

日本経済展望

2009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	4
わが国景気見通し	11
わが国金利見通し	12
マーケット分析	13

◆本資料は2009年3月2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： 杗 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3月）

1. 景気の現状：急激に悪化

- ・足元の景気は急激に悪化。輸出は、欧米向けの減少幅拡大に加え、新興国・資源国向けも減少に転じるなど、総崩れの状態。機械受注（除く船舶・電力）も、製造業を中心に水準が大きく低下。これらを受け、10～12月期の鉱工業生産は過去最大規模の減少。1～3月期も前期比▲22%と、減少幅がさらに拡大する計画。
- ・家計部門も、雇用・所得環境の悪化により、個人消費は弱含み傾向。景気ウォッチャー調査も大幅なマイナス圏が持続。

2. 景気見通し：景気後退が長期化

- ・わが国経済は、欧米景気の悪化などを背景に、景気後退が長期化。とりわけ、2008年度下期は2四半期連続で二桁超のマイナス成長と、深刻な景気後退局面に。2009年度入り後も、潜在成長率を大幅に下回るペースでの成長が持続。年度ベースでは2009年度に▲6%と、戦後最大のマイナス成長に。
- ・景気後退の主因は輸出の急減。①金融不安の深刻化により欧米向け的大幅減少が持続すること、②アジア諸国・資源国向けの減少幅も拡大すること、③円高の影響が徐々に顕在化してくること、などを背景に、輸出の減少傾向に歯止めがかからない見通し。
- ・さらに、輸出の減少が国内需要の減少に波及。企業部門では、設備稼働率が急低下するため、自動車・電子デバイスなどの輸出企業を中心に、設備投資が大幅に減少。在庫調整も成長率を押し下げ。
- ・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失業急増による雇用環境の先行き不安、③株価下落による逆資産効果、などを背景に、名目消費は大幅に減少。ただし、消費者物価の下落による購買力改善で、実質ベースの落ち込みは小幅。
- ・コアCPI前年比は、輸入物価の急落、需給ギャップの拡大を背景に、マイナス幅が急拡大。2009年度入り後は、デフレ色が急速に強まる見通し。

3. 2月の金融政策・金利動向

- ・日銀は、18・19日の決定会合で政策金利（0.1%）の現状維持を決定。あわせて、企業金融支援と金融市場の安定を目的に、①残存期間1年以内の社債買入れの実施、②CP買入れ等これまでに実施している各種施策の期限延長、などを発表。
- ・長期金利は、株価の反発や米長期金利の上昇を背景に、月初に一時1.35%まで上昇したものの、12日には米金融安定化策への失望を受けた株価の下落などから、1.2%台半ばまで低下。その後は、景気悪化と国債需給悪化という金利に対する上下両方向の圧力が意識されるなか、1.2%台後半を中心にもみ合う展開に。

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追加金融緩和策の効果を見極めながら、積極的な資金供給スタンスを続ける公算。
- ・内外経済・金融情勢の一段の悪化が見込まれるなか、先行きも、①CPや社債などの民間債務の買い取り拡大、②長期国債買入れの増額、などによって、企業金融支援と金融市場安定を目指す見込み。
- ・市場が落ち着きを取り戻す場合にも、2009年中を通じて米国の大幅な量的緩和継続が見込まれるもと、円高を加速させかねない緩和姿勢の修正には動き難く、わが国も大幅な緩和状況が長期化。

【長期金利】

- ・長期金利は、景気後退の深刻化や主要国の大幅金融緩和、世界的なデフレ懸念などが、金利下押し圧力として作用。
- ・一方、世界的な財政支出拡大に伴う国債需給の悪化など、潜在的な金利上昇圧力に対する警戒感も強く、当面1%台前半を中心とした推移が続く見通し。

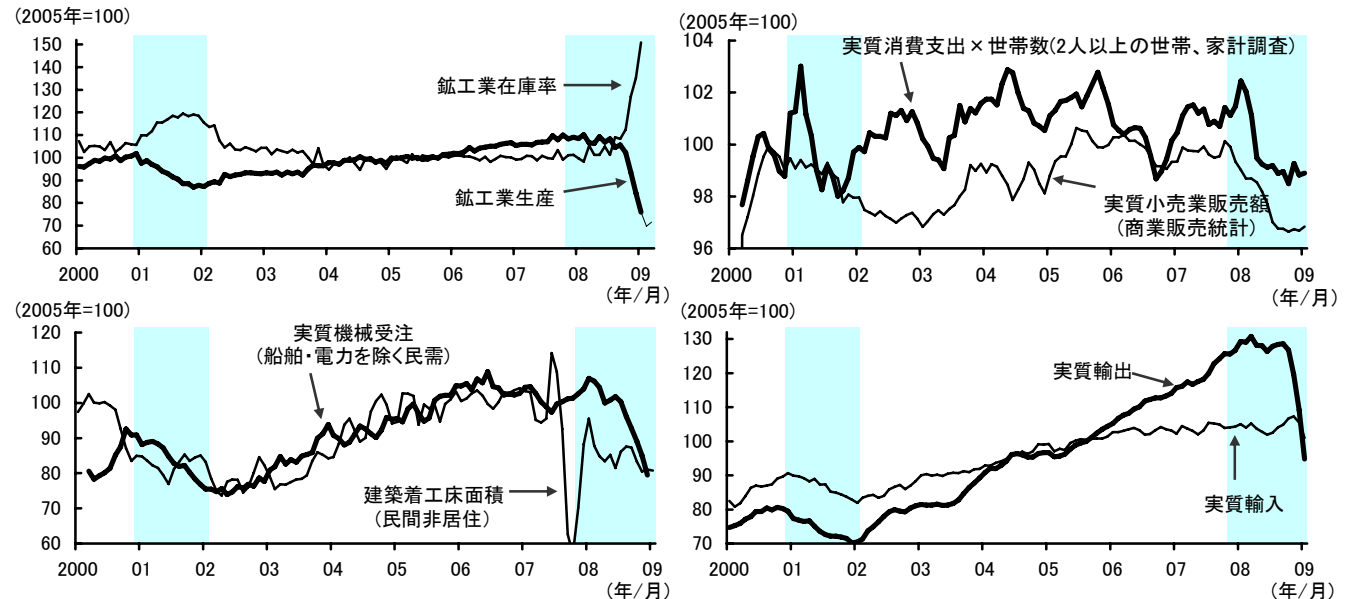
製造業を中心に景気は急激に悪化

足元の景気は急激に悪化。輸出は、欧米向けの減少幅拡大に加え、新興国・資源国向けも減少に転じるなど、総崩れの状態。機械受注（除く船舶・電力）も、製造業を中心に水準が大きく低下。これらを受け、10～12月期の鉱工業生産は前期比▲12.0%と、過去最大規模の減少。1～3月期も前期比▲22%と、減少幅がさらに拡大する計画。

一方、家計部門も低迷が持続。雇用・所得環境が悪化するなか、個人消費は弱含み傾向。景気ウォッチャー調査も調査開始以来のボトム圏で推移。

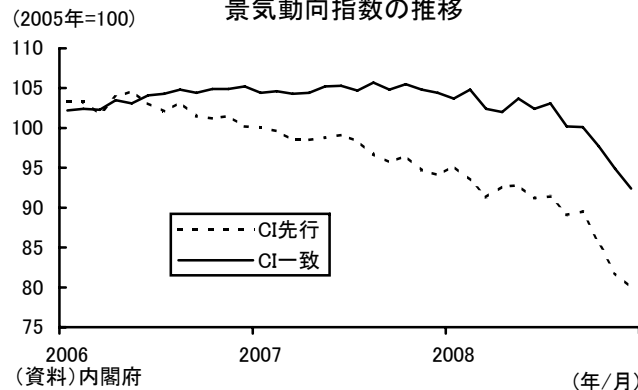
これらを受け、1～3月期の実質GDP成長率は、2四半期連続で二桁マイナスに陥る可能性が濃厚。

わが国主要景気指標の推移

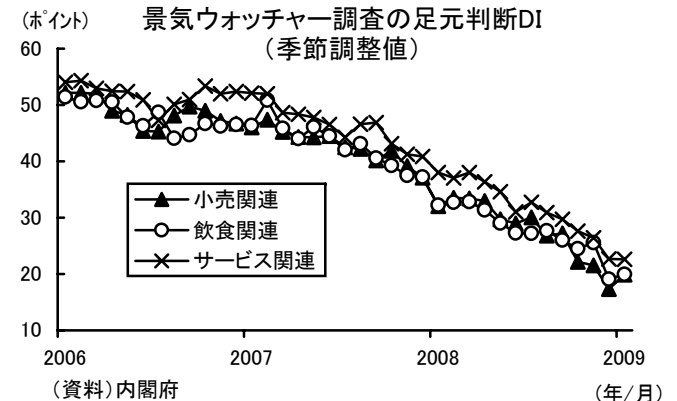


(資料)経済産業省、総務省、内閣府、国土交通省、日本銀行。
 (注1)シャドー部分は景気後退期。直近は日本総研による予測。
 (注2)鉱工業生産・在庫率は季節調整値(月次系列)。その他は季節調整後後方3ヵ月移動平均値。
 (注3)鉱工業生産は、予測指数を用いて実績から2ヵ月分延長。
 (注4)小売販売額の実質値作成には、消費者物価・財(電力・ガス・水道を除く)を使用。機械受注の実質値作成には、企業物価・資本財(国内品)を使用。
 (注5)実質消費支出は、人口推計や国勢調査をもとに推定した「人員2人以上一般世帯の平均人員・世帯数」で家計調査の集計値を調整(2000年1月～)。

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)



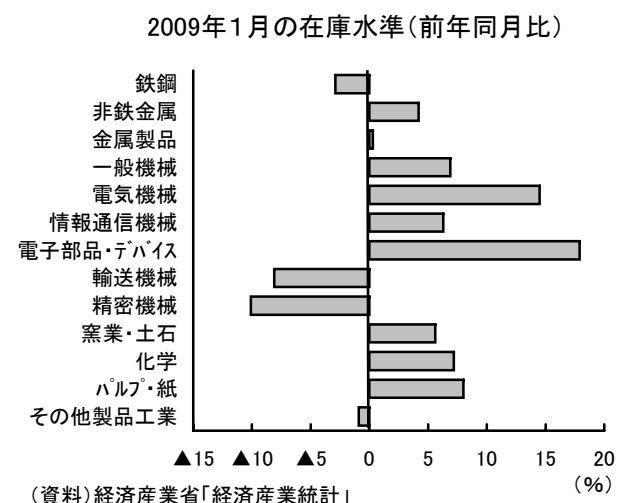
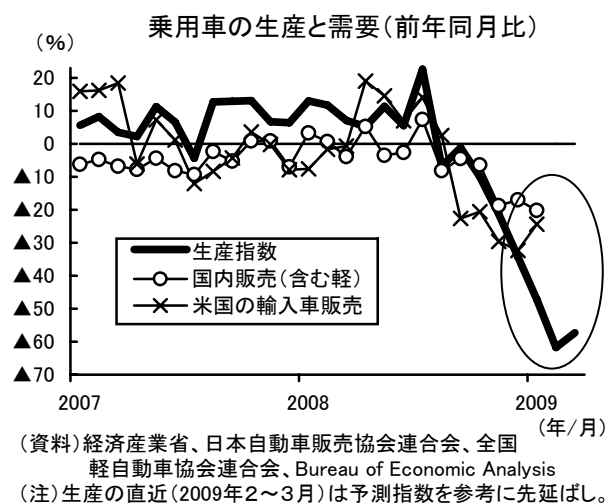
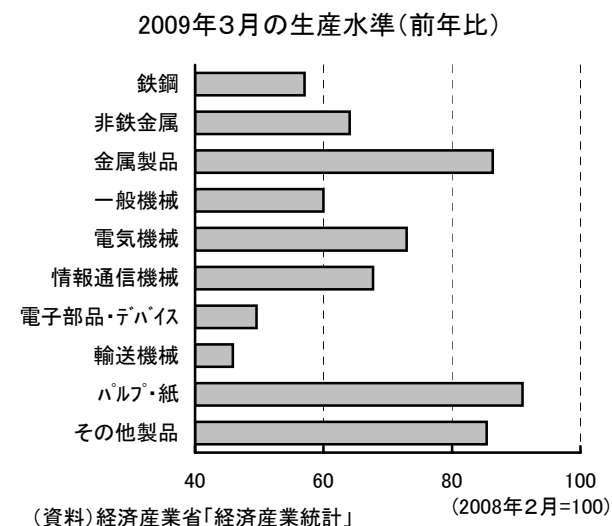
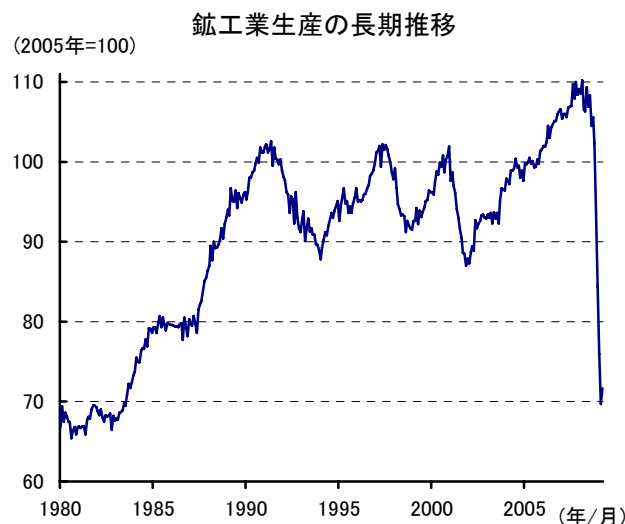
(株)日本総合研究所 日本経済展望 2009年3月

輸出減と在庫調整を主因に鉱工業生産は急減

1月の鉱工業生産は前月比▲10.0%と、統計開始以来最大の減少幅を更新。輸出の急減に加え、在庫調整が加速したことが主因。

2～3月の生産計画をみても、一段の減産の見込み。計画通りになれば、1～3月期の鉱工業生産は前期比▲22%と、10～12月期の2倍の減少幅に達する計算。生産水準でみても、前年同月の6割程度のレベルに。とりわけ、輸送機械は前年同期の4割近くにまで落ち込む可能性も。

もっとも、在庫調整が急進展していることがプラス材料。とりわけ、自動車の在庫調整が急ピッチ。また、電子部品・デバイスや化学などでも、在庫調整圧力は徐々に低下。在庫調整が早期に終了すれば、年央には鉱工業生産がプラスに転じる可能性も。



株価下落のマイナス影響が顕在化

9月下旬から株価下落が加速。株式時価総額の名目GNI比は、過去20年間の最低水準にまで低下。内外景気の悪化、金融不安の持続などから、当面、株価は低調に推移する見通し。

株価下落は、以下の3ルートを通じて、わが国経済にマイナス影響を与える見通し。

①マインドの悪化

景気の先行き不透明感の強まりにより、消費者・企業マインドが悪化。

②家計

株式保有残高の多い高所得者世帯・高齢者世帯における逆資産効果が強まり、個人消費を押し下げ。

③企業

保有株式の減損処理により、企業収益が悪化。これが設備投資や雇用者所得の下押し圧力に。

株式時価総額の名目GNI比



株価・為替相場の変動が日本の成長率

に与える影響(2008年10月からの1年間)

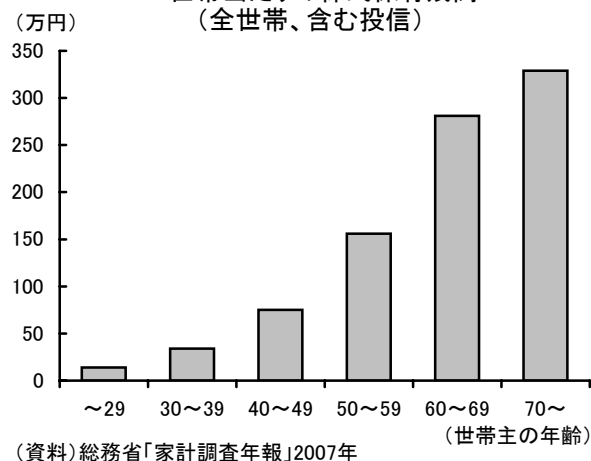
		円ドル相場				
		100	95	90	85	80
日 経 平 均 株 価	13,000	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.7	▲ 0.9
	12,000	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 1.0
	11,000	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.8	▲ 0.9	▲ 1.1
	10,000	▲ 0.6	▲ 0.7	▲ 0.9	▲ 1.0	▲ 1.2
	9,000	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 1.0	▲ 1.1	▲ 1.3
	8,000	▲ 0.8	▲ 0.9	▲ 1.1	▲ 1.2	▲ 1.3
	7,000	▲ 0.9	▲ 1.0	▲ 1.1	▲ 1.3	▲ 1.4
	6,000	▲ 1.0	▲ 1.1	▲ 1.2	▲ 1.4	▲ 1.5

(資料)日本総合研究所作成

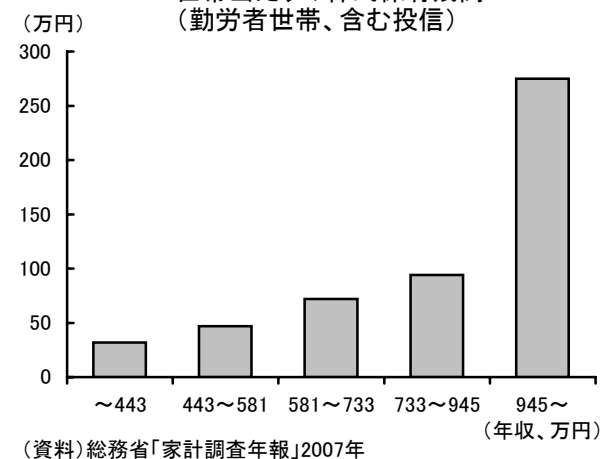
(注1)マクロモデル・シミュレーションによる試算。

(注2)2008年9月までの1年間との比較。

一世帯当たりの株式保有残高
(全世帯、含む投信)



一世帯当たりの株式保有残高
(勤労者世帯、含む投信)



輸出は減少傾向が長期化

海外景気の悪化を背景に、輸出は減少傾向が強まる見通し。

①欧米向け

景気失速を受けて減少が持続。自動車に加え、産業機械も落ち込み。

②資源国向け

資源価格の下落により、資源国の国民所得が大幅減。中東・ロシア向けを中心に大きく減少。

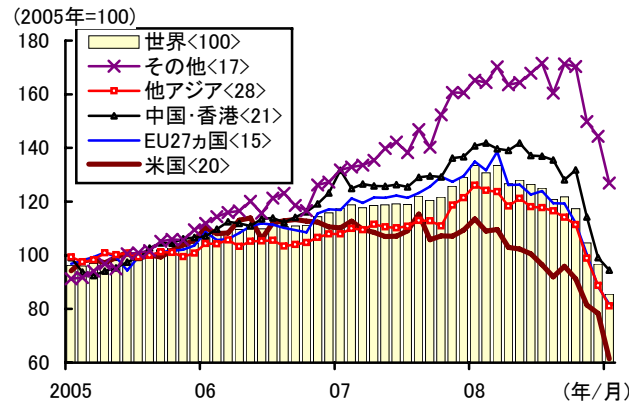
③中国向け

欧米景気の悪化に連動して、生産財・資本財を中心に減少傾向が明確化。

加えて、2009年入り後には、円高のマイナス影響も顕在化。

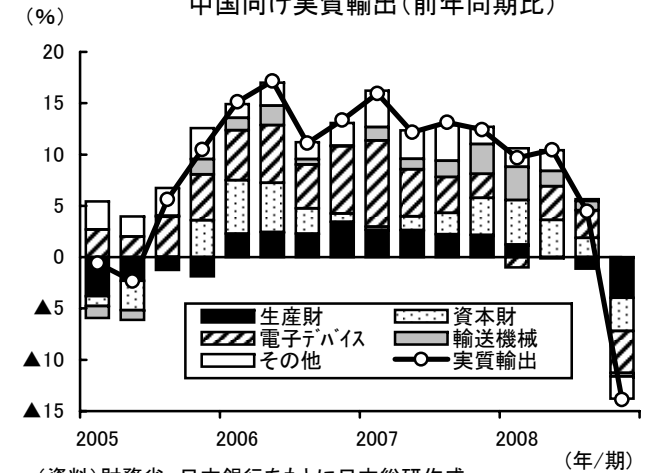
この結果、輸出の低迷は長期化の公算。少なくとも2009年度末までは減少基調が続く見通し。

地域別実質輸出(季調値)



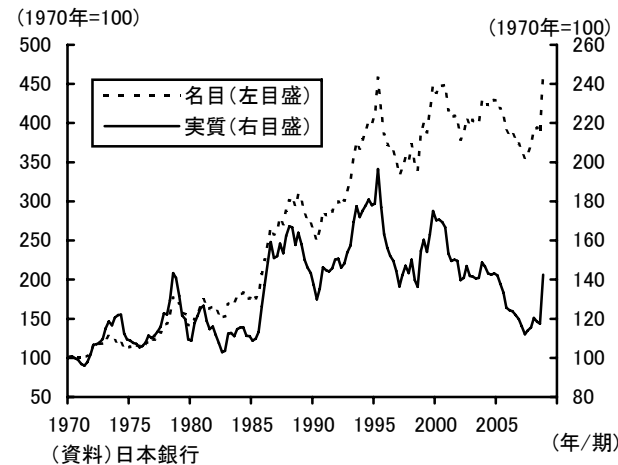
(資料)財務省、日本銀行データをもとに日本総研作成
(注)その他は中東・ロシア・豪州・中南米など。<>は2007年度のシェア

中国向け実質輸出(前年同期比)

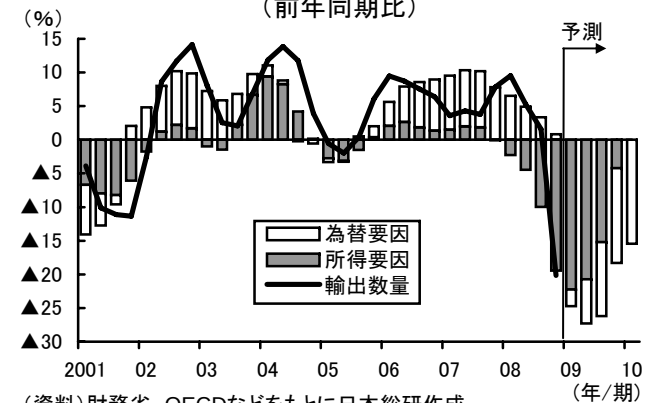


(資料)財務省、日本銀行をもとに日本総研作成

実効為替レートの推移



輸出数量関数の推計
(前年同期比)

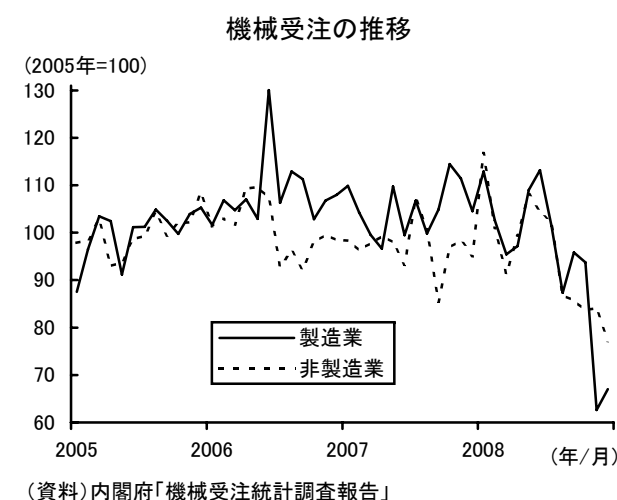
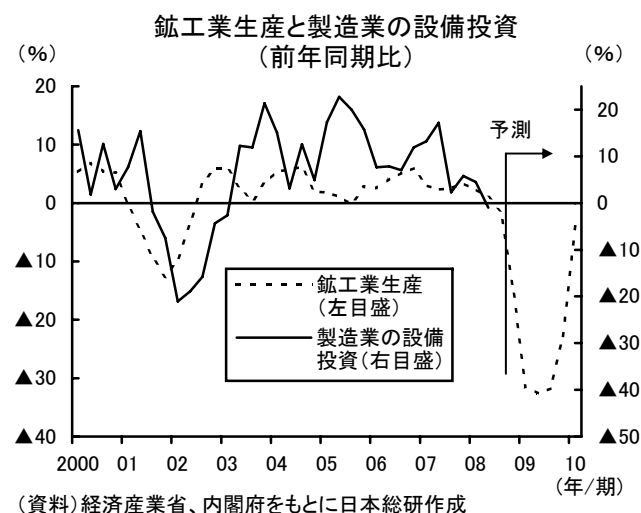
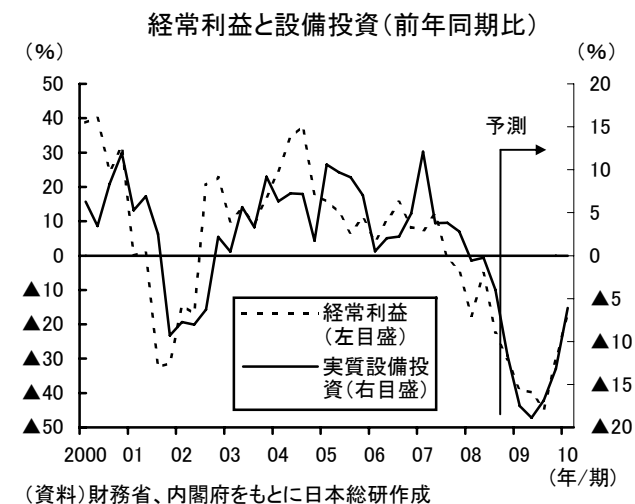
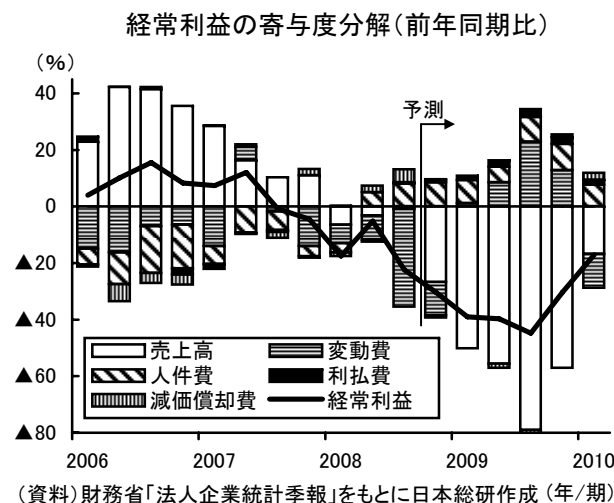


(資料)財務省、OECDなどをもとに日本総研作成
(注1)所得要因はOECD景気先行指数、為替要因は実質実効レート。
(注2)先行きの前提は当社予測値に基づく。

企業収益は二桁減が持続、設備投資は大幅減

企業収益は二桁減少が持続する見通し。原材料価格の低下による交易条件の改善が収益押し上げに働くものの、売上減による収益下振れ圧力がそれ以上に強まるため。

設備投資は減少幅が拡大。企業収益の悪化、設備稼働率の低下、企業マインドの低下により、設備投資姿勢が急速に慎重化する見通し。とりわけ、製造業での設備投資が大きく減少する公算。足元の機械受注も、製造業で大幅に水準低下。

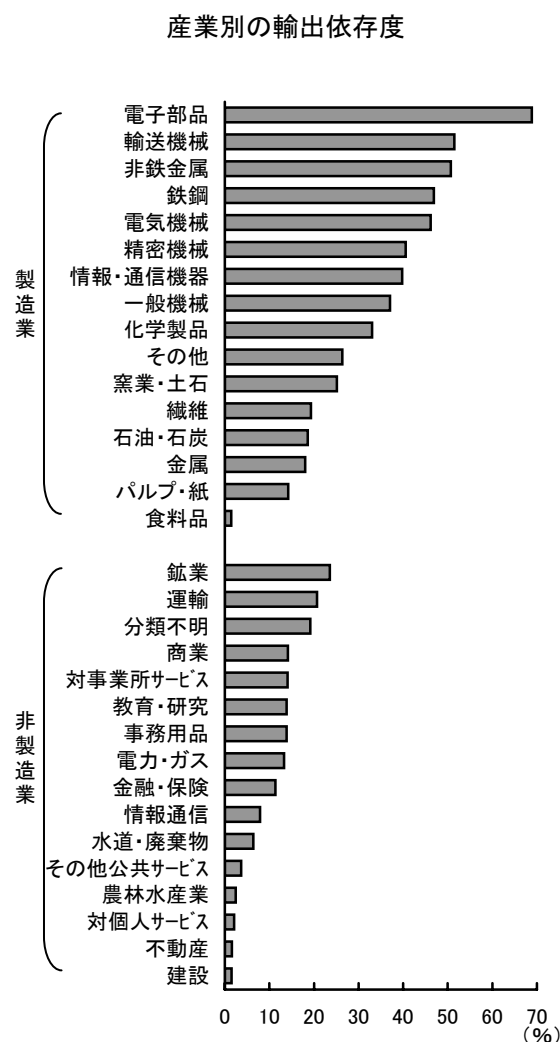


加工業種で業績悪化、非製造業はマイナス影響小

産業別にみると、好不調の違いが鮮明に。

輸出減少と円高の影響が大きい加工業種では、収益へのマイナス影響が深刻。非製造業でも、相対的に輸出依存度が高い卸売・金融などでは収益下振れ。

一方、非製造業や素材業種では、輸入サイドの為替差益と、原油価格下落の影響が大きく現れ、ネットでプラス影響が現れる業種も。とりわけ、食料品・繊維ではコスト減のプラス影響が拡大する見込み。



(資料)総務省「産業連関表」2005年
(注)輸出による生産誘発額／国内生産額

輸出減少・円高・原油価格下落の影響(2009年)
(%ポイント)

		利益率に与える影響			
			輸出減少	円高	原油下落
製造業	食料品	3.1	▲ 0.4	2.4	1.1
	繊維	10.4	▲ 4.2	13.0	1.6
	紙パルプ	▲ 1.1	▲ 4.0	0.6	2.3
	化学	▲ 2.1	▲ 8.3	0.2	6.1
	石油・石炭	27.6	4.0	2.0	21.6
	窯業・土石	▲ 7.2	▲ 9.4	0.0	2.1
	鉄鋼	▲ 7.5	▲ 8.3	▲ 1.0	1.8
	非鉄金属	▲ 3.7	▲ 9.7	3.7	2.3
	金属製品	▲ 4.1	▲ 5.6	0.3	1.1
	一般機械	▲ 9.7	▲ 8.3	▲ 2.3	0.9
	電気機械	▲ 12.0	▲ 10.8	▲ 2.5	1.2
	情報通信機械	▲ 6.3	▲ 8.1	0.9	0.9
	電子部品・デバイス	▲ 16.9	▲ 16.9	▲ 1.1	1.1
	輸送機械	▲ 10.3	▲ 8.2	▲ 3.1	1.0
	精密機械	▲ 8.5	▲ 11.2	1.9	0.8
	その他製造業	▲ 0.7	▲ 8.7	6.6	1.4
非製造業	農林水産業	3.3	▲ 1.0	2.9	1.5
	建設	0.7	▲ 0.5	0.0	1.3
	電力・ガス	3.6	▲ 4.5	▲ 0.0	8.2
	水道	▲ 1.9	▲ 3.1	▲ 0.0	1.3
	卸・小売	▲ 7.6	▲ 7.5	▲ 0.8	0.7
	金融・保険	▲ 5.2	▲ 5.6	0.1	0.3
	運輸	▲ 5.3	▲ 7.6	▲ 0.5	2.7
	通信	▲ 3.1	▲ 3.6	0.0	0.5
	サービス	▲ 2.9	▲ 4.0	0.4	0.7

(資料)総務省、財務省、経済産業省、日本銀行をもとに日本総研作成
(注1)輸出減少は2008年12月の前年同月比伸び率。
(注2)為替レートは全通貨に対して2割円高になると想定。
(注3)原油価格の下落率55%、価格転嫁率3割と想定。

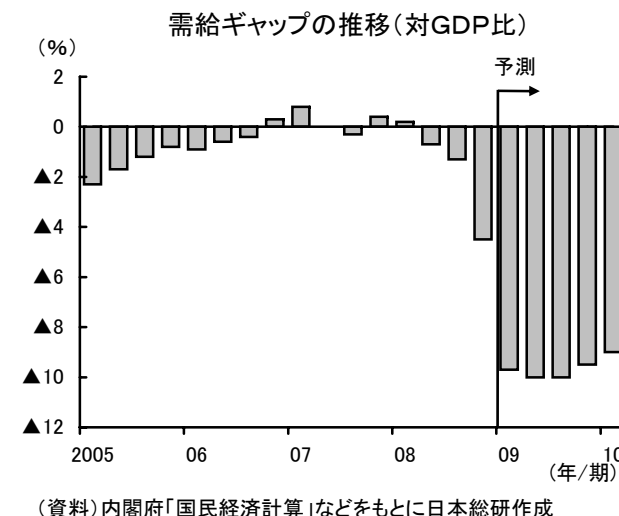
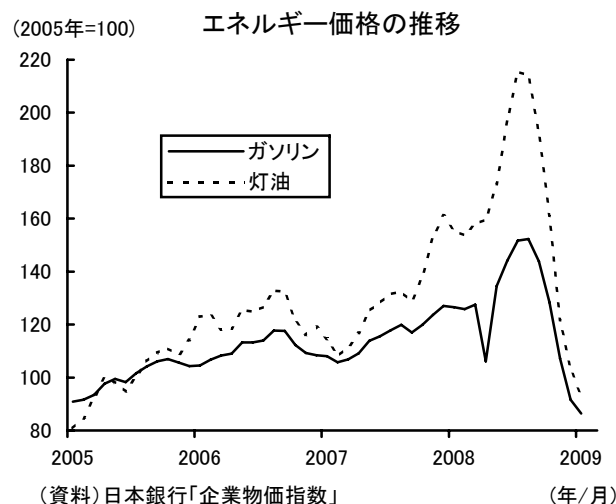
消費者物価は再びマイナス圏、デフレ圧力が台頭

資源価格の下落に加え、デフレ圧力も強まるため、物価下落が長期化する見通し。

当面は、供給サイドからの物価押し下げが顕在化。ガソリンなどエネルギー価格の急落、穀物価格の下落を背景とした食料品価格の騰勢鈍化などを背景に、消費者物価の下落幅が急速に拡大。

さらに、2009年入り後は、需要サイドからの物価押し下げ圧力も強まる見通し。需給ギャップが10%前後まで拡大するなか、低価格競争が強まるため、様々な品目に価格引き下げの動きが広がる見通し。

この結果、消費者物価は2009年7～9月期に▲2%前後と下落のピークをつけたあとも、▲1%程度のマイナス傾向が持続する見通し。

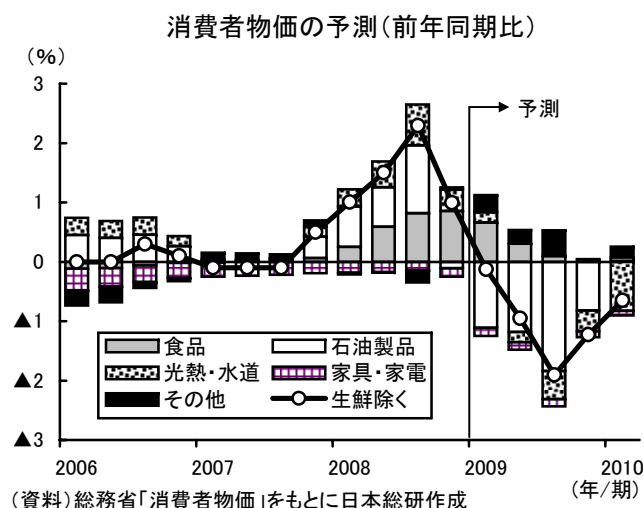


最近の値下げの動き

社 名	内 容
西友	地域最安値を保証。他社チラシ持参で値引き
イトーヨーカ堂	衣料・生活用品の最大30%を返金(※)
ユニー	食品100品目を15～40%値下げ(※)
イオン	冬物衣料品を最大50%割引引き
伊藤園	缶コーヒーを120円から100円へ値下げ(※)
ヤマダ電機	ポイント割引率を最大29%に引き上げ
高島屋	輸入衣料品を最大20%値下げ
ルイ・ヴィトン	バックなど平均7%値下げ
カルティエ	宝飾品を10%値下げ
ジャルパック	欧州バックツアーを10～20%値下げ
ニトリ	家具や寝装品を平均21%値下げ
白洋舎	クリーニング代を10%値下げ(※)
あきんどスシロー	回転ずしを一皿105円から90円へ値下げ(※)

(資料) 新聞報道をもとに日本総研作成

(注) ※は期間限定。



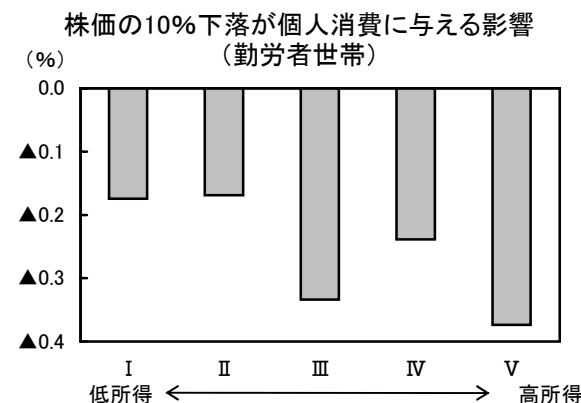
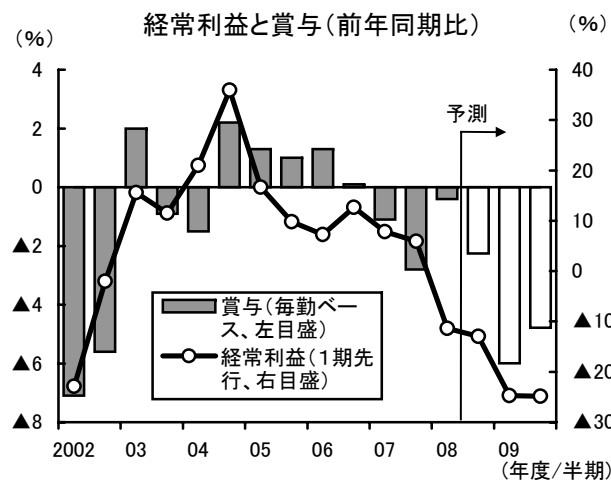
急速に強まる雇用調整圧力

家計部門では、三つのマイナス影響。

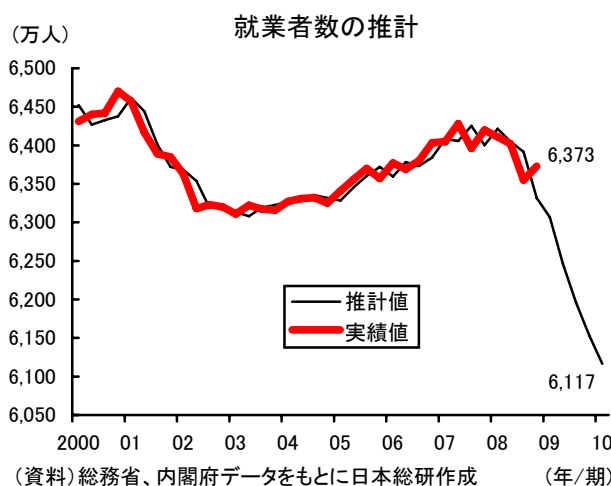
- ①賃金下落。とりわけボーナス
- ②株価下落による逆資産効果
- ③雇用環境の悪化

とりわけ、今後、最大の焦点となるのは雇用問題。これまでは「派遣切り」が問題になってきたが、今後は正社員の削減が本格化する見通し。

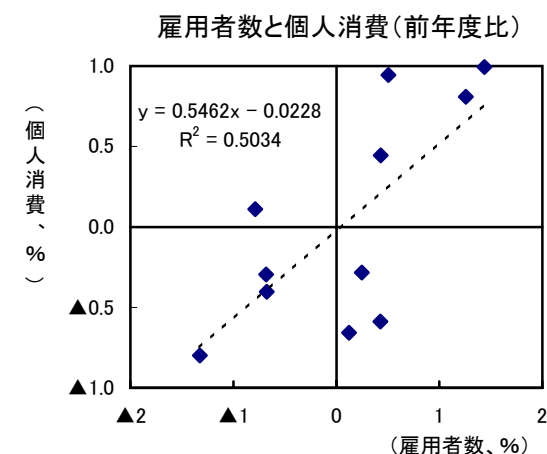
当社のGDP予測値に基づけば、2010年1～3月期までに雇用調整圧力は256万人に達すると試算。これは、失業率を4%ポイント押し上げる計算。雇用環境の急速な悪化に伴い、個人消費は▲1.9%押し下げられる可能性。雇用調整圧力の低減に成功するか否かが、今後の景気を大きく左右。



(資料) 総務省データをもとに日本総研作成
(注) 消費関数は以下の通り(推計期間は90～08年の四半期ベース)
 $\ln(\text{消費支出}) = \text{定数項} + \alpha * \ln(\text{実収入}) + \beta * \ln(\text{株価})$



(注) 推計式は以下の通り。
 $\ln(L) = 0.17 + 0.82 * \ln(L<-1>) + 0.11 * \ln(GDP) - 0.0004 * \text{トレンド}$
推計期間は1994/2Q～2008/3Q、修正.R*R=0.9476



(資料) 内閣府「国民経済計算」
(注) 1997～2007年度の年度ベース。個人消費は帰属家賃を除く家計最終消費支出。

欧米諸国に比べても景気落ち込みが深刻

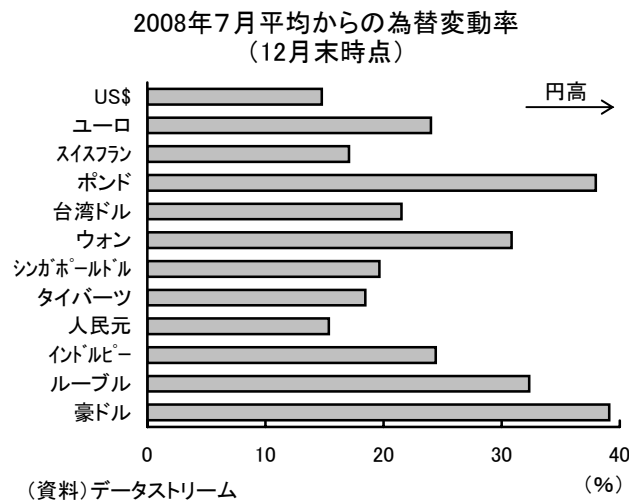
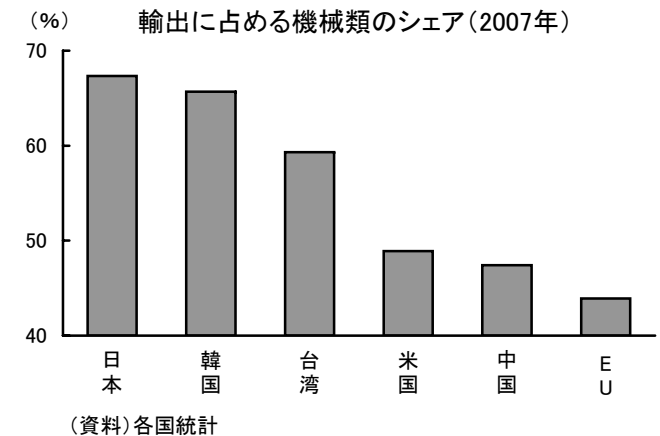
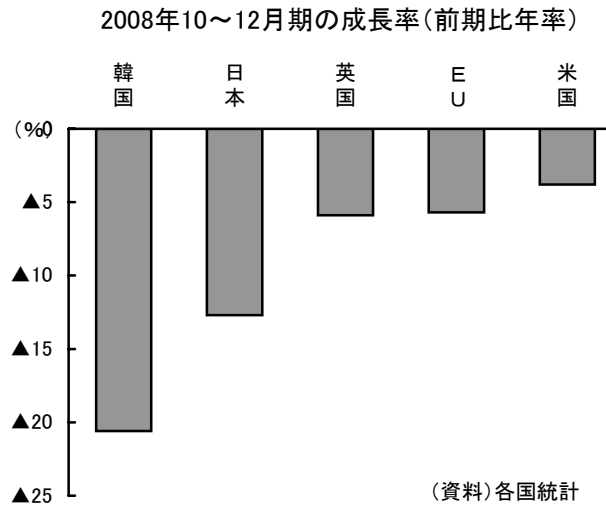
わが国は、金融危機の震源地である欧米諸国に比べて、景気の落ち込みが深刻。以下の4点を勘案すれば、当面、欧米諸国を上回る景気後退が避けられない見通し。

①工業製品の輸出依存度の高さ。とりわけ、所得弾性値の高い自動車・産業機械・電子デバイスなど。韓国・台湾の落ち込みもこれが原因。

②円独歩高による輸出競争力の喪失。

③内需の弱さ。とりわけ、個人消費の牽引力が脆弱。

④経済対策の遅れ。景気落ち込みが深刻化した昨年秋以降、新たな需要拡大策に向けた議論が棚上げの状態。



3段ロケットの景気対策(総額75兆円)

	2008年度		2009年度
	一次補正	二次補正	本予算
事業規模	11兆円	27兆円	37兆円
生活者支援	高齢者医療(2500億円)	定額給付金(2兆円) 雇用創出(4000億円) 妊婦健診無料化(800億円) 離職者の住宅支援	非正規の雇用保険(1700億円) 雇用保険料引き下げ(6400億円) 住宅減税(3400億円) 環境対応車減税(2100億円)
中小企業支援	保証枠(6兆円) 貸出枠(3兆円)	保証枠(14兆円) 貸出枠(7兆円) 金融機関への資本注入(10兆円)	投資促進減税(1900億円) 中小減税(2400億円) 雇用創出(1兆円)
活 地 性 方 化	災害復旧(4400億円)	地域活性化(6000億円) 高速道路(5000億円)	地域活力基盤(9400億円)

2008年度▲3.5%成長、09年度▲6.0%成長

・わが国経済は、欧米景気の悪化などを背景に、景気後退が長期化。とりわけ、2008年度下期は2四半期連続で二桁超のマイナス成長と、深刻な景気後退局面に。2009年度入り後も、潜在成長率を大幅に下回るペースでの成長が持続。年度ベースでは2009年度に▲6%と、戦後最大のマイナス成長に。

・景気後退の主因は輸出の急減。①金融不安の深刻化により欧米向けの大幅減少が持続すること、②アジア諸国・資源国向けの減少幅も拡大すること、③円高の影響が徐々に顕在化してくること、などを背景に、輸出の減少傾向に歯止めがかからない見通し。

・さらに、輸出の減少が国内需要の減少に波及。企業部門では、設備稼働率が急低下するため、自動車・電子デバイスなどの輸出企業を中心に、設備投資が大幅に減少。在庫調整も成長率を押し下げ。

・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失業急増による雇用環境の先行き不安、③株価下落による逆資産効果、などを背景に、名目消費は大幅に減少。ただし、消費者物価の下落による購買力改善で、実質ベースの落ち込みは小幅。

・コアCPI前年比は、輸入物価の急落、需給ギャップの拡大を背景に、マイナス幅が急拡大。2009年度入り後は、デフレ色が急速に強まる見通し。

わが国経済・物価見通し

									(四半期は前期比年率、%)		
	2008年			2009年				2010年	2007年度	2008年度	2009年度
	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	(実績)	(予測)	
	(実績)			(予測)							
実質GDP	▲3.6	▲2.3	▲12.7	▲18.0	▲2.5	0.7	0.3	0.2	1.9	▲3.5	▲6.0
個人消費	▲3.0	1.2	▲1.6	▲2.5	0.5	▲0.2	0.3	0.2	0.8	▲0.2	▲0.5
住宅投資	▲7.4	16.9	24.6	▲19.4	▲10.8	▲2.5	▲1.8	0.8	▲13.0	▲2.1	▲3.9
設備投資	▲8.9	▲12.8	▲19.5	▲27.8	▲14.8	▲3.8	▲2.9	▲2.5	2.3	▲8.6	▲13.7
在庫投資 (寄与度)	(0.2)	(▲0.7)	(1.4)	(▲5.4)	(▲0.5)	(0.7)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(▲0.4)	(▲0.9)
政府消費	▲3.6	▲0.6	4.9	▲1.0	0.2	0.7	0.3	0.1	2.2	0.1	0.6
公共投資	▲3.3	4.1	▲2.5	▲1.2	0.3	0.9	1.1	0.5	▲5.8	▲4.6	0.2
純輸出 (寄与度)	(▲0.2)	(▲0.3)	(▲10.0)	(▲7.7)	(0.2)	(0.5)	(0.4)	(0.2)	(1.2)	(▲1.3)	(▲2.6)
輸出	▲9.0	2.5	▲45.0	▲55.9	▲10.2	▲5.4	▲2.5	▲2.2	9.3	▲8.9	▲24.3
輸入	▲11.7	6.8	12.0	▲22.9	▲12.6	▲10.2	▲6.4	▲4.7	1.8	▲0.8	▲9.2

									(前年同期比、%)		
実質GDP	0.7	▲0.2	▲4.6	▲9.6	▲9.1	▲8.6	▲5.3	▲0.4	1.9	▲3.5	▲6.0
名目GDP	▲0.9	▲1.8	▲3.8	▲7.6	▲6.7	▲6.6	▲4.6	▲1.8	1.0	▲3.5	▲5.0
消費者物価 (除く生鮮)	1.5	2.3	1.0	▲0.1	▲1.0	▲1.9	▲1.2	▲0.7	0.3	1.2	▲1.2
鉱工業生産	1.0	▲1.3	▲14.8	▲34.7	▲36.5	▲35.9	▲27.5	▲4.4	2.6	▲12.7	▲28.0

完全失業率 (%)	4.0	4.0	4.0	4.6	4.9	5.2	5.4	5.4	3.8	4.2	5.2
経常収支 (兆円)	3.84	4.02	1.67	4.29	2.85	4.48	3.38	5.09	24.54	13.99	15.80
対名目GDP比 (%)	3.0	3.2	1.3	3.7	2.4	3.9	2.7	4.4	4.8	2.8	3.3
円ドル相場 (円/ドル)	105	108	96	88	90	89	87	87	114	99	88
原油輸入価格 (ドル/バレル)	109	129	79	44	47	49	52	54	78	90	50

(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2009年▲2.5%、ユーロ圏は2009年▲3.8%、中国は2009年+7.5%。

日銀は積極的な資金供給スタンスを維持。 長期金利は、1%台前半を中心とした推移に。

日銀は、これまでに決定した追加金融緩和策の効果を見極めながら、積極的な資金供給スタンスを続ける公算。

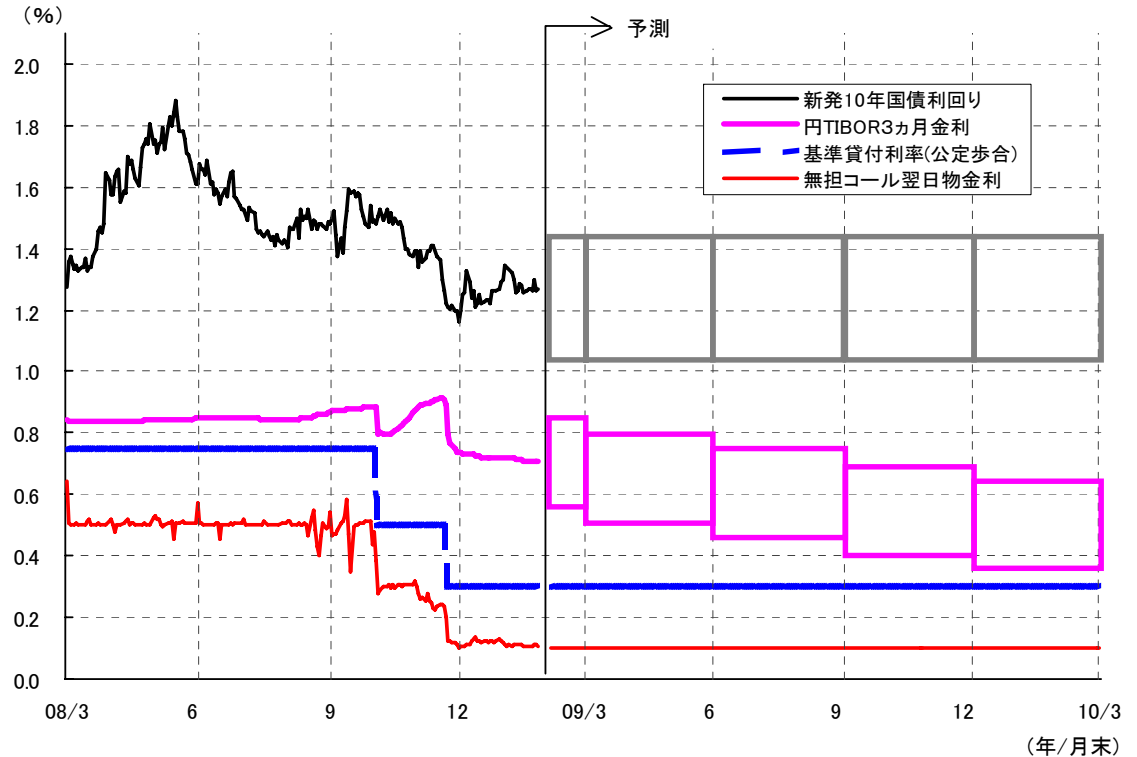
内外経済・金融情勢の一段の悪化が見込まれるなか、先行きも、CPや社債などの民間債務の買い取り拡大、②長期国債買い入れの増額、などによって、企業金融支援と金融市場安定を目指す見込み。

市場が落ち着きを取り戻す場合にも、2009年中を通じて米国の大幅な量的緩和継続が見込まれるもと、円高を加速させかねない緩和姿勢の修正には動き難く、わが国も大幅な緩和状況が長期化。

長期金利は、景気後退の深刻化や主要国の大幅金融緩和、世界的なデフレ懸念などが、金利下押し圧力として作用。

一方、世界的な財政支出拡大に伴う国債需給の悪化など、潜在的な金利上昇圧力に対する警戒感も強く、当面1%台前半を中心とした推移が続く見通し。

わが国主要金利の見通し



	2008年	2009年					2010年
	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
基準貸付利率(公定歩合)	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
TIBOR3ヵ月物金利	0.85	0.70	0.65	0.60	0.55	0.50	0.50
円スワップ5年物金利	1.14	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90
新発10年国債利回り	1.43	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25

(注)無担コール・基準貸付利率は未値。
その他は期中平均値。

→ 予測

(株)日本総合研究所 日本経済展望 2009年3月

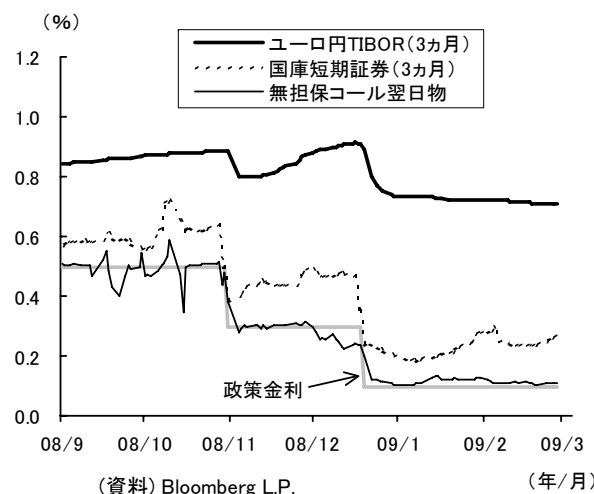
金融政策：市場機能維持と潤沢な資金供給の両立を模索しつつ、企業金融支援へ注力

日銀は昨年秋以降、企業の資金調達環境の改善を目的に、様々な追加金融緩和策を導入。これらの施策を受け、ユーロ円TIBOR（3ヵ月）は足元でやや低下傾向に。もっとも、政策金利対比でみると依然高止まっている状況。また、CP市場についても、一部で改善の動きがみられるものの、下位格付先を中心に発行難が続いており、新規発行額はなお低水準で推移。

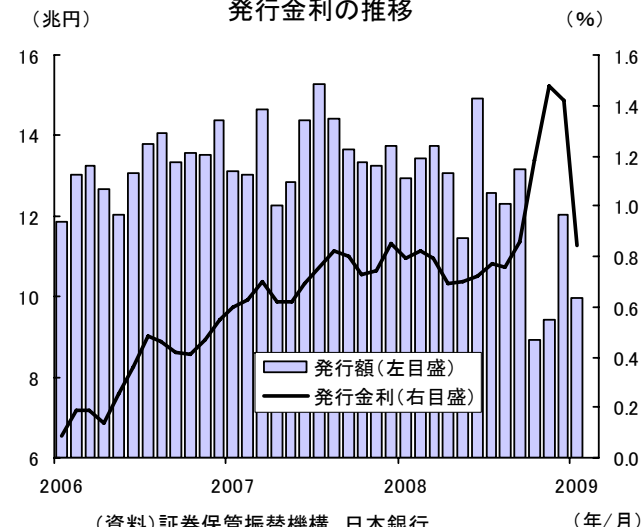
一方、日銀の潤沢な資金供給は、短期金融市場の機能低下に作用。実際に、無担保コール市場残高は量的緩和政策期の2003年後半頃の水準にまで減少しているほか、日銀当座預金残高も超過準備額の増加傾向が明確に。

一部には、日銀はかつてのゼロ金利・量的緩和政策への移行を余儀なくされるとの見方も。もっとも、①白川総裁は短期金融市場の機能維持の必要性を重ねて強調していること、②当座預金残高に目標を設定する量的緩和政策に否定的な見方を示していること、③2月の政策決定会合で超過準備に対する付利制度の期限が延長されたこと（4月15日→10月15日）、などから、日銀は現行の政策金利（0.1%）を維持しながら、企業金融の円滑化を主眼とした積極的な資金供給を継続する見込み。

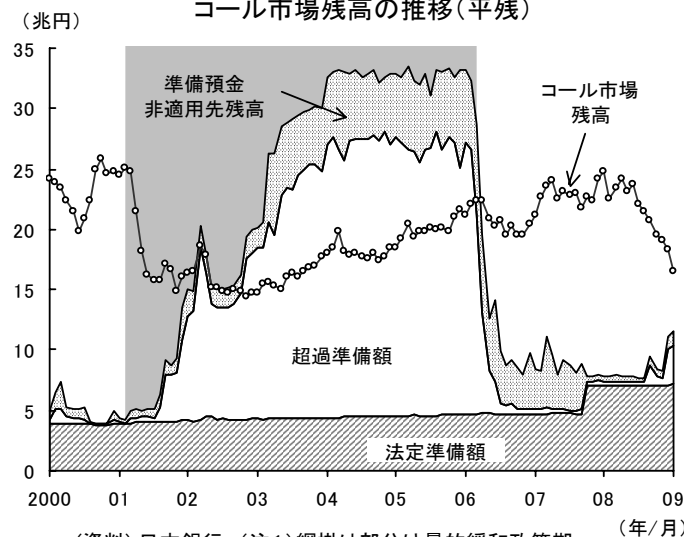
短期金利の推移



国内CP(3ヵ月)の発行額と発行金利の推移



日銀当座預金残高とコール市場残高の推移(平残)



最近の白川日銀総裁の発言

- 【2月19日：定例会見】
- ・金融機関の流動性リスクと金融機関が認識する企業の信用リスクが、TIBORの高止まりにつながっている。
 - ・当座預金残高なりマネタリーベースの残高に目標を設定し、それを実現していくのが純粋な意味での量的緩和。そういう意味では現在、FRBも日本銀行も量的緩和は採用していない。
 - ・（金融市場の安定維持や企業金融支援を実現していくために）中央銀行はオペレーションで量を提供するわけであり、結果として当座預金の残高が増えるという面はもちろんある。

(資料) 日本銀行公表資料等をもとに日本総研作成

(株) 日本総合研究所 日本経済展望 2009年3月