
日本経済展望

2014年11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. 3
◆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）

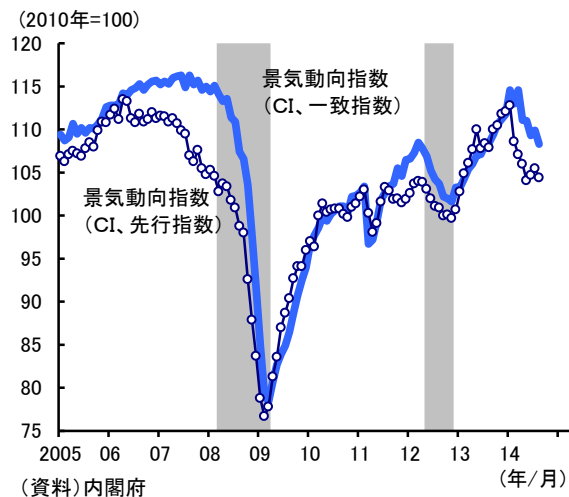
●総括、ファンダメンタルズ全般	下田 裕介	(Tel: 03-6833-0914 Mail: shimoda.yusuke@jri.co.jp)
●家計部門、雇用賃金	小方 尚子	(Tel: 03-6833-0478 Mail: ogata.naoko@jri.co.jp)
●物価、金融	村瀬 拓人	(Tel: 03-6833-6096 Mail: murase.takuto@jri.co.jp)
●企業部門、外需	菊地 秀朗	(Tel: 03-6833-6228 Mail: kikuchi.hideaki@jri.co.jp)
●ファンダメンタルズ（現状分析）	松田 健太郎	(Tel: 03-6833-0911 Mail: matsuda.kentaro@jri.co.jp)

◆本資料は2014年11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：消費増税後の落ち込みからの回復はまだら模様

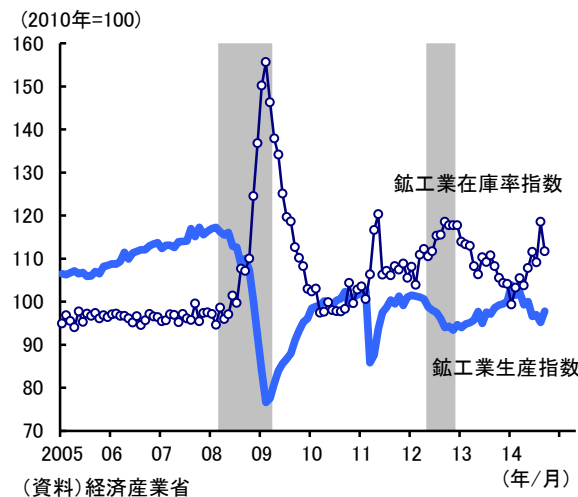
景気

在庫率指数の上昇や消費者マインドの低下を受けて、先行指数は3カ月ぶりの低下



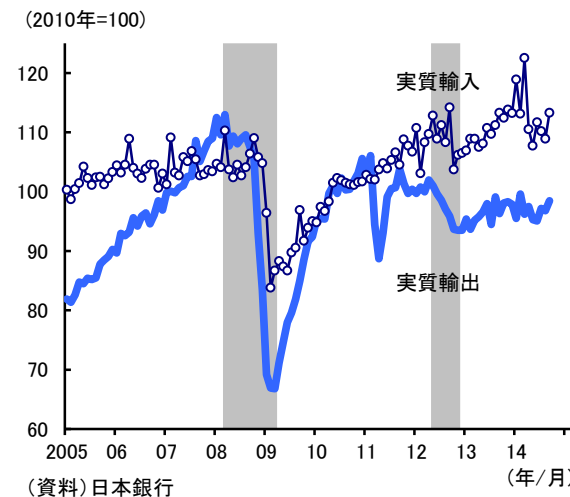
企業

生産指数は幅広い業種で上昇
出荷の伸びを受けて在庫率指数は低下



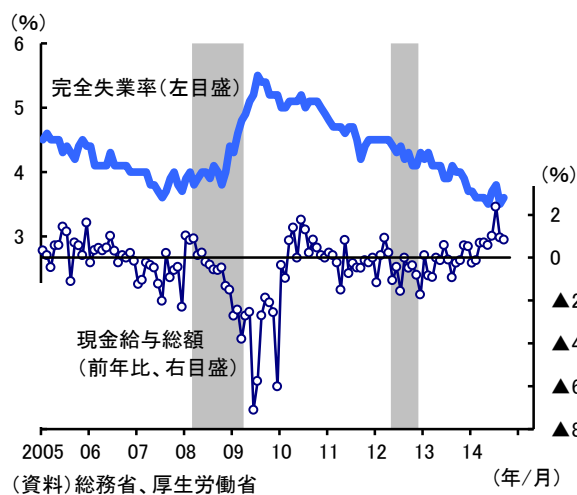
外需

輸出は米国、中国向けなどで増加
輸入は鉱物性燃料、通信機が増加



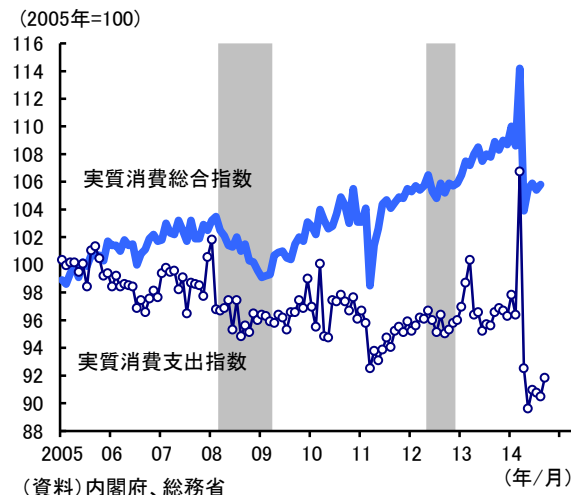
雇用所得

女性の労働市場への参入などをを受けて、
完全失業率は上昇



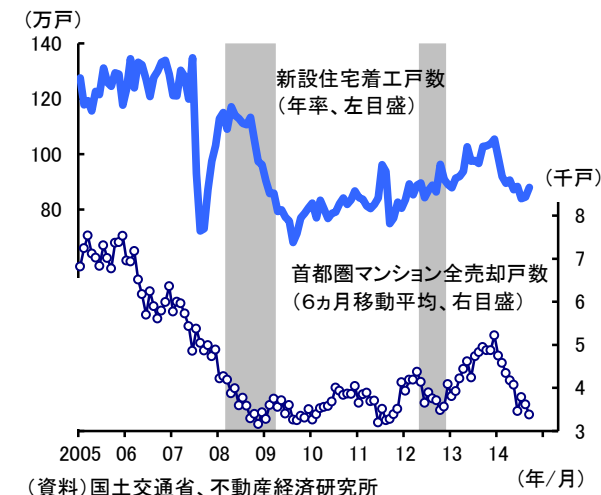
消費

個人消費は消費増税後の落ち込みから持ち直しつつも、そのペースは緩慢



住宅

住宅着工は下げ止まりの兆し
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

消費増税後の落ち込みから持ち直し、回復ペースは緩慢

現状

景気分析

見通し

金利動向

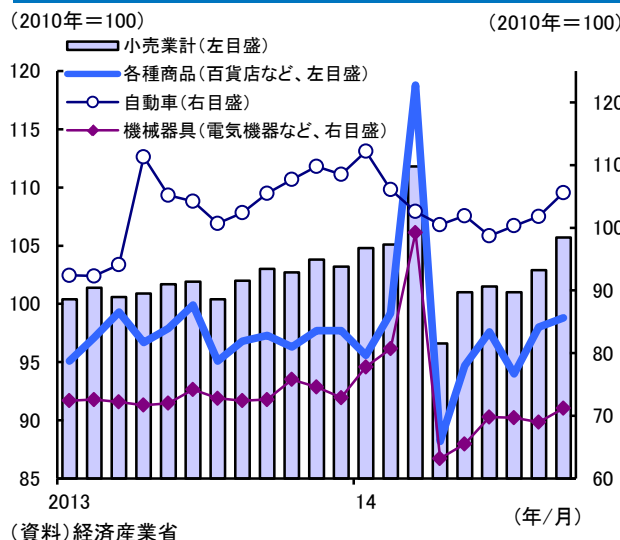
わが国景気は、消費増税に伴う駆け込み需要の反動減などによる落ち込みから緩やかに持ち直す方向。

家計部門では、耐久消費財など一部で弱さが残るものの、小売業販売額は前月比で2ヵ月連続の増加となるなど、総じて持ち直しの動き。

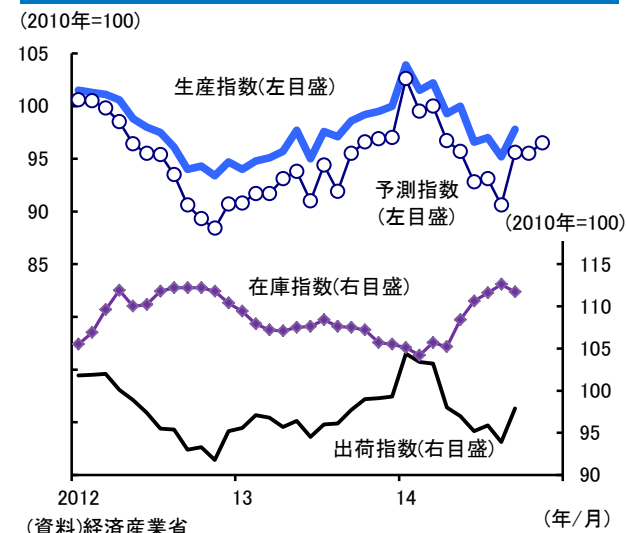
企業部門では、9月の生産が前月比+2.7%と、2ヵ月ぶりの増加。予測指数によると、先行きは、10月に小幅減産の後、11月は再び増産となる見込み。前月に大幅増となった在庫も出荷の伸びを受けて低下。もっとも、耐久消費財を中心に在庫調整圧力は残存しており、当面生産の回復ペースは緩慢にとどまる可能性。

一方、外需では、実質輸出が増加。地域別にみると、景気の低迷が続く欧州向けが減少したものの、米国や中国、アジア向けが下支え。

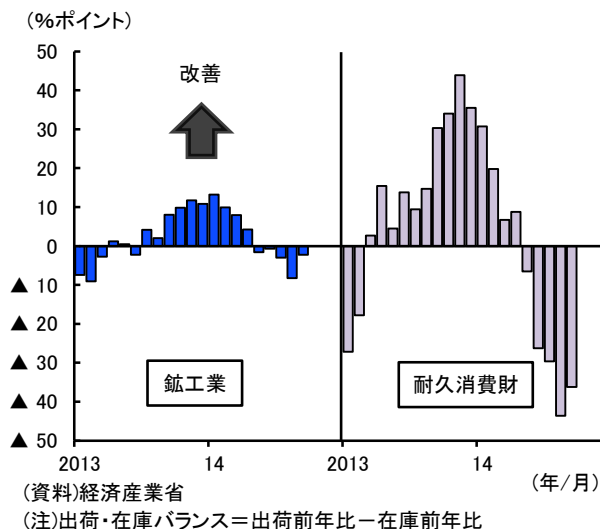
小売業販売額指数(季調値)



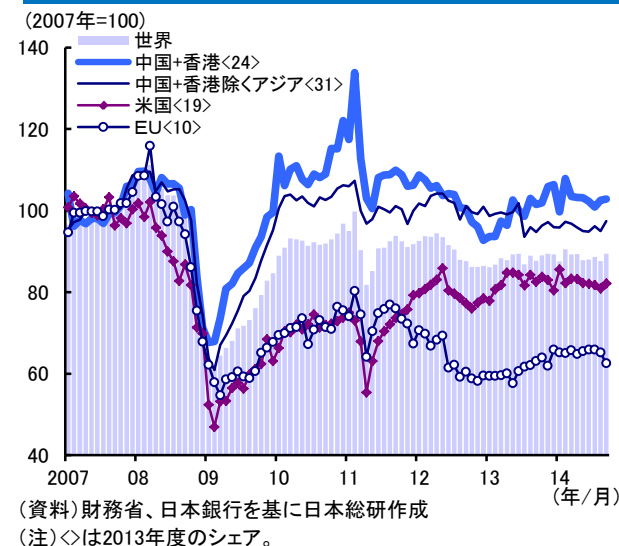
鉱工業指数(季調値)



出荷・在庫バランス



実質輸出(季調値)



輸出は停滞が長期化も、先行きは緩やかな持ち直しへ

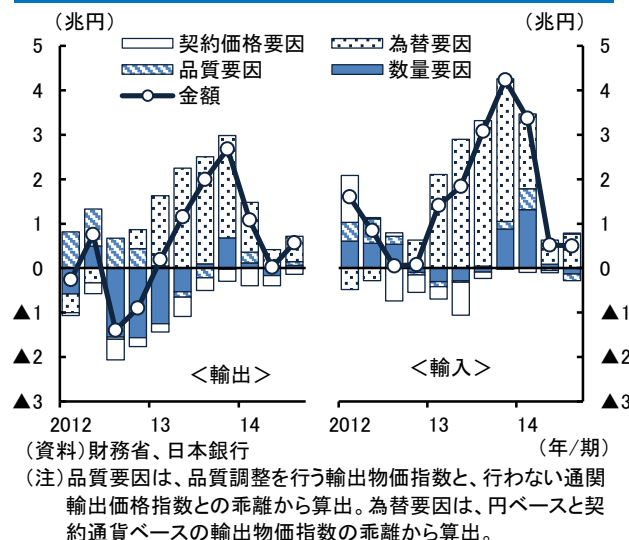
外需動向についてみると、国内需要が低迷するなか輸入数量は減少。一方で、円安下でも輸出数量は伸び悩み。こうしたなか、円安は輸出入ともに額面の金額を押し上げており、足許ではむしろ、貿易赤字拡大要因として作用。

輸出数量の伸び悩みの背景の一つには、生産拠点の海外シフト。例えば、米国での日本ブランド車の販売は堅調な伸びをみせているものの、現地生産やメキシコ生産が中心で、日本からの輸出台数は停滞。

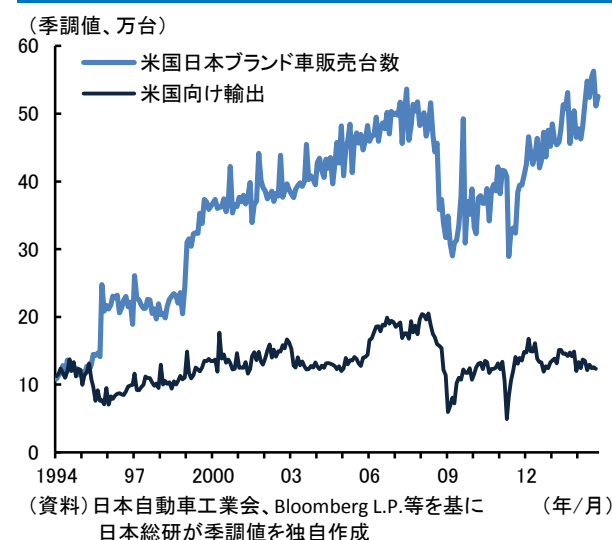
これらを受け、2013年入り後、連動性がみられていた世界の製造業生産と実質輸出の動きは乖離しはじめ、足許まで乖離幅の拡大傾向が持続。

先行きは、アジア新興国の景気に底打ちの兆しがみられ、米国でも底堅い景気回復が見込まれることから、輸出は緩やかな持ち直しへ向かう見通し。また、夏場以降進んだ円安も、従来ほどの輸出数量押し上げは期待できないものの、輸出の下支え要因として期待可能。

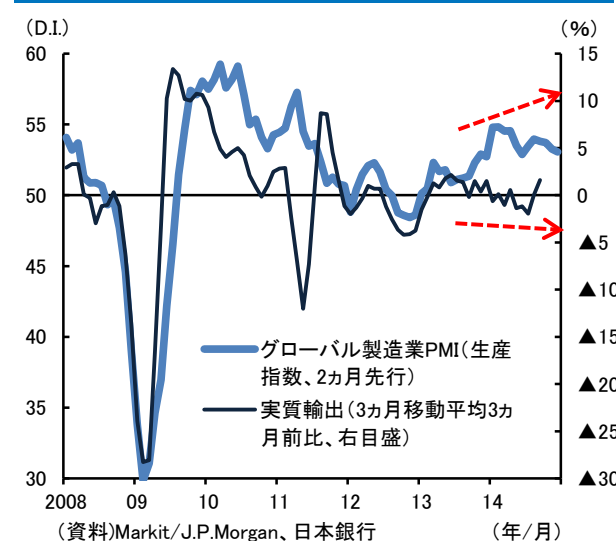
通関輸出入額の要因分解(前年差)



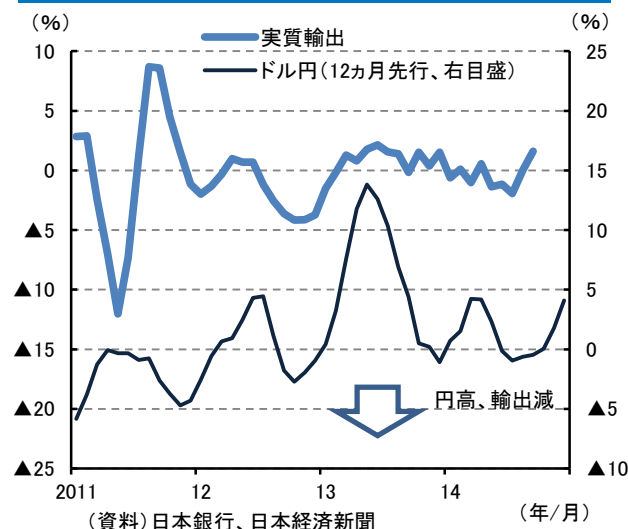
米国の日本車販売と米国向け輸出台数



世界生産指数と実質輸出



実質輸出とドル円レート(3か月平均3か月前比)



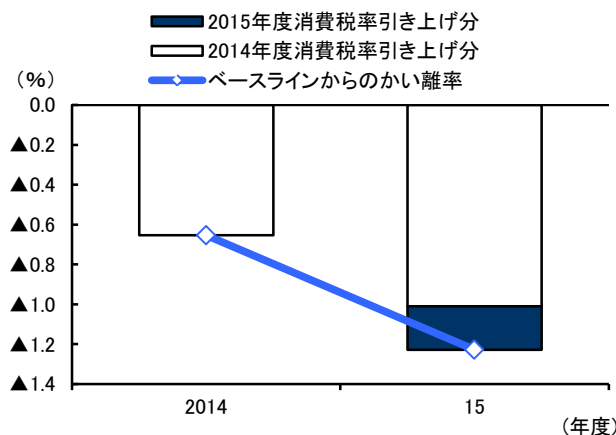
消費増税に備えた経済対策が顕在化し景気を下支え

内需では、消費増税と経済対策が景気の短期的な変動要因に。まず、消費増税については、反動減による落ち込みが緩やかながら和らいでいるものの、物価上昇に伴う実質所得の減少を通じた購買力低下がマイナスに作用。ちなみに、2015年10月の消費増税が予定通り実施された場合、4月の増税と合わせて、2014年度および2015年度の実質GDPは、それぞれ▲0.7%ポイント、▲1.2%ポイント押し下げられると試算。

一方、消費増税に伴いこれまでに策定された経済対策が、景気を下支えする見込み。経済対策全体で、2014年度の実質GDPは+0.8%ポイント程度押し上げられると試算。対策の柱となる公共投資は、建築、土木工事ともに出来高が2014年春以降増加しており、効果が顕在化。こうしたなか、補正予算による新たな景気対策策定も浮上しており、さらなる下支え効果が期待。

ただし、公共投資は人手不足や建設資材の価格上昇など、ヒト・モノのボトルネックが問題に。これらが解消されなければ、景気押し上げ効果は想定よりも下振れることに。

消費増税に伴う物価上昇の影響(試算)



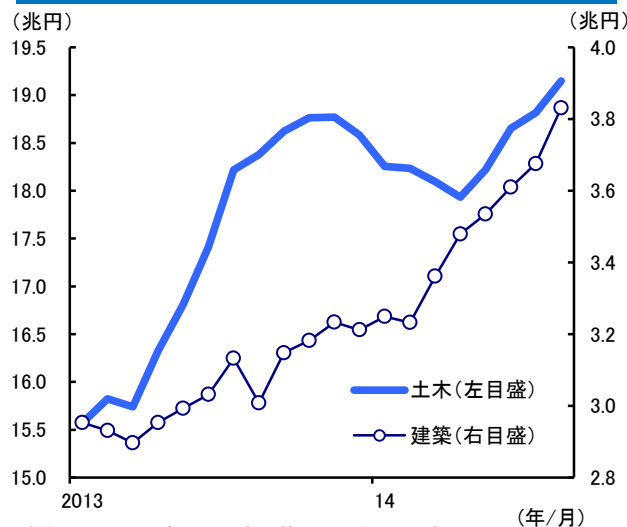
(資料)内閣府、総務省などを基にマクロモデルシミュレーション
(注)2015年10月に消費税率の再引き上げ(8%→10%)が予定通り実施されると想定し、引き上げがない場合のベースラインからのかい離率を表示。

消費増税に伴う対応策の効果(試算)

(ポイント)	
2014年度実質GDP	+ 0.76
個人消費	+ 0.2
設備投資	+ 0.2
公共投資	+ 0.4

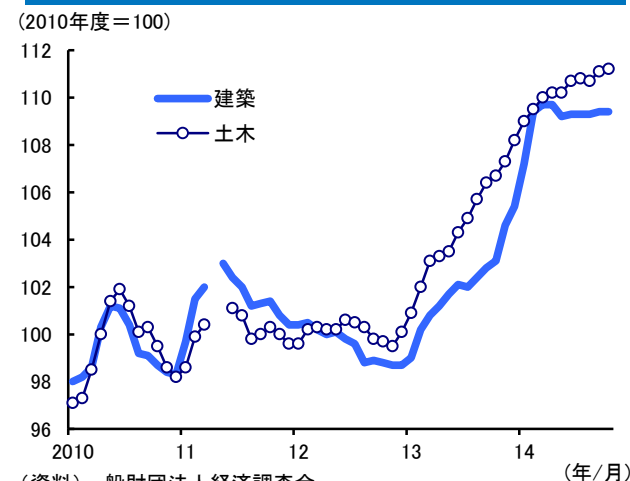
(資料)財務省、内閣府などを基に日本総研作成

公共工事出来高(年率、季調値)



(資料)国土交通省、内閣府を基に日本総研作成

建設資材価格指数



(資料)一般財団法人経済調査会

(注)2011年は東日本大震災により仙台地区のデータが公表されなかったため、一部欠損。

輸送機械中心に生産は弱含みも、設備投資は持ち直しへ

現状

景気分析

見通し

金利動向

企業部門についてみると、消費税率引き上げ後の生産活動の低下は、自動車産業での在庫調整の影響が大。とりわけ、軽自動車の販売・在庫の振れが大きく、実際の需要を読みづらくさせている面も。

輸送機械の生産について、2015年10月の消費税率再引き上げ実施を前提に、先行きを試算すると、今後は増産傾向を辿る見込み。もっとも円安下でも輸出が伸び悩む状況が続けば、増産ペースは緩やかにとどまる見込み。一方、足許高止まりしている在庫率は、今後低下に転じる見込みながら、出荷が力強さを欠くなか、低下余地は限られるとみられ、生産への下押しが長期化するリスク。

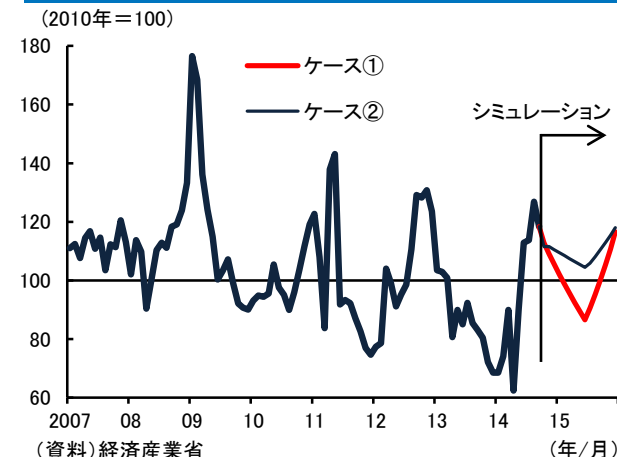
輸送機械を中心に、生産活動の力強い回復が見込み難い一方で、機械受注などは持ち直しの動き。加えて、企業のキャッシュフローの増加傾向持続や、実質金利の低水準での推移など、投資環境も良好で、設備投資は底堅い推移が期待可能。

輸送機械工業の生産指数の推移



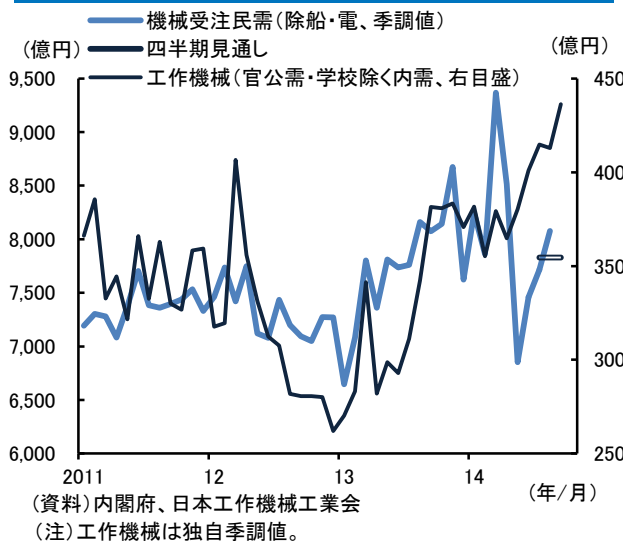
- 12月以降の予測については、以下のシナリオを想定。
- ① 販売：消費税率再引き上げに向け駆け込みが発生し、2015年6月にピーク(年率500万台)
 - ② 輸出：円安でも輸出は伸びず。年率500万台程度のペース。
 - ③ 輸入：円安に伴い足許の減少トレンドが持続。

輸送機械工業の在庫率指数の推移

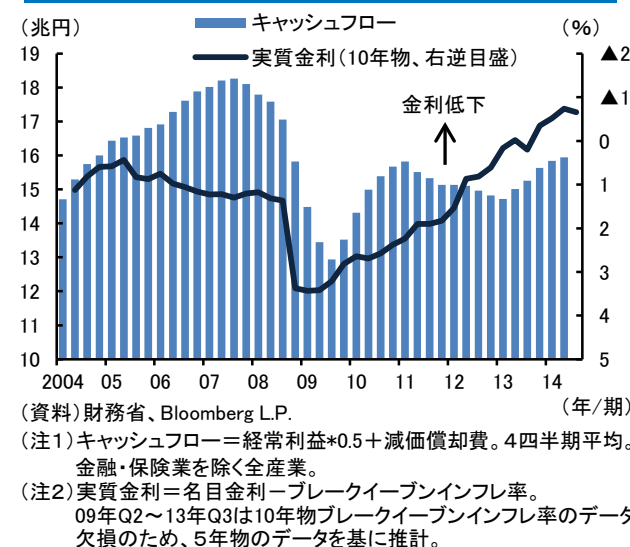


- ① 在庫指数を前回調整時(12年10月～14年2月)のペースで試算。
- ② 在庫指数を左図の生産、販売、および震災ダミーから試算。

機械受注と工作機械受注



企業のキャッシュフローと実質金利



企業の収益回復が家計の所得環境の改善にも波及

現状

景気分析

見通し

金利動向

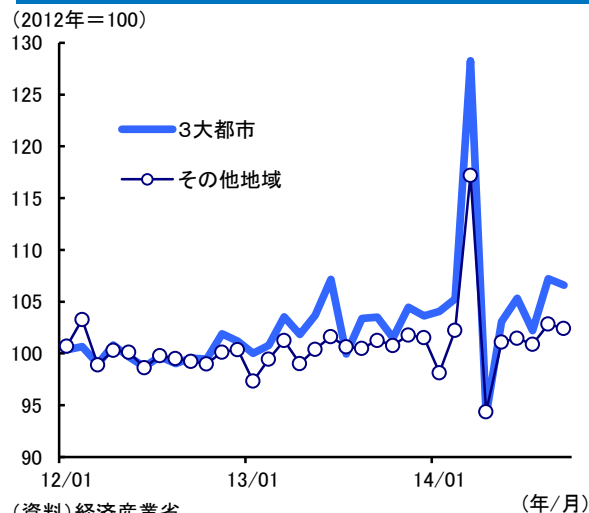
家計部門では、個人消費が、増税後の反動減による落ち込みからの回復が続いているものの、ペースは緩慢。地域別や商品別で持ち直しの勢いにばらつきがあり、回復の動きはまだ模様。なお、夏場にかけては、天候不順に伴う来客数減少が下押しした面も。

もっとも、企業業績改善のプラス効果が、家計部門に波及する動きは持続。雇用環境は、フルタイム労働者が2013年後半以降増加基調にあるなど良好。賃金も、フルタイム労働者の賃金やパートタイム労働者の時給がともに増加傾向。

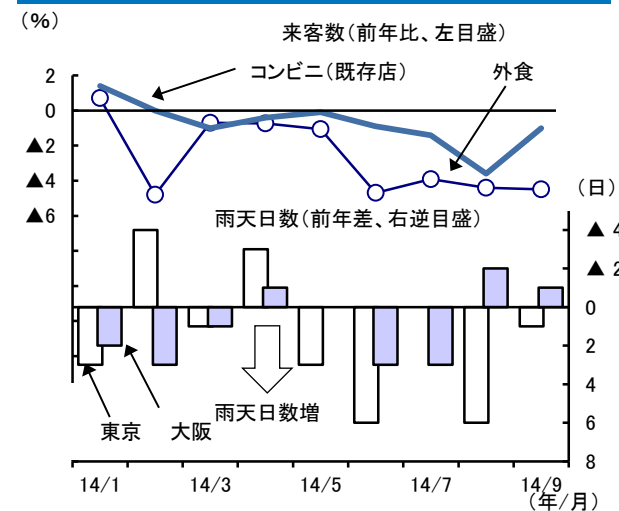
今後も、人手不足感が強まるなか、雇用の増勢が維持されるほか、企業収益の改善がボーナスなど特別給与の増加につながる見込み。その結果、雇用者報酬は底堅い伸びが続く見通し。

一方、物価上昇に伴う実質所得の弱含みが消費回復の重石に。このため、雇用・所得環境の改善を背景に、個人消費の回復基調は維持されるものの、ペースは緩慢にとどまる見通し。

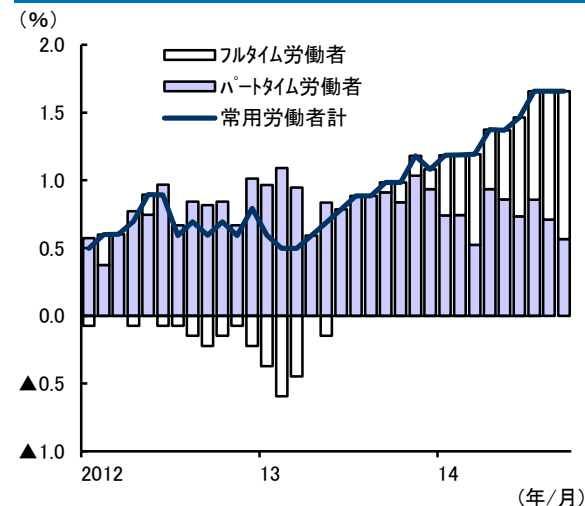
大型小売店販売額(季調値)



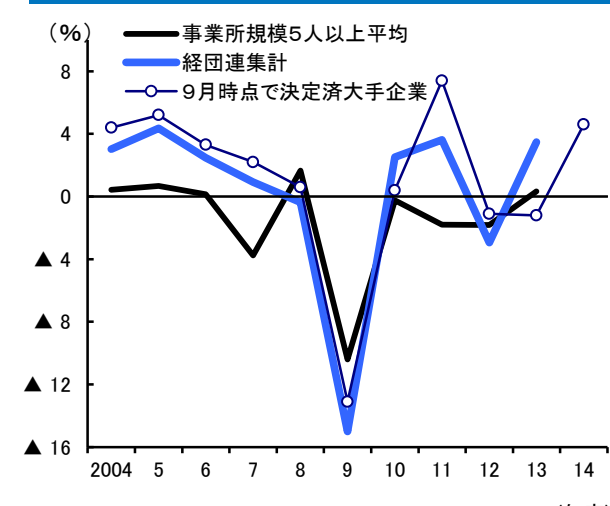
雨天日数とコンビニ、外食来客数



雇用形態別の雇用者数(前年比)



冬季賞与(前年比)



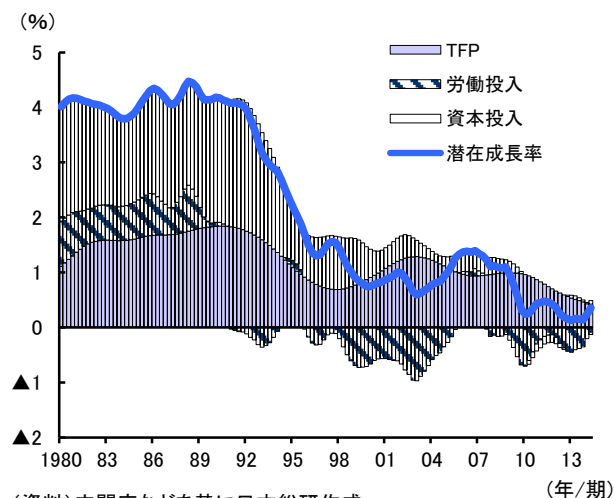
潜在成長率の低下がわが国の“成長力”の低下を示唆

以上のようにわが国経済は、消費増税の反動減の影響が緩やかながら和らぐなか、自律拡大メカニズムは維持されている状況。もっとも、わが国の潜在成長率を推計すると、足許で0%台前半～半ばと、リーマン・ショック以前の1%程度から大きく低下しており、わが国の実力ベースの“成長力”の低下が示唆される状況。

潜在成長率低下の背景について、まず、「資本面」をみると、リーマン・ショック以降、企業収益の大幅な減少や製造業の海外シフトの拡大などを背景に、設備投資は、一時減価償却費を下回る水準に減少。最新鋭の生産設備導入の遅れや、既存設備の老朽化が進んだことで、マクロベースの資本生産性（実質GDP/資本ストック）は大幅に低下。

生産拠点の海外シフトに加え、資本生産性の低下を映じた企業の競争力の低下により、わが国輸出は海外の旺盛な需要を取り込む力が低下している可能性。実際、輸出の所得弾性値は大幅に低下しており、海外景気が良好な下でも、輸出の伸びは抑制された状態が続く見込み。

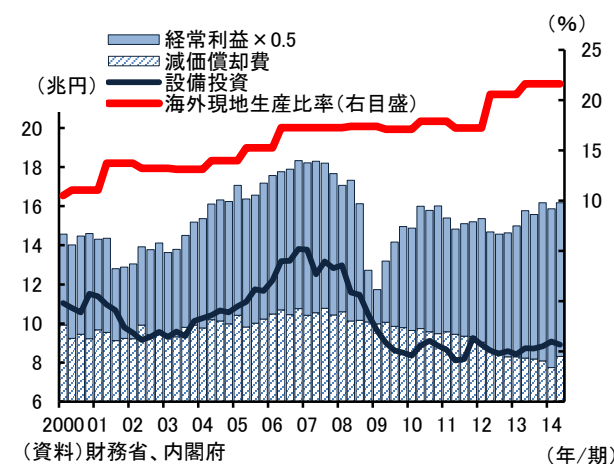
潜在成長率の要因分解



(資料) 内閣府などを基に日本総研作成

(注) 潜在成長率は前年比の後方4期平均。

海外生産比率と企業収益、設備投資



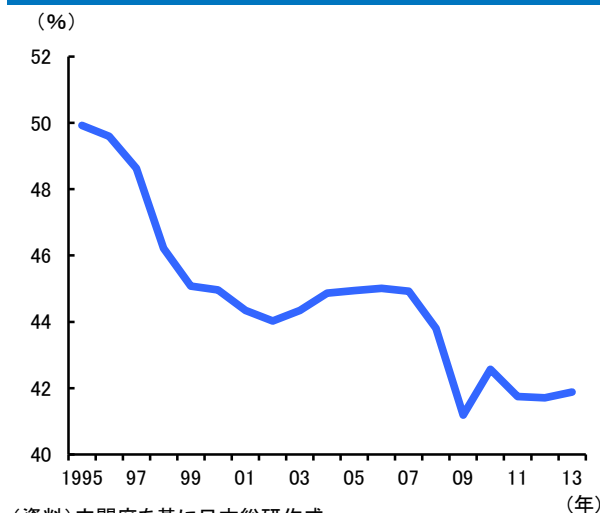
(資料) 財務省、内閣府

(注) 設備投資、経常利益は財務省公表の季調値。

減価償却費は独自季調値。

海外現地生産比率は年度平均で、13年度は実績見込み。

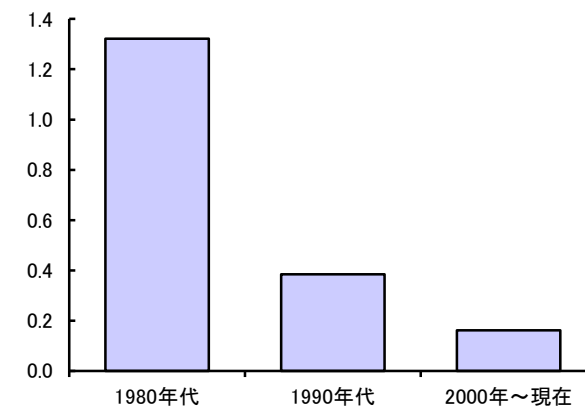
資本生産性の推移



(資料) 内閣府を基に日本総研作成

(注) 資本生産性＝実質GDP/民間企業資本ストック。

輸出数量に対する所得弾性値



(資料) 内閣府、日本銀行、IMFなどを基に日本総研作成

(注1) 推計式は、 $\ln(\text{輸出数量}) = \alpha + \beta * (\text{日本除く世界輸入}) + \gamma * (\text{実質実効為替レート} < -4 \text{期}) + \delta * (\text{リーマン・ショックダミー})$ とし、各期間の四半期推計における弾性値を算出。

(注2) いずれも10%水準で有意。

人手不足が公共投資や設備投資を抑制

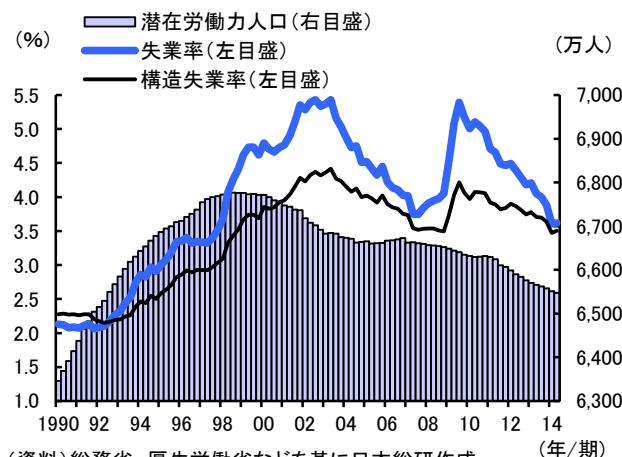
一方、「労働面」では、少子高齢化や団塊世代の引退に伴う労働力人口の減少と、雇用のミスマッチによる構造失業率の高止まりが潜在成長率を下押し。

雇用環境を日銀短観でみると、足許の雇用不足感はバブル期以来の水準まで高まっている状況。なかでも、製造業に比べ非製造業の雇用不足は深刻で労働需要の偏在も示唆。

非製造業での人手不足は、公共投資や設備投資の抑制要因となる可能性。まず、人手不足が深刻な建設業では、これまで生産性向上により公共投資の増加に対応してきたものの、時間当たりでみた労働生産性は、リーマン・ショック前の景気拡大期とほぼ同水準まで上昇しており、生産性の一段の上昇は見込み難い状況。労働者の確保が困難ななか、公共事業や民間建設投資の増加への対応の遅れが、公共投資や設備投資の増加テンポを緩めることに。

加えて、企業レベルでは、小売業や外食業などで、人手不足を背景に出店戦略の見直しや既存店舗の縮小を検討するケースが散見。こうした動きが、これまで設備投資をけん引してきた非製造業の投資抑制に作用する見込み。

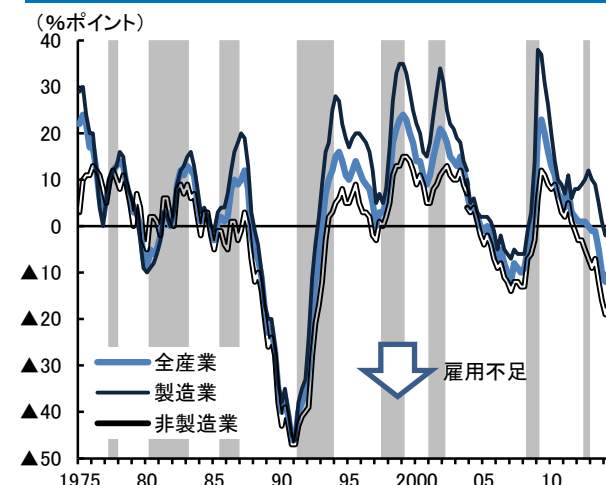
潜在労働力人口と構造失業率



(資料)総務省、厚生労働省などを基に日本総研作成

(注)潜在労働力人口=15歳以上人口×潜在労働力率。潜在労働力率は、男女別年齢階級別の労働力率からHPフィルターでトレンドを抽出し、各グループの人口構成比で加重平均して作成。

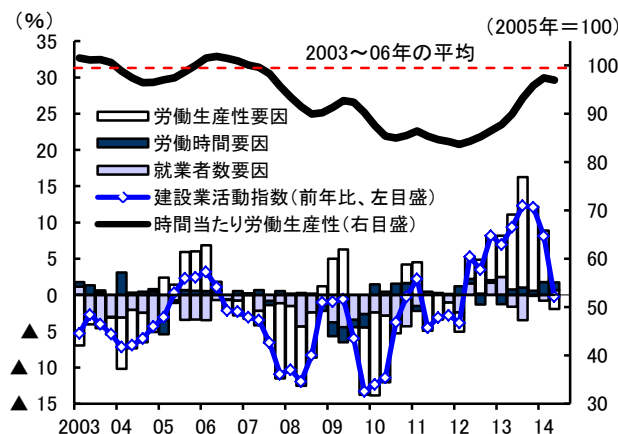
短観雇用人員判断DI(全規模)



(資料)日本銀行

(注)直近は2014年Q4の先行き予測値。シャドーは景気後退期。

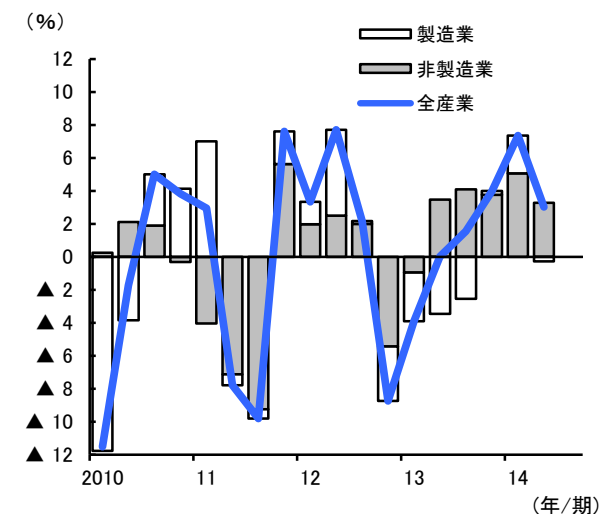
建設業活動指数と労働生産性



(資料)総務省、経済産業省を基に日本総研作成

(注)時間当たり労働生産性=建設業活動指数/(建設業の就業者数×建設業の総実労働時間)。後方4期移動平均を图示。

設備投資の寄与度分解(前年比)



(資料)財務省

円安の影響が顕在化するに従い、物価の騰勢も再び加速へ

現状

景気分析

見通し

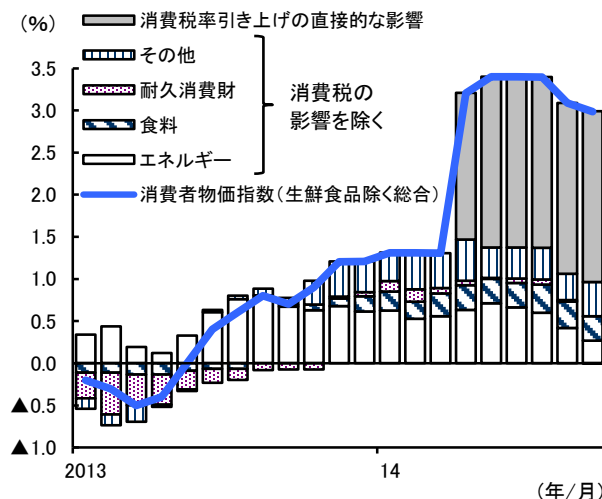
金利動向

9月のコアCPIは、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースで前年比+1.0%と、4月をピークに騰勢が鈍化。足許では、原油価格の大幅な下落に加え、消費増税の影響などによる需給環境の改善の遅れが、物価下押し要因に。

一方、10月末の日銀の追加金融緩和を受け、為替市場では大幅な円安が進行。円安は、輸入コストの上昇に加え、企業収益の改善が設備投資や家計所得の増加につながれば、需給環境の改善を通じて、物価上昇圧力として作用する見込み。円安の影響が消費者物価に波及するには、半年以上の期間を要するとみられ、当面は、消費者物価の伸び悩みが続くとみられるものの、円安の影響が顕在化するに従い、消費者物価の騰勢も再び加速に向かう公算。

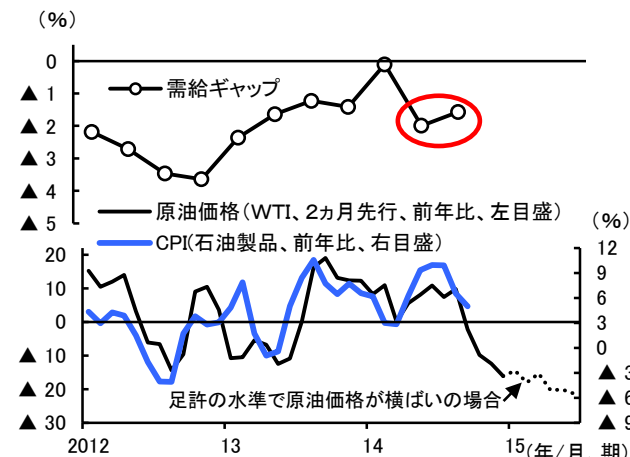
もっとも、「2%での持続的な物価の安定」という日銀の目標達成には、インフレ期待の上昇を通じ物価上昇率が安定的に高まることが不可欠。家計や企業のインフレ期待は、現実の物価上昇率から受ける影響も大きいとみられることから、インフレ期待の上昇には物価上昇ペースの再加速の確認が必要。物価目標の達成には、時間を要する見込み。

消費者物価の寄与度分解(前年比)



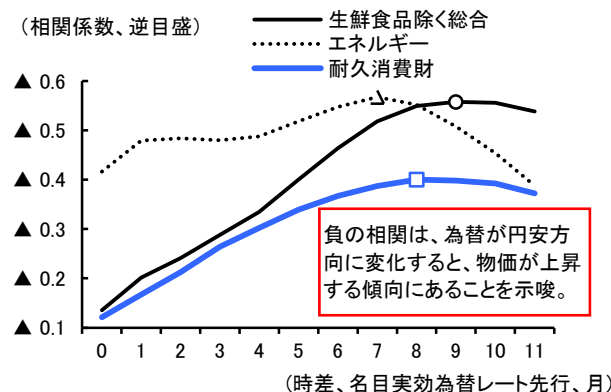
(資料)総務省を基に日本総研作成

需給ギャップと原油価格



(資料)総務省、内閣府、Bloomberg L.P.などを基に日本総研作成
(注)需給ギャップは四半期値。直近の2014年7~9月期は、実質GDPの予測値などをもとに試算。

為替レートと消費者物価の時差相関

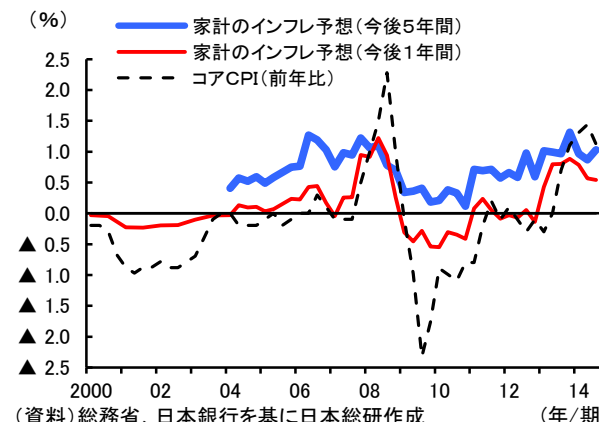


(資料)総務省、日本銀行を基に日本総研作成

(注1)名目実効為替レートと消費者物価指数の前年比を用い時差相関を算出。生鮮食品除く総合、耐久消費財は2000年以降、エネルギーについては、2006年以降のデータを使用。

(注2)白抜きのマーカーは負の相関が最大となる時差。

CPIと家計のインフレ予想



(資料)総務省、日本銀行を基に日本総研作成

(注1)家計のインフレ予想は、「生活意識に関するアンケート調査」を用い、修正カルソン・パーキン法により推計。同調査は、2013年6月より消費税率引き上げの影響を除くベースで調査。

(注2)コアCPIは、消費税率引き上げの影響を除くベース。

消費増税の影響一巡とともに、緩やかながら景気は回復へ

現状

景気分析

見通し

金利動向

2014年度は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減が景気を下押し。もっとも、反動減の一巡とともに、経済対策による内需の下支えや所得雇用環境の改善などを背景に、景気は非常に緩やかながら回復傾向に転じる見込み。その後は、堅調な民需などに支えられて、底堅い成長となる見通し。

2015年度は、経済対策の着工・進捗がピークアウトし公共投資は減少。一方、投資・法人減税が企業部門に対して引き続きプラスに作用するほか、家計部門も所得雇用環境の緩やかな改善が見込まれるなど、景気の自律拡大メカニズムが徐々に強まるなかで、+1%超の成長率となる見通し。

消費者物価は、円安による輸入コストの上昇に加えて、雇用不足感の高まりなどが物価上昇圧力として作用する見込み。もっとも、足許の原油価格の大幅な下落や、消費増税後の景気落ち込みなどによる需給環境の改善の遅れが、物価を下押しすることで、当面は消費者物価の伸び悩みが続く可能性も。

わが国主要経済指標の予測値(2014年11月4日時点)

(四半期は前期比年率、%、%ポイント)

	2014年				2015年				2016年	2013年度	2014年度	2015年度
	1~3 (実績)	4~6	7~9 (予測)	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3			
実質GDP	6.0	▲7.1	3.7	2.1	2.0	1.5	1.9	▲2.5	0.1	2.3	0.4	1.2
個人消費	8.4	▲19.0	3.8	1.0	1.1	1.3	3.4	▲5.5	1.6	2.5	▲2.6	0.9
住宅投資	8.2	▲35.6	▲7.2	1.0	4.5	4.9	▲5.6	▲11.9	▲6.3	9.5	▲8.0	▲1.4
設備投資	34.8	▲18.8	5.8	3.6	3.6	3.6	3.8	1.0	1.5	2.7	2.5	3.2
在庫投資 (寄与度)	(▲2.1)	(5.5)	(▲0.2)	(0.0)	(0.1)	(▲0.3)	(▲0.7)	(0.1)	(0.0)	(▲0.5)	(0.8)	(▲0.2)
政府消費	▲0.7	0.3	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	1.8	0.3	0.5
公共投資	▲9.8	▲2.0	6.1	0.5	0.5	0.3	▲1.5	▲9.8	▲25.9	15.1	0.9	▲3.4
純輸出 (寄与度)	(▲0.8)	(4.3)	(0.4)	(0.6)	(0.4)	(0.2)	(0.1)	(1.7)	(0.1)	(▲0.5)	(1.7)	(0.5)
輸出	28.6	▲2.0	6.9	5.9	5.1	4.1	3.9	3.6	3.6	4.8	6.6	4.5
輸入	28.0	▲20.6	4.3	2.5	2.9	2.4	2.9	▲4.5	2.6	7.0	2.3	1.9

(前年比、%)

名目GDP	2.9	1.9	2.6	2.8	2.0	2.6	2.2	1.9	1.4	1.9	2.3	2.0
GDPデフレーター	▲0.1	2.0	2.0	1.9	1.7	0.2	0.4	1.3	1.2	▲0.4	1.9	0.8
消費者物価 (除く生鮮)	1.3	3.3	3.2	3.3	3.4	1.4	1.5	2.8	2.9	0.8	3.3	2.2
(除く生鮮、消費税)	1.3	1.4	1.1	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6	0.8	1.3	1.5
鉱工業生産	8.3	2.6	▲1.0	▲0.9	▲2.4	2.5	5.4	2.1	0.9	3.2	▲0.5	2.7

完全失業率 (%)	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.9	3.5	3.5
経常収支 (兆円)	▲0.82	0.36	1.37	▲0.82	1.55	0.27	1.64	0.66	3.35	0.83	2.46	5.91
対名目GDP比 (%)	▲0.7	0.3	1.1	▲0.6	1.3	0.2	1.3	0.5	2.7	0.2	0.5	1.2
円ドル相場 (円/ドル)	103	102	104	112	113	114	114	114	115	100	108	114
原油輸入価格 (ドル/バレル)	112	110	108	94	94	97	98	98	98	110	101	98

(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) 2015年10月に消費税率引き上げ(8%→10%)が実施されると想定。

海外経済の前提

(前年比、%)

	2013年 (実績)	2014年 (予測)	2015年 (予測)
米国	2.2	2.3	3.1
ユーロ圏	▲0.4	0.7	0.9
中国	7.7	7.4	7.2

過去の実質GDP予測

(前年比、%)

	2013年度 (実績)	2014年度 (予測)	2015年度 (予測)
8月号	2.3	0.9	1.1
9月号	2.3	0.4	1.2
10月号	2.3	0.4	1.2

長期金利は当面横ばい圏で推移。その後は徐々に上昇へ。

現状

景気分析

見通し

金利動向

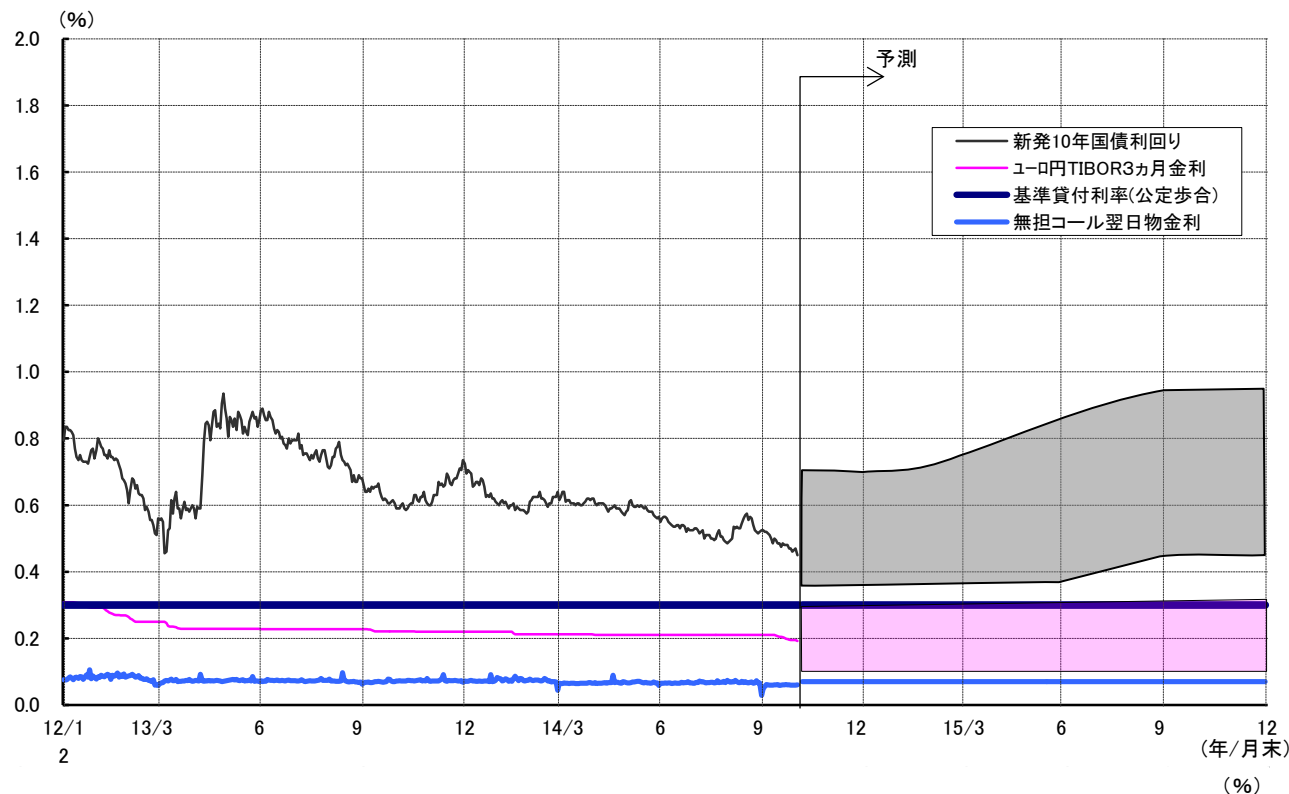
日銀は、10月31日の定例会合で、マネタリーベースの年間増加ペース目標の拡大など、昨年4月に導入した「量的・質的金融緩和」の拡大を決定。

日銀は、今回の「量的・質的金融緩和」の拡大を、物価目標の達成に向け十分な措置とみており、当面は、今回の措置が実体経済・金融市場に与える影響を見極めるため、現状ペースでの資産買い入れを続ける見込み。

長期金利は、日銀の国債買い入れにより需給が軟化するなか、足許では、世界景気の先行き不透明感の高まりや日銀の追加金融緩和の決定なども金利下押しに作用し、0.4%台半ばまで低下。

先行きを展望すると、内外景気に不透明感が残るなか、日銀による中長期債の買い入れペースの拡大も需給面から金利低下に作用することで、長期金利は当面、横ばい圏での低位安定推移が続く見込み。もっとも、内外景気の先行き不透明感が払拭されていけば、消費者物価の上昇期待、米国金利の上昇などを背景に、金利は徐々に上昇トレンドに。

わが国主要金利の見通し



	2013年	2014年				2015年			
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
無担コール/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	0.22	0.22	0.21	0.21	0.22	0.23	0.25	0.25	0.25
円スワップ5年物金利	0.36	0.33	0.31	0.26	0.26	0.28	0.31	0.35	0.35
新発10年国債利回り	0.64	0.63	0.60	0.53	0.48	0.53	0.60	0.70	0.70

(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

日銀は「量的・質的金融緩和」の拡大を決定

日銀は、10月31日の金融政策決定会合で、昨年4月に導入した「量的・質的金融緩和」の拡大を決定。マネタリーベースの年間増加ペースの目標を約80兆円に拡大するとともに、長期国債の増加ペースを約80兆円に拡大。買い入れの平均残存期間も延長することで、従来よりも長期・超長期債の買い入れ比重を増やした形。

「展望レポート」では、今回の追加緩和を物価見通しに織り込み、2015年度を中心とする期間に消費者物価上昇率が2%程度に達する、という従来の見方を維持。政策委員の物価見通しをみると、14、15年度の見通しが小幅下方修正される一方、16年度の見通しは概ね維持されており、前回見通しに比べ、15年度の中盤から後半にかけて物価上昇率が急速に加速する姿を想定している模様。

黒田総裁は、今回の追加緩和決定の背景について、足許の物価下押し圧力がデフレマインドの転換を遅延するリスクに対処するため、と説明するなど、物価目標の達成に向けたインフレ期待の形成を重視。こうした点を踏まえれば、今後の金融政策を展望するにあたっては、消費者物価の上昇率が日銀の想定通りに高まるかどうかだけでなく、家計や企業の中長期的なインフレ予想の動向にも注目が必要。

「量的・質的金融緩和」の拡大

	従来の措置	今回の措置
マネタリーベース (年間増加ペース)	約60～70兆円	約80兆円
長期国債 (年間増加ペース) (平均残存期間)	約50兆円 7年程度	約80兆円 7～10年程度
ETF (年間増加ペース)	約1兆円	約3兆円 (JPX日経400に連動するETFを追加)
J-REIT (年間増加ペース)	約300億円	約900億円
CP、社債等	残高維持	残高維持

(資料) 日本銀行を基に日本総研作成

政策委員の大勢見通し

(対前年度比、%)

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2014年度	+0.2 ~ +0.7 <+0.5>	+3.1 ~ +3.4 <+3.2>	+1.1 ~ +1.4 <+1.2>
7月時点	+0.6 ~ +1.3 <+1.0>	+3.2 ~ +3.5 <+3.3>	+1.2 ~ +1.5 <+1.3>
2015年度	+1.2 ~ +1.7 <+1.5>	+1.8 ~ +2.6 <+2.4>	+1.1 ~ +1.9 <+1.7>
7月時点	+1.2 ~ +1.6 <+1.5>	+1.9 ~ +2.8 <+2.6>	+1.2 ~ +2.1 <+1.9>
2016年度	+1.0 ~ +1.4 <+1.2>	+1.9 ~ +3.0 <+2.8>	+1.2 ~ +2.3 <+2.1>
7月時点	+1.0 ~ +1.5 <+1.3>	+2.0 ~ +3.0 <+2.8>	+1.3 ~ +2.3 <+2.1>

(資料) 日本銀行

(注) <>内は政策委員見通しの中央値。

10月展望レポートのポイント

経済情勢	4～6月の成長率は、駆け込み需要の反動が大きかったことや輸出の弱めの動きから、大きなマイナスに。夏場には天候不順も個人消費の一時的な下押し要因として作用。 - 先行きを展望すると、国内需要が堅調さを維持する中で、輸出も緩やかな増加に向かっていくと見込まれ、所得から支出への前向きの循環メカニズムは持続すると考えられる。
物価情勢	- マクロ的な需給バランスは、労働面を中心に着実に改善傾向を続けている。 - 中長期的な予想物価上昇率については、長い目でみれば、全体として上昇。 - 為替相場の動きは、消費者物価の押し上げ要因として作用する一方、原油価格をはじめとする国際商品市況の下落は、当面下押し圧力に。 - 先行きを展望すると、当面現状程度のプラス幅で推移したあと、次第に上昇率を高め、2015年度を中心とした期間に、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高い。
リスク	物価の上振れ・下振れをもたらす要因としては、①企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向、②マクロ的な需給バランス(特に労働需給の動向)、などが考えられる。

(資料) 日本銀行を基に日本総研作成

記者会見での黒田総裁の発言内容(10月31日)

- ※ 短期的とはいえ、需要面の弱めの動きや原油価格の下落といった物価下押し圧力が残存する場合、これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクがある。
- ※ デフレマインドの転換が遅延するリスクの顕在化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持するために、ここで「量的・質的金融緩和」を拡大することが適当と判断。
- ※ わが国経済は、デフレ脱却に向けたプロセスにおいて、今まさにcritical momentにあると言える。
- ※ 人々が2%の物価上昇を前提として行動しようと思うためには、日本銀行がその早期実現に強くコミットし、これを実現していくことが何よりも大切。
- ※ 政策(追加緩和)の余地は依然としてあるが、今の時点では今回の措置で十分にリスクに対応できていると考えている。

(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 O/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 （%）
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
11/6	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
13/10	0.08	0.22	0.32	0.22	0.36	0.79	0.10	0.64	1.48	1.23	97.83	133.43	14329.02	1188.51	0.09	0.24	2.60	15289.29	0.23	1.81
13/11	0.09	0.22	0.32	0.21	0.35	0.78	0.10	0.61	1.48	1.20	100.11	135.13	14931.74	1222.90	0.08	0.24	2.71	15870.83	0.22	1.72
13/12	0.09	0.22	0.32	0.20	0.37	0.86	0.09	0.68	1.48	1.20	103.60	141.96	15655.23	1254.45	0.09	0.24	2.89	16095.77	0.27	1.85
14/1	0.09	0.22	0.32	0.21	0.36	0.87	0.09	0.68	1.48	1.24	103.88	141.51	15578.28	1275.17	0.07	0.24	2.85	16243.72	0.29	1.80
14/2	0.09	0.22	0.31	0.19	0.32	0.80	0.08	0.60	1.48	1.22	102.12	139.59	14617.57	1200.83	0.07	0.24	2.70	15958.44	0.29	1.66
14/3	0.08	0.21	0.31	0.19	0.32	0.80	0.08	0.62	1.48	1.20	102.36	141.52	14694.83	1190.57	0.08	0.23	2.72	16308.63	0.31	1.59
14/4	0.08	0.21	0.31	0.19	0.33	0.79	0.09	0.62	1.48	1.20	102.51	141.58	14475.33	1171.18	0.09	0.23	2.69	16399.50	0.33	1.53
14/5	0.09	0.21	0.30	0.19	0.32	0.77	0.09	0.60	1.48	1.20	101.84	139.85	14343.14	1174.62	0.09	0.23	2.55	16567.25	0.33	1.40
14/6	0.08	0.21	0.30	0.18	0.29	0.74	0.09	0.59	1.48	1.20	102.06	138.81	15131.80	1246.22	0.10	0.23	2.59	16843.75	0.24	1.35
14/7	0.08	0.21	0.30	0.17	0.26	0.68	0.07	0.55	1.48	1.17	101.75	137.74	15379.29	1275.72	0.09	0.23	2.53	16988.26	0.21	1.20
14/8	0.09	0.21	0.30	0.18	0.26	0.64	0.07	0.51	1.48	1.15	102.98	137.10	15358.70	1271.50	0.09	0.23	2.41	16775.15	0.19	1.02
14/9	0.09	0.21	0.30	0.17	0.27	0.66	0.07	0.54	1.48	1.15	107.39	138.46	15948.47	1313.29	0.09	0.23	2.52	17098.13	0.10	1.00
14/10	0.07	0.20	0.29	0.16	0.24	0.62	0.04	0.49	1.48	1.15	108.02	136.99	15394.11	1253.99	0.09	0.23	2.29	16701.87	0.08	0.88