

---

# 日本経済展望

2012年9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. 4

◆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）

◆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）

◆金利動向担当 塚田 雄太（Tel：03-6833-6719 Mail：tsukada.yuta@jri.co.jp）

◆本資料は2012年9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：足許の景気は回復基調が一服

現状

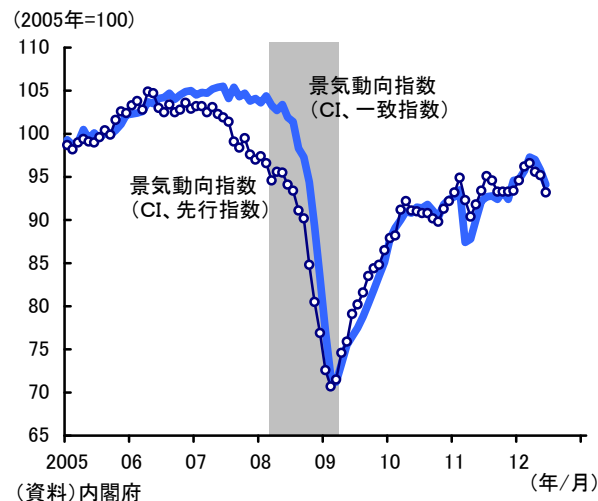
景気分析

見通し

金利動向

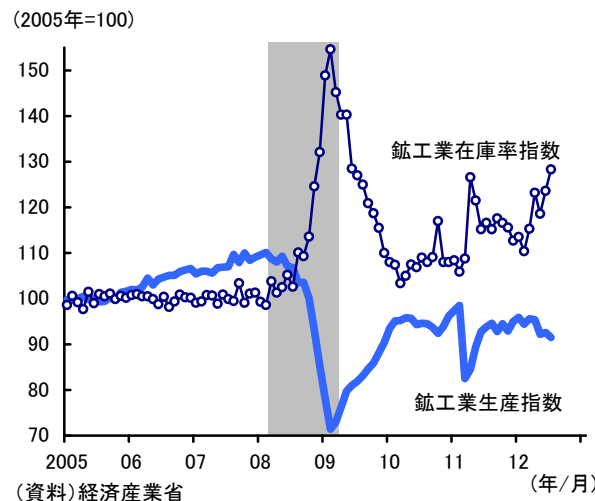
## 景気

出荷や小売売上高が減少するなど、景気は回復基調が一服



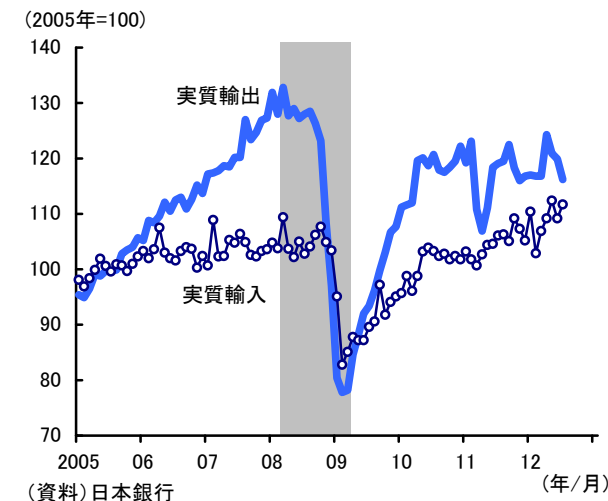
## 企業

生産は計画に反して2ヵ月ぶりの減産  
在庫率は2009年6月以来の高水準



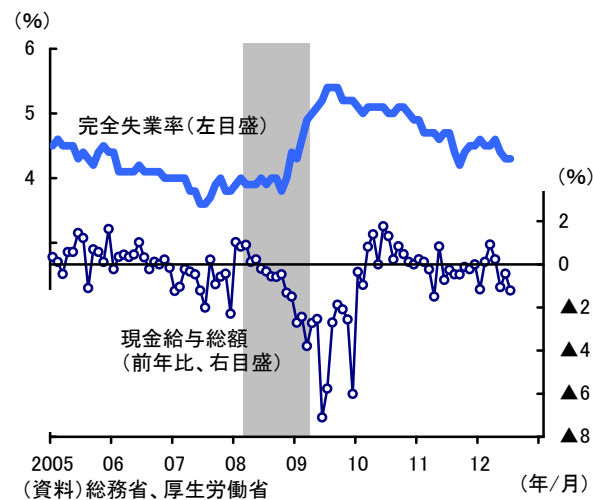
## 外需

輸出は下支え役の米国向けも減少  
輸入は引き続き増加基調



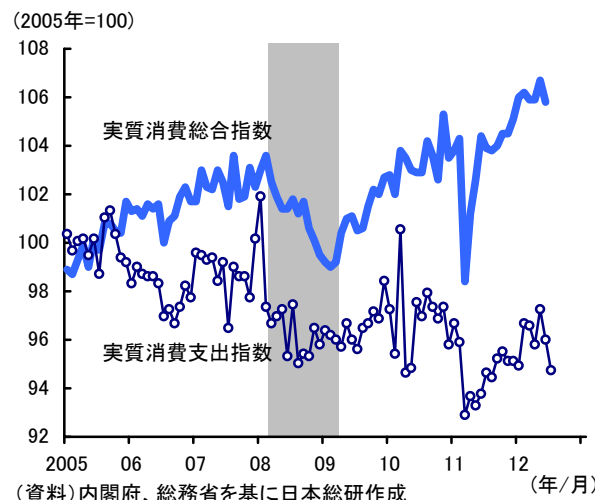
## 雇用所得

失業率は緩やかに改善  
給与は特別給与を中心にやや弱い動き



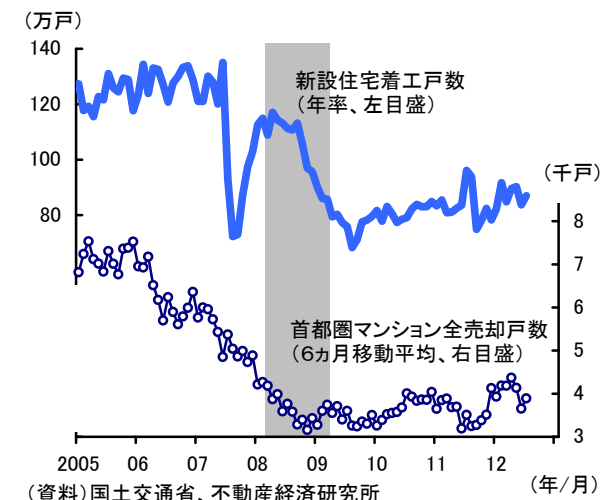
## 消費

予算払底を前にエコカー補助金による消費けん引力は薄れる状況



## 住宅

住宅着工は一進一退で推移  
マンション販売は弱含み



※シャドー部は景気後退期

# 生産や外需など一部指標に弱い動き

現状

景気分析

見通し

金利動向

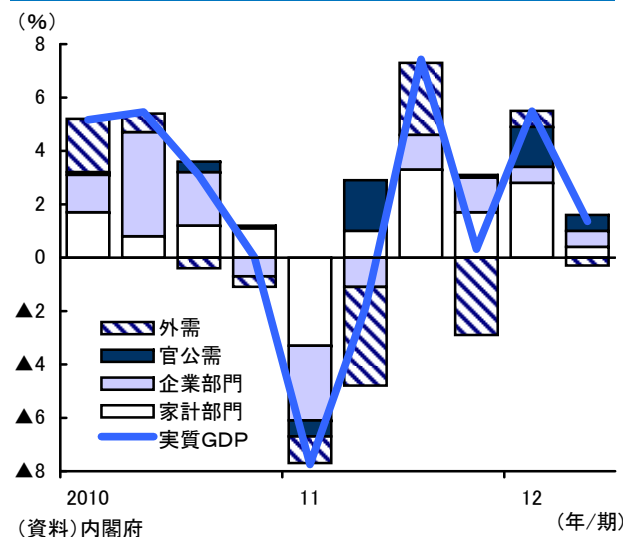
4～6月期の実質GDPは、前期比年率+1.4%と4四半期連続のプラス成長を維持したものの、前期（同+5.5%）からは減速。

こうしたなか、足許では一部指標に弱い動きを看取。景気ウォッチャー調査は家計動向、企業動向のいずれも景況感の低迷が持続。

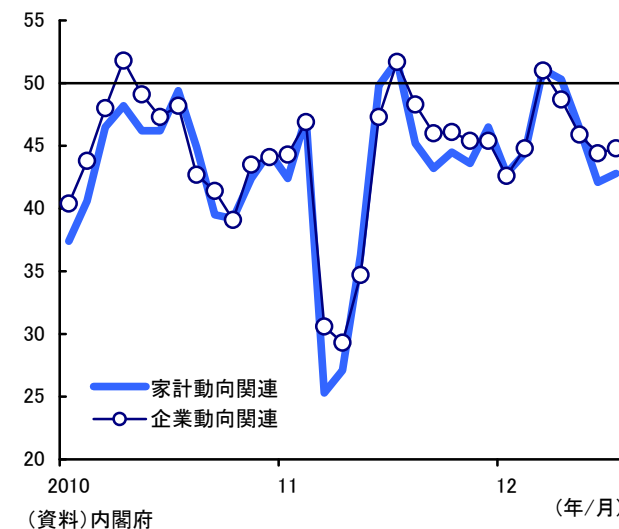
鉱工業生産指数は、7月が前月比▲1.2%と予測指数に反して低下し、震災からの急回復以降、最低水準に。業種別にみると、当初大幅増産が見込まれていた電子・デバイスのほか、一般機械、鉄鋼など幅広い業種で減産。製造工業生産予測指数によると、8月はほぼ横ばいの後、9月は再び減産となる見通し。震災からの復興需要が引き続き生産を下支えするとみられるものの、今後はエコカー補助金の終了や、海外経済減速に対する懸念の強まりが生産活動の下押し要因に。

輸出は実質ベースで3ヵ月連続の減少。中国向けで横ばい、欧州向けで減少基調が続くなか、これまで輸出を下支えしてきた米国向けも3ヵ月連続で減少し、外需に減速懸念。

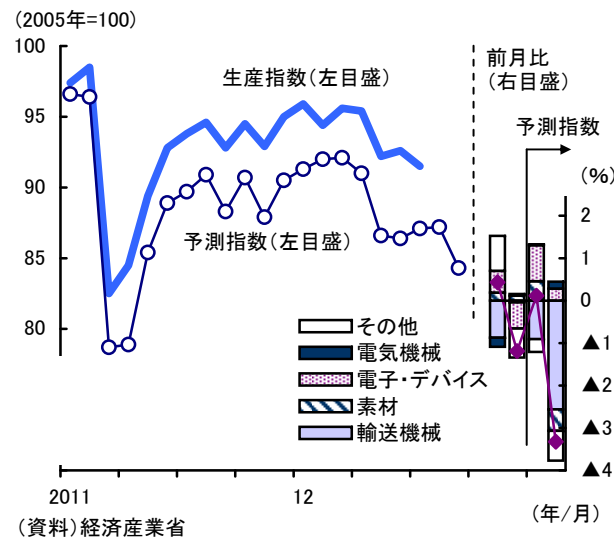
実質GDP成長率(前期比年率)



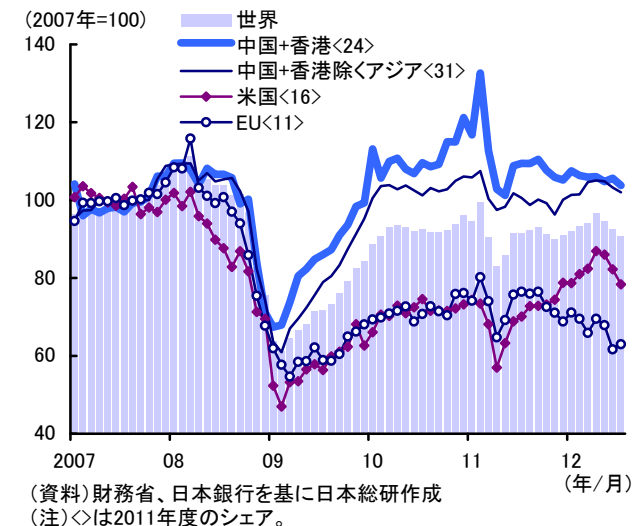
景気ウォッチャー調査



鉱工業生産指数(季調値)



実質輸出(季調値)



# 復興需要が続く一方でエコカー補助金の下支えに翳り

現状

景気分析

見通し

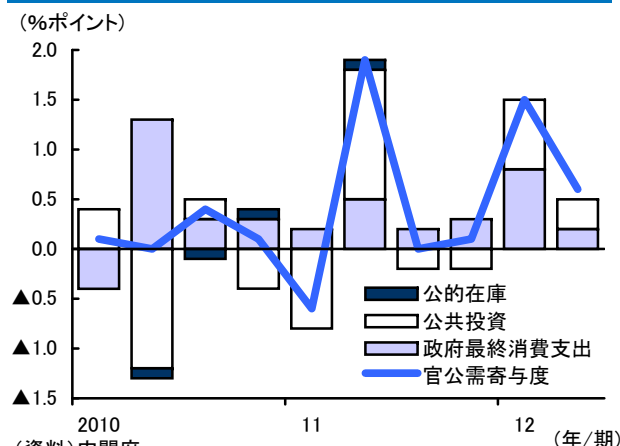
金利動向

景気回復の下支え役は、震災からの復旧・復興による内需押し上げ。実質GDPに対する官公需の前期比寄与度は震災以降総じてプラスが持続。遅れていた公共投資も2012年入り後、2四半期連続のプラスと、復旧・復興に向けた動きは本格化。

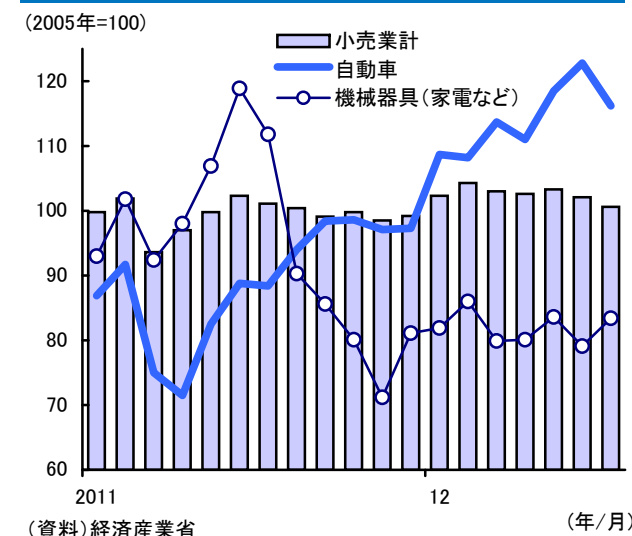
個人消費は、エコカー補助金の終了を間近に控えているものの、自動車販売に目立った駆け込み需要はみられず。消費者マインドの改善が一服するなか、地上デジタル放送への移行に伴う駆け込みの反動に見舞われているテレビをはじめとした家電の低迷にも変化はみられず、消費全体ではほぼ横ばい基調。

物価（コアCPI）は、7月が前年比▲0.3%と3ヵ月連続の下落。財別にみると、エネルギー価格の下落を受けて、石油製品がマイナスに寄与したほか、家具・家電製品などのデフレ圧力もなお残存。食料（酒類を除く）およびエネルギーを除くベースでは7月に前年比▲0.6%と下落持続。

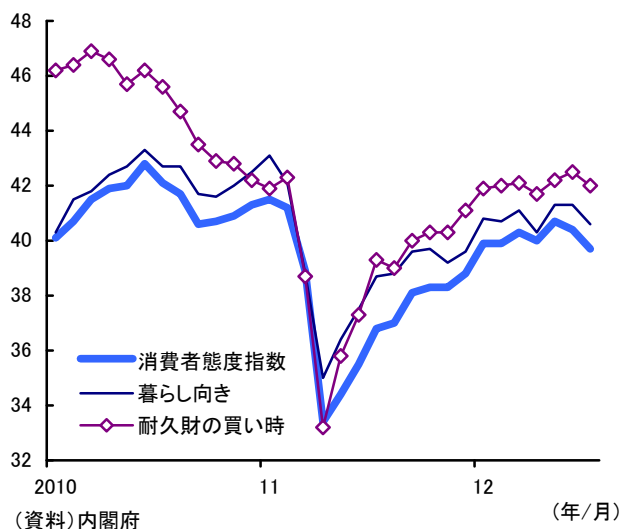
官公需の実質GDP寄与度(前期比年率)



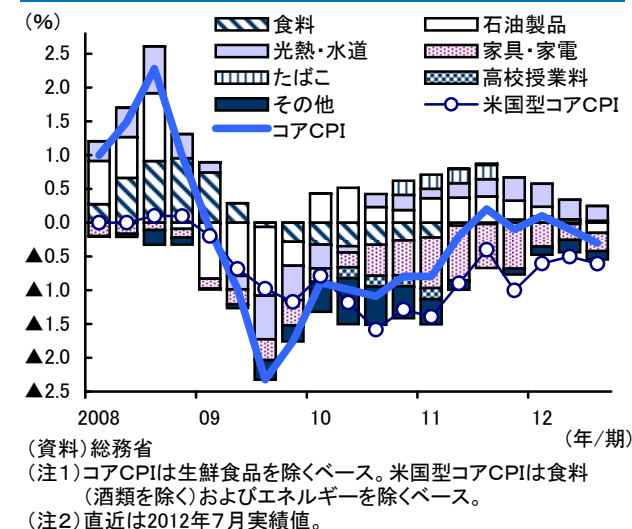
小売販売額指数(季調値)



消費マインド(季調値)



コアCPI(前年比)



# 米中景気の失速回避を受けて外需の下振れ圧力は限定的

現状

景気分析

見通し

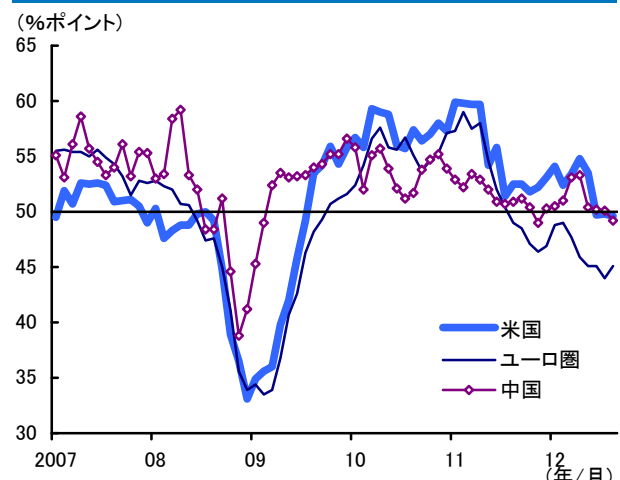
金利動向

海外の製造業景況感（PMI）指数は景気悪化が続くユーロ圏のほか、米国や中国でも良し悪しの分かれ目となる50を割り、同国・地域向けの輸出が一段と落ち込む懸念。

もっとも、米国経済は実際の生産活動や輸出が増勢を維持するなど、企業部門が堅調なほか、家計部門でも債務調整が徐々に進展していることなどから、緩やかな回復基調に変化はない見通し。中国経済も当面減速が続くとみられるものの、インフレ圧力が緩和に向かうなか、金融緩和や財政政策が支えとなり、内需が徐々に持ち直す見込み。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ものの、わが国のEU向け輸出のウエイトは小さいため、直接的なマイナス影響は小。以上を踏まえると、わが国の輸出や生産への下振れ圧力は限られる見込み。

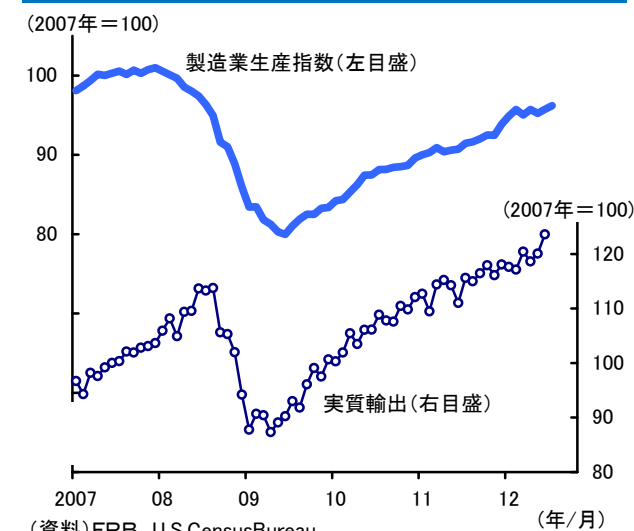
もっとも、EUとの貿易取引規模が大きい中国の輸出は足許で急減速しており、生産財を中心とするわが国の対中輸出の下振れ圧力が増大する恐れも。加えて、欧州重債務国の債務問題が深刻化すれば、円高や株安などを通じてわが国へのマイナス影響は無視できず。

米欧中の製造業PMI(季調値)



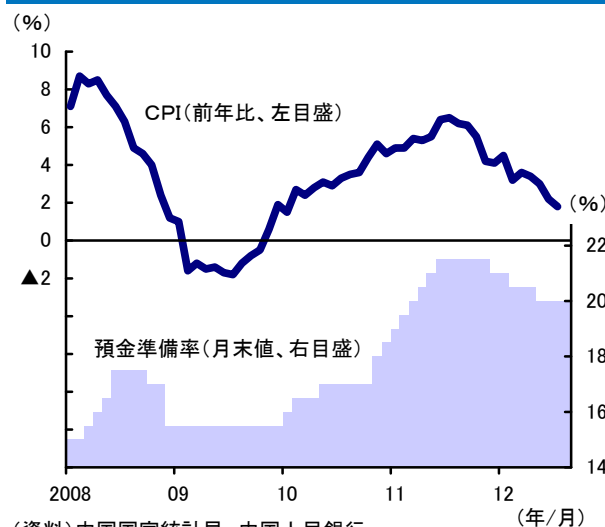
(資料) Institute for Supply Management, Markit, 中国物流購入連合会

米国の生産と輸出(季調値)



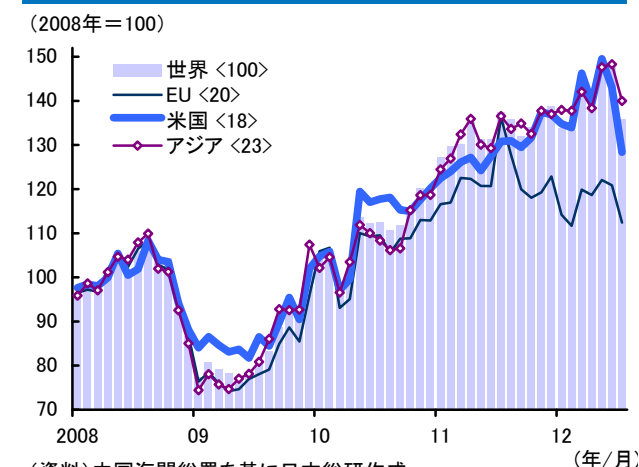
(資料) FRB, U.S. Census Bureau

中国のCPIと預金準備率



(資料) 中国国家统计局、中国人民銀行

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。



# 復興需要は2013年にかけて景気を押し上げ

現状

景気分析

見通し

金利動向

政府は震災からの復旧・復興に向けて、これまで約18.5兆円の予算を策定。このうち約11.5兆円が「復興需要」としてGDPの押し上げに直接寄与する見込み。中央政府に加えて、被災3県でも通常時の予算額を上回る規模で震災関連予算が策定され、予算面では1995年の阪神・淡路大震災時と比べて遜色がない進捗状況。

予算の策定を背景に、震災からの復旧・復興に向けた経済活動も年明け以降顕現化。公共工事に対して先行性を有する請負金額は増勢が加速しており、4～6月期以降も公共投資は増加が続く見通し。

こうした状況を踏まえ、官公需と住宅着工について、阪神・淡路大震災の復興パターンなどを基に、今後の復興需要を想定。マクロモデル・シミュレーションによる試算では、2012年にかけて実質GDPを大きく押し上げ。年度ベースでは2012年度が+1.9%ポイント、2013年度が+0.7%ポイントの押し上げ効果に。

復興需要(試算)

|           | 1次<br>補正 | 2次<br>補正 | 3次<br>補正 | 4次<br>補正 | 12年度<br>予算 | 累計   |
|-----------|----------|----------|----------|----------|------------|------|
| 政府消費支出    | 0.5      | 0.0      | 0.8      |          | 0.7        | 2.0  |
| 公共投資      | 1.3      | 0.0      | 3.4      | (注2)     | 0.9        | 5.6  |
| 交付金、予備費など | 0.1      | 1.3      | 1.4      |          | 0.9        | 3.8  |
| 合計        | 1.9      | 1.4      | 5.6      | 0.0      | 2.6        | 11.5 |

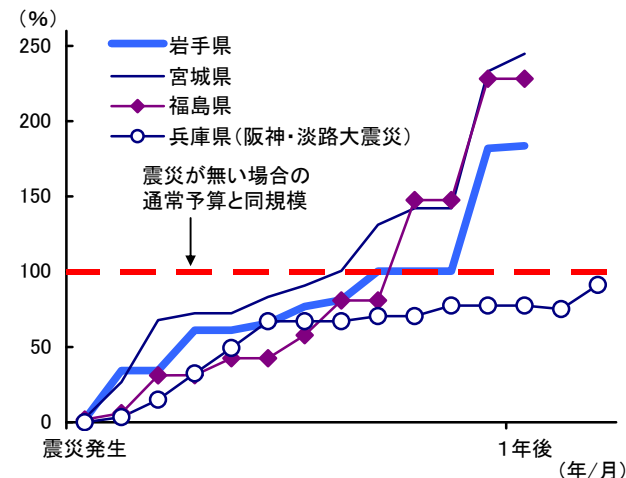
(資料)財務省を基に日本総研作成

(注1)各省各庁予定経費補正要求書等を基に、政府消費支出、公共投資、交付金・予備費に該当する項目を抽出。

(注2)第4次補正予算は、抽出可能な政府消費支出と公共投資がそれぞれ0.05兆円、0.2兆円、交付金が0.3兆円となっているものの、震災の復旧・復興とは関連性がないため、復興需要に計上せず。

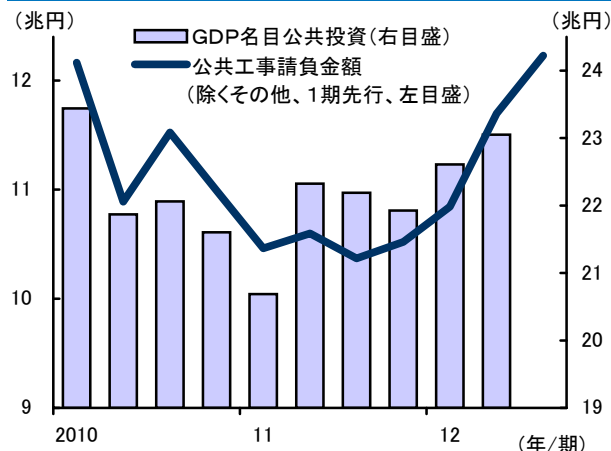
(注3)四捨五入により、累計、合計の一部が項目の合計と一致せず。

被災3県の震災関連予算(通常予算規模対比)



(資料)岩手県、宮城県、福島県、兵庫県などを基に日本総研作成  
(注)震災前年度の当初予算額との比較。

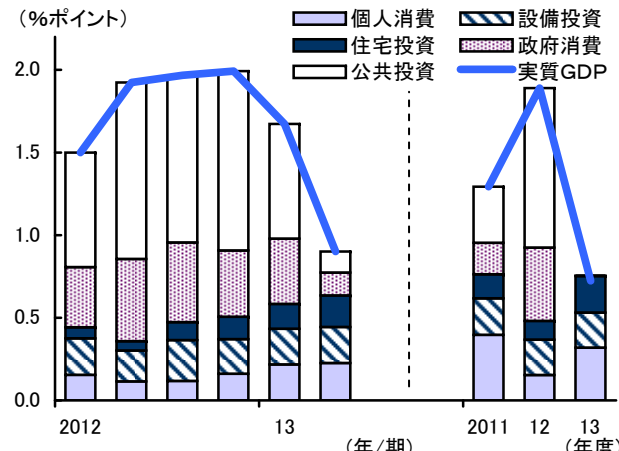
請負金額とGDP公共投資(年率、季調値)



(資料)内閣府、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

(注)震災のがれき処理は公共工事請負金額のその他に分類。

復興需要のGDP押し上げ効果(試算)



(資料)内閣府、国土交通省などを基にマクロモデルによりシミュレーション

(注)メインシナリオからのかい離率。

# 復興ペースが鈍いなかヒト・モノのボトルネックが障害

現状

景気分析

見通し

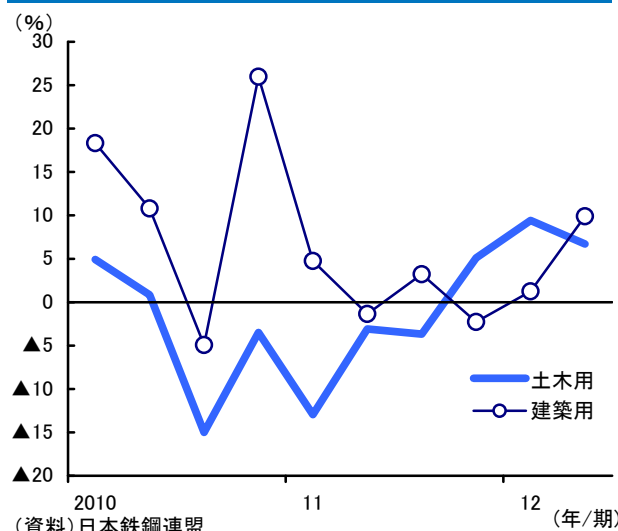
金利動向

もともと、被災地では復旧・復興活動の進展ペースが一部で期待外れの面も。国内向けの建設用鋼材受注のうち、土木用で伸びが鈍化しているほか、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も在庫不足感が高まる状況。

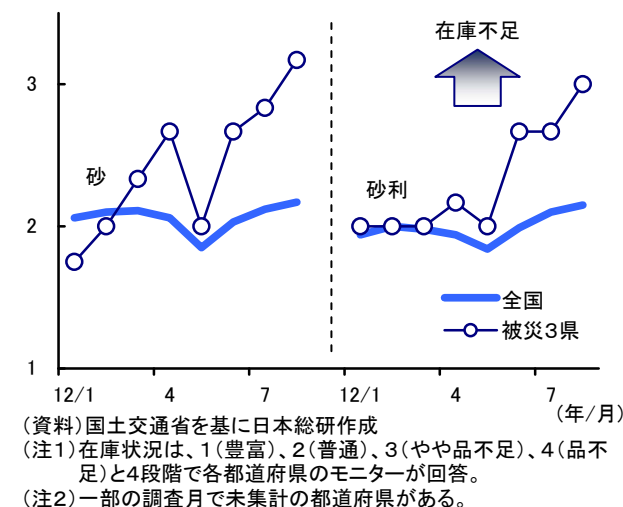
加えて、住宅の復興状況をみても、阪神・淡路大震災を上回る住宅の全壊戸数が生じているものの、着工は低い伸びにとどまっており再建の遅れが顕著。

さらに、復旧・復興関連の人材不足や雇用のミスマッチも問題に。宮城県では、建設関連の有効求人倍率が震災以降急上昇する一方、沿岸部を中心に漁業関連を含む食品製造業の求人倍率は改善が限定的。こうした状況がボトルネックになれば、復興需要は後ズレする恐れも。

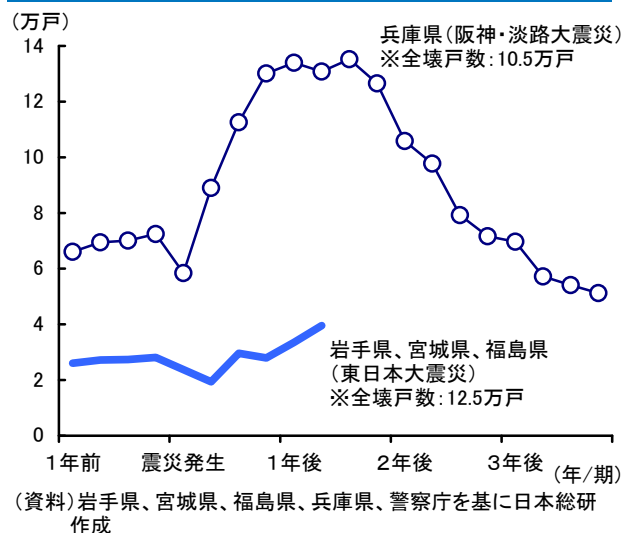
建設用鋼材国内受注(前年比)



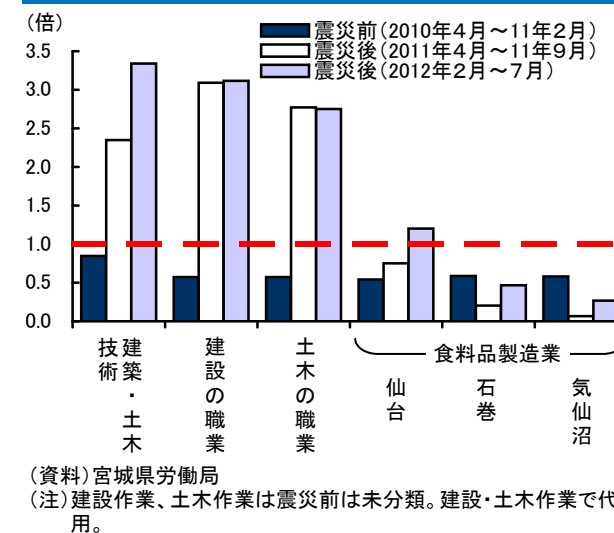
建設資材(砂、砂利)の在庫状況



震災前後の住宅着工戸数(季調値、年率)



宮城県の職業別求人倍率





# エコカー補助金の予算払底で消費は一時的に減少へ

現状

景気分析

見通し

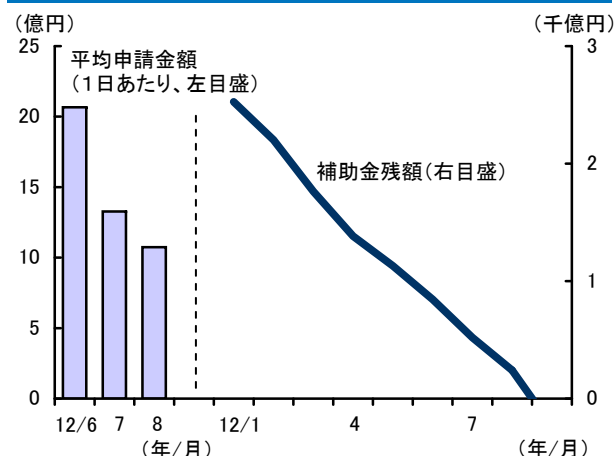
金利動向

個人消費の支えとなっているエコカー購入支援策については、現状、大幅な駆け込み需要は看取されていないものの、現状のペースが続けば、予算は9月に払底する可能性。ちなみに、日本自動車工業会の需要見通しを基に、前回のエコカー補助金終了前後の自動車販売動向をあてはめると、2012年度後半の販売台数は年率で330万台程度となる見込み。秋以降は、前回の補助金実施時と同様、自動車販売が減少する公算が大きく、個人消費の下押し要因に。

もっとも、個人消費を取り巻く環境をみると、①パートタイムを中心に足許で賃金の改善がみられる、②世帯数が増加している60歳以上のシニア層で底堅い消費活動がみられるなど、必ずしも悪くはない状況。

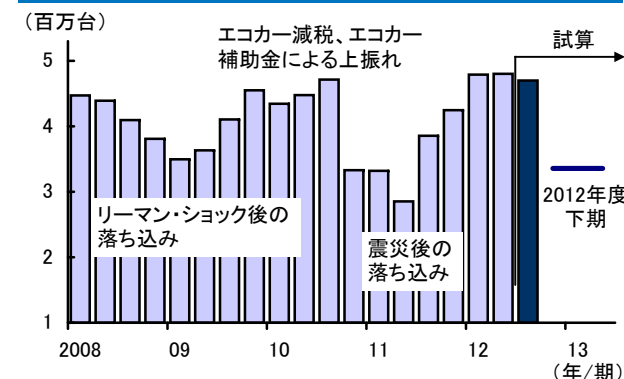
以上を踏まえれば、個人消費は力強い伸びは期待できないものの、エコカー補助金の終了を機に腰折れする事態には至らない見込み。

エコカー補助金申請と残額(試算)



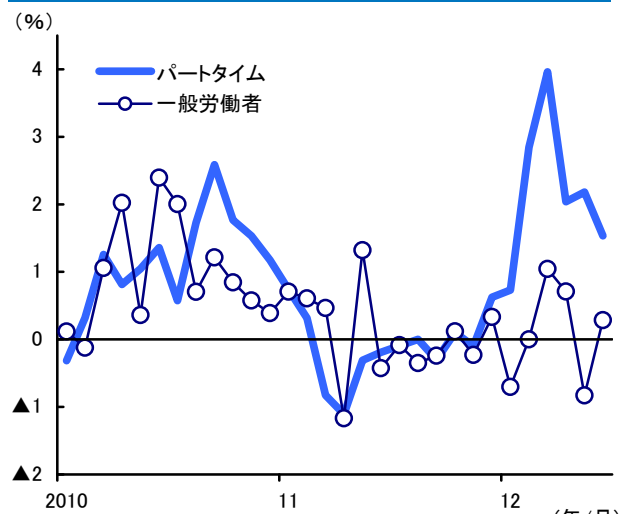
(資料) 次世代自動車振興センターを基に日本総研作成  
(注1) 平均申請金額は各月下旬の平均値。  
(注2) エコカー補助金残額は直近の申請状況が続いた場合で試算。

自動車販売台数(年率、季調値、試算)



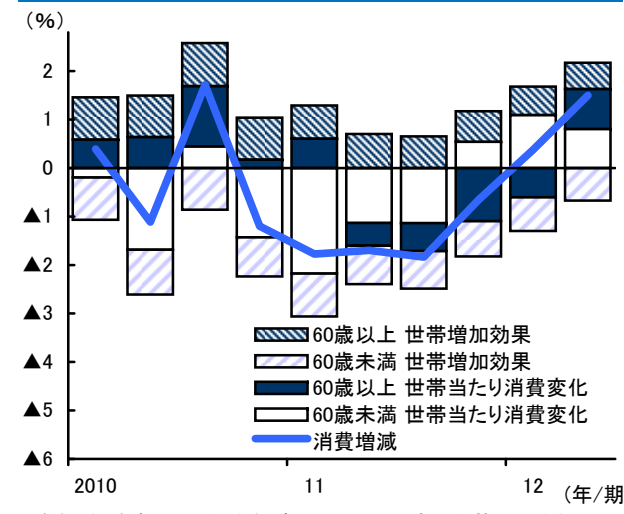
(資料) 日本自動車工業会、日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会などを基に日本総研作成  
(注1) 2012年9月の販売台数は補助金終了後の反動減により「横ばい」と想定。  
(注2) 2012年度後半の販売台数は日本自動車工業会の需要見通しを基に試算。

雇用形態別賃金指数(前年比)



(資料) 厚生労働省

世帯主年齢別実質個人消費(前年比)



(資料) 総務省、国立社会保障・人口問題研究所を基に日本総研作成

# 消費税率引き上げで2013年度に駆け込み需要

現状

景気分析

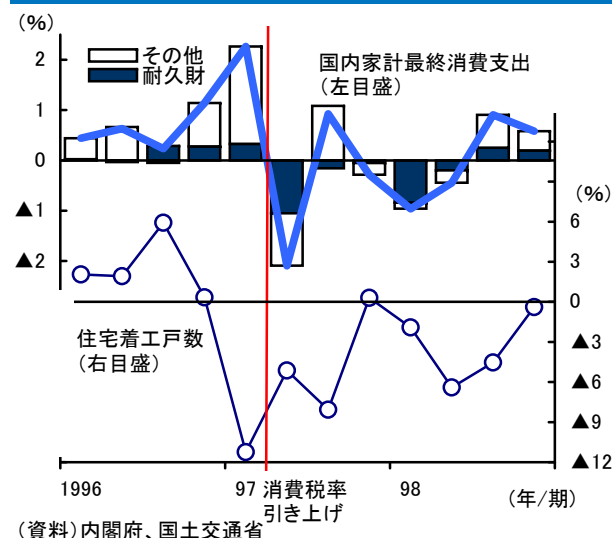
見通し

金利動向

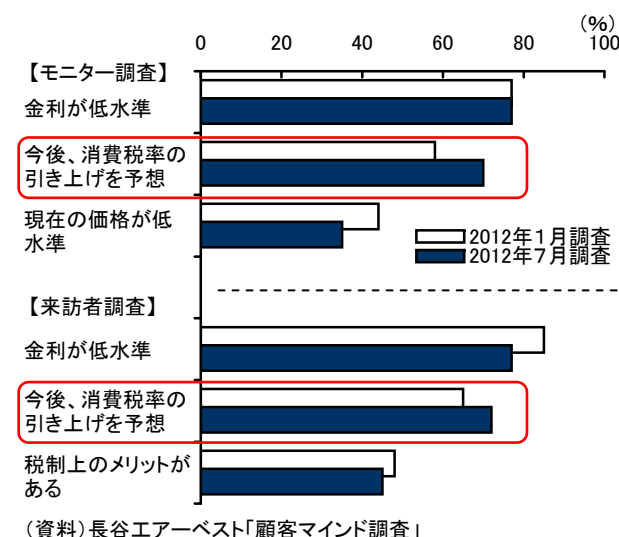
加えて、2014年4月に消費税率の引き上げが実施されれば、2013年度後半は駆け込み需要の発生で景気が大きく上振れる見込み。実際、前回の消費税率引き上げ時（1997年）は個人消費や住宅着工が前年度に大幅に増加。足許では消費税率の引き上げを意識した住宅購入に向けた動きも看取。

もっとも、引き上げ年度にあたる2014年度は反動減が避けられず。さらに、税率引き上げによる物価上昇は、家計の購買力低下を通じて、その後の実質ベースの個人消費を押し下げること。ちなみに、マクロモデル・シミュレーションによれば、消費税率が5%から8%に引き上げられた場合、引き上げ年度にあたる2014年度は、実質GDPが▲0.9%ポイント押し下げられると試算。

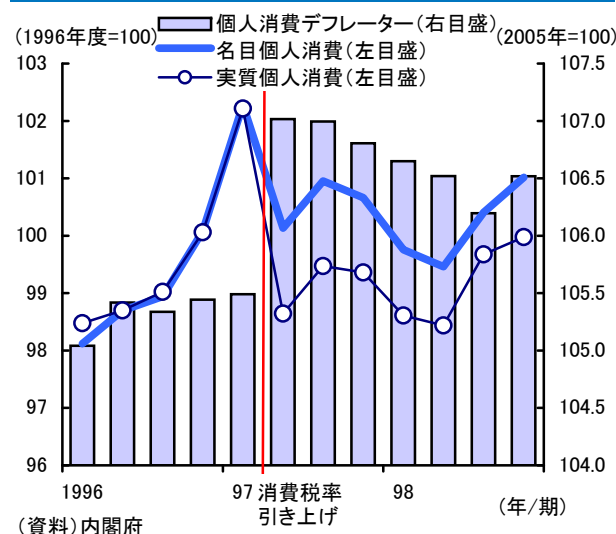
## 消費税引き上げによる駆け込みと反動減



## 住宅を「買い時」と思う理由（複数回答）



## 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）

|        | (%ポイント) |
|--------|---------|
| 実質GDP  | ▲ 0.9   |
| 実質個人消費 | ▲ 1.5   |
| 住宅着工   | ▲ 2.0   |
| CPI    | + 2.2   |

(資料)内閣府などを基にマクロモデルによりシミュレーション  
(注)消費税率の引き上げがない場合(5%)をベースとする  
メインシナリオからのかい離率。

# 円高など企業を取り巻く厳しい環境は持続

現状

景気分析

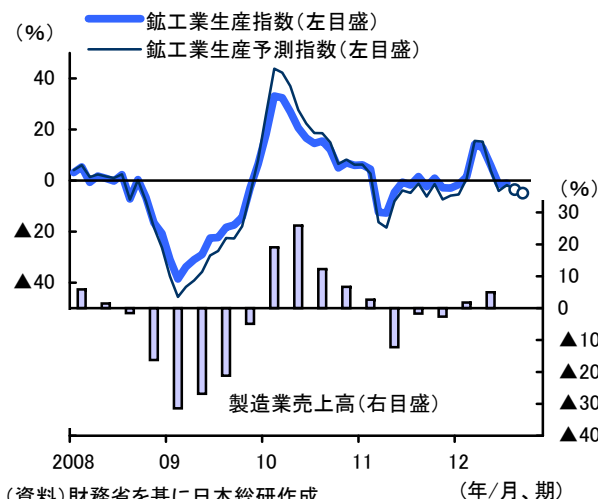
見通し

金利動向

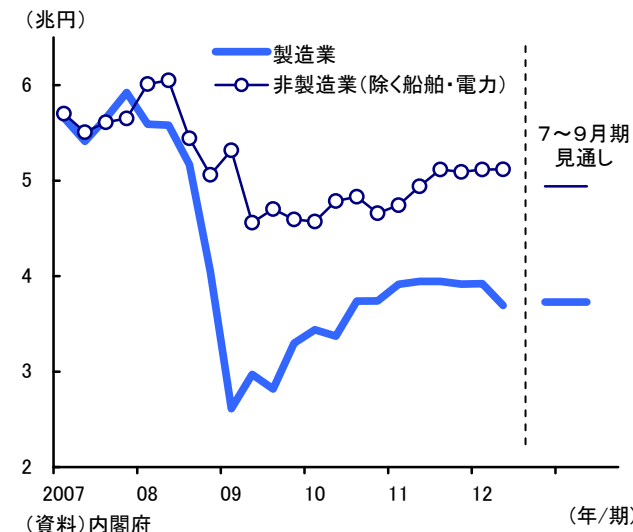
足許では鉱工業生産が減産に転じるなど収益の下振れ圧力が増大。これを受けて、機械受注も製造業を中心にやや減速の動き。企業を取り巻く厳しい環境が続くなか、設備投資に対する慎重姿勢は根強く、設備投資／CF比率はなお低水準。

背景のひとつに円高を指摘可能。足許の円相場は、対ドルでは企業の想定為替レートとほぼ同等ながら、対ユーロについてはそれを上回る水準まで上昇。今後も、①欧州債務問題に対する懸念、②米追加金融緩和期待の高まり、などを背景に円高に振れやすい状況。円高・ドル安については一部業種で価格効果による為替差益を受けるものの、その後の輸出数量の押し下げや業種間での影響波及により、経済全体としてみれば収益を押し下げることに。ちなみに、マクロモデル・シミュレーションによれば、仮にドル・円、ユーロ・円がそれぞれ約10円上昇し、1ドル＝70円、1ユーロ＝90円となった場合、企業収益は1年目に▲5.1%ポイント、2年目に▲7.4%ポイント押し下げられると試算。

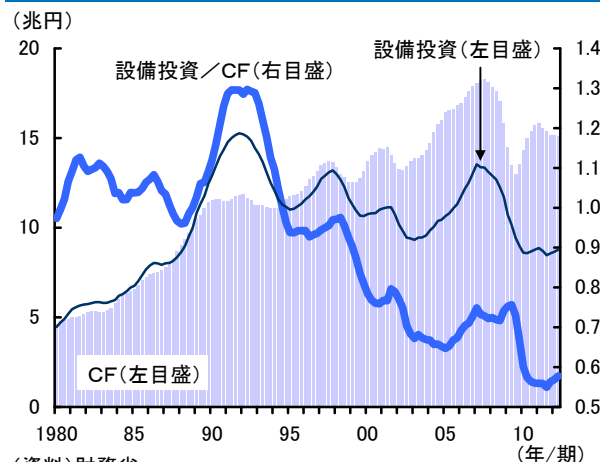
製造業売上高と鉱工業生産指数(前年比)



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)



円高が企業収益に与える影響(試算)

|       |              | (%ポイント)      |              |     |  |
|-------|--------------|--------------|--------------|-----|--|
| 円・ユーロ | 円・ドル         | 95円          |              | 90円 |  |
|       |              | 85円          |              |     |  |
| 75円   | ▲2.5 / ▲3.6  | ▲2.8 / ▲3.9  | ▲3.0 / ▲4.2  |     |  |
|       | ▲4.9 / ▲7.1  | ▲5.1 / ▲7.4  | ▲5.4 / ▲7.7  |     |  |
|       | ▲7.5 / ▲11.0 | ▲7.8 / ▲11.3 | ▲8.1 / ▲11.6 |     |  |

(資料)財務省、内閣府などを基にマクロモデルによりシミュレーション  
(注1)各項目の左側が1年目。右側が2年目の影響。  
(注2)1ドル＝80円、1ユーロ＝104円をベースとするメインシナリオからのかい離率。  
(注3)企業収益は金融業・保険業を除くベース。

# 政策効果と消費増税前の駆け込みで2年連続のプラス成長

現状

景気分析

見通し

金利動向

2012年中は、復興需要の本格化による官公需の増加が景気押し上げに作用。一方、復興需要と同様に景気回復のけん引役であるエコカー補助金は、近く予算が払底するため、秋以降の自動車販売は反動減が不可避な情勢。その結果、10～12月期にかけて個人消費は減少に転じ、成長率もゼロ%台まで減速する見通し。

その後も、外需の力強い景気けん引力は当面期待できないほか、内需の自律回復力も弱いなか、復興需要の押し上げ効果の減衰・はく落に伴い、2013年度前半にかけて弱めの成長が続く見通し。一方、2013年後半は、消費税率の引き上げを控えて耐久財消費や住宅投資で駆け込み需要が発生し、景気を大きく押し上げる見込み。

なお、欧州債務問題の深刻化、新興国経済の一段の減速、円高進行、など、わが国を取り巻く不透明要因が山積しており、景気は下振れリスクを抱えている状況。

消費者物価は、電力料金の引き上げが指数を押し上げると見込まれるものの、家具・家電などでは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(2012年9月5日時点)

(四半期は前期比年率、%、%ポイント)

|            | 2012年  |         |         |        | 2013年  |        |        |        | 2014年   | 2011年度<br>(実績) | 2012年度<br>(予測) | 2013年度<br>(予測) |
|------------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|----------------|----------------|----------------|
|            | 1～3    | 4～6     | 7～9     | 10～12  | 1～3    | 4～6    | 7～9    | 10～12  | 1～3     |                |                |                |
|            | (実績)   |         | (予測)    |        |        |        |        |        |         |                |                |                |
| 実質GDP      | 5.5    | 1.4     | 1.1     | 0.6    | 1.3    | 1.2    | 1.3    | 2.8    | 4.5     | ▲ 0.0          | 2.2            | 1.5            |
| 個人消費       | 5.0    | 0.6     | 0.4     | ▲ 1.1  | 0.6    | 0.7    | 0.9    | 3.2    | 6.8     | 1.2            | 1.7            | 1.1            |
| 住宅投資       | ▲ 6.3  | 3.4     | 3.2     | 4.5    | 2.7    | 3.0    | 8.5    | 8.7    | ▲ 8.3   | 3.8            | 2.1            | 4.1            |
| 設備投資       | ▲ 6.2  | 6.3     | 2.6     | 3.2    | 3.0    | 3.1    | 3.3    | 3.4    | 4.2     | 1.1            | 4.2            | 3.2            |
| 在庫投資 (寄与度) | ( 1.4) | (▲ 0.2) | ( 0.1)  | ( 0.0) | ( 0.1) | ( 0.1) | ( 0.0) | ( 0.0) | ( 0.0)  | (▲ 0.5)        | ( 0.1)         | ( 0.1)         |
| 政府消費       | 4.1    | 1.2     | 0.8     | 0.8    | 0.5    | 0.3    | 0.2    | 0.5    | 0.7     | 1.9            | 1.6            | 0.4            |
| 公共投資       | 15.2   | 7.2     | 4.5     | 2.1    | ▲ 0.5  | ▲ 4.7  | ▲ 7.9  | ▲ 2.4  | ▲ 1.0   | 2.9            | 4.9            | ▲ 2.9          |
| 純輸出 (寄与度)  | ( 0.6) | (▲ 0.3) | (▲ 0.2) | ( 0.2) | ( 0.2) | ( 0.2) | ( 0.3) | ( 0.1) | (▲ 0.1) | (▲ 1.0)        | (▲ 0.2)        | ( 0.2)         |
| 輸出         | 14.3   | 4.8     | 3.0     | 4.0    | 3.9    | 4.3    | 4.5    | 4.8    | 4.8     | ▲ 1.4          | 5.0            | 4.2            |
| 輸入         | 9.1    | 6.4     | 3.6     | 2.4    | 2.6    | 2.5    | 2.5    | 3.8    | 4.9     | 5.6            | 5.8            | 2.9            |

(前年比、%)

|              |       |       |       |       |       |       |       |       |     |       |       |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|-------|-------|-------|
| 名目GDP        | 1.5   | 2.4   | 1.4   | 1.3   | 0.5   | 0.7   | 0.7   | 1.5   | 2.6 | ▲ 2.0 | 1.4   | 1.4   |
| GDPデフレーター    | ▲ 1.3 | ▲ 1.1 | ▲ 0.7 | ▲ 0.7 | ▲ 0.8 | ▲ 0.4 | ▲ 0.4 | ▲ 0.0 | 0.2 | ▲ 1.9 | ▲ 0.8 | ▲ 0.2 |
| 消費者物価 (除く生鮮) | 0.1   | ▲ 0.1 | ▲ 0.2 | 0.0   | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | 0.0   | 0.0   | 0.1 | 0.0   | ▲ 0.1 | 0.0   |
| 鉱工業生産        | 4.8   | 5.3   | ▲ 2.3 | ▲ 4.0 | ▲ 2.6 | 0.1   | 3.8   | 4.7   | 5.9 | ▲ 1.0 | ▲ 1.1 | 3.6   |

|                 |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 完全失業率 (%)       | 4.6  | 4.4  | 4.3  | 4.3  | 4.3  | 4.2  | 4.2  | 4.1  | 4.1  | 4.5  | 4.4  | 4.2  |
| 経常収支 (兆円)       | 2.05 | 0.98 | 1.84 | 0.46 | 1.80 | 1.06 | 2.47 | 1.48 | 2.89 | 7.62 | 5.09 | 7.91 |
| 対名目GDP比 (%)     | 1.8  | 0.8  | 1.6  | 0.4  | 1.5  | 0.9  | 2.1  | 1.2  | 2.4  | 1.6  | 1.1  | 1.7  |
| 円ドル相場 (円/ドル)    | 79   | 80   | 78   | 78   | 79   | 80   | 81   | 82   | 84   | 79   | 79   | 82   |
| 原油輸入価格 (ドル/バレル) | 116  | 123  | 104  | 111  | 115  | 115  | 115  | 115  | 115  | 114  | 113  | 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<br>(予測) | 2013年 |
|------|---------------|-------|
| 米国   | 2.2           | 2.0   |
| ユーロ圏 | ▲ 0.5         | 0.3   |
| 中国   | 8.0           | 8.5   |

### 過去の実質GDP予測値

(前年比、%)

|     | 2011年度<br>(実績) | 2012年度<br>(予測) | 2013年度<br>(予測) |
|-----|----------------|----------------|----------------|
| 6月号 | ▲ 0.0          | 2.2            | 1.7            |
| 7月号 | ▲ 0.0          | 2.3            | 1.5            |
| 8月号 | ▲ 0.0          | 2.3            | 1.5            |

# 長期金利は当面低水準で一進一退の動きが続く見通し

現状

景気分析

見通し

金利動向

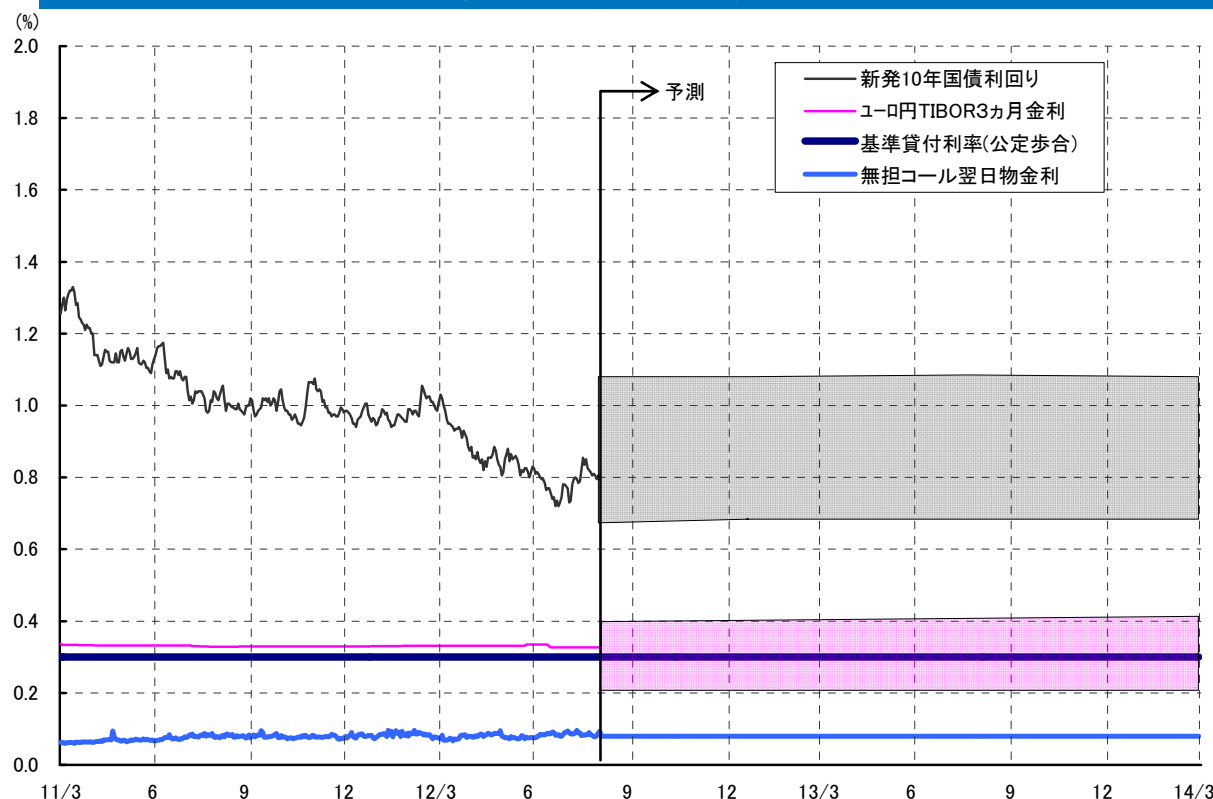
日銀は、8月8、9日の定例会合で、金融政策の現状維持を決定。基金による資産買い入れを着実に進めている状況下、その効果を見極めるために追加緩和は見送り。

長期金利は、月初、欧州債務危機に対する対策進展への期待感から低下に歯止め。その後も、堅調な経済指標を受け、米国での追加金融緩和観測が薄らぐにつれて、0.8%台前半に上昇。

今後を展望すると、日銀はデフレ脱却に向けた姿勢を明確にした政策運営を継続。先行きも状況に応じて、基金の増額、買い入れ対象国債の年限拡大など、さらなる金融緩和拡充策を実施する可能性。

長期金利は、復興需要が国内景気の下支えするなか0.7%を下回る大幅低下の可能性は小さい一方、世界景気の先行き不透明感が金利下押し圧力として作用。当面は、0.8%台を中心としたレンジで推移する見通し。米国はじめ世界経済の先行き不透明感が薄らいでいけば、1%前後の水準に復帰する見通し。

## 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/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 | 0.30  | 0.38 | 0.30 | 0.30  | 0.30  | 0.30 | 0.30 | 0.30  | 0.30  |
| 円スワップ5年物金利      | 0.48  | 0.43 | 0.40 | 0.45  | 0.50  | 0.50 | 0.55 | 0.55  | 0.60  |
| 新発10年国債利回り      | 1.00  | 0.88 | 0.80 | 0.85  | 0.85  | 0.90 | 0.90 | 0.95  | 1.00  |

(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：追加緩和は年限拡大や下限金利撤廃を優先

現状

景気分析

見通し

金利動向

日銀は、2012年4月に資産買い入れ基金を増額して以降、円相場が78～80円台で安定して推移するなか、追加緩和は実施せず、様子見スタンスを維持。もっとも、今後、FRBが追加緩和を実施し、一段と円高が進行するような状況になれば、日銀も追加緩和に踏み切る可能性。

しかしながら、追加緩和策として基金の増額は選択しづらい状況。足元のオペの応札状況は、札割れや、オファー額をкаろうじて消化する状態が頻発。投資家は、市場の国債金利が低水準で推移するなか、対象国債の残存期間が短く、応札の際に0.1%の下限金利がある日銀オペには応じにくいことが背景。結果、基金の買い入れ枠には、まだ約15兆円の余裕がある状況。加えて、9月以降、買い入れ済み国債の償還も控えており、買い入れ目標達成は一段と困難に。

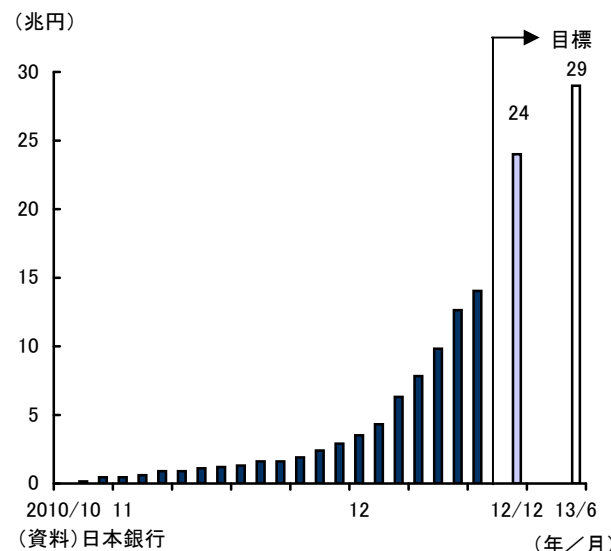
したがって、日銀は、追加緩和策を行う場合には、対象国債の年限拡大（「3年以下」から「5年以下」へ）や、オペに応札する際の下限金利（0.1%）の撤廃を実施することで、現在設定されている基金を十分に活用する手段を講じる見通し。

## 日銀資産買い入れ基金の内訳

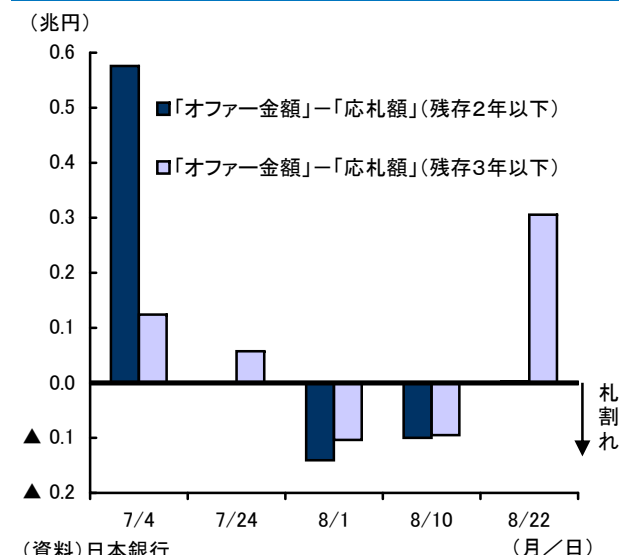
| (兆円)                   |         |          |        |          |        |                |
|------------------------|---------|----------|--------|----------|--------|----------------|
|                        | 導入時の規模  | 4月変更後の規模 |        | 7月変更後の規模 |        | 増減額<br>(B)－(A) |
|                        |         | (A)      |        | (B)      |        |                |
| 増額完了の目途                | 11年12月末 | 12年12月末  | 13年6月末 | 12年12月末  | 13年6月末 |                |
| ①資産の買入れ                | 5.0     | 35.0     | 40.0   | 40.0     | 45.0   | +5.0           |
| 長期国債                   | 1.5     | 24.0     | 29.0   | 24.0     | 29.0   | －              |
| 国庫短期証券                 | 2.0     | 4.5      | 4.5    | 9.5      | 9.5    | +5.0           |
| CP等                    | 0.5     | 2.1      | 2.1    | 2.1      | 2.1    | －              |
| 社債等                    | 0.5     | 2.9      | 2.9    | 2.9      | 2.9    | －              |
| ETF                    | 0.45    | 1.6      | 1.6    | 1.6      | 1.6    | －              |
| REIT                   | 0.05    | 0.12     | 0.12   | 0.12     | 0.12   | －              |
| ②固定金利方式・<br>共通担保資金供給オペ | 30.0    | 30.0     | 30.0   | 25.0     | 25.0   | ▲5.0           |
| 期間3ヶ月                  | 20.0    | 20.0     | 20.0   | －        | －      | －              |
| 期間6ヶ月                  | 10.0    | 10.0     | 10.0   | －        | －      | －              |
| 累計(①+②)                | 35.0    | 65.0     | 70.0   | 65.0     | 70.0   | －              |

(資料) 日本銀行

## 基金における長期国債の残高



## 国債買い入れオペレーションの応札状況



## 買い入れ済国債の償還予定

