
日本経済展望

2014年5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

調査部 マクロ経済研究センター（国内経済グループ）

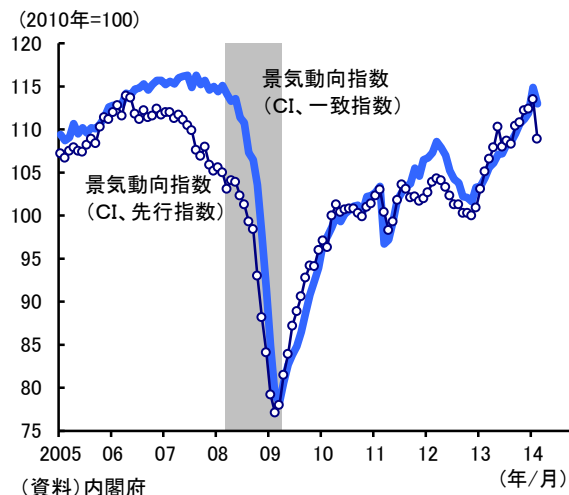
●総括、ファンダメンタルズ全般	下田 裕介	(Tel: 03-6833-0914	Mail: shimoda.yusuke@jri.co.jp)
●家計部門、雇用賃金	小方 尚子	(Tel: 03-6833-0478	Mail: ogata.naoko@jri.co.jp)
●物価、金融	村瀬 拓人	(Tel: 03-6833-6096	Mail: murase.takuto@jri.co.jp)
●企業部門、外需	菊地 秀朗	(Tel: 03-6833-6228	Mail: kikuchi.hideaki@jri.co.jp)
●ファンダメンタルズ（現状分析）	松田 健太郎	(Tel: 03-6833-0911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

◆本資料は2014年5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：消費増税のマイナス影響を受けて景気は弱含み

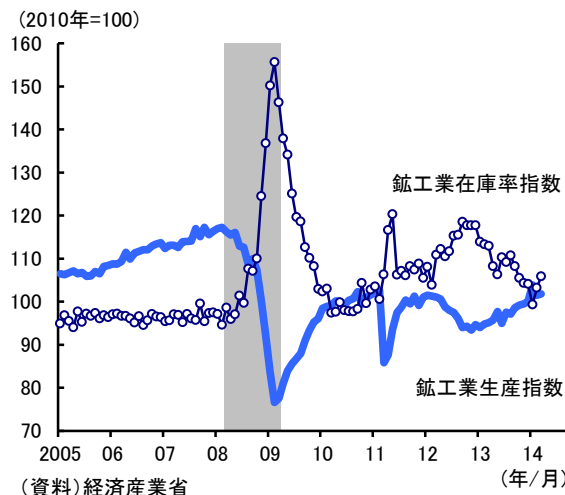
景気

在庫率上昇や消費者マインドの低下を受けて、先行指数は6ヵ月ぶりの低下



企業

2月の大雪による操業停止の反動などで、3月の生産は増加



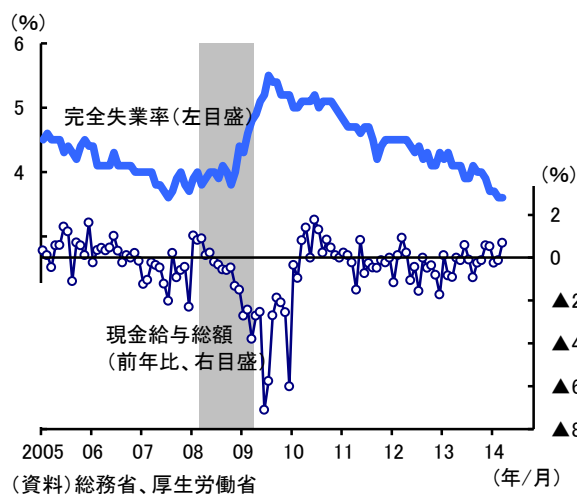
外需

輸出の低迷が続く一方、輸入は消費増税前の駆け込みなどを背景に増加



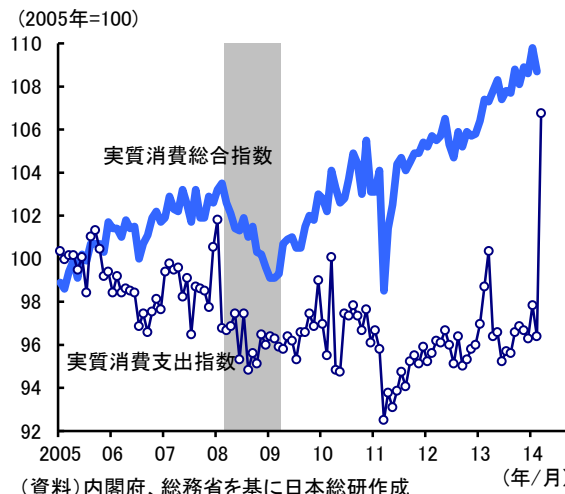
雇用所得

失業率は2007年7月以来の低水準を維持
給与は所定内で減少が持続



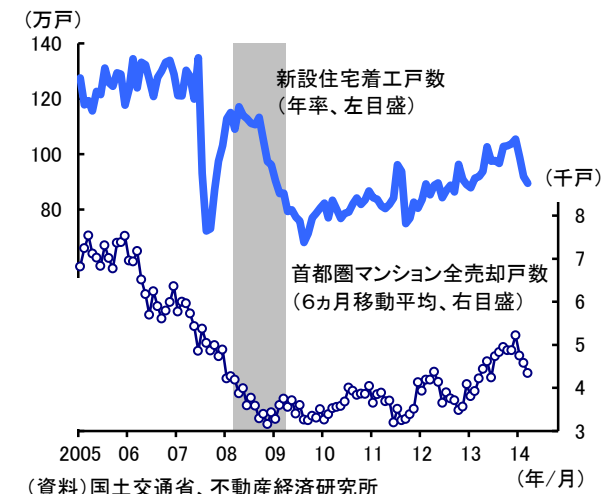
消費

個人消費は消費増税に伴う駆け込みで大幅増加した後、4月には反動減が看取



住宅

消費増税前の駆け込み需要の反動減により着工戸数は19ヵ月ぶりに前年比減少



※シャドー部は景気後退期

消費増税に伴う反動減が顕在化

わが国景気は消費税率引き上げに伴う反動減が顕在化し、弱含み。

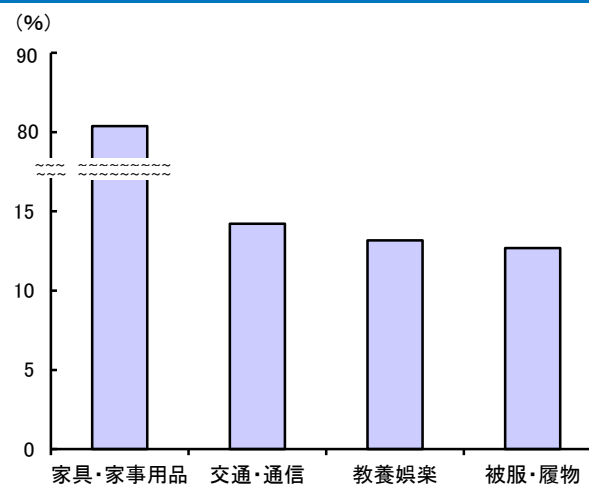
家計部門では、消費増税直前の3月に家電製品など耐久消費財への支出が大幅に増加した一方、4月は、中旬までに家電量販店や百貨店の売上で、駆け込みの反動減が看取。もっとも、食料品など前年を上回る品目もあり、消費全体の落ち込みは限定的となる公算。

企業部門では、大雪で減産となった2月の反動から、3月の生産は増加。生産予測指数によると、4月は増税に伴う反動減を背景に落ち込むものの、5月には下げ止まる見込み。

以上を踏まえると、反動減による景気へのマイナス影響は避けられないものの、足許の景気減速を過度に不安視する必要はないと判断。

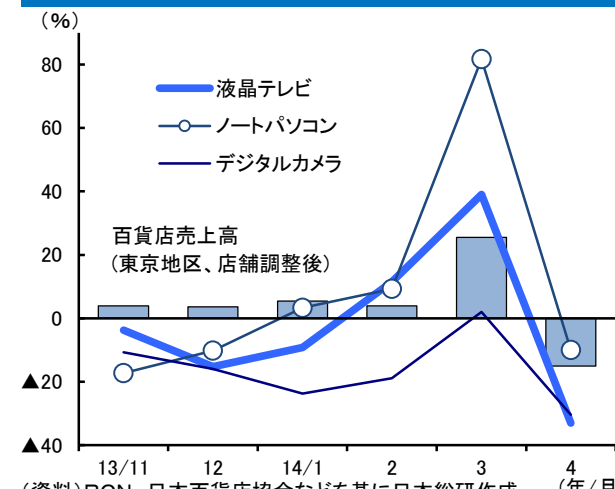
一方、外需は弱含んで推移。輸出は内需への対応優先などから一進一退の状況が持続しているほか、輸入は増税前の駆け込み需要などを受けて大きく増加。

品目別の実質消費支出(2014年3月、前年比)



(資料)総務省

消費増税前後の販売推移(前年比)



(資料)BCN、日本百貨店協会などを基に日本総研作成 (年/月)

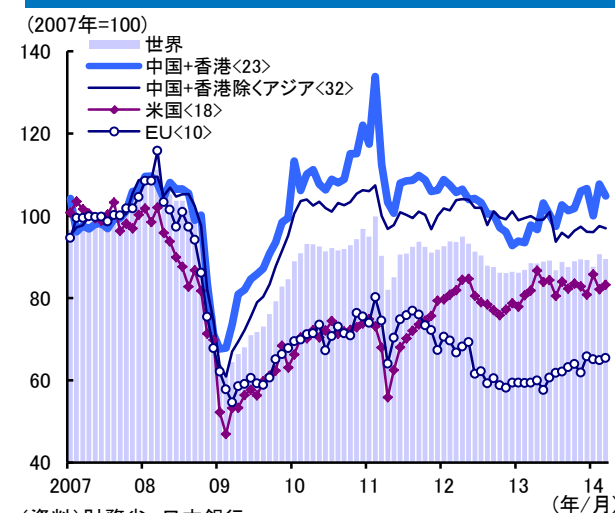
(注)2014年4月については、家電は4/7まで、百貨店は4/14までの動き。

鉱工業生産指数(季調値)



(資料)経済産業省

実質輸出(季調値)



(資料)財務省、日本銀行

(注)◇は2012年度のシェア。

海外景気回復・内需からの振替えにより輸出は持ち直しへ

現状

景気分析

見通し

金利動向

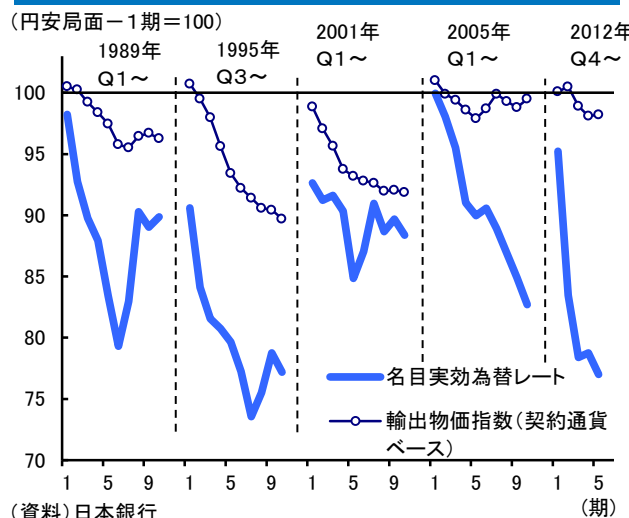
外需動向についてみると、輸出はアベノミクス始動以降の円安進行にもかかわらず、数量が伸び悩み、景気の重石に。

契約通貨ベースの輸出物価指数をみると、今回の円安局面では、外貨建て輸出価格を引き下げる動きが従来ほど看取されず。

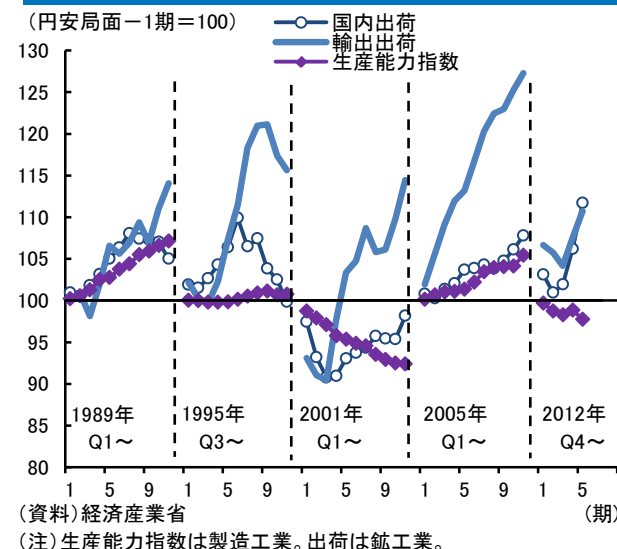
この背景の一つとして、生産能力の低下と内需の急増を指摘可能。すなわち、これまでの円安局面では、①生産能力増強によって、内需・外需の同時の増加に対応、または②内需の低迷を外需が補完、のいずれかの形で輸出が増加。しかし、今回は景気対策や消費税率引き上げを控えた駆け込みによって膨らんだ内需に出荷を振り向ける一方で、国内での成長期待が乏しいなか企業は生産能力増強には慎重姿勢を崩さず。

今後は、世界景気を持ち直しや、増税後の内需の増勢一服に伴う仕向地の振替えによって、輸出は持ち直しへ向かう見通し。

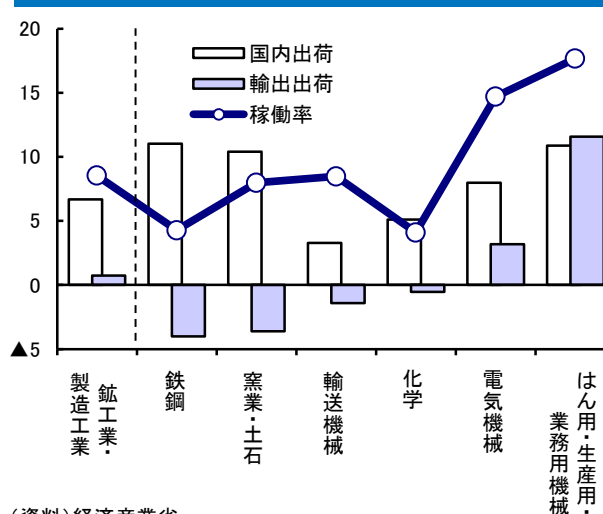
円安局面における為替レートと輸出物価指数



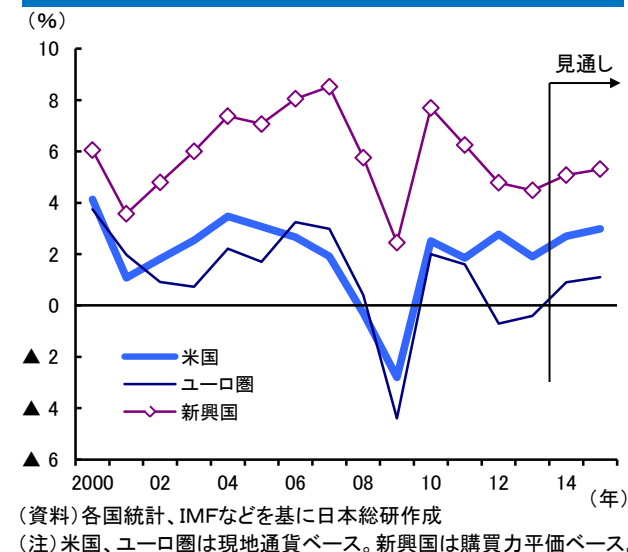
製造工業生産能力指数と仕向先別鉱工業出荷



アベノミクス始動後の稼働率と出荷の変化



世界経済の見通し



生産・輸出体制の構造変化から持ち直しペースは緩慢

もっとも、輸出の持ち直しペースは、以下の3点を勘案すれば緩慢と判断。

第1に、アジア新興国企業の世界的な市場シェア拡大と、わが国企業の市場シェア低下。

第2に、新興国の旺盛な需要を取り込むための生産拠点の海外シフトや国際分業体制の進展。

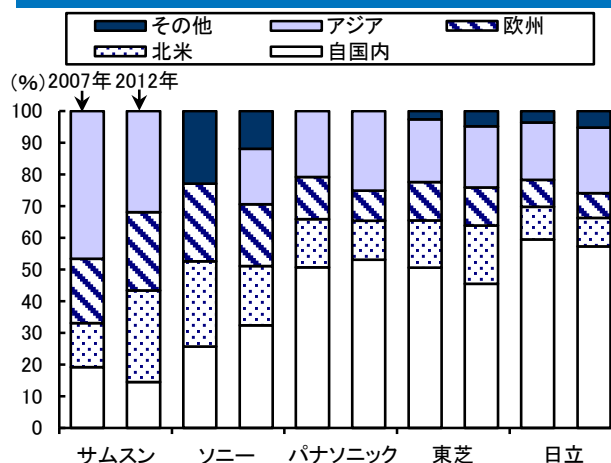
第3に、地産地消に伴う輸出誘発効果の低下。わが国企業の現地法人は仕入れにおいて現地調達を積極化したため、海外生産の拡大が、従来のようにわが国からの中間財や資本財の輸出増加に結び付きにくくなっている状況。

アベノミクスに伴う円安進行で、企業の国内投資に対する前向きな姿勢が広がりつつあるものの、生産拠点の国内回帰を本格化させるには不十分。法人実効税率の引き下げや労働市場の流動化などの一段の改革が不可欠。

外需の低迷については、2014年3月31日発表リサーチ・フォーカス「わが国輸出入の構造変化を探る一貿易赤字はピークアウトも黒字化には時間一」を参照。

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

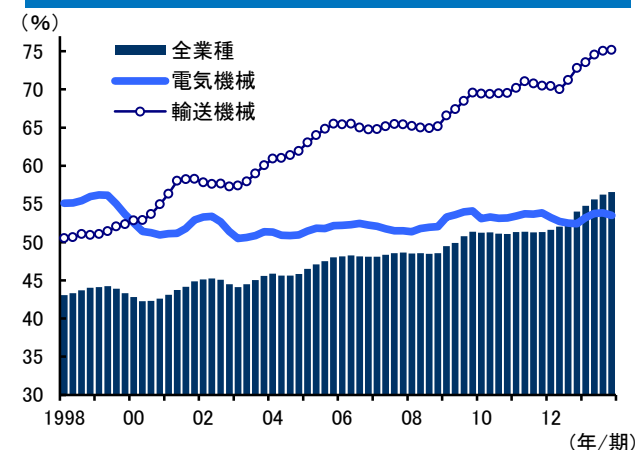
日韓家電メーカーの地域別売上シェア



(資料) 各社資料、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

(注) サムスは暦年ベースで2007年が単独決算ベース。国内メーカーは年度ベースで連結決算ベース。

外需への現地対応度(4期移動平均)

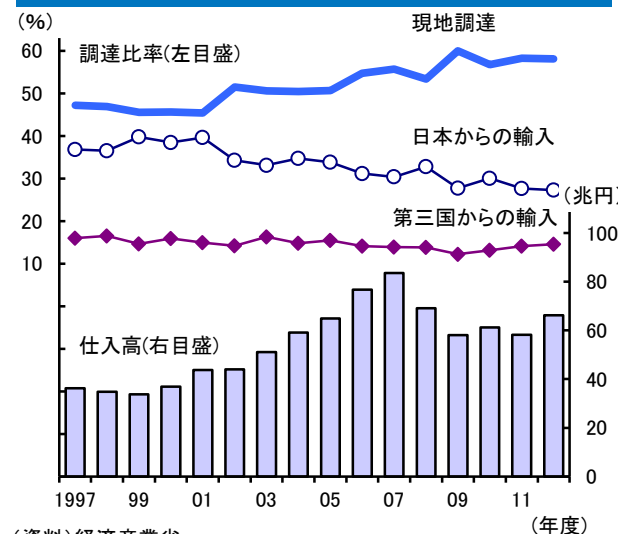


(資料) 経済産業省を基に日本総研作成

(注1) 外需への現地対応度＝現地法人海外売上高／(現地法人海外売上高＋輸出額)

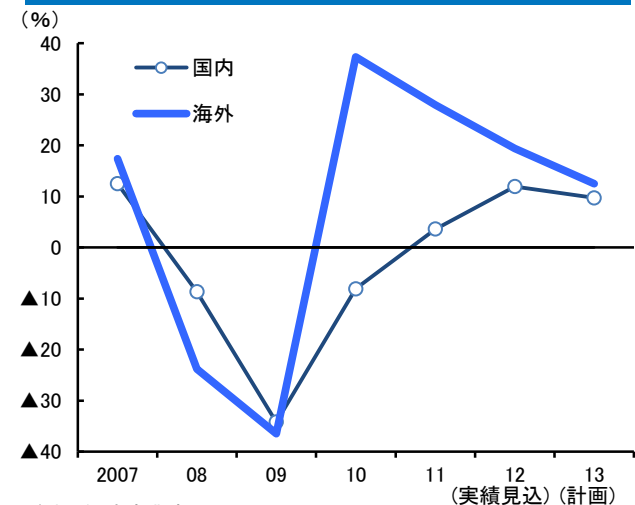
(注2) 現地法人海外売上高は日本への輸出を除く。

製造業海外現地法人仕入高と調達比率



(資料) 経済産業省

製造業の内外設備投資実績・計画(前年度比)



(資料) 経済産業省

(注) 2013年3月31日時点。

(年度)

消費増税の反動減は不可避も、経済対策が景気を下支え

現状

景気分析

見通し

金利動向

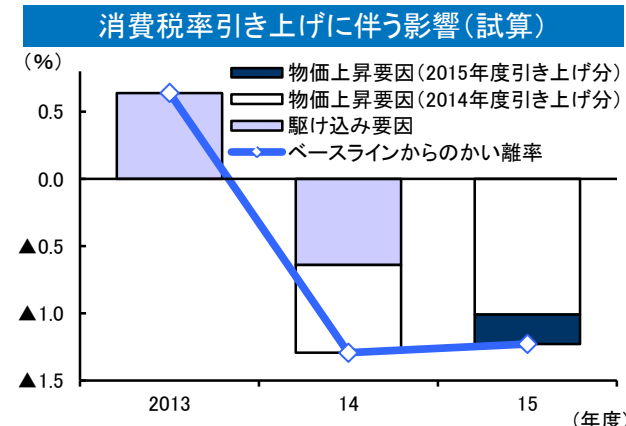
内需では、消費税率の引き上げが景気変動要因に。駆け込み需要は景気を大きく押し上げる一方、その後の反動減が不可避。新車販売や住宅着工は足許で大きく減少しており、反動減とみられる動きが看取。

加えて、消費税率引き上げによる物価上昇が、家計の購買力低下を通じて実質個人消費を押し下げること。ちなみに、2015年10月の8%→10%への消費税率再引き上げも予定通り実施された場合、消費税率の引き上げは、合わせて2014年度および2015年度の実質GDPをそれぞれ▲1.3%ポイント、▲1.2%ポイント押し下げると試算。

一方、消費税率引き上げに備えた対応策が景気を下支えすることに。経済対策と税制措置が、公共投資のほか企業向け減税や家計向け支援を通じて、設備投資や個人消費などを喚起し、2014年度の実質GDPを+0.8%ポイント押し上げると試算。その結果、消費増税に伴う景気腰折れは回避できる公算。もっとも、公共投資については、ヒトやモノのボトルネックなどにより、景気浮揚効果が後ずれする可能性も。



(資料)日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会、国土交通省を基に日本総研作成



(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1)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。
(注2)2015年度の消費税率の再引き上げ時における駆け込みとその反動は、同年度内に相殺されるため表示せず。

消費税率引き上げに備えた対応策とその効果(試算)

●対応策の中身

(兆円)

【競争力強化策】	1.4
五輪関連インフラ整備	0.10
【若者・高齢者向け施策】	0.3
【復興、防災・安全対策】	3.1
震災からの復旧・復興	1.93
国土強靱化、防災・減災	1.09
【低所得者・子育て支援】	0.7
【税制措置(別パッケージ)】	1.0
企業向け減税	0.73
賃上げ促進税制拡充	0.16
住宅ローン減税拡充	0.11

●対応策の景気押し上げ効果 (%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
(注)交付金は詳細が不明のため8割が真水と想定。

事業環境改善を背景に設備投資は増勢に向かう見通し

現状

景気分析

見通し

金利動向

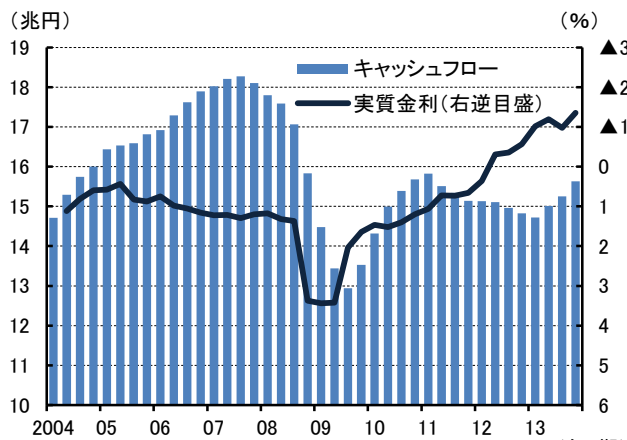
政策面での景気下支えのほか、内需の自律回復メカニズムも徐々に明確化する見込み。

自律回復の起点となる企業部門では、キャッシュフローの増加、実質金利の低下など、収益・財務面からみた投資環境が大幅に改善。

一方、これまでの低水準の設備投資・高水準の減価償却という状況下、資本ストックの減少・老朽化等によって生産能力は低下。こうしたなか、企業の設備投資に対する前向きな姿勢は強まっており、維持更新を中心に設備投資の顕在化が期待可能。

資本ストック循環図からも設備投資回復の可能性を示唆。直近の設備投資は、ゼロ%程度の期待成長率と整合的な水準にとどまっており、今後期待成長率が上昇すれば、資本ストックを積み増す必要。ちなみに、2012年末のストック水準のもとで期待成長率が+0.5%に上昇した場合、これに見合う設備投資の伸びは+10%程度に。以上を踏まえると、設備投資は今後増勢に向かう見通し。

企業のキャッシュフローと実質金利

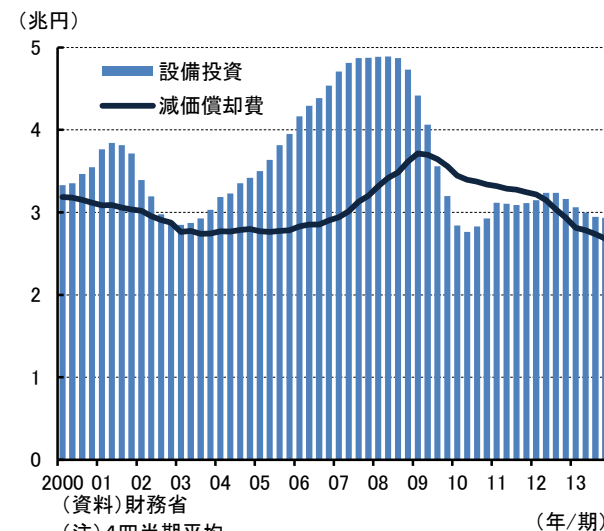


(資料)財務省、Bloomberg L.P.

(注1)キャッシュフロー＝経常利益×0.5＋減価償却費。4四半期平均。
金融・保険業を除く全産業。

(注2)実質金利＝名目金利－ブレイクイーブンインフレ率。

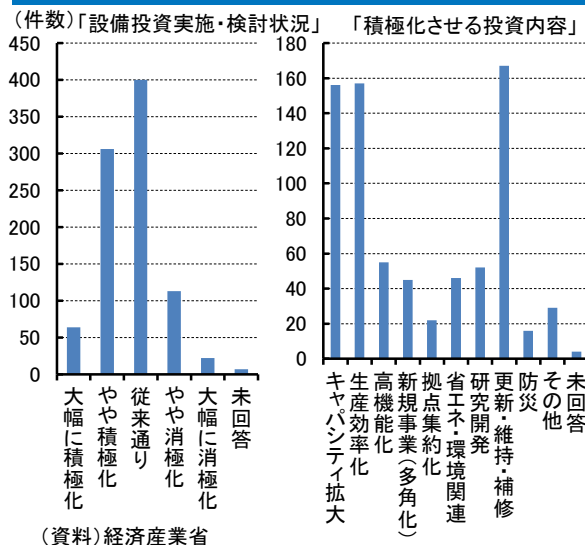
製造業の設備投資額と減価償却費



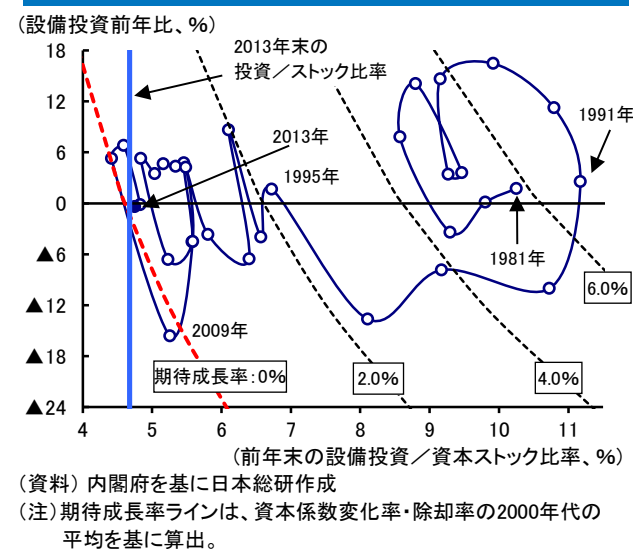
(資料)財務省

(注)4四半期平均。

設備投資アンケート(2013年7月時点)



資本ストック循環図(全産業)



企業の収益回復が家計の所得環境の改善にも波及

4月の消費税率引き上げ後の消費の落ち込みは、引き上げ前の駆け込み需要の盛り上がり比べ、小規模なものにとどまっている模様。

この背景には、企業部門の収益環境改善を受けた雇用所得環境の改善を指摘可能。

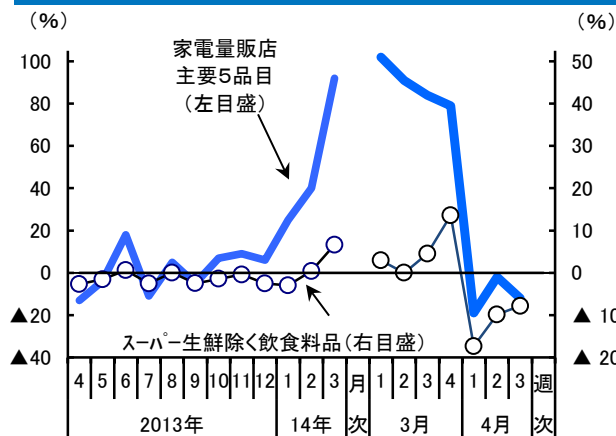
雇用環境を産業別にみると、建設業では雇用者数が減少しているものの、景気の回復と収益環境の改善を受けて、そのほか幅広い産業で雇用者数は増加。

加えて、賃金を取り巻く環境も改善。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。

さらに、足許で物価の上昇傾向が続くなか、家計の購買力維持に向けて賃上げを求める動きも強まる方向。実際に今年の春闘では、大手を中心にベースアップに踏み切る動きが広がり、賃金の引き上げ率は昨年から拡大。

以上を踏まえると、今後の雇用者報酬は、雇用者数の増加ペースが鈍化するものの、特別給与の増加を主因に、一人当たりでは堅調な伸びが続くとみられ、消費を下支えする見通し。

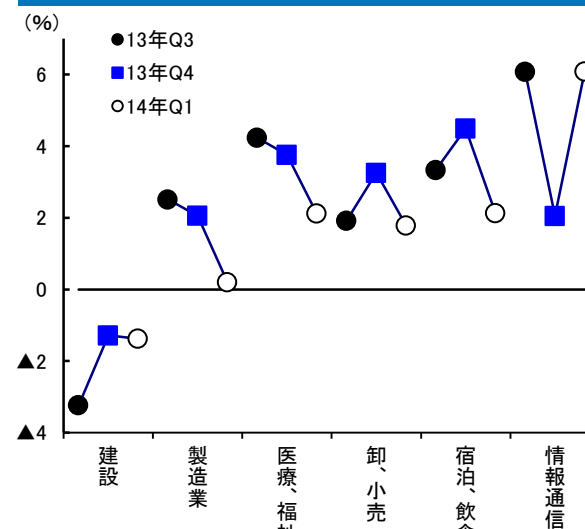
消費税率引き上げ前後の消費動向(前年比)



(資料)内閣府

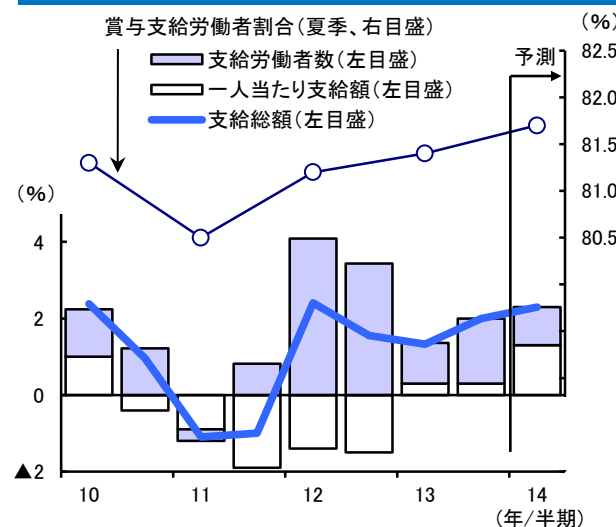
(注)スーパーの販売額は既存店ベース。週次は月曜日～日曜日、ただし、3/31(月)は3月第4週に含む。

産業別雇用者数(前年比)



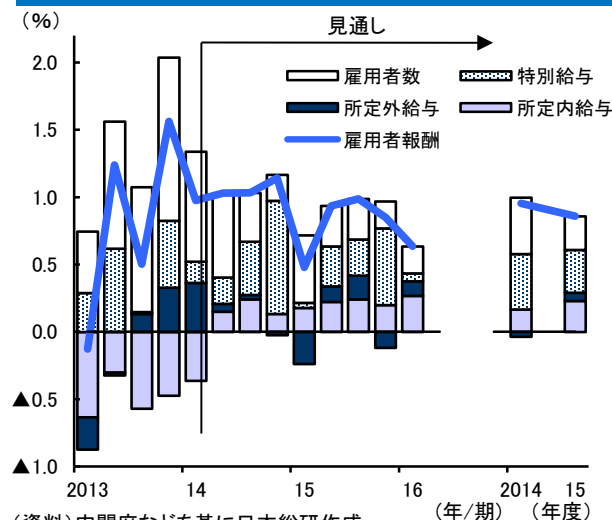
(資料)総務省

賞与支給総額(前年比)



(資料)厚生労働省などを基に日本総研作成

雇用者報酬(前年比)



(資料)内閣府などを基に日本総研作成

本格的な自律回復は道半ば

以上のように自律回復メカニズムが作動し、景気回復が続くとみられるものの、内需はなお脆弱な面も。

設備投資では、稼働率が依然低水準。当面は老朽化設備の更新投資が中心となり、能力増強を目的とした新規投資がけん引するには時間を要する見込み。

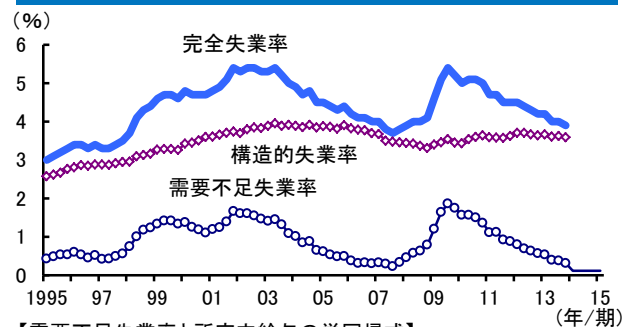
雇用所得環境をみると、まず雇用面では、失業率が低下する一方、雇用失業率と欠員率の関係を示すUV曲線は、構造的失業率が高水準で推移していることを示唆。雇用のミスマッチが雇用者数の増勢抑制に作用。次に賃金面では、景気循環に応じて変動する需要不足失業率が低下し、所定内給与の上昇圧力増大が期待されるものの、中小企業を中心に所定内給与の引き上げには依然慎重。この結果、労働需給と所定内給与の相関は足許で大きく低下。

本格的な自律回復には、企業が期待成長率の上昇を通じて「持続的な成長」を確信することが不可欠。もっとも、期待成長率は景気回復の持続により1年程度かけて醸成されるもので、政府の成長戦略の効果が発現するまでは、設備投資や雇用者報酬の伸びも限定的となる見込み。

設備稼働率と実質設備投資(季調値)



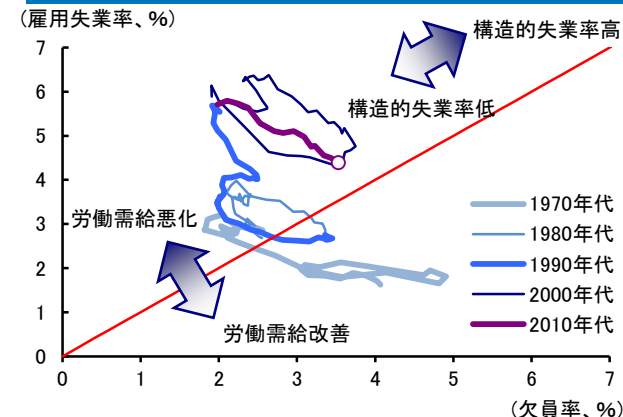
構造的失業率と需要不足失業率(試算)



	需要不足失業率	定数項	R2値
1991年～99年	▲2.90	+3.18	0.823
2000年～09年	▲0.75	+0.15	0.363
2010年～	▲0.01	▲0.41	0.000

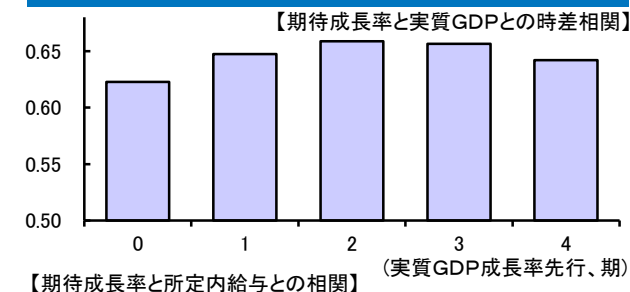
(資料)総務省、厚生労働省などを基に日本総研作成
(注)需要不足失業率の実線は、予測値を基にした試算。

UV曲線



(資料)総務省、厚生労働省
(注1)雇用失業率=完全失業者数/(完全失業者数+雇用者数)
(注2)欠員率=(有効求人数-就職件数)/(有効求人数-就職件数+雇用者数)
(注3)白抜きの○印は直近の2013年10～12月期実績値。

成長率、所定内給与と期待成長率との相関



	所定内給与(30人以上)		所定内給与(5人以上)	
	相関係数	弾性値	相関係数	弾性値
期待成長率(5年後)	0.92	1.50	0.91	2.07

(資料)内閣府、厚生労働省を基に日本総研作成
(注1)期待成長率の時差相関は、今後5年間の実質経済成長率を四半期分割。実質GDP成長率はトレンド成分の前年比で算出。
(注2)所定内給与に対する期待成長率の弾性値は、(期待成長率)= $\alpha + \beta * (\text{所定内給与})$ の単回帰から算出。

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

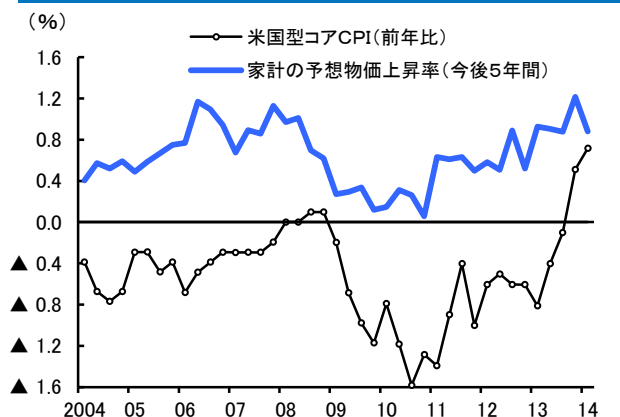
金利動向

物価動向をみると、幅広い品目で価格上昇・下げ止まりの動き。背景に、インフレ期待の上昇に加え、家計の消費行動の変化。財・サービスの平均購入単価は昨年初から大幅に上昇し、CPIとのかい離幅が拡大。これは、家計の低価格志向が緩和してきていることを示唆しており、デフレ脱却に向けた環境は徐々に整いつつあると判断。

もっとも、足許の物価上昇ペースの加速は、円安に伴う輸入物価上昇の影響も。今後は、円安による物価上昇圧力がはく落するため、物価上昇ペースの大幅な加速は見込みにくく、日銀が掲げる2%の物価目標の達成も困難。

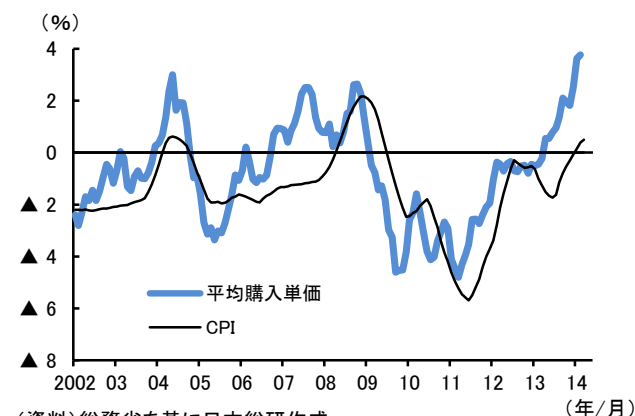
一方、消費税率引き上げの影響について、4月中旬までの東京都区部のCPIで確認すると、個別品目の価格転嫁にバラツキはあるものの、全体としてみれば増税分のほぼ100%が転嫁された模様。

CPIと家計の予想物価上昇率



(資料)総務省、日本銀行を基に日本総研作成
(注1)家計の予想物価上昇率は、日銀の「生活意識に関するアンケート調査」を用い、修正カーソン・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)米国型コアCPIは食料(酒類を除く)およびエネルギーを除く。

平均購入単価とCPI(6ヵ月平均、前年比)



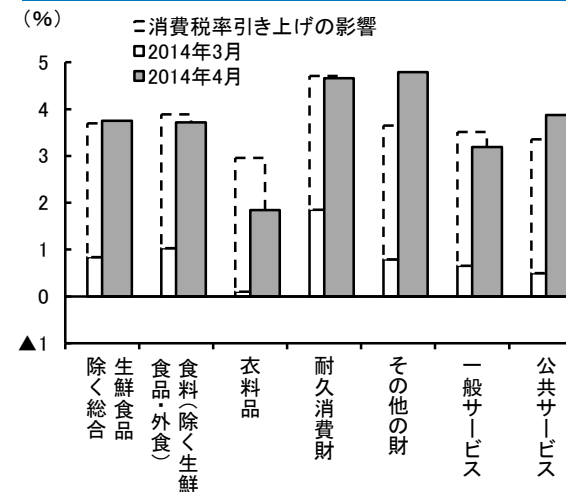
(資料)総務省を基に日本総研作成
(注1)平均購入単価は、個別品目の「支出金額/購入数量」を支出金額ウエイトで加重平均。CPIとの比較が困難な品目と生鮮食品、石油製品、光熱費、自動車については、集計から除外。
(注2)CPIは、平均購入単価と同品目の指数を同ウエイトで統合。

消費者物価と輸入品価格(前年比)



(資料)総務省、日本銀行を基に日本総研作成
(注)企業物価指数は需要段階別指数の最終消費財(輸入品)。消費者物価指数は、財指数から電気・都市ガス・水道を除外。

東京都区部のCPI前年比(課税品目)



(資料)総務省を基に日本総研作成

消費増税を乗り越えて政策主導から徐々に自律回復へ

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(2014年5月2日時点)

(四半期は前期比年率、%、%ポイント)

	2013年 10~12 (実績)	2014年				2015年				2016年 1~3	2013年度		
		1~3 (予測)	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	(予測)	2014年度	2015年度
実質GDP	0.7	4.9	▲5.5	2.8	2.3	2.2	1.0	0.8	▲2.7	1.1	2.3	0.6	0.9
個人消費	1.6	6.1	▲12.5	2.9	0.9	0.8	0.8	2.7	▲6.0	1.2	2.3	▲1.2	0.4
住宅投資	17.6	▲9.8	▲23.0	▲11.9	1.0	4.5	4.9	▲5.6	▲11.9	▲6.3	8.0	▲7.5	▲1.7
設備投資	3.0	5.2	3.9	4.9	5.7	5.9	4.2	4.6	2.5	3.4	0.3	4.4	4.5
在庫投資 (寄与度)	(0.1)	(▲0.4)	(0.3)	(0.0)	(0.2)	(0.1)	(▲0.2)	(▲0.2)	(0.1)	(0.0)	(▲0.2)	(0.1)	(▲0.0)
政府消費	1.9	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	2.3	0.9	0.6
公共投資	8.7	2.1	1.5	3.6	1.0	0.3	▲9.3	▲27.9	▲13.4	▲5.0	16.9	3.9	▲10.5
純輸出 (寄与度)	(▲2.1)	(0.6)	(2.3)	(0.3)	(0.6)	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(1.7)	(0.1)	(▲0.4)	(0.4)	(0.4)
輸出	1.7	4.1	4.6	5.5	5.9	5.1	4.1	3.9	3.6	3.6	3.4	4.1	4.4
輸入	14.7	0.5	▲7.6	3.2	2.3	2.5	2.4	2.5	▲4.5	2.6	5.3	1.4	1.6

(前年比、%)

名目GDP	2.2	3.0	1.3	1.9	2.0	1.6	1.9	2.4	1.1	1.1	2.0	1.7	1.6
GDPデフレーター	▲0.3	0.1	1.1	1.1	1.1	1.1	▲0.2	0.8	0.9	1.1	▲0.3	1.1	0.7
消費者物価 (除く生鮮)	1.1	1.3	3.2	3.0	2.9	3.0	1.1	1.2	2.5	2.6	0.8	3.1	1.8
(除く生鮮、消費税)	1.1	1.3	1.3	1.0	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3	0.8	1.0	1.2
鉱工業生産	5.8	8.1	4.5	3.2	1.9	▲0.0	3.1	3.7	1.8	1.1	3.2	2.3	2.4

完全失業率 (%)	3.9	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.9	3.6	3.6
経常収支 (兆円)	▲1.43	▲0.15	▲0.23	1.09	▲0.65	1.18	0.48	1.66	0.43	2.47	1.50	1.39	5.03
対名目GDP比 (%)	▲1.1	▲0.1	▲0.2	0.9	▲0.5	1.0	0.4	1.4	0.3	2.0	0.3	0.3	1.0
円ドル相場 (円/ドル)	100	103	103	104	105	106	107	108	109	110	100	105	109
原油輸入価格 (ドル/バレル)	112	112	108	108	108	109	109	109	109	109	110	108	109

(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

	2013年 (実績)	2014年 (予測)	2015年 (予測)
米国	1.9	2.2	3.0
ユーロ圏	▲0.4	0.9	1.1
中国	7.7	7.4	7.4

過去の実質GDP予測値

	2012年度 (実績)	2013年度 (予測)	2014年度 (予測)	2015年度 (予測)
2月号	0.7	2.5	0.9	0.9
3月号	0.6	2.3	0.6	0.9
4月号	0.6	2.3	0.6	0.9

わが国景気は消費増税前の駆け込み需要により、昨年度末にかけて成長率は再び加速。

一方、2014年度は4~6月期にかけて消費税率引き上げによる反動減が景気下押しに作用。もっとも、その後は、①経済対策の着工・進捗に伴う公共投資の増加、②企業向け減税や家計支援による内需の下支え、③米国など堅調な海外景気を背景とする輸出環境の改善、により景気は回復軌道へ復帰する見通し。

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、2014年度に打ち出された投資・法人減税が企業部門に対して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、景気の自律回復メカニズムが徐々に強まっていく見通し。

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、日銀の金融緩和によりプラス基調が続くものの、今後は円安による物価上昇圧力がはく落するとみられ、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、追加緩和策を講じる公算。

長期金利は当面低水準で推移。その後は上昇へ。

現状

景気分析

見通し

金利動向

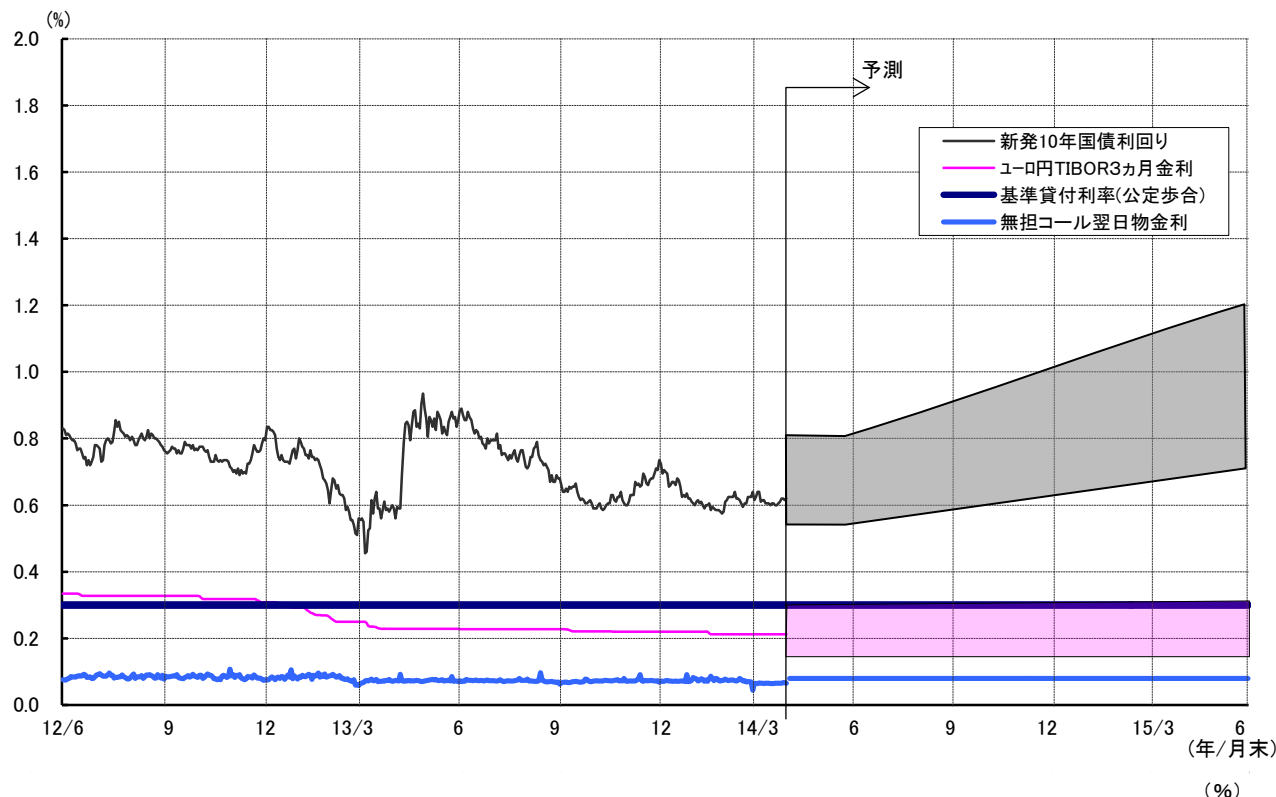
日銀は、4月30日の定例会合で、金融政策の現状維持を決定。景気が回復基調を続けているほか、消費者物価の上昇が想定通りのコースをたどるなか、昨年4月の決定施策を着実に実施し、その効果を確認していく方針。

今後を展望すると、当面は、緩和効果を見極めるため、現状ペースでの資産買い入れを続ける見込み。もっとも、消費者物価の上昇ペース鈍化が明確化した段階で、日銀は追加的な金融緩和策を講じる見通し。

長期金利は、海外景気の先行き不透明感や国内株価の低迷などを背景に、足許では0.6%前後の低水準での推移が持続。

先行きを展望すると、内外景気の先行き不透明感が残るなか、当面は横ばい圏内での推移が続く見通し。その後、不透明要因が払拭されていけば、景気の回復基調や、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	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	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
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
ユーロ円TIBOR3ヵ月物金利	0.23	0.23	0.22	0.22	0.25	0.25	0.25	0.25
円スワップ5年物金利	0.45	0.45	0.36	0.33	0.40	0.43	0.48	0.52
新発10年国債利回り	0.73	0.77	0.63	0.63	0.68	0.73	0.87	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

追加緩和は年度後半のCPIやインフレ予想の動向がカギ

現状

景気分析

見通し

金利動向

日銀は、4月30日の「展望レポート」で、経済・物価の見通しを公表。経済見通しは、輸出回復の遅れなどを背景に2013年度と14年度を下方修正したものの、今回新たに見通しを公表した16年度も含め、基調的には潜在成長率を上回る成長が続き、需給ギャップの改善が一段と進むと想定。

一方、物価見通しは、労働需給が着実に引き締まってきていることなどを踏まえ、概ね不変。見通し期間の中盤頃に2%程度に達し、16年度には消費税の影響を除くベースで+2.1%まで物価上昇率が高まると予想。決定会合後の記者会見でも、黒田総裁は15年度を中心とした期間に+2.0%に達すると言及。

2014年度のコアCPI前年比は「暫くの間、1%台前半で推移」とし、円安の影響剥落が物価の下押しに作用することを織り込む一方、中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に「年度後半から再び上昇傾向をたどる」と想定。日銀は物価見通しに対する自信を強めており、追加緩和に踏み切るかどうかは、年度後半のCPIやインフレ予想の動向がカギを握ると判断。

4月展望レポートのポイント

経済情勢	・ 輸出は弱めだが、国内需要が堅調に推移するもとで、景気の前向きな循環メカニズムはしっかりと作用。
	・ 国内需要は雇用の誘発効果が大きいと、労働需給は概ね想定に沿って引き締まり傾向が強まっている。
物価情勢	・ 先行きを展望すると、2回の消費税率引き上げの影響を受けつつも、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けると予想。
	・ マクロ的な需給バランスは、労働面を中心に改善を続けており、過去の長期平均並みであるゼロ近傍に到達。
リスク	・ 中長期的な予想物価上昇率については、全体として上昇しており、こうした動きは実際の賃金・物価形成にも影響を及ぼし始めている。
	・ 先行きを展望すると、暫くの間、1%台前半で推移したあと、本年度後半から再び上昇傾向をたどり、見通し期間の中盤頃に、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)。

(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

- ※ 量的・質的金融緩和の継続は、その時点までの物価上昇率だけでなく、予想物価上昇率の動向や、そこから先の経済・物価見通しをみて判断。
- ※ 現時点の見通しで出口の時期を特定することは時期尚早。
- ※ 物価目標の達成時期としている見通し期間の「中盤」とは、2015年度を中心とする期間を考えている。
- ※ 消費税率引き上げ後の反動減の影響は概ね想定範囲内で、消費の基調的な底堅さは維持されている。
- ※ 今回の景気回復が内需中心、労働需要を誘発する効果が大きい非製造業中心に進んでおり、労働市場はよりタイトに。
- ※ 債券市場の流動性が極度に低下し、取引が低迷・停滞しているという状況にはなっていない。
- ※ 見通しに変化が生じれば、躊躇なく金融政策を調整。

(資料) 日本銀行を基に日本総研作成

政策委員の経済・物価見通し

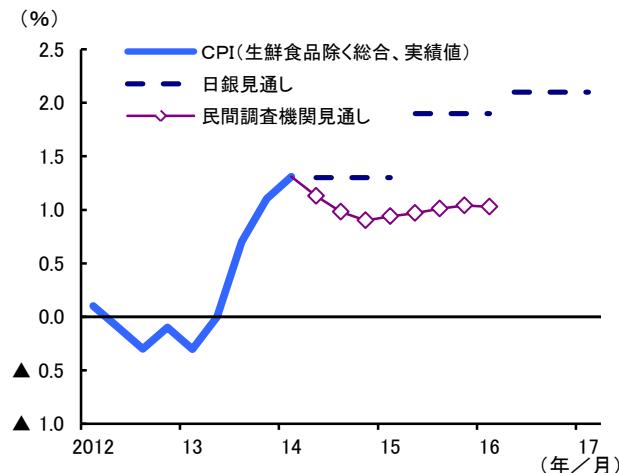
(対前年度比、%)

	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
2013年度	+2.2	+0.8(実績)	
1月時点	+2.7	+0.7	
2014年度	+1.1	+3.3	+1.3
1月時点	+1.4	+3.3	+1.3
2015年度	+1.5	+2.6	+1.9
1月時点	+1.5	+2.6	+1.9
2016年度	+1.3	+2.8	+2.1

(資料) 日本銀行

(注) 政策委員見通しの中央値。

CPI(生鮮食品除く総合)の見通し



(資料) 総務省、日本銀行、ESPフォーキャストを基に日本総研作成
(注) 消費税率引き上げの影響を除いたベース。

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)	¥/€ (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 (%)	NYダウ 工業株 (ドル)	ユーロ3ヵ月 (%)	10年国債 (%)
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
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	0.08	0.23	2.69	16399.50	0.33	1.53