

調査レポート

日本経済ウォッチ (2011年9月号)

【目次】

1. 今月のグラフ..... p.1
～ 基準改定により下方修正された消費者物価指数 (CPI) ～
2. 景気概況 p.2
～ 景気持ち直しの動きが続くが、先行きに不透明感～
3. 今月のトピック: 高まってきた景気先行き懸念 p.3～10
～ 悪化する輸出環境と今後の為替動向～
 - (1) 弱含んできた海外経済～背景にあるのは原油価格急騰の影響
 - (2) 輸出動向の現状と展望～緩やかな増加基調が続く
 - (3) 今後の為替相場の見通し～円は高値圏で高止まり

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、尾畠 未輝 (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 ～基準改定により下方修正された消費者物価指数（CPI）

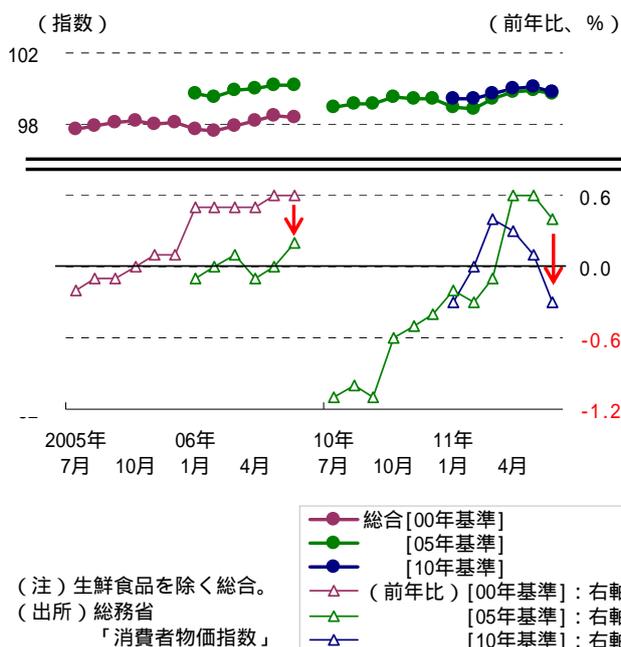
先ごろ実施された2010年の基準改定によって、2011年6月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は前年比-0.2%と、従来基準の同+0.4%と比べて0.6%ポイントの下方修正となった（図表1）。前回（2005年）の基準改定でもCPIは下方修正されたが、主に耐久財の価格下落幅が大きかったことが影響し、今回の方が修正幅は大きくなった。

改定によるCPIの変動は、主にリセット効果とウエイト効果による影響が大きい。リセット効果とは、価格指数が100から乖離していた品目が、改定によって水準が再び100へと戻されることで、全体への寄与度が変化するものである。一方、ウエイト効果とは、改定によって品目ウエイトが変更されることで生じるものである。まず、リセット効果を見ると、前回、今回ともCPIの押下げ要因となっているが、マイナスの寄与度は今回のほうが大きい（図表2）。また、ウエイト効果については、前はプラスに寄与していたが、今回はマイナス寄与となっている。

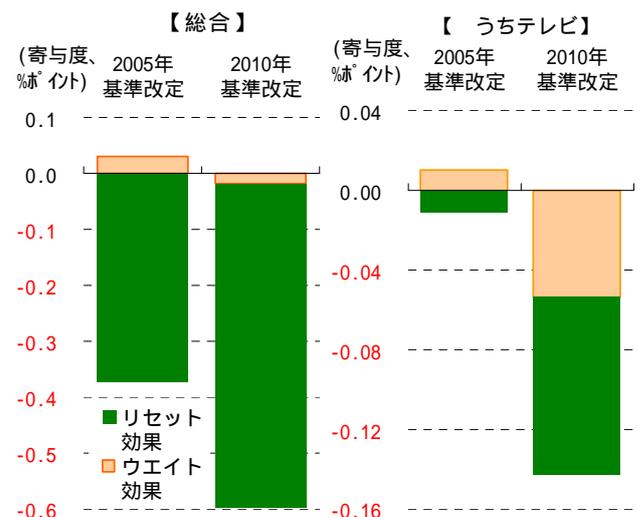
リセット効果が大きかったのは、耐久財などの価格下落幅が非常に大きかったことが原因となっている。例えばノート型パソコンでは、2011年6月の前回基準でみた価格指数は9.9と、2005年と比べて10分の1以下となっていた。また、薄型テレビの6月の価格指数は15.9であった。薄型テレビについては、価格指数の低下が著しくリセット効果が大きかった上、販売の伸びを反映してウエイトが3倍以上に引き上げられたため、ウエイト効果のマイナス寄与も大きく、CPIが下方修正された大きな要因のひとつとなった。

（尾畠 未輝）

図表1 消費者物価指数基準改定の影響



図表2 リセット効果とウエイト効果



（注）当社による推計値。
改定翌年6月（前年比）の改定年6月（同）に対する寄与度。
総合は、生鮮食品を除く総合。テレビは、05年改定時はブラウン管テレビ、10年改定時は薄型テレビについて。
（出所）総務省「消費者物価指数」

2. 景気概況 ~ 景気持ち直しの動きが続くが、先行きに不透明感 ~

景気は東日本大震災によって急速に悪化した後、持ち直しに転じている。ただし、円高の進行、海外景気の回復ペースの鈍化など輸出環境が悪化しつつあり、先行きについては不透明感が高まっている。

生産は、供給面での制約が概ね解消しており、引き続き回復基調にある。もっとも、7月については前月比+0.6%と回復ペースが鈍ってきた。出荷も同+0.2%と小幅増加にとどまっており、寸断されたサプライチェーンの立て直しとそれに伴う需要の急回復の動きは一巡してきた。それでも、生産予測調査では8月が同+2.8%と、自動車や電機機械での堅調な伸びにより増加基調は維持される見込みである。予測指数通りなら(9月は同-2.4%)、7~9月期は前期比+6.3%と5四半期ぶりに前期比プラスに転じ、前年比では-0.2%とほぼ前年並みまで回復する。当初は夏場の電力不足の影響が懸念されたが、ピーク電力の15%削減が求められる中で需要前年並みの生産水準を確保できれば、節電や輪番操業などの努力がかなりの効果を挙げたものと考えられる。

供給面での制約、自粛ムードが薄らぐ中で、個人消費も持ち直しつつある。節電家電やクールビズ関連商品が好調を維持し、需要が先送りされた自動車の販売も持ち直しが続いており、7月の家計調査における実質消費支出(二人以上の世帯)は前月比+0.7%の増加となった。

今後は、公共投資を中心とした震災後の復興需要が景気を押し上げることが期待される。震災からの復旧が急ピッチで進んでいることを反映して、4~6月期の実質GDP成長率(1次速報)は前期比-0.3%(同年率-1.3%)とマイナスは小幅にとどまったが、7~9月期には大きくプラスに転じる見込みであり、景気を持ち直しの動きは続く。

もっとも、先行きには懸念材料も増えてきた。まず、海外景気の勢いが鈍り、急激な円高が進むなど、輸出を巡る環境が悪化している。当面は、これまで供給制約によって抑制されていた需要が出てくることや、海外市場における在庫復元の動きによって輸出は増加基調が続くと予想される。しかし、7月の実質輸出は3ヶ月連続で増加したものの前月比+0.3%と伸びが鈍化しており、輸出の内訳をみても自動車工業単体の増加による部分が多い。為替相場でも70円台半ばの水準が定着化しつつあり、海外景気の先行き不透明感が一段と強まっており、輸出増加の勢いが弱まるリスクが高まっている。

また、内外での需要の弱さを反映して、鉄鋼、化学、電子部品・デバイスなどの業種で在庫が積み上がっており、生産を抑制している。さらに、7月の一人当たり現金給与総額が前年比-0.1%と2ヶ月連続で減少するなど、雇用・所得情勢には弱い動きが残っている。

復興需要に下支えされ、景気が失速するリスクは今のところ小さい。しかし、外需に期待できなくなってくると、復興需要の一巡とともに、いずれ回復テンポが鈍化する局面も出てこよう。

(小林 真一郎)

3. 今月のトピック：高まってきた景気先行き懸念

～悪化する輸出環境と今後の為替動向～

鉱工業生産指数が前月比プラス基調を維持し、個人消費も底堅さを示すなど、景気は持ち直しの動きが続いている。2011年4～6月期の実質GDP成長率は3四半期連続で前期比マイナスとなったが、落ち込みは小幅にとどまり、7～9月期にはプラスに転じることが確実視されている。懸念された電力不足による景気へのマイナス効果も、目立った制約要因にはならなかったようだ。今後は、補正予算の執行に伴う復興需要の顕在化も景気を下支えする見込みであり、内需については先に大きな懸念はなさそうである。

その一方で、海外景気の失速懸念と円高の進行により輸出環境が急速に悪化している。今後は外需の景気押し上げ効果は期待できないのだろうか。今月は、今後の輸出動向と為替相場の動向について検討してみた。

(1) 弱含んできた海外経済～背景にあるのは原油価格急騰の影響

各国・地域の景気先行きに対する不透明感が急速に高まっている。

各国別の景気動向を簡単にみると、まず米国ではガソリン価格の上昇を背景に個人消費の勢いが弱まっており、景気の回復ペースが大きく鈍化している。雇用や住宅の回復も鈍いままである。

また、中国をはじめとしたアジア各国でも景気の勢いが鈍っている。これは金融引き締め政策が採られており、その効果が浸透してきたことが主な要因と考えられる。金融が引き締められることになったのは、各国でインフレ圧力が高まっているためであり、その原因は原油価格など国際商品市況の価格高騰の影響によるところが大きい。

さらに、ユーロ圏でも、財政問題が金融機関の経営悪化を通じて金融危機に発展するのではないかとの見方が高まっており、株価の下落などを通じて実体経済への悪影響が懸念されている。金融面からの影響は今のところ顕著には現れていないものの、景気については、これまでのけん引役であった米国、アジア向け輸出が伸び悩んできたことを背景に回復がもたつてきている。

このように、海外景気の伸びが鈍ってきた原因は、元をたどれば原油価格など国際商品市況の上昇がかなり影響していることがわかる。欧州の景気減速も、国際商品市況の高騰の影響を間接的に受けたものと考えることができよう。

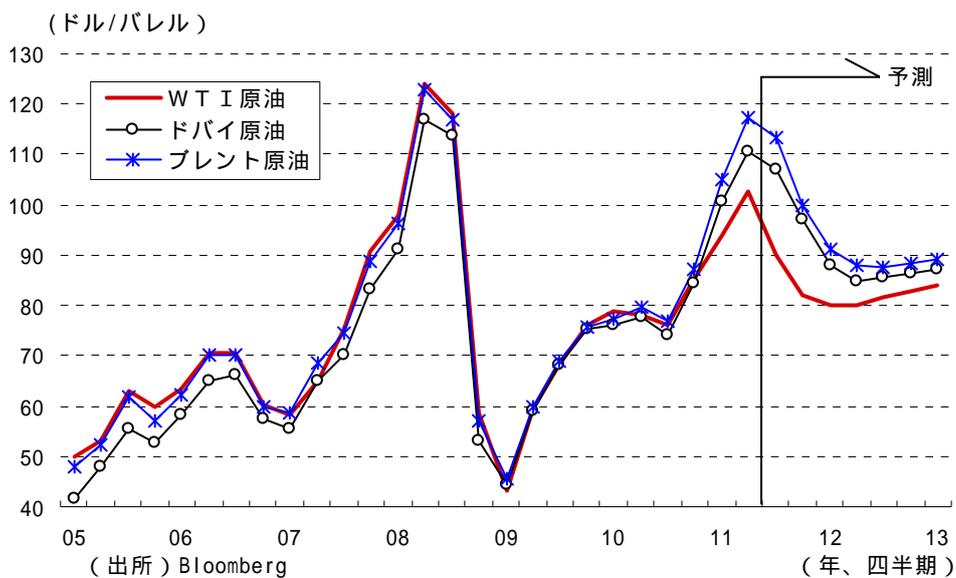
もっとも、海外景気の先行き懸念の高まりやリスク資産からの回避の動きを受けて、国際商品市況は原油価格を中心にすでにピークアウトしている。2010年半ば以降、原油価格が上昇した原因としては、需要の強さというよりも、中東での政治的混乱、米国のQE2の実施による世界的な金余り現象、天候不順などによってもたらされた部分が大きかったと考えられる。こうした上昇要因が薄らいできた現状では、原油価格をはじめとした国際

商品市況が高止まる理由は少なくなっている。このため、今後の価格は調整局面入りする可能性があり、その後は低位で安定して推移すると見込まれよう（図表1）。

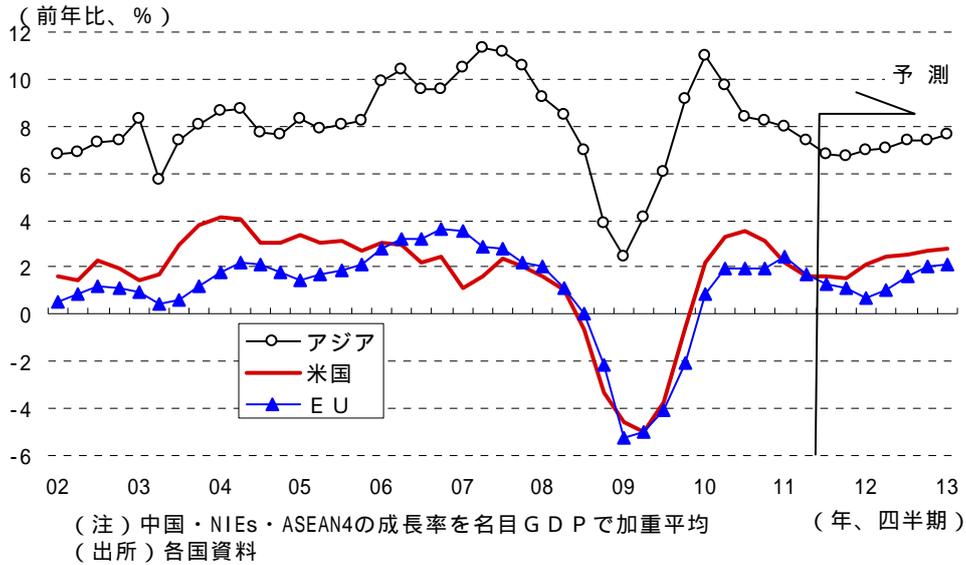
このように、海外景気が弱含む原因となっている物価上昇圧力の強まりは、徐々に解消されてくるであろう。米国では、雇用情勢の改善にもたつきがみられるものの、7月に入って個人消費が持ち直すなど、ガソリン価格の下落効果が浸透してきている。また、金融を引き締めているアジア諸国においても、物価の動きが落ち着いてくれば、金融引き締め政策を解除する余地が広がってこよう。

こうした景気へのマイナス材料の解消による効果が浸透してくるまでには、ある程度の時間が必要となる。このため、2011年中は、海外景気は力強さに欠ける状態が続く可能性がある。しかし、次第に持ち直してくると考えられ、失速するには至らないであろう。2012年に入った頃からは緩やかに持ち直してくるものと予想される（図表2）。

図表1．原油価格は下落後に低位安定が見込まれる



図表 2 . 各国・地域の景気は 2012 年には持ち直しへ

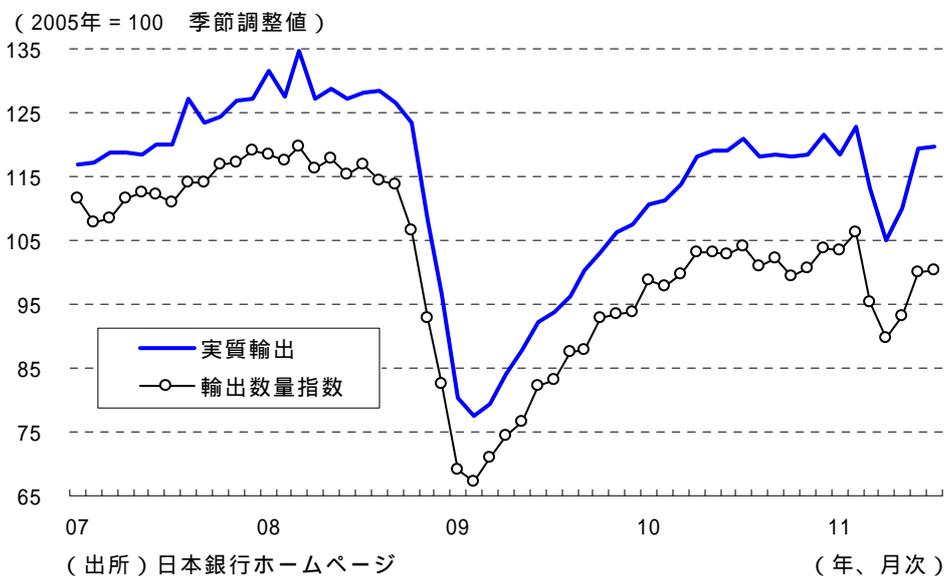


懸念されるのが欧州の財政問題である。各国のインフレ圧力が後退したとしても、金融不安が現実のものとなれば、欧州発の金融危機が世界に伝播するリスクがある。このため、今後、先進各国が協調して金融危機の再発を阻止する強い姿勢を示していく必要がある。各国の協調姿勢が堅固であり、危機の広がりや抑制されると評価されれば、金融市場の不安定な動きも徐々に鎮静化していくであろう。

(2) 輸出動向の現状と展望 ~ 緩やかな増加基調が続く

海外景気の弱含みの影響は、足元の輸出の動きにはまだ現れていない。7月には実質輸出、輸出数量とも前月比で小幅の伸びにとどまったが、6月の伸びが高かった反動や、節電の影響もあって7月に生産の伸びが小幅にとどまったことによるものと考えられ、需要が落ち込んでいるわけではなさそうである (図表 3)

図表 3 . 輸出は持ち直しの動きが続くが・・・

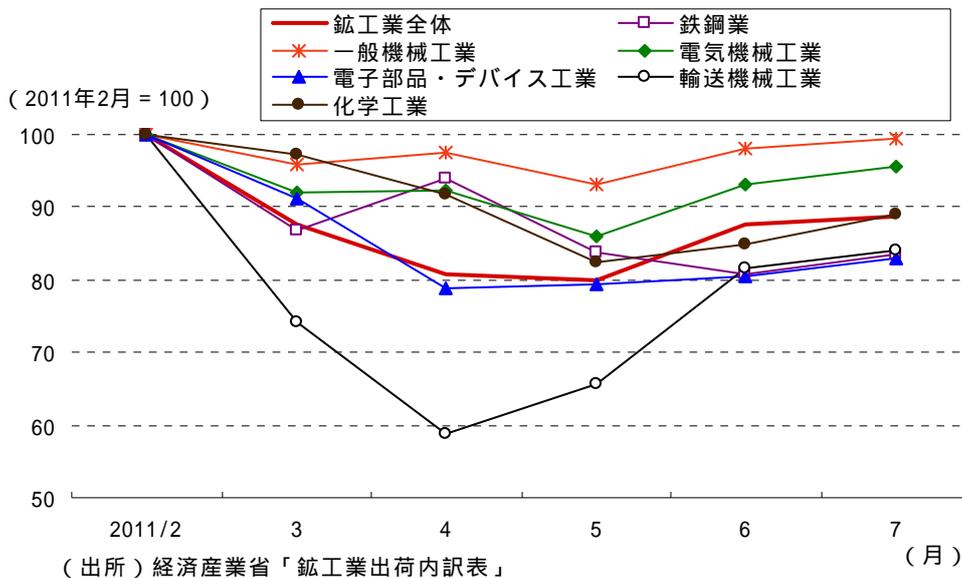


業種ごとの輸出状況をみると、順調に回復している業種と低迷が続く業種とに分類される。東日本大震災前の2011年2月の輸出向け出荷指数の水準を100として、その後の推移をみると、落ち込み後に最も回復度合いが大きいのが輸送機械工業である(図表4)。自動車および部品の生産制約によって輸出が滞った反動によるものであり、海外市場での在庫が枯渇している状況から判断すると、海外での需要とはあまり関係なく、当面は堅調な伸びが期待され、自動車メーカー各社とも今後の増産計画を打ち出している。

また、順調な業種としては、一般機械工業、電気機械工業が挙げられる。ただし、一般機械工業については、このところ機械受注の外需がピークアウトしており、先行きについては伸びが鈍化してくる可能性がある。

一方、震災後に落ち込んだまま低迷しているのが、電子部品・デバイス工業、鉄鋼業である。いずれも世界的に需要が弱含んでおり、しばらくは弱い動きが続く可能性がある。特に電子部品・デバイス工業では、スマートフォン向けなど好調な製品がある一方で、パソコン、薄型テレビ向けの需要が世界的に弱まっており、国内でも在庫が急増している。

図表4 業種別の輸出動向では好不調が鮮明化(輸出向け出荷)



以上の状況から今後の輸出動向を判断すると、2011年度中はこれまでの生産制約の反動によって自動車を中心に増加基調が維持されると見込まれ、電子部品・デバイス工業などでの需要の弱さによる不振分をカバーできると考えられる。もちろん、こうした在庫復元のための輸出の押し上げ効果はいつまでも続くわけではなく、2011年中には一段落してくるものと予想される。しかし、前述した通り2012年になると、国際商品市況の価格安定を背景に海外景気が持ち直しに転じてくるため、輸出が落ち込んでいくことは回避できるものと考えられる。今後の輸出の動きを展望すると、2011年7~9月期に急改善した後、緩やかながらも回復基調が続く、景気を下支えしていくであろう(図表5)。

図表5．輸出数量指数は緩やかな増加基調が続く

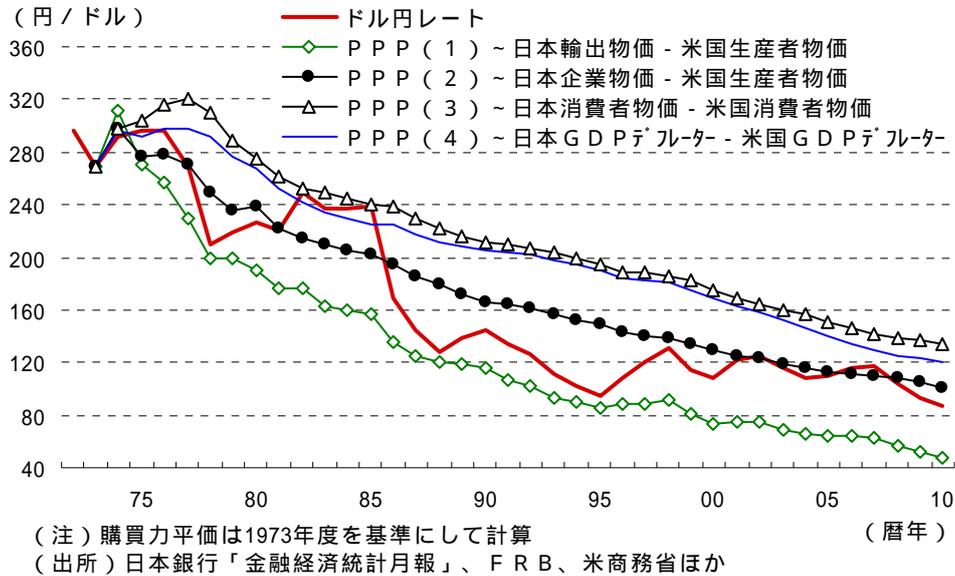


(3) 今後の為替相場の見通し～円は高値圏で高止まり

海外景気の先行き不透明感と欧米金融市場での不安定な動きは、相対的に安全な資産とみられている円への資金流入を促し、為替市場では円が史上最高値圏で推移している。2011年になって3回の為替介入が実施されたが(うち1回は震災後の協調介入)、円高の流れを止めるに至っていない。円高が続いた場合、懸念されるのは日本からの輸出への悪影響である。

購買力平価からドル円レートの推移をみると、日本の物価が低水準で安定している一方で、米国では物価上昇が続いているため、円高方向での動きが続いている(図表6)。購買力平価の算出方法にもいくつかあるが、最も一般的な消費者物価指数を使ったものでは、足元のレートは1ドル=130円台と現在の水準よりも大幅な円安の状態にある。一方、日本からの輸出物価指数と、日本からの輸出品と競合関係にある米国製品の価格動向を示す生産者物価指数との比較では1ドル=50円程度と、実際の為替水準を大きく上回る円高である。また、2000年代に入ってから実際の為替レートと近い水準にあるのが企業の生産価格どうしを比べた購買力平価であるが、足元では1ドル=100円程度となっている。購買力平価は必ずしも為替レートの適正水準を示すものではないが、最近の動きをみると1ドル=100円程度が落ち着きどころではないかと考えられる。

図表6 . 購買力平価では円高



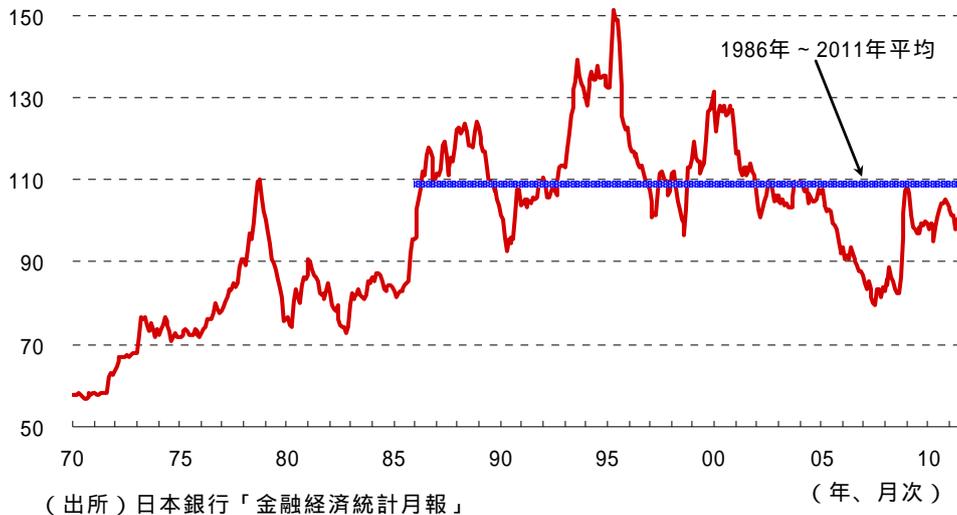
一方、実効為替レートの推移をみると、名目ベースでは円は史上最高水準を更新中である。1995年に一時1ドル=80円を割り込んで円高が進んだ局面があったが、その当時の実効為替レートと比較すると1割を超える円高水準にある(図表7)。しかし、実質実効為替レートでみると、同様の比較では3割程度は円安水準にある(図表8)。しかも、プラザ合意以降の1986年~2011年の平均と現在とでは、ほぼ同じ水準である。

実質実効為替レートが過去25年間の平均値並みにとどまっているということは、日本の25年間の物価上昇率に対して、輸出相手国の25年間の物価上昇率が大幅に上回っており、名目為替レートの円高分を相殺していることを意味している。すなわち、日本の輸出企業はプラザ合意以降の25年間、為替の円高による売上高の目減り分を輸出価格に転嫁しても、輸入国にとってみれば、それは平均的な物価上昇率並の値上げに過ぎなかったと考えることができる。

図表7 . 名目実効為替レートでは円は最高値更新中



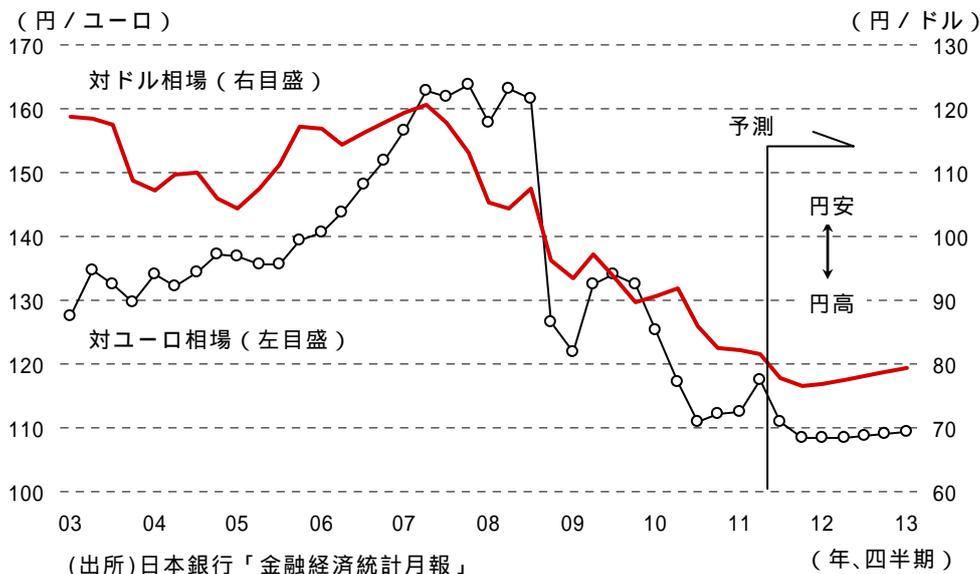
図表 8 . 実質実効為替レートでは円は過去 25 年平均並み
(2005年 = 100)



今後の円相場については、対ドルで 70 円台の高値圏での推移が見込まれる (図表 9)。引き続き円に積極的な買い材料はないが、ここまで円高の要因となってきた欧米の財政問題が短期間で解決されることは難しいためである。

もっとも、円高の水準が 70 円台半ばで踏み止まるのであれば、輸出に対して深刻な影響はないと考えられる。リーマン・ショック以降の急激な円高の中でも輸出を継続できている製品については、かなりの円高水準でも輸出が可能な製品に絞り込まれていると考えられ、輸出価格を引き上げていっても急激に輸出数量が落ち込むとは限らないと考えられるためである。むしろ、海外景気の悪化による需要減少によって輸出が落ち込むリスクの方が高いであろう。

図表 9 . 円は高値圏で推移する見込み



(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、当社の統一的な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ので、当社までご連絡下さい。