

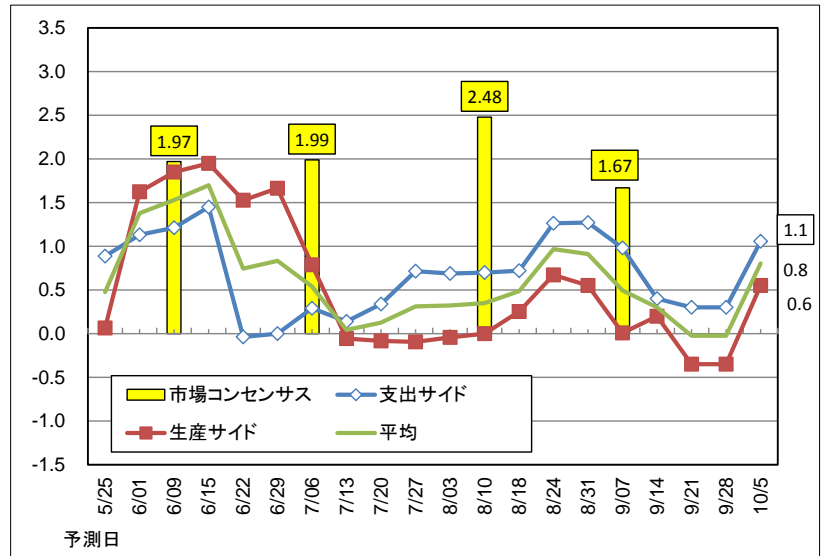


# 日本経済 (週次) 予測 (2015年10月5日)

## ポイント

- ▶今週の予測では、9月の財政資金対民間収支、8月の鉱工業指数、労働力調査、家計調査報告、商業動態統計、建築着工統計、製造業部門投入産出物価指数及び7月の建設工事費デフレータが更新された。
- ▶これらのデータは、民間最終消費支出、民間住宅、民間企業設備、民間企業在庫品増加、公的在庫品増加及び建設関連デフレータの予測値に影響を与える。
- ▶データ更新の結果、民間最終消費支出、民間企業設備の予測値が先週から上方修正、民間住宅、民間在庫品増加及び公的在庫品増加の予測値が下方修正。
- ▶短観9月調査の現況を前回先行きの見方と比較すると、製造業では軒並み下振れたが、非製造業では上振れた。海外経済減速の影響が業種で分かれた。
- ▶今週のCQM(支出サイド)は、7-9月期の実質GDP成長率を前期比年率+1.1%と予測。先週の予測から上方修正された。
- ▶図が示すように、7-9月期はマイナス成長を回避できそうであるが、このためには、今後純輸出の下方修正の可能性が高まる中、民間需要の回復が鍵となる。

**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、マイナス成長を回避できるかは民間需要の回復が鍵>

先週は、9月の財政資金対民間収支、乗用車新車販売台数、8月の鉱工業指数、労働力調査、家計調査報告、商業動態統計、建築着工統計、製造業部門投入産出物価指数及び7月の建設工事費デフレータが更新された。これらのデータは、民間最終消費支出、民間住宅、民間企業設備、民間企業在庫品増加、公的在庫品増加及び建設関連デフレータの予測値に影響を与える。

8月の実質家計消費支出は前月比+2.5%増加し2カ月連続のプラス。実績は事前予測を上回ったため、7-9月期の実質民間最終消費支出の予測値は先週から上方修正された。8月の建設工事費予定額(居住専用)は前月比-0.4%小幅減少し、2カ月連続のマイナス。実績は事前予測を下回ったので、7-9月期の実質民間住宅の予測値は先週から下方修正された。8月の資本財出荷指数は前月比-0.7%低下した。2カ月ぶりのマイナス。実績は事前予測を幾分上回った結果、7-9月期の実質民間企業設備の予測値は先週から幾分上方修正された。8月の最終需要財在庫指数は前月比-1.4%低下した。2カ月連続のマイナス。事前予測を幾分下回ったため、7-9月期の実質民間企業在庫品増加の予測値は先週から幾分下方修正された。

10月1日発表の日銀9月短観によると、最も注目される大企業の業況判断DIは、製造業で+12となり、前回調査から3ポイント低下した。3四半期ぶりの悪化。一方、非製造業のDIは前回比+2ポイント上昇の+25となり、4四半期連続で改善。結果、1991年11月以来の高水準となった。前回調査における先行き(9月)の景況については、大企業製造業では小幅の改善、同非製造業では小幅の悪化が予想されていた。9月の結果は前回予想から輸出関連の製造業では軒並み下振れたが、内需関連の非製造業では上振れた。海外経済減速の影響が業種で分かれたといえよう。

今週(10/5)の超短期モデル(CQM、支出サイド)は、7-9月期の実質GDP成長率を前期比年率+1.1%と予測。先週の予測(+0.3%)から上方修正された。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。図が示すように、足下の予測では7-9月期はマイナス成長を回避できそうであるが、このためには、今後純輸出の下方修正の可能性が高まる中、民間需要の回復が鍵となる。

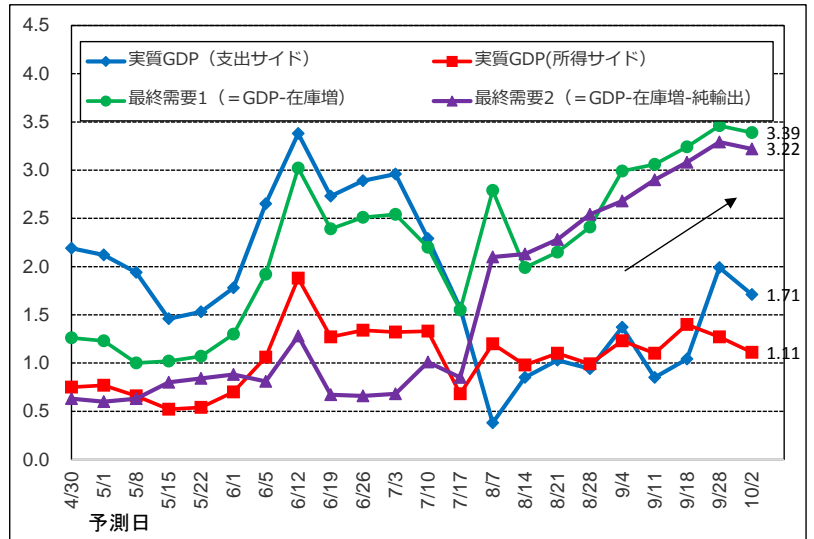


# 米国経済 (週次) 予測 (2015年10月2日)

## ポイント

- ▶ 今週は9月28日、10月2日と2回のCQM予測を行った(図表)。
- ▶ 米景気は所得サイドから景気拡大のモーメントが弱くなっているが、支出サイドあるいは実質最終需要で見ると限り景気は堅調と見てよい(図表)。
- ▶ 7-9月期の経済成長率は1%-2%の範囲となる可能性が高いが、この低成長の理由は在庫増と純輸出による。
- ▶ 9月の雇用統計が非常に悪かったが、連銀は1カ月の雇用統計に惑わされず、正しい経済予測に基づいた金融政策の正常化を目指すべきである。
- ▶ これ以上ゼロ金利政策を維持しても、その経済刺激効果は限られているし、市場のボラティリティを増し、金融政策の正常化を難しくするだけである。また、持続的な高成長経済への復帰を難しくするだけでもある。

## 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



### <9月の雇用統計は悪かったが、連銀は正しい経済予測に基づいた金融政策の正常化を目指すべし>

今週はCQM予測を2回行った。9月28日のCQM予測は2015年7-9月期のGDP(確報値)とそれに対応する個人所得・消費支出のみを更新した。このCQM予測をベースに10月2日のCQMが8月の建設支出、製造業財出荷、製造業在庫(速報値)、9月の雇用統計を更新した。図表に見るように、所得サイドから景気のモーメントが弱くなっているが、支出サイドからの実質GDP、実質最終需要には拡大のモーメントが見られる。10-12月期の実質GDP伸び率は今週のCQM予測で支出・所得サイドでそれぞれ3.3%、3.2%と予測されており、米景気は9月の雇用統計から懸念されるような失速の状況にはない。

9月の雇用増が市場のコンセンサス(203,000)を大きく下回る142,000となり、名目賃金率は0.03%低下し、労働参加率は62.4%と前月より0.2%低下した。10月のFOMCミーティング、あるいは年内に政策金利引き上げを考えていた連銀エコノミストにとって9月の雇用統計は全く逆風となった。金利の先物市場においても、10月における連銀による金利引き上げの確率は2%となり、12月における金利引き上げの確率も雇用統計発表前の50%弱から29%にまで低下した。連銀は政策金利の引き上げを延ばすべきであろうか?

元連銀総裁のAlan Greenspanが言うように、出口戦略は金融政策ではなく、経済予測である。すなわち、正しい経済予測を連銀が行えば、出口戦略は可能となる。しかし、フォワードガイダンスの失敗にみるように、連銀はしばしば経済予測を間違ってきた。市場もかなり期待していた9月のFOMCミーティングにおいて連銀が金利引き上げを決定しなかったことから、金融市場のボラティリティが大きくなっている。9月の雇用統計は非常に悪かったが、今こそ1カ月の統計はトレンドを形成しないと、景気の実体(経済予測)を正しく捉えることである。7-9月期の経済成長率はおそらく1%-2%の間となる可能性が高いが、その低い成長率は在庫増と純輸出によるものである。7-9月期に実質個人消費支出は4%程度伸びているし、実質設備投資も8%程度、実質住宅投資も10%程度伸びており、米経済はこの1カ月程度成長のモーメントが弱くなったが、堅調に拡大している。それ故、連銀はできるだけ早く金融政策の正常化に着手し、持続的な高成長への一歩を踏み出すべきである。これ以上ゼロ金利政策を維持しても、経済への刺激効果は限られており、市場のボラティリティを増すだけである。連銀が9月の雇用統計に惑わされ、景気判断(経済予測)を間違えれば、連銀の信頼性はますます失われる。

- ・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](mailto:contact@apir.or.jp) 06-6485-7690