日 本 経 済 展 望

2011年12月

株式会社 日本総合研究所

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2011年12月1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（2011年12月）

１．景気の現状：足許は鈍化傾向

・わが国経済は、震災後の落ち込みから急回復。供給制約の解消に伴い、鉱工業生産が震災前に近い水準まで回復したほか、消費マインドの改善を背景に、家計調査の実質消費支出も持ち直し。もっとも、足許の景気は鈍化傾向。海外経済の減速や円高などを背景に輸出が伸び悩み。生産は夏場以降、減速が明確化し、在庫率も上昇。

２．景気見通し：低めの成長率が持続

・わが国経済は、海外経済の減速や円高による輸出の増勢鈍化、企業の海外シフト加速に伴う設備投資の伸び悩みなどから、減速感が強まる見込み。もっとも、以下３点により景気の腰折れは回避される見通し。

①中国をはじめとする堅調な新興国経済が輸出を下支え。
②2012年入り後に復興需要が本格化し、住宅投資や官公需が増加。
③雇用・所得環境の緩やかな改善が見込まれるなか、個人消費が徐々に持ち直し。

・10～12月期は高成長となった７～９月期の反動やタイの洪水の影響により、伸びが鈍化。一方、2012年１～３月期は洪水の影響が薄れるなか、自動車販売などの回復が見込まれ、高めの成長となる見通し。こうした需要が薄らぐ４～６月期以降は本来の景気トレンドに戻るものの、円高の影響などにより徐々に成長ペースが鈍化する見込み。

・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、補正予算の執行遅れなどの下振れ要因により、景気回復ペースが一段と鈍化するリスク。

・消費者物価は、資源価格が横ばいで推移するものの、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。

３．11月の金融政策・金利動向

【金融政策】

・日銀は、11月15～16日の定例会合で、金融政策の現状維持を決定。
・白川総裁は11月28日の講演で、欧州の現状について、「財政、金融システム、実体経済の負の相乗作用が働き始めている」と説明。その影響が「貿易取引や国際金融市場を通じて、グローバルに波及」しつつあることから、先行きについても、欧州債務問題は「欧州経済だけでなく世界経済にとって最大のリスクである」と指摘。
・国際金融市場での緊張の高まりを受け、日銀は11月30日に臨時会合を開き、各国中銀と協調して、市場へのドル資金供給を拡充することを決定。

【長期金利】

・長期金利は、欧州債務問題の深刻化を受け、下旬にかけて低下傾向が持続。その後、ドイツ国債の入札が不調に終わったことなどから、月末にかけて１％台まで上昇するなど、不安定な動き。

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、景気下振れリスクを意識した政策運営を継続する見込み。
・10月27日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】

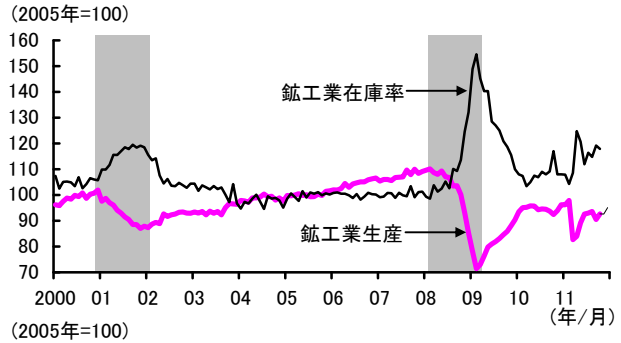
・長期金利は、①世界的な景気減速懸念、②欧州で燻り続ける金融不安、などを背景に、当面は１％前後の低水準で推移。
・年明け以降、復興需要が拡大するにつれて、金利上昇圧力が強まる可能性。先行きの国債増発への警戒感も、長期金利の上昇要因に。
・もっとも、景気回復が緩やかにとどまるなか、金利上昇余地は限られ、総じて１％台前半を中心とする推移が長期化する見通し。

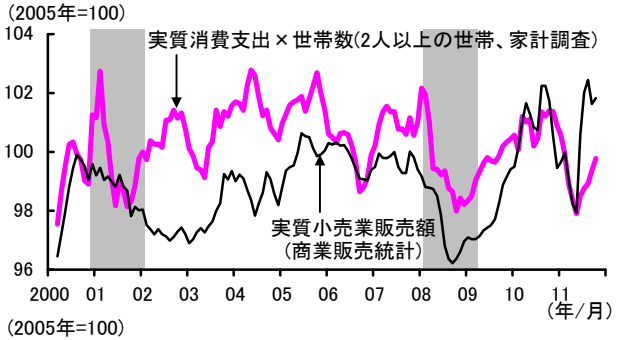
足許の景気は鈍化傾向

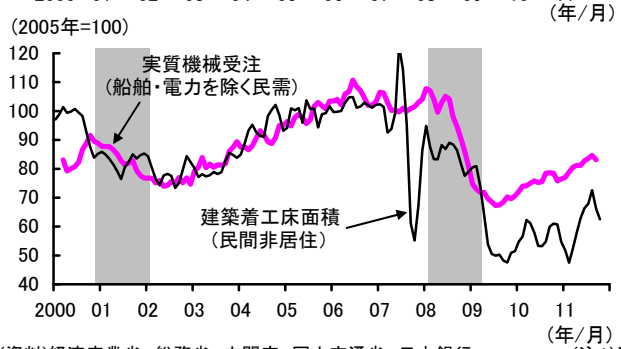
わが国経済は、震災後の落ち込みから急回復。2011年７～９月期の実質ＧＤＰは前期比年率＋6.0％と大幅なプラス成長。供給制約の解消に伴い、鉱工業生産が震災前に近い水準まで回復したほか、消費マインドの改善を背景に、家計調査の実質消費支出も持ち直し。機械受注は、震災によるマイナス影響がそれほど現れず底堅く推移。

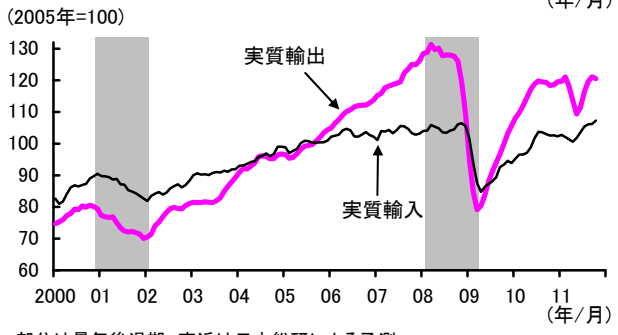
もっとも、足許の景気は鈍化傾向。海外での製商品需給判断ＤＩが悪化に転じるなか、海外経済の減速や円高などを背景に輸出が伸び悩み。生産は夏場以降、減速が明確化し、在庫率も上昇。

わが国主要景気指標の推移



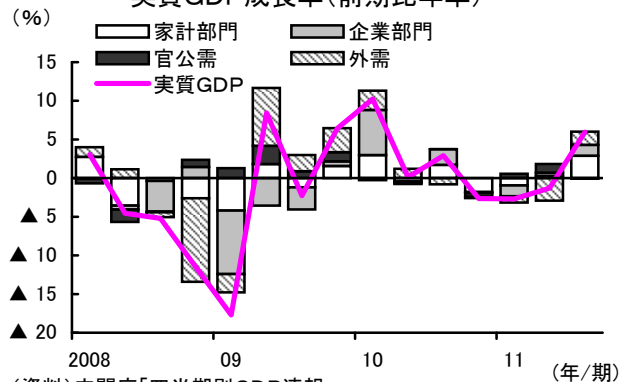






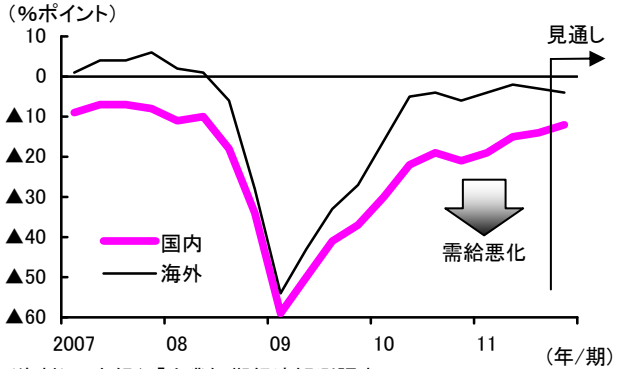
(資料)経済産業省、総務省、内閣府、国土交通省、日本銀行。　(注1)シャドー部分は景気後退期。直近は日本総研による予測。
(注2)鉱工業生産・在庫率は季節調整値(月次系列)。その他は季節調整後後方3ヵ月移動平均値。(注3)鉱工業生産は、予測指数を用いて実績から2ヵ月分延長。
(注4)小売業販売額の実質値作成には、消費者物価・財(電力・ガス・水道を除く)を使用。機械受注の実質値作成には、企業物価・資本財(国内品)を使用。
(注5)実質消費支出は、人口推計や国勢調査をもとに推定した「人員2人以上一般世帯の平均人員・世帯数」で家計調査の集計値を調整。

実質GDP成長率(前期比年率)



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

製商品需給判断DI(大企業、製造業)



(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

(株)日本総合研究所　日本経済展望　2011年12月

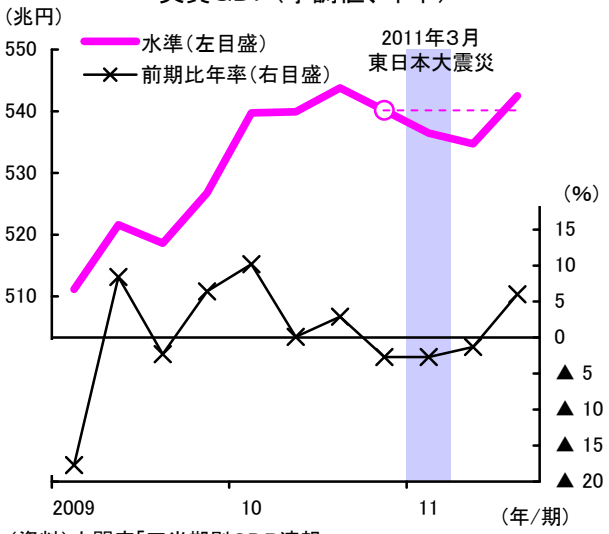
震災前の水準をほぼ回復

わが国経済は、震災で大きく落ち込んだものの、その後、急回復。2011年７～９月期の実質ＧＤＰは、前期比年率＋6.0％と４四半期ぶりのプラス成長となり、震災前の水準まで回復。

懸念された、①自粛ムードによる不要不急の消費を控える動き、②サプライチェーン寸断による生産活動の低下、はいずれもほぼ解消。

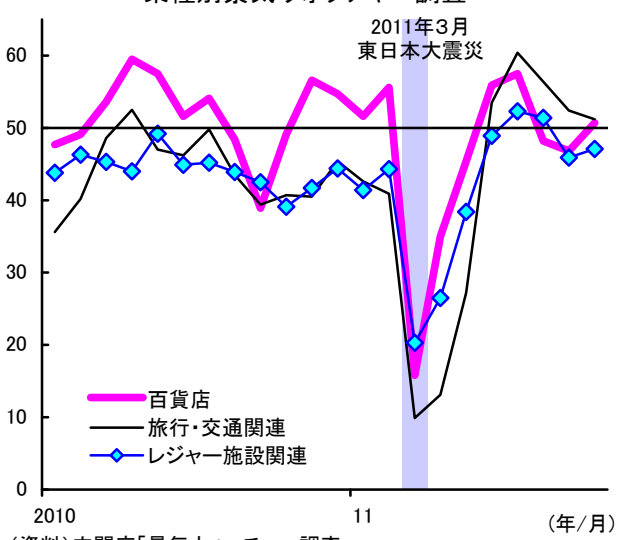
家計部門では、消費マインドの改善を背景に、百貨店やサービス業の景況感が震災前の水準近くまで回復。企業部門では、自動車の回復が顕著。タイの洪水の国内生産に対する影響は限定的で、自動車生産台数は総じて増勢が持続。販売台数は震災前を上回る水準。機械受注は製造業で若干、弱含みの動きがみられるものの、総じて堅調に推移。

実質GDP（季調値、年率）



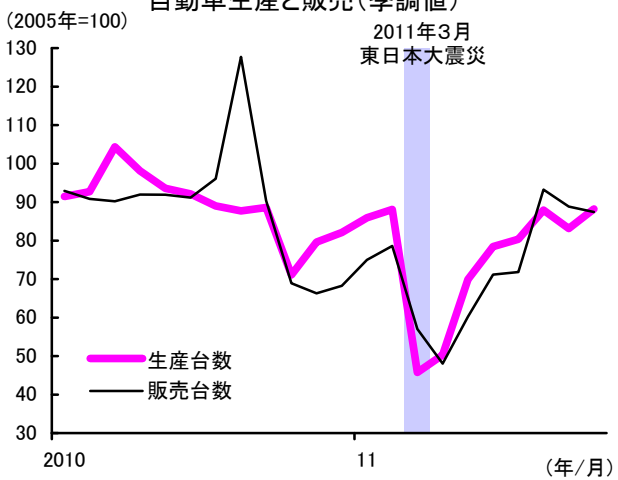
（資料）内閣府「四半期別GDP速報」

業種別景気ウォッチャー調査



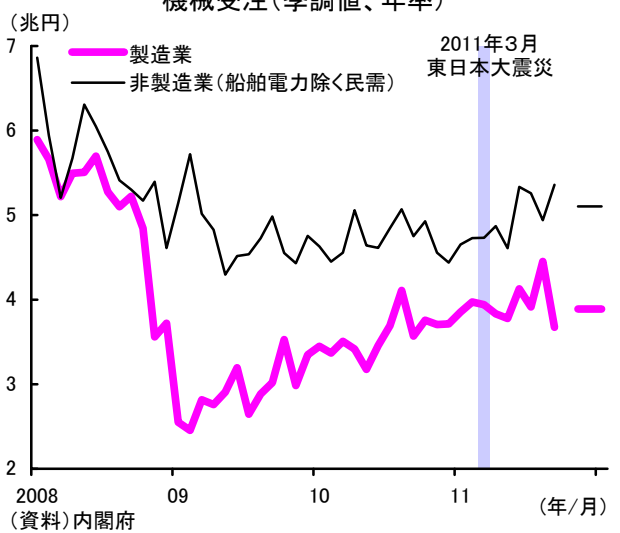
（資料）内閣府「景気ウォッチャー調査」

自動車生産と販売（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などを基に日本総研作成
（注）日本総研により季節調整済み。

機械受注（季調値、年率）



（資料）内閣府
（注）直近の横線は2011年7～9月期の計画。

（株）日本総合研究所　日本経済展望　2011年12月

マイナス要因も顕在化

もっとも、需要面でいくつかのマイナス要因が顕在化。震災で生じた膨大ながれきの処理(※)に時間を要するなか、公共投資をはじめとする復興活動はなかなか本格化せず。さらに、テレビ販売台数が、地デジ切り替え前に生じた駆け込みの反動により急減速。

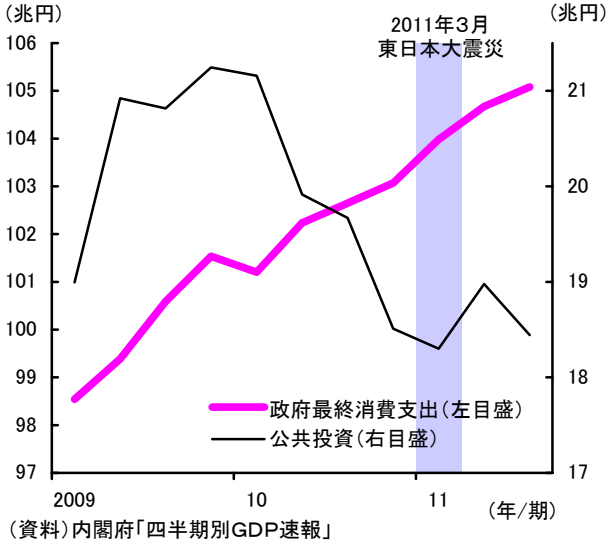
加えて、夏場から鉱工業生産の減速が明確化。指数は10月に前月比＋2.4%と２ヵ月ぶりに上昇したものの、11月は同▲0.1%と再び低下する見込み。

生産鈍化の主因は輸出の伸び悩み。円高や海外経済の減速が輸出の下押しに作用。米国、欧州、中国など海外主要国・地域の製造業ＰＭＩ指数は、いずれも足許で低調に推移。

今後のわが国経済をみるうえでは、海外経済の減速による外需へのインパクトと、内需の牽引力がポイント。

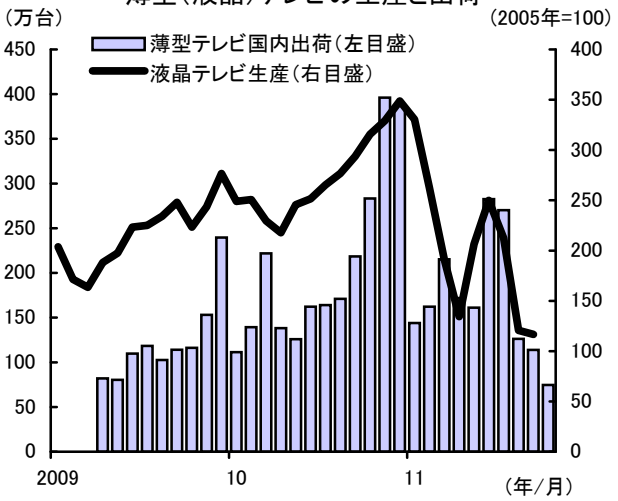
※がれき処理はＧＤＰ統計上「政府最終消費支出」に計上。

政府最終消費支出と公共投資（季調値、年率）



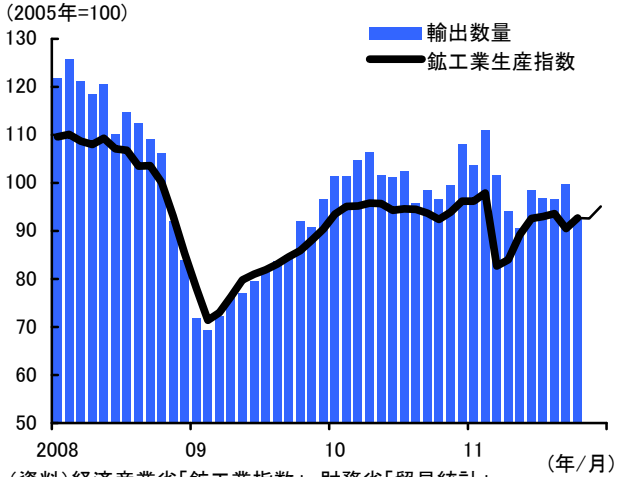
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

薄型（液晶）テレビの生産と出荷



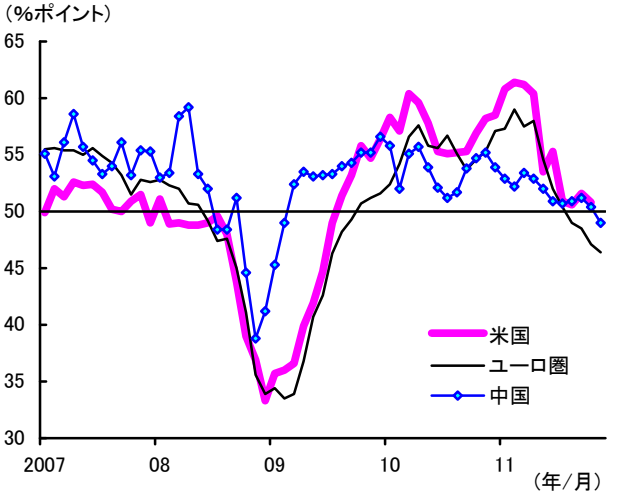
(資料)(社)電子情報技術産業協会「民生用電子機器国内出荷統計」、経済産業省「鉱工業指数」

鉱工業生産指数と輸出数量（季調値）



(資料)経済産業省「鉱工業指数」、財務省「貿易統計」
(注)鉱工業生産指数は、製造工業生産予測指数の伸びを基に実績値から2ヵ月分延長。

米欧中の製造業PMI（季調値）



(資料)Institute for Supply Management、Markit、中国物流購入連合会

(株)日本総合研究所 日本経済展望 2011年12月

外需―海外経済減速の影響は限定的

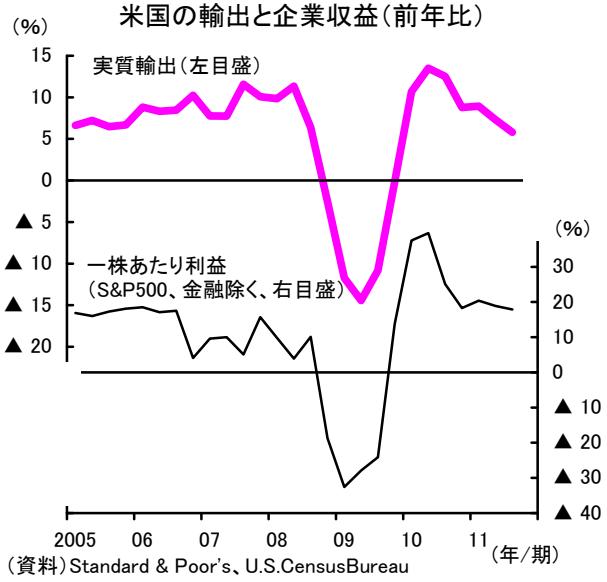
米国と中国は今後、力強い回復は期待し難いものの、景気後退には至らず、底堅く成長する見通し。

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、内需が下支えする見込み。インフレ圧力がピークアウトするなか、金融引き締めスタンスは緩和の方向。

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年初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（2010年度）で15.3%と、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、中国での大幅な景気減速は回避され、わが国輸出への下振れ圧力は限られる見込み。

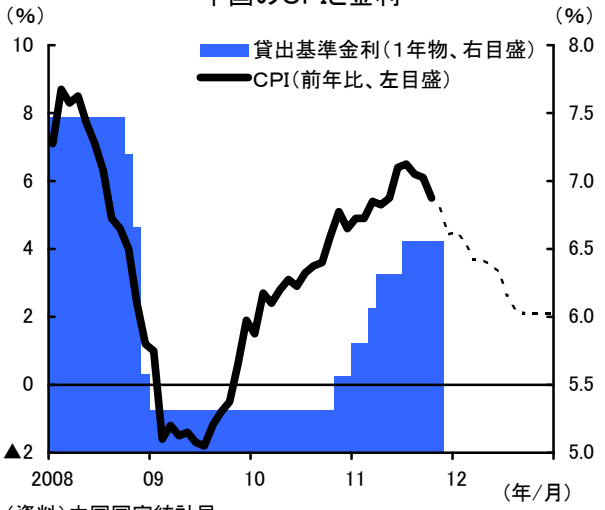
もっとも、欧州債務問題の深刻化により、2008年のリーマン・ショック同様に世界的な金融危機が生じた場合、マイナス影響は無視できず。

米国の輸出と企業収益（前年比）



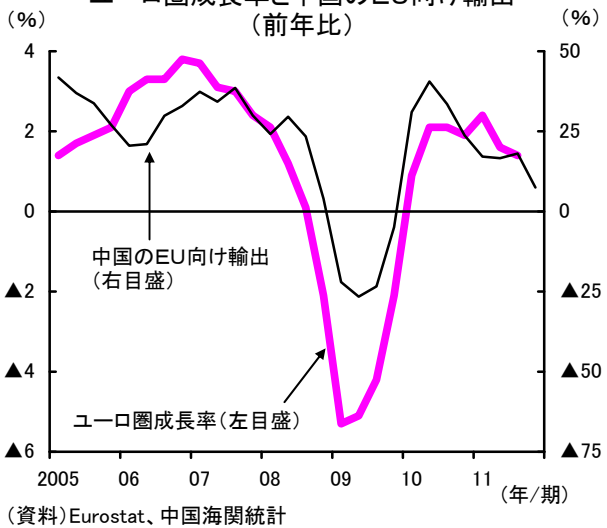
（資料）Standard & Poor's、U.S.CensusBureau

中国のCPIと金利



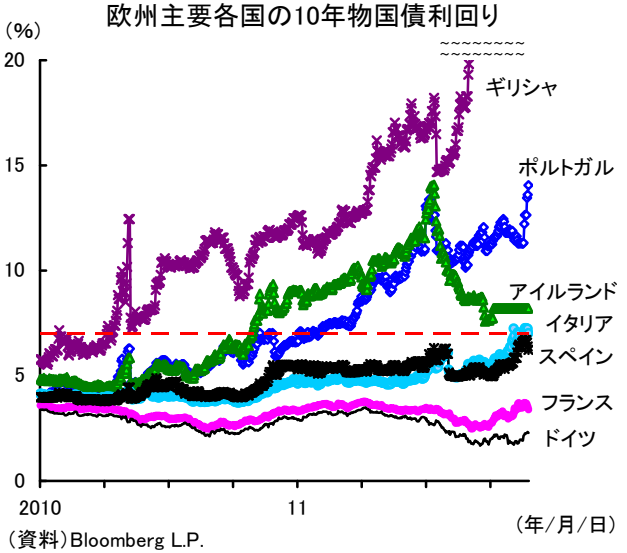
（資料）中国国家統計局
（注）点線は食品価格横ばいと仮定した場合の試算値。

ユーロ圏成長率と中国のEU向け輸出（前年比）



（資料）Eurostat、中国海関統計
（注）EU向け輸出の直近値は2011年10月の前年同月比。

欧州主要各国の10年物国債利回り



（資料）Bloomberg L.P.
（注）7%は財政運営上、「危険水域」とされる水準。

（株）日本総合研究所　日本経済展望　2011年12月

外需一円高が企業収益と輸出を下押し

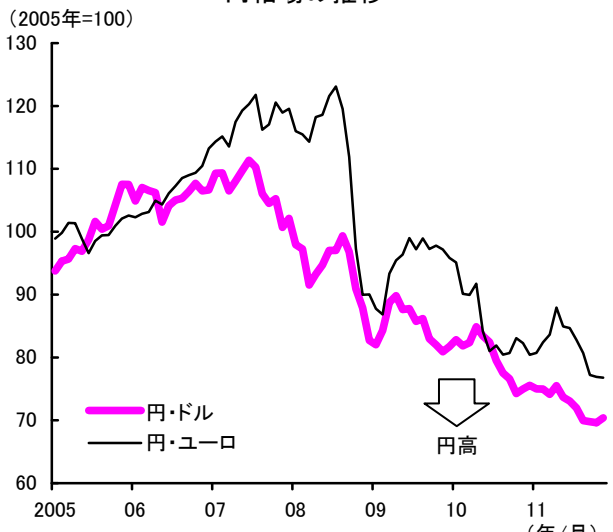
円相場は足許で対ドル、対ユーロともに企業の想定レートを著しく超えて円高が進行。わが国貿易取引のドル建て決済額は、輸出より輸入の方が多いため、ドル建て輸入の多い素材など一部セクターでは、円高メリットを享受。一方、ユーロ建て決済額は輸出超過になっているため、あらゆるセクターで収益が下振れ。

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大幅に押し下げ。仮に円相場が、先行き１ドル＝75円、１ユーロ＝100円で推移した場合、自動車や一般機械など機械セクターの今年度下期利益は、約▲4,900億円押し下げられる見込み。

加えて、円高は価格競争力の低下を通じて、輸出数量の押し下げに作用。とりわけ円相場は、わが国製造業と競合する対韓国ウォンに対しても長らく円高が続いており、世界規模で輸出を抑制。実際、米国市場における自動車販売台数は、日本車が韓国車の後塵を拝する状況。

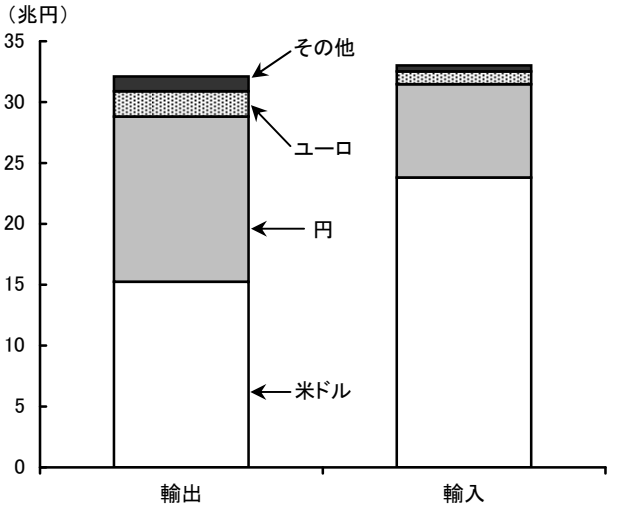
今後、企業収益の下振れ圧力が強まるとともに、輸出は当面、減速感が強い状態が続く見通し。

円相場の推移



(資料)Bloomberg L.P.

貿易取引における決済通貨(2011年上半期)



(資料)財務相「貿易統計」、「貿易取引通貨別比率」

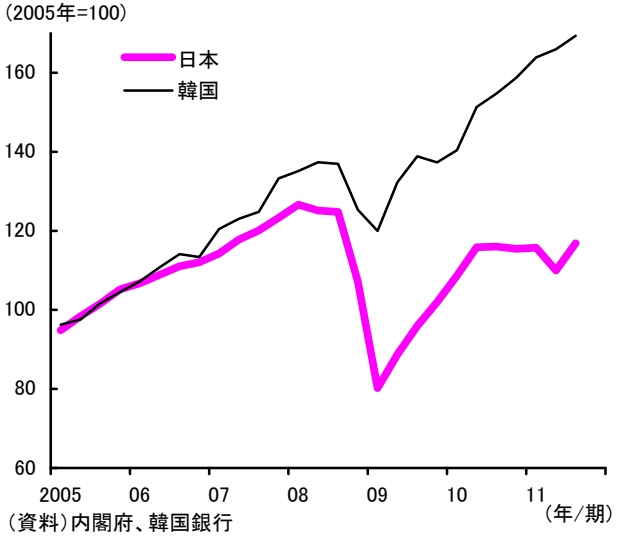
円高が機械セクターの2011年度下期企業収益に与える影響試算(円高による価格効果)

(1,000億円)

		円・ドルレート				
		80円	75円	70円	65円	60円
円・ユーロレート	110円	▲ 0.8	▲ 3.9	▲ 7.0	▲ 10.1	▲ 13.3
	105円	▲ 1.3	▲ 4.4	▲ 7.5	▲ 10.6	▲ 13.8
	100円	▲ 1.8	▲ 4.9	▲ 8.0	▲ 11.1	▲ 14.3
	95円	▲ 2.3	▲ 5.4	▲ 8.5	▲ 11.6	▲ 14.8
	90円	▲ 2.8	▲ 5.9	▲ 9.0	▲ 12.2	▲ 15.3

(資料)総務省「平成17年産業連関表」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、財務省「貿易統計」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その後も一定と仮定。
(注3)ドルの想定レートは業種ごとに設定。ユーロの想定レートは1ユーロ＝112円19銭(日経QUICK9月調査)と仮定。

日本と韓国の実質輸出(季調値)



(資料)内閣府、韓国銀行

(株)日本総合研究所 日本経済展望 2011年12月

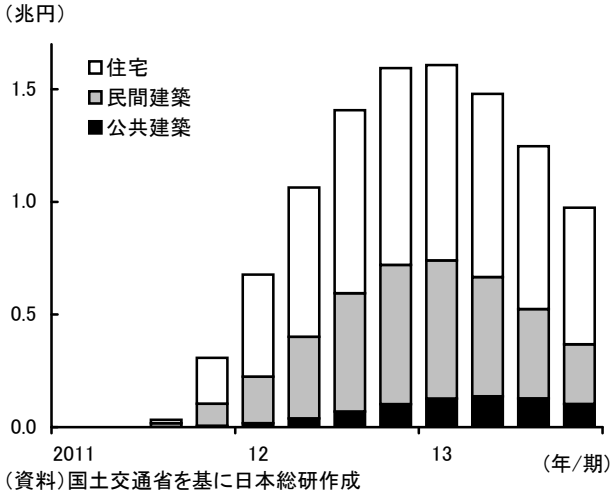
内需ー復興需要は2012年入り後に本格化

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。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。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。

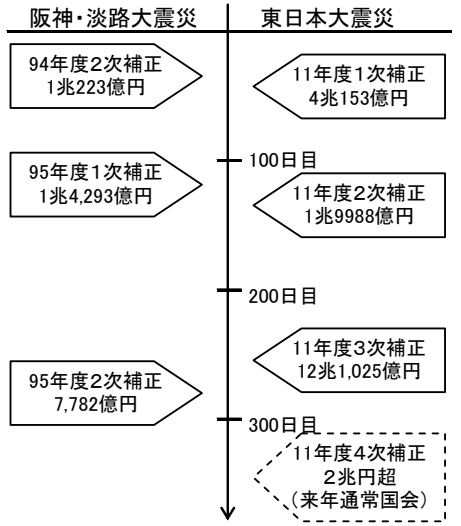
もっとも、震災によるがれきの最終処分や、被災地の都市計画策定には、なお時間を要することから、復興事業などが速やかに執行され、景気を下支えするかは不透明。

建築関連の復興需要（予測、年率）



（資料）国土交通省を基に日本総研作成
（注）阪神・淡路大震災後の復興パターンなどを考慮。平均工期は住宅を4ヵ月、民間・公共建築を12ヵ月と想定。

補正予算の流れ



（資料）財務省などを基に日本総研作成

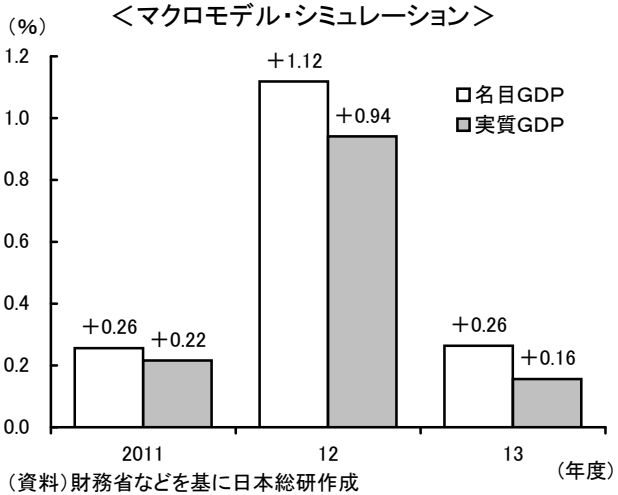
第3次補正予算の概要

（億円）

東日本大震災関係経費	**92,438**
がれき処理	3,860
公共事業	14,734
原子力災害復興	3,558
防災対策	5,752
災害救助費、融資支援	7,656
地方交付税交付金	16,635
東日本大震災復興交付金	15,612
その他震災関係費	24,631
年金臨時財源の補填	24,897
台風12号関連対策など	3,210
B型肝炎関係経費	480
合計	**121,025**

（資料）財務省などを基に日本総研作成

第3次補正予算のGDP押し上げ効果
＜マクロモデル・シミュレーション＞



（資料）財務省などを基に日本総研作成
（注）融資・雇用支援、補助金などを除き、GDPの押し上げに直接寄与する真水を6兆円程度と試算し、シミュレーション。

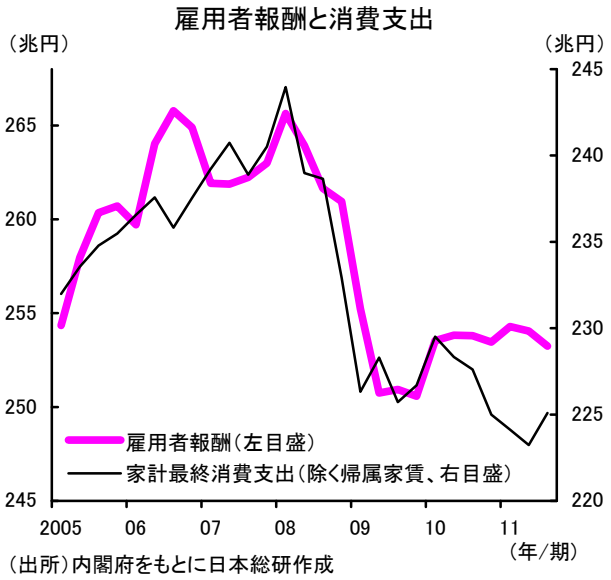
（株）日本総合研究所 日本経済展望 2011年12月

内需ーマインドの回復に伴い消費は持ち直し

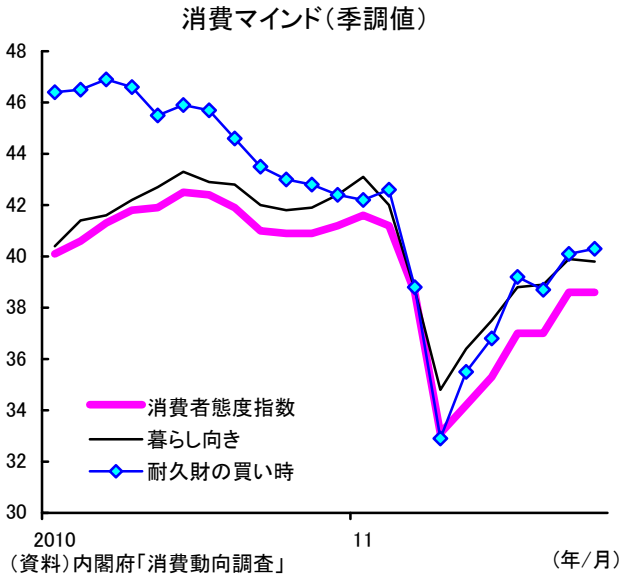
リーマン・ショック後の個人消費の減少が雇用者所得の落ち込みによってもたらされたのに対し、震災後の個人消費の落ち込みはマインド萎縮が原因。したがって、マインドが回復すれば、個人消費は所得に見合った水準にまで回復する公算大。すでに消費マインドは持ち直し傾向へ。

もっとも、タイの洪水が消費の下振れ要因に。タイが最大の生産拠点となっているＨＤＤは供給制約の長期化が避けられず、生産急減と在庫払底懸念から、価格が洪水発生後に急上昇。年末商戦では、パソコンなどＨＤＤを搭載するデジタル商品に影響が出る恐れ。

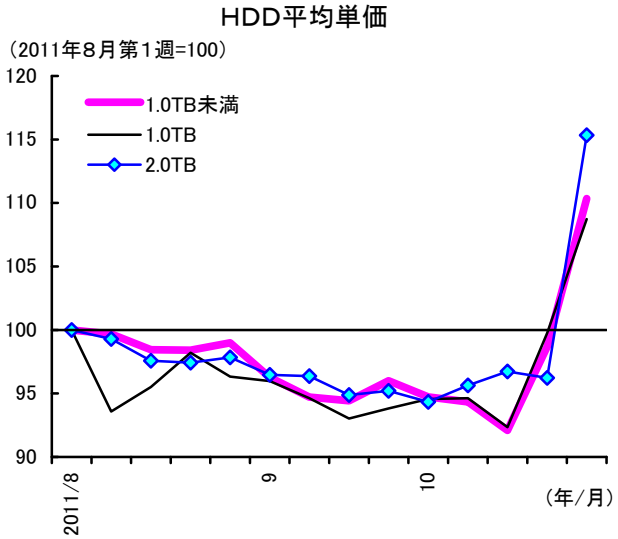
同様に被害を受けた自動車は、洪水直後の生産減から10～12月期は販売が弱含む見込み。もっとも、一部メーカーを除き、既に生産が再開されており、2012年１～３月期は震災による落ち込みを取り戻す動きから、販売が再び回復する見込み。



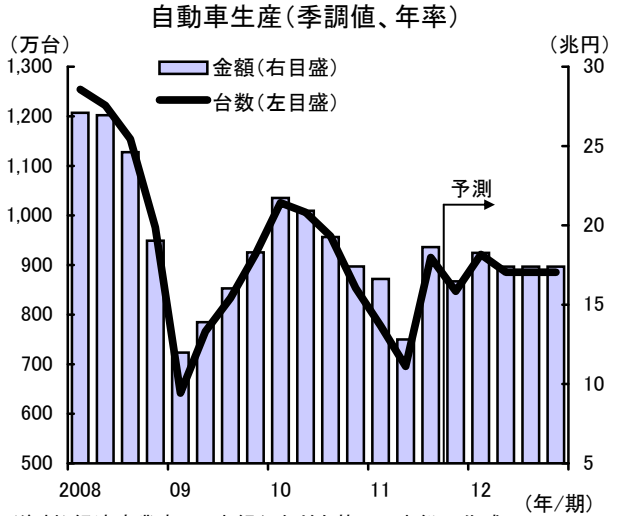
（出所）内閣府をもとに日本総研作成



（資料）内閣府「消費動向調査」



（資料）BCNを基に日本総研作成



（資料）経済産業省、日本銀行などを基に日本総研作成
（注）日銀短観（９月調査）の下期売上計画などを基に、販売台数を推計。

（株）日本総合研究所　日本経済展望　2011年12月

内需―家計負担の増加が消費の重石に

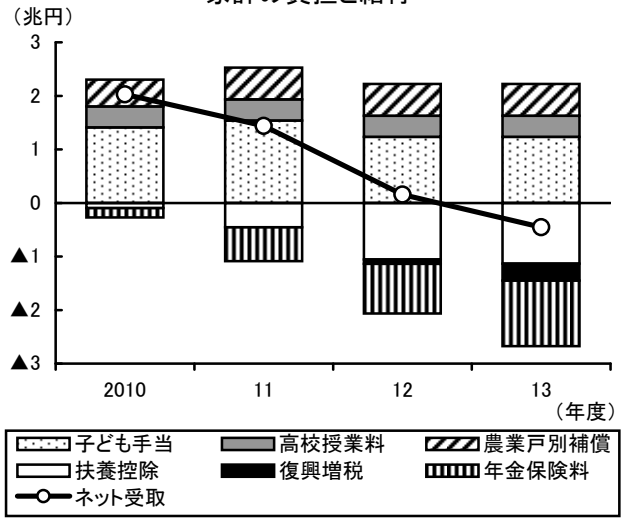
復興財源確保や財政再建に伴い、家計部門の負担は高まる公算大。

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年度のネットでみた給付額は▲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。

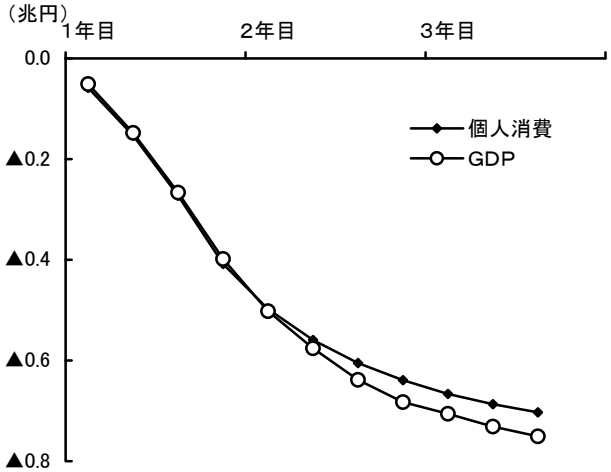
消費税の引き上げは2013年度以降を想定。仮に2013年４月に引き上げが行われた場合、2012年度後半に住宅や耐久消費財を中心に駆け込み需要が発生する見込み。一方、税率引き上げによる物価上昇は、家計の購買力低下を通じて、実質ベースの個人消費を押し下げることに。

家計の負担と給付



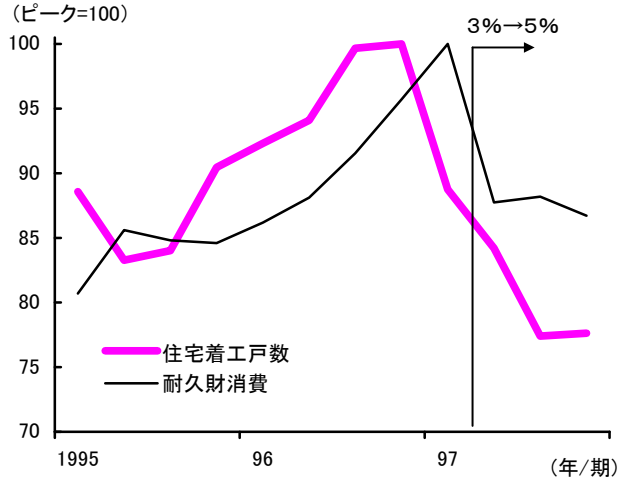
（資料）日本総研作成

所得１兆円減少の影響（年率）
＜マクロモデル・シミュレーション＞



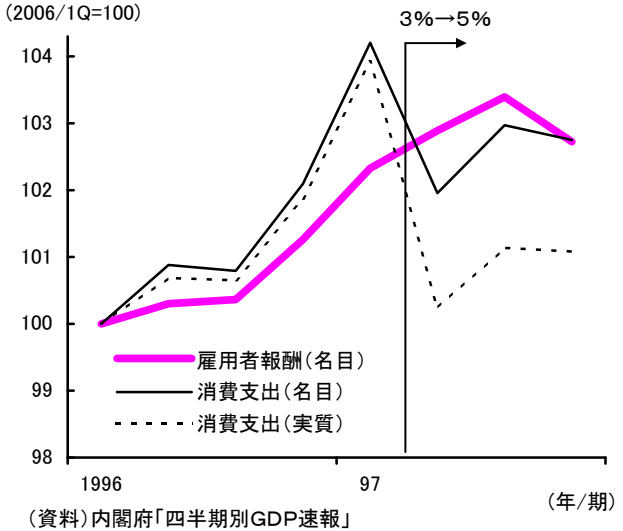
（資料）日本総研作成

消費税引き上げによる駆け込みと反動減



（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」

消費税引き上げ前後の個人消費



（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　2011年12月

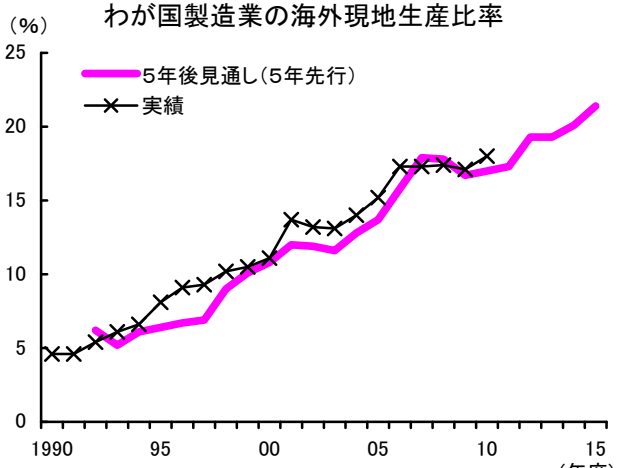
内需一製造拠点の海外シフトにより設備投資は長期低迷も

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ＦＴＡ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。

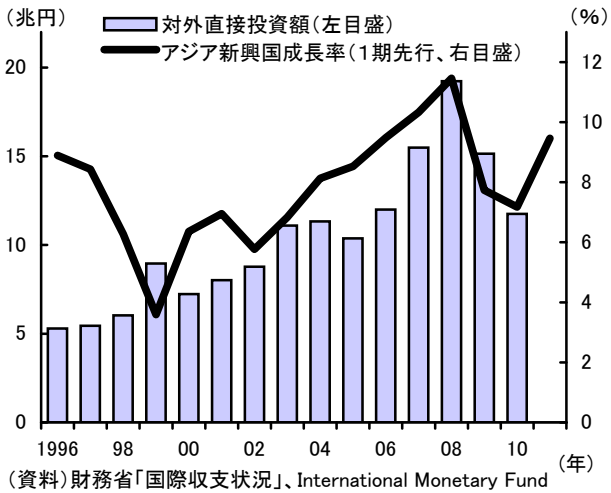
国内での生産メリットが失われつつある状況を放置すれば、より有利な事業環境を求めて、わが国企業の海外移転ペースは一段と加速する可能性。産業空洞化の事態まで進展すれば、設備投資の低迷長期化など、わが国の中長期的な経済成長が鈍化する恐れ。

わが国製造業の海外現地生産比率



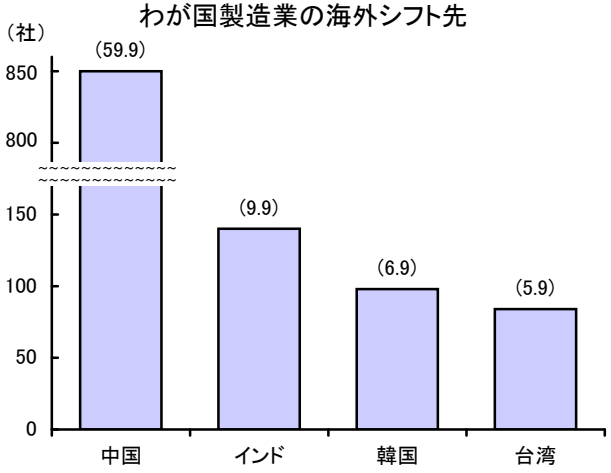
(資料)内閣府「企業行動に関するアンケート調査」
(注1)海外現地生産比率＝海外現地生産による生産高／(国内生産による生産高＋海外現地生産による生産高)
(注2)2010年は実績見込み値。

対外直接投資額とアジア新興諸国の成長率



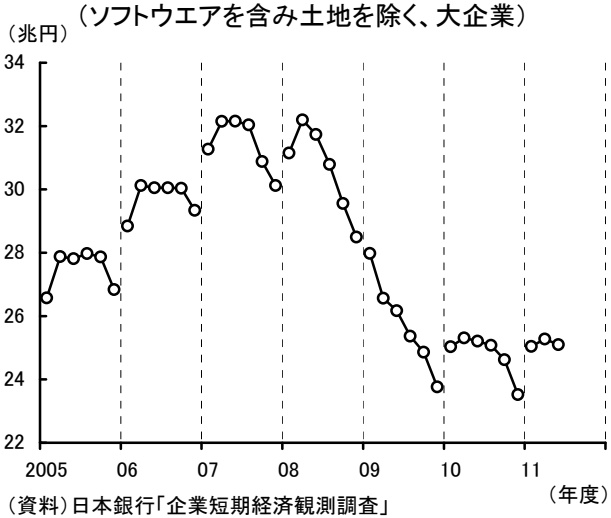
(資料)財務省「国際収支状況」、International Monetary Fund
(注)アジア新興国：中国、ASEAN5を含むアジア27ヵ国(香港、韓国、シンガポール、台湾を除く)。

リーマン・ショック以降の
わが国製造業の海外シフト先



(資料)帝国データバンク
(注1)2011年7月19日～31日を調査期間とし、複数回答可。
(注2)カッコ内の数字は回答企業におけるシェア。

設備投資額の修正状況
(ソフトウエアを含み土地を除く、大企業)



(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」
(注)日本総研により断層調整済み。

(株)日本総合研究所　日本経済展望　2011年12月

2011年度＋0.6%成長、2012年度＋1.9%成長

わが国経済は、海外経済の減速や円高による輸出の増勢鈍化、企業の海外シフト加速に伴う設備投資の伸び悩みなどから、減速感が強まる見込み。もっとも、以下３点により景気の腰折れは回避される見通し。
①中国をはじめとする堅調な新興国経済が輸出を下支え。
②2012年入り後に復興需要が本格化し、住宅投資や官公需が増加。
③雇用・所得環境の緩やかな改善が見込まれるなか、個人消費が徐々に持ち直し。

10～12月期は高成長となった７～９月期の反動やタイの洪水の影響により、伸びが鈍化。一方、2012年１～３月期は洪水の影響が薄れるなか、自動車販売などの回復が見込まれ、高めの成長となる見通し。こうした需要が薄らぐ４～６月期以降は本来の景気トレンドに戻るものの、円高の影響などにより徐々に成長ペースが鈍化する見込み。

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、補正予算の執行遅れなどの下振れ要因により、景気回復ペースが一段と鈍化するリスク。

消費者物価は、資源価格が横ばいで推移するものの、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）						（実績）	（予測）	
実質GDP	▲ 1.3	6.0	1.3	2.7	1.9	1.7	1.1	0.6	2.4	0.6	1.9
個人消費	0.7	3.9	0.5	1.3	0.8	0.7	0.7	0.6	1.0	0.5	1.0
住宅投資	▲ 4.2	21.7	4.2	7.0	5.1	7.1	1.2	▲ 3.9	▲ 0.2	6.1	5.5
設備投資	▲ 1.9	4.4	1.9	2.4	3.2	4.0	3.0	2.6	4.2	0.0	3.0
在庫投資 （寄与度）	（ 0.7）	（ 0.8）	（▲ 0.3）	（ 0.2）	（ 0.2）	（ 0.2）	（ 0.1）	（ 0.1）	（ 0.5）	（ 0.2）	（ 0.1）
政府消費	2.7	1.6	1.9	1.5	1.1	0.4	1.2	1.2	2.3	2.3	1.2
公共投資	15.7	▲ 10.8	5.1	5.5	10.1	3.5	▲ 4.4	▲ 7.3	▲ 9.8	▲ 1.3	2.9
純輸出 （寄与度）	（▲ 3.1）	（ 1.7）	（▲ 0.0）	（▲ 0.1）	（▲ 0.0）	（ 0.0）	（▲ 0.0）	（▲ 0.1）	（ 0.9）	（▲ 0.7）	（ 0.1）
輸出	▲ 18.4	27.4	2.2	4.7	4.1	4.1	3.2	2.5	17.1	0.1	5.0
輸入	0.4	14.5	2.3	4.9	3.9	3.8	3.3	3.2	10.9	4.9	4.4

（前年同期比、%）

名目GDP	▲ 3.2	▲ 1.9	▲ 0.9	0.6	2.4	1.4	1.1	0.8	0.4	▲ 1.4	1.4
GDPデフレーター	▲ 2.2	▲ 1.9	▲ 2.0	▲ 1.7	▲ 0.5	▲ 0.8	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 2.0	▲ 2.0	▲ 0.5
消費者物価 （除く生鮮）	▲ 0.2	0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.9	▲ 0.1	▲ 0.3
鉱工業生産	▲ 6.8	▲ 2.1	▲ 1.5	3.6	8.8	5.7	5.9	3.9	9.0	▲ 1.8	6.0

完全失業率 （%）	4.6	4.4	4.2	4.2	4.2	4.1	4.1	4.0	5.0	4.4	4.1
経常収支 （兆円）	1.54	2.98	2.60	2.88	2.34	3.14	2.50	3.00	16.13	9.99	10.98
対名目GDP比 （%）	1.3	2.6	2.1	2.5	2.0	2.7	2.0	2.6	3.4	2.1	2.3
円ドル相場 （円/ﾄﾞﾙ）	82	77	77	78	79	80	80	80	86	79	80
原油輸入価格 （ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ）	115	114	110	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＋1.4%、2012年▲0.0%、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。

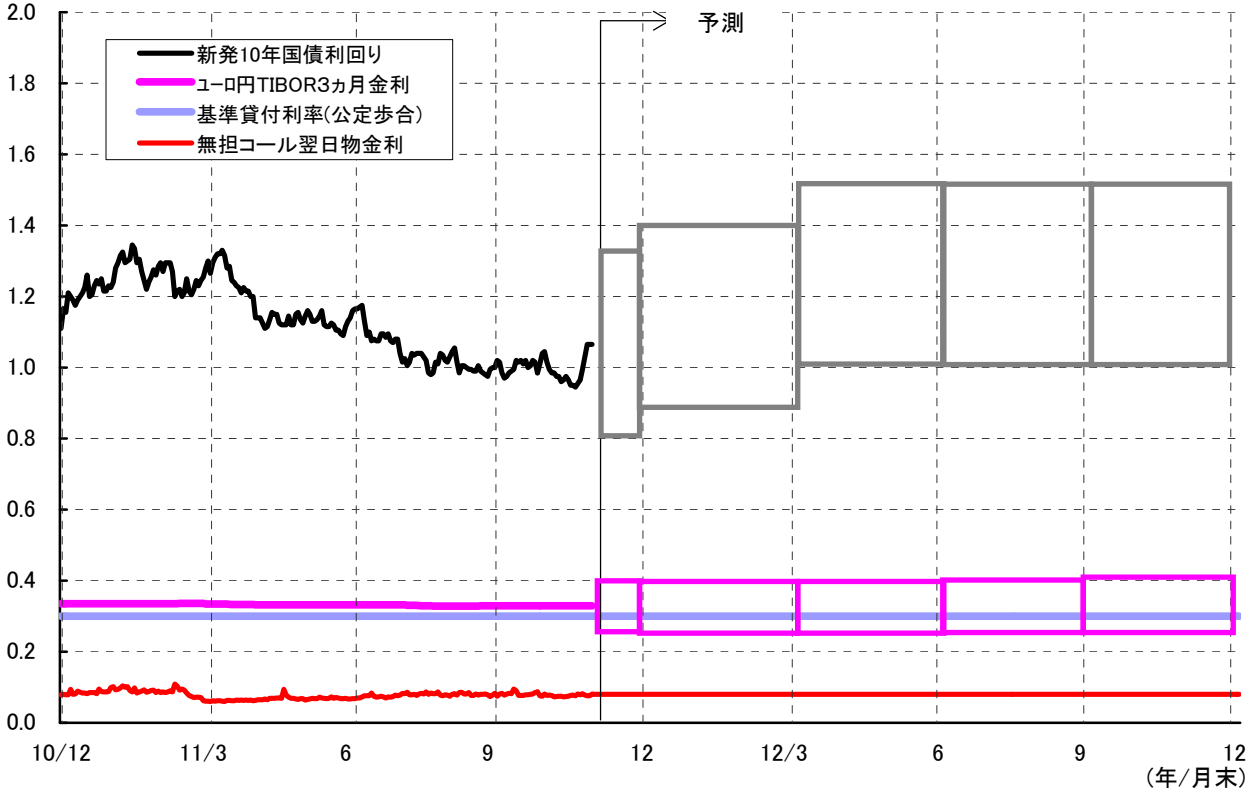
【現状】
日銀は、11月15～16日の定例会合で、金融政策の現状維持を決定。30日の臨時会合では、市場へのドル資金供給の拡充を決定。

11月の長期金利は、欧州債務問題の深刻化を受け、下旬にかけて低下傾向が持続。その後、ドイツ国債の入札が不調に終わったことなどから、月末にかけて１％台まで上昇するなど、不安定な動き。

【先行き】
日銀は、当面、景気下振れリスクを意識した政策運営を継続。
10月27日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。

長期金利は、世界的な景気減速懸念などを背景に、当面は１％前後の低水準で推移する見通し。
年明け以降、復興需要が拡大するにつれて、金利上昇圧力が強まる可能性。先行きの国債増発への警戒感も、長期金利の上昇要因に。
もっとも、景気回復が緩やかにとどまるなか、金利上昇余地は限られ、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ヵ月物金利	0.33	0.33	0.30	0.30	0.30	0.30
円ｽﾜｯﾌﾟ5年物金利	0.48	0.46	0.50	0.50	0.55	0.55
新発10年国債利回り	1.04	1.00	1.15	1.15	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 2011年12月

欧州債務問題：わが国では急激な金利上昇に至る公算は小さいものの、欧州情勢が当面のかく乱要因に

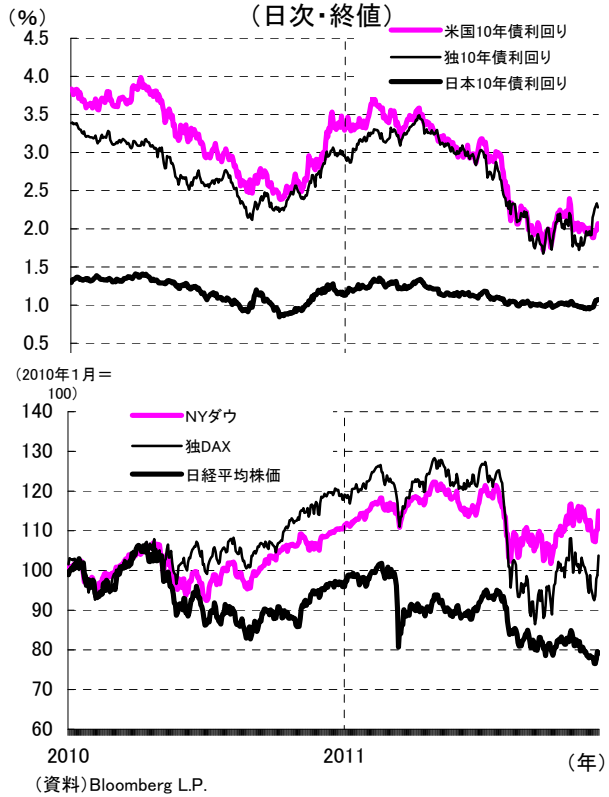
夏場以降、日米独10年債利回りは、低下（債券価格は上昇）基調で推移。①世界景気の減速、②欧州債務問題の深刻化、などを受けて、投資マネーが株式などのリスク資産市場や重債務国の国債市場から、安全資産とされる主要先進国の国債市場へシフトしたことが背景。

もっとも、足元では変化の兆し。11月23日にドイツ国債の入札が不調に終わったことを受け、それまで投資マネーの受け皿となってきた主要先進国の国債についても売り優勢の展開に。この結果、日米独の10年債利回りは、11月末にかけて小幅上昇。

わが国では、金融機関のユーロ圏向け与信は相対的に小さいため、短期金融市場に大きな混乱はみられず、欧州のように急激な金利上昇に至る公算は小。

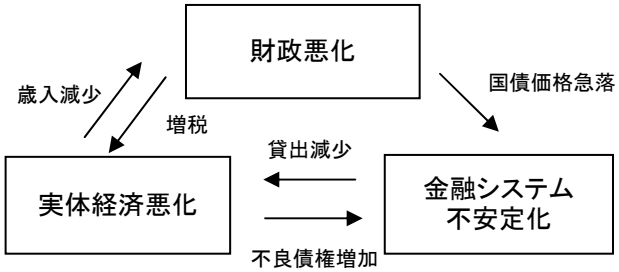
一方、欧州では、「財政悪化」「金融システム不安定化」「実体経済悪化」が相乗的に進む「負のスパイラル」に陥りつつあり、当面、欧州の経済・金融情勢が国際金融市場のかく乱要因に。

日米独の長期金利と平均株価
（日次・終値）



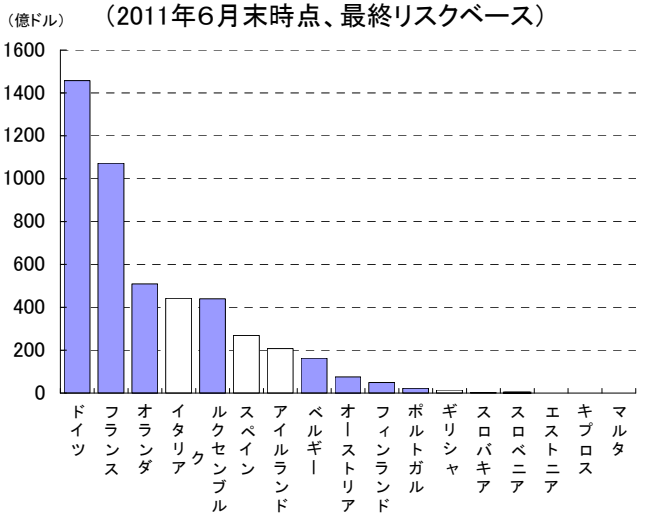
（資料）Bloomberg L.P.

欧州債務問題「負のスパイラル」



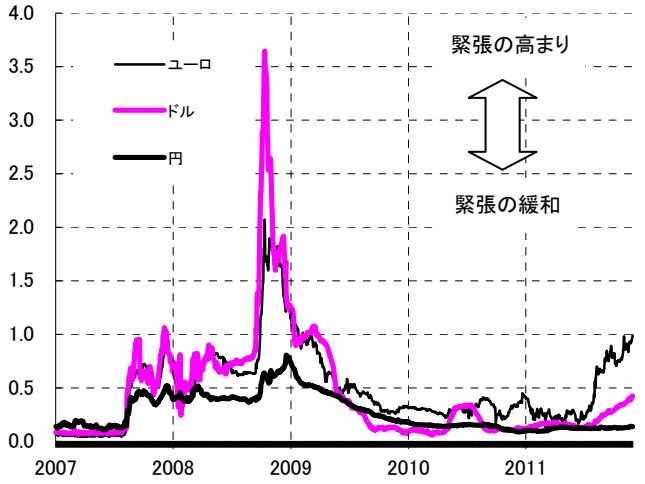
（資料）報道資料などを基に日本総研作成

邦銀のユーロ圏向け与信残高
（2011年6月末時点、最終リスクベース）



（資料）BIS　（注）白抜きはPIIGS諸国

LIBOR-OISスプレッドでみた短期金融市場の緊張度（3ヵ月）



（資料）Bloomberg L.P.

（株）日本総合研究所　日本経済展望　2011年12月