

日本経済情報

2012年7月号

Summary

【内容】

1. 世界経済の現状

欧米経済の不調で
円高圧力高まる

アジア新興国経済の
堅調な拡大が日本
経済を下支え

2. 日本経済の現状

概観：景気の改善傾
向が続く

個人消費：雇用所得
環境の改善が遅れ
先行きは不透明

公共投資：引き続き
景気を下支え

輸出：復調には時間
を要する見込み

設備投資：先行指標
は停滞継続を示唆

金融政策：追加緩和
の要請が強まる可
能性

今後は踊り場を迎え
る可能性も

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
武田淳
(03-3497-3676)
takeda-ats
@itochu.co.jp

欧州債務問題が一段と混迷を深めており、欧州経済は低迷が続いている。米国経済も、雇用の拡大ペースが鈍化し小売売上高の減少が続くなど減速が明らかとなりつつある。こうした欧米経済の不調を受けて、為替市場では円高圧力が再び高まり始めている。

その一方で、アジア新興国は、中国経済が金融財政両面からの景気刺激策により持ち直しが期待されるほか、ASEAN 経済もインドネシアやタイでは内需主導の堅調な拡大が続いており、高インフレに苦しんでいたベトナムも最悪期を脱するなど、総じて底堅い動きを続けている。

そうした中で、日本経済は、日銀短観の業況判断 DI が非製造業を中心に改善が続くなど、足元では欧米経済に比べると底堅さが見られる。ただし、鉱工業生産のもたつきは製造業の回復の遅れを示唆している。

個人消費は、日銀短観の改善につながったサービス消費の回復テンポが鈍化している可能性があり、雇用所得環境の悪化を受けて消費者マインドの改善も頭打ち、物販もエコカー補助金を追い風に好調な自動車を除けば冴えない状況にある。さらに、エコカー補助金は8月中に底をつき、消費税率引き上げを巡る議論は消費者マインドを悪化させるとみられることから、今後は個人消費が落ち込む可能性が高い。

公共投資は、震災復興事業の本格化により拡大基調にあり、先行指標から判断すれば4~6月期も景気の押し上げに貢献した模様である。また、2011年度予算の剰余金などを財源に1兆円を超える復興事業の追加も見込まれるため、当面は高水準を維持し景気を下支えしよう。

輸出は、米国向けが減速、アジア向けは増勢が一服、EU向けは減少が続いており、全体として増勢が鈍化している。今後はアジア向けが増勢を取り戻すとみられるが、米国経済の減速と円高圧力の高まりにより、輸出の回復に弾みがつくまでには時間を要するとみられる。

設備投資は、先行指標が停滞継続を示唆しており、海外生産移転の動きも続くとみられることから、力強い拡大は当面期待できない。

今後の日本経済は、これまで牽引役であった個人消費の失速と公共投資の頭打ちが見込まれるため、牽引役を輸出や設備投資にスムーズにバトンタッチできるかが注目点となる。その状況次第では、一時的に踊り場を迎える可能性もあろう。

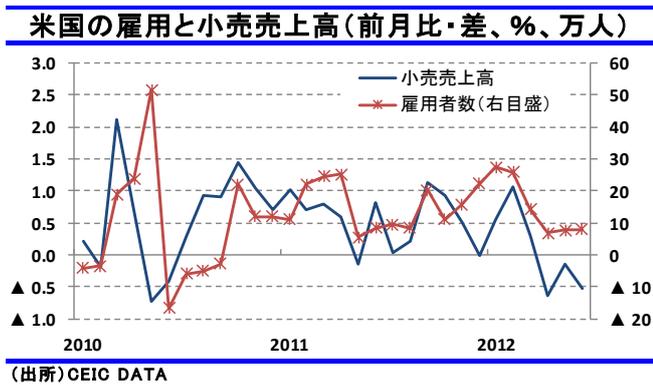
1. 世界経済の現状

欧米経済の不調で円高圧力高まる

欧州債務問題は、一段と混迷を深めている。6月28、29日に開催されたEU首脳会議では、支援対象国の財政収支を悪化することなく金融機関への支援を行うため、EFSF（欧州金融安定ファシリティ）ないしは、その後継機関であるESM（欧州安定メカニズム）が、金融機関へ直接資本注入することが合意された。また、EFSFないしはESMが利回りの上昇している財政悪化国の国債を買い入れる方針も決定された。しかしながら、実際に実行するためには幾つかの高いハードルがあるため、実現可能性を疑問視する向きもあり、現時点では金融市場の安定化に結び付いていない。さらに、市場の興味は、9月にも資金不足に陥る可能性のあるギリシャへ再び向けられるなど、欧州金融市場は悪材料に事欠かない不安定な状況が続いている¹。

こうした混乱が続く中で、欧州経済は、実質GDP成長率が2011年10～12月期にマイナスに転じ（前期比年率▲1.3%）、2012年1～3月期こそ前期比年率0.1%と横ばいに踏みとどまったものの、4～6月期は再びマイナス成長となる可能性が高く、低迷から脱する兆しは見られない。

米国経済も、このところ減速傾向が明確になりつつある。雇用者数（非農林業）の増加幅は、4月以降、10万人を割り込んでおり（4月6.8万人→5月7.7万人→6月8.0万人）、雇用の増加テンポは景気の持続的な拡大を裏付けるほどの水準に達していない。実際に、個人消費の代表的な指標である小売売上高は、4月以降、3ヵ月連続で減少しており（4月前月比▲0.5%→5月▲0.2%→6月▲0.5%）、ガソリン価格の下落による売り上げ減を考慮しても、4～6月期の個人消費は1～3月期の前期比年率2.5%から大幅に減速したとみられる。そのため、当社は、4～6月期の実質GDP成長率が前期比年率で1%を若干上回る程度にとどまると予想している²。



こうした欧州金融市場の混迷や米国経済の減速を受けて、為替市場では7月に入り再び円高圧力が強まっている。ドル円相場は、欧州債務問題が再燃した今年5月以降、6月までは、さほど円高方向に進まず、概ね1ドル=79円台で推移していたが、7月中旬以降、円高が加速し、下旬には一時77円台を付ける円高相場となっている。こうした対ドルでの円高進行の主因は、米国経済の減速懸念の高まりと、それを受けた米国の追加金融緩和観測の強まりである。

¹ 詳細は、2012年7月23日付け Economic Monitor 「即効性のある協調策を打ち出さず混迷を続けるユーロ圏」 参照。

² 詳細は、2012年7月23日付け 「米国経済情報 2012年7月号」 参照。

一方のユーロ相場は、5月に入り急速に下落し、5月下旬には1ユーロ=100円を割り込んだ。その後、一時的に100円台を回復する局面もあったが、上記の通り欧州金融市場の混迷が深まるとともに下げ足を速め、7月下旬には1ユーロ=94円台まで円高が進んでいる。

低調な欧米経済動向と円高の進行は、言うまでもなく日本経済にとって大きな下押し圧力となる。特に、欧州経済の低迷長期化が避けられないことを踏まえると、米国経済の動向は、円高を加速させるという観点からも、日本経済の持続的な拡大を阻む大きなリスク要因となりつつある。

アジア新興国経済の堅調な拡大が日本経済を下支え

欧米経済に比べると高い成長率を維持し堅調に拡大しているアジア新興国経済であるが、そのうち中国経済は依然として減速感の残る状況が続いている。中国の2012年4～6月期の実質GDP成長率は前年同期比7.6%となり、約3年ぶりに8%を割り込んだ³。ただし、季節調整済の前期比年率で見ると概ね7%前後で下げ止まる兆しも見られる。さらに、消費者物価上昇率の低位安定が見込める状況となったことを受けて、政府は金融財政両面での景気テコ入れ策を矢継ぎ早に打ち出している。今後も景気の持ち直しが確認されるまで、政府はそうした姿勢を維持するとみられるため、中国経済は7～9月期には底入れし、前年同期比で8%台の成長を取り戻すと予想される。

ASEAN経済は、総じて見れば内需を軸に底堅い動きを続けている。域内最大規模のインドネシア経済は、輸出こそ伸び悩んでいるが、インフレは沈静化しつつあり、海外からの直接投資は拡大が続いているため、個人消費や固定資産投資といった内需主導で前期比年率6%程度の堅調な拡大を続けている。タイ経済は、昨年10月の洪水による大幅な落ち込みから、今年に入り急速に回復している。洪水被害の反動を除けば輸出は弱含んでいるが、インドネシア同様、景気は個人消費と固定資産投資に牽引されて堅調な拡大を続けている。ベトナム経済は、2011年中こそ前年同月比で一時20%を超えるインフレに見舞われたものの、政府の景気引き締め策が奏功し、インフレ率は2012年5月以降、一桁台へ鈍化している(6月6.90%)。また、輸入の抑制により貿易収支は大幅に改善しており、通貨ドンの下落圧力も弱まっている。実質GDP成長率も、1～3月期の前年同期比4.0%から4～6月期は4.7%へ持ち直しており、最悪期は脱した模様である。

このようなアジア新興国経済の内需を中心とした堅調な拡大は、輸出の増加を通じて日本経済を下支えしよう。さらに踏み込んで解釈すれば、欧米経済が不確実性を強める中で、日本経済が腰折れを回避するためには、アジア新興国経済の安定的な成長が不可欠だということである。

2. 日本経済の現状

概観：景気の改善傾向が続く

欧米経済に比べると、少なくとも足元においては、日本経済は底堅く推移している。7月2日に発表された6月調査の日銀短観では、大企業製造業の業況判断DIが▲1へ(前回▲4)、非製造業は8へ(前回5)それぞれ改善し、景気は非製造業を中心に拡大基調にあることを示した。さらに、3ヵ月

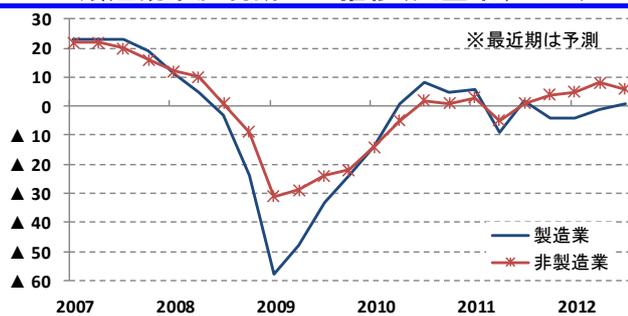
³ 詳細は、2012年7月13日付け Economic Monitor 「成長率8%割れも底入れ近づく中国経済(2012年4～6月期GDP)参照。

先の予測は、製造業で1へ改善、非製造業では6への悪化もプラス圏を維持しており、景気は今後、製造業において一段と改善し、全体として拡大が続くことが見込まれている。

業種別に見ると、2011年9月調査以降、プラス圏の中で改善が続く大企業非製造業のうち、対個人サービス（3月調査13→6月調査25）や宿泊・飲食サービス（▲8→3）が前回調査から大幅に改善したほか、建設業（▲7→▲1）や運輸・郵便（0→5）の改善幅も比較的大きかった。中小企業においても、対個人サービス（3月調査▲11→6月調査▲5）や宿泊・飲食サービス（▲25→▲19）では、未だマイナス圏ながら改善が見られており、サービス関連消費が好調であった可能性を示唆した。なお、非製造業の業況判断DIは、中小企業全体でも小幅改善している（▲11→▲9）。

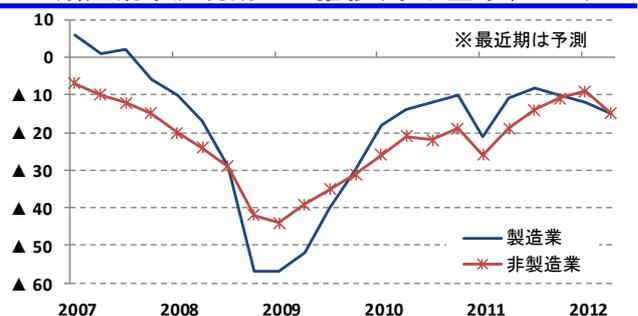
一方の製造業は、大企業において、非鉄金属（3月調査▲11→6月調査11）や化学（▲14→▲3）を牽引役に素材業種の業況判断DIは▲11から▲6へ改善した。また、加工業種では、自動車（28→32）や電気機械（▲17→▲14）などの改善により、プラスに転じている（▲1→1）。ただし、中小企業では、加工業種こそ3月調査の▲9から6月調査は▲7へ改善したものの、素材業種では▲12から▲19へ悪化しており、素材業種では企業規模によって景況感に格差が見られた。総じて見ると、製造業の景気回復は非製造業に比べてやや遅れていると言える。

日銀短観業況判断DIの推移(大企業、%Pt)



(出所)CEIC DATA

日銀短観業況判断DIの推移(中小企業、%Pt)



(出所)CEIC DATA

鉱工業生産指数も、製造業における景気回復のもたつきを示唆している。5月の鉱工業生産指数は前月比▲3.4%と大幅な落ち込みとなった⁴。マイナスは4月（▲0.2%）に続き2ヵ月連続であり、その結果、4～5月平均の水準は1～3月期を1.6%下回った。生産予測指数は、6月前月比2.7%、7月2.4%と持ち直しを見込んでいるが、これが実現するとしても4～6月期は前期比▲1.3%と4四半期ぶりの減少となる。

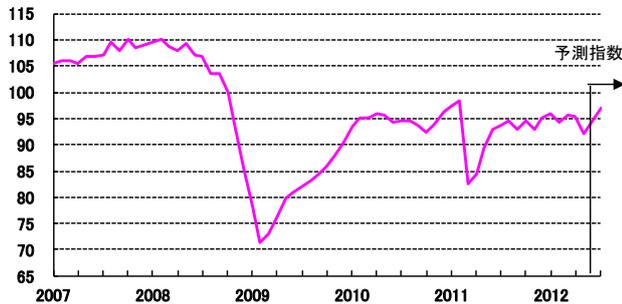
業種別の動向を見ると、情報通信機械工業の4～5月期平均の水準が1～3月期を18.2%も下回ったほか、電子部品・デバイス工業も7.6%下回るなど、これらの業種で落ち込みが顕著であった。後述の通り関連分野の輸出が落ち込んでいるほか、在庫調整の途上にあるためとみられる。情報通信機械工業の在庫率指数は今年1月の115.7から5月には250.2まで上昇、電子部品・デバイス工業でも1月の227.3から4月に272.6まで上昇、5月は低下したとはいえ236.4と依然高水準にあり、在庫調整圧力は根強い。

なお、生産予測指数を前提とすると、7月の鉱工業生産指数は4～6月期を3.1%上回る。この方向性

⁴ ただし、季節調整の歪みにより、実勢よりも弱い数字となっている可能性もある。詳しくは、2012年6月29日付け Economic Monitor「5月の鉱工業生産は急減も、実勢は横ばい程度か」を参照されたい。

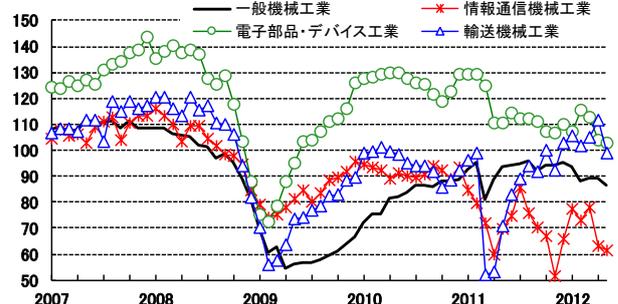
は、日銀短観における大企業製造業の業況判断 DI と一致しており、全体として企業は先行きの景気持ち直しを見込んでいると言える。

鉱工業生産の推移(季節調整値、2005年=100)



(出所)CEIG DATA

鉱工業生産の推移(季節調整値、2005年=100)



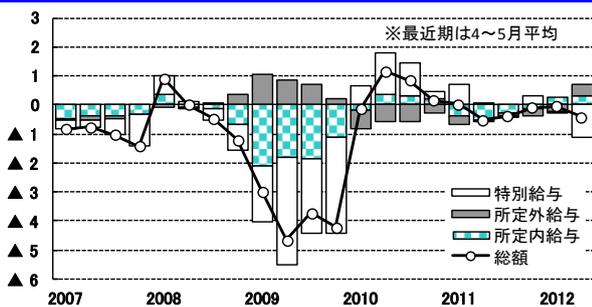
(出所)CEIG DATA

個人消費：雇用所得環境の改善が遅れ先行きは不透明

前述の通り、日銀短観は、個人消費、なかでもサービス関連消費の拡大を示唆した。実際に 1～3 月期については、個人消費（実質、GDP ベース）が前期比 1.2%増加し、そのうち半分の 0.6%Pt はサービス消費の寄与であった。しかしながら、日銀短観と同様、企業（供給）側の統計である景気ウォッチャー調査において、サービス関連の DI は 4 月の 53.9 をピークに 5 月 49.4、6 月 45.2 と 50 を割り込んで低下しており、サービス消費の拡大ペースは足元で鈍化している可能性がある。

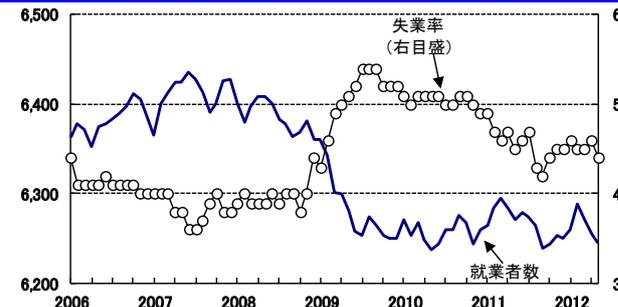
個人消費を取り巻く環境も芳しくない。1～3 月期に前年同期比横ばいまで持ち直した現金給与総額（月平均賃金）は、特別給与の減少幅拡大などにより、4～5 月平均が▲0.4%と再びマイナスとなった。また、就業者数は、1～3 月期は前期より 24 万人増加したが、4～5 月平均は 4～6 月期を 23 万人下回っており、失業率も 3 月 4.5%、4 月 4.6%、5 月 4.4%と一進一退で概ね横ばい推移が続くなど、雇用所得環境の改善は遅れている。

現金給与総額の推移(前年同期比、%)



(出所)CEIG DATA

就業者数と失業率の推移(季節調整値、万人、%)



(出所)CEIG DATA

こうした状況を受けて、消費者マインドの改善も一服している。消費者態度指数は、3 月の 40.3 から 4 月に 40.0 へ悪化、5 月は 40.7 へ上昇したものの、6 月は 40.4 へ再び悪化するなど、このところ横ばい圏で推移している。特に 6 月は「収入の増え方」が前月から 0.4 ポイント悪化、「雇用環境」が 1.3 ポイント悪化するなど、雇用所得環境に対する懸念が強まっている様子が窺える。大部分が 6 月に支給される夏のボーナスも、今年は前年水準を下回った模様⁵であり、消費者マインドを押し下げる

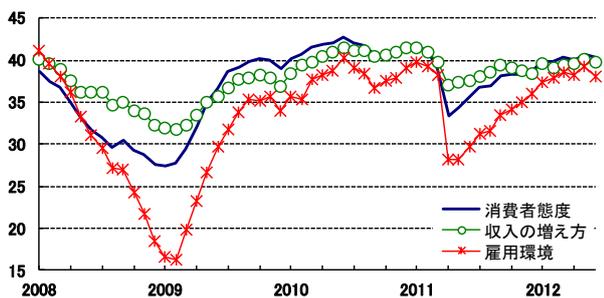
⁵ 経団連の「2012 年夏期賞与・一時金妥結状況」（第一回集計）によると、今年の夏のボーナスは一人当たり前年比▲3.54%（加重平均）であった。

要因となったと考えられる。

雇用所得環境やマインドが悪化する中で、物販動向も振るわない。小売販売額は、4月の前年同月比5.7%から5月も3.6%と前年水準を上回る状況が続いているが、前年が東日本大震災直後の品不足により水準が低かった⁶ことに加え、自動車販売の好調に押し上げられている部分大きい。小売販売統計における自動車販売店の売上高は、前年同月比で3月50.4%、4月55.3%、5月47.1%と高い伸びが続いているが、これは前年に大きく落ち込んだ反動に加え、エコカー補助金制度の復活という追い風を受けたものである。新車登録台数(乗用車)は、2011年通年の352.5万台から2011年1月に478.7万台(当社試算の季節調整値)、6月には500.4万台まで増加している。

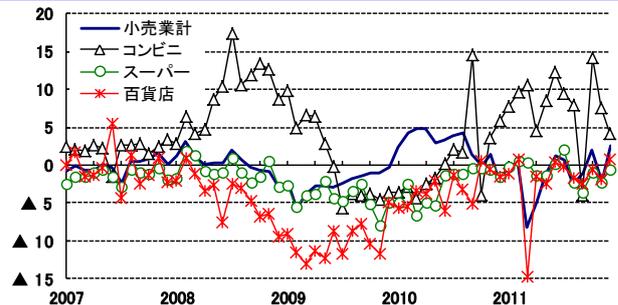
しかしながら、今回のエコカー補助金は、現在の申請ペースが続けば、受付期限の2013年1月末を待たずに、予算2,747億円を8月中にも使い果たしてしまう。そのため、これまで小売売上高を押し上げていた自動車販売は、8月以降の落ち込みが避けられない。また、スーパー販売額は3月以降、前年割れが続いており(3月▲0.5%→4月▲2.3%→5月▲2.0%、店舗調整済)、百貨店売上高も5月に前年比マイナスに転じ(4月1.3%→5月▲1.0%→6月▲1.2%)、コンビニ売上高も6月は既存店で前年割れに転じるなど(4月6.1%→5月1.7%→6月▲2.6%)、その他の業態の販売動向は振るわない。

消費者態度指数の推移



(出所)内閣府

小売販売の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

以上を踏まえると、短観が示すサービス消費の好調はピークアウトする可能性があり、物販についても自動車販売の好調という下支えを失い、今後は落ち込む可能性が高いと考えられる。さらに、消費税率引き上げを巡る議論は、引き続き消費者に将来への不安を煽らせ消費マインドを冷え込ませることとなる。消費税率引き上げ法案は、8月上旬に参議院での採決が予定されているが、税率引き上げによる増収部分の一部を公共投資に回すべきとの野党側の要求もあり、また、与党は従前より増収分の一部を社会保障の拡充に充てる方針を示していることから、消費税率の引き上げが社会保障制度の安定化に結び付くかどうか不透明な状況にある。今後の個人消費に景気の牽引役を期待できる状況ではなさそうである。

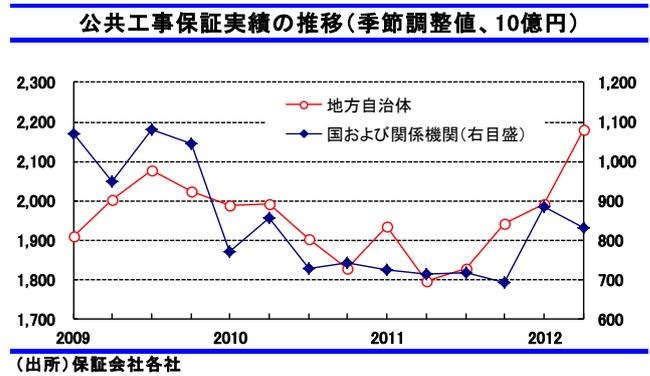
公共投資：引き続き景気を下支え

短観における建設業の業況判断DIの改善に寄与したのは、公共投資であろう。公共投資(実質、GDPベース)は、2011年度第3次補正予算に盛り込まれた東日本大震災の復興事業の進捗に伴って1~3

⁶ 小売販売額は、震災のあった2011年3月に前年同月比▲8.3%と大きく落ち込んだ後、4月▲4.8%、5月▲1.3%と前年割れの水準が続いた。

月期に前期比 3.8%と 3 四半期ぶりの増加となったが、先行指標である公共工事保証実績は、1~3 月期に前期比 9.1%の高い伸びとなった後、4~6 月期も 4.8%と堅調な拡大が続いている（当社試算の季節調整値）。なかでも、地方自治体（含む地方公社）は 1~3 月期の 2.5%から 4~6 月期は 9.6%と増勢が加速しており、被災自治体における復興事業の進捗が今年度に入って本格化した様子が窺える。こうした動きを踏まえると、公共投資は 4~6 月期も景気の押し上げに貢献したとみられる。

さらに、政府は 2011 年度一般会計予算の使い残し（剰余金）の一部を復興事業に充てる方針を示している⁷。2011 年度の一般会計決算は、歳出の不用額 2 兆 9,512 億円（うち復興分 1 兆 1,046 億円）、税収の上振れ 8,026 億円、税外収入の上振れ 2,534 億円の計 4 兆円余りの余剰資金が発生し、そのうち 1 兆 8,000 億円を国債発行額の抑制に充当した。したがって、残る 2.2 兆円程度が剰余となったが、うち 2,246 億円が税収増に伴う地方交付税交付金に充当



されたほか、7,489 億円は復興予算の原資として東日本大震災復興特別会計に繰り入れられる。そのため、最終的な剰余金⁸は、これらも除いた 1 兆 2,301 億円となるが、財政法に従えば、その半分までが復興予算に充てられる可能性があることになる。つまり、特別会計繰り入れ分を含め、1 兆円を超える復興予算の追加が見込まれるわけである。こうした復興予算の追加により、既に高水準にある公共投資は、当面落ち込みを免れ、引き続き景気を下支えすることとなる。

ただし、その一方で、上記の通り、2011 年度は復興予算のうち 1 兆円を上回る額が使い切れなかったという事実がある。しかも、財政状況が著しく悪化している中では、剰余金を全て財政支出の拡大に充てるべきか、財政赤字の削減に充当すべきかについては、十分な吟味が求められるであろう。

輸出：復調には時間を要する見込み

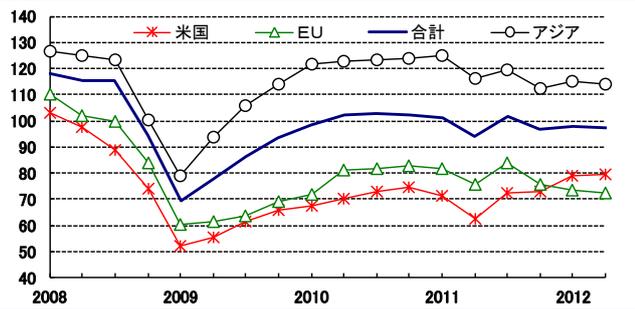
輸出は、1~3 月に GDP ベースの実質で前期比 3.0%と前の期（10~12 月期）の▲3.7%から増加に転じた。しかしながら、通関輸出数量指数が 4~5 月平均で 1~3 月期を 0.6%下回っていることから、4~6 月期の輸出は減速した可能性が高い。

輸出数量指数の仕向け地別動向を見ると、米国向けは 1~3 月期の前期比 8.0%から 4~5 月平均は 1~3 月期を 1.0%上回るにとどまっております、増勢が鈍化している。また、タイの洪水の影響により 10~12 月期に前期比▲6.0%と大幅に落ち込んだアジア向けは、1~3 月期に 2.1%と増加に転じたが、4~5 月平均は 1~3 月期を 0.6%下回っており、増勢が一服している。なお、アジア向けのうち、景気の減速が続く中国向けは、1~3 月期に前期比▲1.0%と 2 四半期連続でマイナスとなった後、4~5 月平均は 1~3 月期を 1.6%下回っており、減少に歯止めが掛かっていない。景気の低迷が続く EU 向けも、1~3 月期の前期比▲3.1%に続き、4~5 月平均も 1~3 月期を 1.5%下回り、減少が続いている模様である。

⁷ 7 月 3 日付日経新聞電子版によると、安住財務相は、国の 2011 年度決算剰余金について「かなりの部分を復興の予算に使うのが適切だ」と指摘した。

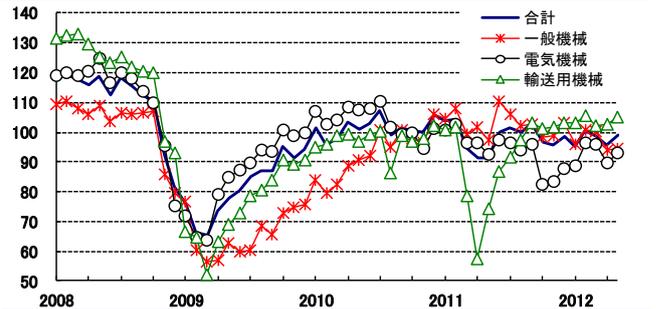
⁸ 財政法 6 条の剰余金。同法では、その半分以上を国債の償還財源に充てることを定めている。

仕向け地別輸出数量指数(季節調整値、2005年=100)



(出所)CEIG DATA

製品別輸出数量指数(季節調整値、2005年=100)



(出所)CEIG DATA

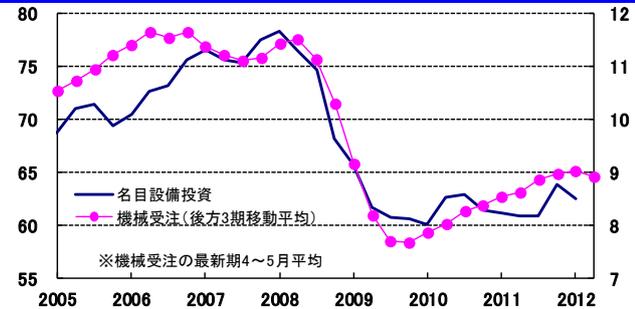
製品別では、自動車などの輸送用機械が1～3月期の前期比1.6%から4～5月平均は1～3月期比0.3%と減速したほか、1～3月期に復調した電気機械は4～5月平均が1～3月期を2.6%下回り、回復が一服している。また、一般機械は、タイの復興需要に伴う押し上げなどから1～3月期に前期比▲1.1%まで減少幅が縮小したが、4～5月平均は1～3月期を4.7%も下回っており、軟調な推移が続いている。

全体として増勢に一服感のある輸出であるが、今後は中国経済の下げ止まりなどからアジア向けは増勢を取り戻すとみられる。ただし、米国経済の回復が遅れているため米国向け輸出の増勢鈍化が懸念されることに加え、欧州経済は低迷が長期化する可能性が高いため、当面は輸出の回復に弾みが付く状況を見込み難い。再び円高圧力が強まりつつあることも、輸出の回復を遅らせる要因となろう。輸出全体で見れば、アジア向けが牽引して増勢を維持するものの、回復に弾みがつくのは米国経済の復調が見込まれる今年度後半となろう。

設備投資：先行指標は停滞継続を示唆

設備投資にも回復の兆しが見られない。先行指標の機械受注（船舶・電力を除く民需）は、5月に前月比▲14.8%の大幅な落ち込みを記録した。4月は5.7%増であったが、5月の大幅減により4～5月平均の水準は1～3月期を3.1%も下回り、今後も設備投資の停滞が続く可能性を示唆した。特に製造業からの受注は4～5月期平均が1～3月期を3.6%下回っており、非製造業が0.3%上回っていることと比べて低調である。

設備投資と機械受注の推移(季節調整値、兆円)



(出所)CEIG DATA

経常利益の推移(季節調整値、兆円)



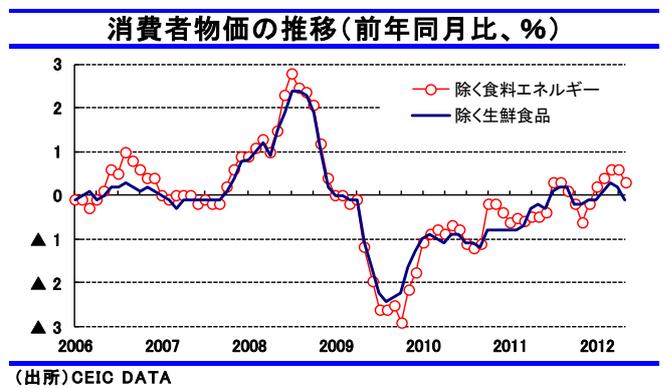
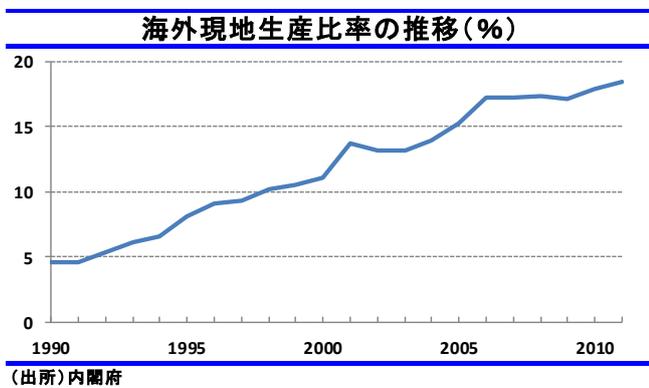
(出所)CEIG DATA

このように、機械受注が示唆する製造業と非製造業の設備投資動向の違いは、先に見た通り日銀短観が示すそれぞれの景況感と整合的であるが、その背景として収益状況の違いが指摘できる。法人企業統計季報によると、非製造業の経常利益は、2011年7～9月期から2012年1～3月期にかけて3四半期連続で前期比増加（7～9月期9.0%→10～12月期10.7%→1～3月期6.2%）している一方で、製

造業の経常利益は概ね横ばい圏での推移（2.6%→▲3.3%→0.1%）にとどまっている。個人消費が堅調に推移する一方で、円高進行や海外景気の減速を受けて輸出が伸び悩んだことを反映したものとみられる。

さらに、製造業の国内における設備投資には、海外への生産拠点シフトという逆風もある。内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」によると、海外現地生産比率は長期的に見れば上昇傾向にあるが（下左図）、2006年度（17.3%）以降は2009年度（17.1%）にかけて概ね横ばいで推移していた。ところが、2010年度に前年度から0.8%Pt上昇し、2011年度もさらに0.5%Pt上昇の18.4%を見込むなど、このところ海外生産移転の動きが速まっている。また、5年後には22.4%までの上昇を見込んでいるが、これが実現すれば年平均0.8%Ptの上昇となり、1990年度から2010年度にかけての平均上昇テンポ0.67%Ptを上回る。

以上を踏まえると、設備投資の力強い拡大は、当面期待できそうもない。



金融政策：追加緩和の要請が強まる可能性

緩慢ながらも景気は拡大基調を維持していることから、デフレ圧力は徐々に弱まっている。消費者物価（生鮮食品を除く総合）は、5月に前年同月比▲0.1%と4ヵ月ぶりにマイナスとなったが、ここ1年余りの間は概ねゼロ近傍で推移している。しかしながら、エネルギーを除く財の価格は全体で依然前年比マイナス圏内にあり、サービス価格も先に見た通り賃金の下落が続く中では上昇圧力は限定的なため、物価上昇率が高まっていく状況にもない。

そうした中で、日銀は、消費者物価上昇率の当面の目途を1%とし、その実現に向けて資産買入等の基金を2月14日に55兆円から65兆円へ、4月27日にはさらに70兆円へ拡大するなど、状況に応じた追加緩和を行っている。ただし、既に国債10年物利回りですら0.7%台で推移している現状において、金融緩和が経済主体に直接的に需要の拡大を促す効果は極めて限定的であろう。それよりも、現在、金融緩和に期待される効果は円高圧力の緩和であり、2月や4月の追加緩和は、仮に政治的な圧力を背景とするものであったとしても、こうした期待に結果的に日銀が応えたものと評価して良いだろう。今後も欧州債務問題の深刻化や米国における追加緩和などにより円高圧力が高まる際には、日銀に対する追加の金融緩和の要請が強まることとなろう。日銀の対応が注目される。

今後は踊り場を迎える可能性も

以上を踏まえると、今後の日本経済は、個人消費が息切れし、公共投資も高水準を維持する程度にとどまるなど、これまで景気の拡大を牽引してきた両輪が勢いを失う可能性が高い。そうした中で、景

気が拡大基調を維持するためには、輸出が持続的に拡大し、設備投資の持ち直しに結び付くことが必要となる。しかしながら、輸出を取り巻く環境は、むしろ悪化しており、景気の牽引役が個人消費・公共投資から輸出・設備投資へスムーズにバトンタッチできるかどうか、予断を許さない状況にある。

そのカギを握るのは、アジア新興国経済の持続的な拡大を所与とすると、第一に輸出の回復を確実なものにする米国経済と為替相場の動向であり、その状況次第では、日本経済が一時的に踊り場を迎える可能性があることに留意しておきたい。

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。見直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。