
日本経済展望

2012年12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. 10
◆金利動向	p. 11
◆内外市場データ	p. 13

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2012年12月5日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

概況：足許の景気は後退局面に入っている可能性

現状

景気分析

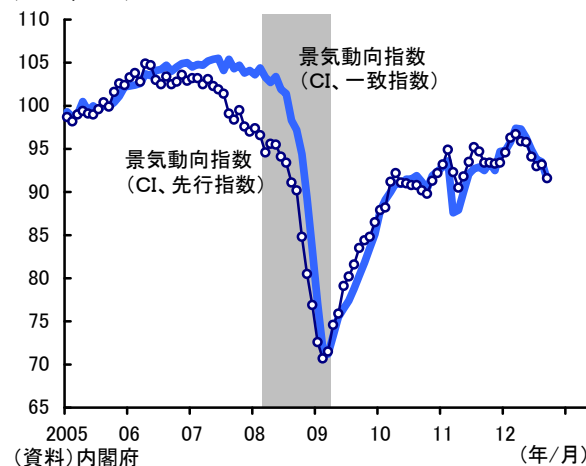
見通し

金利動向

景気

生産・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

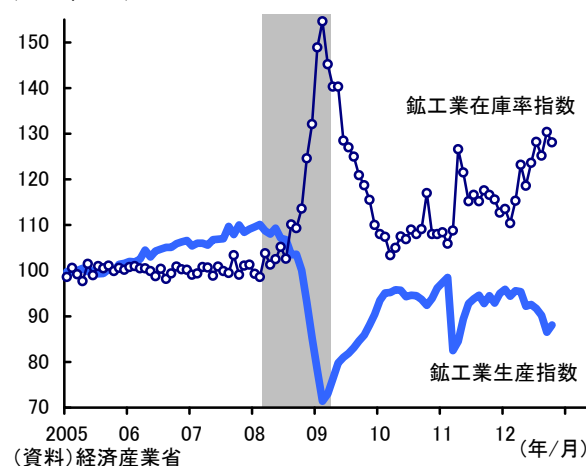
(2005年=100)



企業

生産は3か月ぶりの増加もなお低水準
在庫率は幅広い業種で高水準が持続

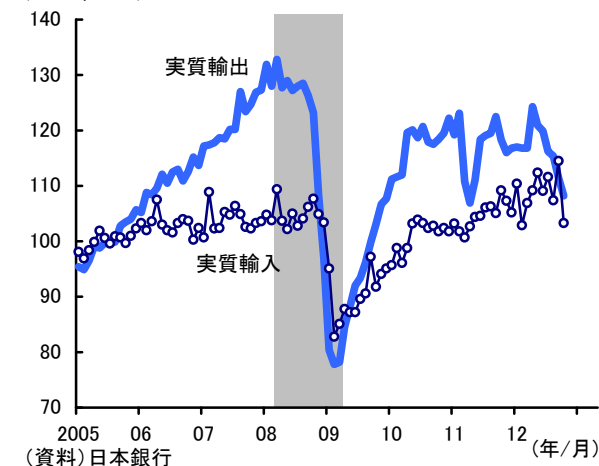
(2005年=100)



外需

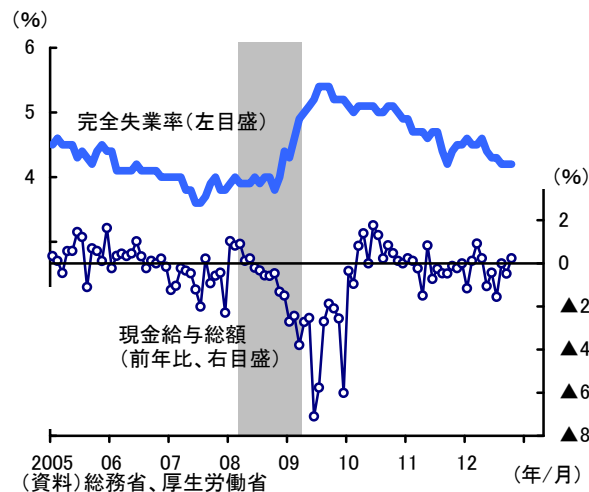
輸出は米、欧、中など全般的に減少
輸入は増加基調が一服

(2005年=100)



雇用所得

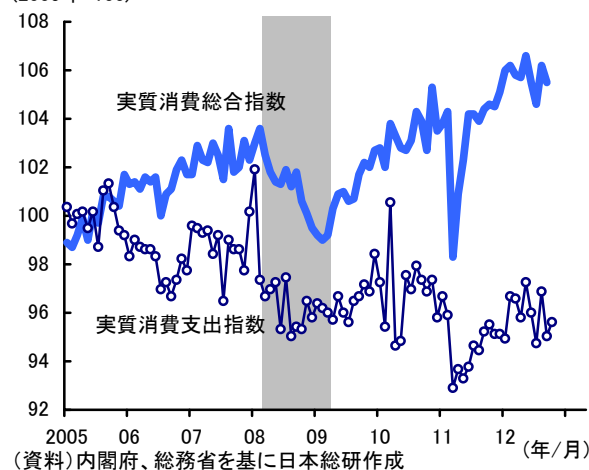
失業率は緩やかに改善
給与は定期給与が5か月ぶりに増加



消費

消費マインドの低迷などを背景に、弱い動きが持続

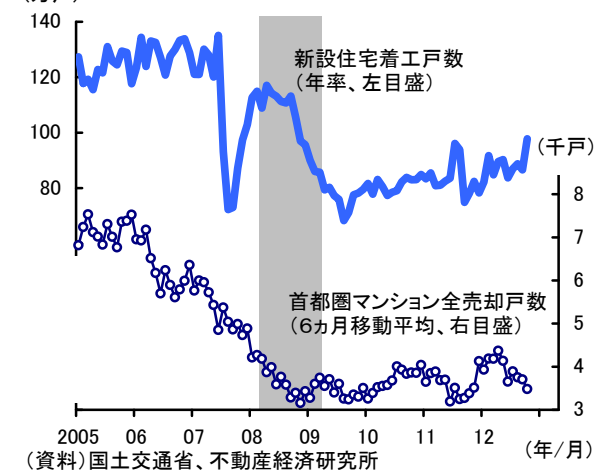
(2005年=100)



住宅

住宅着工は2008年10月以来の高水準
マンション販売は減少基調

(万戸)



※シャドー部は景気後退期

景気は後退局面に入っている可能性

現状

景気分析

見通し

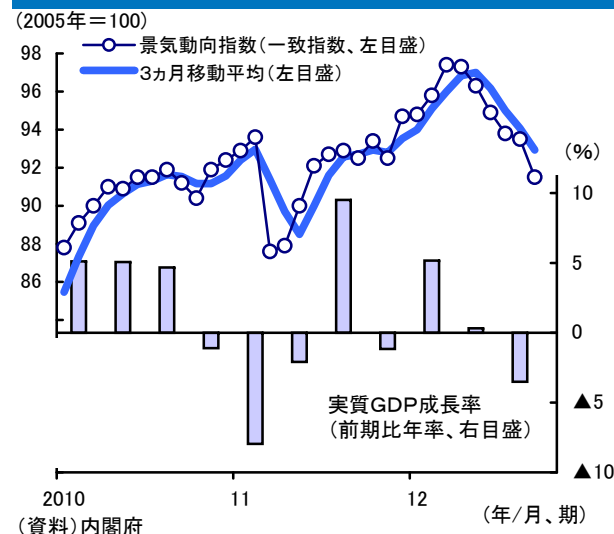
金利動向

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(CI一致指数)は2012年4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。こうしたなか、7～9月期の実質GDPは前期比年率▲3.5%と、震災直後以来の大幅マイナス成長に。

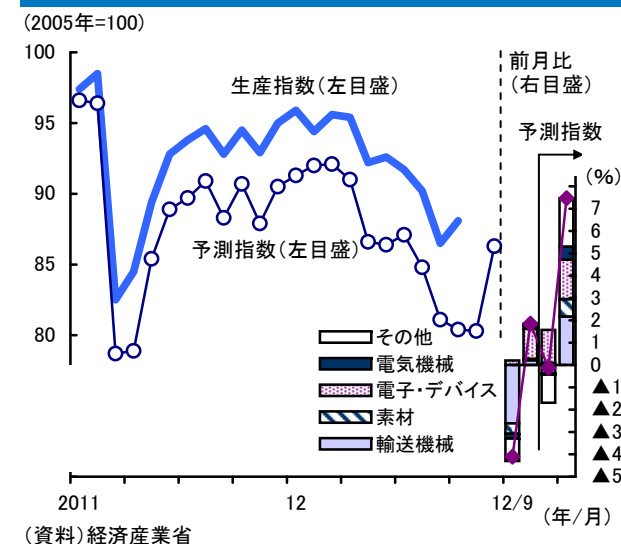
落ち込みが顕著な生産面では、10月の鉱工業生産指数が前月比+1.8%と上昇。業種別にみると、スマートフォン関連向けを中心に電子・デバイスで大幅増産となったほか、輸送機械もエコカー補助金終了後初めてプラスに転化。製造工業生産予測指数によると、11月はほぼ横ばいとなるものの、12月は幅広い業種で増産となる見込み。もっとも、このところの生産の実現率や予測修正率は下方修正される傾向。内外需双方で出荷が減少するなか、生産は今後計画対比下振れる可能性も。

外需では実質輸出が6ヵ月連続で減少。欧州、中国向けに加えて、春先まで堅調だった米国向けも、輸送機械で在庫復元の動きが一服したほか、企業の設備投資の弱含みを背景に資本財が減少。外需は依然景気の下押しに作用。

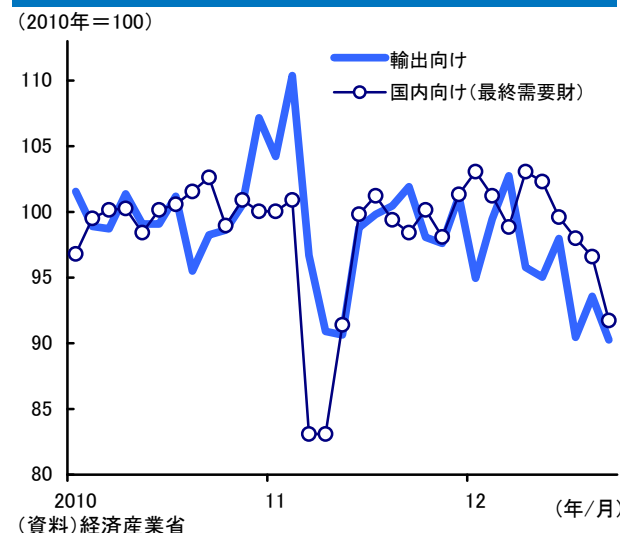
景気動向指数と実質GDP成長率



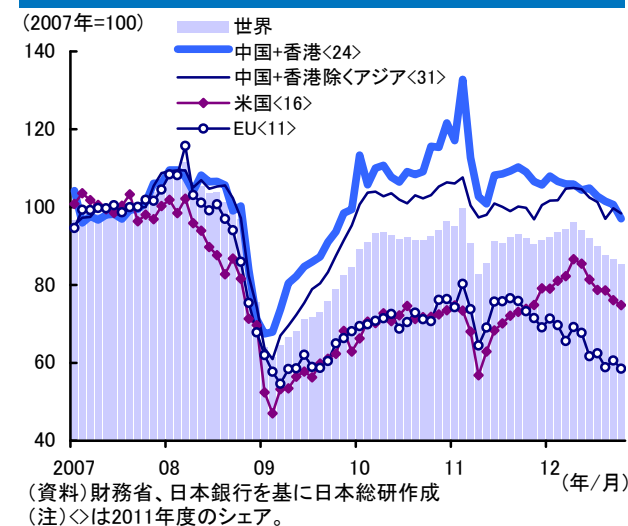
鉱工業生産指数(季調値)



鉱工業財別出荷指数(季調値)



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

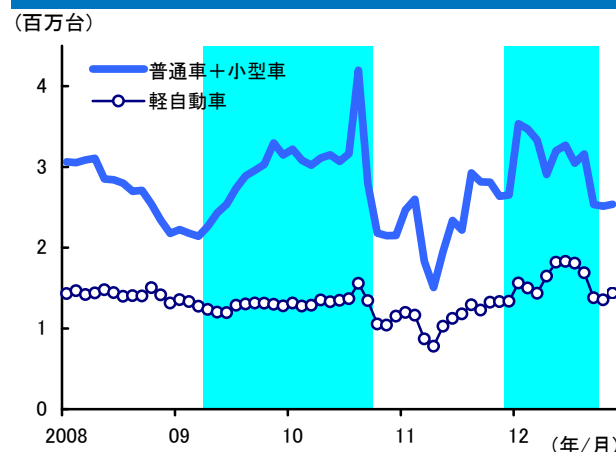
金利動向

内需では、エコカー補助金終了後の反動減が減衰し、11月の自動車販売が前月比で増加。もっとも、四半期でみると10～12月期は前期比減少が不可避の公算大。加えて、家計関連の景況感が軒並み悪化しており、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、半年から9ヵ月程度の時間をかけて収束に向かう見通し。

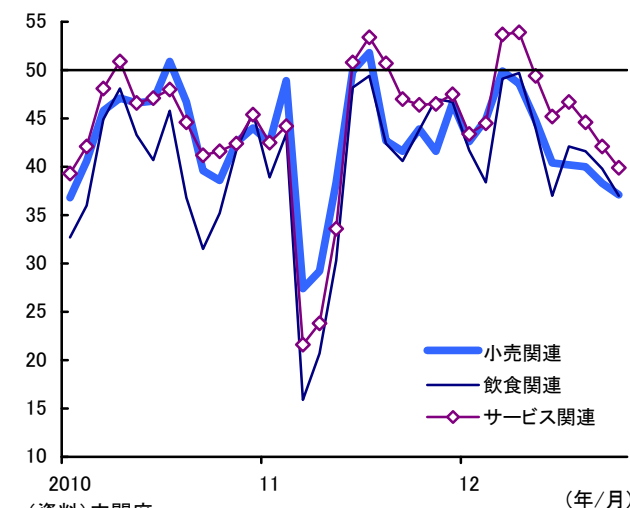
こうしたなか、震災からの復旧・復興による内需押し上げが引き続き景気を下支え。実質GDPに対する官公需の前期比寄与度は、震災以降総じてプラスが持続。出遅れていた公共投資も、2012年入り後3四半期連続のプラスと、復旧・復興に向けた動きが本格化。

自動車販売台数(季調値、年率)



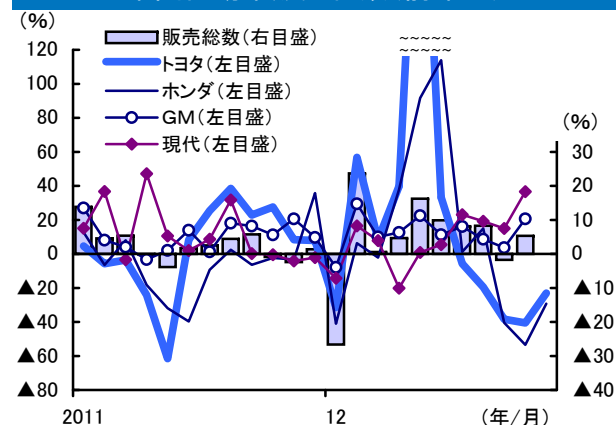
(資料)経済産業省、日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会などを基に日本総研作成
(注)シャドー部はエコカー補助金実施期間を表す。

家計関連景気ウォッチャー調査(現状判断DI)



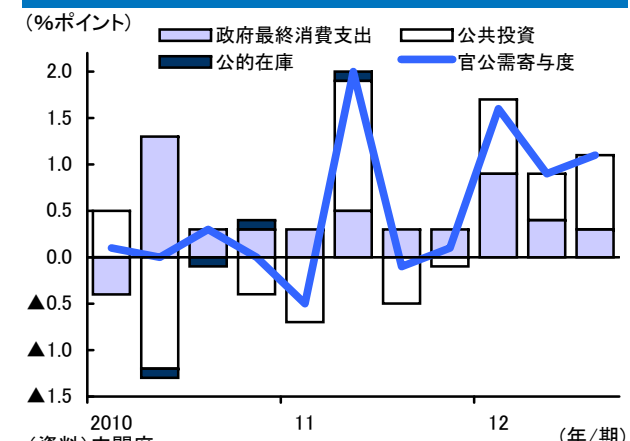
(資料)内閣府

中国自動車販売台数(前年比)



(資料)中国汽车工业协会、Bloomberg L.P.などを基に日本総研作成
(注)販売総数は中国汽车工业协会の発表値。各メーカーのデータはBloomberg L.P.による各社集計値。

官公需の実質GDP寄与度(前期比年率)



(資料)内閣府
(注1)がれきの処理はGDP統計上、政府最終消費支出に計上。
(注2)内閣府の公表値は小数第1位までの発表のため、各項目の寄与度の合計が官公需の寄与度と一致しない場合がある。

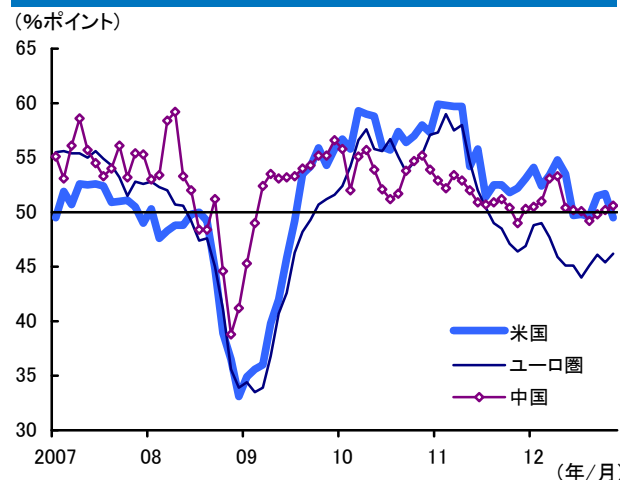
海外景気は2013年入り後に回復する見通し

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。米国や中国は減速に歯止めがかかる兆しがみられるものの、なお判断の分かれ目となる50付近で一進一退。

もともと、米国では、「財政の崖」の影響により一時的に景気が下振れる可能性があるものの、来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、今春以降の政府による景気でこ入れの効果顕在化が見込まれ、緩やかながらも成長率が持ち直す見通し。以上を踏まえると、2013年春以降、わが国の輸出環境は徐々に回復に向かう見込み。

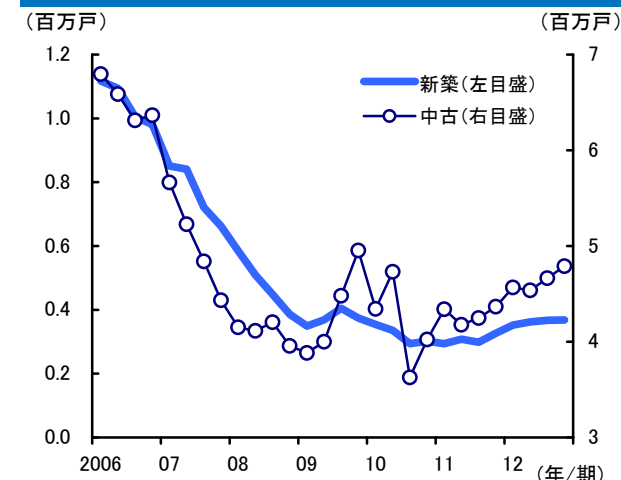
一方、欧州経済は緊縮財政や雇用・所得環境の悪化などからマイナス成長が続く見通し。わが国と欧州との貿易取引額は相対的に小さく、直接的なマイナス影響は限定的ながら、同地域との貿易取引規模が大きい中国の欧州向け輸出は当面減少が続く見込み。生産財を中心とするわが国の対中輸出は、引き続き下振れ圧力が強い状況が続く見込み。

米欧中の製造業PMI(季調値)



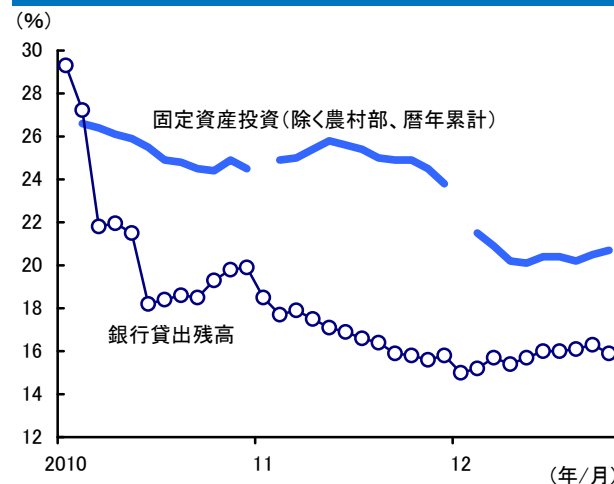
(資料) Institute for Supply Management、Markit、中国物流購入連合会

米国の住宅販売戸数(季調値、年率)



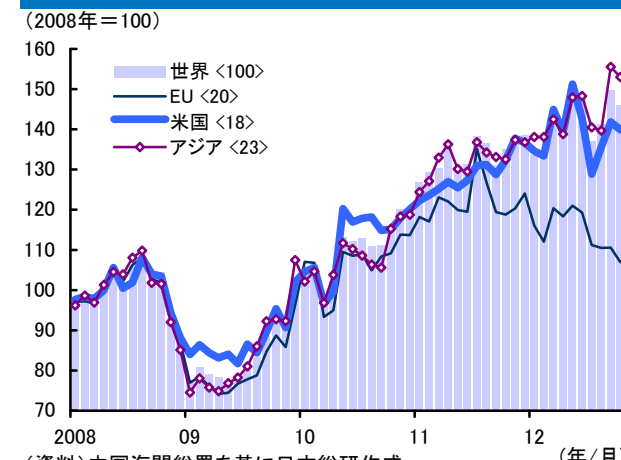
(資料) U.S. Census Bureau、National Association of Realtors
(注) 直近は2012年10月実績値。

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) ミドル建て輸出額。
(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

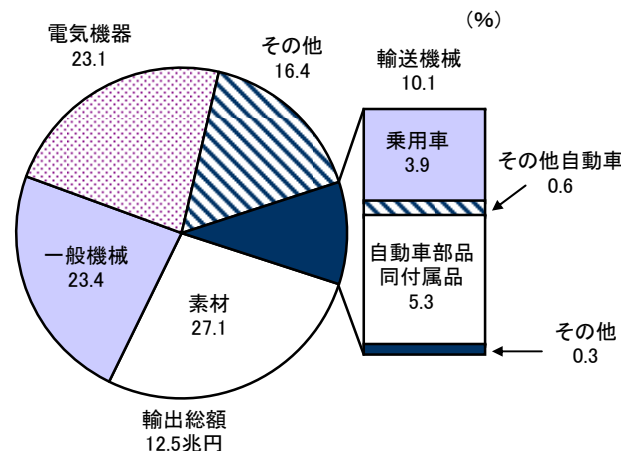
金利動向

日中ともに政治体制の変化が見込まれるなか、日中摩擦の高まりに伴う下振れ圧力は2013年入り後に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ヵ月間続いた（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ヵ月間続いた（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。

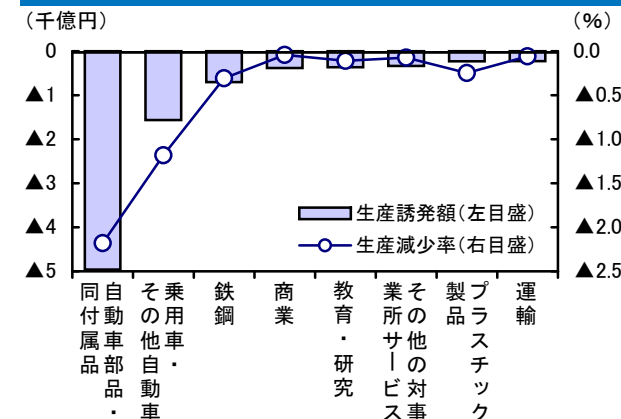
対中輸出の内訳(2011年度)



(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)

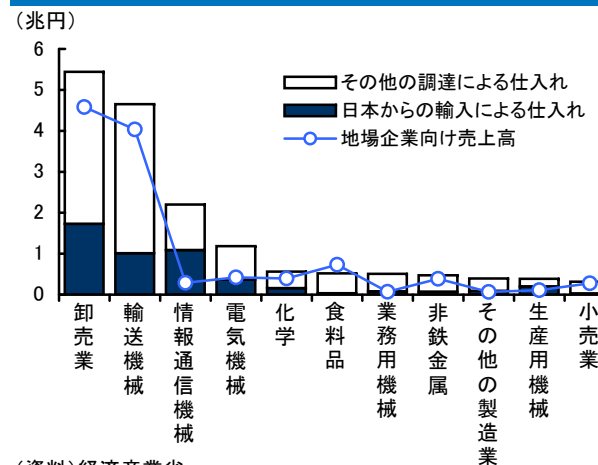


(資料)経済産業省、財務省を基に日本総研作成

(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
シナリオ① (6ヵ月で収束)	▲2.1 (▲0.4)	▲1.7 (▲3.7)
シナリオ② (9ヵ月で収束)	▲3.0 (▲0.6)	▲2.5 (▲5.5)
シナリオ③ (1年で収束)	▲3.9 (▲0.8)	▲3.3 (▲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。

■内需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

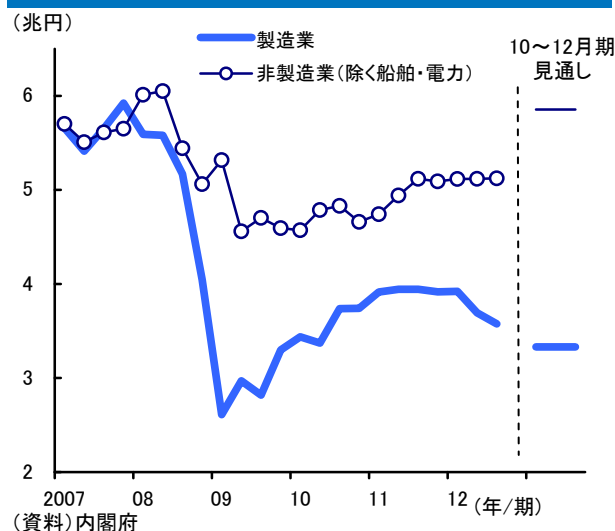
金利動向

企業部門では、製造業を中心に機械受注の減少が続くなど、内需は脆弱。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過度な円高の一服などを背景に、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、国内での投資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活動や雇用・所得環境改善に対して積極的には動かない公算。

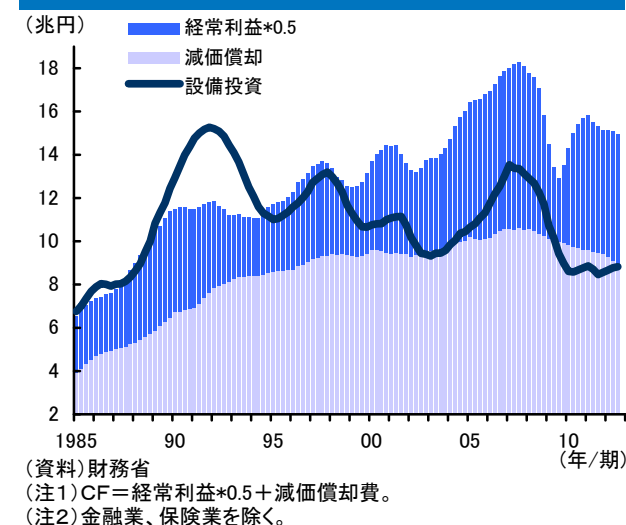
このため、設備投資は引き続きキャッシュフローを大幅に下回る水準にとどまる見通し。加えて、企業から家計への所得分配が低水準にとどまるとみられるなか、消費の元手となる雇用者報酬は引き続き伸び悩み見込み。さらに2014年4月に消費税率の引き上げが実施されれば、実質所得水準の大幅減少を通じて家計の購買力を押し下げること。

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。

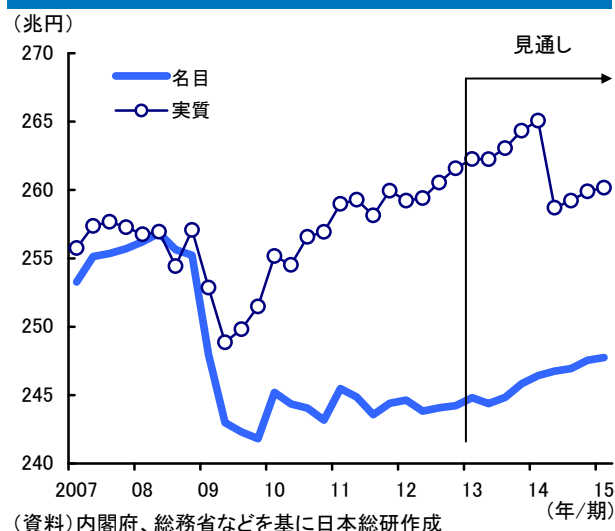
機械受注(季調値、年率)



設備投資とキャッシュフロー(4四半期平均)



雇用者報酬の見通し(季調値、年率)



コアCPIの見通し(前年比)



復興需要顕在化もヒト・モノのボトルネックが障害に

震災からの復旧・復興に向けた動きは、予算の策定を受けて、年明け以降顕現化。もっとも、復興予算について2011年度の省庁別執行状況を見ると、インフラ整備の大部分を担う国土交通省では、予算進捗率が4割程度にとどまっているほか、4割が来年度以降に繰り越されるなど執行に遅れ。こうした震災からの復旧・復興活動の遅れの背景には、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。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。

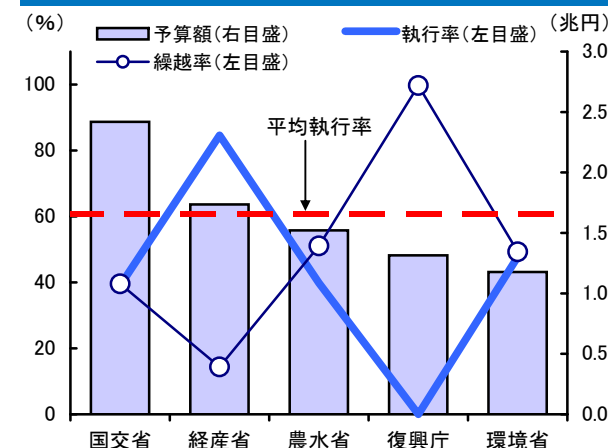
こうした動きにより、結果として公共投資は2013年度以降も比較的高い水準が続く見通し。もっとも、復旧・復興の動きの遅れは被災地の景気停滞の長期化を招き、震災前の経済状況への回復を困難にさせる恐れも。

請負金額とGDP公共投資(年率、季調値)



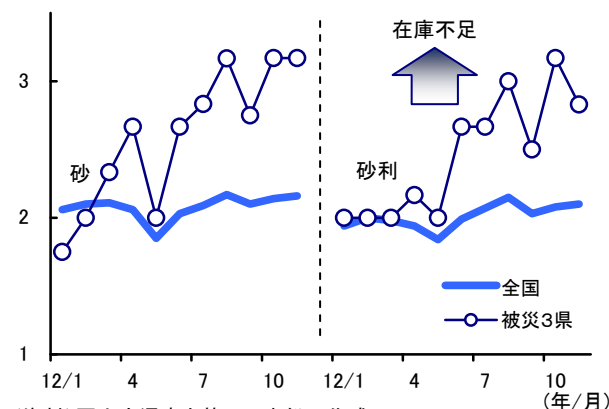
(資料)内閣府、建設業信用保証(北海道、東日本、西日本)を基に日本総研作成
(注)震災のがれき処理は公共工事請負金額のその他に分類。

復興予算の執行と繰越状況



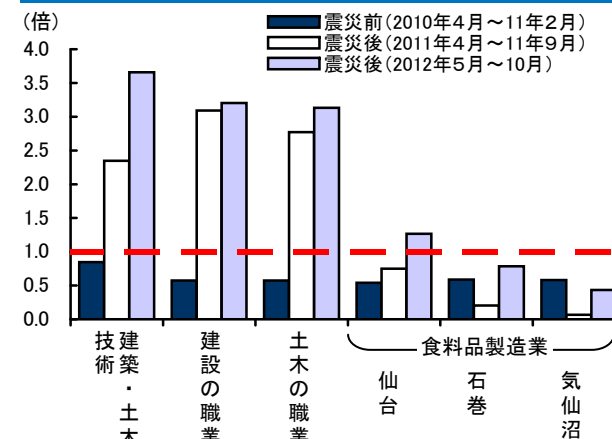
(資料)復興庁
(注)前年度における進捗状況(予備費+第1次~第3次補正予算)。

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。

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。

選挙後の新政権は効果的な経済対策に着手する必要

野田首相は11月16日に衆議院を解散。12月4日に衆議院選挙が公示され、経済政策、エネルギー、自由貿易、社会保障などが主要な争点に。このうち経済政策について、今後、政権に関わる可能性が高い民主、自民、公明各党のマニフェスト・政権公約をみると、いずれの党も早い段階での経済対策の実施を明記。なお、選挙後に発足する新政権が公共事業などの経済対策を打ち出せば、官公需が2013年の成長率を大きく押し上げる可能性も。

公共事業は即効性も高く、長期間使用している社会資本ストックの老朽化なども踏まえれば一定程度の投資は必要。一方で、1990年代にみられたように、地方の公共事業依存体質が強まることで、効果一巡後の地方経済が一段と冷え込む可能性も大。

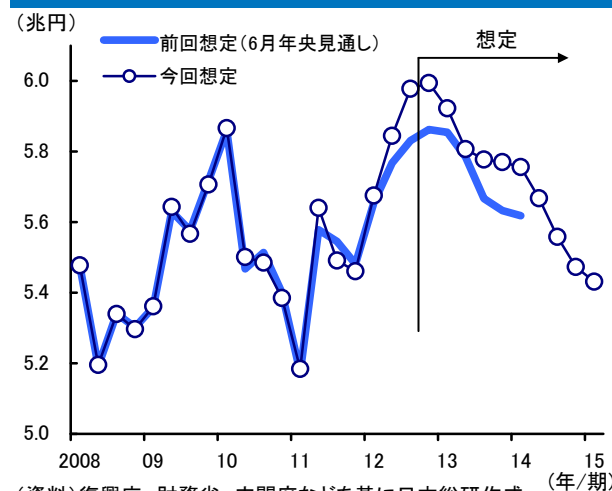
リーマン・ショック以降、歴代の政権は毎年景気対策を打ち出してきたものの、実質GDPは低迷が持続。厳しい財政状況が続くなか、今後は、輸出増加につながるような効果的な財政支出とともに、企業の競争力強化を目的とする構造改革にも深く切り込むことが必要。

民主、自民、公明党の主要経済政策

	民主党	自民党	公明党
景気対策	デフレ脱却、経済活性化の観点から切れ目のない経済対策を講じるため、2013年冒頭に大規模な補正予算を編成。	新政権発足後、速やかに「第1弾緊急経済対策」を断行。本格的な大型補正予算と新年度予算とを合わせ、切れ目のない経済対策を実行。	短期的には、省エネ家電へのエコポイントや、エコカー補助金の復活など景気刺激策を実行。
経済成長	2020年度までの平均で、名目成長率で3%程度、実質成長率で2%程度の経済成長を目指す。	デフレ・円高からの脱却を最優先に、名目3%以上の経済成長を目指す。	2年以内にデフレを脱却するとともに、実質2%程度、名目3~4%程度の持続的な成長の実現を目指し、あらゆる対策を断行。
金融政策	政府・日銀一体でデフレ対策を強力に推進し、過度の円高、為替相場の急激な変動に対しては断固たる措置を講ずる。	明確な「物価目標(2%)」を設定。その達成に向け、日銀法の改正も視野に、政府・日銀の連携強化の仕組みを作り、大胆な金融緩和を実施。	デフレ脱却や超円高の是正に向け、政府と日本銀行との一体的な政策の遂行とともに、一定の目標年次を定めて1~2%程度の物価水準を達成することを求める。

(資料)各党マニフェスト、政権公約を基に日本総研作成

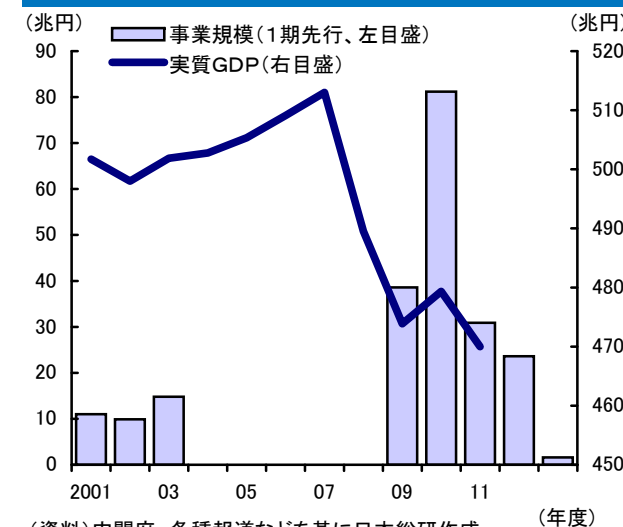
名目公共投資の想定(季調値)



(資料)復興庁、財務省、内閣府などを基に日本総研作成

(注)想定に今回の総選挙での各党の経済対策などは考慮せず。

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

消費増税は13年度の景気を押し上げるも14年度に反動減

現状

景気分析

見通し

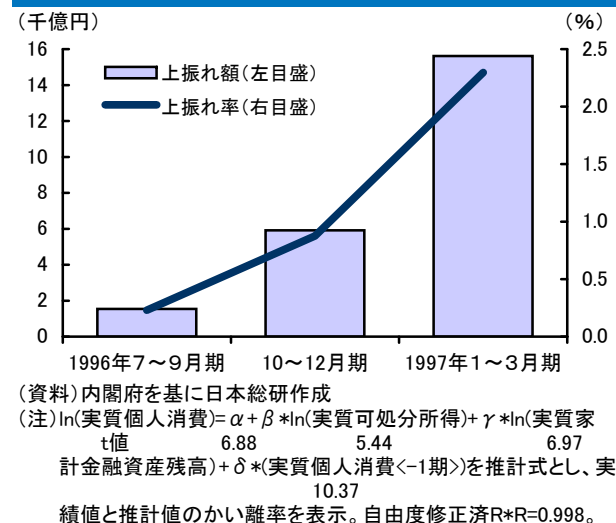
金利動向

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。

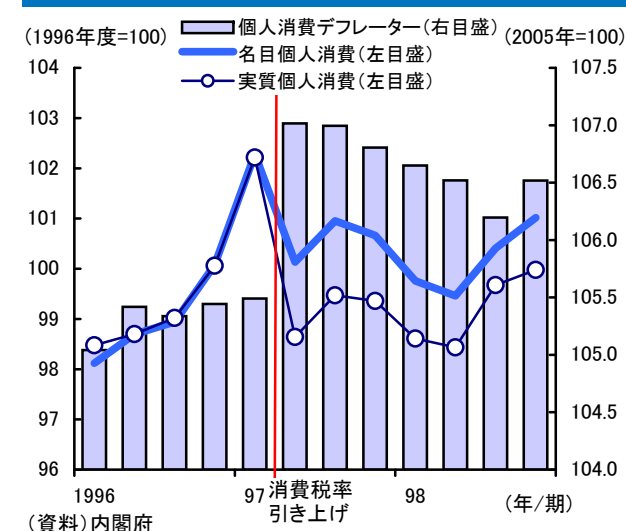
2014年度入り以降は、消費税率の引き上げ前の駆け込みの反動減が発生。加えて、税率引き上げによる物価上昇が家計の購買力を低下させ、実質ベースでの個人消費を押し下げること。ちなみに、2014年4月に5%から8%へ消費税率が引き上げられた場合、実質GDPは▲1.4%押し下げられると試算。

一方、外需は米中景気の回復持続により輸出が増加する見通し。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%程度のプラスは期待でき、消費税率引き上げのマイナス影響を吸収。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いため、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

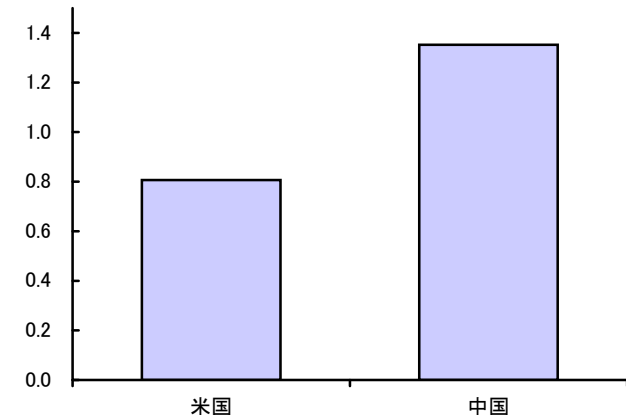


消費税引き上げ年度の影響(5%→8%、試算)

	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。

■外需は回復するものの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(2012年12月5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 (実績)	10~12 (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	▲ 0.8	0.7	1.1	1.6	3.3	4.5	▲ 6.2	1.7	1.7	1.8	0.7	1.1	0.3
個人消費	▲ 1.8	▲ 0.8	0.6	0.7	0.9	3.8	6.8	▲ 12.5	1.9	1.1	0.9	1.0	1.1	▲ 1.1
住宅投資	3.8	▲ 0.3	0.7	7.6	15.3	11.5	▲ 8.3	▲ 20.3	▲ 13.2	▲ 4.8	▲ 1.5	2.3	5.9	▲ 8.2
設備投資	▲ 12.1	0.2	3.0	3.1	3.3	3.4	4.3	3.4	3.6	4.3	4.1	▲ 0.0	1.9	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)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
政府消費	1.4	0.8	0.5	0.3	0.2	0.5	0.7	0.6	0.5	0.6	0.5	1.9	0.5	0.5
公共投資	16.8	0.7	▲ 4.7	▲ 7.6	▲ 2.0	▲ 0.5	▲ 1.0	▲ 6.0	▲ 7.5	▲ 6.0	▲ 3.0	8.0	▲ 2.5	▲ 4.4
純輸出 (寄与度)	(▲ 2.9)	(▲ 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	▲ 18.7	▲ 3.9	0.9	4.3	4.5	4.8	4.8	5.2	5.1	5.2	5.4	▲ 0.7	1.1	5.0
輸入	▲ 1.4	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	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 1.6	▲ 1.0	0.3	1.5	2.7	2.3	2.3	1.8	1.3	▲ 0.1	0.9	1.9
GDPデフレーター	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 0.9	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.1	0.1	1.6	1.6	1.5	1.6	▲ 0.7	▲ 0.3	1.6
消費者物価 (除く生鮮)	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.1	0.0	0.1	0.1	2.7	2.7	2.7	2.7	▲ 0.2	0.1	2.7
鉱工業生産	▲ 4.6	▲ 5.5	▲ 4.3	▲ 1.6	3.7	6.5	6.4	2.8	2.1	1.5	1.0	▲ 2.4	3.7	1.8

完全失業率 (%)	4.2	4.2	4.1	4.1	4.1	4.0	4.0	4.0	3.9	3.9	3.9	4.3	4.1	3.9
経常収支 (兆円)	1.58	0.35	0.32	0.19	0.36	0.50	0.50	0.89	1.44	1.97	2.35	3.39	1.55	6.65
対名目GDP比 (%)	1.4	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.8	1.2	1.6	2.0	0.7	0.3	1.4
円ドル相場 (円/ドル)	79	80	81	82	83	83	84	84	85	86	87	80	83	86
原油輸入価格 (ドル/バレル)	106	113	114	115	115	115	115	115	115	115	115	114	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)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

	2012年 2013年 2014年		
	(前年比、%)		
米国	2.2	1.9	2.6
ユーロ圏	▲ 0.4	▲ 0.1	0.9

過去の実質GDP予測値

	2011年度 2012年度 2013年度 2014年度			
	(前年比、%)			
9月号	▲ 0.0	2.2	1.5	
10月号	▲ 0.0	1.7	1.4	
11月号	▲ 0.0	1.7	1.4	

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、比較的短期で脱する見通し。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、総選挙後に発足する新政権が経済対策を打ち出せば官公需が成長率を押し上げる可能性も。

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、輸出の増勢が続く、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する見通し

現状 景気分析 見通し 金利動向

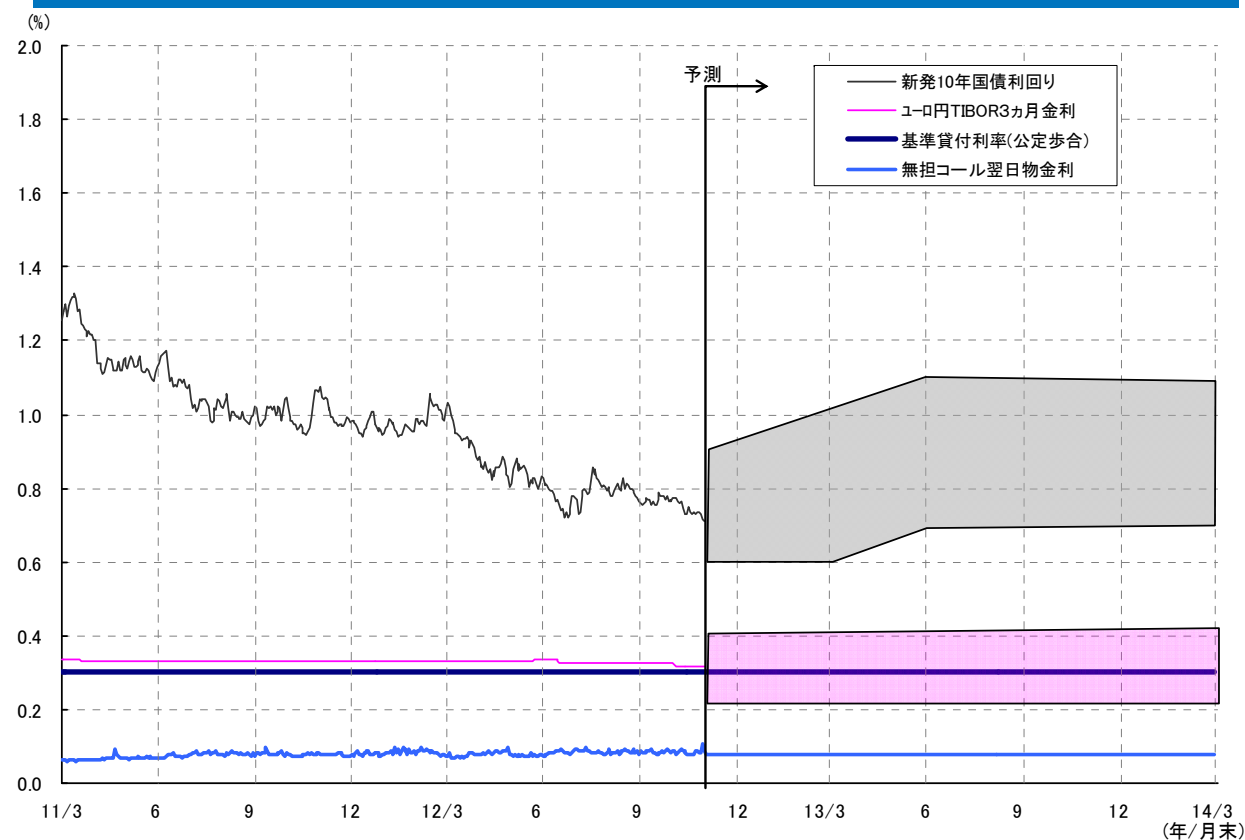
日銀は、11月19、20日の定例会合で金融政策の現状維持を決定。9、10月の緩和効果を見極めるために、追加緩和を見送り。

今後を展望すると、当面、日銀は、デフレ脱却に向けた姿勢を明確にした政策運営を継続する見込み。12月の会合では、生産や輸出の下振れを受け、景気判断の下方修正が予想されるなか、資産買入基金の積み増しによる追加緩和を実施する見通し。

長期金利は、国内景気の下振れや「財政の崖」による米国経済の先行き不安などから安全資産選好が強まったことに加え、衆院選後、日銀に対する金融緩和要請が一段と強まるとの見通しから国債の買い需要が高まり、月末には0.7%近くまで低下。

今後を展望すると、世界景気の先行き不透明感が引き続き金利下押し圧力として作用し、当面は0.7%台での推移が続く見通し。もっとも、2013年入り後、「財政の崖」への不安感が薄れ、世界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通し。

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/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	0.30	0.38	0.33	0.30	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	0.33	0.35	0.40	0.45	0.45	0.45
新発10年国債利回り	1.00	0.88	0.79	0.76	0.80	0.85	0.90	0.95	1.00

(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

株価低迷は存在感を示す海外投資家の安全資産選好が背景

現状

景気分析

見通し

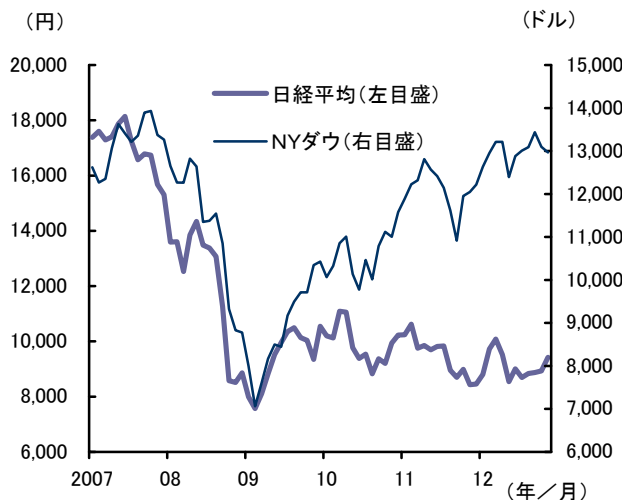
金利動向

過去に強い連動性がみられた日経平均株価とNYダウは、リーマン・ショック以降の円高の進行により水準感が大きく乖離。これに対し、ドル建て日経平均株価とNYダウは、2009年以降も引き続き連動。もっとも、2011年秋以降、NYダウが上昇するなかでも、ドル建て日経平均株価は低迷するなど、連動性が薄れる方向。

この要因として、海外投資家の安全資産選好を指摘可能。海外投資家は、世界景気の先行き不透明感などから、株式を売り越して、国債を買い越す動き。一方で、国内投資家の株離れが続くなか、株式売買高に占める海外投資家の割合は上昇傾向。この結果、海外投資家による株式売却の影響が強まり、株価を大きく押し下げ。長期金利も0.7%を下回る水準まで低下。

今後、世界経済の回復とともに、海外投資家の安全資産選好が薄れれば、ドル建ての日経平均はNYダウの水準まで回復する可能性。足元の為替水準で試算すると、日経平均には、1～2割の上昇余地。この場合、長期金利にも上昇圧力がかかる見込み。

日経平均とNYダウ



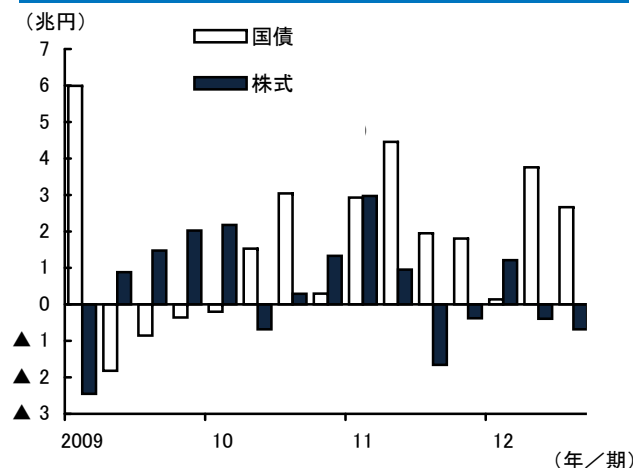
(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

ドル建て日経平均とダウ



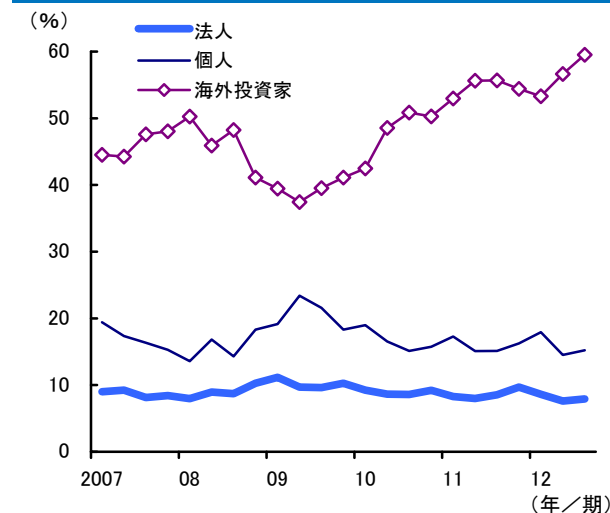
(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

海外投資家の株式・国債の売買状況



(資料) 東京証券取引所、日本証券業協会を基に日本総研作成
(注1) 国庫短期証券を除いて算出
(注2) 株式は東証一部での売買状況

東証一部売買高に占める投資の割合



(資料) 東京証券取引所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0/N （%）	3ヵ月 （%）	6ヵ月 （%）	2年 （%）	5年 （%）	10年物 （%）	2年物 （%）	10年物 （%）	短期 （%）	国債 （%）	¥/\$ （NY終値）	¥/Euro （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 （%）	N Y ダウ 工業株 （ドル）	ユーロ3ヵ月 （%）	10年国債 （%）
09/3	0.10	0.68	0.75	0.74	0.91	1.25	0.41	1.31	1.48	2.25	97.74	127.76	7764.58	756.52	0.18	1.27	2.80	7235.47	1.64	3.06
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	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