

日本経済展望

2011年1月



調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/thinktank/research/>

【目 次】

概説	1
わが国景気の現状	2
ファンダメンタルズ分析	5
わが国景気見通し	11
わが国金利見通し	12
マーケット分析	13

◆本資料は2010年12月29日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

◆本資料に関するご照会は、下記あてお願いいたします。

国内経済グループ

ファンダメンタルズ： 森 村 (Tel：03-3288-4524 Mail：matsumura.hideki@jri.co.jp)

金利動向： 大 竹 (Tel：03-3288-4739 Mail：otake.shigehisa@jri.co.jp)

日本経済概説（2011年1月）

1. 景気の現状：一進一退

- ・自動車販売の減少や輸出の増勢鈍化を背景に景気は弱含み。景気先行指数が2010年4月をピークに下向きに転じているほか、一致指数も9月以降は低下。内需も本格回復に至っておらず、機械受注や雇用・所得環境は「底ばい」状態が持続。日銀短観12月調査でも、大企業・製造業の業況判断D Iが7四半期ぶりに悪化。
- ・もっとも、一部に明るい動きがみられるため、景気の落ち込みは回避されている状況。11月の鉱工業生産が6カ月ぶりに増加に転じたほか、12～1月の計画でも増産の見込み。景気ウォッチャー調査も持ち直しの兆し。

2. 景気見通し：減速が明確化

- ・①輸出の低迷持続、②景気刺激策の反動減、③脆弱な内需の回復力、の3点を背景に、「足踏み」状態が続く見通し。
- ・輸出は、海外での景気刺激策の効果一巡に伴い、世界経済の拡大ペースに見合った巡航速度に減速。こうしたなか、当面は、アジア諸国での生産調整の動き、円高による輸出競争力の低下などから、一進一退の動きが続く見込み。これまで景気を下支えしてきた耐久財購入刺激策の効果もピークアウト。
- ・一方、国内民需も、大幅なGDPギャップが残るなか、回復感に乏しい状態が持続。とりわけ、企業部門の厳しさが長引く見通し。設備過剰感がなかなか解消されないため、設備投資の回復ペースは緩慢。所得環境の回復も遅れるため、個人消費や住宅投資の本格回復も期待薄。
- ・2011年入り後は、テレビの駆け込み需要の反動減が実質GDPを大きく下押し。一方、9月以降に打ち出された経済対策による押し上げ効果は限定的。この結果、2011年度の実質GDP成長率は、個人消費の大幅減少を主因に、+0.3%とゼロ近くにまで失速する見通し。
- ・デフレ傾向も鮮明に。コアCPI前年比は、資源価格要因の剥落でマイナス幅は縮小するものの、内需低迷を主因とするデフレ圧力が持続するため、マイナス基調が長期化する見通し。

3. 12月の金融政策・金利動向

【金融政策】

- ・日銀は20～21日の定例会合で、金融政策の現状維持を決定。包括金融緩和策に関しては、15日にETF、16日にREITの買い取りをそれぞれ開始。
- ・白川総裁は会合後の記者会見で、茲許の長期金利の急上昇についても言及。この背景について、「米国経済の先行きに対する悲観論や金融緩和期待の後退により、米国の長期金利が上昇するなか、グローバル化した金融市場のもとで、各国の長期金利がこれに連れて上昇したもの」と説明。

【長期金利】

- ・長期金利（新発10年債利回り）は、12月中旬にかけて一時1.295%と約7ヵ月ぶりの水準まで上昇。その後月末にかけては、米長期金利上昇の一服感を受け、1.1%台まで反落。

4. 金融政策・金利見通し

【金融政策】

- ・日銀は、当面、これまでに決定した包括金融緩和策の効果を見極める公算。先行きは状況に応じて、基金の資産買い入れ枠拡充などの追加措置を検討する可能性あり。

【長期金利】

- ・長期金利は、米長期金利に連動した動きが短期的に続く可能性あり。
- ・もっとも、米国では▲6%ものGDPギャップが残るなか、一本調子の長期金利上昇が続く公算は小さく、わが国金利の上昇余地も限られる見込み。
- ・加えて、①内外景気の先行き懸念の残存、②時間軸の明確化を受けた債券買い安心感、などが金利低下圧力として作用することから、長期金利が大幅かつ一方的に上昇する可能性は小さく、1%台前半を中心とする推移が長期化する見通し。

景気は一進一退

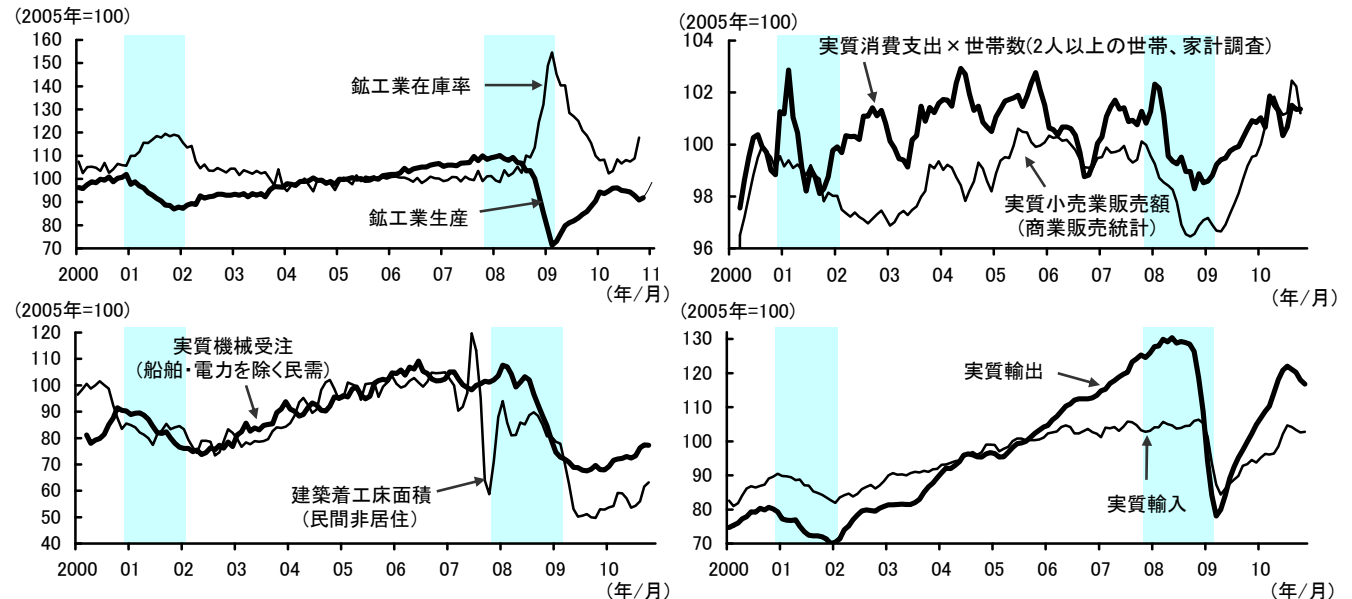
足元の景気は一進一退。

景気先行指数が2010年4月をピークに下向きに転じているほか、一致指数も9月以降は弱含み。国内の自動車販売の減少や、アジア向け輸出の増勢鈍化などが背景。

一方、内需も本格回復に至らず、「底ばい」状態が持続。企業部門では、機械受注・建築着工は緩やかな増勢が続いているものの、依然として2008年前半までの水準を大きく下回る状態。就業者数や現金給与総額も減少に歯止めがかかっているものの、回復ペースは緩慢。

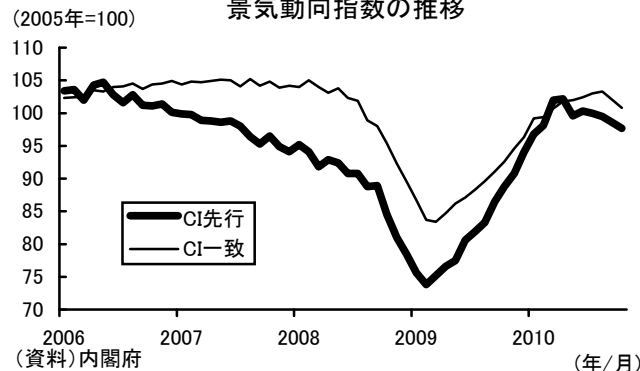
もっとも、一部に明るい動きがみられるため、景気の落ち込みは回避されている状況。11月の鉱工業生産が6カ月ぶりに増加に転じたほか、景気ウォッチャー調査も持ち直しの兆し。

わが国主要景気指標の推移

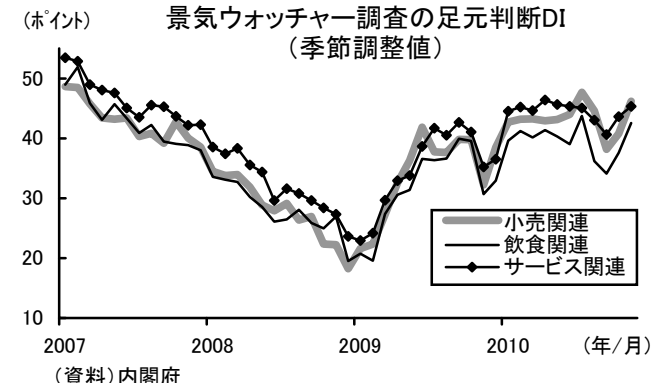


(資料)経済産業省、総務省、内閣府、国土交通省、日本銀行。
 (注1)シャドー部分は景気後退期。直近は日本総研による予測。
 (注2)鉱工業生産・在庫率は季節調整値(月次系列)。その他は季節調整後後方3ヵ月移動平均値。
 (注3)鉱工業生産は、予測指数を用いて実績から2ヵ月分延長。
 (注4)小売業販売額の実質値作成には、消費者物価・財(電力・ガス・水道を除く)を使用。機械受注の実質値作成には、企業物価・資本財(国内品)を使用。
 (注5)実質消費支出は、人口推計や国勢調査をもとに推定した「人員2人以上一般世帯の平均人員・世帯数」で家計調査の集計値を調整。

景気動向指数の推移



景気ウォッチャー調査の足元判断DI (季節調整値)



(株)日本総合研究所 日本経済展望 2011年1月

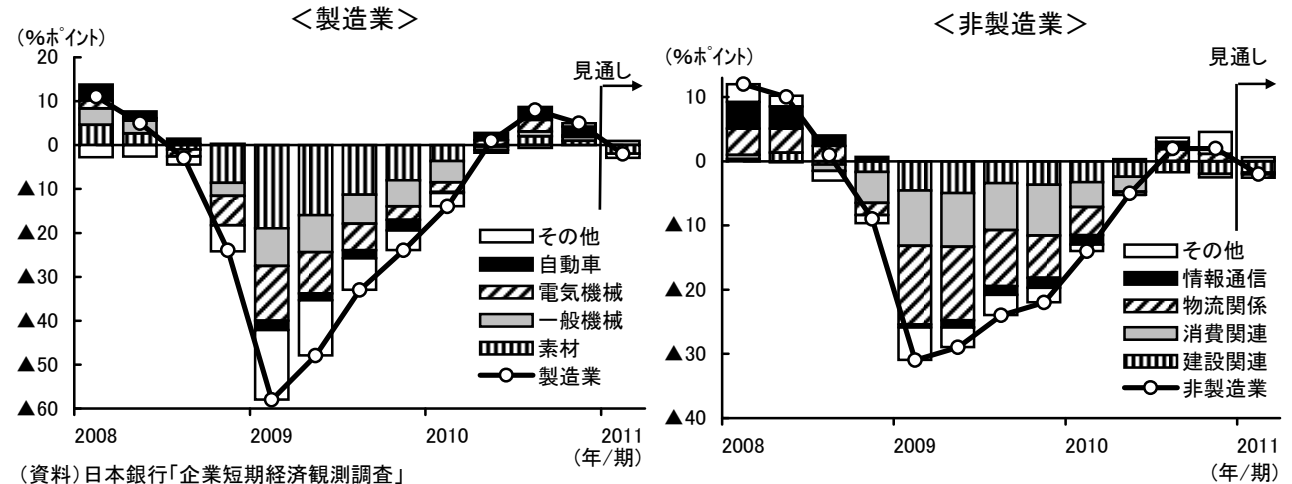
日銀短観：企業マインドが悪化

日銀短観12月調査の業況判断D Iは、大企業・製造業で前回調査対比▲3ポイントと7四半期ぶりに悪化。自動車、電気機械、素材関連のプラス幅が縮小したことが主因。買い替え補助制度の終了（9月）により自動車の国内販売が急減していることに加え、アジア向けを中心に輸出の伸びが停滞していることを反映。

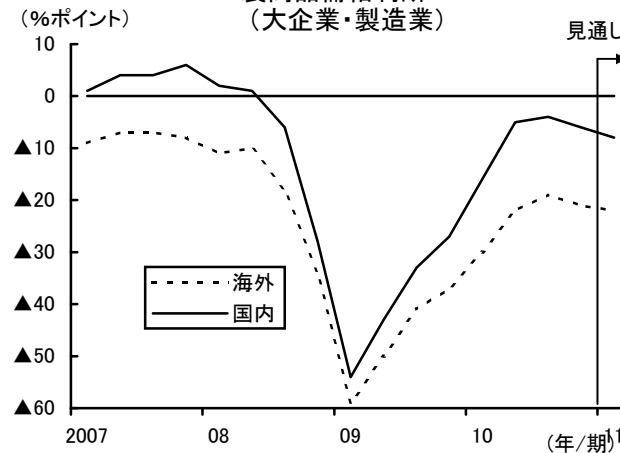
さらに、先行き判断D Iについても、大企業・製造業で▲7ポイントの悪化の見込み。自動車、非鉄金属、化学などで慎重な見方。もっとも、今回の業況判断D Iは、前回見通しに比べると大幅に上方修正されているため、次回の短観でも業況判断D Iの悪化は小幅にとどまる可能性も。

景況感の改善に歯止めがかかったことを受け、設備過剰感・雇用過剰感の改善ペースも鈍化。大企業・製造業の2010年度設備投資計画が下方修正されたほか、2011年度の新卒採用でも一段と削減する計画。

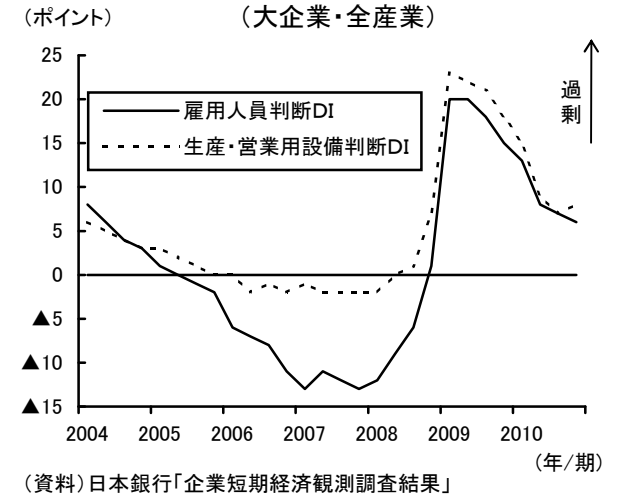
大企業の業況判断DIの内訳



製商品需給判断DI
(大企業・製造業)



雇用と設備の過剰感
(大企業・全産業)

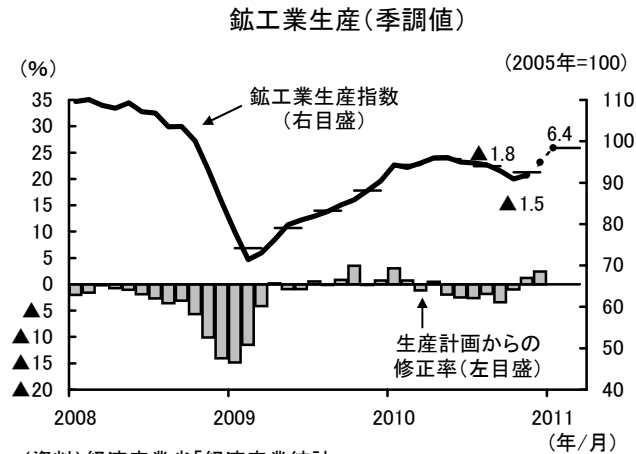


鋁工業生産に持ち直しの動き

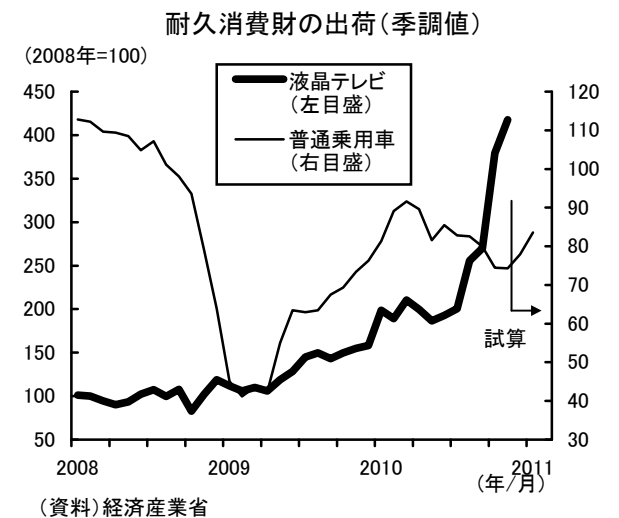
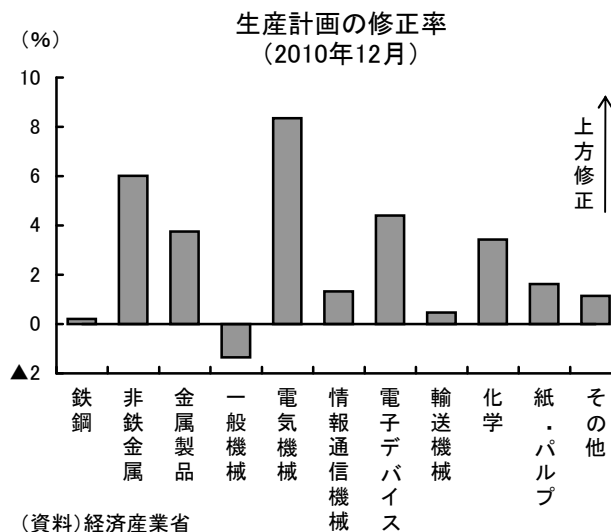
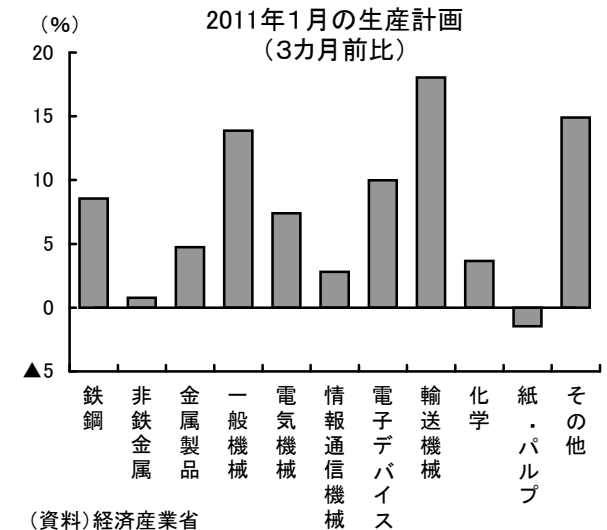
11月の鋁工業生産は前月比+1.0%と6カ月ぶりの増加。輸送機械や電機関連で増加したことが背景。

さらに、12月と1月の生産計画では大幅増産の見込み。生産計画から上振れる傾向が続いていることを勘案すると、2011年1～3月期には前期比プラスに転じる可能性が大。背景として、①外需に牽引された一般機械、②薄型テレビ販売の増加、③自動車生産の持ち直し、などが指摘可能。電子デバイスでの増産計画を勘案すれば、アジア諸国でのITセクターの生産調整圧力が薄れつつある可能性も。

鋁工業生産の増勢が続くかどうかは、自動車生産の回復の持続性がカギ。2011年1月の普通乗用車の生産計画は2010年春頃のレベルにまで回復。もっとも、厳しい所得環境が続いていることを踏まえれば、国内の自動車販売が盛り上がる見込みは小。一方、新興国での自動車需要は急拡大しているため、新興国向け輸出が国内生産を押し上げる可能性。



(資料)経済産業省「経済産業統計」
(注1)点線は12～1月の生産計画。
(注2)横線は四半期平均値。数値は前期比伸び率。



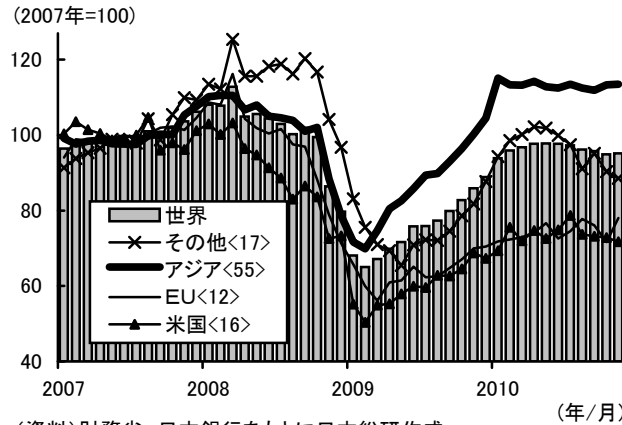
輸出の牽引力は低下

輸出は、新興国向けが弱含み。加えて、欧米向けも増勢鈍化の兆し。

今後を展望すると、欧米向けについては、公的部門・民間部門ともに景気牽引力が低下すると予想されるため、今後は弱含みに転じる見通し。公的部門では、財政赤字削減のため緊縮スタンスが強まっているほか、民間部門でも雇用環境・住宅市場の調整が長期化。

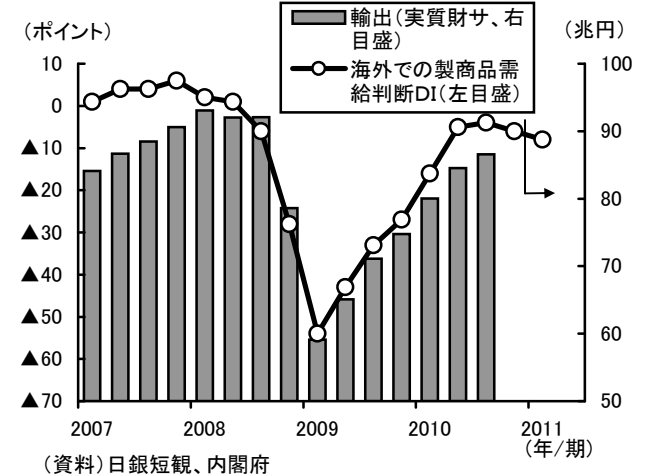
一方、新興国向けについても、景気対策効果の一巡、電子製品などでの需要鈍化が続くため、当面、急ピッチの回復は期待薄。もっとも、先進国と対照的に、新興国経済は基本的に内需主導の堅調な成長が持続する見通し。そのため、足元のマイナス要因が解消するとみられる2011年後半から、新興国向けに牽引されて、わが国輸出は緩やかに持ち直すと予想。

実質輸出(季調値)



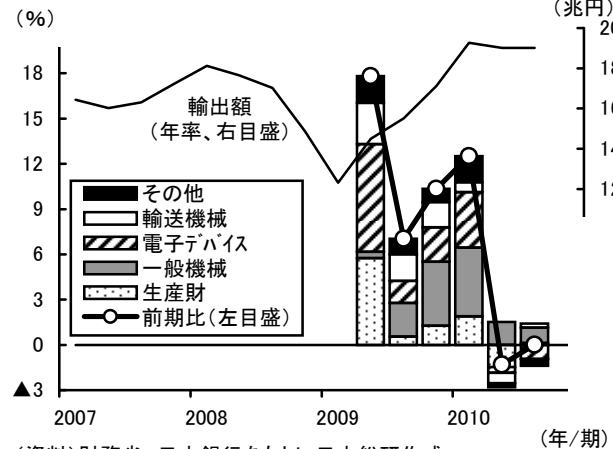
(資料)財務省、日本銀行をもとに日本総研作成
(注)その他は中東・ロシアなど。◇は2009年度のシェア。

海外需給と輸出



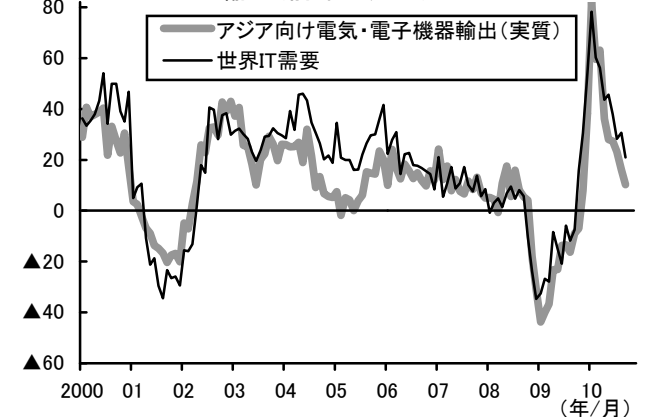
(資料)日銀短観、内閣府

中国向け実質輸出(季調値)



(資料)財務省、日本銀行をもとに日本総研作成

世界IT需要とアジア向け電気・電子機器輸出(前年同月比)



(資料)財務省、日本銀行、WSTSなどをもとに日本総研作成

円高：加工型製造業を中心にマイナス影響

円高の影響は以下の3ルート。

①価格面を通じた影響

輸出決済において為替差損、輸入決済において為替差益が発生。輸出依存度が高い加工型製造業では収益が下振れる一方、輸入比率が高い素材型製造業、非製造業では収益が上振れ。マクロ全体でみると、為替差益が為替差損を上回るため、ネットでプラス影響。

②数量面を通じた影響

半年から2年のラグを伴って、輸出数量を押し下げ、輸入数量を押し上げるため、純輸出を押し下げ。

③事業展開への影響

製造業を中心に、製造拠点の海外シフトが加速する結果、国内の設備投資・雇用が減少。

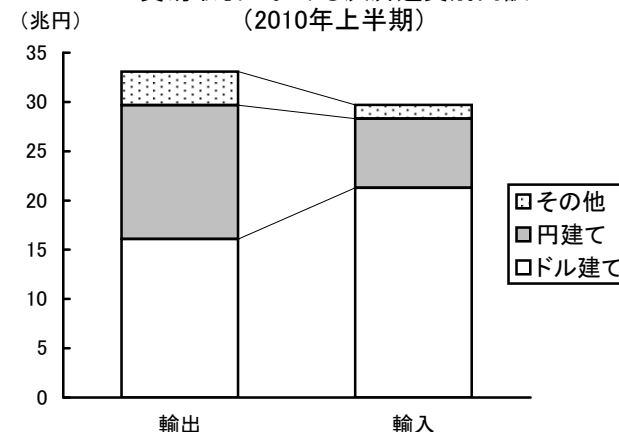
総合的にみると、短期的にはプラスの効果があるものの、中長期的に外需や国内の設備投資・雇用を押し下げるため、トータルでみればわが国経済にマイナスの影響。

円高が製造業の営業利益に与える影響
(2010年度下期、89.44円/ドル→80.5)

	計画<短観> (兆円)	円高による変動	
		(兆円)	比率(%)
自動車	0.15	▲ 0.39	▲ 268.8
造船・重機	0.21	▲ 0.10	▲ 49.3
電気機械	1.24	▲ 0.37	▲ 29.5
鉄鋼	0.39	▲ 0.09	▲ 21.9
一般機械	1.00	▲ 0.22	▲ 21.9
窯業・土石	0.27	▲ 0.02	▲ 7.9
化学	1.41	▲ 0.08	▲ 5.5
食料品	0.81	0.09	11.0
非鉄金属	0.12	0.09	70.4
石油・石炭	0.08	0.29	362.6

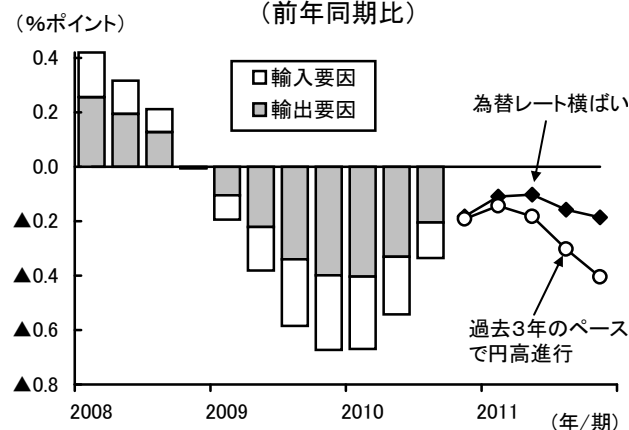
(資料) 日銀短観、貿易統計、産業連関表をもとに日本総研作成
(注) ドル建て輸出割合(49%)、輸入割合(72)%を一定と仮定。

貿易取引における決済通貨別内訳
(2010年上半期)



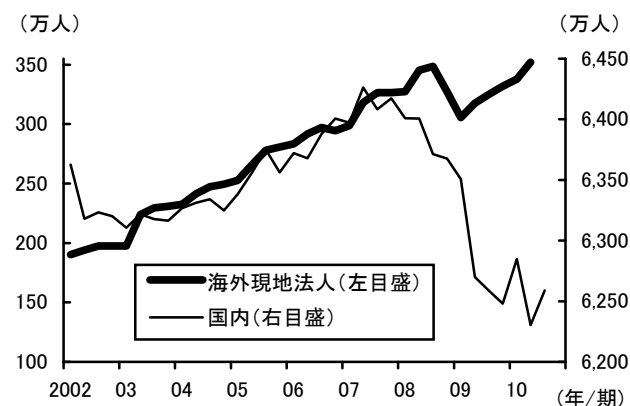
(資料) 財務省「外国貿易概況」、「貿易取引通貨別比率」をもとに日本総合研究所作成

為替レートが実質GDPに与える影響
(前年同期比)



(資料) 財務省などをもとに日本総研作成
(注) 輸出数量、輸入数量の変化を通じた影響を推計。

わが国企業の国内外の就業者数



(資料) 総務省、経済産業省「海外現地法人四半期調査」

テレビ販売は2011年入り後に反動減

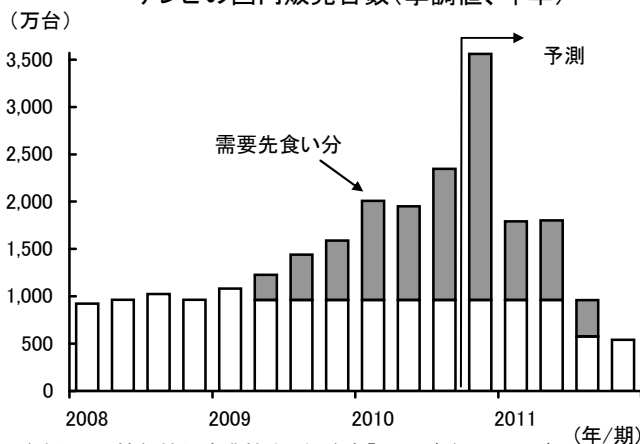
これまで景気を下支えしてきた景気対策効果が剥落。

とりわけ、テレビ販売に大きな反動減。テレビの潜在需要が年1,000万台とみられるのに対し、足元ではその2倍を超えるペースで販売。この大部分は、地デジ切り替え前の駆け込み需要。地デジ切り替え前までに約2.5年分に相当するテレビ需要が先食いされる見込み。そのため、地デジ切り替え後の反動減は深刻。2011年入り後、個人消費を下押しする力が強まる見込み。

加えて、2011年6月末には、国内で保有されるテレビの半分は購入後3年以内の新製品に置き換えられている見込み。テレビ販売の低迷は長期化の公算。

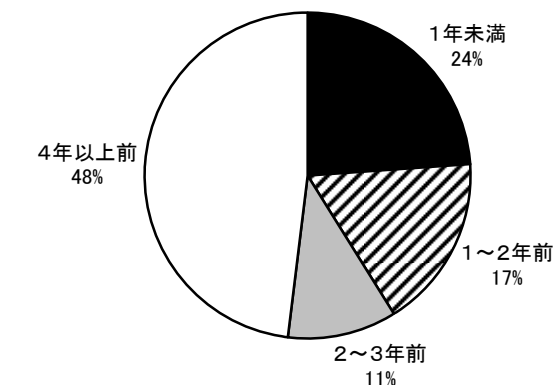
一方、政府は、円高急進などを受け、9月から相次いで景気対策を策定。公共投資や住宅投資に一定の押し上げ効果が現れる見込み。もっとも、対策規模がそれほど大きくないため、押し上げ効果は限定的。

テレビの国内販売台数(季調値、年率)



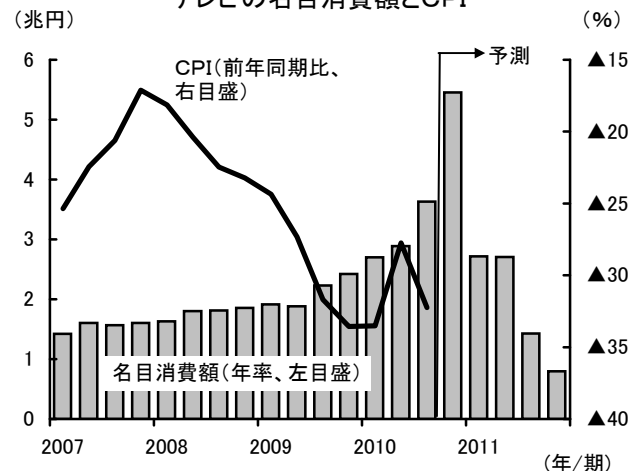
(資料) 電子情報技術産業協会、総務省「地上デジタルテレビ放送に関する浸透度調査」などをもとに日本総研作成

購入時期別のテレビ保有状況
(2011年6月末時点)



(資料) 図表8-1をベースに日本総研作成

テレビの名目消費額とCPI



(資料) 総務省などをもとに日本総研作成

景気対策の概要(国費ベース)

予備費を活用<9月10日>		0.9	GDP押し 上げ効果 0.3%
雇用対策		0.2	
グリーン産業支援		0.1	
消費支援		0.5	
家電エコポイント 住宅エコポイント フラット35S		0.1 0.1 0.2	
防災対策		0.2	GDP押し 上げ効果 0.6%
補正予算<10月8日>		4.9	
雇用対策		0.3	
成長戦略		0.3	
子育て・医療		1.1	
地域活性化、社会資本、中小企業		3.1	

(資料) 内閣府

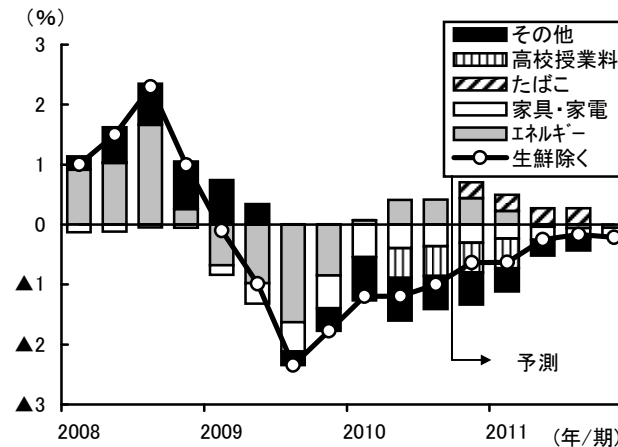
消費者物価はマイナス圏、デフレ傾向が長期化

消費者物価の下落幅は徐々に縮小。もっとも、7～9月期のGDPギャップが▲3.1%と大幅なマイナスが残っているため、消費者物価のマイナス傾向が持続する見通し。家電製品、被服など幅広い製品・サービスで価格下落の動きが続く見込み。GDPギャップが解消する時期は早くても2012年末で、その間は物価下落圧力が残存。

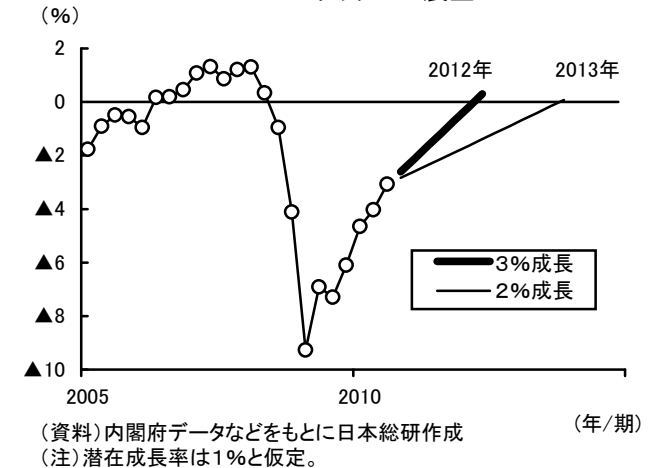
一方、資源価格の上昇により、交易条件が悪化傾向。足元では、原油だけでなく、非鉄金属や穀物など、様々な一次産品で価格に上昇圧力。これらを映じて、2010年7～9月期には、資源国への所得流出額が前年同期差6兆円の規模に。最終製品価格への転嫁が困難な状況下、企業のコスト押し上げ要因に。

販売価格の下落、コスト増により、企業収益に下振れ圧力。

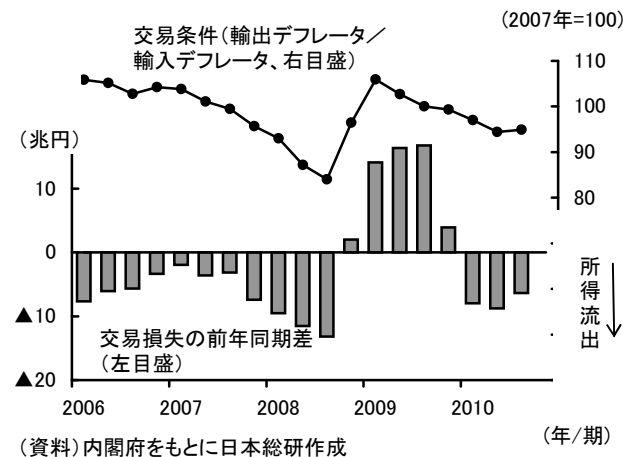
消費者物価の予測(前年同期比)



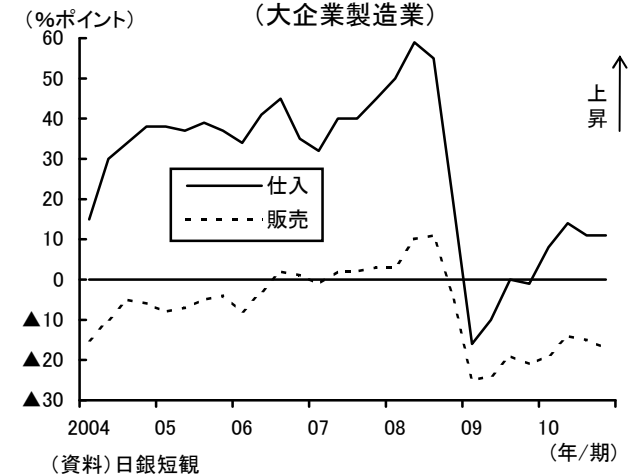
GDPギャップの展望



資源価格上昇の影響



価格判断DI
(大企業製造業)



設備投資の低迷は長期化の懸念

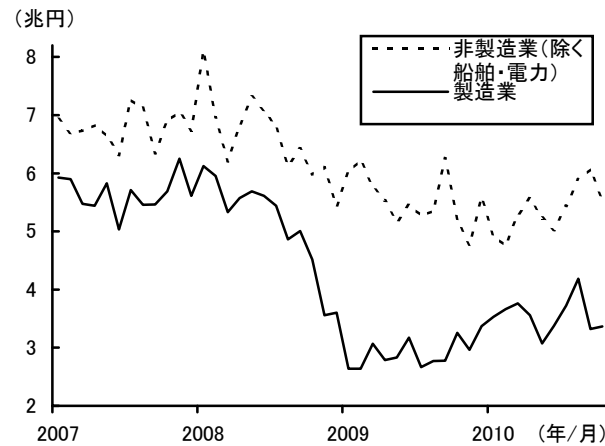
設備投資は持ち直し基調。設備投資に数カ月先行するといわれる機械受注をみると、製造業を中心に緩やかな増勢が持続。建築着工も、大都市圏の再開発案件などに牽引されてやや持ち直し。もともと、水準でみれば、依然として直近ピークを3～4割も下回っている状況。

今後を展望すると、このまま順調に設備投資の増勢が続くとみるのは早計。日銀短観の2010年度計画をみても、設備投資の低迷持続を示唆。大企業の設備投資計画（ソフトウェアを含み土地を除くベース）は前年度比+4.3%の増加ながら、直近ピークから2割近く低い水準。

この背景には、設備過剰感の解消の遅れ。製造業の設備稼働率は直近ピークを15%程度下回っており、依然として過剰設備を抱えている状況。

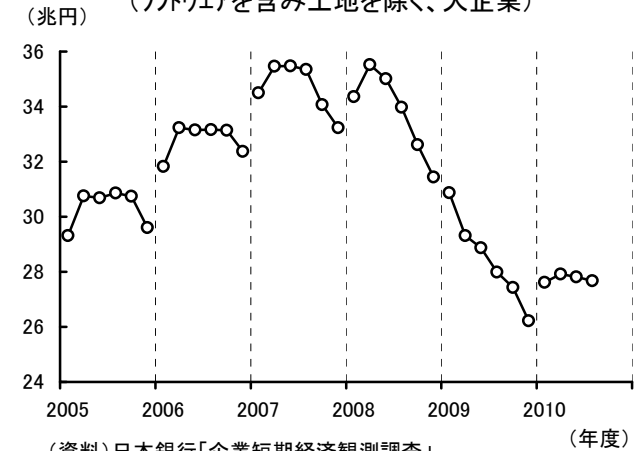
加えて、中長期的にも、設備投資の低迷が続く懸念大。内外の成長率格差が広がるなか、企業は、国内投資を抑制し、海外シフトを積極化させる方針。

機械受注(季調値、年率換算)



(資料)内閣府

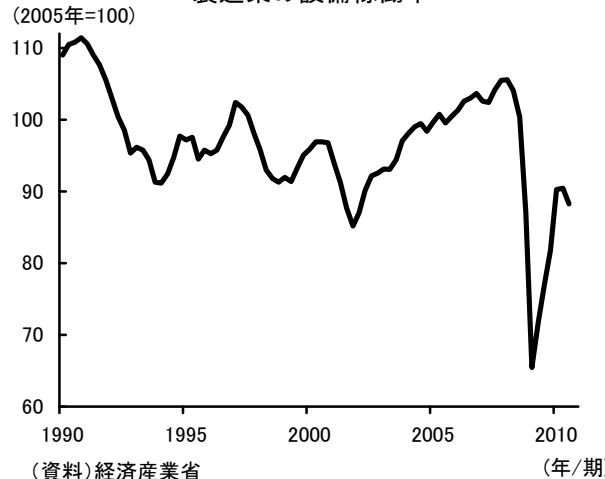
設備投資額の修正状況
(ソフトウェアを含み土地を除く、大企業)



(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

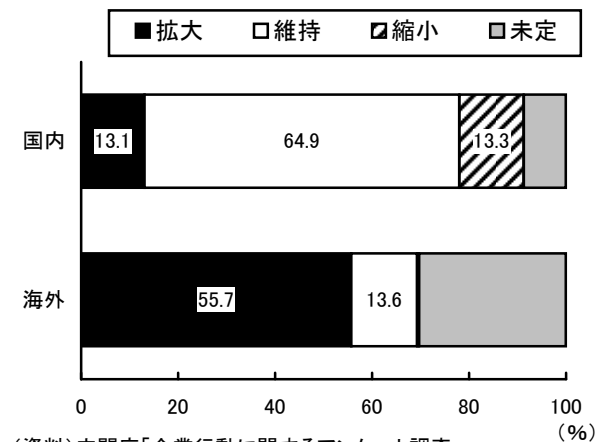
(注)日本総研により断層調整済み。

製造業の設備稼働率



(資料)経済産業省

生産工程の事業展開方針



(資料)内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

(注)調査時点は2010年1月15日。調査対象は上場製造業532社。

(株)日本総合研究所 日本経済展望 2011年1月

雇用者所得の伸びは鈍化

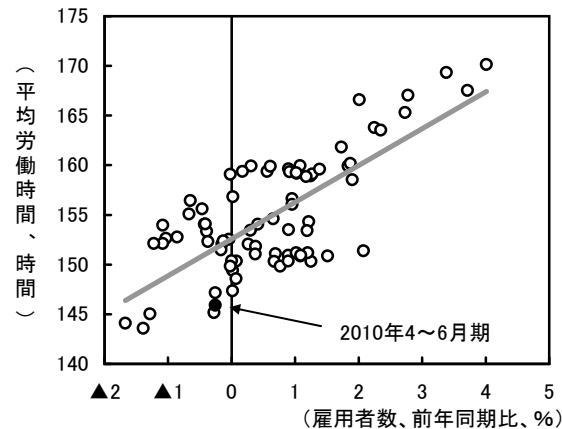
企業活動レベルの低下が予想されるため、雇用環境は徐々に厳しくなっていく見通し。

とりわけ、雇用低迷は長期化の公算。雇用者の平均労働時間と雇用者数の間には緩やかな正の相関。足元では平均労働時間がまだ低い水準にあるため、企業に労働時間の引き上げ余地が残っている間は、雇用が増加しにくい状況が持続。

現金給与も低い伸びが持続する見通し。残業時間の増加により所定外給与は増えているものの、企業の人件費抑制姿勢が続いているため、所定内給与は緩やかな伸び。ボーナスも、最悪期は脱したものの、伸びは限定的にとどまる見込み。

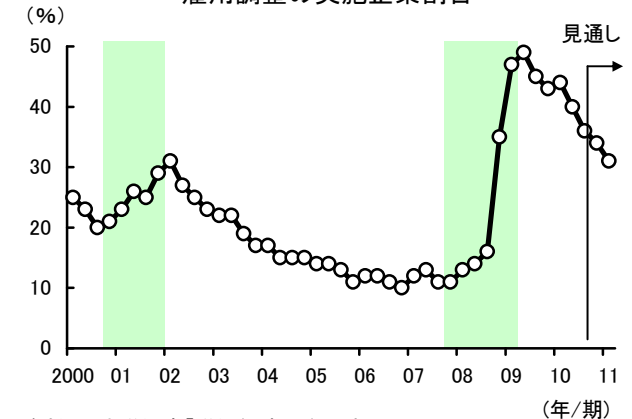
雇用者数の低迷、現金給与の緩やかな伸びを背景に、マクロの雇用者報酬も増勢が徐々に鈍化する公算大。

労働時間と雇用者数の関係



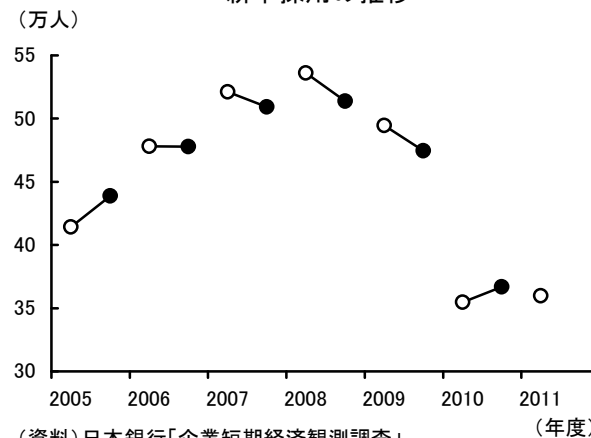
(資料) 総務省、厚生労働省
(注1) 過去20年間の四半期データ。
(注2) 労働時間は季調値。事業所規模5人以上。

雇用調整の実施企業割合



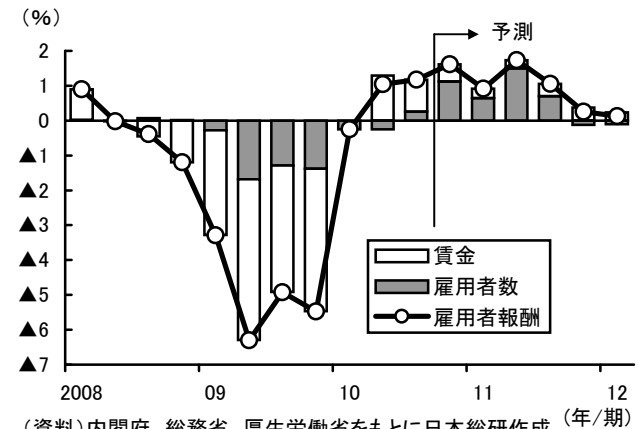
(資料) 厚生労働省「労働経済動向調査」
(注1) 調査対象は事業所規模30人以上の約3,300社。
最新調査は2010年11月上旬。
(注2) シャドー部は景気後退期。

新卒採用の推移



(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」
(注) ○は前年12月時点の計画、●は実績。全規模全産業ベース。

雇用者報酬の予測(前年同期比)



(資料) 内閣府、総務省、厚生労働省をもとに日本総研作成

2010年度+3.3%成長、2011年度+0.3%成長

・ 今後を展望すると、①輸出の低迷持続、②景気刺激策の反動減、③脆弱な内需の回復力、の3点を背景に、「足踏み」状態が続く見通し。

・ 輸出は、海外での景気刺激策の効果一巡に伴い、世界経済の拡大ペースに見合った巡航速度に減速。こうしたなか、当面は、アジア諸国での生産調整の動き、円高による輸出競争力の低下などから、一進一退の動きが続く見込み。これまで景気を下支えしてきた耐久財購入刺激策の効果もピークアウト。

・ 一方、国内民需も、大幅なGDPギャップが残るなか、回復感に乏しい状態が持続。とりわけ、企業部門の厳しさが長引く見通し。設備過剰感がなかなか解消されないため、設備投資の回復ペースは緩慢。所得環境の回復も遅れるため、個人消費や住宅投資の本格回復も期待薄。

・ 2011年入り後は、テレビの駆け込み需要の反動減が実質GDPを大きく下押し。一方、9月以降に打ち出された経済対策による押し上げ効果は限定的。この結果、2011年度の実質GDP成長率は、個人消費の大幅減少を主因に、+0.3%とゼロ近くにまで失速する見通し。

・ デフレ傾向も鮮明に。コアCPI前年比は、資源価格要因の剥落でマイナス幅は縮小するものの、内需低迷を主因とするデフレ圧力が持続するため、マイナス基調が長期化する見通し。

わが国経済・物価見通し

(四半期は前期比年率、%)

	2010年			2011年				2012年			
	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	2009年度	2010年度	2011年度
	(実績)		(予測)						(実績)	(予測)	
実質GDP	3.0	4.5	0.8	▲ 1.2	0.8	▲ 0.7	▲ 0.2	1.0	▲ 2.4	3.3	0.3
個人消費	1.2	4.8	2.4	▲ 4.2	1.2	▲ 5.6	▲ 1.5	1.0	0.0	2.0	▲ 1.1
住宅投資	▲ 3.1	5.0	3.8	8.2	3.9	2.6	2.7	1.5	▲ 18.2	▲ 1.4	4.2
設備投資	11.1	5.3	3.1	2.4	2.9	3.9	4.2	4.3	▲ 13.6	5.2	3.4
在庫投資 (寄与度)	(▲ 0.4)	(0.9)	(▲ 0.8)	(0.5)	(▲ 0.8)	(1.5)	(▲ 0.2)	(▲ 0.3)	(▲ 1.1)	(0.4)	(0.1)
政府消費	4.1	0.9	1.8	0.9	0.7	1.2	1.1	0.9	3.4	2.0	1.0
公共投資	▲ 11.4	▲ 4.0	▲ 4.4	▲ 1.7	3.5	1.8	▲ 6.3	▲ 10.5	14.2	▲ 5.3	▲ 1.4
純輸出 (寄与度)	(1.2)	(▲ 0.2)	(▲ 0.4)	(▲ 0.0)	(▲ 0.0)	(▲ 0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.3)	(1.0)	(▲ 0.1)
輸出	24.6	10.2	▲ 4.2	1.7	2.8	3.9	4.5	4.9	▲ 9.6	17.8	2.7
輸入	18.0	12.5	▲ 1.8	2.1	3.0	4.5	4.6	4.4	▲ 10.9	10.9	3.4

(前年同期比、%)

名目GDP	1.2	2.7	1.2	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 1.2	▲ 0.4	0.1	▲ 3.7	1.1	▲ 0.5
GDPデフレーター	▲ 2.3	▲ 2.4	▲ 1.7	▲ 2.1	▲ 1.5	▲ 1.1	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 1.3	▲ 2.1	▲ 0.8
消費者物価 (除く生鮮)	▲ 1.2	▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 1.6	▲ 0.9	▲ 0.2
鉱工業生産	21.0	13.5	4.8	2.6	1.7	4.4	6.5	2.1	▲ 8.9	10.0	3.7

完全失業率 (%)	5.2	5.1	5.1	4.9	4.7	4.7	4.6	4.5	5.2	5.1	4.6
経常収支 (兆円)	3.61	4.75	3.39	3.41	2.66	3.12	2.44	3.23	15.78	15.16	11.45
対名目GDP比 (%)	3.0	4.0	2.7	2.9	2.2	2.7	1.9	2.8	3.3	3.2	2.4
円ドル相場 (円/ドル)	92	86	83	83	83	85	86	86	93	86	85
原油輸入価格 (ドル/バレル)	82	76	83	86	86	86	86	86	69	82	86

(資料) 内閣府、総務省、経済産業省、財務省。予測は日本総合研究所。

(注) 海外経済の前提：米国は2011年+2.2%、ユーロ圏は2010年+1.1%、中国は2010年+8.7%。

日銀は積極的な金融緩和姿勢を維持。 長期金利は、1.0%台前半を中心とする推移が長期化する見通し。

わが国主要金利の見通し

【現状】

日銀は20～21日の定例会合で、金融政策の現状維持を決定。包括金融緩和策に関しては、15日にETF、16日にREITの買い取りをそれぞれ開始。

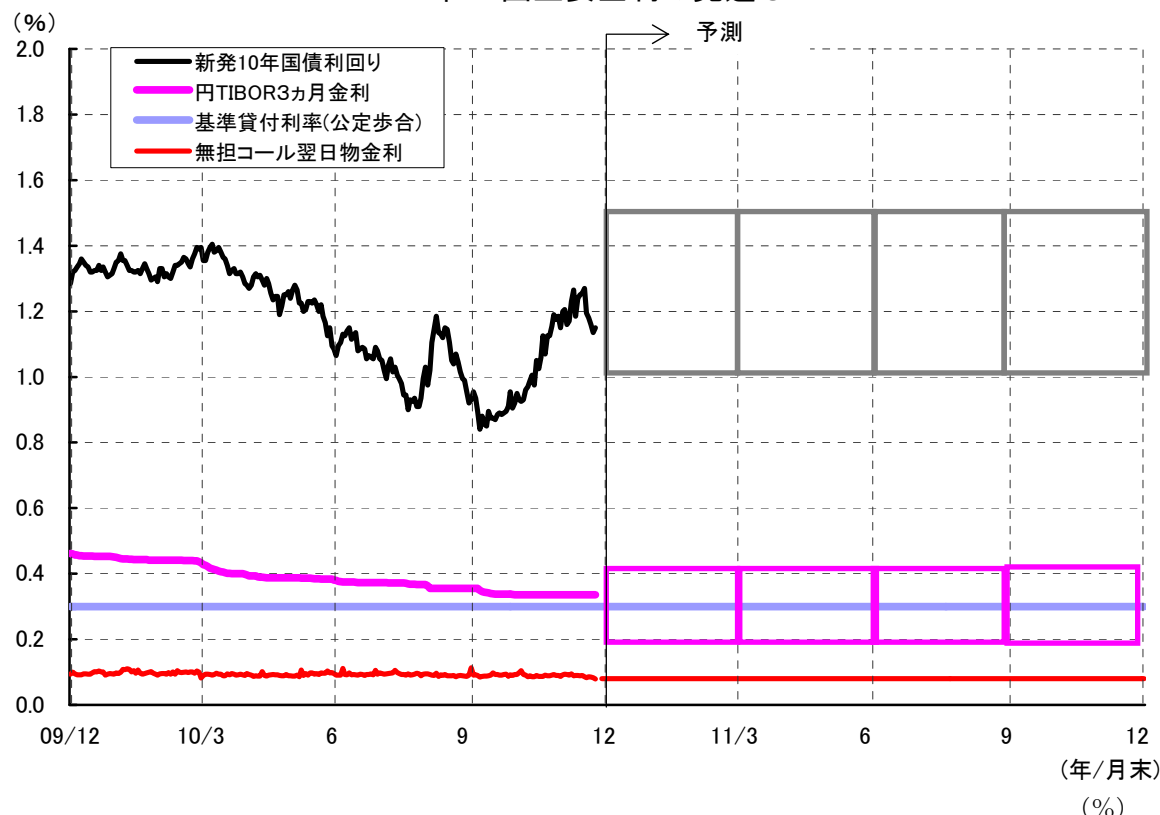
長期金利は、12月中旬にかけて一時1.295%と約7ヵ月ぶりの水準まで上昇。その後月末にかけては、米長期金利上昇の一服感を受け、1.1%台まで反落。

【先行き】

日銀は、当面、これまでに決定した包括金融緩和策の効果を見極める公算。先行きは状況に応じて、基金の資産買い入れ枠拡充などの追加措置を検討する可能性あり。

長期金利は、米長期金利に連動した動きが短期的に続く可能性あり。もっとも、米国では▲6%もの大幅なGDPギャップが残るなか、一本調子の長期金利上昇が続く公算は小さく、わが国金利の上昇余地も限られる見通し。

加えて、①内外景気の先行き懸念の残存、②時間軸の明確化を受けた債券買い安心感、などが金利低下圧力として作用することから、長期金利が大幅かつ一方的に上昇する可能性は小さく、1%台前半を中心とする推移が長期化する見通し。



	2011年					
	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
基準貸付利率(公定歩合)	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
TIBOR3ヵ月物金利	0.37	0.34	0.32	0.30	0.28	0.26
円スワップ5年物金利	0.56	0.55	0.65	0.65	0.65	0.65
新発10年国債利回り	1.04	1.05	1.20	1.20	1.20	1.20

(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

長期金利：投資家別にみた国債投資の動向

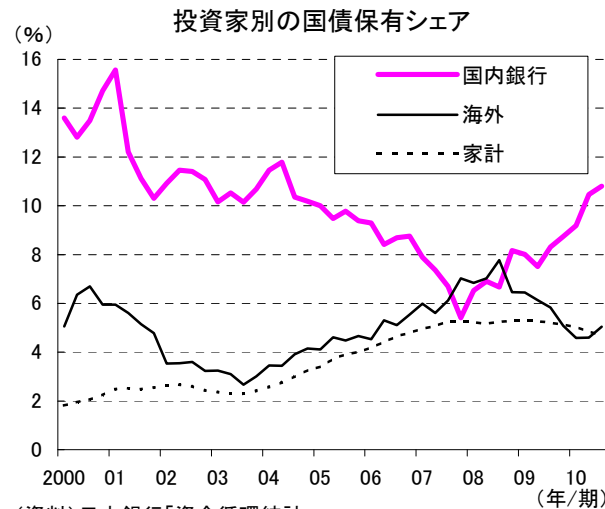
資金循環統計によれば、国内銀行は2008年以降、国債投資への傾斜が鮮明。投資家別の国債保有シェアをみると、家計部門、海外部門がリーマンショック前後をピークに低下する一方、国内銀行は急上昇。ストック面では、2010年7～9月期の国債保有残高が78兆円と過去最高水準に。

背景には、運用難。国内銀行では貸出金が減少する一方で、実質預金は増加。2010年11月の預貸ギャップは151兆円まで拡大。

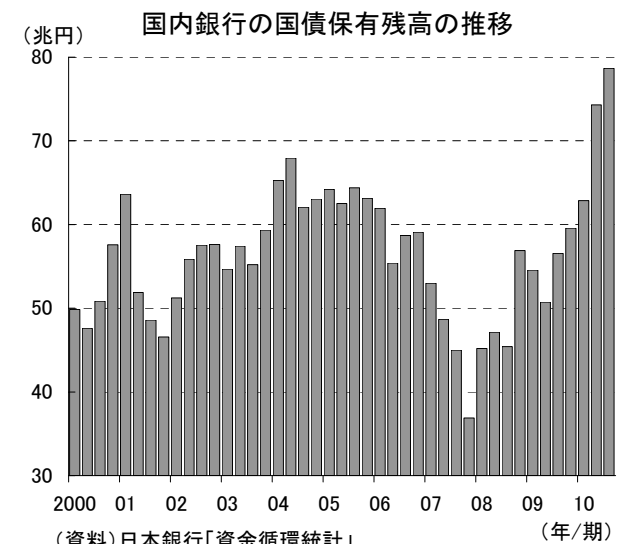
もっとも、フローの売買動向をみると、国債保有増大の結果、金利リスク量が増大した一部投資家が足許で国債を売却する動き。わが国経済における投資家別国債売買動向では、11月に都市銀行が約3兆円の売り越し。

今後を展望すると、大幅な需給ギャップの残存や、内外景気の先行き不透明感を背景に、企業の資金需要は低迷が続く見通し。この結果、国内投資家の資金運用難は続き、基調として国債市場に資金が流入しやすい状況が持続する見込み。

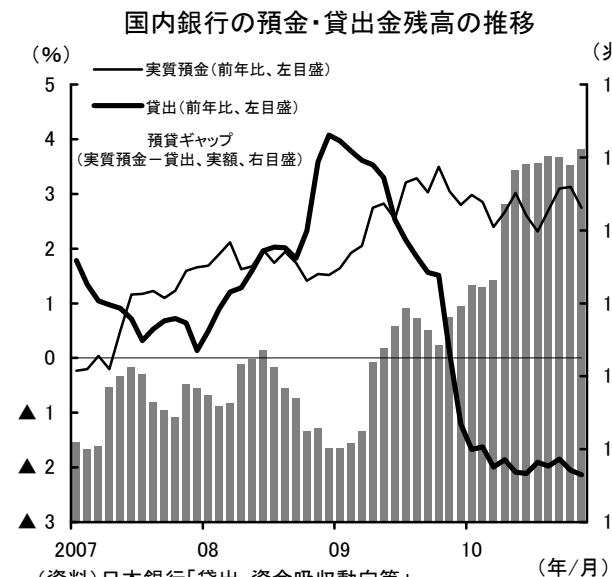
一方、投資家の高水準の国債保有や、過去デフレ下においても長期金利1.0%割れが定着しなかった経緯を踏まえると、高値圏の長期国債が大幅かつ一方的に買い進まれる公算も小。その結果、長期金利は上下いずれにも大幅に振れにくい状況が長期化する見通し。



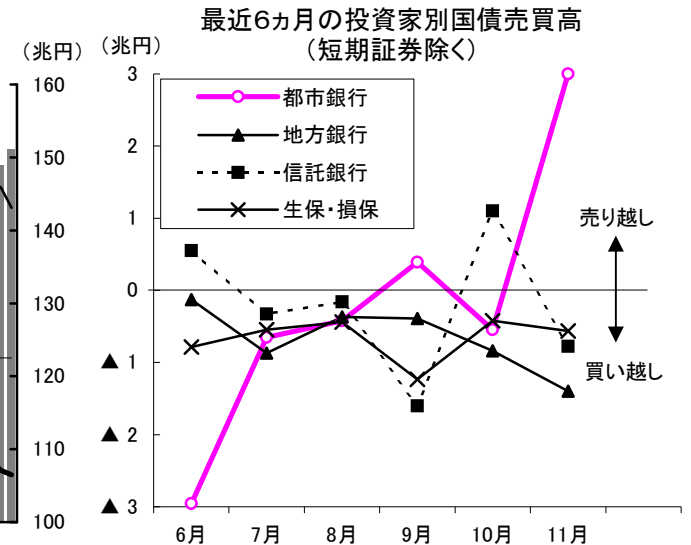
(資料) 日本銀行「資金循環統計」
(注) 国内銀行は都市銀行、地方銀行、信託銀行の合計。



(資料) 日本銀行「資金循環統計」



(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」
(注) 実質預金にはCD(譲渡性預金)を含む。



(資料) 日本証券業協会
(注) 売買高=売付額-買付額

(株) 日本総合研究所 日本経済展望 2011年1月