

日本経済情報 2012 年 4 月号

Summary

【内 容】

1. 日本経済を巡る不安材料

- (1) 電力不足問題
- (2) 消費税率引き上げ法案

2. 経済動向分析

- (1) 1～3 月期の日本経済
- (2) 外需は成長を押し上げ
- (3) 生産は持ち直し
- (4) 企業は設備投資に慎重
- (5) 雇用情勢は横ばい継続
- (6) 個人消費は堅調
- (7) 公共投資は大幅に増加
- (8) CPI は特殊要因でプラスに

3. 金融政策

- (1) 予想通りの据え置き
- (2) 目途を踏まえた展望が必要
- (3) 展望レポートのシナリオ

【1～3 月期の日本経済】

1～3 月期の日本経済は、復興投資による公共投資の増加や輸出の回復、個人消費の堅調推移により、高めの成長を達成する可能性が高い。

2012 年度も前半は復興投資が、後半は外需がけん引し、景気拡大は続くと見込まれる。但し、民需については過度に期待すべきではない。

【電力供給問題】

今後の日本経済を巡っては、懸念材料が多い。

第一の懸念材料は、電力供給問題である。同問題については、昨年来の需給対策（需要抑制及び供給力増強）を加味した、今年の夏に関する電力需給レビューが未だ示されず、需要家である企業や家計が対策を講じることが出来ない点が最大の問題と言える。

【税と社会保障の一体改革】

第二は、消費税率引き上げ問題である。2012 年度の景気に及ぼす影響は限定的だが、2013 年度及び 2014 年度のみならず、長期的な日本経済の姿を考える上では極めて重要と言える。

政府や民主党の議論は、景気との関係のみを重視していたが、真に必要なのは「税と社会保障の一体改革」との銘が示すように、社会保障改革の実現である。社会保障改革を十分に行われなままでの増税では、家計の将来不安は払しょくされず、また将来にわたる可処分所得の減少と認識されるために、景気への悪影響が無視できないものとなる。民主党政権は、社会保障改革に対する取り組みを先送りする一方で、消費税率引き上げのみを求めており、問題が大きい。

【4 月の日銀展望レポート】

4 月 27 日に、日銀は 4 月二度目の金融政策決定会合を行い、展望レポートを示す予定である。金融市場では、追加緩和の実施がほぼ確実視されているが、真に必要なのは、2 月に導入した「物価安定の目途」と整合的なかたちで、経済見通しを示し、今後の金融政策のロードマップを提示することである。そうしたロードマップの提示があれば、金融緩和の有無は重要な問題ではない。

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

1. 日本経済を巡る不安材料

(1) 電力不足問題

夏がやってくる。今年の夏は、電力供給が全国的に不透明であるという点で、昨年以上に日本経済にとって懸念材料である。企業や家計といった需要家にとって、電力供給を巡る現時点での最大の問題は、電力不足の有無や程度が明らかではない点である。電力不足の程度が分からなければ、対策の講じようがない。政府は、昨年来、エネルギー・環境会議及び電力需給に関する検討会合で電力需給対策を議論してきた。昨年7月及び11月の同会議では、原子力発電ゼロかつ2010年並みの猛暑を想定した場合に、今年8月に日本全体（除く沖縄）で9.2%、1,656万kwの電力不足（電力関連の用語で言えば予備率▲9.2%）が生じるとの試算が提示された。最も厳しい関西電力管内は19.3%の不足である。政府は、その不足分9.2%を埋めるために、5.9%Ptを電気料金メニュー多様化等による需要抑制や省エネといった需要抑制によって、3.8%Ptを供給力増強によって賄うとの方針を示し¹、順次実行に移すとした。その対策の結果を踏まえた需給見通しを今春にレビューした上で、最終的な節電要請が示されるはずであったが、現時点で未だ提示はない²。

政府が対策の前提とした電力不足量は、前述のとおり原発ゼロかつ猛暑であり、全てではなくとも、相当の割合の対策が実現すれば、平年並みの天候の場合には、電力不足は大幅に緩和される可能性が高く、適切な予備力を追加的に確保するとしても、厳しい節電すなわち昨年の東京電力管内のような使用制限は不要になるはずであった。ちなみに、2010年猛暑ではなく、電気使用制限を行った2011年ピーク実績の場合には、日本全体では予備率が4.1%のプラスとなる旨の試算も同時に示されていた。しかし、政府は、関西電力の大飯原発の再稼働要請に踏み切った。この大飯原発稼働要請に先立ち、4月9日に経済産業省から提示された関西電力管内の需給見通しは2010年猛暑並み需要の場合に19.6%の不足であり、これは上述の電力需給に関する検討会合において示されていた19.3%の不足とほとんど変わらない。加えて、火力発電が計画外停止するリスクを加味した厳しい試算も示されている。経済産業省の4月9日需給見通しでは、電力需給に関する検討会合で打ち出された日本全体で9.2%

エネルギー・環境会議及び電力需給に関する検討会合で示された電力需給見通し(万kw)

	東 3社	北海道	東北	東京	中西 6社	中部	関西	北陸	中国	四国	九州	9電力 合計
想定供給能力	7,152	474	1,485	5,193	9,145	2,750	2,533	565	1,234	529	1,534	16,297
2010年並み猛暑の電力需要	7,986	506	1,480	6,000	9,968	2,709	3,138	573	1,201	597	1,750	17,954
予備能力	▲834	▲32	5	▲807	▲823	41	▲605	▲9	33	▲67	▲216	▲1,656
予備率(%)	▲10.4	▲6.3	0.3	▲13.5	▲8.3	1.5	▲19.3	▲1.6	2.7	▲11.2	▲12.3	▲9.2
2011年ピーク実績の電力需要	6,653	485	1,246	4,922	9,008	2,520	2,784	533	1,083	544	1,544	15,661
予備能力	499	▲11	239	271	137	230	▲251	32	151	▲15	▲10	636
予備率(%)	7.5	▲2.3	19.2	5.5	1.5	9.1	▲9.0	6.0	13.9	▲2.8	▲0.6	4.1
2011年節電効果	▲16.7		▲15.8	▲18.0	▲9.6		▲11.3					▲12.8

(出所)「今後の電力需給対策について」 エネルギー・環境会議及び電力需給に関する検討会合

(注) 2011年ピーク実績は電気使用制限が行われ、生産活動が低水準であった点に留意。

¹ 需要対策と供給対策の合計は9.0%相当、1622万kwとなる。

² 報道によると、電力需給見通しを審査する有識者会議が別途設置される模様である。

の電力不足を埋める対策の実施状況に関する言及はなく、関西の自治体が電力需給の徹底検証などを求めて、大きく反発するのも已むを得ないと考えられる。

結局のところ、これまで講じてきた電力需給対策を加味した上で、今夏の需給見通しをレビューし、節電対策が必要なのか否か、必要であればどのように行うのか、真摯に検討する以外に道はない。昨夏に行われた操業日変更などについて、企業側の反発が強いことを踏まえれば、できる限り早いタイミングでの正確な需給見通し提示こそが、何よりも必要である。

(2)消費税率引き上げ法案

片手落ちの一体改革

野田政権は3月30日に消費増税率引き上げ法案を国会に提出した。同法案は2014年4月から消費税率を8%へ、2015年10月に10%へ引き上げるものである。野田首相は、同法案の成立に「政治生命をかける」と強調しており、同法案をめぐる議論が通常国会における最大の焦点となる。しかし、成立どころか審議入りの目途も未だ立っていない。

そもそも、消費税率引き上げは「税と社会保障の一体改革」の一部を構成するものだが、社会保障制度の改革に向けての動きは極めて鈍い。政府が2月17日に決定した「社会保障・税一体改革大綱」には、種々の社会保障改革案が盛り込まれたが、利害関係者の調整を伴うものや現行の受給者に不利益となる改革については、その多くが「検討」と記されるにとどまる。法案提出が既に為されているのは、本来2.5%削減すべき年金額を据え置いてきた「物価スライド特例分の解消」など少数である。検討事項の中で「平成24年通常国会提出に向けて検討」とされているものもあるが、「引き続き総合的な検討を行う」など、実現に向けた意思自体を疑わざるを得ないものが多い。また、今年の通常国会に提出するとされている「被用者年金一元化」なども先送りの可能性が極めて高いと考えられる。政府が社会保障改革として掲げるメニュー自体が、社会保障制度の持続性を確保するための支出抑制や世代間格差の縮小のためには不十分と考えるが、政府の掲げるメニューさえ実現が見通せない現状は、論外と言えるだろう。政府は社会保障制度改革のテンポを加速するべきである。

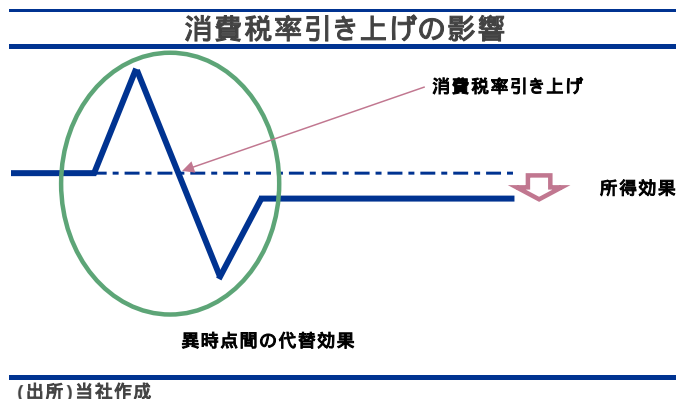
財政再建や社会保障制度の持続性確保のために消費増税が必要となる点には同意する。しかし、社会保障制度改革が不十分なものととどまれば、本来達成すべき財政再建や社会保障制度の持続性が確保できないままに、増税のみが行われる事態になりかねない。

消費税率引き上げと景気の関係

民主党内では、3月に消費税率引き上げ法案の了承に際し、一体改革の一翼を担う社会保障ではなく、増税に際してのいわゆる「景気条項」が主たる問題になった。結局のところ、法案には「名目3%、実質2%」の経済成長率が明記されたものの、達成は義務付けられず、努力目標にとどまった。これは、成長率が高まらずとも増税を可能にしたとの評価が可能な一方で、具体的な計数を示したことで増税のハードルは引き上げられたとも言える。仮に、消費税率引き上げ法案が今国会で成立しても、実際に実施を判断する2013年度に、消費税率引き上げ問題は再燃することになるだろう。

民主党内で、景気条項が主たる問題となったのは、消費税率引き上げが景気に悪影響を及ぼすが故に、景気が低迷する状況での消費税率引き上げとなれば、スパイラル的に経済情勢を悪化させる可能性が

あると考えられたためである。但し、実は、消費税率引き上げの影響については、学会において、見解の対立がある。これは、1997年の消費税率引き上げに際して、公共投資削減やアジア通貨危機、金融機関の破綻などの金融危機が重なったために、消費税率引き上げの個人消費に及ぼす影響が特定しにくい点も影響している。一方の代表的な見解³は「消費税率引き上げは景気落ち込みの主因ではなく、金融危機が不況の主因であるとする」ものであり、もう一方の代表的な見解⁴は「消費税率引き上げが日本経済回復の芽をつみ」その後の景気後退の原因になった、とするものである。



消費税率が実体経済に及ぼす影響は、二つに分けられる。一つは消費税率引き上げ前に駆け込み需要が生じ、その後に反動減が生じるという「異時点間の代替効果」である。もう一つは消費税率引き上げにより生じる価格上昇が実質可処分所得を押し下げるために消費が減少するという「所得効果」である。前者は期間を区切った GDP や個人消費の変動（たとえば年度や四半期での変動）には影響するが、駆け込み需要と反動減を同じ期間に含めれば、影響は中立となる。

問題は後者だが、計量経済モデルでは上述の実質所得減少を通じて GDP を押し下げるとの試算が示される。たとえば内閣府モデル⁵では消費税率 1% の引き上げは、消費デフレーターの上昇を通じて実質 GDP を 1 年目に 0.15%、2 年目に 0.35%、3 年目に 0.28%、同じく個人消費は 0.21%、0.49%、0.52% 押し下げられる。こうした試算を踏まえれば、消費税率引き上げが、経済に悪影響を及ぼさないと論じるのは無理がある。しかし、このモデル試算については、経済モデルが十分に反映できない問題、すなわち、「家計が将来の経済や財政の状況を考慮してフォワードルッキングに行動する場合には、財政政策が実体経済に影響を及ぼさない」とする『リカード＝バローの中立命題』の扱いが焦点となる。すなわち、家計が、1997 年の消費税率引き上げを将来の大幅増税を回避する方策として認識していた場合には、消費税率引き上げは経済に悪影響を及ぼさなかったとの主張が成り立ちうる。逆に、「現在だけではなく将来にわたる家計の可処分所得を減少させる要因として認識」されたのであれば、消費税率引き上げは経済に悪影響を及ぼしたとの主張が有力となる。1997 年当時の家計認識を正確に把握するのは、前述のとおり、大きな経済イベントが相次いだが故に困難である。しかし、この観点は、将来の消費税率引き上げを考える上で、極めて重要な示唆を与える。

消費税率引き上げのために必要な政策

以上の議論を踏まえると、消費税率引き上げと景気との関係を考える上で重要なのは、消費税率引き上げが経済に及ぼす悪影響を軽減する、少なくとも増幅しない状況を構築することである。そうした認識を踏まえ、必要となる政策対応として、三つを指摘できる。第一は、デフレからの脱却である。デフレが続き、賃金が減少する下では名目所得減少と消費税率引き上げによる実質所得減少が二重に

³ 「バブル／デフレ期の日本経済と経済政策 第 5 巻 財政政策と社会保障」に収録されている「1996 年から 98 年にかけての財政運営が景気・物価動向に与えた影響について」中里透（2010）

⁴ 八田達夫（2002）『90 年代の財政運営 - 評価と課題』コメント」（フィナンシャル・レビュー第 63 号）

⁵ 短期日本経済マクロ計量モデル（2011 年版）

家計を襲う。第二は、適切な成長戦略である。これは、あえて理由を言うまでもないだろう。第三は、国民の将来不安の払しょくのための真の社会保障制度改革の実現である。将来不安が解消しなければ、保守的な消費行動によって経済の落ち込みが拡大する。その将来不安の払しょくのために必要なのは、言うまでもなく、社会保障制度改革の実現である。これは、前述の『リカード＝バローの中立命題』の観点からも、極めて重要となる。消費税率引き上げが、現在の社会保障給付に費やされるのみで将来の社会保障制度の安定に繋がらないのであれば、家計は消費税率引き上げを『中立』とは判断せず、ライフサイクルを通じての可処分所得の低下と認識し、消費支出を絞ってしまう。繰り返しになるが、既に述べたように、社会保障制度改革は明らかに先送りされており、このままでは、増税が行われても将来不安の解消は見込めず、家計は将来の社会保障制度の安定と認識しない。

この点から前掲の「景気条項」を確認すると、指摘した必要な政策三つのうちの第一と第二には対応しているが、最も重要と考えられる第三は抜け落ちてしまっている。また「名目 3%、実質 2%」の成長率基準は、崇高ではあるが、現在の日本経済の状況を考えて場合に、果たして実現可能なのかとの疑問も湧く。日本の財政状況や、指摘した三つの政策の性格や重要性を勘案すれば、何よりも増税の条件とすべきは、社会保障制度改革の早急な実現にほかならない。あえて言えば、社会保障制度改革が実現するのであれば、ある程度の景気低迷の如何に関わらず、消費税率引き上げは行うべきである。逆に、たとえ景気条項を満たしていても、社会保障制度改革が実現しないのであれば、消費税率引き上げを行うべきではない。

2. 経済動向分析

(1) 1～3 月期の日本経済

1～3 月期の日本経済は、現時点で、2%台半ばから後半の高成長が見込まれる。多くの 3 月分データは執筆時点で未公表のため、確たる予想とは言えないが、2%強と予想していた当社を含め、大方の想定を上回る高い成長率となる可能性が高い。

1～3 月期の日本経済についての詳細は、次項以降を参照頂きたいが、需要項目において、想定を上回ったのは外需の動向である。米国向けや ASEAN 向けを中心に輸出が想定より幾分強めの回復を示す一方、輸入はそれほど大きくは拡大しなかった。そのため、1～3 月期に外需は実質 GDP 成長率を前期比 0.3%Pt 程度押し上げる見込みである。

内需は概ね想定通りだが、あえて言えば、2 月までのデータを見る限りは、設備投資が弱め、個人消費は強めとなっている。3 月調査の日銀短観の業況判断 DI などが示すように、企業は昨年後半の世界経済減速を受けた投資に対する慎重スタンスを未だ改めてはいない模様であり、それが設備投資の抑制に繋がっている。一方、個人消費はエコカー補助金が大きな効果を発揮していることもあり、底堅く推移している。また、昨年度の第 3 次補正予算の執行が進んでおり、1～3 月期の公共投資は大幅な増加が見込まれる。

外需と個人消費そして公共投資の押し上げ寄与により、日本経済は昨年 10～12 月期の前期比年率 ▲0.7%のマイナス成長から脱し、2012 年 1～3 月期はプラス成長に転じる見込みである。詳細な 1～3 月期成長率予想は、3 月の主要統計の公表後に、別途レポートにて示す予定である。

4～6 月期以降も日本経済の回復は続く可能性が高い。2012 年度前半は復興事業による公共投資の拡大が、年度後半は公共投資が失速するものの、輸出拡大が日本経済をけん引する見込みである。但し、民需については過度な期待は禁物であろう。足元の個人消費は、全般に底堅いが、エコカー補助金による押し上げが集中している影響も無視できず、いずれかのタイミングで息切れすると考えられる。一方、設備投資は、製造業による海外への生産移転が進むもとで、大幅な増加は期待できない。デフレが続く下で、日本経済が未だ脆弱な状況にあることを忘れてはならないだろう。

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	▲0.3	1.7	▲0.2	
(前期比年率%)	▲6.9	▲1.2	7.1	▲0.7	
(前年比%)	▲0.3	▲1.7	▲0.4	▲0.6	
国内需要	▲1.6	0.7	1.0	0.5	0.5
民間需要	▲2.1	0.3	1.3	0.7	0.5
個人消費	▲1.1	0.3	1.0	0.4	0.2
住宅投資	1.6	▲2.4	4.5	▲0.7	0.0
設備投資	▲0.6	▲0.1	0.3	4.8	0.6
在庫投資(寄与度)	(▲0.9)	(0.1)	(0.2)		▲0.3
公的需要	▲0.0	1.8	▲0.0	▲0.1	0.0
政府消費	0.5	0.8	0.3	0.4	0.1
公共投資	▲2.4	6.6	▲1.6	▲2.2	▲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	▲2.1	▲1.2	1.4	▲0.5	
(前年比%)	▲2.2	▲4.0	▲2.6	▲2.3	
デフレーター(前年比%)	▲1.9	▲2.3	▲2.1	▲1.8	

(出所)内閣府

(2) 外需は成長を押し上げ

2012年1～3月期の実質財輸出は、当社試算において、前期比2.4%（10～12月期▲2.1%）と2四半期ぶりに増加した。自動車や電気機器などを中心に米国向けが前期比4.1%（10～12月期4.1%）と3四半期連続で拡大したほか、ASEAN向けの9.5%急増によりアジア向けも0.7%（10～12月期▲2.7%）と増加に転じ、輸出全体を押し上げた。米国向けが0.7%Pt、ASEAN向けは1.4%Ptの寄与度を占める。一方、EU向けは10～12月期に前期比▲8.3%と急減した後にも関わらず、域内経済の低迷を反映して、1～3月期も0.2%とほぼ横ばいにとどまった。

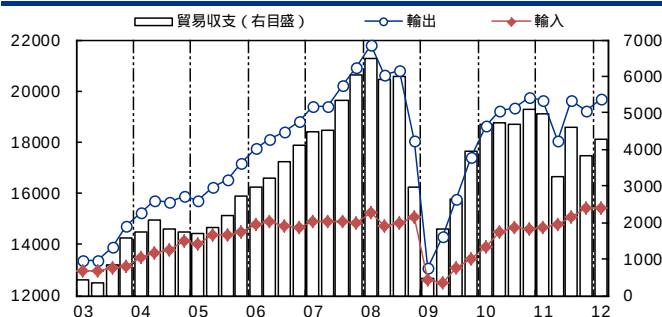
アジア向けについては、上述の通りASEAN向けが前期比9.5%（10～12月期▲4.7%）と大幅に増加したほか、中国向けは▲0.4%（10～12月期▲3.5%）とほぼ下げ止まり、NIEs向けも減少幅が縮小した（10～12月期▲3.7%→1～3月期▲1.9%）。ASEAN向けの大幅増加は、タイの大洪水に伴う

影響が大きい。域内各国の内需、とりわけ消費が底堅く推移している点も重要である。1～3月期は、サプライチェーンの復旧や域内需要の増加により電気機器輸出が前期比15.3%（10～12月期▲4.5%）と回復、またタイの復興に向けた資本財輸出拡大で一般機械は26.3%（▲3.3%）と急増した。また、輸送用機器（1～3月期6.4%）や金属製品（9.5%）なども堅調である。中国向けは、世界経済減速を受けた中国国内での在庫調整などもあり、10～12月期に落ち込んだ後、1～3月期は下げ止まりつつある。中国政府の景気下支えにより、日本の輸出も今後は緩やかな回復へ向かう可能性が高い。品目別には、電気機器（1～3月期前期比7.5%）や輸送用機器（0.7%）などが既に持ち直した一方、化学製品（▲9.5%）や金属製品（▲10.6%）などは大幅な減少が続いている。

一方、実質財輸入は1～3月期が前期比0.0%と、10～12月期2.5%から横ばいに転じた。発電用燃料輸入の増加により鉱物性燃料の輸入が増えたが、日本国内の在庫調整などを反映して化学製品などの輸入が減少した。輸出増加と輸入減少により、1～3月期の実質財収支は前期比12.1%増加している。

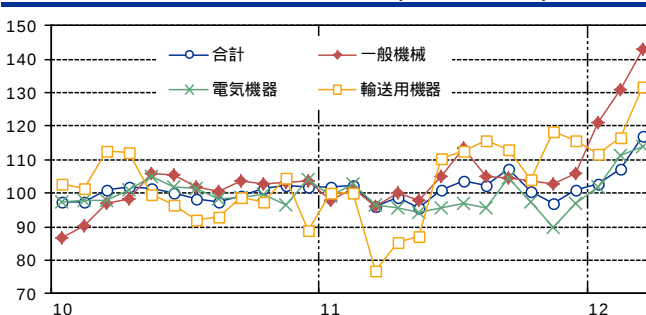
財貿易の動向に、2月までの国際収支統計で示されたサービス貿易も加味して試算すると、GDPベースの輸出は1～3月期に前期比2.8%（10～12月期▲3.1%）と2四半期ぶりに増加、輸入は0.8%（10～12月期1.0%）と10四半期連続で増加も伸びは若干鈍化が見込まれる。輸出増加と輸入鈍化により外需は成長に対し、プラス寄与となる。外需の実質GDP成長率に対する寄与度は10～12月期に▲0.6%Ptの押下げだったが、1～3月期は0.3%Ptの押し上げへ転じる見込みである。

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

ASEAN向け実質輸出（2010=100）



(出所) 財務省、日本銀行

(3)生産は持ち直し

鉱工業生産は、例年 2 月確報の公表時に行われる年間補正によって 2011 年 1 月以降の計数が大きく修正されており、注意が必要である。今回の修正は原系列の修正が大きいのが特徴であり、2011 年平均は 1.1 ポイント（2 月速報段階 91.1→確報 92.2、2005 年=100）も上方修正された⁶。そうした原系列の修正に季節調整のかけ直しが加味されたことで、季節調整値の四半期パスは、補正前の 1～3 月期前期比 ▲2.0%→4～6 月期 ▲4.0%→7～9 月期 4.3%→10～12 月期 ▲0.4%が、補正後は 1～3 月期 ▲1.5%→4～6 月期 ▲4.2%→7～9 月期 5.4%→10～12 月期 0.4%へと修正されている。

前期比の修正内容を見ると、特に年後半の印象が大きく変わっている。東日本大震災で途絶えたサプライチェーンが復旧したことに伴う 7～9 月期の回復度合いがより顕著になり、タイ大洪水や世界経済減速を受けての 10～12 月期の低迷は逆にマイルドとなっている。10～12 月期の落ち込みが緩和された裏返しとして、2012 年明け以降の回復は緩慢になっており、補正前（2 月速報段階）に、2012 年 1～2 月平均は 2011 年 10～12 月期を 2.9%も上回っていたが、補正後は 1.1%上回るにとどまる。3 月の生産予測である前月比 3.4%⁷をそのまま当てはめた場合、1～3 月期は前期比 2.0%と試算される。

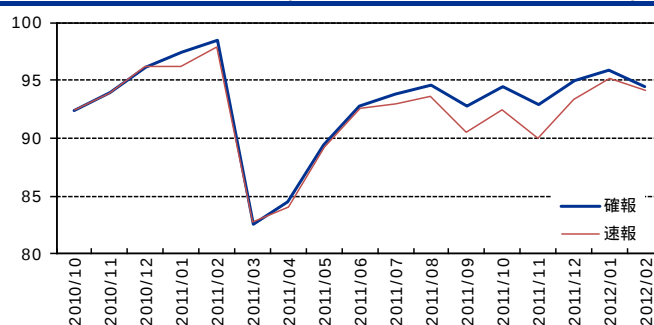
以上の補正内容を踏まえた上で、足元の生産動向を改めて解釈すると、昨年 10～12 月期は、世界経済減速などを受けた輸出低迷や IT 関連の在庫調整が響いたものの、日本国内や米国の自動車販売回復に支えられた自動車セクターの好調が寄与し、減少を何とか回避した。一方、2012 年明け以降は、タイ大洪水で途絶えたサプライチェーンの回復とエコカー補助金による販売増加を受けた自動車生産の拡大などにより、生産全体の増勢が徐々に強まっていると考えられる。1～3 月期を当社は前期比 1.5%と予想する（2 月速報時点では前期比 3.3%と予想）。また、4～6 月期については、従来 0%台後半と予想していたが、補正後の生産予測や電力供給問題を受けて 4～6 月期に生産を前倒しする企業行動などを踏まえ、1～3 月期と同程度の 1.5%程度へ予想を引き上げた。

年間補正による変化（%、%Pt）

	季調済前期比			原系列前年比		
	確報	速報	差異	確報	速報	差異
2011/03	-1.5	-2.0	0.6	-1.3	-2.6	1.2
2011/06	-4.2	-4.0	-0.2	-5.8	-6.8	1.0
2011/09	5.4	4.3	1.2	-0.9	-2.1	1.1
2011/12	0.4	-0.4	0.9	-1.6	-2.8	1.2

（出所）経済産業省

年間補正による変化（季調済指数、2005年=100）



（出所）経済産業省

鉱工業生産の推移と予測（前期比、%）



（出所）経済産業省

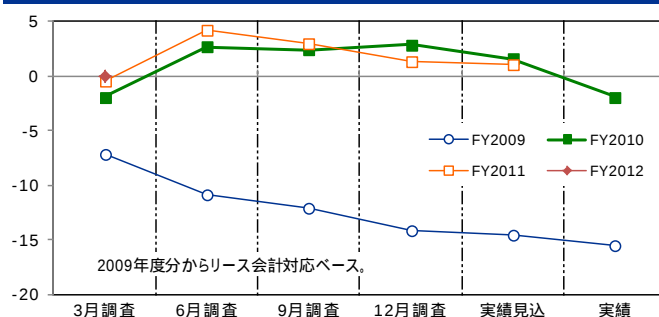
⁶ 上方修正の内訳を見ると、化学工業に含まれる医薬品や食料品・たばこ工業に含まれる清涼飲料の上方修正が極めて大きい。こうした品目は経済産業省所管でなく、データ把握が困難なためと推測される。

⁷ 2 月速報段階の生産予測は 3 月前月比 2.6%、4 月 0.7%だったが、確報により 3 月 3.4%、4 月 ▲0.3%へ修正された。

(4) 企業は設備投資に慎重

輸出や生産の回復にも関わらず、1～3月期の設備投資データは低調である。国内出荷に輸入分を加味した資本財総供給は1～2月平均が1～3月期を0.5%下回っている。こうした設備投資低調の背景には、先行きの不透明感が強い故に、設備投資の実施に企業が二の足を踏んでいる状況がある。企業の慎重姿勢は、3月日銀短観の業況判断DIなどの低迷や、2011年度設備投資計画の下方修正などから確認できる。大企業は年度末にかけて、設備投資実施の先送りに動きやすいが、2011年度は特にその傾向が強いと判断できる。

大企業全産業の設備投資計画(前年度比、%)



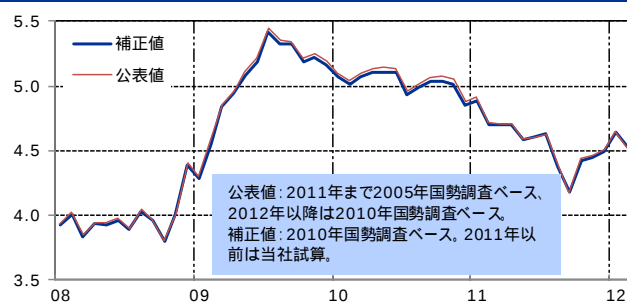
(出所) 日本銀行

(5) 雇用情勢は横ばい継続

2月の完全失業率(季節調整値)は4.52%と1月の4.65%から低下した。就業者数が前月差+29万人と、労働力人口の増加幅+23万人を上回る増加を示し、失業者数が▲7万人と減少したことから、失業率が低下した。就業者数の増加や失業率の低下のみならず、労働力人口の増加による労働力率の上昇(1月59.13%→2月59.35%)も生じており、2月の結果はポジティブと言える。

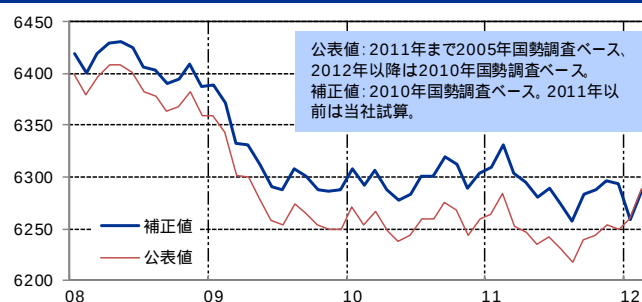
しかし、2月のポジティブな内容は、1月悪化の裏返しに過ぎない。就業者数は1月前月差▲35万人が2月+29万人、完全失業者数も1月+9万人が2月▲7万人と増減がほぼ一致する。また、1～2月平均を均すと、就業者数は10～12月期平均よりも19万人程度低い水準にあり、10～12月期の前期差+21万人がほぼ帳消しになっている⁸。2月の改善は、1月の悪化を取り戻した点では一安心だが、雇用情勢は昨年後半から一進一退の状況が続いていると判断すべきだろう。改善にまでは至っていない。

完全失業率(%)



(出所) 総務省 労働力調査

就業者数(季調値、万人)



(出所) 総務省 労働力調査

雇用情勢が一進一退の一方、求人動向は改善基調が続いた。ハローワーク経由の有効求人倍率(除く新卒)は、1月0.73倍が2月は0.75倍に更に上昇、民間の求人広告件数も昨年10～12月期に伸び悩んだ後、1月は前月比7.7%、2月4.5%と再び増勢を強めている。企業側の求人意欲は拡大傾向が変わっていないと判断できる。但し、求人と求職のミスマッチにより、残念ながら求人増加

⁸ 10～12月期などについては、当社が東日本大震災による欠落値やベンチマークの2010年調査への変更に伴う変更による断層を補完、修正したベース。

が雇用情勢の改善には繋がっていない。

こうしたミスマッチはとりわけ建設業で深刻である。建設業ではハローワーク経由の募集が高い伸びを示す一方、前述のように就業者数は減少を続けている。また、復興投資により地域間での工事量の差異が激しいため、地域によるミスマッチも生じている。

(6)個人消費は堅調

1～3月期の個人消費は、堅調に推移している。

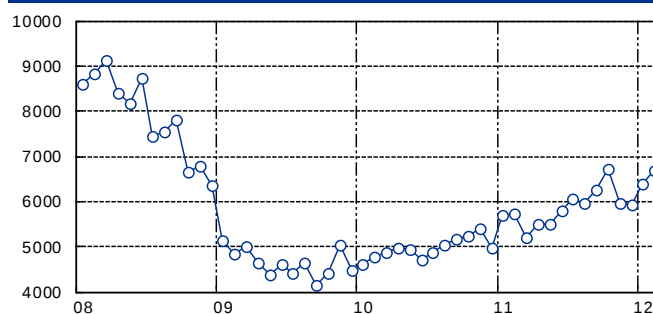
販売動向を見ると、実質小売業販売は1月に前月比1.2%（12月1.3%）と増加した後、2月は▲2.7%と大幅な減少に転じた。但し、1～3月期は10～12月期を0.1%と僅かだが上回っている。内訳を見ると、エコカー補助金と新モデル投入により堅調な自動車小売（10～12月期前期比6.2%→1～2月平均の10～12月期対比10.8%）の押し上げが顕著である。また、家電などが主力の機械器具小売の下げ止まり（▲11.6%→3.8%）も寄与している。

次に、供給動向を見ると、消費財出荷の1～2月平均は10～12月期を5.6%も上回った（10～12月期前期比▲1.8%）。非耐久消費財は低調だが（1～2月平均の10～12月期対比▲0.7%）、販売動向と同じく乗用車販売の好調を受けて耐久消費財が好調である（1～2月平均の10～12月期対比10.5%）。

最後に需要サイドの家計調査を見ると、実質消費支出（除く住居など）の1～2月平均は10～12月期を1.6%も上回っている（10～12月期前期比▲0.2%）。販売側や供給側統計と同じく、自動車が含まれる交通・通信が伸びているほか、厳冬を受けてエネルギー関連支出が膨らんだ影響も大きい。

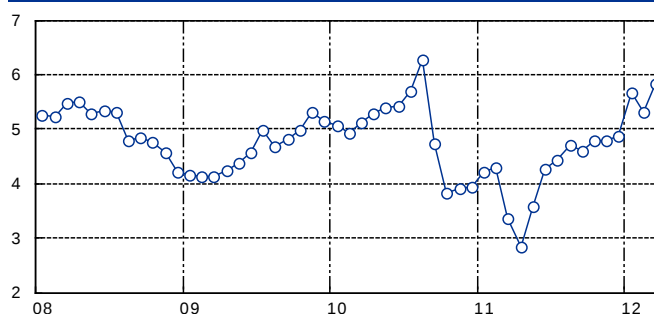
以上のように、1～3月期に関しては販売統計がやや弱めだが、供給と需要の統計は明確な消費拡大を示している。こうした消費堅調推移の背景には、前項で指摘したように雇用所得情勢が悪化はしていないことに加え、金融市場の好転すなわち株高や円安による消費者心理の改善があると考えられる。消費者マインドを示す消費者態度指数は10～12月平均の38.5が1～3月期は40.0に上昇した。GDPベースでも、個人消費は2011年7～9月期前期比1.0%、10～12月期0.4%に続き、2012年1～3月期も増勢を維持する可能性が高いだろう。

求人広告件数(季調値、年率換算、千件)



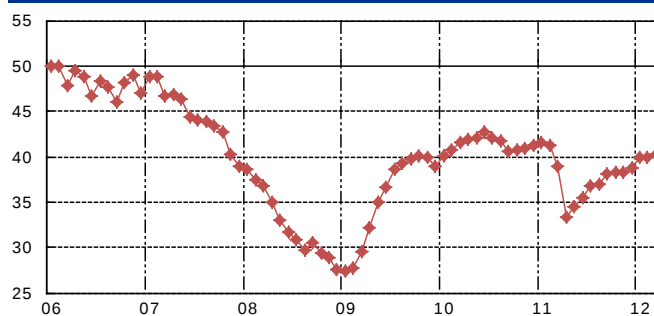
(出所) 社団法人全国求人情報協会

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

消費者態度指数(一般世帯)



(出所) 内閣府

(7) 公共投資は大幅に増加

2011 年度第 3 次補正予算に盛り込まれた復興投資の発注が進んだことを受けて、GDP に反映される進捗ベースでも公共投資の増加が明確化してきた。

進捗段階に相当する全産業活動指数の公共事業活動指数は 1 月に前月比 4.6% と大幅に上昇、当社試算では 2 月も 8% 程度の急上昇となった模様であり、1～3 月期は大幅上昇が確実である。GDP 統計ベースでも 1～3 月期の公共投資は大幅に増加し、GDP 成長率を大きく押し上げると見込まれる。

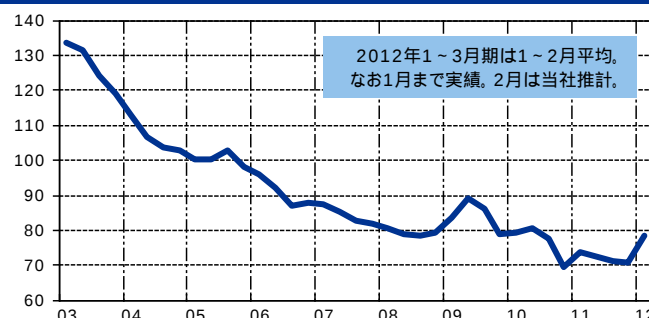
また、公共投資に先行する公共工事請負額は、復興投資の割合が高い東北地方分を中心として大幅に増加している。東北地方分は 1～3 月期に 158.4% (10～12 月期前年比 64.3% が) まで伸びを高め、全国も 10.3% (10～12 月期 3.6%) と二桁増加を記録した。請負額の増加が 1～3 月期にも続いたことを踏まえれば、2012 年度前半も公共投資は拡大傾向が継続すると見込まれる。

(8) CPI は特殊要因でプラスに

全国 CPI 統計によると、生鮮除く総合 (日本型コア) の前年比は 2012 年 2 月に 0.1% と、昨年 9 月 0.2% 以来のプラスへ転じた。食料およびエネルギーを除く総合 (米国型コア) も前年比マイナス幅が 1 月 ▲0.9% から 2 月 ▲0.6% へ大きく縮小している。しかし、こうしたプラス転換及びマイナス幅縮小の動きは、テレビ品目により生じており、インフレ率のプラス基調への転換とは言えない。

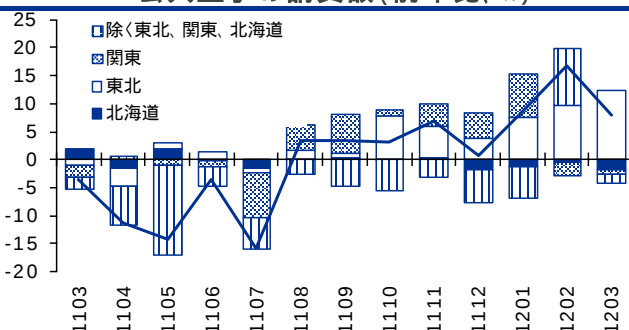
2 月はテレビの価格変動が大きな攪乱要因となった。テレビの価格は 2 月に前月比 48.6% と急騰、前年比も 1 月 ▲36.1% が 2 月は 0.5% と一気にプラスに転じた。プラスは、統計として連続性のある 2006 年以降で初めてである。テレビだけで全国 CPI の前年比を 0.3%Pt (1 月前年比寄与度 ▲0.30%Pt → 2 月 0.00%Pt) も押し上げており⁹、この要因を除くと全国 CPI の前年比マイナス幅は 1

公共投資の推移 (2005年=100)



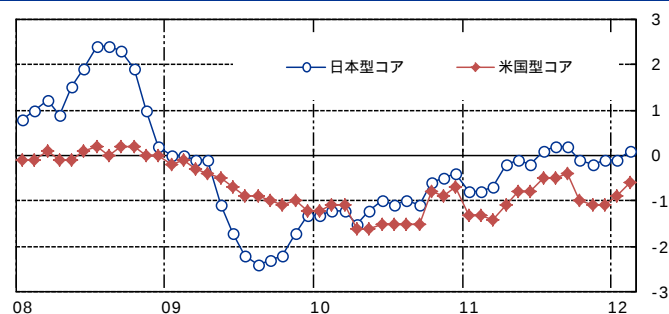
(出所) 経済産業省、国土交通省

公共工事の請負額 (前年比、%)



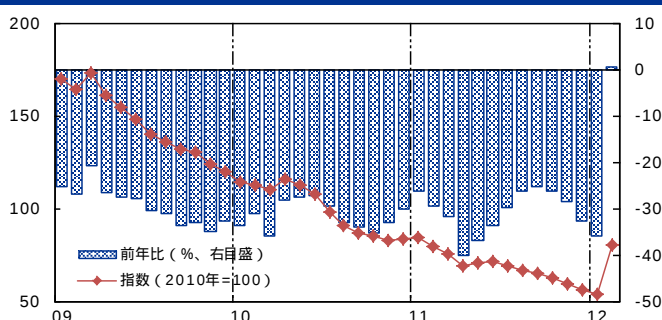
(出所) 公共工事前払金保証統計

全国CPIの推移 (前年比、%)



(出所) 総務省

テレビ



(出所) 総務省

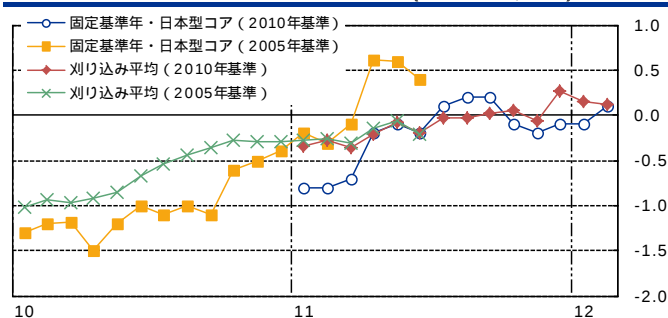
⁹ テレビの米国型コアに対する寄与度は、当社試算では1月が ▲0.4%Pt、2月は 0.0%Pt である。

月▲0.1%が2月は▲0.2%へと寧ろ拡大する。総務省によると、これは新製品投入かつ投入初期による動きであり、今後は解消されていくと考えられる。テレビ以外で、日本型コアの変動に影響したのは外国パック旅行(1月前年比6.8%→2月▲6.8%、寄与度は1月0.03%Pt→2月▲0.07%Pt)に限られ、他の品目に大きな動きはない。

なお、エネルギー価格は1月前年比5.7%が2月は5.2%へ伸びが鈍化し、CPI全体に対する寄与度は0.44%Ptが0.41%Ptへ縮小した。なお、ガソリン小売価格が1リットル150円を超えるなど足元で急騰しているが、昨年も3月及び4月に同様の上昇が生じたため、前年比ベースで見ると上昇率は大きく高まらず、CPIに対する押し上げ寄与度も限定的である。CPIベースで2月のガソリン価格は前年比3.4%上昇したが、3月及び4月のレギュラーガソリン小売価格を150円台半ばとすると、3月は前年比3.4%、4月0.5%と寧ろ鈍化する。

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12月前年比0.26%が、1月0.16%、2月0.11%と2ヶ月連続で伸びが鈍化した。内訳を見ると、前年比プラスの品目の比率が12月37.4%、1月40.2%、2月40.7%と上昇しているが、これは生鮮食品などの大幅な値上がりによるところが大きく、割り引いてみるべきだろう。刈り込み平均では、そうした品目の過半が刈り込まれたが故に、伸びは鈍化している。また前述のテレビについては、1月実績までの大幅マイナスが刈り込まれているため、影響はない。こうした刈り込み平均の推移から、1月の全国・日本型コアのプラス転化が、デフレ脱却に向けた動きではないことが改めて確認できる。

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

3. 金融政策

(1) 予想通りの据え置き

日本銀行は4月9・10日に金融政策決定会合を開催し、狭義の金融政策の据え置き、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」を65兆円程度に維持することを全会一致（賛成7、反対0）で決定した。同時に、前回3月会合において骨子素案を提示済だった「日本銀行が保有する米ドル資金を用いた資金供給（米ドル特則）」の詳細も決定している。

公表文における景気認識は、3月の「わが国の経済は、持ち直しに向けた動きもみられているが、なお横ばい圏内にある」が4月は「なお横ばい圏内にあるが、持ち直しに向かう動きがみられている」へと記述の順序が変更、ごく僅かにニュアンスが上方修正された。国際金融資本市場に対する評価の上方修正（3月：幾分落ち着きを取り戻してきている→4月：総じて落ち着いている）や日本国内の住宅投資（持ち直し）及び公共投資（増加）、生産（持ち直しに向かう動き）に対するポジティブな評価も示されている。

4月一回目の会合での現状維持は、対して重要ではない。「物価安定の目途」達成に向けて、重要な鍵を握るのは4月27日の金融政策決定会合後に示される展望レポートである。当社は、展望レポートにおいて、「物価安定の目途」の実効性を高めるために、従来とは異なる「物価安定の目途」と整合的な見通しを日本銀行が示す必要があると考えている。当面の「目途」の水準とされたCPI上昇率1%が低すぎるとの批判は多く、当社も同意見¹⁰だが、それは将来的に見直せば済む話である。当座急ぐべきはインフレ目標達成に向けた金融政策のロードマップの提示である。

(2) 目途を踏まえた展望が必要

ロードマップに対する中央銀行のスタンスは様々である。明確に将来の政策金利もしくは短期金利の予想経路を示す中央銀行もあれば、曖昧なかたちで提示する中央銀行もある。そして、提示しない中央銀行も存在する。従来の日本銀行は、インフレ目標を明確に導入していないが故でもあったが、ロードマップを提示しない中央銀行の一つであった。しかしフレキシブル・インフレーション・ターゲティングの枠組みを導入した現状においては、目標達成に向けたロードマップを示す責任が生じる。白川総裁が「日本銀行の今回の金融政策運営の枠組みは、FRBの金融政策運営の枠組みに近い」というのであれば、少なくともFOMCと同レベルの金融政策¹¹の将来パスの提示もしくは情報開示は必要であろう。それが、フレキシブル・インフレーション・ターゲティングに欠かせない金融政策運営の透明性の確保に繋がる。

ロードマップ提示のために、日銀が4月の展望レポートで為すべきは、経済見通し作成の前提の変更である。展望レポートの経済見通しは、Fedの経済見通し¹²（SEP：The Summary of Economic Projection）と異なり、「政策委員が考える望ましい金融政策を行った場合」ではなく「政策金利について市場金利に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考に」、要は市場が織り込む金利予想に

¹⁰ 詳細は、2月21日付 Economic Monitor 「日銀の『目途』導入に関する論点整理と今後の課題」を参照。

¹¹ FOMCの金融政策運営については1月26日付 Economic Monitor 「インフレ目標導入によってハト派姿勢を強める Fed（1月FOMC）」及び2月16日付「1月のFOMC議事要旨が示したポイント」を参照。

¹² SEPは「Each participant's projections are based on his or her assessment of appropriate monetary policy」との前提に基づいている。

基づいて作成されてきた。この場合、展望レポートに示される経済見通しは、日銀自身が想定する金融政策を前提とした見通しではなく、市場が想定する金融政策を前提とした見通しに過ぎない。日本銀行が、新たな金融政策フレームワークを実践していくのであれば、来る4月の展望レポートでは、「目途」など¹³の達成に向けて、見通し作成の前提を「望ましい金融政策」に改める必要がある。望ましい金融政策を前提とした経済見通しの策定により、金融政策のタイム・ホライズン及びスケジュールを自ら示し、かつ、その望ましい金融政策運営を実践していくことが望まれる。

(3) 展望レポートのシナリオ

4月27日に展望レポートに関して、現時点で想定されるシナリオは以下の4つである。

日本銀行が「物価安定の目途」達成のために必要な金融政策を前提として経済見通しを示し、同時に追加緩和を行う。

と同様のスタンスで経済見通しを示すものの、追加緩和は行わない。

前回までと同様に市場金利を前提に経済見通しを作成し、追加緩和を行う。

と同様のスタンスで経済見通しを作成するものの、追加緩和は行わない。

は論外として、上述の議論から明らかなように、当社は「物価安定の目途」達成に向けた望ましい金融政策を前提とする と 望ましい政策運営と判断している。「物価安定の目途」を意識した政策運営であるとのメッセージが十分であれば、追加緩和の有無は本質的な問題ではない。ただし、2月の「目途」導入がそうであったように追加緩和を伴う方が、メッセージ性は強まり、政策効果も増すだろう。

問題は、市場のメインシナリオともなっている、従来通りのスタンスで経済見通しを作成して追加緩和を行う の解釈である。追加緩和を行う点で と に違いはないが、 では「目途」の位置づけが極めて不明瞭なままの追加緩和となりかねない。また、前述の4月9・10日の公表文に基づくと景気判断を幾分引き上げつつの追加緩和ともなり、景気動向よりも政治プレッシャーを受けての政策変更、すなわち日銀が政治プレッシャーに弱いとのイメージも強まる。そして何よりも、「目途」のメッセージ性が薄れるために、国民の期待インフレ率へ及ぼす影響が薄れかねない。

日銀サイドから展望レポートの変更に關する何のアナウンスもないため、現時点で客観的に確率を問われれば、残念ながら、従来通りのロジックでの経済見通しを示した上で追加緩和を行う の可能性が最も高いと答えざるを得ない。数値で示せば、 の可能性が50%、以下、30%、10%、10%であろうか。しかし、 が望ましい金融政策運営であるとは全く思わない。繰り返しになるが、「物価安定の目途」を尊重した展望レポートの提示こそが最重要である。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

¹³ フレキシブル・インフレーション・ターゲットの枠組みであるから、インフレ率のみを目標とする必要はないだろう。成長に加えて、日銀が指摘する「金融面での不均衡の蓄積」へも配慮する必要がある。