

日本経済情報 2010年4月号

Summary

【内容】

1.トピックス

- (1)インフレ率の低下は最悪期を過ぎた
- (2)デフレ脱却に必要な日銀の覚悟

2.経済動向

- (1)輸出と生産活動は回復基調
- (2)個人消費は予想を上回るペースで回復
- (3)設備投資は製造業を中心に持ち直し
- (4)回復継続が見込まれるが、個人消費にはなお不安

<経済動向>

輸出はアジア向けを中心に高い伸びを維持しており、日本経済は輸出主導で回復局面にある。輸出拡大は生産増加をもたらし、収益も回復しており、企業景況感の改善も加速している。また、生産増加に伴う稼働率上昇などを受けて設備投資も製造業主体で回復しつつある。しかし、オフィス需要の低迷や、個人消費の先行きに対する不安から、非製造業の設備投資は未だ下げ止まっていない点には注意を要する。

足元の個人消費は、旧エコポイント対象製品に対する駆け込み需要に加え、失職リスクの低下に伴うマインド改善を受けたペントアップ・デマンドの顕現化もあり、予想以上の回復を見せている。しかし、個人消費の裏付けとなる雇用者報酬の改善は進んでおらず、エコポイントなどの政策対応が終了する、2010年度後半以降の日本経済にとっての懸念材料と言える。

企業収益の回復を、雇用者報酬の持続的な拡大へと繋げる前提として、企業が先行きの経済や経営環境に対する明るい展望を抱く必要がある。そのために、政府は、デフレ脱却への道程を含めた日本経済の長期ビジョンと、財政健全化への青写真を示すべきである。6月に公表予定の財政フレームワークや参議院選挙に向けたマニフェストは、そのまたとない機会である。

<トピックス>

コアCPIなどの指標は技術的な要因もあり、4月以降マイナス幅が拡大するものの、需給ギャップの改善を受けてインフレ率のトレンドは改善しつつある。しかし、デフレ脱却のためには、そうした需給ギャップ改善だけでは不十分であり、日本銀行が主導し、プラスのインフレ率が日本経済にとって好ましいのだとするコンセンサスを形成する必要がある。

伊藤忠商事株式会社
調査情報部

調査情報部長
三輪裕範
(03-3497-3675)

主任研究員
丸山義正
(03-3497-6284)
maruyama-yo
@itochu.co.jp

1. トピックス インフレ率低下の最悪期は過ぎたが、デフレ脱却への道程は未だ遠い

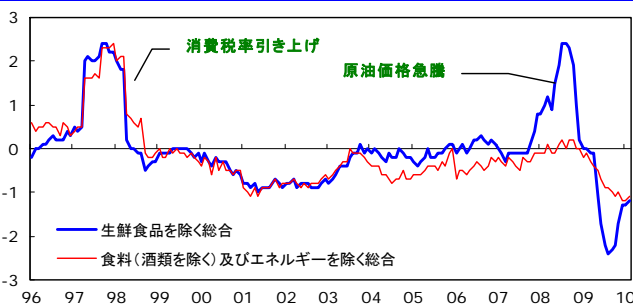
(1) インフレ率の低下は最悪期を過ぎた

インフレ動向を米欧と概ね同様の基準、食料とエネルギーを除いたCPI（以下、米国型コアCPI）で見ると、前年比は2009年12月と2010年1月の▲1.2%がボトムで、2月も▲1.1%とほとんど変わらない。日本で一般に、インフレ動向を見るために用いられている生鮮食品を除く総合（以下、コアCPI）の前年比は2009年8月の▲2.4%をボトムに2010年2月は前年比▲1.2%までマイナス幅が縮小したが、よく知られるように、この縮小はエネルギー価格の下げ止まり・上昇によるものに留まる。コア指標からは、インフレ率の低下基調に未だ変化はないように見える。

しかし、CPIの下げ止まりを示唆するデータが増え始めている。まず、特定品目を恣意的に控除して算出する上述のコアCPIや米国型コアと異なり、価格変動の激しい品目を一定の割合で機械的に控除して算出される刈り込み平均CPIの前年比マイナス幅は、2009年11月をボトムとして緩やかに縮小している。刈り込み平均はCPIの基調を見るためにFedなども用いており、価格変動の大きな品目の動きによりインフレ率が左右されない点で優れる。より直接的なデータとして、調査品目に占める価格低下品目の割合が、2010年2月に僅かだが低下したことも指摘できる。

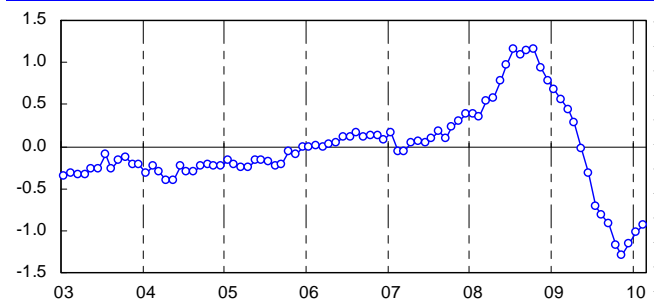
こうした刈り込み平均の下げ止まりなどの背景にあるのは、需給ギャップの改善であろう。2009年4～6月期からの景気回復に伴う需給ギャップの改善が、1年程度のラグをもってインフレ率に反映されつつあると考えられる。2010年1～3月期も5%程度の高成長が予想されており、需給ギャップは更に改善し、インフレ率のマイナス幅は縮小を続けるだろう。但し、コアCPIや米国型コアCPIについては、そうしたインフレ率のトレンドに反して、4月以降にマイナス幅が拡大するため注意を要する。4月から公立高校授業料が無償化され、それがCPI統計の作成上、価格ゼロとしてカウントされるため、コアCPIや米国型コアCPIを0.5%Pt強押し下げる。例えば、4月の東京都区部コアCPI

日本の消費者物価指数の長期推移(前年比、%)



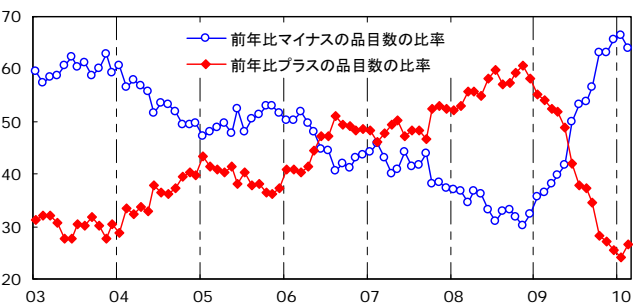
(出所)総務省

刈り込み平均CPI(前年比、%)



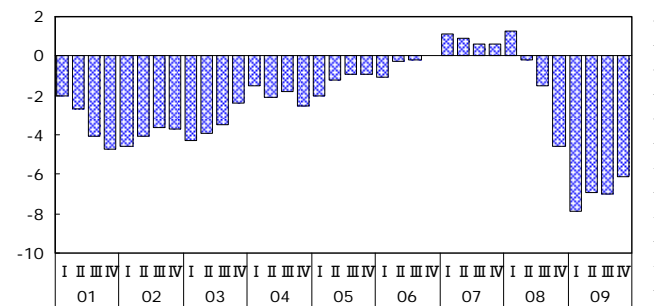
(出所)総務省

CPIに占める上昇と下落の品目の比率(%)



(出所)総務省

需給ギャップの推移(%)



(出所)内閣府

を、当社では▲2.1%と3月の▲1.8%からマイナス幅が拡大すると予想しているが、授業料無償化の影響を除けば▲1.6%とマイナス幅が縮小する。対して、刈り込み平均では、そうした異常な価格変動は自動的に控除される。今後は、インフレ基調の判断における刈り込み平均 CPI の有用性が一層増すことになるかも知れない。

(2) デフレ脱却に向けて必要な日銀の覚悟

では、需給ギャップの改善が続けば、日本経済は自動的にデフレから脱却すると考えて良いのか。世界的な金融バブルの発生や円安進展にも支えられて、2007年から2008年にかけて日本の需給ギャップはプラスに転じ、コア CPI 上昇率も2008年夏に2.4%に達した。しかし、2008年の CPI 上昇は原油価格急騰に伴うガソリンなどエネルギー価格の上昇の影響が大きく、エネルギー価格を含まない米国型コア CPI はゼロ近傍までの上昇に留まり、前述の刈り込み平均もコア CPI の伸びを大きく下回る1%程度までしか上昇しなかった。需給ギャップの改善は確かにインフレ率のマイナス幅を縮小させ、日本経済をデフレ脱却の一步手前まで導いたが、デフレ脱却の扉を開くことはできなかったのである。何が足りなかったのか。それは、日本経済にとって、プラスのインフレ率が望ましいという、国民的なコンセンサスではなかったか。

日本銀行は2006年3月に『「物価の安定」についての考え方』を公表し、中央銀行として安定と考えるインフレ率を示した。しかし、そこに表されたのは概念的に「物価の安定」とは、「インフレ率＝ゼロ」だが、①計測誤差と②デフレスパイラル（物価下落と景気悪化の悪循環）の可能性を考慮すれば若干のプラスが許容でき、それを数値化すれば0～2%程度との内容だった。要は、基本的にインフレ率はゼロであるべきだが、その他の要因も考慮し消極的に若干のプラスを許容するということだったのである。こうした日本銀行の啓示が浸透したのか、それとも日本銀行の啓示と当時の国民の認識が一致していたのか、どちらか不明だが、結果的に需給ギャップがプラスの局面でも物価上昇は定着せず、日本経済はデフレから脱却できなかった。

昨年12月に日本銀行は、①ゼロ%以下のマイナスの値は許容していない、②中心は1%程度、という2点を明確化するためとの理由で、「物価安定の理解」を従来の「0～2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、1%程度となっている」から「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている」との表現に改めた。

日本銀行曰く、当初からの認識を明確化したに過ぎない。しかし、2006年3月に導入された「物価安定の理解」が意図していたのは、上述したように消極的なプラスのインフレ率の許容に過ぎない。そうした思想を全面的に改めないかたちでの、昨年12月の表現の変更に大きな意義はない。そして、それは市場からも国民からも見透かされている。日本銀行が本
当にデフレ脱却に向けた覚悟を示すので

「物価の安定」についての考え方（2006年3月10日 日本銀行）

「物価の安定」とは、家計や企業等の様々な経済主体が物価水準の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況である。

（中略）

「物価の安定」とは、概念的には、計測誤差（バイアス）のない物価指数でみて変化率がゼロ%の状態である。現状、わが国の消費者物価指数のバイアスは大きくないとみられる。物価下落と景気悪化の悪循環の可能性がある場合には、それを考慮する程度に応じて、若干の物価上昇を許容したとしても、金融政策運営において「物価の安定」と理解する範囲内にあると考えられる。

（中略）

消費者物価指数の前年比で表現すると、0～2%程度であれば、各委員の「中長期的な物価安定の理解」の範囲と大きくは異ならないとの見方で一致した。また、委員の中心値は、大勢として、概ね1%の前後で分散していた。

あれば、「物価安定の理解」自体そのものを消極的なプラス許容から、積極的なプラス追求に改めるべきである。その上で、日本経済がデフレに逆戻りしないために必要なインフレ率はいくつなのかも積極的に提示し、日本経済にとってプラスのインフレ率が好ましいのだとする国民的コンセンサスの形成を目指す必要があるであろう。

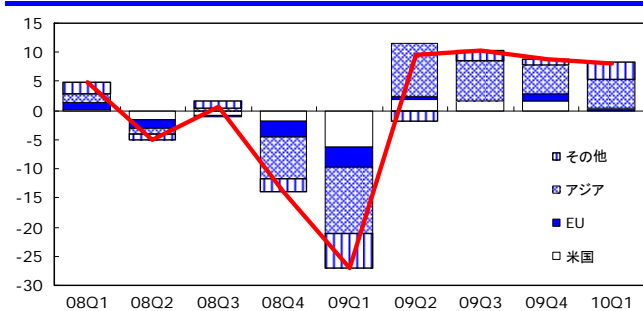
2. 経済動向

(1) 輸出と生産活動は回復基調

輸出額は1～3月期に前期比11.7%（2009年10～12月期11.1%）、為替や価格の変動を考慮した当社試算の実質輸出でも8.1%（同8.8%）と大幅に増加し、経済成長を牽引した。輸出増加の中心は、引き続きアジア向けであり、8.1%の伸びのうちの4.9%Pt、つまり増加分の6割がアジア向けである。中でも、中国向けが輸出額全体を2.6%Pt押し上げ、増加分の32%を占めた。4月に公表されたIMF見通しでもアジアの新興国は2010年、2011年と2年連続で8.7%の高成長が見込まれており、アジア向け輸出が日本の輸出全体を主導する構図は当面変わらないと見込まれる。アジア向け以外でも、1～3月期は中東向け（10～12月期前期比6.7%→1～3月期20.0%）を中心に新興国向け輸出の回復が目立った。一方、先進国向けは回復基調にこそあるものの、そのペースは引き続き緩やかである。米国向けは前期比▲0.7%（10～12月期10.1%）と前期に自動車関連を中心に二桁増加を記録した反動もあり微減、EU向けも2.9%（10.1%）と新興国向けに比べると低い伸びに留まった。

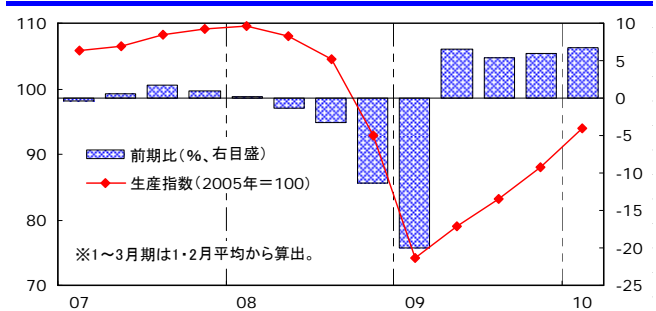
輸出の増加を受けて生産活動も持ち直している。鉱工業生産は10～12月期の前期比5.9%に続き、1～3月期も7%近い伸びが見込まれる。水準自体も既にピークだった2008年2月の85%程度まで回復した。また、需要拡大が著しい電池や半導体関連など、既にピークとほぼ同水準まで回復したセクターもある。日本の製造業の活動は、比較的速いペースで持ち直しつつあると言えるだろう。こうした製造業セクターの回復は、貨物運送業や倉庫業などのサービス・セクターにも恩恵を及ぼしている。

実質輸出の推移(前期比、%)



(出所)財務省、日本銀行

鉱工業生産の推移



(出所)経済産業省

(2) 個人消費は予想を上回るペースで回復

個人消費は予想を上回るペースで回復している。内閣府試算の消費総合指数は1～2月平均が前期を0.9%上回っており、GDPベースの個人消費も10～12月期の前期比0.7%と同程度の伸びが期待される。消費堅調の主因は、政策効果による耐久財消費の増加である。エコポイントは今年12月末まで延長されたが、3月末でポイント付与対象から外れる製品の駆け込み需要が2～3月に発生した。ポイント対象外となる製品の在庫を処分したい小売側の宣伝攻勢も功を奏した。また、旧製品目当ての来店が、新製品の購入にも繋がるという相乗効果もあった模様である。電子情報技術産業協会データで

は、3月の薄型テレビ出荷は前年の2.2倍にまで膨らんでいる。一方、エコカー補助金・減税の効果は薄れつつあり、1~3月期の新車販売台数は、当社試算の季節調整値年率換算で506万台と前期から2.6%減少した。但し、そうした新車販売の減少に、エコポイントによる家電販売増加が勝り、1~3月期の耐久財消費は拡大した模様である。

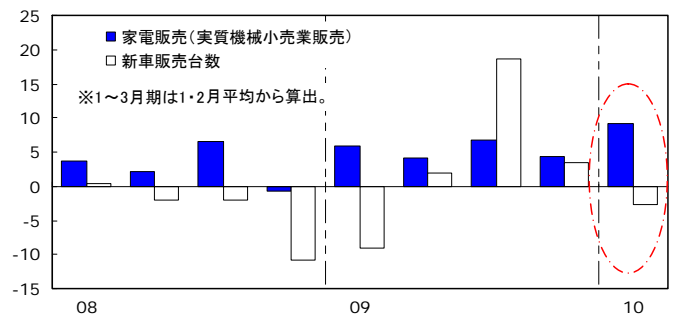
前期までと異なり、1~3月期は耐久財以外の消費支出も持ち直している。百貨店やスーパーなどが主力の各種商品小売業（実質季節調整済ベース）の1~2月平均は10~12月期を0.5%上回り、1~3月期は実に9四半期振りの増加に転じる可能性が高い。こうした消費回復の主因は、雇用情勢の緩やかな回復に伴う失職リスクの低下と考えられる。企業は新規雇用に対しては未だ慎重だが、生産活動の回復に伴い、現在就労している人々にとっての失職リスクは大幅に低下している。そうした失職リスクの低下が、残業増加に伴う所定外給与の回復や株高とも相俟って、消費者のマインド改善に繋がっていると考えられる。消費者マインドを示す消費者態度指数は5四半期連続で改善し、1~3月期は2007年7~9月期以来の水準を回復した。こうしたマインド改善により、ペントアップ・デマンドが顕現化し、個人消費の回復に繋がっているのである。

(3) 設備投資は製造業を中心に持ち直し

輸出増加を受けた生産活動の持ち直しと、個人消費の予想以上の回復を受けて、企業の景況感も改善している。3月日銀短観によると企業部門全体の業況判断は12月調査から8Ptの大幅改善を示した。未だ水準は▲24と中立のゼロを大きく下回るものの、ここに来て改善ペースが加速している。中でも改善ペースの速い大企業の業況判断は3月調査で▲14まで改善しており、年内のプラス転化も視野に入り始めている。

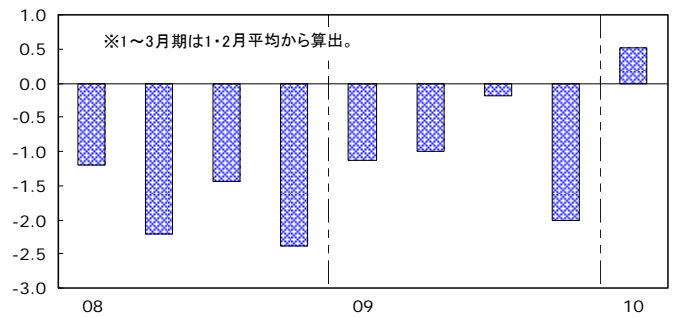
設備投資も製造業を中心に持ち直しつつある。GDPベースの設備投資は10~12月期に前期比0.9%と7四半期ぶりに増加した。設備投資の先行指標である機械受注も1~3月期に2四半期連続の増加が見込まれており、2010年の設備投資は回復基調をたどると予想される。但し、業種間の格差が大きい点には注意を要する。機械受注を見ると製造業は2009年半ばをボトムに明確な持ち直しに転じているが、非製造業は未だ下げ止まってすらいない。非製造業の低迷は、高い空室率に示される低調なオフィス需要を受けた商業用不動産

耐久財消費の推移(前期比、%)



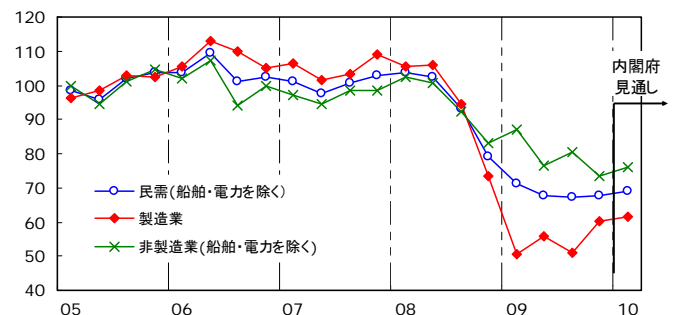
(出所)経済産業省

各種商品小売業の推移(前期比、%)



(出所)経済産業省

機械受注の実績と予測(2005年=100)



(出所)内閣府

投資の低迷に加え、デフレが続く下での個人消費の先行きについて小売業などの個人消費関連セクターが不安を抱いているためであろう。

(4) 回復継続が見込まれるが、個人消費にはなお不安

日本の景気回復を先導しているのは、輸出であり、最大のリスクは輸出の腰折れである。しかし、世界経済を牽引するアジアの新興国の高成長が早期に頓挫する可能性は低く、またインフレ動向を考慮すれば世界の中で日本銀行の利上げが最も後発となるのは必至であり、金利差の観点から円高進行の可能性も高くない。そのため、輸出主導の下で、日本経済は回復基調を辿るとというのがメインシナリオである。既に、輸出拡大は生産増加を通じて、企業収益の回復に繋がっており、設備投資の持ち直しも始まりつつある。一方、先行きのリスクとして第一に意識すべきは、個人消費の動向であろう。個人消費を取り巻く環境が改善しているのは間違いない。既に述べたように失職リスクは低下し、賃金下落ペースは鈍化している。また、米国ほどではないが株高に伴う資産効果も個人消費を押し上げる方向に働く。しかし、多くの家計の生活の糧である雇用者報酬の回復は未だ限定的である。12月末のエコポイント終了時にはこの3月と同様の駆け込み需要が生じ、再び耐久財消費は大きく盛り上がるだろう。環境対応製品や地デジ対応製品の普及という政策意義は確かに重要だが、耐久財消費の喚起は所詮、需要の前倒しに過ぎない。その後反動減が来ることは、火を見るより明らかである。個人消費の持続的な拡大のために必要なのは、一時的な政策効果ではなく、雇用者報酬の安定的な拡大である。

如何にして、企業収益の増加を雇用者報酬の拡大に繋げるか。そのためには、「北風と太陽」のイソップ寓話を思い出すべきだろう。北風が吹けば寒さに備えて旅人が上着をしっかりと押さえてしまうように、先行きの経営環境が厳しく、展望がひらけないと見れば、企業は財布の紐を締め、投資を絞り、人件費も増やさない。では、旅人に上着を脱がせる太陽のように、企業の財布の紐を緩めさせるものは何か。それは、先行きの経済や経営環境に対する明るい見通しである。日本の先行きに対する不安が和らげば、企業の支出拡大意欲も湧いてくる。

昨年の政権交代以来、民主党政権は企業に対する規制強化に重きを置いているようである。しかし、デフレ脱却と日本経済の成長に必要なのは、規制強化により企業を萎縮させることではなく、寧ろ活性化させ、潤沢なキャッシュフローを賃金増額や投資拡大に向かわせることだろう。そのためには、政府が、デフレ脱却への道程を含めた日本経済の長期ビジョンと、財政健全化への青写真を明確に示し、将来不安を打ち消すと同時に、規制緩和や支出拡大のインセンティブ付与により企業部門の活動を側面支援する必要がある。6月に公表予定の財政フレームワークや夏の参議院選挙に向けたマニフェストは、そうしたビジョンを示すまたとない機会である。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠商事調査情報部が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。