日 本 経 済 展 望

2013年2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

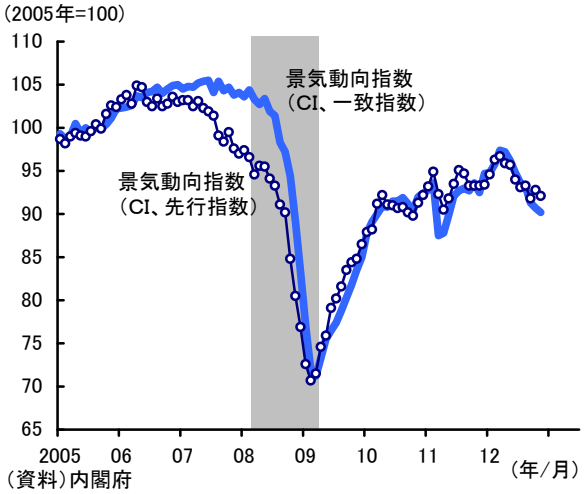
◆内外市場データ・・・・p.13

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２月４日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

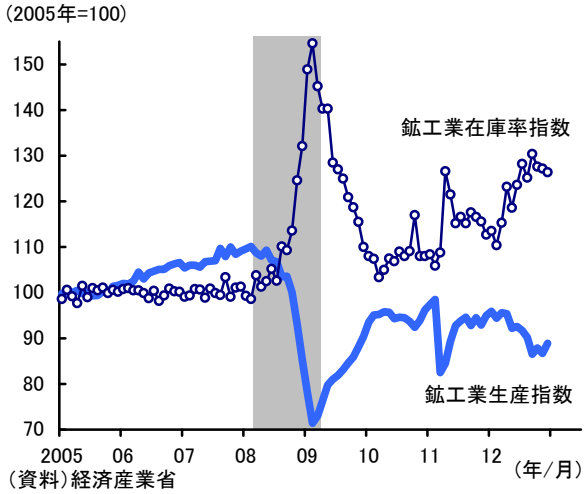
概況：昨年春から悪化していた景気に底入れの動き

景気
株価や商品市況の回復で、先行指数は下げ止まり



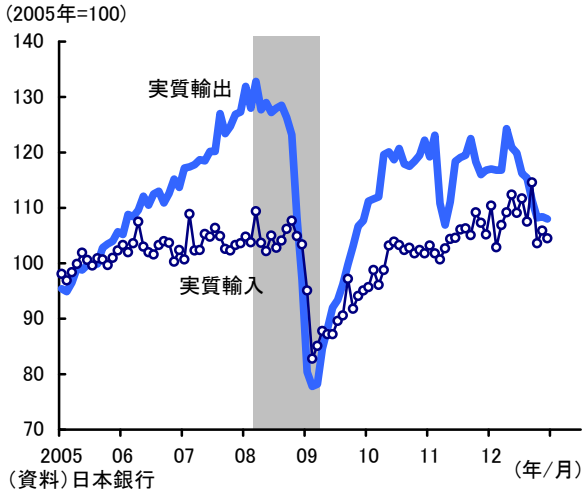
(資料)内閣府

企業
生産は1年6ヵ月ぶりの高い伸び
在庫率は幅広い業種でなお高水準



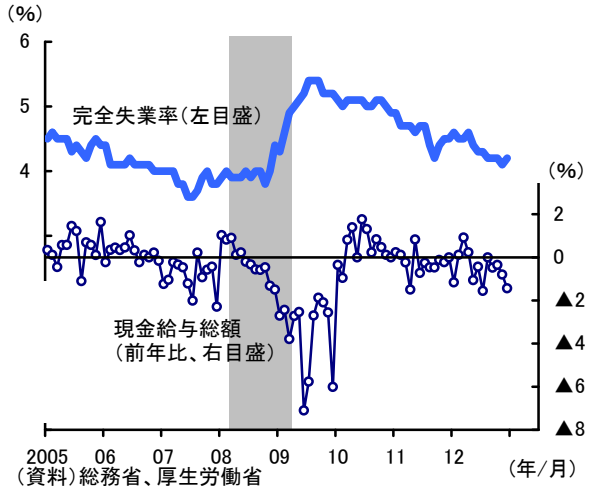
(資料)経済産業省

外需
輸出は中国、欧州向けなどで減少
輸入は増加基調が一服



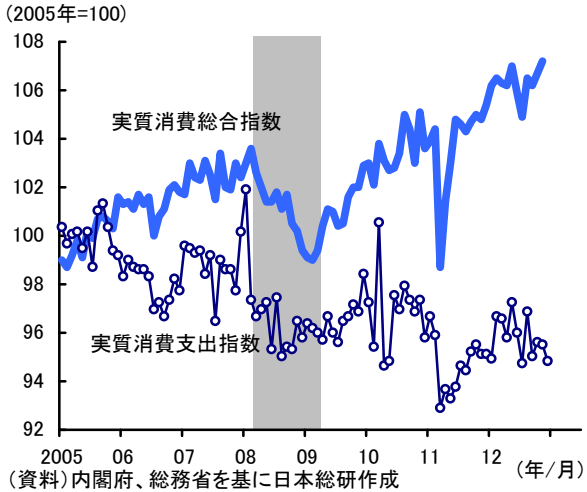
(資料)日本銀行

雇用所得
失業率は総じて緩やかに改善
給与は4ヵ月連続の減少で低迷



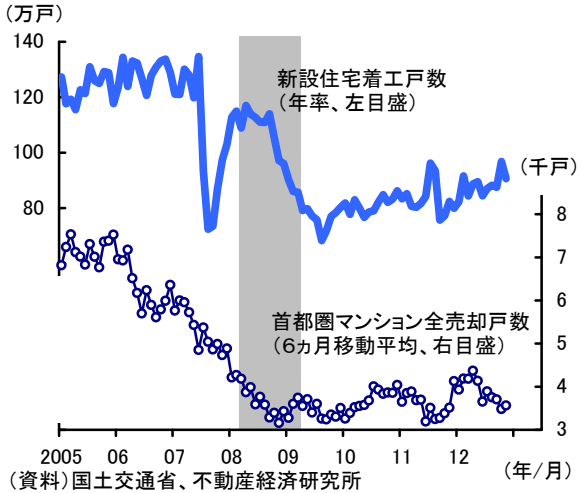
(資料)総務省、厚生労働省

消費
自動車販売の反動減が一巡したほか、気温低下により季節商品なども堅調



(資料)内閣府、総務省を基に日本総研作成

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



(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

鉱工業生産や景況感で底入れの動き

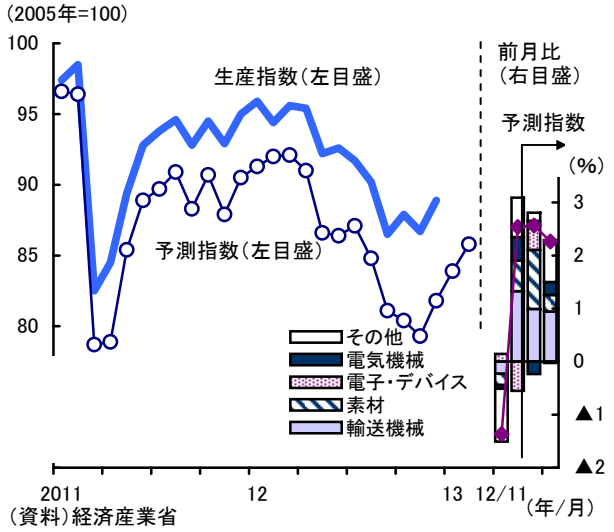
わが国経済は昨年春以降悪化が続いていたものの、足許で底入れの動き。

落ち込みが顕著だった生産面では、2012年12月の鉱工業生産指数が、前月比＋2.5%と１年６ヵ月ぶりの高い伸び。業種別にみると、米国向け自動車や中南米・アジア向けトラックの輸出が好調な輸送機械や、米国・台湾向け半導体製造装置で大型案件があった一般機械工業などで増産。製造工業生産予測指数によると、１月、２月も高い伸びを見込んでおり、底入れが明確化する見通し。

加えて、景況感も改善の動き。新政権発足を期待した円安・株高の動きなどを好感し、景気ウォッチャー調査の現状判断ＤＩは大幅に上昇。

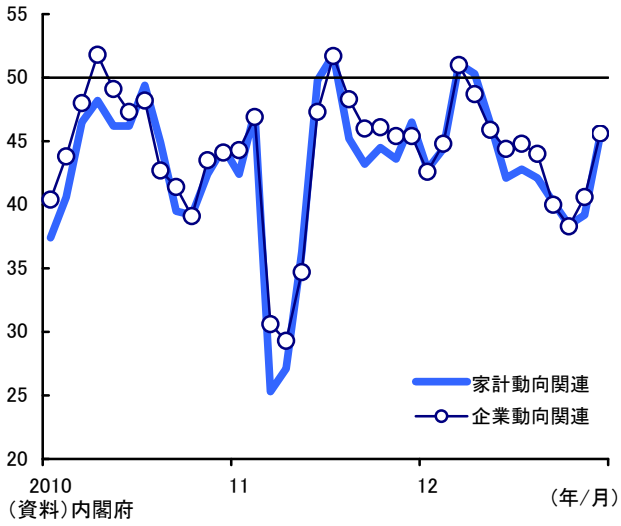
一方、外需は、実質輸出の減少に歯止めがかかってきたものの、力強い回復までには至らず。2012年通年では、輸出が海外景気の減速に加えて、尖閣諸島を巡る日中摩擦の高まりなどの影響から減少した一方、輸入はエネルギー関連の増加が持続。その結果、貿易収支は▲６兆9,273億円の赤字となり、第２次石油危機時の1980年を上回る過去最大規模に。

鉱工業生産指数（季調値）



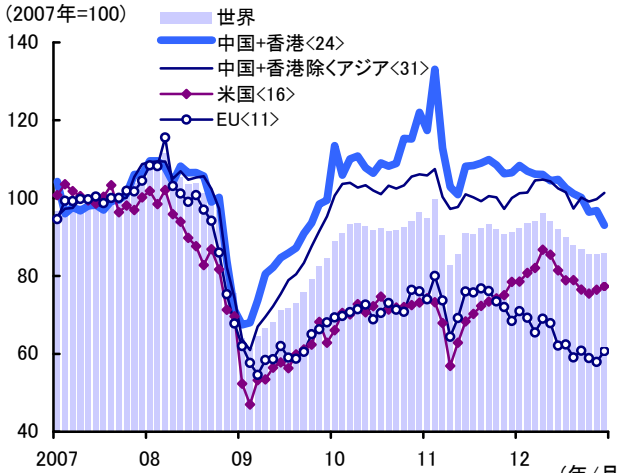
（資料）経済産業省

景気ウォッチャー調査（現状判断DI、季調値）



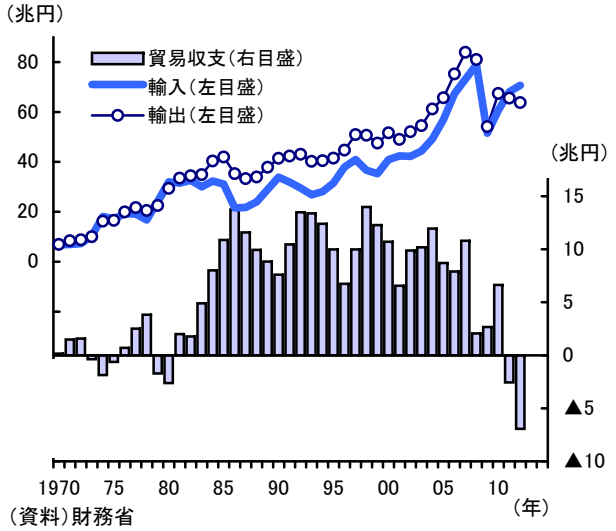
（資料）内閣府

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2011年度のシェア。

輸出入額と貿易収支



（資料）財務省

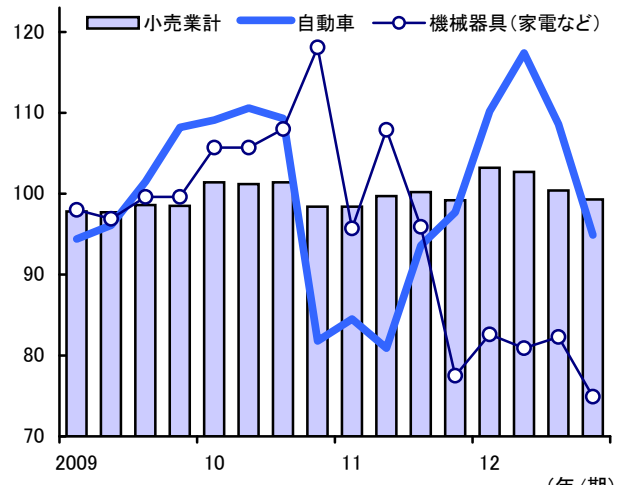
エコカー補助金終了に伴う自動車販売の反動減は一巡

内需では、2012年10～12月期の自動車販売がエコカー補助金終了に伴う反動減により、前期比で大幅減少。もっとも、月次でみると、既に反動減は一巡。加えて、気温低下により季節商品などで堅調な動きもみられ、個人消費全体では緩やかながらも回復基調に転換。

一方、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。

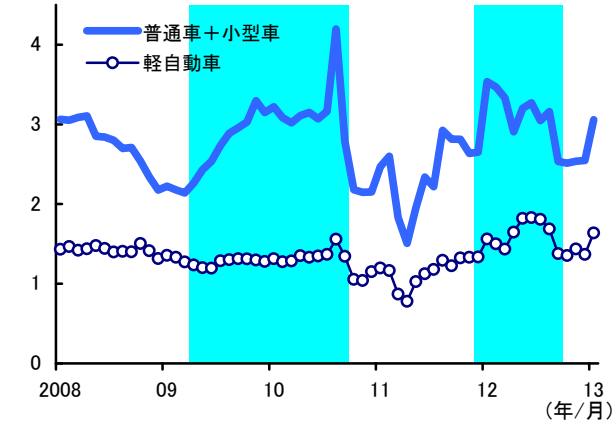
物価（コアＣＰＩ）は、12月が前年比▲0.2%と２ヵ月連続の下落。財別にみると、電気料金引き上げによる光熱・水道がコアＣＰＩの押し上げに寄与した一方、家具・家電製品などのデフレ圧力は根強く残存。食料（酒類を除く）およびエネルギーを除くベースでは同▲0.6%と下落が持続。

小売販売額指数（季調値）



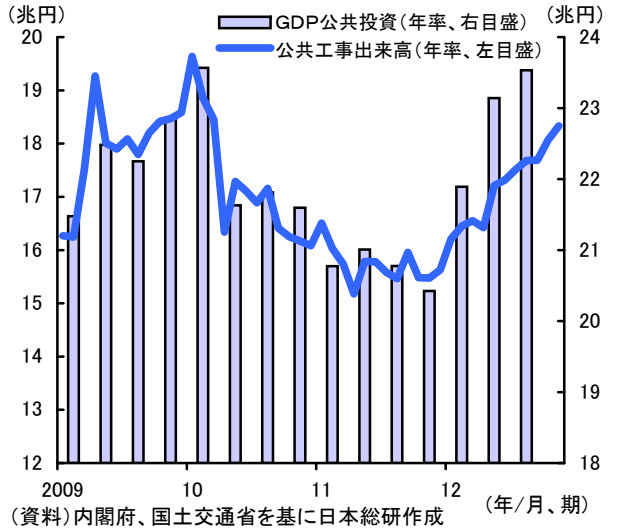
（資料）経済産業省

自動車販売台数（季調値、年率）



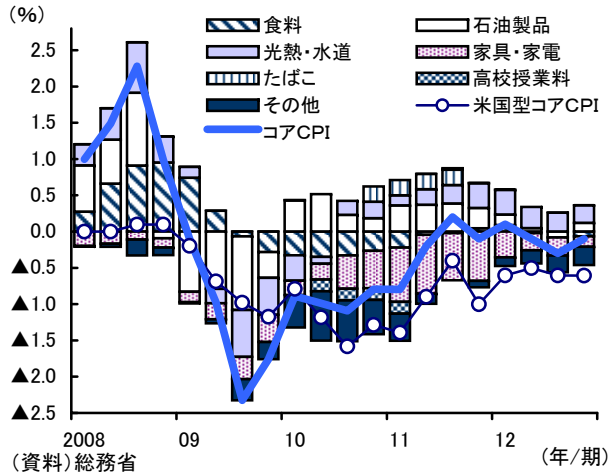
（資料）経済産業省、日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会などを基に日本総研作成
（注）シャドー部はエコカー補助金実施期間を表す。

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

コアCPI（前年比）



（資料）総務省
（注）コアCPIは生鮮食品を除くベース。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ベース。

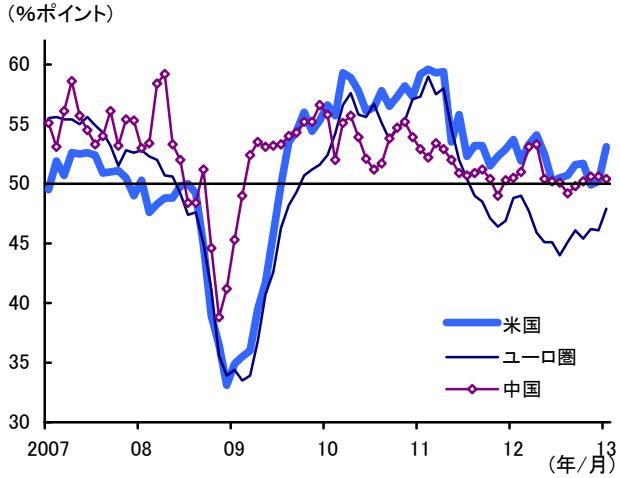
海外景気は米国、中国を中心に回復へ

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、景気後退が続く欧州では引き続き低迷しているものの、米国や中国では、昨年後半より判断の分かれ目となる50を超える水準でおおむね推移。こうした状況を受けて、外需向け機械受注は増勢に転化。

国別に先行きを見通すと、「財政の崖」が回避された米国では、春以降雇用環境の改善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、足許の円安も今後プラスに作用するとみられ、わが国の輸出環境は徐々に改善に向かう見込み。

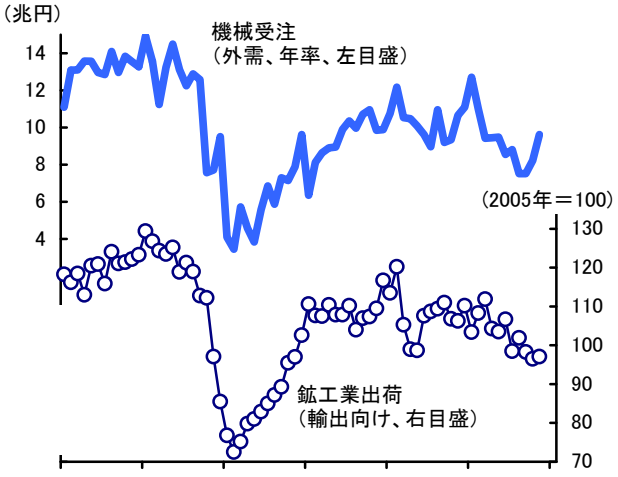
一方、欧州経済は、緊縮財政や雇用・所得環境の悪化などからマイナス成長が続く見通し。もっとも、わが国の欧州向け輸出は相対的に小さく、直接的な影響は限定的。ただし、同地域との貿易取引額が大きい中国の欧州向け輸出が再び減少すれば、わが国へのマイナス影響が顕在化する恐れ。

米欧中の製造業PMI(季調値)



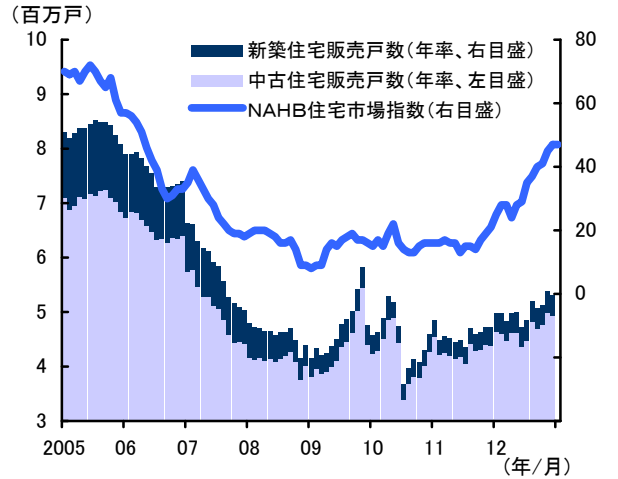
(資料)Institute for Supply Management、Markit、中国物流購入連合会

外需向け機械受注と鉱工業出荷(季調値)



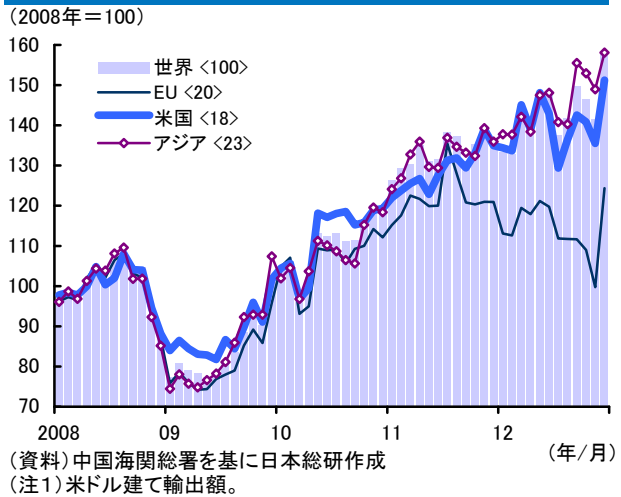
(資料)内閣府、経済産業省

米国の住宅販売戸数と住宅市場指数(季調値)



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

中国の輸出(季調値)



(資料)中国海関総署を基に日本総研作成
(注1)米ドル建て輸出額。
(注2)<>は2010年のシェア。

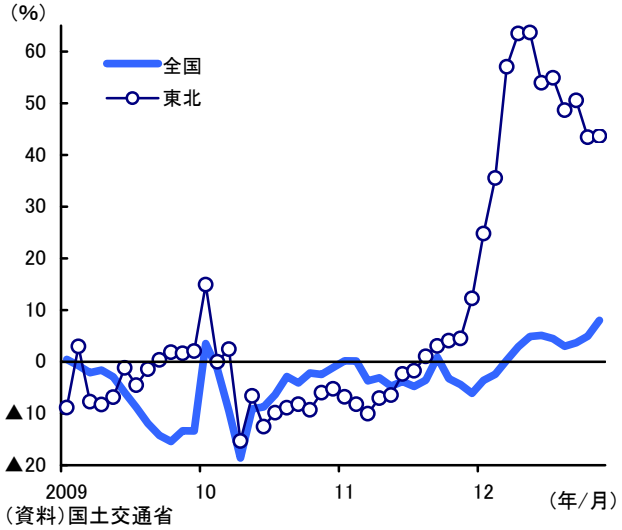
復興需要顕在化もヒト・モノのボトルネックが障害に

震災からの復旧・復興に向けた動きは、2012年入り後に本格化したものの、一部に遅れも。被災者向け災害公営住宅の建設は、昨年夏に比べて進んだものの、着工まで至った事案は10%にも満たない状況。

遅れの背景にモノやヒトのボトルネックを指摘可能。モノのボトルネックに関しては、セメントなどの骨材として使われる砂や砂利といった建設資材で被災３県を中心に在庫不足が顕著。ヒトのボトルネックに関しては、復旧・復興関連の人材不足や雇用のミスマッチが問題に。宮城県では、建設関連の有効求人倍率が震災以降高止まる一方、沿岸部の一部では漁業関連を含む食品製造業の求人倍率は改善が限定的。

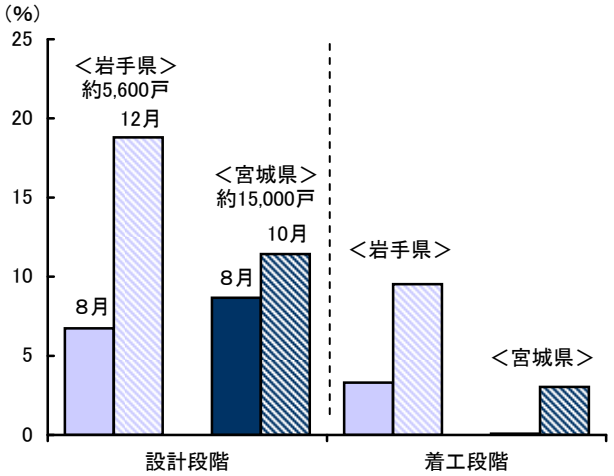
こうした現状、および、公共工事請負金額、復興に関する予算執行率や2013年度予算概算要求などを踏まえると、公共投資はこの先も比較的緩やかなペースで顕現化する公算。

建設出来高（民間＋公共、前年比）



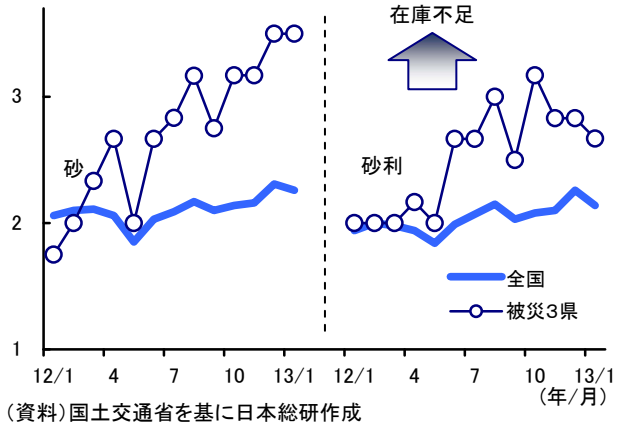
(資料)国土交通省

災害公営住宅の整備進捗状況



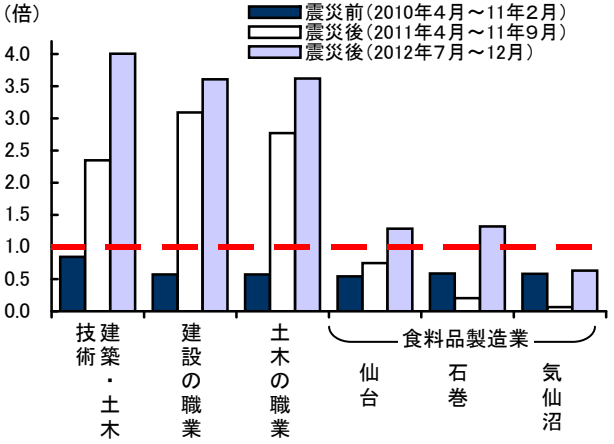
(資料)岩手県、宮城県
(注)岩手県の12月着工段階については完成分(44戸)を含む。

建設資材（砂、砂利）の在庫状況



(資料)国土交通省を基に日本総研作成
(注1)在庫状況は、1(豊富)、2(普通)、3(やや品不足)、4(品不足)と4段階で各都道府県のモニターが回答。
(注2)一部の調査月で未集計の都道府県がある。

宮城県の職業別求人倍率



(資料)宮城県労働局
(注)建設作業、土木作業は震災前は未分類。建設・土木作業で代用。

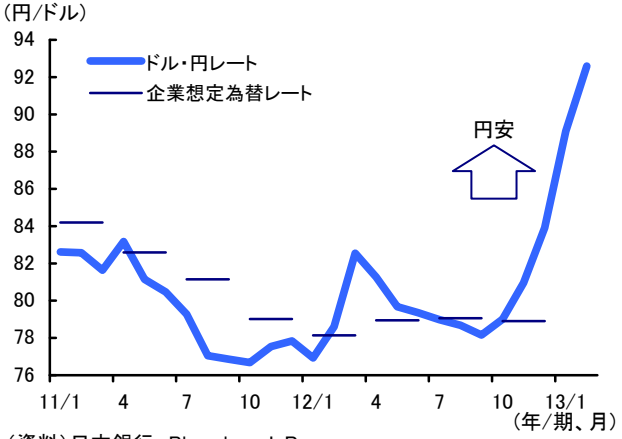
円安は輸出企業にプラスも、輸入価格の上昇も招来

安倍新政権は、政策方針として、①大胆な金融緩和、②積極的な財政出動、③成長戦略、を「３本の矢」と命名し、長引くデフレからの脱却と円高の是正を最重要目標に設定。

こうした政策にいち早く反応したのが為替市場。円は、日銀による一段の金融緩和を期待して、企業の想定為替レートを大幅に超える水準まで下落。円安は輸出環境の改善を通じて企業収益を押し上げる効果。仮にドル・円が１ドル＝90円となった場合、2013年度の企業収益および実質ＧＤＰは、それぞれ＋2.6%、＋0.5%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、家計に対しては、金融緩和を通じた円安で、仮に物価が上昇に転じたとしても、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、消費が冷え込む恐れ。足許では、家庭用のガソリンや灯油価格が、ドル建てのエネルギー価格の上昇に円安が加わり既に上昇。こうした事態が長引けば、実質購買力の低下を招来する可能性。

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1)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。
(注2)ドル・円は月次平均値で、直近は2月4日までの平均値。

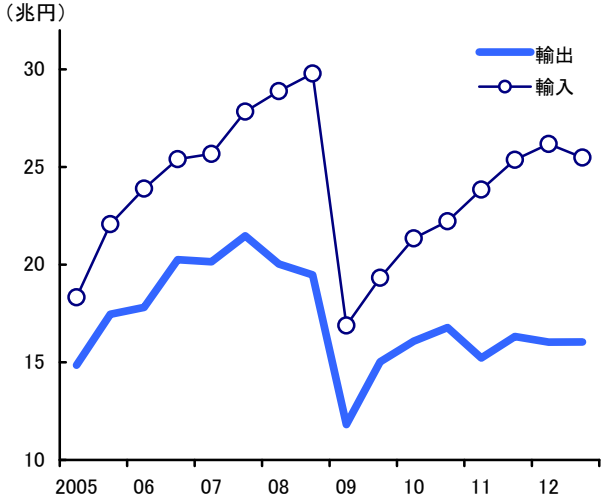
円安が企業収益とGDPに与える影響(試算)

(%)

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

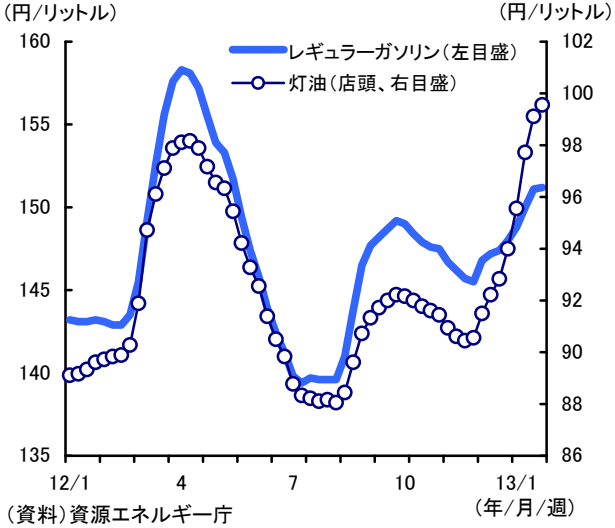
(資料)内閣府、財務省などを基にマクロモデルによりシミュレーション
(注1)経常利益は金融・保険を除くベース。
(注2)1ドル＝82.0円(2013年度)をベースラインとするメインシナリオからのかい離率。

貿易取引におけるドル建て決済額



(資料)財務省を基に日本総研作成

ガソリン、灯油価格(全国平均)



(資料)資源エネルギー庁

景気対策が2013年度実質ＧＤＰを＋0.8%押し上げ

安倍政権は、１月11日に総額13.1兆円の補正予算案を閣議決定。財務省公表の補正予算案概要を基に「真水」を試算したところ、老朽化、防災・減災対策などを中心に約4.6兆円が直接ＧＤＰの押し上げに寄与する見込み。

見通しでは、策定した予算は当該年度中に事業者と契約し、３ヵ月程度で支払いを済ませなければならないといった原則を踏まえ、補正予算案が２月に成立し、３月より約１年程度かけて顕在化すると想定。以上を踏まえて、マクロモデルシミュレーションにより、ＧＤＰの押し上げ効果を試算すると、2013年度の実質ＧＤＰは国内民需への波及効果も含めて＋0.8%ポイント押し上げられることに。

もっとも、公共投資に関しては、震災からの復旧・復興と同様、ヒト・モノのボトルネックの問題が存在。これらのボトルネックが解消されなければ、復旧・復興事業と同様に経済対策における公共事業も遅れることとなり、その場合は景気の押し上げが、「より緩やかに、長く」なる可能性。政府は、円滑に事業の執行を進めるための方策をとる必要。

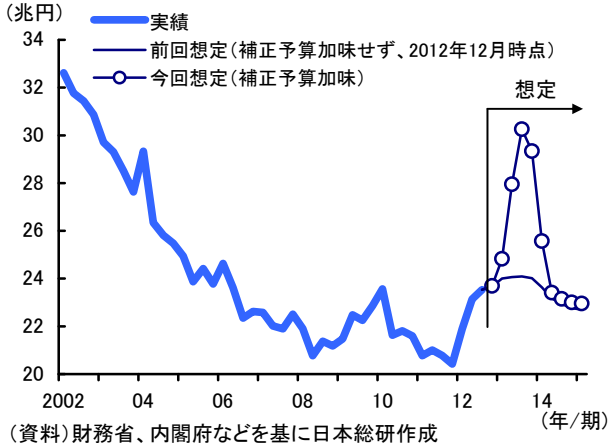
緊急経済対策の概要

（兆円）

【復興・防災対策】	3.79
1. 東日本大震災からの復興加速	1.59
社会インフラの整備や住民の定着促進	0.20
来年度の復興財源追加（復興債の減額・償還）	1.27
2. 事前防災・減災等	2.20
命と暮らしを守るインフラ再構築	1.23
社会の重要インフラなどの防御体制の整備	0.54
学校の耐震化・老朽化対策などの防災対策推進	0.27
【成長による富の創出】	3.14
1. 民間投資の喚起による成長力強化	1.79
成長力強化、省エネ・最エネ促進のための設備投資促進	0.34
研究開発、イノベーション推進	0.89
国際競争力強化に資するインフラ整備	0.49
2. 中小企業・小規模事業者・農林水産業対策	0.95
中小企業・小規模事業者への支援	0.86
3. 日本企業の海外展開支援等	0.14
4. 人材育成・雇用対策	0.27
【暮らしの安心・地域活性化】	3.10
1. 暮らしの安心	0.78
医療・教育・子育て	0.40
安心の確保	0.13
台風、豪雨災害からの復旧	0.18
2. コンパクトシティ、農業の体質強化	0.93
農業の体質強化、住みよい地域の構築	0.58
地方交付税交付金の増額	0.29
3. 地域経済活性化、雇用創出臨時交付金	1.40
【公共事業など国庫債務負担行為】	0.25
【財政支出計】	10.28
【うち真水】	4.60

（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。

名目公共投資（年率、季調値）



（資料）財務省、内閣府などを基に日本総研作成
（注1）補正予算が2013年2月に成立すると想定。
（注2）公共投資の顕在が3月から6ヵ月後にピークを迎え1年程度で収束すると想定。

緊急経済対策によるGDP押し上げ効果（試算）

（%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）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）ベースラインからのかい離率。

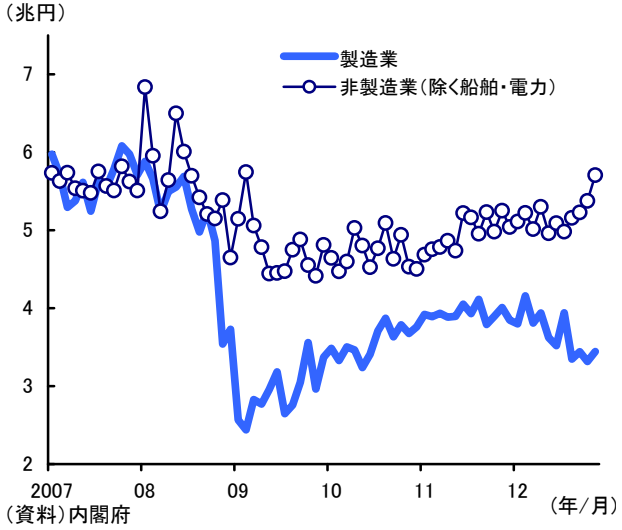
金融緩和、景気対策とともに国内民需の自律回復力向上を

日銀の一段の金融緩和による円安や景気対策、復興需要などにより、先行きわが国景気は底上げされる見込み。もっとも、民間部門では機械受注が製造業を中心に減少しているほか、雇用・所得も伸び悩むなど内需本来の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、あくまでも短期的な処方箋に過ぎず。長引くデフレから脱却し、日本経済の再生を確かなものとするには、わが国の潜在成長率を押し上げ、輸出増、生産増をきっかけに投資増、雇用所得増という「自律回復」のメカニズムを動かすための構造改革・規制緩和を進める必要。

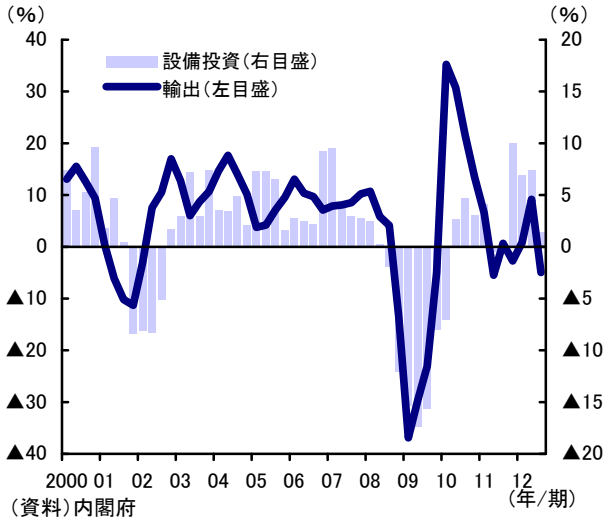
そのためには、第３の矢「成長戦略」の行方が最も重要。新政権には、わが国の中長期的な成長戦略について深く切り込む決断力と、それを実行に移す実行力が求められることに。

機械受注（季調値、年率）



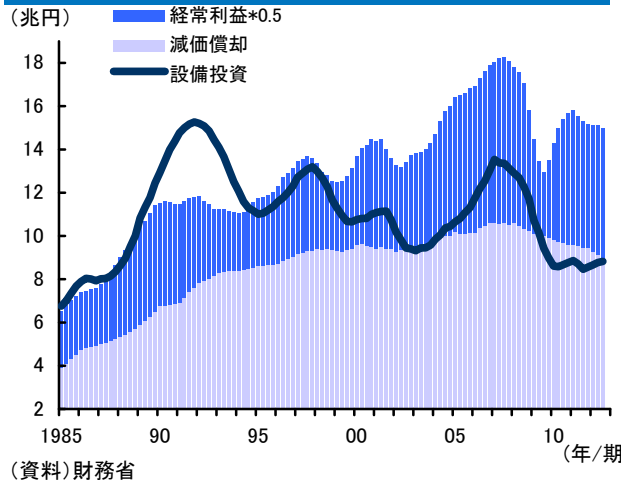
（資料）内閣府

輸出と設備投資（前年比）



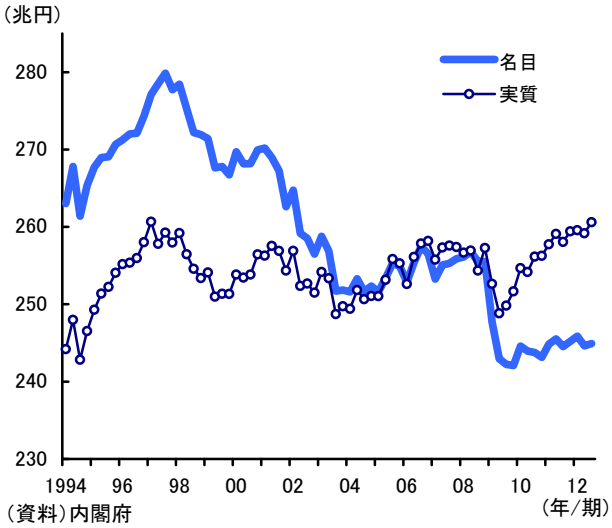
（資料）内閣府

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）CF＝経常利益*0.5＋減価償却費。
（注2）金融業、保険業を除く。

雇用者報酬（年率、季調値）



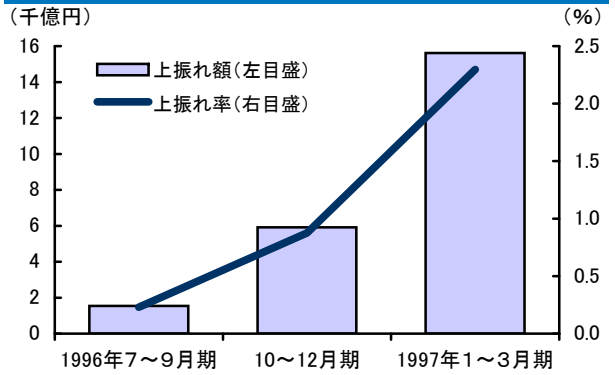
（資料）内閣府

消費増税による需要急減は外需で一部吸収される見通し

2014年度までの景気を見通すにあたってのその他の変動要因に、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。

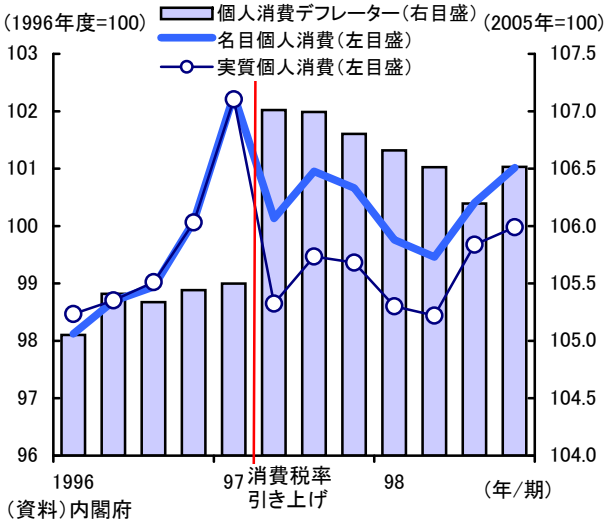
もっとも、消費税率引き上げに伴う需要の急減は、外需の回復で一部が吸収される見通し。2014年の米中景気の見通しと、わが国輸出の所得弾性値の推計によれば、対米、対中輸出だけで少なくとも＋３％程度のプラスが期待。加えて、円安も輸出の押し上げに作用。なお、中国については生産拠点としての位置付けが依然強いため、わが国の対中輸出は中国の輸出動向と強く連動。今後、中国の成長のメインが輸出を中心とした沿海部から、インフラ投資を中心とした内陸部にシフトしていけば、これまでのような輸出の大幅な伸びは期待しにくくなる可能性も。

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

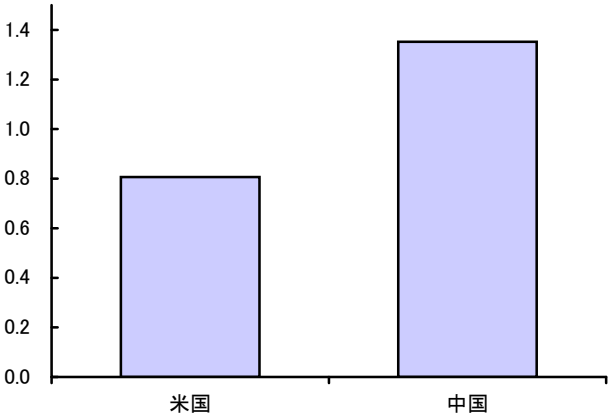
消費税引き上げ年度の影響（5%→8%、試算）

（%）

	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年度は高成長が見込まれるも、14年度はマイナス成長に

わが国景気は昨年春以降悪化したものの、足許で底入れの動き。2013年入り後は、自動車販売の反動減が一巡するほか、海外景気も持ち直しに向かうとみられることから、回復が明確化する見込み。４～６月期以降は、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前期比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、景気を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。

わが国主要経済指標の予測値（2013年２月４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
	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3			
	（実績）	（予測）										（予測）		
実質GDP	▲ 3.5	▲ 0.4	1.8	3.7	3.5	2.9	1.7	▲ 8.4	1.2	1.5	2.2	1.0	2.1	▲ 0.7
個人消費	▲ 1.7	▲ 0.2	0.6	0.8	1.0	3.8	6.1	▲ 14.6	0.9	0.4	1.5	1.2	1.2	▲ 2.0
住宅投資	3.7	4.1	1.8	7.6	15.3	11.5	▲ 8.3	▲ 20.3	▲ 13.2	▲ 4.8	▲ 1.5	3.0	6.7	▲ 8.2
設備投資	▲ 11.3	0.0	3.0	3.6	3.8	3.8	4.8	3.0	3.6	4.3	4.1	0.1	2.3	3.8
在庫投資 （寄与度）	（ 1.0）	（ 0.0）	（ 0.0）	（ 0.0）	（ 0.0）	（ 0.0）	（▲ 0.3）	（ 0.3）	（ 0.0）	（ 0.1）	（ 0.1）	（ 0.0）	（ 0.1）	（ 0.0）
政府消費	2.4	0.8	0.5	0.3	0.2	0.5	0.7	0.6	0.5	0.6	0.5	2.4	0.5	0.5
公共投資	6.1	1.9	19.6	59.4	36.3	▲ 12.0	▲ 42.5	▲ 29.8	▲ 4.3	▲ 2.6	▲ 0.8	13.4	17.2	▲ 18.1
純輸出 （寄与度）	（▲ 2.8）	（▲ 0.6）	（▲ 0.1）	（▲ 0.0）	（ 0.2）	（ 0.4）	（ 0.6）	（ 2.0）	（ 0.6）	（ 0.7）	（ 0.6）	（▲ 0.9）	（▲ 0.2）	（ 0.9）
輸出	▲ 18.9	▲ 3.9	1.1	4.6	4.9	5.1	5.2	6.4	5.3	5.8	5.8	▲ 1.0	1.4	5.6
輸入	▲ 1.8	0.0	1.8	3.9	3.0	2.2	1.1	▲ 6.3	1.5	1.4	1.8	4.7	2.1	▲ 0.4

（前年比、%）

名目GDP	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 1.3	▲ 0.2	1.6	3.0	3.2	1.4	0.6	0.0	0.5	0.2	1.9	0.6
GDPデフレーター	▲ 0.8	▲ 0.8	▲ 0.9	▲ 0.5	▲ 0.6	0.0	0.2	1.5	1.3	1.3	1.5	▲ 0.8	▲ 0.2	1.4
消費者物価 （除く生鮮）	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	0.1	0.3	0.2	2.7	2.7	2.7	2.7	▲ 0.2	0.1	2.7
鉱工業生産	▲ 4.6	▲ 5.9	▲ 4.1	▲ 1.1	4.9	8.9	6.6	1.3	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 2.5	4.8	0.1

完全失業率 （%）	4.2	4.2	4.1	4.1	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0	3.9	3.9	4.2	4.0	3.9
経常収支 （兆円）	1.58	0.16	0.03	▲ 0.13	0.04	0.20	0.48	1.04	1.57	1.99	2.47	2.94	0.60	7.09
対名目GDP比 （%）	1.4	0.1	0.0	▲ 0.1	0.0	0.2	0.4	0.9	1.3	1.6	2.0	0.6	0.1	1.5
円ドル相場 （円/ﾄﾞﾙ）	79	81	90	89	88	90	91	92	93	94	95	82	90	94
原油輸入価格 （ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ）	106	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
	（予測）		
米国	2.2	1.6	2.6
ユーロ圏	▲ 0.5	▲ 0.2	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）		
11月号	▲ 0.0	1.7	1.4	
12月号	▲ 0.0	0.7	1.1	0.3
1月号	0.3	1.0	1.3	0.3

長期金利は当面は低水準で推移

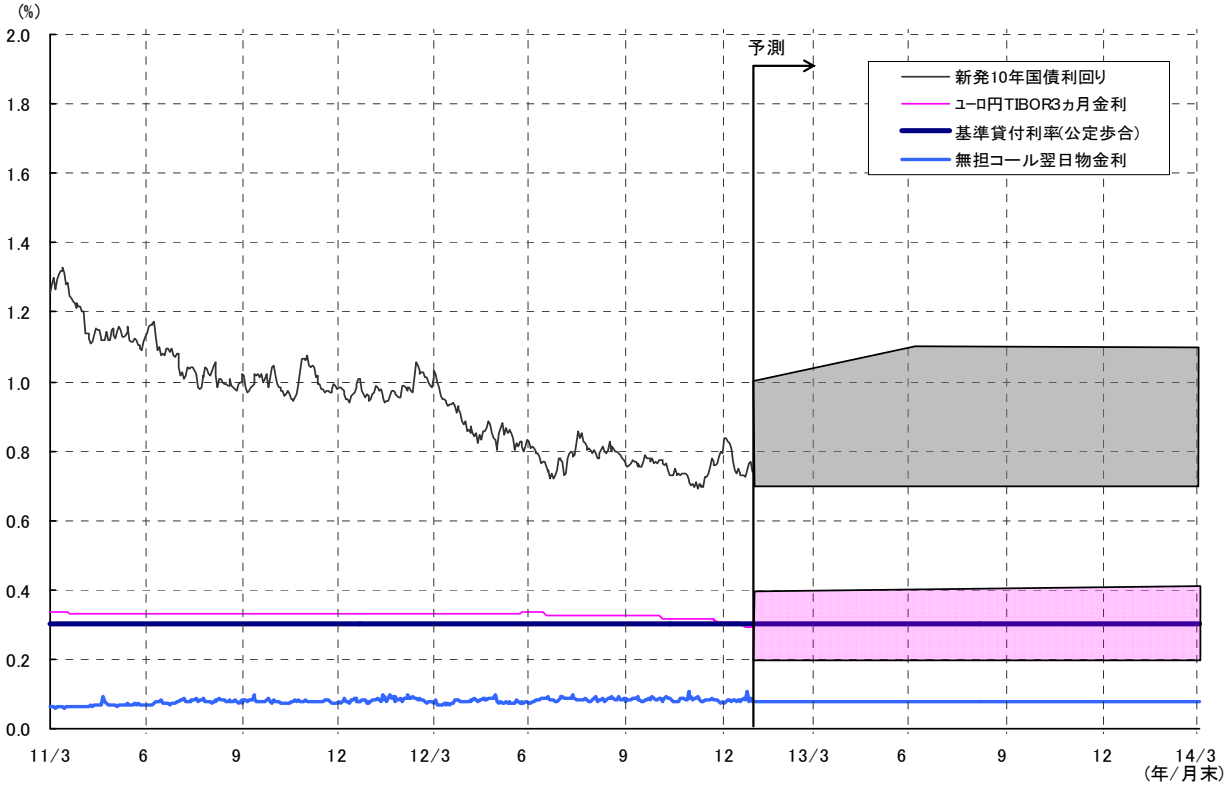
日銀は、1月21、22日の定例会合で、物価目標２％の導入と2014年以降の資産買入基金の無期限買入を決定。同時に、早期のデフレ脱却と持続的な経済成長の実現に向け、政府・日銀の連携を強化するとの共同声明も発表。

今後を展望すると、当面、日銀は、早期のデフレ脱却に向けた姿勢を明確にした政策運営を継続する見込み。今後も、状況に応じて、追加的な緩和策を実施する見通し。

長期金利は、わが国の景気回復への期待感や国債発行の増加による需給悪化懸念から、年始には、0.8%台前半まで上昇。その後は、日銀の追加緩和期待を背景に、0.7%台前半まで低下。

先行きを展望すると、日銀による一段の金融緩和が金利下押しに作用する一方、①わが国景気の回復期待、②国債発行の増加見通し、③物価目標導入によるインフレ期待、が金利押し上げ要因となり、春先以降徐々に水準を切り上げていく見通し。

わが国主要金利の見通し



(%)

	2012年				2013年				2014年
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3
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	0.30	0.38	0.33	0.32	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
円ｽﾜｯﾌﾟ５年物金利	0.48	0.43	0.37	0.30	0.30	0.35	0.40	0.45	0.45
新発10年国債利回り	1.00	0.88	0.79	0.75	0.75	0.80	0.85	0.90	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

金融政策：大幅な変更も、デフレ脱却には高いハードル

日銀は、１月22日に、金融政策を大幅に変更。具体的には、①「物価安定の目標」としてコアＣＰＩ前年比＋２％の導入、②「期限を定めない資産買入れ方式」の導入、③「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について（共同声明）」の公表。

もっとも、今回の決定では、物価目標２％の達成へ向けた具体的な道筋・方策は示されておらず。政策委員の大勢見通しでも、2014年度までは、コアＣＰＩは前年比１％にも達しない見込みであり、どのようにデフレ脱却を進めていくかが大きな課題に。

今後、日銀は、デフレ脱却を実現するために、段階的に緩和策を講ずる見込み。もっとも、金融政策のみではデフレ脱却に限界も。実際、2010年10月に日銀が包括緩和を導入して以降も、ＣＰＩは下落基調で推移。

デフレ脱却のためには、日銀の金融政策だけでなく、政府による成長戦略の推進を通じてＧＤＰギャップを解消させることも必要。

日銀金融緩和のポイント

①「物価安定の目標」として消費者物価の前年比上昇率2%の導入
・「物価安定の目標」を導入
・「目途」から「目標」へ表現を変更
・「物価安定の目標」とは、日銀として持続可能な物価の安定と整合的と判断する物価上昇率を示したもの
・「物価安定の目標」は消費者物価の前年比上昇率2%
②「期限を定めない資産買入れ方式」の導入
・2014年初から、期限を定めず毎月一定額の金融資産を買入れる方式を導入
・毎月の買入額は計13兆円（内訳：長期国債　2兆円、短期国債　11兆円）
・基金の残高は2014年中に、111兆円程度に
③「デフレ脱却と持続的な経済成長実現のための政府・日銀の政策連携について（共同声明）」の公表
・早期のデフレ脱却に向け、政府・日銀の政策連携を強化
・日銀は、「物価安定の目標」である消費者物価前年比上昇率2%の早期実現に向け金融政策を推進
・政府は、財政への信認を確保し、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取り組みを強力に推進
・経済財政諮問会議で、物価情勢と経済・財政状況、経済構造改革の取組状況を定期的に検証

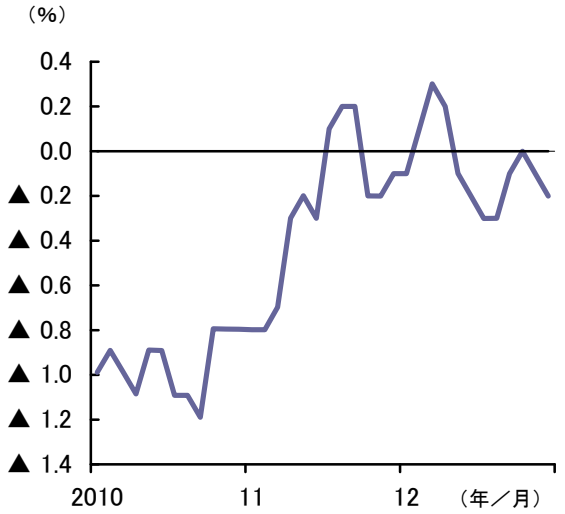
（資料）日本銀行を基に日本総研作成

政策委員の経済・物価の大勢見通し

	実質GDP	コアCPI	国内企業物価指数
2012年度	＋1.0	▲0.2	▲1.2
前回見通し	＋1.5	▲0.1	▲1.1
2013年度	＋2.3	＋0.4	＋0.8
前回見通し	＋1.6	＋0.4	＋0.5
2014年度	＋0.8	＋2.9	＋4.1
前回見通し	＋0.6	＋2.8	＋4.2
消費税引き上げの影響を除くケース		＋0.9	＋1.2
前回見通し		＋0.8	＋1.3

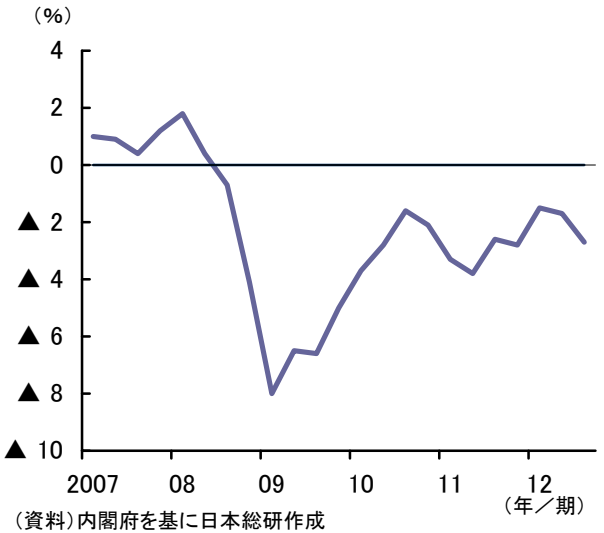
（資料）日本銀行を基に日本総研作成
（注1）前回見通しは、2012年10月の「展望レポート」のもの
（注2）数値は政策委員の予測値の中央値

消費者物価（生鮮食品を除く総合）の推移



（資料）総務省を基に日本総研作成

GDPギャップの推移



（資料）内閣府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（%）	国債（%）	￥／$（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（%）
09/5	0.10	0.58	0.70	0.68	0.93	1.36	0.38	1.44	1.48	2.11	96.51	131.91	9304.43	882.40	0.18	0.82	3.30	8398.37	1.28	3.42
09/6	0.10	0.56	0.68	0.68	0.93	1.41	0.36	1.48	1.48	2.10	96.67	135.47	9810.31	921.57	0.21	0.62	3.70	8593.00	1.23	3.55
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	0.21	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	1.35
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	0.16	0.30	1.88	13615.32	0.21	1.56