伊藤忠商事株式会社
調査情報部

日本経済情報 2011年1月号

【内 容】

1.日本経済の現状：
2010年は4%台の高成長に

2.2011年の日本経済：
(1) 個人消費：
政策要因の剥落により年初から大幅減
(2) 輸出：
アジア向けを中心に持ち直しへ
(3) 設備投資：
環境改善を背景に増勢を維持
(4) 年前半の景気停滞により2011年の成長率は1%程度に
(5) 消費者物価と金融政策

3.トピックス：
経済財政の中長期試算について

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

Summary

【 日本経済の現状 】

2010年の成長率は4%台の高水準となった模様である。主因は輸出の急回復と政策要因による個人消費の大幅増である。ただし、年末にかけて輸出、個人消費とも増勢が大きく鈍化しており、2010年10～12月期は前期比でマイナス成長に転じたとみられる。足元の景気は停滞状態にある。

【 2011年の日本経済 】

個人消費は政策効果の剥落により2011年前半を通じて減少が続く見込みである。一方、輸出はアジア向けの持ち直しや円高進行の一服により緩やかながら増加基調が見込まれ、年後半には米国向けの持ち直しなどにより増勢が加速すると予想する。

設備投資は、先行指標である機械受注から判断する限り、年前半は緩やかな拡大基調を維持するとみられる。設備の過剰状態は設備投資の回復を妨げない程度には解消しており、業績回復を背景に企業の手元資金は潤沢である。景気の先行きに対する不透明感が残る年前半こそ緩やかな拡大にとどまるものの、年後半にはやや増勢を強めると予想する。

実質GDP成長率は、個人消費の落ち込みにより2011年1～3月期もマイナスが続くとみられ、4～6月期もマイナス成長となる可能性があるため、最悪の場合、3四半期マイナス成長が続くこととなる。しかし、その場合も、政策効果の剥落という予見可能な需要減が原因であり影響が限定的とみられることや、輸出や設備投資の拡大により大幅なマイナス成長は避けられることから、景気後退局面と認定される条件が整わないとみられる。いずれにしても、景気は「二番底」に陥るほど悪化せず、停滞局面が続く程度の状況で踏みとどまることとなろう。

年後半は、輸出や設備投資の増勢がやや加速し、停滞局面から徐々に脱しよう。2011年はマイナス成長のスタートとなるが、年後半の持ち直しにより1%程度の成長を確保すると予想する。

【経済財政の中長期試算について】

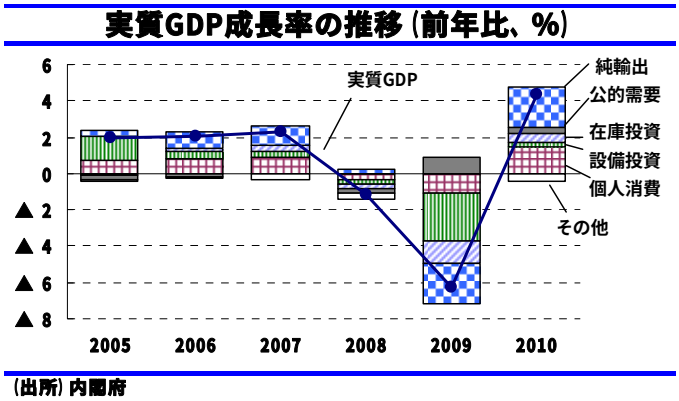
内閣府の試算によると、高成長を前提とする「成長戦略シナリオ」でも財政破綻は避けられない。財政赤字削減に向けて時間的猶予はないが、国民に負担増を納得させるためには「大胆」な歳出削減が必要である。

1．日本経済の現状： 2010 年は 4%台の高成長に

2010 年 10～12 月期の GDP 統計は 2 月 14 日に発表されるが、これまで発表された主要経済指標を見る限り、前期比でマイナス成長となる可能性が高い。エコカー補助金の終了などにより個人消費の増勢が大きく鈍化する中で設備投資は小幅な増加にとどまり、輸出の減速により純輸出の寄与はマイナスに、在庫投資もマイナス寄与に転じるとみられるためである（12 月の経済指標を踏まえた 2010 年 10～12 月期の成長率予想は 1 月 31 日にリリース予定）。

しかしながら、仮に 10～12 月期の実質 GDP 成長率を前期比▲0.1%とすれば、2010 年暦年の成長率は 4.4%という高成長となる。当社では、2010 年の米国の成長率を 3%弱、ユーロ圏は 1%台半ば程度と予想しており、日本の成長率の高さが先進国の中で際立つことになる。

2010 年が高成長となった主因は、金融危機の影響により大幅に落ち込んだ輸出が急回復したことに加え、エコカー補助金やエコポイント制度といった政策要因によって個人消費が大きく押し上げられたことである。4%程度の成長率のうち、純輸出（輸出－輸入）の寄与は 2%Pt 程度、個人消費も 1%Pt を上回った模様であり、両者だけで成長率の大部分を占める。



しかしながら、輸出と個人消費の直近の動向を見ると、輸出は世界的な在庫復元の動きを背景にGDPベース（実質）で 2010 年 1～3 月期に前期比 7.2%まで伸びが高まったが、その後は 4～6 月期に 5.6%、7～9 月期は 2.5%と鈍化傾向にある。10～12 月期についても、GDPベースの輸出は前期比で減少した模様であり[1]、輸出の減速傾向が明確となっている。

個人消費は、7～9 月期にエコカー補助金終了前の駆け込み需要のほか、たばこ値上げ（10 月から）前の駆け込み需要、猛暑による関連消費の増加、11 月からのエコポイント縮小を控えた対象商品の販売増などにより、前期比 1.2%の大幅増となった。10 月以降は、10～12 月期の乗用車販売台数が当社試算の季節調整値で前期比▲30.7%の 330.5 万台まで落ち込んでいるほか、たばこ販売も大幅に減少しており、これらの反動落ちにより個人消費は 1.6%程度押し下げられたとみられる[2]。しかし一方で、10 月から 11 月にかけてエコポイント縮小直前の駆け込み需要により個人消費は 2.4%程度押し上げられた模様であり、猛暑の反動落ちをある程度見込んでも 10～12 月期の個人消費は前期比で小幅減少程度にとどまった模様である。個人消費も増勢に陰りが見られている。

日本の 2010 年の成長率は、世界的な在庫復元の動きと国内の消費刺激策の効果を主因に、前年の▲6.3%という大幅なマイナス成長の反動もあって 4%を超える高水準となる見込みであるが、その原動力となった輸出や個人消費は既に減速しており、足元の景気は停滞状態にある。

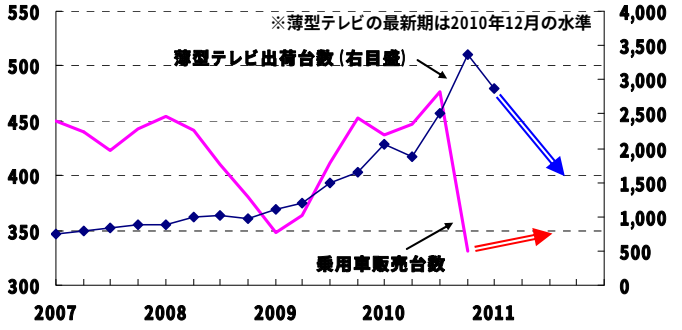
[1] 詳しくは 2011 年 1 月 27 日付 Economic Monitor 参照。
[2] 詳しくは 2010 年 12 月 13 日付 Economic Monitor 参照。

2．2011 年の日本経済

(1)個人消費：政策要因の剥落により年初から大幅減

2011 年に入ってからも、政策効果の剥落による個人消費の減少が続く見込みである。乗用車販売台数は、エコカー補助金が上旬で終了した 9 月に当社試算の季節調整値で前月比▲29.7%、10 月も▲19.9%と大きく水準を落とした。その後、11 月は＋1.5%、12 月も＋2.9%と持ち直してはいるものの、反発力は極めて弱く、底ばいの域を脱していない。また、薄型テレビ出荷台数は、駆け込み需要で盛り上がった 11 月の 3,690 万台から 12 月には 2,867 万台まで落ち込んでいる。12 月の出荷には、11 月までに販売したものも多分に含まれているため、2011 年 1 月以降は一段と落ち込んでいる可能性が高い。このため、1～3 月期の出荷台数は 10～12 月期から大幅に減少することが確実である。さらに、3 月末で家電エコポイント制度が終了するため、4 月以降はもう一段の減少が予想される。個人消費は、家電エコポイント制度終了により 1～3 月期も前期比でマイナスとなる可能性があり、4～6 月期にも下押し圧力が残ることとなろう。

乗用車、薄型テレビ販売台数（季節調整値、万台）

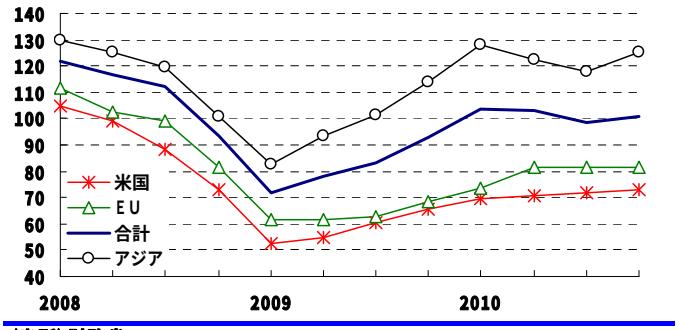


（出所）自動車工業会、JEITA（電子情報技術産業協会）

(2)輸出：アジア向けを中心に持ち直しへ

一方、輸出はアジア向けの持ち直しや円高進行の一服などから、一段の落ち込みは回避され、緩やかながらも増加基調に転じるとみられる。アジア向け輸出は、数量指数が当社試算の季節調整値で 2010 年 4～6 月期に前期比▲4.3%、7～9 月期も▲3.8%と減少が続いていたが、10～12 月期は＋5.9%と大きく持ち直した。2010 年半ばのアジア向け輸出の減少は、世界の工業製品供給基地であるアジア地域において、それまでの急速な在庫復元の動きが一巡したことに伴うスピード調整であり、10～12 月期はその調整が終了し、需要の増加に応じた輸出拡大ペースに落ち着いたと考えられる。また、米国向けの輸出数量指数は、10～12 月期も前期比 1.7%と緩やかな拡大に、ＥＵ向けは横ばいにとどまっており、概ね各地域の景気動向に応じた動きとなっているようである。

輸出数量指数の推移（季節調整値、2005年=100）

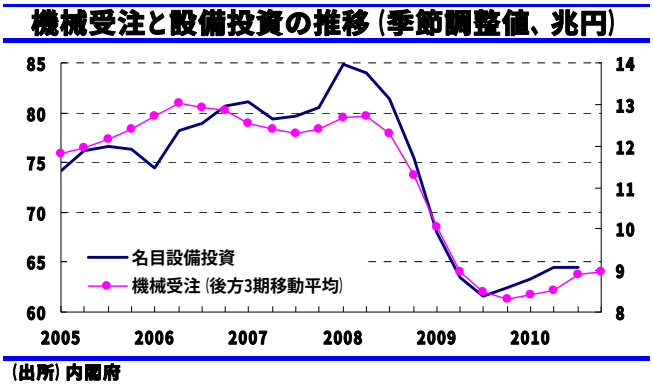


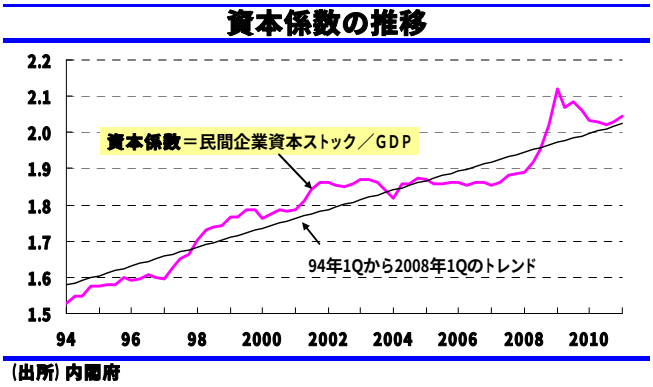
（出所）財務省

日本の輸出に占めるアジア向けの割合は、2010 年合計で 56.1%に達している。アジア経済は、インフレ率の高まりを背景に金融引き締めにより成長率は鈍化するものの、中国を筆頭に内需を中心とした堅調な拡大を続けるとみられる。日本の輸出は、年前半はアジア向けを牽引役に拡大基調を維持し、年後半には全体の 15.4%を占める米国向けが徐々に持ち直すこともあり、増勢が加速すると予想する。

(3)設備投資：環境改善を背景に増勢を維持

設備投資は、先行指標である機械受注などから判断する限り、年前半は緩やかな拡大基調を維持するとみられる。11 月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比▲3.0%となり、3 ヶ月連続で減少したため 10～11 月平均も 7～9 月期の水準を 6.9%も下回る結果となった。ただし、7～9 月期は前期比 9.6%と大幅に水準を高めており、10～11 月の落ち込みはその反動による影響が大きい。設備投資との相関が高い 3 期移動平均で見れば機械受注は増勢を維持しており（左下図）、設備投資は引き続き緩やかながら増加基調にあると判断できる。



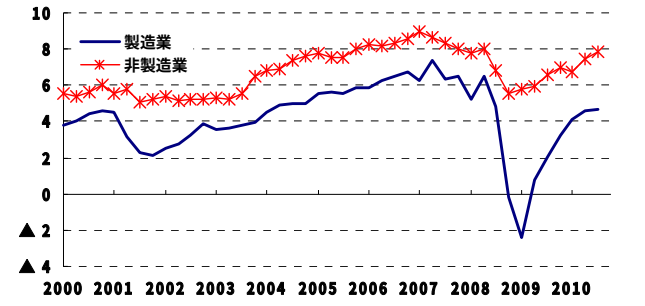


そもそも、設備投資回復のための条件は、概ね揃っている。設備投資の動向を決定付ける要因は、主に①設備の過不足（稼働率）、②資金調達力（自己資金および外部資金調達環境）、③需要の見通し、の 3 点であるが、これらのうち①と②は既に設備投資の拡大を促す状態となっている。製造業における生産設備の稼動状況は、実稼働率が 70%台に回復しており、過去において設備投資の増勢加速が見られた 75%まであと一息のところにきている。設備の過剰感を表す日銀短観の生産・営業用設備判断 DI（全産業、規模合計）も、未だプラス圏（過剰超過）ながら、2009 年 9 月調査のピーク 21 から 2010 年 12 月調査時点で 7 まで低下している。また、マクロ的なストック過不足の目安となる資本係数（民間企業資本ストック／実質 GDP）は、2008 年 10～12 月期以降、トレンド線を上回っており、ストック過剰状態を示唆していたが、2010 年 7～9 月期にはトレンド線近くまで低下している（右上図）。設備の過剰状態は、設備投資の回復を妨げない程度には解消されていると言えよう。

資金面については、企業業績の回復を背景に手元資金が増加しており、全く問題ない状況である。法人企業統計季報における 2010 年度上期（4～9 月）の経常利益は、全産業で前年同期比 69.0%増加、うち製造業では約 4 倍、非製造業も 26.9%増と大幅な増益を記録した。そして、民間非金融法人部門の現預金残高は、2005 年から 2008 年にかけて概ね 190～200 兆円程度で推移していたが、2010 年 9 月末には 206 兆円まで積み上がっており、企業の手元流動性は潤沢な状況にある。

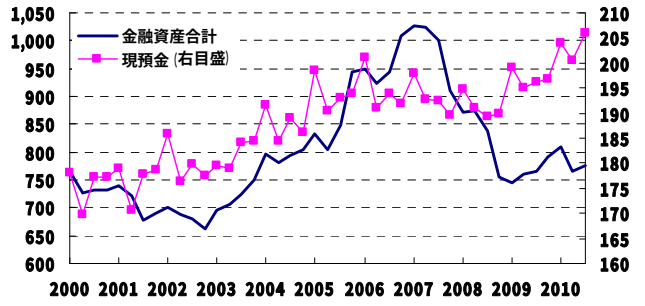
したがって、設備投資の回復力に乏しい原因は、円高の進行や国内および欧米経済の停滞を受けた需要見通しの慎重化によるところが大きい。こうした状況を踏まえると、今年前半の設備投資は、ストック調整の進展や企業業績の回復を受けて底堅く推移するものの、日本を含めた先進国経済の停滞が見込まれるため引き続き緩やかな拡大にとどまる可能性が高い。しかしながら、年後半には米国経済の持ち直しや円高圧力の緩和が見込まれるため、やや増勢を強めると予想される。

企業の経常利益の推移（季節調整値、兆円）



（出所）財務省

民間貸金融法人の金融資産残高（兆円）



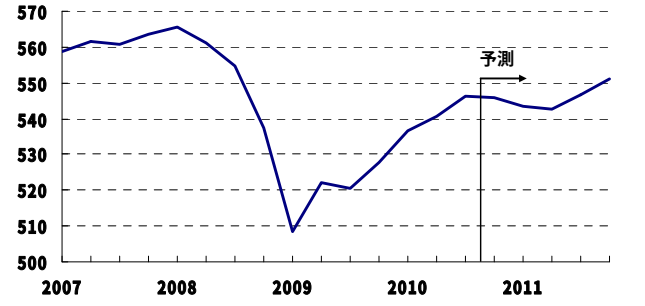
（出所）日本銀行

(4)年前半の景気停滞により 2011 年の成長率は１％程度に

以上を踏まえると、個人消費の落ち込みにより 2011 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は前期比でマイナスとなり、4～6 月期もマイナス成長の可能性が残ることになりそうである。さらに、前述の通り 2010 年 10～12 月期もマイナス成長であったとみられるため、最悪の場合、3 四半期連続でマイナス成長ということになる。米国では 2 四半期連続でマイナス成長となれば景気後退局面と認定されるが、日本の場合は、①期間や②波及度合い（広がり）、③量的な変化について、GDP 以外の指標も参考にして判断される。これらのうち、少なくとも①の期間については、過去においても 9 ヶ月間（1977 年 1 月～10 月）という景気後退局面が存在しており、条件は満たしている。一方で、②波及度合いについては、政策効果の剥落という人為的な原因によるもので予め対応可能な部分が大きいことから、エコポイント制度終了が小売や家電メーカー以外の業界へ与える影響は限定的であると考えられ、③量的な変化については、この間に輸出や設備投資などが増勢を維持し成長率の落ち込みを緩和するとみられることから、ともに条件を満たさない可能性もある。

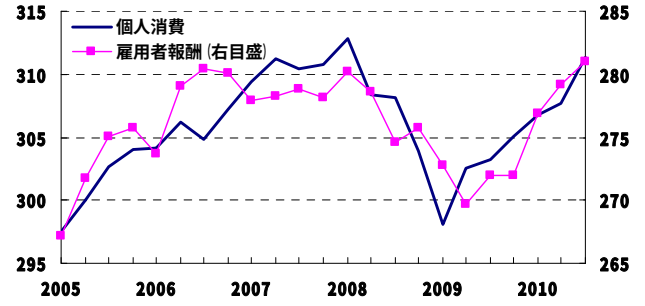
いずれにしても、仮に 2～3 四半期マイナス成長が続いたとしても、マイナス幅は小幅にとどまり、後述の通り年後半にはマイナス成長を脱するとみられるため、景気は「二番底」に陥るほど悪化せず、停滞局面が続く程度の状況で踏みとどまると予想する。

実質GDPの推移（季節調整値、2005年価格、兆円）



（出所）内閣府

雇用者報酬と個人消費の推移（2005年価格、兆円）



（出所）内閣府

年後半の日本経済は、先に見た通り輸出や設備投資の増勢がやや加速し、停滞局面からの脱出を先導することとなろう。また、個人消費も、政策効果の剥落による落ち込みが一巡し、持ち直しの動きが期待される。2010 年の個人消費は、政策効果で押し上げられたとはいえ、所得（雇用者報酬）の増加と概ね見合った程度の増加であった（上右図）。2011 年の雇用所得環境は、マイナス成長下で春闘を迎えることから大幅な改善は見込めないものの、業績改善を背景に民間企業の労働分配率は 2010 年 7～9 月期には 63.6%（当社試算の季節調整値）と 2008 年 4～6 月期（62.2%）以来の水準まで低下し

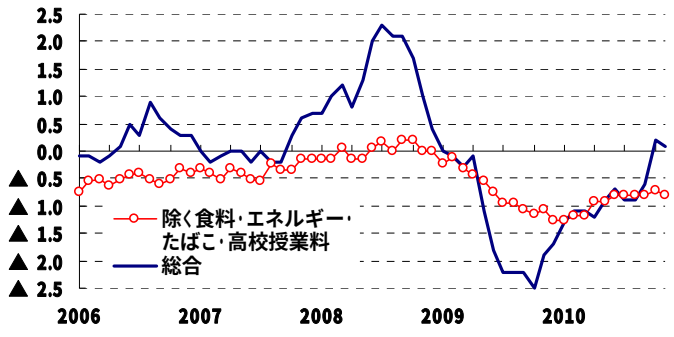
ており、一段の悪化もなさそうである。そのため、2011 年前半に政策効果の剥落により消費が抑制されると、むしろ所得に対して消費は過小な状況になるという見方もできる。年後半には、消費水準を正常化する動きが乗用車や薄型テレビ以外の消費拡大という形で現れる可能性があろう。少なくとも、年後半に個人消費は下げ止まるとみて良いであろう。

この結果、マイナス成長でスタートする 2011 年の成長率は、年後半の持ち直しによって 0.7%とかろうじてプラス成長を確保できると予想する[3]。なお、年度の成長率は、2010 年度の 3.3%から 2011 年度は 0.8%と同様に大きく低下することになる。

(5)消費者物価と金融政策

消費者物価上昇率は、昨年 10 月に前年同月比 0.2%とプラスに転じ、11 月も 0.1%とプラスが続いたが、主因は 9 月以降の生鮮食品価格の上昇や 10 月の増税に伴うたばこ価格引き上げ、原油価格の上昇を背景とする光熱費の値上がりである。日銀が参考とする、生鮮食品を除いたベースの消費者物価は、10 月▲0.6%、11 月▲0.5%とマイナスが続いており、物価のかく乱要因である食料品やエネルギー、たばこ、高校授業料を除いて見ても 10 月▲0.7%、11 月▲0.8%と依然としてマイナスである。

消費者物価の推移（%、前年同月比）



（出所）総務省

今後はむしろ、景気の停滞が長期化することにより需給ギャップは再び拡大することも考えられるため、商品需給面からのデフレ圧力は緩和せず、2011 年中に消費者物価上昇率が特殊要因を除いてプラスに転じる可能性は極めて低い。

日銀は、1 月 25 日の金融政策決定会合において、昨年 10 月の「展望レポート」で示した成長率と物価の見通しを若干修正した。具体的には、2010 年度の成長率を中央値で 2.1%から 3.3%に、消費者物価（除く生鮮食品）上昇率を▲0.4%から▲0.3%に、それぞれ実績を踏まえて上方修正した。また、2011 年度については、成長率を 1.8%から 1.6%に下方修正、消費者物価上昇率を 0.1%から 0.3%へ上方修正した。成長率は 2010 年度を上方修正した裏返しであり、実態に合わせて政策効果の反動落ちをより強く織り込んだものであろう。消費者物価については、最近の国際的な食料品価格の上昇が国内物価に波及することを意識して上方修正したようであるが、この上昇率の水準は、少なくとも 2011 年度後半に消費者物価が安定的に前年比でプラスとなる状況を想定していることになる。しかし、先述の通りデフレ圧力が根強い中で、日銀が予想するほどの国内物価が上昇する可能性は高いとは思えない。

さらに、今年 8 月には消費者物価統計の基準改定が行われる。過去の例に加え、基準年の 2010 年に価格下落の激しい耐久財消費が拡大しウエイトが大きくなったことを勘案すると、今回の改訂により消費者物価上昇率は 0.6%Pt程度押し下げられるとみられ、日銀が予想する 2011 年度の＋0.3%も▲0.3%に読み替えることができる[4]。結局は日銀も物価の下落が続くことを予想しているわけである。

[3] 新しい見通しは 2010 年 10～12 月期 GDP を踏まえ来月の日本経済情報にてリリース予定。
[4] 詳しくは、2011 年 1 月 25 日付 Economic Monitor 参照。

以下に示す通り財政政策の手詰まり状況も考えれば、日銀の次の一手は追加緩和になる可能性の方が依然として高いということであろう。

3．トピックス：経済財政の中長期試算について

過剰とも言える景気刺激策の反動により景気の低迷が避けられない状況において、ソブリン問題で苦しむ欧州諸国よりも深刻な債務を抱えた日本政府には、景気刺激策を打ち出す余力は極めて乏しい。

1 月 21 日に内閣府が公表した「経済財政の中長期試算」では、今後の経済の姿を「慎重シナリオ」と「成長戦略シナリオ」の二通りに分けて、それぞれの場合の財政赤字の見通しが試算されている。それぞれの前提は下表の通りであり、「成長戦略シナリオ」は TFP の伸びや世界経済成長率が高めに設定されている点が楽観的な印象を与える。特に TFP については、1983 年から 2009 年までの平均が 1.1%程度であることを踏まえると、今後の技術革新や生産性の向上により成長率が 0.8%Pt も押し上げられるという世界を想像することは困難であろう。一方で、労働力については「慎重シナリオ」が労働参加率を横ばいとしており、高齢化の進展を背景に労働参加率の上昇が見込まれる中で成長抑制的な前提となっている。全体感としては「慎重シナリオ」の方が現実的ではあるが、やや悲観的な部分もあるため、両シナリオの中間あたりが実現可能性の高い姿だと考えておくべきであろう。

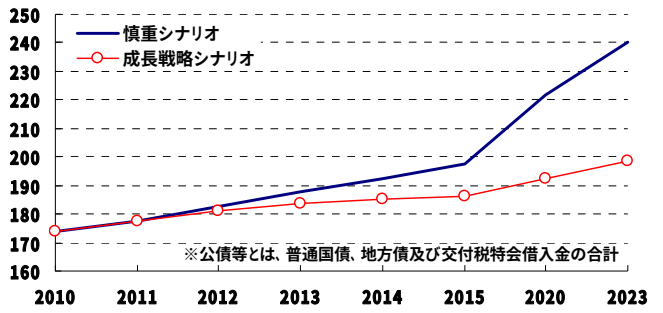
経済財政の中長期試算の前提

	慎重シナリオ	成長戦略シナリオ
TFP（全要素生産性）上昇率	2020年度まで1.1%程度、以降は横ばい	2020年度まで1.9%程度、以降は横ばい
労働力	労働参加率横ばい	労働参加率上昇
世界経済成長率	年3.7～4.1%程度	年4.5～5.0%程度
世界物価上昇率	年1.4～1.7%程度	同左
原油価格	世界物価と同率の上昇を見込む	同左
為替レート	内外金利差と物価上昇率格差で変動	同左

（出所）内閣府

また、歳出については 2013 年度までを「中期財政フレーム」に基づき、以降は社会保障関係費や利払い費のみ自然増を織り込み、その他の歳出は物価上昇程度の増加としている。また、歳入についても現行税制を前提としている。以上を踏まえ試算結果を見ると、2010 年度において名目GDPの 173.8%（833 兆円）であった公債等残高[5]は、「慎重シナリオ」で 2015 年度にGDP比 197.5%（1,009 兆円）へ、「成長戦略シナリオ」でも 186.2%（1,006 兆円）まで増加する（右図）。さらに 2020 年度には、「慎

公債等残高の見通し（名目GDP比、%）



（出所）内閣府

[5] 普通国債、地方債及び交付税特会借入金の合計。一方、1 月 26 日に財務省が 2011 年度末に 1,000 兆円に迫ると試算した「国の借金」は、地方債などを含まない中央政府の債務であるが、借入金や政府短期証券を含むため、金額はより大きくなっている。

重シナリオ」で 221.9%、「成長戦略シナリオ」でも 192.6%まで高まる。

この試算から得られる最大のインプリケーションは、仮に「成長戦略シナリオ」という楽観的な姿が実現したとしても、政府債務の GDP 比率は上昇を続ける、すなわち財政が破綻する可能性が高まるということであろう。財政赤字削減に向けた取り組みを始めるまでの時間的な猶予は、もはや残されていない。また、財政再建に着手するにあたっては、消費税増税を含めた国民の負担増は不可避であるが、同時に負担の納得性と公平性を高めることが必要であろう。

政府は昨年の「財政運営戦略」においても、既存予算の大胆な見直しを行うことを明記しているが、来年度予算案における歳出規模（92.4 兆円）は税収（40.9 兆円）の 2 倍を超えている。予算編成に「大胆」さは全く見られず、無駄な歳出のための負担増というイメージを払拭できていない。個別政策の取捨選択が難しいのであれば、大幅マイナスシーリングをも検討すべきであろう。また、消費税における益税問題や、国民年金未払い問題といった不公平な負担の状況を放置したままでは、国民に消費税率や社会保険料の引き上げを納得させるためのハードルが高いままである。国民は負担増に無条件で反対しているわけではない。こうした問題点の解決を同時に進めることこそが、今の政治に求められていることではないだろうか。

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。