
日本経済展望

2014年3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. 3
- ◆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2014年3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：景気は内需を中心に回復基調が持続

現状

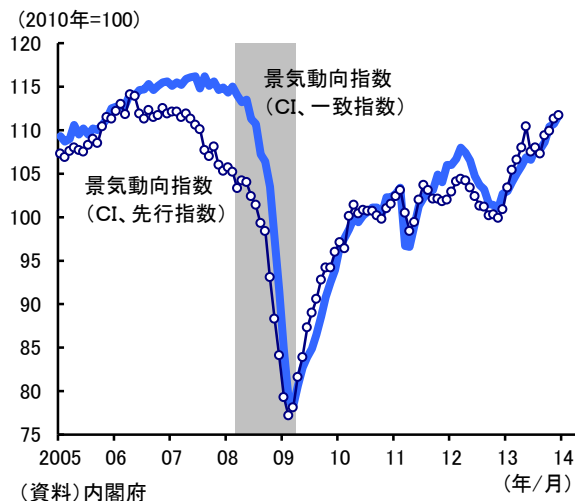
景気分析

見通し

金利動向

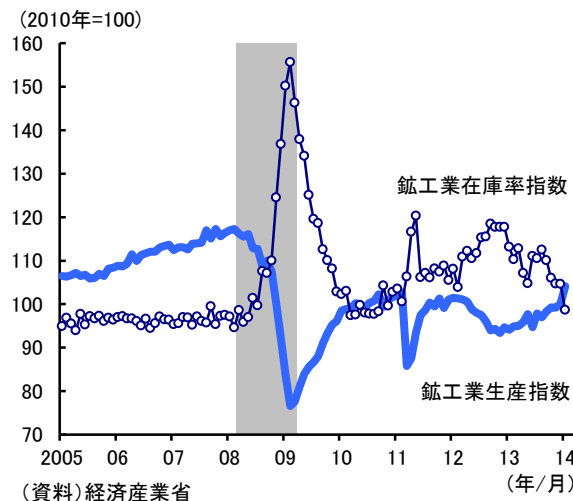
景気

求人数の増加や在庫率低下などで、先行指数は2007年2月以来の高水準



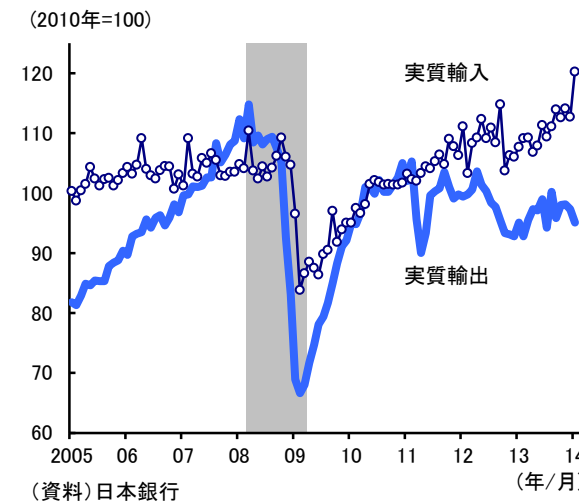
企業

消費税率引き上げ前の駆け込み需要を受けて、生産は一段と増加



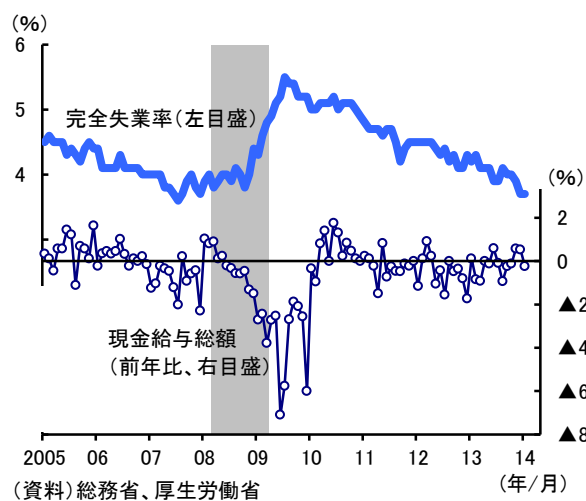
外需

輸出が新興国経済の停滞などで伸び悩む一方、輸入は堅調な内需を背景に増加



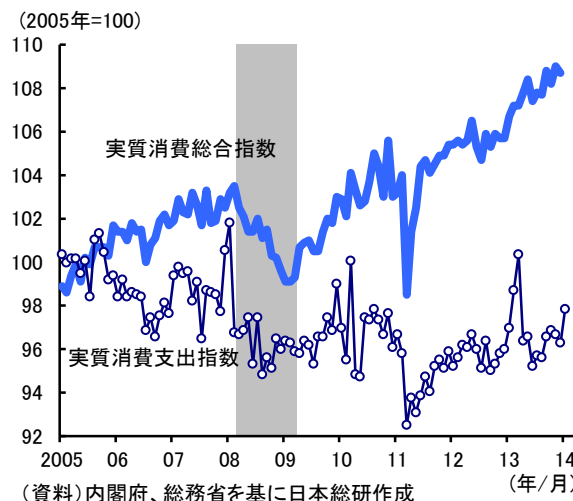
雇用所得

失業率は2007年12月以来の低水準
所定内給与は1年10ヵ月ぶりに増加



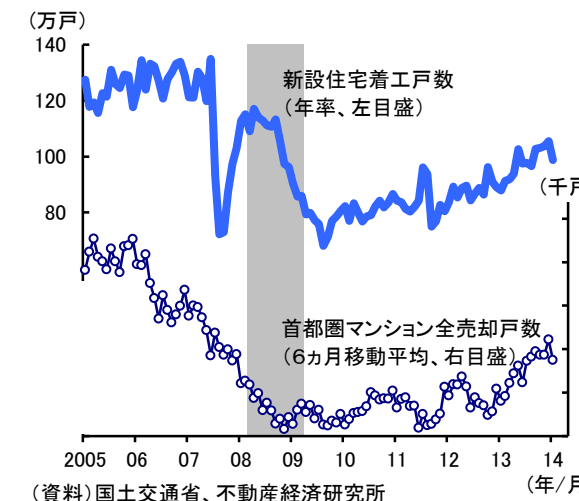
消費

個人消費は耐久財を中心に駆け込みが顕在化



住宅

住宅着工、マンション販売ともに、駆け込み需要が一服



※シャドー部は景気後退期

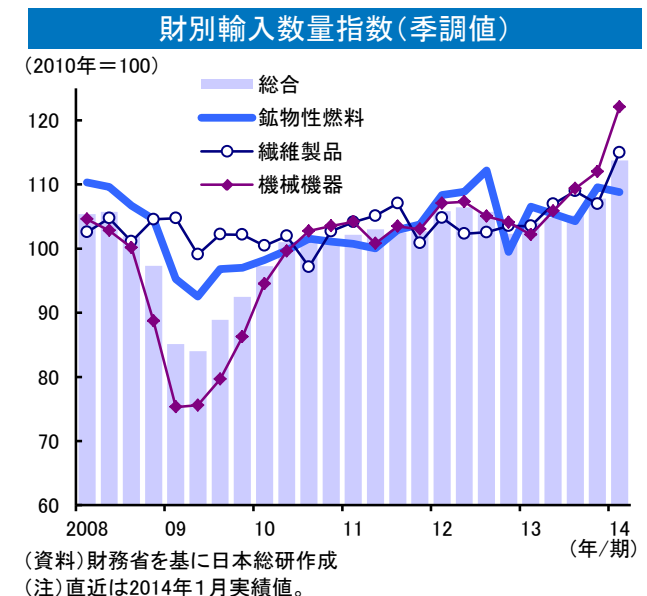
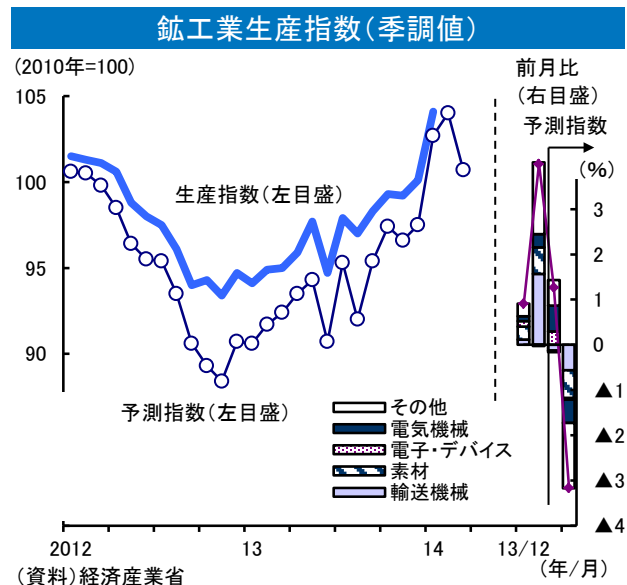
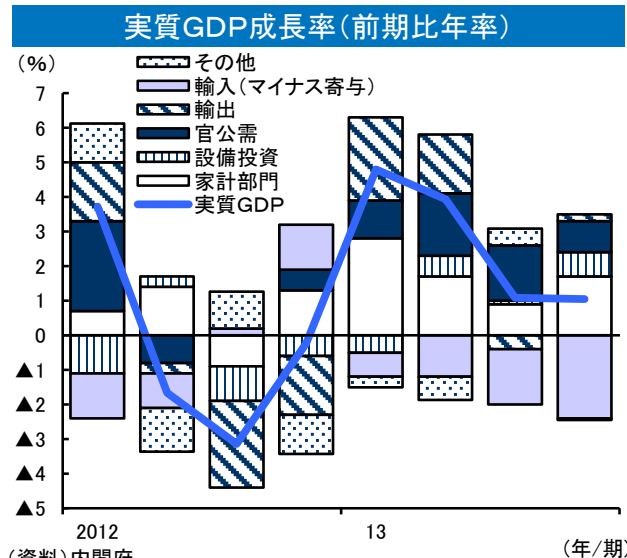
内需をけん引役に景気は回復傾向が持続

わが国景気は、回復傾向が持続。
2013年10～12月期の実質GDP（1次速報値）は、前期比年率+1.0%と4
四半期連続のプラス成長。

成長ペースは前期（同+1.1%）からわずかに減速したものの、内需が民需、官公需ともに好調で、GDP寄与度は拡大。家計部門では、4月の消費税率引き上げを前に、自動車や家電など耐久消費財を中心に駆け込み需要が顕在化。加えて、冬の賞与増加など所得環境の改善もプラスに作用。

企業部門でも、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の顕在化を背景に、生産が一段と拡大。もっとも、製造工業生産予測指数によると、先行きは2月まで増産が続くものの、3月は、増税直後の駆け込みの反動減を見越して、すべての業種が減産となる見込み。

一方、外需は弱含んで推移。輸出がほぼ横ばいで推移する一方、輸入はエネルギー関連の高止まりに内需の堅調も加わり増勢が加速。



円安による輸出の数量押し上げ効果は以前と比べて低下

現状

景気分析

見通し

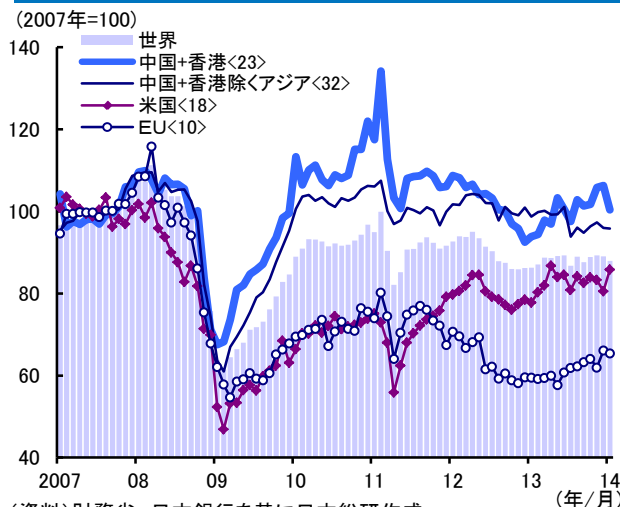
金利動向

わが国景気の不安要素の一つが外需の動向。実質輸出は、欧州向けが持ち直し傾向にあるものの、主要輸出先である米国や中国をはじめとするアジア向けが振るわず。

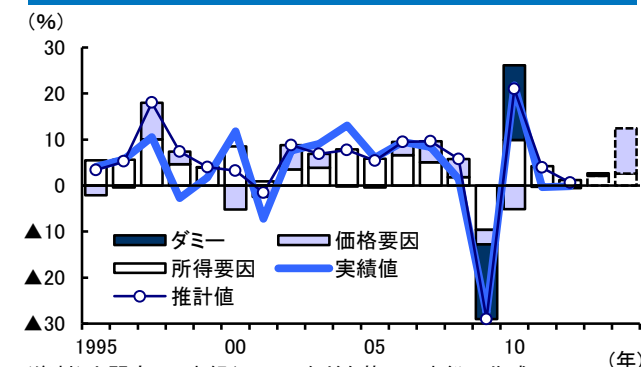
背景に輸出数量の伸び悩みを指摘可能。アベノミクス始動後、円安が進展し、円相場は昨年前年比約▲2割の大幅下落。過去の為替レートと輸出額の関係を前提に推計した輸出関数では、既往円安によりラグを伴うかたちで2014年の実質輸出が+10%ポイント弱押し上げられると試算。もっとも、足許で数量ベースの輸出押し上げは限定的。

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。

実質輸出(季調値)

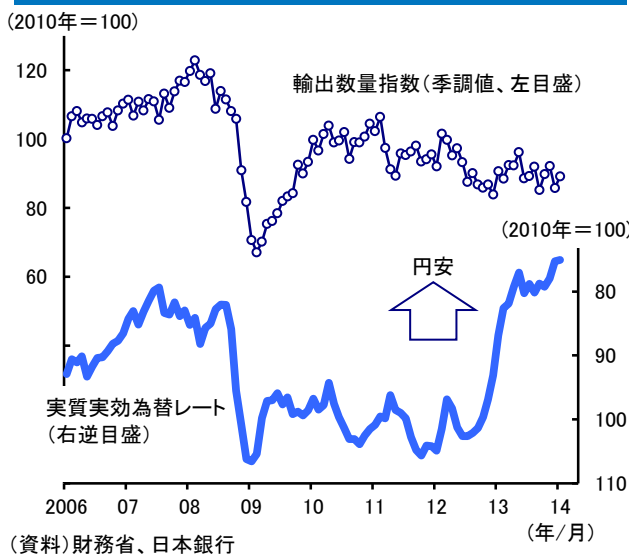


実質輸出の要因分解(前年比)

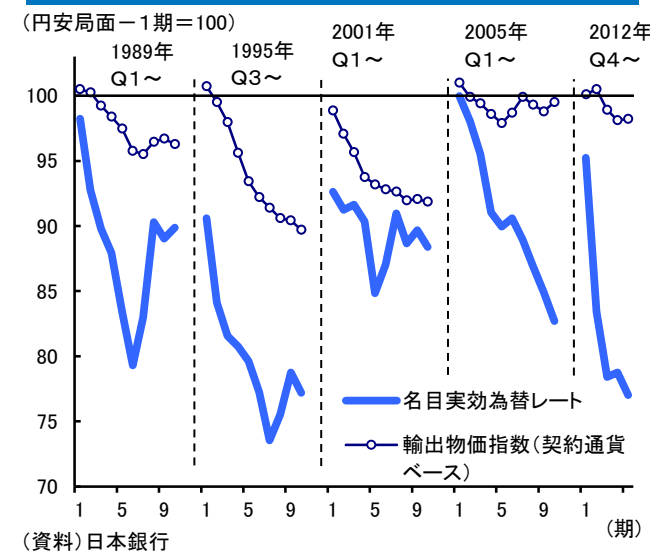


(資料)内閣府、日本銀行、IMFなどを基に日本総研作成
(注1)推計式は、 $\ln(\text{実質輸出}) = \alpha + \beta \ln(\text{日本除く世界輸入}) + \gamma \ln(\text{実質実効為替レート}_{t-1}) + \delta * (\text{リーマン・ショックダミー})$ 。自由度修正済みR2=0.973。
(注2)2013年、2014年の点線部は、予測値を基にした外挿値。

輸出数量と実質実効為替レート



円安局面における為替レートと輸出物価指数



海外景気の回復を受けて輸出は緩やかに持ち直しへ

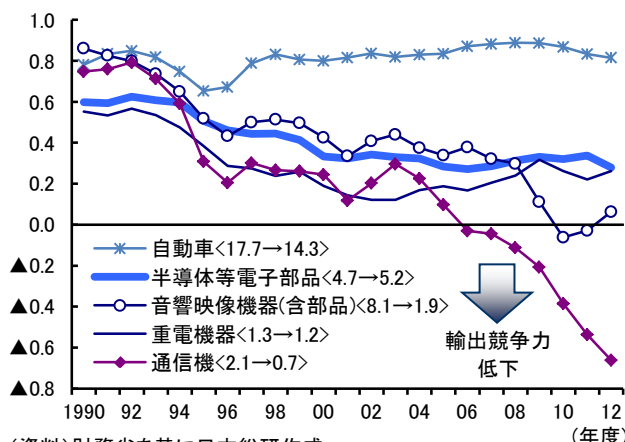
さらに、円安地合いのもと輸出価格が引き下げられても、以下2点から輸出数量押し上げ効果に過大な期待はできず。

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販売攻勢によるシェア急拡大。こうした状況の一方、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上昇しており、為替が変動しても輸出数量が変化しにくい構造に。

もっとも、先行き世界景気が緩やかに持ち直していけば、わが国輸出への下振れ圧力も減衰していく見通し。わが国主要輸出先の製造業PMIは、米欧中いずれも良し悪しの判断の分かれ目となる50を超えて推移。米国金融緩和の縮小などが不安要因となるものの、先進国、新興国のいずれも2014年以降景気は持ち直すとみており、輸出は円安による数量効果は限定的ながら、先行き緩やかに持ち直していく見込み。

自動車、電気機器などの貿易特化係数

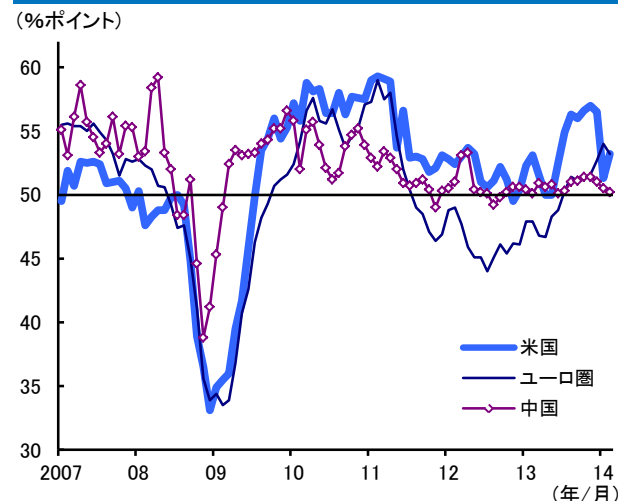


(資料)財務省を基に日本総研作成

(注1)貿易特化係数=(輸出-輸入)/(輸出+輸入)で算出され、1に近いほど海外に対する輸出競争力が高いとされる。

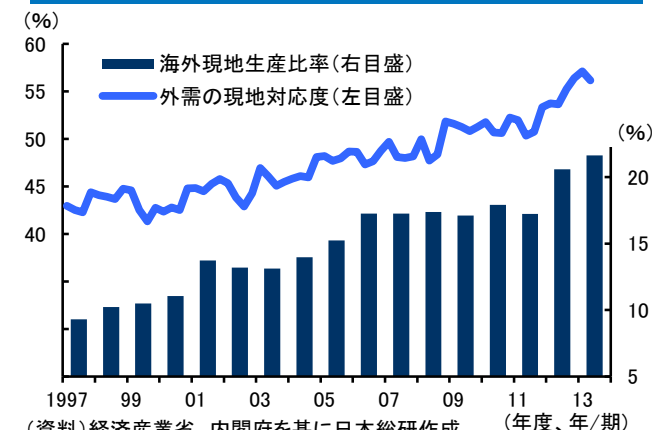
(注2)<>内は1990年度→2012年度の輸出額シェア変化。

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

外需の現地対応度と海外現地生産比率



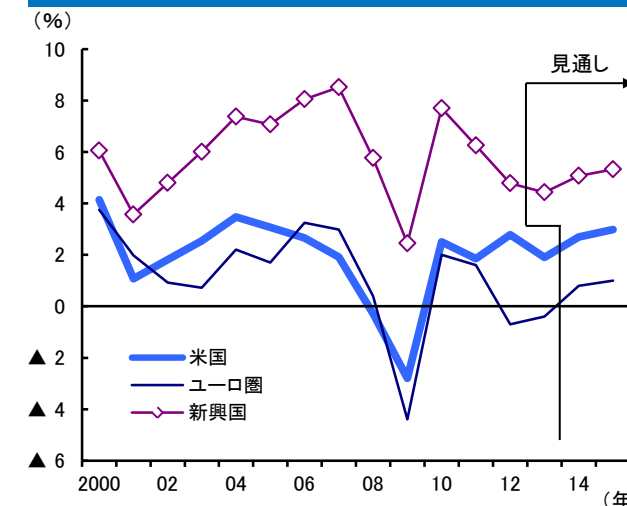
(資料)経済産業省、内閣府を基に日本総研作成

(注1)外需の現地対応度=現地法人海外売上高/(現地法人海外売上高+輸出額)

(注2)現地法人海外売上高は日本への輸出を除く。

(注3)海外現地生産比率は年度値で、2012年度は見込み値。

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

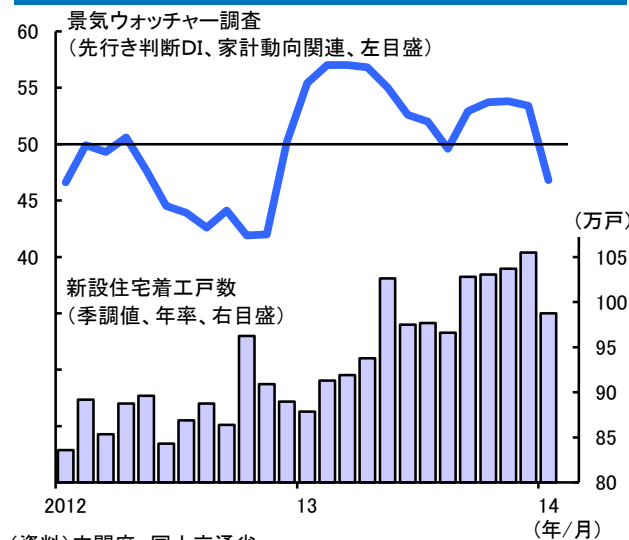
金利動向

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。景気ウォッチャー調査や住宅着工戸数などでは、反動減を示唆する動きも。

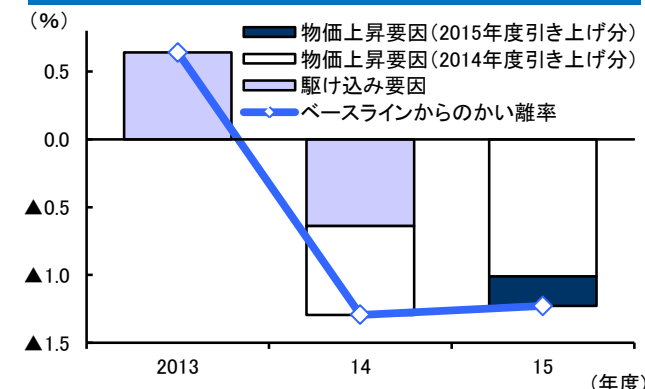
加えて、消費税率引き上げによる物価上昇が、家計の購買力低下を通じて実質個人消費を押し下げること。ちなみに、2015年10月の8%→10%への消費税率再引き上げも予定通り実施された場合、消費税率の引き上げは、合わせて2014年度および2015年度の実質GDPをそれぞれ▲1.3%ポイント、▲1.2%ポイント押し下げると試算。

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。

家計関連の景況感と住宅着工戸数



消費税率引き上げに伴う影響(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乖離率を表示。
(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

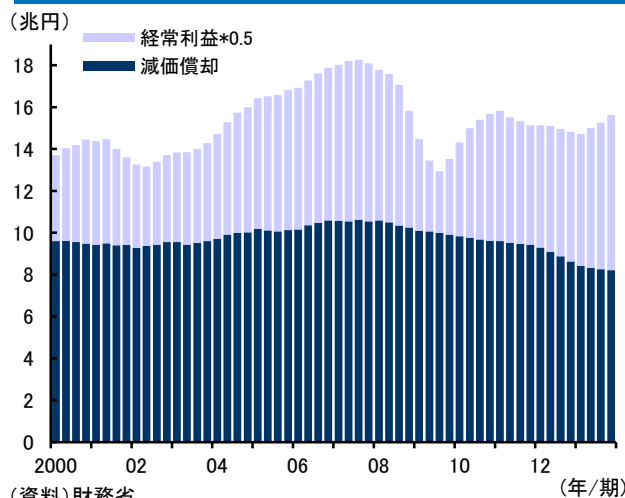
政策面での景気下支えのほか、内需の自律回復メカニズムも徐々に明確化する見込み。

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、金融機関の貸出態度が緩和傾向にあるなど資金制約は弱く、企業の設備過剰感も解消の方向。

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）

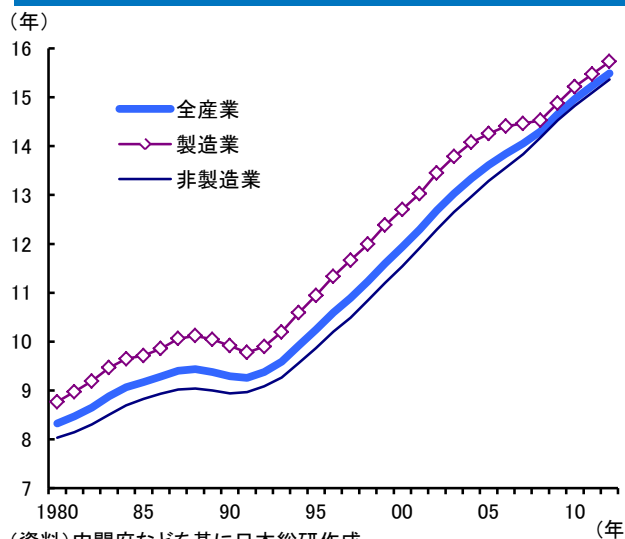


(資料)財務省

(注1)キャッシュフロー＝経常利益*0.5＋減価償却費

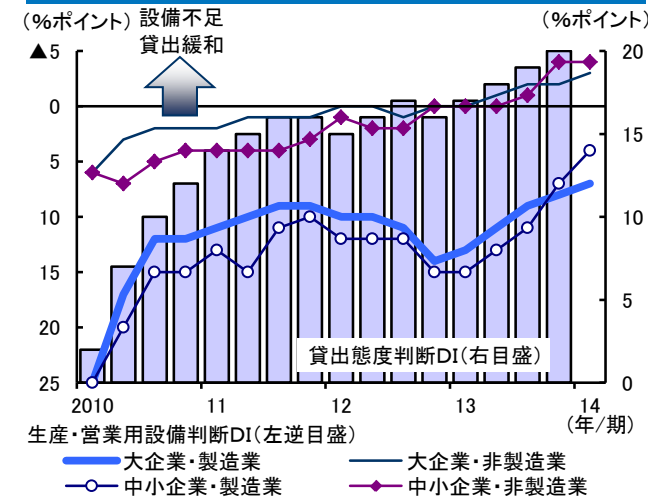
(注2)金融業、保険業を除く。

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

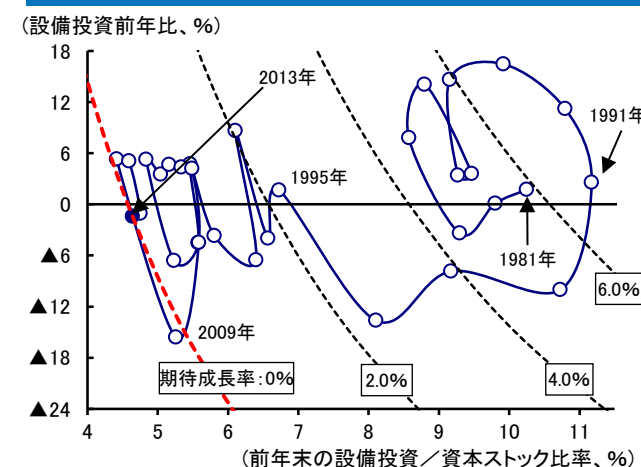
日銀短観設備判断DIと貸出態度判断DI



(資料)日本銀行

(注)設備判断DIの直近は2013年12月調査における見通し。

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年代の平均を基に算出。

企業の収益回復が家計の所得環境の改善にも波及

現状

景気分析

見通し

金利動向

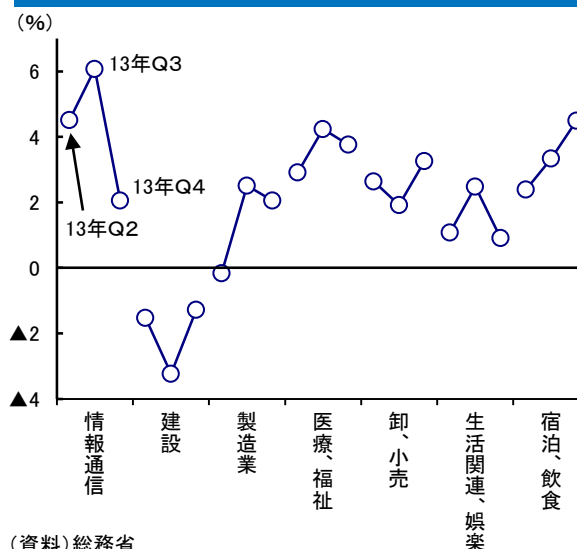
企業部門の収益環境改善は、家計の所得面にも波及していく見込み。

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。

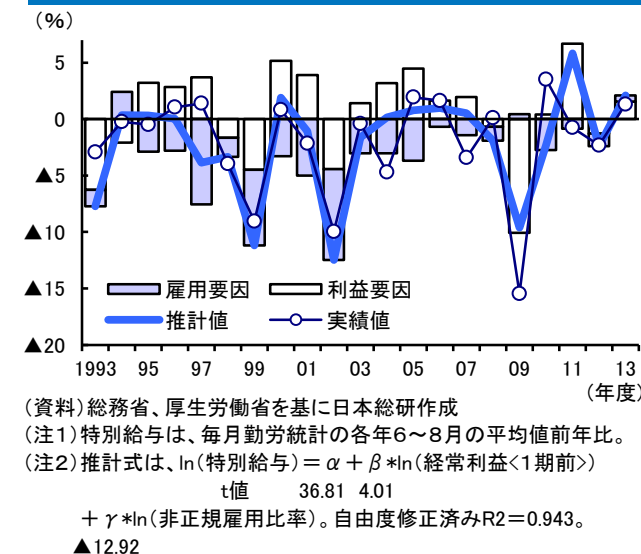
加えて、賃金を取り巻く環境も改善。景気回復に伴い企業の生産活動が拡大するなか、残業時間の増加を通じて所定外給与の増加が見込まれるほか、企業収益の改善がボーナスなど特別給与の増加につながる見込み。さらに、足許で物価の上昇傾向が続くなか、家計の購買力維持に向けて賃上げを求める動きも強まる方向。こうしたなか、春闘の本格化を前に、経営者側は1月、経営労働政策委員会報告で、人件費増を容認する姿勢を示しており、アベノミックスのプラス効果は賃金にも波及していく見込み。

以上を踏まえて、今後雇用者報酬は、雇用者数の増加と特別給与などの増加を主因に、緩やかな増勢が続く見通し。

産業別雇用者数(前年比)



特別給与の要因分解(夏季、前年比)

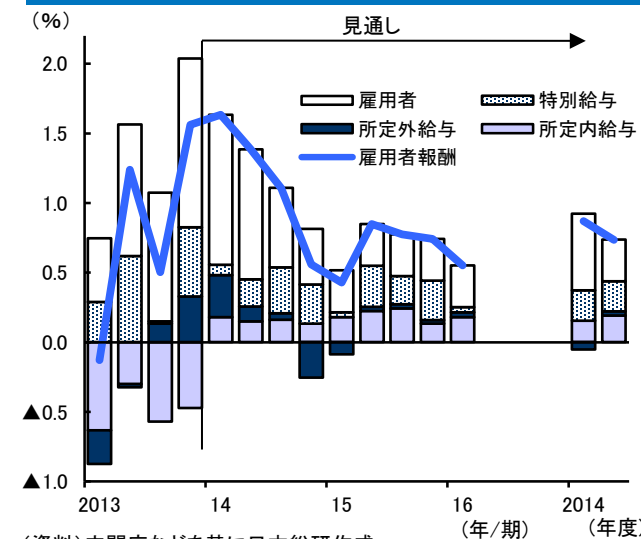


春闘を巡る環境

暦年	経営側の姿勢 (経労委報告等)	春闘 賃上げ率	CPI前年比
2006年	賃金引き上げは個別労使が自社の経営事情を踏まえて行うべき	1.79%	+0.3%
2007年	生産性の向上のいかんにかかわらず横並びでのペアはあり得ない	1.87%	0.0%
2008年	横並びで賃上げを行う市場横断的ペアはもはやあり得ない	1.99%	+1.4%
2009年	横断的ペアはあり得ず、企業内の一律的ペアも想定しにくい	1.83%	▲1.4%
2010年	賃金カーブ維持についても労使が実態に即し議論し判断すべき	1.82%	▲0.7%
2011年	定昇維持をめぐる賃金交渉を行う企業が大半を占めると見込む	1.83%	▲0.3%
2012年	ペアは論外、定昇の延期・凍結含め厳しい交渉となる可能性も	1.78%	0.0%
2013年	経営状況により定昇延期・凍結を協議せざるを得ない可能性も	1.80%	+0.4%
2014年	好業績の企業を中心に、賃金引き上げという選択肢もあり得る		+2.6%(見通し)

(資料)総務省、日本経済団体連合会などを基に日本総研作成

雇用者報酬(前年比)



本格的な自律回復は道半ば

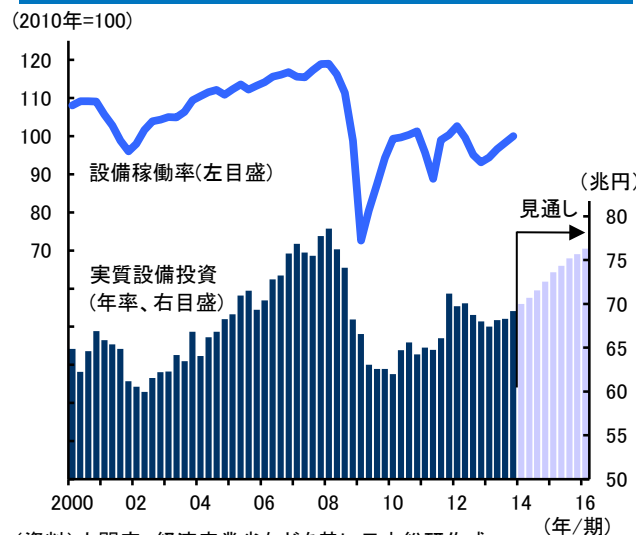
自律回復メカニズムは作動しているものの、内需はなお脆弱な面も。

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。

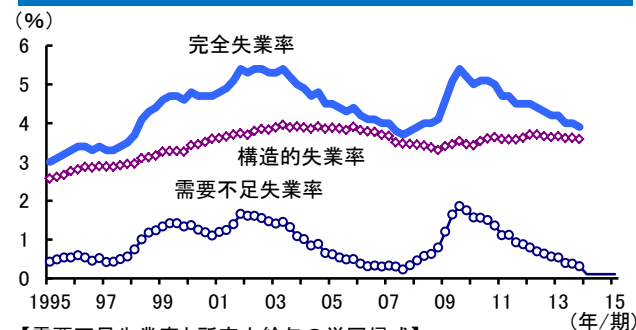
所得環境をみると、まず雇用面では、失業率が低下する一方、雇用失業率と欠員率の関係を示すUV曲線は、構造的失業率が高水準で推移していることを示唆。雇用のミスマッチが雇用者数の増勢抑制に作用。次に賃金面では、景気循環に応じて変動する需要不足失業率が低下し、所定内給与の上昇圧力増大が期待されるものの、労働需給と所定内給与との相関は足許で大きく低下。中小企業を中心に、所定内給与の引き上げに対する慎重姿勢は根強く残存。

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)



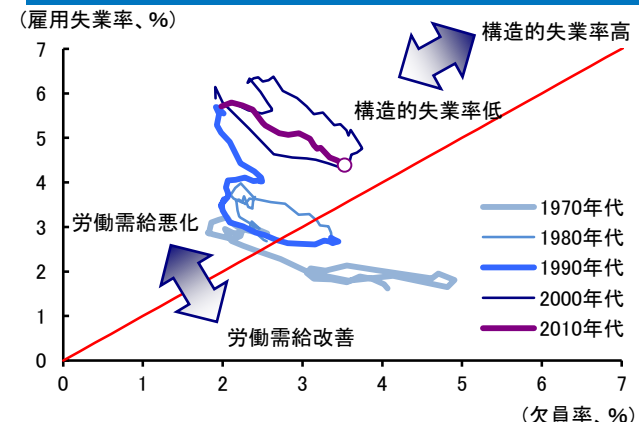
構造的失業率と需要不足失業率(試算)



	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

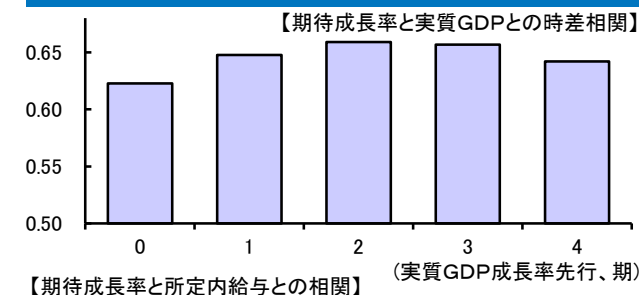
(資料)総務省、厚生労働省などを基に日本総研作成
(注)需要不足失業率の実線は、予測値を基にした試算。

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



	所定内給与(30人以上)	所定内給与(5人以上)
期待成長率(5年後)	0.92	0.91
	1.50	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

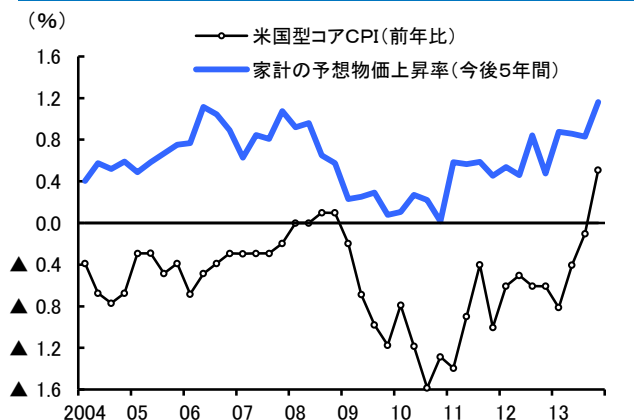
物価動向をみると、足許ではエネルギーや食料品だけでなく、幅広い品目で上昇・下げ止まりの動き。

こうした背景には、マクロでみた需給バランスの改善に加えて、インフレ期待の上昇を指摘可能。需給バランスと物価の関係を表すフィリップス・カーブからは、両者の関係が上方シフトしているとみられる動きを看取可能。

家計の消費行動にも変化の兆し。財・サービスの平均購入単価が上昇し、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。

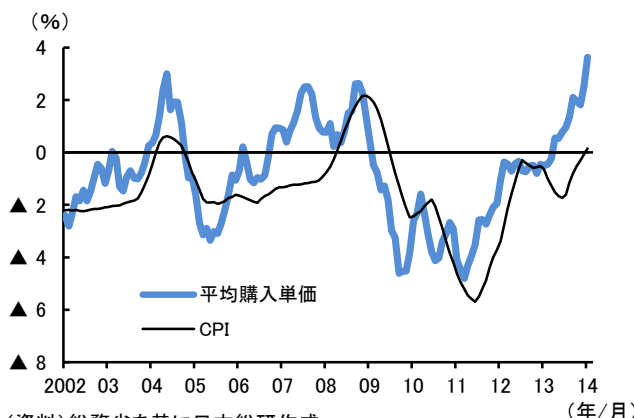
もともと、足許の物価上昇ペースの加速は、円安に伴う輸入物価上昇の影響も大。今後は、円安による物価上昇圧力がはく落する可能性が高いことから、物価上昇ペースの大幅な加速は見込みにくく、日銀が掲げる2%の物価目標の達成も困難と判断。

CPIと家計の予想物価上昇率



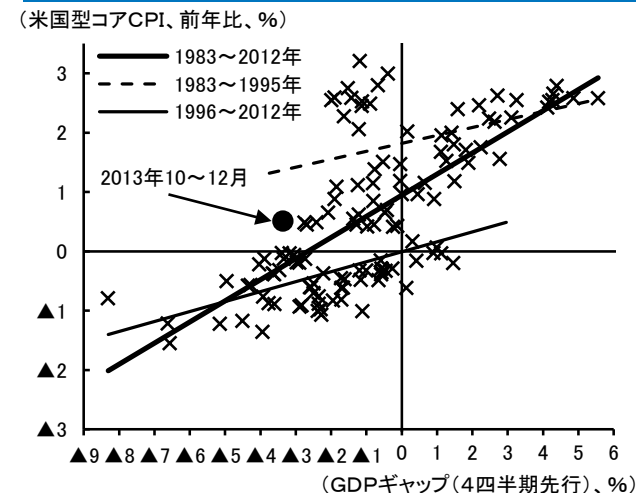
(資料)総務省、日本銀行を基に日本総研作成
(注1)家計の予想物価上昇率は、日銀の「生活意識に関するアンケート調査」を用い、修正カールソン・パーキン法により推計。同調査は2013年6月より消費税率引き上げの影響を除くベースで調査。
(注2)米国型コアCPIは食料(酒類を除く)およびエネルギーを除く。

平均購入単価とCPI(6ヵ月平均、前年比)



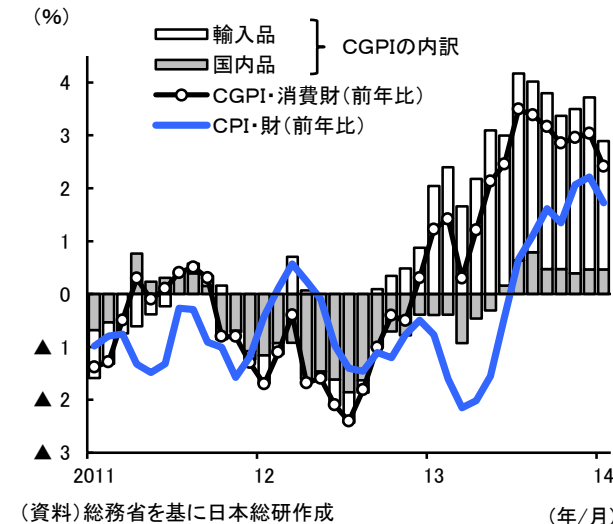
(資料)総務省を基に日本総研作成
(注1)平均購入単価は、個別品目の「支出金額/購入数量」を支出金額ウェイトで加重平均。CPIとの比較が困難な品目と生鮮食品、石油製品、光熱費、自動車については、集計から除外。
(注2)CPIは、平均購入単価と同品目の指数を同ウェイトで統合。

フィリップス・カーブ



(資料)総務省、内閣府を基に日本総研作成
(注)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。

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。

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3月4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	2013年度		
		1~3 (予測)	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	2013年度	2014年度	2015年度
実質GDP	1.0	4.8	▲ 5.5	2.7	2.3	2.2	1.0	0.8	▲ 2.7	1.1	2.3	0.6	0.9
個人消費	2.0	6.1	▲ 12.5	2.7	0.9	0.8	0.8	2.7	▲ 6.0	1.2	2.3	▲ 1.2	0.4
住宅投資	17.8	▲ 15.5	▲ 23.0	▲ 11.9	1.0	4.5	4.9	▲ 5.6	▲ 11.9	▲ 6.3	7.6	▲ 8.6	▲ 1.7
設備投資	5.3	4.8	3.9	4.9	5.7	5.9	4.2	4.6	2.5	3.4	0.7	4.7	4.5
在庫投資 (寄与度)	(▲ 0.1)	(▲ 0.3)	(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	2.0	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	2.1	0.9	0.6
公共投資	9.3	2.1	1.5	3.6	1.0	0.3	▲ 9.3	▲ 27.9	▲ 13.4	▲ 5.0	17.0	3.9	▲ 10.5
純輸出 (寄与度)	(▲ 2.2)	(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	14.9	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	2.4	3.0	1.4	1.9	1.9	1.6	1.9	2.4	1.1	1.1	2.0	1.7	1.6
GDPデフレーター	▲ 0.4	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	1.2	3.1	2.9	2.8	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	1.2	1.1	0.9	0.8	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3	0.8	0.9	1.2
鉱工業生産	5.8	7.8	4.7	2.9	3.3	0.9	5.2	6.0	3.7	1.5	3.1	2.9	4.1

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	0.59	0.21	1.00	▲ 0.66	1.26	0.56	1.61	0.27	2.57	2.31	1.81	5.01
対名目GDP比 (%)	▲ 1.1	0.5	0.2	0.8	▲ 0.5	1.0	0.5	1.3	0.2	2.1	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	110	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	
		(実績)	(予測)
米国	1.9	2.7	3.0
ユーロ圏	▲ 0.4	0.8	1.0
中国	7.7	7.7	7.5

過去の実質GDP予測値

	2012年度 (実績)	2013年度		
		(実績)	(予測)	(予測)
12月号	1.2	2.7	0.9	0.9
1月号	1.2	2.5	0.9	0.9
2月号	1.2	2.5	0.9	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押し上げ、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

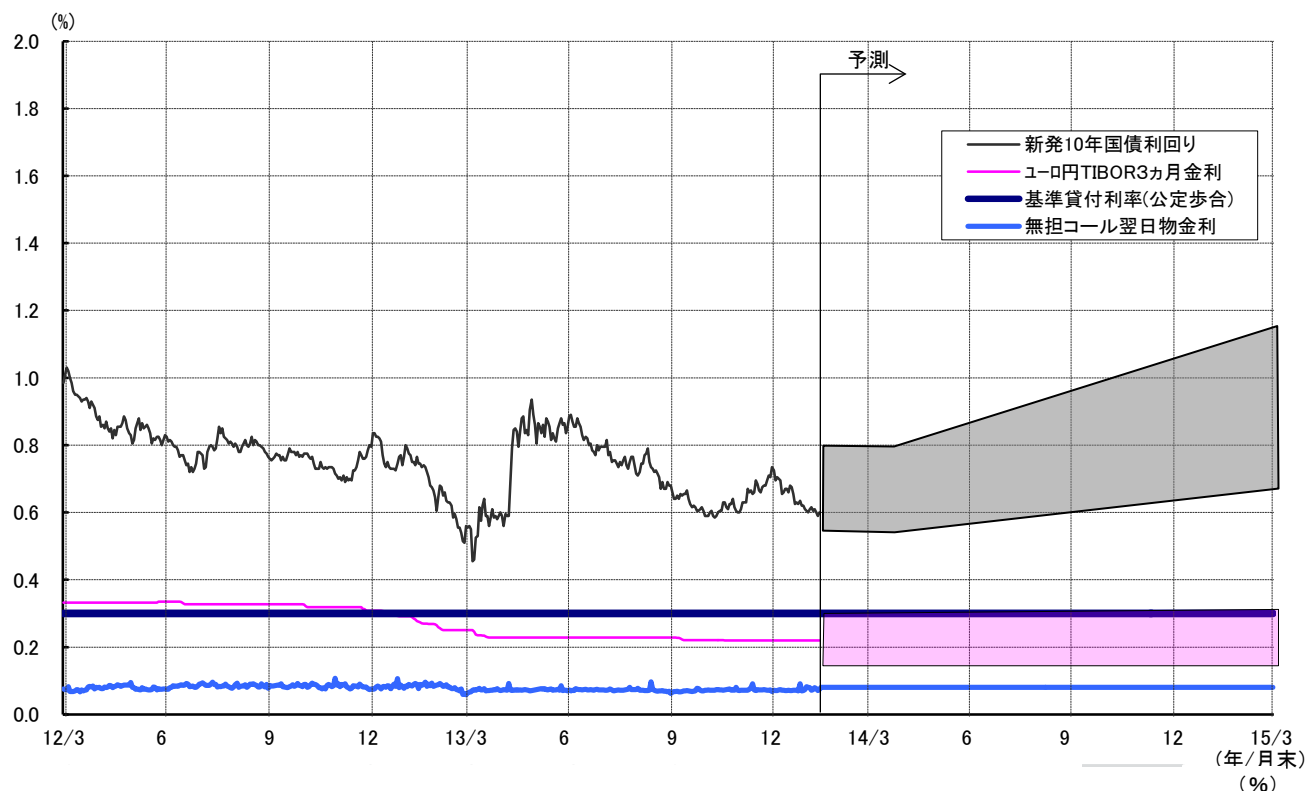
日銀は、2月17、18日の定例会合で異次元緩和の継続を決定。景気が回復基調にあることや消費者物価の上昇が確認できるなか、昨年4月の決定施策を着実に実施し、その効果を確認していく方針。一方、3月に期限が到来する「貸出増加」、「成長融資」といった貸出支援策については、規模の倍増と期限の1年間延長を決定。

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、春以降の消費者物価の上昇ペース鈍化を受け、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、2014年入り以降、国内株式の下落や米国金利の低下などを受け、水準を切り下げ。足元では0.6%近辺で推移。

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、消費者物価の上昇期待やわが国景気の回復基調、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				2014年				2015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ヵ月物金利	0.28	0.23	0.23	0.22	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
円スワップ5年物金利	0.29	0.45	0.45	0.36	0.40	0.43	0.45	0.48	0.50
新発10年国債利回り	0.70	0.73	0.77	0.63	0.68	0.73	0.75	0.80	0.85

(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

2014年入り後の株価下落は、外国人投資家の売りが主導

現状

景気分析

見通し

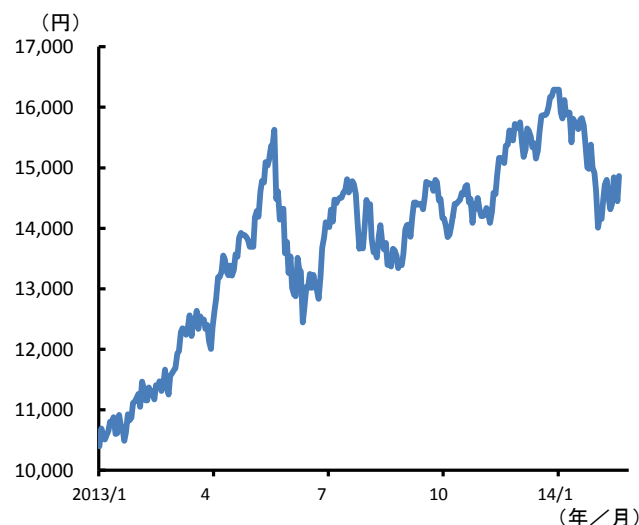
金利動向

日経平均株価は、2014年入り後、大きく下落。2月上旬には、約4ヵ月ぶりの安値水準に。

下落を主導したのは、外国人投資家の売り越し。投資部門別売買状況をみると、2013年末にかけて日本株を大幅に買い越していた外国人は、年明け以降、4週連続で日本株を売り越し。この背景には、米国経済の先行きに対する過度な楽観が後退したことに伴う円高進行と米国株式の下落。外貨ベースで運用している外国人にとって、円高と米国株の下落は、円資産ポートフォリオのウェイト上昇をもたらすため、日本株を売却してポートフォリオを修正する必要。こうした投資行動を反映して、ドル建ての日経平均とNYダウは、ほぼ連動して推移。

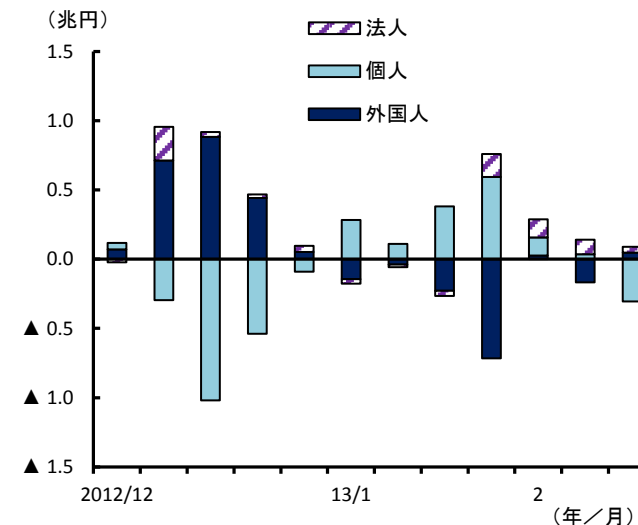
先行きを展望すると、消費税率引き上げ後のわが国景気回復の不透明感や、新興国景気の減速懸念による円高圧力などにより、日経平均株価は、当面、低迷が続く見込み。今後、日経平均株価が再び上昇傾向に向かうためには、海外景気の先行き不透明感の払拭、国内景気の一段の回復、一段の円高の回避が不可欠。

日経平均株価



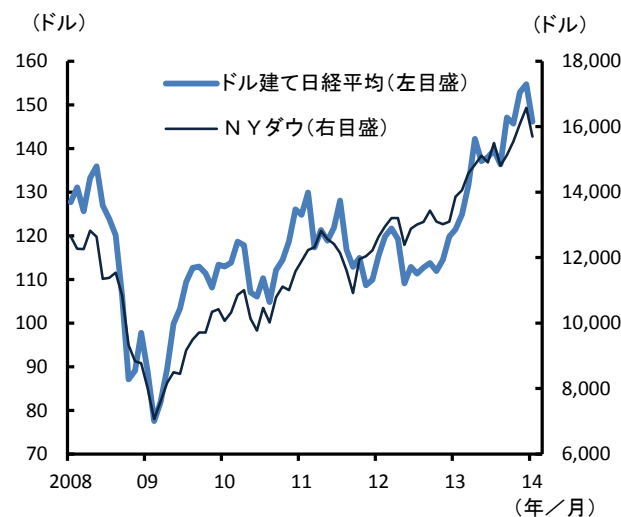
(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

主要投資部門別売買動向(週次)



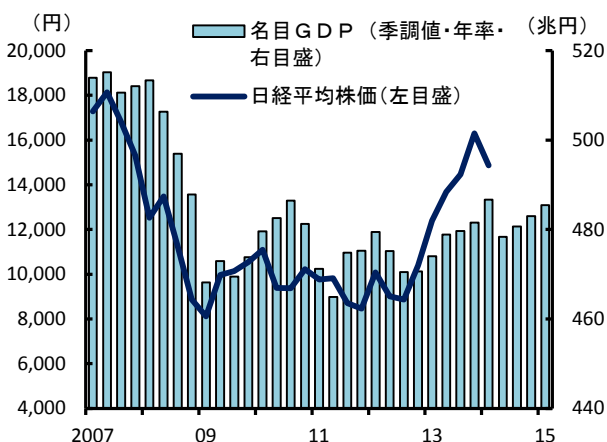
(資料) 東京証券取引所を基に日本総研作成

ドル建て日経平均とNYダウ



(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

日経平均と名目GDP



(資料) Bloomberg L.P.、内閣府を基に日本総研作成

(注1) 2014年1～3月期以降の名目GDPは日本総研予測

(注2) 2014年4～6月期以降は、消費税率引き上げ分を調整

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 (%)	長期 (%)	¥/\$ (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 (%)	NYダウ 工業株 (ドル)	ユーロ3ヵ月 (%)	10年国債 (%)
10/7	0.10	0.37	0.49	0.45	0.59	1.15	0.15	1.10	1.48	1.45	87.56	112.09	9456.84	846.85	0.18	0.51	2.98	10222.24	0.85	2.65
10/8	0.10	0.37	0.49	0.42	0.54	1.04	0.14	0.99	1.48	1.41	85.37	110.12	9268.23	834.51	0.19	0.36	2.68	10350.40	0.90	2.37
10/9	0.10	0.36	0.47	0.41	0.55	1.13	0.14	1.07	1.48	1.43	84.38	110.47	9346.72	836.55	0.19	0.29	2.64	10598.07	0.88	2.34
10/10	0.10	0.34	0.45	0.38	0.47	0.97	0.14	0.90	1.48	1.34	81.80	113.69	9455.09	827.07	0.19	0.29	2.51	11044.49	1.00	2.37
10/11	0.10	0.34	0.45	0.40	0.55	1.12	0.16	1.05	1.48	1.37	82.58	112.61	9797.18	849.90	0.19	0.29	2.74	11198.31	1.04	2.56
10/12	0.10	0.34	0.45	0.41	0.64	1.26	0.21	1.19	1.48	1.53	83.22	110.06	10254.46	894.54	0.18	0.30	3.28	11465.26	1.02	2.96
11/1	0.10	0.34	0.45	0.41	0.64	1.27	0.19	1.21	1.48	1.53	82.62	110.49	10449.53	924.36	0.17	0.30	3.36	11802.37	1.02	3.05
11/2	0.10	0.34	0.45	0.43	0.72	1.34	0.23	1.29	1.48	1.60	82.57	112.80	10622.27	948.61	0.16	0.31	3.56	12190.00	1.09	3.23
11/3	0.10	0.34	0.45	0.40	0.64	1.29	0.22	1.25	1.48	1.62	81.64	114.45	9852.45	883.59	0.14	0.31	3.40	12081.48	1.18	3.25
11/4	0.09	0.33	0.44	0.39	0.64	1.31	0.21	1.27	1.48	1.68	83.17	120.35	9644.62	843.89	0.10	0.28	3.43	12434.88	1.32	3.35
11/5	0.09	0.33	0.44	0.36	0.56	1.20	0.19	1.15	1.48	1.57	81.15	116.24	9650.78	837.02	0.09	0.26	3.15	12579.99	1.43	3.11
11/6	0.09	0.33	0.44	0.37	0.54	1.15	0.17	1.13	1.48	1.52	80.47	115.89	9541.53	822.06	0.09	0.25	2.99	12097.31	1.49	2.97
11/7	0.09	0.33	0.44	0.37	0.53	1.12	0.16	1.12	1.48	1.50	79.27	113.30	9996.68	861.29	0.07	0.25	2.98	12512.33	1.60	2.79
11/8	0.09	0.33	0.44	0.33	0.46	1.02	0.14	1.03	1.48	1.40	77.05	110.46	9072.94	778.73	0.10	0.29	2.29	11326.62	1.55	2.25
11/9	0.09	0.33	0.43	0.34	0.45	0.99	0.14	1.01	1.48	1.39	76.86	105.70	8695.42	753.81	0.08	0.35	1.96	11175.45	1.54	1.87
11/10	0.10	0.33	0.43	0.35	0.47	1.01	0.15	1.01	1.48	1.40	76.68	105.26	8733.56	750.34	0.07	0.41	2.13	11515.93	1.58	2.04
11/11	0.09	0.33	0.43	0.37	0.47	0.99	0.13	0.99	1.48	1.40	77.54	105.09	8506.11	730.12	0.08	0.48	2.00	11804.33	1.49	1.95
11/12	0.09	0.33	0.43	0.38	0.49	1.00	0.14	1.01	1.48	1.40	77.84	102.35	8505.99	732.53	0.07	0.56	1.97	12075.68	1.43	1.99
12/1	0.09	0.33	0.43	0.37	0.47	0.98	0.13	0.98	1.48	1.40	76.93	99.33	8616.71	744.40	0.08	0.57	1.93	12550.89	1.22	1.86
12/2	0.10	0.33	0.44	0.35	0.46	0.98	0.12	0.97	1.48	1.40	78.60	104.06	9242.33	799.32	0.10	0.50	1.96	12889.05	1.05	1.90
12/3	0.09	0.33	0.44	0.35	0.49	1.04	0.12	1.01	1.48	1.36	82.55	109.07	9962.35	850.37	0.13	0.47	2.16	13079.47	0.86	1.88
12/4	0.09	0.33	0.44	0.35	0.45	0.98	0.11	0.95	1.48	1.35	81.27	106.99	9627.42	817.43	0.14	0.47	2.03	13030.75	0.74	1.73
12/5	0.10	0.33	0.44	0.35	0.43	0.89	0.11	0.86	1.48	1.31	79.68	101.90	8842.54	745.33	0.16	0.47	1.78	12721.08	0.69	1.46
12/6	0.09	0.33	0.44	0.34	0.40	0.84	0.10	0.84	1.48	1.30	79.35	99.57	8638.08	733.19	0.16	0.47	1.61	12544.90	0.66	1.43
12/7	0.10	0.33	0.43	0.30	0.36	0.77	0.10	0.78	1.48	1.26	78.98	97.09	8760.68	746.00	0.16	0.45	1.50	12814.10	0.50	1.31
12/8	0.10	0.33	0.43	0.30	0.37	0.81	0.10	0.80	1.48	1.25	78.68	97.59	8949.88	748.73	0.13	0.43	1.67	13134.90	0.33	1.42
12/9	0.09	0.33	0.43	0.29	0.36	0.80	0.10	0.80	1.48	1.25	78.16	100.62	8948.59	742.65	0.14	0.39	1.70	13418.50	0.25	1.55
12/10	0.10	0.33	0.43	0.26	0.33	0.78	0.10	0.77	1.48	1.25	79.01	102.47	8827.39	736.24	0.16	0.33	1.72	13380.65	0.21	1.52
12/11	0.10	0.32	0.42	0.26	0.31	0.75	0.10	0.74	1.48	1.21	81.05	104.07	9059.86	753.21	0.16	0.31	1.65	12896.44	0.19	1.39
12/12	0.10	0.32	0.41	0.22	0.28	0.77	0.10	0.74	1.48	1.20	83.91	110.16	9814.38	811.87	0.16	0.31	1.71	13144.18	0.19	1.36
13/1	0.10	0.30	0.40	0.21	0.30	0.80	0.09	0.78	1.48	1.20	89.10	118.53	10750.85	901.20	0.14	0.30	1.88	13615.32	0.21	1.56
13/2	0.10	0.28	0.38	0.21	0.29	0.79	0.04	0.75	1.48	1.16	93.13	124.24	11336.44	961.02	0.15	0.29	1.97	13967.33	0.22	1.60
13/3	0.09	0.25	0.35	0.22	0.28	0.72	0.05	0.61	1.48	1.15	94.87	122.92	12244.03	1028.55	0.14	0.28	1.94	14418.26	0.21	1.41
13/4	0.09	0.24	0.33	0.25	0.37	0.73	0.11	0.57	1.48	1.18	97.75	127.35	13224.06	1110.41	0.15	0.28	1.73	14675.91	0.21	1.25
13/5	0.09	0.23	0.33	0.27	0.48	0.92	0.13	0.77	1.48	1.24	100.99	131.05	14532.41	1203.38	0.11	0.27	1.92	15172.18	0.20	1.37
13/6	0.09	0.23	0.33	0.27	0.50	1.01	0.13	0.85	1.48	1.29	97.29	128.40	13106.62	1089.48	0.09	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