

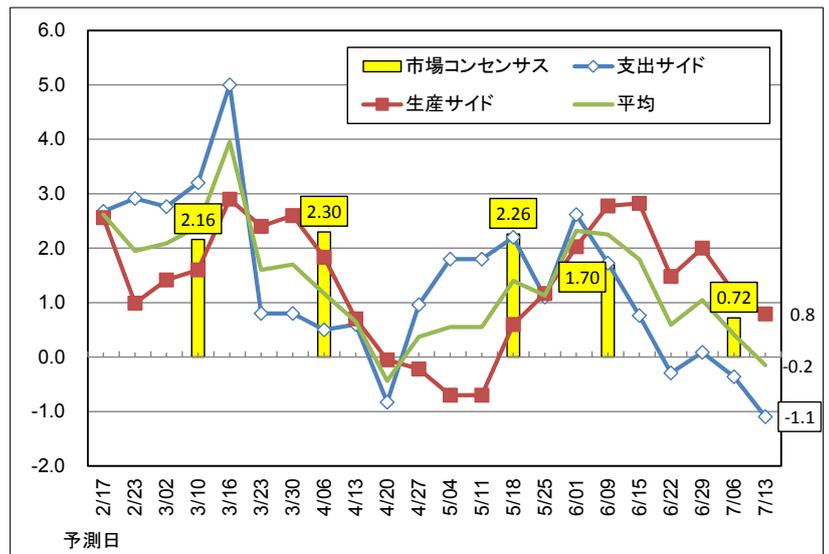


日本経済 (週次) 予測 (2015年7月13日)

ポイント

- ▶今週の予測では6月の国内企業物価指数、輸出入物価指数、5月の消費総合指数、民間機械受注、情報サービス業売上高及び国際収支状況が更新された。
- ▶これらは、民間最終消費支出、民間企業設備、純輸出及び輸出入デフレータの予測値に影響を与える。
- ▶5月の消費総合指数は2カ月ぶりの前月比プラスだが、4-5月平均は1-3月平均比-0.5%低い水準。消費の回復は停滞。5月のコア機械受注は3カ月連続の前月比プラス。結果、4-5月平均は1-3月平均比+5.6%高い水準となった。設備投資の回復は期待できる。
- ▶データ更新の結果、純輸出の予測値は幾分上方修正されたが、民間最終消費支出、民間企業設備の予測値は前回から下方修正された。
- ▶今週のCQMは、4-6月期の実質GDP成長率を前期比年率-1.1%と予測。先週から下方修正。ESPフォーキャスト7月調査によれば、前月の+1.70%から+0.72%に引き下げられた。CQMもコンセンサスも景気見通しは6月以降下方修正。同期は横ばいなしマイナス成長の可能性が高くなった。

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)



<4-6月期実質GDP成長率見通しは横ばいなしマイナス成長の可能性高まる>

先週は6月の景気ウォッチャー調査、消費者態度指数、国内企業物価指数、輸出入物価指数、5月の消費総合指数、機械受注統計、景気動向指数、情報サービス業売上高及び国際収支状況が更新された。これらのデータは、民間最終消費支出、民間企業設備、純輸出及び輸出入デフレータの予測値に影響を与える。

5月の消費総合指数は前月比+0.6%上昇した。2カ月ぶりのプラスだが、4-5月平均は1-3月平均比-0.5%低い水準にとどまっている。消費増税後3四半期連続して緩やかに拡大してきたが、ここにきて消費の回復は停滞している。5月実績は事前予測を下回った結果、4-6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た(前期比-0.0%→同-0.4%)。

一方設備投資の回復は期待できる。民間企業設備投資の先行指標であるコア機械受注は、5月に前月比+0.6%増加し3カ月連続のプラス。結果、4-5月平均は1-3月平均比+5.6%高い水準である。4-6月期の事前見通しは前期比-7.4%であるから、4-5月実績は好調な結果といえよう。今回は5月のコア機械受注に加えて、情報サービス業売上高が更新されたが実績は事前予測を下回った。結果、4-6月期の実質民間企業設備の予測値は先週から幾分下方修正された(前期比+0.7%→同+0.6%)。

5月の経常収支は1兆8,809億円と11カ月連続の黒字となり、前年同月から1兆3,680億円改善した。貿易・サービス収支が黒字転化し、第一次所得収支の黒字幅が拡大したため。5月の国際収支状況が更新された結果、4-6月期の実質純輸出の予測値は幾分上方修正された(10兆3,370億円→10兆6,000億円)。

今週の支出サイドモデルは、4-6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(-0.4%)から下方修正となった。4-6月期は内需が横ばい(前期比0.0%)、純輸出は小幅縮小(同-0.3%)するためである。9日に発表されたESPフォーキャスト7月調査によれば、4-6月期の実質GDP成長率コンセンサス予測は前月の+1.70%から+0.72%に引き下げられた。このように、CQMもコンセンサスも景気見通しは6月以降下方修正されている。同期は横ばいなしマイナス成長の可能性が高くなった。

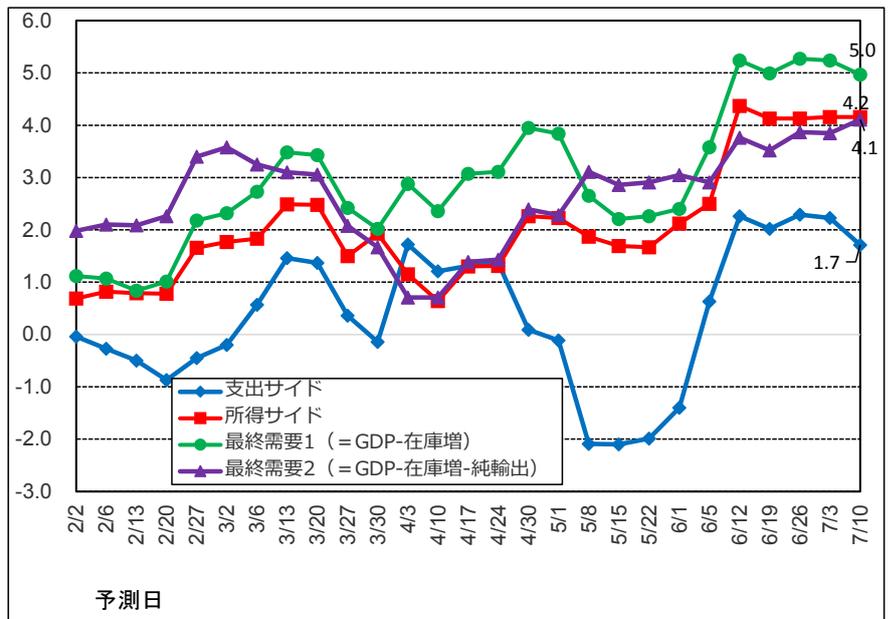


米国経済 (週次) 予測 (2015年7月10日)

ポイント

- ▶ 図表に見るように、米経済はゼロ金利政策を必要としないほど十分に改善をしている。
- ▶ 所得サイドからの経済成長率が高いことから、次週の重要な経済指標の更新で支出サイドからの実質GDPが上方に修正される可能性が非常に高い (図表)。
- ▶ 連銀は潜在成長率の考え方を過去の経済成長率の平均と考えているように思われる。その結果、誤った潜在成長率の考え方から、インフレの加速化防止が物価安定ということをお忘れしている。
- ▶ IT 革新が日々進展している経済において、従来のタイムトレンドを技術進歩の代理変数として使い、潜在成長率を測定するには無理がある。
- ▶ IT エコノミーを考慮した潜在成長率を正しく把握することが金融・経済政策に欠かせない。

**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**



<おそらく過去の平均経済成長率を潜在成長率とみなしている連銀エコノミスト>

今週 (7/10) の CQM は 5 月の貿易収支のみを更新した。支出サイドからの実質 GDP がわずかに下方修正された (図表)。しかし、所得サイドからの実質 GDP 伸び率が 4% 近いことから次週に発表される 5 月の企業在庫、6 月の小売販売、消費者物価指数などの重要な経済指標の更新によって、支出サイドからの実質 GDP が上方に修正される可能性が非常に高い。

7月8日に6月16-17日のFOMCミーティングの議事録が公表された。その中で、連銀は2016-17年と“潜在成長率”を超えて経済が成長するが、インフレ率はその2年間連銀の2%目標を下回ると言っている。連銀は、潜在成長率を単に過去の平均経済成長率、あるいはタイムトレンドを技術革新の代理変数とした生産関数を推定し、潜在成長率を求めているのだろう。インフレが加速しないということは潜在成長率が連銀が考えているよりかなり高いことになる。

連銀はこの議事録の中で、最近の生産性の伸び率の低下を懸念しているが、実質GDPを労働時間で除きたいわゆるマクロの労働生産性はそれ程重要でない。IT革新が日々進化していることで、サーチコストが大幅に低下しインフレは起きにくく、これまで有効に使えなかった多くの断片的な時間がITを使える人々には効率的に使えるようになってきている。例えば、Laptopがあれば搭乗前の空港のラウンジで通常通りの仕事ができる。深夜にホテル・航空券の予約もできる。電車・人を待つ間でもiPadなどで情報を集めることができる。TVニュースの5分の宣伝の間でも、iPadでYoutubeからゴルフレッスンを学ぶことができる。すなわち、IT資本装備率を高めることで潜在成長率が非常に高くなっていることが分かる。経済政策者にとって大事なことは、まずIT革新による内生的技術進歩を考慮した生産関数を推定し、ITエコノミー時代の正しい潜在成長率を把握することである。しかし、未だ多くのエコノミストは技術進歩を“タイムトレンド”で測定することで、非常に低い潜在成長率を導きだし、その結果あやまった金融・経済政策を導入している。そもそも“タイムトレンド”を技術進歩の代理変数として使う発想は58年前の1957年にRobert Solowが論文“Technical Change and the Aggregate Production Function”で導入したものである。正しい潜在成長率を把握すれば、市場経済において金融政策も物価安定として2%インフレの達成ではなく、インフレ(デフレ)のある一定の範囲(0%-2%)からの加速化の防止と現実的なものになる。何しろ、過去38か月もインフレ率は連銀の2%目標を下回っているのである。

- ・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 06-6485-7690