



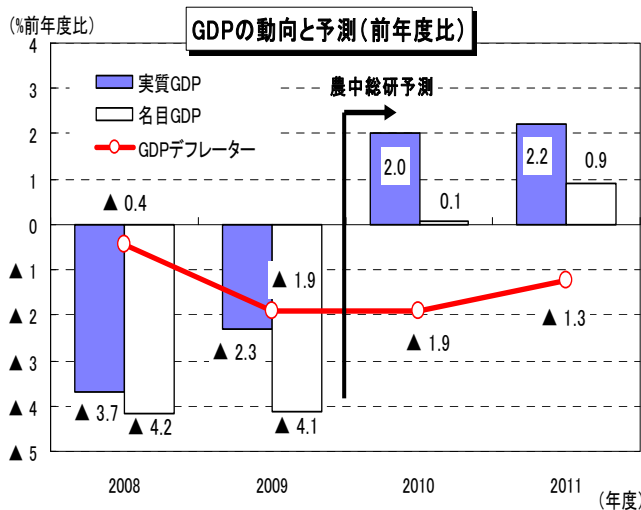
# 2009～11年度改訂経済見通し

## 景気持ち直しは継続するが、デフレ状態は解消せず

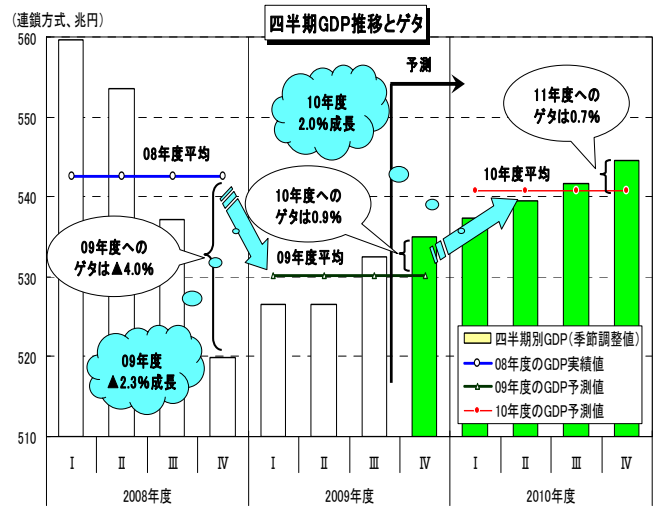
～2009年度:▲2.3%、10年度:2.0%、11年度:2.2%～

2009年春以降、わが国の景気は中国などアジア新興国向けの輸出増やエコカー減税・購入補助金、家電エコポイント制などの消費刺激策により、持ち直し基調を続けている。しかし、世界同時不況によって落ち込んだ需要水準は回復できておらず、マクロ的な需給バランスは大幅に崩れたままである。そのため、企業設備投資や雇用関連の指標改善は遅れているほか、それに伴う物価下落圧力が強まるなど、デフレ色の強い状態が続いている。先行きを見通すと、引き続き中国など近隣アジア諸国の景気回復に牽引される格好で輸出増の継続が見込まれるほか、10年度後半には欧米先進国の回復力も高まると思われる。また、「子ども手当」の支給開始など各種の政策効果も期待されることから、わが国経済は二番底に陥ることなく、景気回復基調を継続させていくと予想される。ただし、物価面では需給バランスが大きく崩れた状態が残ることから、11年度まで物価下落状態が続くだろう。

日本銀行は09年11月には現状の物価情勢をデフレと認定、政府と一体となってデフレ脱却を実現する姿勢を明確にし、12月に固定金利型の新型オペを導入した。ただし、デフレの早期脱却のために、今後もう一段の緩和策が求められる可能性がある。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」から農中総研作成・予測



(資料)内閣府「GDP速報」より作成 (注)2009年10～12月期までは実績、それ以降は当総研予測

### <目次>

総論

P. 1～16

付表

P. 17～18

お問い合わせ先：(株)農林中金総合研究所 調査第二部

経済見通しの内容について：03-3233-7757、その他（配送など）：03-3233-7760

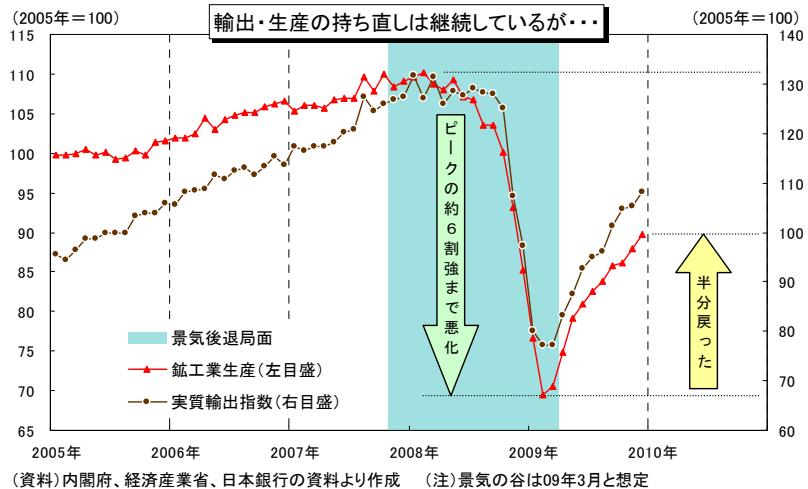


## 1. 景気の現状:

### (1) 日本経済の現状 ～ 緩やかな景気回復が継続

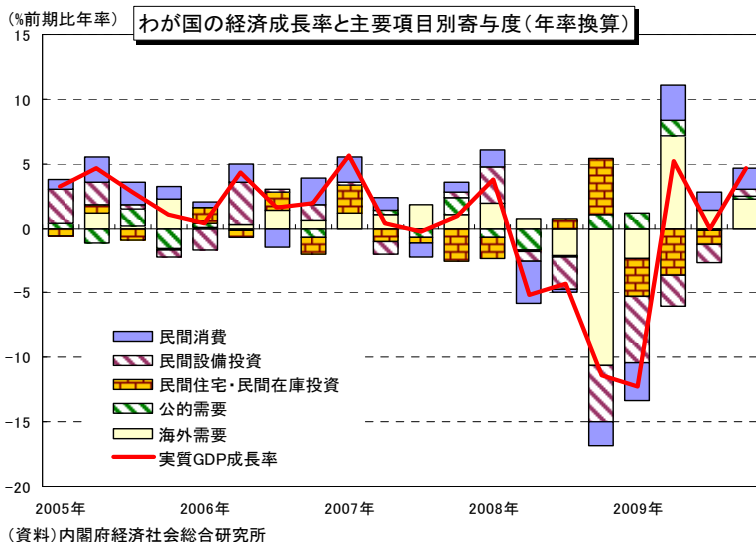
2009 年春に底入れした国内景気は、その後も輸出や民間消費が底堅く推移していることにより、順調な推移を続けている。輸出（日本銀行：実質輸出指数）、生産（鉱工業生産指数）といった経済指標は、リーマン・ショック（08 年 9 月）を契機に勃発したグローバルな金融危機や世界同時不況によって落ち込んだ分の約半分近くを既に「取り戻した」。落ち込み方も激しかったが、そこからの立ち直り方も予想以上に早かったといえる。

しかしながら、その直前の景気の落ち込み幅が大きかったこともあり、大幅に崩れた需給バランスがなかなか均衡化しないのも実際のところである。そのため、景気が回復しているにもかかわらず、企業サイドでは設備・雇用の過剰感を強く意識しており、設備投資や雇用関連指標の回復が後ズレしている。さらに、09 年夏場に強まった資源価格要因による物価押下げ圧力はほぼ解消しているにもかかわらず、需給要因に伴う下落圧力はむしろ強まるなど、デフレ経済の深刻さが再認識されている。



### (2) 3 四半期連続のプラス成長となった 09 年 10～12 月期 GDP

こうしたなか、2 月 15 日に公表された 10～12 月期の GDP 第1次速報によれば、実質 GDP 成長率は前期比 1.1%、同年率換算 4.6%と、3 四半期連続のプラス成長となった。この年率 4.6%という数字は、わが国の潜在成長率を大幅に上回っており、とりあえずは堅調な持ち直し継続を達成したと評価できるが、同時に 7～9 月期が前期比横ばいへ下方修正されており、数字を均してみるべきであろう。このように堅調な成長となった要因として、民間消費と輸出が政策効果によって引き続き底堅く推移したことのほか、民間企業設備投資が 7 四半期ぶりにプラスに転じたことも挙げられる。しかし、民間消費については、その裏づけとなる所得（雇用者報酬など）のは弱含むなど、その持続性は疑問視されるほか、輸出もやや減速傾向にあることも懸念される。さらに、公共投資が 2 四半期連続で前期比マイナスとなるなど、すでに政策効果に息切れが発生している点も気になるところだ。



一方、名目 GDP は前期比 0.2% (同年率 0.9%) と、7 四半期ぶりのプラス成長となり、

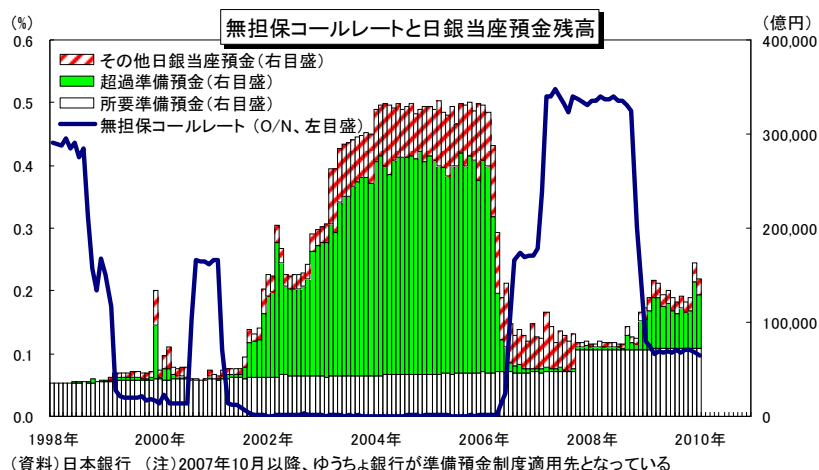
わが国の表面上の経済規模の縮小傾向に一旦歯止めがかかったことが示された。しかし、一国のホームメイドインフレを表す GDP デフレーターは、需給バランスが依然として大きく崩れていることを反映し、前年比 ▲3.0%と統計開始以来の最大の下落を更新した(3 四半期連続のマイナス)。輸入原材料価格の大幅下落状態(前年比ベース)は解消されつつあるが、民間消費、民間設備投資など主要なデフレーターは大幅下落を続けるなど、付加価値生産セクターにおける価格転嫁が進まなかったことが背景にある(国内需要デフレーターは同 ▲2.9%、うち民間需要デフレーターは同 ▲3.1%)。ちなみに、季節調整後の前期比では ▲0.9%と 4 四半期連続のマイナスである。また、注目の単位労働コストは前年比 ▲4.2%と 8 四半期ぶり、かつ大幅なマイナスとなった。企業は雇用コストの圧縮に本腰を入れている様子が見て取れるが、これまでの需要の落ち込み幅に比べれば雇用コストの削減度合いは不十分であることから、人件費圧縮傾向は当面の間続くだろう。

### (3) デフレを容認しない姿勢を打ち出した日本銀行

08 年秋以降の大幅な景気悪化や金融システムの不安定化を受けて、日本銀行は政策金利(無担保コールレート翌日物)を 0.1%まで引き下げ、国債買入れ額を月 1 兆 8,000 億円へ増額したほか、企業金融の円滑化支援策として CP や社債の買入れオペや企業金融支援特別オペなどを実施してきた。その後、09 年度に入り、景気が底入れし金融システム不安が解消してきたことなどにより、CP・社債市場の機能回復が図られ、大企業の資金繰りが大幅に改善した。そのため、日銀は企業金融円滑化支援の役割を終了したと判断、10 月 30 日の金融政策決定会合において順次完了していくことを決定した(CP・社債買入れは 09 年 12 月末で完了、企業金融支援特別オペは 10 年 3 月末まで実施期限を延長した上で完了)。

しかし、こうしたなかでも、需給要因による物価下落圧力は解消されるどころか、逆に強まる傾向を見せた。09 年 11 月の月例経済報告では、物価の現状について「緩やかなデフレ状況にある」との認識を明記し、デフレ宣言を行った。一方、白川日銀総裁は「上振れ・下振れリスクはバランスする方向にある」、「物価下落が起点となって景気を下押しする可能性は小さい」、「98～04 年度も緩やかな物価下落が続いたが、景気は 02～07 年度にかけ回復を続けた」と述べるなど、進行するデフレに対して楽観的な姿勢をとり続けてきた。しかし、ドバイ・ショックにより円高が加速したことで、日銀への政策対応の要請が強まり、11 月 30 日に白川日銀総裁がデフレ認定を行うとともに、デフレ克服に取り組む姿勢を表明した。さらに翌 12 月 1 日には臨時の金融政策決定会合を開催し、「新しい資金供給手段の導入によって、やや長めの金利のさらなる低下を促すことを通じ、金融緩和の一段の強化を図る」ことが決定された。この新型オペは「金利:固定(0.1%)、期間:3 ヶ月、担保:全ての日銀適格担保、供給額:10 兆円程度」というスキームであるが、この導入によりターム物金利が低下し、イールドカーブ全体が押下げられる効果が期待されている。

このように、政府と協調してデフレ克服を目指す姿勢を打ち出したことを踏まえれば、状況次第ではさらなる緩和措置が採られる可能性もあるということであろう。逆に、物価下落が完全に止まるまでは利上げは不可能となったといえるだろう。

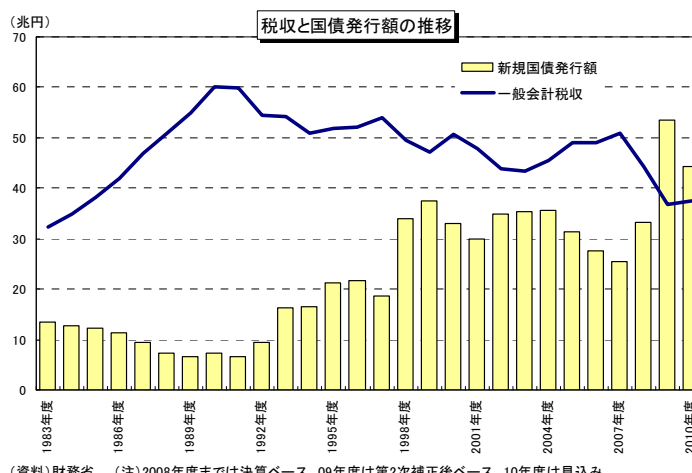




## 2. 予測の前提条件:

### (1) 経済・財政政策

鳩山内閣が編成した 2010 年度予算は、「コンクリートから人へ」をキャッチフレーズに、公共事業関係費を前年度当初比 ▲18.3% の大幅削減をした反面、これまで極力抑制されてきた社会保障関係費を同 9.8% とし、さらに子ども手当（中学生以下 1 人当たり月額 1.3 万円支給（11 年度以降は 2.6 万円へ）、総給付費は約 2.3 兆円、うち国負担は約 1.7 兆円）、農業の個別所得補償（約 0.6 兆円）、高校実質無償化（約 0.4 兆円）など、総額 3.1 兆円の「マニフェスト予算」を取り込んだことから、総額 92.3 兆円という過去最高の規模にまで膨らんだ。しかし、景気低迷の下、税収は 37.4 兆円しか見込めず、特別会計の積立金・剰余金などから 10.6 兆円の税外収入を繰り入れ、さらに行政刷新会議による事業仕分けによって約 2 兆円の財源確保をしたものの、新規国債発行額は 44.3 兆円と当初予算としては過去最高にまで膨らんだ。



政府は、この 10 年度予算を 09 年度内に成立させ、財政支出規模 7.2 兆円の追加経済対策を盛り込んだ 09 年度第 2 次補正予算と一体的に執行することで、わが国経済が二番底に陥るのを回避させ、持続的な安定成長経路に回帰させる心積もりである。ただし、夏の参院選を前に、景気が減速するようなことになれば、経済対策を求める声に呼応して、補正予算編成を行う可能性もあり、国債発行額はさらに膨らむ可能性がある点には十分注意したい。

一方、すべての先進国について当てはまることであるが、08 年秋に勃発した世界同時不況に対して、大規模な財政出動を行っている（同時に、税収の大幅減に直面）こともあり、財政バランスが大きく悪化している。しかし、民間需要の自律的な動きがまだ見られぬ中、財政面からの景気下支えは不可欠であり、出口戦略に踏み切るのはまだ難しいといわざるを得ない。しかし、長期金利の無用な跳ね上がりを抑えるためにも、中期的な財政健全化に向けた道筋を示すことは重要である。鳩山内閣で新設された国家戦略室では、10 年前半にも複数年度を視野に入れた中期財政フレームを作るとともに、中長期的な財政規律のあり方を含む「財政運営戦略」を策定する方針である。一方、菅財務相（兼副総理）は、消費税率引上げを含む抜本的な税制改革について、10 年度予算成立直後の 3 月にも始めたいとの意向を示した。もちろん、鳩山内閣は次期総選挙までの 4 年間、消費税率の引上げを行わないとの公約を掲げているため、この間の消費税増税はないと想定するが、今後の財政再建に向けては、①成長率底上げ、②デフレ脱却、③税制改革（増税）、の 3 方向からの同時アプローチになるものと思われる。

### (2) 世界経済の見通し

国際協調の枠組みのなかで各国の財政出動と低金利による景気刺激策が講じられた結果、主要先進国の景気が底入れするとともに、中国やインドなどの途上国の成長は順調



な軌道をたどっている。

こうしたなかで、直近で世界の経済金融の懸念要因となったのは、①ギリシャなど南欧諸国の政府債務不安とそれによる共通通貨「ユーロ」の不安定化への思惑、②中国の金融緩和政策の修整をはじめとする「出口戦略」の動き、③米国においてボルカー経済再生諮問会議議長（元 FRB 議長）によって提起された米国の金融機関規制案である。

以下では、米国、欧州、中国の景気分析と国際商品市況の予測を行う。

## ①米国経済

米国の 09 年 10～12 月期の実質国内総生産（GDP）成長率は、前四半期（前期比年率：2.2%）に続き、前期比年率 5.7%と 2 四半期連続のプラス成長となった。また、民間需要も同 6.3%という高い伸びとなった。内容的には、個人消費が同 2.0%という緩やかな伸びにとどまったものの、在庫投資が積み戻され大きな寄与を示すとともに、住宅投資が 2 四半期連続の増加となり、設備投資も 1 年半ぶりに増加に転じたことが貢献した。

個人消費の重要なバックボーンとなる雇用の悪化は底入れしたと思われる。非農業部門雇用者は 09 年 11 月には 23 ヶ月ぶりに前月比 6.4 万人の増加となった。その後、12 月（前月比 ▲15.0 万人）と 10 年 1 月（同 ▲2.0 万人）は減少となったが、雇用削減者数は減少傾向にあり、失業率も 9%台へ低下した。雇用回復の道筋は明確ではなく「雇用増加なき景気回復」の長期化リスクについては楽観できないが、政府の景気刺激策が雇用改善を後押し、求人数が増えてくれば、10 年年央には力強さには欠けるものの、雇用者の増加基調が現れてこよう。このため、10 年前半の個人消費の回復は緩やかなものにとどまるが、米国の景気持ち直し継続とともに、家計の所得増加に伴い消費回復の足取りも徐々に高まるとと思われる。

住宅投資は緩やかながら持ち直し傾向を続けると見込むが、今後も極めて回復の足取りは弱いだろう。値ごろ感からの住宅（中古）取得は期待されるところもあるが、住宅市場の下支えのためには住宅取得減税の再継続も課題となろう。

### 2009-11年 米国経済見通し（10年2月15日改訂）

	単位	2008年	2009年			2010年			2011年
		通期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	通期
		実績	予想	(1～6月) 実績	(7～12月) 予想	予想	(1～6月) 予想	(7～12月) 予想	予想
実質GDP	%	0.4	▲ 2.4	▲ 4.8	2.3	2.8	3.1	2.9	3.0
	%	▲ 0.2	▲ 0.6	▲ 0.7	1.7	1.6	1.4	2.0	2.2
	%	1.6	▲ 17.9	▲ 28.0	▲ 4.7	2.8	5.4	5.8	6.0
	%	▲ 22.9	▲ 20.4	▲ 31.1	3.4	2.9	2.6	3.0	1.2
	寄与度	▲ 0.3	▲ 0.6	▲ 1.6	0.8	0.9	1.2	0.5	0.3
	寄与度	1.2	1.1	1.8	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0
	%	5.4	▲ 9.9	▲ 21.6	12.0	9.8	9.6	7.9	6.5
	%	▲ 3.2	▲ 14.2	▲ 26.8	8.5	8.2	8.7	6.9	5.5
	%	3.1	1.9	0.6	2.9	2.4	2.2	2.1	2.4
参考	%	2.4	1.5	1.7	1.3	1.5	1.4	1.7	1.9
	%	2.1	1.2	1.8	0.6	1.2	1.1	1.3	1.7
	%	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0.50	0～0.25	0.50	1.50
	%	3.64	3.24	3.00	3.48	3.84	3.73	3.95	4.40
	%	5.83	9.28	8.75	9.80	9.25	9.50	9.00	7.88

実績値は米国商務省“National Income and Product Accounts”、予測値は当総研による。

（注）1. 予測策定時点は2010年2月15日。09年10～12月期については速報値。

2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率（半期の増減率を年率換算したもの）

3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度、デフレーターは前年同期比

4. PCEデフレーターは期中平均前年比

民間企業設備投資は、09年10～12月期に前期比年率2.9%の小幅増となった。先行きも増加が継続するかについて不透明感はあるが、企業の利益が増加に転じるとともに、景況感は受注面などでも改善しており前向きの投資姿勢が出ている。生産能力などの面でストック調整も進捗して先行指標である資本財受注も反転した。また、IT(情報)関連投資も復元に向かいつつある。したがって、設備投資は10年年明け以降も業績回復と資金調達懸念の後退に伴い、復調が続くと予測する。

外需(純輸出＝輸出等－輸入等)については、世界経済の回復により輸出等が堅調に推移し引き続き景気回復の下支え要因の一つとなる構図は続く。ただし、不況に伴う国内需要の減退により減少幅の大きかった輸入は回復持ち直しに伴い増加すると考える。このため10年にかけて外需の成長寄与度は縮小すると予測する。

在庫投資は、09年10～12月期が大きくプラス(寄与度:3.3%pt)に寄与した。景気の持ち直しで企業売上が反転するなかで、在庫水準を復元させる動きが今後も続くと思える。

以上、米国経済の持ち直し傾向は10年に入っても継続することが見込まれる。雇用悪化が止まり10年半ばには改善基調が現れることから、個人消費の足取りも確かなものになると見込まれること、業績と心理の両面での好転により企業が設備投資の拡大に動き出すこと、住宅投資は低位ながら緩やかに底打ちしたと見られること、および輸出等の堅調さが続くことなどから、GDPは10年上半期が前半期年率3.1%、下半期も同2.9%のプラス成長が続くと予測する。なお、四半期別では10年1～3月期が前期比年率2.0%、4～6月期は同2.6%、7～9月期は同3.0%、10～12月期が同2.9%とプラス成長の継続を予測する。この結果、10年通年の成長は前年比2.8%となる。

なお、11年は金利上昇によるマイナス効果やストック積み上がりによる景気の中だるみが懸念されるが、世界経済の回復傾向が続くなかで、雇用改善も進行することから景気の腰砕けリスクは小さいと考える。米国経済はプラス成長を継続し、GDPは前年比3.0%と予測する。

インフレに関しては、米国経済のマクロ需給ギャップ(現状:6%程度)の存在、賃金上昇圧力の弱さ、および米国ドルの安定などが、低位安定の要因となっている。FRBが重要な判断指標としている個人消費(PCE)の食料品とエネルギーを除いたコア・デフレーターは先行き1年程度の間、1.5%前後で推移すると予測する。なお、GDPデフレーター上昇率は原油や穀物などの商品価格上昇が限定的ならば、コアPCEデフレーターよりも低位な水準にとどまろう。

個人住宅や商業用不動産の貸出延滞率の上昇が止まっていないなど、米国の金融不安の火種は残る。借入環境を整え資金の流れを円滑化し、民間の経済循環が前向きに回転するようにするため、金融緩和の継続の必要性は当面大きい。非伝統的(量的)緩和政策として実施してきた流動性資金供給を連邦準備制度理事会(FRB)は着実に削減していくと考えるが、その削減の進捗度合いは慎重に判断されていくこととなる。

ボルカー経済再生諮問会議議長の金融規制案はオバマ大統領の賛意のもとで公表された。中央銀行などの当局者や学者からは概ね支持の声が強いが、直後からトーンダウンしている傾向も見受けられる。昨年来審議されてきた金融改革法案自体も審議が難航している状態であり、実際に規制案がどのような形で法案化されるかなど不透明だ。規制見直しの必要性は理解されるものの、短期的には金融市場への悪影響は免れない。

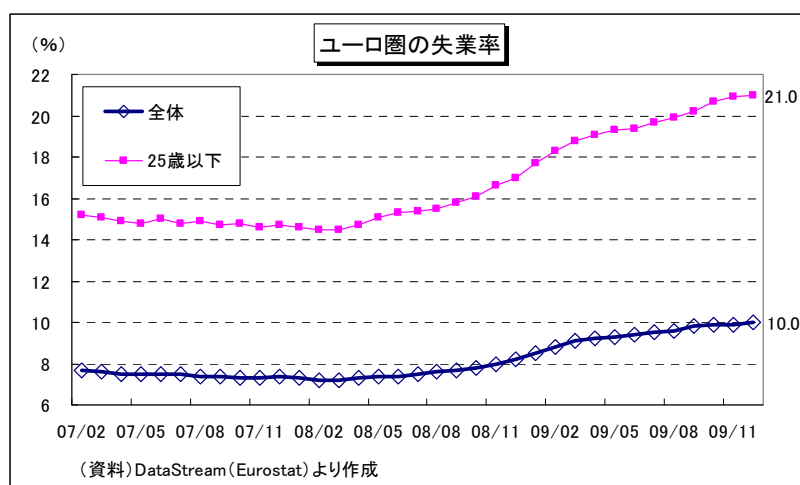
政策金利であるフェデラル・ファンド・レート(FFレート)の誘導目標は08年12月16日に0～0.25%へ引き下げられ、現在は0.1%前半で推移している。10年後半までは少なくとも現在の政策金利が維持されると予測するが、景気実体(回復ペースの遅さ)や貸出の延滞の状況、および低いインフレなどの経済金融情勢を斟酌し、FRBは一定期間(for extended period)にわたり現行の政策金利を維持する姿勢を打ち出しており、現在の異例

に低い政策金利の修正に動き出す時期は後ずれする可能性も小さくない。

## ②欧州経済

ユーロ圏(16カ国)の09年10～12月期の実質GDP成長率速報値は、前期比0.1%の増加(年率換算0.4%)となり、2四半期連続のプラス成長となったものの、成長率は7～9月期(同0.4%)よりも鈍化した。主要国の内訳は、ドイツが前期比0.0%、フランスが同0.6%、イタリアが同▲0.2%、スペインが同▲0.1%などであった。フランスの成長率が7～9月期(0.2%)より上昇した一方で、イタリアは7～9月期のプラス成長(0.2%)から再びマイナス成長に陥るなど、回復過程は一樣ではなく全体としての力強さに欠ける。一方、ユーロ圏以外ではイギリスが同0.1%で、7四半期ぶりにかろうじてプラス成長となった。

欧州では、金融危機と景気後退への対応から各国の財政負担が高まったことが、欧州の結束と安定的な成長を乱しかねないリスク要因として認識され、特に10年に入ってから



は国際金融市場にも大きな影響を与えている。特にギリシャは、欧州連合(EU)にも促されて、増税・歳出カットの実施を余儀なくされるに至り、これに反発する国民によりゼネストが実施されるなど、社会情勢は混迷の色を深めている。2月11日のEU臨時首脳会議ではギリシャ支援の方針が打ち出されたが、支援計画の詳細策定は持ち越された。ギリシャの財政赤字削減目標達成を危ぶむ見方も強い。

ユーロ圏の経済指標を見ると、まず雇用情勢の悪化は継続している。12月のユーロ圏失業率は10.0%となり、依然として頭打ちの気配は見えない。消費面でも、12月のユーロ圏実質小売売上高が前月比0.0%で、依然として消費の弱さを示している。一方、生産面を見ると、11月のユーロ圏鉱工業生産指数は前月比2.7%で、回復基調が鮮明となってきているが、生産水準は依然として低い。

10年のユーロ圏成長率について、欧州中央銀行(ECB)10年2月月報に掲載された専門家調査(四半期ごと)の10年の予測平均は1.2%であり、前回からは0.2%ptの上方修正となった。また11年の予測平均は1.6%で、前回と同じであった。ここから見えてくるユーロ圏経済の今後の回復過程は、米国や日本と比べて穏やかに進行するというものである。しかし、ギリシャ財政問題というリスクを抱えて、先行き不透明感が高まった状況にある。

物価と金融政策について、1月のユーロ圏消費者物価指数(HICP速報値)は前年同月比1.0%となり、09年5月以降半年続いた物価下落局面からはほぼ完全に脱却した。足下のインフレ率が抑制されていることは、ユーロ圏経済にとって数少ない好材料である。しかし、各国財

欧州中央銀行の専門家調査結果(10年2月公表)

	2010年	2011年	2014年までの長期予測
ユーロ圏インフレ率(HICP)	1.3%	1.5%	1.9%
前回からの見直し幅	プラス0.1P	マイナス0.1P	前回と同じ
ユーロ圏実質GDP成長率	1.2%	1.6%	1.8%
前回からの見直し幅	プラス0.2P	前回と同じ	マイナス0.1P
ユーロ圏失業率	10.5%	10.5%	8.6%
前回からの見直し幅	マイナス0.1P	プラス0.1P	プラス0.1P

【出所】ECB Survey of Professional Forecasts, 前回調査は09年11月公表

政や依然として不透明感が漂う域内金融システムの問題について、ECB はその権能を超える役割を期待されている感も拭えない。出口政策に向けた ECB の舵取りは難しさを増しつつあるようだ。

### ③中国経済

中国の実質経済成長率は09年10～12月期に前年同期比10.7%となり、6四半期ぶりの二桁台の成長となった。また、09年を通じての成長率は8.7%となり、中国政府が掲げる8%成長「保八」の目標を達成し、短期間でのV字型回復を成し遂げた。

09年を通じて財政・金融一体の政策が投資を刺激し続け、09年の固定資産投資は前年比30.1%の大幅増となった。産業別に見ると、製造業への固定資産投資は09年を通じて前年比20%台後半の水準を維持した。一方、不動産業に対する投資は、09年初頭に大きく落ち込んだ後急速に回復しつつある。主要70都市・住宅価格指数は1月には前年同月比9.5%まで8ヵ月連続で上昇、不動産市況の急速な過熱ぶりが、中国経済のリスク要因として再び認識されるに至っている。

不動産市況の加熱を引き起こした緩和的な金融環境の下で、金融機関融資総額の対前年同月比伸び率が09年5月以降30%を超えて推移しており、マネーサプライ(M2)増加率も2割台後半で推移するなど、インフレ刺激的な状況が続いている。もっとも、1月の消費者物価指数は前年同月比1.5%の上昇と比較的落ち着いており、資産バブルが一般消費者物価の高騰を招く事態には至っていない。中国人民銀行(中央銀行)は1月から預金準備率の引上げなどの措置を実施しており、こうした微調整による金融引締めが今後も継続されると見られる。

中国の内需は堅調さを維持している。実質ベースの小売上高は前年同月比16%台で高止まっている。また、自動車販売の急増は続いており、09年12月の乗用車販売は、前月に引き続き前年同期比9割増となった。

内需の回復に続いて、外需も急速に回復し始めている。輸出は12月に前年同月比増加に転じ、11月に増加に転じた輸入を上回る速度で拡大している。内外需両面の回復に牽引されて、12月の中国の鉱工業生産(付加価値・不変価格)は前年同月比18.5%となり、7ヵ月連続の二桁増となった。

以上のような中国経済の好調さは今年も維持され、日本を抜いて世界第二位の経済大国となることが見込まれる。しかし、国際経済における急速なプレゼンスの高まりは、様々な摩擦を引き起こすことにもつながり、ひいては中国など新興国の成長力を牽引車とする世界経済回復シナリオにも影響をきたしかねないため、中国の対外関係には特に注意が必要となろう。

### ④国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

代表的な国際商品指数であるロイター・ジェフリーズ CRB 先物指数(1967年=100)は、年初をピークに緩やかなジリ安傾向を示した。

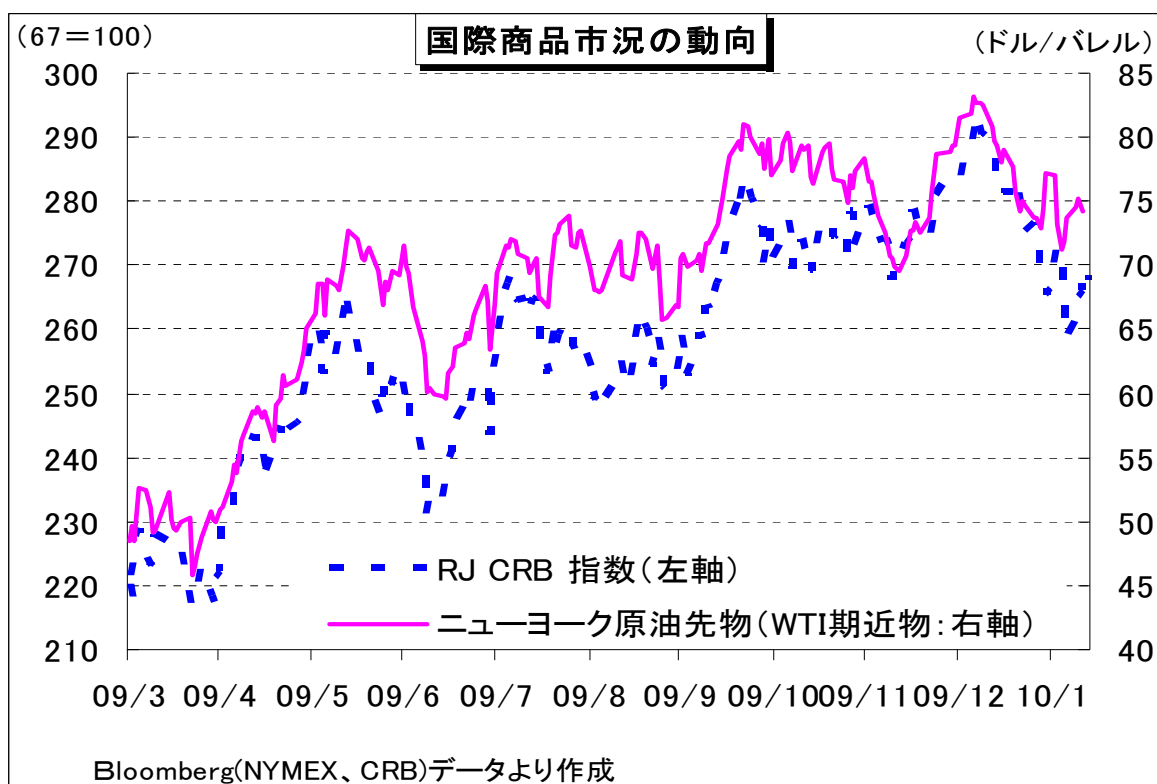
世界経済の持ち直しシナリオは崩れているわけではないものの、南欧諸国の政府債務不安や各国の金融緩和政策の「出口戦略」への警戒感などから投資リスクを抑制する動きが見られるとともに、ユーロ安・米ドル上昇によるドル安ヘッジ買いニーズが後退していることなどが、直近の商品価格の軟調要因としてあげられよう。非鉄など工業品材料や金の価格が比較的堅調なのに対し、原油の反落幅は大きい。

原油市況(WTI先物の期近物・終値、1バレル当たり)は、10年1月上旬には80ドル台に乗ったが、直近は70ドル台前半で推移している。石油需要について、国際エネルギー機関(IEA)は10年の世界原油需要見通しを小幅ながら上方修正する傾向にあり、前年比



1.7%増の 86.3 百万バレルと予測している。先進国の需要は横ばいながら、中国やインドなどの途上国の 4%の堅調な伸びとなることが、需要増加の内容である。しかし、先進国の景気持ち直しには不透明感があることに加え、中国金融当局の景気過熱・バブルの抑止姿勢により金融緩和が調整されていくことにより、中国の成長鈍化への警戒感も出ている。

今後の米国ドル相場の動向にも関係するが、原油市況は年間平均では 85ドルをはさみ上下 10 ドルが中心レンジとなると予想する。なお、供給面では、石油輸出国機構(OPEC)が生産を増やすことが予想されることから需給タイト感が大きくならないと考える。一方、ドルが今後も堅調(上昇)推移するならば、原油相場の安定要因となる。



## 2009～11年度 日本経済見通し

	単位	2008年度 (実績)	2009年度 (予測)	2010年度 (予測)	2011年度 (予測)
名目GDP	%	▲ 4.2	▲ 4.1	0.1	0.9
実質GDP	%	▲ 3.7	▲ 2.3	2.0	2.2
民間需要	%	▲ 3.0	▲ 4.1	1.5	1.9
民間最終消費支出	%	▲ 1.8	0.5	1.4	1.1
民間住宅	%	▲ 3.7	▲ 18.4	▲ 2.2	3.6
民間企業設備	%	▲ 6.8	▲ 16.0	1.1	4.6
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.1	▲ 0.4	0.0	0.1
公的需要	%	▲ 1.3	2.6	▲ 0.2	0.7
政府最終消費支出	%	▲ 0.1	1.8	0.8	1.3
公的固定資本形成	%	▲ 6.6	7.0	▲ 5.1	▲ 2.2
輸出	%	▲ 10.4	▲ 10.7	15.9	10.2
輸入	%	▲ 4.2	▲ 12.0	10.2	8.5
国内需要寄与度	%pt	▲ 2.5	▲ 2.5	0.9	1.5
民間需要寄与度	%pt	▲ 2.3	▲ 3.0	1.0	1.4
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.3	0.6	▲ 0.0	0.2
海外需要寄与度	%pt	▲ 1.2	0.3	1.1	0.7
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.4	▲ 1.9	▲ 1.9	▲ 1.3
国内企業物価 (前年比)	%	3.2	▲ 5.2	▲ 0.6	▲ 0.4
全国消費者物価 ( " )	%	1.2	▲ 1.6	▲ 1.0	▲ 0.7
完全失業率	%	4.1	5.3	5.7	5.3
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 12.8	▲ 10.1	7.1	5.8
経常収支(季節調整値)	兆円	13.0	15.4	16.3	17.1
名目GDP比率	%	2.6	3.3	3.4	3.6
為替レート(前提)	円/ドル	100.5	92.8	92.8	97.5
無担保コールレート(O/N)	%	0.10	0.10	0.10	0.10
10年国債利回り	%	1.46	1.35	1.48	1.60
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	90.5	69.7	86.9	90.0

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。  
無担保コールレートは年度末の水準。  
季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

(四半期)

(→予測)

	単位	2009年				2010年				2011年				2012年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	▲ 3.4	▲ 0.1	▲ 0.5	0.2	0.0	▲ 0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.5	0.4
実質GDP	%	▲ 3.2	1.3	0.0	1.1	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.5	0.7	0.7
(年率換算)	%	▲ 12.3	5.2	0.0	4.6	1.9	1.7	1.5	1.7	2.1	2.4	2.1	2.7	2.7
民間需要	%	▲ 3.7	▲ 1.0	▲ 0.4	0.7	0.6	0.3	0.3	0.3	0.5	0.5	0.4	0.6	0.6
民間最終消費支出	%	▲ 1.3	1.1	0.6	0.7	0.3	0.3	0.3	0.3	0.6	0.1	0.3	0.3	0.4
民間住宅	%	▲ 6.5	▲ 9.4	▲ 7.8	▲ 3.4	0.4	0.5	0.5	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
民間企業設備	%	▲ 8.7	▲ 4.2	▲ 2.5	1.0	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6	1.5	1.5	1.5	1.5
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	▲ 0.1	0.0	0.0
公的需要	%	1.2	1.4	▲ 0.2	0.4	▲ 0.5	▲ 0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
政府最終消費支出	%	0.8	0.3	0.1	0.8	▲ 0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
公的固定資本形成	%	3.6	6.4	▲ 1.6	▲ 1.6	▲ 1.6	▲ 1.5	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5
輸出	%	▲ 23.8	9.2	8.4	5.0	4.5	3.5	2.5	2.6	2.5	2.4	2.3	2.6	2.5
輸入	%	▲ 17.6	▲ 3.9	5.4	1.3	2.9	2.5	2.0	2.2	2.5	1.8	1.8	2.2	2.2
国内需要寄与度	%pt	▲ 2.6	▲ 0.5	▲ 0.3	0.6	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3	0.5	0.5
民間需要寄与度	%pt	▲ 2.9	▲ 0.8	▲ 0.3	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5
公的需要寄与度	%pt	0.3	0.3	▲ 0.1	0.1	▲ 0.2	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.6	1.8	0.3	0.5	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	0.3	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 3.0	▲ 3.2	▲ 2.3	▲ 2.2	▲ 1.6	▲ 1.5	▲ 1.4	▲ 1.3	▲ 1.2	▲ 1.1
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.9	▲ 5.5	▲ 8.3	▲ 5.2	▲ 1.7	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.3
全国消費者物価 ( " )	%	▲ 0.1	▲ 1.0	▲ 2.3	▲ 1.8	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 0.9	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 0.6	▲ 0.5
完全失業率	%	4.4	5.2	5.5	5.1	5.5	5.8	5.7	5.6	5.5	5.4	5.3	5.2	5.2
鉱工業生産 (前期比)	%	▲ 32.0	8.3	7.4	4.6	1.5	0.0	0.8	1.5	1.8	1.2	1.5	1.2	1.8
経常収支(季節調整値)	兆円	1.8	4.0	3.8	3.8	3.9	4.0	4.1	4.1	4.1	4.2	4.2	4.3	4.4
名目GDP比率	%	1.5	3.3	3.2	3.2	3.3	3.4	3.5	3.5	3.4	3.5	3.5	3.6	3.7
為替レート(前提)	円/ドル	93.6	97.3	93.6	89.7	90.7	91.0	92.5	92.5	95.0	95.0	97.5	97.5	100.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
新発10年物国債利回り(%)	%	1.28	1.45	1.34	1.31	1.30	1.50	1.45	1.45	1.50	1.60	1.55	1.60	1.65
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	43.7	53.1	70.9	74.7	80.0	82.5	85.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0

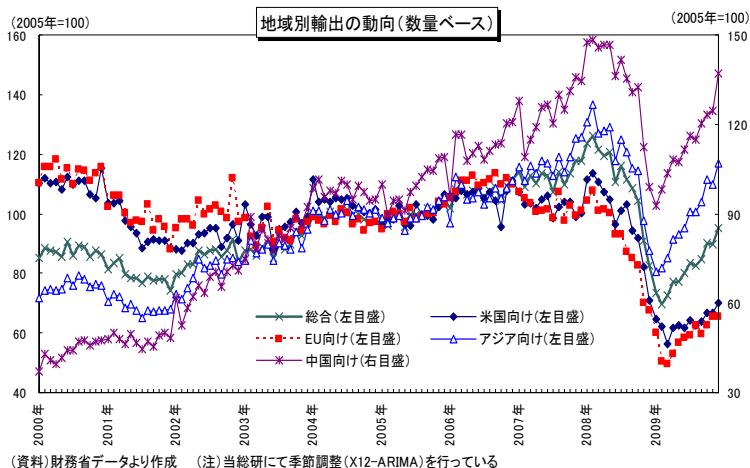
(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。



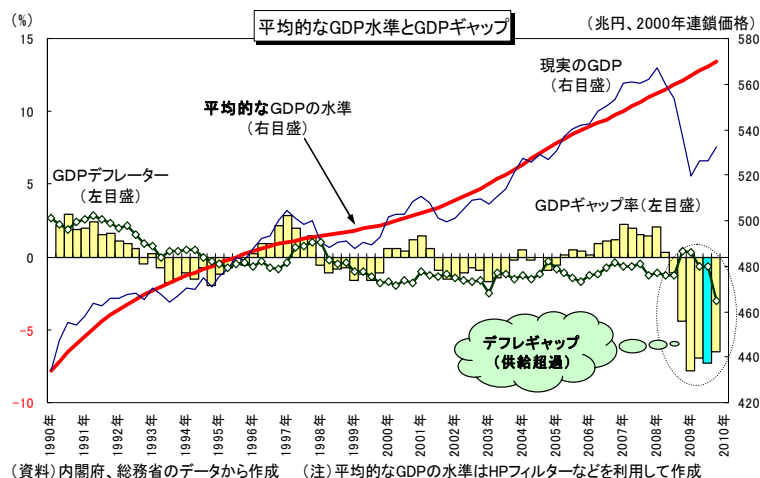
### 3. 2009～11年度の日本経済・物価見通し:

#### (1) 当面のリスク要因

冒頭でも触れたように、わが国経済は中国を中心とするアジア新興国向けの輸出やエコカー減税・購入補助金や家電エコポイント制など耐久消費財に対する購入支援策に牽引される格好で、持ち直し基調を続けている。わが国はリーマン・ショックの原因となったサブプライム問題による金融的被害は相対的に小さかったものの、08年秋以降の世界同時不況の影響を、先進国の中で最も受けたといえるだろう。このように景気の落ち込み度合いは激しかったが、底入れのタイミングやその後の成長率は年率3.3%(3四半期平均)と概ね順調な回復を続けるなど、良くも悪くも輸出依存型の成長パターンを続けていることが改めて確認できる。OECDやIMFでは、2010年は新興国経済主導での景気回復となるとの見通しを発表しており、それを前提とすればわが国経済も底堅く推移する可能性が高いといえる。しかし、以下に述べるように、リスクも少なくない。



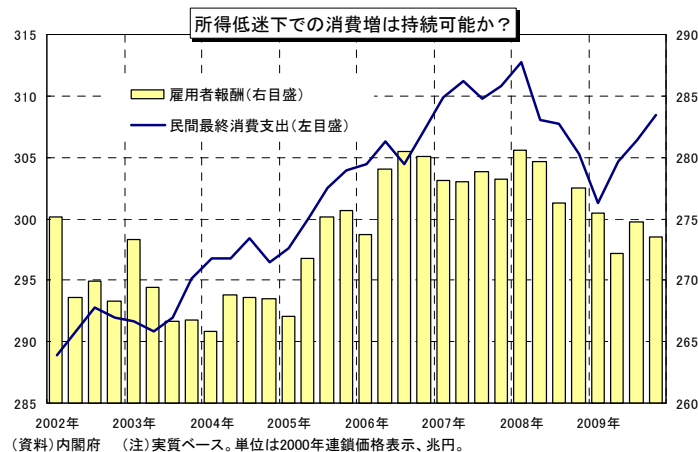
世界経済全体としては既に底入れしているものの、その内実は財政支出に専ら頼ったままであり、民間部門の自律的な動きは依然としてあまり見られない。一方で、一部で財政バランスの大幅悪化が問題視され始めてきている。仮に、主要国が財政支出を伴う景気下支え策の手を弱めることがあれば、景気の本格回復は先送りされることは避けられないと思われる。さらに、わが国経済の持ち直しに大きな恩恵を及ぼしている中国については、2年間で4兆元(約54兆円)という財政支出は続けられる見込みであるが、金融政策に関しては徐々に金融引締めに動いており、それが予期せぬ悪影響を発生しないか、非常に気掛かりである。中国経済の減速が、日本からの輸出全体を減少させてしまう可能性には十分注意しなければならない。



国内に目を転じて、耐久消費財支出は堅調に推移している(09年度に入ってから前期比8~10%台の増加が継続)が、それ以外(半耐久財・非耐久財・サービス)は弱含むなど、明らかに耐久消費財の購入促進策に依存している。世界同時不況の過程では、内外の自動車や電化製品に対する需要が大幅に落ち込み、それが国内製造業に大打撃を与えたことを考慮すれば、そこに的を絞った政策は短期的に見れば的確かつ有効であったといえる。しかし、こうした耐久消費財への刺激策は、需要の先食いといった側面が強く、政策終了後にはその反動減が懸念されるのは言うまでもない。また、景気は持ち直している

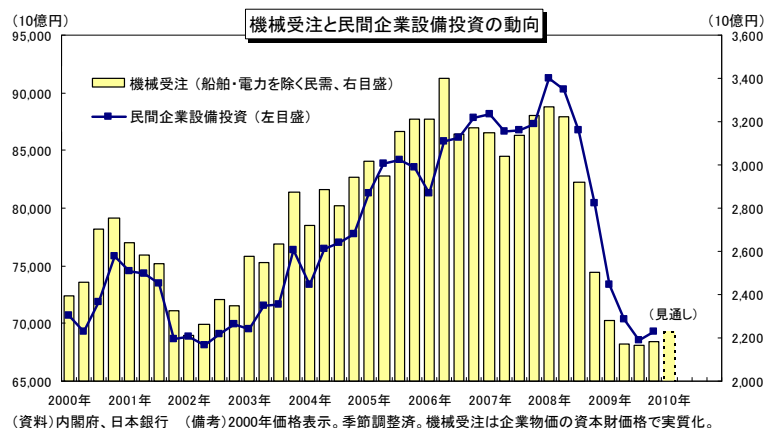


とはいえ、その恩恵は企業部門（特に、輸出製造業）に留まっており、家計を取り巻く所得環境は厳しいままである。09 年の冬季賞与は大幅に削減され、今春の賃上げ交渉も定期昇給分（1.6～1.8%程度）が確保されるかどうか、つまり現時点の年功賃金カーブの形状を維持することができるかどうか焦点となっている。消費水準にとって重要な「恒常所得」や「生涯所得」が目減りする可能性がある中で的人為的な消費需要の創出には限界があると思われる。また、参院選前の 10 年 6 月までには子ども手当（月額 1.3 万円）の支給が始まる見込みであり、ある程度の消費押上げ効果は期待できるように思われる。子育て世帯の消費性向は相対的に高いからである。しかし、そうした「給付」の裏には、必ず「負担」が生じる。深刻な少子化進行に対抗するため、出産・育児コストを社会全体で負担する必要性を求める意見が強まっているが、その制度が持続可能なものでなければ、効果は期待できない。仮に、そのコストを直接的に企業部門が支払うような制度設計（例えば、内部留保への課税強化など）がされたとしても、賃金抑制などを通じて最終的なコスト負担は家計に帰着する可能性もある。



また、景気回復が進行中であるとはいえ、需給ギャップが大幅に乖離していることが、設備投資・雇用・物価などに対して悪影響をもたらしている点も見逃せない。大幅に需給ギャップが乖離していることには 2 つの含意がある。1 つは、ひとたび回復が本格化すればインフレが加速することなく、息の長い経済成長を期待することが可能な点である。しかし、逆に需要の回復ペースが潜在成長率よりもなかなか高まらなければ、過剰な生産能力を削減しようとする圧力が高まり、かつデフレも長引くということも示唆している。デフレは、企業・生産者の体力を奪い、雇用改善を阻害するなど、国民経済の健全な発展や活力を失わせる。この弊害を一刻も早く除去する必要がある。

とはいえ、機械受注や鉱工業統計といった月次指標に加えて GDP 統計上でも、企業設備投資が底入れを窺わせる動きを見せ始めるなど、いわゆる「二番底」リスクはやや遠のいた感じが強い。日銀短観 12 月調査では、大企業を中心に設備投資計画の下方修正が続いているが、すでに本来の更新需要の水準を割り込んだ可能性があり、「下がり過ぎ」の領域に到達している。今後とも、輸出増勢が続くのであれば、設備過剰感が根強いとはいえ、企業設備投資の回復が続く可能性は高いだろう。



## (2) 経済見通し

以下では、今後の見通しについて述べていきたい。まず、足許 1～3 月期については、これまで景気を牽引してきた輸出の伸びが緩やかながらも鈍化しつつあることに加え、可処分所得が大きく減少したことや政策効果の一巡もあり、民間消費も底堅さはあるものの、息切

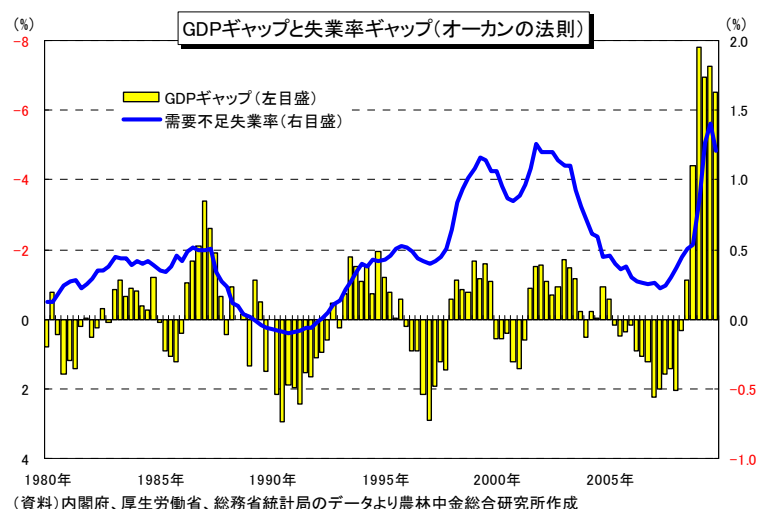


れ感も若干散見されつつある。なお、前述の企業設備投資にも牽引役を期待するのは難しいばかりか、1月に成立した09年度第2次補正予算に伴う景気下支え効果は10年度入り後になると見られる。その結果、1～3月期の実質経済成長率は前期比0.5%（同年率1.9%）と、潜在成長率は上回るものの、10～12月期（同1.1%、同年率4.6%）から減速すると予測する。

この結果、09年度の実質GDP成長率は前年度比▲2.3%（前回予測（12月時点、以下同じ）は▲2.9%で、0.6%ptの上方修正）と、2年連続のマイナス成長と予測する。四半期ベースで見れば、年度内はプラス成長を維持するものの、成長率のゲタが大幅なマイナス（▲4.0%pt）であることの影響は避けられない。なお、前回からの上方修正の理由としては、今回発表の10～12月期GDPが想定以上に強く、10年年明け前後以降に想定していた一時的な景気失速は回避できる可能性が強まったことが挙げられる。一方、名目GDP成長率も同▲4.1%（前回予測は▲4.6%）と、2年連続のマイナス成長を予測する。08年度の名目成長率が同▲4.2%だったことを考慮すれば、わが国の表面上の経済規模は2年で8%近く縮小することになる。また、GDPデフレーターは前年度比▲1.9%（前回予測は同▲1.8%）と、11年連続の下落（消費税率引上げ要因を除けば16年連続）と予測する。

10年度に関しても、輸出の動向がわが国経済の趨勢を決定づけるという構図は変わらない。年度上期中は欧米経済の回復力はあまり伴わず、中国、インド、ブラジルなど新興国経済主導での景気回復が続くが、年度下期には先進諸国内での調整が終了に近づき、徐々に回復力を強めていき、世界経済が全般的に好転していく動きが明確になっていくと思われる。この輸出の増勢が企業設備投資にも好影響を与え、民間最終需要にも徐々に自律的な動きが始まると思われる。また、一連の消費刺激策の効果は次第に低下していくものの、「子ども手当」の支給開始が新たな消費下支え役として機能することも期待できる。ただし、大幅に崩れた需給バランスはなかなか均衡に向かわず、設備投資や雇用の回復テンポが加速することは困難であろう。年度を通じては、実質GDP成長率が同2.0%（前回予測は1.4%）と、3年ぶりのプラス成長を予測する。なお、四半期別に見れば、年内は年率1%台後半と回復局面では落ち着いたものに留まるが、年度末に向けては世界経済の本格回復開始とともに成長率を高めていき、徐々に景況感の改善につながっていくと思われる。また、名目GDP成長率は0.1%（前回予測は0.3%）と、3年ぶりのプラスと予測するが、経済規模の縮小に歯止めがようやくかかる程度の伸びである。一方、GDPデフレーターは前年度比▲1.9%と下落状態が続くだろう。

11年度についても世界経済の拡大が進行し、輸出が牽引役となって潜在成長力を上回る経済成長を促すことになるだろう。とはいえ、上述の通り、長引くデフレにより企業の体力は完全には戻らないものと思われ、「企業から家計への波及」は引き続き乏しいものにとどまるだろう。実質GDP成長率で同2.2%（前回予測は2.1%）と、2年連続のプラス成長を



予測する。また、名目GDP成長率は0.9%（前回予測は1.5%）と、同じく2年連続のプラスと予測するが、名実逆転状態は継続し、その再逆転は12年度以降に持ち越されることになるだろう。こうした高めの成長率でも、マクロ的な需給バランスが崩れた状態は解消できず、GDPデフレーターは前年度比▲1.3%とマイナスが続くと思われる。

一方、09年後半にかけては



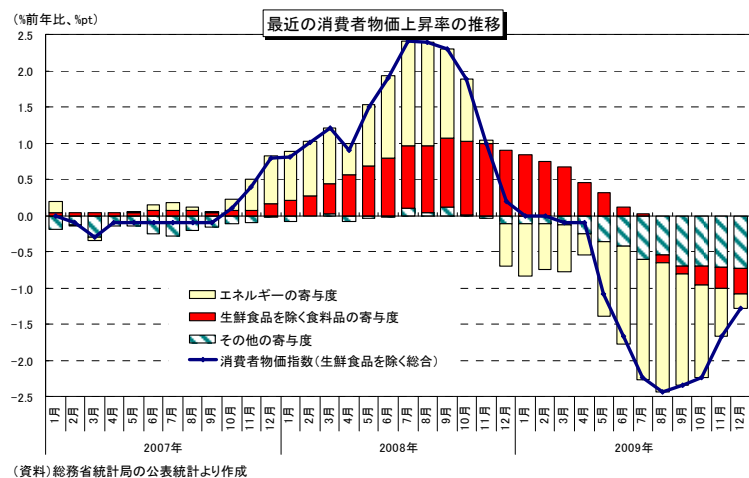
失業率や有効求人倍率など、代表的な雇用関連指標の改善も見られるが、まだまだ安心できる状況にはない。単位労働コストが大幅に低下しているように、企業は目の前の需要水準に合わせる格好で雇用コストの圧縮に努力している。なお、今春の大学卒業予定者の就職内定率は73.1%（厚生労働省・文部科学省調べ、12月1日現在、前年同期差▲7.4%pt）と、1996年の統計開始以来の最低を記録している。非内定者のすべてが4月以降に「失業者」としてカウントされるわけではないが、一旦は改善に向かった失業率や有効求人倍率などが再度悪化する可能性は高いだろう。当面は雇用過剰感が解消するほどの高成長が見込めないこともあり、雇用調整圧力が高いまま推移するなど、雇用回復のペースは鈍いままであろう。

### (3)物価見通し

09年夏には、消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合、以下同じ）、国内企業物価、企業向けサービス価格などの主要な物価指標は、いずれも統計開始以来の最大の下落率を更新したが、秋以降は原油など資源価格の物価押下げ効果が急速に剥落したことで、物価下落率の縮小が続いている。

代表的な物価指標である消費者物価を取り上げてみると、09年8月には同▲2.4%まで下落率を拡大させたが、その後は下落率が縮小に転じ、12月には同▲1.3%となった。エネルギー（電気・ガス料金、石油製品）の寄与度は、8月の▲1.71%ptから、12月には▲0.19%ptまで縮小し、指数全体の下落沈静化に結びついたものの、食料品や耐久消費財などを筆頭に、ほとんどの財・サービスではむしろ下落圧力が強まっているのも実際のところである。より需給環境を反映するとされる「食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合」では、12月には前年比▲1.2%と、統計開始以来最大の下落を更新している。

1～3月にかけては、前年の石油製品価格が低いこともあり、同製品価格の前年比が高まることで物価全体の下落率の縮小が続くと見られるが、需給要因に伴う物価下落圧力が根強いことから、縮小幅は限定的なものに留まるだろう。



なお、海外経済の回復に伴い、再び原油などの資源価格が緩やかに上昇する可能性もあるが、需給バランスが大きく崩れた日本国内においてはそれが引き金となって物価全体が上昇に転じるという可能性は極めて薄いと思われる。

以上から、**09年度の消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）は前年度比▲1.6%と5年ぶりの下落、10年度も同▲1.0%、11年度も同▲0.7%と、下落状態が続くものと予想。**また、国内企業物価についても、同様に09、10、11年度と3年連続での下落（▲5.2%、▲0.6%、▲0.4%）が予想される。



## 4. 当面の金融政策・金融市場動向：

### (1) 金融政策 ～デフレ克服のために求められる追加緩和策

日本銀行は、1月25～26日に開催した金融政策決定会合後に、09年10月に公表した「経済・物価情勢の展望」の中間評価を提示した。内容的には、「10年度半ば頃までは、わが国経済の持ち直しのペースは緩やかなものに止まる」「その後は、輸出を起点とする企業部門の好転が家計部門に波及してくるとみられるため、わが国の成長率も徐々に高まってくる」と、基本的には前回10月の見通しを踏襲した。

一方、物価面については「マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比下落幅は縮小していく」としながらも、11年度まで下落状態が残る見通しを示した。

展望レポート:2009～11年度の政策委員の大勢見通し(10年1月)

	実質GDP	国内企業物価	消費者物価 (除く生鮮食品)
<b>2009年度</b>	▲2.5～▲2.5 <▲2.5>	▲5.3～▲5.2 <▲5.3>	▲1.5～▲1.5 <▲1.5>
10月時点の見通し	▲3.3～▲3.2 <▲3.2>	▲5.3～▲5.0 <▲5.2>	▲1.5～▲1.5 <▲1.5>
<b>2010年度</b>	+1.2～+1.4 <+1.3>	▲0.5～▲0.4 <▲0.5>	▲0.6～▲0.5 <▲0.5>
10月時点の見通し	+0.8～+1.3 <+1.2>	▲1.5～▲1.0 <▲1.4>	▲0.9～▲0.7 <▲0.8>
<b>2011年度</b>	+1.7～+2.4 <+2.1>	▲0.5～▲0.0 <▲0.4>	▲0.3～▲0.1 <▲0.2>
10月時点の見通し	+1.6～+2.4 <+2.1>	▲1.0～▲0.3 <▲0.7>	▲0.7～▲0.4 <▲0.4>

(資料)日本銀行

(注)対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

こうした物価見通し的一方で、日本銀行は「日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することが極めて重要な課題である」と表明しており、今後、デフレ克服に向けた政策運営が注目されている。白川日銀総裁は、01～06年の量的緩和政策は金融システムの安定維持には大きな効果があったが、物価押し上げ効果は限定的だったとの評価を述べ、資金供給量の拡大に否定的な見解を示したほか、毎月1.8兆円の国債買入れ額に関しても現時点で増やす考えがないと述べた。基本的には、デフレの原因は需要不足にあるため、金融緩和でデフレ脱却を実現するのは困難とする反面、現在の金融政策のスタンスは十分緩和的であるとしており、その政策を粘り強く続けることにより、デフレ脱却の道筋をつけたいとの方針であるように見える。しかし、鳩山首相は施政方針演説において「デフレの克服に向け、日本銀行と一体となって、より強力かつ総合的な経済対策を進める」と述べたほか、菅財務相も「1%程度の物価上昇率を政策目標とすべき」との見解を示すなど、政府サイドは一刻も早くデフレ脱却を実現することがわが国経済の最優先課題であるとのスタンスである。このように、政府と日銀との間には政策運営に関する考え方に距離があるように思われる。

わが国経済の下振れリスクは依然として根強く、国債増発圧力が高い状況が続くなかで、これまで打たれた経済対策の効果を十分発揮させるために、日銀には長短金利が不必要に上昇するのを抑制し、低位に誘導する責務が課せられていると思われる。今後の展開次第では、09年12月に導入した固定金利型の新型オペ(3ヵ月、10兆円程度)の拡充や国債買入れ額の増額が必要な場面が到来する可能性もあるだろう。

### (2) 金融市場の見通し

国内を見渡すと、中小企業や低格付け企業の資金繰りは依然厳しい状況であるが、金融システムそのものは概ね安定的といえる。一方、海外に目を転じると、米国の商業用不動産市場は引き続き厳しい環境下にあるほか、欧州ではギリシャなどの格下げ問題が浮上するなど、世界的に見て金融システム不安は完全に払拭されたわけではなく、依然として不安定さを伴っているといえるだろう。なお、米国では1月21日にオバマ米大統領が自己勘定取引の禁止などを内容とする新金融規制案を発表し、金融市場に対して少なからぬイ



ンパクトを与えたが、今後の展開にも注目が集まっている。

まず、債券市場については、鳩山内閣発足後、マニフェストに盛り込まれた経済政策の予算化や税収の減額修正見通しに伴って国債増発観測が高まり、長期金利（新発 10 年物国債利回り）は一時 1.5%を試す展開となった。その後、首相自らが国債発行を極力抑制する姿勢を明確にしたことや、運用難に悩む国内機関投資家の潜在的な購入ニーズが強まったことなどから、年末にかけて長期金利は 1.2%台へ急低下。10 年に入ってから 1.3%台でのみ合いが続いている。基本的に国内最終需要の回復に向けた動きが鈍く、物価も 11 年度までは下落が続くとの予想が定着していること、さらには国内機関投資家の消去法的な国債購入圧力の強さなどもあり、長期金利に対する低下圧力は根強いものがある。ただし、日本国債の格下げの可能性も含めて世界的に財政悪化に対する警戒感が根強く、折に触れて神経質に金利が変動する場面も想定していく必要があるだろう。

株式市場については、相次ぐ増資の発表などによる希薄化懸念や、ドバイ・ショックに伴う円高圧力などにより、09 年 11 月末にかけて株価は大きく下落、日経平均株価は一時 9,000 円割れ寸前となった。その後は、政府・日銀によるデフレ克服に向けた政策転換や、追加経済対策の策定（09 年度第 2 次補正予算の編成）が決まったこともあり、株価は持ち直し基調を強めた。09 年末以降は、米国景気の回復期待から上昇した米株価に牽引される格好で日経平均株価も 1 月中旬にかけて昨年来高値を更新、一時 1 万 1,000 円に迫る水準まで上昇したが、トヨタのリコール問題などが水を差す格好で 2 月上旬には再び 1 万 円割れとなるなど、上値が重い展開が続いている。当面は、デフレ継続や円高リスクによる企業業績への下押し圧力が意識され続けることから、順調に株価が上昇することを想定するのは困難だ。ただし、緩やかながら国内景気は持ち直し基調が続くことが見込まれるなか、10 年度下期以降は米国など世界経済全体が回復基調を強めていくことへの期待感もあり、株価は一進一退を繰り返しつつも、徐々に水準を切り上げていくと予想する。

最後に、外国為替市場であるが、09 年秋以降、米 FRB の金融緩和策が長期化するとの予想が強まったことから円高圧力が強まった。さらに、11 月末にはドバイ・ショックが発生し、一時 1 ドル＝84 円台という約 14 年ぶりの水準まで円高が進んだ。その後、日銀がデフレ克服に向けて固定金利型の新型オペを導入したことに加え、年末以降、米景気に対する楽観的な見方が浮上したことで、一旦は円高が修正される場面もあった。しかし、直近では欧米諸国の景気や金融システムに対する慎重論が浮上、再び円高気味となるなど、円高圧力には根強いものがある。目先はいずれの先進国経済もまだまだ本格的な回復が始まっているわけではなく、現行の低金利政策は今しばらく続くと思われるが、欧米の金融システムに対する不安も燦々していることから、円高圧力は当面残ったままでの展開が続くと見られる。ただし、もう少し長い視点で見れば、日本経済の本格回復は海外経済、特に米国経済の動向次第である上、異例ともいえる金融緩和策からの出口戦略はデフレ下の日本だけが遅れる可能性が高く、他主要国が政策の転換に動き出した後は、逆に円安への動きが始まるものと予想する。

### 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2010年				
		2月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コールレート翌日物	(%)	0.106	0.10	0.10	0.10	0.10
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.443	0.40～0.50	0.40～0.50	0.40～0.50	0.40～0.50
短期プライムレート	(%)	1.475	1.475	1.475	1.475	1.475
国債利回り	10年債 (%)	1.325	1.15～1.50	1.25～1.65	1.25～1.65	1.30～1.70
	5年債 (%)	0.500	0.40～0.60	0.45～0.70	0.45～0.70	0.45～0.75
為替レート	対ドル (円/ドル)	90.2	85～95	85～98	87～100	90～102
	対ユーロ (円/ユーロ)	124.3	118～128	120～133	120～137	125～140
日経平均株価	(円)	10,306	10,500±1,000	11,000±1,000	11,250±1,000	11,500±1,000

（資料）NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成。先行きは農林中金総合研究所予想。

（注）無担保コールレート翌日物の予想値は誘導水準。実績は2010年2月17日時点。予想値は各月末時点。

国債利回りはいずれも新発債。



2009～11年度 日本経済見通し  
(前期比)

	単位	2008年度 通期	2009年度			2010年度			2011年度 通期
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	
実質GDP	%	▲ 3.7	▲ 2.3	▲ 0.4	1.4	2.0	0.9	1.1	2.2
民間需要	%	▲ 3.0	▲ 4.1	▲ 3.1	0.6	1.5	0.7	0.9	1.9
民間最終消費支出	%	▲ 1.8	0.5	0.7	1.4	1.4	0.5	0.8	1.1
民間住宅	%	▲ 3.7	▲ 18.4	▲ 15.9	▲ 10.7	▲ 2.2	0.9	1.4	3.6
民間企業設備	%	▲ 6.8	▲ 16.0	▲ 9.7	▲ 1.4	1.1	0.6	1.1	4.6
公的需要	%	▲ 1.3	2.6	1.8	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.3	0.2	0.7
政府最終消費支出	%	▲ 0.1	1.8	0.7	0.7	0.8	0.2	0.6	1.3
公的固定資本形成	%	▲ 6.6	7.0	7.4	▲ 4.0	▲ 5.1	▲ 2.8	▲ 1.8	▲ 2.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	21.3	19.8	17.2	22.4	26.0	25.1	26.8	29.6
輸出	%	▲ 10.4	▲ 10.7	▲ 1.6	16.4	15.9	7.1	6.5	10.2
輸入	%	▲ 4.2	▲ 12.0	▲ 10.8	8.3	10.2	5.0	5.5	8.5
内需寄与度 (前期比)	%	▲ 2.5	▲ 2.5	▲ 1.9	0.6	0.9	0.5	0.6	1.5
民間需要 ( " )	%	▲ 2.3	▲ 3.0	▲ 2.3	0.6	1.0	0.5	0.5	1.4
公的需要 ( " )	%	▲ 0.3	0.6	0.4	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0	0.2
外需寄与度 ( " )	%	▲ 1.2	0.3	1.0	1.0	1.1	0.5	0.3	0.7
デフレーター (前年比)	%	▲ 0.4	▲ 1.9	▲ 0.7	▲ 3.1	▲ 1.9	▲ 2.3	▲ 1.6	▲ 1.3

(前年同期比)

	単位	2008年度 通期	2009年度			2010年度			2010年度 通期
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	
名目GDP	%	▲ 4.2	▲ 4.1	▲ 6.1	▲ 2.1	0.1	▲ 2.1	▲ 0.3	0.9
実質GDP	%	▲ 3.7	▲ 2.3	▲ 5.4	1.0	2.0	1.0	2.1	2.2
民間需要	%	▲ 3.0	▲ 4.1	▲ 5.8	▲ 2.3	1.5	▲ 2.3	1.2	1.9
民間最終消費支出	%	▲ 1.8	0.5	▲ 0.8	1.9	1.4	1.9	1.8	1.1
民間住宅	%	▲ 3.7	▲ 18.4	▲ 15.0	▲ 21.9	▲ 2.2	▲ 21.9	▲ 10.1	3.6
民間企業設備	%	▲ 6.8	▲ 16.0	▲ 21.5	▲ 9.8	1.1	▲ 9.8	▲ 0.9	4.6
公的需要	%	▲ 1.3	2.6	3.5	1.8	▲ 0.2	1.8	▲ 0.4	0.7
政府最終消費支出	%	▲ 0.1	1.8	2.2	1.4	0.8	1.4	0.8	1.3
公的固定資本形成	%	▲ 6.6	7.0	10.1	4.0	▲ 5.1	4.0	▲ 6.2	▲ 2.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	21.3	19.8	17.2	22.4	26.0	25.1	26.8	29.6
輸出	%	▲ 10.4	▲ 10.7	▲ 26.2	9.9	15.9	9.9	23.1	10.2
輸入	%	▲ 4.2	▲ 12.0	▲ 17.6	▲ 6.0	10.2	▲ 6.0	12.6	8.5

国内企業物価 (前年比)	%	3.2	▲ 5.2	▲ 6.9	▲ 3.5	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.4
全国消費者物価 ( " )	%	1.2	▲ 1.6	▲ 1.7	▲ 1.4	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 0.7
完全失業率	%	4.1	5.3	5.4	5.3	5.7	5.8	5.6	5.3
総工業生産(前年比)	%	▲ 12.8	▲ 10.1	▲ 23.6	7.4	7.1	10.4	4.0	5.8
住宅着工戸数	千戸	1,072	773	367	406	909	440	469	969
経常収支	兆円	13.0	15.4	7.8	7.7	16.3	8.1	8.2	17.1
貿易収支	兆円	1.4	6.4	2.8	3.5	7.8	3.8	4.0	8.4
為替レート(前提)	¥/円	100.5	92.8	95.4	90.2	92.8	91.8	93.8	97.5
通関輸入原油価格(前提)	¥/バレル	90.5	69.7	62.0	77.4	86.9	83.8	90.0	90.0

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

付 表 1

# 欧州経済の状況(予測の前提)

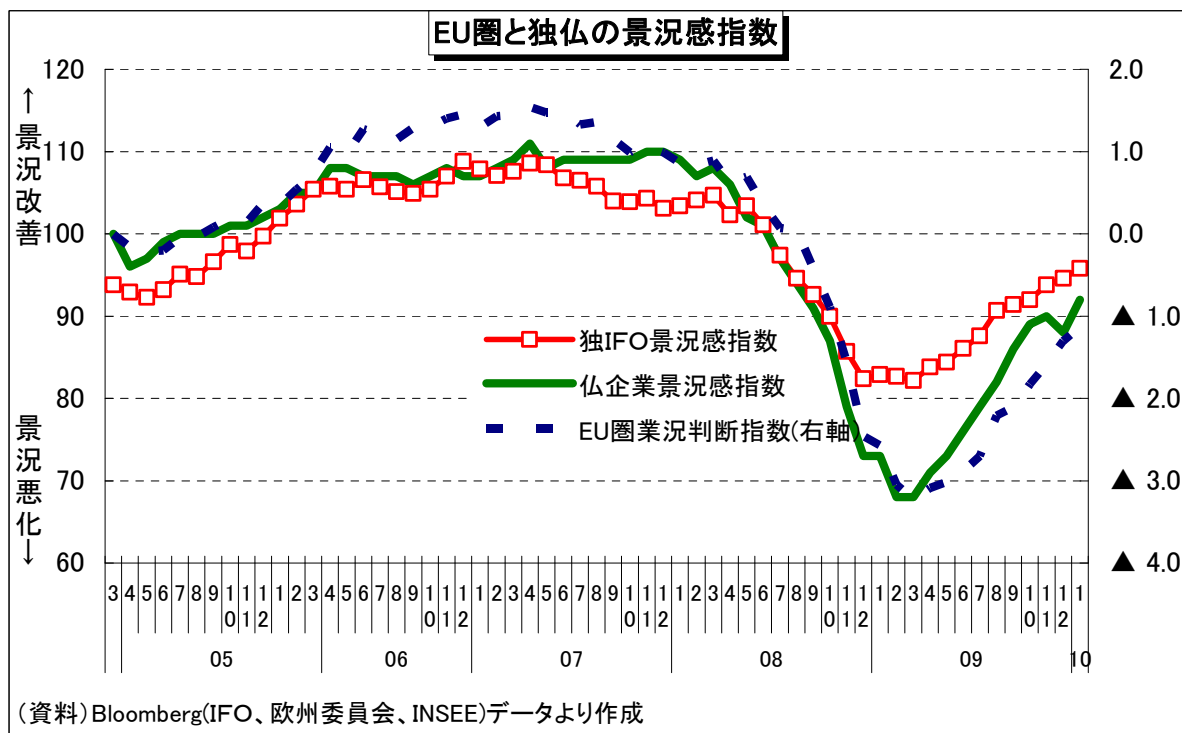
主要国の実質GDP成長率の実績と見通し

見通し

(前年比:%)

	2007	2008	2009	2010	2011
ユーロ・ゾーン	2.6	0.5	▲ 3.8	1.3	1.6
ドイツ	2.5	1.2	▲ 4.8	1.8	1.6
フランス	2.3	0.3	▲ 2.2	1.4	1.6
イタリア	1.5	▲ 1.0	▲ 4.8	0.9	1.2
英 国	2.6	0.5	▲ 4.5	1.5	2.2
B R I C s					
中国	11.9	9.0	8.5	9.7	9.1
ロシア	8.1	5.6	▲ 7.9	4.1	4.5
インド	9.5	7.4	6.6	6.8	7.8
ブラジル	6.1	5.1	▲ 0.1	5.4	4.5
南アフリカ	5.5	3.8	▲ 2.0	2.7	3.7

実績、見通しともDatastream (Consensus Economics) のデータより作成(10.2.15現在)



# 中国経済の状況(予測の前提)

