



CQM(超短期経済予測モデル)

# 日本経済(月次)予測(2012年6月)

稲田義久(APIR 研究統括)

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

▶5月のCQM予測の動態(図表1)が示すように、重視している支出サイドモデルによる4-6月期実質GDP成長率予測は明瞭な下方トレンドを示し、前期比年率2%を下回るまでになってきた。

▶最新のコンセンサス予測では、同期の成長率予測は+1.89%となっており、前回調査から0.3%ポイントの低下。これまでCQM予測が市場コンセンサスを上回っていたが、足下は逆に下回っている。

▶最新の予測(7/2)によれば、CQM(支出サイドモデル)は、4-6月期の実質GDP成長率を、内需は緩やかに拡大するが、純輸出は縮小するため同+1.3%と予測している。前月の見通しから3%ポイント程度的大幅下方修正。内需及び純輸出の見通しは先月からいずれも下方修正されている。

▶内需では公的固定資本形成の予測値は前月から大幅に下方修正。4月の公共投資(出来高ベース)は前年比3ヵ月連続のプラスだが、前年の水準が低いいため要注意。季節調整値は2ヵ月連続の前月比マイナスとなっている。

▶純輸出の縮小は、輸出の伸びが停滞していることが主因。5月の貿易収支(季節調整値)は15ヵ月連続の赤字となり、4-5月期の貿易赤字(四半期ベース)は前期比+19.9%高い水準である。4-6月期の貿易収支は厳しさを増している。

▶インフレの予測動態(図表2)をみると、CQMは4-6月期のGDPデフレーターを前期比-0.3%、一方、民間最終消費支出デフレーターを同-0.2%と予測。5月の消費者物価指数を更新した結果、いずれも前月から下方修正された。世界経済の急減速を織り込んで6月の国際商品価格は3ヵ月連続で下落。ガソリン価格の下落を反映して消費者のインフレ期待は低下している。

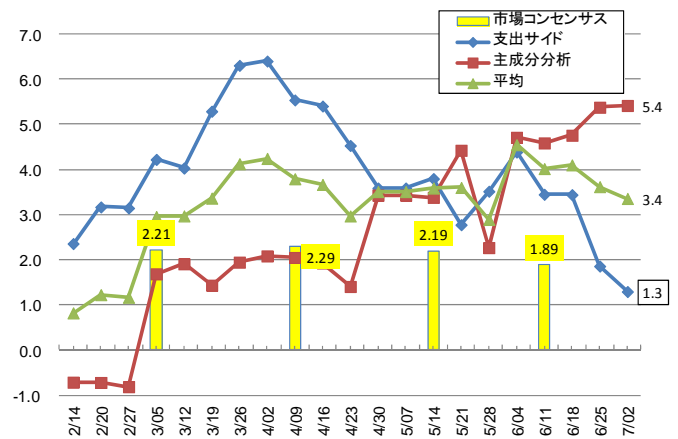
### ●夏場にかけての不安・安心材料

▶4つの景気下振れリスクを想定。海外要因としては、(1)欧州債務危機問題再燃と世界経済への伝播、(2)資源価格の再高騰。国内要因としては、(3)電力供給不足、(4)超円高を注視している。

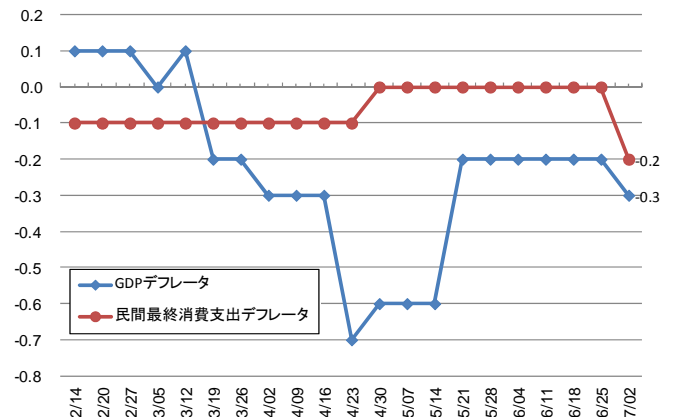
▶(1)について最悪は避けられたが、今後ダウンサイドリスクが高まる可能性が高い。5月の対EU貿易収支は経済の低迷を反映して1979年以来初めて貿易赤字に転じた。一方、(2)について、世界経済低迷を反映して6月の国際商品価格は3ヵ月連続で前月比下落しており、景気のアップサイド・リスクに転じる可能性がある。

▶(3)について、原発が一部再稼働したことと国際商品価格の下落により燃料輸入増加は限定的になることから、景気に対して、短期的には安心材料となろう。

図表1 CQM予測の動態：実質GDP成長率  
2012Q2(%, 前期比年率換算)



図表2 CQM予測の動態：インフレーション  
2012Q2(%, 前期比)



## ＜公共投資と純輸出の低迷により、4-6 月期実質 GDP 成長率予測は 1%台へ＞

### 【成長率予測の動態】

5 月の CQM 予測の動態(図表 1)が示すように、重視している支出サイドモデルによる 4-6 月期実質 GDP 成長率予測は明瞭な下方トレンドを示し、前期比年率 2%を下回るまでになってきた。

これに対して、市場コンセンサス(ESP フォーキャスト 6 月調査)では、同期の成長率予測は +1.89%となっており、前回調査(+2.19%)から 0.3%ポイントの低下となっている。これまで CQM 予測が市場コンセンサスを上回っていたが、6 月の見通しでは逆に下回っている。

先週末(6/29)には 4-6 月期の GDP を説明する基礎データのうち 5 月データのほとんどが更新された。5 月については鉱工業生産指数、労働力調査、家計調査報告、商業販売統計、建築着工統計調査、企業向けサービス価格指数、製造業部門投入産出物価指数、4 月については建設工事費デフレータが更新された。基礎データのうち 2/3 が更新されたため 4-6 月期の成長のイメージがかなりはっきりしてきた。

最新の予測(7/2)によれば、CQM(支出サイドモデル)は、4-6 月期の実質 GDP 成長率を、内需は緩やかに拡大するが、純輸出は縮小するため同+1.3%と予測している。前月の見通しから 3%ポイント程度の大幅下方修正である。内需及び純輸出の見通しは先月からいずれも下方修正されている。

4-6 月期の国内需要(予測)を見れば、実質民間最終消費支出は前期比+0.5%となる。実質民間住宅も同+4.3%増加し、家計部門は好調である。実質民間企業設備は同+1.9%増加するが、実質民間企業在庫品増減は在庫取り崩し(-2.084 兆円)が続いている。公的需要では、実質政府最終消費支出は同+0.5%、実質公的固定資本形成は同-4.9%となる。また実質公的在庫品増減は 170 億円である。このため、国内需要の実質 GDP 成長率(前期比+0.3%)に対する寄与度は+0.6%ポイント(前月：+1.0%ポイント)となる。

一方、財貨・サービスの実質輸出は同+3.2%、実質輸入は同+6.0%それぞれ増加する。このため、実質純輸出の実質 GDP 成長率に対する貢献度は -0.3%ポイント(前月：+0.1%ポイント)になる。

内需では公的固定資本形成の予測値が前月から大幅に下方修正されている。4 月の公共投資(出来高ベース)は前年比+6.5%増加し 3 ヶ月連続のプラスとなったが、前年の水準が低いため要注意である。季節調整値は前月比-13.0%減少し、2 ヶ月連続のマイナス。4 月の公共工事は 1-3 月期平均比-17.7%低い水準となっている。

また純輸出の縮小は、輸出の伸びが停滞していることがその要因である。5 月の貿易収支(季節調整値)は 15 ヶ月連続の赤字となり、4-5 月期の貿易赤字は 1.7537 兆円(四半期ベース)で、前期比+19.9%高い水準である。4-6 月期の貿易収支は厳しさを増している。

### 【インフレ予測の動態】

インフレ予測の動態(図表 2)を見ると、CQM は 4-6 月期の GDP デフレータを前期比-0.3%、一方、民間最終消費支出デフレータを同-0.2%と予測している。5 月の消費者物価指数を更新した結果、いずれも前月から下方修正されている。足下、世界経済の急減速を織り込んで 6 月の国際商品価格は 3 ヶ月連続で下落している。ガソリン価格の下落を反映して消費者のインフレ期待は低下している。

### 【夏場にかけての不安・安心材料】

我々は 4 つの景気下振れリスクを想定している。海外要因としては、(1)欧州債務危機問題の再燃と世界経済への伝播、(2)資源価格の再高騰である。国内要因としては、(3)電力供給不足、(4)超円高に注目している。

(1)のリスクについて最悪は避けられたが、今後大きな改善は期待できない。5 月の地域別の貿易収支をみると、対アジア貿易黒字は 15 ヶ月連続で減少し、対 EU 貿易収支は EU 経済の低迷を反映して統計比較可能な 1979 年以来初めて貿易赤字に転じた。輸出低迷が持続するため、夏場にかけて景気の減速感が高まりダウンサイドリスクが上昇する可能性は十分考えられる。

一方、(2)のリスクについては、世界経済減速を反映して 6 月の国際商品価格は 3 ヶ月連続で前月比下落しており、これは景気のアップサイド・リスクに転じる可能性がある。

(3)のリスクについては、幾分緩和されたようである。大飯原発 3 号機は 7 月 8 日にフル稼働することになった。また 8 月には同 4 号機の再稼働が予定されている。我々は、関西エコミックインサイト(No.14: 6 月 1 日発表)で、関電管区の原発が一定のルールで 8 月以降順次再稼働した場合のシミュレーションを紹介している。それによれば、関西の実質 GRP は 2012 年度に 0.14%、2013 年度に 0.47%程度引き上げられる。全体の実質輸入は 12 年度に 1.22%、13 年度に 3.93%減少する。これらシミュレーションが示すように、原発の一部再稼働と国際商品価格の下落により輸入増加は限定的になる。このように、夏場にかけて不安・安心材料はミックスしている。

## 過去 1 ヶ月の主要経済指標

6/29:

**鉱工業生産指数:** (5 月速報値)

生産指数: 92.4 (-3.1% 前月比, +6.2% 前年比)  
出荷指数: 95.0 (-1.5% 前月比, +11.6% 前年比)  
在庫指数: 108.9 (-0.6% 前月比, +4.8% 前年比)

**労働力調査:** (5 月)

労働力: 6534 万人, -20 万人 前月比  
就業者数: 6245 万人, -10 万人 前月比  
失業者数: 289 万人, -10 万人 前月比  
失業率: 4.4%, -0.2%ポイント 前月比  
有効求人倍率: 0.81, +0.02 ポイント 前月比

**家計調査報告:** (5 月 全世帯:消費支出)

名目: +0.9% 前月比, +4.3% 前年比  
実質: +1.5% 前月比, +4.0% 前年比

**新設住宅着工:** (5 月)

新設住宅着工数: (+0.8% 前月比, +9.3% 前年比)  
居住工事費予定額: (+4.3% 前月比, +7.7% 前年比)

**東京都区部消費者物価指数:** (6 月)

総合指数: 98.8 (-0.4% 前月比, -0.6% 前年比)  
コア指数: 99.0 (-0.1% 前月比, -0.6% 前年比)

**全国消費者物価指数:** (5 月)

総合指数: 100.1 (-0.3% 前月比, +0.2% 前年比)  
コア指数: 100.0 (-0.2% 前月比, -0.1% 前年比)

**建設コストデフレータ:** (4 月)

住宅: 103.0 (+1.4% 前月比, -2.4% 前年比)  
公共工事: 105.4 (+1.2% 前月比, -1.9% 前年比)

6/28:

**商業販売統計:** (5 月 速報値)

小売業: (+0.7% 前月比, +3.6% 前年比)

**製造業投入産出物価指数:** (5 月)

投入物価指数: 113.1 (-1.3% 前月比, -2.4% 前年比)  
産出物価指数: 103.0 (-0.9% 前月比, -1.4% 前年比)  
交易条件: 77.5 (+0.2 ポイント 前月比, -1.3 ポイント 前年比)

6/26:

**企業サービス物価指数:** (5 月)

総合指数: 96.1 (-0.4% 前月比, +0.1% 前年比)

6/20:

**産業活動指数:** (4 月)

全産業: 96.5 (+0.1% 前月比, +4.1% 前年比)  
建設業: 71.4 (-5.6% 前月比, +3.5% 前年比)

**貿易統計:** (通関ベース: 5 月)

貿易収支: -9,073 億円 (+28.4% 前月比, +5.4% 前年比)  
輸出: (-0.5% 前月比, +10.0% 前年比)  
輸入: (+1.9% 前月比, +9.3% 前年比)

6/19:

**景気動向指数:** (4 月. 改訂値)

先行: (95.6, 3 月 96.6), 一致: (96.9, 3 月 97.3)  
遅行: (85.9, 3 月 86.2)

6/18:

**建設総合統計:** (4 月)

公共工事: +7.1% 前年比  
民間建設非住宅: +6.5% 前年比

6/14:

**鉱工業生産指数:** (4 月 確報値)

生産能力指数: 107.1, -1.1% 前年比  
稼働率指数: 91.8, -0.6% 前月比

6/13:

**機械受注:** (4 月)

民間機械受注(除く船舶・電力): +5.7% 前月比

6/12:

**産業活動指数:** (4 月)

第 3 次産業: 98.3 (-0.3% 前月比, +2.5% 前年比)  
公務等: 98.0 (+0.2% 前月比, +1.0% 前年比)

**国内企業物価指数:** (5 月)

国内企業物価指数: 105.0 (-0.4% 前月比, +0.3% 前年比)  
輸出物価指数: 83.3 (-2.5% 前月比, -3.4% 前年比)  
輸入物価指数: 119.6 (-3.3% 前月比, -2.5% 前年比)

**情報サービス業売上高:** (4 月 -2.0% 前年比)

6/11:

**消費総合指数:** (4 月 前月比 +0.5%)

**消費動向調査:** (5 月)

総合指数: 5 月 40.7, 4 月 40.0

**マネーストック:** (5 月)

M2: 811.5 兆円 (-1.7% 前月比年率)

6/08:

**景気ウォッチャー調査:** (5 月)

現状指数: 5 月 47.2, 4 月 50.9  
先行き指数: 5 月 48.1, 4 月 50.9

**国際収支:** (4 月)

経常収支: 3,338 億円  
(-63.3% 前月比, -21.2% 前年比)  
輸出: (-3.4% 前月比, +11.1% 前年比)  
輸入: (-0.1% 前月比, +11.2% 前年比)

6/07:

**景気動向指数:** (4 月 速報値)

先行: (95.1, 3 月 96.4), 一致: (96.5, 3 月 96.7)  
遅行: (86.5, 3 月 86.7)

6/01:

**新車販売台数:** (5 月 337,978 台 +68.6% 前年比)

**食糧管理費増減:** (5 月 -92 億円, -71 億円 前年比)

5/31:

**毎月勤労統計:** (4 月速報値)

現金給与総額: +0.8% 前年比  
総労働時間: +0.5% 前年比  
時間外労働: +4.3% 前年比

・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) 06-6441-0550