
日本経済展望

2012年5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5月1日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

概況：足許の景気は一部で持ち直し

現状

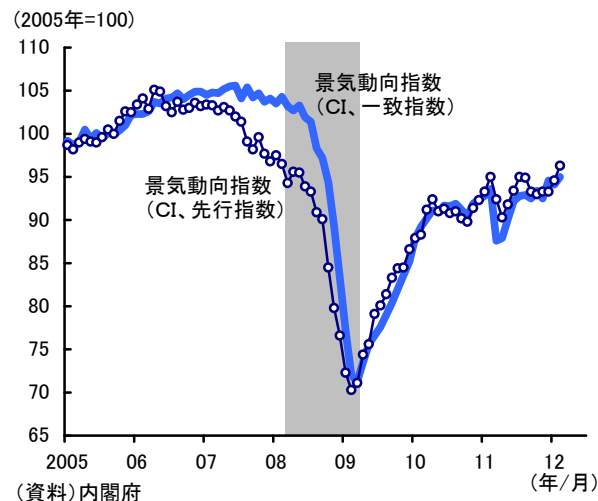
景気分析

見通し

金利動向

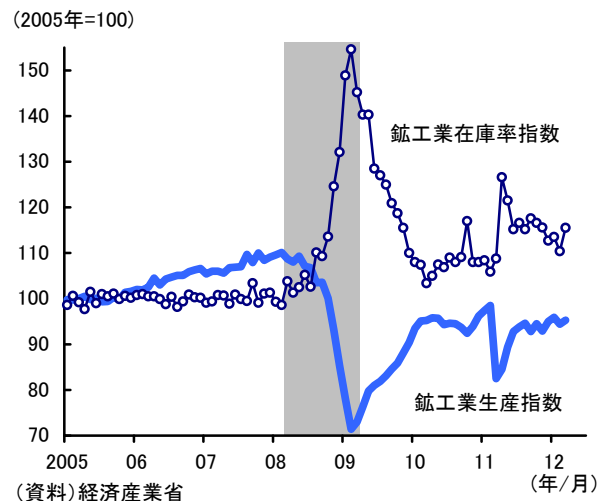
景気

震災からの復旧・復興進展やエコカー購入支援策により、景気は総じて持ち直し



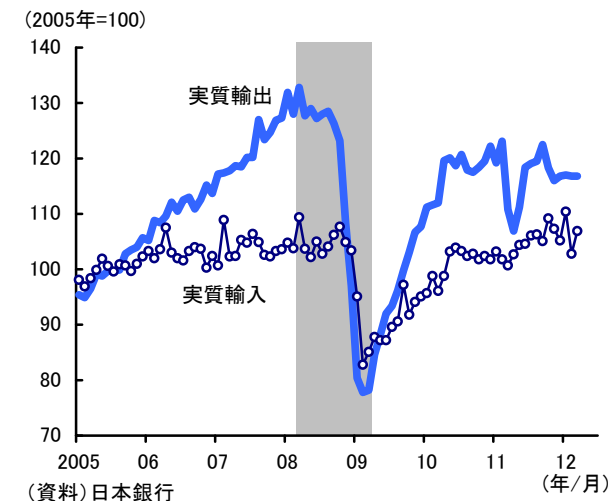
企業

生産は緩やかな回復基調
在庫率はなお震災前を上回る水準



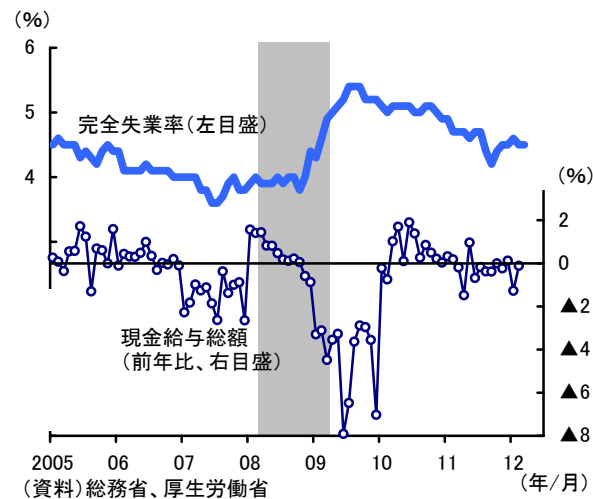
外需

輸出は米国向けが好調もほぼ横ばい
輸入は高止まり



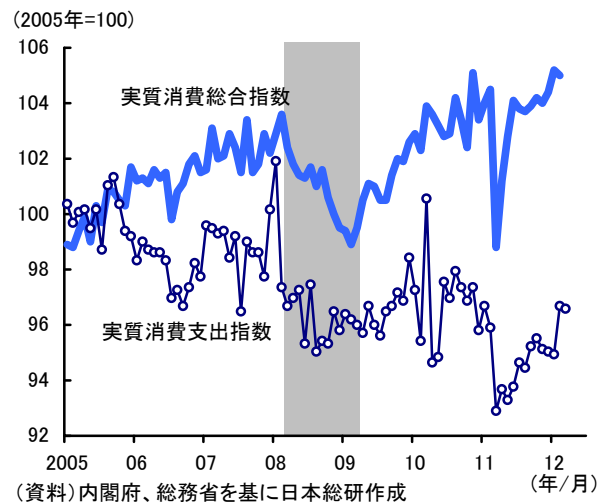
雇用所得

失業率は横ばい
給与は前年とほぼ同水準で推移



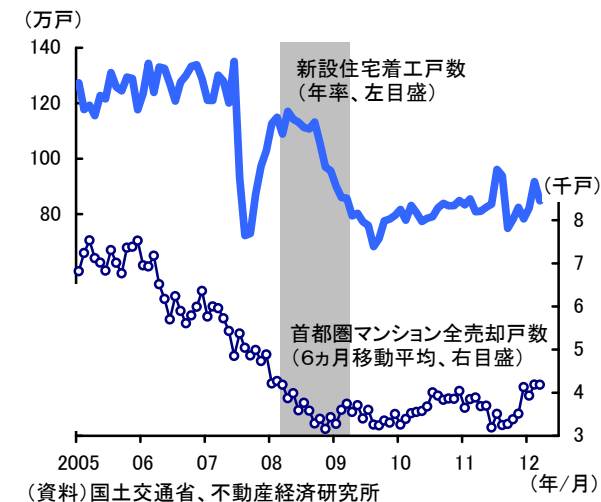
消費

エコカー購入支援策による自動車販売の好調など、総じて堅調に推移



住宅

住宅着工は低水準
マンション販売は回復基調



※シャドー部は景気後退期

生産は再び上昇も企業の想定を下回る回復ペース

現状

景気分析

見通し

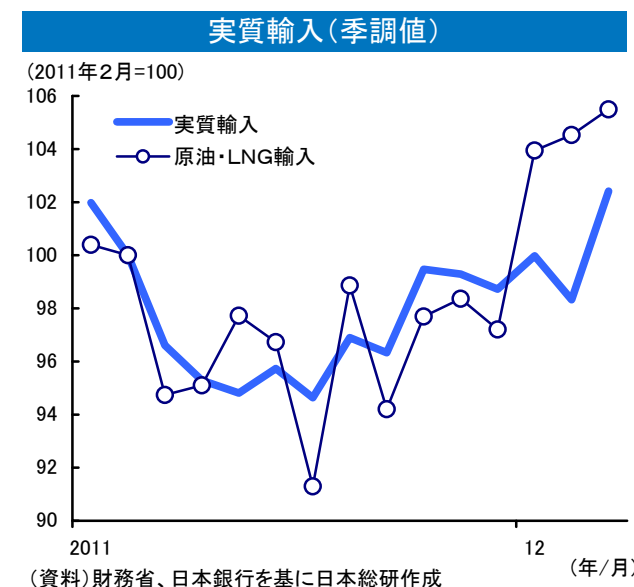
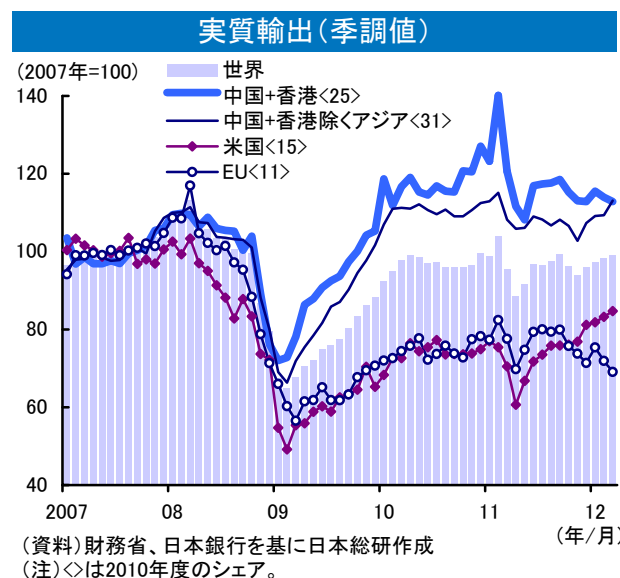
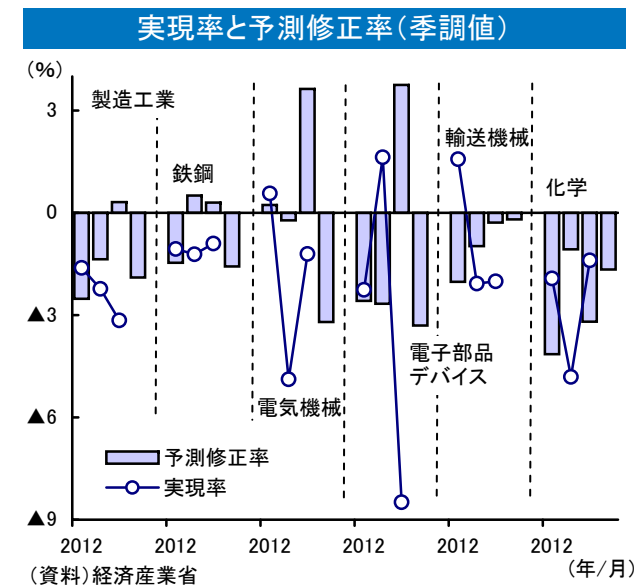
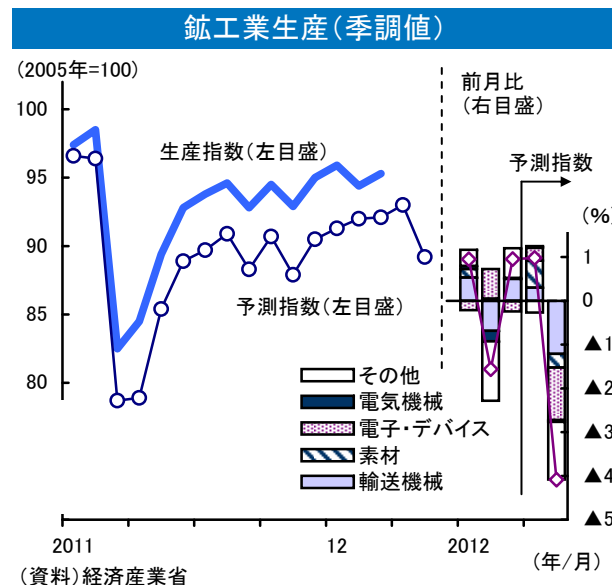
金利動向

3月の鉱工業生産指数は、前月比+1.0%と2ヵ月ぶりに上昇。業種別では、政府によるエコカー購入支援策や堅調な米国向け輸出を背景とする「自動車」のほか、震災からの復旧・復興に向けた動きを受けて「鉄鋼」や「非鉄金属」などが上昇。もともと、3月の実現率および4月の予測修正率がいずれもマイナスとなったほか、予測指数では5月にほとんどの業種で減産が見込まれており(※)、震災以降の生産の回復基調はこの先一服感が強まる可能性。

輸出は米国向けが同国の景気回復を背景に好調。一方、最大の輸出先である中国向けはほぼ横ばいと改善の兆しがみられず。

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増勢が加速しており、貿易収支は赤字基調が持続。

(※) 予測指数の5月の大幅な減産は、一部季節調整による要因との指摘もある。



震災からの復旧・復興に向けた動きが徐々に明確化

現状

景気分析

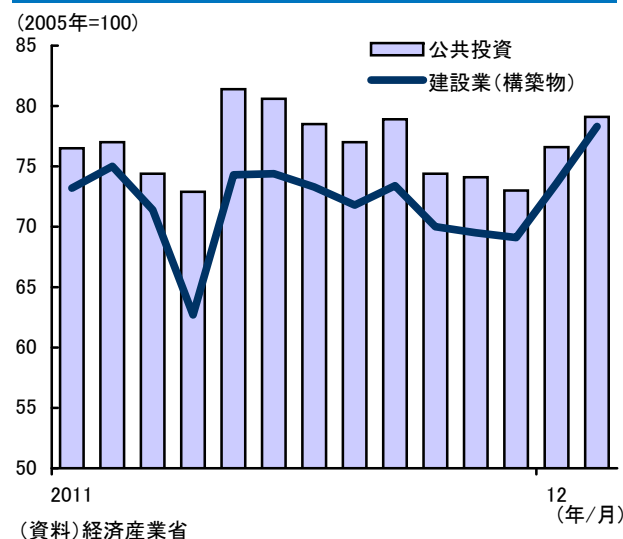
見通し

金利動向

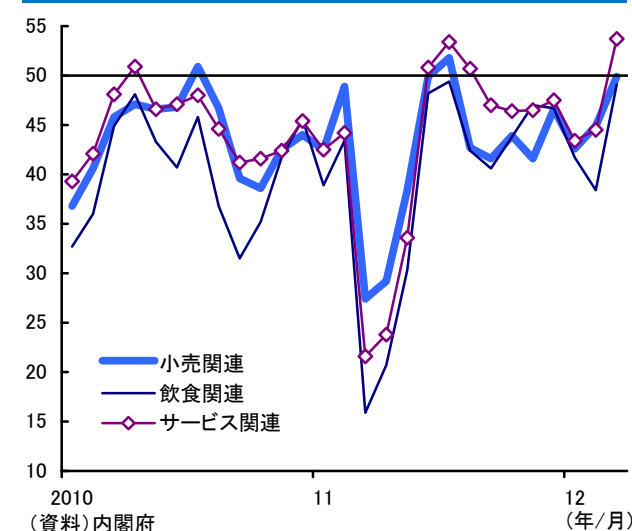
政府による震災復興関連予算の策定を受けて、震災からの復旧・復興に向けた動きは徐々に盛り上がり。産業別の財・サービスがどの需要項目に供給されたかを示す全産業供給指数のうち、公共投資向けは構築物の供給増加を受けて2ヵ月連続で上昇。

家計部門では株安・円高の是正が進んだことから景況感は3月に改善。消費の元手となる所得環境も現金給与総額（賃金指数）が前年比でプラスに転化。もっとも、家計を取り巻く環境が緩やかに改善するなかでも、消費動向の強弱は商品によってまちまち。自動車はエコカー補助金やエコカー減税など購入支援策を受けて好調の一方、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電気器具は弱い動きが持続。

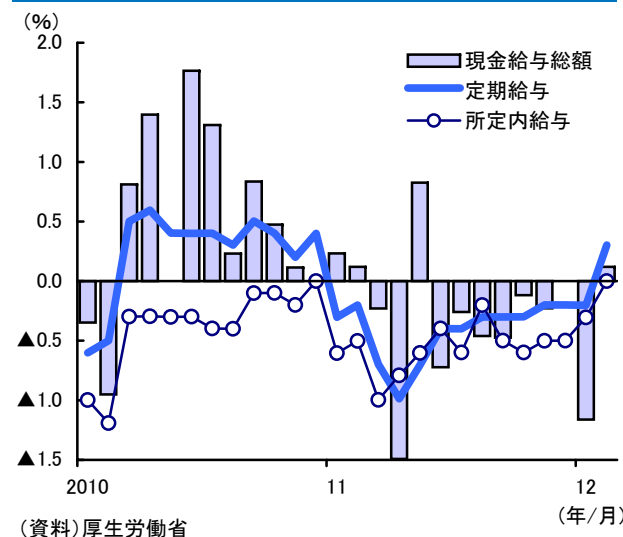
全産業供給指数(季調値)



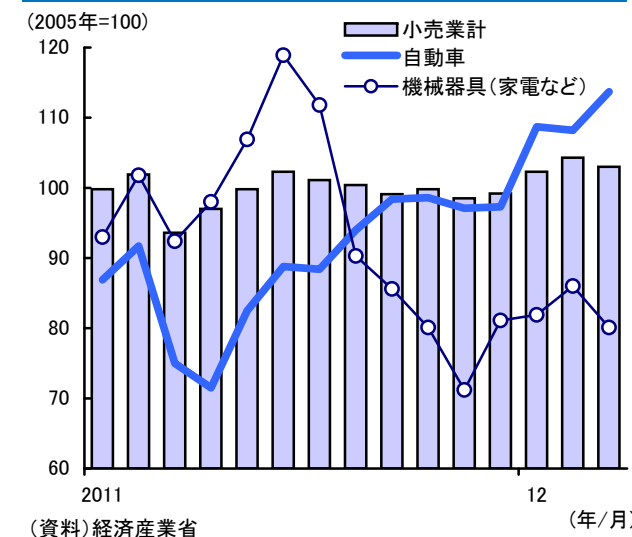
家計関連景気ウォッチャー調査(現状判断DI)



現金給与総額(賃金指数、前年比)



小売販売額指数(季調値)



米中景気の大規模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

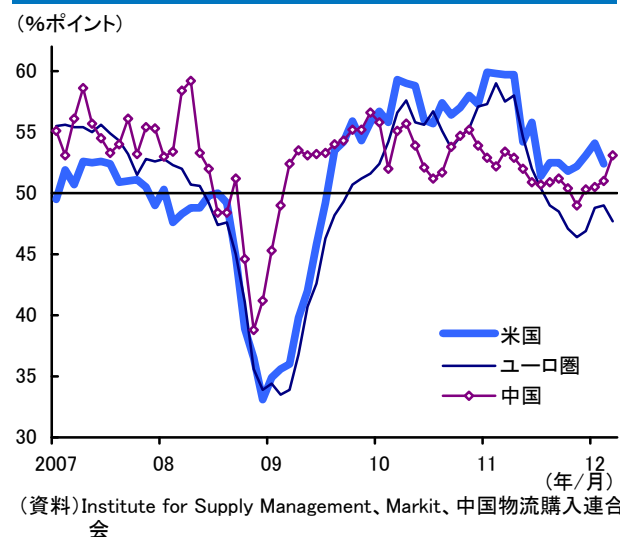
金利動向

海外の製造業景況感(PMI)指数はユーロ圏で低迷。もっとも、わが国経済と関係が深い米国や中国ではPMI指数が50を超えて推移。先行き景気の大規模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。

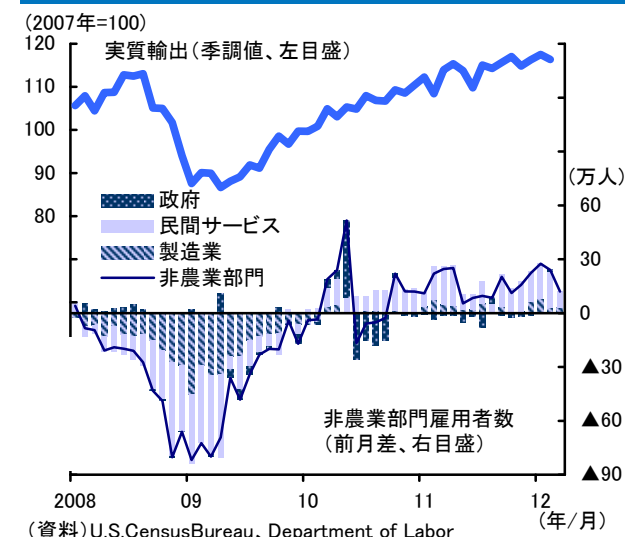
米国経済は輸出の増加などが景気を下支えするほか、雇用も緩やかながら増勢が続くことから、回復基調を維持する公算。中国経済は輸出の増勢が鈍化傾向にあるものの、インフレ圧力が緩和に向かうなか、内需が下支えする見込み。

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、2012年前半にかけてマイナス成長になる見込み。もっとも、わが国のEU向け輸出は金額ベースで、米国、中国と比べて小さいため、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、債務問題の深刻化により欧州経済が大幅なマイナス成長に陥らない限り、中国の大幅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。

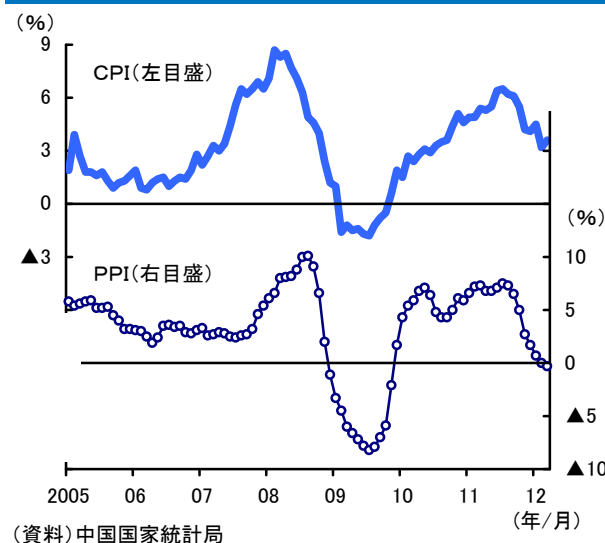
米欧中の製造業PMI(季調値)



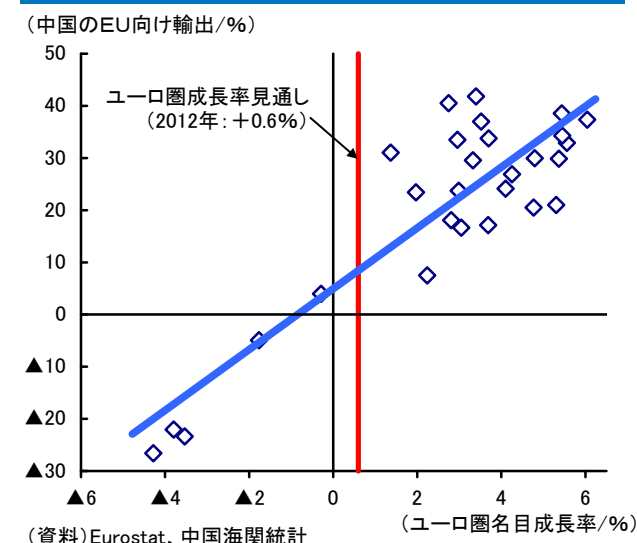
米国の輸出と雇用者数



中国のCPIとPPI(前年比)



ユーロ圏景気と中国のEU向け輸出(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

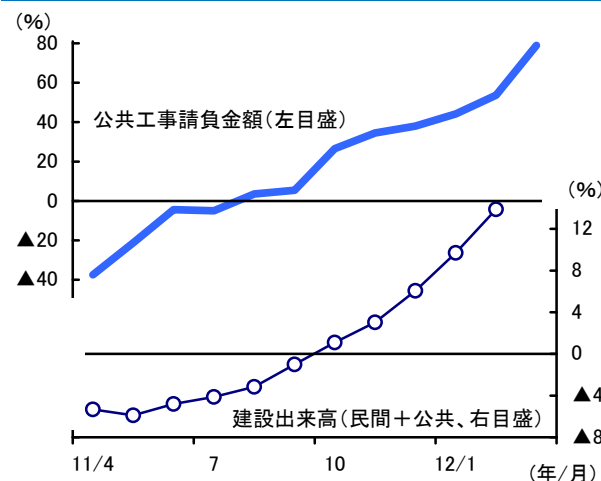
進捗ベースの建設出来高は被災3県で増勢が加速。公共投資に対して先行性を有する請負金額も引き続き伸びが拡大していることから、復興需要はこの先本格化し、景気押し上げに作用する見込み。

政府はこれまで約18.5兆円の復旧・復興に関する予算を策定。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。

今後は11.5兆円の復興需要のうち、2011年度第3次補正予算と2012年度予算の約8.2兆円が新たに顕在化すると想定。公共投資に対して先行性を有する公共工事請負額の推移などを基に、マクロモデル・シミュレーションにより復興需要のGDP押し上げ効果を試算。これによると、2012年度前半を中心に高い押し上げ効果が見込まれ、年度全体の実質GDPを+1.2%ポイント押し上げ。

もっとも、被災地では建設関連の有効求人倍率が震災以降1倍を超えており人手不足が深刻な状況。人材面のボトルネック解消が進まなければ、復旧・復興の本格化が後ずれする可能性も。

被災3県の建設投資(年度累計前年比)



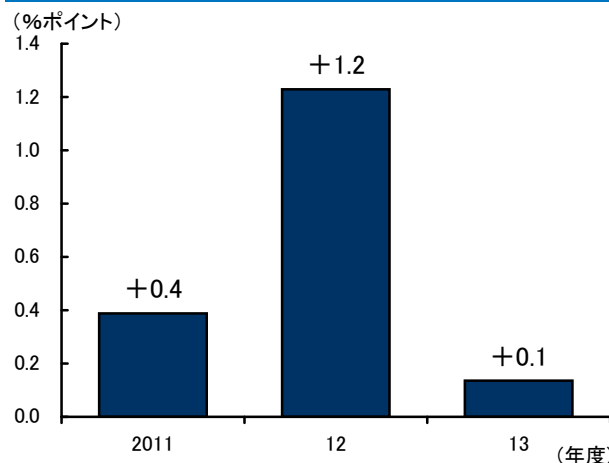
(資料)建設業信用保証(北海道、東日本、西日本)、国土交通省
(注)被災3県は岩手、宮城、福島3県。

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

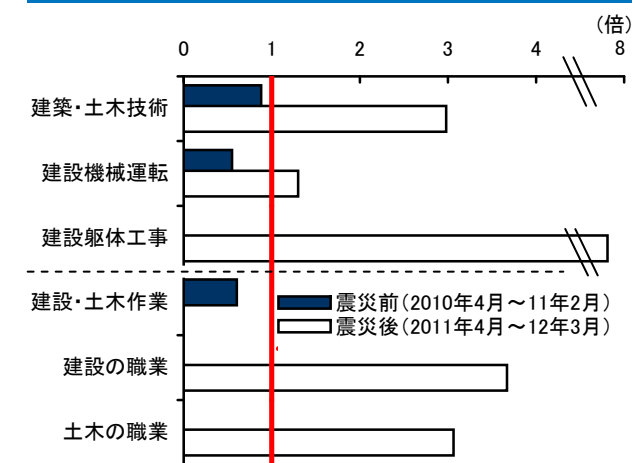
(資料)財務省を基に日本総研作成
(注1)各省各庁予定経費補正要求書等を基に、政府消費支出、公共投資、交付金・予備費に該当する項目を抽出。
(注2)第4次補正予算は、抽出可能な政府消費支出と公共投資がそれぞれ0.05兆円、0.2兆円、交付金が0.3兆円となっているものの、震災の復旧・復興とは関連性がないため、復興需要に計上せず。
(注3)四捨五入により、累計、合計の一部が項目の合計と一致せず。

復興需要の実質GDP押し上げ効果



(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)復興需要の資産と、1995年の阪神・淡路大震災での予算とGDP公共投資の推移などを基にシミュレーション。

宮城県の建設関連有効求人倍率



(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。

円高の是正が一服し企業の厳しい収益環境は持続

現状

景気分析

見通し

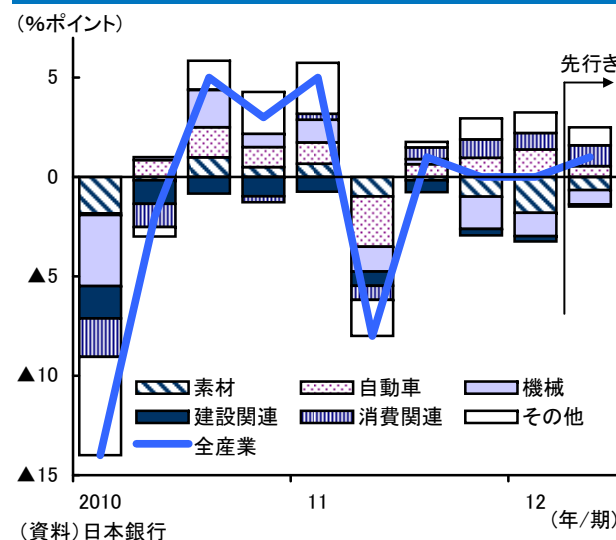
金利動向

日銀短観によると、企業の景況感は慎重さが残存。とりわけ素材では原油高や新興国経済の減速を受けて業況が悪化。先行きは震災からの復旧・復興に向けた動きを見込むものの、全業種の業況改善は限定的。

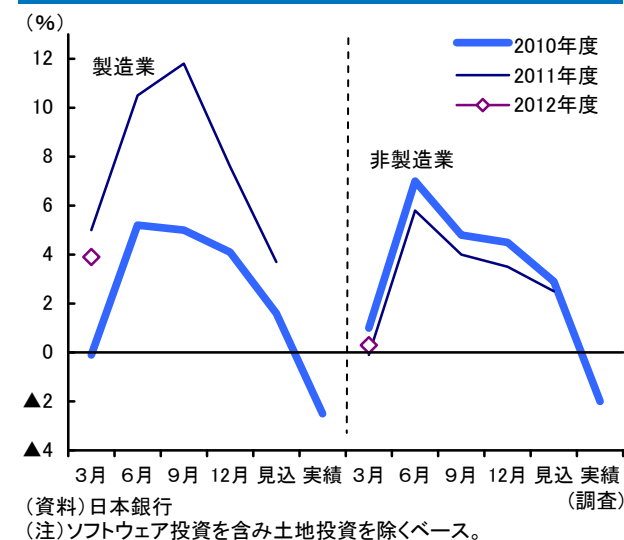
加えて、設備投資計画でも企業は慎重姿勢を崩さず。製造業では震災からの復興に関連した投資が一部今年度に先送りされているものの、前年度を下回る伸びに。非製造業では震災や節電対応の投資が一服し、ほぼ前年度並みにとどまる計画。

こうした企業の慎重な姿勢の背景のひとつに円高の持続を指摘可能。円高の是正が進んでいた円・ドル相場は、米国経済の先行き不透明感や欧州債務問題に対する不安の高まりなどを受けて、足許で再び採算為替レートを上回る水準まで上昇。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、結果として企業全体の収益を押し下げること。ちなみにマクロモデル・シミュレーションによれば、10%の円高・ドル安が進行すれば、企業の経常利益は今年度▲3.9%、来年度▲6.8%押し下げられると試算。

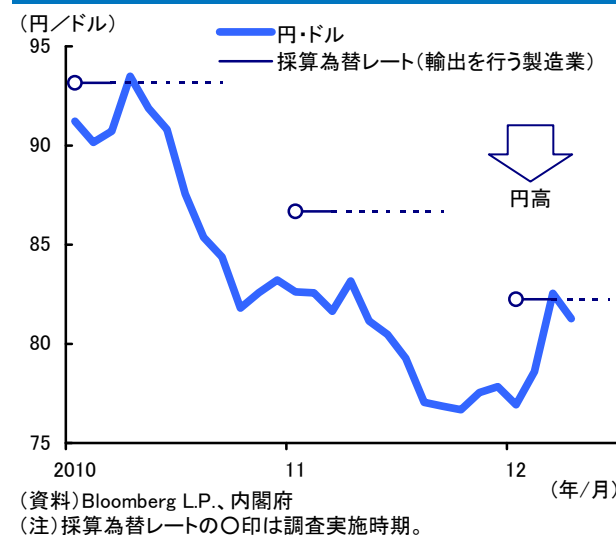
日銀短観業況判断DI(大企業)



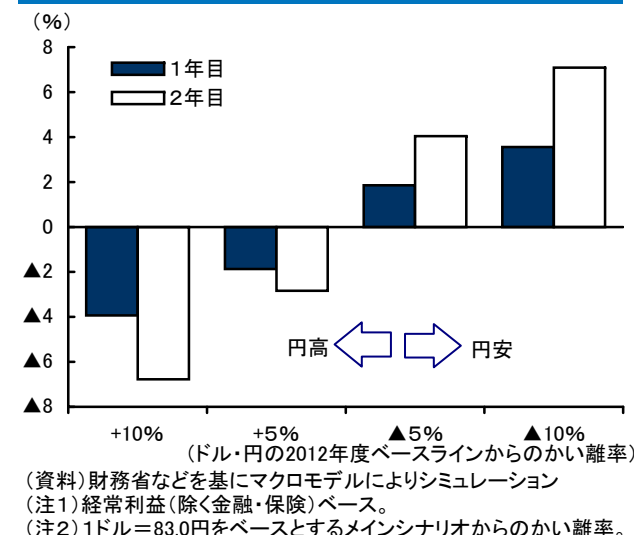
日銀短観設備投資計画(大企業、前年度比)



円・ドルと採算為替レート



円高・円安が企業収益に与える影響試算



電力不足が懸念される関西で生産低迷が長期化する恐れ

現状

景気分析

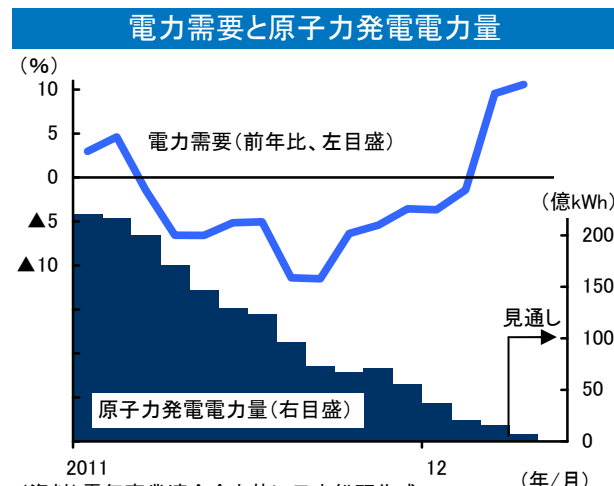
見通し

金利動向

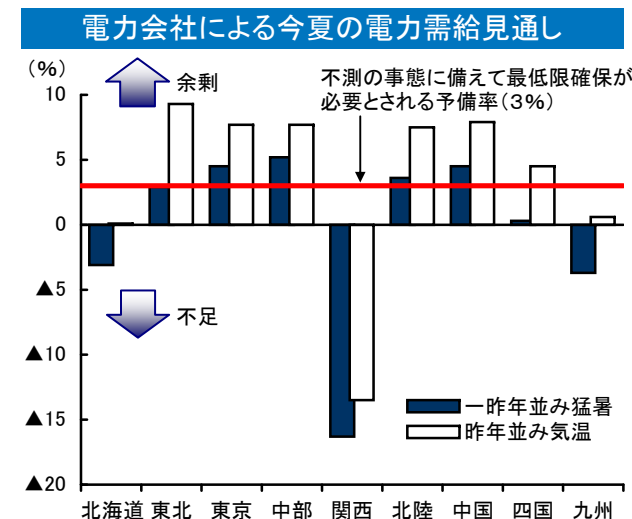
震災以降、定期点検により停止した原子力発電所は再稼動の見通しが立たず、5月5日には原子力発電による電力供給がゼロに。もっとも、原子力発電の再稼動が見込まれず、かつ一昨年の猛暑のような厳しい状況となっても、東京電力管内や中部電力管内では適度な節電を実施すれば需給に比較的余裕が出る見通し。一方、原子力発電の依存度が高い関西電力は同管内が深刻な電力不足に陥ると試算。こうしたなか、政府も不測の事態に備えて今後の計画停電の可能性に言及。

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大。

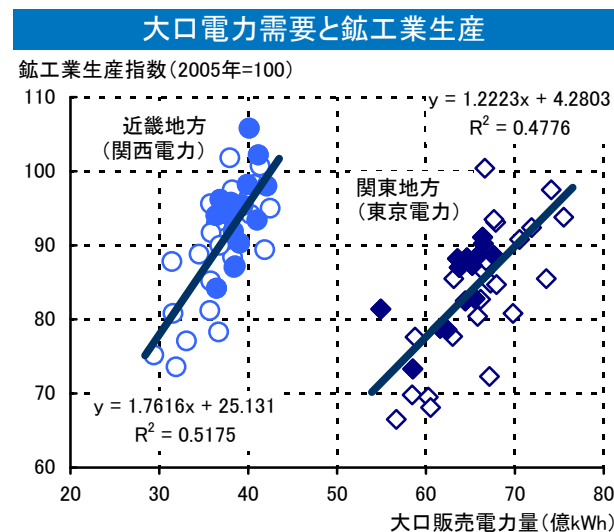
関西地方の生産活動は震災の影響が小さかったものの、その後は復旧進展により回復がみられた東北や関東地方とは対照的に、新興国経済の減速や円高の影響を受けて低下。地理的にも震災の復興需要の恩恵を受けにくく、今夏の電力需給が逼迫すれば同地域の景気が一段と冷え込む恐れ。



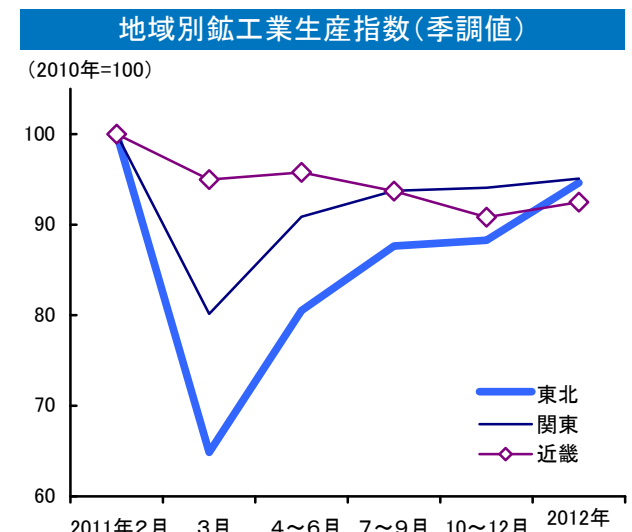
(資料)電気事業連合会を基に日本総研作成
(注1)原子力発電所を持たない沖縄電力を除く9電力会社ベース。
(注2)原子力発電電力量の見通しは月末ベースで、稼動終了まで発電電力量が直近の実績値横ばいで推移すると仮定。



(資料)国家戦略室、各電力会社
(注)管内の原子力発電所が再稼動しないケース。



(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。



(資料)経済産業省東北産業局、関東産業局、近畿産業局

■エコカー購入支援策や所得環境の底堅さが消費を下支え

現状

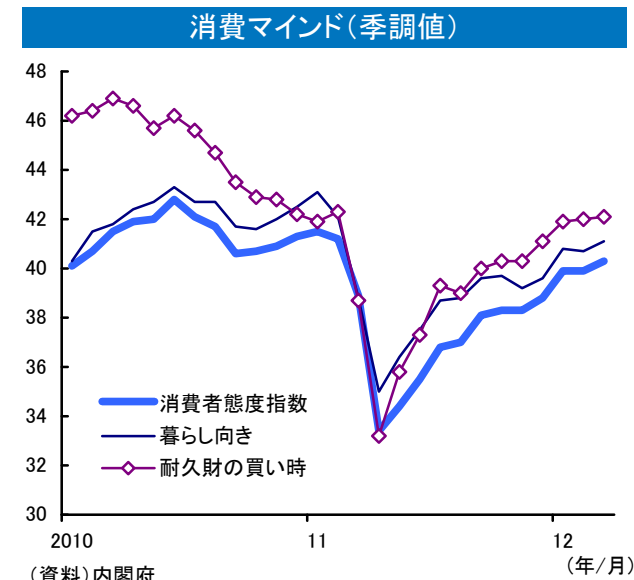
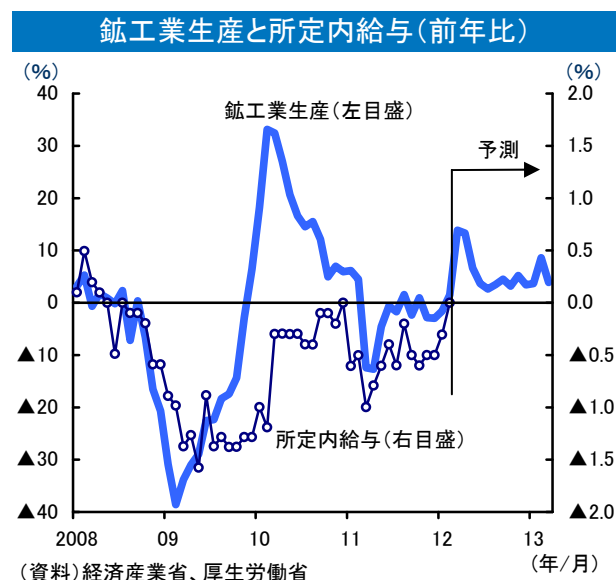
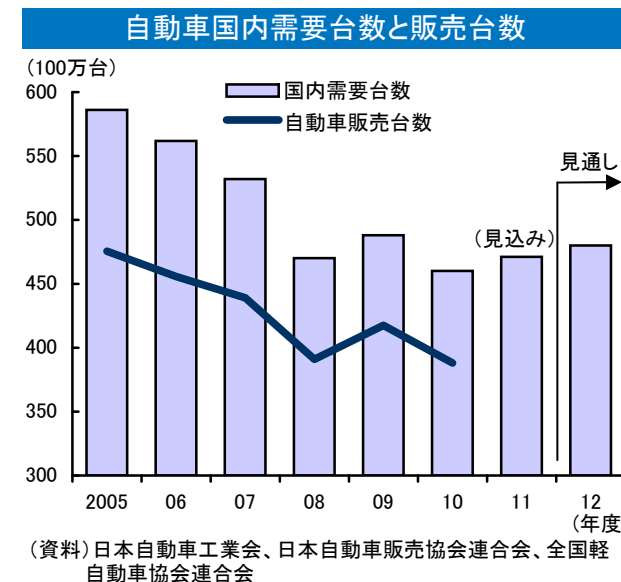
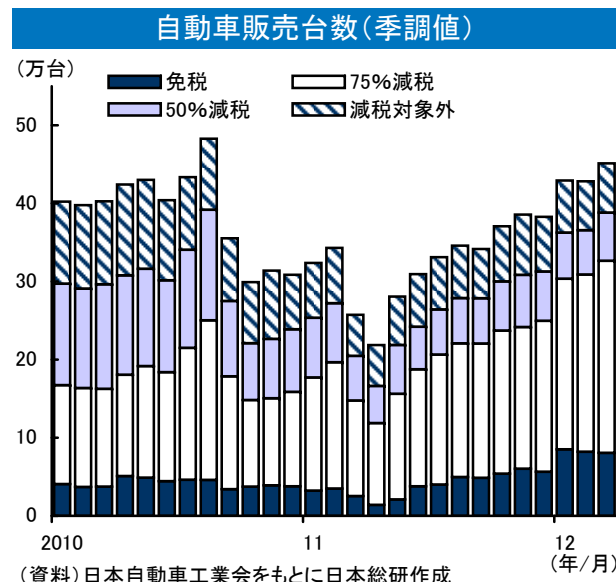
景気分析

見通し

金利動向

自動車販売は、エコカー補助金の復活や、エコカー減税を受けて販売が好調。こうした状況を受けて日本自動車工業会は3月、2012年度の国内自動車需要が480万台と2年連続で増加する見込みであると発表。自動車販売の増加が当面の消費下支えに寄与する見込み。

加えて、所得環境は震災からの復旧進展、復興本格化を受けた鉱工業生産の増勢転化に伴い、改善の方向に進む見込み。消費者マインドも震災による冷え込みがほぼ解消している状況にあり、個人消費は緩やかながらも増勢が続く見通し。



家計負担の増加が消費の重石に

現状

景気分析

見通し

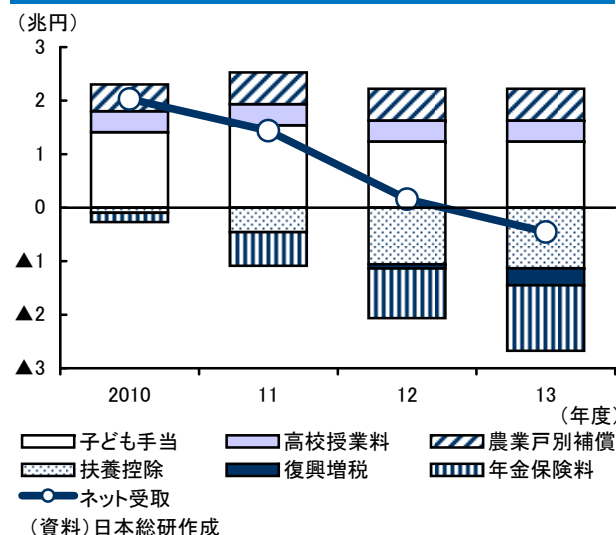
金利動向

一方で、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。

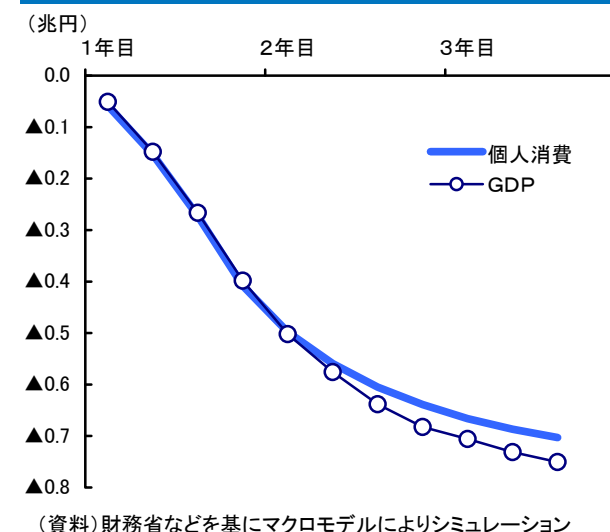
復興財源としての所得税は、徴収期間が25年と長いため、単年の家計負担は小。もともと、①子ども手当の財源となる年少扶養控除の廃止、②年金保険料の引き上げ、が家計にとって大きな負担。その結果、2012年度のネットでもみた給付額は、前年度対比約▲1兆円減少する見込み。給付額の減少は家計の可処分所得の減少を通じて、個人消費の下振れ要因に。マクロモデル・シミュレーションによれば、可処分所得が1兆円減少すると、最終的に個人消費を▲0.7兆円押し下げるインパクトに。

なお、政府・与党は3月30日、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。5月の連休明け以降、国会審議が本格化する見通し。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。

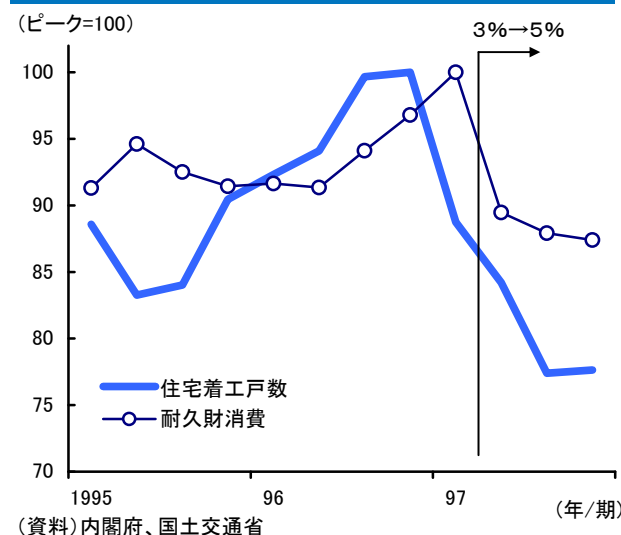
家計の負担と給付



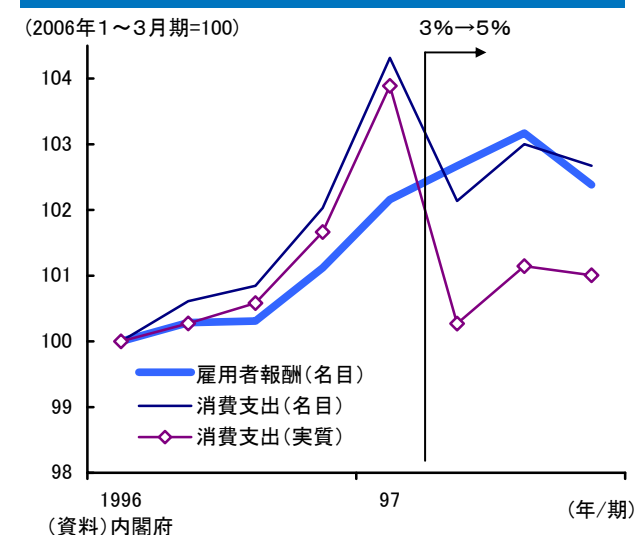
所得1兆円減少の影響(年率)



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



復興が支える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

1～3月期は、復興需要の顕在化やエコカー購入支援策の効果などにより、高めの成長となる見込み。

2012年度は、以下3点が景気に対してプラスに作用する見込み。

- 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による消費の堅調な推移
- ③底堅い世界経済を背景とする輸出の緩やかな増勢加速

もともと、アジア経済の減速などを背景に年度前半にかけて輸出が低迷すること、為替が再び円高に振れるなど企業を取り巻く厳しい収益環境の持続に伴い設備投資が伸び悩むこと、などが景気の重石に。

2013年度は、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、年度後半の景気を大きく押し上げる見込み。

ただし、復旧・復興活動の遅れ、電力需給の一段の逼迫、欧州債務問題の深刻化など、景気下振れリスクは残存。

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。

わが国主要経済指標の予測値(2012年5月1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			
	(予測)				(予測)				(予測)			
実質GDP	2.3	1.9	1.8	1.5	1.2	1.2	1.3	2.5	4.5	▲ 0.2	1.9	1.6
個人消費	1.7	0.4	0.7	0.7	0.3	0.4	0.9	3.2	6.8	0.7	1.1	1.3
住宅投資	▲ 0.9	2.2	12.0	6.8	1.6	▲ 1.4	4.7	6.4	▲ 7.5	3.7	4.3	2.6
設備投資	1.5	3.5	3.2	2.8	3.0	3.1	3.3	3.4	4.2	1.7	4.7	3.2
在庫投資 (寄与度)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲ 0.4)	(0.0)	(0.1)
政府消費	1.1	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5	0.7	1.9	0.7	0.4
公共投資	14.8	16.8	9.7	4.9	4.1	1.2	▲ 5.9	▲ 8.5	▲ 4.0	1.9	8.3	▲ 0.8
純輸出 (寄与度)	(▲ 0.1)	(▲ 0.1)	(▲ 0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.1)	(0.0)	(▲ 1.0)	(▲ 0.2)	(0.2)
輸出	2.5	2.9	3.0	3.8	3.9	4.3	4.5	4.8	4.8	▲ 1.7	2.9	4.2
輸入	2.8	3.0	3.0	2.8	2.6	2.5	2.5	3.8	4.3	5.0	3.7	2.9

(前年比、%)

名目GDP	0.1	1.1	0.2	0.9	1.0	0.9	0.9	1.1	2.0	▲ 2.2	0.8	1.2
GDPデフレーター	▲ 1.8	▲ 1.4	▲ 1.2	▲ 0.9	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 2.0	▲ 1.0	▲ 0.4
消費者物価 (除く生鮮)	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	▲ 0.1	0.0	0.1
鉱工業生産	4.6	7.6	3.5	3.9	5.4	4.7	2.8	1.6	2.0	▲ 1.0	5.1	2.7

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)	1.84	0.76	1.13	0.24	1.60	1.14	2.01	1.10	2.37	7.41	3.72	6.63
対名目GDP比 (%)	1.6	0.7	1.0	0.2	1.4	1.0	1.7	0.9	2.0	1.6	0.8	1.4
円ドル相場 (円/ドル)	79	82	82	83	83	83	85	87	90	79	82	86
原油輸入価格 (ドル/バレル)	116	123	122	122	122	122	122	122	122	114	122	122

(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	▲ 0.4	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)		
2月号	▲ 0.2	1.8	
3月号	▲ 0.4	1.8	
4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、4月9～10日の定例会合では追加金融緩和を見送ったものの、27日の定例会合では、5兆円の買入基金の増額と買入対象国債の年限の拡大を実施。

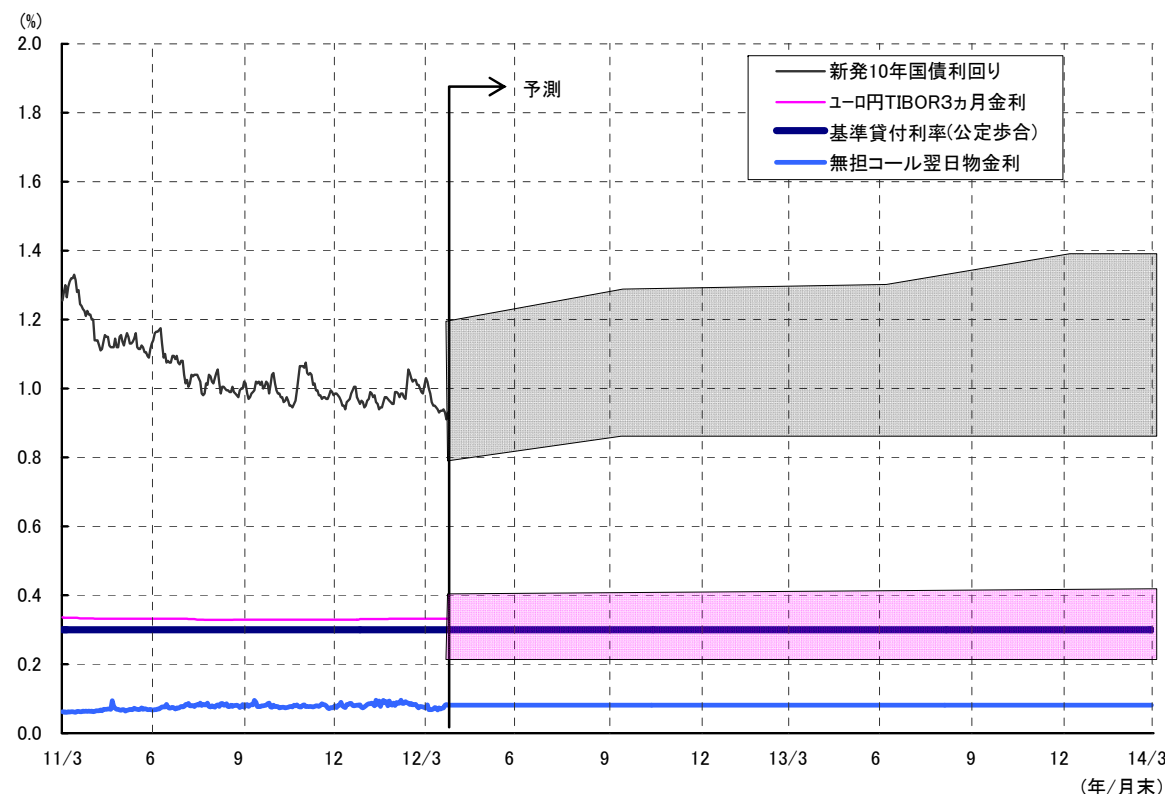
4月の長期金利は、①日銀の追加金融緩和への期待感、②米国景気の先行き不透明感、③欧州債務懸念の再燃等を受けて、月半ば以降1%を割り込む水準まで低下。

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。拡大した金融緩和策を着実に履行しつつ、市場動向に応じて、追加金融緩和拡充策を検討する可能性。

長期金利は、欧米金利に連動した動きが当面続く可能性。米国景気回復への期待が高まれば、わが国金利は、緩やかな上昇基調を迎える見通し。復興需要の拡大を受けたわが国景気の回復も、金利上昇圧力となる可能性。

もっとも、①国内での設備投資の伸び悩み、②日銀による大幅な量的緩和政策の継続を背景に持続的な金利上昇には至らず1%前後の低水準での推移が続く見通し。

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	0.30	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	0.55	0.60	0.65	0.65	0.65	0.70	0.75	0.75
新発10年国債利回り	1.00	0.95	1.05	1.10	1.10	1.10	1.15	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：当面は緩和の方向ながら、財政リスクにも配慮

現状

景気分析

見通し

金利動向

日銀は、4月27日の「展望レポート」で、経済・物価の見通しを公表。

経済の見通しは、海外経済の回復等を背景に、2012年度+2.3%、2013年度+1.7%に上方修正。白川総裁は、わが国経済の先行きについて、「12年度前半には緩やかな回復経路に復していく」と説明。

物価の見通しについては、国際商品市況の緩やかな上昇等を背景に、コアCPIの予測値を2012年度+0.3%、2013年度+0.7%に上方修正。「中長期的な物価安定の目途」であるCPI前年比+1.0%については「遠からず達成する」との見解。

こうしたなか、日銀は同日の決定会合で、追加金融緩和の実施を決定。資産買入基金の買入額を5兆円程度増額し、70兆円程度に拡大。内訳は長期国債10兆円、ETF0.2兆円、REIT0.01兆円増額した一方、札割れが頻発していた6ヵ月物固定金利オペを5兆円減額。買入対象の長期国債の残存期間を、「2年以下」から「3年以下」へ拡大。さらなる追加緩和によるデフレ脱却を確実にしたい考え。

一方で、日銀による国債保有が大幅増加しており、今後は財政ファイナンスに対する市場の懸念にも配慮した政策運営を行う可能性。

政策委員の経済・物価の大勢見通し

(前年度比、%)

	実質GDP	コアCPI	国内企業物価指数
2011年度	▲0.2	±0.0	1.7
前回見通し	▲0.4	▲0.1	+1.8
2012年度	+2.3	+0.3	+0.6
前回見通し	+2.0	+0.1	+0.1
2012年度	+1.7	+0.7	+0.8
前回見通し	+1.6	+0.5	+0.8

(資料)日本銀行

(注1) 前回見通しは、「10月展望レポート」の中間評価時(2012年1月)のもの。

(注2) 数値は政策委員の予測値の中央値。

(注3) コアCPIは、消費者物価指数(除く生鮮)

日銀の金融緩和強化措置のポイント

① 資産買い入れ基金の5兆円増額

- ・ 長期国債買い入れは10兆円増額
- ・ 上場投資信託(ETF)は0.2兆円増額
- ・ 不動産投資信託(REIT)は0.01兆円増額
- ・ 固定金利方式の資金供給オペを5兆円減額

② 買入対象国債の年限拡大

- ・ 買入対象の長期国債を「1～2年」から「1～3年」に拡大

③ 基金の買入期限の延長

- ・ 基金の買入期限を2013年6月末まで半年延長

(資料)日本銀行

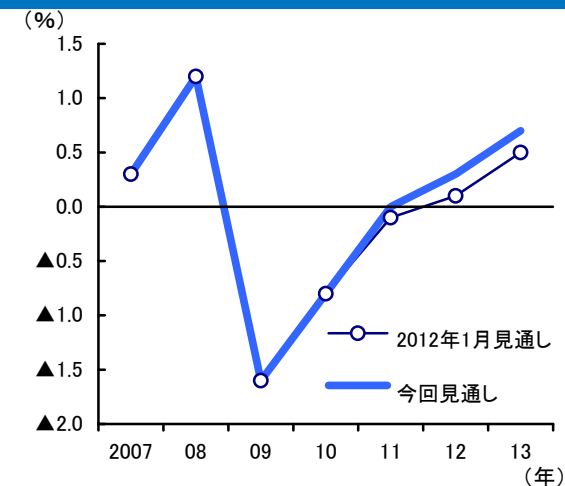
日銀の資産買入基金の内訳

(単位:兆円)

	導入時の規模	従来の規模 (A)	今回変更後の規模 (B)		増減額 (B)-(A)
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ヶ月	20.0	20.0	20.0	20.0	-
期間6ヶ月	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

消費者物価の見通し



(資料)日本銀行