

日本経済情報 2010年5月号

Summary

【内容】

1. 世界経済概観
～金融市場の混乱が収まらず不透明感強まる
2. 日本経済の現状
～出始めた自律的回復の芽
 - (1) 輸出の回復を背景に生産の拡大が続く
 - (2) 企業業績改善によりリストラ圧力が低下、設備投資は持ち直し
 - (3) 雇用・所得環境は緩やかに改善、個人消費は堅調持続
 - (4) 公共投資の減少が続く一方、住宅投資は底入れ
3. 日本経済の見通し
4. 物価と金融政策
 - (1) 大幅な需給ギャップを背景にデフレ傾向が続く
 - (2) 日銀は事実上の追加緩和を決定

【世界経済概観】

欧州発の財政赤字問題が世界同時株安へ波及し、ユーロ相場が不安定な動きを見せるなど、金融市場は混乱している。一方、実体経済は、欧州経済こそ緩やかな持ち直しにとどまっているが、米国経済は個人消費主導の回復を見せ、中国経済は内外需とも堅調に拡大、日本経済も輸出と政策効果により高い成長を記録するなど、総じて回復傾向にある。世界経済は今後も回復を続けるとみられるが、金融市場の混乱が長期化すれば一時的な停滞に陥る可能性がある。

【日本経済の現状と見通し】

日本の2010年1～3月期の実質GDP成長率は、輸出と個人消費の拡大により前期比1.2%（年率4.9%）の高水準を記録した。輸出はアジア向けを中心に拡大を続けており、それが製造業の生産活動を活発化し、業績を急回復させている。さらに企業業績の回復が人件費の抑制圧力を弱め、設備投資の持ち直しにつながりつつあるなど、景気は自律的な回復の兆しを見せている。今後の日本経済は、公共投資が減少テンポを加速させるものの、世界経済の回復傾向を背景に輸出の拡大が続き、設備投資も持ち直しの動きを強めると予想される。さらに、2010年中はエコポイントなど消費刺激策の効果が残り個人消費も堅調さを維持するため、2010年度の成長率は2.2%まで高まろう。2011年に入ると政策効果の剥落により個人消費の落ち込みは避けられないものの、輸出の拡大が続き、設備投資は回復に向かうため、日本経済は民間需要主導の回復軌道が定着しよう。2011年度の成長率は2.0%と比較的高い伸びを維持すると予想する。

【物価と金融政策】

景気の回復傾向にもかかわらず、大幅な需給ギャップにより消費者物価上昇率は前年比マイナスが続いている。景気の自律的な回復に伴い、消費者物価上昇率が明確にプラスになる時期は、2012年度に入ってからと予想する。日銀は、5月に事実上の追加金融緩和を行っており、今後も根強いデフレ圧力に対して「きわめて緩和的な金融環境を維持していく」方針を示している。出口戦略の議論は、少なくとも消費者物価上昇率が安定的にプラスとなることを見通すことができる2011年終り頃まで封印されよう。

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
武田淳
(03-3497-3676)
takeda-ats
@itochu.co.jp

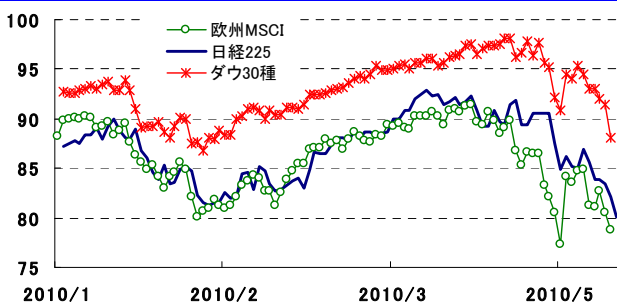
1. 世界経済概観 ～金融市場の混乱が収まらず不透明感強まる

ギリシャの財政問題に端を発した欧州金融市場の混乱は、日米や新興国の株式市場にまで波及している。欧州株式市場の代表的な指標である MSCI 欧州指数は、4 月 15 日に 165.6 の年初来高値を記録した後、5 月 20 日には 142.7 まで 13.8% も下落した。米国のダウ平均株価（工業株 30 種）も、4 月 26 日のピーク 11,205 ドルから 10,068 ドル（5/20、▲10.1%）まで、日経平均株価（225 種）も 4 月 5 日の高値 11,339 円から 9,785 円（5/21、▲13.7%）まで、上海総合指数は中国内の不動産価格抑制策の影響もあって 4 月 14 日の 3,166.2 から 2,583.5（5/21、▲18.4%）まで下落している。

震源地である、いわゆる PIGS 諸国（ポルトガル、イタリア、ギリシャ、スペイン）の国債利回りは、EU および IMF が 5 月 10 日に金融支援策を最大 7,500 億ユーロまで拡大することで合意したことから、ギリシャの 10 年物国債利回りがピークの 12% 台から 8% 前後まで低下するなど、落ち着きを取り戻しつつある。18 日には EU と IMF がギリシャへ計 200 億ユーロ（ユーロ圏諸国 145 億ユーロ、IMF 55 億ユーロ）の融資を実行、ギリシャ政府は翌 19 日に期日を迎えた 85 億ユーロの国債を無事償還しており、また、ECB による国債買い入れが決定されたこともあって、欧州の国債市場は、ひとまず沈静化の方向にあると言える。

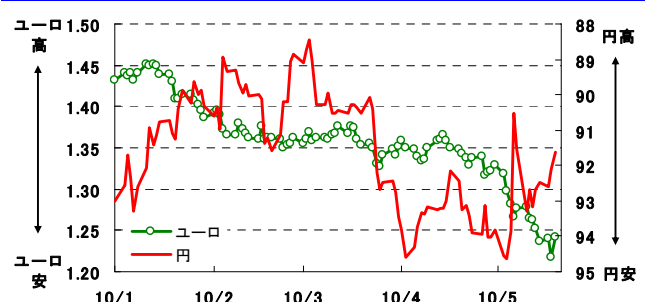
ユーロ相場は、不安定な状況が続いている。4 月前半は、概ね 1 ユーロ = 1.3 ドル台半ばで推移していたユーロ相場は、5 月に入ると 1.3 ドルを割り込んで下落テンポが加速、18 日には 1.21 ドル台までユーロ安が進んだ。その後、ユーロ買い介入に対する警戒感などから、21 日には 1.25 ドル台まで値を戻している。ユーロ下落の背景は、ユーロ圏経済の低迷から見込まれる低金利の長期化が一因であるが、最近の急激かつ大幅な下落は、それだけで説明できない。かつてドル不信によってもたらされたユーロの「第 2 の基軸通貨」としての価値が、今回のギリシャを巡る一連の政治的迷走によって大きく毀損したためと考えるのが妥当であろう。今後も、ユーロの新たな均衡点を巡る思惑によって、ユーロ相場は不安定な状態が続くであろう。

主要地域株価の推移(2008年9月12日=100)



(出所)Ecowin

為替相場の推移(ドル/ユーロ、円/ドル)



(出所)Ecowin

混乱する金融市場とは対照的に、実体経済は金融危機による落ち込みから総じて順調に立ち直りつつある。底堅さを増しつつある世界経済は、以下の通り、今後も回復を続けると予想する。

米国経済は、2010 年 1～3 月期の成長率が前期比年率 3.2% と 3 四半期連続のプラスとなった。雇用の回復などを背景に個人消費が堅調に拡大していることに加え、設備投資も持ち直しつつあるなど、国内民間需要の回復が鮮明となっている。米国の 2010 年の成長率は、個人消費が牽引役となって 3.0% (前回予想 2.8%) まで高まり、2011 年も景気対策効果の剥落などにより成長率は 2.5% (前回 2.4%) に鈍化するが回復傾向を維持しよう(詳細は 2010 年 5 月 13 日「米国経済情報 2010 年 5 月号」参照)。

世界経済の予想(暦年)

	実績		予想	
	2008	2009	2010	2011
世界	3.0	▲ 0.6	4.0	4.0
米国	0.4	▲ 2.4	3.0	2.5
ユーロ圏	0.6	▲ 4.1	0.9	1.2
日本 (年度)	▲ 1.2 (▲ 3.7)	▲ 5.2 (▲ 1.9)	3.3 (2.2)	0.9 (2.0)
中国	9.6	8.7	9.3	9.0

(資料)各国政府、IMF

中国経済は、固定資産投資や個人消費の持続的な拡大と輸出の回復により、2010年1～3月期の成長率は前年比11.9%まで高まった。不動産価格など一部で過熱感が高まっているが、このところ国内需要の拡大テンポが弱まる兆しも見られることから、全体としては安定した成長ペースにソフトランディングしつつある。中国経済は今後も無い外需とも堅調な拡大を続け、2010年の成長率は9.4%(前回9.4%)、2011年は9.0%(前回9.0%)と予想する。

欧州経済(ユーロ圏)は、金融市場混乱の原因となった財政赤字の早期解消を目指すため、これまで予想していた以上の規模とスピードで歳出削減や増税が進められることとなる。一方、2010年1～3月期の成長率は予想コンセンサスを上回る前期比0.2%(年率0.8%)となり、予想以上に景気は持ち直している。今後はユーロ安が輸出拡大を支援することから、ユーロ圏の景気は腰折れは回避するものの、低成長を余儀なくされよう。2010年の成長率は0.9%(前回0.9%)、2011年は1.2%(前回1.5%)を予想している(詳細は2010年5月14日 Economic Monitor No2010-63 参照)。

こうした海外景気の拡大持続を受けて、日本経済も輸出主導の拡大を続けている。予想を上回る輸出の拡大と各種政策効果による景気押し上げにより、2010年の成長率は3.3%(前回1.7%)まで高まる見込みである。2011年は政策効果の剥落などにより成長率は0.9%(前回1.9%)まで鈍化するが、回復基調は維持すると予想する(詳細については、「3.日本経済の見通し」参照)。

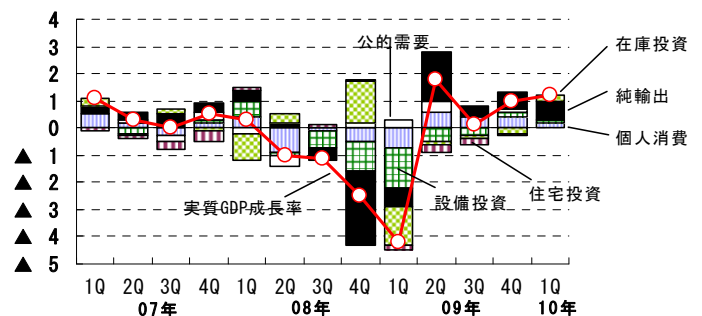
以上の結果、世界経済は、2010年に成長率が4.0%(前回3.6%)まで高まり、2011年も景気回復の動きが続くことから4.0%(前回4.1%)を予想している。

ただし、金融市場の混乱は、消費マインドの悪化や企業の投資スタンスの慎重化などが実体経済へ悪影響を及ぼすこととなる。今後、金融市場の混迷が一層深まれば、世界経済が一時的に停滞する可能性は否定できない。特に資金流出の続く欧州では、外貨資金繰りの悪化による金融危機の再発懸念が燻っているほか、ユーロ急落によるインフレ圧力の上昇が懸念される状況にある。前者は、欧州中央銀行(ECB)がFRBや日銀と再締結した通貨スワップ協定により回避され、後者は、失業率の高止まりによる賃金下落圧力と相殺されるとみられるが、リスク要因として意識しておく必要がある。

2. 日本経済の現状 ～ 出始めた自律的回復の芽

今月20日に発表された日本の2010年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比1.2%(年率4.9%)の高水準を記録した。輸出が前期比6.9%(寄与度0.9Pt)、個人消費が0.3%(0.2Pt)と、ともに4四半期連続で増加し、1～3月期の高成長を牽引した。輸出は海外景気の持ち直しが、個人消

実質GDP成長率の推移(前期比、%)



(出所)内閣府

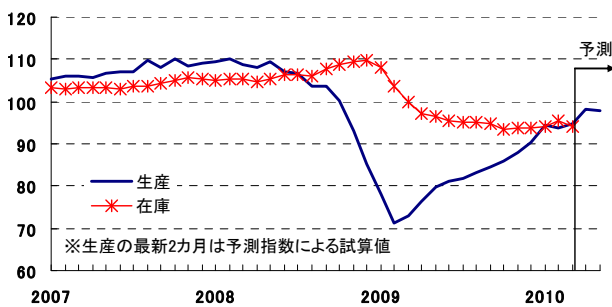
費はエコポイントによる家電販売の好調が、それぞれ拡大の背景である。また、設備投資が前期比1.0%（寄与度 0.1%Pt）と小幅ながらも 2 四半期連続で増加した。設備投資の持ち直しは、輸出を中心とする需要の増加が、生産の拡大や企業業績の改善を通じて新たな需要に結び付く好循環の一例であり、こうした動きは、景気に自律的な回復の芽が出始めたことを示唆していると言える。

以下、このように自律的回復の入り口に立った日本経済の現状および今後の展望について、最近の経済指標を中心に詳しく見ていく。

(1) 輸出の回復を背景に生産の拡大が続く

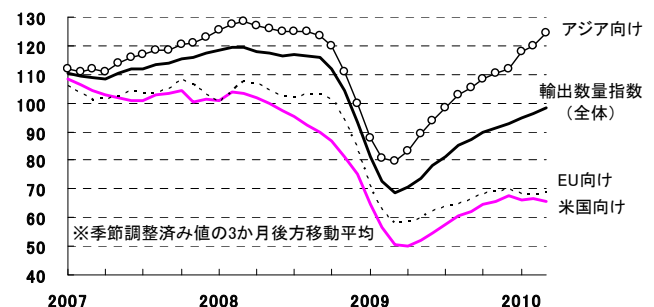
鉱工業生産は、堅調な拡大が続いている。1～3 月期の生産は前期比 7.0%となり、2009 年 4～6 月期にプラスに転じて以降、4 四半期のうちで最大の伸びとなった。業種別には、輸送機械工業（前期比 16.1%）や一般機械工業（16.6%）、電気機械工業（10.9%）、電子部品・デバイス工業（8.4%）といった機械関連で増加が顕著であった。4 月、5 月の生産予測は、それぞれ 3.7%、▲0.3%となっており、6 月を横ばいとすると、4～6 月期の前期比は 4.0%となる。伸びは鈍化するものの、今後も引き続き生産の堅調な拡大が見込まれている。

鉱工業生産と在庫の推移(2005年=100)



(出所) 経済産業省

輸出数量指数の推移(2005年=100)



(出所) 財務省

生産拡大の背景は、在庫調整の進展と輸出の持続的な増加である。在庫水準の適正度合いを測る目安となる在庫率指数（在庫／出荷）は、3月に前月比▲5.5%となり、概ね金融危機が発生する前の2008年前半の水準¹まで低下した。また、輸出は、引き続きアジア向けを中心に拡大傾向にある。1～3月の輸出数量指数は、全体で前期比 6.0%（当社による季節調整値）と高い伸びを維持した。地域別には、米国向け（▲2.3%）、EU 向け（▲1.7%）の増勢が一服する一方で、アジア向け（11.1%）が大幅に拡大した。3月の輸出数量指数の水準は、2009年2月のボトムから5割上昇し、リーマンショックのあった2008年9月の水準の86%まで回復している。なかでもアジア向けは、ボトム（2009年2月）から61%増加し2008年9月の水準を上回っている。米国向けのボトム（2009年2月）比40%増、EU 向けのボトム（2009年3月）比18%増と比べ、回復度合いの違いは歴然としている。

中国を始めとするアジア新興国は、底堅い内需の拡大と輸出の回復により、2010年から2011年にかけて本来の高い成長を取り戻すとみられる。欧州の景気は停滞気味であるが、米国経済は回復傾向を維持する見込みである。日本の輸出は、アジアや米国経済の拡大を背景に、今後も堅調な拡大が続けると予想する。

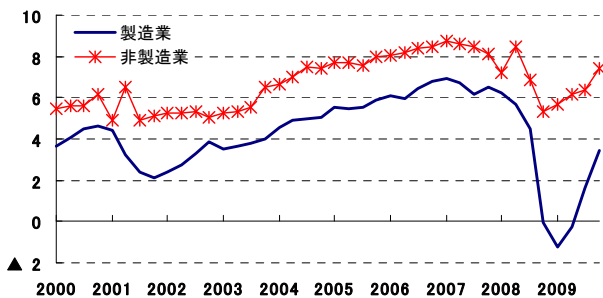
¹ 3月の在庫率指数は 102.3（2005年平均=100）、2008年1～6月平均は 101.8。

(2) 企業業績改善によりリストラ圧力が低下、設備投資は持ち直し

このような輸出の増加と生産の拡大は、製造業の業績改善に大きく貢献している。法人企業統計によると、2009年10～12月期の製造業の経常利益は、前年同期比約9倍（864.7%）と大幅に増加した。前年が金融危機で大きく落ち込んだ反動もあるが、季節調整済の前期比でも130.4%の大幅な増加となった。伸びだけでなく、経常利益の水準も金融危機直前の2008年7～9月期と概ね同程度まで戻っており、V字回復している。非製造業の経常利益も、10～12月期には前年同期比38.1%と増益に転じた（前期比では13.7%）。不動産業（前年同期比▲39.9%）や運輸業（▲16.4%）では落ち込みが続いているが、政府の消費刺激策の効果などにより卸小売業（139.4%）が大幅増益となったほか、物品賃貸業（78.0%）は4四半期連続増益、サービス業（32.9%）や情報通信業（22.4%）は増益に転じており、非製造業でも幅広い業種で業績が改善傾向にある。

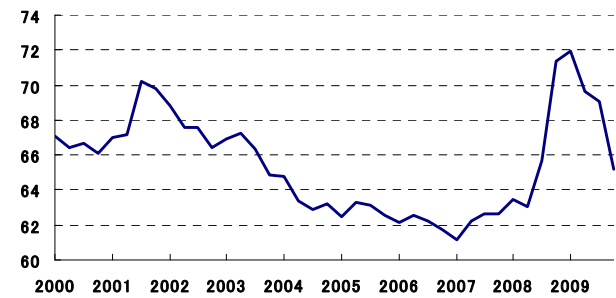
雇用の削減などによるコスト抑制効果も、業績の急回復に寄与した。最大の固定費項目である人件費は、売上が持ち直すなかで2009年を通じて概ね横ばいにとどまったため、企業が産み出した利益（付加価値）のうち従業員へ分配した割合を示す労働分配率（人件費／付加価値生産額）は7～9月期の69%から10～12月期は65%まで低下した。前回のボトムが62%程度であることから、業績の改善が一段と進んでいる1～3月期には、人件費の抑制圧力は相当低下していると考えられる。

経常利益の推移(季節調整値、兆円)



(出所)財務省

労働分配率の推移(季節調整値、%)



(出所)財務省

そして、業績改善と人件費抑制によって得た潤沢なキャッシュフローは、設備投資に向かいつつある。設備投資の先行指標である機械受注（除く船舶・電力）は、1～3月期に前期比2.9%と2四半期連続で増加した。4～6月期も内閣府の見通しによると1.6%の増加を見込んでおり、設備投資の持続的な拡大が期待できる状況となっている。特に、製造業からの受注は、1～3月期に前期比13.6%となり、10～12月期の16.2%に続いて二桁増を記録、製造業で設備投資が積極化している様子がうかがえる。一方の非製造業（除く船舶・電力）からの受注は、1～3月期も▲3.4%と2四半期連続で減少し、低迷から脱していない。4～6月期の内閣府見通しは14.4%を見込むなど、非製造業の設備投資にも底入れの兆しはあるものの、過剰出店が目立つ小売業ではデフレによる販売価格下落の影響により投資余力は乏しく、空室率上昇などで業績が低迷している不動産業でも投資増は見込みにくいなど、回復には時間を要しよう。今後の設備投資は、製造業が牽引する形で、徐々に拡大テンポを速めていくと予想する。

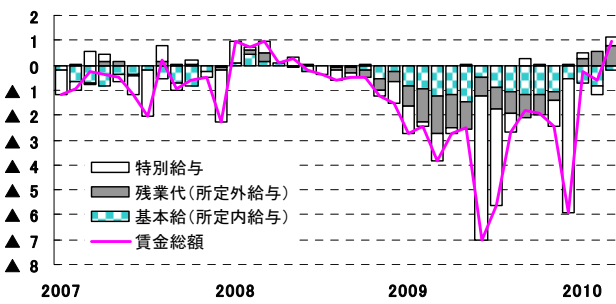
(3) 雇用・所得環境は緩やかに改善、個人消費は堅調持続

家計所得は、企業の生産拡大や業績改善の恩恵を、徐々に受けつつある。労働者の平均賃金は、3月

に2008年5月以来となる前年同月比プラスに転じた。基本給(所定内給与)は▲0.2%(寄与度▲0.2%Pt)と依然としてマイナスが続いているが、生産の拡大などを受けて残業代(所定外給与)が13.2%(寄与度0.8%Pt)と大きく伸びたほか、期末賞与などの特別給与が9.4%(寄与度0.4%Pt)となり、平均賃金を押し上げた。

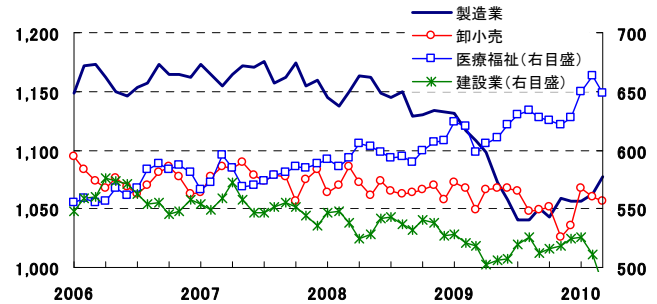
今後の賃金動向を占う上では、多くの企業で4月に行われる基本給の見直しや、夏冬のボーナスが重要なポイントとなる。基本給については、経団連がまとめた春闘の結果によると、今年の賃上げ率は大手で1.81%(昨年1.76%)、中小で1.54%(昨年1.40%)と、ともに昨年の実績を上回っており、改善方向にある。また、今夏のボーナスについても、同じく経団連がまとめた夏季賞与・一時金妥結状況(第一回集計、上場68社対象)で前年比1.51%と、小幅ながらも増加している。まだ集計対象社数が少ない上、対象に含まれていない中小企業の改善は大手に遅れる傾向にあるため、最終的に全体として前年を上回るとは言い切れないものの、企業業績が大幅に改善していることなどを踏まえれば、今年のボーナスは少なくとも前年並みの水準は確保しよう。賃金は、改善方向にあると考えてよいであろう。

労働者の平均給与の推移(%、前年比)



(出所)厚生労働省

就業者数の推移(季節調整値、万人)



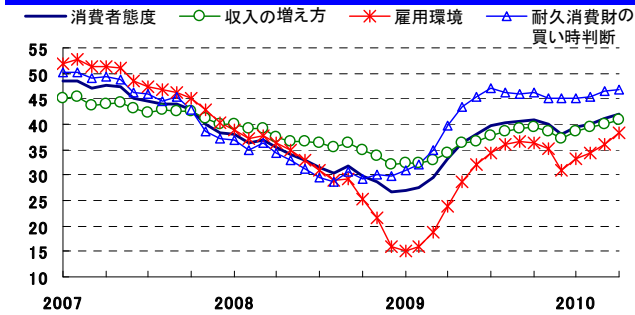
(出所)総務省

雇用情勢も改善傾向にある。新規学卒者が労働市場に参入する3月の失業率は、厳しい採用状況を反映して2月の4.9%から5.0%へ上昇したが、こうした特殊要因を除けば、雇用は景気の持ち直しを背景に拡大に転じている。1~3月期の就業者数は、2007年10~12月期以来、実に9四半期ぶりとなる増加に転じた(前期比37万人増)。業種別に見ると、生産水準の上昇に伴って製造業で増加が続いたほか(10~12月期:9万人→1~3月期:13万人)、個人消費の拡大持続を受けて卸小売業(23万人)で、高齢化などの追い風を受けて医療福祉業(29万人)で、それぞれ拡大した。一方、公共投資や民間建設投資の落ち込みにより建設業では減少に転じている(▲13万人)。雇用は、概ね需要動向に沿った動きをしており、今後も、景気の回復に伴って拡大が続こう。ただし、雇用調整助成金の申請件数(計画受理ベース)が3月でも160万人という高い水準にあり、企業は依然として余剰労働力を抱えているため、雇用の拡大テンポは緩やかなものとみられる可能性が高い。

賃金・雇用の改善傾向は、消費マインドを改善させる一因となっている。消費マインドの代表的な指標である消費者態度指数は、2008年12月のボトム26.7から、今年4月には42.1と2007年10月以来の水準まで上昇している。調査4項目のうち「雇用環境」が16.0から38.3と大幅に改善したほか、「収入の増え方」についても32.0から40.9まで改善した。また、「耐久消費財の買い時判断」は29.7から46.7まで改善し、4項目中最も高い水準となっている。エコカー関連やエコポイントなどの消費刺激策が後押ししたものとみられる。

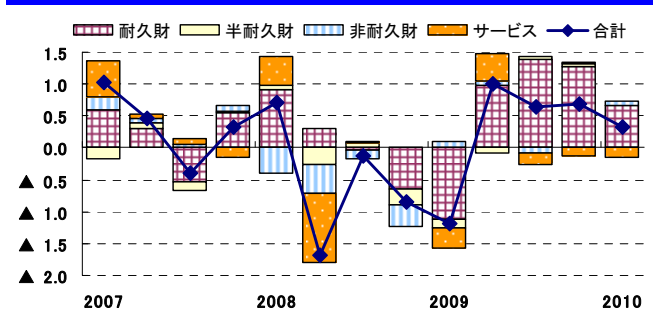
こうした状況を反映して、個人消費は、耐久消費財中心に堅調な拡大を見せている。前述の通り、1～3月期の個人消費（実質）は、前期比0.3%となったが、内訳を見ると、家電などの耐久財が4.2%（寄与度0.7%Pt）が増加分のほぼ全てを占めている、個人消費の拡大は、引き続き政策効果による部分が大きく、本格的な回復には至っていないと判断できる。

消費者態度指数の推移



(出所)内閣府

個人消費の推移(%、前期比)



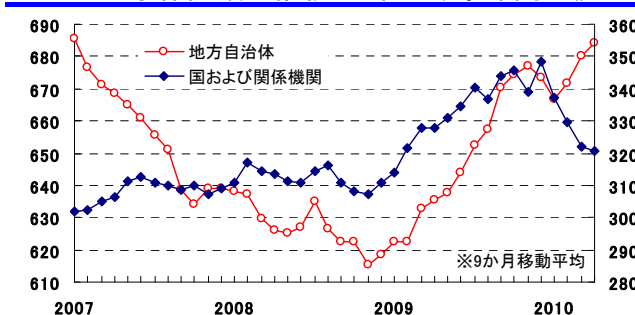
(出所)内閣府

今後は、所得環境が緩やかながら改善に向かう中で、6月には子ども手当の支給が開始される。さらに、9月末にエコカー補助金が、12月末にエコポイントが期限を迎えるため、駆け込み需要の発生が見込まれる。個人消費は、引き続き耐久消費財を中心に、引き続き底堅く推移しよう。しかし、2011年に入ると政策効果の剥落と駆け込み需要の反動により耐久財消費は大きく落ち込む可能性が高い。所得環境の改善傾向は続くと思われるが、こうした落ち込みをカバーするには至らない。2011年度の個人消費は、前年比で大幅なマイナスが避けられないであろう。

(4) 公共投資の減少が続く一方、住宅投資は底入れ

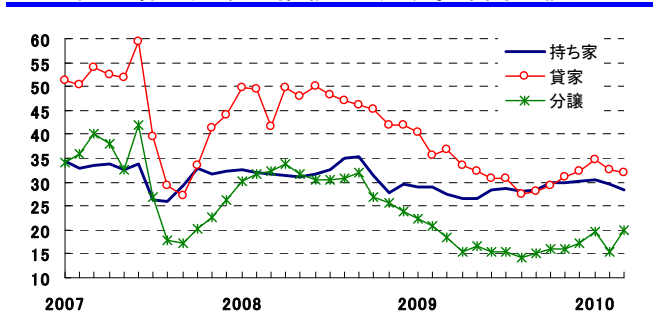
1～3月期の公共投資は、前期比▲1.7%と3四半期連続の減少となった。昨年度2次補正予算（1月28日成立）で追加された事業の執行が本格化しており地方の事業は持ち直しているが、大幅な前倒し執行を行った昨年度当初予算分の反動が出たことに加え、民主党政権に代わって事業の一部が執行停止されたこと、今年度の公共事業予算が大幅に削減されたことから、国の事業は急減している。今後は、昨年度補正予算の効果一巡により地方の事業も落ち込むことから、公共投資の減少テンポは加速し、景気を大きく下押しする要因となろう。

公共工事保証額の推移(10億円、季節調整値)



(出所)各保証会社

住宅着工戸数の推移(万戸、季節調整値)



(出所)国土交通省

住宅投資は、先行指標である住宅着工戸数が、直近ボトムである昨年8月の年率68.8万戸から、12月以降は80万戸程度まで持ち直している。低迷が目立っていた分譲住宅も、マンション在庫の調整進展により持ち直している。着工戸数のボトムアウトにより、住宅投資（GDPベース）は2010年1～3月期に前期比0.3%と小幅ながらも5四半期ぶりとなるプラスに転じ、ようやく底入れした。今後

の住宅投資は、所得環境の改善、金利の低位安定、分譲住宅の在庫調整進展を背景に、徐々に持ち直すと予想する。

3. 日本経済の見通し

以上で見てきた通り、日本経済は現状、好調なアジア経済と政策効果を背景に、輸出と個人消費を牽引役として堅調に拡大している。今後は、政策効果の剥落が見込まれるが、輸出の拡大が続き設備投資や住宅投資の持ち直しも見込まれるため、民間需要の拡大が政策面による落ち込みを補って、引き続き回復傾向を維持しよう。

2010年度の実質GDP成長率は、予想を大きく上回る輸出の拡大と、それを受けた設備投資の底入れ前倒しなどを踏まえ、前回の1.4%から2.2%に上方修正する。2011年度は、政策効果の剥落による耐久財消費の大幅減少により個人消費は前年比マイナスとなるものの、世界経済の回復傾向が維持されることから輸出の拡大が期待できるほか、設備投資や住宅投資の回復が見込まれることから、日本経済は民間需要主導の自律的な回復が定着しよう。実質GDP成長率は2.0%（前回予測2.3%）と2010年度並みの比較的高い成長を維持すると予想する。

日本経済の推移と予測(年度)

前年比, %, %Pt	2007 実績	2008 実績	2009 実績	2010 予想	2011 予想
実質GDP	1.8	▲3.7	▲1.9	2.2	2.0
国内需要	0.6	▲2.6	▲2.4	0.8	1.2
民間需要	0.7	▲3.0	▲4.0	1.3	1.7
個人消費	1.4	▲1.8	0.6	0.5	▲1.3
住宅投資	▲13.5	▲3.7	▲18.5	2.1	10.4
設備投資	1.3	▲6.8	▲15.1	4.4	10.4
在庫投資(寄与度)	(0.0)	(▲0.1)	(▲0.5)	(0.0)	(0.3)
政府消費	1.5	▲0.1	1.8	1.4	0.7
公共投資	▲6.4	▲6.6	8.7	▲11.3	▲6.5
純輸出(寄与度)	(1.2)	(▲1.2)	(0.4)	(1.5)	(0.9)
輸出	9.3	▲10.4	▲9.6	17.4	11.3
輸入	1.8	▲4.0	▲11.8	8.9	8.8
名目GDP	0.9	▲4.2	▲3.7	0.0	2.0
実質GDP(暦年ベース)	2.4	▲1.2	▲5.2	3.3	0.9
鉱工業生産	2.7	▲12.7	▲8.9	18.1	8.7
失業率(%、平均)	3.8	4.1	5.2	4.9	4.2
経常収支(兆円)	24.7	12.7	15.7	18.4	22.5
消費者物価(除く生鮮)	0.3	1.2	▲1.6	▲0.7	▲0.1

(資料)内閣府、経済産業省、総務省等より当社作成。

4. 物価と金融・財政政策

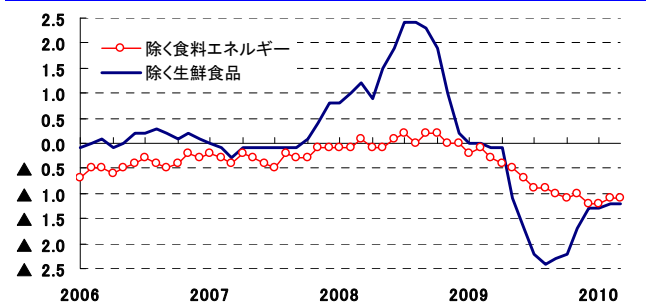
(1) 大幅な需給ギャップを背景にデフレ傾向が続く

消費者物価は、景気の持ち直しにもかかわらず、現状では依然として前年比の大幅なマイナスが続いている。3月の消費者物価コア（生鮮食品を除く総合）は、前年同月比▲1.2%と13か月連続のマイナスとなった。昨年7月から10月にかけての▲2%台に比べるとマイナス幅は縮小しているが、その要因は原油などエネルギー価格の上昇による部分が大きく、需給緩和に起因するデフレ圧力は依然として大きい。食料及びエネルギー価格を除いた指数では3月もインフレ率は前年同月比▲1.1%であり、昨年後半から続く▲1%前後というデフレ状況から変化はない。

デフレの背景にある需給ギャップは、失業率や設備稼働率の水準でおおよその規模を測ることができる。消費者物価（除く食品・エネルギー）の下落率がゼロ前後まで縮小した2008年頃を需給ギャップ

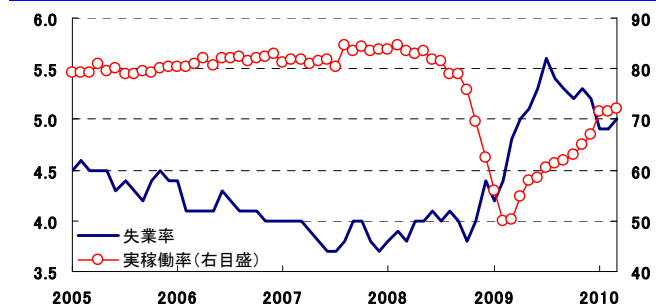
プのない状態と考えると、その時期の失業率は概ね4%前後、稼働率²⁾は80%を超えていた。当時と比較すると、現在は失業率が未だ5%程度の水準にあり、稼働率も70%程度にとどまっているため、失業率1%Pt近く、稼働率10%Pt強に相当する需給ギャップが存在することになる。今後、景気の持ち直しに伴う雇用の拡大により失業率は徐々に低下するとみられるが、一方で企業内の過剰雇用が雇用の拡大を抑制し、一時的に職探しをあきらめた待機労働力が失業率を押し上げるため、失業率が1%Pt低下するには2年程度要することとなろう。また、非製造業で回復が遅れている今回のケースでは、製造業の設備稼働率が80%を超えた場合でも、非製造業分野でデフレ圧力が解消されない可能性が高い。以上を踏まえ、当社では、需給ギャップの縮小により消費者物価上昇率が明確にプラスになる時期は、2012年度に入ってからと予想する。

消費者物価上昇率(%、前年比)



(出所)総務省

失業率と稼働率の推移(%、季節調整値)



(出所)総務省、経済産業省

(2) 日銀は事実上の追加緩和を決定

日本銀行は、5月21日に開催した金融政策決定会合において、金融政策の現状維持を決めた上で、「成長基盤強化を支援するための資金供給の骨子素案」を公表した。内容は、日銀が金融機関から「成長基盤強化に向けた取り組み方針の提示」を受け、「そのもとで行われた融資・投資の実績」に基づき、「原則1年、無担保コールレート誘導目標水準（現行0.1%）での資金供給」を行うものである。表向きは金融機関による成長分野への資金供給を支援するための仕組みであるが、金融機関にとっては成長分野への資金供給を拡大することは当然であり、結局、日銀からの資金調達手段が拡大したというだけに過ぎない。つまり、実態的には1年間という比較的長い資金供給手段が新設されたということになり、今回の措置は、事実上の追加緩和という評価ができるのではないだろうか。なお、現段階では開始時期や規模は未定であり、その効果の大きさは判断できない。

また、日銀は、景気の現状認識を「緩やかに回復しつつある」とし、これまでの「持ち直し」から「回復」に判断を引き上げている。細部では、「厳しい雇用・所得環境が続いている」との表現を削除し、所得環境の悪化に歯止めがかかったとの認識を示すなど、踏み込んだ判断も見られる。しかし一方で、上記の通り事実上の追加緩和を決めるなど、引き続き「きわめて緩和的な金融環境を維持していく」スタンスを維持している。出口戦略の議論は、少なくとも消費者物価上昇率が安定的にプラスとなることを見通すことができる2011年終り頃まで封印されよう。

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。