

日本経済情報 2011年8月号

Summary

【内容】

1. 経済見通し

(1) 4～6月期は3四半期連続のマイナス成長

(2) モメンタムは上向き、7～9月期は大幅なプラス成長に

(3) 日本経済の先行きを考えるためのポイント

(4) 成長率見通しは
2011年度 0.6%、
2012年度 2.2%、
2013年度 1.7%

2. 経済情勢分析

(1) 自動車牽引で生産は持ち直しもIT関連に不安

(2) 供給制約緩和で輸出は回復

(3) 個人消費はボラタイルな展開に

(4) 設備投資は増勢維持

(5) 被災地向けに公需が膨らむ

(6) 住宅投資は緩やかな増勢

3. トピックス:

2010年基準の消費者物価指数

2011年4～6月期の日本経済は前期比 0.3%、年率 1.3%と3四半期連続のマイナス成長を記録した。但し、大震災による急激な落ち込みから日本経済が持ち直しへ転じつつあることを反映し、成長率のマイナス幅は1～3月期年率 3.6%や2010年10～12月期の 2.5%から大きく縮小している。

7～9月期については輸出や個人消費の持ち直しを受けて大幅なプラス成長がほぼ確実である。鉱工業生産も大幅に増加する。

10～12月期以降の日本経済を考える上では、3つの重要なポイントがある。第一は海外経済の動向であり、先進国経済の減速は不可避だが、新興国主導により、緩やかな成長は続くと当社では判断している。第二は、円高である。円高は、価格競争力を削ぐことで実質輸出を押し下げのみならず、国内での電力供給や電力コスト上昇に対する懸念と相俟って、従来以上のペースでの海外移転を促し、国内設備投資を抑制する。第三は、政策要因である。復興事業の切れ目ない実施のためには第三次補正予算の早期成立が不可欠だが、現在の政府・与党の状況を踏まえれば、補正予算の成立が遅れる可能性は否定できない。また、復興事業の財源を確保するための負担増についても、経済に過度な負担が及ばないような配慮が必要である。

当社では成長率見通しを2011年度について0.6%で据え置く一方、2012年度は従来の2.5%から2.2%へ引き下げる。なお、2013年度は1.7%予想である。2012年度についての見直し下方修正は、大幅な円高進行が輸出や設備投資等に及ぼす悪影響を勘案したためである。

2010年基準CPI統計に基づく日本型コアCPI上昇率予想は2011年度 0.3% 2012年度 0.6% 2013年度 0.0%である。当社では2013年度後半にコアCPI前年比がプラス圏に復帰すると予想している。そのため、2013年10月に示す展望レポートにおいて2014年度もしくは2015年度にコアCPI上昇率が中長期の物価安定の理解の中心値である1%に近づくとの見通しを示すことで、日銀は早ければ2013年10～12月期にも利上げへ踏み切る可能性があるだろう。

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) 4~6月期は3四半期連続のマイナス成長

2011年4~6月期の日本経済は前期比 0.3%、年率 1.3%と3四半期連続のマイナス成長を記録した。但し、大震災による急激な落ち込みから日本経済が持ち直しへ転じつつあることを反映し、成長率のマイナス幅は1~3月期年率▲3.6%や2010年10~12月期の▲2.5%から大きく縮小している。

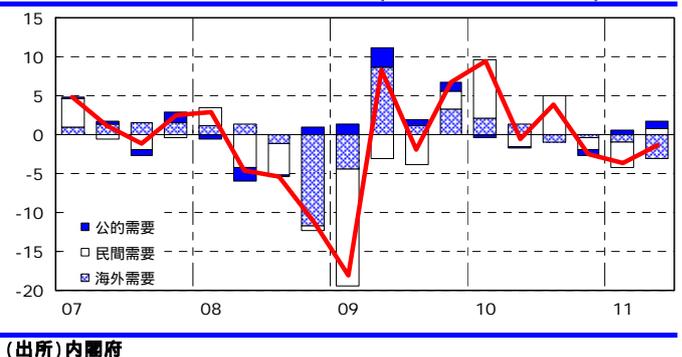
4~6月期マイナス成長の主因は、言うまでもなくサプライチェーン途絶に伴う輸出急減である。自動車セクターを中心に供給制約が生じたため、4~6月期の輸出は前期比▲4.9%（1~3月期0.0%）と、金融危機で急減した2009年1~3月期の▲25.3%以来の大幅減少を余儀なくされ、輸出だけで実質GDP成長率を0.8%Ptも押し下げている。

輸出の落ち込みを相当程度補ったのは、国内需要とりわけ公需である。復旧投資等による公共投資増加（前期比3.0%）や被災地支援に伴う政府消費拡大（0.5%）を受け公需は前期比0.9%（1~3月期0.6%）と高い伸びを示し、成長率を0.2%Pt押し上げた。また民需も0.3%（1~3月期▲1.1%）と3四半期ぶりに拡大、成長率を0.2%Pt押し上げているが、そのうち0.3%Ptは在庫投資の寄与である。在庫投資の大幅押し上げ寄与は、1~3月期に生じた大震災に伴う在庫取り崩しという特殊要因が4~6月期に剥落したために生じている。

在庫以外の民間最終需要では、個人消費が前期比0.1%（1~3月期0.6%）と概ね下げ止まった。震災後の食料品等買い溜めの反動から非耐久財は

▲2.4%（1~3月期2.7%）と大幅な反動減を余儀なくされ、旅行や外食の自粛によりサービス消費も▲0.4%（1~3月期▲1.0%）と2四半期連続の減少を記録した。一方、地デジ移行に伴う薄型テレビ購入や節電のためのエアコンや冷蔵庫購入が急増し、供給制約による自動車販売の低迷を補ったことから、耐久財消費が6.1%（1~3月期▲9.2%）と2四半期ぶりに増加、また節電のための夏物衣料等が好調で半耐久財消費も3.8%（1~3月期0.7%）と大きく伸びている。こうした耐久財消費や半耐久財消費の増加が、個人消費の落ち込みを緩和した。

実質GDP成長率の推移(前期比年率、%)



実質GDP成長率の推移

| 前期比,%,%Pt | 2010年 | | 2011年 | 2011年4~6月 | |
|--------------|--------|--------|--------|-----------|------|
| | 7~9月 | 10~12月 | 1~3月期 | 前期比 | 寄与度 |
| 実質GDP | 1.0 | ▲0.6 | ▲0.9 | ▲0.3 | |
| (前期比年率%) | 3.9 | ▲2.5 | ▲3.6 | ▲1.3 | |
| (前年比%) | 5.0 | 2.1 | ▲1.0 | ▲1.0 | |
| 国内需要 | 1.3 | ▲0.6 | ▲0.7 | 0.4 | 0.4 |
| 民間需要 | 1.7 | ▲0.6 | ▲1.1 | 0.3 | 0.2 |
| 個人消費 | 0.9 | ▲0.9 | ▲0.6 | ▲0.1 | 0.0 |
| 住宅投資 | 2.1 | 2.8 | 0.2 | ▲1.9 | ▲0.1 |
| 設備投資 | 1.1 | 0.1 | ▲1.4 | 0.2 | 0.0 |
| 在庫投資(寄与度) | (0.5) | (0.0) | (▲0.3) | | 0.3 |
| 公的需要 | ▲0.1 | ▲0.6 | 0.6 | 0.9 | 0.2 |
| 政府消費 | 0.5 | 0.4 | 0.9 | 0.5 | 0.1 |
| 公共投資 | ▲2.2 | ▲5.8 | ▲1.0 | 3.0 | 0.1 |
| 純輸出(寄与度) | (▲0.2) | (▲0.1) | (▲0.2) | | ▲0.8 |
| 輸出 | 0.7 | ▲1.0 | 0.0 | ▲4.9 | ▲0.8 |
| 輸入 | 2.6 | ▲0.6 | 1.5 | 0.1 | 0.0 |
| 名目GDP | 0.6 | ▲1.0 | ▲1.5 | ▲1.4 | |
| (前年比%) | 2.8 | 0.5 | ▲2.9 | ▲3.2 | |
| デフレーター(前年比%) | ▲2.1 | ▲1.6 | ▲1.9 | ▲2.2 | |

(出所)内閣府

他の民需項目では、民間住宅投資が、仮設住宅向けを優先したための資材不足や震災後の住宅建設手控えにより前期比▲1.9%（1～3月期0.2%）と4四半期ぶりに減少した。一方、設備復旧のための投資増加により民間企業設備投資は0.2%（1～3月期▲1.4%）と小幅ながらも増加に転じている。

(2) モメンタムは上向き、7～9月期は大幅なプラス成長に

こうした持ち直しの動きは月次指標において更に鮮明である。代表的なのは鉱工業生産である。3月11日の東日本大震災によって生じた設備毀損やサプライチェーン途絶、電力供給制約を受けて鉱工業生産は3月に前月比▲15.5%と史上最大の落ち込みを記録した。しかし、従業員等による不断の努力で設備復旧が早期に進み、電力供給制約も緩和されたことから翌4月からは持ち直しに転じた。4月に前月比1.6%と小幅増加に転じた後、サプライチェーン途絶の影響が甚大であった自動車セクターの生産本格再開を受けて5月6.2%、6月3.8%と急ピッチで生産水準は回復している。

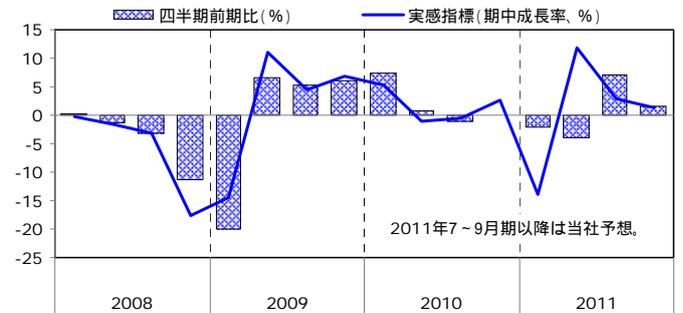
こうした急ピッチの生産回復にも関わらず、4～6月期の生産が前期比▲4.0%と大幅減産になるのは、言うまでもなく3月の急減により発射台が低いためである。そこで企業側の実感を押し量るために前四半期の最終月から今四半期の

最終月にかけての変化率（期中成長）、4～6月期で言えば3月から6月の変化率を算出してみる。この実感指標は2010年10～12月期に2.7%とやや持ち直しの兆しを見せた後、大震災により2011年1～3月期に14.0%と急激に落ち込んだが、4～6月期は12.0%と大幅なプラスに転じている。これが企業の実感に近い動きであり、景気ウォッチャー調査などに示される景況感の急速な回復とも整合的と言える。

ただ、注意すべきは急速なピックアップ局面は既に終わりつつある点である。当社では、鉱工業生産が4～6月期前期比▲4.0%の後、7～9月期は7.2%と大幅増加に転じると予想しているが、これはモメンタム指標の4～6月期12.0%を踏まえれば当然の動きである。しかし、実感指標は7～9月期に3.0%へ急減速する見込みである。従って鉱工業生産の前期比も10～12月期以降は急速な鈍化が避けられない。

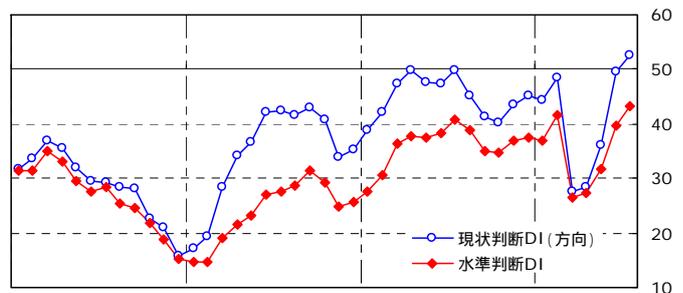
こうした月次のモメンタム変化は、実質GDP成長率の先行き予測にも当てはめることができる。日本に公式の月次GDPはないが、鉱工業生産を月次GDPの代理指標とすれば、4～6月期モメンタム指標の大幅上昇を受けて、7～9月期には当然に高成長が見込まれるが、10～12月期以降の成長率は急速に低下すると考えられる。

鉱工業生産の推移と企業の実感



(出所) 経済産業省

景気ウォッチャー調査の方向と水準 (中立 = 50)



(出所) 内閣府

(3)日本経済の先行きを考えるためのポイント

10～12月期以降の日本経済を考える上では、3つの重要なポイントがある。

第一は、海外経済の動向である。欧米を中心に先進国は2011年前半に予想以上の景気減速を示した。2011年後半は多少の持ち直しが期待されるが、2011年通年での成長率予想は下方修正が避けられず、既に米国では追加の金融緩和措置が講じられた。当社でも米国経済の2011年成長率予想を1.7%まで引き下げている¹。一方、新興国ではインフレ抑制に向けた金融政策の修正が進みつつある。未だインフレ沈静化への緒さえつかめない国もあるが、最近の原油価格下落が寄与し、中国やブラジルを含む多くの国では中期的なインフレ沈静化が期待できる状況に入りつつあり、引き締め方向の政策変更を休止する中央銀行も目立ち始めている。先進国経済の減速は多くの新興国にとって海外需要の減少に繋がるが、インフレ沈静化の下で内需の拡大を確保できれば失速に至ることはないだろう。当社では、先進国経済の減速を踏まえ、世界経済の2011年成長率予想を従来の4.1%から3.9%へ引き下げたが、緩やかな景気拡大が続くとの見通しは変更せず、2012年については再び4%台の成長を確保すると考えている。

世界経済の予想(暦年,%)

| | 実績 | | | 予想 | | |
|------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
| 世界 | 2.9 | ▲ 0.5 | 5.0 | 3.9 | 4.2 | 4.2 |
| 米国 | 0.0 | ▲ 2.6 | 3.0 | 1.7 | 2.7 | 2.6 |
| ユーロ圏 | 0.4 | ▲ 4.1 | 1.7 | 1.6 | 1.1 | 1.6 |
| 日本 | ▲ 1.2 | ▲ 6.3 | 4.0 | ▲ 0.2 | 2.3 | 1.8 |
| (年度) | (▲ 4.1) | (▲ 2.4) | (2.3) | (0.6) | (2.2) | (1.7) |
| 中国 | 9.6 | 9.2 | 10.3 | 9.1 | 8.3 | 8.1 |

(資料)各国政府、IMF

第二は、円高である。2011年度に入り、既に5円を超える円高(変化率では6%)が進行し、現在は1ドル76～77円程度と、多くの輸出企業の想定レートとされる80円を大きく上回る水準で推移している。こうした円高は輸出企業の価格競争力を削ぐことで、実質輸出(輸出数量)を押し下げ、海外経済拡大の恩恵を得る機会を奪う。加えて、国内での電力供給や電力コスト上昇に対する懸念がある下では、円高が従来以上のペースでの海外移転を促し、国内設備投資を抑制することにも繋がる。

なお、Fedが8月のFOMCで時間軸強化により2013年半ばまでのFF金利据え置きを示唆したこともあり、円安基調への明確な転換が早期に訪れることは期待し難い。

第三は、政策要因である。東日本大震災からの復興に向け、漸く7月29日に「復興基本方針」が策定された。復興事業の事業規模は19兆円とされ、既に第一次補正予算や第二次補正予算で計上された6兆円の復興事業を除き、13兆円が復興投資などに充てられる。また政府は、当初5年間を「集中復興期間」と位置づけ、集中的に資金を投入、一日も早い復旧・復興を目指すとしている。

しかし、基本方針は施策について網羅的に掲げるに留まり具体性を欠く。第一次補正予算等による復興事業の執行が2011年内で一巡することを考えれば、復興基本方針を具体化した第三次補正予算を早期に策定し2012年初めから切れ目なく執行していくことこそが重要である。政府・与党は9月中の第三次補正予算の提示・早期成立を目指すとするが、現在の政府・民主党の状況で早期成立など望

¹ 詳細は2011年8月15日付「米国経済情報2011年8月号(新しい米国経済及び金融政策の見通し)」

むべくもないだろう。第三次補正予算の成立が年末までずれ込めば、予算成立から執行までのタイムラグもあり、復興事業は多くが2012年度にずれ込み、2012年1~3月期に空白期間が生じてしまう。

政策要因としては、復興事業の財源に充当される国民負担の増加も焦点となる。基本方針は「歳出の削減、国有財産売却のほか、特別会計、公務員人件費等の見直しや更なる税外収入の確保及び時限的な税制措置により13兆円程度を確保する」とした上で「歳出削減及び税外収入の増収により確保される財源を3兆円程度と仮置き」するともしており、「時限的な税収措置」つまり増税により10兆円程度の財源を確保する方針と考えられる。しかし、その増税の具体策については税制調査会に委ねるに留まり、現時点で詳細は示されていない。いずれにしろ、今後は子ども手当見直しや社会保障のための消費税増税など様々な負担増が予定されており、負担増と歳出見直しのバランス再考や一時期に負担が集中しない旨の配慮等、日本経済に過度な負荷が及ばないような配慮が必要だろう。

(4)成長率見通しは2011年度0.6%、2012年度2.2%、2013年度1.7%

成長率見通しを2011年度については0.6%で据え置く一方、2012年度については従来の2.5%から2.2%へ引き下げる。なお、2013年度は1.7%と予想する。(2)で示した回復モメンタムの強まりは当社想定を若干上回り、2011年7~9月期については従来予想の年率7%を若干上回る8%程度の成長が期待できるが、逆に10~12月期以降については海外経済や為替動向により逆に下押し圧力が強まっている。両者は概ね相殺し合うため、2011年度成長率予想については従来通り0.6%で据え置く。一方、2012年度については、(3)で指摘した懸念材料等、特に想定を上回る円高進行を考慮し、予想を若干引き下げた。

インフレ率については、2010年基準CPIへの移行に伴う前年比の大幅な下方修正と原油及び為替動向を踏まえ、日本型コアCPI上昇率予想を従来の2011年度0.5%、2012年度0.3%から今回2011年度0.3%、2012年度0.6%へ大幅に引き下げている（2010年基準CPIへの移行については後述）。なお、当社では2013年度のインフレ率を前年比ゼロと予想しており、四半期ベースでは、2013年度後半にコアCPIはプラス圏に復帰する。そのため、2013年10月に示す展望レポートにおいて2014年度もしくは2015年度にコアCPI上昇率が中長期の物価安定の理解の中心値である1%に近づくとの展望を示すことで日銀は早ければ2013年10~12月期にも利上げへ踏み切ると考えられる。なお、Fedが8月のFOMCにて2013年半ばまでFF金利据え置くとの時間軸を示しており、日銀の利上げはFedに若干遅れるタイミングとなる可能性が高い。

日本経済の推移と予測(年度)

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--------------|-------|--------|-------|-------|
| 前年比,%,%Pt | 実績 | 予想 | 予想 | 予想 |
| 実質GDP | 2.3 | 0.6 | 2.2 | 1.7 |
| 国内需要 | 1.5 | 0.9 | 1.4 | 1.3 |
| 民間需要 | 2.0 | 0.7 | 1.6 | 1.6 |
| 個人消費 | 0.8 | ▲0.2 | 0.7 | 1.1 |
| 住宅投資 | ▲0.3 | 1.8 | 3.1 | 3.2 |
| 設備投資 | 4.2 | 2.0 | 4.2 | 3.0 |
| 在庫投資(寄与度) | (0.5) | (0.3) | (0.1) | (0.0) |
| 政府消費 | 2.2 | 1.1 | 0.9 | 1.4 |
| 公共投資 | ▲10.0 | 5.3 | 0.4 | ▲5.1 |
| 純輸出(寄与度) | (1.3) | (▲0.2) | (0.8) | (0.5) |
| 輸出 | 17.0 | 2.3 | 8.1 | 6.2 |
| 輸入 | 11.0 | 5.2 | 4.2 | 4.7 |
| 名目GDP | 0.4 | ▲1.2 | 1.2 | 1.0 |
| 実質GDP(暦年ベース) | 4.0 | ▲0.2 | 2.3 | 1.8 |
| 鉱工業生産 | 9.0 | 0.4 | 5.8 | 3.4 |
| 失業率(%、平均) | 5.0 | 4.8 | 4.5 | 4.2 |
| 経常収支(兆円) | 16.1 | 9.0 | 13.5 | 14.4 |
| 経常収支(GDP比,%) | 3.4 | 1.9 | 2.8 | 3.0 |
| 消費者物価(除く生鮮) | ▲0.8 | ▲0.3 | ▲0.6 | 0.0 |

(資料) 内閣府、経済産業省、総務省等より当社作成。

2. 経済情勢分析

(1)自動車牽引で生産は持ち直しも IT 関連に不安

東日本大震災による経済の落ち込み、並びにその後の持ち直しの起点となったのは鉱工業生産である。

既に述べた通り、鉱工業生産は月次ベースでは4月前月比1.6%→5月6.2%→6月3.8%と持ち直しの動きを辿った。しかし、3月の▲15.5%もの落ち込みが響き、4~6月期の鉱工業生産は前期比▲4.0%と4四半期連続の減少を余儀なくされた。業種別に動きを見ると、最大の押し下げ寄与はサプライチェーン途絶の悪影響を大きく受けた自動車セクター（輸送機械工業除く船舶・鉄道車両）であり、4~6月期に前期比▲18.0%（1~3月期▲7.8%）と2四半期連続で大幅に減少、鉱工業生産全体を▲2.5%Ptも押し下げている。なお、月次では5月前月比43.0%、6月23.0%と大幅増産に転じている。

次にマイナス寄与が大きいのはIT・デジタル関連であり、川上の電子部品・デバイス工業は前期比▲15.4%（1~3月期6.1%）、川下の情報通信機械工業も▲13.5%（1~3月期▲16.3%）と大きく落ち込み、2業種で鉱工業生産全体を

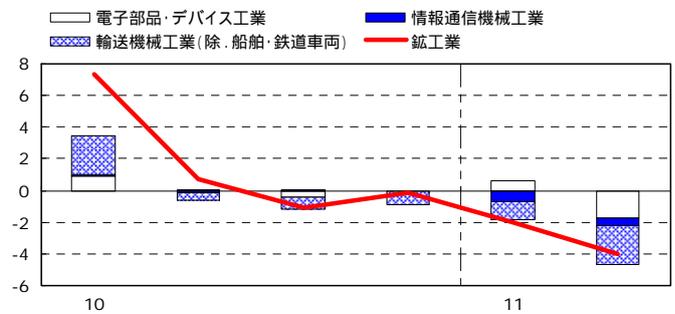
▲2.2%Pt押し下げている。こうしたIT・関連の減産にもサプライチェーン途絶は影響したが、寧ろ世界的なIT需要鈍化による在庫調整の色彩が濃い。かつ在庫調整は、在庫率の高止まりや半導体価格の低迷が示すように未だ現在進行形であり、同セクターについては2011年後半も大幅な持ち直しは難しい。

大震災に伴う設備毀損に加え、川下に位置する自動車やIT・デジタル関連の減産も響き、素材セクターも4~6月期は、鉄鋼業▲9.5%、化学工業（除く医薬品）▲2.1%など多くが減産となった。

逆に大震災にも関わらず、好調を維持したのは設備投資向けの資本財を生産する一般機械工業である。4~6月期は前期比5.3%（1~3月期▲0.1%）の大幅増産である。但し、資本財輸出の先行指標として位置づけられる機械受注統計の外需が4~6月期に大幅減少、7~9月期も減少継続が予想されている。足元の受注減は上述のIT・デジタル関連の低迷に伴う半導体や液晶パネル製造装置の発注減少が主因であり、低迷が資本財全体に広がっている訳ではないが、今後の動向には注意が必要であろう。

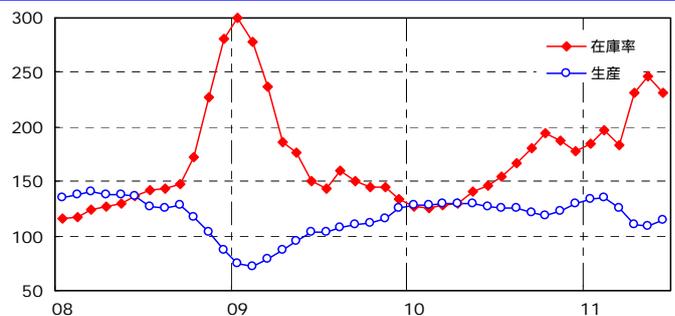
4月以降の持ち直しが反映されるため、7~9月期の鉱工業生産は大幅増加が確実であり、当社では前期比7.2%の増加を予想している。しかし、自動車生産の回復が夏場で概ね一巡することもあり、10~12月期には増加率は1.5%へ大幅に鈍化する見込みである。

鉱工業生産の推移と主要業種の寄与(前期比、%、%Pt)



(出所) 経済産業省

電子部品・デバイス工業の生産と在庫率(2005年=100)



(出所) 経済産業省

(2) 供給制約緩和で輸出は回復

通常であれば、鉱工業生産変動の原因として、需要である輸出が分析される。しかし、大震災に伴い生じたのは供給制約であったため、2011年度前半における波及経路は寧ろ生産から輸出である。

鉱工業生産の減少を受けて、4～6月期の実質輸出（当社試算、貿易統計を実質化）は前期比 7.3%（1～3月期 0.9%）の大幅な落ち込みを記録した。品目別動向を見ると、4～6月期に輸出全体を大きく押し下げたのは、当然ながら自動車が主力の輸送用機器である。前期比▲16.4%と急減し、輸出全体に対し▲3.4%Pt もの下押し寄与となっている。但し、サプライチェーン復旧を受けて5月前月比 31.3%→6月 24.8%と足元では急回復している。なお、4～6月期における最大の減少率は、食料品の前期比 20.0%であり、放射能汚染に伴う海外の輸出停止が響いた。但し、食料品輸出のシェアは0.6%（2010年）しかないため、輸出全体に対する影響は極々軽微である。

輸送用機器に次いで押し下げ寄与が大きいのは電気機器であり、これも生産動向と一致する。電気機器輸出は4～6月期に前期比▲9.4%と二桁近くも減少、輸出全体を2.4%Pt押し下げた。

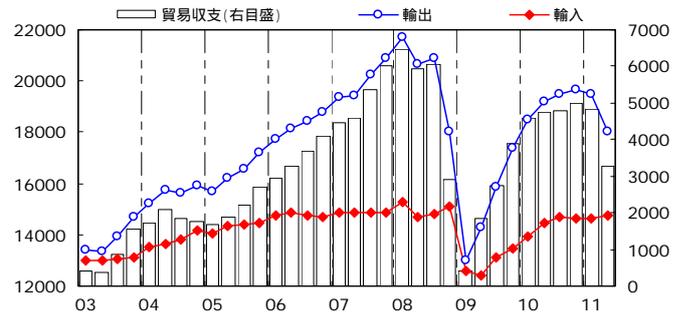
次に仕向け地別には、対アジア（1～3月期前期比1.6%→4～6月期▲9.2%）、対米国（1～3月期▲5.9%→4～6月期▲11.4%）、対EU（1～3月期3.7%→4～6月期▲6.1%）のいずれも低調だった。

しかし低迷の構図は、対アジアとそれ以外でやや異なる。対米国と対EUはサプライチェーン途絶に伴う輸送用機器の落ち込みが過半を占めており、7～9月期には急回復が見込まれる。一方、対アジアは輸送用機器以上に電気機器輸出が低迷した影響が大きい。鉱工業生産の項で指摘したように、IT・デジタル分野の在庫調整は未だ終了していないため、対アジア輸出の回復ペースは他の地域向けに比べ緩慢と考えられる。

なお、実質輸出の6月水準は4～6月期を7%も上回っており、鉱工業生産と同じく7～9月期には大幅増加を記録する見込みである。

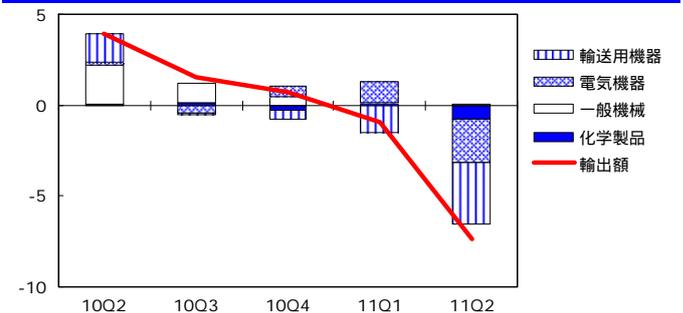
4～6月期の実質輸入は前期比0.7%（1～3月期0.0%）と2四半期連続でほぼ横ばいだった。国内工場停止に伴う代替輸入の増加が押し上げに寄与する一方で、国内生産減少に伴う生産財輸入の縮小と

実質輸出入の推移(10億円、季調値、2005年基準)



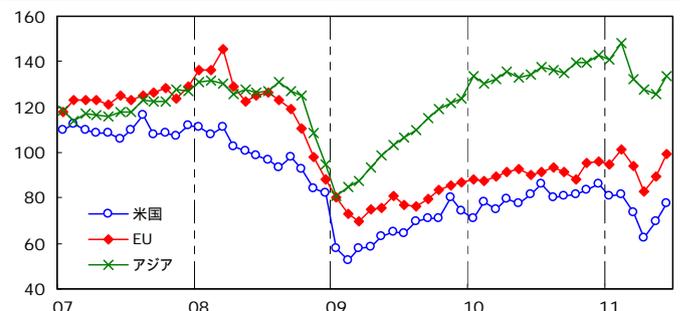
(出所)財務省、日本銀行

輸出総額(実質、前期比、%)



(出所)財務省、日本銀行

地域別実質輸出の推移(2005年=100)



(出所)財務省、日本銀行

国内消費低迷は輸入全体を下押しした。品目別動向を見ると、代替輸入は繊維製品（4～6月期前期比10.3%）と化学製品（7.9%）、食料品（5.9%）の大幅増加から確認できる。但し、多くの品目が5月以降は増勢がピークアウトしており、既に代替輸入は縮小へ向かっている。

原子力発電所停止に伴う火力発電代替に伴い、増加が予想された鉱物性燃料の輸入は4～6月期に前期比▲2.4%（1～3月期2.0%）と寧ろ減少した。但し、月次ベースでは徐々に水準を切り上げており、7～9月期には増加へ転じる見込みである。

(3)個人消費はボラタイルな展開に

生産や輸出と同様に、個人消費も月を追うごとに状況は改善している。但し、自粛行動に代表される消費者マインドの悪化も影響する点で、供給制約が落ち込みの主因であった生産や輸出とはやや異なる。そうした自粛は特にサービス分野に強く現れている。自粛の影響が残る下で、GDP統計ベースで4～6月期の個人消費が前期比▲0.1%（1～3月期▲0.6%）とほぼ下げ止まったのは、地デジ移行や節電に伴う特需の寄与が大きい。

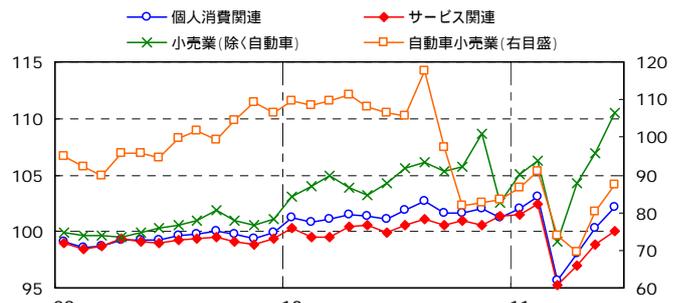
供給側統計（第三次産業活動指数）を用いて分野毎の動向を確認する。月次推移を見ると、いずれの分野も大震災の発生した3月に大きく落ち込み、その後反転上昇している。自動車のみ反転のタイミングが一月遅いのはサプライチェーン途絶で4月の工場操業がほぼ停止状態にあ

ったためである。直近6月を見ると、個人消費全体は震災前2月の水準を概ね回復したが、自動車以外の小売業が大幅上昇を示す一方で、外食や旅行などの回復が緩慢なためサービスは未だ低位に留まっている。小売業（除く自動車）の急回復には、前述の地デジ特需による薄型テレビやHDレコーダーの販売増加、節電特需による省エネ家電や夏物衣料、冷感商品の好調が寄与した。次に四半期データによる寄与度分解を見ると、月次動向の示唆通りに小売業（除く自動車）が押し上げに寄与する一方、サービスが押し下げに寄与したために、個人消費全体ではほぼ横ばいになったことが分かる。

ほぼ横ばいまで回復した個人消費だが、7～9月期以降はボラタイルな展開が予想される。まず、7～9月期の個人消費は大幅増加が見込まれる。地デジ特需と節電特需は大部分が7月までで一巡するため、小売業（除く自動車）は7～9月期に増加幅が大きく縮小する見込みである。一方、自動車小売業とサービス消費は急拡大が見込まれる。前者については、供給制約緩和による新車販売の持ち直しが続いている。また、サービス消費も夏休み入りした7月から海外旅行を中心に旅行需要が急回復した模様であり、共に7～9月期の個人消費を大きく押し上げる。

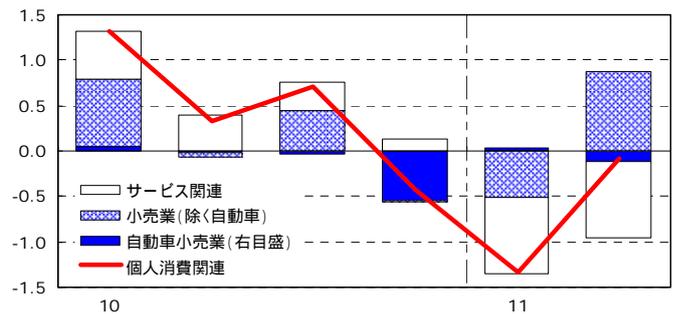
10～12月期には新車販売の増勢が一巡、特需要因も完全に剥落するため、個人消費は急減速する。サ

供給側統計から見た個人消費(2005年=100)



(出所)経済産業省

供給側統計から見た個人消費(前期比、%)



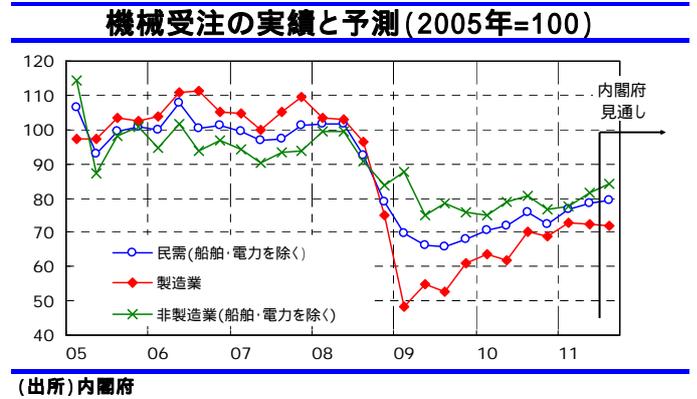
(出所)経済産業省

ービス消費の動向次第では前期比マイナスに転じる可能性もあるだろう。なお、エコカー減税が2012年春²で終了するため、1～3月期には自動車購入において再び駆け込み需要が生じる可能性がある。

(4) 設備投資は増勢維持

4～6月期の設備投資は前期比0.2%（1～3月期

1.4%）と小幅ながらも増加に転じた。二次推計に用いられる法人企業統計次第ではマイナスに改訂される可能性もあるが、周辺指標の動きから見て、下げ止まったと判断して間違いはないであろう。固定資本形成の一致指標³である投資財総供給（国内出荷＋輸入）は4～6月期に前期比3.5%と明確に増加している。



7～9月期も設備投資の増勢は維持される可能性が高い。設備投資の先行指標である機械受注は1～3月期5.6%、4～6月期2.5%と2四半期連続で増加、加えて7～9月期も増加が見込まれている。また前掲の投資財総供給の6月水準は4～6月期平均を7.3%も上回り、既に大幅なプラスのゲタを履いている。但し、2012年度以降については既に述べたように円高等を受けた海外移転加速の動きが、国内設備投資の抑制要因として働く可能性があるため、注意が必要と言える。

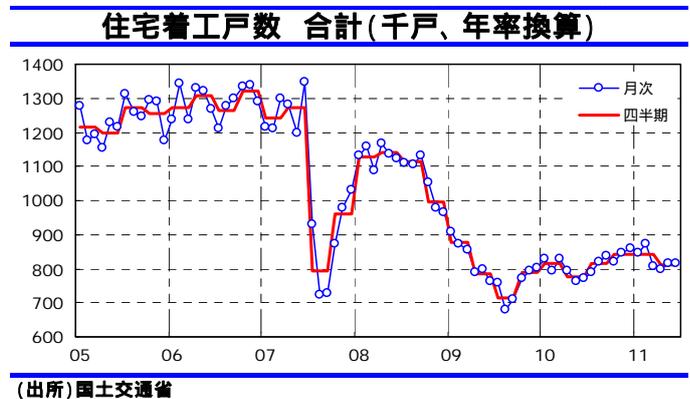
(5) 被災地向けに公需が膨らむ

4～6月期の公共投資は前期比3.0%（1～3月期▲1.0%）と6四半期ぶりに増加した。大震災に伴い休止されていた公共事業の再開に加え、第一次補正予算に盛り込まれた復興事業も徐々に顕現化してきたと推測される。先行指標である公共工事請負統計でも国からの発注が4月以降増加しており、7～9月期には公共投資の増勢が加速すると予想される。但し、第一次補正予算による復興事業は2011年内にはほぼ出尽くす見込みである。

災害復旧事業の拡大などを反映し、政府消費は1～3月期に前期比0.9%と極めて高い伸びを示した後、4～6月期も0.5%と増勢を維持した。但し、7～9月期以降は被災地派遣等の縮小を受け、政府消費は縮小する見込みである。

(6) 住宅投資は緩やかな増勢

民間住宅投資は4～6月期に前期比▲1.9%（1～3月期0.2%）と4四半期ぶりに減少した。仮設住宅向けの資材優先により生じた供給制約に加え、地震の影響を見極めたいとの思惑から住宅建設自体が手控えられた影響もある。資材面での供給制約は緩和されつつあるため、住宅投資は7～9月期に増加へ転じる可能性が高い。しかし、先行指標である住宅着工の持ち直しペー



² 取得税は3月31日の登録・届出迄、重量税は4月30日迄に新車登録及び初回の継続車検を受ける場合。

³ 公共投資や住宅投資も包含する。

スは引き続き緩慢であり、住宅投資の急回復は見込めない。2012年度にかけても極々緩やかな増勢に留まると見込まれる。

3. トピックス：

2010年基準の消費者物価指数

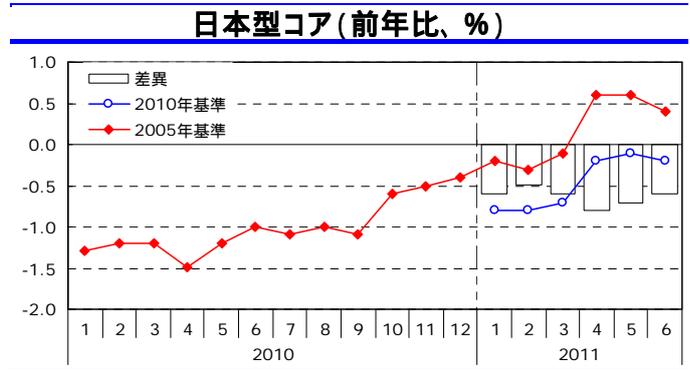
総務省は8月12日に2010年基準CPIを公表した。指数は2010年1月から、前年比は2011年1月から2010年基準CPIが正式系列となる。

2010年基準において日本型コア（除く生鮮）の最新2011年6月の前年比は0.2%となり2005年基準の0.4%から0.6Pt下方修正された。また、米国型コア（除く食料及びエネルギー）は▲0.8%と、2005年基準の0.1%から▲0.9Ptの下方修正である。

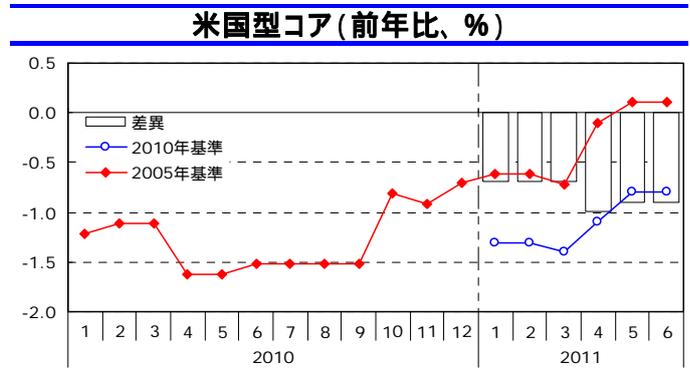
日本型コアの直近3ヶ月について下方修正幅を見ると4月▲0.8Pt→5月▲0.7Pt→6月▲0.6Ptであり、当社事前予想の4月▲0.90Pt→5月▲0.85Pt→6月▲0.79Ptに比べ、0.1~0.2Pt程度下方修正幅が小さい。「モデル式変更」や新たな品目の採用等が、当社予想からの乖離の原因と考えられる。

「モデル式変更」は、該当品目の前年比推移を2005年基準とは大きく異なるものにしてている。総務省が大きな変更があったと指摘する3品目、①携帯電話機（2011年6月前年比：2005年基準▲23.8%→2010年基準▲9.6%）、②外国パック旅行（9.7%→16.7%）、③持ち家の帰属家賃（▲0.3%→▲0.2%）について前年比推移を見ると、直近6ヶ月についてはいずれも2010年基準が2005年基準を上回っており、モデル式変更がCPI総合やコアの前年比を押し上げる方向に寄与したことが分かる⁴

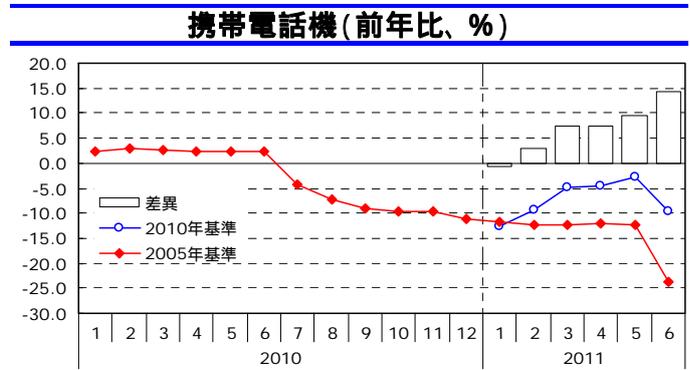
2010年基準CPIが示すのは「日本経済が未だデフレ脱却の入り口にさえ立っていない」との極



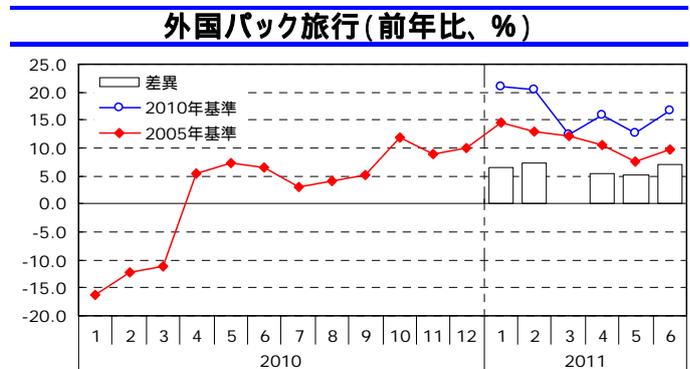
(出所)総務省



(出所)総務省



(出所)総務省



(出所)総務省

⁴ モデル式変更と同時に指数水準のリセットやウェイト変更も行われる。そのため品目がCPI総合に及ぼす寄与度はモデル式変更の影響とは逆方向になりうる。例えば、携帯電話機は前年比マイナス幅が▲23.8%から▲9.6%に縮小したが、ウェイトが14倍に拡大したため、CPI総合に及ぼすマイナス寄与は拡大した。

めて厳しい現実である。2005年基準では日本型コアが2011年4月から、米国型コアは5月からプラスに転じていたが、2010年基準ではいずれも一貫してマイナス圏に留まる。

CPIの基準改定によって、日本のインフレ動向に変化が生じるわけではない。しかし、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ース指数である。そのため、参照する消費構造を定期的に更新することが正確なインフレ動向把握には不可欠であり、5年毎の基準改定もデータ把握の適正化に他ならない。従って、従来の2005年基準に比べ、新しい2010年基準の方がより正しくインフレ動向を把握できると言える⁵。現実のインフレ動向に変化はないのだが、現実と我々の認識のズレが新基準ではより小さくなるのである。

従って、新しい2010年基準によるインフレ動向、つまり「日本経済は未だデフレ脱却の入り口にさえ立っていない」との認識に立脚し、金融・財政政策は立案・実行される必要がある。

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。

⁵ 基準年である2010年の消費構造が家電エコポイントによって歪められた可能性はある。