

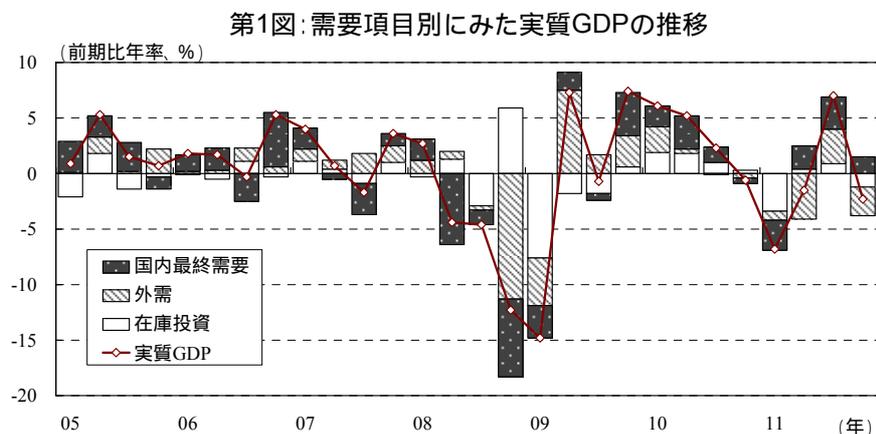
# 日本経済の見通し

～日本経済は足踏み状態を脱し、再び増勢を強めていく見通し～

## 1. 景気の現状

昨年 10-12 月期の  
実質 GDP は、外需  
の不振で再び減少

日本経済は、東日本大震災直後の混乱や夏場の電力問題を乗り越えて、着実に回復基調を強めていたが、昨秋以降には一旦、債務問題の深刻化に悩む欧州を中心とする海外景気の軟化や円高の定着といった「下押し圧力」が増し、足踏み感が強まった。実際、10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 2.3%と、再度マイナスに転じている(第 1 図)。最終需要項目別にみると、やはり輸出の減少が大きく、事故や停止に伴う原発の供給力低下をカバーすべく増設・増強が進められている火力発電用燃料などの輸入増加も重なって、外需全体で実質 GDP 成長率を同 2.6%も押し下げた格好だ。



(注) 1. 『国内最終需要』は、民間部門の個人消費、住宅投資、設備投資、および、政府の最終消費支出と公共投資。

2. 『在庫投資』は、民間と公的部門の合計。

(資料) 内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

内需は底堅さを保ち、景気の腰折れ、総崩れを回避

一方で、内需は比較的、底堅く推移している(前掲第 1 図)。個人消費は前期比年率+1.2%と 3 四半期連続で増加し、設備投資も同+7.9%と 2010 年 4-6 月期以来の高い伸びを確保した。結果、10-12 月期の実質 GDP 全体のマイナス幅も、同+7.0%もの高成長を示した 7-9 月期からの反動減

と言える範囲内に収まったようだ（2011 年後半では同+2.5%のプラス成長を達成し得た形となる）。また、月次の全産業活動指数で見れば、同期のマイナス成長は四半期のスタート地点（「期初のゲタ」）が下がっていたことも一因。こうした「期初のゲタ」を除いた「期中の上積み」はプラスとなる（10月が前月比+0.9%、11月が同 -1.0%、12月が同+1.3%）。付言するなら、景気に敏感な各種月次指標の動きを合成した景気動向指数中、CI一致指数は昨年8月から12月まで前月比上昇と低下の繰り返しながら、直近12月には震災後で最大幅の上昇を記録している。総じて、景気の腰折れには至っていないようだ。

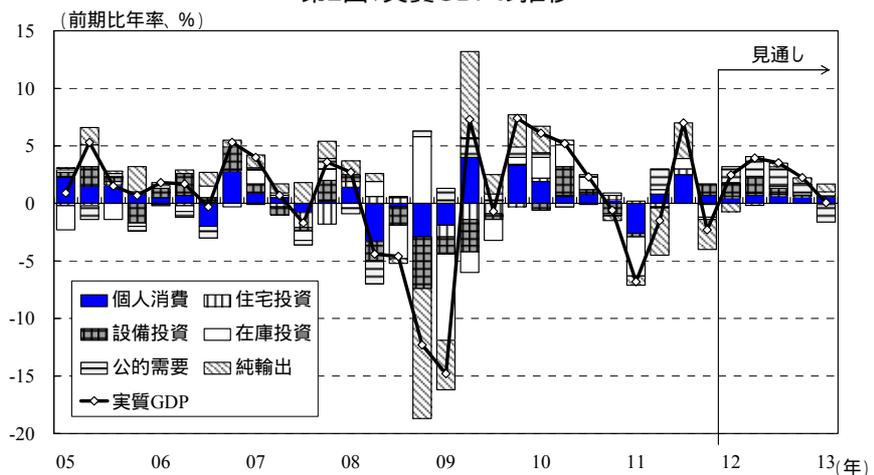
## 2. 今後の景気見通し

### < 概要 >

今後、景気の増勢は次第に明瞭となる見通し

先行きを展望すると、日本経済は早晩、足踏み状態から脱出し、再びその成長ピッチを速めていく公算が大きい。昨年11月に成立した大型の3次補正予算に盛り込まれたものを含めて震災関連予算の執行が進むにつれ、公的・民間の両部門で震災復旧・復興活動が本格化すると想定されるためである。こうした「牽引力」によって足元の「下押し圧力」を凌ぎ、景気の増勢が強まるという展開が、我々の描くメインシナリオである。実質GDP成長率についても、10-12月期こそ前期比マイナスとなったが、1-3月期にはプラス転化を果たし、2012年一杯は高めのまま推移すると予想している（第2図）。2012年度では前年度比+2.5%の成長となる見通しである。

第2図：実質GDPの推移



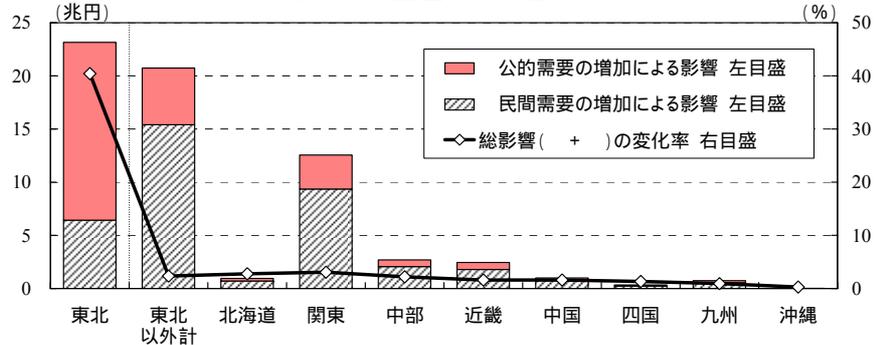
(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

復旧・復興需要は、全国の生産活動を力強く後押し

簡単に規模感を確認しておくと、「牽引力」の元となる復旧・復興需要は、公的・民間部門あわせて20兆円以上に達することが見込まれる。最終需要の大半が東北地方で発生するのは当然として、それに伴う生産

の増加は全国的に広がる可能性を秘める。2005年の地域間産業連関表を用いた試算では、23兆円（2005年生産者価格ベース、年額）の生産増を東北地域にもたらすと同時に、他地域へも概ね同程度の増産効果が及ぶとの結果（第3図）。全国分を足し上げると+4.6%の生産増となる計算だ。

第3図：地域別にみた東日本大震災に係わる復旧・復興需要が及ぼす生産への影響試算



(注) 1. 2005年地域間産業連関表(12部門表、一部29部門表を当室にて12部門へ集約)に基づく試算値。  
 2. 「影響」額は、2005年生産者価格ベース、年額。「変化率」は、2005年実績対比。  
 3. 「公的需要」は政府消費支出と公的総固定資本形成、「民間需要」は民間総固定資本形成(企業設備投資および住宅投資)。  
 (資料) 経済産業省統計、内閣府資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

下振れリスクの散在とデフレ継続が景気の回復実感を限定

一方の「下押し圧力」であるが、景気後退が欧州圏内に、円高の進行が現行レベルまでに止まれば、そのネガティブ・インパクトは「牽引力」未満に収まり得るものと推察される。逆に、「下押し圧力」が「牽引力」を上回るとすれば、景気後退や円高の範囲が拡大して世界的・全面的なものとなる場合、金融危機を併発し悪影響が短期間に集中して掛かる場合(=「下押し圧力」が膨張)、復旧・復興需要が出遅れ、乃至は生産波及効果が途中段階で途切れるような場合(=「牽引力」が収縮)など。今夏の電力供給制約の大幅な拡大といった新たな「下押し圧力」が急浮上してくるリスクも含めて、注視が怠れないところだ。前述した通り、成長率自体は高めとなる見通しながら、そうした不安材料が数多く存在すること、デフレギャップが根強く残り、物価下落と名目成長率の伸び悩みが引き続き予想されることなどから、実感を伴う景気回復とはなり難そうである。

## < 詳細 >

### (1) 企業部門

#### 輸出・生産

輸出は欧州向けを中心に減少傾向、生産はタイ大洪水の影響を概ね克服

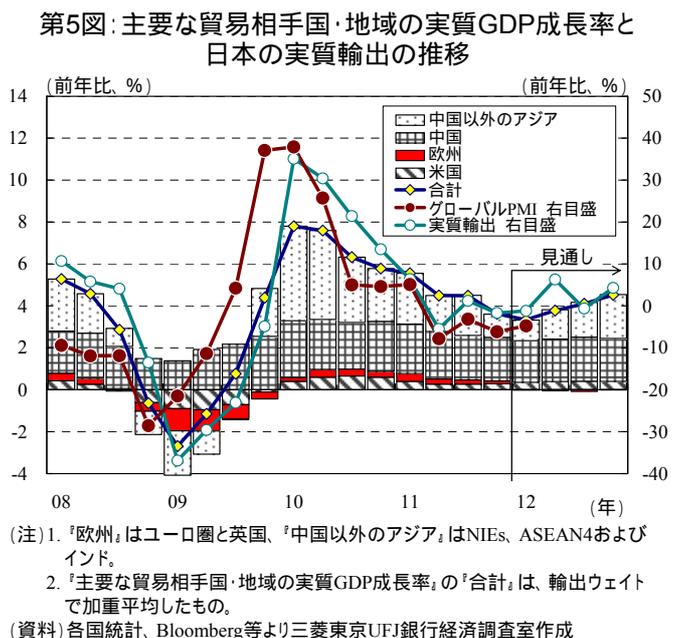
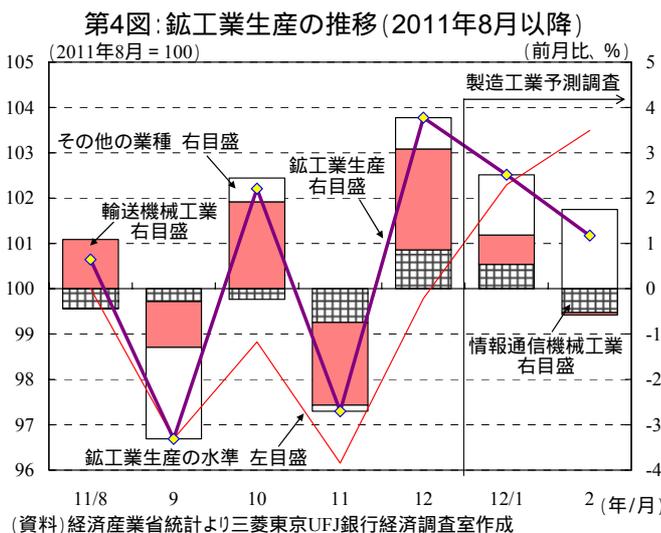
輸出数量は、昨年10月、11月に続けて減少した。EU向けに加えて、米国やアジア向けでも落ち込みがみられ、債務問題が深刻化する欧州発の悪影響の拡散が懸念されたところ。12月には一旦、米国、アジア向け輸出が持ち直し、全体でも3ヵ月ぶりの増加となった。ただ、直近1月

は、EU 向けが 4 ヶ月ぶりに増加するも、米国とアジア向け、全体が再び減少に転じるなど、引き続き厳しい情勢にあることは変わりないようだ。こうした中、鉱工業生産は昨夏以降、一進一退の動きを続け、直近 12 月の水準は 8 月と同程度に止まっている（第 4 図）。11 月には、タイで発生した大洪水により、輸送機械工業や情報通信機械工業などが供給制約に起因する減産を余儀なくされた。ただし、12 月にはいずれもが急反発し、製造工業予測調査によると 1 月も増産継続の見込み。鉱工業全体でも 2 月まで増産が見込まれるなど、タイ大洪水が日本経済へ与える影響は、ほぼ払拭されたものと推察される。

輸出と生産は回復  
 に向かう見通しも、  
 輸入の高止まりに  
 よって貿易赤字は  
 継続

一方、先行きの輸出動向に係わる主要貿易相手国・地域の実質 GDP 成長率は足元まで低下し続けているが、今後はアジアや米国を中心として緩やかながらも加速していく見通しである（第 5 図）。昨年 11 月以降、グローバル PMI（輸出に 1 四半期程度先行）が 3 ヶ月連続で上昇していることも、こうした見通しをサポートする。結果として、日本からの輸出は早晚、回復方向となり、生産に関してもエコカー補助金等の政策効果による自動車生産の押し上げが期待されること等とあわせ、増勢に弾みがつくものと予想される。また、2011 年の貿易収支（通関ベース）は

2.5 兆円と 1980 年以来の赤字に転落した。東日本大震災やタイの大洪水、海外景気の減速、円高といった厳しい環境下での輸出減少は勿論であるが、それ以上に、LNG（液化天然ガス）など代替燃料の輸入数量増加と価格の急上昇が影響したようだ。こうした輸入の増大圧力は少なくとも 2012 年度中は残存するとみられ、輸出が回復する中でも、貿易赤字は続いていく公算が大きい。



## 企業収益・設備投資

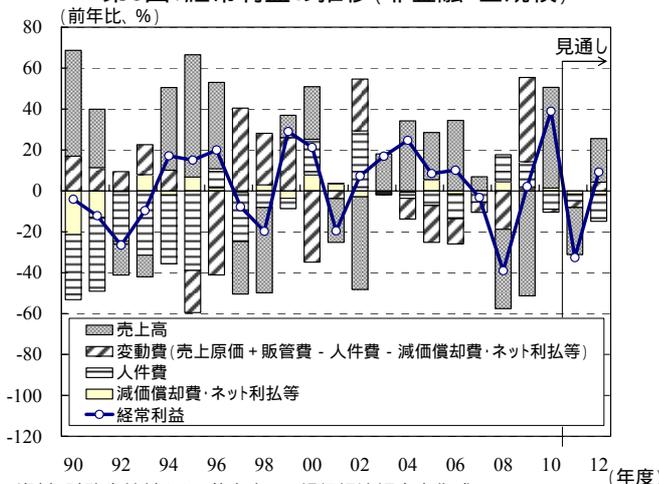
震災・タイ大洪水の影響は解消するも、外需の回復力が鈍く増益は小幅に

企業収益は2011年度、東日本大震災やタイ大洪水被害の影響などから再び減少することとなりそうだ(第6図)。特に製造業では、外需減速や円高も加わって、減益幅が拡大する見込みである。12年度に関しては、そうした震災ショックやタイ大洪水の影響等が概ね払拭され、むしろ復旧・復興需要の本格化で国内要因はプラスに作用する見通しである。一方で、根強く残りそうなのが、海外景気の軟化と円高からの悪影響。主要な貿易相手国・地域の成長率は加速するにせよ、以前と比べれば限定的に止まろうし、円相場も対ドル70円台後半、対ユーロ100円前後の推移となる見通しで、引き続き収益を押し下げる要因として働く公算が大きい。結果として、売上の回復力は鈍くならざるを得ず、2012年度の増益幅は小幅に止まるものと予想される。

復旧・復興需要が着実に顕在化、当面の設備投資を力強く牽引

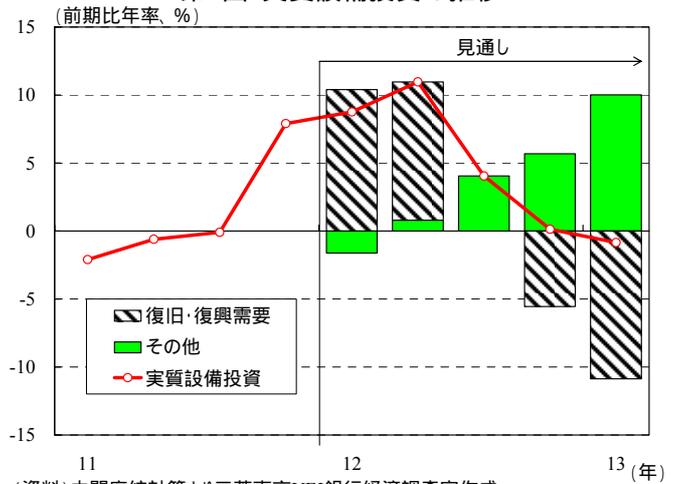
設備投資については、震災復旧・復興需要の本格化で堅調な推移となることが見込まれる。昨年10-12月期には、GDPベースの設備投資が前期比+1.9%(年率+7.9%)と5四半期ぶりの増加、2010年4-6月期以来の高い伸びを示した。このほか、民間非住宅着工床面積は、震災被害の集中した岩手、宮城、福島の3県を中心に大幅増。国内向け投資財出荷や民間非居住用建築出来高なども、一定の伸びを確保している。この先、復興関連予算の本格執行を契機に、民間の復興関連投資も一段と勢いを増してくる公算が大きい(第7図)。また、輸出が持ち直しに転じ、製造業を中心に企業収益が緩やかに回復すると見込まれる2012年度半ばまでは、ベースの投資需要も徐々に強まってくるものと想定される。このため、復旧・復興需要が剥落した後にも、設備投資は底堅く推移する見通しである。

第6図: 経常利益の推移(非金融・全規模)



(資料)財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図: 実質設備投資の推移



(資料)内閣府統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 家計部門

### 雇用・所得

雇用関連指標が緩やかな改善を示す一方、賃金関連指標は引き続き弱め

雇用関連指標は、総じて改善方向にある。昨年 10-12 月期の完全失業率は 4.5%と前期比上昇・悪化したものの、その幅は限定的で、水準的にも震災前(1月が 4.9%、2月が 4.6%)より引き続き低位であった(第 1 表)。また、雇用者数の増加、有効求人倍率や新規求人倍率の上昇なども、雇用環境の改善を指し示している。一方、賃金は依然として低調。現金給与総額でみると、震災後に 2 四半期続けて前年比減少し、直近 10-12 月期も同横這いに止まった。ただし、特に所定外の部分では労働時間の増加にあわせて給与が 3 四半期ぶりの前年比プラスに転じるなど、前向きな変化も窺われたところである。

第1表: 雇用・賃金関連指標の推移

	2011年								
	7-9月期	7月	8月	9月	10-12月期	10月	11月	12月	
完全失業率(%)	4.5	4.4	4.7	4.3	4.1	4.5	4.5	4.5	4.6
雇用者数 (前年・期・月比、万人)	+13	▲ 6	▲ 44	▲ 12	+37	+5	▲ 7	+23	▲ 2
有効求人倍率(倍)	0.65	0.66	0.64	0.66	0.67	0.69	0.67	0.69	0.71
新規求人倍率(倍)	1.08	1.08	1.07	1.05	1.11	1.18	1.13	1.18	1.22
現金給与総額 (前年比、%)	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.4	0.0	0.0	▲ 0.2	0.1
所定内給与	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.3
所定外給与	0.9	▲ 0.4	0.3	▲ 1.6	0.1	2.2	2.9	2.2	1.7
特別給与	0.7	▲ 0.2	0.1	▲ 0.1	▲ 6.5	0.4	7.4	▲ 1.8	0.4

(注)1. 2011年7月から9月までの「完全失業率」と「雇用者数」は、岩手、宮城、福島の3県を除くベース。

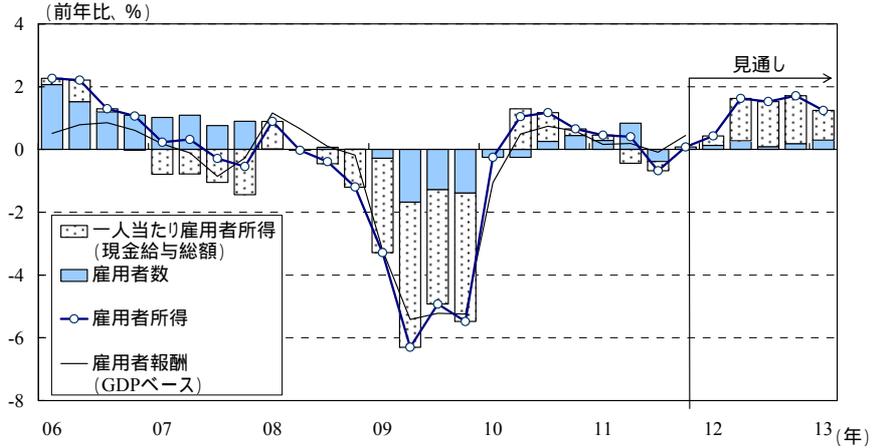
2. 「現金給与総額」は、事業所規模5人以上、調査産業計。

(資料)総務省、厚生労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

雇用水準が保たれるうちに、労働時間の再増加に伴って雇用者所得は回復

先行きでは、前述した通り生産の拡大が想定されることから、雇用水準は維持され、賃金も所定外の部分を中心に、労働時間の伸びにあわせて増加する見込みである。この点、所定外労働時間の水準は過去数年間の平均よりも低位に止まっており、生産拡大の影響が雇用面(雇用者数の増加)ではなく労働時間面(所定外労働時間の増加)に偏って表われてくる可能性もあるが、いずれにしても、雇用者数と一人当たり雇用者所得の積である雇用者所得は緩やかに増加していくものと予想できる(第 8 図)。GDP ベースの雇用者報酬は昨年 10-12 月期に増加に転じているが、1-3 月期以降も着実に伸びを高める公算が大きい。

第8図：雇用者所得の推移



(注) 2011年3月以降の「雇用者数」は、当室にて推計した岩手、宮城、福島3県分を加算。  
 (資料) 厚生労働省、総務省、内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 個人消費

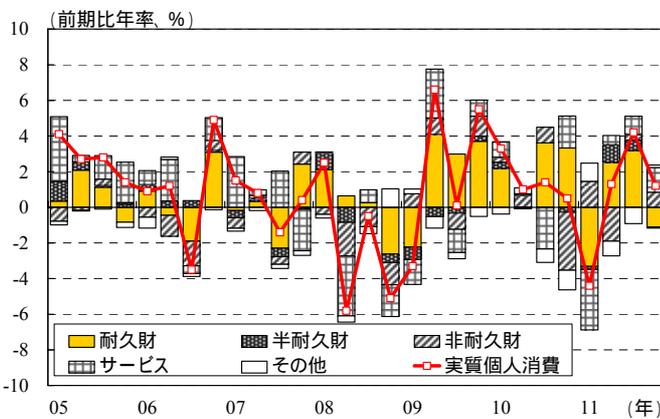
個人消費は震災以降、底堅く推移

昨年10-12月期の実質個人消費は前期比年率+1.2%と、高い伸びを確保した7-9月期に続いて増加した(第9図)。これで、震災発生以降3四半期連続で増加したこととなる。財別には、非耐久財(同+3.8%)とサービス(同+2.6%)が増伸。自動車のほか家庭用冷暖房器具などを含む耐久財の反動減(同-7.5%。7-9月期は同+25.0%と急増)をカバーした。

先行き個人消費は、所得とマインドの両面から、いっそう安定化の見通し

一方、消費者マインドは着実に上向いている。消費者態度指数に着目すると、10-12月期には前期比+2.7%と7-9月期に続いて上昇。1月(前月比+2.8%)にも、こうした良好な流れが継続している(第10図)。特に、今後の良化が想定される「雇用環境」への評価が切り上がっていることが目立つ。前述した通り、所得面でも生産・労働時間の拡大などに合わせた雇用者所得・報酬の緩やかな増加が見込まれ、マインド面とともに、今後の個人消費をよりいっそう安定化させるものと予想される。

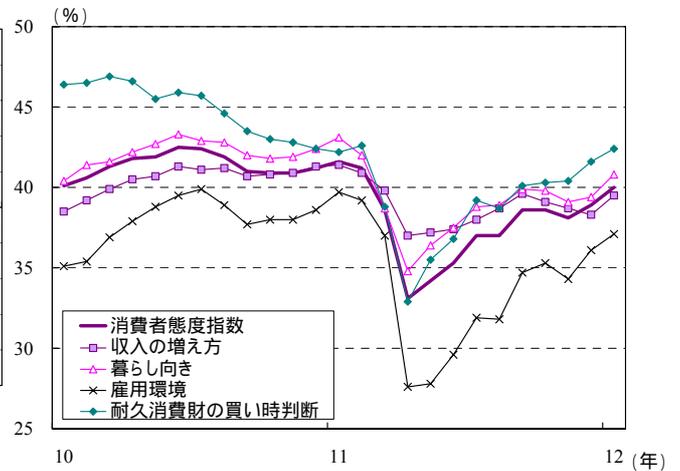
第9図：財別にみた実質個人消費の推移



(注) 「その他」は、「居住者家計の海外での直接購入」と「非居住者家計の国内での直接購入(控除)」。

(資料) 内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：消費者態度指数の推移



(資料) 内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 住宅投資

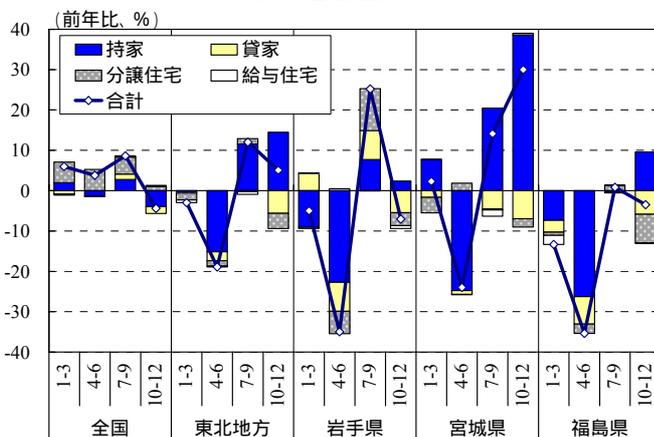
住宅投資・着工は減少するも、事前に予想された反動の範囲内

昨年10-12月期には、GDPベースの実質住宅投資が前期比年率 3.1%、住宅着工床面積が同 29.5%と減少した。しかしながら、7-9月期には各種住宅取得支援策の期限到来を前にした駆け込み需要が発生、例えばGDPベースでは同+19.0%もの急増を示していたところ。反動減が生じるのは当然に予想されたことであり、且つ、減少幅も十分に想定範囲内に収まったと評価できる。こうした中で、東北地方の住宅着工床面積は、特に震災被害の集中した岩手・宮城・福島の3県において、持家を中心に増加基調が継続（第11図）。今震災では他に比べて持家の被害戸数が多かったものとみられ、復旧・復興の動きが着実に出てきている様子が窺われる。

先行きの住宅投資は、復旧・復興需要の本格化で増加を続ける見通し

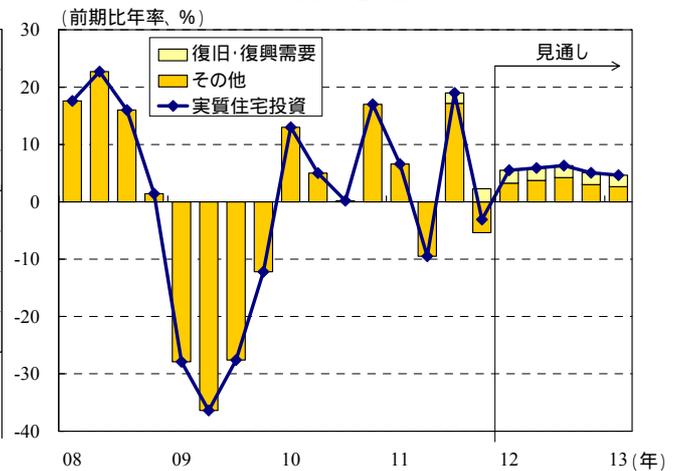
今後も当面、被災地域における住宅の再建活動は継続するものと想定される。加えて、昨年11月に成立した3次補正予算で規定済みの「フラット3Sエコ」（適用金利の引き下げ幅拡大）や「復興支援・住宅エコポイント」のほか、現在審議中の来年度税制改正にも各種優遇税制の延長・拡大が盛り込まれている。こうした一連の支援策は、低金利環境の継続や雇用者所得の増加などとも相俟って、住宅取得を後押しする公算が大きい。住宅投資に関しては、10-12月期に反動で減少したが、この先は着実な伸びが見込める状況だといえる（第12図）。

第11図：新設住宅着工床面積の推移



(注)それぞれ、左から2011年1-3月期、4-6月期、7-9月期、10-12月期。  
(資料)国土交通省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図：実質住宅投資の推移



(資料)内閣府統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (3) 政府部門

公的需要は東北地方で大幅増も、全国ベースでは減少

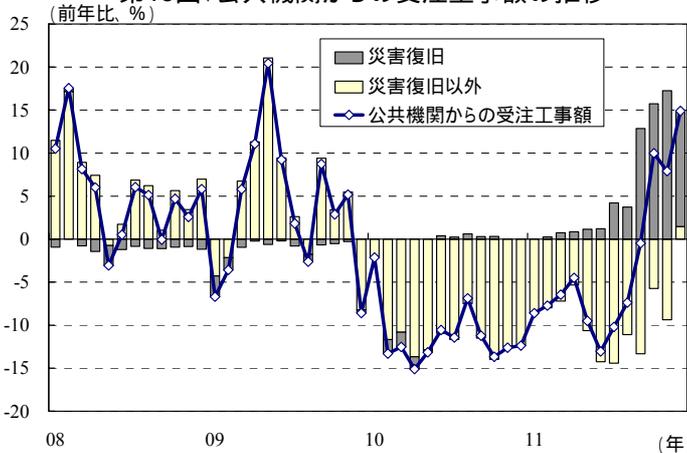
昨年10-12月期のGDPベースの実質公的需要は前期比年率 0.9%と、2四半期連続で減少した。公的固定資本形成（公共投資）は、震災からの復旧・復興事業が行われている東北地域では大幅に増加しているが、他の地域では全般的に減少しており、公的需要全体を押し下げる結果とな

った。ただし、公共工事の先行指標である受注工事額（建設工事受注動態統計ベース）をみると、昨年10月以降、災害復旧工事の大幅な増加がその他の工事のマイナスを相殺するようになっている（第13図）。また、12月には災害復旧以外のところも増加に転じており、今後、公共投資が全国ベースでも力強さを増してくることを示唆する動きと解釈される。

復興事業は合計でGDPを3%強押し上げ

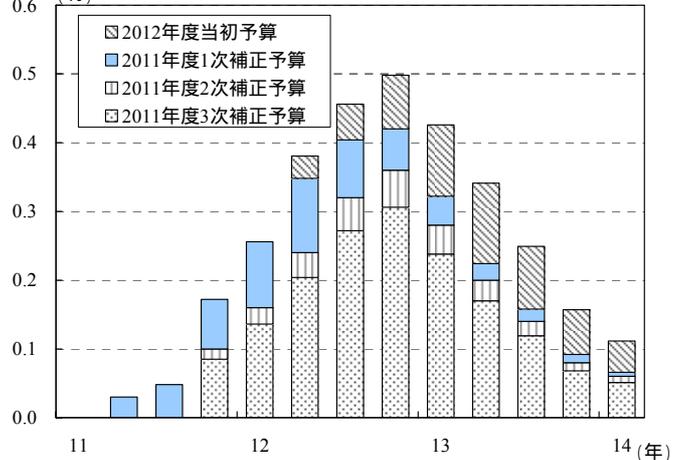
2011年度1～3次補正予算と2012年度当初予算に計上された震災関係経費はおよそ18兆円となり、GDP押し上げ効果は3.2%程度と想定される。過去を振り返ると、経済対策等による追加的需要は4～5四半期かけて顕在化しており、押し上げ効果のピークは2012年末頃になると予想する（第14図）。

第13図：公共機関からの受注工事額の推移



(注) 公共機関から受注した請負契約額500万円以上の工事を集計したもの。  
(資料) 国土交通省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図：震災関連予算による実質GDP押し上げ効果



(資料) 財務省、内閣府資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

#### (4) 物価

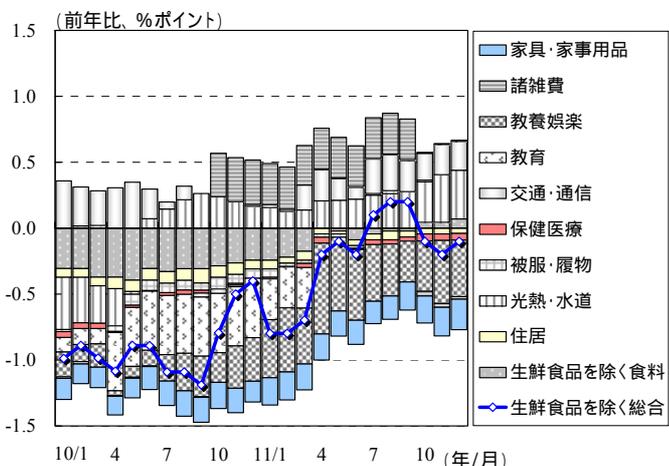
コア消費者物価は再びマイナス転化

消費者物価は、生鮮食品を除くコアベースで、たばこや傷害保険料による押し上げ分が消滅した昨年10月以降、3ヵ月続けて前年比マイナス圏での推移となっている（10月：前年比 0.1%、11月：同 0.2%、12月：同 0.1%。第15図）。また、四半期平均でも前年比 0.1%と、11四半期ぶりにプラスとなった7-9月期から、再びマイナスに転じた格好。費目別にみると、「電気」、「ガス」、「灯油」を含む『光熱・水道』や、「ガソリン」を含む『交通』などエネルギー関連価格の上昇が引き続き顕著であり、足元では『食料』価格も小幅ながら上昇している。一方で、テレビなどを含む『教養娯楽』、冷蔵庫や洗濯機などの家庭用耐久財を含む『家事・家具用品』は価格の下落が継続し、全体を押し下げる形となっている。元より、食料（酒類を除く）及びエネルギーを除くコアコアベースでは、2009年1月以降、一貫して前年比マイナスの推移。デフレ基調が継続していることは疑いない。

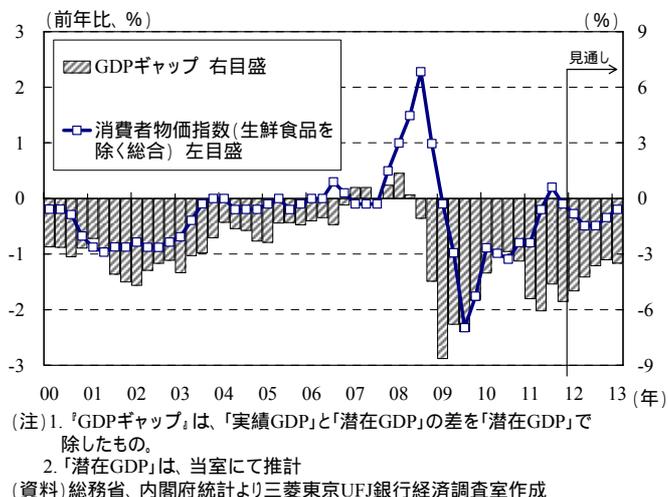
デフレギャップは暫く残存、消費者物価は見通し期間を通じてマイナス推移

今後については、前年のエネルギー高の反動から、年央にかけてコア消費者物価の下落幅が拡大する公算が大きい。その後についても、見通し期間中は、デフレギャップが残存し続ける見込みであり、コアベース、コアコアベースともに、マイナス圏での推移が予想される（第16図）。さらに、川上段階にある企業の『先行き販売価格判断』をみると、製造業、非製造業ともに低下傾向にあり、これが先々、川下の消費者物価に波及、追加的な押し下げ圧力となる可能性も考えられる。一方で、コモディティ市場への投機資金の流入、世界的な需給逼迫傾向などを背景に、エネルギー関連や食料価格には上昇圧力がかかりやすい状態が続くものと予想される。

第15図：10大費目別にみた消費者物価の推移



第16図：消費者物価とGDPギャップの推移



### 3. 金融政策・市場の現状と見通し

#### (1) 金融政策

日銀は2月の決定会合で「中長期的な物価安定の目途」の提示と追加緩和を決定

日銀は、2月13-14日に開催された金融政策決定会合において、「中長期的な物価安定の目途」の提示を決定した（第2表）。これによって「当面、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して（中略）強力に金融緩和を推進していく」（2月会合後の公表文）ことが明確となり、従来の「中長期的な物価安定の理解」よりも踏み込んだ表現となった。また、同日の決定会合では、資産買入等基金の増額も決定され、長期国債買入れ枠が9兆円程度から19兆円程度に引き上げられた。

実質ゼロ金利政策は当面維持される公算大

先行きを展望すると、日銀は、現在の実質ゼロ金利政策を当面継続する可能性が高い。「展望レポート」の中間評価（1月）における消費者物価（除く生鮮食品）の見通しは、2013年度でも「中長期的な物価安定の目途」である同1.0%を下回っており（第3表）、金融緩和の解除までには相当の時間を要することが示唆されている。

第2表:「中長期的な物価安定の目途」の概要

日本銀行として、中長期的に持続可能な物価の安定と整合的に判断する物価上昇率を示したもの  
 ・消費者物価の前年比上昇率が2%以下のプラスの領域にあると判断しており、当面は1%を目途とする  
 ・「当面は1%を目途」として、金融政策運営において目指す物価上昇率を明確にした  
 ・「中長期的な物価安定の目途」は、今後も原則としてほぼ1年ごとに点検していくこととする  
 (参考)従来の「物価安定の理解」  
 ・金融政策運営に当たり、各政策委員が、中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率  
 ・消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている

(資料)日本銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3表:日銀政策委員の大勢見通し(1月時点)

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2011年度	-0.4~-0.3 -0.4	+1.8~+1.9 +1.8	-0.1~0.0 -0.1
10月時点の見通し	+0.2~+0.4 +0.3	+1.7~+2.0 +1.8	0.0~0.0 0.0
2012年度	+1.8~+2.1 +2.0	-0.1~+0.2 +0.1	0.0~+0.2 +0.1
10月時点の見通し	+2.1~+2.4 +2.2	+0.1~+0.3 +0.2	0.0~+0.2 +0.1
2013年度	+1.4~+1.7 +1.6	+0.6~+1.0 +0.8	+0.4~+0.5 +0.5
10月時点の見通し	+1.3~+1.6 +1.5	+0.7~+0.9 +0.8	+0.4~+0.6 +0.5

(注)各数字下段のカッコ内は、政策委員見通しの中央値。  
 (資料)日本銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

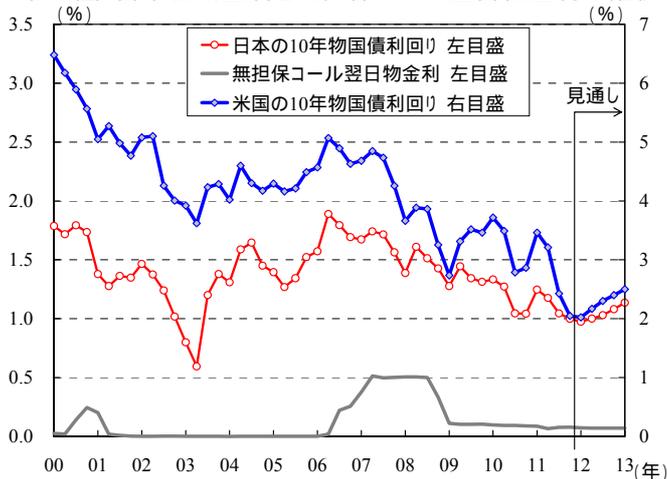
## (2) 長期金利

長期金利は当面、足元並みのレンジで推移する見通し

新発10年物国債利回りは、米FRBの金融緩和と長期化観測の高まりや日銀の2月の追加金融緩和等を受けて、1%前後の低水準で推移している(第17図)。先行きも、内外景気の下振れ懸念や日銀の実質ゼロ金利政策を背景に、当面は足元並みのレンジで推移する公算が大きい。2012年の秋以降については、米国景気が底堅さを取り戻し始め、米長期金利が上昇することにより、日本の長期金利も若干の上昇が予想される。

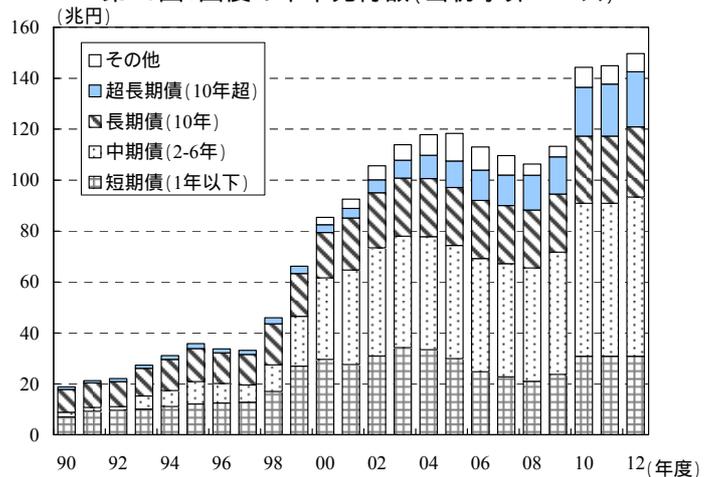
なお、2012年度の国債の市中発行額が149.7兆円と3年連続で過去最大を更新するなど(第18図)、財政懸念から潜在的な長期金利上昇リスクが高まっている点に留意しておく必要がある。長期金利は基調としては低水準で推移しつつも、短期的には上振れする局面も想定される。

第17図:日米長期金利と無担保コール翌日物金利の推移



(資料)Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第18図:国債の市中発行額(当初予算ベース)



(資料)財務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (3) 為替

円高・ドル安圧力にやや緩和の動き

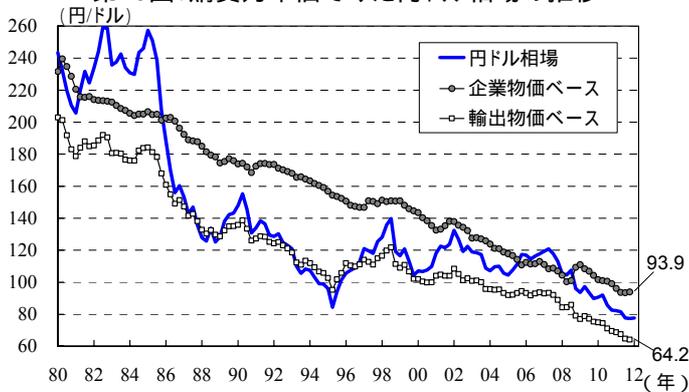
足元では、米国景気に底堅さがみられることや日銀の追加金融緩和などを受けて、円高・ドル安圧力に緩和の動きが出ている。もっとも、米FRBが2014年終盤まで異例の低金利政策を継続するとの見解を示してお

り、日米金利の接近した状態は長期化する可能性が高く、また、欧州債務問題にも収束の兆しがみえない。こうしたことを踏まえると、円高トレンドが反転したと判断するのは、時期尚早だと考えられる。

今後も日米金利の接近や欧州債務問題を背景に円高トレンドが継続する見通し

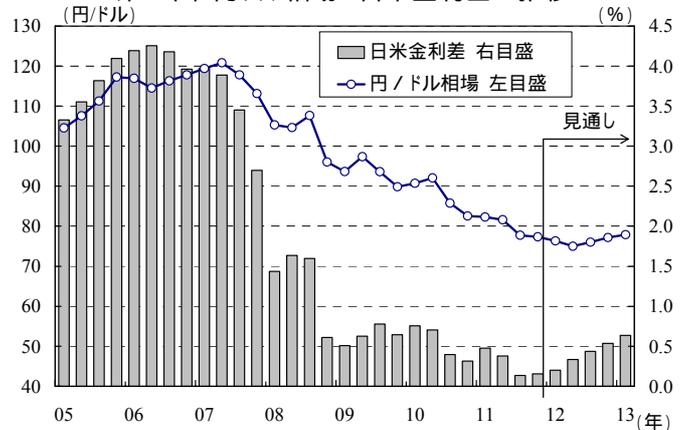
購買力平価から円ドル相場をみると、物価指標によって水準に違いはあるものの、方向としては円高に進んでおり、近年は実際の円ドル相場も概ねこれに沿った動きとなっている（第19図）。確かに日米金利差が大きく開いた2000年代半ばにはやや乖離がみられたが、当面はそうした状況が再来するとは想定し難い。2012年度の円ドル相場は、年度末には米国の景況感改善により円高圧力が若干緩和するものと予想されるが、基調としては円高トレンドの範囲内となろう（第20図）。

第19図：購買力平価でみた円ドル相場の推移



(注)1. 購買力平価 = 基準年次のレート(73年平均1ドル = 271.4円) × (日本の物価指数 / 米国の物価指数)  
2. 『輸出物価』は、輸出物価指数ベースと輸出デフレーターベースの単純平均。  
(資料)総務省、日本銀行、内閣府、米労働省、米商務省統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第20図：円ドル相場と日米金利差の推移



(注) 『日米金利差』は、米国の2年物国債利回りから日本の2年物国債利回りを引いたもの。  
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(石丸 康宏、高山 真、中村 逸人、西村 実季子、前原 佑香)

照会先：三菱東京UFJ銀行 経済調査室 (次長 伊達)

TEL:03-3240-3204 E-mail:nobuo\_date@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページ<http://www.bk.mufg.jp/>でもご覧いただけます。

日本経済・金融見通し

平成24年(2012年)2月27日  
三菱東京UFJ銀行 経済調査室  
(単位: %、10億円)

	2010				2011				2012				2013	2010年度	2011年度	2012年度
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3			
1. 実体経済(前期比年率)																
実質GDP	6.1	5.2	2.3	▲0.6	▲6.8	▲1.5	7.0	▲2.3	2.5	3.9	3.5	2.2	0.1	3.1	▲0.5	2.5
個人消費	3.3	1.0	1.4	0.5	▲4.4	1.3	4.2	1.2	0.8	1.2	1.1	1.0	0.9	1.5	0.6	1.2
住宅投資	13.0	5.0	0.2	17.0	6.6	▲9.5	19.0	▲3.1	5.5	5.9	6.3	5.1	4.7	2.3	4.0	5.3
設備投資	▲4.7	21.4	3.1	▲6.4	▲2.1	▲0.6	▲0.1	7.9	8.8	11.0	4.0	0.1	▲0.9	3.5	0.5	5.9
民間在庫(寄与度)	1.8	1.9	1.1	0.2	▲3.4	0.4	0.9	▲1.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.8	▲0.4	0.0
公的需要	1.5	▲1.2	0.6	▲0.7	▲0.2	7.4	▲0.1	▲0.9	5.9	7.3	7.2	3.5	▲6.1	0.5	2.0	4.2
公共投資	13.8	▲25.4	0.3	▲12.1	▲9.5	28.9	▲6.2	▲9.5	12.6	19.3	18.3	8.2	▲15.1	▲6.8	1.6	8.8
純輸出(寄与度)	2.3	0.4	▲0.1	▲0.4	▲0.8	▲4.1	3.1	▲2.6	▲0.7	▲0.2	0.3	0.5	0.7	0.8	▲1.0	▲0.1
財貨・サービスの輸出	27.5	25.5	5.1	▲1.2	▲1.2	▲22.7	39.0	▲11.9	0.8	3.5	6.2	6.8	7.4	17.2	▲1.8	3.9
財貨・サービスの輸入	9.8	26.3	6.9	1.4	4.2	1.3	14.2	4.1	6.3	5.3	4.7	4.3	3.5	12.0	5.3	5.5
名目GDP	5.8	2.5	0.2	▲3.0	▲7.5	▲5.7	6.1	▲3.1	1.4	3.6	3.3	1.5	▲0.9	1.1	▲2.4	1.9
GDPデフレーター(前年比)	▲2.4	▲2.1	▲2.0	▲1.9	▲1.9	▲2.3	▲2.1	▲1.6	▲1.6	▲0.8	▲0.7	▲0.7	▲0.4	▲1.9	▲1.9	▲0.7
鉱工業生産(前期比)	7.3	0.7	▲1.0	▲0.1	▲2.0	▲4.0	4.3	▲0.4	2.9	2.3	2.4	2.0	1.3	8.9	▲2.2	8.7
国内企業物価(前年比)	▲1.6	0.2	▲0.1	1.0	1.8	2.5	2.6	1.5	1.2	0.5	0.8	0.8	0.9	0.7	1.9	0.8
消費者物価<除く生鮮食品> (前年比)	▲0.9	▲1.0	▲1.1	▲0.8	▲0.8	▲0.2	0.2	▲0.1	▲0.3	▲0.5	▲0.5	▲0.4	▲0.2	▲0.9	▲0.1	▲0.4
2. 国際収支																
貿易収支	2,380	1,811	1,967	1,778	910	▲1,249	▲126	▲1,118	▲1,416	▲1,054	▲440	▲792	▲1,012	6,496	▲3,909	▲3,298
経常収支	4,531	3,904	4,405	4,321	3,260	1,899	2,708	1,751	1,571	1,990	2,661	2,365	2,203	16,126	7,929	9,219
3. 金融																
無担保コール翌日物	0.10	0.10	0.10	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1
ユーロ円TIBOR(3ヵ月物)	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
新発10年国債利回り	1.3	1.3	1.0	1.0	1.2	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.0	1.1
円相場(円/ドル)	91	92	86	83	82	82	78	77	76	75	76	77	78	86	78	77

見通し

(注) 無担保コール翌日物は期末値。ユーロ円TIBOR、新発10年国債利回り、円相場は期中平均値。

主要経済金融指標(日本)  
2012年2月27日時点

経済調査室(Economic Research Office)

1. 実体経済

[特記なき限り前期(月)比、( )内は前年比%、[ ]内は前年実績]

	2009年度	2010年度	2011年			2011年				2012年
			4-6	7-9	10-12	9月	10月	11月	12月	1月
実質GDP成長率(前期比年率)	▲ 2.1	3.1	▲ 1.5 (▲ 1.7)	7.0 (▲ 0.5)	▲ 2.3 (▲ 1)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	▲ 4.2	2.0	▲ 0.4 (▲ 1.7)	2.0 (▲ 0.4)	0.0 ▲ 0.5	▲ 0.8 (▲ 0.7)	0.9 (0.2)	▲ 1.0 (▲ 1.1)	1.3 (▲ 0.5)	
鉱工業生産指数	▲ 8.8	8.9	▲ 4.0 (▲ 6.8)	4.3 (▲ 2.1)	▲ 0.4 (▲ 3)	▲ 3.3 (▲ 3.3)	2.2 (0.1)	▲ 2.7 (▲ 4.2)	3.8 (▲ 4.3)	
鉱工業出荷指数	▲ 8.3	9.3	▲ 5.9 (▲ 8.4)	6.6 (▲ 2.0)	▲ 0.6 (▲ 3)	▲ 2.0 (▲ 2.9)	0.2 (▲ 0.3)	▲ 1.6 (▲ 4.6)	4.6 (▲ 3.0)	
製品在庫指数	▲ 6.1	3.5	3.2 (4.0)	1.9 (5.5)	▲ 2.6 (3.4)	▲ 0.1 (5.5)	0.9 (7.0)	▲ 0.6 (8.2)	▲ 2.9 (3.4)	
生産者製品在庫率指数 (2005年=100)	120.4	108.2	119.1 [106.5]	116.8 [108.7]	115.4 [111.0]	119.2 [109.1]	118.1 [117.0]	116.2 [108.0]	111.9 [108.0]	[107.9]
国内企業物価指数	▲ 5.2	0.7	1.2 (2.5)	▲ 0.1 (2.6)	▲ 0.9 (1.45)	▲ 0.1 (2.5)	▲ 0.8 (1.6)	0.0 (1.6)	0.0 (1.2)	▲ 0.1 (0.5)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	▲ 1.6	▲ 0.8	0.5 (▲ 0.3)	▲ 0.1 (0.2)	▲ 0.2 (▲ 0.1)	▲ 0.1 (0.2)	▲ 0.1 (▲ 0.1)	0.0 (▲ 0.2)	0.0 (▲ 0.1)	
稼働率指数 (2005年=100)	80.0	88.0	80.4 [89.8]	87.2 [88.4]	88.5 [88.4]	85.8 [88.1]	89.3 [86.7]	86.7 [88.2]	89.4 [90.2]	[91.1]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	▲ 20.4	9.1	2.5 (9.8)	1.5 (5.8)	▲ 2.6 (4.1)	▲ 8.2 (6.7)	▲ 6.9 (1.5)	14.8 (12.5)	▲ 7.1 (6.3)	
製造業	▲ 27.9	18.3	▲ 0.2 (17.2)	2.5 (4.4)	▲ 2.8 (4.1)	▲ 17.5 (4.8)	5.5 (2.4)	4.7 (7.1)	▲ 7.1 (3.0)	
非製造業 (除く船舶、電力)	▲ 14.7	2.7	5.0 (4.2)	5.0 (7.2)	▲ 2.3 (8.6)	8.5 (13.2)	▲ 7.3 (1.0)	6.2 (16.0)	▲ 6.0 (9.0)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲ 24.2	21.3	6.1 (9.0)	▲ 0.1 (4.1)	▲ 0.7 (2.3)	▲ 6.0 (▲ 1.3)	3.5 (1.0)	0.7 (3.1)	1.7 (2.7)	
建設受注	▲ 14.2	▲ 5.2	(18.0)	(▲ 0.6)	(13.1)	(▲ 9.3)	(24.3)	(21.0)	(1.5)	
民需	▲ 15.3	▲ 2.6	(20.1)	(▲ 2.1)	(9.7)	(▲ 14.0)	(7.1)	(18.0)	(5.8)	
官公庁	▲ 11.1	▲ 12.1	(15.1)	(21.7)	(19.6)	(31.1)	(115.8)	(▲ 10.7)	(▲ 0.6)	
公共工事請負金額	4.9	▲ 8.8	(▲ 9.3)	(▲ 3.4)	(3.6)	(3.3)	(3.2)	(6.8)	(0.6)	(8.5)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	77.5 (▲ 25.4)	81.8 (5.6)	82.4 (4.1)	88.3 (7.9)	79.6 (▲ 4.5)	74.9 (▲ 10.8)	78.1 (▲ 5.8)	82.4 (▲ 0.3)	78.3 (▲ 7.3)	
新設住宅床面積	(▲ 21.5)	(9.0)	(3.8)	(8.6)	(▲ 4.4)	(▲ 10.3)	(▲ 5.8)	(▲ 0.1)	(▲ 7.3)	
小売業販売額	▲ 0.4	0.8	(▲ 1.7)	(▲ 1.0)	(0.8)	(▲ 1.1)	(1.9)	(▲ 2.2)	(2.5)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	1.0	▲ 0.9	0.4 (▲ 2.1)	0.9 (▲ 2.8)	0.5 (▲ 1.0)	0.9 (▲ 1.9)	0.3 (▲ 0.4)	▲ 1.3 (▲ 3.2)	▲ 1.0 (0.5)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	74.7	73.4	74.1 [72.4]	73.0 [75.2]	74.7 [74.5]	74.3 [75.1]	71.8 [70.8]	73.7 [75.6]	74.0 [74.1]	[74.1]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 8.5	6.8	▲ 2.6 (▲ 2.0)	1.3 (▲ 0.6)	1.1 (0.9)	1.1 (1.0)	▲ 0.1 (1.0)	0.0 (0.0)	2.3 (1.8)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲ 3.3	0.6	(▲ 0.4)	(▲ 0.3)	(0.0)	(▲ 0.4)	(0.0)	(▲ 0.2)	(0.1)	
常用雇用者数(前年・期・月差) (全産業・5人以上、万人)	▲ 77,894	23,384	28,033 10,188	27,711 21,464	25,350 28,038	24,538 24,836	21,493 28,054	28,986 28,971	25,572 27,087	32,797
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.45	0.56	0.62 [0.50]	0.66 [0.54]	0.69 [0.57]	0.67 [0.55]	0.67 [0.56]	0.69 [0.57]	0.71 [0.58]	[0.61]
完全失業率 (実数、季調済、%)	5.2	5.0	4.7	4.4	4.5	4.1	4.5	4.5	4.6	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	39.9	44.2	38.0 [48.33]	48.4 [45.37]	46.0 [42.97]	45.3 [41.20]	45.9 [40.20]	45.0 [43.60]	47.0 [45.10]	44.1 [44.30]
企業倒産件数 (実数、件数)	14,732 (▲ 8.7)	13,065 (▲ 11.3)	3,312 (▲ 0.3)	3,108 (▲ 3.8)	3,103 (▲ 5.9)	1,001 (▲ 9.1)	976 (▲ 14.0)	1,095 (3.2)	1,032 (▲ 6.3)	985 (▲ 5.3)

(注) '完全失業率'は、2011年3月から8月まで岩手、宮城、福島を除外したベース。

2. 国際収支

[ 特記なき限り前期(月)比、( )内は前年比%、[ ]内は前年実績]

	2009年度	2010年度	2011年			2011年				2012年
			4-6	7-9	10-12	9月	10月	11月	12月	1月
通関輸出	▲17.1	14.9	(▲8.1)	(0.5)	▲5.5	(2.3)	(▲3.8)	(▲4.5)	(▲8.0)	(▲9.3)
価格	▲7.0	0.2	(0.2)	(1.6)	(▲0.5)	(0.9)	(0.2)	(▲0.1)	(▲1.5)	(0.5)
数量	▲9.9	14.6	(▲8.3)	(▲1.1)	(▲5.0)	(1.5)	(▲3.9)	(▲4.4)	(▲6.6)	(▲9.7)
通関輸入(円建)	▲25.2	16.0	(10.4)	(13.8)	(12.3)	(12.2)	(17.9)	(11.4)	(8.1)	(9.9)
価格	▲18.4	3.3	(7.4)	(12.1)	(10.9)	(11.1)	(11.3)	(12.6)	(8.8)	(6.5)
数量	▲7.3	12.4	(2.8)	(1.5)	(1.3)	(1.0)	(6.0)	(▲1.0)	(▲0.6)	(3.1)
経常収支(億円)	157,817	161,255	15,372	31,007	10,044	16,107	5,624	1,385	3,035	
貿易収支(億円)	65,996	64,955	▲10,534	▲1,762	▲9,370	3,723	▲2,061	▲5,851	▲1,458	
サービス収支(億円)	▲18,185	▲12,730	▲5,040	▲5,146	▲5,449	▲904	▲2,754	▲1,151	▲1,544	
資本収支	▲123,113	▲97,221	8,947	4,590	80,739	▲19,171	▲5,277	77,048	8,968	
外貨準備高(百万ドル)	1,042,715	1,116,025	1,137,809	1,200,593	1,295,841	1,200,593	1,209,882	1,304,763	1,295,841	1,306,668
対ドル円レート(期中平均)	92.80	85.69	81.70	77.84	77.39	76.84	76.77	77.54	77.85	76.97

3. 金融

	2009年度	2010年度	2011年			2011年				2012年	
			4-6	7-9	10-12	9月	10月	11月	12月	1月	
コール・レート (無担保翌日物)	0.102	0.091	0.067 [0.093]	0.078 [0.093]	0.079 [0.090]	0.080 [0.091]	0.081 [0.091]	0.077 [0.091]	0.078 [0.087]	0.080 [0.085]	
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.516	0.356	0.332 [0.388]	0.330 [0.364]	0.329 [0.336]	0.329 [0.355]	0.329 [0.336]	0.329 [0.335]	0.329 [0.335]	0.331 [0.335]	
新発10年国債利回り (未値)	1.353	1.127	1.160 [1.208]	1.043 [0.987]	1.030 [1.072]	1.020 [0.930]	1.045 [0.920]	1.065 [1.185]	0.980 [1.110]	0.965 [1.215]	
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.449	1.357	1.349 (▲0.008)	1.315 (▲0.034)	1.265 (▲0.050)	1.315 (▲0.022)	1.317 (0.002)	1.313 (▲0.004)	1.265 (▲0.048)		
日経平均株価 (225種、未値)	11,090	9,755	9,816 [9,383]	8,700 [9,369]	8,455 [10,229]	8,700 [9,369]	8,988 [9,202]	8,435 [9,937]	8,455 [10,229]	8,803 [10,238]	
M2平残	(2.9)	(2.7)	(2.8)	(2.8)	(3.0)	(2.7)	(2.8)	(3.0)	(3.2)	(3.0)	
広義流動性平残	(0.5)	(0.6)	(▲0.0)	(0.5)	(0.3)	(0.3)	(0.1)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	
貸出資金吸収動向											
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(0.8)	(▲1.9)	(▲0.8)	(▲0.5)	(0.2)	(▲0.3)	(▲0.0)	(0.2)	(0.4)	(0.6)
	銀行計	(0.8)	(▲2.0)	(▲0.8)	(▲0.5)	(0.3)	(▲0.3)	(0.1)	(0.2)	(0.5)	(0.7)
	都銀等	(▲0.4)	(▲4.2)	(▲2.8)	(▲2.6)	(▲1.3)	(▲2.3)	(▲1.6)	(▲1.4)	(▲1.0)	(▲0.6)
	地銀	(2.4)	(0.6)	(1.5)	(1.9)	(2.1)	(1.9)	(2.0)	(2.1)	(2.2)	(2.3)
	地銀	(1.3)	(▲0.4)	(0.9)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.1)	(1.2)	(1.2)
信金	(0.8)	(▲1.3)	(▲0.7)	(▲0.5)	(▲0.4)	(▲0.4)	(▲0.4)	(▲0.4)	(▲0.4)	(▲0.4)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(2.9)	(2.6)	(2.7)	(2.3)	(3.0)	(2.3)	(2.5)	(3.0)	(3.3)	(3.3)
	都銀	(3.0)	(2.6)	(2.3)	(1.0)	(2.1)	(0.9)	(1.2)	(2.2)	(3.0)	(2.9)
	地銀	(3.1)	(3.1)	(3.4)	(3.9)	(4.0)	(4.0)	(4.1)	(4.0)	(3.8)	(3.8)
地銀	(1.8)	(0.6)	(2.0)	(2.8)	(3.1)	(2.9)	(3.2)	(3.1)	(3.1)	(3.3)	

(注)金利は期中平均値。

(資料)内閣府、経済産業省、財務省、総務省、厚生労働省、国土交通省、日本銀行、東京商工リサーチ、保証事業会社協会等統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成