
日本経済展望

2013年10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 ）

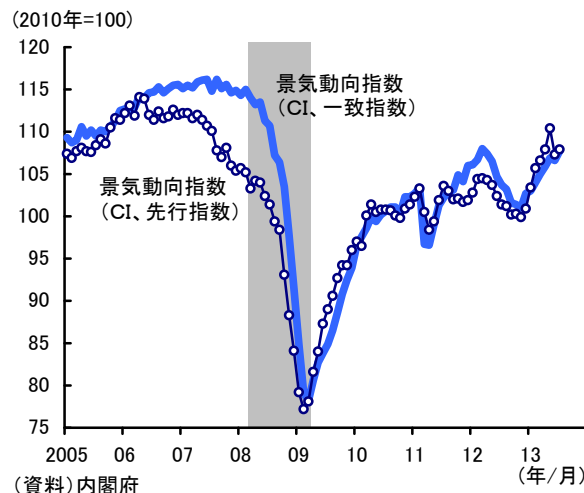
◆金利動向、内外市場データ担当 塚田 雄太（ Tel: 03-6833-6719 Mail: tsukada.yuta@jri.co.jp ）

◆本資料は2013年10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：景気は回復傾向

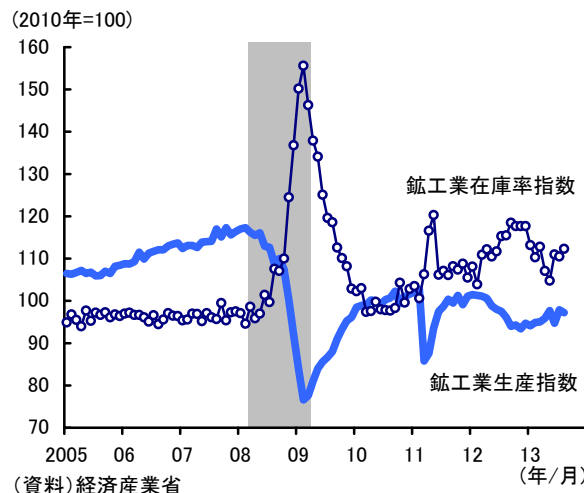
景気

株価の回復や中小企業の売り上げ見通し改善により、先行指数は2ヵ月ぶりに上昇



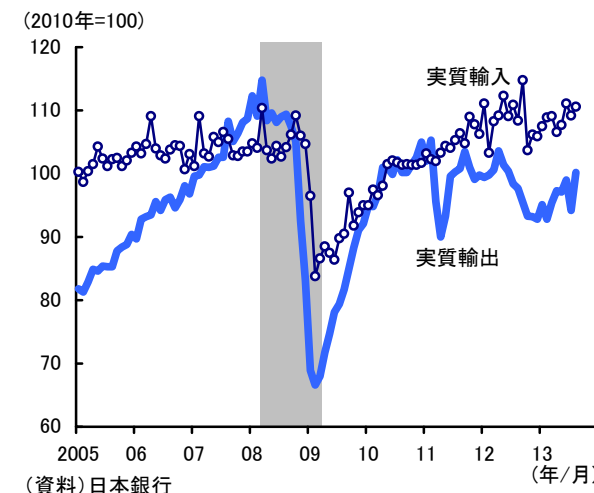
企業

生産指数は小幅な低下
在庫率指数は2ヵ月ぶりに上昇



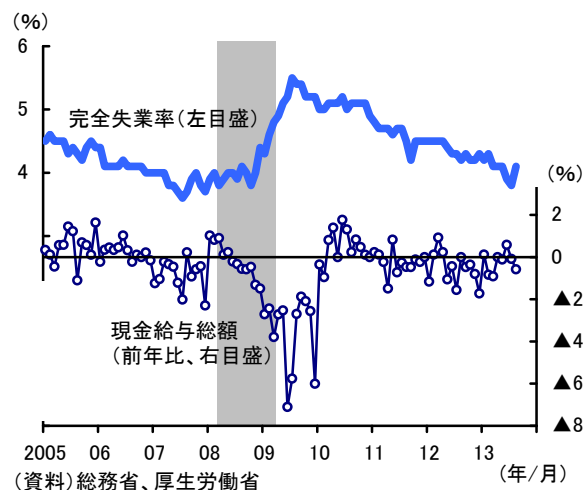
外需

輸出は一進一退で推移
輸入はエネルギー関連を中心に高止まり



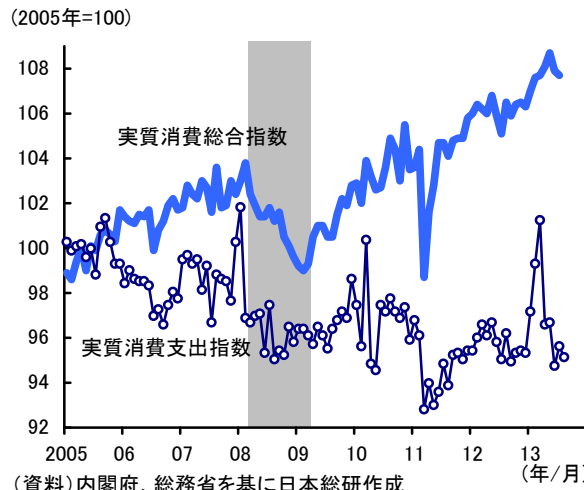
雇用所得

失業率は労働市場への参入増で上昇
給与は所定内給与を中心に低迷持続



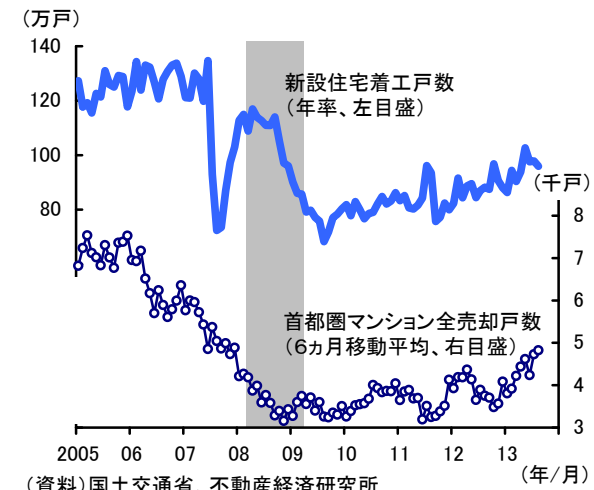
消費

消費はマインドの改善一服を受けて勢いが鈍化



住宅

住宅着工は増税前の駆け込みが継続
マンション販売は2013年入り後増加基調



※シャドー部は景気後退期

回復が遅れていた企業部門に持ち直しの動き

現状

景気分析

見通し

金利動向

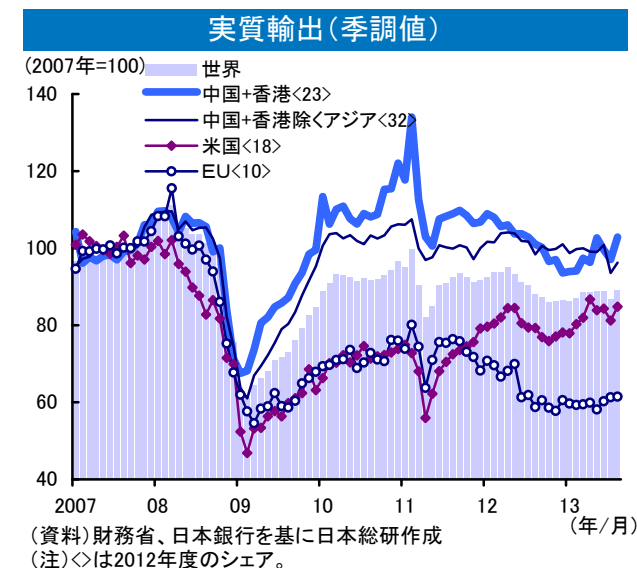
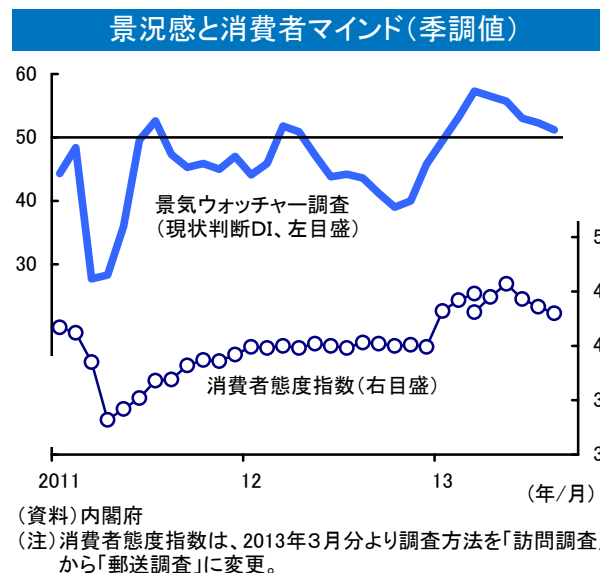
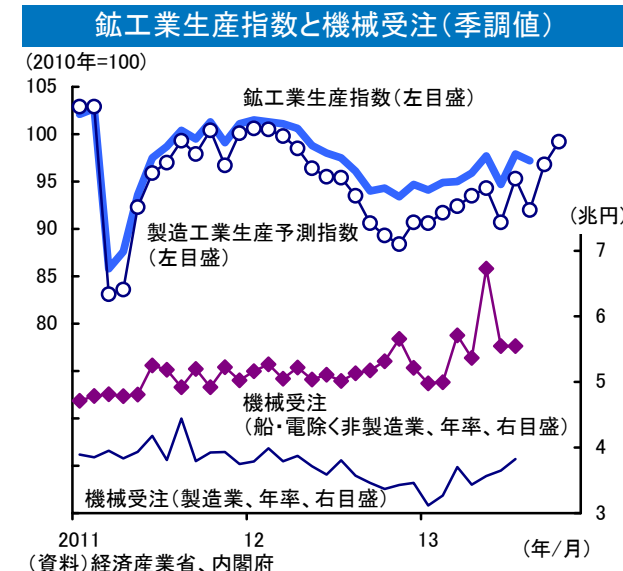
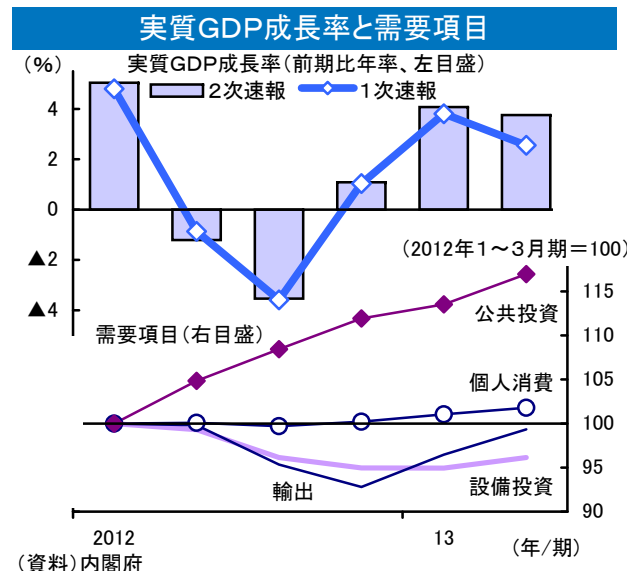
わが国景気は昨年末を底に回復傾向が持続。

アベノミクスのプラス効果が、实体经济に徐々に波及。4～6月期のGDP成長率は、2次速報値が前期比年率+3.8%と1次速報値（同+2.6%）から上方修正。回復が遅れていた設備投資も6四半期ぶりに前期比増加。

景気動向を端的に示す鉱工業生産指数は、8月が前月比▲0.7%と低下。もっとも、製造工業生産予測指数によれば、輸送機械やはん用・生産用・業務用機械などで上昇が見込まれ、生産は秋にかけて回復基調が続く見通し。

内需では、公共投資が被災地の復旧・復興に向けた動きに加えて、緊急経済対策の着工・進捗も顕現化し、増勢が持続。一方、個人消費は景況感や消費者マインドの改善一服を背景に勢いが鈍化。

外需は、実質輸出がほぼ横ばいで推移。米国向けが資本財や輸送機械などの増加で持ち直したものの、アジア向けは総じて弱い動きが持続。



日銀短観(9月調査):景況感は大幅改善も先行きに一服感

現状

景気分析

見通し

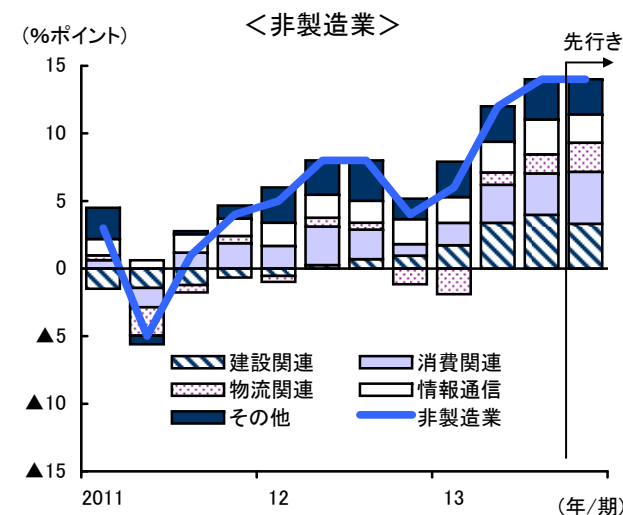
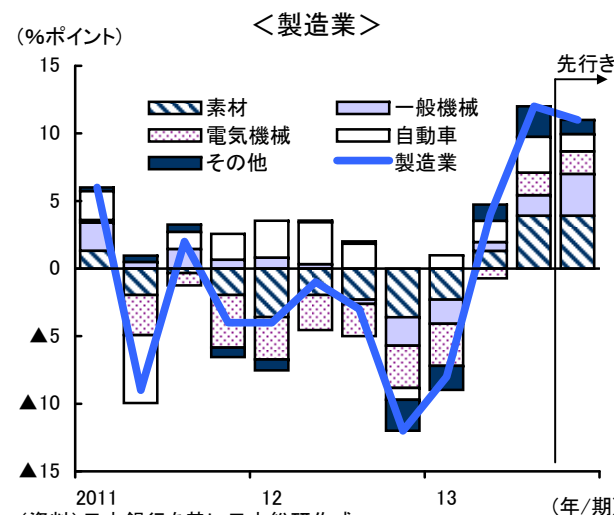
金利動向

業況判断DI(大企業)

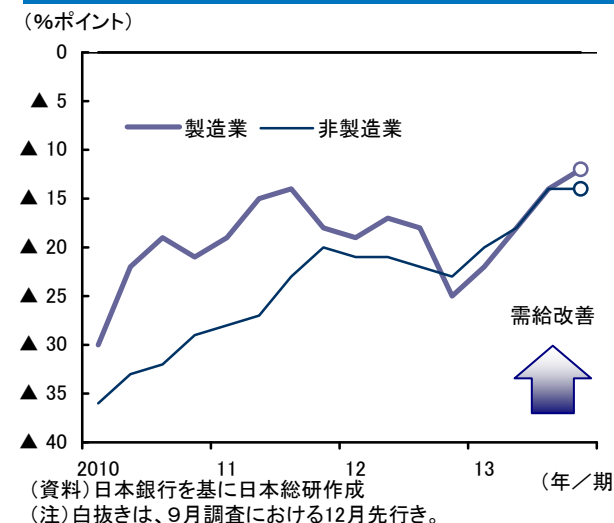
9月の大企業の業況判断DIは、製造業で+12%ポイントと前回(6月)調査対比+8%ポイントの大幅改善。国内での製商品・サービス需給判断DIが前回調査対比+4%ポイントと、内需の持ち直しが続くなか、幅広い業種でDIが改善。もっとも、先行きは外需回復の不透明感を背景に9月調査対比▲1%ポイントの悪化を見込んでおり、景況感の改善が一服する見通し。

非製造業は、+14%ポイントと前回調査対比+2%ポイントの改善。公共投資や住宅投資の増加を背景とする建設や、個人消費の回復を背景に消費関連業種を中心に業況が改善。

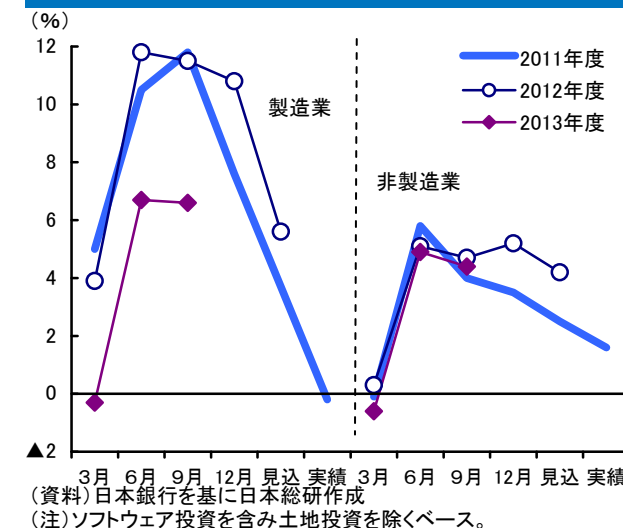
2013年度の設備投資計画は、大企業・製造業で前回調査対比▲0.1%、同・非製造業で▲0.5%の下方修正。企業は設備の過剰感が残るなか、2014年4月の消費税率引き上げのマイナス影響の懸念などから、設備投資に対して、慎重な姿勢が残存。



国内での製商品・サービス需給判断DI



設備投資計画(大企業、前年度比)



輸出は一服感も、堅調な米国景気と円安がプラスに作用

現状

景気分析

見通し

金利動向

輸出動向をみると、受注が夏にかけて弱含み。8月までの貿易関連統計を踏まえると、7～9月期の実質輸出は増勢が鈍化する公算大。

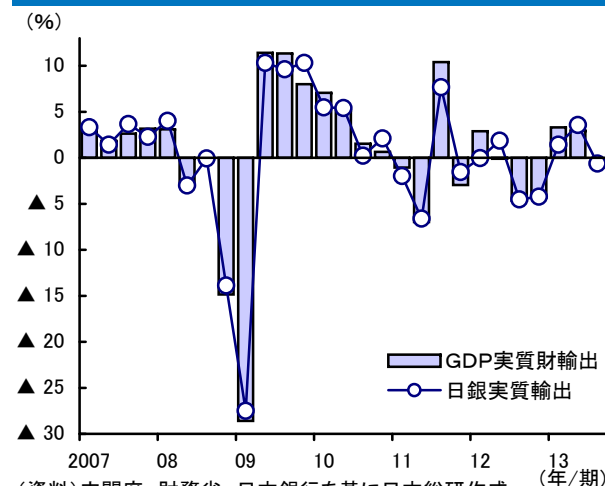
もっとも、その後は、以下2点を背景に回復基調へ復帰する見通し。

第1に堅調な米国景気。政府機関の一部閉鎖が一時的に景気を下押しするものの、債務調整の進展や住宅市場の改善などにより、家計部門を中心に底堅い成長が続く見込み。

第2に円安効果の顕在化。円安はラグを伴いつつも価格競争力の向上を通じて輸出数量を押し上げ。ちなみに、これまでの為替レートと輸出数量の関係を前提とすると、今後、円相場が1～8月平均の前年比下落率▲19.2%が続いた場合、輸出数量は+5.3%ポイント押し上げられると試算。

ただし、円安による輸出数量押し上げ効果については、過去と比べてやや控えめにみておく必要。わが国企業は、旺盛な海外需要を取り込むべく、製造拠点の海外シフトを進めるとともに、海外現地からの仕入割合を高めるなど、「為替動向に左右されにくい」構造に体質を強化。その結果、近年の輸出数量に対する価格弾性値は低下傾向に。

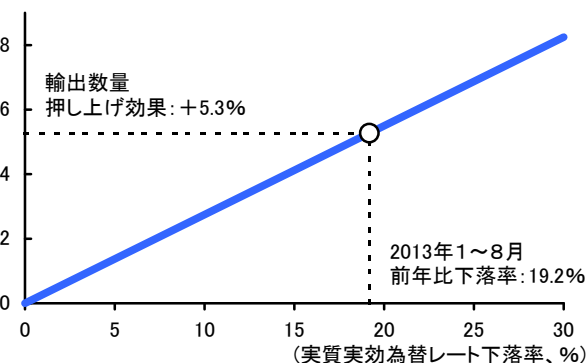
実質財輸出(前期比)



(資料)内閣府、財務省、日本銀行を基に日本総研作成
(注)日銀実質輸出の7～9月期は、7、8月の実績値。

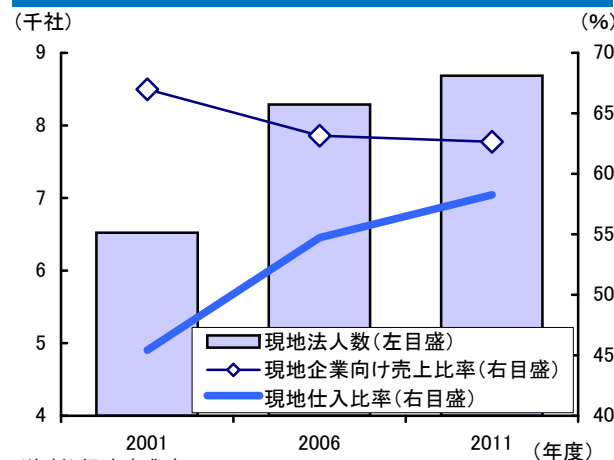
円安による輸出数量押し上げ効果(試算)

(輸出数量押し上げ、%)



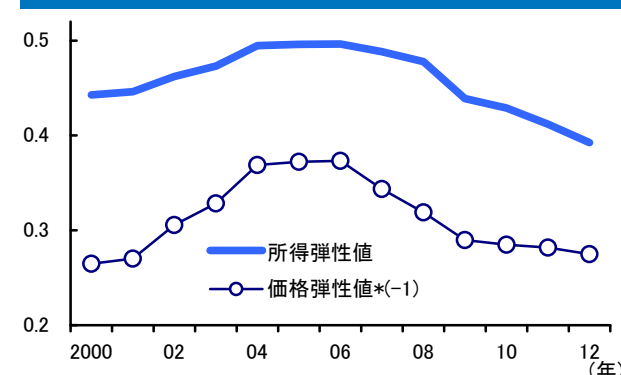
(資料)財務省、日本銀行、IMFを基に日本総研作成
(注)輸出数量の推計式は、 $\ln(\text{輸出数量}) = \alpha + \beta * \ln(\text{世界GDP}) + \gamma * \ln(\text{実質実効為替レート})$ 。自由度修正済みR2=0.88。
▲2.24

製造業海外現地法人数と現地売上・仕入比率



(資料)経済産業省
(注)現地企業向け売上、および現地仕入はいずれも現地日系企業を含む。

輸出数量の弾性値(試算)



(資料)財務省、日本銀行、IMFを基に日本総研作成
(注1)上図の推計式を基に1984年から該年度までを推計期間としてそれぞれの弾性値を算出。
(注2)実質実効為替レートを説明変数とする価格弾性値は負の値となる。弾性値の大小の動きを所得弾性値と合わせるため、便宜的に価格弾性値に-1をかけている。

対中輸出は当面力強い増加が見込めず

一方、わが国の主要輸出先である中国では、実質GDP成長率が2四半期連続で鈍化したほか、PMIも50付近でほぼ横ばい。景気減速懸念が根強く残るなか、同国向け輸出の力強い増加は期待しにくい状況。

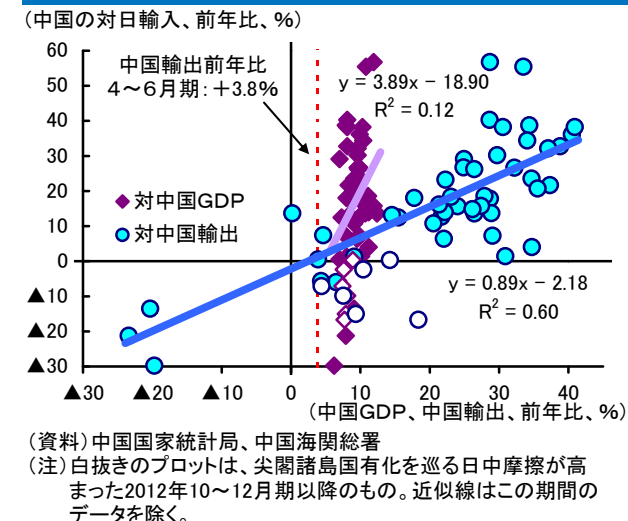
中国では、わが国企業は主に輸出拠点として沿海部に進出しているため、わが国の対中輸出は、中国景気（GDP）そのものよりも、中国の輸出動向との相関が大きい点に留意が必要。中国の輸出が足許で伸び悩んでいる点を踏まえると、当面はわが国からの対中輸出の回復は期待薄。さらに、中国政府が打ち出した景気てこ入れ策も、輸出の増加を伴わなければ、対中輸出の回復ペースは緩やかにとどまる公算。

なお、中国では人件費の高騰から生産拠点としての魅力が薄まりつつあるなか、今後は「輸出・投資主導型成長」から、「消費主導型成長」への転換が進む見通し。こうした状況下、中国の現地法人は、現地調達による仕入割合を高めており、今後、同国で素材など川上業種も含めた「現地調達、現地生産、現地消費」の動きが強まれば、わが国から中国への輸出の増加ペースが一段と鈍くなる可能性も。

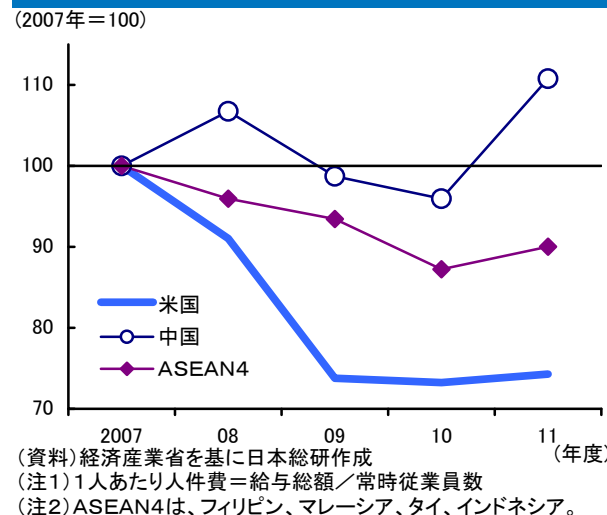
中国PMI(季調値)



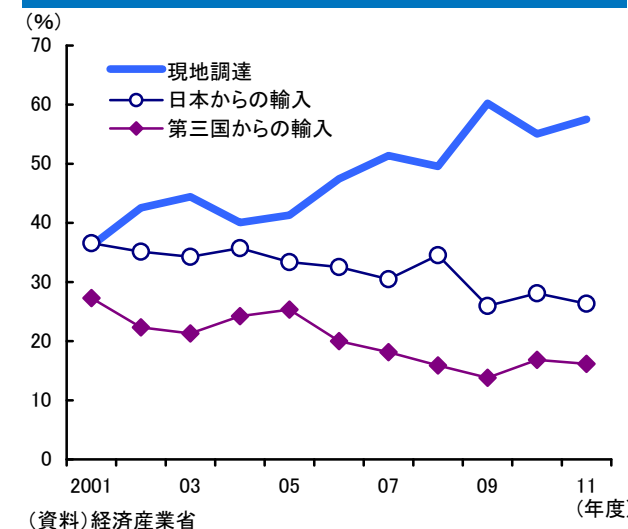
対中輸出と中国GDP、輸出の関係



日本の現地法人の1人あたり人件費(全産業)



日本の中国現地法人の仕入内訳



2013年度は政策効果が景気を押上げ

現状

景気分析

見通し

金利動向

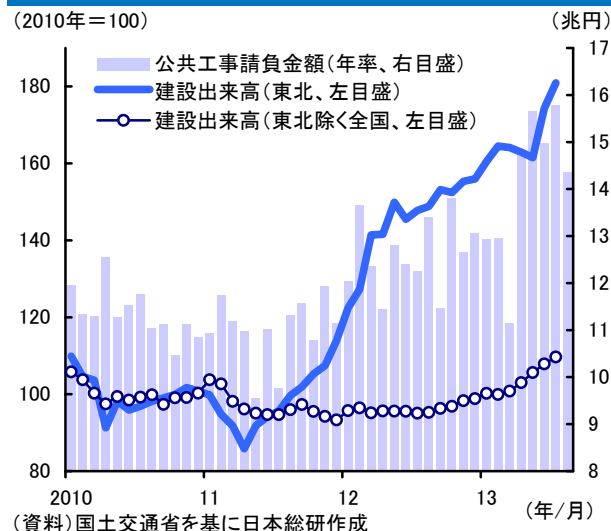
内需では、政策効果が2013年度の景気を集中的に押し上げ。

公的部門では、建設出来高をみると、震災からの復旧・復興に向けた動きに加えて、被災地以外でも増加しており、足許で緊急経済対策の着工・進捗とみられる動きが顕現化。先行指標の請負金額が高水準で推移していることから、当面景気押し上げ要因として作用する見込み。ちなみに、緊急経済対策の真水(4.6兆円)によるGDP押し上げ効果は+0.8%ポイントと試算され、その効果は2014年前半まで続く見込み。

家計部門では、株価上昇による資産効果が景気に対してプラスに作用。ちなみに、株価や所得などを説明変数とする消費関数によれば、日経平均株価が今後も9月の平均水準を維持した場合、2013年度の実質個人消費は+2.0%ポイント押し上げられると試算。

さらに、消費税率の引き上げを控えた駆け込み需要も年度後半を中心に景気を押上げ。個人消費は、前回の引き上げ時(1997年)同様、高額商品を中心とする耐久消費財で駆け込みが顕著となるほか、半耐久財や非耐久財の一部でも、引き上げ直前に駆け込みが発生する見込み。

建設出来高と公共工事請負金額(季調値)



緊急経済対策の概要と効果(試算)

<対策規模>

(兆円)

財政支出計	10.3
うち真水	4.6

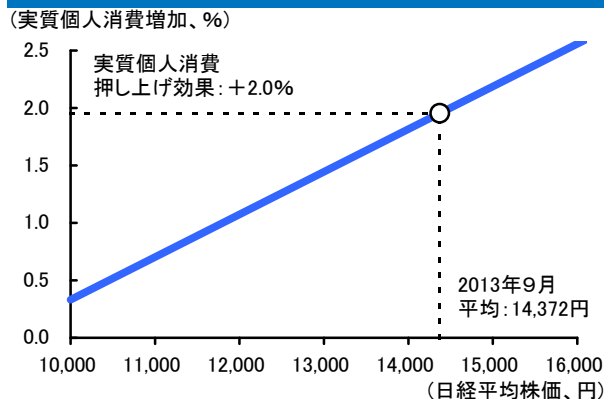
<景気押し上げ効果>

(%)

実質GDP	+0.8
国内民需(寄与度)	(+0.1)
官公需(寄与度)	(+0.7)

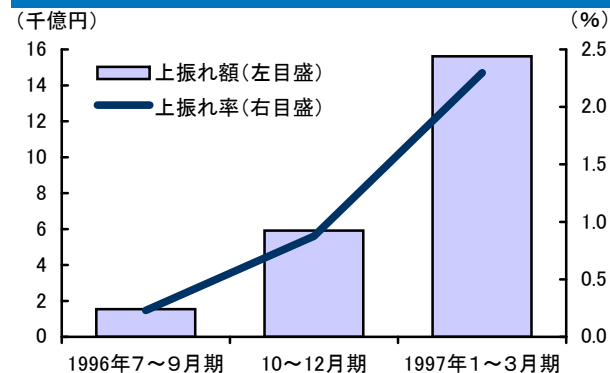
(資料)財務省、内閣府などを基に日本総研作成
(注1)復興関連は復興債償還が大部分を占めることからGDP押し上げに寄与しないと想定。
(注2)景気押し上げ効果はマクロモデル・シミュレーションによるもので、ベースラインからのかい離率。

株高による消費押し上げ効果(2013年度、試算)



(資料)内閣府、日本経済新聞社、総務省を基に日本総研作成
(注)消費関数は以下の通り。 $\ln(\text{消費支出額}) = 86.36 + 0.03 * \ln(\text{日経平均株価}) + 0.41 * \ln(\text{雇用者報酬}) + 0.003 * (60\text{歳以上人口比率})$
係数は5%水準で有意で、自由度修正済み $R^2 = 0.67$ 。

前回引き上げ時の個人消費の駆け込み(試算)



(資料)内閣府を基に日本総研作成
(注) $\ln(\text{実質個人消費}) = \alpha + \beta * \ln(\text{実質可処分所得}) + \gamma * \ln(\text{実質家計金融資産残高}) + \delta * \ln(\text{実質個人消費} <-1\text{期}>)$ を推計式とし、実績値と推計値のかい離を表示。自由度修正済み $R^2 = 0.998$ 。

設備投資の回復には期待成長率の引き上げが不可欠

現状

景気分析

見通し

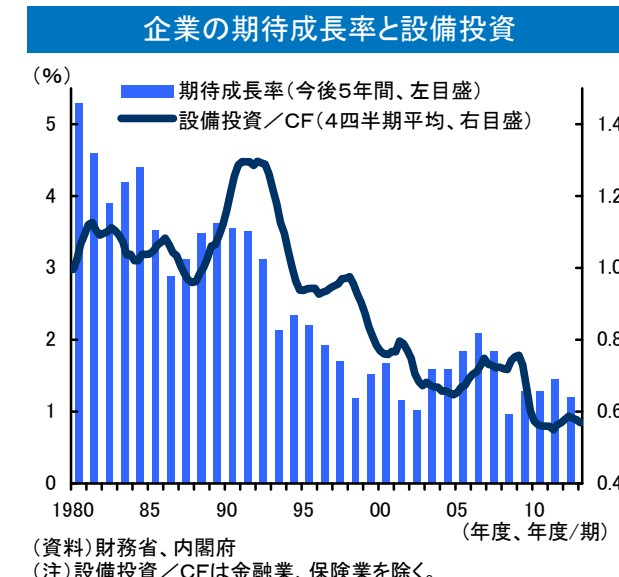
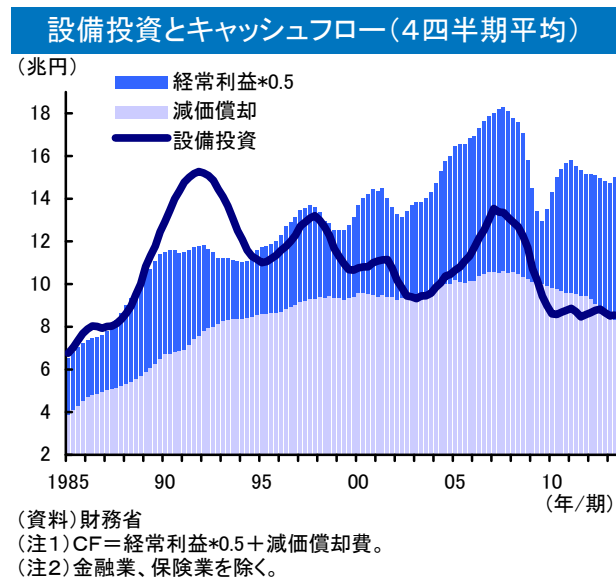
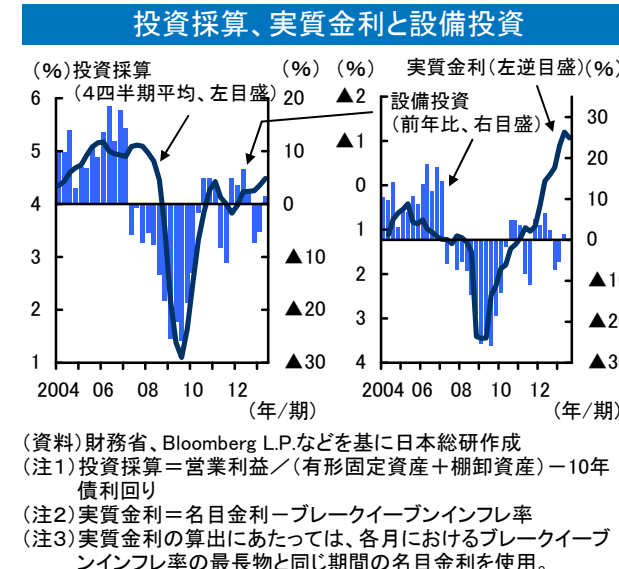
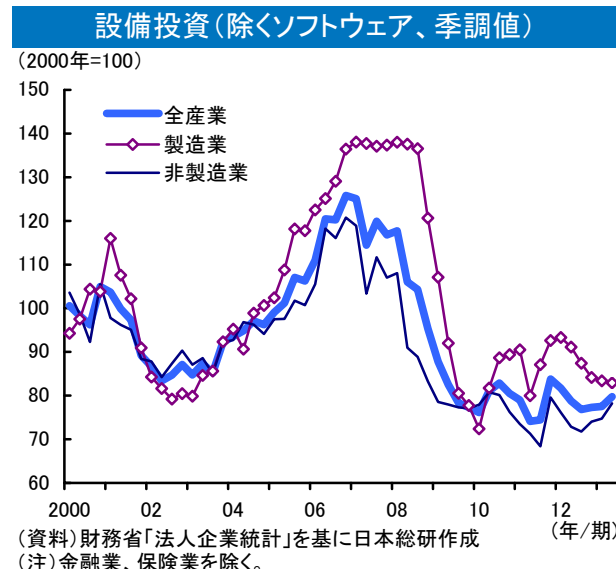
金利動向

政策効果が景気を当面押し上げる一方で、景気の自律的な回復には設備投資の動向がカギ。法人企業統計によると4～6月期の設備投資は前期比+2.9%と3四半期連続の増加。もっとも、製造業が5四半期連続の減少となるなど回復力は脆弱。

設備投資を取り巻く環境について、まず収益環境に着目すると、海外景気の持ち直しや円安を背景に、企業の投資採算が改善。もっとも、リーマン・ショック以降は利益の増加がキャッシュフローを押し上げて、設備投資はキャッシュフローを大幅に下回る水準にとどまる状況。

次に、金利コストに着目すると、日銀の質的・量的金融緩和による実質金利の低下を通じて設備投資が増加するとの見方も。もっとも、実際に両者の動きをみると、2007～2011年にかけては緩やかな逆相関が確認できるものの、足許では連動性が低下。金融緩和による設備投資の押し上げ効果は控えめにみる必要。

企業の投資マインドに対する根強い慎重姿勢を転換させ、設備投資が本格的に回復するには、期待成長率の引き上げを促すことで「持続的な成長」を企業に確信させるための施策を打ち出していくことが不可欠。



所得環境が不透明なか、消費増税後の個人消費は大幅減

現状

景気分析

見通し

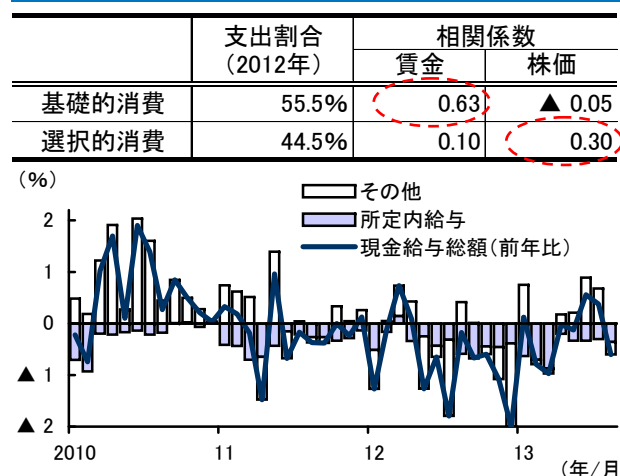
金利動向

さらに、GDPの約6割を占める個人消費が力強く回復するには、資産効果が現れやすい高額商品を含む選択的消費の増加に加えて、消費支出の約6割にあたる基礎的支出の増加も必要。そのためには基礎的消費支出との相関が大きい賃金、すなわち所得環境の改善が不可欠。

ちなみに、8月の給与総額は2ヵ月連続の前年比減少。残業時間の増加により、所定外給与は増勢が続いているものの、所定内給与は引き続き減少。さらに、雇用面では短観の雇用人員判断DIが「不足」超に転じたものの、雇用者数の増加は非正規雇用が中心で、雇用環境の改善も道半ば。企業が景気に対して慎重姿勢を堅持するなか、今後の所得環境の持ち直しも、これまでの景気回復局面と同様、「変動費」の側面が強いボーナスや非正規雇用の増加が中心になると見込まれ、個人消費の力強い回復は当面期待薄。

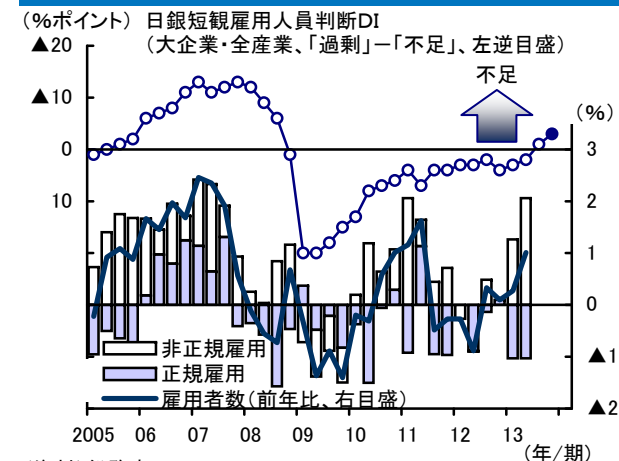
所得面の支えが限定的なか、家計は2014年4月の消費税率引き上げに伴うマイナス影響を吸収できない恐れ。ちなみに、試算では駆け込みの反動と物価上昇による購買力の低下を合わせて個人消費は▲1.9%ポイント押し下げられ、その結果、2014年度の個人消費は大幅減少に。

消費の相関係数と現金給与総額



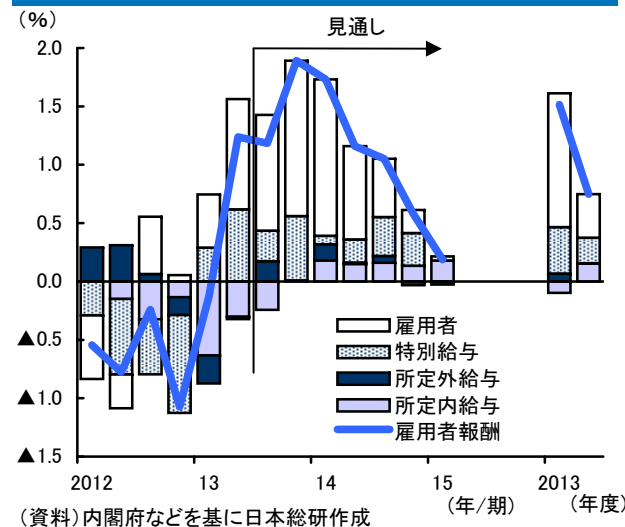
(資料)厚生労働省、総務省、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)相関係数は、それぞれの前年比で算出。

日銀短観雇用人員判断DIと雇用者数



(資料)総務省
(注1)短観の塗りつぶしは、2013年9月調査における、12月先行き。
(注2)雇用者数は役員を除く。

雇用者報酬(前年比)



(資料)内閣府などを基に日本総研作成

消費税引き上げ年度の影響(5%→8%、試算)

	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)内閣府などを基に日本総研作成
(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かい離率。

消費増税対応策で2014年度の景気腰折れは回避の公算

安倍首相は10月1日、消費税率を2014年4月に5%から8%に引き上げることを正式に決定。あわせて、消費増税に伴う対応策として、投資・雇用減税を閣議決定するとともに、12月の経済対策策定を表明。

対応策はインフラ整備などの公共事業や、企業向け減税が中心で、家計向け支援は相対的に小規模。企業が減税による収益拡大分を、賃金上昇や雇用拡大で家計に還元するかが2014年度の景気を占うポイントに。

これら対応策の景気押し上げ効果を試算すると、公共投資のほか、企業向け減税や家計向け支援が設備投資や個人消費などを喚起し、2014年度の実質GDPは+0.76%ポイント押し上げられ、成長率は+1.0%となる見込み。対応策の実施により、これまで懸念されてきた消費増税に伴う景気の腰折れは回避できる公算。

もっとも、公共事業についてはすでにヒトやモノのボトルネックが問題となっており、執行が大きく遅れるリスクも。策定した事業計画が、円滑に執行されるための対策を講じ、ボトルネックの解消に取り組まなければ、景気押し上げ効果が縮小する恐れも。

消費税率引き上げに伴い想定される経済対策

(兆円)	
【公共事業など】	3.30
インフラ整備、老朽化対策など	2.00
震災復興事業など	1.30
【企業向け支援】	1.79
投資減税	0.73
復興特別法人税の前倒し廃止	0.90
所得拡大促進税制	0.16
【家計向け支援】	0.72
低所得者向け現金給付	0.30
住宅購入者向け現金給付	0.31
住宅ローン減税拡充	0.11

(資料)各種報道を基に日本総研作成

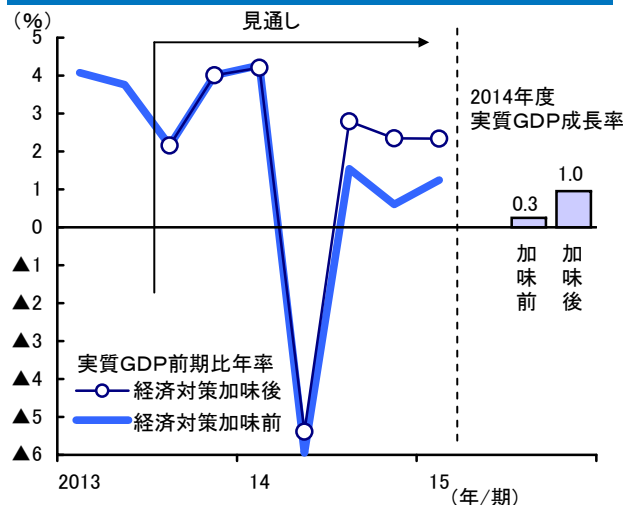
経済対策の効果(2014年度、試算)

(%ポイント)	
実質GDP	+0.76
個人消費(寄与度)	(+0.2)
設備投資(寄与度)	(+0.2)
官公需(寄与度)	(+0.4)

(資料)内閣府、各種報道などを基に日本総研作成

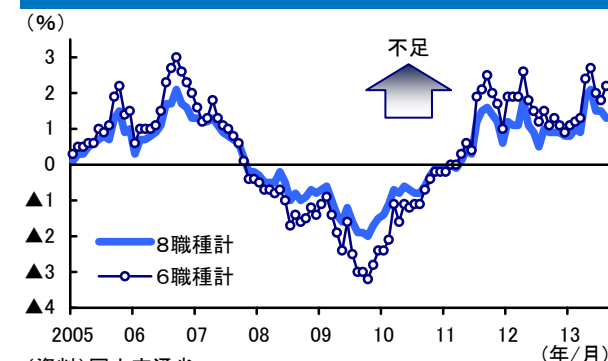
(注)復興特別法人税の前倒し廃止など12月中に結論を下す項目も、予定通り実施されると想定。

経済対策による実質GDPの変化



(資料)内閣府、各種報道などを基に日本総研作成

建設技能労働者不足率(季調値)



(資料)国土交通省

(注1)不足率は労働者数について、(確保したかったができなかったー確保したが過剰となった)／(確保済+確保したかったができなかった)を百分率で示したものの。

(注2)調査の職種は6職種が型わく工(土木、建築)、左官、とび工、鉄筋工(土木、建築)。これに電工、配管工を加えたものが8職種。

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、国内企業物価指数は消費者に近い最終財への価格転嫁が緩やかに進展。6月に14ヵ月ぶりに上昇に転じたコアCPIも、8月はプラス幅がさらに拡大。もっとも、押し上げに寄与したのは、いずれもエネルギー関連が中心で、コアCPIでは、家具・家電やサービスを中心にデフレ圧力はなお残存。

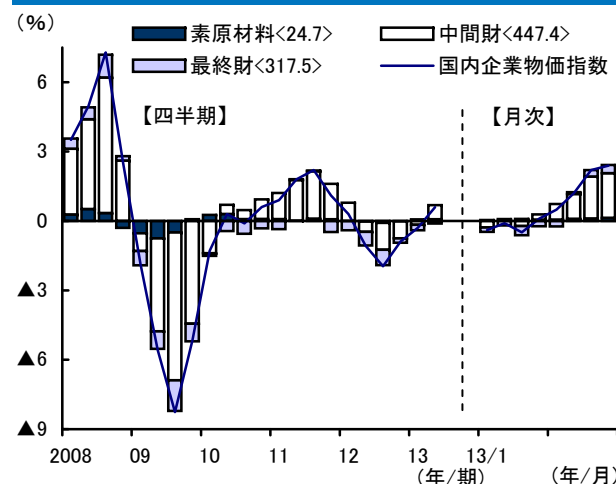
こうした状況下、日銀が掲げる「2年で+2%の物価上昇」の目標達成は、以下2点を理由に困難。

第1に、政策効果を除けば民間部門の回復が脆弱ななか、GDPギャップの縮小ペースが緩慢になるとみられる点。2014年度末にかけて、GDPギャップはなお需要不足が続くとみられ、物価上昇圧力もそれほど高まらない見込み。

第2に、インフレ期待の惹起による物価押し上げが限定的とみられる点。長引くデフレで、物価下落の持続に違和感を持たない「インフレを知らない世代」が増加したことで、家計のデフレマインドは容易には払拭されない見通し。

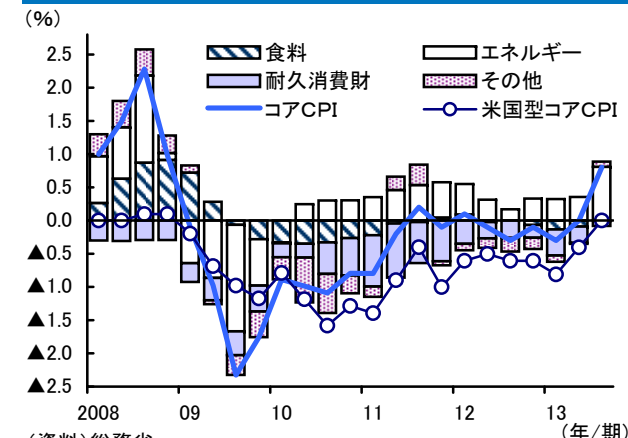
以上を踏まえると、インフレ率のプラスが定着しても、金融緩和だけでどこまで物価が上昇するかは懐疑的にみざるを得ず。

需要段階別国内企業物価指数(前年比)



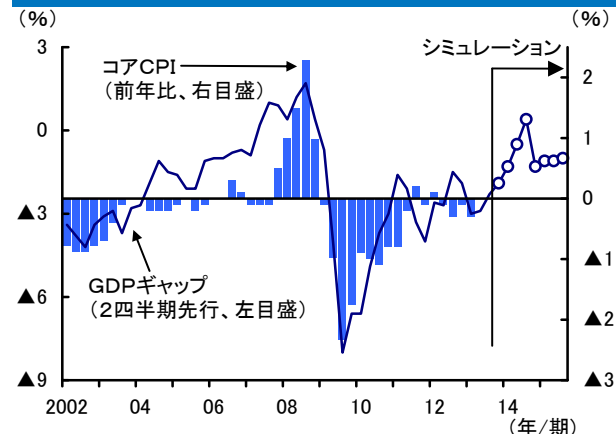
(資料) 日本銀行
(注) <>は国内需要財(国内品+輸入品)における千分比。

コアCPI(前年比)



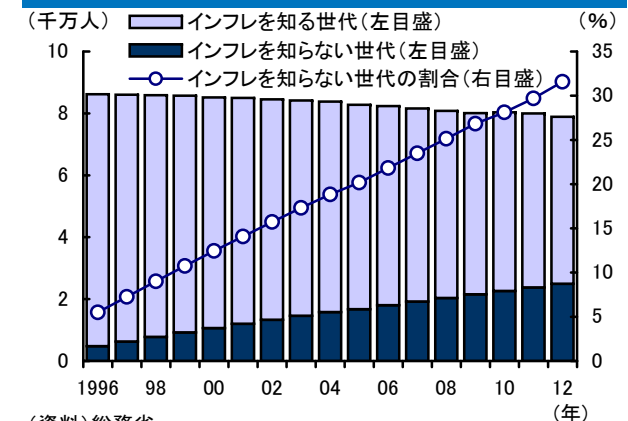
(資料) 総務省
(注1) コアCPIは生鮮食品を除くベース。米国型コアCPIは食料(酒類を除く)およびエネルギーを除くベース。
(注2) 直近は2013年8月実績値。

GDPギャップと物価(試算)



(資料) 内閣府、財務省などを基に日本総研作成
(注1) シミュレーションにおける実質GDPは、日本総研の予測値を使用。
(注2) 2013年7~9月期以降の潜在成長率は+1%と仮定。

日本人生産年齢人口



(資料) 総務省
(注) インフレを知らない世代は、コアCPI前年比が消費税率の引き上げ(1997年4月)を除く期間で、総じて+1%以下となった1994年以降に生産年齢人口に分類される(1979年以降生まれ)年齢層とした。

消費増税がかく乱要因も、政策効果で高めの成長が持続

7～9月期は、緊急経済対策の本格化に伴う公共投資の増加や、消費税率引き上げを前にした住宅投資の駆け込み、などが景気押し上げに作用。さらに、2013年度後半は、①耐久消費財など個人消費での駆け込み需要、②米国での堅調な経済成長や円安を背景とする輸出環境の改善、により成長率が加速する見通し。

一方、2014年度入り後は、消費税率引き上げによる反動減が景気下押しに作用し、4～6月期は大幅マイナス成長に。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堅調な米国景気や金融緩和などを通じた円安による輸出環境の改善、を背景に成長率は持ち直しへ。

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、日銀の量的・質的金融緩和により、プラス基調が続くと見込まれるものの、企業や消費者のデフレマインドが根強く残存するとみられることから、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、マネーや株価に働きかける追加緩和策を講じる見込み。

わが国主要経済指標の予測値(2013年10月2日時点暫定値)

(四半期は前期比年率、%、%ポイント)

	2013年				2014年				2015年	2012年度 (実績)	2013年度 (予測)	2014年度 (予測)
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3			
	(実績)		(予測)									
実質GDP	4.1	3.8	2.2	4.0	4.2	▲ 5.4	2.8	2.3	2.3	1.2	2.8	1.0
個人消費	3.4	3.0	0.9	3.8	6.1	▲ 12.5	2.6	0.9	0.8	1.6	2.6	▲ 1.0
住宅投資	7.7	▲ 1.0	29.1	15.4	▲ 16.6	▲ 25.0	▲ 11.5	1.0	4.8	5.3	9.3	▲ 8.8
設備投資	▲ 0.1	5.1	2.1	3.8	4.8	3.9	4.9	5.7	5.9	▲ 1.4	1.1	4.6
在庫投資 (寄与度)	(▲ 0.1)	(▲ 0.7)	(0.0)	(▲ 0.2)	(▲ 0.3)	(0.3)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(▲ 0.1)	(▲ 0.3)	(0.0)
政府消費	0.2	3.0	0.2	0.5	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6	2.1	1.3	0.6
公共投資	5.8	12.7	23.5	10.5	1.7	2.1	4.2	1.1	0.4	15.0	12.6	4.0
純輸出 (寄与度)	(1.6)	(0.7)	(▲ 0.6)	(0.3)	(0.5)	(2.3)	(0.4)	(0.6)	(0.6)	(▲ 0.8)	(0.2)	(0.8)
輸出	16.8	12.4	0.8	7.1	7.7	6.5	5.5	5.9	5.9	▲ 1.2	5.0	6.2
輸入	4.1	6.2	3.8	4.4	4.2	▲ 6.1	3.2	2.2	2.4	3.8	2.8	1.0

(前年比、%)

名目GDP	▲ 0.8	0.7	2.5	3.3	4.1	2.7	2.5	2.1	1.9	0.3	2.7	2.3
GDPデフレーター	▲ 1.1	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.0	0.3	1.5	1.2	1.3	1.4	▲ 0.9	▲ 0.1	1.3
消費者物価 (除く生鮮)	▲ 0.3	0.0	0.7	0.7	0.8	2.8	2.8	2.8	2.9	▲ 0.2	0.6	2.8
(除く生鮮、消費税)	▲ 0.3	0.0	0.7	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8	▲ 0.2	0.6	0.8
鉱工業生産	▲ 7.9	▲ 3.1	2.4	8.0	8.5	5.0	2.4	0.6	▲ 0.5	▲ 2.9	3.9	1.8

完全失業率 (%)	4.2	4.0	3.9	3.9	3.9	3.8	3.8	3.7	3.7	4.3	3.9	3.8
経常収支 (兆円)	1.58	1.63	2.14	0.48	2.45	1.82	3.20	1.72	3.95	4.35	6.70	10.68
対名目GDP比 (%)	1.3	1.4	1.8	0.4	2.0	1.5	2.6	1.3	3.2	0.9	1.4	2.2
円ドル相場 (円/ドル)	92	99	99	99	101	102	103	104	106	83	99	104
原油輸入価格 (ドル/バレル)	112	107	107	110	110	110	110	110	110	113	108	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)消費税率引き上げに伴う減税、および経済対策が予定通り実施されると想定。

海外経済の前提

	(前年比、%)		
	2012年 (実績)	2013年 (予測)	2014年 (予測)
米国	2.8	1.6	2.6
ユーロ圏	▲ 0.6	▲ 0.6	0.5
中国	7.7	7.6	7.8

過去の実質GDP予測

	(前年比、%)		
	2012年度 (実績)	2013年度 (予測)	2014年度 (予測)
7月号	1.2	2.6	0.1
8月号	1.2	2.6	0.1
9月号	1.2	2.6	0.3

長期金利は当面低水準で推移。その後は緩やかに上昇へ。

現状

景気分析

見通し

金利動向

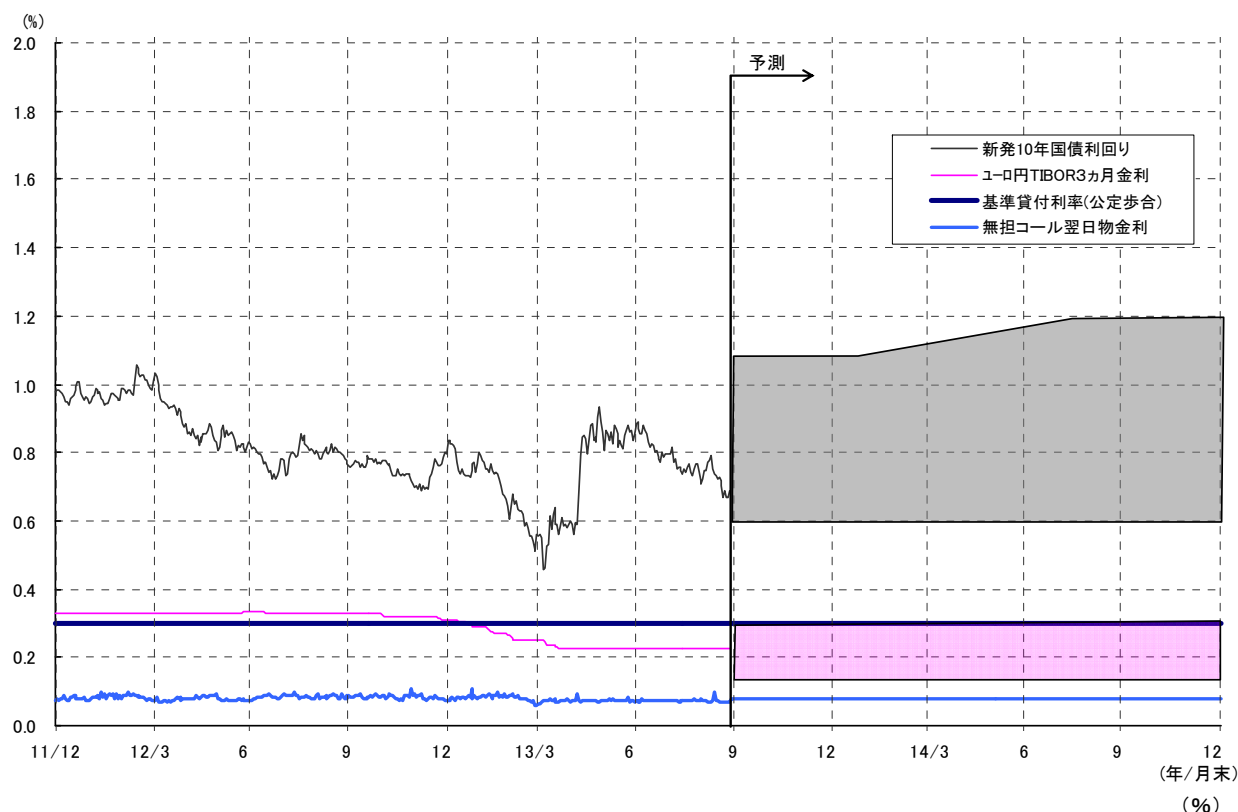
日銀は、9月4、5日の定例会合で、金融政策の現状維持を決定。景気回復が確認され、消費者物価の上昇ペースも高まるなか、4月の決定施策を着実に実施し、その効果を確認していく方針。

今後を展望すると、当面は、緩和効果を見極めるため、現状維持が続く見込み。

長期金利は、日銀による大量国債買入によって、良好な需給環境が維持されるなか、7月入り後から緩やかに低下。足元では、0.7%前後の低水準で推移。

先行きを展望すると、長期金利は、米国での財政・金融政策や消費税率引き上げ後のわが国景気の行方に不透明感が残るなか、当面、横ばいで推移する見通し。その後は、上記不透明要因が払拭されていけば、CPI上昇率の高まりなどから、金利は徐々に上昇トレンドに。もっとも、日銀の国債買入が金利下押しに作用し、上昇ペースは緩やかにとどまる見込み。

わが国主要金利の見通し



	2012年	2013年				2014年			
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	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	0.32	0.28	0.23	0.23	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
円スワップ5年物金利	0.30	0.29	0.45	0.45	0.40	0.40	0.43	0.45	0.48
新発10年国債利回り	0.75	0.70	0.73	0.77	0.70	0.70	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

日銀の買入と信託、生損保の買い越しが金利低下をけん引

現状

景気分析

見通し

金利動向

長期金利は、9月末、約4ヵ月半ぶりに0.7%割れの水準まで低下。足元の長期金利の低下の背景として、以下の2点を指摘可能。

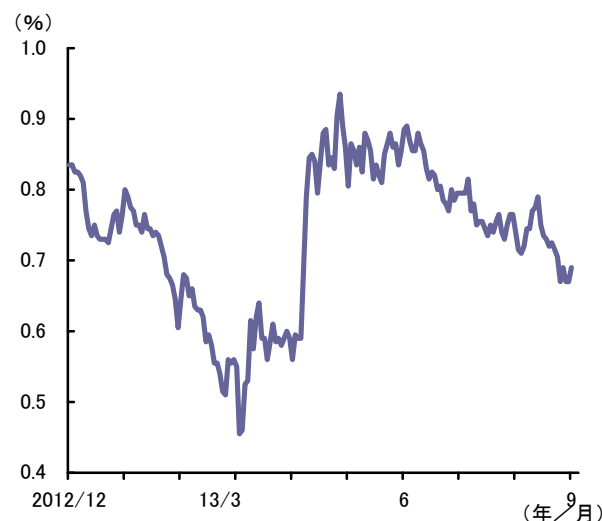
第1に日銀の大量国債買入。日銀は毎月7兆円程度の国債買入を実施。8月末の買入国債残高は、123兆円と当初予定通りに増加。

第2に信託、生損保の国債買い越し。年金・保険は、将来的な保険金の支払いという長期の負債に見合うように長期国債を保有。そのため、異次元緩和以降も国債を買い越し。

先行きを展望すると、過大なリスク資産保有に対する慎重姿勢が根強い。年金・保険による大規模なポートフォリオリバランスは期待薄。国債市場は日銀・信託・生損保の購入需要を背景に、需給が逼迫した状況が続き、長期金利は当面、低下しやすい地合に。

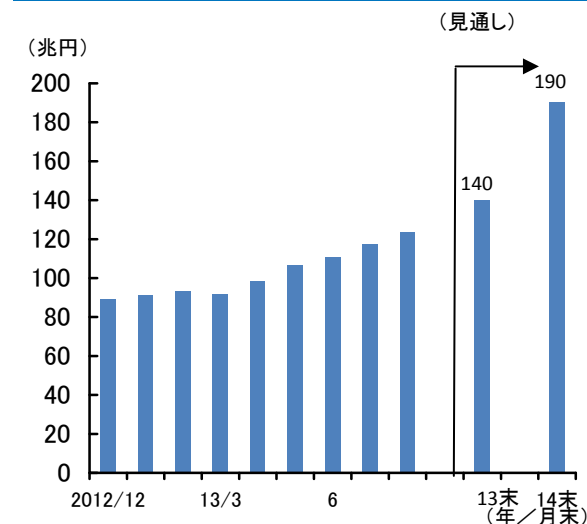
もっとも、足元では消費者物価指数の上昇や名目GDP成長率の高まりが明確化しているため、一方的な金利低下の公算は小。徐々にファンダメンタルズ要因による金利上昇圧力が顕在化する見通し。

長期金利の推移



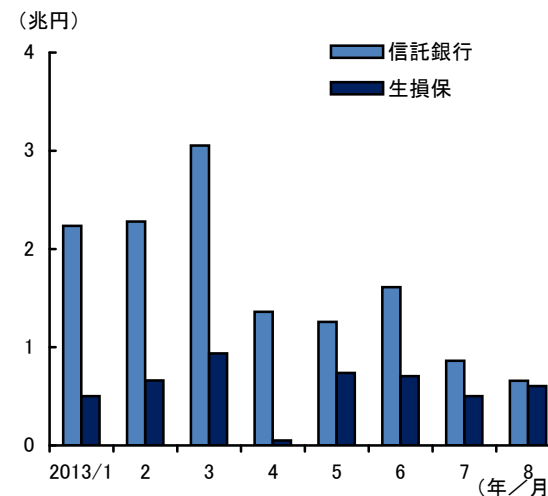
(資料)日経NEEDSを基に日本総研作成

日銀の保有国債残高



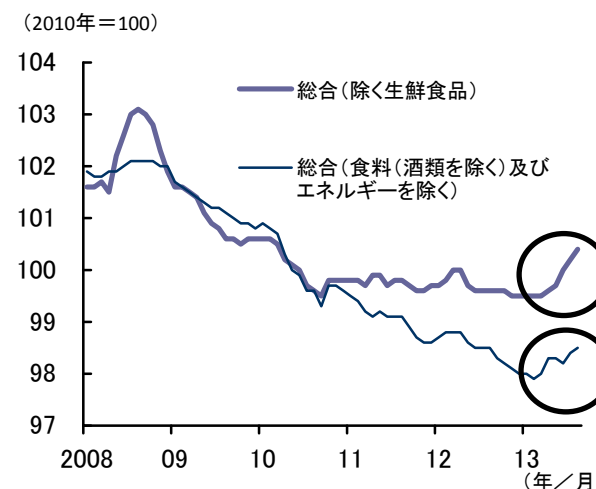
(資料)日本銀行を基に日本総研作成

信託、生損保の国債買い越し状況



(資料)日本証券業協会を基に日本総研作成

消費者物価指数(季調値)



(資料)総務省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 （%）	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 （%）	N Y ダウ 工業株 （ドル）	ユーロ3ヵ月 （%）	10年国債 （%）
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
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