
日本経済展望

2012年6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. 4

◆見通し p. 10

◆金利動向 p. 11

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6月4日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

概況：足許の景気は緩やかながらも総じて回復

現状

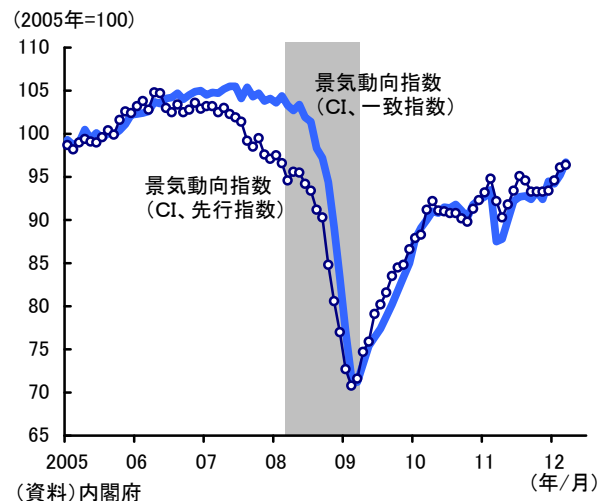
景気分析

見通し

金利動向

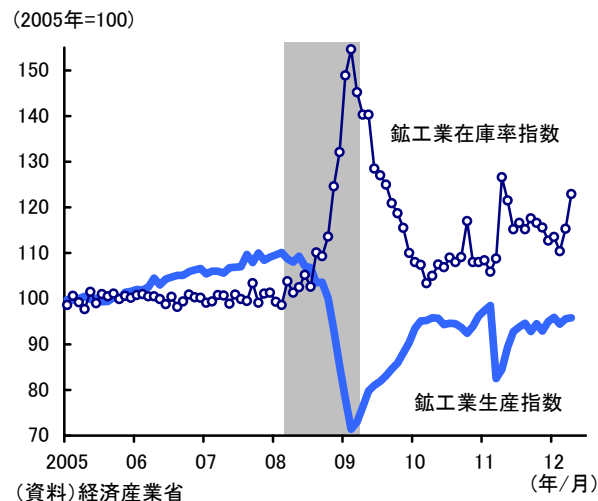
景気

復興需要の本格化やエコカー購入支援策により、景気は緩やかながらも総じて回復



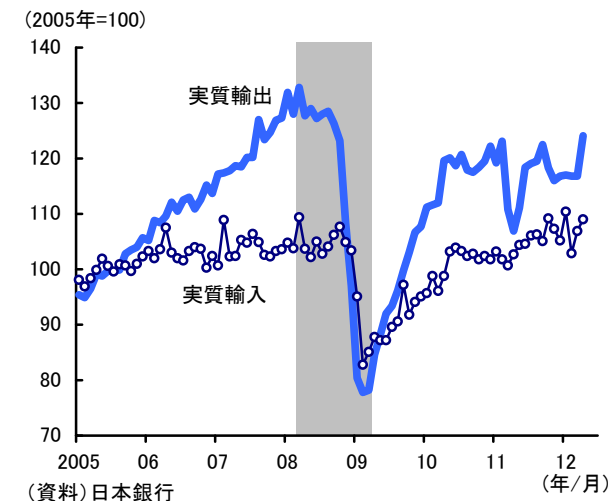
企業

生産は緩やかな回復基調
在庫率は電子部品・デバイスなどで上昇



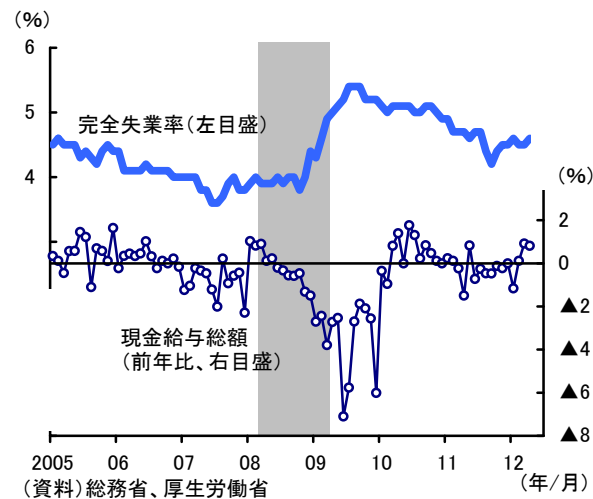
外需

輸出は米国向けの増加がけん引
輸入は高止まり



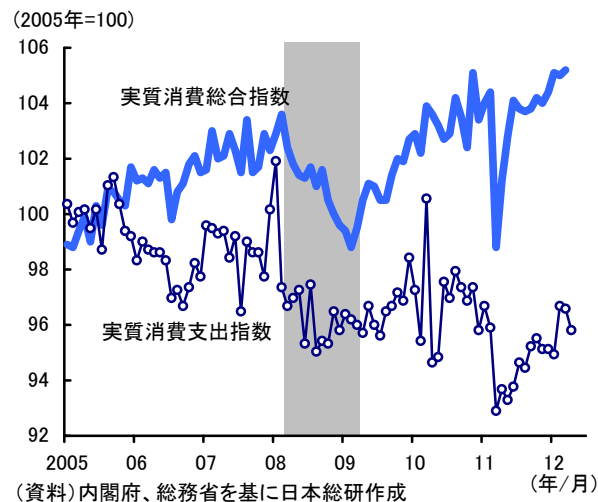
雇用所得

失業率は失業者数の増加により上昇
給与は改善が持続



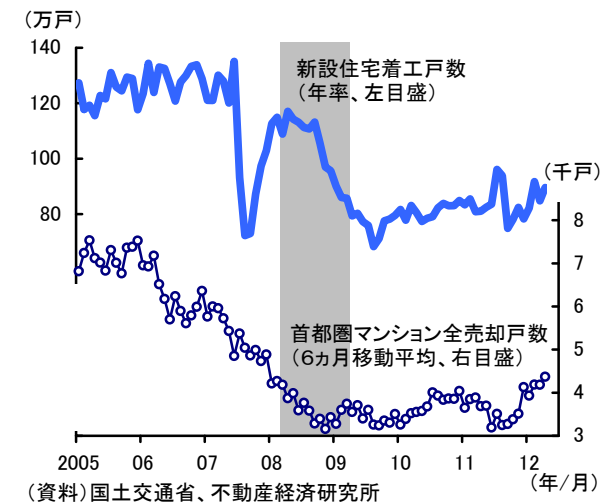
消費

エコカー購入支援策による自動車販売の
好調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
マンション販売は増勢持続



※シャドー一部は景気後退期

生産は回復基調の一方で外需は弱い動きが持続

現状

景気分析

見通し

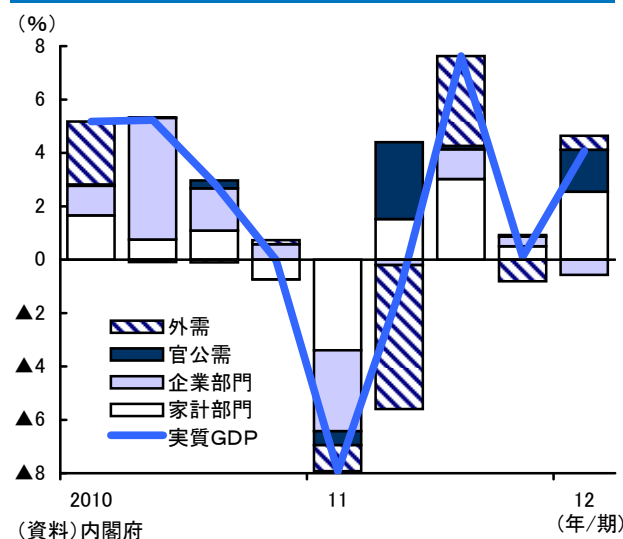
金利動向

1～3月期の実質GDPが前期比年率+4.1%（前期比+1.1%）と高めの成長となるなど、景気は総じて回復傾向。

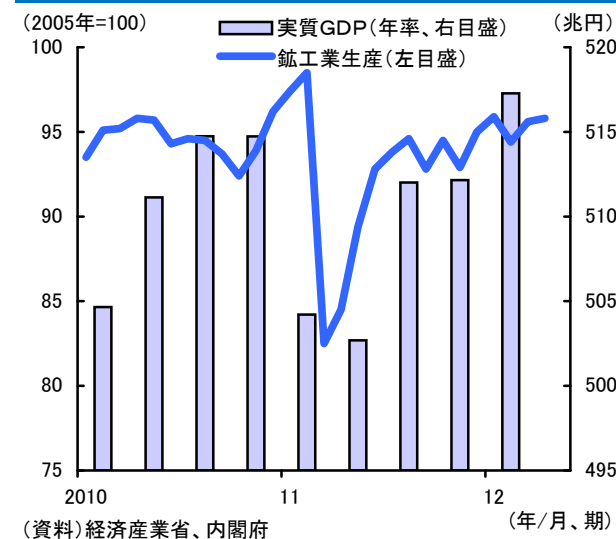
景気動向を端的に示す鉱工業生産指数はタイ洪水のマイナス影響がほぼなくなり、4月が前月比+0.2%と2ヵ月連続の上昇。5月の生産予測指数は同▲3.2%と大幅減産が見込まれているものの、季節調整によるブレが影響しているとの見方。景気ウォッチャー調査における製造業の景況感が先行き改善していることなどを踏まえると6月は再び増産へ。

外需の成長寄与は限定的。輸出は米国向けを中心に足許で増加した一方、輸入は火力発電向けの原油や液化天然ガスの増加により高止まり。結果として純輸出は引き続き低水準。

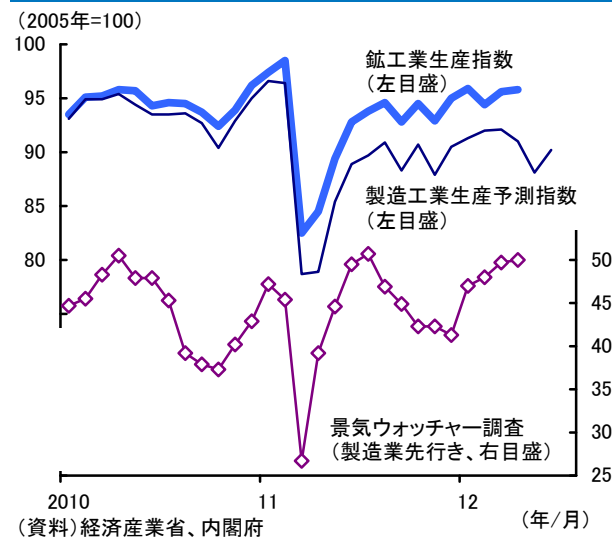
実質GDP成長率(前期比年率)



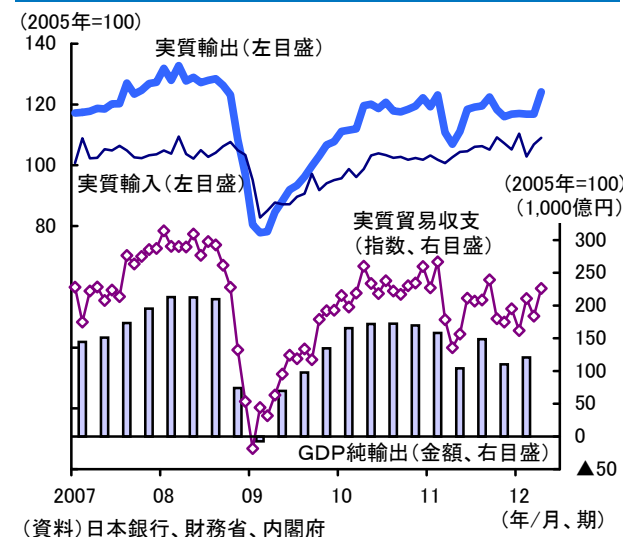
鉱工業生産指数と実質GDP(季調値)



鉱工業生産と製造業景気ウォッチャー調査



実質輸出入(季調値)



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

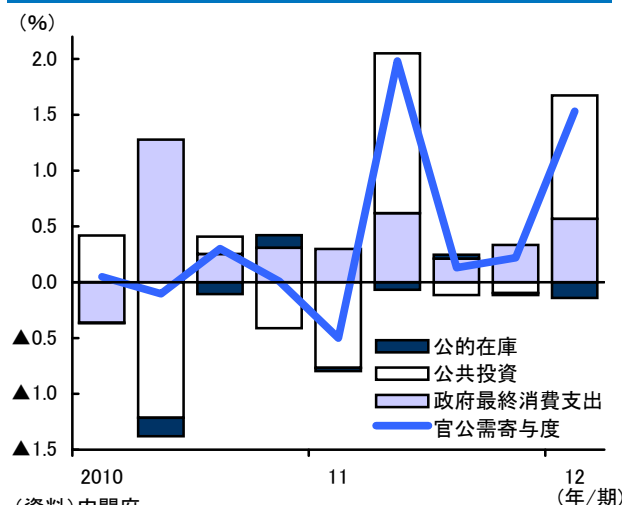
内需は堅調。予算の執行遅れが懸念された震災からの復旧・復興に向けた動きは、年明け以降本格化し、1～3月期の公共投資は3四半期ぶりに増加。

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。

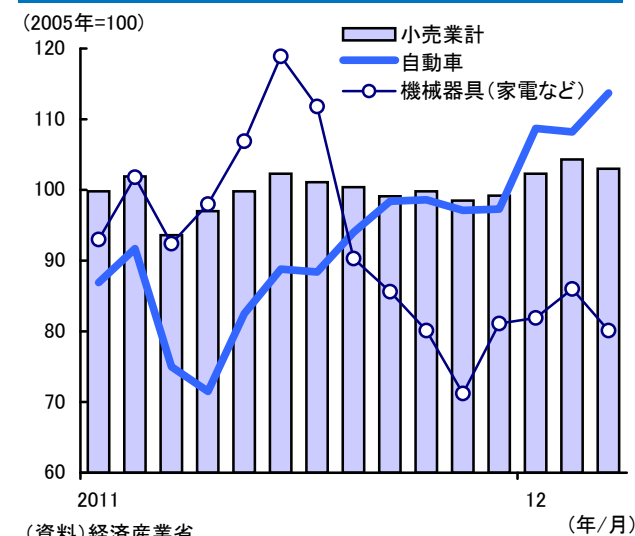
消費の元手となる所得環境は、現金給与総額（賃金指数）が4月に前年比+0.8%と3ヵ月連続でプラスとなるなど、改善傾向が持続。

物価（コアCPI）は2009年の大幅下落以降マイナス幅が徐々に縮小し、4月は前年比+0.2%と3ヵ月連続の上昇。もっとも、財別にみるとエネルギー価格の上昇により石油製品や光熱・水道が物価の押し上げに寄与した一方、家具・家電製品などのデフレ圧力はなお残存。食料（酒類を除く）およびエネルギーを除くベースでは4月が前月比▲0.3%と下落が持続。

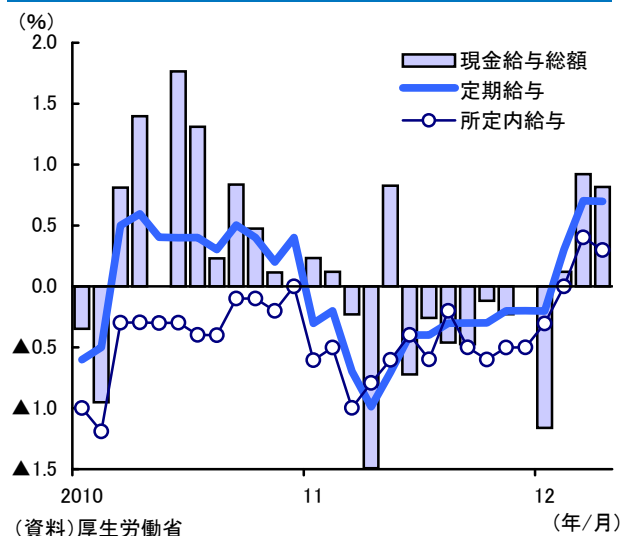
官公需の実質GDP寄与度(前期比年率)



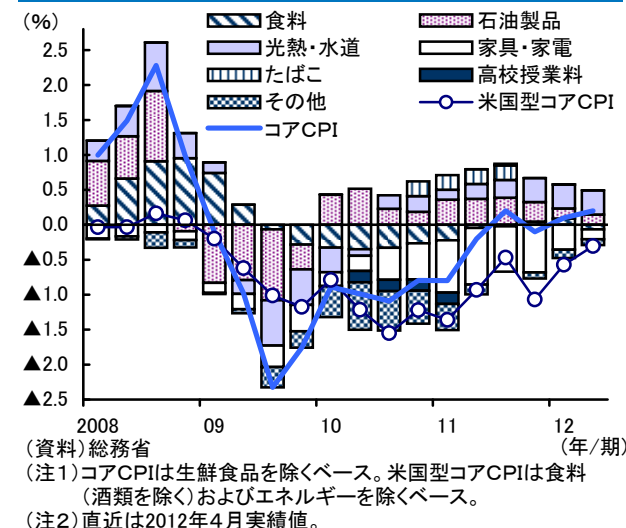
小売販売額指数(季調値)



賃金指数(前年比)



コアCPI(前年比)



米中景気の大幅な落ち込み回避でマイナス影響は限定的

現状

景気分析

見通し

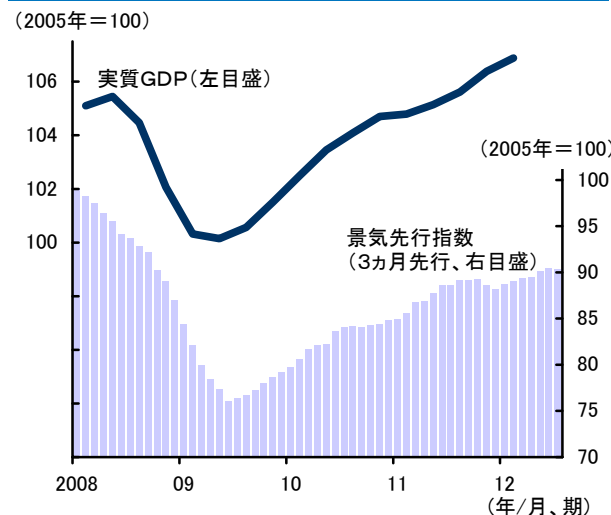
金利動向

米国や中国で景気減速懸念が強まる状況。もっとも、両国ともに先行き景気の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限られる見込み。

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。景気先行指数は緩やかながらも総じて上昇しており、同国景気は回復基調を維持する公算。中国経済は輸出の増勢が鈍化しているものの、インフレ圧力が緩和に向かうなか、金融緩和などによ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、4～6月期に再びマイナス成長となる見込み。もっとも、わが国のEU向け輸出は金額ベースで小さいため、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をみても、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。

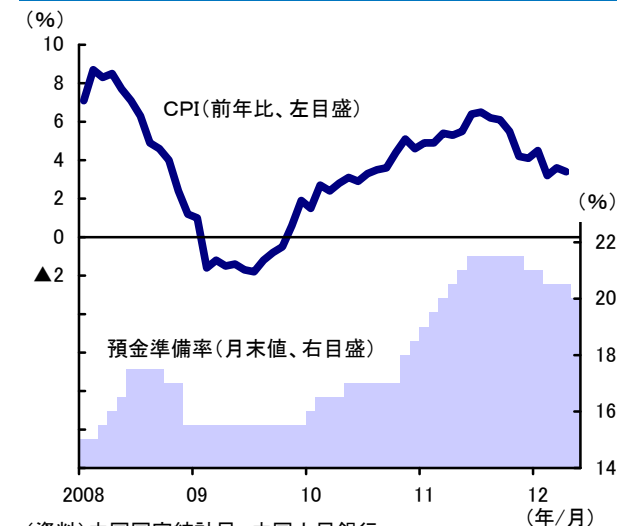
ただし、ギリシャの再選挙やスペインの金融不安などユーロ圏の債務問題を巡る懸念は根強い状況。金融システム不安が深刻化すれば、わが国へのマイナス影響は無視できず。

米国の景気先行指数と実質GDP



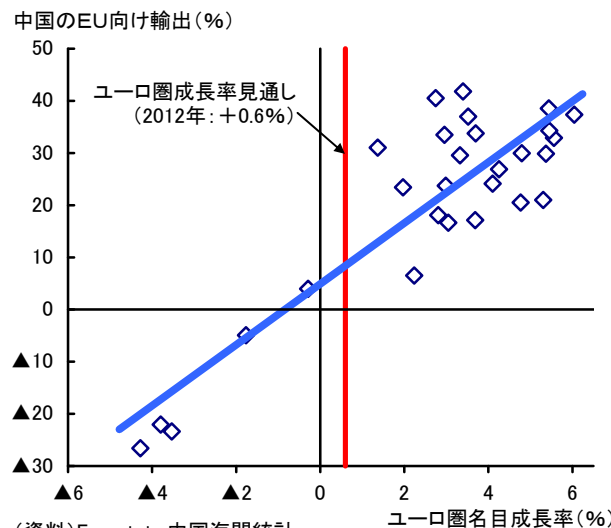
(資料) The Conference Board、Bureau of Economic Analysis

中国のCPIと預金準備率

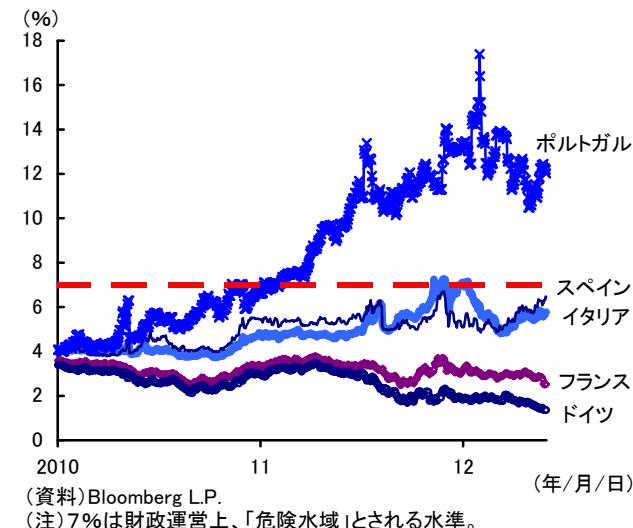


(資料) 中国国家統計局、中国人民銀行

ユーロ圏景気と中国のEU向け輸出(前年比)



欧州主要各国の10年物国債利回り(前年比)



復興需要は徐々に本格化も人材面のボトルネックが障害に

現状

景気分析

見通し

金利動向

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11.5兆円が政府消費支出や公共投資など「復興需要」としてGDPの押し上げに直接寄与する見込み。

産業別の財・サービスがどの需要項目に供給されたかを示す全産業供給指数をみると、公共投資向けは構築物の供給増加を受けて3ヵ月連続で上昇。震災からの復旧・復興活動は徐々に本格化。

先行きについても、公共投資に対して先行性を有する請負金額の増勢が足許で加速していることから、4～6月期の公共投資も増加が続く公算。

もともと、被災地では復旧・復興関連の人材不足が依然として問題に。震災発生以降、1倍を大きく超えていた建設関連の有効求人倍率は足許で小幅低下したものの、業種によっては人手不足がなお深刻な状況。人材面でのボトルネックの解消が進まなければ、復旧・復興作業が予定より遅れる可能性も。

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

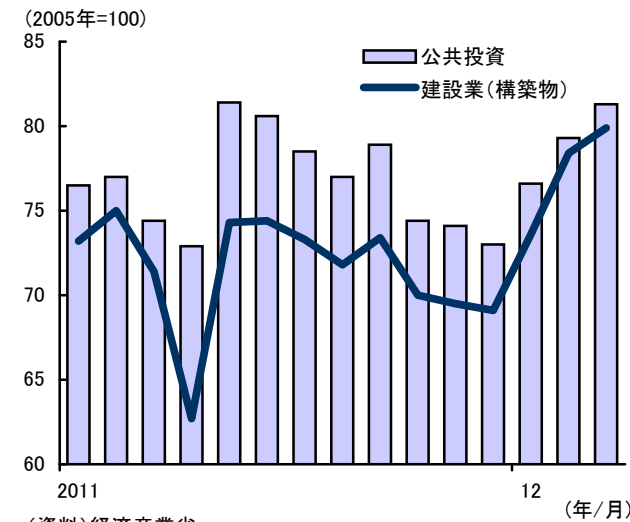
(資料)財務省を基に日本総研作成

(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。

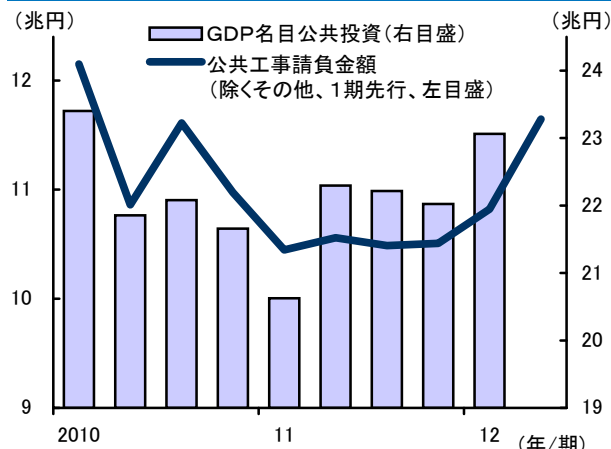
(注2)第4次補正予算は、抽出可能な政府消費支出と公共投資がそれぞれ0.05兆円、0.2兆円、交付金が0.3兆円となっているものの、震災の復旧・復興とは関連性がないため、復興需要に計上せず。

(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。

公共投資向け全産業供給指数(季調値)



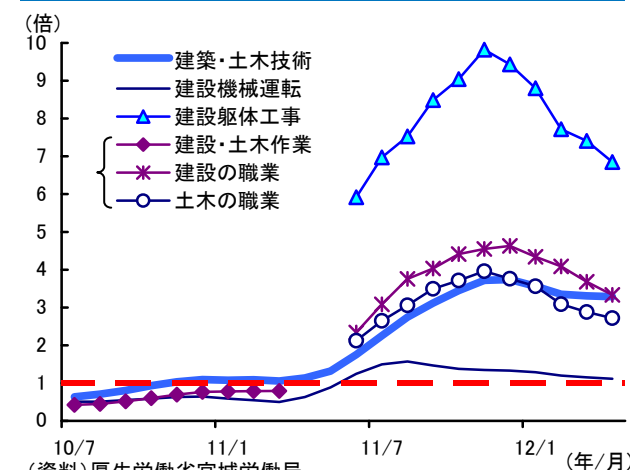
請負金額とGDP公共投資(年率、季調値)



(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。

宮城県の建設関連求人倍率(3ヵ月移動平均)



(資料)厚生労働省宮城労働局

(注)建設躯体工事は震災以降発表となった項目。建設・土木作業は震災以降建設の職業と土木の職業に細分化。

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

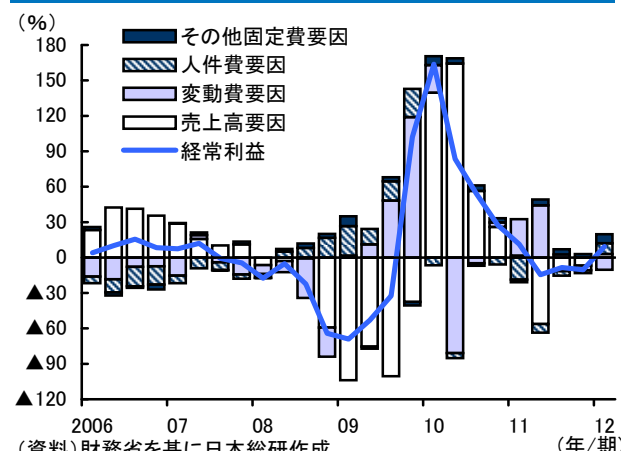
金利動向

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。円高・ドル安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、結果として収益を押し下げること。マクロモデル・シミュレーションによれば、10%の円高・ドル安が進行すれば、経常利益は今年度▲3.9%、来年度▲6.8%押し下げられると試算。加えて、足許ではユーロに対しても円が大きく上昇。貿易取引におけるユーロ建て決済額は輸出超過のため、幅広い業種で収益下振れ要因に。

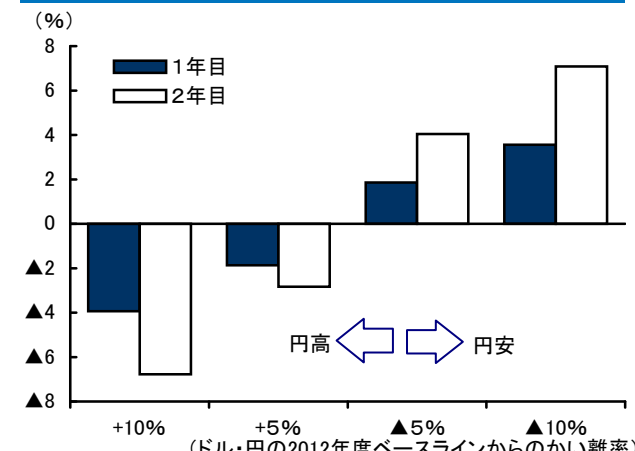
設備投資に対して先行性を有する機械受注は、新興国経済の減速を背景に外需向けで減少が見込まれる一方、国内向けは復興需要の本格化を受けて増加する見通し。もっとも、円高をはじめ厳しい収益環境が続けば、企業の設備投資に対する慎重姿勢は一段と強まる可能性も。

経常利益(全産業、前年比)



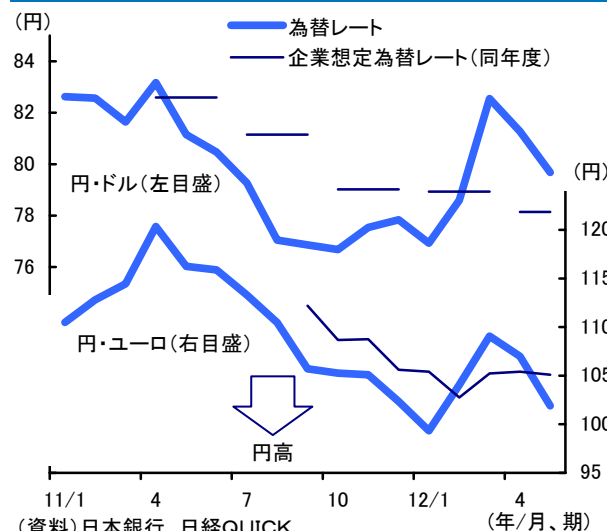
(資料)財務省を基に日本総研作成
(注1)金融業・保険業を除くベース。
(注2)その他固定費＝減価償却費＋(支払利息－受取利息)。変動費＝経常利益－売上高－人件費－その他固定費。

円高・円安が企業収益に与える影響試算



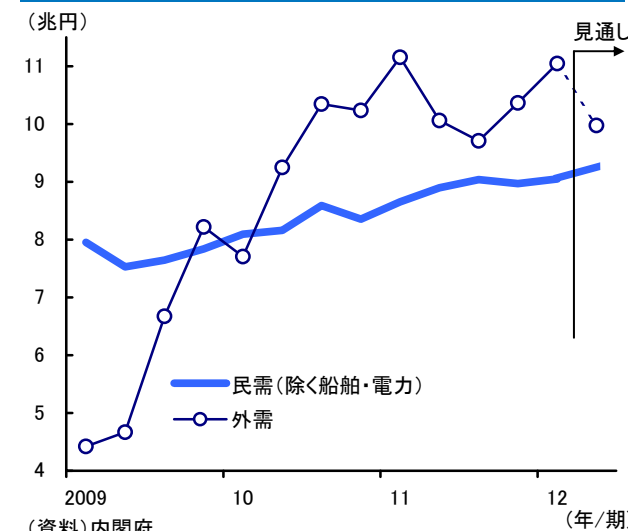
(資料)財務省などを基にマクロモデルによりシミュレーション
(注1)経常利益(除く金融・保険)ベース。
(注2)1ドル＝83.0円をベースとするメインシナリオからのかい離率。

為替レートと企業の想定為替レート



(資料)日本銀行、日経QUICK

機械受注(年率)



(資料)内閣府

原発再稼働も関西の電力不足や生産低迷リスクは残存

現状

景気分析

見通し

金利動向

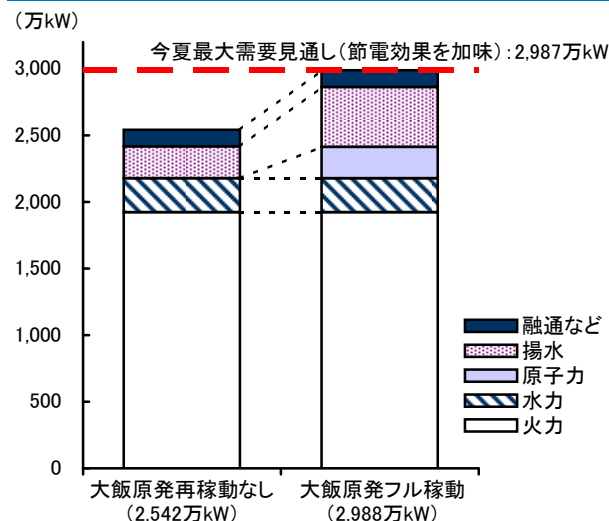
関西電力大飯原発の再稼働を巡り、政府は5月30日、4大臣会合において関係自治体から安全性に一定の理解を得られつつあると表明。近く再稼働を最終決定する方針。大飯原発の再稼働により、関西地方の電力需給は大幅に改善する見通し。

もっとも、原発のフル稼働は節電要請開始の7月2日までは間に合わず。加えて、フル稼働後も電力需給はほぼ拮抗する状況で、一昨年のような猛暑となれば、不測の事態に備えて計画停電を実施することもある。

仮に電力不足や計画停電が実施される事態となれば、節電や電力使用不能による生産活動の低下を招来。とりわけ、関西地方は製造業のウェイトが高く、電力不足が生産活動へ与える影響は昨年電力不足が懸念された関東地方よりも甚大。

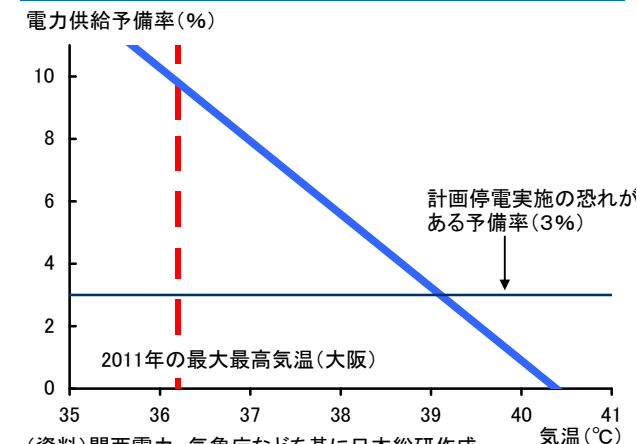
関西地方の生産活動は、震災直後こそ代替生産で上振れたものの、東北や関東で復旧が進むにつれて代替分がはく落したほか、新興国経済の減速や円高の影響を受けて低下。地理的にも震災の復興需要の恩恵を受けにくく、今夏の電力需給が逼迫すれば同地域の景気が一段と冷え込む恐れ。

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)

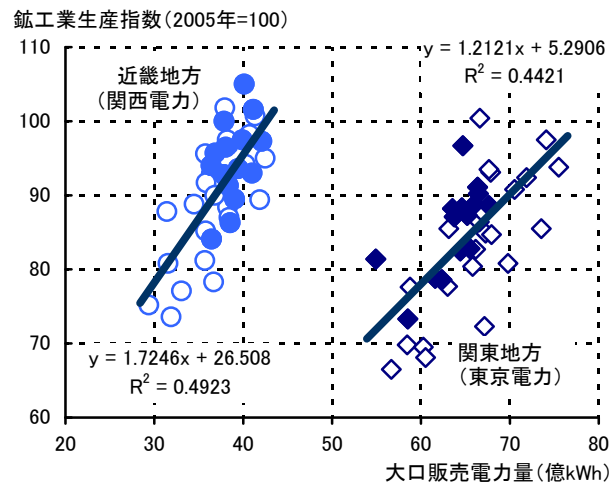


(資料) 関西電力、気象庁などを基に日本総研作成

(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。

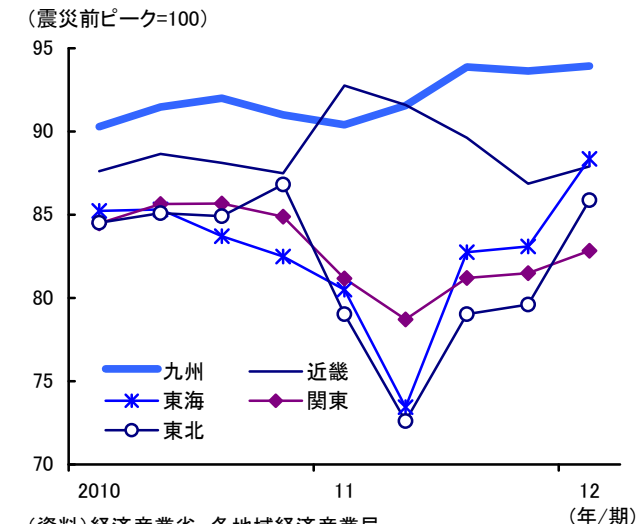
大口電力需要と鉱工業生産



(資料) 経済産業省近畿産業局、関東産業局、電気事業連合会

(注) 塗りつぶしは震災以降(2011年3月～)の実績値。

地域別鉱工業生産指数(季調値)



(資料) 経済産業省、各地域経済産業局

■エコカー購入支援策が消費を支えるも近く予算は払底へ

現状

景気分析

見通し

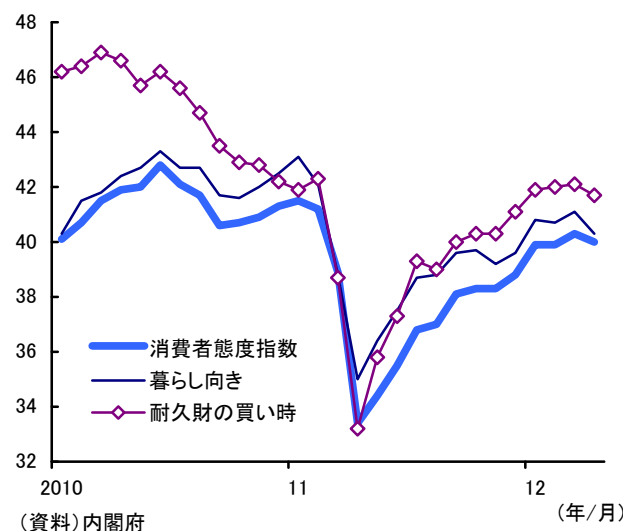
金利動向

消費者マインドは震災による冷え込みがほぼ解消。加えて、消費の元手となる所得環境は、所定内給与が2ヵ月連続で前年比増加。今後も、震災からの復興本格化を受けた鉱工業生産の増勢持続に伴い、改善が続く見込み。

足許の個人消費の押し上げに大きく寄与している自動車販売は、エコカー補助金やエコカー減税など購入支援策を背景に引き続き好調。もっとも、エコカー補助金の予算は来年初めまでの期間終了を待たずに払底する公算大。シミュレーションによれば今年1月以降の販売増加ペースが続いた場合、8月には補助金政策が終了する見込み。前回のエコカー補助金実施時にみられた事前のアナウンスによる駆け込み需要が発生すれば、予算払底はさらに前倒しになる可能性も。

エコカー補助金終了後は、前回実施時と同様、自動車販売が大幅に減少するとみられ、秋以降の個人消費が弱含む恐れ。

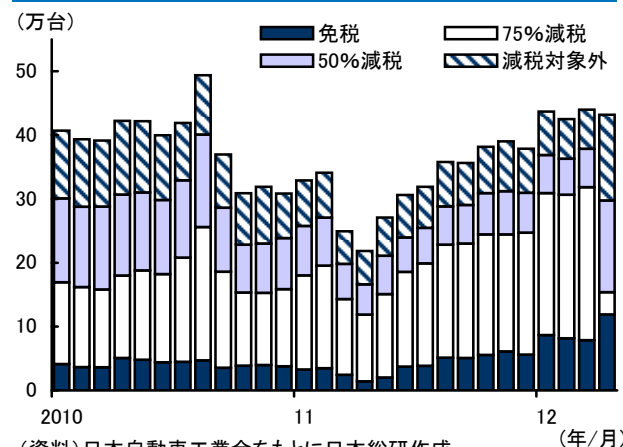
消費マインド(季調値)



鉱工業生産と所定内給与(前年比)

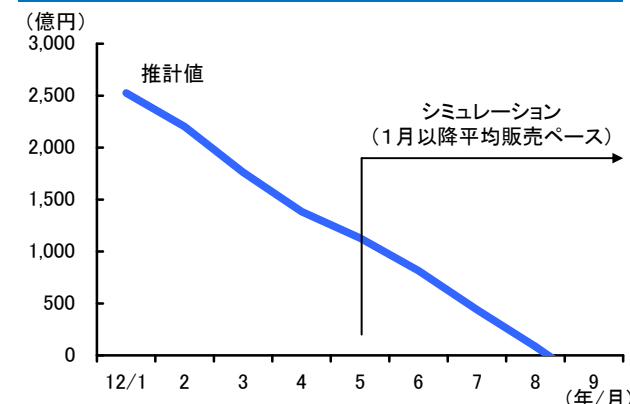


自動車販売台数(季調値)



(注)エコカー減税制度の変更に伴い、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。自動車重量税は2012年5月より新制度に変更。

エコカー補助金の残り予算額(試算)



(注1)購入から申請まで1ヵ月程度の期間を要すると仮定。
(注2)自動車販売の乗用車と軽の内訳はエコカー補助金開始後の実績平均値で横ばいと仮定(乗用車:67%。軽:33%)。

家計負担の増加が消費の重石に

現状

景気分析

見通し

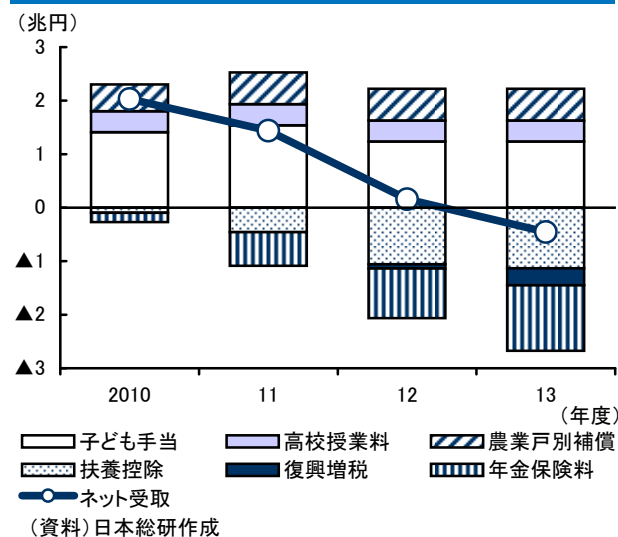
金利動向

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25年と長いため、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、2012年度のネットでもみた給付額は、前年度対比約▲1兆円減少する見込み。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。マクロモデル・シミュレーションによれば、可処分所得が1兆円減少すると、最終的に個人消費を▲0.7兆円押し下げるインパクトに。

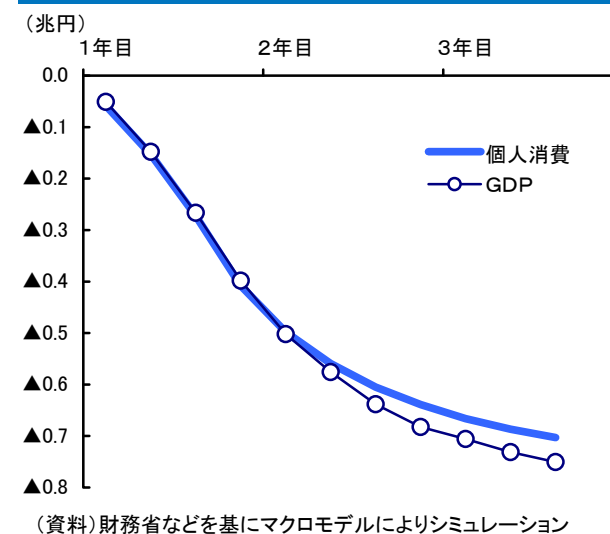
2014年4月の消費税率引き上げを織り込んだ場合、耐久消費財や住宅などで駆け込み需要が発生し、2013年度後半の景気を大きく押し上げる見込み。一方、税率引き上げによる物価上昇は、家計の購買力低下を通じてその後の実質ベースの個人消費を押し下げることになる。

なお、政府・与党は消費税を2014年4月に8%まで引き上げることなどを柱とする「消費増税関連法案」を国会へ提出。もっとも、与党内での成立に向けた動きがまとまらず、法案成立は不透明な状況。

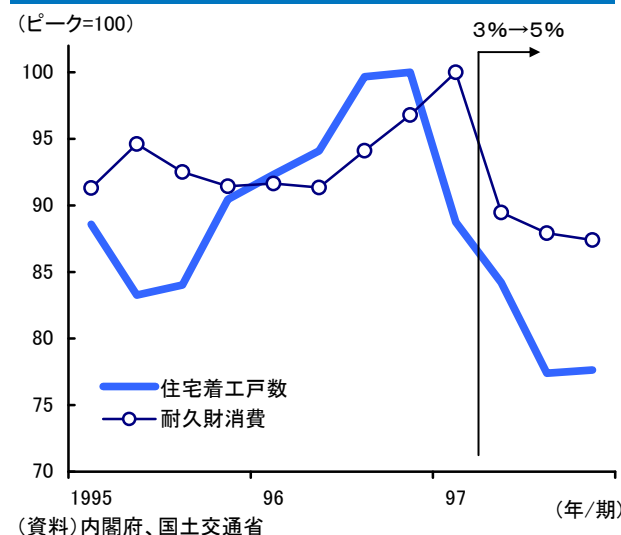
家計の負担と給付



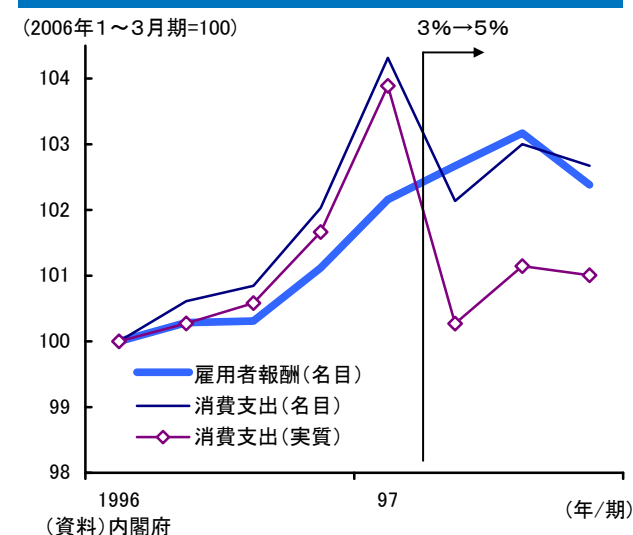
所得1兆円減少の影響(年率)



消費税引き上げによる駆け込みと反動減



消費税引き上げ前後の個人消費



政策が支える12年度、消費増税駆け込みで持ち直す13年度

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6月4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	4.1	1.5	1.7	1.4	1.3	1.2	1.3	2.8	4.6	▲ 0.0	2.2	1.7
個人消費	4.4	0.4	1.0	0.5	0.6	0.7	0.9	3.2	6.8	1.1	1.8	1.4
住宅投資	▲ 6.1	9.6	12.4	6.6	1.3	1.3	8.5	8.7	▲ 8.3	3.6	5.5	4.2
設備投資	▲ 14.8	4.2	2.6	2.8	3.0	3.1	3.3	3.4	4.2	0.2	1.6	3.2
在庫投資 (寄与度)	(1.7)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲ 0.4)	(0.3)	(0.1)
政府消費	2.8	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5	0.7	1.9	1.1	0.4
公共投資	23.6	8.0	4.5	2.1	1.2	▲ 4.7	▲ 7.9	▲ 2.4	▲ 1.0	3.9	6.8	▲ 2.6
純輸出 (寄与度)	(0.5)	(▲ 0.4)	(▲ 0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.1)	(0.0)	(▲ 1.0)	(▲ 0.2)	(0.2)
輸出	12.3	0.9	3.0	3.8	3.9	4.3	4.5	4.8	4.8	▲ 1.4	3.8	4.2
輸入	8.0	3.0	3.0	2.8	2.6	2.5	2.5	3.8	4.3	5.3	4.6	2.9

わが国経済は、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や底堅い所得環境を背景とする消費の堅調な推移、などに支えられて、回復基調が持続する見通し。

もともと、外需の景気けん引力に期待できないほか、企業の厳しい収益環境が持続するなか、景気の自律回復力も脆弱。こうした状況下、復興需要やエコカー購入支援策などの政策効果が減衰・はく落するとともに、成長率は2013年前半にかけて徐々に鈍化する見込み。

一方、2013年後半以降は、消費税率の引き上げを控えて耐久財消費や住宅投資が増加し、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、エネルギー関連では価格上昇が見込まれるものの、家具・家電などはデフレ圧力が根強く続く見通し。

(前年比、%)												
名目GDP	1.4	2.0	1.1	1.5	1.0	0.9	0.9	1.2	2.3	▲ 1.9	1.4	1.4
GDPデフレーター	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 0.9	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 1.9	▲ 0.8	▲ 0.3
消費者物価 (除く生鮮)	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.0	0.0	0.1
鉱工業生産	4.7	7.3	3.1	3.5	4.8	4.8	2.8	1.6	2.0	▲ 1.0	4.6	2.8

完全失業率 (%)	4.6	4.5	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2	4.1	4.1	4.5	4.4	4.2
経常収支 (兆円)	2.33	0.87	1.23	0.31	1.76	1.36	1.73	0.79	2.45	7.89	3.72	6.63
対名目GDP比 (%)	2.0	0.8	1.1	0.2	1.5	1.2	1.5	0.6	2.1	1.7	0.8	1.4
円ドル相場 (円/ドル)	79	80	80	81	81	82	84	86	88	79	81	85
原油輸入価格 (ドル/バレル)	116	120	111	111	111	111	111	111	111	114	113	111

(資料)内閣府、総務省、経済産業省、財務省などを基に
日本総合研究所作成

(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)	
米国	2.2	2.1
ユーロ圏	▲ 0.2	0.7
中国	8.5	8.9

過去の実質GDP予測値

(前年比、%)

	2011年度	2012年度	2013年度
	(予測)		
3月号	▲ 0.4	1.8	
4月号	▲ 0.2	1.9	1.6
5月号	▲ 0.2	1.9	1.6

長期金利は1%前後の低水準での推移が続く見通し

現状

景気分析

見通し

金利動向

日銀は、5月22～23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。

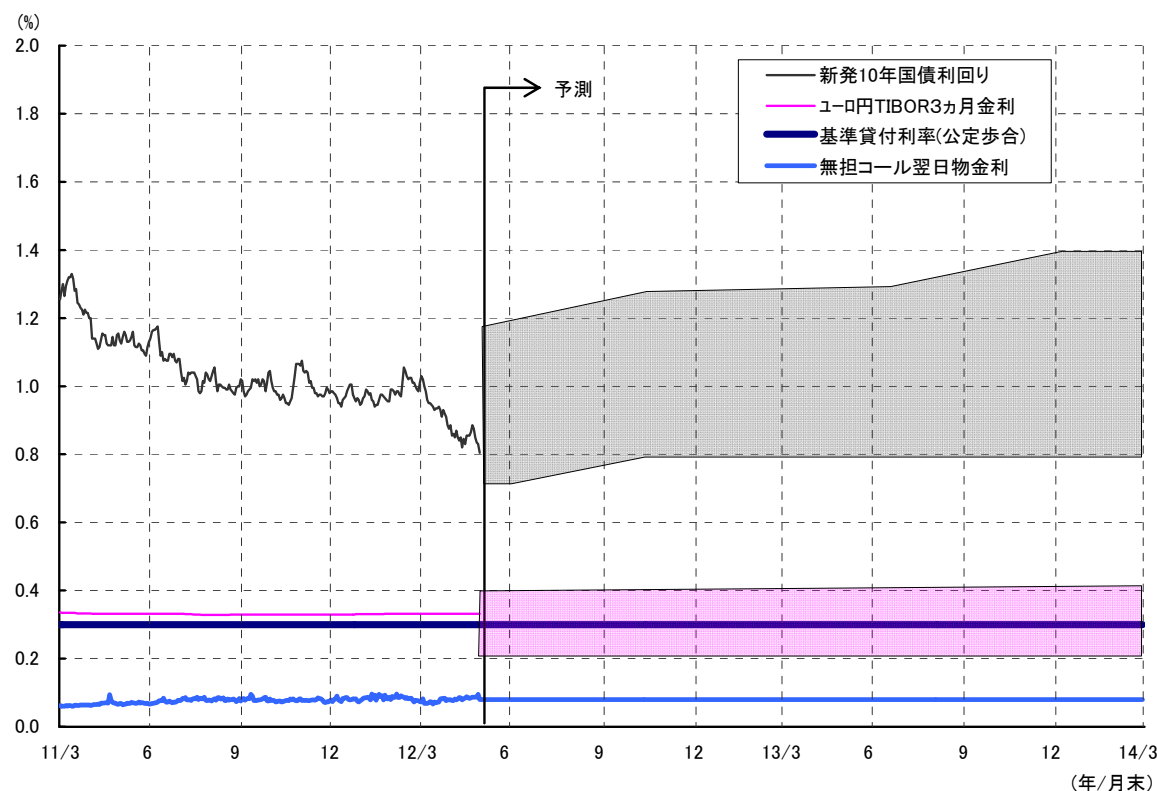
長期金利は、ギリシャのユーロ離脱観測やスペインの金融不安など欧州債務不安の強まりから、安全資産選好の動きが広がり、0.8%台前半まで低下。

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。ギリシャ再選挙以降、市場にさらなる不安が広がれば、基金の増額、買い入れ対象国債の年限の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、欧州債務問題の深刻化が金利下押し圧力として作用し、安全資産である米国金利に連動する形で、1%割れの水準で推移。

もともと、欧州各国の対応により、欧州債務問題が一旦の落ち付きをみせれば、安全資産選好による金利下押し圧力が薄れるほか、米国景気回復に伴う米国長期金利の上昇も見込まれ、1%を中心としたレンジに復帰する見通し。

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/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	0.30	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	0.45	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	0.90	0.95	1.00	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

金融政策：円高が進めば追加緩和の可能性も

現状

景気分析

見通し

金利動向

日銀は、4月の追加緩和の影響を見極めるため、当面は追加緩和を見送る見通し。もっとも、円高が過度に進行する場合には、追加緩和に踏み切る可能性も。

2011年10月、2012年2月の追加緩和は、ドル円相場が76円台と大きく円高に振れたことが一因。足元でも、欧州債務問題に対する懸念の高まりや米国景気の先行き懸念を受けた追加緩和観測などを受け、円高が進みやすい地合い。わが国の景気・物価に与える影響を勘案しても、円高が金融政策をみるうえで、重要なファクター。これまでの政策対応を踏まえれば、当面、1ドル=76円台がひとつのターゲットに。

追加緩和の手段としては、①資産買入基金の増額、②買入対象国債の年限拡大が有力候補。特に買入対象国債の年限拡大については、残存期間「2年以下」のオペレーションで札割れも発生しており、残存期間「5年以下」まで年限拡大の公算大。

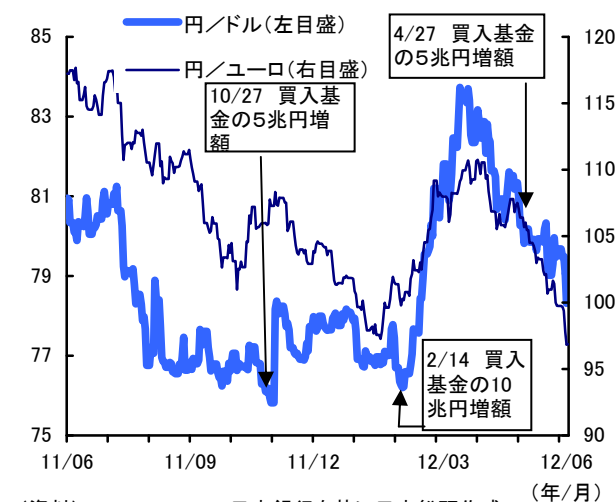
日銀の資産買入基金の内訳

(単位:兆円)

	導入時の規模	従来の規模 (A)	4月変更後の規模		増減額 (B)-(A)
			(B)	(B)	
増額完了の目途	11年12月末	12年12月末	12年12月末	13年6月末	
①資産の買入れ	5.0	30.0	35.0	40.0	+10.0
長期国債	1.5	19.0	24.0	29.0	+10.0
国庫短期証券	2.0	4.5	4.5	4.5	-
CP等	0.5	2.1	2.1	2.1	-
社債等	0.5	2.9	2.9	2.9	-
ETF	0.45	1.4	1.6	1.6	+0.2
REIT	0.05	0.11	0.12	0.12	+0.01
②固定金利方式・ 共通担保資金供給オペ	30.0	35.0	30.0	30.0	▲5.0
期間3ヵ月	20.0	20.0	20.0	20.0	-
期間6ヵ月	10.0	15.0	10.0	10.0	▲5.0
累計(①+②)	35.0	65.0	65.0	70.0	+5.0

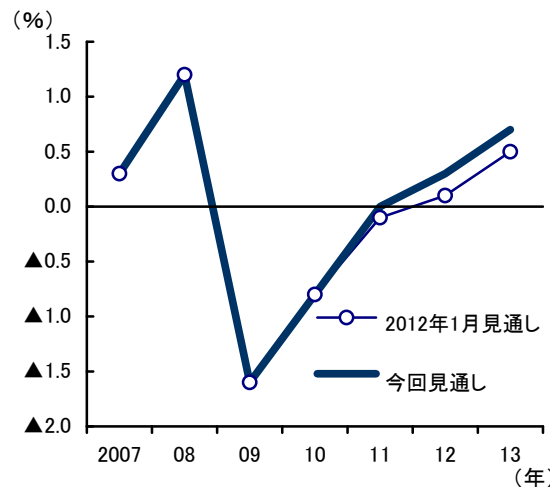
(資料)日本銀行を基に日本総研作成

円相場と追加緩和のタイミング



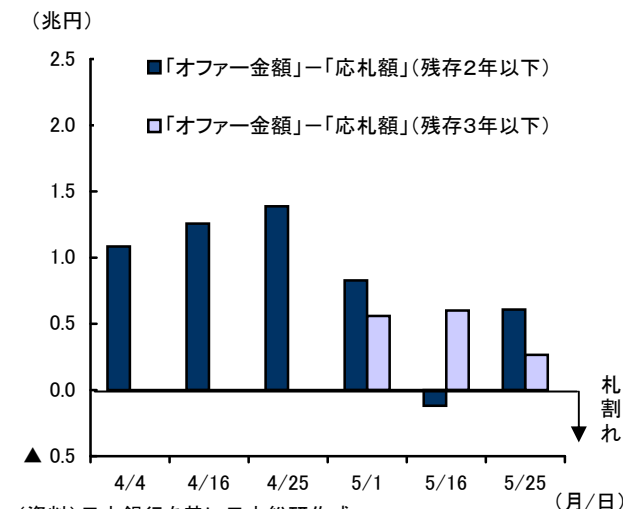
(資料)Bloomberg L.P.、日本銀行を基に日本総研作成

消費者物価の見通し



(資料)日本銀行を基に日本総研作成

国債買い入れオペレーションの応札状況



(資料)日本銀行を基に日本総研作成