

# 日本経済情報 2011 年 12 月号

## Summary

### 【内 容】

1. 新しい経済見通し
2. トピックス
  - (1) GDP に見る 2005 年基準改定の影響
  - (2) なぜ第四次補正予算なのか？
  - (3) 日本の統計に見るタイ大洪水の影響
3. 経済動向
  - (1) 海外要因で大企業製造業の景況感が急悪化
  - (2) 世界経済減速と円高が輸出の重石
  - (3) 輸出低調とタイ大洪水で生産も低調
  - (4) 不透明感の高まりが設備投資を抑制
  - (5) 雇用情勢の先行きにも不安
  - (6) 10月の個人消費が底堅かったが...
  - (7) ゼロインフレ状態が続く
4. 金融政策：コミュニケーションに問題あり

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

### 【新しい経済見通し】

2011 年 7～9 月期 GDP2 次推計値と貿易統計の 11 月上中旬データ及び機械受注が示す外需の一層の弱含みを踏まえ、2011 年の成長率予想を下方改訂。新しい成長率見通しは 2011 年度▲0.5%（従来 0.3%）、2012 年度 1.9%（従来 1.9%）、2013 年度 1.7%（従来 1.7%）。2011 年度見通しの 0.8%Pt もの大幅下方修正は、2010 年度確報の反映や基準改定による 7～9 月期 2 次推計値でのゲタ大幅下方修正（0.6%Pt）と足元での外需の弱含みとエコカー減税延長等による 1～3 月期駆け込み需要の縮減を反映したことによるもの（0.2%Pt 程度）。

2011 年 7～9 月期の高成長を演出した輸出と個人消費が共に 10～12 月期は減少に転じる可能性が高く、日本経済全体もマイナス成長を余儀なくされる見込み。また、タイ大洪水の影響により、10～12 月期は鉱工業生産も前期比横ばい程度まで減速と予想。

### 【GDP2005 年基準改定】

7～9 月期 GDP2 次推計値では、通常の 2 次推計値における処理、一年に一度の 2009 年度確々報・2010 年度確報の反映に加えて、2005 年基準改定も実施。設備投資の大幅下方修正など、改定の影響を内閣府は統計作成者の責任において、説明すべき。

### 【第四次補正予算】

第四次補正予算策定は、迅速執行の観点からも、財源確保の面からも疑問。第三次補正予算と第四次補正予算の二段階策定は、バラマキ的な歳出に用いる予算を野田政権と民主党が極大化するために編み出されたもの。野田政権は、将来世代にツケを回さないために増税が必要と叫ぶ一方で、将来世代にとっての負担となる歳出を膨らましている。

### 【タイ大洪水の影響】

タイ大洪水は、ASEAN 向け輸出を押し下げた一方、代替生産のための電子部品輸入拡大にも繋がっている。鉱工業生産では自動車生産への押し下げは相対的に軽微だが、IT・デジタル関連への悪影響は川上から川下まで甚大となる可能性。逆に、大洪水で冠水した機械類の手当てにより資本財セクターにはプラスの影響も。

## 1. 新しい経済見通し

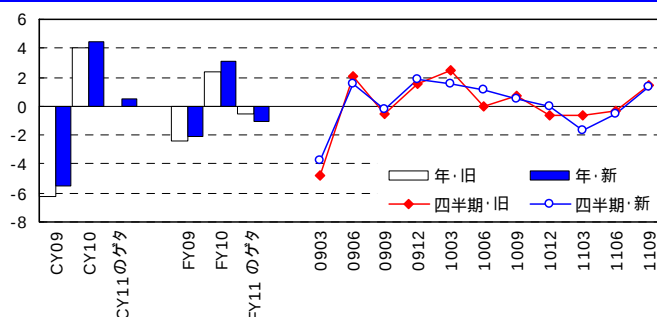
新しい成長率見通しは 2011 年度 ▲0.5%、2012 年度 1.9%

2011 年 7～9 月期 GDP2 次推計値と貿易統計の 11 月上中旬データ及び機械受注が示す外需の一層の弱含みを踏まえ、2011 年の成長率予想を下方改訂する。新しい成長率見通しは会計年度ベースが 2011 年度 ▲0.5% (従来 0.3%)、2012 年度 1.9% (従来 1.9%)、2013 年度 1.7% (従来 1.7%)、暦年は 2011 年 ▲0.9% (▲0.3%)、2012 年 1.7% (1.9%)、2013 年 1.8% (1.8%) である。

## ゲタの影響が 0.6%Pt、輸出下振れなどが 0.2%Pt の下方修正要因に

2011 年度見通しの 0.8%Pt もの大幅下方修正は、2010 年度確報の反映や基準改定による 7～9 月期 2 次推計値でのゲタ大幅下方修正 (0.6%Pt) と 足元での外需の弱含みとエコカー減税延長等による 1～3 月期駆け込み需要の縮減を反映したことによるもの (0.2%Pt 程度) である。 については 2011 年度に向けての発射台いわゆる「成長のゲタ」が 1 次推計値の ▲0.5% から 2 次推計値で ▲1.1% へ 0.6%Pt も下方修正され、これが下方修正要因の 4 分の 3 を占める。 については、貿易統計によると 11 月の上中旬輸出は前年比 ▲7.2% と大きく落ち込み、前年より通関日数が一日少ないことを加味しても低調、また機械輸出の先行指標

2010年度GDP確報による改訂(実質、前年比、前期比、%)



(出所)内閣府

である機械受注の外需も 10～12 月期に 3 四半期連続の減少を記録する見込みである。世界経済減速と先行き不透明感の高まりに伴って、世界的に設備投資及び在庫投資を抑制する動きは想定を上回っており、10～12 月期及び来年 1～3 月期の輸出見通しを引き下げている。また、3 月及び 4 月に期限切れとなる予定であったエコカー減税について適用基準を厳格化しつつ延長する方針が 12 月 10 日の税制大綱で決定され、かつエコカー補助金も復活する見通しのため、1～3 月期に想定していた駆け込み需要が消えることになる。

当社の成長率予想を四半期ベースで見ると、輸出見通しの悪化などにより、従来、前期比ゼロ成長・年率

## 日本経済の推移と予測(年度)

| 前年比, %, %Pt   | 2009<br>実績 | 2010<br>実績 | 2011<br>予想 | 2012<br>予想 | 2013<br>予想 |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 実質 GDP        | ▲2.1       | 3.1        | ▲0.5       | 1.9        | 1.7        |
| 国内需要          | ▲2.2       | 2.4        | 0.4        | 1.9        | 1.4        |
| 民間需要          | ▲4.2       | 3.0        | ▲0.3       | 1.8        | 1.7        |
| 個人消費          | 1.2        | 1.6        | 0.1        | 1.1        | 1.2        |
| 住宅投資          | ▲21.0      | 2.3        | 3.7        | 2.2        | 3.2        |
| 設備投資          | ▲12.0      | 3.5        | ▲1.3       | 2.4        | 2.8        |
| 在庫投資(寄与度)     | (▲1.5)     | (0.8)      | (▲0.2)     | (0.3)      | (0.1)      |
| 政府消費          | 2.7        | 2.3        | 1.6        | 1.2        | 1.5        |
| 公共投資          | 11.5       | ▲6.8       | 5.9        | 6.2        | ▲4.9       |
| 純輸出(寄与度)      | (0.2)      | (0.8)      | (▲0.9)     | (0.1)      | (0.3)      |
| 輸出            | ▲9.8       | 17.2       | ▲1.0       | 4.0        | 6.0        |
| 輸入            | ▲10.7      | 12.0       | 5.6        | 4.3        | 4.6        |
| 名目 GDP        | ▲3.2       | 1.1        | ▲2.2       | 1.8        | 1.2        |
| 実質 GDP(暦年ベース) | ▲5.5       | 4.4        | ▲0.9       | 1.7        | 1.8        |
| 鉱工業生産         | ▲8.8       | 9.0        | ▲2.7       | 2.9        | 4.3        |
| 失業率(%、平均)     | 5.2        | 5.0        | 4.5        | 4.2        | 4.0        |
| 経常収支(兆円)      | 15.8       | 16.1       | 9.3        | 11.7       | 12.5       |
| 経常収支(GDP比, %) | 3.3        | 3.4        | 2.0        | 2.5        | 2.6        |
| 消費者物価(除く生鮮)   | ▲1.6       | ▲0.8       | ▲0.1       | ▲0.2       | 0.3        |

(資料) 内閣府、経済産業省、総務省等より当社作成。2010年度の失業率は当社推定値。

0.2%と見込んでいた 10～12 月期を前期比 ▲0.1%・年率 ▲0.4%へ、2012 年 1～3 月期も前期比 0.7%・年率 2.7%から前期比 0.4%・年率 1.8%へ下方修正している。また、当社では 2013 年度 CPI 上昇率を前年比 0.3%と予想しているが、2010 年度基準改定での下方修正幅が 0.6%Pt であったことを踏まえつつ、連鎖ベースに引き直せば、当社見通しは概ねゼロインフレと言える。それは、すなわち、予測期間内にデフレ脱却は達成されず、日本銀行の利上げも行われないことを意味する。

### 10～12 月期に成長のモメンタムは大幅に悪化

日本経済は 4～6 月期まで 2 四半期連続のマイナス成長に陥ったが、7～9 月期は大幅なプラス成長へ転じた。7～9 月期の高成長は、大震災からの持ち直しが集中して顕現化したことによるものである。但し、月次ベースで見ると、真にモメンタムが強かったのは 6 月までであり、7～9 月期はゲタにより押し上げられている部分が多い。成長率の最大の押し上げ要因であった輸出について、当社試算の実質財輸出を見ると、5 月前月比 5.5%、6 月 7.9%と急増した後は、7 月 1.7%、8 月 0.4%、9 月 2.9%、10 月 ▲3.3%とモメンタムは鈍化どころか明らかに悪化している（11 月は ▲3%程度を現時点で想定）。輸出の減速は、大震災からのリバウンド一巡に加え、世界経済減速や円高、タイ大洪水などが影響したものの、モメンタム鈍化は輸出に限った動きではない。復興消費や自動車の一巡や、地デジ移行や節電特需の一服により、個人消費も月次ベースでは既に増勢が大きく鈍化してきている。高成長は 7～9 月期の 1 四半期で終わり、輸出と個人消費の急減速により、2011 年 10～12 月期の日本経済は、既に述べたとおりマイナス成長を余儀なくされる見込みである。

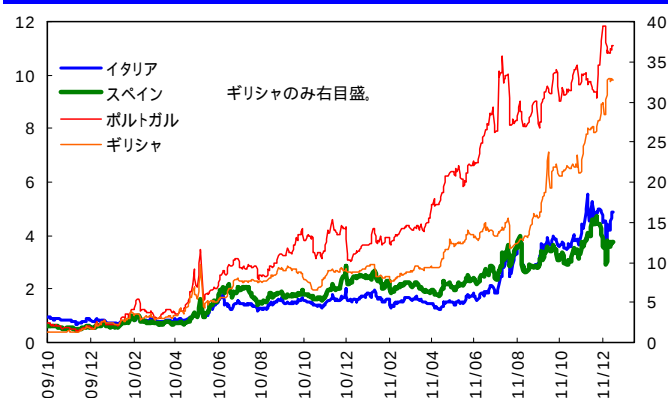
### 2012 年は復興投資と輸出の綱引きに

年明け以降について、2012 年前半は海外経済の低迷により輸出は低調な状態が続くものの、復興投資による押し上げが勝り、プラス成長を確保すると考えられる。2012 年後半は復興投資の勢いが鈍るものの、逆に輸出が持ち直すため、成長ペースは大きく変わらない見込みである。2011 年 7～9 月期の高成長により 2012 年度に向けてプラスの成長のゲタ（当社想定 0.6%Pt）が生じていることも、2012 年度の成長率を押し上げる。2012 年度成長率予想は、前述のとおり、1.9%である。2013 年度は復興投資の一巡により公共投資などが減少へ転じ、成長ペースは鈍化を余儀なくされるものの、民需や外需の回復により成長率低下は小幅にとどまる見込みである。2013 年度は 1.7%成長を予想する。

### 欧州ソブリン問題が最大のリスク要因

当社見通しにおける最大のリスク要因は、欧州ソブリン問題の行方である。欧州各国は一定の対応策を取り纏めたが、先行きは極めて不透明と言わざるを得ない。ソブリン問題が、欧州で封じ込められなければ、日本を含め先進国全てが景気後退に陥るリスクがある。また、国内面では、野田政権になっても変わらないポピュリズム政治の下で、社会保障と財政に関して持続可能な日本経済の姿が示されない事態が懸念される。企業の政治に対する失望が、円高進行と相俟って海外脱出を加速させるというリスクと、将来不安の高まりを受けて家計が消費行動を慎重化させるリスクがある。

問題国の対ドイツ国債スプレッド（%、10年債）



（資料）Bloomberg

## 2. トピックス

## (1) GDP に見る 2005 年基準改定の影響

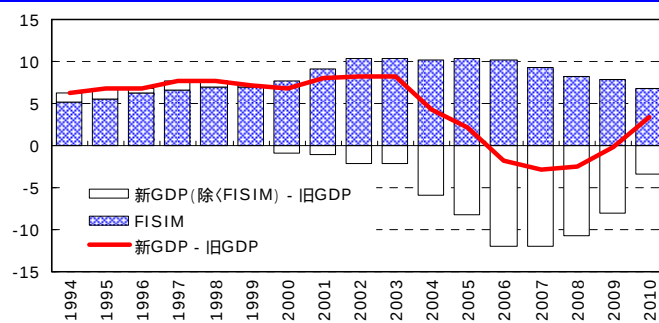
経済見通しの項でも触れたが、7～9 月期 GDP の 2 次推計値では 通常の 2 次推計値における処理、一年に一度の 2009 年度確々報・2010 年度確報の反映に加えて、 2005 年基準改定も行われた。

は「概ね 5 年ごとに、産業連関表、国勢調査などの結果を反映させて、国民経済計算の計数全体を改定すること（内閣府）」であり、同時に推計上の概念変更や推計方法の見直し等も行われる。今回の改定では参照年<sup>1</sup> が 2000 年から 2005 年に変更されたほか、a) FISIM（間接的に計測される金融仲介サービス）の正式導入、b) 自社開発ソフトウェアの投資計上、c) スtock 推計の整備及び固定資本減耗の時価評価、d) 育成資産の見直し、e) 財政統計の精緻化及び公的・民間の区分見直しなどが行われている。影響がはっきりしているのは FISIM の計上が GDP の押し上げに効くことぐらいで、他の改定の影響を峻別することは難しいが、以下では、基準改定の影響について推測を踏まえつつ概略を示したい。

FISIM については、ピークの 2005 年度に名目 GDP を 10.4 兆円、直近 2010 年度でも 6.8 兆円押し上げている。但し、それ以降は縮小傾向にあり、低金利下でのスプレッド縮小などが反映されている可能性がある。FISIM は企業などの金利支払い分は中間投入となるため、GDP に計上されるのは預金者である家計及び政府が受け取る金利と市場金利の差額になる。これは、個人消費及び政府消費として計上され、それぞれの名目水準を押し上げていることが確認出来る。

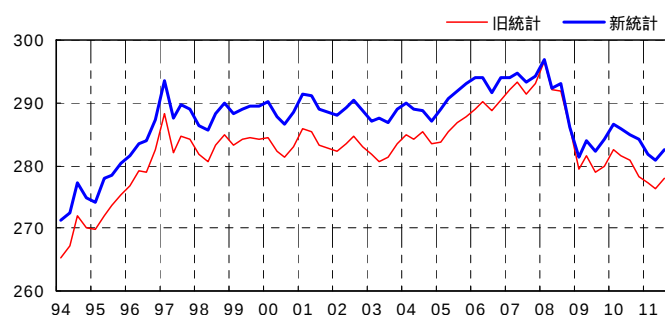
但し、個人消費と政府消費について 2007～2008 年は旧統計と新統計の差がない。これは FISIM 導入による増加を、他の改定要因が打ち消したことを意味する。民間最終消費支出の太宗を占める国内家計最終消費支出について、財サービス別に改定内容を見ると、耐久財や半耐久財が上方修正の一方、非耐久財とサービス（除く FISIM）が大幅な下方修正となっている。ここからは推測となるが、サービスや非耐久財の下方修正については、本来は中間投入として計上されるべき事業用途の購入が、旧統計において消費支出として計上されていた。

名目 GDP の改定幅 (兆円、年度)



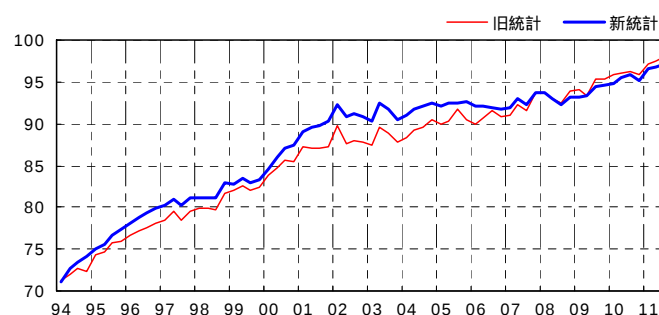
(出所)内閣府

民間最終消費支出(季調値、兆円)



(出所)内閣府

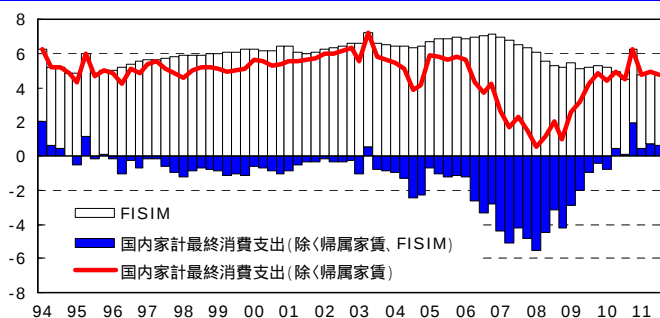
政府最終消費支出(季調値、兆円)



(出所)内閣府

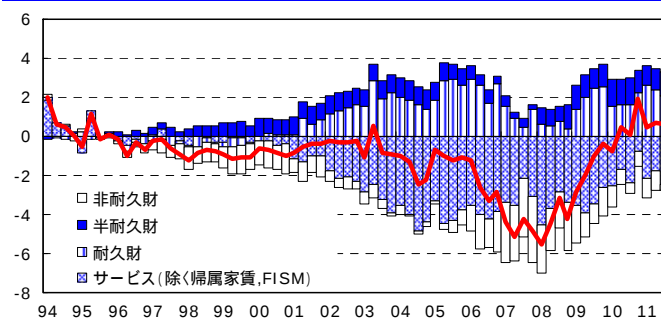
た可能性が指摘できる。一方、半耐久財や耐久財の上方修正については、本来は家計消費として計上されるべきものが、旧統計では企業の設備投資として計上されていた可能性が挙げられるだろう（需要者区分の変更）。後者の耐久財や半耐久財の上方修正については、次に述べる設備投資の下方修正とも概ね整合的である。一方、政府消費については、材料不足で要因が把握できない。

国内家計最終消費支出の変化(年率、兆円)



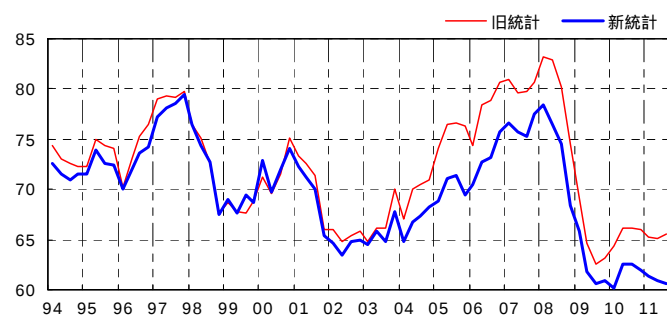
(出所)内閣府

国内家計最終消費支出の変化(除くFISIM、年率、兆円)



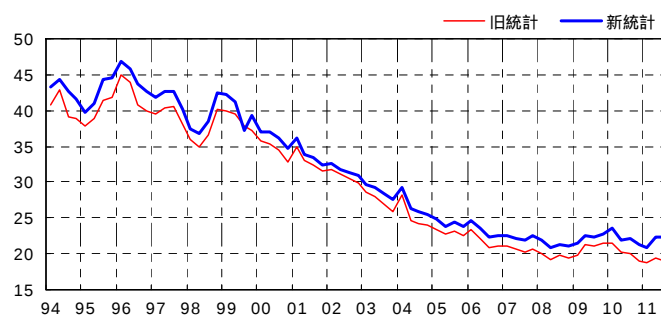
(出所)内閣府

民間企業設備(季調値、兆円)



(出所)内閣府

公的固定資本形成(季調値、兆円)

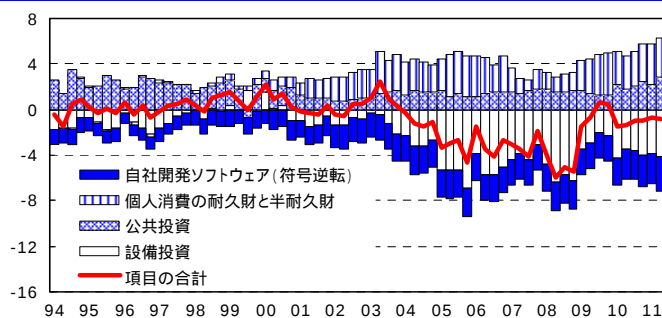


(出所)内閣府

固定資本形成では、設備投資の下方修正が顕著である。これには、まず公的と民間の区分見直し等が大きく影響している。政府支配基準の適用により東西NTTやJRの一部が民間企業から公的企業へ分類変更されたことで、そうした企業の設備投資が民間設備投資から公共投資へ分類変更され、民間設備投資の下方修正と公共投資の上方修正に繋がった。また、前述の個人消費における半耐久財や耐久財の上方修正に繋がった需要者区分の変更も設備投資の下方修正に繋がったと推測される。但し、こうした要因だけでは設備投資の大幅下方修正を十分には説明できない。2005年基準改定において、ソフトウェア投資として、パッケージ型及び受注型に加えて、自社開発ソフトウェアも計上されるようになり、ソフトウェア投資が旧統計の1.2～1.4倍に膨らんでいることも加味すれば、設備投資の下方修正幅は甚大である。

推測だが、2005～2008年にかけて説明不能部分大きいことを踏まえると、当時、普及が進んだIT関連品目において中間投入と最終需要の区分が大きく変更された可能性があるだろう。

固定資本形成関連の変動(年率、兆円)



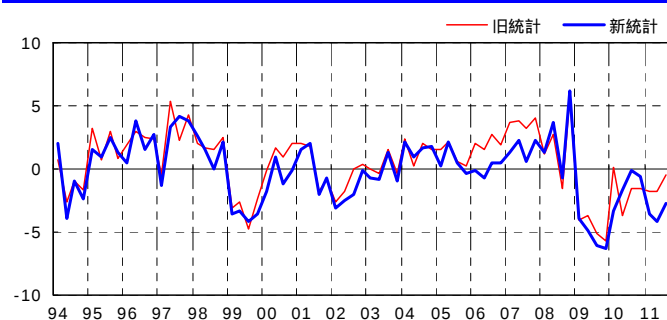
(出所)内閣府

<sup>1</sup> デフレーターが100となる年。

最後に、民間在庫投資については、仕掛品在庫に含まれる育成資産の推計方法変更が下方修正要因になったと推測される。また公的在庫投資については、旧統計で育成資産として仕掛品在庫に含まれていた国有林が有形非生産資産の扱いに変更された影響が大きいだろう。

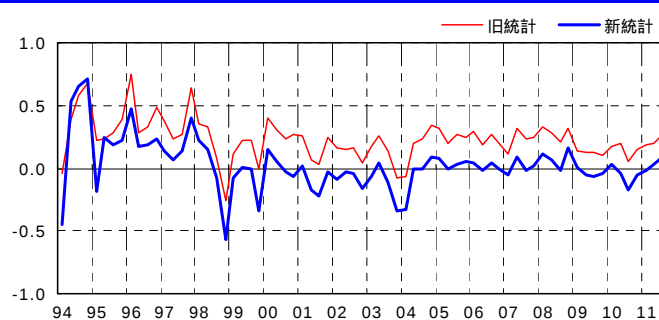
2005年基準に基づくGDP統計の大幅変更は、その多くが国際基準との親和性を高めようとするものであり、基本的に歓迎すべきものである。しかし、何の変更がどの程度影響したかの開示があまりにも少ない。特に、今後の日本経済を考える上で極めて重要な個人消費と設備投資の下方修正については、成長戦略を考える上でも無視できない問題である。内閣府は、統計作成者としての責任において、基準改定の影響について詳細を分析し示す必要があるのではないだろうか。

民間在庫投資(季調値、兆円)



(出所)内閣府

公的在庫投資(季調値、兆円)



(出所)内閣府

## (2) なぜ第四次補正予算なのか？

執筆時点の報道によると、野田政権は総額 2.53 兆円となる第四次補正予算の大枠を固め、民主党など与党との調整を経た上で、20 日にも閣議決定する見込みである。補正予算の内容はエコカー補助金の復活に 3,000 億円、中小企業の資金繰り対策に 7,400 億円、TPP 関連で 1,500 億円、70～75 歳の医療費窓口負担経費 2,000 億円などである。第三次補正予算を 12.1 兆円組み、その財源捻出のために臨時増税法案を成立させた直後に、第四次補正予算策定が表明された。それに関わらず、第四次補正予算の財源は利払い費圧縮と税収増加で足り、国債増発は不要とのことである。

補正予算の個別項目の是非は別として、今回の第四次補正予算の策定には、大きな疑問がある。まずは、今回の第四次補正予算に挙げられた項目が真に必要なであれば、なぜ第三次補正予算に盛り込まなかったのかという歳出面の疑問である。その方が、予算執行は早まり、国民にとっても明らかにプラスであろう。この指摘に対しては、第三次補正予算は震災復興のためとの反論があるかも知れない。しかし、第三次補正予算の中身を見れば、震災と関係のない項目が極めて多いことが一目瞭然である。

次に、財源面からの疑問がある。第三次補正予算に震災と関係のない項目が多く含まれることは、震災復興を冠した増税などの歳入により、震災復興と関係のない歳出について財源手当てを行ったことに他ならない。これは、震災復興のためなら負担増加もやむなしとする国民感情に対する明らかな裏切りであろう。少なくとも、事前に判明していたはずの利払い費圧縮や税収増加などの財源も加味して、震災復興のための増税額を決定するのが筋のはずである。しかし、政府はそうした財源を温存した上で、増税を決め、温存した財源を利用して新たに第四次補正予算を組むという。

結局のところ、今回の第三次補正予算と第四次補正予算の二段階策定は、バラマキ的な歳出に用いる予算を野田政権と民主党が極大化するために編み出されたとしか考えられない。つまり、予め分かっている利払い費余剰と税収増加という歳入を温存した上で、震災復興と関係のない歳出を出来る限り盛り込んで第三次補正予算を策定し、その財源は震災復興の名目で確保する。そして、第三次補正予算の財源確保が終了した上で、温存していた財源を持ち出して、第四次補正予算を策定するのである。この二段階策定によって、全てを一括して補正予算を策定する、もしくは震災復興とそれ以外を峻別して補正予算を策定する場合に比べて、大幅に歳出及び財源を膨らませることができるのである。

こうした手法は、既に視野に入っている選挙などを睨んで、震災復興の名目で臨時増税を野田政権と民主党が利用して歳出を膨らましたものと言い替えられる。真に必要な歳出であれば、正面から議論すればよいだけである。歳出が税収を大幅に上回る日本において、いずれ増税が必要なのは論を俟たないが、まず必要なのは歳出の絞り込みや効率化による増税額の圧縮である。しかし、野田政権は、将来世代にツケを回さないために増税が必要と叫ぶ一方で、将来世代にとっての負担となる歳出を膨らましているのだから世話がな。

### (3)日本の統計に見るタイ大洪水の影響

経済動向で個別に触れるが、日本の統計に現れているタイ大洪水の影響について、簡単にまとめたい。

#### 輸出

日本の実質輸出では、現地工場休止を受けて、タイを含む ASEAN 向けが 10 月に前月比 ▲7.5% (9 月 7.3%) と大幅に減少した。ASEAN 向けの減少によって、10 月の輸出全体が 1.1Pt、アジア向けは 1.8Pt も押し下げられている。なお、タイでの産業集積や日本企業進出を反映し、輸送用機器 (▲16.9%) や科学光学機器 (▲17.1%)、電気機器 (▲8.1%) などの落ち込みが目立つ。

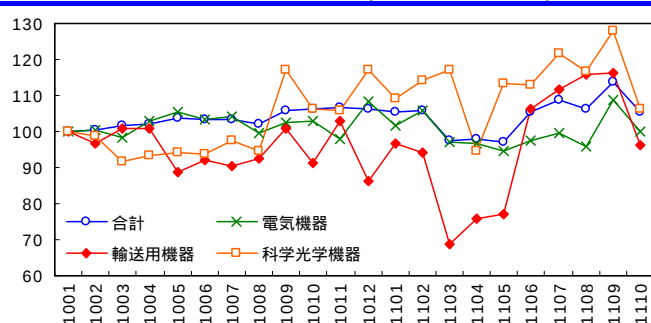
一方、日本の 10 月実質輸入総額は、鉱物性燃料や電気機器を中心に、前月比 6.2%(9 月 ▲2.0%) と急増した。このうち電気機器の輸入急増は、ハードディスクなどの電子部品関連産業が世界的に集積するタイでの大洪水を受けて、日本の電機メーカー等が電子部品など生産財の在庫確保を急いだためと推測される。

#### 鉱工業生産

##### a)自動車

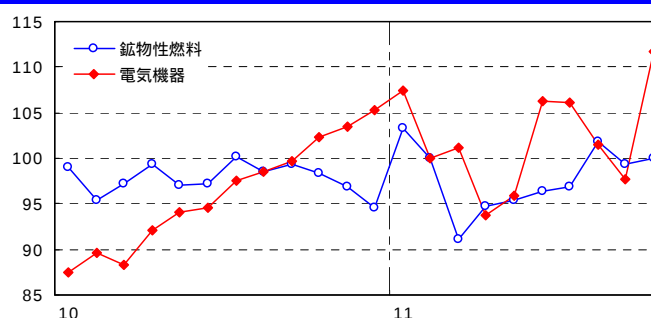
10 月の鉱工業生産の業種別内訳を見ると、自動車を主力とする輸送機械工業が大幅増産を示す一方で、IT・デジタル関連の押し下げが顕著だった。輸送機械工業の生産は 10 月に前月比

対ASEAN実質輸出(2010/1=100)



(出所)財務省、日本銀行

品目別輸入動向(実質、2011年2月=100)



(出所)財務省、日本銀行

11.6%（9月▲5.9%）と2ヶ月ぶりの大幅増加を記録、鉱工業生産全体を1.9%Ptも押し上げた。タイの大洪水は10月下旬の国内生産に悪影響を及ぼしたと考えられるが、東日本大震災からのサプライチェーン復旧に伴う増勢が勝った模様である。なお、9月の落ち込みと10月の急反発は季節調整のアヤなどによる可能性が高く、均して見て増産傾向が維持されたと考えるべきだろう。一方、先行きの生産予測は11月前月比0.1%、12月▲

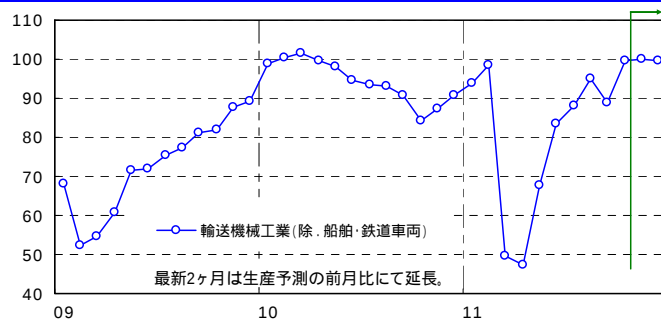
0.1%である。タイ大洪水の影響で11月は生産予測から若干下振れ、12月は上振れの可能性があるが、10～12月期平均では概ね妥当な見通しであろう。当社は各社リリースや報道などに基づき、タイ大洪水による完成車生産の減産幅を10～15万台程度と試算している。これは年間生産の1.0～1.6%程度に、10～12月期生産の4.3～6.5%程度に相当する。生産予測に基づく輸送機械工業の10～12月期生産は前期比9.5%であるから、タイ大洪水により前期比15%程度から9.5%へ伸びが抑制されたと判断できる。なお、完成車組立が、日本の鉱工業生産に占めるシェアは1割程度であるため、10～12月期の鉱工業生産全体は0.43～0.65%ポイント程度押し下げられると言える。これは、無視出来るものではないが、東日本大震災の悪影響に比べれば限定的である。

## b) IT・デジタル関連

次にIT・デジタル関連を見ると、パソコンやテレビなどの最終製品組立が主力の情報通信機械工業は10月に▲6.0%（9月▲7.8%）と2ヶ月連続の大幅減産を記録している。更に、先行きも11月▲14.1%と大幅減産継続が見込まれている。10月の大幅減産は、地デジ移行後の薄型テレビなどの予想を上回る販売不振が主因と考えられるが（故に在庫率は17.0%と3ヶ月連続で大幅に上昇した）、タイの大洪水による部品不足が多少の悪影響を及ぼした可能性もある。それに対して、11月の大幅減産見通しは、タイ大洪水に伴うサプライチェーン寸断による部品不足が主因と考えられる。それは、11月の予測修正率が▲20.7%もの大幅マイナスとなっていることから確認できる。同セクターは12月に前月比29.3%の大幅増産を見込んでいるが、部品手当ては困難と考えられ、増産幅は生産予測を大きく下回る可能性が高い。

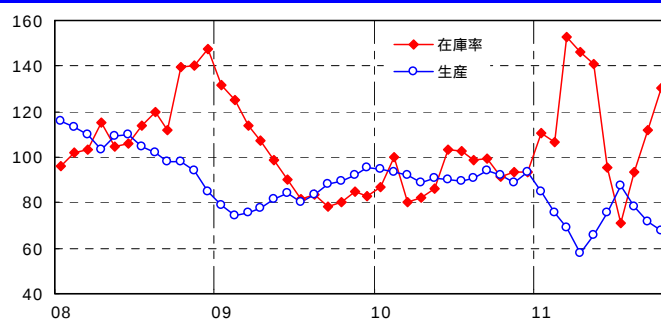
半導体やデバイスなど川上の生産財が主力の電子部品・デバイス工業は、10月に前月比▲5.5%（9月▲2.3%）と2ヶ月連続の大幅減少を余儀なくされた。こちらも、10月についてはタイの大洪水の影響よりも、以前から続く販売不振や供給過剰による値崩れの影響が大きいと考えられる（故に10

輸送機械工業の生産推移（2005年=100）



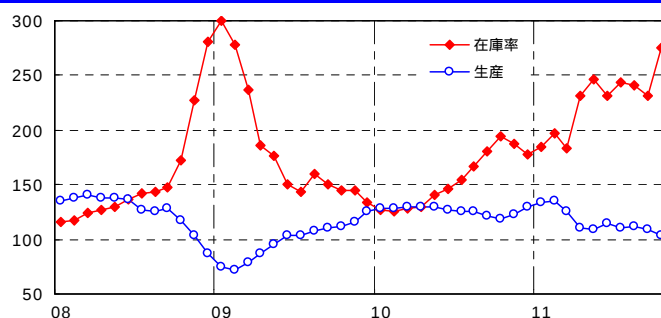
（出所）経済産業省

情報通信機械工業（2005年=100）



（出所）経済産業省

電子部品・デバイス工業（2005年=100）



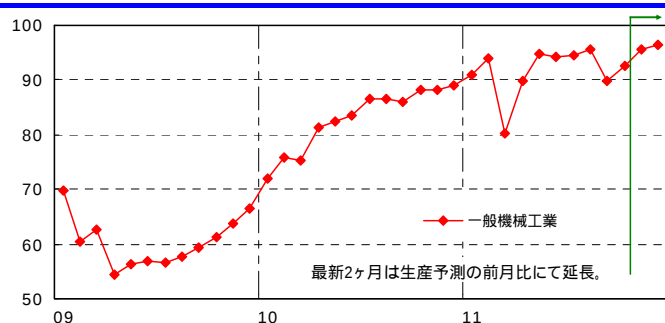
（出所）経済産業省

月の実現率は1.2%のプラスである)。11月以降は、そもそもの不振に加え、タイの大洪水によるサプライチェーン寸断が、部品需要の減少というかたちでマイナスに寄与する可能性が高い。生産予測では11月0.3%、12月3.4%と2ヶ月連続の増産が見込まれているが、実際には4ヶ月連続の減産もありうるだろう。10月はIT・デジタル関連、つまり情報通信機械(前月比▲6.0%、寄与度▲0.2%Pt)と電子部品・デバイス工業(▲5.5%、▲0.5%Pt)に減産により、鉱工業生産全体の伸びが0.7%Ptも押し下げられている。加えて、タイ大洪水を起点として、川上の電子部品・デバイス工業に及ぶマイナスの影響は、同じ生産財セクターである化学工業や非鉄金属工業、鉄鋼業、窯業・土石製品工業(ガラスなど)にも同様に働き、10~12月期の生産全体を押し下げる可能性がある。

### c) 資本財

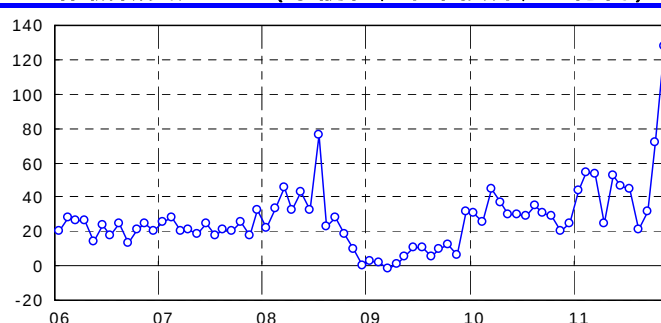
タイの大洪水がポジティブな影響を及ぼし始めていると考えられるセクターもある。設備投資向けの資本財を主力とする一般機械工業の生産は10月に前月比3.1%(9月▲6.1%)と2ヶ月ぶりの増産、先行きも11月3.2%、12月1.0%と増産継続が見込まれている。もちろん、東日本大震災からの復興投資も影響しているとは考えられるが、大洪水からの復旧に向けてタイからの工作機械受注が10月、11月と急増していることなども踏まえると、無関係とも言えないだろう。

一般機械工業の生産推移(2005年=100)



(出所) 経済産業省

工作機械受注:タイ(季調値、年率換算、10億円)



(出所) 日本工作機械工業会

## 3. 経済動向

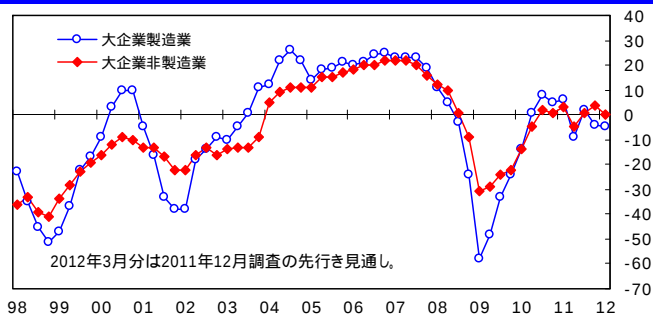
## (1) 海外要因で大企業製造業の景況感が急悪化

12月15日に公表された12月調査の日銀短観では、最も注目される大企業・製造業の業況判断DIが9月調査の2から▲4へ6ポイントも悪化した。市場予想の▲2(当社予想はゼロ)を下回り、ネガティブ・サプライズと言える。但し、同じ製造業でも中小企業は3ポイント改善の▲8と持ち直し(中堅企業は9月調査から変わらずの▲3) また非製造業は大企業が3ポイント改善(9月調査1→12月調査4)、中小企業は5ポイント改善(9月調査▲19→12月調査▲14、なお中堅企業は9月調査▲8→12月調査▲4)と規模を問わず改善しており、企業部門全てが悪化しているわけではない。全規模ベースでは製造業は9月調査から変わらずの▲5、非製造業は5ポイント改善の▲7、全産業では2ポイント改善の▲9となっている。

12月調査時点での大企業・製造業の業況判断DIの突出した悪化は、海外経済や国際金融市場の悪化を受けたものと考えられる。相対的に輸出比率が高く、また海外展開が進んでいる大企業・製造業に、悪影響が顕著に及んだのみならず、先行きに対する不透明感もより強め、業況判断の悪化へ繋がった。但し、業種別動向で後述するようにタイ大洪水の影響により、悪化度合いが増幅されてもいる。一方、非製造業の業況判断改善には、7～9月期までの急回復は止まったとは言え、サービス消費を中心に個人消費が回復基調を維持していることが寄与していると考えられる。

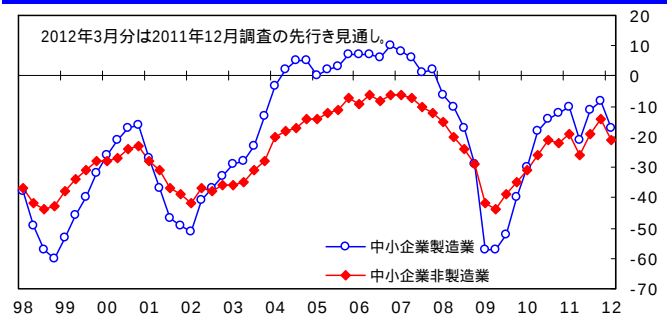
大企業製造業での業況判断悪化は、取引関係や雇用動向などを通じて、今後、非製造業や中小企業へ染み出していくことが避けられない。実際、業況判断DIの先行きは業種・規模を問わず悪化し(大企業製造業：現状▲4→先行き▲5、非製造業：4→0、中小企業製造業：▲8→▲17、非製造業：▲14→▲21) 全規模全産業では6ポイントの悪化が見込まれている(▲7→▲13)。但し、その一方で、

大企業の業況判断DI(%Pt, 良い-悪い)



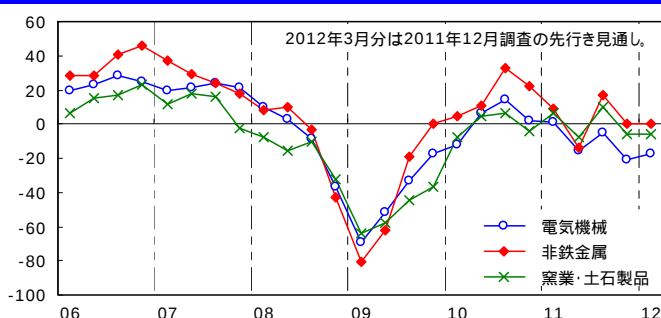
(出所) 日本銀行

中小企業の業況判断DI(%Pt, 良い-悪い)



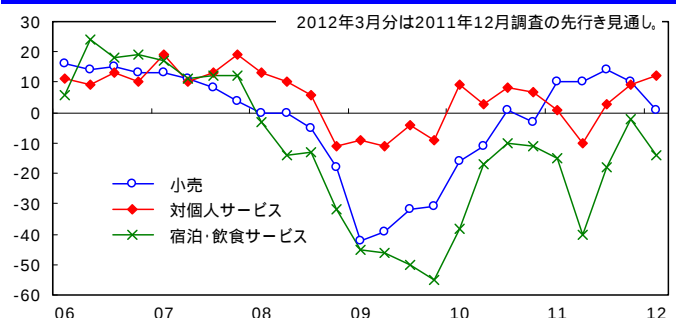
(出所) 日本銀行

IT・デジタル関連の業況判断DI(大企業、%Pt)



(出所) 日本銀行

個人消費関連業種の業況判断DI(大企業、%Pt)



(出所) 日本銀行

欧州ソブリン問題の世界的な金融危機への発展が防がれれば、大企業製造業以外への悪影響拡大が限定的なものに留まりうるとも言える。

大企業の業況判断 DI について、業種別動向を見ると、素材業種が 9 月調査 ▲1 から 12 月調査で ▲6 へ 5 ポイント、加工業種は 3 から ▲3 へ 6 ポイントの悪化である。素材業種では紙・パルプ（9 月調査 ▲23→12 月調査 ▲9）や鉄鋼（▲16→▲10）が改善したものの、石油・石炭製品（0→▲13）や窯業・土石製品（10→▲6）、非鉄金属（17→0）が大幅に悪化している。一方、加工業種では自動車の改善（13→20）を電気機械の大幅悪化（▲5→▲21）と資本財関連（はん用機械や生産用機械など）の小幅悪化が上回った。素材業種と加工業種で共通するのは、IT・デジタル関連の大幅悪化である。インテルの業績見通し引き下げが大きな話題となったが、同様のメカニズム、つまりはタイ大洪水によるサプライチェーン寸断の悪影響が直接的・間接的に、窯業・土石製品（ガラスなど）や非鉄金属、電気機械、生産用機械（半導体製造装置など）といった IT・デジタル関連業種に及んでいると考えられる。裏を返せば、IT・デジタル関連以外の業種は、それほどの大幅悪化ではなく、寧ろ改善している業種さえある。なお、タイ大洪水の影響が最も色濃い電気機械は、生産復旧や代替調達確保に伴うサプライチェーン回復により、先行きの業況判断 DI を 4 ポイント改善と見込んでいる（9 月調査 ▲21→12 月調査 ▲17）。

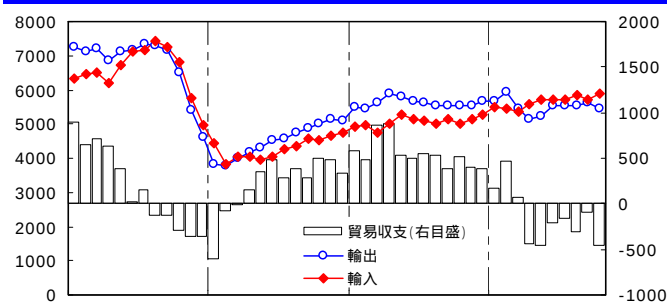
非製造業の業況判断 DI は総じて改善である。復興投資や住宅投資の持ち直しを反映して建設業（9 月調査 ▲11→12 月調査 ▲8）や不動産業（0→3）が、また個人消費の回復基調を受けて対個人サービス（3→9）や宿泊・飲食サービス（▲18→▲2）も持ち直している。なお、小売業は地デジ移行特需の反動などを受けて 9 月 14 が 12 月は 10 まで低下したものの、水準としては決して低くない。

## (2) 世界経済減速と円高が輸出の重石

世界経済減速と円高に加え、タイ大洪水の影響もあり、日本の輸出は低調に推移している。貿易統計によると、10 月の名目輸出は前月比 ▲3.5%（9 月 1.4%）、当社試算の実質ベース季節調整値でも ▲3.3%（9 月 2.9%）と明確に減少した。仕向け地別の内訳を見ると、EU 向けとアジア向けの落ち込みが顕著であり、ソブリン問題を受けた欧州の景気低迷とタイ大洪水によるサプライチェーン寸断が、日本の輸出を大きく押し下げたと考えられる。日本で生産調整が広がった 10 月下旬に、名目輸出が前年比 ▲7.0%と、上中旬までの前年比 ▲1.6%を大きく上回る減少率を記録したことも、タイ大洪水の影響を示している。11 月についても既に公表されている上中旬分が前年比 ▲7.2%と大きく落ち込んでおり<sup>2</sup>、現時点で当社では 11 月の実質輸出を前月比 ▲3%程度と想定、10～12 月期の実質輸出は明確に減少すると見込まれる。

一方、名目輸入額は、鉱物性燃料や電気機器を中心に前月比 2.8%（9 月 ▲2.4%）と増加、当社試算の実質では 6.2%（9 月 ▲2.0%）と急増した。鉱物性燃料輸入は原発代替燃料の確保と考えられる一方、電気機器の輸入急増は、ハードディ

名目輸出入の推移（10億円、季調値）



(出所)財務省

<sup>2</sup> 前年より通関日数が一日少ないことを加味しても低調と言える。

スクなどの電子部品関連産業が世界的に集積するタイでの大洪水を受けて、日本の電機メーカー等が電子部品など生産財の在庫確保を急いだためと推測される。

10月の貿易収支（季調値）は▲4,579億円（9月▲967億円）と4月以降、7ヶ月連続で赤字を記録した。前述のとおり輸出面でのタイ大洪水への悪影響は11月に寧ろ拡大するため、11月も赤字

が続く可能性が高い。震災直後の時点で、当社は日本の貿易収支が7～9月期に概ね均衡、10～12月期に明確な黒字に復帰と想定したが、予想以上の円高や海外経済の減速に加え、タイの大洪水の影響もあり、黒字への復帰時期は2四半期程度遅れると見込まれる。また、輸出低迷と輸入堅調により10～12月期の実質貿易収支は減少し、GDP成長率を明確に押し下げる見込みである。

### (3)輸出低調とタイ大洪水で生産も低調

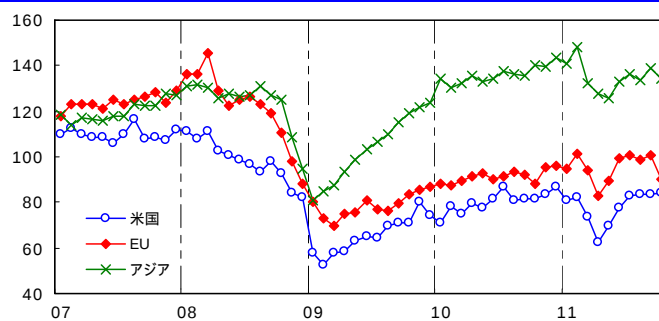
低調な輸出を受けて鉱工業生産も振るわない。10月こそ前月比2.4%（9月▲3.3%）と増加に転じたものの、生産予測に対する生産実績の比率を示す実現率は▲0.6%と5ヶ月連続のマイナスを記録、実際の生産が企業計画を下回る事態が続いている。先行きについて生産予測では、11月前月比▲0.1%、12月2.7%が見込まれている。しかし、世界経済の更なる減速や生産予測の集計タイミングである11月10日時点からタイの大洪水の悪影響が更に広がった可能性が高いことを踏まえれば、実際の生産は生産予測から大きく下振れする可能性が高いだろう。当社では10～12月期の生産を前期比横ばい程度と予想している。世界経済の成長鈍化に伴う輸出伸び悩みと円高によるトレンド的な減速の動きに加えて、タイの大洪水によるサプライチェーン寸断の影響もあり、鉱工業生産は、低調推移が当面続くと見込まれる。

### (4)不透明感の高まりが設備投資を抑制

世界情勢を取り巻く不透明感の高まりは、内外企業の設備投資行動にも影響を与えている。

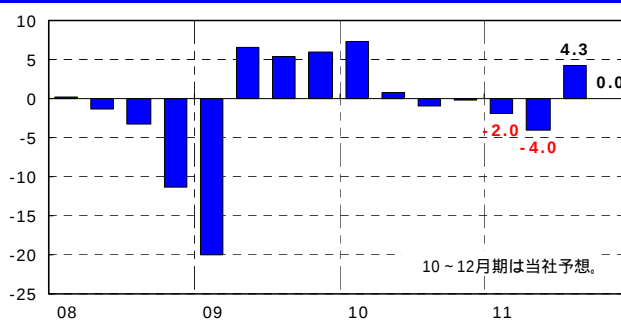
10月の機械受注統計によると、国内設備投資の先行指標とされる民需（除く船舶・電力）は前月比▲6.9%（9月▲8.2%）と2ヶ月連続で減少した。欧州のソブリン問題など世界経済おける下振れリスクの高まりを踏まえ、企業が投資の先送り姿勢をより強めたためと考えられる。民需の10月水準は7～9月期平均を9.1%も下回っており、10～12月期は4四半期ぶりに減少する可能性が高い（7～9月期は前期比1.5%）。また、外需も低迷が続いた。10月は前月比1.6%（9月▲21.7%）と小幅増加に転じたものの、10月水

地域別実質輸出の推移（2005年=100）



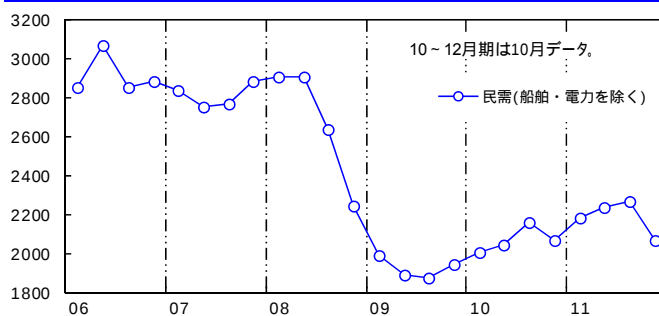
（出所）財務省、日本銀行

鉱工業生産の推移と予測（前期比、%）



（出所）経済産業省

機械受注・民需の推移（10億円）

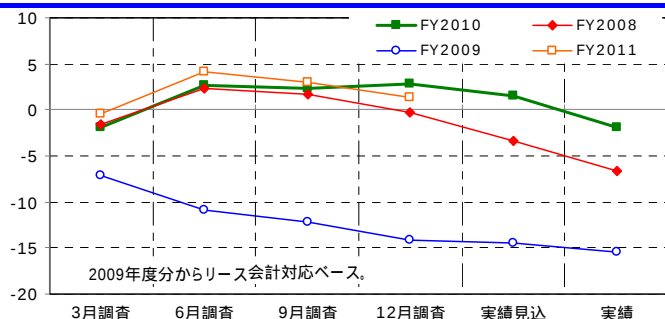


（出所）内閣府

準は7～9月期平均を6.0%も下回る。世界経済の下振れリスクを受けた投資見送りは日本企業に限られた行動ではなく、全世界ベースでの企業行動の慎重化が資本財への発注を押し下げていると考えられる。

こうした企業行動の慎重化は日銀短観12月調査の設備投資計画からも確認できる。大企業製造業の設備投資計画（含む土地投資額）は前回9月調査から3.5%も下方修正され前年度比6.2%、非製造業も前年度比▲1.1%へ0.5%下方修正されたため、全産業トータルでは前年度比1.4%（修正率▲1.6%）まで投資計画が引き下げられている。今後の下方修正の可能性も加味すれば前年度比横ばいが視野に入りつつあると言える。生産・営業用設備判断DI（過剰 - 不足）は、大企業製造業、非製造業ともに9月調査から変わらずであり、特に過剰感の高まりは確認されない。そのため、足元の設備投資計画の下方修正には、先行き不透明感の高まりによる投資計画の延期が大きく影響したと推察される。

大企業全産業の設備投資計画（前年度比、%）

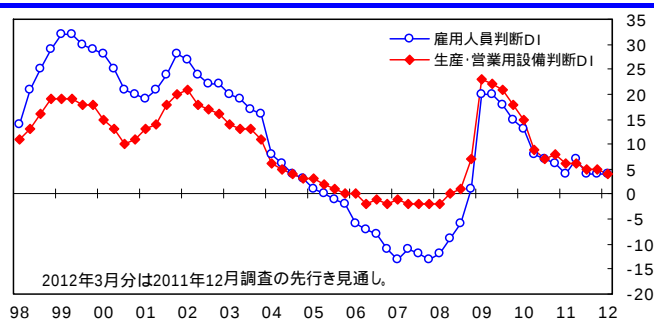


（出所）日本銀行

## (5) 雇用情勢の先行きにも不安

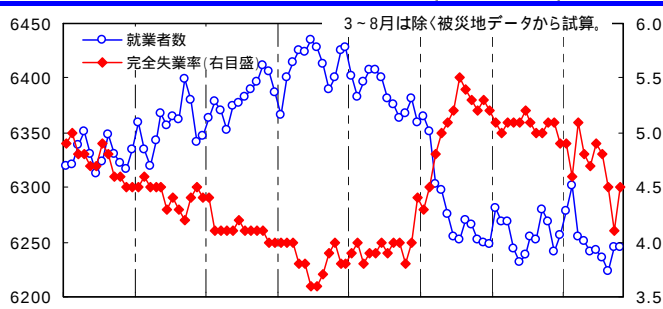
10月の全国・失業率は4.5%と、9月4.1%から大幅に上昇した。7月4.7%が8月に4.3%、9月には4.1%まで低下したが、10月に低下幅の三分の二を失った（7月及び8月は除く三県データから試算）。但し、就業者は前月差ゼロ（9月+23万人、8月▲2万人）と横ばいであり、失業率の低下ほどに雇用情勢が悪化したわけではない。10月の失業率低下は労働力人口（前月差+25万人）及び完全失業者（+25万人）の増加、つまり労働市場への参加拡大によるものであり、いわゆる「良い失業率上昇」の部類に入る。加えて、大震災に際して大量出国した外国人の再入国なども、失業率上昇に影響している可能性がある。労働力調査の統計作成上の問題として、出入国統計による人口変動が当該月ではなく5ヵ月後に反映されると言うズレがある<sup>3</sup>。つまり、3月に生じた海外への大量人口流出は8月に、5月に生じた人口再流入

設備と雇用の過剰感（過剰 - 不足、大企業全産業）



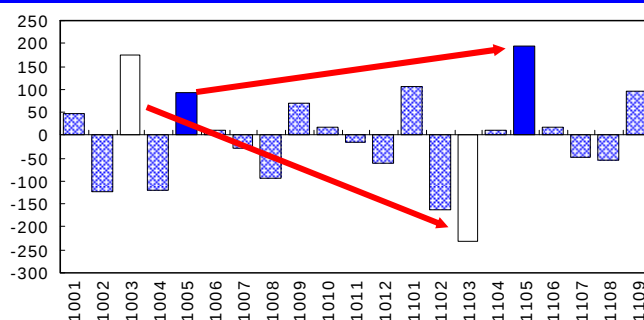
（出所）日本銀行

失業率と就業者数の推移（%、万人）



（出所）総務省

入国者数-出国者数（千人）



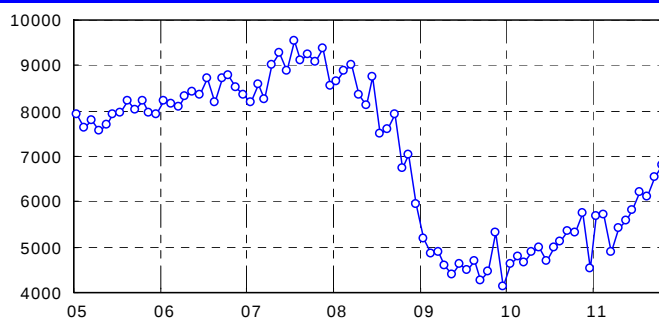
（出所）法務省

<sup>3</sup> この問題の詳細は2011年10月17日付「日本経済情報10月号」を参照。

は10月に労働力調査に反映されている。2011年5月の人口流入は前年同月の倍に達した。

一方、求人状況を見ると、求人広告件数は前年比27.7%（9月22.0%）と伸びを高め、当社試算の季調値でも前月比3.9%（9月7.3%）と2ヶ月連続で増加した。また、有効求人倍率は0.67倍（9月0.67倍、8月0.66倍）、新規求人倍率も1.13倍（9月1.11倍、8月1.05倍）と上昇基調が維持されている。企業の求人意欲は改善基調にあると言えるだろう。

求人広告件数(季調値、年率換算、千件)



10月の失業率上昇は、労働市場への参加拡大や人口流入によるところが大きく、過度の懸念は不要であろう。但し、就業者数が未だ低位に推移し、かつ9月に見えた雇用増加の動きが10月に再び途絶えた可能性があるのもまた確かである。求人状況が改善を続けていることや、補正予算等による復興需要はプラス材料だが、世界経済減速の動きが、輸出を主力とする製造業を中心に、日本国内の雇用所得環境にも悪影響を及ぼす可能性がある点には留意すべきと考えられる。

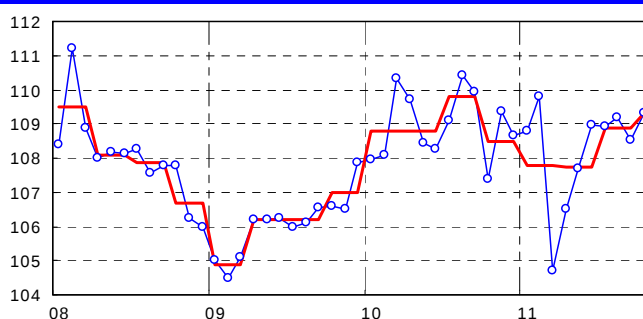
## (6)10月の個人消費が底堅かったが・・・

10月の個人消費は底堅く推移したものの、先行きの懸念材料が膨らんできている。

内閣府が需要統計と供給側統計を総合して個人消費動向を試算している「消費総合指数」を見ると、10月は前月比0.7%（9月▲0.6%）と2ヶ月ぶりに上昇、10月水準は7～9月期平均を0.4%上回った（7～9月期前期比1.1%<sup>4</sup>）。消費関連統計を見ても、10月の底堅さは確認できる。冬物衣料や自動車販売が好調で実質小売業販売額は10月に前月比1.8%（9月▲1.4%）と大幅に増加、家計調査の実質消費支出も冬物衣料やサービス関連の好調により前月比0.3%（9月0.9%）と増加している。

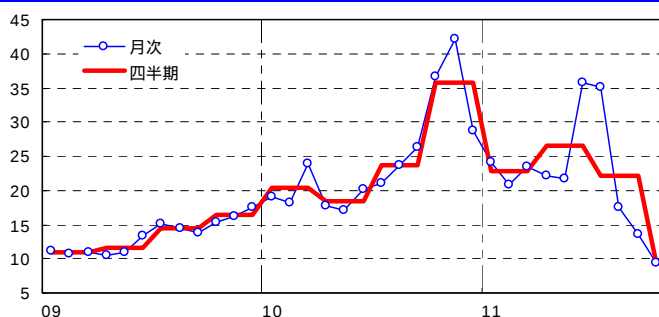
10月の底堅さが維持できれば、GDPベースの個人消費は7～9月期前期比0.7%に続き、10～12月期もプラスの伸びを確保する。しかし、11月以降の個人消費には懸念材料が多い。10月に消費を押し上げた新車販売は11月に前月比▲5.6%（10月1.0%）と明確な減少へ転じた。東日本大震災による供給制約の解消と受注残消化による5月以降の新車販売の増勢は概ね終了したと考えられる。また、地デジ移行特需の終了以降、薄型テレビをはじめとする家電販売は低迷が続いており、年末

消費総合指数(2000年=100)



(出所)内閣府

薄型テレビ出荷の推移(年率、百万台、季調値)



(出所)CEIC Data

<sup>4</sup> 月次指数から算出した前期比。月次と別に算出される四半期データでは7～9月期前期比0.7%。

商戦にも多くは期待できない見込みである。加えて、大震災以降持ち直し基調にあった消費者マインドが再び下落を始めていることもあり、当社では 10～12 月期の個人消費が減少に転じる可能性が高いと判断している。

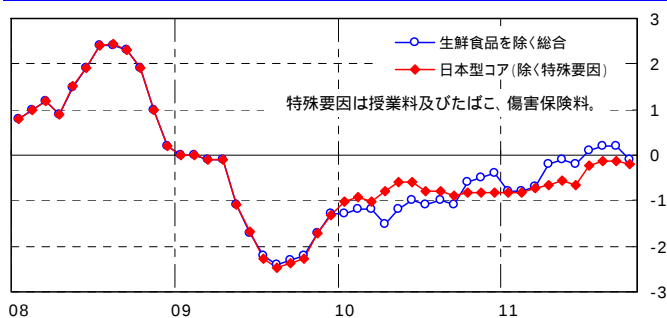
### (7) ゼロインフレ状態が続く

10 月の全国 CPI では、生鮮除く総合（日本型コア）の前年比が▲0.1%（9 月 0.2%）と 4 ヶ月ぶりにマイナス圏へ戻った。食料およびエネルギーを除く総合（米国型コア）も▲1.0%（9 月▲0.4%）とマイナス幅が大きく拡大している。10 月の低下は特殊要因、つまりは昨年 10 月のたばこ価格及び傷害保険料引き上げの影響が一年を経て剥落したことが主因である。9 月まで、特殊要因が前年比ベースで、日本型コアを 0.32%Pt（たばこ 0.18%Pt、傷害保険料 0.14%Pt）米国型コアを 0.48%Pt 程度（当社試算値、たばこ 0.27%Pt、傷害保険料 0.14%Pt）押し上げており、その剥落が響いた。

米国型コアについては、特殊要因剥落による 0.48%Pt に加えて、宿泊料（9 月前年比▲2.7%→10 月▲4.2%）や外国パック旅行（20.9%→14.9%）航空運賃（16.6%→2.0%）などの伸び低下が 0.1%Pt 程度の押し下げ寄与となり、合計で 0.6%Pt（9 月▲0.4%→10 月▲1.0%）の低下幅拡大となった。米国型コアと日本型コアの違いについて見ると、電気代は上昇したもののガソリン価格の低下が勝り、エネルギーは押し上げ寄与が若干縮小したものの（9 月 0.50%Pt→10 月 0.47%Pt）生鮮を除く食料が押し上げ寄与へ転じ（9 月▲0.03%Pt→10 月 0.04%Pt）食料とエネルギーの合計ではプラス寄与となった。そのため、日本型コアのマイナス幅拡大は米国型コアに比べ、抑制されている。

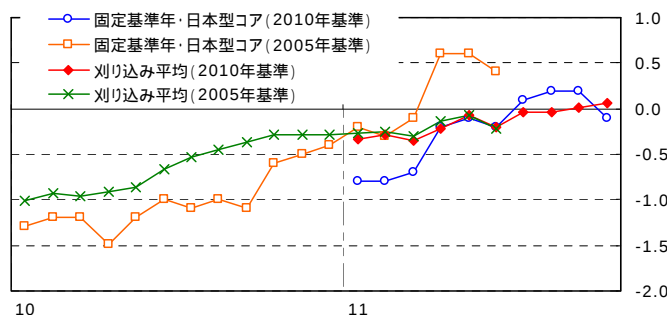
特殊要因の剥落により、CPI 前年比は漸く実勢の小幅マイナス圏に戻ったと言える。これが実力である。一方、特殊要因以外で、10 月の米国型コアのマイナス幅拡大に寄与したのは、原油価格などに影響を受ける品目であり、国内需給要因の影響を受ける品目に大きな動きは見られない。これは 11 月にマイナス幅が拡大した東京都区部も同様である。また、当社が基調的なインフレ率を把握するために試算している「刈り込み平均 CPI」は、9 月 0.01%が 10 月は 0.06%と寧ろ小幅ながらも伸びを高め、品目構成を見てもプラス品目比率が 37.1%（9 月 34.8%）へ高まる一方、マイナス品目比率は 50.9%（9 月 54.3%）へ低下している。特殊要因による変動を別とすれば（そもそも 1 年前の動きの反映に過ぎず、現在の物価変動ではない）10 月や 11 月データを見る限り、物価の下落圧力が再び強まったわけではない。但し、逆に物価の上昇圧力が強まったわけでもなく、デフレ脱却の展望は未だ描けない。均してみれば、日本のインフレ率はゼロ近傍で推移しており、かつ今後もゼロ近傍の推移が続くと予想される。

全国CPI・日本型コア（前年比、%）



(出所) 総務省

刈り込み平均CPIの推移（前年比、%）



(出所) 総務省資料より当社作成

#### 4. 金融政策：コミュニケーションに問題あり

11月16日の金融政策決定会合で、日本銀行は、現行の金融政策の維持、すなわち政策金利である無担保コールレートの誘導目標を0～0.1%に、「資産買入等の基金」は55兆円程度に据え置くことを、全会一致で決定した。前回会合で基金の5兆円増額による追加緩和を決めており、現状維持は予想通りである。

10月展望レポートで想定された範囲内ではあるが、9月の経済指標、とりわけ生産統計などの悪化を踏まえ、景気判断は下方修正された。すなわち、景気の現状判断は、10月27日時点の「日本経済は…持ち直しの動きが続いている」から「わが国の経済は、持ち直しの動きが続いているものの、海外経済の減速の影響などから、そのペースは緩やかになっている」へ引き下げられている。また、欧州ソブリン問題が実体経済と金融市場の両面に及ぼす悪影響を強調した10月展望レポートを踏襲し、今回のステートメントでも、先行きのリスク要因として、欧州ソブリン問題を特に強調している。

11月決定会合での据え置きは予想通りであり、下方修正された景気判断及びリスク認識も妥当と考えられる。寧ろ、現在の日本銀行の問題は、個々の政策決定よりも、市場や国民とのコミュニケーションにあるのではないだろうか。白川日銀総裁は記者会見において、前回10月27日に決めた追加緩和について「為替の円高は、経済・物価の見通しに影響を与える1つの要因ですが、これだけではありません。欧州の経済情勢、欧州のソブリン問題が日本の経済に与える影響などを勘案しました。8月の緩和では、先々のリスクを相当程度、前広に織り込んで緩和を決定しましたが、そうしたリスクの一部が既に顕在化してきている上、先々の経済を考えた場合に、下振れリスクをより意識したほうが良いと考え、今回、緩和を決定しました」と背景を極めて詳細に説明した。概ね納得できる説明である。しかし、この白川総裁が示したニュアンスを、決定会合後のステートメント、つまり「物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるにはなお時間を要すると予想されるうえ、国際金融資本市場や海外経済の動向次第で、経済・物価見通しがさらに下振れするリスクにも、注意が必要である。日本銀行は、8月に強化した金融緩和措置のもとで、金融資産の買入れ等を着実に進めているが、物価安定のもとでの持続的成長経路への移行をより確かなものとするためには、金融緩和を一段と強化することが必要と判断した」から正確に読み取ることは困難であろう。総裁会見がリアルタイムには国民に向けて示されず、記者会見内容のホームページ掲載も翌営業日の遅い時間になることを踏まえれば、ステートメントでのコミュニケーション強化に、日銀はもっと力を入れるべきであろう。

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。