
日本経済展望

2013年4月



調査部 マクロ経済研究センター

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

目次

◆現状 p. 1

◆景気分析 p. 5

◆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4月2日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

概況：昨年春から悪化していた景気は底入れ

現状

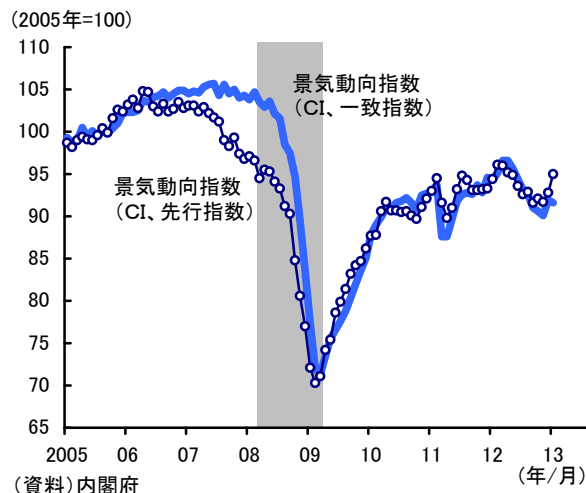
景気分析

見通し

金利動向

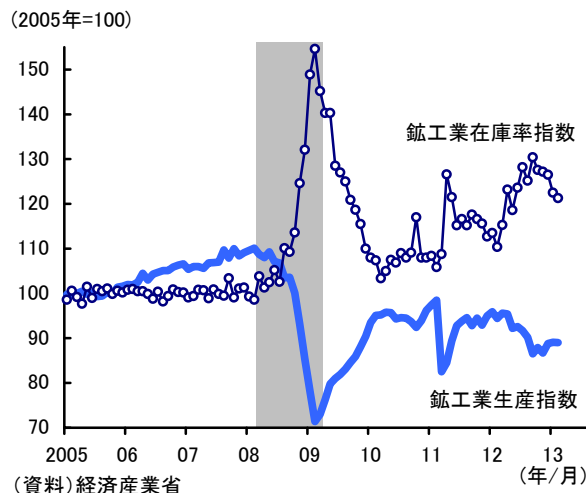
景気

消費者マインドの改善や在庫率の低下を受けて、先行指数は9ヵ月ぶりの高水準



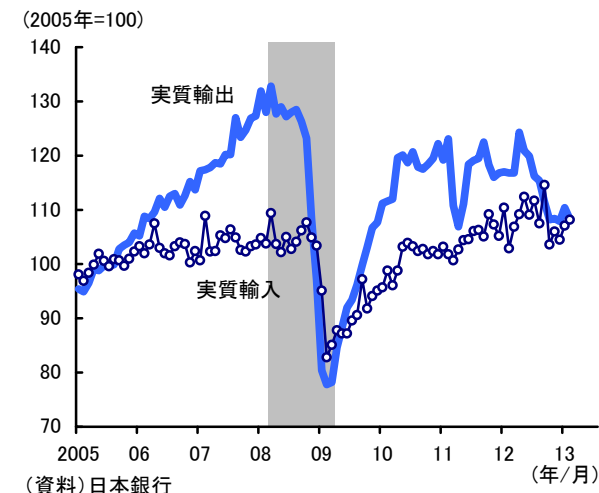
企業

生産は輸送機械や一般機械が下支え
在庫率は5ヵ月連続で低下



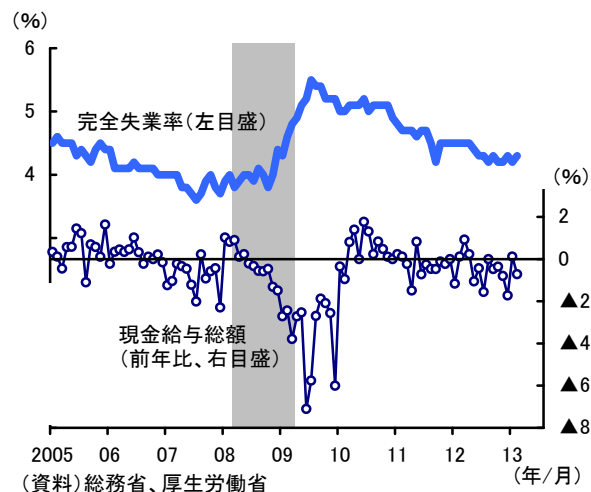
外需

輸出は中国、欧州向けなどで低迷
輸入はエネルギー関連を中心に高止まり



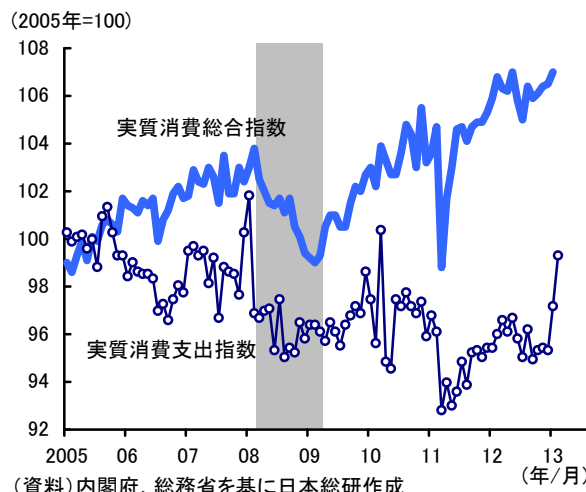
雇用所得

失業率は総じて緩やかに改善
給与は弱含んで推移



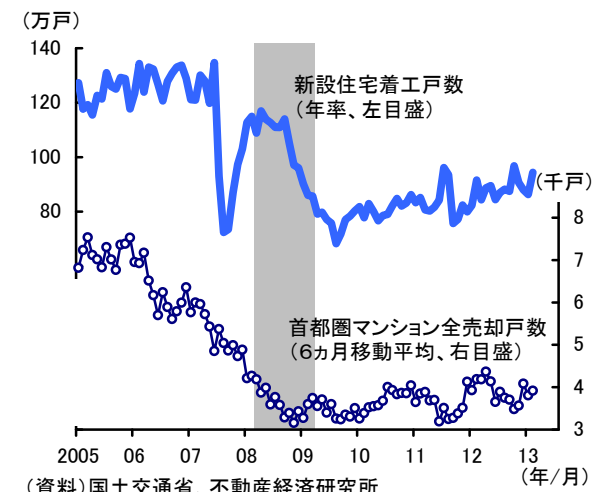
消費

自動車販売は反動減が一巡したほか、マインド改善もプラスに作用し、増加



住宅

住宅着工は総じて緩やかに増加
マンション販売は低水準が持続



※シャドー部は景気後退期

株価やマインドは改善も、実体経済の回復は現状限定的

現状

景気分析

見通し

金利動向

3月発表の2012年10～12月期実質GDP(2次速報値)は、1次速報のマイナス成長(前期比年率▲0.4%)からプラス成長(同+0.2%)に上方修正。わが国景気の底入れが改めて確認される内容。景気動向指数のCI先行指数は昨年12月以降大幅に上昇しており、今後の景気回復を示唆。

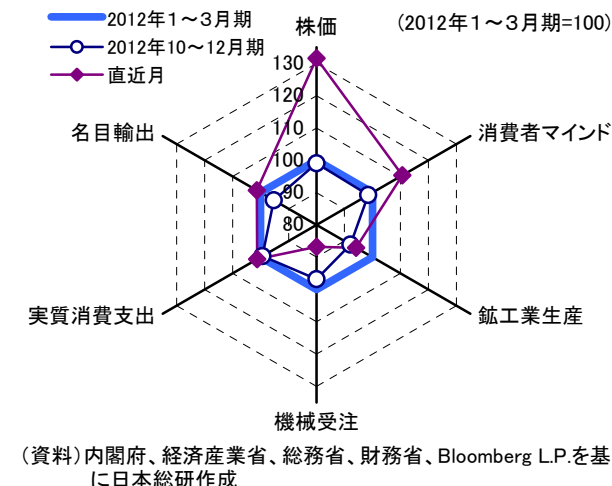
主要指標の動きを詳細にみると、政府の経済政策や日銀の一段の金融緩和期待などを受けて、足許では株価やマインド面が先行して大幅に改善。一方、個人消費や輸出は緩やかな回復にとどまるほか、機械受注で弱い動きがみられるなど、実体経済面に顕著な改善はみられず。

もともと、企業の先行き景況感に明るさがみられるほか、景気動向を端的に示す鉱工業生産指数は3～4月も引き続き上昇が見込まれており、実体経済面の回復もこの先明確化する見通し。

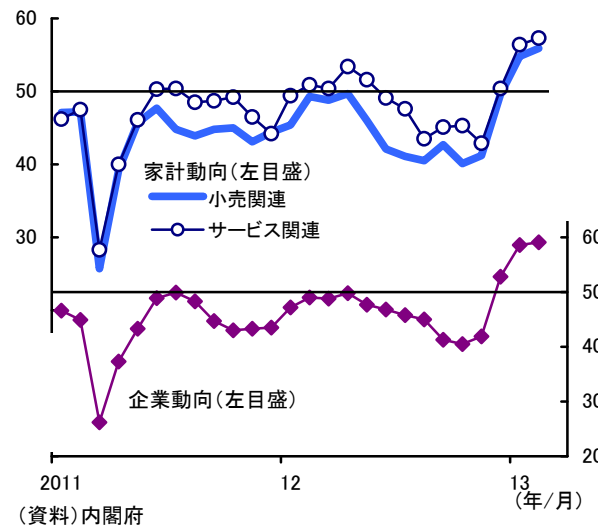
景気動向指数と実質GDP成長率



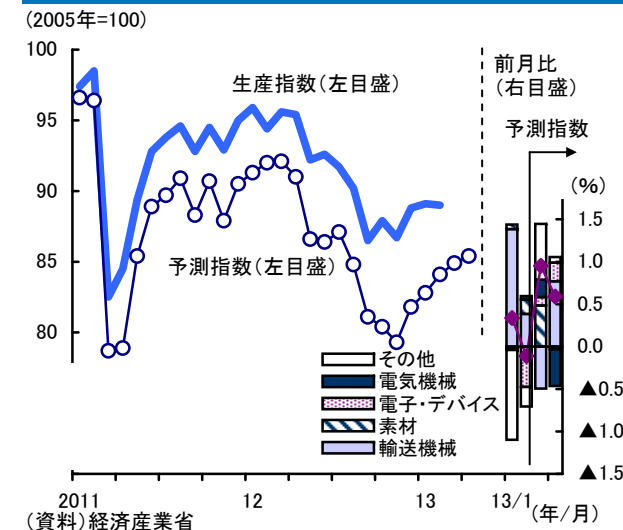
主要金融・経済指標の2012年以降の動き



景気ウォッチャー調査(先行き判断DI、季調値)



鉱工業生産指数(季調値)



外需は引き続き弱含むも、内需は底堅く推移

現状

景気分析

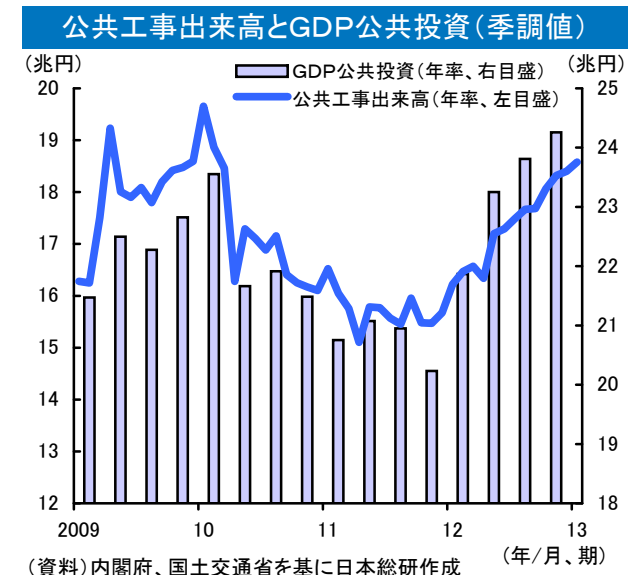
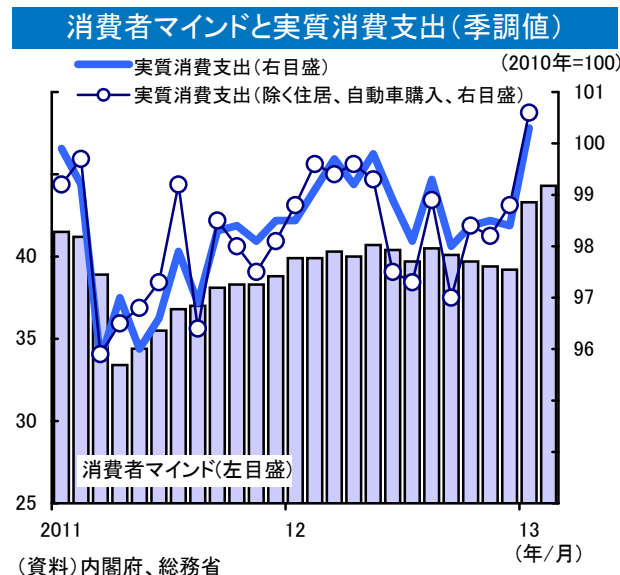
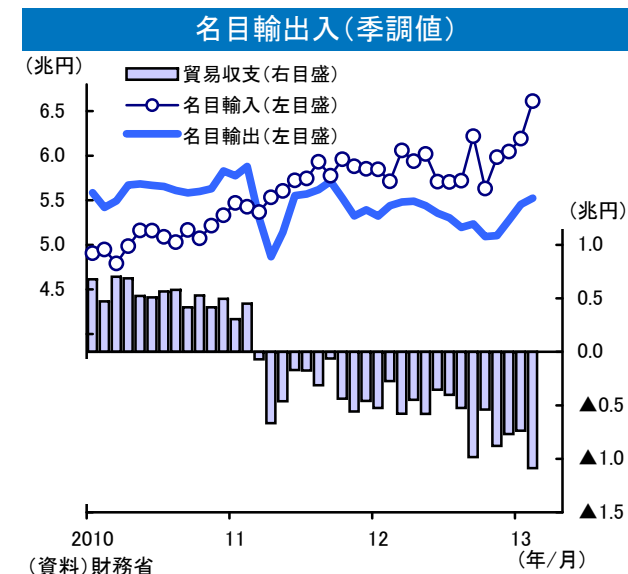
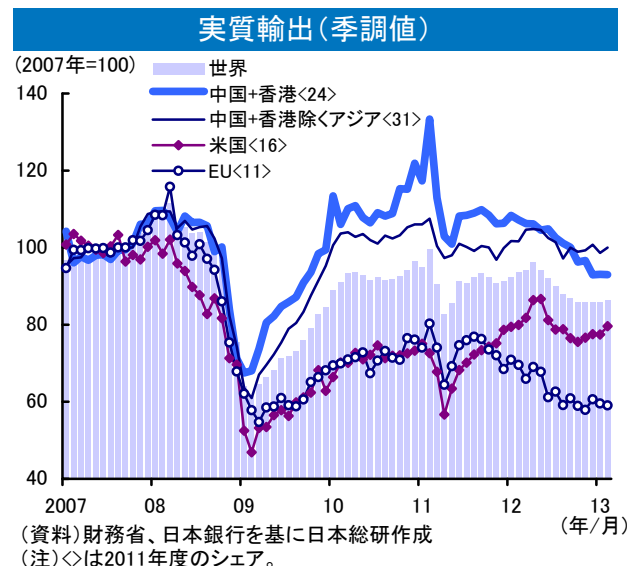
見通し

金利動向

外需では、実質輸出の減少に歯止め。国別にみると、中国向けは依然弱含んでいるものの、米国や中国以外のアジア向けが下支え。一方、貿易収支は、震災以降の赤字が持続。これは、外貨取引額が大きい輸入の円換算額が、昨秋からの円安進行を受けて増加したことによるもの。もっとも、今後は円安による価格面での競争力向上に伴い、数量ベースで輸出の増加が見込まれることから、貿易赤字も徐々に縮小していく見通し。

内需をみると、家計関連では、エコカー補助金終了に伴う反動減がほぼ一巡。株高などを受けて消費者マインドが改善するなか、高額商品やサービス消費も堅調に推移しており、個人消費は全体として回復基調。

加えて、震災からの復旧・復興に向けた動きは増勢が続いており、引き続き内需を押し上げ。



日銀短観(3月調査): 堅調な非製造業を中心に業況が改善

現状

景気分析

見通し

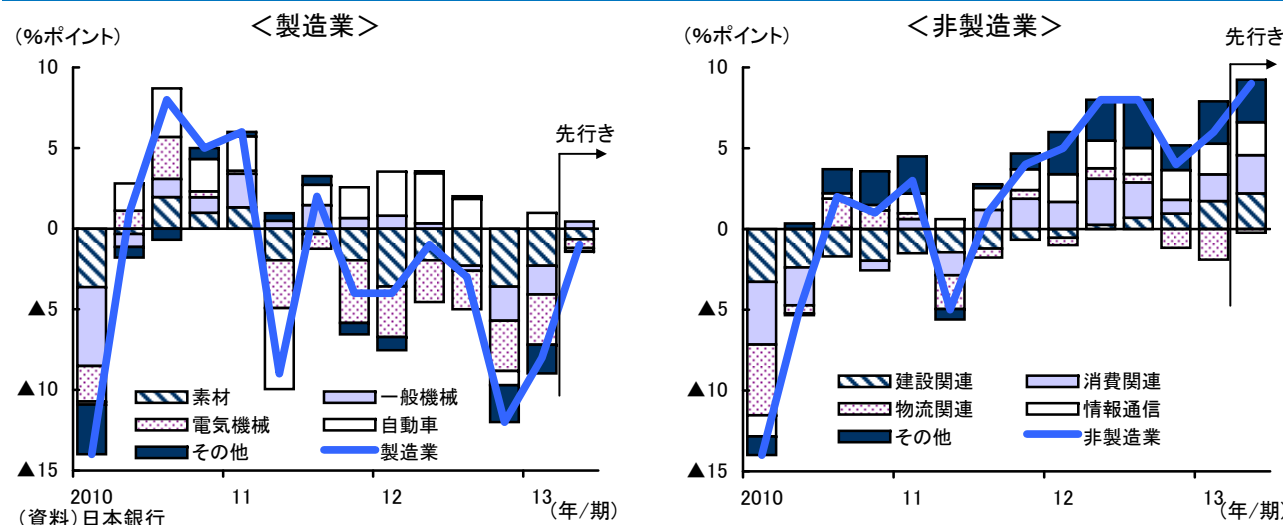
金利動向

3月の業況判断D I (大企業、以下同じ) は、製造業で▲8 %ポイントと前回(2012年12月)調査対比+4 %ポイント改善。円高修正を受けて自動車などでD I が上昇したものの、アジアを中心に競争が激化する鉄鋼や電気機械などでは大幅な「悪化」超が持続。先行きは、一段のD I 上昇を見込むものの、▲1 %ポイントと依然「悪化」超の状況。製造業は円安の持続性も含め、慎重姿勢が根強い状況。

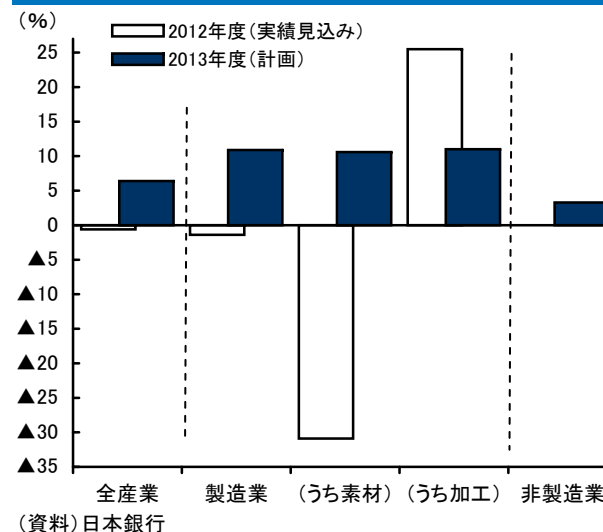
非製造業は、+6 %ポイントと前回調査対比+2 %ポイント改善。震災からの復旧・復興に向けた動きが本格化している建設や、消費者マインドの改善により個人消費が堅調な小売などでD I が上昇。先行きは幅広い業種で「改善」超を見込んでおり、内需関連は底堅い動きが続く見通し。

2013年度の企業の収益計画は、海外景気の持ち直しや円安によるプラス効果が期待される製造業のほか、非製造業でも増益となる見通し。もっとも、同年度の設備投資計画はいずれも減少を見込んでおり、企業は、国内での設備投資に対してはなお慎重なスタンスを堅持。

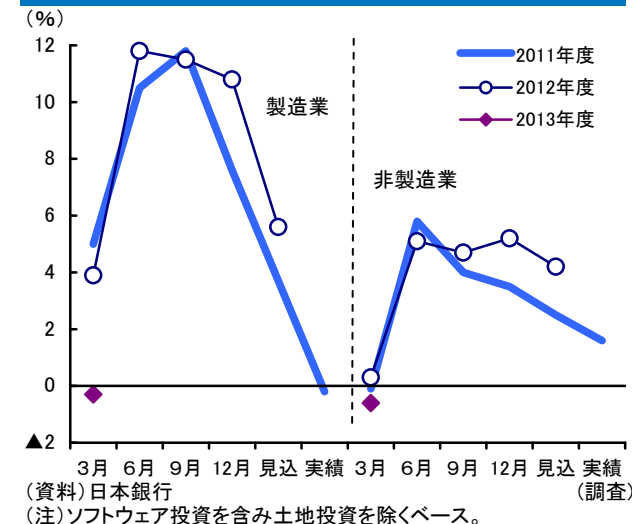
日銀短観業況判断DI(大企業)



日銀短観収益計画(大企業、前年度比)



日銀短観設備投資計画(大企業、前年度比)



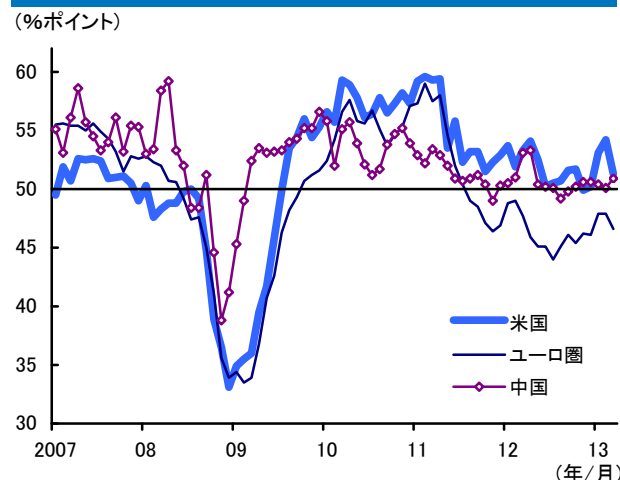
海外景気は米国、中国を中心に回復へ

海外景気は、昨年夏以降の減速に歯止めがかかり、足許で回復の兆し。海外の製造業PMIをみると、米国や中国で判断の分かれ目となる50超で推移。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も反転上昇しており、今後の輸出数量の回復を示唆。

国別に先行きを見通すと、米国では、連邦政府の歳出強制削減がリスクとして残るものの、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。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する見込み。

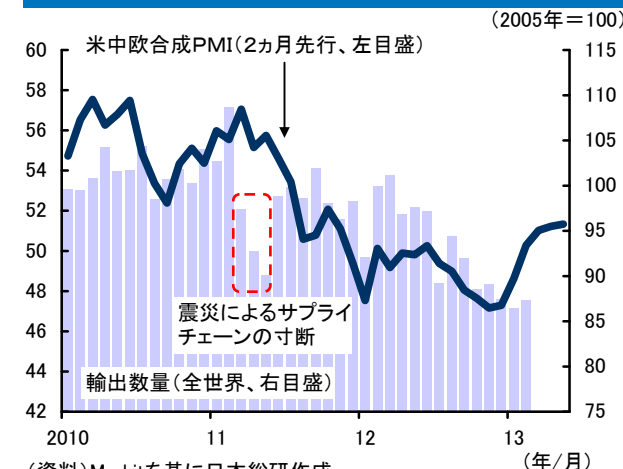
一方、欧州経済は、緊縮財政や雇用・所得環境の悪化からマイナス成長が続く見通し。もっとも、わが国の欧州向け輸出は相対的に小さく直接的な影響は限定的。ただし、同地域との取引額が大きい中国の欧州向け輸出が再び減少すれば、わが国へのマイナス影響が顕在化する恐れ。

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

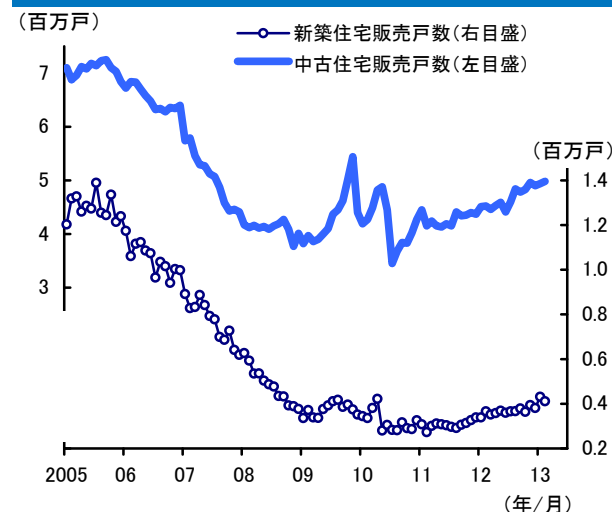
米中欧合成PMIと輸出数量指数(季調値)



(資料)Markitを基に日本総研作成

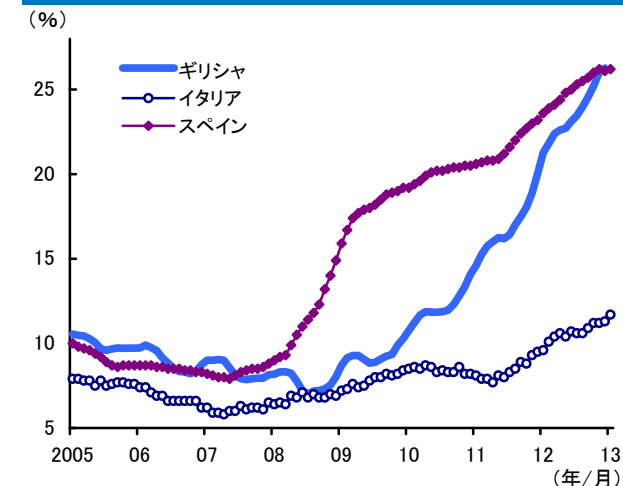
(注)合成PMIは、米国、EU、中国における製造業の輸入指数、または仕入れ数量指数を2012年の輸出額で按分して作成。

米国の住宅販売戸数(年率、季調値)



(資料)U.S.CensusBureau、National Association of Realtors

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カ月移動平均。

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

現状

景気分析

見通し

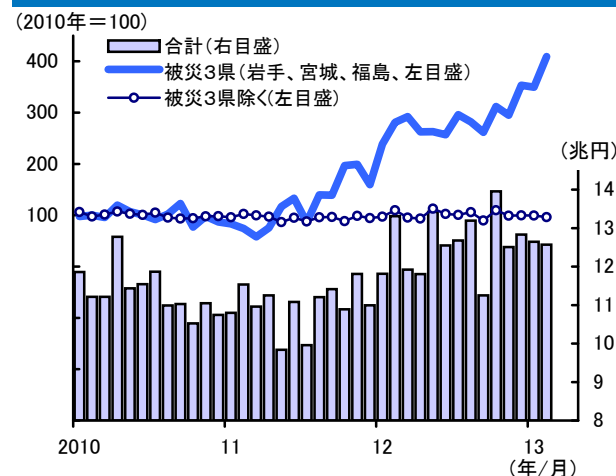
金利動向

内需では、震災からの復旧・復興に向けた動きの加速と、緊急経済対策の執行により、今後、官公需が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、2012年入り後総じて増勢が持続。足許では、震災からの復旧・復興に向けた動きを背景に、被災地での増加が顕著。今後は、緊急経済対策の執行に向けた動きも加わり、一段と増加する見込み。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、3月下旬までの緊急経済対策の進捗状況によると、民間企業と契約し、実施段階に移った案件は全体の約1割にとどまっている状況。公共事業については、震災からの復旧・復興の段階からヒトやモノのボトルネックが問題となっており、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、大規模経済対策による景気押し上げ効果は「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)

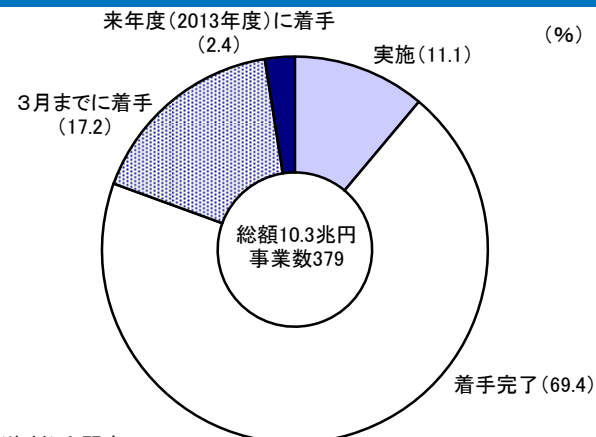
財政支出計	10.3
うち真水	4.6

＜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)

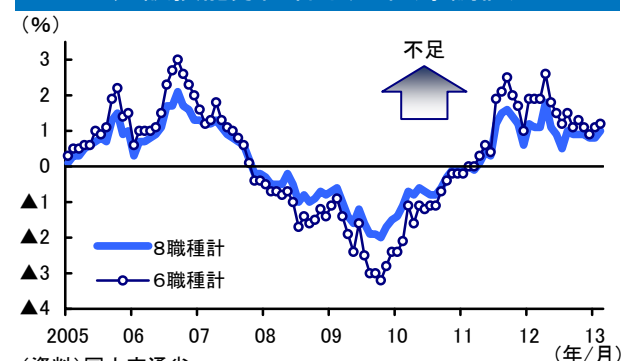
(資料)財務省、内閣府などを基に日本総研作成
(注1)復興関連は復興債償還が大部分を占めることからGDP押し上げに寄与しないと想定。
(注2)地方向け臨時交付金は詳細不明のため7割がGDPの押し上げに寄与すると想定。
(注3)景気押し上げ効果はマクロモデル・シミュレーションによるもので、ベースラインからのかい離率。

緊急経済対策の進捗状況(3月26日発表)



(資料)内閣府
(注)進捗状況について、「実施」は独立行政法人などが民間企業と契約した状況、「着手完了」は国から独立行政法人などへ補助金を交付したものの、実施までには至らない状況を指す。

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。

円安は輸出企業にプラスも、輸入価格の上昇も招来

現状

景気分析

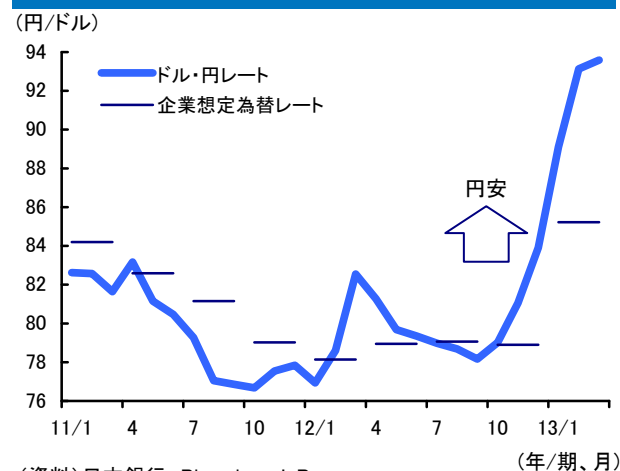
見通し

金利動向

安倍政権が長引くデフレからの脱却と円高の是正を最重要目標に掲げたことに反応し、円相場は昨秋以降、対ドルで約▲15円近く下落。企業は事業計画の前提となる想定為替レートを前年度より円安方向に大幅に修正したものの、実勢レートはなおそれを超えて円安が進行。円安は輸出環境の改善を通じて企業収益を押し上げる効果。マクロ・モデルシミュレーションによれば、対ドルで5円の円安につき、2013年度の企業収益および実質GDPはそれぞれ+1.5%、+0.2%ポイント上振れる見込み。

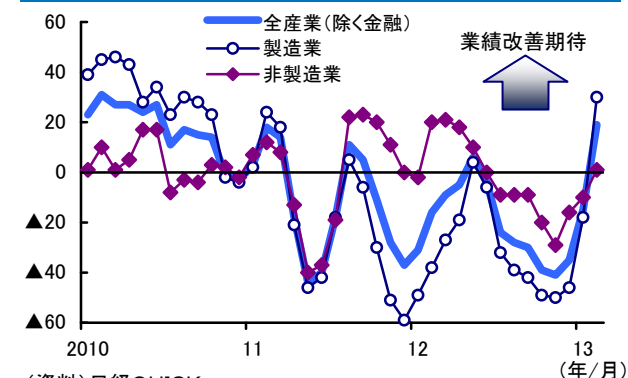
一方で、円安は輸入価格の上昇を招来。震災以降、エネルギー関連の輸入増でドル建て輸入超過額が拡大するなか、過度な円安が進行すれば、今後内需関連企業を中心にマイナスに働く恐れも。加えて、家計でも金融緩和を通じた円安がマイナスに作用する可能性。足許では、電気・ガスなどエネルギー関連のほか、食料品や日用品でも値上げが行われており、実質購買力は低下。賃金環境が好転しなければ、「賃金上昇なきインフレ」により、個人消費が冷え込む恐れ。

企業のドル想定為替レートとドル・円相場



(資料) 日本銀行、Bloomberg L.P.
(注) 想定為替レートは当該年度の想定で、前年度3月調査から当該年度12月調査まで表示。調査対象は大企業・製造業。

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。

円安が企業収益とGDPに与える影響(試算)

円・ドル (2013年度平均)	企業収益 (2013年度)	実質GDP (2013年度)	実質輸出
85円	+1.1	+0.2	+1.1
90円	+2.6	+0.5	+2.3
95円	+4.1	+0.7	+3.5

(資料) 内閣府、財務省などを基にマクロモデルによりシミュレーション
(注1) 経常利益は金融・保険を除くベース。
(注2) 1ドル=82.0円(2013年度)をベースラインとするメインシナリオからのかい離率。

輸入物価(円ベース、前年比)



(資料) 日本銀行

デフレ脱却、賃金上昇に対して企業はなお慎重姿勢

現状

景気分析

見通し

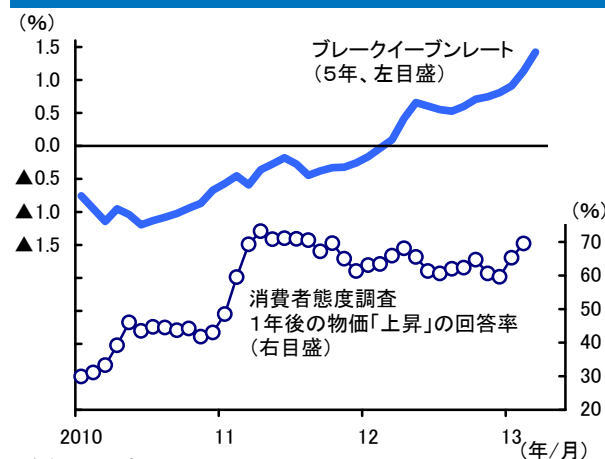
金利動向

アベノミクスの成否のカギはデフレを脱却し、賃金をはじめとする所得が上昇に転じるか否か。

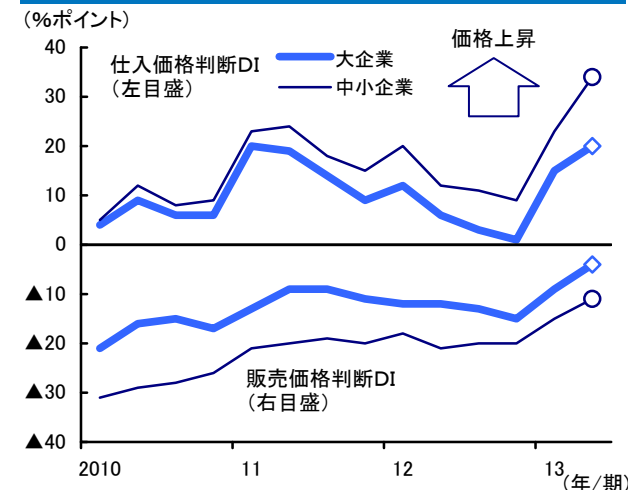
物価については、日銀による一段の金融緩和が期待されるなか、市場や家計を中心に期待インフレ率は高まる状況。一方、企業は円安による仕入コストの増加を見込むものの、販売価格への転嫁は限定的にとどまっており、デフレ脱却にはなお時間を要する見通し。

所得については、政府の賃上げ要請を受けて、賞与などを中心にやや改善へ。もっとも、労働分配率は非製造業を中心に高止まり。多くの企業の収益環境はコスト削減によって利益を確保す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。

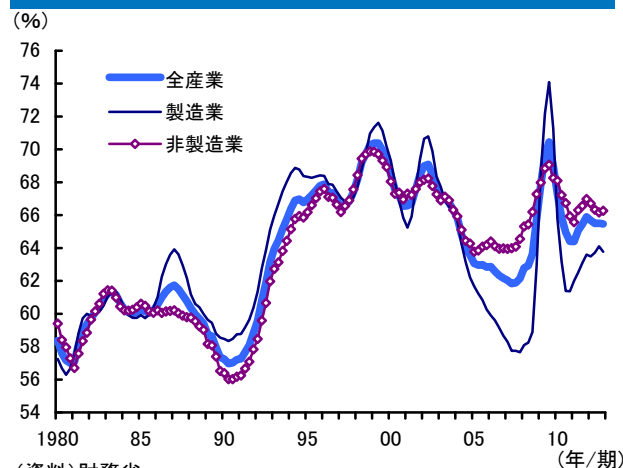
市場、家計の物価の見方



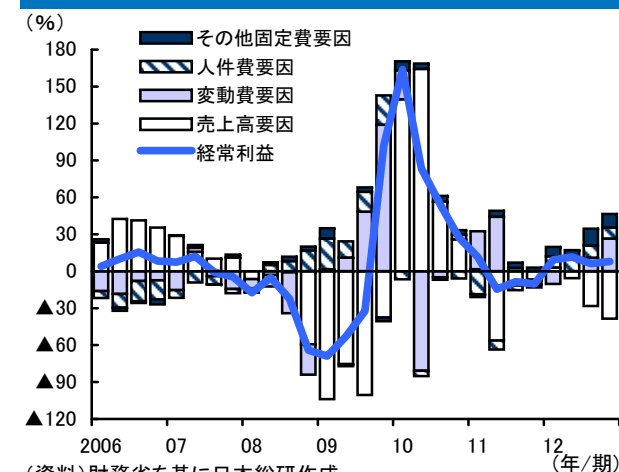
日銀短観仕入・販売価格判断DI(全産業)



労働分配率(全規模、4四半期移動平均)



経常利益(全産業、前年比)



金融緩和、景気対策とともに国内民需の自律回復力向上を

現状

景気分析

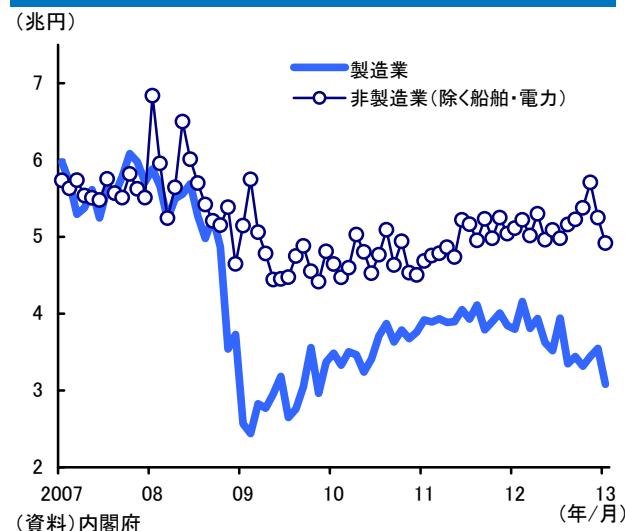
見通し

金利動向

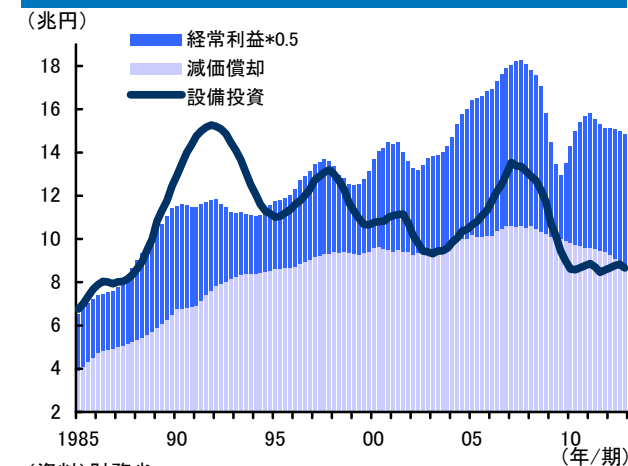
以上のように、デフレからの脱却と賃金の継続的な上昇を達成するには、慎重姿勢が根強い企業部門の活動が活発化する必要。もともと、現状では機械受注が製造業を中心に減少しているほか、設備投資もキャッシュフローを大きく下回る規模にとどまるなど回復力はいまだ脆弱。

安倍政権が打ち出した「3本の矢」のうち、1本目の矢「金融緩和」と2本目の矢「景気対策」は、先行きわが国の景気を底上げするものの、あくまでも短期的な処方箋に過ぎず。輸出増、生産増をきっかけに、企業活動が活発化し、設備投資、雇用所得の増加につながる「自律回復」のメカニズムを作動させるには、3本目の矢「成長戦略」の行方が最も重要。新政権には、構造改革や規制緩和を断行し、わが国の中長期的な成長戦略について深く切り込む決断力と、それを実行に移す実行力が求められることに。

機械受注(季調値、年率)



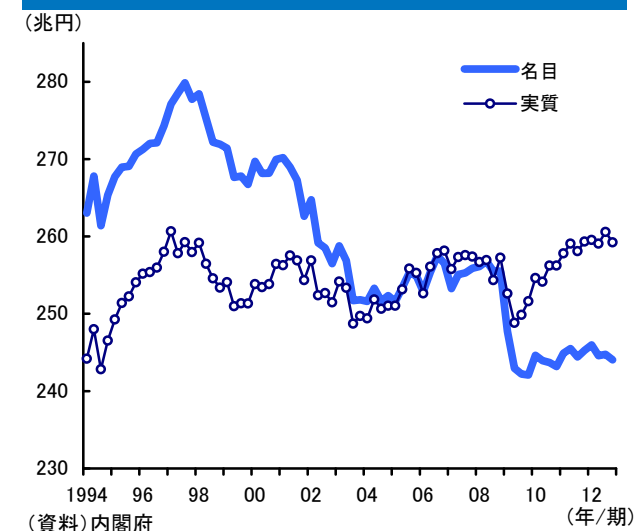
設備投資とキャッシュフロー(4四半期平均)



輸出と設備投資(前年比)



雇用者報酬(年率、季調値)



消費増税による需要急減は外需回復により一部吸収

現状

景気分析

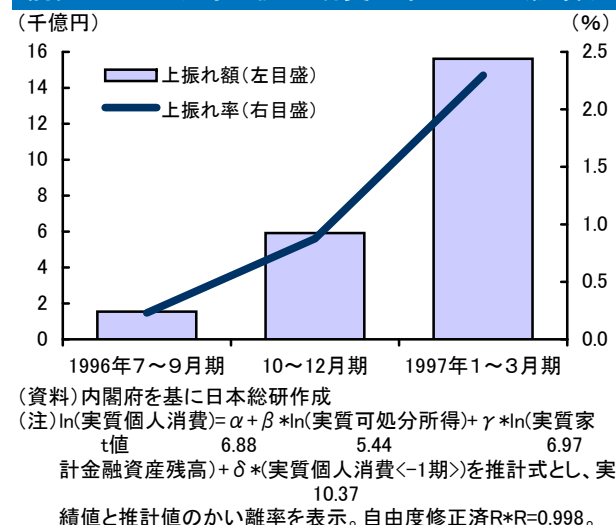
見通し

金利動向

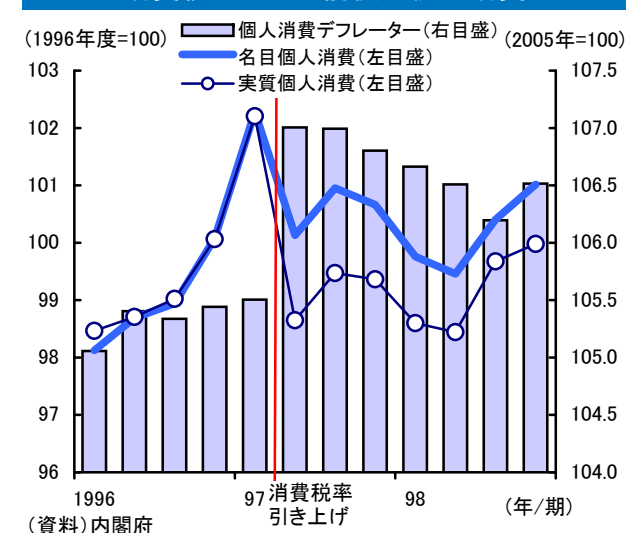
2014年度までの景気を見通すにあたり、その他の主要な変動要因として消費税率の引き上げを指摘可能。2013年度後半は、消費税率の引き上げを控えて耐久消費財や住宅を中心に駆け込み需要が発生する公算。一方、2014年度入り以降は、消費税率の引き上げ前の駆け込みの反動減が発生。加えて、税率引き上げによる物価上昇が家計の購買力を低下させ、実質ベースでの個人消費を押し下げることに。ちなみに、2014年4月に5%から8%へ消費税率が引き上げられた場合、実質GDPは▲1.4%押し下げられると試算。

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)



消費税引き上げ前後の個人消費

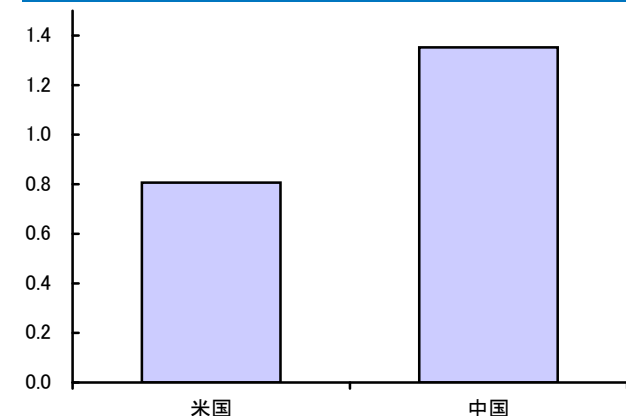


消費税引き上げ年度の影響(5%→8%、試算)

	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乖離率。

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、 $\ln(\text{対相手国実質輸出}) = \alpha + \beta * \ln(\text{相手国実質GDP}) + \gamma * \ln(\text{対相手国通貨・円レート})$ 。為替レートは1期および2期前の平均。

13年度は高成長が見込まれるも、14年度はマイナス成長に

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(2013年4月2日時点)

(四半期は前期比年率、%、%ポイント)

	2012年	2013年				2014年				2015年	2012年度 2013年度 2014年度		
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	(予測)		
	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)		
実質GDP	0.2	2.2	3.6	3.5	2.9	1.7	▲ 8.4	1.2	1.5	2.2	1.0	2.2	▲ 0.8
個人消費	2.0	0.9	0.8	1.0	3.8	6.1	▲ 14.6	0.9	0.4	1.5	1.4	1.5	▲ 2.0
住宅投資	14.9	0.5	1.6	15.3	11.5	▲ 8.3	▲ 20.3	▲ 13.2	▲ 4.8	▲ 1.5	4.8	6.4	▲ 8.2
設備投資	▲ 5.7	3.4	3.6	3.8	3.8	4.8	3.0	3.6	4.3	4.1	▲ 0.9	1.6	3.8
在庫投資 (寄与度)	(▲ 0.9)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲ 0.3)	(0.3)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(▲ 0.1)	(▲ 0.0)	(0.0)
政府消費	2.7	0.5	0.3	0.2	0.5	0.7	0.6	0.5	0.6	0.5	2.5	0.7	0.6
公共投資	7.2	19.6	59.4	36.3	▲ 12.0	▲ 42.5	▲ 29.8	▲ 4.3	▲ 2.6	▲ 0.8	15.8	18.0	▲ 18.1
純輸出 (寄与度)	(▲ 0.6)	(0.1)	(0.0)	(0.2)	(0.4)	(0.6)	(2.1)	(0.6)	(0.7)	(0.7)	(▲ 0.9)	(▲ 0.1)	(0.9)
輸出	▲ 14.0	4.4	4.6	4.9	5.1	5.2	6.4	5.3	5.8	5.8	▲ 2.5	0.5	5.6
輸入	▲ 9.0	3.1	3.9	3.0	2.2	1.1	▲ 6.3	1.5	1.4	1.8	3.5	1.1	▲ 0.4

(前年比、%)

名目GDP	▲ 0.2	▲ 0.9	0.1	2.1	3.3	3.0	1.4	0.8	0.2	0.6	0.3	2.1	0.7
GDPデフレーター	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.3	0.3	0.0	1.5	1.5	1.5	1.6	▲ 0.7	▲ 0.1	1.5
消費者物価 (除く生鮮)	▲ 0.1	▲ 0.3	0.0	0.3	0.2	0.1	2.7	2.7	2.7	2.7	▲ 0.2	0.1	2.7
鉱工業生産	▲ 5.9	▲ 8.0	▲ 3.1	2.7	6.7	5.0	1.3	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.6	▲ 3.5	2.8	0.1

完全失業率 (%)	4.2	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)	▲ 0.11	0.71	0.13	0.18	0.63	0.91	1.56	2.09	2.84	2.85	3.35	1.85	9.34
対名目GDP比 (%)	▲ 0.1	0.6	0.1	0.2	0.5	0.8	1.3	1.8	2.2	2.3	0.7	0.4	1.9
円ドル相場 (円/ドル)	81	92	95	93	95	97	98	100	102	104	83	95	101
原油輸入価格 (ドル/バレル)	113	112	115	115	115	115	115	115	115	115	113	115	115

(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)	(予測)
米国	2.2	1.8	2.6
ユーロ圏	▲ 0.6	▲ 0.4	0.9

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)	(予測)	(予測)
1月号	0.3	1.0	1.3	0.3
2月号	0.3	1.0	2.1	▲ 0.7
3月号	0.3	0.9	2.1	▲ 0.8

わが国景気は昨年末に底入れ。1～3月期は、海外景気の持ち直しに加えて、消費者マインドの改善や自動車販売の反動減一巡、などを受けて、明確なプラス成長となる見通し。4～6月期以降は、こうした状況に加えて、①緊急経済対策に伴う公共投資の押し上げ、②円安を通じた輸出環境のさらなる改善、などにより、成長率は大きく押し上げられる見込み。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、公共投資の反動減持続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、米中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、電力料金の引き上げが指数を押し上げるものの、家具・家電などでデフレ圧力が根強く残る見通し。

金利は当面は低水準で推移

現状

景気分析

見通し

金利動向

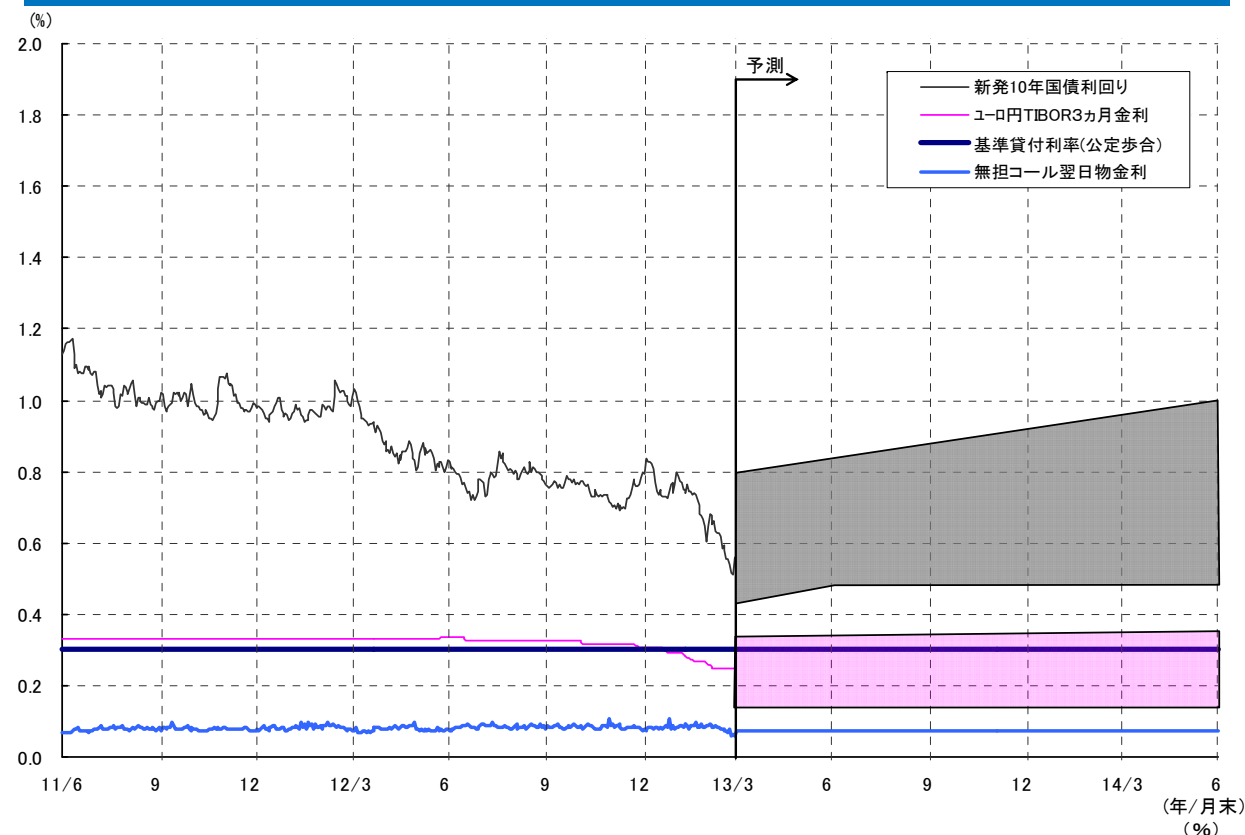
日銀は、3月6、7日の定例会合で、金融政策の現状維持を決定。国内景気の回復色が強まるなか、これまでの緩和効果を見極めるために、追加緩和を見送り。

今後を展望すると、3月20日に発足した黒田新総裁を中心とする新執行部の下、日銀はデフレ脱却に向けて、より一層踏み込んだ政策運営を実施する見込み。4月3、4日の定例会合では、買入国債の年限拡大（3年以内から5年以内）、長期国債買入の増額など、一段の金融緩和が実施される見通し。

長期金利は、日銀の一層の金融緩和に対する期待感などが金利下押しに作用し、0.5%台まで低下。

先行きを展望すると、わが国景気の回復期待や国債発行の増加見通しなどが金利押し上げ要因ながら、日銀による長期国債買入増額などの一段の金融緩和やゼロ金利長期化観測が金利下押し要因となり、当面、金利は低水準での推移が続く見通し。

わが国主要金利の見通し



	2012年			1～3	2013年			2014年	
	4～6	7～9	10～12		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カ月物金利	0.38	0.33	0.32	0.28	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
円スワップ5年物金利	0.43	0.37	0.30	0.29	0.27	0.30	0.30	0.35	0.35
新発10年国債利回り	0.88	0.79	0.75	0.71	0.60	0.65	0.70	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

デフレ脱却までは、日銀の国債購入が長期金利を抑制

現状

景気分析

見通し

金利動向

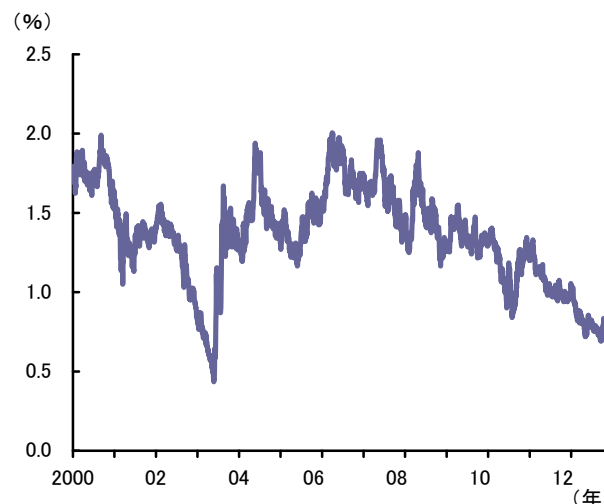
長期金利は、2月以降大きく低下。3月末には0.54%と、過去最低を記録した2003年以降の低水準に。

この背景として、①日銀による、買入国債の年限拡大、買入枠の拡大、②ゼロ金利政策の長期化、を市場が織り込んだことを指摘可能。主要な投資家の売買状況をみると、2013年1～2月には、とりわけ、信託銀行が大幅な買い越しとなっており、長期的な運用主体である年金が国債購入を積極化している可能性。

黒田総裁は、3月に国会で、イールドカーブ全体を下げる方針を表明。デフレ脱却が展望できるようになるまでは、日銀による積極的な国債購入が予想されるため、当面、長期金利は、1%を下回る低水準での推移が続く見込み。

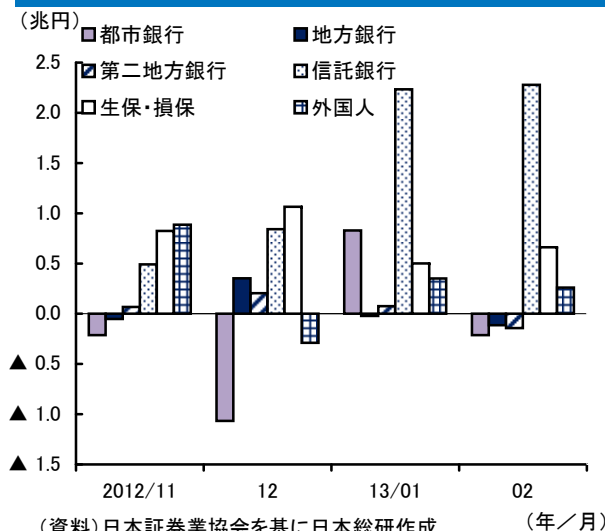
もともと、長い目で見れば、デフレ脱却が視野に入る局面に差し掛かった時点では、日銀の出口戦略が意識されて、長期金利が急上昇する可能性。仮に消費者物価上昇率2%を達成した場合には、長期金利は2%を超える水準まで上昇する見通し。

長期金利の推移



(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

主要投資家の国債売買状況



(資料) 日本証券業協会を基に日本総研作成。
(注) 国庫短期証券を除いて算出。

予想される追加緩和策

追加緩和策	メリット	デメリット
資産買入基金の増額	・緩和姿勢の明確化 ・バランスシート拡大によるインフレ期待惹起	・財政ファイナンス懸念の強まり ・資産インフレの発生懸念 ・出口戦略の困難化
買入国債年限の長期化(3年以下→5年以下)	・中長期金利の低下 ・円安進行	・財政ファイナンス懸念の強まり ・資産インフレの発生懸念
リスク資産買入	・株価等リスク資産価格の上昇	・資産インフレの発生懸念
付利(0.1%)の引き下げ	・金利低下の促進 ・民間への貸し出し増加	・資金需要が小さい現状では効果小 ・日銀による資産買入残高積み増し困難化 ・非常時に短期資金が調達できなくなるリスク
外債購入	・円安進行	・円安誘導策として、海外から批判される可能性大

消費者物価と長期金利の推移



(資料) 総務省、Bloomberg L.P.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）	¥/Eur （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 （%）
09/7	0.10	0.56	0.67	0.62	0.86	1.37	0.27	1.35	1.48	1.96	94.45	133.05	9691.12	903.66	0.16	0.52	3.53	8679.75	0.98	3.36
09/8	0.11	0.55	0.66	0.60	0.88	1.46	0.27	1.38	1.48	1.94	94.92	135.40	10430.35	961.13	0.16	0.42	3.57	9375.06	0.86	3.33
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	0.16	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