

# 日本経済展望

2009年12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 | 4  |
| 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2009年12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： 藤 山 (Tel：03-3288-5314 Mail：fujiyama.mitsuo@jri.co.jp)

# 日本経済概説（2009年12月）

## 1. 景気の現状：製造業を中心に持ち直し

- ・10月の鉱工業生産が8カ月連続の前月比プラスとなるなど、製造業活動は持ち直し傾向が持続。輸出も、ペースは鈍化しながらも回復基調が持続。
- ・もっとも、マイナス材料も残存。機械受注・建築着工・住宅着工などでは大幅減少に歯止めがかからず。景気ウォッチャー調査の家計関連DIも頭打ち。

## 2. 景気見通し：景気低迷が長期化

- ・2009年末までは景気持ち直しの動きが続く見込み。もっとも、内外の景気刺激策による押し上げ効果が主因であり、景気回復力は依然として脆弱。2010年前半には、政策効果の剥落により、再びマイナス成長へ。2010年後半にはマイナス成長から脱するものの、内外需要の低迷が続くなか、潜在成長率を大幅に下回るペースでの成長が持続する見通し。
- ・低成長の主因は輸出の低迷。①調整圧力が残る欧米向けの低迷持続、②円高のマイナス影響残存、などを背景に、輸出の回復力は脆弱。海外での景気対策効果が薄れる2010年入り後、輸出の伸びは大幅に鈍化する見通し。
- ・さらに、輸出の低迷が国内需要の減少に波及。企業部門では、設備稼働率の低迷により、自動車・電子デバイスなどの輸出企業を中心に、設備投資の減少が持続。家計部門でも、所得環境の悪化、マインドの冷え込みにより、調整色が強まる展開。①ボーナスを中心とした給与の減少、②正社員の削減、新卒採用の抑制による雇用環境の悪化、などを背景に、雇用者報酬は大幅に減少。
- ・2010年半ばから、民主党政権による所得拡大策が個人消費を押し上げ。もっとも、財源として政府支出が削減されるため、ネットの景気押し上げ効果は限定的。
- ・デフレ傾向も鮮明に。コアCPI前年比は、輸入物価の下落、需給ギャップの拡大を背景に、マイナス基調で推移する見通し。

## 3. 11月の金融政策・金利動向

- ・日銀は、11月20日および12月1日の決定会合で政策金利（0.1%）の現状維持を決定。また、12月1日の臨時会合では、低利（政策金利と同水準）かつ期間3カ月の資金を供給する新たな金融緩和策の導入を決定。白川総裁は同日の会見で、新たな措置について、「量が制約となって金融機関の行動が制約されない状況を作り出すという点で、広い意味での量的緩和」と説明。
- ・長期金利は、財政悪化懸念が強く意識されるなか、10日には一時約5ヵ月ぶりとなる1.485%まで上昇。その後、民主党政権の財政規律への配慮を示す発言をきっかけに大きく反落。月末近くには、円高・株安の進行を受け、1.2%台半ばまで下落が加速。12月1日には、日銀の臨時政策決定会合の開催を受けた追加金融緩和観測の高まりから、一時1.2%を割り込む場面も。

## 4. 金融政策・金利見通し

### 【金融政策】

- ・日銀は、これまでに決定した各種施策の効果を見極めながら、積極的な金融緩和姿勢を維持。
- ・内外景気の持ち直しの動きを評価しつつも、先行き景気・物価の下振れリスクを意識した政策運営方針を維持。
- ・デフレ懸念の強まりや景気の低迷長期化を受け、先行きも日銀に対して追加的な金融緩和策を求める声が一段と高まる公算。日銀は、当座預金残高を目標とした量的緩和政策の導入や利下げには慎重な姿勢を堅持する見込みながら、必要に応じて、追加的な金融緩和策を実施していく可能性。

### 【長期金利】

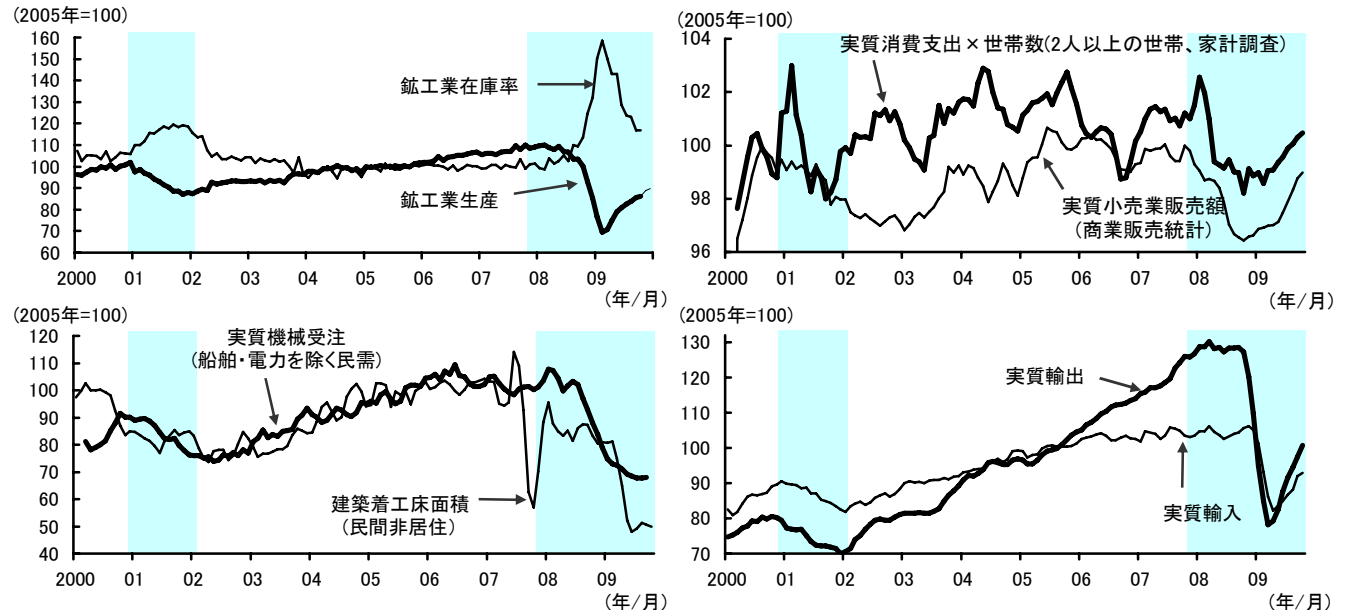
- ・長期金利は、①デフレ懸念の強まり、②主要国の大幅金融緩和の長期化、などが金利下押しに作用。
- ・もっとも、先行きも国債増発に対する警戒感が、折に触れ金利上昇圧力となる公算。
- ・金利に対する上下両方向の圧力が並存するなかで、1%台前半を中心とした一進一退の推移が長期化する見通し。

# 製造業を中心に持ち直しの動きが持続

製造業を中心に、持ち直しの動きが持続。鋳工業生産は3月以降、8カ月連続の増加。生産計画によれば11～12月も増産の見込みであり、10～12月期の鋳工業生産は3期連続の大幅増加の見込み。また輸出も、ペースは鈍化しながらも、回復基調が持続。これらの動きを受け、10～12月期の実質GDPもプラス成長になる公算が大。

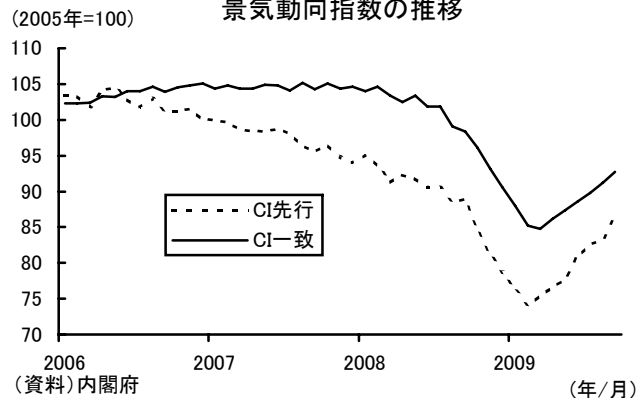
もっとも、依然としてマイナス圧力も残存。とりわけ、機械受注・建築着工は大幅に減少しており、設備投資調整の長期化を示唆。住宅着工も、分譲マンションを中心に大幅減少が持続。景気ウォッチャー調査の家計関連DIが頭打ちとなったほか、先行き判断DIはさらなる弱含みを示唆。

わが国主要景気指標の推移

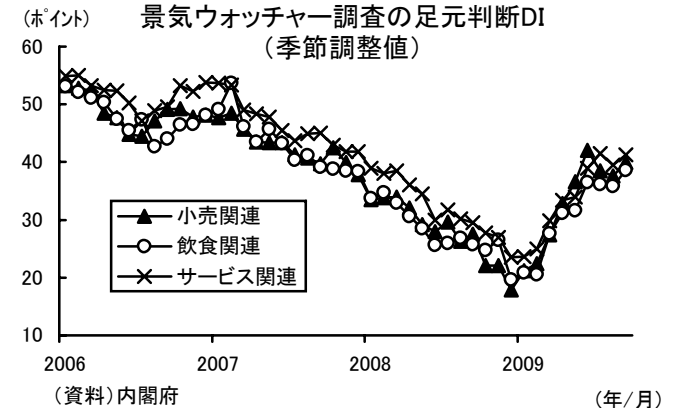


(資料)経済産業省、総務省、内閣府、国土交通省、日本銀行。  
 (注1)シャドー部分は景気後退期。直近は日本総研による予測。  
 (注2)鋳工業生産・在庫率は季節調整値(月次系列)。その他は季節調整後後方3ヵ月移動平均値。  
 (注3)鋳工業生産は、予測指数を用いて実績から2ヵ月分延長。  
 (注4)小売販売額の実質値作成には、消費者物価・財(電力・ガス・水道を除く)を使用。機械受注の実質値作成には、企業物価・資本財(国内品)を使用。  
 (注5)実質消費支出は、人口推計や国勢調査をもとに推定した「人員2人以上一般世帯の平均人員・世帯数」で家計調査の集計値を調整(2000年1月～)。

景気動向指数の推移



景気ウォッチャー調査の足元判断DI (季節調整値)



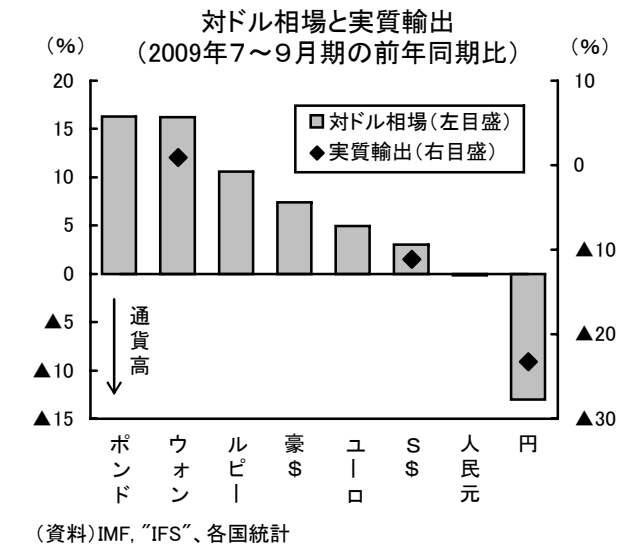
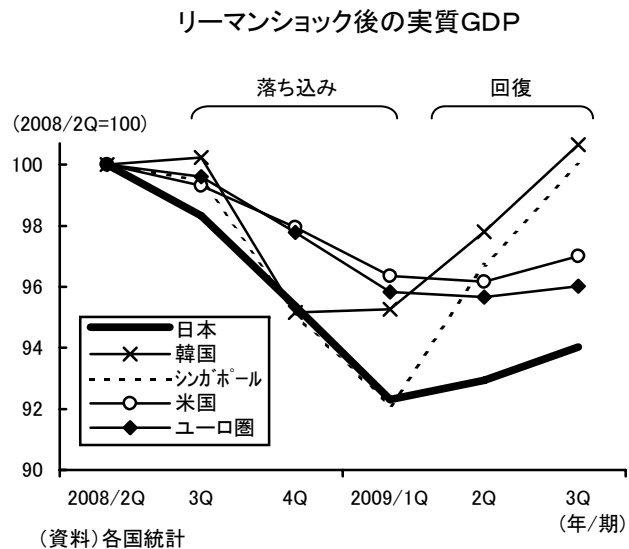
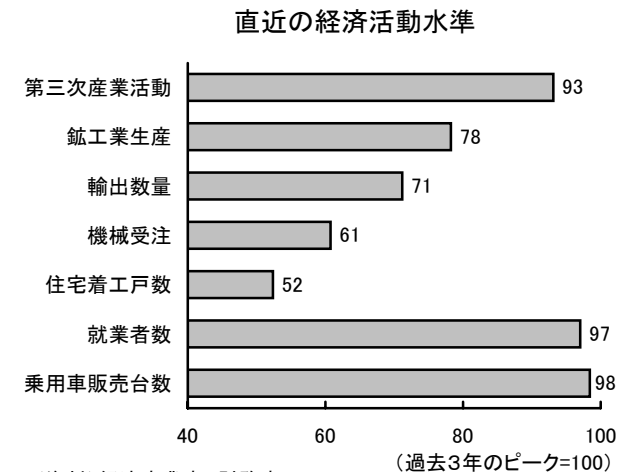
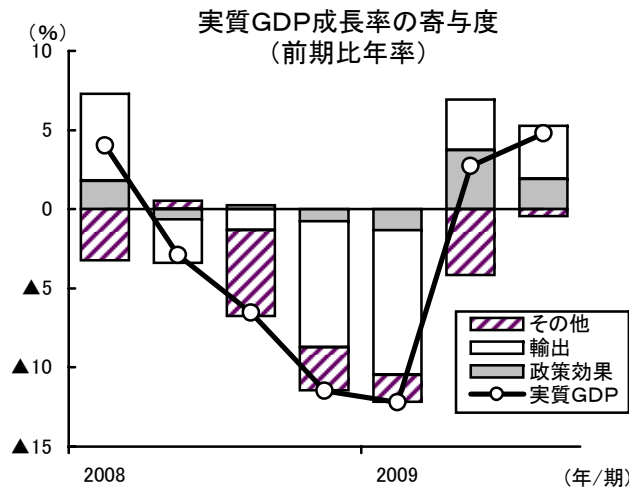
# 景気の回復力は脆弱

わが国経済の自律的な回復基盤は依然として脆弱。景気回復トレンドが定着したと判断するのは時期尚早。

①景気回復の牽引役は内外の景気刺激策。輸出、公共投資、耐久財消費のプラス寄与を除いてみれば、景気は引き続き下り坂。

②経済活動水準でも、回復を実感するにはほど遠い状況。製造業セクターは直近ピークを2～4割下回った水準。回復傾向にある鉱工業生産も、ようやく過去の景気後退のボトム水準に戻った程度。家計部門では、住宅着工が半減。

③主要国と比べても、わが国は最も低いパフォーマンス。円高による輸出競争力の低下が主因。



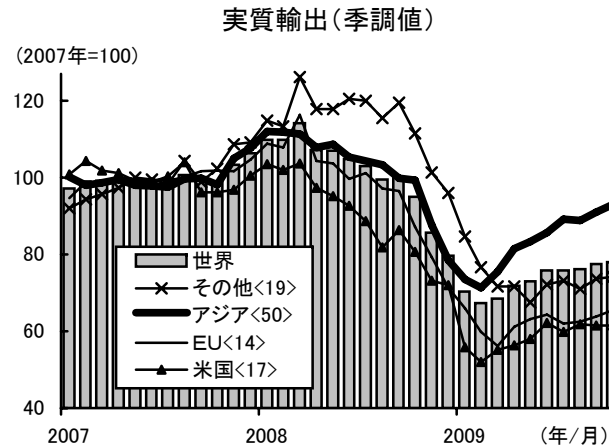
# 輸出は再びペースダウン

これまで増勢が続いてきた輸出は、2010年入り後、ペースダウンする公算。

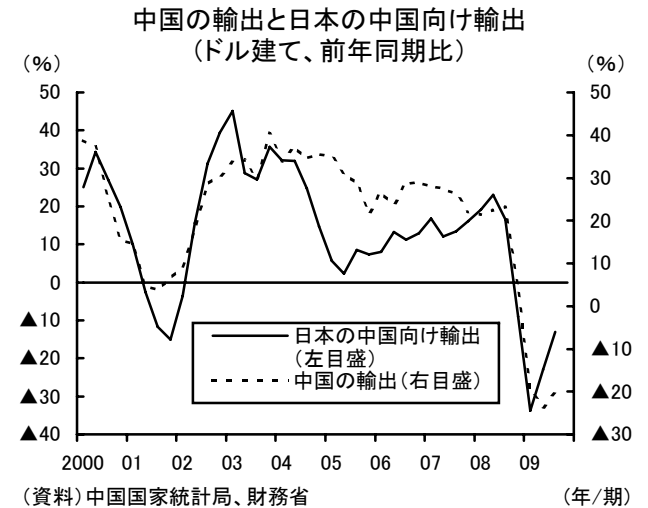
①米国向け輸出は、景気低迷の長期化を受けて、再び弱含みの兆し。とりわけ、自動車や設備投資向けの産業機械が頭打ち。

②持ち直し傾向にある中国向け輸出も、過度な期待は禁物。わが国輸出は製造業向けの部品・資本財が主力であるため、中国の欧米向け製品輸出が回復しない限り、わが国の中国向け輸出も本格回復には至らず。

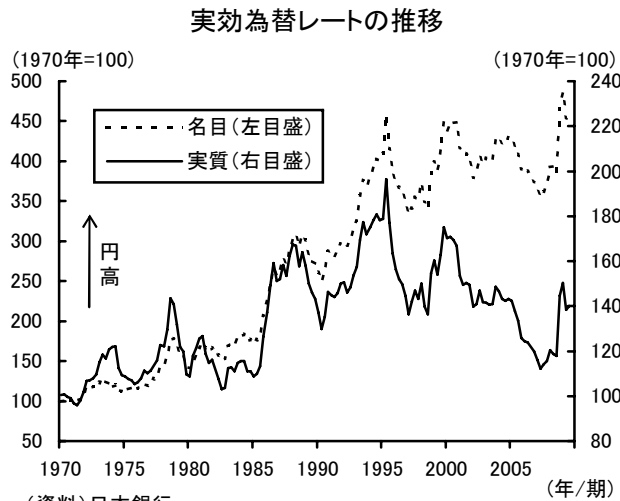
③円高の影響。為替変動が輸出競争力に及ぼす効果は約2年続いたため、2008年秋以降に進展した円高のマイナス影響が残存。



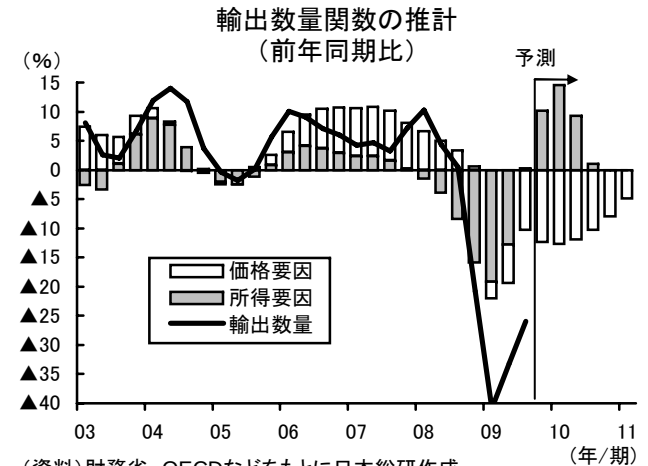
(資料)財務省、日本銀行をもとに日本総研作成  
(注)その他は中東・ロシアなど。<>は2008年度のシェア。



(資料)中国国家统计局、財務省



(資料)日本銀行



(資料)財務省、OECDなどをもとに日本総研作成

(注1)所得要因はOECD景気先行指数、価格要因は実質実効レート。

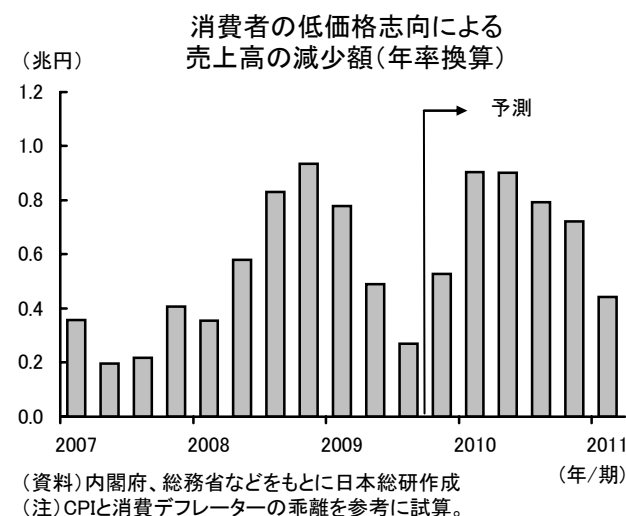
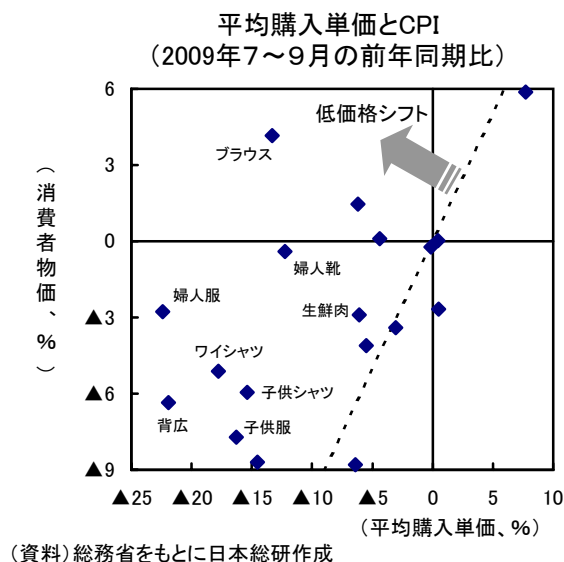
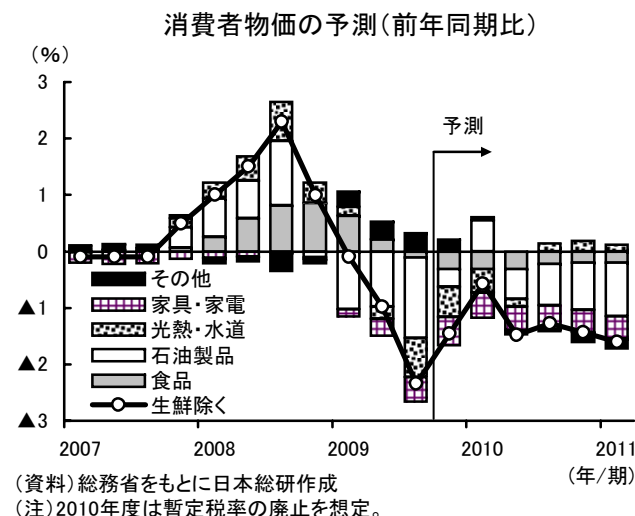
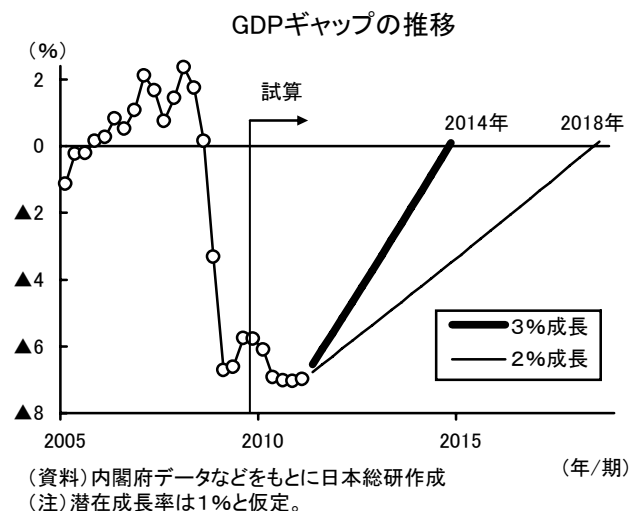
(注2)先行きの前提は当社予測値に基づく。

# 調整圧力①：消費者物価はマイナス圏、デフレ傾向が長期化

GDPギャップは足元▲6%前後にまで拡大。大幅な需要不足により、消費者物価のマイナス傾向が持続する見通し。

デフレ傾向は長期化の公算。足元のGDPギャップが解消する時期は早くても2014年。この間は、需要不足を背景とする物価下落圧力が残存。

さらに、足元のデフレ圧力は、消費者物価の下落以上に深刻。消費者物価と平均購入単価を比較すると、平均購入単価の方が大きく下落。消費者の節約意識が強まり、より価格の安い商品にシフトしたことが原因。典型例は衣料品。消費者の低価格志向により、企業の売上高は年1兆円近く押し下げられる可能性も。

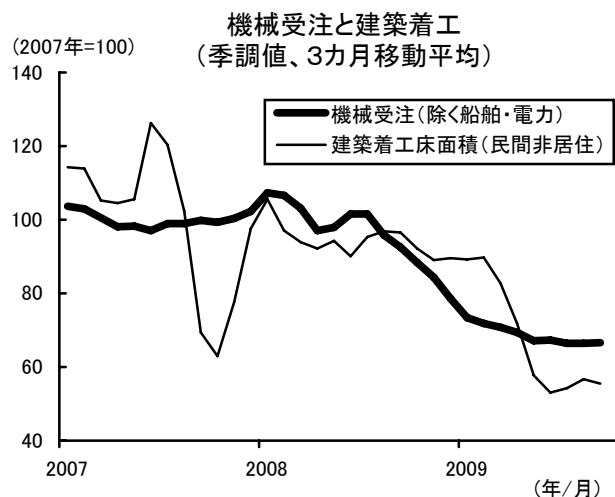


## 調整圧力②：設備過剰感の高まりにより設備投資は大幅減

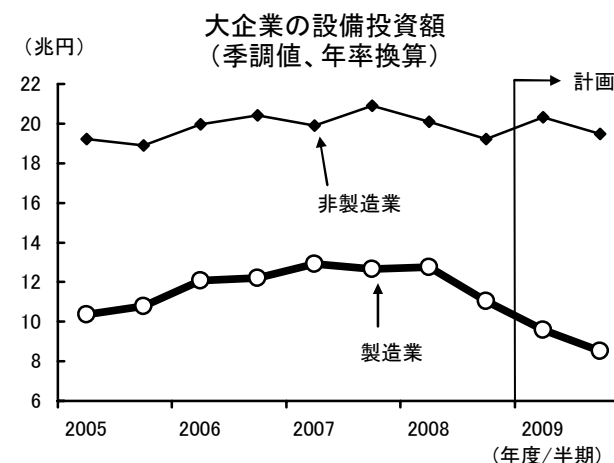
収益の低迷を受け、設備投資も減少傾向が持続。先行指標の機械受注・建築着工ともに低水準が続いており、設備投資の減少基調が続く見通し。日銀短観の2009年度計画をみても、製造業は下期も大幅減少となる見込み。

この背景には、設備過剰感の高まり。製造業の設備過剰感は過去最高水準。設備過剰感の解消には長期間を要するため、設備投資の低迷は長引く公算大。

2009年1月に実施されたアンケート調査でも、製造業の設備投資マインドが冷え込んだ姿。前回の景気後退局面では中期的な設備投資計画が横ばいにとどまったのに対し、今回は、輸出依存業種を中心に、設備投資を中期的に減らす計画。とりわけ自動車では、今後3年間の平均が▲9%の見込み。

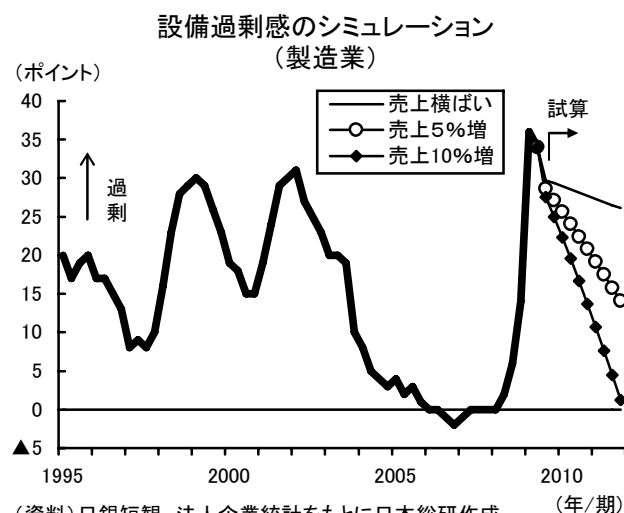


(資料)内閣府、国土交通省をもとに日本総研作成



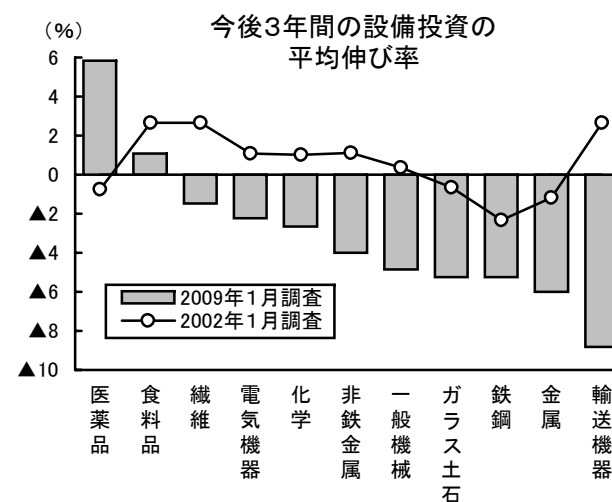
(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

(注)ソフトウェアを含み、土地を除くベース。



(資料)日銀短観、法人企業統計をもとに日本総研作成

(注)有形固定資産回転率をベースに試算。売上高の伸び率は年率。



(資料)内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

## 調整圧力③：雇用・賃金は減少が持続

労働分配率の上昇を主因に、雇用過剰感も急上昇。今後、人件費を削減する動きが長期化する公算大。

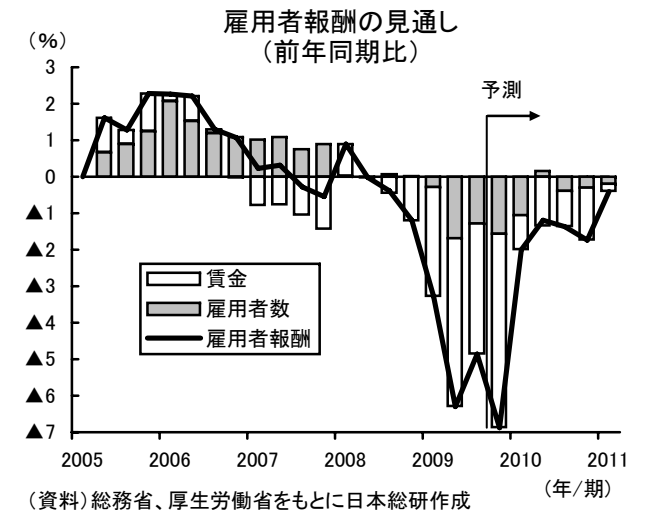
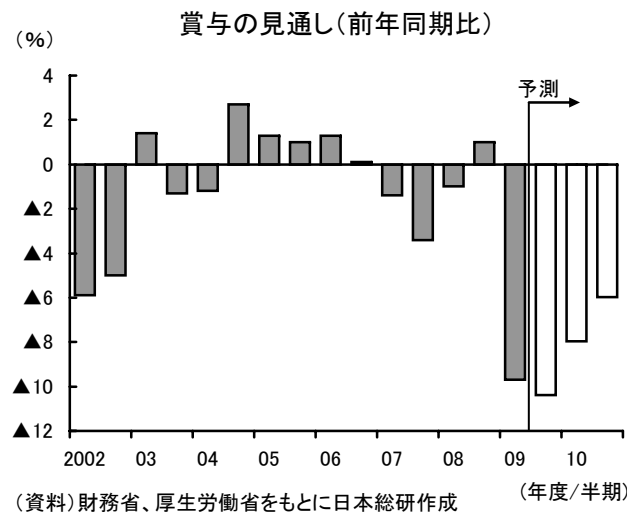
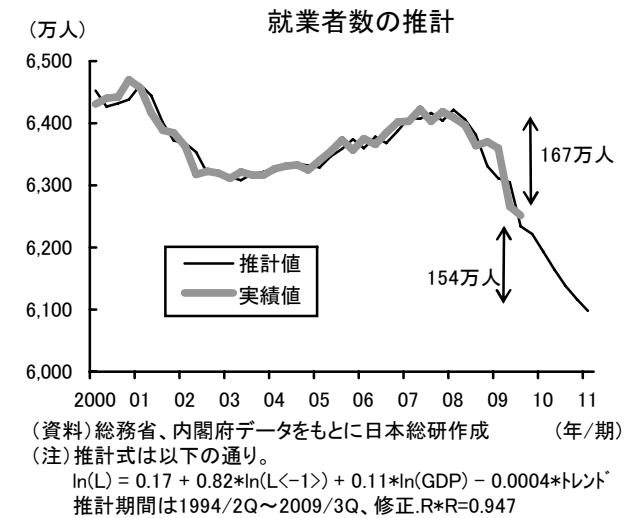
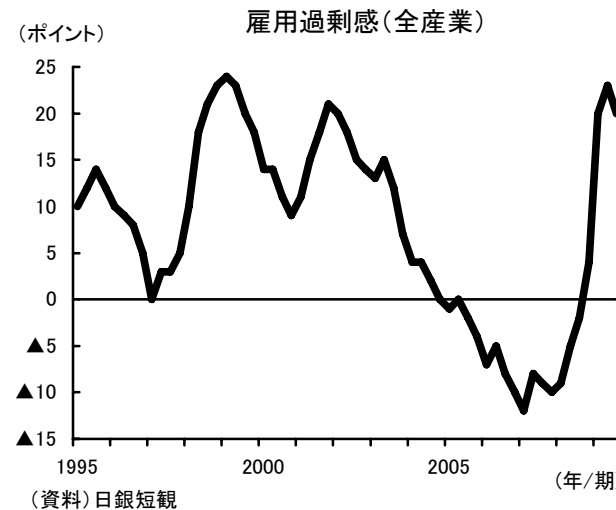
### ①雇用

今後1年間で150万人の過剰雇用が発生する可能性。雇用削減の動きが、非正規雇用から正規雇用にまで広がる見通し。失業率も高止まりへ。

### ②給与

収益悪化を受けて、ボーナスは今後2年間、大幅減少が続く見通し。所定内給与にも引き下げ圧力。

所得環境の悪化は個人消費の押し下げ要因だけでなく、住宅投資にも大きなマイナス影響。年率70万戸レベルまで落ち込んでいる住宅着工戸数は、さらなる雇用・所得環境の悪化が予想されるなか、低水準が長期化する見通し。



# 政策効果は息切れ

前政権が策定した景気対策による押し上げ効果はすでにピーク越え。2010年入り後から息切れ感が明確化する公算が大。

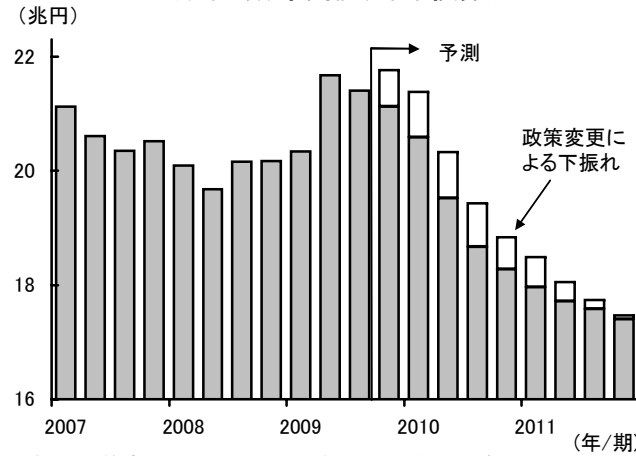
## ①公共投資

新政権は2009年度1次補正予算に計上された公共事業を一部中止するほか、2010年度の公共事業予算も大幅に削減する方針。公共投資は、減少傾向に歯止めがかからず、成長率を大きく下押しする見通し。

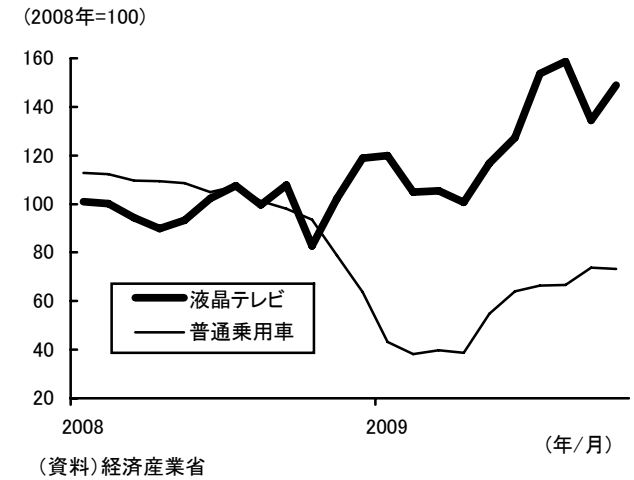
## ②消費刺激策

乗用車や薄型テレビの出荷台数は増勢が鈍化傾向。もともと、今回実施された消費刺激策は、継続的に需要を押し上げる性格のものではなく、将来の需要を先取りして現在の需要下振れを埋め合わせるという側面が大。先食的に押し上げられた消費需要は、いずれ反落する見通し。とりわけ薄型テレビは、エコポイント制度終了後に大きな反動減が起きるリスク。

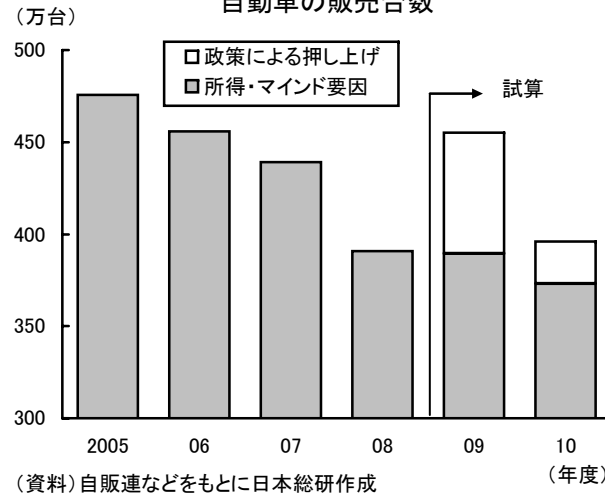
民主党政策に伴う公共投資の下振れ  
(名目額、季調値、年率換算)



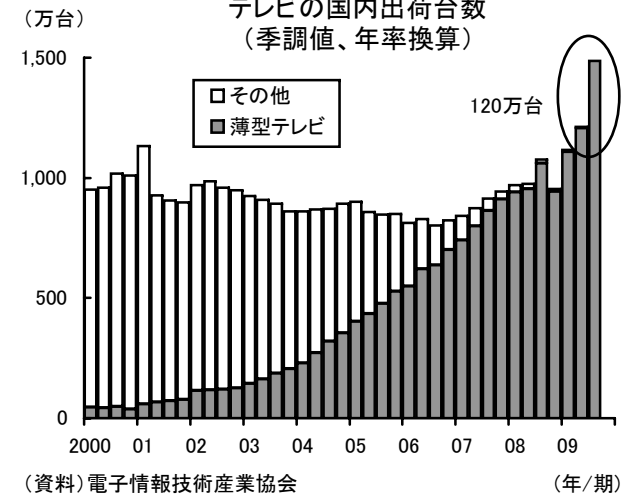
耐久消費財の出荷(季調値)



自動車の販売台数



テレビの国内出荷台数  
(季調値、年率換算)



# 民主党政策による景気押し上げ効果は限定的

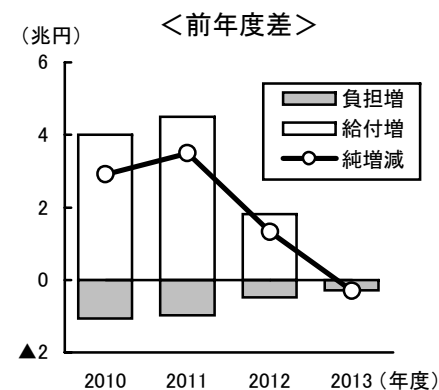
民主党新政権の各種政策により、2010年度以降の家計の可処分所得が増加。ただし、①個人消費押し上げ効果は0.6%程度にすぎないこと、②財源として使われる公共投資・政府消費が減少すること、などを勘案すれば、2010年度のGDP押し上げ効果は0.1～0.2%ポイントにとどまる見通し。

さらに、財源不足がマニフェスト実行の制約になる可能性も。景気悪化を主因に、2009年度の税収は30兆円台後半まで落ち込む見込み。当初予算比で10兆円近い下振れで、国債増発が必要な状況。こうした財源不足、国債発行上振れは、2009年度だけでなく、2010年度以降も長期化する公算が大。今後、経済対策の見直し・先送りのほか、増税議論が早期に浮上する可能性も。

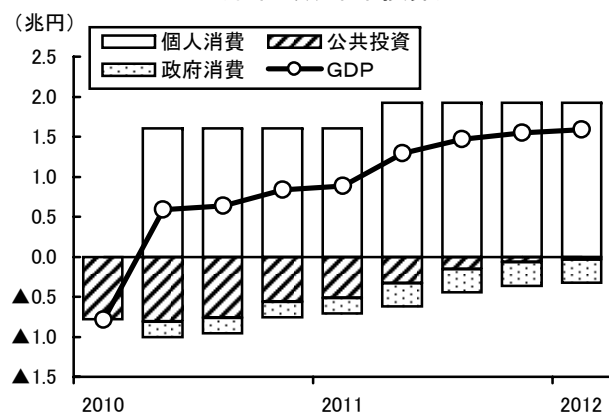
民主党の政策が家計に与える影響

|             | 2010年度 | 2011年度 | 2012年度 | 2013年度 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>給付増</b>  | 4.0    | 8.5    | 10.3   | 10.3   |
| 子供手当・出産一時金  | 2.3    | 5.4    | 5.4    | 5.4    |
| 公立高校無償化     | 0.5    | 0.5    | 0.5    | 0.5    |
| 児童扶養手当の拡充   | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 0.1    |
| 公的年金控除引き上げ  | 0.2    | 0.2    | 0.2    | 0.2    |
| 後期高齢者医療制度廃止 | 0.0    | 0.0    | 0.9    | 0.9    |
| 介護労働者の賃上げ   | 0.0    | 0.0    | 0.8    | 0.8    |
| 暫定税率廃止      | 0.9    | 0.9    | 0.9    | 0.9    |
| 高速道路無料化     | 0.0    | 0.4    | 0.6    | 0.6    |
| 農業戸別所得補償    | 0.0    | 1.0    | 1.0    | 1.0    |
| <b>負担増</b>  | ▲ 1.2  | ▲ 2.2  | ▲ 2.7  | ▲ 3.0  |
| 配偶者控除の廃止    | 0.0    | ▲ 0.4  | ▲ 0.6  | ▲ 0.6  |
| 扶養控除の廃止     | ▲ 0.5  | ▲ 0.8  | ▲ 0.8  | ▲ 0.8  |
| 児童手当の廃止     | ▲ 0.5  | ▲ 0.5  | ▲ 0.5  | ▲ 0.5  |
| 公務員人件費削減    | ▲ 0.2  | ▲ 0.5  | ▲ 0.8  | ▲ 1.1  |
| <b>純増減</b>  | 2.8    | 6.3    | 7.6    | 7.3    |

(資料) マニフェストをもとに日本総研作成

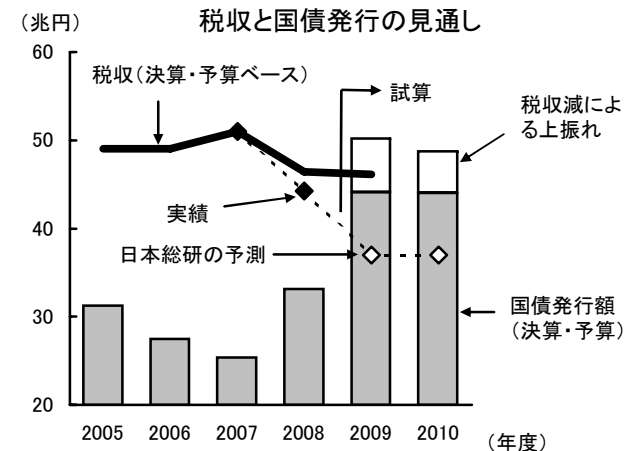


民主党政権の政策効果  
(名目額、年率換算)



(資料) マニフェストなどをもとに日本総研作成

税収と国債発行の見通し



(資料) 財務省データなどをもとに日本総研作成

(注) 3兆円の減額補正は2009年度の国債発行減少として計上。

## 2009年度▲2.8%成長、10年度▲0.1%成長

・2009年末までは景気持ち直しの動きが続く見込み。もっとも、内外の景気刺激策による押し上げ効果が主因であり、景気回復力は依然として脆弱。2010年前半には、政策効果の剥落により、再びマイナス成長へ。2010年後半にはマイナス成長から脱するものの、内外需要の低迷が続くなか、潜在成長率を大幅に下回るペースでの成長が持続する見通し。

・低成長の主因は輸出の低迷。①調整圧力が残る欧米向けの低迷持続、②円高のマイナス影響残存、などを背景に、輸出の回復力は脆弱。海外での景気対策効果が薄れる2010年入り後、輸出の伸びは大幅に鈍化する見通し。

・さらに、輸出の低迷が国内需要の減少に波及。企業部門では、設備稼働率の低迷により、自動車・電子デバイスなどの輸出企業を中心に、設備投資の減少が持続。家計部門でも、所得環境の悪化、マインドの冷え込みにより、調整色が強まる展開。①ボーナスを中心とした給与の減少、②正社員の削減、新卒採用の抑制による雇用環境の悪化、などを背景に、雇用者報酬は大幅に減少。

・2010年半ばから、民主党政権による所得拡大策が個人消費を押し上げ。もっとも、財源として政府支出が削減されるため、ネットの景気押し上げ効果は限定的。

・デフレ傾向も鮮明に。コアCPI前年比は、輸入物価の下落、需給ギャップの拡大を背景に、マイナス基調で推移する見通し。

### わが国経済・物価見通し

(四半期は前期比年率、%)

|            | 2009年   |        |        | 2010年   |         |        |        | 2011年   |         |         |        |
|------------|---------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|
|            | 4～6     | 7～9    | 10～12  | 1～3     | 4～6     | 7～9    | 10～12  | 1～3     | 2008年度  | 2009年度  | 2010年度 |
|            | (実績)    |        | (予測)   |         |         |        |        |         | (実績)    | (予測)    |        |
| 実質GDP      | 2.7     | 4.8    | 0.9    | ▲ 0.4   | ▲ 2.5   | 0.5    | 1.0    | 1.2     | ▲ 3.2   | ▲ 2.8   | ▲ 0.1  |
| 個人消費       | 3.9     | 2.8    | 1.0    | 2.0     | ▲ 1.9   | 2.1    | 1.9    | 1.8     | ▲ 0.5   | 0.5     | 0.9    |
| 住宅投資       | ▲ 35.1  | ▲ 27.5 | ▲ 10.4 | ▲ 6.5   | ▲ 1.8   | ▲ 1.2  | ▲ 0.7  | ▲ 0.2   | ▲ 3.0   | ▲ 19.2  | ▲ 5.3  |
| 設備投資       | ▲ 15.6  | 6.6    | ▲ 2.2  | ▲ 3.5   | ▲ 2.1   | ▲ 1.0  | ▲ 0.5  | ▲ 0.1   | ▲ 9.6   | ▲ 13.8  | ▲ 1.3  |
| 在庫投資 (寄与度) | (▲ 2.6) | ( 1.4) | ( 0.2) | (▲ 0.2) | (▲ 0.0) | ( 0.1) | ( 0.1) | (▲ 0.1) | ( 0.0)  | (▲ 0.4) | ( 0.1) |
| 政府消費       | ▲ 0.8   | 1.5    | 0.9    | 0.4     | ▲ 0.5   | ▲ 0.8  | 0.0    | 0.5     | 0.3     | 0.9     | 0.0    |
| 公共投資       | 34.5    | ▲ 4.9  | ▲ 4.8  | ▲ 14.9  | ▲ 19.0  | ▲ 14.6 | ▲ 7.6  | ▲ 3.5   | ▲ 4.4   | 8.5     | ▲ 12.5 |
| 純輸出 (寄与度)  | ( 4.8)  | ( 1.9) | ( 0.7) | (▲ 0.2) | (▲ 0.1) | ( 0.1) | ( 0.1) | ( 0.2)  | (▲ 1.2) | (▲ 0.9) | ( 0.2) |
| 輸出         | 27.9    | 28.0   | 9.4    | 0.8     | 0.2     | 1.2    | 1.8    | 2.7     | ▲ 10.2  | ▲ 14.2  | 3.5    |
| 輸入         | ▲ 15.6  | 14.1   | 5.3    | 3.2     | 1.7     | 1.0    | 1.1    | 1.3     | ▲ 3.6   | ▲ 11.3  | 2.8    |

(前年同期比、%)

|              |        |        |       |       |       |       |       |       |        |        |       |
|--------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|
| 名目GDP        | ▲ 6.5  | ▲ 4.4  | ▲ 3.5 | ▲ 2.3 | ▲ 3.0 | ▲ 3.4 | ▲ 2.7 | ▲ 1.8 | ▲ 3.5  | ▲ 4.2  | ▲ 2.7 |
| GDPデフレーター    | 0.5    | 0.2    | ▲ 2.3 | ▲ 4.1 | ▲ 3.5 | ▲ 3.1 | ▲ 2.2 | ▲ 1.8 | ▲ 0.3  | ▲ 1.5  | ▲ 2.7 |
| 消費者物価 (除く生鮮) | ▲ 1.0  | ▲ 2.3  | ▲ 1.5 | ▲ 0.6 | ▲ 1.5 | ▲ 1.3 | ▲ 1.4 | ▲ 1.6 | 1.2    | ▲ 1.3  | ▲ 1.5 |
| 鉱工業生産        | ▲ 27.8 | ▲ 20.1 | ▲ 6.1 | 23.4  | 14.2  | 6.8   | 2.8   | 2.1   | ▲ 12.6 | ▲ 10.5 | 6.2   |

|                 |      |      |      |      |      |      |      |      |       |       |       |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 完全失業率 (%)       | 5.2  | 5.5  | 5.4  | 5.8  | 5.9  | 5.9  | 5.9  | 5.8  | 4.1   | 5.5   | 5.9   |
| 経常収支 (兆円)       | 3.25 | 4.00 | 3.28 | 4.11 | 3.01 | 4.01 | 3.54 | 4.75 | 12.34 | 14.65 | 15.32 |
| 対名目GDP比 (%)     | 2.7  | 3.4  | 2.6  | 3.6  | 2.6  | 3.5  | 2.9  | 4.2  | 2.5   | 3.1   | 3.3   |
| 円ドル相場 (円/ドル)    | 97   | 94   | 89   | 86   | 88   | 87   | 85   | 85   | 94    | 91    | 86    |
| 原油輸入価格 (ドル/バレル) | 53   | 71   | 75   | 79   | 80   | 80   | 80   | 80   | 90    | 70    | 80    |

(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2010年+0.6%、ユーロ圏は2010年+0.2%、中国は2010年+9.0%。

## 日銀は積極的な金融緩和姿勢を維持。 長期金利は、1%台前半を中心とした一進一退の推移に。

日銀は、これまでに決定した各種施策の効果を見極めながら、積極的な金融緩和姿勢を維持。

内外景気の持ち直しの動きを評価しつつも、先行き景気・物価の下振れリスクを意識した政策運営方針を維持。

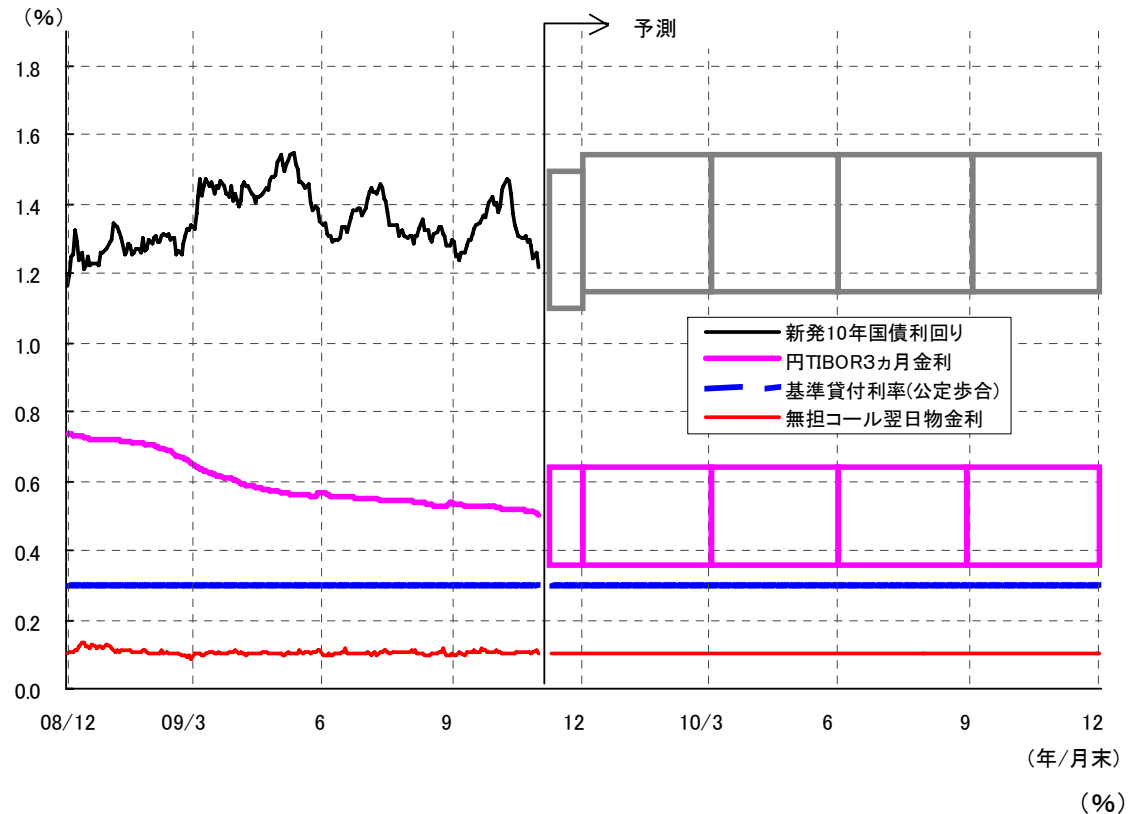
デフレ懸念の強まりや景気の低迷長期化を受け、先行きも日銀に対して追加的な金融緩和策を求める声が一段と高まる公算。日銀は、当座預金残高を目標とした量的緩和政策の導入や利下げには慎重な姿勢を堅持する見込みながら、必要に応じて、追加的な金融緩和策を実施していく可能性。

長期金利は、①デフレ懸念の強まり、②主要国の大幅金融緩和の長期化、などが金利下押しに作用。

もっとも、先行きも国債増発に対する警戒感が、折に触れ金利上昇圧力となる公算。

金利に対する上下両方向の圧力が並存するなかで、1%台前半を中心とした一進一退の推移が長期化する見通し。

わが国主要金利の見通し



|              | 2009年 |       | 2010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カ月物金利  | 0.55  | 0.52  | 0.50  | 0.50 | 0.50 | 0.50  |
| 円スワップ5年物金利   | 0.86  | 0.83  | 0.85  | 0.85 | 0.85 | 0.85  |
| 新発10年国債利回り   | 1.34  | 1.33  | 1.35  | 1.35 | 1.35 | 1.35  |

(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

# 金融政策：追加金融緩和を求める声が再び高まる公算

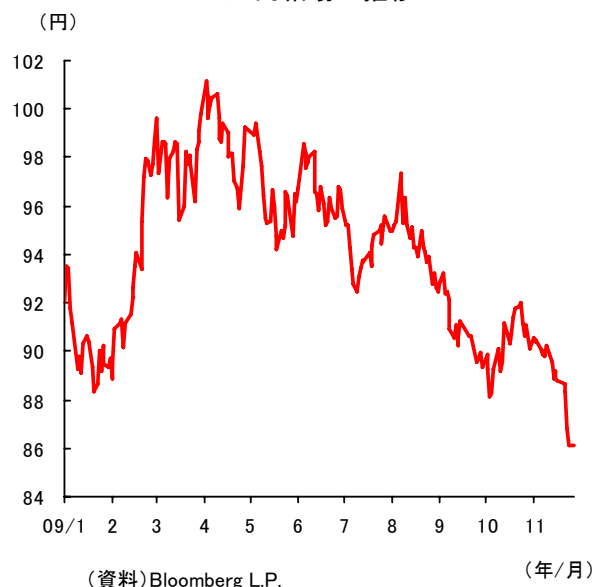
政府は20日発表した11月の月例経済報告で、日本経済は「緩やかなデフレ状況にある」と認定。また、11年半ば以降、円高の進行が加速。これらを受け、①短期金融市場における日米金利の逆転が円高を招来、②日米短期金利の逆転は日銀の金融緩和度合いが相対的に弱いため、との見方から、民主党政権の日銀に対する追加金融緩和への期待が急速に高まる格好に。

こうしたなか、日銀は12月1日に臨時の金融政策決定会合を開催し、国債や社債、CP、証貸債権など全ての日銀適格担保を担保に、低利（政策金利と同水準）かつ期間3カ月の資金を供給する新たな金融緩和策の導入を決定。

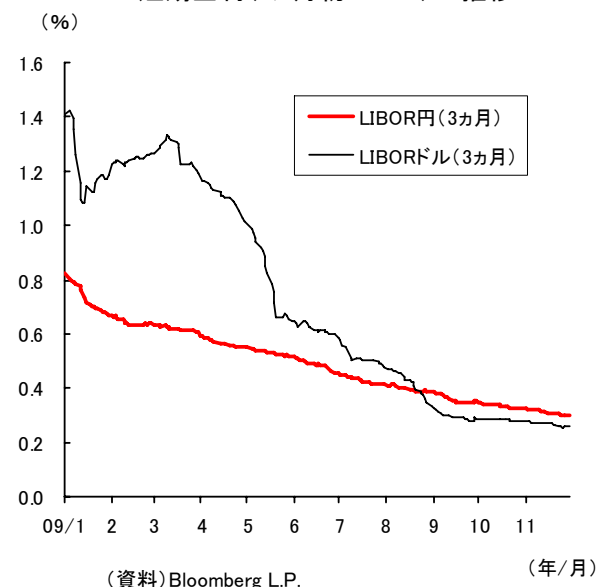
市場では、国債買入の増額や本格的な量的緩和策の導入を期待する声が強かったことから、日銀の決定発表後はやや失望感が高まる状況に。

また、民主党政権では、ひとまずは追加金融緩和策の導入を評価する声が大半ながら、デフレ懸念の強まりや景気の低迷長期化を受け、日銀に対して追加的な金融緩和を求める声が再び高まる公算。

ドル円相場の推移



短期金利(3ヵ月物LIBOR)の推移



最近の白川日銀総裁の発言

## 【11月20日：決定会合後の会見】

- ・「需要自体が不足しているという時には、流動性を供給するだけでは物価は上昇しない」

## 【11月30日：名古屋市での会見】

- ・「金融市場は生き物であって、再び混乱が起これと判断した場合には、積極果敢に行動する」

## 【12月1日：臨時決定会合後の会見】

- ・「今回の措置は、実質ゼロ金利で、期間3ヵ月という長めの資金を十分潤沢に供給するもの」
- ・（改めて、極めて低い金利を維持するとの方針が理解されることにより、）「少し長い時間をかけて市場にも相応の影響を及ぼしていく」

(資料) 日本銀行公表資料、各種報道をもとに日本総研作成

最近の政府高官の発言

## 【菅国家戦略担当相：11月27日】

- ・「米国では量的緩和が浸透し、実質金利が米国の方が日本より低くなったことで円高が誘発された側面がある」

## 【菅国家戦略担当相：12月1日（決定会合前）】

- ・「一般的には量的緩和はデフレを強めない方向での影響がある」

## 【藤井財務相：12月1日（決定会合前）】

- ・（量的緩和を仮に採用すれば、）「経済効果はある」

## 【藤井財務相：12月1日（決定会合後）】

- ・「政府の経済政策に対して適切に対応していた」

(資料) 各種報道をもとに日本総研作成

# 長期金利：国債増発による需給悪化リスクは根強く残存

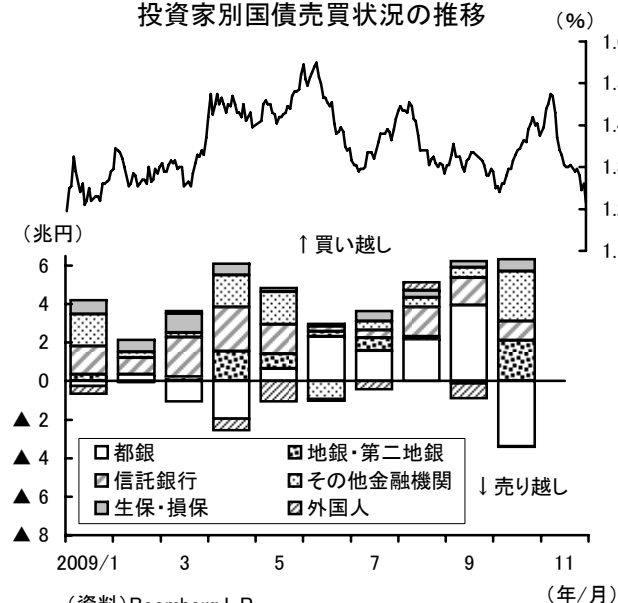
11月20日に日本証券業協会が公表した国債投資家別売買高によると、今年5月以降、国債を大きく買い越していた大手銀が、10月は大幅な売り越しに転換。民主党政権の財政運営に対する不安感が高まるなか、大手銀の買い需要の剥落が、10月の金利上昇を加速させる格好に。

一方、11月前半以降は、長期金利が大幅に低下。藤井財務相や菅国家戦略担当相による財政規律への配慮を示す発言や、事業仕分けに対する期待感などを背景に、財政悪化懸念が後退したことが主因。

今後の国債需給環境を展望すると、企業の資金需要の低迷を背景に、大手銀の預貸ギャップは今後も高水準で推移する見込み。そのため、大手銀の国債需要は当面旺盛な状況が続くと予想され、需給悪化懸念の緩和要因として作用する公算。

もっとも、供給面からみると、2009年度新規国債発行額は、税収の下振れを主因に、52兆円を超える規模となる見込み。さらに、景気低迷が長期化するもとで、①追加景気対策に伴う財政支出の拡大、②税収の下振れ長期化、などを受けた国債増発観測が、再び需給悪化懸念の高まりを招くリスクは根強く残存。

10年国債利回り  
投資家別国債売買状況の推移



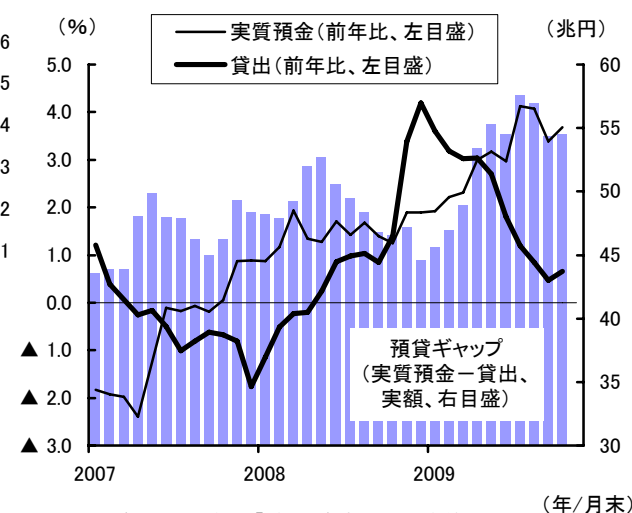
(資料) Bloomberg L.P.、  
日本証券業協会「国債投資家別売買高」  
(注1) 国庫短期証券を除く。  
(注2) 投資家別売買高の売付額、買付額の差額のうち、  
金融機関および外国人のみを图示。

## 財政規律に関する主な発言

- 【藤井財務相：11月10日】
- ・ (長期金利の上昇について) 「非常に危惧している。財政悪化懸念が影響しており、何としても是正しなければならない」
- 【菅国家戦略担当相：11月10日】
- ・ (2010年度新規国債発行額の44兆円以下への抑制について) 「相当の努力が必要だが、全ての省庁の大臣等の努力によって可能になるとみている」
- 【藤井財務相：11月17日】
- ・ (来年度予算編成について) 「国債が乱発されるようなことになれば問題になる。今年度補正後の44兆円よりも国債発行額を減らす気持ちでやっている」

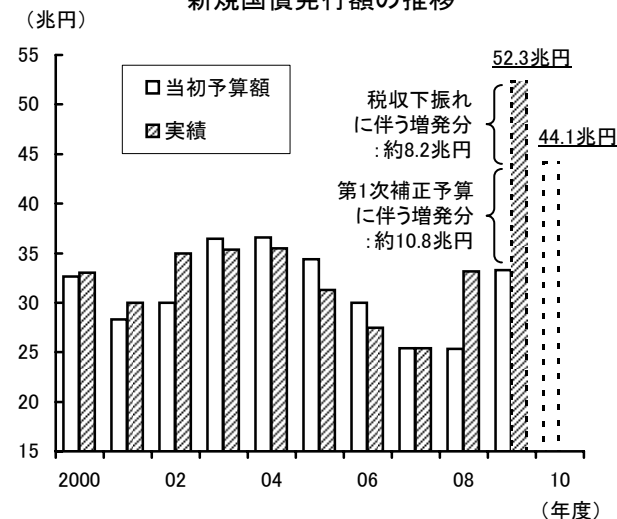
(資料) Bloomberg L.P.などをもとに日本総研作成

都銀の預金・貸出金残高の推移



(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」  
(注) 実質預金には、CD(譲渡性預金)を含む。

新規国債発行額の推移



(資料) 財務省資料などをもとに日本総研作成  
(注) 2010年度の当初予算額は、2009年度第1次補正後と同額と仮定。

(株) 日本総合研究所 日本経済展望 2009年12月