

日本経済情報 2010 年 12 月号

Summary

【内 容】

1. トピックス

- (1) 政策要因が個人消費に及ぼす影響
- (2) IT・デジタル分野の調整深度を考える

2. 経済見通しの改訂

- (1) 2010 年度予想を上方修正
- (2) 10～12 月期以降マイナス成長が続く？

3. 経済動向

- (1) 輸出は減速継続だが光明も
- (2) 生産の本格回復は 2011 年後半以降
- (3) 設備投資の加速は見込めず
- (4) 雇用所得情勢の回復は実感できず
- (5) 個人消費は表面的には堅調だが
- (6) インフレ動向は楽観できず

＜経済見通し＞

2010 年度の成長率予想を従来の 2.6% から 3.3% へ上方修正した。修正は、GDP 確報などの統計改訂によるものが 0.4%Pt と過半を占める。ほかは、11 月エコポイント商戦の上振れによるものである。11 月の薄型テレビ販売が通常の年間販売台数の 5～6 割を 1 ヶ月で販売するという異常な盛り上がりを見せたことによる上方修正が 0.2%Pt 程度である。但し、テレビ販売の上振れは需要の先食い過ぎず、来年度にとっては成長の押し下げ要因になるため、2011 年度予想は 1.0% から 0.8% へ下方修正している。

成長率予想は改訂したが、定性的な見通しに大きな変更はない。7～9 月期の日本経済は、政策効果による個人消費の急増で前期比年率 4.5% の高成長を達成した。しかし、世界的に政策効果や在庫復元の影響が剥落する下で輸出は減速しており、基調としてみれば、日本経済は既に「踊り場的な状況」に陥っている。輸出や生産の低迷が当面続くため、こうした「踊り場的な状況」は 2011 年前半も続く見込みである。その後、2011 年後半にはアジア向けを原動力に輸出が再加速へ転じ、日本経済の基調は再び上向くと予想している。

＜トピックス＞

(1) 政策要因が個人消費に及ぼす影響

エコポイントやエコカー補助金、たばこ値上げ等の政策要因は 7～9 月期の個人消費を前期比 1.7%Pt 押し上げた。10～12 月期もエコポイント商戦の盛り上がりにより 0.8%Pt 程度の押し上げが見込まれる。しかし、エコポイント商戦の縮小により、政策要因は 1～3 月期以降、個人消費ひいては GDP 成長率に対し大幅な押し下げ寄与へ転じる。

(2) IT・デジタル分野の調整深度を考える

現在の IT・デジタル分野の生産調整は、金融危機時に匹敵するものの、IT バブル崩壊後ほどのインパクトはない。個別に見ると、液晶分野の調整は 11 月迄で概ね終了した可能性が高いが、半導体分野では 1～3 月期も調整が続くと考えられる。そのため、IT・デジタル分野の調整はマイナス影響の度合いを縮小しつつ、1～3 月期も継続すると考えられる。

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

(1) 政策要因が個人消費に及ぼす影響

様々な政策の発動や縮小、終了を受けて、足元の個人消費は極めてボラティルな動きを示している。今後の経済動向を見通す上で、エコポイントなどの政策要因が個人消費及びGDPに与える影響は極めて重要である。そこで、一定の前提の下ではあるが、そうした政策要因の影響について試算した¹。但し、10～12月期を大きく左右する11月の個人消費について基礎統計が出揃っていないほか、エコポイント商戦が12月から来年3月にかけて、どのように推移するかも見通しにくい。そのため、本試算が多大な不確実性を含む点には、ご留意いただきたい。

①2010年7～9月期

7～9月期の個人消費は前期比1.2%と大幅に増加したが、そのうち1.7%Ptが政策要因によるものと当社では試算している。テレビ購入の増加(0.84%Pt)を中心に家電エコポイント関連が1.14%Pt、エコカー補助金による新車販売増加が0.39%Pt、たばこ値上げ前の買い溜めも0.21%Pt、個人消費を押し上げた。逆に言うと、そうした政策要因を活用するために、他の消費支出は大きく絞りこまれている²。

②2010年10～12月期

10～12月期は押し上げ材料と押し下げ材料が混在する。エコカー補助金の終了により新車販売は7～9月期の年率586万台から10～12月期は390万台へ急減し(個人消費に対する前期比寄与度▲1.03%Pt)、加えてたばこ値上げ前の買い溜めの反動にたばこ出荷も前期から6割近く落ち込む(同▲0.57%Pt)。

エコポイント制度などの政策要因が個人消費に与える影響の試算

(実質ベース、前期比、%ポイント)

	個人消費に対する寄与度					
	エコポイント関連			小計	新車販売	たばこ
	冷蔵庫	エアコン	テレビ			
2010年7～9月期	0.05	0.25	0.84	1.14	0.39	0.21
2010年10～12月期	0.13	0.07	2.20	2.40	▲1.03	▲0.57
2011年1～3月期	▲0.21	▲0.29	▲2.84	▲3.34	0.08	0.16
2011年4～6月期	0.05	0.00	▲1.76	▲1.71	0.09	0.00
						合計
						1.74
						0.80
						▲3.10
						▲1.62

< 試算の前提 >

季調値(一部は当社試算)	冷蔵庫出荷	エアコン 国内出荷	テレビ 国内出荷	新車販売	たばこ 出荷
	05年=100	年率換算 百万台	年率換算 百万台	年率換算 百万台	05年=100
2010年7～9月期	92.2	10.3	22.1	5.9	104.2
2010年10～12月期	113.6	11.4	32.3	3.9	42.0
2011年1～3月期	77.6	6.5	19.0	4.1	60.1
2011年4～6月期	85.3	6.5	11.0	4.2	60.1
2010年7～9月期 (前期比)	10.1	65.9	21.4	14.4	28.5
2010年10～12月期 (前期比)	23.2	11.3	46.5	▲33.5	▲59.7
2011年1～3月期 (前期比)	▲31.7	▲43.0	▲41.1	4.0	43.2
2011年4～6月期 (前期比)	10.0	0.5	▲42.3	4.0	0.0

試算の前提の10～12月期及び1～3月期は当社予想。なお、受注先行の場合(テレビなど)には出荷タイミングなども考慮。

¹ 試算の詳細については、12月13日付 Economic Monitor「政策要因が個人消費に及ぼす影響～エコポイントによる需要先食いのツケは極めて大きく～」を参照頂きたい。本トピックスは抜粋である。

Pt)。その二つだけで個人消費を前期比で 1.6%Pt も押し下げる。一方、12 月からのエコポイント縮小を前に異常とも言えるほどのデジタル放送対応テレビの駆け込み購入が 11 月に生じた。報道によれば 500～600 万台とも伝えられ、通常の年間販売台数の 5～6 割が僅か 1 ヶ月で販売された模様である。同じくエコポイント対象製品であるエアコンや冷蔵庫の販売も堅調であり、当社ではエコポイント関連は合計で 2.4%Pt も個人消費を押し上げる可能性があると考えている（テレビ 2.20%Pt + 冷蔵庫 0.13%Pt + エアコン 0.07%Pt）。こうしたエコポイント関連の押し上げ 2.4%Pt は、前述の新車販売やたばこによる押し下げ寄与 1.6%Pt を上回り、10～12 月期の政策要因が個人消費に及ぼす寄与度は前期比 0.8%Pt となる。7～9 月期の 1.7%Pt から半減するものの大幅なプラス寄与が続く。

③2011 年 1～3 月期

2011 年 1～3 月期には家電エコポイント商戦の大幅な縮小が生じる。テレビ販売は通常から見れば高水準を維持するものの、10～12 月期に比べれば大きく縮小するだろう（個人消費に対する前期比寄与度▲2.84%Pt）。冷蔵庫販売（同▲0.21%Pt）やエアコン出荷（▲0.29%Pt）も大幅な減少が見込まれる。2010 年後半に猛暑要因とエコポイント要因により押し上げられていたエアコンは 2011 年前半に低迷を余儀なくされる見込みである。家電エコポイント関連の押し下げ合計は前期比▲3.3%Pt にも達する。1～3 月期には、新車販売の押し下げ寄与が消え、たばこ出荷は反動増によるプラス寄与へ転じるが、焼け石に水である。政策要因が個人消費に及ぼす寄与度は、1～3 月期に前期比▲3.1%Pt の大幅なマイナスに達すると考えられる。

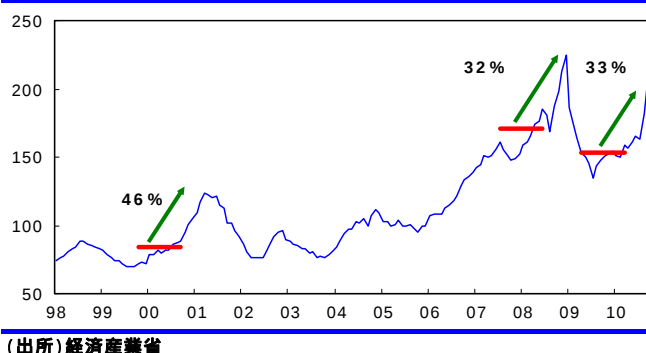
(2) IT・デジタル分野の調整深度を考える

薄型テレビの欧米商戦の低迷や、DRAM 等の生産能力増強の行き過ぎなどを受けて、IT・デジタル分野で在庫圧縮のための生産調整が行われている。日本の生産統計を見ると。電子部品・デバイス工業の在庫率指数が金融危機後のボトム（2009 年 7 月）から 52%も上昇した。半導体価格も大幅に下落している。IT・デジタル分野の調整という、2000～2011 年の IT バブル崩壊が想起されるが、今回の調整は果たしてどの程度の深度になるのだろうか。

IT・デジタル分野の在庫調整について、日本において意味があるのは、半導体や液晶、電子部品などを生産する川上分野である。川下の組立工程は海外への移転が進んでおり、また国内に残っている川下工程も最終製品の販売動向を見極めやすい国内向けが多い。更には、そうしたラインの多くが 11 月まではエコポイント商戦の活況でフル稼働、かつ在庫は払底していた。今回の、IT・デジタル分野の生産調整を考える上で、川下分野の動向は重要ではないだろう。

川上工程を見る上で、日本における代表セクターは、電子部品や半導体、液晶関連デバイスなどの生産を担う電子部品・デバイス工業である。同分野の在庫率は冒頭でも述べたとおり、足元で急上昇している。これを過去と比較することから始めよう。①ITバブル崩壊時、②金融危機

電子部品・デバイス工業の在庫率指数 (2005年=100)



² 詳細は 3 (5) を参照。

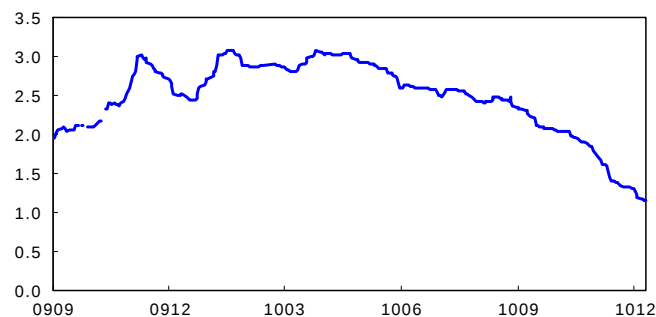
時、そして③今回の在庫率のピーク（2010年9月と仮置き）をその「6ヶ月前6ヶ月間」の平均と比較して、在庫率の上昇度合いを見る。ここで「6ヶ月前6ヶ月間」と比較するのは在庫率が上昇を始める前の平時と比較するためである³。①ITバブル崩壊時の在庫率上昇は46%、②金融危機時は32%、そして③今回が33%である。上昇率を見る限り、今回の調整はITバブル崩壊ほどのインパクトはない可能性が高いと言える。

そうした全体観を踏まえた上で、個別品目の動向を考察しよう。在庫率上昇が目立つのは液晶パネルに用いられる「液晶素子」と「半導体集積回路」である。まず、前者の液晶素子については、生産調整はピークを過ぎた可能性が高い。10月の生産統計では、TVなどに用いられるアクティブ型液晶素子（大型）の在庫率が上昇を続けたが、商品市況を見ると液晶パネルの価格は足元で概ね下落が止まり、若干上昇している製品もある。同分野の生産調整は10～11月がピークだったと考えられる。

液晶素子の中で、パッシブ型の在庫率が特に高水準にあるが、同方式の液晶パネルは現在主流ではなくなったため、生産調整においては無視してよいだろう。電子部品・デバイスの分野では、製品の栄枯盛衰が日常茶飯事である。一方、生産統計は5年ごとのウェイトで品目構成が固定されており、現在は2005年が基準年である。5年間のうちに、ある品目の重要度が低下、生産水準が大幅に低下することは頻繁に起こりうる。ウェイトが5年間変わらずとも生産水準そのものが低下すれば、その品目は、鉱工業生産全体に対しては大きく影響しなくなる。しかし、在庫率は在庫水準を出荷水準で除したレシオであるため、品目の生産水準や重要度とは無関係に変動してしまう。そのため在庫率は指数水準が低下せず、5年前の高いウェイトで合成され、全体を歪めることがありうる。パッシブ型液晶素子は、足元で液晶素子全体の在庫率指数を13ポイント程度押し上げており、注意が必要である。

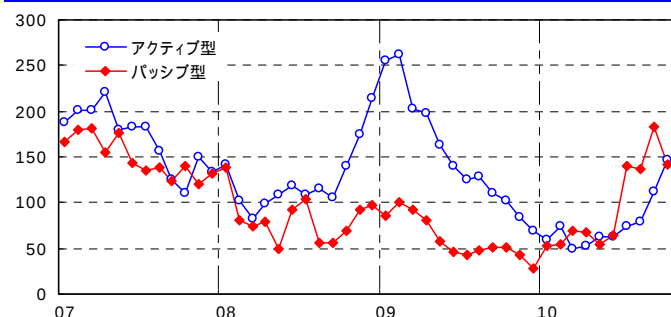
後者の半導体集積回路については、未だ調整が道半ばである。半導体でも、カメラ関連の撮影素子はスマートフォン需要を背景に堅調だが、DRAMが主体のメモリは生産圧縮が間に合わず、在庫率が急上昇してしまっている⁴。DRAMは12月に入ってから価格下落が続いており、生産調整は年明け以降も続

DRAM DDR3 1GB スポット価格(ドル)



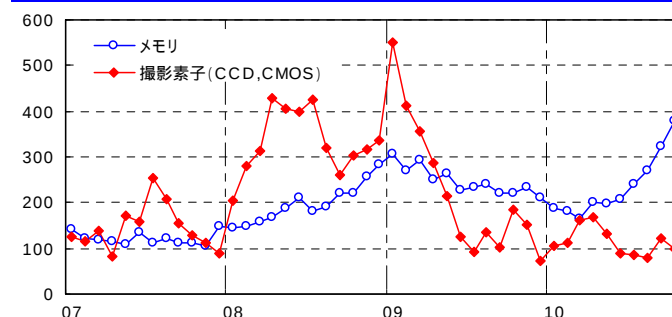
(出所)Bloomberg

液晶素子の在庫率(2005年=100)



(出所)経済産業省

半導体集積回路の在庫率(2005年=100)



(出所)経済産業省

³ 6ヶ月前1年間でも通常は良い。但し、今回は1年間だと、直近比較に金融危機の影響が含まれてしまう。

⁴ メモリ関連でも、スマートフォンに用いられる高性能フラッシュメモリは堅調だが、残念ながら生産統計では区別がない。

く可能性が高い。

今回の IT・デジタル分野の在庫率上昇は IT バブル崩壊後ほどではなく、全体の調整深度は比較的軽微にとどまると考えられる。特に液晶関連の調整は 11 月迄で概ね終了した模様である。但し、半導体関連では未だ在庫調整が十分ではなく、調整終了は 1~3 月期までずれ込む可能性が高い。IT・デジタル分野の生産・在庫調整は、そのマイナス影響の度合いは低下するものの、1~3 月期も鉱工業生産を下押しすると見込まれる。

2. 経済見通しの改訂

(1) 2010 年度予想を上方修正

既に 12 月 9 日付けのレポート⁵でお知らせしたとおり、当社では 7~9 月期の GDP 統計 2 次速報及び 2009 年度確報を受けて、成長率予想を改訂した。新しい成長率予想は 2010 年度 3.3% (従来 2.6%) → 2011 年度 0.8% (1.0%) → 2012 年度 2.4% (2.3%) である。

2010 年度予想の大幅上方修正は、統計改訂による要因が 0.4%Pt 程度、残りが 11 月のエコポイント商戦の予想以上の盛り上がりによるものである。7~9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 4.5% と当社予想の 4.4% にほぼ一致したが、確報によって 2010 年度に向けた成長のゲタが 0.3%Pt、また 2010 年 4~6 月期の成長率も上方修正された。そうした統計上のテクニカルな要因が 0.4%Pt 程度、上方修正要因となっている。

また、11 月の薄型テレビのエコポイント商戦は通常の年間販売台数の 5~6 割を 1 ヶ月で販売するという異常なものだった。エコカー補助金終了による新車販売減少やたばこ値上げ前の買い溜めの反動を踏まえ、従来、当社は 10~12 月期の個人消費について前期比減少を予想していた。しかし、今回、11 月のエコポイント商戦の予想以上の盛り上がりを受け、前期比増加に予想を修正した⁶。その要因が、2010 年度予想の上方修正に 0.2%Pt 程度寄与している。逆に、2011 年度予想の若干の下方修正は、当初想定を上回るエコポイント商戦の盛り上がりによって、2010 年度に需要の先食いが生じるためである。成長率予想は 2010 年度を中心に改訂したが、経

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	2012 予想
実質 GDP	▲2.4	3.3	0.8	2.4
国内需要	▲2.7	2.1	0.4	1.9
民間需要	▲5.0	2.6	0.5	2.7
個人消費	0.0	1.6	▲1.7	1.7
住宅投資	▲18.2	▲1.8	7.5	6.9
設備投資	▲13.6	5.2	7.5	5.7
在庫投資(寄与度)	(▲1.1)	(0.3)	(0.1)	(0.0)
政府消費	3.4	1.8	0.6	0.6
公共投資	14.2	▲4.4	▲1.4	▲7.8
純輸出(寄与度)	(0.3)	(1.5)	(0.5)	(0.7)
輸出	▲9.6	19.1	6.8	11.6
輸入	▲10.9	11.1	5.9	11.5
名目 GDP	▲3.7	0.7	▲0.8	1.2
実質 GDP(暦年ベース)	▲6.3	4.4	0.7	2.4
鉱工業生産	▲8.9	8.4	1.5	5.0
失業率(%、平均)	5.2	5.1	5.0	4.3
経常収支(兆円)	15.8	15.4	14.2	14.9
消費者物価(除く生鮮)	▲1.6	▲0.8	▲0.2	0.1

(資料) 内閣府、経済産業省、総務省等より当社作成。

⁵ 12 月 9 日付 Economic Monitor「7~9 月期成長率は年率 4.5%へ予想通りの上方修正 (7~9 月期の日本 GDP 統計 2 次速報)」を参照。

⁶ エコポイント商戦が GDP 統計の基礎データにどの程度反映されるかは不透明であり、予想の再修正もありうる。

済の定性的な見通しに大きな変更はない。2010 年 7～9 月期の日本経済は、政策効果による個人消費の急増で前期比年率 4.5%の高成長を達成した。しかし、世界的に政策効果や在庫復元の影響が剥落する下で輸出は減速しており、基調としてみれば、日本経済は既に「踊り場的な状況」に陥っている。輸出や生産の低迷が当面続くため、こうした「踊り場的な状況」は 2011 年前半も続く見込みである。その後、2011 年後半以降は、アジア向けを原動力に輸出が再加速へ転じ、日本経済の基調は上向くと予想している。

(2) 10～12 月期以降マイナス成長が続く？

当社では、政策要因による反動減や需要先食いもあり、日本経済が 10～12 月期から来年 4～6 月期まで 3 四半期連続のマイナス成長に陥る可能性があると考えている。10～12 月期以降の 3 四半期連続のマイナス成長予想は、政策要因の影響が大きい。まず、前述のとおり 10～12 月期の個人消費は前期比 0.4%と拡大を続ける見込みだが、エコポイント商戦への充当で在庫投資が大幅なマイナス寄与に転じることもあり、10～12 月期の GDP 成長率は前期比▲0.1%の小幅マイナスに転落すると予想している。12 月からのポイント付与縮小等を受けて、エコポイント商戦は大きく縮小するため、2010 年 1～3 月期に個人消費と実質 GDP は共に減少する。翌 4～6 月期には、アジア向けを中心に輸出が持ち直し始めるものの、エコポイント終了の影響により個人消費は減少を続けるため、成長率は▲0.1%と 3 四半期連続のマイナスを記録する見込みである（7～9 月期実績前期比 1.1%→10～12 月期予想▲0.1%→1～3 月期▲0.4%→4～6 月期▲0.1%）。

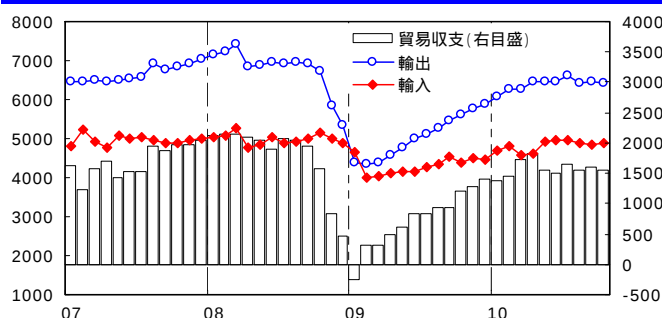
問題は、この 3 四半期連続のマイナス成長をどう解釈するかである。景気の拡大や後退つまり景気基準日付の認定は、景気動向指数に基づくヒストリカル DI により景気動向指数研究会が行い、GDP の変動と直接に関係するわけではない。しかし、1980 年以降をみる限り GDP 変動と景気循環は一致しており、3 四半期連続のマイナス成長によりヒストリカル DI が景気後退のシグナルを発する可能性は高い。しかし、政策要因がもたらした急激な個人消費のアップダウンをもって景気後退と認定することには強い違和感を覚える。もし、景気後退となれば、それは明らかに政策ミスによるものである。

3. 経済動向

(1) 輸出は減速継続だが光明も

輸出の減速が続いている。10 月の名目輸出額は前月比▲0.02%（9 月▲0.2%）と 6 ヶ月連続の減少を記録し、円高による円貨換算額が目減り（名目実効円レートは 0.9%上昇）が含まれない当社試算の実質ベースで見ても▲0.3%（9 月 0.4%）と振るわない。10 月の輸出は名目ベースと実質ベースが共に 7～9 月平均を 1.0%下回っており、10～12 月期は貿易統計ベースで小幅減少、GDP ベースの実質輸出も前期比横ばい程度まで減速する可能性が高い（GDP ベースの 7～9 月期輸出は前期比 2.5%）。輸出の減速には世界的な在庫復元の終了や景気対策の効果剥落に加え、IT・デジタル関連での在庫調整と円高進行も影響していると考えられる。但し、輸出の先行きについては明るい材料

実質輸出入の推移(10億円、季調値、2005年基準)



(出所)財務省、日本銀行

も見え始めている。

明るい材料の第一は、円高の一服である。ドル円レートは10月末の80円台前半をボトムに上昇へ転じ（円安へ転じ）、現在は83～84円を中心に推移している。10月までの円高による悪影響が半年程度は残るため、輸出がすぐに持ち直しへ転じるのは難しい。しかし、円高による下押し圧力が更に強まるリスクは低下したと言える。

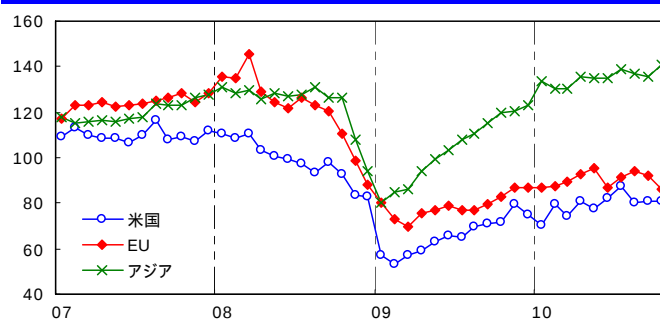
第二は、全体の動向を左右するアジア向けに持ち直しの動きが見られることである。10月の実質輸出を仕向け地別に見ると、アジア向けが前月比3.8%（9月▲0.8%）と増加に転じた。アジア向けの内訳を見ると中国向けが前月比10.7%（9月▲1.7%）と3ヶ月ぶりに増加し、全体を牽引している。10月の水準は7～9月平均を8.0%も上回っており、10～12月期の中国向けは3四半期ぶりの増加に転じると考えられる。こうした持ち直しは

中国経済の7～9月期からの再加速に伴うものであり、中国向け輸出は今後も緩やかな拡大が続くと予想される。ASEAN向けも前月比1.3%（9月5.1%）と持ち直した。ASEAN経済（ASEAN4ベース）は7～9月期に前期比横ばい程度まで減速しており（当社試算）、それに伴い日本からの輸出も前期比▲1.1%と6四半期ぶりの減少に転じた。しかし、10月のASEAN向け輸出は7～9月期を3.9%も上回っており、10～12月期には再拡大へ転じる可能性が高い。一方、NIEs向けは低調推移が続いている。NIEs向けの低迷は、韓国や台湾を中心としたIT・デジタル分野の産業集積を反映し、同分野での在庫調整の影響が色濃く出ているためであろう。トピックス「IT・デジタル分野の調整深度を考える」でも指摘したように、IT・デジタル分野の調整は1～3月期も続くと考えられる。

第三は、米国経済にポジティブな材料が見られることである。最大の懸念材料であったブッシュ減税の延長問題について、6日にオバマ大統領は、富裕層も含めた2年延長で共和党指導部と合意した。中間層に限った延長との従来方針を撤回したオバマ大統領に対して民主党が反発しているが、アンケート調査などを見る限り、米国民はオバマ大統領と共和党の合意を支持しており、合意が法案化される可能性が高い。富裕層も含めたブッシュ減税の2年延長は当社の予想通りだが、12月の早いタイミングでの合意は米国民の消費行動における不透明要因を取り除くという点でプラスである。また、合意に盛り込まれた「給与税」の2%引き下げは、財政悪化という点で将来に不安を残すものの、追加景気対策としては有効であり、米国経済をサポートする。一連の合意を踏まえ、当社は米国経済の2011年成長率予想を上方修正する予定である。

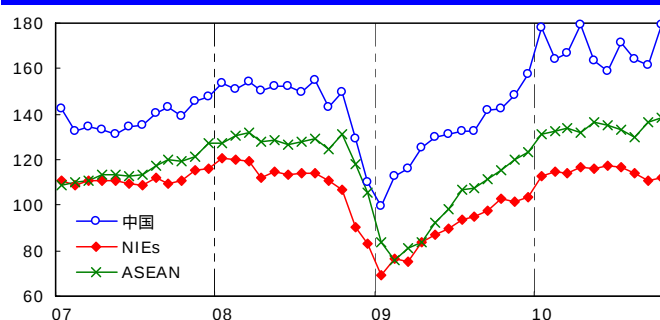
こうしたポジティブな材料を踏まえ、当社では日本の輸出が底割れするリスクは低下したと判断している。輸出は、今年の10～12月期・来年1～3月期と2四半期連続で前期比横ばい程度の低迷が続くものの、4～6月期以降は持ち直しへ転じると予想する。

地域別実質輸出の推移（2005年=100）



（出所）財務省、日本銀行

対アジア実質輸出の推移（2005年=100）



（出所）財務省、日本銀行

(2) 生産の本格回復は 2011 年後半以降

10 月の鉱工業生産（速報）は前月比▲1.8%（9 月▲1.6%）と 5 ヶ月連続で減少したものの、減少幅は生産予測の▲3.6%のみならず、市場コンセンサスの▲3.2%（当社予想は▲4.5%）も大幅に下回った。減少ではあるが、ポジティブ・サプライズと言える。但し、広く指摘されているように、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。当社が試算する歪みを取り除いたベ

ースでは、10 月は▲3.1%（9 月▲1.1%）と大幅なマイナスである。こうした足元の生産減少には、前述した輸出の減速に加え、エコカー補助金終了に伴う自動車生産の減少と IT・デジタル分野の在庫調整が影響している。

自動車主力である輸送機械工業の生産は、エコカー補助金の終了に伴う国内販売の急減を受けて、10 月に前月比▲10.0%の大幅減産を記録した。先行きについて、生産予測では 11 月 3.7%→12 月 5.6%と急回復が見込まれている。しかし、国内自動車販売の落ち込みが 11 月も止まらなかったことを踏まえると（9 月前月比▲28.1%→10 月▲18.1%→11 月▲7.3%）、生産予測はやや楽観的過ぎる。新興国や米国での自動車販売の増加による輸出拡大が、国内生産を下支えしているのは確かだが、それにしては両者のギャップが大きい。自動車生産の先行きは、引き続き慎重に見る必要がある。

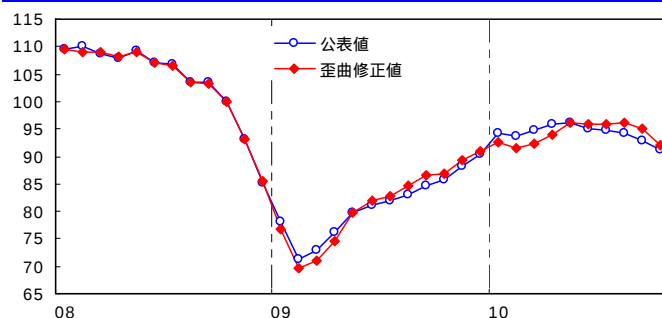
IT・デジタル分野の生産調整はトピックスでも指摘したように、IT バブル後に比べれば軽微であり、液晶関連では概ね終了したと考えられる。しかし、メモリ関連の調整は 1～3 月期も続くと思込まれるため、IT・デジタル分野全体では引き続き生産の下押し要因となる。

当社では鉱工業生産が、10～12 月期に前期比▲2%台半ばの大幅減少を記録した後、2011 年 1～3 月期以降は増加に転じると考えている。但し、輸出低迷や、家電エコポイント制度の終了もあって 2011 年前半の増加幅は小幅に留まり、鉱工業生産が本格的な持ち直しへ転じるのは年後半になるだろう。

(3) 設備投資の加速は見込めず

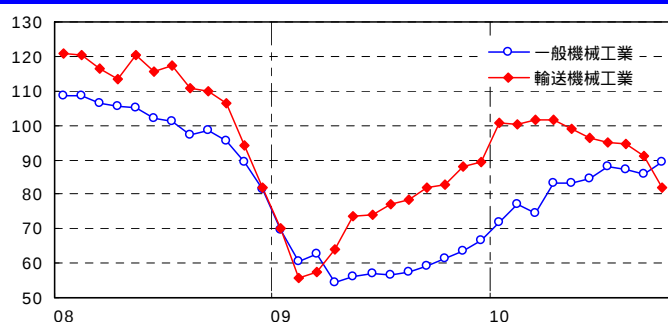
設備投資は 7～9 月期まで 4 四半期連続で増加し、持ち直しの動きを続けている。今後予想される輸出や生産の低迷は設備投資の先行きに対してマイナス材料だが、そもそも企業は極めて抑制的にしか設備投資を行っていない。そのため、輸出や生産の低迷が短期的なものに留まる限り、設備投資の持

鉱工業生産（2005年=100）



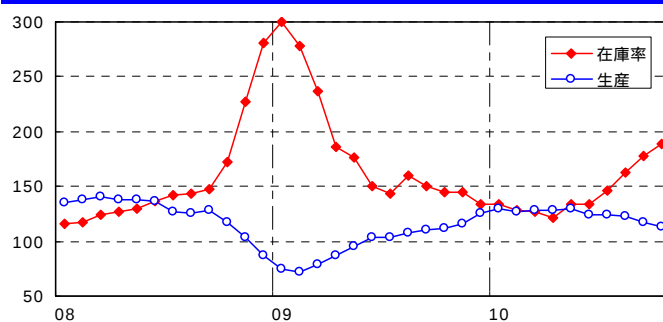
(出所) 経済産業省

機械セクターの生産推移（2005年=100）



(出所) 経済産業省

電子部品・デバイス工業の在庫調整（2005年=100）



(出所) 経済産業省

ち直し基調が完全に途絶えることはないだろう。

一方、設備投資の増勢加速も見込み難い。10月までの円高に伴う国内生産の競争力低下を受けて、企業は設備投資計画の見送りや縮小を進めている。機械投資の先行指標である機械受注は10月に前月比▲1.4%（9月▲10.3%）と2ヶ月連続で減少し、10～12月期は前期比▲4～5%程度の減少に転じると見込まれる。10～12月期の減少は7～9月期に前期比9.6%と急増した反動によるところが大きい。ため、機械受注の増勢が途絶えたわけではないが、設備投資の先行きを明るく照らしているわけでもない。設備投資は緩やかな増勢を維持すると予想する。

(4) 雇用所得情勢の回復は実感できず

10月の失業率は5.1%と前月から0.1%Pt上昇し、7月以降続いてきた低下が止まった（6月5.3%→7月5.2%→8月5.1%→9月5.0%）。有効求人倍率は0.56倍（9月0.55倍）へ上昇し、求人広告件数は緩やかな増勢を維持、雇用調整助成金の申請の減少傾向も変わっていないため、雇用情勢の持ち直し基調が途切れたわけではないと考えられる。

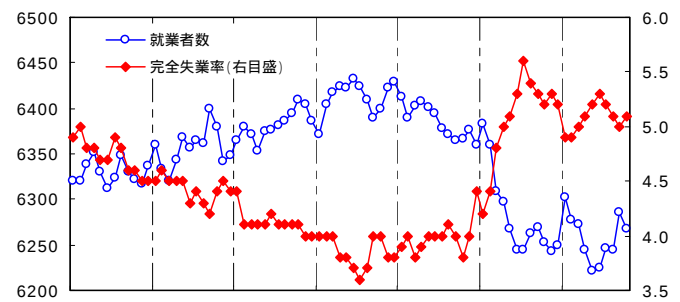
但し、輸出の増勢鈍化や生産の減少を受けて日本経済が踊り場的な状況に陥ったのに伴い、雇用情勢の回復も一旦は足踏みを余儀なくされている。

一方、賃金は下げ止まりから緩やかな持ち直しへ転じつつある。常用雇用者の所定内賃金は10月に前年比0.1%と2008年11月以来のプラスに転じた。フルタイム従業員が7ヶ月連続、パートタイムでは9ヶ月連続の前年比プラスだが、パートタイム比率の上昇により、全体の伸びが抑えられている。また、前年比プラスとは言っても、フルタイム従業員の所定内賃金の伸びは0.2%程度と僅かであり、従業員平均年齢の上昇に伴う年齢効果を除けば、良くて横ばいだろう。加えて、金融危機に伴う2008年末から2009年にかけての落ち込みも全く取り戻せてはいない。雇用所得情勢を総合してみれば、方向としては下げ止まりから回復へ向かっているものの、そのペースが極めて緩慢なため、家計が実感できるほどでないと言える。

(5) 個人消費は表面的には堅調だが

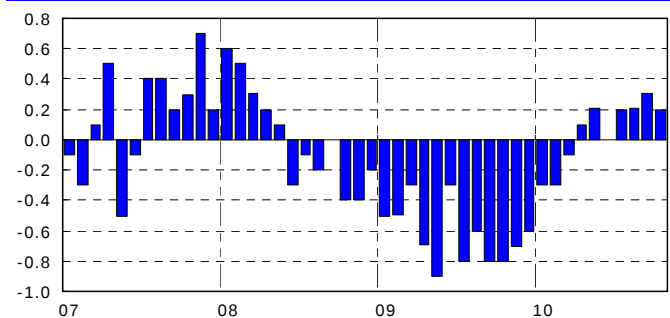
個人消費は、表面的には堅調な推移が続いている。しかし、エコポイントなどの政策要因を除けば、厳しい状況に全く変化はない。7～9月期の個人消費は前期比1.2%と大幅に増加した。但し、トピックスで既に指摘したように、当社ではエコカー補助金・エコポイント・たばこ値上げなどの政策

失業率と就業者数の推移(%、万人)



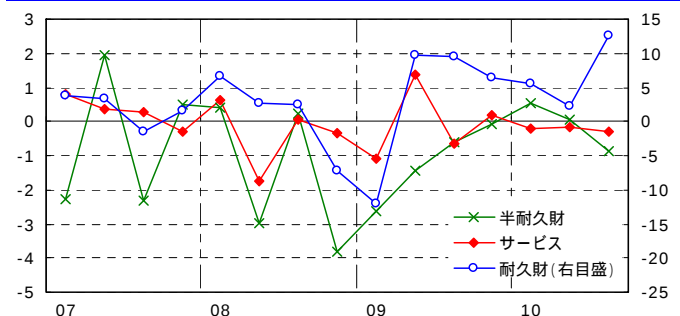
(出所) 総務省

フルタイム従業員の所定内給与(前年比、%)



(出所) 厚生労働省

個人消費の推移(前期比、%)



(出所) 内閣府

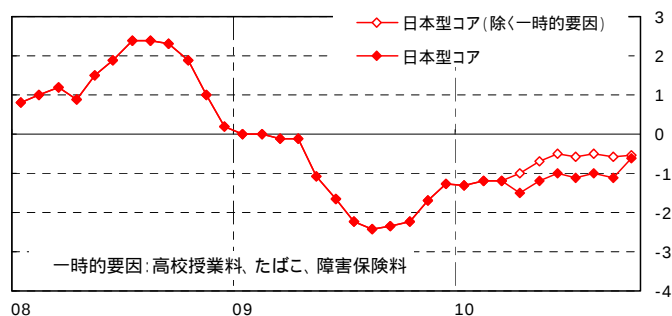
要因が合計で 1.7%Pt も個人消費を押し上げた試算している。逆に、政策要因以外の消費支出は低調どころか、エコポイント対象製品の購入のために大きく削られている。衣服などが含まれる半耐久財は前期比▲0.9%、サービス消費も▲0.3%の大幅減少である。前項でも指摘したように雇用所得環境の改善は極めて緩慢であり、家計は所得のパイが限られる中で、政策要因により割り引かれる商品を集散的に購入したに過ぎない。10～12 月期もエコポイントによる押し上げで個人消費は増加が続くと見込まれるが、それは個人消費の基調が上向いたことを意味しない。消費者マインドを示す消費者態度指数の悪化が続いていることも踏まえれば、エコポイント商戦の縮小に伴い、1～3 月期以降の個人消費は低迷を余儀なくされると予想される。

(6) インフレ動向は楽観できず

10 月の全国消費者物価指数 (CPI) は総合が前年比 0.2% (9 月▲0.6%) と 2008 年 12 月以来のプラスへ転じ、日本型コア (除く生鮮食品) は▲0.6% (9 月▲1.1%) に、米国型コア (除く食料及びエネルギー) も▲0.8% (9 月▲1.5%) へマイナス幅が大きく縮小した。こうした動きは後述するように一時的要因によるところが大きい。但し、一時的要因を除いたベースでもインフレ動向には改善が見られる点は認識する必要がある。

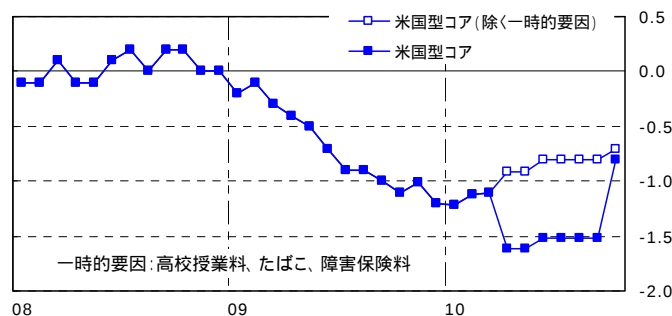
まず、総合前年比のプラス転化は、天候不順などの影響で生鮮食品価格が急上昇し、0.7%Pt も押し上げに寄与したためである⁷。一方、日本型コアのマイナス幅縮小 (0.5%Pt: 9 月▲1.1%→10 月▲0.6%) のうち 0.43%Pt はたばこ (0.28%Pt) と傷害保険料 (0.15%Pt) の値上げに伴うものである。そうした一時的な要因⁸を除くと 10 月は▲0.52% (9 月▲0.59%) となる。同様に、米国型コアのマイナス幅縮小 (0.7%Pt: 9 月▲1.5%→10 月▲0.8%) のうち 0.61%Pt はたばこ (0.40%Pt) と傷害保険料

全国: 日本型コアCPI (前年比%)



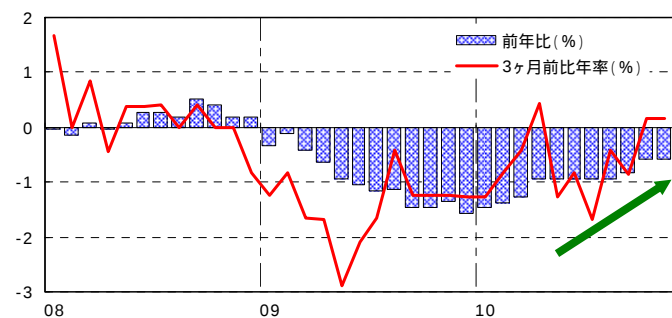
(出所) 総務省

全国: 米国型コアCPI (前年比%)



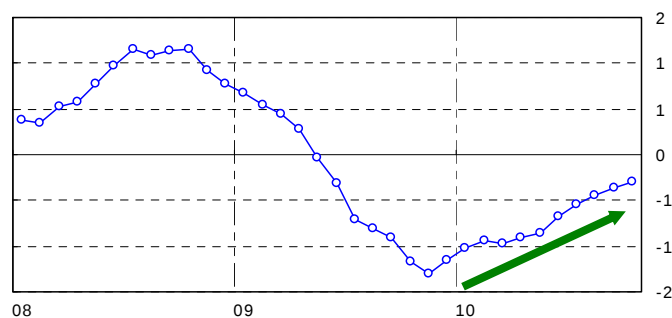
(出所) 総務省

東京都区部: 米国型コア (除く一時的要因)



(出所) 総務省

全国: 刈り込み平均CPI (前年比、%)



(出所) 総務省

⁷ 総合 0.2%と日本型コア▲0.6%の差は 0.8%Pt であり、0.7%Pt より大きい。これは端数処理などによる差異である。

⁸ 加えて授業料無償化の要因も控除している。

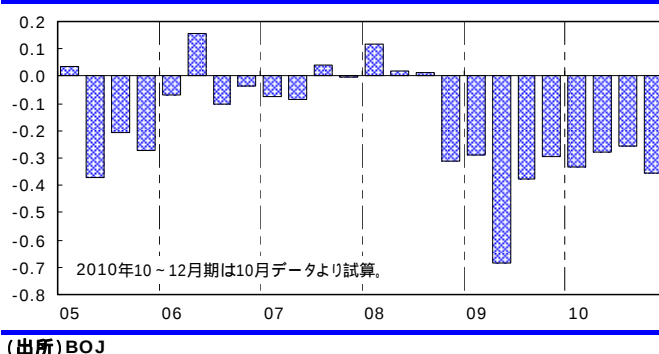
(0.21%Pt) によるものであり、そうした一時的要因を除くと10月は▲0.70% (9月▲0.81%) と試算される。つまり、10月のマイナス幅縮小は一時的な要因により、相当に誇張されている。

ただ、それでもマイナス幅は僅かではあるが、縮小している。問題は、この一時的要因を除いたベースで見たマイナス幅縮小の動き(米国型コア9月▲0.81%→10月▲0.70%)が今後も続くか否かだが、3～6ヶ月程度という期間で見れば継続する可能性は高いと当社は判断している。その根拠の第一は、東京都区部の動きである。東京都区部の米国型コア(除く一時的要因)の前年比は9月▲0.8%→10月▲0.6%→11月▲0.6%と、10月の動きが11月も維持された。瞬間風速に近い季調値(除く一時的要因)の3ヶ月前比・年率も10月と11月がともに0.2%とプラスへ転じており、足元の改善は前年の裏による動きでもない。

根拠の第二は、刈り込み平均CPIのマイナス幅縮小である。2010年のように政策変更による一時的な変動要因が多く、また天候不順が生じると、特定品目を恣意的に控除して算出する上述の日本型コアや米国型コアではインフレ動向の把握が難しくなってくる。そうした場合に有用なのが、価格変動の激しい品目を一定の割合で機械的に控除して算出される刈り込み平均CPIである。当社が試算している全国の刈り込み平均CPIは2009年11月の前年比▲1.3%をボトムに改善へ転じ、2010年3月▲1.0%→6月▲0.7%→9月▲0.4%→10月▲0.3%とマイナス幅の縮小が続いている。

3～6ヶ月程度という短い期間で見れば、マイナス幅縮小の動きは継続する可能性が高いと言える。しかし、より長い半年超のスパンで考えると、その持続性については、なお慎重に見る必要がある。7～9月期は前期比年率4.5%の高成長となり、需給ギャップも大幅に縮小したが、既に述べたように当社では10～12月期以降3四半期連続のマイナス成長に陥るリスクがあると考えている。そのため、需給ギャップの改善は止まり、ラグをもって再びデフレ圧力が強まってくる。そうした動きを織り込んでか、需給ギャップに対して敏感に反応すると考えられる企業向けサービス価格指数(CSPI)は既に再下落の動きを示している⁹。10月のCSPIは海外の商品市況の影響を色濃く受ける国際運輸を除いたベースで再び下落率が拡大した。また、企業や消費者の低価格志向に歯止めがかかったとも考え難い。短期的なインフレ動向は予想以上の改善を示す可能性があるものの、中期的な観点ではデフレ脱却が近づいたとは未だ言えない。日本銀行が見込む2011年度のインフレ率プラスはやはり困難である。

CSPI総合(除く国際運輸、前期比、%)



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 この議論の詳細は、11月19日付Economic Monitor「[CSPIの下落継続が示唆するデフレ脱却の難しさ](#)」を参照。