

日本経済情報 2011年2月号

Summary

【内容】

1. 経済見通しの改訂
 - (1) 10～12月期は5四半期ぶりのマイナス成長
 - (2) 1～3月期に足踏みから脱却も、個人消費は低迷継続
 - (3) 輸出持ち直しの前倒しにより2011年度予想を上方修正
 - (4) リスクは新興国経済の失速
 - (5) 輸出は1～3月期から持ち直し
 - (6) 鉱工業生産も回復
 - (7) 設備投資の増勢は2011年も緩やか
 - (8) 個人消費は1～3月期も減少
2. インフレ見直し
 - (1) 4月以降はかりそめのプラス
 - (2) 基準改定の影響は0.6%Pt
3. 金融政策見直し
 - (1) 利上げは2013年10月以降
 - (2) 2011年は追加緩和の可能性が燦る

2010年10～12月期の日本経済は、輸出と個人消費の減少により、5四半期ぶりのマイナス成長に陥った。しかし、日本経済は足元で既に足踏みから持ち直しへ転じつつある。持ち直しの原動力は、やはり輸出である。輸出は10～12月期こそ減少したが、アジア向けを中心に年末から持ち直しに向けた動きが明確化している。輸出主導により、日本経済は1～3月期に足踏み状態から脱する。しかし、経済全体に持ち直しの動きが広がるのはもう少し先である。昨年12月以降の家電エコポイント縮小の悪影響が最大となるため、個人消費が1～3月期も冴えないためである。個人消費の低迷により内需は振るわず、実質GDP成長率は1～3月期に横ばいもしくは小幅マイナスとなる可能性が高い。

2011年度の成長率予想を1.1%（前回0.8%）に上方修正する。2012年度予想は1.9%（2.4%）である。日本経済が足踏み状態を経た後、緩やかな回復を辿るとのシナリオに大きな変更はないが、2012年度についてはやや予想を慎重化した。2011年度予想の上方修正は①輸出底入れタイミングの前倒し（4～6月期→1～3月期）と②新車販売の早期リバウンドによる個人消費の上方修正、③補正予算執行の遅れによる公共投資増加時期の後ズレ（1～3月期→4～6月期）によるものである。一方、2012年度の下方修正は、円高による価格競争力低下や内需低迷を受けて日本企業の海外流出が予想を上回るペースで進捗していることから、輸出と設備投資の見通しを引き下げたのが主因である。

リスクとしては、新興国におけるインフレ昂進が懸念される。新興国の中央銀行や金融当局は、インフレ率の上昇を受けて金融引き締めを徐々に本格化させている。アジアにおいても中国をはじめ、ほとんどの国々が既に利上げへ踏み切った。今までのところ、金融引き締めは慎重に行われており、景気をオーバーキルするには至っていない。しかし、景気回復の遅れる先進国は金融緩和を続けざるを得ないため、マネーがコモディティ市場に流れ込み、商品価格を押し上げる可能性は否定出来ない。今後、更に国際商品市況が上昇すれば、市況との連動性が高いエネルギーや食料が消費支出に占めるウェイトの高い新興国は、景気を多少オーバーキルすることを覚悟しても、インフレ抑制を行わざるを得なくなる。そうなれば、世界経済が減速ではなく失速に至り、日本からの輸出も落ち込みを余儀なくされる。

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. 経済見通しの改訂

(1) 10～12 月期は 5 四半期ぶりのマイナス成長

2010 年 10～12 月期の GDP 統計 1 次速報では、実質 GDP 成長率が前期比▲0.3%、年率▲1.1%と 5 四半期ぶりのマイナスに陥った¹。①輸出が金融危機直後 2009 年 1～3 月期以来の減少に転じたこと（前期比▲0.7%）と②一過性要因の剥落等による個人消費の減少（▲0.7%）がマイナス成長の主因である。また、③公共投資の大幅減少（▲5.8%）も影響した。なお、2010 暦年では前年比 3.9%（2009 年▲6.3%）と日本経済は 3 年ぶりのプラス成長に転じている。

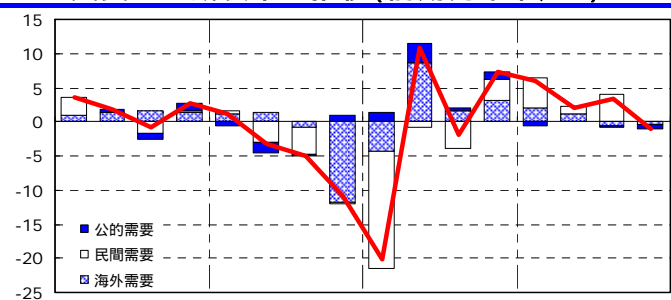
GDP デフレーターは 7～9 月期の前年比▲2.1%から 10～12 月期は▲1.6%へマイナス幅が縮小した。エネルギーや生鮮食品の価格上昇による個人消費デフレーターの前年比のマイナス幅縮小（7～9 月期▲1.6% → 10～12 月期▲1.2%）に加え、アジアの旺盛な需要を背景とした建設資材の値上がりで住宅投資や公共投資のデフレーターがプラス幅を広げたことも影響した。

(2) 1～3 月期に足踏みから脱却も、個人消費は低迷継続

2010 年 10～12 月期はマイナス成長だったが、日本経済は足元で既に足踏みから持ち直しへ転じつつある。持ち直しのタイミングは 7～9 月期 2 次 QE の発表時点で考えたよりも幾分早い。持ち直しの原動力は、やはり輸出である。輸出は上述のとおり 10～12 月期こそ減少したが、アジア向けを中心に年末から持ち直しに向けた動きが明確化している。従来、当社は今年 1～3 月期の輸出を横ばい程度、持ち直しは 4～6 月期からと予想していたが、持ち直し時期を 1～3 月期に前倒しする。こうした輸出の持ち直し等により、鉱工業生産も 1～3 月期から増加へ転じる。輸出主導により、日本経済は 1～3 月期に足踏み状態から脱し、2012 年にかけて緩やかな回復を続けると予想される。

輸出や生産の持ち直しから日本経済の足踏み状況からの脱却は 1～3 月期と判断できる。しかし、経済全体に持ち直しの動きが広がるのはもう少し先である。最大のウェイトを占

実質 GDP 成長率の推移 (前期比年率, %)



(出所)内閣府

日本経済の推移と予測 (年度)

	2009	2010	2011	2012
前年比, %, %Pt	実績	予想	予想	予想
実質 GDP	▲2.4	2.9	1.1	1.9
国内需要	▲2.7	2.0	1.0	1.5
民間需要	▲5.0	2.6	1.1	2.2
個人消費	▲0.0	1.0	▲0.5	1.5
住宅投資	▲18.2	▲0.2	6.2	5.7
設備投資	▲13.6	5.5	4.6	4.2
在庫投資(寄与度)	(▲1.1)	(0.6)	(0.3)	(0.0)
政府消費	3.4	1.9	0.6	0.5
公共投資	14.2	▲8.2	0.9	▲6.0
純輸出(寄与度)	(0.3)	(1.3)	(0.2)	(0.4)
輸出	▲9.6	17.5	6.4	9.0
輸入	▲11.0	11.0	7.1	9.2
名目 GDP	▲3.7	1.0	0.4	1.0
実質 GDP(暦年ベース)	▲6.3	3.9	0.9	1.8
鉱工業生産	▲8.9	10.0	4.9	5.0
失業率(%, 平均)	5.2	5.1	5.0	4.4
経常収支(兆円)	15.8	16.5	17.5	18.5
消費者物価(除く生鮮)	▲1.6	▲0.8	0.1	0.1

(資料)内閣府、経済産業省、総務省等より当社作成。

¹ 詳細は2月14日付Economic Monitor「5 四半期ぶりのマイナス成長も先行きには既に光明(10～12 月期の日本 GDP 統計)」を参照。

める個人消費が1～3月期も冴えない動きを続けるためである。自動車販売は予想を上回る回復を示しているが、昨年12月以降の家電エコポイント縮小の悪影響は1～3月期にこそ最大となる。そのため、個人消費の低迷により内需は振るわず、実質GDP成長率は1～3月期に横ばいもしくは小幅マイナスとなる可能性が高い。

(3) 輸出持ち直しの前倒しにより2011年度予想を上方修正

2011年度の成長率予想を1.1%（7～9月期2次QE発表後の予想0.8%）に上方修正する。2012年度予想は1.9%（同2.4%）である。日本経済が足踏み状態を経た後、緩やかな回復を辿るとのシナリオに大きな変更はないが、2012年度についてはやや予想を慎重化した。2011年度予想の上方修正は①輸出底入れタイミングの前倒し（4～6月期→1～3月期）と②新車販売の早期リバウンドによる個人消費の上方修正²、③補正予算執行の遅れに伴う公共投資増加時期の後ズレ（1～3月期→4～6月期）によるものである。一方、2012年度の下方修正は、円高による価格競争力低下や内需低迷を受けて日本企業の海外流出が予想を上回るペースで進捗していることから、輸出と設備投資の見通しを引き下げたのが主因である。

(4) リスクは新興国経済の失速

日本経済の足踏み状態入りも、そこからの脱却も輸出が主導している。そして、今回の景気回復がいつまで続くかも輸出次第である。当社はメインシナリオにおいて、世界経済は2010年の高成長からは減速するものの、新興国主導により拡大を続けると考えている。世界経済が拡大すれば、日本からの輸出も伸び、日本経済の拡大も続く。そのため、重視すべきリスクも国内ではなく海外にある。

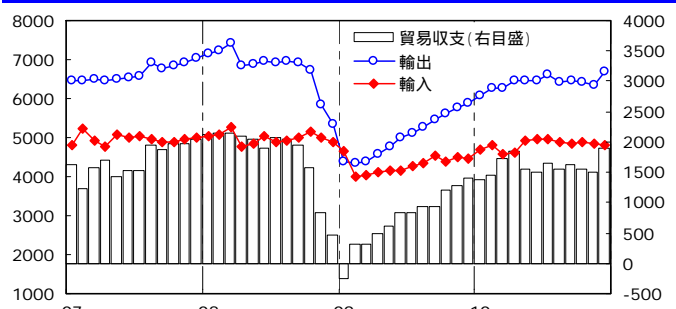
新興国の中央銀行や金融当局は、インフレ率の上昇を受けて金融引き締めを徐々に本格化させている。アジアにおいても中国をはじめ、ほとんどの国々が既に利上げへ踏み切った。今までのところ、金融引き締めは慎重に行われており、景気をオーバーキルするには至っていない。しかし、景気回復の遅れる先進国は金融緩和を続けざるを得ないため、マネーがコモディティ市場に流れ込み、商品価格を押し上げる可能性は否定出来ない。今後、更に国際商品市況が上昇すれば、市況との連動性が高いエネルギーや食料が消費支出に占めるウェイトの高い新興国は、景気を多少オーバーキルすることを覚悟しても、インフレ抑制を行わざるを得なくなる。そうなれば、世界経済が減速ではなく失速に至り、日本からの輸出も落ち込みを余儀なくされる。これが日本経済にとって最も懸念すべきリスクシナリオであろう。

以下、需要項目見通しについて簡潔に述べる。

(5) 輸出は1～3月期から持ち直し

昨年10～12月期にGDPベースの輸出は減少したが、12月単月では当社試算の実質輸出が前月比5.6%（11月▲1.3%）と大幅な増加に転じており、持ち直しに向けた動きが鮮明である。上中旬までの動向を見る限り、今年1月も輸出は増加が期待できるだろう。1月の増加には、中国の春節が2

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

² 自動車販売は10～12月期に当社予想通りの大きな落ち込みを示したが、年明け1月は強めの反発となっている。

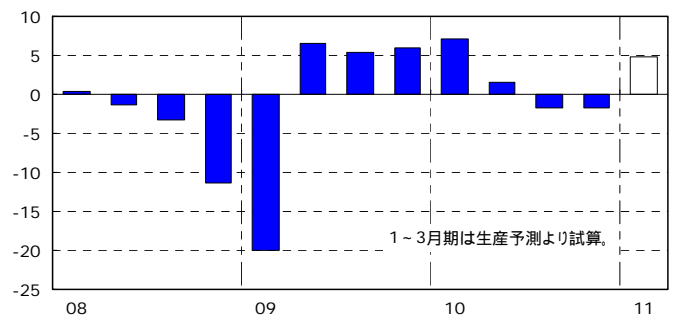
月初め（昨年2月中旬）であったため、輸出（中国による輸入）が1月に集中した影響も含まれる模様であり、2月には揺り戻しが生じる可能性が高い。ただ、それでも1～3月期に輸出は増加へ転じると考えられる。その後も、アジア向けや米国向けを中心に増勢を維持する見込みである。

(6) 鉱工業生産も回復

鉱工業生産は10～12月期に前期比▲1.7%（7～9月期▲1.8%）と2四半期連続で減少した。ただし、エコカー補助金終了による自動車生産低迷の影響が薄れ、スマートフォン需要で電子部品生産が回復したこともあり、月次で見れば、11月前月比1.0%→12月3.1%と2ヶ月連続で増加している。輸出の持ち直しを受けて、1月も増加を続けるだろう。季節調整の歪みにより、前期比ベースで10～12月期は0.7%Pt、1～3月期も1.6%Pt程度、公表値が過大と考えられるが、それを割り引いても1～3月期は5%程度の明確な増加に転じる見込みである。輸出の拡大を背景として、鉱工業生産は4～6月期以降も増勢を維持する可能性が高い。

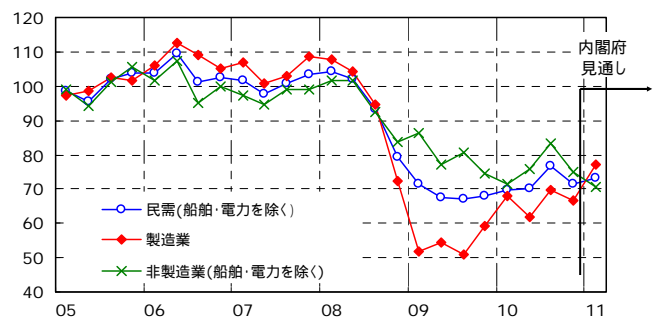
やや懸念されるのは、IT関連セクターの動きである。スマートフォン需要を背景とした中古型液晶や電子部品関連の堅調推移により、在庫調整は概ね終了した。しかし、パソコンが主たる需要を占めるDRAM関連は動きが鈍いままである。加えて、インテルのMPU出荷トラブルによりパソコンの春モデル投入時期が後ズレしている。パソコン関連が需要の主体である分野には回復が遅れるリスクがあるだろう。

鉱工業生産の推移(前期比、%)



(出所)経済産業省

機械受注の実績と予測(2005年=100)



(出所)内閣府

(7) 設備投資の増勢は2011年も緩やか

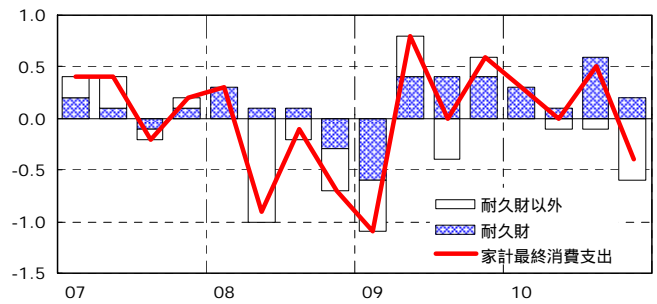
設備投資は5四半期連続で増加し、回復基調にある。輸出や生産の拡大を受けて、1～3月期以降も回復の動きは揺るがないだろう。先行指標である機械受注も1～3月期は2四半期ぶりに増加する見込みである。しかし、設備投資の加速も期待薄である。夏場以降の円高に伴う国内生産の競争力低下等を受けて、企業は生産拠点の海外シフトを進めており、輸出や生産増加によって得られる収益や売上増加の恩恵は海外へ流出し、国内投資に及びにくくなっているためである。実際、日銀短観では大企業製造業の2010年度・国内設備投資計画（土地投資を含む）が9月の4.0%から12月は2.9%へ引き下げられた。設備投資は緩やかな増勢を維持するものの、2011年度も日本経済を牽引するほどの力強さは見込めないだろう。

(8) 個人消費は1～3月期も減少

10～12月期はエコカー補助金終了による自動車販売の落ち込みを、家電エコポイント商戦の活況が補い、耐久財消費は引き続き増加した（7～9月期前期比12.2%→10～12月期3.1%）。一方、1～3月期は自動車販売が持ち直すものの、12月以降の家電エコポイント縮小の影響が最大となるため、耐久財消費は減少が避けられない。毎月勤労統計を見る限り、年末賞与が期待外れに留まったことも懸念

材料である(12月の特別給与は前年比▲1.5%³)。消費者マインドは改善しており、非耐久財やサービス消費は1~3月期に持ち直しが期待できるものの、耐久財消費の減少を補うには至らない。2011年前半の個人消費は、昨年のエコポイント商戦による需要先喰いのツケを払わざるを得ない。雇用所得環境の改善が波及し、個人消費が明確な増勢を取り戻すのは2011年後半だろう。

個人消費の動向(前期比、%)



(出所)内閣府

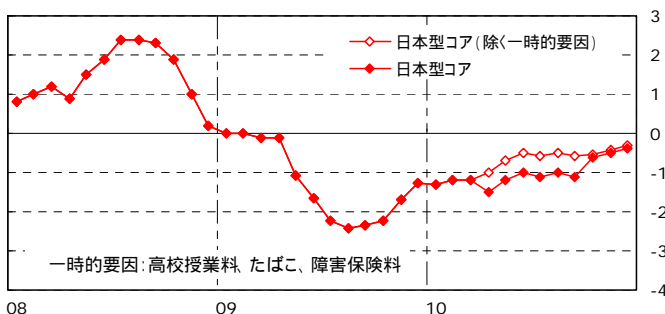
2. インフレ見通し

(1) 4月以降はかりそめのプラス

2010年12月の全国CPIは生鮮食品を除く総合(以下、日本型コア)が前年比▲0.4%(11月▲0.5%)、食料及びエネルギーを除く総合(以下、米国型コア)は▲0.7%(11月▲0.9%)へ共にマイナス幅が縮小した。制度変更や税制などに伴う特殊要因(高校授業料、たばこ、傷害保険料)を除いたベースでも日本型コアが▲0.3%(11月▲0.4%)、米国型コアは▲0.6%(11月▲0.8%)であり、特殊要因による歪みでもない(現在は特殊要因同士、高校授業料の押し下げとたばこ・傷害保険料の押し上げがほぼ相殺し合っている)。2011年1月の東京都区部動向を見る限り、日本型コアの前年比マイナス幅は1月に▲0.3%まで縮小する可能性が高い。

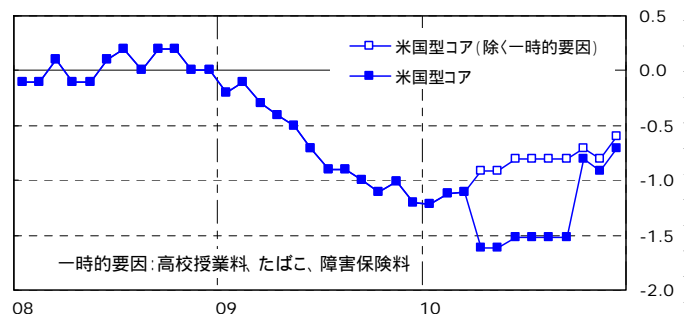
4月以降は昨年の授業料無償化による押し下げ⁴が消え、たばこと傷害保険料の押し上げ寄与のみが残るため、4~6月期にも日本型コアと米国型コアは共に前年比で若干のプラスに転じる見込みである。エネルギー価格動向次第では、日本型コアのプラス幅が7~9月期に0.5%程度まで拡大する可能性もあるだろう。但し、10月以降はたばこや傷害保険料の押し上げが消えるため、再びCPI上昇率はゼロもしくは若干のマイナスに戻る。消費者物価上昇率の予想は、日本型コアが2011・2012年度共に0.1%、米国型コアは2011年度▲0.2%→2012年度0.1%である。但し、本予想はあくまでも2005年基準である。8月に行われる2010年基準への改定を加味すると、インフレの絵姿は大きく変わる。

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

³ 12月速報段階。確報で改訂される可能性がある。

⁴ 民主党政権の施策により昨年4月から授業料が無償化された。影響は日本型コアで前年比▲0.5%Pt、米国型コアで▲0.7%Pt。逆に、10月からはたばこ値上げと傷害保険料の引き上げが行われ、日本型コアを0.4%Pt、米国型コアを0.6%Pt押し上げている。今年4月からは前者の押し下げが消え、9月まで後者の押し上げが残る。

(2) 基準改定の影響は▲0.6%Pt⁵

消費者物価指数統計（CPI統計）は8月に5年に一度の基準改定が行われる⁶。今回は2005年基準から2010年基準への改定である。基準改定では、最新の消費支出構成に基づいた指数採用品目と品目ウェイトの見直しに加え、指数水準のリセットも実施される。CPI統計は、「基準時の消費構造を一定のものに固定し、これに要する費用が基準時に比べてどれだけ変化したかによって物価の変動を表す」固定基準ラスパイレス指数であるため、消費構造を定期的に更新することが必要であり、今回の改定もそれが主たる目的である。

固定基準ラスパイレス指数であるCPI指数には上方バイアス⁷が避けられず、そのバイアスが基準改定により一部解消するため、基準改定の際には下方修正がつきものとなっている。実際、前回2006年の改定（2000年基準→2005年基準）では0.5%Ptもの大幅な下方修正が行われた⁸。当時は、日本銀行がゼロ金利解除を行った直後でもあり、金融政策運営においてメルクマールとされるCPI上昇率が大幅に下方修正されたことは、市場のみならず日本銀行にも大きな衝撃を与え「CPIショック」と呼ばれた。

今年8月の改定では、政府の家電エコポイントにより耐久財消費がウェイト算出年である2010年に急増した影響もあり、下方修正幅は前回は上回る0.6%Pt（2011年4～6月期）に達すると当社では試算している。この基準改定による下方修正を加味すれば、当社の日本型コアに関する2011・2012年度予想は共に水面下に沈むことになる。日本経済のデフレ脱却は未だ見えない。

3. 金融政策見通し

(1) 利上げは2013年10月以降

展望レポートの1月中旬評価で、日本銀行は成長率を2011年度1.6%→2012年度2.0%、CPI上昇率を2011年度0.3%→2012年度0.6%と見込んだ。成長率見通しは、2011年度がやや強めだが、前述の当社予想とそれほど大きくは変わらない。一方、CPI見通しでは2012年度にかけて商品価格高騰による輸入物価上昇のCPIへのパススルーを当社よりも相当に強く考えている模様である。

日銀見通し通りに推移すれば、2012年10月の展望レポートにおいて2013・2014年度に2年連続でCPI上昇率が「物価安定の理解」に掲げる1%へ到達するとの予想を示すことが可能になる。

日本銀行は昨年10月に導入した「包括緩和」において「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」という時間軸政策を明確化した。2年

【1月中旬評価における政策委員の大勢見通し】

	実質GDP	CPI2005年	CPI2010年
2010年度	+3.3～+3.4 (+3.3)	▲0.4～▲0.3 (▲0.3)	- -
2011年度	+1.4～+1.7 (+1.6)	0.0～+0.4 (+0.3)	▲0.6～▲0.2 (▲0.3)
2012年度	+1.9～+2.2 (+2.0)	+0.2～+0.8 (+0.6)	▲0.4～+0.2 (0.0)

括弧内は政策委員見通しの中央値。2010年基準は試算。

⁵ 消費者物価指数の基準改定に関する試算の詳細は2月14日付Economic Monitor「消費者物価基準改定による下方修正は0.6%ポイント程度」を参照。

⁶ 消費者物価指数平成22年（2010年）基準改定計画。

⁷ 上方バイアスは、消費者の購入行動が相対価格の変動や新製品の登場、旧製品消滅に対応し変化していく一方で、現行のCPI指数は購入ウェイトを固定しているために生じる部分が多い。詳細は「わが国の消費者物価指数の計測誤差（日銀レビュー、2005）などを参照。

⁸ 2000年→2005年の基準改定の修正幅が▲0.5%Pt程度。なお、2001年の1995年→2000年では▲0.3%Pt程度だった。

連続の1%到達予想はこの時間軸を満たし、2012年度後半の利上げが視野に入ってくる。

しかし、既に述べたとおり今年8月にはCPIの基準改定が行われ、4～6月期のCPI上昇率は0.6%Pt程度下方修正される可能性が高い。その改定を加味して日銀見通しを再計算すると、2012年度でもCPI上昇率は横ばいに留まり、時間軸に掲げる1%への到達は早くとも2014年度になる⁹。そのため、利上げは2014・2015年度のCPI上昇率1%到達予想を示すことが可能になる2013年10月以降と予想される。

(2) 2011年は追加緩和の可能性が燦る

2011年に関しては、日本銀行による追加金融緩和の可能性が燦る。鍵を握るのは、やはりデフレに関する議論であろう。足元の景気動向は概ね日銀の予想通りだが、既に述べた通りインフレ率の時間軸1%到達は（基準改定を勘案すれば）視野に入っていない。加えて、増税による財源確保も視野に入れた社会保障制度改革に移っている政治の焦点が、再びデフレに舞い戻り、円高や株安などをきっかけに、日銀への圧力が強まる可能性も否定はできない。基金による資産買い入れが早いペースで進捗していることもあり、日銀側も基金増額に関しては寛容な姿勢を示している。そのため、初夏にかけて基金増額の検討が行われる可能性は残る。

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。

⁹ 2011年4～6月期に関する試算▲0.6%Ptを、2011年度と2012年度の予想にそのまま当てはめた。但し、厳密には基準改定の影響は2011年4～6月期とそれ以外の四半期では異なるため、厳密な試算ではない。