

2015年2月12日 全13頁

# 金融政策の中期見通しと為替レートの考察 (日本経済中期予測 2015-2024 年度より抜粋)

## 2018年が重要なターニングポイントに

経済調査部 エコノミスト  
小林 俊介

### [要約]

- 2015年2月3日、大和総研では「日本経済中期予測（2015年2月）—デフレ脱却と財政再建、時間との戦い—」を発表した。本稿では、同予測における金融政策および為替レートの見通しについて、メインシナリオを解説しつつリスクシナリオを整理する。
- **【金融政策の見通し】** 物価上昇率は総じて緩やかに加速する見通しだが、日銀のインフレ目標の達成は困難である。短期金利はゼロに据え置かれ、量的な金融緩和も継続されると予測する。しかし量的・質的金融緩和の技術的限界から、政策レジームの変更を余儀なくされるだろう。黒田日銀総裁と安倍政権の任期が満了する2018年頃が重要なターニングポイントになるとみている。
- **【為替レートの考察】** 日米の金融政策の方向性の差異は当面、為替レートに円安圧力をもたらすだろう。しかし2018年頃に米国の金融引締めは一服し、他方でほぼ同時期に日本の金融緩和に技術的限界が見えてくる可能性が高い。こうした変化を受けて円安トレンドが終息することをメインシナリオとしている。

2015年2月3日、大和総研では「日本経済中期予測（2015年2月）—デフレ脱却と財政再建、時間との戦い—」を発表した。本稿では、同予測における金融政策および為替レートの見通しについて、メインシナリオを解説しつつリスクシナリオを整理する。

## 1. 金融政策の見通し

金融政策に求められる至上命題はデフレ脱却であり、その主たる手段は円安誘導である<sup>1</sup>。日銀の金融政策はこの至上命題を達成するため、技術的な限界まで量的・質的金融緩和というアクセルを踏み続けるだろう。この意味で「2%インフレの安定的な達成」という、届きそうで届かない政策目標を掲げ続けることは、円安誘導を目的とした金融政策を正当化する好手である。しかし同様の政策レジームを採用し、放棄せざるを得なかったスイスの例が暗示するように、量的・質的金融緩和にもいずれ限界が訪れる。黒田総裁の任期切れと安倍政権の任期切れが重なる2018年を目途に、政策レジームの変更を余儀なくされる可能性が高いとみておく必要があり、金融市場はこのレジーム変更を先取りして動く可能性にも注意が必要だろう。

### 「金融政策」としての限界

図表1に示すように、日銀の金融政策が為替レート以外の経路を通じて物価を押し上げる効果は非常に限定的だ。金利は2015年1月時点で5年物国債までマイナス近傍に突入し、10年物国債の金利も既に0.2%付近にまで低下している。ゼロ金利制約<sup>2</sup>を踏まえれば、これ以上の金利低下効果は望みがたい。そして0.2%pt程度の金利低下では、大きなトレンドとしてのデフレ期待を反転させるほどの景気浮揚効果を期待することは到底不可能だろう。また、為替レートの減価でさえも、輸出数量を押し上げる効果をほとんど持たなくなっている<sup>3</sup>ことから、やはり需給ギャップの改善を通じた物価の押し上げ効果は、金融政策には期待しがたい。デフレ脱却に向けて効力を発揮するのは、為替レートの減価を通じたパススルー効果、円高期待から円安期待への転換、国際的な財・賃金の収斂条件の達成にある<sup>4</sup>。

量的・質的金融緩和が為替レートを減価させるメカニズムを理論に整合的な形で捉えることは難しいが、次節「為替レートの見通し」で述べるように、強力な中央銀行を演出することで市場参加者の行動に影響を与えつつ、為替市場への影響を増幅している可能性が指摘される。また、これも次節「為替レートの見通し」で詳述するが、輸出企業の価格設定行動の変化の結果として、実需取引が為替レートに与える影響が小さくなっているとみられる中、相対的に金融要因によって為替レートが変動しやすい構造に市場が変化している可能性が考えられる。

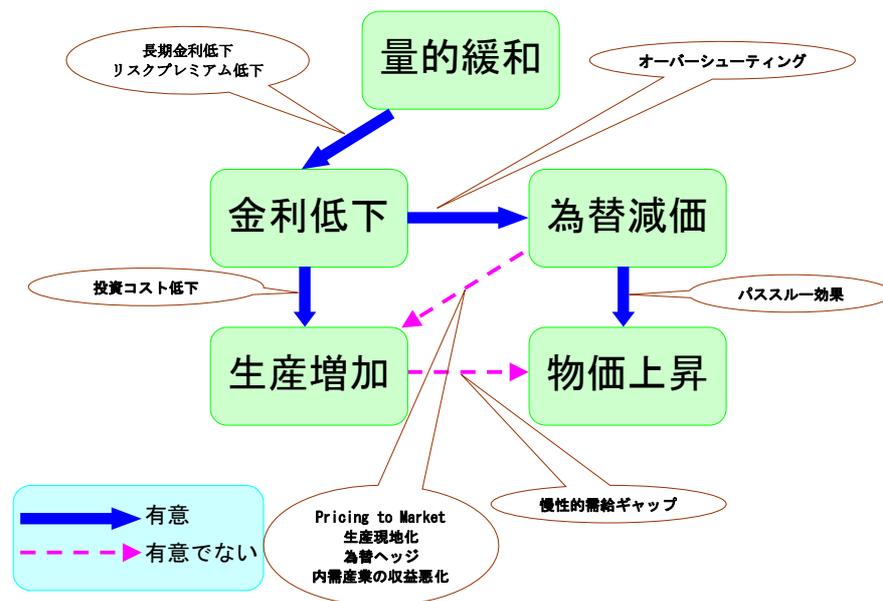
<sup>1</sup> 詳細は下記文献参照。小林（2015）「デフレ脱却の可能性を探る—自然利子率の低下 vs 成長戦略、デフレ期待 vs 円安誘導」[http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mloutlook/20150210\\_009437.html](http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mloutlook/20150210_009437.html)

<sup>2</sup> テクニカルな要因によりさらに多くの債券の金利がマイナス圏に突入する可能性はあるが、これは金融機関の収益を圧迫する。このコストが借入主体に転嫁される可能性を勘案すれば、景気を浮揚する効果は期待しがたいだろう。

<sup>3</sup> 詳細は下記文献参照。小林（2014）「円安・海外回復で輸出が伸びない5つの理由—過度の悲観は禁物。しかし短期と長期は慎重に。」[http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20140206\\_008167.html](http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20140206_008167.html)

<sup>4</sup> 詳細は下記文献参照。小林（2015）「デフレ脱却の可能性を探る—自然利子率の低下 vs 成長戦略、デフレ期待 vs 円安誘導」[http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mloutlook/20150210\\_009437.html](http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mloutlook/20150210_009437.html)

図表 1 金融政策の効果と限界



(出所) 小林 (2013) 「量的緩和・円安でデフレから脱却できるのか?—拡張ドーンブッシュモデルに基づいた構造 VAR 分析」 [http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20130815\\_007564.html](http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20130815_007564.html)

(注) 推計期間は 1980 年 1 月～2012 年 12 月。因果関係を示す矢印はドーンブッシュモデルのインプリケーションに従って選択した。しかし上記で示した以外にも、「量的緩和→為替減価」のパスは有意に検出された。これはモデルでも示唆されていることであるが、貨幣供給量の増加が瞬間的に市場で織り込まれ、金利低下と同時並行で為替減価が発生するためであると考えられる。

また、「量的緩和→生産増加」のパスも有意に検出されたが、これはモデルで捕捉される現象ではない。理論的には、流動性の供給が短期金融市場の機能保全や、より高いリスクに対するプレミアムの低減を通じて生産活動を押し上げる効果を持ったと可能性がある。他方、量的緩和の時期が景況感の改善時期に重なったことで、統計的にこのような結果が検出されている可能性も指摘しうることには一定の留意が必要である。他方、「量的緩和→物価上昇」のパスは有意に検出されなかった。

## インフレターゲットの意味

本国通貨の減価を目標として金融政策を運営することは、「近隣窮乏化政策」として、(特に先進国間における) 国際社会の非難の対象となる可能性がある。しかし「2%インフレの安定的な達成」という政策目標を掲げておくことは意義深い。日本において2%インフレが安定的に達成されたことは久しくないし、日本に限らず他の先進諸国においても、経済の成熟化に伴う潜在成長率の低下、および新興国の国際市場への参入の結果としての賃金・最終財デフレなどを背景として、2%インフレの達成確度は大きく低下している。そもそもインフレターゲットはいわゆる「最適政策<sup>5</sup> (Optimal Control)」の一種に過ぎないことや、また、物価ターゲットが原油を含むコア CPI であり市況に振り回される性格が強いことなど、政策目標そのものの妥当性については議論の余地がある。しかしそうした議論はさておき、届きそうで届かない政策目標を掲げることで量的・質的金融緩和の継続を正当化し、円安誘導を可能にするという意味においてこのインフレターゲットは好手であったと見なしうる。

<sup>5</sup> 最適政策について解説した文献としては、例えば下記がある。

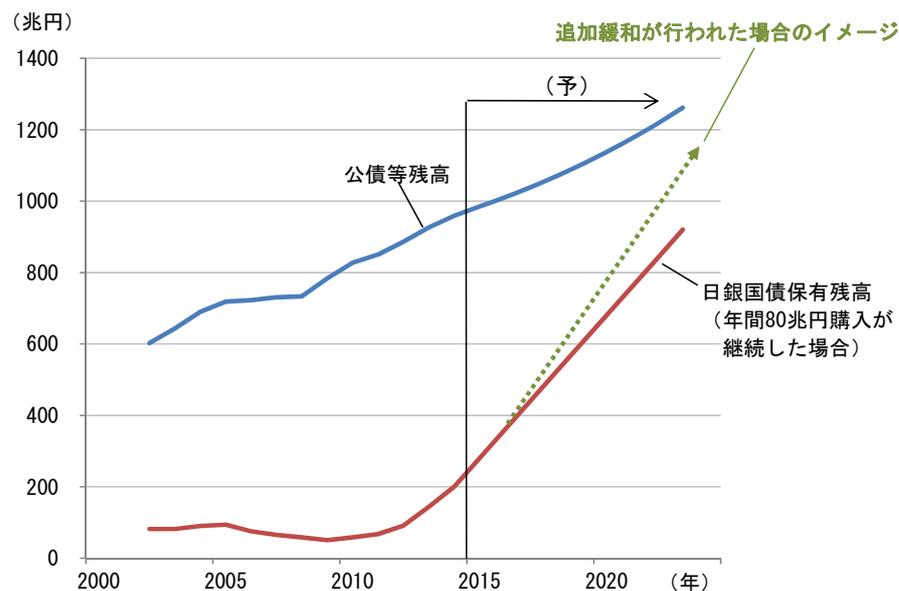
三尾 (2005) 「新しいケインズ経済学の下での最適金融政策分析：裁量とコミットメントの意義」  
[https://www.boj.or.jp/research/wps\\_rev/rev\\_2005/rev05j15.htm/](https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2005/rev05j15.htm/)

なお、原油価格の急落を受けて 2015 年度のインフレ率はゼロ近傍にまで低下すると見込まれるが、これを受けて「2015 年度を中心とする期間」という、インフレ目標達成の時期は延期されることになる可能性が高いし、それと同時に追加緩和が打ち出されるとの期待が市場で醸成される可能性もまた高いだろう。また、原油価格がV字回復を達成するような特殊ケースを除いて 2%インフレが達成される可能性は低く、当面の間、量的・質的金融緩和は継続され、また、場合に応じて追加緩和への期待が高まる局面が再発する可能性にも留意しておく必要がある。

### 量的緩和の技術的限界

ただし量的・質的金融緩和の持続性には限界がある。毎年 80 兆円程度の国債を購入し続けられ、いずれ「買うものがない」状況に追い込まれるだろう。追加緩和により国債購入のペースが再び上昇するのであれば、持続性の限界はさらに早期に訪れることになる。また、金利マイナス圏での購入が増加することで日銀のバランスシートが毀損される可能性もある。そして準備預金に対する付利をマイナスにすることでこれに対応するという手段は、マネタリーベースの積み増しを政策運営の手段としている日銀の方針と背反する。

図表 2 公債等残高と日銀の国債保有残高



(出所) 日本銀行、内閣府資料より大和総研作成

## 政治サイクルと政策レジーム

金融政策の限界が訪れる時期を予測するのは極めて困難である。しかし政策レジームの変更が行われる時期を検討する上では、政治サイクルを参照することは有意義かもしれない。2013年初に就任した黒田日銀総裁の任期切れは2018年初に訪れる。また、2014年末に再当選を果たした安倍政権の任期切れが訪れるのも2018年末である。大きな政策レジームの変更が行われるとすれば、2018年が一つのターニングポイントとなる可能性が高い。

ただしこのタイミングでどのような方向に政策の舵が切られるかを予測することも、やはり極めて困難である。一つの可能性としては、量的・質的金融緩和が運営上の限界に達し、国債購入のペースを落とすと同時に政策目標値を引き下げる、もしくは達成を中長期的な目標と置き換えるというシナリオであり、これは今回の中期予測のメインシナリオとしている。この場合、買えるものがないという技術的な要因から国債購入ペースが低下するだけであるから、金利が直ちに上昇に向かうわけではない。しかし為替市場への影響は直ちに現出する可能性が高いだろう。

他方で、現行の政策レジームがさらに強化され、国債以外の公社債や社債等を含めたより広範な資産購入へと舵を切る可能性も否定できない。このように両極端なシナリオの発生可能性が存在することから、2018年は金利・為替市場の見通しを左右する重要な分水嶺となるだろう。

**図表3 政治任期、日銀ボードメンバー任期**

	政府	日銀
2015年	3月	宮尾審議委員任期満了
	4月	地方統一選挙
	7月	森本審議委員任期満了
	9月	自民党総裁選
2016年	3月	白井審議委員任期満了
	6月	石田審議委員任期満了
	夏	参議院選挙
2017年	7月	佐藤・木内審議委員任期満了
2018年	3月	岩田・中曾副総裁任期満了
	4月	黒田総裁任期満了
	9月	自民党総裁選
	12月	安倍政権任期満了

(出所) 各種資料より大和総研

## 2. 為替レートの見通し

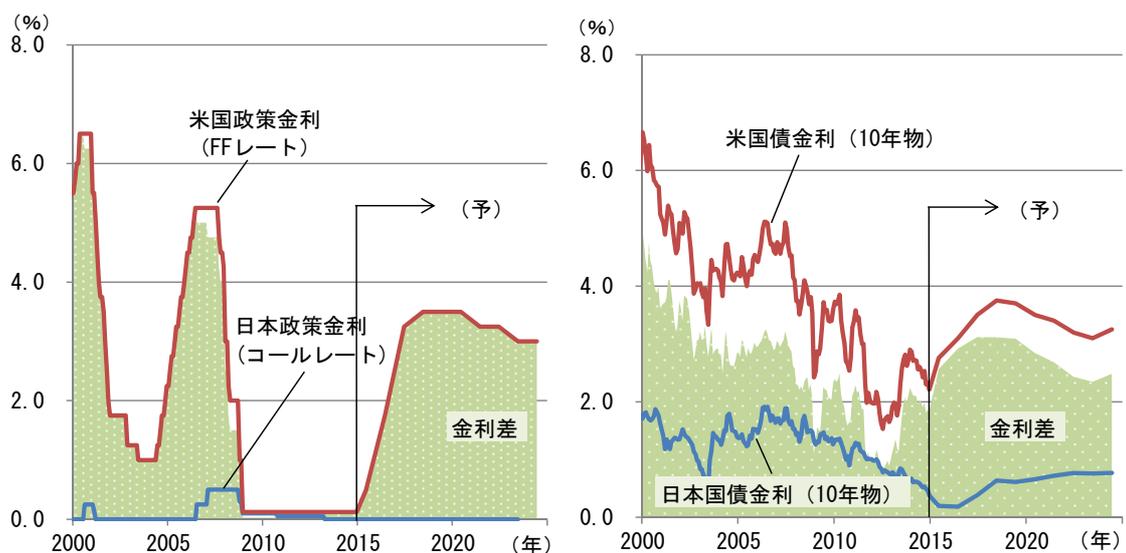
前節「金融政策の見通し」で述べたような金融政策の見通しを前提として、為替レート（円ドルレート）は、当面は円安基調が継続するものの、中長期的には円高トレンドへシフトするという見通しを大きく変更しない。2017年までは円安誘導を目的とした金融緩和が継続すると見込まれ、他方でこれは米国の金融引締め時期にも相当する。こうした日米の金融政策の方向性の差異から、メインシナリオとして円安基調は維持されるだろう。しかし前節「金融政策の見通し」で先述したように2018年以降は技術的な要因から政策レジームの変更を余儀なくされる可能性が高く、同時に米国の金融引締めも一服することから、円高方向への回帰が生じるシナリオをメインシナリオとしている。また、2018年以降の展開が予見可能になる2017年内から金融市場がこれを織り込み始め、実際の政策レジームの転換よりも若干先じる形で円高がスタートするシナリオを立てた。

図表4 為替レートの決定要因

	2015～17年度	2018～24年度	
長期的決定要因			
購買力平価	円高要因：インフレ格差継続（米＞日）		構造変化に伴い 影響力低下
金利平価	円高要因：金利差継続（米＞日）		
短期的決定要因			
金利差変化	円安要因：金利差拡大	円高要因：金利差縮小	相対的に影響力強化
リスク要因	政策レジーム変更のリスク 海外経済変動に伴うリスク選好度の変化		

（出所）大和総研作成

図表5 日米金利差

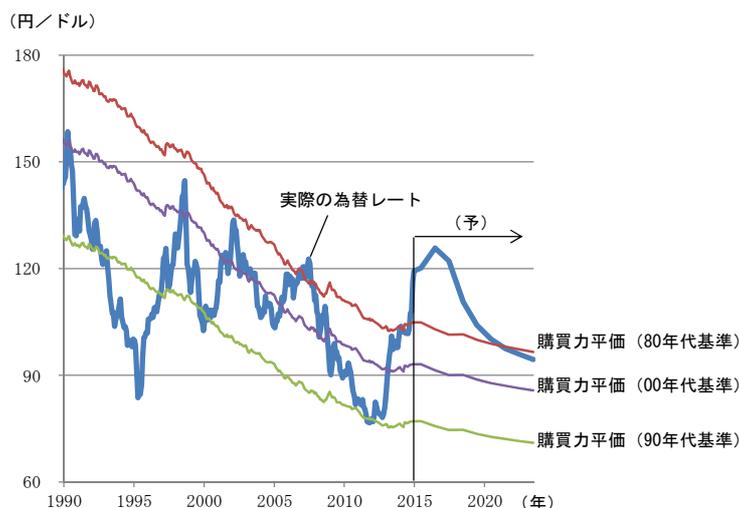


（出所）日本銀行、財務省、FRB、米国財務省より大和総研作成

## 大幅な円安を演出した二つの要因

他方、為替レートの水準については、予測期間前半を中心に円安方向へ修正している。これは2014年度実績（見込み）において前回予測を大きく超える円安が進行したことを受けたものである。この背景には複数の要因が存在するが、そのうち最も大きな要因となったのが、2014年10月に行われた追加緩和と、為替レートを購買力平価水準へ収斂する力を低下させるような貿易市場の構造変化である。

図表6 為替レート見通しと購買力平価水準（CPI ベース）



(出所) 総務省、FRB、Bureau of Labor Statistics より大和総研

まず追加緩和であるが、これは前回予測時には織り込まれていなかった。量的・質的金融緩和を「金融政策」として捉えていたためである。前節「金融政策の見通し」でも詳述したように、金融政策としての量的・質的金融緩和は、国債購入とコミットメント効果により金利を低下させる作用と、効果は疑わしいもののインフレ目標の達成を約束することで経済主体のインフレ予想を引き上げる作用をもたらすことが期待されていた。このうち前者は金利のゼロ制約から限界に近付いているため、後者の効果をいかに最大化するかが「金融政策」としての量的・質的金融緩和の本懐となる。この意味において、追加緩和はインフレ目標達成に対する日銀の自信の低下を示すことから、むしろマイナスの影響を与えうる拙策と評価していた。

しかし前節「金融政策の見通し」でも詳述したように、量的・質的金融緩和の真髄は円安誘導にあると考えれば辻褄が合う。そして追加緩和は大いに成果を発揮し、為替レートを大幅に円安方向に誘導すると同時に、「中央銀行と戦うな」の格言を金融市場に彷彿とさせ、日銀の志向する市場の動きに逆行するようなスタイルでの投資行動を萎縮させた。

次に貿易市場の構造変化であるが、輸出財の現地通貨建て価格設定が進展している結果として、円安が貿易収支を改善させる「Jカーブ効果」が著しく低下している<sup>6</sup>。これは実需を通じた為替相場の収斂効果が低減していることを意味している。というのも、為替レートが妥当と

<sup>6</sup> 詳細は下記文献参照。小林（2014）「円安・海外回復で輸出が伸びない5つの理由—過度の悲観は禁物。しかし短期と長期は慎重に。」[http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20140206\\_008167.html](http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20140206_008167.html)

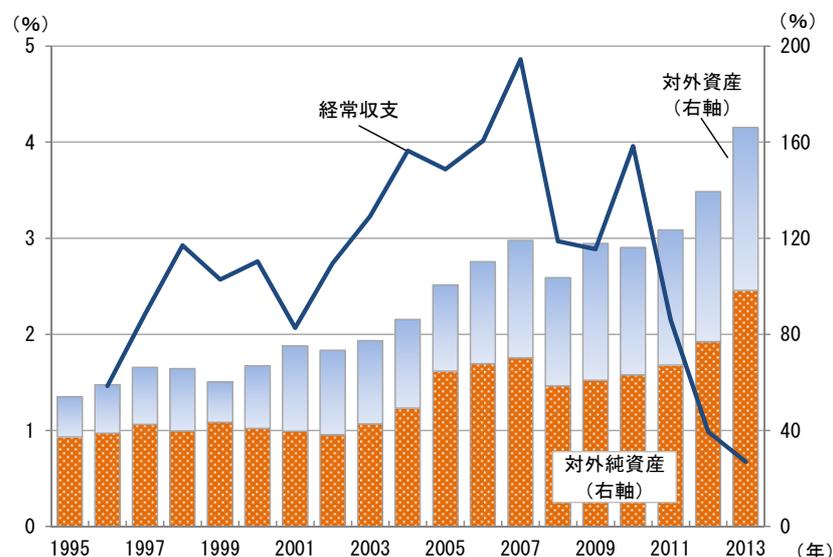
目される水準（例えば購買力平価水準）から大きく乖離しても、それが貿易／経常収支に与える影響が小さい以上、財市場における通貨の実需の変化を通じて為替レートが修正される効果もやはり小さくなるためである。これはつまり均衡水準から大きく乖離した水準で為替レートが推移しやすくなるということを示している。また、逆に言えば貿易／経常収支の赤字／黒字を縮小するために必要となる為替レートの調整幅がかつてよりも大きくなっているため、為替市場はよりボラタイルに、かつ実需以外の要因（＝金融要因）の影響を受けやすくなっているということでもある。

## リスクシナリオ

こうした為替市場の構造変化および金融政策の見通しを織り込み、本予測での為替レートを円安方向へと水準調整した。ただし為替市場の構造変化は、同時にリスクシナリオ発現時の為替レートの変動がより大きなものになる可能性を示唆している。リスクシナリオの一つは、前節「金融政策の見通し」で指摘したような政治サイクル、およびそれに伴う政策レジームの変更である。また、日本国内の政治要因のみならず、日本の為替政策に対して米国等の政治がプレッシャーをかけるというリスクシナリオにも注意が必要だ。

この他に、短期的な為替レートを大きく変動させる要因として、リスク選好度の変化が挙げられる。若干テクニカルな話になるが、日本は巨額の対外純資産を保有する国である。このような構造下で国際的な投資のリスク選好度が低下すると、海外の資金が国内に還流し、円高圧力を生む（これは有事の円買いとも呼ばれるものである）。結果として、リーマン・ショックや欧州の財政問題、最近では2013年に公表された米国のQE3縮小に伴う新興国懸念などが台頭した場面で円高圧力が強まった。また逆に、こうした懸念が金融市場において後退した2014年には、リスク選好度が高まった（＝国外に資金が流出しやすくなった）ことにより円安が進行した側面があったことも見逃せない。

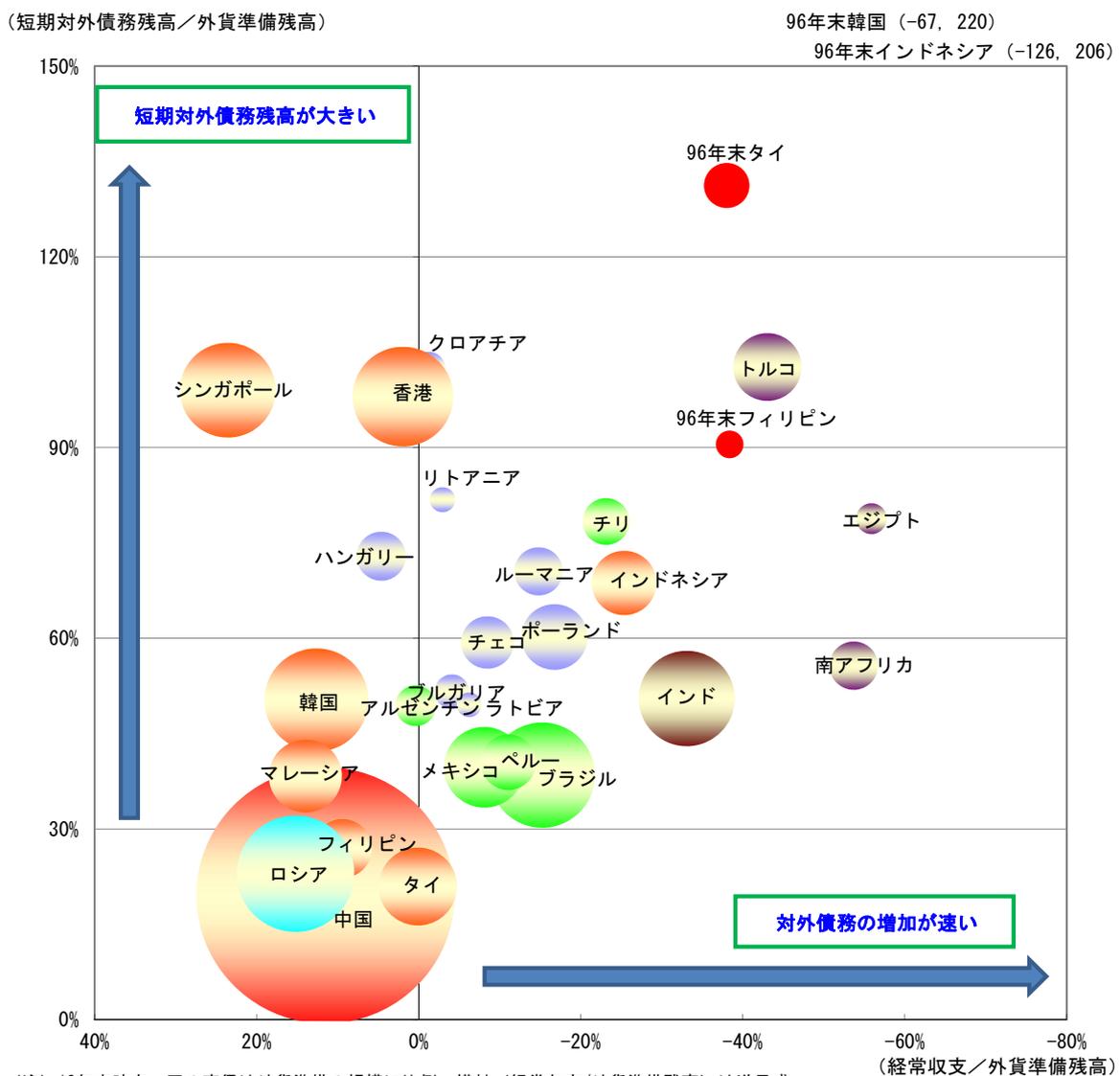
図表7 経常収支と対外資産（対名目GDP比）



(出所) 財務省、日本銀行、内閣府統計より大和総研作成

こうした要因をモデルによる予測に織り込むことは極めて困難である。しかし予測値を大きく外れて為替レートが推移するとすればこのリスク選好度によるものとなる蓋然性が高く、代替シナリオとして注意しておく必要がある。一つめのリスクシナリオは、米国の金融政策変更に伴い危機に瀕する新興国が現れるようなケース<sup>7</sup>である。このシナリオの下では、リスク選好度の低下により日本から海外への純投資が減少する中で急激な円高が進行する可能性がある。もっとも、グローバルマネーフローの変化に対する新興国の耐久力は以前に比べ大きく改善しており、このリスクの発現可能性は現時点ではさほど高くないと考えられよう。

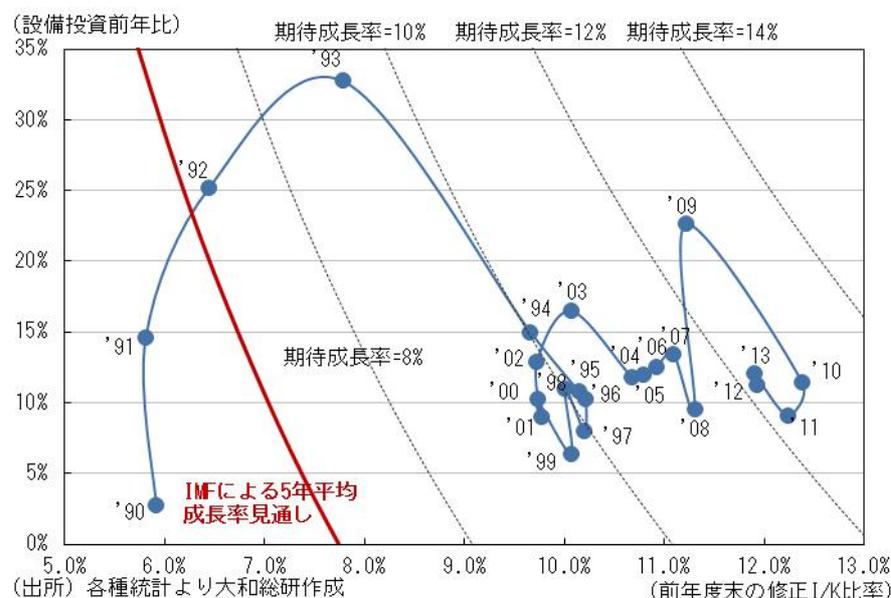
図表8 短期対外債務と経常収支の対外貨準備比



<sup>7</sup> 詳細は下記文献参照。小林 (2013) 「米国金融政策の変化が世界経済に与えるもの」  
[http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20131202\\_007929.html](http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20131202_007929.html)

二つめのリスクシナリオは、中国におけるバブル経済の崩壊である。足下での中国経済の減速は、世界経済の構造的な循環の中で捉えられるものである<sup>8</sup>。しかし中国ではバブル景気が発生している可能性が高い<sup>9</sup>。これがいつ崩壊するか予測するのは非常に難しいが、米国金利の一層の上昇が一つのトリガーとなる可能性は無視できないだろう。中国人民元は事実上ドルペッグされている。従って低金利のドル資金を調達し、人民元建てで中国国内に投資することは、いわば確定的な収益を得ることが可能な投資であった。人民元の対ドルレートが元高方向のドリフトを有していることを踏まえれば実質金利はさらに低かったと考えられ、厚い利鞘を確保できていたとみられる。しかし今後ドル建ての金利が上昇に向かう中で、利鞘は薄まる。これにより資金流入が細れば、人民元に対する増価圧力も小さくなるから、実質的な利鞘はさらに薄くなる。同時に、（非不胎化）為替介入による流動性供給の増大効果も薄まるため、市場における投機熱も減退する可能性が高いだろう。これらを踏まえると、米国金利の上昇が中国のバブル経済を崩壊させるトリガーとなる可能性には、一定の注意を払っておく必要がある。

図表9 中国の修正資本ストック循環図



(出所) 小林 (2014) 「設備投資循環から探る世界の景気循環—期待利潤回復、不確実性低下、低金利の下で拡大局面へ」 [http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20140206\\_008168.html](http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20140206_008168.html)

三つめのリスクシナリオは、ユーロシステムの崩壊である。南欧の債務問題という形で顕在化したユーロの危機は、各国の財政再建への道筋が見え始めたことや、ESMなど金融政策のサポートを受け金融市場が落ち着きを取り戻したことにより、一旦収束したとみられる。しかしユーロシステムの根本的な問題は、加入国間で経済の発展段階が全く異なるにもかかわらず単一の金融・通貨政策を導入し、それでいて財政統合が行われていない点にある。

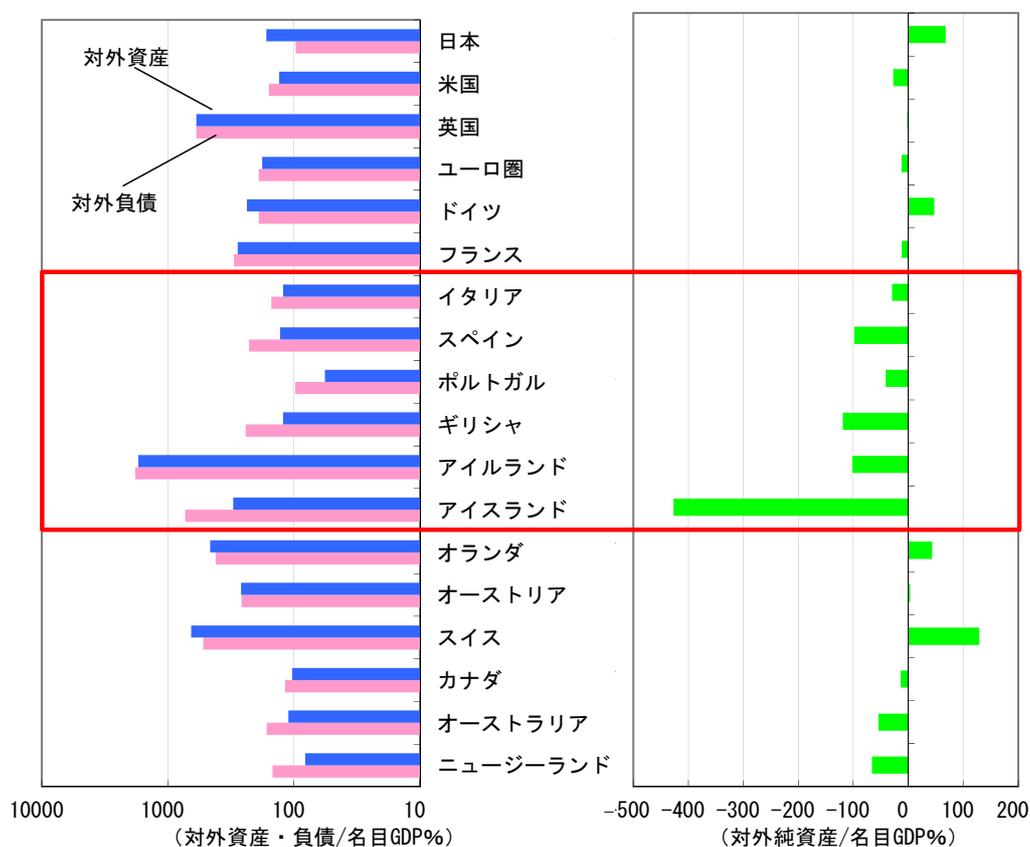
<sup>8</sup> 詳細は下記文献参照。小林 (2013) 「デカップリング論の再来とその本質」 [http://www.dir.co.jp/library/column/20131126\\_007924.html](http://www.dir.co.jp/library/column/20131126_007924.html)

<sup>9</sup> 詳細は下記文献参照。小林 (2014) 「設備投資循環から探る世界の景気循環—期待利潤回復、不確実性低下、低金利の下で拡大局面へ」 [http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20140206\\_008168.html](http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20140206_008168.html)

2009年10月のギリシャ問題をきっかけに顕在化した南欧諸国の債務問題は、単一通貨ユーロの導入により、政策金利の低下、為替リスクプレミアムの消失、欧州委員会による救済に対する暗黙の期待などを通じて、これらの国々の資金借入能力が著しく向上したことを端緒としていた。この結果として諸外国から資金が流入し、同時に南欧諸国の貯蓄不足が悪化し、対外債務が膨張したのち、バブル経済の終焉とともに発生した資金流出に伴い金利が暴騰したため危機に陥ったのである。もちろん対外債務の膨張も、国内生産能力を増強するような投資に資金が回るのであれば、長期的に見れば經常収支を改善（貯蓄不足を改善）する要因となりうる。しかし危機以前に南欧諸国で住宅価格が暴騰していたことが示すように、流入した資金がこうした成長分野に回らず、投機資金に回ってしまった。

また、産業集積の遅れている国々にとって、生産立地としての投資を受けることが難しいという側面もある。投機により賃金を含む広義のインフレーションが進展する中においては尚更である。この問題を解決するためには周縁諸国が賃金上昇率の抑制や財政支出の抑制などといったデフレーション的な政策をとり続けることが必要だが、こうした緊縮政策と経済回復を並行させることは容易でない。それ以外の解決方法としては、（日本で言うところの地方交付税のような形で）ユーロ圏先進国が周縁諸国に対して財政補填をし続けるというものも考えられるが、これは財政統合が行われていない現状では部分的にしか達成できないだろう。また、財政統合自体がユーロ圏先進国の政治的な反対を考えれば実現可能性の低いものである。

図表10 先進各国のバランスシート



(注1) 2013年末、左図横軸（対外資産・負債/GDP%）は対数目盛  
 (出所) 各国統計、Haver Analyticsより大和総研作成

## 【経済構造分析レポート】

- 近藤智也・溝端幹雄・小林俊介・石橋未来・田中豪「日本経済中期予測（2015年2月）—デフレ脱却と財政再建、時間との戦い」2015年2月3日
- 田中豪「人手不足は本当に深刻なのか？—建設業の人手不足・男性の非正規化・雇用のミスマッチなど」2014年12月1日
- No. 29 石橋未来「大都市圏における在宅ケア普及のカギ—高齢者の孤立を防ぐため、「互助」関係を意図的に創設する」2014年9月30日
- 近藤智也「日本の労働市場の課題—成長戦略を妨げる人手・人材不足」2014年9月1日
- 溝端幹雄「希望をつないだ新成長戦略—改革メニューは示されたが雇用面で課題」2014年9月1日
- No. 28 石橋未来「産後の女性の就労継続を阻むもの—男女間の賃金格差は正と柔軟な労働環境の整備が求められる」2014年8月13日
- 近藤智也・溝端幹雄・小林俊介・石橋未来・神田慶司「日本経済中期予測（2014年8月）—日本の成長力と新たに直面する課題」2014年8月4日
- No. 27 溝端幹雄「希望をつないだ新成長戦略（下）—岩盤規制の改革は大きく進展、あとは実効性の担保」2014年6月27日
- No. 26 溝端幹雄「希望をつないだ新成長戦略（上）—改革メニューは示されたが雇用面で課題」2014年6月27日
- No. 25 石橋未来「拡充される混合診療について—それでも高額な保険外診療は患者の選択肢となりうるか」2014年6月20日
- No. 24 石橋未来「超高齢社会における介護問題—人材・サービス不足がもたらす「地域包括ケア」の落とし穴」2014年5月9日
- No. 23 溝端幹雄「成長戦略の効果を削ぎかねない隠れた要因—電子行政の徹底等による行政手続きの合理化が急務」2014年4月11日
- No. 22 石橋未来「英国の医療制度改革が示唆するもの—国民・患者が選択する医療へ」2014年3月27日
- No. 21 小林俊介「設備投資循環から探る世界の景気循環—期待利潤回復、不確実性低下、低金利の下で拡大局面へ」2014年2月6日
- No. 20 小林俊介「円安・海外好調でも輸出が伸びない5つの理由—過度の悲観は禁物。しかし短期と長期は慎重に。」2014年2月6日
- No. 19 小林俊介「今後10年間の為替レートの見通し—5年程度の円安期間を経て再び円高へ。3つの円高リスクに注意。」2014年2月6日
- 近藤智也・溝端幹雄・小林俊介・石橋未来・神田慶司「日本経済中期予測（2014年2月）—牽引役不在の世界経済で試される日本の改革への本気度」2014年2月5日
- 神田慶司「今春から本格化する社会保障制度改革—真の意味での社会保障・税一体改革の姿を示すべき」（2014年1月29日）

- 鈴木準・神田慶司「消費税増税と低所得者対策—求められる消費税の枠内にとどまらない制度設計」(2014年1月20日)
- 溝端幹雄「安倍政権の成長戦略の要点とその評価—三本目の矢は本当に効くのか？」(2014年1月20日)
- No. 18 石橋未来「診療報酬プラス改定後、効率化策に期待—持続可能な医療のためには大胆かつ積極的な効率化策が必要となろう」2014年1月15日
- No. 17 石橋未来「米国の医療保険制度について—国民皆保険制度の導入と、民間保険会社を活用した医療費抑制の試み」2013年12月16日
- 小林俊介「米国金融政策の変化が世界経済に与えるもの」2013年10月25日
- No. 16 小林俊介「日本は投資過小、中国は投資過剰」の落とし穴—事業活動の国際化に伴う空洞化が進む中「いざなぎ越え」は困難か」2013年10月16日
- 神田慶司「これで社会保障制度改革は十分か—「木を見て森を見ず」とならないよう財政健全化と統合的な改革を」2013年10月11日
- 神田慶司「来春の消費税増税後の焦点—逆進性の問題にどう対処すべきか」2013年9月20日
- No. 15-1 小林俊介「QE3 縮小後の金利・為替・世界経済（前編）—シミュレーションに基づく定量的分析」2013年9月9日
- No. 15-2 小林俊介「QE3 縮小後の金利・為替・世界経済（後編）—グローバルマネーフローを中心とした定性的検証」2013年9月9日
- No. 14 石橋未来「超高齢社会医療の効率化を考える—IT 化を推進し予防・健診・相談を中心とした包括的な医療サービスへ」2013年8月15日
- No. 13 小林俊介「量的緩和・円安でデフレから脱却できるのか？—拡張ドーンブッシュモデルに基づいた構造 VAR 分析」2013年8月15日
- No. 12 溝端幹雄「成長戦略と骨太の方針をどう評価するか—新陳代謝と痛みを緩和する「質の高い市場制度」へ」2013年7月25日
- 鈴木準・近藤智也・溝端幹雄・神田慶司「超高齢日本の30年展望—持続可能な社会保障システムを目指し挑戦する日本—未来への責任」2013年5月14日
- No. 11 溝端幹雄「エネルギー政策と成長戦略—生産性を高める環境整備でエネルギー利用の効率化と多様化を」2013年2月6日
- No. 10 神田慶司「転換点を迎えた金融政策と円安が物価に与える影響—円安だけでインフレ目標を達成することは困難」2013年2月5日
- 近藤智也・溝端幹雄・神田慶司「日本経済中期予測（2013年2月）—成長力の底上げに向けて実行力が問われる日本経済」2013年2月4日

レポートは弊社ホームページにてご覧頂けます。

URL : <http://www.dir.co.jp/>