

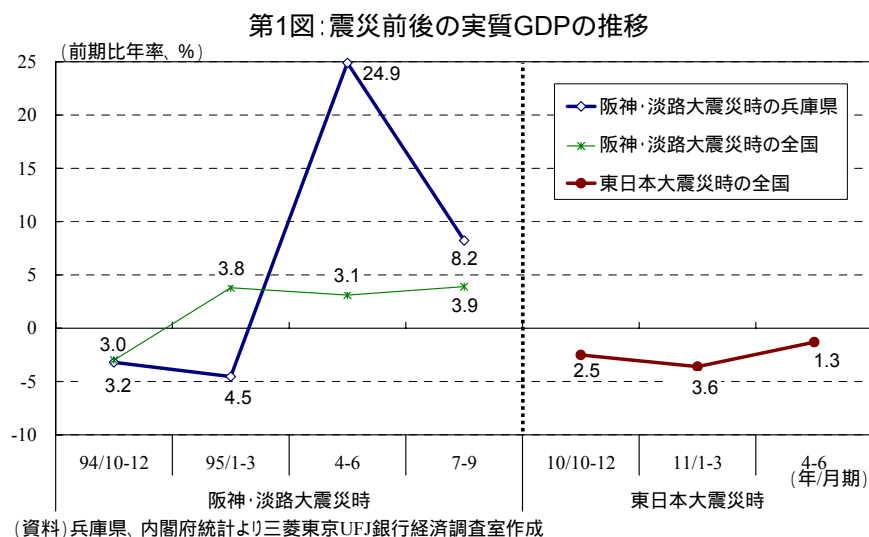
日本経済の見通し

～日本経済は多くの下振れリスクを抱えつつ、持ち直しの動きを強めていく見通し～

1. 景気の現状

4-6 月期は 3 四半期
 続けてのマイナス
 成長に終わったが

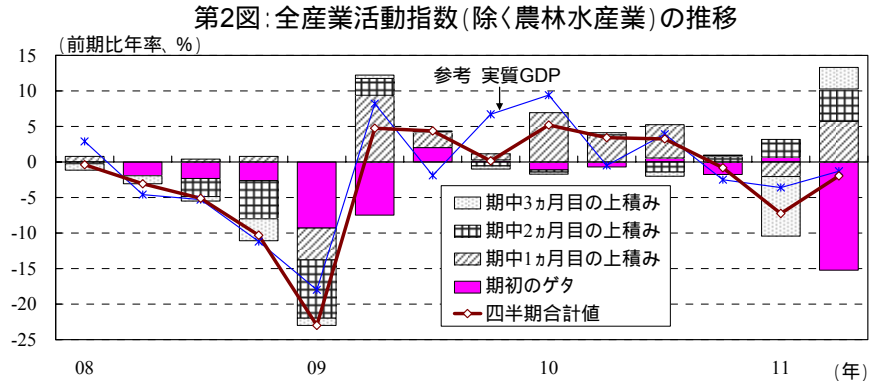
東日本大震災の発生に伴う日本経済各所への悪影響が強く懸念される中でスタートした 4-6 月期。今週 15 日に発表された同期の実質 GDP は、前期比年率 1.3%の減少となった(第 1 図)。これで、マイナス成長は昨年 10-12 月期(同 2.5%)と今年 1-3 月期(同 3.6%)に続いて 3 四半期連続。振り返ると、阪神・淡路大震災時の兵庫では、県内の実質 GDP が震災発生時の 95 年 1-3 月期こそ同 4.5%と落ち込んだものの、翌 4-6 月期には同+24.9%、7-9 月期にも同+8.2%と急反発を示していた(全国ベースで見れば、1-3 月期も同+3.8%とプラス成長)。今震災のもたらしたショックの大きさ、深さが改めて確認されたところである。



期中の動きは総じ
 て持ち直し方向

もっとも、4-6 月期中の流れは全般に上向き。前述した同期のマイナス成長も、月ごとに切り分けると、震災発生直後の 3 月の落ち込みが大きく、四半期のスタート地点(期初のゲタ)が過度に下がっていたことに

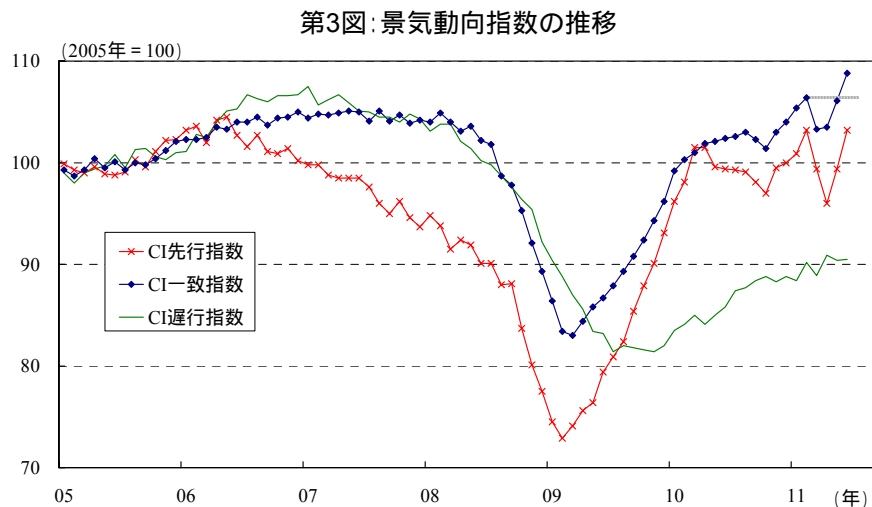
起因していると言える。一方、期中では、3月の落ち込み分を取り戻すには至らなかったものの、ポジティブな動きが優勢。例えば、実質GDPの概念と近い全産業活動指数（農林水産業を除く）は、3月に前月比6.4%もの急低下を示した後、4月に同+1.7%、5月に同+1.8%、6月には同+2.3%と期中すべての月で上昇している（第2図）。



(注)1. 『期初のゲタ』は、前期最終月の指数水準が続いた場合の四半期変化率。
 2. 『期中1ヵ月目の上積み』は、『以降2ヵ月の水準が1ヵ月目から不変(前月比横道い)とした場合の四半期変化率』から『期初のゲタ』を引いたもの。
 3. 『期中2ヵ月目の上積み』は、『3ヵ月目の水準が2ヵ月目から不変とした場合の四半期変化率』から『期初のゲタ』と『期中1ヵ月目の上積み』を引いたもの。『期中3ヵ月目の上積み』も、同様の形で算出。
 (資料)経済産業省、内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

月次の経済指標は軒並み改善、水準的に震災前を上回るものも

また、他の月次経済指標を眺めても、多くが改善方向にあり、且つ、震災前の2月の水準を回復したのも少なからず散見される。一例を挙げると、景気に敏感な各種の月次指標の動きを合成した景気動向指数中のCI一致指数。直近6月には、鉱工業生産などを中心に3ヵ月続けての上昇を確保し(4月が前月比+0.2ポイント、5月が同+2.6ポイント、6月が同+2.7ポイント)、2月対比では+2.4ポイントと震災前の水準を超えてきた(第3図)。震災ショックからの脱却、持ち直しは着実に進んでいるとみてよいだろう。



(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 今後の景気見通し

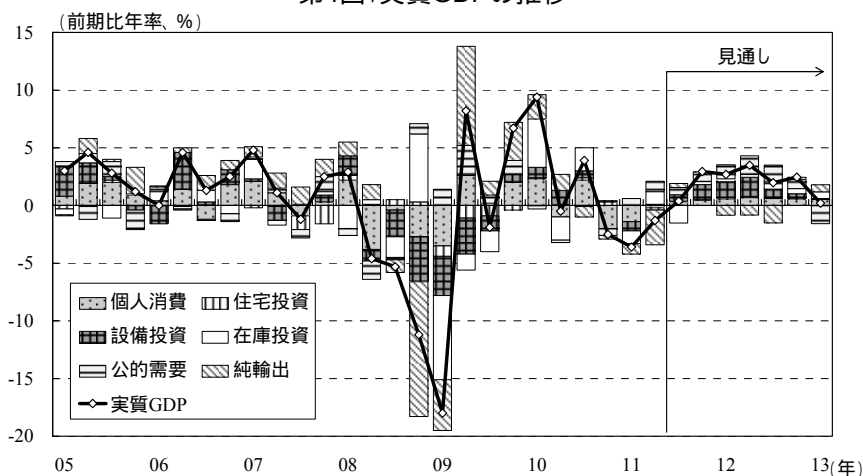
< 概要 >

今後も持ち直しの動きが継続し、景気回復の勢いが強まっていく展開に

先行きを展望すると、4-6月期の延長線上で経済基盤の回復が徐々に進展し、景気の増勢も次第に明瞭となってくる公算が高そうだ。牽引力の一つは、震災で毀損した資本ストック（民間企業設備、住宅、社会資本）に係る復旧・復興需要である。今回の震災では、被害が甚大であった分だけ（資本ストックの毀損額は岩手、宮城、福島県を中心とした13道県の合計で約20兆円と推計）、潜在的な復旧・復興需要も大きいと推測される。海外経済の急失速・後退や更なる円高の回避、政府による着実な震災対応施策の実行を前提とすれば、年後半以降、復旧・復興活動の本格化を起点とした国内需要・生産の増伸、および、それに合わせた輸出の拡大が見込まれ、景気回復の裾野が広がり、日本経済全体の勢いが強まっていく姿を描き得る。

四半期ごとの実質GDP成長率で言えば、7-9月期に小幅ながらプラス転化し、来年2012年前半まで高めのまま推移すると予想される（第4図）。年度ベースでは、今年度に前年度比0.5%とマイナスに沈んだ後、12年度には同+2.5%と反発する見通しだ。

第4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

リスクは下振れ
の方向に偏在

同時に、足元にかけては、電力問題の拡大、海外経済の減速と円高の急進行、政局の混乱と公的な復旧・復興対応の遅延などが顕著化している。結果として、年後半以降の景気回復ペースは、以前にみていたところよりも弱めとなった。その上でなお、そうした火種は消えておらず、このいずれもが景気回復力をさらに削ぎ落とす危険性を秘めたまま。具体的には、輸出の回復を阻害しかねない海外経済の急失速・後退と更なる円高の進行、復旧・復興需要の本格化の足枷となるような一段の政

局混迷と公的対応の遅れが懸念材料。日本経済の下振れリスクには、引き続き注意が必要である。

電力供給制約は残るが、経済活動への顕著な弊害は回避

また、電力問題に関して言えば、現在の情勢では来春に全ての原発(計54基)が止まる可能性もあり、今後の電力需給が一段と厳しくなることは必至である。政府エネルギー・環境会議によると、定期検査を終えた原発が全く再稼働できない等の想定下、供給力は電力9社の合計で今冬に最大需要比113万キロワット(供給予備率0.7%)、来夏には同1,656万キロワット(同9.2%)のマイナスに陥る見通し(7月29日公表、第1表)。安定供給のために必要とされる供給予備率(通常で8%以上)も勘案するなら、今夏に東北・東京電力の管内で実施中の電力使用制限(契約電力500キロワット以上の大口需要家を対象に昨夏ピーク比15%)が、今冬には10%、来夏には20%程度の規模で全国的に課される公算が高いことになる。「電力の供給制約が、夏冬の需要期を中心にかけ続ける」とは、もはや懸念材料ではなく、暫くは前提条件として受け止めざるを得ない状況だ。しかしながら、幸いにも、今夏の実績をみると、電力使用制限令は、需要のピーク抑制(東北、東京電力管内の電力需要の日中最大値は、7月入り後の平均でともに昨年比16%ほど低減)と日中・曜日間での平準化に効果を発揮。加えて、企業の電力使用制限・節電対応努力も奏功し、生産・経済活動への悪影響は最小限に止まっている模様である。今冬、来夏についても、今年夏並みの制約レベルであれば、政策対応・企業努力によって何とか切り抜け得るものと期待したい。

第1表: 電力9社の電力需給見通し(7月29日の政府公表値)

	今夏	今冬	来夏
供給余力			
-	▲ 483	▲ 113	▲ 1,656
(-) ÷ (%)	▲ 2.7	▲ 0.7	▲ 9.2
最大需要	17,954	15,811	17,954
供給力	17,471	15,698	16,297
原子力	1,176	409	0
火力	12,931	12,685	13,200
自家発電	285	206	164
水力	1,287	1,024	1,296
揚水	2,086	1,593	1,804
地熱等	35	43	47
融通等	▲ 44	▲ 57	▲ 49

(注)1. 北海道・東北・東京・北陸・中部・関西・中国・四国・九州電力9社の管内合計値。

2. 『最大需要』は、『今夏』の東北・東京電力管内が昨夏ピーク(1日最大値)ベース、他7社管内が昨夏ピーク実績または各社の今夏ピーク見通しのいずれが高い方。『今冬』と『来夏』についても、同様。

3. 『供給力』は、7月27日時点の見通し。うち、『原子力』は定期検査後の原発が再稼働しないと想定。『揚水』は夜間電力によって水を汲み上げられる能力等を踏まえたもの。

(資料) 政府エネルギー・環境会議資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

物価見通しは変わらず、デフレ基調が継続

物価面でも、消費者物価の前年比マイナス幅が大きく縮小するなど、4-6月期には一定の動意がみられた。ただ、エネルギー関連価格の上昇や、昨年4月にスタートした高校授業料の実質無償化に伴う押し下げ効果の剥落といった一時的要因によるブレが中心であり、基調的な変化とは言い難い。実際、こうした一連の上振れ分を除けば、物価の下落幅は昨年初以降ほぼ変わらず。この先、実体経済の回復にあわせたデフレギャップの縮小と物価下落幅の縮減が想定されるものの、そのピッチは概して緩慢となる公算が大きい。デフレからの脱却は、今見通しの対象期間中、2012年度末までという時間軸では引き続き、見込めない状況だ。

< 詳細 >

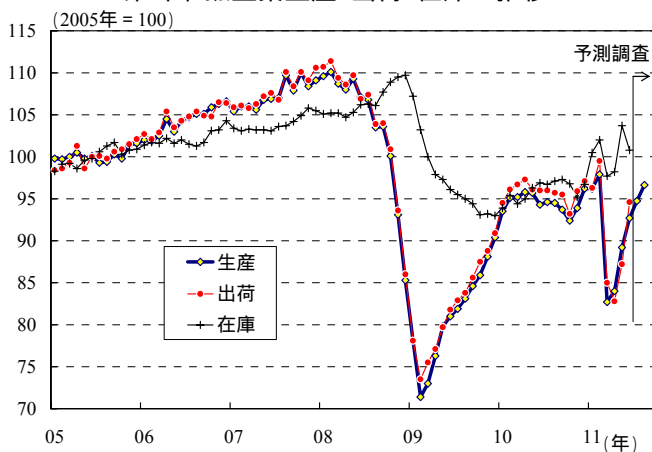
(1) 企業部門

生産

生産は震災ショックから着実に持ち直し

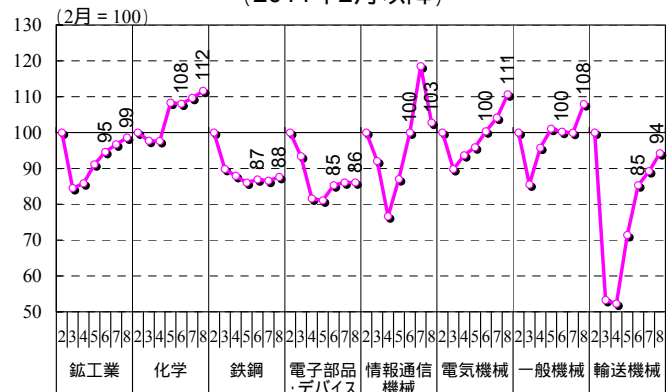
生産は、4-6月期に入ってから被災工場やサプライチェーンの再建・復旧が進んだことなどを背景に、着実な持ち直しを続けている。月次ベースで鉱工業生産の推移を辿り直してみると、震災発生直後の3月に大きく落ち込んだが、4月以降は立て続けに前月比増加(第5図)。水準的にも、3月に2月対比84%へ急低下した後、6月時点では同95%まで回復している。さらに、製造工業の生産予測調査によると、7月に前月比+2.2%、8月に同+2.0%と増産の継続が見込まれており、これが達成された場合には8月時点で震災前の水準を概ね取り戻し得る計算だ。

第5図: 鉱工業生産・出荷・在庫の推移



(注) 7月と8月の「生産」は、予測調査に基づく「製造工業」のもの。
(資料) 経済産業省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図: 業種別にみた生産水準の推移 (2011年2月以降)



(注) 1. 7月と8月は、予測調査に基づく「製造工業」および各業種の水準。
2. 図中の数字は、6月と8月のもの。
(資料) 経済産業省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

業種別には、化学や情報通信機械、電気機械、一般機械が6月時点で震災前の水準を回復済み(第6図)。また、震災発生直後の減産度合いが著しかった輸送機械も4月を底として増加に転じており、8月には2月

対比 94%の水準まで持ち直す見込みである。対して、電子部品・デバイスや鉄鋼では、8月時点でも震災前の9割に満たないレベルに止まるとの予測調査結果（それぞれ2月対比86%、88%の水準）。うち、前者の電子部品・デバイスについては、生産体制の復旧の遅れに加え、昨年後半以降の世界的な在庫調整の影響が残っている可能性を指摘できる。後者の鉄鋼に関しては、元々が輸送機械など主要業種の動きに遅行する傾向もあるが、同時に復旧・復興絡みの需要が思ったほど伸びていないことの反映かもしれない。いずれにせよ、全体としては上向きながら、業種間での温度差が引き続き存在しているというわけである。

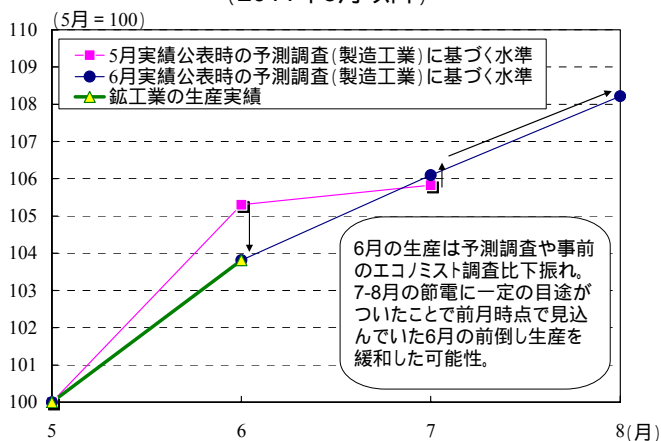
電力不足は長期化の様相も、生産活動への深刻な悪影響は回避の公算

あわせて、夏場の生産の重石になると懸念されてきた電力の供給制約だが、先にみた予測調査では7月と8月にも増産継続の見通しが示されている。6月の生産実績（前月比+3.8%）が、前月5月時点の予測調査（同+5.3%）や事前のエコノミスト予想（QUICKの集計値で同+4.3%）から下振れした点も踏まえて考えると、企業が電力の使用制限・供給制約も節電や休日シフトなどを通じて吸収し得ると判断し、6月に予定していた前倒し生産を取り止め乃至は緩めたとの推測が可能（第7図）。逆に、7月の生産予測が切り上がり（5月時点の同+0.5%から6月時点では同+2.0%へ）、8月の増産継続見通しにもつながったのではないか。今後についても、電力を巡る状況は確かに厳しいが、今夏のような企業努力で対応できる範囲だとすれば、生産活動への悪影響は限定的なものに止まるとみられる。

先行き生産の規定要因は需要サイドに、年後半からの復旧・復興需要の本格化に期待

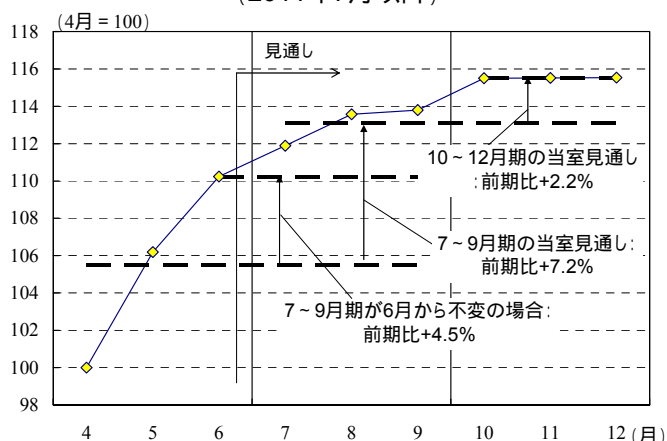
生産全体の動向に立ち戻ると、今後は需要次第の側面が強まってくる見込み。震災直後には被災工場の稼働停止やサプライチェーンの寸断、計画停電の実施・懸念といった供給面の制約が生産を下押ししていたところ。これらの影響が薄れてくる中では自ずと需要に左右される部分が広がるはずで、とりわけ復旧・復興需要と外需がポイントになる。まず、復旧・復興に関連した財の出荷から眺めてみると、建設財を中心として盛り上がり欠けるものも少なくないが、一般機械など一部では需要が既に膨らんでいる模様だ。年後半以降、関連需要が本格化する妨げとなっている公的対応の遅れが解消されることを前提とすれば、復旧・復興に絡む投資・消費需要が生産の押し上げ要因として効き始めると予想する。特に、7-9月期の生産は高い伸びを示す見通し。一つには、急角度で上向いた4-6月期の流れを受けてスタートする7-9月期のゲタが非常に高くなっていること。実際、7月以降が前月比横這いでも、同期の生産は前期比+4.5%もの伸びを確保し得る（第8図）。加えて、期中での上積みも見込まれる。数字上のみならず、内容的にも先行きへの期待をつなぐ結果になると考える。

第7図：鉛工業生産の実績と予測の推移
(2011年5月以降)



(資料) 経済産業省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：鉛工業生産の推移
(2011年7月以降)



(資料) 経済産業省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

輸出

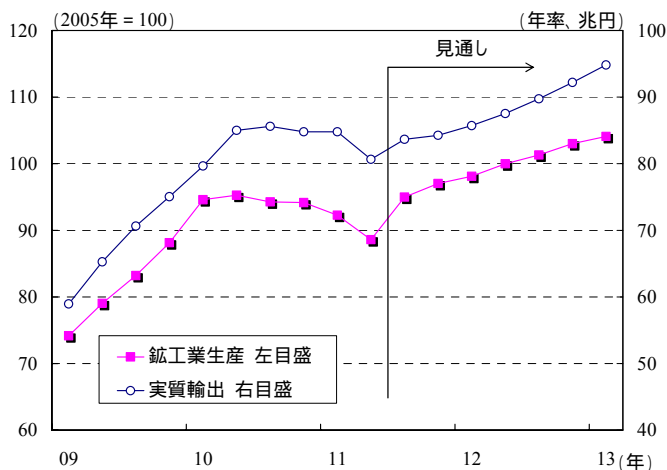
生産と輸出の好循環が徐々に始まり始める見通し

前述した通り、復旧・復興需要と並んで先行きの生産を占うもう一つのポイントが外需、輸出である。結論を先取りすれば、海外景気の減速や円高の影響で、年内はもたつく局面も想定されるが、腰折れには至らず。そして、来年にはその増勢がより鮮明化、定着すると予想する。結果として、生産は当面、復旧・復興需要に押し上げられ、その一巡後には輸出に支えられる形で増加基調を維持していく公算が高い(第9図)。

輸出は6月下旬に漸く前年比プラス転化

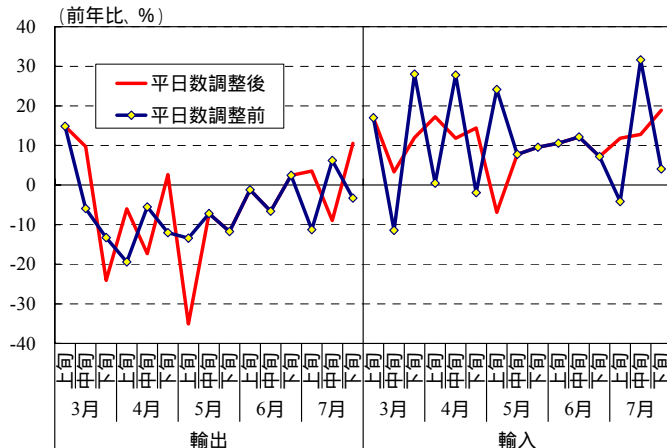
改めて足元の輸出動向を確認しておく、名目輸出額が前年比 19.4%と落ち込んだ4月上旬以降、徐々に快方に向かい、6月下旬には同+2.4%と震災後で初めて前年比プラスを記録(第10図)。直近7月下旬には同3.3%と再びマイナスに沈んでいるが、平日一日当りの輸出額 = 『平日数調整後』でみると、同+10.5%と震災後最も高い伸びとなる。輸出サイドでも、震災のショックを払拭しつつある様子が窺われる。

第9図：鉛工業生産と実質輸出の推移



(資料) 経済産業省、内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：旬別にみた名目輸出入額の推移

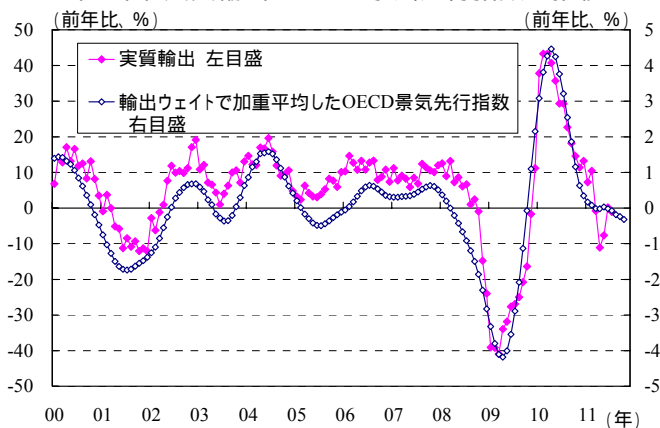


(注) 『平日数調整後』は、当該期間における平日数で除した値。
(資料) 財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

今後の輸出は、海外景気減速と円高に因る圧迫が加わる年後半を凌いで、来年に加速の見込み

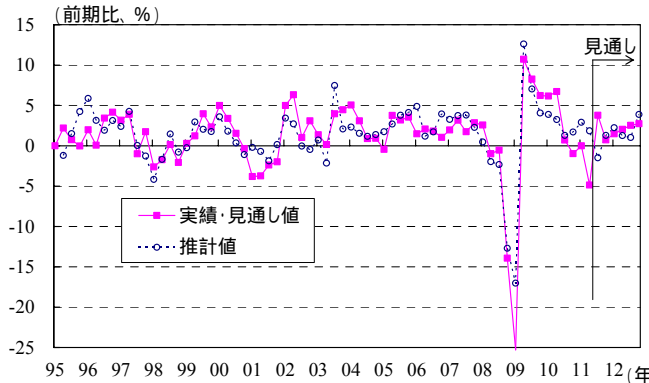
一方で、気懸かりな材料がまだまだ多いことも事実。うち、代表的なものが海外景気と円相場の帰趨である。前者に関しては、米国のISM製造業指数、中国やドイツのPMIといった景況感指数から既に、主要輸出先の景気減速が窺われる。また、OECD景気先行指数は、日本の輸出に4ヵ月程度先行する傾向があるところ、年初から6月まで低下し続けており、年後半にかけての輸出鈍化を示唆する(第11図)。後者の円相場、足元にかけて急速に進んだ円高も、確実に輸出の重石となるはず。過去の関係からみると、10%の実質実効為替レート増価は、実質輸出を3%ほど押し下げる計算になる(第12図)。円ドル相場で前年対比10%程度、実効レートにして同5%程度の円高が想定される年後半には、約1.5%の下押し圧力が輸出にかかる可能性が大きい。もっとも、来年2012年には、主要国経済が持ち直しに転じ、アジア経済がインフレを克服して堅調さを取り戻すと同時に円高にも歯止めがかかる見通しで、日本からの輸出は再び増勢を強めるものと予想する(第12図)。

第11図: 実質輸出とOECD景気先行指数の推移



(注) 「輸出ウェイトで加重平均したOECD景気先行指数」は、米国、EU、アジア(除く中国)、中国を加重平均した値を4ヵ月先行させたもの。
(資料) 日本銀行、OECD統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図: 実質輸出の推計



(注) 「推計値」は、以下の推計式(推計期間:1995年1-3月期~2011年1-3月期)より算出したもの。

$$LN(\text{実質輸出}) = -6.8 + 0.03 * \text{トレンド項} + 4.1 * LN(\text{海外GDP}) - 0.3 * LN(\text{実質実効為替レートの2四半期平均}) - 0.1 * \text{ダミー変数}$$
 うち、海外GDPは名目輸出額ウェイトで加重平均した輸出相手国GDP、ダミー変数は2008年10-12月期と2009年1-3月期。
(資料) 内閣府、日本銀行、各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

輸入・純輸出

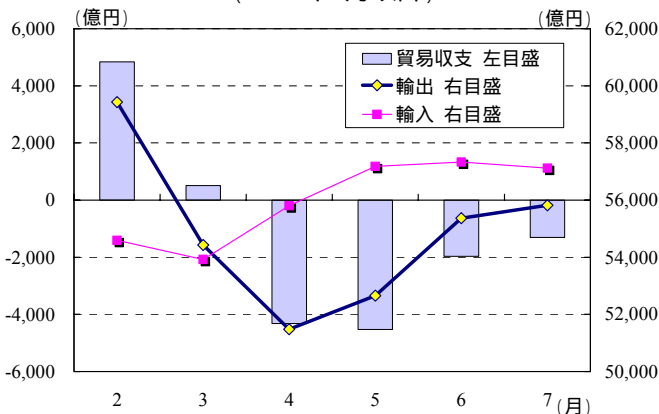
輸入の大幅増加で、4月から7月まで一貫して貿易赤字を記録

震災後に急減した輸出とは対照的に、輸入は大きく増加。この結果、貿易収支は4月から7月まで一貫して赤字となった(第13図)。ただし、その赤字幅は、輸出が徐々に持ち直してきたことで、6月、7月には4月や5月と比べて半分以下に縮小している。

輸入を財別にみると、鉱物性燃料は震災後で最大の貿易赤字を計上した5月に大幅増となったが(2月比+753億円)、他の月では2月水準を下回っており、これと貿易赤字の関係は現状、必ずしも明確でない(第14図)。一方、食料品や、鉱物性燃料以外の工業用原料は、震災発生の3月から毎月、2月水準を上回り、輸入を押し上げている。中でも、工業

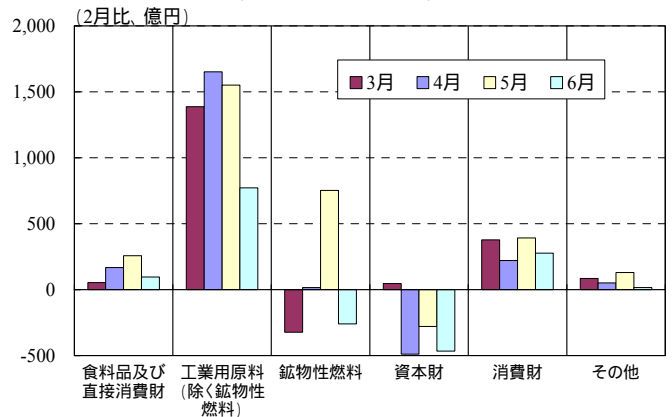
用原料の急増は目を引くところ。経済産業省の『東日本大震災後の産業実態緊急調査』（調査期間は6月14日～7月1日）によると、回答の56%が「海外に代替調達先を有する」であった。サプライチェーンの寸断が、部品・資材などの代替輸入を膨らませたとも考え得る。ちなみに、「震災前調達先が復旧後、調達先を戻すか」との問いに対して、「引き続き海外の代替調達先から調達」と答えた企業が4割超に達した（複数回答あり）。今回の震災が、調達先の分散化などを企図した海外からの部品・資材の輸入増加といった中長期的な商流変化をもたらす可能性もある。

第13図：貿易収支と輸出入額の推移
(2011年2月以降)



(注) いずれも季節調整値。
(資料) 財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図：財別にみた震災後の名目輸入額の推移
(2011年3月以降)



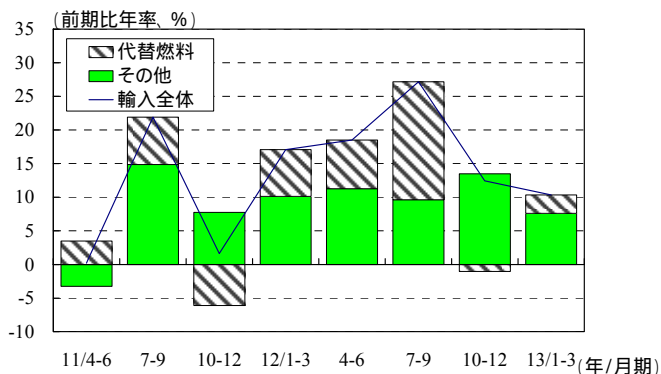
(注) 当室にて季節調整。
(資料) 財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

燃料輸入の大幅増が見込まれる今後、純輸出は振れ易くそのGDP寄与度は低めに

先行きについては、まず、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の燃料需要が拡大し、輸入を押し上げる局面が増えてくる見込み。政府のエネルギー・環境会議によれば、原発停止に伴う発電量の喪失分を全て火力で賄うとした場合、燃料コスト増加額は3.2兆円。これが夏冬の需要期を中心に輸入額を膨らませることとなる（第15図）。また、国内需要の回復も、今後の輸入を増加させる一因と想定される。

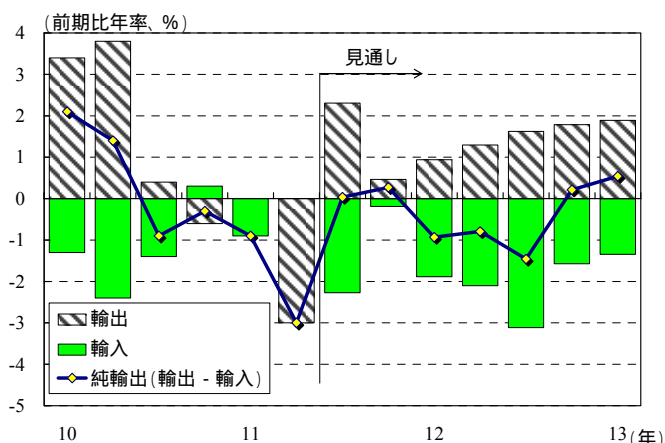
結果として、純輸出は燃料需要の増減に因る輸入のブレに左右される展開が続くとみられる。輸出は増加基調を辿るものの、そこから輸入を差し引いた純輸出の経済全体に対する寄与は、不安定かつ限定的なものとなる公算が大きい（第16図）。

第15図: 実質輸入の推移



(注) 『代替燃料』は、全原発の停止による発電量減少を火力発電で代替する場合の燃料コスト増加額を、政府試算の3.2兆円(完全代替の場合)の半分として算出(燃料単価の上昇は考慮せず)。
 (資料)内閣府統計、エネルギー・環境会議資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第16図: 実質純輸出(輸出 - 輸入)の推移



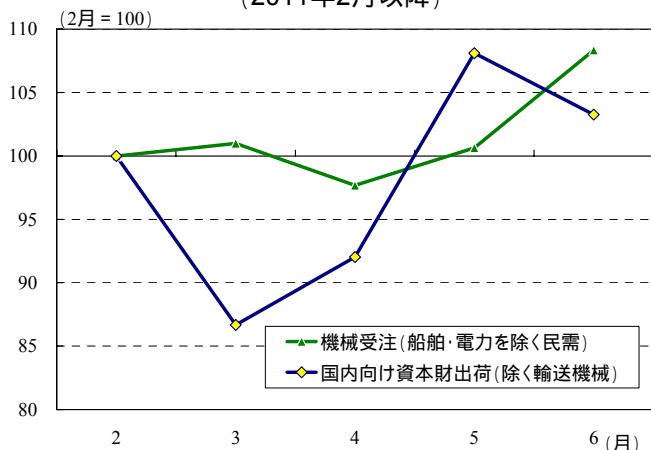
(注) すべて実質GDPに対する寄与度。
 (資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

設備投資

4-6月期の設備投資は前期比増加、関連指標もますます

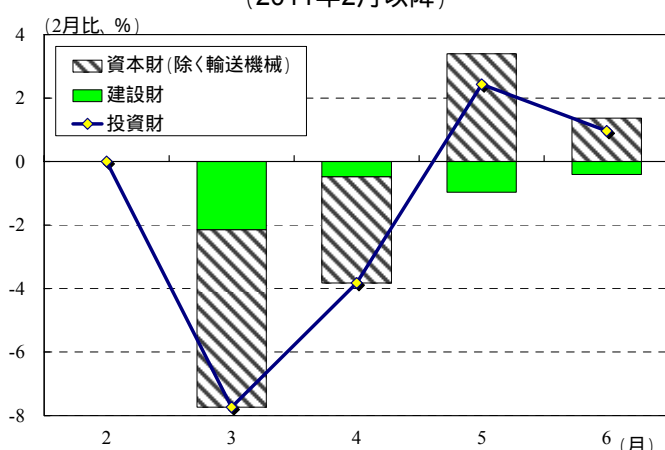
GDPベースの実質設備投資は4-6月期に前期比年率+0.9%と、小幅ながら増加に転じた。また、月次の関連指標も悪くない。国内向け資本財出荷(除く輸送機械)は4月と5月に2ヵ月連続で増加、その後6月に反動減(第17図)。設備投資の先行指標とされる機械受注(船舶・電力を除く民需)は、5月(前月比+3.3%)、6月(同+7.0%)と高い伸びを続けている。企業の投資マインドが戻ってきたことや、復旧・復興需要が部分的に顕現化してきたことなどが表れている模様だ。こうした中、建材向けの鉄鋼などが含まれる建設財の出荷をみると、機械設備の新設などを反映する資本財(除く輸送機械)に比べ、相対的に弱い動きとなっている(第18図)。がれき処理など復旧・復興に向けた基盤整備の遅延によって、より深刻な被害を受けた地域に在る工場・拠点の再建は思うように進んでいない可能性がある。

第17図: 設備投資関連指標の推移 (2011年2月以降)



(資料)内閣府、経済産業省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第18図: 国内向け投資財出荷の推移 (2011年2月以降)

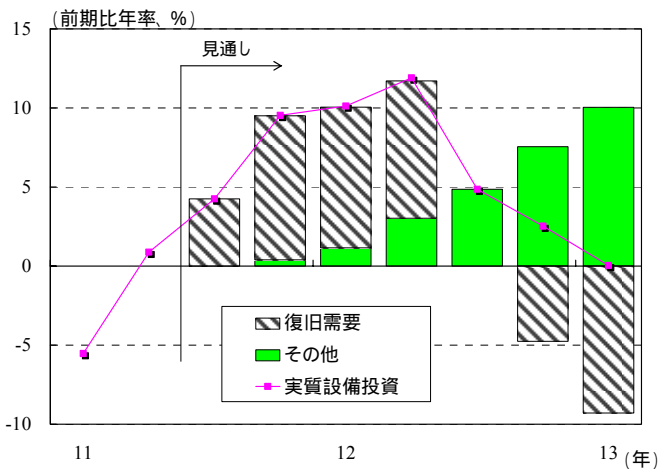


(資料)経済産業省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

設備投資は復旧・復興需要の本格化にあわせて伸びを高める見通し

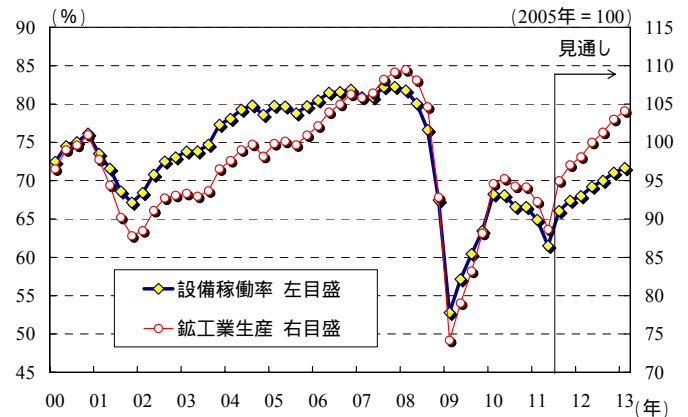
この先、年後半には、復旧・復興需要が本格的に設備投資の押し上げに寄与し始めると想定される(第19図)。もっとも、前述した基盤整備の遅れなどから、そのピーク時期は来年半ば頃と見込まれ、従来想定していたところよりも若干後ろ倒しとなる公算が高い。いずれにせよ、暫くは設備投資の加速局面が続くものと予想する。また、既にみた生産や輸出の動向も踏まえつつ、設備稼働率や企業収益といったファンダメンタルズをみると、設備投資の自律的拡大の環境が整うのは来年後半となりそうだ(第20図)。結果、設備投資は、復旧・復興需要の剥落も消化しながら、増加を続ける可能性が大きい。

第19図: 実質設備投資の推移



(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第20図: 製造工業の設備稼働率と鉱工業生産の推移



(注)*設備稼働率は、2005年の平均を79.5%とした値。見通し期間中の値は、別途算定した稼働設備を生産能力指数で除したもの。

(資料)経済産業省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 家計部門

雇用・所得

雇用者数や失業率など雇用関連指標は改善

雇用動向に関する代表的調査である労働力調査によれば、4-6月期は完全失業率が前期比 0.1%ポイントと小幅ながら低下・改善したほか、失業者数が前年比減少、就業者数や雇用者数が増加した。また、直近6月の失業率上昇も、労働力人口の増加に伴うもので、就業・雇用者数増は継続した。いずれも岩手、宮城、福島の3県を除いた結果であり、被災地域の雇用情勢は引き続き厳しいとみられるが、全国ベースでの悪化は窺われなかった。さらに、有効求人倍率や雇用の先行指標とされる新規求人倍率も、6月には求人数の増加が続く中で上昇している(第2表)。

第2表：雇用・賃金関連指標の推移

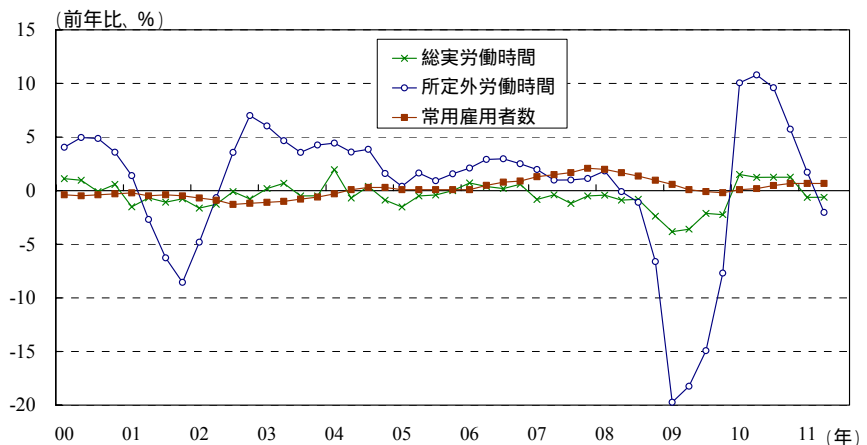
	2010/10-12				2011/1-3				2011/4-6						
	10	11	12		1	2	3		4	5	6				
労働力調査	完全失業率(%)	5.0	5.1	5.1	4.9	4.7	4.9	4.6	4.6	4.6	4.7	4.5	4.6	×	
	完全失業者数(前年比、万人)	▲12	▲7	▲12	▲17	▲21	▲13	▲22	▲26	▲35	▲30	▲38	▲36		
	就業者数(同)	5	17	▲8	5	8	0	36	▲13	7	7	9	3		
一般職業紹介状況	有効求人倍率(倍)	0.57	0.56	0.57	0.58	0.62	0.61	0.62	0.63	0.62	0.61	0.61	0.63		
	月間有効求人数(前年比、%)	22.2	19.6	23.8	23.4	23.6	23.8	25.0	22.2	19.0	19.6	19.6	18.0		
	月間有効求職者数(同)	▲6.4	▲6.8	▲5.7	▲6.7	▲6.3	▲7.1	▲5.8	▲6.2	▲3.1	×	▲4.7	▲2.6	▲1.8	×
毎月勤労統計調査	新規求人倍率(同)	0.97	0.95	0.97	0.99	1.00	1.02	0.99	0.98	0.98	×	0.95	0.98	1.00	
	新規求人数(前年比、%)	17.3	13.9	22.6	15.8	17.2	18.8	22.9	10.5	13.9	12.2	17.3	12.6		
	新規求職申込件数(同)	▲3.0	▲6.0	3.3	▲5.8	▲3.6	▲5.0	2.7	▲7.5	1.6	0.9	6.5	▲2.2	×	
毎月勤労統計調査	現金給与総額(前年比、%)	0.2	0.5	0.2	0.1	0.1	0.4	0.3	0.1	▲0.4	×	▲1.4	1.0	▲0.7	×
	きまって支給する給与	0.4	0.5	0.3	0.5	▲0.3	▲0.2	▲0.1	▲0.6	▲0.5	×	▲0.8	▲0.6	▲0.3	×
	所定内給与	0.0	0.0	▲0.1	0.1	▲0.6	▲0.5	▲0.4	▲0.8	▲0.5	×	▲0.7	▲0.5	▲0.3	×
	所定外給与	6.4	6.5	6.4	6.3	3.2	3.6	4.4	1.7	▲1.4	×	▲1.9	▲2.3	▲0.1	×
	特別に支払われた給与	▲0.4	2.9	▲2.3	▲0.4	13.0	12.0	36.3	9.3	0.0	▲19.7	60.7	▲1.3	×	
	総実労働時間(同)	1.2	0.7	1.5	1.2	▲0.6	▲0.2	▲0.2	▲1.3	▲0.7	×	▲1.9	▲0.4	0.2	
	所定内労働時間	0.8	0.3	1.1	0.9	▲0.8	▲0.6	▲0.5	▲1.3	▲0.6	×	▲1.7	▲0.3	0.2	
所定外労働時間	5.7	6.2	6.1	5.1	1.7	3.2	3.0	▲1.0	▲2.0	×	▲3.9	▲2.1	0.0		
常用雇用者数(同)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	0.8		

(注)1. 『労働力調査』は、岩手、宮城、福島を除外ベース。
 2. 『一般職業紹介状況』は、新規卒者を除きパートタイムを含むベース。
 3. 『毎月勤労統計調査』は、調査産業計、事業所規模5人以上。
 (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

一方、賃金関連では
 多くが弱含み

これとは対照的に、毎月勤労統計調査にみる賃金関連指標は、総じて軟調。4-6月期の現金給与総額は6四半期ぶりの前年比マイナスに沈み、中身的にも所定内、所定外、特別給与が揃って減少した。企業は、外部環境が悪化した場合に先ずは労働時間カットで対応し、雇用、とりわけ常用雇用の削減は次なる手段とする傾向にあるようだ(第21図)。今震災後の局面でも初動は同じく、雇用が維持される傍ら総実労働時間が縮減し、賃金は軟化している。

第21図：労働時間と常用雇用者数の推移

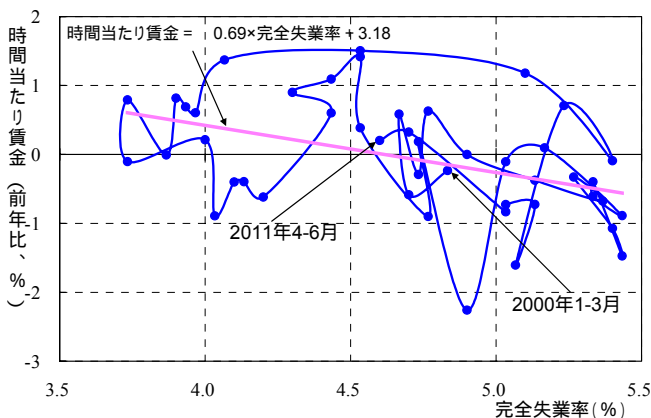


(注)調査産業計、事業所規模5人以上。
 (資料)厚生労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

雇用水準が保たれるうちに、労働時間の回復によって賃金が上向き、雇用者所得は持ち上がる見通し

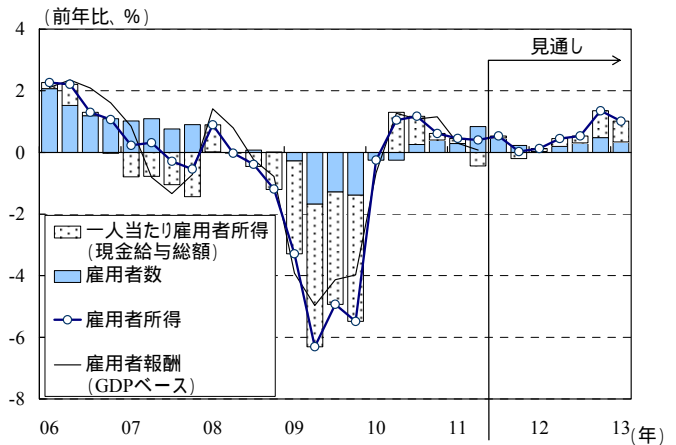
今後についても、生産が増加基調を辿ると見込まれる中、『雇用者数』は底堅い推移を続ける公算が大きい。同時に、生産活動の強まりは、「労働時間」の回復にも寄与するはず。実際に、増産が続いた6月の総実労働時間は半年ぶりに前年比プラス転化している。あわせて、「時間当たり賃金」は、失業率が再び悪化しない限り、前年比プラス圏内を維持し得る計算（近年のフィリップス曲線上では、現在の失業率水準：4.6%が時間当たり賃金の前年比プラスとマイナスの分岐点。第22図）。この結果、「労働時間」と「時間当たり賃金」の積となる賃金・給与総額＝『一人当たり雇用者所得』は、7-9月期以降、緩やかながらも増加に転じ、それと『雇用者数』を掛け合わせた『雇用者所得』も伸びを高めていくと予想される（第23図）。ただし、10-12月期には、冬季賞与の減少によって一時的に押し下げられる可能性がある。

第22図：完全失業率と時間当たり賃金の推移
(フィリップス曲線)



(注) 『時間当たり賃金』は、調査産業計、事業所規模5人以上。
(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

第23図：雇用者所得の推移



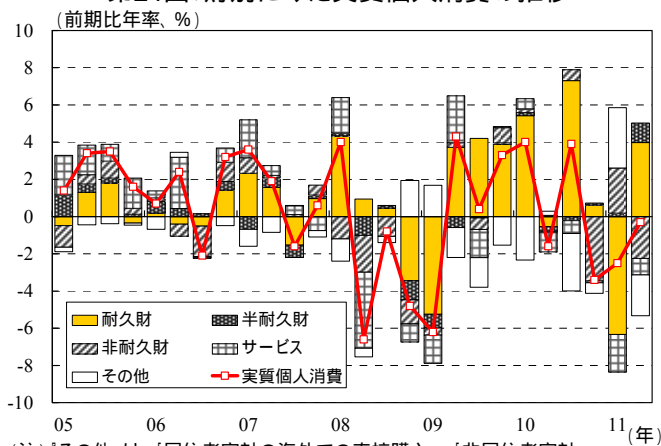
(注) 2011年3月以降の『雇用者数』は、当室にて岩手、宮城、福島県の3県分を加算。
(資料) 厚生労働省、総務省、内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

個人消費

個人消費は4-6月期にも前期比減少となったが、期中の流れは上向き

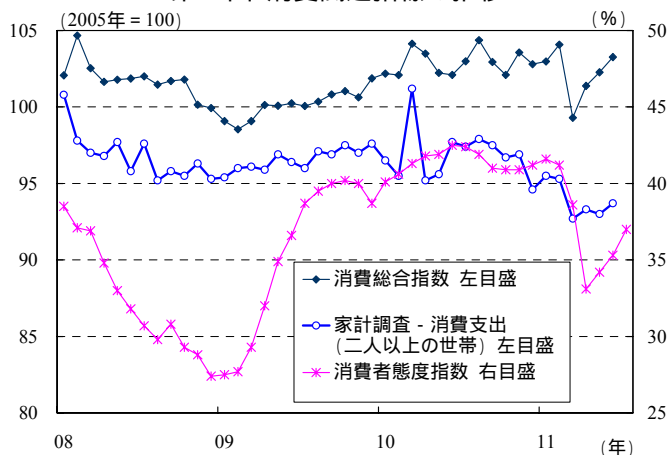
4-6月期の実質個人消費は前期比年率 0.3%と、3四半期連続のマイナスとなった（第24図）。財別にみると、テレビなどの家電や乗用車を含む「耐久財」（同+26.7%）や衣類などの「半耐久財」（同+16.3%）が急増した一方で、1-3月期に伸びた「非耐久財」（同 9.4%）や旅行などを含む「サービス」（同 1.7%、5四半期連続減）は減少した。もっとも、全体の減少幅は昨年10-12月の同 3.4%や今年1-3月期の同 2.5%から縮小。震災直後の落ち込みは大きかったが、期中の4月以降は着実に持ち直していたものと考えられる。実際、月次指標の動きを確認すると、消費総合指数は4月から3ヵ月連続で水準を切り上げ(3月の前月比 4.6%以後、4月が同+2.1%、5月が同+0.9%、6月が同+1.0%)、家計調査ベースの実質消費支出も4月(同+0.6%)と6月(同+0.8%)に小幅ながら前月比増加を確保している（第25図）。

第24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」、「非居住者家計の国内での直接購入(控除)」および「統計誤差」。
(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第25図：消費関連指標の推移



(注) 『消費総合指数』と『家計調査 - 消費支出』は、実質ベース。
(資料)内閣府、総務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

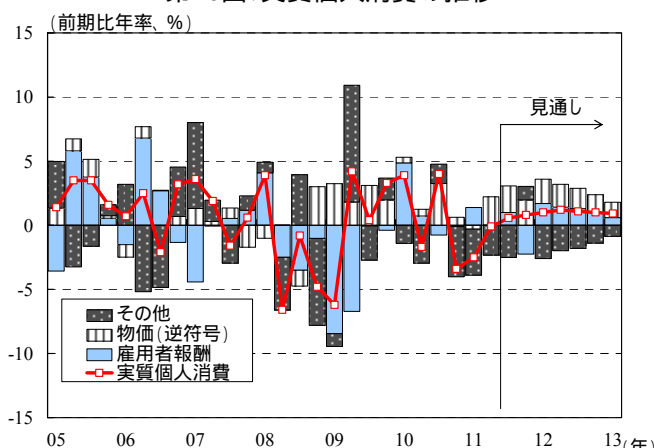
今後の個人消費は
所得とマインドの
両面から、安定化の
見込み

先行きについては、前述した雇用者所得・報酬の着実な伸びが、消費を支え続けるものと予想される(第26図)。ここに、震災で急激に冷え込んだ消費者マインドの改善も加わる見込み。この点、消費者マインドを映す消費者態度指数が5月以降7月まで上昇を続けていることは心強い材料だ。

復興財源のための
所得税増税は消費
の下振れリスクを
提示

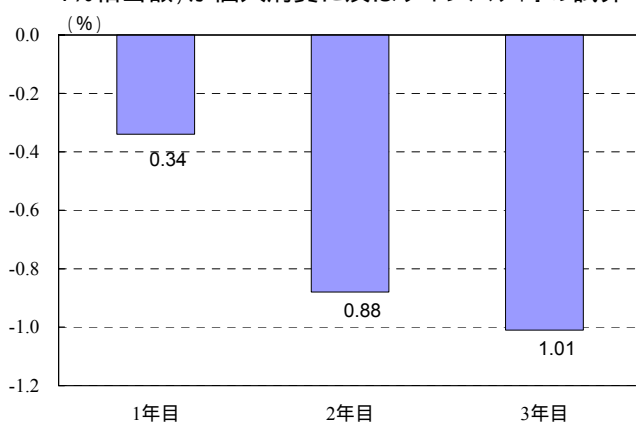
一方、懸念材料としては、復興財源として検討されている個人所得税の増税など。これが実行に移される場合には、可処分所得や消費者マインドの減退を通じて、個人消費の下押し圧力となる可能性がある。そのインパクトだが、例えば、内閣府の試算によると、個人所得税の名目GDP比1%相当額(4~5兆円)の増税で、個人消費は1年目に0.3%、2年目に0.9%ほど減少(第27図)。

第26図：実質個人消費の推移



(注) 『その他』は、「可処分所得の対雇用者報酬比率」と「消費性向」を乗じたもの。
(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第27図：内閣府による「個人所得税の増税(名目GDPの1%相当額)が個人消費に及ぼすインパクト」の試算



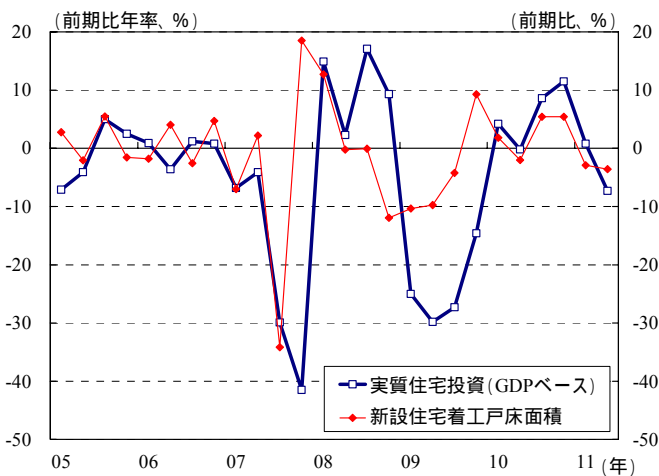
(注) 標準ケースからの乖離率。
(資料)内閣府資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

住宅投資

住宅投資は震災の影響を払拭できず大幅減

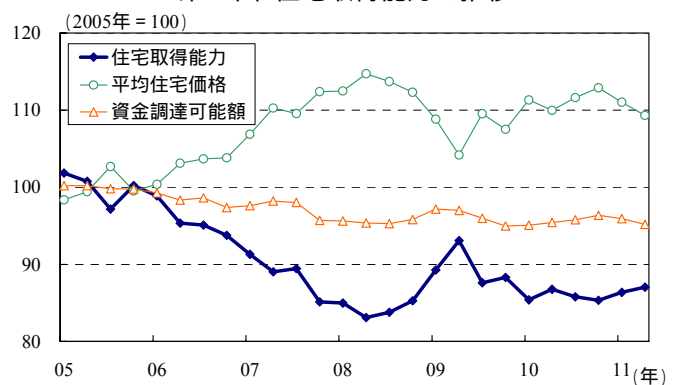
住宅投資は4-6月期、実質ベースで前期比年率 7.3%と、4四半期ぶりの減少となった(第28図)。減少幅も過去1年半で最大。また、GDPベースの実質住宅投資と比較的相関の高い新設住宅着工床面積をみても、1-3月期に続いて前期比マイナス。震災による落ち込みは勿論、その後の復旧もさほど進んでいない模様である。一方で、家計の住宅取得能力は今年前半、上昇に転じている(第29図)。住宅市場の軟化が、価格の下落などを通じて、結果的にポジティブな材料となっている面もないわけではないようだ。

第28図: 実質住宅投資と新設住宅着工床面積の推移



(資料)内閣府、国土交通省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第29図: 住宅取得能力の推移

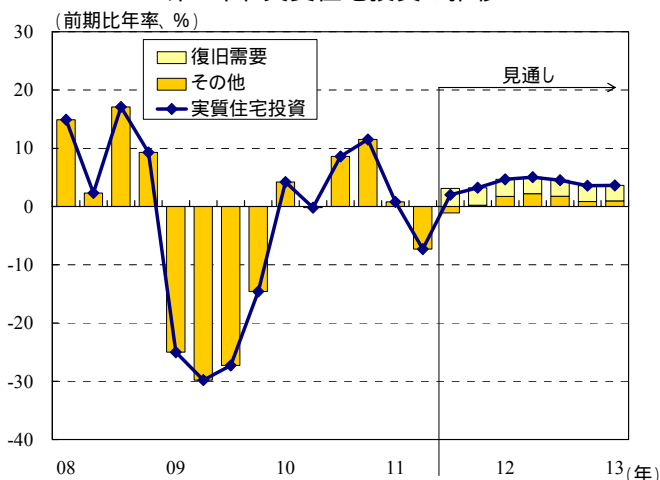


(注) 1. '住宅取得能力'は、『資金調達可能額』を『平均住宅価格(首都圏・近畿圏マンションの平均価格、当室にて季節調整)』で除したもの。
2. '資金調達可能額'は、借入可能額(年間返済額の上限を年収の25%、返済期間を25.1年として試算)と貯蓄額の合計。
(資料)総務省、不動産経済研究所統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

今後の住宅投資は、復旧・復興需要の本格化頼み

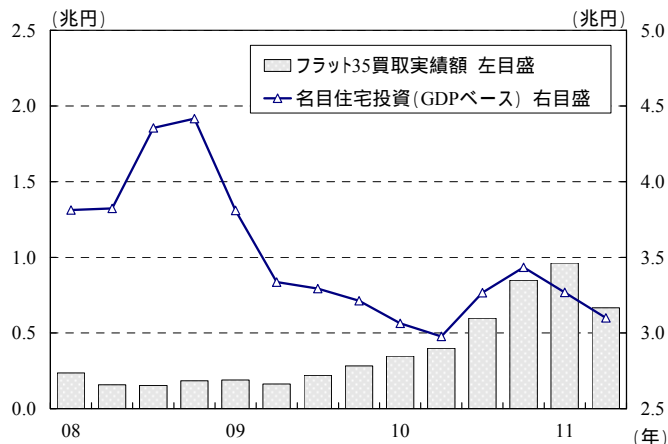
先行きでは、まず、被災地域の復旧需要、住宅の再建活動が住宅投資を押し上げてくることが期待される(第30図)。そのためには、がれき処理の進捗や復旧・復興計画の早期策定などが不可欠であるところ。残念ながら、現状では公的な対応の遅れが目立っており、復旧需要の出方は想定よりも緩やか、且つ、遅れ気味になる公算が高いと考えざるを得ない。加えて、年後半には、その実績が昨年半ばから少なくとも震災前まで住宅投資とともに伸びたフラット35S(優良住宅取得支援制度)の金利優遇措置(当初10年間の住宅ローン金利を1%引き下げ)の申請期限や(第31図)、住宅エコポイント制度での着工期限、贈与税に係る非課税枠拡大特例の適用期限などが、次々に到来する予定。低金利環境の継続や前述した雇用者所得の増加、住宅取得能力の上昇あたりは一定の底支えにはなるが、今後の住宅投資に多くは望み難い。復旧需要を勘案して漸く前期比増加を確保できる程度に止まると予想する。

第30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

第31図：フラット35買取実績額と名目住宅投資の推移



(注)『フラット35買取実績額』は、前期までに買取申請があったものも含む。

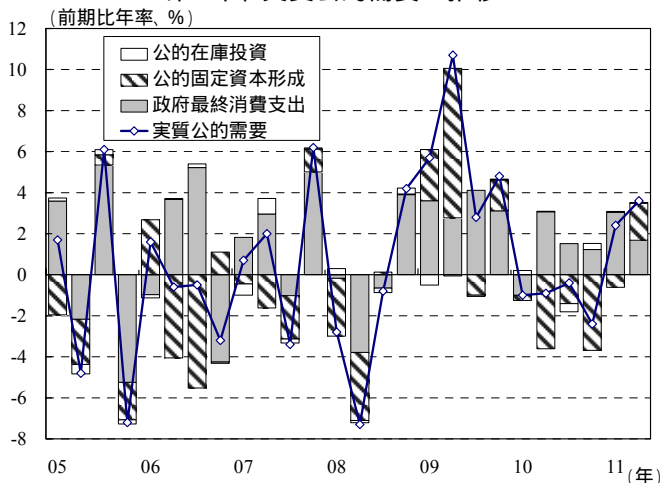
(資料)内閣府、住宅金融支援機構資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 政府部門

4-6 月期の公需は
2009 年 10-12 月期
以来の高い伸び

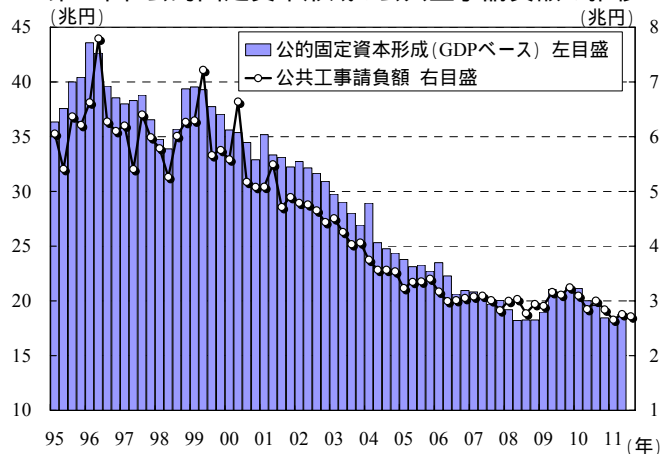
4-6 月期の実質公的需要は前期比年率+3.6%と、2009 年 10-12 月期以来の高い伸びとなった（第 32 図）。政府最終消費支出の増加が続いたことに加え、公的固定資本形成（公共投資）が 6 四半期ぶりの増加に転じたことが押し上げ要因となった。がれきの撤去や交通インフラ等の復旧工事、仮設住宅の建設など震災後の初期対応が、この背景とみられる。ただし、被災地の再建に向けた本格的な復興事業（住宅地の高台移転等）については、計画策定の遅延などによる着手の遅れが指摘されている。公的固定資本形成の先行指標である公共工事請負額は足元でも底這い圏内で推移しており（第 33 図）、本格的な復興需要の顕在化には暫く時間を要しそうだ。

第32図：実質公的需要の推移



(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第33図：公的固定資本形成と公共工事請負額の推移



(注)公共工事請負額は、当室にて季節調整後、1四半期先行させたもの。

(資料)内閣府、保証事業会社三社統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

政府は今後 10 年間の復興事業費を計 23 兆円とする方針

政府は 7 月 29 日に、今後 10 年間の復興事業費を合計で 23 兆円とする「復興基本方針」を決定した（第 3 表）。当方針は、2011～2015 年度を「集中復興期間」と位置付けて、同期間中に 19 兆円を投じ、特に 2011～2012 年度に予算を重点的に配分するとした。この 19 兆円のうち、今年度 1 次補正予算と同 2 次補正予算で計上された約 6 兆円以外の部分については、事業内容が未定であるため、GDP の押し上げ効果は計り難いものの、ラフに試算すれば 3%弱^(注1)となる。

第3表：復興基本方針の概要

	2011～15年度【集中復興期間】	2016～20年度	計
事業費	19兆円(2011～12年度に重点計上)		
予算	1次補正予算：約4兆円(実質GDP約0.6%押し上げ) 2次補正予算：約2兆円(実質GDP約0.3%押し上げ) 3次補正予算以降：約13兆円	4兆円	23兆円
施策	災害救助：4兆円 インフラ・市街地整備：8～9兆円 暮らし再生(学校整備、雇用対策等)：3兆円 防災・減災対策：1兆円 等		

(注)実質GDPの押し上げ効果は、内閣府試算。
(資料)東日本大震災復興対策本部資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

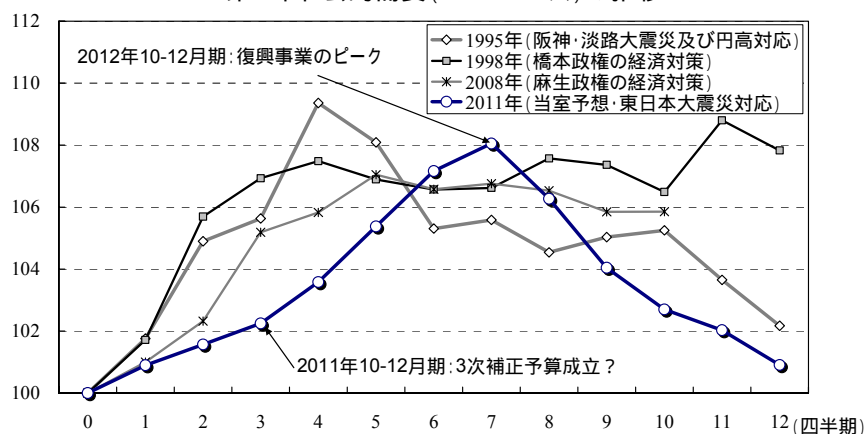
(注1)内閣府は、今年度 1 次・2 次補正予算の震災関連経費（合計で約 6 兆円）の実質 GDP 押し上げ効果を 0.9%程度と試算。この比率を 19 兆円の場合に当てはめると、押し上げ効果は 2.85%（約 15 兆 2,000 億円）となる。また、2011-2012 年度の事業費を 17 兆円と仮定した場合の押し上げ効果は、2.55%（約 13 兆 6,000 億円）。

復興事業は今年末から本格化し、公的需要の拡大は来年年末頃まで続く予想

もっとも、当初、震災復興に向けた大型補正予算の編成・成立時期は夏頃とみられていたが、秋口にずれ込む可能性が高まっている。結果として、復興事業が本格的に始動するのは早くとも今年末頃からとなろう。また、阪神・淡路大震災後や大型経済対策実施後の公的需要の推移をみると、4～5 四半期の間、増加基調を辿る傾向が窺われる。このため、今回の復興事業による公的需要のピークも、今年末から 1 年が経過した辺り、2012 年末頃になると予想される（第 34 図）。

なお、政府は、復興関連以外の予算については「中期財政フレーム」を堅持し、2014 年度まで国債費以外の歳出を 71 兆円以下に抑える方針を決定した。そのため、復興関連以外の予算は、今後の公的需要を動かす大きな要素とはならないものと考えられる。

第34図: 公的需要 (GDPベース) の推移



(注) 1. 『1995年』は1995年1-3月期、『1998年』は1998年4-6月期、『2008年』は2008年7-9月期、『2011年』は2011年1-3月期を100、0四半期。

2. 『1998年』は、1999年以降の小渕政権による経済対策実施により、長期間高水準で推移。

(資料) 内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 物価

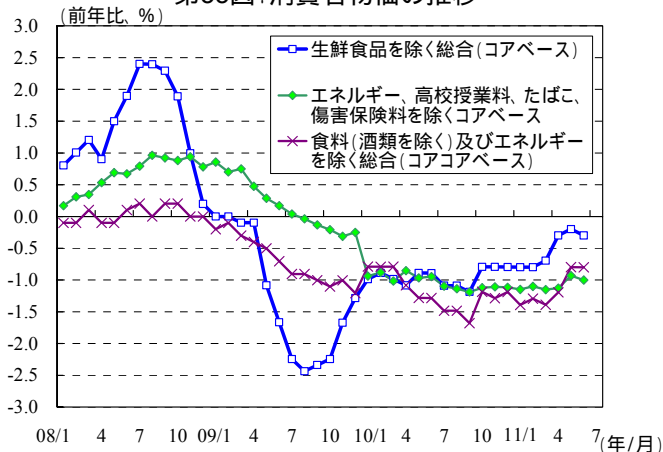
消費者物価は依然
下落基調のまま

消費者物価はその下落幅を縮めつつあるものの、依然として下落基調から脱し得ていない。確かに、4-6月期には生鮮食品を除くコアベースで前年比 0.2%と、昨年10-12月期や今年1-3月期の同 0.8%から前年比マイナス幅が顕著に縮小。直近6月にも、コアベースが同 0.2%、食料(酒類を除く)及びエネルギーを除くコアベースが同 0.8%の下落率に止まっている(注2)(第35図)。しかしながら、足元での消費者物価の動きには、エネルギー関連価格の上昇と、昨年4月の実質無償化後から続いていた高校授業料のマイナス寄与分の剥落、昨年10月のたばこ税の増税や傷害保険料の引き上げ、などが強く影響(第36図)。逆に、これら一時的に変動が大きくなっている項目を除けば、6月時点で同 1.0%となり、昨年の初め以降ほぼ不変という格好になる。デフレ圧力は引き続き根強い模様だ。

(注2) 先週12日、5年ごとに実施される消費者物価の基準改定の結果が発表になった。改定前の2005年基準では、6月のコアベースが前年比+0.4%(3ヵ月連続の上昇)、コアベースが同+0.1%(2ヵ月連続の上昇)であったところ。これが2010年基準への改定により、それぞれ0.6%ポイント、0.9%ポイント切り下がった。

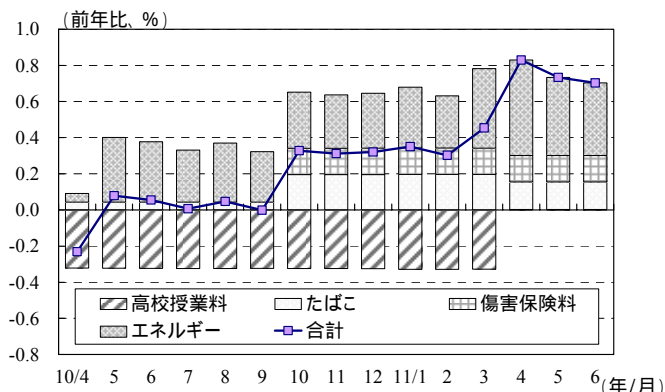
主因としては、ウェイト増に伴うテレビやビデオレコーダーのマイナス寄与の拡大、ウェイト減に伴うたばこや灯油のプラス寄与の縮小、価格低下度合いの大きいノート型パソコンの指数が100にリセットされたこと(近年の価格下落によって基準年を100とした指数水準が大きく低下していたところ、基準年の変更で再び100に戻されるため、指数水準が切り上がり、ウェイトが変わらなくとも全体の指数水準を押し上げる形に)など。

第35図:消費者物価の推移



(注)2009年12月までは2005年基準、2010年1月以降は2010年基準。
 (資料)総務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第36図:一時的に変動が大きくなっている項目の消費者物価(生鮮食品を除く総合)への影響



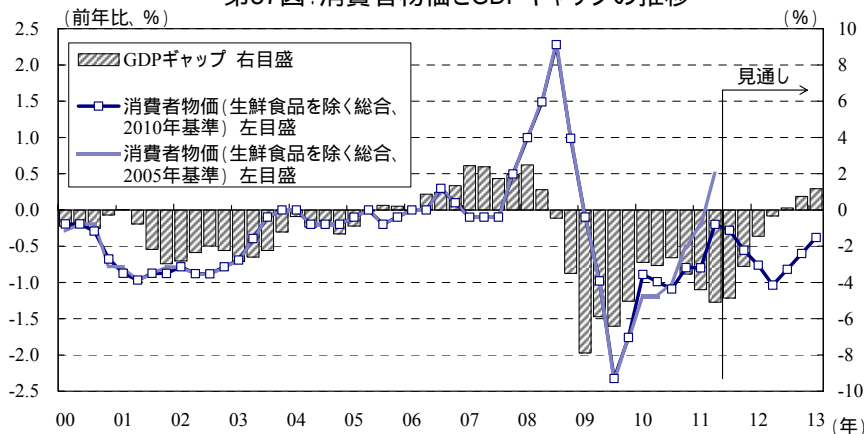
(注)「エネルギー」は、「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」。

(資料)総務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

消費者物価の下落幅は縮まるが、上昇に転じる時期は2013年度以降となる見通し

先行きについても、物価の下落基調、現下のデフレ状態が暫くは継続する公算が高い。前述した通り、实体经济の回復は着実に進んでいくものと想定され、それにあわせてデフレギャップも浅くなることまでは視野に入る(第37図)。結果として物価の下落幅は縮小しようが、そのペースは限られる見込みである。さらに、今回の基準改定によって、少なくとも統計上は、消費者物価の前年比プラス転化が遠退いた。消費者物価がコアベース、コアコアベースいずれでもプラス圏へ浮上し、且つ、その圏内を安定的に保ち得るようになるタイミングは、2013年度以降と予想する。

第37図:消費者物価とGDPギャップの推移



(注)1. 「GDPギャップ」は、「実績GDP」と「潜在GDP」の差を「潜在GDP」で除したもの。
 2. 「潜在GDP」は、当室にて算出したもの。

(資料)総務省、内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 金融政策・市場の現状と見通し

(1) 金融政策

日銀は資産買入等基金の10兆円増額を決定し、金融緩和を一段と強化した（第4表）。
 日銀は8月4日の金融政策決定会合で、資産買入等基金の10兆円増額を決定

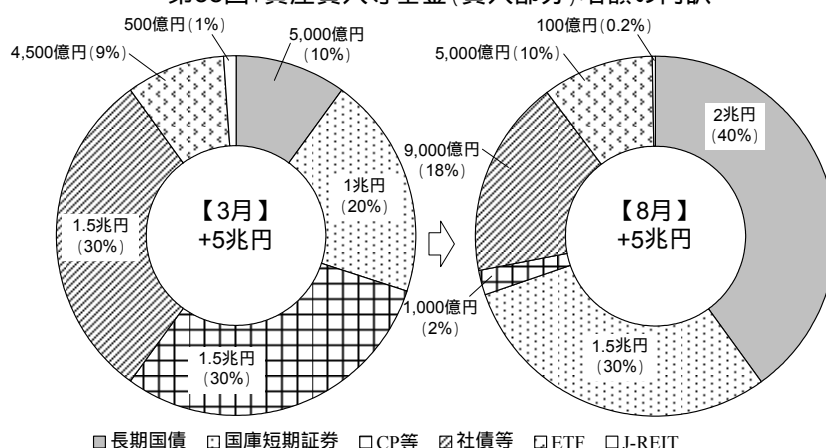
第4表：日銀の資産買入等基金

買入対象資産	基金規模			7月末時点 残高	-
	8月の増額前	8月の増額後	(-)		
買入	100,000	150,000	(50,000)	65,560	84,440
長期国債	20,000	40,000	(20,000)	13,066	26,934
国庫短期証券	30,000	45,000	(15,000)	25,037	19,963
CP等	20,000	21,000	(1,000)	15,803	5,197
社債等	20,000	29,000	(9,000)	8,021	20,979
ETF	9,000	14,000	(5,000)	3,406	10,594
J-REIT	1,000	1,100	(100)	227	873
共担オペ	300,000	350,000	(50,000)	304,280	45,720
合計	400,000	500,000	(100,000)	369,840	130,160

(資料) 日本銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

同基金の増額は3月14日に続いて2回目だが、前回とは狙いが若干異なっていると考えられる。同基金は、資産買入と固定金利型共担オペで構成されており、買入部分は3月と同じく5兆円の増額が行われた。ただし、3月にはCP・社債等の民間債権が増額の中心であったのに対し、今回は長短期国債が3.5兆円増と7割を占める（第38図）。また、固定金利型共担オペの限度額は、3月には据え置きであったが、今回は5兆円の増額となった。震災発生直後に行われた3月の増額は金融市場の機能低下を防ぐための信用緩和的な性格が強かったのに対し、今回は海外景気減速や円高等による景気下振れリスク増大に対応した量的緩和的な性格が強いといえる。

第38図：資産買入等基金(買入部分)増額の内訳



(注) ()内は、増加額に占めるシェア。

(資料) 日本銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

引き続き残る追加 緩和の可能性

先行き、日銀が再度、追加金融緩和に踏み切る可能性は小さくないとみる。これまで日銀が金融緩和に踏み切ったタイミングを振り返ると、円高の進行時や政府の経済対策の策定に歩調を合わせたケースが多い（第5表）。今後、米国景気の減速感の強まりや米FRBの金融緩和政策の長期化観測を背景に、円高圧力の高止まりは避けられないとみられる。また、政府は、秋口をめどに編成を予定している3次補正予算の中に、円高対策や産業空洞化対策を盛り込む方針である。勿論、為替動向のみに基づいて金融政策が決定されるわけではないが、円高の進行によって景気下振れリスクが強まる局面では、資産買入等基金の再増額などが検討されよう。

第5表：日銀が金融緩和を行った局面での金融市場と政府の動向

	金融市場	政府	金融政策
2008年10月	1ドル=92円台まで円高進行 日経平均8,000円割れ	経済対策閣議決定	政策金利を0.50%から0.30%に引き下げ
2008年12月	1ドル=87円台まで円高進行 日経平均が再び8,000円割れ	経済対策閣議決定	政策金利を0.30%から0.10%に引き下げ 企業金融支援特別オペ導入
2009年12月	11月末に1ドル=84.82円まで円高進行 日経平均は11月に2ヵ月半ぶりの安値更新	経済対策閣議決定	固定金利型共担オペ導入
2010年3月	1ドル=88円台と約3ヵ月ぶりの円高 日経平均は2月に約2ヵ月ぶりに10,000円割れ	—	固定金利型共担オペ増額
2010年8月	1ドル=83円台まで円高進行 日経平均は年初来最安値を更新	経済対策策定に着手	固定金利型共担オペ増額、期間延長
2010年10月	9月に1ドル=82円台と約15年ぶりの円高 日経平均は8月にリーマンショック以来の9,000円割れ	経済対策閣議決定 9月15日に為替介入	包括緩和導入
2011年3月	3月17日に1ドル=76.25円と最高値更新 3月14-15日の2日間で日経平均は1,600円超下落	震災対応予算編成に着手 3月18日に為替介入	資産買入等基金増額(5兆円)
2011年8月	7月29日に4ヵ月半ぶりに1ドル=76円台まで上昇 日経平均は8月3日までの6日間で460円下落	補正予算による空洞化 対策の検討に着手 8月4日に為替介入	資産買入等基金増額(10兆円)

(資料)日本銀行資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

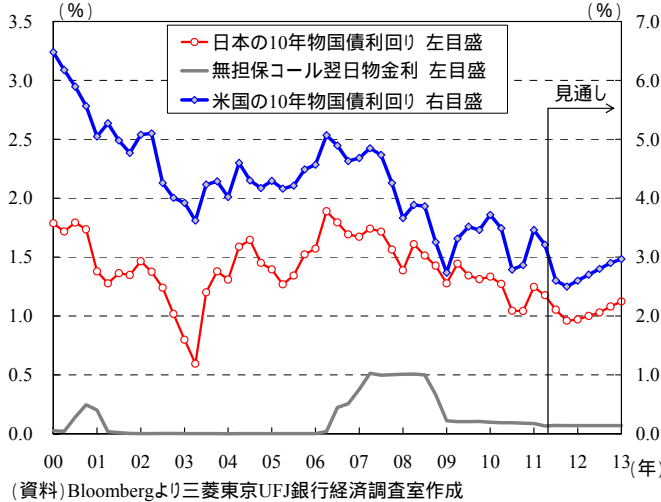
(2) 長期金利

長期金利は低水準 での推移を続ける 公算

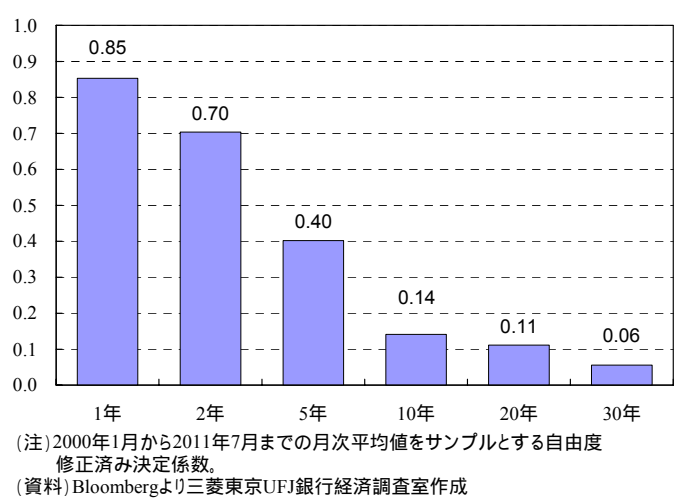
長期金利は、米国景気の失速懸念や欧州ソブリン問題のさらなる深刻化、日銀の追加金融緩和等を受けて低下しており、足元の新発10年物国債利回りは1%近傍で推移している。先行きも長期金利は、低水準での推移を続ける公算が大きい。長期金利に影響を与える大きな要因としては日銀の金融政策および米国の長期金利の動向の2つが挙げられるが、このうち点目については、追加緩和の可能性があり、長期金利を押し下げる方向に作用するとみる。また、点目の米国長期金利についても、景気減速を受けて当面は底這い圏内で推移する公算が大きく、日本の長期金利を下押しする要因となろう。結果、新発10年物国債利回りは当面1%前後での推移が予想され、上昇基調に転じるのは米国の10年物国債利回りが3%に近づく2012年秋以降となる見込み（第39図）。

なお、今年度は10兆円規模の復興債の発行が見込まれるものの、将来世代への負担先送りの回避という趣旨から、発行年限は5年以下が中心になるとみられる。この点、比較的短い年限の国債利回りは政策金利との相関性が高いため（第40図）、日銀が金融緩和を継続している足元の環境下では、利回りの上昇は抑制される公算が大きい。復興債の発行も長期金利の上昇要因となる可能性は限定的と考えられる。

第39図：日米長期金利と無担保コール翌日物金利の推移



第40図：年限別国債利回りと政策金利との相関関係



(3) 為替

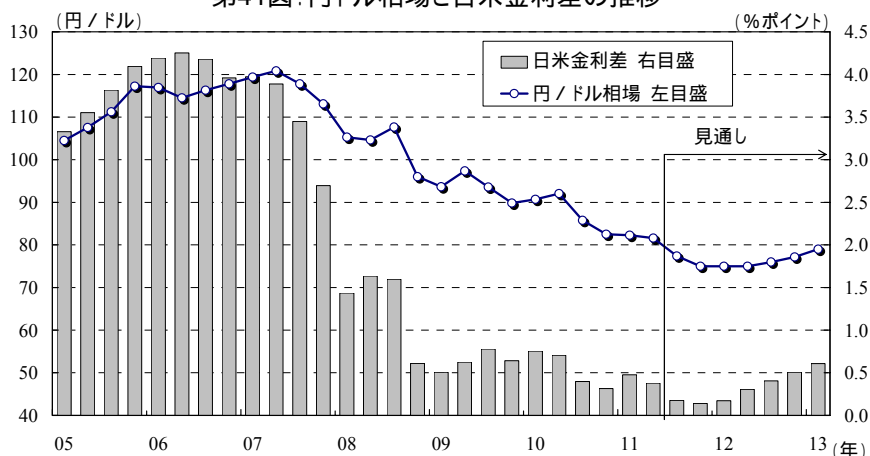
7月後半以降、円高が急進行

円ドル相場は、7月後半以降、米国の債務上限問題や景気失速懸念を背景に円高傾向が強まり、足元は1ドル=77円前後で推移している。8月4日、政府・日銀は円売り・ドル買いの単独介入を実施したが、市場の流れを反転させるには至らず、円は最高値圏内での推移を続けている。

今後も当面は、円高圧力が残る見通し

先行きでも当面は、円高圧力の残存が予想される。まず、日本の単独介入について、欧米当局は少なくとも積極的に歓迎してはならず、政府・日銀が引き続き大規模な為替介入を行い得るのか、不透明である。また、米FRBが8月のFOMCにおいて、少なくとも2013年半ばまで超低金利政策を維持する可能性を示唆したことも円高要因となるはず。日米の金利差が相当に縮小した状態が継続する中、円が上昇し易い地合いは今後も暫く続いていくと考えられる（第41図）。円ドル相場の2012年度末にかけての予想レンジは、1ドル=70円台半ばから後半。

第41図：円ドル相場と日米金利差の推移

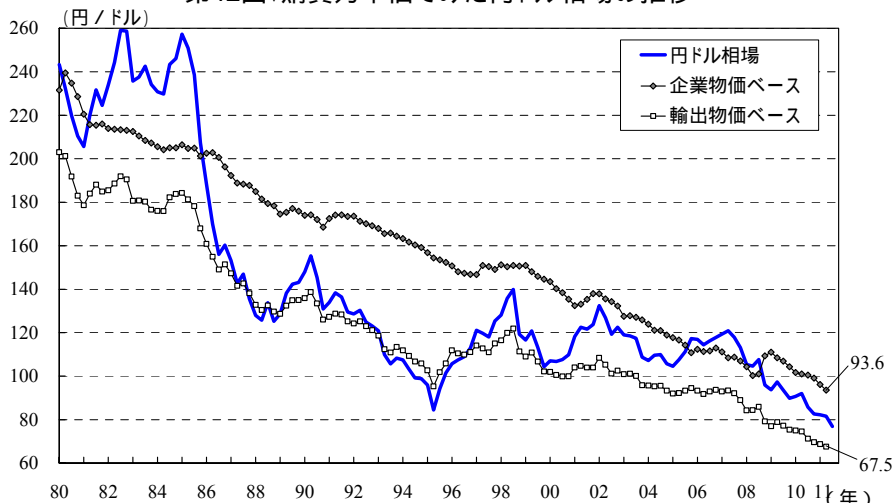


(注) 日米金利差は、米国の2年物国債利回りから日本の2年物国債利回りを引いたもの。
 (資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

欧米等の情勢次第
 では1ドル=70円
 割れの可能性も

なお、過去において、円高のピークを画してきた輸出物価ベースの購買力平価は、足元で1ドル=60円台後半の水準にある(第42図)。米国の景気後退懸念の一段の高まりや欧州ソブリン問題の想定以上の深刻化などをきっかけに、円がオーバーシュートする場合、一時的に70円を割り込むリスクも浮上してこよう。

第42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、米国労働省、米国商務省統計、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：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すよう、宜しく願い申し上げます。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おります。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、弊社ホームページ <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23年（2011年）9月9日
三菱東京UFJ銀行 経済調査室
（単位：%、10億円）

見通し →

	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	9.3	▲0.7	4.0	▲2.4	▲3.7	▲2.1	1.3	3.0	2.7	3.6	1.9	2.6	0.2	2.3	▲0.5	2.5
個人消費	3.9	▲1.7	4.0	▲3.4	▲2.5	▲0.1	0.6	0.8	1.0	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8	▲0.4	1.0
住宅投資	4.3	▲0.4	8.6	11.6	0.9	▲7.1	2.0	3.2	4.7	5.0	4.5	3.6	3.6	▲0.3	1.2	4.2
設備投資	6.8	10.7	4.2	0.0	▲5.5	▲3.6	5.5	9.6	10.2	12.0	4.9	2.5	▲0.0	4.2	1.3	7.4
民間在庫（寄与度）	4.1	▲2.0	2.0	0.2	▲1.3	0.4	▲0.4	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.5	▲0.0	0.3
公的需要	▲1.0	▲1.2	▲0.3	▲2.3	2.4	4.8	2.4	2.7	5.3	7.1	7.0	3.4	▲6.5	0.0	2.7	4.6
公共投資	▲0.7	▲21.9	▲7.1	▲20.6	▲2.8	18.3	2.8	6.1	12.6	19.3	18.3	8.2	▲18.2	▲10.0	3.3	11.0
純輸出（寄与度）	2.1	1.4	▲0.9	▲0.3	▲0.8	▲3.0	▲0.0	0.4	▲0.8	▲0.8	▲1.5	0.3	0.6	0.9	▲1.0	▲0.5
財貨・サービスの輸出	26.9	29.7	2.9	▲3.9	0.0	▲18.1	16.0	3.0	6.1	8.4	10.5	11.3	11.8	17.0	▲1.8	8.7
財貨・サービスの輸入	11.2	21.1	10.9	▲2.6	5.8	▲0.2	22.5	0.9	16.3	18.8	28.2	11.7	9.6	11.0	6.4	16.4
名目GDP	8.7	▲3.4	2.1	▲3.9	▲5.8	▲6.0	▲0.8	2.2	1.4	2.4	0.3	1.1	▲1.3	0.4	▲2.7	1.2
GDPデフレーター（前年比）	▲2.8	▲2.0	▲2.1	▲1.6	▲1.9	▲2.2	▲2.4	▲2.1	▲1.9	▲1.2	▲1.3	▲1.3	▲1.3	▲1.9	▲2.2	▲1.3
鉱工業生産（前期比）	7.3	0.7	▲1.0	▲0.1	▲2.0	▲4.0	7.2	2.2	1.1	1.9	1.3	1.7	1.1	9.0	0.8	7.8
国内企業物価（前年比）	▲1.6	0.2	▲0.2	1.0	1.7	2.4	2.9	2.2	1.2	0.9	1.0	1.0	1.1	0.7	2.1	1.0
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	▲0.3	▲0.6	▲0.8	▲1.1	▲0.8	▲0.6	▲0.3	▲0.9	▲0.5	▲0.7
2. 国際収支																
貿易収支	2,380	1,811	1,967	1,778	910	▲1,254	▲416	▲371	▲447	480	909	163	▲142	6,465	▲2,488	1,409
経常収支	4,531	3,904	4,405	4,321	3,260	1,860	2,759	2,863	2,845	3,831	4,318	3,630	3,385	15,889	10,327	15,164
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	1.1	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	77	75	75	75	76	77	79	86	77	77

（注）1.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)
2011年9月12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	2010年			2011年				
			10-12	1-3	4-6	4月	5月	6月	7月	8月
実質GDP成長率(前期比年率)	▲ 2.4	2.3	▲ 2.4 (2.2)	▲ 3.7 (▲ 1)	▲ 2.1 (▲ 1.1)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	▲ 4.2	2.0	▲ 0.2 (2.1)	▲ 1.9 (▲ 0.5)	▲ 0.4 (▲ 1.7)	1.7 (▲ 4.0)	1.8 (▲ 1.4)	2.3 (0.2)		
鉱工業生産指数	▲ 8.8	8.9	▲ 0.1 (5.9)	▲ 2.0 (▲ 3)	▲ 4.0 (▲ 6.8)	1.6 (▲ 13.6)	6.2 (▲ 5.5)	3.8 (▲ 1.7)	0.6 (▲ 2.8)	
鉱工業出荷指数	▲ 8.3	9.3	▲ 0.3 (6.4)	▲ 1.9 (▲ 3)	▲ 5.9 (▲ 8.4)	▲ 2.6 (▲ 16.1)	5.3 (▲ 8.0)	8.1 (▲ 1.8)	0.2 (▲ 2.9)	
製品在庫指数	▲ 6.1	3.5	▲ 0.6 (3.8)	1.0 (3.5)	3.2 (4.0)	0.5 (3.3)	5.6 (7.7)	▲ 2.8 (4.0)	▲ 0.2 (4.0)	
生産者製品在庫率指数 (2005年=100)	120.4	108.2	111.0 [114.7]	106.9 [106.3]	119.1 [106.5]	124.8 [105.0]	120.7 [107.5]	111.9 [106.9]	116.3 [109.0]	[108.0]
国内企業物価指数	▲ 5.2	0.7	0.4 (0.98)	1.1 (1.7)	1.2 (2.4)	0.9 (2.5)	▲ 0.2 (2.1)	0.0 (2.5)	0.3 (2.9)	▲ 0.2 (2.6)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	▲ 1.6	▲ 0.8	0.1 (▲ 0.8)	▲ 0.3 (▲ 0.8)	0.5 (▲ 0.2)	0.2 (▲ 0.4)	0.0 (▲ 0.4)	▲ 0.3 (▲ 0.4)	0.1 (0.2)	
稼働率指数 (2005年=100)	80.0	88.0	88.4 [81.8]	86.1 [89.5]	80.4 [89.8]	72.8 [90.0]	82.1 [90.5]	86.4 [88.9]		[88.5]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	▲ 20.4	9.1	▲ 4.3 (5.6)	5.6 (8.9)	2.5 (9.8)	▲ 3.3 (▲ 0.2)	3.0 (10.5)	7.7 (17.9)	▲ 8.2 (4.0)	
製造業	▲ 27.9	18.3	▲ 1.7 (11.5)	5.3 (16.3)	▲ 0.2 (17.2)	▲ 2.7 (7.4)	▲ 1.4 (22.5)	9.3 (21.1)	▲ 5.2 (3.2)	
非製造業 (除く船舶、電力)	▲ 14.7	2.7	▲ 5.1 (0.3)	1.4 (3.5)	5.0 (4.2)	2.9 (▲ 5.2)	▲ 5.4 (1.5)	15.7 (15.4)	▲ 1.4 (5.8)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲ 24.2	21.3	1.2 (23.9)	▲ 2.4 (6.6)	6.1 (9.0)	8.0 (1.9)	8.4 (16.9)	1.1 (9.3)	0.6 (7.5)	
建設受注	▲ 14.2	▲ 5.2	(2.0)	(▲ 4.9)	(18.0)	(31.4)	(25.5)	(6.0)	(5.7)	
民需	▲ 15.3	▲ 2.6	(4.8)	(1.5)	(20.1)	(33.5)	(20.2)	(13.1)	(12.0)	
官公庁	▲ 11.1	▲ 12.1	(▲ 3.6)	(▲ 20.1)	(15.1)	(31.0)	(51.6)	(▲ 8.0)	(9.1)	
公共工事請負金額	4.9	▲ 8.8	(▲ 14.8)	(▲ 3.2)	(▲ 9.3)	(▲ 11.2)	(▲ 14.1)	(▲ 3.4)	(▲ 15.9)	
新設住宅着工戸数(年率万戸)	77.6 (▲ 25.4)	81.9 (5.6)	84.3 (6.9)	84.2 (3.2)	81.0 (4.1)	79.8 (0.3)	81.5 (6.4)	81.7 (5.8)	95.5 (21.2)	
新設住宅床面積	(▲ 21.5)	(9.0)	(11.0)	(6.0)	(3.8)	(1.1)	(5.8)	(4.6)	(22.5)	
小売業販売額	▲ 0.4	0.8	(▲ 0.4)	(▲ 3.0)	(▲ 1.7)	(▲ 4.8)	(▲ 1.3)	(1.2)	(0.7)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	1.0	▲ 0.9	▲ 1.5 (▲ 1.5)	▲ 1.7 (▲ 3.0)	▲ 0.9 (▲ 2.1)	1.0 (▲ 2.0)	▲ 0.3 (▲ 1.2)	0.8 (▲ 3.5)	0.7 (▲ 2.1)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	74.7	73.4	74.5 [74.8]	71.9 [74.1]	74.1 [72.4]	72.9 [72.7]	74.7 [72.9]	73.6 [71.8]	71.9 [75.4]	[75.5]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 8.5	6.8	▲ 0.6 (5.7)	1.2 (1.7)	▲ 2.6 (▲ 2.0)	▲ 1.8 (▲ 3.9)	0.9 (▲ 2.1)	2.2 (0.0)	▲ 0.1 (▲ 1.0)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲ 3.3	0.6	(0.2)	(0.1)	(▲ 0.5)	(▲ 1.4)	(1.0)	(▲ 0.7)	(▲ 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	28,038 ▲ 109,743	33,848 1,683	28,033 10,188	28,654 3,912	24,914 15,833	30,531 10,821	27,348 20,627	18,928
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.45	0.56	0.57 [0.44]	0.62 [0.47]	0.62 [0.50]	0.61 [0.48]	0.61 [0.50]	0.63 [0.52]	0.64 [0.53]	[0.54]
完全失業率 (実数、季調済、%)	5.2	5.0	5.0	4.7	4.7	4.7	4.5	4.6	4.7	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	39.9	44.2	43.0 [36.73]	40.1 [42.77]	38.0 [48.33]	28.3 [49.80]	36.0 [47.70]	49.6 [47.50]	52.6 [49.80]	47.3 [45.10]
企業倒産件数 (実数、件数)	14,732 (▲ 8.7)	13,065 (▲ 11.3)	3,299 (▲ 6.5)	3,211 (▲ 7.3)	3,312 (▲ 0.3)	1,076 (▲ 6.7)	1,071 (4.8)	1,165 (1.4)	1,081 (1.4)	1,026 (▲ 3.5)

(注)失業率は、2011年3月以降岩手県、宮城県及び福島県を除く。

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	2010年		2011年		2011年				
			10-12	1-3	4-6	4月	5月	6月	7月	8月	
通関輸出	▲17.1	14.9	(10.0)	(2.5)	(▲8.1)	(▲12.4)	(▲10.3)	(▲1.6)	(▲3.4)		
価格	▲7.0	0.2	(1.2)	(▲0.0)	(0.2)	(▲0.9)	(0.5)	(1.1)	(2.0)		
数量	▲9.9	14.6	(8.6)	(2.4)	(▲8.3)	(▲11.6)	(▲10.8)	(▲2.7)	(▲5.3)		
通関輸入(円建)	▲25.2	16.0	(11.3)	(11.4)	(10.4)	(9.0)	(12.4)	(9.8)	(9.9)		
価格	▲18.4	3.3	(1.6)	(4.0)	(7.4)	(7.6)	(6.5)	(8.0)	(12.9)		
数量	▲7.3	12.4	(9.6)	(7.2)	(2.8)	(1.3)	(5.5)	(1.7)	(▲2.6)		
経常収支(億円)	157,817	161,255	36,482	39,866	15,232	4,056	5,907	5,269	9,902		
貿易収支(億円)	65,996	64,955	19,233	5,577	▲10,587	▲4,175	▲7,727	1,315	1,233		
サービス収支(億円)	▲18,185	▲12,730	▲3,984	▲771	▲5,595	▲4,213	▲176	▲1,206	▲3,062		
資本収支	▲123,113	▲97,221	▲10,192	▲34,301	7,914	11,466	▲1,638	▲1,914	▲7,531		
外貨準備高(百万ドル)	1,042,715	1,116,025	1,096,185	1,116,025	1,137,809	1,135,549	1,139,524	1,137,809	1,150,877	1,218,501	
対ドル円レート(期中平均)	92.80	85.69	82.59	82.32	81.70	83.35	81.23	80.51	79.47	77.22	

3. 金融

	2009年度	2010年度	2010年		2011年		2011年				
			10-12	1-3	4-6	4月	5月	6月	7月	8月	
コール・レート (無担保翌日物)	0.102	0.091	0.090 [0.104]	0.088 [0.098]	0.067 [0.093]	0.062 [0.093]	0.069 [0.091]	0.069 [0.095]	0.073 [0.094]	0.081 [0.095]	
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.516	0.356	0.336 [0.498]	0.336 [0.443]	0.332 [0.388]	0.333 [0.396]	0.332 [0.388]	0.332 [0.381]	0.332 [0.373]	0.329 [0.363]	
新発10年国債利回り (未値)	1.353	1.127	1.072 [1.317]	1.242 [1.337]	1.160 [1.208]	1.200 [1.280]	1.150 [1.260]	1.130 [1.085]	1.080 [1.055]	1.030 [0.975]	
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.449	1.357	1.382 (▲0.010)	1.357 (▲0.025)	1.349 (▲0.008)	1.359 (0.002)	1.346 (▲0.013)	1.349 (0.003)	1.338 (▲0.011)		
日経平均株価 (225種、未値)	11,090	9,755	10,229 [10,546]	9,755 [11,090]	9,816 [9,383]	9,850 [11,057]	9,694 [9,769]	9,816 [9,383]	9,833 [9,537]	8,955 [8,824]	
M2平残	(2.9)	(2.7)	(2.6)	(2.4)	(2.8)	(2.7)	(2.7)	(2.9)	(3.0)	(2.7)	
広義流動性平残	(0.5)	(0.6)	(0.3)	(▲0.3)	(▲0.0)	(▲0.2)	(▲0.3)	(0.3)	(0.7)	(0.6)	
貸出資金吸収動向											
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(0.8)	(▲1.9)	(▲2.0)	(▲1.8)	(▲0.8)	(▲1.0)	(▲0.8)	(▲0.6)	(▲0.6)	(▲0.5)
	銀行計	(0.8)	(▲2.0)	(▲2.1)	(▲1.9)	(▲0.8)	(▲1.0)	(▲0.8)	(▲0.6)	(▲0.6)	(▲0.5)
	都銀等	(▲0.4)	(▲4.2)	(▲4.6)	(▲4.6)	(▲2.8)	(▲3.1)	(▲2.7)	(▲2.7)	(▲2.7)	(▲2.6)
	地銀	(2.4)	(0.6)	(0.9)	(1.2)	(1.5)	(1.4)	(1.4)	(1.7)	(1.8)	(1.8)
	地銀	(1.3)	(▲0.4)	(▲0.5)	(▲0.0)	(0.9)	(0.7)	(0.7)	(1.1)	(1.3)	(1.2)
信金	(0.8)	(▲1.3)	(▲1.3)	(▲1.1)	(▲0.7)	(▲0.8)	(▲0.7)	(▲0.6)	(▲0.5)	(▲0.3)	
実質預金 + CD (平残)	3業態計	(2.9)	(2.6)	(2.7)	(2.2)	(2.7)	(2.7)	(2.6)	(2.8)	(2.6)	(2.1)
	都銀	(3.0)	(2.6)	(3.0)	(1.8)	(2.3)	(2.5)	(2.1)	(2.2)	(1.5)	(0.6)
	地銀	(3.1)	(3.1)	(3.0)	(3.1)	(3.4)	(3.0)	(3.4)	(3.7)	(4.0)	(3.8)
地銀	(1.8)	(0.6)	(0.1)	(0.9)	(2.0)	(1.9)	(1.9)	(2.2)	(2.6)	(2.7)	

(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