
日本経済展望

2014年4月



調査部 マクロ経済研究センター

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

目次

◆現状 p. 1

◆景気分析 p. 4

◆見通し p. 11

◆金利動向 p. 12

◆内外市場データ p. 14

調査部 マクロ経済研究センター（国内経済グループ）

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

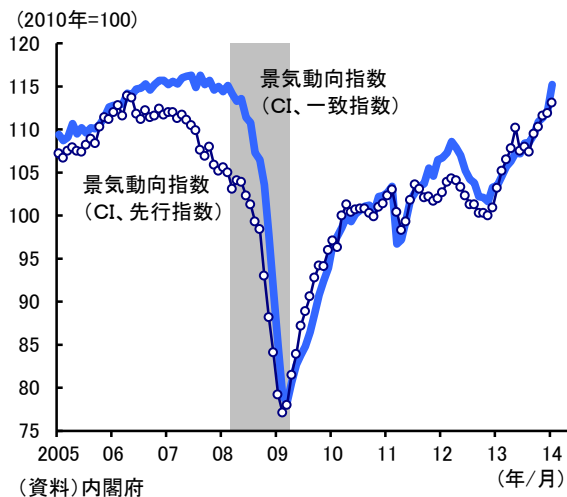
◆金利動向、内外市場データ担当 塚田 雄太（ Tel: 03-6833-6719 Mail: tsukada.yuta@jri.co.jp ）

◆本資料は2014年4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：景気は内需を中心に回復基調が持続

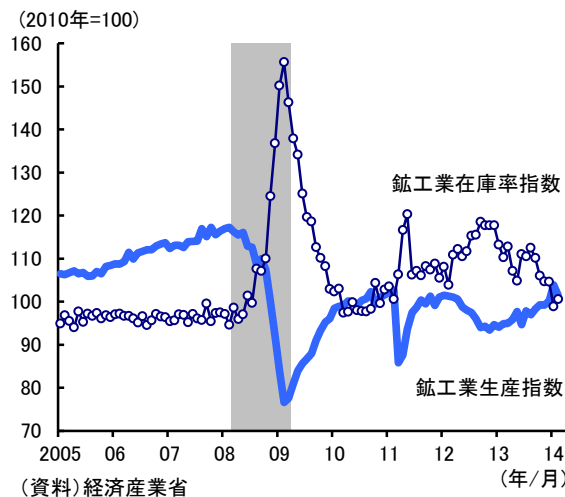
景気

在庫率低下や新規求人数増加などを受け、先行指数は2006年5月以来の高水準



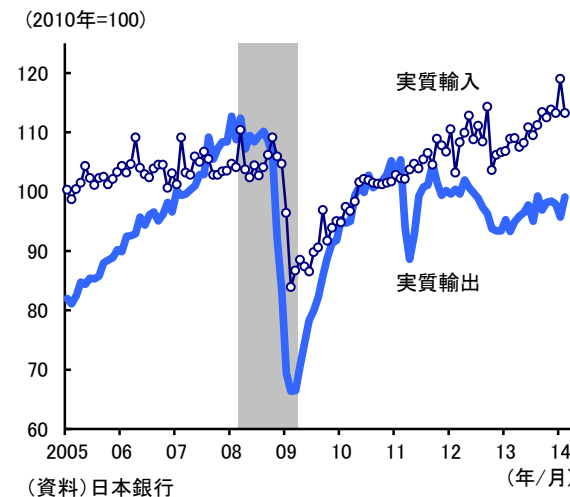
企業

大雪による工場の操業停止などの影響で、生産は減少



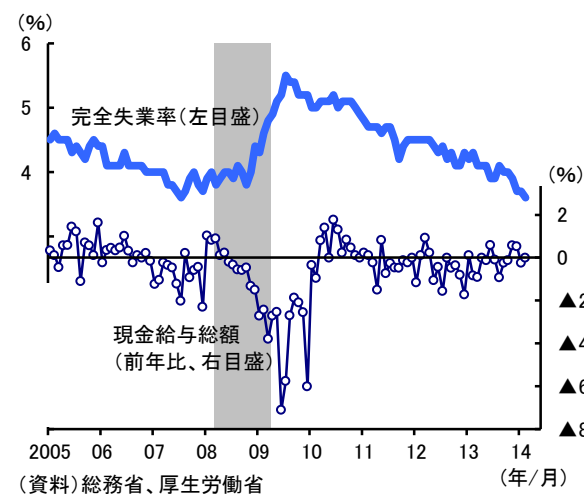
外需

輸出が伸び悩む一方、輸入は高止まり、外需の景気けん引力は低迷が持続



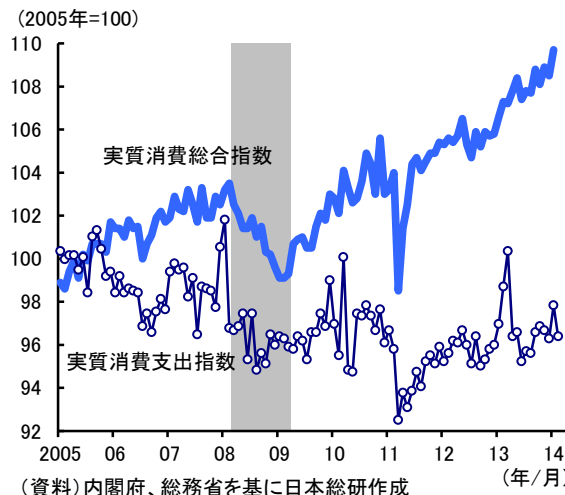
雇用所得

失業率は2007年7月以来の低水準
給与は所定内で減少持続



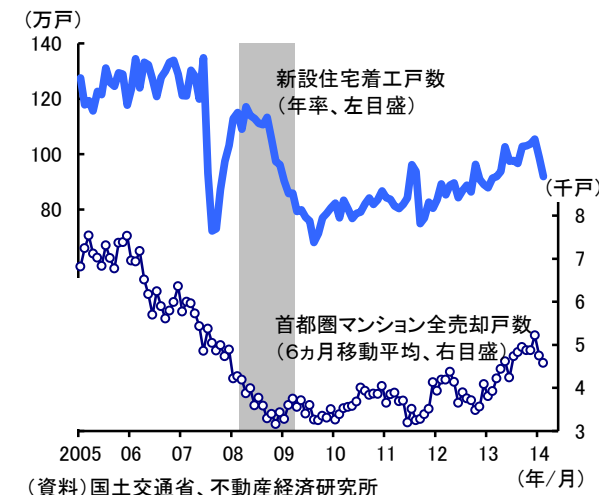
消費

個人消費は消費増税を直前に控え駆け込み需要が本格化



住宅

駆け込み需要の反動減により住宅着工は大幅に減少



※シャドー部は景気後退期

内需をけん引役に景気は回復傾向が持続

わが国景気は、内需をけん引役に回復傾向が持続。

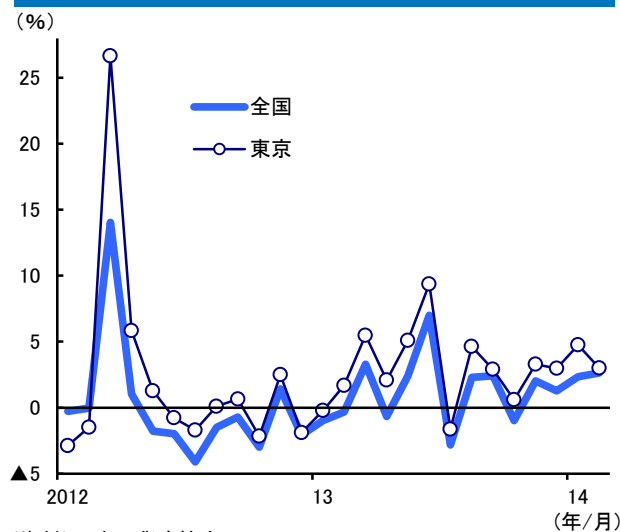
家計部門では、消費税率引き上げを控えた駆け込み需要が引き続き景気を押し上げ。2月是一部地域で大雪に見舞われたものの、百貨店売上高では増勢が続くなど、家計部門へのマイナス影響は限定的。

一方、企業部門では、当初増産が見込まれていた2月の鉱工業生産指数が、大雪による操業停止などを受けて低下。もっとも、大雪のマイナス影響は3月の増産によって一部吸収される見込み。

ただし、4月以降は消費税率引き上げに伴う駆け込みの反動減が不可避。景気ウォッチャー調査の先行き判断DIや、消費者態度指数の「耐久財の買い時」が大幅に低下しており、一時的に景気が冷え込む見通し。

内需が足許で好調な一方、外需は弱含んで推移。輸出がほぼ横ばいで推移していることに加えて、輸入は消費税率引き上げを控えた駆け込み需要の顕在化により増勢が加速。

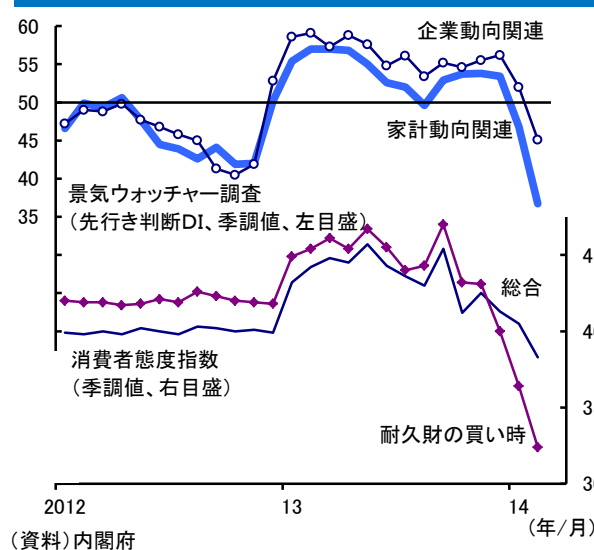
百貨店売上高(前年比)



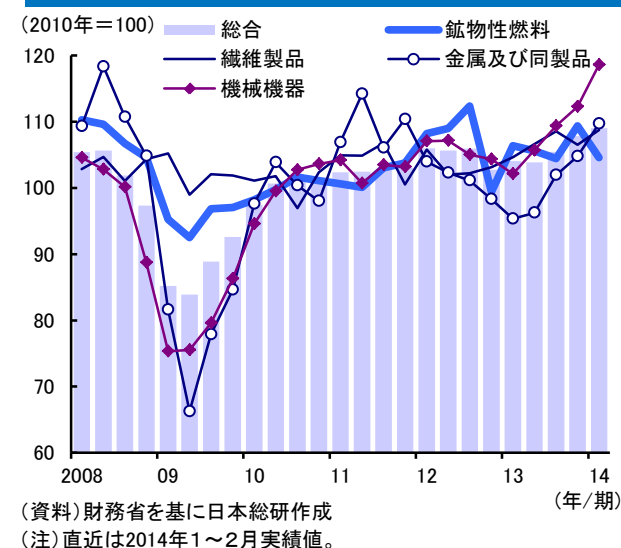
鉱工業生産指数(季調値)



景気ウォッチャー調査と消費者態度指数



財別輸入数量指数(季調値)



日銀短観：景況感は足元改善も、先行きは反動減から悪化

現状

景気分析

見通し

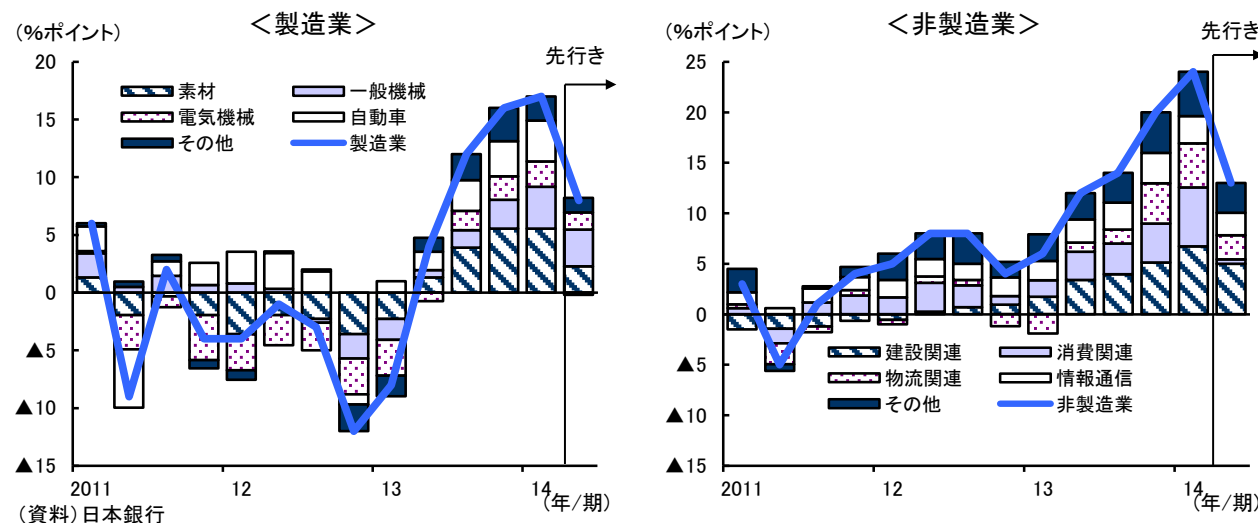
金利動向

3月の業況判断DIは、全規模・全産業ベースで、前回（12月）調査対比+4%ポイントの12%ポイントと1991年11月調査以来の水準に改善。とりわけ、大企業・非製造業では、消費増税前の駆け込みから、前回調査対比+4%ポイントと大幅に上昇。もっとも、大企業・製造業では、同+1%ポイントの改善にとどまっており、素材関連を中心に需要が伸び悩んだ可能性。実際、2013年度の国内売上高の見込みが前回調査対比▲0.7%ポイントの下方修正に。

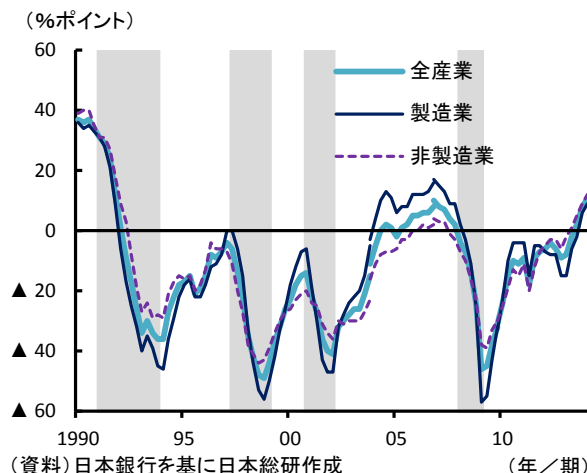
先行きは、駆け込みの反動減と、物価上昇による購買力低下などの予想から、すべての規模、業種で業況判断DIが悪化する見込み。

一方、2014年度の大企業・製造業の設備投資計画は、前年度比+3.6%と過去の景気回復局面並みの増加計画。さらに、生産・営業用設備判断DIや雇用人員判断DIに先行き大きな悪化はみられておらず、企業は、消費増税による景気の落ち込みが1997年の増税時ほどにはならないとみている様子。

大企業の業況判断DI

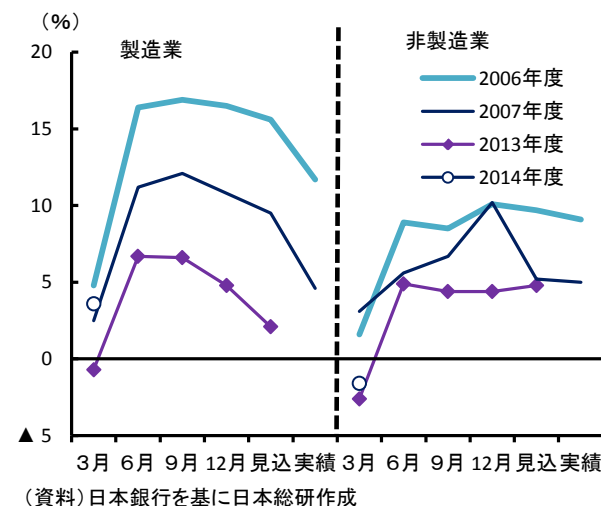


全規模の業況判断DI



(注1) 2004年3月調査から調査対象企業等の見直しによりデータ不連続
(注2) シャド一部は景気後退期を表す

設備投資計画



構造変化により円安の押し上げ効果が低下している可能性

現状

景気分析

見通し

金利動向

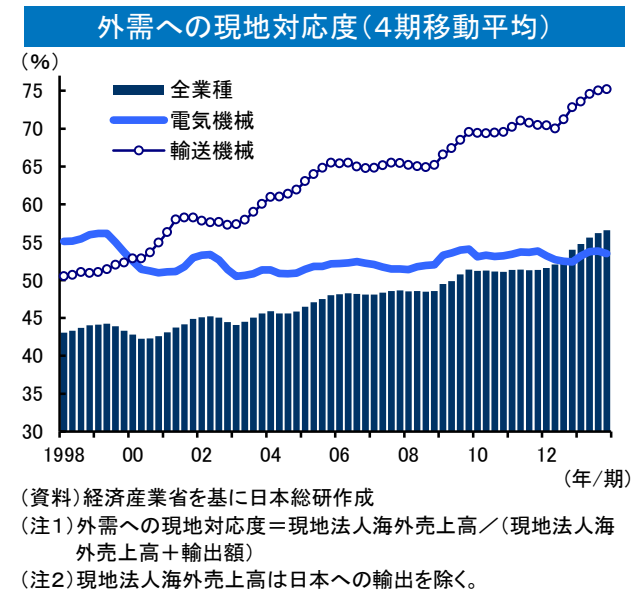
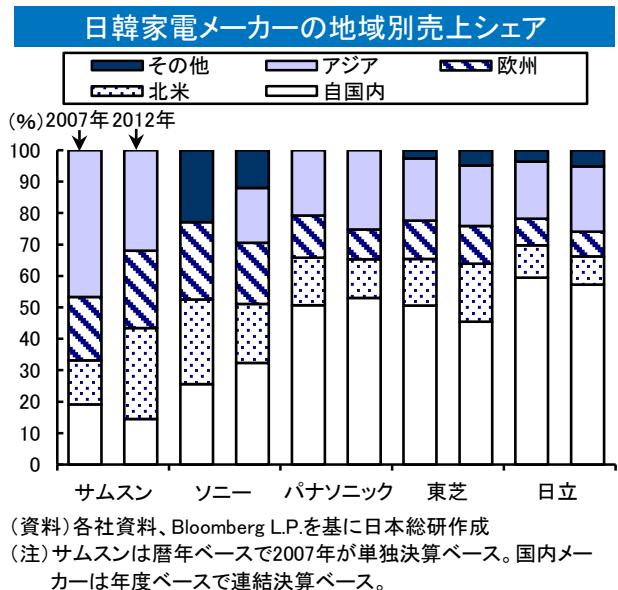
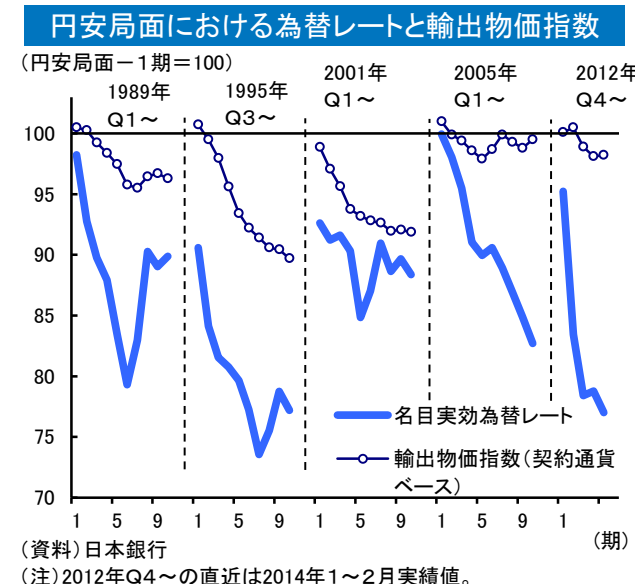
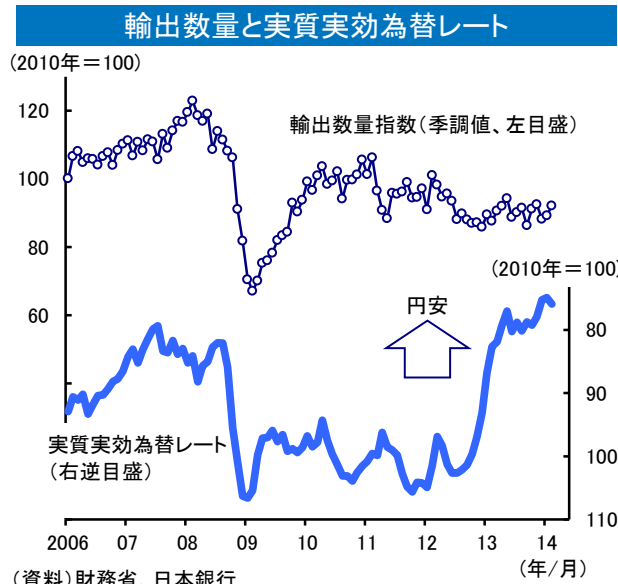
わが国景気の不安要素の一つが外需の動向。輸出ではアベノミクス始動後、円相場が大幅に下落したものの、足許で数量の顕著な増加はみられず。

契約通貨ベースの輸出物価指数をみると、今回の円安局面では、外貨建て輸出価格を引き下げる動きが従来ほど看取されず。円安を通じた価格引き下げが限られるなか、円安による輸出数量の押し上げ効果は、以前と比べて低下している可能性。

さらに、企業が輸出価格を引き下げたとしても、以下3点から数量押し上げ効果に過大な期待はできず。

第1に、中国や韓国などアジア新興国の技術面でのキャッチアップや低価格を武器とした世界的なシェア急拡大。一方で、わが国ではこれまでの円高や構造改革の遅れなどが重しとなり、電気機械産業などで市場シェアを喪失。

第2に、新興国の旺盛な需要を取り込むための生産拠点の海外シフトや国際分業体制の構築。その結果、外需に対する現地法人売上高比率は自動車などで大きく上昇。



海外景気の回復が下支えとなり輸出は緩やかに持ち直しへ

現状

景気分析

見通し

金利動向

第3に、地産地消に伴う輸出誘発効果の低迷。わが国企業の現地法人は仕入れにおいて現地調達を積極化したため、海外生産の拡大が、従来のようにわが国からの中間財や資本財の輸出増加に結び付きにくくなっている状況。ちなみに、輸入による仕入シェアが横ばいで推移した場合、現地法人の仕入額が、今後弊社の世界成長見通しと同等の+3%で増加しても、輸出誘発額は2013年度から2016年度にかけて+1.3兆円の増加にとどまると試算。

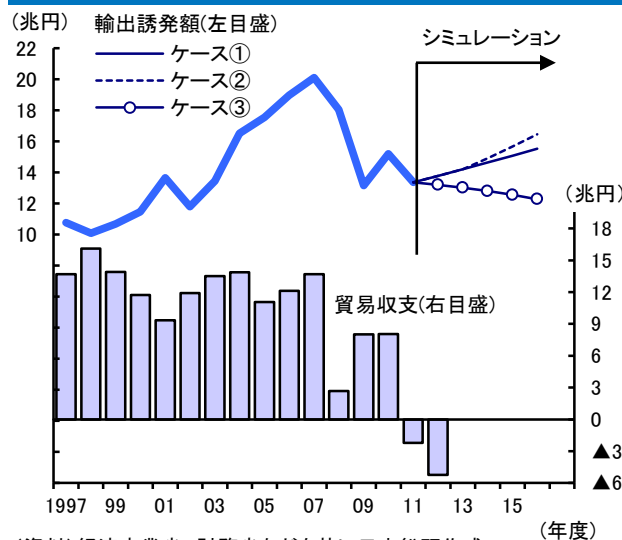
このほか、アベノミクス始動以降、消費増税前の駆け込みや景気対策など内需が好調に推移していることから、企業が国内向け出荷を優先していることも輸出の抑制要因に。

以上を踏まえると、先行き輸出は、世界景気の持ち直しが押し上げ要因として働くものの、企業の経営姿勢の変化や輸出の構造変化などが重石となり、回復ペースは緩やかにとどまる見通し。

わが国外需の低迷についての分析の詳細は、2014年3月31日発表リサーチ・フォーカスNo. 2013-046「わが国輸出入の構造変化を探る 一貿易赤字はピークアウトも黒字化には時間一」を参照。

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

輸出誘発額と貿易収支(試算)



(資料)経済産業省、財務省などを基に日本総研作成

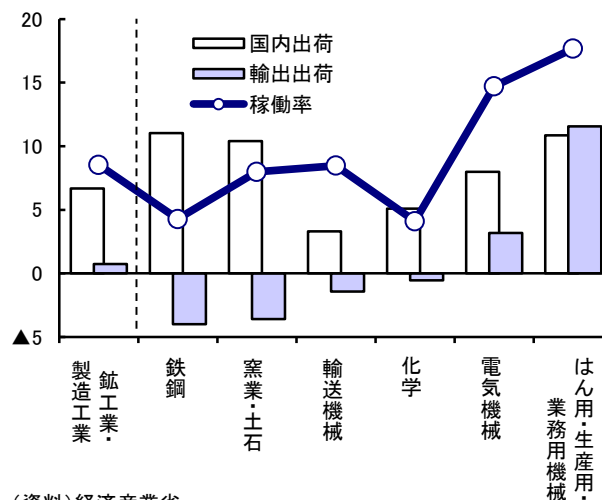
【前提】

海外現地法人の仕入高合計(A)の2012年度、2013年度は日本総研世界GDP成長率の見込み値と同じ伸びで推移。日本からの輸入に占める中間財比率と資本財比率は直近実績値で横ばいで推移。

【試算】

- ケース①: Aが+3%(世界成長率と同等)、現地法人仕入高に占める日本からの輸入シェア(B)が直近実績値で横ばい推移。
- ケース②: Aが+5%(新興国成長率と同等)、Bが直近実績値で横ばい推移。
- ケース③: Aが+3%、Bが2000~07年度の平均変化率で低下。

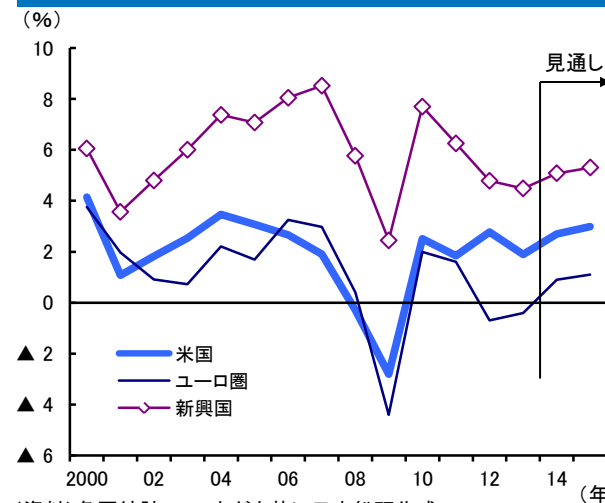
アベノミクス始動後の稼働率と出荷の変化



(資料)経済産業省

(注)2013年1月=100とした際の直近3ヵ月平均との水準変化。

世界経済の見通し



(資料)各国統計、IMFなどを基に日本総研作成

(注)米国、ユーロ圏は現地通貨ベース。その他は購買力平価ベース。

消費増税の反動減は不可避も、経済対策が景気を下支え

現状

景気分析

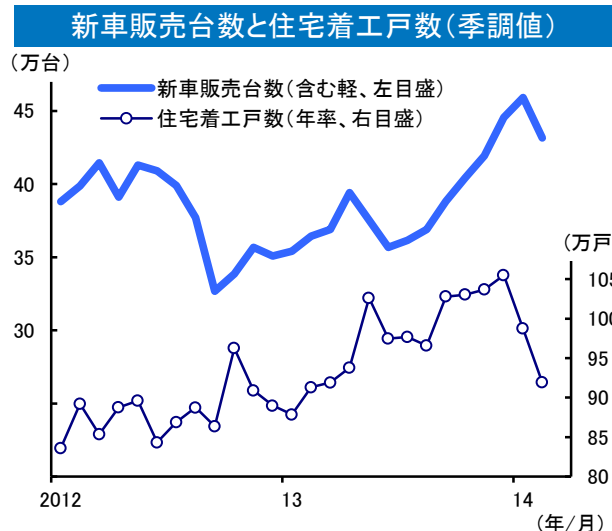
見通し

金利動向

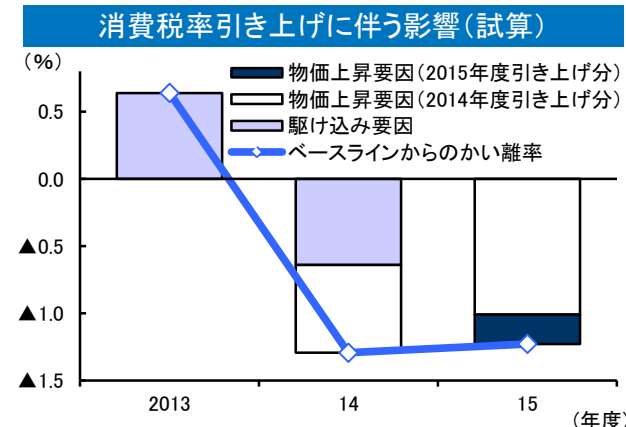
内需では、消費税率の引き上げが景気変動要因に。駆け込み需要は景気を大きく押し上げる一方、引き上げ後の反動減が不可避。新車販売や住宅着工は足許で大きく減少しており、反動減とみられる動きが看取。

加えて、消費税率引き上げによる物価上昇が、家計の購買力低下を通じて実質個人消費を押し下げること。ちなみに、2015年10月の8%→10%への消費税率再引き上げも予定通り実施された場合、消費税率の引き上げは、合わせて2014年度および2015年度の実質GDPをそれぞれ▲1.3%ポイント、▲1.2%ポイント押し下げると試算。

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



(資料) 日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会、国土交通省を基に日本総研作成



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

消費税率引き上げに備えた対応策とその効果(試算)

●対応策の中身 (兆円)

【競争力強化策】	1.4
五輪関連インフラ整備	0.10
【若者・高齢者向け施策】	0.3
【復興、防災・安全対策】	3.1
震災からの復旧・復興	1.93
国土強靱化、防災・減災	1.09
【低所得者・子育て支援】	0.7
【税制措置(別パッケージ)】	1.0
企業向け減税	0.73
賃上げ促進税制拡充	0.16
住宅ローン減税拡充	0.11

●対応策の景気押し上げ効果 (%ポイント)

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

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

事業環境改善を背景に設備投資は増勢に向かう見通し

現状

景気分析

見通し

金利動向

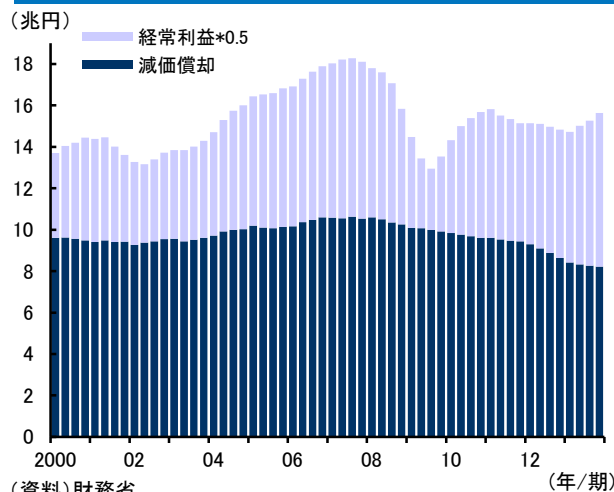
政策面での景気下支えのほか、内需の自律回復メカニズムも徐々に明確化する見込み。

自律回復の起点となる企業部門では、企業業績やキャッシュフローが回復するなど、収益・財務面からみた投資環境は大幅に改善。さらに、企業の設備過剰感も総じて解消の方向。

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

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

企業のキャッシュフロー（全産業、4四半期平均）

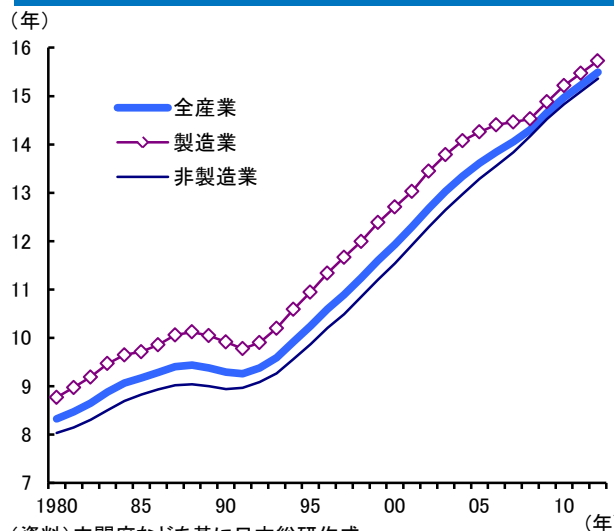


(資料)財務省

(注1)キャッシュフロー＝経常利益*0.5＋減価償却費

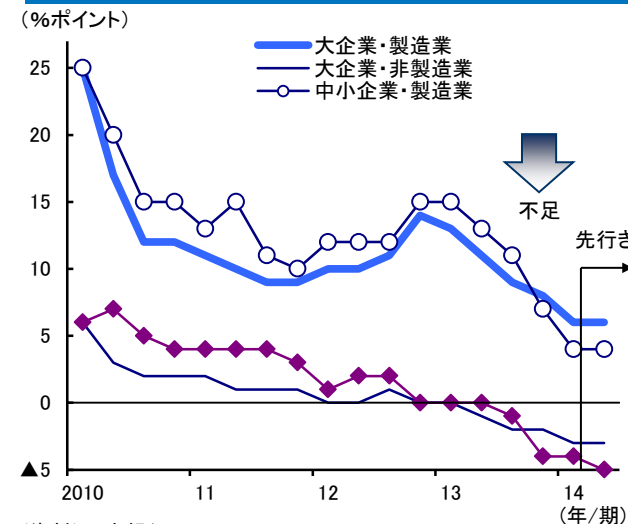
(注2)金融業、保険業を除く。

設備の平均経過年数



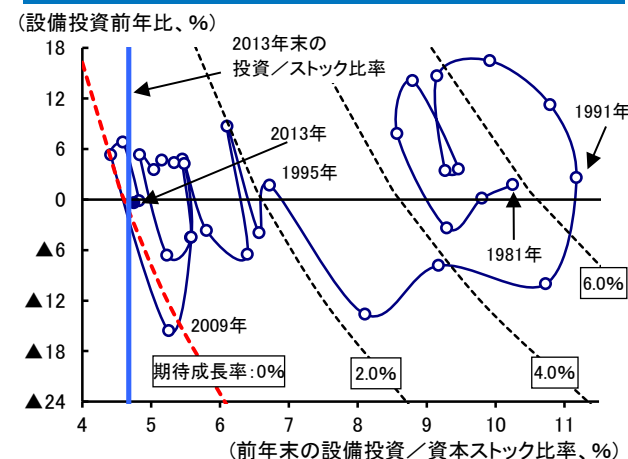
(資料)内閣府などを基に日本総研作成

日銀短観生産・営業用設備判断DI



(資料)日本銀行

資本ストック循環図（全産業）



(資料)内閣府を基に日本総研作成

(注)期待成長率ラインは、資本係数変化率・除却率の2000年代均を基に算出。

企業の収益回復が家計の所得環境の改善にも波及

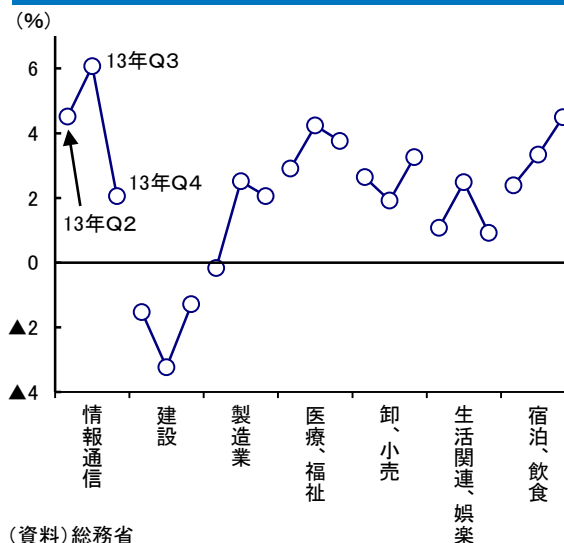
企業部門の収益環境改善は、家計の所得面にも波及していく見込み。

雇用環境を産業別にみると、建設業では雇用者数が減少しているものの、景気の回復と収益環境の改善を受けて、そのほか幅広い産業で雇用者数は増加。

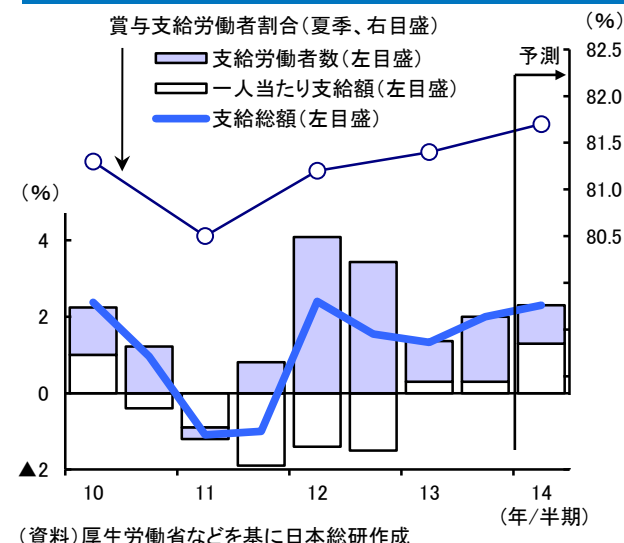
加えて、賃金を取り巻く環境も改善。景気回復に伴い企業の生産活動が拡大するなか、残業時間の増加を通じて所定外給与の増加が見込まれるほか、企業収益の改善がボーナスなど特別給与の増加につながる見込み。ちなみに、今夏のボーナスは、支給対象の労働者数と一人当たり支給額がともに増加し、5期連続の前年比増加となる見通し。さらに、足許で物価の上昇傾向が続くなか、家計の購買力維持に向けて賃上げを求める動きも強まる方向。実際に今年の春闘では、大手を中心にベースアップに踏み切る動きが広がり、賃金の引き上げ率は昨年から拡大。

以上を踏まえて、今後の雇用者報酬は、雇用者数の増加ペースが鈍化するものの、特別給与の増加を主因に、一人当たりでは堅調な伸びが続く見通し。

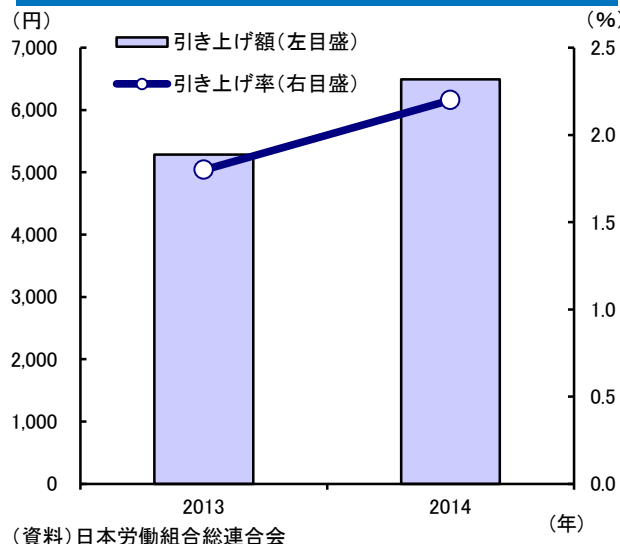
産業別雇用者数(前年比)



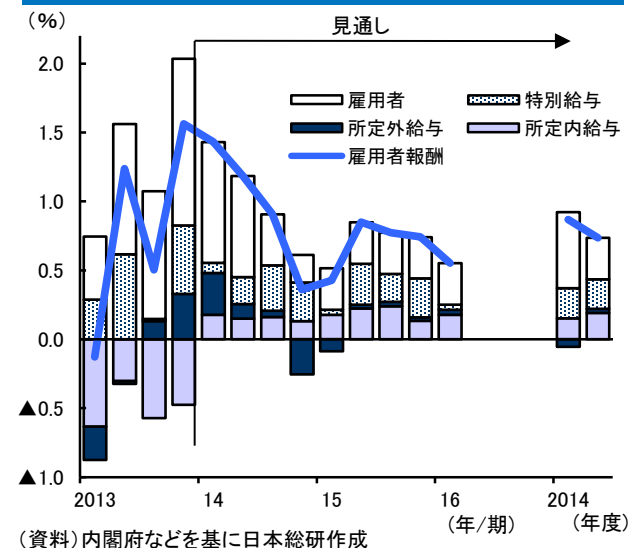
賞与支給総額(前年比)



春闘における賃金引き上げ状況



雇用者報酬(前年比)



本格的な自律回復は道半ば

自律回復メカニズムは作動しているものの、内需はなお脆弱な面も。

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

所得環境をみると、まず雇用面では、失業率が低下する一方、雇用失業率と欠員率の関係を示すUV曲線は、構造的失業率が高水準で推移していることを示唆。雇用のミスマッチが雇用者数の増勢抑制に作用。次に賃金面では、景気循環に応じて変動する需要不足失業率が低下し、所定内給与の上昇圧力増大が期待されるものの、中小企業を中心に所定内給与の引き上げには依然慎重。この結果、労働需給と所定内給与の相関は足許で大きく低下。

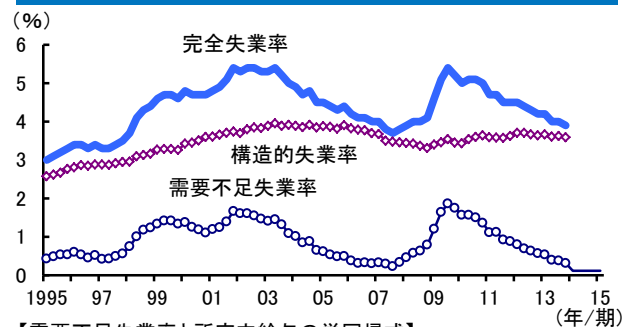
本格的な自律回復には、企業が期待成長率の上昇を通じて「持続的な成長」を確信することが不可欠。もっとも、期待成長率は景気回復の持続により1年程度かけて醸成されるもので、政府の成長戦略の効果が発現するまでは、設備投資や雇用者報酬の伸びも限定的となる見込み。

設備稼働率と実質設備投資(季調値)



(資料)内閣府、経済産業省などを基に日本総研作成

構造的失業率と需要不足失業率(試算)



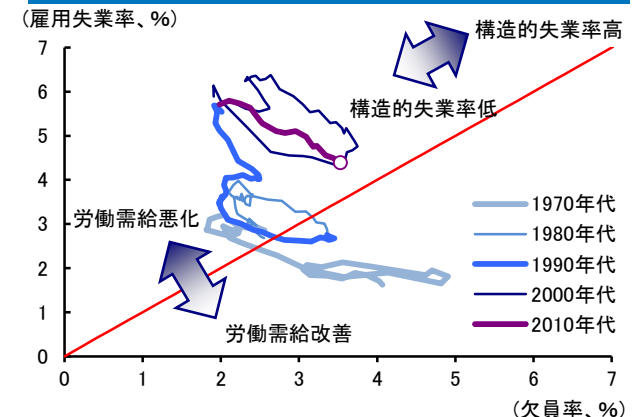
【需要不足失業率と所定内給与の単回帰式】

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

(資料)総務省、厚生労働省などを基に日本総研作成

(注)需要不足失業率の実線は、予測値を基にした試算。

UV曲線



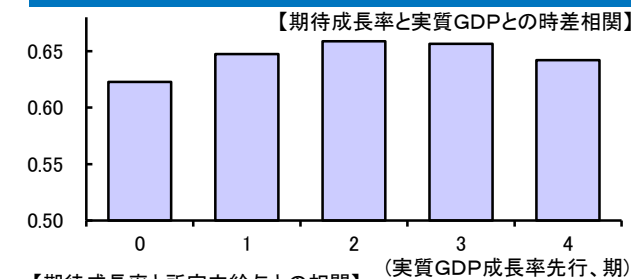
(資料)総務省、厚生労働省

(注1)雇用失業率=完全失業者数/(完全失業者数+雇用者数)

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

(注3)白抜きの○印は直近の2013年10～12月期実績値。

成長率、所定内給与と期待成長率との相関



【期待成長率と所定内給与との相関】

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

(資料)内閣府、厚生労働省を基に日本総研作成

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

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

日銀が掲げる「2年後、+2%」の物価目標達成は困難

現状

景気分析

見通し

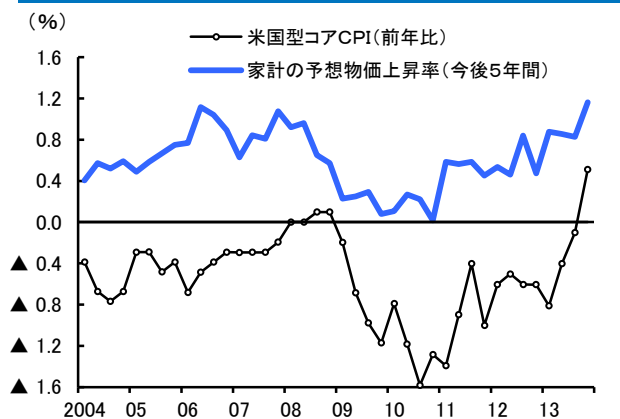
金利動向

物価動向をみると、幅広い品目で価格上昇・下げ止まりの動き。背景に、インフレ期待の上昇に加え、家計の消費行動の変化。財・サービスの平均購入単価は昨年初から大幅に上昇し、CPIとのかい離幅が拡大。これは、家計の低価格志向が緩和してきていることを示唆しており、デフレ脱却に向けた環境は徐々に整いつつあると判断。

もっとも、足許の物価上昇ペースの加速は、円安に伴う輸入物価上昇の影響も。今後は、円安による物価上昇圧力がはく落するため、物価上昇ペースの大幅な加速は見込みにくく、日銀が掲げる2%の物価目標の達成も困難。

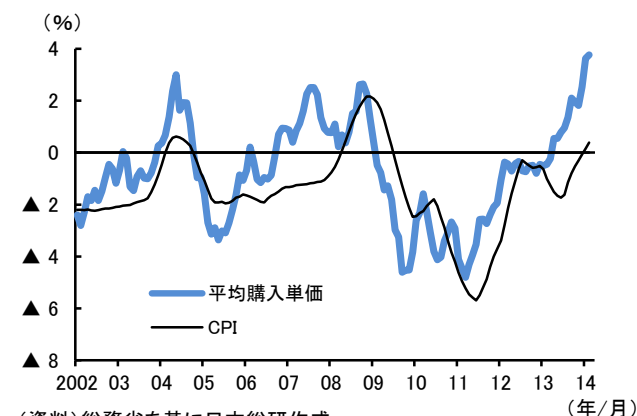
消費税率の引き上げは、コアCPI前年比を+2.0%ポイント（4月は経過措置の影響で+1.7%ポイント）押し上げる見込み。前回の消費税率引き上げ時には、個別の価格転嫁にバラツキはあったものの、全体としてみればほぼ100%転嫁されており、今回も前回同様の価格転嫁状況を想定。もっとも、今回は政府が転嫁拒否の監視を強めており、CPIが想定以上に上振れする可能性も。

CPIと家計の予想物価上昇率



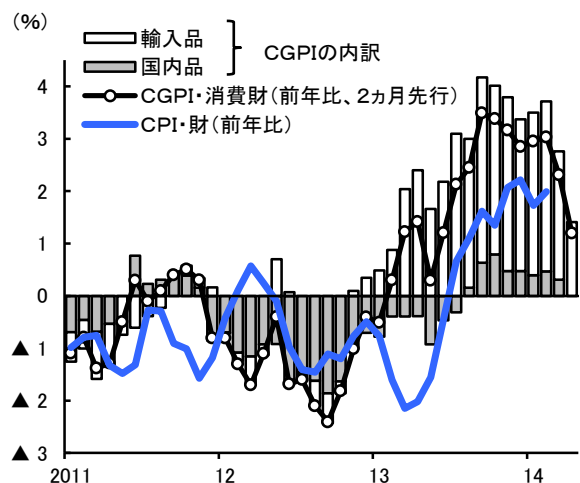
(資料)総務省、日本銀行を基に日本総研作成
(注1)家計の予想物価上昇率は、日銀の「生活意識に関するアンケート調査」を用い、修正カルソン・パーキン法により推計。同調査は2013年6月より消費税率引き上げの影響を除くベースで調査。
(注2)米国型コアCPIは食料(酒類を除く)およびエネルギーを除く。

平均購入単価とCPI(6ヵ月平均、前年比)



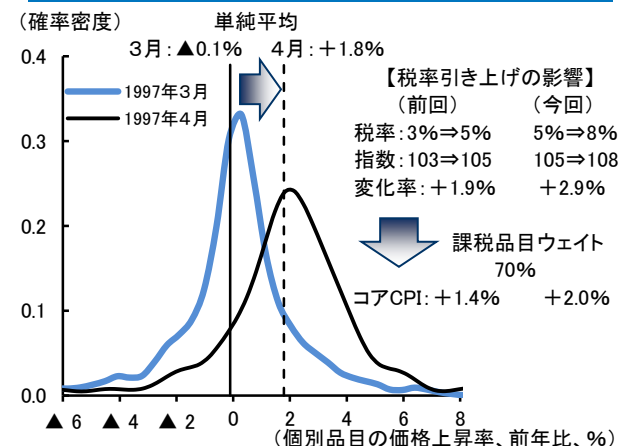
(資料)総務省を基に日本総研作成
(注1)平均購入単価は、個別品目の「支出金額/購入数量」を支出金額ウェイトで加重平均。CPIとの比較が困難な品目と生鮮食品、石油製品、光熱費、自動車については、集計から除外。
(注2)CPIは、平均購入単価と同品目の指数を同ウェイトで統合。

消費財の企業間取引価格と小売価格



(資料)総務省を基に日本総研作成
(注)CPI・財は、電気・都市ガス・水道を除く。

前回消費税率引き上げ前後の価格分布



(資料)総務省をもとに日本総研作成
(注)グラフは個別品目(生鮮食品と非課税品目を除く)の価格上昇率をもとに推計したカーネル密度分布。

消費増税を乗り越えて政策主導から徐々に自律回復へ

現状

景気分析

見通し

金利動向

わが国主要経済指標の予測値(2014年4月2日時点)

(四半期は前期比年率、%、%ポイント)

	2013年 10~12 (実績)	2014年				2015年				2016年 1~3	2013年度		
		1~3 (予測)	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12		2013年度 (予測)	2014年度	2015年度
実質GDP	0.7	4.9	▲ 5.5	2.8	2.3	2.2	1.0	0.8	▲ 2.7	1.1	2.3	0.6	0.9
個人消費	1.6	6.1	▲ 12.5	2.9	0.9	0.8	0.8	2.7	▲ 6.0	1.2	2.3	▲ 1.2	0.4
住宅投資	17.6	▲ 9.8	▲ 23.0	▲ 11.9	1.0	4.5	4.9	▲ 5.6	▲ 11.9	▲ 6.3	8.0	▲ 7.5	▲ 1.7
設備投資	3.0	5.2	3.9	4.9	5.7	5.9	4.2	4.6	2.5	3.4	0.3	4.4	4.5
在庫投資 (寄与度)	(0.1)	(▲ 0.4)	(0.3)	(0.0)	(0.2)	(0.1)	(▲ 0.2)	(▲ 0.2)	(0.1)	(0.0)	(▲ 0.2)	(0.1)	(▲ 0.0)
政府消費	1.9	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	2.3	0.9	0.6
公共投資	8.7	2.1	1.5	3.6	1.0	0.3	▲ 9.3	▲ 27.9	▲ 13.4	▲ 5.0	16.9	3.9	▲ 10.5
純輸出 (寄与度)	(▲ 2.1)	(0.6)	(2.3)	(0.3)	(0.6)	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(1.7)	(0.1)	(▲ 0.4)	(0.4)	(0.4)
輸出	1.7	4.1	4.6	5.5	5.9	5.1	4.1	3.9	3.6	3.6	3.4	4.1	4.4
輸入	14.7	0.5	▲ 7.6	3.2	2.3	2.5	2.4	2.5	▲ 4.5	2.6	5.3	1.4	1.6

(前年比、%)

名目GDP	2.2	3.0	1.3	1.9	2.0	1.6	1.9	2.4	1.1	1.1	2.0	1.7	1.6
GDPデフレーター	▲ 0.3	0.1	1.1	1.1	1.1	1.1	▲ 0.2	0.8	0.9	1.1	▲ 0.3	1.1	0.7
消費者物価 (除く生鮮)	1.1	1.3	3.2	3.0	2.9	3.0	1.1	1.2	2.5	2.6	0.8	3.0	1.8
(除く生鮮、消費税)	1.1	1.3	1.2	1.0	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3	0.8	1.0	1.2
鉱工業生産	5.7	7.8	4.7	2.4	2.2	▲ 0.7	3.0	3.6	1.9	0.9	3.1	2.1	2.4

完全失業率 (%)	3.9	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.6	3.6	3.9	3.7	3.6
経常収支 (兆円)	▲ 1.36	0.56	0.29	1.05	▲ 0.67	1.13	0.49	1.65	0.41	2.51	2.29	1.81	5.06
対名目GDP比 (%)	▲ 1.1	0.5	0.2	0.9	▲ 0.5	0.9	0.4	1.3	0.3	2.0	0.5	0.4	1.0
円ドル相場 (円/ドル)	100	103	103	104	105	106	107	108	109	110	100	105	109
原油輸入価格 (ドル/バレル)	112	111	110	110	110	110	110	110	110	110	109	110	110

(資料) 内閣府、総務省、経済産業省、財務省などを基に
日本総研作成

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

海外経済の前提

	2013年 (実績)	2014年 (予測)	2015年 (予測)
米国	1.9	2.7	3.0
ユーロ圏	▲ 0.4	0.9	1.1
中国	7.7	7.4	7.4

過去の実質GDP予測値

	2012年度 (実績)	2013年度 (予測)	2014年度 (予測)	2015年度 (予測)
1月号	0.7	2.5	0.9	0.9
2月号	0.7	2.5	0.9	0.9
3月号	0.6	2.3	0.6	0.9

わが国景気は公共投資の増加や消費増税前の駆け込み需要により、年度末にかけて成長率は再び加速へ。

一方、2014年度は4～6月期にかけて消費税率引き上げによる反動減が景気下押しに作用。もっとも、その後は、①経済対策の着工・進捗に伴う公共投資の増加、②企業向け減税や家計支援による内需の下支え、③米国など堅調な海外景気を背景とする輸出環境の改善、により景気は回復軌道へ復帰する見通し。

2015年度は経済対策の着工・進捗がピークアウトし公共投資は減少。一方、2014年度に打ち出された投資・法人減税が企業部門に対してプラスに作用するほか、家計部門も所得雇用環境の緩やかな改善が見込まれ、景気の自律回復メカニズムが徐々に強まっていく見通し。

消費者物価は、景気押し上げを通じたGDPギャップの縮小や、日銀の金融緩和によりプラス基調が続くものの、今後円安による物価上昇圧力がはく落するとみられ、上昇ペースは緩慢となる見通し。日銀は、物価上昇率が想定シナリオよりも下振れていることが明らかになれば、追加緩和策を講じる公算。

長期金利は当面低水準で推移。その後は上昇へ。

現状

景気分析

見通し

金利動向

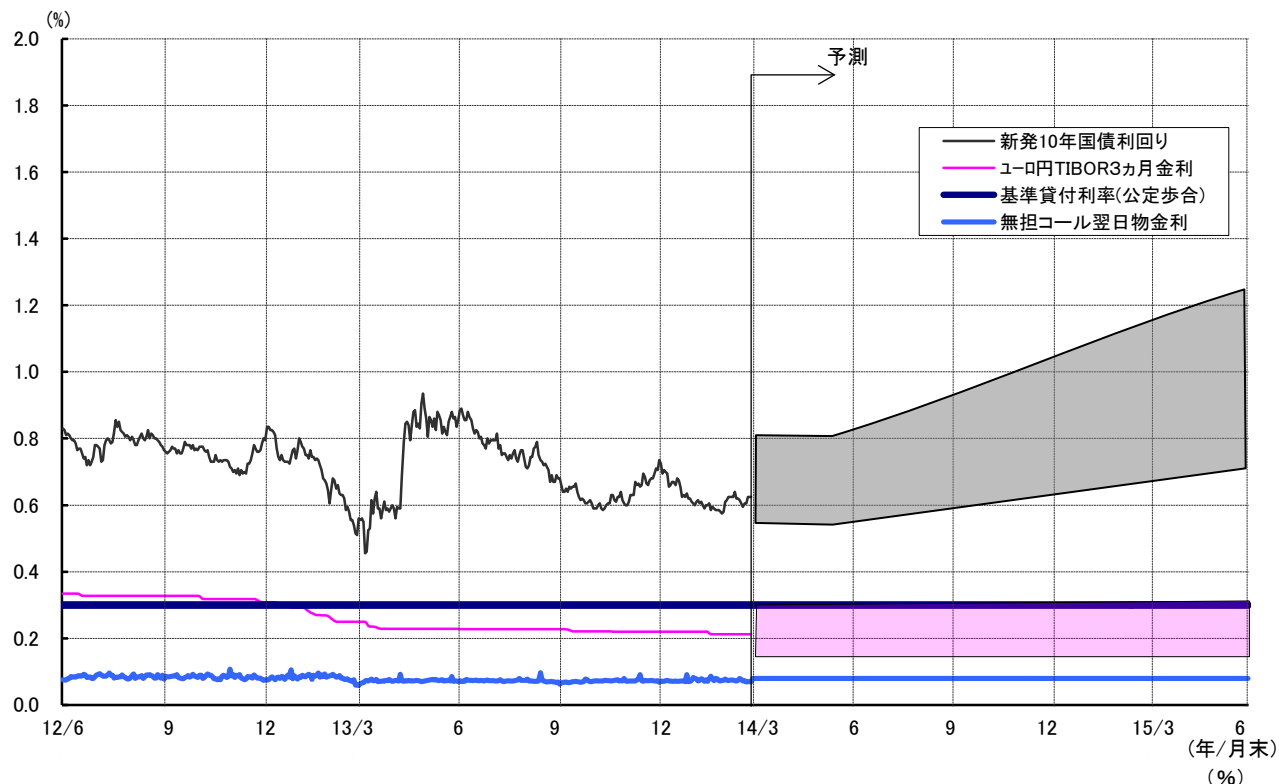
日銀は、3月10、11日の定例会合で、金融政策の現状維持を決定。景気が回復基調を続けていることや消費者物価の上昇が想定通りのコースをたどるなか、昨年4月の決定施策を着実に実施し、その効果を確認していく方針。

今後を展望すると、当面は、緩和効果を見極めるため、現状ペースでの資産買い入れを続ける見込み。もっとも、春以降は、消費者物価の上昇ペース鈍化が予想され、これを受け7月にもETFの購入拡大を中心とした追加緩和策を講じる見込み。

長期金利は、3月入り後、株価下落の一服など受け上昇したものの、中旬以降、ウクライナ情勢の緊迫化や中国経済の先行き不透明感の強まりから投資家のリスク回避姿勢が強まり、0.6%近辺で一進一退の推移。

先行きを展望すると、内外景気の先行き不透明感が残るなか、当面は横ばい圏内での推移が続く見通し。その後、不透明要因が払拭されていけば、景気の回復基調や、消費者物価の上昇期待、米国金利の上昇などを背景に、金利は徐々に上昇トレンドに。

わが国主要金利の見通し



	2013年			1~3	2014年			1~3	4~6
	4~6	7~9	10~12		4~6	7~9	10~12		
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	0.23	0.22	0.22	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
円スワップ5年物金利	0.45	0.45	0.36	0.33	0.40	0.43	0.45	0.48	0.52
新発10年国債利回り	0.73	0.77	0.63	0.63	0.68	0.73	0.78	0.83	0.87

(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

日米長期金利差は、当面は横ばいでの推移の見込み

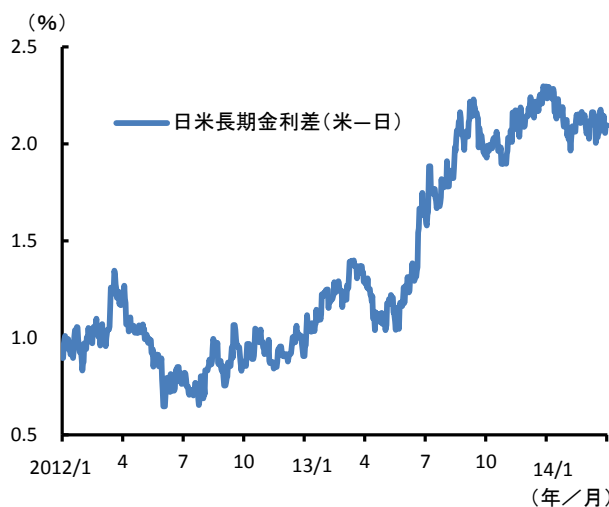
2013年入り以降、拡大していた日米長期金利差は、秋以降、概ね横ばいで推移。

この背景には、日銀による追加国債購入期待の後退。金利差の拡大は、米国金利が上昇する一方で、わが国金利が日銀の大規模な国債購入によって、振れを伴いつつも低下傾向をたどったため。しかし、その後、CPI（除く生鮮食品）が、10～12月期に前年比+1.1%となるなど、日銀の想定通りに上昇していることから、追加緩和期待が後退。金利低下圧力が薄れ、日米金利の連動性が復活。

先行きを展望すると、当面、日米金利差は横ばい圏内で推移する見込み。わが国長期金利を要因分解し、このうちのプレミアム分と日銀の国債買い入れ額との関係をみると、プレミアム分は、2014年末までの国債買い入れをほぼ織り込み済み。

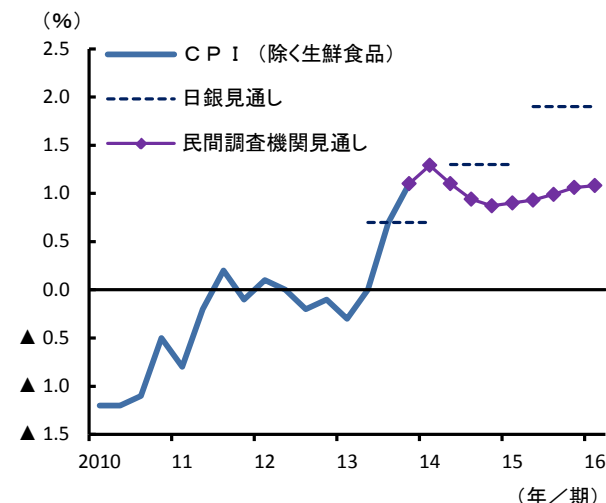
もっとも、CPI上昇率が日銀の想定を下回れば、日銀の国債買い増し期待が高まり、米国金利の上昇局面でもわが国金利は上昇せず、日米長期金利差が再び拡大する可能性も。

日米長期金利差



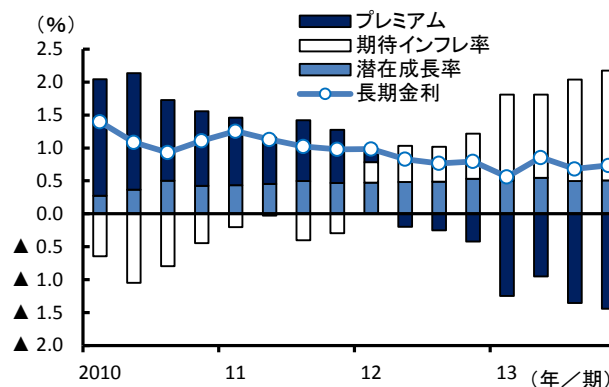
(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

CPI(除く生鮮食品)の推移



(資料) 総務省、日本銀行、ESPフォーキャストを基に日本総研作成
(注) 2014年4～6月期以降は、消費増税の影響を除くベース

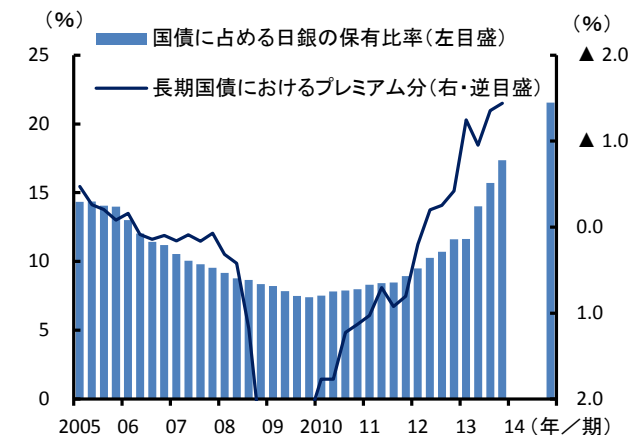
長期金利の要因分解



(資料) Bloomberg L.P.、内閣府、を基に日本総研作成

(注1) 長期金利＝潜在成長率(前年比)＋期待インフレ率＋プレミアムと設定
(注2) 期待インフレ率はブレーク・イーブン・インフレ率を使用
(注3) プレミアムは「潜在成長率＋期待インフレ率」と実際の長期金利との差

国債に占める日銀の保有比率とプレミアム分



(資料) Bloomberg L.P.、財務省、内閣府、日本銀行を基に日本総研作成
(注) 2014年末の日銀保有比率は、日銀目標値から算出

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 (%)
10/8	0.10	0.37	0.49	0.42	0.54	1.04	0.14	0.99	1.48	1.41	85.37	110.12	9268.23	834.51	0.19	0.36	2.68	10350.40	0.90	2.37
10/9	0.10	0.36	0.47	0.41	0.55	1.13	0.14	1.07	1.48	1.43	84.38	110.47	9346.72	836.55	0.19	0.29	2.64	10598.07	0.88	2.34
10/10	0.10	0.34	0.45	0.38	0.47	0.97	0.14	0.90	1.48	1.34	81.80	113.69	9455.09	827.07	0.19	0.29	2.51	11044.49	1.00	2.37
10/11	0.10	0.34	0.45	0.40	0.55	1.12	0.16	1.05	1.48	1.37	82.58	112.61	9797.18	849.90	0.19	0.29	2.74	11198.31	1.04	2.56
10/12	0.10	0.34	0.45	0.41	0.64	1.26	0.21	1.19	1.48	1.53	83.22	110.06	10254.46	894.54	0.18	0.30	3.28	11465.26	1.02	2.96
11/1	0.10	0.34	0.45	0.41	0.64	1.27	0.19	1.21	1.48	1.53	82.62	110.49	10449.53	924.36	0.17	0.30	3.36	11802.37	1.02	3.05
11/2	0.10	0.34	0.45	0.43	0.72	1.34	0.23	1.29	1.48	1.60	82.57	112.80	10622.27	948.61	0.16	0.31	3.56	12190.00	1.09	3.23
11/3	0.10	0.34	0.45	0.40	0.64	1.29	0.22	1.25	1.48	1.62	81.64	114.45	9852.45	883.59	0.14	0.31	3.40	12081.48	1.18	3.25
11/4	0.09	0.33	0.44	0.39	0.64	1.31	0.21	1.27	1.48	1.68	83.17	120.35	9644.62	843.89	0.10	0.28	3.43	12434.88	1.32	3.35
11/5	0.09	0.33	0.44	0.36	0.56	1.20	0.19	1.15	1.48	1.57	81.15	116.24	9650.78	837.02	0.09	0.26	3.15	12579.99	1.43	3.11
11/6	0.09	0.33	0.44	0.37	0.54	1.15	0.17	1.13	1.48	1.52	80.47	115.89	9541.53	822.06	0.09	0.25	2.99	12097.31	1.49	2.97
11/7	0.09	0.33	0.44	0.37	0.53	1.12	0.16	1.12	1.48	1.50	79.27	113.30	9996.68	861.29	0.07	0.25	2.98	12512.33	1.60	2.79
11/8	0.09	0.33	0.44	0.33	0.46	1.02	0.14	1.03	1.48	1.40	77.05	110.46	9072.94	778.73	0.10	0.29	2.29	11326.62	1.55	2.25
11/9	0.09	0.33	0.43	0.34	0.45	0.99	0.14	1.01	1.48	1.39	76.86	105.70	8695.42	753.81	0.08	0.35	1.96	11175.45	1.54	1.87
11/10	0.10	0.33	0.43	0.35	0.47	1.01	0.15	1.01	1.48	1.40	76.68	105.26	8733.56	750.34	0.07	0.41	2.13	11515.93	1.58	2.04
11/11	0.09	0.33	0.43	0.37	0.47	0.99	0.13	0.99	1.48	1.40	77.54	105.09	8506.11	730.12	0.08	0.48	2.00	11804.33	1.49	1.95
11/12	0.09	0.33	0.43	0.38	0.49	1.00	0.14	1.01	1.48	1.40	77.84	102.35	8505.99	732.53	0.07	0.56	1.97	12075.68	1.43	1.99
12/1	0.09	0.33	0.43	0.37	0.47	0.98	0.13	0.98	1.48	1.40	76.93	99.33	8616.71	744.40	0.08	0.57	1.93	12550.89	1.22	1.86
12/2	0.10	0.33	0.44	0.35	0.46	0.98	0.12	0.97	1.48	1.40	78.60	104.06	9242.33	799.32	0.10	0.50	1.96	12889.05	1.05	1.90
12/3	0.09	0.33	0.44	0.35	0.49	1.04	0.12	1.01	1.48	1.36	82.55	109.07	9962.35	850.37	0.13	0.47	2.16	13079.47	0.86	1.88
12/4	0.09	0.33	0.44	0.35	0.45	0.98	0.11	0.95	1.48	1.35	81.27	106.99	9627.42	817.43	0.14	0.47	2.03	13030.75	0.74	1.73
12/5	0.10	0.33	0.44	0.35	0.43	0.89	0.11	0.86	1.48	1.31	79.68	101.90	8842.54	745.33	0.16	0.47	1.78	12721.08	0.69	1.46
12/6	0.09	0.33	0.44	0.34	0.40	0.84	0.10	0.84	1.48	1.30	79.35	99.57	8638.08	733.19	0.16	0.47	1.61	12544.90	0.66	1.43
12/7	0.10	0.33	0.43	0.30	0.36	0.77	0.10	0.78	1.48	1.26	78.98	97.09	8760.68	746.00	0.16	0.45	1.50	12814.10	0.50	1.31
12/8	0.10	0.33	0.43	0.30	0.37	0.81	0.10	0.80	1.48	1.25	78.68	97.59	8949.88	748.73	0.13	0.43	1.67	13134.90	0.33	1.42
12/9	0.09	0.33	0.43	0.29	0.36	0.80	0.10	0.80	1.48	1.25	78.16	100.62	8948.59	742.65	0.14	0.39	1.70	13418.50	0.25	1.55
12/10	0.10	0.33	0.43	0.26	0.33	0.78	0.10	0.77	1.48	1.25	79.01	102.47	8827.39	736.24	0.16	0.33	1.72	13380.65	0.21	1.52
12/11	0.10	0.32	0.42	0.26	0.31	0.75	0.10	0.74	1.48	1.21	81.05	104.07	9059.86	753.21	0.16	0.31	1.65	12896.44	0.19	1.39
12/12	0.10	0.32	0.41	0.22	0.28	0.77	0.10	0.74	1.48	1.20	83.91	110.16	9814.38	811.87	0.16	0.31	1.71	13144.18	0.19	1.36
13/1	0.10	0.30	0.40	0.21	0.30	0.80	0.09	0.78	1.48	1.20	89.10	118.53	10750.85	901.20	0.14	0.30	1.88	13615.32	0.21	1.56
13/2	0.10	0.28	0.38	0.21	0.29	0.79	0.04	0.75	1.48	1.16	93.13	124.24	11336.44	961.02	0.15	0.29	1.97	13967.33	0.22	1.60
13/3	0.09	0.25	0.35	0.22	0.28	0.72	0.05	0.61	1.48	1.15	94.87	122.92	12244.03	1028.55	0.14	0.28	1.94	14418.26	0.21	1.41
13/4	0.09	0.24	0.33	0.25	0.37	0.73	0.11	0.57	1.48	1.18	97.75	127.35	13224.06	1110.41	0.15	0.28	1.73	14675.91	0.21	1.25
13/5	0.09	0.23	0.33	0.27	0.48	0.92	0.13	0.77	1.48	1.24	100.99	131.05	14532.41	1203.38	0.11	0.27	1.92	15172.18	0.20	1.37
13/6	0.09	0.23	0.33	0.27	0.50	1.01	0.13	0.85	1.48	1.29	97.29	128.40	13106.62	1089.48	0.09	0.27	2.29	15035.75	0.21	1.62
13/7	0.08	0.23	0.33	0.27	0.48	1.01	0.13	0.83	1.48	1.33	99.64	130.47	14317.54	1186.91	0.09	0.27	2.56	15390.21	0.22	1.63
13/8	0.09	0.23	0.33	0.26	0.43	0.95	0.11	0.76	1.48	1.31	97.80	130.25	13726.66	1145.42	0.08	0.26	2.73	15195.35	0.23	1.80
13/9	0.09	0.23	0.33	0.26	0.42	0.91	0.11	0.72	1.48	1.30	99.19	132.53	14372.12	1185.18	0.08	0.25	2.80	15269.84	0.22	1.93
13/10	0.08	0.22	0.32	0.22	0.36	0.79	0.10	0.64	1.48	1.23	97.83	133.43	14329.02	1188.51	0.09	0.24	2.60	15289.29	0.23	1.81
13/11	0.09	0.22	0.32	0.21	0.35	0.78	0.10	0.61	1.48	1.20	100.11	135.13	14931.74	1222.90	0.08	0.24	2.71	15870.83	0.22	1.72
13/12	0.09	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	0.07	0.23	2.72	16308.63	0.31	1.59