

政策コメントーター委員会・総会提出資料

2016年7月20日

# 経済財政政策における重点課題等について 【①デフレ脱却に向けて】

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社

参与  
景気循環研究所長  
嶋 中 雄 二

この資料は2016年7月15日10:00時点で作成いたしました。  
(嶋中並びに景気循環研究所の最新レポートは、下記HPでご覧になれます。)

[http://www.sc.mufg.jp/report/business\\_cycle/index.html](http://www.sc.mufg.jp/report/business_cycle/index.html)

本資料は信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。本資料で直接あるいは間接に採り上げられている有価証券は、価格の変動や、発行者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動などにより投資元本を割り込むリスクがあります。ここに示したすべての内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。本資料は、お客様への情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券の売買あるいは特定の証券取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料にて言及されている投資やサービスはお客様に適切なものであるとは限りません。また、投資等に関するアドバイスを含んでおりません。当社は、本資料の論旨と一致しない他のレポートを発行している、或いは今後発行する場合があります。本資料でインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、当社自身のアドレスが記載されている場合を除き、ウェブサイト等の内容について当社は一切責任を負いません。本資料の利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。

当社および関係会社の役職員は、本資料に記載された証券について、ポジションを保有している場合があります。当社および関係会社は、本資料に記載された証券、同証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売りのポジションを有している場合があります、今後自己勘定で売買を行うことがあります。また、当社および関係会社は、本資料に記載された会社に対して、引受等の投資銀行業務、その他サービスを提供し、かつ同サービスの勧誘を行う場合があります。

当社の役員(会社法に規定する取締役、執行役、監査役又はこれらに準ずる者をいう)が、以下の会社の役員を兼任しております:三菱UFJフィナンシャル・グループ、カブドットコム証券、三菱倉庫。

債券取引には別途手数料はかかりません。手数料相当額はお客様にご提示申し上げる価格に含まれております。

本資料は当社の著作物であり、著作権法により保護されております。当社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

Copyright © 2016 Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. All rights reserved.

〒100-8127 東京都千代田区大手町1-9-2 大手町フィナンシャルシティグランキューブ 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 景気循環研究所

(商号) 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2336号

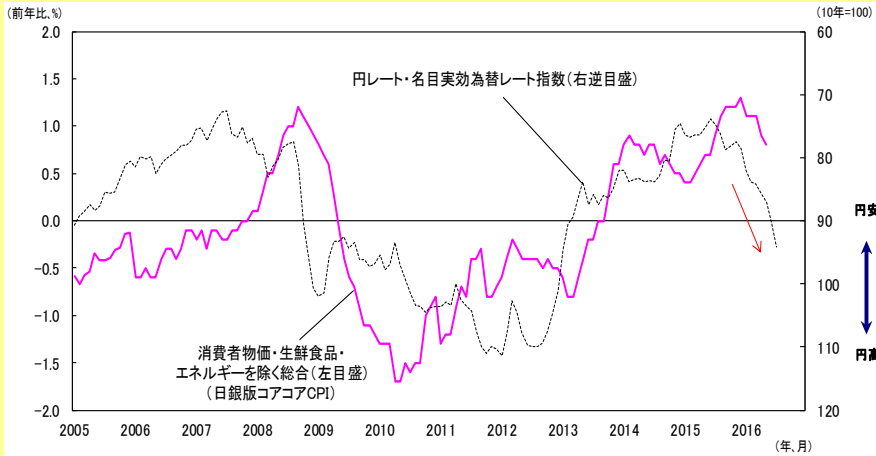
(加入協会) 日本証券業協会・一般社団法人金融先物取引業協会・一般社団法人日本投資顧問業協会・一般社団法人第二種金融商品取引業協会

本資料は、英国において同国the Prudential Regulation Authorityとthe Financial Conduct Authorityの監督下にあるMitsubishi UFJ Securities International plcが配布致します。また、米国においては、Mitsubishi UFJ Securities (USA),Inc.が配布致します。

# 【①デフレ脱却に向けて】

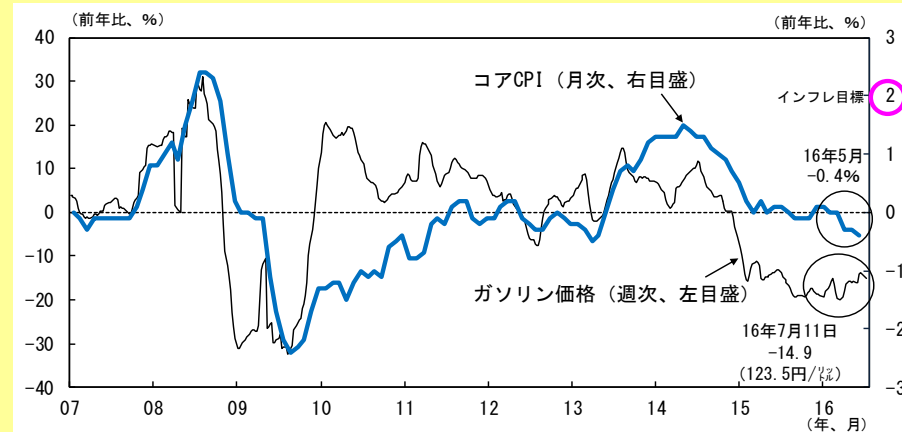
～現状は、最近までの円高・原油安を受けて、物価は低迷。期待インフレ率は大幅低下し、円高で訪日外客数もピークアウト（円高定着なら、2020年4000万人目標にもマイナスの影響）。～

図1. 円レート水準と日銀版コアコアCPI（前年比）の推移



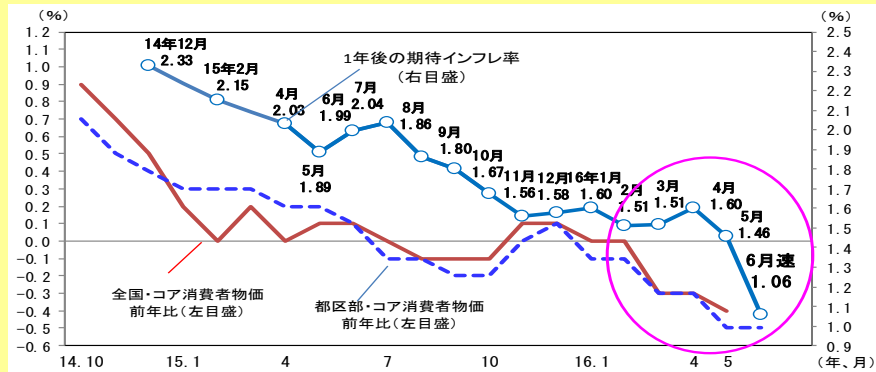
(注) 消費者物価は、05年が00年基準、06～10年が05年基準、11年以降が10年基準。  
 (資料) 日本銀行『名目実効為替レート指数』、『基礎的なインフレ率を捕捉するための指標』などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図2. ガソリン価格の水準とコアCPI（前年比）の推移



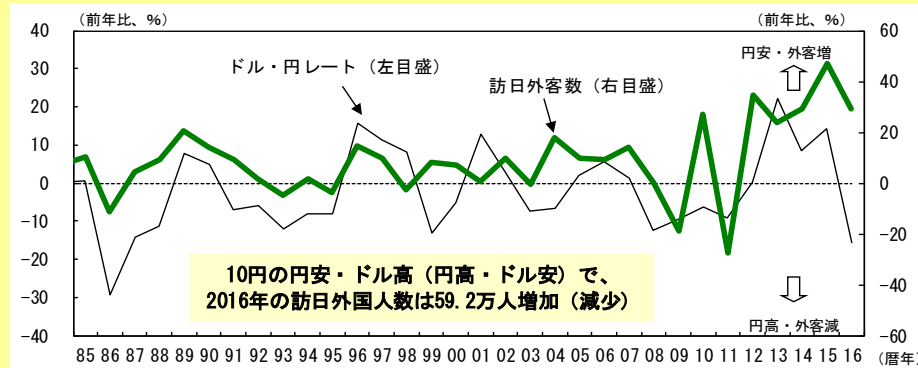
(注) コアCPIは消費税の影響を除く。ガソリン価格は全国店頭レギュラーガソリン。  
 (資料) 資源エネルギー庁『石油製品価格調査』、総務省『消費者物価指数』をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図3. 物価モニター調査による期待インフレ率の推移



(注) 期待インフレ率は物価モニター調査をもとに算出。「-5%超」は-5%、「-4%程度」は-4%、「-3%程度」は-3%、「-2%程度」は-2%、「-1%程度」は-1%、「変わらない」は0%、「+1%程度」は1%、「2%程度」は2%、「3%程度」は3%、「4%程度」は4%、「5%程度」は5%、「5%超」は5%のインフレ率をそれぞれ予想しているとして計算。  
 (資料) 消費者庁『物価モニター調査』、総務省『消費者物価指数』などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図4. ドル・円レートと訪日外客数の関係



(注1) 2016年のドル・円レートは年初から直近までの平均値、2016年の訪日外客数は1-5月値をもとに試算。  
 (注2) ドル・円レートの1%上昇に伴う訪日外国人数の増加率は0.36%。訪日外国人の短期的変動を先進国GDPとドル・円レートで説明する回帰分析(誤差修正モデル)をもとに算出。  
 (資料) 日本政府観光局『訪日外客数・出国日本人数』、日本経済新聞社資料などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

# 【①デフレ脱却に向けて】

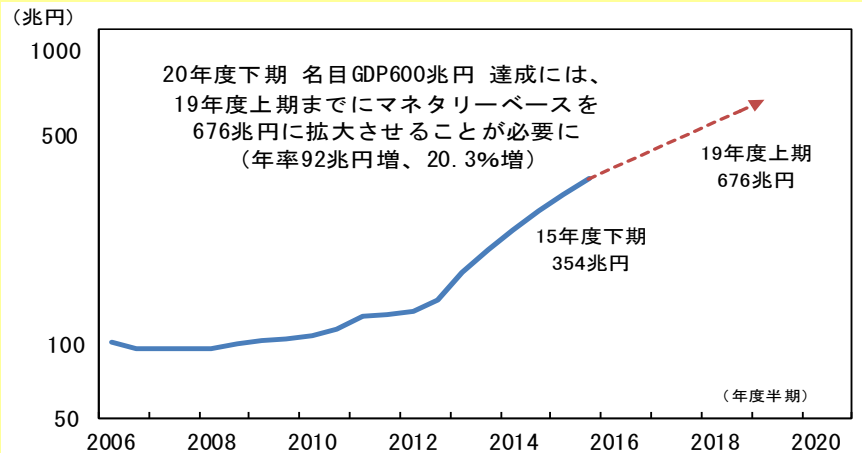
～金融政策では、為替・株価に与える影響が大きく、名目GDPを引っ張る量的拡大が効果的。2020年度GDP 600兆円に向け、アベノミクスの3本の矢（金融緩和・財政出動・成長戦略）のコラボが必要に。～

表1. 日銀の金融政策の推移

| (円安・株高への効果)            |  |   |
|------------------------|--|---|
| 2013年4月4日<br>量を伴なう緩和   | 「量的・質的金融緩和」の導入を決定（マネタリーベース・コントロールの採用・長期国債買入れの拡大と年限長期化・ETF、J-REITの買入れの拡大(全員一致)、「量的・質的金融緩和」の継続(賛成8反対1)）。 | ○ |
| 2014年10月31日<br>量を伴なう緩和 | 追加金融緩和(賛成5、反対4)。マネタリーベースを年間80兆円に。資産買入れ額の拡大および長期国債買入れの平均残存年限の長期化(賛成5、反対4)。                              | ○ |
| 2015年12月18日<br>量を伴わず   | 現状維持(賛成8、反対1)。QQEを補完するための諸措置を導入。   | × |
| 2016年1月29日<br>量を伴わず    | 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入(賛成5、反対4)。   | × |

(資料) 日本銀行資料をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

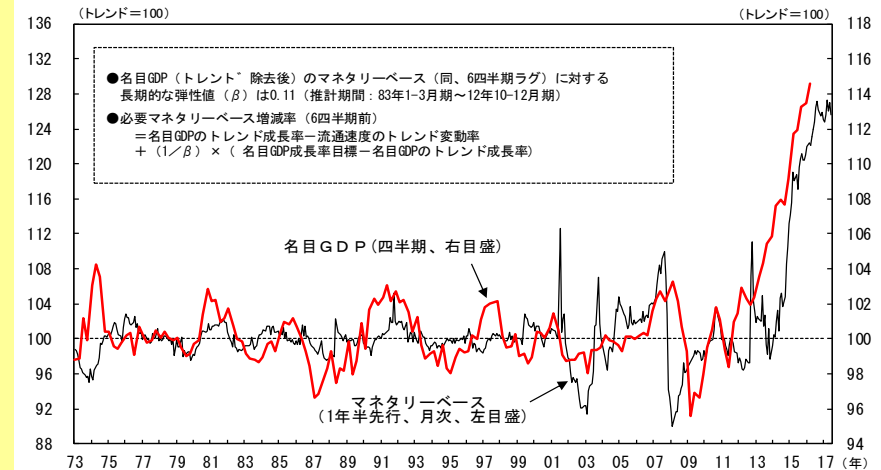
図2. マネタリーベース（平残）の推移



(注)名目GDP(トレンド除去後)のマネタリーベース(同、3半期前)の変動に対する弾性値(0.09、92年度上期～15年度上期)をもとに推計。

(資料)日本銀行、内閣府資料をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

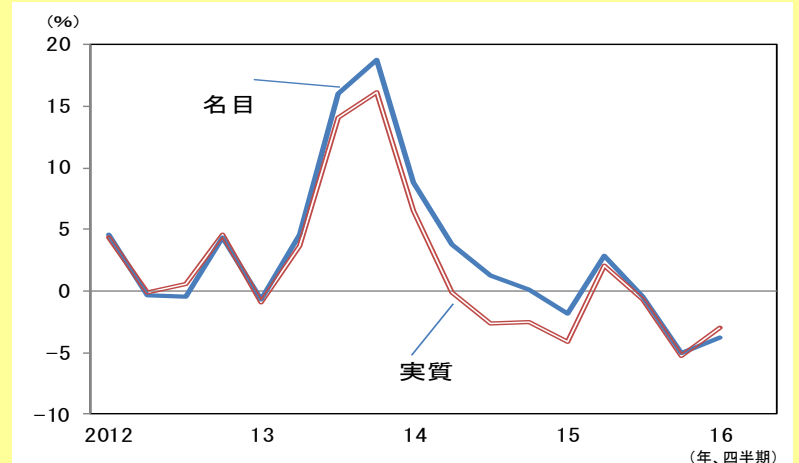
図1. 1年半前のマネタリーベースの後を追う名目GDP（修正マツカラム・ルールによる推定）



(注)マネタリーベース、名目GDPは、実績のトレンドを100として計算。トレンドはHPフィルターにより抽出。

(資料)内閣府、日本銀行資料をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図3. 14、15年度に減少した公共投資（前年比）



(資料)内閣府資料をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成