

2011 年 11 月 16 日

調査レポート

2011 / 2012 年度経済見通し(2011 年 11 月)

～ 震災からの力強い回復力は徐々に鈍化していく～

- 2011 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は、前期比 +1.5% (年率 +6.0%) と大幅なプラス成長となった(内需の寄与度が前期比 +1.0% であったのに対し、外需の寄与度は同 +0.4%)。東日本大震災の影響で一旦大きく落ち込んだ生産活動が、サプライチェーンの復旧に伴って急速に回復したことが背景にある。
- 2011 年度下期は、景気の拡大ペースがいったん弱まる見込みである。民需においては、個人消費が押し上げ効果一巡や所得の回復の遅れから伸びが大幅に鈍化することに加え、設備投資は増加基調が維持されるものの、企業の慎重姿勢を背景に伸びは小幅にとどまる。さらに外需も、海外景気の拡大ペース鈍化や円高を反映して輸出の伸びが小幅増加にとどまることから、景気の押し上げ効果はほとんど期待できない。一方、公共投資は第3次補正予算の成立を受けて堅調に増加し、景気全体を下支えするであろう。**2011 年度の実質 GDP 成長率は前年比 +0.4%**と予想する。2010 年度の同 +2.4% からは急減速するが、マイナスのゲタ(-0.5%)の影響を受けており、ゲタを除いた年度中の成長率は +0.9% と 2010 年度の同 -0.1% からは大きく改善する。名目 GDP 成長率は前年比 -1.3% と 2 年ぶりのマイナス成長に陥る。デフレーターは同 -1.8% と大幅なマイナスが続く見込みである。
- 2012 年度は、官公需中心に復興需要が高まることに加えて、民需、外需とも増加し、景気の回復力が再び強まってくると期待される。官公需は下期になると効果が一巡してくるが、海外景気の持ち直しを受けて輸出が年度を通じて底堅く推移する。個人消費は雇用・所得状況が改善することから緩やかな増加を続け、企業業績の改善を背景に設備投資は増加基調が維持される。**2012 年度の実質 GDP 成長率は前年比 +2.1%**と前年度の伸びから拡大する。名目 GDP 成長率も前年比 +1.8% まで上昇するが、デフレーターは同 -0.2% とデフレが解消するには至らない見込みである。

(前年比、%)

	実質 GDP		名目 GDP		デフレーター	
	2011年度	2012年度	2011年度	2012年度	2011年度	2012年度
9月12日時点	0.2	2.3	-0.9	2.8	-1.0	0.4
今回	0.4	2.1	-1.3	1.8	-1.8	-0.2

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 国内経済班 (chosa-report@murc.jp)

〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2

TEL: 03-6733-1070

本資料は、経済研究会にて配付しております

- 目次 -

1 . 2011 / 2012年度の日本経済

～震災からの力強い回復力は徐々に鈍化していく～

- | | |
|---|------|
| (1)景気の現状～実質GDP成長率は大幅なプラスに転じる | 2 |
| (2)高まる景気の下振れ懸念～外需の動向が鍵を握る | 3～8 |
| (3)2011 / 2012年度の見通し～2011年度下期に回復ペースは鈍化へ | 9～13 |

2 . 経済活動からみた予測

- | | |
|-------------------|-------|
| (1)企業 | 14～17 |
| 生産と在庫 | |
| 企業収益 | |
| 設備投資 | |
| (2)家計 | 18～22 |
| 雇用 | |
| 所得・賃金 | |
| 個人消費 | |
| 住宅投資 | |
| (3)政府 | 23～25 |
| 政府最終消費支出 | |
| 公共投資 | |
| (4)海外部門 | 26～30 |
| 米国 | |
| 欧州 | |
| アジア | |
| 日本の輸出入 | |

3 . 物価と金融市場の予測

- | | |
|---------------------|-------|
| (1)物価 | 31～33 |
| 原油価格 | |
| 国内企業物価と消費者物価 | |
| (2)金融政策 | 34 |
| (3)金融市場 | 35～36 |
| 金利 | |
| 為替 | |
| ○日本経済予測総括 | 37～40 |

1 . 2011 / 2012 年度の日本経済

～ 震災からの力強い回復力は徐々に鈍化していく ～

(1) 景気の現状～実質GDP成長率は大幅なプラスに転じる

11月14日に発表された2011年7～9月期の実質GDP成長率は前期比+1.5%（年率+6.0%）と4四半期ぶりにプラス成長となり、プラス幅も大きくなった。東日本大震災の影響で一旦大きく落ち込んだ生産活動が、サプライチェーンの復旧に伴って急速に回復したことが背景にある。心配されていた夏場の電力不足も、節電の工夫により企業の生産活動を大きく押し下げる要因とはならなかったようだ。

実質GDP成長率に対する寄与度を内外需別にみると、内需の寄与度は前期比+1.0%、外需（純輸出＝輸出－輸入）の寄与度は同+0.4%となった。個人消費の堅調な増加などを受けて内需は2四半期連続でプラス寄与となり、供給制約の解消によって輸出が大きく増加した影響で外需も5四半期ぶりにプラス寄与となった。

内需の内訳をみると、個人消費が前期比+1.0%と2四半期連続で増加し、増加幅も大きくなった。供給量の回復により自動車販売が急速に持ち直したほか、自粛ムードの後退を反映して旅行など一部のサービス消費も持ち直した。住宅投資は、震災後に先送りされていた住宅着工が持ち直したことを反映し、同+5.0%と増加に転じた。

設備投資は同+1.1%と小幅ながらも4四半期ぶりに増加に転じた。震災後に手控えられていた投資活動が再開されたほか、震災復旧のための投資も徐々に現れてきたことなどが背景にある。震災の影響で大幅に減少した在庫を積み増す動きや、半導体など一部の製品での在庫積み上がりを受けて、民間在庫投資の実質GDPに対する寄与度は+0.2%と、2四半期続けてGDP成長率を押し上げる要因となった。

公的需要では、震災関連の支出増もあって政府最終消費は同+0.4%と増加が続いた。一方、仮設住宅建設による押し上げ効果が剥落したことなどの影響で公共投資は同-2.8%と減少に転じた。この結果、公的需要全体では同-0.1%と小幅減少した。

外需は、発電用のエネルギーの需要拡大や国内の生産活動の持ち直しなどを受けて輸入は同+3.4%と増加した。一方、供給体制の復旧や海外での在庫復元の動きなどにより輸出も同+6.2%と大きく増加した。この結果、外需の実質GDPに対する寄与度は+0.4%と5四半期ぶりに成長率を押し上げる要因となった。

経済全体の総合的な物価動向を示すGDPデフレーターは、前年同期比-1.9%と下落率はやや縮小したものの、大幅な低下が続いた。国内物価は下落ペースが和らいできているものの、輸入物価の高止まりが引き続きGDPデフレーターを押し下げる要因となった。

(2) 高まる景気の下振れ懸念～外需の動向が鍵を握る

これまで続いていた東日本大震災後の急速な景気の持ち直しの動きは、最近になって一巡しつつある。それでも、公共投資を中心に復興需要が見込まれるほか、世界経済の回復は緩やかながらも続くと予想され、景気は今後も基調としては持ち直しが続くと思込まれる。供給不足によって先送りされた自動車の需要も、今後の生産や消費の押し上げ要因として期待される。しかし、最近になって景気の先行き不透明感が一段と強まってきた。

現時点での景気下振れリスクの大きな要因として考えられるのは、以下の3点であろう。

海外景気の失速のリスク、中でも欧州の財政金融危機の影響

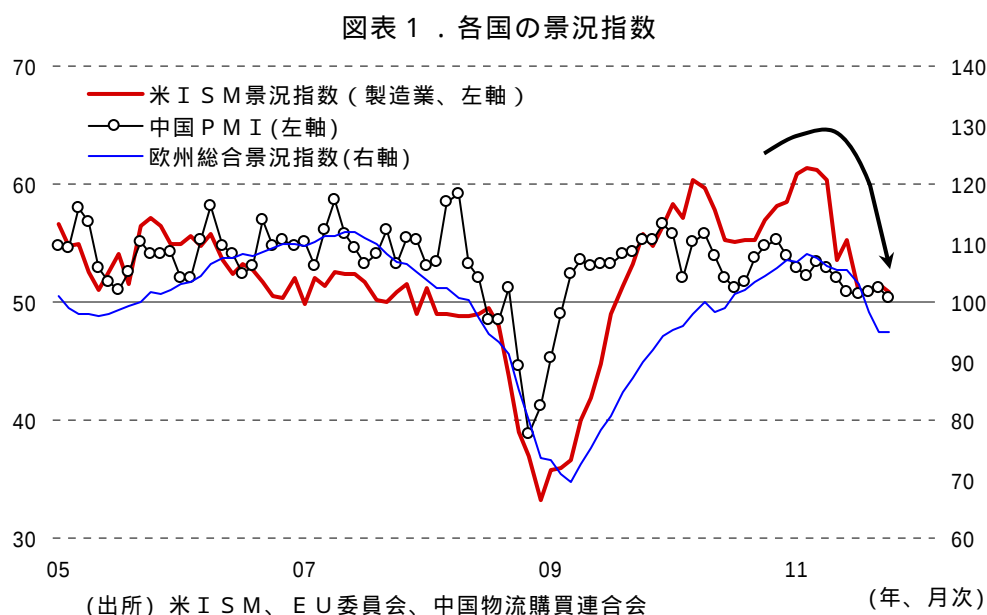
在庫調整などが今後の鉱工業生産に及ぼす影響

個人消費や設備投資といった民需の回復力の持続性

以下では、これらの点について検討してみた。

高まる海外景気の失速リスク

海外景気の回復の動きが弱まってきた。各国の景況指数の動きを見ると、夏場にかけて急速に弱含んでおり、中でも欧州の水準低下が進んでいる(図表1)。



欧州では財政金融危機の影響により企業マインド、消費者マインドともに冷え込んでおり、こうした動きが経済の実態面にも現れてきている。ユーロ圏の実質 GDP 成長率は 4～6 月期の前期比年率 +0.7% に続き 7～9 月期も同 +0.6% と、ほぼ横ばい圏内での動きが続いている。ユーロ安であるにもかかわらず、主要な輸出先である米国やアジアでの需要の停滞から輸出が低迷しており、内需の伸びも総じて弱い。

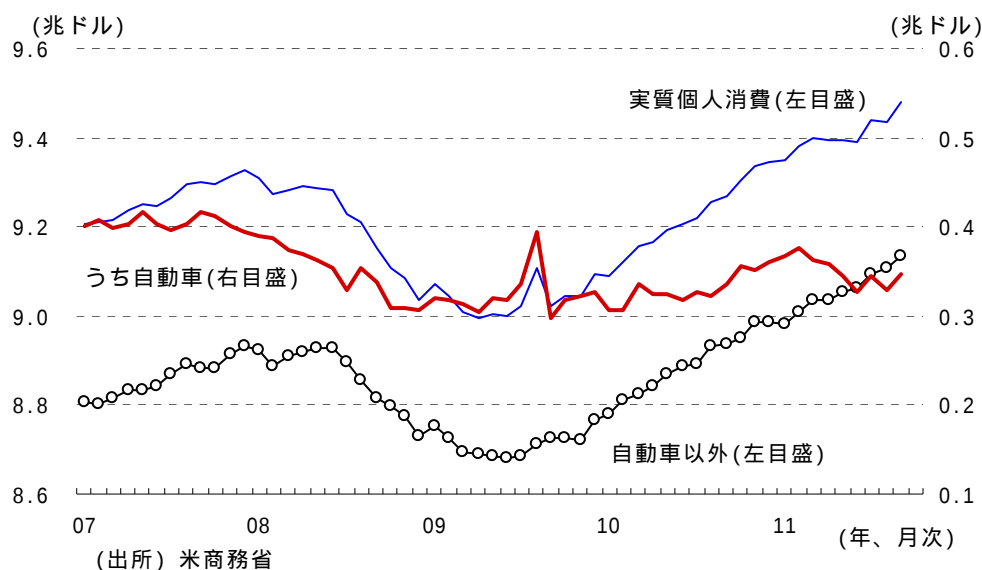
財政金融危機に対処するための包括戦略が合意された後も、その実現性については不確

定な要素も残されており、金融市場の混乱も沈静化していない。実際に金融危機が現実化し世界の金融市場が混乱に陥ることは想定していないが、財政問題は一朝一夕で解決することではない。当分の間、問題が再燃するリスクを抱え続けることになると考えられ、欧州経済の景気回復の足かせとなる懸念がある。中核国であるドイツの景気が底堅さを維持しており、金融市場の混乱が収まってくれば緩やかな回復が見込めるが、一方で各国とも財政支出の削減策が景気のマイナス要因であり、先行きは楽観視できる状況ではない。

中国をはじめとしたアジア地域では、金融引き締めなどの影響により減速感が強まっている。中国では、2011年7～9月期の実質GDP成長率が前年比+9.1%と依然として高成長ながらも、金融引き締めの影響により伸び率は緩やかに低下している。もっとも、物価上昇圧力も徐々に鈍ってきており、これまでの金融引き締め策を転換する下地も整いつつある。大きな調整には至らず、次第に持ち直しの動きが強まってくることが期待される。

一方、米国では7～9月期の実質GDP成長率が前期比年率+2.5%まで回復するなど、景気持ち直しの動きが強まってきた。2011年上期は、ガソリン価格の上昇の影響や自動車の供給不足などから個人消費が伸び悩み、景気に停滞感が広がった。しかし、ガソリン価格が下落に転じたこともあって個人消費が回復に転じている(図表2)。自動車販売台数も10月には年率換算値で1,300万台まで回復し、今後さらに増加する可能性がある。クリスマス商戦の見通しも、さほど厳しくはないとの見方が広まっており、個人消費は今後も堅調に伸びる可能性が高まっている。また、企業業績は好調を維持しており、設備投資も順調に増加している。

図表2．米国の個人消費は持ち直し



もっとも、財政再建をめぐる党派対立のあおりを受けて、社会保障減税や失業保険延長給付などの時限措置が年内で失効してしまうと個人消費にとって大きな打撃となるリスク

が残っている。ただし、このまま順調な回復が続けば、アジアや欧州の景気にとって大きなプラス要因となることは間違いない。

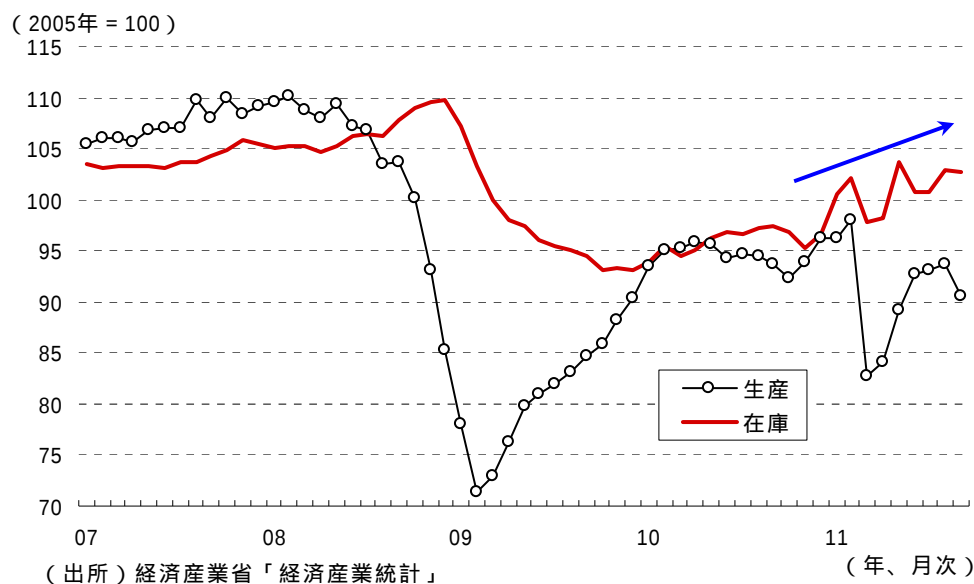
以上のように、2011 年度中は世界経済が下振れするリスクが残るものの、新興国や米国経済は総じて堅調な推移が見込まれるため失速は回避されと考えられる。

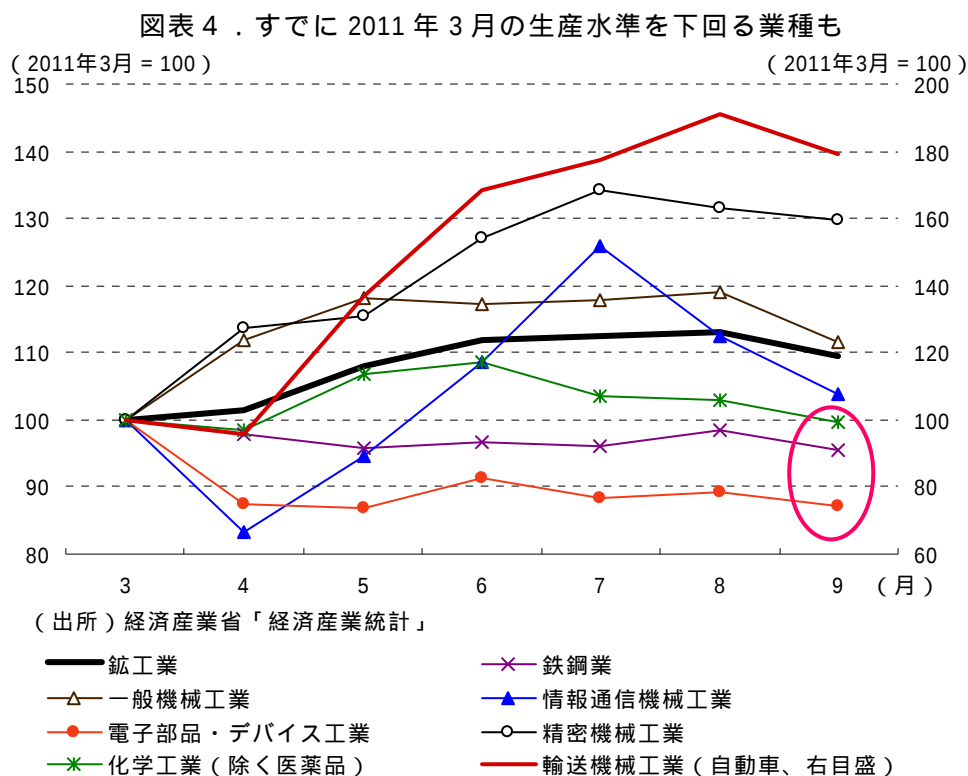
在庫調整が生産を抑制するリスク

海外景気の伸びの鈍化は輸出を通じて国内の生産動向に影響してくる。東日本大震災からの復旧局面で順調に回復してきた鉱工業生産指数は、9 月に前月比 - 3.3%と東日本大震災の発生後初めて減少に転じた。10、11 月の生産予測指数はいずれも前月比でプラスが見込まれているが、タイの洪水の影響で自動車など一部の業種で減産を余儀なくされるなど、下振れのリスクがある。

懸念されるのが、足元で急速に在庫が積み上がっている点である（図表 3）。海外需要が弱まってきたことや、震災後の供給力不足の中で急速に生産を復旧させた反動などを背景に、鉄鋼、化学といった素材関連に加え、電子部品・デバイス、電気機械などの業種で在庫水準が高まっている。すでに在庫調整のために生産を抑制する動きも出ており、鉄鋼、化学、電子部品・デバイスの生産水準は、震災のあった 2011 年 3 月の水準よりも低くなっている（図表 4）。また、薄型テレビの販売が大きく落ち込んでいる情報通信機械では、国内生産は大幅に削減される見込みであり、今後も一段の落ち込みが予想される。一方、好調なのは自動車、精密機械、一般機械である。特に、国内生産に占めるシェアが高い自動車の生産が、他の産業の落ち込みをカバーして全体を押し上げている。

図表 3．在庫の水準が高まりつつある





このように、サプライチェーンの復旧にともなって急速に回復してきた自動車の陰に隠れて目立たなかったが、幅広い業種の動向を見ていくと企業の生産活動は決して好調とはいえない状況にある。

今後の生産動向に影響を与えるのは内外需要の動向である。先ほど述べたように、外需は欧州で景気の下振れリスクが強まっているものの、米国、アジアの景気が大きく落ち込むリスクは小さいと考えられ、輸出は緩やかながらも増勢を維持しそうだ。中でも自動車の海外市場における在庫復元の動きはしばらく続きそうであり、自動車輸出は堅調に推移しそうである。

一方、内需は次に述べるように、しばらくは弱い動きが続く可能性があるが、それでも復興需要や底堅い自動車販売に下支えされ、大きく落ち込むことは回避されよう。

しかし、内外需要が緩やかな回復ペースにとどまる状況下では、足元で積み上がっている在庫が適正水準にまで減少するまでには時間がかかりそうである。このため、2011 年度下期の生産活動は、自動車を除けば低迷する可能性が高い。国内の生産活動は、しばらくは自動車頼みの状況が続きそうだ。

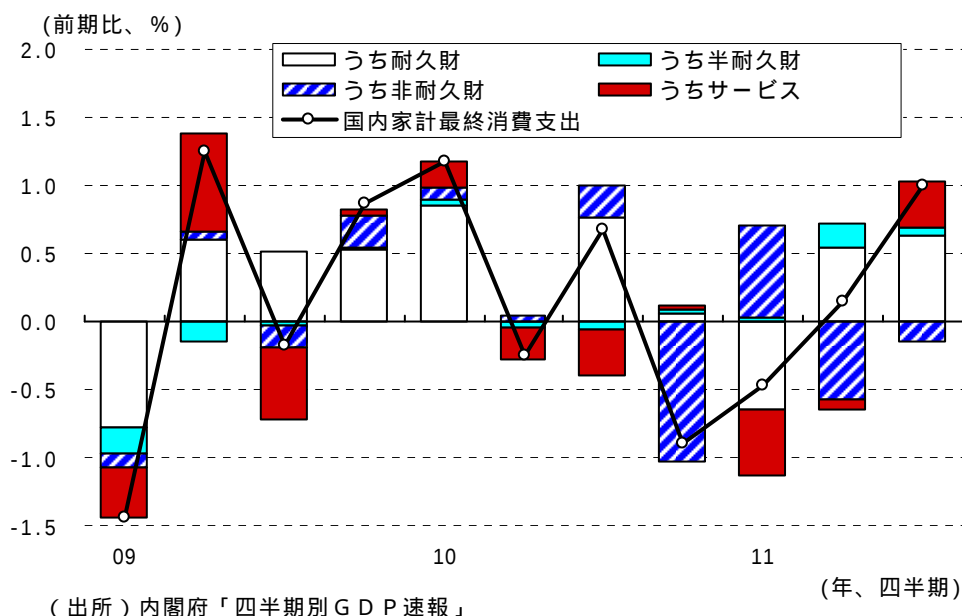
民需は当面弱い動きが続く

7～9月期の実質 GDP における個人消費は堅調に増加した。中でも全体を牽引したのが、自動車などの耐久財である（図表５）。

供給制約によって落ち込んでいた自動車販売は、生産回復に合わせて持ち直しの動きが

続いている。自動車各社は、2011年度上期の生産の落ち込みを挽回するために、今後も増産体制を強化する方針であり、それに合わせて需要の伸びも期待される。ガソリン価格の高止まりや省エネ意識の高まりから、エコカーや小型車への需要は強く、自動車販売の伸びは消費全体を押し上げよう。ただし、10～12月期以降は次第に前期比での押し上げ効果は弱まってくる見込みである。また、不確定な要素も大きい。タイの洪水の影響で国内生産の一部に影響が出る可能性もある。

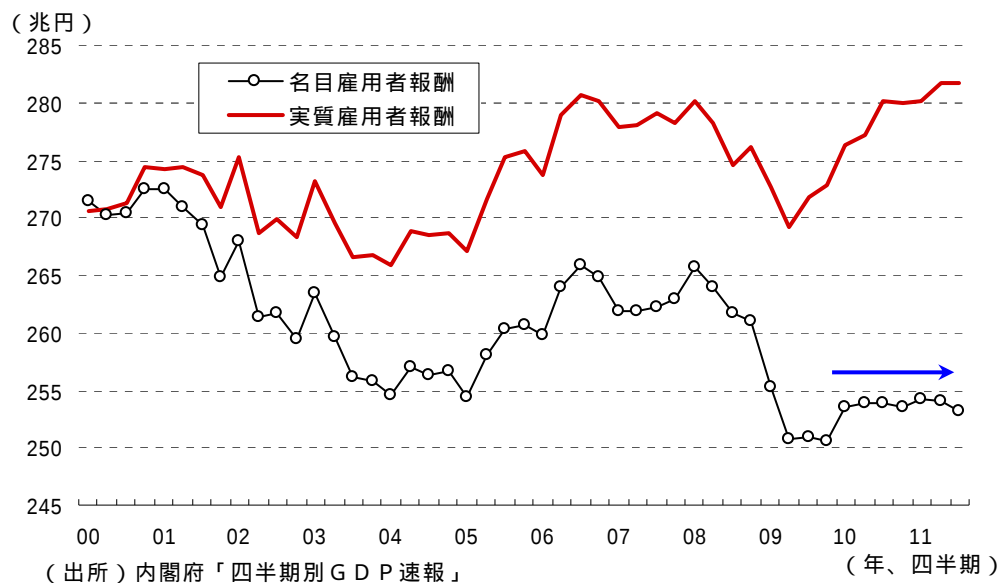
図表5．耐久財を中心に個人消費は順調に回復



地上デジタル放送への完全移行を控え7月まで好調だった薄型テレビは、8月以降の販売が大きく落ち込んでおり、今後の消費の押し上げ効果は期待できない。さらに、7～9月期にはエアコンなどの節電家電が好調であったが、こうした効果も剥落する見込みである。

このように、年度下期に入ってくると、耐久財消費は伸び悩んでくる公算が高い。自粛ムードの後退によってサービス関連への支出が持ち直してきているという明るい動きもある。しかし、このところ所得の伸び悩みや震災の影響による企業業績の悪化を受けて、2011年冬のボーナスは夏に続き前年比マイナスとなる可能性が高く、耐久財の低迷をカバーすることは難しそうだ。雇用者報酬の動きをみると、実質値では物価下落の影響によって過去最高水準にあるものの、名目値ではリーマン・ショックによる景気悪化からの回復過程においても水準はあまり回復しておらず、最近では横ばいで推移している(図表6)。家計の実質的な購買力は高まっているとはいえ、名目で所得が増えていなければ消費マインドもなかなか盛り上がらないであろう。

図表6．名目雇用者報酬は低水準のまま



企業部門においても、設備投資にはあまり大きな期待はできない。今後、復旧に伴って企業業績は回復が続き、復旧のための投資や発電能力強化のための投資も加わるため増加基調が続くものと考えられる。しかし、その場合でも、企業の慎重姿勢に変化はないものと思われ、過去の景気回復局面と比べても、設備投資の伸びは緩やかにとどまるであろう。特に足元の円高局面においては、輸出企業は不要不急の投資は先送りする可能性がある。

公共投資を中心に復興需要が見込まれるほか、自動車の生産・販売が底堅さを維持するため、景気は今後も基調としては持ち直しが続くと思込まれる。しかし、以上みてきたように、2011年度下期においては内外需要ともいったんは動きが弱まることは避けられそうにない。その後、景気回復力が再び力強さを取り戻すかどうかは、海外需要の動向によるところが大きいであろう。

(3) 2011 / 2012 年度の経済見通し ~ 2011 年度下期に回復ペースは鈍化へ
見通しの作成にあたっては、いくつかの前提条件を置いた。

まず第 3 次補正予算、復興財源などは現在国会で審議されている通りの内容で成立すると考えた。

次に、今冬、来夏とも全国的に節電要請があるが、深刻な電力不足は回避されると仮定した。原発全部が停止することは非現実的ではあるが、仮にそうなったとしても、火力発電設備の新設や今年夏のような節電対応で、企業の生産活動に大きな負担をかけることにはならないであろう。

その他、子ども手当では 2011 年度下期から減額され 2012 年度から所得制限の導入などの制度変更、消費税引き上げは 2014 年度と 2015 年度の 2 回に分けて 10% まで引き上げられるとした。

なお、T P P (環太平洋パートナーシップ協定) については、交渉参加に向けて関係国との協議に入る方針を表明した段階であり、その影響については考慮していない。

2011 年度下期は、景気の拡大ペースがいったん弱まる見込みである。寸断されたサプライチェーンの復旧がほぼ終了し、電力不足問題への対応も整いつつあり、供給サイドの制約は概ね解消されている。しかし、内外需要が力強さに欠ける中、実質 G D P 成長率が 7 ~ 9 月期のような高い伸びを続けることはできない。

個人消費は、震災後の自粛ムードが後退してきたことに加え、自動車の供給制約が解消されていることや節電対応の需要の高まりもあって堅調に推移している。しかし、年度下期になると、これまでの押し上げ効果が一巡してくることに加え、冬のボーナスが減少するなど所得の改善の遅れもあって、個人消費の動きは大幅に鈍化すると予想される。堅調が予想される自動車販売も、前期比ベースでは伸びが鈍化してくると見込まれる。

企業部門においては、被災した生産設備の修繕、物流などのインフラ整備の進展、寸断されたサプライチェーンの復旧に目途がつき、生産活動はほぼ正常化している。また、夏場の電力不足への対応も生産活動への影響は軽微であった。このため、年度上期の企業活動は V 字型の回復を達成したが、年度下期はいったん足踏み状態に陥る可能性がある。一部の業種で在庫が急速に積み上がっており、年度下期は生産調整が行なわれる可能性が高い。また、このように設備稼働率が高まらず、円が史上最高値圏で推移している状況下では、増産のための規模の大きい投資などは手控えられであろう。設備の修繕のための投資、電力不足に対応するための投資は続けられると見込まれるが、その押し上げ効果は限定的である。

復興需要として景気の押し上げが期待されるのが公共部門の動きである。7 ~ 9 月期の公共投資は前期比でマイナスとなったが、その分需要が先送りされた形となっており、年度下期は景気全体を押し上げる効果が期待できる。特に年明け以降は、第 3 次補正予算の効

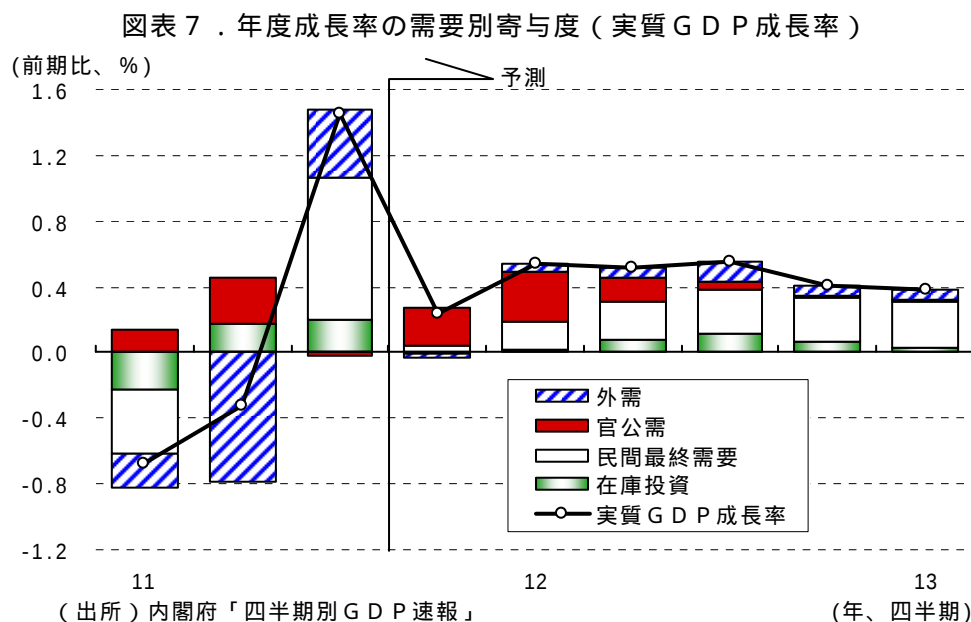
果が本格化してくる。

輸出の伸びは急速に弱まろう。7～9月期の輸出は、供給力の回復により順調に増加したが、年度下期の伸びは小幅増加にとどまると考えられる。自動車を中心に在庫復元のための輸出が全体を下支えするが、海外景気の伸びが弱まっていることに円高の動きも加わって、輸出を抑制する要因となる。その一方で、原発に替わって火力発電が増加するため、LNGなどのエネルギーの輸入が引き続き堅調に増加し、さらに国内生産の一部を海外での生産に代替している動きも続くため、輸入は底堅く推移するであろう。このため、成長に対する外需の寄与度はゼロ程度で推移する見込みである。

2011年度の実質成長率は前年比+0.4%を予想する。2010年度の同+2.4%からは急減速することになるが、マイナスのゲタ(-0.5%)の影響を受けており、ゲタを除いた年度中の成長率は+0.9%と、2010年度の同-0.1%からは大きく改善する。

年度の成長率の内外需別の寄与度では、外需が-0.7%と大きくマイナスに寄与する半面、内需が+1.1%と景気回復を牽引する(図表7)。内需のうち、民需が+0.6%、官公需が+0.5%と公共投資を中心とした復興需要に支えられた成長となる。また、民需のうち在庫の寄与度が+0.2%である。

年度下期では、外需の寄与度がほとんど期待できないと同時に、民需の伸びも弱く、かなりの部分を官公需に頼る形となる。



なお、景気の回復や国際商品市況の上昇の影響によってデフレ圧力は縮小するが、それでも前年比-1.8%と大幅なマイナスが続く見込みである。名目GDP成長率は前年比-1.3%と2年ぶりのマイナス成長に陥る。

2012年度は、官公需中心に高まった復興需要に加えて、民間需要、海外需要とも順調に増加すると見込まれ、景気の回復力が再び強まってくると期待される。

2012年度上期は、第3次補正予算の成立を背景に公共投資の増加が続くなど復興需要が本格化し、景気を大きく押し上げる。もっとも、こうした効果は年度下期になると一巡してくる見込みである。一方、個人消費は、雇用・所得状況が改善することから緩やかな増加基調に転じるであろう。さらに、企業業績の改善も続くため設備投資も増加基調が維持され、民間需要は底堅く推移すると予想される。

海外景気の持ち直しの動きを受けて、輸出は底堅く推移すると予想され、外需寄与度もプラスに転じてくる。米国の景気の底堅さが徐々にアジアや欧州にも波及していくと思われる、輸出環境は好転していく見込みである。また、海外景気の先行き不透明感が後退してくれば、円高圧力も次第に弱まってくるであろう。

2012年度の実質成長率は前年比+2.1%と前年度の伸びを大きく上回ると予想される。もっとも、プラスのゲタが大きく(+1.0%)、ゲタを除いた年度中の成長率は+1.1%と、2011年度をやや上回るペースの回復となる見込みである。

名目GDP成長率も前年比+1.8%まで高まるが、デフレーターは同-0.2%と小幅であるがマイナスが続くと予想される。前年度と比べるとマイナス幅は大きく縮小するものの、デフレが解消するには至らない。

景気回復に伴って輸入も増加するものの、輸出の伸びが上回るため、外需寄与度は+0.3%とプラスに転じる。一方、内需寄与度も+1.8%まで高まるが、このうち民需が+1.3%、官公需が+0.5%となる見込みである。

図表 8 . G D P 成長率の見通し

予測
上段は前期比%、下段、G D P デフレーターは前年同期比%

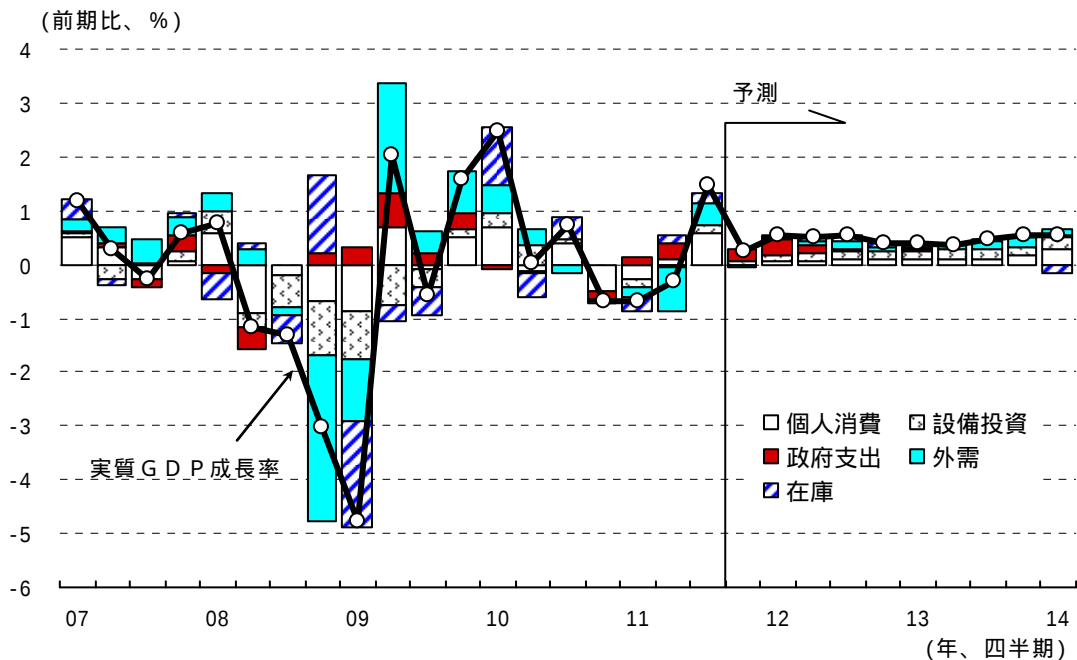
	2010年度				2011年度				2012年度				2010年度	2011年度	2012年度	2013年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
名目 G D P	-0.9	0.1	-0.9	-1.1	-1.5	1.4	0.1	0.7	0.1	0.7	0.4	0.3	0.4	-1.3	1.8	1.4
	1.1	2.8	0.5	-2.9	-3.2	-1.9	-1.0	0.9	2.3	1.5	1.8	1.6				
実質 G D P	0.0	0.7	-0.7	-0.7	-0.3	1.5	0.2	0.5	0.5	0.6	0.4	0.4	2.4	0.4	2.1	1.8
	3.2	5.2	2.3	-1.0	-1.1	-0.0	0.7	2.1	2.5	1.7	2.1	2.0				
デフレーター	-2.0	-2.3	-1.7	-1.9	-2.2	-1.9	-1.7	-1.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-2.0	-1.8	-0.2	-0.4

図表 9 . G D P 成長率の見通し

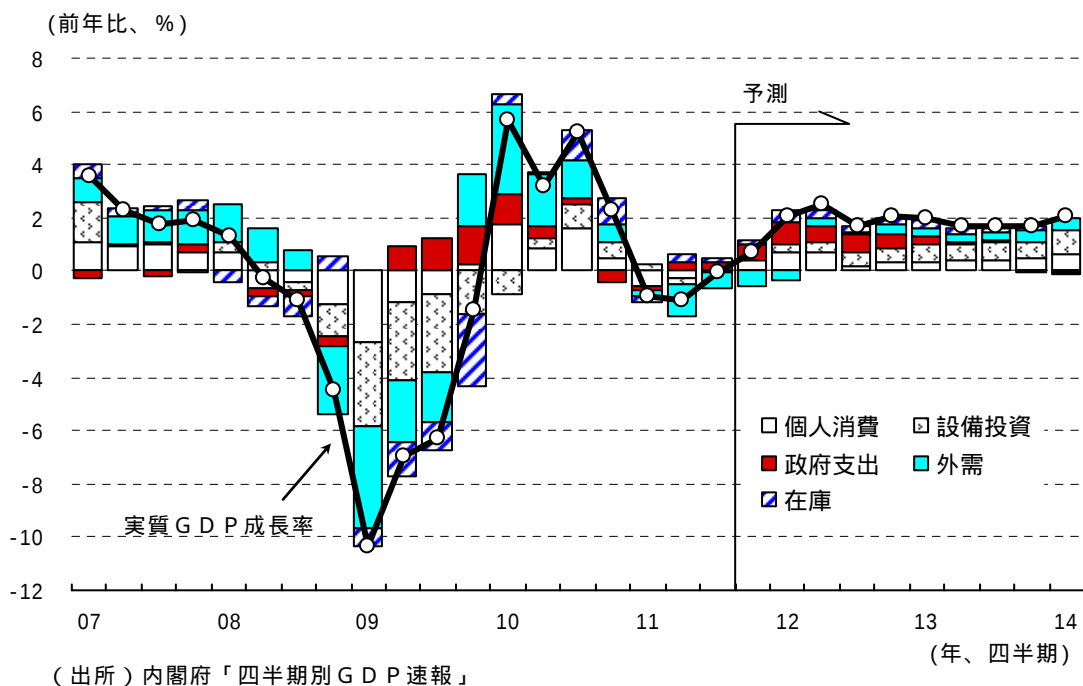
	前年度からのゲタ	年度中の成長率	前年度比成長率 +
2010年度 (実績)	2.5 %	-0.1 %	2.4 %
2011年度 (見通し)	-0.5 %	0.9 %	0.4 %
2012年度 (見通し)	1.0 %	1.1 %	2.1 %
2013年度 (見通し)	0.8 %	1.0 %	1.8 %

(注) 四捨五入の関係で計算された数字が合わないこともある
(出所) 内閣府「四半期別 G D P 速報」

図表 10．実質GDP成長率（前期比）の見通し



図表 11．実質GDP成長率（前年比）の見通し



2. 経済活動からみた予測

(1) 企業

- 2000年代に入って企業は、バブル崩壊の負の遺産を解消し、堅調な輸出を背景に財務体質と収益力を大きく改善させた。このため、生産や設備投資など企業活動が大きく下振れするリスクはしばらく後退していた。
- 2008年秋のリーマン・ショックをきっかけに、経済状況は一変した。内外の需要が急速に落ち込むとともに、在庫圧縮のための生産調整も行われたため、自動車など製造業を中心に企業収益は大幅に減少した。キャッシュフローと設備稼働率の悪化に直面した企業は、設備投資を手控える姿勢を強めた。
- 2009年度に入ると、世界経済の回復や政策効果により企業の生産活動は持ち直しに転じた。売上の増加に人件費などのコスト削減効果が加わって、企業収益は急速な回復を遂げた。輸出の減速などにより一時的に足踏み状態に陥ったものの、企業の生産活動は概ね回復基調を辿った。この間、企業の海外進出の動きや国内市場の伸び悩みを背景に、設備投資の回復は緩やかなものにとどまった。
- 東日本大震災は企業活動に大きなダメージを与えた。被災地で生産設備が大きく毀損しただけでなく、サプライチェーンの寸断や停電が、広範囲にわたって企業の生産活動を抑制した。震災直後の一時的な混乱を経て、企業活動は足元で急速に持ち直しているが、先行きも回復基調が維持されるためには世界経済の安定が必要条件となる。

図表 12. 企業部門の見通し一覧

	予測												上段は前期比%、下段は前年同期比%			
	2010年度				2011年度				2012年度				2009年度	2010年度	2011年度	2012年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
鉱工業生産指数	0.7	-1.0	-0.1	-2.0	-4.0	4.3	0.3	0.7	0.3	0.6	0.7	0.7	-8.8	8.9	-2.6	3.0
	21.3	14.0	5.9	-2.5	-6.8	-2.1	-2.1	1.1	5.8	2.0	2.1	2.3				
在庫指数	2.6	0.4	-0.6	1.0	3.2	1.9	-1.6	-0.8	0.2	0.3	0.4	0.5	-6.1	3.5	2.6	1.4
	1.2	3.5	3.8	3.5	4.0	5.5	4.4	2.6	-0.3	-1.9	0.0	1.4				
売上高	20.3	6.5	4.1	0.3	-11.6	-2.2	-3.0	-2.1	4.3	2.9	3.5	3.7	-7.0	7.4	-4.8	3.6
経常利益	83.4	54.1	27.3	11.4	-14.6	-10.9	-16.1	-7.4	7.3	9.4	10.1	9.3	2.1	38.9	-12.4	9.0
売上高経常利益率	3.33	3.58	3.82	3.55	3.29	3.30	3.29	3.35	3.41	3.47	3.51	3.54	2.77	3.58	3.30	3.47
設備投資	2.8	0.6	-0.1	-1.1	-0.5	1.1	0.5	0.7	1.1	1.1	1.0	1.1	-13.6	4.2	0.1	3.8
	3.1	6.7	5.5	1.8	-1.3	-0.4	0.0	1.6	3.3	3.5	4.0	4.3				
在庫投資	-0.4	0.4	-0.0	-0.2	0.2	0.2	-0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	-1.1	0.5	0.2	0.2

(注1) 売上高、経常利益、経常利益率は法人企業統計季報ベース、設備投資、在庫投資はSNAベース

(注2) 売上高、経常利益、売上高経常利益率の予測は2011年7~9月期以降

(注3) 売上高、経常利益は前年同期比%、在庫投資は前期比寄与度

(注4) 売上高経常利益率の四半期は季節調整値

生産と在庫

a．現状

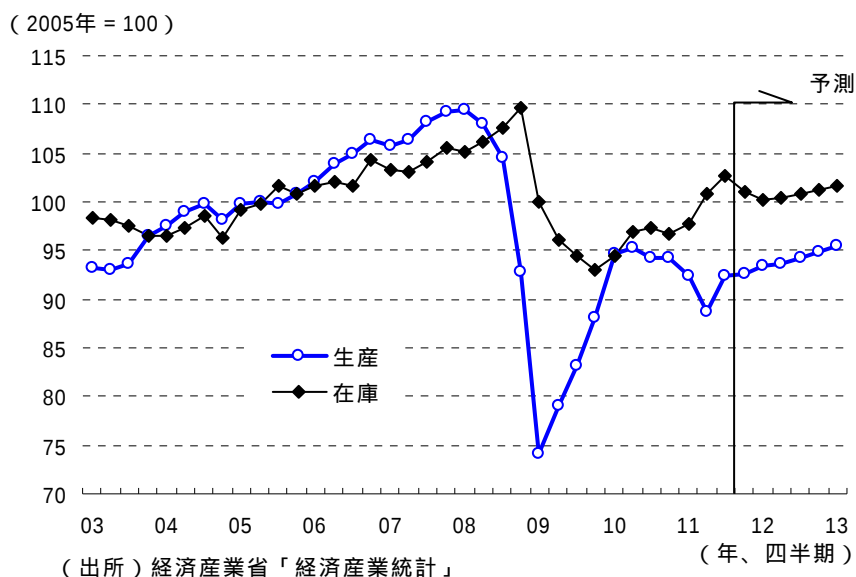
東日本大震災は企業の生産活動に深刻なダメージを与えた。生産設備への直接的な被害だけでなく、停電やサプライチェーンの寸断が生産を大きく減少させる要因となった。その後は、供給体制の再構築が当初の想定を上回るペースで進み、それに合わせて生産も急速に持ち直した。夏場の電力不足も、節電の工夫により企業の生産活動を大きく押し下げる要因にはならなかった。もっとも、供給体制が足元で概ね復旧した一方、9月の鉱工業生産は前月比-3.3%と6ヶ月ぶりに減少するなど、生産が急回復する局面も終了した。製造工業生産予測調査によれば、生産は10月、11月ともに増加する見通したが、そのペースはこれまでに比べ緩やかなものとなると見込まれる。

9月の生産者在庫は同-0.1%となった。在庫は、震災直後には自動車など品不足により積み増しが必要なものもあったが、足元では、需要の低迷を受けて電子部品・デバイスや、鉄鋼など素材製品での積み上がりが目立つようになっている。

b．見通し

国内生産は、減速しつつも成長を続ける世界経済を背景に、緩やかな増勢を維持すると見込まれる。震災からの復旧・復興のための需要が引き続き顕在化していくことも、生産を押し上げる要因となる。世界的に需要が堅調に推移する一般機械や自動車の輸出が生産のけん引役になるだろう。鉱工業生産は2011年度に-2.6%、2012年度は+3.0%となる見通しである。電子部品・デバイスや素材製品などでの在庫調整は来年度初めまでには完了するとみられ、調整終了後は出荷増に応じた慎重な積み増しがなされるだろう。

図表 13．生産・在庫指数の見通し



企業収益

a．現状

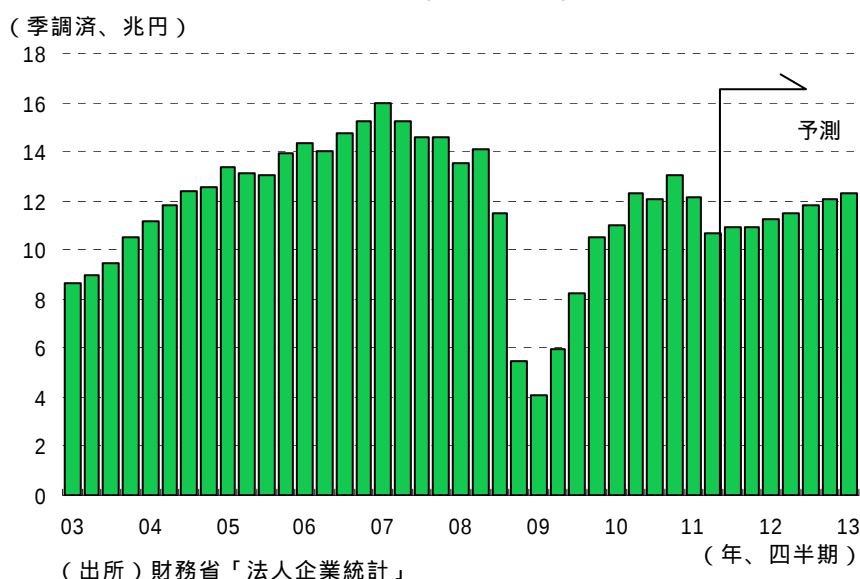
経常利益は、リーマン・ショック後の2009年1～3月期に4兆円にまで急減したが、その後は、輸出や生産の回復を受けて売上の増加が続いたほか、人件費や原材料費を中心としたコスト抑制も利益の改善に寄与し、速いペースでの持ち直しが続いた。もっとも、足元では震災の影響で再び弱含みで推移している。2011年4～6月期の経常利益は11兆円と2四半期連続で減少した。震災直後に生産活動が大きく落ち込んだことが影響している。

b．見通し

企業収益は、震災からの復興の動きや、輸出の拡大による生産の持ち直しに合わせて、緩やかながらも回復基調で推移すると見込まれる。企業は人件費を中心とした固定費の抑制姿勢も崩さないとみられ、利益を下支えする要因となるだろう。もっとも、一時的な調整を挟みながらも国際商品市況は上昇傾向が続くと見込まれる一方、日本の企業が生産し輸出する工業製品などの最終需要財の価格は上がりやすく、企業の交易条件は悪化傾向で推移するとみられる。交易条件の悪化は粗利率を低下させ企業利益を押し下げる要因となる。また、原子力発電所の停止により電力会社の発電コストが増加していることも、利益の押し下げ要因となる。

2011年度の経常利益は、年度初めの落ち込みが影響し、前年比 - 12.4%と3年ぶりに減益となる見込みだ。2012年度は、生産活動の回復を背景に同 + 9.0%と増益に転じる見通しである。

図表 14．企業利益（経常利益）の見通し



設備投資

a．現状

2011 年 7～9 月期の民間企業の実質設備投資は、前期比 +1.1%と増加に転じた。震災による供給面の制約もあって一部で投資が先送りされたものの、震災前後で企業の投資姿勢に大きな変化はないとみられる。設備投資に先行する機械受注（船舶・電力を除く民需）の動きをみると、8 月は前月比 +11.0%、9 月は同 -8.2%と振れは大きいものの、均してみると緩やかな増加基調にある。

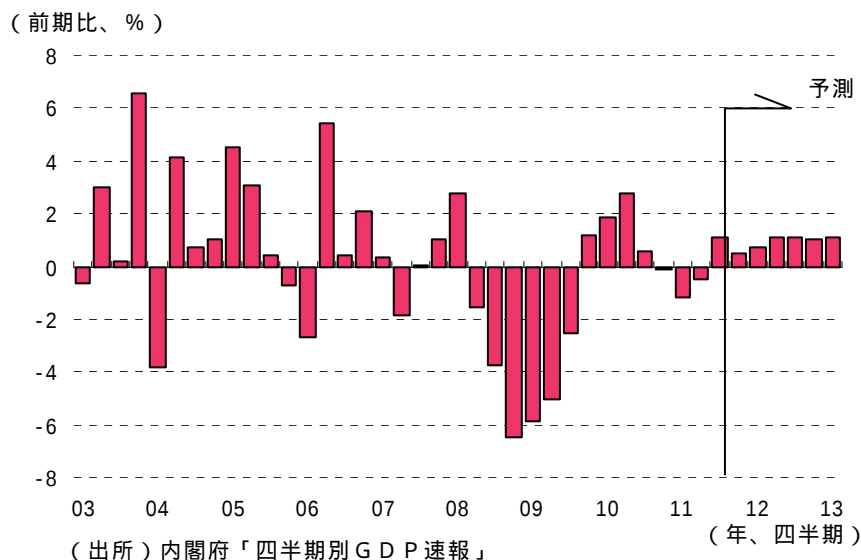
2008 年度から 2009 年度上期にかけての大規模な投資抑制を経て、更新投資などを中心に企業は徐々に設備投資を増やしてきており、震災以降もその傾向が続いていると考えられる。

b．見通し

供給体制の復旧を受けて生産水準は持ち直してきているものの、設備稼働率は依然として低水準にある。そのため、生産や企業収益の改善が増産を目的とした設備投資に結びつきにくい状態が今後もしばらく続くと考えられる。また、国内から海外の生産拠点へと投資対象をシフトさせる動きや、財務の健全性確保のために借入をあまり増やさない企業行動も維持されるとみられるため、設備投資全体に弾みがつきにくい状態が続くだろう。もっとも、震災で毀損した設備ストックを復旧させるための投資や、発電のための投資、災害に備えるための投資などはこれからも顕在化していくと見込まれる。また、競争力を維持していくための投資や需要の変化に対応するための投資は、既存の設備に過剰感が残っていても一定の規模が必要であり、設備投資全体を下支えするとみられる。

年度初めの一時的な低迷が影響して、2011 年度の設備投資は前年比 +0.1%と概ね横ばい圏にとどまる見通しである。2012 年度になると同 +3.8%となり、増加基調での推移が見込まれる。

図表 15．民間企業設備（実質）の見通し



(2) 家計

- 足元では、全国の失業率が大きく改善しているものの、企業は雇用に対して慎重な姿勢を崩していない。今後、雇用環境の改善ペースは緩やかなものにとどまるだろう。一方、家計の所得環境も依然として低迷している。震災によって企業収益が大きく落ち込んだ影響もあって、賃金を持ち直すまでには時間を要するだろう。
- 震災後の自粛ムードや供給制約はほぼ解消し、自動車販売の持ち直し、省エネ家電や地デジ移行による薄型テレビの特需という要因も加わって、個人消費は持ち直してきている。しかし、耐久財の押し上げ効果が一巡した後は、個人消費の伸びは緩やかなものになってくると見込まれる。
- 住宅着工は、2009 年秋をボトムに持ち直し基調にあるが、水準は依然低いままである。一定水準の住宅需要は常に見込まれるため、今後も持ち直しが続くであろうが、世帯数の伸びの鈍化が構造的な抑制要因となるため増加ペースは緩やかにとどまろう。

図表 16．家計部門総括表

	2010年度				2011年度				2012年度				2009年度	2010年度	2011年度	2012年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
一人当たり所得(前年比)	1.3	0.9	0.2	0.2	-0.4	-0.2	-0.7	0.2	0.2	0.0	0.9	0.4	-3.3	0.6	-0.3	0.4
所定内給与	-0.2	-0.2	0.0	-0.6	-0.5	-0.2	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	-1.1	-0.2	-0.2	0.1
所定外給与	11.4	10.9	6.7	3.4	-1.5	0.3	0.5	1.8	6.2	3.2	3.0	2.8	-7.8	8.0	0.3	3.8
雇用者数(前年比)	-0.3	0.3	0.4	0.5	0.7	0.2	0.2	0.7	0.7	0.6	0.5	0.4	-1.2	0.2	0.4	0.6
雇用者報酬(前年比)	1.2	1.2	0.9	0.6	0.2	-0.3	-0.6	0.8	0.7	0.6	1.2	0.7	-3.6	1.0	0.0	0.8
完全失業率(季調値)	5.1	5.0	5.0	4.7	4.6	4.4	4.3	4.3	4.2	4.2	4.2	4.2	5.2	5.0	4.4	4.2
春闘賃上げ率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.83	1.82	1.83	1.78
個人消費(前期比)	-0.2	0.7	-0.9	-0.5	0.2	1.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	-0.0	1.0	0.4	0.6
(前年比)	1.4	2.6	0.8	-0.9	-0.5	0.1	0.6	1.2	1.2	0.3	0.5	0.6				
可処分所得(前年比)	0.0	0.0	0.4	-0.6	-1.2	-1.6	-2.2	0.0	0.0	0.5	0.3	0.3	0.1	0.0	-1.3	0.3
消費性向	94.4	94.6	94.4	94.0	93.9	94.0	94.5	94.4	94.4	94.1	93.9	93.8	94.5	94.0	94.4	93.8

(注1) 一人当たり所得は「毎月勤労統計」事業所規模5人以上ベース
 (注2) 雇用者数は「労働力調査」ベースで2011年1～3月期から7～9月期までは当社による推計値
 (注3) 完全失業率は2011年1～3月期から7～9月期までは若手・宮城・福島県を除く値
 (注4) 雇用者報酬はSNAベースで名目値
 (注5) 春闘賃上げ率は厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況について」のベースで2011年度は実績
 (注6) 消費性向=(1-貯蓄率)で、4四半期移動平均値
 (注7) 単位はすべて%

	2010年度				2011年度				2012年度				2009年度	2010年度	2011年度	2012年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
住宅投資	0.6	1.1	2.1	1.4	-1.1	5.0	0.2	0.2	0.9	0.8	0.9	0.6	-18.2	-0.2	5.3	3.6
新設住宅着工戸数	-10.4	-1.2	6.2	5.2	3.1	7.5	5.9	4.3	6.3	2.2	3.0	3.2				
持家	77.6	81.5	84.3	84.2	81.0	87.8	85.5	86.5	86.6	86.7	87.0	87.7	77.5	81.9	85.2	87.0
貸家	-1.1	13.8	6.9	3.2	4.1	7.9	1.5	2.7	6.8	-1.3	1.8	1.3				
分譲	28.9	31.1	32.5	31.0	28.5	32.7	32.6	31.9	32.3	32.9	32.9	32.1	28.7	30.9	31.4	32.6
分譲	3.8	10.8	9.7	5.2	-1.8	5.4	0.5	3.0	13.2	0.8	1.2	0.8				
分譲	29.1	30.0	28.2	29.5	28.2	31.1	28.3	28.0	28.7	29.6	28.8	28.2	31.1	29.2	28.9	28.9
分譲	-10.5	3.6	-9.0	-8.5	-2.9	4.0	0.2	-5.4	2.0	-4.5	2.0	1.0				
分譲	18.7	21.1	23.3	21.6	23.5	24.8	24.4	24.1	24.6	24.8	25.0	24.7	16.4	21.2	24.1	24.7
分譲	17.8	40.8	40.2	21.9	24.0	16.7	4.6	11.9	4.4	-0.2	2.5	2.3				

(注1) 住宅投資はSNAベースで上段が前期比、下段が前年同期比、いずれも実質値
 (注2) 新設住宅着工戸数は、上段が季節調整済年率換算値、下段が原数値の前年同期比

雇用

a．現状

2011年7～9月期の被災3県(岩手・宮城・福島県)を除く全国の完全失業率は4.4%(季節調整値)と、前期から0.2%ポイント改善した。

被災3県を含む全国でみても、9月の完全失業率は4.1%(同)と、震災発生前の2011年2月と比べて0.5%ポイント低下している。就業者数は前年差-33万人と減少しているが、労働力人口が同-98万人と就業者数の減少幅を上回って減ったため、完全失業者は同-65万人と大幅に減少した。

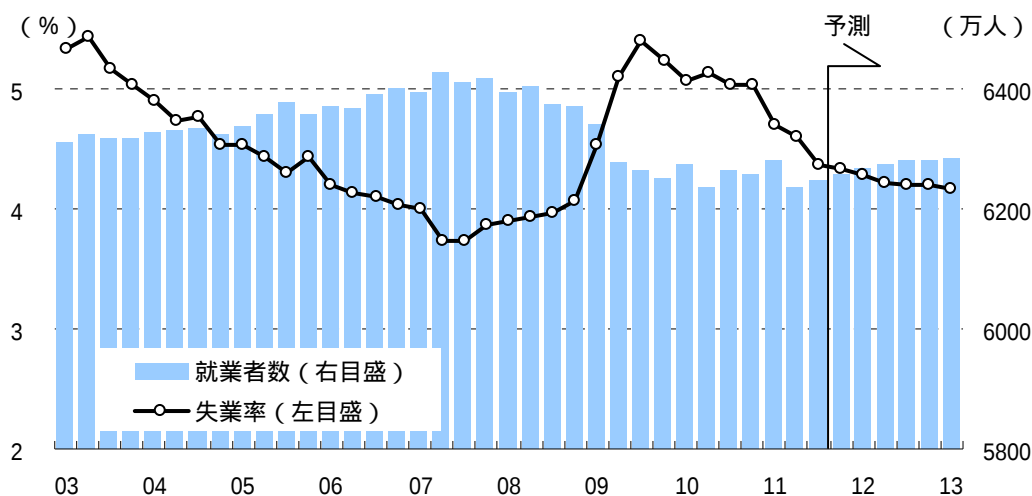
もっとも、被災地では企業の求人と求職者の希望との間で様々なミスマッチが発生しており、離職者の再就職は必ずしも円滑に進んでいない。震災から半年以上が過ぎた今でも現地は過酷な状態が続いており、雇用環境も非常に厳しい状況であるとみられる。

b．見通し

国内景気の回復を背景に、雇用情勢は改善基調が維持されるとみられる。しかし、景気の先行き不透明感が強い中、企業は雇用に対して慎重な姿勢を崩しておらず、雇用者数が急激に増加することは期待しがたい。当面、雇用環境の改善は緩やかなペースにとどまるだろう。2011年度の完全失業率は4.4%、2012年度は4.2%になると見込まれる。

今後、震災の影響などでこれまで求職活動を見送っていた人々が再び職探しを始めることで労働力人口が一時的に増加し、完全失業者が増える可能性がある。しかし、少子高齢化が加速していることに加え、足元では団塊の世代が徐々に退職の時期を迎え始めている。このため、今後も労働力人口は減少傾向が続くと予想され、失業率を押し下げる要因として効いてくるだろう。

図表 17．雇用の見通し



(注) 就業者数は、2011年1～3月期から7～9月期までは、当社による推計値。(年、四半期)
失業率は、2011年1～3月期から7～9月期までは、岩手・宮城・福島県を除く値。
(出所) 総務省「労働力調査」

所得・賃金

a．現状

2011年7～9月期の一人当たり賃金（現金給与総額）は前年比 - 0.2%と2四半期連続で減少した。生産の回復を背景に所定外給与は前年比 + 0.3%と増加に転じたものの、所定内給与は同 - 0.2%と減少が続いている。さらに、2011年夏のボーナスの一人当たり平均支給額が前年比 - 0.8%と2年ぶりに減少に転じたことを受けて、ボーナスの一部が含まれる特別給与は同 - 0.3%と3四半期ぶりに減少した。

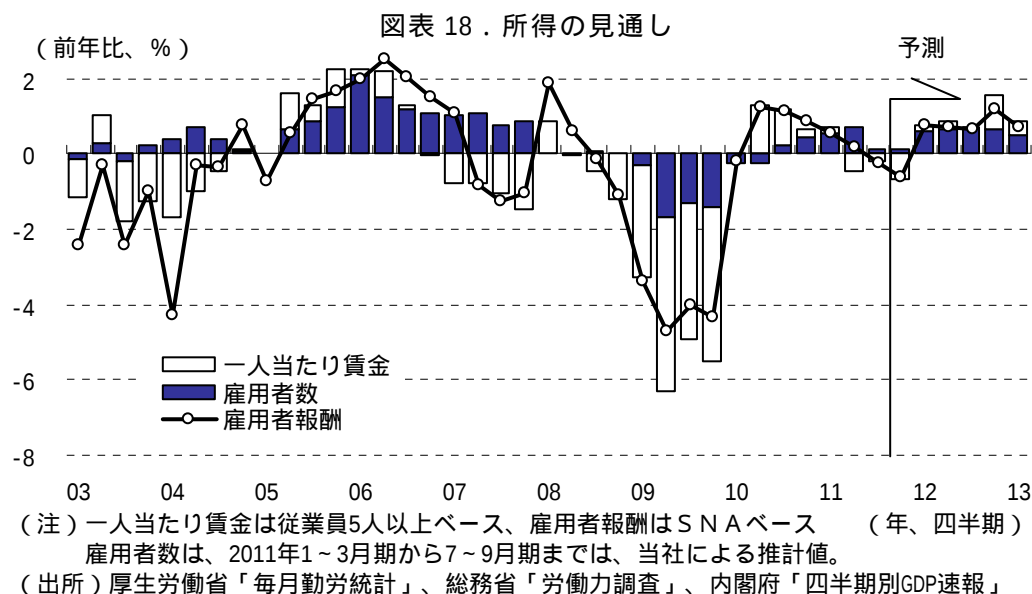
この結果、雇用者数が前年比 + 0.2%と増加したものの、名目ベースの雇用者報酬は前年比 - 0.3%と6四半期ぶりに減少した。一方、実質ベースでみると、価格下落の恩恵を受けて前年比 + 0.7%と7四半期連続で増加し、過去最高水準を更新している。

b．見通し

2011年度の一人当たり賃金は前年比 - 0.3%と減少に転じる見込みだ。国内景気の回復を背景に生産が増えるため、製造業を中心とした所定外労働時間の増加に合わせて、当面、所定外給与は持ち直しの動きが続くとみられる。しかし、所定内給与は少なくとも年内は低迷が続くと見込まれる上、特別給与も減少するとみられる。震災の影響による2011年度上期の企業収益の落ち込みが反映される結果、2011年冬のボーナスは3年連続で前年を下回り、減少幅は拡大する可能性が高い。

2012年度になると、国内景気の回復を受けて、所定外給与の増加傾向が続く上、所定内給与も徐々に持ち直していくとみられる。もっとも、企業が人件費抑制姿勢を維持する状況では、賃金が大幅に改善することは期待しがたい。この結果、2012年度の一人当たり賃金は前年比 + 0.4%と増加に転じると見込まれるものの、緩やかな伸びにとどまるだろう。

雇用者報酬は、2011年度に前年比 + 0.0%とほぼ横ばいとなった後、2012年度には同 + 0.8%と増加する見込みだ。



個人消費

a．現状

2011年7～9月期のGDP統計の民間最終消費支出（実質）は、前期比+1.0%と2四半期連続で増加した。内訳をみると、耐久財、半耐久財、サービスが増加する一方、非耐久財が減少した。

耐久財の増加は、震災による供給制約から大幅に低迷していた自動車販売が復活してきたこと、節電対応から省エネ家電の販売が伸びたことなどが効いている。一方、薄型テレビの販売は地デジへの完全移行を前にして7月までは高い伸びを示してきたが、8月以降は反動で落ち込んだ。

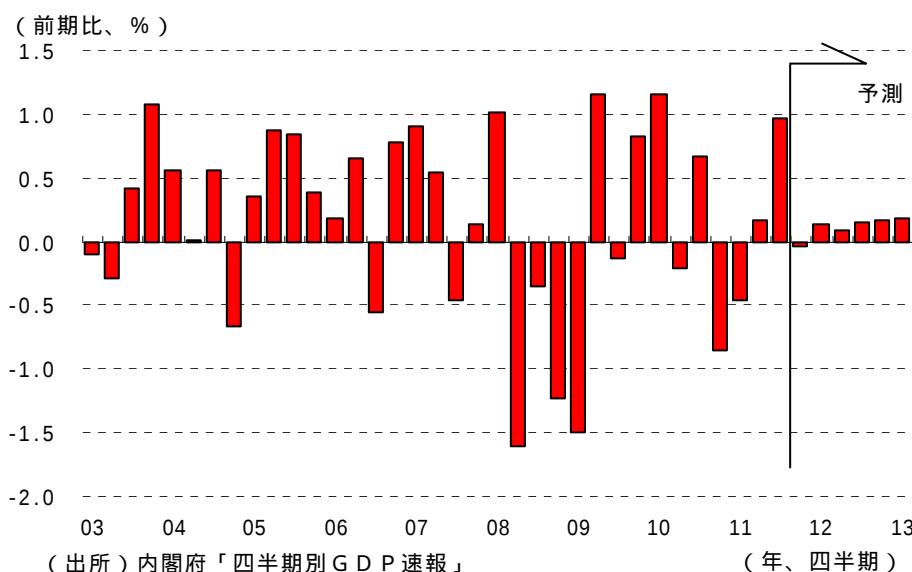
サービス消費が3四半期ぶりに前期比で増加となったが、これは震災後の自粛ムードがほぼ解消して、娯楽・レジャー関連の支出が増えたことによると考えられる。一方、食料、電気代などの非耐久財消費は2四半期連続の減少となった。

b．見通し

7～9月期の個人消費の伸びを高めた諸要因が剥落するため、10～12月期は前期比でほぼ横ばいにとどまると予想される。自動車販売は供給体制の復旧により相応の水準を維持すると見込まれるが、前期比ベースでは緩やかなものにとどまろう。また、2011年冬のボーナスの減少が見込まれることも、消費の下押し要因として働く。

2012年に入ってから、所得環境の緩やかな改善にあわせて、個人消費も緩やかな改善基調で推移すると見込まれる。

図表 19．民間最終消費支出（実質）の見通し



住宅投資

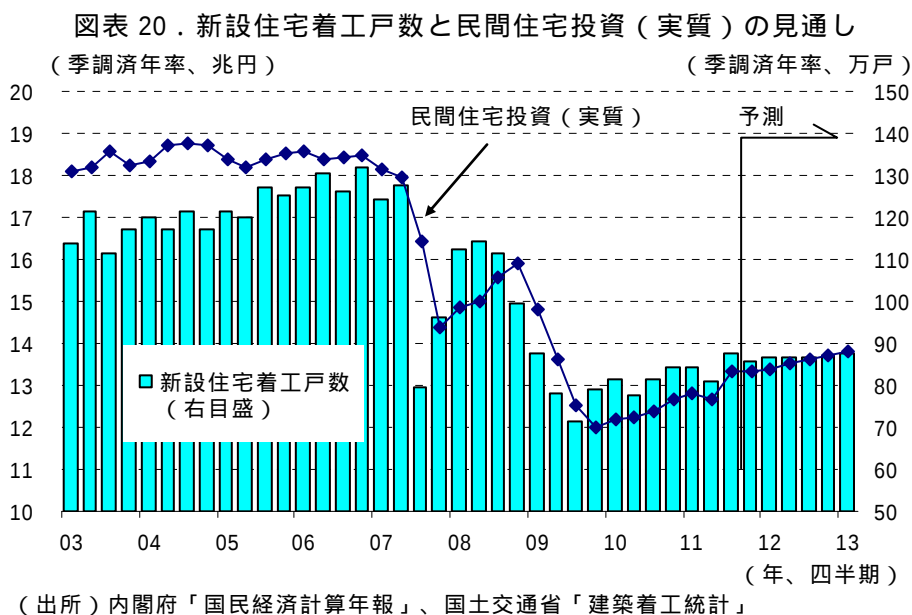
a. 現状

2011年7～9月期の新設住宅着工戸数は季節調整済み年率換算値で87.8万戸となり、前期比で7.9%増加した。3月の震災の影響で見送られていた着工が出てきたこと、住宅エコポイント付与のための着工期間が7月末となったこと、長期優良住宅向け優遇ローン減税を受ける要件が年内の入居であることなどが影響して着工の増加につながった。利用関係別では、持家、貸家、分譲戸建が前期比で2桁の増加となった。着工の推移を月次で見ると、7月は年率95.5万戸、8月は同93.4万戸と上記の要因で高い伸びを示したが、9月は上記要因の剥落と反動から、同74.5万戸と水準を大きく下げた。

工事の進捗ベースで測る住宅投資（GDPベース）は、2011年7～9月期に前期比で5%増加した。持家、分譲戸建といった工期の比較的短い住宅の着工が伸びたことが、住宅投資の高めの伸びにつながった。

b. 見通し

住宅需要のベースとなる世帯数の動向や更新（建て替え）需要を考慮すると、足元では年間80万～90万戸台の潜在需要が存在すると考えられる。当面は、ブレを伴いながらも、このレンジ内での推移が見込まれる。加えて、震災による復興需要も限定的ながらプラスに寄与することから、住宅着工は緩やかな増加基調で推移すると予想される。先行きの着工戸数は、2011年度85.2万戸、2012年度87.0万戸と予想する。



(3) 政府

- 1990 年代初頭のパブル崩壊により景気が低迷し、公共事業や大型減税などの経済対策が実施されたことや高齢化の進展に伴う社会保障支出が増加したため、財政構造は悪化した。2000 年代に入ると、財政構造改革を実現するため公共事業の削減が続く一方、景気の回復に伴って税収が拡大したことから、財政赤字は減少傾向にあった。
- しかし、2008 年秋以降、景気後退が深刻化する中で相次いで打ち出された景気対策の実施などにより、歳出の伸びが高まり、2009 年度には公共投資は大幅に拡大した。他方、こうした政策実施にかかる財源は国債発行によって賄われており、さらには景気の悪化を背景に税収が大幅に減少したため、財政構造は急速に悪化した。
- 財政状況が非常に厳しい中、政府は 2010 年 6 月に「財政運営戦略」を決定し、財政健全化への取り組みを強化した。この戦略に基づく中期財政フレームは 2011 年 8 月に改訂され、引き続き、国の一般会計予算のうち国債費などを除いた歳出額（震災関連支出を除く）は 2011 年度当初予算と同額の 71 兆円程度に抑える方針が示されている。
- 他方、2011 年 3 月に発生した東日本大震災からの復旧・復興に関する事業規模は、2015 年度までの 5 年間で少なくとも 19 兆円程度と見込まれている。2011 年度第 1 次、第 2 次補正予算に盛り込まれた 6 兆円を除けば、今後必要とされる 5 年間の事業規模は総額で 13 兆円となる。本格的な復興に向けた第 3 次補正予算案では、約 9.2 兆円の震災復興予算（年金臨時財源の補填分を除く）が盛り込まれている。政府支出は、今後は復興事業に関する支出を中心に増加が続く見込みであり、公共投資は 2012 年度に大幅に増加するだろう。
- なお、復興財源については、当面は 11 兆 5500 億円の復興債が発行される見込みである。その償還財源を確保するため、歳出削減・税外収入の活用とあわせて、2012 年度以降に、法人税、所得税、個人住民税において時限的な増税が実施される。もっとも、1 年当たりの増税規模はそれほど大きくないことから、景気に与える影響は小さいと考えられる。

図表 21．政府部門総括表

	予測												上段は前期比%、下段は前年同期比%			
	2010年度				2011年度				2012年度				2009年度	2010年度	2011年度	2012年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
政府支出	-0.2	-0.0	-0.6	0.6	1.2	-0.1	0.9	1.2	0.6	0.2	0.0	0.1	5.2	0.1	2.2	2.1
	2.0	0.9	-1.7	-0.7	1.5	1.2	2.6	3.3	2.4	2.8	2.3	0.9				
政府最終消費	1.0	0.4	0.4	0.9	0.7	0.4	0.4	0.3	0.2	0.0	0.1	0.1	3.5	2.3	2.3	0.8
	2.9	2.1	1.6	2.7	2.4	2.4	2.4	1.8	1.4	1.0	0.6	0.4				
公共投資	-5.9	-1.2	-5.9	-1.1	3.7	-2.8	3.8	5.4	2.6	0.7	0.2	-0.2	14.3	-9.8	1.5	8.4
	-4.2	-4.7	-13.3	-14.1	-3.9	-6.1	3.5	10.3	9.1	13.1	9.2	3.4				

政府最終消費支出

a. 現状

実質政府最終消費支出（GDPベース、以下、実質政府消費）は、医療費や介護費などの現物社会給付を中心に増加を続けている。2011年7～9月期には前期比+0.4%となり、6四半期連続で増加した。また、前年同期比では+2.4%と11四半期連続で増加した。

b. 見通し

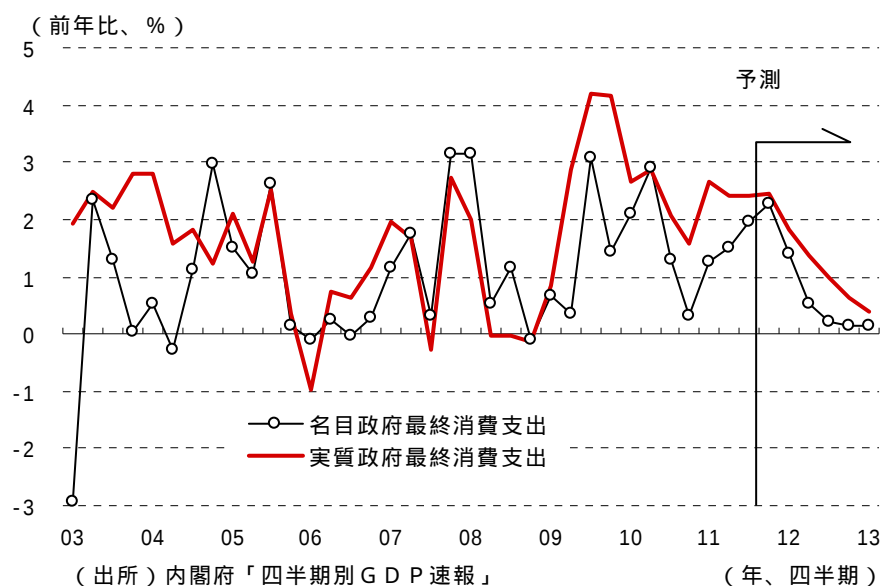
今後も高齢化が進展すると見込まれることから、医療や介護に対する需要は増加が続く。こうした需要の拡大とともに公的負担も増え続けることから、今後も政府消費は現物社会給付を中心に増加が続くと考えられる。

さらに、2011年度以降は、がれき処理など、震災からの復旧・復興関連事業の支出が実質政府消費を拡大させることになる。2011年度第3次補正予算案では、約0.4兆円の災害廃棄物処理事業費などが計上されている。もっとも、こうした支出の中には復興が進むにつれて減少していくと考えられるものもあることから、実質政府消費の伸びは年度を追うごとに緩やかになっていくと考えられる。

以上から、実質政府消費は、2011年度は前年比+2.3%、2012年度は同+0.8%と増加が継続と予想する。

なお、現在国会に法律案が提出されている国家公務員給与の削減（一人当たり平均で約7.8%減）については2012年度から実施されると想定しており、これに伴い、2012年度の名目政府消費の伸びが抑制されると見込んでいる。

図表 22. 政府最終消費の見通し



公共投資

a．現状

実質公共投資（GDPベース）は、2011年7～9月期には前期比 - 2.8%と減少した。4～6月期には被災地での仮設住宅の建設が進展して、公共投資を押し上げたものの、7～9月期にはそうした効果が剥落した。前年比では - 6.1%と6四半期連続で減少している。

公共投資の先行指標である公共工事請負額の動向をみると、8月以降は前年比で増加が続いている。

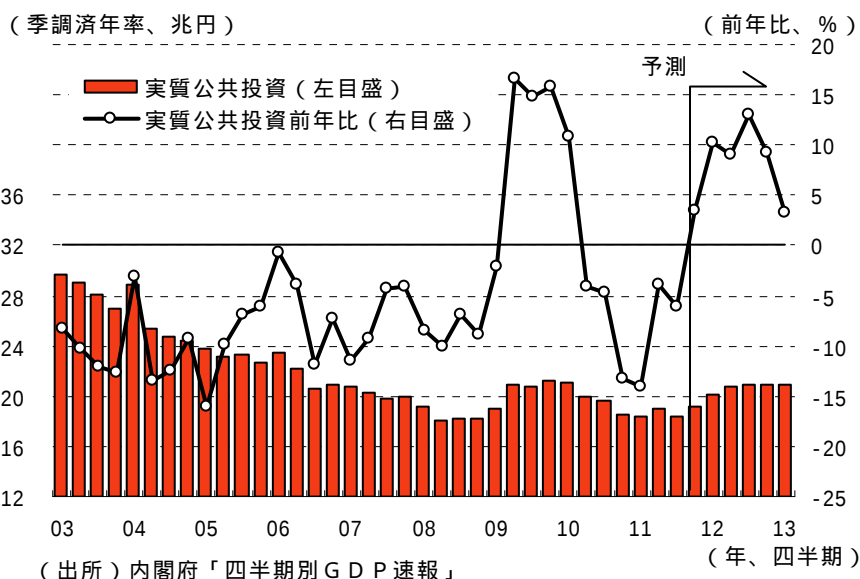
b．見通し

厳しい財政状況の下、2011年度の国の一般会計の公共事業関係費（2011年度予算では他の項目に計上されている公共事業関連の地方一括交付金も含めたベース）は前年度当初予算比 - 5.1%と減額された。

しかしながら、東日本大震災を受けて復旧のために編成された2011年度第1次補正予算では、災害対応の公共事業関係費として約1.2兆円、学校施設・介護施設等の施設費災害復旧費等として約0.4兆円が計上されている。また、2011年度第3次補正予算案では、公共事業費が約1.5兆円追加されているほか、被災地における防災集団移転事業等を支援するための東日本大震災復興交付金として約1.6兆円が盛り込まれている。さらには、全国防災対策費として約0.6兆円が計上されている。こうした第3次補正予算案における公共投資関係予算は、2012年度の公共投資を大きく押し上げると考えられる。

以上から、実質公共投資は、2011年度は前年比 + 1.5%、2012年度は同 + 8.4%と2年連続で増加すると予測する。

図表 23．公共投資（実質）の見通し



(4) 海外部門

- 世界経済は回復ペースが鈍化している。米国はガソリン価格の上昇一服で個人消費が持ち直しているが、欧州は財政金融危機をきっかけに総じて停滞色が広がり、高成長が続く中国でも、金融引き締めの影響により減速の動きが鮮明になっている。
- 世界経済の回復基調は今後も続くものの、欧州の財政金融危機が一段と深刻化するなど下振れリスクも高まっている。米国では所得の回復を背景に個人消費の増加が見込まれる。中国をはじめアジアでも、金融引き締めスタンスが変更される見込みであり、内外需の均衡のとれた成長局面に再び移行する見通しである。
- 日本の輸出（数量ベース）は、震災で寸断されたサプライチェーンの復旧を受けて、持ち直している。しかし、2011年度下期は海外景気の減速などの影響により、増加のペースは緩やかになると見込まれる。日本の輸入（数量ベース）は、原子力発電所の稼働停止を背景に、天然ガスなどの鉱物性燃料を中心に増加するだろう。
- 貿易収支は、輸出の低迷と輸入の増加を反映して2011年度に赤字となる一方、対外純資産が生み出す所得収支黒字は基本的に底堅く推移すると見込まれる。このため、経常黒字は2011年度に一時的に落ち込むが、その後は拡大が続こう。

図表 24．海外部門総括表

— 予測

	2010年度				2011年度				2012年度				2009年	2010年	2011年	2012年
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
米国実質GDP	3.3	3.5	3.1	2.2	1.6	1.6	1.7	2.2	2.5	2.5	2.5	2.6	-3.5	3.0	1.8	2.4
(前期比年率)	3.8	2.5	2.3	0.4	1.3	2.5	2.8	2.3	2.4	2.6	2.6	2.7	-	-	-	-
ユーロ圏実質GDP	2.1	2.1	1.9	2.4	1.6	1.4	1.2	0.7	0.9	1.2	1.5	1.7	-4.2	1.8	1.6	1.1
(前期比年率)	3.8	1.6	1.1	3.1	0.7	0.6	0.3	1.3	1.5	1.6	1.6	2.0	-	-	-	-
アジア実質GDP	9.8	8.4	8.3	8.0	7.3	7.2	6.7	6.8	7.0	7.2	7.3	7.4	5.4	9.4	7.3	7.1
(うち中国実質GDP)	10.3	9.6	9.8	9.7	9.5	9.1	9.0	8.8	8.8	8.8	8.8	8.6	9.2	10.3	9.3	8.8
													2009年度 (実績)	2010年度 (実績)	2011年度 (予測)	2012年度 (予測)
経常収支(兆円)	3.9	4.4	4.3	3.3	1.9	2.6	2.2	2.6	3.1	3.1	3.1	3.1	15.8	16.1	9.5	12.8
貿易収支(兆円)	1.8	2.0	1.8	0.9	-1.2	-0.1	-0.2	0.3	0.5	0.4	0.4	0.5	6.6	6.5	-1.2	1.9
輸出(兆円)	16.1	15.8	16.3	16.2	14.9	16.1	16.0	15.9	15.9	16.5	16.9	17.1	55.6	64.5	62.8	66.4
輸入(兆円)	14.3	13.9	14.5	15.3	16.1	16.3	16.2	15.6	15.4	16.0	16.5	16.6	49.0	58.0	64.1	64.5
サービス収支(兆円)	-0.3	-0.3	-0.4	-0.3	-0.3	-0.6	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.4	-0.4	-1.8	-1.3	-1.9	-1.7
所得収支(兆円)	2.7	3.0	3.2	3.1	3.8	3.6	3.1	3.0	3.4	3.5	3.4	3.4	12.1	12.1	13.6	13.8
輸出数量(前期比)	4.2	-0.6	-1.1	0.3	-7.3	7.2	0.2	0.6	0.8	1.1	1.4	1.4	-9.9	14.6	-2.3	5.1
輸入数量(前期比)	2.8	3.0	0.1	0.9	-1.1	0.7	0.7	1.1	0.6	0.7	1.0	1.2	-7.3	12.4	1.7	3.3
原油相場(WTI、ドル/バレル)	78.0	76.2	85.2	94.1	102.6	89.8	91.8	92.0	89.0	88.0	90.0	91.0	70.7	83.4	94.0	89.5
原油相場(ドバイ、ドル/バレル)	77.6	74.2	84.3	100.5	110.6	107.0	107.2	103.0	97.0	93.0	93.0	93.5	69.7	84.2	107.0	94.1
ドル円相場(円/ドル)	92.0	85.9	82.6	82.3	81.7	77.8	77.6	78.0	78.0	78.4	79.0	79.6	92.8	85.7	78.8	78.8

(注1) 米国、ユーロ圏、アジア、中国の実質GDPは、四半期が前年同期比、年は暦年の成長率の数値
 (注2) 経常収支、貿易収支、サービス収支、所得収支の四半期は季節調整値
 (注3) 前期比年率、前期比の単位は%

米国

a. 現状

米国の 2011 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 +2.5%（前年比 +1.6%）であった。ガソリン価格の上昇一服や自動車の供給不足解消により個人消費が改善したことに加え、設備投資も 2 四半期連続で 2 桁の伸びを記録し民間需要が堅調に推移した。失業率が高止まるなど雇用改善の遅れが目立つものの、景気は緩やかな回復が続いている。一方、FRB は総額 6,000 億ドルの国債購入策（QE2）を 6 月末で終了したが、雇用回復の遅れを懸念し、長期国債の保有比率を高めるツイスト・オペを導入するなど金融緩和策を強化した。

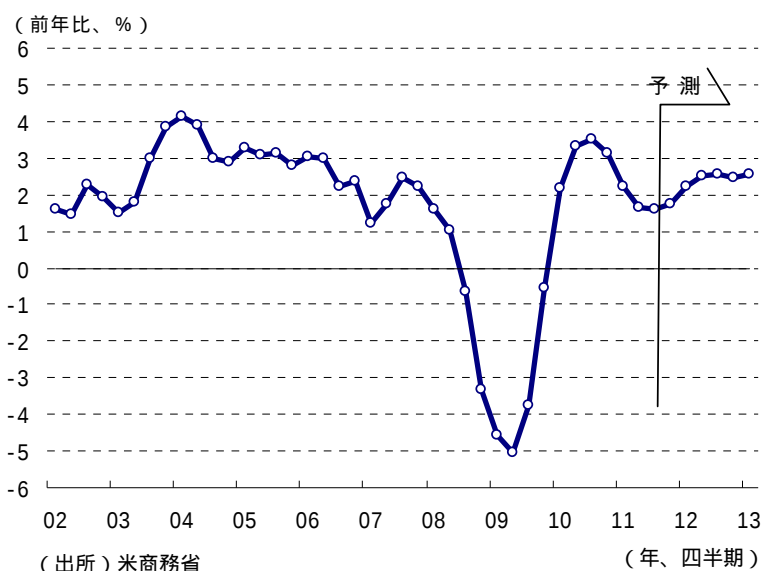
b. 見通し

2011 年の実質 GDP 成長率は、上期が低成長だった影響により +1.8%にとどまる。もっとも、ガソリン価格の落ち着きを背景に、今年下期から来年にかけ成長テンポは緩やかに加速し、2012 年は +2.4%に成長率が高まる見通しである。

景気の回復力は弱いながらも雇用者報酬や可処分所得の増加を背景に、個人消費は緩やかな拡大が続く。企業部門では、新興国需要が拡大するエネルギーや素材、競争力の高いハイテクなどが収益拡大のけん引役となり、設備投資は底堅い推移が見込まれる。雇用のミスマッチを背景に失業率の改善は緩やかにとどまるほか、ガソリン価格が再び上昇すれば個人消費が抑制されるリスクもある。また、財政再建をめぐる党派対立のあおりを受けて、社会保障減税や失業保険延長給付などの時限措置が年内で失効する場合には、年明けの景気の大きな下押し要因となる。

一方、FRB は、雇用回復の遅れに配慮し金融緩和策の強化を続ける。景気の停滞色が再び強まる場合には、住宅ローン担保証券の購入を柱とする QE3 実施の公算が高まろう。

図表 25. 米国の実質 GDP 成長率の見通し



欧州

a．現状

欧州（ユーロ圏）の2011年7～9月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.6%（前年比+1.4%）にとどまった。ドイツやフランスは個人消費が持ち直して底堅く推移したが、南欧諸国を中心にその他の国々は低迷し、欧州全体では景気回復に足踏みがみられる。

一方、ECBは財政金融危機による景気、物価の下振れリスクに対処するため、11月に政策金利を0.25%引下げ1.25%とした。危機をめぐる金融市場の混乱については、危機国の国債購入やターム物オペの強化など金融面での支援を継続している。

b．見通し

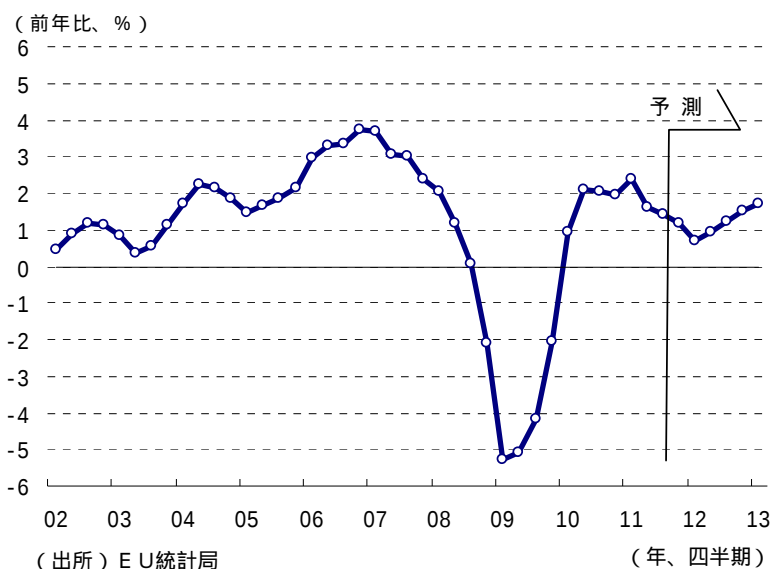
2011年の実質GDP成長率は+1.6%、2012年は+1.1%と、いずれも潜在成長率を下回る緩やかなペースにとどまる見通しである。

EU（欧州連合）は10月26日の首脳会議で、財政金融危機に対処するための包括戦略で合意した。ギリシャ向け民間債権の50%削減や金融機関の資本増強、EFSF（欧州金融安定基金）の実質的な規模を1兆ユーロに拡大することなどが盛り込まれた。もっとも、基金の規模拡大に関し詳細は未定であり、実際に資金規模を拡大できるか不透明である。

実体経済では、各国の財政支出の削減が景気の下押し圧力となる。景気回復のけん引役は外需に限られ、米国や中国の景気動向の影響を受けやすい状況が続く。米中が景気失速を回避すれば、ドイツなど中核国では輸出が景気を下支えしよう。ユーロ安の進行は輸出企業の競争力を高めることになる。

世界景気が落ち着きを取り戻せば、欧州景気もドイツを中心に緩やかな回復が見込まれる。もっとも、財政金融危機は深刻の度合いをますます強めており、ECBは追加の利下げを行う見通しである。

図表 26．ユーロ圏の実質GDP成長率の見通し



アジア

a．現状

中国の 2011 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 +9.1%と依然高成長が続いたが、金融引き締めの影響から成長率は緩やかに低下した。中国政府は昨春以降、不動産投機抑制策を行い、昨年 10 月以降は利上げを行ったが、7 月の利上げ後は様子見姿勢を続けている。

中国以外のアジア地域でも、金融引き締めと主要輸出先の米中景気の鈍化を背景に成長率が低下しており、インドネシアでは利下げが実施された。

b．見通し

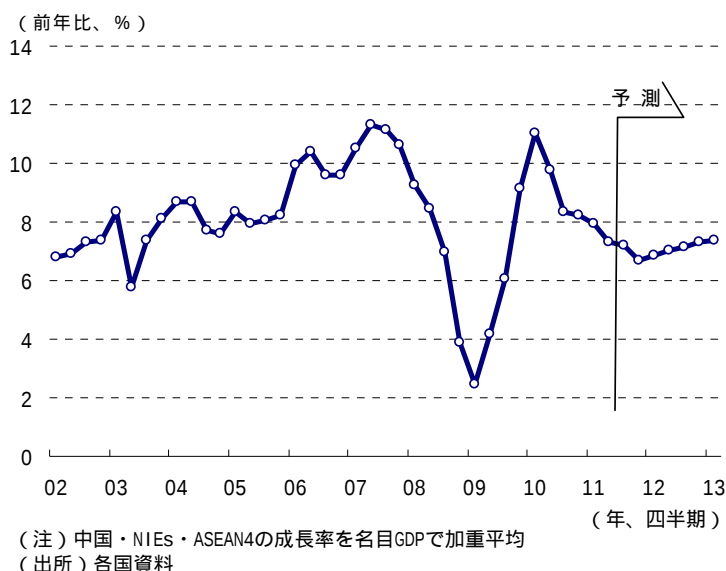
中国の実質 GDP 成長率は 2011 年が +9.3%、2012 年は +8.8%と成長率の低下が続くが、依然として高成長局面が続く。

中小企業の経営難や輸出低迷が懸念され、財政金融政策による景気てこ入れを求める声が強い。もっとも、建設投資の主体となる地方政府の債務問題や、住宅価格上昇への市民の不満を背景に、不動産投機抑制策は継続される公算が大きい。リーマン・ショック後の景気対策による過剰融資も懸念され、財政金融面での景気押し上げは限定的にとどまろう。

中国政府は、持続可能な成長への移行を優先課題とし、足元の減速も管理可能とするなど不況感が広がるには至っていない。鉄道事故で一時停滞したインフラ投資も今後は旺盛になると見込まれ、8%台の高成長が持続する。人民元相場は景気動向に配慮しながらも緩やかな上昇が続く。

その他のアジア地域も、年内にかけ成長率の低下が続くものの、景気減速と国際商品市況の低下により金融引き締めは一服する。米中景気の失速が回避されれば、輸出拡大が内需を押し上げる好循環局面に再び入る見通しである。

図表 27．アジアの実質 GDP 成長率の見通し



日本の輸出入

a. 現状

2011 年 7～9 月期の実質輸出（GDP ベース）は、東日本大震災で寸断されたサプライチェーンの復旧を背景に前期比 +6.2% と増加した。同時期の内閣府試算の輸出数量指数（季節調整値）を地域別にみると、アジア向けは前期比 +1.5% にとどまったが、米国向け、EU 向けはそれぞれ同 +19.7%、同 +11.6% と大幅に増加した。欧米向けの輸出の増加の背景には、震災後に生産が落ち込んだ自動車の輸出の持ち直しが挙げられる。

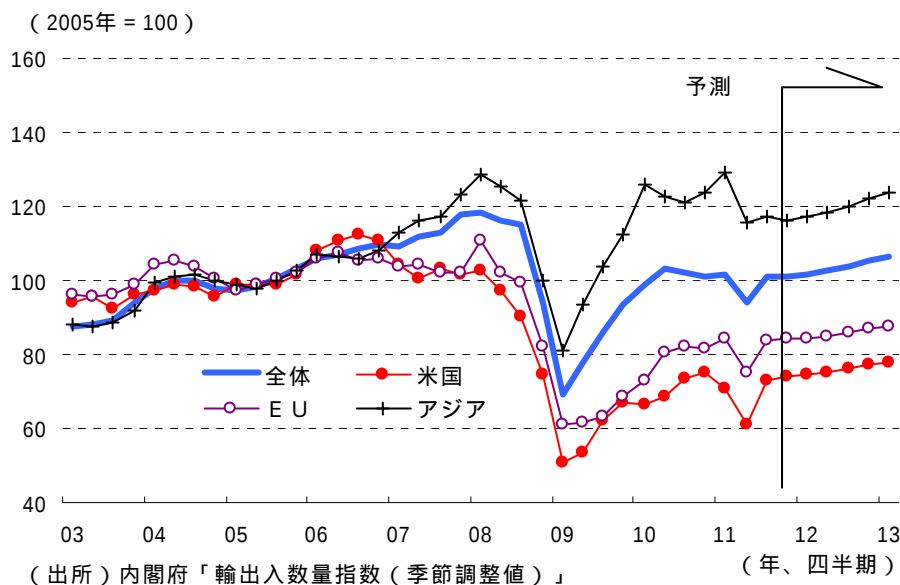
7～9 月期の実質輸入（GDP ベース）は、液化天然ガス（LNG）などを中心に前期比 +3.4% と増加した。この結果、7～9 月期の外需（＝輸出－輸入）の実質 GDP 成長率への寄与度は前期比 +0.4% と、5 四半期ぶりにプラスとなった。

b. 見通し

実質輸出は、2011 年度下期には世界経済の減速などを背景に、アジア向けを中心に伸び悩むと考えられる。実質輸入は、原子力発電所の稼働停止を背景に火力発電用の LNG などの鉱物性燃料を中心に増加が続くだろう。

貿易収支は、2011 年度には輸出が低迷する一方、輸入が増加するため、1979 年度以来、32 年ぶりに赤字となる見込みである。しかし、2012 年度には輸出が増加する一方、資源価格の低下を受けて輸入の伸びが鈍化することから貿易収支は黒字に転じるだろう。所得収支の黒字幅は、対外資産の増加を反映して年度ベースでみると引き続き拡大すると見込まれる。経常収支の黒字額は、2011 年度には貿易黒字の減少を主因に 9.5 兆円程度まで減少するが、所得収支の黒字幅拡大を背景に 2012 年度には 12.8 兆円と増加する見通しである。

図表 28. 地域別輸出数量の推移



3．物価と金融市場の予測

- 原油や金属をはじめとした原材料価格の上昇が一部物価を押し上げている。中期的に中国など新興国の需要と供給力の拡大を背景として、資源など川上でのインフレ圧力と工業品など川下でのデフレ圧力が続くだろう。
- 今後しばらくは調整が予想されるものの、国際商品市況は中長期的には上昇傾向にあり、それに合わせて国内企業物価も基調としては上昇が続く見込みだ。ただし、国内では需要に比べ供給力が過大な状況が続くほか、円高が物価の押し下げ要因となるため、その上昇ペースは緩やかなものにとどまるだろう。消費者物価は、最終消費者への販売価格に対する押し下げ圧力が強いいため、小幅ながらも下落が続く見通しである。
- 2008年秋のリーマン・ショック以降、金融緩和が進められた。2009年12月には、景気下振れやデフレ進行のリスクに対して金融緩和強化策が行われた。さらに2010年10月には内外経済の下振れリスクの高まりに対して包括金融緩和策が実施され、2011年に入っても3月、8月、10月に追加的な「金融緩和の強化」が行われた。当面、日本銀行の緩和的なスタンスは継続されるであろう。
- 短期金利の低位安定を背景に、長期金利は低水準での推移が続く。ただし、海外景気の回復持続や世界的な財政構造の悪化が、長期金利の上昇圧力となる可能性がある。為替は、2010年は欧州の財政金融危機への懸念によるユーロ安や米国の量的緩和策によるドル安により、円高が進んだ。2011年も欧米の金融情勢や景気減速への懸念が残るなか、円高地合が続いている。

図表 29．物価・金融市場総括表

	2010年度				2011年度				2012年度				2009年度	2010年度	2011年度	2012年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
原油価格 (WTI、ドル/バレル)	78.0	76.2	85.2	94.1	102.6	89.8	91.8	92.0	89.0	88.0	90.0	91.0	70.7	83.4	94.0	89.5
原油価格 (D、ドル/バレル)	77.6	74.2	84.3	100.5	110.6	107.0	107.2	103.0	97.0	93.0	93.0	93.5	69.7	84.2	107.0	94.1
国内企業物価	0.2	-0.1	1.0	1.8	2.5	2.6	1.3	-0.5	-1.7	-1.2	-0.5	0.1	-5.2	0.7	1.5	-0.8
消費者物価 (総合)	-0.9	-0.8	0.1	-0.5	-0.5	0.1	-0.2	-0.6	-0.6	-0.6	-0.2	0.1	-1.7	-0.4	-0.3	-0.3
生鮮食品を除く総合	-1.2	-1.1	-0.5	-0.8	-0.2	0.2	-0.1	-0.4	-0.7	-0.6	-0.2	0.1	-1.6	-0.8	-0.1	-0.4
無担保コール翌日物 (%)	0.093	0.093	0.090	0.088	0.067	0.078	0.075	0.076	0.077	0.078	0.079	0.080	0.102	0.091	0.074	0.079
TIBOR 3ヶ月 (%)	0.398	0.372	0.342	0.340	0.340	0.338	0.336	0.335	0.330	0.330	0.330	0.340	0.357	0.363	0.337	0.333
新発10年国債 (%)	1.22	1.00	1.09	1.25	1.17	1.05	1.01	1.02	1.05	1.09	1.13	1.18	1.32	1.14	1.06	1.11
ドル円相場 (円/ドル)	92.0	85.9	82.6	82.3	81.7	77.8	77.6	78.0	78.0	78.4	79.0	79.6	92.8	85.7	78.8	78.8
ユーロ円相場 (円/ユーロ)	117.2	111.1	112.2	112.6	117.6	109.9	106.3	106.1	105.3	105.1	105.1	105.1	131.1	113.3	110.0	105.1

(注1) 原油価格、金利、株価、為替、無担保コール翌日物は期中平均値
(注2) 物価は全て前年比で単位は%

(1) 物価

原油価格

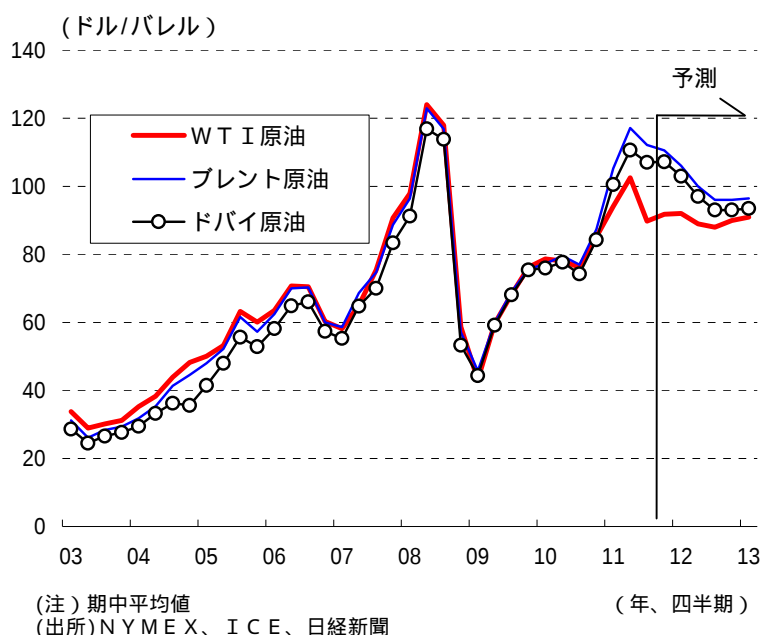
a . 現状

原油相場は、2010 年下期に米国での量的緩和（QE2）の実施を受けてコモディティへの投機的関心が高まったこと、2011 年に入ってリビアが内戦に陥り大規模な供給障害が起こったことを受けて大幅に上昇した。その後、6 月 8 日の O P E C（石油輸出国機構）の総会で加盟産油国の対立が激化したこと、6 月 23 日に I E A（国際エネルギー機関）が石油備蓄の放出を決定したこと、など異例の事態が相次ぎ、原油価格は乱高下が続いた。7 月以降は、米国の債務上限問題や欧州の財政金融危機などによって金融市場に不安心理が広がり、株式などリスク資産全般とともに原油も乱高下した。10 月上旬には W T I 原油が 1 バレルあたり 75 ドル割れ、ブレント原油は 100 ドル割れにまで下落したが、11 月半ばには W T I 原油が 100 ドル近く、ブレント原油が 115 ドル前後まで上昇している。

b . 見通し

国際的な石油取引の指標とされることが多いブレント原油は、現状の 110 ドル台よりも下落して 2012 年は 90 ドル台～100 ドル台を中心に推移すると見込まれる。これまでブレントの需給を引き締めていた最大の要因であるリビアの供給障害が解消されつつあるためだ。11 月のリビアの原油生産量は 60 万バレルまで持ち直しており、先行きについては、年内に 80 万バレル、2012 年末までに内戦前の水準（原油生産量が 160 万バレル、輸出量が 134.5 万バレル）に復旧すると見通しが国営石油会社から公表されている。W T I 原油は 90 ドル前後を中心としたほぼ横ばい圏の推移が見込まれる。2013 年にかけては、新興国を中心に需要増加が見込まれる中で、原油価格は緩やかに上昇するだろう。

図表 30 . 原油相場の見通し



国内企業物価と消費者物価

a．現状

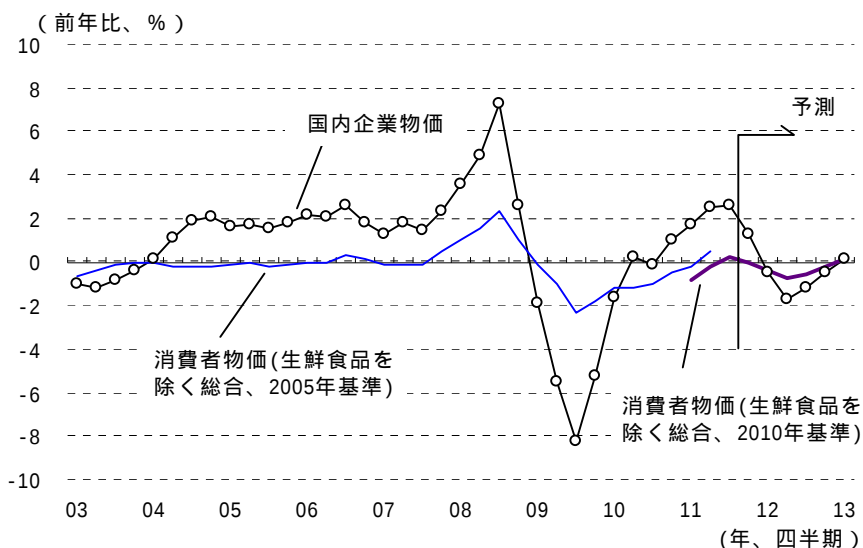
国際商品市況の上昇が一服していることに加え、円高が引き続き物価の押し下げ要因となっており、川上の物価にも下押し圧力がかかっている。10月の国内企業物価は前年比+1.7%と上昇が続いたものの、上昇率は3ヶ月連続で縮小した。石油製品はこのところ上昇率が鈍化しており、国際商品市況に連動しやすい非鉄金属は足元で下落に転じた。鉄鋼や化学製品も、国内での在庫の積み上がりも影響して上昇率が徐々に鈍化している。一方、9月の消費者物価（2010年基準、生鮮食品を除く総合・全国）は同+0.2%となり、小幅ながらも上昇が続いている。

b．見通し

国際商品市況は、世界経済の減速を受けて来年の半ば頃までは調整が続くと見込まれるが、その後は緩やかな上昇基調で推移する見通しである。このため、石油製品や金属、化学などの素材製品価格は、国際商品市況や国内での在庫調整の動きに沿って、一旦下落した後、上昇基調へ転じると見込まれる。もっとも、国内では需要に比べ供給力が過大な状況が続くため、物価上昇圧力はあまり高まらない。また、電気機器や情報通信機器、電子部品・デバイスを中心に、加工製品は予測期間を通じて下落傾向が続くと予想される。国内企業物価は、2011年度は前年比+1.5%、2012年度は同-0.8%となる見込みである。

消費者の低価格志向に大きな変化は見込まれず、企業にとっては、コスト上昇分を最終消費者への販売価格に転嫁させるのは引き続き難しい。消費者物価は足元で小幅なプラス圏内にあるが、今後は企業物価の下落に合わせて再び弱含みで推移し、その後も上昇しにくい状況が続くだろう。2011年度の消費者物価は前年比-0.1%、2012年度も同-0.4%と小幅な下落が続く見通しである。

図表 31．国内企業物価と消費者物価の見通し



（出所）日本銀行「物価指数月報」、総務省「消費者物価指数月報」

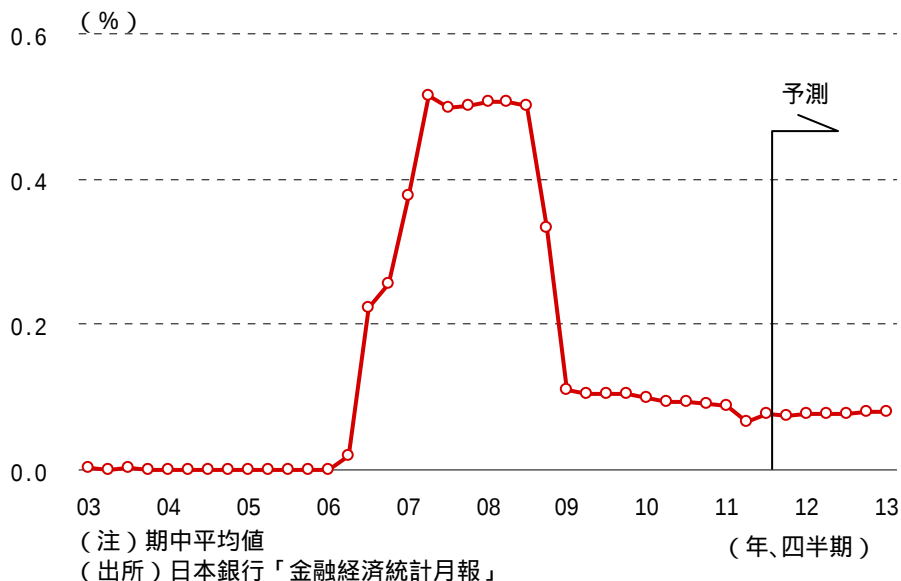
(2) 金融政策

日本銀行は、国内景気は持ち直しの動きが続いており、先行きも緩やかな回復経路に復して行くとの見方を維持している。しかし、国際金融資本市場や海外経済の動向次第で国内景気や物価が下振れするリスクを意識し、10月27日の決定会合で「資産買入等の基金」について長期国債を対象に5兆円程度増額するという「金融緩和の強化」を決定した。2010年10月に「包括的な金融緩和政策」が決定された当初、「資産買入等の基金」の総額は35兆円程度であったが、3度の増額を経て、現在では55兆円程度まで増加した。

なお、10月の「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」をみると、実質GDP成長率の政策委員の大勢見通し（中央値）は、2011年度は前年比+0.3%、2012年度は同+2.2%と、各年度とも7月時点の見通しから下方修正された。また、物価情勢の先行きについては、「消費者物価がしっかりとプラス圏で定着するようになるには、時間がかかると予想される」と述べられている。大勢見通し（中央値）では、2013年度には消費者物価指数（除く生鮮食品）は前年比+0.5%まで上昇すると予想されているものの、「中長期的な物価安定の理解」に基づく物価の安定が展望できる情勢（消費者物価指数の前年比が+1%程度）という状況には至らない。このため、予測期間中は実質的なゼロ金利政策が継続されると見込まれる。

今後は、日本経済は緩やかながらも回復が続くとみられるものの、円高や海外景気の先行き不透明感に伴う国内景気の下振れリスクは依然として高いことから、当面、金融政策は緩和的な状況が継続される公算である。

図表 32．無担保コール翌日物金利の見通し



(3) 金融市場

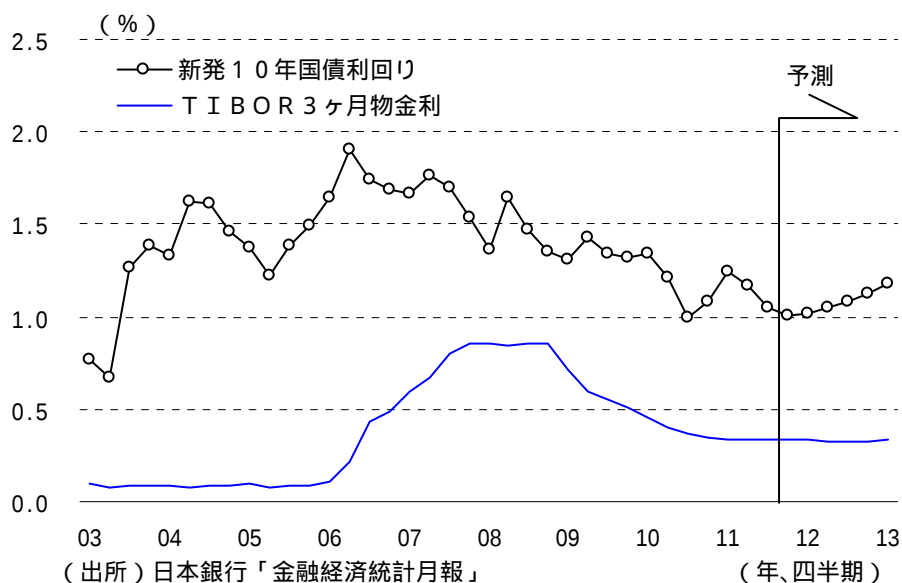
金利

国内景気の下振れリスクが意識される中、日本銀行は10月27日さらなる追加緩和を決定した。潤沢な資金供給を受けて、コールレートは低位で推移している。また、3ヶ月、6ヶ月といったターム金利も総じて低水準が続いている。もっとも、足元では欧州の財政金融危機への懸念から、欧州市場を中心に海外金利はやや上昇圧力が掛かっているが、日本の短期金利は低位で安定している。当面、日本銀行は現状の緩和姿勢を維持すると見られることから、短期金利の指標とされるTIBOR3ヶ月物金利は低位での推移が見込まれる。

長期金利(10年物国債利回り)は、引き続き低水準で推移している。欧州の財政金融危機と海外景気の減速懸念を背景に、相対的に安全な資産とされる日本国債が買われる傾向が続いている。8月4日には、一時、9ヶ月ぶりの1%割れとなり、その後も1%を下回る局面は多く、心理的な節目として意識される水準が1%から徐々に切り下がっている。さらに、11月10日には0.960%と、2010年11月9日以来の水準まで低下した。

今後、国内景気の回復に伴って物価上昇圧力が強まってくることなどを背景に、長期金利は緩やかな上昇基調を辿ると見込まれる。もっとも、欧州の財政金融危機や海外景気の先行き懸念を受けた投資家のリスク回避姿勢は根強く、米国金利や国内短期金利は低水準で推移すると見込まれるため、当面、長期金利の上昇余地は限定的とみられる。また、日本銀行は、従来から行っていた年間21.6兆円の長期国債の買入れに加え、2010年10月から開始された「資産買入等の基金」の下で、足元では約9.0兆円規模の長期国債の買入れを実施している。こうした政策も長期金利の低位安定を支えることになるだろう。

図表 33 . 長短金利の見通し



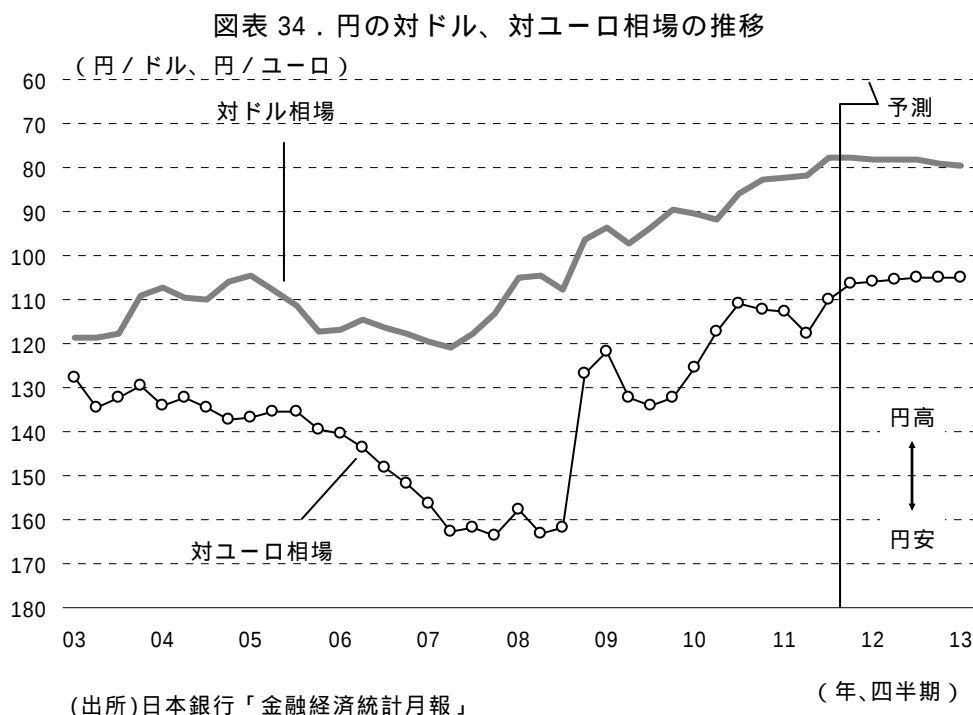
為替

2011 年下期は再び円高・ドル安が進んだ。7 月は米財政法案の審議難航を反映して米国債のデフォルトや格下げが懸念され、ドル安材料になった。ドル円相場が 80 円を下回って推移する中、8 月 4 日に政府は円売り介入を行った。もっとも介入効果は持続せず、その後、米国景気の先行き不透明感から F R B による追加緩和観測を背景にドル安・円高が進んだ。9 月は、欧州財政金融危機によってユーロが下落し、グローバルな景気悪化観測により新興国通貨も大幅下落した一方で、ドルと円はともに安全資産として買われた。10 月後半には円高・ドル安が徐々に進み、31 日のオセアニア市場で一時 1 ドル = 75.32 円をつけた後、政府は大量の円売り介入を行い、いったん円安に振れた。しかし、欧州財政金融危機などを材料にその後も円買い圧力が続いている。

財政問題が深刻化した欧州諸国では、それを材料に政局が不安定化しやすく、ギリシャやイタリアでは政権交代につながった。欧州では、各国において当面の金融問題への対応を行うとともに、共同で E F S F（欧州金融安定基金）の拡充を進め、各国の財政部門の監視を強化するリスボン条約承認の前倒しも検討されている。

しかし、欧州を中心に世界景気の不透明感は今後も残ると考えられ、この点では円高圧力が続きやすい。一方で、日米金利差の縮小が注目されたことや、円が安全資産とみなされたことにより、これまでに円高が行き過ぎていた可能性もある。こうした中、日本の当局による為替介入への警戒感もあって、ドル円相場は当面、一進一退の推移となろう。

人民元相場は 1 ドル = 約 6.83 元が続いていたが、2010 年 6 月 19 日に弾力化の方針が発表され、足元では 6.4 元を下回っている。国内の物価安定や海外からの輸入促進といった政策方針もあり、今後も中国の輸出競争力を阻害しない程度の人民元の上昇が見込まれる。



図表 35 . 日本経済予測総括表

予測

上段は前期比%、下段は前年同期比%

	2010年度		2011年度		2012年度		2013年度		2010年度	2011年度	2012年度	2013年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
名目GDP	0.4	-1.4	-1.4	1.1	0.8	0.9	0.4	1.0	0.4	-1.3	1.8	1.4
	2.0	-1.1	-2.6	-0.1	1.9	1.7	1.3	1.5				
実質GDP	1.6	-0.7	0.1	1.2	1.1	0.9	0.8	1.1	2.4	0.4	2.1	1.8
	4.2	0.7	-0.6	1.4	2.1	2.0	1.7	1.9				
内需寄与度(注1)	1.2	-0.4	0.7	1.0	0.9	0.7	0.6	0.8	1.5	1.1	1.8	1.4
個人消費	0.7	-0.8	0.4	0.5	0.2	0.3	0.4	0.6	1.0	0.4	0.6	0.8
住宅投資	2.0	3.3	2.1	2.8	1.5	1.5	1.0	2.4	-0.2	5.3	3.6	3.0
設備投資	4.0	-0.4	-0.5	1.4	2.0	2.1	2.5	2.7	4.2	0.1	3.8	5.0
民間在庫(注1)	0.3	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.0	0.5	0.2	0.2	0.1
政府支出	-0.4	-0.3	1.4	1.5	1.3	0.2	-0.0	-0.0	0.1	2.2	2.1	-0.0
政府最終消費	1.1	1.1	1.3	0.8	0.4	0.1	0.3	0.4	2.3	2.3	0.8	0.6
公共投資	-6.6	-7.0	1.7	5.1	5.7	0.5	-2.1	-1.8	-9.8	1.5	8.4	-2.9
	-4.5	-13.7	-5.1	6.7	11.2	6.3	-1.7	-3.8				
外需寄与度(注1)	0.5	-0.2	-0.7	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	0.9	-0.7	0.3	0.4
輸出	10.1	-0.3	-1.9	3.5	2.3	3.5	3.3	3.4	17.1	-0.2	5.9	6.8
	25.6	9.8	-2.0	1.6	5.9	5.9	6.9	6.8				
輸入	7.6	1.4	2.7	2.2	1.3	2.4	2.2	1.7	10.9	4.5	4.0	4.3
	12.9	9.0	4.2	4.7	4.4	3.7	4.7	4.0				
GDPデフレーター(注2)	-2.2	-1.8	-2.1	-1.5	-0.2	-0.3	-0.4	-0.4	-2.0	-1.8	-0.2	-0.4

(注1) 民間在庫、内需寄与度、外需寄与度は前期比寄与度

(注2) GDPデフレーターは前年比

予測

前年同期比%

	2010年度		2011年度		2012年度		2013年度		2010年度	2011年度	2012年度	2013年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
経常収支(兆円)(注1)	8.3	7.6	4.5	4.7	6.2	6.2	6.6	6.6	16.1	9.5	12.8	13.6
貿易収支(兆円)	3.8	2.7	-1.4	0.2	0.9	0.9	0.9	0.9	6.5	-1.2	1.9	1.8
サービス収支(兆円)	-0.6	-0.7	-0.9	-0.9	-0.9	-0.8	-0.9	-0.8	-1.3	-1.9	-1.7	-1.7
所得収支(兆円)	5.7	6.3	7.3	6.1	6.9	6.8	7.3	7.2	12.1	13.6	13.8	14.6
鉱工業生産 (上段は前期比%、下段は前年比%)	3.7	-1.6	-3.0	2.8	1.1	1.3	1.5	2.1	8.9	-2.6	3.0	3.2
	17.4	1.6	-4.3	-0.5	3.8	2.2	2.9	3.5				
経常利益(注2) (法人企業統計、前年比%)	69.0	19.0	-12.9	-11.9	8.3	9.7	9.7	8.6	38.9	-12.4	9.0	9.1
国内企業物価	0.0	1.4	2.6	0.4	-1.5	-0.2	0.6	1.0	0.7	1.5	-0.8	0.8
消費者物価	-0.9	0.1	-0.2	-0.5	-0.6	0.0	0.2	0.3	-0.4	-0.3	-0.3	0.3
生鮮食品を除く総合	-1.1	-0.4	0.0	-0.3	-0.7	0.0	0.2	0.2	-0.8	-0.1	-0.4	0.3
ドル円相場(円/ドル)	88.9	82.5	79.8	77.8	78.2	79.3	80.5	81.4	85.7	78.8	78.8	81.0
無担保コール翌日物(%)	0.093	0.089	0.072	0.076	0.078	0.080	0.080	0.080	0.091	0.074	0.079	0.080
TIBOR3ヶ月	0.385	0.341	0.339	0.335	0.330	0.335	0.350	0.390	0.363	0.337	0.333	0.370
長期金利(新発10年国債)	1.11	1.17	1.11	1.01	1.07	1.15	1.26	1.38	1.14	1.06	1.11	1.32
原油価格(WTI、ドル/バレル)	77.1	89.6	96.2	91.9	88.5	90.5	92.5	94.5	83.4	94.0	89.5	93.5
原油価格(ドバイ、ドル/バレル)	75.9	92.4	108.8	105.1	95.0	93.3	94.3	95.3	84.2	107.0	94.1	94.8
米国実質GDP(注2) (前期比年率%、暦年)	3.9	2.8	1.1	2.3	2.5	2.5	2.7	2.8	3.0	1.8	2.4	2.7
春闘賃上げ率(注3)	-	-	-	-	-	-	-	-	1.82	1.83	1.78	1.83

(注1) 経常収支、貿易収支、サービス収支、所得収支の半期値は季節調整値

(注2) 経常利益の予測は2011年度上期以降

(注3) 春闘賃上げ率は厚生労働省「民間主要企業春闘賃上げ要求・妥結状況について」のベースで2011年度は実績

図表 36 . 日本経済予測総括表
【輸出入（通関ベース）】

	2010年度		2011年度		2012年度		2013年度		2010年度	2011年度	2012年度	2013年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
輸出額(円ベース)	25.0	6.2	-3.8	-1.2	4.7	7.1	8.6	8.9	14.9	-2.5	5.9	8.7
数量	25.2	5.5	-4.6	0.1	5.8	4.4	5.7	6.2	14.6	-2.3	5.1	5.9
輸入額(円ベース)	21.1	11.4	12.1	5.3	-2.7	4.9	8.6	9.4	16.0	8.6	1.0	9.0
数量	16.7	8.4	2.1	1.4	3.2	3.5	4.2	4.2	12.4	1.7	3.3	4.2
輸出超過額(兆円)	3.3	2.0	-1.7	0.0	0.8	0.7	0.9	0.6	5.4	-1.7	1.5	1.4

【所得・雇用】

	2010年度		2011年度		2012年度		2013年度		2010年度	2011年度	2012年度	2013年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
一人当たり所得(注1)	1.1	0.2	-0.3	-0.3	0.1	0.7	0.5	0.6	0.6	-0.3	0.4	0.6
所定内給与	-0.2	-0.3	-0.4	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	-0.2	-0.2	0.1	0.2
所定外給与	11.2	5.0	-0.6	1.1	4.7	2.9	2.1	3.0	8.0	0.3	3.8	2.6
雇用者数(注2)	0.0	0.5	0.5	0.4	0.6	0.5	0.3	0.1	0.2	0.4	0.6	0.2
雇用者報酬(注3)	1.2	0.7	0.0	0.0	0.7	1.0	0.7	0.6	1.0	0.0	0.8	0.7
完全失業率(季調値%)(注4)	5.1	4.9	4.5	4.3	4.2	4.2	4.1	4.1	5.0	4.4	4.2	4.1

(注1)「毎月勤労統計」事業所規模5人以上ベース

(注2)「労働力調査」ベースで2011年1～3月期から7～9月期までは当社による推計値

(注3)SNAベースで名目値

(注4)2011年1～3月期から7～9月期までは岩手・宮城・福島県を除く値

【新設住宅着工】

	2010年度		2011年度		2012年度		2013年度		2010年度	2011年度	2012年度	2013年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
新設住宅着工戸数	79.6	84.3	84.4	86.0	86.6	87.4	87.9	89.1	81.9	85.2	87.0	88.5
持家	6.2	5.1	6.1	2.0	2.5	1.6	1.5	2.0	5.6	4.1	2.1	1.8
貸家	30.0	31.7	30.6	32.2	32.6	32.5	32.2	32.8	30.9	31.4	32.6	33.1
分譲	7.4	7.6	2.0	1.6	6.5	1.0	0.6	2.7	7.5	1.8	3.8	1.5
持家	29.6	28.9	29.7	28.1	29.2	28.5	28.8	29.8	29.2	28.9	28.9	29.5
貸家	-3.7	-8.8	0.6	-2.4	-1.5	1.6	2.2	1.9	-6.3	-0.9	0.0	2.1
分譲	19.9	22.4	24.1	24.3	24.7	24.8	24.9	25.3	21.2	24.1	24.7	25.1
持家	28.8	30.4	20.2	8.2	2.1	2.4	2.1	1.5	29.6	13.8	2.2	1.8

(注)上段が季節調整済年率換算値、下段が原数値の前年同期比

図表 37 . 前々回見直し(2011年8月1次QE時点)との比較
○2011年度

	前々回	修正幅	今回
名目GDP	-0.7	-0.6	-1.3
実質GDP	0.3	+0.1	0.4
個人消費	-0.2	+0.6	0.4
住宅投資	1.9	+3.4	5.3
設備投資	1.2	-1.1	0.1
公共投資	3.6	-2.1	1.5
外需寄与度	-0.6	-0.1	-0.7
デフレーター	-1.1	-0.7	-1.8
鉱工業生産	-1.2	-1.4	-2.6

前年比%

○2012年度

	前々回	修正幅	今回
名目GDP	2.7	-0.9	1.8
実質GDP	2.3	-0.2	2.1
個人消費	0.7	-0.1	0.6
住宅投資	3.6	0.0	3.6
設備投資	5.3	-1.5	3.8
公共投資	5.5	+2.9	8.4
外需寄与度	0.4	-0.1	0.3
デフレーター	0.4	-0.6	-0.2
鉱工業生産	4.0	-1.0	3.0

前年比%

図表 38 . 前回見直し(2011年9月2次QE時点)との比較
○2011年度

	前回	修正幅	今回
名目GDP	-0.9	-0.4	-1.3
実質GDP	0.2	+0.2	0.4
個人消費	-0.1	+0.5	0.4
住宅投資	2.1	+3.2	5.3
設備投資	-0.2	+0.3	0.1
公共投資	3.6	-2.1	1.5
外需寄与度	-0.6	-0.1	-0.7
デフレーター	-1.0	-0.8	-1.8
鉱工業生産	-1.0	-1.6	-2.6

前年比%

○2012年度

	前回	修正幅	今回
名目GDP	2.8	-1.0	1.8
実質GDP	2.3	-0.2	2.1
個人消費	0.7	-0.1	0.6
住宅投資	3.4	+0.2	3.6
設備投資	5.1	-1.3	3.8
公共投資	5.5	+2.9	8.4
外需寄与度	0.4	-0.1	0.3
デフレーター	0.4	-0.6	-0.2
鉱工業生産	4.3	-1.3	3.0

前年比%

図表 39 . 日本経済予測総括表(四半期ベース)

		2010年度				2011年度				2012年度			
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
名目GDP	前期比	-0.9	0.1	-0.9	-1.1	-1.5	1.4	0.1	0.7	0.1	0.7	0.4	0.3
	前期比年率	-3.4	0.5	-3.5	-4.3	-5.8	5.6	0.4	2.9	0.6	2.8	1.6	1.1
	前年比	1.1	2.8	0.5	-2.9	-3.2	-1.9	-1.0	0.9	2.3	1.5	1.8	1.6
実質GDP	前期比	0.0	0.7	-0.7	-0.7	-0.3	1.5	0.2	0.5	0.5	0.6	0.4	0.4
	前期比年率	0.1	2.9	-2.7	-2.7	-1.3	6.0	1.0	2.2	2.1	2.2	1.6	1.5
	前年比	3.2	5.2	2.3	-1.0	-1.1	-0.0	0.7	2.1	2.5	1.7	2.1	2.0
内需寄与度(注1)		-0.2	0.9	-0.6	-0.5	0.5	1.0	0.3	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3
個人消費		-0.2	0.7	-0.9	-0.5	0.2	1.0	-0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
		1.4	2.6	0.8	-0.9	-0.5	0.1	0.6	1.2	1.2	0.3	0.5	0.6
住宅投資		0.6	1.1	2.1	1.4	-1.1	5.0	0.2	0.2	0.9	0.8	0.9	0.6
		-10.4	-1.2	6.2	5.2	3.1	7.5	5.9	4.3	6.3	2.2	3.0	3.2
設備投資		2.8	0.6	-0.1	-1.1	-0.5	1.1	0.5	0.7	1.1	1.1	1.0	1.1
		3.1	6.7	5.5	1.8	-1.3	-0.4	0.0	1.6	3.3	3.5	4.0	4.3
民間在庫(注1)		-0.4	0.4	-0.0	-0.2	0.2	0.2	-0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0
政府支出		-0.2	-0.0	-0.6	0.6	1.2	-0.1	0.9	1.2	0.6	0.2	0.0	0.1
		2.0	0.9	-1.7	-0.7	1.5	1.2	2.6	3.3	2.4	2.8	2.3	0.9
政府最終消費		1.0	0.4	0.4	0.9	0.7	0.4	0.4	0.3	0.2	0.0	0.1	0.1
		2.9	2.1	1.6	2.7	2.4	2.4	2.4	1.8	1.4	1.0	0.6	0.4
公共投資		-5.9	-1.2	-5.9	-1.1	3.7	-2.8	3.8	5.4	2.6	0.7	0.2	-0.2
		-4.2	-4.7	-13.3	-14.1	-3.9	-6.1	3.5	10.3	9.1	13.1	9.2	3.4
外需寄与度(注1)		0.3	-0.2	-0.0	-0.2	-0.8	0.4	-0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
輸 出		6.6	0.1	-0.5	0.2	-5.0	6.2	0.2	0.6	1.2	1.6	1.7	1.8
		30.3	21.3	13.3	6.4	-5.3	1.1	1.1	2.1	8.4	3.7	5.3	6.5
輸 入		5.3	1.5	-0.2	1.7	0.1	3.4	0.4	0.3	0.8	0.8	1.3	1.4
		14.4	11.4	9.7	8.3	3.2	5.1	5.5	4.0	5.8	3.1	3.0	4.3
GDPデフレーター(注2)		-2.0	-2.3	-1.7	-1.9	-2.2	-1.9	-1.7	-1.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3

(注1) 民間在庫、内需寄与度、外需寄与度は前期比寄与度

(注2) GDPデフレーターは前年比

予測 前年同期比%													
	2010年度				2011年度				2012年度				
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	
経常収支（兆円）（注1）	3.9	4.4	4.3	3.3	1.9	2.6	2.2	2.6	3.1	3.1	3.1	3.1	
貿易収支（兆円）	1.8	2.0	1.8	0.9	-1.2	-0.1	-0.2	0.3	0.5	0.4	0.4	0.5	
サービス収支（兆円）	-0.3	-0.3	-0.4	-0.3	-0.3	-0.6	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.4	-0.4	
所得収支（兆円）	2.7	3.0	3.2	3.1	3.8	3.6	3.1	3.0	3.4	3.5	3.4	3.4	
鉱工業生産 （上段は前期比％、下段は前年比％）	0.7	-1.0	-0.1	-2.0	-4.0	4.3	0.3	0.7	0.3	0.6	0.7	0.7	
	21.3	14.0	5.9	-2.5	-6.8	-2.1	-2.1	1.1	5.8	2.0	2.1	2.3	
経常利益 ^{（注2）} （法人企業統計、前年比％）	83.4	54.1	27.3	11.4	-14.6	-10.9	-16.1	-7.4	7.3	9.4	10.1	9.3	
国内企業物価	0.2	-0.1	1.0	1.8	2.5	2.6	1.3	-0.5	-1.7	-1.2	-0.5	0.1	
消費者物価	-0.9	-0.8	0.1	-0.5	-0.5	0.1	-0.2	-0.6	-0.6	-0.6	-0.2	0.1	
生鮮食品を除く総合	-1.2	-1.1	-0.5	-0.8	-0.2	0.2	-0.1	-0.4	-0.7	-0.6	-0.2	0.1	
ドル円相場（円/ドル）	92.0	85.9	82.6	82.3	81.7	77.8	77.6	78.0	78.0	78.4	79.0	79.6	
無担保コール翌日物（％）	0.093	0.093	0.090	0.088	0.067	0.078	0.075	0.076	0.077	0.078	0.079	0.080	
ＴＩＢＯＲ３ヶ月	0.398	0.372	0.342	0.340	0.340	0.338	0.336	0.335	0.330	0.330	0.330	0.340	
長期金利（新発10年国債）	1.22	1.00	1.09	1.25	1.17	1.05	1.01	1.02	1.05	1.09	1.13	1.18	
原油価格（ＷＴＩ、ドル/バレル）	78.0	76.2	85.2	94.1	102.6	89.8	91.8	92.0	89.0	88.0	90.0	91.0	
原油価格（ドバイ、ドル/バレル）	77.6	74.2	84.3	100.5	110.6	107.0	107.2	103.0	97.0	93.0	93.0	93.5	
米国実質ＧＤＰ （前期比年率％）	3.8	2.5	2.3	0.4	1.3	2.5	2.8	2.3	2.4	2.6	2.6	2.7	

(注1) 経常収支、貿易収支、サービス収支、所得収支は季節調整値

(注2) 経常利益の予測は2011年7-9月期以降

図表 40 . 日本経済予測総括表(四半期ベース)

【輸出入（通関ベース）】

	2010年度				2011年度				2012年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
輸出額(円ベース)	33.2	17.8	10.0	2.4	-8.0	0.5	-0.8	-1.7	5.7	3.8	6.7	7.5
数量	32.8	18.6	8.6	2.4	-8.3	-1.1	-0.1	0.2	9.0	2.8	4.0	4.8
輸入額(円ベース)	28.1	14.9	11.3	11.4	10.4	13.8	9.6	1.1	-4.5	-1.0	3.8	6.1
数量	19.3	14.4	9.6	7.2	2.8	1.5	1.3	1.5	3.2	3.1	3.4	3.5
輸出超過額(兆円)	1.7	1.6	1.7	0.4	-1.3	-0.4	0.1	-0.1	0.4	0.4	0.6	0.1

【所得・雇用】

	2010年度				2011年度				2012年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
一人当たり所得(注1)	1.3	0.9	0.2	0.2	-0.4	-0.2	-0.7	0.2	0.2	0.0	0.9	0.4
所定内給与	-0.2	-0.2	0.0	-0.6	-0.5	-0.2	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
所定外給与	11.4	10.9	6.7	3.4	-1.5	0.3	0.5	1.8	6.2	3.2	3.0	2.8
雇用者数(注2)	-0.3	0.3	0.4	0.5	0.7	0.2	0.2	0.7	0.7	0.6	0.5	0.4
雇用者報酬(注3)	1.2	1.2	0.9	0.6	0.2	-0.3	-0.6	0.8	0.7	0.6	1.2	0.7
完全失業率(季調値%)(注4)	5.1	5.0	5.0	4.7	4.6	4.4	4.3	4.3	4.2	4.2	4.2	4.2

(注1)「毎月勤労統計」事業所規模5人以上ベース
(注2)「労働力調査」ベースで2011年1～3月期から7～9月期までは当社による推計値
(注3)SNAベースで名目値
(注4)2011年1～3月期から7～9月期までは岩手・宮城・福島県を除く値

【新設住宅着工】

	2010年度				2011年度				2012年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
新設住宅着工戸数	77.6	81.5	84.3	84.2	81.0	87.8	85.5	86.5	86.6	86.7	87.0	87.7
	-1.1	13.8	6.9	3.2	4.1	7.9	1.5	2.7	6.8	-1.3	1.8	1.3
持家	28.9	31.1	32.5	31.0	28.5	32.7	32.6	31.9	32.3	32.9	32.9	32.1
	3.8	10.8	9.7	5.2	-1.8	5.4	0.5	3.0	13.2	0.8	1.2	0.8
貸家	29.1	30.0	28.2	29.5	28.2	31.1	28.3	28.0	28.7	29.6	28.8	28.2
	-10.5	3.6	-9.0	-8.5	-2.9	4.0	0.2	-5.4	2.0	-4.5	2.0	1.0
分譲	18.7	21.1	23.3	21.6	23.5	24.8	24.4	24.1	24.6	24.8	25.0	24.7
	17.8	40.8	40.2	21.9	24.0	16.7	4.6	11.9	4.4	-0.2	2.5	2.3

(注)上段が季節調整済年率換算値、下段が原数値の前年同期比

< 経済見通し担当者 >

小林 真一郎	主任研究員	総括
塚田 裕昭	主任研究員	家計部門・住宅
芥田 知至	主任研究員	海外経済・原油・為替・金利
中田 一良	副主任研究員	政府部門・外需
鶴田 零	副主任研究員	企業部門・金融・物価
尾畠 未輝	研究員	雇用・賃金・金利
細尾 忠生	副主任研究員	海外経済

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。