

日本経済情報 2011 年 10 月号

【内 容】

1. 金融市場の混乱と世界経済
- (1) ソブリン問題によるリスクオフ
- (2) 世界経済と日本経済のメインシナリオ

2. 問題含みの復興予算

- (1) 第 3 次補正予算と復興財源
- (2) 2012 年度予算概算要求
- (3) 抜け落ちる大胆な予算組替えの視点

3. 動かない金融政策

- (1) 金融政策は様子見が続く
- (2) 日本の金融政策の三つの問題
- (3) 10 月展望レポートの予想

4. 経済動向分析

- (1) 生産は急減速
- (2) 世界経済減速と円高が輸出を圧迫
- (3) 設備投資は緩やかな拡大傾向
- (4) 8 月失業率急低下の読み方
- (5) 賃金は低迷
- (6) 個人消費は 7～9 月期急回復だが…
- (7) 駆け込みもあり住宅投資は持ち直し
- (8) 日本型コア CPI は当面ゼロ近傍

伊藤忠経済研究所

所長

三輪裕範

(03-3497-3675)

miwa-y

@itochu.co.jp

主任研究員

丸山義正

(03-3497-6284)

maruyama-yo

@itochu.co.jp

Summary

欧州ソブリン問題に対する懸念から、9 月後半から 10 月初めにかけてリスクオフの動きが強まった。こうした金融市場における動きは必ずしもファンダメンタルズを反映しないが、金融市場における過度なリスク回避が信用収縮を招けば、リーマンショックのような金融危機に至る。

当社はメインシナリオにおいて、ソブリン問題は燻り続けるものの、欧州各国政府の対応により、金融危機は何とか回避され则认为している。しかし、政治混乱などにより、不測の事態に陥る可能性は否定できない。

金融危機が回避されるとの前提の下で、当社は世界経済の成長率を 2011 年 3.8%、2012 年 3.8%、2013 年 4.0%と予想する。2012 年は欧州がゼロ%台前半に減速、米国も 2%程度の低成長が続き、先進国需要低迷と金融環境の悪化を受け、新興国も減速する。一方、復興投資の下支えにより、日本は 2011 年のマイナス成長から 2012 年は 2%成長へ加速する。

第 3 次補正予算や 2012 年度予算には、大胆な歳出組替えの視点が欠如しており、既存の歳出に復興予算を上乗せするだけとなっている。財政赤字が巨額に達する現状では、復興関連経費や社会保障給付も含めた歳出構造の大胆な見直しが不可欠である。そうした歳出組替えを行った上での不足分のみを増税で補うべきである。また、10 年にも渡る増税は恒久増税に近いにも関わらず、「臨時」というスローガンの下で安易な形で増税の枠組みが決定されつつある。長期的な社会保障給付財源のための消費税増税も踏まえ、経済成長のために望ましい税制の議論がまずは必要である。

日本の金融政策は、①本来不可分のはずの金融緩和と為替相場を結び付けない点、②緩やかなインフレこそが経済にとって望ましいとの積極的な意思表示がない点、③金融政策の効果に関する議論を避けている点で問題がある。金融政策が有効に機能するためには、こうした問題を解消する必要があるだろう。日銀が 10 月 27 日に公表する展望レポートでは、成長率見通しが 7 月中間評価の 2011 年度 0.4%、2012 年度 2.9%から 2011 年度 0.3%、2012 年度 2.5%へ下方修正されると予想する。但し、そうしたメインシナリオの見通し計数よりも、下振れ要因や第二の柱でのリスク分析こそが、現在の局面では重要であろう。

1. 金融市場の混乱と世界経済

(1) ソブリン問題によるリスクオフ

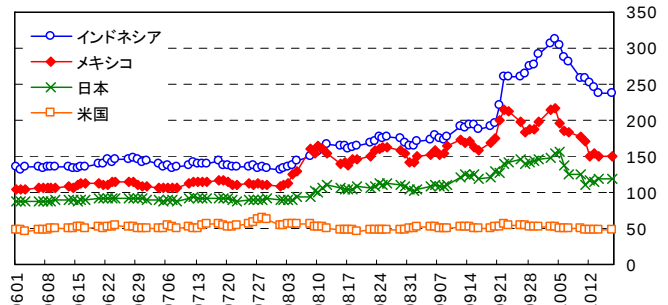
欧州のソブリン問題に対する懸念から、世界的にリスク回避的な動きが強まり（リスクオフ）、金融市場がボラティルな動きを示している。まず、信用リスクを敏感に反映するソブリン CDS を見ると、欧州ソブリン問題に対する懸念が高まった 10 月第 1 週目までは新興国を中心に CDS 価格は急上昇し、日本の CDS も 6 月初めの 100Bp 程度が 150Bp にまで上昇した。また新興国通貨も大きく売り込まれ、一時、メキシコ・ペソは 6 月初めから 2 割超も下落した。こうしたリスク回避の動きは、「恐怖指数」と呼ばれる株価のボラティリティ指数の上昇からも読み取れる。ボラティリティ指数は日米欧の全てで上昇しているが、特に震源地である欧州の上昇が顕著であり、米国、日本と続いている。

こうした金融市場の動きはファンダメンタルズを必ずしも反映したものではない。しかし、金融市場における過度なリスク回避が、経済の血液たる金融の動きを阻害すれば、つまり信用収縮を招けば、实体经济に甚大な悪影響が及ぶ。それは、既にリーマンショックの時に皆が経験済みであり、故に先進国と新興国を問わず、欧州に対してソブリン問題に対する抜本的な対処を求めている。

欧州におけるソブリン問題の焦点は、ギリシャなどへの支援という段階から、ギリシャ国債のヘアカットなどによる損失に欧州域内の金融機関が耐えうるか否かに移りつつある。ギリシャでは財政赤字削減のための歳出カットが GDP を押し下げ、更なる税収減少につながるという悪循環が続いており、抜本的な債務カットが避けられない。そのため、際限のないギリシャ支援の継続性よりも、ギリシャ国債の大幅なヘアカットのような事態に際して、欧州の金融システムが最終的に機能を維持できるか否かこそが重要な問題と言える。

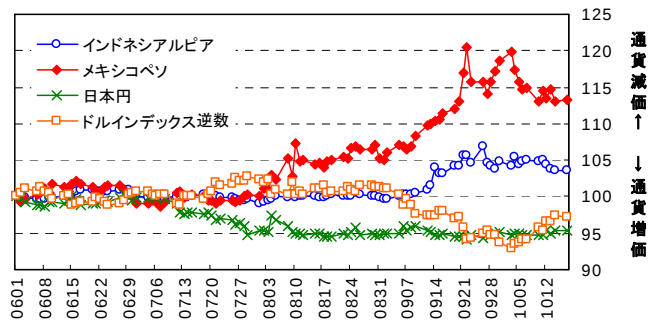
金融市場において、信用収縮に繋がる動きが散見される。短期金融市場におけるストレスを示す TED スプレッド（銀行間短期金利－国債利回り）はユーロで急拡大し、6 月初めの 0.5% が足元では 1.2% 程度まで広がった（リーマンショック時は 3.5% まで拡大）。また、ドルについても TED スプレッドは 6 月初めの 0.25% 程度から 0.4% 程度まで拡大している。加えて、ECB の銀行貸出調査によると、企業向け融資基準引き締め理由として市場での調達能力や資本状態、流動性ポジションなどを挙げ

5年物CDS価格の推移(Bp)



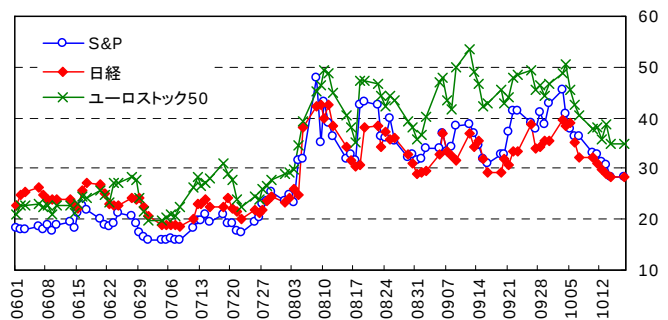
(資料)Bloomberg

為替相場の推移(6月1日=100)



(資料)Bloomberg

株価指数のボラティリティインデックス



(資料)Bloomberg

る金融機関が急増している。ECB のトリシェ総裁が指摘するように問題は「(金融) システム危機の次元」に達している。

欧州ソブリン問題が、リーマンショックのような金融危機に至るのか否かは、詰まるところ、欧州に委ねられている。G20 において米国や日本、BIRCS が幾ら外堀を埋めても、欧州とりわけ中軸国のドイツやフランスが、自国のみならずスペイン等も含めた金融機関への資本注入に関して EFSF の活用等による抜本的な解決策を示し、かつ約束することが出来るか否かが全てである。

10 月 2 週以降の金融市場は、金融機関への資本注入などに向けた政治的な前進や ECB による金融システム支援措置、米国の経済指標好転に伴う世界経済の先行きに対する懸念の後退などを受けて、リスク回避度合いが多少和らいでいる。当社もメインシナリオにおいては、欧州のソブリン問題は熾り続け解決に長期を要するものの、欧州各国の対応により金融危機という事態は何とか回避され则认为している。以下で述べる経済見通しのメインシナリオも、金融危機が生じないとの前提に基づく。しかし、EFSF 拡大などのすったもんだを指摘するまでもなく、現在の欧州の政治的な枠組みの下で、不測の事態に陥るリスクは否定できない。慎重な情勢見極めが肝要である。

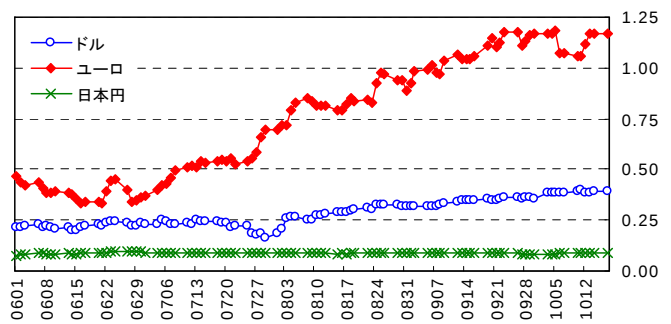
10 月 2 週以降の金融市場は、金融機関への資本注入などに向けた政治的な前進や ECB による金融システム支援措置、米国の経済指標好転に伴う世界経済の先行きに対する懸念の後退などを受けて、リスク回避度合いが多少和らいでいる。当社もメインシナリオにおいては、欧州のソブリン問題は熾り続け解決に長期を要するものの、欧州各国の対応により金融危機という事態は何とか回避され则认为している。以下で述べる経済見通しのメインシナリオも、金融危機が生じないとの前提に基づく。しかし、EFSF 拡大などのすったもんだを指摘するまでもなく、現在の欧州の政治的な枠組みの下で、不測の事態に陥るリスクは否定できない。慎重な情勢見極めが肝要である。

(2) 世界経済と日本経済のメインシナリオ

当社は世界経済の成長率を 2011 年 3.8%、2012 年 3.8%、2013 年 4.0%と予想している。2010 年の 5.1%成長に比して、2011 年以降の 4%割れは急減速と言えるだろう。しかし、金融危機が生じないとの前提の下ではあるが、世界経済は失速にまでは至らないと考えている。地域別には、2012 年はソブリン問題を抱える欧州がゼロ%台前半に減速、構造問題が残る米国も 2%程度の低成長が続く。先進国経済の減速を受けて、新興国の成長率も 2011 年の 6%台が 2012 年には 5%台へ低下するだろう。

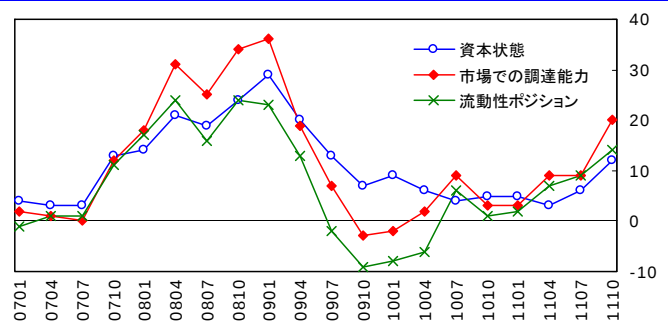
世界のほとんどの国々が 2012 年に減速する中で、復興投資が下支えに働く日本だけはやや異なる推移が見込まれる。日本経済は、大震災を受けて 2011 年に▲0.3%成長と縮小を余儀なくされるものの、サプライチェーン復旧に伴う生産や輸出の復元、自粛ムード後退による消費持ち直しが寄与し 7～9 月期から回復へ転じる。2011 年後半からの回復による成長のゲタと、復興投資の押し上げもあり、2012 年は 2.3%まで成長率が高まると予想される(年度予想は 2011 年度 0.5%、2012 年度 2.2%)。

3ヶ月物TEDスプレッド(%)



(資料) Bloomberg

欧州銀行の対企業融資基準引締め理由(ネット割合、%)



(出所) ECB

世界経済の成長率予想(%)

暦年、%	2008	2009	2010	2011	2012	2013
				予想	予想	予想
世界	2.8	▲0.7	5.1	3.8	3.8	4.0
米国	▲0.3	▲3.5	3.0	1.7	2.1	2.3
ユーロ圏	0.4	▲4.3	1.8	1.6	0.4	1.0
中国	9.6	9.2	10.3	9.1	8.3	8.1
日本	▲1.2	▲6.3	4.0	▲0.3	2.3	1.8
※日本(年度)	▲4.1	▲2.4	2.3	0.5	2.2	1.7

(出所) IMF、各国統計資料より当社作成

2. 問題含みの復興予算

(1) 第3次補正予算と復興財源

10月7日に、野田政権は震災復興のための2011年度第3次補正予算と復興財源に関する基本方針を決定した。また、10月5日には2012年度予算の各省庁化からの概算要求も出揃った。

まず、2011年度第3次補正予算は歳出総額12.0兆円（三党合意で12.1兆円へ更に増額¹）に膨らんだ。12兆円の内訳は、復興対策に用いられる東日本大震災関係経費が9.1兆円（9.2兆円）、1次補正予算で転用された年金臨時財源の補填が2.5兆円、台風12号に係る災害復旧等事業費が0.3兆円などである。東日本大震災関係経費9.1兆円は、インフラ整備や自治体への交付金を中心に、円高対策も含まれる復興対策等事業費が6.1兆円、自治体財政支援のための地方交付税加算金1.6兆円などが主体である。震災復興については、5年間で復興に必要な金額を政府は19兆円程度と見込んでいるが、第1次・第2次補正で計上済の6兆円と第3次補正の9.1兆円を合わせて15.1兆円、実に8割が2011年度に手当てされることになる。

第3次補正予算に盛り込まれた9.1兆円及び2012年度以降に必要となる約3.9兆円を合わせた13兆

第3次補正予算(兆円)			
歳出総額	①=②+⑤+⑥	12.0	
東日本大震災関係経費	②	11.6	
※除く年金臨時財源補填	③=②-④	9.1	
復興対策等事業費		6.1	
災害関連融資関係経費		0.6	
全国防災対策費		0.5	
除染等経費		0.2	
地方交付税の加算		1.6	
年金臨時財源の補填のための経費	④	2.5	
台風12号等に係る災害復旧等事業費等	⑤	0.3	
B型肝炎関係経費	⑥	0.05	
歳入総額	a=b+f+g	12.0	
東日本大震災関係経費	b=c+d+e	11.6	
復興債	c	11.4	
税外収入	d	0.02	
歳出削減	e	0.2	
台風12号等に係る災害復旧等事業費等	f	0.3	
税外収入		0.1	
歳出削減		0.2	
B型肝炎関係経費	g	0.05	
税外収入		0.05	

(資料)財務省等資料より当社作成。

復興のための財源手当て(兆円)			
復興債償還のための必要財源額	1=2+3	16.2	
B型肝炎対策	2	0.7	
復興のための必要財源額	3=6+7+8	15.5	
5年間の震災集中復興期間の対策事業	4=5+6+7	19.0	
2011年度第1次・第2次補正予算	5	6.0	
2011年度第3次補正予算	6	9.1	
2012～2015年度	7	3.9	
年金臨時財源の補填のための経費	8	2.5	
復興債償還のための必要財源手当て	ア=イ+カ	16.2	
歳出削減・税外収入	イ=ウ+エ+オ	5.0(7.0)	
基本方針で盛り込んだ対策	ウ	3.0	
子ども手当ての見直し			
東京メトロ株式売却			
その他	エ	2.0	
エネ特見直し		0.1	
財政投融资特別会計の剰余金繰り入れ		0.8	
JT株式の売却		0.5	
公務員人件費の見直し		0.6	
日本郵政株式売却	オ	0.0(2.0)	
復興増税等	カ=キ+ク	11.2(9.2)	
臨時増税	キ	10.2	
復興特別所得税		5.5	
復興特別法人税		2.4	
復興特別たばこ税		1.7	
地方税(個人住民税+地方たばこ税)		0.6	
2011年度税制改正の所得控除見直し	ク	0.9	

(資料)財務省等資料より当社作成。

¹ 10月14日に民主・自民・公明の三党は第3次補正予算を0.1兆円増額し、12.1兆円とすることで合意した。報道に基づく増額分は学校の防災事業と中小企業金融関連経費の模様であり、東日本大震災関係経費が9.2兆円に増額される見込みである。

円、言い換えれば 5 年間の必要額 19 兆円から第 1 次・第 2 次補正で手当て済の 6 兆円を除いた 13 兆円の財源については、復興債の発行によって手当てされる。従って、通常の予算措置とは別に増税・歳出削減・税外収入などにより財源が手当てされ、10 年以内の償還が現時点では計画されている。

つまり、政府では、上述の①復興財源 13 兆円に加え、②年金臨時財源補填 2.5 兆円、③B 型肝炎対策 0.7 兆円の総額 16.2 兆円について、7 兆円を歳出削減及び税外収入で、残りの 9.2 兆円を増税等で賄う方針である。但し、歳出削減及び税外収入 7 兆円のうち 2 兆円は日本郵政株式の売却によって賄う方針ではあるものの、郵政改革法案の成立が条件になることもあり努力目標との扱いのため、当初は増税による財源を 11.2 兆円確保し、日本郵政株式の売却状況を踏まえて、増税措置を縮減するとされている。臨時増税の柱は、所得税増税が 10 年間で 5.5 兆円、法人税増税が 3 年間で 2.4 兆円、たばこ増税が 10 年間で 1.7 兆円、地方増税（住民税及びたばこ税）が 5 年間で 0.6 兆円など、合計で 10.2 兆円である。これに 2011 年度税制改正での所得控除見直しによる 0.9 兆円を加えて、計 11.2 兆円が増税などによる財源となる。

(2) 2012 年度予算概算要求

2012 年度予算は概算要求段階で 2011 年度予算を 4 兆円上回る 96.5 兆円に達した。これに、重点政策実現のための特別枠である「日本再生重点化措置」に基づき要求された 2.0 兆円と概算要求段階では未計上の B 型肝炎経費を加味すると概算要求の総額は 99 兆円を超えると考えられる。また、国債費を除いた「基礎的財政収支対象経費」で見ても、2011 年度当初予算の 70.9 兆円を大きく上回る 75.9 兆円に達している。

2012 年度概算要求においてポイントとなるのは、①基礎的財政収支対象経費について 71 兆円遵守を掲げた中期財政フレームとの関係、②日本再生重点化措置要望の圧縮、③東日本大震災からの復旧・

2012年度一般会計概算要求額(億円)									
所管	2011年度 当初 予算額	2012年度 概算 要求額	増減a	日本再生 重点化措置 「要望」	2012年度 予算 要求総額	増減b	東日本大震災からの復 旧・復興対 策に係る経 費 ⑤(②内数)	除く復興対 策経費	増減c
	①	②	②-①	③	④=②+③	④-①		⑥=④-⑤	⑥-①
皇室費	63	57	▲6	5	62	▲1	-	62	▲1
国会	1,396	1,394	▲2	27	1,421	25	10	1,411	15
裁判所	3,200	3,192	▲8	24	3,216	16	4	3,212	12
会計検査院	170	167	▲4	4	171	1	-	171	1
内閣・内閣府等	10,131	9,576	▲554	1,259	10,835	704	276	10,559	428
警察庁	2,451	2,558	107	165	2,723	272	210	2,513	62
総務省	177,216	183,599	6,384	255	183,854	6,638	605	183,249	6,033
(うち地方交付税交付金等)	167,845	174,287	6,442	-	174,287	6,442	-	174,287	6,442
法務省	7,508	7,392	▲115	272	7,664	156	117	7,547	39
外務省	6,262	6,104	▲158	608	6,712	450	226	6,486	224
財務省	12,773	12,565	▲208	575	13,140	367	14	13,126	353
文部科学省	55,428	57,860	2,432	4,860	62,720	7,292	5,684	57,036	1,608
厚生労働省	289,638	291,982	2,344	1,059	293,041	3,403	2,209	290,832	1,194
農林水産省	21,266	23,022	1,756	1,506	24,528	3,262	2,750	21,778	512
経済産業省	9,568	10,871	1,303	1,313	12,184	2,616	1,422	10,762	1,194
国土交通省	50,193	55,947	5,754	6,638	62,585	12,392	11,285	51,300	1,107
環境省	2,009	11,043	9,034	258	11,301	9,292	8,843	2,458	449
防衛省	47,752	48,467	715	960	49,427	1,675	1,396	48,031	279
経済危機対応・地域活性化予備費	8,100	9,600	1,500	-	9,600	1,500	-	9,600	1,500
予備費	3,500	3,500	0	-	3,500	0	-	3,500	0
小計(基礎的財政収支対象経費)	708,625	738,898	30,272	19,788	758,686	50,061	35,051	723,635	15,010
国債費	215,491	226,000	10,509	-	226,000	10,509	-	226,000	10,509
合計	924,116	964,898	40,781	19,788	984,686	60,570	35,051	949,635	25,519

※B型肝炎ウイルス感染者に対する給付金等の支給に係る経費(厚生労働省)は予算編成過程において別途検討。

(資料)財務省資料より当社作成。

復興対策に係る経費の妥当性、である。なお、この3つは密接に関連し合っている。

まず、中期財政フレームとの関係では、別途財源措置が施される震災経費は別枠となる点に留意する必要がある。各省庁からの震災経費は要求段階で3.5兆円に達しており、それを前述の75.9兆円から差し引いた72.3兆円を71.0兆円以下に圧縮することが中期財政フレーム遵守の条件となる。

その圧縮に先んじて、震災経費の3.5兆円がそもそも妥当なのか、2011年度第3次補正予算や後年度予算との関連で整合的なのかを検討する必要がある。そもそも前述したように3.5兆円は2012～2015年度の見込み額3.9兆円にほぼ一致する。3.5兆円が妥当で3.9兆円が過少見積りだったのか、それとも逆なのかを検討される。震災経費そのものが圧縮されれば中期財政フレーム達成のハードルは下がるが、震災経費としてはカウントされない一方で2012年度予算に残れば達成のハードルは逆に上がってしまう。また、日本再生重点化措置要望の精査も問題となる。政府は日本再生重点化措置について0.7兆円程度を想定しており、差額の1.3兆円をふるいにかける必要がある。

こうした二段階の問題をクリアした上で、震災経費を除いた基礎的財政収支対象経費を中期財政フレームで掲げた71兆円以下に圧縮することが、財政規律の観点からの最低限の遵守事項と言える。

(3) 抜け落ちる大胆な予算組替えの視点

2011年度第3次補正予算と2012年度予算の策定には、いくつかの大きな問題がある。

まず何よりも、欠けているのは大胆な歳出組替えの視点である。復興等経費16.2兆円の捻出は、第一に、可能な税外収入の積み上げや経済にムダのカットの徹底（狭義の歳出削減）によるべきだが、第二には復興関連経費を含めた現在の歳出構造内での優先順位の再設定、つまりは歳出構造の組換え（広義の歳出削減）によるべきである。第一と第二による財源確保を行った上で、更に財源が不足した場合にこそ増税などの歳入増加による財源確保の方策が検討されるべきである。既存の歳出構造を維持したままで、要請に応じて歳出を上乗せしていけば、当然に政府の予算は膨らんでいく。日本の財政状況が、そうした水膨れが許されない状況にあることは自明である。

こうした歳出組替えの視点は、菅政権において社会保障のための消費税率引き上げを打ち出した際にも欠けていた。何らかの負担増加なしに、年金をはじめとする日本の社会保障システムが持続不可能なことは衆知の事実である。しかし、増税などにより現役世代や将来世代に消費税率引き上げの負担増加を求めるのであれば、まずは現在の社会保障給付が妥当なのか否かの見直しが先行すべきであろう。そうした見直し無しに、財源のみを手当てしても、サステナブルな制度は生まれない。

第二の問題は、復興財源の確保のために、所得税やたばこ税について10年にも渡る増税を求めているにも関わらず、増税の方法に関する議論が極めて不十分に留まる点である。所得税において個人が担税力を有する期間を考えれば10年に及ぶ増税は臨時とは呼べず、加えて税制改革のサイクルなどを考えても、10年にも及ぶ増税は恒久的な税制変更に近い厳密な検討が必要であろう。しかし、税制調査会の議論を見る限り、「次の世代に負担を先送りすることなく、今を生きる世代全体で連帯し負担を分かち合う」という曖昧なスローガンの下で、あくまでも「臨時」という点が前面に押し出され、「獲れるところから獲る」という発想に基づき行われているようにしか見えない。経済に与える影響も下押し効果のみが検証され、望ましい税制により成長へ資するという観点は見られない。更に、与

野党協議の中で、たばこ増税を避けたい自民党等の思惑もあり復興増税の期間は15~20年にまで延長される可能性も取り沙汰されている。増税期間が延長されるのであれば、より詳細な税制の設計が求められる。

第一と第二の問題点を踏まえれば、復興という観点に焦点を当て過ぎた歳出の上乗せと、そのための臨時財源手当てという手法がそもそもの間違いと考えられる。震災からの復興が日本経済にとって大きな課題であることは論を俟たないが、今後の社会保障制度運営はそれ以上に大きな問題である。そうした大きな問題に目を瞑って、歳出と歳入の両面を「臨時」の名目で取り繕うのは、ナンセンスと言わざるを得ない。第3次補正予算や2012年度予算の策定において、本来必要なのは、震災からの復興を視野に入れながら、社会保障給付も含めて歳出の徹底的な見直しを行なった上で、それを担保する歳入の仕組みを、消費税増税などを中心に考えていくことであろう。そうした歳出歳入の見直しの上で、復興のための財源がなお足りないというのであれば、そのときに初めて短期の（本当の意味での）臨時増税などの方法による財源手当てが視野に入ってくる（金額次第では通常の国債発行による手当ても可能である）。財源手当てのための臨時増税が短期に留まらないのであれば、財源捻出方法をそもそも見直すか（更なる歳出削減や組替えが必要）、増税自体を臨時ではなく恒久的なカタチで行うべく再検討する必要があると言える。

3. 動かない金融政策

(1) 金融政策は様子見が続く

日本銀行は、（ステートメントにこそ明確に謳わないものの）急激な円高への対応を主眼として、8月に「資産買入等の基金」を40兆円程度から50兆円程度へ10兆円増額した。その後は、9月、10月と金融政策を据え置いている。9月及び10月の声明文では、8月に決定した基金増額に伴う「金融資産の買入れ等を着実に進めている」点が敢えて記され、日銀流の「大胆な金融政策が日本経済に及ぼす効果を見極めている」段階にあるとの認識が示されている。

株価は安値圏で一進一退、円相場もドル円で見ると一進一退で推移しており、金融市場の状況が追加的な金融政策を必ずしも催促しているわけではない。しかし、その一方で日銀の金融政策が实体经济に及ぼす効果も確認はできない。日銀が中期的な物価安定の理解として掲げる1%へ向けてインフレ率が高まっていく訳ではなく、实体经济が持ち直しの動きを強めているわけでもない。2ヶ月連続の金融政策維持は、良く言えば金融緩和効果の見極めだが、悪く言えば単なる様子見の継続に過ぎないと言える。

(2) 日本の金融政策の三つの問題

他の中央銀行と比較して、現在の日銀の政策対応については三つの点で問題があると考えられる。

第一は、（繰り返し主張してきたことではあるが）日銀が金融緩和と為替相場を結び付けない点である。国際経済のメカニズムの下で、金融緩和と通貨減価は不可分であり、通貨の減価こそが金融緩和効果発現の一形態と言える。そうしたメカニズムを中央銀行自らがあたかも否定するような状況に、日本はある。

第二は、緩やかなインフレこそが経済にとって望ましいとの積極的な意思表示がない点である。中期的な物価安定の理解で1%を掲げてはいるが、その1%のインフレが現在と比べてどのように望ましいかを日本銀行は積極的に示していない。これではデフレ脱却に向けたインフレ期待の醸成は困難であろう。

第三は、金融政策の効果に関する議論を避けている点である。海外特に米国では、金融政策の効果が大きな議論を呼び、それが金融政策に関する主たるテーマとなり、Fedも自らの緩和効果試算を示している（もちろん、試算結果に対する賛否は分かれる）。しかし、日銀は自らの政策を、他の中銀対比で大規模とする一方で、その効果を明確には示していない。これでは、政策目標の達成に向けて、十分な金融政策が講じられているか否かの判断は出来ない。故に金融政策に関する議論はいつまでも表層的なものに留まり、大胆な金融政策を講じているとの中央銀行サイドの主張と追加金融緩和を求める政治サイドからの声がすれ違い続けるのである。

(3) 10月展望レポートの予想

日本銀行は10月27日に、10月二回目の金融政策決定会合を開催する。主たる目的は半期に一度の「経済・物価情勢の展望」、いわゆる展望レポートを決定することである。27日は、通常の金融政策決定も行なうが、欧州発での危機的な動きがない限りは据え置きとなるだろう。

今回の展望レポートでは、前回の4月及び7月中間評価で示した2011、2012年度に加えて、2013年度の見通しも提示される。但し、日銀が8月に「見通しを巡る不確実性は高く、このところ、景気の下振れリスクにより留意すべき情勢」になっていることを理由に金融緩和を強化したことが端的に示すように、欧州のソブリン問題など世界経済の先行き不透明感が著しく高まっているため、注目度が高いのは差し迫った2012年度見通しとなるだろう。

日銀は、日本経済について下振れリスクの高まりを強調しているものの、中間評価を示した7月以降、明確に景気シナリオを下方修正はしていない。従って「海外経済が当面減速するものの…底堅く推移」と「資本ストックの復元に向けた国内需要」（平たく言えば、復興投資）などにより「緩やかな回復経路」に復していく、との基本シナリオは維持すると考えられる。そのため、見通し変更のポイントは、海外経済の想定を上回る減速と金融市場の緊張を受けての海外需要の下方修正と、下振れ要因の強調の度合いになるが、どちらかと言えば後者が重要であろう。加えて、CPIについては、新しい2010年基準による見通しが初めて示される点に留意する必要がある。

当社では、海外需要の下振れなどを踏まえ、日本銀行が2012年度成長率予想を7月中間評価の2.9%から2.5%に下方修正すると予想する（2011年度は0.5%から0.3%に下方修正²⁾）。新たに示す2013年度成長率は1.8%と見込む。無論、欧州ソブリン問題に由来する金融危機や世界的な信用収縮は生じないとの前提である。そうした予想を「蓋然性が高いと判断される中心的な見通し」つまりメインシナリオに掲げる一方で、「下振れ要因」を強調し、かつ「第2の柱³⁾」で点検する「金融政策運営の観点から重視すべきリスク」においてソブリン問題など金融危機発生リスクを詳細に示すと考えられる。

² 2011年度成長率予想は、世界経済減速よりも、震災からの回復の勢いが最も強まる7～9月期の出来に依存する部分が多い。そのため、7～9月期成長率の日銀想定次第では上方修正もありうるだろう。

³ 日本銀行は展望レポートにおいて「第1の柱」として「相対的に蓋然性が高いと判断される中心的な見通し」を、「第2の柱」として「より長期的な視点も踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスク」を点検している。

CPI 見通しについては、2005 年基準で示した 7 月中間評価の 2011 年度 0.7%→2012 年度 0.7%が、2011 年度▲0.1%→2012 年度 0.3%へ下方修正されると予想する。2013 年度は 0.5%と見込む。2010 年基準への移行に伴う水準修正は施すものの、需給ギャップが縮小に向かう下で、(エネルギー価格変動の影響を控除したベースで) CPI 前年比が緩やかにプラス幅を拡大していくとの見通しは維持するだろう。但し、成長率見通しの下方修正によりプラス幅の拡大ペースはやや鈍ると考えられる。

繰り返しになるが、今回の展望レポートの肝は、メインシナリオよりもリスク分析にある。日銀がどこまで欧州ソブリン問題の行方に踏み込むのか注目したい。

【10月展望レポートにおける政策委員の大勢見通しの予想】

		実質GDP	CGPI	CPI
2011年度	10月 展望レポート	0.0~+0.5 (+0.3)	+2.1~+2.4 (+2.2)	▲0.1~0.0 (▲0.1)
	7月 中間評価	+0.2~+0.6 (+0.4)	+2.2~+2.5 (+2.4)	+0.6~+0.8 (+0.7)
2012年度	10月 展望レポート	+2.1~+2.7 (+2.5)	+0.1~+0.6 (+0.3)	0.0~+0.4 (+0.3)
	7月 中間評価	+2.5~+3.0 (+2.9)	+0.5~+0.9 (+0.6)	+0.6~+0.7 (+0.7)
2013年度	10月 展望レポート	+1.5~+2.2 (+1.8)	+0.4~+1.0 (+0.7)	+0.2~+0.7 (+0.5)

※括弧内は政策委員見通しの中央値。

当社は成長率を2011年度0.5%、12年度2.2%、13年度1.7%、
CPI上昇率を2011年度▲0.1%、12年度0.0%、13年度0.3%と予想。

4. 経済動向分析

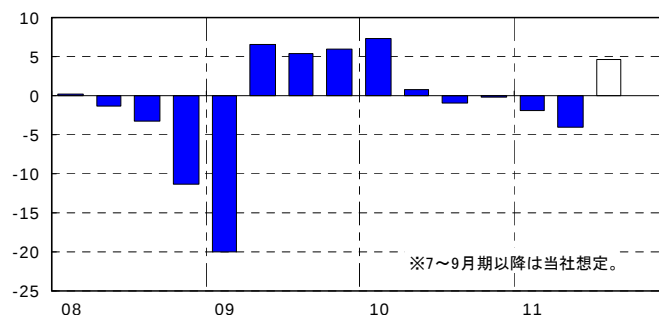
(1) 生産は急減速

サプライチェーン復元に伴う稼働率の回復を受けて、7~9 月期は輸

出と鉱工業生産が大幅な増加を確保する見込みである。しかし、共に東日本大震災前の水準を既に概ね回復したに加えて、世界経済の減速等もあり、足元で増勢は大きく鈍化している。

鉱工業生産は大震災に伴い、3 月に前月比▲15.5%と大きな落ち込みを余儀なくされた後、工場復旧やサプライチェーンの復元を受けて 8 月まで 5 ヶ月連続で増加している。回復ペースは 5 月前月比 6.2%、6 月 3.8%と 4~6 月期にピークに達したが、そうした増加は四半期ベースで見ると 7~9 月期に反映される。7~9 月期の鉱工業生産は前期比 5%弱の大幅増加となる見込みである。但し、7 月以降に生産の増加ペースは大きく鈍化しており、7 月前月比 0.4%、8 月 0.8%と 2 ヶ月連続で 1%未満の増加に留まった。更に生産予測では 9 月▲2.5%、10 月 3.8%とボラタイルな推移が見込まれている。9 月急減と 10 月急増は、節電対策に伴う休日パターンのズレなども影響していると考えられ、基調が読み取りにくい、少なくとも増勢が大きく鈍っていることは確かであろう。当社では、10~12 月期に鉱工業生産が前期比横ばい程度まで急減速すると予想している。

鉱工業生産の推移と予測(前期比、%)



(出所)経済産業省

⁴ 7 月中間評価において、2011 年度と 2012 年度の CPI 上昇率が共に 0.7%であり、伸びが高まっていないのは 2011 年度前半のエネルギー価格急騰の影響と考えられる。

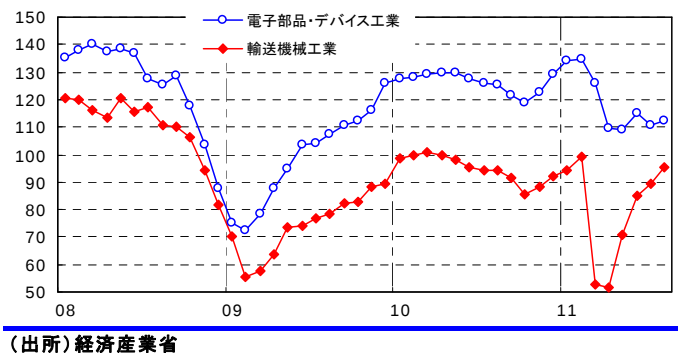
生産急減速の原因は三つある。第一は、大震災に伴い落ち込んだ生産水準の回復が概ね終了したことである。これはサプライチェーン途絶の影響が顕著だった自動車を含む輸送機械工業（除く鋼船・鉄道車両）の生産水準が8月に94.9（2005年=100）と震災前3ヶ月（2010年12～2011年2月）の平均94.4にほぼ並んだことから確認できる。第二は、電子部品・デバイス工業などIT・デジタル分野の世界的な生産調整である。スマートフォン関連など一部に好調な分野はあるものの、全体としては供給過剰に伴う価格下落が止まらず、生産調整が続く。電子部品・デバイス工業の8月生産水準は震災前3ヶ月平均を15.4%も下回った。第三は、輸出減速の影響である。後述するように、海外での受注残や在庫復元を背景に好調な自動車を除き、輸出は減速傾向にある。第一の要因だけであれば、足元の生産水準は震災前に並ぶはずである。しかし、第二や第三の要因も寄与しているため、8月の鉱工業生産は、未だ震災前3ヶ月平均を3.2%下回っている。

(2) 世界経済減速と円高が輸出を圧迫

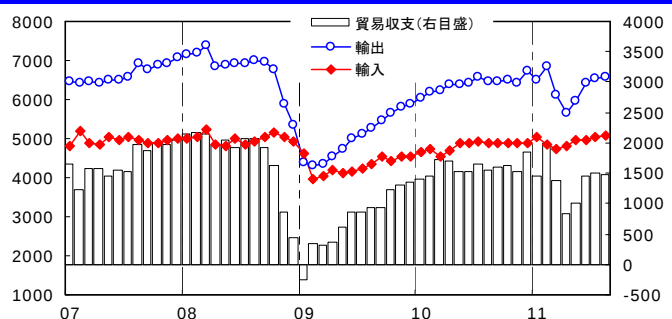
輸出も、7～9月期に急増が見込まれるが、月次ベースでは、やはり足元で伸びが鈍化している。当社試算の実質輸出で見ると、大震災に伴い3月前月比▲10.5%、4月▲7.7%と大きく落ち込んだ後、供給制約の解消を受けて5月5.4%、6月8.0%と増加に転じた。生産同様に、こうした急回復は7～9月期に反映され、7～9月期の実質輸出は前期比9%超の急回復を示す見込みである。しかし、月次で見ると、7月前月比1.7%、8月0.4%と急減速している。現時点で当社は9月について8月から若干伸びを高め、前月比1.1%程度と見込んでいるが、それでも減速は明らかである。輸出の減速には生産と同じく、①大震災による落ち込みからのピックアップ局面が終わったことと②IT・デジタル分野の生産調整が影響している。加えて、世界経済減速の影響と円高が輸出の場合には減速要因として指摘される。

世界経済減速の影響は、世界的な製造業の生産拠点となっているアジア向けの伸び悩みから読み取れる。8月の実質輸出は震災前の3ヶ月平均を、米国向けが0.8%、EU向けは1.1%上回っている。対して、アジア向けは7.1%も下回っている。内需動向で考えれば、先進国である欧米向けが相対的に弱いに関わらず、アジア向けで落ち込みが目立つのである。これは世界的な景気減速により、アジア向けの生産財輸出の回復が鈍って

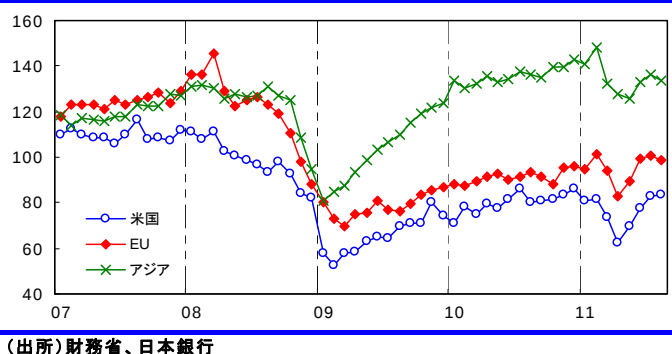
輸送機械工業と電子部品デバイス工業の生産（2005年=100）



実質輸出入の推移（10億円、季調値、2005年基準）



地域別実質輸出の推移（2005年=100）



いるためであろう。アジアが、生産調整の行われている IT・デジタル分野の生産ハブであることも影響している。金融危機以降続く円高基調が日本からの輸出を数量ベースで既に大きく圧迫していることも確かである。加えて、今年夏場の急激な円高進行は、ラグをもって今年末から来年前半の輸出を抑制する方向に寄与する。円高進行でもう一つ注意すべきは、輸出に及ぼす長期的な影響である。現在の円高は電力供給に関する不透明感と相俟って、製造業の海外移転を促進する方向に寄与しており、これは長い目で見て輸出の伸び代を削ることになる。

7 月以降の減速が反映され、10～12 月期以降の輸出は増勢が大きく鈍化する。2012 年前半にかけて一時的な前期比マイナスも避けられないだろう。しかし、メインシナリオでは、海外での在庫復元やシェア獲得のために自動車が増勢を維持することから、輸出全体も明確な減少基調にまでは転じないと考えている。こうしたメインシナリオに対しては、冒頭で述べた欧州ソブリン問題が最大のリスク要因だが、被害拡大の続くタイの大洪水⁵がサプライチェーンに及ぼす影響も新たに懸念される。

(3) 設備投資は緩やかな拡大傾向

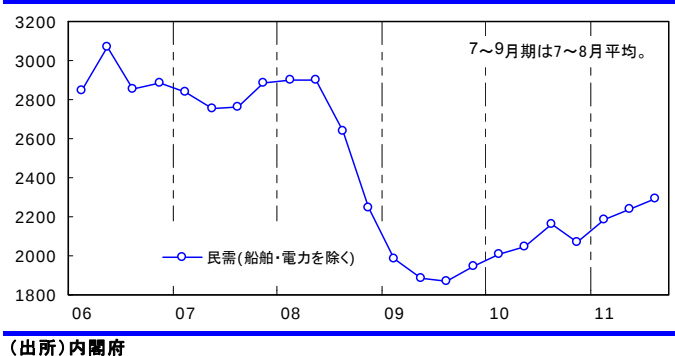
設備投資は緩やかな拡大傾向にある。GDP 統計ベースでは大震災により 1～3 月期に前期比▲1.4%と落ち込んだ後、4～6 月期も▲0.9%と減少が続いた。しかし、4～6 月期の減少は GDP 推計に用いられる法人企業統計のサンプルバイアスによるところが大きいと考えられる。供給側の統計である鉱工業総供給指数によると投資財供給は 4～6 月期に前期比 3.2%と大幅に増加、7～8 月平均も 4～6 月期を 2.7%上回って推移している。

設備投資の先行指標である機械受注も増勢を維持している。民需（除く船舶・電力）は 4～6 月期に前期比 2.5%と 2 四半期連続で増加した後、7 月に前月比▲8.2%と落ち込んだものの、8 月は 11.0%と急増した。7～8 月平均は 4～6 月期を 2.7%上回っており、9 月の反動減が前月比▲9.9%迄に留まれば、前期比 0.9%との内閣府見通しは達成できる。機械受注は緩やかな増勢を維持し、2011 年内の国内設備投資は増加基調を辿ると考えられる。但し、2012 年入り後は、輸出減速や円高に伴う海外移転の加速が設備投資の増勢を抑制するリスクがある。

(4) 8 月失業率急低下の読み方

失業率は 7 月 4.7%が 8 月に 4.3%へ急低下した。しかし、就業者数も前月差▲16 万人と大幅に減少している。就業者数が減少したにも関わらず、失業率が低下したのは、失業者数が 24 万人も減少、就業者数の減少と合わせて、労働力人口が 42 万人も減少したためである。職探しを諦めるなどして労働市場からの退出が進み失業者が減ったために、失業者数を労働力人口で割ることにより算出される失業率が低下したのである。一般に言う「悪い失業率低下」である。

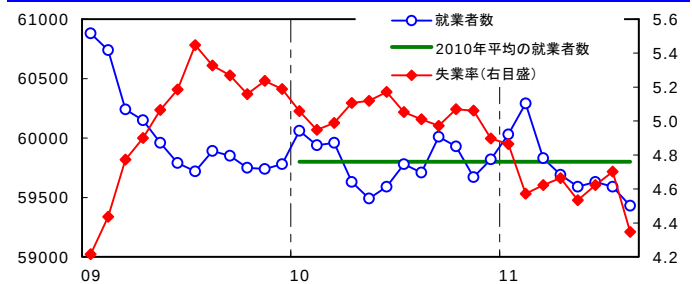
機械受注・民需の推移(10億円)



⁵ 10 月 17 日にタイの財務相は大洪水が 11 年の成長率を 1.0～1.0 ポイントも押し下げる可能性を指摘した。また、日系企業の被害は 17 日時点で 400 社を超えた模様である。

しかし、この8月の動きには、統計処理上の問題があるため、こうした解釈は正しくない。当社では統計発表時点の9月30日に当該問題を指摘していたが、発表から2週間経た10月14日に至って漸く総務省から公式見解⁶が表明された（本来は、統計発表時点で行うべきものである）。公表資料を引用すると、以下のとおりである。

就業者数と失業率の推移(季節調整値、千人、%)



(出所)総務省

労働力調査の対象となる15歳以上人口の対前年同月増減の推移をみると、平成22年1月から23年7月までは数万人程度の増減が続いていましたが、8月には19万人減と大きく減少しています。これは東日本大震災による外国人の出国超過の影響とみられ、特に15～64歳の減少幅は7月の18万人から40万人と大きく拡大しています。

月末を調査週間とする労働力調査の結果を算出するためのベンチマークとなる人口は、調査月の翌月1日現在の推計した人口の概算値を用いています。これは、国勢調査による人口を基準人口とし、これに月々の「人口動態統計」（厚生労働省）の出生児数・死亡者数、「出入国管理統計」（法務省）の出国者数・入国者数のデータを加減して作成されます。このうち出入国者数の差（入国者数－出国者数）については、データ入手と海外滞在期間90日以下の日本人を除外する処理のため、確定するまで5か月かかり、それまでは前年同月の値を用います。このような事情から、東日本大震災による平成23年3月の出国超過の変動は、労働力調査では8月分結果に初めて反映されるため…15歳以上人口の減少が8月に現れることとなりました。

分かりにくいので、噛み砕いて言えば、「統計データの制約から、東日本大震災で生じた3月の外国人出国超過の影響が、3月分ではなく8月分から反映されたため、8月に人口が実態とは異なって急減した」ということである。この人口急減は労働力人口なども押し下げ、データを歪ませた。では、人口急減が無かりせば、どうなっていたのか。総務省は「7月の年齢階層別人口」に「8月の年齢階層別人口に占める就業者や失業者、非労働力人口の占める比率」を乗じて8月の試算値を作成し、影響を試算している。しかし、外国人出国が反映された8月の人口データこそが実態に近いと考えられる。そのため、当社では「8月の年齢階層別人口」に「7月以前の年齢階層別人口に占める就業者や失業者、非労働力人口の占める比率」を乗じて7月以前の試算値を作成し、影響を試算した。

外国人出国超の影響を除外した試算値

	原系列・公表値(万人、%)				
	労働力人口	労働力率	就業者数	失業者数	失業率
6月	6295	59.63	6002	293	4.65
7月	6266	59.35	5973	292	4.66
8月	6242	59.24	5967	276	4.42
8月-7月	▲24	▲0.11	▲6	▲16	▲0.24
	原系列・試算値(万人、%)				
	労働力人口	労働力率	就業者数	失業者数	失業率
6月	6274	59.57	5981	293	4.67
7月	6252	59.33	5959	293	4.69
8月	6243	59.27	5967	276	4.42
8月-7月	▲9	▲0.06	+8	▲17	▲0.27
	季調系列・公表値(万人、%)				
	労働力人口	労働力率	就業者数	失業者数	失業率
8月-7月	▲42	▲0.28	▲16	▲24	▲0.35
	季調系列・試算値(万人、%)				
	労働力人口	労働力率	就業者数	失業者数	失業率
8月-7月	▲27	▲0.23	▲2	▲25	▲0.38

(注) 原系列は8月人口データに6月及び7月の比率を適用。

季調系列は原系列の差異を加味。

四捨五入などによる不一致がある。

(資料)総務省

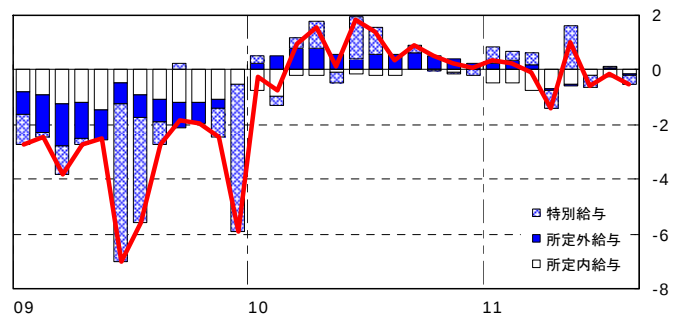
⁶ 2011年10月14日付「震災による出国超過が調査結果に与える影響」総務省統計局

当社による試算は表の通りである。原系列の変化で大きく異なるのは就業者数であり、7月から8月に公表値では6万人減少（原系列の前月差）していたのが、試算値では8万人増加しており、14万人もの差異がある。一方、失業者数に大きな変化はないため、労働力人口は就業者数の差異だけ押し上げられ、公表値の24万人減少が9万人減少へ減少幅が縮小する。その結果、労働力率の低下は若干軽減されるが、失業率は寧ろ若干低下幅が拡大している。試算データと公表季調値を基に解釈すると、8月労働力調査については「就業者数は7月からほぼ横ばいに留まったものの、失業者が労働市場から退出し、労働力人口が減少したため失業率は大幅に低下した」と判断される。つまり、失業率の大幅低下は変わらないものの、就業者数は横ばいに留まっており、雇用情勢は改善していないと言える。

(5) 賃金は低迷

賃金情勢は低迷が続いている。常用労働者全体の所定内給与は8ヶ月連続で前年水準を割り込んだ。また、所定外給与は8月に▲2.2%（7月0.3%）と大きく落ち込み、増加が期待されていた夏季賞与も月次データを見る限り低調に推移している。6～8月の特別給与は前年比▲1.0%（当社による連続データ試算値）と前年水準を下回った。なお、所定内給与は、8月に前年比▲0.1%（7月▲0.4%）までマイナス幅が縮小したものの、これはパートタイム比率の上昇一服によるところが大きい。パートタイム比率は6月前年差0.3%→7月同0.2%→8月0.0%と上昇ペースが鈍化している。フルタイム労働者の所定内給与を見ると、6月に前年比0.1%と6ヶ月ぶりにプラスへ転じたものの、7月、8月は▲0.1%と再び前年水準を割り込んでおり、賃金が上昇傾向にあるわけではない。

現金給与総額(前年比、%)

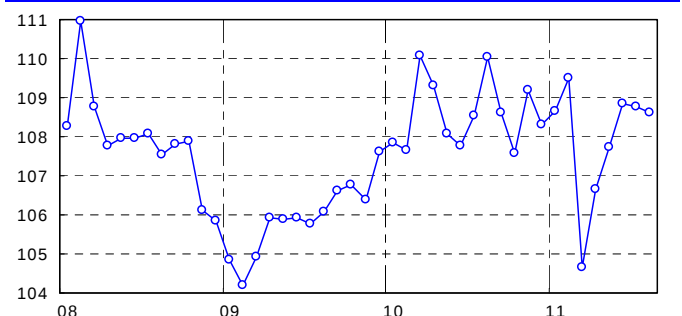


(出所)厚生労働省

(6) 個人消費は7～9月期急回復だが…

雇用所得情勢は回復が見られないものの、①自粛ムードの後退によるサービス消費の回復や②被災地での復興消費に加え、③供給制約解消による新車販売急増、④地デジ移行特需や⑤節電特需の寄与もあり、個人消費は7～9月期に大きく持ち直している。家計調査の消費水準指数（除く住居等）は、7～8月平均は4～6月期を1.1%（4～6月期▲1.4%）も上回った。内訳を見ると、地デジ特需やサービス消費の回復を受けて教養娯楽が4.8%（4～6月期1.3%）、節電特需を受けて被服及び履物も2.1%（4～6月期5.6%）と堅調である。一方、節電のためのエネルギー消費抑制が寄与し、光熱・水道は▲1.8%（▲4.5%）と減少が続いている。なお、家計調査はサンプル数が少なく信頼性が低いため、内閣府が需要側と供給側統計を合算して総合的な個人消費動向を試算している「消費総合指数」を見ると、7～8月平均は4～6月期を0.9%上回っている。9月に地デジ特需の反動などを見込んでも、7～9月期の個人消費は4四半期ぶりの増加に転じる可能性が高いだろう。

消費総合指数(2000年=100)



(出所)内閣府

問題は、特需などによる押し上げが剥落する 10～12 月期である。節電や地デジによる特需要因が剥落し、供給制約の解消から急回復した新車販売も 10～12 月期は高原状態に入る。そのため、サービス消費がよほど堅調に推移しない限り、10～12 月期の個人消費を再び減少を余儀なくされるだろう。

(7) 駆け込みもあり住宅投資は持ち直し

住宅投資には持ち直しの動きが見られる。先行指標である住宅着工戸数は 7 月前年比 21.2%、8 月 14.0%と 2 ヶ月連続で二桁増加を記録、季調値で見ても 7 月 95.5 万戸、8 月 93.4 万戸と 2009 年 1 月以来の 90 万戸台が 2 ヶ月続いた。その結果、7～8 月平均の住宅着工戸数は年率 94.5 万戸と 4～6 月期の 81.0 万戸を 17%以上も上回っている。7 月の大幅増加には住宅エコポイントの終了に伴う駆け込みが寄与したと考えられる

が、エコポイント終了に伴う反動減が懸念された 8 月も住宅着工の堅調推移が続いたことは、3 月大震災に伴い手控えられていた住宅投資が再開された可能性を示唆していると言えよう。なお、住宅金融支援機構による住宅ローン「フラット 35S」の 1%金利優遇措置が 9 月で終了する。支援機構融資の利用は 23 ヶ月連続で前年同月を上回っており増加傾向にあるものの、足元で特に駆け込み的な動きは見られない。9 月の駆け込みはそれほど大きくはない可能性が高い。

7～8 月の住宅着工増加などを受けて、GDP ベースの 7～9 月期住宅投資は 2 四半期ぶりの増加に転じる見込みである（4～6 月期前期比▲1.8%）。

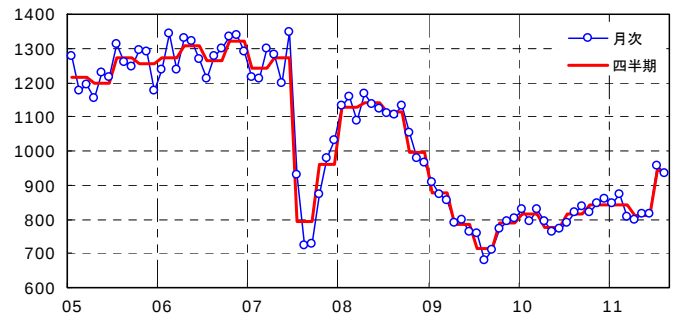
(8) 日本型コア CPI は当面ゼロ近傍

8 月の全国 CPI は生鮮除く総合（日本型コア）の伸びが 7 月の前年比 0.1%から 8 月 0.2%へ高まった。食料およびエネルギーを除く総合（米国型コア）は前年比▲0.5%と、7 月から変わらずであり、両者の差の一つであるエネルギーの押し上げ寄与拡大が日本型コアの前年比プラス幅拡大に寄与している。

エネルギー価格は 7 月の前年比 6.1%が 8 月は 7.1%に伸びが高まった。発電燃料価格の上昇を受けて電気代（7 月 3.2%→8 月 3.4%）の上昇が続いたほか、一度は低下に転じたガソリン価格が 7 月、8 月と再び上昇に転じている（5 月 9.0%→6 月 7.1%→7 月 10.2%→8 月 13.1%）。エネルギーの CPI 全体に対する寄与度は 7 月 0.48%Pt が 8 月は 0.55%Pt に拡大した。エネルギー価格の先行きを見ると、9 月はガソリンなど石油製品価格が原油価格下落を反映して低下したものの、電力価格は 9 月も上昇が続いている。そのため、エネルギー価格による CPI 押し上げ寄与は 9 月に更に拡大すると見込まれる。東京都区部の 9 月データなどから試算すると、現時点で 9 月の全国・日本型コアは前年比 0.3%と予想される。

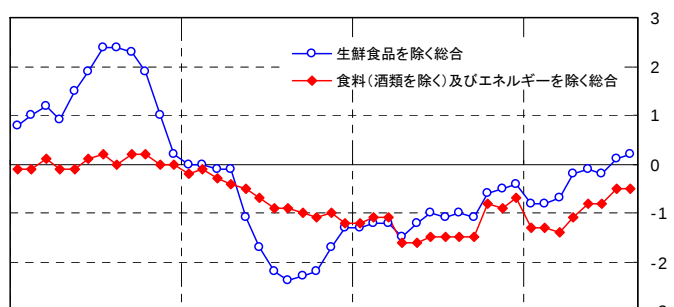
基調的なインフレ率を把握するために当社が試

住宅着工戸数 合計(千戸、年率換算)



(出所)国土交通省

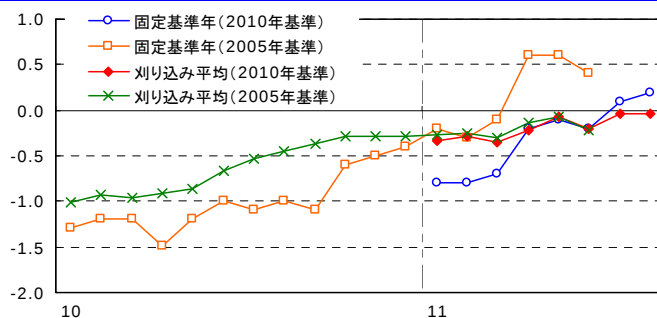
全国CPIの推移(前年比、%)



(出所)総務省

算している刈り込み平均 CPI は、8 月が 7 月と変わらないの▲0.03%となった。品目構成を見てもマイナス品目比率が 53.4%(7 月 53.2%)、プラス品目比率は 36.5% (7 月 36.3%)、横ばいが 10.2% (7 月 10.5%) と大きな動きは見られない。従って、日本型コア CPI は伸びを高めているものの、米国型コア CPI や刈り込み平均の伸び変わらずが示すように、8 月にかけて CPI の上昇基調が強まったわけではないだろう。

刈り込み平均の推移(前年比、%)



(出所)総務省資料より当社作成

総務省による伸び率計算が、ユーザー側からブラックボックス化⁷したため、確たる予想はしにくい。7～9 月期の前年比は 0.2%程度と見込まれる。なお、10 月になると、昨年の値上げなどにより押し上げに寄与しているたばこ（前年比寄与度 0.19%Pt）と傷害保険料（同 0.14%Pt）の要因が剥落する、そのため 10～12 月期は前年比▲0.2%からゼロ程度と予想している。日本型コア CPI の前年比は、当面ゼロ近傍で推移する可能性が高いだろう。デフレが深刻化している訳ではないが、電気代を中心としたエネルギー価格上昇の影響を除けば、日本経済がデフレから脱却する動きもまた見られない。

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。

⁷ 2010 年基準から、総務省は指数の公表について、小数第 2 位を四捨五入し小数第 1 位までとする一方、変化率は端数処理前の指数により計算している。このため、ユーザー側における正確なデータ把握に大きな支障が生じている。この問題の詳細は 8 月 26 日付 Economic Monitor「2010 年基準でも水面上に浮上（日本の 7 月消費者物価指数）トピックス：基準改定に関わる二つの残念な問題」を参照いただきたい。