



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)

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 6 月 22 日)

## ポイント

▶ 今回の予測では、5 月の貿易統計、4 月の毎月勤労統計 (確報値) 及び建設総合統計を更新。これらは、民間企業設備、公的固定資本形成、純輸出及び雇用者報酬の予測値に影響を与える。

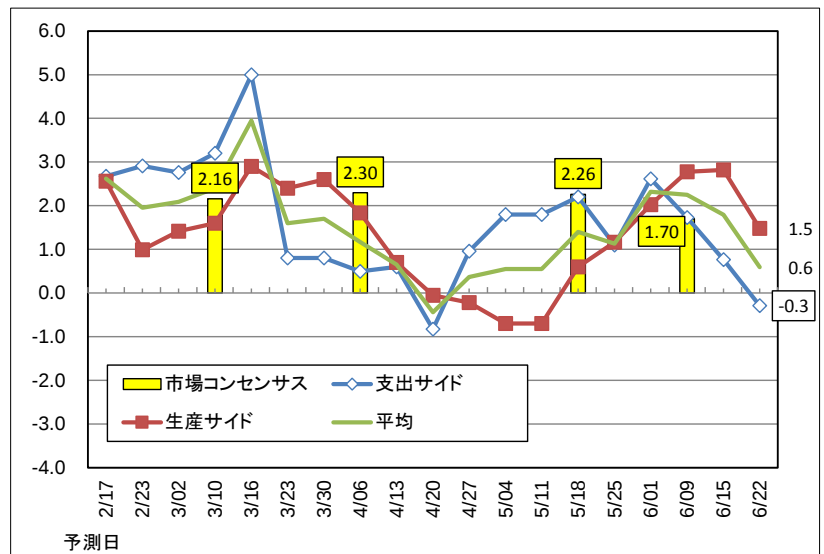
▶ 4 月の公共工事は前月比 2 カ月連続の増加。結果、4-6 月期の実質公的固定資本形成の予測値は先週から上方修正された。

▶ 4-5 月平均の輸出入は金額、数量ベースともに 1-3 月期から減少傾向である。5 月の貿易データを更新した結果、4-6 月期の実質純輸出の予測値は先週から大幅下方修正された。

▶ 今週の超短期モデル (CQM、支出サイド) は、4-6 月期の実質 GDP 成長率を前期比 -0.1%、同年率 -0.3% と予測。先週の予測から下方修正。

▶ 内需は上方修正されたが、純輸出が大幅下方修正されたため。この 3 週間、実質成長率の予測値は 2% から 0% へと低下している。

## CQM 予測の動態 : 実質 GDP 成長率 2015 年 4-6 月期 (%、前期比年率換算)



## <民間消費の停滞に加え、純輸出も縮小。4-6 月期成長率予測は 3 週連続で低下し 0% へ>

今回更新されたデータは、5 月の公共工事請負金額、貿易統計、4 月の全産業活動指数、毎月勤労統計 (確報値)、景気動向指数 (改訂) 及び建設総合統計である。これらは、民間企業設備、公的固定資本形成、純輸出及び雇用者報酬の予測値に影響を与える。

4 月の公共工事は前年比 +4.9% 増加し 39 カ月連続のプラス。伸びは小幅だが前月から上昇。季節調整値 (APIR 推計) は前月比 +3.7% 増加し 2 カ月連続のプラス。結果、4 月実績は 1-3 月平均比 +2.3% 増加した。実績値は事前予測を上回ったため、4-6 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 (前期比 -1.5% → 同 +1.2%)。

5 月の貿易収支は -2,160 億円と 2 カ月連続の赤字。赤字幅は前年比 -76.5% 縮小した。季節調整値も -1,825 億円と 2 カ月連続赤字となったが、前月比 -23.9% 減少した。4-5 月平均の輸出入は金額、数量ベースともに 1-3 月期から減少傾向である。5 月の実質輸出指数 (日銀ベース) は前月比 -5.0% と 3 カ月ぶりのマイナス。実績値は事前予測を大幅に下回ったため、4-6 月期の実質財貨・サービスの輸出の予測値は先週から大幅下方修正された (前期比 +0.1% → 同 -2.6%)。一方、5 月の実質輸入指数 (日銀ベース) は前月比 -3.4% と 2 カ月ぶりのマイナスとなった。実績値は事前予測を下回ったため、4-6 月期の実質財貨・サービスの輸入の予測値は先週から小幅下方修正された (前期比 -0.2% → 同 -0.8%)。輸出の下方修正幅が輸入の下方修正幅を上回った結果、4-6 月期の実質純輸出の予測値は先週から下方修正された (12.352 兆円 → 10.338 兆円)。

今週 (6/22) の超短期モデル (CQM、支出サイド) は、4-6 月期の実質 GDP 成長率を前期比 -0.1%、同年率 -0.3% と予測。先週の予測 (+0.8%) から下方修正された。内需は上方修正 (前期比 +0.2% ポイント → 同 +0.3% ポイント) されたが純輸出が大幅下方修正 (前期比 +0.0% ポイント → 同 -0.3% ポイント) されたためである。図が示すように、この 3 週間、実質成長率の予測値は 2% から 0% へと低下している。民間最終消費支出の停滞と純輸出の縮小が影響している。一方、公的固定資本形成は持ち直してきている。2015 年度最初の四半期の経済は停滞気味である。



# 米国経済 (週次) 予測 (2015 年 6 月 19 日)

## ポイント

▶図表に見るように、実質GDP、実質最終需要は現状の景気が堅調かつ強いことを示している。

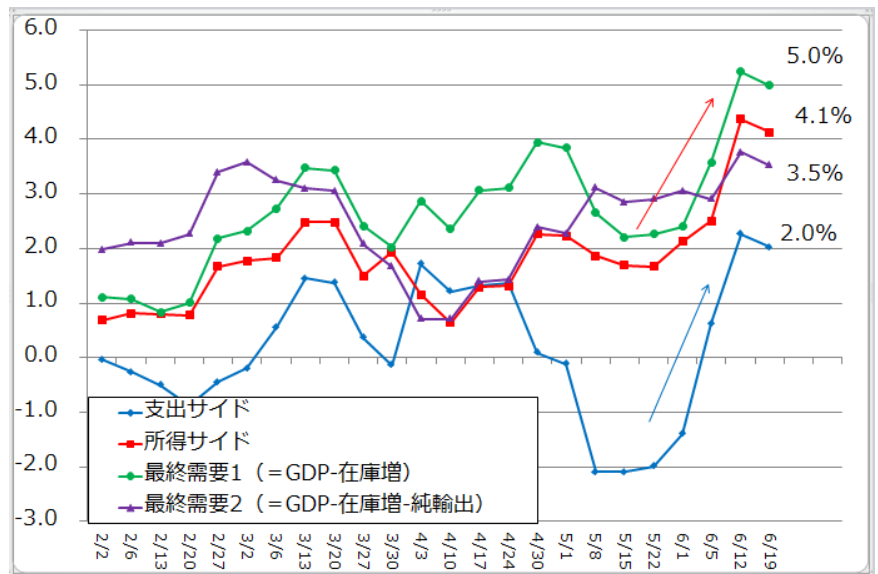
▶しかし、今回のFOMCにおいて、連銀は景気の現状にはゼロ金利政策が適切と判断し、政策金利引き上げを延期した。

▶今、連銀に求められているのは単に政策金利目標を 0%-0.25%から 0.25%-0.5%へ引き上げるだけのことである。

▶今回の FOMC ミーティングにおいて、連銀はフォワードガイダンス (FG) を排除したが、Yellen 連銀議長は data-dependent な金融政策には完全に戻れないようだ。

▶その結果、FG の時と同じように、Data-dependent な金融政策から離れれば、金融政策の正常化への着手がますます遅れる可能性がある。

## 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 4-6 月期



### <フォワードガイダンスによる金融政策を排除したが、data-dependentな金融政策に戻れないYellen連銀>

今週 (6/19) の CQM は 5 月の鉱工業生産指数、住宅着工件数、消費者物価指数を更新した。図表に見るように、実質 GDP と実質最終需要から景気を判断すれば、米経済は連銀の想定する“moderate growth”を大きく超え、上昇トレンドを形成している。にも関わらず、連銀は 6 月 16-17 日の FOMC ミーティングで、政策金利引き上げを行わず (9 月、12 月にまで) 延期することを決定した。連銀は政策金利引き上げに関して、“moderate growth”が持続的なものとなり、労働市場が更に改善を続け、インフレ率が 2%に戻る確証が欲しいと言っている。

今連銀に求められているのは政策金利目標を単に 0%-0.25%の範囲から 0.25%-0.5%の範囲にまで引き上げることである。これまでの失業率の低下、非農業部門の雇用増、失業保険新規申請件数の低下をみれば労働市場は政策金利を 0.25%引き上げるに十分過ぎるほど改善をしている。連銀は更なる労働市場の改善の条件として、労働参加率の上昇、フルタイム仕事につけない労働者を考慮した U6 失業率の低下、名目賃金の上昇を挙げている。しかし、これらはゼロ金利政策を更に 3-6 ヶ月延期したところで改善するものではない。

連銀は今回の FOMC でフォワードガイダンス (FG) による金融政策を諦めた。FG は役に立たず、むしろ金融政策への連銀の手足をそれによって縛ったと言える。金融政策が本来の data-dependent に戻らされたが、Yellen 連銀議長は FOMC 後の記者会見において、data-dependent な金融政策に拘らないことを示唆している。今後の金融正常化プロセスに関して、彼女は“In other word, although policy will be data dependent, economic conditions are currently anticipated to evolve in a manner that will warrant only gradual increases in the target federal funds rate”と言っている。FG の失敗を再び繰り返す可能性がある。政策金利引き上げのペースは単に data-dependent と言えばよいだけであり、それで市場も納得をする。それよりも、中国、欧州の経済危機に即座に対応できるように、できるだけ早く金融政策の正常化に連銀は着手すべきである。異常なゼロ金利政策を効果的に使うならば、2, 3 年維持すれば十分であり、その後は経済への副作用のほうが大きくなる。経済政策者は常に、政策の支出・所得両サイドへの影響を考慮すべきである。持続的な高成長経済は正常な金融・財政政策のもとで実現可能となる。

- ・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