



内外景気動向と13～14年度経済見通し

～消費増税後も日本経済は回復持続の見込み～

調査研究部 木下 茂

目 次

- | | |
|-----------|---------|
| 1. 世界経済概観 | 4. 中国経済 |
| 2. 米国経済 | 5. 日本経済 |
| 3. ユーロ圏経済 | |

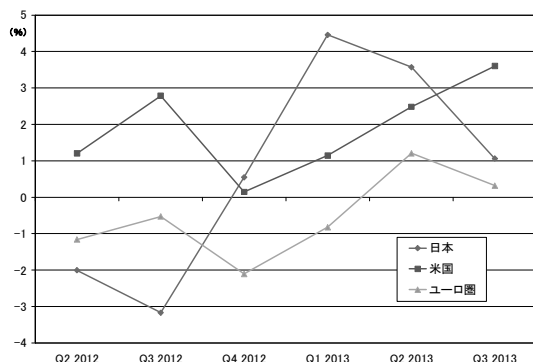
1. 世界経済概観

○冴えない展開続く新興諸国経済

今年秋にかけても世界経済はまちまちな展開が続いた。主要先進国の7～9月期のGDP成長率をみると(第1図)、米国が前期からやや加速した一方で、ユーロ圏、日本は若干の鈍化を示している。この間アジア主要国についてはおしなべて低い成長率での推移が続いた(第2図、第3図)。また、BRICS諸国では中国、インドがやや持ち直す一方、ブラジルは前期比マイナスとなった(第4図)。

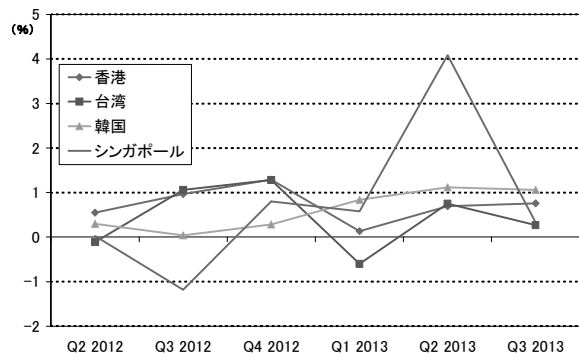
このところ新興諸国経済が振るわない点については、やはり米国の量的緩和縮小(テーパリング)観測の台頭から資金流出に見舞われたことも一部影響したようである。一般に

(第1図) 日本、米国、ユーロ圏の実質GDPの推移(前期比年率)



(注) データストリームのデータより作成

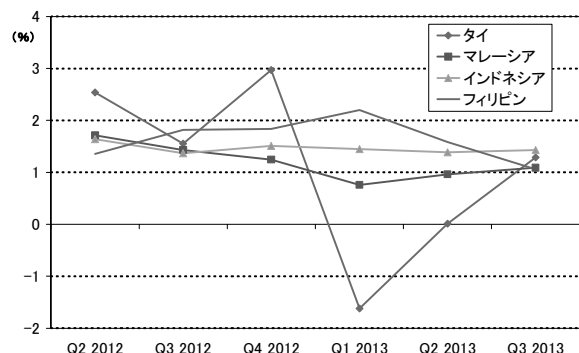
(第2図) アジアNIES諸国の実質GDPの推移(前期比)



(注1) 季調値非公表国については当研究所にて季節調整を実施して前期比を算出

(注2) データストリームのデータより作成

(第3図) ASEAN4カ国の実質GDPの推移(前期比)

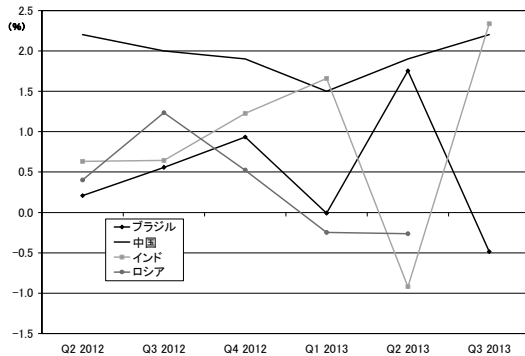


(注1) 季調値非公表国については当研究所にて季節調整を実施して前期比を算出

(注2) データストリームのデータより作成



(第4図) ブラジル、中国、インド、ロシア
の実質GDP（前期比）の推移



(注1) 季調値非公表国については当研究所にて季節調整を実施して前期比を算出
(注2) データストリームのデータより作成

新興諸国では、国内貯蓄が不足していることから、投資などのための資金を海外に依存している場合が多い。従って、海外から資金回収の動きが強まると、成長力を制約する要因として作用することになる（新興国への海外からの資金流入と成長率の間には正の関係が見出される。第1表参照）。

そうした国々が例えば通貨売りアタックを受けた場合、通貨防衛のために金利引き上げなどの引き締め政策を取らざるを得ず、その

(第1表) 資本収支（対名目GDP比）とGDP
成長率についてのパネル分析（固定
効果モデル）

推計期間	β	修正済 R^2
2000-2011	0.341231	0.158448
(4.824583)		

(注1) サンプル国は、アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、インド、インドネシア、マレーシア、メキシコ、ペルー、フィリピン、ロシア、タイ、トルコである
(注2) 推計式は、実質GDP成長率 = $\alpha + \beta \times$ 資本収支（対名目GDP比）
(注3) カッコ内は t 値
(注4) IMF World Economic Outlook データベース、IFS のデータより作成

ことが一層の低成長化を招くという状況に陥りやすい。また、為替が減価したからといって成長率が押し上げられるとは限らないことも困難な点であろう（新興国では為替増価と経済成長率の間に正の関係が検出される。第2表参照）。これは、海外からの投資資金流入 →（為替増価）→ 成長率上昇、という関係を反映しているとみられる。

(第2表) 実質為替レート（騰落率）とGDP
成長率についてのパネル分析（固定
効果モデル）

推計期間	β	修正済 R^2
1999-2012	0.210717	0.360318
(6.824584)		

(注1) サンプル国は、第1表と同じ
(注2) 推計式は、実質GDP成長率 = $\alpha + \beta \times$ 実質実効為替レート前年比
(注3) 各変数とも5年移動平均をとった
(注4) カッコ内は t 値
(注5) IMF World Economic Outlook データベース、BISのデータより作成

アジア・新興諸国については、従前より世界経済の下支え役を期待していたが、直近についてはむしろ米国と日本の底堅い回復が目立つ格好となった。今後についても、基本的には世界経済全体の緩やかな回復のシナリオを維持するものの、新興諸国については、米国のテーパリングの行方によっては波乱が生じる可能性もあり、当面慎重にみておく必要がある。

2. 米国経済

○緩やかな回復が続く

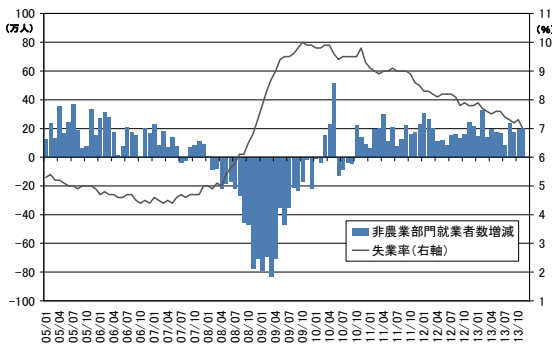
7～9月期の実質成長率は前期比年率+3.6%と前期の同+2.5%から加速した。もっとも、主因は在庫の積み上げであり、個人消



費、設備投資、輸出は揃って減速した。一方住宅投資は引き続き高水準の伸びが続いている。

この間雇用動向をみると(第5図)、今年3月以降7月まで非農業部門就業者数の増加幅は月当たり20万人を下回るペースでの推移となっていたが、8月以降伸びを高め、直近11月統計(12月6日発表)では20.3万人の増加となった。失業率は緩やかながら着実に低下傾向を辿り、11月統計では7.0%となっている。

(第5図) 雇用指標の推移(季節調整値)



(注) データストリームのデータより作成

今後の米国経済は、引き続き緩やかな回復過程を辿るものと予想する。13年は財政引き締めが成長率の下押し要因となったが、14年はこの影響が剥落する。消費、企業設備投資など主として堅調な内需に牽引され、実質GDP成長率は13年に+1.7%となった後、14年は伸びを高めて+2.5%になるものと予想される。

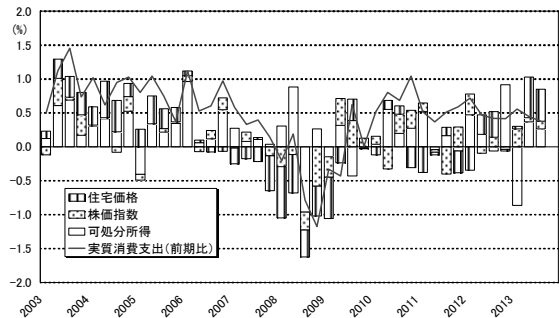
なお、懸案となっていた財政協議については、12月10日、民主・共和両党の超党派委員会が2年間の予算規模大枠、強制歳出削減額の緩和などで合意した。2014会計年度(13年10月~14年9月)の暫定予算は来年1月に失効することになっていたため、協議に進展がない場合は来月に再び政府機関の閉鎖に至る

可能性が高まっていた。もっとも、来年2月7日には連邦債務上限の期限が控えており、一定の波乱要因となる可能性は残っている。

○所得増、資産価格上昇が消費を押し上げ

7~9月期の実質個人消費は前期に比べやや減速したものの、堅調な増加ぶりを示した。消費関数を用いた変動要因分解によれば(第6図)、所得の増加に加え、資産価格の上昇が消費の押し上げ要因として作用している。今後についても、雇用環境の改善を前提に、消費は緩やかに増加していくとみられる。中長期的な好材料としては、家計のバランスシート調整が着実に進展していることも指摘できよう。

(第6図) 消費関数による個人消費の変動要因分解



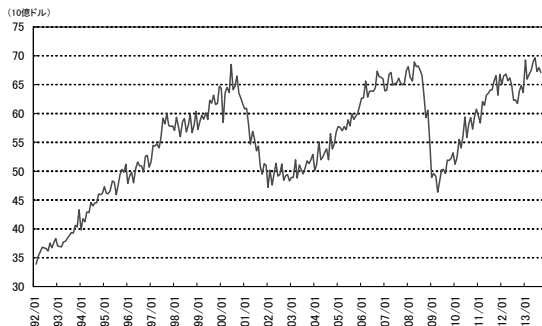
(注) データストリームのデータより作成

○企業収益の改善から設備投資は増加基調

7~9月期の企業設備投資は前期に比べやや伸び率を鈍化させたが、これは財政協議の不透明感による一時的な動きとみられる。月次の耐久財受注統計は直近でやや頭打ちになっているものの(第7図)、企業は潤沢なキャッシュを抱えており、投資余力は大きいとみられることなどから、景気の回復を背景に設備投資は増加傾向が続くと予想する。



(第7図) 耐久財受注の推移 (航空機を除く
非国防資本財)

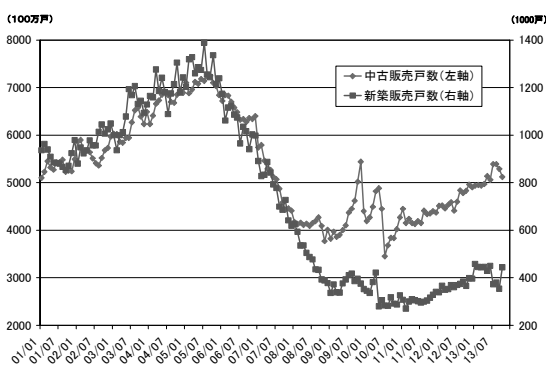


(注) 米商務省資料より作成

○住宅投資は月次指標に減速の兆し

7～9月期の住宅投資は4～6月期に続き、前期比年率で二桁の大幅増加となった。ただ、月次の関連統計をみると、このところ増勢一服感が出ている(第8図)。これは住宅ローン金利上昇の影響に加え、供給面でのボトルネックによるものとみられる。また、これまでの住宅価格の値上がりを受け、今後需要が減退する可能性もある。以上から、来年にかけての住宅投資は、基本的には回復基調を辿るものの、伸びの鈍化は避けられないとみられる。

(第8図) 住宅販売の動向 (季節調整値)

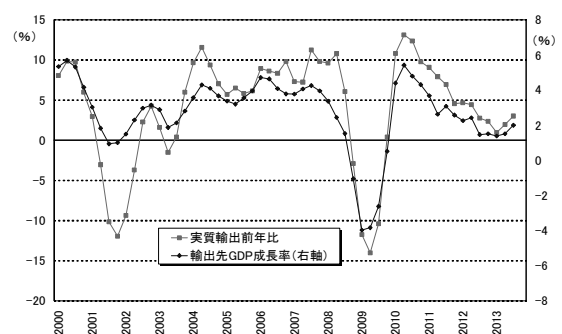


(注) データストリームのデータより作成

○世界経済の回復が輸出の支えに

7～9月期の輸出は前期の高い伸びからは減速したものの、均してみれば緩やかな回復が続いている。今後については、世界経済全体が持ち直していくとの見通しを前提に、輸出も伸びを高める展開を予想する(第9図)。

(第9図) 輸出と輸出先GDPの推移



(注) データストリームのデータより作成

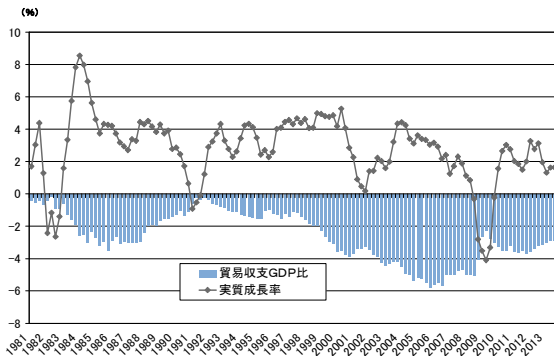
貿易赤字については、このところシェールオイルの生産増に伴い、石油収支赤字の減少が続いている。これに伴い、貿易赤字全体は従来に比べやや低水準で推移している。

ここで、貿易収支(名目GDP比)の推移をやや長い目でみると(第10図)、直近の赤字水準はリーマンショック前の景気拡大期に比べれば低いものの、実質成長率と関連付けた場合には(第11図)、00年代のトレンド線から著しく乖離しているわけではないことがわかる(今年7～9月期の貿易赤字対名目GDP比は2.9%)。

今後、シェール革命の進展に伴い、例えば同じ成長率のもとでも貿易赤字水準が従来に比べ低下する、といった構造的な変化が生じる可能性はある。ただ、少なくとも現段階ではそこまでの変化はまだ起きていないということであろう。

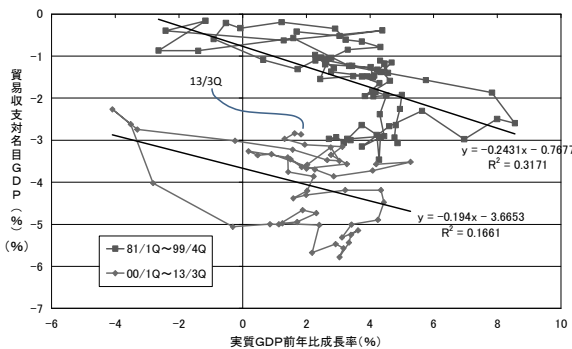


(第10図) 貿易収支 (名目GDP比) と実質GDP成長率 (前年比) の推移



(注) データストリームのデータより作成

(第11図) 貿易収支 (名目GDP比) と実質GDP成長率 (前年比) の関係



(注) データストリームのデータより作成

○インフレは落ち着いた動き

インフレについてみると、コアCPIの前年比上昇率は足元2%をやや下回る水準での推移となっており、落ち着いた展開といえる。

今後については緩やかな景気回復ペースを反映してインフレ率はやや上昇傾向で推移していくものと予想される。CPI総合上昇率は13年に+1.5%となった後、14年は+1.8%になると見込まれる。

○来年1月より量的緩和縮小開始を決定

今年5月にバーナンキFRB議長が量的金融緩和縮小(テーパリング)に言及して以来、市場ではその開始タイミングが一大関心事となってきたが、FRBはこのところの雇用情勢改善などを受け、12月17~18日のFOMCにおいて、来年1月からのテーパリング開始を決定した。具体的には、来年1月より国債買い入れ額を月450億ドルから同400億ドルに、MBS買い入れ額を同400億ドルから同350億ドルにそれぞれ減額する。合わせて、失業率が6.5%を下回ってもゼロ金利政策を「相当の期間」継続することも表明した。

ここで、将来のテーパリングペースについて何がしかのヒントを得るといった観点から、やや大胆ではあるが、雇用指標とインフレ指標によりFRBの資産規模増減を説明するモデル式の推計を試みた。結果は第3表に示すとおりであるが、就業者数の増加率とインフレ率が持続的に上向けば、FRBは資産増加額の縮小に動く、という行動原理を定量的に裏付ける内容となっている。バーナンキ議長は

(第3表) QEモデル式の推計

定数項	非農業部門就業者数 前月比増減率 (3カ月移動平均)	コアPCEデフレーター前年比 (6カ月移動平均)	自由度修正済み 決定係数
7.822298	-15.07113 (-7.98478)	-3.09746 (-3.12098)	0.688646

(注1) 被説明変数は、FRBバランスシートのうち国債及びMBS買い入れ残高の前月比増減率

(注2) カッコ内は t 値

(注3) 推計期間：09年5月~13年9月

(注4) クリーブランド連銀ウェブサイト、データストリームのデータより作成



将来のテーパリングペースについて未定としているが、今後、雇用情勢の改善やインフレに加速感が出てくれば、証券買い入れ減額の規模は拡大していくということであろう。

3. ユーロ圏経済

○ユーロ圏はようやく回復過程へ

ユーロ圏の7～9月期のGDP成長率は前期比+0.1%となり、前期の同+0.3%から鈍化したものの2四半期連続のプラス成長となった。国別にみるとドイツが同+0.3%となったほか、オランダ、ベルギー、フィンランド、オーストリアなどがプラス成長となった。また、重債務国のうち、スペインが同+0.1%、ポルトガルが同+0.2%とプラス成長を達成する一方、イタリアとフランスが同-0.1%とマイナス成長に沈んでいる。

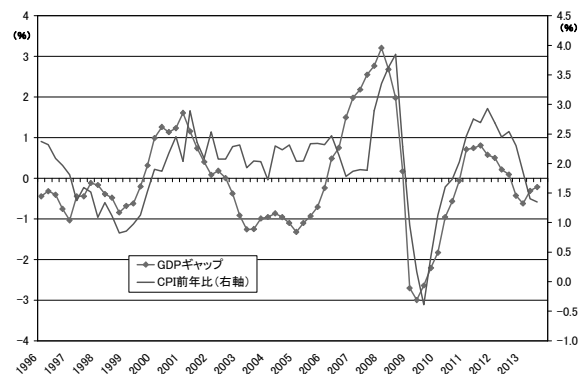
こうしたGDP統計の動きに加えて、各種景況感指標が上向いていることなどからも、基本的にユーロ圏景気は最悪期を脱して緩やかながら回復過程に入ったものと考えられる。欧州各国の政策スタンスが、これまでの財政再建一辺倒から成長重視へ転換したことはひとつの要因となっていよう。実質成長率については、今年-0.4%となった後、来年は+1.0%となる見込みである。

○目立つインフレ率の低下

さて、このところユーロ圏のインフレ率の低下が目立っている。CPI総合の前年比の動きをみると、10月に+0.7%と1%を割り込んだ後、11月も+0.9%と低い水準にとどまり、ECBの目標値を下回っている。端的には、マクロの需給ギャップ悪化を反映した動き、ということになるのであろうが(第12図)、この背景には重債務国のデスインフレ、あるいはデフレ

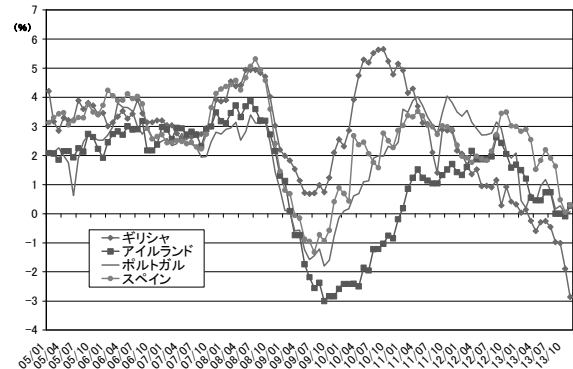
の動きがある(第13図)。これら重債務国においては、公務員の人件費削減、国内景気の落ち込みに伴う雇用情勢の悪化により、賃金の伸び低迷、あるいは賃金水準の下落を経験してきているが(第14図)、それが上述の物価状況につながっていると考えられる。もともと為替調整が不可能なユーロ圏では、国際競争力回復のためには国内デフレにより実質為替レートを低下させることが不可避、という指摘がなされていたところであるが、実際にそうした状況が実現しているといえる(第15図)。

(第12図) ユーロ圏のGDPギャップとインフレ率の推移



(注1) GDPギャップはHPフィルターを使用して計算
(注2) データストリームのデータより作成

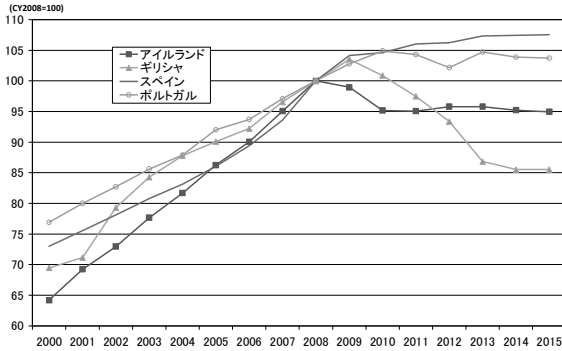
(第13図) ユーロ圏重債務国のCPI前年比上昇率推移



(注) データストリームのデータより作成

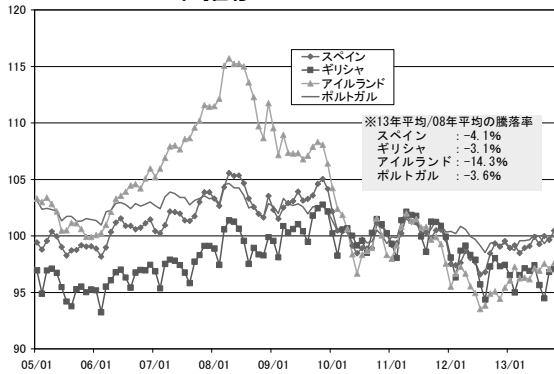


(第14図) ユーロ圏重債務国の一人あたり雇
用者報酬の推移



(注1) 2013~2015は欧州委員会予測値
(注2) 欧州委員会資料より作成

(第15図) ユーロ圏重債務国の実質実効為替
レート推移



○ECBは一段の金融緩和に踏み切る可能性

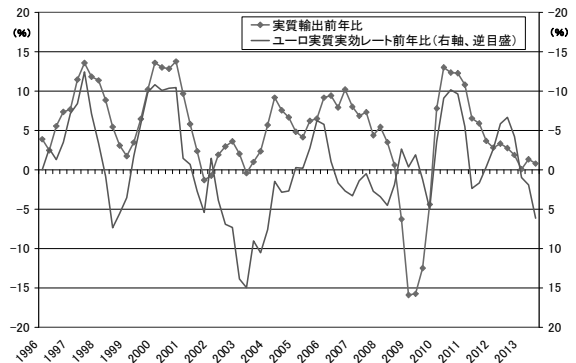
ECBは今年7月の理事会で時間軸政策の導入に踏み切り、さらに、デフレ懸念台頭に対応して11月理事会で政策金利を0.25%に引き下げた。デフレ懸念の背景には、上述した事情に加えて①金融機関の資産圧縮、②住宅価格下落、③日米に比べてECBの緩和姿勢が相対的に弱いことによる足元のユーロ高(第16図)、などもあり、デフレ懸念が長引く場合、一段の金融緩和の可能性もある。

4. 中国経済

○経済構造の調整が続く

今年前半は減速が続いた中国経済であった

(第16図) ユーロ圏実質輸出とユーロ実質実効為替レートの推移(前年比)

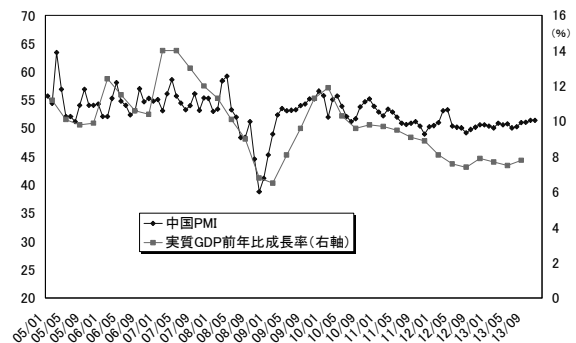


(注) データストリームのデータより作成

が、ここに来て持ち直しの動きが出ている。実質GDPの前年比成長率の推移をみると、今年1~3月期に+7.7%、4~6月期に+7.5%となった後、7~9月期は+7.8%と小幅ながら加速した(第17図)。これには外需の持ち直しに加え、インフラ投資の増加が貢献している。

11月中旬に開催された三中全会では短期的な経済刺激策は示されず、中期的な発展と安定を志向する改革内容が標榜されている。こうした当局のスタンスを踏まえ、中国経済は当面7%台前半から半ばの成長率で推移するものと想定する。今年には+7.7%となった後、来年はやや減速して+7.4%になるものと予想する。

(第17図) 中国の企業景況感とGDP成長率の推移



(注) データストリームのデータより作成



5. 日本経済

○来年度の成長率は+0.7%の見通し

国内景気は足元緩やかに回復している。7～9月期の実質GDP（12月9日発表の2次速報）は前期比+0.3%と前期の同+0.9%から減速したものの、企業の生産計画を元に計算すると、10～12月期の鉱工業生産は前期比+2.4%となる見込みであること（第18図）、年度後半にかけては消費税率引き上げを前にした駆け込み需要から成長率の加速が予想されることなどから、目先の景気について悲観的になる必要はなからう。

新年度明け後は、駆け込み需要の反動、税率引き上げに伴う実質購買力の低下から成長

率は落ち込むと予想される。もっとも、世界景気の緩やかな回復持続、経済対策による公共投資の下支えなどから、増税後の景気は一方的に落ち込んでいく展開とはならないとみている（第19図）。実質成長率は13年度に+2.5%となった後、14年度は0.7%のプラス成長を達成できると見込んでいる。

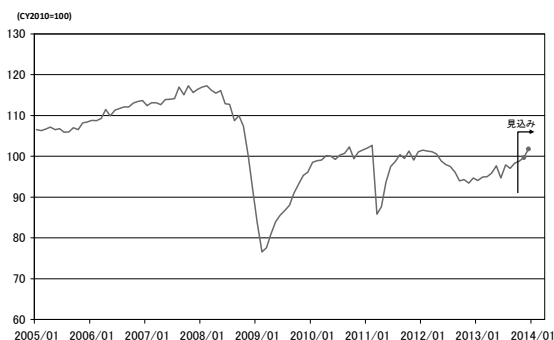
○所得環境の改善が今後の消費のサポートに

7～9月期の個人消費は前期比+0.2%と前々期の+1.0%、前期の+0.7%からは大きく減速し、GDP全体の伸びを抑える一つの要因となった。もっとも、足元では大企業中心ながら年末賞与増加の動きが出ている（11月13日付経団連集計ベースで前年比+5.8%）ことに加え、政府の産業界への要請を受けて賃上げの機運が高まるなど、今後についても所得環境の改善が期待できる情勢となりつつある。さらに、今年度下期においては消費税率引き上げを前にした駆け込み需要の顕在化により、消費の伸びは高まる見込みである。

来年度に入ると、駆け込みの反動減に加え、増税に伴う実質所得の減少から消費は一旦落ち込むものの、持続的な停滞にはならず、年度後半にかけて消費は持ち直すともっている。雇用・所得環境が来年度にかけて上向き、消費を支える要因になると見込まれるからである。

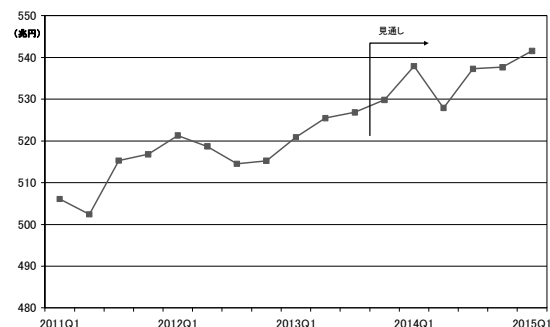
なお、このところインフレ率の上向きに伴って賃金が増加するかどうか注目が集まっているが、90年代以降のデータをみる限り、一人あたり賃金の伸び率とインフレ率には連動関係があるように見受けられる（第20図）。また、簡単なモデル分析によっても、物価上昇は一人あたり賃金の増加につながるという関係が確認できる（第4表）。こうした関係が直近においても崩れていないとすれば、物価

（第18図） 鉱工業生産の動向（季節調整値）



（注1）今年11、12月分は予測指数を用いて延長
（注2）経済産業省のデータより作成

（第19図） 実質GDP（季調値）の推移と見通し



（注）内閣府のデータなどより作成



(第4表) 名目賃金関数の推計 (誤差修正モデル)

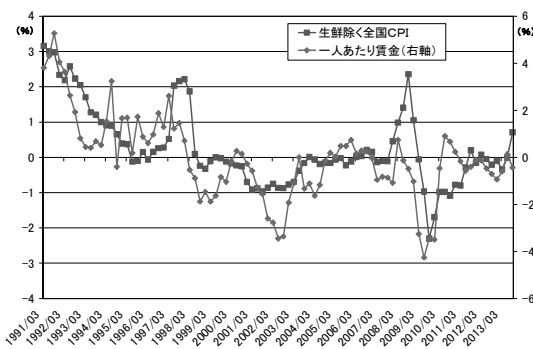
<長期均衡>			
@LOG(名目賃金) = -3.643390 + 1.916953*LOG(コアCPI) + 0.038981*LOG(労働生産性) - 0.005881*パート比率 + 誤差修正項			
	(20.87347)	(7.635187)	(-18.23595)
修正済R ² : 0.936779	D.W.比: 0.913678	()内:t値	
<誤差修正式>			
@DLOG(名目賃金) = -0.000120 + 0.724256*DLOG(コアCPI) + 0.005899*DLOG(労働生産性) - 0.002576*D(パート比率) - 0.365173*誤差修正項(-1)			
	(2.815016)	(1.049089)	(-1.268724) (-4.725867)
修正済R ² : 0.271471	D.W.比: 2.108109	()内:t値	

(注1) 名目賃金: 現金給与総額、労働生産性 = (法人季報経常利益/コアCPI) / (雇用者数 × 労働時間)

(注2) コアCPIは消費税を除くベース

(注3) 厚生労働省、総務省、財務省のデータより作成

(第20図) インフレ率と賃金上昇率の推移(前年比)



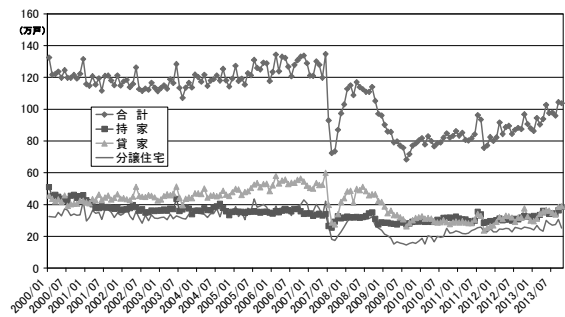
(注) 総務省、厚生労働省のデータより作成

のみが上がって賃金が全く増えないという事態は避けられよう。

○来年度の住宅投資は減少の見込み

住宅投資は足元堅調な増加ぶりが続いており、直近10月の着工戸数は年率103.7万戸となった(第21図)。既に消費増税を前にした駆け込み需要が出ているが、こうした動きは年末まで続き、年明けからは反動減の動きが出てくると想定している。反動減は来年7~9月期まで続くとみているが、一方で、住宅ローン減税の拡充、すまい給付金など政府による住宅購入支援策が来年4月より開始されることは、増税後の住宅投資の落ち込みをある程度緩和しよう。とはいえ、駆け込みの反動と増税による実質所得の目減りの悪影響は小さ

(第21図) 住宅着工戸数の推移(季調済年率)



(注) 国土交通省のデータより作成

くなく、来年度の住宅投資は減少すると予想している。

○企業の設備投資計画は前向き

足元では設備投資は企業収益の回復に対しやや鈍い動きにとどまっている印象である。もっとも、月次の関連指標は上向いていること、設備投資調査でも前向きな結果が出ている(例えば10月31日時点の日本経済新聞調査によれば、13年度は全産業で前年比+13.1%、製造業で同+10.1%、非製造業が同+17.2%の計画)ことなどから、企業の投資は今後盛り上がってくるとみられる。なお、設備投資刺激策として期待が高まっていた法人税負担の軽減であるが、復興法人税の前倒し廃止は決定されたものの、法人税率の引き下げについ



では、14年度税制改正（12月12日決定）では見送られた。国際比較で高水準にある税率（第22図）を最終的にどの程度まで引き下げるのかといった議論も含め、中長期的な課題ということであろう。

○公共投資は来年度も景気の下支えに

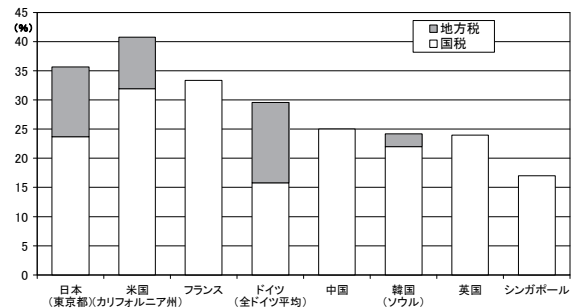
足元公共事業は堅調な増加ぶりをみせているが、これは12年度補正予算の効果の顕在化によるとみられる（第23図）。目的的には補正予算効果の出尽くしから、公共投資は頭打ち気味の動きとなろう。ただ、新年度明け後は先般政府により打ち出された経済対策（第5表）の効果が始めるとみられ、公共投資は高水準で推移しよう。このため、13年度にみられた押し上げ効果は減衰するものの、消費増税後の景気の落ち込みを緩和する要因となる。

○想定より弱い輸出、今後は世界経済の回復に期待

7～9月期のGDPベース実質輸出は前期比で減少となった。日本の主要な輸出先の景気に勢いがいないことが輸出の弱さをもたらしているとみられる（第24図）。また、輸出物価（契約通貨ベース）の動きをみると、過去の円安局面に比べて非常に緩やかな低下にとどまっていることが目を引く（第25図）。この点も、実質ベースの輸出が伸び悩んでいる一因であると考えられる。今後については、世界経済の緩やかな回復が続くという前提のもと、円安効果の顕在化もあり、輸出は増加基調を辿るものと予想される。

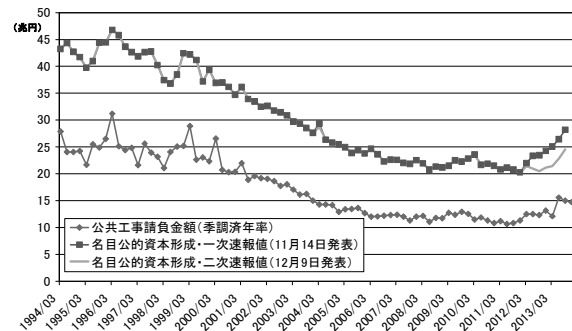
この間、輸入の動きをみると、貿易赤字拡大に対する燃料輸入額の影響度は昨年々央から今年々央まではやや弱まっていたが、足元は

（第22図）法人所得課税の実効税率の国際比較



（注1）日本は「復興特別法人税」を含まないベース
 （注2）財務省ウェブサイト掲載図表のデータより作成

（第23図）公共工事請負金額と名目公的資本形成の推移（季調値）



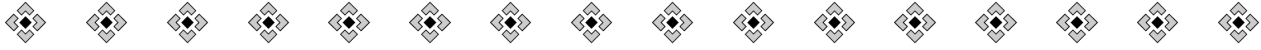
（注1）請負金額の直近分は10月データを表示
 （注2）INDBのデータより作成

（第5表）「好循環実現のための経済対策」の規模（国費、12月5日閣議決定）

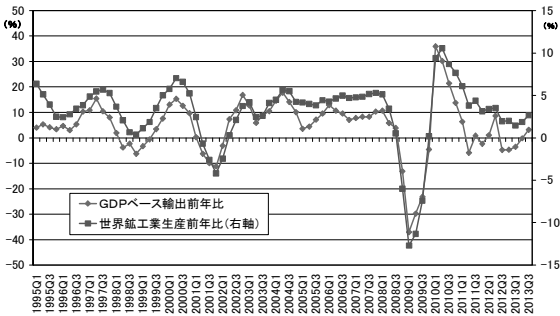
I. 競争力強化策	1.4兆円程度
II. 女性・若者・高齢者・障害者向け施策	0.3兆円程度
III. 復興、防災・安全対策の加速	3.1兆円程度
1. 東日本大震災の被災地の復旧・復興	1.9兆円程度
2. 国土強靱化、防災・減災、安全・安心な社会の実現等	1.2兆円程度
IV. 低所得者・子育て世帯への影響緩和、駆け込み需要及び反動減の緩和	0.6兆円程度
合計	5.5兆円程度

（注）内閣府ウェブサイト掲載資料より作成

再び赤字拡大要因となりつつある（第26図）。これは主として価格上昇によるものであり、数量ベースでみた燃料輸入の増加は比較的緩

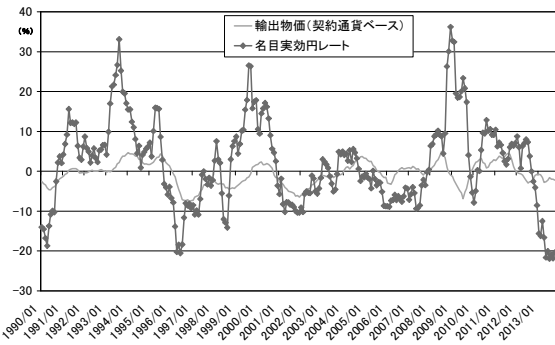


(第24図) 輸出と世界景気の推移



(注1) 世界鉱工業生産はオランダ経済政策分析局のデータを使用
 (注2) データストリーム、内閣府のデータより作成

(第25図) 輸出物価と円レートの推移 (前年比騰落率)



(注) 日本銀行、BISのデータより作成

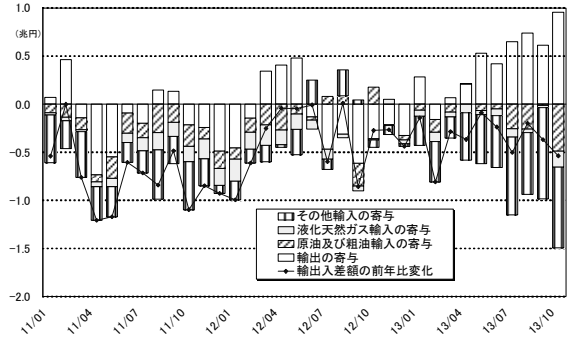
やかなものにとどまっている(第27図)。輸入全体としては、内需の堅調推移を反映して増加基調を辿るとみられる。

経常収支は、このところ黒字幅の縮小が目立つものの、海外からの所得受取が底堅いことに加え、輸出額の増加による貿易赤字幅の縮小から、来年度にかけては再び黒字幅が拡大していく展開を見込む。

○上昇に転じた消費者物価

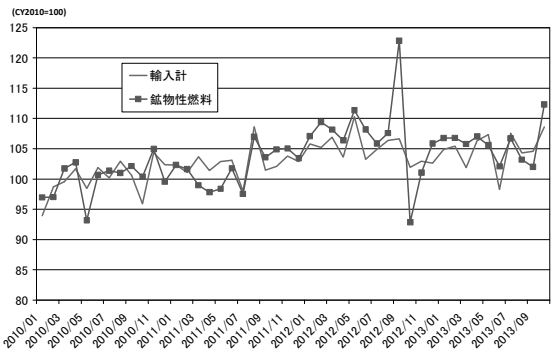
長らく低下が続いてきた消費者物価であるが、除く生鮮ベースの全国CPI(コアCPI)前年比は今年7～9月期に+0.7%と明確な

(第26図) 貿易収支(通関ベース輸出入差額)悪化の要因分析



(注) 財務省のデータより作成

(第27図) 輸入数量の推移(季節調整値)

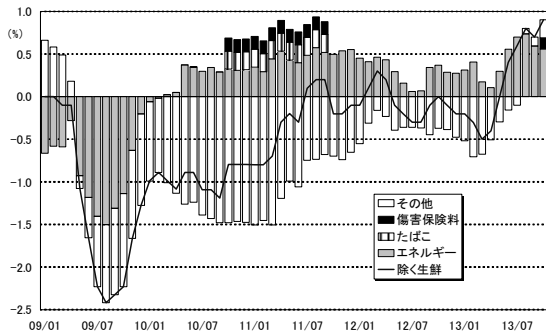


(注) 財務省のデータより作成

プラスに転じた(第28図)。当初はエネルギー価格の上昇が先導する構図であったが、このところは景気回復を背景とした需給ギャップの改善もインフレ率の押し上げ要因になっている。来年度については、消費税率の引き上げの影響(税率1%の引き上げにつき0.7%強のインフレ率押し上げ要因となるため、税率3%の引き上げでは約2.1%の上乗せ)が加わることから来年度のコアCPI上昇率は、+3.0%になると見込む。年度内の動きとしては、エネルギー価格上昇の影響が徐々に弱まっていくことから、年度後半にかけて前年比上昇率は鈍化していく展開を想定している。



(第28図) 全国CPI (除く生鮮) 前年比の推移
(項目別寄与度)



(注) 総務庁統計局資料より作成

(第6表) モデルシミュレーションによる追加金融緩和の効果測定
(%)

			マネタリーベースを20%増額		
			1年目	2年目	3年目
G	D	P	+0.4	+0.3	+0.2
個人消費			+0.3	+0.2	+0.2
住宅投資			+1.3	+0.9	+0.4
設備投資			+1.1	+0.4	+0.4
輸出			+0.3	+0.6	+0.6
輸入			+0.3	+0.3	+0.2

(注) J A 共済総研マクロモデルによるシミュレーション。基準解に対する乖離率を示す

(第7表) 日本経済見通し総括表

	12年度 (実績)	13年度 (予測)	14年度 (予測)
実質 GDP	0.7	2.5	0.7
個人消費	1.5	2.4	-1.0
住宅投資	5.3	4.6	-9.1
設備投資	0.7	0.7	5.8
在庫投資	(-0.1)	(-0.1)	(0.2)
政府消費	1.5	2.0	0.9
公共投資	1.3	14.2	-0.4
外需	(-0.8)	(-0.0)	(0.4)
輸出	-1.2	4.9	8.0
輸入	3.8	5.5	6.2
名目 GDP	-0.2	2.0	2.4
GDPデフレーター	-0.9	-0.4	1.7
生鮮除く消費者物価	-0.2	0.7	3.0
国内企業物価	-1.1	1.9	4.7
名目雇用者報酬	0.1	0.9	1.0
鉱工業生産	-2.9	4.2	4.4
完全失業率	4.3	3.9	4.0
新設住宅着工戸数	89.3	98.1	90.5
経常収支	4.4	3.2	4.1
米 GDP	2.8	1.7	2.5
ユーロ圏 GDP	-0.6	-0.4	1.0
中国 GDP	7.7	7.7	7.4
対ドル為替レート	83	100	103
原油輸入価格	114	108	110

(注1) 失業率は%、住宅着工は万戸、経常収支は兆円、為替レートは円/ドル、原油価格はドル/バレル、在庫投資と外需は前年比寄与度%、その他は前年比%で表示

(注2) 米国、ユーロ圏、中国のGDPは暦年

(注3) INDB、データストリーム、その他各種資料より作成

○追加金融緩和の可能性も

日銀は「2年で2%の物価上昇」達成の目標を維持し量的金融緩和を続けるとみられる。ただ、来年4月の消費税率引き上げにより景気腰折れのリスクが強まる場合、金融緩和強化の可能性もある。現在は「マネタリーベース及び長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大する」「長期国債の平均残存期間を2倍以上に延長する」政策だが、追加的に①ETF、REITなどのリスク資産の買い上げ、②超長期国債の買い入れ、③固定金利方式の共通担保資金供給オペ(公開市場操作)の延長、④日銀当座預金の超過準備分に付く金利(付利)の引き下げ、などの措置も予想される。

なお、ややアドホックではあるが、マネタリーベースが円ドルレートや長期金利に影響を与えるモデル式を組み込んだバージョンのJ A 共済総研マクロモデルを用いて、追加金融緩和の効果を試算したところ、一定のGDP押し上げ効果が出るという結果が得られた(第6表)。この点は、景気腰折れリスクが高まった場合、追加緩和が有力な対応手段になることを示唆しているといえよう。

(12月19日 記)