CQM（超短期経済予測モデル）

日本経済（週次）予測（2015 年 12 月 21 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

▶今週の予測では、11 月の貿易統計、10 月の鉱工業指数(確報値)、消費総合指数及び建設総合統計を更新した。

▶10 月の消費総合指数は 2 カ月連続の前月比マイナス。結果、10-12 月期民間最終消費支出の予測値は小幅のマイナス成長に転じた。

▶10 月の公共工事は 3 カ月ぶりの前月比プラス。10-12 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が依然マイナス成長。

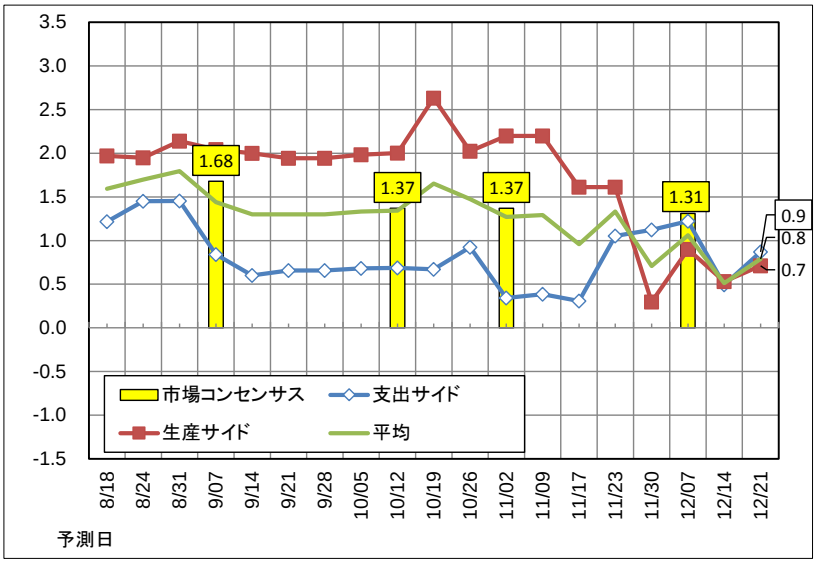
▶10-12 月期の内需は実質 GDP 成長にマイナスの寄与だが、同期の実質純輸出の予測値はプラス寄与を拡大した。純輸出の回復は期待できる。

▶日銀短観(12 月調査)によると、景気の現況(DI)は、製造業、非製造業ともに前回比横ばいとなった。一方、先行きは業種・規模にかかわらず業況の悪化が見込まれている。

▶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+0.9%と予測。先週の予測(+0.5%)から上方修正された。

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）



＜10-12 月期経済：停滞の内需、回復の純輸出＞

今週の予測では、11 月の貿易統計、10 月の鉱工業指数(確報値)、消費総合指数及び建設総合統計を更新した。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値に影響を与える。また 14 日に日銀短観 12 月調査の結果が公表された。

10 月の消費総合指数は前月比-0.2%となり、2 カ月連続のマイナス。実績値は事前予測を下回ったため、10-12 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マイナス成長に転じた(前期比-0.1%)。

10 月の鉱工業指数(確報値)が更新された結果、10-12 月期実質民間企業設備の予測値は先週から下方修正、実質民間在庫品増加の予測値は上方修正された。10 月の公共工事は前月比+3.8%増加し 3 カ月ぶりのプラスとなったため 10-12 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が、2 四半期連続のマイナス(前期比-0.3%)。

11 月の貿易統計(季節調整値)を数量ベースで見ると、11 月の実質輸出指数は前月比+1.6%と 3 カ月連続のプラス。結果、10-12 月期の実質財貨・サービス輸出の予測値は先週から上方修正(前期比+3.4%)。一方、11 月の実質輸入指数は前月比-0.7%と 2 カ月連続のマイナスとなったため、10-12 月期の実質財貨・サービス輸入の予測値は先週から下方修正された(前期比+0.7%)。輸出の予測値は上方修正され、輸入の予測値は下方修正されたため、10-12 月期の実質純輸出の予測値は先週から上方修正された。

日銀短観(12 月調査)によると、注目される大企業の業況判断指数(DI)は、製造業、非製造業ともに前回比横ばいとなった。先行き(3 月)は、業種・規模にかかわらず業況の悪化が見込まれている。

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+0.2%、年率+0.9%と予測。国内需要は前期比-0.3%ポイントのマイナス寄与、実質純輸出は同+0.5%ポイントのプラス寄与となった。結果、先週の予測(年率+0.5%)から下方修正された。

CQM（超短期経済予測モデル）

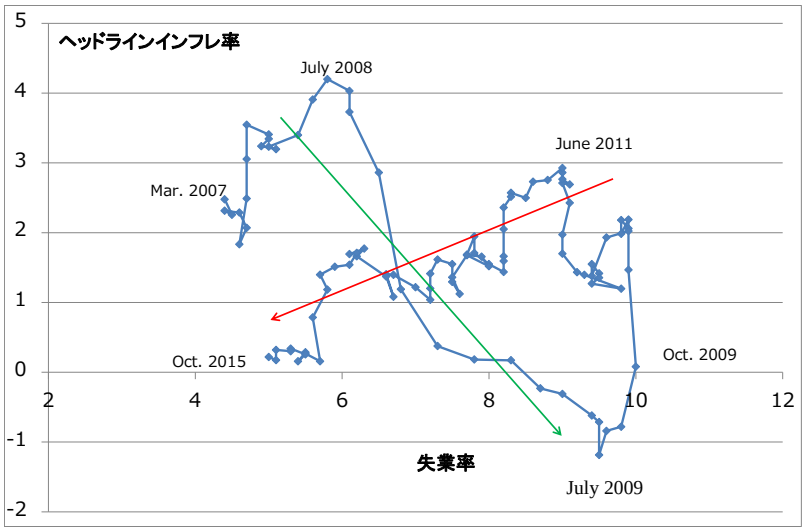
内容に関するお問い合わせは下記まで
e-mail:inada-y@apir.or.jp

米国経済（週次）予測（2015 年 12 月 18 日）

ポイント

▶今週の CQM は、今期（10-12 月期）の実質 GDP 伸び率を支出サイドでは 1.59%、所得サイドでは 4.22%とそれぞれ予測している。
▶このような実質 GDP 伸び率予測の大きな乖離は、今期の統計上の誤差が非常に大きなマイナスの値になることを示唆している。
▶このような時、現状の景気判断には支出・所得両サイドの平均実質 GDP 伸び率（2.90%）を参考にするのが良い。
▶市場から政策金利引き上げのプレッシャーを受けていた連銀は 16 日の FOMC ミーティングにおいて、目標政策金利を 0.25%引き上げることを決定した。
▶しかし、引き上げの一つの条件である、2%インフレ達成の“reasonable confident”の説明の説得力は非常に弱い。

散布図：ヘッドライインフレ率（%、前年同月比）vs. 失業率（%），2007 年 3 月-2015 年 10 月



＜政策金利を引き上げたが、苦しい連銀の説明＞

今週（12 月 18 日）の CQM 予測は 11 月の消費者物価指数、住宅着工件数、鉱工業生産指数を更新した。CQM は今期（10-12 月期）の実質 GDP 伸び率を支出サイドでは 1.42%から 1.59%へ、所得サイドでは 4.07%から 4.22%へとそれぞれ上方に修正した。景気の現状把握に適している両サイドからの平均実質 GDP 伸び率は 2.74%から 2.90%へと上方修正された。今期の統計上の誤差は大きなマイナスの値になるだろう。

市場から政策金利引き上げのプレッシャーを受けていた連銀は 12 月 16 日の FOMC ミーティングにおいて目標政策金利の 0.25%の引き上げを決定した。連銀はこの FOMC 声明において、今年に入りかなりの労働市場における改善がみられ、インフレ率が中期的に 2%に達するという“reasonably confident”があると言っている。図表は 2007 年 3 月-2015 年 10 月の期間におけるヘッドラインインフレ率と失業率の散布図を描いてある。この図表で 2008 年から 2009 年にかけて、失業率が高まった時にインフレ率が低下したという従来の関係が見られるが、2011 年-2015 年においては失業率が低下する一方、インフレ率も低下傾向にあった。この散布図を見る限り、連銀の言うような更なる失業率の低下により、連銀の目標とする 2%インフレが達成されるという説明に説得力はほとんどない。説得力あるとすれば、更なる失業率の低下で、失業率が NAIRU に近づいた時にインフレ率が加速化し始めるということである。

今回の FOMC 声明において、今後の政策金利変更は incoming data 次第としながら、”gradual increase”で行われるだろうと言っている。何故、連銀はかつて“measured pace”での政策金利引き上げを宣言し、失敗したにもかかわらず再び同じようなことを繰り返すのであろうか？それは、政策金利引き上げを主張してきた連銀エコノミストとまだ低いインフレ率、弱いグローバル経済から政策金利引き上げの延期を主張している連銀エコノミストの間での妥協案と考えることができる。しかし、この妥協案が今後の経済変化とあわなければ、これまで間違ってきたフォワードガイダンスと同じとなり、今後の金融政策の自由度をなくすことになりかねない。今後の金融政策の変更は incoming data 次第というだけで十分であり、 “金融政策は正しい経済予測による”というグリーンスパン元連銀議長の言葉は重い。

・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