

## 調査レポート

# 日本経済ウォッチ (2010年3月号)

### 【目次】

1. 今月のグラフ ..... p.1  
～マネーストック(M3)増加の背景～
2. 景気概況 ..... p.2  
～当面の二番底リスクは回避されるが政策効果剥落が懸念材料～
3. 今月のトピック ..... p.3～12  
～景気下振れリスクの鍵を握る輸出と価格の動向～
  - (1) 景気の現状と見通し～当面の二番底リスクは回避
  - (2) 景気下振れリスクの鍵を握る輸出と価格の動向

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 小林 真一郎 ( [chosa-report@murc.jp](mailto:chosa-report@murc.jp) )

〒108-8248 東京都港区港南 2-16-4

TEL: 03-6711-1250

## 1. 今月のグラフ ～マネーストック（M3）増加の背景～

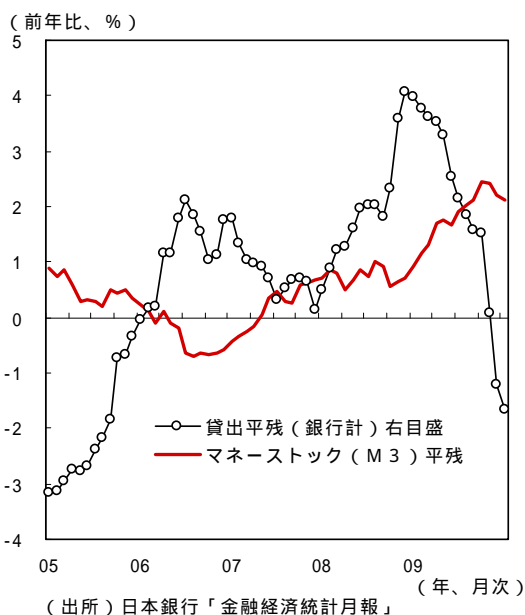
銀行の企業向け貸出が減少に転じる中においても、マネーストック（M3 = 現金通貨 + 預金通貨 + 準通貨 + CD）は比較的堅調に増加している。

銀行の企業向け貸出は、金融市場が混乱した2008年末にかけて企業が手元資金を厚めにしておこうという動きもあって急速に増加したが、その後の金融市場の安定、企業の新規設備投資の抑制などの動きから借入需要は一服し、2009年12月以降、2ヶ月連続で前年比マイナスとなっている（図表1）。一方、M3は伸び率がやや鈍化してきているが、それでも2010年1月は前年比+2.1%と比較的高い伸びを続けている。一般に、物価が上昇している局面では、マネーに対する需要も増加するためマネーストックも伸びやすいが、現在のデフレ下ではそうした需要が高まっているとは考えづらい。

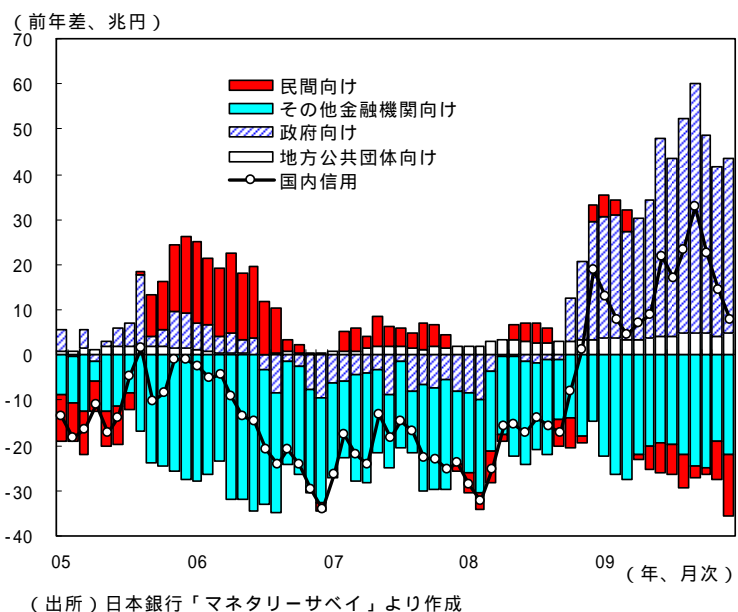
そこで、日本銀行が発表しているマネタリーサーベイ<sup>1</sup>を組み替えることによって、M3の増減要因を分解してみた<sup>2</sup>。これによると、銀行の対外資産がM3の減少要因となる一方、国内信用が増加してマネーストックを押し上げている（M3の増減は国内信用、対外資産、その他の増減に組み替えられる）。

国内信用の内訳をさらに詳しくみると、民間向け（家計、非金融法人）の貸出は減少しているが、政府向け、地方公共団体向けの信用（貸出、発行債の購入など）が堅調に伸びている。物価が下落し、民間向けの貸出が低迷する中において、景気対策のための国債増発といった財政の動きがM3を押し上げる一因になっているようである。（小林 真一郎）

図表1 M3と銀行貸出の推移



図表2 M3の増減要因のうち国内信用内訳



<sup>1</sup> マネタリーサーベイとは、マネーストック統計のうちのM3の変動を、金融機関等の資産・負債の変化と関連付けて捉えることを目的として作成されている統計である

<sup>2</sup> かつては「マネーサプライ（M2 + CD）増減と信用面の対応」として日本銀行により作成・公表されていたものである

## 2. 景気概況 ~ 当面の二番底リスクは回避されるが政策効果剥落が懸念材料 ~

景気は持ち直しの動きが続いており、当面の景気が二番底をつけるリスクは後退している。ただし、そのリスクが消滅したわけではない。

2009年10~12月期の実質GDP成長率は、前期比+1.1%（年率+4.6%）と3四半期連続でプラスとなった。内外での在庫調整の一巡や、中国など新興国を中心とした世界経済の改善などを背景に輸出や鉱工業生産の増加が続いていることに加え、政策効果によって個人消費が押し上げられている。さらに、これまで悪化が続いていた設備投資がようやく底打ちしたほか、住宅投資も前期比のマイナス幅が縮小しつつあり底入れ時期が近いと考えられる。内外需ともバランスの取れた成長の姿が実現されつつあり、名目GDP成長率も前期比+0.2%（年率+0.9%）と7四半期ぶりに前期比プラスに転じるなど、明るい動きが広がってきている。

年明け以降も、基本的には持ち直しの動きが続いていると考えられる。1月の鉱工業生産指数は前月比+2.5%と11ヶ月連続で増加するなど、製造業の生産活動も引続き増加基調を維持している。輸出も好調を維持しており、1月の実質輸出も前月比+1.5%と10ヶ月連続で増加した。もっとも、反動増や在庫積み増しによる生産の押し上げが一巡しつつあるため、今後は生産の動きも鈍化してくる可能性があり、2月の製造工業予測指数は前月比-0.8%（3月は同+1.6%）と増加が一服する見込みである。また、第3次産業活動指数は、11、12月と2ヶ月連続で前月比マイナスとなるなど、製造業以外の動きは鈍い。

一方、個人消費は政策効果により耐久財を中心に好調を維持しており、2月の新車登録台数が前年比+39.2%、1月薄型テレビの販売台数が同+76.0%と高い伸びを続けている。

10~12月期の機械受注は前期比+0.5%とわずかならも7四半期ぶりにプラスに転じた。1~3月期の見通し調査でも同+2.0%と増加が続くと見込まれており、年明け以降、設備投資は緩やかながらも増加が続こう。住宅の着工件数も持ち直している。1月新設着工件数は5ヶ月連続で前月比増加となり、水準も86.3万戸まで回復した。持ち家で増加の動きが続いていることに加え、低迷していた貸家や分譲住宅もここにきて底を打ってきた。

雇用環境も最悪期を脱し、緩やかながら改善しつつある。1月の完全失業率は4.9%と前月分から0.3%ポイント低下した。一方、所得環境は引き続き厳しい。1月の現金給与総額は、所定外給与が増加に転じ、ボーナスなどの特別給与が急増したため、1年8ヶ月ぶりに増加した。しかし、特別給与を除いた定期給与は依然マイナスであり、賃金は基調としては減少しており、2月分は再び前年比マイナスに転じる可能性がある。

しばらく景気持ち直しの動きが続くそうであり、懸念されていた景気二番底のリスクは遠のいたようだ。特に個人消費は、政策効果によって堅調に推移しよう。しかし、年度後半には政策効果の剥落により個人消費が急減する可能性が高い。落ち込み幅が大きければ2010年度末にかけて景気二番底の懸念が再び高まる。 (小林 真一郎)

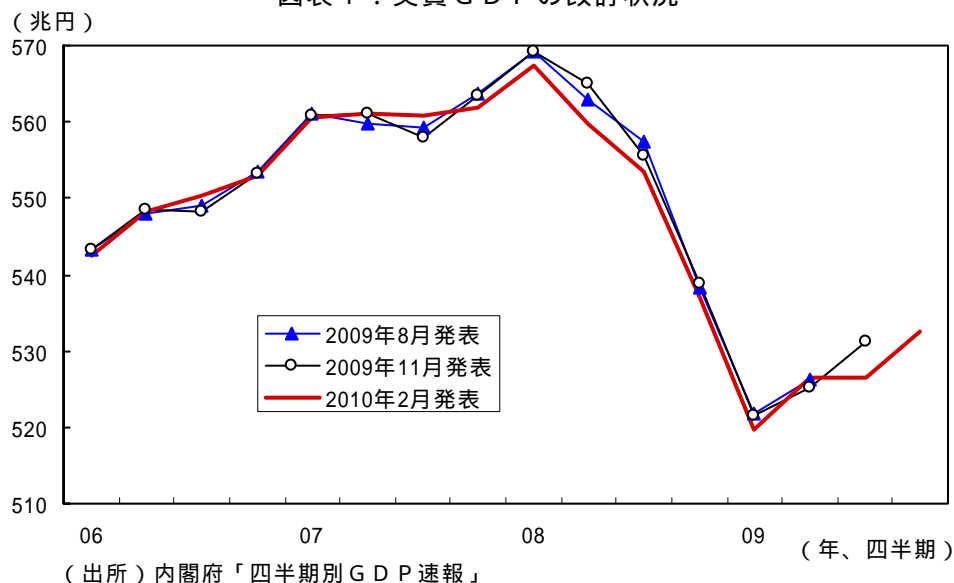
### 3. 今月のトピック ~ 景気下振れリスクの鍵を握る輸出と価格の動向 ~

2009年10~12月期の実質GDP成長率は、前期比+1.1%（年率+4.6%）と3四半期連続でプラスとなり、2009年度に入ってから続いている輸出の増加と経済対策の効果によって、足元でも景気持ち直しの動きが継続していることが確認された。もっとも、7~9月期の実質GDP成長率が、当初発表された前期比+1.2%（年率+4.8%）から同+0.0%（同+0.0%）に大幅に下方修正されており、経済活動の水準が順調に高まっているというわけではない（図表1）。

鉱工業生産指数など足元の経済指標の動向から判断すると、実質GDP成長率は2010年1~3月期も前期比でプラスとなると予想され、景気持ち直しの動きが続く見込みである。当面の景気二番底のリスクは回避されたといえよう。もっとも、先行きについては未だ楽観視できるような状況ではなく、懸念材料も多い。

今月は、2月17日に発表した2010~2011年度経済見通しに基づいて、今後の景気の方角を考えるうえでの鍵を握ると考えられる輸出と物価の動向について検討した。

図表1. 実質GDPの改訂状況



#### (1) 景気の現状と見通し ~ 当面の二番底リスクは回避

2010年度の景気の見通しを要約すると、次の通りとなる。年度前半は公共投資の減少幅が拡大してくることや、輸出の増加ペースが一服することから勢いは徐々に鈍ってくるものの、底堅い個人消費や設備投資、住宅投資の底打ちによって、景気持ち直しの動きは続く。しかし、年度後半は政策効果の剥落により、堅調であった自動車や薄型テレビが急減するリスクがあり、景気が一時的に足踏み状態に陥ると懸念される。2010年度の実質成長率は前年比+1.4%を予想する。2009年度に比べて成長率が高まるように見えるが、これ

は 2009 年度の成長によってゲタ（+1.1%）を履いていることが影響している。年度中の成長率を見ると実質では+0.3%と弱い伸びにとどまる。特に年度下期においては、個人消費の反動減によって一時的に前期比の伸び率がマイナスに陥る局面も想定される。もっとも、前述したように輸出の増加が続いているほか、年度中は設備投資、住宅投資が増加基調にあることから、実際には景気が失速することは回避できる見込みである。それでも景気が一時的に足踏み状態に陥る可能性がある。

このシナリオの主な上振れリスクには、「反動減の影響が小さく個人消費が底堅く推移し続ける」ことが挙げられる。雇用・所得環境の改善を背景に、政策効果剥落の影響が一時的にとどまる、ないしは耐久財以外の消費が堅調であった場合、年度の数字も大きく押し上げられよう。

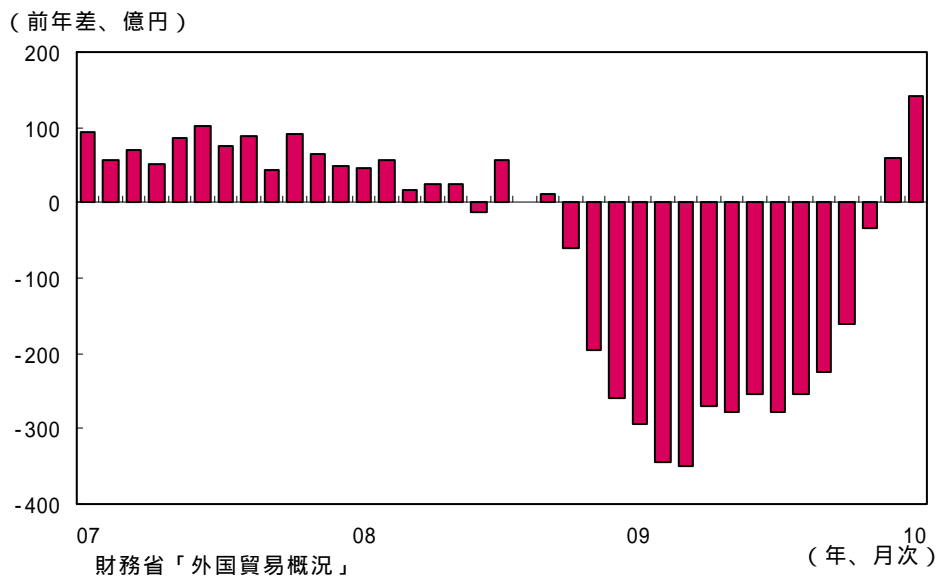
一方、主な下振れリスクには、堅調に拡大し、景気を下支えすると想定している輸出が低迷する、デフレの影響が想定以上の悪影響を及ぼす、の2点がある。以下ではこの下振れリスク要因についてみていこう。

## （2）景気下振れリスクの鍵を握る輸出と価格の動向

### アジアシフトが加速する輸出

輸出は海外経済が急速に悪化した 2008 年の秋以降、急速な勢いで減少したが、その後、海外経済が回復してきたことを受けて前年差のマイナス幅が徐々に縮小し、2009 年 12 月によようやく前年の水準を上回るまで回復してきた（図表 2）。

図表 2 . 落ち込みが一巡し増加に転じた輸出

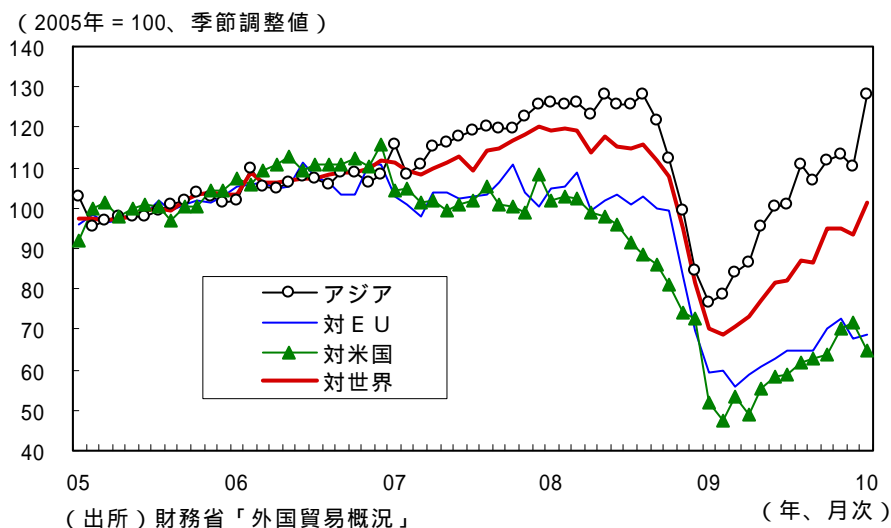


もっとも、輸出の増加による直接のメリットは、輸出品の製造に関わっている製造業や、その運搬などに関わっている一部の非製造業にとどまっており、非製造業全体、中でも中

小企業の業績の回復は遅れている。輸出の増加は次第に輸出に関係する以外の業種にも影響が及んでくることが期待されるが、国内の経済活動の水準が低いいため企業が抱える雇用と生産設備は過剰な状態が続いており、輸出の増加が内需の押し上げに本格的に寄与してくるまでには、まだ時間がかかりそうだ。

地域別では、中国を中心としたアジアへの輸出が急速に回復している（図表3）。輸出数量指数でみると、2010年1月にはアジア向け輸出はリーマン・ショック前の水準にまで回復した。一方、欧米向けの輸出も回復はしてきているが、足元では逆に減少に転じるなど、その回復テンポは鈍いままである。

図表3．地域別輸出数量指数の推移

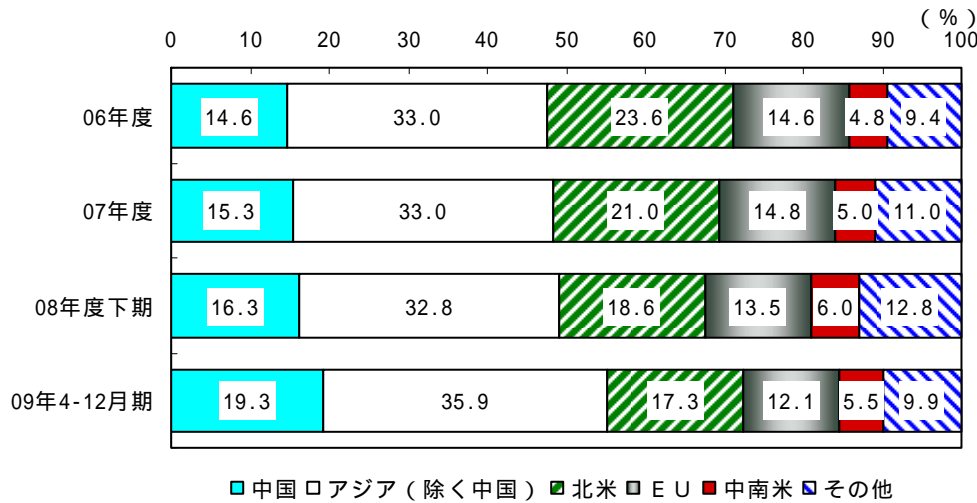


リーマン・ショック前の時期（2006、2007年度）、リーマン・ショック直後の時期（2008年度下期）、足元の輸出の回復期（2009年4月～2010年1月）に分けて、各国向けの輸出のシェアをみると、アジア（含む中国）のシェアが高まる一方、米国のシェアが急低下していることが目立つ（図表4）。もともとアジアへのシェアが増加する傾向にはあったが、リーマン・ショック後はこの傾向が一段と強まっている。足元の輸出の回復期においては、アジア（含む中国）のシェアが50%を越えており、アジア向け輸出の好調が日本の景気の持ち直しに大きく寄与していることがわかる。

次に製品別の輸出動向をみると、日本の主力輸出品については概ね堅調に増加している（図表5）。最も立ち直りが早かったのが、中国で需要が急増している化学製品であったが、続いて自動車や電子部品・デバイスを含む電気機器が持ち直しに転じた。また、各国の設備投資の回復が遅れたため一般機械は低迷が続いていたが、昨年夏ごろに持ち直しに転じ、足元では堅調に増加している。

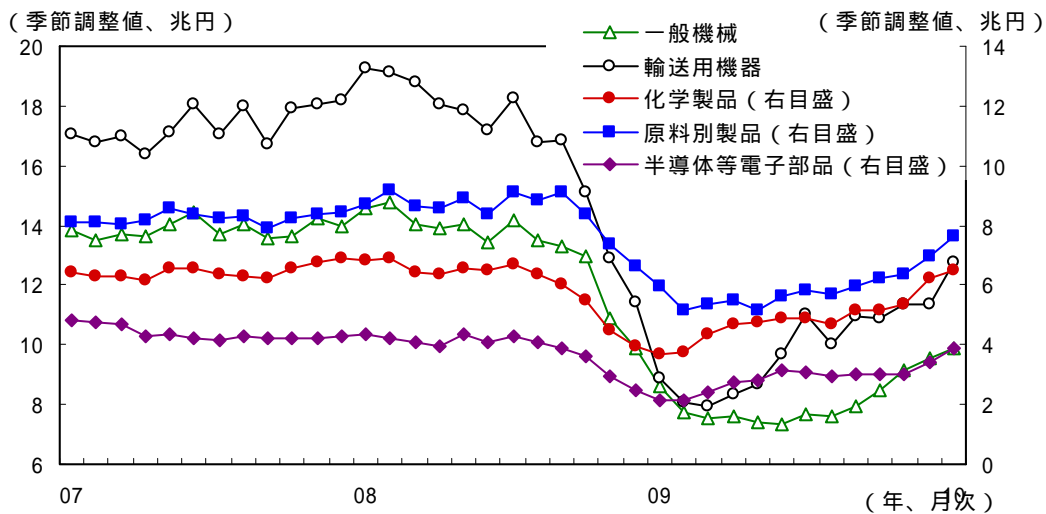


図表4．輸出の地域別シェア



（出所）財務省「外国貿易概況」

図表5．製品別輸出金額の推移

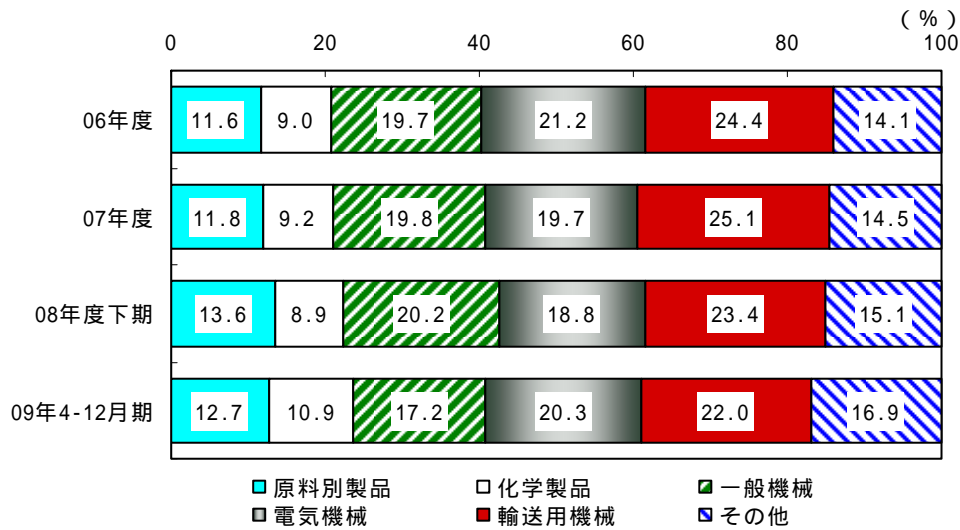


（注1）季節調整は当社  
 （注2）原料別製品とは鉄鋼、非鉄金属、金属製品、繊維製品、ゴム製品など  
 （出所）財務省「外国貿易概況」

同様にリーマン・ショック前、リーマン・ショック直後、足元の各期に分けて、製品別の輸出シェアをみると、電子部品・デバイスが好調な電気機器はすでにリーマン・ショック前のシェアに戻っているが、自動車や一般機械のシェアは落ちたままである。代わって、素材製品である原料別製品、化学製品のシェアが高まっているが、これはアジア（含む中国）向けの素材製品の輸出が増えているためである。

こうした製品のアジアでの需要は今後も堅調に推移する可能性があり、これまで加工製品が中心であった日本の輸出構造が素材製品に徐々にシフトしていく可能性がある。

図表6 . 輸出の製品別シェア



(出所) 財務省「外国貿易概況」

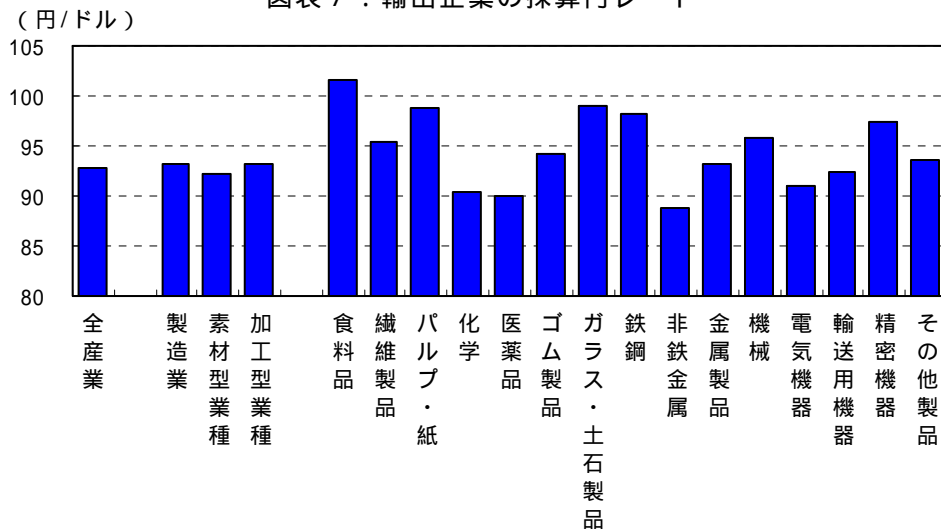
以上のように、リーマン・ショック前と比べ、輸出先としてのアジアの重要性が一段と増している。かつて米国景気が悪化しても新興国の景気はそれほど悪化しないというデカップリング論が高まったことがあったが、現在のアジア地域の景気回復は米国への輸出によってもたらされているものではなく、その意味ではデカップリングの状態にあるとも考えられる。中国を中心としたアジアの需要の強さから判断すると、日本の輸出のアジアシフトの動き今後も続くと思われ、日本の景気がアジア景気の動向に依存する状態が強まっていこう。

#### 円高の輸出への影響をどう考えるか

円高が進み続ければ、輸出業者が手にすることができる円の金額が少なくなっていく、ついには輸出品の採算を割り込んでしまうことになる。このように利益がゼロになる為替水準のことを採算円レートという。採算円レートは、輸出品の利潤率などの様々な条件によって水準が異なっているが、2010年1月の時点では製造業全体では1ドル=93.2円であることが企業へのアンケート調査からわかっている(図表7)。実際の為替相場では、2010年に入ってから3月上旬までの間、ほとんどの期間でこれを上回った円高水準が続いており、すでに多くの企業で採算割れ、すなわち輸出すればするだけ赤字が膨らむ状態にあるということになる。



図表7．輸出企業の採算円レート



(出所) 内閣府「平成21年度企業行動に関するアンケート調査報告書」

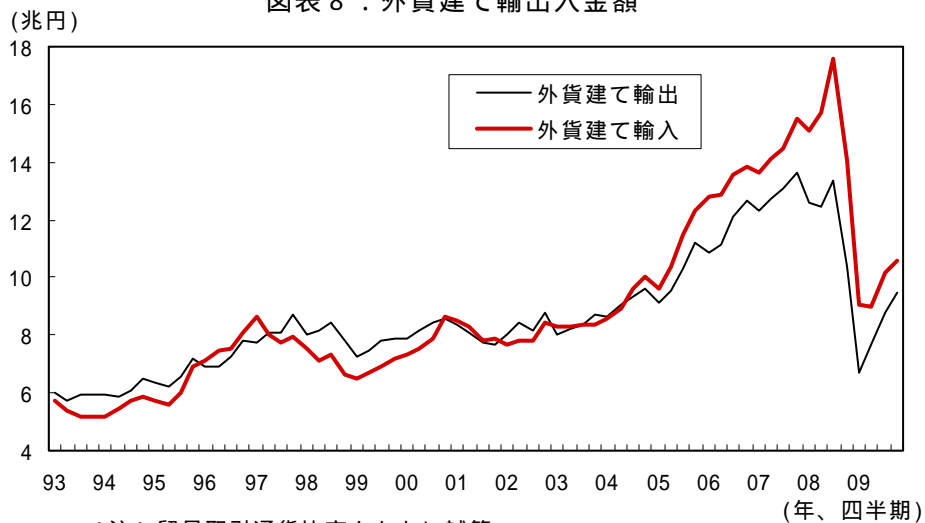
しかし、実際にはそこまで深刻な事態にはなっておらず、むしろ輸出の増加傾向は強まりつつある。これは、輸出品を生産するために海外から原材料や部品を輸入している場合には、円高によって輸入コストが低下するため、円が目減りを一部相殺する効果があるためである。また、競争力のある製品では、円が目減りを値上げによって補填している可能性もある。その他、為替の先物予約やオプションの購入といった手段によって円高をヘッジしているケースもあるであろう。

さらに、最近では円建てでの貿易取引が増加し、外貨建てでの取引が減少していることも理由として挙げられる。製造業が積極的に海外に生産拠点を移転し、また海外の現地企業との間で合併会社を設立した結果、貿易においては海外の日系企業との間の取引が増えてきている。こうした取引では決済通貨に円が利用されることが多く、2009年下期の実績では、輸出の約4割、輸入の約4分の1が円建て取引で行われている。

為替市場の変動の影響を直接受けるのは外貨建ての取引であるが、外貨建て輸入額と外貨建て輸出額を比べると、輸入が輸出を上回る状態が2005年頃から続いている(図表8)。これは、円高が進んだ場合、直接的には輸出よりも輸入への影響が大きいということの意味している。つまり、円高が進んだ方が日本全体にとってはメリットが大きいということになる。

そうはいても、1ドル=90円を切る水準では多くの輸出企業の採算が厳しいのは確かであり、今後さらに円高が進めば輸出を抑制することになりかねない。また、日本全体で見れば円高のメリットが大きいといっても、これは輸出業者のデメリットと輸入業者のメリットを均した結果である。輸出の増加が景気持ち直しを続けるための頼みの綱である状況だけに、たとえば1ドル=80円といった急激な円高が進み、その水準で定着することになれば、景気が腰折れしてしまうリスクが高まってこよう。

図表8 . 外貨建て輸出入金額

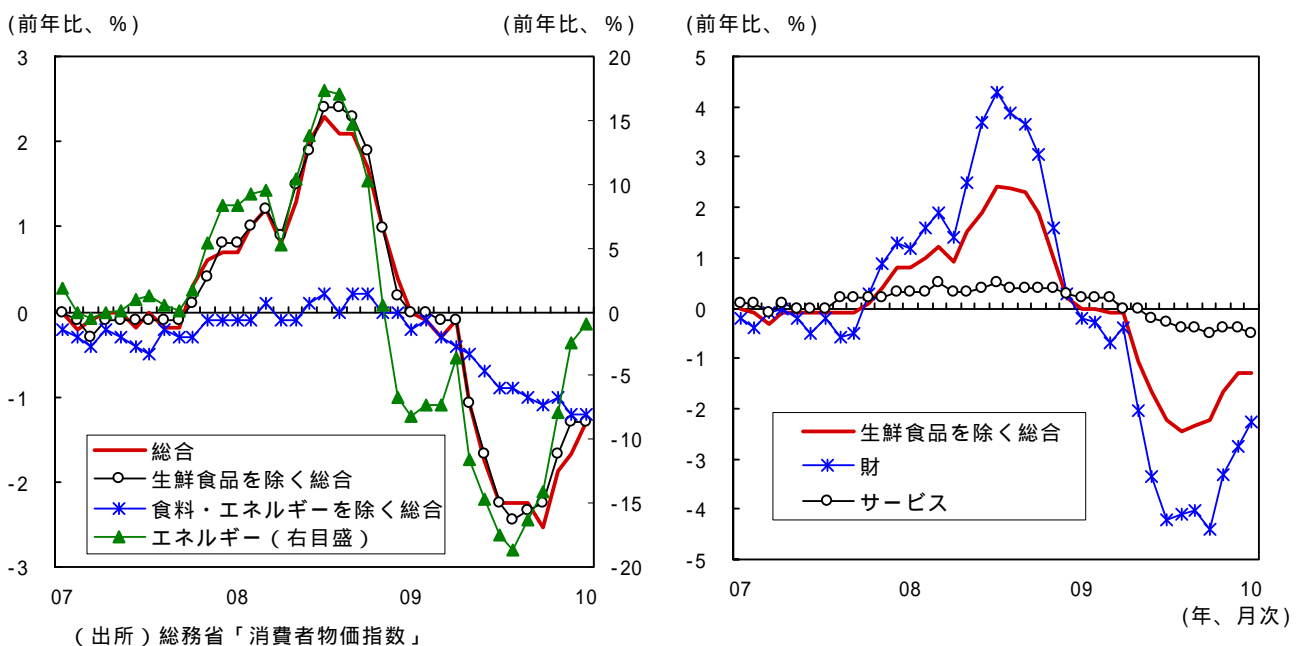


(注) 貿易取引通貨比率をもとに試算  
(出所) 財務省「外国貿易概況」、「貿易取引通貨比率」

デフレはいつ解消するのか

物価が継続的に下落するデフレの状態が続いている。消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の動きをみると、2009年3月に前年比でマイナスに陥った後、12月まで10ヶ月連続でマイナスの状態にある（図表9）。ただし、2009年8月に統計開始以来最大のマイナス幅である同 - 2.4%まで低下した後は、ガソリン、電気代などのエネルギー価格の前年比マイナス幅が縮小していることを受けて、全体のマイナス幅も縮小傾向にある。原油価格などの値上がり状況から判断すると、エネルギー価格はまもなく前年比でプラスに転じる見込みであり、消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）のマイナス幅もさらに縮小していくと予想される。

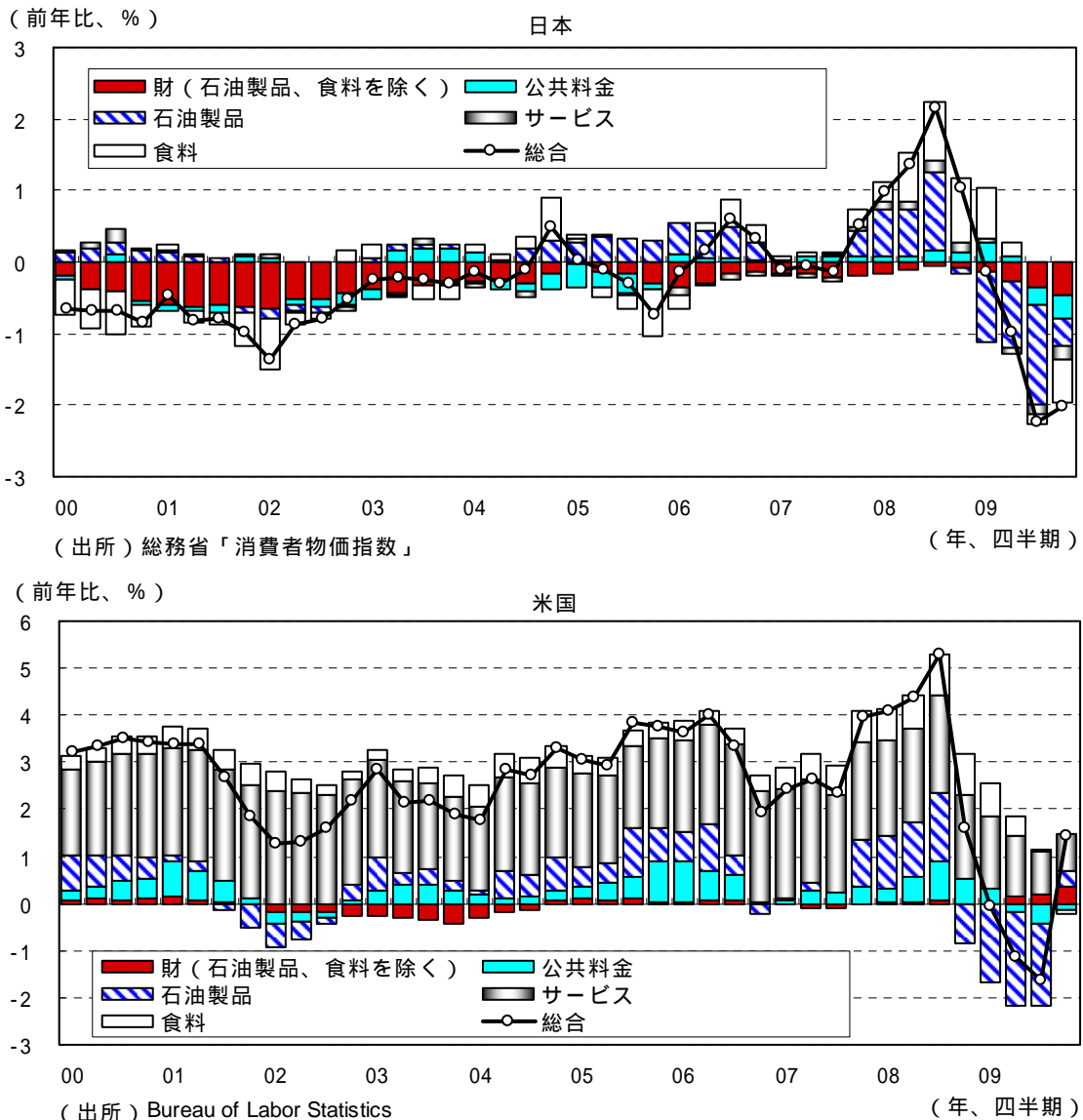
図表9 . 最近の物価動向（消費者物価指数）



もっとも、消費者物価指数の食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合をみると、2009年12月に前年比-1.2%と史上最大の落ち込み幅を更新した後、2010年1月も同-1.2%と低水準で推移しており、エネルギー価格を除いて考えると、デフレが着実に解消に向かっているというわけではない。消費者の節約志向が高まっていることを背景に消費者物価には下落圧力がかかりやすくなっており、家電製品などの耐久財を中心とした財価格の下落に加え、最近ではサービス価格も前年比でマイナスに転じている（図表9）。

デフレはいつ解消するのだろうか。図表10は日米両国の消費者物価指数（総合）の前年比の動きを要因分解したものであるが、両国の違いを比較することでそのヒントが得られる。これによると、2009年中は、両国とも石油製品価格の下落によって前年比マイナスの状態に陥っている。しかし足元では、日本では依然として前年比マイナスの状態にあるの

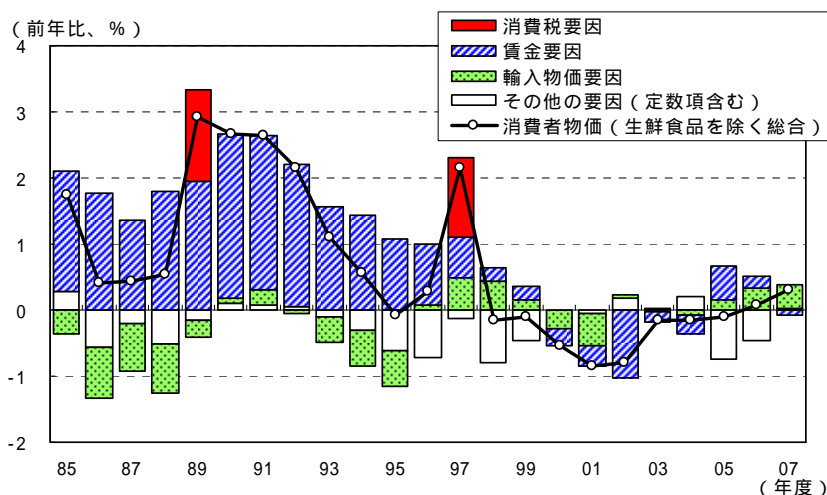
図表10．日米の消費者物価指数の要因分解



に対し、米国ではすでにプラスに転じている。さらに、両国の物価の伸び率の内訳をみると、決定的に違うのがサービス価格の伸びの大きさである。日本では、サービス価格の上昇幅が小幅かマイナスで推移しているのに対し、米国では常にプラスで推移している。日米両国のこの違いは、主に賃金上昇率の違いによるものであると考えられる。

実際に、日本の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の変動を、賃金要因、輸入物価要因（輸入品の価格変動が直接消費者物価に影響を及ぼす要因 + 輸入品の価格変動によって国内品価格が間接的に影響される要因）に分けてみると、賃金が最も大きな変動要因となっていることがわかる（図表 11）。具体的には 80 年代から 90 年代半ばまでは、賃金上昇が消費者物価を押し上げる要因となっていたが、90 年代後半以降のデフレ局面においては賃金が減少し、物価を押し下げている。

図表 11 . 日本の消費者物価指数の変動要因の分解



$$CPI = -0.214 + 0.622*W + 0.016*PM + 0.046*P(-1) + 0.036*P(-2) + 1.391*DM89 + 1.198*DM97$$

(-1.836) (10.376) (1.794) (2.567) (2.188) (3.111) (2.670)

R2=0.914 ダービン・ワトソン比=1.567 ( )内はt値 推計期間:1985年度から2007年度まで

CPI: 消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)、前年比  
W: 所定内給与指数、前年比  
PM: 輸入物価指数(総合)、前年比  
P: 輸入物価指数(消費財)、前年比  
DM89: 89年度が1、他の年は0  
DM97: 97年度が1、他の年は0

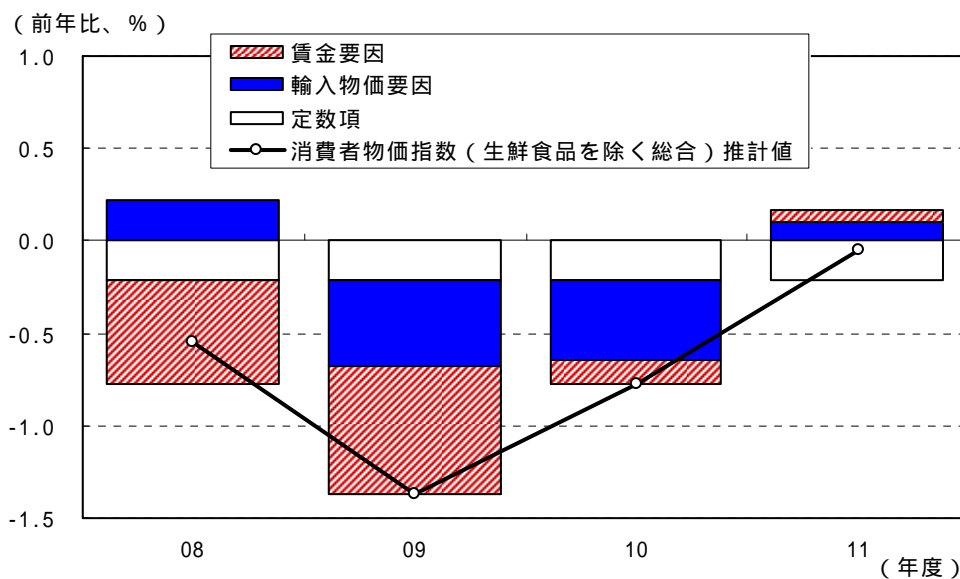
値下げするために企業が賃金を下げるのか、賃金下がって消費が抑制されるため企業が値下げせざるを得なくなるのか、賃金と価格の因果関係を説明することは難しいが、少なくともデフレ下においては、賃金は下落するか、上昇しても小幅の伸びにとどまってきたことは確かである。

デフレが解消されるきっかけを考えると、「企業がまずは販売価格を引き上げて、それに見合うように賃金も引き上げられる」という流れは、現在の状況からは難しそうである。むしろ、「賃金が引き上げられて家計の購買力が高まった後に、企業が販売価格を引き上げ

ることが可能となる」という流れの方が、現実的であろう。この場合、いつ企業が賃金を引き上げることが可能になるかが問題であるが、おそらく企業業績がある程度回復することを待ってからになると考えられる。

図表 12 は、図表 11 で求めた推計式に、当社の賃金上昇率、輸入物価上昇率の予測値を当てはめて、2010、2011 年度の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の推計値を求めたものである。これによると、2010 年度も前年比マイナとなりデフレが続く見込みである。2010 年度には企業業績の改善がさらに進むと考えられるが、賃金の引き上げにまでは至らず、企業が販売価格を引き上げられる状況にはならないためである。2011 年度には、賃金が上昇に転じることもあって、消費者物価の上昇率はほぼゼロまで持ち直し、ようやくデフレが解消に向かう見込みである。ただし、企業業績の改善が遅れたり、賃上げが実施されなかった場合には、デフレの解消のタイミングはさらに先送りされる可能性が高まろう。

図表 12 . 消費者物価指数の予測値の推計



(小林 真一郎)

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要です。当社までご連絡下さい。