

金融政策の評価と今後の展望

ーそろり動き出す(か)マイナス金利政策ー

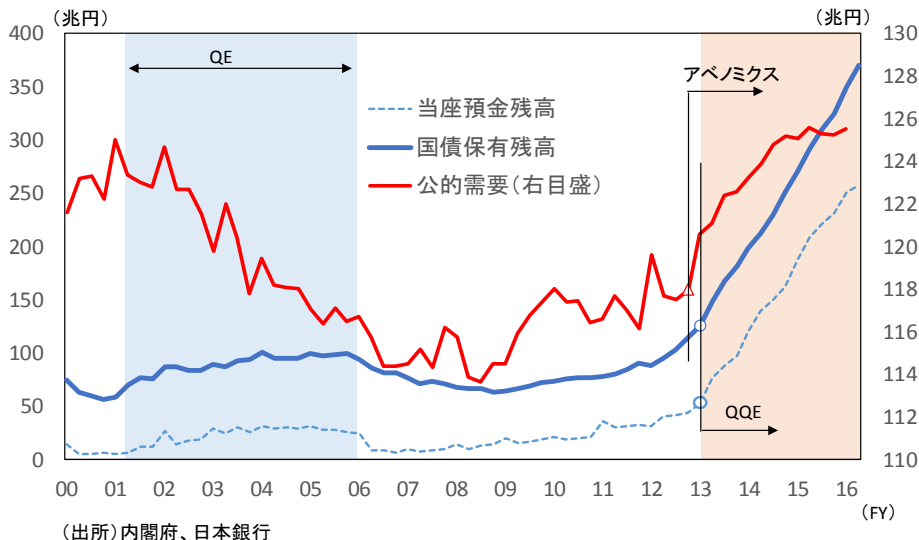
2016(平成28)年7月22日

岡三証券株式会社 グローバル金融調査部

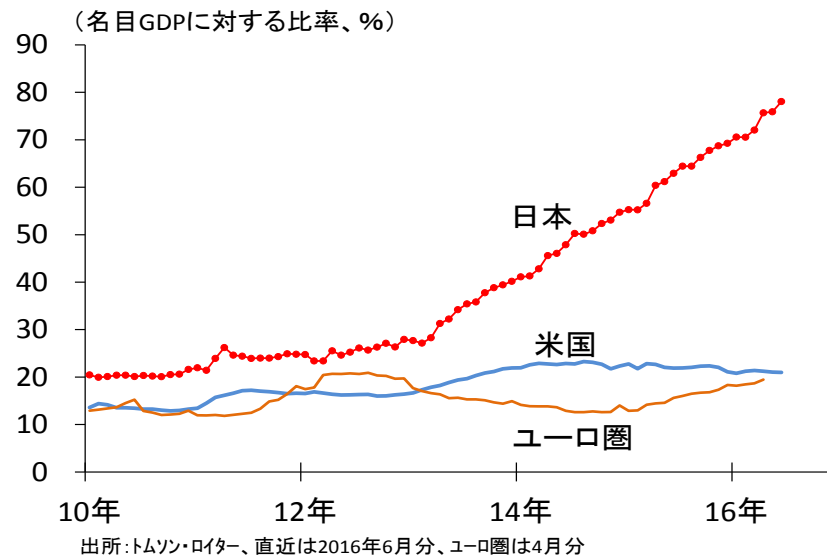
チーフ・エコノミスト 愛宕 伸康

アベノミクスは巨大なポリシーミクス(+QQEによる実験)

【財政支出と日銀の国債購入】

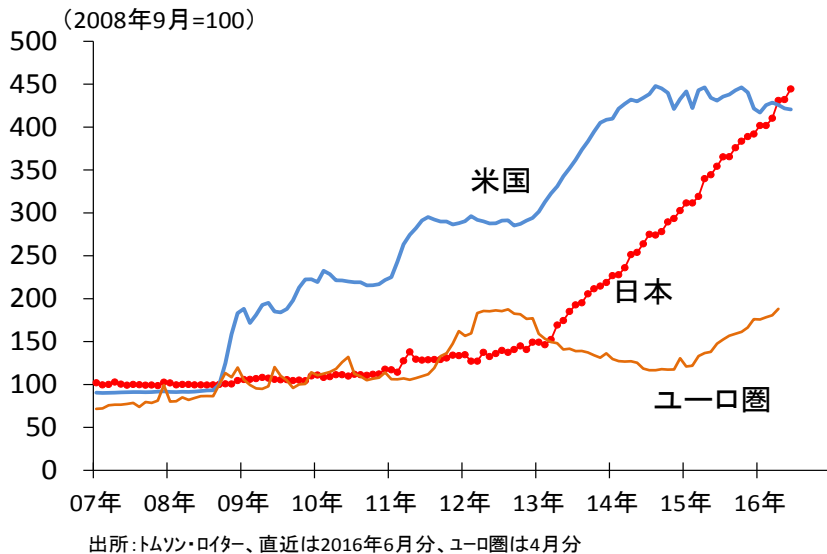
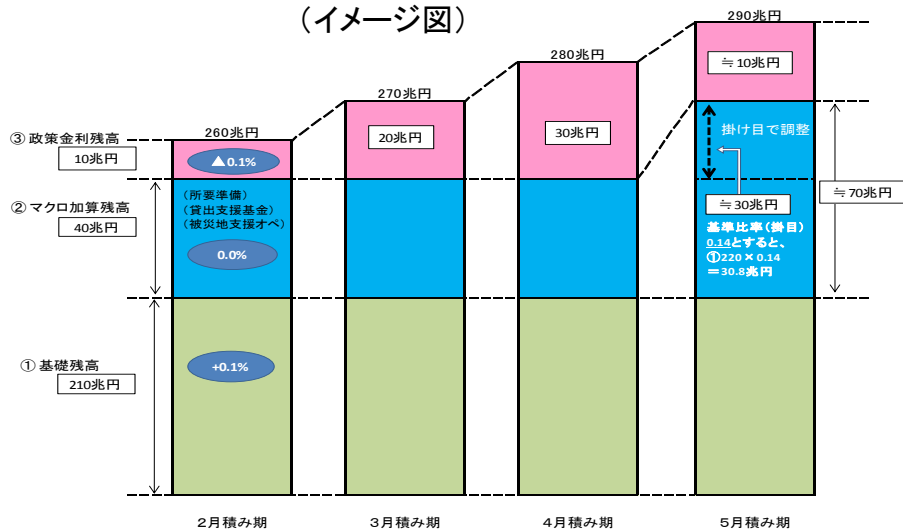


【マネタリーベース】



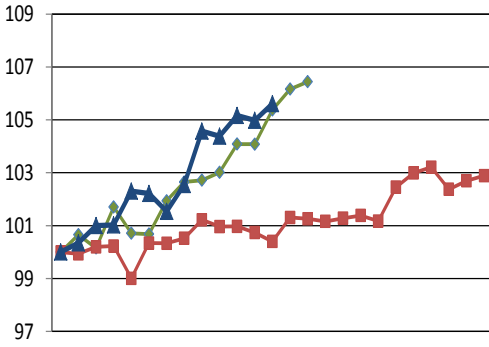
【マイナス金利付き量的質的金融緩和】

(イメージ図)

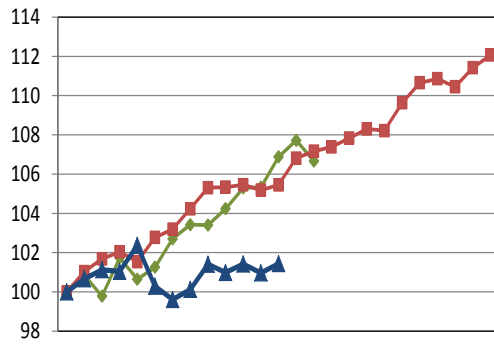


GDPデフレーターの上昇(CPI上昇<前半>と交易条件改善<後半>)

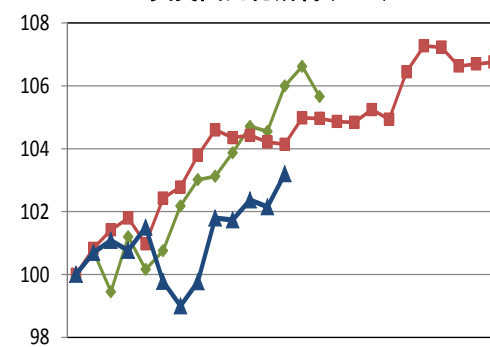
名目国内総生産(GDP)



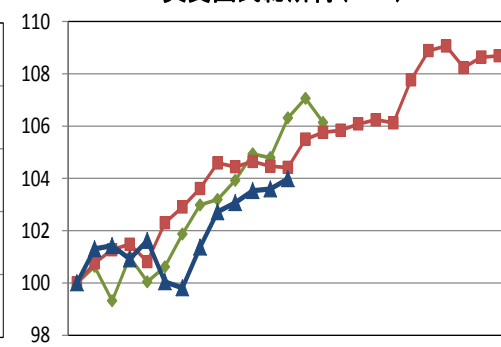
実質国内総生産(GDP)



実質国内総所得(GDI)



実質国民総所得(GNI)



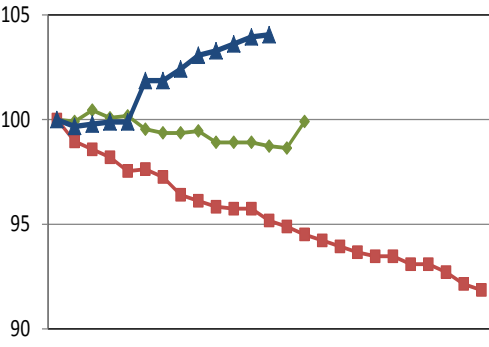
93/4Q-97/2Q 02/1Q-08/1Q 13/1Q-16/1Q

93/4Q-97/2Q 02/1Q-08/1Q 13/1Q-16/1Q

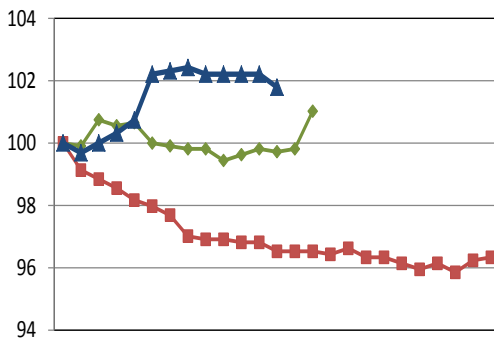
出所: 内閣府

出所: 内閣府

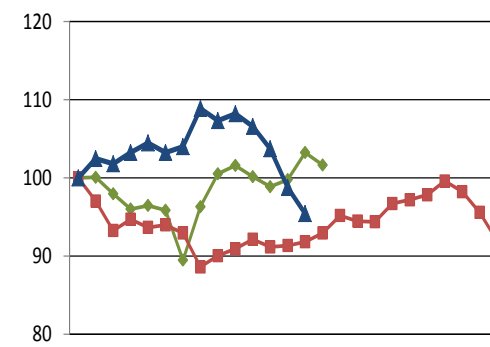
GDPデフレーター



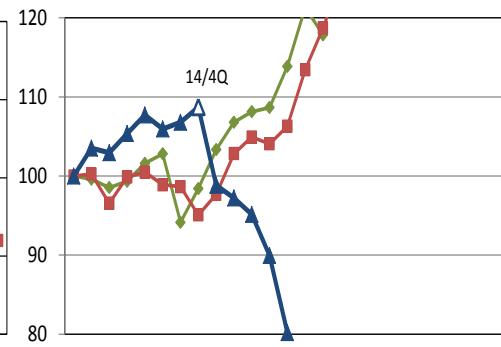
内需デフレーター



輸出物価指数



輸入物価指数



93/4Q-97/2Q 02/1Q-08/1Q 13/1Q-16/1Q

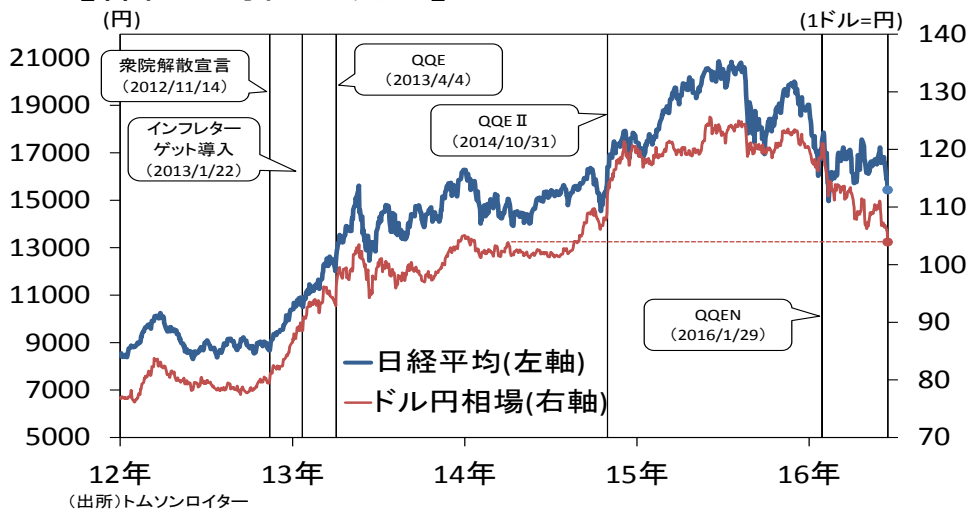
93/4Q-97/1Q 02/1Q-08/1Q 13/1Q-16/2Q

出所: 内閣府

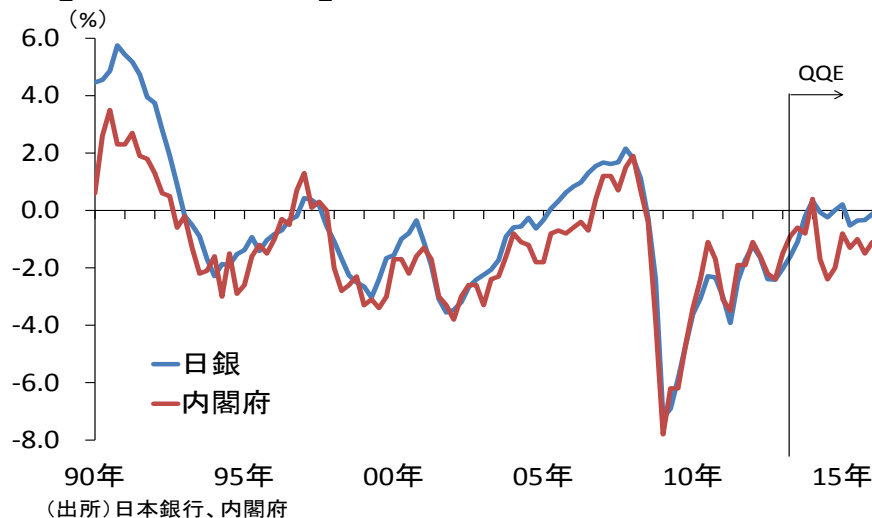
(注) 輸出物価、輸入物価とも円ベース。
(出所) 日本銀行

株高・円安による経済の起動

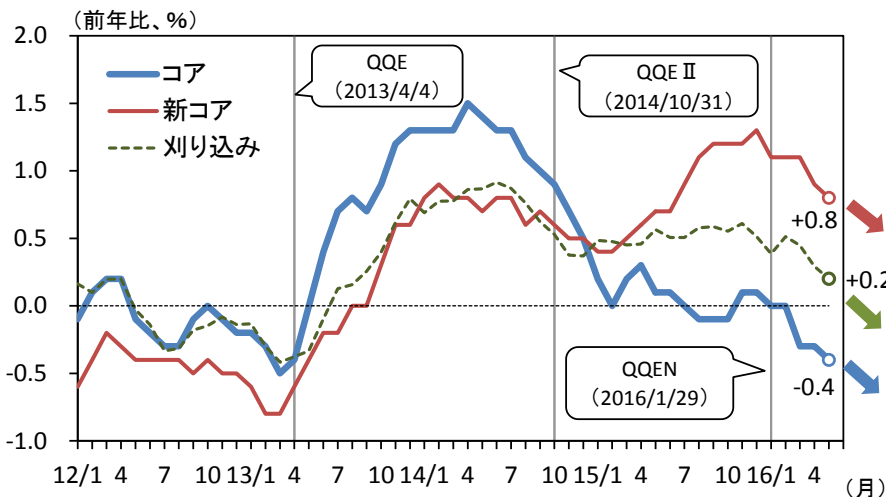
【株価と為替の反応】



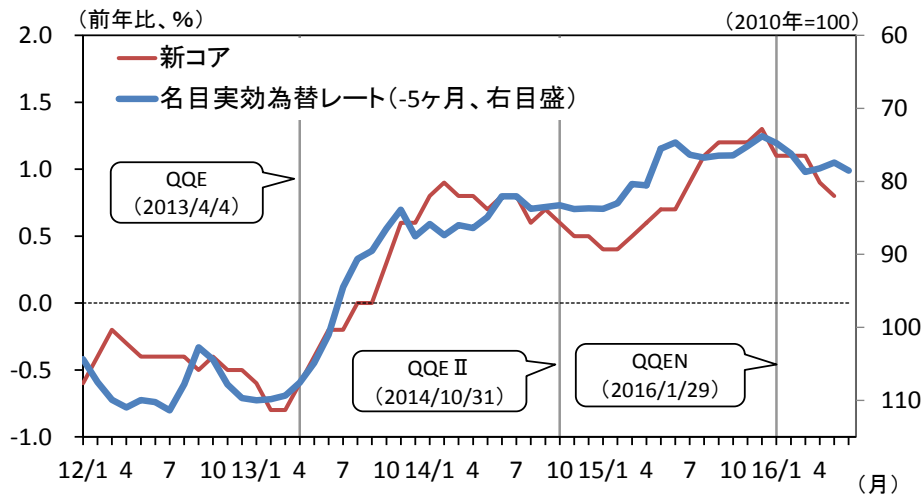
【GDPギャップ】



【コアCPIの推移】



【新コアCPIと為替】

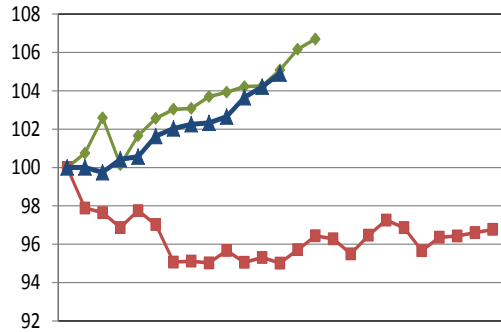


(注)消費税率の影響除く
(出所)総務省、日本銀行

(注)消費税率の影響除く
(出所)総務省、日本銀行

雇用環境は改善、実質賃金は低迷

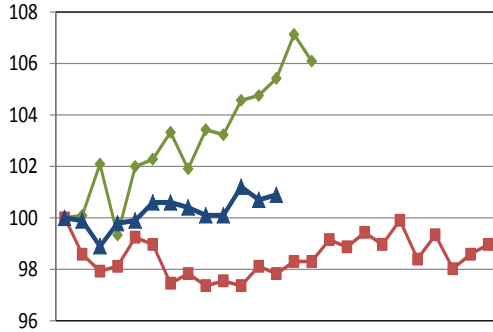
雇用者報酬



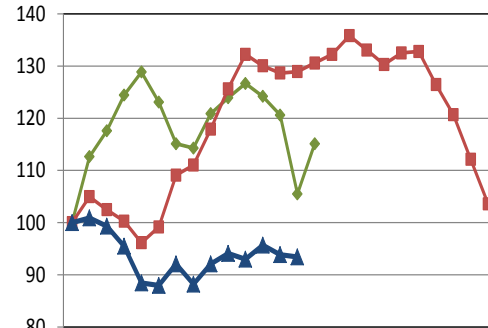
93/4Q-97/2Q 02/1Q-08/1Q 13/1Q-16/1Q

出所: 内閣府、厚生労働省

賃金



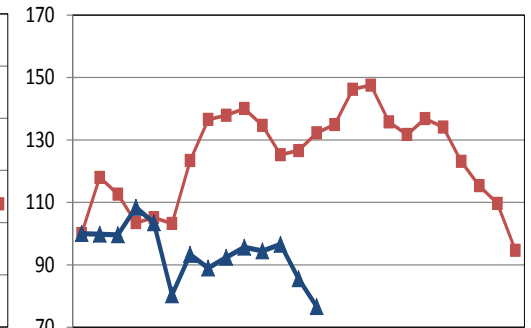
消費者態度指数



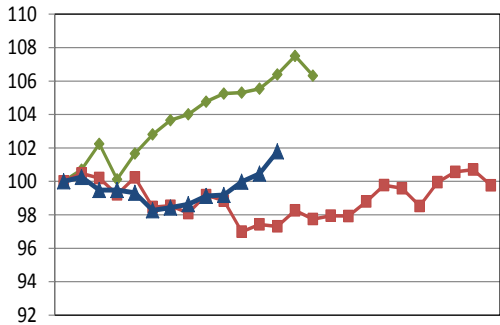
93/4Q-97/2Q 02/1Q-08/1Q 13/1Q-16/2Q

出所: 内閣府

景気ウォッチャー調査



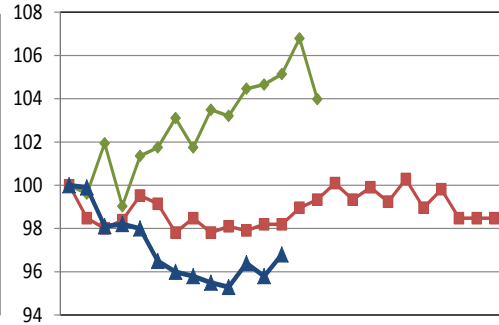
実質雇用者報酬



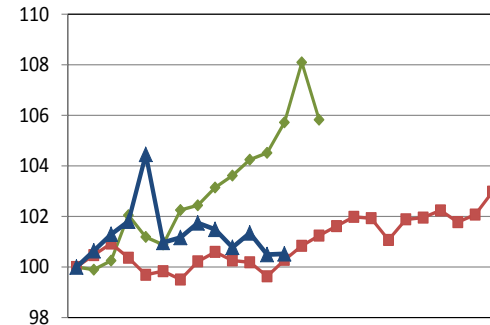
93/4Q-97/2Q 02/1Q-08/1Q 13/1Q-16/1Q

出所: 内閣府、厚生労働省

実質賃金



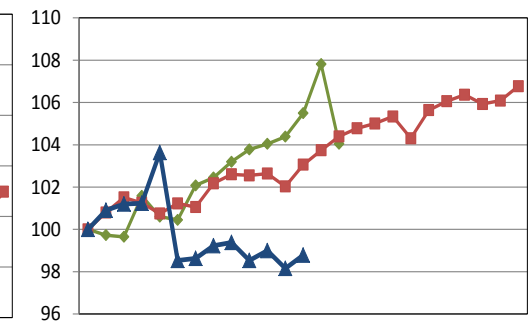
名目家計最終消費支出



93/4Q-97/2Q 02/1Q-08/1Q 13/1Q-16/1Q

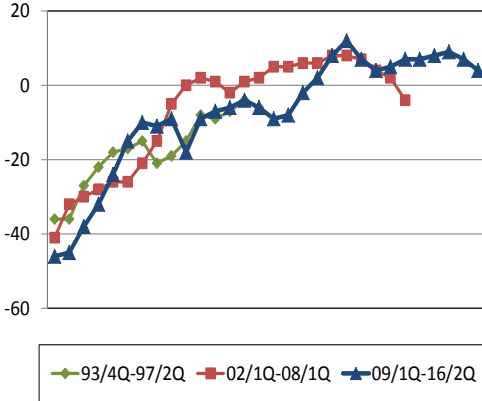
出所: 内閣府

実質家計最終消費支出



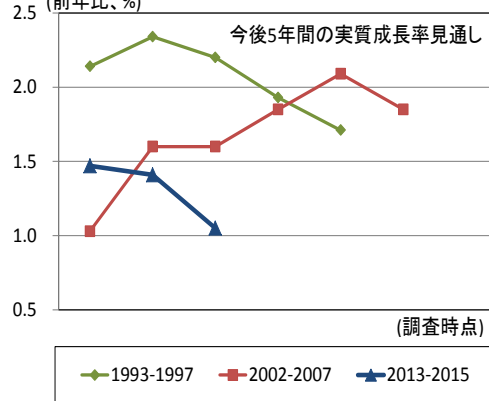
伸び悩む設備投資と輸出

業況判断DI



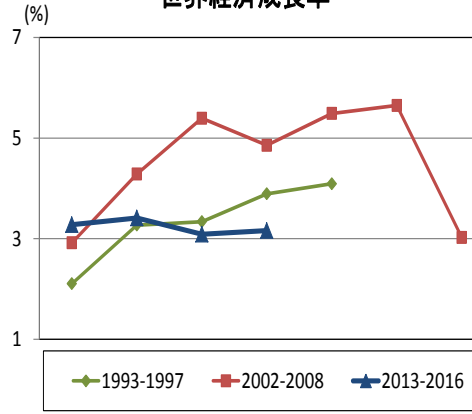
出所: 日本銀行、内閣府

期待成長率



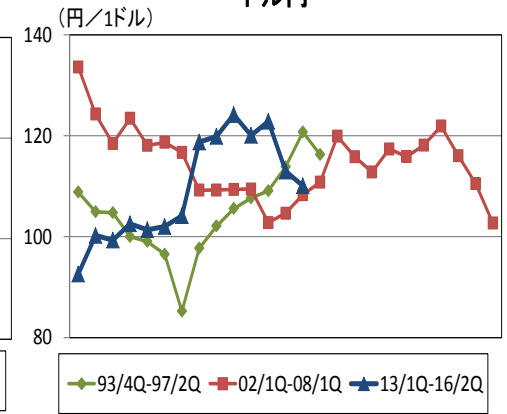
(調査時点)

世界経済成長率

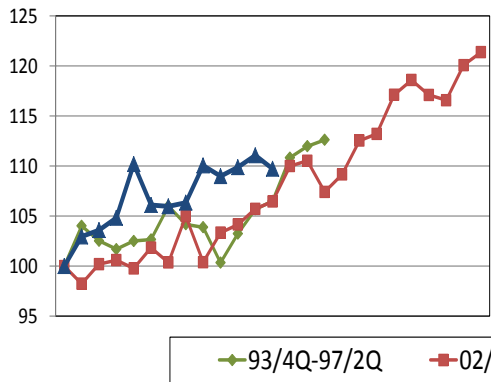


出所: World Economic Outlook(IMF)、日本銀行

ドル円

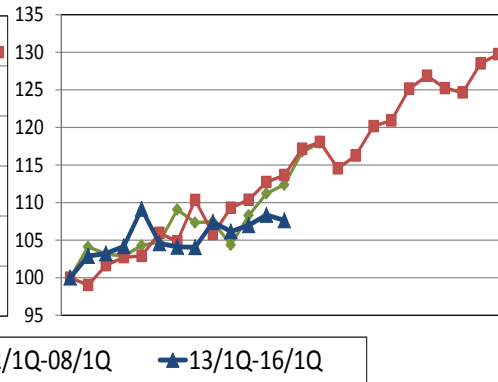


名目企業設備

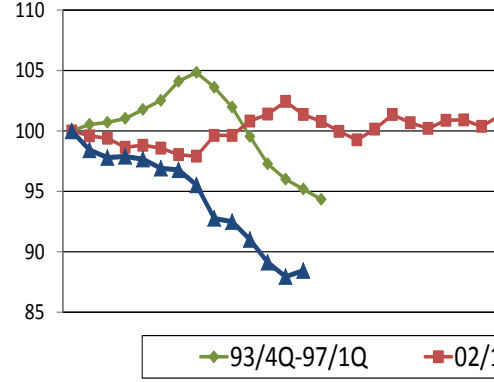


出所: 内閣府

実質企業設備



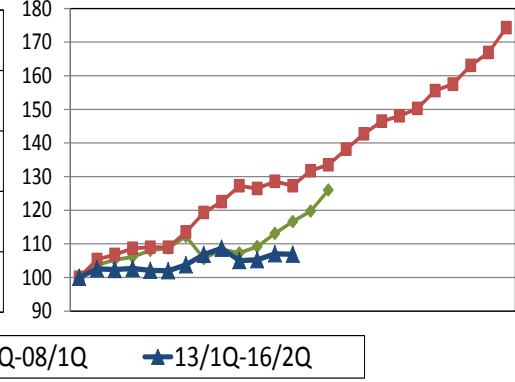
輸出物価指数



(注) 輸出物価は契約通貨ベース。

(出所) 日本銀行

実質輸出



マイナス金利政策による金融機関の直接的コスト

【6月積み期の業態別当座預金残高】

— 単位:兆円

	当座預金残高 (a)	プラス金利適用残高		ゼロ金利適用残高		マイナス金利適用残高	
		上限 (b)		上限 (c)		余った枠 ((b)+(c))-(a)	
都市銀行	107.0	81.2	81.2	25.7	27.5	0.0	1.7
地方銀行	25.1	15.2	15.2	9.5	10.9	0.5	1.0
第二地銀	5.1	4.0	4.0	1.1	1.8	0.1	0.7
外国銀行	21.5	19.4	21.1	0.5	1.7	1.6	1.3
信託銀行	35.9	16.1	16.1	12.0	12.7	7.8	-7.1
その他準預先	77.6	53.6	54.3	8.5	11.5	15.5	-11.8
準備預金非適用先	21.5	18.8	19.0	2.4	3.0	0.3	0.5
補完当座預金制度適用先合計	293.7	208.5	211.1	59.6	69.1	25.7	-13.5

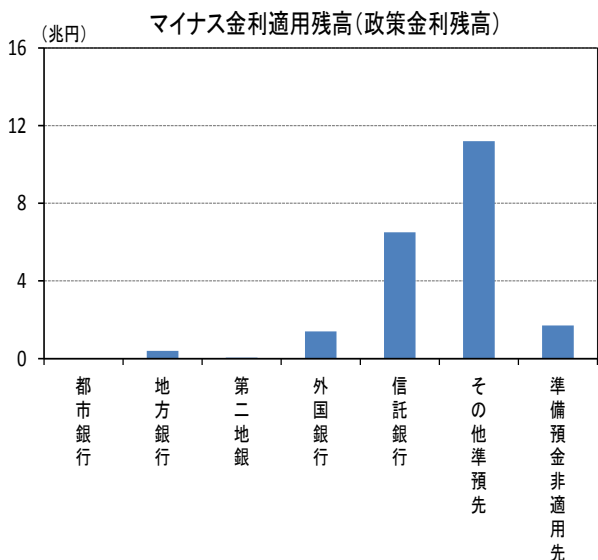
プラス適用残高(「基礎残高」)の上限と、ゼロ金利適用残高(「マクロ加算残高」)の上限の合計を「枠」と呼んでいる。

⇒ **13.5**

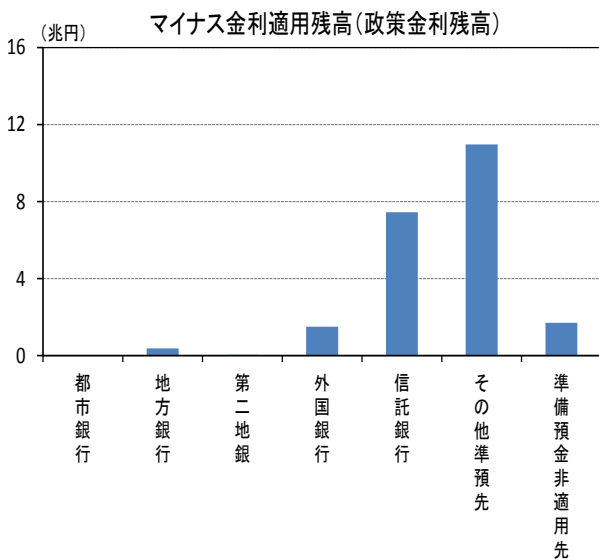
完全に裁定が働いた場合のマイナス金利適用残高

(出所) 日本銀行『業態別の日銀当座預金残高(2016年5月)』より岡三証券作成

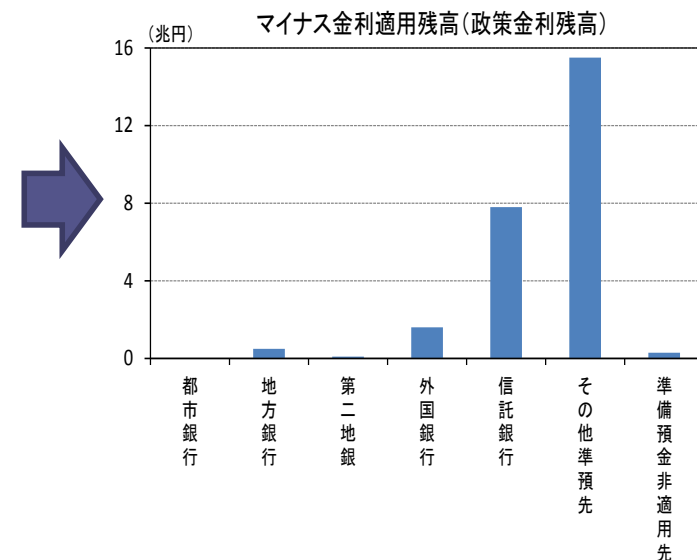
【4月積み期】



【5月積み期】



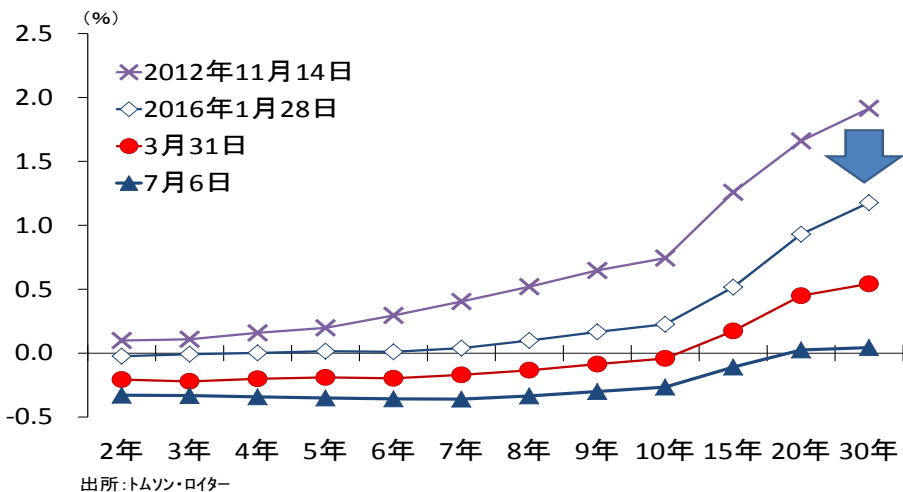
【6月積み期】



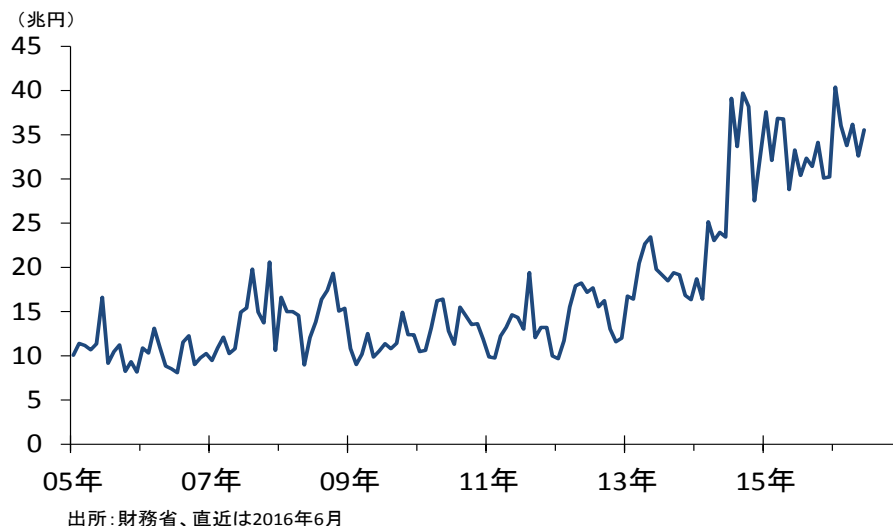
(出所) 日本銀行「業態別の日銀当座預金残高」より岡三証券作成

イールドカーブ低下 ⇒ Search for Yield ⇒ 外貨調達コスト上昇

【① イールドカーブ低下→運用難】



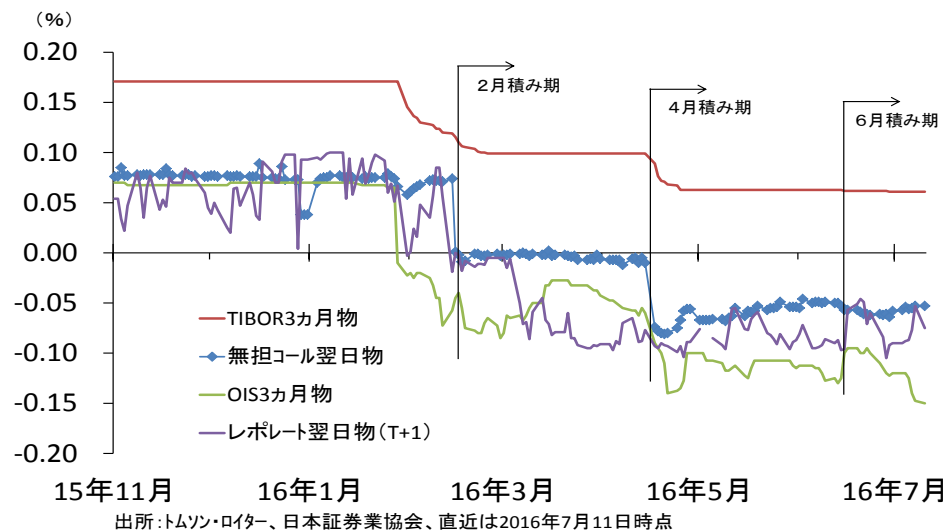
【② 対外証券投資が急増】



【③ ドル調達コスト上昇】



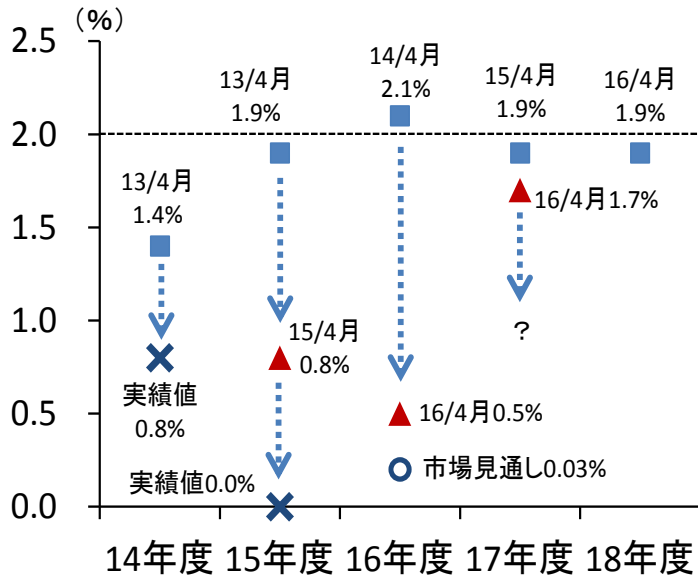
【④ 短期金利低下】



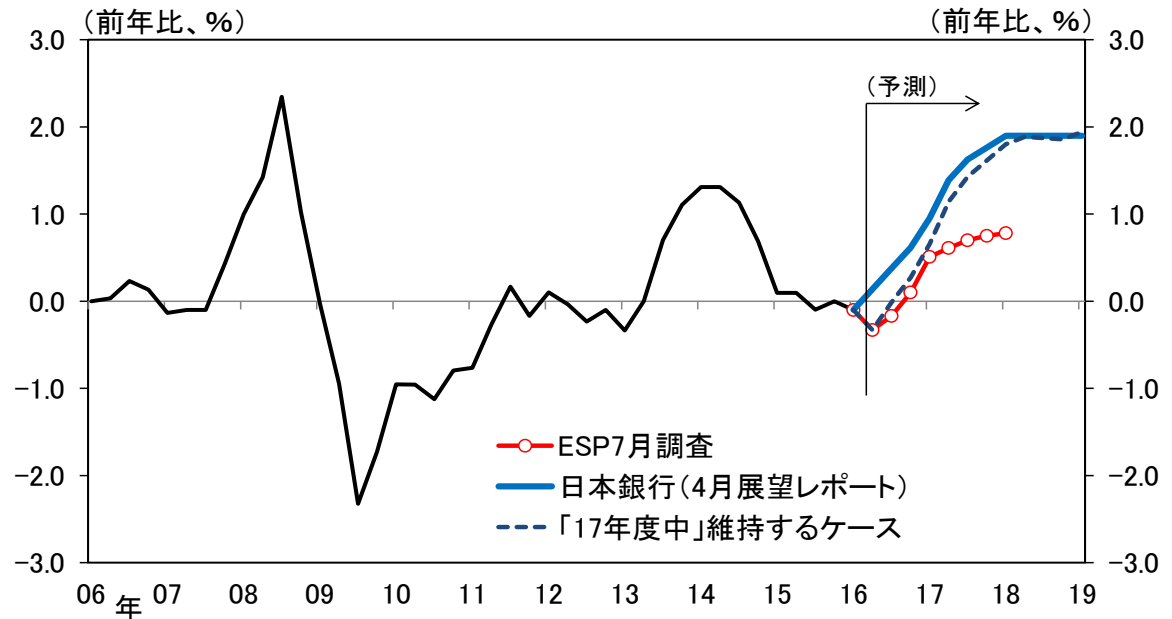
7月展望レポートで「17年度中」は維持できるのか

➤ ポイントは、7月追加緩和を実施する場合、なぜ6月でなく7月なのか

【展望レポートのトラックレコード】
(コアCPI前年比)



【コアCPIの見通し】



(出所)日本銀行、日本経済研究センター

	17/1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	18/1-3月	16年度	17年度	18年度
4月展望レポート	1.0	1.4	1.6	1.8	1.9	0.5	1.7	1.9
「17年度中」維持	0.7	1.1	1.4	1.6	1.8	0.2	1.5	1.9

—前年比、%