

# 日本経済展望

2011年3月



調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/thinktank/research/>

## 【目 次】

|             |    |
|-------------|----|
| 概説          | 1  |
| わが国景気の現状    | 2  |
| ファンダメンタルズ分析 | 5  |
| わが国景気見通し    | 10 |
| わが国金利見通し    | 11 |
| マーケット分析     | 12 |

◆本資料は2011年3月1日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

◆本資料に関するご照会は、下記あてお願いいたします。

国内経済グループ

ファンダメンタルズ： 森 村 (Tel：03-3288-4524 Mail：matsumura.hideki@jri.co.jp)

金利動向： 大 竹 (Tel：03-3288-4739 Mail：otake.shigehisa@jri.co.jp)

# 日本経済概説（2011年3月）

## 1. 景気の現状：持ち直しに転じる

- ・足元の景気に持ち直しの動き。鉱工業生産が急ピッチで増加しているほか、景気ウォッチャー調査の現状判断D Iも上昇。こうした動きを受け、景気動向指数も上向きに。エコカー補助金終了に伴う自動車販売へのマイナス影響が薄れる一方、輸出が新興国向けを中心に再加速し始めたことが背景。
- ・もっとも、内需は引き続き低調で、「底ばい」状態が持続。企業部門では、機械受注・建築着工は総じて緩やかな増勢が続いているものの、依然として2008年前半までの水準を大きく下回る状態。雇用・所得環境の回復ペースも緩慢。

## 2. 景気見通し：回復力は脆弱

- ・内需は低迷が続くものの、輸出に支えられて、緩やかな持ち直し傾向をたどる見通し。もっとも、2011年度全体でみると、成長ペースは大幅に鈍化する見通し。
- ・輸出は、欧米向けは回復感に乏しい状態が続くものの、中国など新興国向けが堅調に推移するため、緩やかな増勢が持続。アジア諸国での生産調整の動きが一巡するほか、新興国での個人消費の牽引力も高まる方向。もっとも、海外での景気刺激策の効果が薄れるため、年度ベースでみた輸出の増勢は鈍化。
- ・一方、大幅なGDPギャップが残るなか、国内民需は回復感に乏しい状態が持続。とりわけ、企業部門の厳しさが長引く見通し。設備過剰感がなかなか解消されないほか、円高の重しもあって、設備投資の回復ペースは緩慢。所得環境の回復も遅れるため、個人消費や住宅投資の本格回復も期待薄。
- ・加えて、自動車やテレビの駆け込み需要の反動減が実質GDPを下押し。耐久財消費の大幅減を背景に、2011年度の個人消費はマイナスに転じる公算大。
- ・デフレ傾向も持続。コアCPI前年比は資源価格の上昇でプラス転換が見込まれるものの、内需低迷を主因とするデフレ圧力が残るため、GDPデフレーターはマイナス基調は長期化。

## 3. 2月の金融政策・金利動向

### 【金融政策】

- ・日銀は14～15日の定例会合で、金融政策の現状維持を決定。同会合では、景気の現状判断をこれまでの「改善の動きに一服感がみられる」から「改善テンポの鈍化した状態から徐々に脱しつつある」に引き上げ。前回判断からの主な変更点は、「（新興国・資源国に牽引された）世界経済の成長再加速」、それに伴う「輸出、生産の増勢回復」。
- ・白川総裁は会合後の記者会見で、国内景気は「着実に前進している」と述べ、足踏み状態を脱却し、回復に向かっているとの認識を表明。また、S & Pが発表した日本国債格下げについても言及。財政悪化によるマイナス影響を抑制するためには、①日本経済の成長力引き上げ、②財政面での改革、を通じて「財政の持続可能性を確保することが重要である」と指摘。

### 【長期金利】

- ・長期金利は、2月中旬にかけて、米国金利の上昇につられる格好で、約10ヵ月ぶりに1.3%台半ばまで上昇。その後、月末にかけては、中東情勢の緊迫化を背景とした投資家の安全資産選好の強まりを受け、1.2%台半ばまで低下。

## 4. 金融政策・金利見通し

### 【金融政策】

- ・日銀は、当面、包括金融緩和策の効果を見極める公算。

### 【長期金利】

- ・長期金利は、米国金利動向に左右される展開が続く可能性。米国では大幅な需給ギャップが残るなか、長期金利が大幅続騰に向かう可能性は小さく、わが国長期金利の上昇余地も限られる見通し。
- ・一方、先進諸国の景気持ち直しと追加金融緩和観測の後退から、わが国長期金利が昨年秋頃のように1.0%割れまで下振れする可能性も後退。総じて、1%台前半を中心とする推移が長期化する見通し。

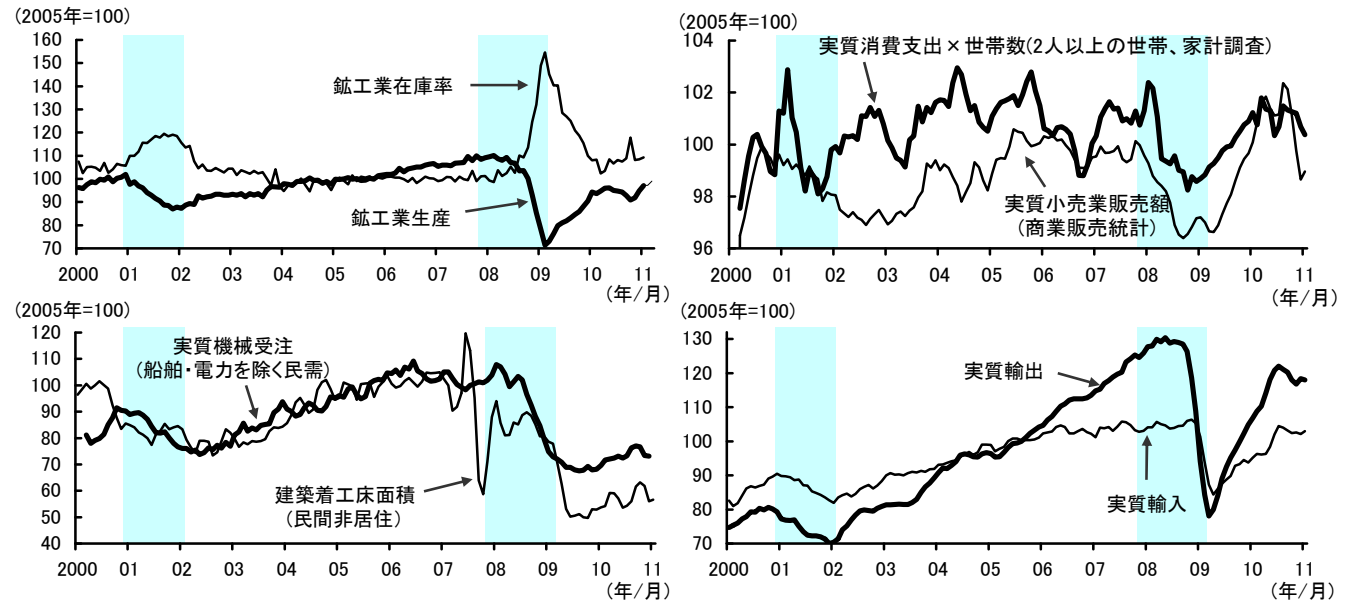
# 景気に持ち直しの動き

足元の各種景気指標で持ち直しの動きが明確化。

2010年11月以降、鉱工業生産が増加に転じたほか、景気ウォッチャー調査の現状判断DIも上昇。こうした動きを受け、景気動向指数も上向きに。エコカー補助金終了に伴う自動車販売へのマイナス影響が薄れる一方、輸出が新興国向けを中心に再加速し始めたことが背景。

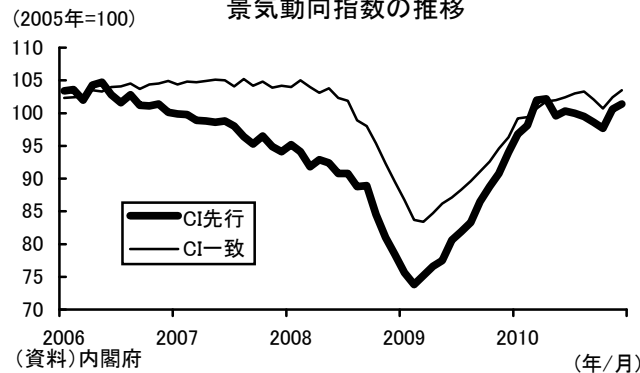
もっとも、内需は引き続き低調で、「底ばい」状態が持続。企業部門では、機械受注・建築着工は総じて緩やかな増勢が続いているものの、依然として2008年前半までの水準を大きく下回る状態。雇用・所得環境の回復ペースも緩慢で、消費水準も弱含み傾向。

わが国主要景気指標の推移



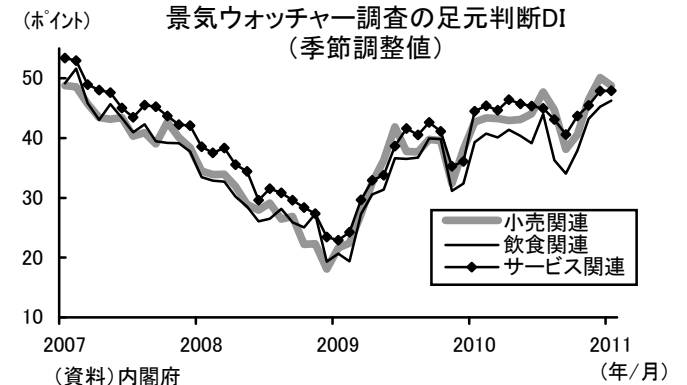
(資料)経済産業省、総務省、内閣府、国土交通省、日本銀行。  
 (注1)シャドー部分は景気後退期。直近は日本総研による予測。  
 (注2)鉱工業生産・在庫率は季節調整値(月次系列)。その他は季節調整後後方3ヵ月移動平均値。  
 (注3)鉱工業生産は、予測指数を用いて実績から2ヵ月分延長。  
 (注4)小売業販売額の実質値作成には、消費者物価・財(電力・ガス・水道を除く)を使用。機械受注の実質値作成には、企業物価・資本財(国内品)を使用。  
 (注5)実質消費支出は、人口推計や国勢調査をもとに推定した「人員2人以上一般世帯の平均人員・世帯数」で家計調査の集計値を調整。

景気動向指数の推移



(資料)内閣府

景気ウォッチャー調査の足元判断DI  
(季節調整値)



(資料)内閣府

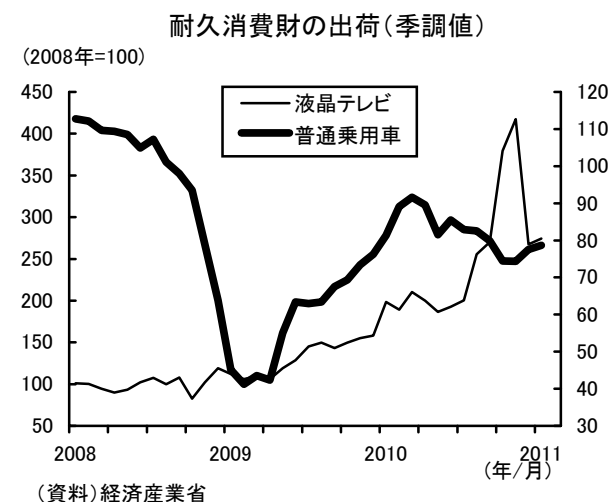
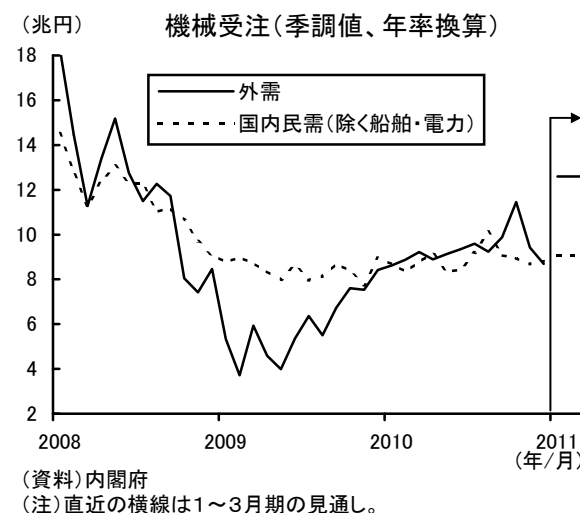
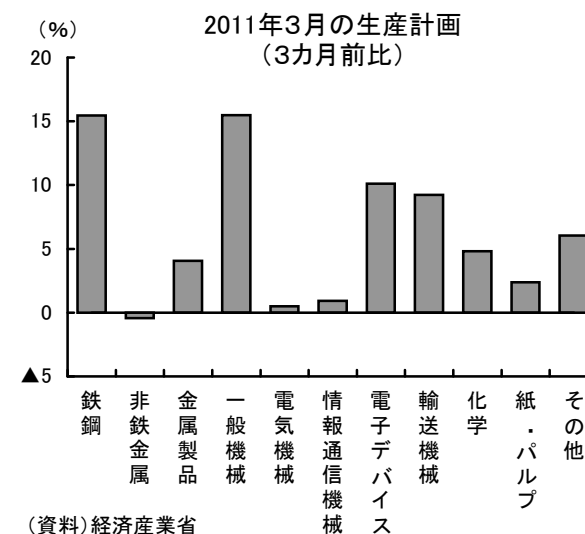
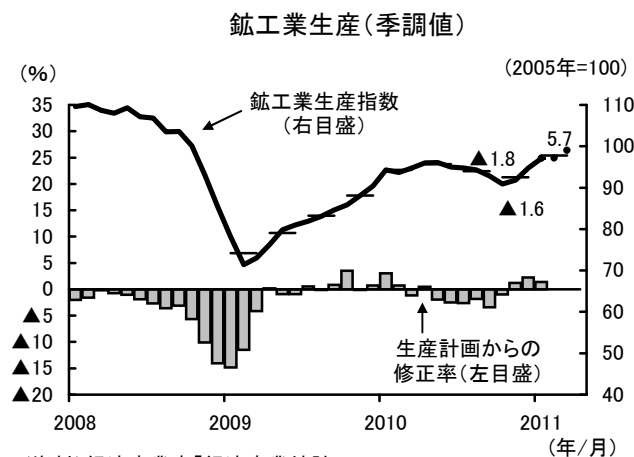
(株)日本総合研究所 日本経済展望 2011年3月

# 鉱工業生産は輸出に牽引されて増勢が明確化

1月の鉱工業生産は前月比+2.4%と3カ月連続の増加。さらに、2～3月の生産計画でも引き続き増産の見込みで、1～3月期は前期比+5%超の増加となる可能性。こうした動きを反映して、1～3月期の実質GDPも高めの成長率になる公算大。

鉱工業生産の増加の主因は輸出の増加。業種別にみると、一般機械、電子部品・デバイス、輸送機械が高い伸び。一般機械との連動性が高い機械受注を内外需別に分けてみると、国内需要は回復感に乏しい状態が続いているものの、外需は1～3月期に大幅増の見込み。また、自動車輸出も新興国向けを中心に回復傾向。機械製品に生産増を受け、鉄鋼・化学など素材関連の生産も回復。

一方、これまで急拡大してきた情報通信機械は増産が頭打ちに。エコポイントの半減により、12月以降の薄型テレビ販売が減少に転じたことが主因。



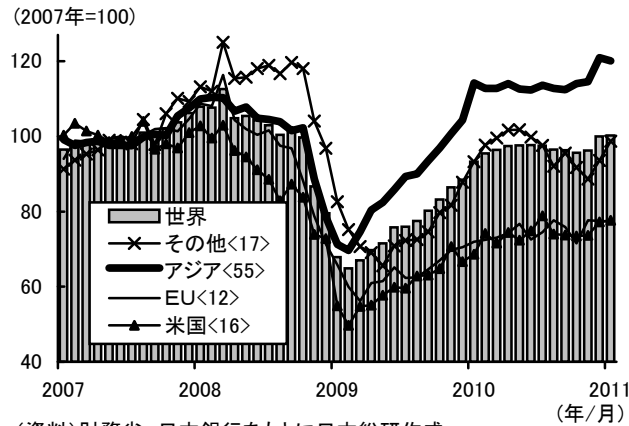
# 輸出は新興国に牽引されて持ち直し

輸出は緩やかな持ち直し傾向へ。

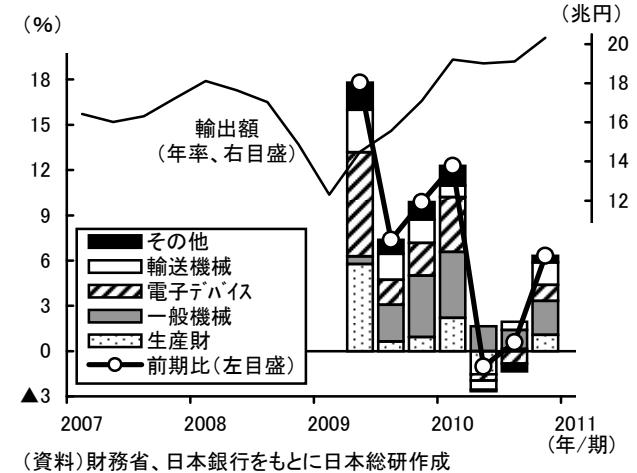
とりわけ、昨春以降、停滞感を強めていた中国向けが再加速。品目別にみると、一般機械がかねて好調を維持しているほか、電子デバイス、自動車などで再加速の動き。中国国内での在庫調整が一巡しつつあるため、内需主導の堅調な成長持続に支えられて、中国向け輸出の増勢が続く公算大。

もっとも、欧米向けの回復が遅れるため、全体の輸出回復ペースは緩やかにとどまる見込み。米国・EU向け輸出は、一般機械は増加しているものの、自動車、生産財など幅広い品目で減少。

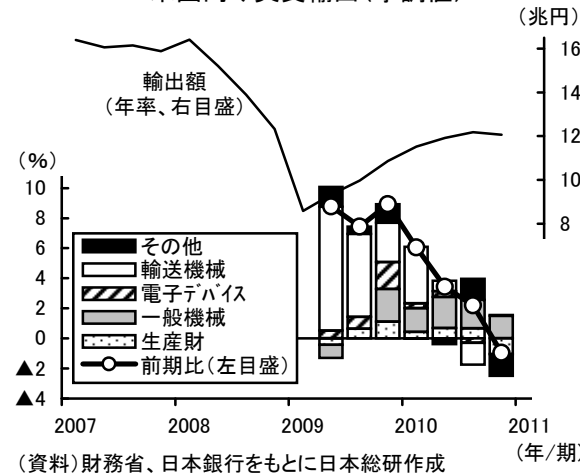
実質輸出(季調値)



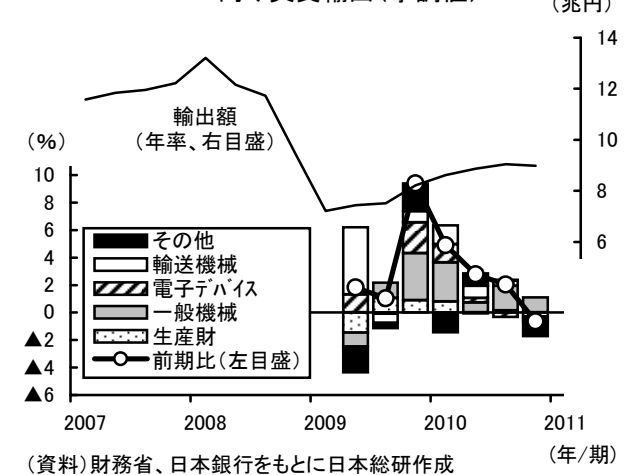
中国向け実質輸出(季調値)



米国向け実質輸出(季調値)



EU向け実質輸出(季調値)



# 設備投資の低迷は長期化の懸念

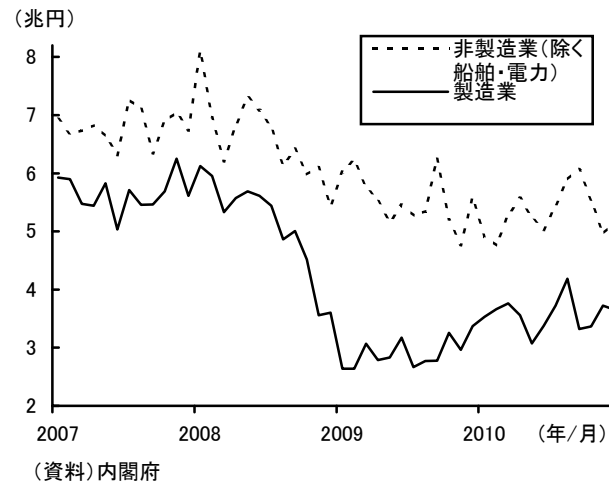
設備投資は緩やかな持ち直し基調。設備投資に数カ月先行するといわれる機械受注をみると、製造業を中心に緩やかな増勢が持続。建築着工も、大都市圏の再開発案件などに牽引されてやや持ち直し。もっとも、水準でみれば、依然として直近ピークを3～4割も下回っている状況。

今後を展望すると、このまま順調に設備投資の増勢が続くとみるのは早計。日銀短観の2010年度計画をみても、設備投資の低迷持続を示唆。大企業の設備投資計画（ソフトウェアを含み土地を除くベース）は前年度比+4.3%の増加ながら、直近ピークから2割近く低い水準。

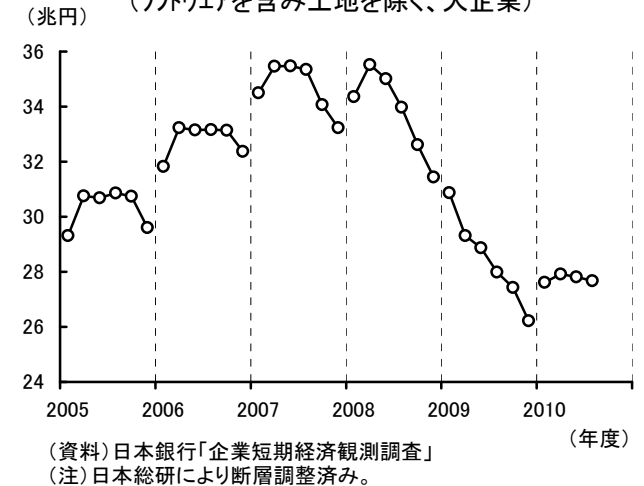
この背景には、設備過剰感の解消の遅れ。製造業の設備稼働率は直近ピークを15%程度下回っており、依然として過剰設備を抱えている状況。

加えて、中長期的にも、設備投資の低迷が続く懸念大。内外の成長率格差が広がるなか、企業は、国内投資を抑制し、海外シフトを積極化させる方針。

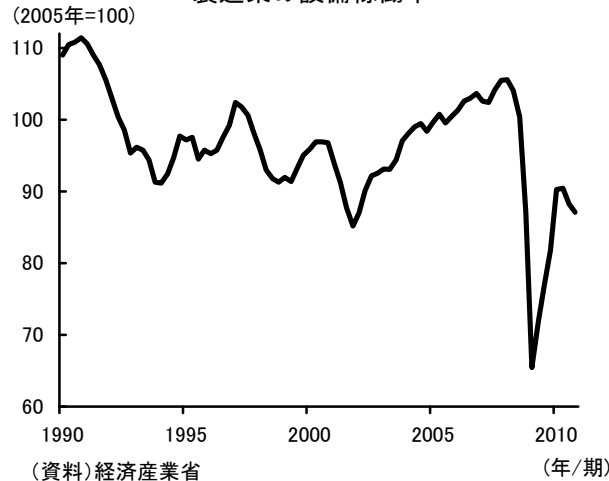
機械受注(季調値、年率換算)



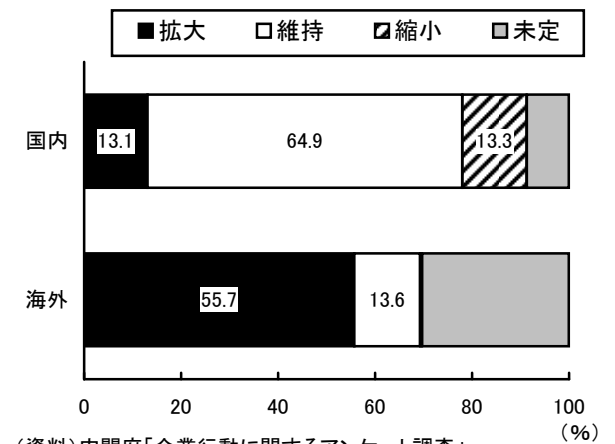
設備投資額の修正状況  
(ソフトウェアを含み土地を除く、大企業)



製造業の設備稼働率



生産工程の事業展開方針



# 円高：加工型製造業を中心にマイナス影響

円高のマイナス影響は2011年も残存。  
円高の影響は以下の3ルート。

## ①価格面を通じた影響

輸出決済では為替差損、輸入決済では為替差益が発生。輸出依存度が高い加工型製造業では収益が下振れる一方、輸入比率が高い素材型製造業、非製造業では収益が上振れ。マクロ全体でみると、為替差益が為替差損を上回るため、ネットでプラス影響。

## ②数量面を通じた影響

半年から2年のラグを伴って、輸出数量を押し下げ、輸入数量を押し上げるため、純輸出を押し下げ。2011年のGDPを0.2%押し下げる見込み。

## ③事業展開への影響

製造業を中心に、製造拠点の海外シフトが加速する結果、国内の設備投資・雇用が減少。

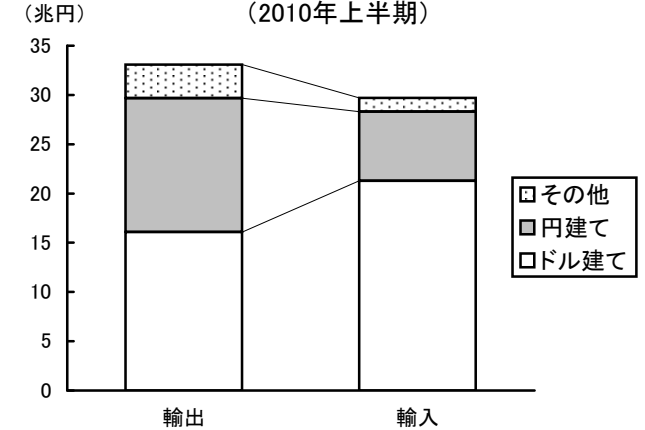
総合的にみると、短期的なプラス効果があるものの、中長期的に外需や国内の設備投資・雇用を押し下げるため、わが国経済にマイナスの影響。

円高が製造業の営業利益に与える影響  
(2010年度下期、89.44円/ドル→80.5)

|       | 計画<短観><br>(兆円) | 円高による変動 |         |
|-------|----------------|---------|---------|
|       |                | (兆円)    | 比率(%)   |
| 自動車   | 0.15           | ▲ 0.39  | ▲ 268.8 |
| 造船・重機 | 0.21           | ▲ 0.10  | ▲ 49.3  |
| 電気機械  | 1.24           | ▲ 0.37  | ▲ 29.5  |
| 鉄鋼    | 0.39           | ▲ 0.09  | ▲ 21.9  |
| 一般機械  | 1.00           | ▲ 0.22  | ▲ 21.9  |
| 窯業・土石 | 0.27           | ▲ 0.02  | ▲ 7.9   |
| 化学    | 1.41           | ▲ 0.08  | ▲ 5.5   |
| 食料品   | 0.81           | 0.09    | 11.0    |
| 非鉄金属  | 0.12           | 0.09    | 70.4    |
| 石油・石炭 | 0.08           | 0.29    | 362.6   |

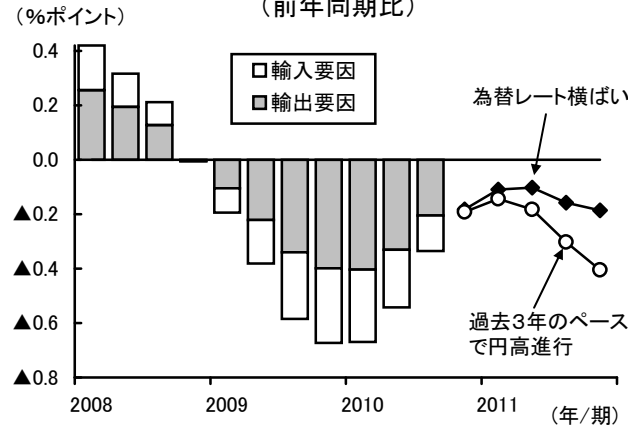
(資料)日銀短観、貿易統計、産業連関表をもとに日本総研作成  
(注)ドル建て輸出割合(49%)、輸入割合(72)%を一定と仮定。

貿易取引における決済通貨別内訳  
(2010年上半期)



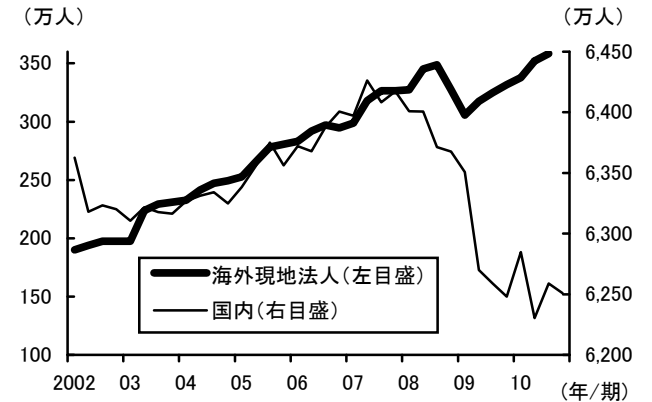
(資料)財務省「外国貿易概況」、「貿易取引通貨別比率」をもとに日本総合研究所作成

為替レートが実質GDPに与える影響  
(前年同期比)



(資料)財務省などをもとに日本総研作成  
(注)輸出数量、輸入数量の変化を通じた影響を推計。

わが国企業の国内外の就業者数



(資料)総務省、経済産業省「海外現地法人四半期調査」



## 所得環境の改善ペースが鈍化

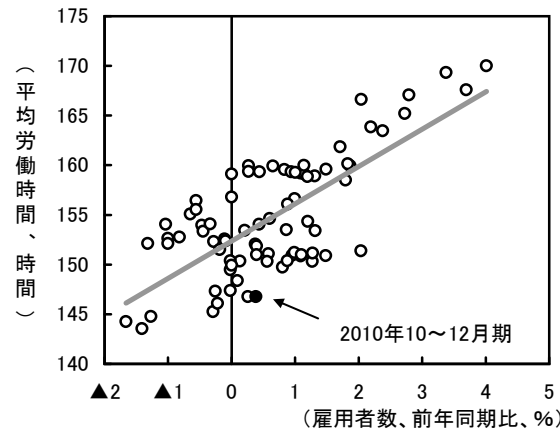
企業の雇用過剰感が当面は解消されないと予想されるため、家計の所得環境は引き続き厳しい状態が続く見通し。

とりわけ、雇用低迷は長期化の公算。雇用者の平均労働時間と雇用者数の間には緩やかな正の相関。足元では平均労働時間がまだ低い水準にあるため、企業に労働時間の引き上げ余地が残っている間は、雇用が増加しにくい状況が持続。

現金給与も前年比横ばいの状態が続く見通し。企業の人件費抑制姿勢が続いているため、所定内給与の伸びはほぼゼロ。こうしたなか、これまで現金給与を牽引してきた所定外給与・ボーナスの増勢が鈍化傾向。

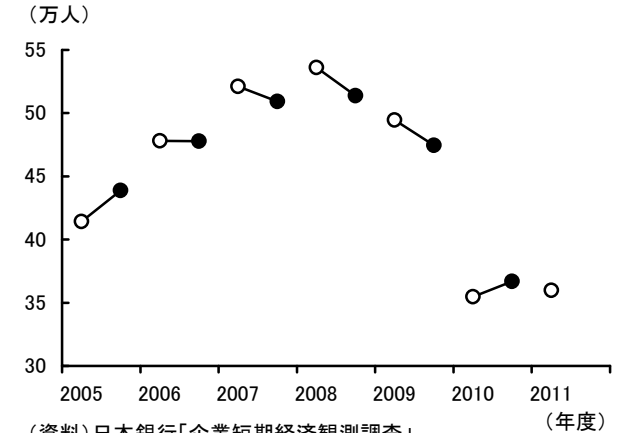
雇用者数の低迷、現金給与の伸び鈍化を背景に、マクロの雇用者報酬も増勢が徐々にペースダウンする公算大。加えて、2011年度は子ども手当が据え置きとなるため、可処分所得の押し上げ効果も一巡。

労働時間と雇用者数の関係



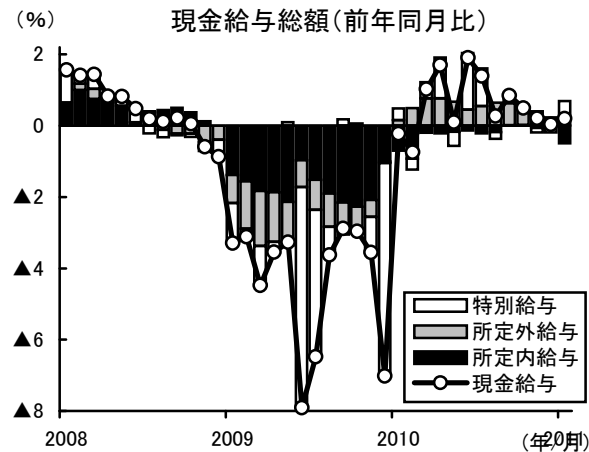
(資料) 総務省、厚生労働省  
(注1) 過去20年間の四半期データ。  
(注2) 労働時間は季調値。事業所規模5人以上。

新卒採用の推移



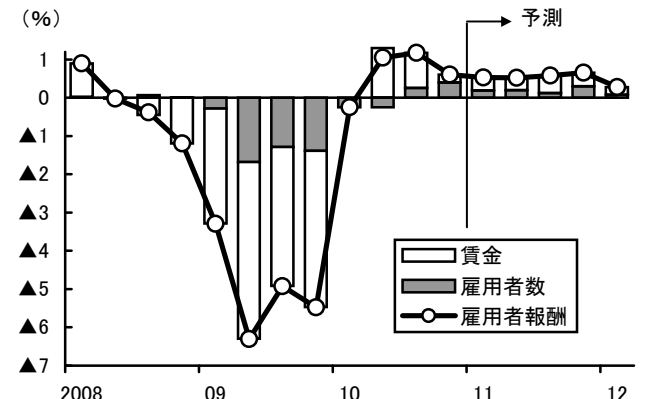
(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」  
(注) ○は前年12月時点の計画、●は実績。全規模全産業ベース。

現金給与総額(前年同月比)



(資料) 厚生労働省  
(注) 事業所規模5人以上。

雇用者報酬の予測(前年同期比)



(資料) 内閣府、総務省、厚生労働省をもとに日本総研作成

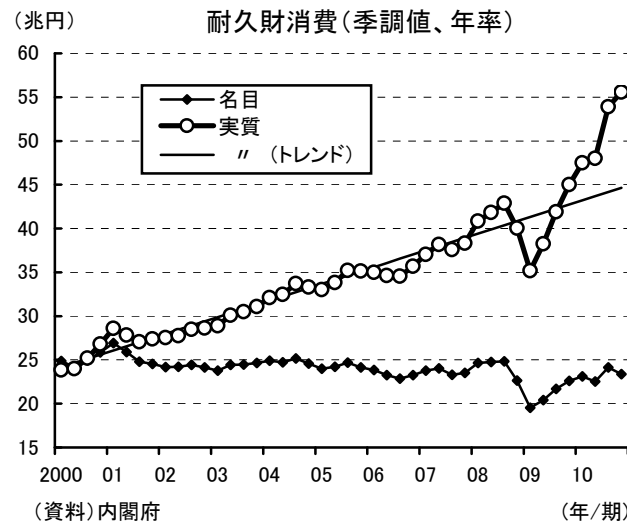
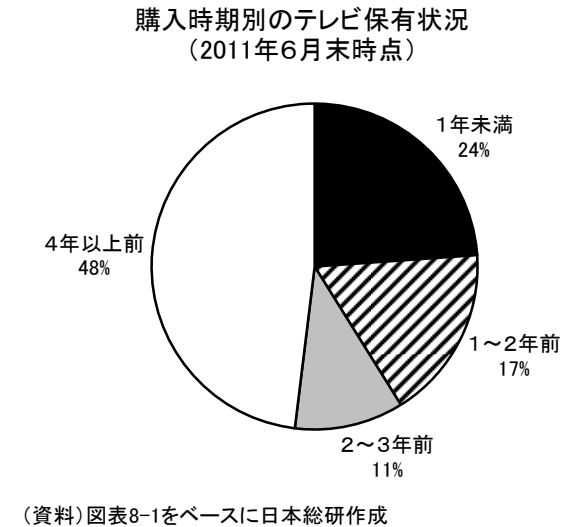
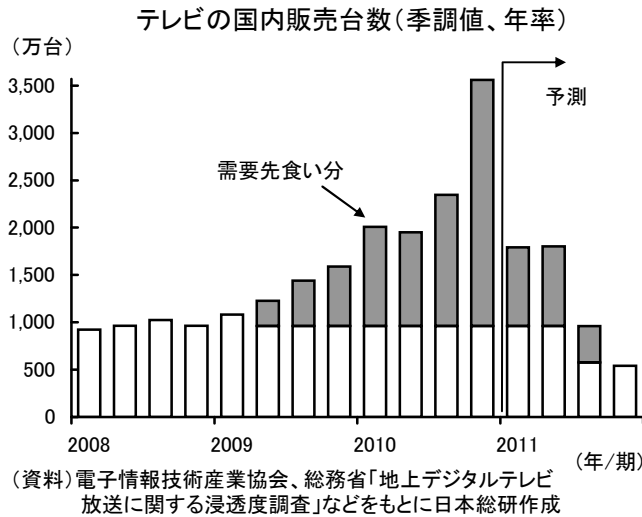
# テレビ販売は2011年後半に反動減

これまで景気を下支えしてきた景気対策効果が剥落。

とりわけ、テレビ販売に大きな反動減。テレビの潜在需要が年1,000万台とみられるのに対し、足元ではその2倍を超えるペースで販売。この大部分は、地デジ切り替え前の駆け込み需要。地デジ切り替え前までに約2.5年分に相当するテレビ需要が先食いされる見込み。そのため、地デジ切り替え後の反動減は深刻。2011年入り後、個人消費を下押しする力が強まる見込み。

加えて、2011年6月末には、国内で保有されるテレビの半分は購入後3年以内の新製品に置き換えられている見込み。テレビ販売の低迷は長期化の公算。

一方、政府は、円高急進などを受け、昨年9月から相次いで景気対策を策定。公共投資や住宅投資に一定の効果が現れる見込み。もっとも、対策規模がそれほど大きくないため、景気押し上げ効果は限定的。



景気対策の概要(国費ベース)

| 予備費を活用<9月10日>                   |  | 0.9               | GDP押し<br>上げ効果<br>0.3% |
|---------------------------------|--|-------------------|-----------------------|
| 雇用対策                            |  | 0.2               |                       |
| グリーン産業支援                        |  | 0.1               |                       |
| 消費支援                            |  | 0.5               |                       |
| 家電エコポイント<br>住宅エコポイント<br>フラット35S |  | 0.1<br>0.1<br>0.2 |                       |
| 防災対策                            |  | 0.2               |                       |
| 補正予算<10月8日>                     |  | 4.9               | GDP押し<br>上げ効果<br>0.6% |
| 雇用対策                            |  | 0.3               |                       |
| 成長戦略                            |  | 0.3               |                       |
| 子育て・医療<br>地域活性化、社会資本、中小企業       |  | 1.1<br>3.1        |                       |

(資料) 内閣府

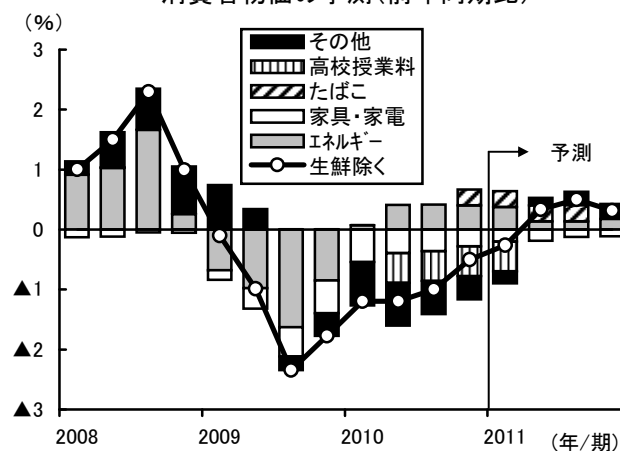
# デフレ傾向のなか、資源価格上昇により交易条件が悪化

消費者物価の下落幅は急速に縮小し、春頃にはプラス転換。もっとも、これは資源価格の上昇によるコストプッシュ的な側面が大。依然として4%近いGDPギャップが残っているため、物価の下振れ圧力は残存する見通し。

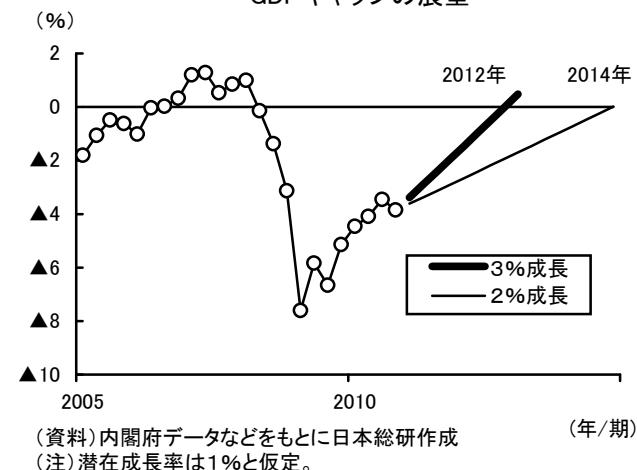
一方、資源価格の上昇により、交易条件は悪化傾向。足元では、原油だけでなく、非鉄金属や穀物など、様々な一次産品で価格に上昇圧力。これらを映じて、2010年10～12月期には、資源国への所得流出額が前年同期差5兆円の規模に。

最終製品価格への転嫁が困難な状況下、大半は企業のコスト押し上げ要因に。販売価格の下落、コスト増により、企業収益に下振れ圧力。

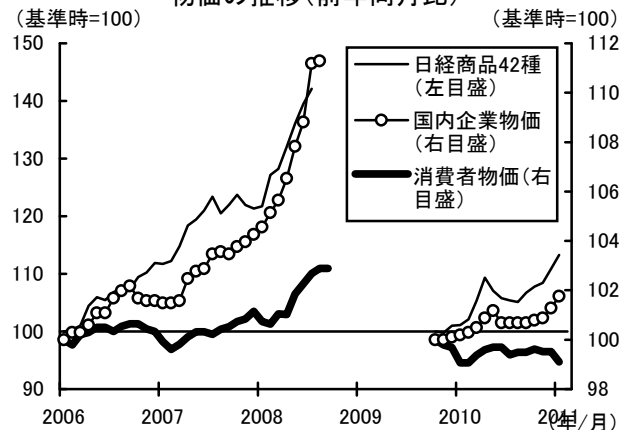
消費者物価の予測(前年同期比)



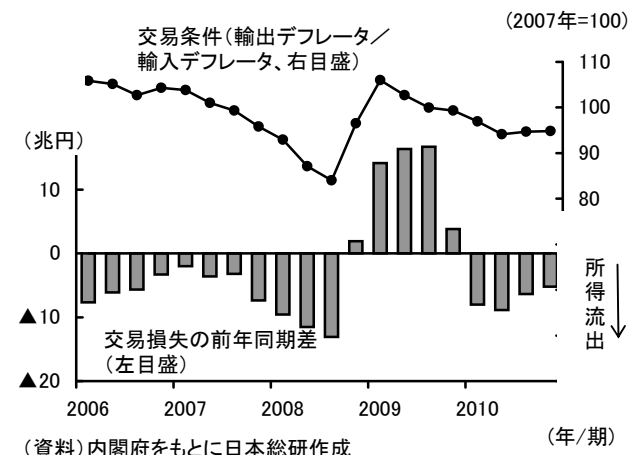
GDPギャップの展望



物価の推移(前年同月比)



資源価格上昇の影響



## 2010年度+3.1%成長、2011年度+1.1%成長

・ 今後を展望すると、内需は低迷が続くものの、輸出に支えられて、緩やかな持ち直し傾向をたどる見通し。もっとも、2011年度全体でみると、成長ペースは大幅に鈍化する見通し。

・ 輸出は、欧米向けは回復感に乏しい状態が続くものの、中国など新興国向けが堅調に推移するため、緩やかな増勢が持続。アジア諸国での生産調整の動きが一巡するほか、新興国での個人消費の牽引力も高まる方向。もっとも、海外での景気刺激策の効果が薄れるため、年度ベースでみた輸出の増勢は鈍化。

・ 一方、大幅なGDPギャップが残るなか、国内民需は回復感に乏しい状態が持続。とりわけ、企業部門の厳しさが長引く見通し。設備過剰感がなかなか解消されないほか、円高の重しもあって、設備投資の回復ペースは緩慢。所得環境の回復も遅れるため、個人消費や住宅投資の本格回復も期待薄。

・ 加えて、自動車やテレビの駆け込み需要の反動減が実質GDPを下押し。耐久財消費の大幅減を背景に、2011年度の個人消費はマイナスに転じる公算大。2010年9月以降に打ち出された経済対策による押し上げ効果も限定的。

・ デフレ傾向も持続。コアCPI前年比は資源価格の上昇でプラス転換が見込まれるものの、内需低迷を主因とするデフレ圧力が残るため、GDPデフレータのマイナス基調は長期化。

### わが国経済・物価見通し

(四半期は前期比年率、%)

|            | 2010年   |         |         | 2011年  |         |         |        | 2012年   |         |        |        |
|------------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|--------|
|            | 4～6     | 7～9     | 10～12   | 1～3    | 4～6     | 7～9     | 10～12  | 1～3     | 2009年度  | 2010年度 | 2011年度 |
|            | (実績)    |         |         | (予測)   |         |         |        |         | (実績)    | (予測)   |        |
| 実質GDP      | 2.1     | 3.3     | ▲ 1.1   | 3.8    | 0.9     | ▲ 0.2   | 0.6    | 1.2     | ▲ 2.4   | 3.1    | 1.1    |
| 個人消費       | ▲ 0.0   | 3.6     | ▲ 2.9   | ▲ 1.2  | 1.2     | ▲ 3.3   | ▲ 1.2  | 1.0     | ▲ 0.0   | 1.1    | ▲ 0.8  |
| 住宅投資       | ▲ 1.2   | 7.6     | 12.6    | 8.5    | 3.9     | 2.6     | 2.7    | 1.5     | ▲ 18.2  | 0.2    | 5.4    |
| 設備投資       | 12.2    | 6.0     | 3.7     | 3.9    | 2.8     | 3.9     | 4.2    | 4.3     | ▲ 13.6  | 5.6    | 3.8    |
| 在庫投資 (寄与度) | (▲ 0.4) | ( 1.0)  | ( 0.9)  | ( 0.4) | (▲ 0.8) | ( 0.6)  | ( 0.2) | (▲ 0.3) | (▲ 1.1) | ( 0.6) | ( 0.2) |
| 政府消費       | 4.3     | 1.2     | 0.8     | 0.9    | 0.7     | 1.2     | 1.1    | 0.9     | 3.4     | 2.0    | 0.9    |
| 公共投資       | ▲ 15.4  | ▲ 8.0   | ▲ 21.1  | ▲ 5.2  | 3.5     | 1.8     | ▲ 6.3  | ▲ 10.5  | 14.2    | ▲ 9.5  | ▲ 4.3  |
| 純輸出 (寄与度)  | ( 1.1)  | (▲ 0.7) | (▲ 0.4) | ( 2.6) | ( 0.0)  | (▲ 0.0) | ( 0.2) | ( 0.2)  | ( 0.3)  | ( 1.1) | ( 0.4) |
| 輸出         | 22.9    | 6.3     | ▲ 2.8   | 20.7   | 6.5     | 4.9     | 5.5    | 6.1     | ▲ 9.6   | 18.3   | 7.4    |
| 輸入         | 16.8    | 12.0    | ▲ 0.5   | 3.6    | 6.8     | 5.2     | 4.6    | 5.2     | ▲ 11.0  | 10.7   | 4.9    |

(前年同期比、%)

|              |       |       |       |       |       |       |       |     |       |       |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|-------|-------|-------|
| 名目GDP        | 1.1   | 2.7   | 0.6   | ▲ 0.2 | 0.2   | ▲ 0.1 | 0.7   | 0.8 | ▲ 3.7 | 1.0   | 0.4   |
| GDPデフレーター    | ▲ 1.9 | ▲ 2.1 | ▲ 1.6 | ▲ 2.3 | ▲ 1.5 | ▲ 1.1 | ▲ 0.5 | 0.1 | ▲ 1.3 | ▲ 2.0 | ▲ 0.7 |
| 消費者物価 (除く生鮮) | ▲ 1.2 | ▲ 1.0 | ▲ 0.5 | ▲ 0.3 | 0.3   | 0.5   | 0.3   | 0.3 | ▲ 1.6 | ▲ 0.7 | 0.4   |
| 鉱工業生産        | 21.0  | 13.5  | 5.0   | 4.5   | 3.4   | 5.9   | 7.6   | 2.7 | ▲ 8.9 | 10.5  | 5.0   |

|                 |      |      |      |      |      |      |      |      |       |       |       |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 完全失業率 (%)       | 5.1  | 5.0  | 5.0  | 4.9  | 4.8  | 4.7  | 4.6  | 4.5  | 5.2   | 5.0   | 4.6   |
| 経常収支 (兆円)       | 3.61 | 4.88 | 3.56 | 4.89 | 4.06 | 5.51 | 4.04 | 5.46 | 15.78 | 16.94 | 19.07 |
| 対名目GDP比 (%)     | 3.0  | 4.2  | 2.8  | 4.2  | 3.4  | 4.7  | 3.2  | 4.6  | 3.3   | 3.5   | 4.0   |
| 円ドル相場 (円/ドル)    | 92   | 86   | 83   | 82   | 83   | 85   | 86   | 86   | 93    | 86    | 85    |
| 原油輸入価格 (ドル/バレル) | 82   | 76   | 82   | 96   | 100  | 100  | 100  | 100  | 69    | 84    | 100   |

(資料) 内閣府、総務省、経済産業省、財務省。予測は日本総合研究所。

(注) 海外経済の前提：米国は2011年+2.6%、ユーロ圏は2011年+1.3%、中国は2011年+8.7%。

# 日銀は積極的な金融緩和姿勢を維持。 長期金利は、1.0%台前半を中心とする推移が長期化する見通し。

## 【現状】

日銀は14～15日の定例会合で、金融政策の現状維持を決定。

長期金利は、2月中旬にかけて、米国金利の上昇につられる格好で、約10ヵ月ぶりに1.3%台半ばまで上昇。その後、月末にかけては、中東情勢の緊迫化を背景とした投資家の安全資産選好の強まりを受け、1.2%台半ばまで低下。

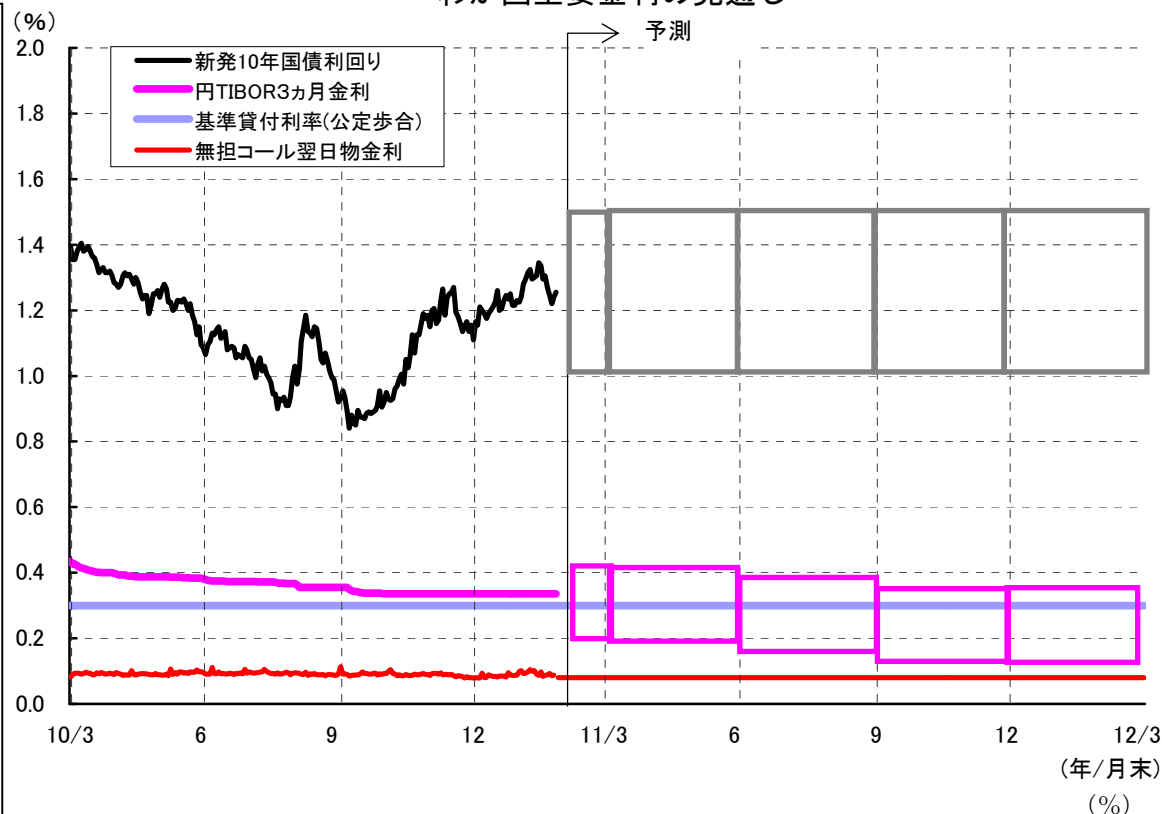
## 【先行き】

日銀は、当面、包括金融緩和策の効果を見極める公算。

長期金利は、米国金利動向に左右される展開が続く可能性。米国では大幅な需給ギャップが残るなか、長期金利が大幅続騰に向かう可能性は小さく、わが国長期金利の上昇余地も限られる見通し。

一方、先進諸国の景気持ち直しと追加金融緩和観測の後退から、わが国長期金利が昨年秋頃のように1.0%割れまで下振れする可能性も後退。総じて、1%台前半を中心とする推移が長期化する見通し。

わが国主要金利の見通し



|              | 2010年 |       | 2011年 |      |      |       |
|--------------|-------|-------|-------|------|------|-------|
|              | 7～9   | 10～12 | 1～3   | 4～6  | 7～9  | 10～12 |
| 無担コールO/N誘導目標 | 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  |
| TIBOR3ヵ月物金利  | 0.37  | 0.34  | 0.34  | 0.32 | 0.30 | 0.28  |
| 円スワップ5年物金利   | 0.56  | 0.55  | 0.68  | 0.68 | 0.68 | 0.68  |
| 新発10年国債利回り   | 1.04  | 1.05  | 1.25  | 1.25 | 1.25 | 1.25  |

(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

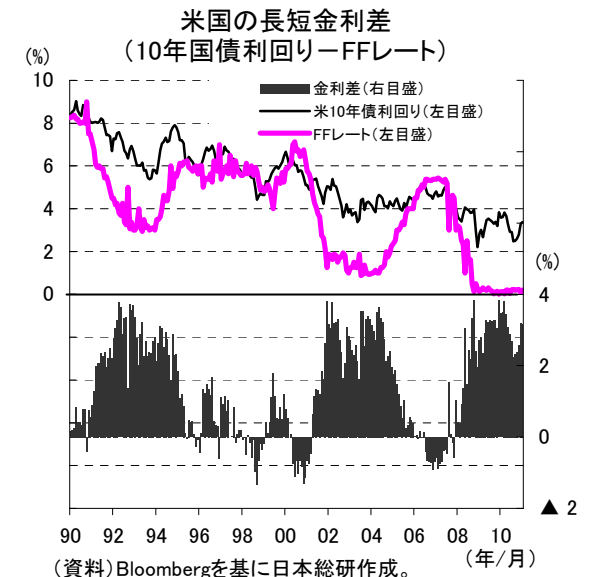
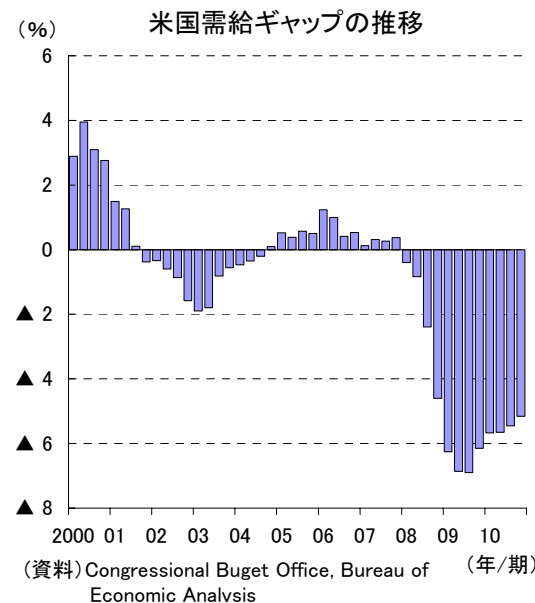
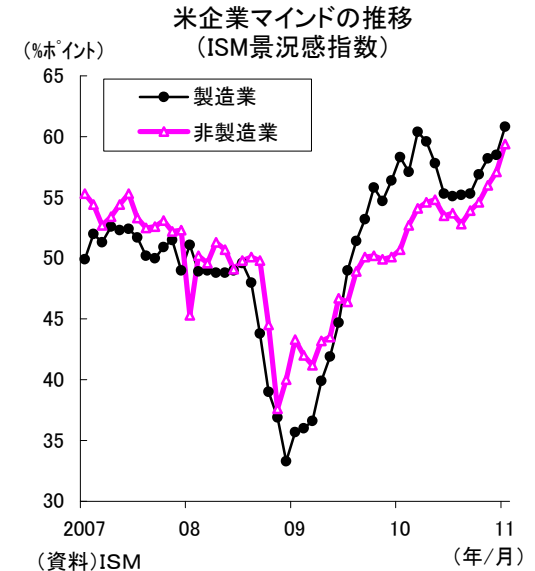
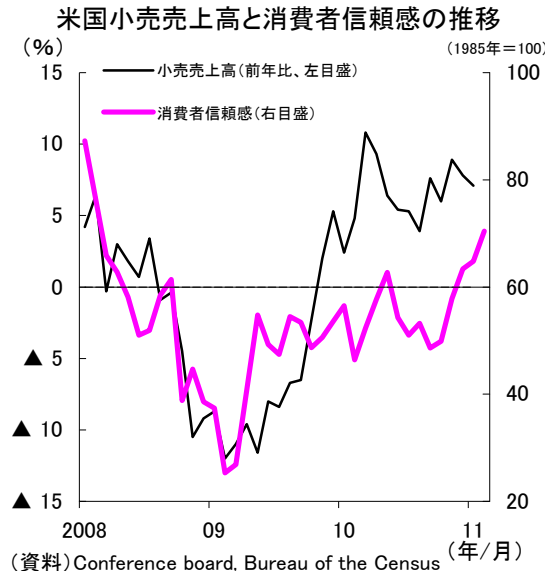
## 長期金利①：2月半ばまでの金利の動きは、「良い金利上昇」の側面が大。

昨年秋以降、わが国の長期金利は、連動性の高い米金利上昇につられる格好で、上昇傾向が持続。

米国の状況をみると、家計部門では個人消費がクリスマス商戦以降、堅調に推移しているほか、企業部門でも景況感の改善傾向が持続。こうした状況と軌を一にした、2月半ばまでの金利の動きは、景気回復期待を反映した「良い金利上昇」の側面が大きいと判断される。

もっとも、大幅な需給ギャップの残存に加え、中東・北アフリカ情勢の不安定化による世界景気への悪影響が懸念され始めるなか、金利の上昇余地は限られる見通し。

ちなみに、米金利の1990年以降の動きをみると、長短金利差は概ね4%ポイント以内に収束する傾向。こうした経験則を踏まえると、現行の低金利政策（誘導目標：0～0.25%）のもとでは、長期金利が4%を超えて一方的かつ大幅に上昇する可能性は小。



(株)日本総合研究所 日本経済展望 2011年3月

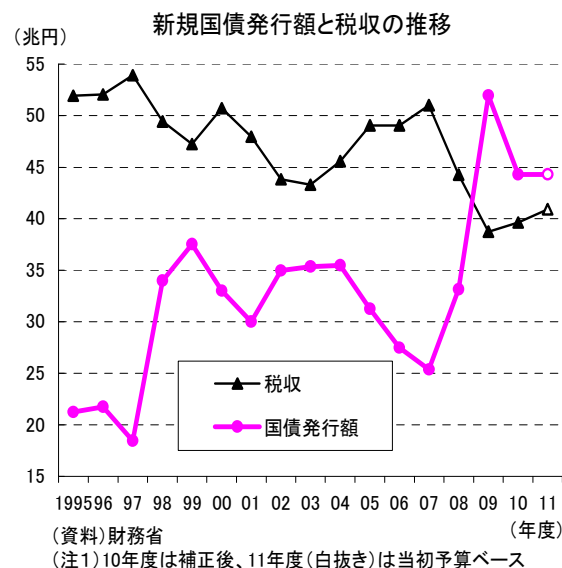
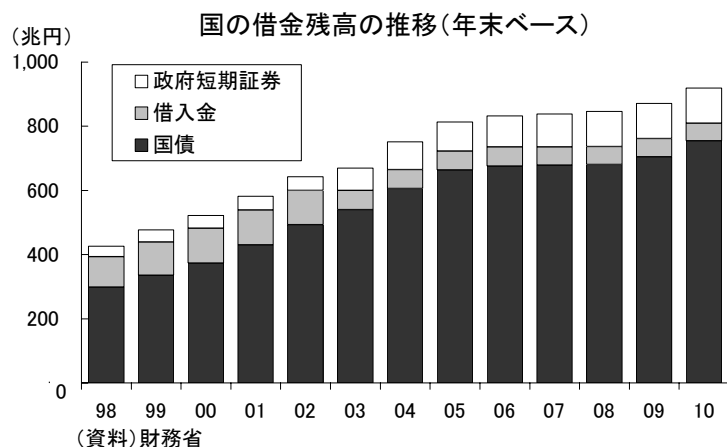
## 長期金利②：先行き「悪い金利上昇」に転じるリスクを排除できず。

一方、先行き「悪い金利上昇」に転じるリスクを排除できず。

わが国財政をみると、国債・借入金・政府短期証券の総額である「国の借金」が昨年末時点で919兆円と過去最悪を更新。フローの面でも、近年は新規国債発行額が税収を上回る状況が定着する等、異常事態から脱け出せず。こうした状況に対し、1月27日に米格付会社S & Pは日本国債格下げを発表。

過去、格付け変更に伴うわが国長期金利への影響はほとんど見られず、今回も直ちに大きな影響が及ぶ公算は小。

もっとも、中期的には、高齢化の進展に伴う貯蓄率低下等から、国内資金による国債消化余力も徐々に縮小していく見通しであることから、当然ながら長期金利の低位安定は永続的なものではない。財政健全化の道筋を明確化させることは喫緊の課題と言える。



S&Pの主要国・地域の格付け  
(長期国債、一部外貨建てを含む)

|      |                  |
|------|------------------|
| AAA  | 米国、英国、ドイツ、フランス   |
| AA+  | ニュージーランド         |
| AA   | スペイン             |
| AA-  | 日本、サウジアラビア、中国、台湾 |
| A+   | イタリア             |
| A    | アイルランド           |
| A-   | ポルトガル            |
| BBB  | ロシア              |
| BBB- | ブラジル             |
| BB+  | ギリシャ             |

(資料)日本経済新聞社

