CQM（超短期経済予測モデル）

日本経済（月次）予測（2015 年 11 月）

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

●7-9 月期 GDP1 次速報値の結果と 10-12 月期成長率予測の動態

▶11 月 16 日発表の GDP1 次速報値によれば、7-9 月期実質 GDP 成長率は前期比年率-0.8%と 2 期連続のマイナスとなり、市場コンセンサスや CQM 予測から下振れた。

▶実質成長率(年率)への寄与度を見ると、内需は-1.2%ポイントと 3 四半期ぶりのマイナス。一方、純輸出は+0.4%ポイントと 3 四半期ぶりのプラス。前期に大幅減少した民間最終消費支出と輸出は増加に転じたが、いずれも前期の落ち込みを回復できていない。また民間企業在庫品増加が成長率を大きく引き下げたのが特徴である。

▶10 月の完全失業率は 3.1%となり、前月から 0.3%ポイント低下。改善は 3 カ月ぶりで、1995 年 7 月(3.0%)以来の低水準となった。

▶雇用は大きく改善したが、消費は依然低迷している。10 月の実質家計消費支出(季節調整値)は前月比-0.7%減少し 2 カ月連続のマイナスとなった。結果、10 月実績は 7-9 月平均比-0.8%低い水準である。

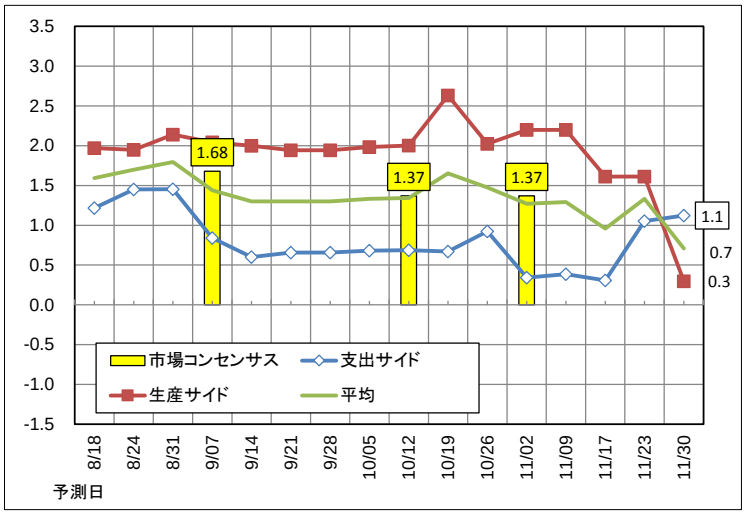
▶データ更新の結果、今週の CQM(支出サイド)は、10-12 月期の実質 GDP 成長率を前期比年率+1.1%と予測。先週の予測から変化なし。純輸出は拡大するが、内需は小幅縮小するためである。(図表 1 参照)。

●10-12 月期インフレ予測の動態

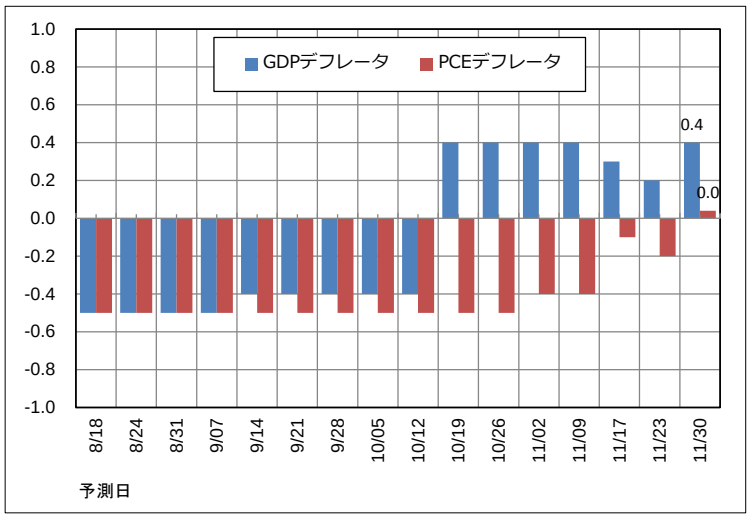
▶10 月の全国消費者物価コア指数は前年比-0.1%下落した。3 カ月連続のマイナス。食料(酒類を除く)及びエネルギーを除くコアコア指数は同+0.7%となり、25 カ月連続のプラス。エネルギーを除けば消費者物価は緩やかな回復基調となっている。

▶インフレ動態を見れば、今週の CQM は 10-12 月期の民間最終消費支出デフレータを前期比 0.0%と予測。また国内需要デフレータを同 0.0%と予測。10-12 月期の交易条件は引き続き前期比改善するため、GDP デフレータを同+0.4%と予測する。(図表 2 参照)。

図表 1　CQM 予測の動態：実質 GDP 成長率
2015 年 10-12 月期（%，前期比年率）



図表 2　CQM 予測の動態：インフレーション
2015 年 10-12 月期（%，前期比）

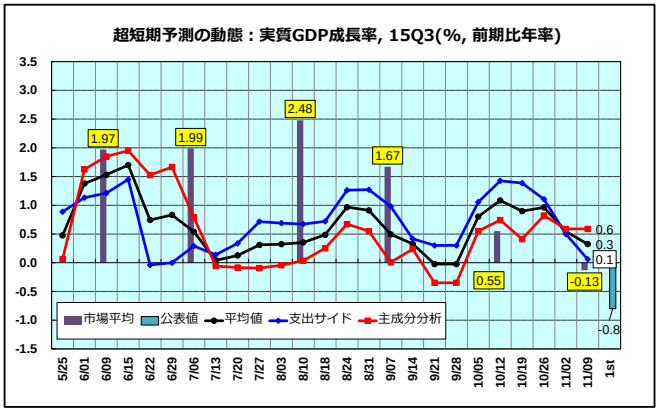


<雇用は大きく改善する一方で、消費は依然低迷>

【7-9 月期 GDP1 次速報値の結果】

11 月 16 日発表の GDP1 次速報値によれば、7-9 月期実質 GDP 成長率は前期比年率-0.8%(前期比-0.2%)と 2 期連続のマイナスとなった。市場コンセンサス(ESP フォーキャスト 11 月調査：-0.13%)や CQM 予測から下振れた。

7-9 月期の CQM 最終予測は、支出サイドが前期比年率+0.1%、生産サイドが同+0.6%、平均同+0.3%である。なお、実績は下振れたが、基礎統計の改定や季節調整のかけ直しにより、2015 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は上方修正(同-1.2%→-0.7%)された。このため、半期ベースでみれば、2014 年度後半(10-3 月期)の前期比年率+1.5%から 2015 年度前半(4-9 月期)は同+0.6%へと緩やかな伸びとなっている。



7-9 月期実質 GDP 成長率(年率)への寄与度を見ると、内需は-1.2%ポイント減少し 3 四半期ぶりのマイナス。一方、純輸出は+0.4%ポイントと 3 四半期ぶりのプラスとなった。4-6 月期に大幅減少した民間最終消費支出と財貨サービスの輸出は、7-9 月期にそれぞれ増加に転じたが、いずれも前期の落ち込みを回復できていない。また民間企業在庫品増加が在庫調整の進捗で成長率を大きく引き下げたのが特徴である。

GDP デフレータは前期比+0.2%となり、4 四半期連続のプラス。国内需要デフレータは前期比+0.2%と 2 四半期連続で上昇した。うち、民間最終消費支出デフレータは同横ばい。一方、外需デフレータでは、財貨・サービスの輸出デフレータが同-0.6%と 2 四半期ぶりのマイナス。輸入デフレータは同-0.5%低下し 3 四半期連続のマイナスとなった。結果、7-9 月期は、交易条件が小幅悪化したが国内需要デフレータが 2 四半期連続で上昇したため、GDP デフレータは加速した。

【10-12 月期成長率予測の動態】

先週は、10 月の労働力調査、家計調査報告、貿易統計(確報値)、全国消費者物価指数、企業向けサービス価格指数、製造業部門投入・産出物価指数及び 9 月の毎月勤労統計(確報値)が更新された。これらのデータは、民間最終消費支出、雇用者報酬及び主要デフレータの予測値に影響を与える。

10 月の完全失業率は 3.1%となり、前月から 0.3%ポイント低下。3 カ月ぶりに改善した結果、1995 年 7 月(3.0%)以来の低水準となった。形態別に雇用を見ると、正規は前年比+33 万人増加し 11 カ月連続のプラス。非正規は同+17 万人増加し 8 カ月連続のプラスとなった。雇用は大きく改善したが、消費は依然低迷している。10 月の実質家計消費支出は前年比-2.4%減少し、2 カ月連続のマイナス。季節調整値は前月比-0.7%減少し 2 カ月連続のマイナスとなった。結果、10 月実績は 7-9 月平均比-0.8%低い水準である。

データ更新の結果、今週(11 月 30 日)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+1.1%と予測。先週の予測から変化なし。図表 1 参照。

10-12 月期の国内需要を見れば、実質民間最終消費支出は前期比+0.3%となる。実質民間住宅は同-4.4%減少し、実質民間企業設備も同-0.1%小幅減少する。実質政府最終消費支出は同+0.4%増加し、実質公的固定資本形成は同-2.6%減少する。結果、国内需要は実質 GDP 成長率に対して前期比-0.1%ポイントとマイナス寄与となった。

財貨･サービスの実質輸出は同+2.4%、実質輸入は同+0.3%増加する。このため、実質純輸出の実質 GDP 成長率に対する寄与度は+0.4%ポイントとなる。

【10-12 月期インフレ予測の動態】

総務省によれば、10 月の全国消費者物価コア指数は前年比-0.1%下落した。3 カ月連続のマイナス。うち、エネルギー価格が 10 カ月連続で下落しており、消費者物価全体を 1%程度引き下げている。食料(酒類を除く)及びエネルギーを除くコアコア指数は同+0.7%となり、25 カ月連続のプラス。エネルギーを除けば消費者物価は緩やかな回復基調となっている。

インフレ動態を見れば、今週の CQM は 10-12 月期の民間最終消費支出デフレータを前期比 0.0%と予測する。また国内需要デフレータを同 0.0%と予測。10-12 月期の交易条件は前期比改善するため、GDP デフレータを同+0.4%と予測する。

図表 2 が示すように、民間最終消費支出デフレータは前期比でマイナス圏を脱しており、内需デフレータも同横ばいとなっている。交易条件は引き続き改善するため、物価の総合的な指標である GDP デフレータは 5 期連続の上昇を予測している。

11 月の主要経済指標

11/27:

労働力調査: (10 月)

就業者数: 6396 万人, -3 万人 前月比

失業者数:206 万人, -22 万人 前月比

失業率: 3.1%, -0.3%ポイント 前月比

一般職業紹介状況: (10 月)

有効求人倍率: 1.24, 0.00 ポイント 前月比

家計調査報告: (10 月 2 人以上世帯:消費支出)

名目:-0.6% 前月比, -2.1% 前年比

実質:-0.7% 前月比, -2.4% 前年比

全国消費者物価指数: (10 月)

総合: 103.9 (+0.1% 前月比, +0.3% 前年比)

コア: 103.5 (0.0% 前月比, -0.1% 前年比)

東京都区部消費者物価指数: (11 月)

総合: 101.9 (0.0% 前月比, +0.2% 前年比)

コア: 102.0 (+0.1% 前月比, 0.0% 前年比)

製造業部門別投入・産出物価指数: (10 月)

投入物価: 106.0 (-0.9% 前月比, -8.4% 前年比)

産出物価: 101.5 (-0.4% 前月比, -3.4% 前年比)

11/25:

企業向けサービス価格指数: (10 月)

総合指数: 102.9 (+0.1% 前月比, +0.5% 前年比)

11/24:

毎月勤労統計: (9 月確報値)

現金給与総額: +0.4% 前年比 総実労働時間:-0.9% 前年比

11/19:

産業活動指数: (9 月)

全産業:102.2(-0.2% 前月比) 建設業:110.0(-1.8% 前月比)

貿易統計: (通関ベース:10 月)

貿易収支:1,115 億円 (-34.7% 前月比, - 前年比)

輸出: (+0.6% 前月比, -2.1% 前年比)

輸入: (-1.1% 前月比, -13.4% 前年比)

11/17:

建設総合統計: (9 月)

民間建築：非居住: (7,805 億円, +8.9% 前年比)

公共工事: (1 兆 8,657 億円, -3.5% 前年比)

11/13:

鉱工業指数: (9 月 確報値)

生産能力指数: 95.1, 0.0% 前年比

稼働率指数: 97.4, +1.5% 前月比

第 3 次産業活動指数: (9 月)

第 3 次産業: 103.0 (-0.4% 前月比)

公共工事請負: (10 月)

件数: (28,387 件, -7.3% 前年比)

金額: (1 兆 2,530 億円, -4.8% 前年比)

11/12:

消費総合指数: 106.6 (9 月 前月比-0.1%)

民間コア機械受注: (9 月 前月比+7.5%)

国内企業物価指数: (10 月)

企業物価: 101.5 (-0.6% 前月比, -3.8% 前年比)

輸出物価: 108.9 (-0.5% 前月比, -1.7% 前年比)

輸入物価: 108.0 (-1.2% 前月比, -15.6% 前年比)

情報サービス業売上高: (9 月 -1.1% 前年比)

11/10:

景気ウォッチャー調査: (10 月)

現状判断 DI: (48.2, +0.7 前月差)

先行き判断 DI: (49.1, 0.0 前月差)

国際収支: (9 月)

経常収支: 1 兆 4,684 億円

(-51.2% 前月比, +50.1% 前年比)

輸出: (-1.9% 前月比, -1.6% 前年比)

輸入: (-0.4% 前月比, -12.5% 前年比)

11/9:

毎月勤労統計: (9 月速報値)

現金給与総額: +0.6% 前年比 総実労働時間: -0.9% 前年比

11/6:

景気動向指数: (9 月 速報値)

先行: (101.4, -2.1 前月差)

一致: (111.9, -0.3 前月差)

遅行: (114.0, -1.1 前月差)

11/4:

食糧安定供給: (10 月 225 億円, -190 億円 前年比)

消費動向調査: 総合指数: (10 月 41.5 前月差 +0.9)

11/2:

新車販売台数: (10 月 315,192 台 -4.0% 前年比)

10/30:

労働力調査: (9 月)

就業者数: 6399 万人, +24 万人 前月比

失業者数:228 万人, +4 万人 前月比

失業率: 3.4%, 0.0%ポイント 前月比

一般職業紹介状況: (9 月)

有効求人倍率: 1.24, +0.01 ポイント 前月比

家計調査報告: (9 月 2 人以上世帯:消費支出)

名目:-1.4% 前月比, -0.3% 前年比

実質:-1.3% 前月比, -0.4% 前年比

新設住宅着工: (9 月)

新設住宅着工数: (-3.3% 前月比, +2.6% 前年比)

工事費予定額: (-0.9% 前月比, -0.3% 前年比)

CQM（超短期経済予測モデル）

米国経済（月次）予測（2015 年 11 月）

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

▶今週（11月27日）のCQMは2015年7-9月期GDPの改定値とそれに対応する10月の個人所得・消費支出のみを更新した。

▶図表1に見るように、支出サイドからの実質GDPが大きく下方修正される一方、所得サイドからの実質GDPがかなり上方に修正された。

▶7-9月期の統計上の誤差が名目GDPの1.3%程度にまで拡大した（図表2）。すなわち、名目GDPを所得サイドから測れば支出サイドに比べて1.3%も大きくなる。

▶実質最終需要１、２はこれまでの下降トレンドを逆転し、今期の伸び率はそれぞれ3.64%、2.48%となっている（図表1）。

▶所得サイドからの高い実質GDP伸び率、更に実質最終需要の高い伸び率から米経済は連銀の想定するmoderate growthを超えて堅調に拡大しているとみてよい。

▶更に、2016Q1のヘッドラインインフレ率が前期比年率で2%程度になっているCQM予測からすれば、連銀は12月のFOMCミーティングにおいて金利を引き上げるべきなのだが？

●2016年大統領選動向（１１月）

▶11月13日に起こったISISのパリ襲撃で大統領候補選びが根本的に変わった。

▶民主党では良きにしろ、悪しきにしろ外交経験の豊富なHillaryが断然有利となった。しかし、HillaryがObama政権の外交チームのリーダーであったことは、共和党からみれば彼女の最大の弱点ともなる。

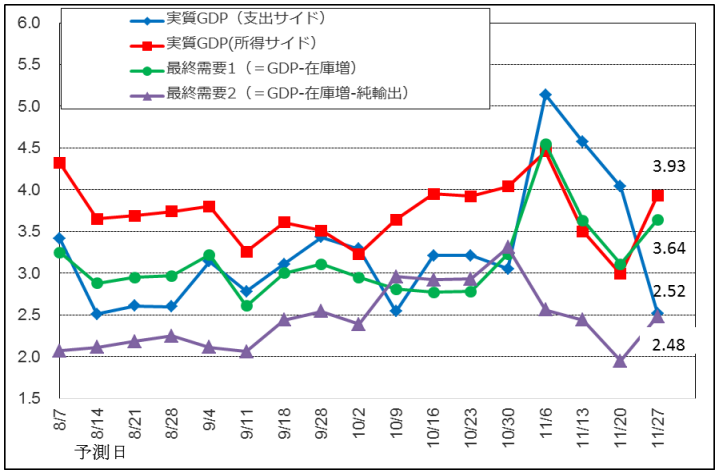
▶今後のプライマリー討論会はnational securityが焦点となり、どの候補者が“commander in chief”の資質を持っているかの選択になる。

▶Trump、Cruz、Rubio は確実に残るだろう。問題は Bush がこれから先どのように挽回していくかである。

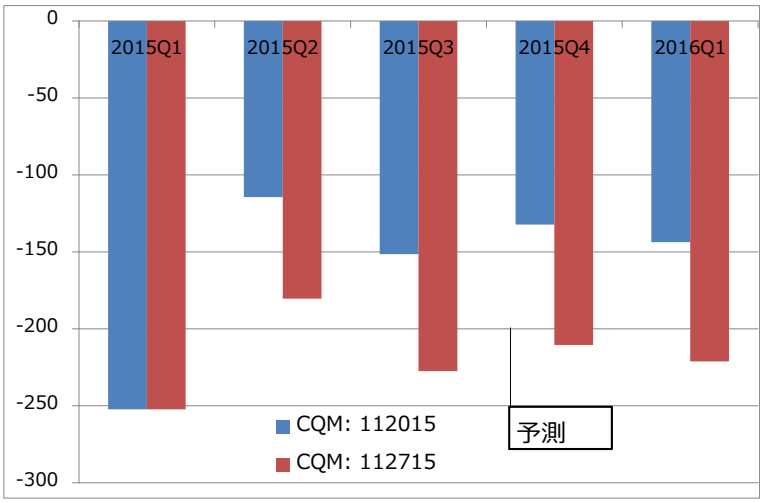
▶Bush の場合、1980 年の Ted Kennedy と同じように、党員が従来の党の考え方からシフトしているのを見逃している。Kennedy が Reagan Democrat を見逃したように、Bush も Tea-Party の台頭に見るように共和党員の grass roots の保守化傾向を捉えきれていない。

図表１：実質 GDP、実質最終需要、(%, saar)

2015 年 10-12 月期



図表２：　統計上の誤差　(10 億ドル, saar)



2016 年大統領選挙動向（11 月）：パリのテロ襲撃で様相を大きく変えた大統領候補者選び

11 月 13 日に起こった ISIS のパリ襲撃により、これまでエンターテインメントの要素が強かった大統領候補者達のプライマリー討論会が“Realty TV Show”から“Commander in chief”となる資質を備えているのは誰かを選ぶ現実的なものとなった。2001 年の 9/11 に起こったテロ事件後の 2004 年大統領選の焦点が National Security となり、George W. Bush が John Kerry を破り再選された事を思い出す。

民主党：プライマリーで断然有利となった Hillary、しかし

パリ襲撃事件直後に行われた民主党の第 2 回プライマリー討論会の最初の質問は当然テロ襲撃に関してであった。Bernie Sanders は Climate Change がテロリズムと密接な関係があると言い、彼が National Security 問題に全く対処できないことを暴露した。一方、外交経験のある Hillary は雄弁にテロ問題を語り他の候補者と大きく差をつけた。しかし、”It (ISIS) cannot be contained. It must be de-feated.”と言わざるをえなかったのは苦しい。この事件の起こる数時間前に Obama 大統領はある TV インタビューで“ISIS was contained”と言っているからである。Hillary 自身が Obama 政権時の外交チームのリーダーであったことから、共和党候補との討論会では、このテロ事件で大きな Disadvantage を負ったことになる。

National Security に弱い Sanders と O’Malley は Hillary の Wall Street からの巨額な献金と高い講演料から Hillary を“Candidate of Wall Street”と批判した。これに対して、Hillary は 9/11 後の Wall Street の再建に貢献したことと、自分が真正な 60 年代 Democrat だと言い、“歳がばれた”とのいつもの滑稽極まりない対応でごまかしていた。しかし、これで今後討論をする共和党候補者に早々にクリスマスプレゼントを与えることとなった。

共和党：パリ襲撃の共和党候補者への影響

パリ襲撃前の 11 日に行われた 4 回目のプライマリー討論会では崖っぷちにたっていた Jeb Bush が Trump の浅薄な Putin 対応、Syria 政策に対して、現実は Trump の言うような Board Game や Monopoly Game のような単純なものではないと彼を諫めた。そして、”We are not going to be the world’s policeman, but we sure as heck better be the world’s leader”と言い、彼はそれなりの存在感を示し今後につなげることができた。

パリ襲撃後、メディアは共和党候補者に直撃インタビューを行った。Carson は国際協調での対策を述べるが、では具体的にまず誰に連絡を取るかと言う執拗な質問に答えられず、挙句は Henry Kissinger を知っているなどと言い、National Security への未経験さと“The Buck stops here”と言えない Commander in Chief の資質に欠けることを見せてしまった。Trump に関してはパリの住民が銃を携えていれば状況は変わったなどとまったくこの問題にナイーブなところを覗かせた。しかし、このような悲劇の直後には彼のラディカルな移民政策のようなものが一時的に歓迎される。彼は、Obama の言う今後 25 万人の難民受け入れを“insane”と一蹴し、現実的に不可能な 11million の不法移民を強制送還すると言う彼の考え方も支持を受けやすくなる。それ故、この機会に弱腰の Obama に替わる強いリーダーシップを Trump は有権者に示すことができると政治評論家の Dick Morris は言う。彼は、Trump に対して“Seize the moment”と進言する。Carson の後退に対して Trump はアウトサイダーとして今後も残るだろう。しかし、Commander in chief には即座の対応力、決断力と共に、長期的な解決策を導く思慮深さも求められる。おそらく、時間がたてば、Trump の支持率も低下するだろう。

共和党のエスタブリッシュメントたちはアウトサイダーの高い支持率の結果、アウトサイダーの一人が共和党の候補者となり、Hillary に負けることを懸念していた。しかし、このパリ襲撃事件により、彼らはアウトサイダーに対して大きな Advantage をもつこととなった。Bush はすぐにテロ対策を発表し、Rubio もテロ襲撃を”an act of war”と定義し、9/11 の時と同じように NATO の Article 5（集団防衛条項）の発動を促した。 Radical Jihadists としか言えない Obama 政権に対して、Cruz も Radical Islamic Terrorism と定義し、集団的なテロ対策の声明を出した。Cruz はオバマの移民受け入れを Trump と同じように“lunacy”と批判している。

12 月 15 日の第 5 回共和党討論会で national security の問題が焦点になることは間違いない。おそらく、Carson が落ち、Trump、Rubio, Cruz が残るのは確実で、Bush が再び試されることになる。

Jeb Bush は 1980 年の Ted Kennedy と同じか？

Bushはテロ対策を即座に発表したが、生き残れるだろうか？Bushは1980年にCarterに敗れたTed Kennedyと似ているとコラムニストのJohn Bicknellは言う。Kennedy, Bushは共に名門をバックにそれぞれ上院議員、知事と十分な政治経験を基礎に、当初から大統領候補の本命としてでてきた。しかし、Kennedyは“Why do you want to be President?”の質問に答えられず、有権者を驚かせた。Bushも“Iraq戦争”に対する質問で明確な答えを出せず当初からつまずいた。名門をバックにした両者は大統領になるべき基本的な”rationale：論理的根拠”を欠いていた。更に、1980年においては労働者階級の白人（特に北部）がReagan Democratとして共和党にシフトしていたにも関わらず、Kennedyはold-styleのリベラルな考え方を通し続けた。Tea-Partyの台頭に見るように、共和党のGrass rootsが保守的な方向にシフトしている時に、Bushは彼らと異なることを強調してきた。すなわち、Kennedy、Bushは共に時代の流れを読めず、出馬時期が遅すぎた。

Kennedyが不人気のCarterを負かすことができなかったように、Bushも論戦相手にcounter-punchが出せない弱さがある。このことは、BushのRubio批判に対する彼の反論に対してBushが更なる反論をできなかったことからも理解できる。KennedyはNYの民主党のコンベンションにおいて“the dream shall never die”と悲痛に訴え、実際には彼の夢が絶えたことを有権者に伝えた。BushがKennedyのようにならずに、この先どのように挽回していくかには興味がある。

最新のFoxニュースの全米調査（11月16-19日）における、共和党候補者の支持率はTrump:28%（前週：26%）、Carson:18%（23%）、Cruz: 14% (11%)、Rubio: 14% (11%), Bush: 5% (4%)となっている。

11月の主要経済指標

11/25:

個人所得（10 月: 0.4%）

賃金・俸給: 0.6%

個人消費支出（PCE）：0.1%

貯蓄率 ：5.6%

ミシガン大学消費者センチメント

総合: 11 月: 91.3, 10 月: 90.0, 9 月: 87.2, 8 月: 91.9

現在: 11 月: 104.3, 10 月: 102.3, 9 月: 101.2, 8 月: 105.1

期待: 11 月: 82.9, 10 月: 82.1, 9 月: 78.2, 8 月: 83.4

耐久財受注（10 月）（速報値）

出荷: 3.0%

コンピューター・電子製品: -0.3%

輸送機器: -2.5%

非軍事資本財（航空機を除く）: -1.4%

在庫: -0.2%

新築住宅販売件数（10 月: 0.495 mil., 10.7%）

11/24:

GDP (2015Q3: 改定値)

実質: 2.08%

名目: 3.41%

GDP インプリシット価格デフレーター: 1.31%

コンファレンスボード消費者コンフィデンス

総合: 11 月: 90.4, 10 月: 99.1, 9 月: 102.6

現在: 11 月:108.1, 10 月: 114.6, 9 月: 120.3

期待: 11 月: 78.6, 10 月: 88.7, 9 月: 90.8

S&P/Case-Shiller 住宅価格指数（9 月）

10 大都市総合: 5.0% (前年同月比)

20 大都市総合: 5.5% (前年同月比)

10 /22:

中古住宅販売件数（10 月: 5.36 mil., -3.4%）

11 /19:

コンファレンスボード景気指数（10 月）

総合指数: 0.6%

一致指数: 0.2%

遅行指数: 0.2%

11 /18:

住宅着工件数（10 月: 1.060 mil., -11.0%）

認可件数(1.150 mil., 4.1%)

FOMC 議事録

11 /17:

消費者物価指数（10 月: 0.2%）

コア: 0.2%

鉱工業業生産指数（10 月: -0.2%, 9 月: -0.2%, 8 月: -0.1%）

NAHB 住宅市場指数（11 月: 62, 10 月: 64, 9 月: 61）

11 /13:

企業在庫（9 月: 0.28%）

製造業: -0.37%

小売業: 0.79%

卸売業: 0.50%

小売販売（フードサービスを含む）(10 月:0.1%)

自動車を除く: 0.2%

自動車・部品ディーラー: 0.3%

生産者物価指数（10 月: -0.4%）

最終財，コア: -0.4%

中間財，コア: -0.2%

原材料，コア: 2.1%

11 /12:

連邦政府財政収支（10 月: -$136.5 bn.）

歳入: $211.0 bn.

歳出: $347.6 bn.

11 /10:

輸入価格（nsa): (10 月: -0.5%)

輸出価格（nsa): (10 月: -0.2%)

11 /9:

労働市場状況指数（10 月: 1.6, 9 月: 1.3）

11/6:

非農業雇用増（10 月: 271K）

財製造業（27K）

サービス業（241K）

政府（3K）

失業率: 5.0%

平均時間当たり所得: $25.20 (0.4%)

平均週当たり労働時間: 34.5 時間（0.0%）

消費者信用増（9 月: $28.9 bn.）

回転: $6.7 bn.

非回転: $22.2 bn.

11/4:

貿易収支（9 月: -$40.8 bn.）

輸出: 1.6%

輸入: -1.8%

非製造業指数:10 月: 59.1, 9 月: 56.9, 8 月: 59.0)

11/3:

自動車販売(10 月: 18.2 mil., 9 月: 18.2 mil., 7 月: 17.8 mil.)

11/2:

建設支出（9 月: 0.6%）

民間住宅: 1.9%

民間非住宅: -0.7%.

公的: 0.7%

ISM 製造業指数(10 月: 50.1, 9 月: 50.2, 8 月: 51.1)

・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