



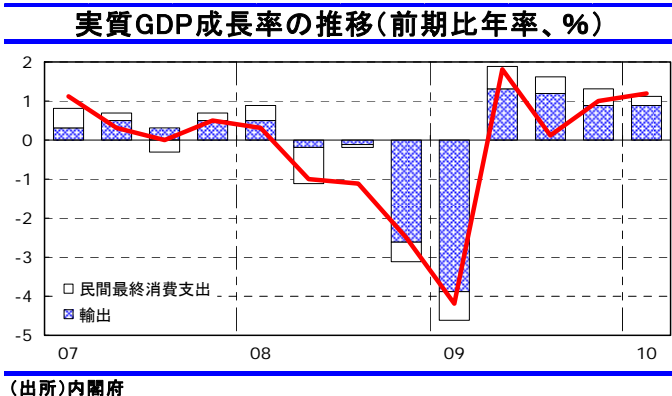
Economic Monitor

自律回復の入り口に立つ日本経済（1～3 月期の GDP 成長率）

成長の牽引役は引き続き、アジア向けを中心とする輸出の拡大と政策効果による個人消費の増加だが、設備投資が2四半期連続、住宅投資も5四半期ぶりの増加に転じるなど、景気回復の広がりが見られる内容。日本経済は、ようやく自律的な回復局面の入り口に立ったと判断できる。2010年度は、輸出拡大と政策効果による個人消費の増加が、2011年度は設備投資の拡大が牽引し、日本経済は2年連続で2%程度の成長を確保する見込み。

自律回復の入り口

日本の2010年1～3月期の実質GDP成長率は前期比1.2%（年率4.9%）と、昨年10～12月期の年率4.2%に続いて、2四半期連続で極めて高い伸びを記録した。予想コンセンサスの前期比1.3%（当社予想1.4%）から若干下振れたが、概ね予想通りと言えるだろう。なお、下振れは耐久財消費が予想ほど伸びなかったためである（後述）。成長の牽引役が輸出（前期比6.9%、寄与度0.9%Pt）と個人消費（0.3%、0.2%Pt）であるのは、過去3四半期と同様だが、設備投資が2四半期連続（10～12月期1.3%→1～3月期1.0%）、住宅投資も5四半期ぶりのプラス（▲2.7%→0.3%）に転じるなど、景気回復の広がりが窺われる内容と言える。日本経済は、ようやく自律的な回復局面の入り口に立ったと判断できるだろう。



金融危機に発展しない限り、欧州財政危機の影響は軽微

金融市場を揺るがす欧州の財政問題の先行きは懸念されるが、第二次リーマン・ショックのような金融危機に発展しない限り、世界経済全体の成長への悪影響は軽微なものに留まる可能性が高い。そもそも、現在の世界経済を主導しているのはアジアの新興国であり、財政問題が表面化する以前から、欧州の経済成長について期待する向きはほぼ皆無だった。

日本経済は、輸出増加を梃子に自律回復を本格化する

今後も、アジア向けを中心とした輸出の拡大が日本経済をサポートする状況は変わらない。その輸出拡大を梃子に、日本経済は徐々に自律的な回復を本格化すると考えられる。日本の自律回復の鍵を握るのは、当然ながら、民需の二大項目である設備投資と個人消費の先行きである。まず、2010年中は、エコポイントによる耐久財消費に対する刺激が続くため、個人消費は均せば堅調推移が続くと見込まれる。授業料無償化や子ども手当などの家計の所得補填策も、(効率的な政策とは全く言い難いが)個人消費を多少なりとも押し上げるだろう。問題は、2010年末にエコポイントが終了した後である。耐久財消費は大幅な反動減が見込まれ、2011年は個人消費全体でも減少が不可避と考えられる。そのタイミングで、雇用・所得環境の改善を受け、耐久財以外の消費がどの程度底堅く推移するのか、また現在持ち直しつつある設備投資がどこまで増勢を増しているかが2011年の日本経済を占う上での焦点となる。

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。見直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。

日本経済は 2010・2011 年度と 2 年連続で 2% 成長に

企業の人件費抑制姿勢は依然として根強いものの、輸出拡大を受けた鉱工業生産の回復などを反映し、雇用・所得環境は緩やかに回復、2011 年の耐久財以外の個人消費は底堅く推移し、耐久財消費の落ち込みを幾分緩和すると予想される。一方、設備投資は、既に活発化しつつある製造業に加え、収益回復と経済の先行きに対する企業のコンフィデンスの強まりを受けて非製造業も 2010 年度後半以降は回復に転じると考えられる。設備投資は、2011 年度に二桁増加を記録し、GDP 成長率を大きく押し上げるだろう。2010 年度は、輸出増加と政策効果による個人消費の拡大が、2011 年度は設備投資の増加が牽引し、日本経済は 2 年連続で 2% 程度の潜在成長ペースを上回る高成長を確保すると見込まれる。

デフレ脱却に向けた手綱を緩めるべきではない

潜在成長率を上回る高成長を受けて、現在▲5%程度の需給ギャップは 2011 年度末には▲3%程度までマイナス幅が縮小すると試算される(潜在成長率を 1%と仮定した場合)。そうした需給ギャップの縮小を受けて、インフレ率(日本型 CPI コア、生鮮食品を除く総合)の低下幅も徐々に縮小し、2011 年度のインフレ率は横ばい程度まで改善すると見込まれる。月次ベースでは、年度後半に前年比が若干のプラスへ転じるだろう。しかし、そうしたインフレ率の僅かな

プラス転換をもって、デフレ脱却と判断するのは早計である。そこで、手綱を緩めれば、デフレに舞い戻った過去の過ちを繰り返すことになる。国民が日本のインフレ率は安定的なプラスが続くとの確信を抱くまで、金融政策は緩和的な状況が続ける必要があり、政府もデフレに対する警戒を解くべきではない。少なくともインフレ率が 1%を安定的に上回るとの確たる展望が拓けるまでは、日本銀行は金融政策の引き締め転換を待つ必要があるだろう。

【需要項目別の動向】

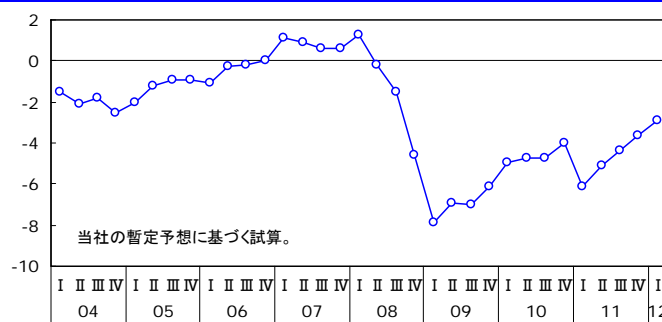
輸出は引き続き拡大

アジア向けを中心に、輸出は前期比 6.9%と 4 四半期連続で拡大し、成長率を 0.9%Pt 押し上げた。輸出に牽引された生産拡大に伴い輸入も 2.3%と増加したが、輸出の伸びが勝り、外需(輸出-輸入)の寄与度は前期比 0.7%Pt(10~12 月期 0.6%Pt)に高まっている。

消費者の財布の紐は緩んでいない

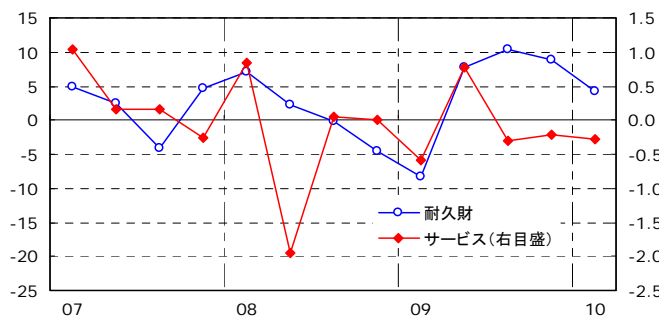
内需は前期比 0.6%と今回の回復局面で最も高い伸びを記録し、成長率を 0.6%Pt 押し上げた。特に、全ての民需項目が増加を記録したことが重要であり、自律的回復の萌芽が読み取れる。個人消費は前期比 0.3%(10~12 月期 0.7%)と 4 四半期連続で拡大したが、0.8%程度の伸びを見込んだ市場コンセンサスや当社予想は下回った。内訳を見ると、家電エコポイント対象製品の改訂に伴う旧製品への駆け込み

需給ギャップの試算(%)



(出所)内閣府

個人消費の動向(前期比、%)



需要で急増が期待された耐久財消費が4.2%と10～12月期の8.8%を下回る伸びに留まったほか、サービス消費が▲0.3%と振るわなかった。名目ベースの個人消費は前期比0.1%（10～12月期0.0%）と漸く下げ止まった程度であり、消費者マインドの改善が示すほどに、消費者の財布の紐は緩んでいないようである。

片翼エンジンに留まり、設備投資の拡大は緩やか

設備投資は前期比1.0%（10～12月期1.3%）と2四半期連続で拡大した。IT・デジタル製品需要拡大を背景に、東アジアを中心に半導体や液晶分野で投資競争が再開し、それが製造業の国内投資を刺激している。しかし、非製造業の投資には未だ点火していないため、回復ペースは緩やかである。住宅投資は、マンション市場の在庫調整一巡などを背景に前期比0.3%と5四半期ぶりのプラスに転じ、漸く下げ止まった。

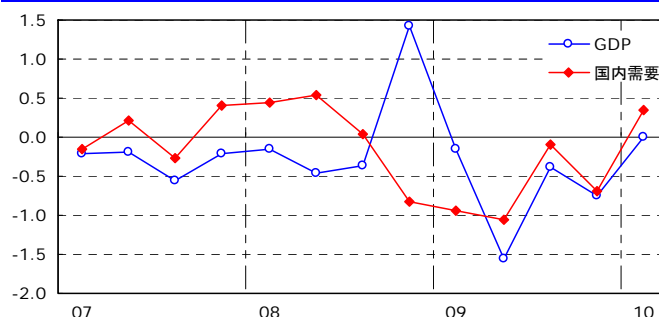
公共投資の減少ペースが加速

公的需要は前期比0.1%（10～12月期0.4%）に減速した。政府消費は0.5%（0.7%）と高い伸びを続けたが、民主党政権の公共事業削減により、公共投資は前期比▲1.7%（10～12月期▲1.2%）と3四半期連続で減少、かつ減少ペースも加速し、公的需要全体を押し下げた。

需給ギャップ縮小を受け、GDPデフレーターが改善

エネルギー価格上昇や、昨年半ばからの需給ギャップ縮小を反映し、内需デフレーターが前期比0.4%と6四半期ぶりの上昇に転じ、GDPデフレーターも前期比0.01%と下落が止まった。但し、前年比は、原油価格の下落に伴う輸入デフレーターの低下により、前年同期にGDPデフレーターが0.4%上昇した反動で、▲3.0%（10～12月期▲2.7%）へマイナス幅が拡大している。

デフレーターの推移（前期比、%）



(出所)内閣府