

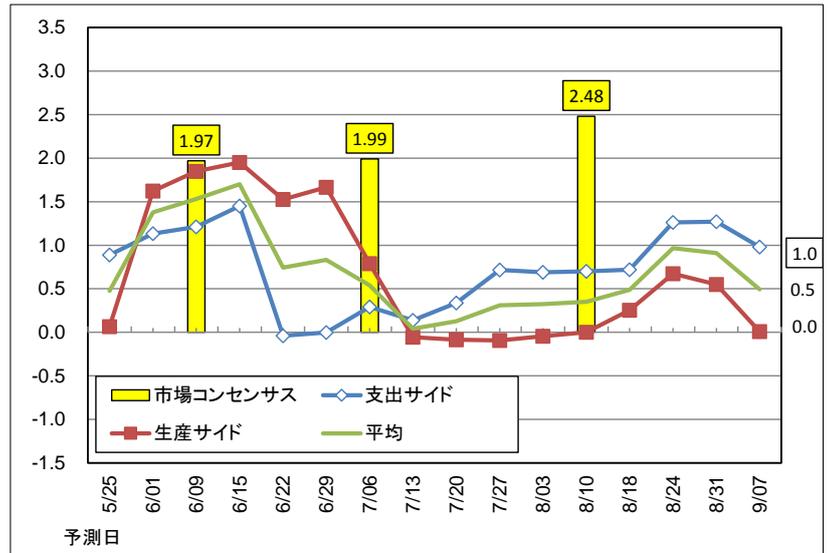


# 日本経済 (週次) 予測 (2015年9月7日)

## ポイント

- ▶先週更新されたデータは、民間住宅、民間企業設備、民間企業在庫品増加、公的在庫品増加、デフレータ及び雇用者報酬の予測値に影響を与える。
- ▶7月の現金給与総額は前年同月比+0.6%増加した。2カ月ぶりのプラスだが力不足の感が強い。
- ▶7月の鉱工業生産指数は2カ月ぶりの前月比マイナス。先行き生産予測調査の予測が実現すると、7-9月期は前期比+0.7%小幅プラスとなるが、中国の天津爆発事件や株価下落の影響は反映されていない。
- ▶7月の建設工事費予定額(居住専用)、資本財出荷指数及び最終需要財在庫指数を更新した結果、7-9月期の実質民間住宅及び実質民間企業在庫品増加の予測値は先週から下方修正。実質民間企業設備の予測値は先週から上方修正された。
- ▶結果、今週のCQM(支出サイド)は、7-9月期の実質GDP成長率を前期比年率+1.0%と予測。先週の予測から幾分下方修正された。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。

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月の実質賃金は小幅の伸びにとどまり、民間住宅の急回復は一服へ>

先週(8/31-9/4)は8月の財政資金対民間収支、乗用車新車販売台数、7月の毎月勤労統計調査、鉱工業指数、建築着工統計及び6月の建設工事費デフレータが発表された。これらのデータは、民間住宅、民間企業設備、民間企業在庫品増加、公的在庫品増加、(民間住宅、公的固定資本形成)デフレータ及び雇用者報酬の予測値に影響を与える。

7月の現金給与総額は前年比+0.6%増加し(前月-2.5%)、2カ月ぶりのプラス。実質賃金は同+0.3%増加し(前月-3.0%)、2年3カ月ぶりにプラスに転じた。うち、ボーナスを含む特別に支払われた給与は同+0.3%小幅増加。2カ月ぶりのプラスだが力不足の感が強い。ちなみに、6月の現金給与総額の伸びがマイナスに転じたのは、ボーナスの支給時期のずれと厚生労働省は説明していた。

7月の鉱工業生産指数は前月比-0.6%低下し2カ月ぶりのマイナス。結果、7月実績は4-6月平均比-0.6%低い水準となった。製造工業生産予測調査によると、8月の製造工業生産は前月比+2.8%と増産、9月は同-1.7%と減産が見込まれている。予測が実現すると、7-9月期は前期比+0.7%小幅プラスとなるが、同予測には中国の天津爆発事件や株価下落の影響は反映されていない。

7月の建設工事費予定額(居住専用)は前月比-13.9%大幅減少し、3カ月ぶりのマイナス。実績は事前予測を下回った。結果、7-9月期の実質民間住宅の予測値は先週から下方修正された。7月の資本財出荷指数は前月比+2.3%上昇した。2カ月ぶりのプラス。実績は事前予測を上回った。結果、7-9月期の実質民間企業設備の予測値は先週から上方修正された。7月の最終需要財在庫指数は前月比-0.6%となり2カ月ぶりのマイナス。実績は事前予測を下回ったため、7-9月期の実質民間企業在庫品増加の予測値は先週から下方修正された。

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+1.0%と予測。先週の予測(+1.3%)から下方修正された。7-9月期は内需が2期ぶりに拡大(前期比+0.3%)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。



# 米国経済 (週次) 予測 (2015年9月4日)

## ポイント

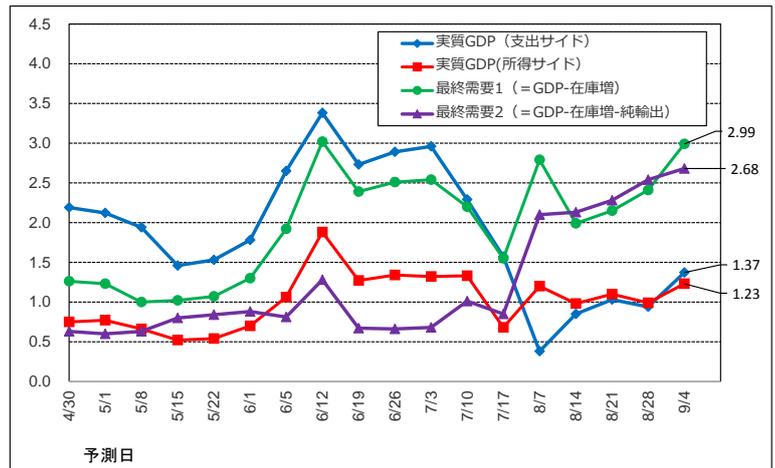
▶ 今期 (7-9月期) の米景気は8月半ばから上昇トレンドを形成している。実質 GDP 伸び率はまだ 1.3%程度と低いが、実質最終需要の伸び率は 3%程度にまで拡大をしている (図表)。

▶ 9月16-17日のFOMCミーティングにおける政策金利の引き上げに関して、ほとんどの連銀エコノミストはopen mindの状況である。彼らは8月の雇用統計を含め、今もって additional dataを求めている。

▶ 異常な金融緩和政策を長く続ければ続けるほど、持続的な高成長に不可欠な金融政策の正常化が難しくなる。

▶ 米経済のビジネスサイクルが 4-5 年であることを考えれば、過去 10 年間政策金利を引き上げなかったことはこれまでの金融政策が間違っていたことを示唆するのではないだろうか？

## 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



### <金融政策の正常化に対して、いつまでもAdditional Dataに依存する連銀>

今週 (9/4) のCQMは7月の建設支出、貿易収支、工場受注、8月の雇用統計を更新した。図表に見るように、景気は8月中旬から徐々に拡大している。実質 GDP で見た今期の経済成長率は 1.3%程度とまだ低いが、実質最終需要でみると 3%程度まで拡大している。

9月16-17日のFOMCミーティングを控えて、未だほとんどの連銀エコノミストが政策金利引き上げを決めかねている。政策金利の引き上げを明確に唱えているのはクリーブランド連銀のLorreta Mester 総裁ぐらいである。彼女は米経済は十分に回復していると考えている。多くの連銀エコノミストは今もって open mind であり、9月のFOMCまでの additional data に重点を置くと言っている。しかし、この先2、3週間に発表される経済統計をみるよりも、過去2年間の経済統計をみれば、金融政策の正常化を判断することはできるはずである。確かに、今は中国経済への懸念から株式市場におけるボラティリティーが非常に大きくなっており、政策金利を引き上げることが難しいことは分かる。しかし、問題は連銀がゼロ金利政策が需要サイドから景気をいつまでも刺激し続けると勘違いをしてきたことである。そして、ゼロ金利政策の所得サイドにおけるネガティブな影響を軽視してきたことによる。もしも、連銀が異常なゼロ金利政策の有効期間を2、3年とし、持続的な高成長に戻るには金融政策の正常化が不可欠であると市場とコミュニケーションをとってきたならば、今のような金融の“正常化”に対する市場の異常な“ネガティブ”な反応はなく、中国経済などの外的ショックに即座に対応できる程度に正常化も進んでいたと思われる。

政策金利引き上げを決定するには、連銀は“2%インフレ達成”という物価安定の目標を根本的に見直さなければならない。リッチモンド連銀のJeffrey Lacker 総裁は“ヘッドラインインフレ率の前月比年率は2月-7月の平均で2.2%になっているので、物価安定の目標が達成されている”と言う。確かに、彼の言う通りであるが1月-7月の平均では1.1%となるので、彼の言うことに説得力はなく、物価安定のゴールポストをまた連銀が移動し始めたと思われるかもしれない。ゼロ金利政策をいくら長い間採用しても、経済が持続的な高成長に戻ることはなく、むしろゼロ金利政策を長く採用すればするほど持続的な高成長への回帰が難しくなる。経済のビジネスサイクルが4-5年であることを考えれば、過去10年間も政策金利を引き上げることがないと言うのはこれまでの金融政策が間違っていたことを示唆するかもしれない。一体、連銀はいつまで Additional data を求め、金融政策の正常化を延期するのであろうか？

- ・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](mailto:contact@apir.or.jp) 06-6485-7690