

# 日本経済展望

2009年2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/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	12
わが国金利見通し	13
マーケット分析	14

◆本資料は2009年2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： 柵 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2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8月以降、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産。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。
- ・実質GDP成長率は、10～12月期、1～3月期の2四半期連続で二桁マイナスに陥る可能性も。

## 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、景気後退局面が長期化。とりわけ、2008年度下期は2四半期連続で二桁前後のマイナス成長と、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する見通し。年度ベースでも、2008年度、2009年度ともに▲2%を超すマイナス成長。
- ・景気後退の主因は企業部門の悪化。まず、景気牽引役であった輸出は、金融不安による欧米景気の低迷長期化、新興国・資源国向けの牽引力低下に加え、円高の影響も徐々に顕在化してくるため、減少に歯止めがかからない見通し。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、設備投資も減少傾向が明確化。在庫調整も成長率を押し下げ。
- ・家計部門では、所得環境の低迷、株価下落による逆資産効果などにより、低空飛行が持続。もともと、消費者物価の下落による購買力向上を背景に、個人消費は小幅ながらプラスに。
- ・一方、夏場以降の資源価格の下落により、海外への所得流出には一応の歯止め。輸入デフレーターの下落を主因に、GDPデフレーターの前年比伸び率はプラスに転じる見通し。
- ・コアCPI前年比は、原油価格の急落、低価格競争の広がりにより、騰勢が急速にペースダウン。2009年度入り後には、マイナス幅が急拡大。

## 3. 1月の金融政策・金利動向

- ・日銀は、21・22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、①CP、ABCPの買い入れの実施、②残存期間1年以内の社債買い入れの検討、③不動産投資法人債の適格担保化、などを発表。また、「展望レポート」の中間評価では、2008、09年度の成長率見通しを大幅に下方修正し、両年度ともマイナス成長に。
- ・長期金利は、景気対策に伴う国債増発懸念を受け、月前半に1.31%まで上昇。月半ばから後半にかけては、株価の下落や米金利低下などを背景に、1.2%台前半でもみ合う展開に。月末近くには株価の持ち直しを受け、再び1.2%台後半へ金利強含み。

## 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る姿勢を当面維持。
- ・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やその他民間債務の買い入れ拡大、②長期国債の買い入れ増額などによって金融円滑化を目指す見込み。
- ・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政策の継続が見込まれるもとの、日銀は円高を一段と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型金融緩和、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よる国債需給の悪化や米国の大型景気刺激策など、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。

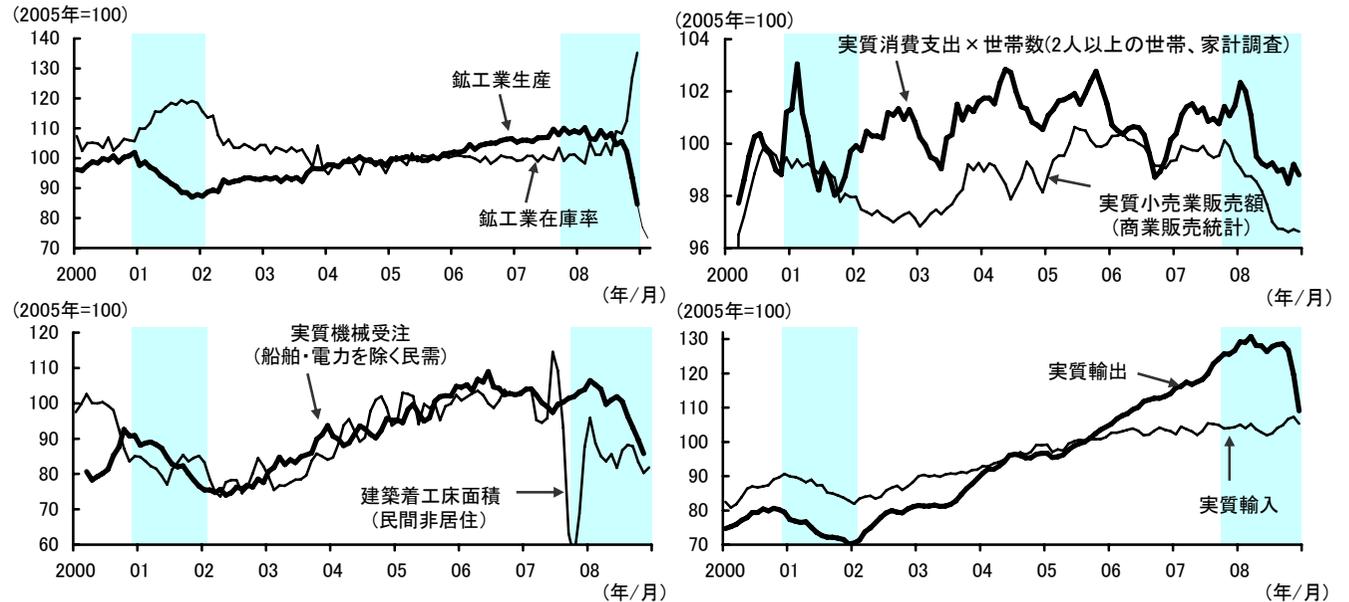
# 企業部門を中心に景気は急激に悪化

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8月以降、水準が大きく低下。これらを受け、10～12月期、1～3月期の鉱工業生産は過去最大規模の減産の見込み。

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大幅なマイナス圏が持続。

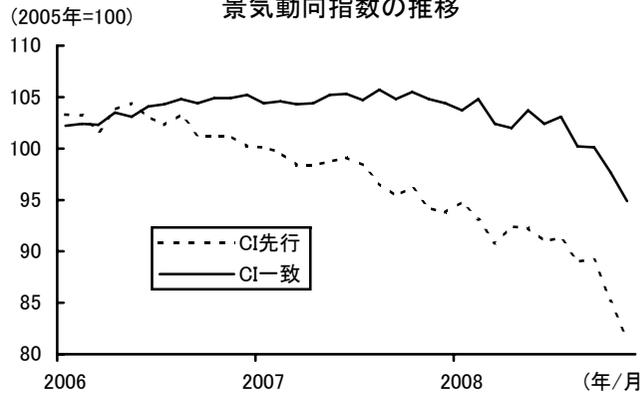
これらを受け、10～12月期、1～3月期の実質GDP成長率は、2四半期連続で二桁マイナスに陥る可能性も。

わが国主要景気指標の推移



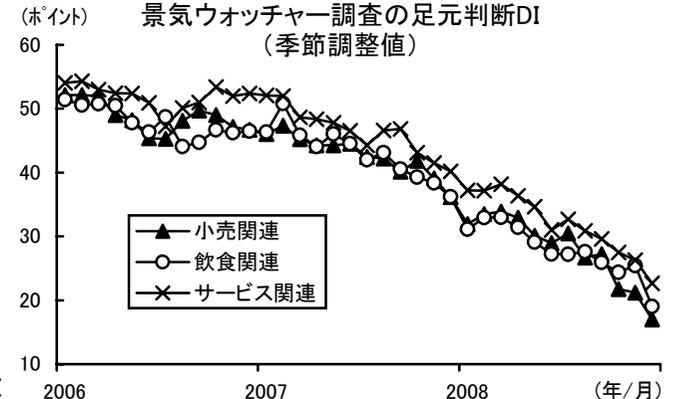
(資料)経済産業省、総務省、内閣府、国土交通省、日本銀行。  
 (注1)シャドー部分は景気後退期。直近は日本総研による予測。  
 (注2)鉱工業生産・在庫率は季節調整値(月次系列)。その他は季節調整後後方3か月移動平均値。  
 (注3)鉱工業生産は、予測指数を用いて実績から2か月分延長。  
 (注4)小売販売額の実質値作成には、消費者物価・財(電力・ガス・水道を除く)を使用。機械受注の実質値作成には、企業物価・資本財(国内品)を使用。  
 (注5)実質消費支出は、人口推計や国勢調査をもとに推定した「人員2人以上一般世帯の平均人員・世帯数」で家計調査の集計値を調整(2000年1月～)。

景気動向指数の推移



(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 2009年2月

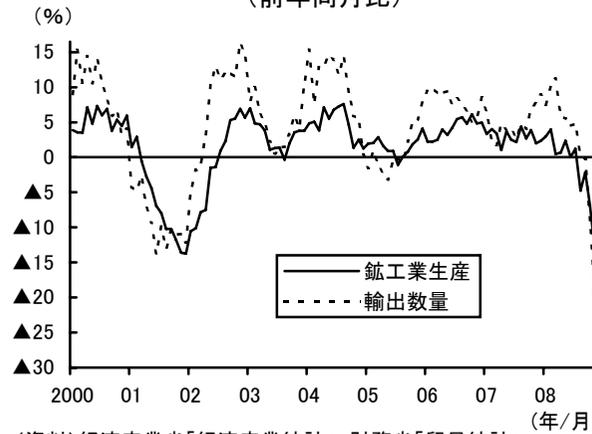
# 鋳工業生産は急減、さらなる下振れリスクも

12月の鋳工業生産は前月比▲9.6%と、統計開始以来最大の落ち込み。輸出の急減が主因。

さらに、生産予測指数が1月に同▲9.1%、2月に同▲4.7%と大幅減少に歯止めがかからない見込み。予測通りであれば、2月の鋳工業生産は前年同月に比べ3割低い水準に。長期的にみても、1984年ごろの生産水準にまで急低下。とりわけ、輸送機械の落ち込みが深刻で、稼働率は前年同期の4割のレベルに。

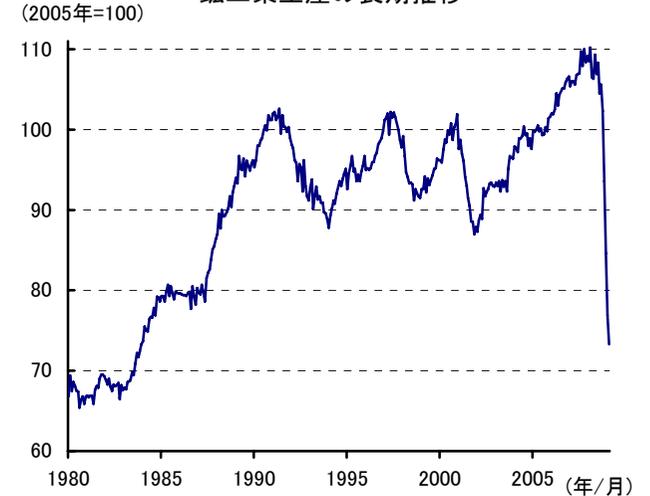
さらに、生産計画から下振れる傾向が強まっていることから、足元の見通しから落ち込み幅が一段と拡大する可能性も。

鋳工業生産と輸出数量  
(前年同月比)

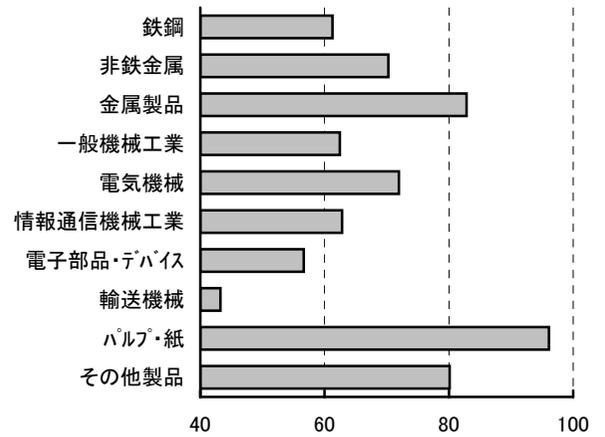


(資料)経済産業省「経済産業統計」、財務省「貿易統計」

鋳工業生産の長期推移



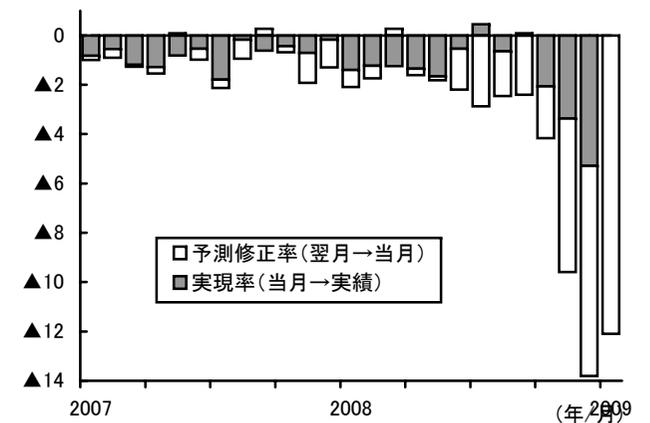
2009年2月の生産水準(前年比)



(資料)経済産業省「経済産業統計」

(2008年2月=100)

生産計画からの修正率



(資料)経済産業省「経済産業統計」

# 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。

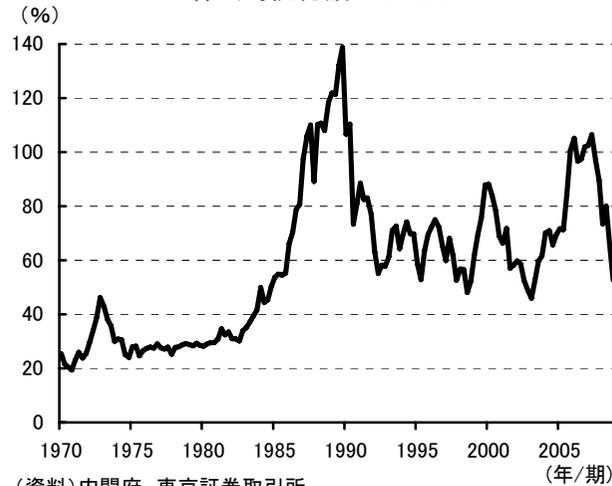
## ②家計

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)

(%ポイント)

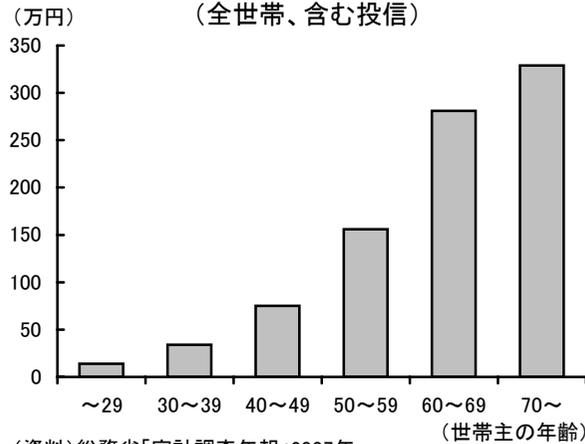
		円ドル相場				
		100	95	90	85	80
日 経 平 均 株 価	13,000	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.7	▲ 0.9
	12,000	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 1.0
	11,000	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.8	▲ 0.9	▲ 1.1
	10,000	▲ 0.6	▲ 0.7	▲ 0.9	▲ 1.0	▲ 1.2
	9,000	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 1.0	▲ 1.1	▲ 1.3
	8,000	▲ 0.8	▲ 0.9	▲ 1.1	▲ 1.2	▲ 1.3
	7,000	▲ 0.9	▲ 1.0	▲ 1.1	▲ 1.3	▲ 1.4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

(資料)日本総合研究所作成

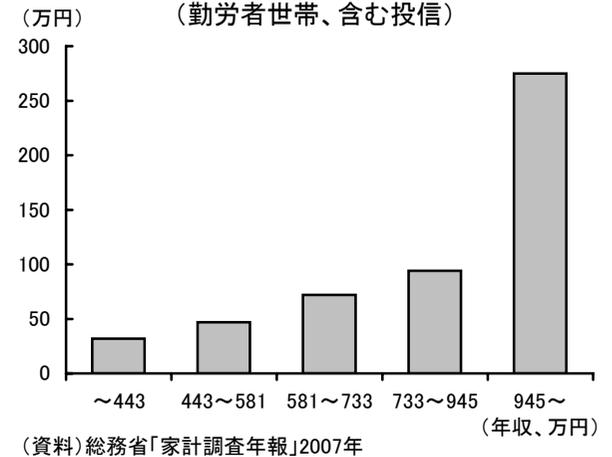
(注1)マクロモデル・シミュレーションによる試算。

(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)



# 円高により為替差損が発生、実質純輸出も押し下げ

夏場以降の為替相場は、ドル以外の通貨に対する増価幅が大きく、円独歩高の様相。この結果、実効為替レートが急上昇。

今後を展望すると、円全面高の局面は一段落するものの、対ドルでは緩やかな円高ドル安傾向が続く見通し。この結果、実効レートは夏前に比べ2割程度の円高水準で推移。

こうした円高は二つのルートからマイナス影響。

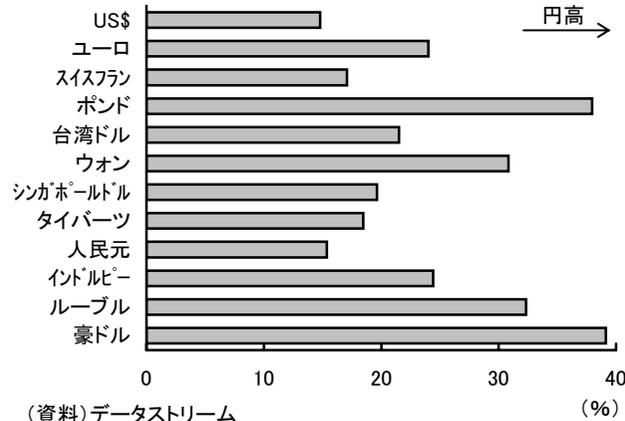
## ①価格を通じた影響

ドルに対する増価はプラスに寄与するものの、他通貨に対する増価がマイナス寄与。ネットでも為替差損が発生。2008年度下期の業績を下押し。

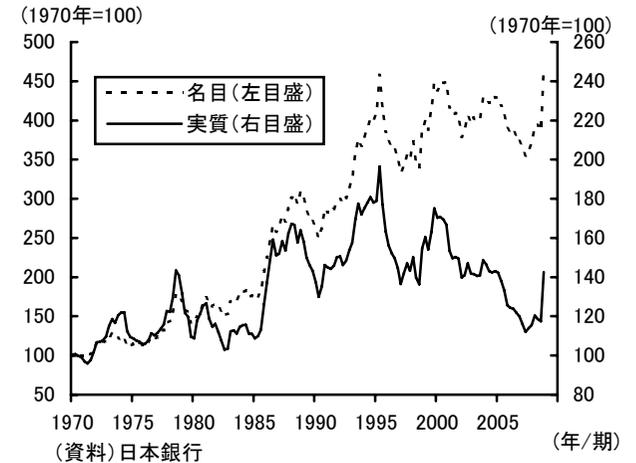
## ②数量を通じた影響

輸出数量の減少、輸入数量の増加が国内生産を押し下げ。影響顕在化まで1年程度のラグがあるため、2009年半ばからマイナス影響が強まる見通し。

2008年7月平均からの為替変動率  
(12月末時点)



実効為替レートの推移

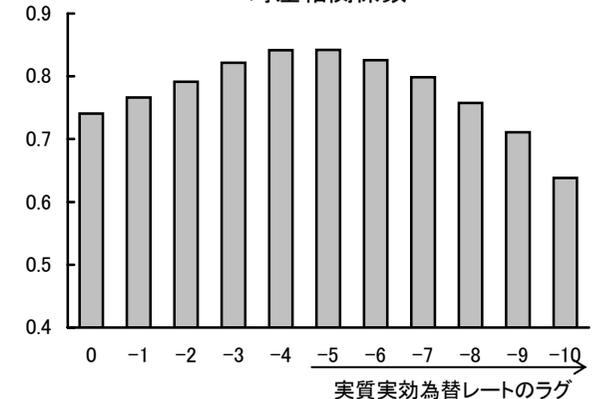


為替差損益の試算  
(2008年7月平均→12月末、年率換算)

	ネット (億円)		
		輸出	輸入
合計	6,608	▲ 86,779	93,387
ドル建て	23,561	▲ 60,393	83,954
ユーロ建て	▲ 10,989	▲ 17,450	6,461
ポンド建て	▲ 1,720	▲ 2,596	875
その他	▲ 4,243	▲ 6,341	2,097

(資料) 財務省「外国貿易概況」「貿易取引通貨別比率」をもとに日本総研作成。

純輸出(SNA)と実質実効為替レートの時差相関係数



# 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。

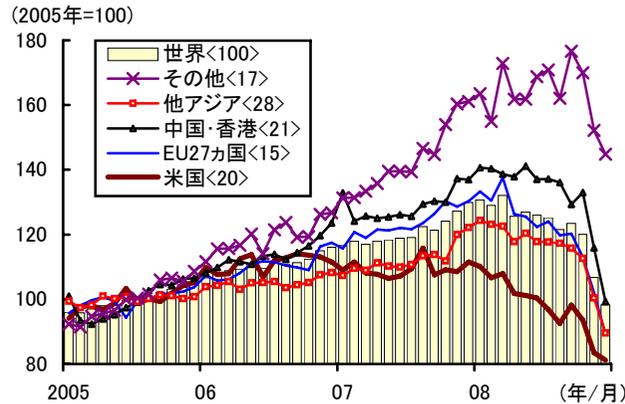
## ③中国向け

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。

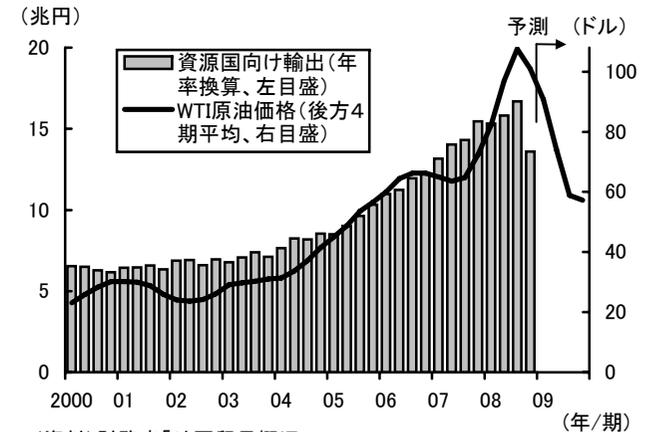
この結果、輸出の低迷は長期化の公算。少なくとも2009年度末までは減少基調が続く見通し。

地域別実質輸出(季調値)



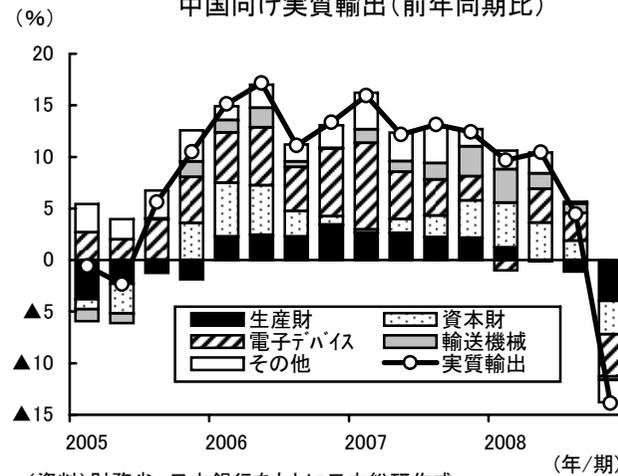
(資料)財務省、日本銀行データをもとに日本総研作成  
(注)その他は中東・ロシア・豪州・中南米など。〈〉は2007年度のシェア

資源国向け輸出と原油価格



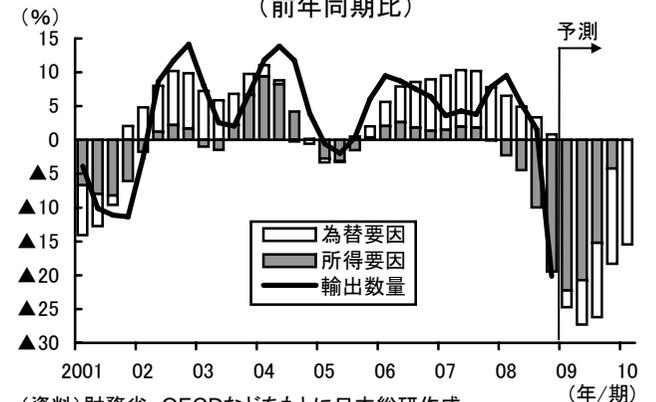
(資料)財務省「外国貿易概況」

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

輸出数量関数の推計(前年同期比)



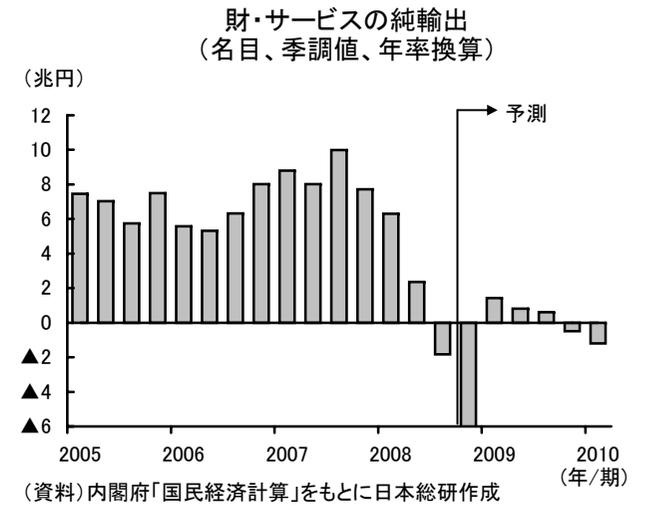
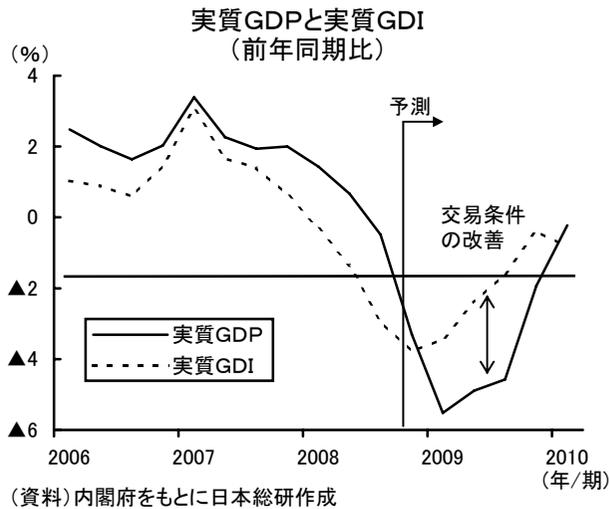
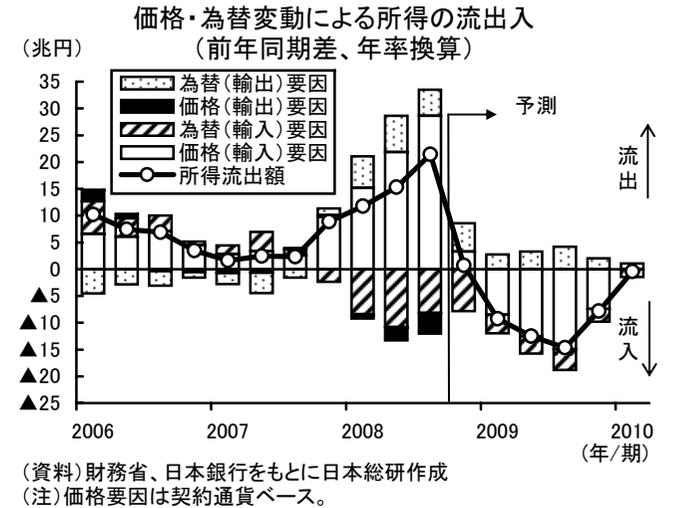
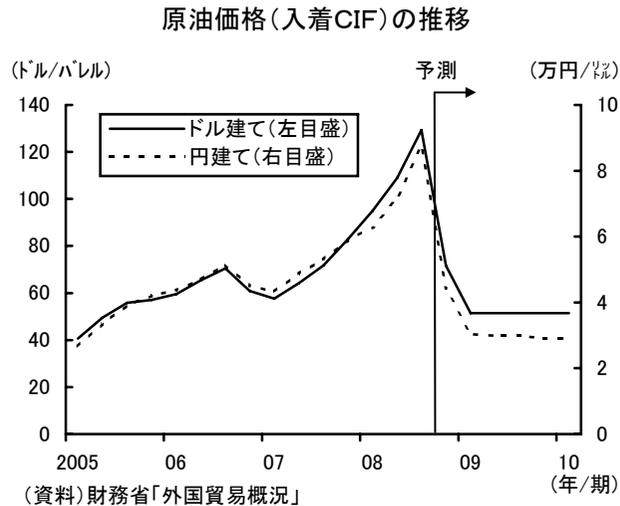
(資料)財務省、OECDなどをもとに日本総研作成  
(注1)所得要因はOECD景気先行指数、為替要因は実質実効レート。  
(注2)先行きの前提は当社予測値に基づく。

# 資源価格の下落による所得流入が拡大

資源価格は、世界景気の失速を背景に、当面低水準で推移する見通し。

資源国への所得流出は2008年7～9月期にピーク越え。10～12月期以降は、輸入物価の急落により、所得流入が急拡大する見通し。所得流入額は、2009暦年で10兆円、2009年度で8兆円の規模に。

この結果、「交易利得・損失」を含んだ実質GDIは実質GDPを上回る伸びに。貿易・サービス収支黒字の縮小にも歯止め。



# 消費者物価は再びマイナス圏、デフレ圧力が台頭

個人消費が低迷するなか、企業の間で低価格競争が再燃。資源価格の下落もあり、CPIには引き下げの動きが広がる見通し。2008年度後半は、食料品などで価格高止まりが残るものの、ガソリン価格が急低下するため、前年比プラス幅が急速に縮小。2009年度入り後、需給ギャップの拡大を背景に、前年比マイナス幅が急拡大。デフレ色が強まる展開に。

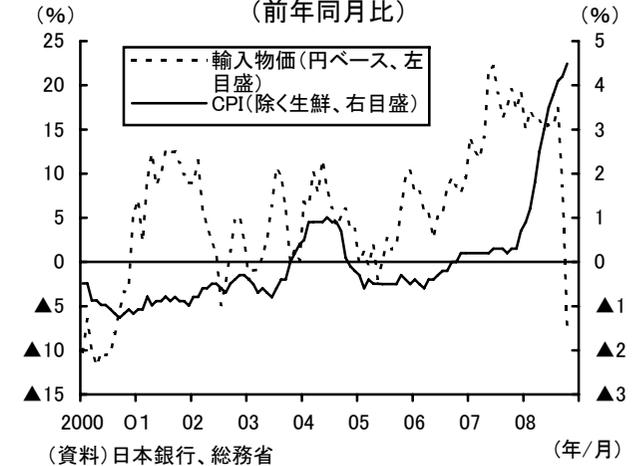
この結果、資源価格下落に伴う所得流入は、当面、企業収益の拡大として顕在化するものの、2009年入り後は家計への還元が拡大。2009年度下期には大半が販売価格の引き下げとして使われる見込み。

最近の値下げの動き

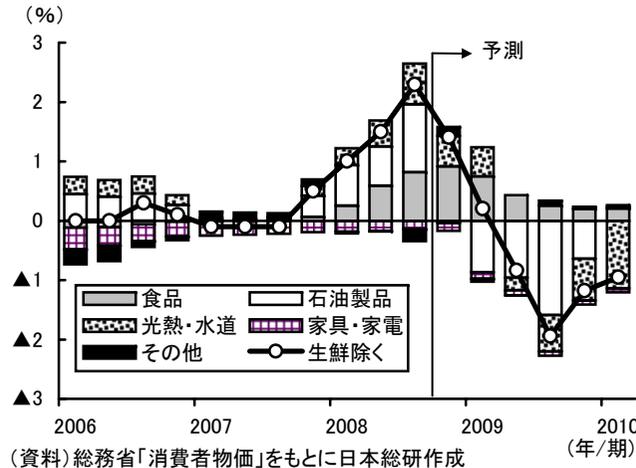
社名	内容
西友	地域最安値を保証。他社チラシ持参で値引き
イトーヨーカ堂	衣料・生活用品の最大30%を返金(※)
ユニー	食品100品目を15~40%値下げ(※)
イオン	冬物衣料品を最大50%割引引き
伊藤園	缶コーヒーを120円から100円へ値下げ(※)
ヤマダ電機	ポイント割引率を最大29%に引き上げ
高島屋	輸入衣料品を最大20%値下げ
ルイ・ヴィトン	バックなど平均7%値下げ
カルティエ	宝飾品を10%値下げ
ジャルパック	欧州パックスツアーを10~20%値下げ
ニトリ	家具や寝装品を平均21%値下げ
白洋舎	クリーニング代を10%値下げ(※)
あきんどスシロー	回転ずしを一皿105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

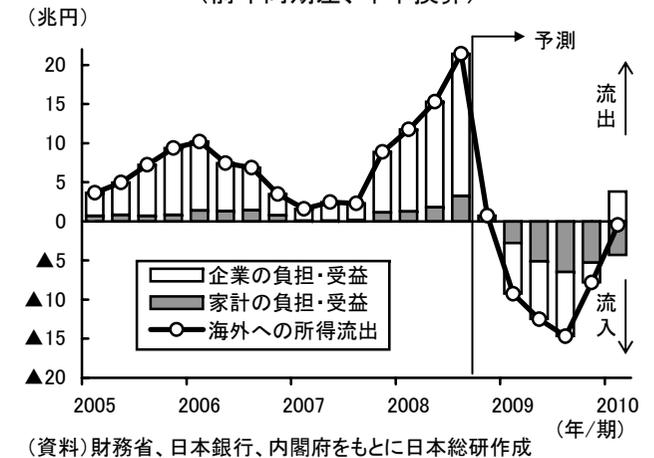
食料品の輸入物価とCPI  
(前年同月比)



消費者物価の予測(前年同期比)



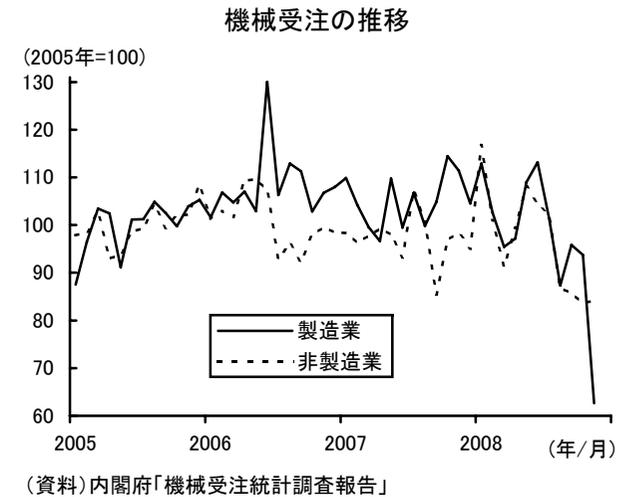
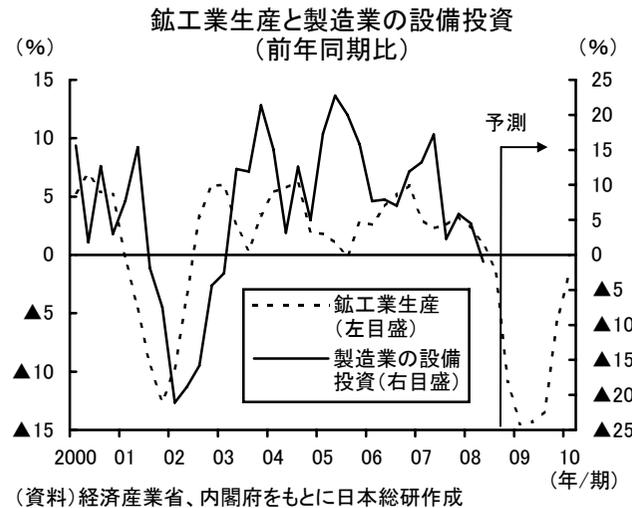
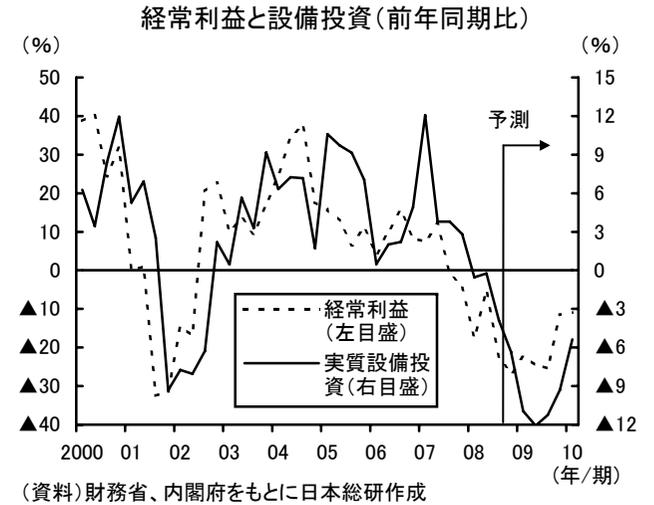
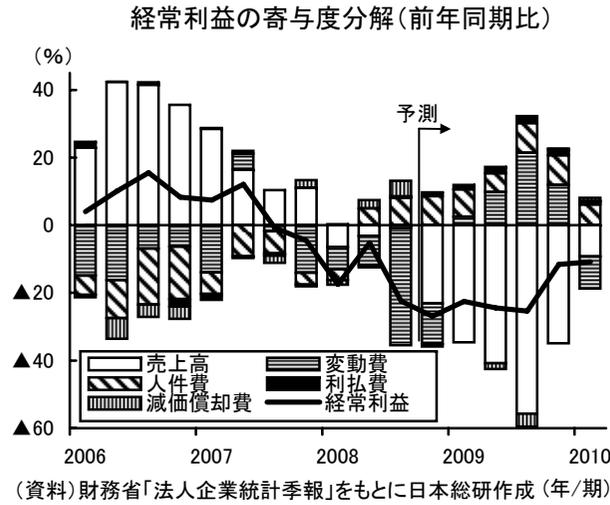
所得流出入に対する企業と家計の分担  
(前年同期差、年率換算)



# 収益悪化は二桁減が持続、設備投資は大幅減

企業収益は二桁減少が持続。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。収益に半年程度のラグがあるため、当面は、資源価格高騰のマイナス影響が残存。加えて、設備稼働率の低下、企業マインドの悪化により、設備投資姿勢がさら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、製造業で大幅に減少。



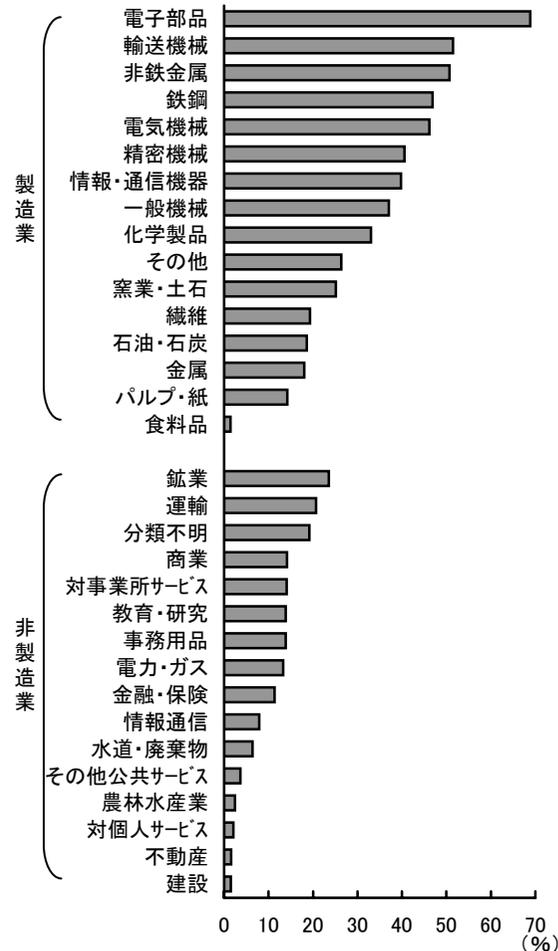
# 加工業種で業績悪化、非製造業はマイナス影響小

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。

産業別の輸出依存度



(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)

産業	利益率に与える影響			
		輸出減少	円高	原油下落
食料品	3.2	▲ 0.3	2.4	1.1
繊維	12.9	▲ 1.7	13.0	1.6
紙・パルプ	▲ 0.3	▲ 3.2	0.6	2.3
化学	▲ 1.7	▲ 7.9	0.2	6.1
石油・石炭	21.9	▲ 1.6	2.0	21.6
窯業・土石	▲ 5.1	▲ 7.2	0.0	2.1
鉄鋼	▲ 5.4	▲ 6.2	▲ 1.0	1.8
非鉄金属	▲ 1.1	▲ 7.1	3.7	2.3
金属製品	▲ 2.8	▲ 4.3	0.3	1.1
一般機械	▲ 9.0	▲ 7.5	▲ 2.3	0.9
電気機械	▲ 8.7	▲ 7.4	▲ 2.5	1.2
情報通信機械	▲ 5.6	▲ 7.4	0.9	0.9
電子部品・デバイス	▲ 12.9	▲ 12.9	▲ 1.1	1.1
輸送機械	▲ 8.4	▲ 6.4	▲ 3.1	1.0
精密機械	▲ 0.4	▲ 3.2	1.9	0.8
その他製造業	1.3	▲ 6.8	6.6	1.4
農林水産業	3.6	▲ 0.8	2.9	1.5
建設	0.8	▲ 0.4	0.0	1.3
電力・ガス	4.5	▲ 3.7	▲ 0.0	8.2
水道	▲ 1.3	▲ 2.5	▲ 0.0	1.3
卸・小売	▲ 6.1	▲ 6.0	▲ 0.8	0.7
金融・保険	▲ 4.1	▲ 4.5	0.1	0.3
運輸	▲ 3.9	▲ 6.1	▲ 0.5	2.7
通信	▲ 2.4	▲ 2.9	0.0	0.5
サービス	▲ 2.1	▲ 3.2	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11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。

# 所得は減少するものの、物価下落が個人消費を下支え

家計部門では、三つのマイナス影響。

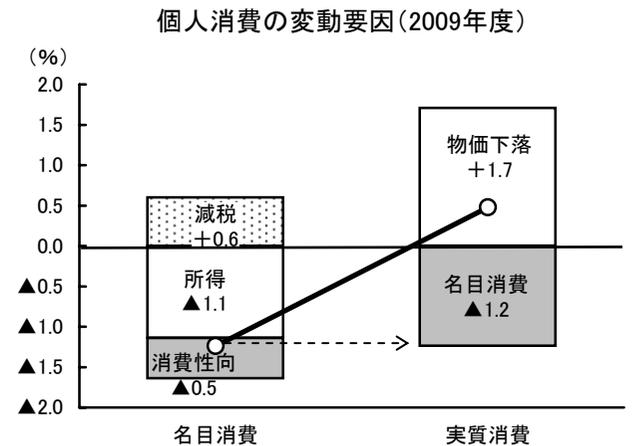
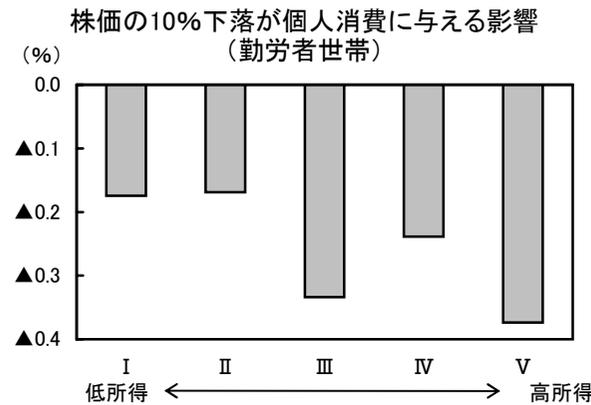
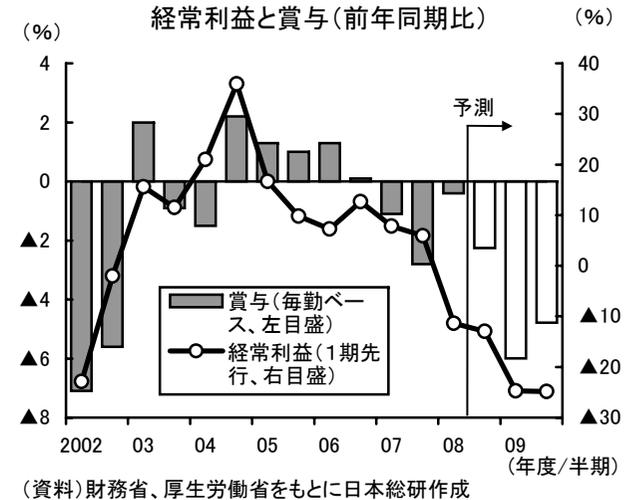
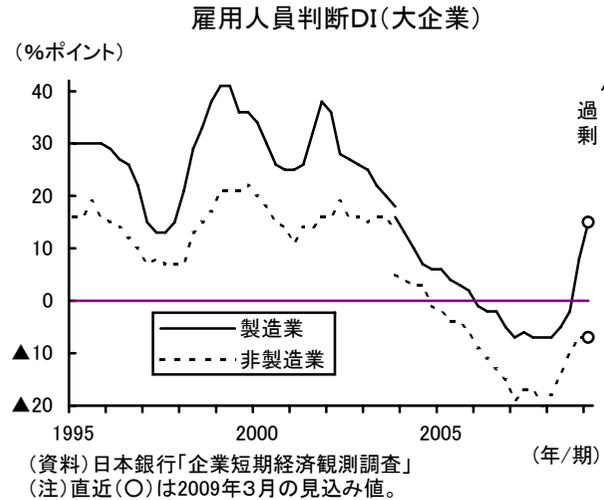
- ①雇用環境の悪化
- ②賃金下落。とりわけボーナス
- ③株価下落による逆資産効果

一方、プラス要因も存在。

- ① 2兆円の定額給付金
- ②物価下落による購買力向上

これらを総合して、2009年度の個人消費を展望すると、まず所得面では、景気後退による所得減少を定額給付金の一部埋め合わせるため、可処分所得は小幅減少。一方、支出面では、消費マインドの悪化、逆資産効果により、消費性向は低下。これらの結果、名目個人消費は6年ぶりの減少に。

もともと、物価下落により個人消費デフレーターが大幅に下落するため、家計の購買力が改善。この結果、2009年度の実質消費は小幅ながらプラスとなり、景気の下支え役に。



## 2008年度▲2.2%成長、09年度▲2.9%成長

・わが国経済は、欧米景気の悪化などを背景に、景気後退局面が長期化。とりわけ、2008年度下期は2四半期連続で二桁前後のマイナス成長と、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する見通し。年度ベースでも、2008年度、2009年度ともに▲2%を越すマイナス成長。

・景気後退の主因は企業部門の悪化。まず、景気牽引役であった輸出は、金融不安による欧米景気の低迷長期化、新興国・資源国向けの牽引力低下に加え、円高の影響も徐々に顕在化してくるため、減少に歯止めがかからない見通し。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、設備投資も減少傾向が明確化。在庫調整も成長率を押し下げ。

・家計部門では、所得環境の低迷、株価下落による逆資産効果などにより、低空飛行が持続。もっとも、消費者物価の下落による購買力向上を背景に、個人消費は小幅ながらプラスに。

・一方、夏場以降の資源価格の下落により、海外への所得流出には一応の歯止め。輸入デフレーターの下落を主因に、2009年入り後、GDPデフレーターの前年比伸び率はプラスに転じる見通し。

・コアCPI前年比は、原油価格の急落、低価格競争の広がりにより、騰勢が急速にペースダウン。2009年度入り後には、マイナス幅が急拡大。

### わが国経済・物価見通し

	2008年				2009年				(四半期は前期比年率、%)		
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	2007年度	2008年度	2009年度
	(実績)				(予測)				(予測)		
実質GDP	2.4	▲3.7	▲1.8	▲9.1	▲7.2	▲1.4	0.1	0.4	1.9	▲2.2	▲2.9
個人消費	3.6	▲2.6	1.2	▲0.9	▲0.5	0.9	1.1	1.0	0.9	0.1	0.5
住宅投資	19.9	▲10.1	16.5	7.2	▲22.5	▲6.3	▲2.5	▲1.8	▲13.0	▲4.6	▲5.2
設備投資	1.4	▲8.3	▲7.8	▲10.4	▲17.5	▲12.2	▲3.8	▲2.9	2.3	▲5.5	▲9.4
在庫投資 (寄与度)	(▲1.0)	(0.1)	(▲0.6)	(0.2)	(▲0.3)	(▲0.1)	(▲0.3)	(0.1)	(0.1)	(▲0.2)	(▲0.1)
政府消費	▲1.5	▲3.5	▲1.3	0.8	0.5	0.2	0.4	0.3	2.2	▲0.4	0.3
公共投資	▲19.6	▲4.7	1.6	0.7	▲1.2	0.3	0.9	1.1	▲5.8	▲4.8	0.4
純輸出 (寄与度)	(1.8)	(▲0.4)	(▲0.5)	(▲7.8)	(▲3.2)	(0.3)	(0.2)	(0.0)	(1.2)	(▲0.8)	(▲1.5)
輸出	14.5	▲10.1	3.4	▲41.1	▲28.9	▲7.6	▲3.4	▲2.5	9.3	▲5.8	▲15.0
輸入	4.1	▲11.5	9.6	▲1.3	▲13.7	▲11.5	▲6.2	▲3.2	1.8	▲1.3	▲7.0
	(前年同期比、%)										
実質GDP	1.4	0.7	▲0.5	▲3.3	▲5.5	▲4.9	▲4.6	▲1.9	1.9	▲2.2	▲2.9
名目GDP	0.0	▲0.8	▲2.1	▲3.3	▲4.2	▲3.3	▲3.2	▲1.2	1.0	▲2.6	▲2.3
消費者物価 (除く生鮮)	1.0	1.5	2.3	1.0	0.2	▲0.9	▲1.9	▲1.3	0.3	1.3	▲1.2
鉱工業生産	2.3	1.0	▲1.3	▲14.7	▲31.5	▲32.6	▲31.8	▲23.0	2.6	▲11.9	▲24.1
完全失業率 (%)	3.9	4.0	4.1	4.0	4.6	4.8	4.9	5.0	3.8	4.2	4.9
経常収支 (兆円)	6.58	3.84	4.02	2.42	4.86	3.19	5.04	4.23	24.54	15.31	17.99
対名目GDP比 (%)	5.2	3.0	3.2	1.8	4.0	2.6	4.2	3.3	4.8	3.0	3.7
円ドル相場 (円/ドル)	105	105	108	96	88	90	89	87	114	99	88
原油輸入価格 (ドル/バレル)	95	109	129	79	44	47	49	52	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▲2.3%、ユーロ圏は2009年▲3.1%、中国は2009年+8.9%。

# 日銀は追加緩和策の効果を見極める姿勢を当面維持。 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る姿勢を当面維持。

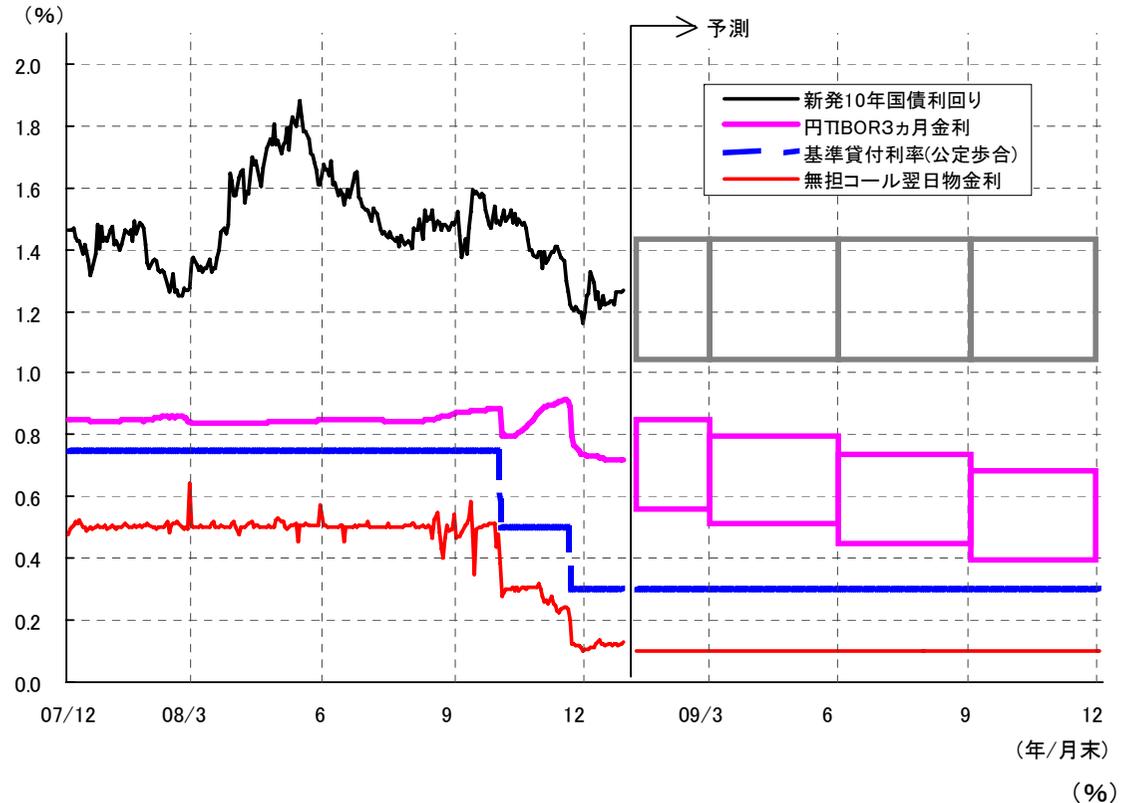
内外経済・金融情勢の一段の悪化が見込まれるなか、先行きも、①CPやその他民間債務の買い入れ拡大、②長期国債の買い入れ増額、などによって金融円滑化を目指す見込み。

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政策の継続が見込まれるもとで、日銀は円高を一段と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型金融緩和、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よる国債需給の悪化や米国の大型景気刺激策など、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			
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
無担コールO/N誘導目標	0.50	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
基準貸付利率(公定歩合)	0.75	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
TIBOR3カ月物金利	0.85	0.85	0.70	0.65	0.60	0.55
円スワップ5年物金利	1.34	1.14	0.95	0.95	0.95	0.95
新発10年国債利回り	1.51	1.43	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

(株)日本総合研究所 日本経済展望 2009年2月

# 長期金利：当面、上下両方向の圧力が並存

日銀は1月21・22日の政策決定会合で、昨年10月に公表した「展望レポート」の中間評価を実施し、2008年度、2009年度の成長率見通しを大幅下方修正。

内外景気後退の深刻化、それに伴う主要国の大幅金融緩和の長期化などが見込まれるなか、長期金利には低下圧力が高まりやすい状況。加えて、①政策金利が0%に近づくなかで、企業の資金調達環境改善のためには「長めの金利」を下げていく必要が指摘されていること、②資源価格の下落や需給バランスの悪化を背景に、デフレ懸念が台頭していること、なども金利下押し圧力として作用。

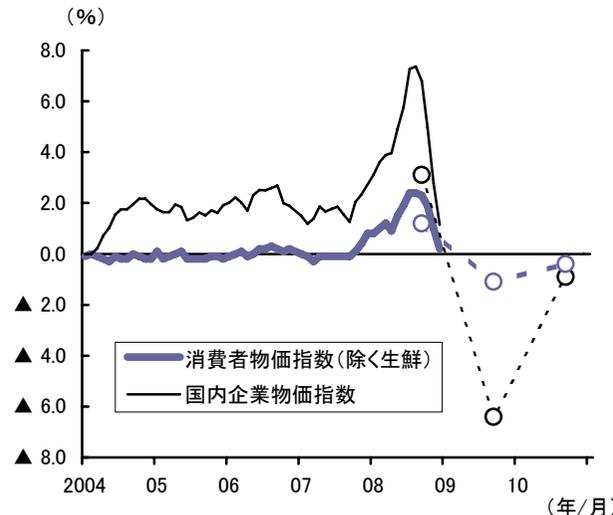
一方、景気対策などの財源確保のため、2009年度の新規国債発行額が当初予算ベースで5年ぶりに増額されるなど、財政支出拡大に伴う国債需給の悪化懸念も存在。米国においても、オバマ新政権による大規模な景気対策の実施を背景に、財政プレミアムを意識した金利上昇圧力の高まりが予想され、わが国長期金利の押し上げ要因に。

日銀政策委員の経済・物価の大勢見通し

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮)	国内企業物価指数
2008年度	-2.0~-1.7	+1.1~+1.2	+3.0~+3.2
前回見通し	+0.1~+0.2	+1.5~+1.6	+4.3~+4.8
2009年度	-2.5~-1.9	-1.2~-0.9	-7.0~-6.0
前回見通し	+0.3~+0.7	-0.2~+0.2	-1.4~-0.4
2010年度	+1.3~+1.8	-0.6~0.0	-1.5~-0.8
前回見通し	+1.5~+1.9	+0.1~+0.5	-0.3~+0.5

(資料)日本銀行「当面の金融政策運営について」  
(2009年1月22日)

物価の推移(前年同月比)



(資料)総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」  
(注)破線は、日銀政策委員見通し(2009年1月時点)の中央値(2008~2010年度の前年度比)。

最近の日銀高官発言

## 【白川日銀総裁：1月19日の定例会見】

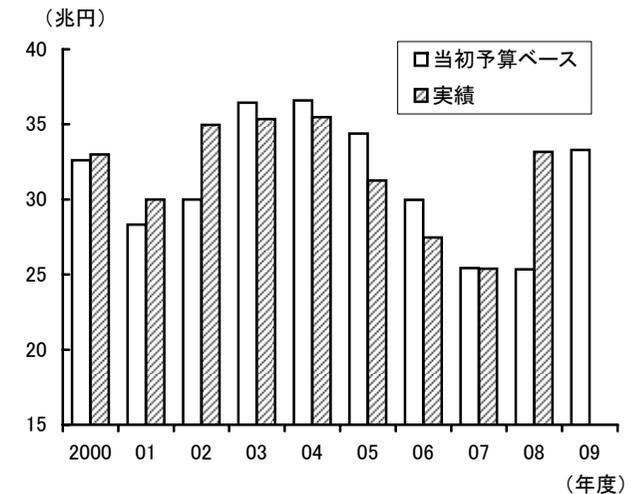
・ここまでオーバーナイトの金利が下がってくると、金融政策という観点から意味のある論点というのは、実質的には、企業が実際に資金調達する少し長めの資金の金利をどのようにして下げていくのかとか、量に関する安心感をどのように確保するのか、ということに移っている。

## 【西村副総裁：1月29日の会見】

・(ゼロ金利制約に直面した場合には、)「企業が実際に資金調達をしている長めの金利のところに影響をあたえていく」というやり方が望ましい。  
・長めの金利に働きかけるオペレーションのあり方に関しては、現在は、コンティンジェンシー(不測の事態)に備えて検討するというような段階にある。

(資料)日本銀行公表資料等をもとに日本総研作成

新規国債発行額の推移



(資料)財務省  
(注)2008年度の実績は2次補正後見込み。

(株)日本総合研究所 日本経済展望 2009年2月