
日本経済展望

2014年7月



調査部 マクロ経済研究センター

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

目次

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

調査部 マクロ経済研究センター（国内経済グループ）

●総括、ファンダメンタルズ全般	下田 裕介	(Tel: 03-6833-0914 Mail: shimoda.yusuke@jri.co.jp)
●家計部門、雇用賃金	小方 尚子	(Tel: 03-6833-0478 Mail: ogata.naoko@jri.co.jp)
●物価、金融	村瀬 拓人	(Tel: 03-6833-6096 Mail: murase.takuto@jri.co.jp)
●企業部門、外需	菊地 秀朗	(Tel: 03-6833-6228 Mail: kikuchi.hideaki@jri.co.jp)
●ファンダメンタルズ（現状分析）	松田 健太郎	(Tel: 03-6833-0911 Mail: matsuda.kentaro@jri.co.jp)

◆本資料は2014年7月2日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

概況：駆け込みの反動減が顕在化も、一部では下げ止まり

現状

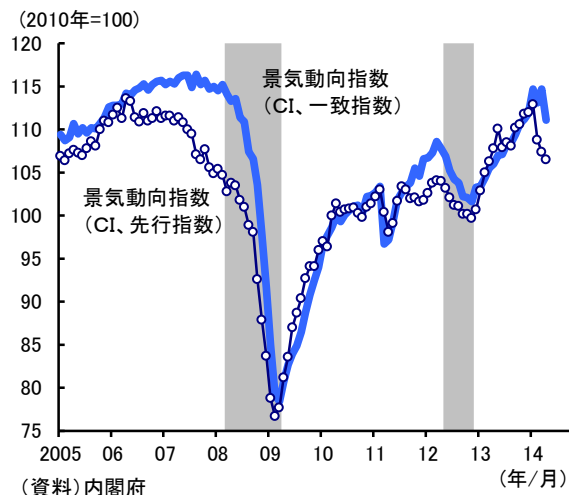
景気分析

見通し

金利動向

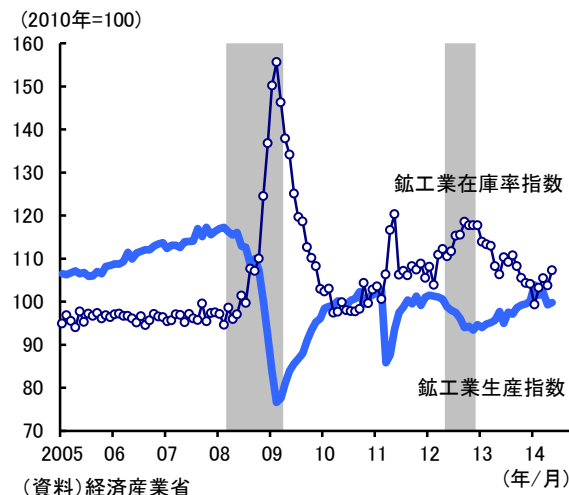
景気

売上げ見通しの悪化や機械受注の減少などにより先行指数は3ヵ月連続の低下



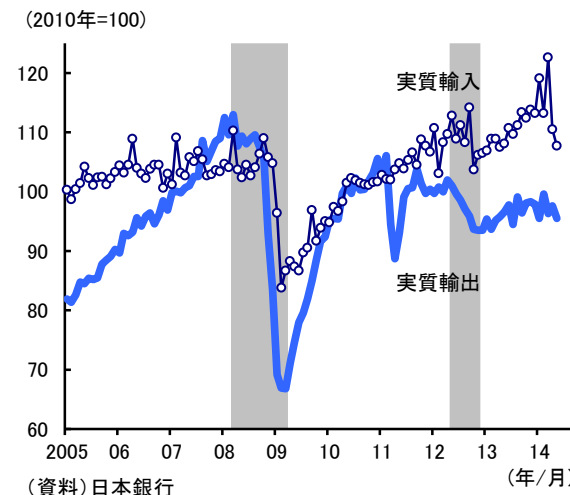
企業

消費増税前の駆け込み需要の反動減が和らぎ、生産は2ヵ月ぶりのプラス



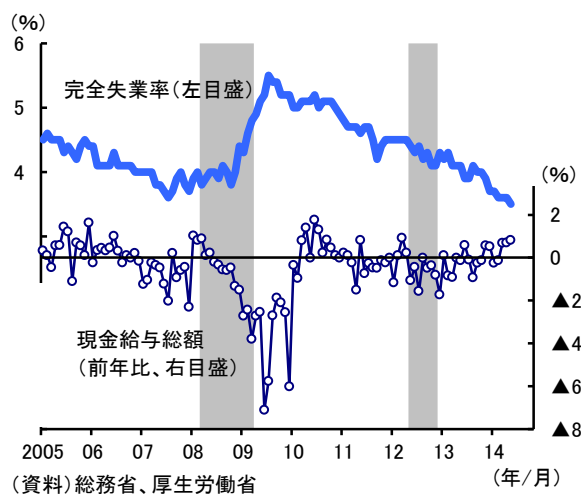
外需

輸入は駆け込みの反動減で減少が持続
輸出も前年比で15ヵ月ぶりの減少に



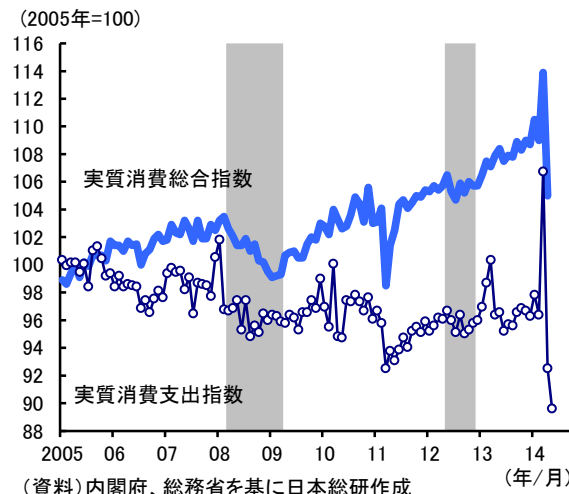
雇用所得

失業率は1997年12月以来の低水準
所定内給与は前年比で26ヵ月ぶりの増加



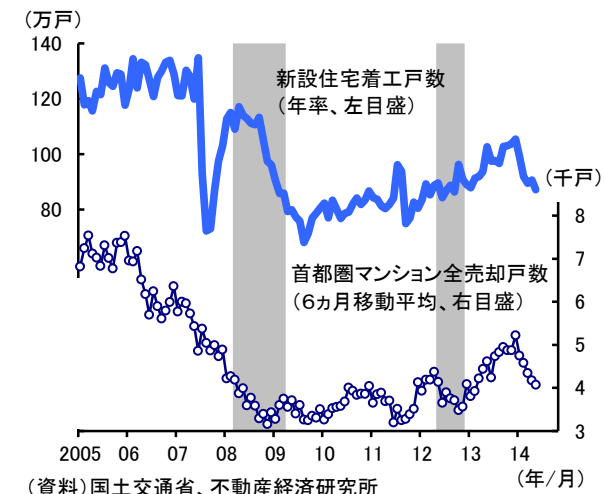
消費

増税前の駆け込み需要の反動減が続くものの、一部では下げ止まりの兆しも



住宅

着工戸数は持家と分譲住宅で減少が持続
マンション販売も引き続き減少



※シャドー部は景気後退期

増税後の反動減による落ち込みは底打ちの兆し

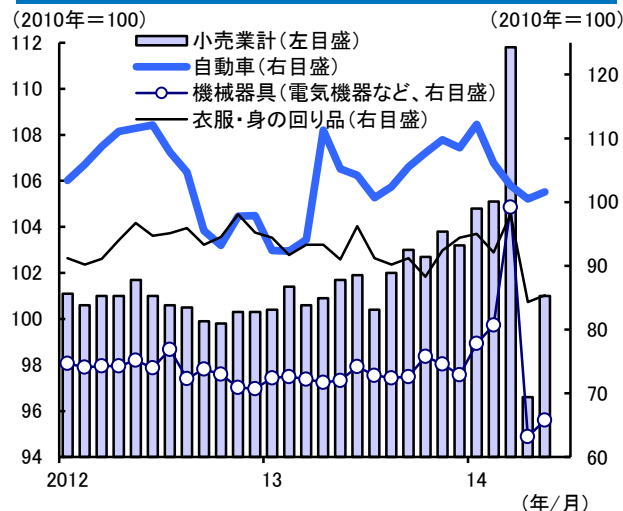
わが国景気は、消費税率が引き上げられた4月以降、駆け込み需要の反動減から一時的に減速。

もっとも、5月に入り、持ち直しの動きも。家計部門では、増税直後の4月に反動減が顕在化したものの、自動車や機械器具など耐久消費財の売り上げに下げ止まりの兆し。こうしたなか、家計・企業を取り巻く景況感も、向こう2～3ヵ月先に改善が見込まれており、先行き反動減の影響は徐々に落す公算。

企業部門でも、5月の鉱工業生産指数は2ヵ月ぶりに上昇。予測指数によると、6月低下の後、7月上昇と夏場にかけて底打ちを探る動き。もっとも、足許では出荷・在庫バランスが出荷減、在庫増によりマイナスに転じており、今後在庫調整圧力が生産の抑制に作用する可能性も。

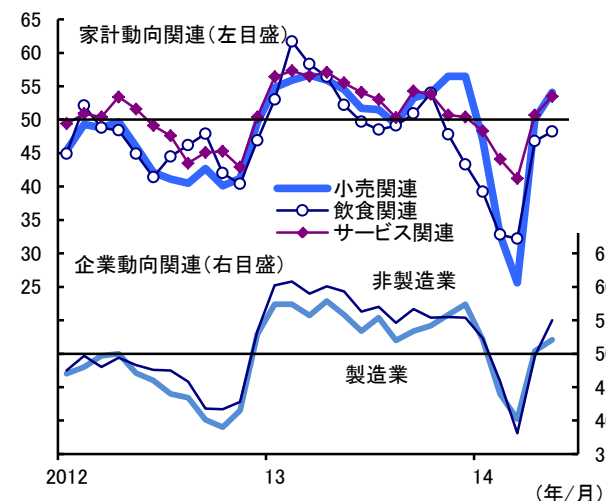
外需は弱含んで推移。輸入が内需の落ち込みから減少している一方、輸出も新興国景気の減速や円安効果の一巡などを受けて15ヵ月ぶりの前年比マイナスとなるなど低迷が持続。

小売業販売額指数(季調値)



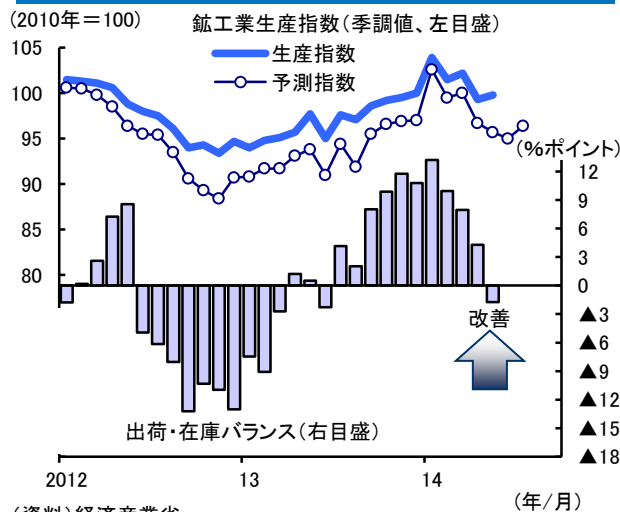
(資料)経済産業省

景気ウォッチャー調査(先行き判断DI)



(資料)内閣府

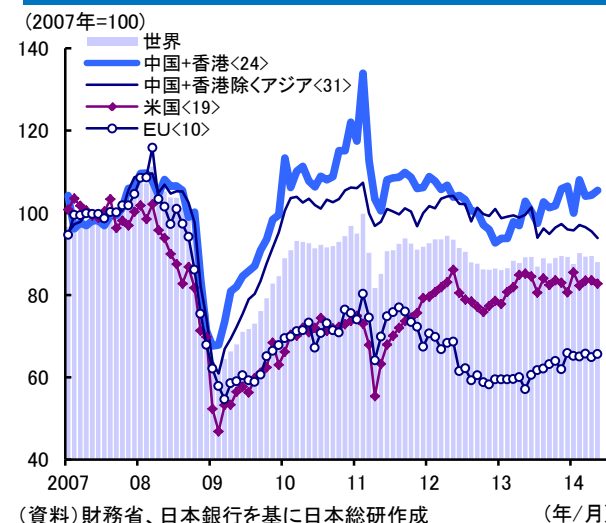
鉱工業生産指数と出荷・在庫バランス



(資料)経済産業省

(注)出荷・在庫バランス＝出荷前年比－在庫前年比

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2013年度のシェア。

日銀短観：景況感は高水準を維持

現状

景気分析

見通し

金利動向

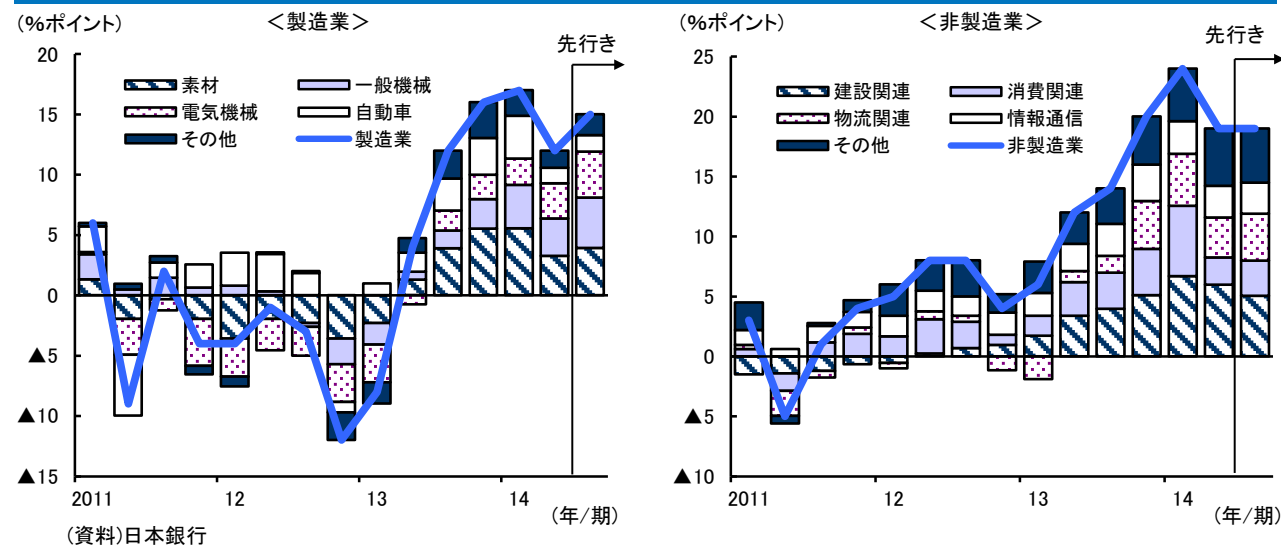
6月の業況判断DIは、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減を主因に、全規模・全産業で+7%ポイントと、前回(3月)調査対比▲5%ポイントの悪化。大企業・製造業では、素材・加工業種ともに悪化。とりわけ自動車で下げ幅が大。大企業・非製造業では、公共投資が下支えをしている建設関連では引き続き高水準となったものの、消費関連が大幅に悪化。

もっとも、総じてみれば、前回調査で見込んでいたほどの悪化はみられておらず、「先行き」も高水準での推移が見込まれていることから、消費税率引き上げの影響は想定内に収まっていると判断可能。

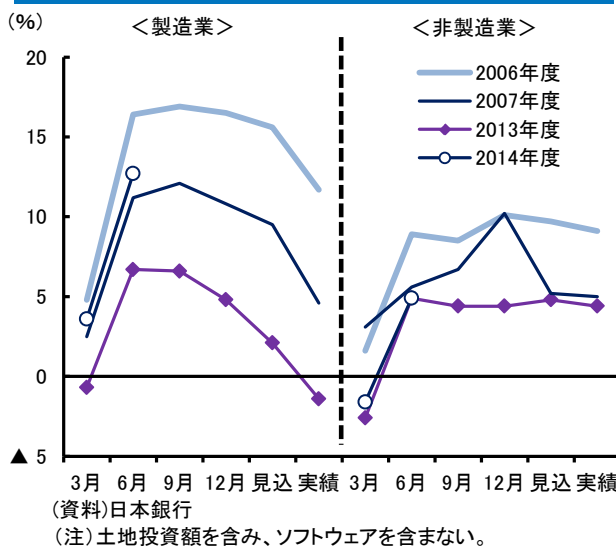
2014年度の設備投資計画をみると、大企業・製造業で前年度比+12.7%と、6月調査としては2006年度以来8年ぶりの高水準。非製造業でも好調だった昨年度並みの足取りとなっており、企業の設備投資意欲は引き続き堅調。

一方、人手不足懸念は根強く残存。足許は内需の増勢一服を受け不足感が若干和らいだものの、先行きは再び不足感が高まり、大企業・製造業にまで広がる可能性も。

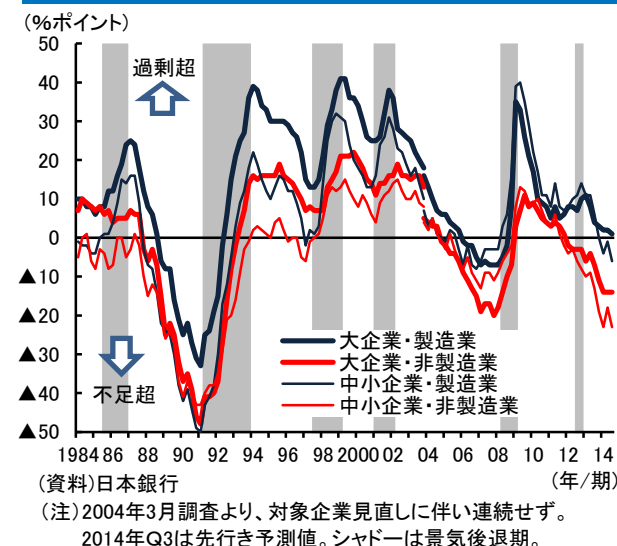
大企業の業況判断DI



設備投資額の足取り(大企業、前年度比)



雇用人員判断DI



輸出回復には遅れも、先行きは持ち直しへ

外需動向についてみると、輸出の回復に遅れ。地域別にみると、アジア新興国向けの大幅減が主因。

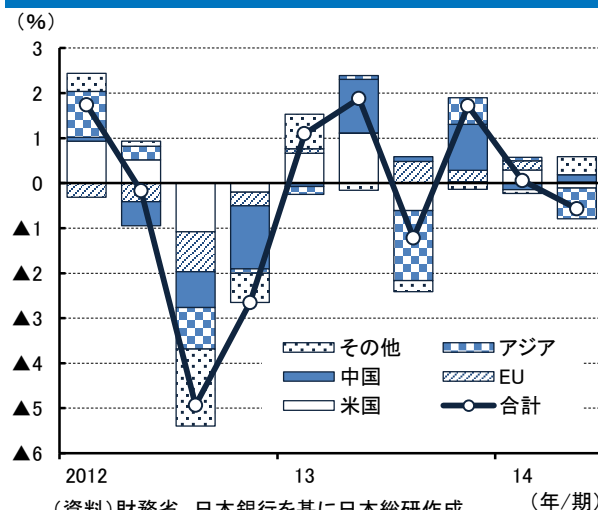
主要輸出相手国の景気指数をみると、米国・欧州等、先進国景気が持ち直し傾向にある一方、中国・アジア新興国の景気低迷が続いており、輸出低迷に作用。

先行きは、先進国で引き続き景気が堅調に推移するとみられる一方、新興国でも、中国で7%台半ばの成長率確保に向け景気下支え策が講じられており、徐々に持ち直していく見通し。

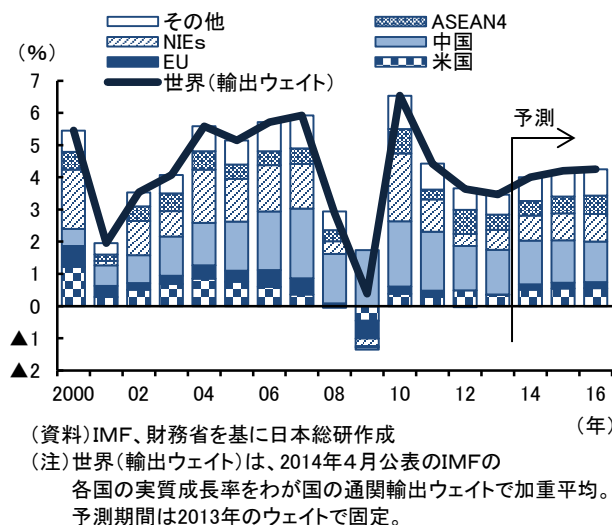
加えて、日銀が異次元緩和を維持するなか、日米の実質金利差が拡大しており、当面円安ドル高傾向が続く見通し。

以上を踏まえると、海外景気の拡大と緩やかな円安傾向を受け、輸出は持ち直しに向かう見込み。もっとも、生産拠点の海外シフトや一部業界でのわが国企業の輸出競争力の低下等の構造変化に鑑みれば、回復ペースは緩慢なものに。

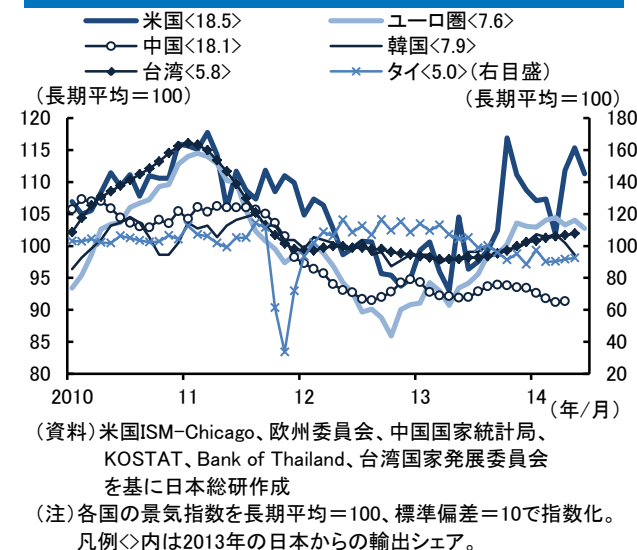
実質輸出の地域別寄与度(前期比)



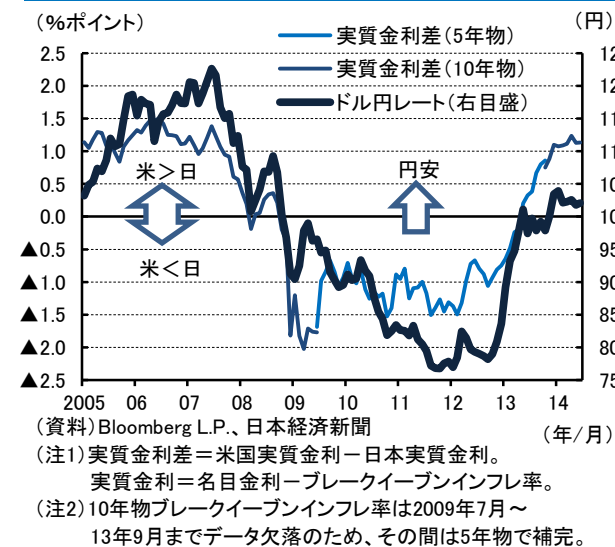
世界経済の見通し(実質成長率、前年比)



主要輸出相手国の景気指数



日米実質金利差とドル円レート



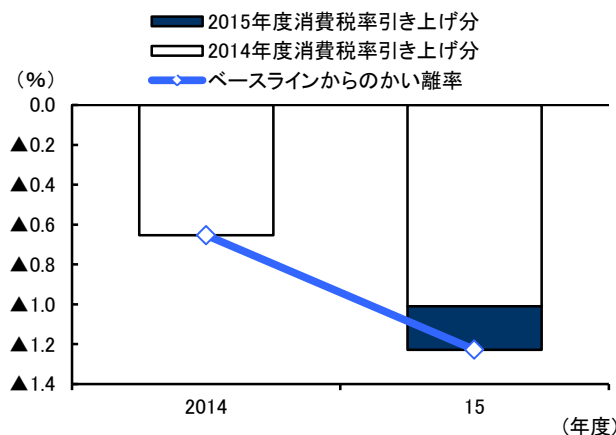
消費増税に備えた経済対策が顕在化し景気を下支え

内需では、消費増税と経済対策が景気変動要因に。まず、消費増税については、反動減は足許で薄れつつあるものの、物価上昇に伴う実質所得の減少を通じた購買力の低下が、マイナスに作用。ちなみに、2015年10月の8%→10%への消費税率再引き上げが予定通り実施された場合、2度の物価上昇により、2014年度および2015年度の実質GDPは、それぞれ▲0.7%ポイント、▲1.2%ポイント押し下げられると試算。

一方、今後は消費増税に伴う経済対策が本格化し、景気を下支える見込み。公共投資のほか企業、家計向け支援など経済対策全体で、2014年度の実質GDPは+0.8%ポイント押し上げられると試算。対策の柱となる公共投資は、先行性を有する公共工事請負金額の増勢がすでに加速しており、今後増加が期待。

加えて、公共事業関係費に関する決算および予算状況をみると、消化できずに来年度に繰り越された金額が累増。これら未消化の事業が後ずれするかたちで実施に移れば、追加の景気押し上げ要因となる可能性。

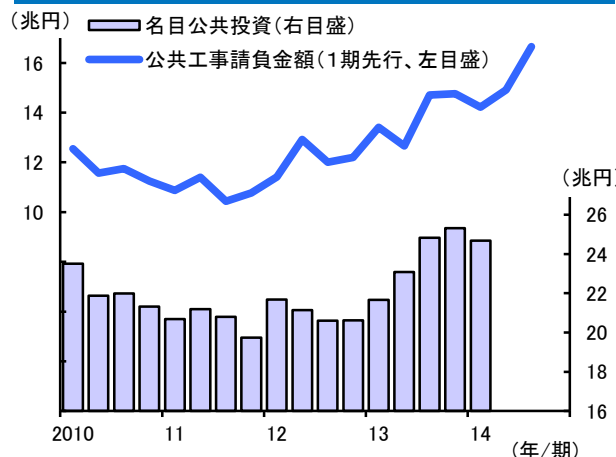
消費増税に伴う物価上昇の影響(試算)



(資料)内閣府、総務省などを基にマクロモデルシミュレーション

(注)2015年10月に消費税率の再引き上げ(8%→10%)が予定通り実施されると想定し、引き上げがない場合のベースラインからのかい離率を表示。

公共工事請負金額と公共投資(年率、季調値)



(資料)建設業信用保証(北海道、東日本、西日本)、国土交通省を基に日本総研作成

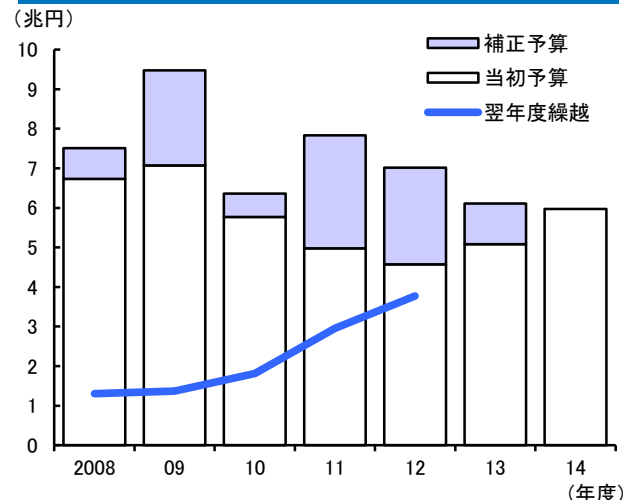
(注)公共工事請負金額の直近は、2014年4~5月実績値。

消費増税に伴う対応策の効果(試算)

(ポイント)	
2014年度実質GDP	+ 0.76
個人消費	+ 0.2
設備投資	+ 0.2
公共投資	+ 0.4

(資料)財務省、内閣府などを基に日本総研作成

公共事業関係費



(資料)財務省

(注)2013年度、2014年度は予算ベース。

設備投資環境は良好も、一段の成長期待の醸成が不可欠

現状

景気分析

見通し

金利動向

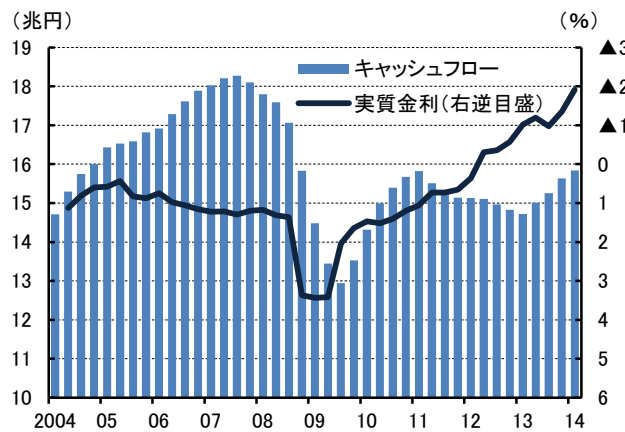
景気の自律回復の起点となる企業部門についてみると、業績が改善するなか設備投資の増加基調が持続。

企業収益の改善や異次元緩和を受けて、キャッシュフローの増加や実質金利の低下がみられるなど、収益・財務面からみた企業の投資余力は大幅に改善。加えて、株式市場が安定し、設備投資の下押し要因となる不確実性が低下しており、外部環境も良好。さらに、これまでの設備投資の先延ばしを受け資本ストックが老朽化しており、維持・更新、省力化・合理化等、投資の必要性が増している状況。

こうした状況下、短期的にはWindowsXPのサポート終了に伴うパソコンの駆け込み需要の反動減が見込まれるものの、良好な投資環境を背景に、設備投資は底堅く推移する見通し。

もっとも、企業の収益性を示すROEをみると、2012年4～6月期以降、改善傾向にあるものの、自己資本比率の上昇が抑制要因として作用しており、企業の慎重姿勢が根強いことを示唆。企業が「守り」の経営から「攻め」に転じられるよう、一段の成長期待醸成が重要。

企業のキャッシュフローと実質金利

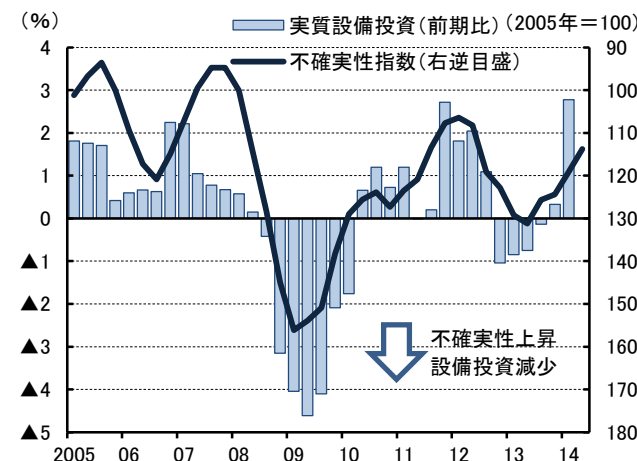


(資料)財務省、Bloomberg L.P.

(注1)キャッシュフロー＝経常利益×0.5＋減価償却費。4四半期平均。
金融・保険業を除く全産業。

(注2)実質金利＝名目金利－ブレイクイーブンインフレ率。

不確実性指数と設備投資

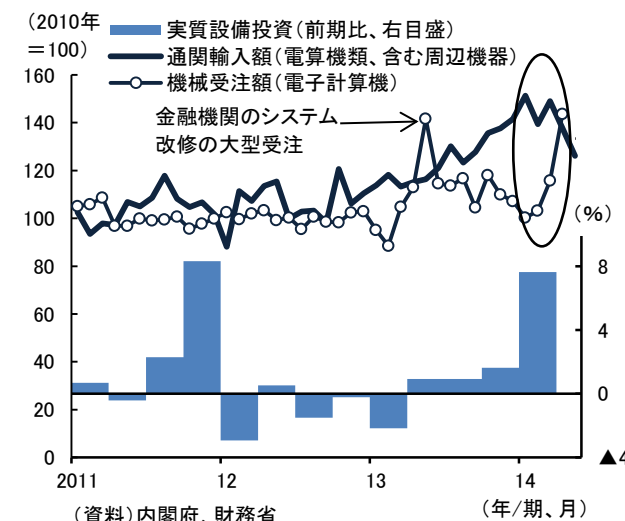


(資料)内閣府、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

(注1)不確実性指数はTOPIXの予測誤差の絶対値から作成。

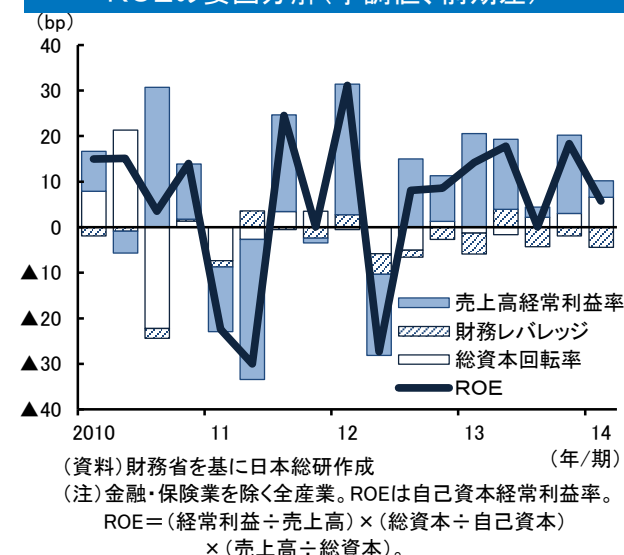
(注2)すべて4四半期移動平均。

実質設備投資とパソコン需要(季調値)



(資料)内閣府、財務省

ROEの要因分解(季調値、前期差)



企業の収益回復が家計の所得環境の改善にも波及

現状

景気分析

見通し

金利動向

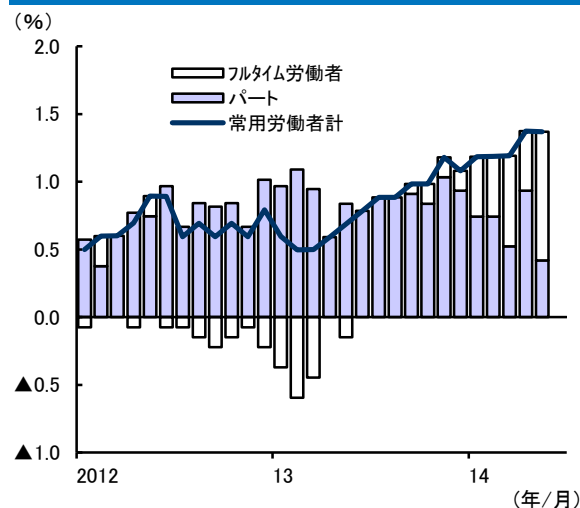
企業部門での業績改善は家計部門にも波及。雇用環境をみると、フルタイム労働者が2013年後半以降増加基調にあるなど良好。賃金についても、2013年初以降、フルタイム労働者の賃金やパートタイム労働者の時給がともに上昇傾向。また今年の春闘では、大手企業を中心にベースアップに踏み切る動きが広がるなど、賃金の引き上げ率は昨年から拡大。

今後についても、人手不足感が強まるなか、雇用の増勢が維持されるほか、企業収益の改善がボーナスなど特別給与の増加につながる見込み。その結果、雇用者報酬は底堅い伸びが続く見通し。

加えて、良好な企業収益を反映した株高が、資産効果として個人消費押し上げに作用。株価が大幅に上昇した2013年には及ばないものの、足許の株価水準が維持される場合、家計の金融資産は、2014年度も前年比30兆円前後の増加が見込まれ、消費下支えに一定程度作用する見込み。

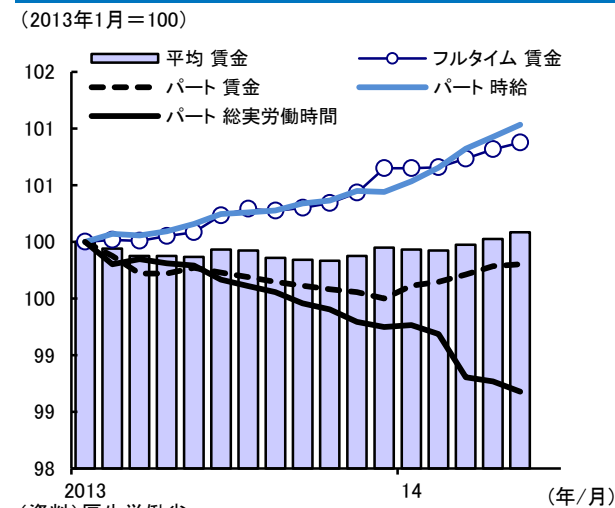
以上を踏まえると、個人消費も先行き底堅く推移する見通し。

雇用形態別の雇用者数(前年比)



(資料)厚生労働省を基に日本総研作成

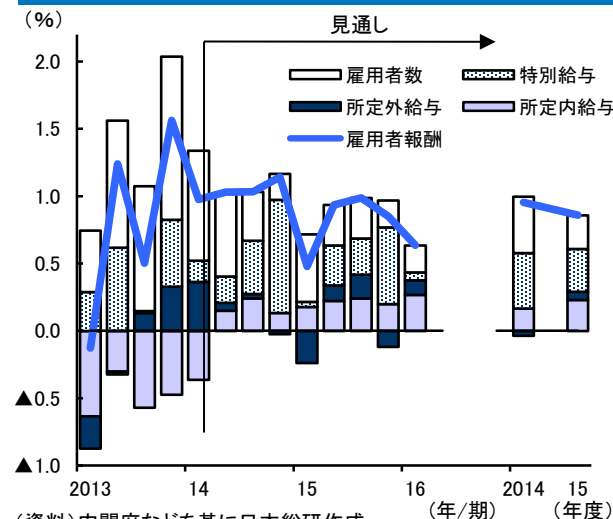
雇用形態別の賃金の推移



(資料)厚生労働省

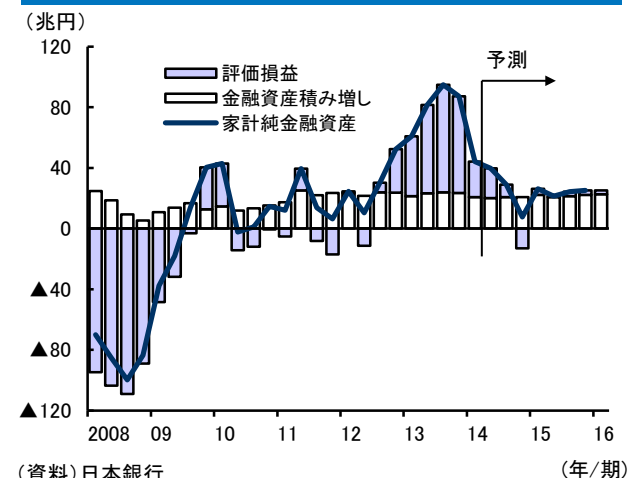
(注)後方12ヵ月移動平均。

雇用者報酬(前年比)



(資料)内閣府などを基に日本総研作成

家計純金融資産の見通し(前年差)



(資料)日本銀行

(注)予測は、日本総研の名目GDP予測と、日経平均株価が15,000円で横ばい推移の前提に基づく

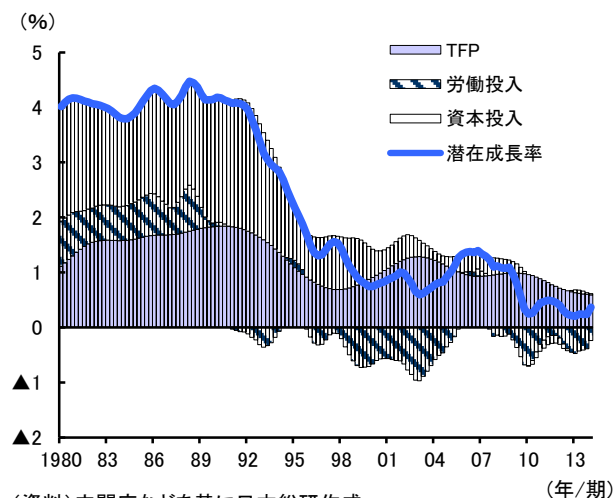
潜在成長率の低下がわが国の“成長力”の低下を示唆

以上のようにわが国経済は、自立回復メカニズムが働き始めている状況。もっとも、わが国の潜在成長率を推計すると、足許で0%台前半～半ばと、リーマン・ショック以前の1%程度から大きく低下しており、わが国の実力ベースの“成長力”の低下が示唆される状況。

潜在成長率低下の背景について、まず、「資本面」をみると、リーマン・ショック以降、企業収益の大幅な減少や製造業の海外シフトの拡大などを背景に、設備投資は減価償却費を下回る水準に減少。最新鋭の生産設備導入の遅れや、既存設備の老朽化が進んだことで、マクロベースの資本生産性（実質GDP/資本ストック）は大幅に低下。

生産拠点の海外シフトに加え、資本生産性の低下を映じた企業の競争力の低下により、わが国輸出は海外の旺盛な需要を取り込む力が低下している可能性。実際、輸出の所得弾性値は大幅に低下しており、海外景気が良好な下でも、輸出の伸びは抑制された状態が続く見込み。

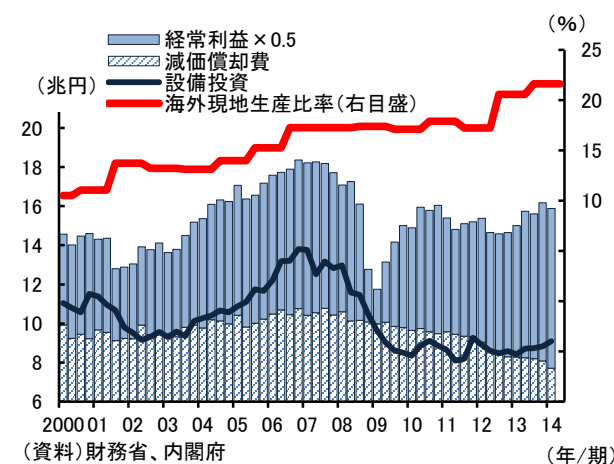
潜在成長率の要因分解



(資料) 内閣府などを基に日本総研作成

(注) 潜在成長率は前年比の後4期平均。

海外生産比率と企業収益、設備投資



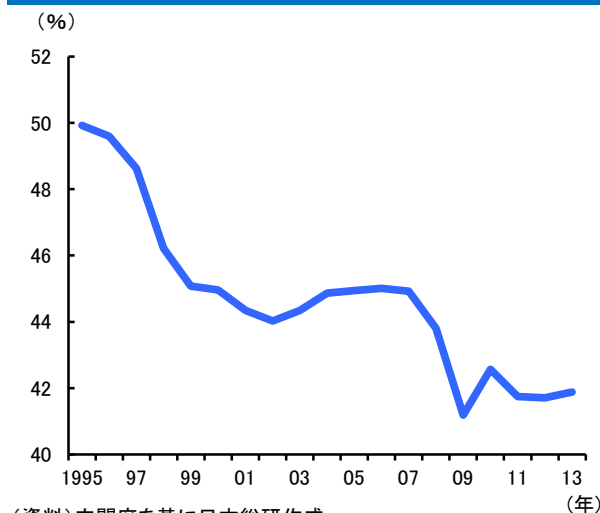
(資料) 財務省、内閣府

(注) 設備投資、経常利益は財務省公表の季調値。

減価償却費は独自季調値。

海外現地生産比率は年度平均で、13年度は実績見込み。

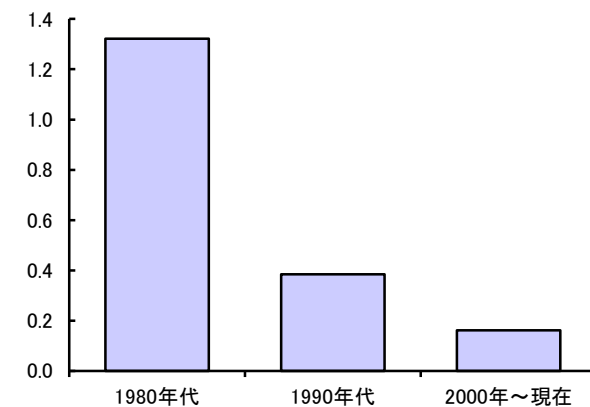
資本生産性の推移



(資料) 内閣府を基に日本総研作成

(注) 資本生産性＝実質GDP/民間企業資本ストック。

輸出数量に対する所得弾性値



(資料) 内閣府、日本銀行、IMFなどを基に日本総研作成

(注1) 推計式は、 $\ln(\text{輸出数量}) = \alpha + \beta * (\text{日本除く世界輸入}) + \gamma * (\text{実質実効為替レート} < -4 \text{期}) + \delta * (\text{リーマン・ショックダミー})$ とし、各期間の四半期推計における弾性値を算出。

(注2) いずれも10%水準で有意。

人手不足が公共投資や設備投資を抑制

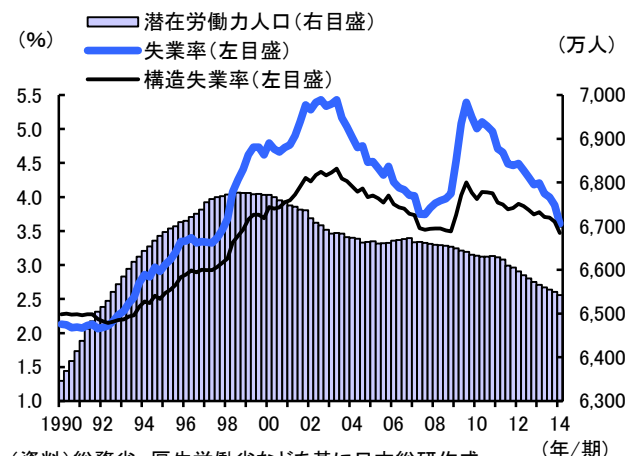
一方、労働面では、少子高齢化や団塊世代の引退に伴う労働力人口の減少と雇用のミスマッチによる構造失業率の高止まりが潜在成長率を下押し。

雇用環境を業種別にみると、製造業では雇用不足感の高まりが限定的な一方、非製造業で不足感が大幅に高まっており、労働需要の偏在が顕著。

非製造業でみられる人手不足は、公共投資や設備投資の抑制要因となる可能性。まず、人手不足が深刻な建設業では、これまで生産性向上により公共投資の増加に対応してきたものの、時間当たりでみた労働生産性は、既に前回の景気拡大期と同程度の水準まで上昇しており、生産性の一段の上昇は見込み難い状況。労働者の確保が困難ななか、公共事業の積み増し分や民間建設投資の増加への対応の遅れが、公共投資や設備投資の増加テンポを緩めることに。

加えて、企業レベルでは、小売業や外食業などで、人手不足を背景に出店戦略の見直しや既存店舗の縮小を検討するケースが散見。こうした動きが、これまで設備投資をけん引してきた非製造業の投資抑制に作用する見込み。

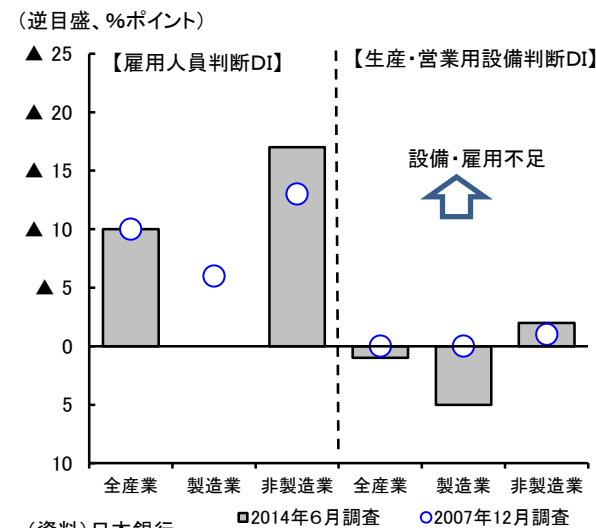
潜在労働力人口と構造失業率



(資料)総務省、厚生労働省などを基に日本総研作成

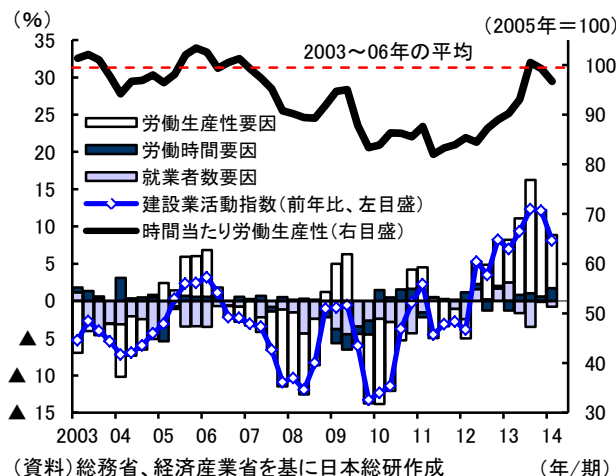
(注)潜在労働力人口=15歳以上人口×潜在労働力率。潜在労働力率は、男女別年齢階級別の労働力率からHPフィルターでトレンドを抽出し、各グループの人口構成比で加重平均して作成。

業種別の設備・雇用の不足感



(資料)日本銀行

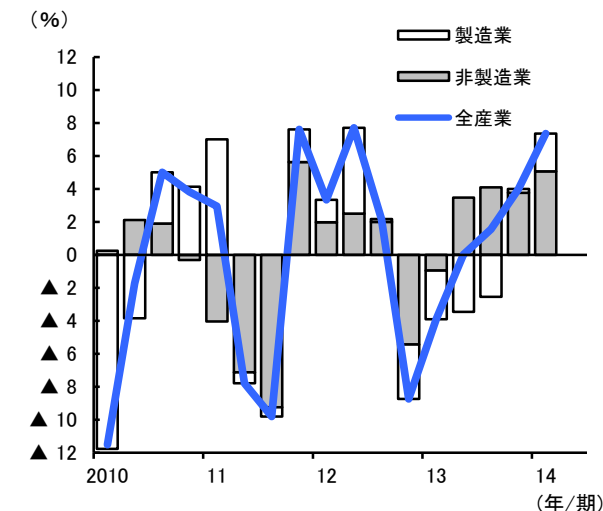
建設業活動指数と労働生産性



(資料)総務省、経済産業省を基に日本総研作成

(注)時間当たり労働生産性=建設業活動指数/(建設業の就業者数×建設業の総実労働時間)。

設備投資の寄与度分解(前年比)



(資料)財務省

+ 1 %台前半から半ばの物価上昇が定着へ

現状

景気分析

見通し

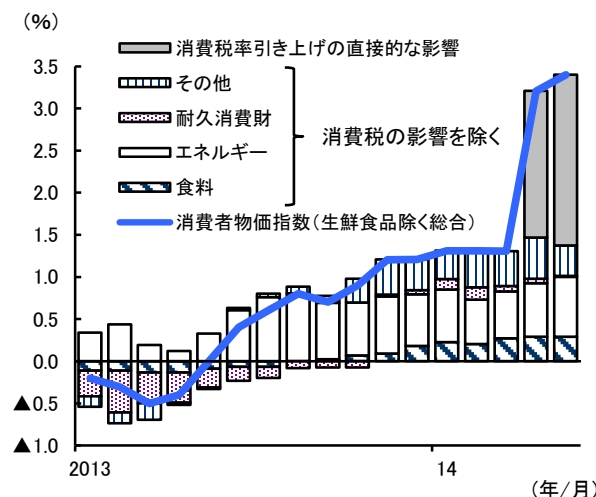
金利動向

消費者物価は、消費税の影響を除いたベースで+1%台前半まで上昇。背景には、円安に伴う輸入コストの上昇に加え、マクロ的な需給環境の改善。実際、消費支出と物価上昇の関係をみると、需要が増加している品目ほど物価押し上げ圧力が強まっていることを確認可能。

今後、円安の影響は徐々に落としていくものの、潜在成長率を上回る景気回復が続くなか、需給環境の一段の改善が物価押し上げに作用する公算。加えて、生産コストに占める人件費の割合が大きい非製造業での雇用不足感の高まりも、賃金の上昇を通じコスト面から物価押し上げに作用する見込み。

以上より、コアCPIは+1%台前半から半ばの上昇率が定着する可能性。もっとも、「2%での持続的な物価の安定」という日銀の目標達成には、マクロ的な需給バランスの改善だけでなく、期待インフレ率の上昇などを通じ、需給バランスと物価の関係を表すフィリップス・カーブが上方へとシフトしていくことが不可欠。フィリップス・カーブの上方シフトは依然として限定的であり、目標達成には、家計や企業のインフレ期待が一段と高まる必要。

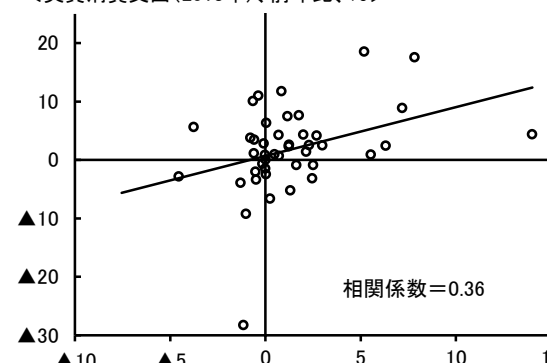
消費者物価の寄与度分解(前年比)



(資料)総務省を基に日本総研作成

品目別価格上昇率の変化と消費支出

<実質消費支出(2013年)、前年比、%>



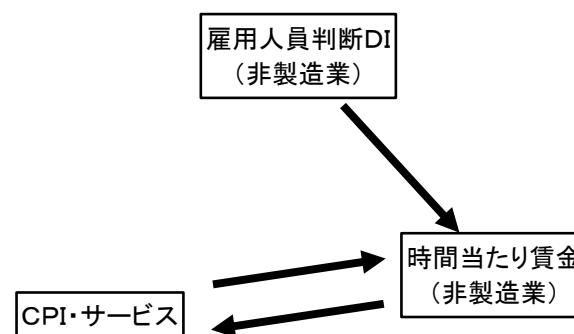
<CPI前年比の変化幅(2013年10~12月)、%ポイント>

(資料)総務省を基に日本総研作成

(注1)CPI前年比の変化幅は、前年比変化率の前年差。

(注2)実質消費支出は、家計調査の用途別支出額を該当するCPIで実質化。

グレンジャーの因果性テスト

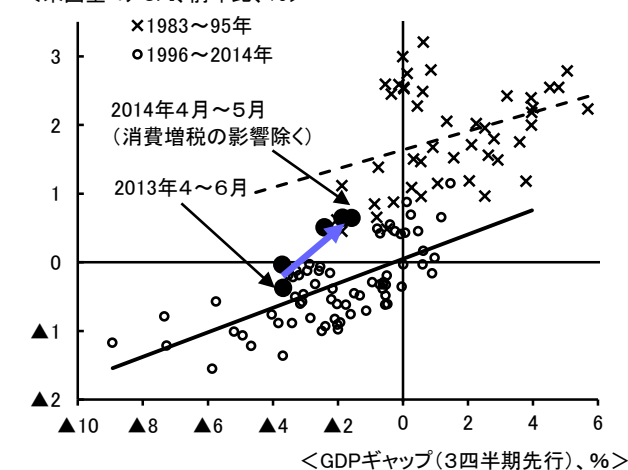


(資料)総務省、厚生労働省を基に日本総研作成

(注)矢印は有意水準1%で有意。矢印のない変数どうしの関係は、10%の有意水準の下でも有意とはいえず。

フィリップス・カーブ

<米国型コアCPI、前年比、%>



(資料)総務省、内閣府などを基に日本総研作成

政策効果が薄れるなか、民需と外需が底堅く推移

現状

景気分析

見通し

金利動向

2014年度は、消費税率引き上げに伴い駆け込み需要の反動減が顕在化し、4～6月期は、大幅なマイナス成長となる見込み。

もっとも、経済対策による内需の下支えや、雇用や夏季賞与の増加といった所得雇用環境の改善などを背景に、景気は年央にも回復軌道へ復帰する見込み。その後は、堅調な設備投資や高水準の公共投資にも支えられて、底堅い成長となる見通し。

2015年度は経済対策の着工・進捗がピークアウトし公共投資は減少。一方、投資・法人減税が企業部門に対して引き続きプラスに作用するほか、家計部門も所得雇用環境の緩やかな改善が見込まれ、景気の自律拡大メカニズムが徐々に強まっていく見通し。

消費者物価は、円安による物価押し上げ効果がはく落する一方、需給改善のほか、雇用不足感の高まりが押し上げに作用。その結果、コアCPIは前年比+1%前半～半ばの伸びが定着する見通し。日銀は同+2%の物価目標を堅持しつつも、短期的には一定程度のかい離を許容する姿勢を強めることで、大規模な追加緩和には踏み切らない可能性。

わが国主要経済指標の予測値(2014年7月2日時点)

(四半期は前期比年率、%、%ポイント)

	2014年				2015年				2016年	2013年度 (実績)	2014年度 (予測)	2015年度 (予測)
	1～3 (実績)	4～6 (予測)	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3			
実質GDP	6.7	▲ 5.2	2.4	2.1	2.0	1.5	1.9	▲ 2.5	0.1	2.3	0.9	1.1
個人消費	9.2	▲ 11.3	2.4	1.0	1.1	1.3	3.4	▲ 5.5	1.6	2.6	▲ 0.4	0.9
住宅投資	13.0	▲ 25.0	▲ 11.9	1.0	4.5	4.9	▲ 5.6	▲ 11.9	▲ 6.3	9.5	▲ 4.1	▲ 1.7
設備投資	34.2	▲ 5.8	2.7	3.6	3.6	3.6	3.8	1.0	1.5	2.6	6.1	3.0
在庫投資 (寄与度)	(▲ 2.0)	(0.5)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(▲ 0.3)	(▲ 0.7)	(0.1)	(0.0)	(▲ 0.5)	(▲ 0.2)	(▲ 0.2)
政府消費	0.4	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	1.8	0.6	0.5
公共投資	▲ 10.5	4.0	1.2	0.5	0.5	0.3	▲ 1.5	▲ 9.8	▲ 25.9	15.1	1.2	▲ 3.6
純輸出 (寄与度)	(▲ 1.1)	(1.8)	(0.3)	(0.6)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(1.9)	(0.1)	(▲ 0.5)	(▲ 0.1)	(0.4)
輸出	26.3	0.9	5.5	5.9	5.1	4.1	3.9	3.6	3.6	4.7	6.9	4.4
輸入	27.6	▲ 8.5	3.2	2.5	2.9	2.4	2.9	▲ 4.5	2.6	7.0	5.9	1.8

(前年比、%)

名目GDP	3.0	1.5	2.2	2.2	1.5	2.0	2.7	1.5	1.3	1.9	1.9	1.9
GDPデフレーター	▲ 0.1	0.8	1.1	1.1	1.1	0.1	0.8	0.9	1.1	▲ 0.4	1.0	0.7
消費者物価 (除く生鮮)	1.3	3.3	3.2	3.3	3.4	1.4	1.5	2.8	2.9	0.8	3.3	2.2
(除く生鮮、消費税)	1.3	1.4	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6	0.8	1.3	1.5
鉱工業生産	8.3	2.8	3.1	1.8	▲ 0.2	3.6	3.7	1.8	1.1	3.2	2.0	2.4

完全失業率 (%)	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.9	3.5	3.5
経常収支 (兆円)	▲ 0.86	▲ 0.16	0.97	▲ 0.39	0.97	0.82	1.87	0.63	1.78	0.79	1.38	5.09
対名目GDP比 (%)	▲ 0.7	▲ 0.1	0.8	▲ 0.3	0.8	0.7	1.5	0.5	1.4	0.2	0.3	1.0
円ドル相場 (円/ドル)	103	102	102	104	105	106	107	108	109	100	103	108
原油輸入価格 (ドル/バレル)	112	109	111	109	109	109	109	109	109	110	109	109

(資料)内閣府、総務省、経済産業省、財務省などを 基に日本総研作成

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

海外経済の前提

(前年比、%)

	2013年 (実績)	2014年 (予測)	2015年 (予測)
米国	1.9	1.5	3.0
ユーロ圏	▲ 0.4	0.8	1.0
中国	7.7	7.5	7.4

過去の実質GDP予測

(前年比、%)

	2013年度 (実績)	2014年度 (予測)	2015年度 (予測)
4月号	2.3	0.6	0.9
5月号	2.3	0.6	0.9
6月号	2.3	0.8	0.9

長期金利は当面低水準で推移。その後は上昇へ。

現状

景気分析

見通し

金利動向

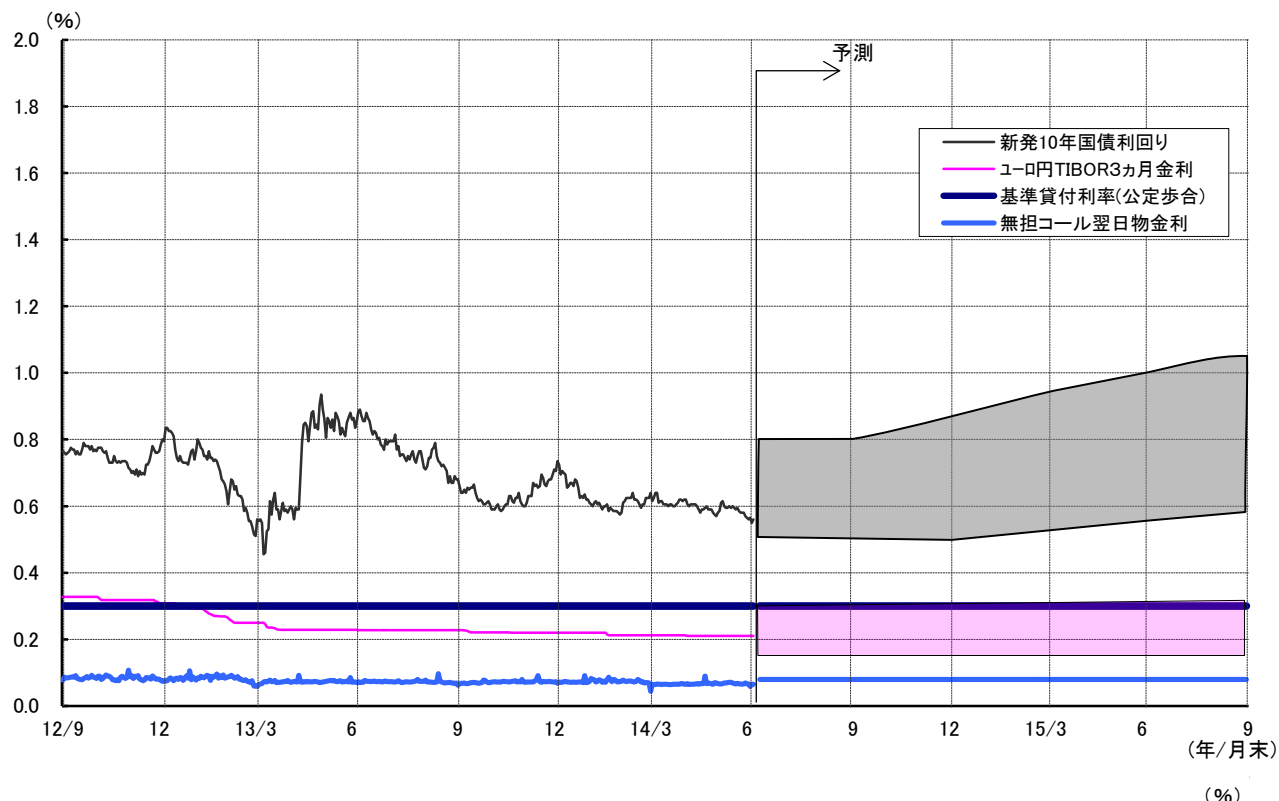
日銀は、6月12、13日の定例会合で、金融政策の現状維持を決定。消費税率引き上げ後の駆け込み需要の反動減も、概ね想定内にとどまっているとの判断から、景気・物価の基調判断も据え置きに。

消費者物価の上昇が想定通りのコースをたどるなか、日銀は、先行きの物価見通しに対する自信を深めており、当面は、現状ペースでの資産買い入れを続ける見込み。

長期金利は、日銀の大量国債買い入れを受けた良好な需給環境や米欧の長期金利低下、新興国の地政学リスクなどが金利低下に作用し、足許では0.6%前後の低水準での推移が持続。

先行きを展望すると、日銀の追加緩和に対する期待などが金利低下要因となり、当面、現行水準で横ばい圏内の動きとなる見込み。年度後半にかけては、わが国の景気回復の持続や消費者物価の上昇基調が確認されるにしたがい、金利は徐々に上昇トレンドに。

わが国主要金利の見通し



	2013年		2014年				2015年		
	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	0.23	0.22	0.22	0.21	0.22	0.22	0.23	0.25	0.25
円スワップ5年物金利	0.45	0.36	0.33	0.31	0.33	0.35	0.38	0.42	0.45
新発10年国債利回り	0.77	0.64	0.63	0.60	0.62	0.65	0.70	0.75	0.80

(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

流動性の低下が懸念される国債市場

長期金利は、春以降、0.6%前後の低水準での推移が続いており、ボラティリティが大きく低下。こうしたなか、市場では、国債市場の流動性が低下しており、金利が急変動するリスクが高まっているとの見方が浮上。

そこで、新発10年債の月間売買高をみると、概ね過去のレンジ内での推移が持続。もっとも、日次の売買高では、2014年度入り以降、取引が極端に少ない営業日が散見。

一方、長期国債の先物市場について流動性の指標をみると、市場の弾力性を表す値幅出来高比率（※1）が、足許で低下傾向にある一方、取引コストを表すビッド・アスク・スプレッド（※2）が大幅に上昇。市場の流動性が一定程度低下している可能性があることを示唆。

こうした点を踏まえれば、日銀の政策運営や金融政策に関する市場予想が変化する局面で、長期金利が大幅に変動するリスクに注意が必要。

（※1）日中の値幅とその日の売買高の比率。この比率は、1単位の取引を行った際の価格の変動幅を表しており、比率が小さいほど市場取引を円滑に行いやすい状況にあることを意味している。

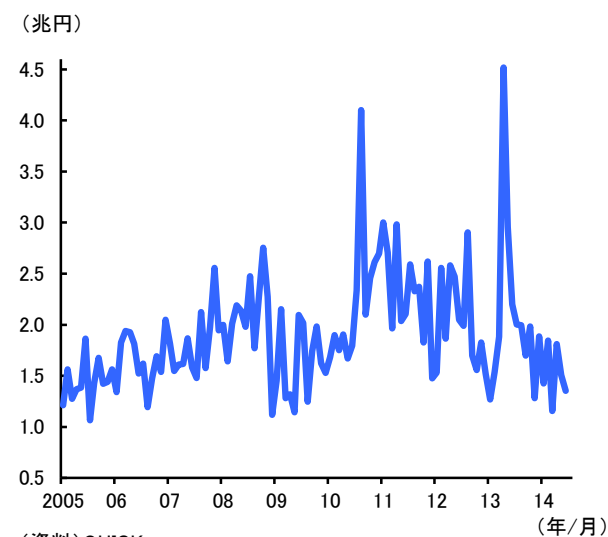
（※2）買い手が提示しているビッド価格と売り手が提示しているアスク価格の乖離幅。両者の乖離が大きいほど、意図する価格で売買することが困難になる。

10年債利回りとボラティリティ



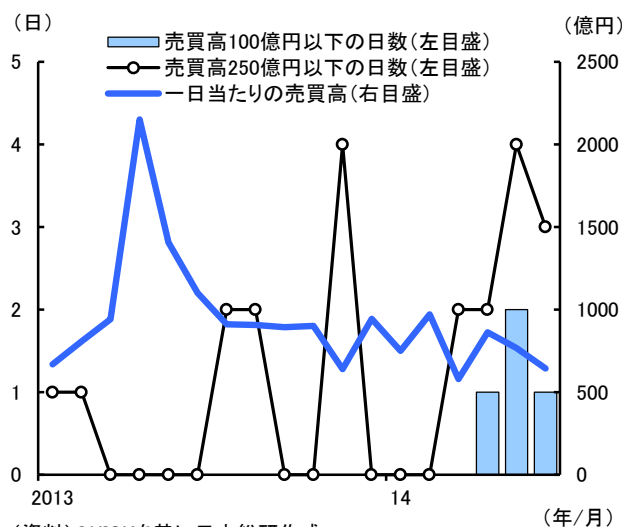
（資料）Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

新発10年債の月間売買高



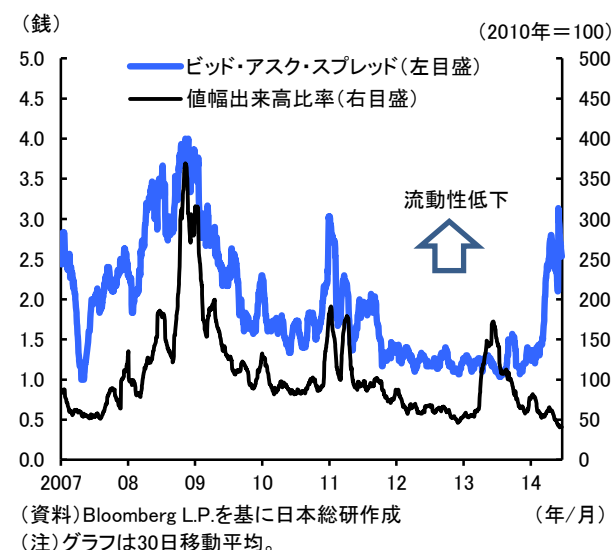
（資料）QUICK

日次ベースの新発10年債売買高



（資料）QUICKを基に日本総研作成

長期国債先物の流動性指標



（資料）Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

（注）グラフは30日移動平均。

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ヵ月 (%)	2年 (%)	5年 (%)	10年物 (%)	2年物 (%)	10年物 (%)	短期 (%)	長期 (%)	¥/\$ (NY終値)	¥/€ (NY終値)	日経平均 株価 (円)	TOPIX (ポイント)	F F 0/N (%)	ユーロ3ヵ月 (%)	10年国債 (%)	NYダウ 工業株 (ドル)	ユーロ3ヵ月 (%)	10年国債 (%)
10/11	0.10	0.34	0.45	0.40	0.55	1.12	0.16	1.05	1.48	1.37	82.58	112.61	9797.18	849.90	0.19	0.29	2.74	11198.31	1.04	2.56
10/12	0.10	0.34	0.45	0.41	0.64	1.26	0.21	1.19	1.48	1.53	83.22	110.06	10254.46	894.54	0.18	0.30	3.28	11465.26	1.02	2.96
11/1	0.10	0.34	0.45	0.41	0.64	1.27	0.19	1.21	1.48	1.53	82.62	110.49	10449.53	924.36	0.17	0.30	3.36	11802.37	1.02	3.05
11/2	0.10	0.34	0.45	0.43	0.72	1.34	0.23	1.29	1.48	1.60	82.57	112.80	10622.27	948.61	0.16	0.31	3.56	12190.00	1.09	3.23
11/3	0.10	0.34	0.45	0.40	0.64	1.29	0.22	1.25	1.48	1.62	81.64	114.45	9852.45	883.59	0.14	0.31	3.40	12081.48	1.18	3.25
11/4	0.09	0.33	0.44	0.39	0.64	1.31	0.21	1.27	1.48	1.68	83.17	120.35	9644.62	843.89	0.10	0.28	3.43	12434.88	1.32	3.35
11/5	0.09	0.33	0.44	0.36	0.56	1.20	0.19	1.15	1.48	1.57	81.15	116.24	9650.78	837.02	0.09	0.26	3.15	12579.99	1.43	3.11
11/6	0.09	0.33	0.44	0.37	0.54	1.15	0.17	1.13	1.48	1.52	80.47	115.89	9541.53	822.06	0.09	0.25	2.99	12097.31	1.49	2.97
11/7	0.09	0.33	0.44	0.37	0.53	1.12	0.16	1.12	1.48	1.50	79.27	113.30	9996.68	861.29	0.07	0.25	2.98	12512.33	1.60	2.79
11/8	0.09	0.33	0.44	0.33	0.46	1.02	0.14	1.03	1.48	1.40	77.05	110.46	9072.94	778.73	0.10	0.29	2.29	11326.62	1.55	2.25
11/9	0.09	0.33	0.43	0.34	0.45	0.99	0.14	1.01	1.48	1.39	76.86	105.70	8695.42	753.81	0.08	0.35	1.96	11175.45	1.54	1.87
11/10	0.10	0.33	0.43	0.35	0.47	1.01	0.15	1.01	1.48	1.40	76.68	105.26	8733.56	750.34	0.07	0.41	2.13	11515.93	1.58	2.04
11/11	0.09	0.33	0.43	0.37	0.47	0.99	0.13	0.99	1.48	1.40	77.54	105.09	8506.11	730.12	0.08	0.48	2.00	11804.33	1.49	1.95
11/12	0.09	0.33	0.43	0.38	0.49	1.00	0.14	1.01	1.48	1.40	77.84	102.35	8505.99	732.53	0.07	0.56	1.97	12075.68	1.43	1.99
12/1	0.09	0.33	0.43	0.37	0.47	0.98	0.13	0.98	1.48	1.40	76.93	99.33	8616.71	744.40	0.08	0.57	1.93	12550.89	1.22	1.86
12/2	0.10	0.33	0.44	0.35	0.46	0.98	0.12	0.97	1.48	1.40	78.60	104.06	9242.33	799.32	0.10	0.50	1.96	12889.05	1.05	1.90
12/3	0.09	0.33	0.44	0.35	0.49	1.04	0.12	1.01	1.48	1.36	82.55	109.07	9962.35	850.37	0.13	0.47	2.16	13079.47	0.86	1.88
12/4	0.09	0.33	0.44	0.35	0.45	0.98	0.11	0.95	1.48	1.35	81.27	106.99	9627.42	817.43	0.14	0.47	2.03	13030.75	0.74	1.73
12/5	0.10	0.33	0.44	0.35	0.43	0.89	0.11	0.86	1.48	1.31	79.68	101.90	8842.54	745.33	0.16	0.47	1.78	12721.08	0.69	1.46
12/6	0.09	0.33	0.44	0.34	0.40	0.84	0.10	0.84	1.48	1.30	79.35	99.57	8638.08	733.19	0.16	0.47	1.61	12544.90	0.66	1.43
12/7	0.10	0.33	0.43	0.30	0.36	0.77	0.10	0.78	1.48	1.26	78.98	97.09	8760.68	746.00	0.16	0.45	1.50	12814.10	0.50	1.31
12/8	0.10	0.33	0.43	0.30	0.37	0.81	0.10	0.80	1.48	1.25	78.68	97.59	8949.88	748.73	0.13	0.43	1.67	13134.90	0.33	1.42
12/9	0.09	0.33	0.43	0.29	0.36	0.80	0.10	0.80	1.48	1.25	78.16	100.62	8948.59	742.65	0.14	0.39	1.70	13418.50	0.25	1.55
12/10	0.10	0.33	0.43	0.26	0.33	0.78	0.10	0.77	1.48	1.25	79.01	102.47	8827.39	736.24	0.16	0.33	1.72	13380.65	0.21	1.52
12/11	0.10	0.32	0.42	0.26	0.31	0.75	0.10	0.74	1.48	1.21	81.05	104.07	9059.86	753.21	0.16	0.31	1.65	12896.44	0.19	1.39
12/12	0.10	0.32	0.41	0.22	0.28	0.77	0.10	0.74	1.48	1.20	83.91	110.16	9814.38	811.87	0.16	0.31	1.71	13144.18	0.19	1.36
13/1	0.10	0.30	0.40	0.21	0.30	0.80	0.09	0.78	1.48	1.20	89.10	118.53	10750.85	901.20	0.14	0.30	1.88	13615.32	0.21	1.56
13/2	0.10	0.28	0.38	0.21	0.29	0.79	0.04	0.75	1.48	1.16	93.13	124.24	11336.44	961.02	0.15	0.29	1.97	13967.33	0.22	1.60
13/3	0.09	0.25	0.35	0.22	0.28	0.72	0.05	0.61	1.48	1.15	94.87	122.92	12244.03	1028.55	0.14	0.28	1.94	14418.26	0.21	1.41
13/4	0.09	0.24	0.33	0.25	0.37	0.73	0.11	0.57	1.48	1.18	97.75	127.35	13224.06	1110.41	0.15	0.28	1.73	14675.91	0.21	1.25
13/5	0.09	0.23	0.33	0.27	0.48	0.92	0.13	0.77	1.48	1.24	100.99	131.05	14532.41	1203.38	0.11	0.27	1.92	15172.18	0.20	1.37
13/6	0.09	0.23	0.33	0.27	0.50	1.01	0.13	0.85	1.48	1.29	97.29	128.40	13106.62	1089.48	0.09	0.27	2.29	15035.75	0.21	1.62
13/7	0.08	0.23	0.33	0.27	0.48	1.01	0.13	0.83	1.48	1.33	99.64	130.47	14317.54	1186.91	0.09	0.27	2.56	15390.21	0.22	1.63
13/8	0.09	0.23	0.33	0.26	0.43	0.95	0.11	0.76	1.48	1.31	97.80	130.25	13726.66	1145.42	0.08	0.26	2.73	15195.35	0.23	1.80
13/9	0.09	0.23	0.33	0.26	0.42	0.91	0.11	0.72	1.48	1.30	99.19	132.53	14372.12	1185.18	0.08	0.25	2.80	15269.84	0.22	1.93
13/10	0.08	0.22	0.32	0.22	0.36	0.79	0.10	0.64	1.48	1.23	97.83	133.43	14329.02	1188.51	0.09	0.24	2.60	15289.29	0.23	1.81
13/11	0.09	0.22	0.32	0.21	0.35	0.78	0.10	0.61	1.48	1.20	100.11	135.13	14931.74	1222.90	0.08	0.24	2.71	15870.83	0.22	1.72
13/12	0.09	0.22	0.32	0.20	0.37	0.86	0.09	0.68	1.48	1.20	103.60	141.96	15655.23	1254.45	0.09	0.24	2.89	16095.77	0.27	1.85
14/1	0.09	0.22	0.32	0.21	0.36	0.87	0.09	0.68	1.48	1.24	103.88	141.51	15578.28	1275.17	0.07	0.24	2.85	16243.72	0.29	1.80
14/2	0.09	0.22	0.31	0.19	0.32	0.80	0.08	0.60	1.48	1.22	102.12	139.59	14617.57	1200.83	0.07	0.24	2.70	15958.44	0.29	1.66
14/3	0.08	0.21	0.31	0.19	0.32	0.80	0.08	0.62	1.48	1.20	102.36	141.52	14694.83	1190.57	0.08	0.23	2.72	16308.63	0.31	1.59
14/4	0.08	0.21	0.31	0.19	0.33	0.79	0.09	0.62	1.48	1.20	102.51	141.58	14475.33	1171.18	0.08	0.23	2.69	16399.50	0.33	1.53
14/5	0.09	0.21	0.30	0.19	0.32	0.77	0.09	0.60	1.48	1.20	101.84	139.85	14343.14	1174.62	0.09	0.23	2.55	16567.25	0.33	1.40
14/6	0.08	0.21	0.30	0.18	0.29	0.74	0.09	0.59	1.48	1.20	102.06	138.81	15131.80	1246.22	0.09	0.23	2.59	16843.75	0.24	1.35