

日本経済展望

2011年9月



調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/thinktank/research/>

【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	4
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9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： 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9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。7月の鉱工業生産が4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、マクロの経済活動水準は依然として震災前を大きく下回る状況。

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自動車を中心に工場の操業再開が前倒しで進み、鉱工業生産と輸出が増加。
 - 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。
- ・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3%近い高成長に。
- ・ただし、以下のような下振れ要因が顕在化すれば、回復ペースが鈍化するリスク。
 - ①円高がさらに進行すれば、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。
- ・一方、資源価格の上昇が物価押し上げに働くものの、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、消費者物価はマイナス基調が続く見通し。

3. 8月の金融政策・金利動向

【金融政策】

- ・日銀は、円高や海外経済の不透明感の高まりなどを受け、4日の定例会合で追加金融緩和策の実施を決定。具体的には、資産買入等の基金を現行の40兆円から10兆円程度増額。やや長めの金利低下やリスクプレミアム縮小を促すことが狙い。
- ・白川総裁は会合後の記者会見で、足許の円高について、「特定の為替相場水準を意識した政策運営は行わない」という従来の立場を堅持しつつも、「企業マインドという面でも、日本企業の生産シフトを促進、加速してしまうというリスクの面でも」マイナス影響があると指摘。

【長期金利】

- ・長期金利は、海外経済の減速懸念が強まるなか、中旬には終値で1.0%を割り込むなど、およそ9ヵ月ぶりの水準まで低下。投資家のリスク回避姿勢が強まり、投資マネーが安全資産とされる国債市場へシフトしたことが背景。

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。
- ・4日に決定した追加緩和策の効果を見極めつつ、状況に応じて、包括金融緩和の枠組みのなかで国債買い入れ等を一段と増やす可能性も。

【長期金利】

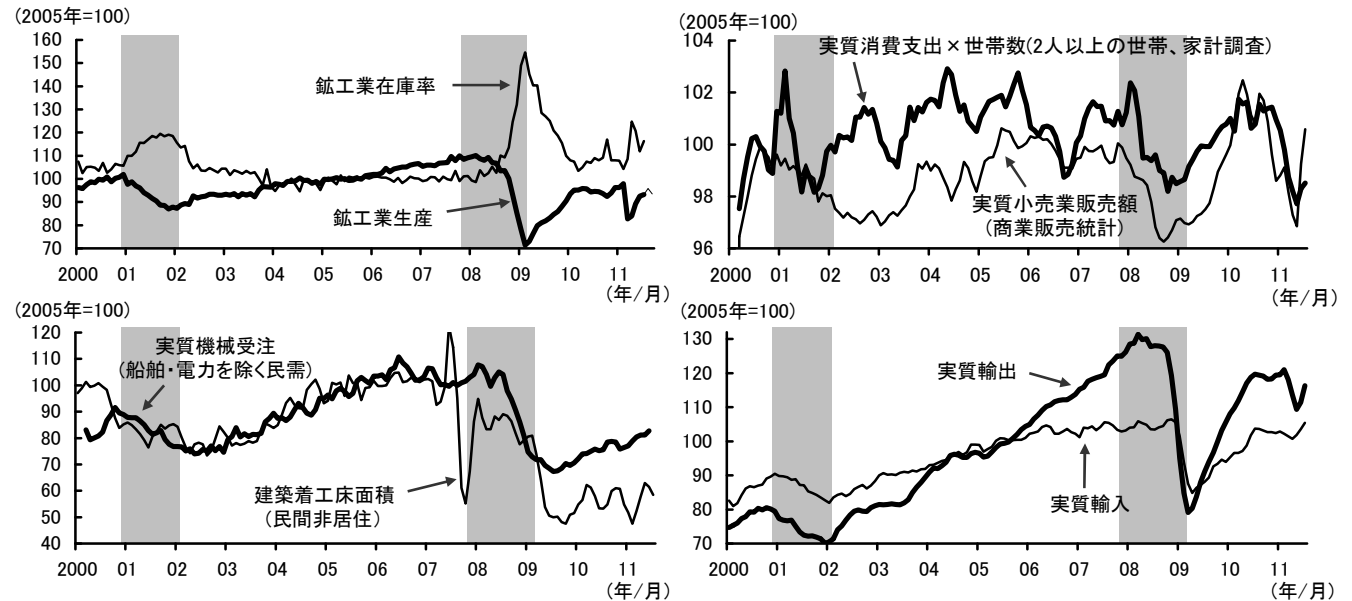
- ・長期金利は、復興に向けた取組みが次第に本格化するもとで、①政府による国債発行の増加、②民間の資金需要拡大、などを背景とする金利上昇圧力が強まる可能性。
- ・もっとも、①財政規律に配慮した補正予算編成、②日銀による大幅な金融緩和継続、などが金利抑制要因となり、大幅な金利上昇には至らず、総じて1%台前半での推移が長期化する見通し。

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。7月の鉱工業生産が4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、水準でみ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。

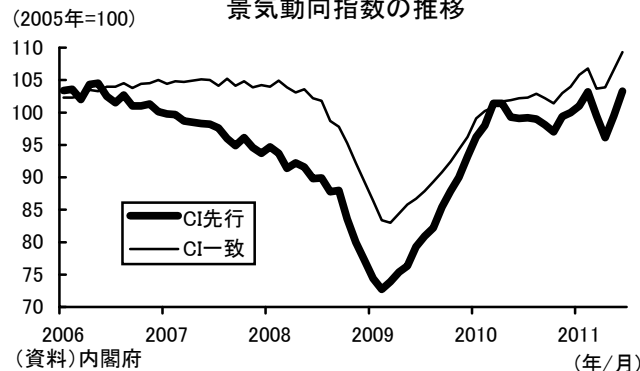
もっとも、一部工場の操業再開が遅れているほか、消費マインドにも弱さが残っているため、経済活動水準はまだ震災前を下回っている状況。

わが国主要景気指標の推移

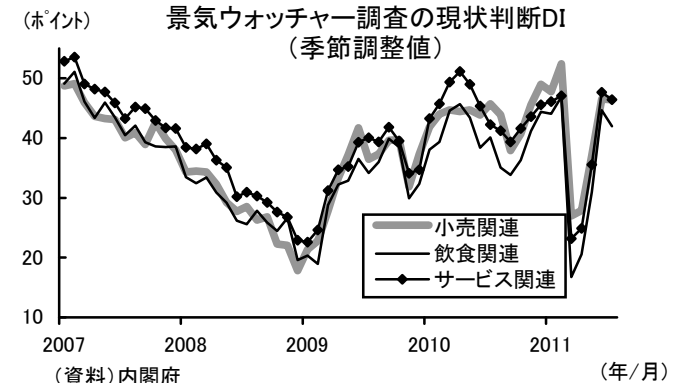


(資料)経済産業省、総務省、内閣府、国土交通省、日本銀行。
 (注1)シャドー部分は景気後退期。直近は日本総研による予測。
 (注2)鉱工業生産・在庫率は季節調整値(月次系列)。その他は季節調整後後方3ヵ月移動平均値。
 (注3)鉱工業生産は、予測指数を用いて実績から2ヵ月分延長。
 (注4)小売販売額の実質値作成には、消費者物価・財(電力・ガス・水道を除く)を使用。機械受注の実質値作成には、企業物価・資本財(国内品)を使用。
 (注5)実質消費支出は、人口推計や国勢調査をもとに推定した「人員2人以上一般世帯の平均人員・世帯数」で家計調査の集計値を調整。

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)



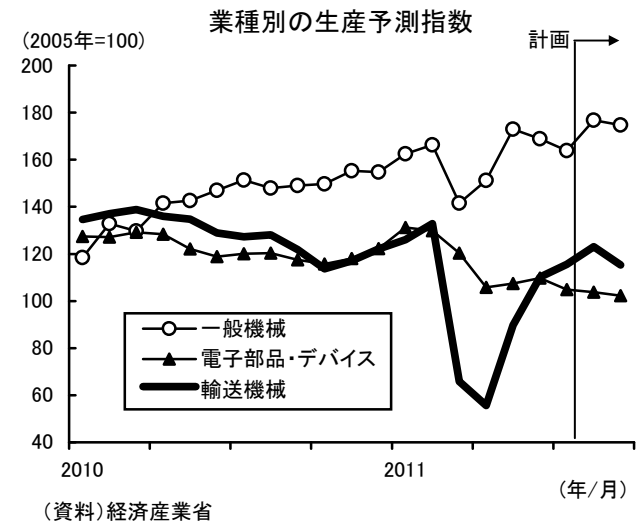
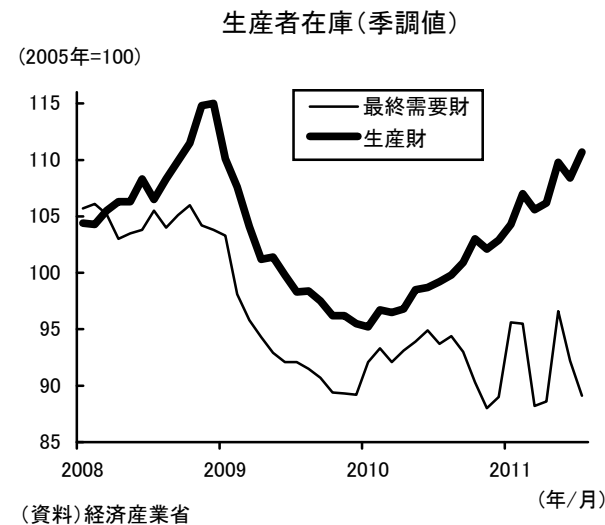
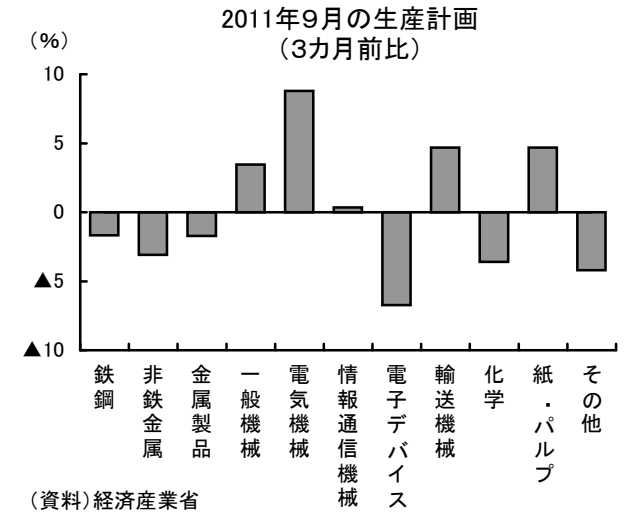
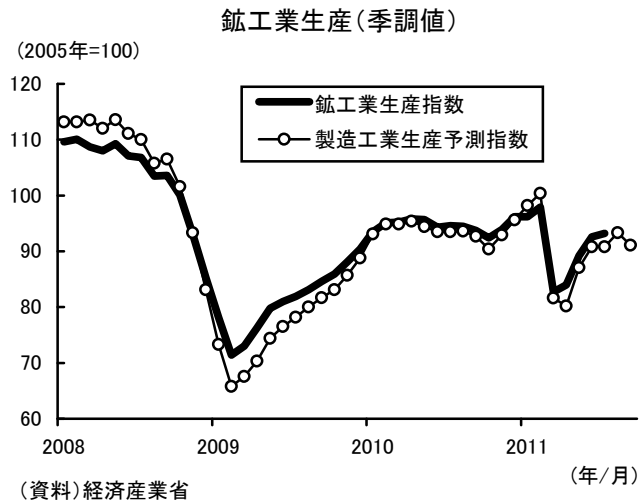
(株)日本総合研究所 日本経済展望 2011年9月

鉱工業生産は足踏み状態に

7月の鉱工業生産は前月比+0.6%と、事前予想よりも弱い伸びに。さらに、生産計画をみると、8月の前月比+2.8%のあと、9月には同▲2.4%の見込み。7～9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、復興需要の遅れによる素材業種での在庫調整を指摘可能。業種別にみても、鉄鋼・化学などの生産が弱含み。なお、在庫が増加していることから判断すると、電力不足による生産下振れの可能性は小。また、円高のマイナス影響もまだ顕在化していない公算大。

一方、海外需要が好調な一般機械、国内販売増を見込む自動車などでは、増産傾向が持続している模様。

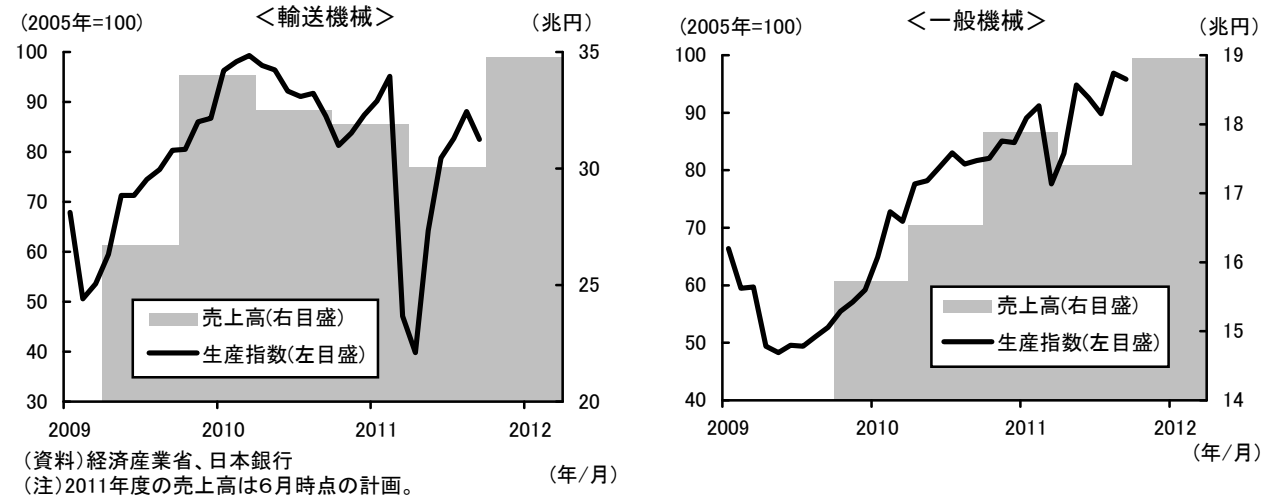


回復シナリオ①ー製造業生産

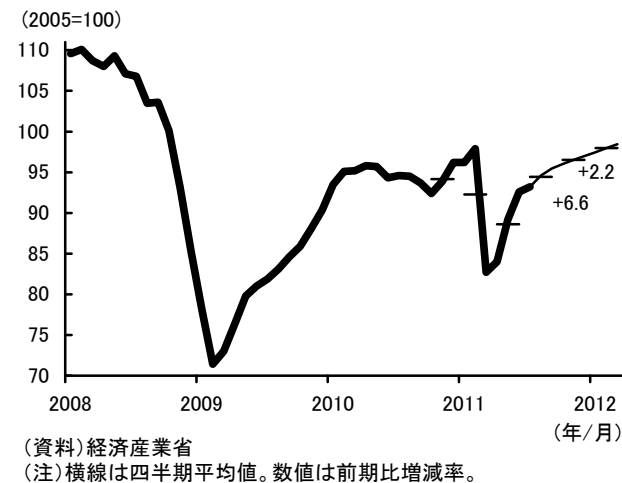
被災した工場の操業再開は前倒しで進展。とりわけ大きく落ち込んだ自動車は、ほぼ完全復旧に達している見込み。日銀短観における輸送機械の売上高が年度下期に大幅増を見込んでいることを勘案すると、10月以降の自動車生産は急拡大の可能性も。自動車以外にも下期の売上増を計画していることから、足元の生産足踏みは一時的なもので、秋以降は再び増勢が高まると判断。

もっとも、2012年度入り後、鉱工業生産は増勢鈍化の可能性。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。

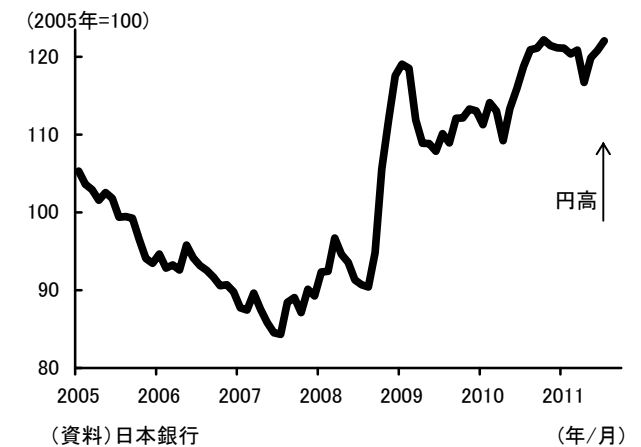
製造業の生産指数と半期ごとの売上高



鉱工業生産の想定



実効為替レート

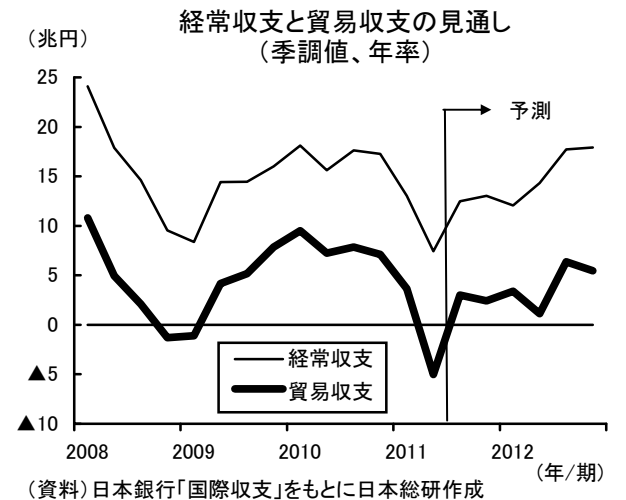
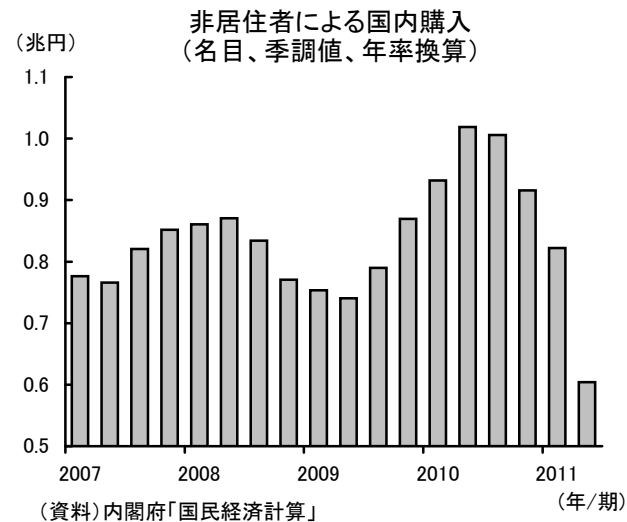
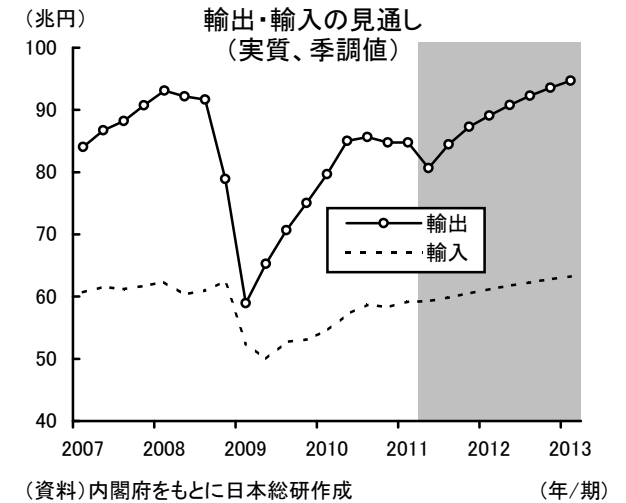
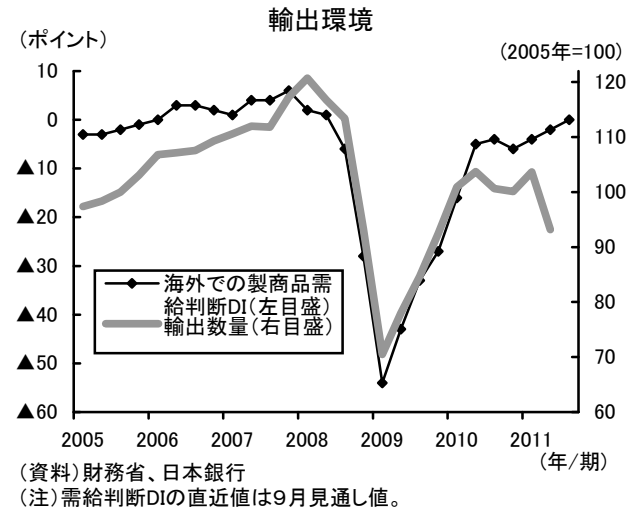


回復シナリオ②ー外需

震災後の輸出の急減は、工場の操業停止による供給制約が原因。欧米では景気減速懸念が浮上しているものの、新興国が高成長を維持するなど、わが国の輸出環境に特段の悪化はみられず。したがって、工場の操業が回復するに従い、輸出も元の増加トレンドに戻る見通し。

もっとも、原発問題などから、外国人観光客の落ち込みは回復が遅れると予想されるため、サービス輸出の低迷は持続する見通し。

加えて、震災復興に必要な物資の海外調達、資源価格の上昇を背景に、輸入額（名目）には上振れ圧力。この結果、当面、貿易黒字が元の水準に戻るのには期待薄。



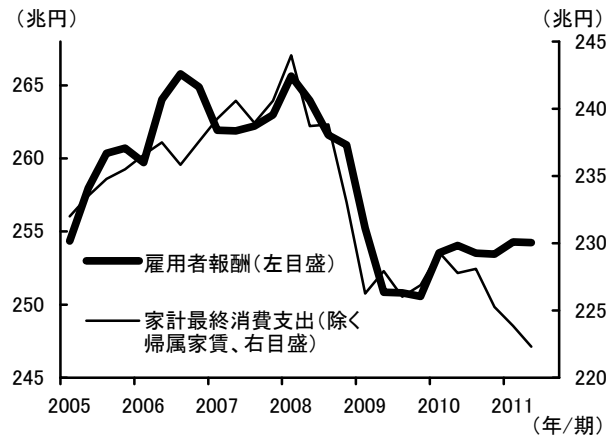
回復シナリオ③—個人消費

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先行き判断DIが大幅に改善するなど、すでに消費マインドは回復傾向へ。

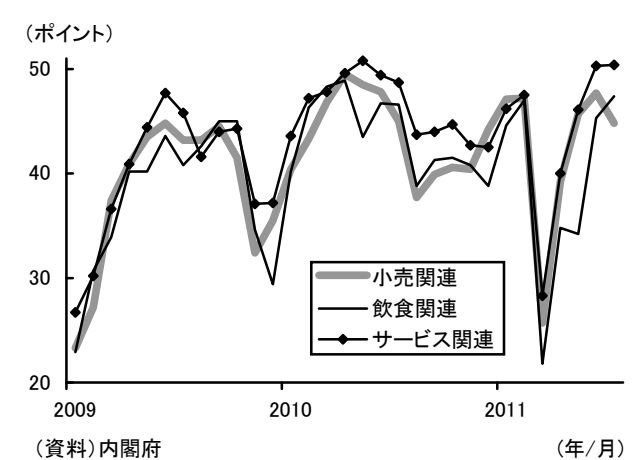
所得環境も総じて堅調。足元では、残業時間の減少により現金給与総額が減少しているものの、鉱工業生産の回復に連動して、給与は再び持ち直す見込み。

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。

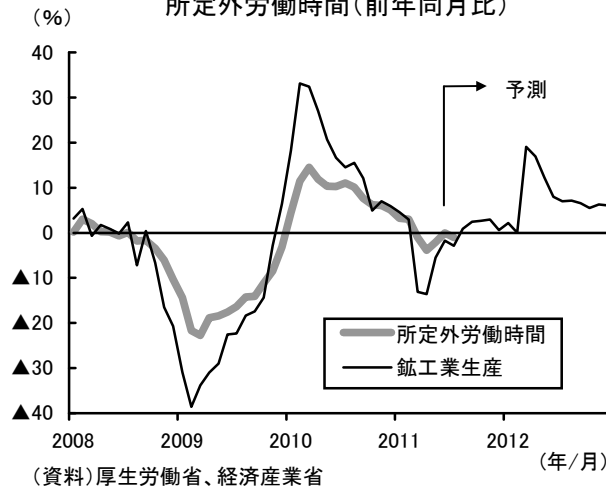
雇用者報酬と消費支出



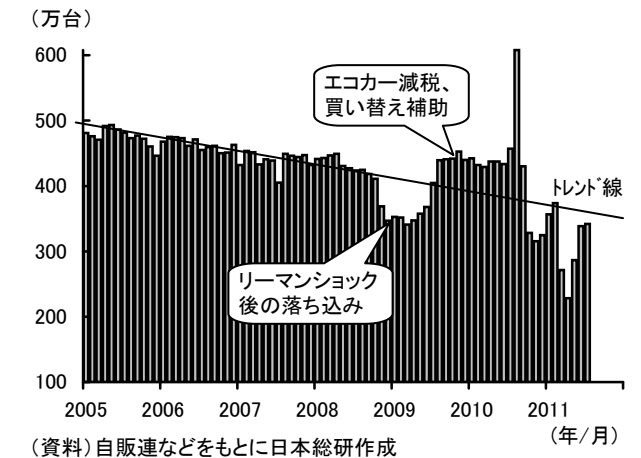
景気ウォッチャー調査の先行き判断DI



所定外労働時間(前年同月比)



乗用車販売台数(季調値、年率)



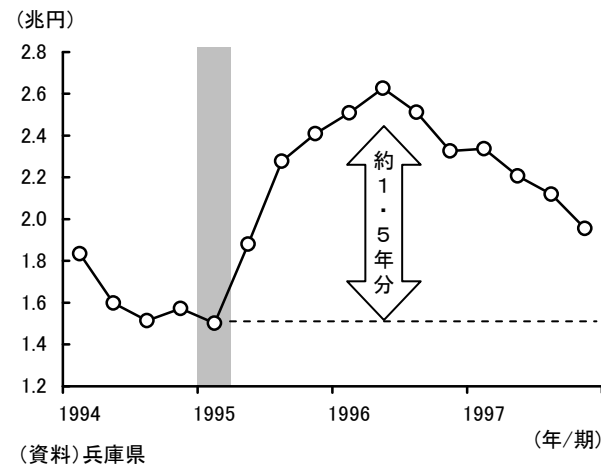
回復シナリオ④ー政府支出と住宅着工

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い、公共投資・政府消費が大幅に増加する見通し。

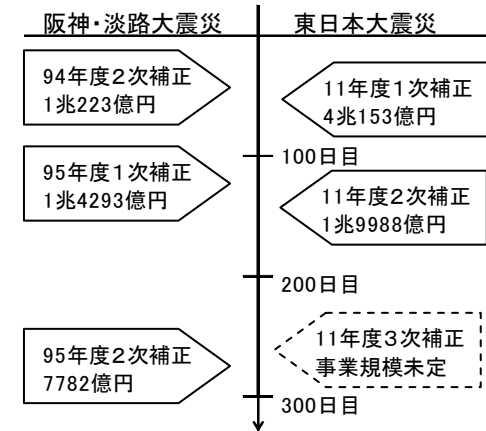
もっとも、補正予算編成など政府の対応には先行き不透明感。公共投資・政府消費の盛り上がりが想定よりも後ズレする懸念も大。

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。これらを勘案し、住宅着工は緩やかに増加していくと想定。

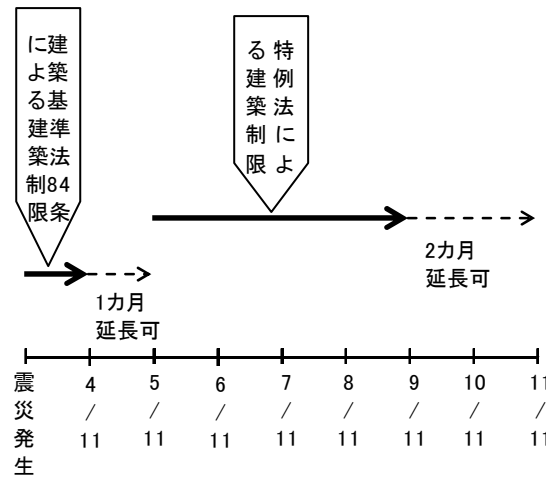
兵庫県の公共投資(実質、季調値)



補正予算の編成スピード

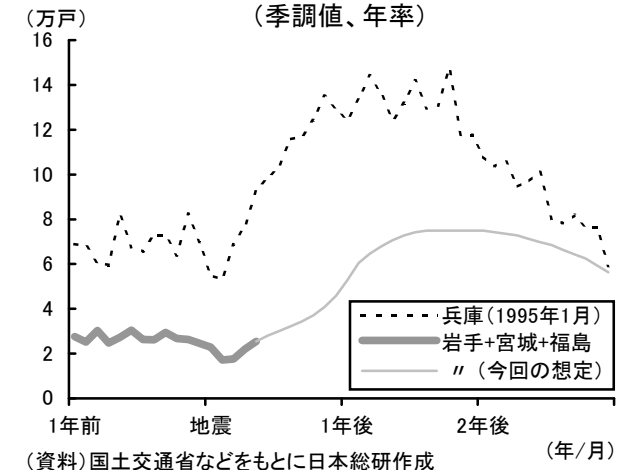


法令による建築制限



(資料) 日本総研作成

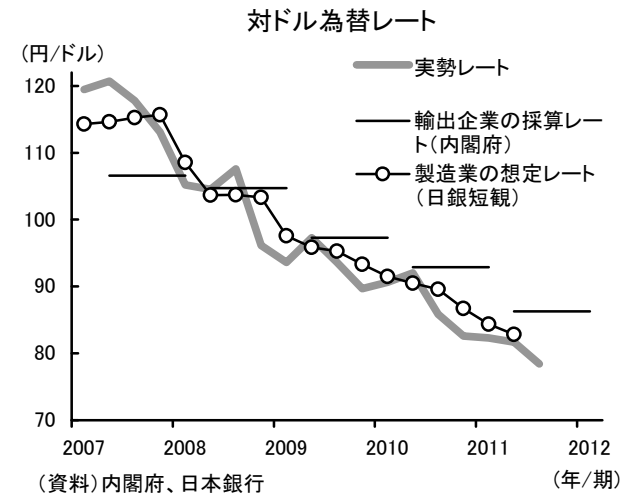
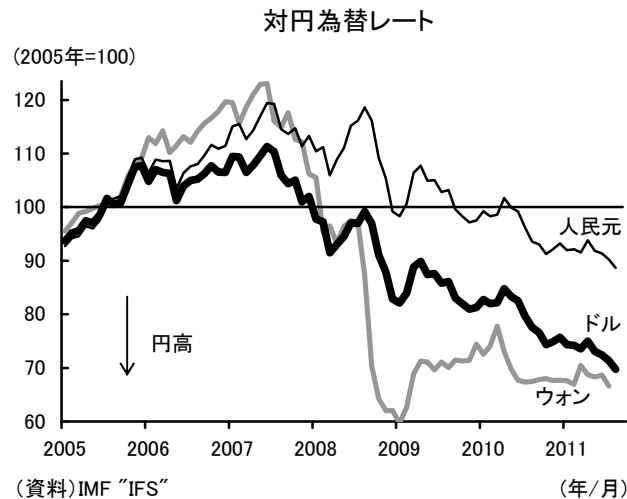
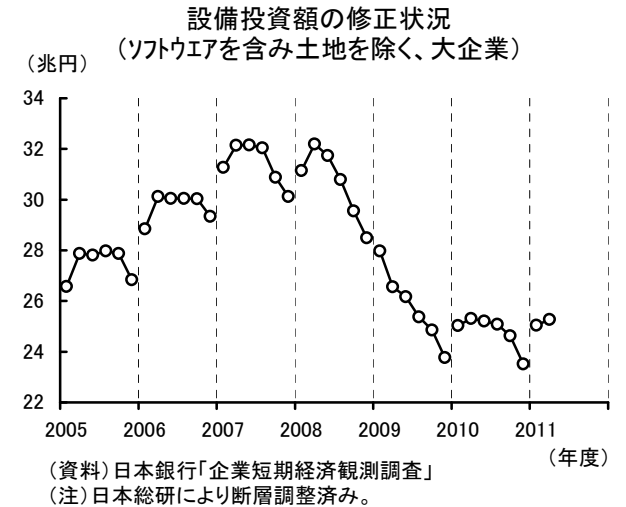
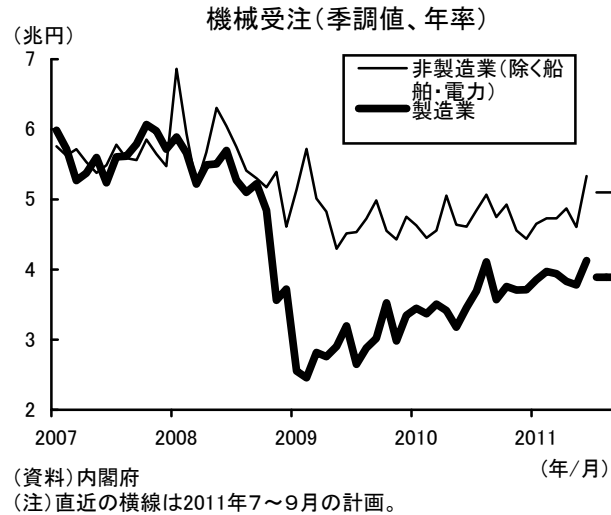
震災後の住宅着工戸数
(季調値、年率)



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、製造拠点の海外シフトの流れが加速すれば、設備投資の回復ペースが鈍化する可能性も。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。円高抑制だけでなく、電力不足、高い法人税率、TPPの先送りなど、設備投資の阻害要因を解消することが必要。



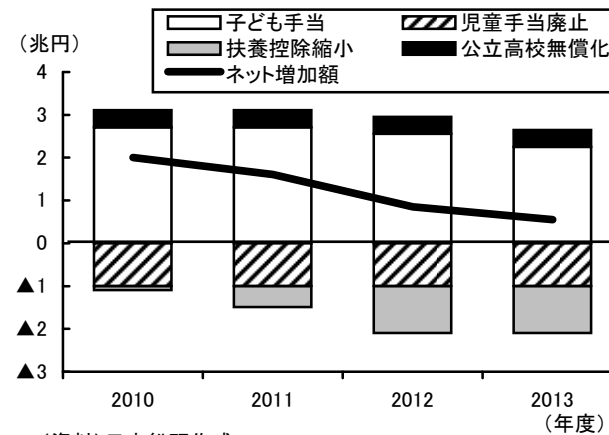
リスク②ー復興財源調達による家計負担増

復興財源の確保のため、家計部門に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。

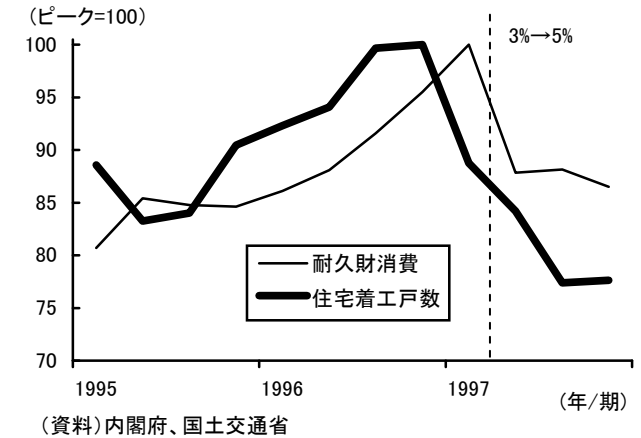
マクロモデル・シミュレーションによれば、可処分所得が1兆円減少すると、実質GDPは▲0.1%減少。消費税が1%引き上げられると、実質GDPは▲0.3%減少。

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



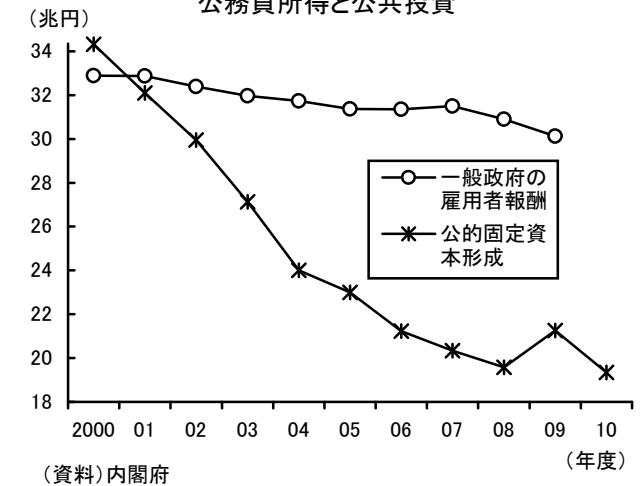
所得減・消費税引き上げによる
2012年度の実質GDP押し下げ
＜マクロモデル・シミュレーション＞

(%ポイント)

		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 (2 0 1 1 年 度)	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



(株) 日本総合研究所 日本経済展望 2011年9月

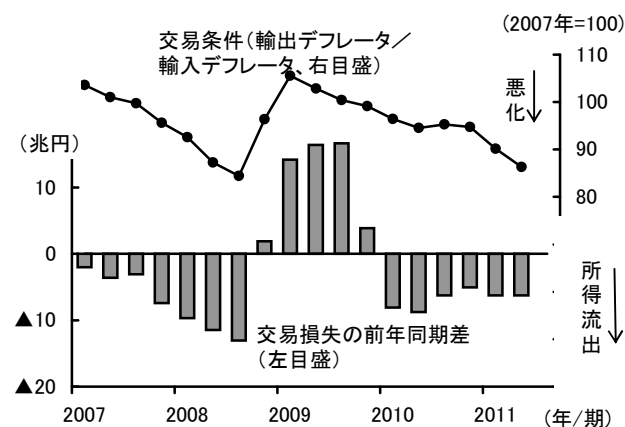
リスク③ー資源価格の上昇

新興国での需要拡大などを背景に、資源価格が高止まり。原油だけでなく、非鉄金属や穀物など、様々な一次産品価格に上昇圧力。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。

資源価格の上昇による所得流出分は、最終的に家計と企業が負担。まず、家計の負担としては、CPIの上昇を通じた購買力の低下。

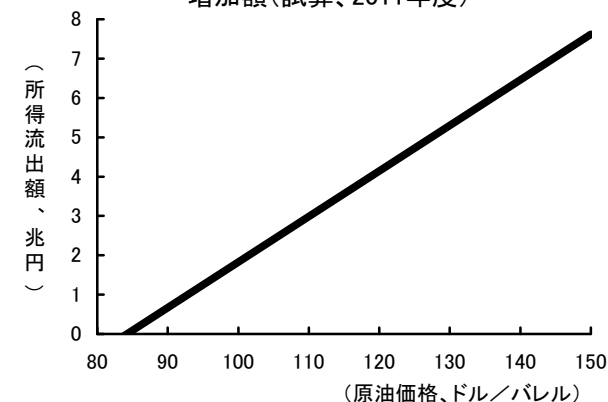
もっとも、最終製品価格への転嫁が困難な状況下、所得流出分の大半は企業がコストとして吸収する見込み。今後1年間を展望しても、所得流出分の8割は企業が負担すると試算可能。資源価格がさらに上昇すれば、企業収益に下振れ圧力が強まる公算大。

資源価格上昇の影響



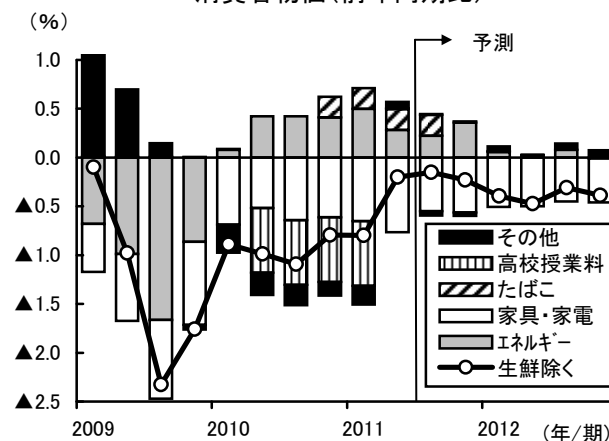
(資料)内閣府をもとに日本総研作成

原油価格上昇による所得流出の増加額(試算、2011年度)



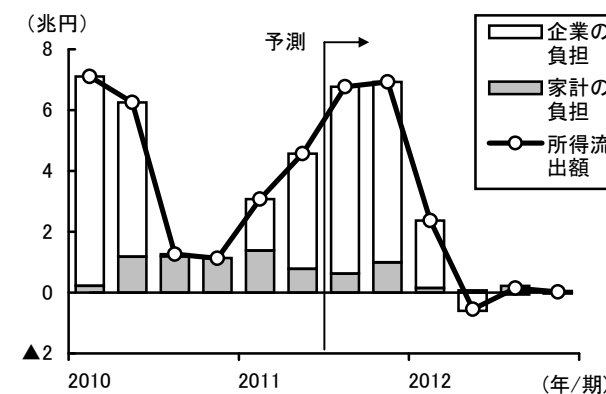
(資料)財務省などをもとに日本総研作成

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+0.7%成長、2012年度+2.8%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自動車を中心に工場の操業再開が前倒しで進み、鉱工業生産と輸出が増加。
- 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。

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3%近い高成長に。

ただし、以下のような下振れ要因が顕在化すれば、回復ペースが鈍化するリスク。

- ①円高がさらに進行すれば、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。

一方、資源価格の上昇が物価押し上げに働くものの、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、消費者物価は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						
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	2010年度	2011年度	2012年度
	(実績)		(予測)						(実績)	(予測)	
実質GDP	▲ 3.6	▲ 1.3	4.7	4.5	3.2	2.8	2.5	1.8	2.3	0.7	2.8
個人消費	▲ 2.5	▲ 0.3	1.2	1.7	1.2	1.0	0.8	0.5	0.8	▲ 0.2	1.0
住宅投資	0.8	▲ 7.3	2.8	5.3	10.5	10.9	6.8	0.7	▲ 0.3	1.9	6.6
設備投資	▲ 5.5	0.9	2.6	2.1	3.5	4.5	4.8	5.1	4.2	0.5	4.0
在庫投資 (寄与度)	(▲ 1.0)	(1.0)	(0.1)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.4)	(0.2)	(0.5)	(0.2)	(0.2)
政府消費	3.6	2.0	2.5	1.8	1.5	1.0	0.3	1.2	2.2	2.3	1.2
公共投資	▲ 4.0	12.5	9.7	16.2	10.8	7.3	3.2	▲ 4.4	▲ 10.0	4.1	5.3
純輸出 (寄与度)	(▲ 0.9)	(▲ 2.8)	(2.3)	(1.4)	(0.6)	(0.6)	(0.5)	(0.4)	(0.9)	(▲ 0.4)	(0.7)
輸出	0.0	▲ 18.1	20.2	14.2	8.4	7.9	6.8	5.5	17.0	0.4	8.7
輸入	6.2	0.2	4.1	4.7	4.3	3.9	3.5	3.2	11.0	3.2	3.9

(前年同期比、%)

名目GDP	▲ 2.9	▲ 3.2	▲ 2.6	▲ 0.6	1.7	3.6	3.1	2.4	0.4	▲ 1.2	2.8
GDPデフレーター	▲ 1.9	▲ 2.2	▲ 2.2	▲ 1.6	▲ 1.3	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 1.9	▲ 1.9	▲ 0.1
消費者物価 (除く生鮮)	▲ 0.8	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.9	▲ 0.2	▲ 0.4
鉱工業生産	▲ 2.6	▲ 6.8	0.2	2.1	7.0	12.1	6.9	5.9	9.0	0.6	7.7

完全失業率 (%)	4.7	4.6	4.6	4.5	4.4	4.3	4.2	4.1	5.0	4.6	4.2
経常収支 (兆円)	3.99	1.85	3.58	2.54	3.83	3.81	4.95	3.67	16.13	11.80	17.50
対名目GDP比 (%)	3.5	1.6	3.1	2.0	3.3	3.2	4.2	2.9	3.4	2.5	3.6
円ドル相場 (円/ドル)	82	82	77	78	79	79	80	80	86	79	80
原油輸入価格 (ドル/バレル)	97	115	113	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、円高や海外経済の不透明感の高まりを受け、4日の定例会合で追加金融緩和策の実施を決定。具体的には、資産買入等の基金を現行の40兆円から10兆円程度増額。

長期金利は、海外経済の減速懸念が強まるなか、中旬には終値で1.0%を割り込むなど、およそ9ヵ月ぶりの水準まで低下。投資家のリスク回避姿勢が強まり、投資マネーが安全資産とされる国債市場へシフトしたことが背景。

【先行き】

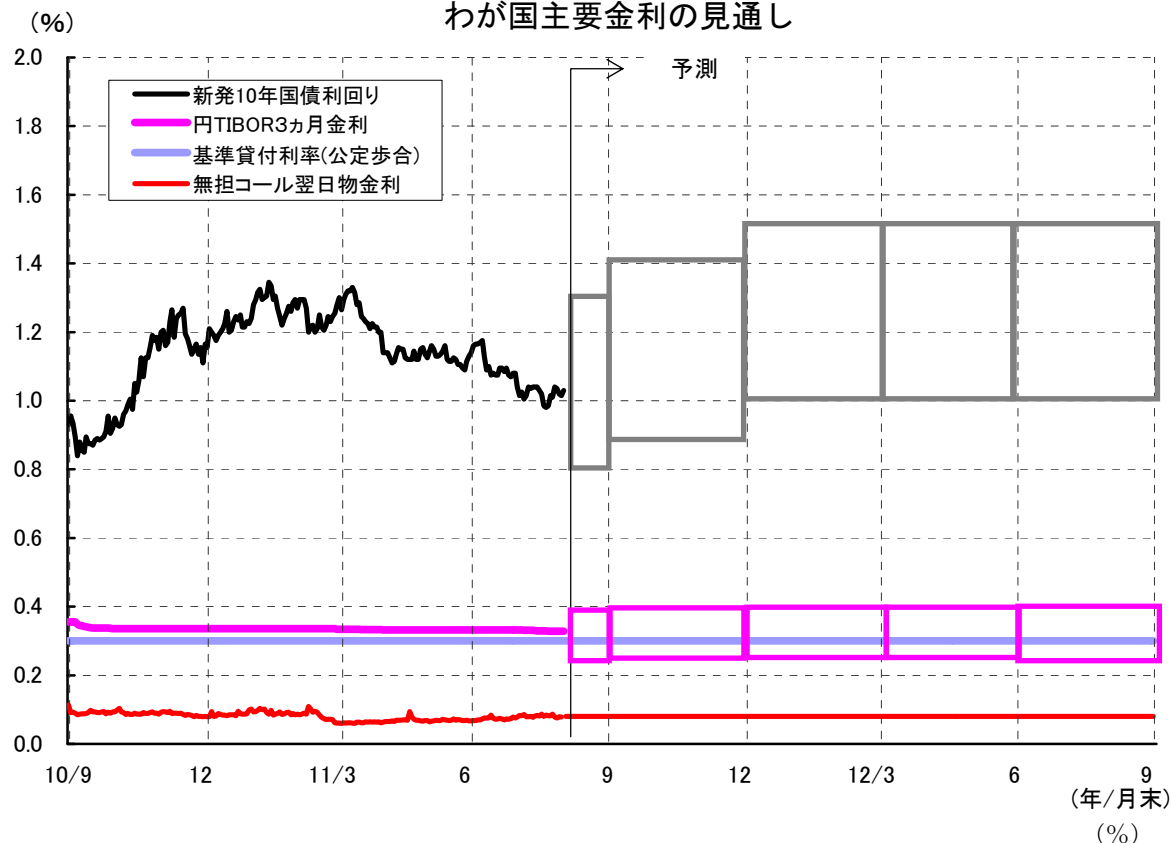
日銀は、景気下振れリスクを意識した政策運営を当面継続する見込み。

4日に決定した追加緩和策の効果を見極めつつ、状況に応じて、包括金融緩和の枠組みのなかで国債買い入れ等を一段と増やす可能性も。

長期金利は、復興に向けた取組みが次第に本格化するも、①政府による国債発行の増加、②民間の資金需要拡大、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	
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6
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	0.34	0.33	0.32	0.30	0.30	0.30
円スワップ5年物金利	0.67	0.58	0.47	0.53	0.60	0.60
新発10年国債利回り	1.25	1.18	1.05	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

金融政策：円高がさらに進行すれば、追加の金融緩和策を検討

春以降、欧米での景気減速懸念や財政不安などを背景に、為替相場では円高が進行。円ドル相場は、19日に一時75円台を記録するなど過去最高値を更新。

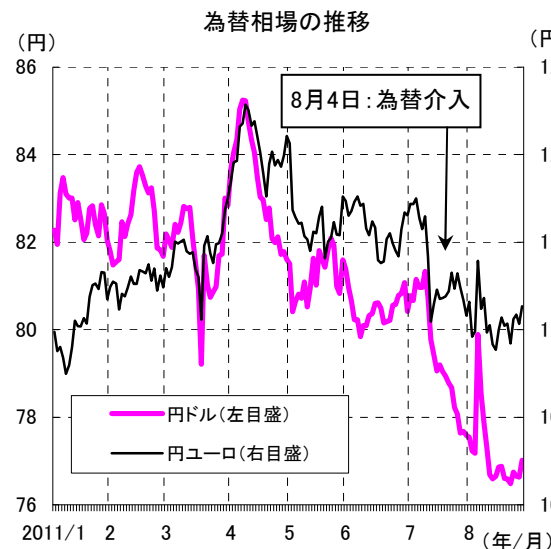
日銀は、「特定の為替相場水準を意識した政策運営は行わない」という従来の立場を堅持しつつも、4日の定例会合で追加金融緩和策の実施を決定。具体的には、資産買入等の基金を現行の40兆円から10兆円程度増額する内容。

白川総裁は会合後の記者会見で、足許の円高について、「企業マインドという面でも、日本企業の生産シフトを促進、加速してしまうというリスクの面でも」マイナス影響があると指摘。

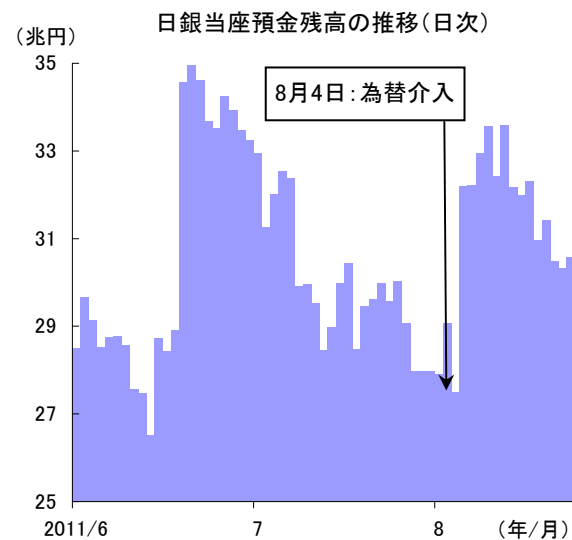
こうした状況を踏まえ、4日に実施された為替介入では、市場に供給した円資金を放置することで、実質的な金融緩和の効果を持たせる非不胎化措置を採用した可能性。この結果、民間金融機関の手元資金量を示す日銀当座預金残高は、8月8日に約1ヵ月ぶりとなる32兆円台を記録。

もっとも、海外経済の先行き懸念が燦り続けるなか、当面リスク回避の円高が進みやすい状況に変化なし。新政権による円高対策の早期策定が予想されるなか、日銀に対しても追加の金融緩和策を求める声が強まる公算大。

こうした事情を踏まえると、円高がさらに進行する局面では、日銀は資産買入基金の増額や買入対象資産の拡大を軸に、金融緩和の拡充を検討する可能性。



(資料) 日経NEEDS



(資料) 日経NEEDS

日銀の追加金融緩和策(8/4)

(単位: 兆円)

	今回	増額分	従来
①資産の買い入れ	15.01	+5.01	10.00
長期国債	4.00	+2.00	2.00
国庫短期証券	4.50	+1.50	3.00
CP等	2.10	+0.10	2.00
社債等	2.90	+0.90	2.00
ETF	1.40	+0.50	0.90
REIT	0.11	+0.01	0.10
②固定金利方式・			
共通担保資金供給オペ	35.00	+5.00	30.00
期間3ヵ月	20.00	—	20.00
期間6ヵ月	15.00	+5.00	10.00
累計(①+②)	50.01	+10.01	40.00

(資料) 日本銀行を基に日本総研作成

日銀「資産買入等の基金」の進捗状況

(2011年8月20日時点)

買取資産	規模 (億円)	実績 (億円)	進捗率 (%)
国債	40,000	14,563	36
国庫短期証券	45,000	27,045	60
社債	29,000	16,689	58
CP	21,000	9,507	45
ETF	14,000	4,722	34
REIT	1,100	347	32
共通担保オペ	350,000	312,296	89
合計	500,100	385,169	77

(資料) 日本銀行資料を基に日本総研作成