

---

# 日本経済展望

2014年1月



調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/report/medium/publication/japan>

---

---

## 目次

- ◆現状 . . . . . p. 1
- ◆景気分析 . . . . . p. 4
- ◆見通し . . . . . p. 11
- ◆金利動向 . . . . . p. 12
- ◆内外市場データ . . . . . p. 14

調査部 マクロ経済研究センター（国内経済グループ）

◆ファンダメンタルズ担当 下田 裕介（ Tel: 03-6833-0914 Mail: shimoda.yusuke@jri.co.jp ）

◆金利動向、内外市場データ担当 塚田 雄太（ Tel: 03-6833-6719 Mail: tsukada.yuta@jri.co.jp ）

◆本資料は2013年12月27日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

---

# 概況：景気は一時的な鈍化から再び回復へ

現状

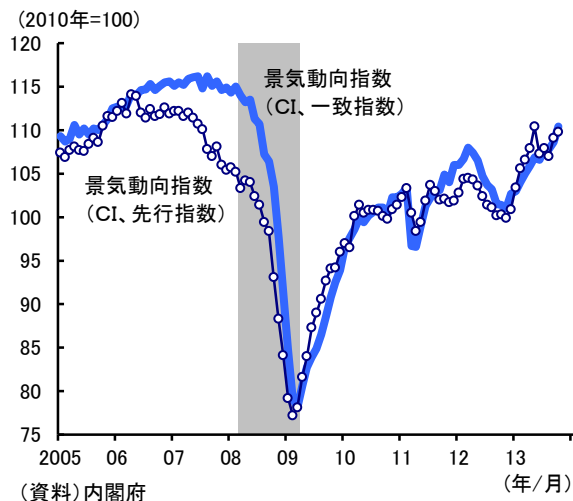
景気分析

見通し

金利動向

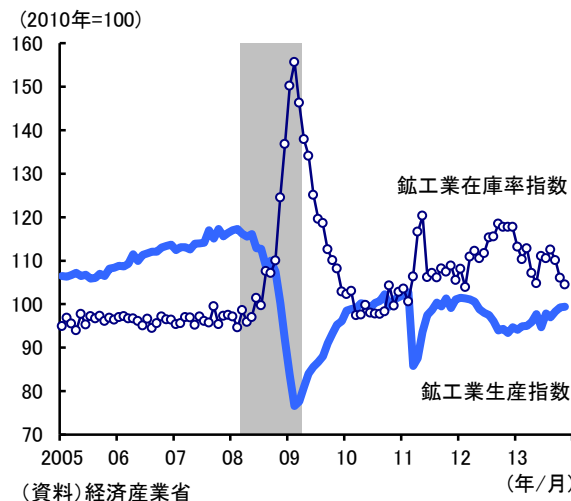
## 景気

企業の在庫率低下などを受けて、先行指数は2ヵ月連続で上昇



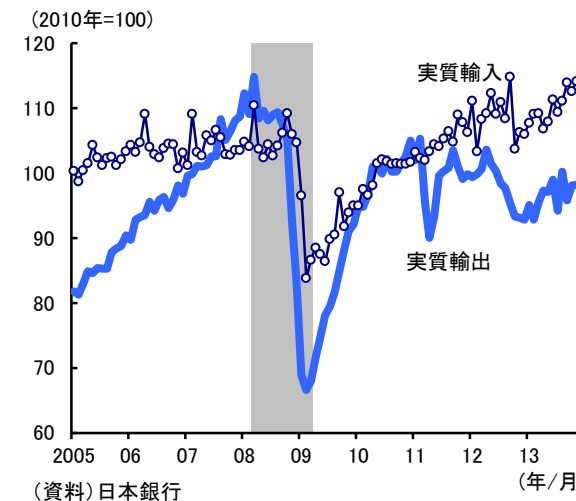
## 企業

生産活動は引き続き持ち直しの動き  
在庫率指数は低下が持続



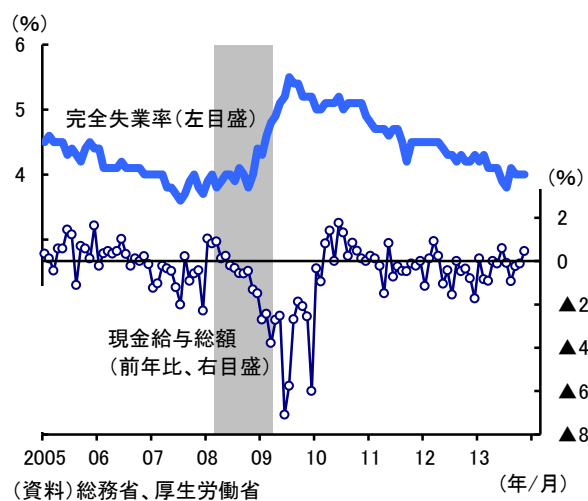
## 外需

輸出が一進一退で推移する一方、輸入は増加基調が持続



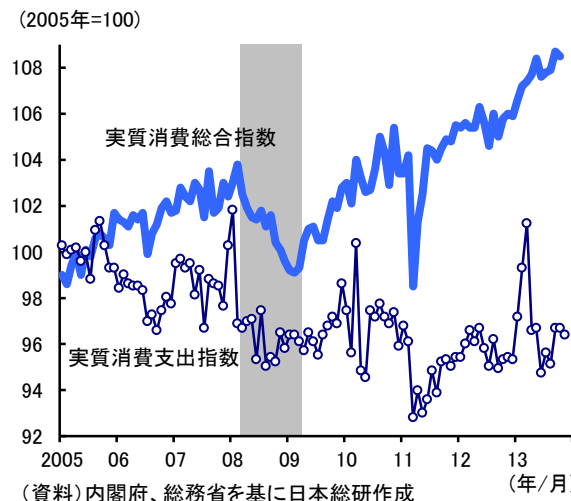
## 雇用所得

雇用では男女ともに就業者が増加  
所定内給与は1年8ヵ月ぶりに増加



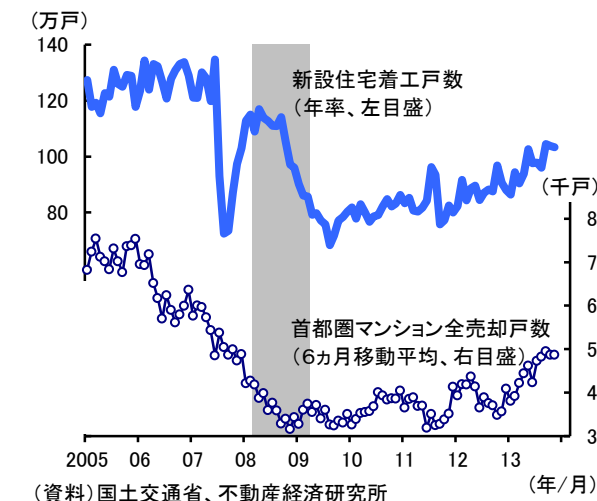
## 消費

個人消費は回復ペースが鈍化の一方、耐久財では駆け込みが徐々に顕在化も



## 住宅

住宅着工は駆け込みにより高水準が持続  
マンション販売は緩やかに持ち直し



※シャドー部は景気後退期

# 底堅い内需を背景に景気は回復ペースを取り戻す方向

現状

景気分析

見通し

金利動向

わが国景気は、夏場に勢いが鈍化。もっとも、GDPとの連動性が高い景気動向指数（一致C I）をみると、出荷の持ち直しや雇用環境の改善を背景に上昇幅が拡大。景気鈍化は一時的にとどまるとみられ、今後は回復ペースを取り戻す見通し。

企業部門では、設備投資の先行指標である機械受注や民間非居住建築着工床面積が総じて増加基調。

家計部門では、現行の消費税率適用期限を過ぎたことで、戸建販売の受注金額は10月以降大幅前年割れ。もっとも、マンション販売は引き続き堅調に推移しており、住宅市場を巡る消費税率引き上げのマイナス影響は現段階では限定的。一方、個人消費は、自動車など耐久消費財で駆け込み需要とみられる動きが徐々に出ており、今後景気を大きく押し上げる見込み。

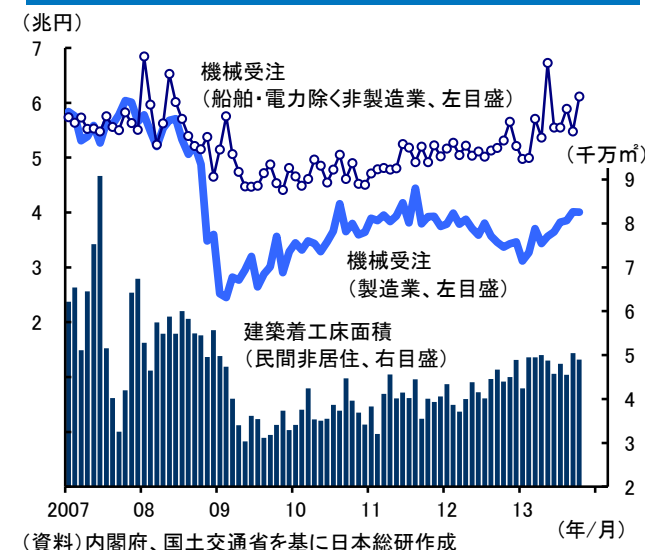
こうした底堅い内需を背景に、鉱工業生産指数は年初にかけて上昇基調が続く見込み。

一方、外需は弱含んで推移。輸出がほぼ横ばいで推移する一方、輸入はエネルギー関連の高止まりや内需の持ち直しを背景に増勢が持続。

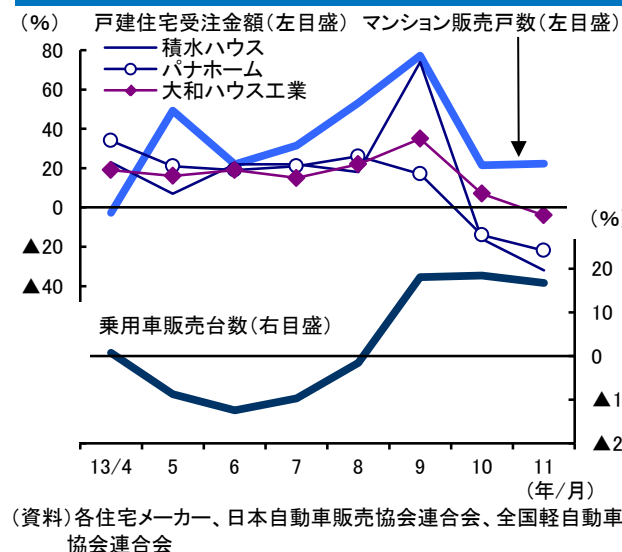
景気動向指数と実質GDP



機械受注と建築着工床面積（年率、季調値）



戸建、マンション販売と乗用車販売（前年比）



鉱工業生産指数（季調値）



# 日銀短観：景気回復に広がりも、先行きに警戒感

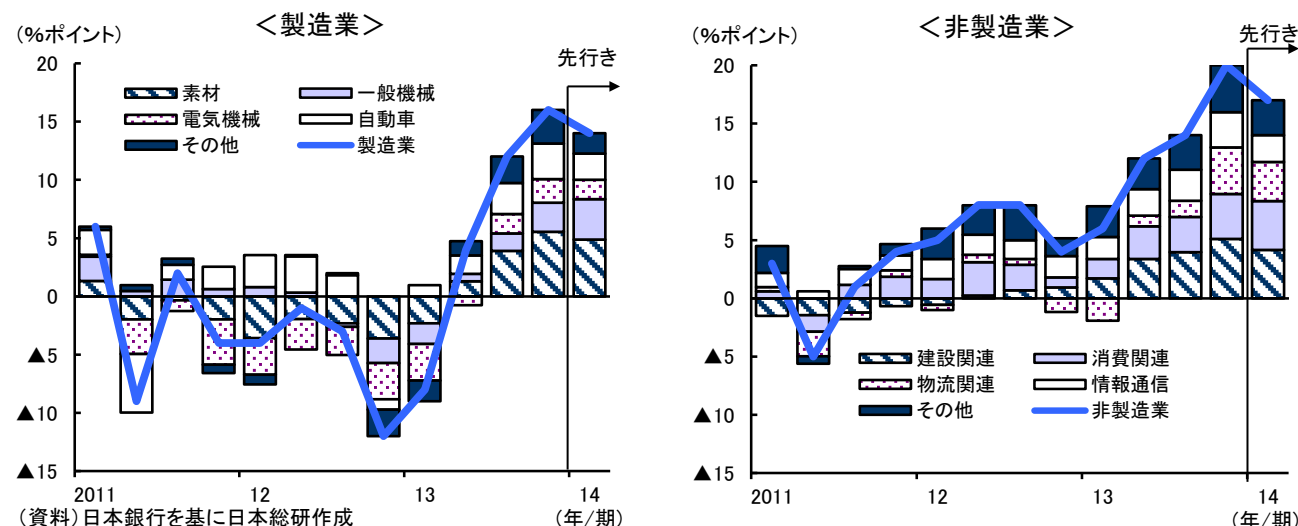
現状

景気分析

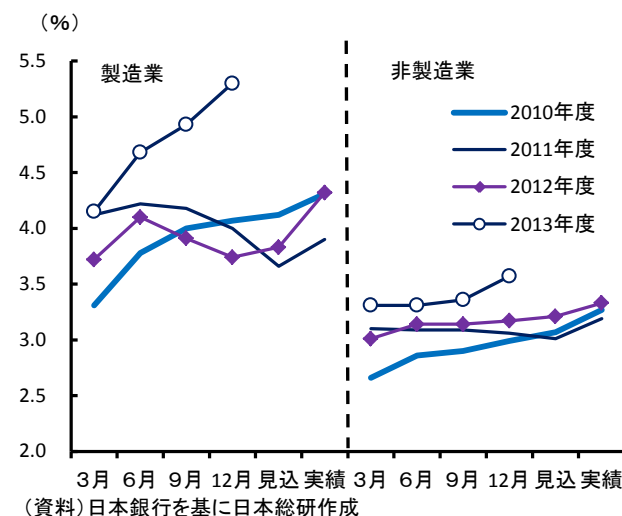
見通し

金利動向

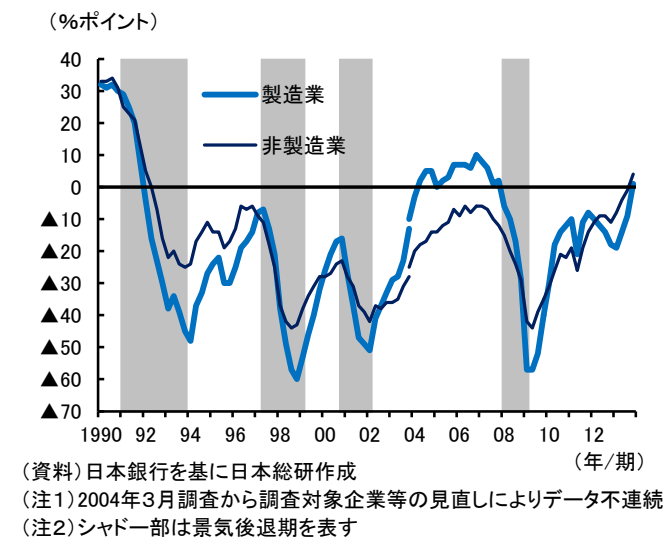
## 大企業の業況判断DI



## 売上高経常利益率



## 中小企業の業況判断DI



12月の大企業の業況判断DIは、製造業で前回（9月）調査対比+4%ポイントの16%ポイント、非製造業で同+6%ポイントの20%ポイントと、改善が持続。内需の回復が続くなか、幅広い業種でDIを押し上げ。2013年度の売上高経常利益率は、製造業、非製造業ともに大幅に上方修正されており、円安進行による為替差益効果に加え、コスト上昇分の価格転嫁が順調に進んでいる可能性。

一方、景況感の回復が遅れていた中小企業でも業況判断DIが大幅改善。製造業では2007年12月調査以来、非製造業でも1992年2月調査以来のプラス転化。中小企業の業況改善は、アベノミクス効果が経済全体に浸透していることを示唆。

もともと、先行きは、すべての規模、業種で業況悪化の見込み。企業は消費税率引き上げによる景気の落ち込みに対して警戒感を強めている様子。

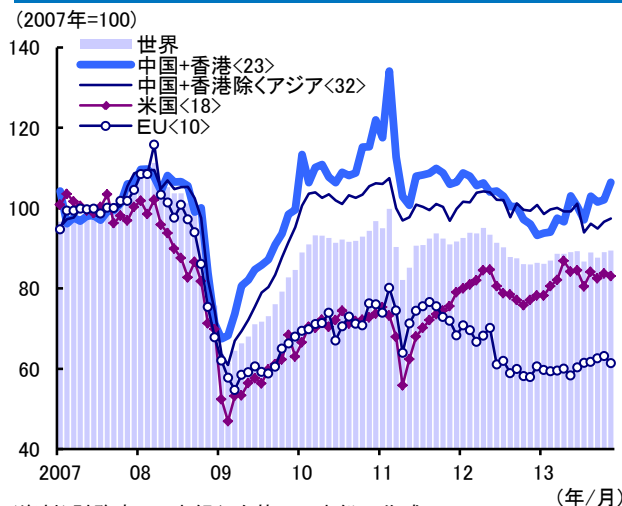
# 米国をはじめとする海外景気の回復が輸出を下支え

わが国景気の不安要素の一つが外需の動向。実質輸出は、A S E A N向けが弱含んで推移しているほか、これまで下支え役だった米国向けもほぼ横ばい。

もっとも、今後世界景気は緩やかな持ち直しに向かい、わが国輸出への下振れ圧力も減衰する見通し。わが国の主要輸出先である米国、欧州、中国の製造業PMIをみると、長らく景気低迷が続いていた欧州も含めて、いずれも良し悪しの判断の分かれ目となる50を超えて推移。とりわけ米国では、財政政策を巡る先行き不透明感はお残るものの、債務調整の進展や住宅市場の改善などにより、家計部門を中心に底堅い成長が続く見込み。さらに、ユーロ圏では2014年にプラス成長に転じるとみられるほか、新興国も2013年を底に緩やかながら成長率が持ち直す見通し。

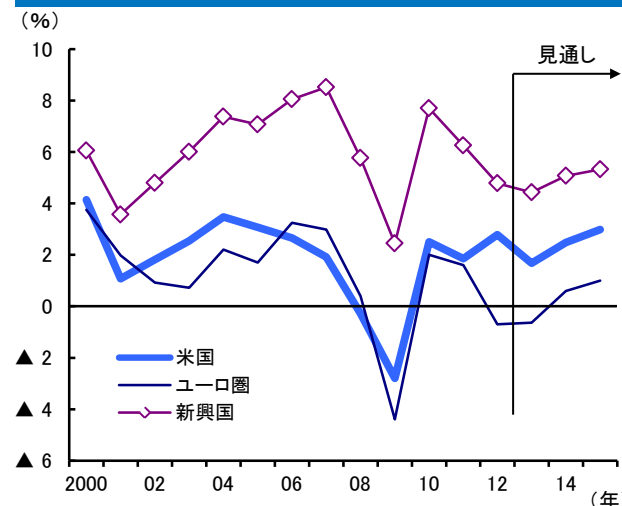
加えて、これまでの円安が輸出押し上げ要因として期待。1～11月までの円相場は前年と比べて約▲2割下落。過去の為替レートと輸出数量の関係を前提とすると、輸出数量を+5.4%ポイント押し上げると試算。

## 実質輸出(季調値)



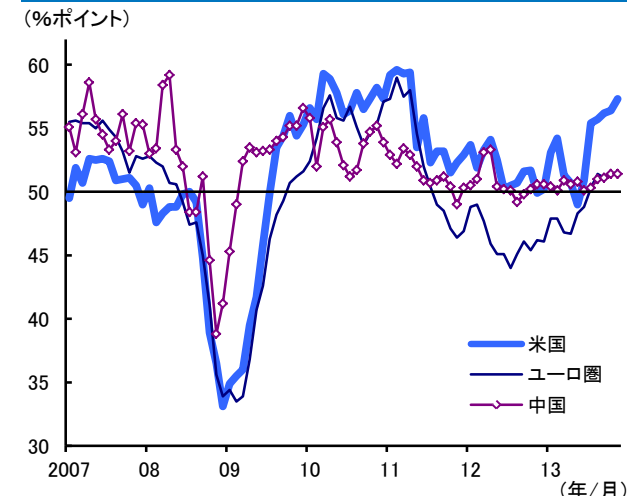
(資料)財務省、日本銀行を基に日本総研作成  
(注)◇は2012年度のシェア。

## 世界経済の見通し



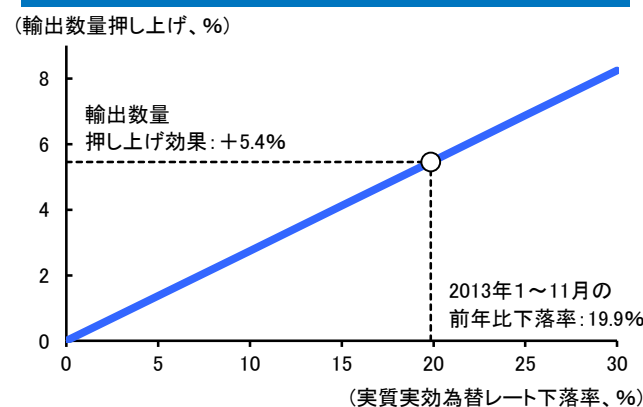
(資料)各国統計、IMFなどを基に日本総研作成  
(注)米国、ユーロ圏は現地通貨ベース。その他は購買力平価ベース。

## 米欧中の製造業PMI(季調値)



(資料)Institute for Supply Management, Markit、中国物流購入連合会

## 円安による輸出数量押し上げ効果(試算)



(資料)財務省、日本銀行、IMFを基に日本総研作成  
(注)輸出数量の推計式は、 $\ln(\text{輸出数量}) = \alpha + \beta * \ln(\text{世界GDP}) + \gamma * \ln(\text{実質実効為替レート})$ 。自由度修正済みR2=0.88。  
▲2.24



# 輸出構造や企業の経営姿勢の変化で円安効果は低下

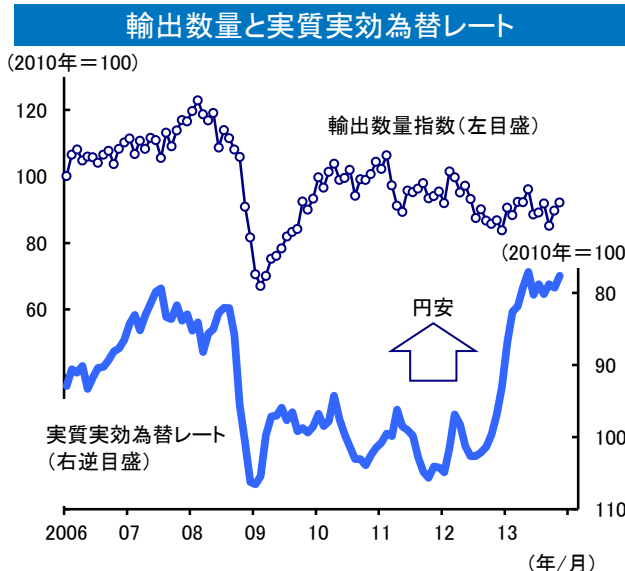
もっとも、足許では円相場が下落したにもかかわらず、輸出数量の押し上げは限定的。契約通貨ベースの輸出物価指数をみると、今回の円安局面では外貨建て輸出価格を引き下げる動きが従来ほど看取されず、価格引き下げを背景に輸出数量を押し上げる力は低下している可能性。

今後も円安地合いが続くとみられるものの、以下2点から輸出数量押し上げ効果に過大な期待はできず。

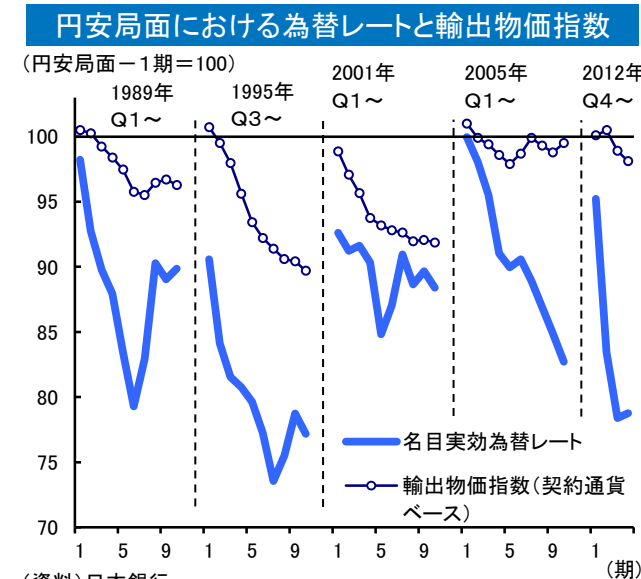
第1に、中国や韓国などアジア新興国の技術面でのキャッチアップや低価格販売攻勢によるシェア急拡大。こうした状況の一方、わが国では円高や構造改革の遅れなどが重しとなり、電気機械産業などで市場シェアを喪失。

第2に、新興国の旺盛な需要を取り込むための、生産拠点の積極的な海外シフトや国際分業体制の構築。その結果、外需に対する現地法人売上高比率は上昇しており、為替が変動しても輸出数量が変化しにくい構造に。

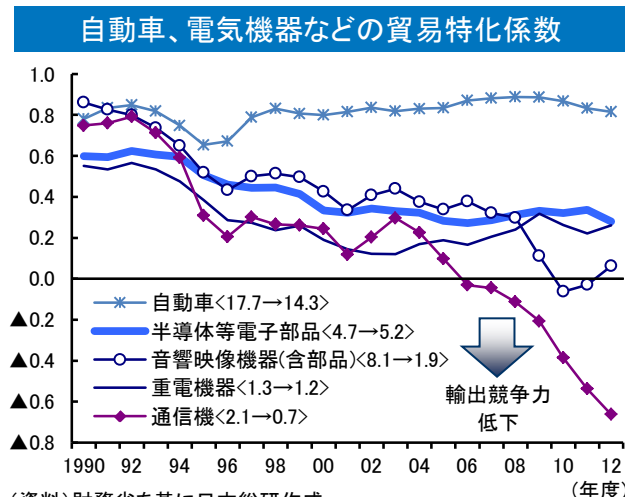
以上を踏まえると、輸出は先行き持ち直していくものの、回復ペースは緩やかにとどまる見込み。



(資料)財務省、日本銀行



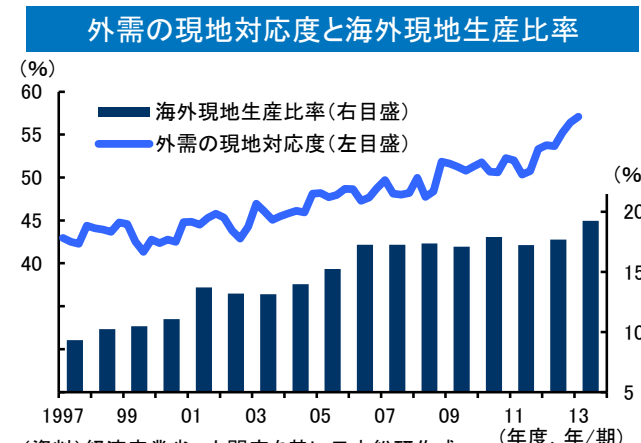
(資料)日本銀行



(資料)財務省を基に日本総研作成

(注1)貿易特化係数=(輸出-輸入)/(輸出+輸入)で算出され、1に近いほど海外に対する輸出競争力が高いとされる。

(注2)<>内は1990年度→2012年度の輸出額シェア変化。



(資料)経済産業省、内閣府を基に日本総研作成

(注1)外需の現地対応度=現地法人海外売上高/(現地法人海外売上高+輸出額)

(注2)現地法人海外売上高は日本への輸出を除く。

(注3)海外現地生産比率は年度値で、2012年度は見込み値。2013年度は2008年度調査における5年後見通し。

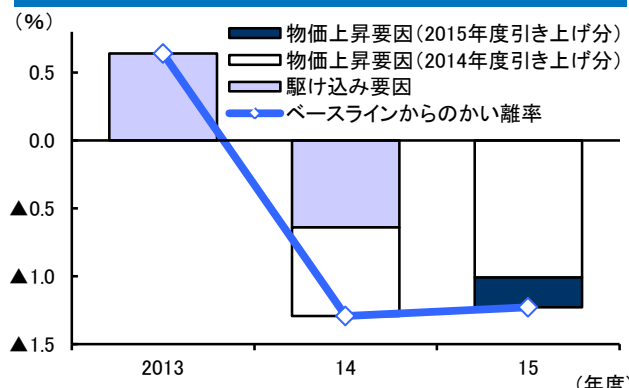
# 消費増税の反動減は不可避も、経済対策が景気を下支え

内需では、消費税率の引き上げが景気の変動要因に。

消費税率の引き上げは、直前に駆け込み需要を喚起する一方、引き上げ後の反動減が不可避。加えて、消費税率引き上げによる物価上昇は、家計の購買力を低下させ、実質ベースでの個人消費を押し下げることに。ちなみに、2015年10月に予定されている8%→10%への消費税率再引き上げが実施された場合、これらのマイナス影響は、2014年度および2015年度の実質GDPをそれぞれ▲1.3%ポイント、▲1.2%ポイント押し下げると試算。

一方、消費税率引き上げに備えた対応策が景気を下支えすることに。5.5兆円の財政支出を伴う経済対策と1兆円の税制措置は、公共投資のほか、企業向け減税や家計向け支援を通じて設備投資や個人消費などを喚起し、2014年度の実質GDPを+0.8%ポイント押し上げると試算。その結果、消費増税に伴う景気腰折れは回避できる公算。もっとも、公共投資については、ヒトやモノのボトルネックなどにより、景気浮揚効果が後ずれする可能性も。

## 消費税率引き上げに伴う影響(試算)



(資料)内閣府、総務省などを基にマクロモデルシミュレーション  
(注1)2015年10月に消費税率の再引き上げ(8%→10%)が予定通り実施されると想定し、引き上げがない場合のベースラインからのかい離率を表示。  
(注2)2015年度の消費税率の再引き上げ時における駆け込みとその反動は、同年度内に相殺されるため表示せず。

## ●対応策の景気押し上げ効果

(%ポイント)

|             |        |
|-------------|--------|
| 2014年度実質GDP | + 0.76 |
| 個人消費        | + 0.2  |
| 設備投資        | + 0.2  |
| 公共投資        | + 0.4  |

(資料)財務省、内閣府などを基に日本総研作成  
(注)交付金は詳細が不明のため8割が真水と想定。

## 消費増税に備えた対応策とその効果(試算)

### ●対応策の本身

(兆円)

|                                     |             |
|-------------------------------------|-------------|
| <b>【競争力強化策】</b>                     | <b>1.42</b> |
| 1. 競争力強化のための投資促進、イノベーション創出          | 0.42        |
| 2. エネルギーコスト対策                       | 0.09        |
| 3. オリンピック東京大会を契機としたインフラ整備など         | 0.10        |
| 交流・物流ネットワークなどの都市インフラ整備など            | 0.08        |
| オリンピック施設の整備など                       | 0.02        |
| 4. 地域、農林水産業、中小企業などの活力発揮             | 0.80        |
| <b>【女性・若者・高齢者・障害者向け施策】</b>          | <b>0.30</b> |
| 1. 女性の活躍促進、子育て支援・少子化対策              | 0.17        |
| 2. 若者の活躍促進、雇用対策                     | 0.08        |
| 3. 高齢者・障害者への支援                      | 0.05        |
| <b>【復興、防災・安全対策の加速】</b>              | <b>3.13</b> |
| 1. 東日本大震災の被災地の復旧・復興                 | 1.93        |
| 福島再生                                | 0.17        |
| 復興まちづくり                             | 0.23        |
| 産業の復興                               | 0.13        |
| 被災者支援                               | 0.03        |
| 復興財源の補てん                            | 0.80        |
| 2. 国土強靱化、防災・減災の加速、原子力防災対策など         | 1.09        |
| 大規模な災害などへの対応体制の強化                   | 0.06        |
| 地域経済に配慮した社会資本の強靱化・老朽化対策など           | 0.65        |
| 学校施設などの耐震化などの推進                     | 0.18        |
| 原子力事故対応・原子力防災対策などの充実                | 0.07        |
| 台風災害などからの復旧                         | 0.14        |
| 3. 安全・安心な社会の実現                      | 0.10        |
| <b>【低所得者などへの影響緩和、駆け込み需要と反動減の緩和】</b> | <b>0.65</b> |
| 1. 一般の住宅取得にかかる給付措置                  | 0.16        |
| 2. 簡素な給付措置                          | 0.34        |
| 3. 子育て世帯に対する臨時特例給付措置                | 0.15        |
| <b>【税制措置(別パッケージ)】</b>               | <b>1.00</b> |
| 1. 設備投資を促す法人減税                      | 0.73        |
| 2. 賃上げ促進税制の拡充                       | 0.16        |
| 3. 住宅ローン減税の拡充                       | 0.11        |



# 事業環境改善を背景に設備投資は増勢に向かう見通し

現状

景気分析

見通し

金利動向

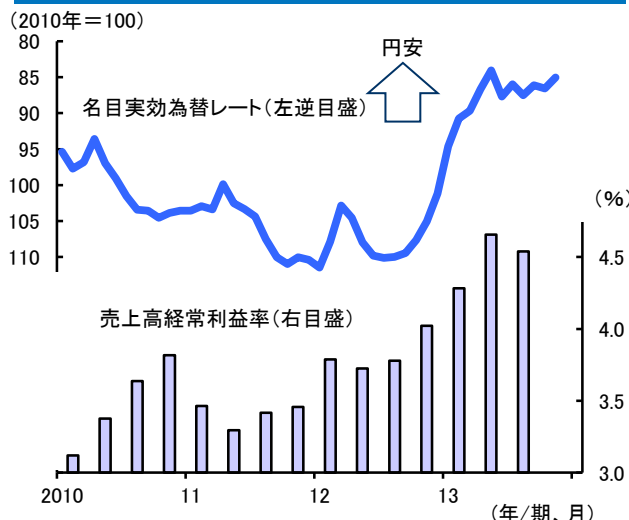
政策面での景気下支えのほか、内需の自律回復メカニズムも作動する見込み。

自律回復の起点となる企業部門では、円安による採算改善を通じた利益率の上昇など、収益・財務面からみた投資環境は大幅に改善。金融機関の貸出態度が緩和傾向にあるなか、企業の設備過剰感も解消の方向。

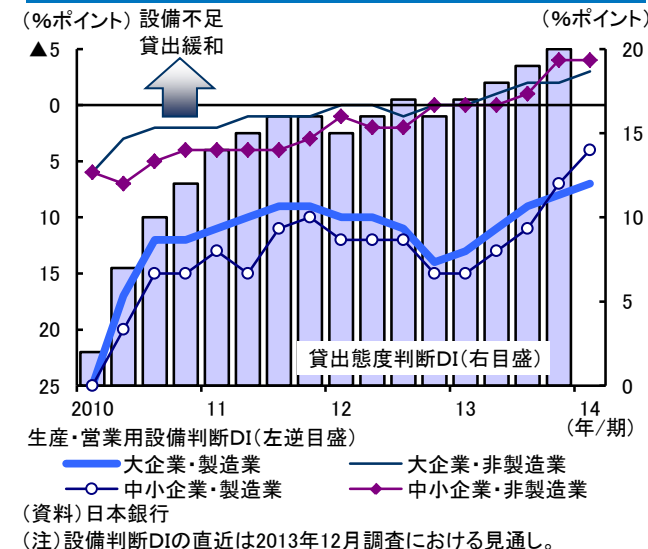
一方、企業が抱える設備は老朽化が顕著。平均経過年数（ヴィンテージ）は製造業、非製造業ともに15年を超えており、競争力ある新製品の開発や生産性向上のためにも更新投資の大幅な積み増しが必要な状況。

資本ストック循環図からも設備投資回復の可能性を示唆。直近の設備投資は、ゼロ%程度の期待成長率と整合的な水準にとどまっており、今後期待成長率が上昇すれば、資本ストックを積み増す必要。ちなみに、2012年末のストック水準のもとで期待成長率が+0.5%に上昇した場合、これに見合う設備投資の伸びは+10%程度に。以上を踏まえると、設備投資は今後増勢に向かう見通し。

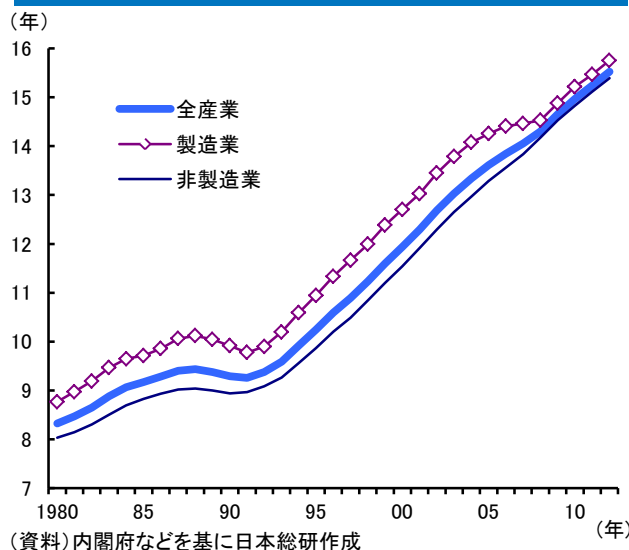
## 為替レートと売上高経常利益率



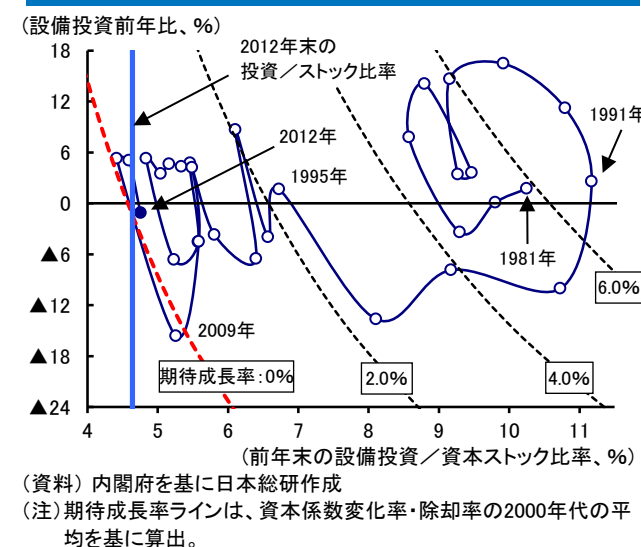
## 日銀短観設備判断DIと貸出態度判断DI



## 設備の平均経過年数



## 資本ストック循環図（全産業）



# 企業の収益回復が家計の所得環境の改善にも波及

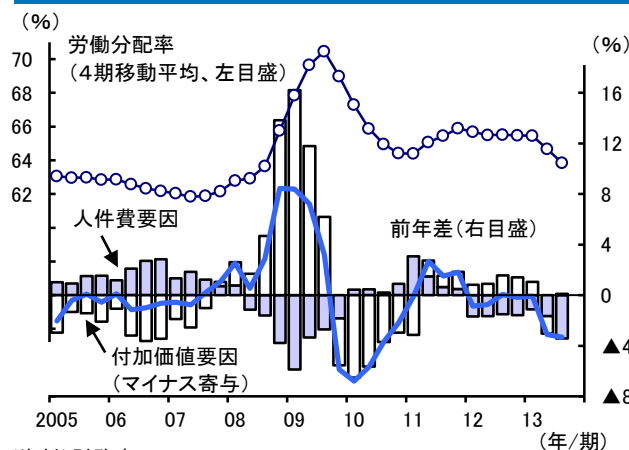
企業部門の収益環境改善は、家計の所得面にも波及していく見込み。企業の労働分配率は、リーマン・ショック直後の水準付近まで低下し、所得環境に改善の余地。

雇用環境では、景気の回復と収益環境の改善を受けて、日銀短観の雇用判断DIが「不足」超に。先行きも不足感が続く見込みで、雇用者数は増勢が続く見込み。

賃金環境では、景気回復に伴い企業の生産活動が拡大するなか、残業時間の増加を通じて所定外給与の増加が見込まれるほか、企業収益の改善がボーナスなど特別給与の増加につながる見込み。加えて、日銀の金融緩和を背景に、物価は足許で上昇傾向が続いており、家計の購買力維持を目的に賃上げの動きが活発化する可能性も。

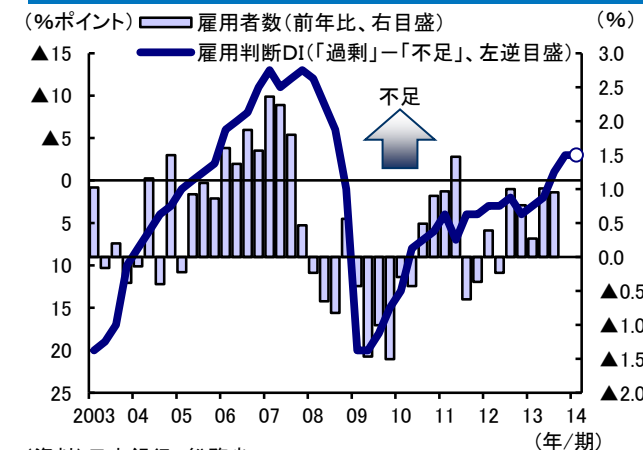
こうしたなか、政府は政労使三者協議を通じて大企業の経営者を中心に賃上げを要請。合意文書には賃上げの対応検討が明記され、アベノミクスのプラス効果が賃金にも波及する可能性。以上を踏まえると雇用者報酬は、今後とも回復が続く見通し。

## 労働分配率



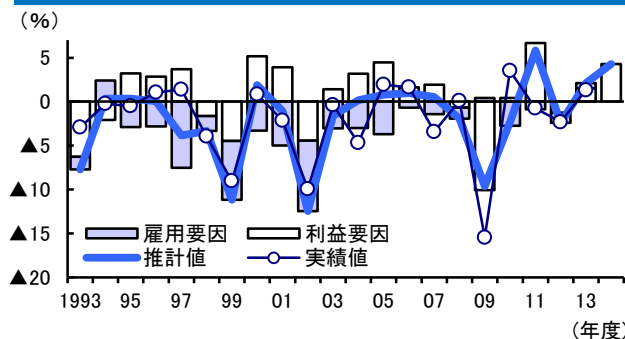
(資料) 財務省  
(注1) 労働分配率 = 人件費 / 付加価値、付加価値 = 人件費 + 経常利益 + 支払利息等 + 減価償却費  
(注2) 金融業、保険業を除く。

## 日銀短観雇用判断DIと雇用者数



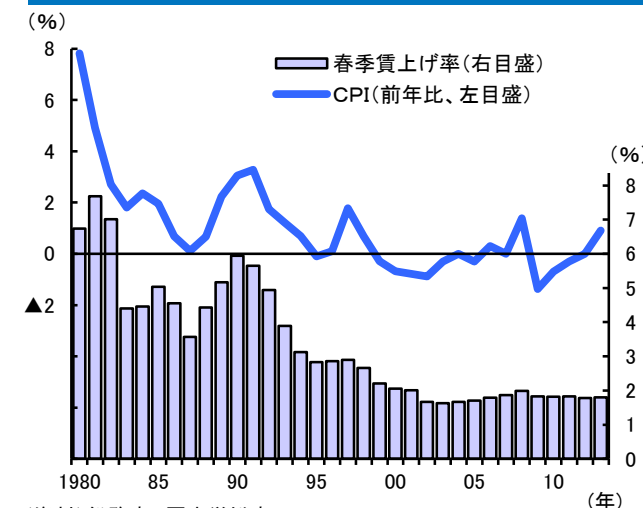
(資料) 日本銀行、総務省  
(注1) 雇用者数は役員を除く。  
(注2) 雇用判断DIは大企業・全産業で、白抜きは2013年12月調査における先行き。

## 特別給与の要因分解 (夏季、前年比)



(資料) 総務省、厚生労働省を基に日本総研作成  
(注1) 特別給与は、毎月勤労統計の各年6～8月の平均値前年比。  
(注2) 推計式は、 $\ln(\text{特別給与}) = \alpha + \beta * \ln(\text{経常利益} < 1 \text{期前} >) + \gamma * \ln(\text{非正規雇用比率})$ 。自由度修正済みR<sup>2</sup> = 0.943。  
t値 36.81 4.01  
▲12.92  
(注3) 2013年度の企業収益は日銀短観の計画値。2013、14年度非正規雇用比率は12年度実績値で横ばいと仮定。

## 消費者物価と春季賃上げ率



(資料) 総務省、厚生労働省  
(注) 2013年のCPIは7～9月期実績値。

## 本格的な自律回復は道半ば

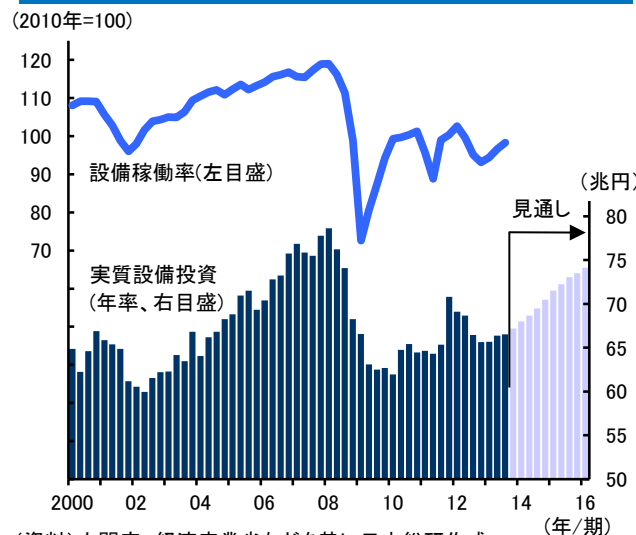
自律回復メカニズムは作動しているものの、内需はなお脆弱な面も。

設備投資では、稼働率が依然低水準。当面は老朽化設備の更新投資が中心となり、能力増強を目的とした新規投資がけん引するには時間を要する見込み。

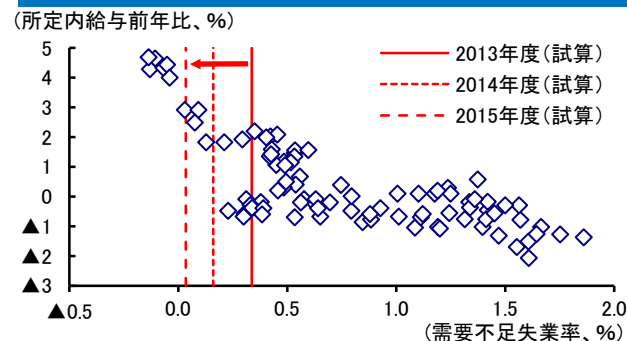
所得環境をみると、まず雇用面では、失業率が低下する一方、雇用失業率と欠員率の関係を示すUV曲線では、構造的失業率が高水準で推移していることを示唆しており、雇用のミスマッチが雇用者数の増勢抑制要因に。次に賃金面では、需要不足失業率が低下し、賃金上昇の圧力増大が期待されるものの、所定内給与との相関は足許で大きく低下。中小企業を中心に、所定内給与の引き上げに対する慎重姿勢は根強く残存。

本格的な自律回復には、企業が期待成長率の上昇を通じて「持続的な成長」を確信することが不可欠。もっとも、期待成長率は景気回復の持続により1年程度かけて醸成されるもので、政府の成長戦略の効果が発現するまでは、設備投資や雇用者報酬の伸びも限定的となる見込み。

### 設備稼働率と実質設備投資（季調値）



### 需要不足失業率と所定内給与（1991年～）

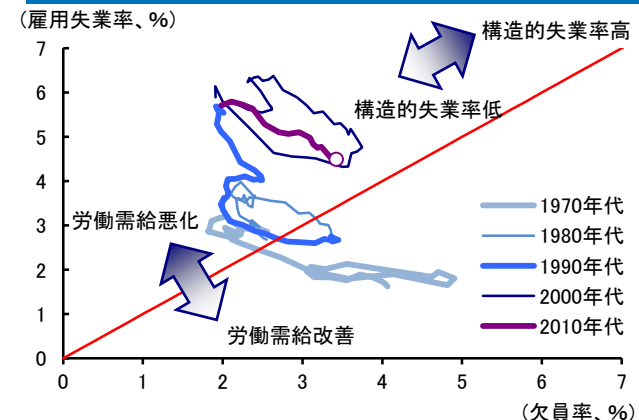


【年代別単回帰式の各係数とR2値】

|           | 需要不足失業率 | 定数項   | R2値   |
|-----------|---------|-------|-------|
| 1991年～99年 | ▲2.90   | +3.18 | 0.823 |
| 2000年～09年 | ▲0.75   | +0.15 | 0.363 |
| 2010年～    | ▲0.01   | ▲0.41 | 0.000 |

(資料)総務省、厚生労働省などを基に日本総研作成

### UV曲線



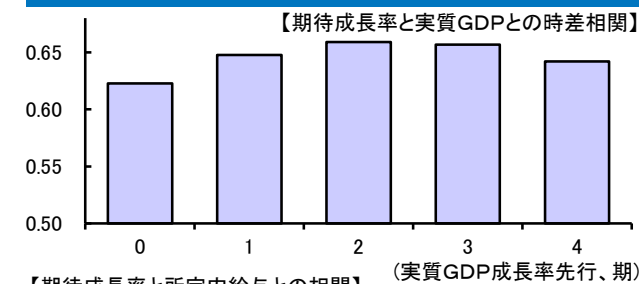
(資料)総務省、厚生労働省

(注1)雇用失業率=完全失業者数/(完全失業者数+雇用者数)

(注2)欠員率=(有効求人数-就職件数)/(有効求人数-就職件数+雇用者数)

(注3)白抜きの○印は直近の2013年7～9月期実績値。

### 成長率、所定内給与と期待成長率との相関



【期待成長率と所定内給与との相関】

|            | 所定内給与(30人以上) |      | 所定内給与(5人以上) |      |
|------------|--------------|------|-------------|------|
|            | 相関係数         | 弾性値  | 相関係数        | 弾性値  |
| 期待成長率(5年後) | 0.92         | 1.50 | 0.91        | 2.07 |

(資料)内閣府、厚生労働省を基に日本総研作成

(注1)期待成長率の時差相関は、今後5年間の実質経済成長率を四半期分割。実質GDP成長率はトレンド成分の前年比で算出。

(注2)所定内給与に対する期待成長率の弾性値は、(期待成長率)= $\alpha + \beta * (\text{所定内給与})$ の単回帰から算出。

# 日銀が掲げる「2年後、+2%」の物価目標達成は困難

現状

景気分析

見通し

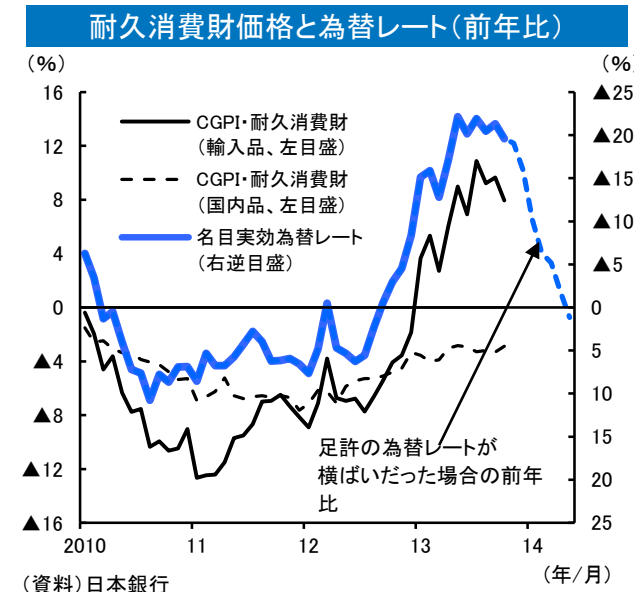
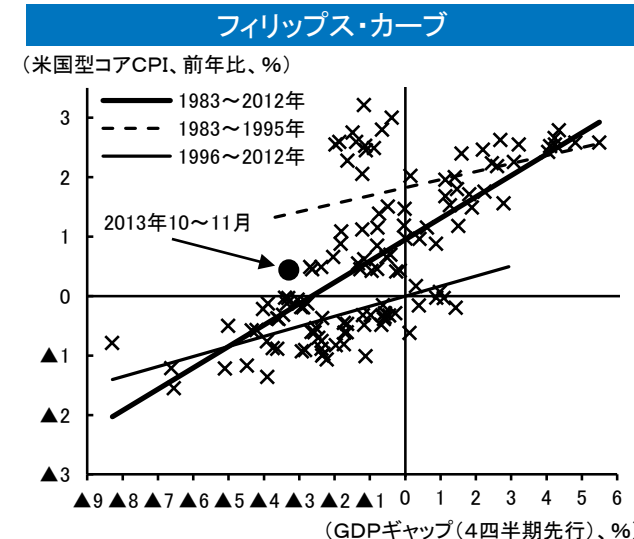
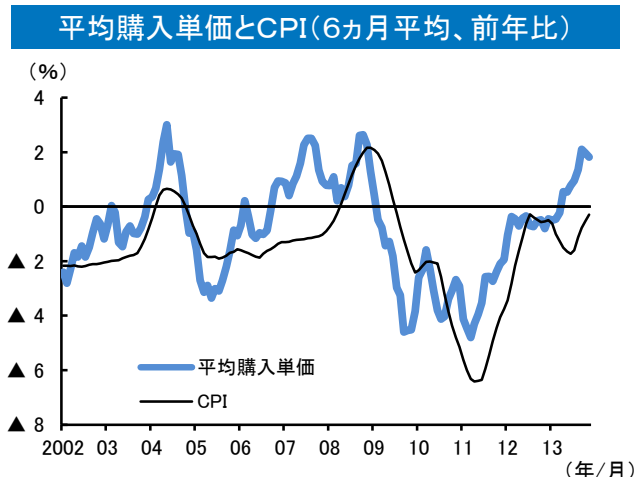
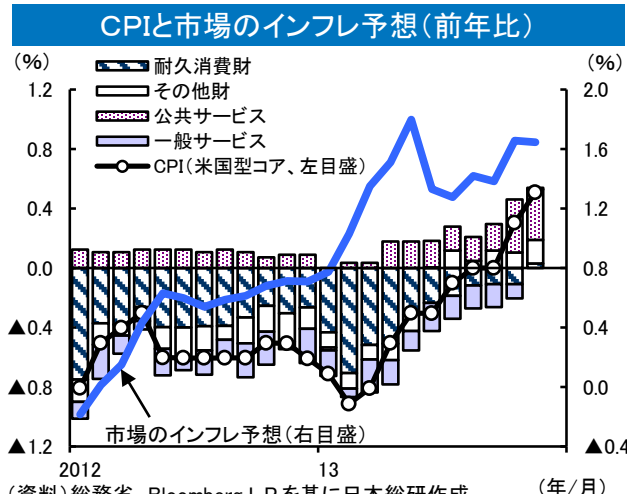
金利動向

物価動向をみると、足許ではエネルギーや食料品だけでなく、幅広い品目で上昇・下げ止まりの動き。

こうした背景には、マクロでみた需給バランスの改善に加えて、インフレ期待の上昇を指摘可能。需給バランスと物価の関係を表すフィリップス・カーブからは、両者の関係が上方シフトしているとみられる動きを看取可能。

家計の消費行動にも変化の兆し。財・サービスの平均購入単価が上昇し、CPIとのかい離幅が拡大。これは、家計の低価格志向が緩和してきていることを示唆しており、デフレ脱却に向けた環境は徐々に整いつつあると判断。

もともと、足許の物価上昇ペースの加速は、円安に伴う輸入物価上昇の影響も大。今後は、円安による物価上昇圧力がはく落する可能性が高いことから、物価上昇ペースの大幅な加速は見込みにくく、日銀が掲げる2%の物価目標の達成も困難と判断。





# 消費増税を乗り越えて政策主導から徐々に自律回復へ

現状

景気分析

見通し

金利動向

## わが国主要経済指標の予測値(2013年12月27日時点)

(四半期は前期比年率、%、%ポイント)

|            | 2013年       |               | 2014年   |        |        |        | 2015年  |         |         |        | 2016年  | 2013年度 2014年度 2015年度 |        |         |
|------------|-------------|---------------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|----------------------|--------|---------|
|            | 7~9<br>(実績) | 10~12<br>(予測) | 1~3     | 4~6    | 7~9    | 10~12  | 1~3    | 4~6     | 7~9     | 10~12  | 1~3    | (予測)                 |        |         |
| 実質GDP      | 1.1         | 3.7           | 4.6     | ▲ 5.4  | 2.7    | 2.3    | 2.2    | 1.0     | 0.8     | ▲ 2.7  | 1.1    | 2.5                  | 0.9    | 0.9     |
| 個人消費       | 0.8         | 3.6           | 6.1     | ▲ 12.5 | 2.7    | 0.9    | 0.8    | 0.8     | 2.7     | ▲ 6.0  | 1.2    | 2.6                  | ▲ 1.0  | 0.4     |
| 住宅投資       | 11.0        | 8.4           | ▲ 15.5  | ▲ 23.0 | ▲ 11.9 | 1.0    | 4.5    | 4.9     | ▲ 5.6   | ▲ 11.9 | ▲ 6.3  | 5.9                  | ▲ 9.7  | ▲ 1.7   |
| 設備投資       | 0.0         | 4.2           | 4.8     | 3.9    | 4.9    | 5.7    | 5.9    | 4.2     | 4.6     | 2.5    | 3.4    | 0.3                  | 4.5    | 4.5     |
| 在庫投資 (寄与度) | ( 0.7)      | (▲ 0.2)       | (▲ 0.3) | ( 0.3) | ( 0.0) | ( 0.1) | ( 0.1) | (▲ 0.2) | (▲ 0.2) | ( 0.1) | ( 0.0) | (▲ 0.2)              | ( 0.1) | (▲ 0.0) |
| 政府消費       | 1.0         | 0.5           | 0.7     | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.6     | 0.5     | 0.5    | 0.5    | 1.9                  | 0.7    | 0.6     |
| 公共投資       | 28.9        | 8.5           | 2.1     | 1.5    | 3.6    | 1.0    | 0.3    | ▲ 9.3   | ▲ 27.9  | ▲ 13.4 | ▲ 5.0  | 15.3                 | 3.7    | ▲ 10.4  |
| 純輸出 (寄与度)  | (▲ 1.9)     | ( 0.3)        | ( 0.4)  | ( 2.4) | ( 0.3) | ( 0.6) | ( 0.4) | ( 0.2)  | ( 0.2)  | ( 1.7) | ( 0.1) | (▲ 0.1)              | ( 0.7) | ( 0.5)  |
| 輸出         | ▲ 2.4       | 7.1           | 7.7     | 6.5    | 5.5    | 5.9    | 5.1    | 4.1     | 3.9     | 3.6    | 3.6    | 4.2                  | 5.9    | 4.4     |
| 輸入         | 9.2         | 4.5           | 4.4     | ▲ 6.2  | 3.2    | 2.3    | 2.5    | 2.4     | 2.5     | ▲ 4.5  | 2.6    | 4.1                  | 1.4    | 1.6     |

(前年比、%)

|              |       |       |     |     |     |     |     |       |     |     |     |       |     |     |
|--------------|-------|-------|-----|-----|-----|-----|-----|-------|-----|-----|-----|-------|-----|-----|
| 名目GDP        | 2.0   | 2.9   | 3.6 | 2.1 | 2.5 | 1.9 | 1.7 | 1.9   | 2.5 | 1.1 | 1.2 | 2.3   | 2.0 | 1.7 |
| GDPデフレーター    | ▲ 0.3 | ▲ 0.2 | 0.1 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 1.1 | ▲ 0.1 | 0.8 | 0.9 | 1.2 | ▲ 0.2 | 1.1 | 0.7 |
| 消費者物価 (除く生鮮) | 0.7   | 1.0   | 1.0 | 2.9 | 2.8 | 2.8 | 3.0 | 1.1   | 1.2 | 2.6 | 2.6 | 0.7   | 2.9 | 1.9 |
| 除く生鮮、消費税     | 0.7   | 1.0   | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 1.0 | 1.1   | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 0.7   | 0.9 | 1.2 |
| 鉱工業生産        | 2.3   | 5.3   | 8.6 | 5.8 | 2.9 | 3.8 | 0.2 | 4.1   | 6.1 | 3.7 | 1.5 | 3.2   | 3.1 | 3.9 |

|                 |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 完全失業率 (%)       | 4.0  | 3.9  | 3.9  | 3.8  | 3.8  | 3.8  | 3.7  | 3.7  | 3.7  | 3.6  | 3.6  | 4.0  | 3.8  | 3.7  |
| 経常収支 (兆円)       | 1.33 | 0.04 | 1.50 | 1.23 | 1.80 | 0.50 | 2.28 | 1.62 | 2.48 | 1.71 | 3.67 | 4.60 | 5.81 | 9.48 |
| 対名目GDP比 (%)     | 1.1  | 0.0  | 1.2  | 1.0  | 1.5  | 0.4  | 1.9  | 1.3  | 2.0  | 1.3  | 2.9  | 1.0  | 1.2  | 1.9  |
| 円ドル相場 (円/ドル)    | 99   | 100  | 104  | 103  | 104  | 105  | 106  | 107  | 108  | 109  | 110  | 101  | 105  | 109  |
| 原油輸入価格 (ドル/バレル) | 107  | 111  | 110  | 110  | 110  | 110  | 110  | 110  | 110  | 110  | 110  | 109  | 110  | 110  |

(資料)内閣府、総務省、経済産業省、財務省などを基に  
日本総研作成

(注)2015年10月に消費税率引き上げ(8%→10%)が実施されると想定。

### 海外経済の前提

(前年比、%)

|      | 2013年<br>(予測) | 2014年 | 2015年 |
|------|---------------|-------|-------|
| 米国   | 1.8           | 2.7   | 3.0   |
| ユーロ圏 | ▲ 0.5         | 0.7   | 1.0   |
| 中国   | 7.7           | 7.7   | 7.5   |

### 過去の実質GDP予測値

(前年比、%)

|      | 2012年度<br>(実績) | 2013年度<br>(予測) | 2014年度<br>(予測) | 2015年度<br>(予測) |
|------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 10月号 | 1.2            | 2.8            | 1.0            | ▲ 0.5          |
| 11月号 | 1.2            | 2.8            | 1.0            | ▲ 0.5          |
| 12月号 | 1.2            | 2.7            | 0.9            | 0.9            |

わが国景気は足許で鈍化しているものの、公共投資の増加や消費増税前の駆け込み需要により2013年度末にかけて成長率が加速する見通し。

一方、2014年度は消費税率引き上げによる反動減が景気下押しに作用。もともと、その後は、①経済対策の着工・進捗に伴う公共投資の押し上げ、②企業向け減税や家計支援による内需の下支え、③堅調な米国景気や金融緩和などを通じた円安による輸出環境の改善、を背景に景気は回復軌道へ復帰する見通し。

2015年度は経済対策の着工・進捗はピークアウトし公共投資が減少。一方、投資・法人減税が企業部門に対してプラスに作用するほか、家計部門も所得雇用環境の緩やかな改善を受けて、景気の自律回復メカニズムが徐々に強まっていく見通し。

消費者物価は、景気押し上げを通じたGDPギャップの縮小や、日銀の金融緩和によりプラス基調が続くものの、デフレマインドが根強く残るなか、上昇ペースは緩慢となる見通し。日銀は、物価上昇率が想定シナリオよりも下振れていることが明らかになれば、追加緩和策を講じる公算。

# 長期金利は当面低水準で推移。その後は緩やかに上昇へ。

現状

景気分析

見通し

金利動向

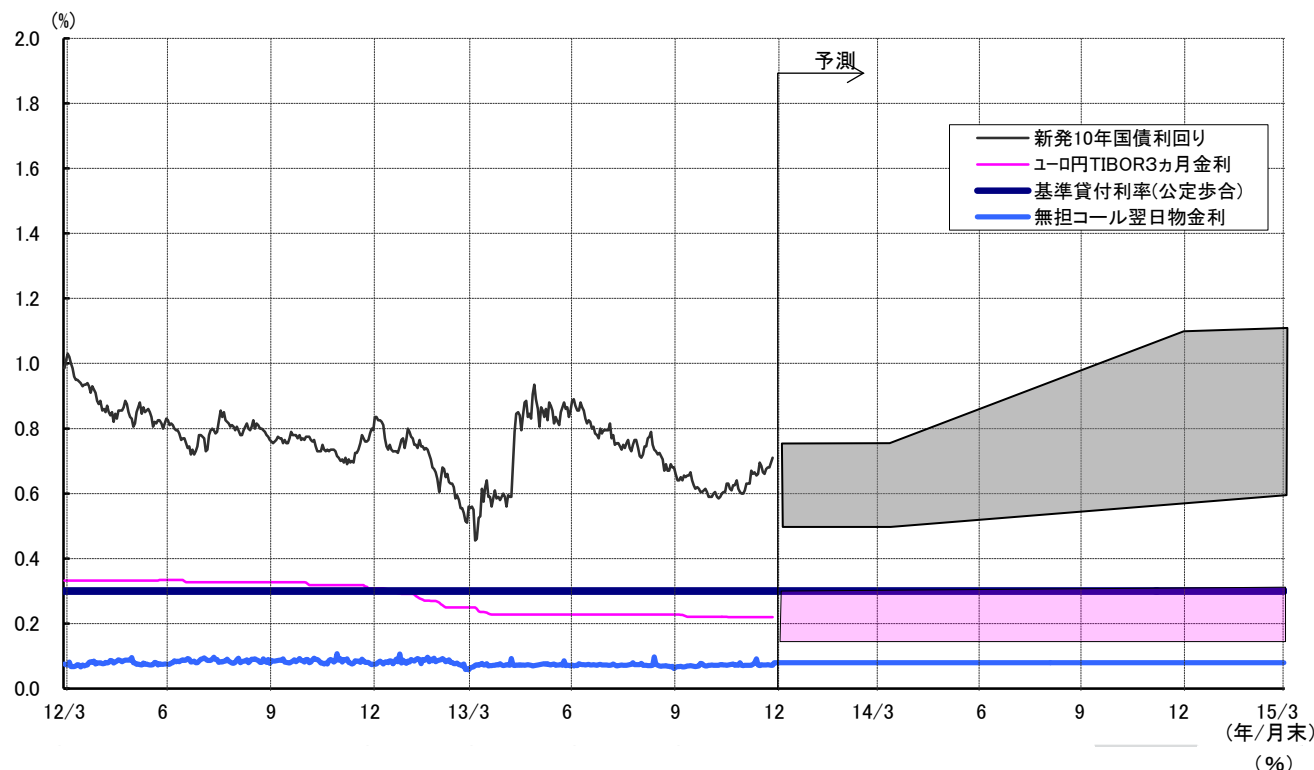
日銀は、12月19、20日の定例会合で、金融政策の現状維持を決定。景気の回復に広がり確認できるなか、4月の決定施策を着実に実施し、その効果を確認していく方針。

今後を展望すると、当面は、緩和効果を見極めるため、現状維持が続く見込み。その後は、消費税率引き上げ後の経済状況や物価目標の達成見通しを踏まえ、2014年度前半に追加緩和の可能性。

長期金利は、11月中旬以降、0.6%近辺で一進一退となっていたものの、12月入り後、米国金利の上昇やわが国株価の回復などを背景に上昇。足元では0.7%台に。

先行きを展望すると、消費税率引き上げ後のわが国景気の方行など、先行き不透明感が残るなか、当面は横ばい圏内で推移する見込み。その後は、上記不透明要因が払拭されていけば、消費者物価上昇率の高まりやわが国景気の回復基調、米国金利の上昇などを背景に、金利は徐々に上昇トレンドに。

わが国主要金利の見通し



|                 | 2013年 |      |      |       | 2014年 |      |      |       | 2015年 |
|-----------------|-------|------|------|-------|-------|------|------|-------|-------|
|                 | 1~3   | 4~6  | 7~9  | 10~12 | 1~3   | 4~6  | 7~9  | 10~12 | 1~3   |
| 無担コール/N誘導目標     | 0.10  | 0.10 | 0.10 | 0.10  | 0.10  | 0.10 | 0.10 | 0.10  | 0.10  |
| 基準貸付利率(公定歩合)    | 0.30  | 0.30 | 0.30 | 0.30  | 0.30  | 0.30 | 0.30 | 0.30  | 0.30  |
| ユーロ円TIBOR3ヵ月物金利 | 0.28  | 0.23 | 0.23 | 0.22  | 0.25  | 0.25 | 0.25 | 0.25  | 0.25  |
| 円スワップ5年物金利      | 0.29  | 0.45 | 0.45 | 0.36  | 0.40  | 0.43 | 0.45 | 0.48  | 0.50  |
| 新発10年国債利回り      | 0.70  | 0.73 | 0.77 | 0.63  | 0.68  | 0.70 | 0.75 | 0.80  | 0.83  |

(注) 無担コール・基準貸付利率は末値。  
その他は期中平均値。

→ 予測



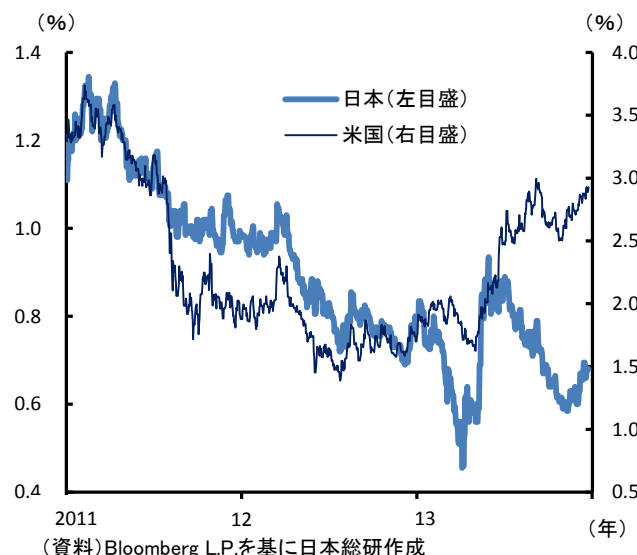
# 足元で長期金利の先高観が台頭

わが国の長期金利は、11月中旬ごろから上昇。背景には金利先高観の強まり。債券ディーラー、外国人投資家などトレーディング収益を目的に機動的な国債売買を行うセクターで、国債を売り越す動きが拡大。

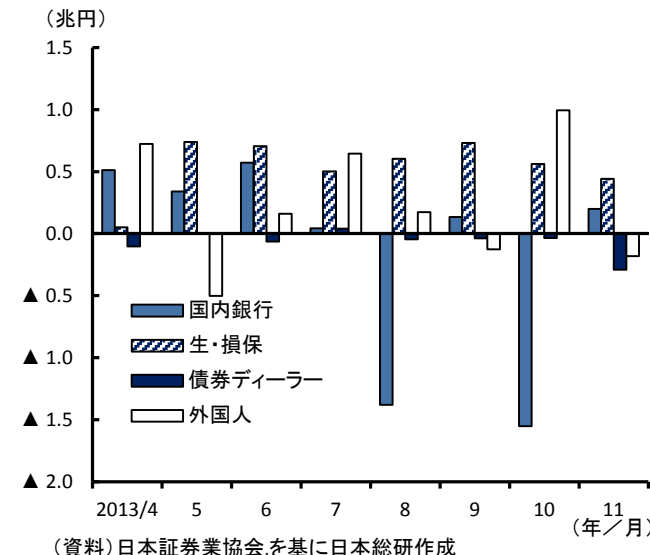
金利先高観が強まっている要因として、先行きの物価上昇期待の高まりを指摘可能。足元では、消費者物価（除く生鮮）の前年比が+1%超と、日銀の想定を上回るペースで上昇。ちなみに、予想インフレ率を表すブレイク・イーブン・インフレ率も11月中旬から再び急上昇。さらに、米量的緩和縮小の影響で米国金利も上昇しており、わが国金利が上振れしやすい環境に。

先行きを展望すると、当面は、米国金利上昇やわが国の景気回復期待から、金利は上昇しやすい地合いが続く見込み。また、消費者物価上昇率がさらに高まる場合には、金利が一段と上昇する可能性も。

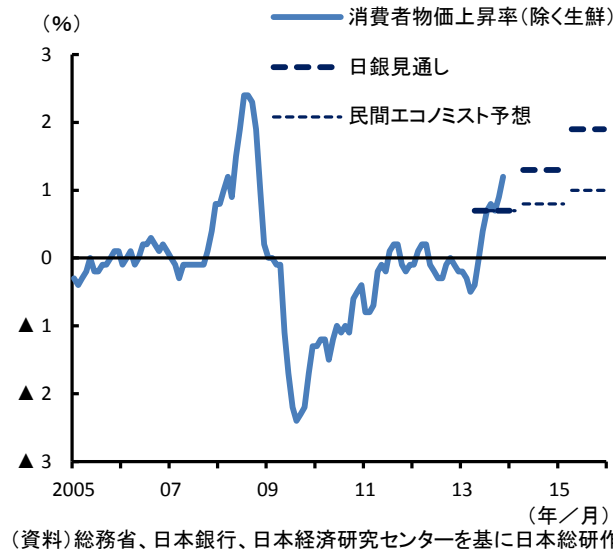
日米の長期金利



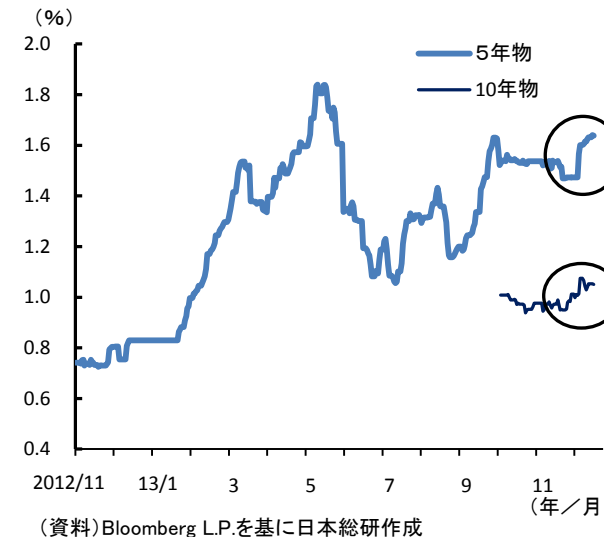
国債の主要投資部門別売買状況



消費者物価(除く生鮮)前年比



ブレイク・イーブン・インフレ率



# 内外市場データ（月中平均）

|       | 短期金利      | ユーロ円 (TIBOR) |         | 円・円スワップ |        |          | 国債      |          | プライムレート |        | 為替相場        |            | 株式相場        |              | 米国市場        |            |           |               | 欧州市場       |           |
|-------|-----------|--------------|---------|---------|--------|----------|---------|----------|---------|--------|-------------|------------|-------------|--------------|-------------|------------|-----------|---------------|------------|-----------|
|       | 無担0/N (%) | 3ヵ月 (%)      | 6ヵ月 (%) | 2年 (%)  | 5年 (%) | 10年物 (%) | 2年物 (%) | 10年物 (%) | 短期 (%)  | 長期 (%) | ¥/\$ (NY終値) | ¥/€ (NY終値) | 日経平均 株価 (円) | TOPIX (ポイント) | F F 0/N (%) | ユーロ3ヵ月 (%) | 10年国債 (%) | NYダウ 工業株 (ドル) | ユーロ3ヵ月 (%) | 10年国債 (%) |
| 10/5  | 0.10      | 0.39         | 0.50    | 0.48    | 0.69   | 1.34     | 0.17    | 1.28     | 1.48    | 1.61   | 91.88       | 115.21     | 10103.98    | 907.38       | 0.20        | 0.46       | 3.40      | 10500.19      | 0.69       | 2.80      |
| 10/6  | 0.10      | 0.39         | 0.50    | 0.47    | 0.65   | 1.27     | 0.16    | 1.21     | 1.48    | 1.50   | 90.81       | 110.89     | 9786.05     | 873.79       | 0.18        | 0.54       | 3.19      | 10159.27      | 0.73       | 2.63      |
| 10/7  | 0.10      | 0.37         | 0.49    | 0.45    | 0.59   | 1.15     | 0.15    | 1.10     | 1.48    | 1.45   | 87.56       | 112.09     | 9456.84     | 846.85       | 0.18        | 0.51       | 2.98      | 10222.24      | 0.85       | 2.65      |
| 10/8  | 0.10      | 0.37         | 0.49    | 0.42    | 0.54   | 1.04     | 0.14    | 0.99     | 1.48    | 1.41   | 85.37       | 110.12     | 9268.23     | 834.51       | 0.19        | 0.36       | 2.68      | 10350.40      | 0.90       | 2.37      |
| 10/9  | 0.10      | 0.36         | 0.47    | 0.41    | 0.55   | 1.13     | 0.14    | 1.07     | 1.48    | 1.43   | 84.38       | 110.47     | 9346.72     | 836.55       | 0.19        | 0.29       | 2.64      | 10598.07      | 0.88       | 2.34      |
| 10/10 | 0.10      | 0.34         | 0.45    | 0.38    | 0.47   | 0.97     | 0.14    | 0.90     | 1.48    | 1.34   | 81.80       | 113.69     | 9455.09     | 827.07       | 0.19        | 0.29       | 2.51      | 11044.49      | 1.00       | 2.37      |
| 10/11 | 0.10      | 0.34         | 0.45    | 0.40    | 0.55   | 1.12     | 0.16    | 1.05     | 1.48    | 1.37   | 82.58       | 112.61     | 9797.18     | 849.90       | 0.19        | 0.29       | 2.74      | 11198.31      | 1.04       | 2.56      |
| 10/12 | 0.10      | 0.34         | 0.45    | 0.41    | 0.64   | 1.26     | 0.21    | 1.19     | 1.48    | 1.53   | 83.22       | 110.06     | 10254.46    | 894.54       | 0.18        | 0.30       | 3.28      | 11465.26      | 1.02       | 2.96      |
| 11/1  | 0.10      | 0.34         | 0.45    | 0.41    | 0.64   | 1.27     | 0.19    | 1.21     | 1.48    | 1.53   | 82.62       | 110.49     | 10449.53    | 924.36       | 0.17        | 0.30       | 3.36      | 11802.37      | 1.02       | 3.05      |
| 11/2  | 0.10      | 0.34         | 0.45    | 0.43    | 0.72   | 1.34     | 0.23    | 1.29     | 1.48    | 1.60   | 82.57       | 112.80     | 10622.27    | 948.61       | 0.16        | 0.31       | 3.56      | 12190.00      | 1.09       | 3.23      |
| 11/3  | 0.10      | 0.34         | 0.45    | 0.40    | 0.64   | 1.29     | 0.22    | 1.25     | 1.48    | 1.62   | 81.64       | 114.45     | 9852.45     | 883.59       | 0.14        | 0.31       | 3.40      | 12081.48      | 1.18       | 3.25      |
| 11/4  | 0.09      | 0.33         | 0.44    | 0.39    | 0.64   | 1.31     | 0.21    | 1.27     | 1.48    | 1.68   | 83.17       | 120.35     | 9644.62     | 843.89       | 0.10        | 0.28       | 3.43      | 12434.88      | 1.32       | 3.35      |
| 11/5  | 0.09      | 0.33         | 0.44    | 0.36    | 0.56   | 1.20     | 0.19    | 1.15     | 1.48    | 1.57   | 81.15       | 116.24     | 9650.78     | 837.02       | 0.09        | 0.26       | 3.15      | 12579.99      | 1.43       | 3.11      |
| 11/6  | 0.09      | 0.33         | 0.44    | 0.37    | 0.54   | 1.15     | 0.17    | 1.13     | 1.48    | 1.52   | 80.47       | 115.89     | 9541.53     | 822.06       | 0.09        | 0.25       | 2.99      | 12097.31      | 1.49       | 2.97      |
| 11/7  | 0.09      | 0.33         | 0.44    | 0.37    | 0.53   | 1.12     | 0.16    | 1.12     | 1.48    | 1.50   | 79.27       | 113.30     | 9996.68     | 861.29       | 0.07        | 0.25       | 2.98      | 12512.33      | 1.60       | 2.79      |
| 11/8  | 0.09      | 0.33         | 0.44    | 0.33    | 0.46   | 1.02     | 0.14    | 1.03     | 1.48    | 1.40   | 77.05       | 110.46     | 9072.94     | 778.73       | 0.10        | 0.29       | 2.29      | 11326.62      | 1.55       | 2.25      |
| 11/9  | 0.09      | 0.33         | 0.43    | 0.34    | 0.45   | 0.99     | 0.14    | 1.01     | 1.48    | 1.39   | 76.86       | 105.70     | 8695.42     | 753.81       | 0.08        | 0.35       | 1.96      | 11175.45      | 1.54       | 1.87      |
| 11/10 | 0.10      | 0.33         | 0.43    | 0.35    | 0.47   | 1.01     | 0.15    | 1.01     | 1.48    | 1.40   | 76.68       | 105.26     | 8733.56     | 750.34       | 0.07        | 0.41       | 2.13      | 11515.93      | 1.58       | 2.04      |
| 11/11 | 0.09      | 0.33         | 0.43    | 0.37    | 0.47   | 0.99     | 0.13    | 0.99     | 1.48    | 1.40   | 77.54       | 105.09     | 8506.11     | 730.12       | 0.08        | 0.48       | 2.00      | 11804.33      | 1.49       | 1.95      |
| 11/12 | 0.09      | 0.33         | 0.43    | 0.38    | 0.49   | 1.00     | 0.14    | 1.01     | 1.48    | 1.40   | 77.84       | 102.35     | 8505.99     | 732.53       | 0.07        | 0.56       | 1.97      | 12075.68      | 1.43       | 1.99      |
| 12/1  | 0.09      | 0.33         | 0.43    | 0.37    | 0.47   | 0.98     | 0.13    | 0.98     | 1.48    | 1.40   | 76.93       | 99.33      | 8616.71     | 744.40       | 0.08        | 0.57       | 1.93      | 12550.89      | 1.22       | 1.86      |
| 12/2  | 0.10      | 0.33         | 0.44    | 0.35    | 0.46   | 0.98     | 0.12    | 0.97     | 1.48    | 1.40   | 78.60       | 104.06     | 9242.33     | 799.32       | 0.10        | 0.50       | 1.96      | 12889.05      | 1.05       | 1.90      |
| 12/3  | 0.09      | 0.33         | 0.44    | 0.35    | 0.49   | 1.04     | 0.12    | 1.01     | 1.48    | 1.36   | 82.55       | 109.07     | 9962.35     | 850.37       | 0.13        | 0.47       | 2.16      | 13079.47      | 0.86       | 1.88      |
| 12/4  | 0.09      | 0.33         | 0.44    | 0.35    | 0.45   | 0.98     | 0.11    | 0.95     | 1.48    | 1.35   | 81.27       | 106.99     | 9627.42     | 817.43       | 0.14        | 0.47       | 2.03      | 13030.75      | 0.74       | 1.73      |
| 12/5  | 0.10      | 0.33         | 0.44    | 0.35    | 0.43   | 0.89     | 0.11    | 0.86     | 1.48    | 1.31   | 79.68       | 101.90     | 8842.54     | 745.33       | 0.16        | 0.47       | 1.78      | 12721.08      | 0.69       | 1.46      |
| 12/6  | 0.09      | 0.33         | 0.44    | 0.34    | 0.40   | 0.84     | 0.10    | 0.84     | 1.48    | 1.30   | 79.35       | 99.57      | 8638.08     | 733.19       | 0.16        | 0.47       | 1.61      | 12544.90      | 0.66       | 1.43      |
| 12/7  | 0.10      | 0.33         | 0.43    | 0.30    | 0.36   | 0.77     | 0.10    | 0.78     | 1.48    | 1.26   | 78.98       | 97.09      | 8760.68     | 746.00       | 0.16        | 0.45       | 1.50      | 12814.10      | 0.50       | 1.31      |
| 12/8  | 0.10      | 0.33         | 0.43    | 0.30    | 0.37   | 0.81     | 0.10    | 0.80     | 1.48    | 1.25   | 78.68       | 97.59      | 8949.88     | 748.73       | 0.13        | 0.43       | 1.67      | 13134.90      | 0.33       | 1.42      |
| 12/9  | 0.09      | 0.33         | 0.43    | 0.29    | 0.36   | 0.80     | 0.10    | 0.80     | 1.48    | 1.25   | 78.16       | 100.62     | 8948.59     | 742.65       | 0.14        | 0.39       | 1.70      | 13418.50      | 0.25       | 1.55      |
| 12/10 | 0.10      | 0.33         | 0.43    | 0.26    | 0.33   | 0.78     | 0.10    | 0.77     | 1.48    | 1.25   | 79.01       | 102.47     | 8827.39     | 736.24       | 0.16        | 0.33       | 1.72      | 13380.65      | 0.21       | 1.52      |
| 12/11 | 0.10      | 0.32         | 0.42    | 0.26    | 0.31   | 0.75     | 0.10    | 0.74     | 1.48    | 1.21   | 81.05       | 104.07     | 9059.86     | 753.21       | 0.16        | 0.31       | 1.65      | 12896.44      | 0.19       | 1.39      |
| 12/12 | 0.10      | 0.32         | 0.41    | 0.22    | 0.28   | 0.77     | 0.10    | 0.74     | 1.48    | 1.20   | 83.91       | 110.16     | 9814.38     | 811.87       | 0.16        | 0.31       | 1.71      | 13144.18      | 0.19       | 1.36      |
| 13/1  | 0.10      | 0.30         | 0.40    | 0.21    | 0.30   | 0.80     | 0.09    | 0.78     | 1.48    | 1.20   | 89.10       | 118.53     | 10750.85    | 901.20       | 0.14        | 0.30       | 1.88      | 13615.32      | 0.21       | 1.56      |
| 13/2  | 0.10      | 0.28         | 0.38    | 0.21    | 0.29   | 0.79     | 0.04    | 0.75     | 1.48    | 1.16   | 93.13       | 124.24     | 11336.44    | 961.02       | 0.15        | 0.29       | 1.97      | 13967.33      | 0.22       | 1.60      |
| 13/3  | 0.09      | 0.25         | 0.35    | 0.22    | 0.28   | 0.72     | 0.05    | 0.61     | 1.48    | 1.15   | 94.87       | 122.92     | 12244.03    | 1028.55      | 0.14        | 0.28       | 1.94      | 14418.26      | 0.21       | 1.41      |
| 13/4  | 0.09      | 0.24         | 0.33    | 0.25    | 0.37   | 0.73     | 0.11    | 0.57     | 1.48    | 1.18   | 97.75       | 127.35     | 13224.06    | 1110.41      | 0.15        | 0.28       | 1.73      | 14675.91      | 0.21       | 1.25      |
| 13/5  | 0.09      | 0.23         | 0.33    | 0.27    | 0.48   | 0.92     | 0.13    | 0.77     | 1.48    | 1.24   | 100.99      | 131.05     | 14532.41    | 1203.38      | 0.11        | 0.27       | 1.92      | 15172.18      | 0.20       | 1.37      |
| 13/6  | 0.09      | 0.23         | 0.33    | 0.27    | 0.50   | 1.01     | 0.13    | 0.85     | 1.48    | 1.29   | 97.29       | 128.40     | 13106.62    | 1089.48      | 0.09        | 0.27       | 2.29      | 15035.75      | 0.21       | 1.62      |
| 13/7  | 0.08      | 0.23         | 0.33    | 0.27    | 0.48   | 1.01     | 0.13    | 0.83     | 1.48    | 1.33   | 99.64       | 130.47     | 14317.54    | 1186.91      | 0.09        | 0.27       | 2.56      | 15390.21      | 0.22       | 1.63      |
| 13/8  | 0.09      | 0.23         | 0.33    | 0.26    | 0.43   | 0.95     | 0.11    | 0.76     | 1.48    | 1.31   | 97.80       | 130.25     | 13726.66    | 1145.42      | 0.08        | 0.26       | 2.73      | 15195.35      | 0.23       | 1.80      |
| 13/9  | 0.09      | 0.23         | 0.33    | 0.26    | 0.42   | 0.91     | 0.11    | 0.72     | 1.48    | 1.30   | 99.19       | 132.53     | 14372.12    | 1185.18      | 0.08        | 0.25       | 2.80      | 15269.84      | 0.22       | 1.93      |
| 13/10 | 0.08      | 0.22         | 0.32    | 0.22    | 0.36   | 0.79     | 0.10    | 0.64     | 1.48    | 1.23   | 97.83       | 133.43     | 14329.02    | 1188.51      | 0.09        | 0.24       | 2.60      | 15289.29      | 0.23       | 1.81      |
| 13/11 | 0.09      | 0.22         | 0.32    | 0.21    | 0.35   | 0.78     | 0.10    | 0.61     | 1.48    | 1.20   | 100.11      | 135.13     | 14931.74    | 1222.90      | 0.08        | 0.24       | 2.71      | 15870.83      | 0.22       | 1.72      |
| 13/12 | 0.10      | 0.22         | 0.32    | 0.21    | 0.38   | 0.91     | 0.10    | 0.71     | 1.48    | 1.20   | 104.81      | 143.98     | 16155.56    | 1285.34      | 0.08        | 0.25       | 2.99      | 16479.88      | 0.29       | 1.89      |

（注）2013年12月は2013年12月26日終値を使用。