

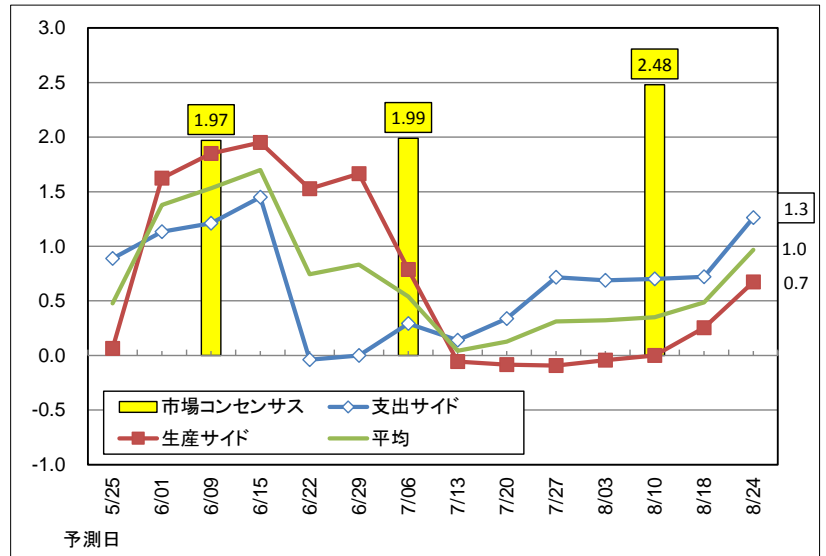


日本経済 (週次) 予測 (2015年8月24日)

ポイント

- ▶先週更新されたデータのうち、7月貿易統計と6月全産業活動指数の結果が重要である。
- ▶4-6月期の全産業活動指数は4期ぶりの前期比マイナス。同期の実質GDP成長率は3期ぶりにマイナスに転じたが、ほぼ平仄を合わせた結果といえよう。
- ▶7月輸出実績(数量及び実質ベース)を4-6月平均と比較すれば、7-9月期の最初の月としては評価の分かれるところであるが、7-9月期の輸出が前期比プラスに転じる可能性は高くない。
- ▶地域別に見れば、7月の対アジア輸出は2カ月ぶりの前年比マイナス、対中輸出は6カ月連続のマイナス、対米輸出は3カ月連続のマイナス。8月の中国経済をめぐるイベント(天津爆発事故や株価の下落)は先行き対中輸出下振れリスクの高まりを強く示唆する。
- ▶今週(8/24)のCQM(支出サイド)は、7-9月期の実質GDP成長率を前期比年率+1.3%と予測。先週から上方修正。成長率への寄与度見ると、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。

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)



<8月の中国経済をめぐるイベントは対中輸出下振れリスクの高まりを強く示唆>

先週更新されたデータは、7月の貿易統計、6月の全産業活動指数及び毎月勤労統計(確報値)である。これらは、純輸出と雇用者報酬の予測値に影響を与える。

6月の全産業活動指数は前月比+0.3%上昇し2カ月ぶりのプラス。結果、4-6月期は前期比-0.9%低下し4期ぶりのマイナスとなった。18日発表の同期の実質GDP成長率は前期比-0.4%(同年率-1.6%)と3期ぶりにマイナスに転じたが、それとほぼ平仄を合わせた結果となった。

7月の貿易収支は-2,681億円と4カ月連続の赤字となったが、赤字幅は前年比-72.3%(10カ月連続で)縮小した。季節調整値では53ヶ月連続の赤字となり、前月比+30.2%(2カ月連続で)増加した。結果、7月実績(貿易赤字)は4-6月平均比+56.5%拡大した。

数量ベースで見れば、7月の輸出数量指数は2カ月ぶりの前年比マイナス(-0.7%)となった。季節調整値では、前月比+3.3%と2カ月連続のプラス。実質輸出指数(日銀ベース)も同+0.5%と小幅ながら2カ月連続のプラス。7月実績を4-6月平均と比較すれば、輸出数量指数は+2.1%、実質輸出指数(日銀ベース)は-0.5%となっている。7-9月期の最初の月として輸出が経済に与える影響については評価の分かれるところであるが、7-9月の実質輸出は前期比プラスに転じる可能性は高くない。地域別に見れば、7月の対アジア輸出は2カ月ぶりの前年比マイナス(-0.7%)、対中国輸出は6カ月連続のマイナス(-1.3%)、対米輸出は3カ月連続のマイナス(-0.2%)となった。対EU輸出は前年の水準が低いこともあり8カ月連続のプラス(+5.5%)。特に8月の中国経済をめぐるイベント(天津爆発事故や株価の下落)は対中輸出下振れリスクの高まりを強く示唆することに注意しなければならない。

結果、今週(8/24)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+0.3%、同年率+1.3%と予測している。先週の予測(+0.7%)から上方修正された。成長率への寄与度見ると、内需が2期ぶりに拡大する(前期比+0.4%)が、純輸出は2期連続で縮小(同-0.1%)する。



米国経済 (週次) 予測 (2015年8月21日)

ポイント

▶ダウ株価指数が8月20日、21日とそれぞれ2.1%、3.1%暴落した。もしも、連銀が既に金融正常化に着手していれば、即座に政策金利を1%引き下げることができた。

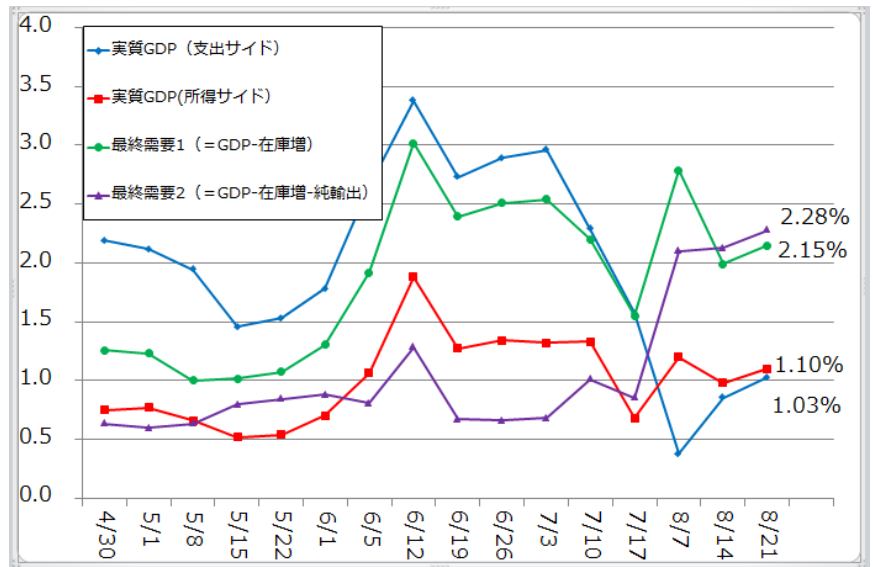
▶7月のFOMCミーティングの議事録から、連銀は、いまだ労働市場の“slack”、“2%インフレへのreasonably confident”に拘っており、金融政策の正常化に着手できないでいる。

▶金融政策は名目賃金、労働参加率、離職率、パートタイム職などの“slack”要素に影響を与えることはできない。

▶経済が潜在成長率に近づいた時、“インフレの加速化に reasonably confident”になれるが、“2%インフレの達成”にはなれない。

▶連銀の間違った考え方が、金融正常化を遅らせ、持続的な高成長への回帰を妨げ、所得分配を悪化させ、外的ショックへの対応力も弱くしている

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7-9月期



＜金融政策の正常化の遅れて、外的ショックの株価暴落にも即座の対応ができない連銀＞

今週 (8/21) の CQM は 7 月の住宅着工件数と消費者物価指数を更新した。連銀は経済の拡大による労働市場の“slack”の減少を期待しているが、今期 (7-9 月期) の経済成長率はよくて“moderate growth”である (図表)。 今後、“slack”の減少が顕著に進むとは思われないことから、連銀が金融政策の正常化に着手することが難しい。更に、中国経済への懸念からダウ株価指数が 8 月 20 日、21 日とそれぞれ 2.1%、3.1% 暴落し、ますます金融正常化が難しくなった。一方、連銀が早めに金融正常化に着手していたならば、外的ショックの株価暴落に対処するために連銀は 1%程度の政策金利削減を即座に行うことができたと考えられる。

7 月の FOMC ミーティングの議事録 (8 月 19 日公表) に見るように、連銀はいまだ労働市場の“slack”と“2%インフレへの reasonably confident”に拘り、金融政策の正常化に着手できないでいる。連銀が“slack”の要素として考えている労働参加率、離職率、パートタイム職、まして名目賃金などに金融政策は影響をほとんど及ぼすことはできない。更に、経済が潜在成長率に近づいた時、インフレは加速し始めることを連銀は理解していない。議事録において、“2016 年、2017 年の経済成長率は潜在成長率を超えて伸びるが、インフレ率は連銀の目標値の 2%を下回るだろう”と述べている。労働市場における潜在成長率の考え方として“自然失業率 (NAIRU: non-accelerating non inflation rate of unemployment)”がある。議事録の中で、“名目賃金が加速しないのは自然失業率が想定しているよりも更に低くなっているからだろう”と連銀は述べている。連銀は失業率が自然失業率に近づけば、賃金が加速すると考えている。自然失業率を正しく解釈すれば、失業率が自然失業率に近づけば、インフレが加速し始め、その結果名目賃金も加速する可能性があるということである。すなわち、失業率の低下で“reasonably confident”になれるのはあくまで“インフレの加速化”であって“2%インフレの達成”ではないのである。このように、労働市場の“slack”を“最大雇用”、“2%インフレへの reasonably confident”を“物価安定”に結びつけられれば、金融正常化が進まないことが理解できる。

雇用増、失業率、失業保険新規申請件数のトレンドをみれば経済は最大雇用近く、ヘッドラインインフレ率が前年同期比で 0%-2%に収まっており、前月比年率においても数ヶ月連続して 2%を超えていないのだから物価安定は既に達成されている。議事録の公表前に、元連銀理事の Laurence Meyer が“What are you worrying about, September or December? It does not matter. Just pull the trigger”と言ったのは理解できる。連銀は中国経済の問題を金融正常化の条件として結びつけ、金融政策の正常化をまた延期するのだろうか？

- ・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