CQM（超短期経済予測モデル）

日本経済（週次）予測（2015年12月7日）

編集　稲田義久（APIR 数量経済分析センター長）
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

▶この 2 週間で、10 月の月次指標がほぼ発表された。先週発表されたデータは、民間住宅、民間企業設備、民間企業在庫品増加、公的在庫品増加、雇用者報酬の予測値に影響を与える。

▶10 月の生産指数は 2 カ月連続の前月比プラス。予測調査を考慮すると、10-12 月期は 3 四半期ぶりのプラスとなろう。生産は緩やかに回復している。

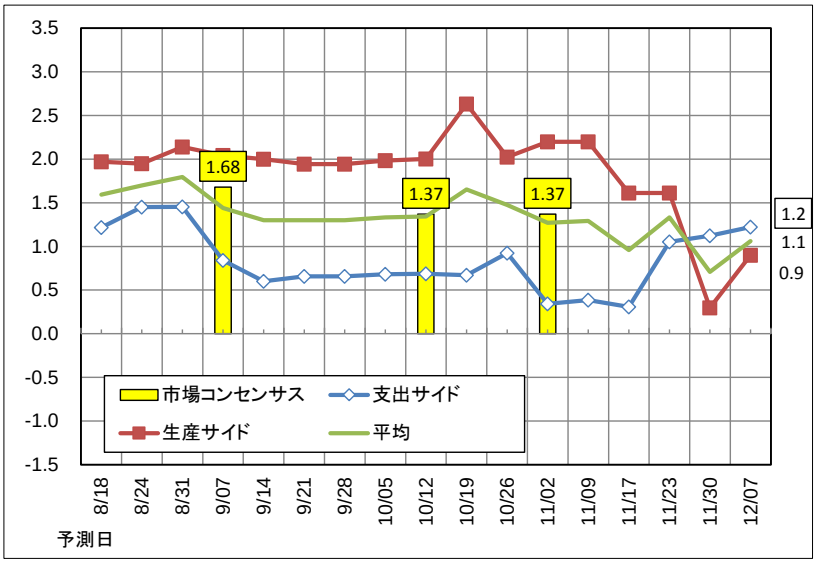
▶10 月の資本財出荷指数は 3 カ月ぶりの前月比プラス。最終需要財在庫指数は 4 カ月連続のマイナス。結果、10-12 月期実質民間企業設備の予測値は先週から上方修正され、実質民間企業在庫品増加の予測値は下方修正された。

▶11 月の消費者センチメントは 2 カ月連続の改善。内閣府は消費者マインド基調判断を「持ち直しの動きが見られる」に引き上げた。

▶結果、今週の CQM(支出サイド)は、10-12 月期の実質 GDP 成長率を前期比年率+1.2%と予測。国内需要は成長率に対してマイナス寄与、実質純輸出はプラス寄与となる。先週から幾分上方修正。

CQM 予測の動態：実質 GDP 成長率

2015 年 10-12 月期（%，前期比年率換算）



＜生産は緩やかに回復、消費者センチメントは持ち直しへ＞

この 2 週間で 10 月の月次データがほぼ発表された。先週発表されたデータは、民間住宅、民間企業設備、民間企業在庫品増加、公的在庫品増加、雇用者報酬及び(民間住宅、公的固定資本形成)デフレータの予測値に影響を与える。

10 月の建設工事費予定額(居住専用)は前月比-3.7%減少し、4 カ連続のマイナス。実績は事前予測を下回った結果、10-12 月期の実質民間住宅の予測値は先週から下方修正(前期比-4.4%→同-5.2%)された。

10 月の生産指数は前月比+1.4%上昇した。2 カ月連続のプラス。結果、10 月実績は 7-9 月平均比+1.8%高い水準となった。製造工業生産予測調査によると、11 月の製造工業生産は前月比+0.2%と小幅増産、12 月は同-0.9%と減産が見込まれている。見込みが実現した場合、10-12 月期の生産は前期比+1.6%と 3 四半期ぶりのプラスとなろう。生産は緩やかに回復している。

10 月の資本財出荷指数は前月比+2.4%上昇した。3 カ月ぶりのプラス。実績は事前予測を上回ったため、10-12 月期の実質民間企業設備の予測値は先週から上方修正された(前期比-0.1%→同+0.6%)。10 月の最終需要財在庫指数は同-3.1%低下し 4 カ月連続のマイナス。実績は事前予測を下回ったため、10-12 月期の実質民間企業在庫品増加の予測値は先週から下方修正された。

10 月の実質賃金(現金給与総額)は同+0.4%増加し、4 カ月連続のプラスとなった。10 月の小売業販売額(季節調整値)は前月比+1.1%増加し、2 カ月連続のプラス。結果、10 月実績は 7-9 月平均比+1.7%増加した。11 月の消費者態度指数はガソリン価格などの下落を受け、2 カ月連続の改善。内閣府は消費者マインド基調判断を「持ち直しの動きが見られる」に引き上げた。

結果、今週の CQM(支出サイド)は、10-12 月期の実質 GDP 成長率を前期比+0.3%、年率+1.2%と予測。国内需要は実質 GDP 成長率に対して前期比-0.1%ポイントのマイナス寄与だが、実質純輸出は同+0.4%ポイントのプラス寄与となる。先週の予測(年率+1.1%)から幾分上方修正された。2015 暦年、年度の実質成長率は、0.6%、0.9%となろう。

CQM（超短期経済予測モデル）

内容に関するお問い合わせは下記まで
e-mail:inada-y@apir.or.jp

米国経済（週次）予測（2015 年 12 月 4 日）

ポイント

▶過去 4 週間支出サイドからの実質 GDP は下方修正され、2.0%にまで低下してきた。しかし、所得サイドからの実質 GDP は過去 2 週間上方に修正され 4.0%になっている（図表）。

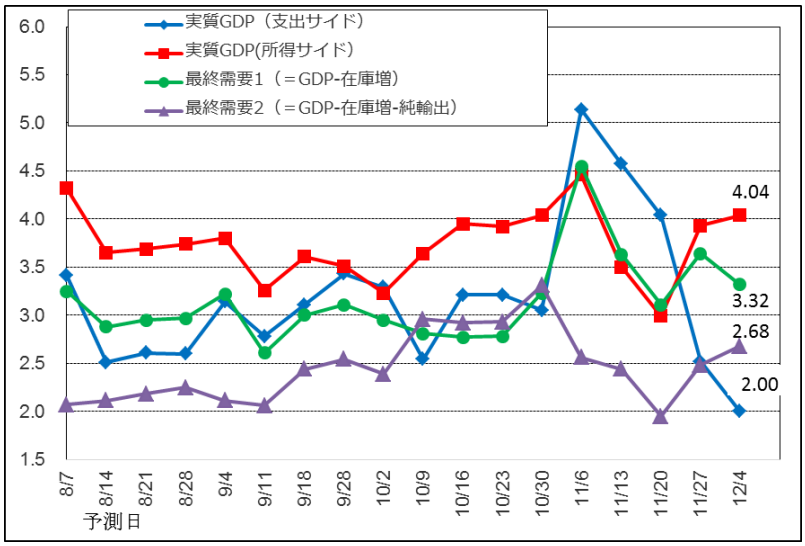
▶実質最終需要も考慮すれば、米経済は連銀が想定する moderate growth を超えて堅調に拡大している（図表）。

▶市場から政策金利引き上げのプレッシャーのかかっている連銀は政策金利引き上げの条件となっている"物価安定"目標の達成の言い訳に苦慮している。

▶Yellen 連銀議長はエネルギー安、ドル高が物価安定の目標となる 2%インフレ率の達成を妨げていると言う。

▶しかし、市場経済においてエネルギー価格の変化、通貨変動は当然であり、今更このようなことを言えば、連銀は credibility を失う。

CQM 予測：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 10-12 月期



<12 月の政策金利引き上げ実施理由に苦慮する Yellen 連銀議長>

今週（12 月 4 日）の CQM 予測は 10 月の貿易収支、建設支出、製造業財出荷、製造業在庫、11 月の雇用統計を更新した。支出サイドからの実質 GDP は過去 4 週間連続して下方修正されたが、所得サイドからの実質 GDP は過去 2 週間上方に修正された。図表に見るように、米経済は連銀の想定する moderate growth よりも堅調に拡大している。

Yellen 連銀議長は 11 月の雇用統計が発表される 2 日前にワシントンで"The Economic Outlook and Monetary Policy"の講演を行った。既に、市場から政策金利引き上げへのプレッシャーがあることから、彼女は"the economy needs to create just under 100,000 jobs a month to keep up with growth in the working age population"とこれまででは全く考えられない事を言っている。すなわち、11 月の雇用増が 100,000 を少し下回っても政策金利を引き上げることを彼女は示唆していた。幸いにも 11 月の雇用増が市場のコンセンサス（200,000）を超え 211,000 となったことから、この日の株価指数は 2%を超え、金利引き上げに OK サインを出している市場は更なる金利引き上げプレッシャーを連銀に与えることになった。連銀は政策金利引き上げの条件の"最大雇用"の目標をほぼ満たしたが、2%インフレ達成の"物価安定"の目標を達成していない。このことから、Yellen はこの説明（言い訳）に苦慮している。

彼女はワシントンでの講演の中で、ヘッドラインインフレ率が 2%インフレ目標に達しない理由としてエネルギー安、ドル高を理由とし、コアインフレ率は 2%に達していないが 1.5%-1.75%になっていると言う。しかし、連銀がこれまで言い続けてきたのはヘッドラインインフレ率であり、今更何故コアインフレを持ち出すのか？市場経済なのだから、為替変化、エネルギー価格の変化は当然のことである。すなわち、市場経済において中期的に 2%インフレを達成することを物価安定と定義することがそもそも無理なのである。金融政策にとって重要なことはインフレ・デフレの加速化を防ぐことである。2010 年以降ヘッドラインインフレ率（前年同月比）は 0%-2%の範囲にあり、加速化を示す前期比年率で見ても 2%を超えていないのだから物価安定は既に達成されているのである。 連銀は物価安定目標の達成に関して苦しい説明を試みることなく、市場が政策金利引き上げに OK を出している 12 月の FOMC ミーティングにおいて政策金利を引き上げるべきである。もしも、このチャンスを見逃せば、連銀は市場から完全に見放されるだろう。

・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