日 本 経 済 展 望

2013年6月

株式会社 日本総合研究所

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.10

◆金利動向・・・・・・・・p.11

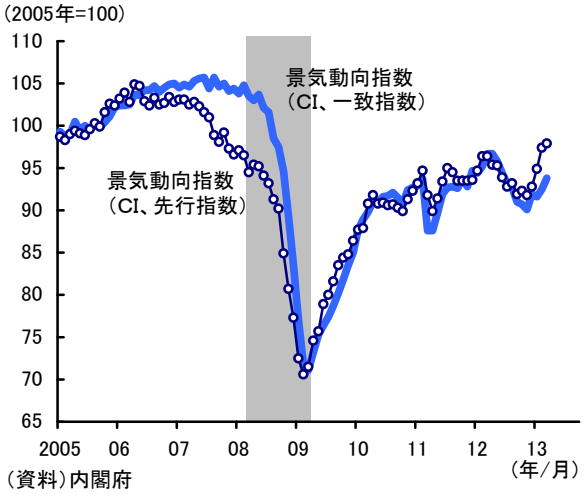
◆内外市場データ・・・・p.13

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2013年６月５日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

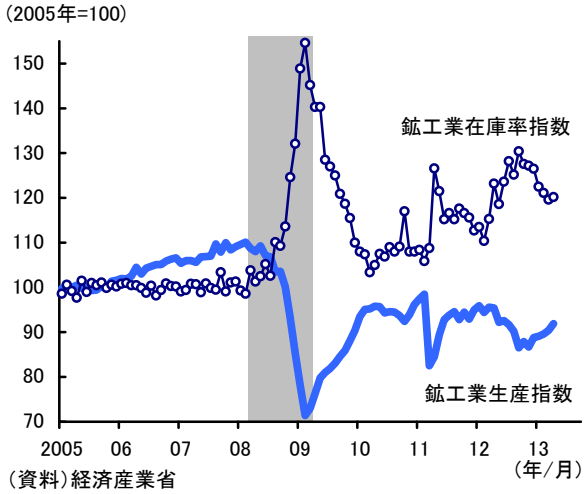
概況：景気は持ち直し傾向

景気
機械受注増加や生産財在庫率低下により、先行指数は2007年10月以来の高水準



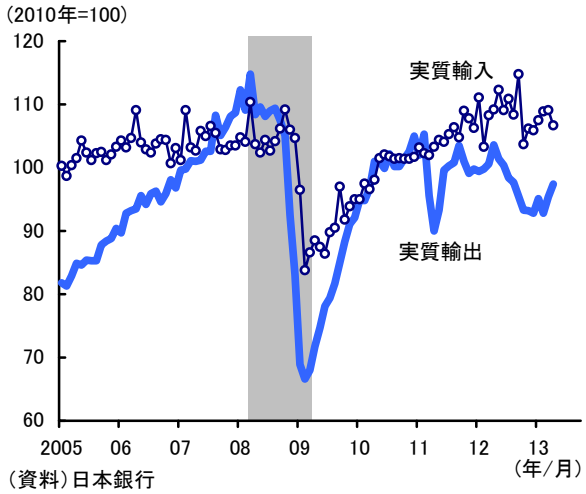
(資料)内閣府

企業
生産は増産が続き10ヵ月ぶりの高水準
在庫率は7ヵ月ぶりに上昇



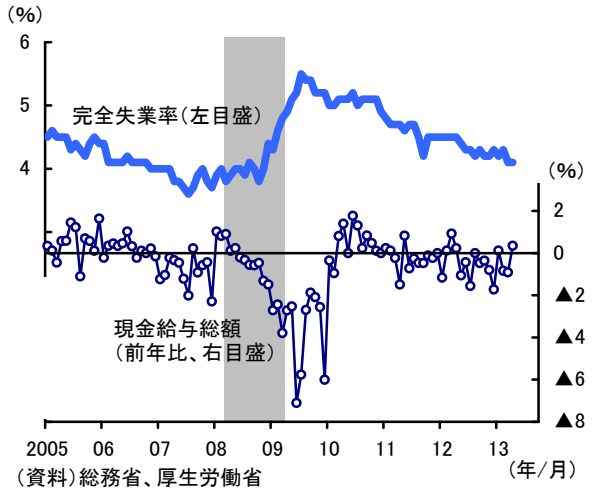
(資料)経済産業省

外需
輸出は米国向けがけん引し持ち直し
輸入はエネルギー関連を中心に高止まり



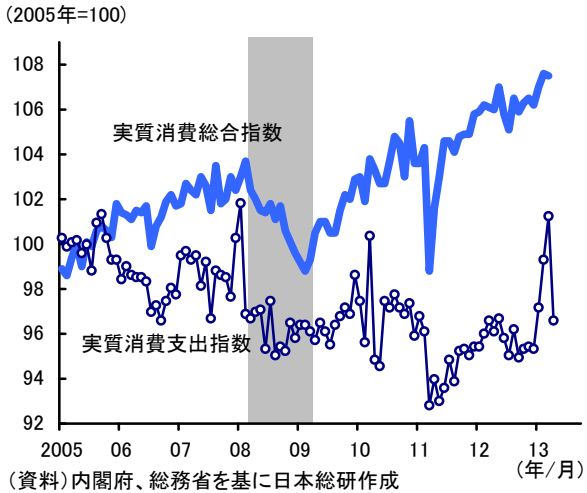
(資料)日本銀行

雇用所得
失業率は2008年11月以来の低水準
給与は所定外給与などが増加



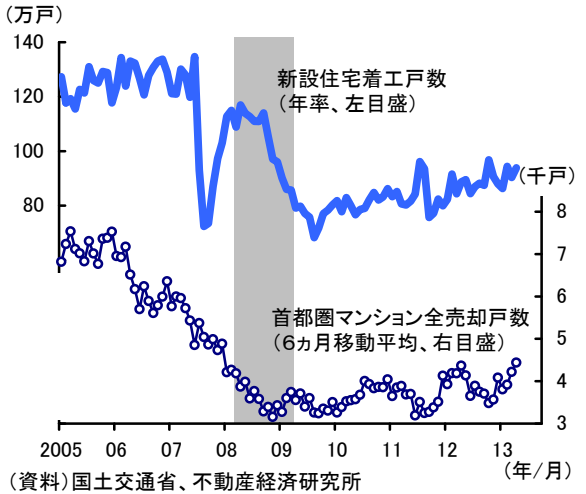
(資料)総務省、厚生労働省

消費
消費は株高に伴うマインド改善を背景とする増加に一服感



(資料)内閣府、総務省を基に日本総研作成

住宅
住宅着工、マンション販売ともに緩やかに増加



(資料)国土交通省、不動産経済研究所

※シャドー部は景気後退期

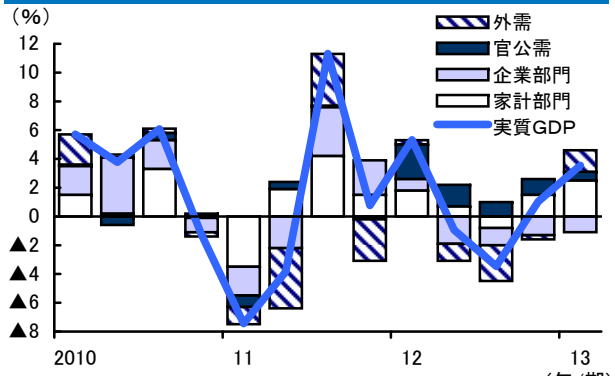
生産の回復持続に加えて、輸出も緩やかに持ち直し

１～３月期の実質ＧＤＰは、前期比年率＋3.5%と４四半期ぶりの大幅プラス成長となり、わが国景気は持ち直しが明確化。

景気動向を端的に示す鉱工業生産指数は、４月が前月比＋1.7%と５ヵ月連続の上昇。業種別にみると、新車販売や円安の効果で国内および北米向けが好調な輸送機械や、スマートフォン向け部品の需要が堅調な電子部品・デバイスなどで上昇。一方、情報通信機械はパソコン関連製品の低迷を受けて大幅低下。製造工業生産予測指数によると、輸送機械や素材関連の減産により、５月が横ばいとなった後、６月は７ヵ月ぶりの低下となる見込み。もっとも、輸送機械については、日銀短観３月調査で年度後半から売り上げの持ち直しが見込まれるなか、減産も一時的なものにとどまり、その後は再び緩やかに回復する見通し。

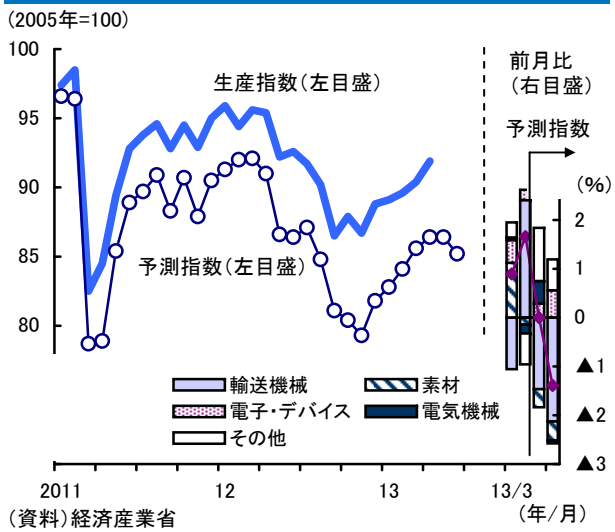
外需では、実質輸出が緩やかに回復。国別では米国向けで増勢が加速したほか、中国を除くアジア向けも底堅く推移。一方、中国や欧州向けは弱含んで推移。

実質GDP成長率（前期比年率）



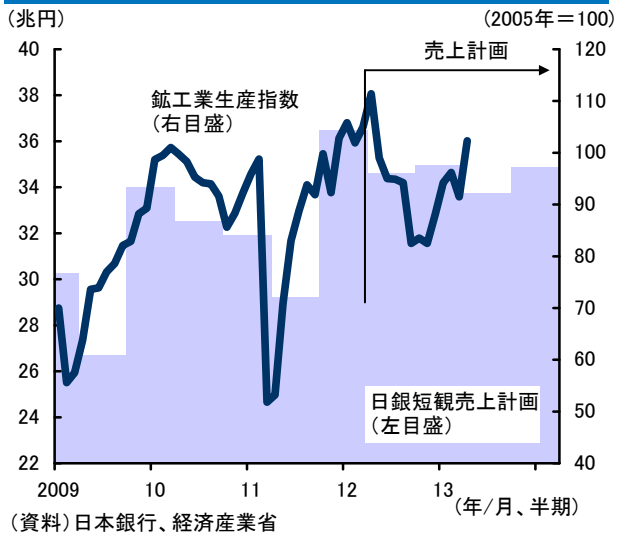
(資料)内閣府
(注1)家計部門＝民間最終消費支出＋民間住宅
(注2)企業部門＝民間企業設備＋民間在庫品増加
(注3)官公需＝政府最終消費支出＋公的固定資本形成＋公的在庫品増加
(注4)外需＝輸出－輸入

鉱工業生産指数（季調値）



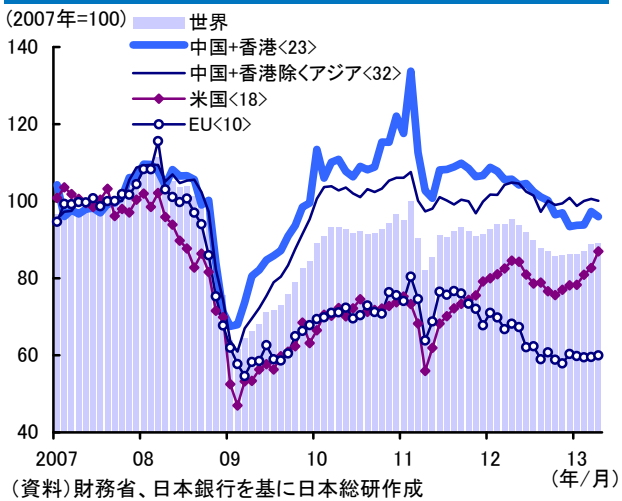
(資料)経済産業省

輸送機械の売り上げと生産



(資料)日本銀行、経済産業省

実質輸出（季調値）



(資料)財務省、日本銀行を基に日本総研作成
(注)<>は2012年度のシェア。

消費は増勢が一服、円安で輸入価格が上昇も転嫁は進まず

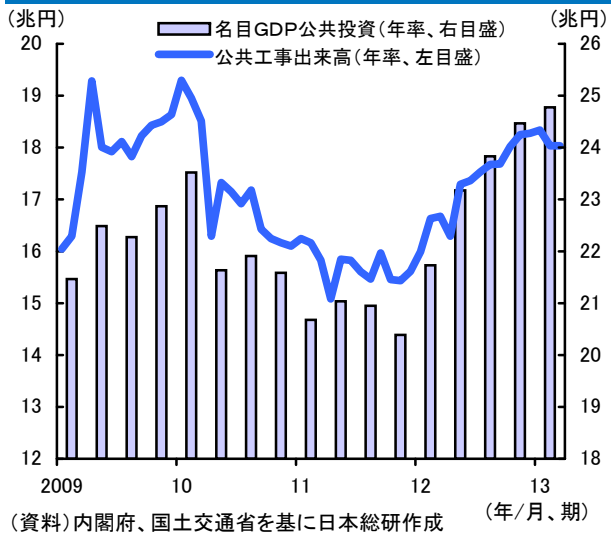
内需をみると、公共投資は震災からの復旧・復興に向けた動きが引き続き景気を押し上げ。月次ベースの出来高をみると増勢一服の動きがみられるものの、今後は緊急経済対策の本格実施に伴い、再び増加基調となる見込み。

年明け以降増勢が続いていた個人消費は、４月に大きく減少。消費者心理の改善をもたらした株価の上昇は、５月に一服し、一時急落する場面も。アベノミクスによる景気回復期待を背景に先行して改善していた金融関連指標は、足許で不安定な動きを続けており、消費者マインドの改善も一服する可能性。

総合的な物価動向を示すＧＤＰデフレーターは、１～３月期が前年比▲1.2%と下落が持続。円安により輸入価格が上昇したものの、国内財・サービスへ価格転嫁が進んでいないことから、ＧＤＰデフレーターの下落幅は拡大（※）。

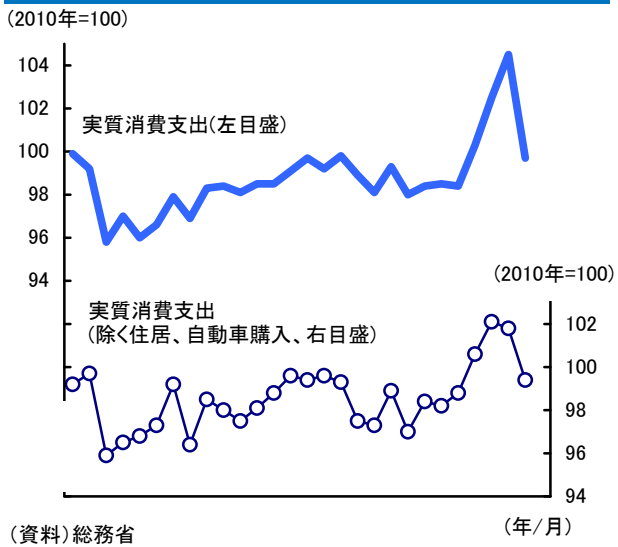
（※）輸入は控除項目であり、輸入物価の上昇自体はＧＤＰデフレータを押し下げる。

公共工事出来高とGDP公共投資（季調値）



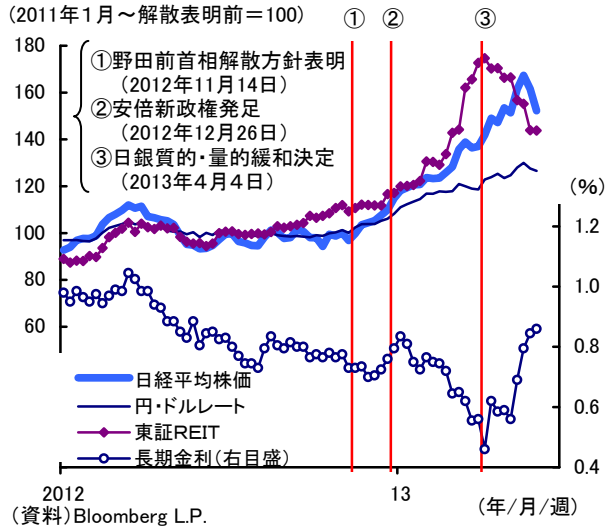
（資料）内閣府、国土交通省を基に日本総研作成

実質消費支出（季調値）



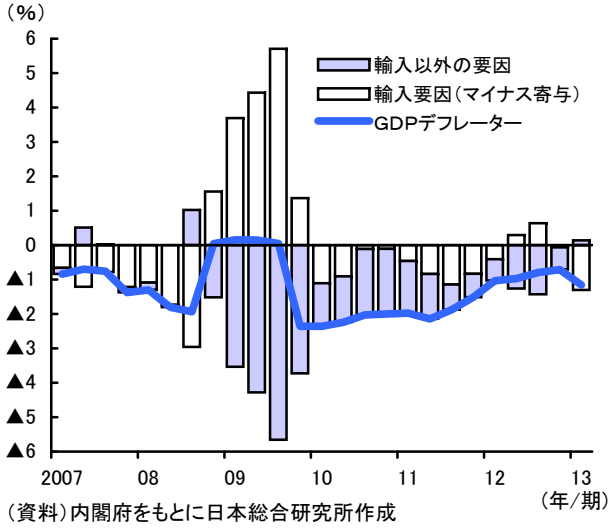
（資料）総務省

金融指標



（資料）Bloomberg L.P.

GDPデフレーター（前年比）



（資料）内閣府をもとに日本総合研究所作成

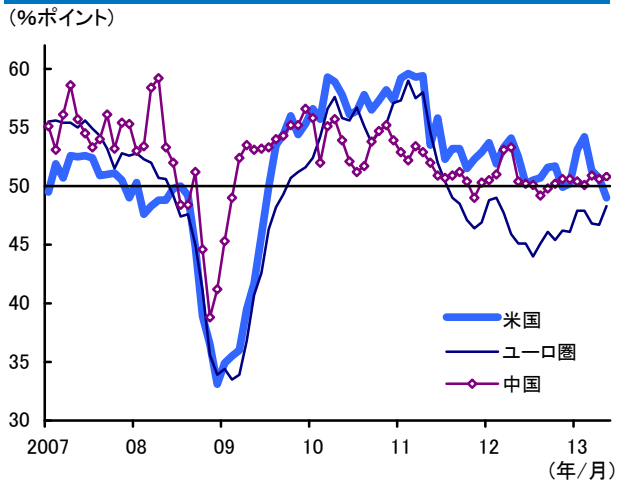
海外景気は一時的に減速も、米国を中心に緩やかに回復へ

海外景気は、緩やかな回復が続いていた米国で、ＩＳＭ製造業景況指数が６ヵ月ぶりに判断の分かれ目となる50を割り込むなど景気減速の兆し。こうした状況を受けて、米国、欧州、中国の製造業の輸入・仕入れ数量指数からなる合成ＰＭＩは、昨年末からの上昇が一服し、今後の輸出向け出荷の回復鈍化を示唆。

もっとも、米国景気の減速は一時的なものにとどまる公算。先行きを見通すと、債務調整の進展や住宅市場の持ち直しを背景に、家計部門を中心に底堅い成長となる見込み。加えて中国では、昨年春以降の政府による景気てこ入れ策の効果顕在化が見込まれ、緩やかながらも成長率が上向く見通し。こうした海外景気の持ち直しに加えて、足許の円安もラグを伴うかたちで今後の輸出環境改善にプラスに作用し、輸出は緩やかながらも増勢が続く見込み。

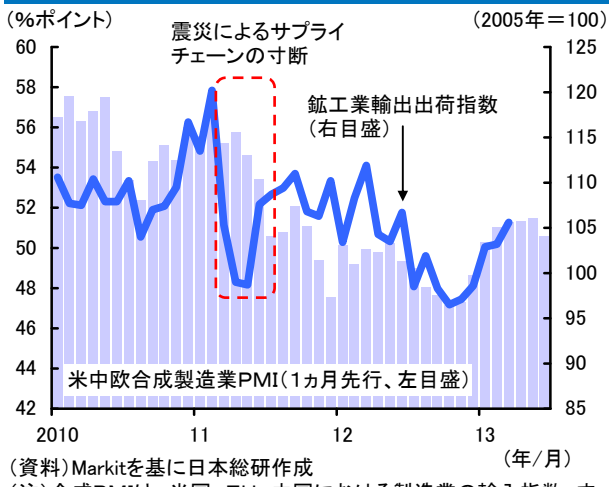
一方、欧州経済は、緊縮財政や雇用・所得環境の悪化からマイナス成長が続く見通し。もっとも、わが国の欧州向け輸出は相対的に小さく直接的な影響は限定的。ただし、同地域との取引額が大きい中国の欧州向け輸出が再び減少すれば、わが国へのマイナス影響が顕在化する恐れ。

米欧中の製造業PMI（季調値）



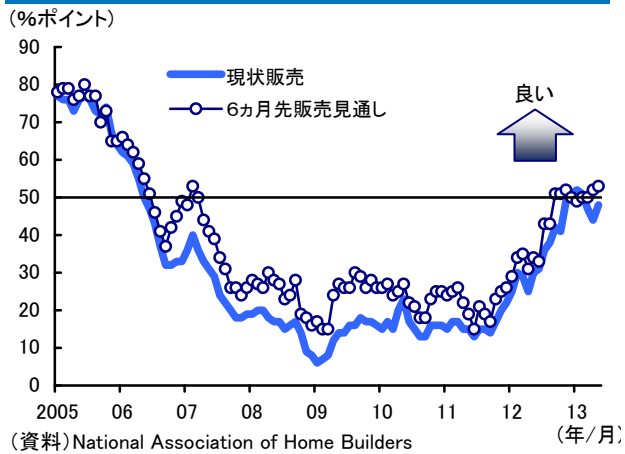
（資料）Institute for Supply Management、Markit、中国物流購入連合会

合成PMIと鉱工業輸出出荷指数（季調値）



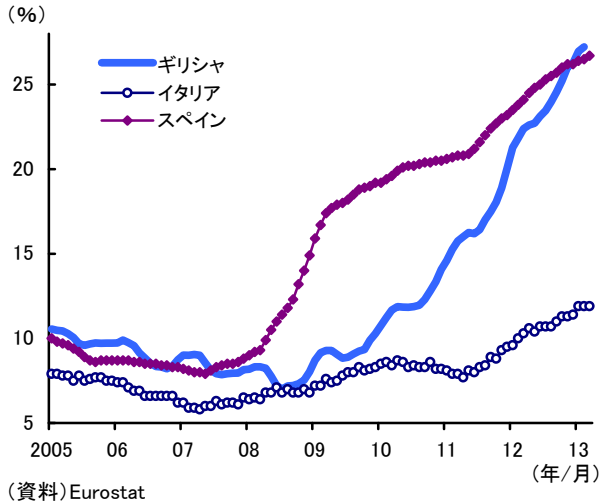
（資料）Markitを基に日本総研作成
（注）合成PMIは、米国、EU、中国における製造業の輸入指数、または仕入れ数量指数を2012年の輸出額で按分して作成。

米国NAHB住宅市場指数



（資料）National Association of Home Builders
（注）NAHB住宅市場指数は住宅建設業者の景況感を表す指標で、各項目は（（良いと答えた比率）－（悪いと答えた比率）＋100）／2で算出。50が良し悪しの判断の分かれ目を表す。

欧州重債務国の失業率



（資料）Eurostat
（注）イタリアとスペインは季調値。ギリシャは原系列3ヵ月移動平均。

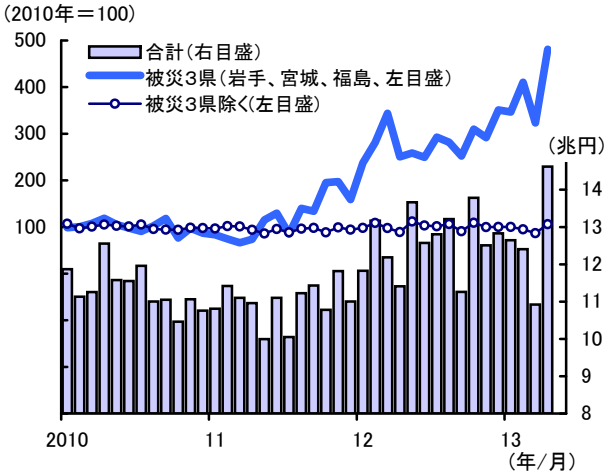
復興需要と経済対策による官公需が景気を大きく押し上げ

内需では、震災からの復旧・復興に向けた動きに加えて、緊急経済対策の執行が今後景気を大きく押し上げる見通し。

公共工事に対して先行性を有する公共工事請負金額は４月に大幅に増加。震災からの復旧・復興がメインの被災地のほか、被災地以外の地域でも６ヵ月ぶりの高水準。内閣府の調査によると、緊急経済対策の進捗について実施段階まで至った事業は３月時点では少なかったものの、６月には９割超まで増加する見込みで、年央にかけて執行が本格化する公算。ちなみに、マクロ・モデルシミュレーションによると、緊急経済対策の執行により、2013年度実質ＧＤＰは＋0.8%ポイント押し上げられると試算。

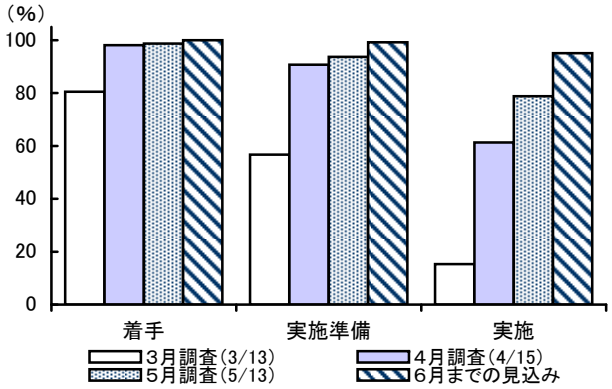
もっとも、公共事業については、すでにヒトやモノのボトルネックが問題となっており、執行が大きく遅れるリスクも。建設技能労働者の需給状況は、緊急経済対策が本格化したとみられる４月に不足感が増大。円滑な事業執行を進めるための対策を講じ、ボトルネックの解消に取り組まなければ、大規模景気対策による押し上げ効果は「より緩やか、かつ長期にわたる」可能性。

公共工事請負金額（年率、季調値）



(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

緊急経済対策の進捗（件数ベース）



(資料)内閣府
(注)進捗状況について、「着手」は国から独立行政法人などへ補助金を交付した段階、「実施準備」は独立行政法人などによる入札公告を実施した段階、「実施」は独立行政法人などが民間企業と契約した段階を指す。

緊急経済対策の概要と効果（試算）

＜緊急経済対策の規模＞ (兆円)

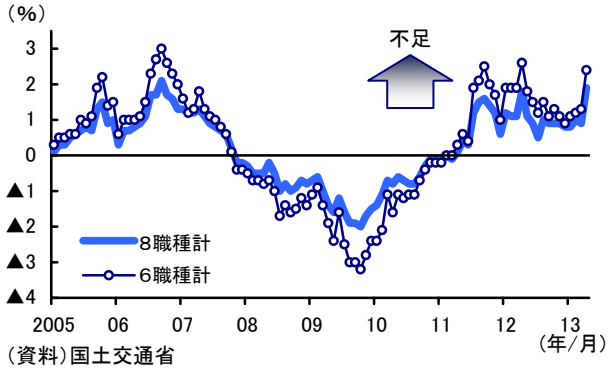
財政支出計	10.3
うち真水	4.6

＜景気押し上げ効果＞ (%ポイント)

実質GDP(2013年度)	＋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。

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－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。
(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。

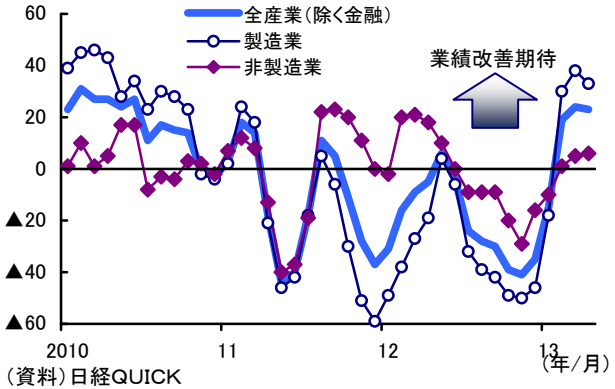
円安は輸出企業にプラスも、輸入価格の上昇も招来

日銀の大胆な金融緩和決定により、円相場は大幅に下落。円安は輸出環境の改善を通じて企業収益を押し上げると見込まれ、主要企業の業績予想を表すＱＵＩＣＫコンセンサスＤＩも製造業を中心に大幅に上昇。

円安に伴う数量面での押し上げも、ラグを伴うかたちで今後顕在化が期待可能。もっとも、わが国製造業は、新興国をはじめとする海外の旺盛な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も拡大。その結果、わが国の輸出と為替相場の相関は1990年代と比べて低下。為替相場に代わって相関が高まっている海外景気の行方が、輸出の動向を大きく左右する点に留意が必要。

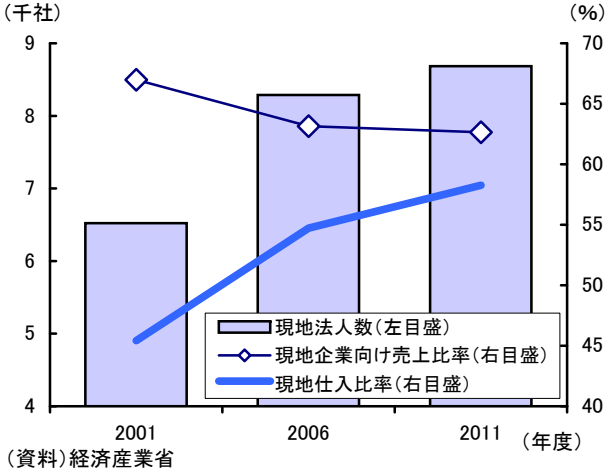
一方で、円安は輸入価格の上昇を招来。震災以降、エネルギー関連の輸入増でドル建て輸入超過額が拡大するなか、今後過度な円安が進行すれば、円建て支払い額の押し上げを通じて、内需関連企業を中心にマイナスに働く恐れも。

QUICKコンセンサスDI



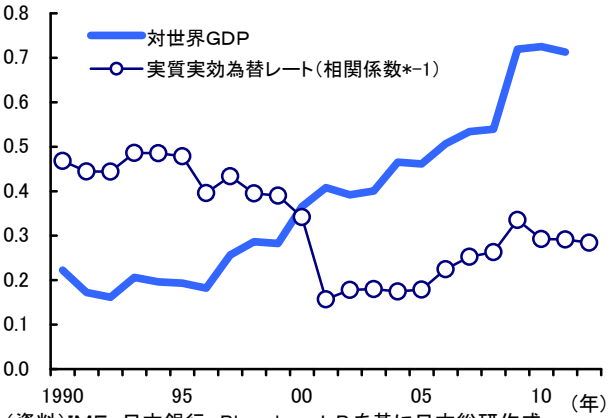
(資料)日経QUICK
(注)QUICKコンセンサスDIはアナリストによる主要企業の業績予想を表すDIで、同決算期予想連結純利益が3ヵ月前と比べて3%以上の上方修正、赤字縮小、黒字転換を予想の場合に「強気」、3%以上の下方修正、赤字拡大、赤字転落を予想の場合に「弱気」とし、「強気」－「弱気」をDIとして算出。

製造業海外現地法人数と現地売上・仕入比率



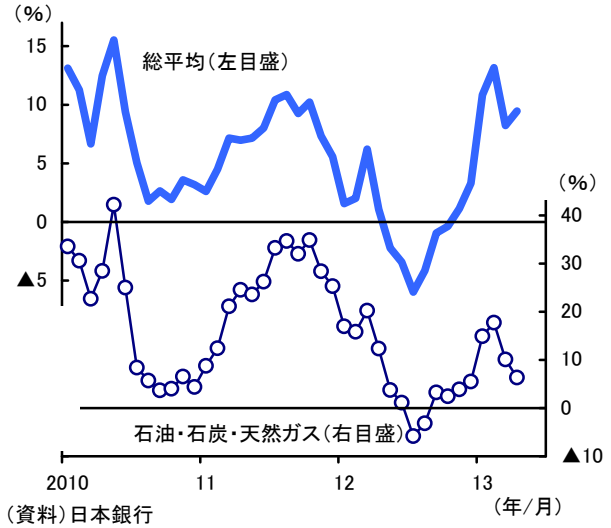
(資料)経済産業省
(注)現地企業向け売上、および現地仕入はいずれも現地日系企業を含む。

わが国の輸出と世界GDP、為替との相関係数



(資料)IMF、日本銀行、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)日本の実質輸出指数(前年比)と世界GDP(前年比)、実質実効為替レート(前年比)それぞれの相関係数を1981年から該当年次までのデータで算出。

輸入物価(円ベース、前年比)



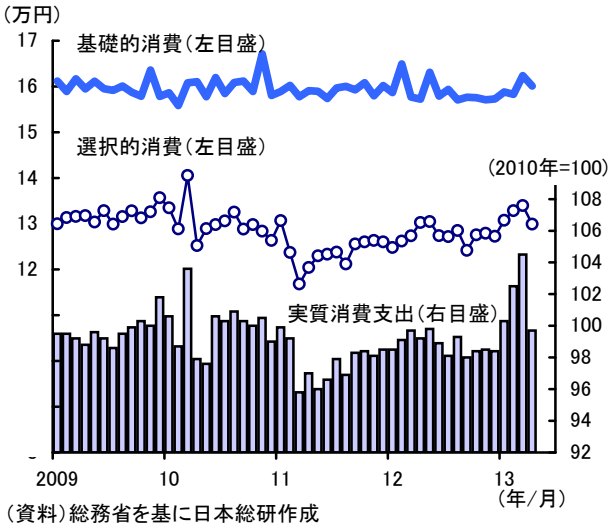
(資料)日本銀行

マインド改善が消費にプラスも、所得環境の改善は期待薄

個人消費は、株価との相関が大きい高額商品などを含む選択的消費をけん引役に年明け以降増勢が続いたものの、４月に一服。株価は、政府・日銀による経済・金融対策への期待を背景に上昇を続けていたものの、５月23日に約13年ぶりの大幅下落となるなど足許では不安定な動き。もっとも、米国景気の回復持続や円安による輸出企業の収益押し上げなどを背景に、企業業績の改善が見込まれることから、株価の上昇基調に変化はなく、高額商品やサービス消費などが持続的に減少する公算は小。

一方、年明け以降の個人消費の増加は所得の増加を伴っていない側面も。消費全体の６割弱を占める基礎的消費は賃金との相関が高いことからも、個人消費の力強い回復が続くには所得の大幅な増加が不可欠。足許では、政府の賃上げ要請を受けて、賞与などを中心に所得はやや改善へ。もっとも、多くの企業の収益環境は、人件費をはじめとするコスト削減によって利益確保を迫られるなど依然厳しい状況にあり、当面賃金の大幅上昇は期待薄。

消費支出（季調値）



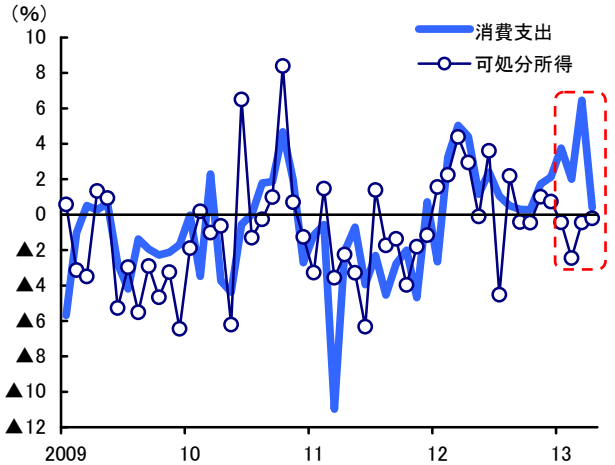
（資料）総務省を基に日本総研作成

個人消費と賃金、株価との相関

	支出割合（2012年）	相関係数 賃金	相関係数 株価
基礎的消費	55.5%	0.63	▲ 0.05
選択的消費	44.5%	0.10	0.30

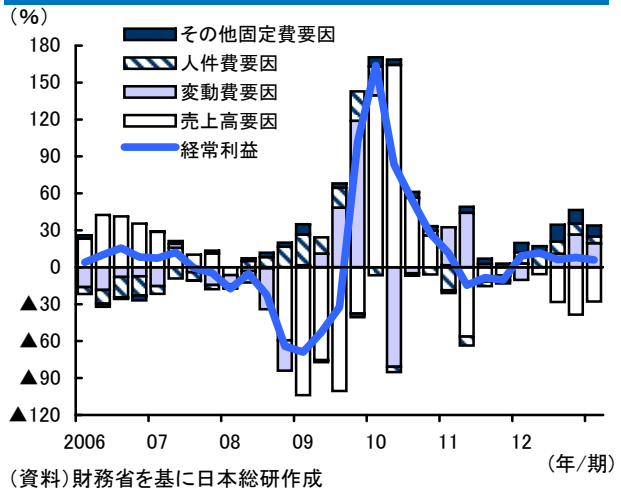
（資料）総務省を基に日本総研作成
（注）それぞれの前年比の相関係数。

所得と消費支出（前年比）



（資料）総務省
（注）勤労者世帯（含む農家）ベース。

経常利益（全産業、前年比）



（資料）財務省を基に日本総研作成
（注1）その他固定費＝減価償却費＋（支払利息－受取利息）
（注2）変動費＝経常利益－売上高－人件費－その他固定費

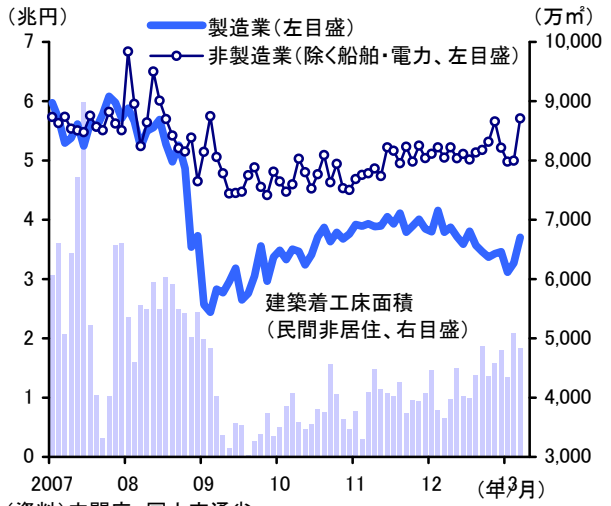
設備投資の回復には成長戦略の実行が不可欠

企業の設備投資は、ＧＤＰベースで５四半期連続の減少と弱い動きが持続。もっとも、設備投資に対して先行性を有する機械受注は底打ちの兆し。

こうしたなか、日銀の量的緩和によるマネタリーベースの増加が、実質金利の低下などを通じて設備投資を増加させるとの見方も。もっとも、足許では、企業の設備過剰感が根強く残存。こうしたなか、日銀短観では、今年度の設備投資は前年度比減少と、期初時点の調査としては弱めの投資計画に。金融機関が見込む企業向け資金需要についても改善ペースは緩やかとみており、日銀の大幅な金融緩和が企業の資金需要増加・金融機関の貸出増加を通じて設備投資を押し上げる効果は控えめにみておく必要。

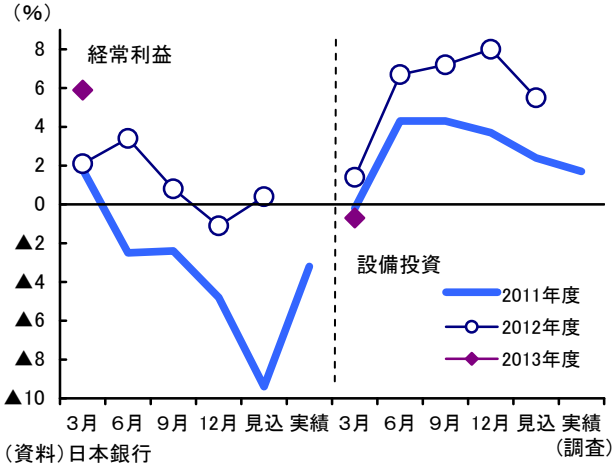
企業がキャッシュフローに比べて国内投資を抑制する「資金余剰」の状況にあるなか、キャッシュフローが前向きな設備投資に向かうためには、安倍政権が打ち出した３本目の矢「成長戦略」の行方が最も重要。新政権には、これまでにまとめた成長戦略を着実に実行に移し、わが国の期待成長率を高めて、企業の国内投資への意欲を喚起する必要。

機械受注と建築着工（年率換算）



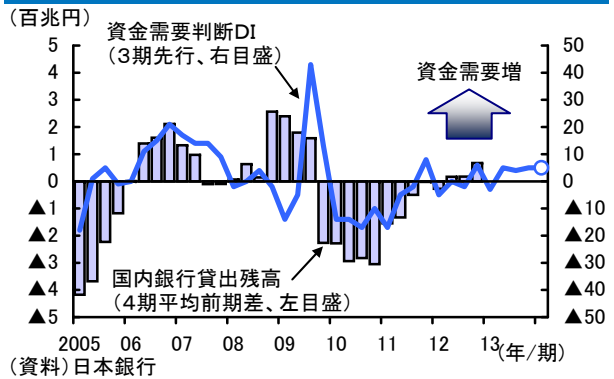
（資料）内閣府、国土交通省

日銀短観利益、設備投資計画（前年度比）



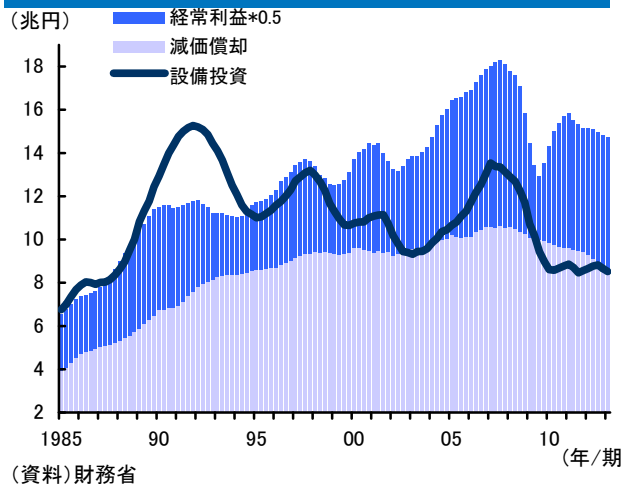
（資料）日本銀行
（注1）全規模・全産業ベース
（注2）設備投資はソフトウェア投資を含み土地投資を除くベース。

企業向け金融動向



（資料）日本銀行
（注1）資金需要判断DI.＝（「増加」とした回答金融機関構成比＋0.5×「やや増加」とした回答金融機関構成比）―（「減少」とした回答金融機関構成比＋0.5×「やや減少」とした回答金融機関構成比）
（注2）資金需要判断DIの白抜きは、４月調査における向こう3ヵ月間の見通し。

設備投資とキャッシュフロー（4四半期平均）



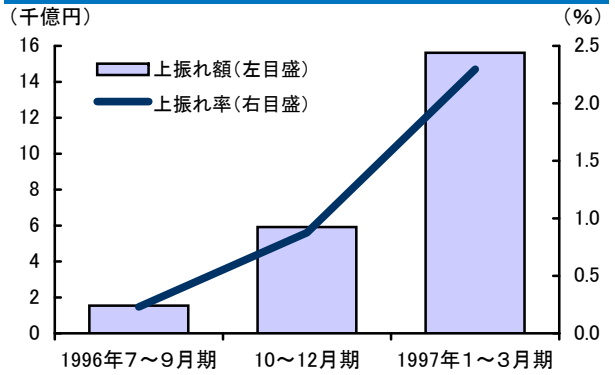
（資料）財務省
（注1）キャッシュフロー＝経常利益*0.5＋減価償却費。
（注2）金融業、保険業を除く。

消費増税による需要急減は外需回復により一部吸収

2014年度までの景気を見通すにあたり、その他の主要な変動要因として消費税率の引き上げを指摘可能。2013年度後半は、消費税率の引き上げを控えて耐久消費財や住宅を中心に駆け込み需要が発生する公算。一方、2014年度入り以降は、消費税率の引き上げ前の駆け込みの反動減が発生。加えて、税率引き上げによる物価上昇が家計の購買力を低下させ、実質ベースでの個人消費を押し下げることに。ちなみに、2014年４月に５％から８％へ消費税率が引き上げられた場合、実質ＧＤＰは▲1.4%押し下げられると試算。

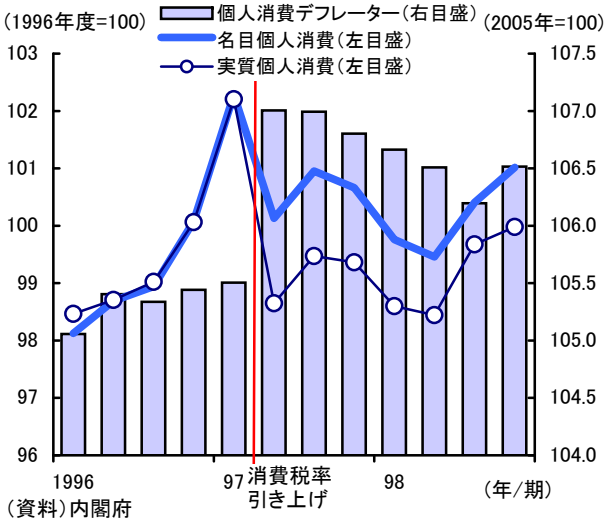
もっとも、消費税率引き上げに伴う需要の急減は、外需の回復で一部が吸収される見通し。2014年の米中景気の見通しと、わが国輸出の所得弾性値の推計によれば、対米、対中輸出だけで少なくとも＋３％程度のプラスが期待。加えて、円安も輸出の押し上げに作用。なお、中国については生産拠点としての位置付けが依然強いため、わが国の対中輸出は中国の輸出動向と強く連動。今後、中国の成長エンジンが輸出を中心とした沿海部から、インフラ投資を中心とした内陸部にシフトしていけば、これまでのような輸出の大幅な伸びは期待しにくくなる可能性も。

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(実質個人消費)= α + β *ln(実質可処分所得)+ γ *ln(実質家計金融資産残高)+ δ *(実質個人消費<-1期>)を推計式とし、実績値と推計値のかい離率を表示。自由度修正済R*R=0.998。
t値 6.88 5.44 6.97 10.37

消費税引き上げ前後の個人消費



（資料）内閣府

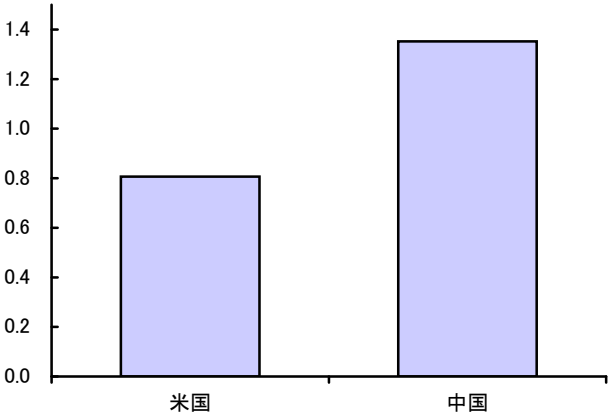
消費税引き上げ年度の影響（5%→8%、試算）

（%）

	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。

対米、対中輸出の所得弾性値（試算）



（資料）IMF、財務省、日本銀行などを基に日本総研作成
（注）推計式は、ln(対相手国実質輸出)= α + β *ln(相手国実質GDP) + γ *ln(対相手国通貨・円レート)。為替レートは1期および2期前の平均。

13年度は底堅い民需と政策効果による押し上げで高成長に

わが国景気は昨年末に底入れし、回復傾向が明確化。2013年度前半は、①緊急経済対策の本格的な進捗に伴う公共投資の押し上げ、②米国の堅調な経済成長や、昨秋以降の円安を背景とする輸出環境の一段の改善、③業績回復による企業の設備投資スタンスの強まり、などを受けて、内外需ともに景気を押し上げ、比較的高い成長率が続く見込み。2013年度後半は、景気対策による公共投資の押し上げ効果は減衰・はく落するものの、代わって消費税率の引き上げを前にした耐久財消費や住宅投資の駆け込み需要が景気押し上げに作用する見通し。

一方、2014年度については、消費税率引き上げに伴う反動減と公共投資の減少が景気を下押しするとみられ、とりわけ４～６月期は大幅マイナス成長に。もっとも、７～９月期以降は、海外景気の堅調な成長と、金融緩和などを背景とした円安が、引き続き輸出環境の改善に寄与し、再びプラス成長に復帰する見通し。

消費者物価は、日銀による大胆な金融緩和策の効果が顕在化し、プラス幅が拡大する見通し。2014年度は消費増税が＋2.2%ポイント押し上げる結果、＋３%程度の伸びに。

わが国主要経済指標の予測値（2013年6月5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	2013年度	2014年度
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3			
	（実績）	（予測）								（実績）	（予測）	
実質GDP	3.5	3.7	3.5	2.9	1.8	▲ 7.5	1.3	1.6	2.3	1.2	2.6	▲ 0.4
個人消費	3.7	0.9	1.0	3.8	6.1	▲ 13.2	0.9	0.5	1.6	1.6	2.1	▲ 1.5
住宅投資	7.9	1.6	15.3	11.5	▲ 8.3	▲ 20.3	▲ 13.2	▲ 4.8	▲ 1.5	5.3	7.7	▲ 8.2
設備投資	▲ 2.6	3.6	3.8	3.8	4.8	3.0	3.6	4.3	4.1	▲ 1.5	0.4	3.9
在庫投資（寄与度）	(▲ 0.8)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲ 0.3)	(0.3)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(▲ 0.1)	(▲ 0.1)	(0.0)
政府消費	2.3	0.3	0.2	0.5	0.7	0.6	0.5	0.6	0.5	2.6	1.1	0.6
公共投資	3.4	59.4	36.3	▲ 12.0	▲ 42.5	▲ 29.8	▲ 4.3	▲ 2.6	▲ 0.8	15.2	15.6	▲ 18.0
純輸出（寄与度）	(1.5)	(0.0)	(0.2)	(0.3)	(0.6)	(2.3)	(0.7)	(0.8)	(0.8)	(▲ 0.8)	(0.2)	(1.0)
輸出	16.1	5.9	6.3	6.9	7.7	6.6	5.5	5.9	5.9	▲ 1.3	4.2	6.5
輸入	4.0	5.0	4.6	4.4	3.8	▲ 6.3	1.5	1.4	1.8	3.8	2.4	0.5

（前年比、%）

名目GDP	▲ 1.0	0.6	2.7	3.5	4.0	2.3	1.6	0.9	1.4	0.3	2.7	1.6
GDPデフレーター	▲ 1.2	▲ 0.5	▲ 0.2	0.2	0.9	2.1	1.9	1.9	2.1	▲ 0.9	0.1	2.0
消費者物価（除く生鮮）	▲ 0.4	0.0	0.4	0.5	0.6	2.9	3.1	3.1	3.2	▲ 0.2	0.4	3.1
鉱工業生産	▲ 7.7	▲ 1.1	3.5	7.9	5.5	1.0	0.2	▲ 0.1	▲ 0.7	▲ 3.4	3.9	0.1
完全失業率（%）	4.2	4.1	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0	3.9	3.9	4.3	4.0	3.9
経常収支（兆円）	1.52	0.49	0.82	0.83	1.63	2.30	2.85	2.95	3.60	4.29	3.76	11.71
対名目GDP比（%）	1.3	0.4	0.7	0.6	1.3	1.9	2.4	2.3	2.9	0.9	0.8	2.4
円ドル相場（円/ﾄﾞﾙ）	92	100	101	102	104	105	106	108	110	83	102	107
原油輸入価格（ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ）	112	108	110	110	110	110	110	110	110	113	109	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）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	2013年	2014年
	（実績）	（予測）	
米国	2.2	1.9	2.6
ユーロ圏	▲ 0.6	▲ 0.7	0.8
中国	7.8	7.9	8.2

過去の実質GDP予測値

（前年比、%）

	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度
	（実績）	（予測）		
3月号	0.3	0.9	2.1	▲ 0.8
4月号	0.3	1.0	2.2	▲ 0.8
5月号	0.3	1.1	2.3	▲ 0.8

長期金利は当面不安定ながらも、先行き緩やかな上昇へ

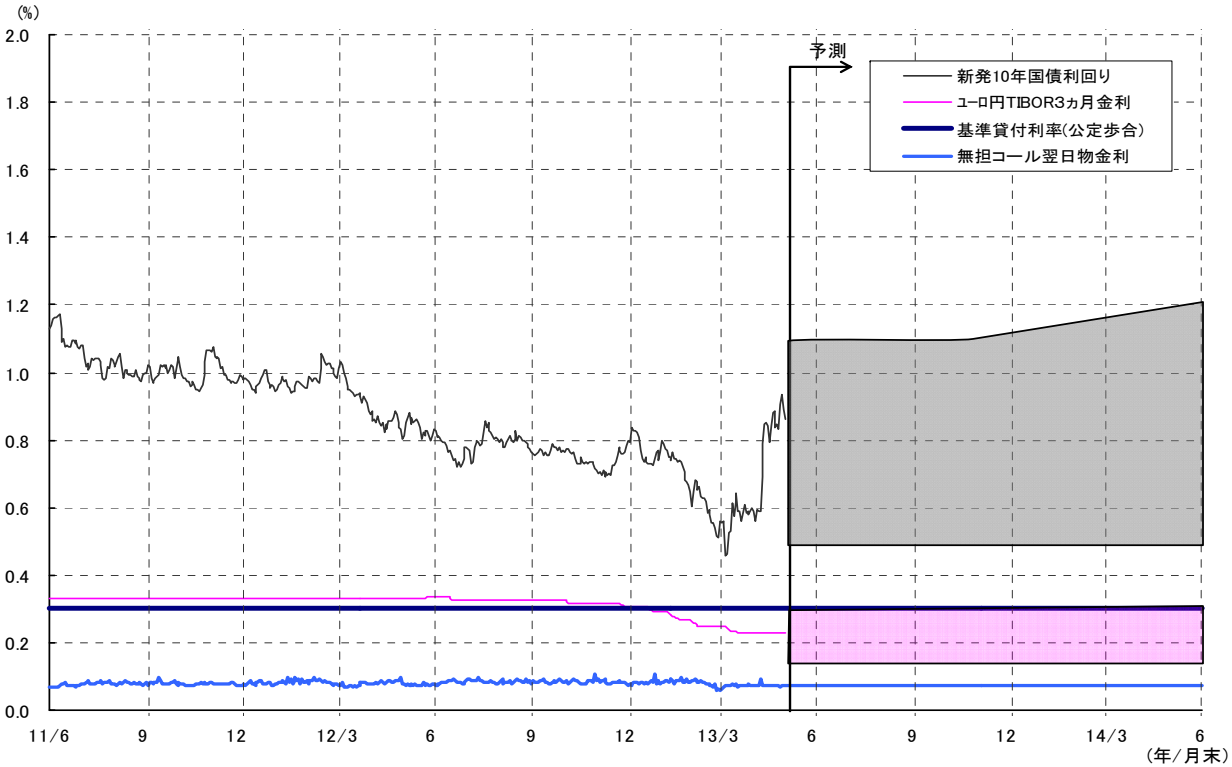
日銀は、５月21、22日の定例会合で、金融政策の現状維持を決定。国内景気の回復色が強まるなか、４月に決定した施策を着実に実施し、その効果を確認していく方針。

今後を展望すると、引き続き緩和効果を見極めるため、当面追加緩和は見送られる見込み。その後は、「４月展望レポート」で示された通りの物価上昇が確認されなければ、必要に応じて追加緩和措置を講じていく見通し。

長期金利は、４月の異次元緩和後に乱高下したのち、５月上旬までは、0.6%前後で安定して推移したものの、中旬以降急上昇。一時、１年１ヵ月ぶりとなる１%超えの水準に。足元では、0.8%台で推移。

先行きを展望すると、当面は４月の異次元緩和後の落ち着きどころを探るべく、金利はしばらく不安定な動きが続く可能性大。その後は、景気回復やデフレ脱却への期待が高まるにつれて、金利は徐々に上昇していく見通し。金利は１%超えを試す展開も。もっとも、日銀の大量国債買入が金利下押し要因となり、一方的な上昇にはならない見込み。

わが国主要金利の見通し



(%)

	2012年			2013年				2014年	
	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6
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	0.38	0.33	0.32	0.28	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
円ｽﾜｯﾌﾟ5年物金利	0.43	0.37	0.30	0.29	0.45	0.55	0.55	0.60	0.60
新発10年国債利回り	0.88	0.79	0.75	0.70	0.85	0.90	0.90	0.95	0.95

(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

当面、長期金利は上昇しやすい状態が持続

４月の投資家別国債売買状況をみると、日銀の量的・質的金融緩和政策の導入を受け、農林系金融機関や銀行などが国債の売り越しに。日銀の国債大量購入が始まるなかでも、５月中旬から長期金利が１％まで上昇していることから、売り越しがさらに膨らんだ可能性。

トレーディング収益を目的に、機動的に国債の売買を行っているセクターは、金利上昇リスクを回避するために、今後、一段と国債残高を減らす姿勢を強める公算が大。日銀は年間50兆円の国債を購入する予定ながら、当面は国債の売り圧力が続くことが予想され、長期金利は上昇しやすい地合いが続く見通し。

もっとも、保険・年金など、国債保有の大きなシェアを占める機関投資家は、将来的な保険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しており、弾力的に国債保有を減らす可能性は小。したがって、国債の売り圧力が一巡するにしたがい、長期金利は徐々に落ち着きどころを探る動きに変わっていく見通し。

「量的・質的金融緩和」のポイント

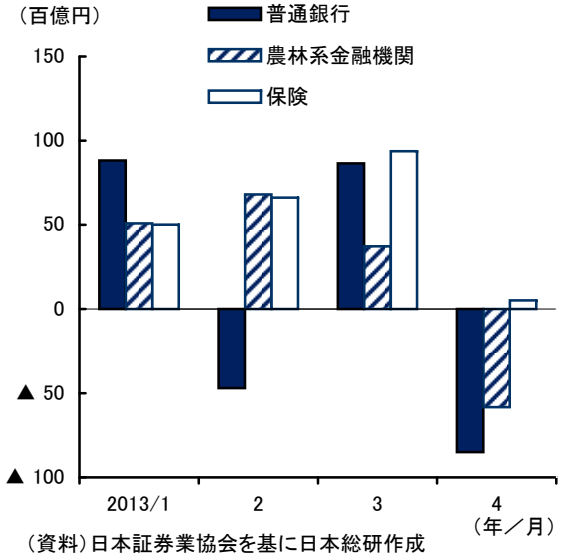
① マネタリーベース・コントロールの採用
- 金融市場調整の操作目標を、無担保コールレートからマネタリーベースへ変更
- マネタリーベースを年間約60～70兆円のペースで拡大

② 長期国債買入れの拡大と年限長期化
- 長期国債の保有残高を年間約50兆円のペースで拡大（毎月の買入れ額は7兆円強）
- 国債の買入対象年限を40年債を含む全ゾーンへ拡大
- 買入国債の平均残存期間を3年弱から7年程度へ延長
- 資産買入基金の廃止
- 銀行券ルールの一時適用停止

③ ETF、J－REITの買入れの拡大
- ETFの保有残高を年間約1兆円のペースで拡大
- J－REITの保有残高を年間約300億円のペースで拡大

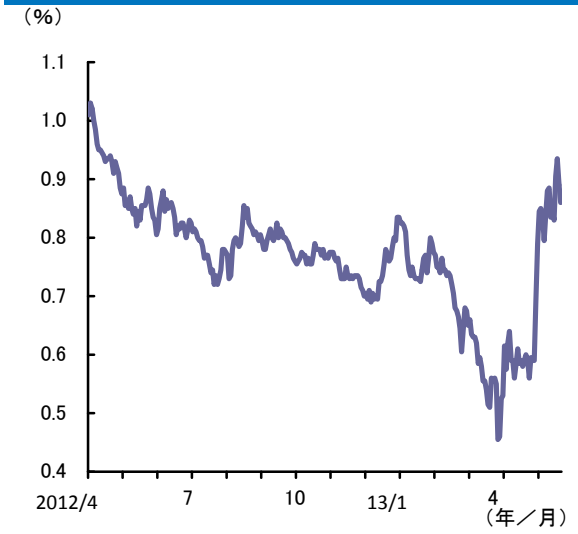
（資料）日本銀行を基に日本総研作成

投資家別の国債売買状況



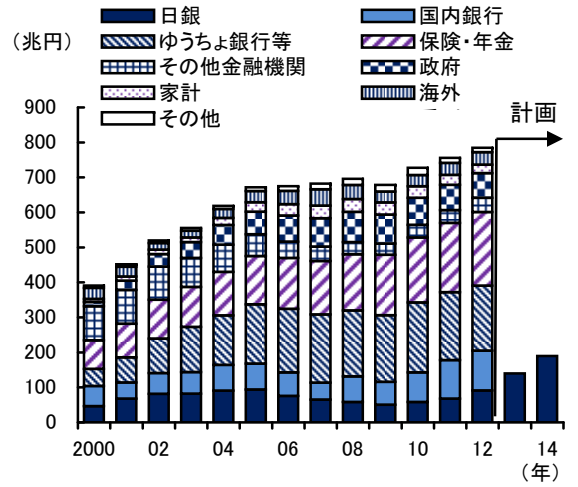
（資料）日本証券業協会を基に日本総研作成

長期金利の推移



（資料）日経NEEDSを基に日本総研作成

投資家別の国債残高



（資料）日本銀行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O/N（%）	３ヵ月（%）	６か月（%）	２年（%）	５年（%）	10年物（%）	2年物（%）	10年物（%）	短期（%）	長期（%）	￥／$（NY終値）	￥／Eur（NY終値）	日経平均株価（円）	TOPIX（ポイント）	ＦＦ O/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（%）
09/9	0.11	0.53	0.65	0.56	0.83	1.42	0.23	1.33	1.48	1.86	91.39	133.10	10302.87	937.02	0.15	0.30	3.39	9634.97	0.77	3.29
09/10	0.10	0.53	0.64	0.58	0.86	1.46	0.26	1.33	1.48	1.73	90.31	133.83	10066.24	895.10	0.12	0.28	3.36	9857.34	0.74	3.23
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