

---

---

# 日本経済展望

2016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. 3
◆見通し	p. 8
◆金利動向	p. 9
◆内外市場データ	p. 11

### 調査部 マクロ経済研究センター（国内経済グループ）

●総括、ファンダメンタルズ全般	下田 裕介	( Tel: 03-6833-0914 Mail: shimoda.yusuke@jri.co.jp )
●家計部門、雇用賃金	小方 尚子	( Tel: 03-6833-0478 Mail: ogata.naoko@jri.co.jp )
●物価、金融	村瀬 拓人	( Tel: 03-6833-6096 Mail: murase.takuto@jri.co.jp )
●企業部門、外需	菊地 秀朗	( Tel: 03-6833-6228 Mail: kikuchi.hideaki@jri.co.jp )
●ファンダメンタルズ（現状分析）	奥井 貴大	( Tel: 03-6833-3711 Mail: okui.tp20986@jri.co.jp )

◆本資料は2016年2月2日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

# 概況：個人消費で停滞感がみられるなど、引き続き足踏み

現状

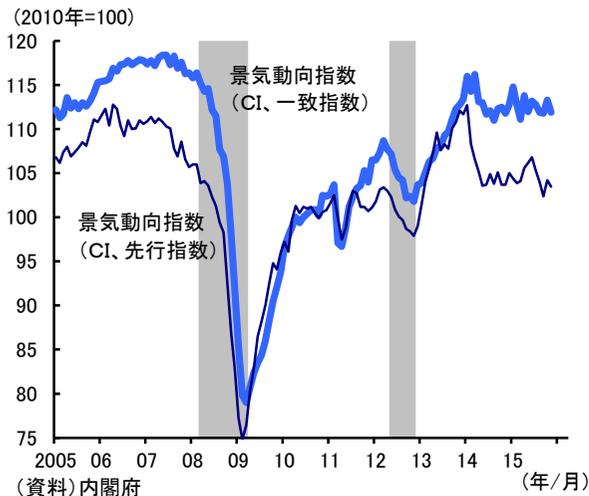
景気分析

見通し

金利動向

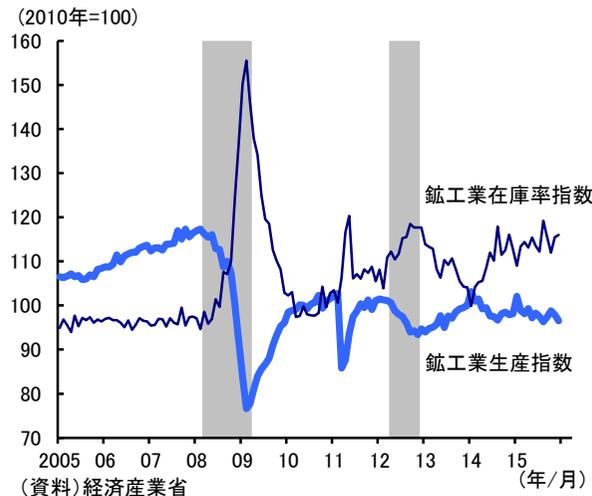
## 景気

在庫の積み上がりを受け、先行指数は2カ月ぶりに低下



## 企業

在庫率が高止まるなか、2カ月連続で減産生産活動は一進一退



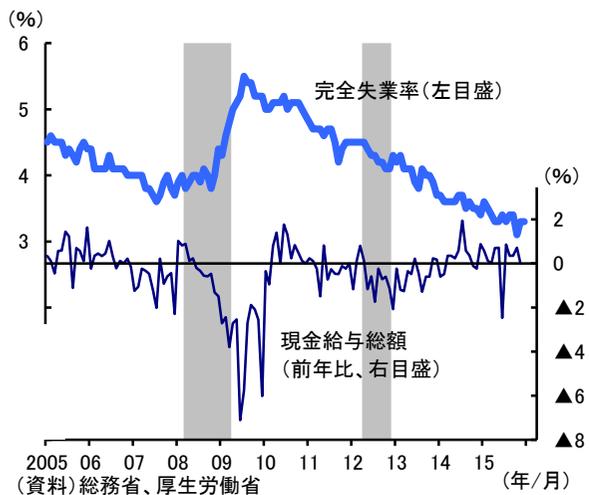
## 外需

輸出は4カ月ぶりに減少  
輸入は内需低迷を受け減少が持続



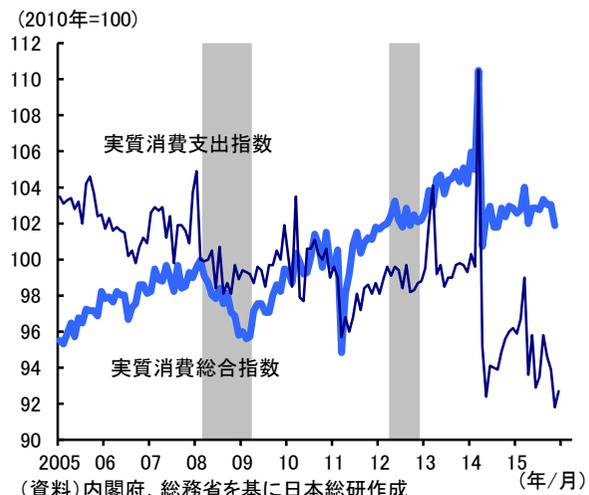
## 雇用所得

失業率は低水準で推移  
名目賃金は所定内給与のプラスが定着



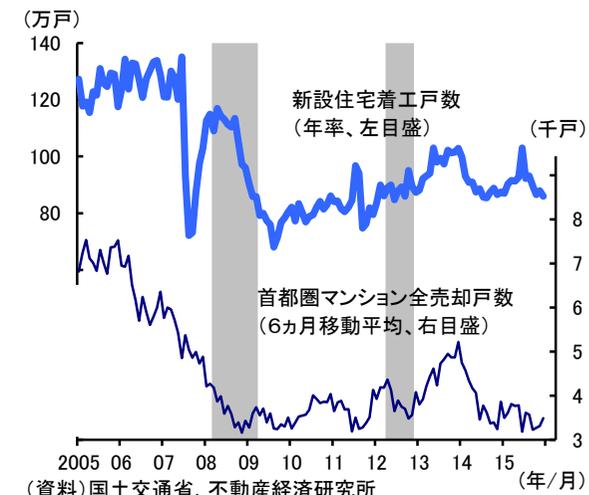
## 消費

個人消費は賃金の伸びが限られるなか弱い動き



## 住宅

住宅着工は低迷持続  
マンション販売は一進一退



※シャド一部は景気後退期

# 足許で足踏み感が長期化も、回復基調はおおむね維持

## ◆個人消費に停滞感

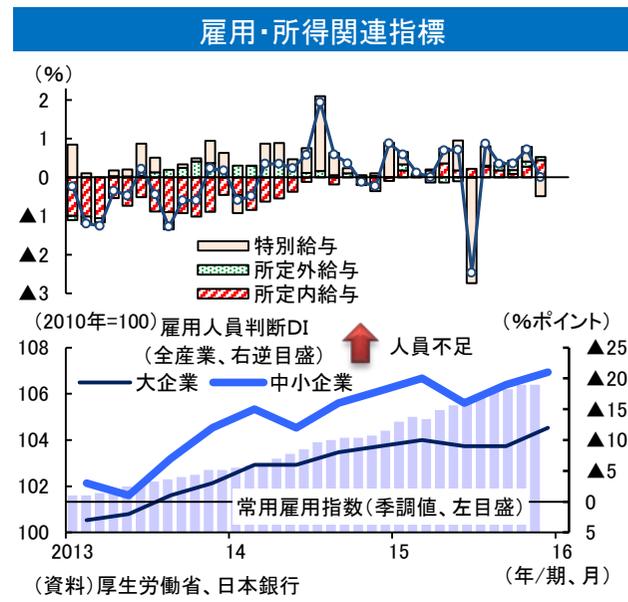
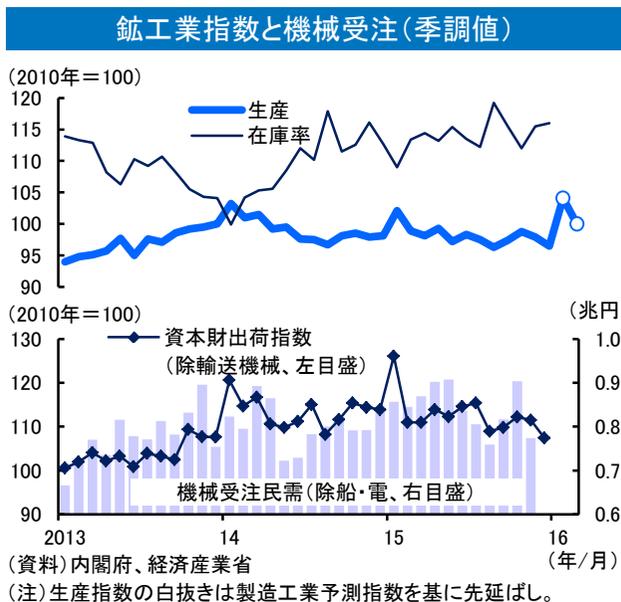
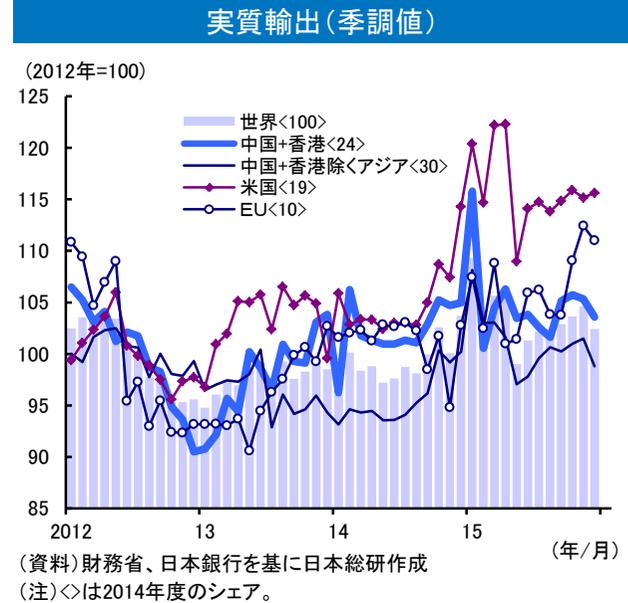
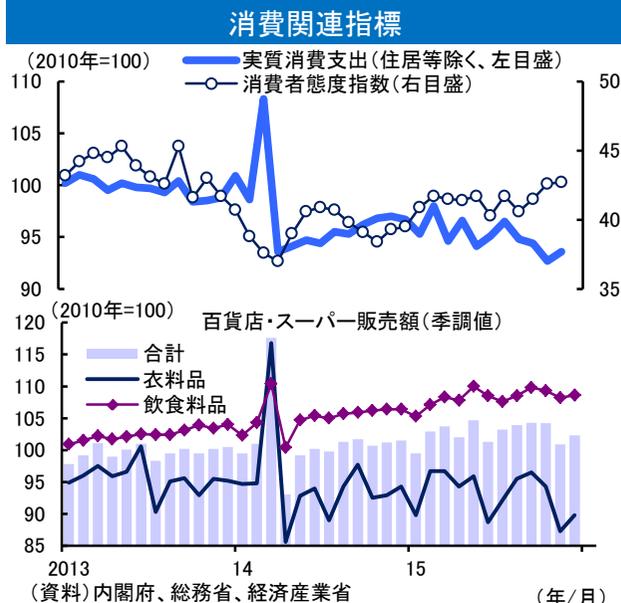
わが国経済は、引き続き強弱入り混じり足踏みの状況。個人消費は、消費者マインドの持ち直しに反して停滞感。2015年12月の実質消費支出は、賃金の伸びに限られるなか、食料品をはじめとする物価の上昇に加え、暖冬の影響を受けた冬物衣料の販売不振などもあり、弱含み。

## ◆生産は内外需要が伸び悩み一進一退

輸出は、先進国向けが堅調な一方、新興国経済の減速を受けてアジア向けが伸び悩み。こうしたなか、企業は慎重姿勢をやや強めており、機械受注が減少するなど投資の一部先送りとみられる動きも。12月の鉱工業生産指数は、内外需要の伸び悩みを受けて在庫率が高止まりするなか2ヵ月連続で前月比低下するなど、一進一退が持続。

## ◆回復基調はおおむね維持

もともと、良好な収益環境が続くなか、雇用・所得環境は底堅さを維持。大企業・中小企業ともに人手不足感が高まるなか、雇用者数は増勢が持続。一方、賃金面では、所定内給与が小幅ながらも増加基調が定着。



# インバウンド需要が下支えするも、財輸出の伸びは緩慢

## ◆輸入は、燃料輸入が減少するも、先行きは緩やかな持ち直しへ

外需動向をみると、2015年12月の貿易収支は、2ヵ月ぶりの黒字。2015年通年でみても、貿易赤字は2.8兆円と、14年の12.8兆円から大きく縮小。

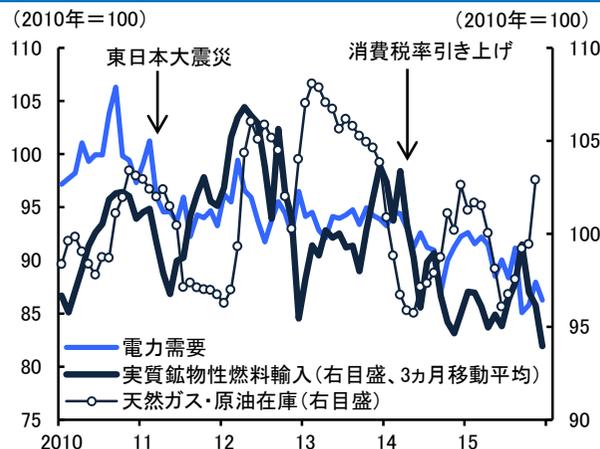
輸入額は、原油価格の下落や、暖冬、国内の生産活動の停滞を受けた燃料輸入量の減少を主因に、季節調整値ベースで5ヵ月連続の減少。もっとも、国内総供給に占める輸入品の割合（輸入浸透度）が上昇するなか、燃料以外の実質輸入は比較的底堅く、先行き、原油価格の下落が落ち着き、国内生産の回復が明確化してくれば、輸入は持ち直す見込み。

## ◆輸出は、中国経済の減速などを背景に、力強さを欠く状況が持続

一方、実質財輸出は、緩やかながら持ち直し傾向。米欧景気の持ち直しや、訪日客の帰国後の日本製品への堅調な需要を背景に、生産財、輸送機械、医薬品、化粧品等の輸出が増加。もっとも、世界的な設備投資の鈍化を背景に、資本財輸出は引き続き減少。

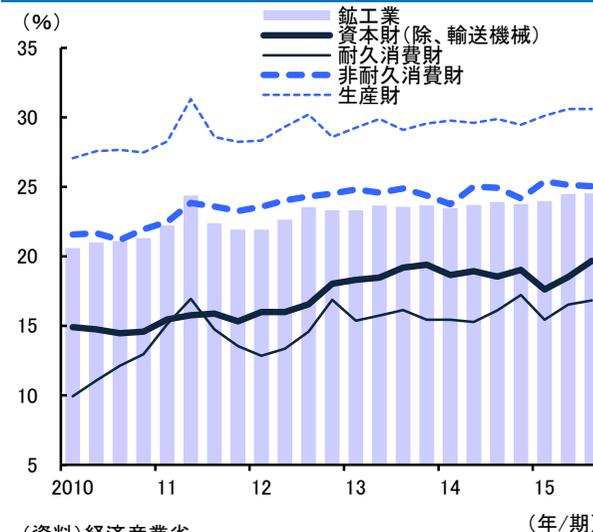
先行きを展望すると、好調なインバウンド需要などサービス輸出の底堅さや、米欧景気の緩やかな持ち直し、円安による財輸出の下支えがプラスに作用する一方、中国をはじめ新興国の景気減速が重石となり、輸出全体の力強い回復は当面期待薄。貿易収支も黒字の定着はしばらくは見込み難い状況。

### 電力需要、実質燃料輸入、燃料在庫(季調値)

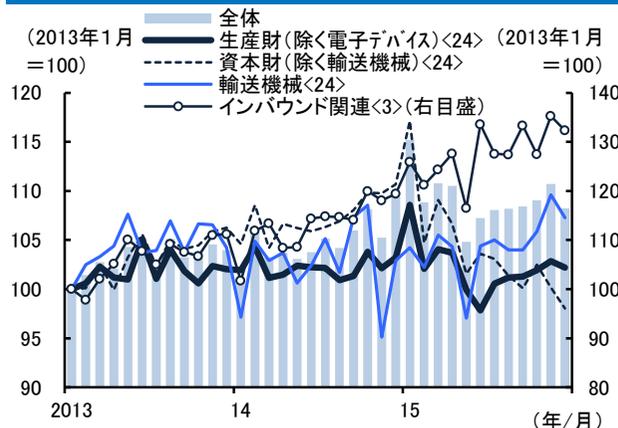


(資料)電気事業連合会、経済産業省、財務省、日本銀行を基に日本総研作成  
(注)天然ガス・原油在庫は、石油換算トンで合算。

### 財別輸入浸透度

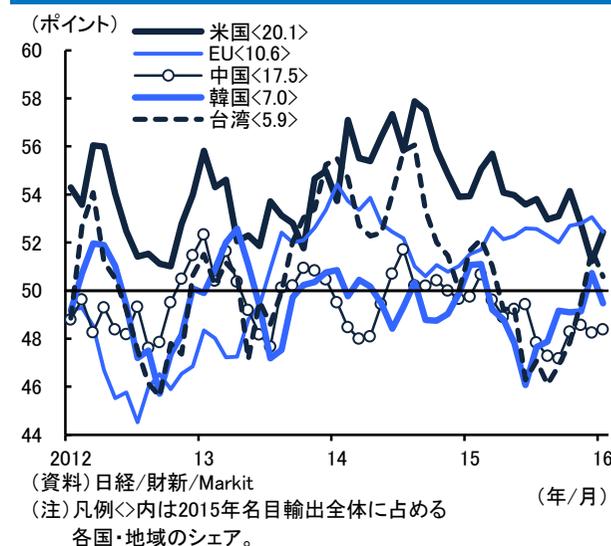


### 財別実質輸出(季調値)



(資料)財務省、日本銀行を基に日本総研作成  
(注)凡例<>内は2015年名目輸出全体に占めるシェア。インバウンド関連品目は、飲食料品、医薬品、化粧品、家庭用電機、衣類、身の回り品、など、訪日外国人の購入頻度の高い品目の合計。

### 各国の製造業PMI(購買担当者景気指数)



# 良好な収益を受け設備投資は緩慢なペースながら持ち直し

現状

景気分析

見通し

金利動向

## ◆企業収益は好調に推移

企業部門についてみると、2015年7～9月期の法人企業統計では、売上高が横ばい圏での推移が続く一方、経常利益は大幅な増加となった前期の反動から減益となったものの、引き続き高水準。

円安によるかさ上げ効果のほか、足許では、原油安に伴うコスト低減が利益の押し上げに寄与。一方で、人件費の増加が利益率の改善一服に作用。

## ◆利益に比べ伸びが鈍い設備投資

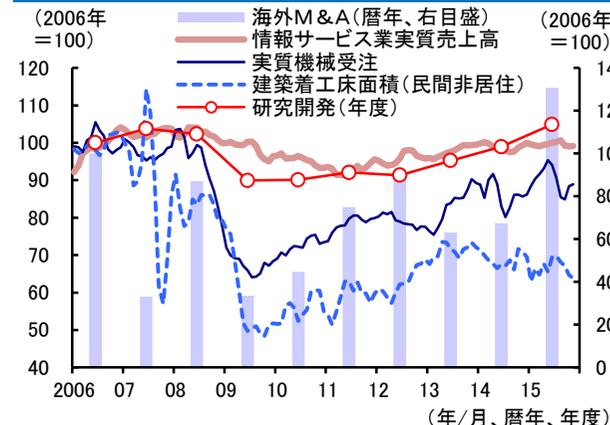
設備投資についてみると、良好な収益環境が続くなかにも、機械投資、建設投資が弱含み。内需の停滞や外需環境の不透明感から投資の一部が先送りされたことに加え、構造的な面も投資抑制に作用。第一に、M&Aなど、企業が海外への直接投資に資金を振り向けていること。第二に、研究開発、ソフトウェア投資の重要性の拡大。第三に、製造業に比べて一企業当たりの投資額が小さい「サービス業」への産業構造のシフト。

先行き、設備投資は、良好な企業収益や、合理化・省力化に対するニーズの高まり等を背景に、持ち直しが続く見込みながら、上記の構造要因に加え、16年入り後に急速に高まった市場の不確実性も重石となり、ペースは緩やかにとどまる見通し。

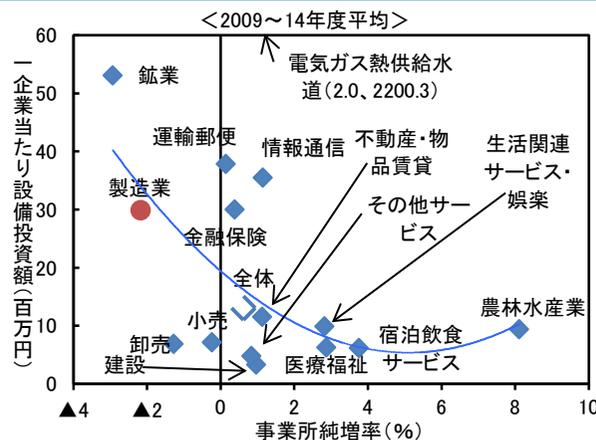
## 法人企業の売上高と経常利益率(季調値)



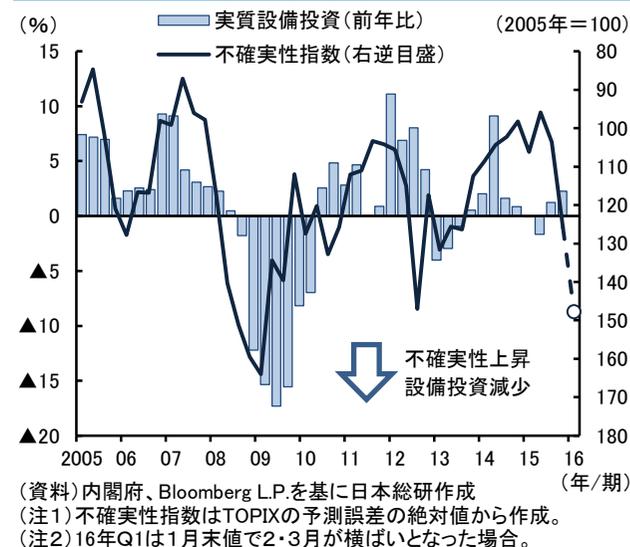
## 各種投資関連指標



## 一企業当たり設備投資額と事業所純増率



## 実質設備投資と不確実性指数



# 賃金増や原油安が消費にプラス

## ◆耐久財消費の反動減や根強いインフレ予想を背景に個人消費に停滞感

家計部門では、個人消費に停滞感。暖冬による冬物衣料の販売不振に加え、近年の購入支援策や消費増税前の駆け込み需要の反動減により、耐久財消費の低迷が持続。

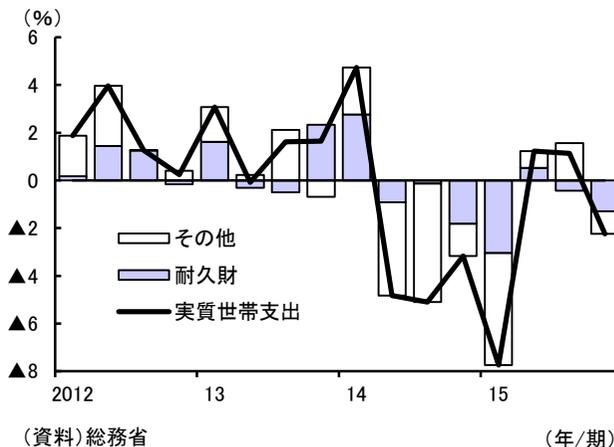
物価上昇への根強い警戒感も消費を下押し。物価は、石油関連製品の値下がりにより、足許で前年比小幅マイナスとなっているものの、購入頻度が高く消費者の物価の実感に近い食料は、名目賃金を上回る上昇が持続。昨秋来の海外景気失速懸念を映じた株価の下落も消費者マインドに悪影響。

## ◆引き続き緩慢な消費回復

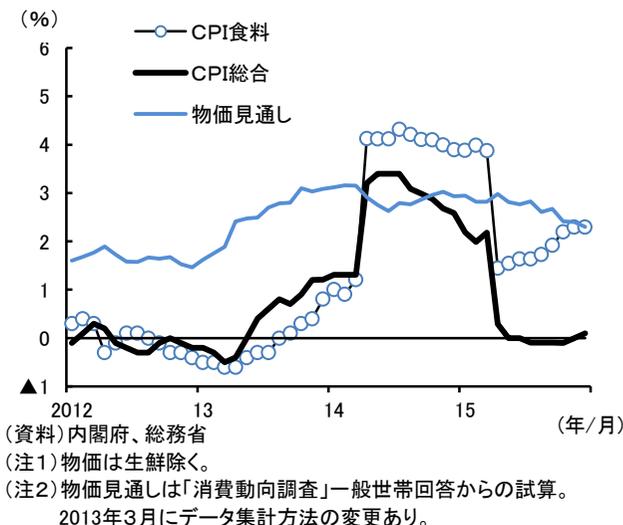
先行きは、底堅さが見込まれる企業収益が、雇用所得環境の改善を後押しする見通し。さらに、海外景気失速への懸念が薄らげば、円安の一巡により食料価格の上昇ペースが鈍化するなか、消費者マインドの一段の悪化は避けられ、2016年度にかけては個人消費は底堅さを増していく見通し。

もっとも、雇用増加の中心は、非正規の高齢者と女性、業種別では非製造業と、相対的に賃金水準が低い層に偏在。このため、所得ならびに消費回復のペースは引き続き緩やかなものにとどまる見込み。こうしたなか、2017年度には、消費増税による実質所得減少を受けて個人消費はマイナスに。

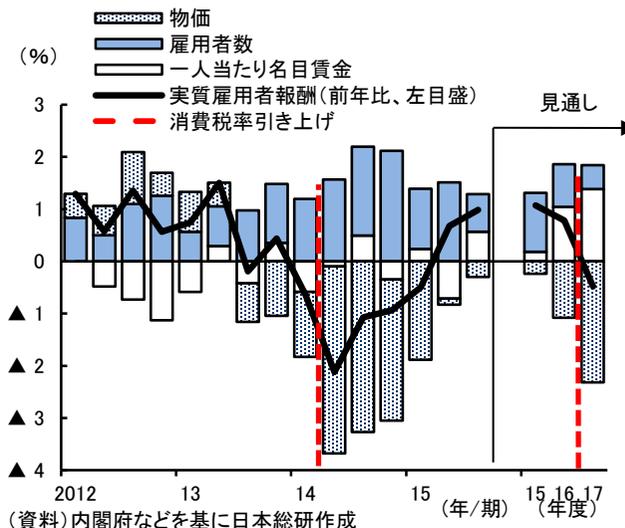
実質世帯当たり支出(前年比)



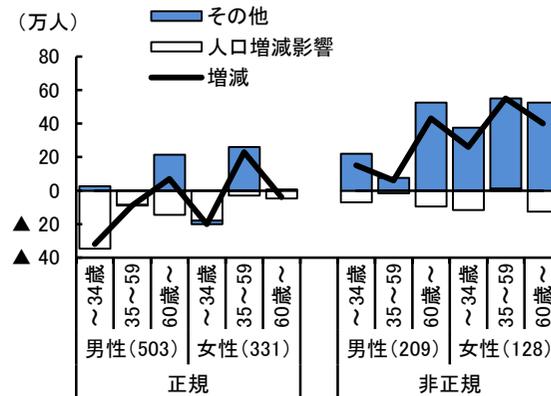
消費者物価(CPI)と物価の見通し(前年比)



実質雇用者報酬(前年比)



雇用変動の内訳(2013年1月～2015年12月)



# 回復力限られるなか、政策効果が2016年度の景気を下支え

現状

景気分析

見通し

金利動向

## ◆補正予算が2016年度の景気を下支え

このように、回復力が限られるなか、1月20日に成立した2015年度補正予算が、先行き景気の下支えに。洪水被害からの復旧やTPP対策としての農地・水路の整備など、公共投資を中心にGDPを+0.3~0.4%ポイント押し上げると想定。もっとも、公共事業では、進捗が遅れるケースが散見されるため、効果は2016年度入り後複数年にわたり顕在化する公算。

## ◆消費税率10%への引き上げと軽減税率も景気変動要因に

2017年4月の消費増税を巡る動きも変動要因に。今回は駆け込み需要の規模が前回対比小さくすると予想。前回同様、家電や自動車など耐久財が駆け込みの中心になるとみられるものの、これらの使用年数を踏まえると、前回引き上げ時に駆け込みが増大した商品については、今回駆け込み需要は限られる見込み。

以上を踏まえ、消費関数などから消費増税の影響を試算すると、駆け込み需要が2016年度の個人消費を+0.7%ポイント押し上げる一方、17年度は反動減と物価上昇に伴う実質購買力低下で▲1.6%ポイント下振れる見込み。

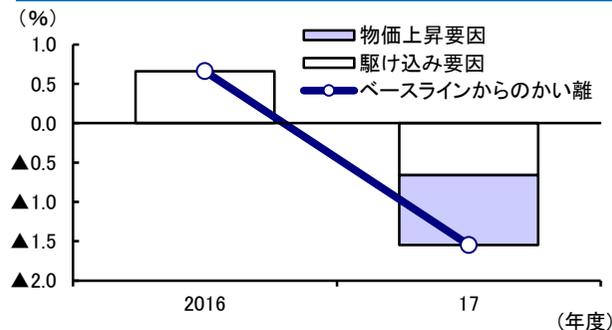
一方で、酒・外食を除く食品を中心に軽減税率の適用が決定。これにより、2017年度の個人消費は、実施しない場合と比べて▲0.2%ポイント下振れが緩和される見込み。

## 2015年度補正予算の概要

2015年度補正予算の概要 (兆円)	
一億総活躍(a)	1.2
低所得高齢者への臨時給付金	0.4
「希望出生率1.8」「介護離職ゼロ」に直結する施策	0.4
TPP対策(b)	0.3
農林水産業の競争力強化	
災害復旧、防災・減災事業(c)	0.5
震災復興の加速化(d)	0.8
その他の喫緊の課題への対応(e)	0.3
軽減税率対策	
テロ対策など	
その他の経費(f)	0.4
小計(g)=(a+b+c+d+e+f)	3.5
地方交付税交付金(h)	1.3
既定経費の減額(i)	▲1.4
合計(g+h+i)	3.3

(資料)財務省、各種報道などを基に日本総研作成

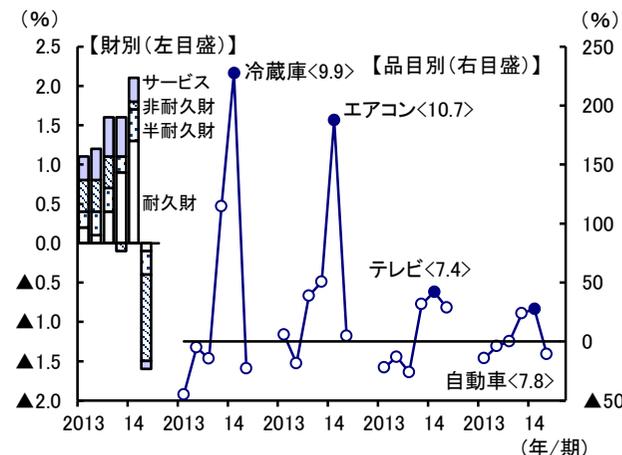
## 消費増税に伴う個人消費への影響(試算)



(資料)内閣府、日本銀行、総務省などを基に日本総研作成

(注)駆け込み要因は前回消費増税直前の個人消費について、実質雇用者報酬、実質純金融資産、高齢化率などを説明変数とした消費関数から得られる理論値とのかい離を基に試算。耐久消費財を中心に駆け込み需要が見込まれる一方、前回増税時からそれほど時間が経過していないことも考慮し、駆け込み規模を前回の5割程度と想定。物価上昇要因はマクロモデルシミュレーションにより試算。

## 前回消費増税前後の消費動向(前年比)



(資料)内閣府、総務省、日本自動車販売協会連合会などを基に日本総研作成

(注)品目別の●は増税直前(14年Q1)。<>は平均使用年数。

## 軽減税率による2017年度への主な影響(試算)

減税対象	税収増(兆円)	消費への影響(%ポイント)	物価上昇(%ポイント)
ケース1:なし	+4.9	▲0.9	+1.3
ケース2:生鮮食品	+4.6	▲0.8	+1.3
ケース3:酒・外食 除く食品	+3.9	▲0.7	+1.0

(資料)財務省、政府税制調査会、総務省などを基に日本総研作成

(注1)消費への影響は、ケース1は物価上昇による実質購買力の低下を通じた影響。ケース2および3は、軽減税率適用に伴う税収減を、家計の「減税」とみなして試算。

(注2)物価上昇は、コアCPIの前年比に対する押し上げ幅。

## 2%の物価目標の達成には時間を要する見込み

### ◆品目毎の価格動向に大きなバラツキ

足許のコアCPIは、横ばい圏での推移が続いているものの、品目ごとの価格動向には大きなバラツキ。原油価格下落の影響が大きいエネルギーは、大幅な価格下落が続いているほか、他の品目に比べ価格硬直性が強く、マクロ的な需給環境の改善などが反映されにくい家賃や公共料金は、騰勢鈍化が持続。

一方、それ以外の品目の価格は、足許で騰勢が加速。円安に伴う輸入コスト増に加え、アベノミクス始動以前と比べたマクロ的な需給環境の改善や、インフレ期待の上昇(※)などが価格押し上げに寄与。こうした点を踏まえれば、今後円安の影響が一巡しても、これらの品目は底堅い伸びが続く公算。

(※)物価とGDPギャップの関係を表したフィリップス・カーブの切片が上方シフトしていることは、インフレ期待の上昇を示唆。

### ◆日銀の物価目標達成には時間

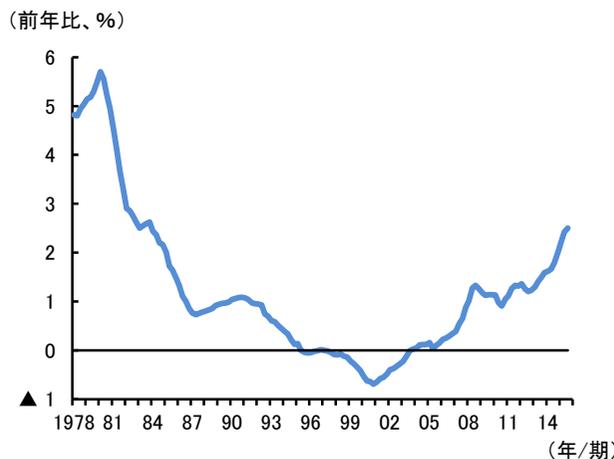
もっとも、日銀が目標とする消費者物価総合ベースでの前年比+2%の安定的な物価上昇の達成に向けては、家賃や公共料金といった品目にも物価上昇圧力が広がる必要。ウェイトの大きい家賃については、住宅地価との相関が強いことから、価格上昇圧力が強まるには、マクロ的な需給環境の改善やインフレ期待の上昇だけでなく、地価の上昇基調の定着が必要に。全国ベースでみた住宅地価は、足許で緩やかな低下基調が続いており、CPIベースの家賃が前年比プラスに転じ、+2%の物価上昇に近づくには、相当程度の時間を要する公算。

### 消費者物価指数(前年比)



(資料)総務省を基に日本総研作成  
(注1)消費税率引き上げの影響を調整。  
(注2)家賃・公共料金は、電気代・都市ガス代を除く。

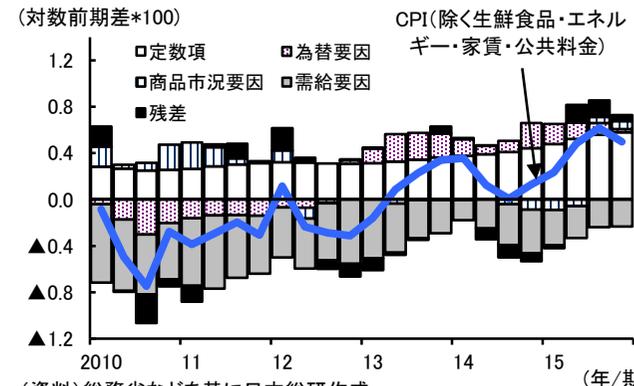
### フィリップス・カーブの切片のシフト (CPI除く生鮮食品・エネルギー・家賃・公共料金)



(注)右上の推計結果を基に、 $4 * \beta_{0,t} / (1 - \beta_{4,t})$ を計算し図示。

### 消費者物価の要因分解

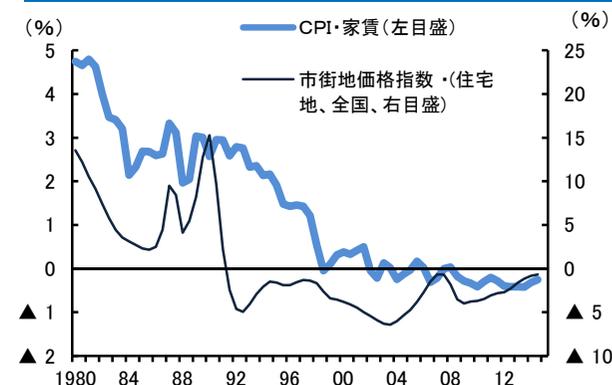
(除く生鮮食品・エネルギー・家賃・公共料金)



(資料)総務省などを基に日本総研作成  
(注1)以下の可変パラメータモデルをベースに推定し各要因に分解。モデルのラグ次数はOLS推計のSICにより決定。

$CPI_t = \beta_{0,t} + \beta_{1,t} GAP_t + \sum_{p=0}^1 \beta_{2,p,t-p} EX_t + \beta_{3,t} COM_t + \beta_{4,t} CPI_{t-1} + \varepsilon_t$   
CPI: CPI(除く生鮮食品・エネルギー・家賃・公共料金)、GAP: GDPギャップ、EX: 名目実効為替レート、COM: S&P・GSCI商品価格指数をCPIで実質化、 $\varepsilon$ : 誤差項、GAPは対数値\*100、それ以外の変数は対数前期差\*100。  
(注2)CPIのラグ項の影響は、過去の要因分解の結果を基に分解。

### CPI家賃と住宅地価



(資料)総務省、日本不動産研究所

# 自律成長と政策面で底堅い16年度、17年度は一転ゼロ成長

現状

景気分析

見通し

金利動向

## ◆自律拡大メカニズムは維持されるも、構造変化により回復ペースは緩慢

わが国経済は、足踏みが続くなか、年初後の金融市場の不安定な動きから、下振れリスクが高まりつつある状況。もっとも、これまでのところ景気の自律拡大メカニズムはおおむね維持されており、金融市場が安定を取り戻せば、先行きトレンド的な回復軌道へ復帰していく見通し。ただし、中国経済の減速や高齢化・経済のサービス化など様々な構造変化を背景に、個人消費や財輸出、製造業の設備投資は力強い拡大が期待薄で、景気回復は総じて緩やかなペースとなる見込み。

こうした状況下、2016年度は、2015年度補正予算の執行や、年度末にかけての消費増税を控えた駆け込み需要が景気を押し上げ。

一方、2017年度は、年度入り後駆け込み需要の反動減から、大幅マイナス成長に。その後は、自律拡大メカニズムが引き続き作用するもと、景気は再び回復軌道へ回帰するとみるものの、物価上昇による実質購買力低下などから緩慢なペースにとどまる見込み。

## ◆物価は原油安の影響はく落後、徐々に伸びを高める見通し

物価については、当面伸び悩みが続くものの、原油価格の下げ止まり・反転や内需の持ち直しなどを受けて、コアCPIは緩やかに騰勢を高めていく見通し。2017年度は、消費税率引き上げの影響も加わり、前年比+2%半ばまで伸びが高まる見込み。

## わが国主要経済指標の予測値(2016年2月2日時点【暫定版】)

(四半期は前期比年率、%、%ポイント)

	2015年		2016年				2017年				2018年	2014年度			
	7~9 (実績)	10~12 (予測)	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	2014年度 (実績)	2015年度 (予測)	2016年度	2017年度
実質GDP	1.0	▲1.4	1.6	0.3	1.8	1.8	3.0	▲4.1	0.6	0.3	0.8	▲1.0	0.9	1.1	0.0
個人消費	1.5	▲1.8	2.4	▲0.3	0.8	1.4	5.9	▲12.5	1.4	0.6	0.8	▲2.9	0.0	0.9	▲1.7
住宅投資	8.1	▲4.1	1.1	3.6	4.7	5.8	5.5	▲12.0	▲8.5	▲1.0	3.5	▲11.7	3.0	3.0	▲2.8
設備投資	2.3	1.4	1.9	2.8	3.3	3.5	5.8	▲2.1	1.5	2.8	2.9	0.1	1.4	2.9	2.0
在庫投資 (寄与度)	(▲0.8)	(▲0.7)	( 0.0)	( 0.0)	( 0.6)	( 0.4)	(▲0.8)	( 1.2)	(▲0.5)	(▲0.2)	( 0.0)	( 0.6)	( 0.2)	( 0.0)	( 0.2)
政府消費	1.1	1.2	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.1	1.2	0.7	0.7
公共投資	▲5.8	▲1.7	▲0.8	3.0	9.8	5.0	2.3	1.2	0.0	▲11.2	▲8.7	▲2.6	0.3	2.9	▲0.7
純輸出 (寄与度)	( 0.5)	( 0.0)	(▲0.3)	(▲0.4)	(▲0.7)	(▲0.7)	(▲1.2)	( 2.5)	( 0.0)	( 0.1)	(▲0.0)	( 0.6)	( 0.0)	(▲0.4)	( 0.4)
輸出	11.1	2.2	2.7	3.0	3.2	3.4	3.5	3.5	3.7	3.9	3.9	7.8	1.2	3.5	3.6
輸入	7.0	1.9	4.6	5.0	6.7	6.9	9.5	▲9.3	3.6	3.2	4.2	3.3	1.1	5.5	1.7

(前年比、%)

名目GDP	3.5	2.5	0.9	0.8	1.1	1.6	2.4	2.0	2.0	1.7	1.5	1.5	2.3	1.5	1.8
GDPデフレーター	1.8	1.7	0.6	0.3	0.4	0.4	0.5	1.4	1.7	1.8	2.1	2.5	1.4	0.4	1.8
消費者物価 (除く生鮮)	▲0.1	0.0	0.1	0.3	0.6	0.8	1.3	2.4	2.5	2.6	2.6	2.8	0.0	0.7	2.5
(除く生鮮、消費税)	▲0.1	0.0	0.1	0.3	0.6	0.8	1.3	1.4	1.5	1.6	1.6	0.8	0.0	0.7	1.5
鉱工業生産	▲0.4	▲0.5	▲0.5	1.4	3.4	3.4	2.3	1.4	1.4	1.0	1.2	▲0.5	▲0.5	2.6	1.2

完全失業率 (%)	3.4	3.3	3.2	3.2	3.2	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.5	3.3	3.2	3.1
経常収支 (兆円)	4.90	3.60	4.44	2.22	4.49	2.54	4.50	3.00	4.49	2.67	4.50	7.93	16.70	13.75	14.66
対名目GDP比 (%)	4.0	2.7	3.5	1.8	3.6	1.9	3.5	2.3	3.5	2.0	3.4	1.6	3.3	2.7	2.8
円ドル相場 (円/ドル)	122	121	120	122	122	121	120	119	118	117	115	110	121	121	117
原油輸入価格 (ドル/バレル)	58	46	34	39	43	49	54	56	58	60	62	91	50	46	59

(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1)個人消費について、2015年1~3月期の高い伸びと4~6月期の落ち込みは、「うるう年」要因によるもの。  
(注2)2017年4月に消費税率引き上げ(8%→10%)とともに、「酒・外食を除く食品」を対象とした軽減税率が実施されると想定。

## 海外経済の前提

(前年比、%)

	2015年 (実績)	2016年 (予測)	2017年 (予測)
米国	2.4	2.3	2.5
ユーロ圏	1.5	1.6	1.7
中国	6.9	6.6	6.5

## 過去の実質GDP予測

(前年比、%)

	2014年度 (実績)	2015年度 (予測)	2016年度 (予測)	2017年度 (予測)
11月号	▲0.9	0.9	1.0	▲
12月号	▲0.9	0.8	1.2	0.0
1月号	▲1.0	1.0	1.2	0.0

# 長期金利は横ばい圏での低位推移が続く見込み

## わが国主要金利の見通し

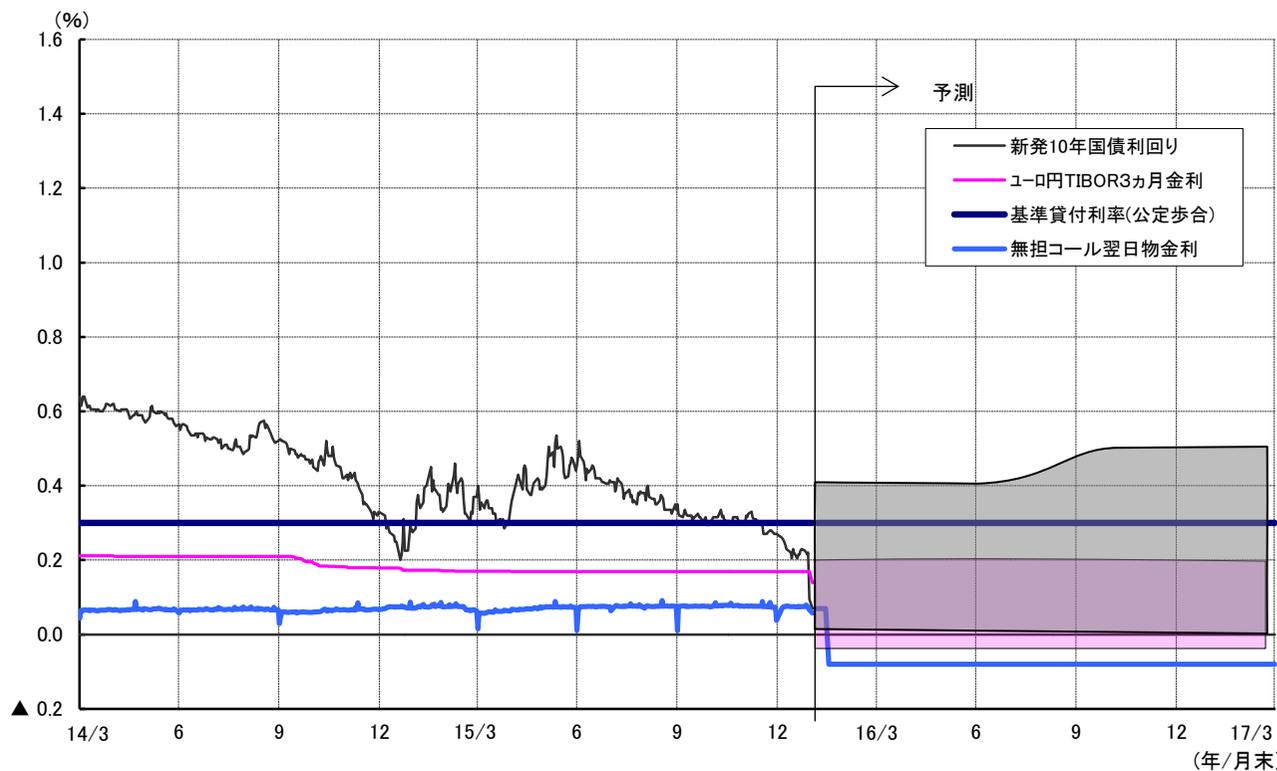
### ◆日銀は現状の金融政策を維持

日銀は、1月28、29日の金融政策決定会合で、金融機関が保有する日銀当座預金の一部に▲0.1%の金利を適用するマイナス金利の導入を決定。今後を展望すると、当面は、今回の措置が経済に与える影響を確認すべく、現状の金融政策を維持する見込み。もっとも、日銀は、物価目標の早期実現のために必要であれば、金融政策の見直しを行う姿勢を示しており、経済・物価の見通しが下振れば、追加の金融緩和に踏み切る可能性も。

### ◆長期金利は日銀の国債買い入れなどにより低位での推移が続く見込み

長期金利は、日銀がマイナス金利を導入したことなどを受け、0.1%を割り込む水準まで低下。

長期金利の先行きを展望すると、当面、横ばい圏での低位推移が続く見込み。内外景気に不透明感が残るほか、日銀による中長期債の買い入れも需給面から金利低下に作用。もっとも、内外景気の先行き不透明感が払拭されていけば、米国金利の上昇や消費者物価の上昇期待などを背景に、金利上昇圧力が徐々に強まる可能性も。



	2015年				2016年				2017年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
政策金利	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	0.17	0.17	0.17	0.17	0.08	0.07	0.07	0.07	0.07
円スワップ5年物金利	0.24	0.27	0.24	0.17	0.00	0.00	0.02	0.05	0.05
新発10年国債利回り	0.34	0.40	0.39	0.31	0.10	0.10	0.15	0.20	0.20

(注1) 政策金利・基準貸付利率は末値、その他は期中平均値。  
 (注2) 政策金利は、2015年10~12月期までは無担コール/N誘導目標の上限、  
 2016年1~3月期以降は日銀当座預金のうち政策金利残高に適用されるマイナス金利を表記。

# 日銀はマイナス金利の導入を決定

## ◆マイナス金利の導入を決定

日銀は、1月28、29日の定例会合で、「量的・質的金融緩和（QQE）」の継続に加え、新たに「マイナス金利」の導入を決定。足許の海外経済・金融市場の動向が、デフレマインドの転換を遅延させるリスクがあると判断。マイナス金利の導入により、イールドカーブの起点を引き下げ、金利全般により強い下押し圧力を加えることで、実質金利を低下させ消費や投資を促進することなどを企図。

## ◆今後、さらなる追加緩和に踏み切る可能性も

マイナス金利（▲0.1%）の適用範囲は、金融機関の日銀当座預金の一部（当初は十数兆円程度）に限定。基礎残高に分類される日銀当座預金の大部分（約212兆円）については、プラス金利（+0.1%）が維持されており、全体で見れば、金融機関は日銀から利払いを受け取る構図。このため、金融機関の収益に与える直接的な悪影響は当面小さく、マイナス金利の拡大余地も残存。

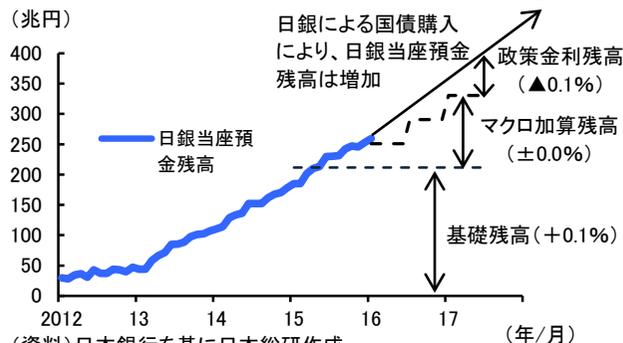
2%の物価目標達成時期は、今回の展望レポートで「2017年前半ごろ」と、これまでの見通しから半年ほど後ずれさせたものの、依然として民間エコノミスト等の予測とは大きく乖離。今後、日銀の見通し通りに、物価の基調が着実に高まっていかない場合、日銀はマイナス金利の拡大など、さらなる追加緩和に踏み切る可能性も。

## 1月展望レポートのポイント

経済情勢	<ul style="list-style-type: none"> <li>わが国の景気は、輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかな回復を続けている。</li> <li>2017年度までを展望すると、家計、企業の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するも、わが国経済は、基調として緩やかに拡大していくと考えられる。</li> </ul>
物価情勢	<ul style="list-style-type: none"> <li>消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移するとみられるが、物価の基調は着実に高まり、2%に向けて上昇率を高めていく。</li> <li>消費者物価の前年比が2%程度に達する時期は、2017年度前半ごろになると予想される。</li> <li>物価見通しの下振れおよび2%程度に達する時期の後ずれは、原油価格の想定を下振れさせたことによるもの。</li> </ul>
リスク	<ul style="list-style-type: none"> <li>このところ、原油価格の一段の下落に加え、中国をはじめとする新興国・資源国経済に対する先行き不透明感などから、金融市場は世界的に不安定な動きとなっている。このため、企業コンフィデンスの改善や人々のデフレマインドの転換が遅延し、物価の基調に悪影響が及ぶリスクが増大。</li> </ul>

（資料）日本銀行を基に日本総研作成

## マイナス金利の適用範囲



（資料）日本銀行を基に日本総研作成

（注1）基礎残高は、2015年1～12月の積み期間における平均残高。マクロ加算残高は、①所要準備額に相当する残高、②貸出支援基金および被災地金融機関支援のための残高、③日銀当座預金残高がマクロ的に増加することを勧奨し、適宜のタイミングで、マクロ加算額を加算。

（注2）マクロ加算額は、当初はゼロだが、当座預金の増加に合わせ適宜見直されることから、マクロ加算残高の部分は階段状に図示。

## 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入

### 「量」・「質」・「金利」の3つの次元で緩和手段を駆使

#### 「金利」：マイナス金利の導入（新規）

- 日銀当座預金の一部に▲0.1%のマイナス金利を適用。
- 具体的には、日銀当座預金を、①基礎残高、②マクロ加算残高、③政策金利残高、の3段階の階層構造に分割。それぞれの階層に、プラス金利（+0.1%）、ゼロ金利、マイナス金利（▲0.1%）を適用。

#### 「量」：金融市場調節方針（現状維持）

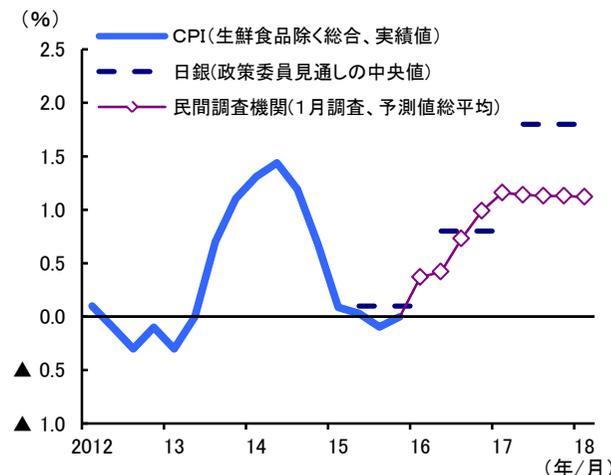
- マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

#### 「質」：資産買入方針（現状維持）

- 長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。買入れの平均残存期間は7～12年程度とする。
- ETF、J-REITについて、保有残高がそれぞれ年間約3兆円、約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- CP等、社債等について、現在の残高を維持。

（資料）日本銀行を基に日本総研作成

## CPI（生鮮食品除く総合）の見通し



（資料）総務省、日本銀行、ESPフォーキャストを基に日本総研作成  
（注）消費税率引き上げの影響を除いたベース。

# 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0/N (%)	3ヵ月 (%)	6ヵ月 (%)	2年 (%)	5年 (%)	10年物 (%)	2年物 (%)	10年物 (%)	短期 (%)	長期 (%)	¥/\$ (NY終値)	¥/Eur (NY終値)	日経平均 株価 (円)	TOPIX (ポイント)	F F 0/N (%)	ユーロ3ヵ月 (%)	10年国債 (%)	N Y ダウ 工業株 (ドル)	ユーロ3ヵ月 (%)	10年国債 (%)	
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	0.22	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	1.36	
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	0.14	0.30	1.88	13615.32	0.21	1.56	
13/2	0.10	0.28	0.38	0.21	0.29	0.79	0.04	0.75	1.48	1.16	93.13	124.24	11336.44	961.02	0.15	0.29	1.97	13967.33	0.22	1.60	
13/3	0.09	0.25	0.35	0.22	0.28	0.72	0.05	0.61	1.48	1.15	94.87	122.92	12244.03	1028.55	0.14	0.28	1.94	14418.26	0.21	1.41	
13/4	0.09	0.24	0.33	0.25	0.37	0.73	0.11	0.57	1.48	1.18	97.75	127.35	13224.06	1110.41	0.15	0.28	1.73	14675.91	0.21	1.25	
13/5	0.09	0.23	0.33	0.27	0.48	0.92	0.13	0.77	1.48	1.24	100.99	131.05	14532.41	1203.38	0.11	0.27	1.92	15172.18	0.20	1.37	
13/6	0.09	0.23	0.33	0.27	0.50	1.01	0.13	0.85	1.48	1.29	97.29	128.40	13106.62	1089.48	0.09	0.27	2.29	15035.75	0.21	1.62	
13/7	0.08	0.23	0.33	0.27	0.48	1.01	0.13	0.83	1.48	1.33	99.64	130.47	14317.54	1186.91	0.09	0.27	2.56	15390.21	0.22	1.63	
13/8	0.09	0.23	0.33	0.26	0.43	0.95	0.11	0.76	1.48	1.31	97.80	130.25	13726.66	1145.42	0.08	0.26	2.73	15195.35	0.23	1.80	
13/9	0.09	0.23	0.33	0.26	0.42	0.91	0.11	0.72	1.48	1.30	99.19	132.53	14372.12	1185.18	0.08	0.25	2.80	15269.84	0.22	1.93	
13/10	0.08	0.22	0.32	0.22	0.36	0.79	0.10	0.64	1.48	1.23	97.83	133.43	14329.02	1188.51	0.09	0.24	2.60	15289.29	0.23	1.81	
13/11	0.09	0.22	0.32	0.21	0.35	0.78	0.10	0.61	1.48	1.20	100.11	135.13	14931.74	1222.90	0.08	0.24	2.71	15870.83	0.22	1.72	
13/12	0.09	0.22	0.32	0.20	0.37	0.86	0.09	0.68	1.48	1.20	103.60	141.96	15655.23	1254.45	0.09	0.24	2.89	16095.77	0.27	1.85	
14/1	0.09	0.22	0.32	0.21	0.36	0.87	0.09	0.68	1.48	1.24	103.88	141.51	15578.28	1275.17	0.07	0.24	2.85	16243.72	0.29	1.80	
14/2	0.09	0.22	0.31	0.19	0.32	0.80	0.08	0.60	1.48	1.22	102.12	139.59	14617.57	1200.83	0.07	0.24	2.70	15958.44	0.29	1.66	
14/3	0.08	0.21	0.31	0.19	0.32	0.80	0.08	0.62	1.48	1.20	102.36	141.52	14694.83	1190.57	0.08	0.23	2.72	16308.63	0.31	1.59	
14/4	0.08	0.21	0.31	0.19	0.33	0.79	0.09	0.62	1.48	1.20	102.51	141.58	14475.33	1171.18	0.09	0.23	2.69	16399.50	0.33	1.53	
14/5	0.09	0.21	0.30	0.19	0.32	0.77	0.09	0.60	1.48	1.20	101.84	139.85	14343.14	1174.62	0.09	0.23	2.55	16567.25	0.33	1.40	
14/6	0.08	0.21	0.30	0.18	0.29	0.74	0.09	0.59	1.48	1.20	102.06	138.81	15131.80	1246.22	0.10	0.23	2.59	16843.75	0.24	1.35	
14/7	0.08	0.21	0.30	0.17	0.26	0.68	0.07	0.55	1.48	1.17	101.75	137.74	15379.29	1275.72	0.09	0.23	2.53	16988.26	0.21	1.20	
14/8	0.09	0.21	0.30	0.18	0.26	0.64	0.07	0.51	1.48	1.15	102.98	137.10	15358.70	1271.50	0.09	0.23	2.41	16775.15	0.19	1.02	
14/9	0.09	0.21	0.30	0.17	0.27	0.66	0.07	0.54	1.48	1.15	107.39	138.46	15948.47	1313.29	0.09	0.23	2.52	17098.13	0.10	1.00	
14/10	0.07	0.20	0.29	0.16	0.24	0.62	0.04	0.49	1.48	1.15	108.02	136.99	15394.11	1253.99	0.09	0.23	2.29	16701.87	0.08	0.88	
14/11	0.08	0.18	0.27	0.16	0.26	0.62	0.02	0.47	1.48	1.15	116.40	145.21	17179.03	1385.33	0.09	0.23	2.32	17648.98	0.08	0.79	
14/12	0.09	0.18	0.27	0.14	0.22	0.54	▲ 0.01	0.38	1.48	1.11	119.44	146.99	17541.69	1411.59	0.12	0.24	2.20	17754.24	0.08	0.64	
15/1	0.09	0.18	0.26	0.14	0.21	0.47	▲ 0.02	0.28	1.48	1.06	118.33	137.63	17274.40	1389.14	0.11	0.25	1.88	17542.25	0.06	0.45	
15/2	0.09	0.17	0.26	0.15	0.25	0.56	▲ 0.04	0.38	1.48	1.13	118.78	134.86	18053.20	1461.08	0.11	0.26	1.98	17945.41	0.05	0.35	
15/3	0.09	0.17	0.25	0.15	0.26	0.55	0.02	0.38	1.48	1.15	120.37	130.33	19197.57	1553.83	0.11	0.27	2.04	17931.75	0.03	0.26	
15/4	0.08	0.17	0.25	0.15	0.24	0.52	0.01	0.33	1.48	1.15	119.52	129.29	19767.92	1590.91	0.12	0.28	1.92	17970.51	0.01	0.16	
15/5	0.09	0.17	0.25	0.15	0.28	0.61	0.00	0.40	1.48	1.15	120.84	134.80	19974.19	1626.44	0.12	0.28	2.20	18124.71	▲ 0.01	0.58	
15/6	0.09	0.17	0.25	0.15	0.29	0.66	0.01	0.47	1.48	1.15	123.68	138.96	20403.84	1652.72	0.13	0.28	2.36	17927.22	▲ 0.01	0.83	
15/7	0.09	0.17	0.25	0.15	0.27	0.61	0.01	0.44	1.48	1.15	123.33	135.63	20372.58	1637.30	0.13	0.29	2.32	17795.02	▲ 0.02	0.76	
15/8	0.09	0.17	0.25	0.13	0.23	0.56	0.01	0.39	1.48	1.15	123.06	137.11	19919.09	1613.59	0.14	0.32	2.16	17061.59	▲ 0.03	0.67	
15/9	0.09	0.17	0.25	0.11	0.20	0.52	0.02	0.35	1.48	1.11	120.09	134.95	17944.22	1455.30	0.14	0.33	2.16	16339.95	▲ 0.04	0.68	
15/10	0.09	0.17	0.25	0.11	0.19	0.49	0.01	0.32	1.48	1.10	120.16	134.81	18374.11	1506.15	0.12	0.32	2.06	17182.28	▲ 0.05	0.55	
15/11	0.10	0.17	0.25	0.10	0.17	0.47	▲ 0.00	0.31	1.48	1.10	122.63	131.56	19581.77	1582.45	0.12	0.37	2.26	17723.77	▲ 0.09	0.55	
15/12	0.09	0.17	0.25	0.10	0.17	0.44	▲ 0.02	0.30	1.48	1.10	121.58	132.51	19202.58	1551.34	0.24	0.53	2.23	17542.85	▲ 0.13	0.59	
16/1	0.09	0.17	0.25	0.09	0.14	0.39	▲ 0.02	0.23	1.48	1.10	118.29	128.54	17302.30	1412.22	0.24	0.62	2.08	16305.25	▲ 0.15	0.51	