
日本経済展望

2013年8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8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

現状

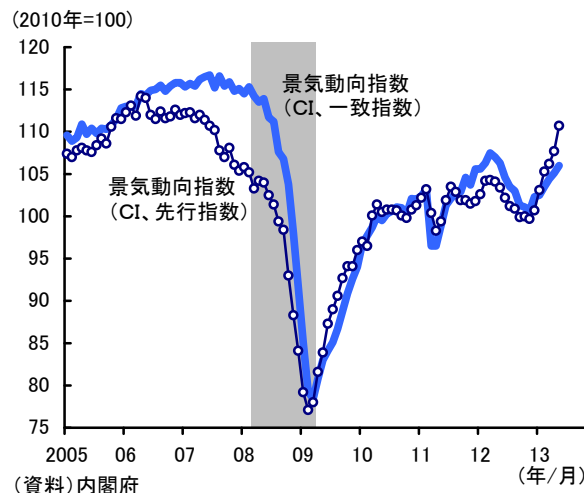
景気分析

見通し

金利動向

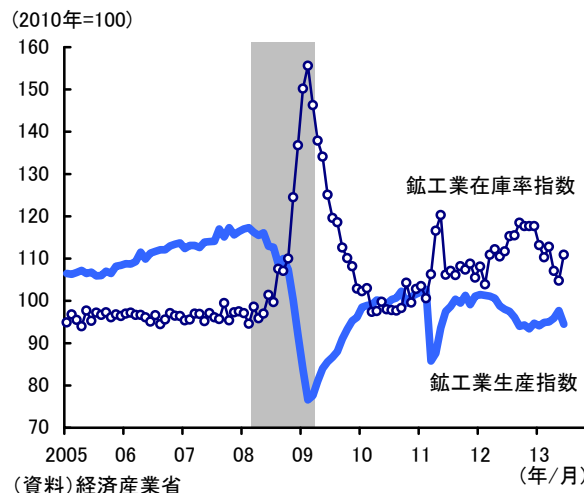
景気

株価上昇や機械受注の増加により、先行指数は2007年6月以来の高水準



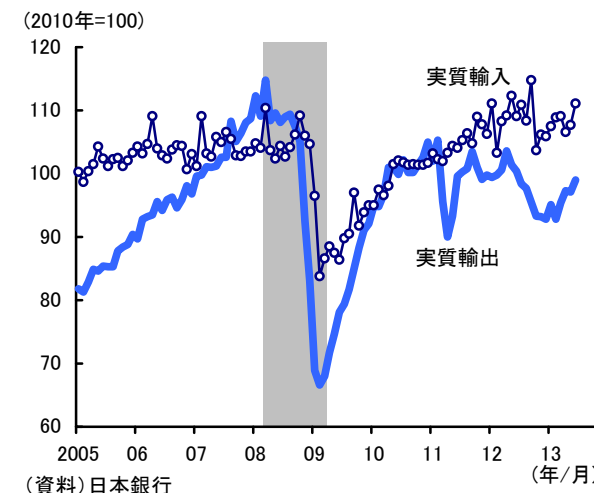
企業

生産指数は幅広い業種で低下
在庫率指数は3カ月ぶりに上昇



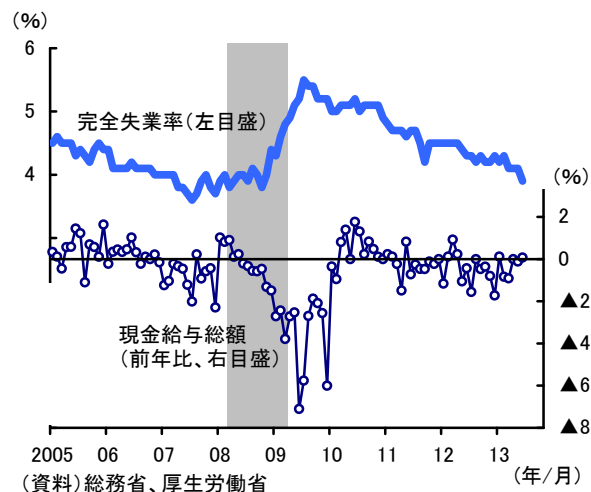
外需

輸出は中国向けで底入れの兆し
輸入はエネルギー関連を中心に高止まり



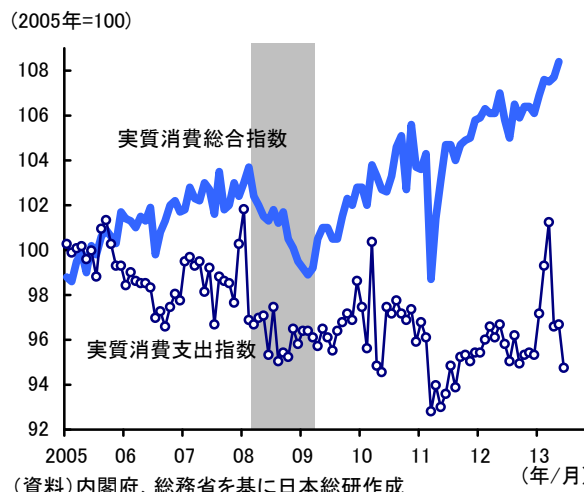
雇用所得

失業率は2008年10月以来の3%台に低下
給与総額は5カ月ぶりに増加



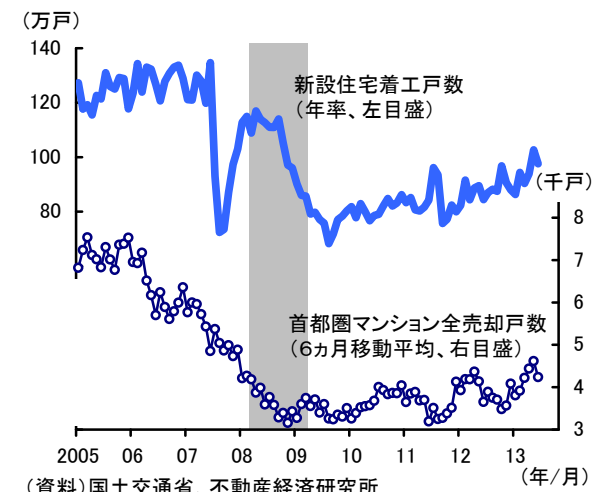
消費

消費は株高に伴うマインド改善と資産効果
を背景に増加基調



住宅

住宅着工は増税前の駆け込みが顕在化
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

生産は回復一服も上昇基調は崩れず

現状

景気分析

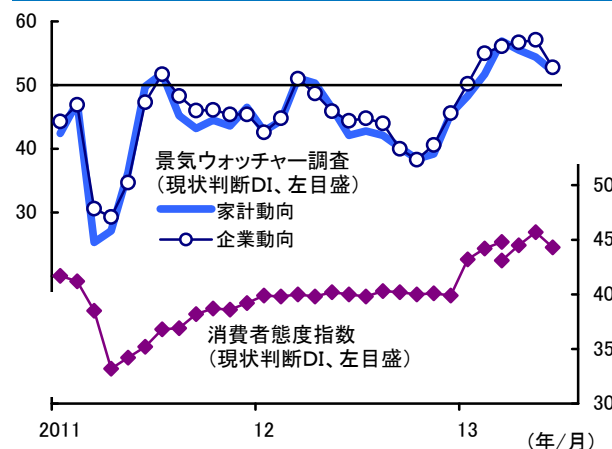
見通し

金利動向

わが国景気は、昨年末を底に回復傾向が持続。5月下旬以降の株安・円高を受けて、景況感や消費者マインドの改善は一服したものの、7月入り以降、株安・円高に歯止めがかかるなか、マインドの改善基調は維持される見通し。

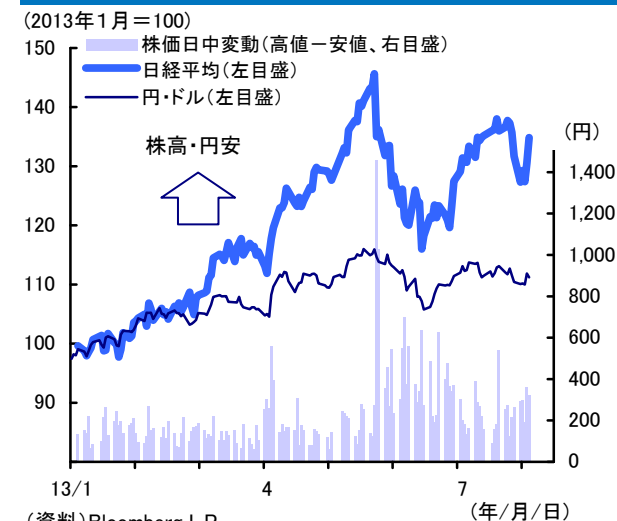
鉱工業生産指数は、6月が前月比▲3.3%と5ヵ月ぶりの低下。業種別にみると、国内新車販売や欧州向け輸出が減少した輸送機械や、携帯電話用半導体の生産低迷を受けた電子部品・デバイスなどで低下。もっとも、製造工業生産予測指数によると、7月は輸送機械や電気機械をはじめ幅広い業種での増産によって持ち直す見込み。日銀短観6月調査では、年度後半に売り上げの大幅な増加が見込まれていることから、年度末にかけて生産は緩やかな回復傾向が続く見通し。

景況感と消費者マインド(季調値)



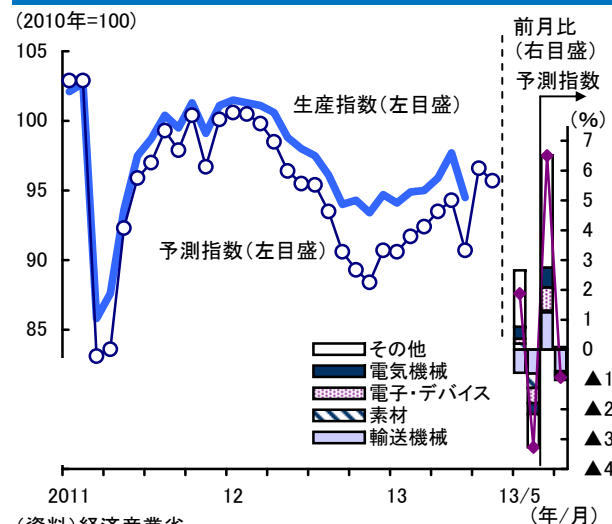
(資料)内閣府
(注)消費者態度指数は、2013年3月分より調査方法を「訪問調査」から「郵送調査」に変更。

株価、円相場と株価変動



(資料)Bloomberg L.P.

鉱工業生産指数(季調値)



(資料)経済産業省

売上高と生産(製造業)



(資料)日本銀行、経済産業省

■ アベノミクス効果に加えて、消費増税前の駆け込み需要も

現状

景気分析

見通し

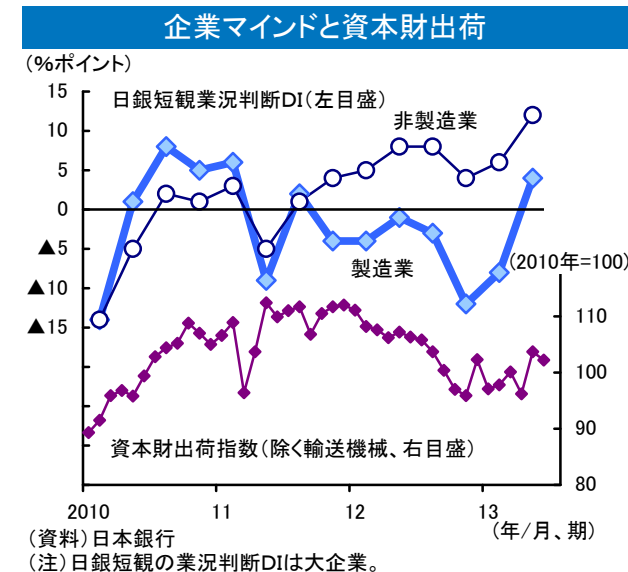
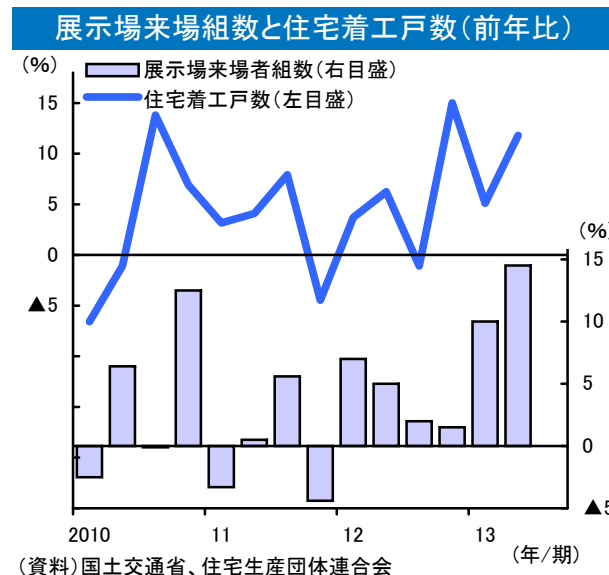
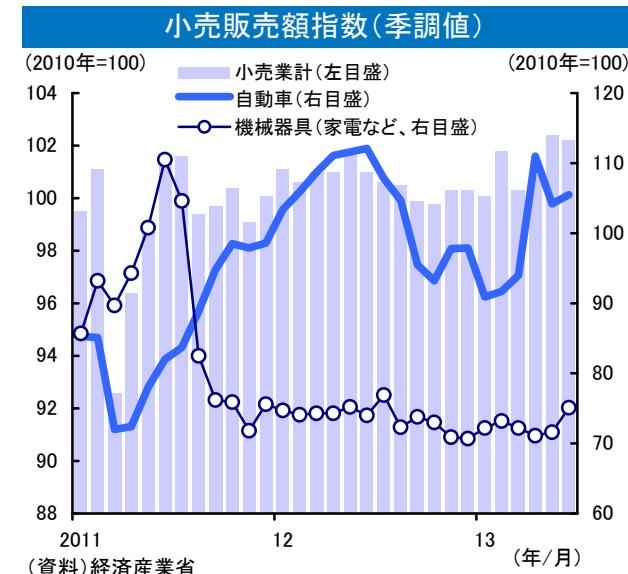
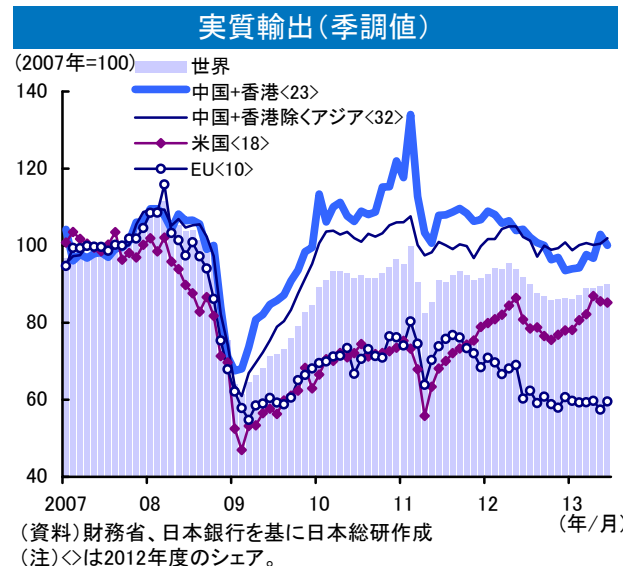
金利動向

アベノミクスによるプラス効果は実体経済で徐々に顕在化。外需では、米国で底堅い成長が続くなか、円安による輸出環境の改善を背景に、実質輸出は緩やかに回復。尖閣諸島を巡る対立以降減少が続いた中国向けも持ち直しの動き。

内需では、昨年秋からの株高に伴う資産効果により、個人消費が2013年入り後増加。業種別の小売販売額をみると、自動車は足許で堅調に推移しているほか、地上波デジタル放送移行に伴う駆け込み需要以降、長らく低迷が続いたTVを含む機械器具も底打ちの兆し。

加えて、消費税率引き上げを控えた駆け込み需要も顕在化。住宅部門では、展示場来場組数の増加とともに、着工戸数も増勢が加速。

慎重姿勢が根強い企業部門でも、徐々に前向きの動き。アベノミクスや日銀の異次元緩和を受けて、日銀短観業況判断DIは改善。機械投資の現状を示す輸送機械を除く資本財出荷指数も持ち直しの兆し。



株高に伴う資産効果が個人消費を押し上げ

現状

景気分析

見通し

金利動向

株価上昇は、資産効果を通じて個人消費を押し上げ、2013年度の景気をけん引。

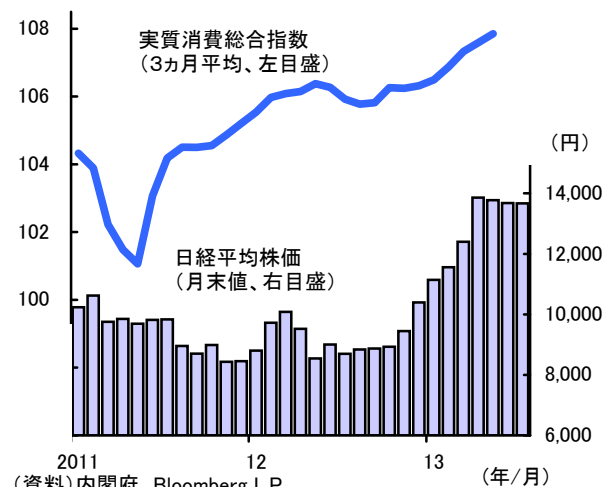
7月の日経平均株価は、14,000円前後で推移し、2012年平均対比およそ5割高。株価上昇による株式含み益は、2013年1～3月期に前年差+21兆円、4～6月期には同約+45兆円超まで拡大したと試算。

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7月の平均水準を維持した場合、2013年度の実質個人消費は+1.9%ポイント押し上げられると試算。株高による資産効果を世帯レベルでみると、株式保有高が多い高所得者層で大きく顕在化する一方、低所得者層では効果が限られ、個人消費の改善度合いに差。

こうした「資産効果」のほか、株価が景気の先行指標の役割を果たすかたちで、景気回復期待が高まり、その結果、消費者マインドが改善し、消費増をもたらす「マインド効果」も個人消費の押し上げ要因に。

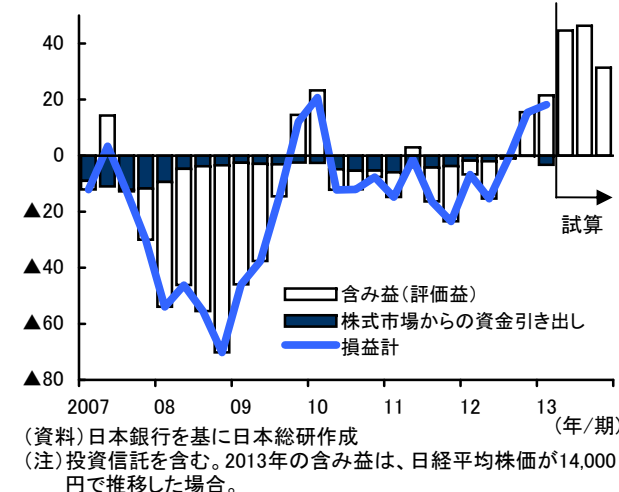
株価と実質消費総合指数

(2005年=100)



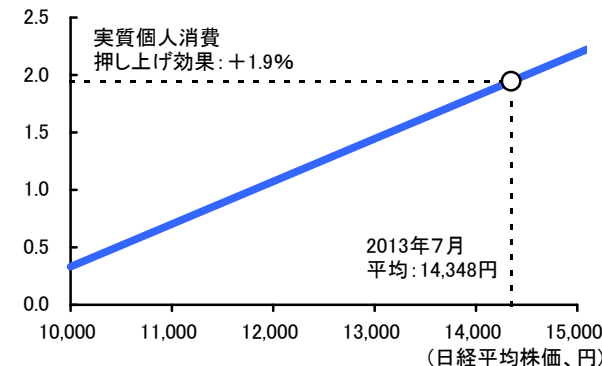
家計部門の株式評価損益(前年差、試算)

(兆円)



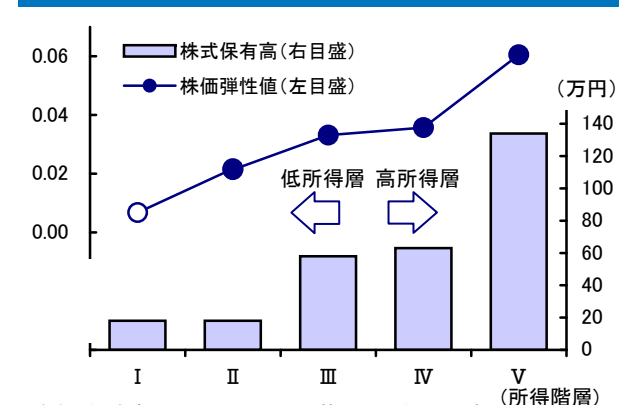
株高による消費押し上げ効果(2013年度、試算)

(実質個人消費増加、%)



(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R²=0.67。

所得階層別株式保有高と株価弾性値(試算)



(資料)総務省、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)勤労者世帯。株式投資信託を含む。株価弾性値(α)は以下から算出。 $\ln(\text{消費支出額}) = \text{定数項} + \alpha * \ln(\text{日経平均株価}) + \beta * \ln(\text{実収入})$
黒塗りの点のみ、5%水準で有意。

政策効果が集中的に2013年度の景気を押し上げ

現状

景気分析

見通し

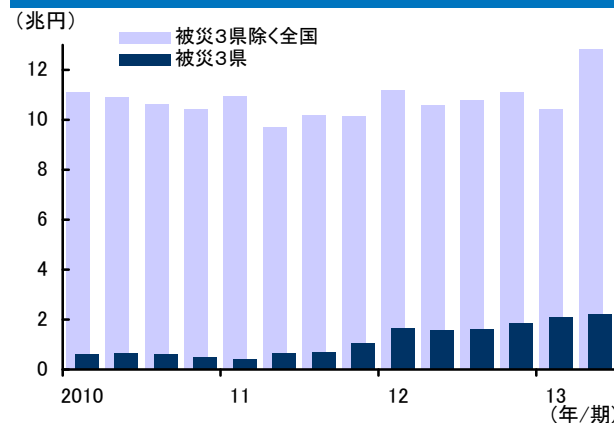
金利動向

加えて、2013年度は、公共投資や消費税率引き上げに伴う駆け込み需要など、政策効果が集中的に景気を押し上げ。

公共投資は、震災からの復旧・復興に向けた動きのほか、2月に成立した緊急経済対策の着工・進捗がGDPを大きく押し上げる見込み。先行性を有する請負金額をみても、足許で被災3県を除くベースが大幅に増加しており、今後の本格化を示唆。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。

消費税率の引き上げにあたっては、個人消費では、前回の引き上げ時(1997年)同様に駆け込みが発生する見込み。財別には、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。住宅着工についても、税率引き上げの1年前から、一定条件を満たした際に引き上げ前の税率が適用される半年前(9月末)までは、持家を中心に増加する見込み。その結果、進捗ベースでの住宅投資は、2013年いっぱい景気押し上げに作用する見通し。

公共工事請負金額(季調値、年率)



(資料)建設業信用保証(北海道、東日本、西日本)を基に日本総研作成
(注1)被災3県は岩手県、宮城県、福島県。
(注2)被災3県、被災3県除く全国それぞれに対して季節調整。

緊急経済対策の概要と効果(試算)

<対策規模> (兆円)

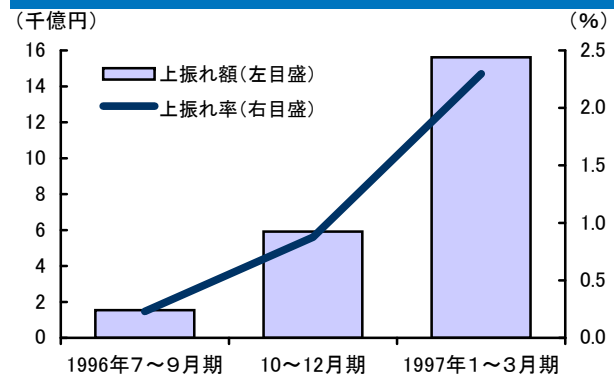
財政支出計	10.3
うち真水	4.6

<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)

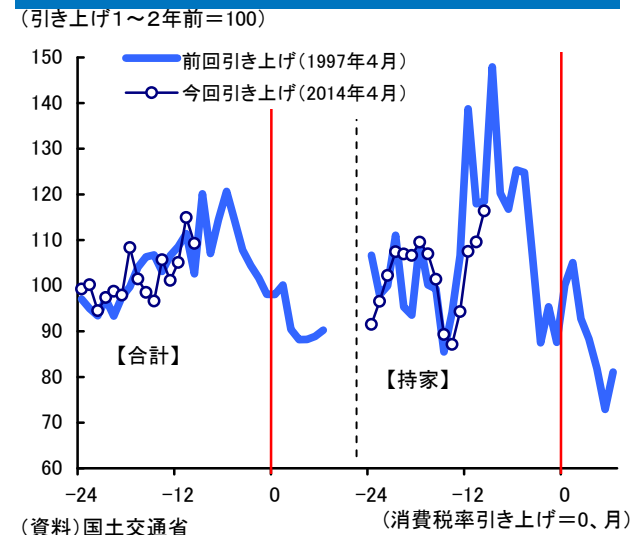
(資料)財務省、内閣府などを基に日本総研作成
(注1)復興関連は復興債償還が大部分を占めることからGDP押し上げに寄与しないと想定。
(注2)景気押し上げ効果はマクロモデル・シミュレーションによるもので、ベースラインからのかい離率。

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、
t値 6.88 5.44 6.97
10.37
実績値と推計値のかい離を表示。自由度修正済R²=0.998。

消費増税前後の住宅着工戸数(季調値)



(資料)国土交通省 (消費税率引き上げ=0、月)

堅調な米国景気と円安が輸出にプラス

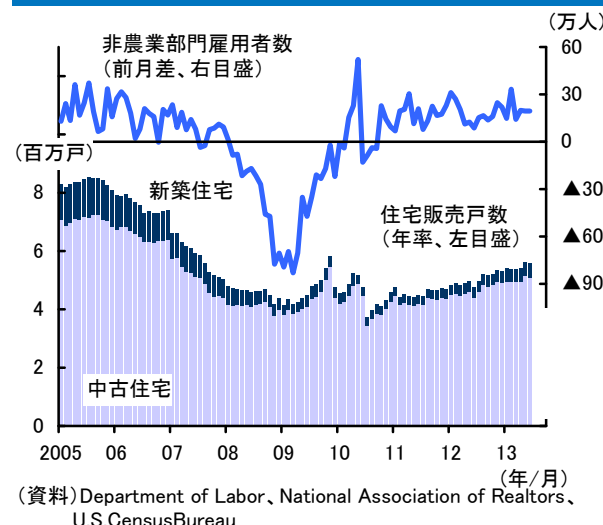
さらに、堅調な米国景気と円安による輸出環境の改善を背景に、輸出は今後も増勢が続く見通し。

米国景気は持ち直しが明確化。先行きも雇用環境や住宅市場の改善などを背景に、家計部門を中心に底堅い成長となる見込み。

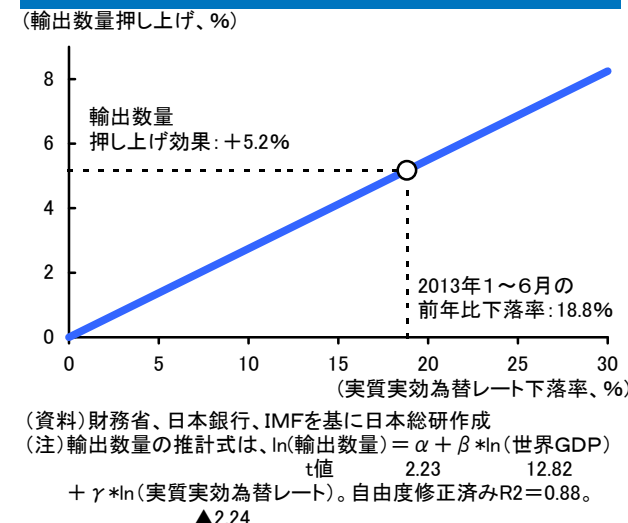
円安効果も徐々に顕在化。主要国通貨との相対的な強さを表す実質実効為替レートは、大胆な金融緩和を掲げた安倍政権の誕生を契機に大幅な円安へ。円安はラグを伴いつつも価格競争力の向上を通じて輸出数量を押し上げ。ちなみに、これまでの為替レートと輸出数量の関係を前提とすると、今後、円相場が1～6月平均の前年比下落率▲18.8%が続いた場合、輸出数量は+5.2%ポイント押し上げられると試算。

もっとも、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。こうした状況を踏まえると、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。

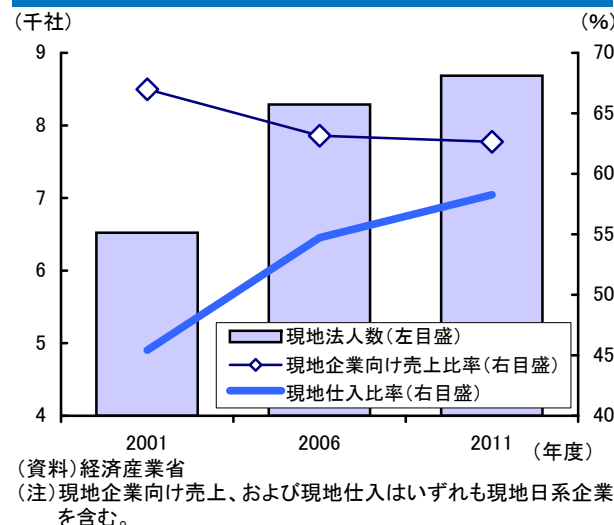
米国非農業部門雇用者数と住宅販売戸数



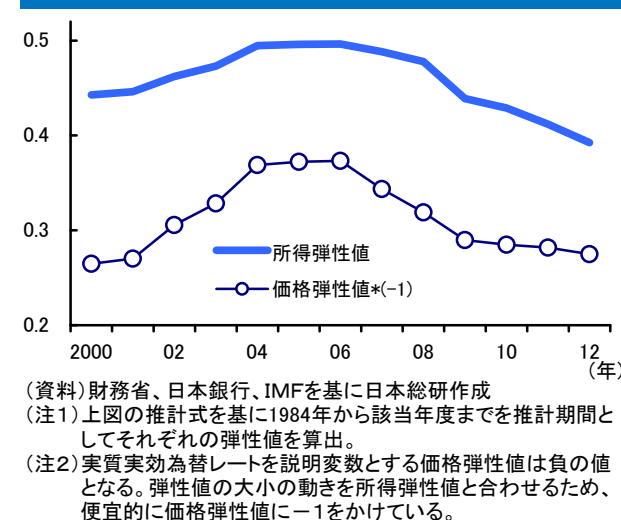
円安による輸出数量押し上げ効果（試算）



製造業海外現地法人数と現地売上・仕入比率



輸出数量の弾性値（試算）



対中輸出は当面力強い増加が見込めず

現状

景気分析

見通し

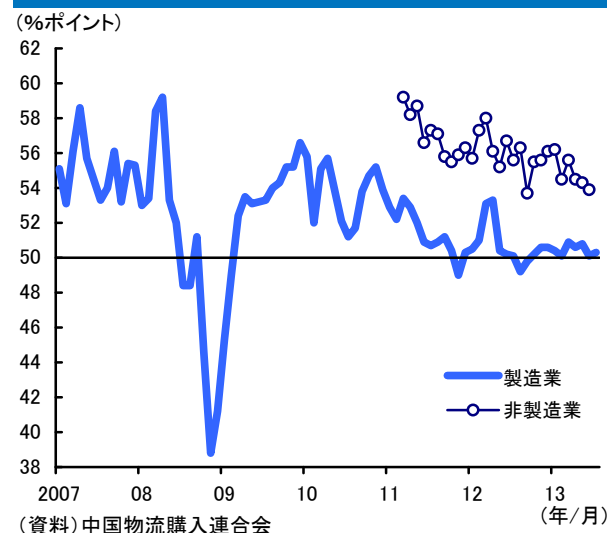
金利動向

一方、わが国の輸出先の2割強を占める中国では、4～6月期実質GDP成長率が2四半期連続で鈍化したほか、PMIも弱含んで推移。景気減速懸念が強まるなか、同国向け輸出の増加は期待しにくい状況。

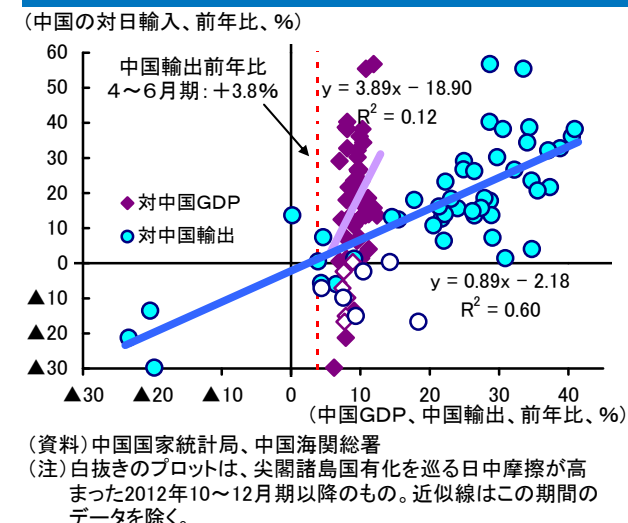
もっとも、中国では、わが国企業は主に輸出拠点として沿海部に進出しているため、わが国の対中輸出は、中国景気（GDP）そのものよりも、中国の輸出動向との相関が大きい点に留意が必要。中国の輸出は足許で伸び悩んでおり、当面はわが国からの対中輸出の回復は期待薄。さらに、仮に中国が景気刺激策を打ったとしても、輸出の増加を伴わなければ、対中輸出の回復ペースも緩やかにとどまる公算。

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なども含めた「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。

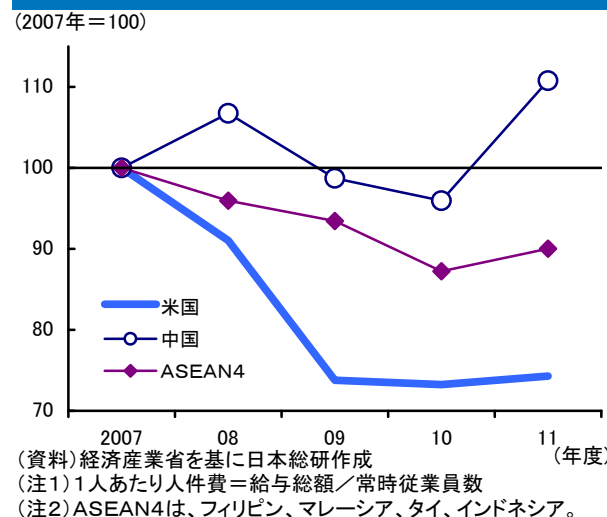
中国PMI(季調値)



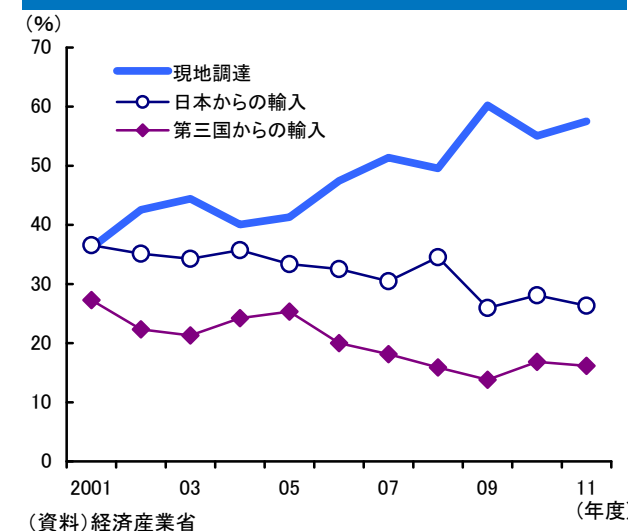
対中輸出と中国GDP、輸出の関係



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



設備投資の回復には期待成長率の引き上げが不可欠

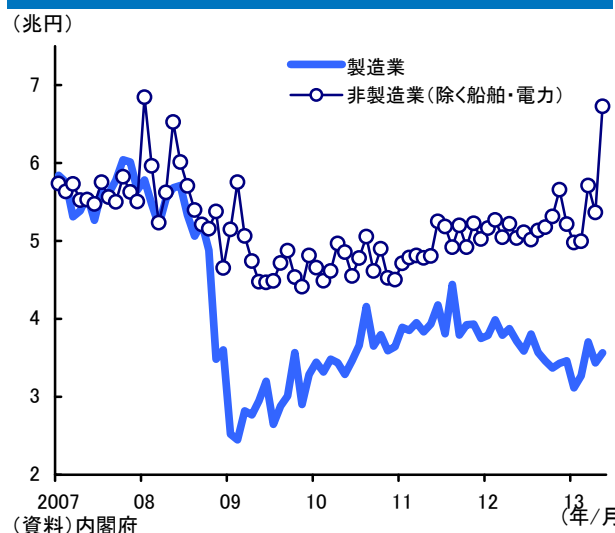
設備投資は、先行性を有する機械受注に持ち直しの兆しがみられ、先行き増加に転じる見込み。もっとも、企業の慎重姿勢が根強いなか、設備投資の回復力は脆弱にとどまる見込み。

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、投資採算が設備投資に与える影響を相関係数でみると、製造業では両者の相関が強いものの、非製造業は収益以外の要因が投資決定に左右する面が強く、相関は小。

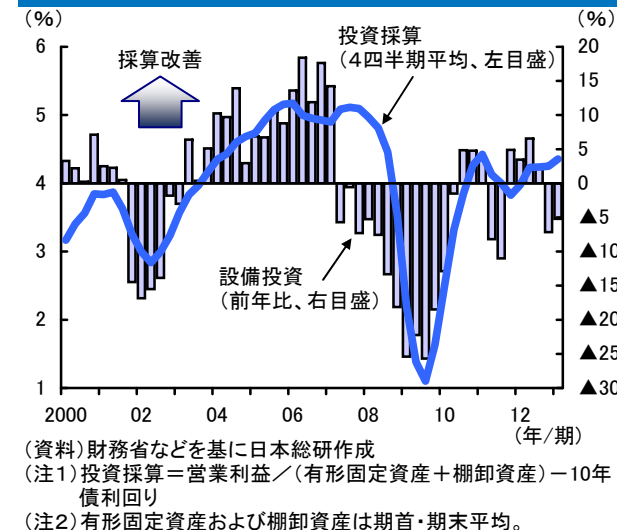
次に、金利コストに着目すると、日銀の質的・量的金融緩和による実質金利の低下を通じて設備投資が増加するとの見方も。もっとも、実際に両者の動きをみると、2007～2011年にかけては緩やかな逆相関が確認できるものの、足許では連動性が低下。金融緩和による設備投資の押し上げ効果は控えめにみる必要。

一方、期待成長率は、製造業に加えて、国内で6割強の投資シェアを持つ非製造業の設備投資に対しても強い相関。設備投資の本格回復には「期待成長率の引き上げ」を促す施策を打ち出していくことが不可欠。

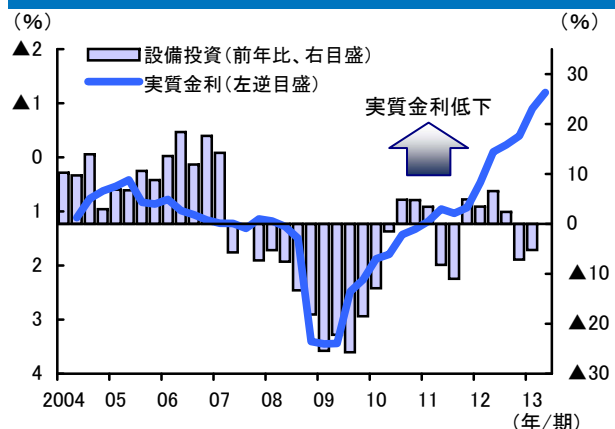
機械受注(季調値、年率)



投資採算と設備投資



実質金利と設備投資



(資料)財務省、Bloomberg L.P.などを基に日本総研作成
(注1)実質金利=名目金利-ブレイクイーブンインフレ率
(注2)実質金利の算出にあたっては、各月におけるブレイクイーブンインフレ率の最長物と同じ期間の名目金利を使用。

設備投資に関する相関係数

	製造業			非製造業		
	設備投資シェア					
2011年度	33.9%			66.1%		
	相関係数					
	投資採算	実質金利	期待成長率	投資採算	実質金利	期待成長率
1990年度代	0.74	—	0.40	0.14	—	0.40
2000年度～	0.82	▲ 0.54	0.63	0.34	▲ 0.49	0.63

(資料)財務省、内閣府などを基に日本総研作成
(注1)実質金利との相関は逆相関。
(注2)実質金利は2004年4月から。
(注3)期待成長率は、内閣府「企業行動に関するアンケート調査(2012年度)」における今後5年間の実質経済成長率。

所得環境が不透明ななか、消費増税後の個人消費は大幅減

現状

景気分析

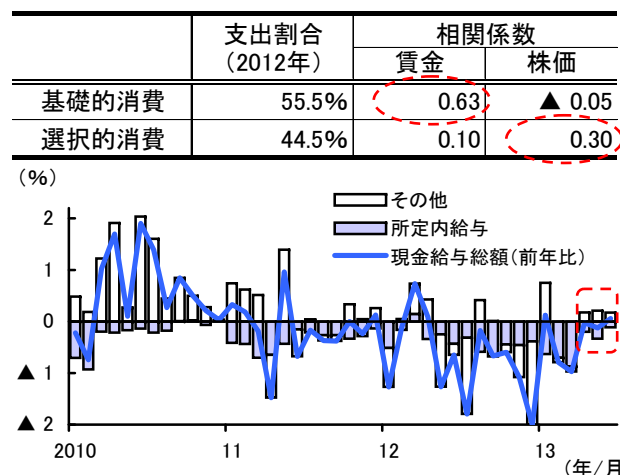
見通し

金利動向

2013年入り後の堅調な個人消費は資産効果の面が大。力強い回復には、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割を占め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、6月の給与総額は5ヵ月ぶりの前年比増加。もっとも、押し上げに寄与したのは特別給与の増加であり、所定内給与は引き続き減少。これまでの景気回復局面での所得環境の改善パターンをみても、非正規雇用やボーナスなど、「変動費」の側面が強い部分の改善が中心で、正規雇用や所定内給与は明確な改善には至らず。企業はなお根強い慎重姿勢を堅持していることから、今後の所得環境の持ち直しもこれまで同様、非正規雇用やボーナスが中心になると見込まれ、個人消費の力強い回復も当面期待薄。

所得面の支えが限定的ななか、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。

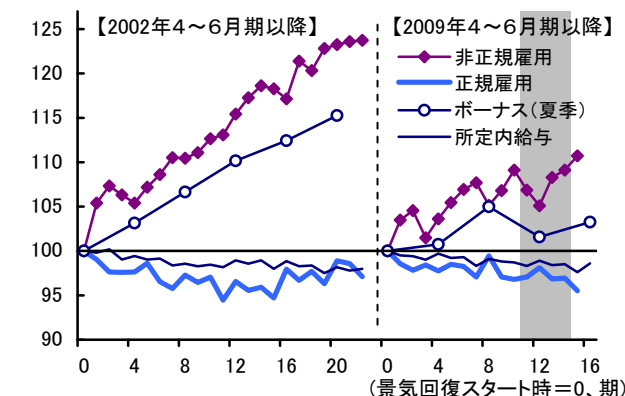
消費の相関係数と現金給与総額



(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。

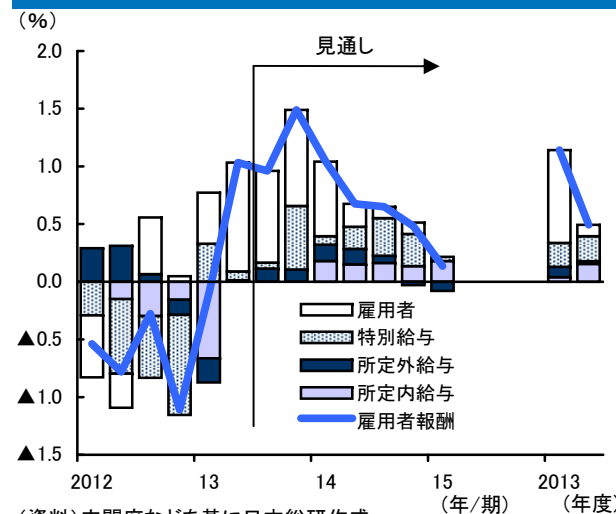
景気拡大期における雇用、所得の動き(原系列)

(景気回復スタート=100)



(資料)総務省、厚生労働省、日本経済新聞社
(注)シャドー部は、内閣府が正式に認定はしていないものの、景気後退期の可能性があると思われる期間(2012年4～6月期から10～12月期)。

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。

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

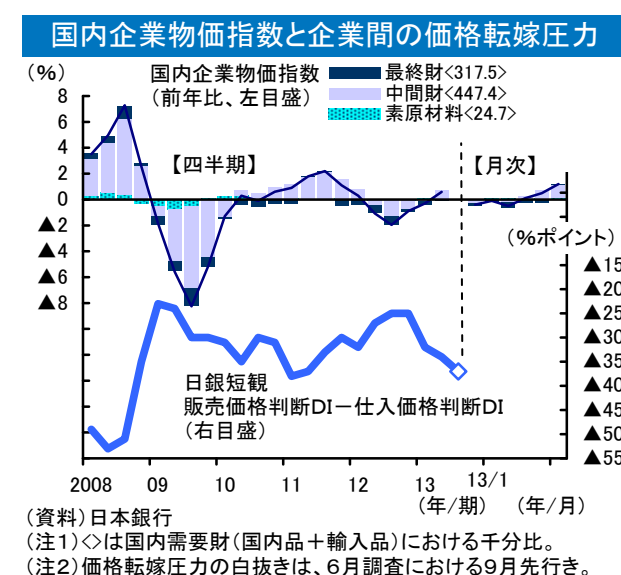
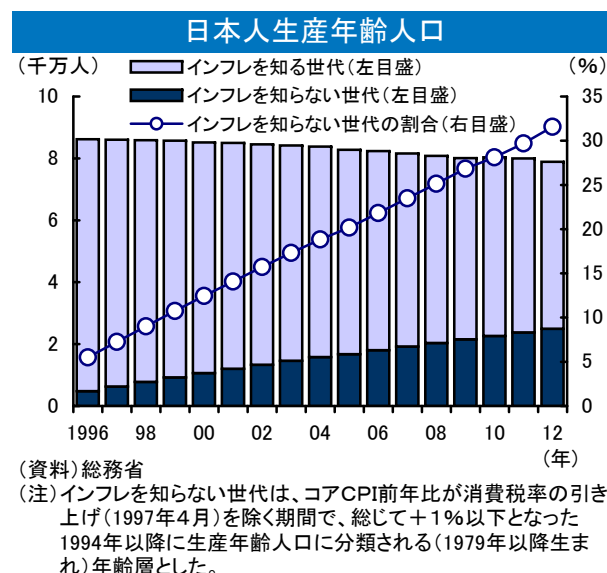
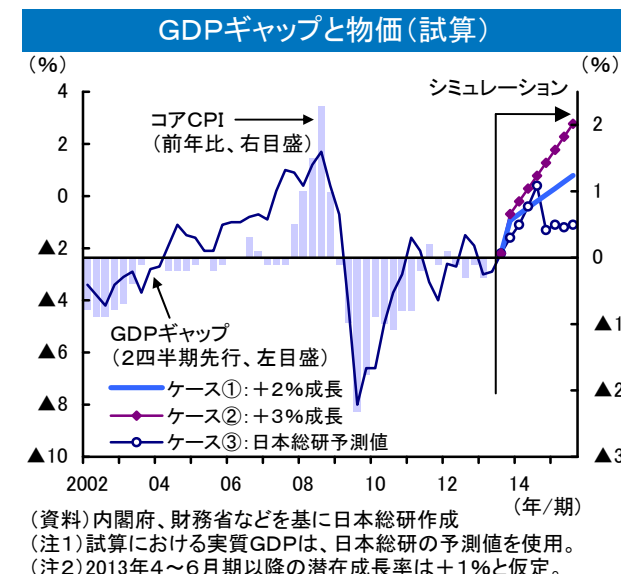
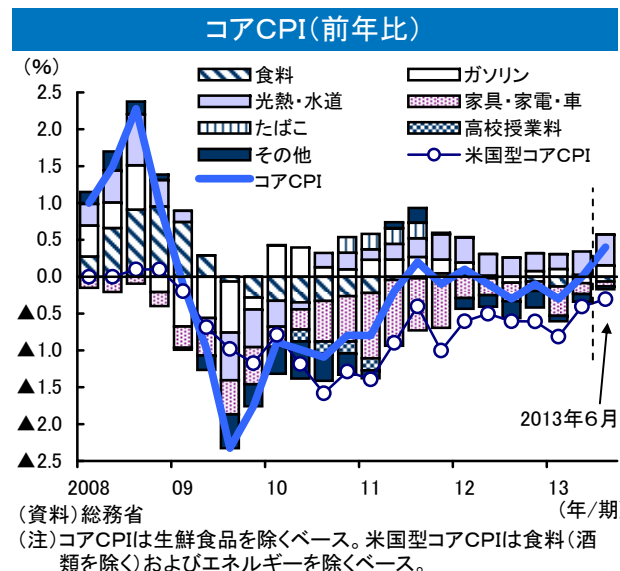
物価は、6月のコアCPIが前年比+0.4%と2012年4月以来の上昇。もっとも、押し上げに寄与したのはエネルギー関連で、家具・家電などを中心にデフレ圧力は根強く残存。

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、民間部門の回復に時間を要することから、GDPギャップの縮小は、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。さらに、企業ではバブル崩壊後、物価においては供給側より需要側が価格決定力を持つ構造が強まっており、消費者に近い川下への価格転嫁は困難な状況に。

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。



13年度は政策効果で高成長も、14年度は反動減でゼロ成長

現状

景気分析

見通し

金利動向

2013年度前半は、①緊急経済対策の進捗による公共投資の増加、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、などプラス材料が重なる結果、高めの成長が続く見込み。2013年度後半は、さらに消費税率引き上げを前にした駆け込み需要も加わり、成長率が加速する見通し。

一方、2014年度入り後は、消費税率引き上げ後の反動減と、公共投資の押し上げ効果はく落による二重の反動減が、景気下押しに作用。とりわけ下振れ圧力が集中する4～6月期は大幅マイナス成長に。その後は、米国景気が堅調に推移するほか、金融緩和などを通じた円安が引き続き輸出環境の改善に寄与し、成長率も持ち直しへ。

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8月2日時点)

(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)	(予測)	(予測)	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)			
実質GDP	4.1	2.9	2.6	3.8	4.1	▲ 6.1	1.3	0.4	1.2	1.2	2.6	0.1
個人消費	3.6	0.7	1.0	3.8	6.1	▲ 12.9	2.0	0.6	0.4	1.6	2.0	▲ 1.4
住宅投資	7.6	8.1	18.4	7.0	▲ 21.0	▲ 27.1	▲ 13.2	0.3	4.4	5.3	8.4	▲ 12.1
設備投資	▲ 1.2	3.6	3.8	3.8	4.8	2.5	3.6	4.3	4.1	▲ 1.4	0.7	3.7
在庫投資 (寄与度)	(▲ 0.1)	(0.1)	(0.0)	(▲ 0.1)	(▲ 0.3)	(0.3)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(▲ 0.0)	(0.0)	(0.1)
政府消費	1.7	0.3	0.2	0.5	0.7	0.6	0.5	0.6	0.5	2.2	0.9	0.6
公共投資	1.6	27.9	12.3	6.5	2.4	▲ 0.8	▲ 15.8	▲ 29.8	▲ 12.9	15.0	12.3	▲ 7.5
純輸出 (寄与度)	(1.5)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(2.3)	(0.7)	(0.9)	(0.8)	(▲ 0.8)	(0.3)	(1.0)
輸出	16.1	6.2	6.3	6.9	7.7	6.5	5.5	5.9	5.9	▲ 1.3	4.3	6.5
輸入	4.0	4.2	4.0	4.4	4.8	▲ 6.3	1.5	0.8	1.8	3.8	2.2	0.5

(前年比、%)

名目GDP	▲ 0.6	0.6	2.6	3.3	4.4	3.1	2.7	1.6	1.0	0.3	2.7	2.1
GDPデフレーター	▲ 1.1	▲ 0.5	▲ 0.2	0.2	0.9	2.1	2.0	1.8	1.9	▲ 0.9	0.1	2.0
消費者物価 (除く生鮮)	▲ 0.4	0.0	0.5	0.5	0.6	2.9	3.0	3.1	3.2	▲ 0.2	0.4	3.1
(除く生鮮、消費税)	▲ 0.4	0.0	0.5	0.5	0.6	0.8	0.8	1.0	1.0	▲ 0.2	0.4	0.9
鉱工業生産	▲ 7.9	▲ 3.1	2.6	6.6	7.1	3.4	0.8	0.3	▲ 0.8	▲ 2.9	3.8	0.9

完全失業率 (%)	4.2	4.0	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.8	3.8	4.3	3.9	3.8
経常収支 (兆円)	1.52	1.39	1.49	1.09	2.13	2.22	3.17	3.22	4.23	4.35	6.10	12.83
対名目GDP比 (%)	1.3	1.2	1.3	0.9	1.7	1.8	2.6	2.5	3.4	0.9	1.3	2.6
円ドル相場 (円/ドル)	92	99	98	99	100	102	104	106	108	83	99	105
原油輸入価格 (ドル/バレル)	112	107	107	108	108	108	108	108	108	113	107	108

(資料)内閣府、総務省、経済産業省、財務省などを基に
日本総研作成

(注)2014年4月に消費税率の引き上げ(5%→8%)が実施されると想定。

海外経済の前提

	(前年比、%)		
	2012年 (実績)	2013年 (予測)	2014年 (予測)
米国	2.8	1.5	2.6
ユーロ圏	▲ 0.6	▲ 1.1	0.5
中国	7.8	7.5	7.8

過去の実質GDP予測値

	(前年比、%)			
	2011年度 (実績)	2012年度 (実績)	2013年度 (予測)	2014年度 (予測)
5月号	0.3	1.1	2.3	▲ 0.8
6月号	0.2	1.2	2.6	▲ 0.4
7月号	0.2	1.2	2.6	0.1

長期金利は0.8%を中心に推移した後、緩やかに上昇へ

現状

景気分析

見通し

金利動向

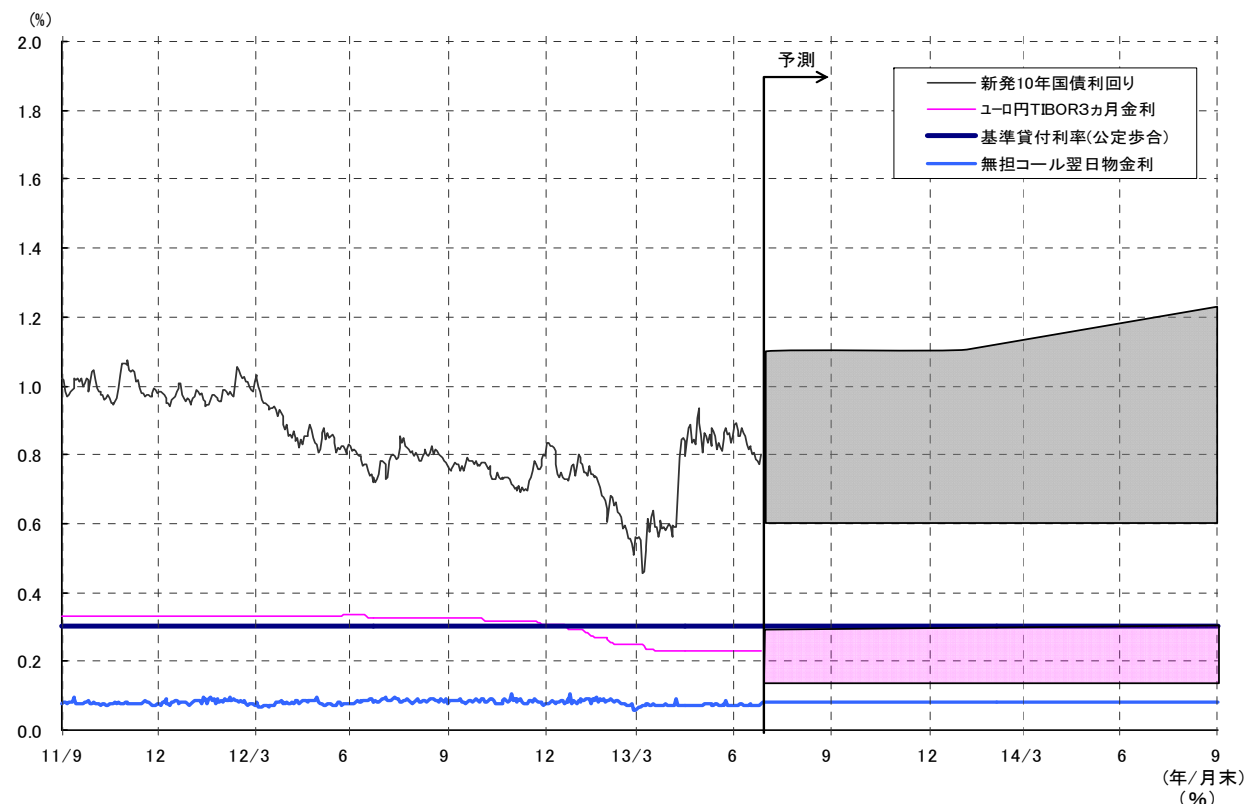
日銀は、7月10、11日の定例会合で金融政策の現状維持を決定。景気回復が確認されるなか、4月の決定施策を着実に実施し、その効果を確認していく方針。

今後を展望すると、当面、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、6月中は概ね0.8～0.9%のレンジで推移していたものの、日銀による大量の国債買入により、良好な需給環境が維持されるなか、7月入り以降はやや低下し、下旬には2ヵ月ぶりとなる0.8%割れに。足元では、0.8%をやや下回る水準で推移。

先行きを展望すると、長期金利は、基本的には0.8%台を中心としたレンジで推移する見通し。その後は、CPI上昇率の高まりなどから金利は上昇トレンドに。もっとも、日銀の国債買入が金利下押しに作用するなか、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		
	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	0.33	0.32	0.28	0.23	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
円スワップ5年物金利	0.37	0.30	0.29	0.45	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55
新発10年国債利回り	0.79	0.75	0.70	0.73	0.82	0.85	0.88	0.90	0.93

(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

海外投資家と国内投資家の先行きのスタンスにかい離。

これまで、高い連動性をもっていた日経平均株価と海外投資家の累積買い越し額が足元でかい離。背景として、国内投資家と海外投資家のアベノミクスに対する期待の違いを指摘可能。

海外投資家は、2012年11月以降、わが国景気の回復期待から、ほぼ一貫して日本株を買い越し。5月中旬以降の株価急落局面でも、売り越しは小幅にとどまり、累積買い越し額は増加トレンドを維持。

一方、国内投資家はこれまでの厳しい相場経験などから、アベノミクスによる株価の長期的な上昇には慎重な姿勢。昨年11月以降の株価上昇局面では、年金資金を中心に保有株式を売却し、資産に占める株式配分比率を維持。

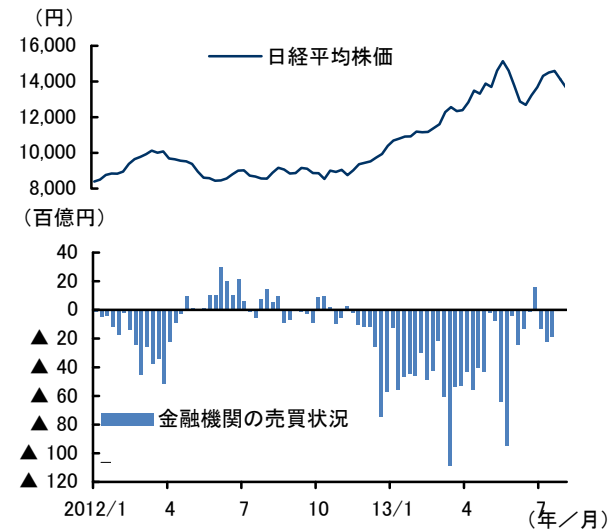
先行きを展望すると、国内投資家の売りが一巡すれば、日経平均は売買高シェアの5割を占める海外投資家との相関を取り戻す見込み。もっとも、年金資金を中心に従来の国債偏重の運用方針を改め、株式配分比率を大幅に引き上げない限り、株価の大幅な上昇は期待薄。加えて、日経平均と名目GDPの連動性から考えると、株価の大幅な上昇には景気の一段の回復も不可欠に。

日経平均と海外投資家の累積買い越し高



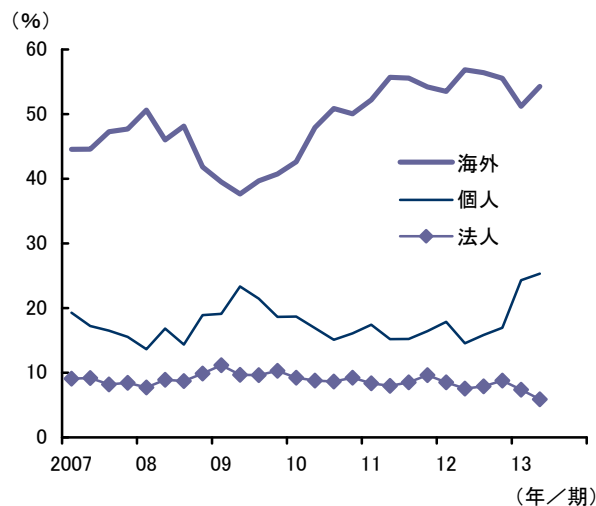
(資料) 日経NEEDS、東京証券取引所を基に日本総研作成

金融機関の株式売買状況(週次)と日経平均



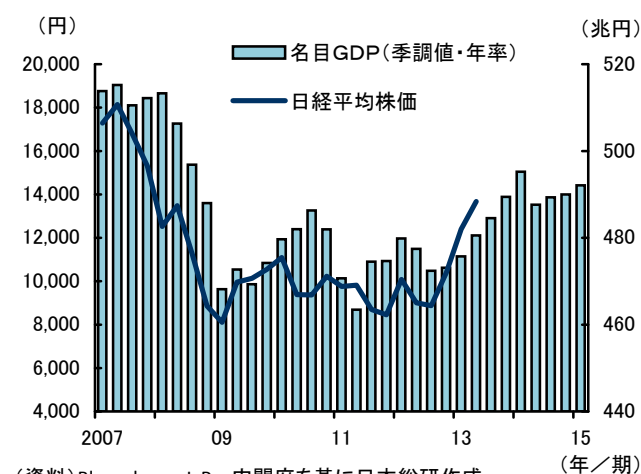
(資料) 東京証券取引所を基に日本総研作成

投資家別売買高シェア



(資料) 東京証券取引所を基に日本総研作成
(注) 売買高は東証一部、二部合算

日経平均株価と名目GDP



(資料) Bloomberg L.P.、内閣府を基に日本総研作成

(注) 2013年4～6月期以降の名目GDPは日本総研予測。
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 (%)	N Y ダウ工業株 (ドル)	ユーロ3ヵ月 (%)	10年国債 (%)
09/11	0.10	0.52	0.63	0.56	0.83	1.47	0.26	1.36	1.48	1.81	89.11	133.01	9640.99	855.14	0.12	0.27	3.38	10227.55	0.72	3.28
09/12	0.10	0.47	0.59	0.48	0.71	1.40	0.17	1.27	1.48	1.72	90.05	131.15	10169.01	892.90	0.12	0.25	3.59	10433.44	0.71	3.23
10/1	0.10	0.45	0.57	0.48	0.72	1.43	0.17	1.34	1.48	1.65	91.22	130.20	10661.62	936.12	0.11	0.25	3.71	10471.24	0.68	3.29
10/2	0.10	0.44	0.56	0.47	0.71	1.40	0.16	1.34	1.48	1.65	90.16	123.35	10175.13	896.61	0.13	0.25	3.68	10214.51	0.66	3.19
10/3	0.10	0.44	0.55	0.46	0.72	1.40	0.16	1.35	1.48	1.62	90.72	123.12	10671.49	936.98	0.16	0.27	3.72	10677.52	0.65	3.13
10/4	0.10	0.41	0.52	0.47	0.72	1.40	0.17	1.35	1.48	1.64	93.49	125.54	11139.77	987.60	0.20	0.31	3.82	11052.15	0.65	3.09
10/5	0.10	0.39	0.50	0.48	0.69	1.34	0.17	1.28	1.48	1.61	91.88	115.21	10103.98	907.38	0.20	0.46	3.40	10500.19	0.69	2.80
10/6	0.10	0.39	0.50	0.47	0.65	1.27	0.16	1.21	1.48	1.50	90.81	110.89	9786.05	873.79	0.18	0.54	3.19	10159.27	0.73	2.63
10/7	0.10	0.37	0.49	0.45	0.59	1.15	0.15	1.10	1.48	1.45	87.56	112.09	9456.84	846.85	0.18	0.51	2.98	10222.24	0.85	2.65
10/8	0.10	0.37	0.49	0.42	0.54	1.04	0.14	0.99	1.48	1.41	85.37	110.12	9268.23	834.51	0.19	0.36	2.68	10350.40	0.90	2.37
10/9	0.10	0.36	0.47	0.41	0.55	1.13	0.14	1.07	1.48	1.43	84.38	110.47	9346.72	836.55	0.19	0.29	2.64	10598.07	0.88	2.34
10/10	0.10	0.34	0.45	0.38	0.47	0.97	0.14	0.90	1.48	1.34	81.80	113.69	9455.09	827.07	0.19	0.29	2.51	11044.49	1.00	2.37
10/11	0.10	0.34	0.45	0.40	0.55	1.12	0.16	1.05	1.48	1.37	82.58	112.61	9797.18	849.90	0.19	0.29	2.74	11198.31	1.04	2.56
10/12	0.10	0.34	0.45	0.41	0.64	1.26	0.21	1.19	1.48	1.53	83.22	110.06	10254.46	894.54	0.18	0.30	3.28	11465.26	1.02	2.96
11/1	0.10	0.34	0.45	0.41	0.64	1.27	0.19	1.21	1.48	1.53	82.62	110.49	10449.53	924.36	0.17	0.30	3.36	11802.37	1.02	3.05
11/2	0.10	0.34	0.45	0.43	0.72	1.34	0.23	1.29	1.48	1.60	82.57	112.80	10622.27	948.61	0.16	0.31	3.56	12190.00	1.09	3.23
11/3	0.10	0.34	0.45	0.40	0.64	1.29	0.22	1.25	1.48	1.62	81.64	114.45	9852.45	883.59	0.14	0.31	3.40	12081.48	1.18	3.25
11/4	0.09	0.33	0.44	0.39	0.64	1.31	0.21	1.27	1.48	1.68	83.17	120.35	9644.62	843.89	0.10	0.28	3.43	12434.88	1.32	3.35
11/5	0.09	0.33	0.44	0.36	0.56	1.20	0.19	1.15	1.48	1.57	81.15	116.24	9650.78	837.02	0.09	0.26	3.15	12579.99	1.43	3.11
11/6	0.09	0.33	0.44	0.37	0.54	1.15	0.17	1.13	1.48	1.52	80.47	115.89	9541.53	822.06	0.09	0.25	2.99	12097.31	1.49	2.97
11/7	0.09	0.33	0.44	0.37	0.53	1.12	0.16	1.12	1.48	1.50	79.27	113.30	9996.68	861.29	0.07	0.25	2.98	12512.33	1.60	2.79
11/8	0.09	0.33	0.44	0.33	0.46	1.02	0.14	1.03	1.48	1.40	77.05	110.46	9072.94	778.73	0.10	0.29	2.29	11326.62	1.55	2.25
11/9	0.09	0.33	0.43	0.34	0.45	0.99	0.14	1.01	1.48	1.39	76.86	105.70	8695.42	753.81	0.08	0.35	1.96	11175.45	1.54	1.87
11/10	0.10	0.33	0.43	0.35	0.47	1.01	0.15	1.01	1.48	1.40	76.68	105.26	8733.56	750.34	0.07	0.41	2.13	11515.93	1.58	2.04
11/11	0.09	0.33	0.43	0.37	0.47	0.99	0.13	0.99	1.48	1.40	77.54	105.09	8506.11	730.12	0.08	0.48	2.00	11804.33	1.49	1.95
11/12	0.09	0.33	0.43	0.38	0.49	1.00	0.14	1.01	1.48	1.40	77.84	102.35	8505.99	732.53	0.07	0.56	1.97	12075.68	1.43	1.99
12/1	0.09	0.33	0.43	0.37	0.47	0.98	0.13	0.98	1.48	1.40	76.93	99.33	8616.71	744.40	0.08	0.57	1.93	12550.89	1.22	1.86
12/2	0.10	0.33	0.44	0.35	0.46	0.98	0.12	0.97	1.48	1.40	78.60	104.06	9242.33	799.32	0.10	0.50	1.96	12889.05	1.05	1.90
12/3	0.09	0.33	0.44	0.35	0.49	1.04	0.12	1.01	1.48	1.36	82.55	109.07	9962.35	850.37	0.13	0.47	2.16	13079.47	0.86	1.88
12/4	0.09	0.33	0.44	0.35	0.45	0.98	0.11	0.95	1.48	1.35	81.27	106.99	9627.42	817.43	0.14	0.47	2.03	13030.75	0.74	1.73
12/5	0.10	0.33	0.44	0.35	0.43	0.89	0.11	0.86	1.48	1.31	79.68	101.90	8842.54	745.33	0.16	0.47	1.78	12721.08	0.69	1.46
12/6	0.09	0.33	0.44	0.34	0.40	0.84	0.10	0.84	1.48	1.30	79.35	99.57	8638.08	733.19	0.16	0.47	1.61	12544.90	0.66	1.43
12/7	0.10	0.33	0.43	0.30	0.36	0.77	0.10	0.78	1.48	1.26	78.98	97.09	8760.68	746.00	0.16	0.45	1.50	12814.10	0.50	1.31
12/8	0.10	0.33	0.43	0.30	0.37	0.81	0.10	0.80	1.48	1.25	78.68	97.59	8949.88	748.73	0.13	0.43	1.67	13134.90	0.33	1.42
12/9	0.09	0.33	0.43	0.29	0.36	0.80	0.10	0.80	1.48	1.25	78.16	100.62	8948.59	742.65	0.14	0.39	1.70	13418.50	0.25	1.55
12/10	0.10	0.33	0.43	0.26	0.33	0.78	0.10	0.77	1.48	1.25	79.01	102.47	8827.39	736.24	0.16	0.33	1.72	13380.65	0.21	1.52
12/11	0.10	0.32	0.42	0.26	0.31	0.75	0.10	0.74	1.48	1.21	81.05	104.07	9059.86	753.21	0.16	0.31	1.65	12896.44	0.19	1.39
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