

# 日本経済展望

2012年1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 | 6  |
| わが国景気見通し    | 12 |
| わが国金利見通し    | 13 |
| マーケット分析     | 14 |

◆本資料は2011年12月28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：03-3288-4527 Mail：shimoda.yusuke@jri.co.jp)  
金利動向：大 竹 (Tel：03-3288-4739 Mail：otake.shigehisa@jri.co.jp)

# 日本経済概説（2012年 1 月）

## 1. 景気の現状：足許は減速傾向

- ・わが国経済は減速傾向。鉱工業生産は夏場から減速が明確化。出荷が伸び悩む一方、在庫は高止まり。在庫率は震災前に比べてなお高水準で、当面在庫調整圧力が根強い状況。家計調査の実質消費支出は、消費マインドの改善が足許で一服していることなどを背景に伸び悩み。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。

## 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、10～12月期の成長率は鈍化する見込み。
- ・2012年入り後は、洪水の影響が薄れるなか、復興需要の本格化による住宅投資・官公需の増加や、自動車販売の回復が景気押し上げに作用。
- ・もっとも、以下の要因を背景に、力強い回復までには至らない見通し。
  - 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
- ・この結果として、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. 12月の金融政策・金利動向

### 【金融政策】

- ・日銀は、12月20～21日の定例会合で、金融政策の現状維持を決定。
- ・白川総裁は会合後の記者会見で、北東アジアの地政学リスクについて、「経済・金融面への影響は、現時点では見極めるのが難しい」と指摘したうえで、「日銀としては、今後の動向を注意深くみていくとともに、金融市場の安定確保に万全を期していく」と発言。

### 【長期金利】

- ・長期金利は、月前半こそ1.0%台の推移となったものの、欧州での財政・金融不安が熾り続けるなか、投資家のリスク回避の動き等を受け、月末にかけて低下。

## 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】

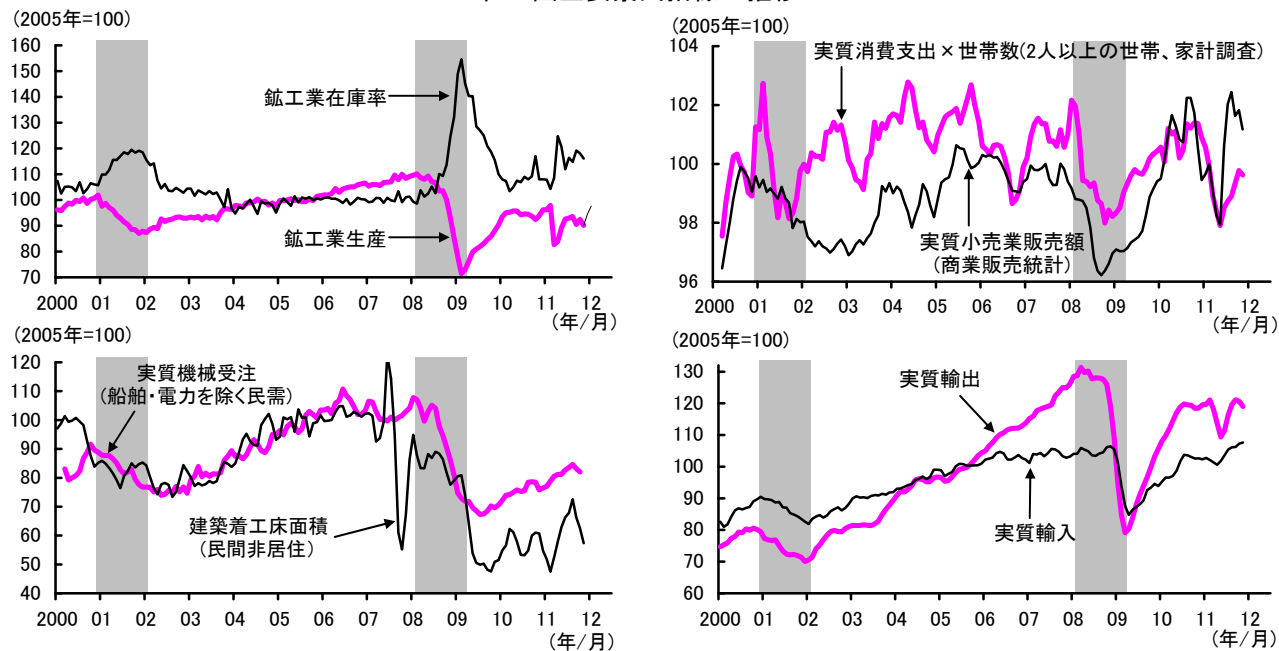
- ・長期金利は、①世界的な景気減速懸念、②国内での設備投資の停滞、などを背景に、当面は1%前後の低水準で推移。
- ・年央にかけて、復興需要の拡大に伴う金利上昇圧力が強まる可能性はあるものの、景気回復が緩やかにとどまるなか、総じて1%台前半を中心とする推移が長期化する見通し。

# 足許の景気は減速傾向

わが国経済は減速傾向。鉱工業生産は夏場から減速が明確化。出荷が伸び悩む一方、在庫は高止まり。在庫率は震災前に比べてなお高水準で、当面在庫調整圧力が根強い状況。家計調査の実質消費支出は、消費マインドの改善が足許で一服していることなどを背景に伸び悩み。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。

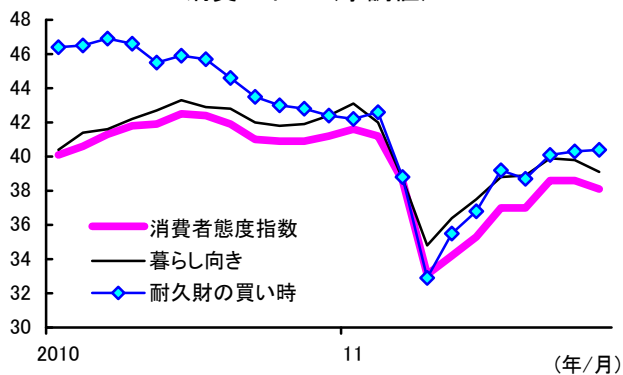
海外経済の減速や円高によるマイナス影響は当面続くとみられ、わが国経済の先行きは減速感が強まる見込み。景気の先行きを示す景気動向指数のC I先行指数は、3ヵ月連続で低下。

わが国主要景気指標の推移



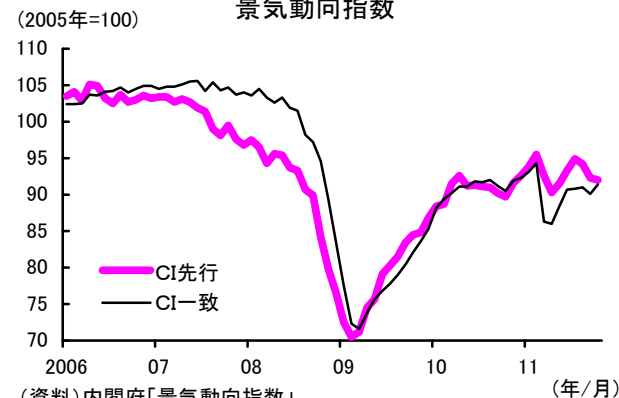
(資料)経済産業省、総務省、内閣府、国土交通省、日本銀行。  
 (注1)シャドー部分は景気後退期。  
 (注2)鉱工業生産・在庫率は季節調整値(月次系列)。その他は季節調整後後方3ヵ月移動平均値。  
 (注3)鉱工業生産は、予測指数を用いて実績から2ヵ月分延長。  
 (注4)小売業販売額の実質値作成には、消費者物価・財(電力・ガス・水道を除く)を使用。機械受注の実質値作成には、企業物価・資本財(国内品)を使用。  
 (注5)実質消費支出は、人口推計や国勢調査をもとに推定した「人員2人以上一般世帯の平均人員・世帯数」で家計調査の集計値を調整。

消費マインド(季調値)



(資料)内閣府「消費動向調査」

景気動向指数



(資料)内閣府「景気動向指数」

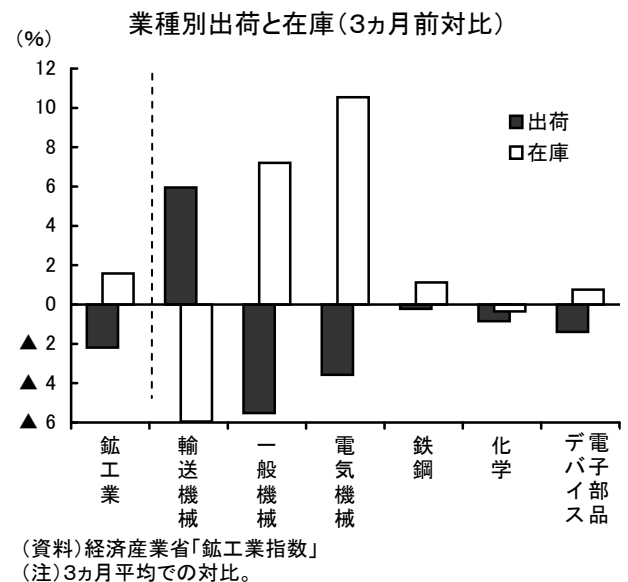
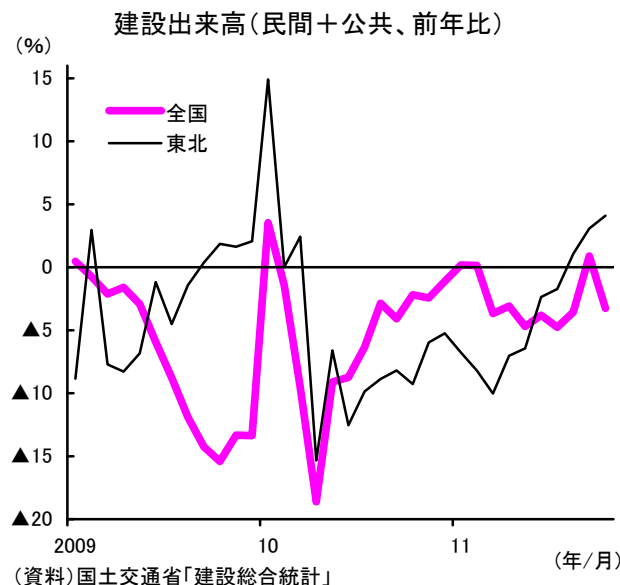
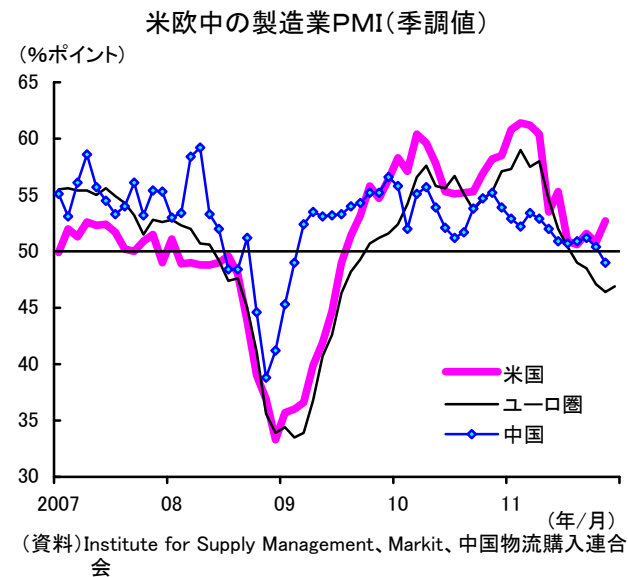
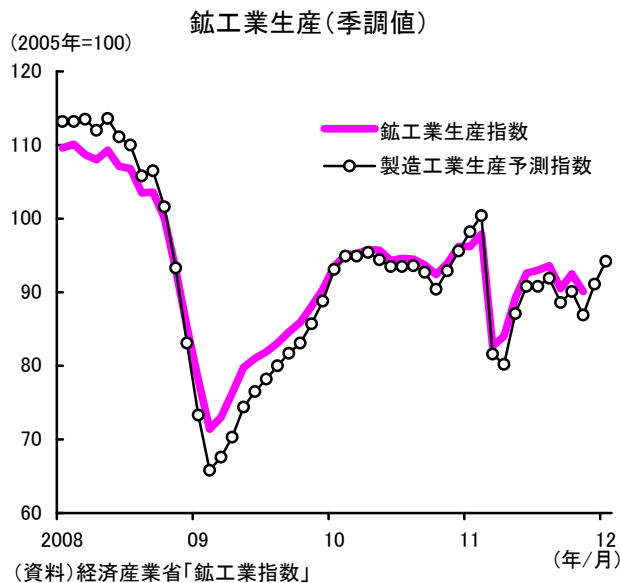
(株)日本総合研究所 日本経済展望 2012年1月

# 鉱工業生産は減速

生産は、震災の落ち込みから急回復したものの、9月以降、減速傾向。11月の鉱工業生産指数は前月比▲2.6%と2ヵ月ぶりの低下。

背景として、海外経済の減速や復興需要の遅れなどを指摘可能。海外の製造業の景況感を示すPMI指数は、欧州や中国を中心に総じて低調な動き。復興需要については、東北地方の建設出来高が、夏以降、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、一般機械や素材関連など輸送機械を除く大半の業種で出荷が低下するなかで、在庫は増加傾向。今後、在庫調整により、生産が下振れする懸念。

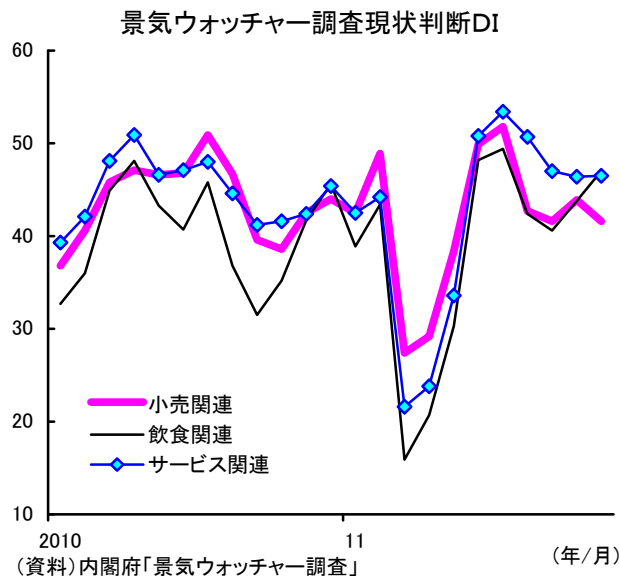
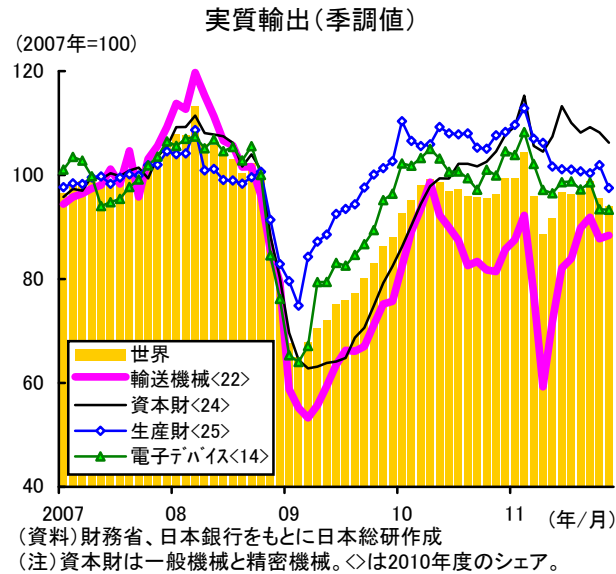


## 外需や家計も弱い動き

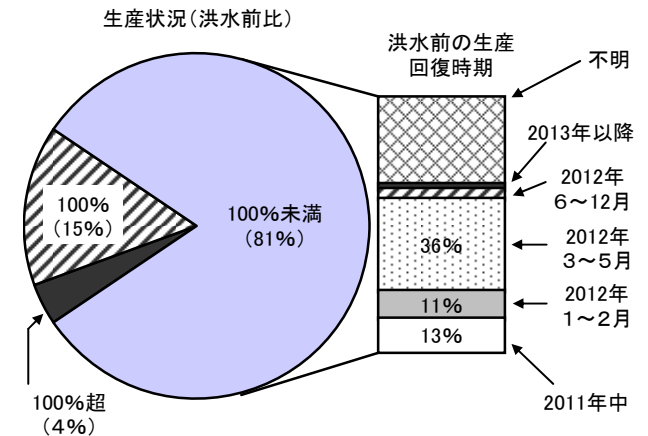
輸出は海外経済の減速のほか、タイの洪水による供給ショックも影響し、足許で減少。市況の低迷が続く電子デバイスだけでなく、資本財や輸送機械でも弱い動き。

もっとも、タイの洪水による供給ショックの影響は、一時的にとどまる見込み。経済産業省の調査によると、2割弱の企業で既に洪水前の水準まで生産が回復。その他の企業についても、6割が半年以内の生産回復を展望。

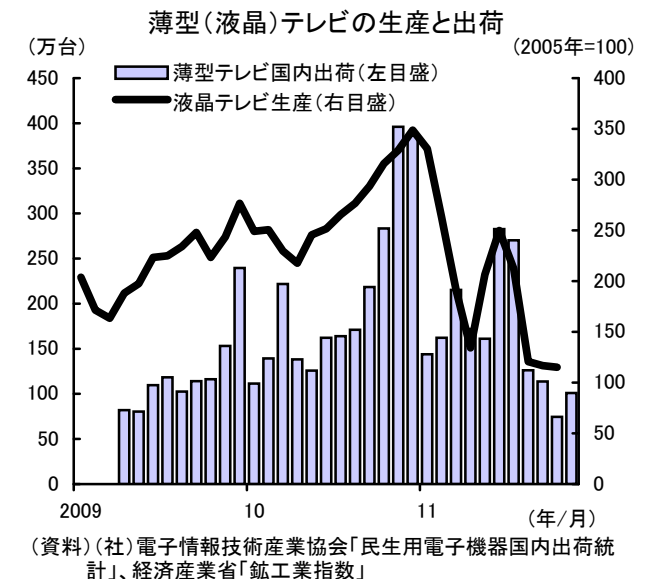
家計セクターも足許で低調。家計関連の景気ウォッチャー調査をみると、震災による落ち込みから急回復した後は弱含み。地デジ切り替え前の駆け込み需要の反動で急減速したテレビ販売台数も、依然回復の兆しはみられず。



### 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。



(株)日本総合研究所 日本経済展望 2012年1月

# 日銀短観(12月調査)ー製造業では弱さがみられる一方で非製造業は堅調

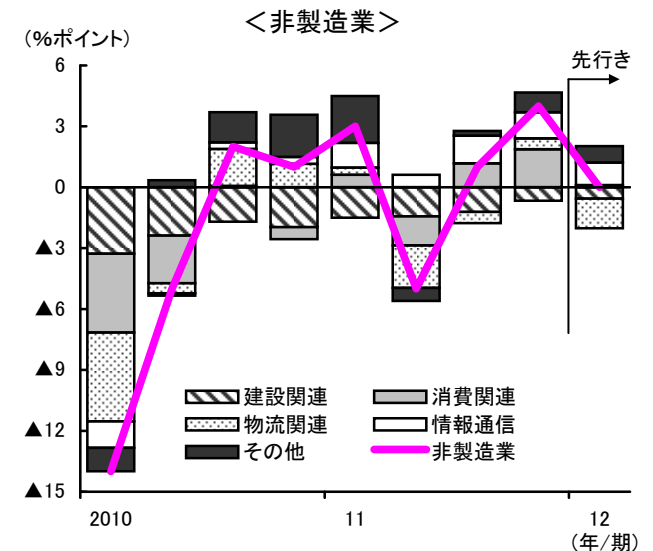
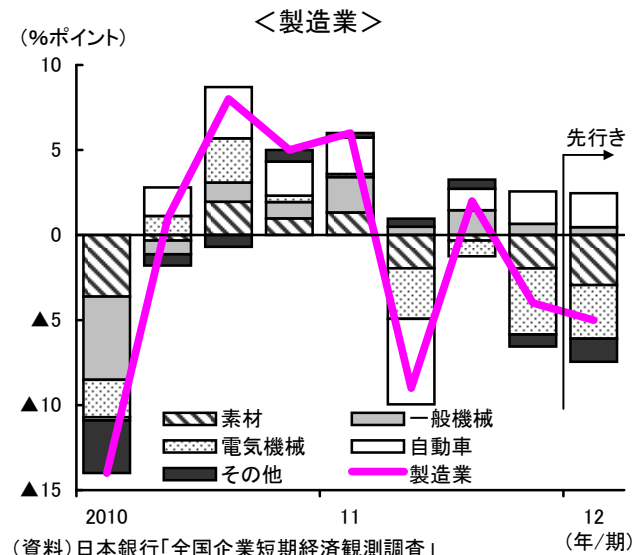
12月の業況判断D Iは、大企業・製造業で▲4 %ポイントと、前回(9月)調査対比▲6ポイント低下し、2四半期ぶりのマイナス(悪化超)。業種別にみると、海外経済の減速や円高などを背景に、電気機械や素材で悪化。一方、自動車は、タイの洪水の影響を受けたものの、震災に伴う供給網寸断からの回復の動きが続いていることから改善。

大企業・非製造業は+4 %ポイントと、前回調査対比+3ポイント上昇。業種別にみると、震災からの回復の遅れが目立っていた、宿泊・飲食サービスや対個人サービスのほか、復興需要が期待される建設などが改善。

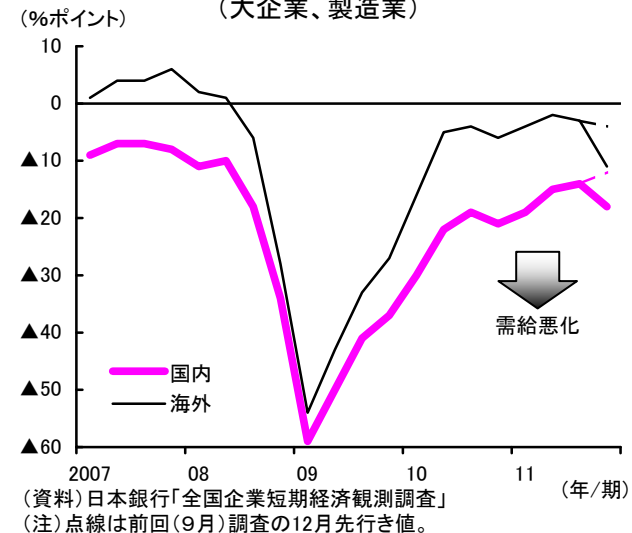
先行きは、製造業、非製造業ともに慎重。とりわけ、製造業では製商品需給判断D Iが、海外向けで悪化幅が拡大したほか、前回調査で先行き改善が見込まれていた国内向けでも悪化。

企業の経常利益も、前回調査対比下方修正。企業収益の低迷により、設備投資は今後伸び悩む見込み。

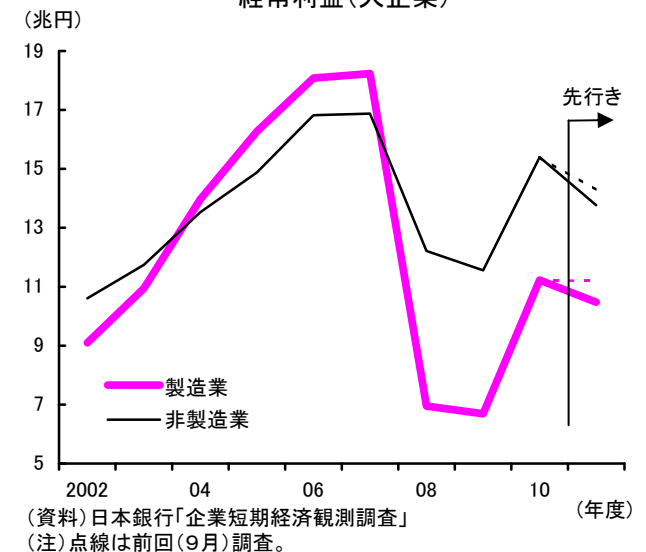
日銀短観業況判断DIの内訳(大企業)



日銀短観製商品需給判断DI  
(大企業、製造業)



経常利益(大企業)



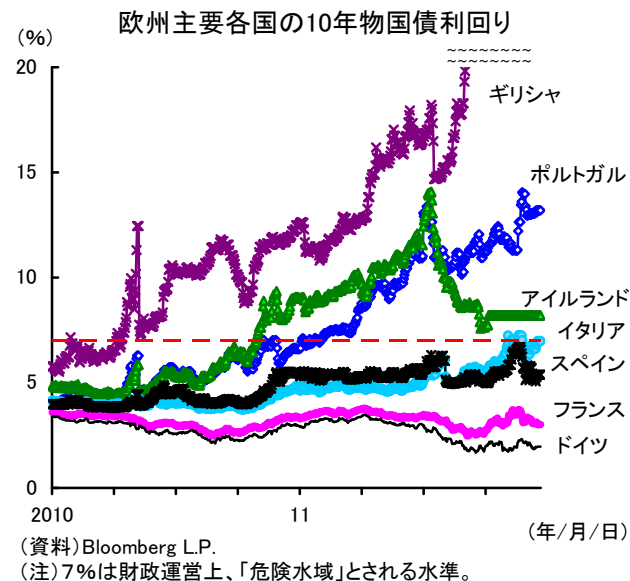
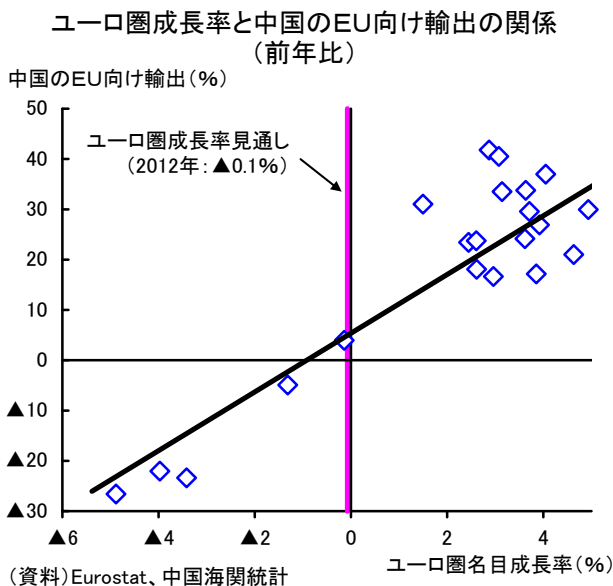
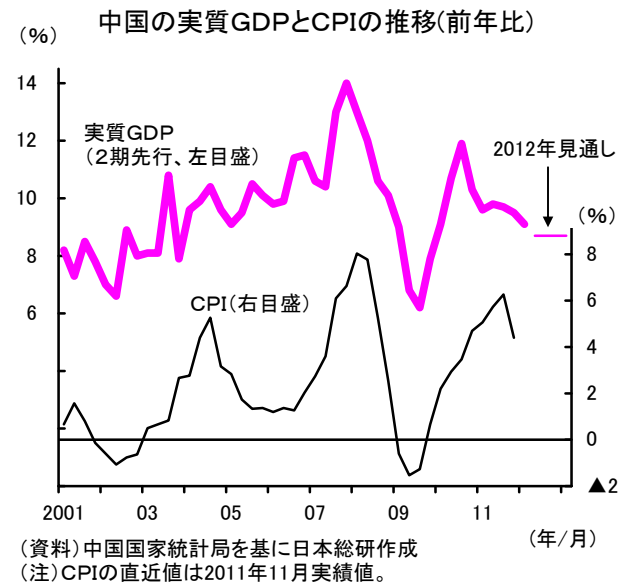
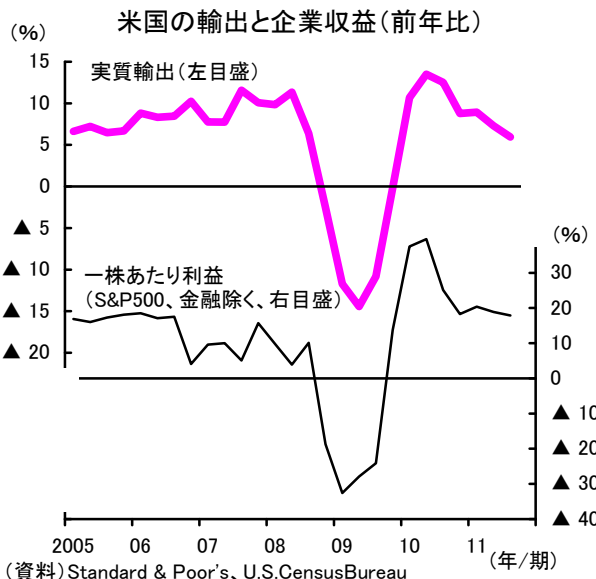
# 海外経済は減速するもののマイナス影響は限られる見込み

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、米国や中国などは、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年央にかけて小幅な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。

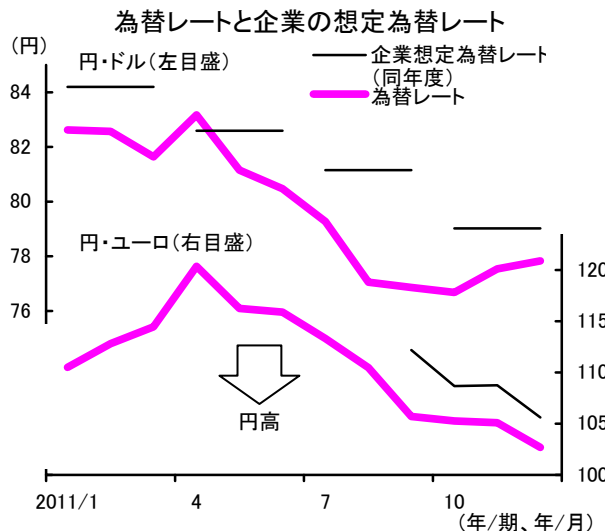


# 円高が企業収益に与えるマイナス影響は減衰も輸出を下押し

円相場は足許で対ドル、対ユーロともに円高が持続。わが国貿易取引のドル建て決済額は輸出より輸入の方が多いため、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になっているため、あらゆるセクターで収益が下振れ。

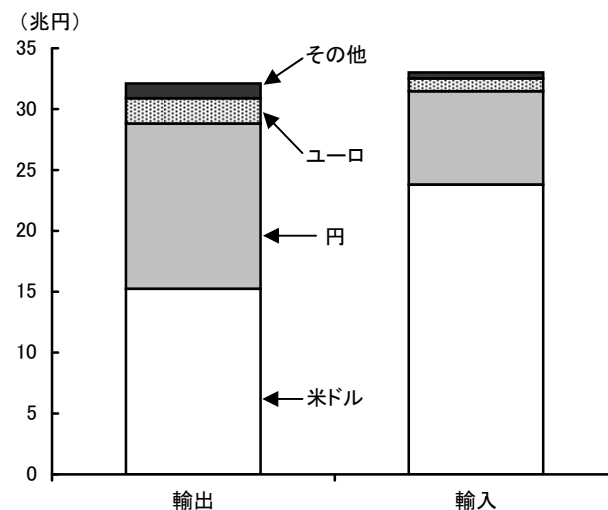
ちなみに、わが国の主力産業のひとつである機械セクターでは、円高が為替差損の発生を通じて収益を押し下げ。もっとも、企業の収益計画の前提となる想定為替レートは、10月以降、ドルを中心に実勢レートに近い水準まで見直されており、円高による収益への追加の下押し影響は限定的に。仮に円相場が、先行き12月平均値で推移した場合、自動車や一般機械など機械セクターの今年度下期利益押し下げ幅は、約▲160億円にとどまる見込み。

もっとも、本試算は円高による価格効果のみを考慮。円高による数量面への影響は、今後本格化する見込み。すなわち、円高が価格競争力の低下を通じて、輸出数量の押し下げに作用するほか、機械セクターの収益下振れが、他のセクターへ波及するなどのマイナス面も顕在化していく見込み。



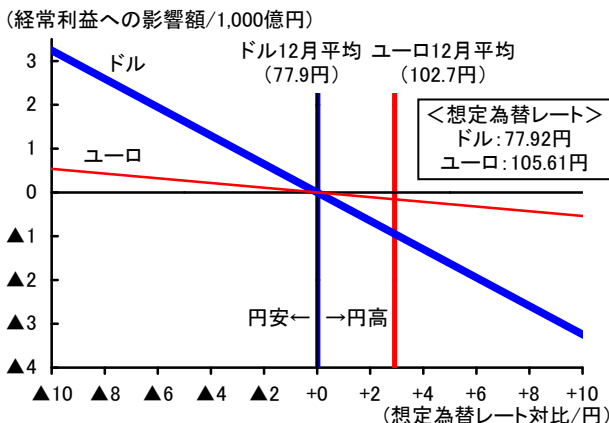
(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、日経QUICK  
(注) 為替レートの12月値は12月27日までの平均値。

貿易取引における決済通貨(2011年上半期)



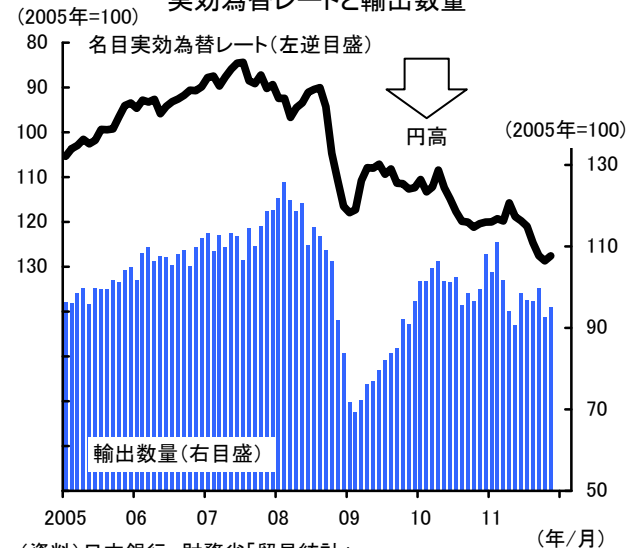
(資料) 財務省「貿易統計」、「貿易取引通貨別比率」

円高が機械セクターの今年度下期収益に与える影響



(資料) 総務省、日本銀行などを基に日本総研作成  
(注1) 機械セクターは、はん用機械、生産用機械、業務用機械、電気機械、輸送用機械など。  
(注2) 2011年上期における外貨建て割合が下期も一定と仮定。

実効為替レートと輸出数量



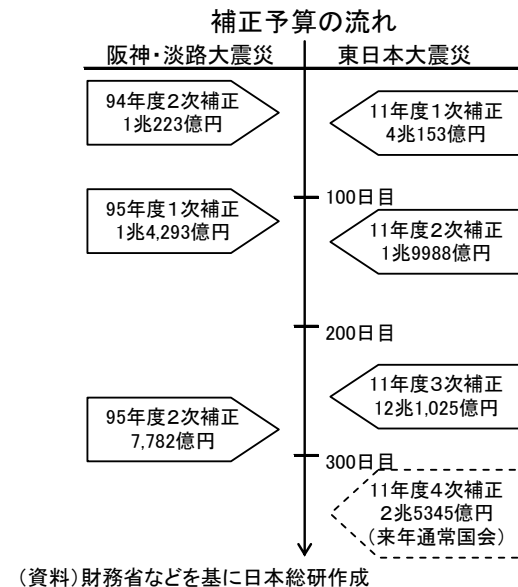
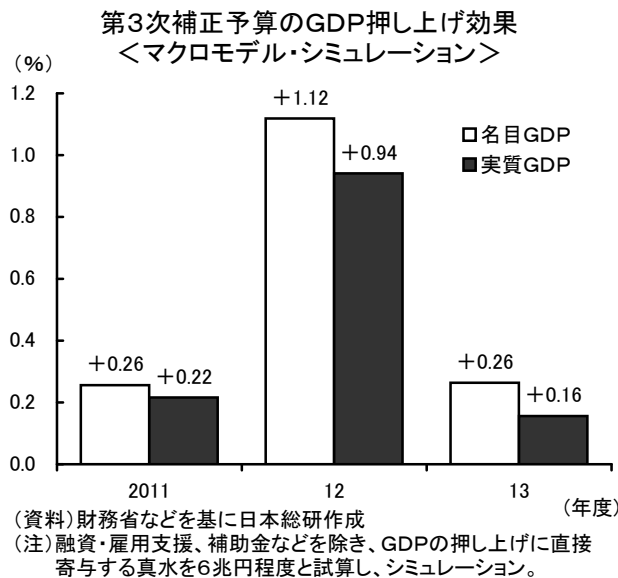
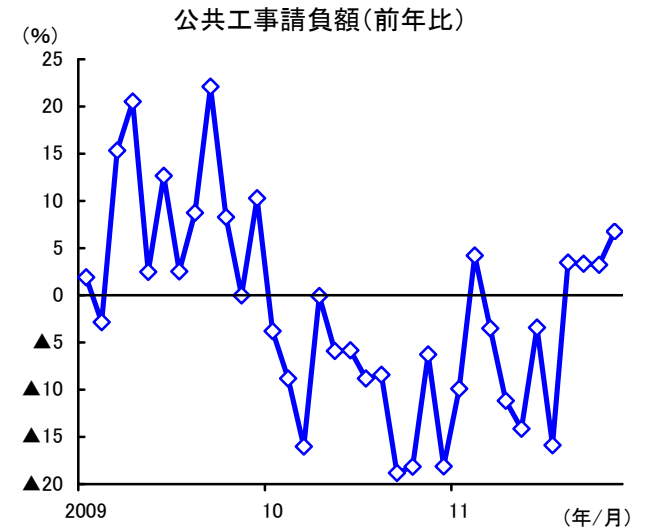
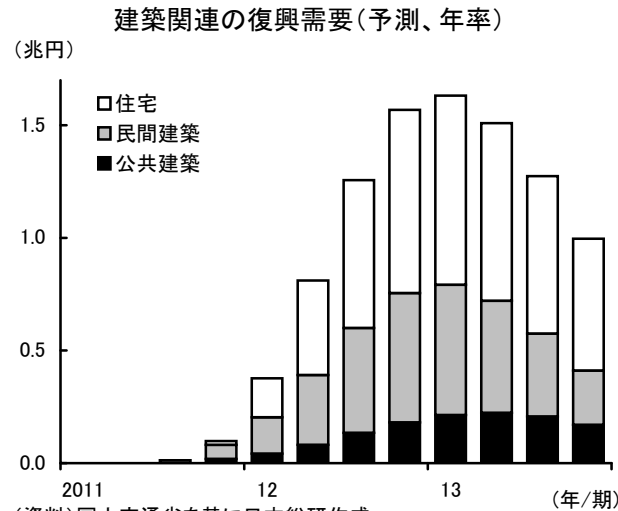
(資料) 日本銀行、財務省「貿易統計」

# 復興需要は2012年入り後に本格化

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、公共工事請負額が4ヵ月連続で前年比プラスで推移している点も踏まえれば、2012年入り後、住宅投資をはじめとする建築関連の盛り上がりが期待。

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。

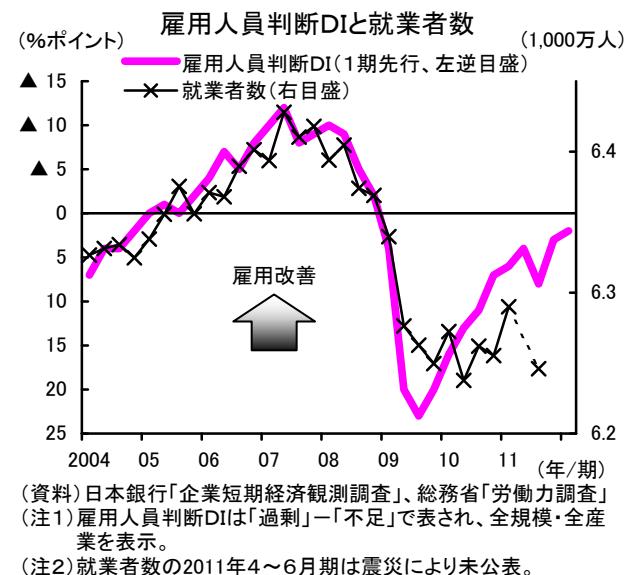
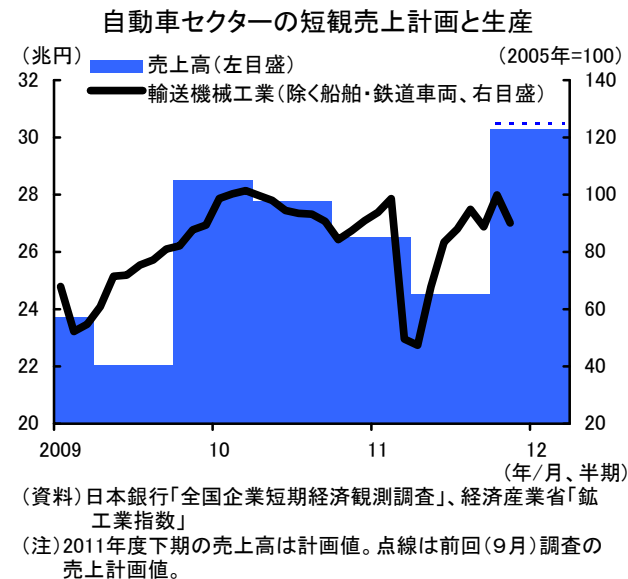
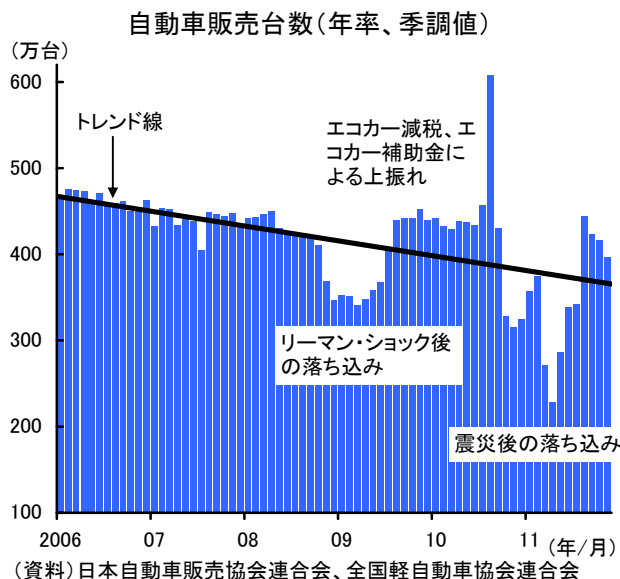
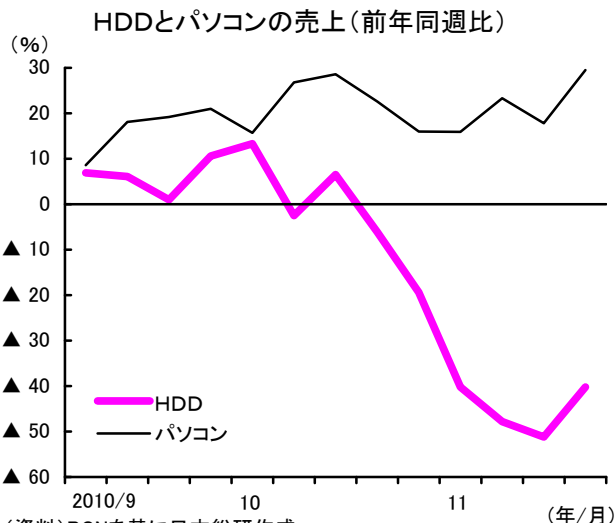


# エコカー補助金復活や雇用・所得環境の底堅さを背景に消費は増勢維持

個人消費はタイの洪水の影響を受けて、10～12月期に一時的に弱い動きとなる見込み。タイが最大の生産拠点となっているハードディスク（HDD）は、供給制約の影響により一部商品で売上が大幅に減少。同様に被害を受けた自動車は、洪水直後の供給網寸断の影響から販売が弱含む見込み。

もっとも、タイの洪水の影響が薄れる2012年以降、個人消費は緩やかながらも景気下支えに作用する見込み。自動車については、①大半のメーカーがタイでの生産を再開していること、②日銀短観では下期の売上計画が下方修正されたものの、なお上期対比大幅増収が見込まれていること、などから、2012年1～3月期の自動車販売は、再び回復する見込み。さらに、12月20日に閣議決定した第4次補正予算に盛り込まれたエコカー補助金や、延長が決まったエコカー減税も当面の消費下支えに寄与。

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、当面、雇用は底堅く推移する公算。



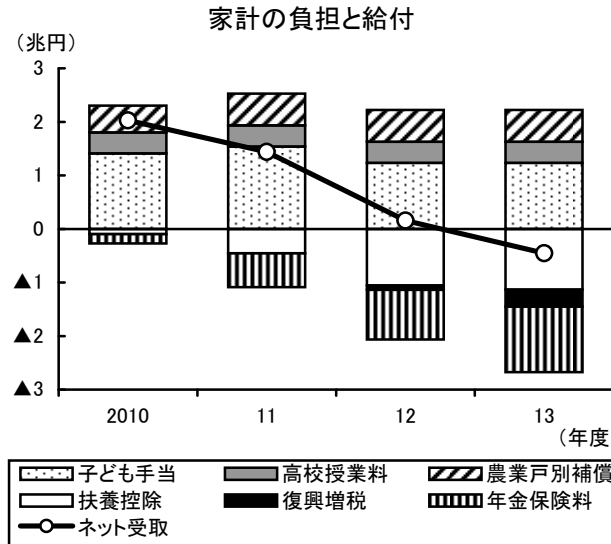
# 家計負担の増加が消費の重石に

一方で、復興財源確保や財政再建に伴い、家計部門の負担は高まる公算大。

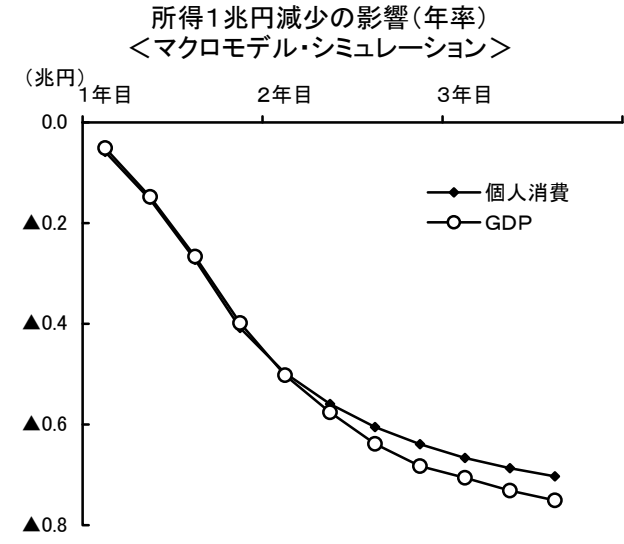
復興財源としての所得税は、徴収期間が25年と長いため、単年の家計負担は小。もっとも、①子ども手当の財源となる扶養控除の一段の縮小、②年金保険料の引き上げ、が家計にとって大きな負担。その結果、2012年度のネットでもみた給付額は、2011年度対比▲1兆円減少する見込み。給付額の減少は家計の可処分所得の減少を通じて、個人消費の下振れ要因に。

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。

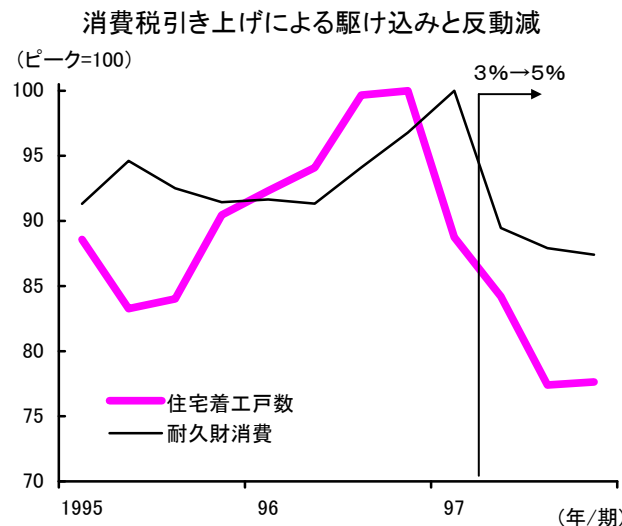
なお、民主党税制調査会は12月28日、消費税を2013年10月に8%まで引き上げる案を提示。弊社見通しでは消費税の引き上げは2013年度以降を想定。仮に2013年10月に引き上げが行われた場合、2013年入り以降に住宅や耐久消費財を中心に駆け込み需要が発生する見込み。一方、税率引き上げによる物価上昇は、家計の購買力低下を通じて、実質ベースの個人消費を押し下げること。



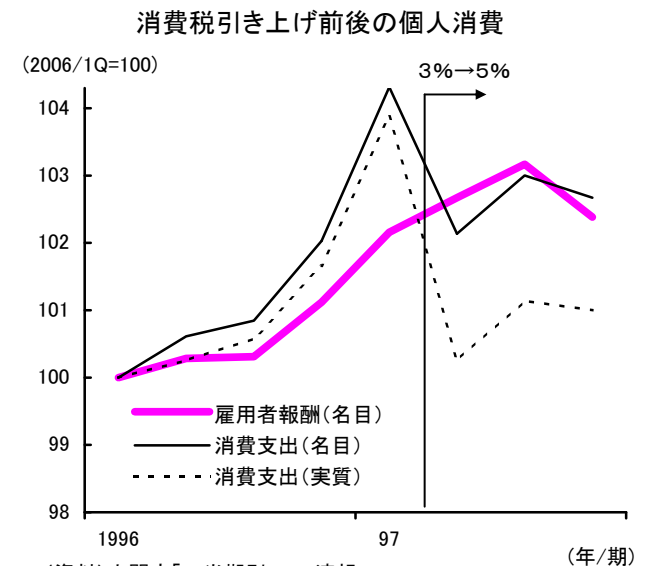
(資料)日本総研作成



(資料)日本総研作成



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」、国土交通省「住宅着工統計調査」



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

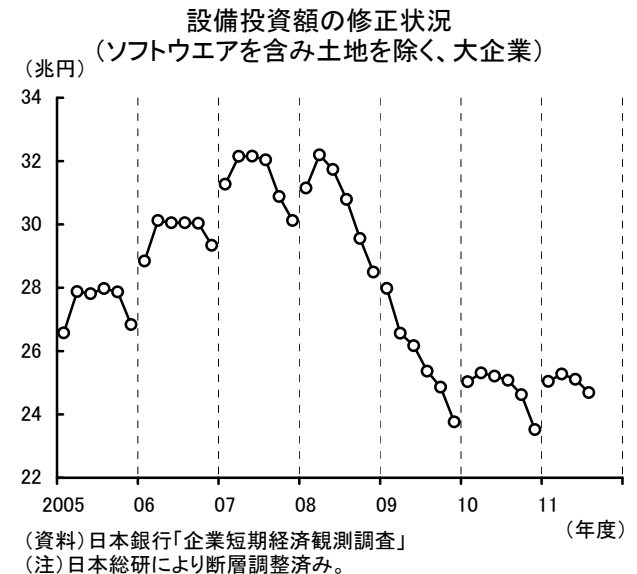
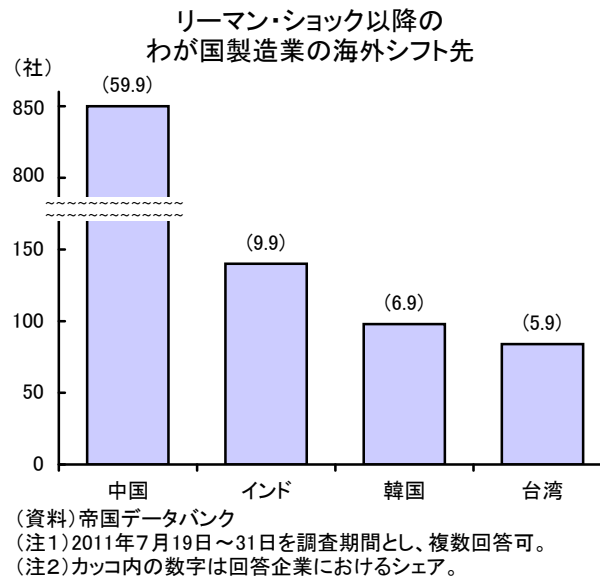
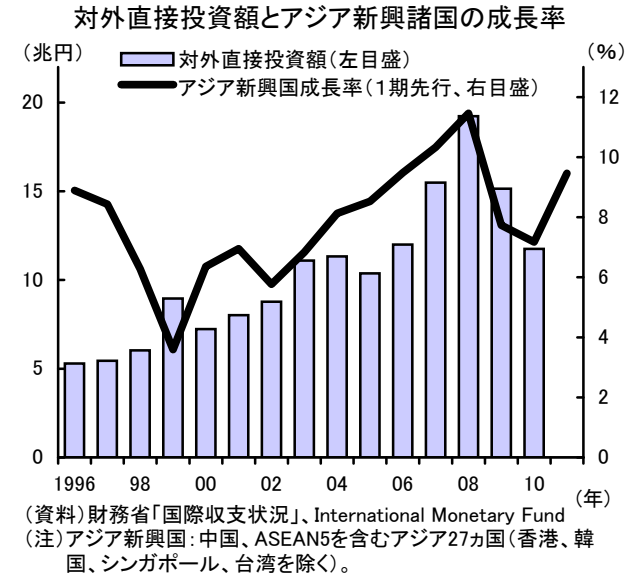
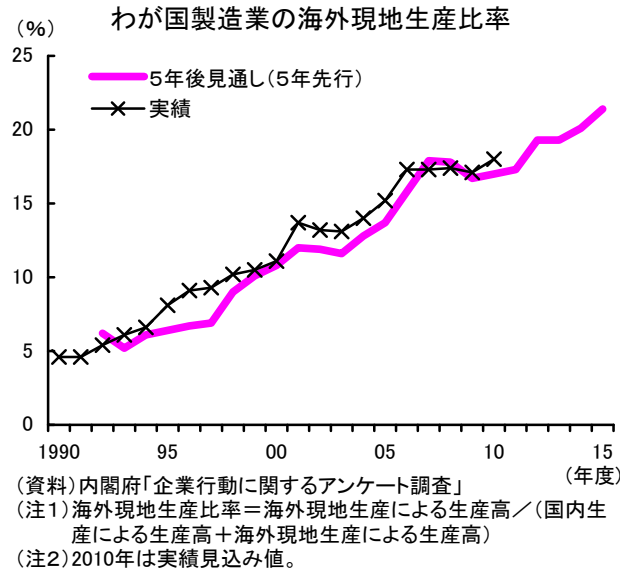
(株)日本総合研究所 日本経済展望 2012年1月

# 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、10～12月期の成長率は鈍化する見込み。

2012年入り後は、洪水の影響が薄れるなか、復興需要の本格化による住宅投資・官公需の増加や、自動車販売の回復が景気押し上げに作用。

もともと、以下の要因を背景に、力強い回復までには至らない見通し。

- 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

この結果として、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。

## 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 | ▲ 0.3 | ▲ 0.9 | ▲ 0.1 | ▲ 0.3 |
| 鉱工業生産        | ▲ 6.8 | ▲ 2.1 | ▲ 2.6 | 3.1   | 8.1   | 5.0   | 6.1   | 3.7   | 9.0   | ▲ 2.1 | 5.7   |

|                 |      |      |      |      |      |      |      |      |       |      |       |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|-------|
| 完全失業率 (%)       | 4.6  | 4.4  | 4.5  | 4.3  | 4.3  | 4.2  | 4.1  | 4.1  | 5.0   | 4.4  | 4.2   |
| 経常収支 (兆円)       | 1.54 | 2.98 | 2.22 | 3.14 | 2.32 | 2.72 | 2.23 | 2.93 | 16.13 | 9.88 | 10.20 |
| 対名目GDP比 (%)     | 1.3  | 2.6  | 1.8  | 2.7  | 2.0  | 2.3  | 1.8  | 2.5  | 3.4   | 2.1  | 2.1   |
| 円ドル相場 (円/ドル)    | 82   | 77   | 77   | 78   | 79   | 79   | 80   | 80   | 86    | 79   | 79    |
| 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2011年+1.7%、2012年+1.9%、ユーロ圏は2011年+1.6%、2012年▲0.8%、中国は2011年+9.3%、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、1.0%台前半を中心とする推移が長期化する見通し。

## 【現状】

日銀は、12月20～21日の定例会合で、金融政策の現状維持を決定。

12月の長期金利は、月前半こそ1.0%台の推移となったものの、欧州での財政・金融不安が熾り続けるなか、投資家のリスク回避の動き等を受け、月末にかけて緩やかに低下。

## 【先行き】

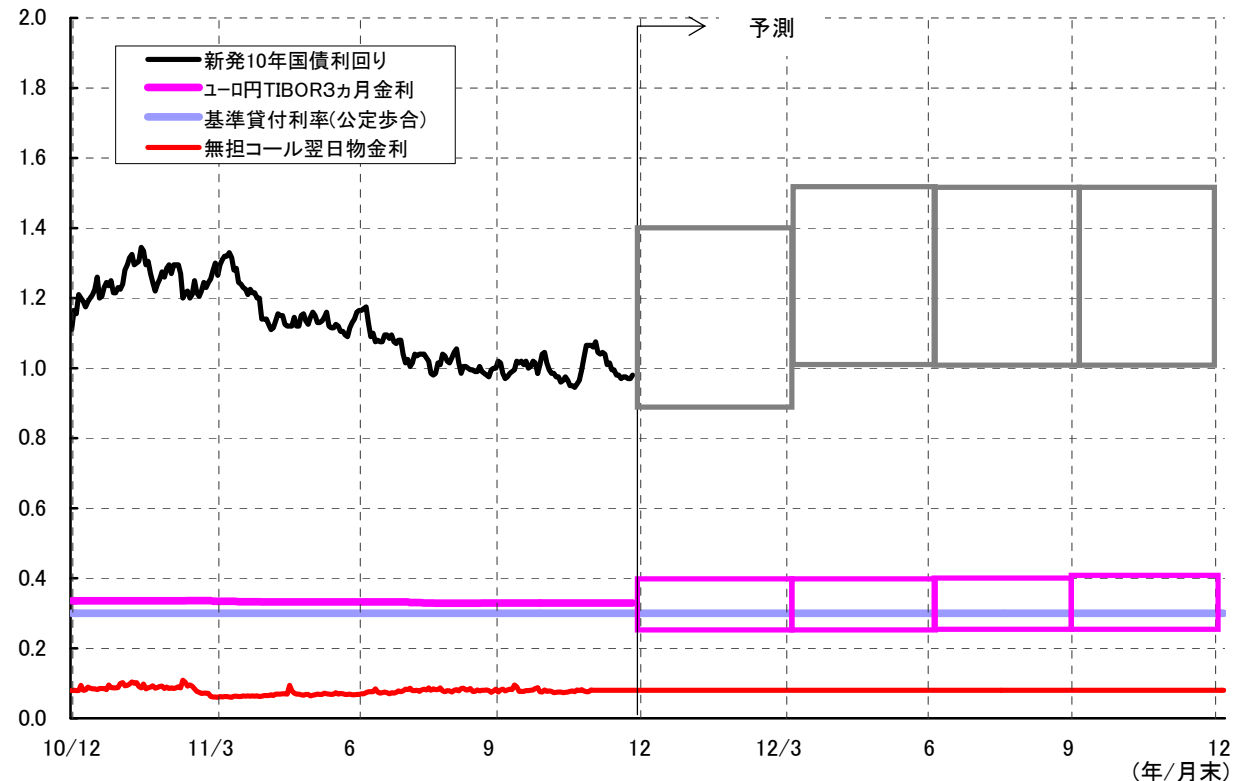
日銀は、当面、景気の下振れリスクを意識した政策運営を継続。

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、より長い年限の国債を買入対象に加えるなど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、総じて1%台前半を中心とする推移が長期化する見通し。

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 1月

# ウォン円相場との連動性高まるわが国株価 －朝鮮半島情勢が重石に－

日経平均株価と国際金融市場との関係をみると、日経平均株価は2002～2006年にかけて、海外株価の動きに連動する傾向が強かったものの、2007年以降、外国為替レートとの連動性が高まっている。なかでも韓国ウォンとは強い相関が認められ、とりわけ2007年以降、相関度が上昇。

背景には、世界市場における日本と韓国の競合度の高まりを指摘可能。両国とも、資源等の輸出比率が小さく、機械製品の輸出比率が高いという類似した輸出構造。加えて、近年の韓国企業の技術力向上によって、日本企業が得意としてきた高付加価値品市場への韓国企業の参入が急増。このため、円高ウォン安が進むと、価格競争力の低下を通じて、これまで以上に日本の輸出が下振れしやすくなる関係に。この結果、マーケットが輸出減による企業収益の悪化を織り込むかたちで、日経平均株価に下押し圧力がかかる構図。

今後を展望すると、世界経済のリスクに対して敏感に反応する韓国ウォンの脆弱さに加えて、北朝鮮の金正日総書記の死去に伴い地政学リスクも意識されているため、円高ウォン安圧力は容易に払拭されない公算。当面、わが国株価の重石として作用する見通し。

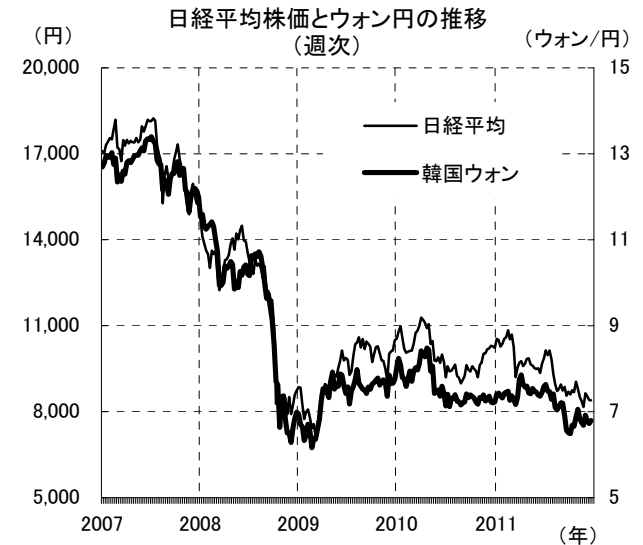
日経平均株価との相関係数

|        | 2002～2006年 | 2007～2011年 |
|--------|------------|------------|
| <外国為替> |            |            |
| ドル円    | ▲ 0.07     | 0.88       |
| ユーロ円   | 0.69       | 0.85       |
| ウォン円   | 0.85       | 0.98       |
| <海外株式> |            |            |
| ダウ工業平均 | 0.86       | 0.73       |
| ドイツDAX | 0.92       | 0.72       |
| 韓国総合   | 0.97       | 0.15       |

(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

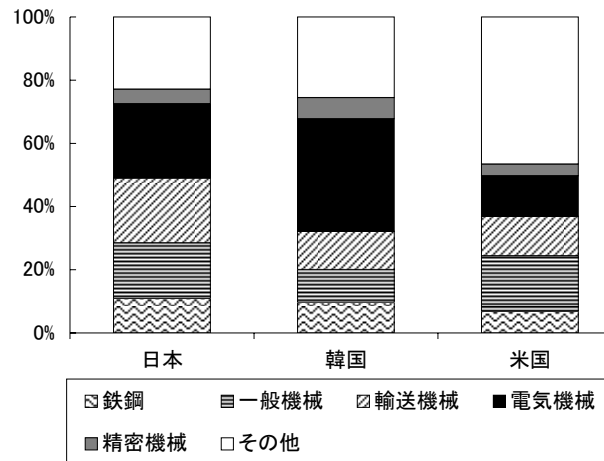
(注1)各サンプル期間の週次データを使用。

(注2)相関係数は+1～▲1までで表され、+1に近いほど正の連動性が高いことを示す。

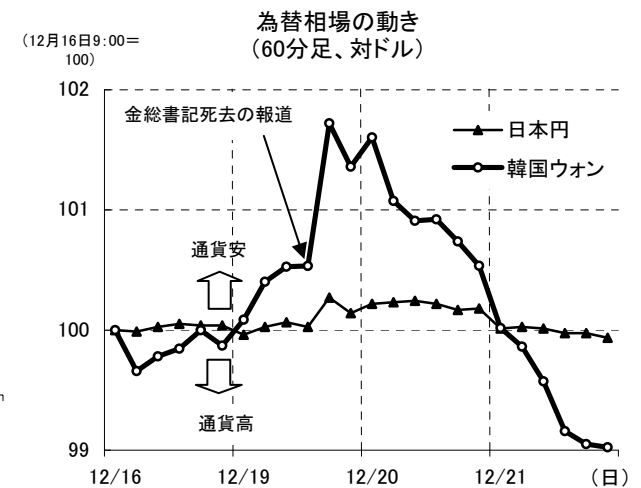


(資料)Bloomberg L.P.

業種別にみた日韓米の輸出シェア  
(2009年)



(資料)経済産業省「RIETI-TID2010」を基に日本総研作成



(資料)Bloomberg L.P.

(注)各営業日9:00～14:00における60分足データを使用。

(株)日本総合研究所 日本経済展望 2012年1月