
日本経済展望

2012年7月



調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/report/medium/publication/japan>

目次

◆現状 p. 1

◆景気分析 p. 5

◆見通し p. 11

◆金利動向 p. 12

調査部 マクロ経済研究センター（国内経済グループ）

◆ファンダメンタルズ担当 下田 裕介（Tel：03-6833-0914 Mail：shimoda.yusuke@jri.co.jp）

◆金利動向担当 塚田 雄太（Tel：03-6833-6719 Mail：tsukada.yuta@jri.co.jp）

◆本資料は2012年7月3日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

概況：足許の景気は総じて回復

現状

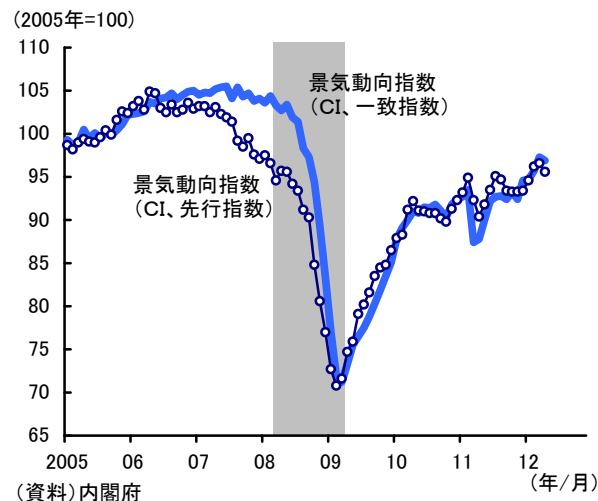
景気分析

見通し

金利動向

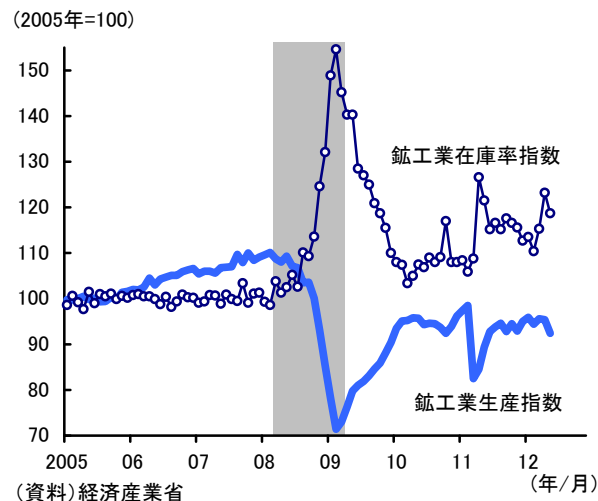
景気

復興需要の本格化やエコカー購入支援策により、景気は総じて回復



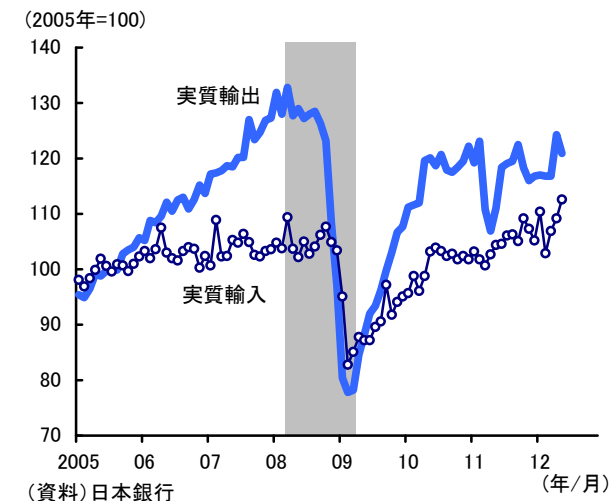
企業

生産は幅広い業種で低下
在庫率は電子・デバイスや輸送で低下



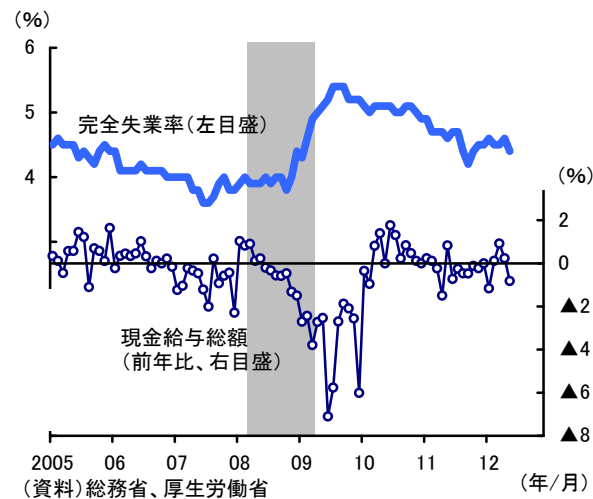
外需

輸出は好調な米国向けに増加が一段
輸入は増加が持続



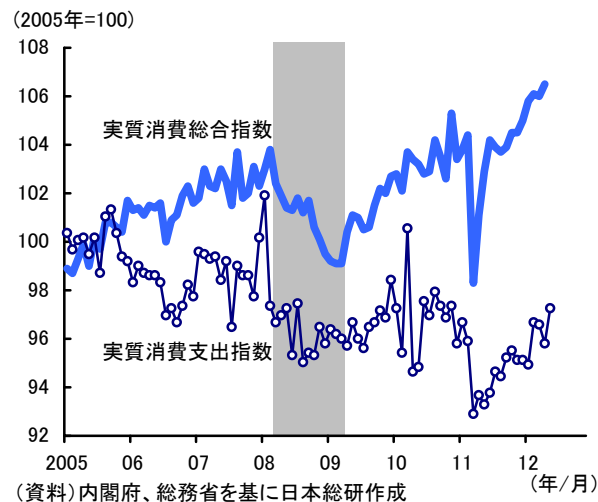
雇用所得

失業率は失業者数の減少により低下
給与は特別給与の反動減により減少



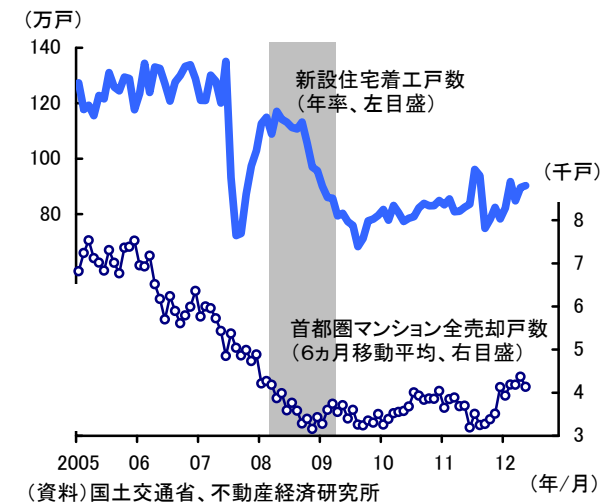
消費

エコカー購入支援策による自動車販売の
増加などを受けて堅調に推移



住宅

住宅着工は増加したものなお低水準
マンション販売は回復基調が持続



※シャドー一部は景気後退期

■外需の景気けん引力は引き続き弱い状況

現状

景気分析

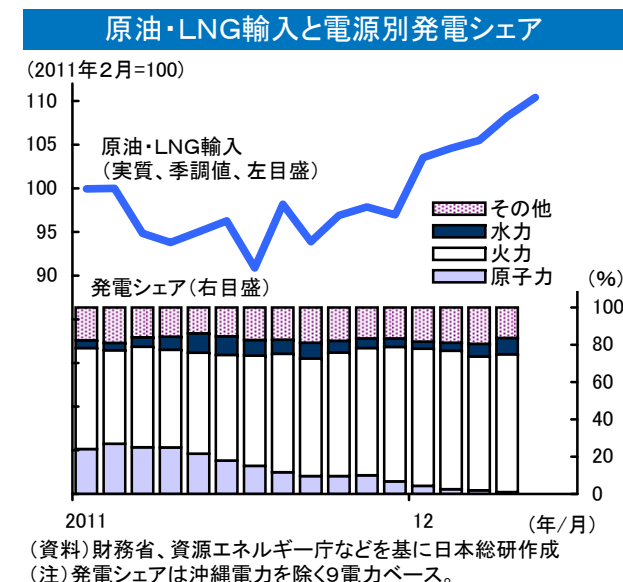
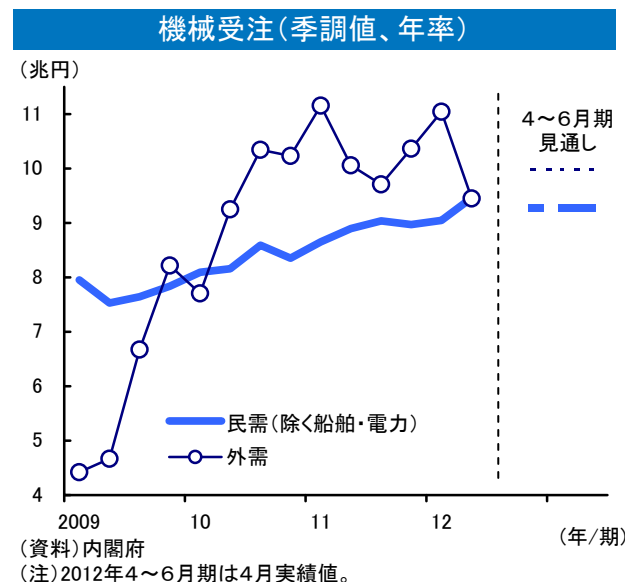
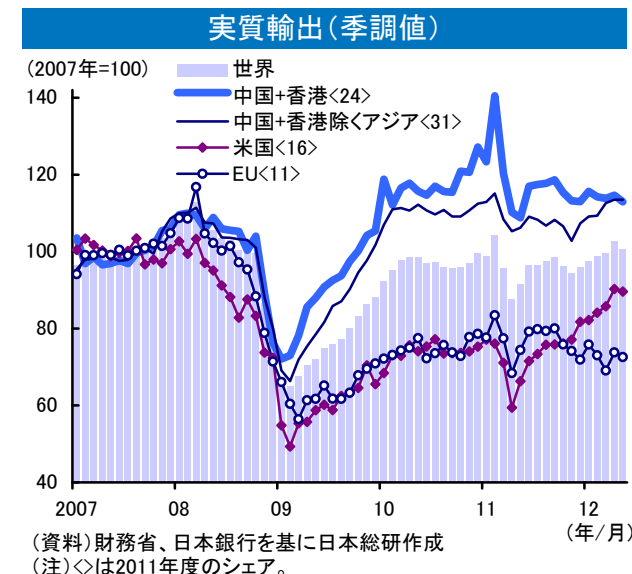
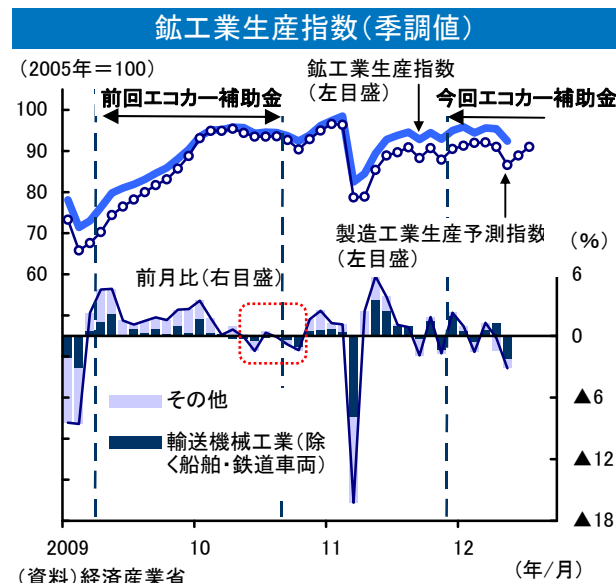
見通し

金利動向

5月の鉱工業生産指数は前月比▲3.1%と、震災直後の2011年3月以来の大幅な落ち込み。業種別にみると、輸送機械、一般機械、電子・デバイスなど、幅広い業種で減産。もっとも、今回の落ち込みはゴールデン・ウィークにおける稼働日数の減少や季節調整による歪みが影響した可能性大。エコカー補助金の予算払底が迫るなか、前回の補助金終了前後同様、自動車を中心に弱含む可能性はあるものの、緩やかな増産傾向に変化はない見通し。

輸出は前月から減少。中国向けで横ばい傾向、欧州向けで景気低迷を受けて減少基調が続くなか、米国向けでは増加傾向が一服。わが国の機械受注をみると、海外向けで見通し以上に落ち込むなど、外需に減速懸念。

輸入は火力発電向けの原油や液化天然ガスを中心に増加。結果として純輸出は引き続き低水準。



震災復興やエコカー購入支援など政策が景気を押し上げ

現状

景気分析

見通し

金利動向

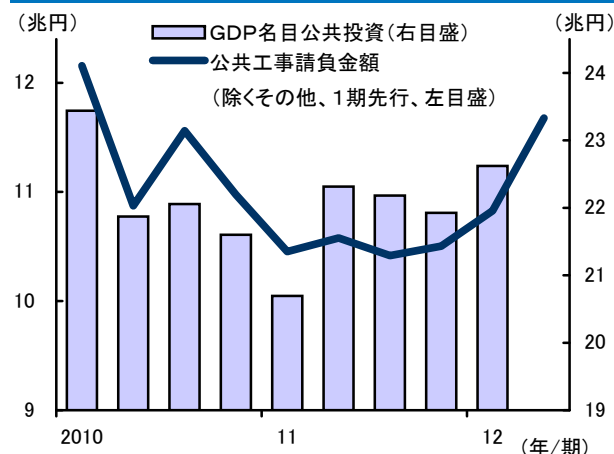
一方、内需は堅調。震災からの復旧・復興に向けた動きは年明け以降本格化。公共工事に対して先行性を有する請負金額は足許で増勢が加速。

個人消費はエコカー購入支援策を受けて自動車販売が引き続き好調。一方、地上デジタル放送への移行に伴う駆け込みの反動に見舞われているテレビを筆頭に、機械器具は弱い動きが続いており、消費動向の強弱は商品によってまちまち。

消費の元手となる所得環境は、現金給与総額（賃金指数）が5月に前年比▲0.8%と4ヵ月ぶりのマイナスに。もっとも、指数低下の主因は特別給与の大幅反動減。所定内給与のほか、残業代なども含めた定期給与は比較的高い伸びとなっていることから、総じて改善傾向は持続。

物価（コアCPI）は、5月が前年比▲0.1%と4ヵ月ぶりの下落。財別にみるとエネルギー価格の下落を受けて、石油製品の押し上げ幅が縮小したほか、家具・家電製品などのデフレ圧力もなお残存。食料（酒類を除く）およびエネルギーを除くベースでは5月が前月比▲0.6%と下落が持続。

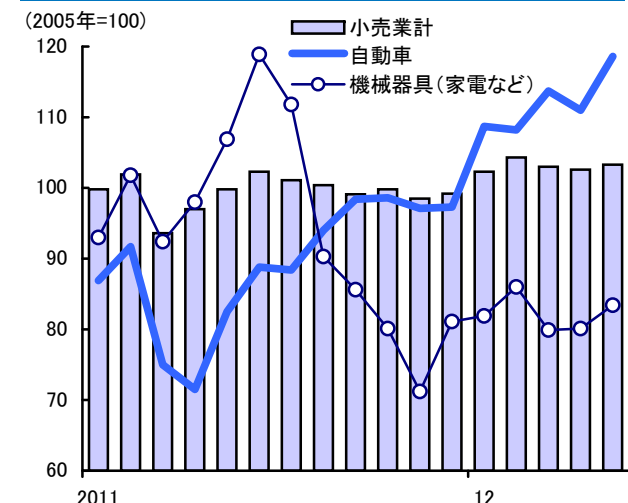
請負金額とGDP公共投資（年率、季調値）



(資料)内閣府、建設業信用保証(北海道、東日本、西日本)を基に日本総研作成

(注)震災のがれき処理は公共工事請負金額のその他に分類。

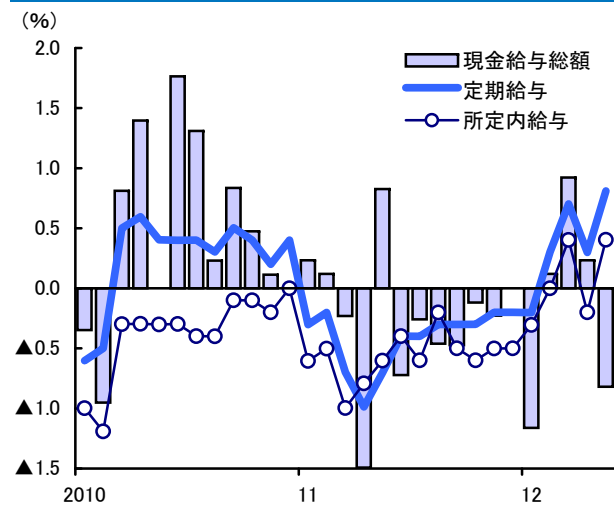
小売販売額指数(季調値)



(資料)経済産業省

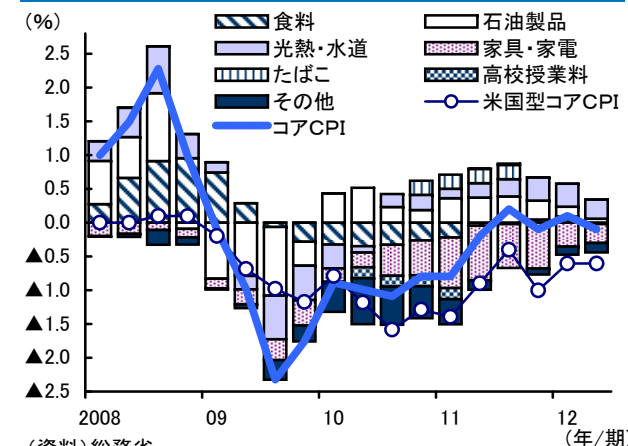
(年/月)

賃金指数(前年比)



(資料)厚生労働省

コアCPI(前年比)



(資料)総務省

(注1)コアCPIは生鮮食品を除くベース。米国型コアCPIは食料(酒類を除く)およびエネルギーを除くベース。

(注2)直近は2012年5月実績値。

日銀短観(6月調査): 堅調な内需を背景に景況感が改善

現状

景気分析

見通し

金利動向

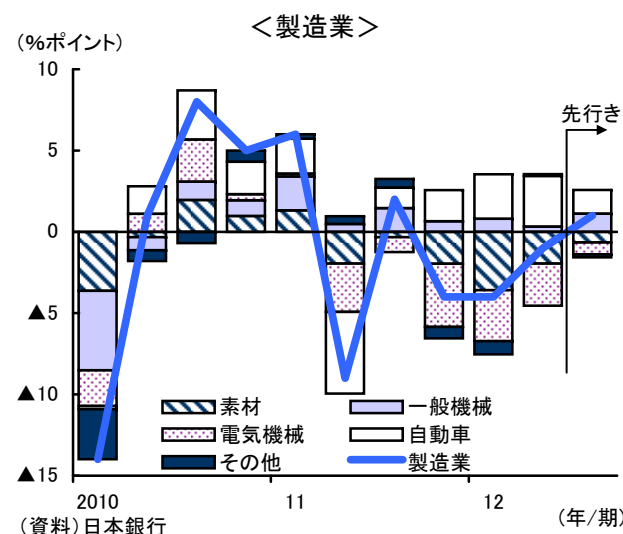
6月の業況判断D I (大企業、以下同じ) は、製造業で▲1 %ポイントと前回(3月)調査対比+3 %ポイント改善。エコカー購入支援策による販売好調を受けた自動車のほか、原材料価格の下落によるコスト低下を背景に素材業種でD I が前期から上昇。

非製造業は、+8 %ポイントと前回調査対比+3 ポイント上昇し、4年ぶりの高水準。震災からの復旧・復興需要の本格化を受けて建設関連でD I が改善。加えて、個人サービスや宿泊・飲食サービスのD I も上昇するなど、個人消費の底堅さも看取。

先行きは、製造業が4 四半期ぶりにプラス転化する見通し。もっとも、エコカー補助金が近く終了するほか、仕入れ価格判断D I も再び上昇を見込むなど、懸念材料は残存。非製造業は幅広い業種で業況の悪化を見込むものの、5 四半期連続でプラスを維持する見通し。

企業の設備投資は、製造業、非製造業ともに前回調査対比大幅に上方修正。もっとも、金額ベースでは依然低水準。

日銀短観業況判断DI(大企業)



米中景気の底堅さを受けて外需の下振れ圧力は限定的

現状

景気分析

見通し

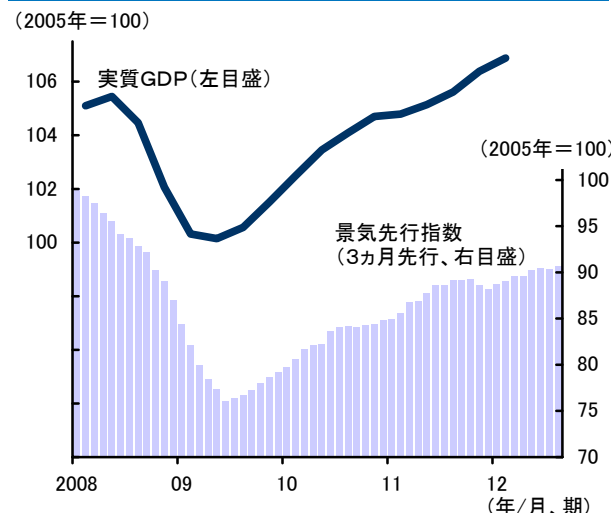
金利動向

米国は今後も回復基調を維持し、景気減速が懸念される中国も大幅な落ち込みは回避されるとみられ、わが国の輸出や生産へのマイナス影響は深刻化しない見込み。

米国経済は企業部門が堅調なほか、家計部門でも債務調整が徐々に進展。景気先行指数が上昇していることなどから判断しても、緩やかな回復基調を維持する公算。中国経済は当面減速が続くとみられるものの、インフレ圧力が緩和に向かうなか、金融緩和や財政政策が支えとなり、内需が徐々に持ち直す見込み。一方、欧州経済は緊縮財政や雇用・所得環境の悪化などから、7～9月期までマイナス成長となる見込み。もっとも、わが国のEU向け輸出は小さいため、直接的なマイナス影響は小。EUとの貿易取引規模が大きい中国を通じた間接的な影響も、欧州経済が大幅マイナス成長に陥らない限り中国の深刻な景気減速は回避されるとみられ、わが国輸出への下振れ圧力は限られる見込み。

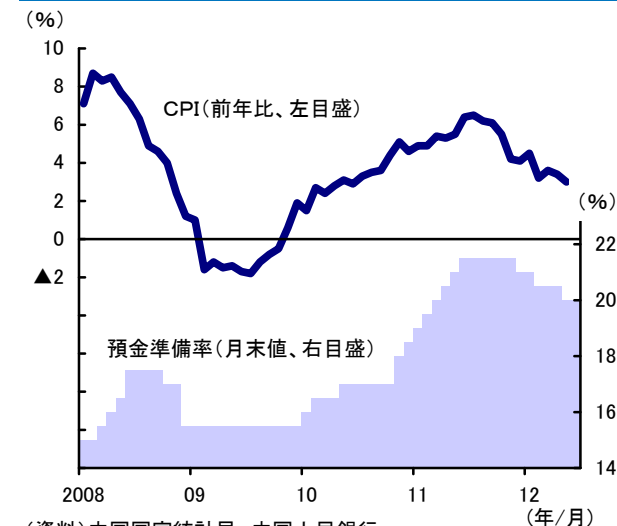
ただし、ギリシャのユーロ圏離脱懸念やスペインの金融不安など欧州重債務国の信用不安は依然根強い状況。債務問題が深刻化すれば、わが国へのマイナス影響は無視できず。

米国の景気先行指数と実質GDP



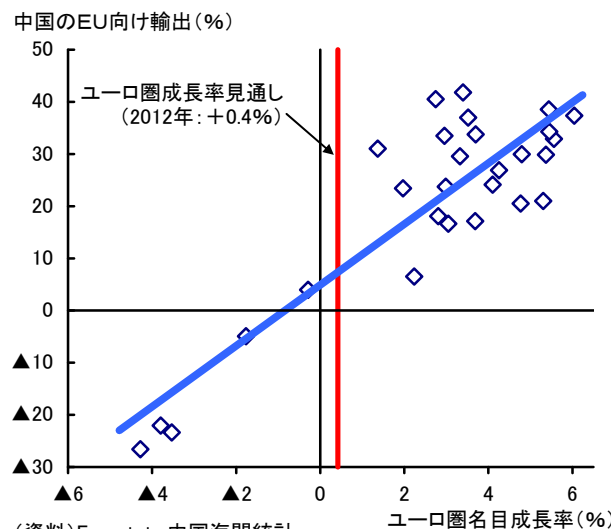
(資料) The Conference Board、Bureau of Economic Analysis

中国のCPIと預金準備率



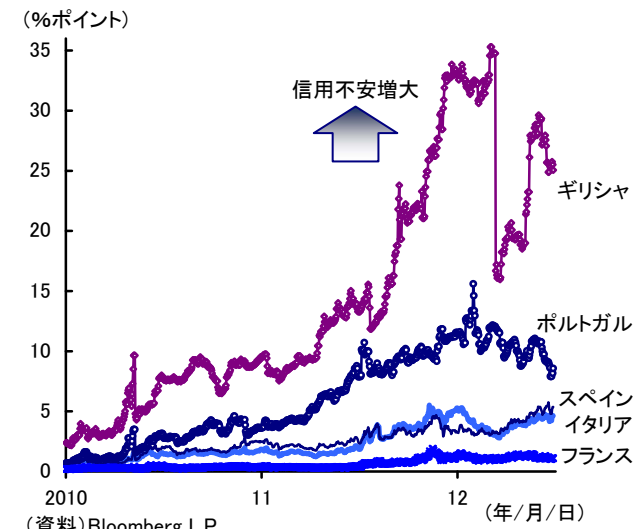
(資料) 中国国家統計局、中国人民銀行

ユーロ圏景気と中国のEU向け輸出(前年比)



(資料) Eurostat、中国海関統計

欧州各国の10年債対独スプレッド



(資料) Bloomberg L.P.

復興需要は人材面のボトルネックが障害に

政府は震災からの復旧・復興に向けて、これまで約18.5兆円の予算を策定。このうち約11.5兆円が「復興需要」としてGDPの押し上げに直接寄与する見込み。

官公需のほか、住宅着工について1995年の阪神・淡路大震災の復興パターンなどを踏まえ、今後の復興需要を想定。マクロモデル・シミュレーションによる試算では、2012年にかけて実質GDPに対して高い押し上げ効果。年度ベースでは2012年度が+1.9%ポイント、2013年度が+0.7%ポイントの押し上げ効果に。

もっとも、被災地では復旧・復興関連の人材不足や雇用のミスマッチが問題に。宮城県では、建設関連の人材が震災以降急速に不足する一方、沿岸部を中心に漁業関連を含む食品製造業の求職者数は増加。こうした状況がボトルネックになれば、復興需要は後ズレする恐れも。

実際に、復興庁の発表によると、2011年度第1次～第3次補正予算を中心とした復興予算約15兆円のうち、3月末までに執行された額は6割の約9兆円にとどまるなど、復興に向けた動きは本格化しているものの、進展度合いは緩慢。

復興需要の試算

	1次補正	2次補正	3次補正	4次補正	12年度予算	累計
政府消費支出	0.5	0.0	0.8		0.7	2.0
公共投資	1.3	0.0	3.4	(注2)	0.9	5.6
交付金、予備費など	0.1	1.3	1.4		0.9	3.8
合計	1.9	1.4	5.6	0.0	2.6	11.5

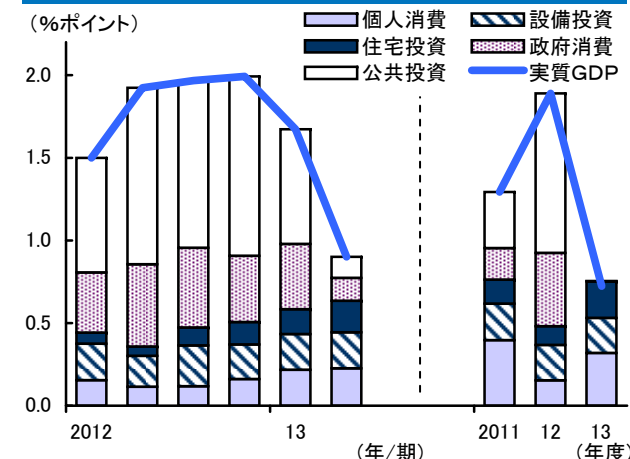
(資料)財務省を基に日本総研作成

(注1)各省各庁予定経費補正要求書等を基に、政府消費支出、公共投資、交付金・予備費に該当する項目を抽出。

(注2)第4次補正予算は、抽出可能な政府消費支出と公共投資がそれぞれ0.05兆円、0.2兆円、交付金が0.3兆円となっているものの、震災の復旧・復興とは関連性がないため、復興需要に計上せず。

(注3)四捨五入により、累計、合計の一部が項目の合計と一致せず。

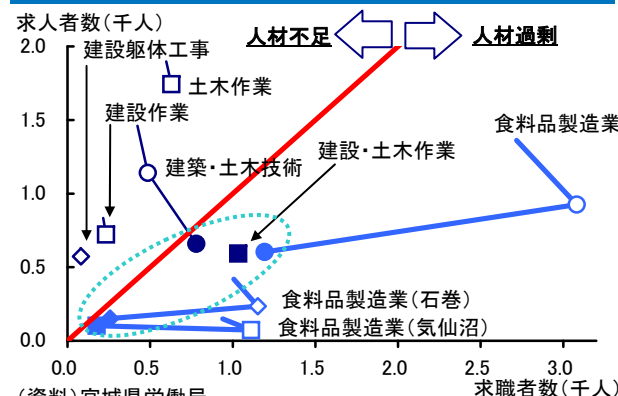
復興需要のGDP押し上げ効果(試算)



(資料)内閣府、国土交通省などを基にマクロモデルによりシミュレーション

(注)メインシナリオからのかい離率。

宮城県の職業別求人・求職者数

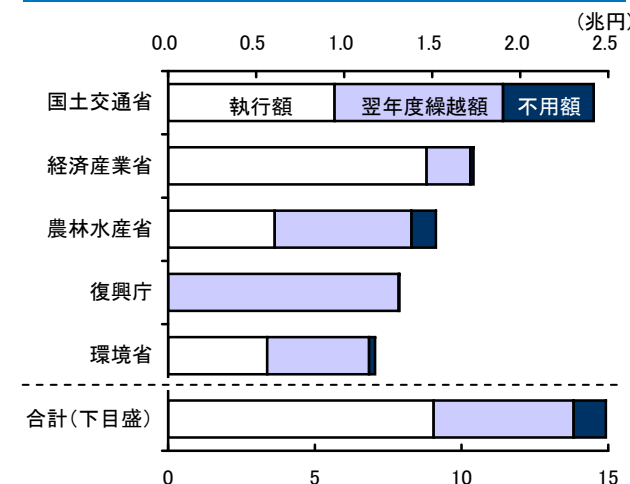


(資料)宮城県労働局

(注1)各項目の塗りつぶしは震災前(2010年4月～11年2月)、白抜きは震災後(2011年4月～11年9月)、マーカーなしは震災後(2011年10月～12年4月)の平均値。

(注2)建設作業、土木作業、建設躯体工事は震災前は未分類。建設・土木作業で代用。

復興・復興予算の進捗状況(3月末時点)



(資料)復興庁

(注)不用額は主に事業の過大見積りによるもの。

エコカー補助金の予算払底で消費は一時的に減少へ

現状

景気分析

見通し

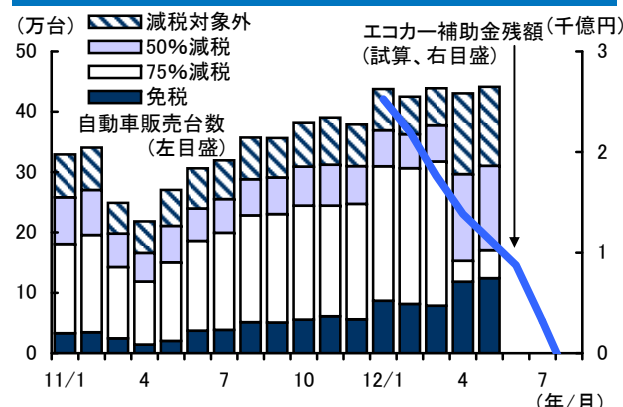
金利動向

これまで個人消費の支えとなっていたエコカー購入支援策について、補助金の予算は7～8月にも払底する可能性。予算払底後は、前回の補助金実施時と同様、自動車販売が大幅に減少する見込み。ちなみに、日本自動車工業会の需要見通しを基に、前回のエコカー補助金終了前後の自動車販売動向をあてはめると、2012年10～12月期の販売台数は年率で300万台程度まで落ち込むと試算。こうした状況から、同期の個人消費は前期比マイナスに落ち込む見通し。

もともと、個人消費を取り巻く環境をみると、①復興本格化を受けた生産の増勢持続に伴い賃金は緩やかな改善が見込まれること、②震災直後に冷え込んだ消費者マインドはほぼ回復し、不要不急の消費を控える動きも解消していること、など、必ずしも悪くはない状況。

以上を踏まえれば、個人消費は力強い伸びは期待できないものの、エコカー補助金の終了を機に腰折れする事態には至らず。

自動車販売台数とエコカー補助金残額(試算)

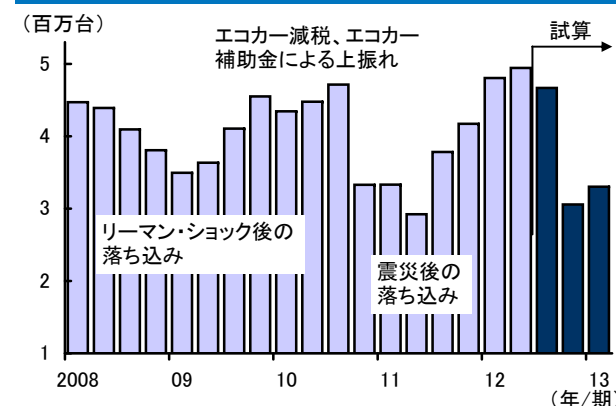


(資料)日本自動車工業会、次世代自動車振興センターを基に日本総研作成

(注1)制度変更に伴い、2012年4月分の対象台数は自動車取得税の減免措置(2012年4月～)のみの台数。

(注2)エコカー補助金は直近の平均値が続いた場合で試算。

自動車販売台数(年率、季調値、試算)



(資料)日本自動車工業会、日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会などを基に日本総研作成

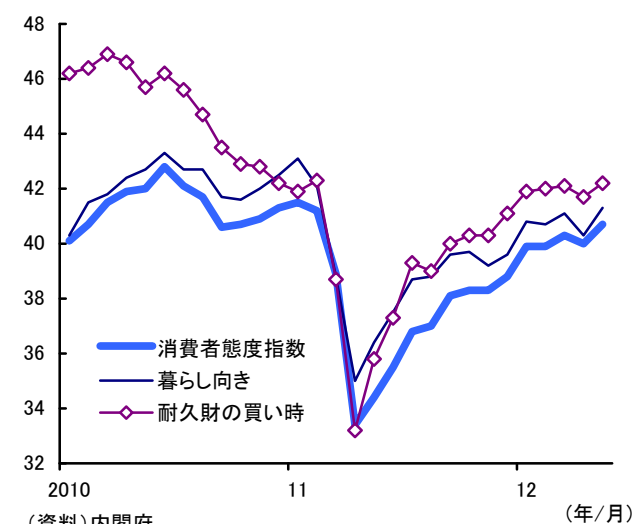
(注)日本自動車工業会の需要見通しが前回のエコカー補助金実施時と同じ達成率となり、2012年7月にかけて駆け込み需要が発生すると想定。

鉱工業生産と所定内給与(前年比)



(資料)経済産業省、厚生労働省

消費マインド(季調値)



(資料)内閣府

消費税率引き上げで2013年度に駆け込み需要

現状

景気分析

見通し

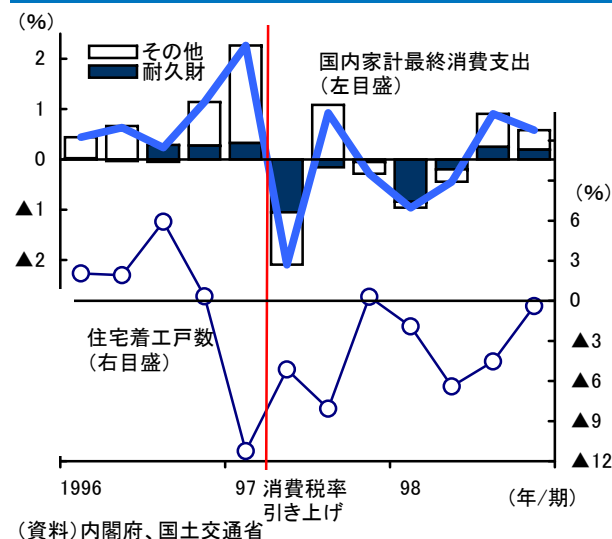
金利動向

加えて、2014年4月の消費税率の引き上げが実施されれば、2013年度後半は駆け込み需要の発生で景気が大きく上振れる見込み。実際、1997年の消費税率引き上げ時は個人消費や住宅着工が前年度に大幅に増加。

もっとも、引き上げ年度にあたる2014年度は反動減が避けられず。さらに、税率引き上げによる物価上昇は、家計の購買力低下を通じて、その後の実質ベースの個人消費を押し下げること。ちなみに、マクロモデル・シミュレーションによれば、消費税率が5%から8%に引き上げられた場合、引き上げ年度にあたる2014年度は、実質GDPが▲0.9%ポイント押し下げられると試算。

さらに、復興財源確保や財政再建に伴い、家計部門の負担は増える公算大。復興財源としての所得税は、徴収期間が長いため、単年の家計負担は小。もっとも、①子ども手当の財源となる年少扶養控除の廃止、②年金保険料の引き上げ、が家計にとって大きな負担。その結果、ネットの給付額は前年度対比で、2012年度が約▲1兆円、2013年度はさらに約▲0.5兆円減少する見込み。給付額の減少は家計の可処分所得の減少を通じて、個人消費の下振れ要因に。

消費税引き上げによる駆け込みと反動減

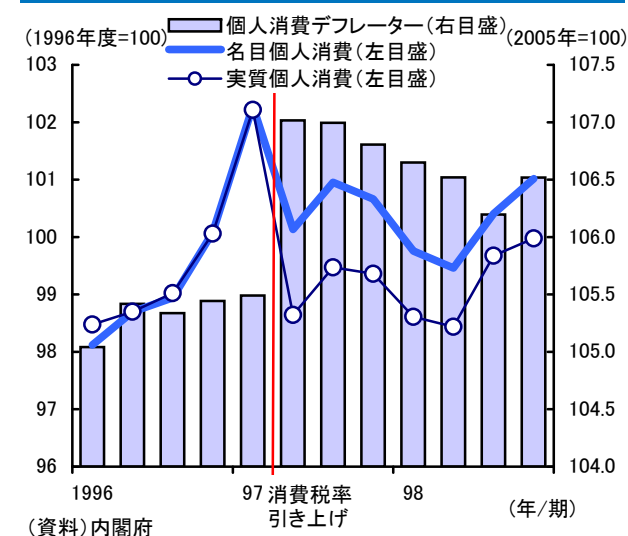


消費税引き上げ年度の影響(5%→8%、試算)

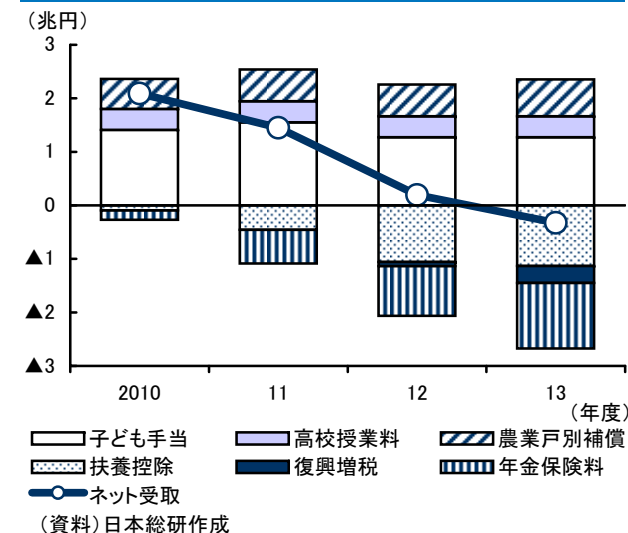
実質GDP	▲ 0.9
実質個人消費	▲ 1.5
住宅着工	▲ 2.0
CPI	+ 2.2

(資料)内閣府などを基にマクロモデルによりシミュレーション
(注)消費税率の引き上げがない場合(5%)をベースとするメインシナリオからのかい離率。

消費税引き上げ前後の個人消費



家計の負担と給付



円高など企業を取り巻く厳しい環境は持続

現状

景気分析

見通し

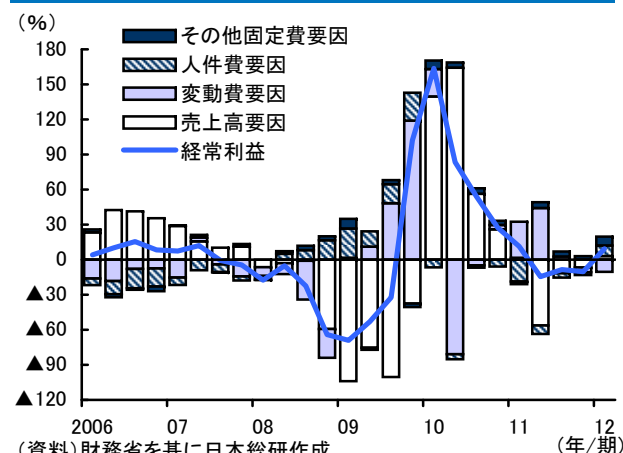
金利動向

1～3月期の法人企業統計によると、企業収益は前年比ベースで4四半期ぶりの増収増益。もっとも、経常利益を要因別にみると、人件費をはじめとする固定費の減少が利益の押し上げに寄与する一方、売り上げ増による押し上げは限定的。

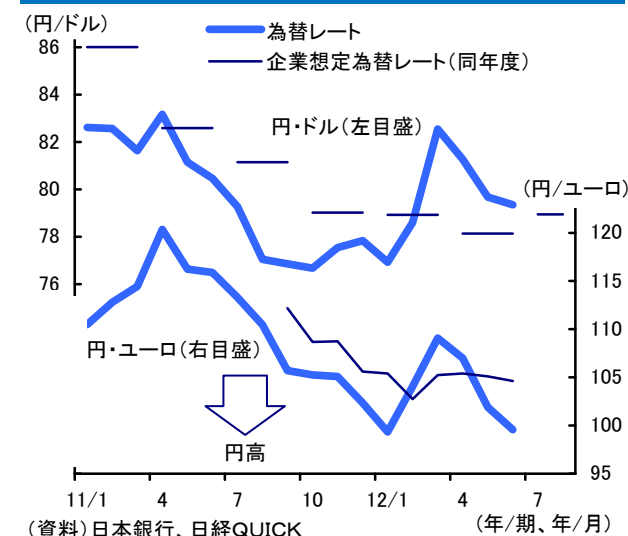
こうした企業の厳しい収益環境のひとつに円高を指摘可能。足許の円相場は、①欧州債務問題に対する懸念、②米追加金融緩和期待の高まり、などを背景に円高に振れやすい状況。円高・ドル安については一部業種で価格効果による為替差益を受けるものの、その後の輸出数量の押し下げや業種間での影響波及により、経済全体としてみれば収益を押し下げることに。ちなみに、マクロモデル・シミュレーションによれば、仮にドル・円、ユーロ・円がそれぞれ約10円上昇し、1ドル＝70円、1ユーロ＝90円となった場合、企業収益は1年目に▲5.1%ポイント、2年目に▲7.4%ポイント押し下げられると試算。さらに、実質GDPは1年目に▲0.7%ポイント、2年目に▲1.2%ポイント下振れる見込み。

円高をはじめ厳しい収益環境が続けば、企業の設備投資に対する慎重姿勢は一段と強まる可能性。

経常利益(全産業、前年比)



為替レートと企業の想定為替レート



円高がわが国経済に与える影響試算

<企業収益への影響>

(%ポイント)

円・ユーロ 円・ドル	95円	90円	85円
75円	▲2.5 / ▲3.6	▲2.8 / ▲3.9	▲3.0 / ▲4.2
70円	▲4.9 / ▲7.1	▲5.1 / ▲7.4	▲5.4 / ▲7.7
65円	▲7.5 / ▲11.0	▲7.8 / ▲11.3	▲8.1 / ▲11.6

<実質GDPへの影響>

(%ポイント)

円・ユーロ 円・ドル	95円	90円	85円
75円	▲0.3 / ▲0.6	▲0.4 / ▲0.7	▲0.4 / ▲0.8
70円	▲0.6 / ▲1.2	▲0.7 / ▲1.2	▲0.7 / ▲1.3
65円	▲1.0 / ▲1.8	▲1.0 / ▲1.9	▲1.1 / ▲2.0

(資料) 財務省、内閣府などを基にマクロモデルによりシミュレーション

(注1) 各項目の左側が1年目、右側が2年目の影響。

(注2) 1ドル＝80円、1ユーロ＝104円をベースとするメインシナリオからのかい離率。

(注3) 企業収益は金融業・保険業を除くベース。

■原発再稼働でも関西の電力不足や生産減少リスクは残存

現状

景気分析

見通し

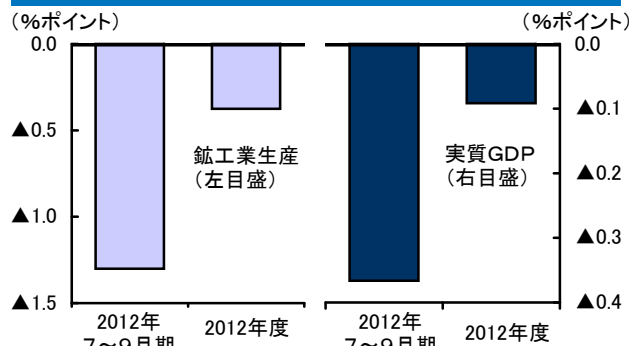
金利動向

関西地方では、大飯原発の再稼働により電力需給は大幅に改善する見通し。もっとも、政府は引き続き節電目標を掲げており、節電による生産や景気への下振れ圧力は残存。ちなみに、西日本を中心に節電が実施された場合、生産の下振れにより、2012年7～9月期の実質GDPは約▲0.4%ポイント押し下げられると試算。もっとも、昨年の東京電力管内でみられた照明の間引きや空調の設定温度の引き上げなど、経済活動へのマイナス影響を最小限に抑えるような節電により、下振れリスクを軽減することは十分可能。

ただし、大飯原発のフル稼働後も電力需給がほぼ拮抗する状況下、2010年のような記録的猛暑になれば、計画停電が実施される可能性も。電力供給が強制的にストップする計画停電が実施されれば、マイナス影響は無視できず。

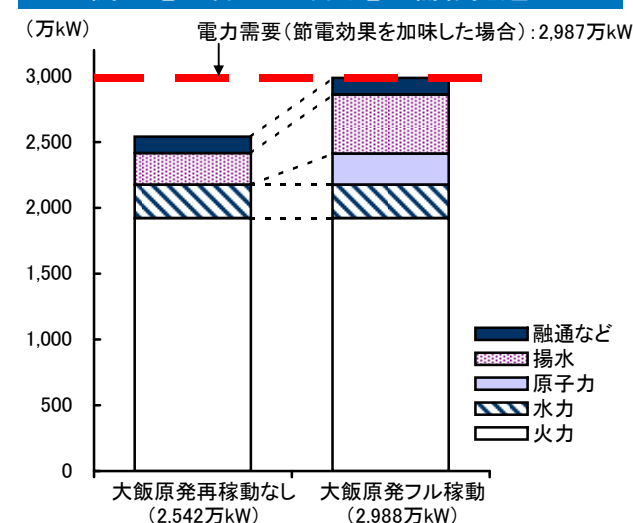
関西地方の生産活動は、震災直後こそ代替生産で上振れたものの、被災地で復旧が進むにつれて代替分はく落したほか、新興国経済の減速や円高の影響を受けて低下。地理的にも復興需要の恩恵を受けにくく、今夏の電力需給が逼迫すれば同地域の景気が一段と冷え込む恐れ。

政府目標の節電が経済に与える影響(試算)



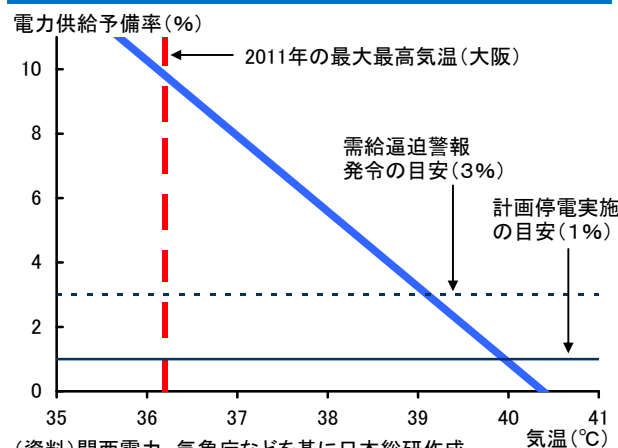
(資料)各経済産業局、電気事業連合会などを基に日本総研作成
(注1)関西、九州、四国、北海道電力管内など政府が節電目標を掲げる地域を対象。
(注2)昨夏の東電管内の節電目標に対する電力量減少が各管内で同様に生じると仮定。
(注3)大飯原発再稼働後の節電目標が節電期間を通じて実施されると仮定。

関西電力管内の今夏電力需給見通し



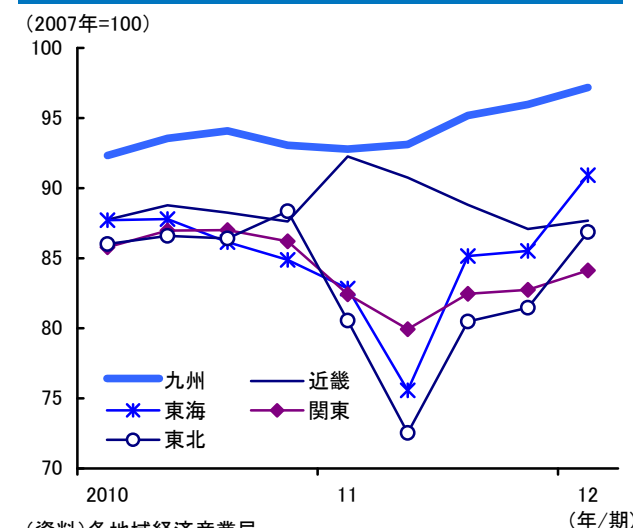
(資料)関西電力、国家戦略室

関西電力管内の電力供給(試算)



(資料)関西電力、気象庁などを基に日本総研作成
(注1)大飯原発3、4号機がフル稼働した場合。
(注2)2011年7月1日～9月9日(東電管内の電力使用制限令実施期間)のデータを使用。

地域別鉱工業生産指数(季調値)



政策効果と消費増税前の駆け込みで2年連続のプラス成長

現状

景気分析

見通し

金利動向

わが国主要経済指標の予測値(2012年7月3日時点)

(四半期は前期比年率、%、%ポイント)

	2012年				2013年				2014年	2011年度	2012年度	2013年度
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3			
	(実績)	(予測)								(実績)	(予測)	
実質GDP	4.7	1.6	2.0	0.1	1.3	1.2	1.3	2.8	4.5	▲ 0.0	2.3	1.5
個人消費	4.9	0.4	1.3	▲ 2.0	0.6	0.7	0.9	3.2	6.8	1.1	1.7	1.1
住宅投資	▲ 6.0	16.4	16.7	4.5	2.7	3.0	8.5	8.7	▲ 8.3	3.6	7.7	4.9
設備投資	▲ 8.2	3.4	2.6	3.2	3.0	3.1	3.3	3.4	4.2	0.9	2.9	3.2
在庫投資 (寄与度)	(1.3)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲ 0.4)	(0.2)	(0.1)
政府消費	3.0	0.6	0.8	0.8	0.5	0.3	0.2	0.5	0.7	1.8	1.3	0.5
公共投資	16.3	8.2	4.5	2.1	▲ 0.5	▲ 4.7	▲ 7.9	▲ 2.4	▲ 1.0	3.1	5.4	▲ 2.9
純輸出 (寄与度)	(0.5)	(▲ 0.4)	(▲ 0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.1)	(▲ 0.1)	(▲ 1.0)	(▲ 0.2)	(0.2)
輸出	12.4	2.0	3.0	4.0	3.9	4.3	4.5	4.8	4.8	▲ 1.4	4.1	4.2
輸入	7.9	3.9	3.6	2.4	2.6	2.5	2.5	3.8	4.9	5.3	4.9	2.9

(前年比、%)

名目GDP	1.4	2.4	1.8	1.7	1.1	1.2	0.7	1.3	2.3	▲ 2.0	1.8	1.4
GDPデフレーター	▲ 1.3	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.3	0.1	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 2.0	▲ 0.5	▲ 0.1
消費者物価 (除く生鮮)	0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.1	0.0	▲ 0.1	0.0
鉱工業生産	4.7	6.8	3.0	1.8	3.1	3.4	1.2	1.5	2.2	▲ 1.0	3.6	2.1

完全失業率 (%)	4.6	4.4	4.4	4.3	4.3	4.2	4.2	4.1	4.1	4.5	4.4	4.2
経常収支 (兆円)	2.33	0.89	1.26	0.32	1.76	1.36	1.73	0.79	2.45	7.89	4.23	6.33
対名目GDP比 (%)	2.0	0.8	1.1	0.3	1.5	1.1	1.5	0.6	2.0	1.7	0.9	1.3
円ドル相場 (円/ドル)	79	80	80	81	81	82	84	86	88	79	80	85
原油輸入価格 (ドル/バレル)	116	121	104	111	115	115	115	115	115	114	113	115

(資料)内閣府、総務省、経済産業省、財務省などを基に
日本総研作成

(注)2014年4月に消費税率の引き上げ(5%→8%)が実施されると想定。

海外経済の前提

(前年比、%)

	2012年	2013年
	(予測)	(予測)
米国	2.1	2.1
ユーロ圏	▲ 0.5	0.5
中国	8.2	8.7

過去の実質GDP予測値

(前年比、%)

	2011年度	2012年度	2013年度
	(予測)	(予測)	(予測)
4月号	▲ 0.2	1.9	1.6
5月号	▲ 0.2	1.9	1.6
6月号	▲ 0.0	2.2	1.7

2012年度前半は、①復興需要の本格化による官公需や住宅投資の増加、②エコカー購入支援策による個人消費の増加、が景気押し上げに作用。もっとも、エコカー補助金は夏にも予算が払底。その結果、秋以降の自動車販売が大幅に落ち込むとみられ、10~12月期は個人消費の減少によりほぼゼロ成長となる見込み。

その後も、外需の景気けん引力に期待できないほか、内需の自律回復力も弱いなか、復興需要の押し上げ効果の減衰・はく落により、2013年度前半にかけて成長ペースが鈍化する見込み。一方、2013年度後半は、消費税率の引き上げを控えて耐久財消費や住宅投資で駆け込み需要が発生し、景気を大きく押し上げる見込み。

なお、欧州債務問題の深刻化、新興国経済の一段の減速、円高進行、電力需給の逼迫、など、わが国を取り巻く不透明要因が残存しており、景気は下振れリスクを抱えている状況。

消費者物価は、光熱費の上昇が指数を押し上げると見込まれるものの、家具・家電などではデフレ圧力が根強く続く見通し。

長期金利は1%前後の低水準が続く見通し

現状

景気分析

見通し

金利動向

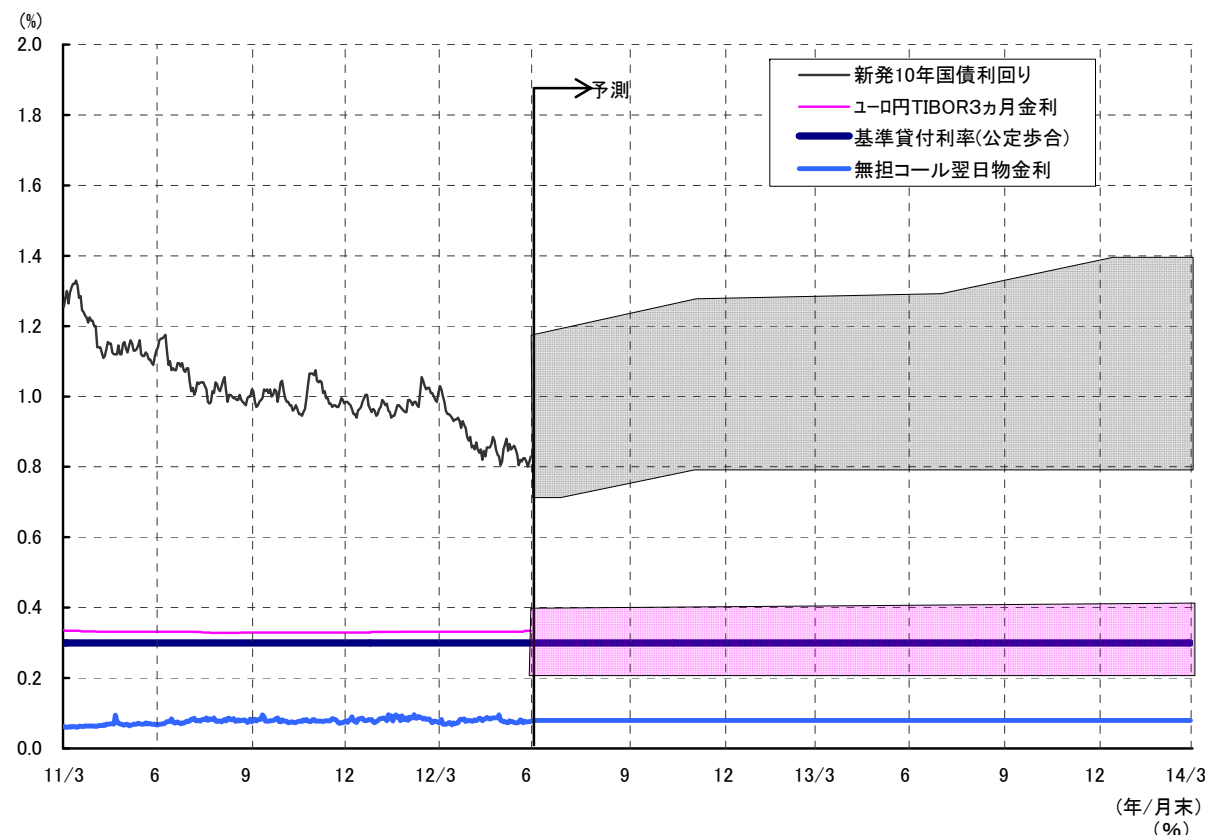
日銀は、6月14～15日の定例会合において、金融政策の現状維持を決定。追加緩和については見送り。

長期金利は、月初、ギリシャのユーロ離脱観測やスペインの金融不安の強まりから安全資産選好の動きが広がり、一時0.790%まで低下。その後は、ギリシャ再選挙をうけた、ギリシャのユーロ離脱リスクの後退、スペイン銀行への資本注入策の決定等により、一方的な金利低下に歯止めがかかり、0.8%台前半を中心とした推移が持続。

今後を展望すると、日銀はデフレ脱却に向けた姿勢を明確にした政策運営を継続。先行きも状況に応じて、基金の増額、買い入れ対象国債の年限拡大など、さらなる金融緩和拡充策を実施する可能性。

長期金利は、当面は、欧州債務問題への懸念が根強く残り、金利下押し圧力として作用するため、1%割れの水準で推移が続く見込み。もっとも、欧州債務問題の一段の深刻化が回避されれば、米国景気の底堅さが確認されてくるにつれ、金利下押し圧力が弱まり、1%前後の水準に復帰する見通し。

わが国主要金利の見通し



	2012年				2013年				2014年
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3
無担コールO/N誘導目標	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
基準貸付利率(公定歩合)	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
ユーロ円TIBOR3ヵ月物金利	0.30	0.38	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
円スワップ5年物金利	0.48	0.43	0.50	0.55	0.55	0.60	0.70	0.75	0.75
新発10年国債利回り	1.00	0.89	0.90	0.95	1.00	1.05	1.10	1.15	1.20

(注)無担コール・基準貸付利率は末値。
その他は期中平均値。

→ 予測

円高が進めば、株価低迷が長期化するリスク

現状

景気分析

見通し

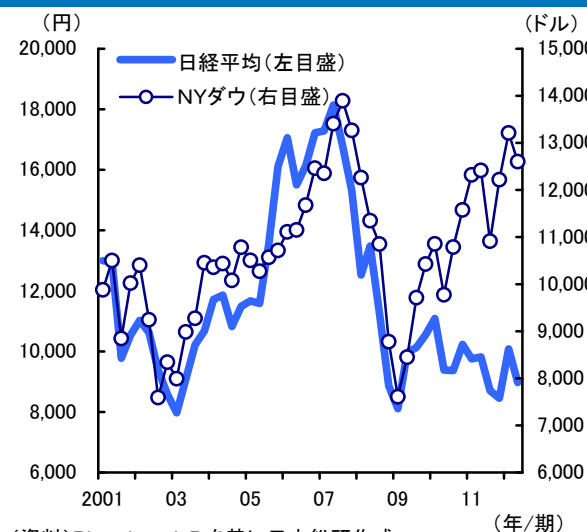
金利動向

日経平均株価とNYダウはこれまで強い相関を有していたものの、2009年以降両者が大きく乖離。①NYダウがリーマン・ショック前の水準に近づいていること、②国内の企業収益が回復傾向にあること、等を踏まえると、足元の日経平均株価は低すぎる水準。

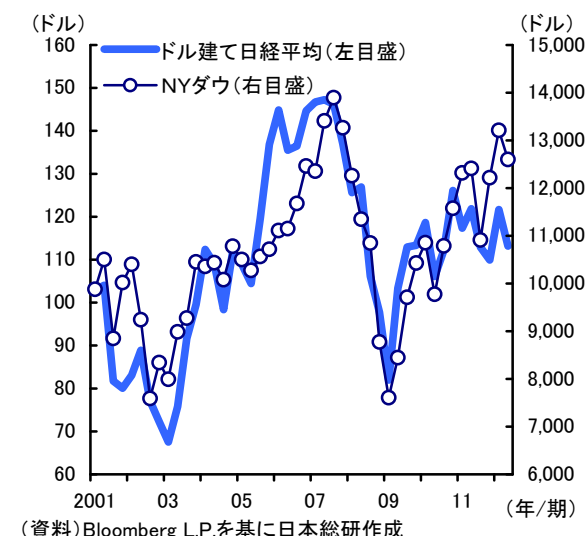
この背景には、海外投資家による日本株売却を指摘可能。外貨ベースで運用している海外投資家にとっては、円高は円資産ポートフォリオのウェイト上昇をもたらすため、日本株を売却して、ポートフォリオを修正する必要。実際、ドル建ての日経平均とNYダウの動きをみてみると、リーマンショック以降も連動。一方、国内投資家による株取引が冷え込んでいるため、売買高に占める海外投資家の割合は大きく上昇。これらの結果、海外投資家による株式売却の影響力が強まり、日経平均株価を押し下げる力として作用。

今後、家計貯蓄の株式等リスク資産へのシフトが進み、国内投資家の厚みが増していかなければ、日経平均株価が企業収益の改善だけでなく、為替に大きく左右される構図が続く公算大。企業収益が回復を続けても、同時に円高が進行すれば、株価低迷が長期化する可能性も。

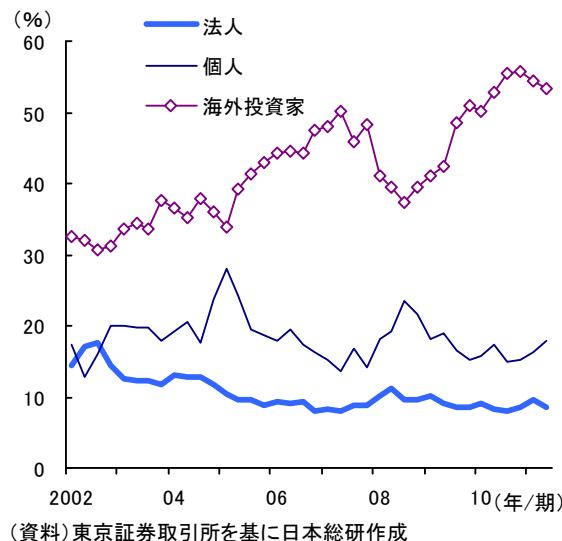
日経平均とNYダウ



ドル建て日経平均とNYダウ



東証一部売買高に占める投資の割合



日経平均採用銘柄の経常利益率

