

---

# 日本経済展望

2013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. 5

◆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1月4日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

# 概況：2012年4月から景気は後退局面に

現状

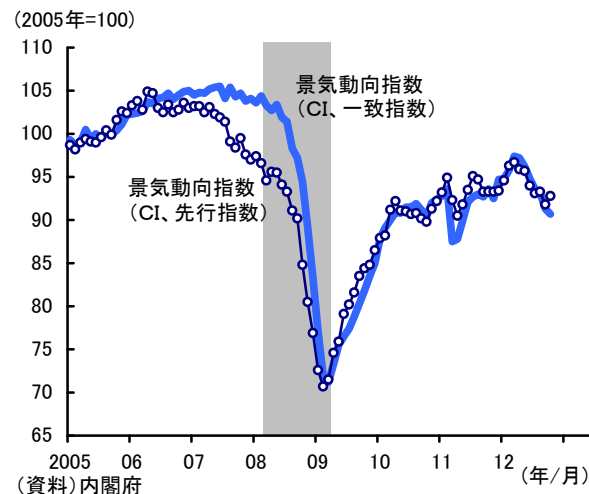
景気分析

見通し

金利動向

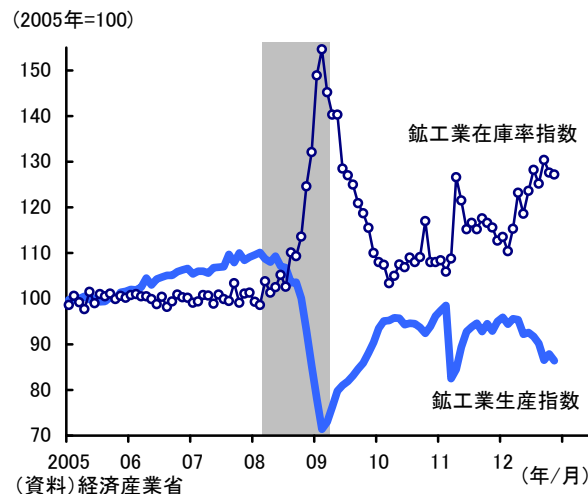
## 景気

出荷や商業販売の低迷により、景気は後退局面に入っている可能性



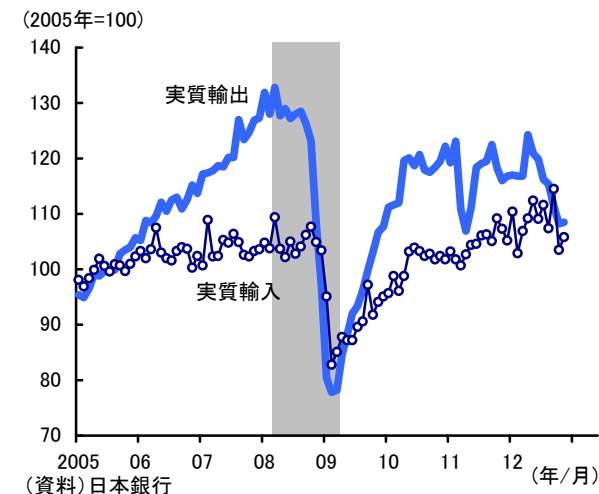
## 企業

生産は再び減少し震災直後の低水準在庫率は幅広い業種で高水準が持続



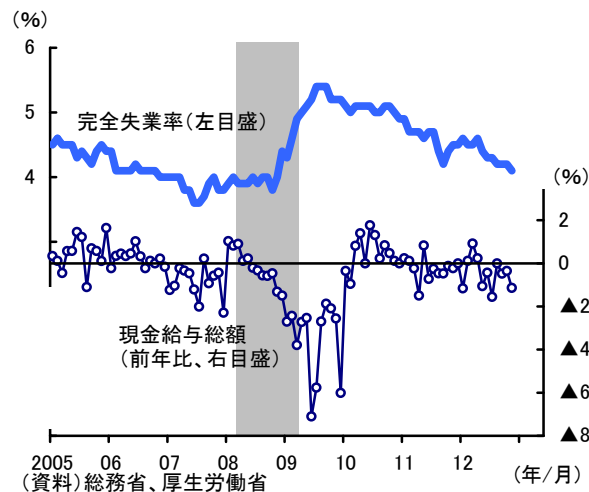
## 外需

輸出は欧米、中国などを中心に減少輸入は増加基調が一服



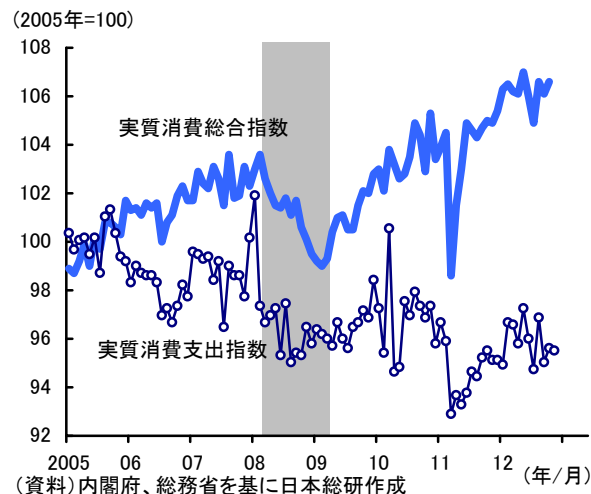
## 雇用所得

失業率は緩やかに改善給与は所定外給与と特別給与が減少



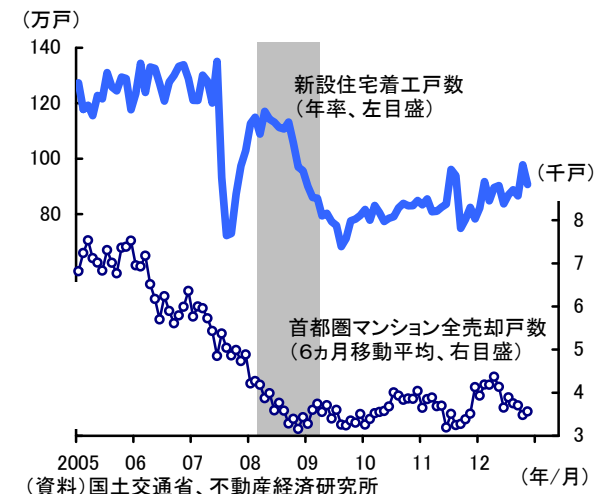
## 消費

消費マインドの低迷などを背景に、弱い動きが持続



## 住宅

住宅着工は総じて緩やかに増加マンション販売は減少基調



※シャドー部は景気後退期

# ■ 鉱工業生産に底入れの兆しも

現状

景気分析

見通し

金利動向

わが国経済は足許で大幅に悪化。景気判断に用いられる景気動向指数(C I一致指数)は2012年3月をピークに低下し、景気は同時期以降後退局面に入っている可能性大。財別の鉱工業出荷をみると、国内向け最終需要財、輸出向けがいずれも大幅に減少しており、内外需全般にわたってわが国景気への下押し圧力が続いている状況。

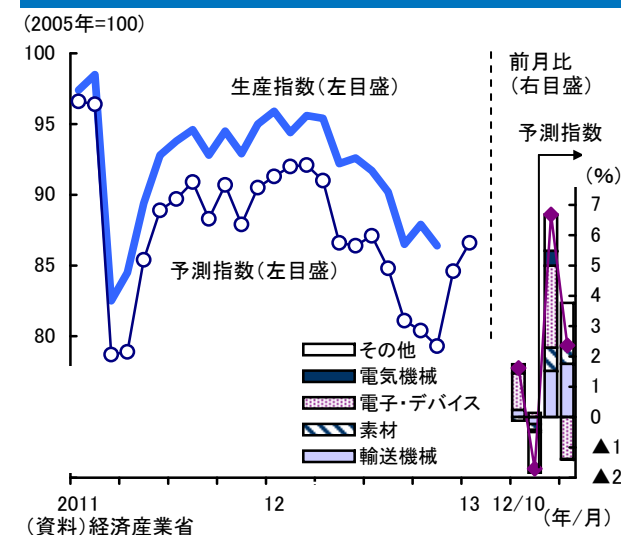
落ち込みが顕著な生産面では、11月の鉱工業生産指数が前月比▲1.7%と再び低下。業種別にみると、半導体製造装置やスマートフォン関連の需要一巡を受けて、一般機械や情報通信機械などで減産。もっとも、製造工業生産予測指数によると、12月、1月と2ヵ月連続で高い伸びを見込んでおり、底入れを探る動きも。ただし、このところの生産の実現率や予測修正率は下方修正される傾向にあるほか、出荷・在庫バランスでみる在庫調整圧力も残存するなか、生産は今後計画対比下振れる可能性も。

外需では、実質輸出が欧州や中国向けの落ち込みを主因に7ヵ月連続で減少。一方、米国向けは、電子・デバイス、通信機械や輸送機械などで持ち直し。

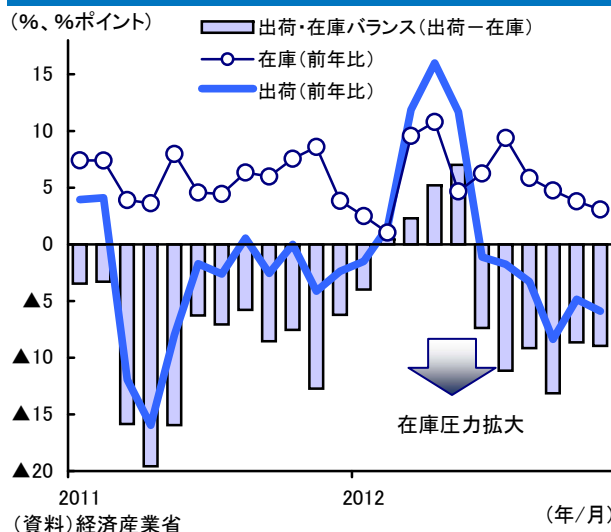
鉱工業財別出荷指数(季調値)



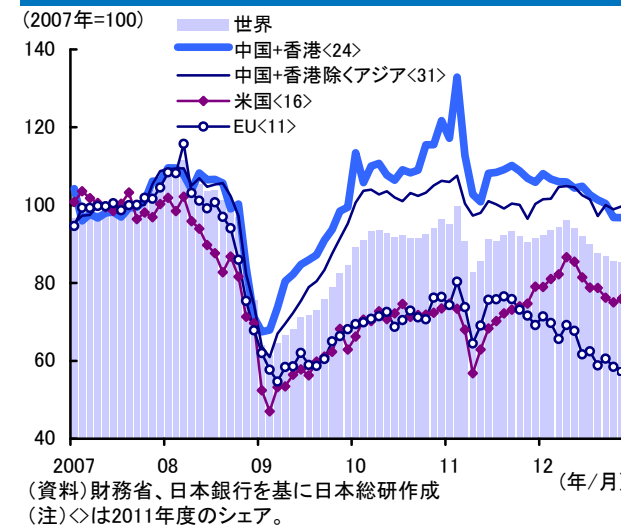
鉱工業生産指数(季調値)



出荷・在庫バランス



実質輸出(季調値)



# 復興需要が引き続き景気を下支え

現状

景気分析

見通し

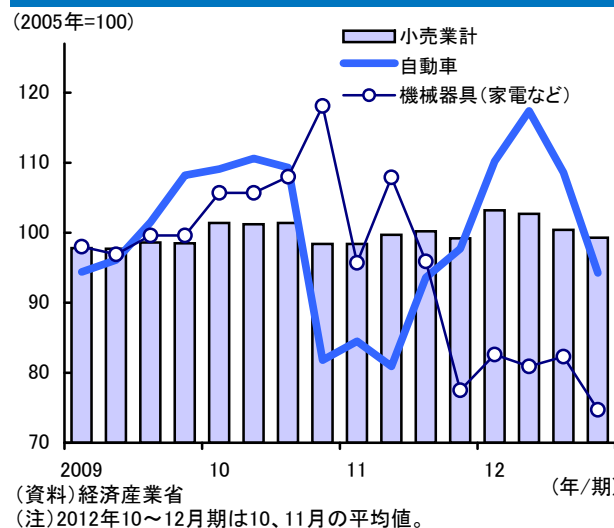
金利動向

内需では、エコカー補助金終了に伴う自動車販売の反動減は一巡。もっとも、四半期でみると2012年10～12月期は、前期比大幅減少が不可避。加えて、デジタル家電の不振を受けて家電を含む機械器具も引き続き低迷。消費者マインドの弱含みなどを受けて、個人消費全体でみても弱い動きが継続。

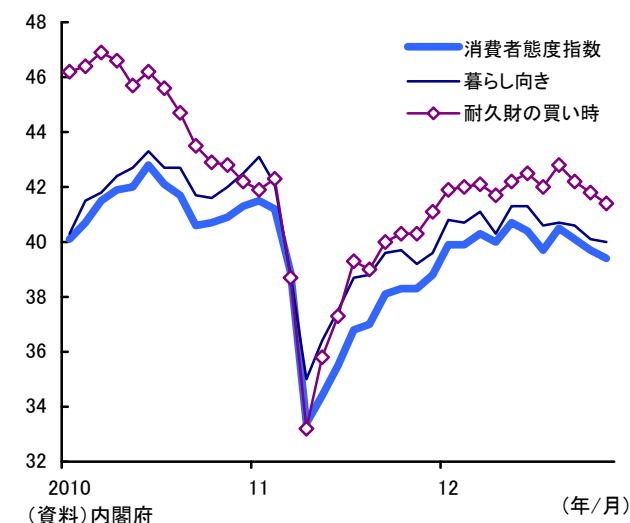
内外需全般にわたりわが国経済への下押し圧力が強まるなか、日本政府の尖閣諸島国有化に伴う日中摩擦が引き続きマイナスに作用。11月の中国における日系自動車販売台数はトヨタやホンダで引き続き大幅減少。もっとも、減少幅は前月から縮小しており、経済的なマイナス影響は、今後、半年程度の時間をかけて収束に向かう見通し。

こうしたなか、震災からの復旧・復興による内需押し上げが引き続き景気を下支え。12月のGDP年次改定において、公共投資は復旧・復興の遅れを反映したかたちで大幅に修正され、2011年度が前年比マイナスに転化し、復興需要の顕在化は2012年入り以降に先送り。もっとも、復興需要の遅れはかえって2013年度にかけて息長く景気を下支えする見込み。

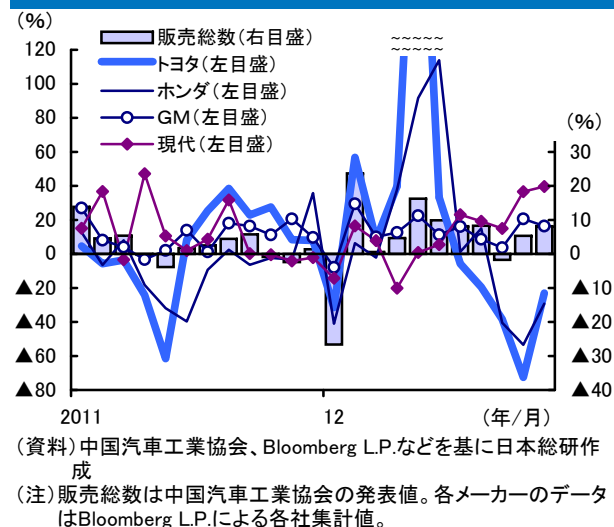
小売販売額指数(季調値)



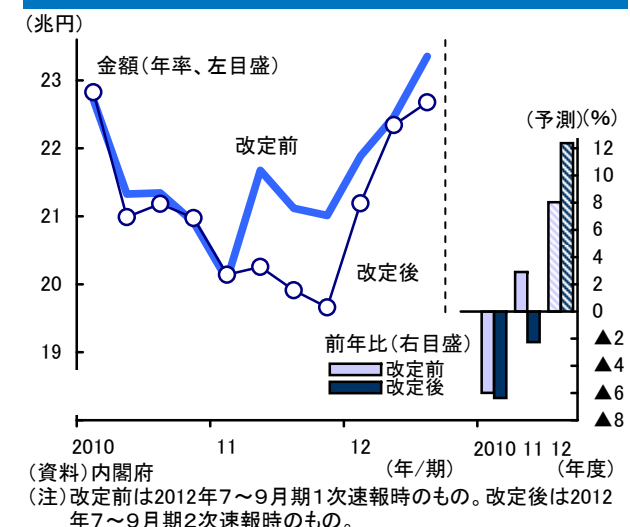
消費者マインド(季調値)



中国自動車販売台数(前年比)



実質公共投資



# 日銀短観(12月調査): 海外需要の減少で景況感が大幅悪化

現状

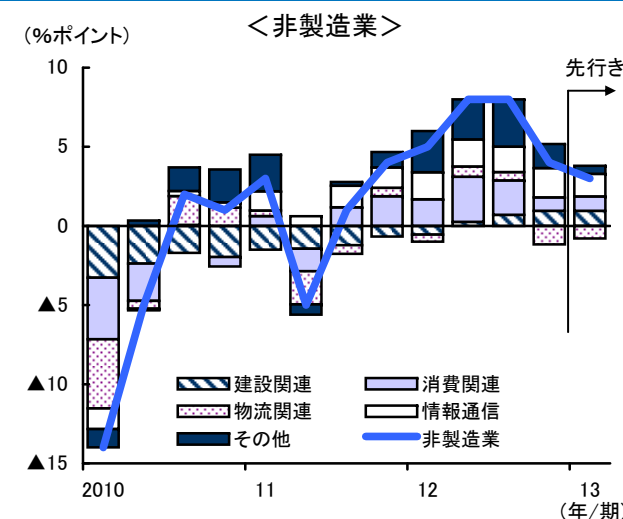
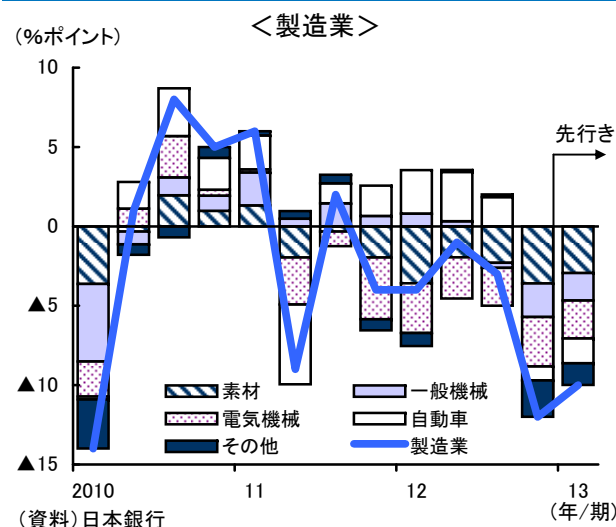
景気分析

見通し

金利動向

## 日銀短観業況判断DI(大企業)

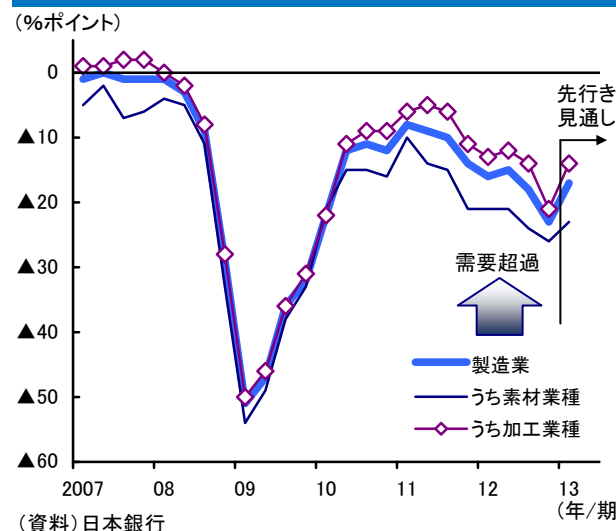
2012年12月の業況判断DI(大企業、以下同じ)は、製造業で▲12%ポイントと前回(9月)調査対比▲9%ポイント悪化。エコカー補助金の終了と日中関係の悪化により自動車で「悪化」超に転じたほか、素材や一般機械など幅広い業種でDIが低下。先行きは、スマートフォン関連需要が堅調な電気機械や、海外景気の持ち直し期待を背景に一般機械で改善する見込み。一方、日中摩擦の行方が不透明ななか、中国市場での販売低迷を懸念する自動車では一段の悪化が見込まれるなど、業種により先行きの見方はまちまち。



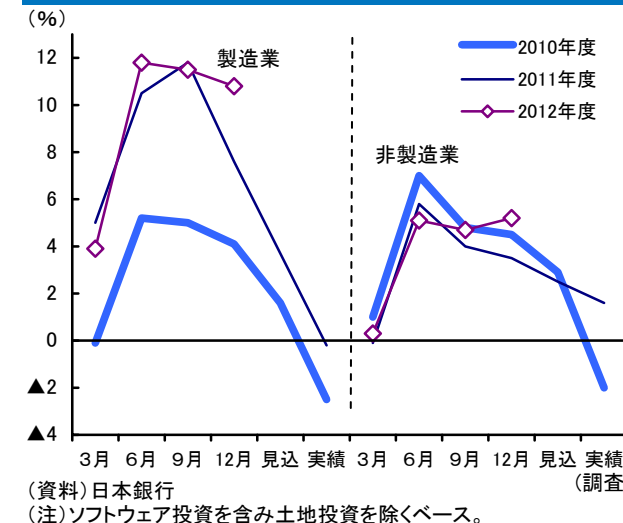
非製造業は、+4%ポイントと前回調査対比▲4%ポイント悪化。日中関係の悪化に伴う中国人観光客の減少により、宿泊・飲食サービスで「悪化」超に転じたほか、復興需要の遅れなどから建設でDIが低下。先行きは2四半期連続の悪化を見込んでおり、底堅く推移してきた内需が弱含みに転じる懸念。

企業の設備投資計画は、上期計画の下振れ分を下期に上乗せたことで前年度対比堅調な伸びに。もっとも、機械受注が伸び悩んでいることを踏まえると、今後、年度下期の計画が下方修正される可能性。

## 日銀短観製商品需給判断DI(海外、全規模)



## 日銀短観設備投資計画(大企業、前年度比)





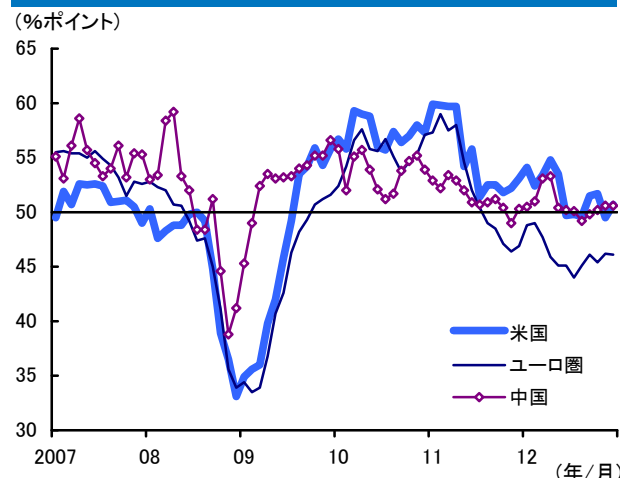
# 海外景気は2013年入り後に回復する見通し

海外景気は足許で減速。海外の製造業PMIをみると、景気後退が続く欧州では引き続き低迷。米国や中国では減速に歯止めがかかる兆しが見られるものの、なお判断の分かれ目となる50付近で一進一退。

もっとも、米国では、一時的に景気が下振れる可能性があるものの、春以降は雇用環境の改善や住宅市場の持ち直しを背景に、家計部門を中心に底堅い成長となる見込み。中国では、2012年春以降の政府による景気てこ入れ策の効果顕在化が見込まれ、緩やかながらも成長率が上向く見通し。以上を踏まえると、春以降、わが国の輸出環境は徐々に改善に向かう見込み。

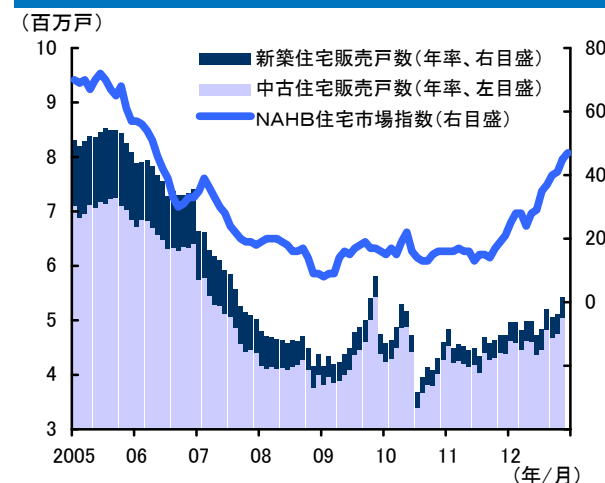
一方、欧州経済は緊縮財政や雇用・所得環境の悪化などからマイナス成長が続く見通し。わが国と欧州との貿易取引額は相対的に小さく、直接的なマイナス影響は限定的ながら、同地域との貿易取引規模が大きい中国の欧州向け輸出は当面減少が続く見込み。生産財を中心とするわが国の対中輸出は、引き続き下振れ圧力が強い状況が続く見込み。

米欧中の製造業PMI(季調値)



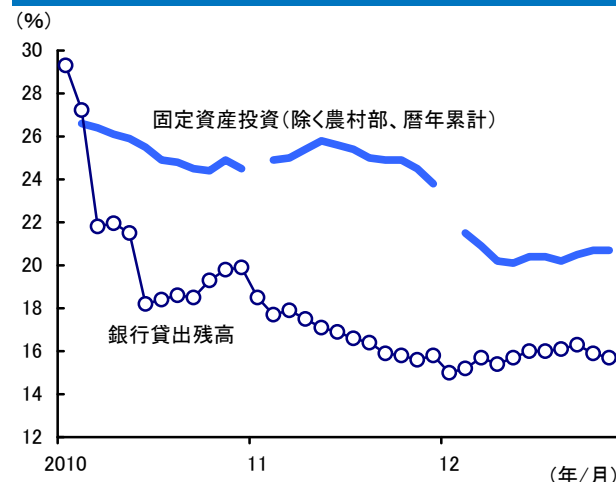
(資料) Institute for Supply Management、Markit、中国物流購入連合会

米国の住宅販売戸数と住宅市場指数(季調値)



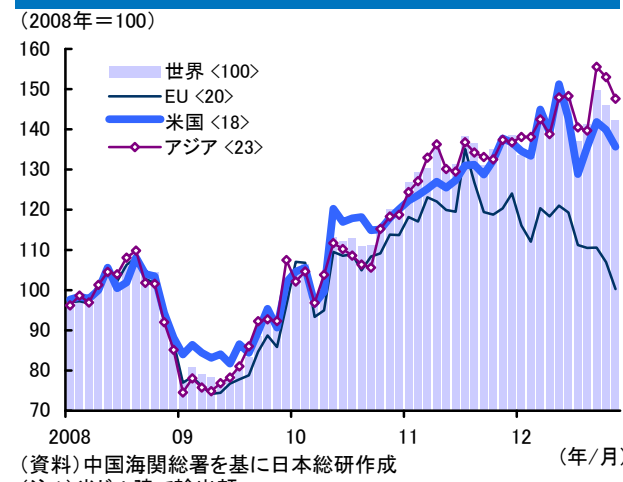
(資料) U.S. Census Bureau、National Association of Realtors、National Association of Home Builders

中国の固定資産投資と銀行貸出残高(前年比)



(資料) 中国国家統計局、中国人民銀行  
(注) 一部未発表の月がある。

中国の輸出(季調値)



(資料) 中国海関総署を基に日本総研作成  
(注1) 米ドル建て輸出額。  
(注2) ◇は2010年のシェア。

# 日中摩擦の拡大・長期化が当面のリスク

現状

景気分析

見通し

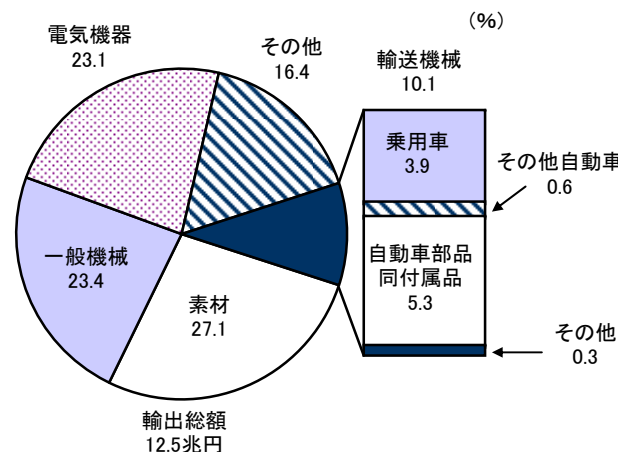
金利動向

日中摩擦の高まりに伴う下振れ圧力は、両国の経済依存関係が深いなか、政治体制の変化をきっかけに関係改善の機運が高まるとみられ、今後、徐々に薄れると想定。ただし、長期化により影響が深刻化するリスクも引き続き残存。

日中摩擦の影響を整理すると、自動車の不買運動により輸送機械で大きなマイナス影響。わが国の対中輸出に占める輸送機械の割合は約1割と比較的小さいものの、輸送機械産業は裾野が広く、マイナス影響が多くの産業に波及。ちなみに、中国での輸送機械の生産減少が9ヵ月後に収束した場合、日本からの輸出が約▲3,500億円押し下げられることにより、負の生産波及効果として国内生産額は約▲1.1兆円減少すると試算。

加えて、地場企業向けの売上が大きい卸売業や、日本からの輸入による仕入額が大きい情報通信機械や電気機械などで現地生産が減少すれば、マイナス影響はさらに拡大。仮に中国現地法人の生産減少が9ヵ月後に収束した場合、日本からの輸出が約▲1.6兆円押し下げられることにより、実質GDPは2013年度にかけて▲3.0兆円（対実質GDP比▲0.6%）程度押し下げられると試算。

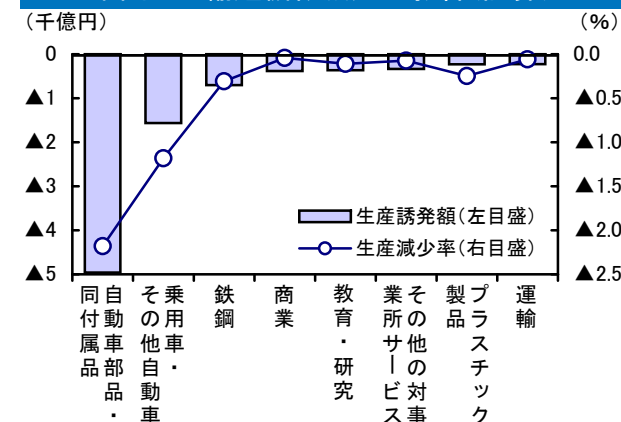
対中輸出の内訳(2011年度)



(資料)財務省、日本銀行を基に日本総研作成

(注)素材:化学製品、原料別製品

中国での輸送機械減産の影響(試算)

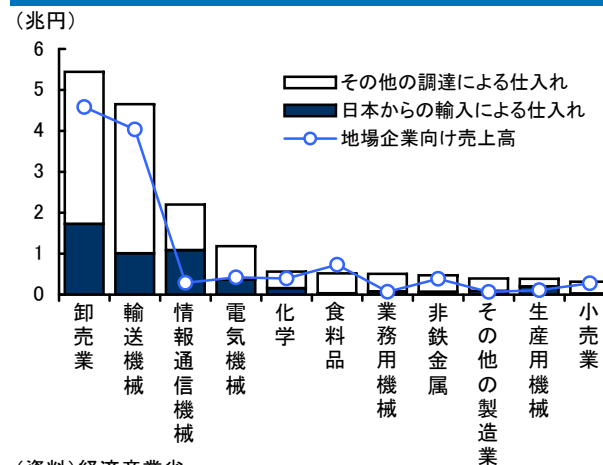


(資料)経済産業省、財務省を基に日本総研作成

(注1)中国現法の生産減少により、対中輸出が減少すると仮定。

(注2)輸送機械の生産前年比減少パスが、▲50%→▲25%→0%と9ヵ月で収束。下振れ総額の約▲3,500億円を影響額と想定。

中国現地法人の仕入高と地場企業向け売上高



(資料)経済産業省

(注)2010年度実績。鉄鋼やはん用機械などは調査企業数が少ないため未発表。

中国現地法人の仕入高と地場企業向け売上高

(上段:金額/兆円、下段:2011年度実績対比/%)

|                          | 実質GDP          | 国内企業収益         |
|--------------------------|----------------|----------------|
| <b>シナリオ①</b><br>(6ヵ月で収束) | ▲2.1<br>(▲0.4) | ▲1.7<br>(▲3.7) |
| <b>シナリオ②</b><br>(9ヵ月で収束) | ▲3.0<br>(▲0.6) | ▲2.5<br>(▲5.5) |
| <b>シナリオ③</b><br>(1年で収束)  | ▲3.9<br>(▲0.8) | ▲3.3<br>(▲7.2) |

(資料)財務省、内閣府などを基にマクロモデルシミュレーション

(注1)中国現法の生産減少により、対中輸出が減少すると仮定。

(注2)生産前年比減少パスを、輸送機械:▲50%→▲25%→0%、TV(映像機器・部品):▲40%→▲20%→0%、その他:▲20%→▲10%→0%と想定し、収束期間別でシミュレーション。

(注3)ベースラインからの下振れの累積。



# 景気対策、金融緩和とともに国内民需の自律回復力向上を

現状

景気分析

見通し

金利動向

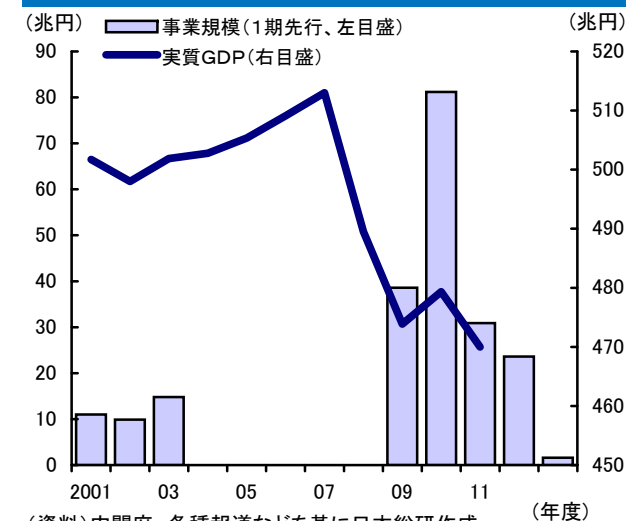
## 公共投資の実施に伴う効果(試算)

(%)

|                   | 実質GDP  |        |
|-------------------|--------|--------|
|                   | 2012年度 | 2013年度 |
| シナリオ①<br>(真水5兆円)  | +0.0   | +1.0   |
| シナリオ②<br>(真水10兆円) | +0.1   | +2.0   |

(資料)内閣府などを基にマクロモデルシミュレーション  
(注1)景気対策を盛り込む補正予算が2013年2月に成立すると想定。  
(注2)公共投資の顕在が3月から6か月後にピークを迎え1年後に収束すると想定。  
(注3)ベースラインからの上振れを表示。

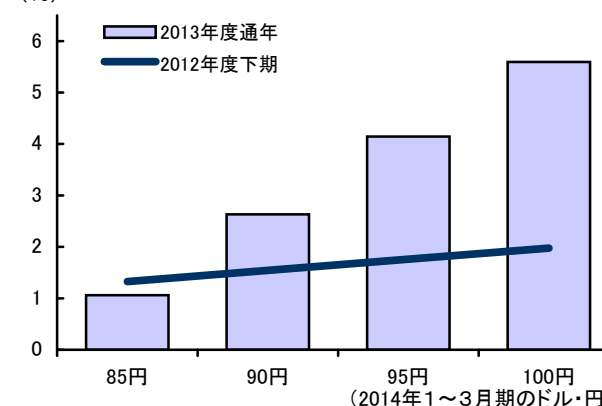
## これまでの景気対策と実質GDP



(資料)内閣府、各種報道などを基に日本総研作成

## 円安が企業収益に与える影響(試算)

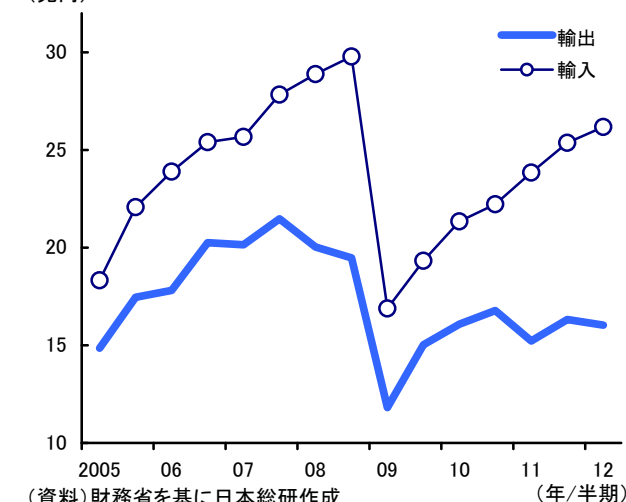
(%)



(資料)財務省などを基にマクロモデルによりシミュレーション  
(注1)経常利益(除く金融・保険)ベース。  
(注2)1ドル=82.0円(2013年度)をベースラインとするメインシナリオからのかい離率。

## 貿易取引におけるドル建て決済額

(兆円)



(資料)財務省を基に日本総研作成

2012年12月26日に第2次安倍政権が発足。新政権は、足許の景気の下支えを目的として補正予算による景気対策を実施する方針で、その額は10兆円規模となる可能性。仮に、公共事業の真水が10兆円となった場合、2013年度の実質GDPは+2.0%押し上げられることに。もっとも、リーマン・ショック以降、歴代の政権は毎年景気対策を打ち出してきたものの、実質GDPは低迷が持続。加えて、震災からの復旧・復興の遅れの要因となっているヒト・モノのボトルネックが同様に影響する恐れも。景気対策にあたっては、こうしたボトルネックの解消とともに、国内民需の自律的な拡大につながるような方策を打ち出していく必要。

加えて、新政権は大胆な金融緩和により長引くデフレからの脱却を目指す方針。こうしたなか、円相場は1ドル=86円台まで下落。円安は輸出環境の改善を通じて企業収益を押し上げる効果。仮にドル・円が1ドル=90円となった場合、2013年度の企業収益は+2.6%ポイント上振れる見込み。一方で、円安は輸入価格の上昇を招来。震災以降、エネルギー関連の輸入増でドル建て輸入超過額が拡大するなか、今後、内需関連企業を中心にマイナスに働く恐れも。

# 復興需要は2013年度も息長く景気を下支えする見込み

現状

景気分析

見通し

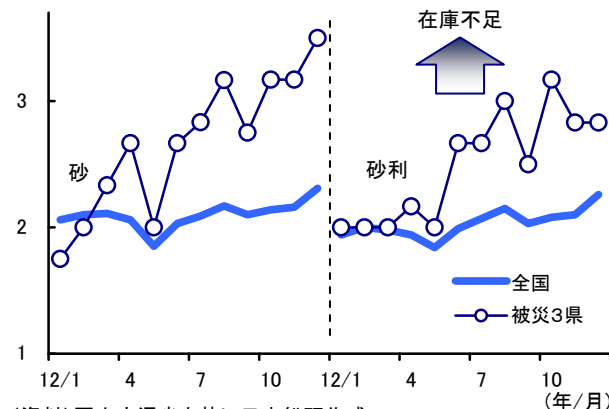
金利動向

震災からの復旧・復興に向けた動きは、2012年入り後に本格化した一方、一部活動に遅れも。背景に、モノやヒトのボトルネックを指摘可能。

モノのボトルネックに関しては、セメントなどの骨材として使われる砂や砂利といった建設資材で被災3県を中心に在庫不足が顕著。加えて、被災者向け災害公営住宅の建設は昨年夏に比べて進んだものの、着工まで至った事案は10%にも満たない状況。ヒトのボトルネックに関しては、復旧・復興関連の人材不足や雇用のミスマッチが問題に。宮城県では、建設関連の有効求人倍率が震災以降高止まる一方、沿岸部を中心に漁業関連を含む食品製造業の求人倍率は改善が限定的。

こうした現状、および、公共工事請負金額、復興に関する予算執行率や2013年度予算概算要求などを踏まえると、公共投資はこの先も想定よりも遅れて顕現化する公算。その結果、復興需要は2013年度中比較的高い水準での推移が続く見通しで、息長く景気を下支えする見込み。

## 建設資材(砂、砂利)の在庫状況

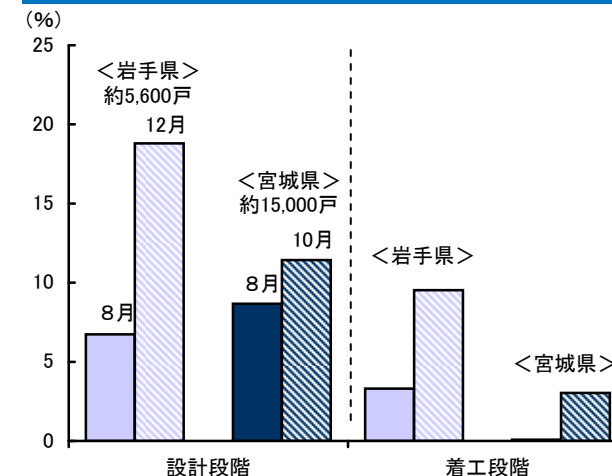


(資料)国土交通省を基に日本総研作成

(注1)在庫状況は、1(豊富)、2(普通)、3(やや品不足)、4(品不足)と4段階で各都道府県のモニターが回答。

(注2)一部の調査月で未集計の都道府県がある。

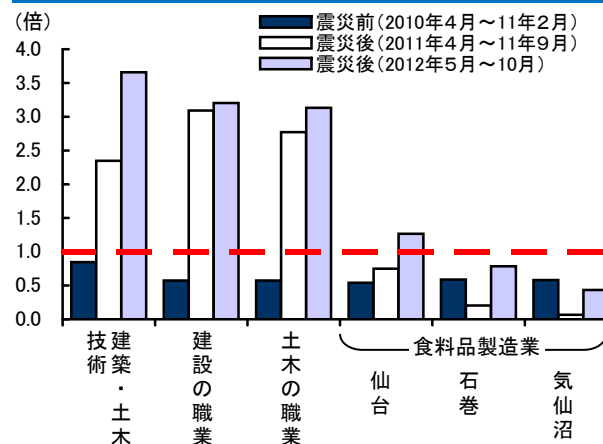
## 災害公営住宅の整備進捗状況



(資料)岩手県、宮城県

(注)岩手県の12月着工段階については完成分(44戸)を含む。

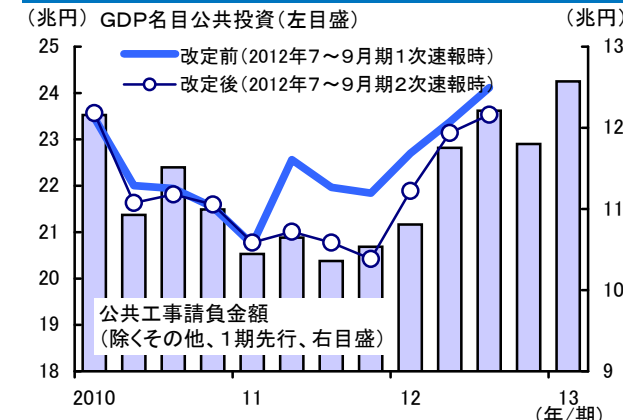
## 宮城県の職業別求人倍率



(資料)宮城県労働局

(注)建設作業、土木作業は震災前は未分類。建設・土木作業で代用。

## 請負金額とGDP公共投資(年率、季調値)



(資料)内閣府、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)震災のがれき処理は公共工事請負金額のその他に分類。

(注2)請負金額の2012年10~12月期は10、11月の実績値。

# 消費増税による需要急減は外需回復で吸収される見通し

現状

景気分析

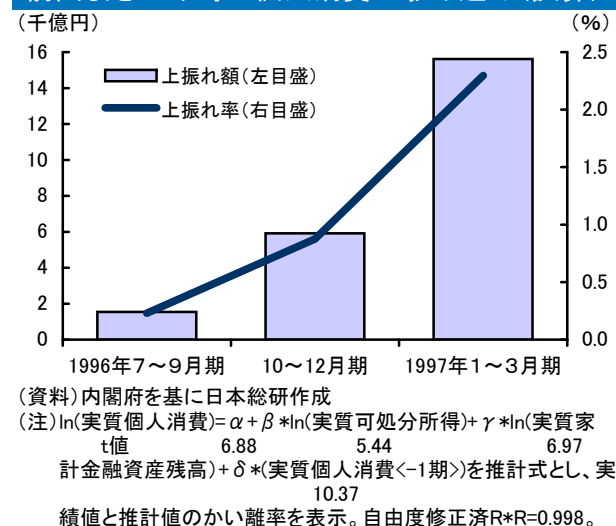
見通し

金利動向

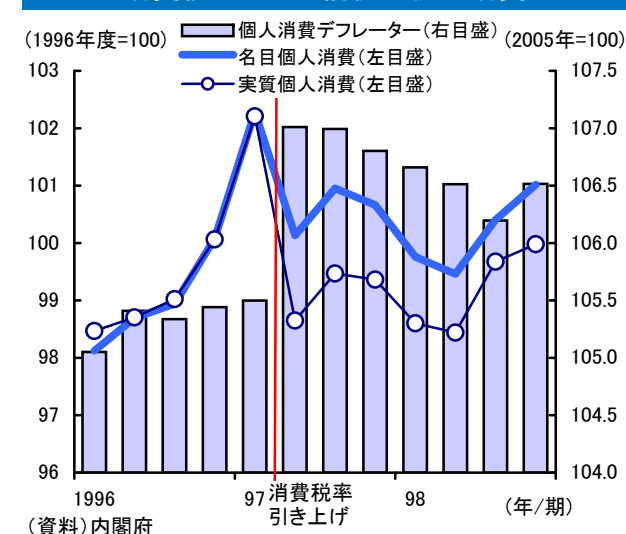
2014年度までの景気を見通すにあたり、大きな変動要因は消費税率の引き上げ。2013年度後半は、消費税率の引き上げを控えた駆け込み需要により景気が大きく押し上げられる見込み。前回同様に耐久消費財や住宅を中心に駆け込み需要が発生する公算。一方、2014年度入り以降は、消費税率の引き上げ前の駆け込みの反動減が発生。加えて、税率引き上げによる物価上昇が家計の購買力を低下させ、実質ベースでの個人消費を押し下げること。ちなみに、2014年4月に5%から8%へ消費税率が引き上げられた場合、実質GDPは▲1.4%押し下げられると試算。

もっとも、消費税率引き上げに伴う需要の急減は、外需回復によって吸収される見通し。2014年の米中景気の見通しと、わが国輸出の所得弾性値の推計によれば、対米、対中輸出だけで少なくとも+3%程度のプラスが期待。なお、中国については生産拠点としての位置付けが依然強い。わが国の対中輸出は中国の輸出動向と強く連動。今後、中国の成長のメインが輸出を中心とした沿海部から、インフラ投資を中心とした内陸部にシフトしていけば、これまでのような輸出の大幅な伸びは期待しにくくなる可能性も。

## 前回引き上げ時の個人消費の駆け込み(試算)



## 消費税引き上げ前後の個人消費

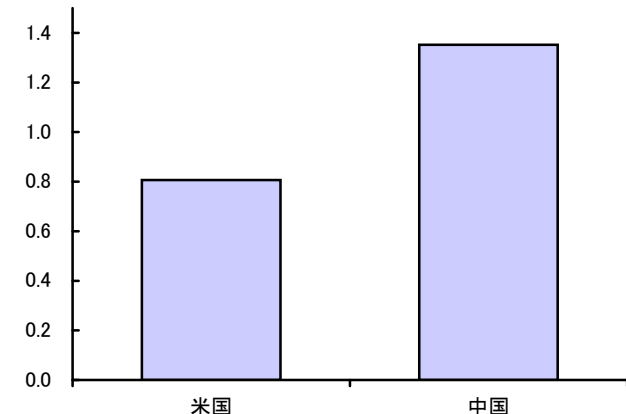


## 消費税引き上げ年度の影響(5%→8%、試算)

|        | 実質GDP (%) |        |
|--------|-----------|--------|
|        | 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乖離率。

## 対米、対中輸出の所得弾性値(試算)



(資料)IMF、財務省、日本銀行などを基に日本総研作成  
(注)推計式は、 $\ln(\text{対相手国実質輸出}) = \alpha + \beta * \ln(\text{相手国実質GDP}) + \gamma * \ln(\text{対相手国通貨・円レート})$ 。為替レートは1期および2期前の平均。

# ■内需本来の回復力は脆弱で大幅な改善は期待薄

現状

景気分析

見通し

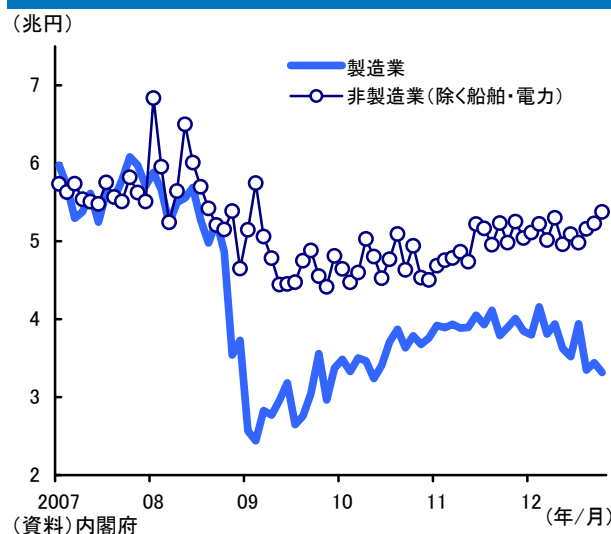
金利動向

復興需要や消費税率引き上げ前の駆け込みといった特殊要因により、先行きわが国国内需要は押し上げられるとみられるものの、民間部門では機械受注が製造業を中心に減少しているほか、雇用・所得も伸び悩むなど内需本来の回復力はいまだ脆弱。

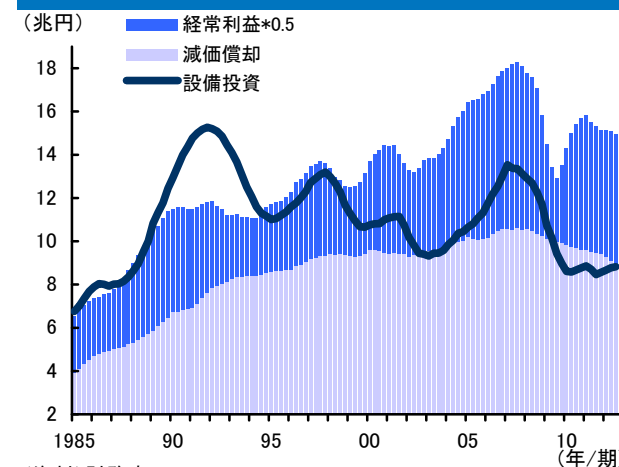
先行きも大幅な改善は期待薄。企業収益は今後、海外経済の持ち直しや円相場下落などを背景に、緩やかに改善すると見込まれるものの、①高成長が期待される海外に対し、国内での期待成長率が大きく低下していること、②高い法人税率、電力コストなど、国内での事業環境に改善の動きがみられないこと、などを背景に、企業は国内での投資や雇用・所得環境の改善に積極的には動かない可能性大。このため、設備投資は引き続きキャッシュフローを大幅に下回る水準にとどまる見通し。加えて、企業から家計への所得分配が低水準にとどまるとみられるなか、消費の元手となる雇用者報酬は引き続き伸び悩む見込み。

こうした状況下、大幅な需要不足にあるGDPギャップの解消にはなお時間を要する公算が大きく、明確な物価上昇は見込めず。

機械受注(季調値、年率)

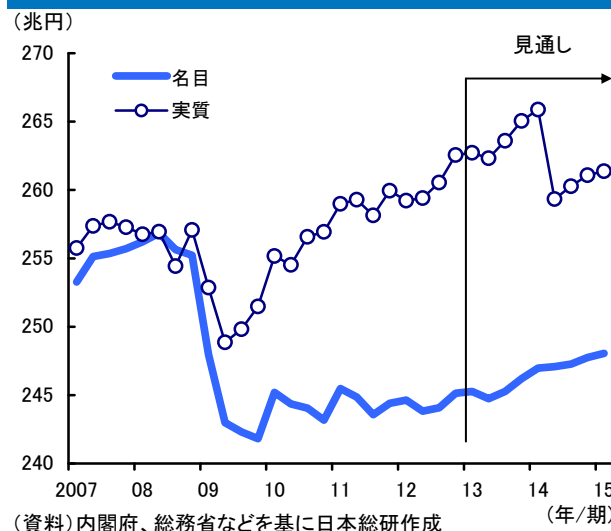


設備投資とキャッシュフロー(4四半期平均)



(資料)財務省  
(注1)CF=経常利益\*0.5+減価償却費。  
(注2)金融業、保険業を除く。

雇用者報酬の見通し(季調値、年率)



コアCPIの見通し(前年比)



# 外需回復と復興需要が下支えも国内民需の基調は依然脆弱

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1月4日時点)

(四半期は前期比年率、%、%ポイント)

|            | 2012年       |               | 2013年   |        |        |        | 2014年   |        |        |        | 2015年  | 2012年度 2013年度 2014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      | ▲ 3.5       | ▲ 0.7         | 1.2     | 1.5    | 1.7    | 3.3    | 4.3     | ▲ 6.3  | 1.8    | 1.8    | 1.9    | 1.0                  | 1.3     | 0.3    |
| 個人消費       | ▲ 1.7       | ▲ 0.8         | 0.6     | 0.7    | 0.9    | 3.8    | 6.8     | ▲ 12.5 | 1.9    | 1.1    | 0.9    | 1.2                  | 1.1     | ▲ 1.1  |
| 住宅投資       | 3.7         | 4.1           | 1.8     | 7.6    | 15.3   | 11.5   | ▲ 8.3   | ▲ 20.3 | ▲ 13.2 | ▲ 4.8  | ▲ 1.5  | 3.0                  | 6.7     | ▲ 8.2  |
| 設備投資       | ▲ 11.3      | 0.2           | 3.0     | 3.1    | 3.3    | 3.4    | 4.3     | 3.4    | 3.6    | 4.3    | 4.1    | 0.1                  | 2.0     | 3.7    |
| 在庫投資 (寄与度) | ( 1.0)      | ( 0.0)        | ( 0.1)  | ( 0.1) | ( 0.0) | ( 0.0) | ( 0.1)  | ( 0.1) | ( 0.1) | ( 0.1) | ( 0.1) | ( 0.0)               | ( 0.1)  | ( 0.0) |
| 政府消費       | 2.4         | 0.8           | 0.5     | 0.3    | 0.2    | 0.5    | 0.7     | 0.6    | 0.5    | 0.6    | 0.5    | 2.4                  | 0.5     | 0.5    |
| 公共投資       | 6.1         | 1.9           | 5.8     | 1.0    | 0.4    | ▲ 1.2  | ▲ 6.2   | ▲ 7.6  | ▲ 4.0  | ▲ 3.0  | ▲ 1.1  | 12.4                 | 1.2     | ▲ 4.4  |
| 純輸出 (寄与度)  | (▲ 2.8)     | (▲ 0.6)       | (▲ 0.1) | ( 0.3) | ( 0.2) | ( 0.1) | (▲ 0.1) | ( 1.8) | ( 0.6) | ( 0.6) | ( 0.6) | (▲ 0.9)              | (▲ 0.2) | ( 0.7) |
| 輸出         | ▲ 18.9      | ▲ 3.9         | 0.9     | 4.3    | 4.5    | 4.8    | 4.8     | 5.2    | 5.1    | 5.2    | 5.4    | ▲ 1.0                | 1.1     | 5.0    |
| 輸入         | ▲ 1.8       | 0.2           | 1.6     | 2.1    | 2.9    | 3.8    | 5.1     | ▲ 6.0  | 1.2    | 1.1    | 1.4    | 4.7                  | 2.1     | 0.5    |

(前年比、%)

|              |       |       |       |       |       |       |     |     |     |     |     |       |       |     |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|-----|-----|-----|-----|-------|-------|-----|
| 名目GDP        | ▲ 0.3 | ▲ 0.3 | ▲ 1.5 | ▲ 0.7 | 0.7   | 1.8   | 2.8 | 2.2 | 2.2 | 1.6 | 1.3 | 0.2   | 1.1   | 1.8 |
| GDPデフレーター    | ▲ 0.8 | ▲ 0.5 | ▲ 0.8 | ▲ 0.3 | ▲ 0.4 | ▲ 0.1 | 0.1 | 1.5 | 1.5 | 1.4 | 1.5 | ▲ 0.8 | ▲ 0.2 | 1.5 |
| 消費者物価 (除く生鮮) | ▲ 0.3 | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | 0.0   | 0.2   | 0.2 | 2.7 | 2.7 | 2.6 | 2.6 | ▲ 0.2 | 0.1   | 2.7 |
| 鉱工業生産        | ▲ 4.6 | ▲ 5.5 | ▲ 3.7 | ▲ 1.0 | 4.3   | 8.3   | 6.6 | 3.1 | 2.4 | 2.0 | 1.0 | ▲ 2.3 | 4.6   | 2.1 |

|                 |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 完全失業率 (%)       | 4.2  | 4.1  | 4.1  | 4.1  | 4.1  | 4.0  | 4.0  | 4.0  | 3.9  | 3.9  | 3.9  | 4.2  | 4.0  | 3.9  |
| 経常収支 (兆円)       | 1.58 | 0.35 | 0.37 | 0.26 | 0.52 | 0.46 | 0.57 | 1.06 | 1.66 | 1.90 | 2.43 | 3.43 | 1.82 | 7.05 |
| 対名目GDP比 (%)     | 1.4  | 0.3  | 0.3  | 0.2  | 0.4  | 0.4  | 0.5  | 0.9  | 1.4  | 1.5  | 2.0  | 0.7  | 0.3  | 1.4  |
| 円ドル相場 (円/ドル)    | 79   | 81   | 85   | 84   | 84   | 85   | 86   | 87   | 89   | 91   | 93   | 81   | 85   | 90   |
| 原油輸入価格 (ドル/バレル) | 106  | 112  | 112  | 115  | 115  | 115  | 115  | 115  | 115  | 115  | 115  | 113  | 115  | 115  |

(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1)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。

(注2)新政権が策定する方針の景気対策(2012年度補正予算)の影響は、具体的内容が不明のため反映せず。

### 海外経済の前提

|      | (前年比、%)       |       |       |
|------|---------------|-------|-------|
|      | 2012年<br>(予測) | 2013年 | 2014年 |
| 米国   | 2.3           | 1.9   | 2.6   |
| ユーロ圏 | ▲ 0.5         | ▲ 0.1 | 0.9   |

### 過去の実質GDP予測値

|      | (前年比、%)        |                |        |        |
|------|----------------|----------------|--------|--------|
|      | 2011年度<br>(実績) | 2012年度<br>(予測) | 2013年度 | 2014年度 |
| 10月号 | ▲ 0.0          | 1.7            | 1.4    |        |
| 11月号 | ▲ 0.0          | 1.7            | 1.4    |        |
| 12月号 | ▲ 0.0          | 0.7            | 1.1    | 0.3    |

わが国景気は足許で大幅に悪化。2012年10~12月期はエコカー補助金終了による自動車販売の反動減や日中摩擦の影響により、引き続きマイナス成長となる見込み。

もっとも、2013年入り後は自動車販売の反動減が一巡するほか、海外景気も回復に向かうとみられることからプラス成長に復帰。2012年4月以降から始まったとみられる景気後退局面は、比較的短期で終了する見通し。2013年度後半は消費税率の引き上げを控えて耐久財消費や住宅投資が増加し、景気を押し上げる見込み。ちなみに、安倍政権は経済対策を打ち出す方針で、官公需が成長率をさらに押し上げる公算。

一方、2014年度については消費税率引き上げに伴う反動減が不可避で、4~6月期は大幅マイナス成長に。もっとも、内需の回復力は脆弱にとどまるものの、海外景気の堅調な成長が見込まれるなか、輸出の増勢が続き、7~9月期以降は再びプラス成長に復帰する見通し。

消費者物価は、電力料金の引き上げが指数を押し上げるものの、家具・家電などでデフレ圧力が根強く残る見通し。



# 長期金利は当面は低水準で推移が持続。

現状

景気分析

見通し

金利動向

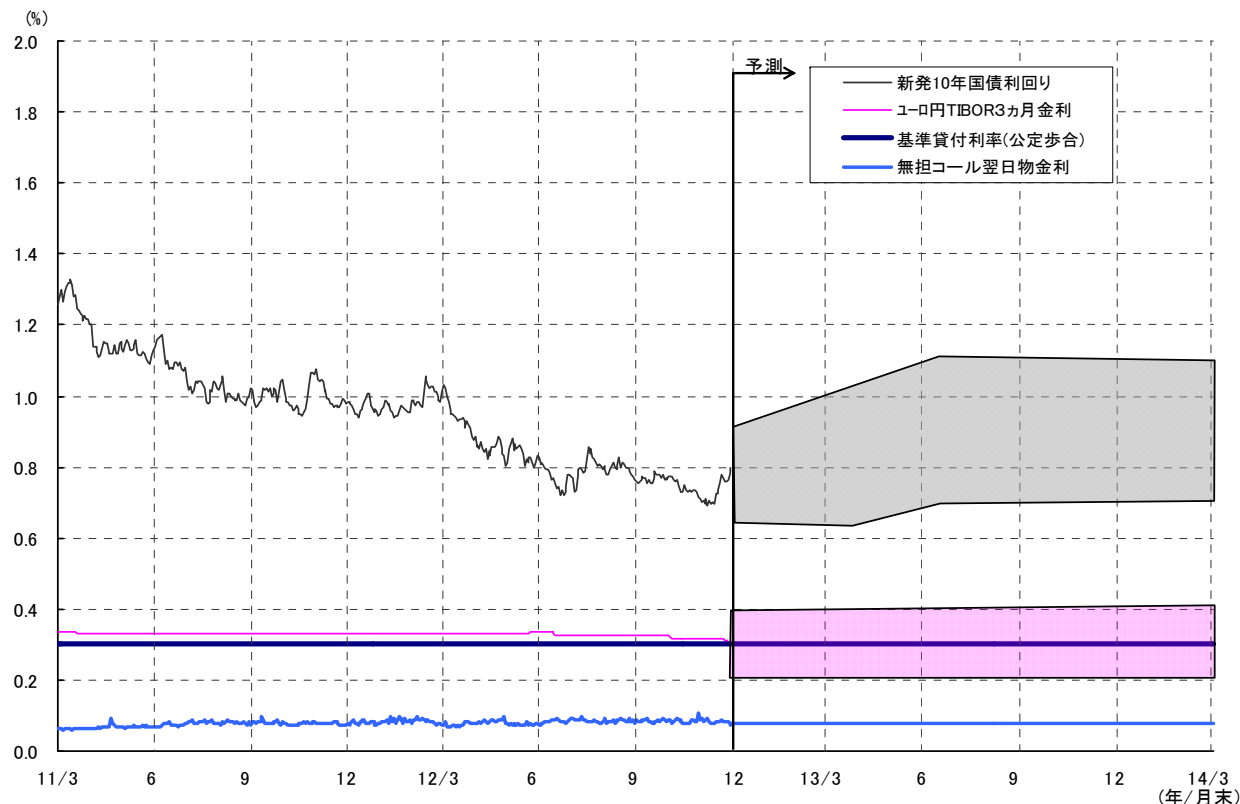
日銀は、12月19、20日の定例会合で、資産買入基金の10兆円の増額と「中長期的な物価安定の目途」の見直しを決定。

今後を展望すると、日銀は、デフレ脱却に向けた姿勢をより明確に示すため、2013年1月の決定会合で、物価目標の導入に踏み切る可能性大。その後も、インフレ動向を睨みながら、状況に応じて基金増額などの緩和策を継続する見通し。

長期金利は、日銀に対する金融緩和要請が一段と強まるとの思惑から、12月上旬にかけて0.7%を割り込む水準まで低下。その後は、わが国の景気回復への期待や新政権での国債発行増加の懸念などから、0.8%まで上昇。

今後を展望すると、日銀による一段の金融緩和が金利下押しに作用する一方、国債発行の増加見通しが金利押し上げ要因となり、当面は0.8%前後での推移が続く見通し。2013年春先以降、内外で景気の回復が確認されてくるにつれて徐々に水準を切り上げていく見込み。

わが国主要金利の見通し



|                 | 2012年 |      |      |       | 2013年 |      |      |       | 2014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カ月物金利 | 0.30  | 0.38 | 0.33 | 0.32  | 0.30  | 0.30 | 0.30 | 0.30  | 0.30  |
| 円スワップ5年物金利      | 0.48  | 0.43 | 0.37 | 0.30  | 0.30  | 0.35 | 0.40 | 0.45  | 0.45  |
| 新発10年国債利回り      | 1.00  | 0.88 | 0.79 | 0.75  | 0.75  | 0.80 | 0.85 | 0.90  | 0.95  |

(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



# 量的緩和と賃貸市況の改善を背景に、REIT相場は上昇

現状

景気分析

見通し

金利動向

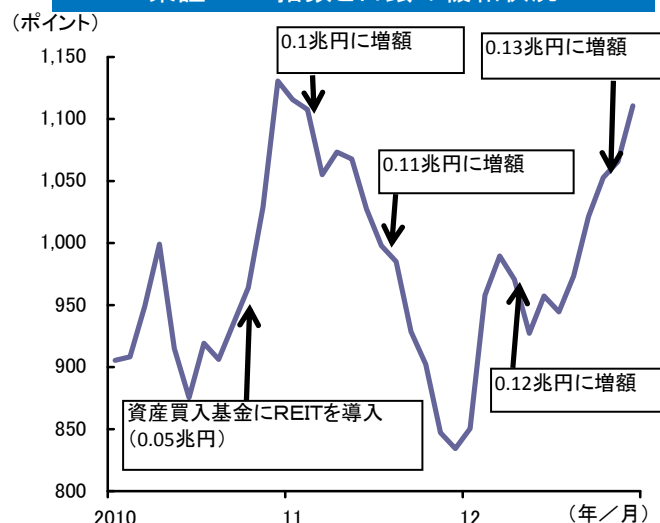
2012年8月以降、東証REIT指数は上昇ペースが加速。足元では震災前の水準まで回復。この背景として以下の2点を指摘可能。

第1に、日銀によるREIT買入。日銀は、2010年10月に、資産買入基金でREITの購入を開始。現在の買入枠は0.13兆円と時価総額の3%の規模まで拡大。日銀購入の拡大を主因に、投資信託のREIT売買は6ヵ月連続で買い越しに。

第2に、不動産賃貸市況の改善。オフィスビル空室率は、夏以降低下傾向が持続。こうしたオフィスビル需給の改善を背景に、高利回りの運用先を求めている金融機関の投資資金が流入。実際、金融機関は、8ヵ月連続でREITを買い越し。

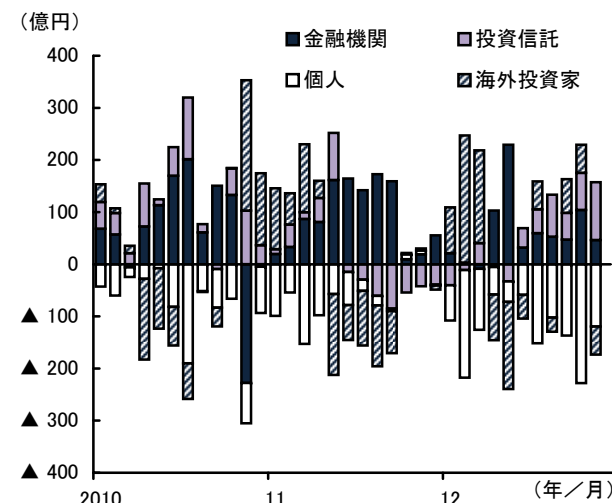
先行きを展望すると、日銀の買入残高が目標額の85%に達するなか、日銀の買入による押し上げ効果は徐々に減衰していく見通しながら、新規供給減少などによる空室状況の改善により、REIT相場は底堅く推移する見込み。

東証REIT指数と日銀の緩和状況



(資料) 日経NEEDS、日本銀行を基に日本総研作成

東証上場REITの売買状況



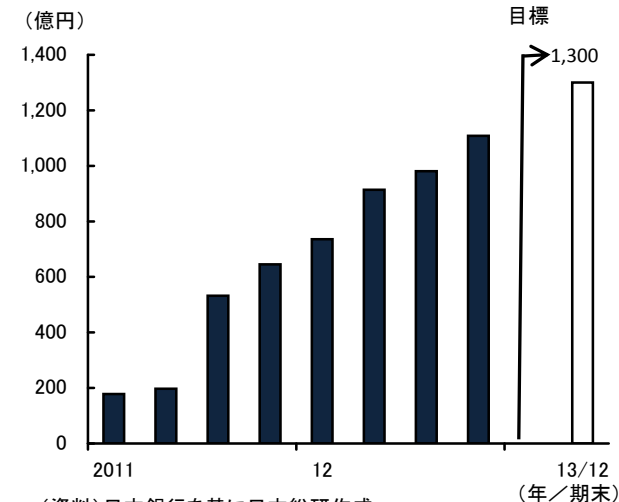
(資料) 東京証券取引所を基に日本総研作成

都心オフィスビル空室率



(資料) 三鬼商事を基に日本総研作成

日銀のREIT買入残高



(資料) 日本銀行を基に日本総研作成

(注) 2012年10～12月期は、2012年11月末残高

# 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<br>（%） | 3ヵ月<br>（%）  | 6ヵ月<br>（%） | 2年<br>（%） | 5年<br>（%） | 10年物<br>（%） | 2年物<br>（%） | 10年物<br>（%） | 短期<br>（%） | 国債<br>（%） | ¥/\$<br>（NY終値） | ¥/Euro<br>（NY終値） | 日経平均<br>株価<br>（円） | TOPIX<br>（ポイント） | F F 0/N<br>（%） | ユーロ3ヵ月<br>（%） | 10年国債<br>（%） | N Y ダウ<br>工業株<br>（ドル） | ユーロ3ヵ月<br>（%） | 10年国債<br>（%） |
| 09/4  | 0.10         | 0.62        | 0.72       | 0.74      | 0.99      | 1.38        | 0.42       | 1.44        | 1.48      | 2.28      | 98.93          | 130.65           | 8767.96           | 832.63          | 0.15           | 1.11          | 2.90         | 7992.12               | 1.42          | 3.19         |
| 09/5  | 0.10         | 0.58        | 0.70       | 0.68      | 0.93      | 1.36        | 0.38       | 1.44        | 1.48      | 2.11      | 96.51          | 131.91           | 9304.43           | 882.40          | 0.18           | 0.82          | 3.30         | 8398.37               | 1.28          | 3.42         |
| 09/6  | 0.10         | 0.56        | 0.68       | 0.68      | 0.93      | 1.41        | 0.36       | 1.48        | 1.48      | 2.10      | 96.67          | 135.47           | 9810.31           | 921.57          | 0.21           | 0.62          | 3.70         | 8593.00               | 1.23          | 3.55         |
| 09/7  | 0.10         | 0.56        | 0.67       | 0.62      | 0.86      | 1.37        | 0.27       | 1.35        | 1.48      | 1.96      | 94.45          | 133.05           | 9691.12           | 903.66          | 0.16           | 0.52          | 3.53         | 8679.75               | 0.98          | 3.36         |
| 09/8  | 0.11         | 0.55        | 0.66       | 0.60      | 0.88      | 1.46        | 0.27       | 1.38        | 1.48      | 1.94      | 94.92          | 135.40           | 10430.35          | 961.13          | 0.16           | 0.42          | 3.57         | 9375.06               | 0.86          | 3.33         |
| 09/9  | 0.11         | 0.53        | 0.65       | 0.56      | 0.83      | 1.42        | 0.23       | 1.33        | 1.48      | 1.86      | 91.39          | 133.10           | 10302.87          | 937.02          | 0.15           | 0.30          | 3.39         | 9634.97               | 0.77          | 3.29         |
| 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          | 11139.77         | 987.60            | 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       | 0.21      | 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          | 1.35         |