

---

---

# 日本経済展望

2016年1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. 4
◆見通し	p. 9
◆金利動向	p. 10
◆内外市場データ	p. 12

### 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1月4日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

# 概況：消費で弱い動きも、総じて緩やかな回復基調は維持

現状

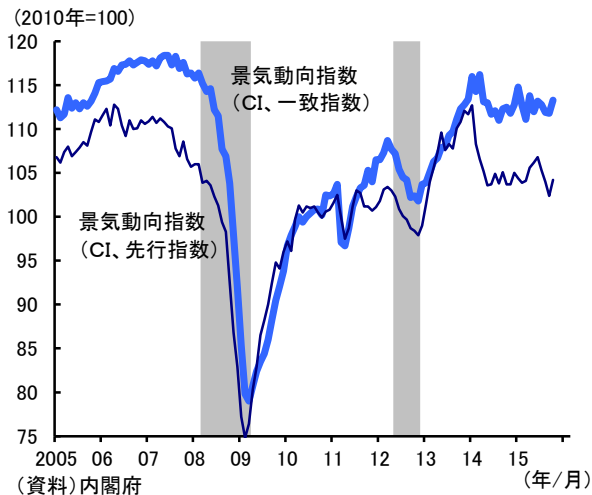
景気分析

見通し

金利動向

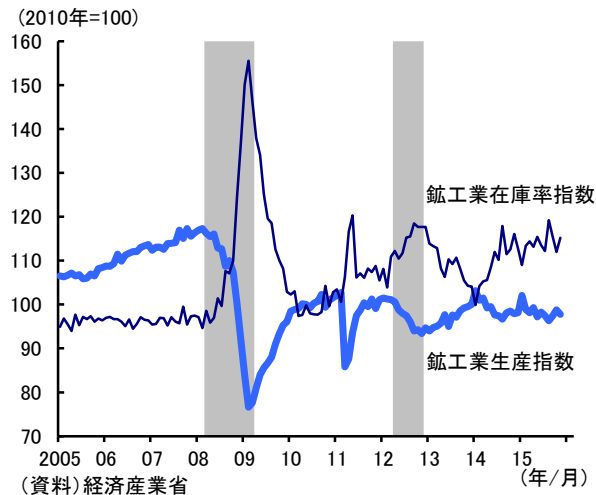
## 景気

新規求人数の増加や機械受注の持ち直しを受け、先行指数は3か月ぶりに上昇



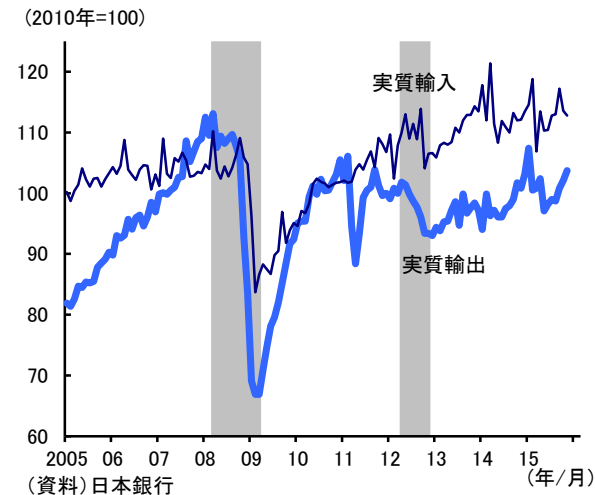
## 企業

在庫率が高止まりしているほか、3か月ぶりに減産となるなど、生産活動は一進一退



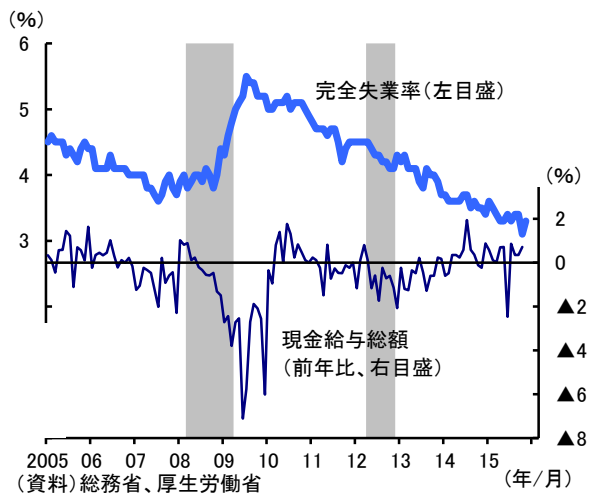
## 外需

輸出は緩やかなペースで持ち直し、輸入は2か月連続で減少



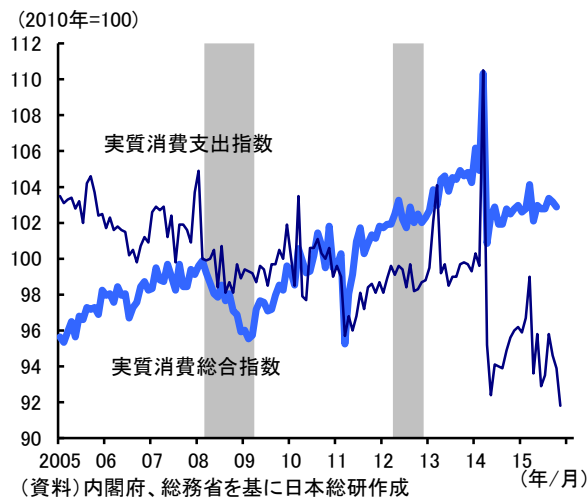
## 雇用所得

完全失業率は低水準で推移、名目賃金は前年比プラスを維持



## 消費

消費は実質消費支出が3か月連続で減少するなど弱い動き



## 住宅

住宅着工はやや減速、マンション販売は一進一退



※シャドー部は景気後退期

# 足踏みが続くなか一部で持ち直しの動きも

## ◆マインドがやや持ち直すものの、消費は弱含み

わが国経済は、強弱入り混じり足踏みの状況。家計部門では、消費者マインドにやや持ち直しの動き。もっとも、実際の消費は、需要側からみた実質消費支出が弱含んでいるほか、インバウンド消費などを背景に緩やかな回復が続いていた供給側統計の販売額も、11月は暖冬の影響でマイナスに。

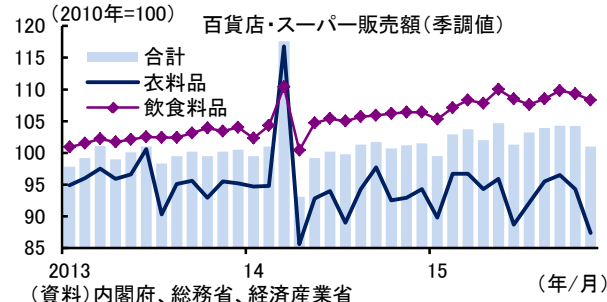
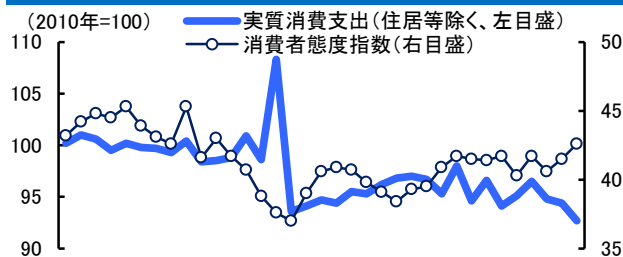
## ◆良好な収益環境が続くも、設備投資の拡大は限定的

企業部門では、良好な収益環境が持続しているものの、設備投資の拡大は限定的。新興国の景気減速を受けて、資本財を中心に中国、アジア向けの財輸出が伸び悩むなか、企業は慎重姿勢をやや強め、投資を一部先送りする動き。

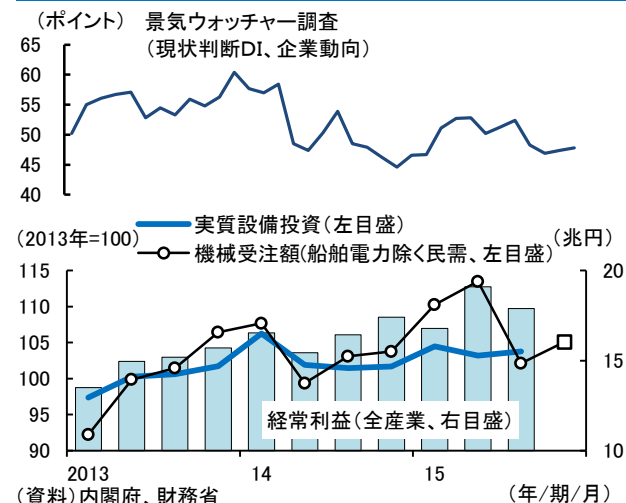
## ◆生産に持ち直しの兆しも

こうした状況を背景に、企業の生産は、11月の鉱工業生産が3ヵ月ぶりに減少するなど一進一退。もっとも、出荷・在庫バランスが改善するなか、年明けにかけて増産が見込まれるなど、生産に持ち直しの兆しも。

### 消費関連指標

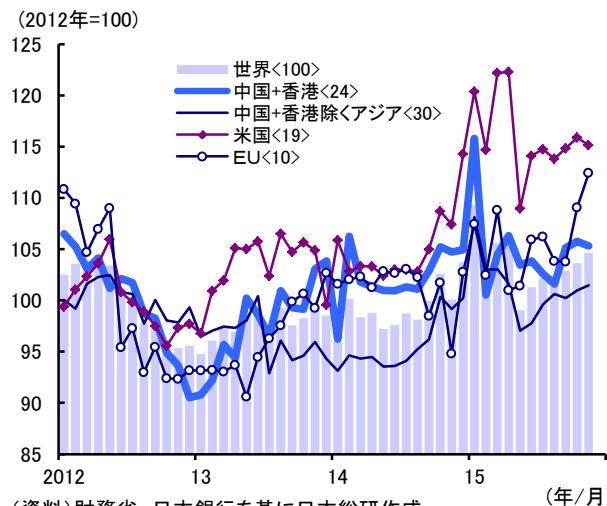


### 企業の景況感と設備投資動向(季調値)



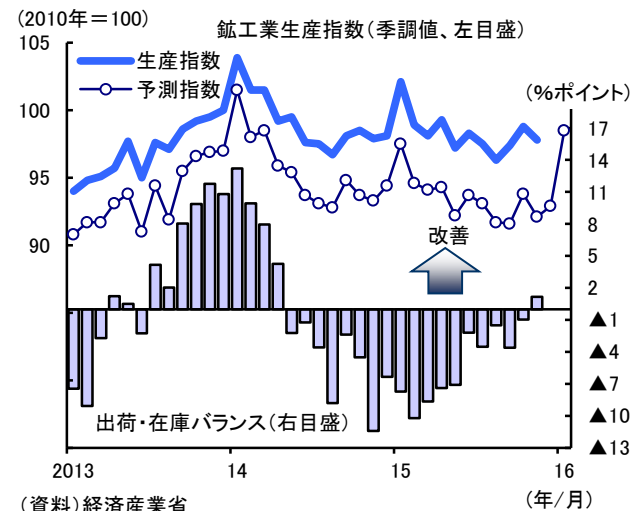
(注1)経常利益は金融・保険業を除く。  
(注2)機械受注額の10~12月期見通しは四角の白抜き。

### 実質輸出(季調値)



(注)◇は2014年度のシェア。

### 鉱工業生産指数と出荷・在庫バランス



(注)出荷・在庫バランス=出荷前年比-在庫前年比

# 日銀短観：収益は良好ながら、根強い先行き不透明感

## ◆景況感は底堅いものの、外需環境の不透明感から先行きは大幅悪化

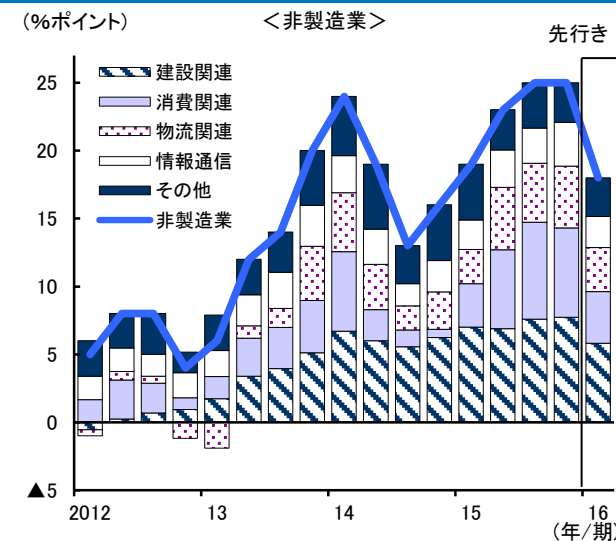
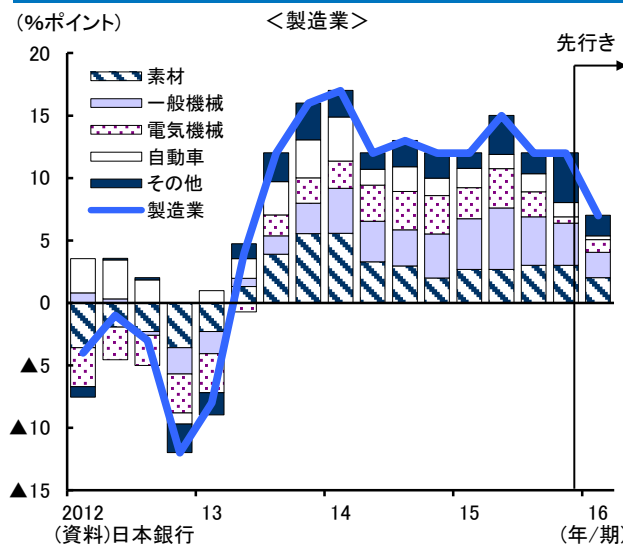
12月の業況判断DIは、大企業・製造業で+12%ポイント、大企業・非製造業で+25%ポイントと、ともに前回（9月）調査対比横ばい。売上高経常利益率の改善傾向が続くなど、良好な収益環境が続いているものの、景気の一段の加速が見込み難いなか、景況感の高水準ながらも頭打ちの感。こうした状況下、米国での利上げ局面入りや、中国・新興国経済の減速懸念など、外需環境の不透明感から、先行きDIは幅広い業種で悪化。

業種別にみると、製造業では、商品市況悪化の影響が大きい素材業種や、在庫調整が長引く一般機械などで先行き悪化が顕著。非製造業では、インバウンド需要を受け高水準で推移してきた消費関連で頭打ち。公共投資の頭打ち感が強まっている建設業も、回答期間が補正予算案の閣議決定前だったこともあり、先行き悪化。

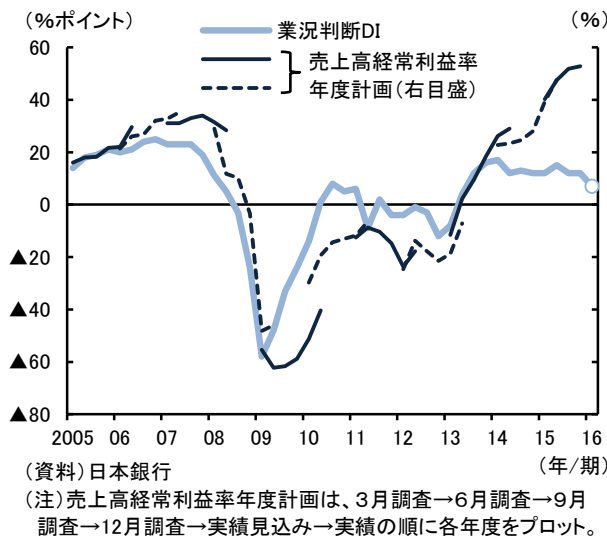
## ◆15年度の設備投資計画は堅調を維持

一方、2015年度の設備投資計画は、大企業・製造業で、年度上期の投資の一部先送りから大幅に下方修正されたものの、依然として従来と比べ高めの伸びを維持。加えて、非製造業では上方修正、中小企業も例年の足取り同様上方修正の動きが続いており、機械受注など一部関連指標に弱さもみられるなかにあっても、当面設備投資は底堅く推移する見込み。

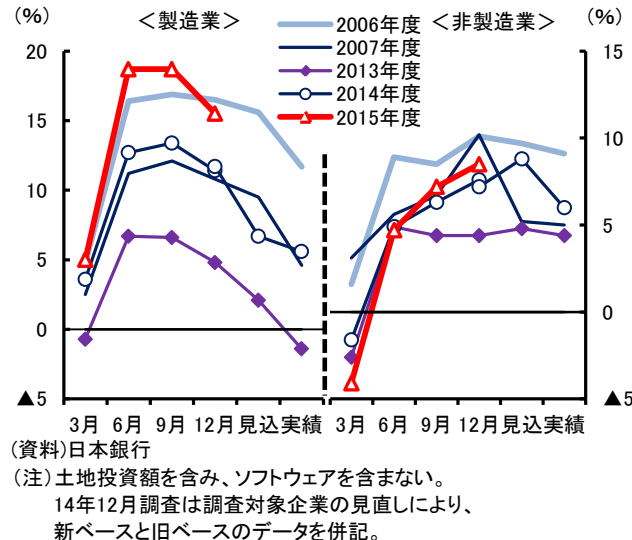
大企業の業況判断DI



売上高経常利益率と景況感(大企業、製造業)



設備投資額の足取り(大企業、前年度比)



# インバウンド需要が下支えするも、財輸出の伸びは緩慢

## ◆輸入は底堅い推移

外需動向をみると、11月の貿易収支は、原油価格の下落や、国内の生産活動の停滞を受けた燃料輸入の低迷を主因に、季節調整値ベースで、赤字に転化した2011年3月以降で最少となる33億円まで赤字が縮小。

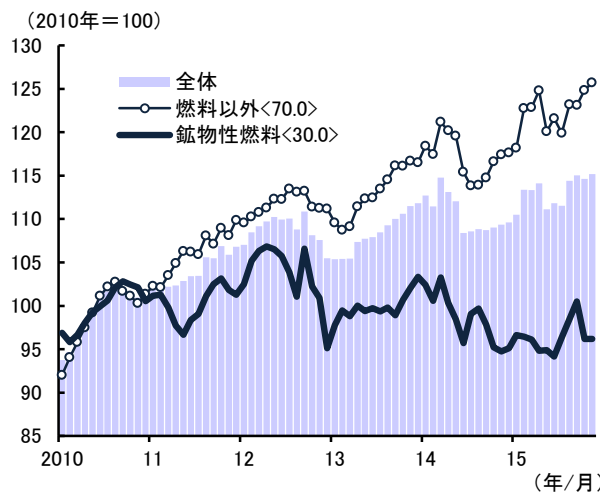
輸入についてみると、内需が停滞するなかでも、国内総供給に占める輸入品の割合（輸入浸透度）が上昇していることを背景に、燃料以外の実質輸入は底堅く推移。先行き、原油価格の下落に歯止めがかかり、国内生産の回復が明確化してくれば、それに伴い輸入は持ち直す見込み。

## ◆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、持ち直しの兆し。インバウンド需要が堅調ななか、訪日外国人の購入頻度が高い医薬品、化粧品などは輸出が増加しており、下支えに寄与。もっとも、シェアの大きい中国・アジア向け資本財輸出の減少が引き続き重石に。

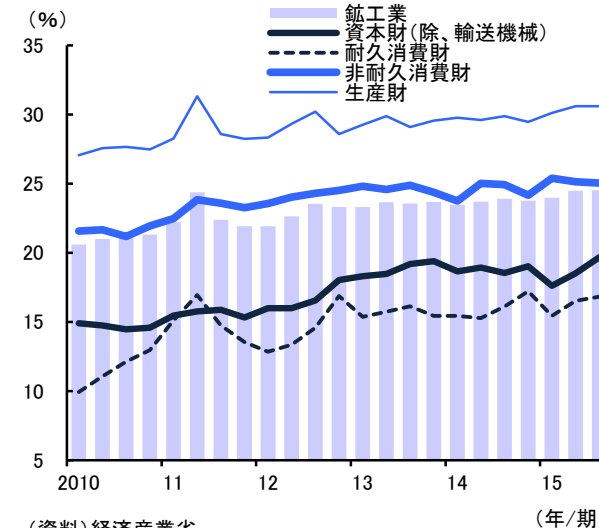
先行きを展望すると、好調なインバウンド需要などサービス輸出の底堅さや、円安による財輸出の下支えがプラスに作用する一方、中国をはじめ新興国の景気減速が重石となり、輸出全体の力強い回復は当面期待薄。

### 実質輸入(季調値、3ヵ月移動平均)



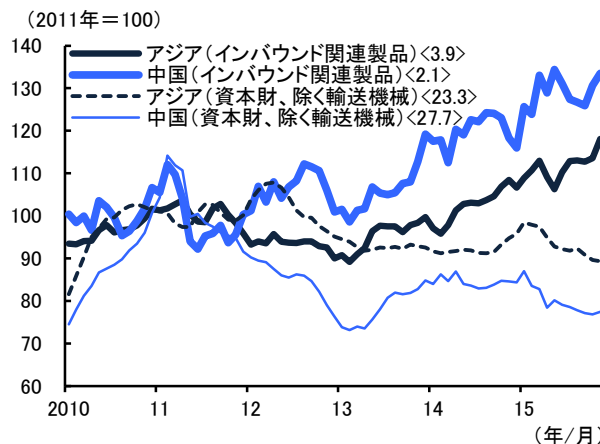
(資料)財務省、日本銀行を基に日本総研作成  
(注)凡例<>内は、2014年度名目輸入額に占めるシェア。

### 財別輸入浸透度



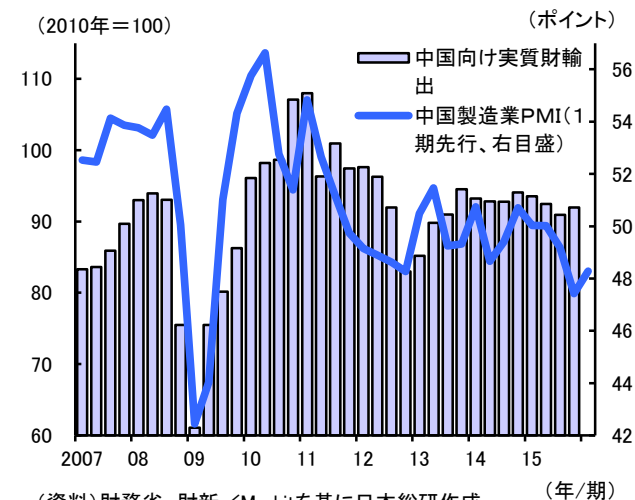
(資料)経済産業省

### インバウンド関連製品と資本財実質輸出



(資料)財務省、日本銀行、総務省などを基に日本総研作成  
(注)インバウンド関連製品は、飲食料品、医薬品、化粧品、家庭用電機、衣類、身の回り品、などの合計。凡例<>内は、2014年度におけるそれぞれの地域向け輸出全体に占めるシェア。

### 中国製造業PMIと中国向け実質輸出(季調値)



(資料)財務省、財新/Markitを基に日本総研作成  
(注)輸出の直近は10~11月平均。

# 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。

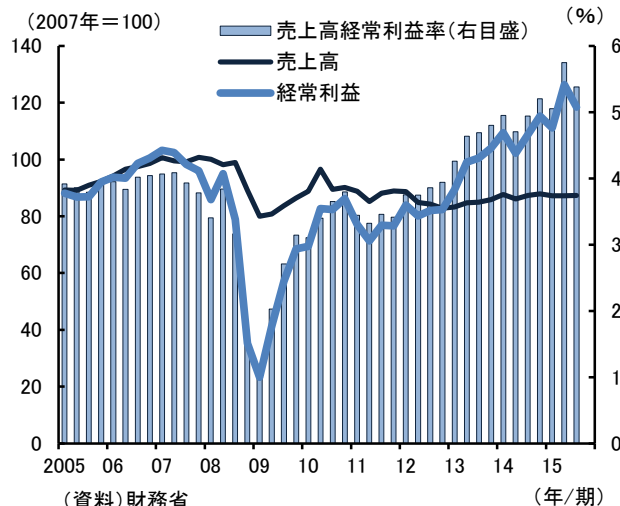
円安によるかさ上げ効果のほか、足許では、原油安に伴うコスト低減が利益の押し上げに寄与。一方で、人件費の増加が利益率の改善一服に作用。

## ◆利益に比べ伸びが鈍い設備投資

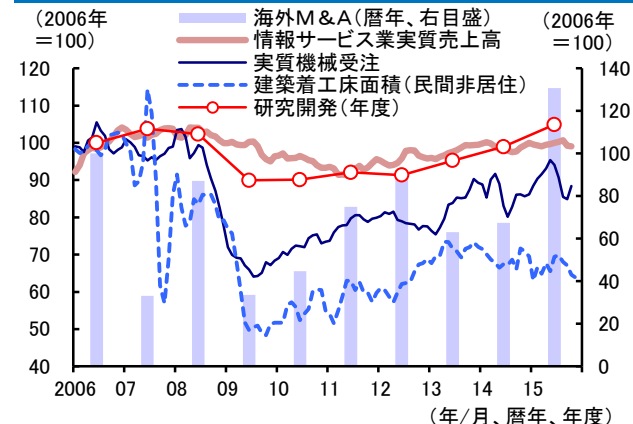
設備投資についてみると、良好な収益環境が続くなかにも、機械投資、建設投資が弱含み。内需の停滞や外需環境の不透明感から投資の一部が先送りされたことに加え、構造的な面も投資抑制に作用。第一に、M&Aなど、企業が海外への直接投資に資金を振り向けていること。第二に、研究開発、ソフトウェア投資の重要性の拡大。第三に、製造業に比べて一企業当たりの投資額が小さい「サービス業」への産業構造のシフト。

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、内外成長率格差の明確な解消が期待しにくいなか、上記の構造要因が引き続き重石となり、ペースは緩やかにとどまる見通し。

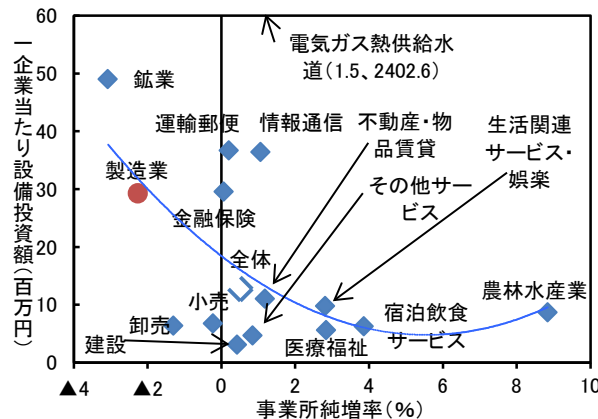
## 法人企業の売上高と経常利益率(季調値)



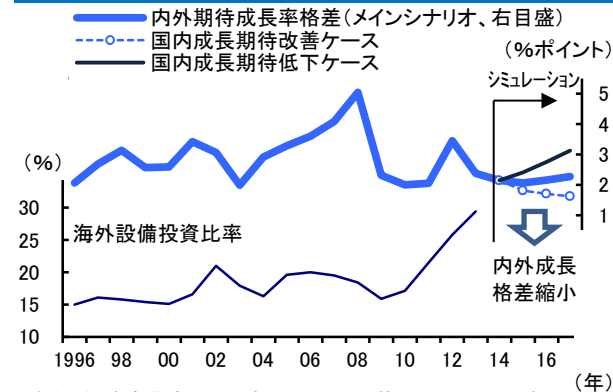
## 各種投資関連指標



## 一企業当たり設備投資額と事業所純増率



## 海外投資比率と内外成長率格差



# 賃金増や原油安が消費にプラス

## ◆実質雇用者報酬の伸び悩みや根強いインフレ予想を背景に消費回復は緩慢

家計部門では、個人消費が力強さを欠く状況。背景には、実質雇用者報酬の伸び悩み。雇用は増加しているものの、収益の改善が一時的な為替差益効果の面が大きいなか、企業は固定費増加となる賃上げには依然として慎重。

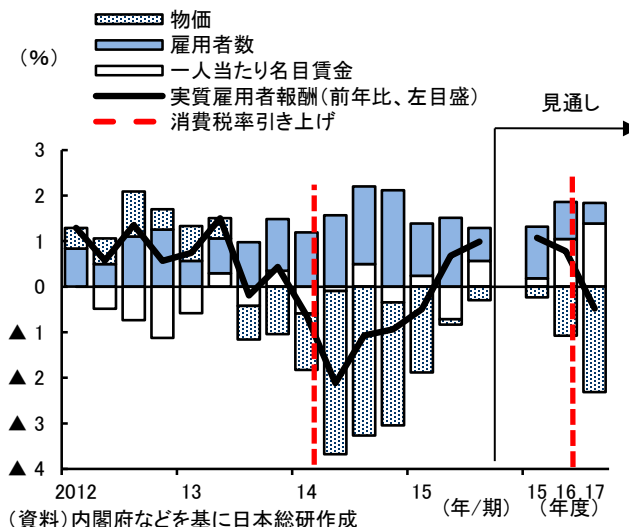
さらに、物価上昇が消費者マインドの下押しに作用。消費者物価(生鮮除く総合)は足許で上昇が一服しているものの、消費者の購入頻度が高く、物価に対する実感に近い生鮮除く食料は名目賃金上昇率を大きく上回るペースで上昇。

## ◆引き続き緩慢な消費回復

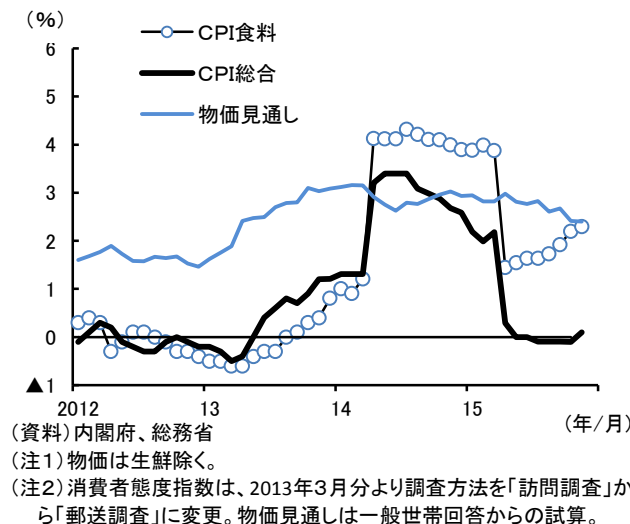
先行きは、底堅さが見込まれる企業収益が、雇用所得環境の改善を後押しするうえ、消費者マインドも、円安の一巡により食料価格の上昇ペース鈍化が見込まれるなか、一段の悪化は避けられる見込み。このため、2016年度にかけては個人消費の回復基調は維持される見通し。

もっとも、雇用の増加の中心は、非正規の高齢者と女性、業種別では総じて底堅い業況が続く非製造業と、相対的に賃金水準が低い層に偏在。このため、所得、ならびに消費の回復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年度は消費増税による実質所得減少を受けて個人消費は大幅なマイナスに。

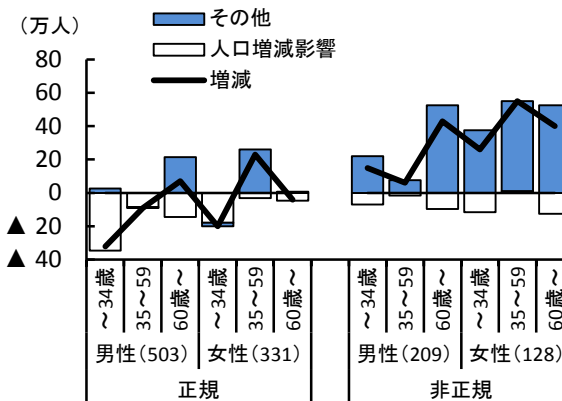
### 実質雇用者報酬(前年比)



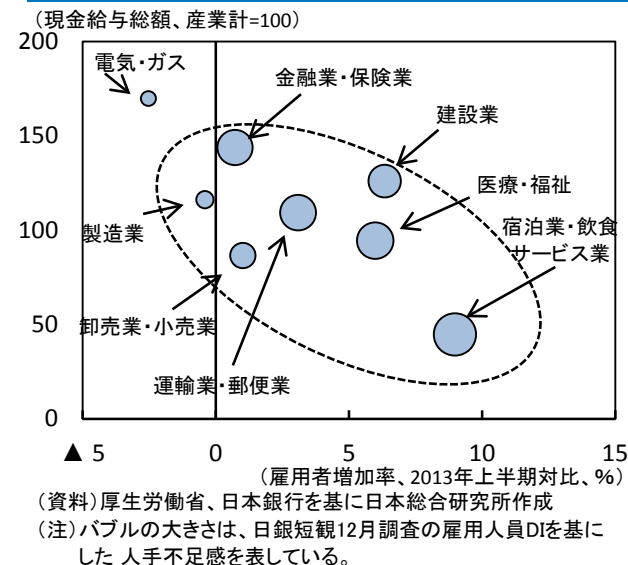
### 消費者物価(CPI)と物価見通しの推移



### 雇用変動の内訳(2013年1月~2015年11月)



### 産業別雇用者増加率と賃金水準





# 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、2015年度補正予算が景気の下支えに。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を押し上げる見込み。現段階では詳細が不明なため、幅を持ってみる必要はあるものの、GDPを約+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、前回引き上げ時の駆け込み購入品は、今回買い替えの対象とはならない公算。

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。

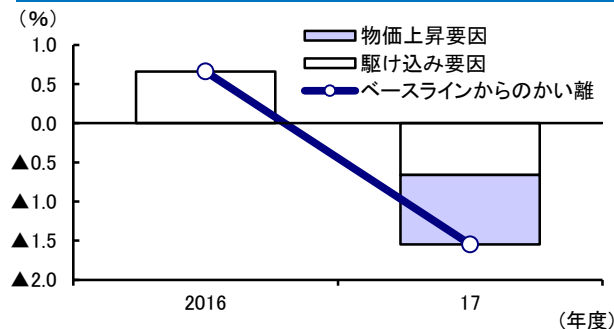
## 2015年度補正予算案の概要

2015年度補正予算案の概要		(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
GDP押し上げ効果		約0.4%ポイント

(資料)財務省、各種報道などを基に日本総研作成

(注)補正予算のうちおよそ7割が真水と想定。

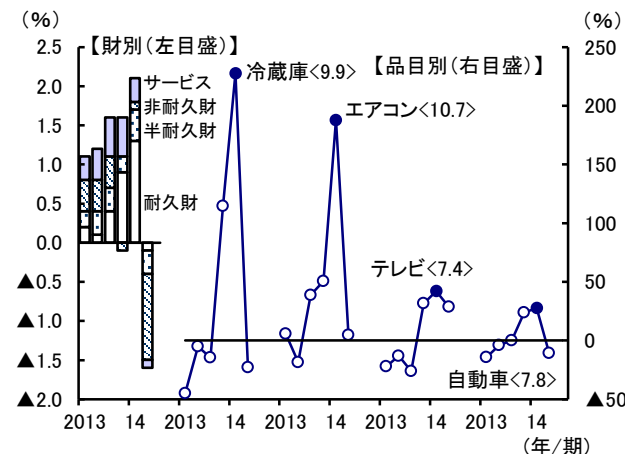
## 消費増税に伴う個人消費への影響(試算)



(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。

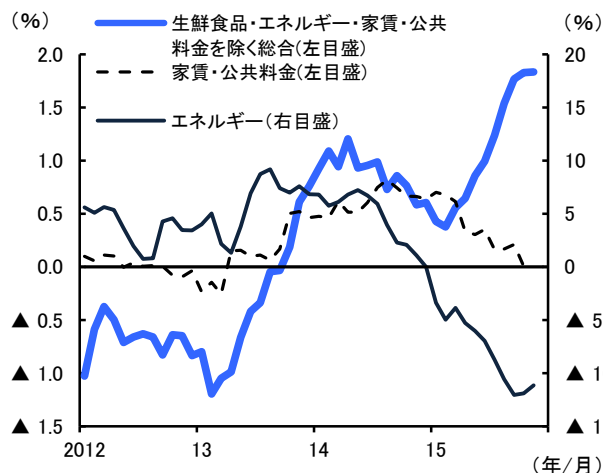
一方、それ以外の品目の価格は、足許で騰勢が加速。円安に伴う輸入コスト増に加え、アベノミクス始動以前と比べたマクロ的な需給環境の改善や、インフレ期待の上昇(※)などが価格押し上げに寄与。こうした点を踏まえれば、今後円安の影響が一巡しても、これらの品目は底堅い伸びが続く公算。

(※) 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

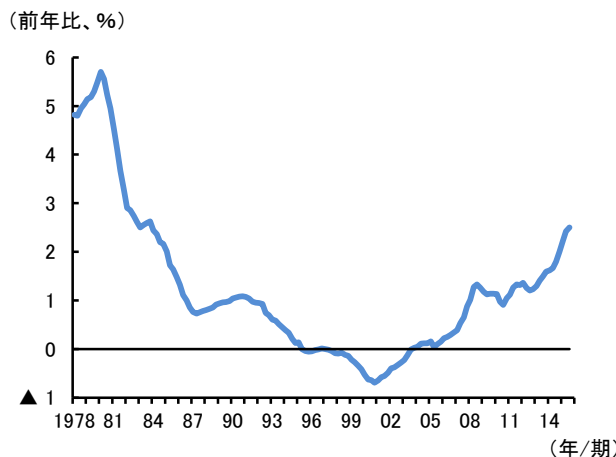
もっとも、日銀が目標とする消費者物価総合ベースでの前年比+2%の安定的な物価上昇の達成に向けては、家賃や公共料金といった品目にも物価上昇圧力が広がる必要。ウェイトの大きい家賃については、住宅地価との相関が強いことから、価格上昇圧力が強まるには、マクロ的な需給環境の改善やインフレ期待の上昇だけでなく、地価の上昇基調の定着が必要に。全国ベースでみた住宅地価は、足許で緩やかな低下基調が続いており、CPIベースの家賃が前年比プラスに転じ、+2%の物価上昇に近づくには、相当程度の期間を要する公算。

### 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。

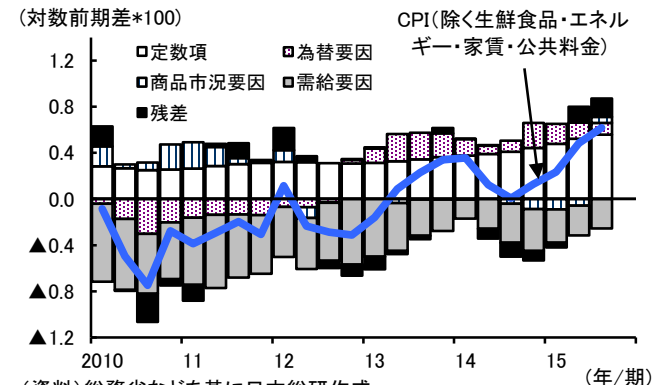
### フィリップス・カーブの切片のシフト (CPI除く生鮮食品・エネルギー・家賃・公共料金)



(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)



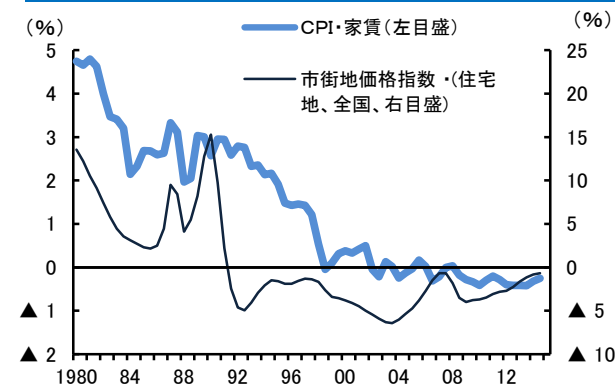
(資料)総務省などを基に日本総研作成

(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。推計期間:1976Q1~2015Q3。

$CPI_t = \beta_{0,t} + \beta_{1,t} GAP_t + \sum_{p=0}^1 \beta_{2,p,t-p} EX_t + \beta_{3,t} COM_t + \beta_{4,t} CPI_{t-1} + \varepsilon_t$   
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、景気の自律拡大メカニズムが維持されるなか、早晩トレンド的な回復軌道へ復帰していく見通し。もっとも、春にかけては、在庫調整圧力の残存や中国の景気減速などが重石に。また、内外の様々な構造変化を背景に、個人消費や従来の設備投資も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。

2016年度は、在庫調整の一巡とともに、景気は底堅さを取り戻していく見込み。加えて、2015年度補正予算案の執行や、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た。

一方、2017年度は、年度入り後、駆け込み需要の反動減から、大幅なマイナス成長に。その後は、自律拡大メカニズムが引き続き作用するもとで、景気は再び回復トレンドへの回帰をたどるとみられるものの、物価上昇による実質購買力の押し下げ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、原油安に伴う前年比でみた下押し圧力が徐々に落すほか、内需の持ち直しも受けて、コアCPIは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1月4日時点)

(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	0.3	1.4	0.3	1.8	1.8	3.0	▲4.1	0.6	0.3	0.8	▲1.0	1.0	1.2	0.0
個人消費	1.5	1.0	2.1	▲0.3	0.8	1.4	5.9	▲12.5	1.4	0.6	0.8	▲2.9	0.4	1.2	▲1.7
住宅投資	8.1	2.0	1.1	3.6	4.7	5.8	5.5	▲12.0	▲8.5	▲1.0	3.5	▲11.7	3.8	3.8	▲2.8
設備投資	2.3	0.9	1.9	2.8	3.3	3.5	5.8	▲2.1	1.5	2.8	2.9	0.1	1.4	2.8	2.0
在庫投資 (寄与度)	(▲0.8)	(▲0.6)	( 0.0)	( 0.0)	( 0.6)	( 0.4)	(▲0.8)	( 1.2)	(▲0.5)	(▲0.2)	( 0.0)	( 0.6)	( 0.2)	( 0.0)	( 0.1)
政府消費	1.1	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.1	1.1	0.6	0.7
公共投資	▲5.8	0.0	▲0.8	3.0	9.8	5.0	2.3	1.2	0.0	▲11.2	▲8.7	▲2.6	0.5	3.1	▲0.7
純輸出 (寄与度)	( 0.5)	(▲0.2)	(▲0.4)	(▲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	3.2	2.7	3.0	3.2	3.4	3.5	3.5	3.7	3.9	3.9	7.8	1.4	3.6	3.6
輸入	7.0	4.3	4.6	5.0	6.7	6.9	9.5	▲9.3	3.6	3.2	4.2	3.3	1.3	5.8	1.7

(前年比、%)

名目GDP	3.5	3.5	1.8	1.7	2.0	1.6	2.4	2.0	2.0	1.7	1.5	1.5	2.7	1.9	1.8
GDPデフレーター	1.8	2.2	1.2	0.9	1.0	0.4	0.5	1.4	1.7	1.8	2.1	2.5	1.7	0.7	1.8
消費者物価 (除く生鮮)	▲0.1	0.1	0.6	0.7	1.1	1.3	1.4	2.3	2.5	2.5	2.5	2.8	0.2	1.1	2.5
(除く生鮮、消費税)	▲0.1	0.1	0.6	0.7	1.1	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	0.8	0.1	1.1	1.5
鉱工業生産	▲0.4	0.4	▲0.3	1.7	3.5	2.8	2.0	1.5	1.2	1.3	1.2	▲0.5	▲0.2	2.5	1.3

完全失業率 (%)	3.4	3.2	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)	4.93	3.02	4.46	2.20	4.00	1.90	3.85	2.57	4.32	2.09	4.56	7.93	16.17	11.95	13.53
対名目GDP比 (%)	4.0	2.3	3.5	1.8	3.2	1.4	3.0	2.0	3.4	1.5	3.5	1.6	3.2	2.3	2.6
円ドル相場 (円/ドル)	122	121	122	123	123	123	122	121	120	119	117	110	122	123	119
原油輸入価格 (ドル/バレル)	58	47	47	57	60	63	66	67	67	67	67	91	53	62	67

(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)2015年度補正予算(3兆円台半ば)のうち、公共事業やインフラ整備を中心にGDPを+0.4%ポイント押し上げると想定。
- (注3)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 (予測)	2016年	2017年
米国	2.5	2.6	2.5
ユーロ圏	1.5	1.6	1.7
中国	6.9	6.8	6.7

## 過去の実質GDP予測

(前年比、%)

	2014年度 (実績)	2015年度 (予測)	2016年度	2017年度
10月号	▲0.9	0.9	1.1	▲
11月号	▲0.9	0.9	1.0	▲
12月号	▲0.9	0.8	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

## ◆日銀は現状の金融政策を維持

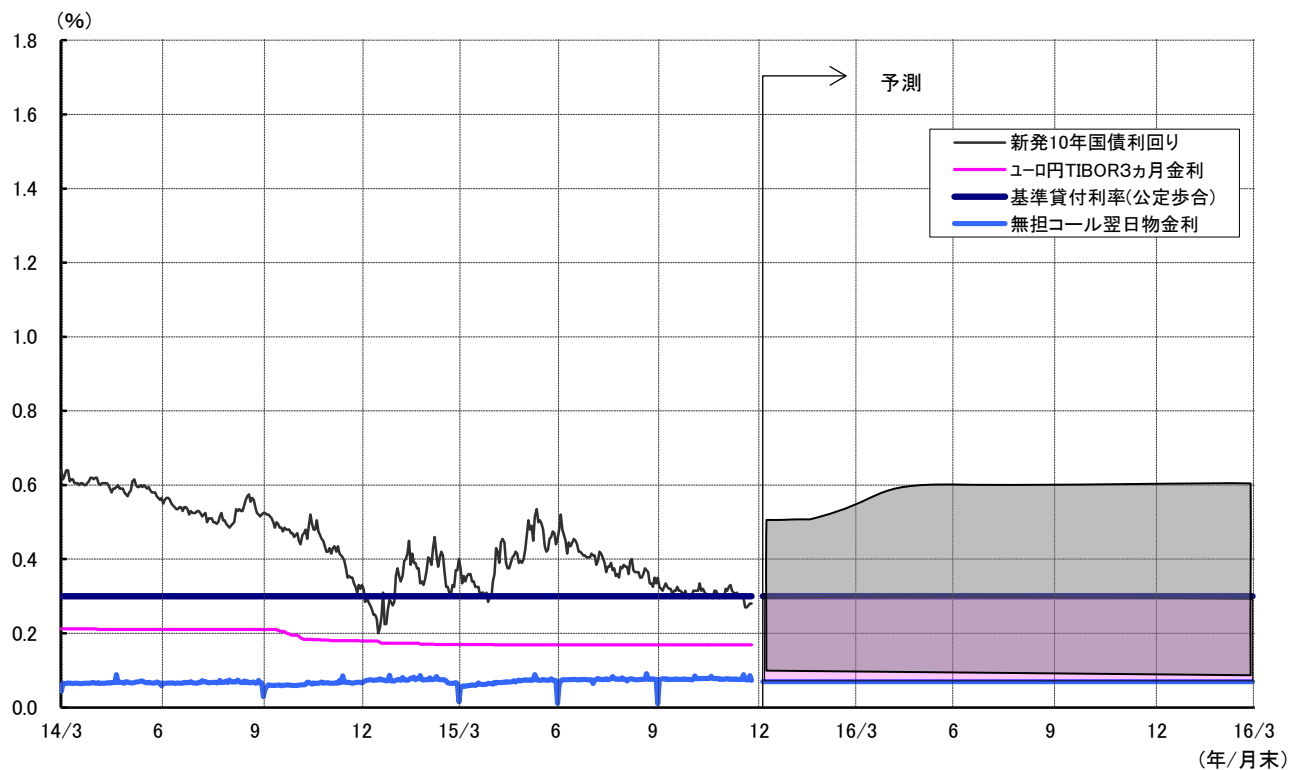
日銀は、12月17、18日の定例会合で、QQEの円滑な遂行のため、長期国債買入れの平均残存期間の長期化などの補完措置を決定。一方、資産買入れの規模は、現行の年80兆円の増加ペースを維持。日銀は、原油安の影響が剥落するに連れ消費者物価の伸びが前年比+2%に向けて高まるとの見通しを維持しており、当面は、現状ペースでの資産買入れを続ける見込み。

## ◆長期金利は日銀の国債買入れなどにより低位での推移が続く見込み

長期金利は、日銀が長期国債買入れの平均残存期間の長期化を決定したことや、商品市況の急激な変動を受けた投資家のリスク回避姿勢の強まりなどが金利下押しに作用したことで、0.3%前後まで低下。

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。

## わが国主要金利の見通し



	2015年				2016年				2017年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
無担コールO/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ヵ月物金利	0.17	0.17	0.17	0.17	0.18	0.20	0.20	0.20	0.20
円スワップ5年物金利	0.24	0.27	0.24	0.17	0.18	0.23	0.25	0.25	0.25
新発10年国債利回り	0.34	0.40	0.39	0.31	0.30	0.35	0.35	0.35	0.35

(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

# 日銀はQQEを補完するための措置の導入を決定

## ◆QQEの補完措置の導入を決定

日銀は、12月17、18日の定例会合で、「量的・質的金融緩和（QQE）」を補完するための措置として、新たなETF買い入れ枠の設定や、適格担保の拡充、長期国債買い入れの平均残存期間の長期化などを決定。

今回の措置は、QQEのオペレーションを円滑に遂行するための措置が中心。日銀は、経済・物価見通しの下振れリスクが増大・顕在化してはいないと判断しており、資産買い入れの規模については、現行の年80兆円の増加ペースを維持。黒田総裁も、会合後の記者会見で、「今回の措置は追加緩和に当たらない」と明言。

## ◆当面は、現状ペースでの資産買い入れを続ける見込み

日銀は、「原油安の影響が剥落するに従い消費者物価の伸びが前年比+2%に向けて高まる」という、従来の物価見通しを維持しており、当面は、現状ペースでの資産買い入れを続ける見込み。もっとも、最近の日銀短観における企業の物価見通しをみると、中長期のインフレ期待を反映する3年後や5年後の物価見通しが低下傾向。中長期のインフレ期待は、物価上昇率の長期的なトレンドを規定する重要な要素であり、こうした企業の物価見通しの低下に歯止めがかからなければ、日銀は、資産買い入れ規模の拡大を伴う追加緩和に踏み切る可能性も。

## QQEを補完するための諸措置の導入

### 設備・人材投資に積極的に取り組む企業のサポート

- (1) 新たなETF買い入れ枠の設定
- 新たに年間約3,000億円の枠を設け、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とするETFを買い入れる。当初は、JPX日経400に連動するETFが買い入れ対象。趣旨に合致する新規のETFが組成された場合、対象に追加。
  - 新たな枠による買い入れは、日本銀行が買い入れた銀行保有株式の売却開始に伴う市場での影響を打ち消す観点から、2016年4月より開始。

- (2) 成長基盤強化支援基金供給の拡充
- 適格投融資として、現在の18項目に、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」を追加。

- (3) 貸出支援基金等の延長
- 「貸出増加を支援するための資金供給」などを1年間延長。

### 「量的・質的金融緩和」の円滑な遂行のための措置

- (1) 日本銀行適格担保の拡充
- 外貨建て証券貸付債権を適格担保とするほか、金融機関の住宅ローン債権を信託などの手法を用いて一括して担保として受け入れることを可能とする制度を導入。
- (2) 長期国債買い入れの平均残存期間の長期化
- 購入を柔軟かつ円滑に実施するため、平均残存期間を現在の7~10年程度から、7~12年程度に長期化。
- (3) J-REITの買入限度額の引き上げ

(資料) 日本銀行を基に日本総研作成

## 記者会見での黒田総裁の発言内容(12月18日)

- ※ 企業・家計部門ともに、所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと作用し続けている。
- ※ 足許、生鮮食品を除く消費者物価の対前年比は0%程度で推移しているが、生鮮食品およびエネルギーを除いたところで見ると、プラス1.2%というところに来ている。
- ※ 新興国経済の減速で日本経済が大きな影響を受け、「物価安定の目標」が達成できなくなるという状況ではない。
- ※ (足許の経済状況は、) 経済・物価見通しが下振れるリスクが増大するとか、顕現化したという状況ではないので、(今回のQQEを補完するための諸措置は、) 追加緩和には当たらない。

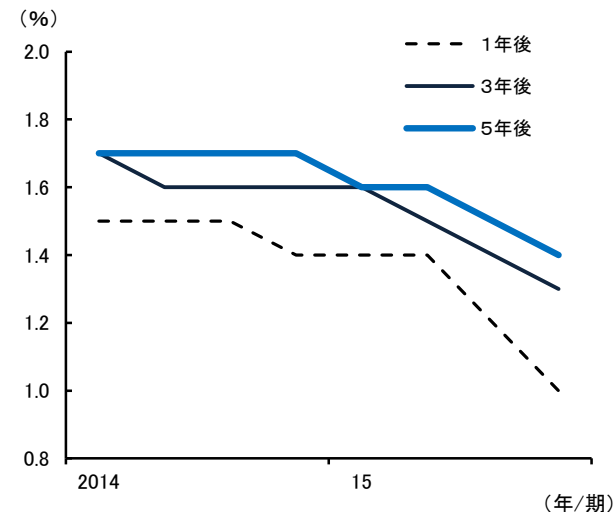
(資料) 日本銀行を基に日本総研作成

## 12月決定会合での経済・物価情勢の判断

現状判断	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。 物価面では、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、0%程度となっている。予想物価上昇率は、このところ弱めの指標もみられているが、やや長い目でみれば、全体として上昇している。
見通し	先行きのわが国経済については、緩やかな回復基調を続けていくとみられる。 消費者物価の前年比は、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。
金融政策	「量的・質的金融緩和」を推進していくに当たっては、より円滑にイールドカーブ全体の金利低下を促していくことが適当である。また、「量的・質的金融緩和」のもとで企業や家計のデフレマインドは転換してきており、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業も多いが、そうした動きがさらに広がっていくことが期待される。こうした観点に立って、日本銀行は、「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置を決定した。

(資料) 日本銀行を基に日本総研作成

## 企業の物価見通し(CPI・前年比)



(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査(短観)」

