
日本経済展望

2012年4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 大竹 重寿（Tel：03-6833-0915 Mail：otake.shigehisa@jri.co.jp）

◆本資料は2012年4月2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

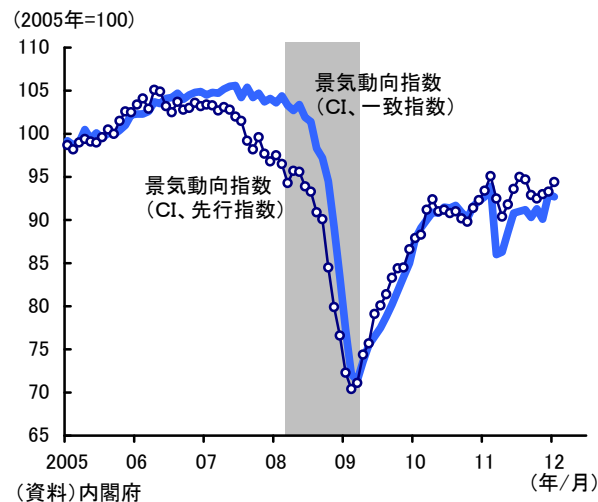
景気分析

見通し

金利動向

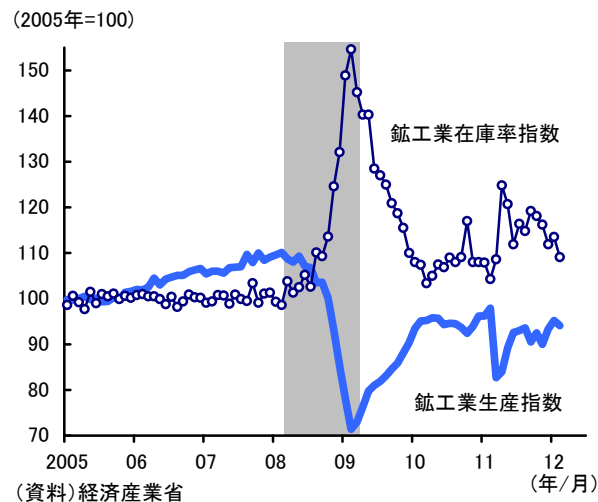
景気

タイの洪水によるマイナス影響が薄れ、
景気は総じて持ち直し



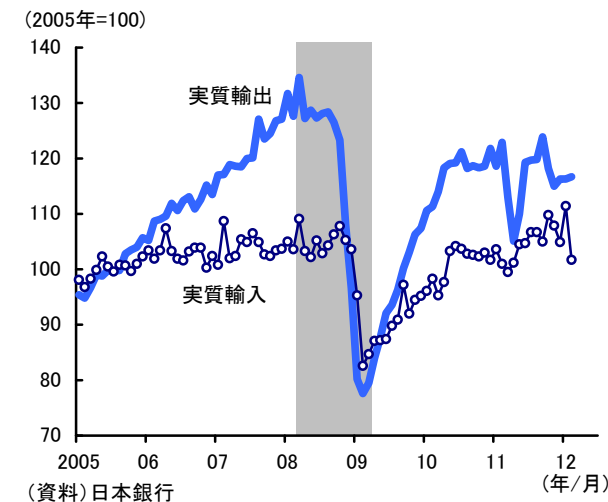
企業

生産は昨年末からの回復が一服
在庫率は震災前をやや上回る水準



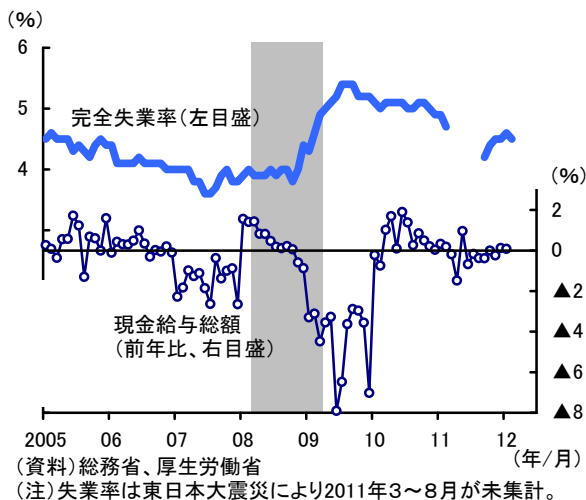
外需

輸出は米国向けの増加で緩やかに回復
輸入は先月から大幅に減少



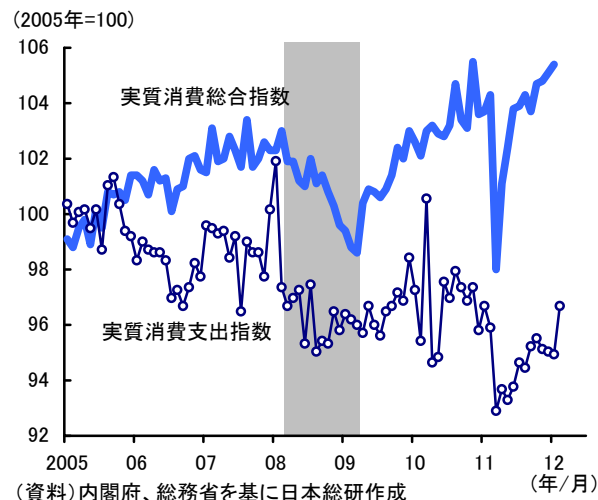
所得

失業率はやや改善
所得はほぼ横ばいで推移



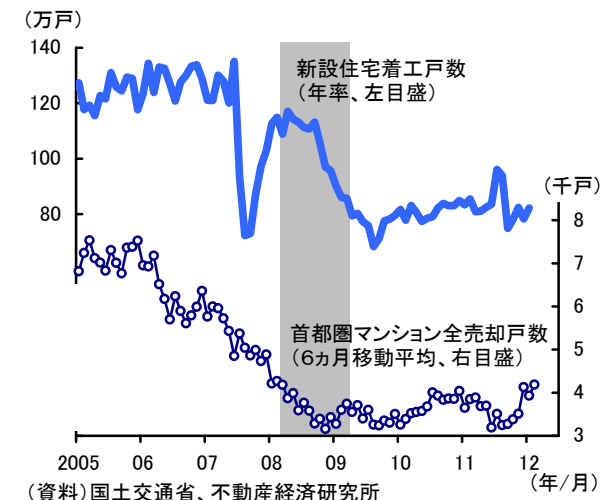
家計

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

株安・円高の是正を受けて企業を取り巻く環境はやや改善

現状

景気分析

見通し

金利動向

2012年入り後、株安・円高の是正が進み、企業を取り巻く厳しい環境はやや改善。

こうしたなか、2月の鉱工業生産指数は前月比▲1.2%と3ヵ月ぶりの低下。もっとも、減産は自動車のタイ洪水被害からの回復一服などが背景で、一時的な動きの公算大。低迷が続いていた素材は震災からの復旧・復興に向けた動きを受けて増産。今後は幅広い業種で増産が見込まれ、鉱工業全体でも震災前の水準付近まで生産が順調に回復する見込み。

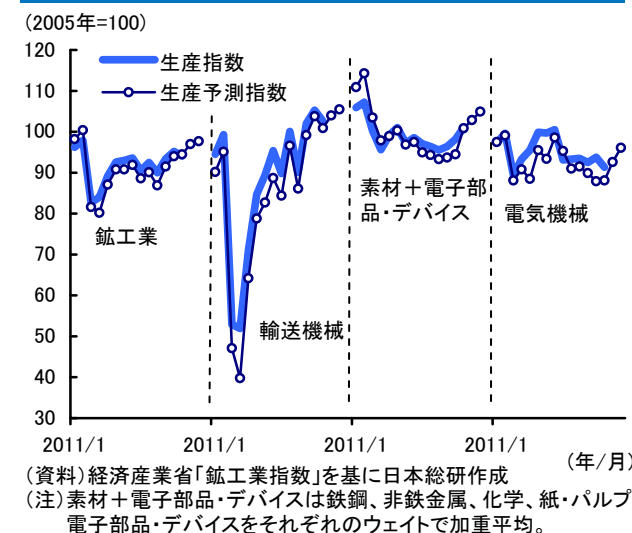
機械受注は横ばい。業種別にみると、厳しい収益環境の持続を背景に電気機械がほぼ横ばいで推移。一方で、自動車が震災からの復旧を進めているほか、通信業がスマートフォンの基地局を増設するなど投資に前向きな業種も。

輸出は昨年10月以降減少したもの、再び持ち直し。地域別では米国向けの回復が顕著。もっとも、わが国輸出の最大シェアを占める中国・香港などアジア向けはほぼ横ばい。海外経済の減速や既往円高の影響が重石となり、輸出は当面弱い動きとなる見込み。

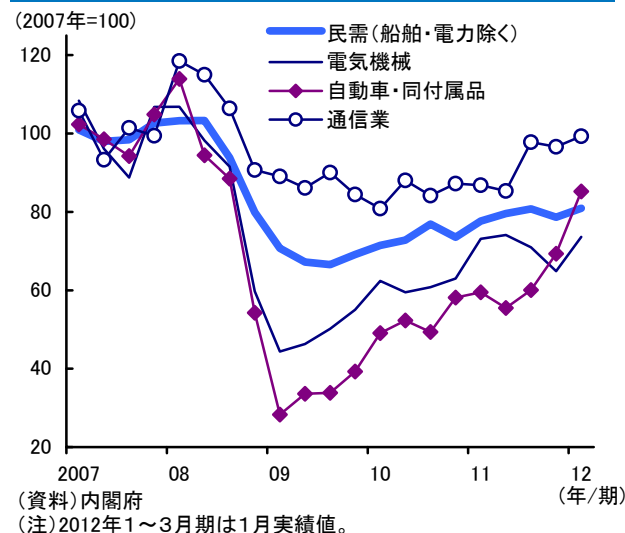
株価と為替



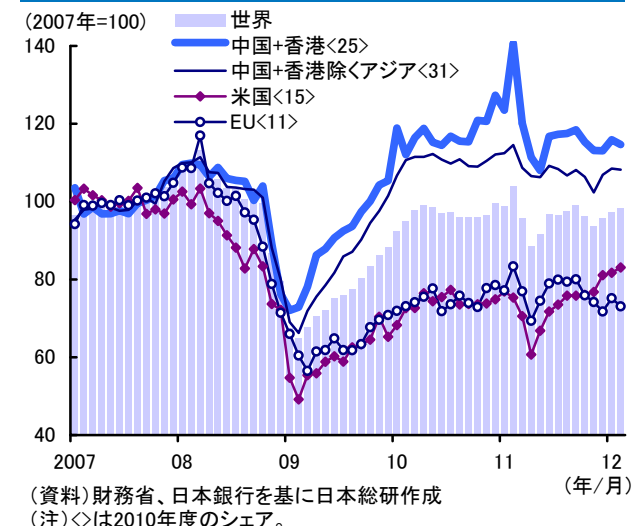
鉱工業生産（季調値）



機械受注（季調値）



実質輸出（季調値）



震災からの復旧・復興ピッチは徐々に加速

現状

景気分析

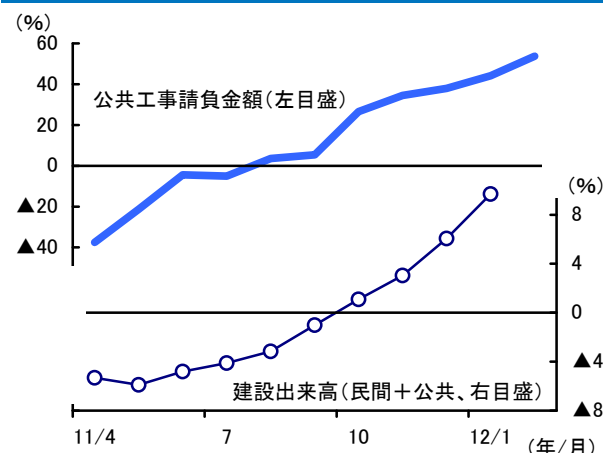
見通し

金利動向

震災からの復旧・復興に向けた動きは徐々に盛り上がり。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する見込み。

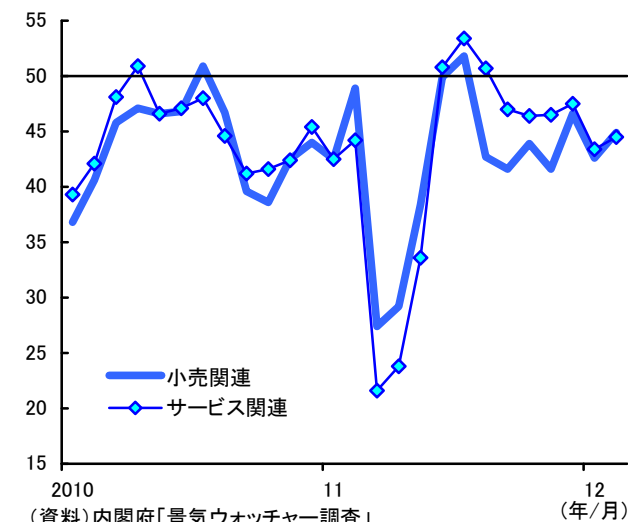
家計部門では、やや慎重な景況感が持続。商品別の動向をみると、自動車はエコカー補助金やエコカー減税など購入支援策を受けて、販売が好調。一方、テレビは地上デジタル放送への移行に伴う駆け込み需要がみられた昨年7月以降国内出荷が急減速し、いまだ回復の兆しはみられず。

被災3県の建設投資(年度累計前年比)



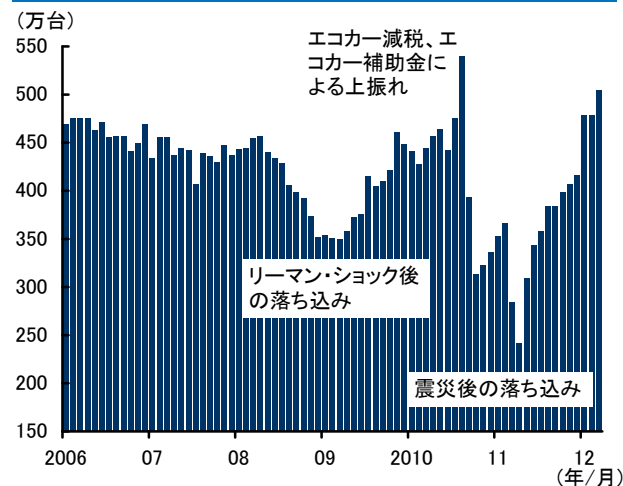
(資料)北海道建設業信用保証、東日本建設業保証、西日本建設業保証、国土交通省
(注)被災3県は岩手、宮城、福島

家計関連景気ウォッチャー調査(現状判断DI)



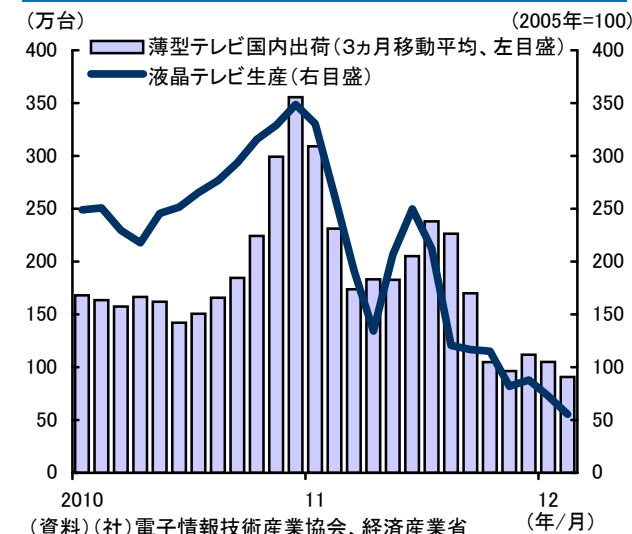
(資料)内閣府「景気ウォッチャー調査」

自動車販売台数(年率、季調値)



(資料)日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会を基に日本総研作成

薄型(液晶)テレビの生産と出荷



(資料)(社)電子情報技術産業協会、経済産業省

日銀短観(3月調査):大企業の景況感は横ばい

現状

景気分析

見通し

金利動向

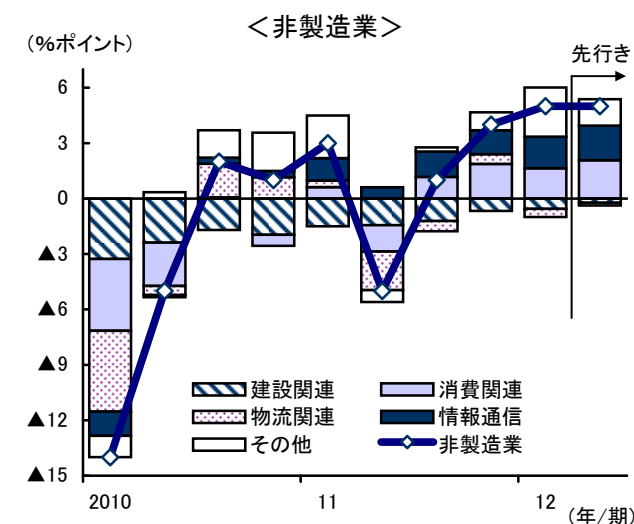
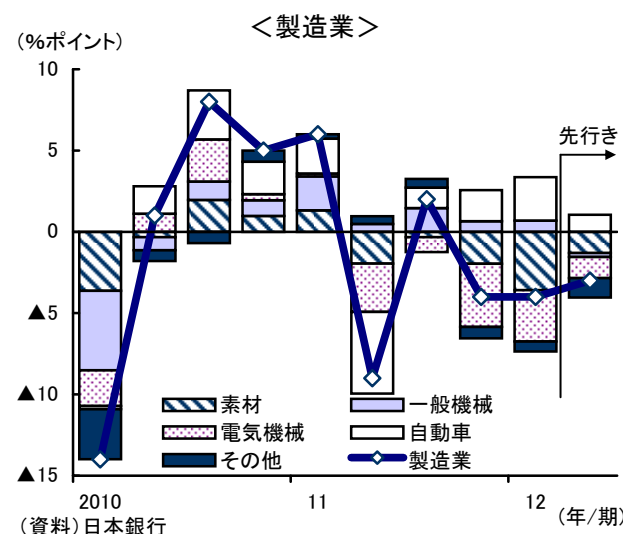
日銀短観業況判断DI(大企業)

3月の業況判断DIは、大企業・製造業で▲4%ポイントと、前回(2011年12月)調査対比変化なし。業種別にみると、自動車はタイ洪水によるマイナス影響のはく落を受けてDIが上昇。一方、海外企業との厳しい競争環境が続く鉄鋼や、原油高の影響を受けた化学など素材では業況が悪化。

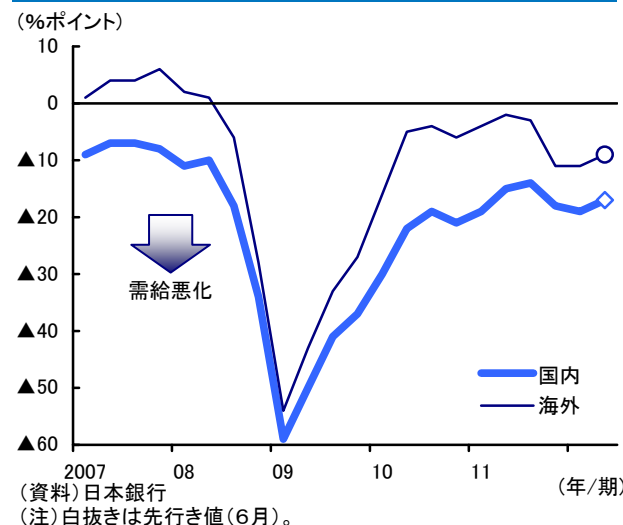
大企業・非製造業は+5%ポイントと、前回調査対比+1ポイント上昇。通信、情報サービス、電気・ガスなどがDIの上昇に寄与。復興需要が期待される建設関連ではDIの改善が限定的。

先行きは、復興需要の本格化や円相場下落などを背景に、大企業・製造業の製商品需給判断DIが国内、海外ともに改善が見込まれ、業況判断DIも小幅改善。

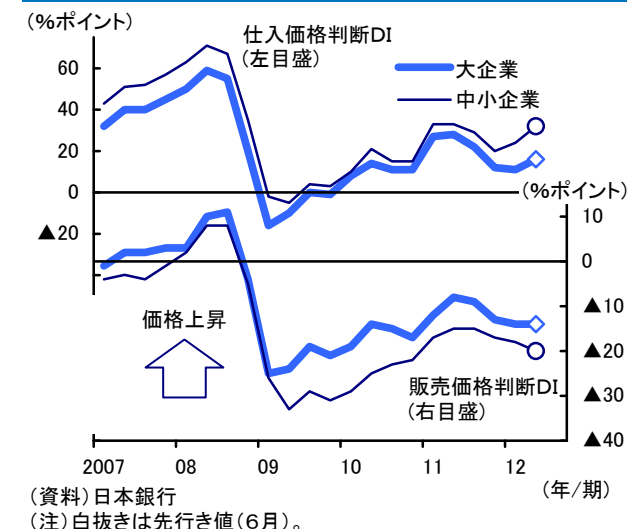
もっとも、企業を取り巻く厳しい環境は持続。原油価格高騰を受けて、企業の仕入価格判断DIは先行き上昇。一方、デフレ基調が続くなか、企業は仕入コストの上昇分を販売価格へ容易に転嫁できず、販売価格判断DIはほぼ変わらず。



日銀短観製商品需給判断DI(大企業、製造業)



日銀短観仕入・販売価格判断DI(製造業)



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

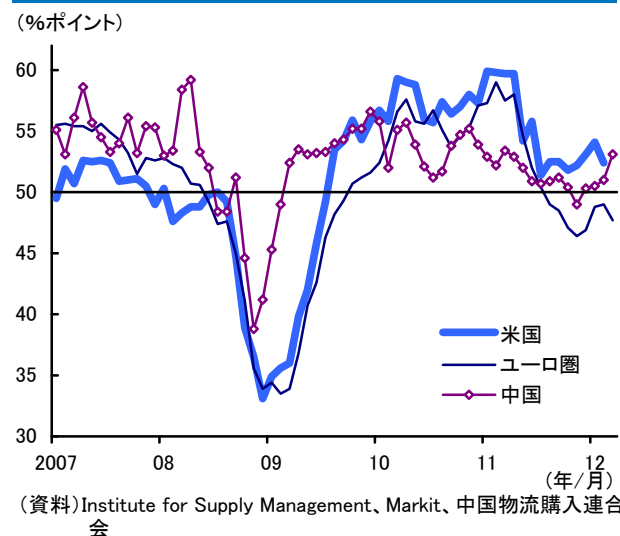
金利動向

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。

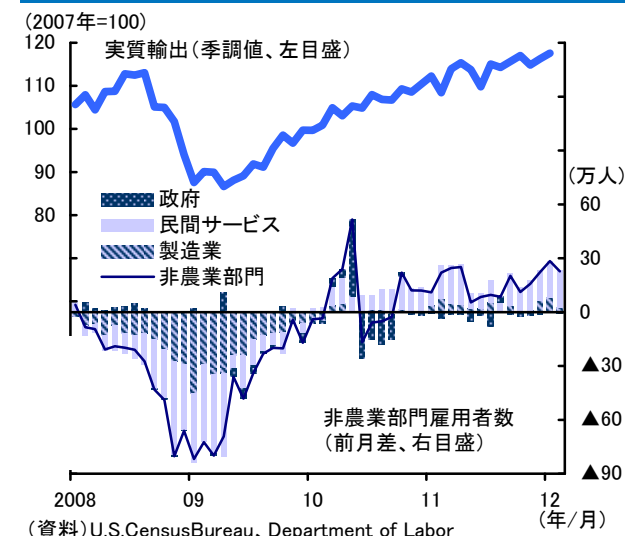
米国経済は輸出の増加などが景気を下支えするほか、雇用も緩やかながら増勢が続くことから、回復基調を維持する公算。中国経済は輸出の増勢が鈍化傾向にあるものの、インフレ圧力が緩和に向かうなか、内需が下支えする見込み。

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。

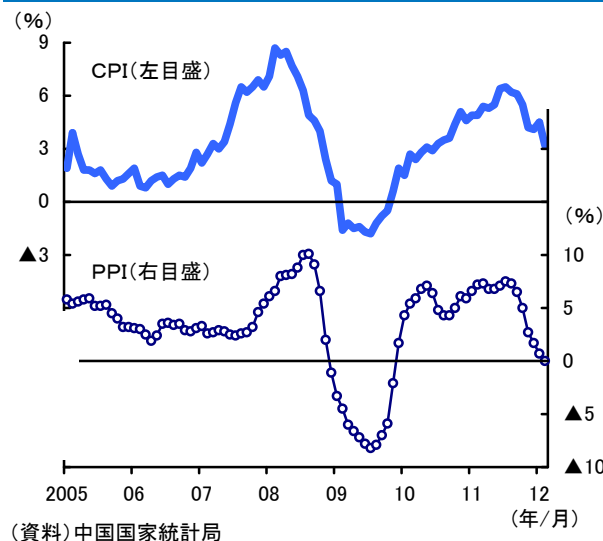
米欧中の製造業PMI(季調値)



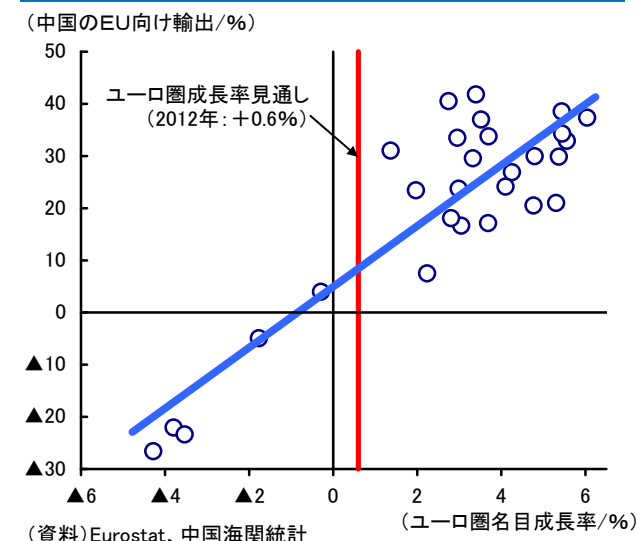
米国の輸出と雇用者数



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)



円高リスクは減衰も原油高と電力需給逼迫が新たな重石に

現状

景気分析

見通し

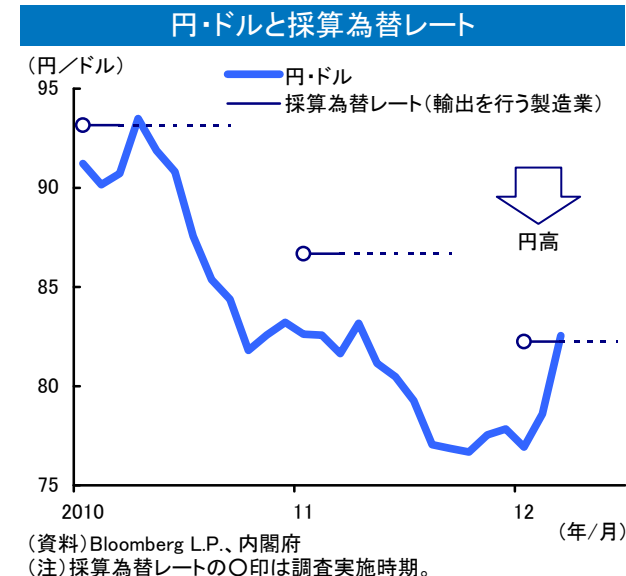
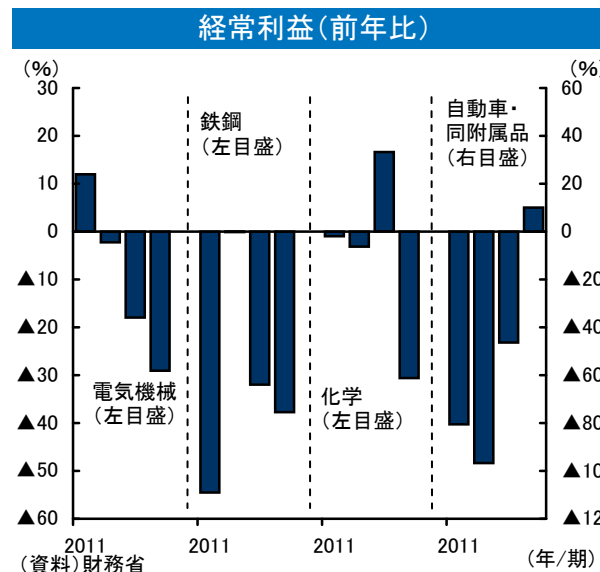
金利動向

海外経済減速や円高などをを受けて2011年10～12月期の企業収益は電気機械、鉄鋼、化学で前年比減少。

もともと、円相場は欧州債務問題の過度な懸念の後退や日銀の追加金融緩和などを背景に、2012年入り後に下落。3月の円・ドル相場は1ドル＝82.3円と2011年4月以来の水準まで下落し、円高による企業収益の下振れ圧力は減衰。ただし、足許の円・ドル相場はなお採算為替レートと同程度の水準にとどまっており、企業収益の力強い回復までは見込みにくい状況。

加えて原油価格高騰が新たな企業収益の下振れリスクに。イランとイスラエルの対立が深刻化すれば、今後原油価格が大幅に上昇する恐れ。仮に原油輸入価格(2012年度平均)が1バレル＝150ドルで推移した場合、2012年度の企業の経常利益は▲6.5%ポイント押し下げられると試算。

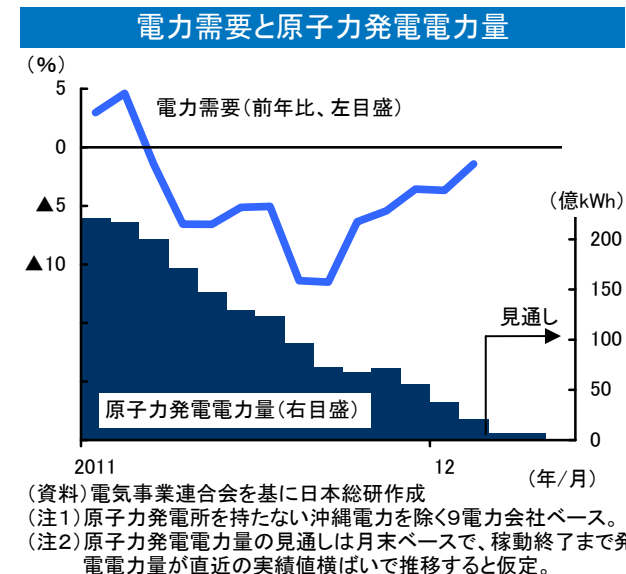
さらに電力需給の一段の逼迫も企業にとって重石に。現在停止中の原子力発電所が再稼働しなければ、5月上旬には原子力発電による電力供給がゼロに。夏にかけて電力不足に陥れば、生産調整を余儀なくされる恐れも。



原油高によるわが国経済への影響試算
(ドル/バレル、%ポイント)

原油価格 (2012年度平均)	法人企業 経常利益	実質民間 設備投資	貿易収支 対名目GDP比	実質GDP
2012年度下振れ幅				
120	▲ 1.6	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.1
130	▲ 3.2	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.1
140	▲ 4.8	▲ 0.7	▲ 0.9	▲ 0.2
150	▲ 6.5	▲ 1.0	▲ 1.2	▲ 0.3

(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)原油価格は、通関輸入原油価格。
(注2)原油価格が1バレル＝110ドルをベースラインと設定。
(注3)法人企業経常利益は金融・保険を除くベース。



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

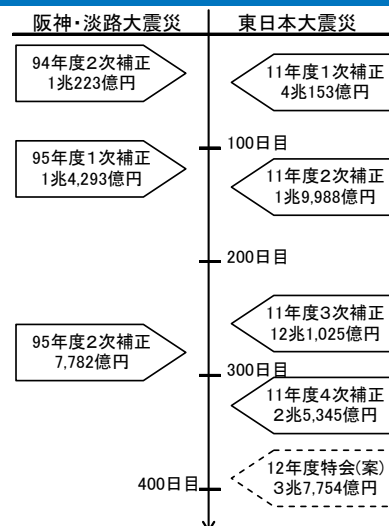
金利動向

今後は、震災からの復旧・復興需要が景気押し上げに作用する見込み。政府はこれまで、2012年度予算案も含め約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年度予算案の約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%ポイント押し上げると試算。

もともと、復旧・復興に関する予算の進捗は1月末時点で2011年度第1次～第3次補正予算の合計のおよそ半分にとどまっている状況。加えて、被災地では人材面でのボトルネックが復旧・復興事業の障害になっており、復興に向けた動きは本格化が後ずれする可能性も。

予算の流れ



(資料)財務省などを基に日本総研作成

復興需要の試算

	1次補正	2次補正	3次補正	4次補正	12年度予算案	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

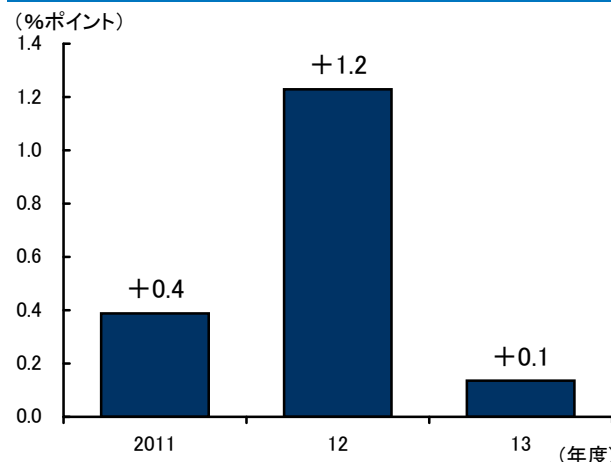
(資料)財務省を基に日本総研作成

(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。

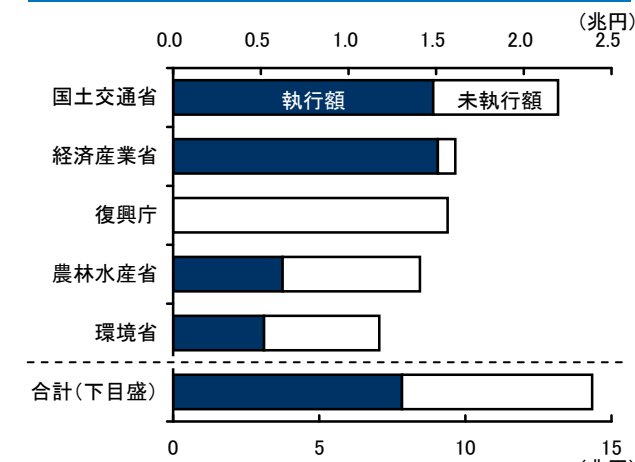
復興需要の実質GDP押し上げ効果



(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。

復旧・復興予算の進捗状況(1月末時点)



(資料)復興庁

(注)執行額には国から地方自治体への予算配分計画が決定した時点のものも含む。

家計負担の増加が消費の重石に

現状

景気分析

見通し

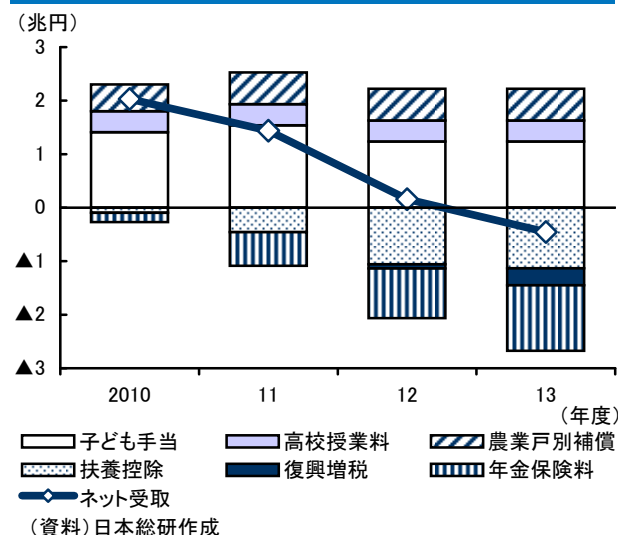
金利動向

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。

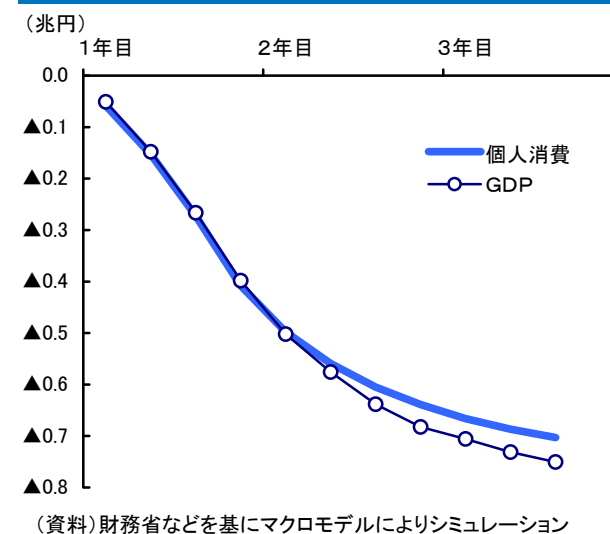
復興財源としての所得税は、徴収期間が25年と長いので、単年の家計負担は小。もっとも、①子ども手当の財源となる年少扶養控除の廃止、②年金保険料の引き上げ、が家計にとって大きな負担。その結果、2012年度のネットでもみた給付額は、前年度対比約▲1兆円減少する見込み。給付額の減少は家計の可処分所得の減少を通じて、個人消費の下振れ要因に。マクロモデル・シミュレーションによれば、可処分所得が1兆円減少すると、最終的に個人消費を▲0.7兆円押し下げるインパクトに。

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」を閣議決定し、国会へ提出。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税率引き上げ後の実質ベースの個人消費を押し下げること。

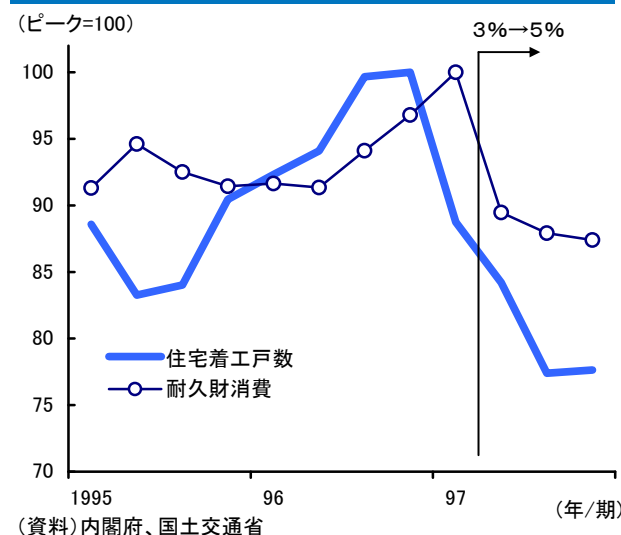
家計の負担と給付



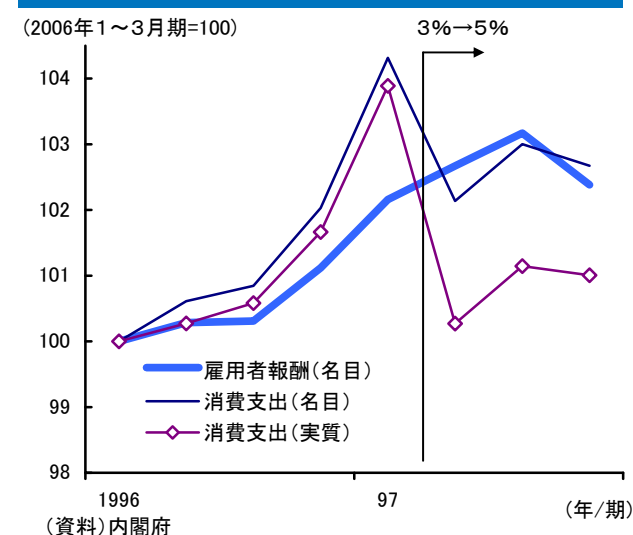
所得1兆円減少の影響(年率)



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

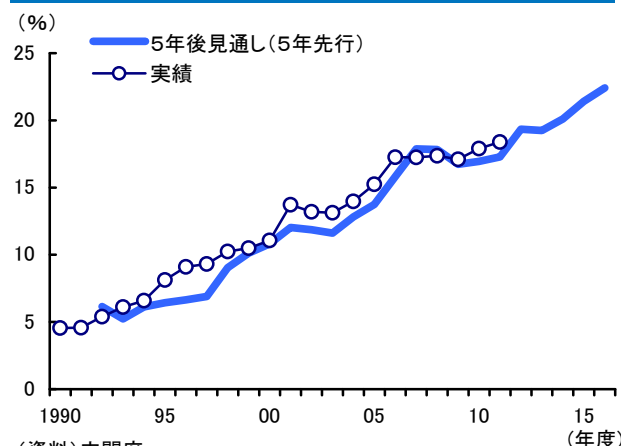


製造拠点の海外シフトにより設備投資は長期低迷も

わが国製造業の海外移転は長期にわたって増加。近年は、アジアをはじめとする新興国で高い経済成長が続くなか、現地で拡大する需要を取り込む目的での海外進出が増加。こうした動きは今後も続く見通し。

国内での生産メリットが失われつつある状況を放置すれば、より有利な事業環境を求めて、わが国企業の海外移転ペースは一段と加速する可能性。生産拠点のみならず、主に国内で行われている基礎研究や新製品開発などの高付加価値機能も海外へ移転し、産業空洞化まで事態が進展すれば、設備投資の低迷長期化などを通じて、わが国の中長期的な経済成長が著しく鈍化する恐れ。

わが国製造業の海外現地生産比率

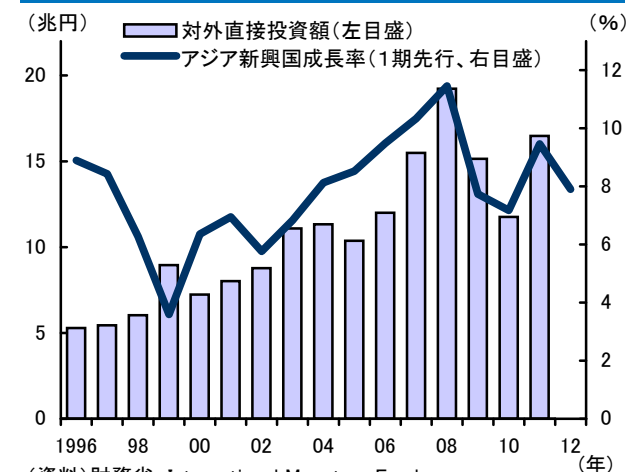


(資料)内閣府

(注1)海外現地生産比率＝海外現地生産による生産高／(国内生産による生産高＋海外現地生産による生産高)

(注2)2011年度は実績見込み値。

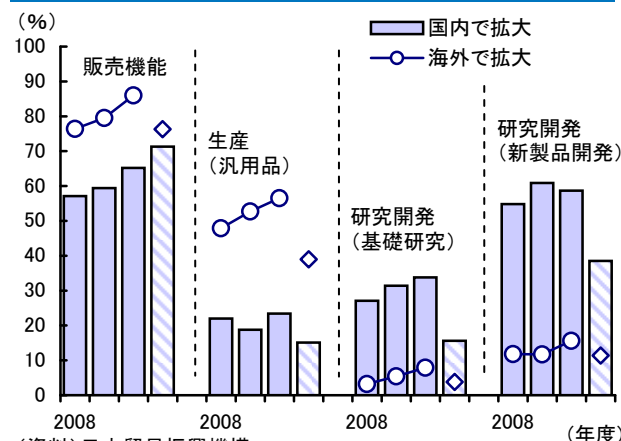
対外直接投資額とアジア新興諸国の成長率



(資料)財務省、International Monetary Fund

(注)アジア新興国：中国、ASEAN5を含むアジア27カ国(香港、韓国、シンガポール、台湾を除く)。

機能別内外規模拡大の意向(製造業)

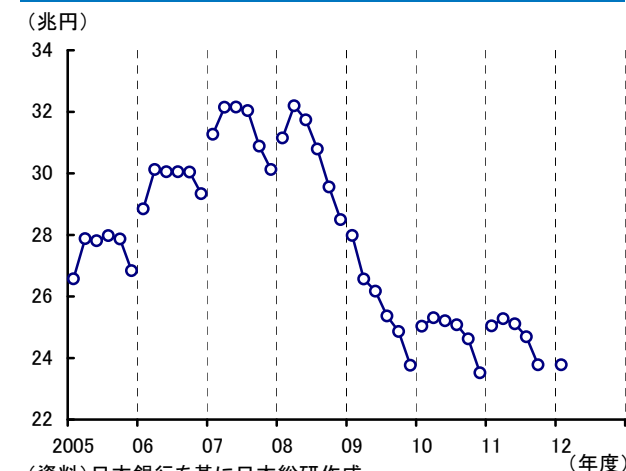


(資料)日本貿易振興機構

(注1)2011年度調査は現時点で概要の発表のためのため全業種ベースを表示。

(注2)複数回答可。

設備投資額の修正状況(大企業)



(資料)日本銀行を基に日本総研作成

(注)ソフトウェアを含み土地を除くベースで、日本総研により断層調整済み。

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、タイの洪水の影響が薄れるなか、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米国経済の回復を背景とする輸出の緩やかな増勢加速

もともと、海外経済の減速や既往円高の影響により年度前半にかけて輸出が低迷すること、企業の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、家電などを中心にデフレ圧力がなかなか払拭できないため、マイナス基調が続く見通し。

わが国主要経済指標の予測値(2012年4月2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 (予測)	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3			
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

(前年同期比、%)

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	▲0.2	▲0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	▲0.1	▲0.1	0.1
鉱工業生産	5.6	9.8	6.3	6.9	2.0	2.3	2.8	3.3	4.3	▲1.6	6.2	3.2
完全失業率 (%)	4.3	4.2	4.2	4.2	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0	4.4	4.2	4.0
経常収支 (兆円)	1.70	0.80	1.44	0.24	1.45	1.23	2.23	1.07	2.14	7.34	3.93	6.67
対名目GDP比 (%)	1.5	0.7	1.2	0.2	1.2	1.1	1.9	0.9	1.8	1.6	0.8	1.4
円ドル相場 (円/ドル)	79	83	83	83	83	84	85	87	90	79	83	86
原油輸入価格 (ドル/バレル)	116	122	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1)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。

(注2)海外経済の前提:米国は2012年+2.1%、2013年+2.1%、ユーロ圏は2012年▲0.4%、2013年+2.3%、中国は2012年+8.8%。

長期金利は1%台前半を中心とする推移が続く見込み

現状

景気分析

見通し

金利動向

日銀は、3月12～13日の定例会合で、成長支援資金供給の拡充を決定。貸付枠を現行の3.5兆円から5.5兆円に2兆円増額。

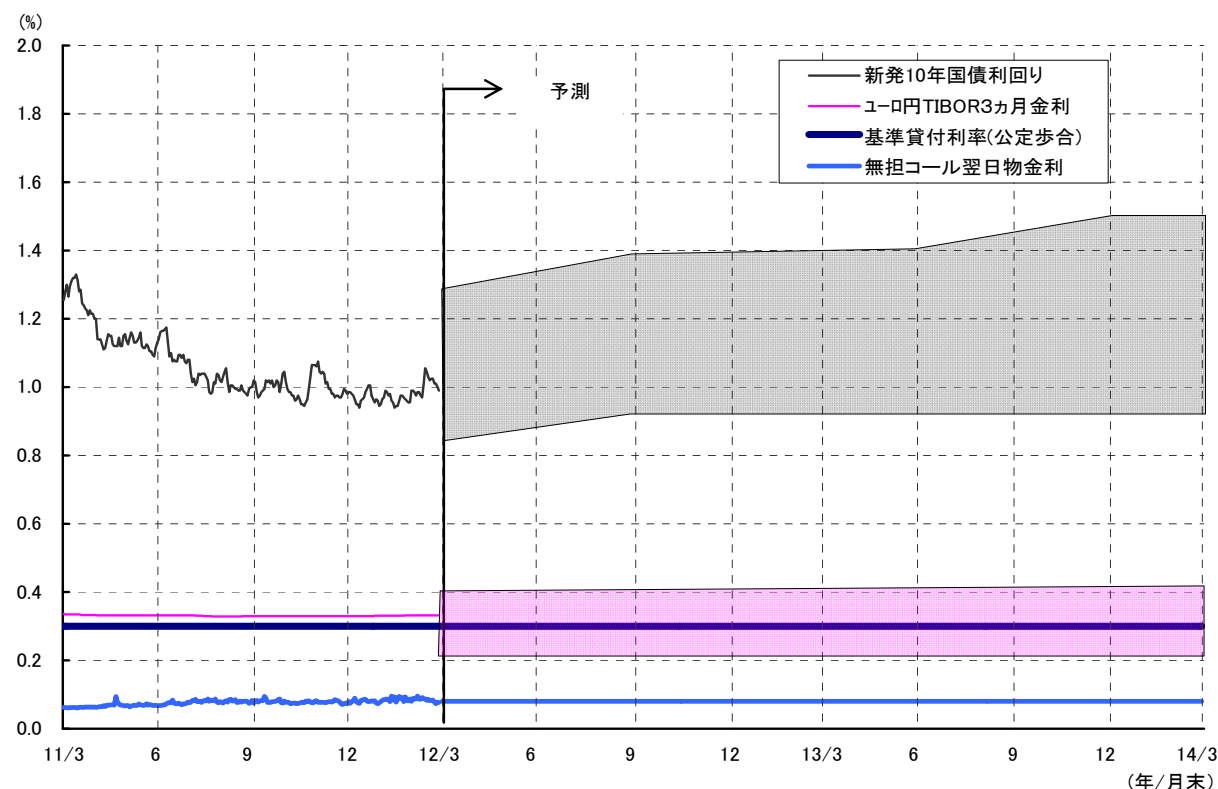
3月の長期金利は、国内株高等を受けて月半ばには1%を超えて上昇。その後、米国金利の上昇に一服感が出るなか、月末にかけて緩やかに低下。

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つつ、先行きも状況に応じて、より長い年限の国債を買入対象に追加するなど金融緩和拡充策を検討する可能性。

長期金利は、米国金利に連動した動きが短期的に続く可能性。米景気の回復期待が高まるなか、わが国金利も当面は緩やかな上昇基調を辿る見通し。①復興需要の拡大、②消費税増税を巡る政局の混乱、等も金利上昇圧力となる可能性。

もっとも、景気回復が緩やかにとどまるなか、①国内での設備投資の伸び悩み、②日銀による大幅な金融緩和の継続、等を背景に持続的な金利上昇には至らず、1%台前半を中心とするレンジから大きく逸脱しない見通し。

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カ月物金利	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	1.10	1.15	1.20	1.20	1.20	1.25	1.30	1.30

(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

成長支援資金供給拡充による押し上げ効果は限定的

現状

景気分析

見通し

金利動向

日銀は、成長支援資金供給の拡充を決定。従来の貸付枠を5,000億円増額したほか、小口の投融資を対象に5,000億円、外貨建ての投融資を対象に1兆円の貸付枠を新たに設定。併せて、本則・ABL特則の受付期限を2014年3月末まで2年間延長。

白川総裁は記者会見で、デフレ脱却には「金融面での下支え」と「成長力強化の取り組み」の両方が必要であり、環境・エネルギー等、将来の成長が見込まれる分野に対する金融機関の具体的な取り組みを今後も後押ししていくとの考えを表明。

今回の制度拡充では、対象企業の裾野を広げる工夫も。すなわち、小口特則は、潜在的な成長力を有する中小企業を対象としており、米ドル特則は、国際分業体制の構築などを目的として海外展開を進めるグローバル企業を対象に。

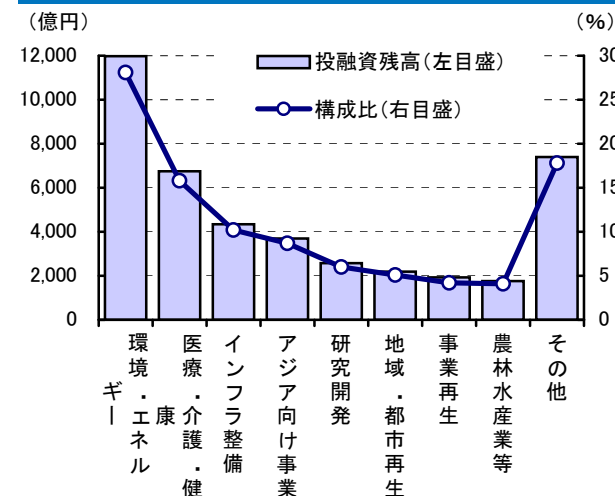
もっとも、日銀の『主要銀行貸出動向アンケート』によれば、大企業・中小企業とも資金需要は足元で頭打ちとなっており、制度拡充による貸出増加・景気押し上げ効果は限られる見込み。

成長支援資金供給の概要

	本則	ABL特則	小口特則	米ドル特則
導入時期	2010年6月	2011年6月	2012年3月	2012年3月
貸付枠	3兆円 →3兆5千億円	5千億円	5千億円	1兆円相当の 米ドル資金
対象投融資	1,000万円以上	100万円以上のABL、出資	100万円以上の1,000万円未満	外貨建て
貸付期間	最長4年 借り換え含む	最長4年 借り換え含む	最長4年 借り換え含む	最長4年 借り換え含む
適用金利	年0.1%	年0.1%	年0.1%	市場金利
受付期限	2012年3月末 →2014年3月末	2012年3月末 →2014年3月末	2014年3月末	2014年3月末
貸付総額(注※)	2兆9,998億円	891億円	-	-

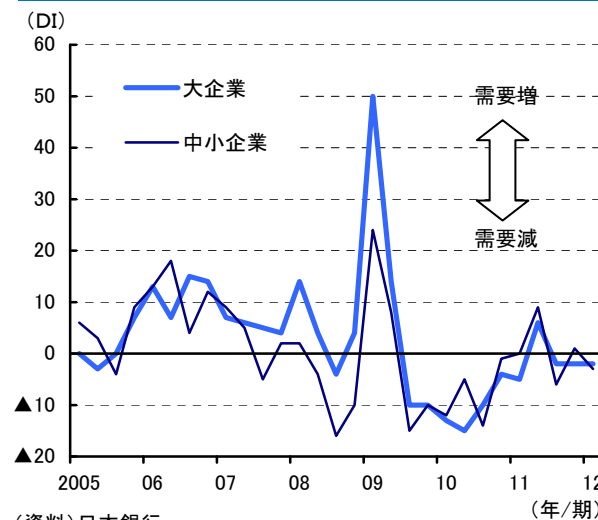
(資料) 日本銀行 (注) 2012年3月13日時点
(注) ABL=動産債権担保融資

分野別にみた個別投融資(本則・特則累計)



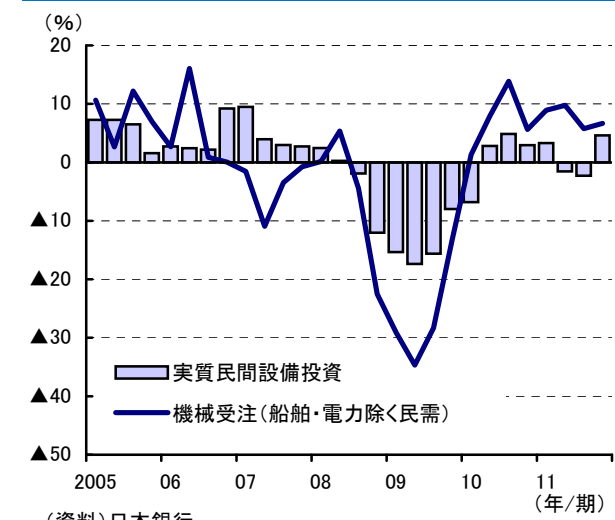
(資料) 日本銀行を基に日本総研作成

資金需要判断DI(2012年1月調査)



(資料) 日本銀行

実質民間設備投資と機械受注(前年比)



(資料) 日本銀行