

日本経済情報

2010年8月号

【内容】

1. 世界経済の見通し
 - (1) 世界経済は拡大ペースが鈍化
 - (2) 世界経済の成長率予想は 2010 年 4.0%、2011 年 3.8%
2. 日本経済の見通し
 - (1) 日本経済の成長率は 2010 年度 1.8%、2011 年度 1.6%を予想
 - (2) 2011 年前半は踊り場入りが意識される展開に
 - (3) 輸出は減速不可避も失速には至らず
 - (4) 増益ペースは 2010 年度後半に鈍化も、増益基調は維持
 - (5) 企業の設備投資に対する慎重姿勢が続く
 - (6) 7～9 月期以降に雇用回復は再開
 - (7) 2011 年度の個人消費は減少
 - (8) デフレ脱却は逃げ水のように
3. 金融政策の見通し
 - (1) 効果はなくとも政府からは追加緩和が求められる
 - (2) 利上げは早くても 2012 年 4 月の展望レポート公表時に

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

【世界経済の見通し】

世界経済は緩やかな拡大基調を維持しているが、在庫復元の終了や景気刺激の一巡により拡大テンポが鈍化している。特に日米欧の先進国では 2010 年後半以降に成長ペースの鈍化が鮮明化する見込みである。一方、アジアを中心とする新興国や資源国では、金融引き締めの見送りや追加的な内需刺激策など、世界経済の下支えに資する動きが見られ始めている。先進国経済の減速に伴い、世界経済は 2011 年かけて減速を余儀なくされるものの、新興国の下支えが寄与し、減速度合いは小幅なものに留まるだろう。成長率予想は 2010 年 4.0%、2011 年 3.8%である。

【日本経済の見通し】

遡及改訂に伴うゲタの下方修正と 4～6 月期の低成長を受けて、2010 年度の成長率予想を 2.2%から 1.8%に、2011 年度予想も円高進行による輸出の下振れを反映し 2.0%から 1.6%に下方修正する。メインシナリオにおいて日本経済の回復頓挫は予想しないが、そのリスクは高まりつつある。少なくとも、政策効果の剥落でマイナス成長に転落すると見込まれる 2011 年 1～3 月期は極めて停滞感の強い、踊り場入りも意識される展開となろう。日本経済における最大かつ喫緊の課題であるデフレ解消のためには、需給ギャップの解消や生産性向上に加え、企業と家計の双方に根強い低価格志向を打破する必要がある。しかし、政府・日銀ともにそうした政策には及び腰のため、デフレ解消は「逃げ水」のように遠のき続けるだろう。2011 年度もデフレからの脱却は見込めない。

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	3.8
米国	0.0	▲ 2.6	2.6	2.3
ユーロ圏	0.4	▲ 4.1	1.2	0.8
日本	▲ 1.2	▲ 5.2	3.0	0.5
(年度)	(▲ 3.7)	(▲ 1.9)	(1.8)	(1.6)
中国	9.6	9.1	9.5	9.0

(資料) 各国政府、IMF

1. 世界経済の見通し

(1) 世界経済は拡大ペースが鈍化

世界経済は緩やかな拡大基調を維持しているが、拡大テンポは2009年後半から2010年初めまでの極めて早いペースからは鈍化している。在庫復元により景気回復の初期局面は回復ペースが早く、在庫復元の一巡に伴い回復ペースが鈍るのは通常の動きである。加えて、今回は、多くの国々で景気刺激策が講じられたことも、初期局面の回復ペースを早めた。こうした動きは、日本・米国・中国の4～6月期の成長鈍化について概ね共通している。3国の成長率は、日本が2010年1～3月期前期比年率4.4%→4～6月期0.4%、米国は3.7%→2.4%¹、中国は9.2%→7.6%（当社試算、公表されている前年比は1～3月期11.9%→4～6月期10.3%）といずれも4～6月期に低下したが、世界的な在庫復元の終了に伴う輸出や在庫投資の寄与縮小、景気刺激策の効果一巡によるところが大きい。対して、回復のこれまで遅れていたユーロ圏は輸出主導で4～6月期に前期比年率3.9%（1～3月期0.8%）と極めて高い成長を達成した。ソブリンリスクの高まりを受けた通貨安が大きく寄与したほか、ドイツやフランスなどでは金利低下も内需への追い風となった模様である。一方、中国を除くアジアの新興国の多くは1～3月期に続き4～6月期も高成長を続けている。

(2) 世界経済の成長率予想は2010年4.0%、2011年3.8%

今後の世界経済は、趨勢として成長ペースの鈍化が避けられないだろう。景気回復初期の高成長はそもそも持続可能ではない。特に、米国（成長率予想：2010年2.6%→2011年2.3%）や日本（2010年3.0%→2011年0.5%）では景気刺激策の終了もあって2011年前半にかけて減速が鮮明となりそうである。また、足元こそ、ソブリンリスクの高まりと表裏一体の通貨安によって周回遅れの高成長を謳歌している欧州も、2011年以降は周縁国のみならずドイツやフランスでも財政緊縮化が本格化するため、景気加速は期待できない（2010年1.2%→2011年0.8%）。一方、2010年前半の段階で世界経済の減速が鮮明化したことで、新興国や資源国では財政金融政策の引き締めによる経済のオーバーキルを回避する動きが見られ始めた。

アジアの新興国や資源国では世界に先んじて金融引き締めが開始されたが、世界経済の先行きに対する懸念を踏まえ2010年後半にかけての追加引き締めは見送られる可能性が高い。また中国では、インフレ率の落ち着きや住宅市場の調整を踏まえ、利上げが見送られ、寧ろ安定成長確保のために内需刺激策が追加される見込みである。こうした新興国における金融引き締めの見送りや追加刺激策の実施には、財政余力のない日米欧に変わって、世界経済の成長を支援する効果が期待される。

2010年後半から2011年にかけての世界経済は、財政再建を急がざるを得ない下で成長ペースも減速するという二重苦に苛まれる日米欧の先進国と、金融・財政両面で追加オプションを備えるが故に高成長を堅持する新興国や資源国というデカップリング構造の下で推移するだろう。当社は、世界経済

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	3.8
米国	0.0	▲ 2.6	2.6	2.3
ユーロ圏	0.4	▲ 4.1	1.2	0.8
日本	▲ 1.2	▲ 5.2	3.0	0.5
(年度)	(▲ 3.7)	(▲ 1.9)	(1.8)	(1.6)
中国	9.6	9.1	9.5	9.0

(資料)各国政府、IMF

¹ 米国の4～6月期成長率の1次推計は年率2.4%成長だが、2次推計で1.3%に下方修正されると予想している。

の成長率を2010年4.0%、2011年3.8%と予想する（2009年実績は▲0.6%、当社の前回予想は2010年、2011年共に4.0%）。2011年は先進国の減速を、新興国の高成長が補い、世界経済全体では若干の減速に留まる見込みである。

なお、各地域の見通しの詳細については、8月9日付「中国経済情報8月号」、8月16日付「米国経済情報8月号」、8月17日付Economic Monitor「調整局面に向かうユーロ圏景気（改訂経済見通し）」を参照頂きたい。

2. 日本経済

(1) 日本経済の成長率は2010年度1.8%、2011年度1.6%を予想

日本の2010年4～6月期の実質GDP成長率は前期比0.1%、年率0.4%と低い伸びに留まった。2009年10～12月期年率4.1%、2010年1～3月期4.4%の2四半期連続の極めて高い成長から明確に減速したのみならず、1%前後と考えられる潜在成長ペースも大幅に下回る極めて低い成長である。なお、基礎統計の遡及改訂と季節調整のかけ直しに伴い過去系列が大きく変更された。2009年度の成長率が▲2.0%から▲1.9%へ上方改訂された一方、2009年10～12月期は前期比年率4.6%から4.1%へ、2010年1～3月期は5.0%から4.4%へ下方改訂されている。2009年度後半の成長率の下方修正により、2010年度の成長率の発射台（いわゆる成長のゲタ）は従来の1.5%から1.2%へ0.3%Pt（季節調整値により試算）も低下しており、後述するように2010年度成長率予想の下方修正要因となる。

4～6月期の日本経済は極めて低調だったが、7～9月期と10～12月期の成長率は幾分持ち直す可能性が高い。在庫復元の終了と円高を受けて、輸出は減速が避けられないが、世界経済の拡大継続と中国国内の在庫調整の早期終了を受けて、年率7～8%程度のペースでの拡大は確保できると見込まれる。加えて、4～6月期に低迷した個人消費が、7～9月期以降は再び増勢を取り戻す可能性が高い。7～9月期には猛暑効果とエコカー補助金への駆け込み需要が、10～12月期も家電エコポイントへの駆け込み需要が期待できるためである。問題は年明けだろう。エコカー補助金とエコポイントが共に終了する2011年1～3月期には耐久財消費の急減が避けられない。当社では耐久財消費の落ち込みを受けて、1～3月期は個人消費のみならず、実質GDP成長率も大幅なマイナスに転落すると予想している。

2010年度の成長率予想について、前述のゲタの下方修正（▲0.3%Pt）と4～6月期の下振れなどを踏まえ、従来の2.2%から1.8%へ下方改訂する。2011年度予想についても2.0%から1.6%へ引き下げる。2011年度の成長率を下方改訂す

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	▲1.9	1.8	1.6
国内需要	▲2.6	▲2.3	0.3	1.0
民間需要	▲3.0	▲3.9	0.7	1.4
個人消費	▲1.8	0.7	0.7	▲1.0
住宅投資	▲3.7	▲18.5	▲3.1	8.3
設備投資	▲6.8	▲15.3	3.1	8.9
在庫投資(寄与度)	(▲0.1)	(▲0.5)	(▲0.1)	(0.2)
政府消費	▲0.1	1.7	1.3	0.8
公共投資	▲6.6	9.3	▲11.6	▲6.5
純輸出(寄与度)	(▲1.2)	(0.4)	(1.7)	(0.7)
輸出	▲10.4	▲9.5	19.9	9.2
輸入	▲4.0	▲11.8	10.8	7.5
名目GDP	▲4.2	▲3.6	0.0	0.5
実質GDP(暦年ベース)	▲1.2	▲5.2	3.0	0.5
鉱工業生産	▲12.7	▲8.9	13.8	5.5
失業率(%、平均)	4.1	5.2	5.1	4.5
経常収支(兆円)	12.7	15.8	15.0	16.5
消費者物価(除く生鮮)	1.2	▲1.6	▲0.8	▲0.1

(資料)内閣府、経済産業省、総務省等より当社作成。

最大の要因は、円高を受けた輸出の下方修正である。従来は米国の利上げが 2011 年前半にも開始されると見込み、2010 年末にはドル円相場が 90 円台を回復すると考えていた。しかし、米国雇用の回復の遅れと Fed の金融緩和への明確な方針転換を受けて、利上げは早くとも 2011 年末になり、ドル円相場は 2010 年末時点でも 90 円を下回り続けると予想を変更した。それに伴い、輸出の 2011 年度予想を従来の 10.7%から 9.2%へ引き下げる。輸出の下方修正は①輸出→生産→雇用・所得のパスを通じて個人消費を、また②輸出→生産→収益のパスを通じて設備投資も押し下げることになる。

(2) 2011 年前半は踊り場入りが意識される展開に

世界経済の拡大が続く下で、輸出主導による日本経済の回復が頓挫するとは予想しない。しかし、政策効果が剥落し、2011 年 1~3 月期にはマイナス成長に転落する可能性が高いため、2010 年前半は極めて停滞感の強い、踊り場入りが意識される展開となるだろう。日本経済は、内需がデフレにより侵食されているため、景気回復のドライバーを輸出に頼らざるを得ず、その輸出を下押しする円高は何としても阻止する必要がある。しかし、政府の対応は危機感を欠いており、円高により輸出が下振れし、日本経済の回復が頓挫するというリスクシナリオも浮上しつつある。

輸出拡大による景気回復で時間を稼ぎ、その間に最大の構造問題であるデフレを解消するのが、日本の経済面における最大かつ喫緊の課題である。デフレ解消のためには需給ギャップの解消や生産性向上に加えて、製品・サービスの供給者である企業と需要者である家計の双方に根強い低価格志向（インフレ嫌悪）を打破する必要があるが、政府・日銀ともにそうした観点からの政策には及び腰である。そのため、デフレ解消は「逃げ水」のように遠のき続けるだろう。2011 年度もデフレからの脱却は見込めない。

以下では、個別の需要項目に関して、4~6 月期の評価並びに先行きの見通しを論じる。

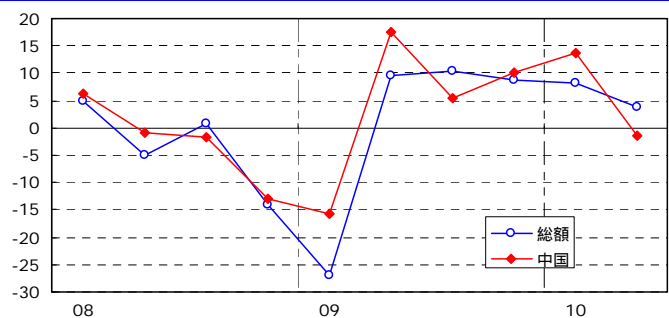
(3) 輸出は減速不可避も失速には至らず

輸出は 4~6 月期も前期比 5.9%と、1~3 月期の 7.0%からは小幅減速したものの高い伸びを維持し、日本経済の拡大に寄与した²。但し、輸入が 4.3%（1~3 月期 3.0%）へ伸びを高めたため、純輸出の寄与度は前期比 0.3%Pt（1~3 月期 0.6%Pt）へ縮小している。貿易統計を見ると 5・6 月と輸出の減速が明確となっており、7~9 月の輸出は前期比 2%前後まで減速する可能性が高い。

こうした輸出の減速には、①世界的な在庫復元の終了と景気対策の効果一巡、②中国経済のシフトダウンによる在庫調整、③中国での賃上げ交渉ストによる生産休止、といった複数の要因が影響している。まず、全体を規定しているのは①である。

今年 1~3 月期までの高い伸びは、そもそも持続可能ではなく、輸出の減速は不可避である。②については、中国経済がサステナブルな成長ペースに向けて減速しつつあり、それに伴い様々な分野で軽微な在庫調整が生じ、日本の輸出や生産も悪影響を受けている。但し、在庫の積み上がりは軽微であり、在庫調整は

仕向け地別実質輸出の推移(前期比、%)



(出所)財務省、日本銀行

² 4~6 月期の輸出動向は、8 月 3 日付「2010 年 4~6 月期の貿易動向の分析：中国向けの減速が響く」を参照頂きたい。

早ければ秋にも、遅くとも年内には終了すると考えられる。③は、電機や自動車部品を中心に生産の押し下げに働いた模様である。こうしたストの背景にあるのは賃金引上げ圧力であり、それは中国国内の個人消費に対しプラス要因として働くため、長い目で見れば、日本からの輸出にとって必ずしもマイナスではない。

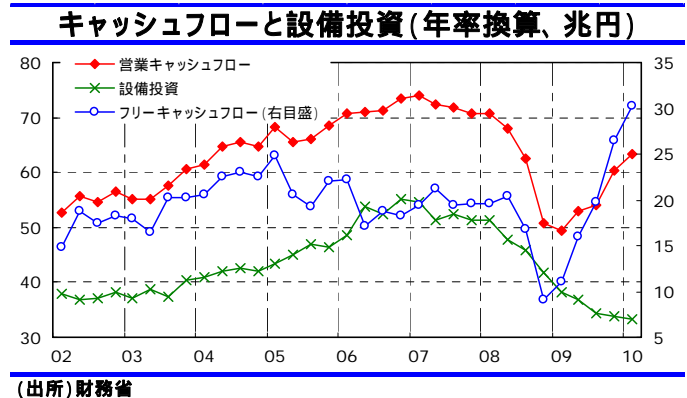
世界的な在庫復元の終了と景気対策の効果一巡を受けて、2010年7～9月期以降の輸出は減速を余儀なくされるだろう。しかし、中国国内の在庫調整が早期に終了することに加え、ASEANなどを中心としたアジアの新興国の高成長により世界経済全体が2011年も3.8%と高成長を維持することを踏まえれば、日本の輸出は失速にまでは至らず、拡大基調を維持すると見込まれる。輸出は2010年度19.9%→2011年度9.2%と予想する。

(4) 増益ペースは2010年度後半に鈍化も、増益基調は維持

法人企業統計季報によると、1～3月期の経常利益は前年比163.8%（10～12月期102.2%）と2四半期連続で2倍以上の伸びを示した。季節調整値で見ると前期比10.9%（1～3月期35.8%）と減速したが、これは原油価格の上昇に伴うコスト負担増などで非製造業が▲11.8%（1～3月期10.6%）と減益に転落したためである。製造業は56.3%（1～3月期150.7%）の大幅増益だった。既に公表されている上場企業の決算を見る限り、企業部門全体でも4～6月期は増益が続いたと見込まれる。1～3月期に前期比ベースで減益だった非製造業も、コスト負担の一巡で増益に転じた模様である。今後は、円高が輸出産業の収益を圧迫するほか、2010年度後半以降はエコポイントやエコカー補助金の終了が自動車産業や電機産業を中心にマイナスに寄与するため、増益ペースは鈍化が避けられない。しかし、金融危機に際して行われたコスト削減が寄与し、2011年度も増益基調は維持される見込みである。

(5) 企業の設備投資に対する慎重姿勢が続く

金融危機による大幅減益で2009年初めに年率換算で50兆円に縮小した営業キャッシュフローは、前述した大幅増益により今年1～3月期の時点で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、資金面については設備投資の拡大に向けた状況が既に整ったと言える。また生産拡大に伴い、稼働率も改善している。設備の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、これまで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。



4～6月期の民間企業設備投資は3四半期連続で拡大したが、伸びは前期比0.5%と僅かである。設備投資の先行指標である機械受注の民需（除く船舶・電力）も4～6月期に3四半期連続で拡大したものの、伸び率は前期比0.3%、先行き7～9月期も内閣府見通しでは0.8%と小幅の増加に留まっている。設備投資は底入れこそしたものの、本格的な投資再開に企業が二の足を踏んでいるため、その増勢に勢いは見られない。

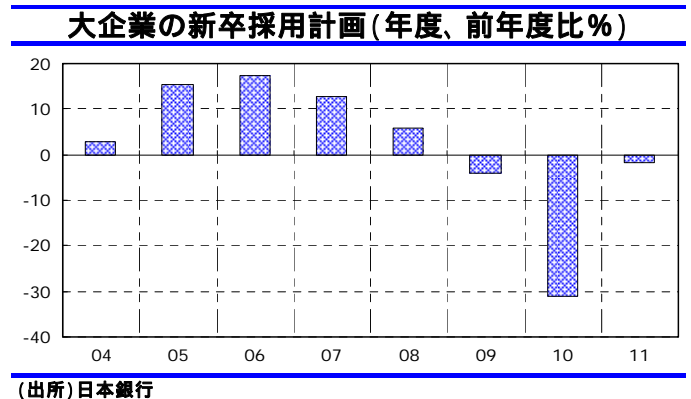
業績や景況感が改善しキャッシュフローが潤沢な中でも、企業が設備投資に対して極めて慎重な背景には、①世界経済の不透明感による投資先送りに加え、②製造業については最終製品需要の海外シフトと円高進行による国内生産の魅力低下が、③非製造業についてはデフレ下での売上減少による実質債務負担の拡大があると考えられる。①は時間が解決するが、②と③は容易には解決されない構造的な問題であり、国内設備投資を蝕み続ける。収益の増加に伴い、2010年度後半以降の設備投資は増勢が続くと見込まれる。しかし、収益から国内投資へと至る経路は、以前よりも格段に細くなっている。設備投資は2010年度が3.1%、2011年度は8.9%と緩やかな拡大に留まるだろう。

(6) 7～9 月期以降に雇用回復は再開

雇用動向を表す代表的な指標である失業率は2009年10～12月期の5.2%から、2010年1～3月期は4.9%へ急低下し、雇用情勢の改善を示唆したが、4～6月期には5.2%と再び上昇してしまった。雇用情勢の回復が緩慢な要因としては、政府の雇用調整助成金によって企業内部に退蔵された雇用の存在や、経済の先行き不透明感を受けた企業の雇用抑制の動きなどが指摘される。但し、そうした要因は雇用回復のペースを鈍らせこそすれ、更に下押しする要因とはならない。そもそも、小幅とは言えプラス成長の下で、労働需要は多少なりとも拡大していたはずである。1～3月期の失業率急低下→4～6月期の失業率上昇には、①民主党政権が打ち出した派遣法改正の動きとそれに対応した企業の直接雇用シフト、②新卒雇用の大幅抑制が影響していた可能性が高い。

民主党政権は、登録型派遣と製造業派遣の全面禁止を含む「派遣法改正案」の成立を目指してきた。その派遣法改正案は、鳩山首相の辞任などによる国会審議の空転が響き、また菅首相の当初の高い支持率を頼りに民主党が通常国会を延長せず、早期の参議院選挙を目指したこともあり、成立に至らず継続審議となった。しかし、民主党の最大の支持団体である連合が早期成立を求めていたこともあり、成立の可能性は高いと見て、企業は早期に対応を進めた。すなわち、先進的な企業は、いずれ訪れる派遣法改正に備え、(派遣契約の期限が集中する年度末の)2010年1～3月期に派遣社員(非正規社員)の直接雇用(正規社員)への切り替えや、追加労働需要の直接雇用による充足を進めたのである。そのため、1～3月期に正規社員が大幅に増加し、失業率の低下に繋がった³。

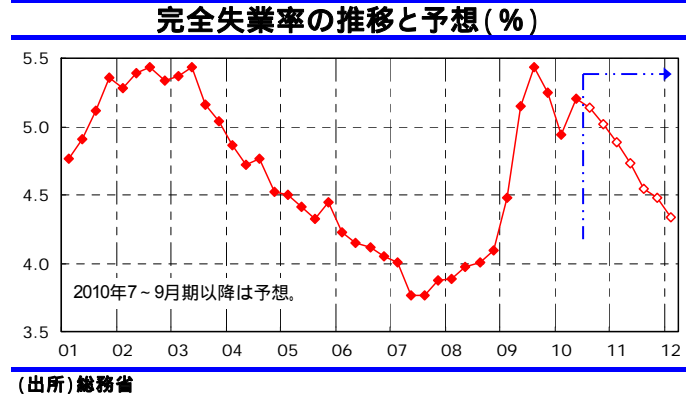
一方、4～6月期の失業率上昇には、新卒採用の大幅抑制が影響した。大企業による新卒採用は極めて硬直的である。つまり、2年前の秋(2011年度入社であれば2009年秋)からエントリー受付が始まり、1年前の3月頃(2010年3月頃)から内定が出始め、夏前までにはほぼ終了してしまう。そのため、景気循環と新卒採用数が全く連動せず、深刻な景気後退期にもかかわらず2009年度が▲4.0%の小幅減少に留まる一方、景気が回復しつつある2010年度に▲31.1%の大幅減少となってしまう(日銀短観の大企業ベース)。ゆえに2010年4月入社が急減し、失業率を大きく押し上げた



³ 正規社員化されたことで年度末の人員数の調整が回避された影響も大きい。この議論の詳細については、7月14日付「派遣法改正の動きが新卒採用に影響？」を参照頂きたい。

のである4。

裏を返せば、上述の2つの特殊要因によるノイズを除けば、雇用環境の改善は緩やかながらも続いていると考えられる。それは求人倍率の上昇や、消費動向調査での雇用判断の改善からも裏付けられる。当社では、雇用環境の緩やかな改善に伴い、失業率が7~9月期以降は再び低下し、2009年度の5.2%から2010年度は5.1%へ低下すると予想している。2011年度は更に4.5%まで低下するだろう。

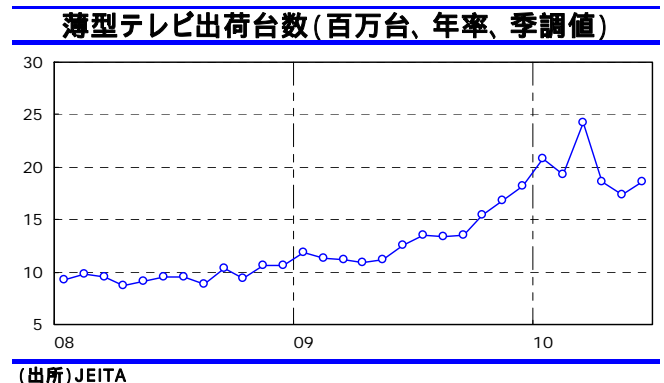


一方、デフレが続く中で所定内賃金の上昇は期待できないものの、企業収益の改善に伴いボーナスが増加するため、所得環境は緩やかながらも2010・2011年度と2年連続で改善する見込みである。こうした雇用所得環境の改善は、2011年度にかけて徐々に個人消費へとしみ出していくだろう。

(7) 2011年度の個人消費は減少

エコカー補助金や家電エコポイントといった政策効果による耐久財消費の急拡大で、個人消費は2009年4~6月期から増加を続けてきた。しかし、2010年1~3月期に家電エコポイント対象製品改訂に伴う旧製品への駆け込み需要が生じた反動で、4~6月期の個人消費は前期比横ばいに留まった。

7~9月期以降の個人消費は増勢を取り戻すと見込まれる。まず、7~9月期は、猛暑による冷菓やエアコンなどの季節商品の販売拡大とエコカー補助金への駆け込み需要による自動車販売の増加が見込まれる。また、10~12月期は、エコカー補助金終了に伴う自動車販売の落ち込みが予想されるものの、家電エコポイントによるテレビ販売への駆け込み需要が勝り、プラスの伸びは確保できるだろう。問題は年明けである。エコカー補助金(9月末迄)とエコポイント(12月末迄)が共に終了する2011年1~3月期は耐久財消費の大幅な落ち込みが避けられず、それに伴い、個人消費も減少する見込みである。1~3月期の耐久財消費の落ち込みは、雇用所得環境やマインドの悪化に伴うものではないため、個人消費は4~6月期以降に増勢を取り戻すと考えられる。加えて、前述の雇用所得環境の改善も、2011年度の個人消費拡大をサポートする。但し、1~3月期の落ち込みによる発射台の低下が響



4 この議論は季節調整ベースで推移を考えると理解しやすい。また、議論の詳細については、前掲の7月14日付レポートに加え、7月7日付「新卒採用の抑制を続ける日本企業」を参照頂きたい。

き、2011年度の個人消費の伸びはマイナスとなろう。(2010年度予想0.7%、2011年度▲1.0%)。

その他の需要項目については、以下の通りである。まず、住宅投資はマンション市場の在庫調整が概ね終了したこと等を受けて今後は持ち直しに転じると見込まれる。但し、雇用所得環境の改善が緩やかなものに留まるため、住宅投資の回復ペースも緩やかだろう(予想は2010年度▲3.1%、2011年度8.3%)。政府消費は、高齢化に伴う医療費増加に加え、子ども手当の現物給付拡大なども寄与し、増加を続けると予想される(2010年度1.3%、2011年度0.8%)。一方、公共投資は、民主党政権の「コンクリートから人」へのスローガンの下、マニフェスト関連予算捻出のために圧縮が続くだろう(2010年度▲11.6%、2011年度▲6.5%)。

(8) デフレ脱却は逃げ水のように

足元のインフレ動向は、エネルギー価格と高校授業料無償化という2つの攪乱要因により、動向が把握しにくくなっている。まず、一般に最も注目される日本型コアCPI(生鮮食品を除く総合)の前年比は3月の▲1.2%から6月は▲1.0%へマイナス幅が縮小した。逆に、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6月は▲1.5%へ、マイナス幅が拡大している。言うまでもなく、両者の差はエネルギー価格の変動であり、エネルギー価格が3月の前年比0.1%から6月は4.5%へ伸びを高めただめに、日本型コアCPIのマイナス幅は6月にかけて大幅に縮小したのである。(エネルギーの日本型コアCPIに対する寄与度は3月+0.01%Pt→6月+0.36%Pt)

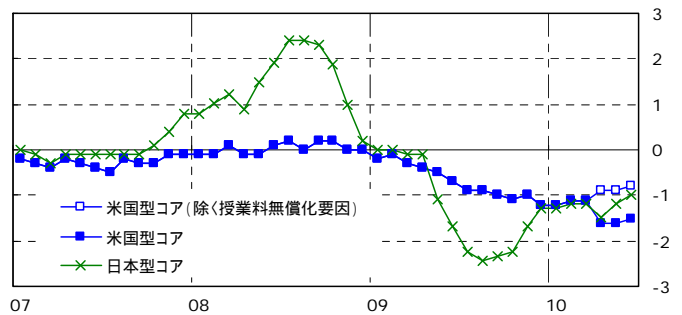
更に、2010年4月から始まった高校授業料無償化の要因も考慮する必要がある。同要因は4月以降の日本型コアCPIを0.54%Pt、米国型コアCPI

を0.78%Pt押し下げている。結局のところ、現時点で攪乱要因を除いたインフレ率のトレンドを測る上で最も有用なのは、米国型コアから高校授業料無償化要因を除いた系列あり、その前年比は3月の▲1.1%から6月は▲0.8%へとマイナス幅が緩やかに縮小している。

更に、インフレ率の基調を把握するために当社が試算している刈り込み平均CPIの前年比マイナス幅も同じく縮小傾向にある。2009年4~6月期から始まった景気回復による需給ギャ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しつつある模様である。需給ギャップ縮小を受けて、インフレ率の前年比マイナス幅は7~9月期以降も縮小傾向を辿る。日本型コアCPIの前年比は2009年度の▲1.6%が2010年度は▲0.8%に、2011年度は▲0.1%まで縮小する見込みであり、四半期ペースでは2012年1~3月期に前年比0.1%と2008年10~12月期以来のプラスに転じよう。

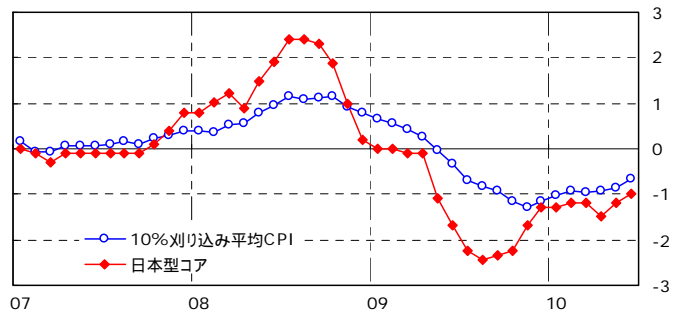
しかし、こうした当社見通しは、あくまでも現行の2005年基準に基づいている。2011年夏には5年に一度のCPIの基準改定(基準年を2005年から2010年に更新)が行われるが、前々回・前回の改

コアCPIの動向(前年比、%)



(出所)総務省

日本型コアCPIと刈り込み平均CPI(前年比、%)



(出所)総務省

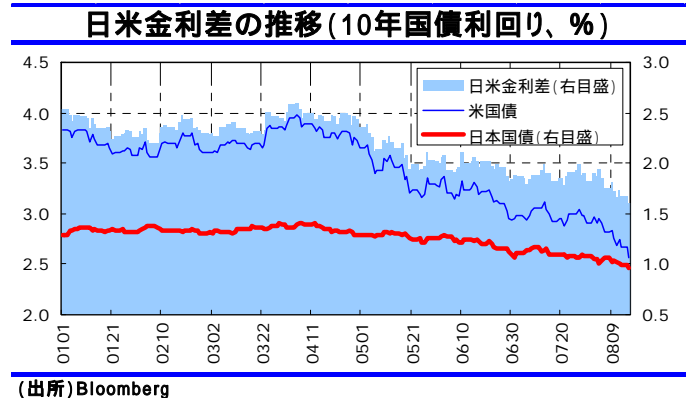
定を参考にすると、基準改定によってCPI上昇率は0.3~0.5%Pt程度下方修正される可能性が高い。従って、2005年基準ではプラスが見込まれる2012年1~3月期の日本型コアCPI前年比も、2010年基準ではマイナスに留まると予想される。CPIの基準改定は統計の歪みを排除し、インフレ率の真の姿を示すものであり、(授業料無償化の影響などと違って)無視は出来ない。結局のところ、2011年度も、日本経済はデフレから脱却できない可能性が高い。

3. 金融政策の見通し

(1) 効果はなくとも政府からは追加緩和が求められる

日本銀行は9月6日から総額3兆円の「成長基盤強化を支援するための資金供給」を開始する。潜在成長率や生産性引き上げのための「呼び水」となることを企図した資金供給だが、そもそもこのオペレーション実施によって金融機関の貸出総額が増えないことには意味がない。同オペに対し、金融機関は積極的に対応する旨を示しているが、通常の貸出が振り替わるだけに留まる可能性もある。いずれにしろ9月以降の貸出動向が注目される⁵。

日本銀行は、2010年度中の金融政策については、この成長基盤支援オペの円滑な実施が主たる業務になると考えていたのではないだろうか。しかし、急激な円高進行を受けて、市場と政府は、日本銀行に対し更なる金融緩和を求めている。正直なところ、日本銀行の追加金融緩和だけで円高が止まるとは考えにくい。日米10年債利回り格差は5月末から8月16日までに41Bp縮小し、円高の一因となった。これは米国債利回りが72Bp低下した一方で、日本国債利回りは31Bpの低下に留まったためであり、米国側の要因がはるかに大きい。既に絶対水準が1%程度に低下している日本の長期金利を、金融緩和により更に大きく押し下げ、米国以上の金利低下を実現することは不可能である。



しかし、ドル円相場を口先介入では支え切れず、1ドル85円を大きく割り込む場合には、政府側の日銀に対する追加緩和プレッシャーが高まり、日銀が追加緩和に追い込まれる可能性も否定はできない。政府・日銀が本気で円高を止めたいのであれば、ベキ論として真に必要な政策は、政府と日銀の連携による非不胎化介入だが、民主党政権の実弾介入に対するスタンスは現時点でも未だ不明である。なお、政府側からのプレッシャーにより追加緩和に追い込まれる際に、再縮小の容易性という観点から、日銀は昨年12月に開始した新型オペによる資金供給額の20兆円から30兆円への増額を選択する可能性が高い。国債買い入れ増額を求める声もあるが、財政ファイナンスを連想させる国債買い入れに対する日銀側の拒否反応は極めて強い。

(2) 利上げは早くても2012年4月の展望レポート公表時に

円高対策とは言え、追加緩和の可能性を議論する一方で、金融引き締めタイミングを予想すると、

⁵ 貸出・資金吸収動向ベースでは7月の貸出平残は457.6兆円であり、総額3兆円が全て実施されれば、貸出残高を0.66%押し上げることになる。

鬼に笑われそうである。しかし、将来に向けて、頭の体操は必要だろう。日銀が利上げに踏み切るためには「デフレ脱却の展望」が必要であり、それはすなわち、日本経済が「物価安定の理解」の中央値である 1%近傍のインフレ率の下で安定推移するとの予想を、半期に一度の「展望レポート」において示すことに他ならない。安定推移の期間は、必ずしも明確ではないが、デフレが一般的に「少なくとも 2 年間、継続的に物価が下落する状態」と定義されていることを踏まえれば、インフレ側の安定推移にも少なくとも 2 年間が必要であろう。前述のように CPI の基準年改定も考慮すれば 2011 年度のインフレ率プラス転化は予想されないため、「デフレ脱却の展望」を提示することが可能となるのは、最短でも、2012・13 年度の見通しを初めて示す 2011 年 10 月の展望レポートとなる。しかし、2011 年末以降と予想される Fed の利上げよりも早いタイミングで、日本銀行による利上げの思惑が市場に生じれば、為替相場を通じて大きな金融引き締め効果が生じてしまう。そのため、(Fed の利上げとの関係を日銀が明示することはないが) 日本銀行の利上げは早くても 2012 年 4 月の展望レポート公表時になるだろう。

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。