

日本経済情報

2012 年 10 月号

Summary

内 容

1. トピックス: 変わりゆく日本のかたち

2. 経済動向分析
- (1) 輸出の減少が続く
- (2) 3 四半期連続の減産が確実に
- (3) 企業景況感は先行き悪化の見込み
- (4) 設備投資には期待できず
- (5) 労働需給の緩和が示唆される
- (6) 個人消費はまちまち
- (7) 住宅投資は緩やかに回復
- (8) インフレは弱含む可能性
- (9) 7～9 月期の成長率予想

3. 金融政策

- (1) 気になる日銀の内需への強気
- (2) 白川総裁が苦慮する経済見通しと金融政策の相互関係
- (3) 注目が集まる 10 月展望レポート

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

【変わりゆく日本のかたち】

デフレの終焉が見通せず、円高基調も継続するなど、日本経済は様々な問題に苛まれている。加えて、東日本大震災後は電力供給やエネルギーコストなど新たな課題も加わった。問題が山積する環境下で、日本では国内製造業の海外移転が進み、日本国内工場からの輸出が他地域の工場からの輸出により置換されるのみならず、日本国内工場からの国内向け出荷が輸入によって代替される傾向が強まっている。

最近の鉱工業生産の顕著な落ち込みは、海外需要の鈍化を受けた在庫調整や減産にとどまらず、企業が国内生産能力に対するスタンスを横ばい維持から縮小へと変更した可能性さえ示唆している。貿易黒字が善、赤字が悪ということではない。しかし、あまりに速いペースで国内生産の縮小が進めば、日本国内における構造調整を深刻なものにする可能性がある。今後の動向には細心の注意が必要である。

【7～9 月期の日本経済】

7～9 月期は主要な需要項目である個人消費と設備投資、純輸出がいずれも低調に推移すると見込まれ、日本経済全体も低迷したと判断される。但し、他の需要項目すなわち住宅投資や公共投資、在庫投資は現段階で成長率の押し上げに作用する可能性が高く、実質 GDP 成長率がマイナスに転落するとの断言まではできない。今後、10 月末にかけて公表される 9 月の経済指標次第と言える。経済指標の中でも、振れの大きい輸出（貿易統計）や設備投資（鉱工業統計など）の動きが、7～9 月期の成長率を占う上で特に重要となろう。なお、翌 10～12 月期についてはエコカー補助金の終了に伴う自動車販売減少の影響が最大となるため、マイナス成長がほぼ確実である。

【注目が集まる 10 月展望レポート】

日本銀行が 2012 年度及び 2013 年度のインフレ率見通しの修正を迫られ、また 9 月の追加緩和による効果を踏まえても、初めて公表する 2014 年度インフレ率見通しが物価安定の目途である 1%に届かない可能性は高い。問題は、その 1%に届かない度合いが、日銀が望ましいとする『軌道』の範囲にとどまるか否かである。『軌道』から外れていないと主張できる程度にとどめるためには、9 月に続いての追加緩和が必要になる可能性を否定できないと当社は判断している。

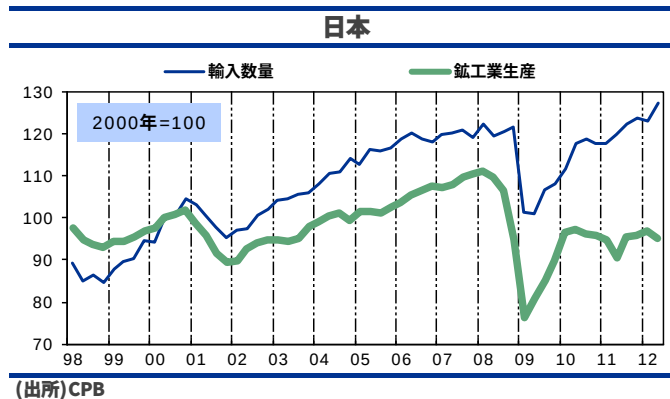
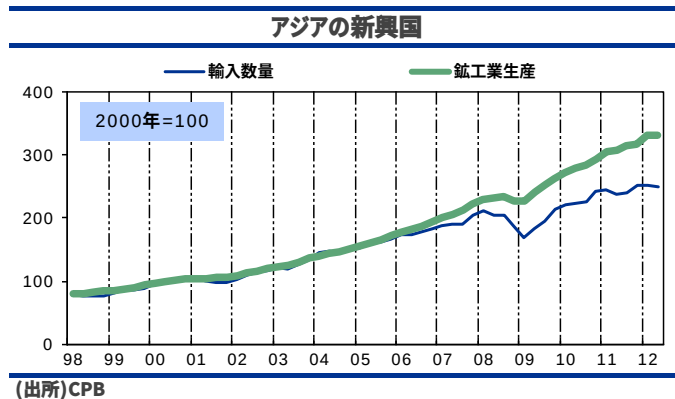
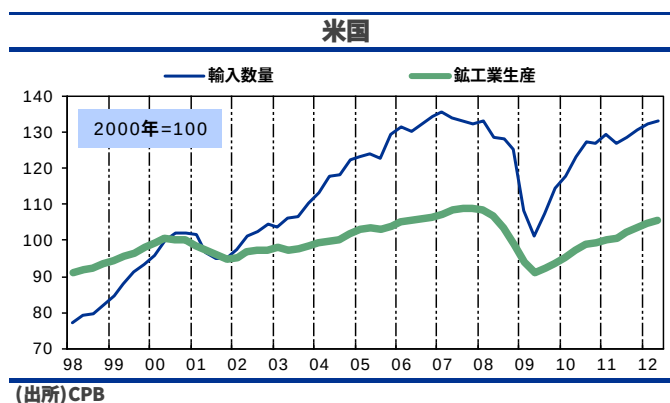
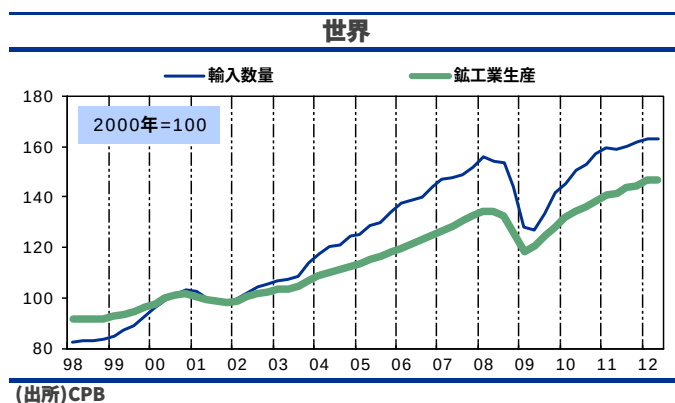
1. トピックス：変わりゆく日本のかたち

デフレの終焉が見通せず、円高基調も継続するなど、日本経済は様々な問題に苛まれている。加えて、東日本大震災後は電力供給やエネルギーコストなど新たな課題も加わった。人口減少や高齢化は、必ずしも日本国内市場の縮小を意味するものではないが、高い伸びを続ける新興国や米国の市場に比べての相対的な重要性の低下には繋がる。

問題が山積する環境下で、日本では国内製造業の海外移転が進み、日本国内工場からの輸出が他地域の工場からの輸出により置換されるのみならず、日本国内工場からの国内向け出荷が輸入によって代替される傾向が強まっている。マスメディアで報じられる代表的な動きは、電機メーカーの海外 EMS（電子機器受託生産）への生産委託や、日本の自動車メーカーによる海外生産モデルの日本への輸入であるが、より包括的な変化は、マクロ統計において輸入数量と鉱工業生産の推移を世界や米国・アジア地域と比較することにより容易に把握できる。

世界全体の輸入数量は総需要と連動するため、輸入数量と鉱工業生産は概ね同様の推移を辿っている。なお、輸入の増加ペースに鉱工業生産がやや劣るのは、鉱工業生産に含まれない農林水産物やエネルギーに対する需要が新興国を中心に工業製品を上回るペースで拡大しているためと推測される。

一方、米国では、金融危機前においては旺盛な輸入の伸びが鉱工業生産を大きく上回り、貿易赤字拡大へ繋がってきた。しかし、2011 年以降は輸入の伸びと鉱工業生産の伸びが概ね見合うようになっている。これはドル安やシェールガス・オイルの増産¹により米国の国内生産が競争力を回復しつつあるためと考えられる。中国に代表されるアジアの新興国では、輸入数量を大きく上回るペースで鉱工



¹ 詳細は「米国経済情報 2012 年 9 月号」を参照。

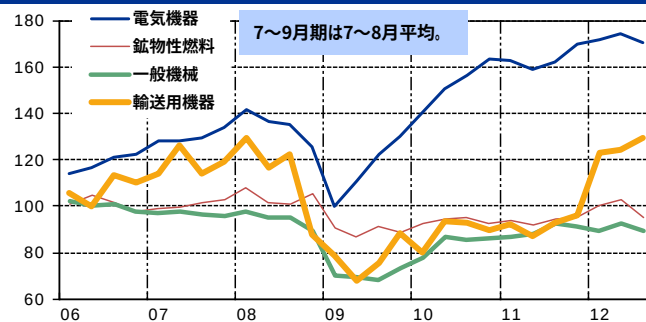
業生産が拡大しており、世界の工場として工業品を生産し輸出していることが分かる。

翻って、日本においては、金融危機前までは輸入数量と鉱工業生産の拡大ペースが概ね一致しており、特に 2006～2007 年については鉱工業生産の拡大ペースが輸入数量を上回り、貿易黒字の拡大をもたらしたことが分かる。しかし、金融危機後は状況が一変している。輸入数量は 2010 年に金融危機前の水準を概ね回復したが、鉱工業生産は金融危機前を大きく下回る水準で持ち直しが止まった。また東日本大震災以降は輸入が早いペースで増加する一方、鉱工業生産は一進一退の推移にとどまる。広く知られているように、大震災以降の輸入増加には、原発停止に伴う LNG など燃料輸入の拡大が寄与している。しかし、貿易統計によると、電気機器や一般機械、自動車などの輸入も顕著に増加していることが確認できる。

更に、最近の鉱工業生産の顕著な落ち込みは、海外需要の鈍化を受けた在庫調整や減産にとどまらず、企業が国内生産能力に対するスタンスを横ばい維持から縮小へと変更した可能性さえ示唆している。

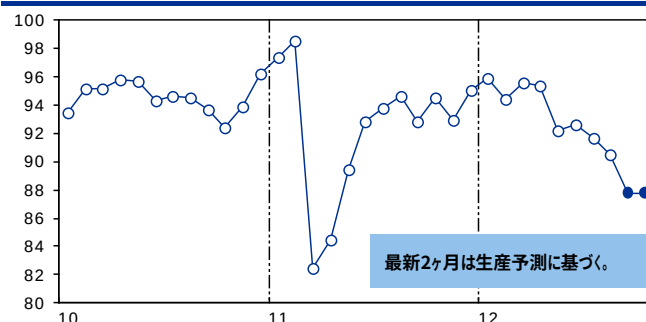
貿易黒字が善、赤字が悪と言うことではない。しかし、あまりに早いペースで国内生産の縮小が進めば、日本国内における構造調整を深刻なものにする可能性がある。今後の、動向には細心の注意が必要である。

実質輸入の推移 (2005=100)



(出所) 財務省、日本銀行

鉱工業生産指数の推移 (2005年=100)



(出所) 経済産業省

2. 経済動向分析

(1) 輸出の減少が続く

8月の貿易統計によると、輸出額（名目輸出）は前年比▲5.8%（7月▲8.1%）と3ヶ月連続で減少した。前年比のマイナス幅こそ7月から縮小したものの、財務省試算の季節調整値では前月比▲2.1%（7月▲1.2%）と減少ペースが加速しつつ4ヶ月連続で減少、価格変動の影響を除いた当社試算の実質ベース季節調整値でも▲1.8%（7月▲3.5%）と2ヶ月連続で減少しており²、**輸出は未だ下げ止まっていない**。仕向け地別に見ると、8月は景気低迷の続くEU向けが大きく落ち込んだほか、アジア向けも対ASEANや対NIEsを中心に低調だった。

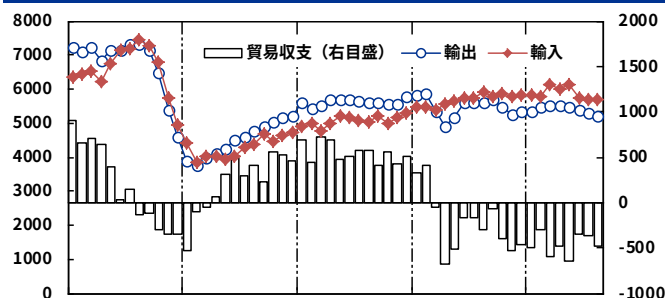
実質輸出は7～8月平均が4～6月期を3.9%も下回っており（4～6月期前期比3.3%）、7～9月期は減少が避けられない。翌10～12月期には米国内向けやアジア向けを中心に輸出環境は幾分好転すると見込まれるが、対中関係の悪化が輸出回復を遅らせるリスクには十分な注意が必要である。

一方、輸入額（名目輸入）は8月に前年比▲5.4%（7月2.1%）と2ヶ月ぶりの減少に転じた。財務省試算の季節調整値は前月比▲0.2%（7月▲0.7%）と3ヶ月連続で減少、当社試算の実質ベース季節調整値も▲4.2%（7月2.0%）と減少している。**資源価格の下落に伴う名目ベースの目減りに加え、実質（数量）ベースでも輸入の増勢は一服**しつつある。

8月の実質輸入を品目別に見ると、鉱物性燃料が前月比▲2.6%（7月▲5.4%）と3ヶ月連続で減少したのが目立つ。2012年前半に発電向け燃料を早期に手当てした反動もあり、鉱物性燃料の輸入は足元で減少傾向にある。他の品目も7～9月期は総じて増勢が一服した。ただ、自動車など輸送用機器の輸入は1～3月期前期比28.3%、4～6月期1.1%、7～8月平均の4～6月期対比3.8%と増加基調を維持しており、日本メーカーによる海外生産車の輸入が拡大していることを確認できる。

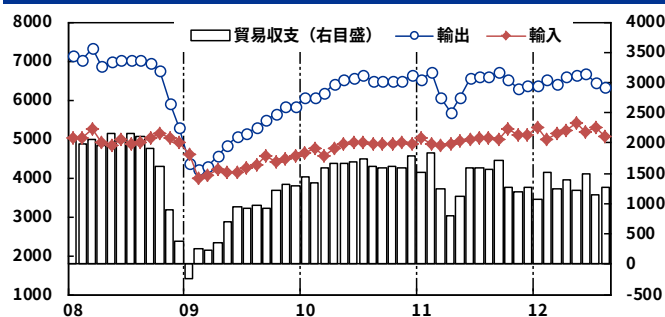
名目の貿易収支は原系列が▲7,541億円（7月▲5,189億円）と2ヶ月連続の赤字、季節調整系列は▲

名目輸出入の推移（10億円、季調値）



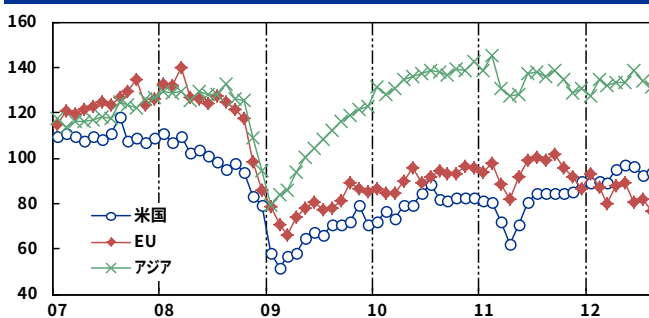
（出所）財務省

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

地域別実質輸出の推移（2005年=100）



（出所）財務省、日本銀行

² 但し、輸出数量指数の季節調整値は8月に前月比2.6%（7月▲4.2%）と4ヶ月ぶりの増加に転じており、輸出は8月も減少が続いたが、悪化度合いを強めた訳ではないとも言える。

4,728 億円（7 月▲3,719 億円）と 18 ヶ月連続の赤字かつ赤字幅が拡大した。赤字拡大は、輸出低迷の影響が大きい。

(2)3 四半期連続の減産が確実に

8 月の鉱工業生産は前月比▲1.3%（7 月は速報の▲1.2%が確報で▲1.0%へ上方改訂）と 2 ヶ月連続で減少、かつ市場予想の▲0.5%（当社▲0.4%）も大幅に下回った³。生産予測では先行きも 9 月に▲2.9%と大幅減産が見込まれており、企業の減産スタンスが鮮明化している。7 月実績発表時点で 3 四半期連続の減産が視野に入ってきたと指摘したが、8 月実績及び生産予測は 3 四半期連続の減産が確実にになったことを示している。

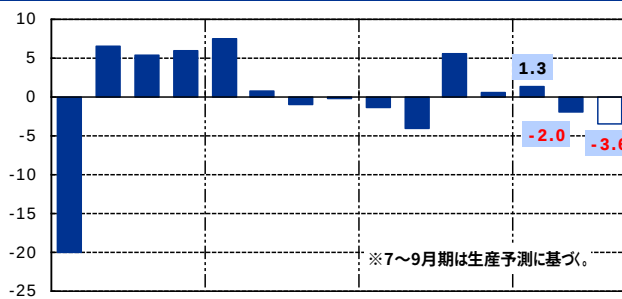
生産予測を単純に当てはめた場合、7～9 月期は前期比▲3.6%となる。但し、9 月半ば以降の領土問題を受けた中国での日本企業の減産が、調査タイミングの問題から生産予測には加味されていない。中国での減産は、サプライチェーンを経由して、日本国内での生産に悪影響を及ぼすと考えられ、7～9 月期の減産率は 4%近くに達する可能性が高い。なお、生産予測（10 月は前月比横ばい）を当てはめた場合でも、10 月水準は 7～9 月期を 2.4%下回っており、10～12 月期も 7～9 月期ほどではないが減産は続く判断される。

もともとエコカー補助金終了に伴う自動車国内需要の減少により、自動車セクターを中心に 9 月以降は減産が見込まれていたが、世界経済の想定を上回る減速を受けて IT・デジタル関連や素材業種など幅広いセクターにおいて減産の動きが鮮明化している模様である。

(3)企業景況感は先行き悪化の見込み

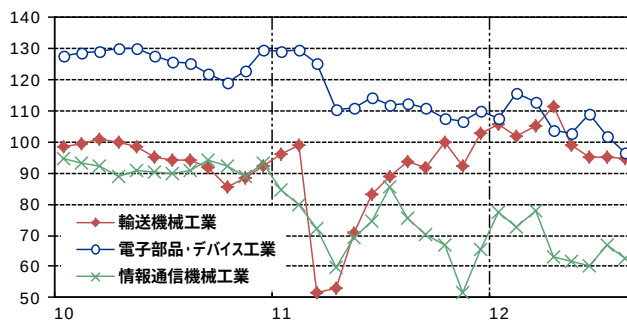
10 月 1 日に公表された 9 月の日銀短観では、最も注目される大企業・製造業の業況判断 DI（良い-悪い、現状）が前回 6 月調査の▲1 から▲3 へ悪化した。これは上述の輸出や生産の悪化に対応したものであり、違和感はない。業種別内訳を見ると、素材業種が 1 ポイント悪化の▲7、加工業種は 3 ポイント悪化の▲2 である。素材業種では、内外需要の減退と中韓メーカーの安値攻勢を受けた鉄鋼（11 ポイント悪化の▲28）及び非鉄金属（11

鉱工業生産の推移と予測（前期比、%）



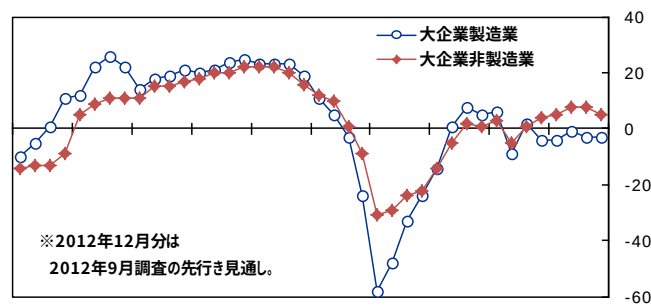
(出所) 経済産業省

セクター別の生産推移（2005年=100）



(出所) 経済産業省

大企業の業況判断DI（%Pt、良い-悪い）



(出所) 日本銀行

³ なお、生産予測では 0.1%とほぼ横ばいが見込まれていた。

ポイント悪化のゼロ)が大幅に悪化する一方、販売価格上昇を受けて石油・石炭製品(20ポイント改善の▲13)や住宅市場の回復に伴い木材・木製品(18ポイント改善の22)などが大幅に上昇し、低下幅を圧縮した。加工業種については、エコカー補助金終了を受けて想定された通りに自動車が悪化(13ポイント悪化の19)したほか、設備投資向けの資本財に対する内外受注の減少を映じて生産用機械(12ポイント悪化の▲11)が大幅に低下したのが目立つ。

一方、非製造業の業況判断DIは現状判断が6月調査から変わらずの8と、悪化を回避した。内訳を見ると、小売(5ポイント悪化の3)や対個人サービス(2ポイント悪化の23)など個人消費関連が悪化したものの、住宅投資や公共投資の拡大を受けて建設(2ポイント改善の1)や不動産(3ポイント改善の8)、加えて対事業所サービス(8ポイント改善の29)も改善し、全体では横ばいである。

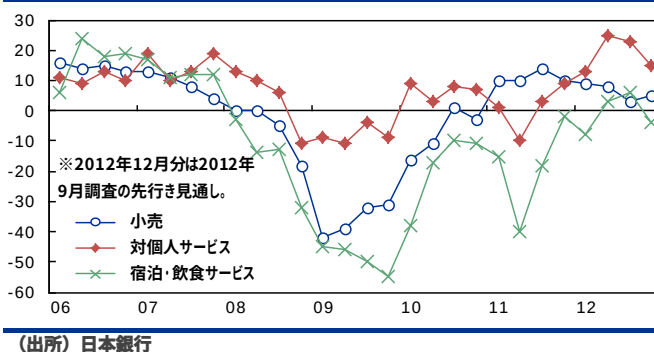
企業の景況感は9月に製造業で悪化したものの、非製造業は悪化を回避した。しかし、製造業は言うまでもなく、非製造業も多くの規模・業種が先行きは悪化を見込み、後述するように内需の動向も芳しくない。そのため、次回12月短観では、景況感の一層の悪化がありうる。

(4)設備投資には期待できず

10月短観では、大企業全産業の設備投資計画(ソフトウェア投資額を含まず、土地投資額を含む)が0.2ポイント引き上げられ、前年比6.4%となった。しかし、引き上げられたのは事後的に決定される部分の多い土地投資に限られる。GDPの設備投資概念に近い「ソフトウェア投資額を含み、土地投資額を除いたベース」では、寧ろ0.3ポイント下方修正されており、企業が設備投資計画を上積みしているわけではないことが分かる。また、生産設備などの過剰感を示す生産・営業用設備判断DI(過剰-不足)は6月調査の改善見通しに反して、9月は悪化している(大企業全産業・6月調査:現状判断5・先行き4、9月調査:現状判断6)。上述のように、業況判断が先行き悪化すると見込まれる点を踏まえれば、設備投資計画は今後の調査で下方修正される可能性が高い⁴。

また、先行指標である機械受注を見ても4~6月期に前期比▲4.1%と減少した後、7~9月期は横ばい程度にとどまる見通しであり、不冴えとなっている。日本企業は欧州ソブ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て、昨年末から投資抑制スタンスへ転じたが、対中関係など不透明要素が増大しているため、設備投資の

個人消費関連業種の業況判断DI(大企業、%Pt)



機械受注・民需の推移(10億円)



⁴ 中小企業の設備投資計画は、年度の初めでは未策定の企業が多く、調査を重ねるごとに策定が進み、それに伴って設備投資計画も上方修正される。そのため、中小企業を含めた、全規模ベースで設備投資計画の上方修正や下方修正を論じても、意味はない。

抑制度合いは足元で緩和されるところか寧ろ強化されている。大震災からの回復を目指す復興投資には一定の底支えを期待できるものの、少なくとも設備投資に日本経済をけん引する役割は期待できない。

(5) 労働需給の緩和が示唆される

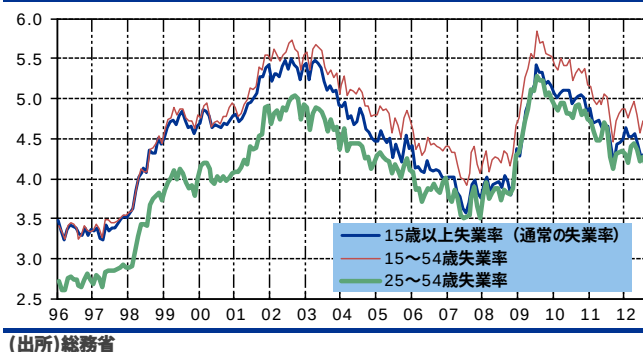
8月の労働力調査によると、就業者数は減少傾向を脱していないものの、完全失業率は8月に4.2%へ低下、金融危機後の最低水準を更新し、労働需給が改善していることを示した。改めて言うまでもなく、日本では人口減少や高齢化等に伴い15歳以上人口が2011年から、労働力人口は1998年をピークに減少しており、就業者数が一定であれば労働需給は自然と逼迫方向へ向かう。また、労働市場への参加意欲が低いために失業率も他の年齢階層に比べて低い高齢者層が全体に占める比率が高まれば、失業率は低下しやすい。

このように人口動態の影響を色濃く受けている失業率によって、労働需給の逼迫度合いを押し量り、賃金ひいてはインフレ上昇を予想することは必ずしも適切ではない。そこで、失業率として通常用いられる15歳以上に加え、高齢者（但し本稿では65歳以上のみではなく55歳以上も控除している）を除いた15～54歳と、また賃金への影響を重視する観点から企業が主要な労働力として期待すると推測される25～54歳の3種類について失業率を示した。多少の相違はあるものの、15歳以上だけではなく15～54歳や25～54歳でも、失業率は2000年以降のボトムへ接近しており、需給の改善を確認できる。但し、25～54歳については、他の2つに比べ、低下度合いが小さく、これが賃金上昇圧力を低減している可能性があるだろう。

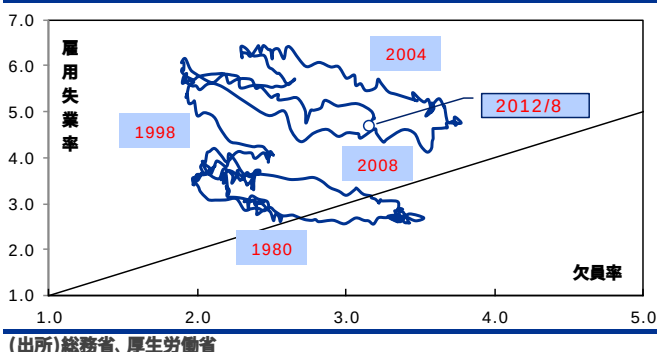
なお、失業率の推移を考える上では、景気循環と関係ない構造的失業率からの乖離を意識する必要がある。構造的失業率の水準が変化しているのであれば、失業率が指し示す需給の意味も変わってくるためである。そこで、雇用失業率と欠員率から試算されるUV曲線を見ると1990年代終盤に大幅なシフトが生じた後は、上下動はあるものの同じ同心円上を変動しており、新たなシフトが生じたとは断定できない。従って、2000年代以降の失業率を考える上では、構造的失業率の変化はさほど意識せずとも良いだろう。

失業率が示す労働需給の改善が進めば、いずれ賃金上昇へ繋がる可能性がある。しかし、寧ろ足元

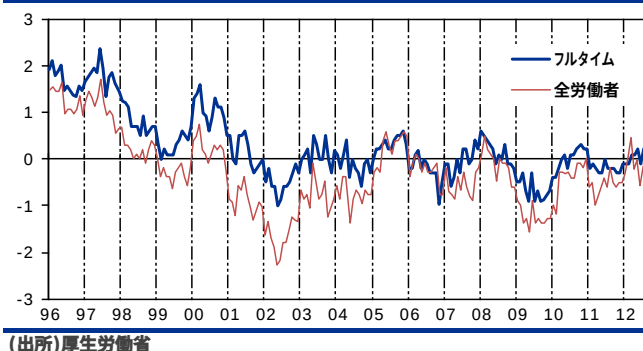
失業率の推移 (%)



UV曲線



所定内賃金の推移 (前年比, %)



では、先行きの労働需給について弱含みを示唆する指標が増えつつある。9月短観によると、全規模全産業ベースの雇用人員判断DI（過剰－不足）は2四半期連続で横ばいとなり、改善が一服した。また、ハローワーク・ベースの新規求人数は頭打ち感が強まり、民間ベースの求人広告件数も8月に急減している。先行指標は雇用環境が再び悪化へ向かい、賃金に対する下押し圧力が強まる可能性を示唆していると言える。

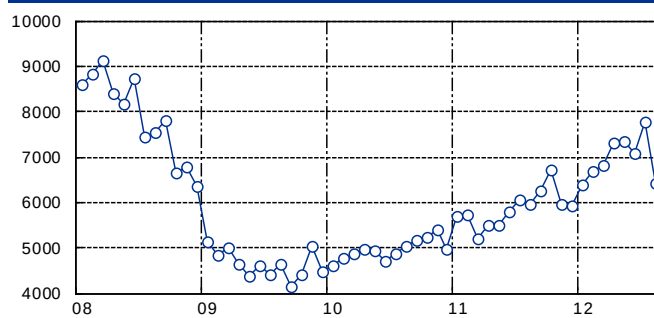
(6)個人消費はまちまち

9月末に発表された8月の個人消費データは需要側や販売側データが持ち直す一方で、供給側が低調というまちまちの結果になった。

需要側データの家計調査から見ると、8月の実質消費支出は前年比1.8%（7月1.7%）と小幅に伸びを高め、季節調整値では前月比2.2%（7月▲1.3%）と3ヶ月ぶりの増加へ転じた。気温上昇を受けて、飲料や外食などが伸びたほか、電力消費も7月の落ち込みからは回復した。8月単月でこそ持ち直したが、エコカー購入の一巡を受けた自動車関連支出の減少を受けて、実質消費支出・季節調整値の7～8月平均は4～6月期を0.6%下回っている。自動車関連支出を除けば、大きく落ち込んでいる訳ではないが、力強さは欠くと判断できる。また、家計調査よりサンプル数が多い消費状況調査の支出総額を見ても、8月は前月比で増加へ転じたものの、7～8月平均は4～6月期を下回っている。

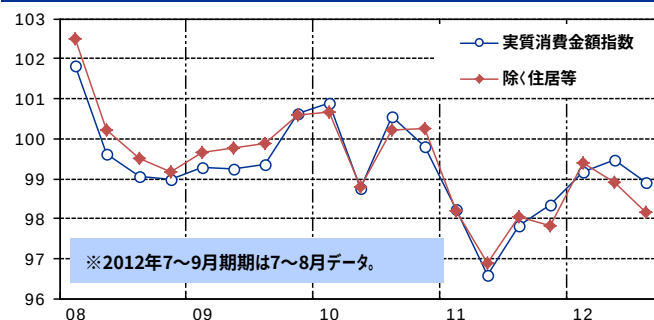
販売側データである小売業販売は、8月に前年比1.7%（7月▲0.8%）と2ヶ月ぶりの増加へ転じ、季節調整値でも前月比1.5%（7月▲1.5%）と増加した。また、当社が試算している実質ベース・季節調整値で見ても前月比1.8%（7月0.3%）と高い伸びを示している。実質ベース・季節調整値で、内訳を見ると、家計調査同様に気温上昇を受けた飲食料品小売業の好調（8月2.4%）が確認できるほか、衣料品関連も持ち直している（各種商品小売業8月3.7%、衣料品小売業3.3%）。なお、自動

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

家計調査における消費支出の推移 (2010年=100)



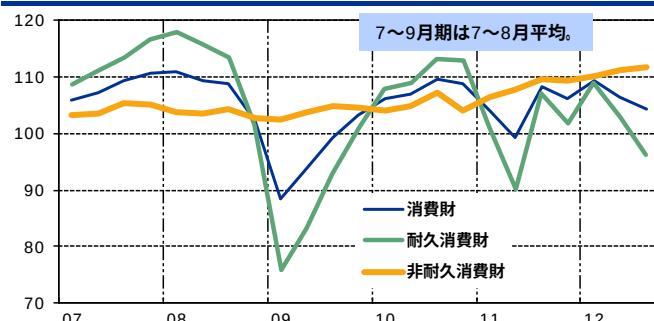
(出所) 総務省

小売業販売 (2005年=100、四半期)



(出所) 経済産業省等より当社試算

消費財総供給の推移 (2005=100)



(出所) 経済産業省

車小売業は▲5.2%（7月）▲5.7%）と2ヶ月連続で大幅に減少した。実質小売業販売・季節調整値の7～8月平均は4～6月期を2.2%上回っており、7～9月期に個人消費が拡大したことを示唆している⁵。但し、小売業販売は対象が財データに限られ、節電で7～8月に使用が減少した電力などのサービス消費は含まれていない点に注意が必要である。

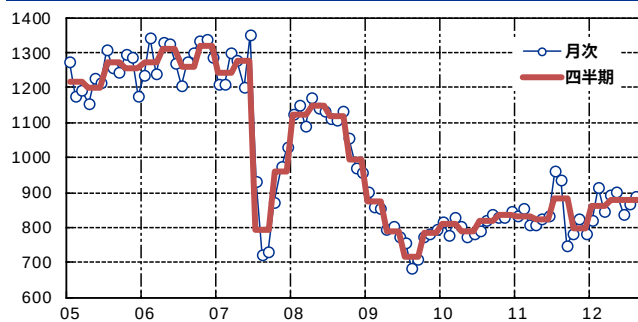
最後に供給側データを見ると、8月の消費財総供給（国内出荷－輸出＋輸入）は前月比▲1.4%（7月0.5%）と大幅に減少した。自動車関連を中心に耐久消費財が▲3.7%（7月0.6%）と大きく落ち込み、消費財全体を押し下げている。一方、非耐久消費財は6月に1.9%と大幅に伸びた後、7月▲0.7%、8月▲0.3%と減少したものの、高めの水準を維持した。7～8月平均の消費財総供給は、自動車関連の押下げにより4～6月期を1.9%下回っており、低調である。但し、自動車を除けば、7～8月平均の落ち込みは限定的であり、不振は自動車関連に集中している。

既に述べたとおり、8月の個人消費は需要側と販売側が持ち直す一方で、供給側が低調という内容だった。7～8月平均で見ると、消費全体（販売と供給が財に限られるが）は販売側データこそ4～6月期を上回るものの、需要側と供給側は下回っており、7～9月期のGDPベース個人消費は4～6月期に続き低調に推移した可能性が高いと言える。なお、内訳を見ると、いずれにも共通しているのは、自動車関連支出が大幅な押下げに寄与する一方で、他の消費支出には大きな落ち込みは確認されない点である。東日本大震災後のペントアップ・ディマンドの一巡とエコカー購入のピークアウトで個人消費は低調に推移しているが、そうした要因による以上の落ち込みが見られる訳ではない。

(7)住宅投資は緩やかに回復

住宅投資は、緩やかに回復している。被災地以外での住宅エコポイントの予約申し込みが7月4日到着分で終了したため、先行指標である住宅着工の増勢は幾分鈍っているものの、8月も落ち込んでいる訳ではない。現在は、被災した住宅の再建が寄与しているほか、今後は消費税率引き上げ前に住宅を取得しようとする動きが広がってくる可能性が高い。雇用・所得環境が芳しくない点は懸念材料だが、消費税率引き上げ前の駆け込み需要により2013年度に住宅着工は2008年以来となる年率100万戸を記録する可能性もあるだろう。

住宅着工戸数 合計（千戸、年率換算）



（出所）国土交通省

(8)インフレは弱含む可能性

8月全国CPIは総合（ヘッドライン）が前年比▲0.4%（7月▲0.4%）、生鮮食品を除く総合（日本型コア）も▲0.3%（7月▲0.3%）と共に前月と変わらないマイナス幅だった。食料品とエネルギーを除く総合（米国型コア）は7月▲0.6%が8月は▲0.5%へマイナス幅が縮小したが、季節調整値では前月比▲0.1%と寧ろ下落しており、インフレの基調が改善したわけではないと考えられる⁶。また、当社がインフレのトレンドを把握するために算出している刈り込み平均CPI前年比を見ても、7月▲0.33%

⁵ 但し、名目小売業販売の7～8月平均は4～6月期を1.3%下回っている。

⁶ 前年比のマイナス幅縮小は、算出に伴う四捨五入などの処理による大きな変化に見えている可能性がある。

が8月は▲0.32%と大きな変化は見られない。

一方、9月の東京都区部CPIは日本型コアの前年比マイナス幅が8月の▲0.5%から▲0.4%へ縮小する一方で、米国型コアのマイナス幅は▲0.9%から▲1.1%へ拡大した。米国型コアのマイナス幅拡大を跳ね返して、**日本型コアを押し上げたのは言うまでもなくエネルギー**である。エネルギー価格は8月4.9%が9月は9.4%へ上昇幅が大きく拡大し、CPI全体を0.52%Pt(8月0.27%Pt)も押し上げた。東京電力の値上げ等によって電気代が前月比8.2%(8月前年比7.4%→9月14.7%)と大幅に上昇したほか、ガソリン価格の上昇(8月▲4.6%→9月2.5%)もエネルギー価格の上昇幅拡大に寄与した。

東京都区部の動きから9月の全国CPIを試算すると、**米国型コアは前年比マイナス幅が拡大する一方で、エネルギー価格の上昇によって日本型コアはマイナス幅が縮小**すると見込まれる。なお、東京電力の値上げは概ね関東地域に限定されるため、全国ベースでは影響が限られる一方、ガソリンの使用比率は東京都区部より全国の方が高いため、ガソリン価格上昇の影響は寧ろ膨らむ。現時点で、9月の全国CPIは米国型コアが前年比▲0.6~▲0.7%(8月▲0.5%)、日本型コアは▲0.1%~▲0.2%(8月▲0.3%)と見込んでいる。

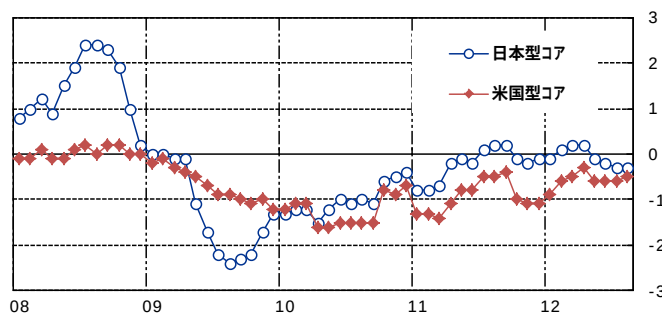
7月の全国CPIについて見られた弱含みの動きは、8月に強まることはなかった。しかし、先んじて公表された**9月東京都区部データは、エネルギー価格の変動を除けば、インフレ率における弱含みの動きが強まる可能性を示している**。輸出や生産の低迷、それを受けた雇用需給緩和の動きなどを踏まえば、インフレ率がゼロを大きく上回っていくとは当面考えにくい。

(9)7~9月期の成長率予想

以上の動きを整理した上で、7~9月期の実質GDP成長率を占ってみたい。

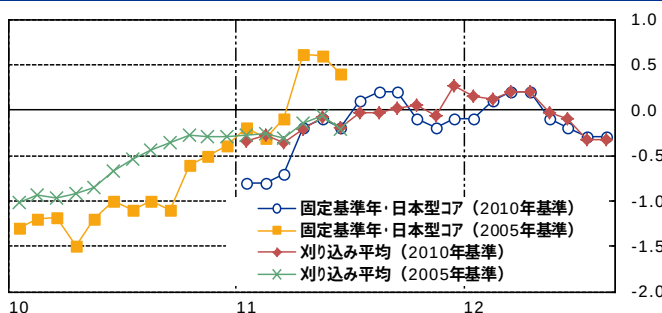
確実に**成長率を下押しするのは外需**である。実質財輸出は7~8月平均が4~6月期を3.9%も下回っており(4~6月期前期比3.3%)、GDPベースの輸出も7~9月期は減少が避けられない(4~6月期は前期比1.2%)。一方、実質輸入も弱含んではいるものの、7~8月平均は4~6月期を1.8%下回るにとどまっており(4~6月期前期比2.5%)、輸出に比べれば減少率が小さい。そのため、**輸出から輸入を控除した実質純輸出は7~9月期に明確な縮小を示し、実質GDP成長率に対する押し下げ寄与が4**

全国CPIの推移(前年比、%)



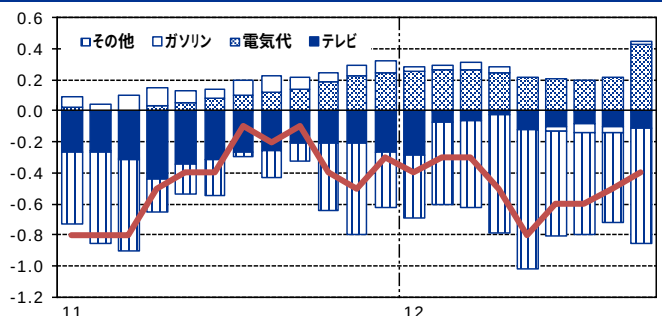
(出所) 総務省

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

東京都区部日本型コアCPIの推移(前年比、%)



(出所) 総務省

～6月期の前期比寄与度▲0.1%Pt から拡大する可能性が高い。

内需では、自動車販売の落ち込みが響き、個人消費が減少すると見込まれる。但し、自動車販売を除けば、底堅さも見られるため、減少幅は僅かと考えられる。設備投資は、一致指標である資本財総供給が7～8月平均に落ち込み、低迷を示唆している。但し、同指標はボラタイルなため、落ち込みの度合いについては9月データまで見極める必要

があるだろう。他の内需項目については、住宅投資は緩やかな増加、公共投資は復興投資の進捗により明確な拡大が見込まれる。在庫投資については月次で判明しているデータは少ないが、製造業の在庫水準は上昇しており、在庫投資は成長率に対しプラス寄与となる可能性が高いと一応判断される⁷。

以上を踏まえれば、7～9月期は主要な需要項目である個人消費と設備投資、純輸出がいずれも低調に推移すると見込まれ、日本経済全体も低迷したと判断される。但し、他の需要項目すなわち住宅投資や公共投資、在庫投資は成長率の押し上げに作用する可能性が現段階で高く、実質 GDP 成長率がマイナスに転落するとの断言まではできない。今後、10月末にかけて公表される9月の経済指標次第と言える。経済指標の中でも、振れの大きい輸出（貿易統計）や設備投資（鉱工業統計など）の動きが、7～9月期の成長率を占う上で特に重要となろう。なお、翌10～12月期についてはエコカー補助金の終了に伴う自動車販売減少の影響が最大となるため、マイナス成長がほぼ確実である。

公共投資の推移（2005年＝100）



⁷ 加えて、一次推計段階で ARIMA モデルにより仮置きされる原材料及び仕掛品在庫は、成長率を押し上げる見込みである

3. 金融政策

(1) 気になる日銀の内需への強気

日本銀行は 10 月一回目の金融政策決定会合において、金融政策の据え置きを決めた。政策金利は据え置き、9 月に増額した資産買入等の基金の金額も 80 兆円が変わらない。景気判断は 9 月の「持ち直しの動きが一服」から「横ばい圏内の動き」へ表現が変わった。しかし、前回からの時間経過を反映したものには過ぎず、景気判断は据え置きである。日銀が示した景気判断の「横ばい圏内」や、海外経済に関する「減速した状態がやや強まる」、輸出や生産に関する「弱め」との認識に違和感はないが、国内需要に関する「底堅く推移」との表現は幾分強めに思われる。そうした判断の背景には、9 月短観での非製造業の業況判断 DI の横ばい推移や、設備投資計画の上方修正、自動車関連以外の消費が落ち込んでいない点があると考えられる。しかし、非製造業を含めた業況判断の悪化見通しや雇用需給の弱含みなどを踏まえれば「底堅く推移」というほどに、内需がしっかりしているとは思われない。

(2) 白川総裁が苦慮する経済見通しと金融政策の相互関係

決定会合後の記者会見で質問が相次ぎ、また白川総裁も丁寧に回答していたのが、景気シナリオ及び展望レポートの修正と金融政策変更の関係である。景気判断を下方修正した 9 月決定会合後の記者会見で白川総裁は「日本経済がこうした『物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく』という軌道を踏み外さないようにするためには、一段の金融緩和を行うことが適当であると判断」したと述べ、10 月決定会合後の記者会見でも「9 月は、日本銀行が望ましいと考えているパスから踏み外すことがないように、強力な金融緩和をさらに追加したということです。大事なことは、1%という物価上昇率に向けて経済が向かっているか、ということです」と繰り返している。

白川総裁が言わんとしているのは、日本銀行が望ましいと考える「物価安定の下での持続的な成長経路へ復していく」という『軌道』から日本経済が外れないように金融政策を運営していくということである。これは一見分かりやすいようで、実際の運営には大きな困難が伴う。『軌道』から外れているか否かの判断が、当然ではあるが日銀に委ねられ、かつ金融政策は波及ラグを伴うためである。経済や物価の辿るパスが変わる場合に、それが『軌道』の中にとどまっているのか否か、またパスのズレを金融政策によってどのように修正できるかは難しい問題である。そうした不確実性に対して安全弁として働くのは、経済主体の期待である。特に、通常の経済では期待インフレ率の安定が重視される。しかし、日本の場合にはデフレが長期化しているために、期待インフレ率はマイナス圏にあり安定に寄与しない可能性が否定できない（但し、日銀は 1%にアンカーされていると主張している）。

(3) 注目が集まる 10 月展望レポート

展望レポートを公表する 10 月二回目、30 日の決定会合までに残された時間は僅かであり、追加情報も限られるため、日本銀行が足元の景気判断を更に引き下げる可能性は少ない。しかし、将来の景気及び物価シナリオの下方修正、少なくとも 7 月中間評価対比で 2012 年度及び 2013 年度のインフレ率見通しの下方修正を迫られ、また 9 月の追加緩和による効果を踏まえても、初めて公表する 2014 年度インフレ率見通しが物価安定の目途である 1%に届かない可能性は高いだろう。問題は、その 1%に届かない度合いが、前述の『軌道』から外れていないと言える程度にとどまるのか否かである。当社では、『軌道』から外れていない度合いを市場や政治家に受け入れられる範囲にとどめるためには、9 月に続いている追加緩和が必要になる可能性を否定できないと判断している。

【日本主要経済指標】

日本の実体経済関連指標の推移

		2010 年度	2011 年度	2011年				2012年
				4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月
実質GDP	前期比%			▲0.5	1.8	0.1	1.3	0.3
	前期比年率%			▲1.9	7.4	0.3	5.5	1.4
	前年比%	3.3	▲0.0	▲1.8	▲0.6	▲0.7	2.9	3.5
実質個人消費	前期比,%	1.6	1.2	0.6	1.1	0.7	1.2	0.1
実質設備投資	前期比,%	3.9	1.1	▲0.9	0.3	5.5	▲1.6	1.5
実質純輸出（寄与度）	前期比,%Pt	0.8	▲1.0	▲0.9	0.7	▲0.7	0.1	▲0.1
実質輸出	前期比,%	17.4	▲1.4	▲5.8	7.9	▲3.6	3.4	1.2
実質輸入	前期比,%	12.2	5.6	0.0	3.4	1.0	2.2	1.6
名目GDP	前期比,%	1.2	▲2.0	▲1.4	1.6	▲0.3	1.4	▲0.1

		2010 年度	2011 年度	2011年				2012年
				4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月
輸出額（貿易統計）	前期比,%			▲8.2	8.2	▲4.9	1.7	0.3
	前年比,%	14.9	▲3.7	▲8.1	0.5	▲5.5	▲1.6	4.8
輸入額（貿易統計）	前期比,%			3.8	2.7	0.2	1.5	0.7
	前年比,%	16.0	11.6	10.5	13.8	12.4	9.9	5.1
鉱工業生産	前期比,%			▲4.2	5.4	0.4	1.3	▲2.0
	前年比,%	9.3	▲1.0	▲5.8	▲0.9	▲1.6	4.8	5.3
機械受注 （民間需要・除く船舶・電力）	前期比,%			2.8	1.6	▲0.7	0.9	▲4.1
	前年比,%	9.1	6.2	9.8	5.8	6.7	3.3	▲1.7
法人企業 売上高	前年比,%	7.4	▲3.6	▲11.6	▲1.9	▲1.3	0.6	▲1.0
法人企業 経常利益	前年比,%	38.9	▲6.1	▲14.6	▲8.5	▲10.3	9.3	11.5
失業率	%	5.0	4.5	4.7	4.4	4.5	4.6	4.4
名目賃金	前年比,%	0.5	▲0.3	▲0.6	▲0.4	▲0.1	0.0	▲0.6
小売業販売額	前期比,%			1.3	0.5	▲1.0	4.0	▲0.5
	前年比,%	0.8	0.8	▲1.7	▲1.0	0.8	5.2	3.1
新車販売台数（含む軽）	前年比,%	▲5.7	3.3	▲33.1	▲15.8	22.9	47.5	62.6
住宅着工戸数	年率換算,万戸	81.9	84.1	82.4	88.3	79.6	86.2	87.8
	前年比,%	5.6	2.7	4.1	7.9	▲4.5	3.7	6.2
消費者物価指数（除く生鮮）	前年比,%	▲0.8	▲0.0	▲0.3	0.2	▲0.2	0.1	▲0.0

（注）前期比、失業率及び住宅着工戸数の年率換算値は季節調整系列、前年比は原系列により算出。

東日本大震災に伴い、失業率の一部データは推計値。

主要地域の成長率推移

		2010 暦年	2011 暦年	2011年			2012年	
				4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月
米国成長率	前期比年率,%			2.5	1.3	4.1	2.0	1.3
	前年比,%	2.4	1.8	1.9	1.6	2.0	2.4	2.1
ユーロ圏成長率	前期比年率,%			0.9	0.3	▲1.4	▲0.0	▲0.7
	前年比,%	2.0	1.4	1.7	1.3	0.3	0.3	▲0.9
中国成長率	前年比,%	10.4	9.3	9.5	9.1	8.9	8.1	7.6

（出所）CEIC

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。