

# 日本経済情報 2010年6月号

## 【内容】

- 1.トピックス  
企業の慎重姿勢をいかにして崩すか
- 2.経済概観  
欧州危機の日本への波及経路
- 3.経済動向分析
  - (1)輸出  
拡大基調に曇りなし
  - (2)生産  
4～6月期の減速が意味するもの
  - (3)設備投資  
先行指標は設備投資の緩やかな持ち直しを示唆
  - (4)個人消費  
4～6月期は低調なスタート
  - (5)物価情勢  
最悪期を脱するもデフレ圧力は残存
  - (6)金融政策  
成長基盤強化は日銀が行うべき政策か

1～3月期の実質GDP成長率は1次速報の前期比年率4.9%が2次速報で5.0%へ、僅かに上方修正された。前期比は1.2%で変わらない。設備投資（1次速報1.0%→2次速報0.6%）と在庫投資（寄与度0.2%Pt→0.1%Pt）の下方修正を、個人消費（0.3%→0.4%）と公共投資（▲1.7%→▲0.5%）の上方修正が若干上回った。2次速報の修正は僅かで、景気認識の変更を迫るものではない。日本経済は輸出主導での回復が続いている。また輸出や生産の増加が、民需の拡大に波及するメカニズムも徐々にではあるが働き始めており、自律回復の萌芽も見て取れる。

今後についても、輸出主導の構図は変わらない。輸出はアジアの新興国向けを中心に4～6月期以降も増勢が続くと見込まれる。輸出拡大を受けた生産の増加や稼働率上昇、収益回復を反映し、設備投資も増勢を強めつつある。また、生産増加を受けて雇用所得環境も下げ止まりつつあるが、消費者の財布の紐は未だ固い。消費拡大はエコポイントなどの支援策が講じられている耐久財が過半である。雇用所得環境の改善ペースが加速し消費拡大に繋がる、という家計サイドの自律回復メカニズムが本格化するには未だ時間を要すると考えられる。当社では、日本経済の成長率を2010年度2.2%、2011年度2.0%と見込んでいる（2010暦年3.3%、2011暦年0.9%、いずれも前回5月見通しから変更なし）。

### 日本経済の推移と予測(年度)

前年比,% %Pt	2008 実績	2009 実績	2010 予想	2011 予想
実質GDP	▲3.7	▲2.0	2.2	2.0
国内需要	▲2.6	▲2.4	0.8	1.2
民間需要	▲3.0	▲4.0	1.3	1.7
個人消費	▲1.8	0.6	0.5	▲1.3
住宅投資	▲3.7	▲18.5	2.1	10.4
設備投資	▲6.8	▲15.3	4.4	10.4
在庫投資(寄与度)	(▲0.1)	(▲0.5)	(0.0)	(0.3)
政府消費	▲0.1	1.6	1.4	0.7
公共投資	▲6.6	9.3	▲11.3	▲6.5
純輸出(寄与度)	(▲1.2)	(0.4)	(1.5)	(0.9)
輸出	▲10.4	▲9.6	17.4	11.3
輸入	▲4.0	▲11.8	8.6	8.8
名目GDP	▲4.2	▲3.7	0.2	2.0

(資料)内閣府、経済産業省、総務省等より当社作成。

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)

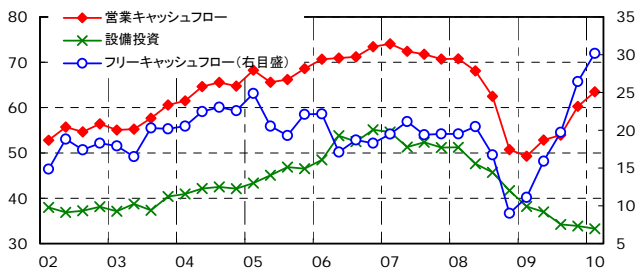
主任研究員  
丸山義正  
(03-3497-6284)  
maruyama-yo  
@itochu.co.jp

1. トピックス：企業の慎重姿勢をいかにして崩すか

金融危機による大幅減益で 2009 年初めに 50 兆円（年率換算）まで縮小した企業部門の営業キャッシュフローは、大幅増益により 2010 年 1～3 月期には 63 兆円まで回復した。有利子負債の営業キャッシュフローに対する倍率も、既に金融危機前に近いところまで低下しており、資金面では設備投資の拡大に向けた状況が整ったと言える。生産拡大に伴い、生産や営業用の設備の稼働率も改善している。稼働率に相当する有形固定資産の回転率（売上高/有形固定資産）は製造業のみならず、回復の遅れていた非製造業でも 1～3 月期は大幅に上昇した。しかし、それでも企業は設備投資に対する慎重姿勢を崩していない。1～3 月期の名目設備投資は前期比▲2.6%（10～12 月期 0.3%、法人企業統計ベース）と再び減少に転じ、金融危機以降のボトムを更新した。設備投資の圧縮により、営業キャッシュフローから設備投資を控除したフリーキャッシュフローは年率換算で 30 兆円まで膨らみ、日本の企業部門は全体で見ればカネ余りとも言える状況にある。

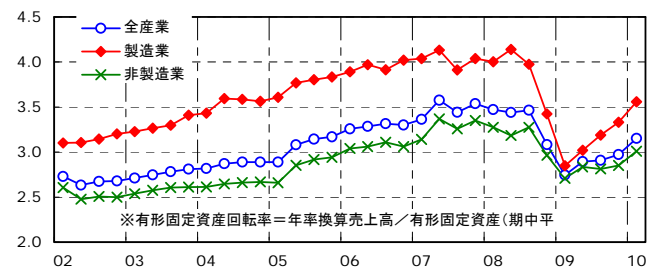
それにも関わらず、企業が新規支出を未だ躊躇するのはなぜか。企業の慎重な投資行動の背景として考えられるのは、不安定な金融市場や国内のデフレ進行、不透明な政策である。企業行動を積極化させ、設備投資を拡大するためには、政府が日本経済の長期ビジョンやデフレ脱却への道筋を早期に示し、国内経済や政策に対する企業の将来不安を打ち消す必要がある。また、現在の金融市場の変動の主因は欧州の財政危機だが、そうしたソブリンリスクを日本へ伝播させないためには、菅直人首相率いる新内閣が財政健全化に向けた確固たる青写真、つまり中期財政フレームを示す必要もある。そうした政府の環境整備により、将来不安が払拭されれば、潤沢な企業のキャッシュフローが貸金の増額や設備投資の拡大に向かい、日本経済の活性化に繋がると期待できる。

キャッシュフローと設備投資（年率換算、兆円）



(出所)財務省

有形固定資産回転率(回)



(出所)財務省

2. 経済概観：欧州危機の日本への波及経路

欧州発の財政危機が、世界経済に与える悪影響に対する懸念が広がっている。日本への悪影響の波及については、主に 3 つの経路が考えられる。第一は、輸出を通じた経路だが、この経路のリスクはそれほど大きくないだろう。日本の輸出は 2009 年 2 月のボトムから 2010 年 4 月までに 50.6% 拡大したが、その 32.5%Pt はアジア向けによるもので、EU 向けは僅か 4.0%Pt しか寄与していない。また、他国の EU 向け輸出が落ち込み、その国向けの日本の輸出が低迷する影響もそれほど大きくはない。米国の輸出総額はボトムから 21.6% 増加したが、EU 向けの貢献は僅か 1.0%Pt に留まる。対して、中国の輸出総額はボトムから 4 割程度増加したが、その 4 分の 1 が EU 向けであり（当社試算の季節調整値ベース）、日米よりも、中国において影響が大きなものになる可能性がある。しかし、今次局面での、中国から EU への輸出増加の全てが、景気循環的なものとは考えられない。貿易構造の変化や中国の生産拠点としてのプレゼンス拡大に依拠する増加が、相当程度含まれると見るのが常識的だろ

う（それが日米の対 EU 輸出よりも、中国の対 EU 輸出の伸びが大きい理由の一つである）。

PIIGS 諸国は既に緊縮財政政策に踏み切り、ドイツも 2011 年以降は財政健全化を本格化する。こうした欧州各国の緊縮財政政策は経済成長を抑制するため、EU の景気拡大は極めて緩慢なものに留まらざるを得ない。但し、循環的な景気の持ち直しや、世界経済の回復とユーロ安に支えられた輸出拡大というプラス材料もあり、2010 年の EU 経済が大幅なマイナス成長に陥る可能性は低く、ゼロ%台のプラス成長は何とか確保出来るだろう（当社のユーロ圏成長率予想は 2010 年 0.9%、2011 年 1.2%）。その程度の低迷であれば、日本の輸出に与える影響は大きなものにならないと考えられる。

第二は、ソブリンリスク自体が日本へと伝播する経路である。日本はギリシャと異なり、すぐにファイナンス面で支障を来す訳ではないが、長期金利が上昇すれば、企業活動に悪影響が及ぶ。この経路を遮断できるか否かは、今週発足した菅内閣の財政規律に対するスタンスに大きく依存する。財政問題は、一朝一夕で解決する問題ではなく、政府が市場に対して財政規律の確保を真摯に約束することこそが重要である。その点で、今月にも示される中期財政フレームは注目される。

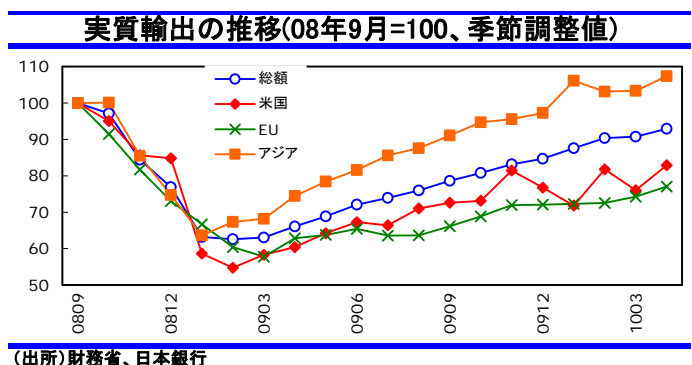
第三は、金融市場を通じた経路である。世界的な株価下落が長期化すれば、逆資産効果が生じ、世界各国の自律回復の芽を摘む可能性がある。消費行動への波及は現時点で明らかではないが、株価下落を受けて景気ウォッチャー調査は 5 月に多少悪化した。3 つの中では、この経路の可能性が最も高く、今後の金融市場の動向には注意を要する。但し、リーマンショック時とは異なり、既に各国の中央銀行や財政当局は危機回避の方向での足並みを揃えている。金融市場が、売りが売りを呼ぶような悪循環に陥るとは考えにくい。

日本経済も、世界経済も、漸く自律回復の入り口に立ったところである。そのため負のショックに対して未だ脆弱であり、景気が二番底に向かうリスクを完全には否定出来ない。しかし、これまで見てきたように、欧州発の財政危機が、世界経済を再び後退局面に陥れる可能性は高くなく、あくまでもリスク・シナリオに留まる。当社では、2011 年にかけて、世界経済ひいては日本経済の拡大が続くとの見通しを引き続きメイン・シナリオに据えている。

### 3. 経済動向分析

#### (1) 輸出：拡大基調に翳りなし

世界経済の拡大に伴い、輸出は 4 月も堅調に拡大した。貿易統計によると、4 月の輸出額は前年比 40.4%と 4 ヶ月連続で 4 割超の伸びを記録している。伸び率自体は 2 月の 45.3%をピークに低下しているが、これは輸出のボトムが昨年 2 月で、比較対象が切り上がったためであり、輸出の鈍化を意味しない。財務省による季節調整値の前月比は 3 月 1.0%、4 月 2.3%と 2 ヶ月連続のプラス、当社が為替や価格変動を除き試算している季節調整済の実質値は 4 月に前月比 2.4%と 14 ヶ月連続で増加した。また、IT 製品の生産における世界的な集積地であるため、世界の IT 需要の先行指標と位置づけられる台湾

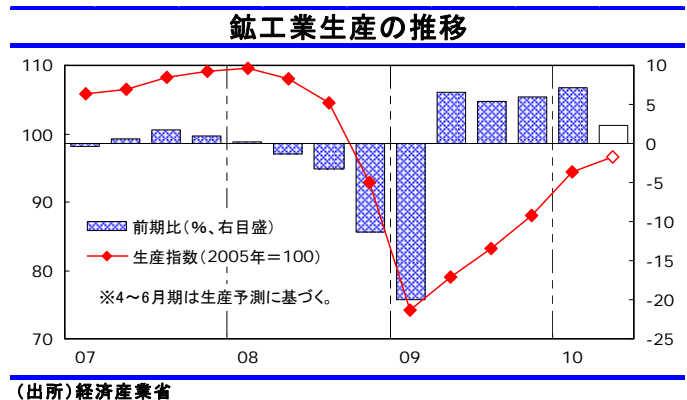


の輸出が5月も拡大を続けたことも踏まえれば、日本の主力輸出品である電気機械の輸出は増加を続け、それに伴い日本の輸出全体も拡大基調を維持する可能性が高いと判断できる。

4月の輸出動向を当社試算の実質ベースで見ると、アジア向けが前月比3.9%（3月0.2%）と2ヶ月連続で増加し、輸出全体を2.2%Pt押し上げ、引き続き牽引役である。アジアの新興国でのインフラ投資やIT・デジタル関連の能力増強投資の活発化を受けて、設備投資向けが主力の一般機械が前月比10.7%と大幅に増加、伸びの半分程度を占めた。4月は、アジア向けの中でも、中国向けが前月比7.2%（3月1.9%）と特に好調だった。品目別には、一般機械（14.0%）に加え、鉄鋼などの金属製品（12.1%）や電気機器（5.1%）の増加が目立つ。米国向けも4月は前月比8.9%（▲7.0%）と大きく伸びた。内訳では、個人消費の回復を反映した電気機器（12.0%）や、自動車メーカーの販促強化を受けた輸送用機器（7.5%）の増加が顕著だった。財政問題を背景に、今後の動向が懸念されるEU向けも前月比3.7%（3月2.3%）と9ヶ月連続で拡大している。

**(2) 生産：4～6月期の減速が意味するもの**

4月の鉱工業生産は前月比1.3%（3月1.2%）と2ヶ月連続で拡大した。しかし、増加率は生産予測の3.7%のみならず、2%台半ばとの予想コンセンサスも大きく下回った。先行きについても生産予測に基づく、5月が0.4%、6月も0.3%と小幅な増加に留まる。生産予測を単純に当てはめると、4～6月期の生産は前期比2.2%と、1～3月期の7.0%増から大幅減速が避けられない。上述の堅調な輸出との比較において、違和感を覚えざるを得ない弱めの内容である。



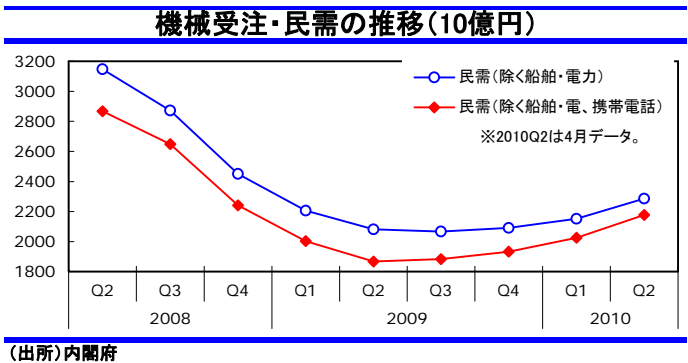
4～6月期の生産の大幅減速には、三つの可能性が一般的に考えられるだろう。第一に、世界経済の減速である。しかし、少なくとも4月及び5月の経済指標を見る限り、世界経済に明確な減速の動きは見られない。第二に、季節調整の歪みである。経済産業省の現行の季節調整手法では、1～3月期の伸びが実勢より3%程度高く、逆に4～6月期と7～9月期は2～3%低く示される可能性がある。これは今後半年程度の経済動向把握において留意すべきポイントである。第三に、生産予測の調査時期の問題である。生産予測調査は毎月10日に行われるが、5月10日は欧州財政問題がクローズアップされた時期と重なっており、欧州ひいては世界経済に対する先行き懸念から、企業マインドが急激に悪化し、5～6月の生産予測の大幅引き下げに繋がった可能性がある。

第二に挙げた技術的な問題には留意すべきとして、4～6月期の生産が減速の域を超えて、失速にまで至るか否かは、第三に指摘した「世界経済の先行きに対する懸念」がどの程度具現化するかに依存している。経済概観で既に述べたように、当社では世界経済が拡大を続けるとの見方を堅持しており、世界経済の二番底による日本の生産失速をメイン・シナリオには据えていない。但し、産業別には濃淡がありそうである。最も悪影響が及ぶと考えられるのは、自動車セクターである。自動車部品産業はアジア向けの拡大で好調を維持するものの、完成車生産は欧州向け輸出の低迷が業績の押し下げ要因となるだろう。一方、設備投資向けを中心とする一般機械工業、情報通信機械工業や電子部品・デ

バイス工業などの IT 関連セクターについては、国内の政策効果やアジアの新興国での需要拡大を背景に増産基調が続くと見込まれる。

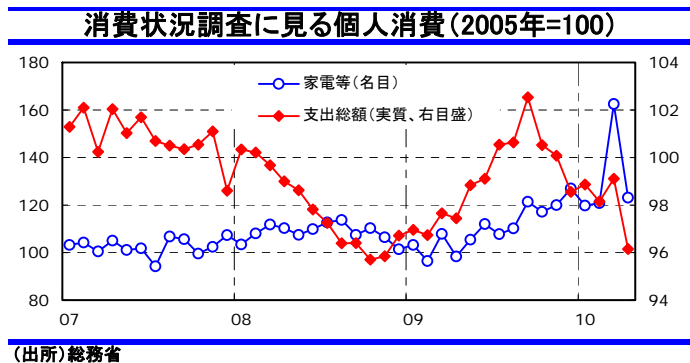
**(3) 設備投資：先行指標は設備投資の緩やかな持ち直しを示唆**

民間企業設備投資の先行指標である機械受注統計の民需（除く船舶・電力）は4月に前月比4.0%（3月5.4%）、設備投資にカウントされない携帯電話を除いた系列も6.5%（3月4.1%）と共に2ヶ月連続で増加した。4月の水準は1~3月期平均を6.2%上回っており、4~6月期の機械受注が内閣府見通しの1.6%を上回る可能性が高い（当社予想は前期比4%）。トピックスで述べた通り、1~3月期の法人企業統計では、業績が改善し、キャッシュフローが潤沢な中でも、設備投資に対して極めて慎重な企業のスタンスが示された。ただ、先行指標である機械受注は、企業の設備投資に対するスタンスが新年度入り後、徐々に積極化しつつあることを示唆しており、2010年度の設備投資が緩やかな持ち直し基調をたどるとの当社見直しを変更する必要はない模様である。



**(4) 個人消費：4~6月期は低調なスタート**

4~6月期の個人消費は、低調なスタートを切った。内閣府が供給側統計と需要側統計を用いてGDPに近い方法で試算している消費総合指数は4月に前月比▲0.3%低下している。4月の低下は、旧エコポイント対象製品に対する駆け込み需要の反動減によるところが大きい。エコポイント対象製品は4月から改訂されたが、旧対象製品の在庫を一掃したいとの家電量販店側の思惑もあり、3月に旧対象製品に対する駆け込み需要が生じた。対象サンプルが多く、比較的信頼性の高い需要側統計である消費状況調査<sup>1</sup>を見ると、エコポイント対象製品の代表格であるテレビの購入額は3月の前年比143.0%から4月は73.2%に伸び率が急縮小している。テレビを含む家電関連品目の支出額に当社が季節調整を施したベースで見ると、3月が前月比34.5%の急増、4月は▲24.2%の大幅減となり、駆け込み需要とその反動が明らかである。また、消費状況調査における家計の支出総額<sup>2</sup>も4月は前月比▲3.0%と落ち込んだ。



消費支出の前提となる雇用所得環境も、4月は弱めの内容だった。所定外給与（残業代）の大幅増加（前年比11.3%）により、定期給与（所定内給与+残業代）は前年比0.4%（3月0.7%）と2ヶ月連続で前年水準を上回っている。しかし、賃金のトレンドを左右する所定内給与は▲0.4%（3月▲0.2%）

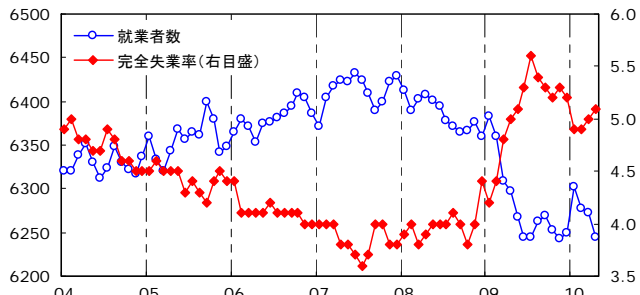
<sup>1</sup> 統計設計上のサンプルは30,000世帯。需要側の代表的な統計である家計調査のサンプルは8,000程度。

<sup>2</sup> 当社による実質ベースの試算値。授業料無償化の影響は調整済である。

と寧ろ4月にマイナス幅が拡大しており、賃金が持ち直しに転じたとは判断できない。一方、失業率は昨年7月の5.6%をピークとして今年1・2月に4.9%まで低下した後、3月5.0%、4月5.1%と再び上昇へ転じた。就業者数も4月は6,245万人とボトムである昨年11月の6,243万人とほぼ同水準まで減少し、雇用環境の改善が足踏みしている。求人広告件数の持ち直しなどが示すように雇用情勢の緩やかな回復基調<sup>3</sup>が途絶えたわけではない。しかし、企業内の過剰雇用を計る上でのメルクマールとなる「雇用調整助成金の支給申請対象者」が4月時点でも149万人と、昨年4月の253万人からは減少したものの引き続き高水準にあることを踏まえれば、雇用情勢の回復ペースは当面緩やかなものに留まる可能性が高いと言える。当社では2010年の失業率は5%近傍の推移が続き、4%へ向けて明確に低下するのは2011年以降と予想している。

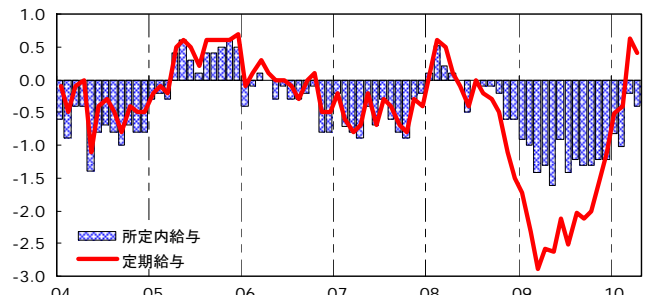
耐久財に対する駆け込み需要の反動減と、雇用情勢の緩慢な回復を踏まえ、当社では4～6月期の個人消費は前期比0.1%と、1～3月期の0.4%から減速すると考えている。

失業率と就業者数の推移(%、万人)



(出所)総務省

賃金の推移(前年比、%)

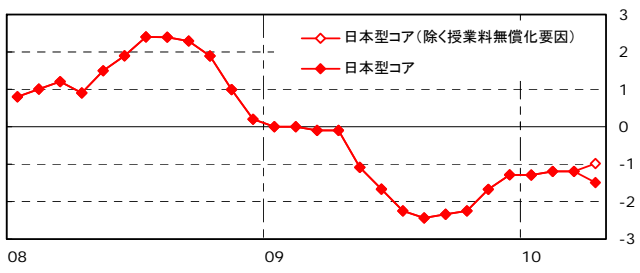


(出所)厚生労働省

## (5) 物価情勢：最悪期を脱するもデフレ圧力は残存

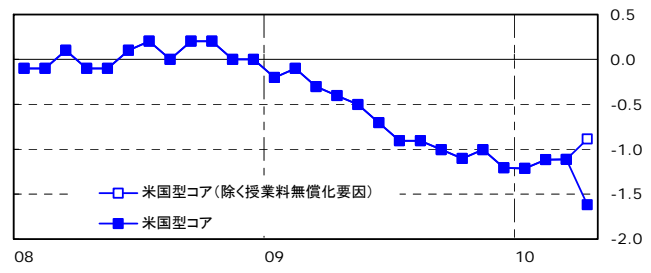
日本型コアCPI(生鮮食品を除く総合)の前年比は3月の▲1.2%が4月は▲1.5%に、米国型コアCPI(食料及びエネルギーを除く総合)は3月の▲1.1%が4月は▲1.6%にいずれもマイナス幅が拡大した。但し、民主党政権による高校授業料の無償化による影響が対日本型コアで▲0.54%Pt、対米国型コアでは▲0.78%Pt含まれるため、それを除けば日本型コアは▲0.9%、米国型コアは▲0.8%となり、3月からマイナス幅が縮小する。中でも、これまで目立った改善が見られなかった米国型コアの前年比マイナス幅が4月に▲0.8%まで縮小したことは注目される。当社試算の刈り込み平均CPIの前年比マイナス幅が縮小傾向にあることも踏まえれば、2009年4～6月期からの景気回復に伴う需給ギャ

授業料無償化の影響～日本型コアCPI(前年比%)



(出所)総務省

授業料無償化の影響～米国型コアCPI(前年比%)

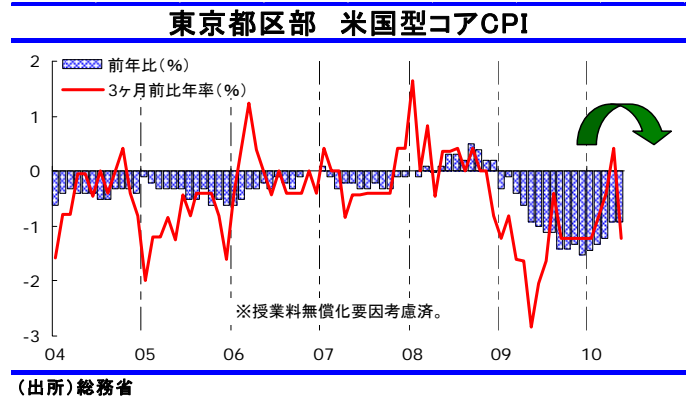


(出所)総務省

<sup>3</sup> 昨年後半の急激な失業率低下と今年3・4月の失業率上昇は、2009年の就業者変動が例年と大きく異なったことによる部分も大きいとみられる。つまり、失業率が急低下したほどに、昨年後半の雇用情勢は実際に回復しておらず、また今年3・4月の失業率上昇はその反動に過ぎず、足元で雇用情勢は悪化していないと判断できる。

アップの縮小が浸透し、日本経済におけるデフレ圧力は漸く峠を越えたと判断できる。インフレ率の前年比マイナス幅は、当面、縮小傾向を辿る可能性が高い。

但し、デフレ解消が視野に入ったとまでは言えない。全国より一月早く公表される東京都区部データがデフレ解消に向けた動きの足踏みを示唆しているためである。東京都区部の米国型コアCPI(除く授業料無償化要因)の5月前年比は▲0.9%と、昨年末の▲1.5%をボトムとしたマイナス幅縮小基調を維持した。しかし、計算手法上、前年比の動向に9ヶ月程度先行する傾向のある3ヶ月前比(年率)<sup>4</sup>は、昨年半ばからマイナス幅が縮小し今



年4月に0.4%と2008年9月以来のプラスを記録したものの、5月には▲1.2%と再び大幅なマイナスに逆戻りしてしまった。3ヶ月前比の動向を単純に解釈すれば、2010年内はインフレ率の前年比マイナス幅縮小が続くものの、年明けには再びマイナス幅が拡大する可能性があるということになる。この解釈は杓子定規過ぎるだろうし、また6月に3ヶ月前比が再び改善する可能性もある。しかし、家計の低価格志向を反映した企業の販売価格引き下げの動きは未だ止まらず、また所定内賃金も低下が続いている。そのため、日本経済のデフレ基調が反転したとするのは、時期尚早と考えられる。

**(6) 金融政策：成長基盤強化は日銀が行うべき政策か**

日本銀行は5月21日に金融政策決定会合を開催し、金融市場調節方針(無担保コールレートを、0.1%前後で推移するよう促す)の現状維持を決め、共通担保資金供給オペも現行内容(20兆円)で据え置いた。加えて、前回会合の議長指示(成長基盤強化の観点から民間金融機関による取り組みを資金供給面から支援する方法について検討)に対する執行部からの報告を踏まえ、「成長基盤強化を支援するための資金供給の骨子素案」が決定された。骨子素案は、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、共通担保オペと同様の方式で『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』を行うとの内容である。

議長指示の大仰な謳い文句に比べれば、「骨子素案」の内容は、正直なところ期待外れと言わざるを得ない。また、6月14~15日の決定会合での詳細決定に向け、資金供給額は2~3兆円程度で調整されている模様であり、金額面でのインパクトも大きくない。但し、そもそも、筆者は、成長基盤強化支援は日銀が行うべき政策ではなく、本来は①規制緩和等による民間リスク資金の動きの活発化や②日本政策金融公庫などを利用した公的金融により支援されるべきであると考えている。そのため、骨子素案は、金融政策の範囲を大きく逸脱せず、かつ金融調節へのインパクトも小さいという意味で、寧ろ安心できる内容と評価している。成長基盤を強化すべきという日銀の問題意識には諸手を挙げて賛成するが、日銀が積極的に関与すべき政策領域ではない。

<sup>4</sup> 3ヶ月前比が4四半期累積すると、前年比になる。そのため、3ヶ月前比の基調変化は、前年比に9ヶ月程度先行する。

但し、一つ気になるのは、この新政策からの出口はどこにあるのかという点である。マスコミ報道では、実質的な資金供給期間は3～4年程度を軸に検討が進んでいる模様である。しかし、それで成長基盤強化の目的が達成されたということになるのだろうか。逆に言えば、何をもって「成長基盤強化」が達成された、もしくは軌道に乗ったと判断するのだろうか。その判断が極めて難しいことを踏まえると、国債買い入れと同じく、一度開始したら休止することのできないオペレーションを日銀が始めようとしている気がしてならない。

いずれにしろ、今回、日銀が新たな資金供給策を講じることに変わりはない。金融緩和とへ別建の政策だといくら日銀が強調しても、金融政策の引き締め転換が遠のいた事実は変わらない。当社では、日銀が、金融政策の引き締め転換の意志を市場に示すのは、2012年度のデフレ脱却見通しを明確に打ち出す来年10月の展望レポートになる可能性が高いと考えている。

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。