



CQM (超短期経済予測モデル)

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

日本経済 (週次) 予測 (2015 年 9 月 21 日)

ポイント

▶先週更新されたデータは、民間最終消費支出、民間企業設備、民間企業在庫品増加、公的固定資本形成及び純輸出の予測に影響を与える。

▶7月の消費総合指数は2カ月連続の前月比マイナス。7月実績は4-6月平均比+0.0%と横ばいであり、消費は依然低迷している。結果、7-9月期の実質民間最終消費支出の予測値は先週から下方修正された。

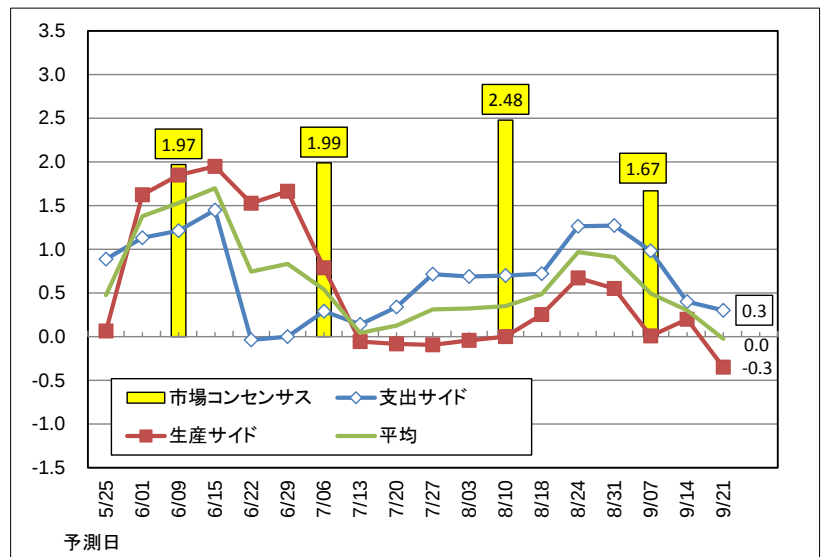
▶7月の公共工事は5カ月連続の前月比プラス。結果、7-9月期の実質公的固定資本形成の予測値は先週から上方修正された。

▶輸出は景気の浮揚力を失っている。7-8月平均を4-6月平均と比較すれば、輸出数量指数は-1.1%、実質輸出指数は-0.3%と低迷している。結果、7-9月期の実質純輸出の予測値は先週から下方修正された。

▶今週(9/21)のCQM(支出サイド)は、7-9月期の実質GDP成長率を前期比年率+0.3%と予測。先週から幾分下方修正。7-9月期は内需が2期ぶりに拡大するが、純輸出は横ばいとなる。成長牽引ドライバーが不在であり、ゼロ成長に近づいてきた。

CQM 予測の動態：実質 GDP 成長率

2015 年 7-9 月期 (%、前期比年率換算)



<7-9 月期日本経済ゼロ成長に近づく>

先週更新されたデータは、8月の貿易統計、7月の鉱工業指数(確報値)、消費総合指数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、民間企業在庫品増加、公的固定資本形成及び純輸出の予測に影響を与える。

7月の消費総合指数(季節調整値)は前月比-0.0%となった。2カ月連続のマイナス。7月実績は4-6月平均比+0.0%と横ばいである。4-6月期は4期ぶりの前期比マイナスを記録しており、消費は依然低迷しているといえよう。結果、7-9月期の実質民間最終消費支出の予測値は先週から下方修正された。

7月の公共工事は前年比+4.4%増加し42カ月連続のプラスとなった。伸びは前月から幾分加速した。季節調整値(APIR 推計)は前月比+2.6%増加し5カ月連続のプラス。結果、7月実績は4-6月平均比+3.9%増加した。実績値は事前予測を上回ったため、7-9月期の実質公的固定資本形成の予測値は先週から上方修正された。

8月の貿易収支(速報値)は-5,697億円と5カ月連続の赤字となったが、赤字幅は前年比-40.2%縮小した。季節調整値は-3,588億円と54カ月連続の赤字となり、前月比-4.3%減少した。結果、7-8月平均(貿易赤字)は4-6月平均比+43.1%増加した。

輸出は景気の浮揚力を失っている。7-8月平均を4-6月平均と比較すれば、輸出数量指数は-1.1%、実質輸出指数(日銀ベース)は-0.3%低下した。一方、輸入数量指数は-0.9%、実質輸入指数(日銀ベース)は+1.2%となった。財貨サービスの実質輸出及び輸入の予測値はともに上方修正されたが、輸入の修正幅が輸出の修正幅を上回ったため、7-9月期の実質純輸出の予測値は先週から幾分下方修正された。

今週(9/21)の超短期モデル(CQM、支出サイド)は、7-9月期の実質GDP成長率を前期比+0.1%、同年率+0.3%と予測している。先週の予測(+0.4%)から幾分下方修正された。7-9月期は内需が2期ぶりに拡大(前期比+0.1%)するが、純輸出は横ばい(同-0.0%)となる。成長牽引ドライバーが不在であり、ゼロ成長に近づいてきた。



米国経済 (週次) 予測 (2015 年 9 月 18 日)

ポイント

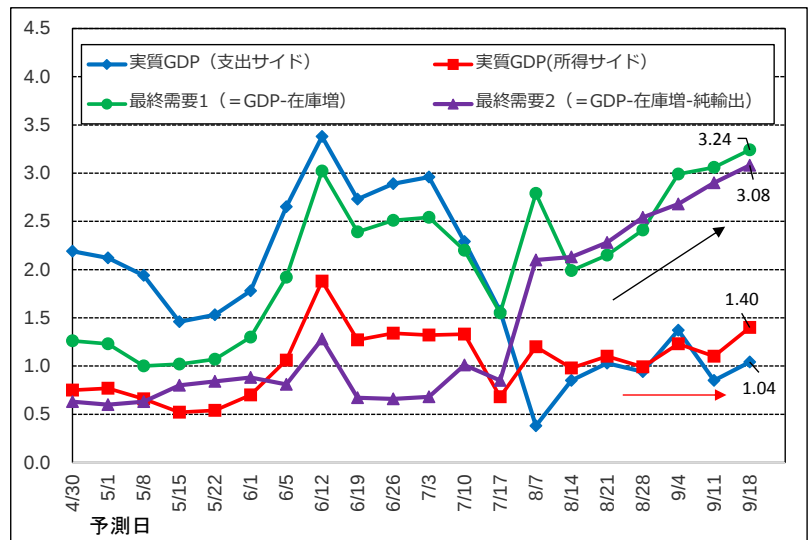
▶図表に見るように、今期 (7-9 月期) の経済を実質最終需要でみれば、上昇トレンドを形成するモーメントが形成されており、成長率も3%を超えている。

▶今期の実質GDP伸び率はまだ1%強であるが、来期 (10-12月期) の実質GDP伸び率は支出・所得サイドでそれぞれ3.1%、3.6%となり、連銀が想定しているよりも経済は堅調に拡大している。

▶連銀は中国経済などの懸念や、従来からの労働市場の“slack”と“2%インフレ”に拘り、9月16-17日のFOMCミーティングでゼロ金利政策の維持を決定した。

▶しかし、市場はゼロ金利政策の継続にそれほどポジティブな反応をしなくなり、ゼロ金利政策の限界に気付き始めた。これ以上、連銀がゼロ金利政策に拘り、金融政策の正常化を遅らせれば、連銀は市場からの信頼を失うだろう。

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 7-9 月期



<ゼロ金利政策は永遠に！>

今週 (9/18) の CQM は 7 月の小売業在庫、8 月の財政支出、小売販売、鉱工業生産指数、住宅着工件数を更新した。図表に見るように、今期 (7-9 月期) の景気を実質 GDP で判断すれば、1%強の景気拡大スピードであり、上昇トレンドを形成する様子もなく、景気拡大へのモーメントが見られない。しかし、景気を実質最終需要からみれば景気は上昇トレンドを形成するモーメントがみられ、3%を超える景気拡大のスピードとなっている。来期 (10-12 月期) の実質 GDP 予測は支出、所得サイドでそれぞれ 3.1%、3.6%となっており、連銀の想定している“moderate growth”を超えている。

先月、中国経済への懸念から株価が大きく下落したことによって、エコノミストと市場参加者の大半は 9 月 16-17 日の FOMC ミーティングにおいてゼロ金利政策の変更はないと予想するようになった。予想通り、連銀は金融政策の normalization (正常化) を延期し、その理由として中国経済への懸念、労働市場の“slack”の更なる改善、“2%インフレ目標”を大きく下回るインフレ率を上げた。“正常化”というのはどのような事でもポジティブに捉えられるべきであるが、何故かこれまで市場は常にネガティブに反応をしてきた。このことは、ゼロ金利を維持すれば、維持するほど景気が刺激され続けるというコミュニケーションを市場に対して連銀がとってきたことによる。ゼロ金利政策が有効に働くのは 2, 3 年であり、長く続ければ続けるほどネガティブな影響が大きくなり、ますます持続的な高成長に戻ることが難しくなることを連銀は無視し市場に伝えてこなかった。すなわち、“金融政策の正常化”が単に狭義な“政策金利の引き上げ”と市場は解釈するようになった。

今回の FOMC におけるゼロ金利政策の継続決定に対して、株式市場がそれ程ポジティブに反応しなかったことは、ゼロ金利政策の限界を市場も理解し始めたと言える。連銀は非現実的な“slack”や“2%インフレの達成”の目標を見直すべきである。さもなくば、日本経済のように“ゼロ金利政策は永遠に！”となりかねない。この FOMC 後の会見で Yellen 連銀議長は“2%インフレの達成を待っていれば、失業率が更に低下し、インフレ率が 2%を大きく overshoot し、景気に大きな打撃を与えるほど金融を引き締めることになる”と 2%インフレ達成の非現実性を認めている。労働市場の“slack”を表すとして、連銀が作成した“労働市場状況指数”を誰も注目していない。いつまでもゼロ金利政策を維持すれば、ゼロ金利政策の限界に気付いた市場から連銀は信頼を失うだけである。

- ・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