



CQM (超短期経済予測モデル)

稲田義久 (APIR 数量経済分析センター長)

# 日本経済 (月次) 予測 (2015年8月)

内容に関するお問い合わせは下記まで

## ポイント

### ●4-6 月期は 3 四半期ぶりのマイナス成長、景気は一時的な踊り場へ

▶8月17日発表のGDP1次速報値によれば、4-6月期実質GDP成長率は前期比年率-1.6%と3四半期ぶりのマイナス、ほぼ市場コンセンサスと同じ結果となった。

▶アベノミクスの期間のうち、10四半期のうち4四半期がマイナス成長である。潜在成長率の低下が懸念され、外的ショックが起こった場合、日本経済はマイナス成長に陥りやすくなっている。

▶4-6月期の予測動態を振り返ると、5月20日の段階でCQMは2%程度、6月のコンセンサスも+1.7%のプラス成長を予測した。しかし以降、予測はコンセンサスもCQMもダウントレンドを示し、最終予測でほぼ実績どおりのマイナス成長。6月以降、景気は急速に悪化したことがわかる。なお、CQMはコンセンサスより1カ月早くマイナス成長を予測した。

▶4-6月期のインフレ予測の動態を見ると、GDPデフレーターは前期比+0.4%となり、3期連続のプラス。CQM最終予測は同+0.5%となった。

▶国内需要デフレーターは前期比+0.2%と2期ぶりに上昇。うち、民間最終消費支出デフレーターは同+0.2%と2期ぶりのプラス。CQM最終予測は同-0.1%と実績から過小予測となった。

### ●7-9 月期成長率予測の動態

▶4-6月期経済は一時的な踊り場で、回復シナリオに大きな変化はないと見ている。ただ民間最終消費支出と輸出に下方修正リスクが高い。

▶今週の支出サイドモデルは、7-9月期の実質GDP成長率を前期比年率+1.3%と予測。先週の予測から変化なし。7-9月期は内需が2期ぶりに拡大するが、純輸出は2期連続で縮小する。市場コンセンサスを下回る緩やかな回復となっている(図1)。

図1 CQM予測の動態：実質GDP成長率  
2015年7-9月期 (%、前期比年率)

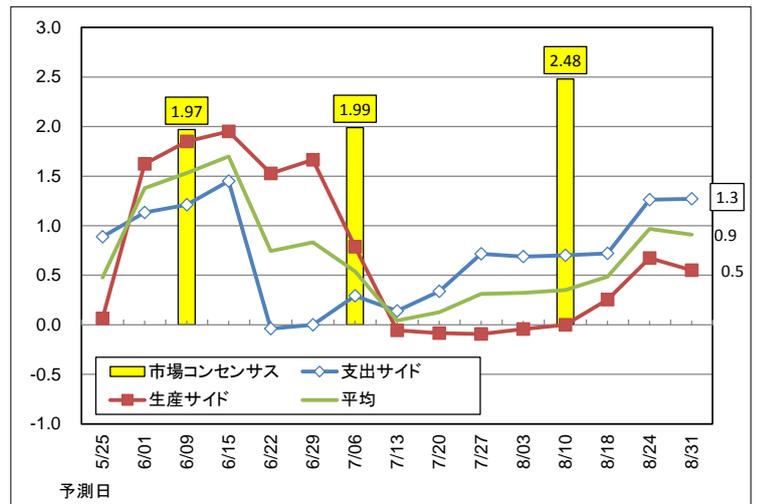
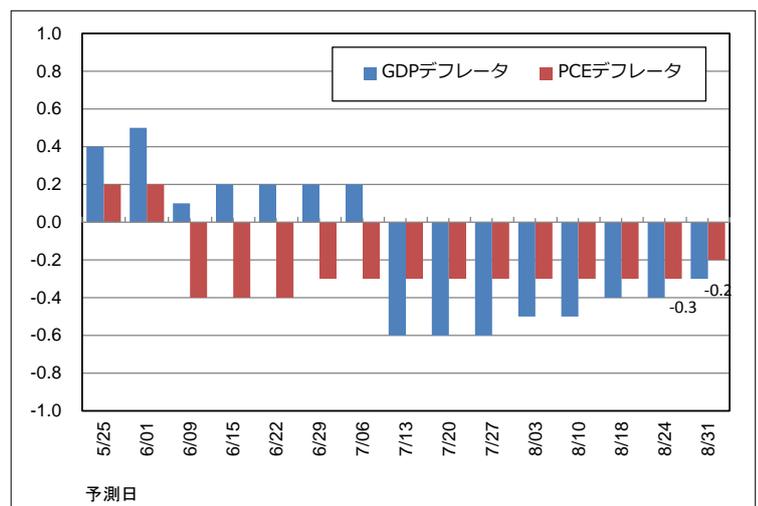


図2 CQM予測の動態：インフレーション  
2015年7-9月期 (%、前期比)

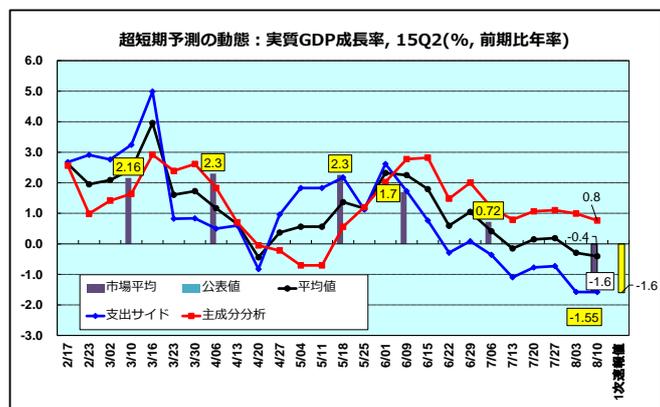


<4-6 月期は 3 四半期ぶりのマイナス成長、景気は踊り場に>

【4-6 月期実質 GDP 成長率予測の動態】

8月17日発表のGDP1次速報値によれば、4-6月期実質GDP成長率は前期比年率-1.6%(前期比-0.4%)と3四半期ぶりのマイナスとなった。ほぼ市場コンセンサス(ESPフォーキャスト8月調査: -1.55%)と同じ結果である。アベノミクスが始まった2013年1-3月期以降、10四半期のうち4四半期がマイナス成長である。潜在成長率の低下が懸念され、(消費増税を含む)外的ショックが起こった場合、日本経済はマイナス成長に陥りやすくなっている。

4-6月期の超短期モデル(CQM)最終予測は、支出サイドが前期比年率-1.6%、生産サイドが同+0.8%、平均同-0.4%となった。重視している支出サイドからの予測は実績とピンポイントとなった。



4-6月期の予測動態を振り返ると、1-3月期GDP1次速報値(同+2.4%)が発表された5月20日の段階でCQMは2%程度、6月のコンセンサス(6月5日発表)も+1.7%のプラス成長を予測した。しかし以降、予測はコンセンサスもCQMもダウントレンドを示し、最終予測でほぼ実績どおりのマイナス成長となった。6月以降、景気は急速に悪化したことがわかる。なお、CQMはコンセンサスより1カ月早くマイナス成長を予測した。

4-6月期実質GDP成長率への寄与度を見ると、内需は前期から-0.5%ポイント減少し3期ぶりのマイナス。一方、純輸出は-1.1%ポイントと2期連続のマイナスとなった。いずれも年率寄与度ベース。

内需の中で、民間最終消費支出が実質GDP成長率を大きく引き下げた。前期比-0.8%と4期ぶりに減少に転じ、-1.8%ポイントの寄与(年率ベース)となった。結果、消費増税直後(14年4-6月期)の水準をわずか0.2%上回る程度にまで低下した。民間消費は停滞色が濃い。

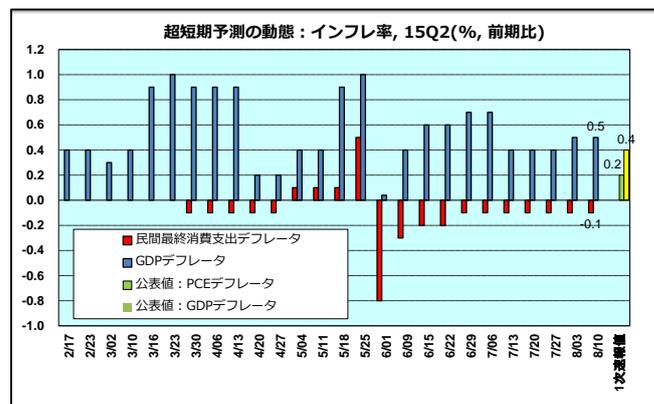
4-6月期の名目雇用者報酬は前期比年率+0.7%(前期、同-0.0%)増加し2期ぶりのプラスとなったが、伸びは小幅にとどまった。生産減に伴う所定外給与の減少やボーナス支給時期の後ずれも影響している。一方、消費者物価インフレ率は前期から加速したため、実質雇用者報酬は同-0.9%(前期、同+2.3%)と2期ぶりのマイナスとなった。実質所得の減少が民間消費低迷の主要因といえよう。

【4-6 月期インフレ予測の動態】

4-6月期インフレを見ると、GDPデフレーターは前期比+0.4%となり3期連続のプラスとなった。CQM最終予測は同+0.5%となった。

国内需要デフレーターは前期比+0.2%と2期ぶりに上昇した。うち、民間最終消費支出デフレーターは同+0.2%と2期ぶりのプラス。CQM最終予測は同-0.1%と実績からは過小予測となった。

一方、外需デフレーターでは、財貨・サービスの輸出デフレーターが前期比+1.2%と2期ぶりのプラス。輸入デフレーターは同-0.5%低下し2期連続のマイナスとなった。結果、交易条件は3期連続の改善となった。4-6月期は、国内需要デフレーターが2期ぶりに上昇し、交易条件が引き続き改善したため、GDPデフレーターの伸びは加速した。



【7-9 月期経済の見通し】

4-6月期経済は一時的な踊り場で、回復シナリオに大きな変化はないと見ている(APIR、第105回景気分析と予測)。ただ民間最終消費支出と輸出に下方修正リスクが高い。

今週の支出サイドモデルは、7-9月期の実質GDP成長率を前期比+0.3%、年率+1.3%と予測。先週の予測から変化なし。7-9月期は内需が2期ぶりに拡大(前期比+0.4%)するが、純輸出は2期連続で縮小(同-0.1%)する。市場コンセンサスを下回る緩やかな回復となっている。

## 8月の主要経済指標

8/28:

**労働力調査:** (7月)

就業者数: 6378万人, -13万人 前月比

失業者数: 220万人, -2万人 前月比

失業率: 3.3%, -0.1%ポイント 前月比

**一般職業紹介状況:** (7月)

有効求人倍率: 1.21, +0.02ポイント 前月比

**家計調査報告:** (7月 2人以上世帯:消費支出)

名目: +0.6% 前月比, +0.1% 前年比

実質: +0.6% 前月比, -0.2% 前年比

**全国消費者物価指数:** (7月)

総合: 103.7 (0.0% 前月比, +0.2% 前年比)

コア: 103.4 (0.0% 前月比, 0.0% 前年比)

**東京都都区部消費者物価指数:** (8月)

総合: 102.1 (-0.1% 前月比, +0.1% 前年比)

コア: 102.0 (-0.1% 前月比, -0.1% 前年比)

**商業動態統計:** (7月 速報値)

小売業: (+1.2% 前月比, +1.6% 前年比)

8/26:

**企業向けサービス価格指数:** (6月)

総合指数: 102.9 (0.0% 前月比, +0.4% 前年比)

8/21:

**毎月勤労統計:** (6月 確報値)

現金給与総額: -2.5% 前年比 総実労働時間: -0.1% 前年比

8/19:

**貿易統計:** (通関ベース:7月)

貿易収支: -2,681億円 (+30.2% 前月比, -72.3% 前年比)

輸出: (-0.2% 前月比, +7.6% 前年比)

輸入: (+1.1% 前月比, -3.2% 前年比)

**産業活動指数:** (6月)

全産業: 96.5 (+0.3% 前月比) 建設業: 84.7 (-0.5% 前月比)

8/17:

**建設総合統計:** (6月)

民間建築: 非居住: (6,584億円, +8.8% 前年比)

公共工事: (1兆3,839億円, +6.4% 前年比)

8/14:

**公共工事請負:** (7月)

件数: (28,285件, -7.3% 前年比)

金額: (1兆4,632億円, -10.1% 前年比)

8/13:

**民間コア機械受注:** (6月 前月比-7.9%)

**消費総合指数:** 106.0 (6月 前月比-0.6%)

8/12:

**鉱工業指数:** (6月 確報値)

生産能力指数: 95.4, +0.3% 前年比

稼働率指数: 97.1, +0.7% 前月比

**第3次産業活動指数:** (6月)

第3次産業: 99.0 (+0.3% 前月比)

公務等活動指数: 95.9 (-0.5% 前月比)

**国内企業物価指数:** (7月)

企業物価: 103.4 (-0.2% 前月比, -3.0% 前年比)

輸出物価: 114.0 (-1.1% 前月比, +5.7% 前年比)

輸入物価: 116.9 (-1.5% 前月比, -7.1% 前年比)

8/10:

**情報サービス業売上高:** (6月 +4.1% 前年比)

**消費動向調査:** 総合指数: (7月 40.3 前月差 -1.4)

**景気ウォッチャー調査:** (7月)

現状判断 DI: (51.6, +0.6 前月差)

先行き判断 DI: (51.9, -1.6 前月差)

**国際収支:** (6月)

経常収支: 5,586億円

(-20.5% 前月比, - 前年比)

輸出: (+4.2% 前月比, +5.6% 前年比)

輸入: (+3.8% 前月比, -4.6% 前年比)

8/6:

**景気動向指数:** (6月 速報値)

先行: (107.2, +1.2 前月差)

一致: (112.0, +0.7 前月差)

遅行: (115.1, -0.2 前月差)

8/4:

**毎月勤労統計:** (6月速報値)

現金給与総額: -2.4% 前年比 総実労働時間: -0.2% 前年比

8/3:

**新車販売台数:** (7月 355,892台 -9.1% 前年比)

**食糧安定供給:** (7月 -80億円, -177億円 前年比)

7/31:

**労働力調査:** (6月)

就業者数: 6391万人, +34万人 前月比

失業者数: 222万人, +4万人 前月比

失業率: 3.4%, +0.1%ポイント 前月比

**一般職業紹介状況:** (6月)

有効求人倍率: 1.19, 0.00ポイント 前月比

**家計調査報告:** (6月 2人以上世帯:消費支出)

名目: -2.8% 前月比, -1.5% 前年比

実質: -3.0% 前月比, -2.0% 前年比

**新設住宅着工:** (6月)

新設住宅着工数: (+13.4% 前月比, +16.3% 前年比)

工事費予定額: (+10.8% 前月比, +18.0% 前年比)



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(月次)予測(2015年8月)

## ポイント

### ●成長率・インフレ予測の動態

▶今週(8/28)のCQM予測は2015年4-6月期のGDP改定値とそれに対応する7月までの個人所得・消費支出のみを更新した(図表2)。月次経済指標は前週と同じである。

▶4-6月期の改定実質GDP伸び率が速報値の1.7%から3.7%へと大幅に修正された(図表1)。これは最終CQM予測(7/17)の所得サイドからの予測値と一致する。

▶連銀にとって、中国経済からのショックを防ぐことが現実的となった。すなわち、連銀は金融正常化をできるだけ早く始める必要がある。

▶しかし、図表2に見るように、今期(7-9月期)の経済成長率はmoderateであり、労働市場の“slack”を減少させるほど経済は強くない。

▶また、今週のCQMはヘッドラインインフレ率の前年同期比の伸び率を今期、来期とそれぞれ0.4%、0.8%と予測しており、連銀の2%目標から程遠い。

▶連銀が金融正常化に着手するには、“slack”と“2%インフレ目標”の誤った目標を修正する必要がある。

### ●2016年大統領選動向 (8月)

▶Hillaryのe-mail問題への捜査が進むにつれて、Hillaryはこの問題をJokeとして扱えなくなった。

▶Hillaryの支持率の低下にともなって、Biden副大統領の出馬が現実的となってきた。

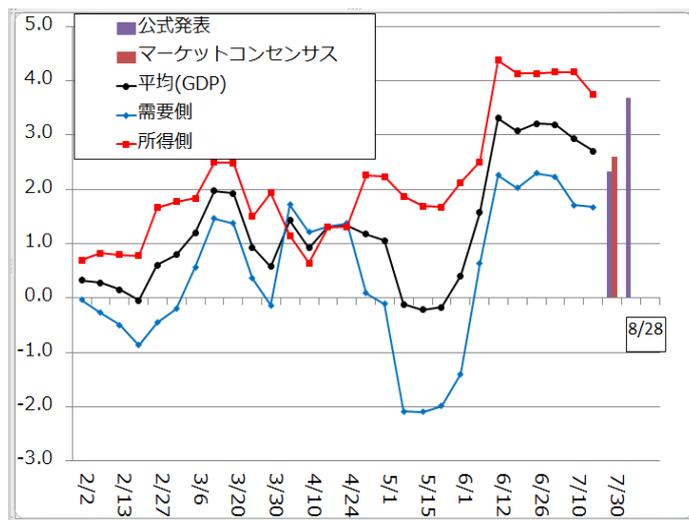
▶SandersにとってもBidenの出馬は望ましい。何故ならば、Bidenの出馬によりHillary票が彼にシフトするので、HillaryとSandersとの間の支持率が大きく縮小する。

▶組織、資金に後れをとっているBidenにとって、Obamaのendorseを受け彼の選挙母体の支持を得ることが重要である。しかし、Obamaから引き継ぐLegacyが何も無いのがBidenには不利に働く。

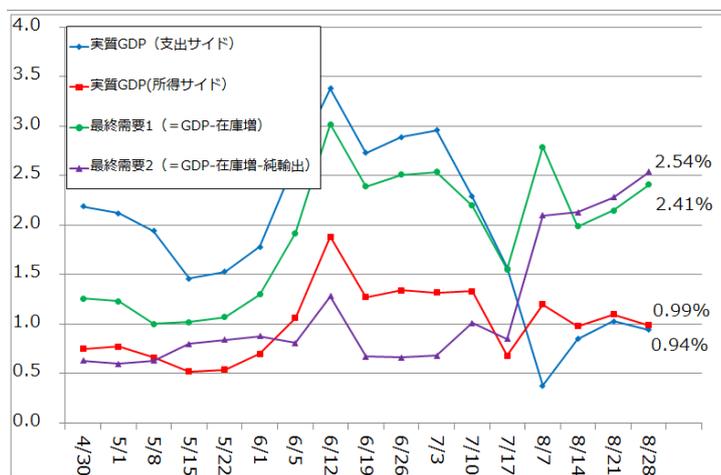
▶8月6日に共和党の第一回のPrimary討論会が行われ、次世代を担う共和党の若い人材が豊富なことが示された。

▶9月16日に第2回のPrimary討論会が開かれるが、見どころはFiorinaが再び良いperformanceを示すことができるか、Topの支持率を得ているTrumpにどの候補者が打撃を与えられるか、RubioとCruzが一層知名度をあげられるか、少し出遅れたWalker、Bushが挽回できるかにあると思われる。

図表1: 実質GDP比較: CQM予測、公表値、市場のコンセンサス (% , saar) 2015年4-6月期



図表2: CQM予測: 実質GDP: (% , saar) 2015年7-9月期



## 2016 年大統領選挙動向 (8 月) : Joseph Biden の出馬の 意味と Donald Trump の落ちない支持率

### 民主党: 人格に問題のある Hillary Clinton vs. 人柄の Joseph Biden

Hillary の e-mail 問題の捜査が進展すると同時に Hillary の支持率も蛇口からの水漏れのように低下している。Quinnipiac 大学の調査では、Hillary の民主党員による支持率は 7 月 30 日の 55% から 8 月 27 日では 45% にまで低下した。何しろ、この調査において Hillary で思いつく言葉を調べると、1 : Liar, 2 : Dishonest, 3 : Untrustworthy がダントツで Top 3 を占める。Fox ニュースのあるコメンテーターは “Hillary の言ったことは 3 週間後には嘘と分かる” と言っている。FBI の捜査が入り、犯罪の可能性のできたことで、Hillary はこれまでのように e-mail 問題を冗談でごまかすことができなくなった。

このような Hillary の支持率の中で、Biden の出馬動向が注目を集めている。これまでの Biden の一般的な印象は nice guy であるが、大統領の器ではないというものだ。実際に、この調査でも Biden は honest/trustworthy で 56%(yes)-33%(no) と人柄には問題がない。

Biden が出馬すれば、今後の大統領選はどうなるだろうか？ 民主党のストラテジストの Peter Fenn は “1940 年以降、副大統領になって、大統領選の候補や大統領にならなかったのは、Alben Barkley, Spiro Agnew, Dick Cheney の 3 人しかいない” と言い、Biden の出馬の可能性を高くみている。現在における民主党の political landscape は Hillary の支持率が下がり、Bernie Sanders の支持率が上昇しても、ほぼ間違いなく Hillary が勝ち抜くというものだ。しかし、Biden の出馬により、この landscape が変わるようになるだろうと民主党のストラテジストの Joe Trippi は言う。Sanders は establishment party voters が e-mail 問題で Hillary に対して不安感を抱いていることから、Hillary の票を分割する他の出馬者の参入を待っている。現時点で、民主党内の Hillary-Sanders の支持率は 65-35 程度である。それ故、Biden の支持率が 20 ポイントとしても、その票はほとんど Hillary から流れてくるので、Hillary-Sanders-Biden の支持率が 45-35-20 のように変化する。すなわち、Biden の出馬は Hillary にとって打撃であり、Sanders にとっては Boost になる。

今回が最後のチャンスとなる Biden は大統領選への組織、資金で後れをとっており、これから non-Clinton/non-Sanders のベースを見つけてなければならない。最初に Biden がすべきは、Obama からの endorse を受けることだ。レイムダックの Obama とはいえ、彼の作り上げた選挙母体 (黒人、若者、女性、ヒスパニック) を譲り受けることは Biden にとって非常に重要である。しかし、第 2 次大戦以降、1 党が 3 期連続して大統領を出したのは Ronald Reagan の 2 期の後に当選した George H.W. Bush のみである。1988 年の大統領選挙では、Bush には米国の political direction を変えた Reagan の Conservatism を堅固にするという担うべき明確な役割があった。しかし、legacy の全くない Obama を引き継ぐ Biden には Obama から継続するものが何もない。

### 共和党 : New Generation を担える数多の若い人材

8月6日に初めての共和党のPrimary討論会が行われ、共和党の人材の豊富さを示すものとなった。17人の立候補者の平均年齢は58歳、そのうちTed Cruz、Scott walker, Marco Rubio, Bobby Jindalの4人は40代である。これは、72歳のBiden、67歳のHillary、73歳のSandersの民主党と比較すると共和党にとって長期的な大きなアドバンテッジである。17人も候補者がいることから、支持率の低い候補者7人は“kid table”とあだ名をつけられた5時からの前座のような討論会に参加したが、予想をはるかに超えた質の高い討論会となった。特に、Carly Fiorinaのパフォーマンスが素晴らしく、ほとんどのコメンテーターが彼女を賞賛した。あるコメンテーターは“この後の9時からのメインの討論会にでても、彼女は成功していただろう”と絶賛していた。

メインの討論会においても、Donald Trumpは司会者のタフな質問にたじろぎ彼のmeanなところがでたが、他の全ての候補者はほとんど失点することなくうまく討論会をこなした。特に、メイン討論会の勝者をあげればRubioとCruzではないだろうか？RubioはHillaryの経歴を逆手にとって、今回の大統領選が“generation choice”になることをうまく訴えた。彼のdebateにおける首尾一貫性、タフさ、簡潔・明瞭さは注目に値する。保守としてのPro-lifeの立場を強調するために、abortionに関しては“後の世代の人々から我々は野蛮人と呼ばれるだろう”と従来の人々とは異なる視点からうまく述べていた。

Cruzは“我々には真実を語るcommander in chiefが必要だ。ラディカルイスラミックテロリズムという言葉の口に出せない大統領が我々の長である限り、我々は彼らを敗北させることはできない”と言い、Obamaの外交に不満を持っている人々から非常に高い評価を受けた。

しかし、今もってTrumpの支持率は高く、Quinnipiac大の8月20-25日の世論調査でも、共和党員のあいだで大統領候補者としてTrumpは1位の28%を得ている。2位: Ben Carson(12%)、3位: Bush (7%)、4位: CruzとRubio (7%)、6位: Scott Walker (6%)となっている。

Trumpが今もって高い支持率を得ている理由にはやはり平均的な米国民が有名人に対して抱く興味と言えよう。更に、彼はTop候補者になるには全ての共和党員の支持を必要としないことを知っており、いわゆるanger共和党員を味方している。これは、共和党に昔のような重鎮がいなくなったこととも関係している。しかし、TrumpはHillaryと同じ欠点をもっている。Honest/trustworthyに関して、Trumpは38%(yes)-54%(no)とHillaryの34%(yes)-61%(No)とほとんど同じである。また、Trumpを一つの言葉で表せばという世論調査では1位: Arrogant、2位: Blowhard、3位: Idiotとなっている。共和党員の間での彼には絶対に投票はしないという “No way”の調査でもTrumpは28% と候補者の中で一番高くなっている。Hillaryも民主党員のなかの“no way”調査で11%と最も高い。

9月16日にカリフォルニアのReagan Presidential LibraryでCNN主催の第2回目の共和党の討論会が行われるが、見どころはFiorinaが再び良いperformanceを示すことができるか、Topの支持率を得ているTrumpにどの候補者が打撃を与えられるか、RubioとCruzが一層知名度をあげられるか、少し出遅れたWalker、Bushが挽回できるかにあると思われる。

8月の主要経済指標

8/28:

ミシガン大学消費者センチメント

総合: 8月: 91.9, 7月: 93.1, 6月: 96.1, 5月: 90.7  
現在: 8月: 105.1, 7月: 107.2, 6月: 108.9, 5月: 100.8  
期待: 8月: 83.4, 7月: 84.1, 6月: 87.8, 5月: 84.2

個人所得 (7月: 0.4%)

賃金・俸給: 0.5%

個人消費支出 (PCE) : 0.2%

貯蓄率 : 4.9%

8/27:

失業保険新規申請件数 (8/22, 271,000)

GDP (2015Q2: 改定値)

実質: 3.68%

名目: 5.85%

GDP インプリシット価格デフレーター: 2.09%

カンザス・シティー連銀製造業調査: 8月: -9, 7月: -7

8/26:

工場受注 (7月) (速報値)

出荷: 1.0%

コンピューター・電子製品: -0.1%

輸送機器: 2.5%

非軍事資本財 (航空機を除く) : 0.6%

8/25:

コンファレンスボード消費者コンフィデンス

総合: 8月: 101.5, 7月: 91.0, 6月: 99.8, 5月: 94.6  
現在: 8月: 115.1, 7月: 104.0, 6月: 110.3, 5月: 107.11  
期待: 8月: 92.5, 7月: 82.3, 6月: 92.8, 5月: 86.2

新築住宅販売件数 (7月: 0.507 mil., 5.4%)

リッチモンド連銀製造業調査 (8月: 0, 7月: 13)

リッチモンド連銀サービス業調査 (8月: 30, 7月: 32)

8/24:

シカゴ連銀全米活動指数 (7月: 0.34, 6月: -0.07, 5月: -0.29)

8/20:

コンファレンスボード景気指数 (7月)

総合指数: -0.2%

一致指数: 0.2%

遅行指数: 0.3%

フィラデルフィア連銀製造業調査:

(8月: 8.5, 7月: 5.7, 6月: 15.2, 5月: 6.7, 4月: 7.5)

中古住宅販売件数 (7月: 5.59 mil., 2.0%)

8/19:

消費者物価指数 (7月: 0.1%)

コア: 0.1%

8/18:

住宅着工件数 (7月: 1.206 mil., 0.2%)

認可件数 (1.119 mil., -16.3%)

8/17:

NY 製造業調査 (8月: -14.9, 7月: 3.9, 6月: -2.0, 5月: 3.1)

NAHB 住宅市場指数 (8月: 61, 7月: 60, 6月: 60)

8/14:

生産者物価指数 (7月: 0.2%)

最終財, コア: 0.0%

中間財, コア: 0.1%

原材料, コア: -5.5%

鉱工業生産指数 (7月: 0.6%, 6月: 0.1%, 5月: -0.3%)

8/13:

企業在庫 (6月: 0.79%)

製造業: 0.55%

小売業: 0.93%

卸売業: 0.94%

小売販売 (フードサービスを含む) (7月: -0.6%)

自動車を除く: 0.4%

自動車・部品ディーラー: 1.4%

輸入価格 (nsa): (7月: -0.9%)

輸出価格 (nsa): (7月: -0.2%)

8/12:

連邦政府財政収支 (7月: -\$149.2 bn.)

歳入: \$225.5 bn.

歳出: \$374.7 bn.

8/7:

非農業雇用増 (7月: 215K)

財製造業 (17K)

サービス業 (193K)

政府 (5K)

失業率: 5.3%

平均時間当たり所得: \$24.99 (0.2%)

平均週当たり労働時間: 34.6 時間 (0.2%)

8/5:

貿易収支 (6月: -\$43.8 bn.)

輸出: -0.1%

輸入: 1.2%

非製造業指数: 5月: 55.7, 4月: 57.8, 3月: 56.5, 2月: 56.9

8/3:

ISM 製造業指数 (7月: 52.7, 6月: 53.5, 5月: 52.8)

建設支出 (6月: 0.1%)

民間住宅: 0.4%

民間非住宅: -1.3%

公的: 1.6%

・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