

日本経済情報 2010 年 10 月号

Summary

【内 容】

1. トピックス

日銀の「包括的な金融緩和政策」を読み解く

- (1) 「包括的な」はハイブリッドの意味？
- (2) 包括的な金融緩和の中軸は「期間リスク・プレミアム」の押し下げ
- (3) なぜ資産買入のための基金を創設するのか？
- (4) 「物価安定の理解」の有効活用

2. 2011 年の世界経済の姿

3. 日本経済動向

- (1) 日本経済はボラティルな展開に
- (2) 輸出は減速が鮮明
- (3) 鉱工業生産も増勢が鈍化
- (4) 特殊要因で個人消費はボラティル
- (5) 固定資産投資の回復は鈍い
- (6) インフレ率はマイナス圏で低位安定

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

日本銀行が決定した「包括的な金融緩和」は期間リスク・プレミアムと信用リスク・プレミアムの両方に働きかけるという意味で、ハイブリッド的な政策と言える。しかし、信用リスク・プレミアムは現在、そもそも過大ではないため、緩和効果は限定的なものに留まるだろう。一方、期間リスク・プレミアムの低下に向け、日本銀行は「時間軸の強化によるインフレ・ターゲティングの実質的な採用」と「長期国債買入の日銀券ルールからの解放」に踏み切るという大きな方針転換に踏み切ったが、こちらはイールドカーブの押し下げに効果を発揮しつつある。インフレ率 1%とのターゲットを前提とすれば、利上げの条件を充足するのは、2014～15 年度のインフレ率 1%予想を提示できる 2013 年 10 月の展望レポートの公表時となるだろう。

8～9 月の経済動向に加え、閣議決定された 5 兆円超の景気対策と家電エコポイントの 12 月以降の付与半減の影響等を考慮し、当社は成長率予想を 2010 年度 2.4%（従来 2.4%）→2011 年度 1.3%（0.8%）に修正した。当社は輸出や生産、機械受注などの動向から、「現在の日本経済は回復基調を維持しているものの、そのペースは大きく鈍化している」と判断している。しかし、2010 年度内の四半期成長率は、特殊要因による個人消費のアップダウンにより、そうした基調判断からは乖離が見込まれる。

当社は 2010 年度内の四半期成長率について、プラスとマイナスが繰り返される展開を予想している。2010 年 7～9 月期は猛暑効果とエコカー補助金及びたばこ増税の駆け込み需要で前期比年率 4.4%の高成長が見込まれる。その後、10～12 月期は 12 月からのポイント付与縮小を受けて家電エコポイント商戦が活況となるものの、7～9 月期を押し上げたエコカーとたばこの駆け込み需要の反動が生じるため▲1.2%のマイナス成長に転じるだろう。年が明けて、2011 年 1～3 月期からはエコポイント商戦が縮小するものの、景気対策により公共投資が大幅に増加するため、再び 0.4%のプラス成長になると予想している。

当社が予想する 2010 年度内のマイナス成長や低成長は、輸出減速の影響以上に、国内の景気刺激策の効果剥落による影響が大きい。本来は経済の急激な変動を防ぎ、国民生活を安定させるべき政策が、大きな景気のアップダウンを引き起こすという、極めてナンセンスな状況である。

1. トピックス：日銀の「包括的な金融緩和政策」を読み解く

(1) 「包括的な」はハイブリッドの意味？

日本銀行が10月5日の金融政策決定会合にて「利下げ」、「時間軸強化」、「資産買入等の基金の創設」という3つの措置からなる「包括的な金融緩和政策」を決定した¹。詳細な内容は以下のとおりである。

○金利誘導目標の変更（利下げ）

無担保コール0/N金利を0～0.1%程度で推移するよう促す

○「中長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸の明確化

日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく。

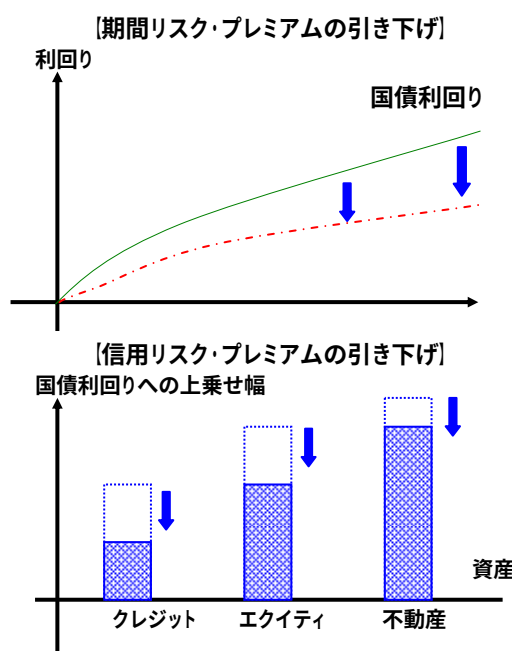
○資産買入等の基金の創設

国債、CP、社債、ETF、J-REITなど多様な金融資産の買入れと固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションを行うため、臨時的措置として、バランスシート上に基金を創設。

日銀が今回の金融緩和を「包括的」と称するのは、上記の3つの措置が含まれているからではなく、「期間リスク・プレミアム」と「信用リスク・プレミアム」の両方に働きかける政策のためである。その意味では、包括的よりも、最近の用語で「ハイブリッド」の方がしっくり来る表現かも知れない。なお、3つの措置のうち「利下げ」は、一連の追加緩和による資金供給の拡大に伴い、O/N レートの誘導が困難になったことを受け、O/N レートが誘導目標を大きく下回ることを受容する受動的なものに過ぎない。その意味で従前からの「実質ゼロ金利政策」が強化されたわけではない。

「期間リスク・プレミアム」への働きかけは、長めのリスクフリー金利つまりは長期国債利回りの低下を目指すものであり、現在 Fed が検討している QE2 (Quantitative Easing 2) と目的を一にする。期間リスクのない短期金利（政策金利）がゼロまで低下し、非負制約に直面する下で、長い期間の金利の低下を図る非伝統的な金融緩和策と言える。今回の日銀による措置の中では、後述するように「時間軸強化」と「長期国債買入」が対応する。

「信用リスク・プレミアム」への働きかけはクレジットやエクイティ、不動産関連資産の保有において、リスクフリー金利に上乗せして要求される信用リスク・プレミアムの低下を図るものである。日銀が金融危機に際し2009年にに行ったCPや社債の買入、FedのMBS買入、ECBの低格付国債買入などが同様の効果を狙った措置と言える。市場の流動性が枯渇していた金融危機直後に、絶対的な買い手としての中央銀行の登場は相応のインパクトをもたらした。今回の措置の中では、当然ながら、「基金によるCP・ABCP・社債1兆円程度、ETFやJ-REIT等0.5兆円程度の買入」が



¹ 決定会合後の記者会見で白川総裁は略して「包括緩和」と述べたが、今のところ定着する気配はない。「包括緩和」は一般的な用語を使い過ぎており、政策の特徴が伝わりにくいであろう。

対応する。しかし、金融危機直後の 2009 年と異なり²、現在は信用リスク・プレミアムが過大とは必ずしも言えない。その中で、市場の需給に影響を与えない規模の資産買入がどこまで効果を有するのかは甚だ疑問である。「信用リスク・プレミアム」への働きかけに多くを期待すべきではない。

(2) 包括的な金融緩和の中軸は「期間リスク・プレミアム」の押し下げ

筆者は、今回の「包括的な金融緩和政策」は期間リスク・プレミアムの押し下げ、つまりは長期金利の低下に重点を置いたものだと考えている。そのために、これまで日銀は、これまで避け続けてきた二つの大きな方針転換に踏み切った。第一の方針転換は「時間軸の強化」による「インフレ・ターゲティング」の実質的な採用、第二は「長期国債買入」の「日銀券ルール」からの解放である。

特に重要なのは、第一に挙げた時間軸の強化によるインフレ・ターゲティングの実質的な採用である。これまで日本銀行は「中長期的な物価安定の理解」が望ましい物価上昇率に概ね同意としながらも、その「物価安定の理解」と（現在及び将来予想される）インフレ率との関係を、金融政策運営に直接結びつけることを頑なに避けてきた。そうした日銀の姿勢の背後に、2001 年 3 月に導入した「消費者物価指数の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで」という明確過ぎた時間軸の導入が金融政策の柔軟性を損なったとのトラウマがあることは言うまでもない。今回、日銀はそのトラウマを漸く乗り越えたのである。

昨年 12 月に行った①CPI前年比で 1%程度が中心値であるとの「中長期的な物価安定の理解」の明確化³と、②今回の「物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続」とする時間軸の明確化、の合わせ技により、日銀が「CPI前年比で 1%が展望できる情勢になったと判断するまで」とのインフレ・ターゲットを設けて、実質ゼロ金利政策を行っていることが極めて明白になる。このターゲットの対象が将来のインフレ率であることは言うまでもないが、何をもって「展望できる情勢になった」と判断するかは議論の余地がある。デフレ脱却を確実にするためにも、筆者は、ターゲットの充足に一時的な物価上昇でない持続的な、つまりは 2 年連続のインフレ率 1%が必要だと考えている。

日本銀行は 2011 年度のインフレ率（コアCPI上昇率）予想を 7 月時点で前年比 0.1%としたが、10 月 5 日の決定会合で示された成長率見通しの下振れを加味すれば、28 日に公表される 10 月の展望レポートではインフレ率予想の下方修正が必至である⁴。更に 2011 年夏に行われる 5 年に一度のCPI基準改定も加味すると、2011 年度のインフレ率は最終的に▲0.5～▲0.4%程度になる可能性が高い⁵。その 2011 年度を発射台とし、かつ成長の再加速が 2011 年度後半からと仮定すれば、インフレ率の 1%到達が実現するのは早くとも 2014 年度だろう。前述のように 2 年連続の 1%予想をもって「展望できる」が充足されると解釈すれば、2014～15 年度のインフレ率 1%予想を提示できる 2013 年 10 月の展望レポートが時間軸充足のタイミング、つまりは利上げのタイミングになる可能性が高い。

² 白川総裁も「現在のリスク・プレミアムが全般として大き過ぎると判断される状況では必ずしもありません」と認める。

³ <http://www.boj.or.jp/type/release/adhoc09/un0912c.pdf>

⁴ 展望レポートの予想については 10 月 13 日付「長期的インフレ見通し提示の可能性も（10 月展望レポート予想）」を参照。

⁵ 詳細は本稿の 3(6)を参照。

(3)なぜ資産買入のための基金を創設するのか？

前述のように、筆者は、資産買入による信用リスク・プレミアムの縮小に多くを期待していない。しかし、今回の基金創設は、第二の方針転換である長期国債買入の日銀券ルールからの解放のために必要であり、国債以外の資産買入は付随的なもの、かつ今後の政治圧力をかわすためのツールと位置づけなければ納得が行く。

これまで日銀は長期国債買入を、「経済の成長に伴う銀行券需要の趨勢的な増加」に対応する措置として位置づけ、故に「長期国債の保有残高は銀行券の残高を上限とする」との日銀券ルールを適用してきた。一方、Fed による QE2 の検討が示すように、期間リスク・プレミアムの低下のためには長期国債買入が現時点で最も効果が確からしく、かつコストが小さいと想定される手段である。そのため、期間リスク・プレミアムの低下を狙うのであれば、国債買入は日銀にとって是非とも採用したい手段だった。その際に日本において大きな問題となるのは、国債買入の増額や銀行券ルールの撤廃が財政ファイナンスと市場に解され、財政リスク・プレミアムが高まり、金利が寧ろ上昇してしまうリスクである。今回、日本銀行は、基金の創設によって、追加的な国債買い入れを銀行券ルールの外に置き、財政リスク・プレミアム上昇のリスクをとりあえず回避したのだと考えられる。加えて、従来の国債買入と別枠にしたことで、今後も継続が予想される政治プレッシャーに対して基金増額（≡国債買入の増額）で対応することが可能となった。今後の金融緩和余地を確保したという点でも、基金創設は重要な意味があると言える。

(4)「物価安定の理解」の有効活用

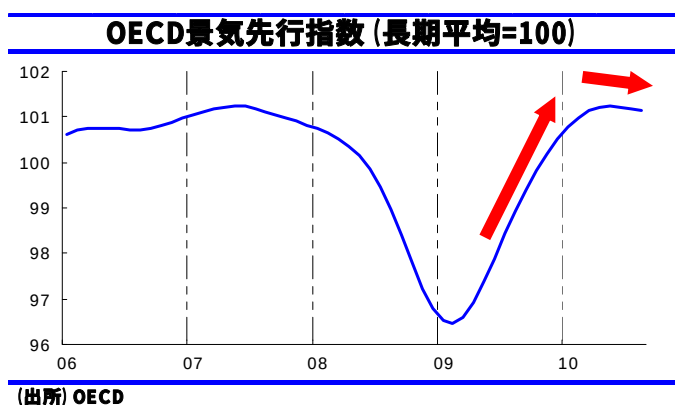
「時間軸の明確化」と「長期国債買入の日銀券ルールからの解放」により、期間リスク・プレミアムが低下し、10年債利回りは0.9%を概ね下回って推移している。日銀の「包括的な金融緩和」はひとまず成功したと評価して良いだろう。

今後、筆者が、日銀に望みたいのは、国民のインフレに対する意識を変えるための努力である。期待インフレではなく、インフレに対する意識、つまりは考え方の変革である。日銀が四半期に一度実施している「生活意識に関するアンケート調査」を見ると、「物価上昇」について8割超が「困ったことだ」と回答している。一方、1年後の物価について「上がる」との回答が4割を、5年後については6割超を占めている。つまり、日本国民は物価上昇という困ったことが近い将来に起きると予想しているのである。

変えるべきは、このインフレ嫌悪であろう。無論、オイルショックのようなハイパーインフレは経済・社会にとって大きな問題である。しかし、先進国においてマイルドなインフレは、サービス価格の上昇、つまりは賃金上昇によってもたらされるのが通常である。賃金上昇は国民にとって、言うまでもなく望ましい。そうした点を、今回の包括的な金融緩和で重要度が増した「物価安定の理解」の中心値が1%である理由と絡めて、日銀関係者が繰り返し示していくことは決して無駄ではない。もちろん、国民のインフレ意識が変わったからと言って、すぐに日本経済がデフレから脱却できるわけではない。デフレ脱却には、需給ギャップの縮小や生産性の向上などに向けた政策の確実な実施が不可欠である。しかし、インフレ期待がインフレ率決定の重要な要素と考えられていることが示すように、インフレを嫌悪する国民により構成される経済が、デフレから脱却し、マイルドなインフレの状態で安定すると考えるのも非現実的であろう。

2. 2011 年の世界経済の姿

世界経済は停滞感を強めている。OECD 地域の景気先行指数 (Composite Leading Indicator) は 5 月にピークをつけた後、8 月までじりじりと低下している。各国の成長率を見ても、先進国を中心に在庫復元や景気対策に支えられた 2010 年 1~3 月期までの高成長が一服したことが裏付けられる。当社は、世界経済が 2009 年のマイナス成長から脱し、2010 年は 4.5% の高成長を達成するものの、足元の減速が響き、2011 年の成長率は 3.9% へ低下すると予想している。2011 年にかけて、減速が明確になるのは先進国経済である。当社は 先進国の成長率が 2010 年 2.6% から 2011 年 1.9% へ 0.7%Pt 低下すると予想している。一方、新興国経済の減速は相対的に軽微なものに留まり、成長率は 2010 年 6.6% から 2011 年 6.2% へ 0.4%Pt の低下である。新興国の中で牽引役となるのは、言うまでもなくアジアである。アジアの新興国は中国 (2010 年 9.5% → 2011 年 9.0%) など牽引され、2010・2011 年と 2 年連続の 8% 以上の成長を確保すると見込まれる。先進国の低成長と新興国の高成長により、世界経済に占める先進国の比率は低下、新興国の比率は上昇する。2010 年時点では先進国経済が未だ世界の 53% 程度を占めるが、2013 年頃には新興国が過半を占めるようになるだろう。なお、当社では世界経済が 2011 年後半以降に成長ペースを速めると予想しており、2012 年の成長率は 2009 年の水準近くまで再び高まる可能性が高いと考えている。



世界経済の予想 (暦年)				
	実績		予想	
	2008	2009	2010	2011
世界	2.8	▲ 0.6	4.5	3.9
米国	0.0	▲ 2.6	2.6	2.3
ユーロ圏	0.5	▲ 4.1	1.4	0.8
日本	▲ 1.2	▲ 5.2	3.0	0.9
(年度)	(▲ 3.7)	(▲ 1.9)	(2.4)	(1.3)
中国	9.6	9.1	9.5	9.0

(資料) 各国政府、IMF

3. 日本経済動向

(1) 日本経済はボラタイルな展開に

8~9 月の経済動向に加え、10 月 8 日に閣議決定された 5 兆円超の景気対策と家電エコポイントの 12 月以降の付与半減の影響等を考慮し、成長率予想を 2010 年度 2.4% (従来 2.4%) → 2011 年度 1.3% (0.8%) に修正した。従来はエコポイント商戦が 2010 年度後半に高原状態を形成すると考えていたが、12 月以降の付与半減により 10~12 月期でピークをつけ、2011 年 1~3 月期から縮小するとの予想に変更した。また景気対策により 1~3 月期に公共投資の増加が見込まれる。いずれも、景気刺激策終了に伴う 2010 年度と 2011 年度の段差を緩和する方向に作用する。

今後数四半期程度、日本経済は極めてボラタイルな、基調のつかみにくい展開が予想される。当社では、輸出の伸び鈍化 (当社の実質輸出で 1~3 月期前期比 8.1% → 4~6 月期 3.9% → 7~9 月期 1.1%⁶)

⁶ 7~8 月平均の 4~6 月期対比。

や生産減速（後述する季節調整の歪みを調整したベースで1～3月期3.5%→4～6月期3.5%→7～9月期0.9%）、機械受注の増勢継続など企業部門の動向から、「現在の日本経済は回復基調を維持しているものの、そのペースは大きく鈍化している」と判断している。しかし、家計部門が政策要因や猛暑により、大きく振れるため、四半期の成長率推移は当社の基調判断から、かけ離れたものになりそうである。

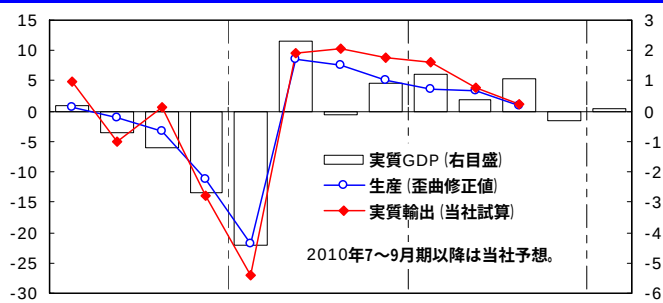
現時点で当社は2010年度内の四半期成長率について、プラスとマイナスが繰り返される展開を予想している。まず、2010年7～9月期は猛暑効果とエコカー補助金及びたばこ増税の駆け込み需要で前期比年率4.4%の成長が見込まれる。その後、10～12月期は、12月からのポイント付与縮小を受けて家電エコポイント商戦が活況となるものの、7～9月期を押し上げたエコカーとたばこの駆け込み需要の反動が生じるため年率▲1.2%のマイナス成長に転じるだろう。年が明けて、2011年1～3月期からはエコポイント商戦が縮小するものの、5兆円超の景気対策により公共投資が大幅に増加するため、再び年率0.4%のプラス成長になると考えている。

当社が予想する10～12月期前期比年率▲1.2%→1～3月期0.4%の成長率推移を、そのまま読めば「踊り場」入りとの認識に至る。後述する鉱工業生産の10～12月期減少もそうした認識を裏付ける。しかし、当社が予想するマイナス成長や低成長は、輸出減速の影響以上に、国内の景気刺激策の効果剥落による影響が大きい。景気刺激策の効果剥落の影響を吸収できないほどに、民需が脆弱なのは大きな問題であり、財政政策や金融政策による対応は必要である。しかし、そうした政策要因によるマイナス成長や低成長に基づき、政府が景気の「踊り場」入りを議論するのは、極めてナンセンスだろう。経済成長に対して、そうした大きなアップダウンを引き起こさないように政策を立案・執行するのが政府の役割である。

(2) 輸出は減速が鮮明に

これまでの日本経済の回復が輸出によりもたらされており、景気の基調を判断する上で輸出が最も重要である。その輸出は減速が鮮明となっている。前述のように当社試算の実質輸出は1～3月期前期比8.1%→4～6月期3.9%→7～8月平均の4～6月期対比1.1%と明確に減速した。主因は、在庫復元の終了や世界的な景気対策の効果剥落である。4月から8月迄にドル円ベースで8.5%、名目実効ベースで10.7%の大幅な円高となっており、円高に伴う価格競争力の低下がいよいよ輸出の増勢を損ない始めたとの見方も否定は出来ない。しかし、最新8月データでは、当社分析⁷において円高の影響が早

成長関連指標の推移と予測（前期比、%）



(出所) 内閣府、経済産業省、財務省、日本銀行より当社作成

日本経済の推移と予測（年度）

前年比, %, %Pt	2009 実績	2010 予想	2011 予想
実質GDP	▲1.9	2.4	1.3
国内需要	▲2.3	1.0	0.6
民間需要	▲3.9	1.4	0.6
個人消費	0.7	1.3	▲2.0
住宅投資	▲18.5	▲3.2	8.3
設備投資	▲15.3	4.5	8.9
在庫投資(寄与度)	(▲0.5)	(▲0.2)	(0.3)
政府消費	1.7	1.4	0.8
公共投資	9.3	▲7.9	▲2.5
純輸出(寄与度)	(0.4)	(1.7)	(0.8)
輸出	▲9.5	20.1	9.6
輸入	▲11.8	10.7	7.4
名目GDP	▲3.6	0.6	0.7

⁷ 9月7日付「日本経済情報2010年9月号」参照。

く現れるユーロ圏向けが寧ろ持ち直し、また大きく落ち込んだ米国向けも円高とは関係ない要因の寄与が大きい（エコカー補助金に伴う駆け込み需要のための国内出荷優先など）。**円高の悪影響が本格化するの**は10～12月期以降になる可能性が高い。

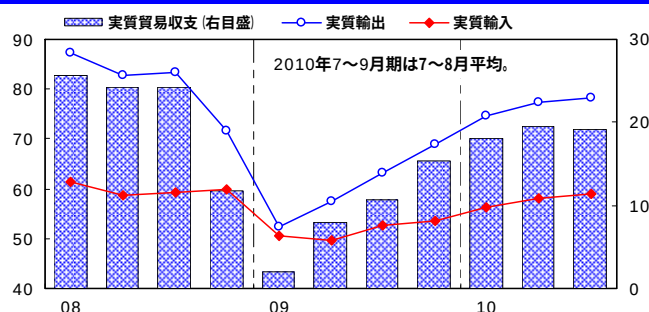
輸出動向には、今後に向けて明るい動きも見られる。4～6月期に落ち込んだ中国向け輸出の下げ止まりである。中国向けは4～6月期に前期比▲1.5%と減少した後、7～8月平均は4～6月期を0.5%上回っており、均してみれば下げ止まりつつあると判断できる。7～8月平均の4～6月期対比で品目別内訳を見ると、下げ止まりが窺われるのは電気機器（4～6月期前期比1.3%→7～8月の4～6月期対比3.7%）と自動車が主力の輸送用機器（▲24.3%→2.1%）であり、これは中国国内の小売販売再加速に対応した動きと考えられる。中国では生産や小売、PMIなど数多くの月次経済指標で持ち直しの動きが確認されており、**10～12月期にかけて中国向け輸出は持ち直す可能性がある**だろう。

当社試算の実質輸入の7～8月平均は4～6月期を1.9%上回り、実質輸出の伸びである1.1%を上回った。そのため、輸出から輸入を控除した純輸出は▲1.4%と僅かではあるが4～6月期水準を下回っている。**7～9月期の外需は成長率に対して概ねニュートラルとなる可能性が高い**だろう（4～6月期は前期比寄与度+0.3%Pt）。

(3) 鉱工業生産も増勢が鈍化

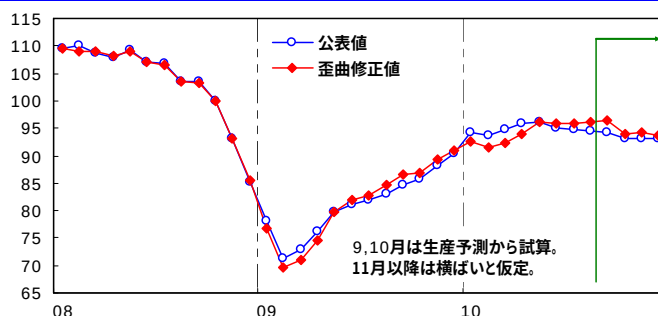
輸出減速を色濃く反映しているのが鉱工業生産である。8月の生産は前月比▲0.3%（7月▲0.2%）と3ヶ月連続の減少を記録し、**最新の生産予測に基づく、7～9月期の生産は前期比▲1.1%の減少に転じる**。但し、日銀等も指摘するように、**季節調整の歪みにより、生産の公表値は実態を示していない**と考えられる。当社試算では、前期比ベースで4～6月期が1.9%Pt、7～9月期は2.2%Pt程度も過小評価されている（伸びが小さく示されている）。そうした歪みを取り除いた生産の前期比は、1～3月期3.5%→4～6月期3.5%→7～9月期0.9%になり、7～9月期の生産は減速こそしたものの緩やかな増加だったことが分かる⁸。これは上述の輸出動向や日銀短観9月調査に示された製造業の業況判断DIの改善とも整合的である。歪みを除いた計数で、個別業種動向を見ると、エコカー補助金適

実質輸出入の推移（兆円、年率換算季調値）



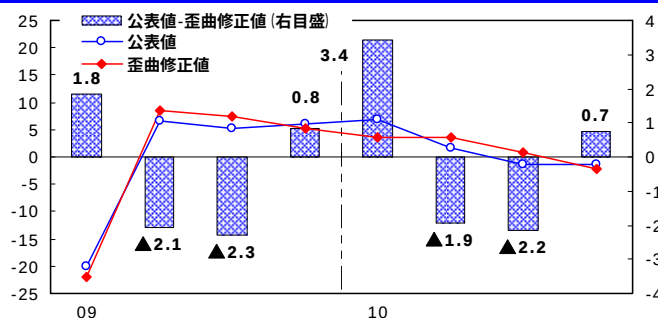
（出所）財務省、日本銀行

鉱工業生産（2005年=100）



（出所）経済産業省

鉱工業生産（前期比、%、%Pt）



（出所）経済産業省

⁸ この議論の詳細については、10月1日付Economic Monitor「7～9月期の自動車生産は本当に減ったのか？～季節調整の歪みと個別業種の動向～」を参照。

用を狙った駆け込み需要を受けて輸送機械工業は増産、輸出主導で一般機械工業の生産も拡大基調を維持している。しかし、需給悪化を受けた電子部品・デバイス工業の生産調整が響き、生産全体の増勢は大きく鈍化したことが分かる。

公表されている8月までの実績値と9・10月の生産予測に基づく、10～12月期の生産は前期比3～4%程度の減少と試算される。主因はエコカー補助金の終了を受けた自動車産業の減産であり、生産予測では10月の生産水準が8月を14.6%下回ると見込まれている。しかし、9月の新車販売は前月比▲28.1%と生産予測を大きく上回るペースで落ち込んでおり、輸出拡大を加味しても、現段階の生産予測で見込まれている減産は甘めと判断される。そのため、10～12月期の鉱工業生産の減少幅は4%を上回る可能性が高い。加えて、前述の季節調整の歪みが10～12月期には公表値を0.7%Pt程度押し上げる方向に作用するため、歪みを除いた計数で見た減産幅は5%さえ上回るかも知れない。

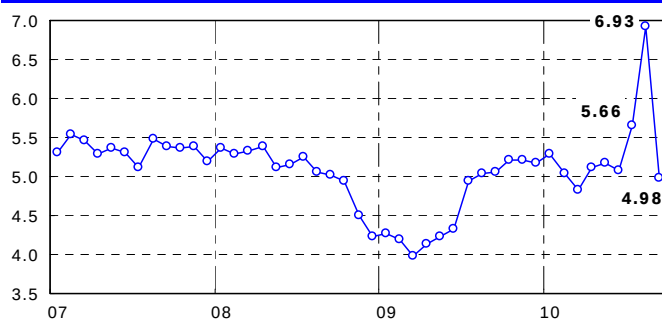
(4)特殊要因で個人消費はボラタイル

2010年7～9月期以降の個人消費は基調が把握しにくい。個人消費の攪乱要因となるのは①エコカー補助金の9月7日での終了、②10月1日からの一本あたり3.5円のたばこ税引き上げに伴う大幅値上げ、③猛暑による夏季商品の需要拡大、④家電エコポイントの縮小及び終了である。

①のエコカー補助金終了を受けて、9月の新車販売台数は前年比▲1.2%（8月37.7%）と13ヶ月ぶりの前年割れに転じた。当社試算の年率換算季調値で見ると、8月に693万台を記録した後（6月508万台、7月566万台）、9月は前月比▲28.1%の498万台まで急減しており、これは2010年3月以来の低水準である。9月1～7日までが8月と同じペースでの販売だったと仮定すると、9月8日から月末迄の販売台数は年率433万台程度と試算され、8月水準との対比では▲37.5%の落ち込みになる。なお、9月の販売にはエコカー補助金を見込んだ受注残が含まれており、10月以降は更なる減少が避けられないだろう。当社では、10～12月期の販売台数を年率390万台程度と予想している。7～9月期の販売台数は年率換算で前期比14.4%増加の年率換算586万台であり、これは7～9月期の個人消費を前期比0.35%Pt程度押し上げる。一方、10～12月期は前期比▲33.5%の大幅減少となり、個人消費を0.92%Ptも押し下げる見込みである。

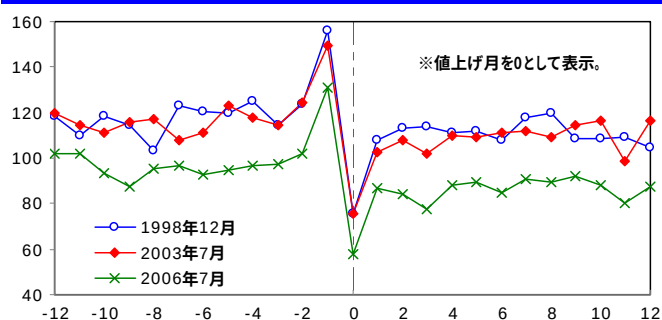
②のたばこ大幅値上げは、過去も繰り返し行われ、買い溜めが容易というタバコの製品特性もあり、その都度駆け込み需要と反動減が繰り返されている。日本たばこ協会によると、9月の販売数量は前年比88.0%と8月の1.9%に続き、2ヶ月連続で前年実績を上回った。7月までは大幅な前年割れが続いており、駆け込み需要の大きさが窺われる。たばこ販売は減少が続いているため、7月の前年比▲5.7%を8～9月に適用

新車販売台数（百万台、季節調整済、年率）



(出所) 自販連、全軽自協

たばこ出荷の推移 (2005年=100、季調値)



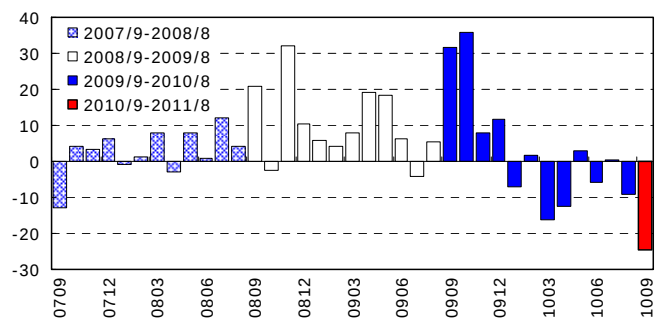
(出所) 経済産業省

してベースの販売数量とすると、**7～9 月期の販売数量はベースの 1.32 倍**に達した。これは、駆け込み需要について JT 副社長が 8～9 月合計で 1 ヶ月分程度と述べたことにも符号している。

たばこ販売の急増は 7～9 月期の個人消費を 0.3%Pt 程度押し上げたと見込まれる。但し、**10～12 月期にはその倍程度の押し下げ寄与**が生じる可能性が高い。過去の出荷データなどに基づく、駆け込み需要の反動減は 1 四半期で収束、翌四半期（今回は 2011 年 1～3 月期）にリバウンドが生じており、その寄与度も相当に大きい。しかし、今回の値上げ幅は、一箱当たり 10～30 円程度だった過去と異なり、100 円超と極めて大きい。そのため、**禁煙に踏み切る消費者が多く、たばこ消費は水準を大きく切り下げる可能性もある**。

③の猛暑需要は、**冷菓や飲料・エアコンの購入増加、喫茶店の売上拡大などに寄与した**。しかし、**秋物衣料の販売が落ち込むなど、プラス面ばかりではない**（ユニクロの既存店販売は 8 月前年比 **▲9.3%**、9 月 **▲24.7%**）。**消費に対する寄与度は多少のプラス**と考えられるが、それほどに大幅なものとはならない可能性が高い（0.1%Pt 程度か）。なお、猛暑需要は①や②とは異なり、需要の先食いではない。しかし、一過性の需要が失われるため、猛暑需要の剥落分だけ 7～9 月期対比で 10～12 月期の個人消費は減少する。

ユニクロの既存店売上高推移（前年比、%）



(出所) ファーストリテイリングIR資料

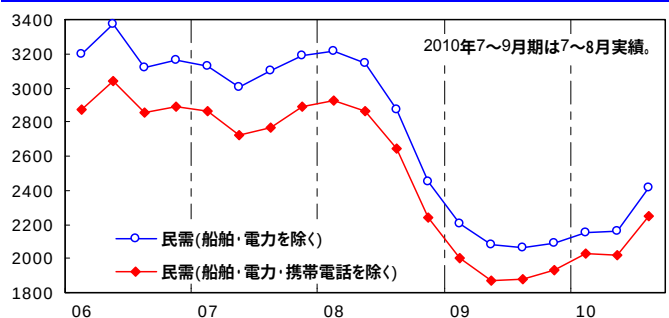
④家電エコポイントは 12 月から付与が半減、2011 年 1 月から付与対象がリサイクル方式の商品買い替え（スクラップ・インセンティブ）に限定される。そのため、2 台目需要などは 10～12 月期に集中する可能性があり、**10～12 月期の個人消費を 0.2%Pt 程度押し上げる可能性がある**。逆に付与縮小と終了により、**1～3 月期と 4～6 月期は相当のマイナス寄与が避けられない**だろう。

①～④を総合すると、**7～9 月期の個人消費は 0.7～0.8%Pt 程度押し上げられ、10～12 月期は 1.4%Pt 程度押し下げられる**ことになる。①～④以外の消費が 0.1～0.2%程度の拡大と仮定しても、個人消費全体は大きなアップダウンが避けられないだろう。

(5) 固定資産投資の回復は鈍い

設備投資は 4～6 月期まで 3 四半期連続で増加し（2009 年 10～12 月期前期比 1.7%→1～3 月期 0.8%、4～6 月期 1.5%）、**緩やかな回復**が続いている。先行指標である機械受注も 4～6 月期まで緩やかながら 3 四半期連続で増加した後、7～8 月平均は 4～6 月期を 11.8%上回っており、4 四半期連続の増加が確実である。しかし、**9 月調査の日銀短観において大企業の 2010 年度設備投資計画が下方修正**されるなど（2.7%→

機械受注の推移（10億円）



(出所) 内閣府

2.4%)、経済の先行きに対する不透明感の高まりや円高に伴う国内立地の優位性低下もあり、企業は財布の紐を緩めていない。そのため、**今後も設備投資の回復ペースは極めて緩やかなものに留まる可**

能性が高いだろう。設備投資は 7～9 月期も拡大を続けたと見込まれるが、成長率の大幅な押し上げは期待薄である。

企業と同じく、家計の投資意欲も低迷が続き、住宅投資は低水準で一進一退の推移となっている。先行指標である住着工戸数は 2009 年 10～12 月期前期比 11.0%→2010 年 1～3 月期 5.8%と 2 四半期連続で増加した後、4～6 月期に▲9.2%と落ち込んだが、7～8 月平均は再び 4～6 月期を 5.3%上回った。住宅投資は 4～6 月期に前期比▲1.3%と減少したが、7～9 月期は横ばい程度となる可能性が高い。

10 月 8 日に国費 5.1 兆円、事業費 21.1 兆円の「円高・デフレのための総合経済対策」が閣議決定された。政府は同対策により、成長率が 0.6%Pt 程度押し上げられると試算している。押し上げ寄与の大部分は、地域活性化や社会資本整備に含まれる公共投資と推測され、その相当部分が 1～3 月期に顕在化し、公共投資は大幅に増加すると考えられる。

(6)インフレ率はマイナス圏で低位安定

インフレ動向に大きな変化は見られない。一般に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 6 月▲1.0%→7 月▲1.1%→8 月▲1.0%、米国型コアCPI（食料及びエネルギーを除く総合）も 6 月▲1.5%→7 月▲1.5%→8 月▲1.5%と前年比マイナス幅は変わらずである。2010 年 4 月から始まった高校授業料無償化の要因も考慮したベース⁹でも、日本型コアCPIが 6 月▲0.5%→7 月▲0.6%→8 月▲0.5%、米国型コアCPIは 6 月▲0.8%→7 月▲0.8%→8 月▲0.8%と動きは見られない。一方、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は 5 月の▲0.9%が 6 月▲0.7%、7 月▲0.5%と改善した後、8 月は▲0.5%となっている。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概ね峠を越した模様である。しかし、景気回復のモメンタムが今年 4～6 月期から鈍化しているため、今後は大幅な改善を見込めない。なお、10 月からはたばこ税が引き上げられ、日本型コアCPIを 0.2%Pt、米国型を 0.3%Pt程度押し上げるため、マイナス幅が表面的に縮小する点に注意が必要である。

今後は、CPI の基準改定による押し下げが重要となる。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。これは、現在の固定基準年方式と連鎖方式の差である 0.4%Pt とも概ね一致する。現行の 2005 年基準に基づく 2011 年度のインフレ率予想は、民間コンセンサスが▲0.2%程度、日銀の 7 月時点予測は 0.1%だが、基準改定を加味すると、▲0.3～▲0.6%程度下落と読み替えられる。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。2010 年も、既に最終四半期に入った。日本経済にとって、極めて重要なデフレ脱却を考える上では、2010 年の CPI 基準改定を加味したベースで、インフレ率の動向を考える必要があるだろう。

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。

⁹ 高校授業料無償化の要因は 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。