

# 経済マンスリー [日本]

～輸出の頭打ちや対策効果剥落、円高・株安などから、景気踊り場入りの可能性が高まる～

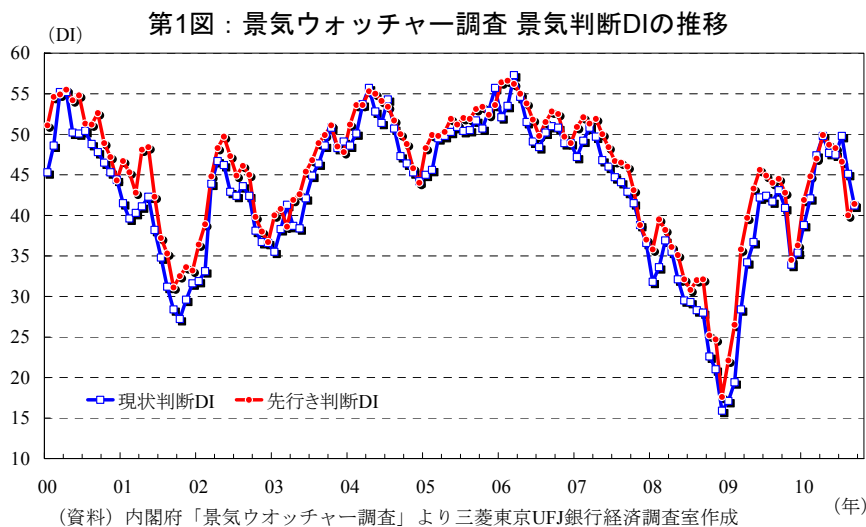
## 1. 実体経済の動向

### (1) 景気の概要

景気踊り場入りの可能性が高まる

わが国の景気は、輸出の頭打ちや経済対策効果の剥落、円高・株安によるマインド悪化等から踊り場入りの可能性が高まっている。景気の方角感を敏感に表す、景気ウォッチャー調査の現状判断 DI は 8 月、9 月と 2 ヶ月連続で大幅に低下した（第 1 図）。

こうしたなか、政府・日銀も景気の先行きに対して慎重な見方を強めている。内閣府の 9 月の月例経済報告では、基調判断が 8 月までの「着実に持ち直し」から「引き続き持ち直し」に変更され、「このところ環境の厳しさは増している」との文言が追加された。また、日銀の 10 月の金融経済月報でも、景気の現状について「改善の動きが弱まっている」との表現が付け加えられた。



第1表：政府・日銀の景気判断

〈内閣府「月例経済報告」〉

9月	景気は、引き続き持ち直してきており、自律的回復に向けた動きもみられるが、このところ環境の厳しさは増している。また、失業率が高水準にあるなど依然として厳しい状況にある。
8月	景気は、着実に持ち直してきており、自律的回復への基盤が整いつつあるが、失業率が高水準にあるなど依然として厳しい状況にある。

〈日銀「金融経済月報」〉

10月	緩やかに回復しつつあるものの、改善の動きが弱まっている。
9月	緩やかに回復しつつある。

## (2) 財政

政府は経済対策を閣議決定

踊り場脱却には外部環境の好転が必要

国債の増発回避には一定の評価

政府は、景気を取り巻く環境が厳しさを増していることに対応し、経済対策の策定・実施を進めている。9月に策定した「円高、デフレへの緊急対応」（支出規模9,179億円）に続き、10月8日には第2弾の対策として今年度補正予算による「円高・デフレ対応のための緊急総合経済対策」（支出規模5.1兆円）を閣議決定した（第2表）。もっとも、対策の内容をみると既存措置の延長が多く、また地方交付税増額分1.3兆円のうち今年度中の交付予定額が0.3兆円にとどまるなど即効性という点では力不足感が否めない。内閣府が試算した本対策の実質GDP押し上げ効果も0.6%と、支出規模の5.1兆円（名目GDPの1.1%に相当）に比べて控えめな見積もりとなっている。政局の紛糾から補正予算審議が滞るリスクにも注意を要する。本対策は、景気の底割れ回避にはある程度寄与するものの、踊り場脱却には海外景気の再加速など外部環境の好転を待つ必要がある。

なお、対策の財源には、税収の上振れ分や国債利払い費の減少分等が充てられ、国債増発は回避された。想定を上回る税収の回復や市場金利の低下といった要因が寄与したことは確かだが、政府が財政規律維持に向けた姿勢を示したことは一定の評価に値しよう。

第2表：円高・デフレ対応のための緊急総合経済対策

	国費	事業規模
<b>1.雇用・人材育成</b>		
(1)新卒者・若年者支援の強化:新卒者採用奨励金延長/若年者等正規雇用化特別奨励金の拡大 (2)雇用調整助成金等による雇用下支えと生活支援:雇用調整助成金延長/「住まい対策」の拡充延長 (3)雇用創造・人材育成:雇用創造事業の延長/職業訓練補助制度の創設	0.3兆円	0.3兆円
<b>2.新成長戦略の推進・加速</b>		
(1)グリーン・イノベーションの推進:レアアース確保/住宅エコポイントの拡充/家電エコポイントの延長 (2)ライフ・イノベーションの推進:研究開発・実証・医療機器開発の促進 (3)アジア経済戦略の推進:日本ブランドのプロモーション/JBICの投融资機能の強化 (4)科学・技術・情報通信立国戦略の推進:研究開発環境の整備/企業の大規模設備投資補助 (5)円高メリットの活用:JBIC等による戦略的海外投融资/外為特会の一層の効率的活用	0.4兆円	1.3兆円
<b>3.子育て、医療・介護・福祉等の強化による安心の確保</b>		
(1)子育て:安心こども基金積み増し/妊婦検診の公費補助継続 (2)医療:地域医療再生基金拡充/新型インフルエンザ対策/高齢者医療費負担軽減 (3)介護等高齢者の生活の安心の確保:介護施設の改修支援/施設整備助成単価引き上げ (4)福祉等:生活保護、医療保険への追加財政措置	1.1兆円	1.4兆円
<b>4.地域活性化、社会資本整備、中小企業対策等</b>		
(1)地域活性化:住宅・公共施設の耐震化/地方活性化交付金創設(0.35兆円)/地方交付税増額(1.3兆円) (2)社会資本整備:国土ミッシングリンクの解消/社会資本整備交付金・農山漁村地域設備交付金の追加 (3)中小企業対策:資金繰り支援/技術開発・海外展開・新規事業支援 (4)その他:海上保安体制の充実/情報収集衛星の体制整備/遺骨帰還事業の推進	3.1兆円	17.8兆円
<b>5.規制・制度改革:再生エネルギー全量買取制度の導入推進/省エネ設備の規制緩和/幼保一体化法案準備</b>	—	—
<b>公共事業の契約の前倒し</b>	0.2兆円	0.25兆円
<b>合計</b>	<b>5.1兆円</b>	<b>21.1兆円</b>

(資料)内閣府資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

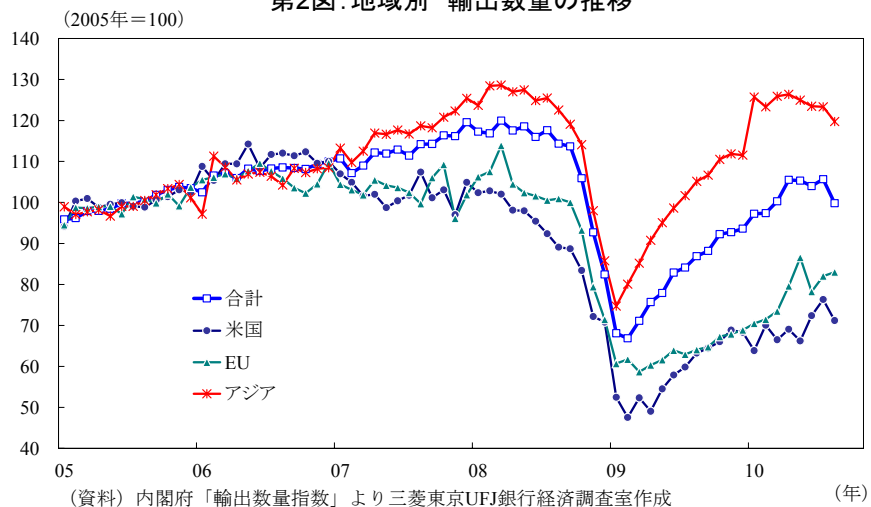
### (3) 企業部門

#### ①輸出

#### 8月の輸出は大きく減少

8月の輸出（内閣府「輸出数量指数」）は前月比▲5.5%と大幅に減少した（第2図）。輸出先別にみると、EU向け（同+1.2%）は増加したものの、米国向け（同▲6.8%）やアジア向け（同▲2.9%）が減少したことで全体を押し下げた。これまで輸出回復を牽引してきたアジア向けが弱含んできた一方、欧米向けは回復ペースが鈍化してきており、輸出は頭打ち感が強まっている。

第2図：地域別 輸出数量の推移



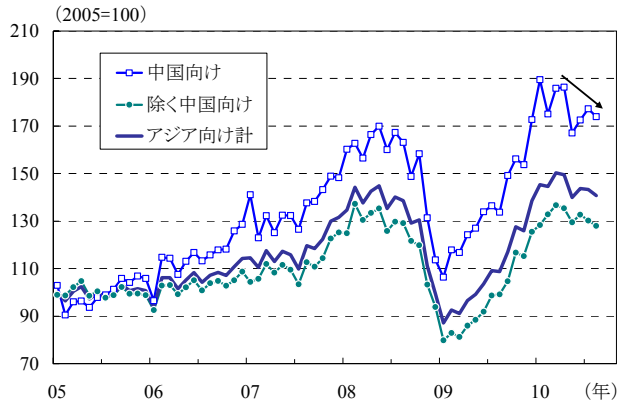
#### 中国向け輸出の減少がアジアの域内向けにも波及

わが国のアジア向け輸出は中国向けの減少を中心に、4月頃から緩やかにピークアウトを始めている（次頁第3図）。中国政府による経済対策の効果が一巡してきたことに加え、窓口規制や預金準備率の引き上げといった投資抑制策の影響が出てきたことが背景にあるとみられる。また、アジアの域内向け輸出をみても、日本と同じく中国向けは2010年初をピークに足元で大きく減少している（次頁第4図）。一方で、アジアのその他の地域向け輸出も停滞が続いている。堅調に拡大を続けるアジア経済ではあるが、中国向け輸出の落ち込みが域内貿易全体の減速要因となり、わが国のアジア向け輸出にも影響が及んでいる可能性が考えられる。

#### 世界景気の減速から、輸出は足踏みが続く可能性が高い

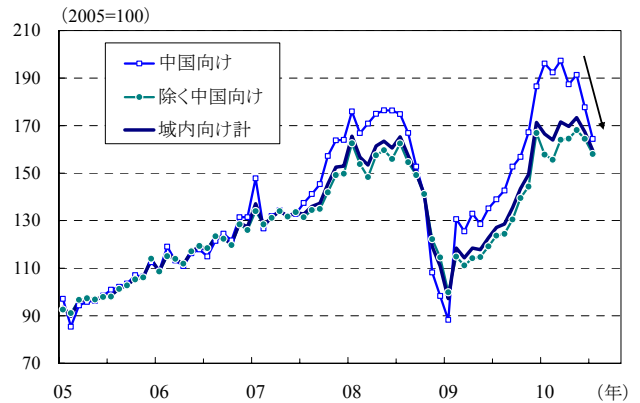
先行きを展望すると、中国が投資過熱に注意を払いながらも景気拡大路線を堅持することなどからアジア経済が底堅く推移すると見込まれるため、アジア向け輸出が一段と落ち込むことは想定し難いが、世界景気が減速局面を迎えるなか輸出は足踏みが続く懸念が強い。こうしたなか、一段の円高が進行すれば、輸出が腰折れるリスクが高まることに注意が必要である。

第3図：日本のアジア向け輸出の推移



(注) 当室にて季節調整、金額(ドル建て)ベース。  
 (資料) 財務省「貿易統計」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：アジアの域内向け輸出の推移



(注) 当室にて季節調整、金額(ドル建て)ベース。  
 アジア域内は中国、韓国、台湾、シンガポール、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイの合計。  
 (資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

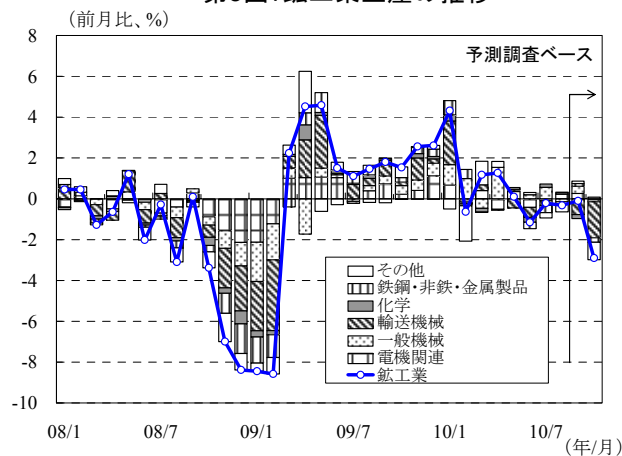
## ②生産

### 生産は調整局面を迎える

輸出の頭打ちや経済対策効果の剥落を受けて、生産は調整局面を迎えている。8月の鉱工業生産は前月比▲0.3%と3ヵ月連続で減少した(第5図)。8月は特に大きく押し下げた業種はなかったものの、エコカー補助金の終了に伴う自動車販売の盛り上がりも、生産の押し上げ要因とはならなかった。自動車は輸出の回復力が限られるなか、補助金終了後の販売落ち込みが予想されることから、国内の駆け込み需要には在庫取り崩しによって対応し、生産が抑制されたとみられる(第6図)。

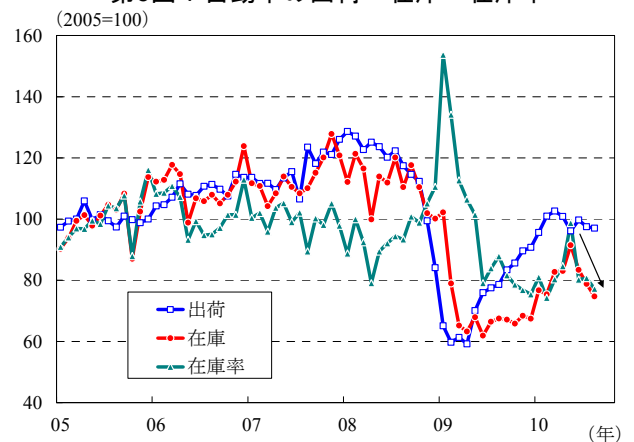
生産予測が実現した場合、7-9月期は前期比▲1.2%と6四半期ぶりのマイナスが予想される。また今後、グローバルな景気減速を背景に輸出の落ち込みが見込まれることに加え、エコカー補助金終了に伴う自動車の減産が計画されていることから、10-12月期は2四半期連続の減産となる可能性が高い。

第5図：鉱工業生産の推移



(注) 電気関連は、電気機械、情報通信機械、電子部品・デバイス。  
 (資料) 経済産業省「鉱工業指数」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：自動車の出荷・在庫・在庫率

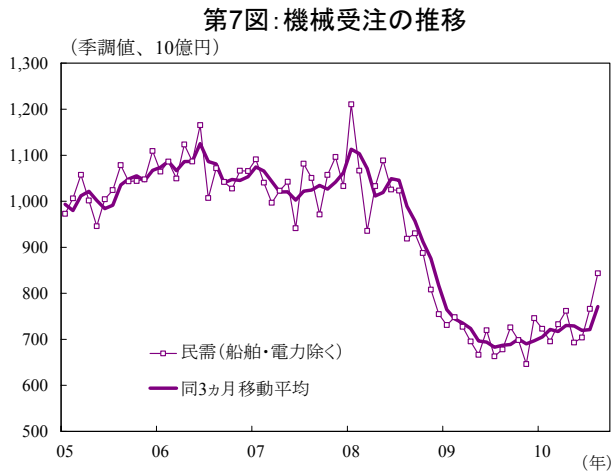


(注) 乗用車・バス・トラックを含む。  
 (資料) 経済産業省「鉱工業生産指数」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

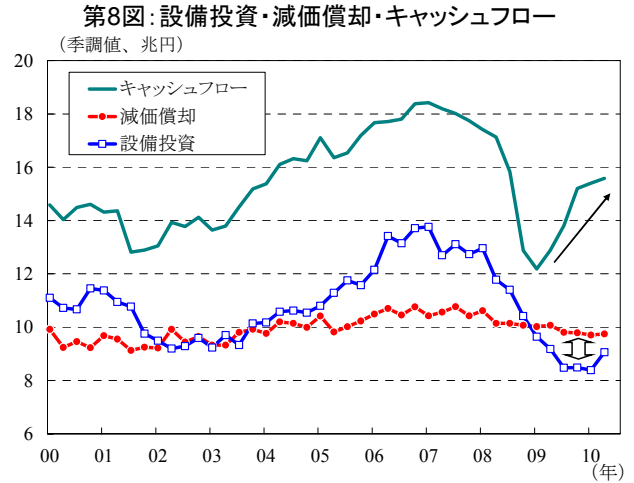
### ③設備投資

8月の機械受注は前月に続いて大幅に増加

8月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比+10.1%と前月（同+8.8%）に続いて大幅に増加した（第7図）。リーマンショック以降、設備投資は減価償却を大きく下回るほど抑制されていたが、企業業績の改善に伴いキャッシュフローが回復することで、ペントアップ・ダイヤモンドが顕在化してきたとみられる（第8図）。



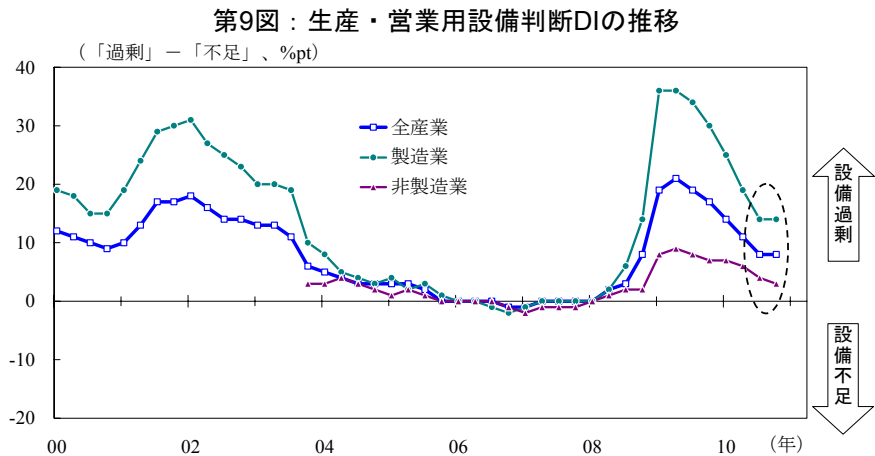
(資料) 内閣府「機械受注統計」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(注) 当室にて季節調整。キャッシュフロー=経常利益/2+減価償却費。  
(資料) 財務省「法人企業統計」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

設備稼働率の伸び悩みが設備投資の重石に

もつとも、今後も機械受注の大幅増が続く可能性は小さいとみる。日銀短観の生産・営業用設備判断DIによると、目先、製造業を中心に設備過剰感の高止まりが見込まれる（第9図）。生産の調整局面入りを受け設備稼働率が伸び悩むことが予想されるため、企業は積極的な設備積み増しに動き難い状態が続こう。また、円高地合いが継続するとみられるなか、円高とそれによる株安が企業の業績悪化とマインドの冷え込みを通じて設備投資の下振れリスクとなることには引き続き注意が必要である。



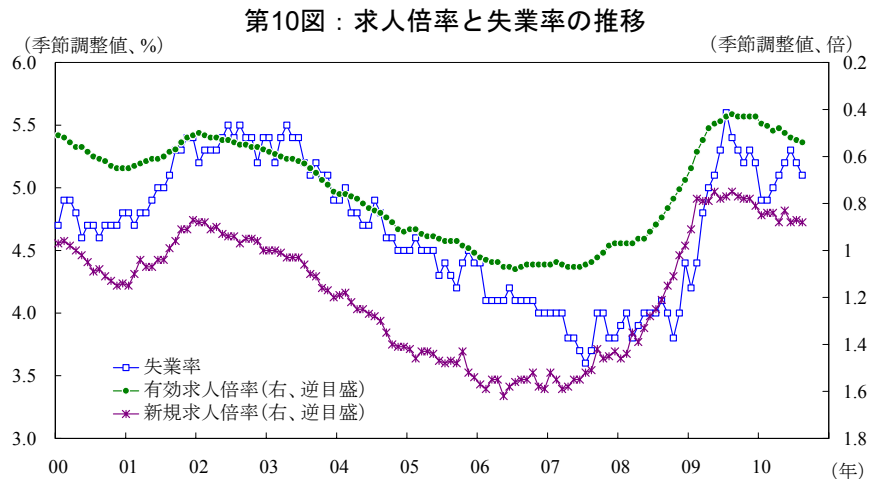
(注) 2003年12月と2006年12月にブレイクあり。  
2010年12月は9月調査時点での先行き見通し。  
(資料) 日銀「短観」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

#### (4) 家計部門

##### ①雇用・所得

雇用環境は改善基調を維持するも厳しい状況が続く

足元の雇用環境は、求人倍率が改善を続けていることや8月は失業率が2ヵ月連続で低下するなど、改善基調を維持している。しかしながら、失業率の改善ペースは緩慢で依然高水準での推移となっており、雇用環境は厳しい状況が続いている（第10図）。



8月の雇用者数（非農林業）は前年比横ばいとなり、一進一退の状態が続いている。業種別にみると、人手不足となっている医療・福祉（前年比+3.8%）などの分野は堅調に推移している一方で、製造業（同▲0.6%）や建設業（同▲6.5%）では雇用の過剰感が強く、マイナス圏での推移が続いている。（第3表）。

第3表：業種別 雇用者数

	全体 (非農林業)	建設	製造	情報 通信	運輸 郵便	卸売	金融 保険	不動産	学術 研究	宿泊 飲食	生活 関連	教育	医療 福祉
前年比(%)	0.0	▲6.5	▲0.6	0.5	0.9	▲1.9	8.1	4.2	▲1.3	1.3	▲1.1	5.2	3.8
寄与度(% pt)	0.0	▲0.5	▲0.1	0.0	0.1	▲0.1	0.2	0.1	▲0.0	0.1	▲0.0	0.2	0.4

(資料) 総務省「労働力調査」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

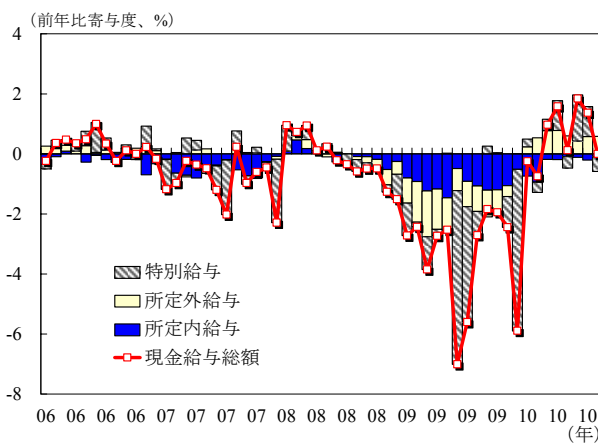
賃金上昇率は前年比横ばいまで低下

8月の賃金上昇率（現金給与総額）は、6ヵ月ぶりに前年比横ばいまで低下した。月次の振れ幅が大きい特別給与の減少が全体を押し下げる要因となった。所定外給与は前年比+10.8%と年初以来前年を上回る水準で推移し賃金全体の回復を下支えしているが、所定内給与が依然として前年水準を下回った状態であることなど、賃金全体としては本格的な回復を示唆するには至っていない（次頁第11図）。

**雇用・所得環境の回復は一旦足踏みする見込み**

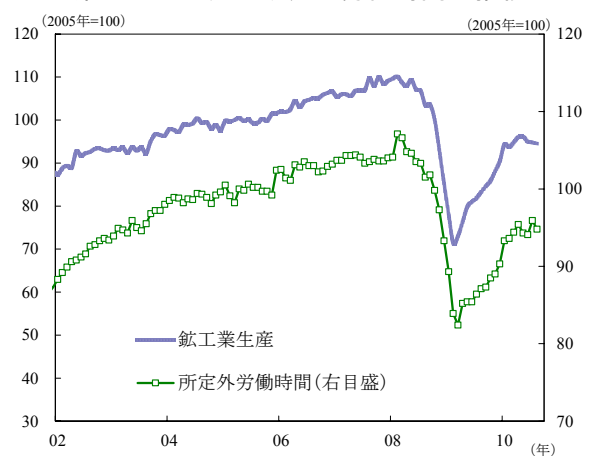
先行き、雇用・所得環境の回復は一旦足踏みする見込み。経済対策によって雇用調整助成金の要件緩和や重点分野雇用創造事業の期間延長が決定されたことは、雇用環境改善の下支えとして期待される。ただし、景気踊り場入りの可能性が強まっていることや円高の進行などから、企業の採用意欲は低く、雇用環境は当面厳しい状態が続こう。所得面でも、輸出のピークアウトに伴い生産が弱含んでいることを受け、製造業を中心に所定外労働時間の伸びが頭打ちになりつつある（第12図）。これに伴い、所定外給与の伸びが鈍化する可能性もあり、賃金全体の回復は足踏みを余儀なくされよう。

第11図：現金給与総額の内訳



(注) 調査産業計、事業所規模5人以上。  
(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図：生産と所定外労働時間の推移



(注) 所定外労働時間は事業所規模5名以上の調査産業計。  
(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

**②個人消費**

**自動車の駆け込み購入から、個人消費は上振れ**

足元の個人消費は残暑の影響で8月もエアコンの販売が好調だったことや、エコカー補助金終了間際の駆け込みから、前年比+1.7%と高めの伸びとなった。8月の実質消費支出の内訳をみると、窓枠などの住宅に関する設備器具・修繕材料などを中心に住居費が前年比+17.4%と増加したことや、エアコンなどを含む家具・家事用品が同+2.1%と好調だった。また、自動車購入を含む交通・通信は同+8.7%と前月に引き続き大幅な増加となった。一方、残暑の影響から秋物衣料が不調だったため、被服・履物は同▲1.0%となった（第4表）。

第4表：分類別 実質消費支出

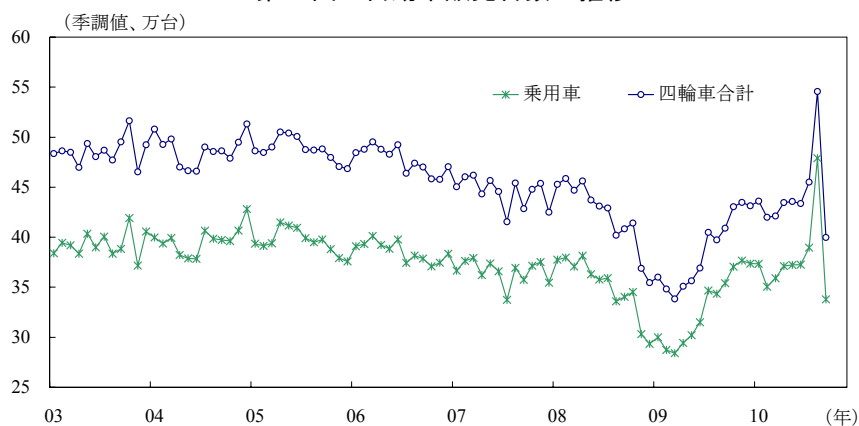
	個人消費	食料	住居	光熱水道	家具家事用品	被服履物	保健医療	交通通信	教育	教養娯楽	その他
前年比 (%)	1.7	▲0.5	17.4	1.5	2.1	▲1.0	▲13.0	8.7	5.7	▲0.7	0.1
寄与度 (%pt)	1.7	▲0.1	1.0	0.1	0.1	▲0.0	▲0.6	1.2	0.2	▲0.1	0.0

(注) 贈与金、仕送り金を除く。

(資料) 総務省「家計調査報告」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

自動車販売は8月の販売台数が季節調整値48.3万台と大幅に増加したことに伴い、エコカー補助金の申請も8月後半から9月にかけて増加した結果、補助金は9月7日受付分で終了となった。駆け込みによって販売が急増したこともあり、9月の販売は季節調整値33.8万台（前月比▲42.8%）と大幅に落ち込み、反動は大きなものとなった（第13図）。補助金制度はリーマンショック後の景気後退局面に落ち込んだ需要の回復に繋がったが、需要の回復に加え、買い替え需要が先食いされた可能性もあり、今後の自動車販売は当面低調に推移する公算が大きい。

第13図：自動車販売台数の推移



(資料) 日本自動車工業会「新車登録台数・軽自動車販売台数」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

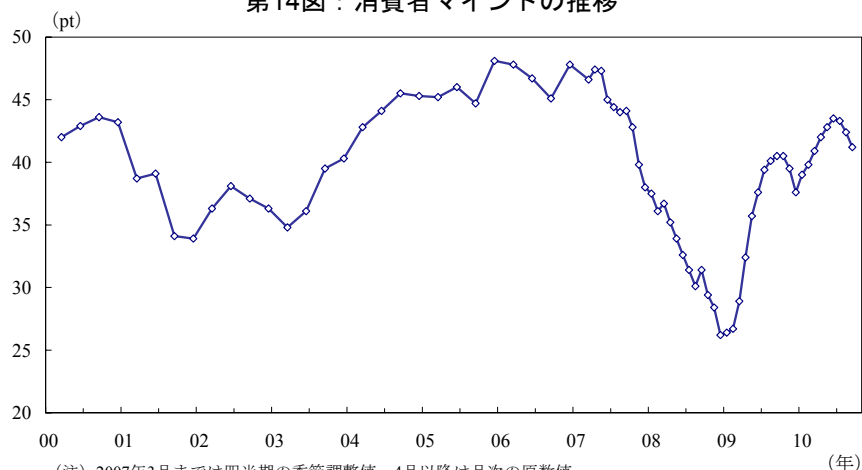
### 雇用・所得の回復の遅れや自動車の駆け込みの反動から、個人消費は一旦落ち込む見込み

先行き、雇用・所得環境の改善が足踏みすることや、自動車販売の低迷などから個人消費は一旦落ち込むと予想する。また、消費者マインドもエコカー補助金終了や雇用環境の厳しさ、円高・株安などを受けて、足元では3ヵ月連続で悪化しており、消費意欲の低迷がうかがえる（次頁第14図）。第2回の子ども手当の支給や、家電エコポイントの延長は消費の下支え要因として期待されるが、エコポイントは12月以降、段階的に支給要件が厳格化することもあり<sup>(注1)</sup>、11月末に向けた駆け込み購入とその反動の影響には注意が必要だろう。

(注1) 家電エコポイントは今年12月1日から全ての対象商品の付与ポイントが半減する。来年1月1日からは対象機種が統一省エネラベル「4つ星」以上から「5つ星」のみに限定され、かつ家電リサイクル制度で古い製品を引き取ってもらうと同時に対象商品を購入する場合にのみポイントが付与され、リサイクル分のポイント加算については廃止される。



第14図：消費者マインドの推移



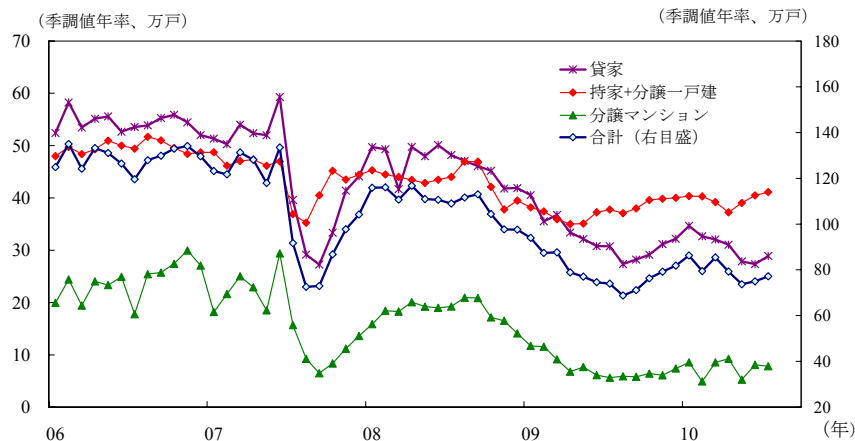
(注) 2007年3月までは四半期の季節調整値、4月以降は月次の原数値。  
 (資料) 内閣府「消費動向調査」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### ③住宅投資

#### 住宅投資は持ち直しの動き

足元の住宅投資は新設着工戸数が3ヵ月連続で増加するなど、持ち直しの動きがみられる。新設着工を利用関係別にみると、持家+分譲一戸建てが底堅く推移していることに加え、これまで低迷が続いていた貸家の着工も2ヵ月連続で増加し、底入れ感が出てきた(第15図)。

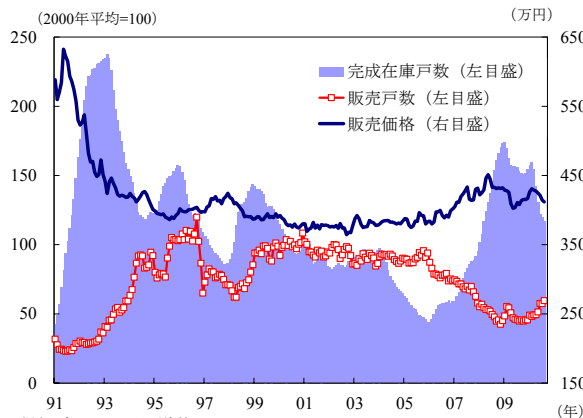
第15図：利用関係別 新設住宅着工戸数の推移



(注) 分譲マンション・分譲一戸建は当室にて季節調整。  
 (資料) 国土交通省「建築着工統計」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

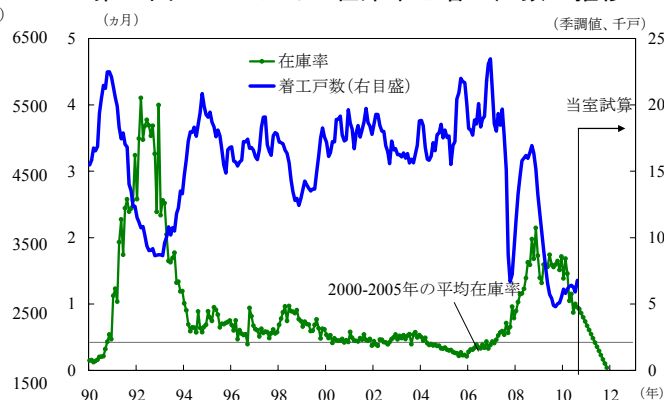
一方、マンションは依然として在庫調整局面にあり、着工は底ばいの状態が続いている。もっとも、首都圏や近畿圏では足元で価格が低下していることなどから販売が好調に推移し、在庫調整が進んでいる(次頁第16図)。仮に現在のペースで調整が進めば、在庫率は来年半ば頃には2000~2005年の平均値まで低下することになり、着工も徐々に持ち直すことが期待される(次頁第17図)。

第16図：首都圏・近畿圏 マンション市場の動向



(注) データは3ヵ月平均値。  
販売価格は、首都圏・近畿圏の新規マンション販売価格をそれぞれ販売戸数で加重平均したもの。完成在庫・総販売戸数は、首都圏・近畿圏の単純合算。  
(資料) (株)長谷工コーポレーション「CRI」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。

第17図：マンション在庫率と着工戸数の推移

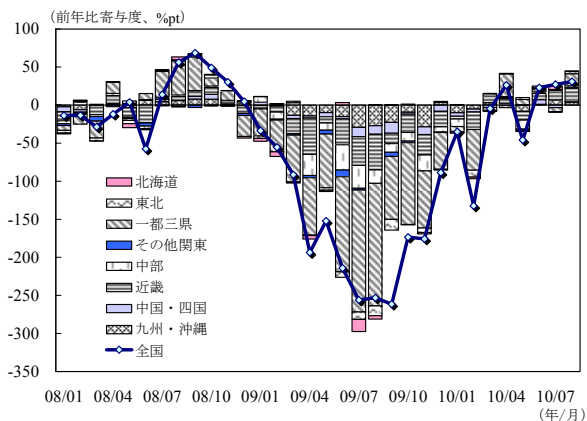


(注) データは3ヵ月平均、当室にて季節調整。  
在庫率＝完成在庫戸数/総販売戸数（それぞれ首都圏と近畿圏の合計）。  
総販売戸数は直近6ヵ月の値で推移し、完成在庫戸数は直近6ヵ月減少ベースで減少を続けると仮定し算出。  
(資料) (株)長谷工コーポレーション「CRI」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

首都圏・近畿圏のマンション市場は持ち直し始めている一方、他地域では依然低水準にとどまる

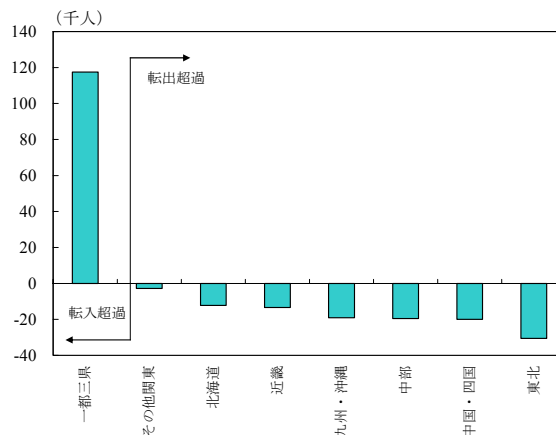
マンションの着工戸数を地域別にみると、首都圏や近畿圏では在庫調整が進んでいることなどから、持ち直しの兆しが出ている。一方で、その他の地域では依然として低水準での推移が続いており、マンション市場の回復は地域間の差が大きいことがうかがえる（第18図）。このような地域差をもたらす要因として、各地域の人口動態が影響している可能性が考えられる。地域別の人口の転出入状況を見ると、着工が回復し始めている一都三県（東京都・埼玉県・千葉県・神奈川県）では転入超過が続いている一方で、その他の地域では総じて人口の流出が続いており、都心部に人口が集中しつつあることがみてとれる（第19図）。東京都や首都圏の大都市を中心とする人口流入地域では、人口の増加に伴い今後も住宅需要は相応に存在すると考えられることから、先行き、着工の回復が見込まれる。一方、その他の地域では世帯数の減少などから一層の需要拡大は期待し難く、着工の低迷が続く公算が大きい。

第18図：地域別 マンション着工戸数の推移



(資料) 国土交通省「建築着工統計」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第19図：地域別 人口転出入の状況



(注) データは2009年のもの。  
(資料) 総務省「住民基本台帳人口移動報告」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

住宅着工は改善基調を維持するも、しばらくは低水準での推移が続く見込み

先行き、住宅着工は改善基調を維持するも、しばらくは低水準での推移が続こう。足元では雇用・所得環境の回復に足踏みの兆しが出ていることや、景気の先行きに対する不透明感が強まっていることから、住宅投資も当面低調に推移することが見込まれる。来年以降、住宅ローン減税などの住宅取得に関する優遇税制が縮小されることも住宅投資回復の下押し要因となる恐れがあり、注意を要する。また、住宅一次取得者層である若年層の世帯数が減少するなか、低金利や住宅ローン減税などの住宅取得支援策を受けて、同層の持家率は既に高水準に達していることも中長期的にはマイナス要因となろう。

## (5) 物価

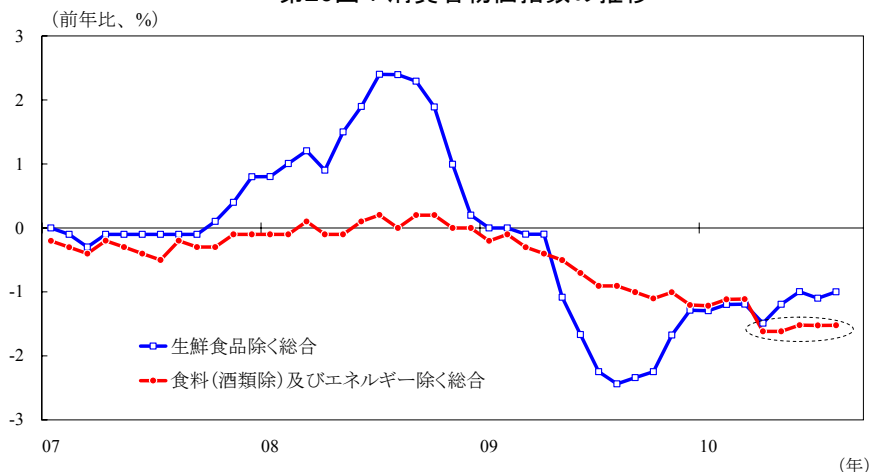
物価は下落基調が継続

消費者物価指数（生鮮食品を除く総合、いわゆるコア CPI）は下落基調が続いている。8月のコア CPI は前年比▲1.0%と電気・ガス料金の値上がりを背景に前月（同▲1.1%）から下落率は小幅縮小した（第20図）。もっとも、コアコア CPI（食料（酒類除く）及びエネルギーを除く総合）の下落率は縮小しておらず、足元でトレンドに大きな変化はみられない。

景気減速や円高によってデフレ圧力が高まるリスクに注意

依然として大幅なデフレギャップが残存する一方、資源価格は落ち着いており川上からの物価圧力も限定的である。物価が下落し易い環境が続くなか、景気減速や円高継続によってデフレ圧力が再び強まるリスクには注意を要する。

第20図：消費者物価指数の推移



(資料) 総務省「消費者物価指数」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 3. 金融

#### (1) 金融政策

##### 日銀は包括的金融緩和を決定

日銀は10月4-5日の金融政策決定会合において、景気下振れのリスクが増大したと判断し、追加金融緩和を決定した（第5表）。今回の緩和措置は、リスク資産の買入など非伝統的措置も含むもので、日銀は「包括的な金融緩和政策」（以下、包括緩和）と呼称している。

第5表：最近の金融政策の主な変更点

3月16・17日	固定金利型共担オペレーションの拡充 供給額：10兆円程度→20兆円程度、オファー頻度：週1回→週2回
5月20・21日	成長基盤強化支援に向けた資金供給決定 資金供給方式：共担オペ方式、貸付期間：原則1年 借り換え可能（最長4年）、貸付利率：貸付時の無担保コール翌日物 対象先毎の貸付額：1,500億円、貸付総額：3兆円（6月14-15日会合にて決定）、対象分野：環境、医療等18分野
8月30日	固定金利型共担オペレーションの拡充 期間6か月のオペ（オファー頻度：月1-2回）を追加 供給額：20兆円程度→30兆円程度（3ヵ月物：20兆円、6ヵ月物：10兆円）
10月5日	「包括的な金融緩和政策」の決定 無担保コール翌日物の誘導目標を「0.1%前後」から「0～0.1%程度」に変更 「中長期的な物価安定の理解」に基づく、実質ゼロ金利政策継続の時間軸の明確化 資産買入等の基金（35兆円）の創設：固定金利型共担オペ（30兆円） 長短期国債買入（3.5兆円）、CP・ABCP買入（1兆円）、ETF・J-REIT買入（0.5兆円） （補足）長期国債、社債の買入対象は残存期間1～2年程度。 本基金による長期国債買入は日銀券ルールの対象外

（資料）日本銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

##### やや長めの金利の押し下げが期待される

包括緩和は、中心的な効果としてやや長めの金利（2～3年程度まで）の押し下げが期待されるのに加え、その波及によってより長い期間の金利低下も期待される。まず、「中長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸の明確化により、消費者物価の上昇率が前年比1%程度まで高まる事が展望できるようになるまで、日銀は実質ゼロ金利政策<sup>(注2)</sup>を継続する可能性が高いことが明示された。日銀が四半期毎に経済見通しを公表する「展望レポート」の直近7月分をみると、2011年度の消費者物価（除く生鮮食品）見通しは前年比+0.1%（政策委員見通しの中央値）となっており、当面は実質ゼロ金利政策の継続が見込まれる<sup>(注3)</sup>。このように先行きも低金利環境が継続する公算が大きいことを金融市場に織り込ませることで、日銀は政策金利である翌日物金利だけでなく、より長い期間の市場金利の低下を促すことができる。

（注2）「実質金利」は通常、名目金利からインフレ率を差し引いたものを指すことが多いが、今回の場合は「ほぼゼロに近い」という意味と解釈される。英文版の声明文では「virtual zero interest rate」との表現が使われている。

（注3）「展望レポート」の次回公表は10月28日の予定。次回分では2012年度までの見通しが公表される。2012年度のインフレ率予想が「中長期的な物価安定の理解」に届かないものであった場合、2011年度中の実質ゼロ金利解除の確率はかなり後退すると解釈される。

また、包括緩和の一環である各種金融資産の買入も、買入総額約5兆円のうち4.5兆円程度は残存期間2年程度までの資産購入（長短期国債、

CP、ABCP、社債)に充てられるため、同年限までの金利押し下げが中心的な効果となろう。残りの0.5兆円程度は、ETF及びJ-REITという期限の無い資産の買入に充てられるが、これもリスクプレミアムの低下を通じて間接的にやや長めの金利の押し下げに寄与するものと解釈される。

**今回の「実質ゼロ金利」は過去2回のゼロ金利とは厳密には異なる**

なお日銀は、政策金利である無担保コール翌日物の誘導目標を従来の「0.1%前後」から「0~0.1%程度」に変更し、「実質ゼロ金利政策」としたが、これは過去2回のゼロ金利とは厳密には性格を異にする(第6表)。ポイントは、2008年10月に導入した超過準備<sup>(注4)</sup>に対する付利制度の適用利率を従来と同じ0.1%に維持したことである。同制度は、日銀による潤沢な資金供給とゼロ金利の回避を両立させるために導入された。日銀の資金供給によって日銀当座預金の残高が増加したとしても、付利制度の下では銀行など制度対象の金融機関は0.1%を下回る利率で資金を貸し出すインセンティブがなくなるため、市中金利の下限は0.1%で画されることとなる。日銀は、金利が完全にゼロになると金融市場の信用仲介機能が低下し、かえって金融緩和効果が減殺されると考えており、この考えは今回の決定会合後の総裁記者会見でも改めて示された。

第6表:過去に導入されたゼロ金利政策との比較

1999年2月~2000年8月	2001年3月~2006年7月	2010年10月~
<ul style="list-style-type: none"> <li>無担保コール翌日物がゼロとなることを目標に金融調節を実施。</li> <li>導入決定から約1ヵ月後にはゼロ近傍に到達。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>量的緩和政策導入に伴うもの。</li> <li>量的緩和政策採用期間(2001年3月~2006年3月)における金融市場調節の操作目標は無担保コール翌日物ではなく、日本銀行当座預金残高であり、ゼロ金利自体が目標だったわけではない。</li> <li>量的緩和導入決定から10日程度でゼロ近傍に到達。</li> <li>量的緩和政策解除後(2006年3月~7月)は、金融市場調節の操作目標が無担保コール翌日物に戻ったため、ゼロ金利が政策目標となった。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>包括緩和政策導入に伴うもの。</li> <li>超過準備への付利率を0.1%で維持しており、無担保コール翌日物がゼロとなるよう積極的に誘導するわけではない。</li> <li>足元の無担保コール翌日物は0.09%程度で推移。</li> </ul>

(資料)日銀資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(注4) 準備預金制度の対象となる金融機関が、法律により日本銀行に預け入れなければならない最低金額(法定準備預金額)を超えて日本銀行に預けている準備預金。

ただし実際には、生損保や投資信託など付利制度の対象外の金融機関が0.1%を下回る利率で貸し出しを行うケースもあり、無担保コール翌日物の実勢レートは足元、0.09%程度と0.1%からやや下振れしている。今後、包括緩和の下、日銀が資金供給を拡大していけば、無担保コール翌日物の実勢レートは一段と低下が見込まれる。日銀は、そうした下振れの許容を予め明示するため、誘導目標を「0~0.1%程度」に変更したと考えられる。つまり、やや長めの金利の低下を促す手段として無担保コール翌日物の低下を許容するスタンスであり、ゼロ金利自体を目標としているわけではないとみるのが妥当であろう。先行き、無担保コール翌

日物の実勢レートは低下が予想されるものの、短期間のうちにゼロ金利となる可能性は小さい。

### 「ゼロ金利」は強いアナウンスメント効果を有する

もともと、ゼロ金利政策という言葉は、日銀が大胆な金融緩和に踏み込んでいることを市場参加者や企業・消費者等に対してわかりやすく印象付けるものであり、強いアナウンスメント効果を有する<sup>(注5)</sup>。厳密なゼロ金利とは異なるものの、日銀が「実質ゼロ金利政策」と呼称したことは、各経済主体の期待に訴える有効なアプローチといえよう。

(注5) 10月6日の各紙朝刊1面のトップ見出しは「ゼロ金利」(日経、読売、朝日、毎日)であった。

今回決定された包括緩和は、金融政策としては異例の領域まで踏み込んだ大胆な措置であり、金利低下等を促す強い効果が期待される。しかし、金融政策が単独で発揮しうる効果には自ずから限界があり、経済の中長期的な成長力の向上には、政府の的確な経済・財政政策も不可欠である。

## (2) 長期金利

### 長期金利は一段と低下

長期金利は低下傾向が続いており、新発10年国債利回りは10月6日に一時0.82%と2003年6月以来の水準まで低下した(第21図)。景気の先行きに対する警戒感が強まるなか、日銀が包括緩和に踏み切ったことに加え、米FRBの追加緩和観測も高まっており、内外で長期金利に対する下押し圧力は増加している。長期金利は当面低水準で推移する公算が大きい。

第21図：新発10年国債利回りの推移



## (3) 為替

### 政府は6年半ぶりに為替介入を実施

為替相場では、米FRBの追加金融緩和観測を背景に円高・ドル安傾向が継続している。9月15日の介入によって一旦は円安に振れたものの、円高基調に歯止めは掛からず、足元は1ドル=81円前後と15年半ぶりの

水準で推移している（第22図）。



### 今後も円高基調が 継続する公算

こうしたなか、10月8日にワシントンで開催されたG7に出席した野田財務大臣は、9月の介入は「過度な変動と無秩序な動きを阻止するための行動」と説明した。これに対し他の参加国から特段の反論は出なかったため、介入については一定の理解が得られたものと考えられる。ただし、野田大臣は「長期に大規模に一定の水準を目指して行う介入ではない」との説明も行っているため、今後の介入の自由度はやや低下したとみるべきであろう。先行きも、米景気の下振れ懸念などから円買い圧力が高まりやすい地合が続く公算が大きく、過去最高値である1ドル=79.75円をうかがう展開となる可能性も否定できない。

照会先：経済調査室

岩岡 聰樹（総括） [toshiki\\_iwaoka@mufg.jp](mailto:toshiki_iwaoka@mufg.jp)  
高山 真（財政・金融） [shin\\_takayama@mufg.jp](mailto:shin_takayama@mufg.jp)  
石丸 伸二（企業・物価） [shinji\\_ishimaru@mufg.jp](mailto:shinji_ishimaru@mufg.jp)  
西村 実季子（家計） [mikiko\\_nishimura@mufg.jp](mailto:mikiko_nishimura@mufg.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページ <http://www.bk.mufg.jp>でもご覧いただけます。

主要経済金融指標(日本)  
2010年10月15日時点

経済調査室(Economic Research Office)

1. 実体経済

[特記なき限り前期(月)比、( )内は前年比%、 [ ]内は前年実績]

	2008年度	2009年度	2009年		2010年		2010年				
			7-9	10-12	1-3	4-6	5月	6月	7月	8月	9月
実質GDP成長率(前期比年率)	▲ 3.7	▲ 1.9	▲ 0.3 (▲ 5.2)	3.4 (▲ 1.0)	5.0 (4.70)	1.5 (2.4)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	▲ 4.5		1.1 (▲ 7.0)	0.1 (▲ 3.7)	1.4 (3.7)	0.8 (3.4)	0.0 (3.1)	0.2 (3.0)	1.0 (3.1)		
鉱工業生産指数	▲ 12.7	▲ 8.9	5.3 (▲ 19.4)	5.9 (▲ 4.3)	7.0 (27.45)	1.5 (21.0)	0.1 (20.4)	▲ 1.1 (17.3)	▲ 0.2 (14.2)	▲ 0.3 (15.4)	
鉱工業出荷指数	▲ 12.6	▲ 8.4	5.8 (▲ 18.8)	5.9 (▲ 3.3)	7.2 (26.49)	1.6 (21.8)	▲ 1.7 (21.0)	0.2 (18.1)	▲ 0.1 (14.7)	▲ 0.5 (16.2)	
製品在庫指数	▲ 5.2	▲ 6.0	▲ 1.8 (▲ 12.1)	▲ 1.5 (▲ 14.6)	1.1 (▲ 6.0)	3.4 (1.2)	2.0 (▲ 0.8)	0.7 (1.2)	▲ 0.5 (1.3)	0.7 (2.5)	
生産者製品在庫率指数 (2005年=100)	121.9	120.4	124.3 [107.3]	114.7 [123.4]	106.2 [149.6]	106.2 [136.4]	108.5 [140.3]	106.7 [128.5]	108.2 [127.0]	107.2 [125.0]	[120.9]
国内企業物価指数	3.1	▲ 5.3	0.1 (▲ 8.2)	▲ 0.8 (▲ 5.2)	0.3 (▲ 1.7)	0.6 (0.19)	0.3 (0.49)	▲ 0.5 (0.39)	0.0 (▲ 0.1)	0.0 (0.00)	0.0 (▲ 0.1)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	1.2	▲ 1.6	▲ 0.4 (▲ 2.3)	▲ 0.2 (▲ 1.8)	▲ 0.6 (▲ 1.2)	0.0 (▲ 1.2)	0.0 (▲ 1.2)	▲ 0.1 (▲ 1.0)	▲ 0.3 (▲ 1.1)	▲ 0.1 (▲ 1.0)	
稼働率指数 (2005年=100)	88.7	80.0	77.0 [100.4]	81.8 [87.1]	90.3 [65.4]	90.4 [71.8]	91.3 [72.8]	89.4 [73.7]	89.1 [75.9]	88.1 [77.0]	[78.0]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	▲ 14.1	▲ 20.6	▲ 0.7 (▲ 27.3)	1.1 (▲ 14.0)	2.9 (▲ 1.8)	0.3 (3.3)	▲ 9.1 (4.3)	1.6 (▲ 2.2)	8.8 (15.9)	10.1 (24.1)	
製造業	▲ 22.4	▲ 27.8	▲ 6.6 (▲ 45.7)	16.2 (▲ 17.3)	13.6 (28.96)		▲ 13.5 (9.3)	9.9 (6.9)	10.1 (39.8)	12.5 (50.8)	
非製造業 (除く船舶、電力)	▲ 6.8	▲ 15.8	3.7 (▲ 12.0)	▲ 7.0 (▲ 10.8)	▲ 3.4 (▲ 15.1)		▲ 6.0 (1.5)	▲ 3.9 (▲ 7.7)	8.1 (3.5)	8.3 (10.1)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲ 17.6	▲ 24.3	0.6 (▲ 34.4)	4.9 (▲ 21.4)	14.3 (5.84)	7.4 (29.62)	▲ 5.0 (24.22)	7.3 (34.14)	▲ 0.2 (35.2)	▲ 1.4 (31.2)	
建設受注	▲ 12.3	▲ 14.2	(▲ 25.4)	(▲ 18.4)	(18.7)	(▲ 9.9)	(9.2)	(▲ 10.2)	(▲ 0.7)	(▲ 0.0)	
民需	▲ 19.0	▲ 15.3	(▲ 27.2)	(▲ 20.4)	(29.9)	(▲ 8.0)	(10.2)	(▲ 0.4)	(2.9)	(4.7)	
官公庁	23.5	▲ 11.1	(3.1)	(▲ 21.4)	(▲ 10.5)	(▲ 13.3)	(▲ 13.5)	(▲ 10.6)	(▲ 33.5)	(9.7)	
公共工事請負金額	0.1	4.9	(11.2)	(6.3)	(▲ 11.8)	(▲ 3.5)	(▲ 5.9)	(▲ 5.8)	(▲ 8.8)	(▲ 8.4)	(▲ 18.8)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	103.4 (0.3)	77.8 (▲ 25.4)	71.3 (▲ 35.8)	79.1 (▲ 20.9)	83.7 (▲ 6.6)	76.0 (▲ 1.1)	73.7 (▲ 4.6)	75.0 (0.6)	77.2 (4.3)	82.9 (20.5)	
新設住宅床面積	(▲ 2.3)	(▲ 21.5)	(▲ 31.7)	(▲ 15.1)	(▲ 3.4)	(3.9)	(0.5)	(5.5)	(6.0)	(19.8)	
小売業販売額	▲ 1.1	▲ 0.4	(▲ 1.9)	(▲ 0.7)	(3.8)	(3.7)	(2.9)	(3.3)	(3.8)	(4.3)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 2.8	1.0	0.8 (▲ 2.3)	0.5 (▲ 3.2)	0.0 (▲ 3.2)	▲ 1.6 (▲ 0.2)	0.7 (▲ 0.7)	2.9 (0.5)	▲ 0.4 (1.1)	0.7 (1.7)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	73.3	74.7	74.0 [74.3]	74.5 [71.9]	74.4 [74.0]	71.9 [74.8]	72.8 [72.1]	71.0 [75.6]	76.1 [74.8]	75.3 [73.7]	[74.0]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 7.0	▲ 8.5	1.9 (▲ 14.9)	2.8 (▲ 7.7)	5.0 (10.0)	0.9 (10.8)	▲ 1.2 (10.4)	▲ 0.2 (10.2)	1.9 (11.1)	▲ 1.1 (8.9)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲ 1.1	▲ 3.3	(▲ 3.6)	(▲ 4.1)	(0.0)	(1.3)	(0.1)	(1.8)	(1.4)	(0.0)	
常用雇用者数(前年・期・月差) (全産業・5人以上、万人)	29076.0	▲ 77894.3	▲ 106546.5 [65,668.3]	▲ 109742.7 [49,422.3]	1682.9 [▲ 71,698.8]	10188.4 [▲ 96,970.8]	15832.6 [▲ 104,334.8]	10820.5 [▲ 103,687.1]	20627.2 [▲ 105,644.4]	18103.0 [▲ 106,707.1]	[▲ 107,288.1]
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.78	0.45	0.43 [0.86]	0.43 [0.74]	0.47 [0.59]	0.50 [0.46]	0.50 [0.46]	0.52 [0.45]	0.53 [0.43]	0.54 [0.42]	[0.43]
完全失業率 (実数、季調済、%)	4.1	5.2	5.4 [4.0]	5.2 [4.1]	4.9 [4.5]	5.2 [5.1]	5.2 [5.1]	5.3 [5.3]	5.2 [5.6]	5.1 [5.4]	[5.3]
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	25.6	39.9	42.4 [28.5]	36.7 [19.8]	42.8 [21.6]	48.3 [37.7]	47.7 [36.7]	47.5 [42.2]	49.8 [42.4]	45.1 [41.7]	41.2 [43.1]
企業倒産件数 (実数、件数)	16,146 (12.3)	14,732 (▲ 8.7)	3,782 (▲ 6.2)	3,529 (▲ 13.2)	3,467 (▲ 17.7)	3,323 (▲ 15.9)	1,021 (▲ 15.1)	1,148 (▲ 19.2)	1,066 (▲ 23.0)	1,064 (▲ 14.2)	1,102 (▲ 4.5)



## 2. 国際収支

[ 特記なき限り前期(月)比、( )内は前年比%、 [ ]内は前年実績 ]

	2008年度	2009年度	2009年		2010年		2010年				
			7-9	10-12	1-3	4-6	5月	6月	7月	8月	9月
通関輸出	▲16.4	▲17.1	(▲34.4)	(▲8.0)	(43.3)	(33.2)	(32.1)	(27.7)	(23.5)	(15.5)	
価格	▲3.3	▲7.0	(▲12.6)	(▲6.5)	(▲0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(▲1.5)	(1.1)	
数量	▲14.3	▲9.9	(▲24.9)	(▲1.2)	(43.8)	(32.8)	(31.9)	(27.5)	(25.5)	(14.2)	
通関輸入(円建)	▲4.1	▲25.2	(▲39.5)	(▲20.9)	(18.9)	(27.9)	(33.6)	(26.2)	(15.8)	(17.9)	
価格	0.6	▲18.5	(▲30.8)	(▲16.4)	(5.0)	(7.3)	(9.3)	(6.9)	(1.7)	(▲1.0)	
数量	▲5.7	▲7.3	(▲12.6)	(▲5.0)	(13.1)	(19.3)	(22.3)	(18.1)	(13.8)	(19.1)	
経常収支(億円)	123,362	157,817	40,888	34,099	50,316	36,116	12,226	10,578	16,759	11,142	
貿易収支(億円)	11,589	65,996	13,431	20,477	20,410	20,358	4,027	7,620	9,161	1,959	
サービス収支(億円)	▲20,469	▲18,185	▲4,278	▲4,797	▲2,184	▲5,219	▲337	▲918	▲1,778	▲949	
資本収支	▲173,053	▲123,113	▲28,076	▲17,250	▲57,057	▲16,465	▲12,386	▲7,529	▲21,823	▲13,019	
外貨準備高(百万ドル)	1,018,549	1,042,715	1,052,598	1,049,397	1,042,715	1,050,235	1,041,318	1,050,235	1,063,513	1,070,145	
対ドル円レート(期中平均)	100.46	92.80	93.61	89.68	90.65	92.01	91.74	90.92	87.72	85.47	

## 3. 金融

	2008年度	2009年度	2009年		2010年		2010年					
			7-9	10-12	1-3	4-6	5月	6月	7月	8月	9月	
コール・レート (無担保翌日物)	0.363	0.102	0.103 [0.501]	0.104 [0.333]	0.098 [0.110]	0.093 [0.103]	0.091 [0.102]	0.095 [0.104]	0.094 [0.102]	0.095 [0.106]	0.091 [0.102]	
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.805	0.516	0.543 [0.854]	0.498 [0.831]	0.443 [0.693]	0.388 [0.579]	0.388 [0.572]	0.381 [0.565]	0.373 [0.549]	0.363 [0.542]	0.355 [0.537]	
新発10年国債利回り (末値)	1.438	1.353	1.338 [1.472]	1.317 [1.347]	1.337 [1.293]	1.208 [1.420]	1.260 [1.480]	1.085 [1.350]	1.055 [1.415]	0.975 [1.305]	0.930 [1.295]	
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.619	1.449	1.510 (▲0.013)	1.478 (▲0.032)	1.449 (▲0.029)	1.420 (▲0.029)	1.437 (▲0.005)	1.420 (▲0.017)	1.420 (0.000)	1.412 (▲0.008)		
日経平均株価 (225種、末値)	8,110	11,090	10,133 [11,260]	10,546 [8,860]	11,090 [8,110]	9,383 [9,958]	9,769 [9,523]	9,383 [9,958]	9,537 [10,357]	8,824 [10,493]	9,369 [10,133]	
M2平残	(2.1)	(2.9)	(2.8)	(3.3)	(2.8)	(3.0)	(3.1)	(2.9)	(2.7)	(2.8)	(2.8)	
広義流動性平残	(0.1)	(0.8)	(0.5)	(1.4)	(1.2)	(1.5)	(1.9)	(1.3)	(0.7)	(0.5)	(0.5)	
貸出資金吸収動向												
貸出残高 (平残)	銀行・信金計		(2.4)	(0.8)	(1.8)	(0.2)	(▲1.6)	(▲1.9)	(▲2.0)	(▲2.0)	(▲1.8)	(▲1.8)
	銀行計		(2.7)	(0.8)	(1.9)	(0.1)	(▲1.8)	(▲2.0)	(▲2.1)	(▲2.1)	(▲1.9)	(▲1.8)
	都銀等		(1.9)	(▲0.4)	(0.8)	(▲1.3)	(▲3.5)	(▲3.8)	(▲3.9)	(▲4.1)	(▲3.7)	(▲3.9)
	地銀		(3.9)	(2.4)	(3.4)	(1.8)	(0.1)	(0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.4)	(0.6)
	地銀II		(2.4)	(1.3)	(1.7)	(1.3)	(0.3)	(▲0.4)	(▲0.5)	(▲0.7)	(▲0.8)	(▲0.6)
	信金		(0.9)	(0.8)	(1.4)	(0.6)	(▲0.7)	(▲1.4)	(▲1.5)	(▲1.4)	(▲1.4)	(▲1.3)
実質預金 +CD (平残)	3業態計		(1.7)	(2.9)	(3.2)	(3.1)	(2.7)	(2.8)	(3.0)	(2.6)	(2.3)	(2.7)
	都銀		(1.7)	(3.0)	(3.9)	(2.7)	(2.5)	(2.7)	(3.2)	(2.4)	(2.0)	(2.9)
	地銀		(1.9)	(3.1)	(2.8)	(3.7)	(3.3)	(3.3)	(3.3)	(3.3)	(3.1)	(3.1)
	地銀II		(1.3)	(1.8)	(1.4)	(2.7)	(2.0)	(1.0)	(0.9)	(0.8)	(0.4)	(0.1)

(注) 金利は期中平均値

(資料) 内閣府「国民経済計算」、「機械受注統計」、経済産業省「第三次産業活動指数」、「鉱工業生産」、「商業販売統計」、財務省「通関統計」、「国際収支統計」、総務省「消費者物価指数」、「家計調査」、「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」、国土交通省「建築着工統計」、日本銀行「金融経済月報」、「企業物価指数」、東京商工リサーチ「全国企業倒産状況」、保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」等