



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8月18日)

## ポイント

▶今回予測で更新されたデータは、7月の国内企業物価指数、6月の鉱工業指数(確報値)、第3次産業活動指数、消費総合指数、機械受注統計、情報サービス業売上高、建設総合統計及び国際収支状況である。また4-6月期のGDP1次速報値を追加した。

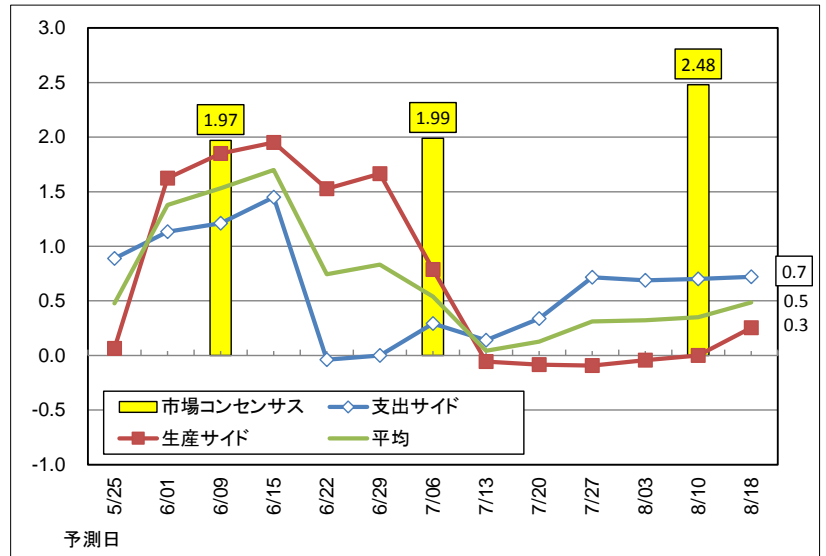
▶GDP1次速報値によれば、4-6月期実質GDP成長率は前期比年率-1.6%と3期ぶりのマイナスとなった。

▶4-6月期の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%である。重視している支出サイドからの予測は実績と同じ、生産サイドからの予測は幾分実績から上振れた。

▶今週(8/18)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+0.2%、同年率+0.7%と予測。内需が2期ぶりに拡大するが、純輸出は2期連続で縮小するためである。

▶4-6月期に景気は一時的な踊り場をむかえたが、先行きしばらく緩やかな景気回復となろう。純輸出は下振れリスクが高く、内需は緩やかな回復にとどまろう。

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：下振れリスクの高い純輸出、内需は緩やかな回復>

今回更新されたデータは、7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、公共工事請負金額、6月の鉱工業指数(確報値)、第3次産業活動指数、消費総合指数、機械受注統計、情報サービス業売上高、建設総合統計及び国際収支状況である。また17日に発表された4-6月期のGDP1次速報値を追加した。

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。4-6月期の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%である。重視している支出サイドからの予測は実績と同じ、生産サイド(主成分分析)からの予測は幾分実績から上振れた。

4-6月期実質GDP成長率への寄与度を見ると、内需は-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)である。結果、消費増税直後(2014年4-6月期)の水準にまで低下した。民間消費の回復は不振を極めている。

一方、財貨・サービスの実質輸出は前期比-4.4%と6期ぶりのマイナスで大幅な減少となった。うち、財貨の輸出は同-5.0%と4期ぶりのマイナス、訪日外国人消費額が含まれるサービス輸出も同-1.5%と3期ぶりのマイナスとなった。

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+0.2%、年率+0.7%と予測。先週の予測(+0.7%)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-0.2%)するためである。4-6月期に景気は一時的な踊り場をむかえたが、先行きの景気回復は緩やかなようである。純輸出は下振れリスクが高く、内需は緩やかな回復にとどまろう。

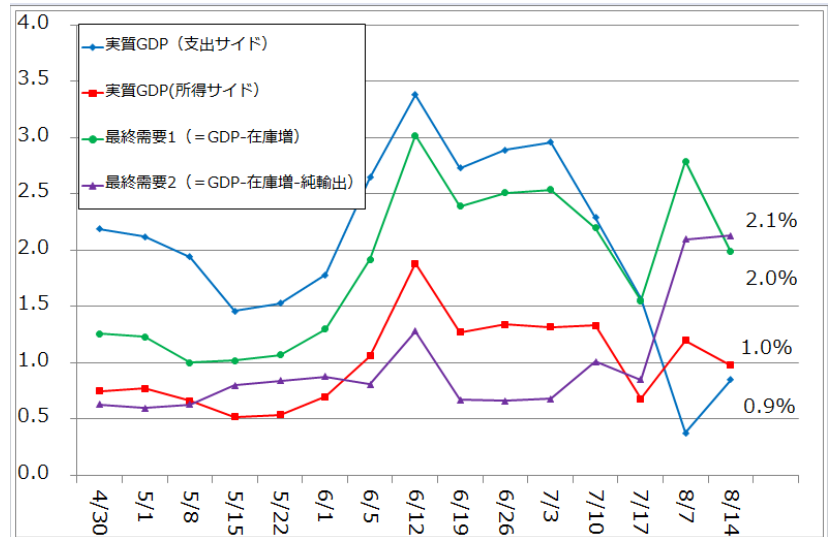


# 米国経済 (週次) 予測 (2015年8月14日)

## ポイント

- ▶6月の企業在庫、7月の小売販売、鉱工業生産指数が良く、市場の景気への見通しが楽観的になった。
- ▶しかし、CQMは支出・所得両サイドの実質GDP伸び率(7-9月期)を1%以下に予測している(図表)。これは、7月の輸入物価が大きく下落したことによる。
- ▶予期せぬ中国の人民元の切り下げが、9月(あるいは年内)に政策金利引き上げを考えている連銀にとって頭痛の種となった。
- ▶NY連銀のDudley総裁は、中国の為替市場への介入の世界経済に対する“huge implications”を懸念する一方、“一過性の出来事”とみており、今後の金融政策の正常化の工程への影響は小さいことを示唆している。
- ▶連銀には外的ショックから米経済を守るいくつかのtoolがあると言うが、最も重要な政策金利削減のtoolが今はない。

## 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7-9月期



### <人民元の切り下げが連銀の政策金利引き上げに与える影響は?>

今週(8/14)のCQMは6月の企業在庫(+0.8%)、7月の小売販売(+0.6%)、連邦政府財政支出(+14.6%)、鉱工業生産指数(+0.6%)、生産者物価指数(+0.2%)、輸出入価格(-0.2%、-0.9%)を更新した。企業在庫、小売販売などが予想以上に良かったことから市場の景気見通しは楽観的になった。しかし、CQMは支出・所得サイドからの実質GDP伸び率(7-9月期)を1.0%以下に予測している。これは7月の輸入物価の大幅な低下により、実質純輸出が大きく悪化し、またGDPデフレーターが大きく上方修正されたことによる。7月の貿易統計、企業在庫が更新されるまでは実質最終需要で景気の現状を判断するのが適切である(図表)。すなわち、現状の景気はそれ程強くなく、2%程度の“moderate growth”と言える。

中国は8月11日-13日と3日間連続して人民元を切り下げ、結局人民元は米ドルに対して4.6%程度の切り下げとなった。この予期されなかった人民元の切り下げは、9月(あるいは12月まで)に、政策金利引き上げを考えていた連銀にとって頭痛の種となった。12日にミネアポリスで講演をしていたNY連銀のWilliam Dudley総裁は人民元の切り下げは世界経済への“huge implication”であるが、今後の政策金利引き上げへの影響は小さいだろうと述べている。Dudleyが人民元の切り下げが“通貨戦争”をもたらす可能性を考慮しつつも、過去1年間に人民元が米ドルにリンクしていることから実効レートが14%程度高くなっており、今回の4%-5%の切り下げは金融市場に対して大きな問題でなく、“一過性の出来事”と考えているように思われる。

連銀には外的な金融市場へのショックから米経済を守るべきいくつかの“tool”があるとDudley言う。しかし、今後起こりうる危機に対処すべき、最も重要な“政策金利削減”のtoolを今の連銀はもっていない。外的ショックが中国、ギリシャ、欧州など何処から起きても、連銀はゼロ金利政策を維持する“言い訳”をいつでも見つけることができる。重要なことは、もしも連銀が政策金利を引き上げないならば、(名目)政策金利を引き下げる方法はないということである。そして、連銀は最も重要なtoolを失い続けるということだ。

- ・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