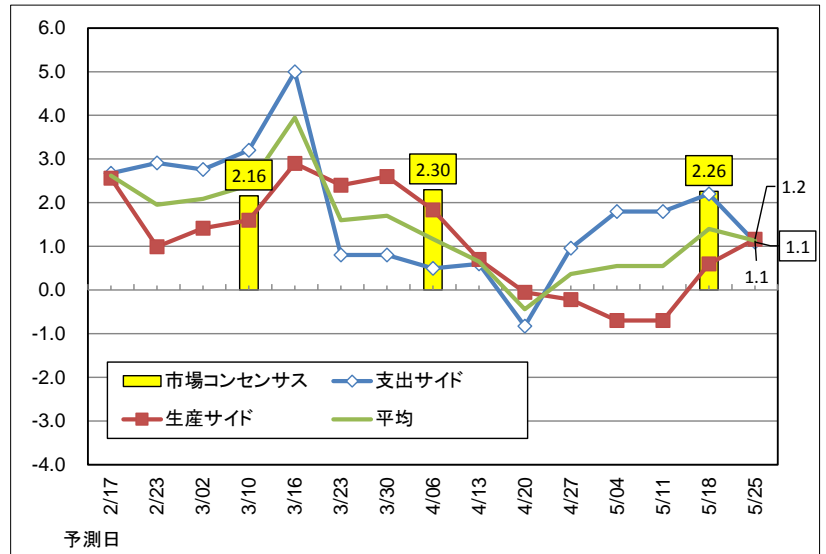
▶しかし、2014 年度でみると消費増税の影響が大きく実質成長率は-1.0%。前回増税時と比較して大きく下回った。

▶1-3 月期成長率の中身を見ると、内需は+3.0%ポイント増加し 2 期連続のプラス。一方、純輸出は-0.7%ポイントと 4 期ぶりのマイナスとなった。

▶注目すべきは、内需の寄与度の 2/3 が在庫投資であり、これによって成長率が高上げされているのは、あまりよい内容ではない。

▶今週の CQM(支出サイド)は、4-6 月期の実質 GDP 成長率を前期比年率+1.1%と予測。成長の中身は前期の成長パターンによく似ている。

CQM 予測の動態：実質 GDP 成長率
2015 年 4-6 月期 (%、前期比年率換算)



<1-3 月期実質 GDP 成長率は 2 期連続のプラスだが、中身に乏しい結果>

先週更新されたデータは、3月の月の鉱工業指数(確報値)、第3次産業活動指数、全産業活動指数、消費総合指数、景気動向指数(改訂値)、機械受注統計及び建設総合統計である。また5月20日に発表された1-3月期のGDP1次速報値を追加した。

GDP1次速報値によれば、1-3月期実質GDP成長率は前期比年率+2.4%(前期比+0.6%)と2期連続のプラス成長となった。市場コンセンサス(ESPフォーキャスト5月調査：+1.84%)を上回る回復となったが、2014年度でみると消費増税の影響が大きく実質成長率は-1.0%のマイナス成長。前回増税時(1997年度：+0.1%)と比較して大きく下回った。

1-3月期のCQM最終予測は、支出サイドが前期比年率+0.6%、生産サイドが同+2.7%、平均同+1.7%である。重視している支出サイドからの予測は実績から下振れ、生産サイド(主成分分析)からの予測は幾分実績から上振れた。

1-3月期実質GDP成長率の中身を見ると、内需は+3.0%ポイント増加し2期連続のプラスとなった。一方、純輸出は-0.7%ポイントと4期ぶりのマイナスとなった。いずれも年率寄与度ベース。内需の中で、民間最終消費支出は駆け込み需要反動減の影響が和らいで、小幅ながら3期連続のプラス成長(前期比+0.4%)となったが、寄与度は+0.9%ポイント(年率ベース)にとどまった。注目すべきは、実質民間在庫品増加が実質GDP成長率を+2.0%ポイント(年率ベース)引き上げたことである。3期ぶりの拡大である。内需の寄与度の2/3が在庫投資であり、これによって1-3月期の成長率が高上げされているのは、あまりよい内容ではない。1次速報値における在庫投資は仮置きに基づく推計値であり、2次速報値で修正される可能性が高い。在庫投資の寄与を除くと実質成長率は+0.4%程度とCQM支出サイドからの予測値に近づく。

今週のCQM(支出サイド)は、4-6月期の実質GDP成長率を前期比+0.3%、年率+1.1%と予測。先週の予測(+2.2%)から下方修正となった。4-6月期は内需が拡大するが(前期比+0.5%)、純輸出は小幅縮小(同-0.2%)する。成長の中身は1-3月期の成長パターンによく似ている。



米国経済 (週次) 予測 (2015年5月22日)

ポイント

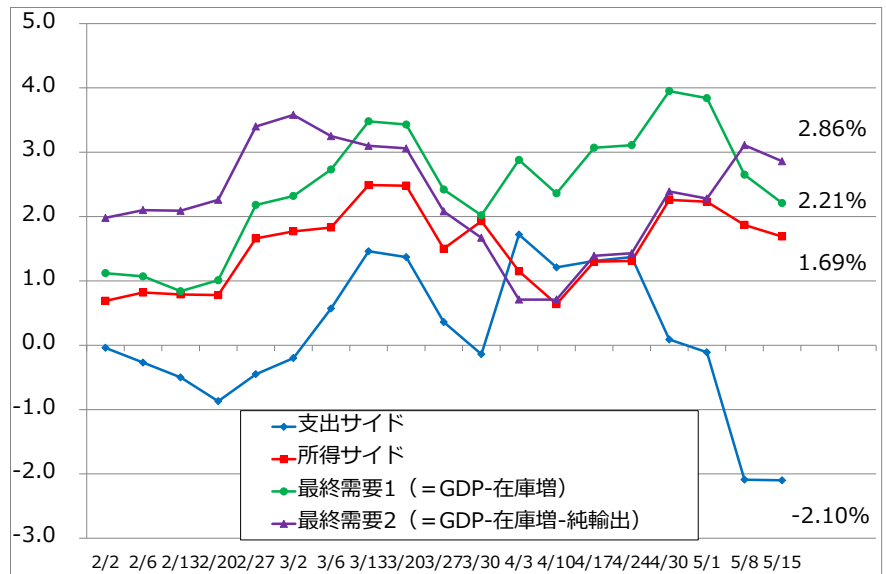
▶GDP に注目すると、前期にスローダウンした経済からの回復のモーメントがみられないが、最終需要からみれば今期の経済はそれほど悪くない (図表)。

▶在庫、輸出入に関しては実績値が3月までしかCQM予測に更新されていないことから、現状の景気判断には最終需要がGDPより適している。

▶Evans シカゴ連銀総裁は 2%インフレが 2018 年まで達せられないことを信じて、早期 (?) の金融政策の正常化に反対をしている。

▶一方、Williams サンフランシスコ連銀総裁は、次回、また次回にと FOMC ミーティングにおける政策金利引き上げを延期し、気が付けば金融政策の正常化を失敗していることを懸念している。

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 (前期比年率) , 2015 年 4-6 月期



<Charles Evansシカゴ連銀総裁 vs. John Williamsサンフランシスコ連銀総裁>

今週の CQM 予測 (5/22) は 4 月の住宅着工件数と消費者物価指数のみを更新した。図表にみるように景気判断を GDP に依存すれば、悪天候、港湾労働者争議などの特殊要因から 1-3 月期にスローダウンした経済からの回復のモーメントが見られない。しかし、実質最終需要から景気を判断すれば、“cautiously optimistic” と言うところだろう。今週の CQM では今期 (4-6 月期) の実質個人消費支出の伸び率を 1.3% と予測し、前期よりも低くなっているのが懸念される。しかし、家計はエネルギー価格の低下による節約を夏休みの休暇費用に蓄えていると考えられる。5月25日のメモリアルデーの連休が今後の消費を占める一つの鍵となる。

5月20日に4月のFOMCに関する議事録が公表されたが、6月の政策金利引き上げの可能性が小さいことが示唆されている。ゼロ金利政策の延長の代表者は Evans シカゴ連銀総裁であり、先週の Stockholm, Munich での講演“Exercising Caution in Normalizing Monetary Policy”において、インフレ率が 2018 年まで連銀の 2%目標に達しないと彼は信じ、それ以前の金融政策の正常化に反対をしている。彼は、かつて金融正常化への条件として 6.5%の失業率を threshold として導入し、また毎月の雇用増が 200,000 を超えることを条件として挙げた。しかし、これらが役立たなかったことは明らかであり、2 度あることは 3 度ある可能性が高い。市場経済における物価安定を考えれば、インフレ (デフレ) 率が前年比で 0%-2%の範囲にあり、前月比年率で 3% (-3%) を数か月超えなければ十分である。異常なゼロ金利政策は 2, 3 年のカンフル剤で十分であり、できるだけ早く金融政策を正常化しなければ資産バブルを形成し、所得分配を悪化させるだけである。連銀はゼロ金利政策に執着し、ビジネスサイクルを忘れていないであろうか？

今の労働市場をみれば、ゼロ金利政策を米経済が必要としないことは明らかである。金融政策が data-dependent なことを強調し、6月に政策金利を 25 ベースポイント引き上げても、実体経済への影響は本質的にほとんどない。金融政策の正常化への遅れを懸念してサンフランシスコ連銀の Williams 総裁が次のように言っているのは正しい：“I wait one meeting longer, two meetings longer . . . If I then decide to raise rates, I’m going to say ‘Uh oh, I am behind the curve,’ I’ve got to get going, I am going to have to move faster.”

- ・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