

# 日本経済情報 2012年2月号

## Summary

### 【内容】

#### 1. 経済見通し

- (1) 10～12月期は海外からの逆風が響く
- (2) 1～3月期はプラス成長へ復帰
- (3) 成長率見通しは2012年度1.8%、2013年度1.6%
- (4) デフレ脱却の行方と金融政策

#### 2. 経済動向分析

- (1) 輸出低迷と景気から離れた輸入増加
- (2) 先行き不透明感で在庫圧縮
- (3) 生産は挽回生産と輸出低迷の綱引き
- (4) 設備投資は緩やかな増税にとどまる
- (5) 雇用・所得環境は横ばい
- (6) 個人消費は低調と底堅さが併存
- (7) 住宅投資は緩やかに増加
- (8) 公需は復興投資の剥落後に留意
- (9) 小幅マイナスが続くインフレ動向

#### 3. 金融政策動向

- (1) 日本銀行がインフレ目標を導入
- (2) 日銀は変わったのか、変わらないのか

#### 4. トピックス

- (1) 経常収支を考える
- (2) 学生の就職環境は厳しいまま

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

### 【経済見通し】

2011年10～12月期の日本経済は海外からの逆風を受けた輸出減少と在庫圧縮が響き、2四半期ぶりのマイナス成長を余儀なくされた。しかし、タイ大洪水の悪影響終息と復興投資の寄与により、2012年1～3月期にはプラス成長への復帰が見込まれる。2012年度前半は復興投資により、復興投資がピークアウトを始める2021年度後半以降は輸出回復により支えられるかたちで日本経済は成長を継続すると見込まれる。成長率予想は2012年度が1.8%、2013年度は1.6%である。需給ギャップの緩やかな縮小と根強いデフレ期待が綱引きし、エネルギー価格の影響を除けば、インフレ率は基本的に小幅マイナス基調が続く可能性が高い。

### 【金融政策】

日本銀行は2月の金融政策決定会合で、広い意味でのインフレ目標政策に移行した。政策委員の物価安定に関する認識を示すに過ぎなかった「物価安定の理解」を止め、日本銀行として物価安定において目指すところを示す「物価安定の目途」を導入したのである。インフレ率1%の「目処」を目指して、金融緩和を続けていくとしている。インフレ目標政策のみでデフレ状況が変わるわけではないが、受動的な対応を改め、能動的に金融緩和を進めるとした点では大きな変化である。日本銀行が「目処」の達成に向け金融緩和を実践するかが注目される。実践されれば、国民のインフレ期待の変化などを通じて、デフレ脱却も早まる。

### 【経常収支の行方】

経常赤字転落の可能性については、経常収支と表裏一体の関係にある、日本全体の貯蓄投資バランスを考える必要がある。現在は家計と企業の大幅な貯蓄超過が、一般政府の投資超過を上回ることによって、国内部門全体では貯蓄超過となっている。家計については、高齢化に伴い家計の貯蓄は縮小に向かうが、同時に投資も細るため、貯蓄投資バランスは大きく悪化しないと考えられる。また、国内と海外の成長率格差により、企業の貯蓄超過も継続する可能性が高い。一般政府の投資超過（財政赤字）の縮小は見込めないが、2010年代については、民間部門の貯蓄超過が、一般政府の投資超過を上回り、国内部門全体での貯蓄超過維持、すなわち経常黒字が続くと見込まれる。但し、こうしたメインシナリオには更なる財政赤字拡大と交易条件の悪化というリスクシナリオが存在する。

1. 経済見通し

(1) 10~12月期は海外からの逆風が響く

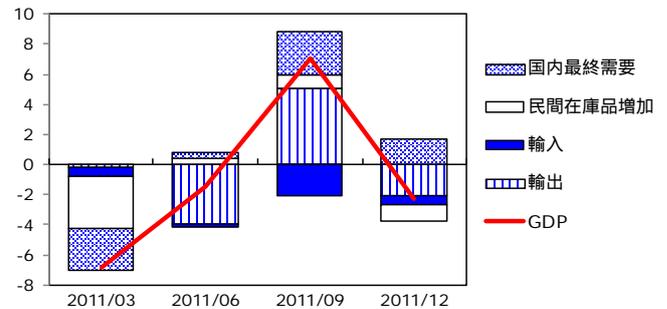
2011年10~12月期のGDP統計1次速報によると、世界経済の減速や円高、タイ大洪水を受けた輸出の低迷と在庫圧縮が響き、実質GDP成長率は前期比0.6%、年率2.3%と2四半期ぶりのマイナスに転じた(7~9月期は前期比1.7%、年率7.0%成長)。当社予想の前期比年率2.2%には概ね一致したものの、市場コンセンサスの1.3%は大きく下回り、ネガティブ・サプライズとなった。

需要項目動向は、「2. 経済動向分析」で詳細に触れるが、10~12月期のマイナス成長は一言で言えば海外からの逆風によるところが大きい。海外経済の低迷を受けて輸出が前期比寄与度0.5%Ptと最大の押下げ項目になり、輸出に次いで0.3%Ptとマイナス寄与が大きい在庫投資も海外経済の先行き不透明感による圧縮の動きが影響したものと考えられる。従って、単純化すれば、海外からの逆風によって、10~12月期の日本経済は0.8%Ptの下押し圧力を受けたと言える。一方、国内最終需要は寄与度+0.4%Ptと個人消費を中心に比較的底堅く推移した。しかし、海外からの逆風を相殺するには至らず、加えて原発停止などに

起因する輸入増加(0.2%Pt、輸入は控除項目のため増加はGDPに対しマイナス寄与)もあって、日本経済は前期比0.6%、年率2.3%のマイナス成長を余儀なくされたのである(輸出0.5%Pt + 在庫0.2%Pt + 国内最終需要0.4%Pt + 輸入0.2%Pt = GDP0.6%)。

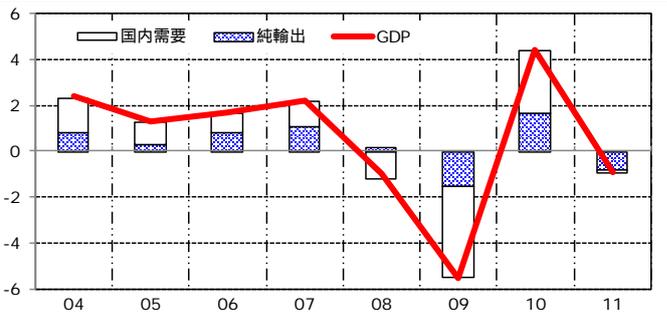
なお、暦年ベースの成長率は、金融危機からのリバウンドで4.4%の高成長を記録した2010年から一転、2011年は0.9%の2年ぶりのマイナス成長へ転落している。大震災を受けて内需が0.1%(2010年2.7%)と減少に転じたほか、大震災に伴うサプライチェーンの途絶と原発事

GDP成長率の四半期推移(前期比年率、%、%Pt)



(出所)内閣府

GDP成長率の暦年推移(前年比、%、%Pt)



(出所)内閣府

実質GDP成長率の推移

前期比,%,%Pt	2011年			10~12月	
	1~3月	4~6月	7~9月	前期比	寄与度
実質GDP	▲1.8	▲0.4	1.7	▲0.6	
(前期比年率%)	▲6.8	▲1.5	7.0	▲2.3	
(前年比%)	▲0.3	▲1.7	▲0.5	▲1.0	
国内需要	▲1.6	0.7	0.9	0.1	0.1
民間需要	▲2.1	0.3	1.3	0.2	0.1
個人消費	▲1.1	0.3	1.0	0.3	0.2
住宅投資	1.6	▲2.5	4.5	▲0.8	0.0
設備投資	▲0.5	▲0.2	▲0.0	1.9	0.2
在庫投資(寄与度)	(▲0.9)	(0.1)	(0.2)		▲0.3
公的需要	▲0.1	1.8	▲0.0	▲0.2	▲0.1
政府消費	0.4	0.7	0.3	0.3	0.1
公共投資	▲2.5	6.6	▲1.6	▲2.5	▲0.1
純輸出(寄与度)	(▲0.2)	(▲1.0)	(0.8)		▲0.6
輸出	▲0.3	▲6.2	8.6	▲3.1	▲0.5
輸入	1.0	0.3	3.4	1.0	▲0.2
名目GDP	▲1.9	▲1.5	1.5	▲0.8	
(前年比%)	▲2.2	▲4.0	▲2.6	▲2.6	
デフレーター(前年比%)	▲1.9	▲2.3	▲2.1	▲1.6	

(出所)内閣府

故、年後半の海外経済低迷により純輸出が 0.8%Pt (2010 年寄与度 1.7%Pt) の大幅な押し下げ寄与を余儀なくされたためである。

## (2)2012 年 1～3 月期はプラス成長へ復帰

10～12 月期の日本経済はマイナス成長に陥ったが、マイナス成長は 1 四半期で終了し、2012 年 1～3 月期にはプラス成長を回復すると見込まれる。当社では 1～3 月期の成長率を前期比 0.5%、年率 2.0% と予想している。民需が緩やかな増勢を維持することに加え、タイ大洪水の悪影響が終息しサプライチェーンが回復、また復興に向けてタイ向けの資本財輸出も膨らみ、輸出下押しや在庫圧縮の動きが多少なりとも和らぐためである。第 3 次補正予算の執行により公需も増加すると見込まれる。

## (3)成長率見通しは 2012 年度 1.8%、2013 年度 1.6%

2012 年度前半も、基本的にはプラス成長の継続を当社では予想している。輸出の本格回復は 2012 年後半まで遅れると見込まれるが、2011 年度第 3 次補正予算や 2012 年度予算に盛り込まれた復興投資の執行が進み、日本経済を下支えする。

2012 年度後半以降は復興投資の増勢がピークアウトするが、輸出の回復により、日本経済は回復傾向を維持する。その間、民需については緩やかな増勢を見込むものの、日本経済全体のけん引役としてはいささか力不足の状況が続くと考えられる。製造業による海外への生産移転が進むもとで、設備投資や雇用所得環境の改善は限定的なものに留まり、それ故に個人消費の拡大ペースも基本的には緩慢である。個人消費は、大震災で 2011 年度に落ち込んだ反動に加え、エコカー補助金の復活など政策による押し上げもあり、2012 年度こそ 1% 超の伸びを確保するものの、2013 年度には再び 0% 台へ減速すると見込まれる。

成長率予想は、復興投資の効果が最大化する 2012 年度が 1.8%、復興投資を中心に政策効果がピークアウトしてくる 2013 年度は 1.6% である。

なお、2014 年度以降の成長率予想は現時点で示さないが、復興投資の縮小により政府支出の減少が鮮明化する点に留意が必要であろう。なお、消費税率引き上げについては、現時点で予想に明確に織り込んではいない。

## (4)デフレ脱却の行方と金融政策

日本銀行は 2011 年 2 月の金融政策決定会合で「物価安定の目途」を新たに示し、日銀流のインフレ目標政策の導入に踏み切った。白川総裁は否定的だが、これは広い意味でのインフレ目標導入に相違ない。金

日本経済の推移と予測(年度)

前年比, %, %Pt	2010	2011	2012	2013
	実績	予想	予想	予想
実質 GDP	3.1	▲0.5	1.8	1.6
国内需要	2.4	0.5	2.0	1.3
民間需要	3.0	0.0	2.0	1.6
個人消費	1.5	0.6	1.3	0.8
住宅投資	2.3	3.8	3.3	3.0
設備投資	3.5	▲0.2	3.2	2.8
在庫投資(寄与度)	(0.8)	(▲0.4)	(0.2)	(0.2)
政府消費	2.3	1.8	1.5	1.4
公共投資	▲6.8	1.5	4.2	▲4.9
純輸出(寄与度)	(0.8)	(▲1.0)	(▲0.1)	(0.3)
輸出	17.2	▲1.8	2.9	6.0
輸入	12.0	5.0	4.3	4.6
名目 GDP	1.1	▲2.3	1.8	1.1
実質 GDP(暦年ベース)	4.4	▲0.9	1.6	1.8
鉱工業生産	9.0	▲2.1	3.8	3.7
失業率(%、平均)	5.0	4.5	4.2	4.0
経常収支(兆円)	16.1	8.3	11.6	12.4
経常収支(GDP比,%)	3.4	1.8	2.4	2.6
消費者物価(除く生鮮)	▲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。10年度の失業率は推定値。

融政策の詳細は「3.金融政策動向」にて詳述するが、日本銀行が、インフレ目標の下でCPI前年比1%の実現を目指して、真摯に積極的な金融緩和を続ければ、インフレ率の上昇は多少早まってくる可能性がある。

現時点で当社は、インフレ率（生鮮食品を除く総合CPIの前年比、年度平均）を2012年度0.2%、2013年度0.3%と予想している。2013年度は0.3%のプラス圏予想だが、CPIの上方バイアス（年0.1%Pt強）を踏まえれば、ゼロインフレ予想と読み替えることができる<sup>1</sup>。つまり、当社は予測期間内のデフレ脱却は予想していない。2014年度にかけてもデフレ脱却は見通せず、日本銀行が2014年度中に金融引き締めへ転換する、すなわち利上げに踏み切ることは出来ないというのが、予測のメインシナリオである。

しかし、日銀がインフレ目標の設定を契機に、その実現へ邁進し、同時にデフレ脱却を目指すという点で日本国民の信頼を勝ち取れば、日本国民の期待インフレ率が徐々に上昇してくる可能性はある。インフレ動向を長期的に決定する期待インフレ率が上昇すれば、デフレ脱却時期の前倒しも視野に入ってくる。つまり、日銀自身の金融政策運営次第では、2015年度のインフレ率1%が見込まれ、それを主張することでの2014年度の金融引き締め転換も夢ではなくなるかも知れない。

---

<sup>1</sup> 前回2010年基準への改定に伴う前年比の下方修正幅が0.6%ポイントであったことを単純に当てはめると、1年で0.12ポイントのギャップが生じる。そのため、2013年度CPI予想0.3%は0.24ポイントを控除して0.06%と読み替えられる。

## 2. 経済動向分析

以下では、2011年10～12月期の経済動向及び足元の動きを振り返るとともに、当社の経済見通しのベースにある考えを示したい。

### (1) 輸出低迷と景気から離れた輸入増加

「1. 経済見通し」の項で既に指摘したように、2011年10～12月期マイナス成長の主因は、輸出の落ち込みである。GDP統計ベースで、10～12月期の輸出は前期比 3.1%（7～9月期 8.6%）と2四半期ぶりの減少に転じた。円高により日本製品の価格競争力が低下しているところに、世界経済の減速が追い打ちをかけ、輸出の大幅な減少に繋がった。

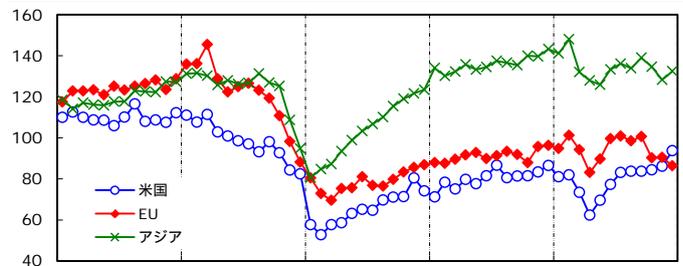
貿易統計に基づく当社試算の実質輸出により、仕向け地別の動向をみると<sup>2</sup>、何よりも、EU向けが前期比 11.0%（7～9月期 10.2%）と大きく落ち込んだのが目立つ。言うまでもなく、ソブリン問題の深刻化に伴う景気低迷を反映しているほか、ユーロ安による日本からの輸出採算悪化も影響したと考えられる。アジア向け輸出も10～12月期に前期比 3.3%（7～9月期 5.7%）

と減少した。アジアの内需は、大洪水に見舞われたタイを除き、総じて底堅く推移したが、アジア各国の欧州向け輸出低迷により、アジア向けの電子部品や素材など生産財の輸出も振るわなかった。また大洪水を受けてタイ向けの自動車部品や電気製品輸出が減少した影響もある。アジア向け輸出の内訳は中国向け 1.7%、NIEs向け 2.1%に対して、タイの大洪水が響いたASEAN向けは 5.2%と減少幅が大きい。欧州ソブリン問題の悪影響が強まる下で、一人気を吐いたのが米国向け輸出である。米国向けは、サプライチェーン復旧を受けた自動車セクターを中心として7～9月期に前期比 19.7%と急増した後、10～12月期も 5.5%と増勢を維持した。米国向け輸出の過半を占める自動車関連が、米国自動車市場の回復や日本メーカーの反攻姿勢により伸びている。

GDP統計ベースの輸入は、7～9月期の前期比 3.4%から減速こそしたものの、10～12月期も 1.0%と拡大を続け、10四半期連続の増加を記録した。原発停止に伴う発電用燃料の輸入や、円高で価格競争力の高まった機械機器の輸入が拡大している。輸出の減少と輸入の増加により、10～12月期に純輸出は実質GDP成長率に対し0.6%Ptの押し下げ寄与へ転じた（7～9月期は0.8%Ptの押し上げ寄与）。

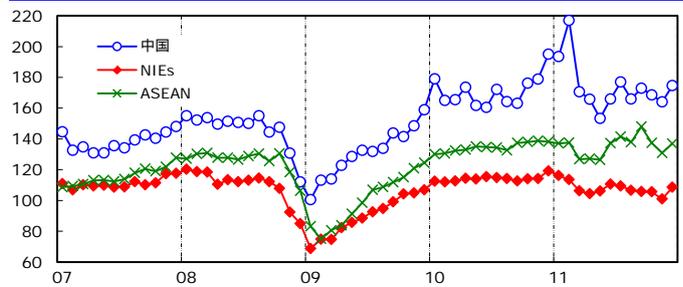
GDP統計ベースの純輸出縮小と整合するかたちで、10～12月期の名目貿易収支の赤字幅（季節調整値）は 1兆 5,989億円に拡大した。10～12月期の貿易赤字は3四半期連続かつ2011年で最大である（4～6月期 1兆 971億円、7～9月期 6,201億円）。当然に、2011年も2兆 4,960億円の貿易赤

地域別実質輸出の推移 (2005年=100)



(出所)財務省、日本銀行

対アジア実質輸出の推移 (2005年=100)

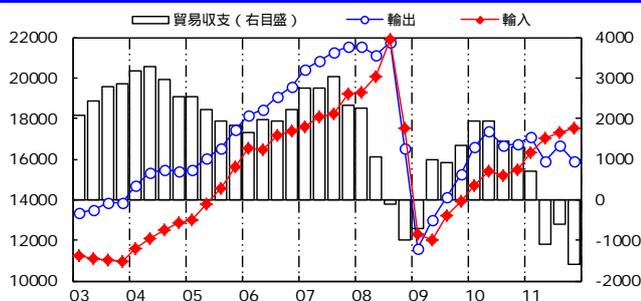


(出所)財務省、日本銀行

<sup>2</sup> 詳細は2月3日付け Economic Monitor「日本の2011年貿易動向」を参照。

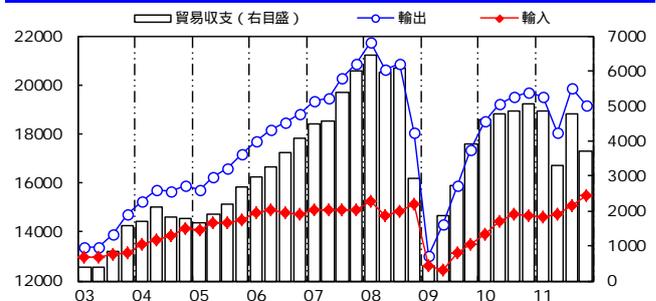
字に転落したが、こうした赤字傾向は、海外経済減速に伴う輸出低迷と原発停止に伴う燃料輸入の増加などにより、少なくとも2012年前半中は継続が見込まれる。2012年度後半には、海外経済の持ち直しなどにより輸出が回復、貿易収支も小幅の黒字へ転換すると考えられ、2012年度では貿易収支はゼロ程度になると予想している。なお、経常収支の今後に関する議論はトピックスを参照頂きたい。

名目輸出入の推移(10億円、季調値)



(出所)財務省、日本銀行

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) 先行き不透明感で在庫圧縮

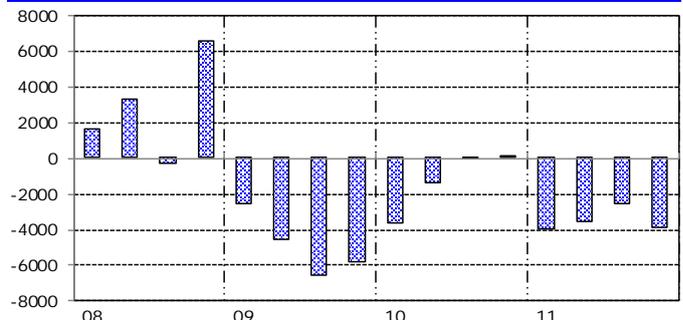
2011年10~12月期のGDP統計で最も驚かされたのは、在庫投資の前期比0.3%Ptもの大幅なマイナス寄与である。当社では、需要減退を受けた素材セクターでの生産財在庫積み上がり、世界経済の先行き不透明感を受けたIT関連など加工セクターの生産財や最終需要財の在庫圧縮が相殺し合い、在庫は成長に対してゼロ寄与と考えていたが、先行き不透明感を受けた在庫圧縮の動きが勝った模様である<sup>3</sup>。加えて、タイ大洪水によるサプライチェーン寸断に伴う在庫減少の影響もあるだろう。

## (3) 生産は挽回生産と輸出低迷の綱引き

2011年10~12月期の鉱工業生産は前期比0.4%(7~9月期4.3%)と2四半期ぶりに減少した。主因は、既に述べた世界経済減速に伴う輸出低迷とタイ大洪水によるサプライチェーン寸断である。業種別には、サプライチェーン寸断の影響が大きい情報通信機械工業(製品としてはデジタルカメラやカーナビなど)が21.1%の大幅減産を記録した。

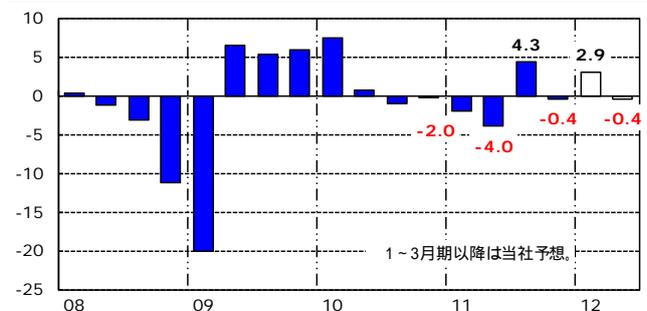
年明け後も輸出環境は芳しくない状況が続く、生産には下押し圧力がかかり続ける。しかし、タイ大洪水の悪影響が終息することで、生産の遅れを取り戻すべく挽回生産が活発化し、1~3月期の鉱工業生産は増加が見込まれる。実際、月次ベースでみると、12月に、情報通信機械が前月比34.8%(11月23.7%、10月6.8%)

民間在庫投資の推移(季調値、10億円)



(出所)内閣府

鉱工業生産の推移と予測(前期比、%)



(出所)経済産業省

<sup>3</sup> 在庫投資は2011年に毎四半期、年率2.5兆~4兆程度のマイナスが続いた。統計の信ぴょう性を別として、日本全体について考えた場合、10~12月期の在庫投資マイナス寄与は積み上がりの解消ではなく、在庫圧縮ペースの加速と言える。

輸送機械工業も 13.2% (11月 10.0%) と大幅増産に転じており、既に挽回生産は始まっている。また、生産予測では 2012 年 1 月が前月比 2.5%、2 月も 1.2% と増産継続が見込まれ、挽回生産の動きは 1 月も、業種によっては 2 月まで続き、1~3 月期の鉱工業生産を押し上げると考えられる。但し、海外経済の低迷が続く輸出に下押し圧力がかかり続ける下では、再び 4~6 月期の生産は横ばい程度まで減速する可能性が高い。当社では現時点で鉱工業生産を 1~3 月期前期比 2.9%、4~6 月期 0.4% と予想している。生産の本格的な持ち直しは、輸出が回復へ転じる 2012 年後半まで遅れるだろう。

なお、前項でも指摘したとおり、製造業の在庫動向については、最終需要財 (10~12 月期の 7~9 月期末対比 10.2%) や IT 関連の生産財 (同 10.1%) では在庫率が急低下しており、在庫圧縮の進捗が確認できる。一方、IT 関連以外の生産財、すなわち素材産業 (同 1.1%) などでは在庫率はほぼ横ばいとどまっており、在庫調整に遅れが見られる。

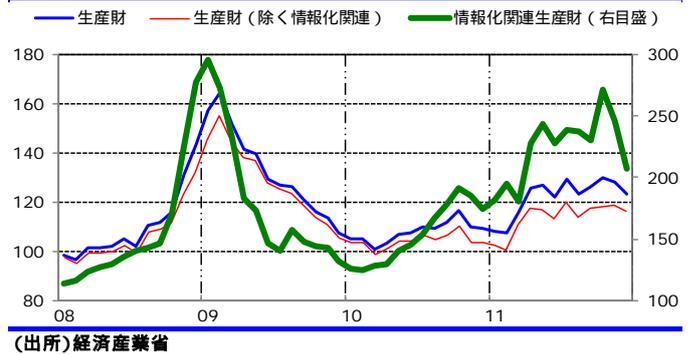
#### (4) 設備投資は緩やかな増税にとどまる

GDP 統計ベースの設備投資は 7~9 月期まで 4 四半期連続で減少してきたが、10~12 月期は前期比 1.9% と漸く増加に転じた (7~9 月期 0.0%)。東日本大震災を受けて先送りされていた投資案件が漸く実行に移されたほか、被災設備の復旧に向けた補修なども寄与したと考えられる。

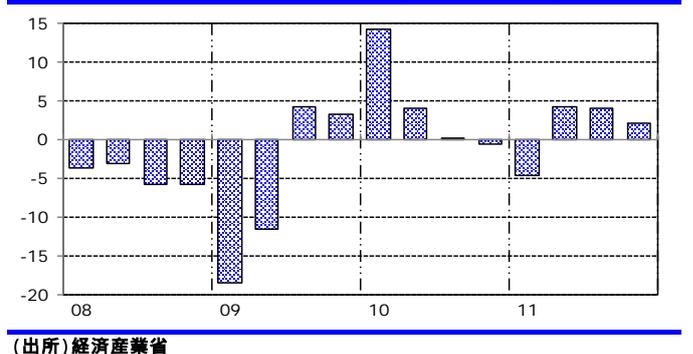
ただ、GDP 統計ベースの設備投資は、上述の通り 7~9 月期まで 4 四半期連続減少した後、10~12 月期に増加へ転じたが、需要側統計である法人企業統計の歪みにより、実態を反映していない可能性が高い。カバレッジの広い供給側統計である資本財総供給は 4~6 月期前期比 4.2%、7~9 月期も 4.2% と高い伸びを示した後、10~12 月期に 2.2% へ減速した。当社では、設備投資の実勢は供給側統計の動きに近いと判断している。つまり、GDP 統計の改善とは反対に、10~12 月期に設備投資は寧ろ減速した可能性が高い。実際、そう考えた方が、輸出と生産の減少や、先行指標である機械受注の動きとは整合性がとれる。

国内設備投資の先行指標である機械受注の民需 (除く鋼船・鉄道車両) は 2011 年 1~3 月期に前期比 5.6% の高い伸びを記録した後、4~6 月期 2.5%、7~9 月期 1.5% と増勢こそ維持したものの伸びは鈍化し、10~12 月期にはついに前期比 2.6% と 4 四半期ぶりの減少へ転じた。こうした

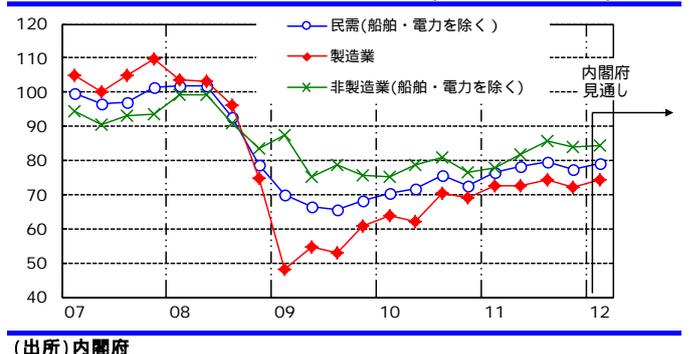
生産財の在庫率推移 (2005年=100)



資本財総供給の推移 (前期比、%)



機械受注民需の実績と予測 (2005年=100)



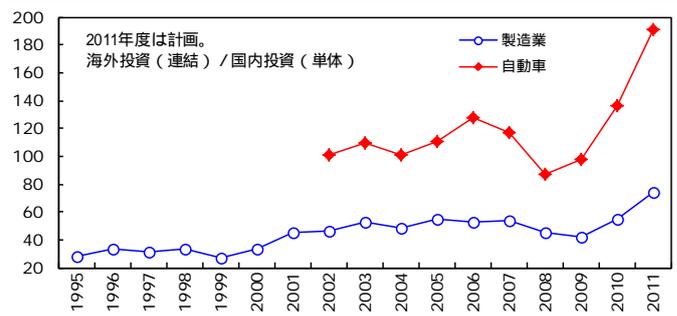
2011年後半の機械受注の減速及び減少は、欧州ソ  
プリン問題など世界経済における下振れリスクの  
高まりを踏まえた企業サイドの設備投資先送りが  
背景にあると考えられる。

もちろん、機械受注は、先行き 2012 年 1～3 月期  
について、内閣府見通しで 2.3%の小幅増加が見込  
まれており、減少の一途をたどるわけではない。

しかし、1～3 月期に見込まれる増加も 10～12 月

期の減少を取り戻す程度に過ぎず、企業の投資先送り姿勢が解消するとまでは言い難い。加えて、円  
高基調が終息したとまでは言えず、エネルギー供給面で不安も残る下で、製造業は生産拠点の海外  
移転を加速しており、2011 年度に海外設備投資の国内設備投資に対する比率は過去最高まで高まる見  
込みである。東日本大震災からの復興投資などが下支えに寄与するため、設備投資は緩やかな増勢こ  
そ維持するものの、その加速は輸出や生産が明確な回復基調に復帰するまで待つ必要があるだろう。  
日本企業が設備投資意欲を再び強めるのは、早くとも 2012 年後半と考えている

設備投資の海外 / 国内比率 (%)



(出所) 日本政策投資銀行

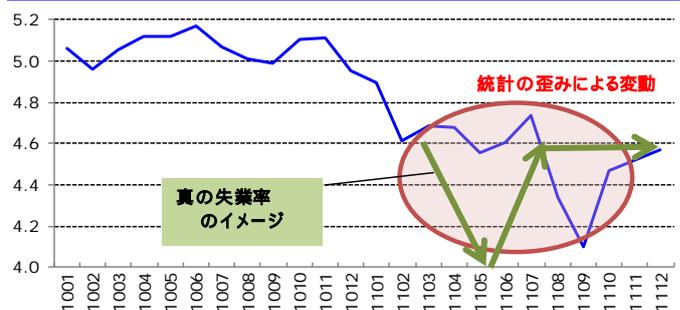
## (5) 雇用・所得環境は横ばい

2011 年末、12 月の全国・失業率は 4.6%となった。2011 年 1 月の 4.9%との比較では小幅低下して  
おり、2011 年に雇用情勢は緩やかな改善をたどったように見える。但し、2011 年中の失業率は極め  
てボラタイルかつ歪みを伴う展開になっており、解釈に注意が必要である。失業率は 2011 年 1 月 4.9%  
が 2 月に 4.6%へ低下、雇用情勢の改善基調が強まったかと思われたところで、東日本大震災に見舞  
われた。しかし、震災にも関わらず、2011 年 2～7 月前半の失業率は 4.5～4.7%でほぼ横ばい推移を  
辿った (大震災に伴い公表値がない期間については被災地を除いたデータに基づき当社が推計)。

夏場以降に失業率は 8 月 4.3%、9 月 4.1%と急低  
下へ転じた。しかし、10 月以降は再び上昇し、冒  
頭で述べたように 12 月は再び 4.6%まで上昇して  
いる。失業率の表面的な動きのみを見れば、サブ  
ライチェーン復旧に伴う生産持ち直しは夏場の雇  
用情勢の回復をもたらしたものの、その後の輸出  
環境悪化に伴う生産低迷で雇用情勢も再び悪化に  
転じたとの解釈が成り立ちそうである。しかし、  
就業者数の動きをみると、そうした改善と悪化の  
動きは裏付けられない。また、震災以降に失業率  
の上昇が見られないにも関わらず、サプライチェ  
ーンの復旧に伴い失業率が低下するのは、やや矛  
盾している。

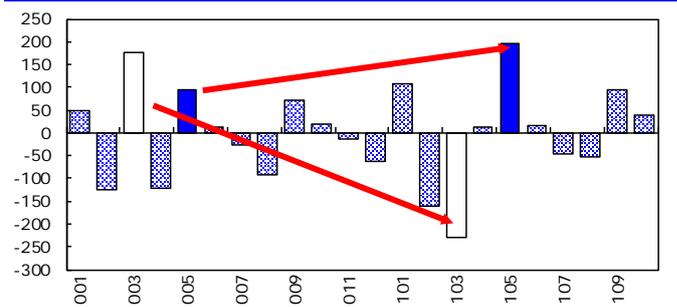
実は、2011 年の失業率の上下動をもたらしたのは、  
東日本大震災で生じた外国人の大量出国と再入国

失業率の推移 (%)



(出所) 総務省

入国者数-出国者数 (千人)



(出所) 法務省

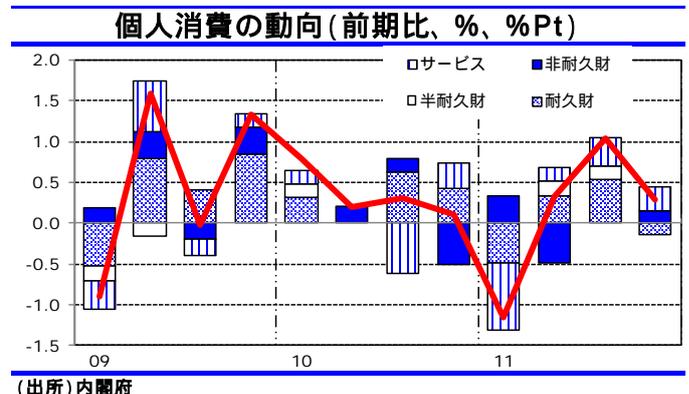
を、タイムリーに反映できない統計上の歪みと推測される。詳細は過去のレポート<sup>4</sup>に譲るが、簡単に言えば、大震災による就業不能や外国人の大量出国を受けて2011年3月以降に本来は労働力人口減少に伴う失業率低下が生じたはずである（就業者数減少を上回る労働力人口減少で失業率低下）。しかし、3月に生じた大量出国が5ヶ月遅れで反映されたために、8月以降に労働力人口が統計上は減少、失業率も低下してしまったのである。その後、5月の大量再入国もやはり5ヶ月遅れで反映されたために労働力人口が10月に増加、失業率も上昇に転じた。従って、大震災の影響と統計の歪みを除けば、2011年の雇用情勢は、ほぼ横ばい推移が続いたと判断できる。

世界経済が減速感を強める下での、2011年後半の雇用情勢横ばい推移を御の字と考えることも可能であろう。しかし、求人状況は明確な改善を示しており、そうした求人状況持ち直しの下での雇用情勢横ばいは、求人と求職の間のミスマッチが深刻なことを意味している。2011年後半に、求人広告件数は前年比2割程度増加し、有効求人倍率も6月0.63倍が12月は0.71倍まで上昇した。企業の求人意欲は大きく持ち直したのだが、職種や就業地域、スキルなどのミスマッチから雇用の増加には至らなかったのである。特に、被災地でのミスマッチが深刻な模様である。

今後の雇用情勢はどうか。「1.経済見通し」の項で述べたように国内経済情勢は緩やかな回復にとどまる可能性が高い。加えて、海外への生産移転に拍車がかかる下では、企業は設備投資同様に新規雇用も抑制するだろう。被災地での復興需要はプラス要因だが、前述のミスマッチが立ちはだかり、劇的な雇用増加はやはり期待できない。予測期間を通じて雇用情勢は緩やかな回復に留まると見込まれる。但し、高齢化は景気循環と関係なく進むため、それに伴う労働力率の低下を反映して、失業率は低下基調をたどる可能性が高い。失業率の予測は2011年度4.5%、2012年度4.2%、2013年度4.0%である。

## (6)個人消費は低調と底堅さが併存

個人消費は、2011年7~9月期に前期比1.0%と高い伸びを示した後、10~12月期は0.3%に減速した。しかし、7~9月期の個人消費を押し上げた大震災後の被災地での復興消費や地デジ移行などの特殊要因が剥落したにも関わらず、増勢を維持しており、10~12月期については寧ろ底堅いとの評価が可能である。内訳をみると、財消費が低調な一方、サービス消費が堅調に推移し、消費全体を下支えしている。財消費では、非耐久財が0.9%（7~9月期0.3%）と増勢を維持したものの、耐久財は1.9%（7~9月期0.2%）と、半耐久財も0.2%（2.1%）と減少に転じた。耐久財では、供給制約の解消により自動車販売は増加を続けたものの、地デジ移行特需の反動が四半期ベースで最大となったために薄型テレビやハードディスクレコーダーなどを中心に家電販売が大きく落ち込んだ。また、半耐久財では、衣料品販売が振るわなかった模様である。一方、東日本大震災に伴う自粛ムードの後退が、7~9月期に続き、サービス消費の拡大に繋がったと考えられる。消費関連統計によると、外出や旅行、宿泊関連、学習支援、医療・福



<sup>4</sup> 2011年10月28日付 Economic Monitor「就業者数増と失業率低下が揃い踏みだが・・・(9月労働力調査)」などを参照。

社など幅広い分野で支出拡大が確認できる。

前項で見たように雇用情勢の回復は緩やかなものにとどまるため、先行きの個人消費にも高い伸びは当然に期待できない。但し、高齢化の進行によって、景気動向と無関係な安定消費が生まれつつある点には留意する必要があるだろう。つまり、社会保障給付の拡大に支えられ、景気動向と無関係に伸び続ける高齢者消費の存在である。(是非は別として) 財政赤字と世代間格差の拡大を伴いつつ増加する社会保障給付が、高齢者消費支出の拡大を通じて内需の拡大に繋がっていると言える。

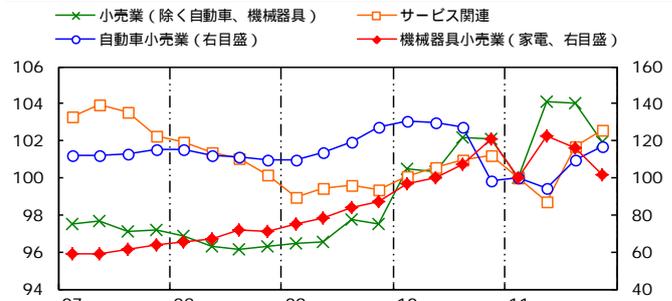
2012年度からは、過去に見送られていた物価スライドの適用が行われる見込みである。年金給付の削減は可処分所得の減少であり、当然に個人消費に対してマイナスの影響が及ぶ。予め定められた年あたり1%未満の年金減額が消費に与える影響は、金融危機前後で突然に3.5%も切り下がった現役世代の所得変動による影響に比べれば相対的に軽微であろう。そもそも、将来の賃金カットに怯える現役世代と、本来過去に行われるはずであった物価スライドの適用を同列には論じえない。

また、2011年度第4次補正予算で再開されたエコカー補助金の適用期間は2011年12月20日から2013年1月31日であり、概ね2012年度を通じて耐久財消費の押し上げに寄与すると見込まれる。前回のエコカー補助金を巡っては予算枠の予想を上回るペースでの消化により、適用対象になるかどうかで混乱が生じた。今回、政府は十分な予算を用意済としているが、賢明な消費者は早期購入に動き、駆け込み購入の規模は前回より小さくなると見込まれる。但し、それでも補助金終了後の2013年度前半に反動減は避けられない。

(7)住宅投資は緩やかに増加

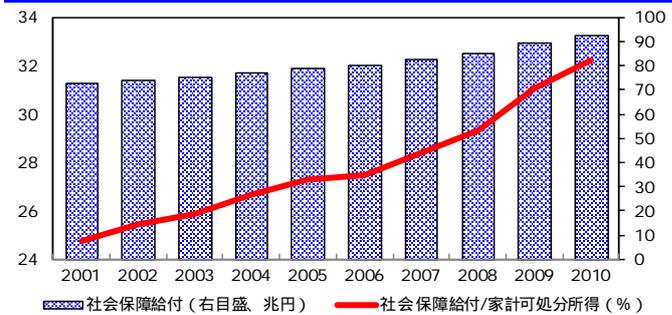
住宅投資は、住宅エコポイント(着工期限7月末)や住宅ローン金利優遇(フラット35Sの金利優遇措置は9月末)の適用を狙った駆け込み需要を受けて7~9月期に前期比4.5%と急増した反動により、10~12月期は0.8%と減少に転じた。先行指標である住宅着工床面積も駆け込みにより7~8月に増加した後、9月に反動で大きく落ち込ん

供給側統計から見た個人消費(2011/Q1=100)



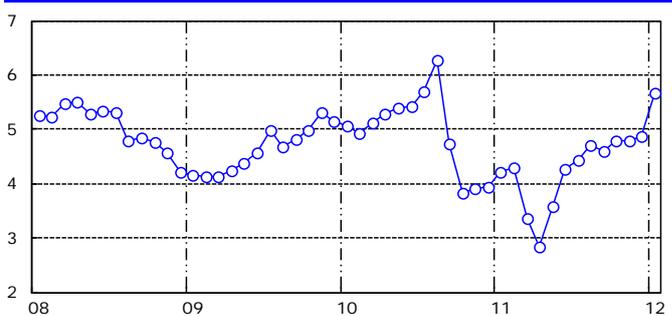
(出所) 経済産業省

社会保障給付の推移(SNAベース)



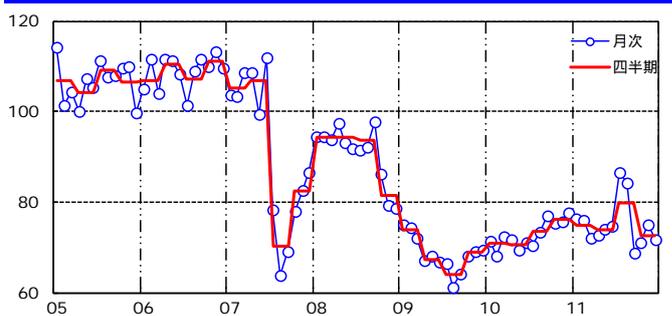
(出所) 内閣府

日本の新車販売台数(年率、百万台)



(出所) 自動車販売連合会等

住宅着工床面積 合計(百万㎡、年率換算)

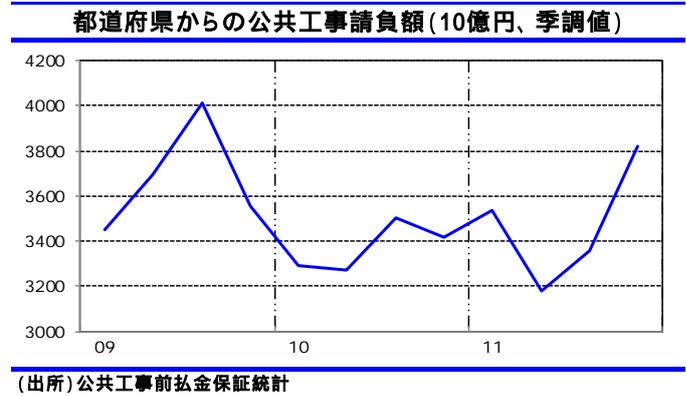


(出所) 国土交通省

だが、反動減の影響が一巡した11~12月は駆け込み前の4~6月期とほぼ同水準を維持し、低水準ながらも底堅く推移していると判断できる。今後は大震災によって先送りされていた案件が徐々に実行へ移されるほか、復興の本格化により被災地での住宅建設が徐々に進んでくる部分もあるだろう。当社は2012年度、2013年度の住宅投資を緩やかな増加と予想している。

(8) 公需は復興投資の剥落後に留意

公需は前期比 0.2% (7~9月期 0.0%) と2 四半期連続で減少した。政府消費は前期比 0.3% (7~9月期 0.3%) と増勢を維持したものの、公共投資が 2.5% (7~9月期 1.6%) と2 四半期連続で減少したのが響いた。公共投資の7~9月期減少は、4~6月期に集中した仮設住宅建設の反動と考えられたが、10~12月期の減少は第1次補正予算と第3次補正予算の端境期に当たったことが原因と推測される。昨年11月に成立した総額12兆円の第3次補正予算の執行は、2012年1月以降が中心になると見込まれる。

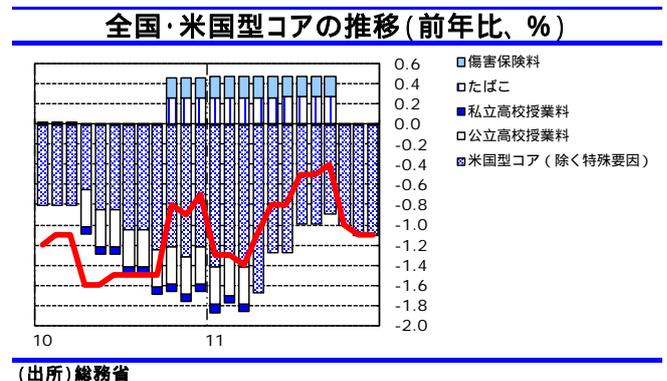
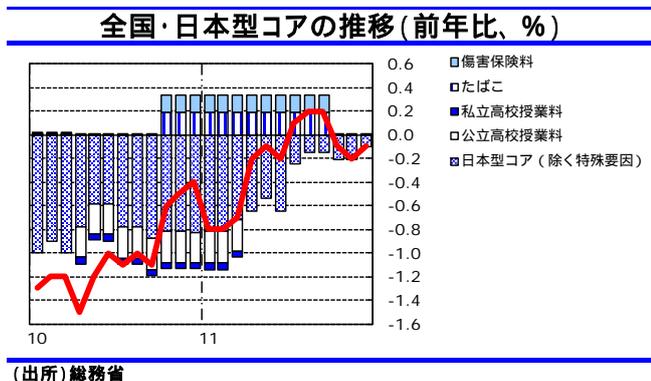


2011年度第3次補正予算や2012年度予算に盛り込まれた復興投資の執行が、復興投資以外のベース部分の公共事業圧縮を上回るため、2011年度に続き2012年度も公共投資は増加が見込まれる。実際、地方における復興投資の進捗を反映して、都道府県からの公共工事発注は増加しつつある。2011年後半の進捗遅れなどを踏まえると、公共投資は2012年1~3月期及び4~6月期に増加した後、2012年中は概ね高水準で推移する可能性が高いだろう。しかし、2013年度には復興投資がピークアウトし、ベース部分の減少とも相俟って、公共投資は縮小に転じると見込まれる。

(9) 小幅マイナスが続くインフレ動向

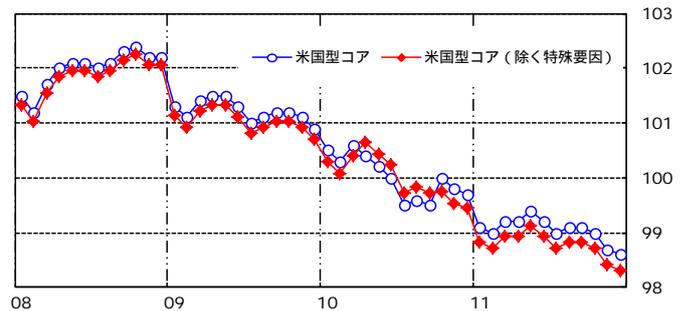
2011年のGDPデフレーターは前年比 2.0% (2010年 2.1%) と前年並みのマイナス幅となったものの、物価動向を考える上で重要な個人消費支出デフレーター (PCE デフレーター) は2010年 1.7% が2011年は 1.1% へ下落幅が縮小した。なお、四半期ベースでみると、PCE デフレーターは4~6月期 1.4% が7~9月期 0.9%、10~12月期 0.7% と緩やかにマイナス幅が縮小している。

家計にとってインフレ動向を示すもう一つのデータである消費者物価指数もマイナス幅縮小の動きを



示している。日本型コアCPI（生鮮除く総合）を  
 高校授業料の無償化などの政策要因<sup>5</sup>を除いたベ  
 ースでみると、2011 年前半の 0.8～ 0.5%が、  
 2011 年後半には 0.1～ 0.2%まで縮小した。米  
 国型コアCPI（食料及びエネルギーを除く総合）  
 も2011年前半の 1.2～ 0.9%が、後半には 0.8  
 ～ 0.6%へ縮小している。日本のインフレ率は緩  
 やかにマイナス幅を縮小しつつあるように見える。  
 但し、日本型コアと米国型コアの差異が如実に示

全国米国型コアの指数推移(2010年=100)



(出所) 総務省

すように、こうしたマイナス幅の縮小はエネルギー価格上昇によるところが大きい。かつ、米国型コアについて、瞬間風速を示す季調値の前期比を見ると、2011年12月まで5ヶ月連続のマイナスである。デフレ基調が強まっている訳ではないものの、日本経済がデフレから脱する動きも未だ明確化はしていないと判断できる。

先行きのインフレ動向について、まず需給ギャップは、復興投資も寄与するかたちで当面は緩やかな縮小傾向をたどる可能性が高い。但し、長らく続いてきたデフレにより、日本の経済主体の期待インフレ率は、家計にしる、企業にしる、マイナス圏にあると推測される。そのため、多少の需給ギャップ縮小では、デフレ傾向から脱することは不可能と考えられる。当面のインフレ率(日本型コアCPI)は、需給ギャップの緩やかな改善とマイナスの期待インフレ率が綱引きするかたちで、現在の小幅にマイナスの状況が継続する可能性が高い。当社では2012年度のインフレ率を0.2%、2013年度を0.3%と予想している。なお、2013年度のプラス幅拡大は円安進行等に伴うエネルギー価格上昇を予想するためである。

<sup>5</sup> 本稿では、高校授業料無償化、たばこ値上げ、傷害保険料引き上げを政策要因として控除している。

### 3. 金融政策動向

#### (1) 日本銀行がインフレ目標を導入

日本銀行が、Fedの後を追って、インフレーション目標政策の導入に踏み切った。2月13~14日の金融政策決定会合において、日本銀行はこれまで、中長期的に見て物価が安定していると各政策委員が理解する物価上昇率の反映として示してきた「中長期的な物価安定の理解」に代えて、デフレ脱却と物価安定のもとでの持続的な成長の実現に向けた日本銀行の姿勢をさらに明確化する取り組みの一環として「中長期的な物価安定の目途」を導入した。これは、以下で述べるように、日銀流のインフレ目標と理解できる。

ステートメントによると、「物価安定の目途」とは「日本銀行として、中長期的に持続可能な物価の安定と整合的と判断する物価上昇率を示したもの」である。ここで注目すべきは「目途」の意味と、各政策委員ではなく「日本銀行として」という位置づけである。加えて、その「目途」の実現に向けて、これまでの受動的な対応を改め「実質的なゼロ金利政策と金融資産の買い入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく」と能動的に行動していく方針を明確に掲げている点も重要である。

「目途」とは国語辞典によれば「目指すところ」である。また、英文では「中長期的な物価安定の目途」は「The Price Stability Goal in the Medium to Long Term」と表現されており、Fedが1月のFOMCで示したのと同じ「Goal」が使われている。更に、従来の「物価安定の理解」はあくまでも「各政策委員」が判断する主体であったが、今回初めて「日本銀行」が主体となった。これは日本銀行の法的責務を念頭に各政策委員が考える概念との位置づけであった「理解」から、日本銀行法の法的責務と整合する概念である「目途」へ、位置づけの大きな変更が講じられたことを意味する。

ステートメントでは具体的な「目途」の水準について、「消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域にあると判断しており、当面は1%を目途とすることとした」と述べられている。正直、まわりくどい表現だが、当面は（これまでの理解と同様に1年毎に点検される）CPI前年比で1%が金融政策の「目指すところ」であると考えて差し支えはないだろう。

更に、金融政策について、「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方針である」としていた従来の受動的な運営を改め、今回から「消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買い入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく」とする能動的な運営方針が明言された点も併せれば、今回の「物価安定の目途（The Price Stability Goal）」の導入は、日銀流のインフレ目標政策の導入と見做すことができよう。従来の日銀の金融政策も、フレキシブル・インフレーション・ターゲットの色彩を帯びるものであったが、Fedが1月FOMCで決定したのと同様、2月の金融政策決定会合において日本銀行も明確にフレキシブル・インフレーション・ターゲティングへ舵を切ったと言える。

そして、今回導入した「目途」の実現に向けて、金融政策決定会合において、日本銀行は、資産買入等の基金を従来の55兆円程度から65兆円程度に10兆円増額することも決定した。増額はすべてが長期国債であり、2012年末までに完了する予定である。

## (2)日銀は変わったのか、変わらないのか

「理解」に代えて「目途」の導入とは言葉遊びが過ぎると思ったが、ステートメントを読み込むとついに日銀は変わったかのように思われる。「理解」から「目途」への文言変更は政治サイドからの批判に対応したものに過ぎないかも知れないが、日本銀行としてCPI前年比1%の「Goal」を設定したことは、上述のようにインフレ目標の導入を意味し大きな変化である。しかも、その達成に向けて能動的な金融政策運営姿勢を明確に示し、更には基金の10兆円増額という実弾まで撃ち込んだ。他の中央銀行の動きや政治的圧力が、今回の決定に影響したかどうかは大きな問題ではない。欲しいのは決断であり、結果である。

もちろん、10兆円の基金増額による金融緩和は、従来の金融政策の枠組みでも当然に可能であった。経済情勢判断を見ると、日本経済は「横ばい圏内の動き」にあるとの現状認識が据え置かれる一方、先行きの見通し（従来は「当面、横ばい圏内の動きを続けるとみられるが…緩やかな回復経路に復していく」）は今回示されず、「引き続き不確実性が大きい」との表現に替えられている。この不確実性がより強調されるべきとの景気判断下振れを受けて基金増額10兆円による金融緩和、とのロジックも十分にありうる。

しかし、（日銀が認めるか認めないかは別として）今後の日銀の金融政策展開への希望も込めて、「物価安定の目途」導入によるインフレ目標政策の明確化が、10兆円の基金増額による追加金融緩和へ繋がった部分が大きいと考えたい。「目途」を真剣に目指しての、金融政策運営が今後も継続すれば、それは実体経済への金融緩和効果のみならず、日本国民の期待インフレ率にも働き掛けていくことが期待できる。日本銀行は、期待インフレ率がプラスの領域にあると考えている模様だが、現実のインフレ率動向を見る限り、当社は日本国民の期待インフレ率はマイナスの領域にある可能性が高いと判断している。但し、日本銀行がインフレ率1%の「目途」を目指しての金融緩和を行うという政策実践を続ければ、期待インフレ率も上昇、プラスの領域へ転じ1%へ接近していくことが期待できる。実践による中央銀行への信頼醸成が、国民の期待インフレ率に影響していくのである。中長期のインフレ率に大きな影響を及ぼす期待インフレ率が高まれば、日本経済のデフレ脱却も明確に近づいてくるはずである。

今回の「物価安定の目途」導入は、未だ若干の分かりにくさを残す。しかし、「目途」というかたちで目標を導入し、同時にそれを目指しての前向きな金融政策運営姿勢も示したことで、デフレ脱却に向けて必要な金融政策の枠組みは整ったと言えるだろう。あとは、その自ら設定した「物価安定の目途」の実現に向けて、どこまで日本銀行が真摯に政策運営を行えるか次第である。今後の政策運営への期待も込めて、日本銀行の決断にエールを送りたい。

4. トピックス

(1) 経常収支を考える

2011年の貿易収支が赤字へ転じ、経常収支も前年から5割近く縮小した。日本も経常赤字国に転落するのか。ただ、経常赤字転落の可能性は、経常収支を統計上、構成する貿易収支や所得収支の動きを考えても容易には見えてこない。経常収支と表裏一体の関係にある、日本全体の貯蓄投資バランス（ISバランス）を考える必要がある。国内のISバランスと経常収支は、右図の関係にあり、概念上は同一である。故にISバランスの先行きを考えることこそが、経常収支の長期予想に等しい。実際、SNA統計に基づく日本の国内部門のISバランスの推移は、グラフに示すように統計上の誤差を除けば、経常収支に一致している。

ISバランスの推移を一見して明らかなのは、日本では、家計等（家計部門と対家計民間非営利団体）と企業部門（非金融法人企業と金融法人）という民間セクターの生み出す大幅な貯蓄超過が、一般政府の投資超過を上回ることで、国内部門全体では貯蓄超過、つまり経常黒字になっている点である。SNA統計で貯蓄投資バランスが明らかなのは2010年度までだが、2011年度には金融危機や大震災を受けて一般政府の投資超過（＝財政赤字）が更に膨らみ、国内部門全体の貯蓄超過幅を縮小させる方向に寄与したと考えられる。一般政府の大幅な投資超過は、今後も継続する。そのため、一般政府の投資超過を吸収するだけの規模に、民間部門の貯蓄超過が維持されるか否かが、今後を考える上での重要なポイントになる。

以下では、家計や企業などの部門別に、貯蓄投資バランスを検討するが、注意頂きたいのは「投資」概念である。ここでいう「投資」とは国内の総固定資本形成から固定資本減耗を控除したものであり<sup>6</sup>、固定資本減耗が総固定資本形成を上回ると、固定資本減耗を下回る総固定資本形成しか実施されないと、「投資」はマイナスとなる。後述するように、足元では、家計と企業が共に「投資」がマイナスの状況にある。

ISバランスについて、まず一般に指摘されるのは、高齢化に伴う家計の貯蓄減少である<sup>7</sup>。ライフサイクルにおいて、人は若年時代に（年金も含め）貯蓄し、高齢者になったときに、それを取り崩して、消費支出を賄う。そのため、低年齢層の貯蓄率はプラスの一方、高齢者の貯蓄率は大幅なマイナスである。そうした高齢者世帯が家計全体に占める比率が高まれば、家計部門の貯蓄は縮小し、貯蓄率も低下することになる。

貯蓄投資バランスと経常収支の関係

$$Y = C + I + X - M$$

国内総生産 消費 投資 輸出 輸入

$$Y - C - I = X - M$$

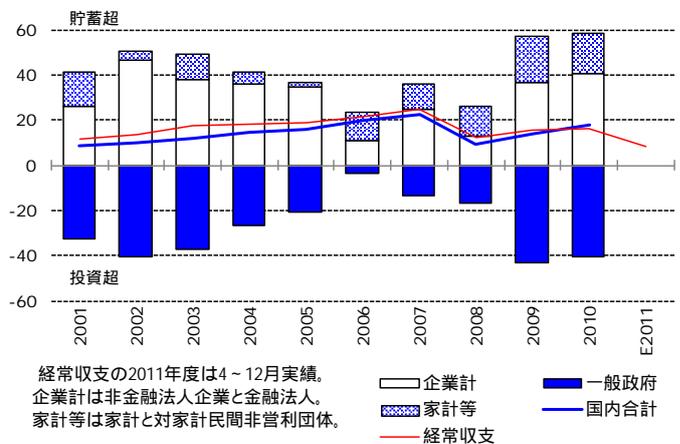
$$S - I = X - M$$

貯蓄 投資

$$IS\text{バランス} = \text{経常収支}$$

(出所) 当社作成

経常収支と貯蓄投資バランス(兆円、年度)



(出所) 内閣府、財務省、日本銀行

<sup>6</sup> 厳密には、総固定資本形成 + 在庫品増加 + 土地の購入 - 固定資本減耗。

<sup>7</sup> 以下の議論では、対家計民間非営利団体については金額が小さいため捨象する。

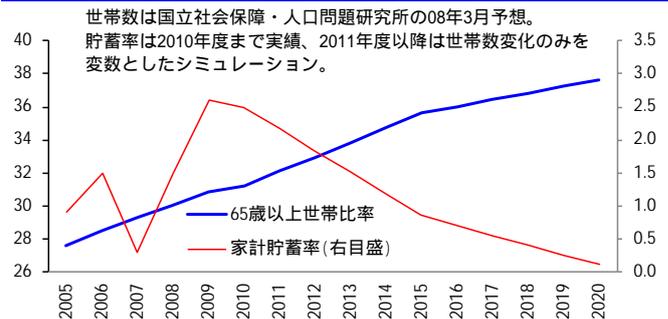
人口動態に依存する家計の貯蓄率は予想しやすいが故に、言及する論者が多い。確かに、2011年度以降について、高齢者世帯数比率を変数として貯蓄率の先行きをシミュレートすると、確かに貯蓄率は低下傾向をたどり、2020年度にほぼゼロとなる。

しかし、高齢者世帯数の増加に沿って、貯蓄率が2020年にゼロ%まで、貯蓄額がゼロまで低下するとしても、それだけで家計のISバランスが投資超過になるわけではない。現在の貯蓄投資バランスの内訳をみると、2006年度以降は、貯蓄よりも投資減少が貯蓄投資バランス全体を貯蓄超過方向としている割合ははるかに大きい。これは住宅資本について固定資本減耗を下回る投資しか行われていないためだが、その背景には少子高齢化や人口減少がある。従って、高齢化による貯蓄率低下を指摘するのであれば、同時に生じる投資縮小にも言及しなければ片手落ちであろう。貯蓄率の低下と同様に、家計の投資抑制の動きは継続する可能性が高い(グラフでは2011年度以降も2010年度と同額の投資抑制が続くとのシミュレーションを示している)。こうした貯蓄と投資の両面の動きを総合すると、家計のISバランスにおける貯蓄超過額は、貯蓄縮小により減少すると見込まれるものの、投資圧縮の継続により、貯蓄超過状態は確保されるということになる。2010年代中に、家計のISバランスが投資超過に転じるとは、当社はメインシナリオにおいて想定しない。

先に家計の動きをみたが、足元で日本全体の貯蓄超過の相当部分を生み出しているのは、家計ではなく企業部門(非金融法人+金融法人)である。企業部門のISバランスは統計の連続性のある2001年度以降、大幅な貯蓄超過状態が続いている。円安を受けた国内立地の競争力向上に伴う製造業の国内回帰が謳われた2006・2007年度に投資が増加し貯蓄超過幅が縮小している点が示唆するように、企業部門のISバランスは、日本国内と海外との期待成長率格差に依存する部分が大きいと考えられる。日本国内の競争力が増せば国内投資を拡大するが、国内生産の競争力低下や国内需要の低迷が予想されれば国内投資は絞り込まれる。人口減少などにより日本の内需について顕著な伸びが期待できないことを踏まえれば、こうした企業部門の貯蓄超過は当面続く可能性が高いと考えられる。

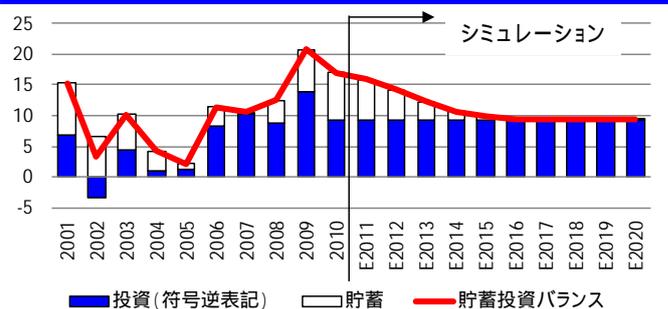
この企業部門の貯蓄超過については、全てが企業内に蓄えられている訳ではない。ISバランスが示す企業部門の貯蓄超過は国内の動きを示すとど

貯蓄率のシミュレーション(%、年度)



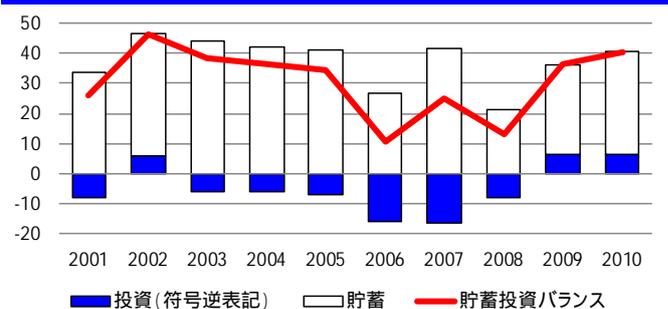
(出所)内閣府、総務省、国立社会保障・人口問題研究所

家計の貯蓄投資バランス(兆円、年度)



(出所)内閣府

企業計(非金融+金融)の貯蓄投資バランス(兆円、年度)

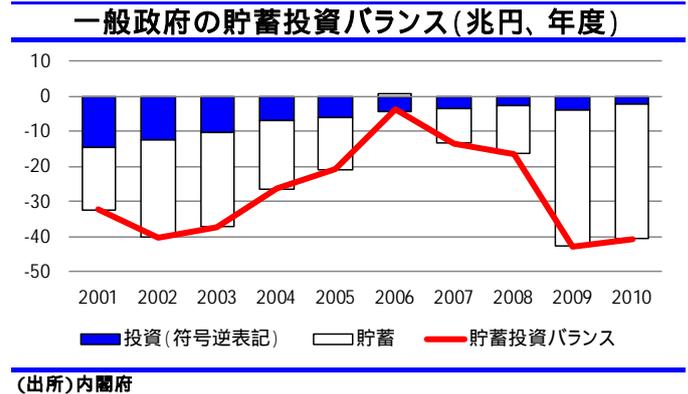


(出所)内閣府

まり、それは日本全体の貯蓄超過に相当する経常黒字に転じて、さらに言えば M&A 等の直接投資や証券投資というかたちで海外へ振り向けられている。

また、企業が投資意欲を正常状態へ回復すれば、貯蓄投資バランスは容易に投資超過へ反転するとの主張もある。確かに、2009・2010 年度の投資のマイナス（固定資本減耗額を総固定資本形成が下回る状態）は異常事態とも言え、それは早晩解消する可能性が高い。

しかし、企業部門の IS バランスの大幅な貯蓄超過は、家計の貯蓄超過の多くが投資部分（投資の縮小）により構成されるのとは反対に、貯蓄部分によって形成されている。そのため、国内投資の多少の積極化では、企業部門の IS バランスが投資超過に反転することはないと考えられる。



ここまで見てきたように、民間部門の IS バランスについては、高齢化に伴う家計の貯蓄縮小により貯蓄超過幅の多少の縮小が見込まれるものの、大幅な貯蓄超過状態は容易には変わりそうにない。そのため、国内部門全体の IS バランスについては経常収支の先行きを大きく左右するのは、一般政府部門の動向になる可能性が高い。2010 年度時点で一般政府の投資超過幅（財政赤字）は 41 兆円程度に達しているが、2011 年度は社会保障費用の拡大や東日本大震災からの復興費用によってさらに拡大したと見込まれる。政府は消費税率引き上げによる歳入増加を計画しているが、社会保障費の自然増加については圧縮する姿勢を示していないため、財政収支が改善することは期待薄と言える。一般政府の IS バランスについては、今後も、2010 年度と同程度の投資超過が続く可能性が高いと考えられる。

こうした家計、企業、一般政府という経済主体の IS バランスの動きを踏まえると、民間部門の IS バランスは貯蓄超過幅が縮小傾向こそたどるものの、一般政府の投資超過幅をカバーできなくなるほどには縮小しないと考えられる。従って、2010 年代に国内部門全体の IS バランスは貯蓄超過状態を維持する。つまり、経常収支の赤字転落は当面予想されない。これが当社のメインシナリオである。

但し、このメインシナリオに対しては、いくつかのリスクシナリオ、つまり経常収支の赤字転落シナリオが存在する。リスクシナリオへの備えも、当然に必要である。

IS バランス側から想起される最大のリスクシナリオは、財政赤字の膨張による一般政府の投資超過幅の拡大である。ポピュリズムに傾倒した政策対応が続き、投資超過幅（財政赤字）が拡大を続ければ、民間部門の貯蓄超過を上回り、国内部門の IS バランス全体が投資超過に、すなわち経常収支が赤字へ転落する可能性は否定できない。

経常収支は、黒字が正しく、赤字が悪いというものではない。例を挙げるまでもなく、世界には多数の経常赤字国がある。しかし、日本については、現時点でさえ持続可能ではない財政赤字の、更なる拡大によって、経常収支の赤字転落がもたらされれば、それは破滅的な事態となる可能性が高い。IS バランスの定義自体が意味するように経常赤字は、国内の貯蓄によって国内の資金需要を賄えない事態を意味する。もちろん、海外の資金によるファイナンスで国内の資金需要を賄えば、問題はない。しかし、財政状態の更なる悪化は、当然に大幅な格下げを招く。財政赤字の更なる拡大によって経常赤字に至るような場合には、相当の金利プレミアムを支払わない限り、海外資金によるファイナンス

は不可能な事態に至っている可能性が高いだろう。なお、経常赤字に至る前でも、更なる財政悪化が進捗するいずれかの段階で、国内の家計や企業が財政リスクの高まりに対して反旗を翻し、海外への資金逃避を進める可能性がある（その場合、金利上昇と円安が生じると想定される）。これは、政治が発揮できないディシプリン（財政規律）を、自国民が自らの投資行動によって発揮する場合とも言える。

は構造的な変化によるリスクシナリオだが、突発的・短期的な観点では、貿易動向面からのリスクシナリオが指摘できる。交易条件悪化による貿易赤字の急拡大が所得収支などを食い潰す場合である。ここで想定するのは、単なる輸入増加ではなく、資源価格上昇と国内エネルギー供給体制の変更などによる交易条件の大幅悪化である。逆に言えば、海外への生産移転の進捗により輸出が伸び悩み、輸入が拡大することで生じる貿易赤字の場合には、突然の経常赤字転落は想定されない。海外生産移転の進捗は、所得収支の黒字拡大を伴う可能性が高いため、国内雇用の海外流出による部分は差し引くべきだが、経常収支の黒字幅縮小のペースは比較的緩やかであろう。そうした海外への生産移転の進捗による経常収支の黒字幅縮小は、寧ろメインシナリオの範疇と言える。

交易条件悪化による輸入急増、貿易赤字拡大というリスクシナリオを IS バランス面からみると、国内需要財の価格上昇に伴う国内経済主体による所得減、すなわち民間部門の貯蓄縮小というかたちになると考えられる。つまり、家計と企業の貯蓄が縮小し、国内全体の貯蓄投資バランスが投資超過に転じてしまう。

但し、こうした交易条件悪化の動きは、通貨減価という為替調整のメカニズムによって修正されると想定するのが常識的である。一時的な赤字転落はあるとしても、日本国内の生産資本（特に量的・質的な人的資本）が極端に衰退していなければ、通貨減価に伴う輸出競争力の回復により輸出が増加し、貿易収支は改善へ向かうだろう。実は、これは現在、米国において生じつつあるメカニズムでもある。米ドルの大幅な減価によって、米国内における製造業の競争力が回復し、投資や雇用が拡大しつつある。既に製造業の雇用は 2010 年、2011 年と二年連続で増加した。

ここで掲げた日本の経常収支が、早期に、すなわち 2010 年代にも赤字化するという二つのリスクシナリオは、ある意味で、財政規律や為替調整という、ある意味では自律的とも言える調整のメカニズムが機能しない場合とも言い換えることもできるだろう。

## (2) 学生の就職環境は厳しいまま

「大学等卒業予定者の就職内定状況調査」によると、2012 年 3 月大学卒業予定者の 12 月 1 日時点の就職内定率は 71.9%と、2011 年 3 月卒業予定者を対象とした同時期調査である 68.8%に比べ 3.1 ポイント上昇した。また、2012 年 3 月卒業予定者を対象とした前回 10 月 1 日時点調査からの上昇幅は 12.0 ポイントと、2011 年 3 月卒業予定者の上昇幅 11.2 ポイントを上回っている。ただし、2011 年 3 月卒業予定者の内定率は調査開始以来の最低であり、そこから 3.1 ポイント上昇した 2012 年 3 月卒業予定者の内定率も、過去 2 番目に低い水準に過ぎない。

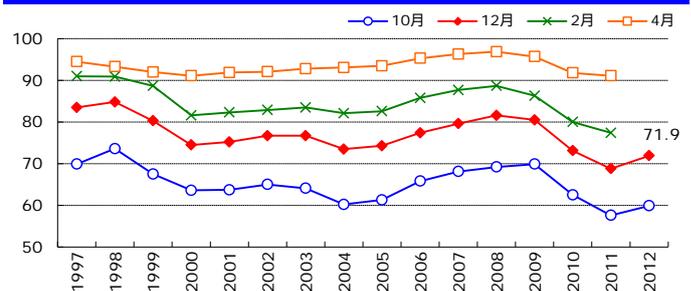
同調査における就職内定率は、全卒業予定者に占める内定者の割合ではなく、就職希望者に占める内定者の割合である。その内定率算出の分母に当たる就職希望者が卒業予定者全体に占める割合、つまり就職希望率は 75.4%と前年から 2.7 ポイント上昇した。上昇幅は、就職内定率の 3.1 ポイントより

小幅だが、12月時点の調査としては2009年3月卒業予定者と並んで、1998年3月卒業予定者を対象とした75.5%以来になる過去2番目の高さである。

一方が過去2番目に低く、もう一方が過去2番目に高いという両極端な結果ではあるが、ともに就職の困難さを反映したものと考えられる。過去2番目に低い就職内定率は、言うまでもなく、就職活動の難しさを表している。また高学歴志向（大学院などへの進学）が強まる下での、就職希望率の上昇は、就職の困難さを踏まえての大学生の活動の懸命さを受けたものである可能性が指摘できるだろう。

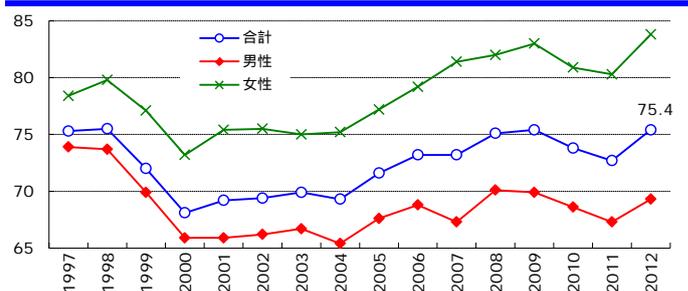
就職希望率に就職内定率を乗じ、卒業予定者全体に対する内定者の割合、つまり一般的に言われる「内定率<sup>8</sup>」に近い概念を試算してみると、54.2%と前年同時期の50.0%から4.2ポイント上昇している。これは3年ぶりの高い水準だが、60%を超えていた金融危機前に比べれば、大幅に低い水準にとどまる。大学生の就職環境は方向としては改善しているものの、未だ極めて厳しい状況が続いていることが改めて確認できる。

就職(内定)率の推移(%、各年3月卒業予定者)



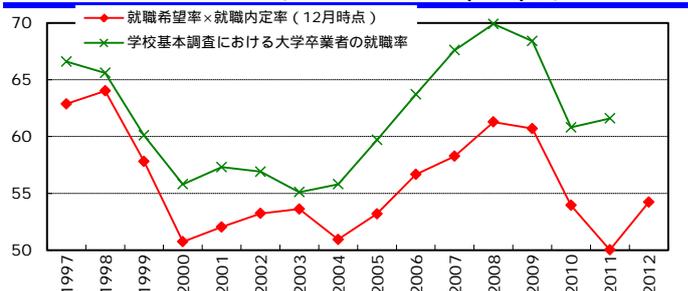
(資料)厚生労働省、文部科学省

就職希望率の推移(%、12月時点、各年3月卒業生)



(資料)厚生労働省、文部科学省

就職率の推移(%、各年3月卒業(予定)者)



(資料)厚生労働省、文部科学省

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。

<sup>8</sup> 学校基本調査では、卒業予定者に占める就職者の割合を就職率としている。本稿の試算は、就職率に対応するものと言える。