

# 日本経済情報 2011年6月号

## Summary

### 【内容】

1. 経済見通し
  - (1) 日本経済は短期の景気後退局面
  - (2) サプライチェーン復旧により5月から持ち直し
  - (3) 成長率予想は2011年度0.6%、2012年度2.5%
  - (4) リスクは国内に
2. 経済動向分析
  - (1) 鉱工業生産は夏に震災前水準へ
  - (2) 輸出は5月に反転
  - (3) 設備投資は逸早く回復
  - (4) 震災対応で公的支出が拡大
  - (5) 個人消費は明暗が分かれる
  - (6) 在庫投資の圧縮は止まる
  - (7) 4月CPIプラス転化もデフレ脱却は遠く
3. 金融政策：追加緩和は封じられた
4. トピックス：震災後の銀行貸出動向

大震災を主因として1～3月期の日本経済は前期比 0.9%、年率 3.5%と2四半期連続の大幅なマイナス成長。サプライチェーン途絶に伴う供給制約による輸出減少や自粛を受けた個人消費低迷により、4～6月期もマイナス成長が避けられず、3四半期連続のマイナス成長かつ落ち込み幅も甚大なことも踏まえれば、日本経済は短期の景気後退局面にあると判断するのが妥当。

しかし、月次ベースで考えれば、日本経済は4月を底として持ち直しへ転じつつある。持ち直しの主たる原動力はサプライチェーンの復元に伴う輸出拡大と設備復旧のための投資増加。こうした持ち直しを映じて、4～6月期の成長率は年率 1.8%までマイナス幅を縮小する見込み。7～9月期以降は、サプライチェーン復旧に伴う生産増加の動きが更に明確となり、かつ民間投資のみならず被災地復興のための公共投資も顕現化するため、プラス成長へ復帰。成長率予想は、四半期ベースが4～6月期年率 1.8% 7～9月期7.1% 10～12月期3.5% 1～3月期2.7%、年度ベースは2011年度0.6% 2012年度2.5%（暦年ベース2011年0.2% 2012年2.7%）。5月19日1次QE後の予想から修正なし。

日本経済にとってのリスクは回復を途絶えさせるショックとして、特に懸念されるのは政治混乱と原発問題。イニシアチブを発揮すべき政治サイドの混乱が続き「復興」に向けた歩みが大きく遅れるようであれば、成長率予想も下方修正を迫られるリスクあり。また原発事故の収束が遅れ、日本に対する信頼が更に揺らげば、日本経済への悪影響が膨らむことにもなりかねず。

4月のコアCPIは前年比0.6%と、2009年2月以来初めてマイナス圏を脱した。しかし、8月に予定される2010年基準への改訂で0.6%Pt程度の下方修正が見込まれており、基準改定後2010年基準のコアCPI前年比は再びゼロ近傍まで低下する可能性大。加えて、10月には制度要因による押し上げ0.4%Ptが一年を経て剥落するため、コアCPIが再び若干のマイナスへ転落すると予想。従って、4月のコアCPI前年比の大幅プラスをもって、デフレ脱却の動きとして論じるのは時期尚早。

伊藤忠経済研究所

所長  
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

(1) 日本経済は短期の景気後退局面

大震災を主因として2011年1~3月期の日本経済は前期比 0.9%、年率 3.5%の大幅なマイナス成長を余儀なくされた。世界的な景気減速を受けた輸出低迷とエコカー補助金終了などに伴う個人消費の落ち込みを受けた10~12月期の年率▲2.9%に続き、2四半期連続の大幅マイナス成長である。後述するように、サプライチェーン途絶に伴う供給制約による輸出減少や自粛を受けた個人消費低迷により、足元4~6月期もマイナス成長は避けられない。3四半期連続のマイナス成長、かつ落ち込み幅も甚大なことも踏まえれば（当社予測では2010年7~9月期対比で2011年4~6月期のGDPは2%も減少）、日本経済は短期の景気後退局面にあると判断するのが妥当であろう。

(2) サプライチェーン復旧により5月から持ち直し

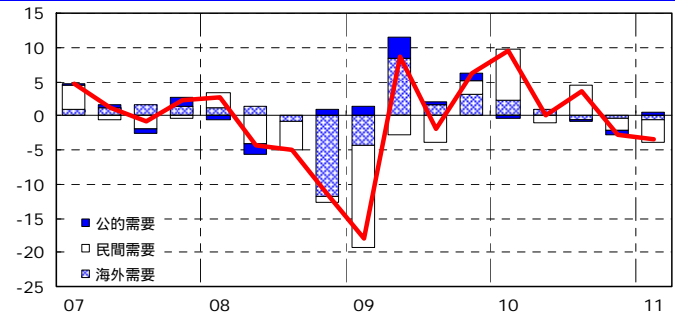
しかし、月次ベースで考えれば、日本経済は4月を底として持ち直しへ転じつつある。持ち直しの主たる原動力はサプライチェーンの復元である。企業やその従業員の献身的な努力と作業により被災地やその周辺の工場設備が機能を回復、サプライチェーンが復元されつつある。サプライチェーン復元を受けて、鉱工業生産指数は4月に前月比1.0%（3月▲15.5%）と下げ止まった。自動車生産ラインの再開が4月後半となったため、出荷は4月も▲2.7%（3月▲14.6%）と減少が続いたものの、5月からは反転増加が確実である。供給制約により低迷していた国内新車販売台数はディーラーへの出荷増を受け5月に前月比25.5%（3月▲26.1%→4月▲17.0%、当社季調値）と増加に転じた。3月前月比▲10.5%、4月▲7.7%と2ヶ月連続で落ち込んだ実質輸出も5月には切り返す見込みである。

日本経済持ち直しのもう一つの原動力は、設備復旧のための投資増加である。4~6月期の機械受注（民需除く船舶・電力）は前期比10%の大幅増加が見込まれている。原発問題や政治の停滞に足を引っ張られながらも、企業は既に前を向いて歩き始めている。

(3) 成長率予想は2011年度0.6%、2012年度2.5%

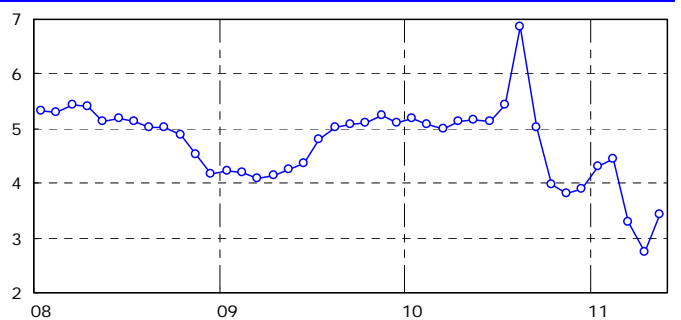
こうした持ち直しを映じて、4~6月期の成長率は年率▲1.8%までマイナス幅を縮小する見込みである。7~9月期以降は、サプライチェーン復旧に伴う生産増加の動きが更に明確となり、かつ民間投資のみならず被災地復興のための公共投資も顕現化するため、プラス成長への復帰が予想される。当社では四半期ベースの成長率を7~9月期7.1% 10~12月期3.5% 1~3月期2.7%と予想している。年度ベースでは 2010年度実績2.3% 2011年度予想0.6% 2012年度2.5%（暦年ベース2010年実

実質GDP成長率の推移(前期比年率、%)



(出所)内閣府

新車販売合計(年率、百万台)



(出所)自動車販売連合会等

績 4.0% 2011 年予想 0.2% 2012 年 2.7%)  
 である。なお、これは震災直後の予想 2011 年度  
 0.6%→2012 年度 2.4%、5 月 19 日の 1 次 QE 後  
 の予想 2011 年度 0.6%→2012 年度 2.5%とほと  
 んど変わらない。

#### (4) リスクは国内に

供給制約の緩和や復旧投資の拡大を受けて、日  
 本経済は回復方向へ向かっている。問題はそう  
 した回復を途絶えさせるショックが生じるか否  
 かである。

ショックの第一の候補は、世界経済の失速であ  
 る。確かに欧州のソブリン問題は先行き予断を  
 許さない。しかし、Fed が QE2 に踏み切った昨  
 年とは異なり米国経済は多少の減速こそあれ失  
 速に至る可能性は小さい。何よりも世界経済の  
 エンジンである新興国は拡大を続けるだろう。  
 多くの新興国はインフレ対策のための中立水準  
 までの利上げについて、2011 年内に概ね目処を  
 つけるものの、過度の利上げによるオーバーキ  
 ルは回避すると考えられる。

寧ろ懸念されるのは、国内要因である。5 月 2 日に成立した一次補正予算によって 2 兆円近い公共投  
 資は追加済<sup>1</sup>だが、それはあくまでも仮設住宅やライフラインの確保など最低限の経済活動を確保する  
 ための「復旧」に留まる。その先にある「復興」については復興構想会議が示すプランや二次以降の  
 補正予算によって担保する必要がある。政府側の構想が固まらなければ、民間側も投資拡大に動けな  
 い。しかし、「復興」においてイニシアチブを發揮すべき政治サイドは、混乱が続いている。こうした  
政治混乱により「復興」に向けた歩みが大きく遅れるようであれば、成長率予想も下方修正を迫られ  
 るリスクがある。

加えて、福島第一原子力発電所の放射能漏れ事故による問題の収束が未だ見えない点が懸念される。  
 原発問題は直接的な農業や漁業の不能、工場や事業所の操業停止のみならず、生産物の汚染や風評被  
 害、観光業への悪影響など拡大の一途を辿っている。日本政府の情報開示の不手際もあり、放射能汚  
 染について海外は極めてセンシティブとなっており、輸出にも甚大な悪影響が及んでいる。東京電力  
 は「福島第一原子力発電所・事故の収束に向けた道筋」（通称、「原発収束工程表」）において、原子炉  
 の冷温停止時期を 6~9 ヶ月程度以内、すなわち遅くとも来年 1 月をメドとしたが、その実現可能性  
 は海外のみならず、国内からも疑問視されている。事故の収束が遅れ、日本に対する信頼が更に揺ら  
 げば、日本経済への悪影響は更に膨らむことになりかねない。

### 日本経済の推移と予測(年度)

前年比, %, %Pt	2009 実績	2010 実績	2011 予想	2012 予想
実質 GDP	▲2.4	2.3	0.6	2.5
国内需要	▲2.7	1.5	1.9	1.8
民間需要	▲5.0	1.9	1.5	2.6
個人消費	▲0.0	0.8	▲0.8	1.9
住宅投資	▲18.2	▲0.2	8.1	5.5
設備投資	▲13.6	4.3	7.1	4.5
在庫投資(寄与度)	(▲1.1)	(0.4)	(0.4)	(0.0)
政府消費	3.5	2.3	2.2	▲1.2
公共投資	14.2	▲10.0	7.5	1.8
純輸出(寄与度)	(0.3)	(1.3)	(▲1.1)	(0.8)
輸出	▲9.6	17.0	▲0.8	10.1
輸入	▲11.0	11.0	8.7	6.8
名目 GDP	▲3.7	0.4	▲0.1	1.8
実質 GDP(暦年ベース)	▲6.3	4.0	▲0.2	2.7
鉱工業生産	▲8.8	9.0	▲2.2	6.2
失業率(%、平均)	5.2	5.0	5.1	4.7
経常収支(兆円)	15.8	15.7	9.4	12.0
経常収支(GDP比,%)	3.3	3.3	2.0	2.5
消費者物価(除く生鮮)	▲1.6	▲0.8	0.5	0.3

(資料)内閣府、経済産業省、総務省等より当社作成。

<sup>1</sup> 詳細は 2011 年 5 月 23 日付「日本経済情報 2011 年 5 月号」を参照。

2. 経済動向分析

以下では需要項目毎に持ち直しの動きを分析しつつ、先行きを展望する。

(1) 鉱工業生産は夏に震災前水準へ

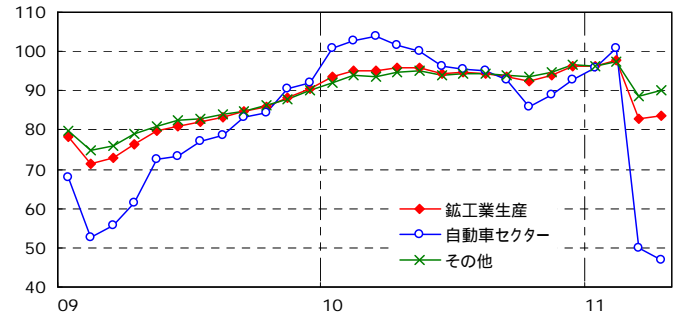
大震災後の日本経済を占う上で、最も重要な経済指標は間違いなく鉱工業生産である。3~4月に深刻であった電力供給制約とサプライチェーン途絶の悪影響も、その後のサプライチェーン復旧の状況も全て、鉱工業生産に集約されている。

複雑かつ重層的なピラミッド構造を形成する自動車セクターとそれ以外の産業ではサプライチェーン途絶の悪影響がまるで異なる。そのため、鉱工業生産の動向は自動車セクター（乗用車、トラック、バス及び自動車部品の生産）とそれ以外に分けて考える必要がある。自動車セクターは3月前月比 50.3%、4月 6.1%の2ヶ月連続減産に陥り、大震災前2月をフル生産とした場合の4月の生産水準は46.7%、つまり5割未満の稼働率に留まる。一方、自動車セクター以外は3月こそ前月比 9.2%と減産を余儀なくされたものの4月は1.7%と小幅ながら増産へ転じた。4月時点の稼働率は（大震災前対比で）92.3%と既に9割を超えている。

自動車セクター以外でも、被害が甚大な産業（電子部品関連や化学工業など）は多数存在する。寧ろ、そうした自動車セクター以外の産業が生産する電子部品や半導体、塗料、ゴム製品が、自動車セクターにおけるサプライチェーン途絶の主因でもある。しかし、日本経済全体に及ぼす悪影響という観点では、重層的で裾野の広い自動車セクターの稼働率が5割未満まで低下を余儀なくされたことこそが重要である。4月の鉱工業生産は2月対比で14.7%減少しているが、そのうち実に8.2%Ptが自動車セクターの減産によるものである。

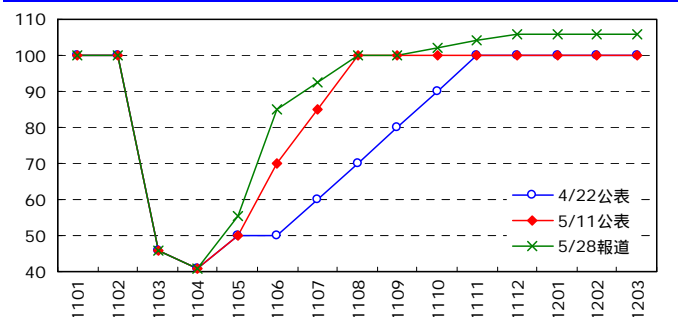
従って、自動車セクターの稼働率見通しが鉱工業生産の先行きを考える上では極めて重要となる。その稼働率見通しは4月下旬以降、段階を追うごとに上方修正されてきた。右二段目のグラフは各社のプレスリリース及び各種報道を基に当社が試算した完成車メーカーの稼働率見通しである<sup>2</sup>。なお、議論を簡単にするために2011年2月の稼働率を100%とする。例えば、6月の稼働率を見ると4/22の各社プレスリリース時点では50%だが、5/11の生産復旧前倒しプレスリリース時点では70%、最新の5/28時点では85%程度まで大幅に上方修正された。同じように100%生産に戻る時期も4/22時点の11月が5/11には8月へと3ヶ月も前倒しされている。

鉱工業生産の推移 (2005年=100)



(出所) 経済産業省

完成車生産の稼働率見通し (2011/2=100)



(出所) 経済産業省「鉱工業統計」及び各社リリース、報道より当社作成。

<sup>2</sup> 各社の見通しに幅がある場合や未公表メーカーについては、当社が関係セクターの動向を加味して予想するなどした。そのため、各社プレスリリースや報道通りとはなっていない。



こうした完成車メーカーの稼働率見通しや生産予測調査などを基に、当社では5月の生産を前月比4.6%、6月は5.7%と予想している。4月以降は増産だが、3月の落ち込みが響き、4~6月期は前期比5%と4四半期連続の減産が避けられない。なお、7月以降に生産回復は加速し、7~9月期には前期比10%程度の大幅増産を記録、8月には大震災前の生産水準を回復すると見込まれる。

**(2)輸出は5月に反転**

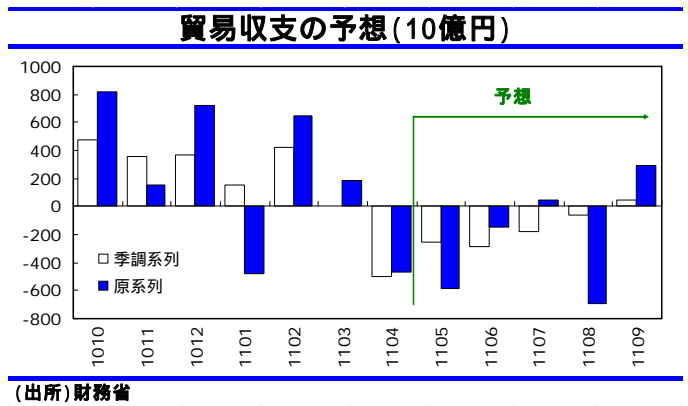
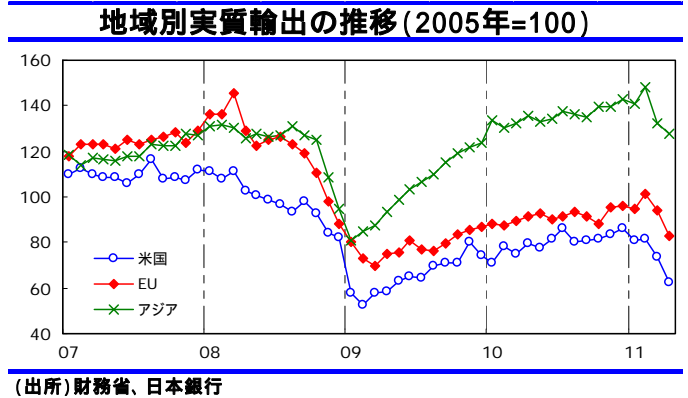
こうした生産拡大に伴う供給制約の解消を受けて、輸出も5月から持ち直しが見込まれる。日本の自動車関連輸出は全体の18%を占め、これは鉱工業生産の14%を上回る。鉱工業生産における自動車セクターを中心としたサプライチェーン復旧の動きが、輸出動向においては更に増幅される。そのため、3月前月比▲10.5%→4月▲7.7%と2ヶ月連続で落ち込んだ実質輸出（当社試算）は5月から鋭角的に持ち直す可能性が高い。実際、5月上旬の名目輸出は前年比▲9.3%と4月の▲12.7%から減少幅が縮小しており、5月の実質輸出は前月比6~7%程度の大幅増加が期待できる。

5月からの輸出持ち直しは、自動車関連輸出比率の高い欧米向けでより顕著になる可能性が高い。4月の実質輸出は、自動車関連輸出のシェアが33.3%（2010年度データ）を占める米国向けが前月比▲15.1%、18.7%と米国向けに次いで高いEU向けも前月比▲11.7%といずれも大きく落ち込んだ。一方、自動車関連輸出のシェアが7.5%と相対的に低いアジア向けは前月比▲3.1%と小幅の減少に留まっている。当面は、欧米向けにおいて急激な落ち込みの反動が現れることになる。但し、5~6月に欧米向け輸出が大きく持ち直すとしても、それは需要の強さを意味するものではない。あくまでも供給制約解消の反映に過ぎない。アジア向けこそが日本の輸出における主力であることに変わりはない。

当社では4月に原系列で4,637億円の赤字（季調値は4,964億円の赤字）に転落した貿易収支は、5月に赤字幅を拡大すると予想している（原系列ベース、季調値ベースでは縮小）。サプライチェーン復元に伴い輸出は5月から反転するものの、資源輸入の拡大を受けて輸入が増加を続けるためである。加えて、ゴールデンウィークで工場が停止するという輸出の季節性も5月原系列の赤字幅拡大に寄与する。6月以降については、サプライチェーン復元を受けた自動車セクターの稼働率上昇を受け赤字幅が徐々に縮小し、8月頃に収支均衡へ転じると予想している。四半期ベースでは4~6月期赤字7~9月期ゼロ近傍 10~12月期黒字の見通しである。

**(3)設備投資は逸早く回復**

設備投資は大方の想定を上回って、逸早く回復へ向かっている。設備投資の一致指標である資本財出



荷（除く輸送機械）は4月に前月比10.8%と大幅に増加した。3月に▲10.8%と大きく落ち込んだ反動もあるが、4月水準は1～3月期を3.5%上回っており、水準で見ても持ち直しが明確である。また、内閣府が取りまとめている見通しでは、4～6月期の機械受注（民需除く船舶・電力）が前期比10%の大幅増加と見込まれている。企業は生産設備などの早期復旧に向けて大震災直後から設備発注を積極化しており、そうした動きが顕現化、設備投資は4～6月期から拡大へ転じると予想される。

#### (4) 震災対応で公的支出が拡大

公共投資は1～3月期も前期比▲1.3%と減少した。減少は5四半期連続である。但し、先行指標である公共事業請負額は2010年度第二次補正予算を反映して12月をボトムに持ち直しつつあり、加えて仮設住宅や仮設庁舎の建設が徐々に進むことから4～6月期から増加へ転じると見込まれる。一方、被災地の災害救助や支援などに伴いに政府消費は1～3月期に前期比1.0%と大幅に増加した。4月以降は瓦礫撤去などの作業も本格化しているため、更なる拡大が見込まれる。政府消費は2011年度内を通じて高水準の推移が続く可能性が高い。

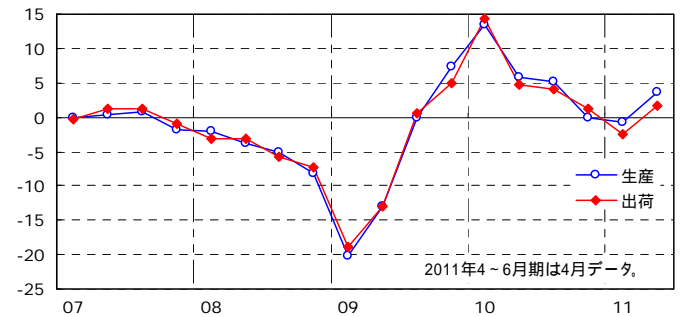
#### (5) 個人消費は明暗が分かれる

個人消費は3月をボトムに4・5月と徐々に持ち直しへ向かいつつある。

実質小売業販売（当社試算）は大震災を受けて3月に前月比▲7.6%と大きく落ち込んだ後、4月は4.6%と反転した。各種商品小売業（3月▲9.8%→4月8.8%）や衣服関連小売業（▲10.9%→11.8%）、機械器具小売業（▲8.6%→9.9%）の反発が大きい。これは自粛ムードの緩和が全般に押し上げに寄与したことに加え、①計画停電による営業時間短縮が解消（→各種商品小売業に含まれる百貨店等、衣服関連）、②節電目標を受けて夏物需要が早期に拡大（→衣服関連）、③大震災により先送りされた地デジ製品需要や省エネ家電需要の顕現化（→機械器具小売業に含まれる家電など）などが影響したためと考えられる。一方、供給制約が引き続き厳しい自動車小売業は3月▲18.6%→4月▲6.1%と大幅減少が続いた。

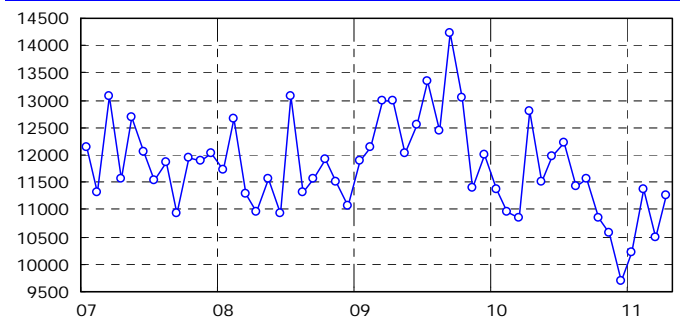
4月の実質小売業販売は、大震災前の2月を未だ3.4%も下回っており、財消費は震災前の水準に程遠いと言わざるを得ない。しかし、サプライチェーン途絶に伴う供給制約に左右される自動車小売と、他を同列に扱うのは問題がある。そこで小売業販売額から自動車小売を除いた系列を試算する

資本財（除く輸送機械、前期比、%）



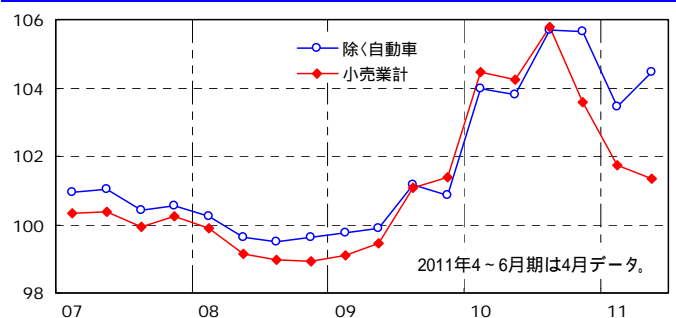
(出所) 経済産業省

公共工事請負額（10億円、季節調整値、年率換算）



(出所) 公共工事前払金保証統計

実質小売業販売（2005年=100）



(出所) 経済産業省等より当社試算

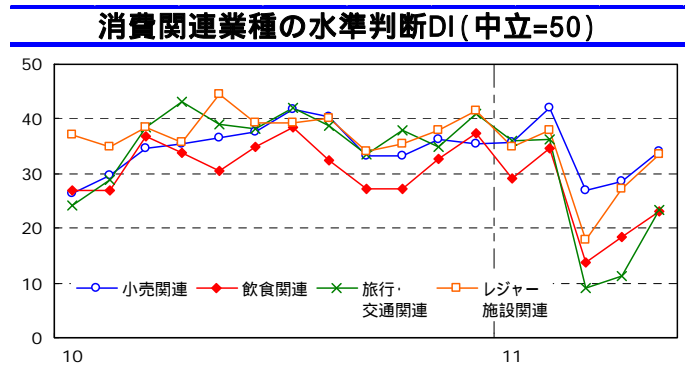
と、4月の水準は2月を1.7%下回る程度まで落ち込み度合いが縮小し、1~3月期平均との比較では0.9%上回ることになる。供給制約を別とすれば、財消費は震災前に相当近いところまで回復しつつあると判断出来るだろう。

その供給制約が問題となっている自動車について、新車販売台数<sup>3</sup>を見ると冒頭でも述べたとおり、3月前月比 26.1%、4月 17.0%と2ヶ月連続で二桁減を記録した後、供給制約の緩和により5月は25.5%と反転した。4月までの落ち込みにより4~6月期は前期比での大幅減少が不可避だが、7~9月期には増加へ転じる見込みである。

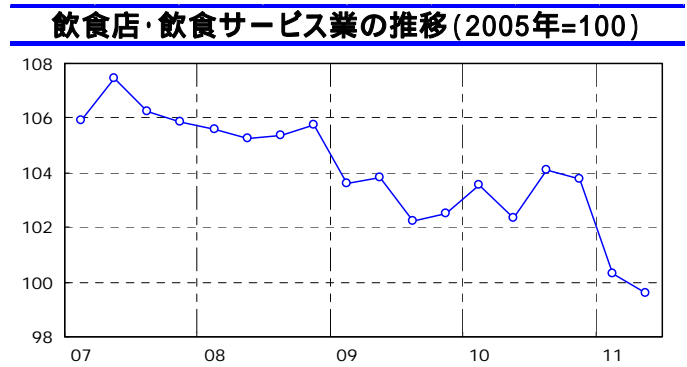
一方、サービス消費の戻りは未だ緩慢である。5月の景気ウォッチャー調査の水準判断DIを見ると、小売関連に比べてサービス関連の回復が明らかに遅れている。中立50に対し小売関連(自動車販売を含む)は34.0まで回復したが、飲食関連は23.1、旅行・交通関連は23.3の低水準に留まる。比較的回復の早いレジャー施設<sup>4</sup>も33.6と小売関連並みである。

実体指標も概ね同様の動きを示している。「飲食店及び飲食サービス業<sup>5</sup>」の売上高は大震災を受けた自粛や計画停電などを受けて3月に前月比▲12.2%と急減した後、東京電力管内での計画停電終了や物流改善により店舗営業が正常化したことから4月は8.1%と大きく持ち直した。しかし、4月水準は1~3月期平均をなお0.8%下回っている。また旅行関連も、邦人の海外旅出国が4月に前年比▲75.6%(3月▲12.2%)と急減、JR各社の鉄道営業収入も低迷が続いた。被災地を含むJR東日本が5月前年比▲5.8%(4月▲17.4%)と減少、九州新幹線開業の恩恵を受けたJR西日本こそ5月に0.5%(4月▲1.8%)と若干のプラス圏へ転じたものの、東京へ向かうビジネス客の減少もあってJR東海の新幹線は5月も▲8%(4月▲14%)と前年同月を大きく割りこんでいる。

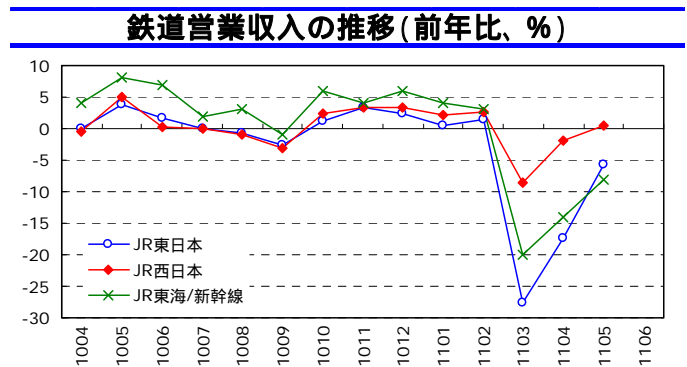
以上の動きを踏まえると、自動車販売やサービス消費の落ち込みを受けて、4~6月期も個人消



(出所)内閣府 景気ウォッチャー調査



(出所)経済産業省



(出所)JR各社

<sup>3</sup> 小売業販売の自動車とは概念が一致しない。  
<sup>4</sup> 但し、レジャー施設は実体指標では改善が鈍い。映画館の売上高は3月前年比▲18.1%→4月▲25.6%。遊園地・テーマパークは3月▲49.9%→4月▲49.9%。  
<sup>5</sup> 第三次産業活動指数ベース。但し、4月は当社試算。

費は大幅減少が避けられない。その後、自動車販売の反転増加等を受けて7~9月期からは緩やかな拡大に転じる見込みである。但し、サービス消費の戻りが鈍いため、拡大ペースは当面緩慢なものに留まる可能性が高い。

(6)在庫投資の圧縮は止まる

1~3月期に在庫投資は年率換算で2.6兆円も圧縮され、実質GDP成長率を前期比で0.4%Pt押し下げた。大震災を受けたサプライチェーン途絶などにより生産が停止する下で供給責任を果たすために企業が製品並びに原材料在庫などを取り崩したほか、被災地への石油製品供給徹底と供給不安解消のために石油の民間備蓄義務が引き下げられたためである。

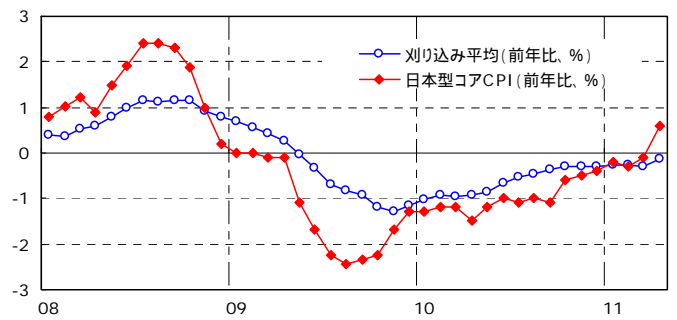
4~6月期には生産活動の回復に伴って、少なくとも在庫投資の圧縮は止まる可能性が高い。大震災を受けた石油製品の民間備蓄義務引き下げも5月20日で既に終了した。但し、供給責任を果たすために企業は出荷を優先せざるを得ず、在庫復元にまで動く余裕はないだろう。当社では、4~6月期の在庫投資がゼロ程度に留まると見込んでいる。但し、在庫投資がゼロとなるだけで4~6月期の成長率は前期比0.5%Ptも押し上げられる。

(7)4月CPIプラス転化もデフレ脱却は遠く

2011年4月の全国消費者物価指数は、生鮮食品除く総合(日本型コア)が前年比0.6%となり、2009年2月以来初めてマイナス圏を脱した(プラスは2008年12月の0.2%以来)。食料・エネルギーを除く総合(米国型コア)も▲0.1%(3月▲0.7%)までマイナス幅が縮小している。当社がインフレ率のトレンド的な動きを把握するために、価格変動の大きな品目を除いて試算している「刈り込み平均CPI前年比」も3月0.3%が4月は0.1%へ縮小した。

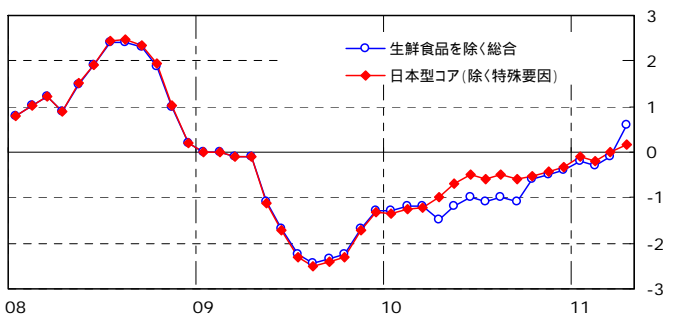
4月日本型コアの前年比大幅プラスは、昨年4月からの高校授業料無償化による0.5%Pt程度の押し下げが一年を経て消えたことに加え、エネルギー価格の大幅上昇が影響した。エネルギー価格は4月に前年比7.3%上昇し(3月6.3%)、日本型コアを0.6%Ptも押し上げている。原油価格下落を受けてゴールデンウィーク明けからガソリン価格は幾分低下しているが(4/25週152.7円/リットル→6/6週147.6円)、原油価格などの上昇が制度上ラグをもって反映される電気料金が上昇を続けるため(東京電力・一般家庭で4月6315円→5月6390円→6月6474円)、当面はエネルギー価格がCPIを大きく押し上げる構造は継続すると見

刈り込み平均CPIの推移



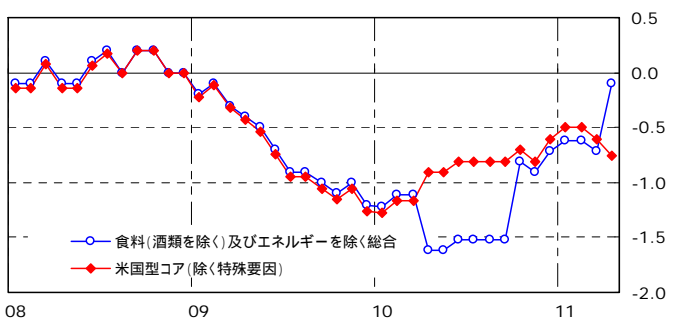
(出所)総務省

日本型コア(前年比, %)



(出所)総務省

米国型コア(前年比, %)



(出所)総務省



込まれる。

押し上げ側の特殊要因が残る

高校授業料無償化の影響は消えたものの、4月のCPIは二つの点で未だ実力ベースとは言い難く、日本経済のデフレ脱却が視野に入ったとはとても言い難い。第一は、昨年10月以降の特殊要因であるたばこ税と傷害保険料の引き上げによる押し上げが日本型コアで0.4%Pt程度残っていることである。この特殊要因を除けば、日本型コアが前年比0.2%（3月0.0%）、米国型コアは0.8%（3月0.6%）となる。特に食料（日本型コアに対する寄与度は3月▲0.2%Pt→0.0%Pt）とエネルギーによる押し上げの含まれない米国型コアではマイナス幅が拡大させている。これは、価格弾力性の低い生活必需品の価格上昇が、その他の製品に対する需要を押し下げ、需給バランスの変化を通じて価格下落に繋がったことを意味する（加えて自粛も影響した）。日本全体で見れば需給は未だ極めて緩和的と言えるだろう。

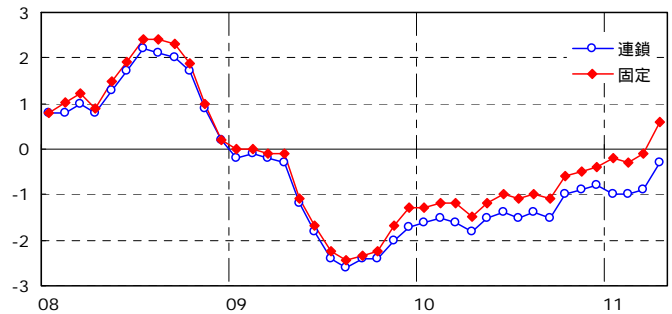
2010年基準改定の影響

第二に、8月に予定されている2010年基準への改定の影響も考慮する必要がある。基準改定により日本型コア前年比は0.6%Pt程度下方修正されると当社では予想<sup>6</sup>している。食料や原油価格等の動向に左右される部分が大きいため正確な予想は難しいが、2005年基準の日本型コアは夏場に前年比0.7%前後の上昇が見込まれるため、基準改定後2010年基準でも日本型コアは0.1%程度と若干のプラスを確保する見通しである。但し、10月には第一で述べた制度要因による押し上げ0.4%Ptが一年を経て剥落し、再び若干のマイナスへ転落する可能性が高い。なお、基準改定の影響を既にある程度織り込んでいる「連鎖指数」と現行の正式系列「固定基準年指数」の格差は4月時点で0.9%Ptまで拡大しており、授業料無償化によるウェイト変更分の未反映要因0.3%Ptを割り引けば、0.6%Ptと当社想定に概ね一致する。繰り返すことになるが、4月の日本型コアの大幅プラスをもって、デフレ脱却の動きとして論じるのは時期尚早である。

大震災で食料価格などが急上昇

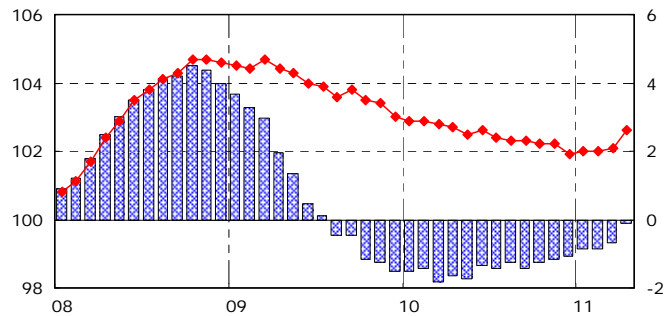
4月CPIで注目されたのは日本型コアの前年比プラス転化に加えて、大震災による買い溜めの影響である。4月は食料（除く生鮮食品）の価格が3月前年比0.7%から0.1%へ大幅にマイナス幅を縮小した。こうした動きには、大震災の影響のみならず世界的な食料価格上昇の動きも含まれ、両者を峻別することは難しい。但し、少なくとも鶏卵（5.6% 15.6%）や牛乳・乳製品（1.1% 0.3%）、ミネラルウォーター（4.8%

日本型コアの固定基準年と連鎖方式（前年比、%）



(出所)総務省

生鮮食品を除く食料（前年比、%）



(出所)総務省

<sup>6</sup> 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。

0.9%)などの値上がりについては、大震災の影響が大きいと判断できる。前述のとおり、食料の日本型コアに対する寄与度は3月▲0.2%Ptが4月は0.0%Ptに縮小した。買い溜めの一巡により5月以降の食料品価格は沈静化に向かい、日本型コアに対する寄与度も再びマイナス幅が拡大すると見込まれる。但し、小麦製品値上げ<sup>7</sup>の影響等により6~7月から再び食料価格は上昇基調が強まる可能性がある。

### 3. 金融政策：追加緩和は封じられた

西村副総裁は4月28日の会合において「企業や家計のマインドが更に悪化し、実体経済への悪影響が強まるリスクが高まっている」との理由で、現行40兆円の基金を5兆円増額し45兆円とする追加緩和提案を行い、副総裁を除く全員の反対により否決された。それから半月ほどを経た5月19~20日の決定会合でも、西村副総裁は同様の提案を継続すると市場では考えられていた。しかし、追加緩和提案はあっさり取り下げられてしまった。加えて、4月会合で西村副総裁と同じく緩和の必要性を指摘していたもう一人の緩和派<sup>8</sup>も霧消した。

西村副総裁が追加緩和を提案した前回4月28日会合から5月会合までの間に新たに明らかとなった事実はそれほど多くなく、撤回の理由を想像するのは難しくない。要はマインドの改善により、需要サイドの下振れリスクが遠のいたと、西村副総裁が考えたということである。4月景気ウォッチャー調査では現状判断DIが底這いだったが先行き判断DIは大幅に改善し(6月公表の5月調査では現状判断DIも改善)、機械受注では4~6月期の民需増加見通しが示された。また、ReutersやQUICKが行っている月次の企業景況感調査も改善に向かった。こうしたデータをもって、西村副総裁はマインド改善と判断したのだろう。

しかし、である。大震災後のショック状態にあったマインドが、その後改善に向かうのは、至極当たり前のことに過ぎない。企業は商売をするために復旧へと動き、家計も生活のために顔を上げて将来を見つめ始める。大震災などの極めて大きなショックの直後よりも、その後のマインドが悪化するなどあり得ない。もし、そうした事態が生じれば、前代未聞である。問題は、方向ではなくテンポや水準である。景気ウォッチャー調査や企業景況感調査は確かに改善したが、未だ十分とは言えず、本稿で既に述べたように4~6月期もマイナス成長は続く可能性が極めて高い。そこを、更に政策により後押しする必要は否定されないだろう。

何よりも問題なのは、大震災から2ヶ月というタイミングで西村副総裁が提案を撤回したことにより、将来も含めて追加緩和の道は基本的に閉ざされた点である。6月9日の日本経済新聞は、日本銀行が6月の決定会合において景気判断を上方修正する方針と報じている。景気判断の上方修正は、方向としては正しく、当社も首肯するものである。しかし、自らの過ちを基本的に認めない官僚組織と同様の性向を有する中央銀行が、景気判断を上方修正する一方で追加緩和に動くのは極めて稀である。早

<sup>7</sup> 輸入小麦の売渡価格を政府が4月から18%引き上げている。これを受けて小麦粉などの価格も6~7月から引き上げられる。

<sup>8</sup> 4月28日の決定会合議事要旨では「別のある委員は、経済物価の見通しを踏まえると追加緩和の必要性は高まっているとの認識を示したうえで、現在は、以下の点を更に点検しながら、具体的な措置やタイミングを見極めていくことが重要であると述べた。すなわち、この委員は、検討の視点として、市場規模の制約等を踏まえたリスク性資産の買入余地、全体として効果を発揮している包括緩和における各措置の効果とその波及経路、非伝統的手段の持つ副作用、効果発現ラグを踏まえた効果的な政策実施時期などを指摘した」と記載されている。

いタイミングでの追加緩和を否決済であれば、尚更であろう。

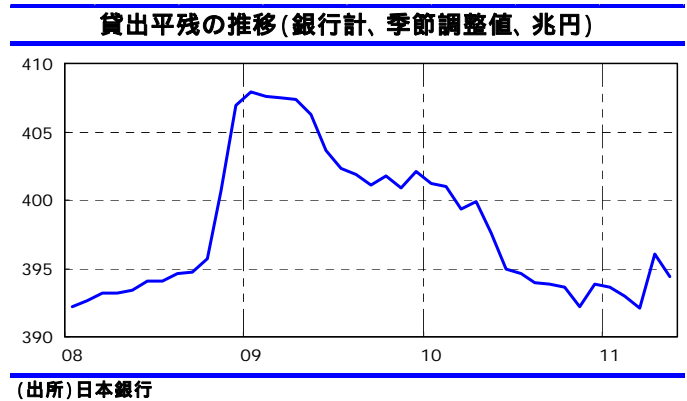
もちろん、日本銀行は、①大震災後の経済変化に応じて「成長基盤強化の支援」を修正・拡充し、また②現時点では 10 月迄に受付期間が限られている「被災地金融機関支援オペ」の増額や期間延長を 2011 年内に行うだろう。しかし、そこまでである。基金増額などの緩和措置は期待できない。

**4. トピックス：震災後の銀行貸出動向**

日本銀行の公表している資金需要動向によると 4 月の貸出平残（銀行計）は前年比▲1.0%となり、3 月の▲1.8%から減少幅が大きく縮小した。貸出残高は季節性が大きいため、季節調整値を試算すると、3月対比で 4 兆円程度の増加、前月比は 1.0%となる。こうした貸出増加の背景には東日本大震災がある。東日本大震災に伴い、販売減少や企業間信用の停滞などが生じたため資金繰りが悪化、それを埋め合わせるために借入需要が拡大したのである。

こうした短期的な資金需要が、大震災による設備復旧に伴う長期的な資金需要へと転化し、銀行借入の減少トレンドが変化するとの見方を示す向きも一部にはあった。しかし、実際には 5 月の銀行貸出は、早くも季調値前月比で 0.4%、実額で 1.6 兆円の減少に転じた。前年比では 4 月▲1.0%→5 月▲0.8%と減少幅が縮小したが、これは前年の裏に過ぎない。震災需要で 5 月も銀行貸出は減少幅を縮小したとの認識はミスリーディングであり、震災に伴う資金繰り資金需要は既に 5 月から剥落を始めている。

こうした資金需要の減少は、稼働率上昇や金融市場の正常化に伴う、当然の事態であろう。加えて、企業の潤沢なキャッシュフローを考えれば、設備復旧に伴う資金は外部調達ではなく、基本的には手許資金で賄われる可能性が高い。（電力会社向けの緊急融資分を除けば）大震災を経ても、銀行貸出の減少トレンドに変化はなさそうである。



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、伊藤忠経済研究所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。