

日本経済展望

2012年2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】

概説	1
わが国景気の現状	2
ファンダメンタルズ分析	5
わが国景気見通し	11
わが国金利見通し	12
マーケット分析	13

◆本資料は2012年 1 月31日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

◆本資料に関するご照会は、下記あてお願いいたします。

国内経済グループ

ファンダメンタルズ：下 田 (Tel：03-6833-0914 Mail：shimoda.yusuke@jri.co.jp)
金利動向：大 竹 (Tel：03-6833-0915 Mail：otake.shigehisa@jri.co.jp)

日本経済概説（2012年 2 月）

1. 景気の現状：足許は弱含み

- ・わが国経済は弱含み。鉱工業生産は震災による落ち込みから回復したものの、昨年の夏場から一進一退。輸出は海外経済の減速やタイの洪水による供給ショックを受けて足許で減少。企業を取り巻く環境は依然厳しい状況にあり、機械受注も減速。家計部門は、消費者マインドの改善が一服するなか、小売業販売額が低調。

2. 景気見通し：海外経済減速や円高で力強い回復には至らず

- ・海外経済の減速や円高に加え、タイの洪水の影響もあり、2011年10～12月期の成長率は鈍化する見通し。
- ・2012年1～3月期は洪水の影響が薄れるなか、復興需要が顕在化し始めることで成長率は持ち直す見込み。
- ・4～6月期以降は、以下の要因を背景に弱めの成長が続く見通し。
 - ①海外経済の減速や円高による輸出の低迷持続
 - ②企業の収益下振れや海外シフト加速に伴う設備投資の伸び悩み
- ・もっとも、堅調な新興国経済が輸出を下支えすること、復興需要の本格化により住宅投資や官公需が増加すること、エコカー補助金の復活などにより自動車の販売増が見込まれること、などから、景気の腰折れは回避される公算。この結果、2012年度実質成長率は、+1.8%と、2%を下回る見通し。
- ・欧州債務問題の深刻化による世界的な金融システム不安や、補正予算の執行が遅れるなどの下振れ要因により、景気の減速が一段と強まるリスクも。
- ・消費者物価は、資源価格が横ばいで推移するなか、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。

3. 1月の金融政策・金利動向

【金融政策】

- ・日銀は、1月23～24日の定例会合で、金融政策の現状維持を決定。併せて、10月発表の展望レポートの中間評価を実施し、2011年度の実質GDPを10月時点（前年度比+0.3%）から、同▲0.4%に下方修正。海外経済の減速に加えて、過去の実績値の改定に伴い、2011年度への発射台が0.5%下振れたことが影響。
- ・白川総裁は会合後の記者会見で、わが国経済が緩やかな回復経路に復していくという従来の見方を堅持しつつも、景気回復の時期は「多少後ずれした」と発言。経済の先行きは、「不確実性が高い」との認識を改めて表明。

【長期金利】

- ・長期金利は、良好な米経済指標公表を受けた米国長期金利の上昇や国内株高などが金利上昇圧力となる一方、ギリシャの債務削減交渉が難航するなど欧州債務問題に対する懸念も根強く、1%近辺でもみ合う展開。

4. 金融政策・金利見通し

【金融政策】

- ・日銀は、円高や海外経済の減速などを受け、当面、景気の下振れリスクを意識した政策運営を継続する見込み。
- ・これまでに決定した金融緩和の追加措置を着実に履行しつつ、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と拡充策を検討する可能性。

【長期金利】

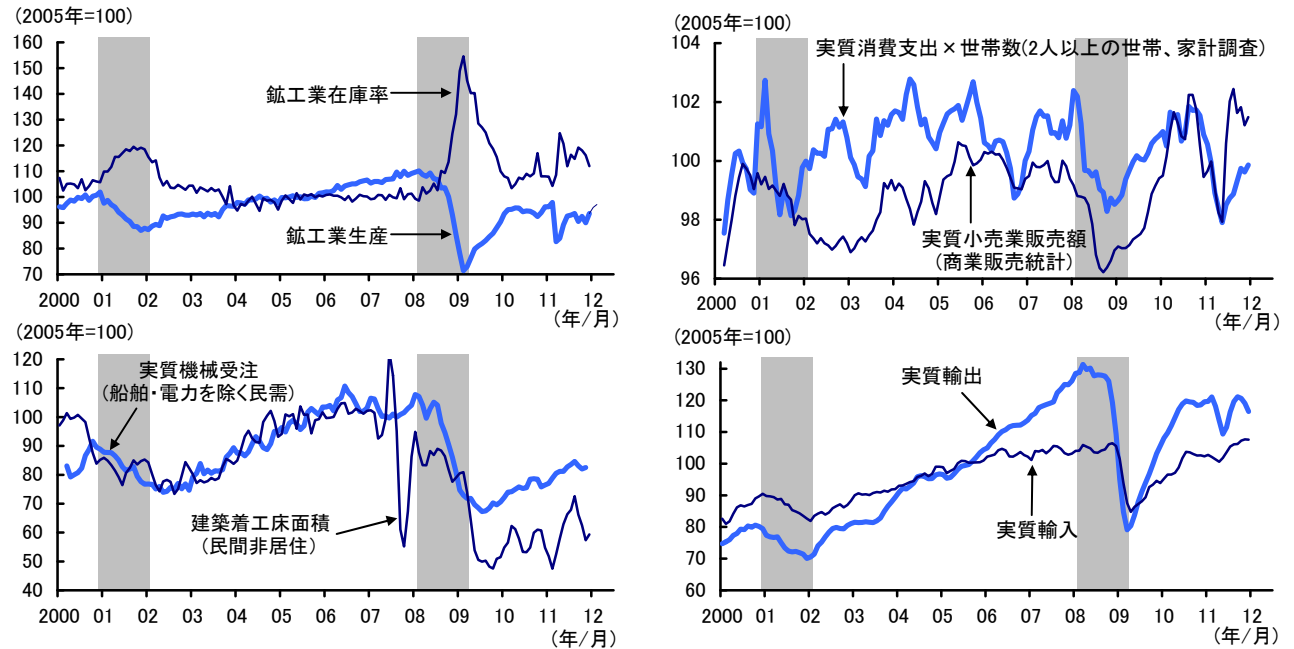
- ・長期金利は、①世界的な景気減速懸念、②国内での設備投資の停滞、などを背景に、当面は1%前後の低水準で推移。
- ・年央にかけて、復興需要の拡大に伴う金利上昇圧力が強まる可能性はあるものの、景気回復が緩やかにとどまるなか、総じて1%台前半を中心とする推移が長期化する見通し。

足許の景気は弱含み

わが国経済は弱含み。鉱工業生産は震災による落ち込みから回復したもの、昨年の夏場から一進一退。輸出は海外経済の減速やタイの洪水による供給ショックを受けて足許で減少。企業を取り巻く環境は依然厳しい状況にあり、機械受注も減速。家計部門は、消費者マインドの改善が一服するなか、小売業販売額が低調。

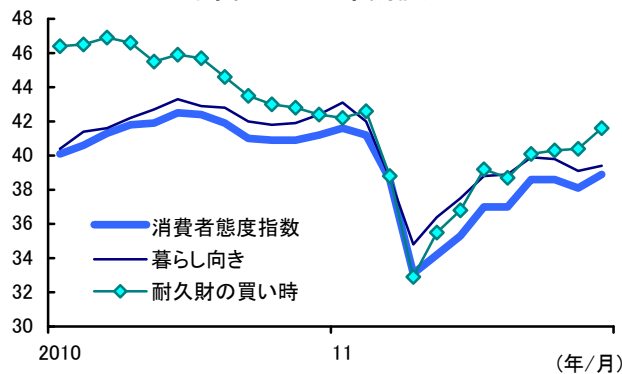
今後は、タイの洪水のマイナス影響が徐々に薄れる状況下、復興需要の本格化により、景気は持ち直す見込み。景気の先行きを示す景気動向指数のC I先行指数は、4ヵ月ぶりに上昇。もっとも、海外経済の減速や円高によるマイナス影響は当面続く見込み。

わが国主要景気指標の推移

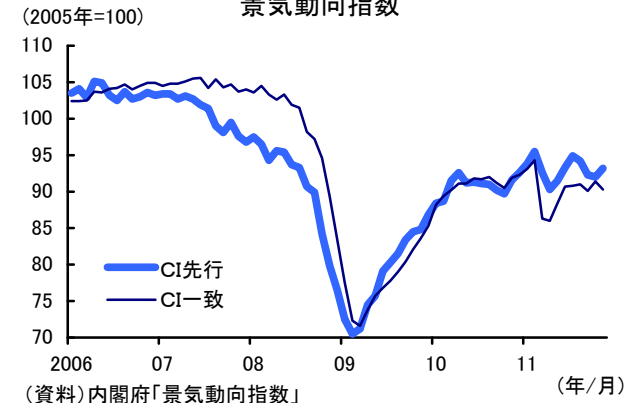


(資料)経済産業省、総務省、内閣府、国土交通省、日本銀行。
 (注1)シャドー部分は景気後退期。
 (注2)鉱工業生産・在庫率は季節調整値(月次系列)。その他は季節調整後後方3ヵ月移動平均値。
 (注3)鉱工業生産は、予測指数を用いて実績から2ヵ月分延長。
 (注4)小売業販売額の実質値作成には、消費者物価・財(電力・ガス・水道を除く)を使用。機械受注の実質値作成には、企業物価・資本財(国内品)を使用。
 (注5)実質消費支出は、人口推計や国勢調査をもとに推定した「人員2人以上一般世帯の平均人員・世帯数」で家計調査の集計値を調整。

消費マインド(季調値)



景気動向指数



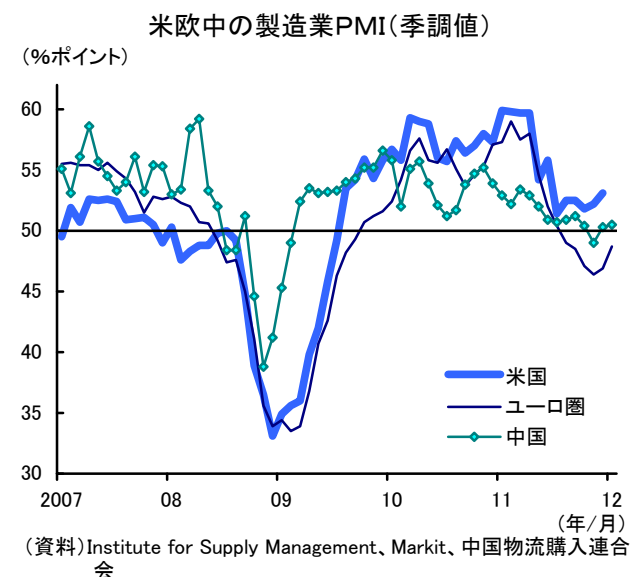
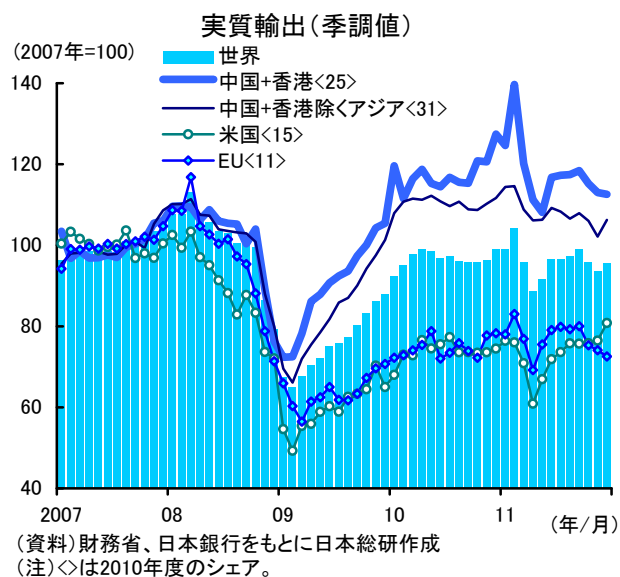
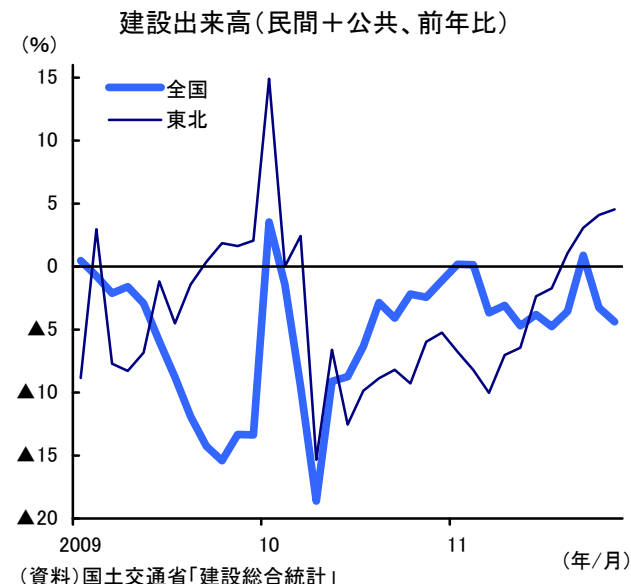
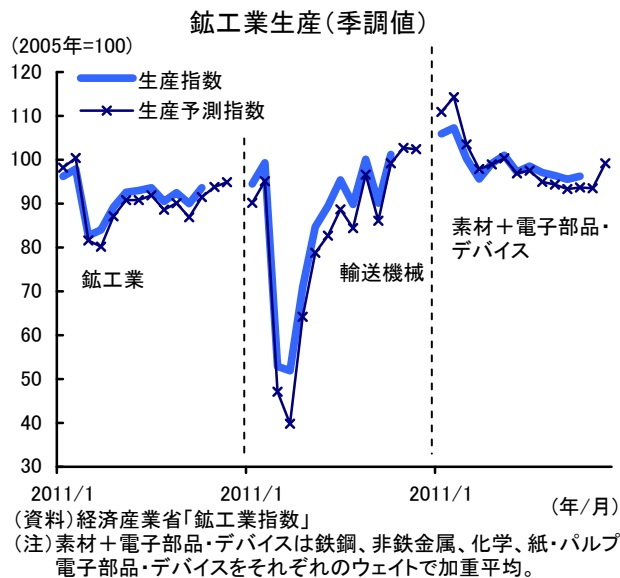
(株)日本総合研究所 日本経済展望 2012年2月

鉱工業生産は一進一退

2011年12月の鉱工業生産指数は前月比+4.0%と2ヵ月ぶりに上昇。もっとも、震災の落ち込みから急回復した昨年9月以降は総じて一進一退で推移。

背景として、輸出の低迷や復興需要の遅れなどを指摘可能。復興需要については、東北地方の建設出来高が、昨年8月に前年比プラスに転じたものの、依然低水準。こうした状況を受けて素材や電子部品・デバイスでは震災以降、低迷が持続。もっとも、今後は輸送機械に加えて、これらの業種も増産が計画されており、鉱工業生産全体も年度内は増産が続く見通し。

一方、輸出は海外経済の減速やタイの供給ショックを受けて、足許で弱い動き。債務問題が続くユーロ圏や景気減速が懸念される中国では、製造業の景況感を示すPMI指数が低調な動き。

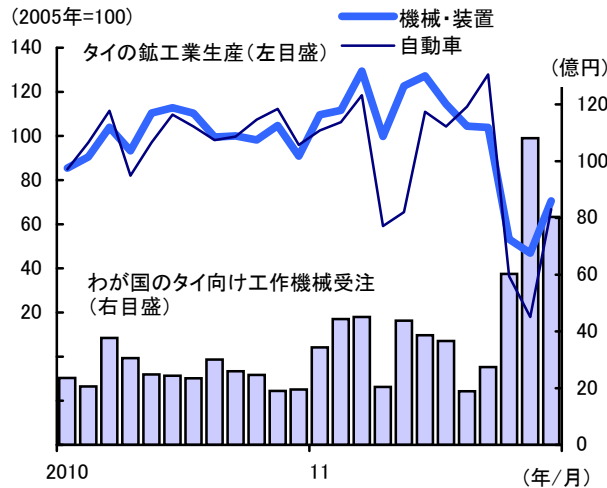


タイの洪水によるマイナス影響は徐々にはく落

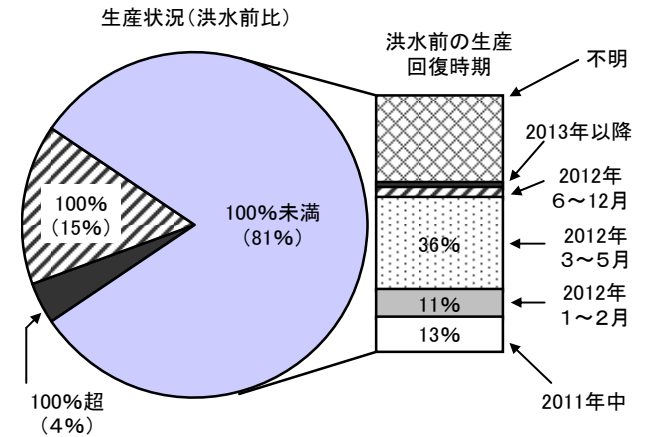
タイの洪水については、同国内の鉱工業生産指数が昨年12月に上昇に転じたほか、わが国のタイ向け工作機械受注も洪水発生以降、急増しており、復興に向けた動きが看取。経済産業省の昨年12月時点の調査によると、生産が洪水前の水準まで回復していない企業のうち、6割が5月までの回復を展望しており、供給ショックの影響は、一時的にとどまる見込み。

家計セクターは足許で低調。家計関連の景気ウォッチャー調査をみると、震災による落ち込みから急回復した後は弱含み。地上デジタル放送への移行に伴う駆け込み需要の反動で急減速したテレビは、2011年12月の販売台数が年末商戦によりやや持ち直したものの、2009年、2010年の同月と比べるとなお低水準。

タイの鉱工業生産とわが国のタイ向け工作機械受注

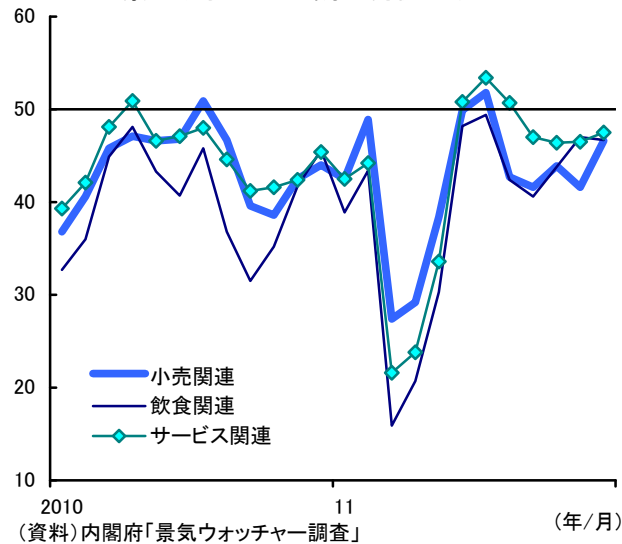


わが国企業のタイ国内での生産状況と回復時期

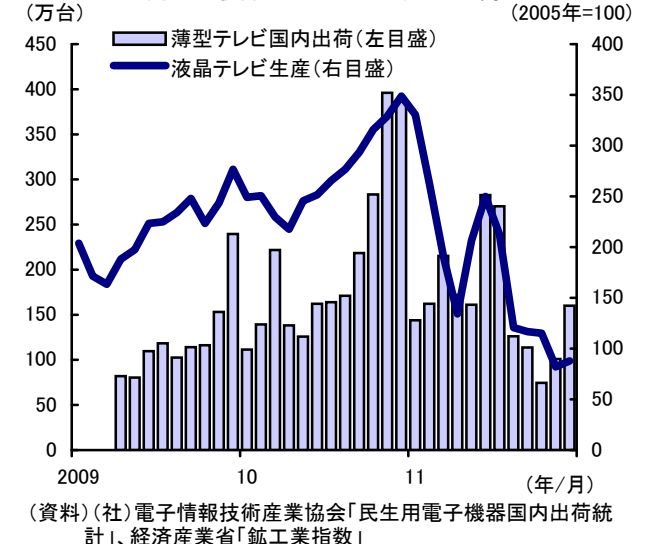


(資料) 経済産業省「タイ洪水被害からのサプライチェーンの復旧状況に関する緊急調査」を基に日本総研作成
(注) 調査期間は2011年11月30日～2011年12月7日。

景気ウォッチャー調査現状判断DI



薄型(液晶)テレビの生産と出荷



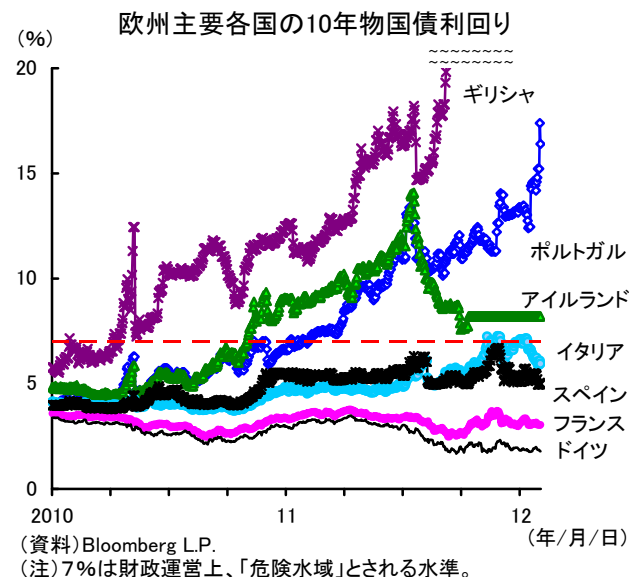
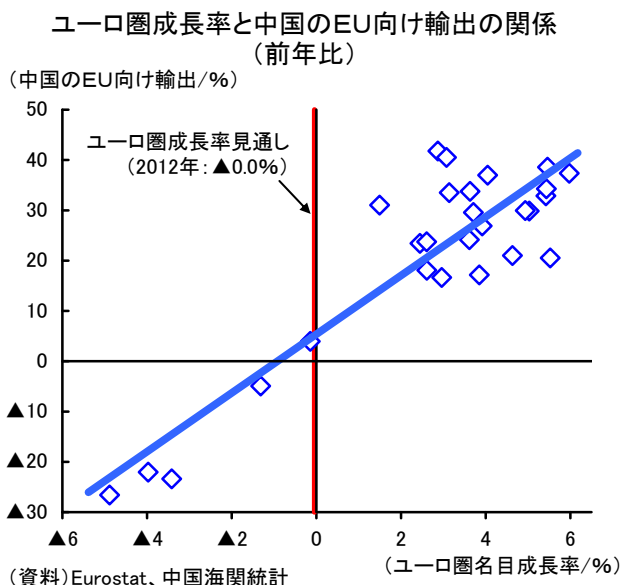
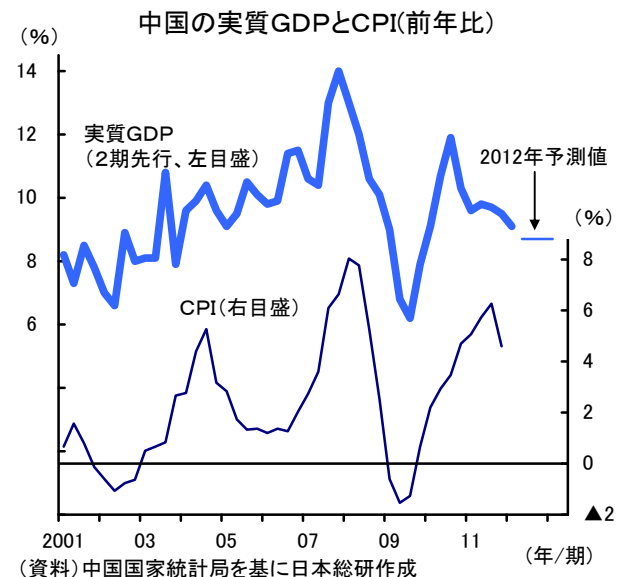
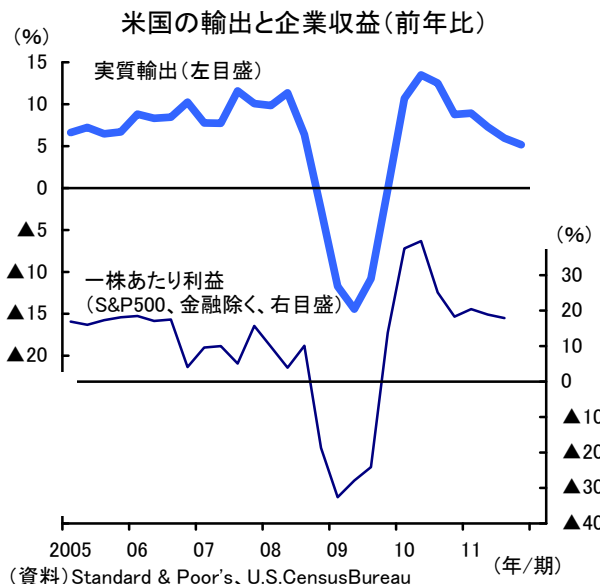
海外経済は減速するもののわが国へのマイナス影響は限られる見込み

海外経済は低迷が続いており、わが国の輸出や生産の下振れ要因に。もっとも、わが国経済と関係が深い米国や中国では、景気的大幅な落ち込みは回避されるとみられ、マイナス影響は限られる見込み。

米国経済は、輸出の増加や堅調な企業業績が景気を下支えし、緩やかな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、インフレ圧力の減衰に伴い、金融引き締め姿勢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と予想。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、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。

もっとも、欧州債務問題の深刻化により、2008年のリーマン・ショック同様に世界的な金融危機が生じた場合、マイナス影響は無視できず。

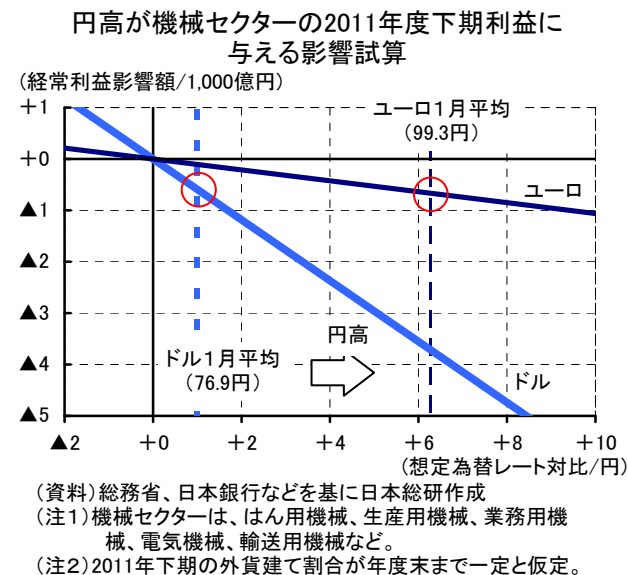
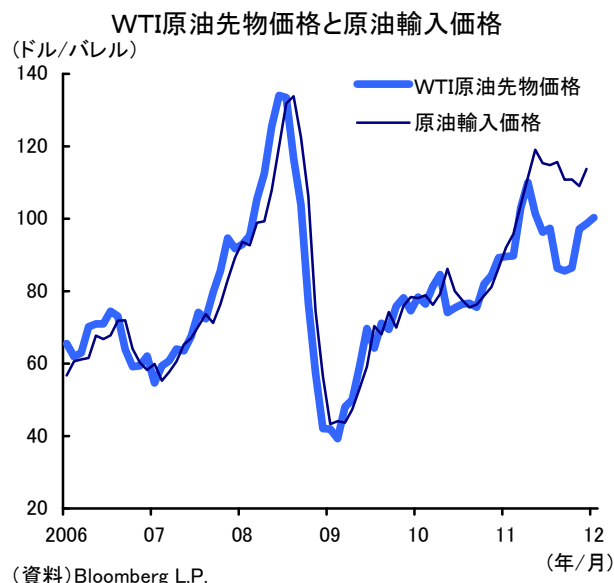
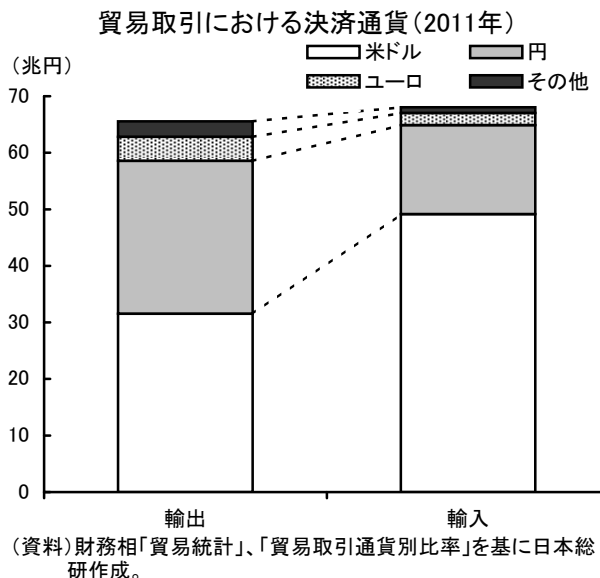


根強い企業収益の下振れ圧力で輸出や設備投資は伸び悩み

企業の収益環境は、以下の2点を背景に厳しい状況が続いており、輸出や設備投資の下押し要因に。

第1に円高の持続。わが国貿易取引のドル建て決済額は輸入超過のため、ドル建て輸入の多い素材など一部セクターでは、円高メリットを享受。一方、ユーロ建て決済額は輸出超過のため、あらゆるセクターで収益が下振れ。仮に円相場が対ドル、対ユーロともに先行き1月平均値で推移した場合、製造業の今年度下期経常利益の下振れ幅は約▲700億円に相当すると試算。とりわけ、輸出のウェイトが高い機械セクターでは、円高による為替差損の発生を通じた収益押し下げの影響が大。同条件で円相場が推移した場合、機械セクターの今年度下期利益下振れ幅は約▲1,200億円に相当すると試算。

第2に原油価格の高騰リスク。足許の原油輸入価格は1バレル＝110ドル近辺で推移しているものの、核開発疑惑を巡るイランと欧米諸国の対立により、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と実質GDPは、それぞれ▲6.5%ポイント、▲0.3%ポイント押し下げられると試算。



原油高によるわが国経済への影響試算 ＜マクロモデル・シミュレーション＞

（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	実質GDP
2012年度下振れ幅			
120	▲ 1.6	▲ 0.2	▲ 0.1
130	▲ 3.2	▲ 0.5	▲ 0.1
140	▲ 4.8	▲ 0.7	▲ 0.2
150	▲ 6.5	▲ 1.0	▲ 0.3

（資料）財務省、内閣府などを基に日本総研作成
 （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。

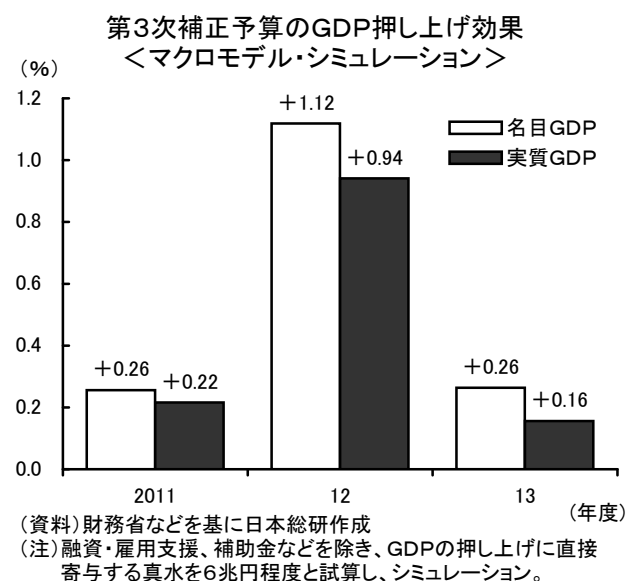
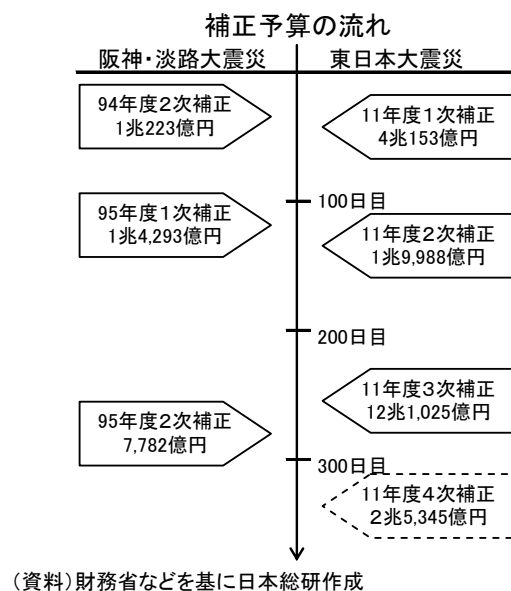
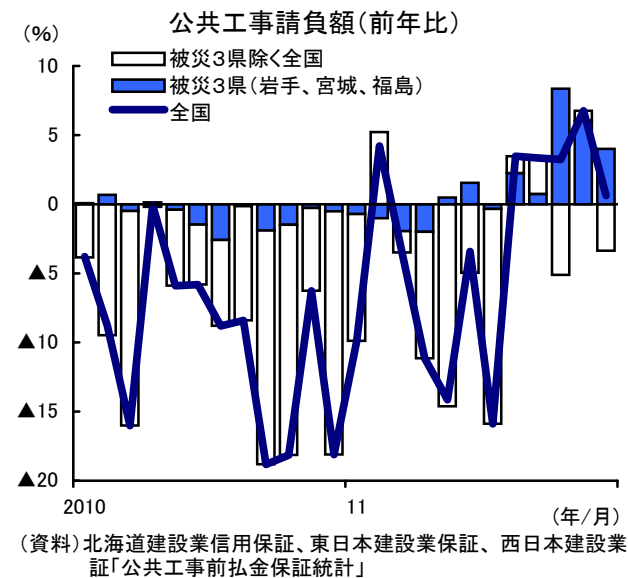
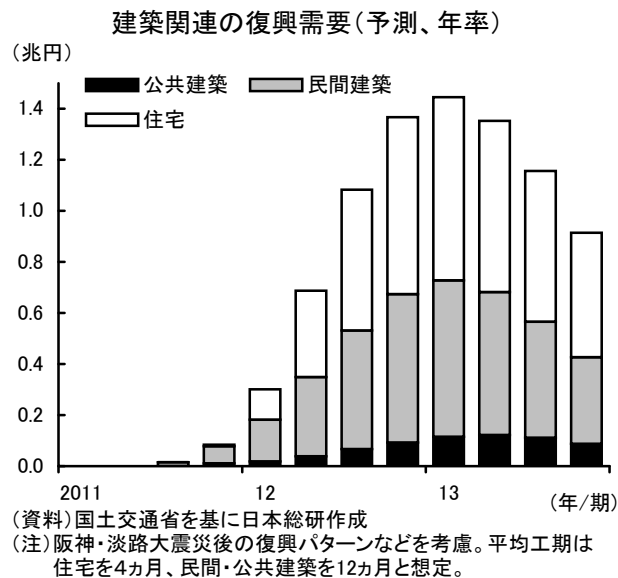
復興需要は今後本格化

今後は、震災からの復旧に代わり、復興需要が景気押し上げに作用する見込み。見通しでは、阪神・淡路大震災後の復興パターンを基に、先行きの回復シナリオを想定。

公共投資の先行指標である公共工事請負額は5ヵ月連続で前年比プラス。直近の2011年12月は前年比+0.6%と伸びが鈍化したものの、被災3県での請負額は引き続き高い伸び。以上の想定、状況を踏まえれば、今後は住宅投資をはじめとする建築関連のほか、インフラなどの復興需要の盛り上がりが期待。

昨年11月下旬に成立した第3次補正予算は、総額12.1兆円のうち9.2兆円が震災復興関連。見通しでは補正予算が年明け以降、順次執行されると想定。GDPの押し上げに直接寄与する金額は、融資・雇用支援や補助金などを除いた6兆円程度と試算され、来年度の実質GDPを+1%近く押し上げる見込み。

もっとも、震災によるがれきの最終処分や、被災地の都市計画策定には、なお時間を要することから、復興事業などが速やかに執行され、景気を下支えするかは不透明。

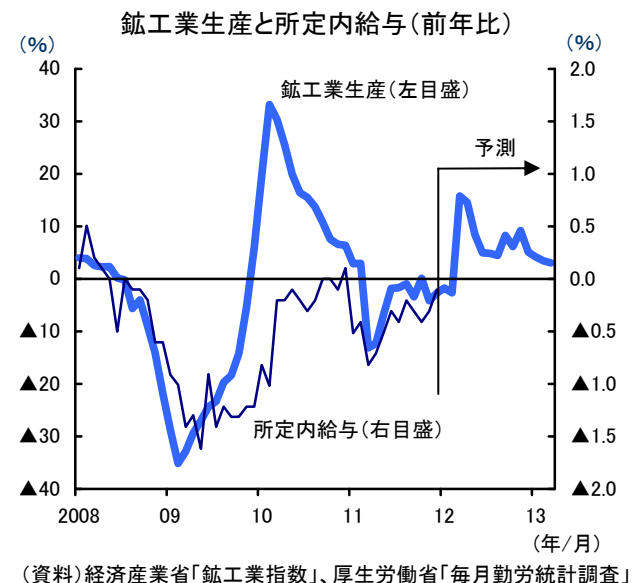
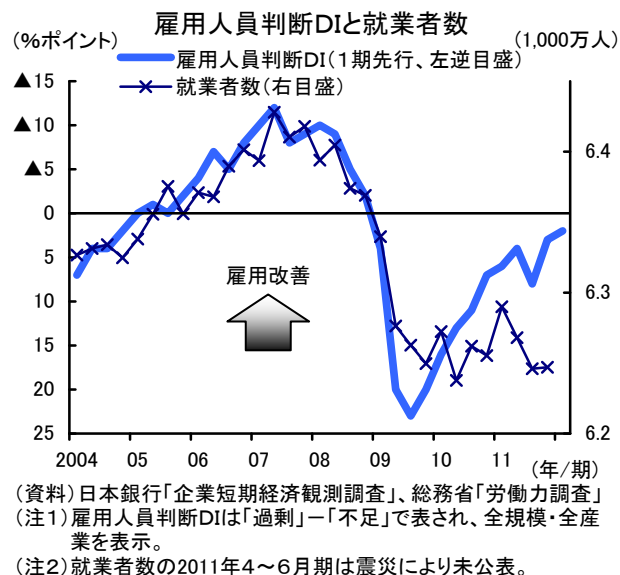
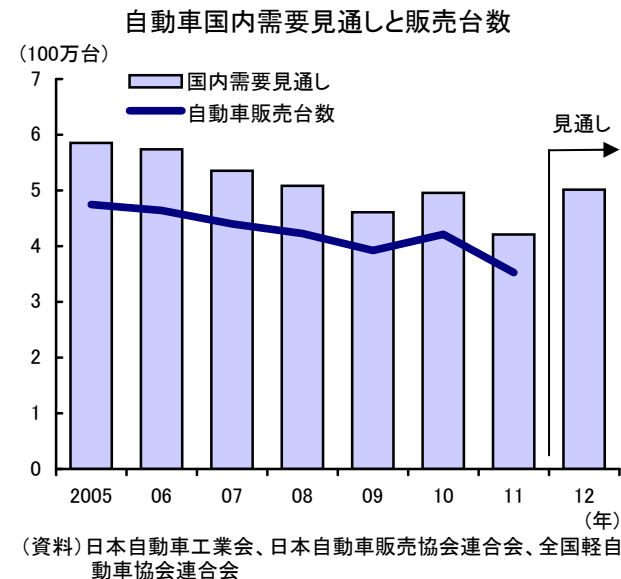
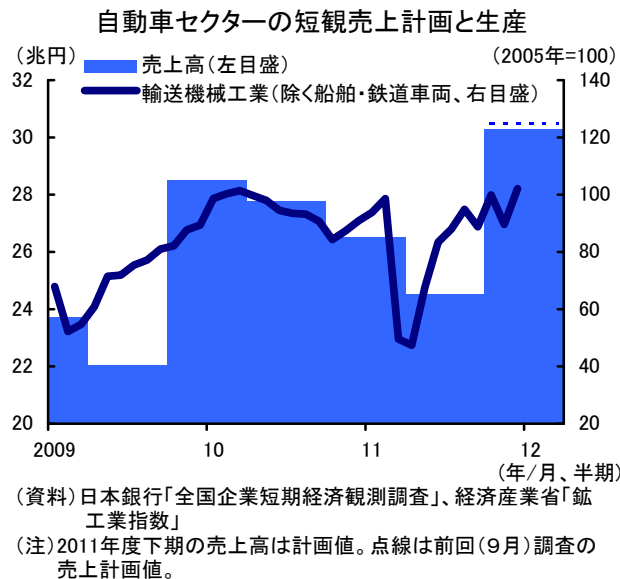


エコカー補助金復活や雇用・所得環境の底堅さを背景に消費は増勢維持

個人消費はタイの洪水の影響を受けて、2011年10～12月期に一時的に弱い動きとなる見込み。もっとも、タイの洪水の影響が薄れるなか、個人消費は今後、緩やかながらも持ち直し、景気下支えに作用する見込み。

自動車については、日銀短観の下期売上計画が小幅下方修正されたものの、高水準の受注残を抱えるなか生産増に伴い、販売台数も上期対比大幅に増加する見込み。加えて、政府はエコカー補助金の復活と、エコカー減税の延長を閣議決定。これを受けて、日本自動車工業会は昨年12月、2012年の国内自動車需要が501万台と、約4年ぶりの高水準にな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、雇用環境をみても、企業の雇用過剰感は緩和の方向。雇用判断DIの就業者に対する先行性を踏まえれば、年度内の雇用情勢は底堅く推移する公算。所得環境についても、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。



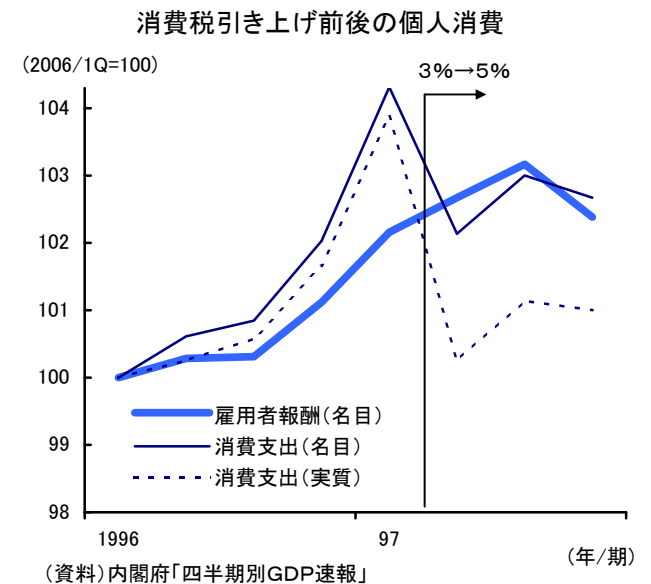
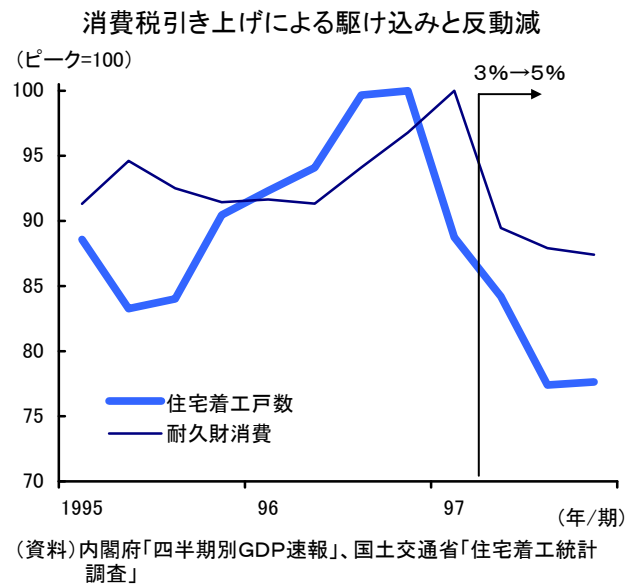
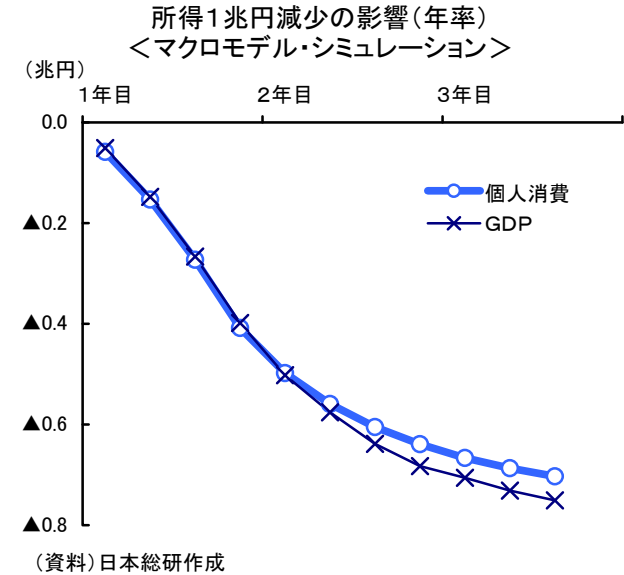
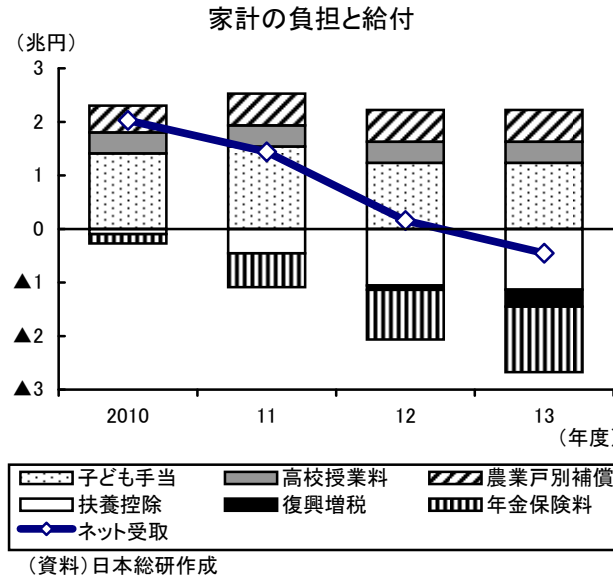
家計負担の増加が消費の重石に

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▲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1月6日、消費税を2014年4月に8%まで引き上げるなどを柱とする「社会保障と税の一体改革」の素案を正式決定。仮に2014年4月に消費税の引き上げが行われた場合、2013年入り以降に住宅や耐久消費財を中心に駆け込み需要が発生する見込み。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、実質ベースの個人消費を押し下げること。

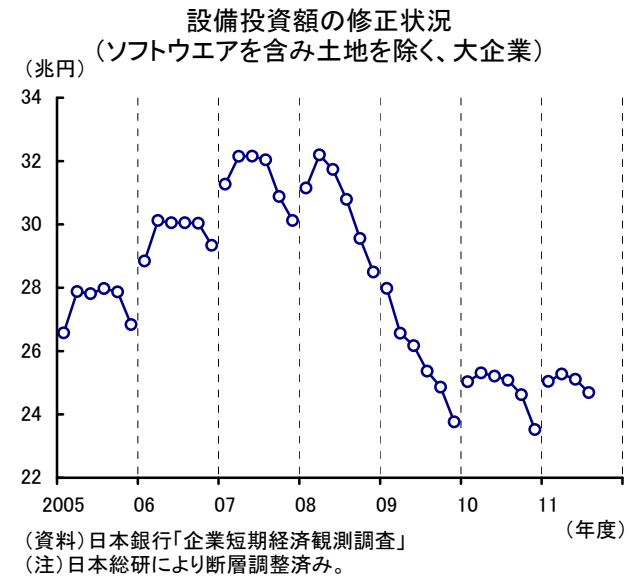
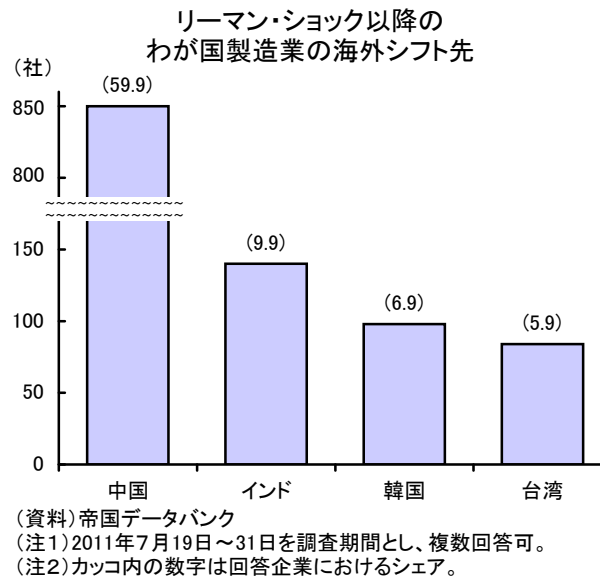
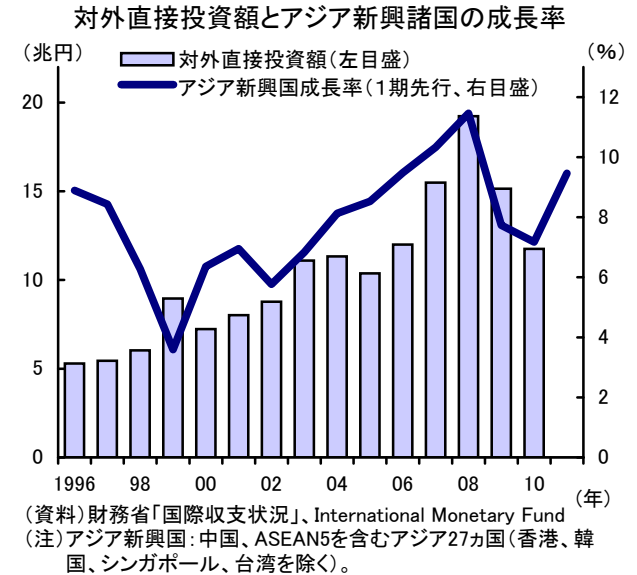
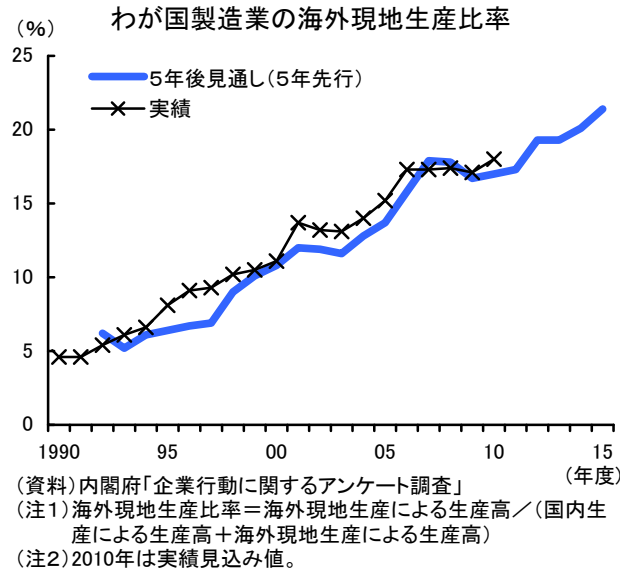


製造拠点の海外シフトにより設備投資は長期低迷も

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海外に進出する動き。

さらに、わが国同様、経済構造が成熟した韓国も移転先の有力候補に。背景には、①主要国とのF T A締結など積極的な自由貿易政策、②低い法人税率、③ウォン安、④安価な電気料金、など、震災以降のわが国とは対照的な事業環境を指摘可能。

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。産業空洞化の事態まで進展すれば、設備投資の低迷長期化など、わが国の中長期的な経済成長が鈍化する恐れ。



2011年度▲0.2%成長、2012年度+1.8%成長

海外経済の減速や円高に加え、タイの洪水の影響もあり、2011年10～12月期の成長率は鈍化する見通し。2012年1～3月期は洪水の影響が薄れるなか、復興需要が顕在化し始めることで成長率は持ち直す見込み。

4～6月期以降は、以下の要因を背景に弱めの成長が続く見通し。

- ①海外経済の減速や円高による輸出の低迷持続
- ②企業の収益下振れや海外シフト加速に伴う設備投資の伸び悩み

もっとも、堅調な新興国経済が輸出を下支えすること、復興需要の本格化により住宅投資や官公需が増加すること、エコカー補助金の復活などにより自動車の販売増が見込まれること、などから、景気の腰折れは回避される公算。

ただし、欧州債務問題の深刻化による世界的な金融システム不安や、補正予算の執行が遅れるなどの下振れ要因により、景気の減速が一段と強まるリスクも。

消費者物価は、資源価格が横ばいで推移するなか、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。

わが国経済・物価見通し

(四半期は前期比年率、%、%ポイント)

	2011年			2012年				2013年	2010年度	2011年度	2012年度
	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3			
	(実績)		(予測)								
実質GDP	▲ 2.0	5.6	1.2	2.3	2.0	1.7	0.9	0.4	3.1	▲ 0.2	1.8
個人消費	1.1	3.0	0.5	1.3	0.8	0.7	0.7	0.6	1.6	0.3	0.9
住宅投資	▲ 7.8	22.4	▲ 3.5	3.9	3.7	8.7	1.2	▲ 3.9	2.3	4.6	4.0
設備投資	▲ 2.1	▲ 1.6	1.9	2.4	3.2	4.0	3.0	2.6	3.5	▲ 1.3	2.7
在庫投資 (寄与度)	(▲ 0.0)	(1.1)	(▲ 0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.8)	(▲ 0.3)	(0.1)
政府消費	2.9	0.9	1.9	1.5	1.1	0.4	1.2	1.2	2.3	1.9	1.1
公共投資	29.8	▲ 3.9	8.1	18.2	13.0	3.5	▲ 4.4	▲ 9.8	▲ 6.8	5.2	6.1
純輸出 (寄与度)	(▲ 3.9)	(2.3)	(▲ 0.0)	(▲ 0.1)	(▲ 0.0)	(0.0)	(▲ 0.0)	(▲ 0.1)	(0.8)	(▲ 0.7)	(0.1)
輸出	▲ 21.7	32.7	2.2	4.7	4.1	4.1	3.2	2.5	17.2	▲ 0.0	5.2
輸入	1.7	14.9	2.3	4.9	3.9	3.8	3.3	3.2	12.0	5.1	4.4

(前年同期比、%)

名目GDP	▲ 4.0	▲ 2.9	▲ 1.7	0.6	2.3	1.5	1.3	0.8	1.1	▲ 2.0	1.5
GDPデフレーター	▲ 2.4	▲ 2.2	▲ 1.4	▲ 1.3	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 2.0	▲ 1.8	▲ 0.4
消費者物価 (除く生鮮)	▲ 0.2	0.2	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.9	▲ 0.1	▲ 0.3
鉱工業生産	▲ 6.8	▲ 2.1	▲ 2.7	4.0	9.0	5.9	6.6	3.7	9.0	▲ 2.0	6.2

完全失業率 (%)	4.6	4.4	4.5	4.3	4.2	4.2	4.1	4.1	5.0	4.4	4.2
経常収支 (兆円)	1.54	3.10	1.08	3.12	2.42	2.86	1.43	2.91	16.13	8.84	9.62
対名目GDP比 (%)	1.3	2.7	0.9	2.7	2.1	2.4	1.1	2.5	3.4	1.9	2.0
円ドル相場 (円/ドル)	82	77	77	77	78	78	79	79	86	78	78
原油輸入価格 (ドル/バレル)	115	114	111	111	111	111	111	111	84	113	111

(資料)内閣府、総務省、経済産業省、財務省などをもとに日本総合研究所作成

(注)海外経済の前提：米国は2012年+2.0%、ユーロ圏は2011年+1.6%、2012年▲0.8%、中国は2012年+8.8%。

日銀は積極的な金融緩和姿勢を維持。 長期金利は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。

【現状】

日銀は、1月23～24日の定例会合で、金融政策の現状維持を決定。併せて、10月発表の展望レポートの中間評価を実施し、2012年度の成長率見通しを+2.0%（前回+2.2%）に下方修正。

1月の長期金利は、良好な米経済指標公表を受けた米国長期金利の上昇や国内株高などが金利上昇圧力となる一方、ギリシャの債務削減交渉が難航するなど欧州債務問題に対する懸念も根強く、1%近辺でもみ合う展開。

【先行き】

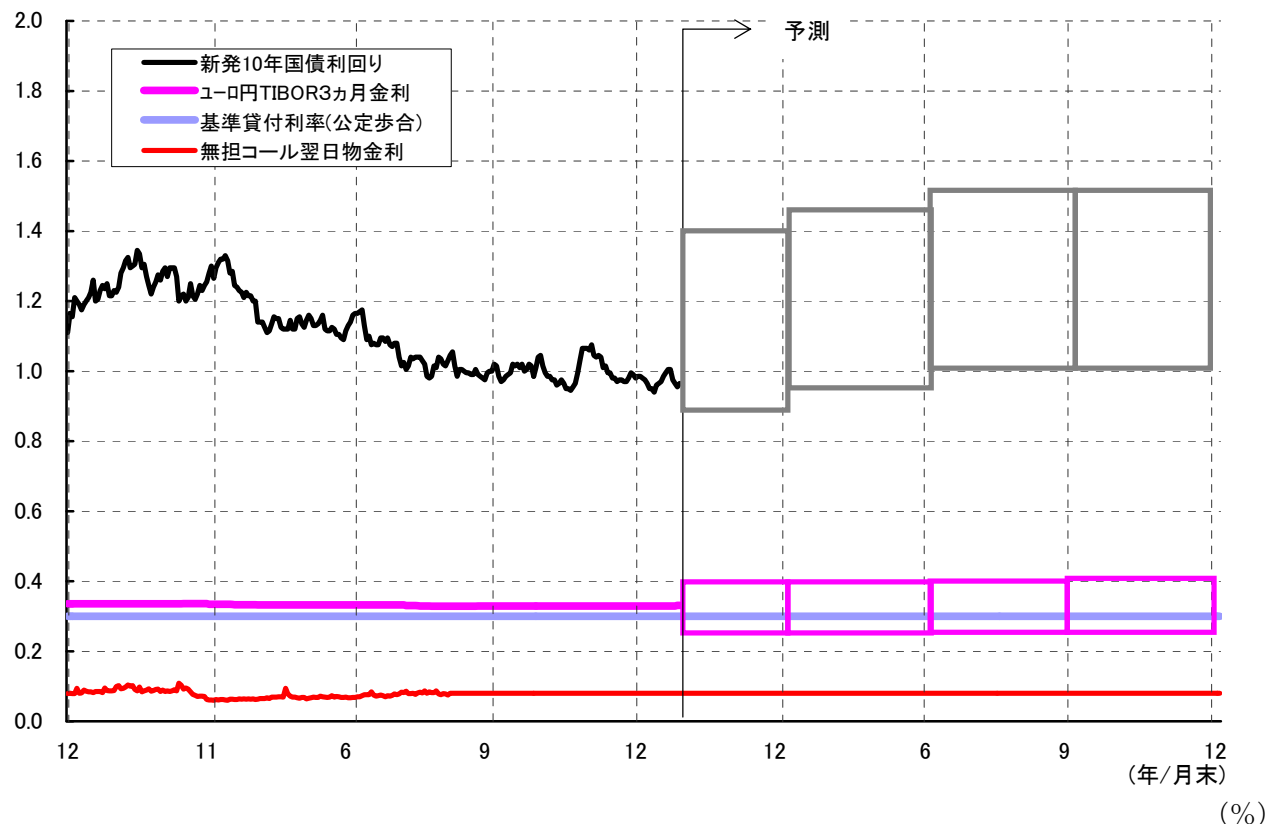
日銀は、当面、景気の下振れリスクを意識した政策運営を継続。

これまでに決定した金融緩和策を着実に履行しつつ、先行きも状況に応じて、追加措置を検討する可能性。

長期金利は、①世界的な景気減速懸念、②国内での設備投資の停滞、などが下押しに作用するため、当面、1%前後の低水準で推移。

年央にかけて、復興需要の拡大に伴う金利上昇圧力が強まる可能性はあるものの、景気回復が緩やかにとどまるなか、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



	2011年		2012年			
	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12
無担コールO/N誘導目標	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
ユーロ円TIBOR3カ月物金利	0.33	0.33	0.30	0.30	0.30	0.30
円スワップ5年物金利	0.48	0.48	0.50	0.50	0.55	0.55
新発10年国債利回り	1.04	1.00	1.00	1.10	1.25	1.25

(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

(株)日本総合研究所 日本経済展望 2012年2月

国債市場では海外投資家のプレゼンスが高まる傾向

近年、わが国国債市場では海外投資家のプレゼンスが高まる傾向。海外投資家の国債保有割合は、リーマン・ショックをピークに一旦低下したものの、2010年春以降再び上昇し、2011年9月末には6%台まで上昇。フローでも、国内投資家が日本国債を7四半期連続で売り越し一方、海外投資家は買い越ししており、対照的な動き。

背景として、海外投資家の安全資産選好の強まりを指摘可能。欧州債務問題の深刻化などを受け、投資マネーが世界最大の対外純資産を保有するわが国の国債市場へ流入。

加えて、安定した国債価格も投資マネー流入の要因となっている可能性。実際、日本国債の価格変動率は、リーマンショック以降も4%前後で推移しており、他の主要国と比べて価格変動リスクは小。

今後を展望すると、欧州での財政・金融不安がくすぶり続けるなか、当面、わが国国債市場に投資マネーが流入しやすい状況が続く見通し。もっとも、海外投資家のシェア上昇は、わが国国債市場が海外の投機的な動きに対して脆弱になるリスクも増大させるため、先行き国債市場のかく乱要因となる可能性。

