日 本 経 済 展 望

2013年7月

株式会社 日本総合研究所

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. 5

◆見通し・・・・・・・・・p.12

◆金利動向・・・・・・・・p.14

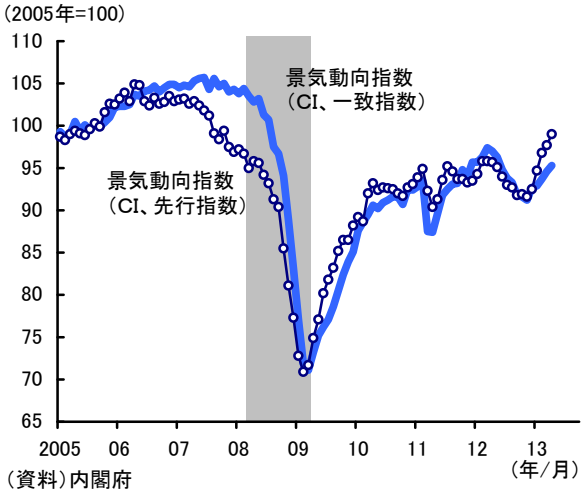
◆内外市場データ・・・・p.16

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７月３日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

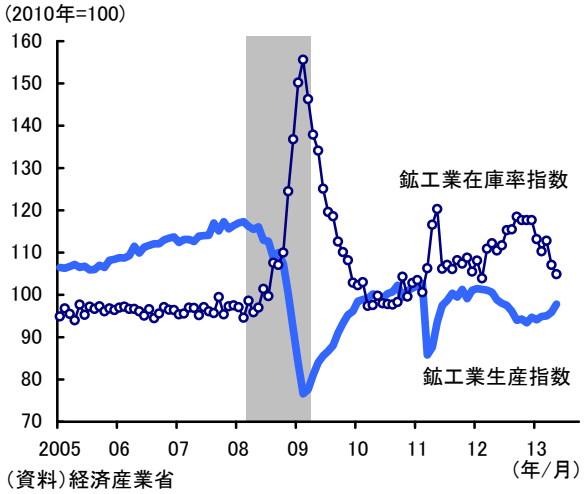
概況：景気は持ち直し傾向

景気
消費者マインドの改善や在庫率低下により、先行指数は2007年10月以来の高水準



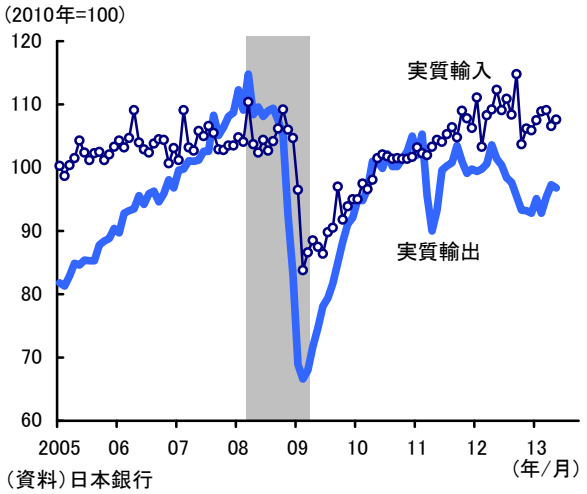
(資料)内閣府

企業
生産は4ヵ月連続の上昇
在庫率は2012年2月以来の低水準



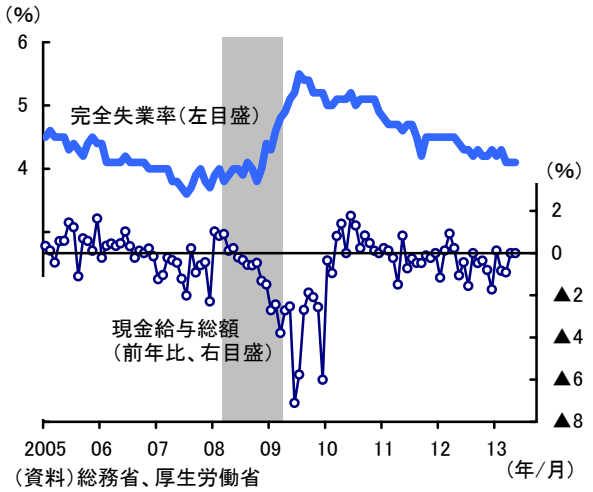
(資料)経済産業省

外需
輸出は中国向けでやや持ち直し
輸入はエネルギー関連を中心に高止まり



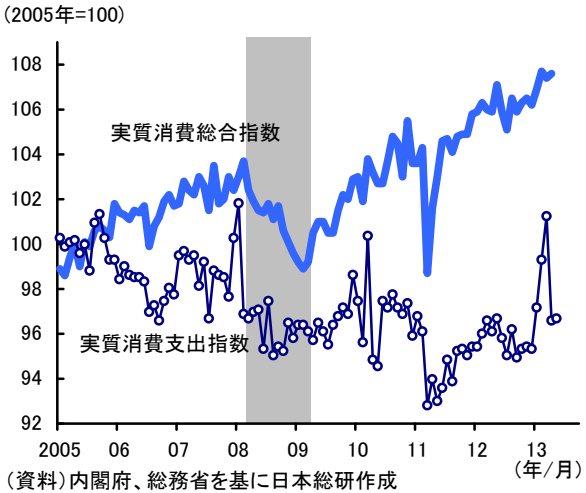
(資料)日本銀行

雇用所得
失業率は2008年11月以来の低水準
給与は所定内給与が引き続き減少



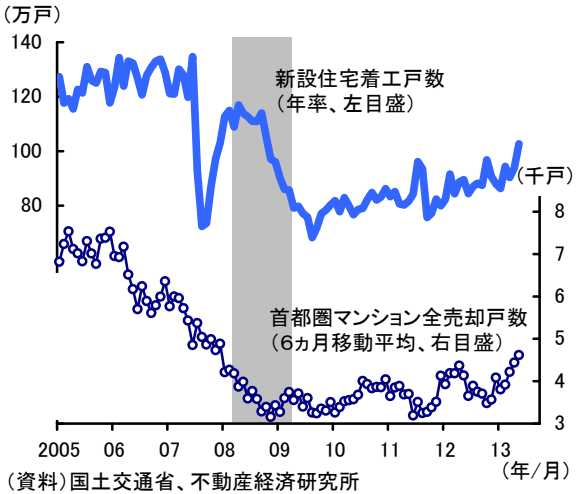
(資料)総務省、厚生労働省

消費
消費は株高に伴うマインド改善を背景に増加基調



(資料)内閣府、総務省を基に日本総研作成

住宅
住宅着工は4年7ヵ月ぶりの100万戸超
マンション販売は2013年入り後増加基調



(資料)国土交通省、不動産経済研究所

※シャドー部は景気後退期

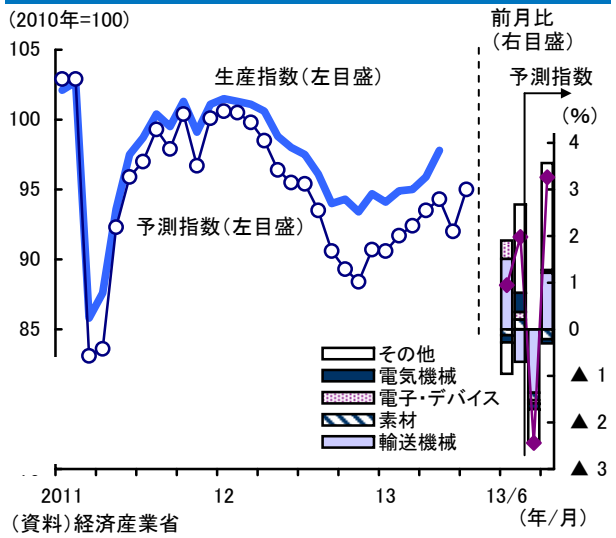
生産の回復持続に加えて、輸出も緩やかに持ち直し

わが国景気は、昨年末を底に回復傾向。景気動向を端的に示す鉱工業生産指数は、５月が前月比＋2.0%と４ヵ月連続の上昇。業種別にみると、国内電力会社向けのタービンが好調なはん用・生産用・業務用機械や、太陽電池の受注増を受けた電気機械などで上昇。製造工業生産予測指数によると、６月は輸送機械や素材関連など幅広い業種での減産により低下するものの、７月は再び持ち直す見込み。さらに、日銀短観６月調査では、年度後半から企業の売り上げの持ち直しが見込まれていることから、生産は夏以降も緩やかな回復が続く見通し。

こうした景気回復の背景として、従来の政策効果と海外景気の持ち直しを指摘可能。公的部門では、震災からの復旧・復興に向けた動きが引き続き景気押し上げに作用しているほか、住宅部門では、2014年４月の消費税率引き上げを前にした駆け込みが、住宅着工戸数の増加に作用。

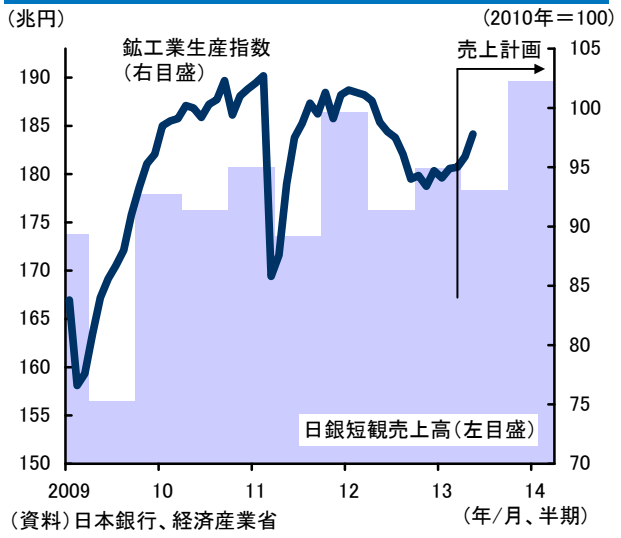
外需では、米国の堅調な成長などを受けて持ち直し。実質輸出は、米国向けの資本財や輸送機械を中心に緩やかに回復。

鉱工業生産指数(季調値)



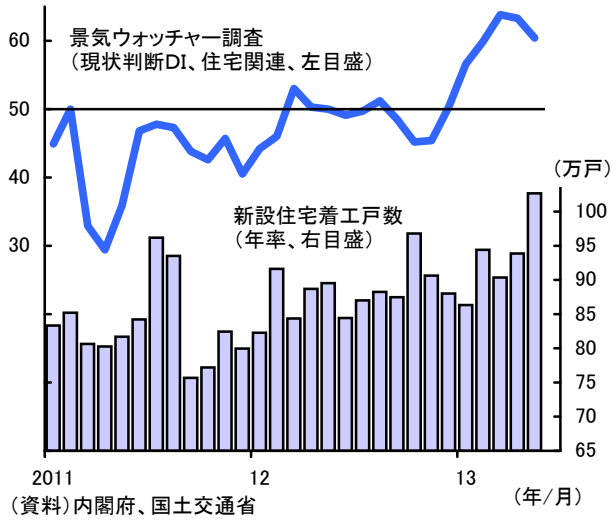
(資料)経済産業省

売上高と生産(製造業)



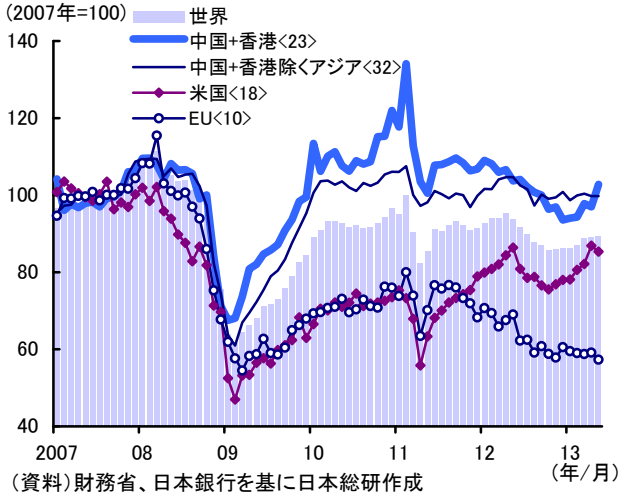
(資料)日本銀行、経済産業省

景気ウォッチャー調査と住宅着工戸数(季調値)



(資料)内閣府、国土交通省

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。

アベノミクスの効果がみられる一方、一部でなお弱い動き

加えて、アベノミクスによるプラス効果も景気押し上げに作用。昨年秋からの株高・円安を受けて、消費者マインドは大幅に改善。資産効果などを通じて、個人消費は2013年入り後大きく増加。

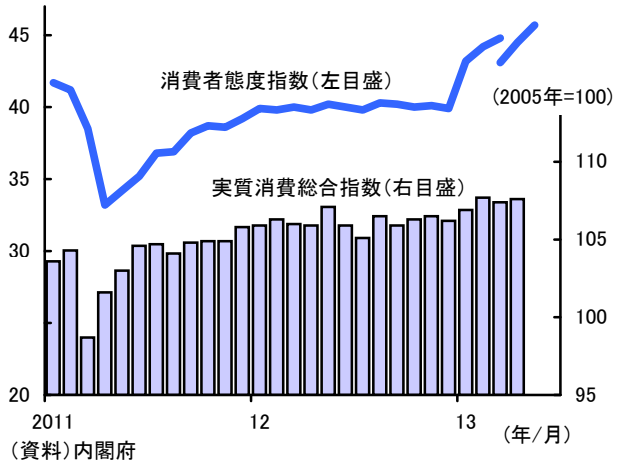
もっとも、こうしたプラスの効果をもたらした株価や円相場については、５月以降、上下の変動が激しくなる場面も。さらに長期金利は、日銀の思惑とは異なり、緩和決定以降は上昇し高止まるなど、金融指標はやや不安定な動き。

一方、一部では弱い動きも。企業部門では設備投資の回復力が緩慢。先行性を有する機械受注は、製造業を中心に回復に遅れ。

総合的な物価動向を示すＧＤＰデフレーターは、１～３月期が前年比▲1.1%と下落が持続。円安により輸入価格が上昇したものの、国内財・サービスへ価格転嫁が進んでいないことから、ＧＤＰデフレーターの下落幅はむしろ拡大（※）。

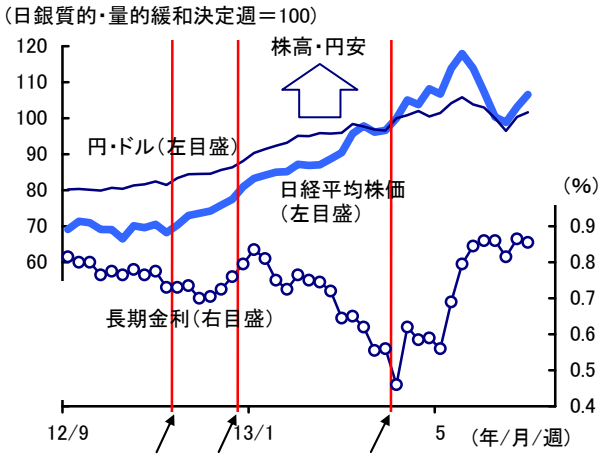
（※）輸入は控除項目であり、輸入物価の上昇自体はＧＤＰデフレーターを押し下げる。

消費者マインドと消費総合指数（季調値）



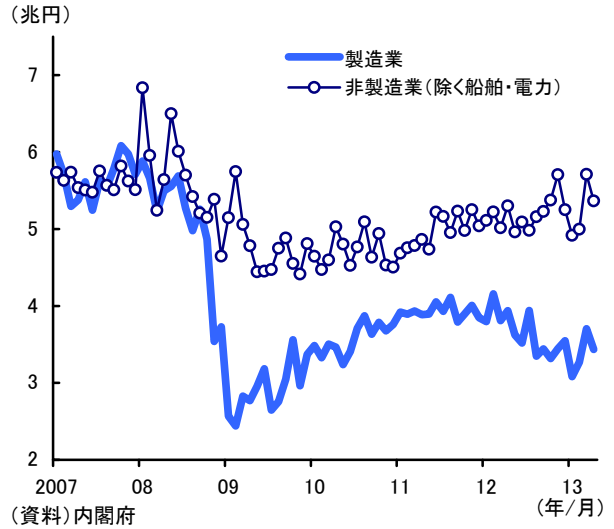
（資料）内閣府
（注）消費者態度指数は、2013年３月分より調査方法を「訪問調査」から「郵送調査」に変更。

金融指標



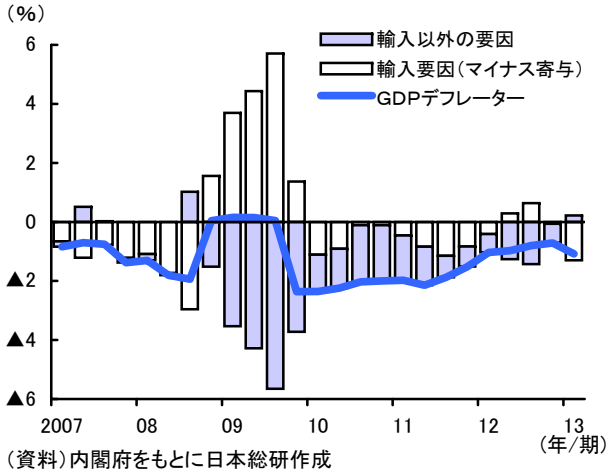
（資料）Bloomberg L.P.

機械受注（季調値、年率）



（資料）内閣府

GDPデフレーター（前年比）



（資料）内閣府をもとに日本総研作成
（注）輸入は控除項目であり、輸入物価の上昇自体はGDPデフレーターの押し下げに作用。

日銀短観（６月調査）：景気回復を反映して業況は大幅改善

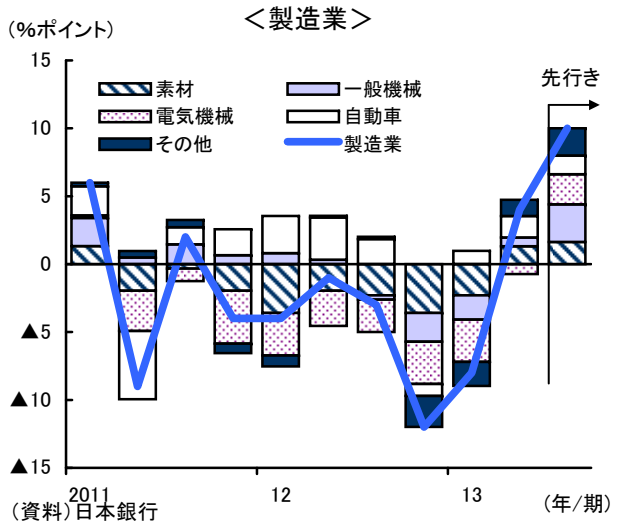
６月の業況判断ＤＩ（大企業、以下断りがなければ同じ）は、製造業で＋４％ポイントと前回（３月）調査対比＋12％ポイントの大幅改善。生産拡大のほか、アベノミクスによる円安効果がＤＩを押し上げ。先行きは、海外需要の持ち直しを背景に、一般機械や電気機械など加工業種で業況がさらに改善する見込み。

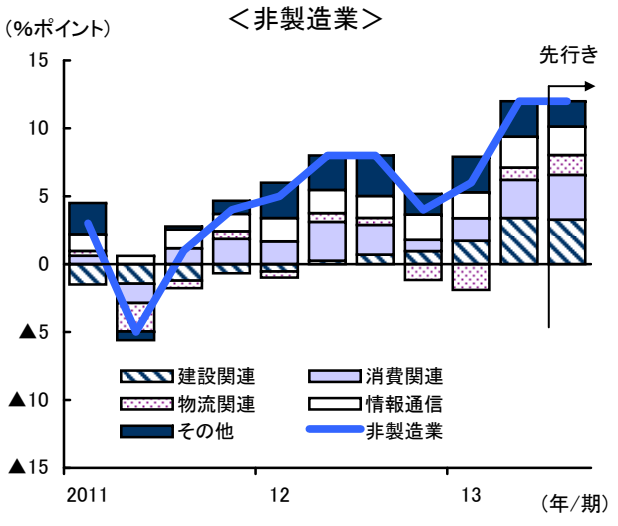
非製造業は、＋12％ポイントと前回調査対比＋６％ポイント改善。公共投資や住宅投資の増加がみられる建設関連や、消費者マインドの持ち直しを受けて個人消費が堅調な消費関連業種を中心に業況が大きく改善。もっとも、先行きは前回対比横ばいを見込んでおり、内需の回復ペースが鈍化する可能性。

2013年度の企業の設備投資計画も着実に上方修正。とりわけ、中小企業・製造業では前年度比＋17.1％と、同調査時点としては、非常に高い伸び。もっとも、投資水準でみると、依然としてリーマン・ショック以前の水準には及ばない状況。

一方、借入金水準判断ＤＩが足許で大幅に「上昇超」となるなど、アベノミクスのマイナス面も一部で顕在化。

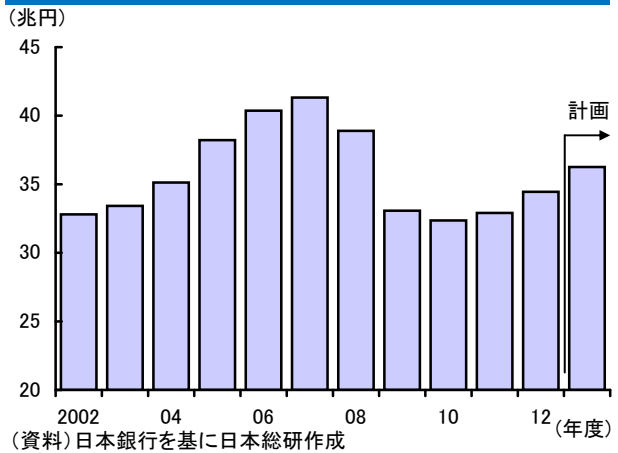
日銀短観業況判断DI（大企業）





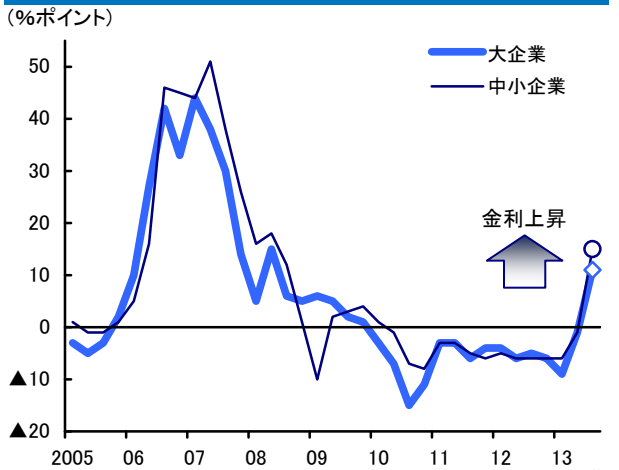
(資料)日本銀行

日銀短観設備投資（全規模・全産業）



(資料)日本銀行を基に日本総研作成
(注1)ソフトウェアを含み土地投資を除くベース。
(注2)2008年度以降はリース対応ベース。2007年度以前のものは、リース非対応ベースの前年度比で2008年度から水準を逆算。

日銀短観借入金利水準判断DI（全産業）



(資料)日本銀行
(注)白抜きは、6月調査における9月先行き。

株高に伴う資産効果が個人消費を押し上げ

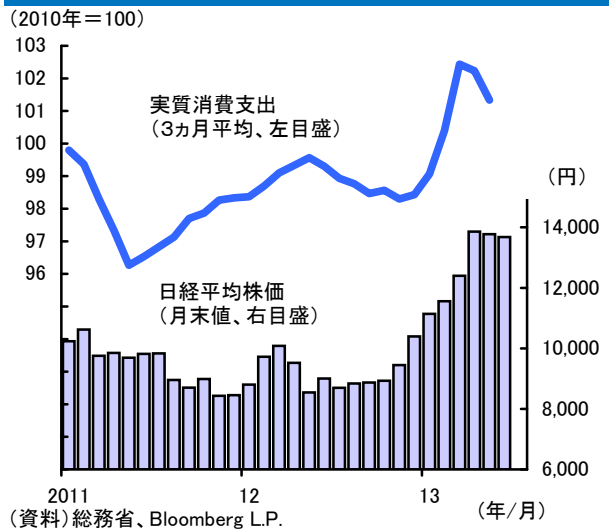
株価上昇は、資産効果を通じて個人消費を押し上げ、2013年度の景気押し上げ要因に。

６月の日経平均株価（月中平均）は、約13,100円と2012年平均対比およそ４割高。株価上昇による株式含み益の拡大は、2013年１～３月期に前年差＋21兆円、４～６月期には同約＋30兆円超まで拡大したと試算。

ちなみに、株価や所得などを説明変数とする消費関数によれば、日経平均株価が今後も６月の平均水準を維持した場合、2013年度の実質個人消費は約＋1.5%ポイント押し上げられると試算。株高による資産効果を世帯レベルでみると、株式保有高が多い高所得者層で大きく顕在化する一方、低所得者層では効果が限定的で、個人消費の改善度合いに差。

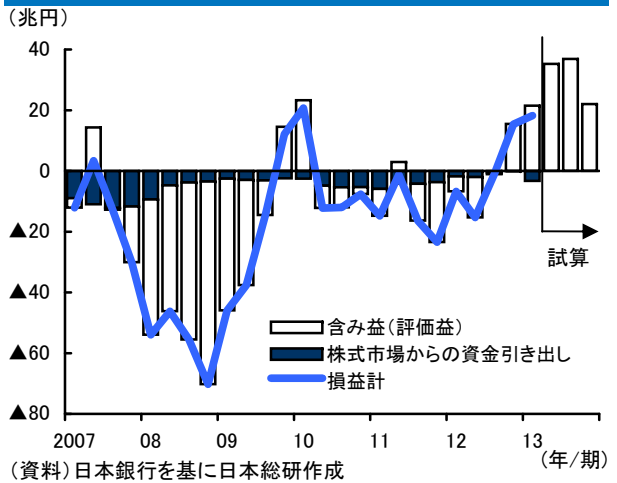
こうした「資産効果」のほか、株価が景気の先行指標の役割を果たすかたちで、景気回復期待が高まり、その結果、消費者マインドが改善し、消費増をもたらす「マインド効果」も個人消費の押し上げ要因に。

株価と実質消費支出



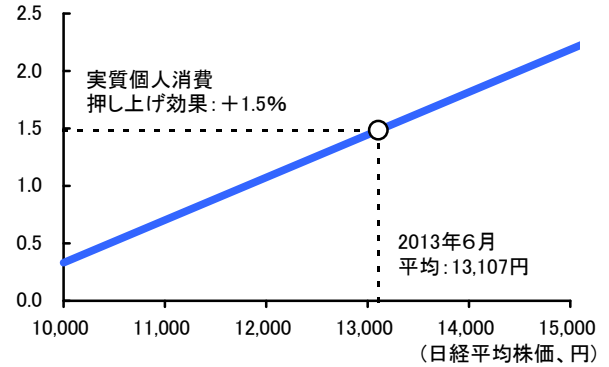
(資料)総務省、Bloomberg L.P.

家計部門の株式評価損益(前年差、試算)



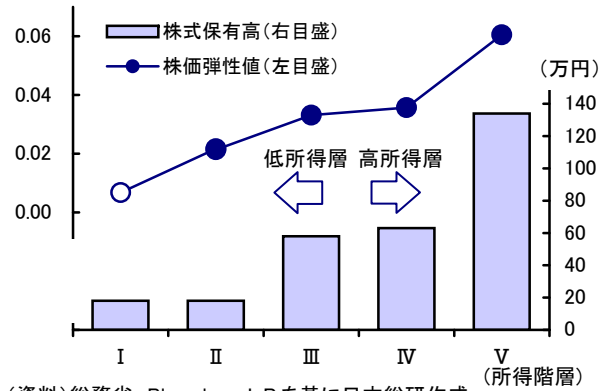
(資料)日本銀行を基に日本総研作成
(注)投資信託を含む。2013年の含み益は、日経平均株価が13,000円で推移した場合。

株高による消費押し上げ効果(2013年度、試算)



(資料)内閣府、日本経済新聞社、総務省を基に日本総研作成
(注)消費関数は以下の通り。 ln(消費支出額)＝86.36＋0.03＊ln(日経平均株価)＋0.41＊ln(雇用者報酬)＋0.003＊(60歳以上人口比率)
係数は5%水準で有意で、自由度修正済みR*R＝0.67。

所得階層別株式保有高と株価弾性値(試算)



(資料)総務省、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)勤労者世帯。株式投資信託を含む。株価弾性値(α)は以下から算出。ln(消費支出額)＝定数項＋α＊ln(日経平均株価)＋β＊ln(実収入)
黒塗りの点のみ、5%水準で有意。

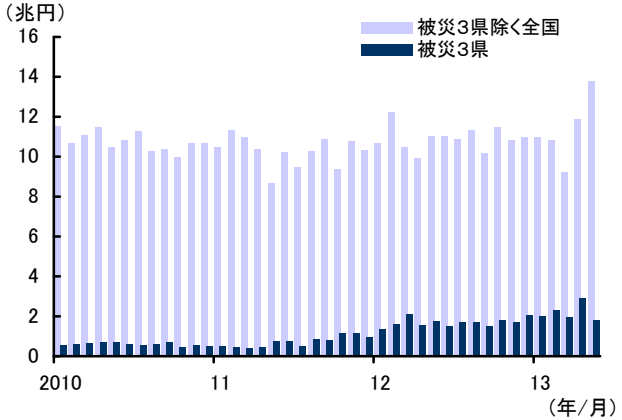
政策効果が集中的に2013年度の景気を押し上げ

加えて、2013年度は、公共投資や消費税率引き上げに伴う駆け込み需要など、政策効果が集中的に景気を押し上げ。

公共投資は、震災からの復旧・復興に向けた動きのほか、２月に成立した緊急経済対策の着工・進捗がＧＤＰを大きく押し上げる見込み。先行性を有する請負金額をみても、足許で被災３県を除くベースが大幅に増加しており、今後の本格化を示唆。ちなみに、緊急経済対策の真水（4.6兆円）によるＧＤＰ押し上げ効果は＋0.8%ポイントと試算され、その効果は2014年前半まで続く見込み。

消費税率の引き上げにあたっては、個人消費では、前回の引き上げ時（1997年）同様に駆け込みが発生する見込み。財別には、高額商品を中心とする耐久消費財で駆け込みが顕著となるほか、半耐久財や非耐久財の一部でも、引き上げ直前に駆け込みが発生。住宅についても、着工は税率引き上げの１年前から、一定条件を満たした際に引き上げ前の税率が適用される半年前（９月末）までは持家を中心に増加する見込み。その結果、進捗ベースでの住宅投資は、2013年いっぱい景気押し上げに作用する見通し。

公共投資請負金額（季調値、年率）



（資料）建設業信用保証（北海道、東日本、西日本）を基に日本総研作成
（注1）被災3県は岩手県、宮城県、福島県。
（注2）被災3県、被災3県除く全国それぞれに対して季節調整。

緊急経済対策の概要と効果（試算）

＜対策規模＞ （兆円）

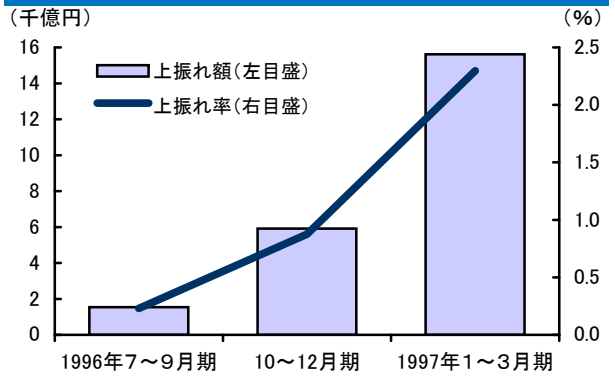
財政支出計	10.3
うち真水	4.6

＜景気押し上げ効果＞ （%）

実質GDP	＋0.8
国内民需（寄与度）	（＋0.1）
官公需（寄与度）	（＋0.7）

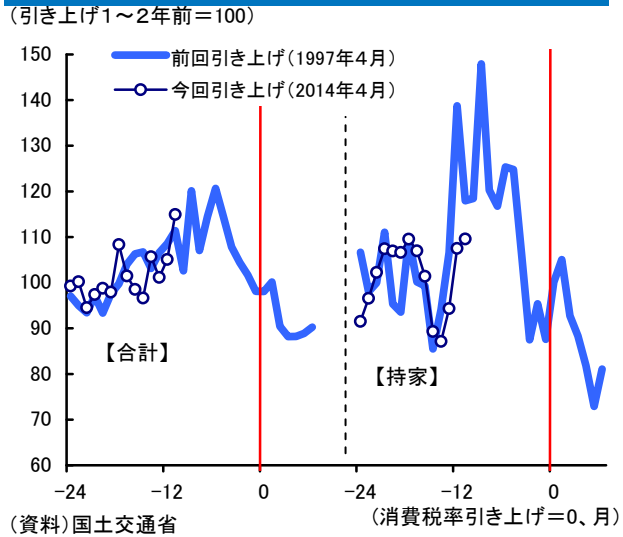
（資料）財務省、内閣府などを基に日本総研作成
（注1）復興関連は復興債償還が大部分を占めることからGDP押し上げに寄与しないと想定。
（注2）景気押し上げ効果はマクロモデル・シミュレーションによるもので、ベースラインからのかい離率。

前回引き上げ時の個人消費の駆け込み（試算）



（資料）内閣府を基に日本総研作成
（注）ln(実質個人消費)= α + β *ln(実質可処分所得)+ γ *ln(実質家計金融資産残高)+ δ *ln(実質個人消費<-1期>)を推計式とし、
t値 6.88 5.44 6.97 10.37
実績値と推計値のかい離を表示。自由度修正済R*R=0.998。

消費増税前後の住宅着工戸数（季調値）



（資料）国土交通省

米国景気の回復と円安が輸出にプラス

さらに、米国景気の堅調な回復と円安による輸出環境の改善を背景に、輸出は今後も増勢が続き、景気押し上げに作用する見通し。

円安効果は徐々に顕在化。主要国通貨との相対的な強さを表す実質実効為替レートは、大胆な金融緩和を主要政策のひとつとする安倍政権の誕生を契機に大幅な円安へ。円安はラグを伴いつつも価格競争力の向上を通じて輸出数量を押し上げ。ちなみに、これまでの為替レートと輸出数量の関係を前提とすると、今後、円相場が１～５月平均の前年比下落率▲18.6%が続いた場合、輸出数量は約＋５%ポイント押し上げられると試算。

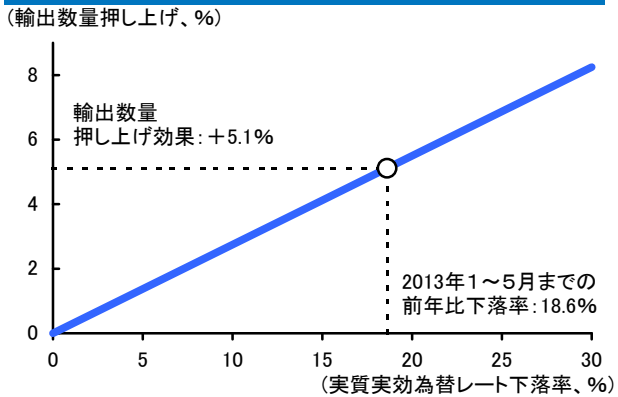
もっとも、わが国企業は、旺盛な海外需要を取り込むべく、製造拠点の海外シフトを進めるとともに、海外現地からの仕入割合を高めるなど、「為替動向に左右されにくい」構造に体質を強化。その結果、近年の輸出数量に対する価格弾性値は低下傾向。こうした状況を踏まえると、円安による輸出数量押し上げ効果については、過去と比べてやや控えめにみておく必要。

海外経済、為替と輸出の見通し

	2012年11月時点		今回(2013年7月)	
	2013年	2014年	2013年	2014年
海外実質GDP				
米国(%)	1.9	2.6	1.8	2.6
ユーロ圏(%)	▲ 0.1	0.9	▲ 1.1	0.5
中国(%)	8.2	8.4	7.6	7.8
為替相場				
円･ドル(円/ドル)	83	86	99	105
財･サービス輸出				
実質輸出(%)	1.1	5.0	4.3	6.5

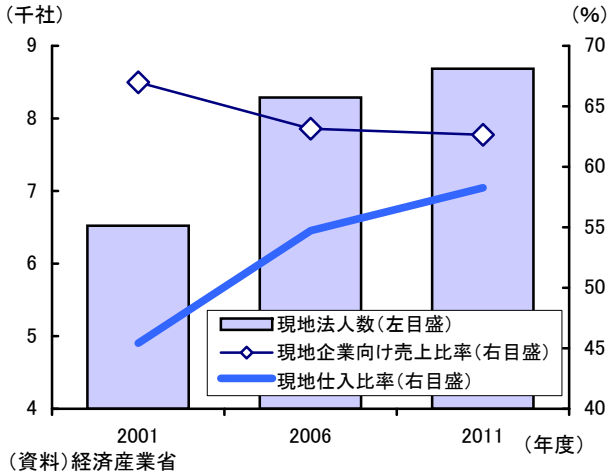
(資料)各国統計を基に日本総研作成
(注)海外実質GDPは暦年、円･ドルおよび実質輸出は年度の予測値。

円安による輸出数量押し上げ効果(試算)



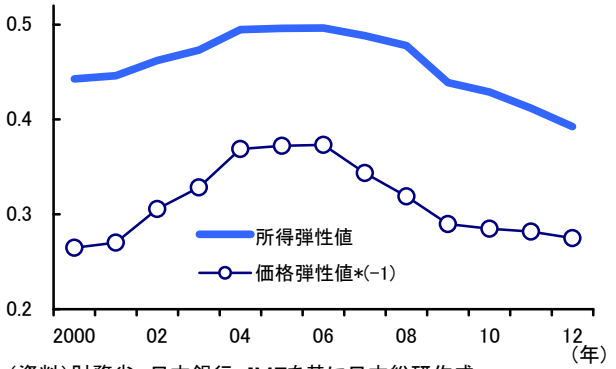
(資料)財務省、日本銀行、IMFを基に日本総研作成
(注)輸出数量の推計式は、ln(輸出数量)＝α＋β*ln(世界GDP)
t値 2.23 12.82
＋γ*ln(実質実効為替レート)。自由度修正済みR2＝0.88。
▲2.24

製造業海外現地法人数と現地売上･仕入比率



(資料)経済産業省
(注)現地企業向け売上、および現地仕入はいずれも現地日系企業を含む。

輸出数量の弾性値(試算)



(資料)財務省、日本銀行、IMFを基に日本総研作成
(注1)上図の推計式を基に1984年から該当年度までを推計期間としてそれぞれの弾性値を算出。
(注2)実質実効為替レートを説明変数とする価格弾性値は負の値となる。弾性値の大小の動きを所得弾性値と合わせるため、便宜的に価格弾性値に－1をかけている。

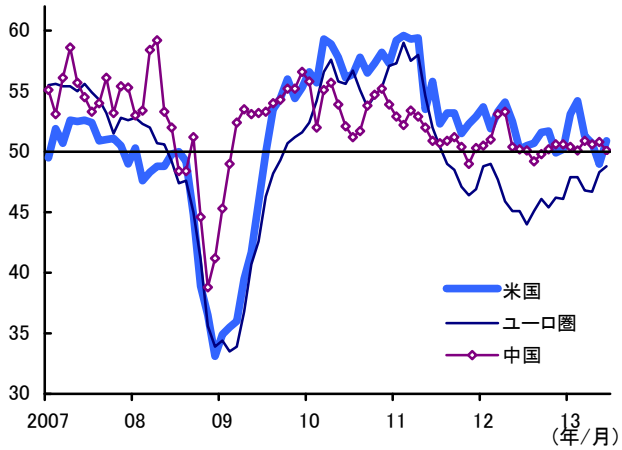
対中輸出は当面力強い増加が見込めず

一方、わが国の輸出先の２割強を占める中国では、製造業ＰＭＩが弱含んで推移するなど、景気減速懸念が強まり、輸出の増加が期待しにくい状況。

中国では、わが国企業は主に輸出拠点として沿海部に進出しているため、わが国の対中輸出は、中国景気（ＧＤＰ）そのものよりも、中国の輸出動向との相関が大。中国の輸出は足許で伸び悩んでおり、当面はわが国からの対中輸出の回復は期待薄。さらに、仮に中国が景気刺激策を打ったとしても、輸出の増加を伴わなければ、対中輸出の回復ペースも緩やかにとどまる公算。

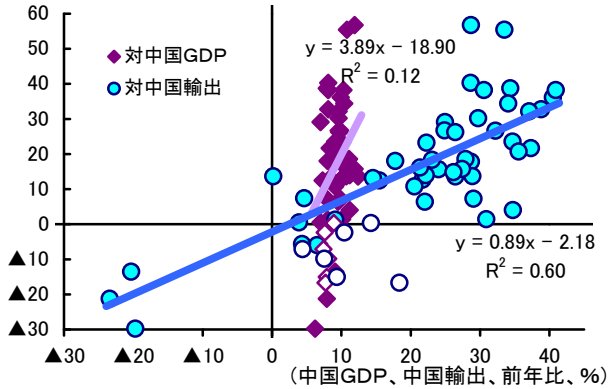
なお、中国では人件費の高止まりから生産拠点としての魅力が薄まりつつあるなか、今後は「輸出・投資主導型成長」から、「消費主導型成長」への転換が進む見通し。こうした状況下、中国の現地法人は、現地調達による仕入割合を高めており、今後、同国で素材など川上業種なども含めた「現地調達、現地生産、現地消費」の動きが強まれば、わが国から中国への輸出の増加ペースが鈍くなる可能性も。

米欧中の製造業PMI（季調値）



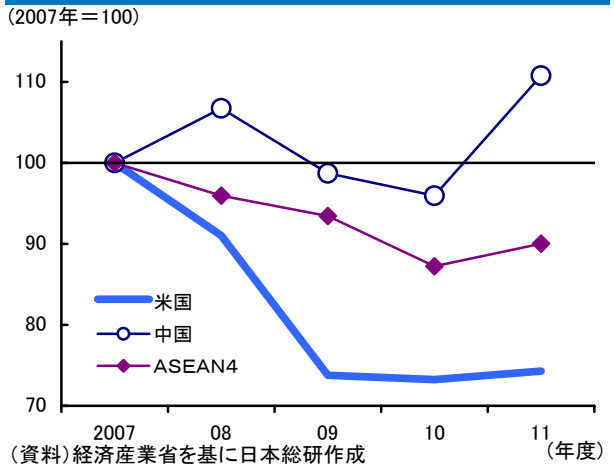
（資料）Institute for Supply Management、Markit、中国物流購入連合会

対中輸出と中国GDP、輸出の関係



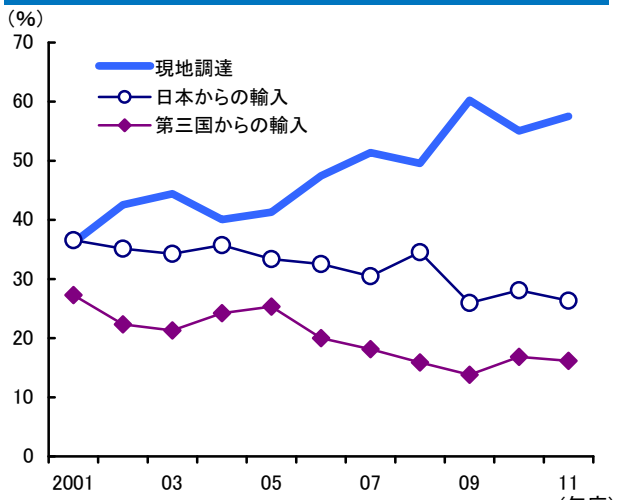
（資料）中国国家統計局、中国海関総署
（注）白抜きのプロットは、尖閣諸島国有化を巡る日中摩擦が高まった2012年10～12月期以降のもの。近似線はこの期間のデータを除く。

日本の現地法人の１人あたり人件費（全産業）



（資料）経済産業省を基に日本総研作成
（注1）１人あたり人件費＝給与総額／常時従業員数
（注2）ASEAN4は、フィリピン、マレーシア、タイ、インドネシア。

日本の中国現地法人の仕入内訳



（資料）経済産業省

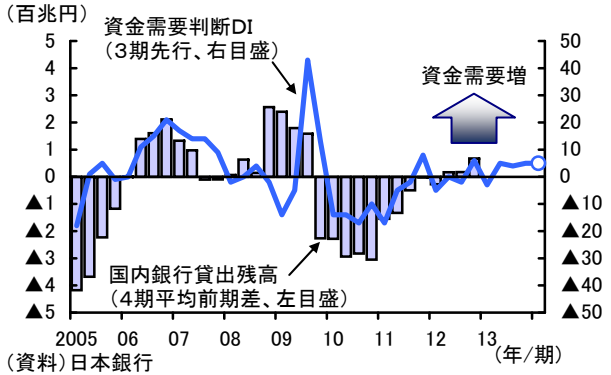
設備投資の回復には期待成長率の引き上げが不可欠

設備投資は先行き増加に転じるものの、回復力は脆弱にとどまる見込み。背景に、根強い企業の慎重姿勢を指摘可能。ちなみに金融機関のアンケート調査では、企業の資金需要は引き続き弱い動き。

設備投資を取り巻く環境について、まず収益環境に着目すると、海外景気の持ち直しや円安を背景に、企業の投資採算が改善。もっとも、投資採算が設備投資に与える影響を相関係数でみると、製造業では両者の相関が強いものの、非製造業は収益以外の要因が投資決定に左右する面が強く、相関は小。次に、金利コストに着目すると、日銀の質的・量的金融緩和による実質金利の低下を通じて設備投資が増加するとの見方も。もっとも、実際に両者の動きをみると、2007～2011年にかけては緩やかな逆相関が確認できるものの、足許では連動性が低下。金融緩和による設備投資の押し上げ効果は控えめにみる必要。

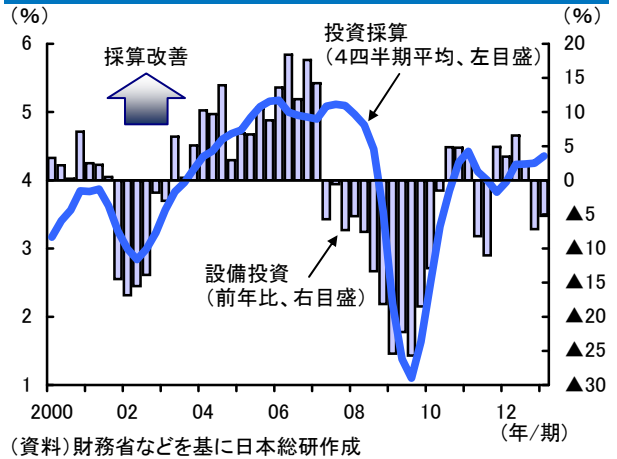
一方、期待成長率は、製造業に加えて、国内で６割強の投資シェアを持つ非製造業の設備投資に対しても強い相関。設備投資の本格回復には「期待成長率の引き上げ」を促す施策を打ち出していくことが不可欠。

企業向け金融動向



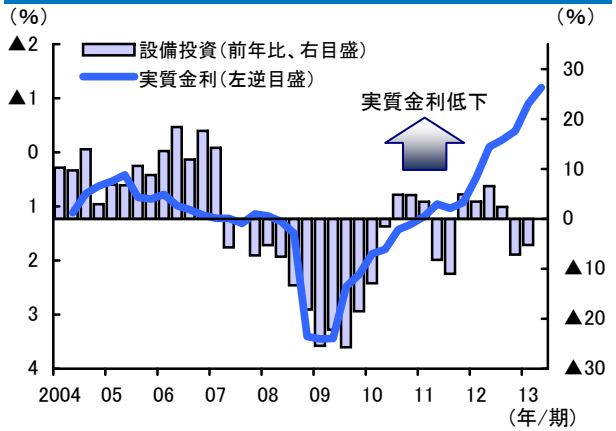
（資料）日本銀行
（注1）資金需要判断DI.＝（「増加」とした回答金融機関構成比＋0.5×「やや増加」とした回答金融機関構成比）－（「減少」とした回答金融機関構成比＋0.5×「やや減少」とした回答金融機関構成比）
（注2）資金需要判断DIの白抜きは、４月調査における向こう3ヵ月間の見通し。

投資採算と設備投資



（資料）財務省などを基に日本総研作成
（注1）投資採算＝営業利益／（有形固定資産＋棚卸資産）－10年債利回り
（注2）有形固定資産および棚卸資産は期首・期末平均。

実質金利と設備投資



（資料）財務省、Bloomberg L.P.などを基に日本総研作成
（注1）実質金利＝名目金利－ブレークイーブンインフレ率
（注2）実質金利の算出にあたっては、各月におけるブレークイーブンインフレ率の最長物と同じ期間の名目金利を使用。

設備投資に関する相関係数

	製造業			非製造業		
	設備投資シェア					
2011年度	33.9%			66.1%		
	相関係数					
	投資採算	実質金利	期待成長率	投資採算	実質金利	期待成長率
1990年度代	0.74	—	0.40	0.14	—	0.40
2000年度～	0.82	▲ 0.54	0.63	0.34	▲ 0.49	0.63

（資料）財務省、内閣府などを基に日本総研作成
（注1）実質金利との相関は逆相関。
（注2）実質金利は2004年４月から。
（注3）期待成長率は、内閣府「企業行動に関するアンケート調査（2012年度）」における今後5年間の実質経済成長率。

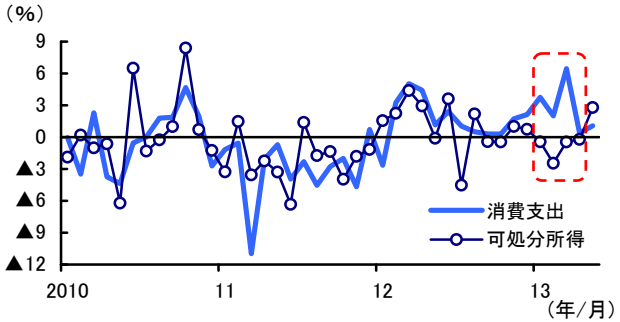
所得環境が不透明ななか、消費増税で個人消費は大幅減に

2013年入り後の個人消費の堅調な動きは、資産効果の面が大きく、所得の増加を伴っていないのが実情。

個人消費の力強い回復には、資産効果が現れやすい高額商品を含む選択的消費の増加だけでなく、消費支出の約６割を占める基礎的支出の増加も必要。そのためには基礎的消費支出との相関が大きい賃金、すなわち所得環境の改善が不可欠。もっとも、これまでの景気回復局面での所得環境の改善パターンをみると、非正規雇用やボーナスなど、いわゆる景気変動に対して企業側が調整を行いやすい部分での改善が中心で、正規雇用や所定内給与は明確な改善には至らず。企業はなお根強い慎重姿勢を堅持していることから、今後の所得環境の持ち直しもこれまで同様、非正規雇用やボーナスが中心になると見込まれ、個人消費の力強い回復も当面期待薄。

所得面の支えが限定的ななか、家計は2014年４月の消費税率引き上げに伴うマイナス影響を吸収できない恐れ。ちなみに、試算では駆け込みの反動と物価上昇による購買力の低下を合わせて個人消費は▲1.9%ポイント押し下げられ、その結果、2014年度の個人消費は大幅減少に。

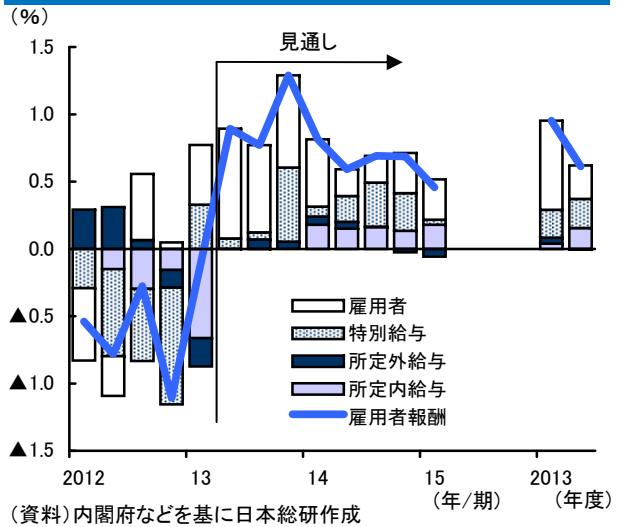
所得と消費（前年比）



	支出割合（2012年）	相関係数 賃金	相関係数 株価
基礎的消費	55.5%	0.63	▲ 0.05
選択的消費	44.5%	0.10	0.30

（資料）総務省、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
（注）相関係数は、それぞれの前年比で算出。

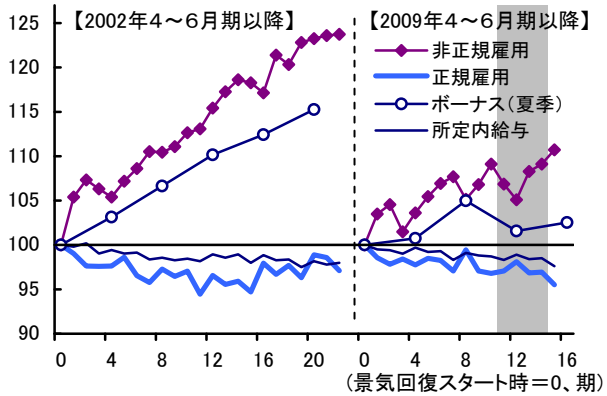
雇用者報酬（前年比）



（資料）内閣府などを基に日本総研作成

景気拡大期における雇用、所得の動き（原系列）

（景気回復スタート＝100）



（資料）総務省、厚生労働省、日本経済新聞社
（注）シャドー部は、内閣府が正式に認定はしていないものの、景気後退期の可能性があるとされる期間（2012年４～６月期から10～12月期）。

消費税引き上げ年度の影響（5%→8%、試算）

（%）

	実質GDP	実質個人消費
下振れ	▲ 1.4	▲ 1.9
駆け込み要因	▲ 0.6	▲ 0.8
物価上昇要因	▲ 0.8	▲ 1.1

（資料）内閣府など基に日本総研作成
（注）消費税率の引き上げがない場合のベースラインからのかい離率。

日銀が掲げる「２年後、＋２％」の物価目標達成は困難

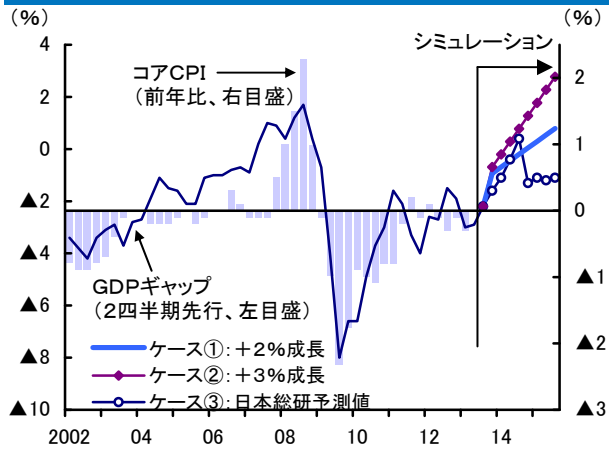
日銀が掲げる「２年で＋２％の物価上昇」の目標達成は、以下２点を理由に困難。

第１に、金融緩和を通じた成長率の引き上げによるＧＤＰギャップの縮小は、民間部門の回復に時間を要することから、ペースが緩慢になるとみられる点。今回の見通しを踏まえると、ＧＤＰギャップは、2013年度末にもプラスに浮上後、再び需要不足に陥るとみられ、その結果、物価上昇圧力はそれほど高まらず。

第２に、インフレ期待の惹起による物価押し上げが限定的とみている点。家計のインフレ期待は、実際の物価上昇率に対して高い先行性。しかし、長引くデフレで、物価下落の持続に違和感を持たない「インフレを知らない世代」が増加しており、家計のデフレマインドは容易には払拭されない見通し。さらに、企業ではバブル崩壊後、仕入価格の上昇を販売価格に転嫁できない状況が持続。こうしたなか、物価においては供給側より需要側が価格決定力を持つ構造となり、価格転嫁が困難な状況に。

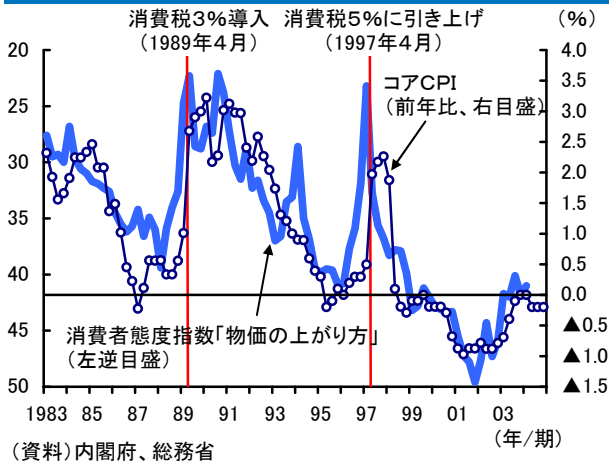
以上を踏まえると、インフレ率のプラスが定着しても、金融緩和だけでどこまで物価が上昇するかは懐疑的にみざるを得ず。

GDPギャップと物価（試算）



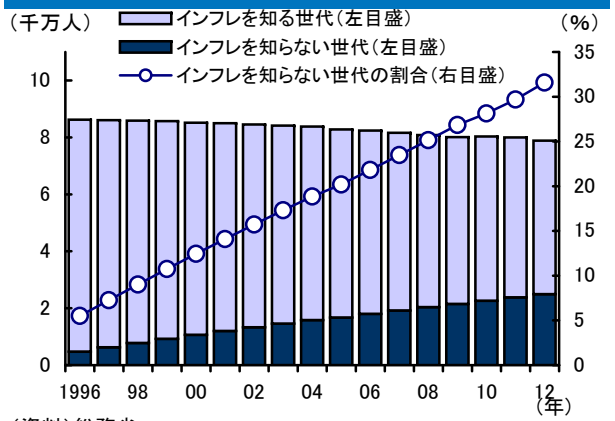
（資料）内閣府、財務省などを基に日本総研作成
（注1）試算における実質GDPは、日本総研の予測値を使用。
（注2）2013年4～6月期以降の潜在成長率は＋1%と仮定。

家計の期待インフレと物価



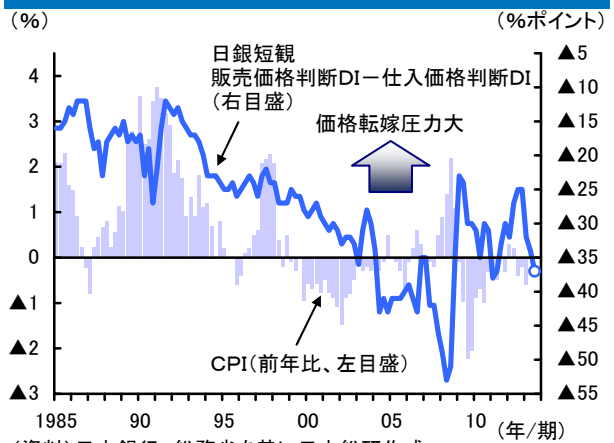
（資料）内閣府、総務省
（注）消費者態度指数の「物価の上がり方」は、今後半年間に今と比べて物価がどうなるかを、1．低くなる～5．高くなるの5段階で判断し、指数化。

日本人生産年齢人口



（資料）総務省
（注）インフレを知らない世代は、コアCPI前年比が消費税率の引き上げ（1997年4月）を除く期間で、総じて＋1%以下となった1994年以降に生産年齢人口に分類される（1979年以降生まれ）年齢層とした。

価格転嫁圧力と物価



（資料）日本銀行、総務省を基に日本総研作成
（注1）価格判断DIは、いずれも全規模・全産業で「上昇」－「下落」。また、基準変更による断層調整済み。
（注2）価格判断DIの白抜きは、6月調査における9月先行き。

13年度は政策効果で高成長も、14年度は反動減でゼロ成長

2013年度前半は、①緊急経済対策の進捗による公共投資の増加、②米国での堅調な経済成長や円安を背景とする輸出環境の改善、などプラス材料が重なる結果、高めの成長が続く見込み。2013年度後半は、さらに消費税率引き上げを前にした耐久財消費や住宅投資の駆け込み需要も加わり、成長率が加速する見通し。

一方、2014年度入り後は、消費税率引き上げ後の反動減と、公共投資の押し上げ効果はく落による二重の反動減が「政策の崖」として景気下押しに作用。とりわけ下振れ圧力が集中する４～６月期は大幅マイナス成長に。その後は、米国景気が堅調に推移するほか、金融緩和などを通じた円安が引き続き輸出環境の改善に寄与し持ち直しへ。

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、日銀の質的・量的金融緩和により、上昇圧力は高まるものの、企業や消費者のデフレマインドが根強く残存するとみられることから、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、マネーや株価に働きかける追加緩和策を講じる見込み。

わが国主要経済指標の予測値（2013年7月3日時点）

（四半期は前期比年率、%、%ポイント）

	2013年				2014年				2015年	2012年度	2013年度	2014年度
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3			
	（実績）	（予測）								（実績）	（予測）	
実質GDP	4.1	2.9	2.6	3.8	4.1	▲ 6.1	1.3	0.4	1.2	1.2	2.6	0.1
個人消費	3.6	0.7	1.0	3.8	6.1	▲ 12.9	2.0	0.6	0.4	1.6	2.0	▲ 1.4
住宅投資	7.6	8.1	18.4	7.0	▲ 21.0	▲ 27.1	▲ 13.2	0.3	4.4	5.3	8.4	▲ 12.1
設備投資	▲ 1.2	3.6	3.8	3.8	4.8	2.5	3.6	4.3	4.1	▲ 1.4	0.7	3.7
在庫投資 （寄与度）	(▲ 0.1)	(0.1)	(0.0)	(▲ 0.1)	(▲ 0.3)	(0.3)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(▲ 0.0)	(0.0)	(0.1)
政府消費	1.7	0.3	0.2	0.5	0.7	0.6	0.5	0.6	0.5	2.2	0.9	0.6
公共投資	1.6	27.9	12.3	6.5	2.4	▲ 0.8	▲ 15.8	▲ 29.8	▲ 12.9	15.0	12.3	▲ 7.5
純輸出 （寄与度）	(1.5)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(2.3)	(0.7)	(0.9)	(0.8)	(▲ 0.8)	(0.3)	(1.0)
輸出	16.1	6.2	6.3	6.9	7.7	6.5	5.5	5.9	5.9	▲ 1.3	4.3	6.5
輸入	4.0	4.2	4.0	4.4	4.8	▲ 6.3	1.5	0.8	1.8	3.8	2.2	0.5

（前年比、%）

名目GDP	▲ 0.6	0.6	2.6	3.3	4.4	3.1	2.7	1.6	1.0	0.3	2.7	2.1
GDPデフレーター	▲ 1.1	▲ 0.5	▲ 0.2	0.2	0.9	2.1	2.0	1.8	1.9	▲ 0.9	0.1	2.0
消費者物価 （除く生鮮）	▲ 0.4	0.0	0.4	0.6	0.7	2.9	3.1	3.1	3.2	▲ 0.2	0.4	3.1
（除く生鮮、消費税）	▲ 0.4	0.0	0.4	0.6	0.7	0.7	0.9	1.0	1.0	▲ 0.2	0.4	0.9
鉱工業生産	▲ 7.9	▲ 1.9	2.8	7.1	7.5	3.0	1.1	0.4	▲ 0.7	▲ 2.9	3.8	0.9

完全失業率 （%）	4.2	4.1	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0	3.9	3.9	4.3	4.0	3.9
経常収支 （兆円）	1.52	0.52	0.88	0.94	1.59	2.27	2.80	2.98	3.70	4.29	3.93	11.75
対名目GDP比 （%）	1.3	0.4	0.7	0.7	1.3	1.8	2.3	2.3	3.0	0.9	0.8	2.4
円ドル相場 （円/ﾄﾞﾙ）	92	99	98	99	100	102	104	106	108	83	99	105
原油輸入価格 （ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ）	112	106	108	108	108	108	108	108	108	113	107	108

（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）2014年4月に消費税率の引き上げ（5%→8%）が実施されると想定。

海外経済の前提

（前年比、%）

	2012年	2013年	2014年
	（実績）	（予測）	
米国	2.2	1.8	2.6
ユーロ圏	▲ 0.6	▲ 1.1	0.5
中国	7.8	7.6	7.8

過去の実質GDP予測値

（前年比、%）

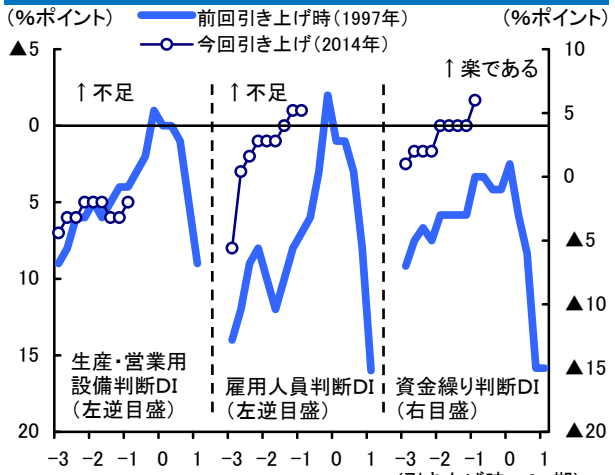
	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度
	（実績）	（予測）		
4月号	0.3	1.0	2.2	▲ 0.8
5月号	0.3	1.1	2.3	▲ 0.8
6月号	0.2	1.2	2.6	▲ 0.4

【補論】消費税率引き上げの是非とわが国の当面のリスク

【消費税率引き上げの是非】
消費税率の引き上げの是非については、①緩慢ながらも景気回復基調は維持できるとみられること、②企業のいわゆる「３つの過剰（設備、雇用、債務）」が解消しているほか、金融システムも安定していること、③財政再建の必要性、などを勘案すれば、予定通り実施することが妥当と判断。

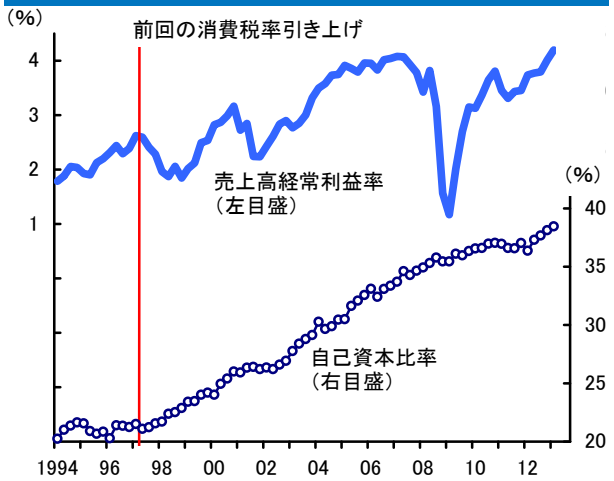
【わが国の当面のリスク】
想定される当面のリスクは、日銀の質的・量的金融緩和がもたらす副作用に関する以下の２点。
第１に、物価・賃金が伸びないなかでの円安。急速な円安による輸入物価の上昇で、①価格転嫁が進まなければ「企業収益の二極化」が生じる恐れ。一方、②値上げ分の転嫁で「コストプッシュ型」の物価高につながれば、賃金が伸び悩むなか個人消費が冷え込む可能性大。
第２に、長期金利の急上昇。借入依存度の高い中小企業を中心に収益を圧迫するほか、長期金利が名目成長率を上回れば財政面への影響も。
日銀の目標達成に向けた政策対応が、副作用のリスクを高めるのであれば、「２年程度の期間での＋２％の物価上昇率」の物価安定目標に関して柔軟な対応も必要。

日銀短観でみる企業の「3つの過剰」



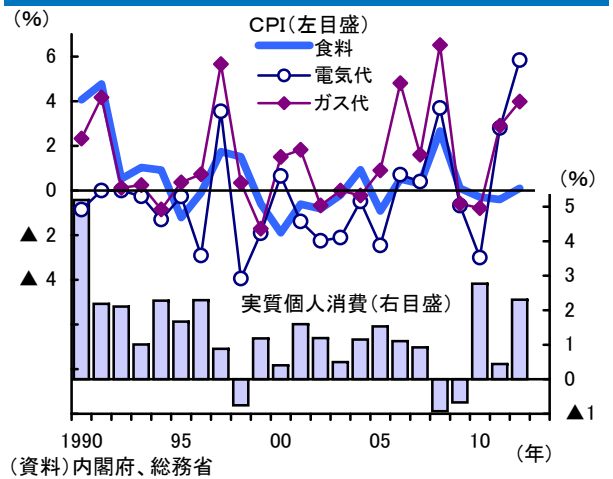
（資料）日本銀行を基に日本総研作成
（注）全規模・全産業ベースで基準変更に伴う断層を調整。

売上高経常利益率と自己資本比率（季調値）



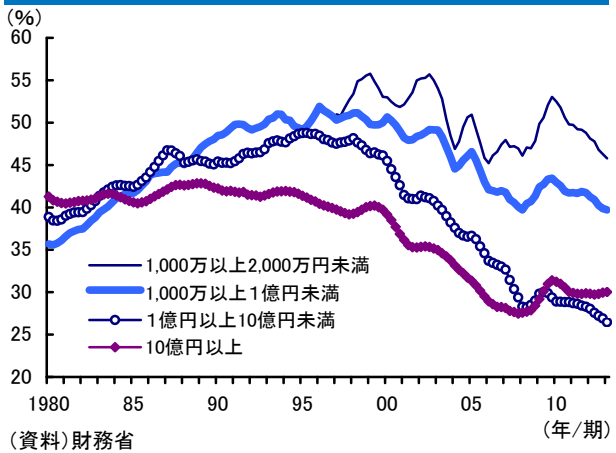
（資料）財務省を基に日本総研作成
（注）金融・保険を除くベース。

エネルギー、食料品価格と個人消費（前年比）



（資料）内閣府、総務省
（注）実質個人消費は1994年までが2000年基準。1995年以降は2005年基準。

資本金別企業借入依存度（4四半期移動平均）



（資料）財務省
（注1）借入依存度＝（短期借入金＋長期借入金＋社債）／総資産
（注2）1,000万以上2,000万円未満は、1996年4～6月期より公表。
（注3）金融、保険業を除く。

長期金利は当面不安定ながら、その後は緩やかに上昇へ

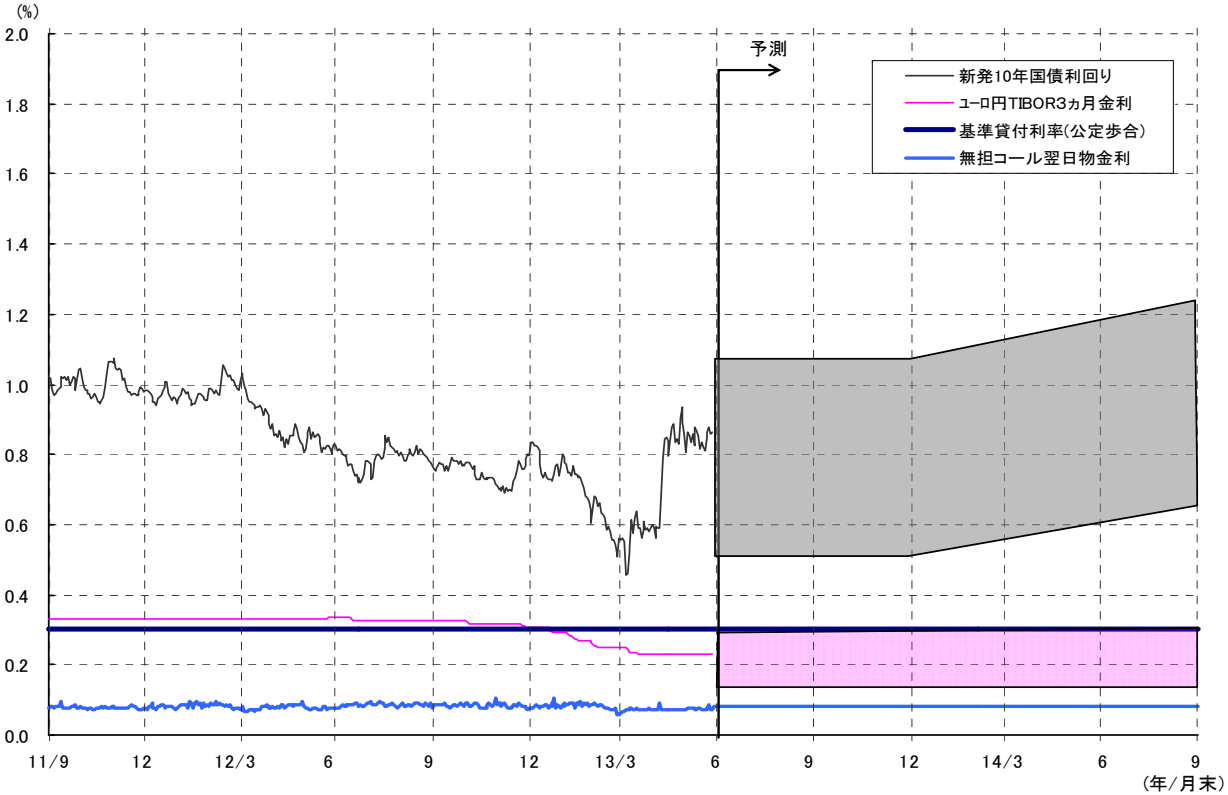
日銀は、６月10、11日の定例会合で金融政策の現状維持を決定。景気の持ち直しが確認されるなか、４月の決定施策を着実に実施し、その効果を確認していく方針。

今後を展望すると、当面、緩和効果を見極めるため現状維持が続く見込み。その後、夏頃でもＣＰＩ上昇率が＋0.5%を大きく下回り、日銀の2013年度見通し（＋0.7%）の達成が見通しにくくなれば、展望レポートの見直しが行われる10月定例会合で追加緩和に踏み切る可能性。

長期金利は、５月中旬に0.6%台から急上昇して以降、上下に大きな振れを伴いつつ、概ね0.8～0.9%のレンジで推移。市場が異次元緩和後の落ち着きどころを見つけつつある状況。

先行きを展望すると、当面、不安定な動きが続く可能性はあるものの、基本的には0.8%台を中心としたレンジで推移する見通し。その後は、物価の上昇期待や米国金利の上昇に伴って、徐々に上昇トレンドに。もっとも、日銀の大量国債買入が金利下押しに作用するなか、上昇ペースは緩やかにとどまる見込み。

わが国主要金利の見通し



(%)

	2012年		2013年				2014年		
	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9
無担ｺｰﾙO/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	0.33	0.32	0.28	0.23	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
円ｽﾜｯﾌﾟ5年物金利	0.37	0.30	0.29	0.45	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55
新発10年国債利回り	0.79	0.75	0.70	0.73	0.85	0.85	0.88	0.90	0.93

（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

期待インフレ率の低下には、早晩、歯止めがかかる見込み

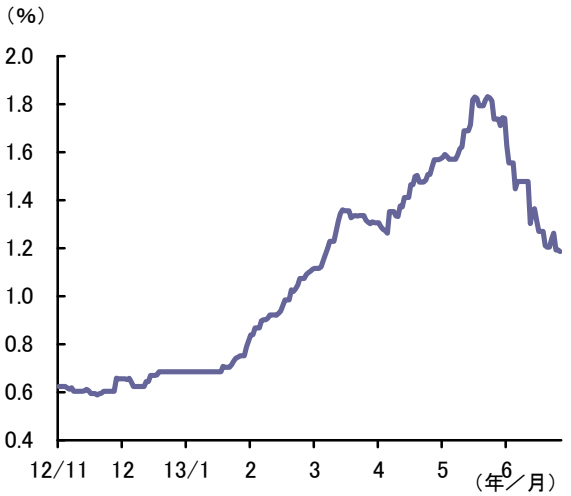
期待インフレ率は、2013年入り後、物価目標２％導入（１月）、量的・質的金融緩和（４月）を背景に急上昇。５月中旬には一時1.8％台までに。もっとも、５月下旬以降、1.2％台まで低下。

日銀は、期待インフレ率の上昇により、実質金利を低下させることで、設備投資や住宅投資の誘発を期待。実質金利は、マイナス圏ではあるものの、５月下旬以降、期待インフレ率の低下を背景に上昇。仮に期待インフレ率の低下がこのまま続けば、日銀の期待する誘発効果が発揮されない可能性も。

期待インフレ率は、消費者物価上昇率に対して、２四半期程度先行。こうしたなか、2015年度にかけての民間エコノミストの物価上昇見通しが＋1.0％であることを踏まえると、期待インフレ率はほぼ市場の期待に見合った水準。

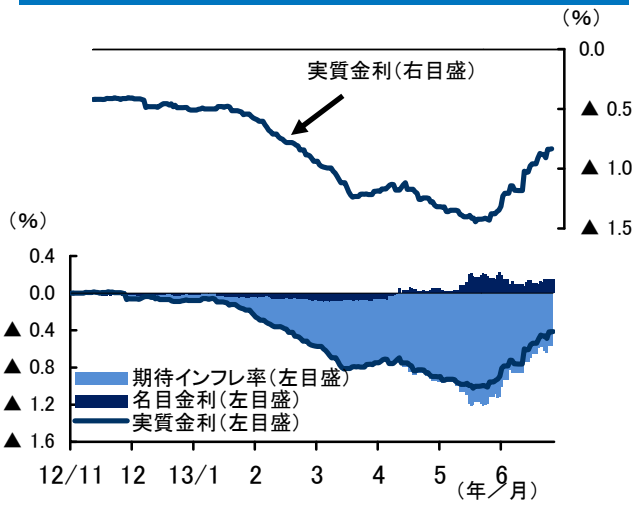
したがって、この１ヵ月の期待インフレ率の低下は、先行きの物価上昇を過度に織り込んだことに対する反動といえ、早晩、期待インフレ率の低下には歯止めがかかる見込み。実質金利の上昇で、誘発効果が失われるリスクも当面は回避できる見通し。

期待インフレ率



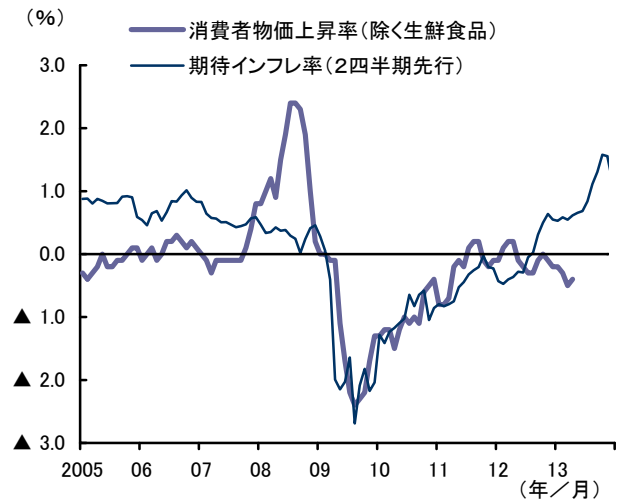
（資料）Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
（注）期待インフレ率はブレーク・イーブン・インフレ率を採用

実質金利と要因分解



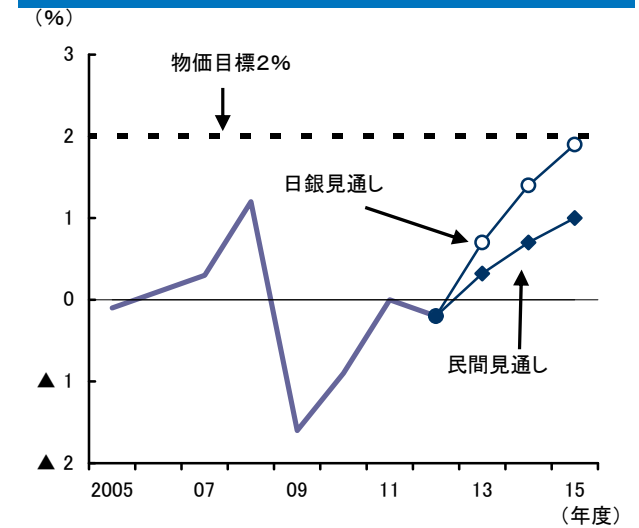
（資料）Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
（注）実質金利＝5年国債利回り-ブレーク・イーブン・インフレ率

期待インフレ率と消費者物価



（資料）Bloomberg L.P.、総務省を基に日本総研作成

消費者物価（除く生鮮食品）の見通し



（資料）日本銀行、総務省、日本経済研究センターを基に日本総研作成

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O/N（%）	３ヵ月（%）	６か月（%）	２年（%）	５年（%）	10年物（%）	2年物（%）	10年物（%）	短期（%）	長期（%）	￥／$（NY終値）	￥／Eur（NY終値）	日経平均株価（円）	TOPIX（ポイント）	ＦＦ O/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（%）
09/10	0.10	0.53	0.64	0.58	0.86	1.46	0.26	1.33	1.48	1.73	90.31	133.83	10066.24	895.10	0.12	0.28	3.36	9857.34	0.74	3.23
09/11	0.10	0.52	0.63	0.56	0.83	1.47	0.26	1.36	1.48	1.81	89.11	133.01	9640.99	855.14	0.12	0.27	3.38	10227.55	0.72	3.28
09/12	0.10	0.47	0.59	0.48	0.71	1.40	0.17	1.27	1.48	1.72	90.05	131.15	10169.01	892.90	0.12	0.25	3.59	10433.44	0.71	3.23
10/1	0.10	0.45	0.57	0.48	0.72	1.43	0.17	1.34	1.48	1.65	91.22	130.20	10661.62	936.12	0.11	0.25	3.71	10471.24	0.68	3.29
10/2	0.10	0.44	0.56	0.47	0.71	1.40	0.16	1.34	1.48	1.65	90.16	123.35	10175.13	896.61	0.13	0.25	3.68	10214.51	0.66	3.19
10/3	0.10	0.44	0.55	0.46	0.72	1.40	0.16	1.35	1.48	1.62	90.72	123.12	10671.49	936.98	0.16	0.27	3.72	10677.52	0.65	3.13
10/4	0.10	0.41	0.52	0.47	0.72	1.40	0.17	1.35	1.48	1.64	93.49	125.54	11139.77	987.60	0.20	0.31	3.82	11052.15	0.65	3.09
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	0.11	0.27	2.29	15035.75	0.21	1.62