

日本経済展望

2011年10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	12
わが国金利見通し	13
マーケット分析	14

◆本資料は2011年10月3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： 森 村 (Tel：03-3288-4524 Mail：matsumura.hideki@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10月）

1. 景気の現状：回復が持続

- ・震災後の3月に大幅に落ち込んだわが国景気は、4月以降持ち直し。8月の鉱工業生産が5カ月連続の増加となったほか、家計調査の実質消費額も緩やかに回復。とりわけ、生産が半減した輸送機械の生産・販売が急回復。もっとも、足元の鉱工業生産の拡大ペースは、想定よりもやや下振れ気味。

2. 景気見通し：7～9月期からプラス成長に

- ・7～9月期以降は、以下の3点から、実質GDPは増加に転じる見通し。
 - ①工場の操業再開による供給制約の解消に伴い、鉱工業生産と輸出が拡大。
 - ②消費マインドの改善を受けて個人消費が持ち直し。とりわけサービス消費や自動車販売が拡大。
 - ③復興需要により公共投資と政府消費が増加。住宅投資も徐々に持ち直し。
- ・回復・復興に支えられた高めの成長は2012年半ばまで持続する見通し。もっとも、2011年前半のマイナス成長の影響が大きいいため、2011年度全体では小幅のプラス成長にとどまる見通し。逆に、発射台（成長率のゲタ）が高くなる2012年度は2%を超える高成長に。
- ・ただし、以下のような下振れ要因により、景気回復ペースが鈍化するリスクも大。
 - ①円高により、製造業の企業収益が圧迫されるほか、競争力低下を通じて輸出も増勢が鈍化。製造拠点の海外シフト加速により、設備投資も低迷が長期化する恐れ。
 - ②財政再建のための増税・歳出削減が本格化すれば、個人消費や政府支出に下押し圧力。
- ・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。

3. 9月の金融政策・金利動向

【金融政策】

- ・日銀は、9月6～7日の定例会合で、金融政策の現状維持を決定。
- ・15日には、欧米の主要中銀と歩調を合わせ、民間銀行へのドル資金供給を強化することで合意。具体的には、年末を越す期間3カ月のドル資金を無制限に供給する内容。欧州の財政不安を受け、国際金融市場の緊張が高まりつつあるなか、金融不安の深刻化を未然に防止することが狙い。

【長期金利】

- ・長期金利は、米欧での景気減速懸念や財政不安が金利低下要因となる一方、先行きの国債増発による金利上昇への警戒感もあり、1.0%を中心にもみ合う展開。

4. 金融政策・金利見通し

【金融政策】

- ・日銀は、景気下振れリスクを意識した政策運営を当面継続する見込み。
- ・円高がさらに進行する局面では、資産買い入れ基金の増額を軸に、金融緩和拡充を検討する見通し。

【長期金利】

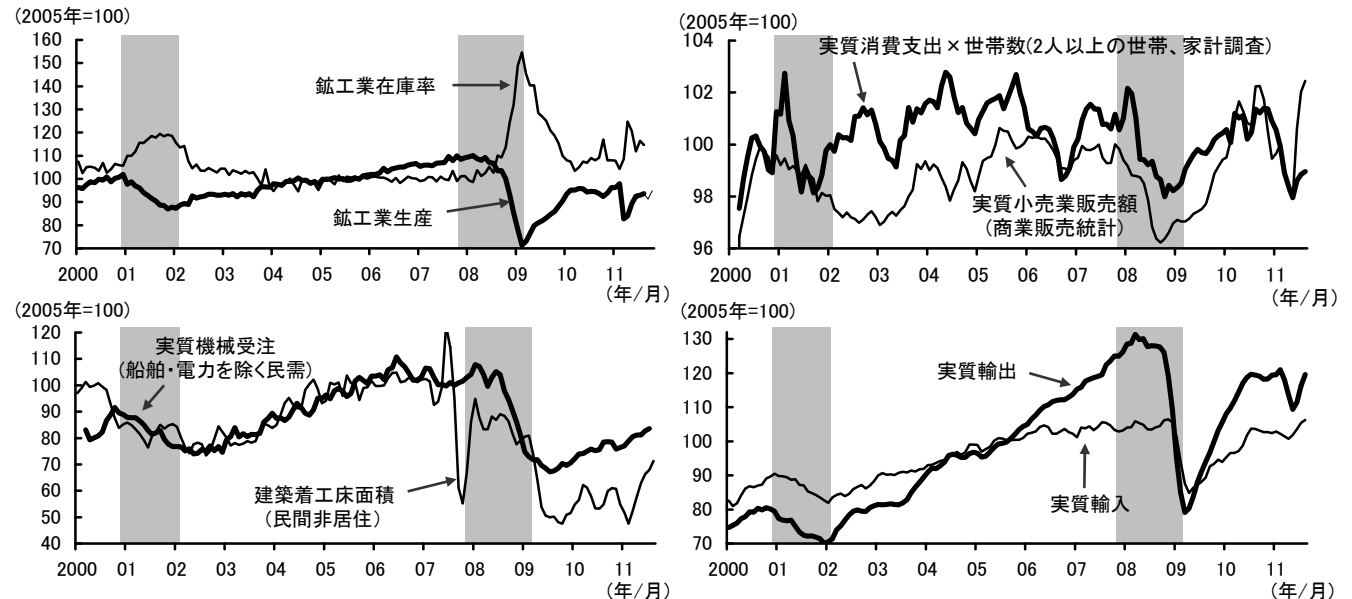
- ・長期金利は、海外景気の減速懸念が燦り続けるなか、目先は金利抑制基調で推移する見通し。
- ・その後、復興に向けた取組みが本格化するのに伴い、①政府による国債発行の増加、②国内景気の回復、などを背景とする金利上昇圧力が強まる可能性。
- ・もっとも、①財政規律に配慮した補正予算編成、②日銀による大幅な金融緩和継続、などが金利抑制要因となり、大幅な金利上昇には至らず、総じて1%台前半での推移が長期化する見通し。

企業・家計とも回復が持続

わが国経済は4月以降持ち直しの動き。8月の鉱工業生産が5カ月連続の増加となったほか、生産の回復を受けて輸出も増勢が持続。家計調査の実質消費支出も、前年比ではマイナスが続いているものの、水準で見れば緩やかに持ち直し。景気ウォッチャー調査の現状判断DIも高い水準。住宅着工、機械受注、建築着工では、震災によるマイナス影響はそれほど現れず、底堅く推移。

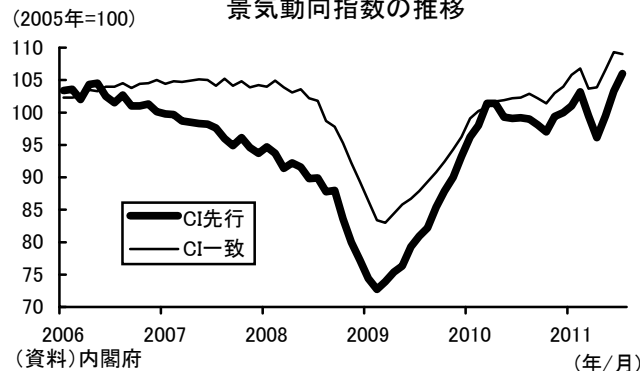
もっとも、一部工場の操業再開が遅れているほか、消費マインドにも弱さが残っているため、経済活動水準はまだ震災前を下回っている状況。加えて、足元の鉱工業生産の拡大ペースは、想定よりもやや下振れ気味。

わが国主要景気指標の推移

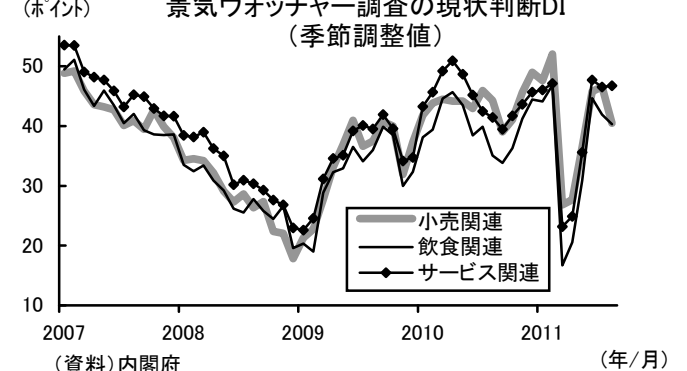


(資料)経済産業省、総務省、内閣府、国土交通省、日本銀行。
 (注1)シャドー部分は景気後退期。直近は日本総研による予測。
 (注2)鉱工業生産・在庫率は季節調整値(月次系列)。その他は季節調整後後方3ヵ月移動平均値。
 (注3)鉱工業生産は、予測指数を用いて実績から2ヵ月分延長。
 (注4)小売販売額の実質値作成には、消費者物価・財(電力・ガス・水道を除く)を使用。機械受注の実質値作成には、企業物価・資本財(国内品)を使用。
 (注5)実質消費支出は、人口推計や国勢調査をもとに推定した「人員2人以上一般世帯の平均人員・世帯数」で家計調査の集計値を調整。

景気動向指数の推移



景気ウォッチャー調査の現状判断DI (季節調整値)



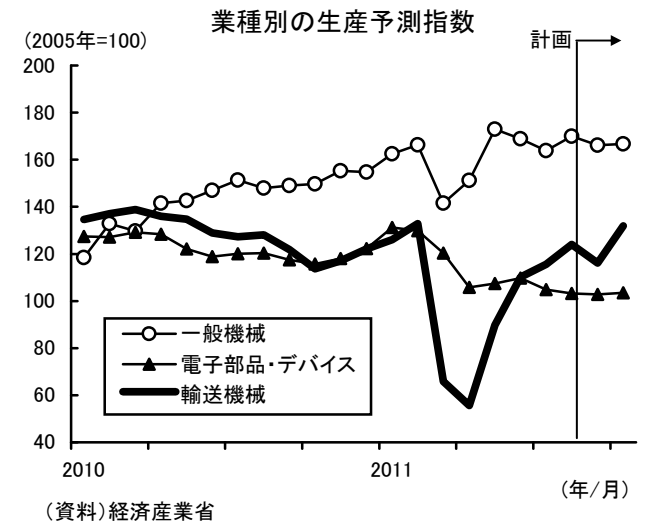
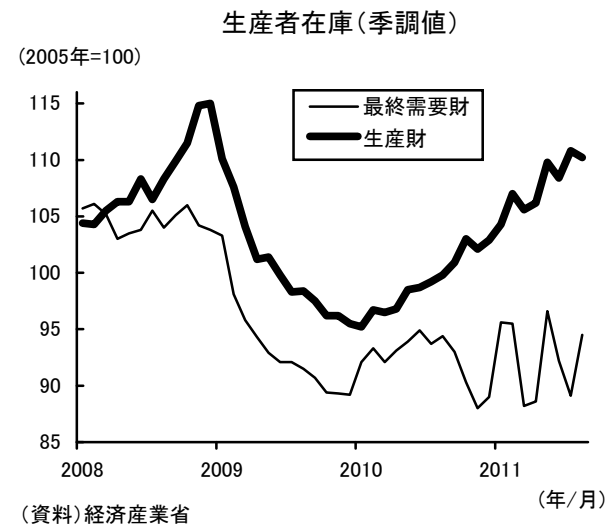
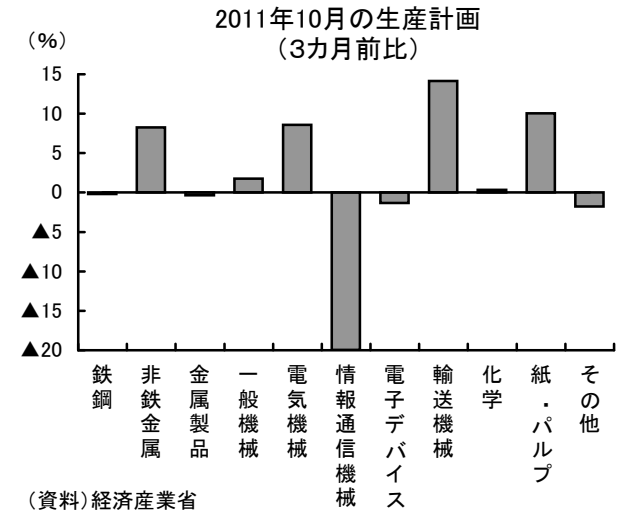
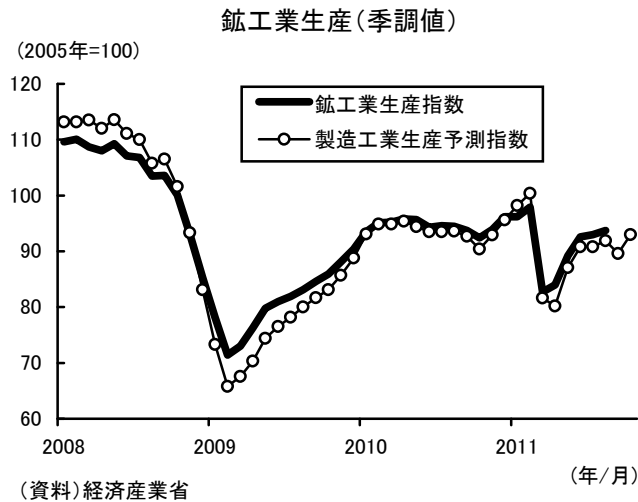
(株)日本総合研究所 日本経済展望 2011年10月

鉱工業生産は足踏み状態に

8月の鉱工業生産は前月比+0.8%と、事前予想よりも弱い伸びに。さらに、生産計画をみると、9月は前月比▲2.5%と6カ月ぶりの減産の見込み。10月は再び増産の計画ながら、7～10月の動きを均してみると、鉱工業生産は「足踏み」状態に。

鉱工業生産の増勢鈍化の原因としては、復興需要の遅れによる素材業種での在庫調整、地デジ切り替え後のテレビ生産の大幅減少などを指摘可能。とりわけ、薄型テレビが含まれる情報通信機械の生産が、足元で大幅に減少。さらに、これまで急拡大を続けてきた一般機械も、外需の牽引力低下により、増勢が鈍化傾向。

一方、サプライチェーンが急回復している自動車では、10月には震災前の生産水準に回復する見込み。鉱工業生産の下支え役に。

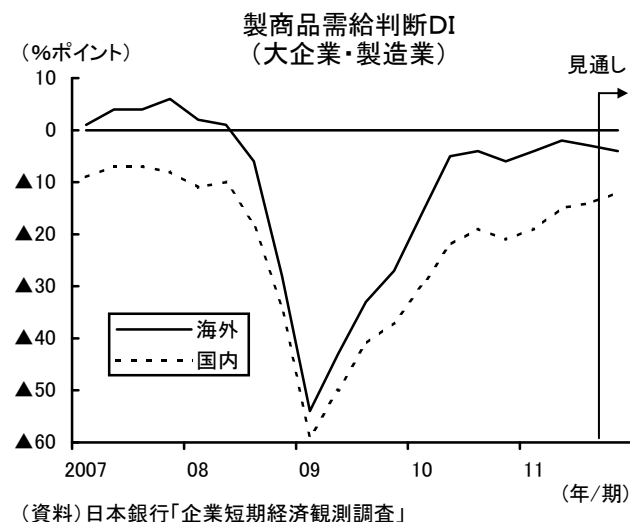
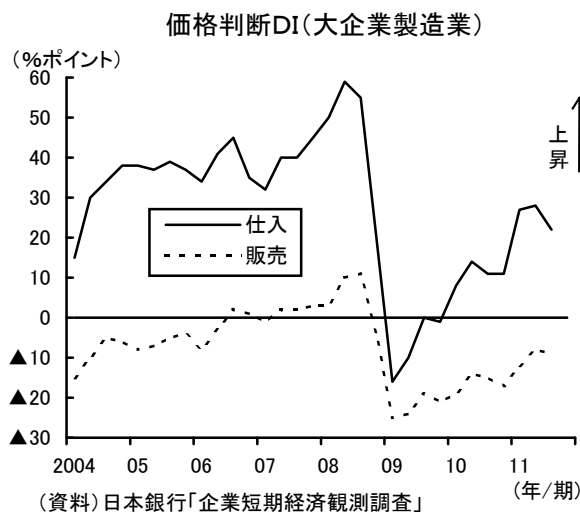
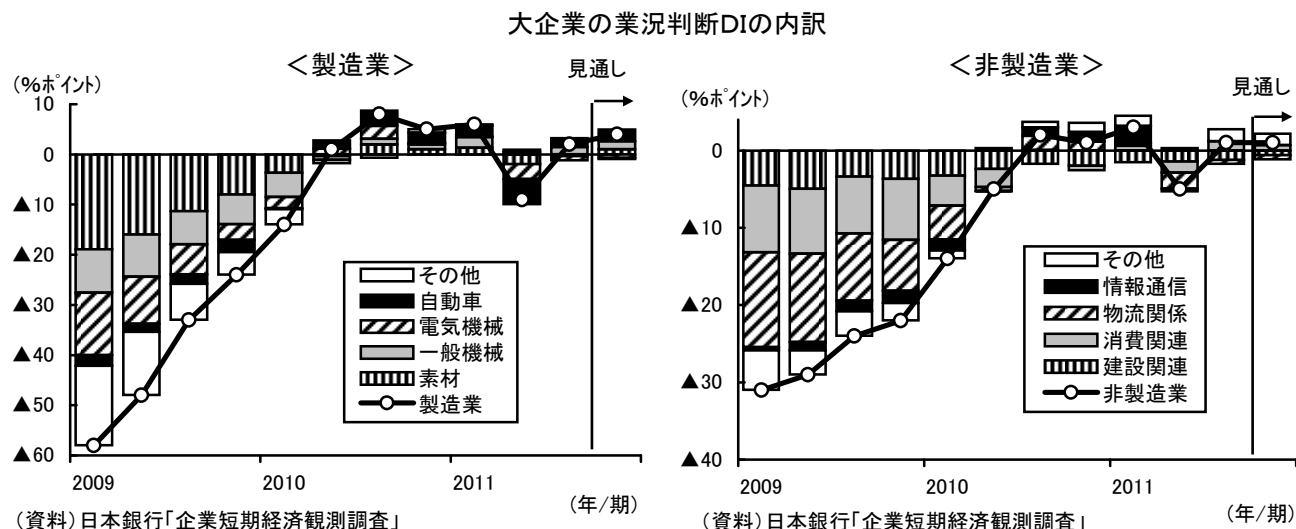


9月日銀短観：回復を反映して企業の業況は改善

9月の業況判断DIは、震災からの回復の動きを反映して、大企業・製造業で前回調査対比+11ポイントの大幅上昇。とりわけ、前回大きく落ち込んだ自動車で同+65ポイントの改善。大企業・非製造業でも、消費マインドの回復を受けて、対個人サービス、宿泊・飲食などで持ち直し。

ここ数カ月間の資源価格の下落を受けて、交易条件も改善。大企業・製造業の販売価格判断DIが前回調査対比▲1ポイントとなったのに対し、仕入価格判断DIは同▲6ポイント。販売価格面の厳しさは残っているものの、原材料価格の上昇圧力が薄れ始めている状況。

ただし、海外需要には不透明感。海外での製商品需給判断DIが足元で悪化に転じたほか、2011年度上期の輸出実績も前回から下方修正。海外市況は先行きも悪化が予想されているため、下期業績がさらに下方修正されるリスク。

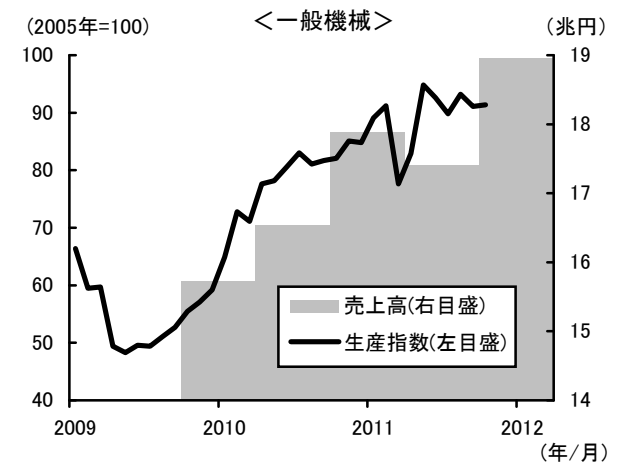
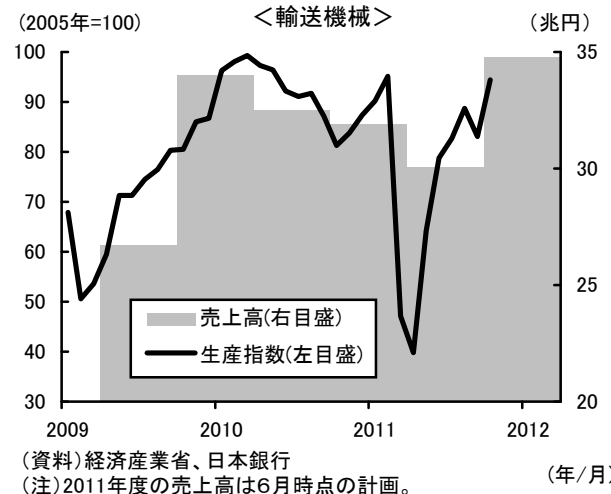


回復シナリオ①ー製造業生産

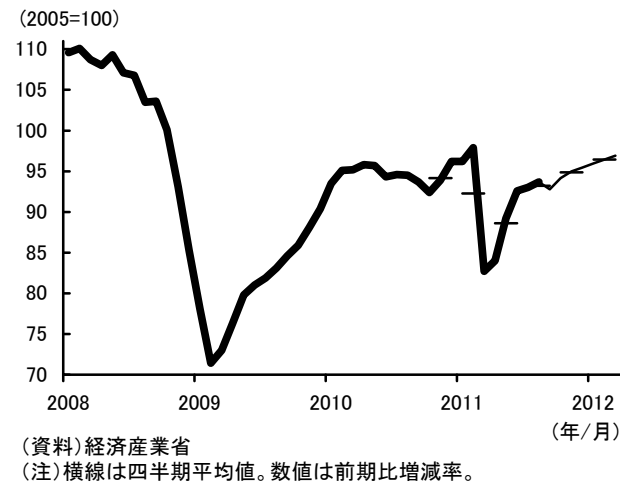
被災した工場の操業再開は着実に進展。とりわけ大きく落ち込んだ自動車は、足元でほぼ完全復旧に達している見込み。日銀短観における輸送機械の売上高が年度下期に大幅増を見込んでいることを勘案すると、10月以降の自動車生産は急拡大の可能性。自動車以外にも下期の売上増を計画していることから、足元の生産足踏みは一時的なもので、秋以降は再び緩やかに拡大すると判断。

もっとも、2012年度入り後の鉱工業生産は不透明。2011年度下期の生産増は、震災後の生産減少分を取り戻す動きという側面も。この押し上げ効果が一巡すれば、鉱工業生産の急回復に歯止めがかかる可能性。さらに、エコカー減税終了による自動車需要減、円高による輸出競争力の低下なども、鉱工業生産の下振れ要因として働く恐れ。

製造業の生産指数と半期ごとの売上高



鉱工業生産の想定



実効為替レート



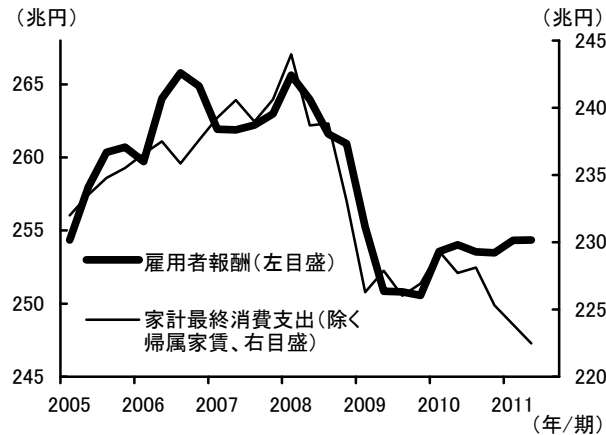
回復シナリオ②—個人消費

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。景気ウォッチャー調査の現状判断DIが高い水準に回復するなど、すでに消費マインドは持ち直し傾向へ。

所得環境も総じて堅調。足元では、残業時間の減少により現金給与総額が減少しているものの、鉱工業生産の回復に連動して、給与は再び持ち直す見込み。

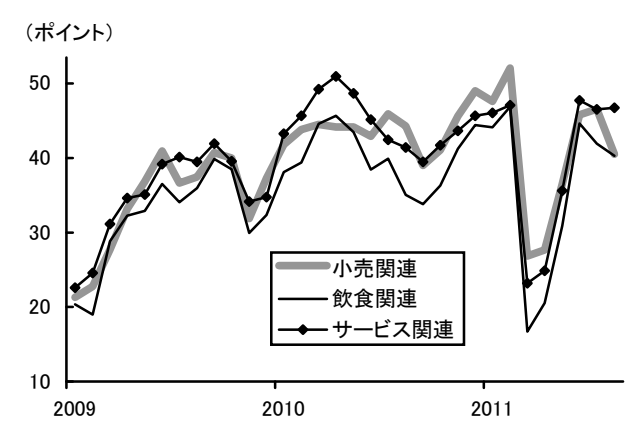
以上を踏まえれば、個人消費は7～9月期以降回復が明確化する見通し。加えて、自動車などの先送りされた消費需要が顕在化すれば、一時的に上振れる可能性も。

雇用者報酬と消費支出



(出所)内閣府をもとに日本総研作成

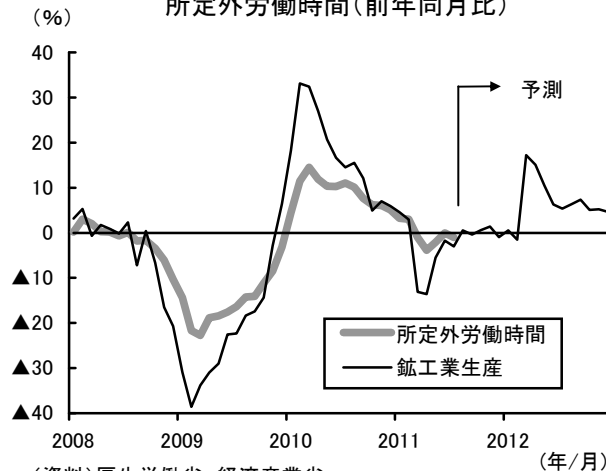
景気ウォッチャー調査の現状判断DI



(資料)内閣府

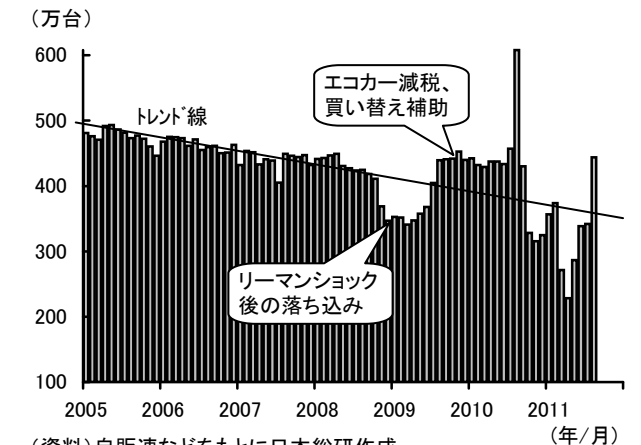
(年/月)

所定外労働時間(前年同月比)



(資料)厚生労働省、経済産業省

乗用車販売台数(季調値、年率)



(資料)自販連などをもとに日本総研作成

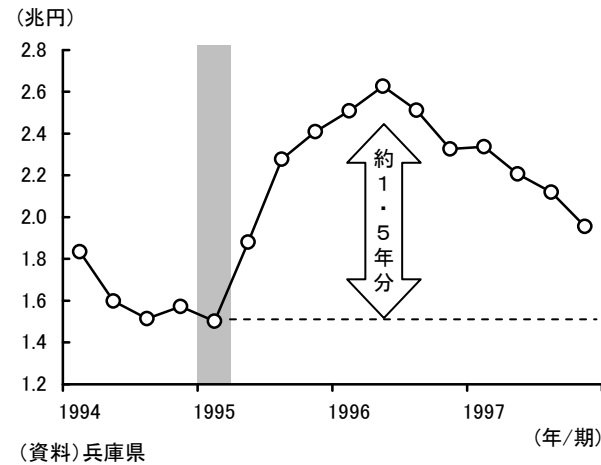
回復シナリオ③ー政府支出と住宅着工

阪神大震災後の兵庫県では、3年間で平常時の約1.5年分の公共投資を上積み。今回の社会資本ストックの毀損規模を阪神大震災の1.5倍と想定すれば、岩手・宮城・福島のみで、今後3年間に5兆円の公共投資が必要になる計算。震災からの復興が本格化するにしたいが、公共投資・政府消費が大幅に増加する見通し。

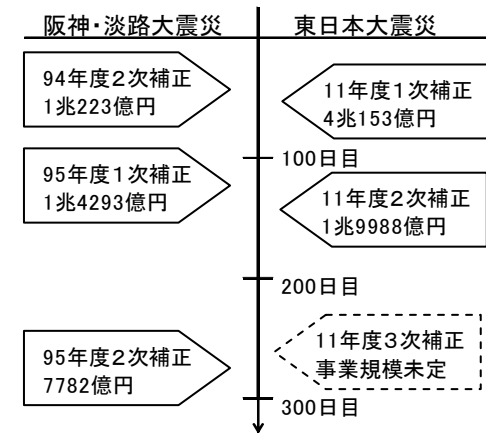
もっとも、補正予算編成など政府の対応には先行き不透明感。公共投資・政府消費の盛り上がりが想定よりも後ズレする懸念も大。

住宅の再建も、阪神・淡路大震災より若干遅れる見通し。がれきの処理に長期を要するほか、法令による建築制限などもあって都市計画の策定に時間がかかるため、その間は住宅の新設は困難。

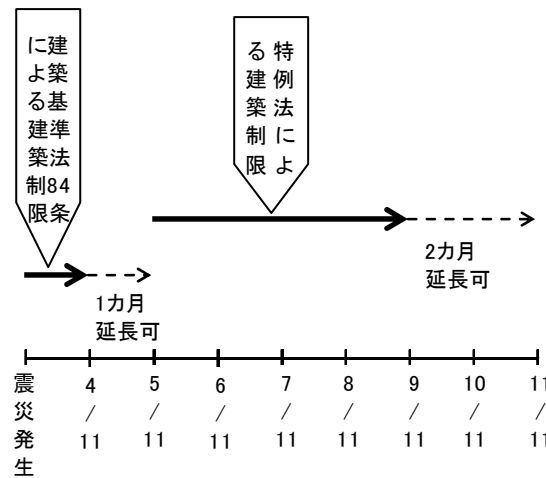
兵庫県の公共投資(実質、季調値)



補正予算の編成スピード

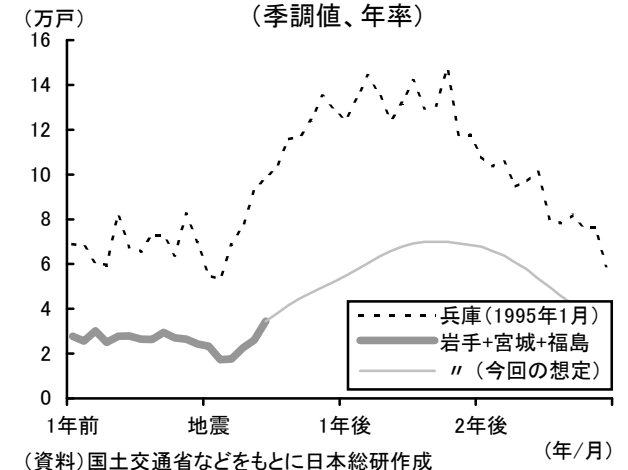


法令による建築制限



(資料) 日本総研作成

震災後の住宅着工戸数
(季調値、年率)

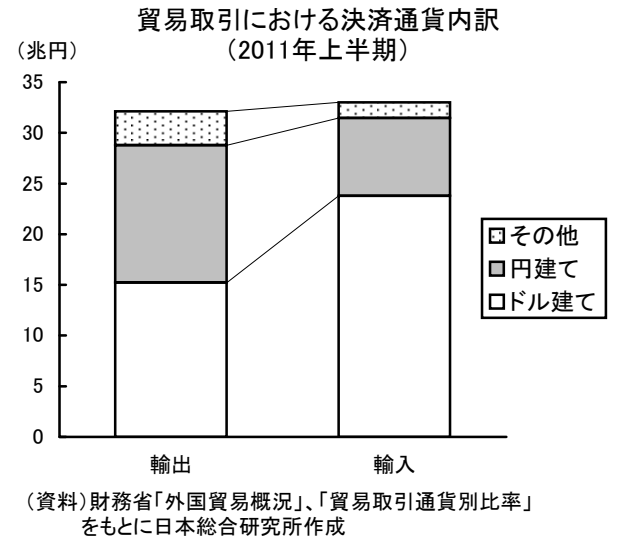
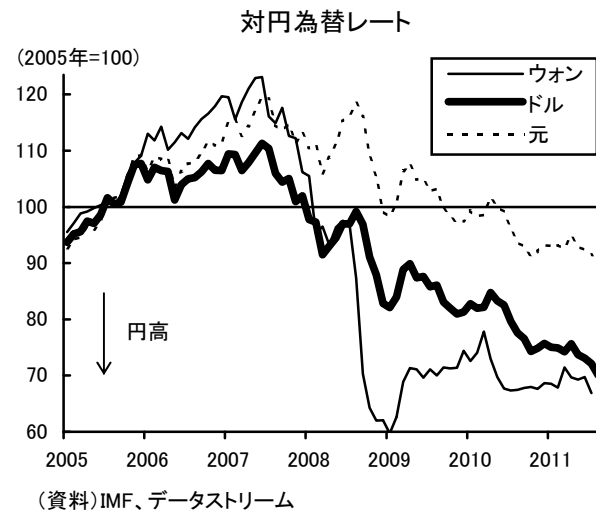
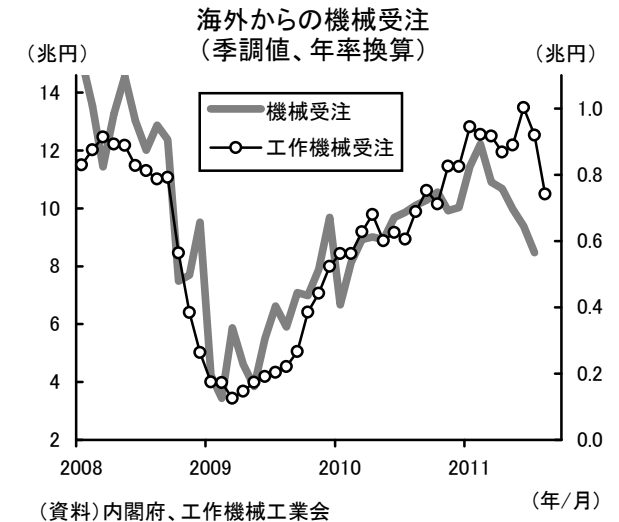


リスク①ー外需の下振れ

新興国経済が高成長を続けるなか、工場の操業再開に連動して、輸出は6月下旬から前年比プラス基調へ。

もともと、先行き、輸出が下振れる懸念が台頭。とりわけ、海外からの機械受注が減少傾向に。8月の工作機械受注も大幅マイナス。アジア諸国での設備投資マインドが悪化し始めている可能性。

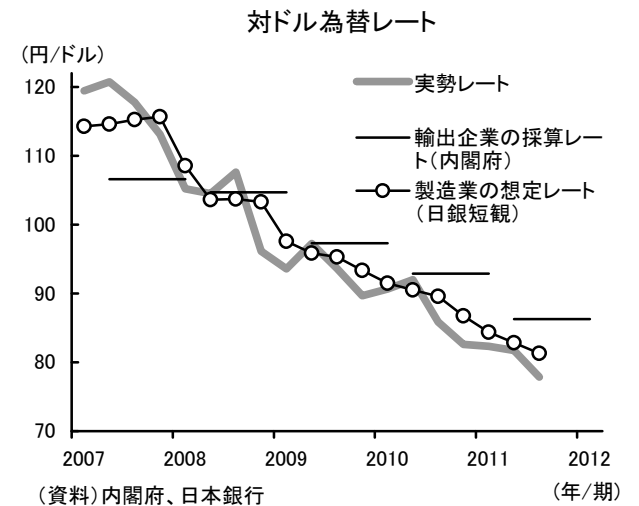
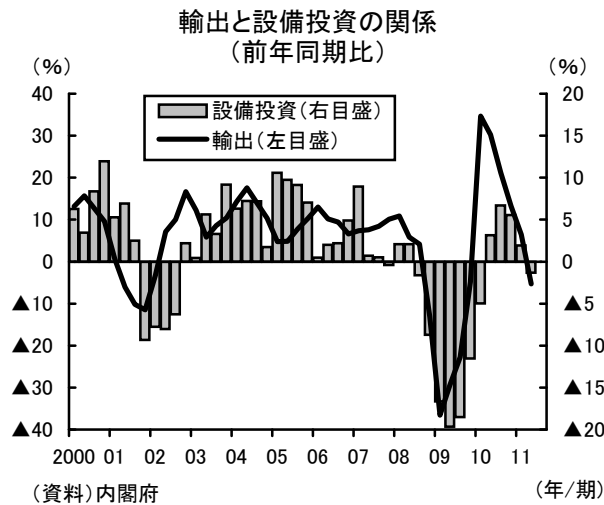
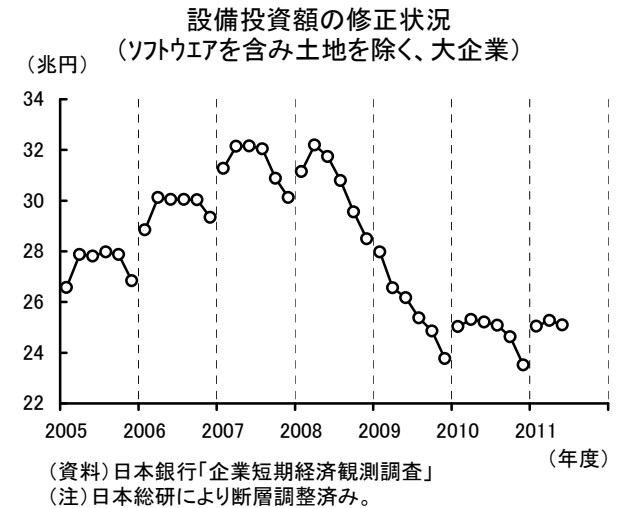
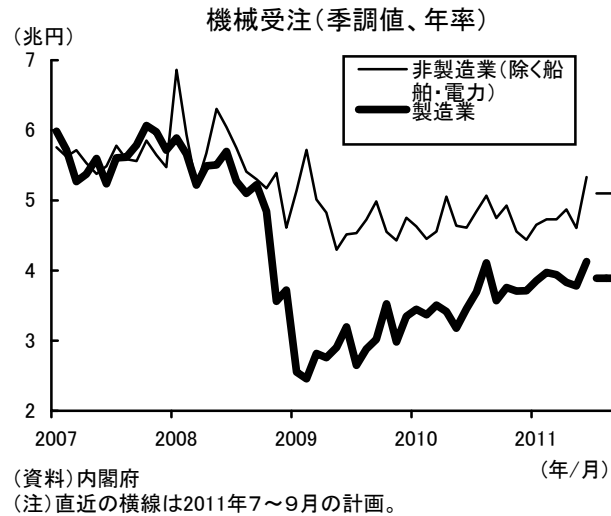
加えて、円高も外需にマイナス作用。7月以降の為替相場は、対ドルだけでなく、対アジア通貨でも円高が進行し、わが国製造業の輸出競争力が大きく低下。短期的には円高による調達コストの低減というメリットはあるものの、輸出押し下げのインパクトの方が大きいため、ネットでみればマイナス影響。



リスク②ー製造拠点の海外シフト

設備投資は緩やかに回復する見通し。設備投資に先行する機械受注、建築着工ともに増加傾向。日銀短観における2011年度計画でも、前年度比プラスの見込み。背景として、製造業生産が回復に向かっていることに加え、外需を中心に需要環境が底堅さを維持していることを指摘可能。

もっとも、輸出が大幅に減少すれば、設備投資が下振れる公算大。さらに、製造拠点の海外シフトの流れが加速すれば、中長期的に設備投資の低迷が持続する可能性も。とりわけ、現在の為替レートは採算を大きく下回っているため、国内での事業拡大が困難な状況に。



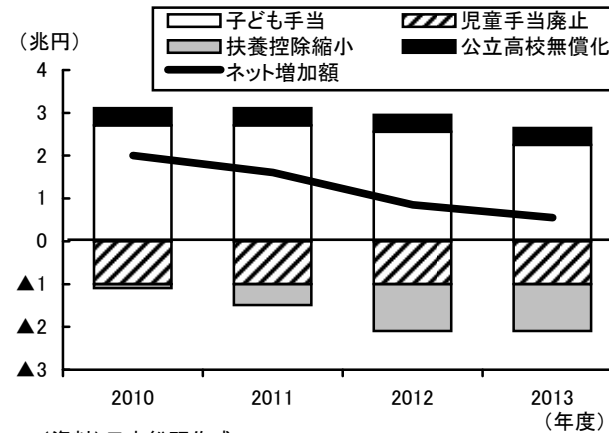
リスク③ー復興財源調達による家計負担増

復興財源の確保のため、家計部門の負担が高まる公算大。どの程度負担が増えるかは現時点では不透明ながら、来年度以降、子ども手当の縮減、所得税の増税、消費税の引き上げなどが実施された場合、可処分所得や購買力の低下を通じて、個人消費を下振れさせるリスク。

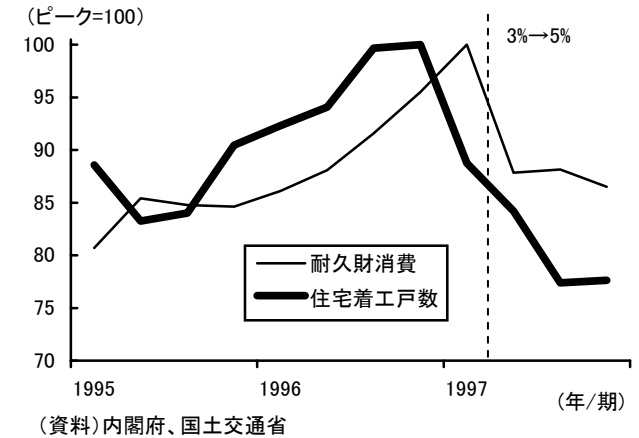
マクロモデル・シミュレーションによれば、可処分所得が1兆円減少すると、実質GDPは▲0.1%減少。消費税が1%引き上げられると、実質GDPは▲0.3%減少。

公務員給与が引き下げられた場合も、雇用者報酬の減少を通じて、個人消費にマイナス影響。

子ども手当による所得増加



消費税引き上げ前後の家計支出

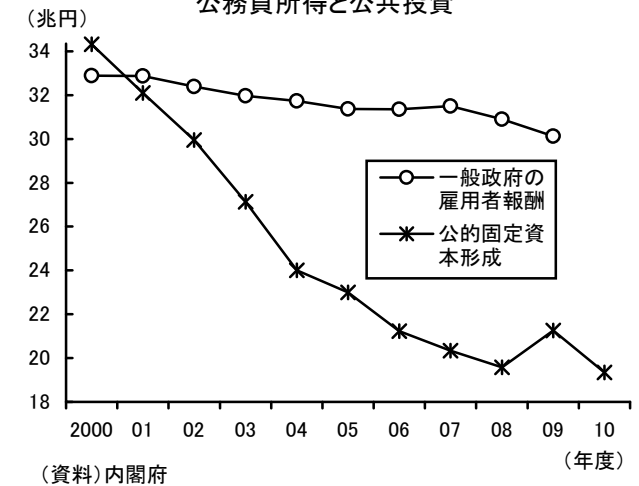


所得減・消費税引き上げによる
2012年度の実質GDP押し下げ
＜マクロモデル・シミュレーション＞

		消費税の引き上げ (2012年度)			
		0%	1%	2%	3%
可 処 分 所 得 の 1 年 度 減 少 (兆円)	0兆	0.0	▲0.3	▲0.7	▲1.0
	1兆	▲0.1	▲0.4	▲0.8	▲1.1
	2兆	▲0.2	▲0.5	▲0.9	▲1.2
	3兆	▲0.3	▲0.7	▲1.0	▲1.3
	4兆	▲0.4	▲0.8	▲1.1	▲1.4
	5兆	▲0.5	▲0.9	▲1.2	▲1.5

(資料) 日本総研作成

公務員所得と公共投資



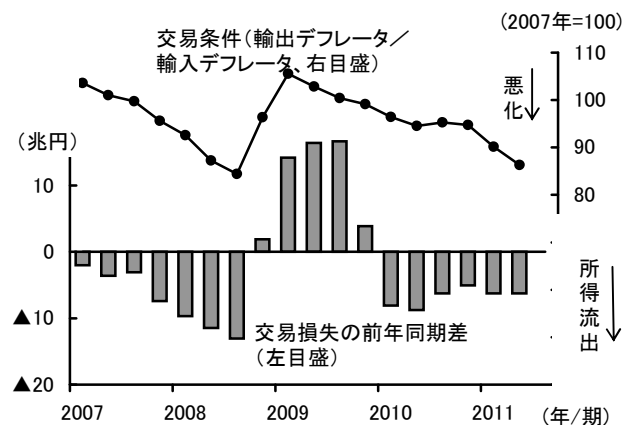
リスク④－資源価格の上昇

足元の資源価格は、景気減速懸念から弱含んでいるものの、長い目でみれば依然として高値圏で推移。この結果、資源を輸入に頼るわが国経済のコスト負担が増大。今後も、再び資源価格が上昇に転じれば、わが国経済の下押し要因として作用。

資源価格の上昇に伴う資源国への所得流出分は、最終的に家計と企業が負担。まず、家計の負担としては、CPIの押し上げを通じた購買力の低下。

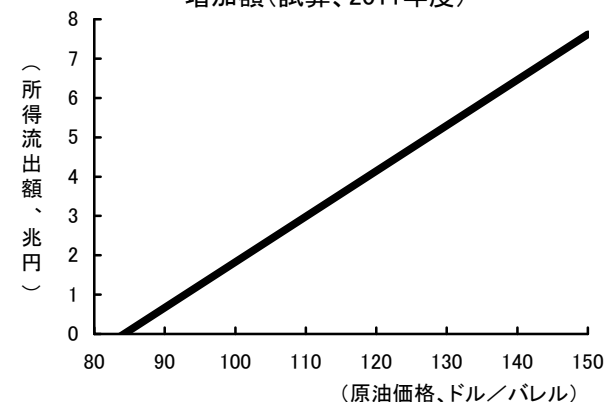
もっとも、最終製品価格への転嫁が困難な状況下、所得流出分の大半は企業がコストとして吸収する見込み。今後1年間の展望しても、所得流出分の8割は企業が負担すると試算可能。資源価格がさらに上昇すれば、企業収益に下振れ圧力が強まる公算大。

資源価格上昇の影響



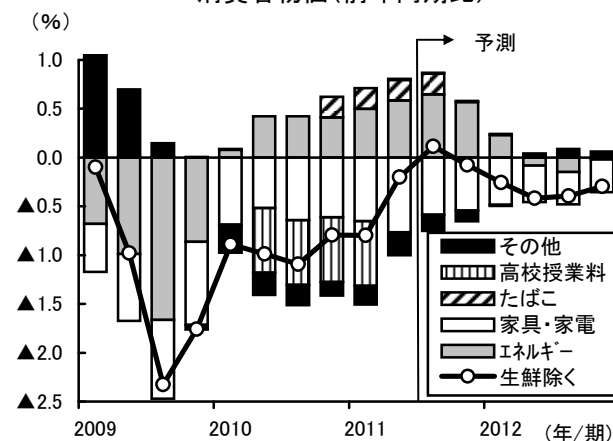
(資料)内閣府をもとに日本総研作成

原油価格上昇による所得流出の増加額(試算、2011年度)



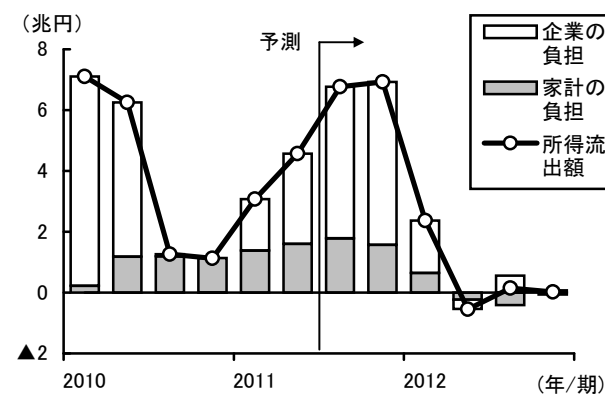
(資料)財務省などをもとに日本総研作成

消費者物価(前年同期比)



(資料)総務省などをもとに日本総研作成

資源価格上昇の負担割合(前年同期差、年率換算)



(資料)内閣府、総務省などをもとに日本総研作成

2011年度+0.4%成長、2012年度+2.4%成長

7～9月期以降は、以下の3点から、実質GDPは増加に転じる見通し。

- ①工場の操業再開による供給制約の解消に伴い、鉱工業生産と輸出が拡大。
- ②消費マインドの改善を受けて個人消費が持ち直し。とりわけサービス消費や自動車販売が拡大。
- ③復興需要により公共投資と政府消費が増加。住宅投資も徐々に持ち直し。

回復・復興に支えられた高めの成長は2012年半ばまで持続する見通し。もっとも、2011年前半のマイナス成長の影響が大きいと、2011年度全体では小幅のプラス成長にとどまる見通し。逆に、発射台（成長率のゲタ）が高くなる2012年度は2%を超える高成長に。

ただし、以下のような下振れ要因により、景気回復ペースが鈍化するリスクも大。

- ①円高により、製造業の企業収益が圧迫されるほか、競争力低下を通じて輸出も増勢が鈍化。製造拠点の海外シフト加速により、設備投資も低迷が長期化する恐れ。
- ②財政再建のための増税・歳出削減が本格化すれば、個人消費や政府支出に下押し圧力。

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。

わが国経済・物価見通し

(四半期は前期比年率、%)

	2011年			2012年				2013年	(四半期は前期比年率、%)		
	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	2010年度	2011年度	2012年度
	(実績)	(予測)							(実績)	(予測)	
実質GDP	▲ 2.1	4.8	3.8	2.8	2.5	1.9	1.4	0.8	2.3	0.4	2.4
個人消費	▲ 0.1	1.2	1.7	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7	0.8	▲ 0.2	1.1
住宅投資	▲ 7.1	2.8	5.3	10.5	10.9	6.8	0.7	▲ 4.2	▲ 0.3	2.0	6.6
設備投資	▲ 3.6	2.1	2.6	3.7	4.0	3.8	3.0	2.7	4.2	▲ 0.7	3.4
在庫投資 (寄与度)	(0.4)	(0.1)	(0.3)	(0.1)	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.5)	(0.1)	(0.2)
政府消費	2.3	2.5	1.8	1.5	1.0	0.3	1.2	1.2	2.2	2.3	1.2
公共投資	18.3	9.7	16.2	10.8	7.3	3.2	▲ 4.4	▲ 7.3	▲ 10.0	5.8	5.3
純輸出 (寄与度)	(▲ 2.8)	(2.4)	(0.6)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲ 0.1)	(0.9)	(▲ 0.5)	(0.2)
輸出	▲ 18.1	20.5	8.8	6.4	4.8	4.3	3.6	2.5	17.0	▲ 0.3	6.0
輸入	▲ 0.2	4.1	4.7	4.8	4.4	3.9	3.5	3.2	10.9	3.0	4.2

(前年同期比、%)

名目GDP	▲ 3.3	▲ 2.9	▲ 0.9	1.1	3.0	2.3	1.5	1.1	0.4	▲ 1.5	2.0
GDPデフレーター	▲ 2.2	▲ 2.3	▲ 1.6	▲ 1.4	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 1.9	▲ 1.9	▲ 0.4
消費者物価 (除く生鮮)	▲ 0.2	0.1	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.9	▲ 0.2	▲ 0.3
鉱工業生産	▲ 6.8	▲ 1.0	0.3	5.4	10.3	6.4	5.0	4.3	9.0	▲ 0.6	6.4

完全失業率 (%)	4.6	4.5	4.4	4.4	4.3	4.2	4.1	4.1	5.0	4.5	4.2
経常収支 (兆円)	1.85	2.90	1.83	3.30	3.12	3.71	2.36	3.89	16.13	9.88	13.09
対名目GDP比 (%)	1.6	2.5	1.5	2.9	2.6	3.2	1.9	3.3	3.4	2.1	2.7
円ドル相場 (円/ドル)	82	78	78	79	80	80	80	80	86	79	80
原油輸入価格 (ドル/バレル)	115	113	110	110	110	110	110	110	84	112	110

(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%、ユーロ圏は2011年+1.9%、中国は2011年+9.4%。

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、9月6～7日の定例会合で、金融政策の現状維持を決定。

長期金利は、米欧での景気減速懸念や財政不安が金利低下要因となる一方、先行きの国債増発による金利上昇への警戒感もあり、1.0%を中心にもみ合う展開。

【先行き】

日銀は、景気下振れリスクを意識した政策運営を当面継続する見込み。

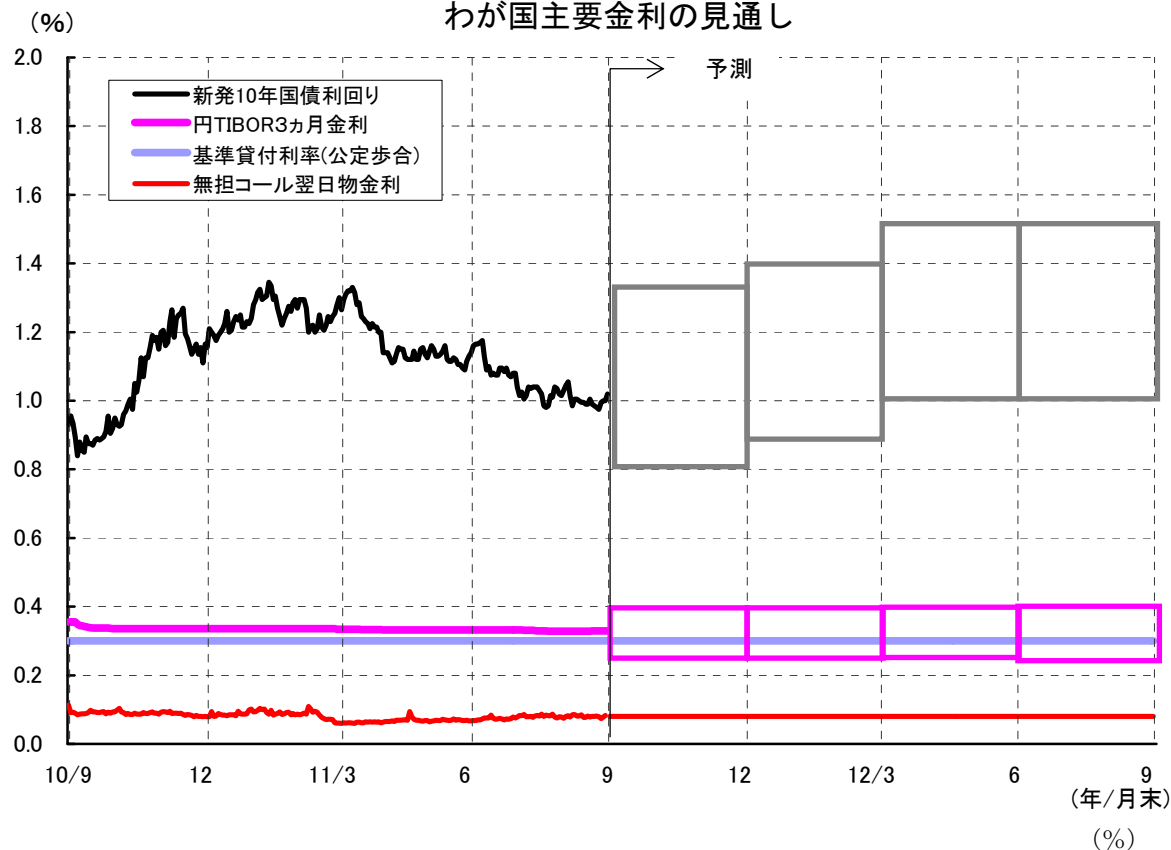
円高がさらに進行する局面では、資産買い入れ基金の増額を軸に、金融緩和拡充を検討する可能性。

長期金利は、海外景気の減速懸念が燦り続けるなか、目先は金利抑制基調で推移する見通し。

その後、復興に向けた取組みが本格化するのに伴い、①政府による国債発行の増加、②国内景気の回復、などを背景とする金利上昇圧力が強まる可能性。

もっとも、①財政規律に配慮した補正予算編成、②日銀による大幅な金融緩和継続、などが金利抑制要因となり、大幅な金利上昇には至らず、総じて1%台前半での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		
	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9
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
円スワップ5年物金利	0.58	0.48	0.50	0.52	0.55	0.55
新発10年国債利回り	1.18	1.04	1.10	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

株式市場：短期的には調整局面が続くものの、 一方的かつ大幅な下落は回避される見通し。

7月以降、わが国株価は下落基調が持続。9月の日経平均株価は、米欧での景気減速懸念や財政不安の高まりなどを背景に、26日には約2年半ぶりの水準まで下落。月末にかけては、海外株式の反発につられる格好でやや値を戻したものの、明確な底入れには至っていない状況。

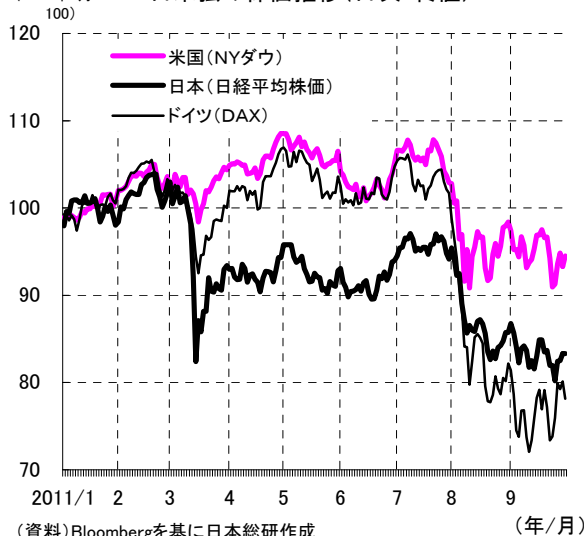
今後を展望すると、上記要因の早期払拭が見込み難く、当面、株価は軟調な局面が続く見通し。

もっとも、新興国をけん引役とする世界経済の持ち直し基調が維持されるなか、株価の下値余地も限られる見込み。わが国では復興需要の拡大も株価押し上げに寄与。

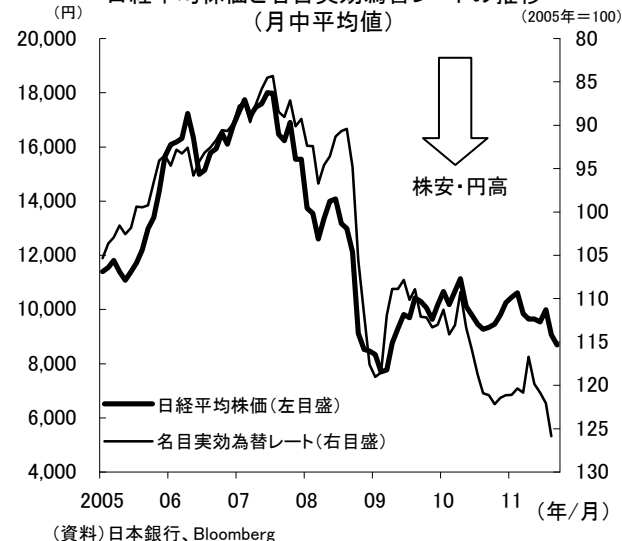
ちなみに、ファンダメンタルズとの対比で株価水準を評価すると、株式時価総額の名目GNI（国民総所得）比率は、2011年9月30日時点で58%と過去20年のボトムラインである50%前後に接近しており、低下余地は限られつつある状況。

名目GNIの推移をみても、2008年1～3月期をピークに減少傾向が続いているものの、足許では海外からの要素所得が増加し、下支え。こうした事情を踏まえると、わが国株価の一方的かつ大幅な下落は回避される見通し。

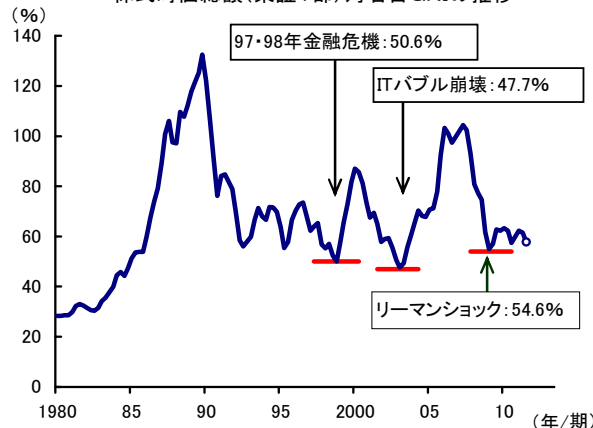
日米独の株価推移（日次・終値）



日経平均株価と名目実効為替レートの推移（月中平均値）

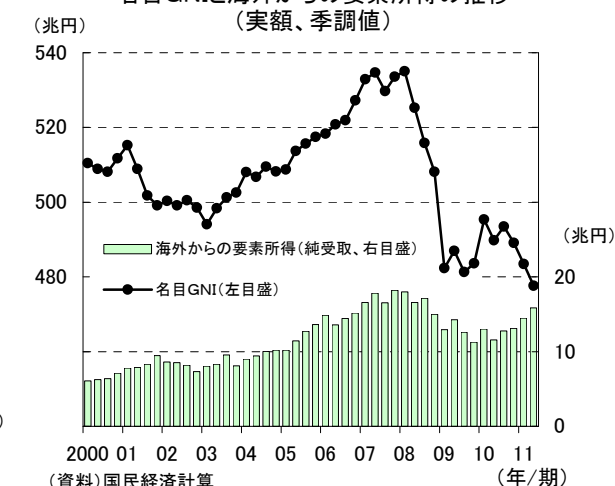


株式時価総額（東証1部）対名目GNIの推移



(注1) GNI＝GDI＋国民が海外で得た所得－外国人が国内で得た所得。
 (注2) 11/3QのGNIは、2Q対比横値と想定。
 (注3) 11/3Qの比率(○印)は、9月末時点の時価総額(約262兆円)を用いて算出。

名目GNIと海外からの要素所得の推移（実額、季調値）



(株)日本総合研究所 日本経済展望 2011年10月