

今後の経済、金融状況の見通し

大和総研では、「日本経済の長期見通し」を公表しているが、これに基づいて、金利の見通しを想定する。また、中期的予測については主要各社の経済見通しを参考として付す。

1. 金利見通し

(1) 直近の債券市場の状況

2003年6月に記録した金利のボトムは10年債で0.4%台であったが、その後、反転上昇し、9月月初に1.63%（日次終値ベース）に達した後、幾分低下し、1.4%程度で推移しているが、日々の値動きは大きく、債券市場の荒れ模様は収まっていないように見受けられる。9月下旬には円高の進行から長期金利が低下する局面も見られたが、株価の堅調が維持されていることなどもあり、トレンドを変えるには至っていない。

(2) 長期金利の中長期的見通し

足許は、このように不安定な状況にあるが、中長期的な長期金利の見通しは、2005年を超えたあたりから予想される景気回復もあって2008年度で2.1%程度に上昇することを予想している。その後、穏やかな回復軌道に合わせて緩やかな金利上昇を想定する。短期市場は金融政策が大きな決定力を持つ市場であるが、デフレからの急激なインフレへの転換も想定しがたく、穏やかな景気回復に合わせて緩やかなインフレへの回帰と政策金利の穏やかな上昇を想定する。債券市場におけるリスクファクターとして配慮すべき要因として、財政破綻とそれに伴う金利上昇があるが、モデルによる予測に織り込むのは難しく、また想定としては現実的でもないが、このような自然な金利上昇を前提としたとしても、政府の利払い負担の重圧が顕在化する可能性はないとはいえない。

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| コールレート(%) | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 10年物国債利回り(%) | 1.4 | 1.5 | 1.7 | 1.7 | 1.9 | 2.1 | 2.1 | 2.3 | 2.4 | 2.5 | 2.5 | 2.5 |

2. 金利見通しの背景 ～大和総研 日本経済予測の概要～

2012年までの日本経済

本予測は、日本経済の中期的・趨勢的な姿を、年次計量モデルによる予測に基づいて提示するものである。

(1) 低迷を余儀なくされる予測前期

予測前期である2002～2008年度の経済成長率(年率、以下同じ)は名目0.4%、実質1.3%と見込まれる。GDPデフレーターは▲0.8%、消費者物価は▲0.6%と、物価下落は中期的にも継続する。日本経済はデフレスパイラルに陥っているわけではないが、供給サイドの要因と本予測程度の需要成長率を前提とすれば、デフレは当面続かざるを得ないであろう。資産デフレやコンフィデンスの低さを背景とした需要の弱さが続く限り、一層の金融緩和によってもデフレ脱却は難しい。

(2) 分岐点となる可能性のある2005年付近

ただし、2005年度以前と以降とは日本経済の様相は大きく異なる。21世紀入り後の2001年度から2008年度の間(予測前期)を第1期(2001～2004年度)と第2期(2005～2008年度)に分けると、前期の実質成長率▲0.1%のマイナス成長に対し、第2期は1.9%と見込まれる。まず、第1期では、ア)不良債権の集中的な処理、イ)継続する企業のバランスシート調整に伴う投資抑制、ウ)比較的大きな公共投資削減、エ)デフレ環境下での賃下げ圧力と年金不安の中での家計消費低迷、といった下押し圧力が折り重なるように存在するため、名目GDPは▲1.3%で縮小しよう。CPIは▲1.1%と見込む。一人当り雇用者報酬も現在の減少ペースが継続し、民間消費は相当低迷して推移するだろう。第2期では名目1.4%、実質1.9%の経済成長と予想している。ただし、第2期においても成長率の名実逆転は解消せず、消費者物価指数も安定したプラスとはならない。GDPデフレーターが上昇に転じ、デフレ色が払拭されるには予測後期(2009～2012年度)を待つ必要がある。第2期までの環境下では名目成長率のわりに金利は上昇せず、株価上昇もそれほど力強いものではないが、第3期となれば正常化したといえる状況が期待できる。本予測では第2期と予測後期の境界付近で金融政策の変更(コールレート引上げ)が行われるものと考えている。

(3) 予測後期での注意点は財政問題

予測後期のシナリオの最大のリスクは財政問題である。小泉政権はこれまでと比べて公的部門の構造改革に果敢に取り組んでいると評価できるが、財政赤字の拡大を回避するにとどまり、2010年代初頭におけるプライマリーバランス均衡ないし黒字化への経路を明確にしていない。既に債務残高規模が巨額であるため、その前に利払負担の重圧が顕在化すれば財政は破綻するリスクが出てくる。モデル上でそうした事態の発生を描くことは難しいし、このような見通しを立てるに当たっては適切でもない。しかし、過去20年間、政府の利払負担は債務残高の割には幸運なレ

ベルにとどまっていたが、2005年付近で転換する姿が予想され、それまでに財政改革の道筋をつけておくことが極めて重要であり、中期的に最大限の注意が必要と思われる。

大和総研 日本経済予測

| 年度 | 実績 | | | 2003-2012 | 予測前期 | | 予測後期 |
|-------------------|-------|-------|---------|-----------|------------------|------------------|-----------|
| | 86-90 | 91-95 | 96-2000 | | 第1期 2001-2004 | 第2期 2005-2008 | 2009-2012 |
| 実質GDP | 5.0 | 1.5 | 1.3 | 1.3 | -0.1 | 1.9 | 1.6 |
| 民間最終消費 | 4.3 | 2.3 | 0.8 | 0.5 | 0.4 | 0.9 | 1.1 |
| 民間設備投資 | 10.4 | -4.0 | 4.0 | 1.2 | -3.5 | 4.5 | 3.9 |
| 公的固定資本形成 | 4.4 | 7.9 | -3.2 | -2.3 | -3.9 | -1.5 | -2.0 |
| 財・サービス輸出 | 3.5 | 3.1 | 5.5 | 3.5 | 1.1 | 2.9 | 3.1 |
| 財・サービス輸入 | 11.3 | 4.3 | 3.3 | 3.2 | 1.3 | 3.1 | 3.3 |
| 名目GDP | 6.4 | 2.2 | 0.4 | 0.4 | -1.3 | 1.4 | 1.8 |
| GDPデフレーター | 1.4 | 0.8 | -0.9 | -0.8 | -1.2 | -0.5 | 0.2 |
| 国内卸売物価 | -0.8 | -1.0 | -0.8 | -1.7 | -2.2 | -1.4 | -0.9 |
| 消費者物価 | 1.4 | 1.2 | 0.3 | -0.6 | -1.1 | -0.2 | 0.4 |
| 一人当り雇用者報酬 | 3.1 | 1.6 | 0.0 | -0.2 | -0.6 | 0.0 | 0.8 |
| 一人当り雇用者報酬(除く雇主負担) | 2.9 | 1.4 | 0.0 | -0.4 | -0.9 | -0.1 | 0.5 |
| 労働分配率 | 65.4 | 70.4 | 72.9 | 73.7 | 74.2 | 73.4 | 71.5 |
| 経常収支 | 2.6 | 2.6 | 2.4 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.7 |
| 失業率 | 2.5 | 2.6 | 4.1 | 6.0 | 5.6 | 6.3 | 6.7 |
| コールレート | 4.9 | 3.3 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.3 |
| 10年国債利回り | 5.6 | 4.6 | 2.0 | 1.6 | 1.4 | 1.8 | 2.5 |
| 東証株価指数 | 2,071 | 1,529 | 1,406 | 1,075 | 1,013 | 1,151 | 1,442 |
| 円／ドルレート | 142.1 | 112.3 | 117.1 | 113.6 | 119.5 | 110.6 | 108.0 |
| 中央・地方政府財政収支 | -1.3 | -4.2 | -8.0 | -7.8 | -7.4 | -7.9 | -9.7 |
| 中央・地方政府債務残高 | 66.3 | 76.8 | 117.4 | 180.8 | 160.2 | 192.9 | 252.2 |

(注) 期間平均。経常収支、財政収支、政府債務残高は名目GDP比%。

(参考資料) 主要各社経済見通し

日本経済中期予測

国内総生産 成長率

| 機関 | | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|----------------|-------|------|------|------|------|------|------|------|
| 大和総研(標準) | 実質GDP | 1 | 0.1 | 0 | 1.3 | 2.1 | 2.4 | 2 |
| 予測日:2003年2月20日 | 名目GDP | -0.5 | -1 | -1.1 | 0.5 | 1.3 | 1.9 | 2 |
| 大和総研(悲観シナリオ) | 実質GDP | 1 | 0 | -0.3 | 0.9 | 1.6 | 2.3 | 2.2 |
| 2003年2月20日 | 名目GDP | -0.5 | -1.2 | -1.3 | 0.1 | 0.5 | 1.2 | 1.6 |
| 大和総研(楽観シナリオ) | 実質GDP | 1 | 0.2 | 0.5 | 2 | 2.5 | 2.3 | 1.6 |
| 2003年2月20日 | 名目GDP | -0.5 | -1 | -0.6 | 1.4 | 2.3 | 2.8 | 2.7 |
| 野村総研(シナリオ①) | 実質GDP | -0.2 | -0.1 | 0 | -0.1 | 0.1 | 0.2 | |
| 2002年12月2日 | 名目GDP | -2.1 | -1.7 | -0.9 | -0.6 | 0 | 0.4 | |
| 野村総研(シナリオ②) | 実質GDP | -0.2 | -0.1 | -0.6 | -0.7 | 0.4 | 0.9 | |
| 2002年12月2日 | 名目GDP | -2.1 | -1.7 | -1.6 | -1.3 | 0.2 | 1.2 | |
| 野村総研(シナリオ③) | 実質GDP | -0.2 | -0.1 | -0.6 | -0.7 | -0.8 | -0.2 | |
| 2002年12月2日 | 名目GDP | -2.1 | -1.7 | -1.6 | -1.4 | -1.2 | -0.5 | |
| 日本経済研究センター | 実質GDP | 1.2 | 0.6 | 0.9 | 1.1 | 0.6 | 0.7 | 2 |
| 2002年12月20日 | 名目GDP | -0.2 | -0.4 | 0.3 | 0.6 | 0.5 | 1.1 | 2.3 |
| UFJ総研 | 実質GDP | 1.7 | 1.1 | -0.7 | 1.3 | 2.3 | 0.3 | |
| 2003年2月20日 | 名目GDP | -0.5 | -0.3 | -2.4 | 0.3 | 1.3 | 1.5 | |
| 信金中金総合研究所 | 実質GDP | 1.3 | 0.6 | 0.8 | 1.2 | 1.6 | 1.3 | |
| 2003年3月12日 | 名目GDP | -0.8 | -1 | -0.3 | 0.7 | 1.7 | 1.4 | |
| 郵政研究所 | 実質GDP | 0.7 | 1.2 | 0.6 | 0.8 | 1.9 | | |
| 2002年12月20日 | 名目GDP | -0.1 | 0.2 | 0.5 | 1 | 2.2 | | |
| 三菱総研 | 実質GDP | 0.1 | 0.8 | -0.2 | 0.3 | | | |
| 2002年12月20日 | 名目GDP | -1.4 | -0.2 | -1.4 | -0.6 | | | |
| 平均 | 実質GDP | 0.7 | 0.4 | 0.0 | 0.7 | 1.2 | 1.1 | 2.0 |
| | 名目GDP | -1.0 | -0.9 | -0.9 | 0.1 | 0.9 | 1.2 | 2.2 |

物価(CPI)

| 機関 | | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|--------------|--|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 大和総研(標準) | | -1.0 | -1.5 | -1.1 | -1.0 | -0.5 | -0.5 | -0.1 | 0.4 |
| 大和総研(悲観シナリオ) | | -1.0 | -1.5 | -1.1 | -1.0 | -0.7 | -0.9 | -0.7 | -0.4 |
| 大和総研(楽観シナリオ) | | -1.0 | -1.5 | -1.1 | -0.9 | -0.3 | 0.1 | 0.8 | 1.3 |
| 野村総研(シナリオ①) | | -1.0 | -1.0 | -0.6 | -0.1 | 0.1 | 0.3 | 0.6 | |
| 野村総研(シナリオ②) | | -1.0 | -1.0 | -0.6 | -0.2 | 0.0 | 0.2 | 0.7 | |
| 野村総研(シナリオ③) | | -1.0 | -2.1 | -1.7 | -1.6 | -1.4 | -1.2 | -0.5 | |
| 日本経済研究センター | | -1.0 | -0.9 | -0.5 | -0.2 | -0.1 | 0.3 | 0.9 | 0.9 |
| UFJ総研 | | -1.0 | -0.9 | -0.5 | -0.7 | -0.6 | -0.5 | 1.4 | |
| 信金中金総合研究所 | | -1.0 | -0.9 | -0.7 | -0.3 | 0.2 | 0.4 | 0.5 | |
| 郵政研究所 | | -1.0 | -0.9 | -0.4 | -0.2 | 0.0 | 0.4 | | |
| 三菱総研 | | -1.0 | -0.8 | -0.9 | -0.6 | -0.7 | -0.7 | | |
| 平均 | | -1.0 | -1.2 | -0.8 | -0.6 | -0.4 | -0.2 | 0.4 | 0.6 |

金利(10年国債利回り)

| 機関 | | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|--------------|--|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 大和総研(標準) | | 1.4 | 1.3 | 1.4 | 1.50 | 1.70 | 1.70 | 1.9 | 2.1 |
| 大和総研(悲観シナリオ) | | 1.4 | 1.3 | 1.4 | 1.60 | 2.20 | 2.60 | 2.9 | 3.4 |
| 大和総研(楽観シナリオ) | | 1.4 | 1.3 | 1.4 | 1.50 | 1.70 | 1.70 | 1.8 | 2 |
| 野村総研(シナリオ①) | | 1.4 | 1.1 | 1.00 | 1.20 | 1.60 | 1.8 | 2.1 | |
| 野村総研(シナリオ②) | | 1.4 | 1.1 | 1 | 1.5 | 1.9 | 2.1 | 2.4 | |
| 野村総研(シナリオ③) | | 1.4 | 1.1 | 1 | 0.7 | 1.1 | 1.5 | 1.6 | |
| 日本経済研究センター | | 1.36 | 1.28 | 1.33 | 1.42 | 1.52 | 1.56 | 1.79 | 2.13 |
| UFJ総研 | | 1.36 | 1.14 | 0.95 | 0.88 | 1.20 | 1.6 | 1.4 | |
| 信金中金総合研究所 | | | | | | | | | |
| 郵政研究所 | | | | | | | | | |
| 三菱総研 | | 1.37 | 1.18 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | | | |
| 平均 | | 1.4 | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.5 | 1.8 | 2.0 | 2.4 |

為替レート(¥/US\$)

| 機関 | | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|--------------|--|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 大和総研(標準) | | 125.1 | 123.2 | 115.8 | 113.80 | 111.90 | 110.80 | 110 | 109.6 |
| 大和総研(悲観シナリオ) | | 125.1 | 123.2 | 115.8 | 109.80 | 105.00 | 105.00 | 105 | 105 |
| 大和総研(楽観シナリオ) | | 125.1 | 123.2 | 120.5 | 122.90 | 125.00 | 125.00 | 125 | 125 |
| 野村総研(シナリオ①) | | | | | | | | | |
| 野村総研(シナリオ②) | | | | | | | | | |
| 野村総研(シナリオ③) | | | | | | | | | |
| 日本経済研究センター | | 125.1 | 123.5 | 124.70 | 124.20 | 123.50 | 122 | 121.8 | 121.2 |
| UFJ総研 | | 125.1 | 121.9 | 123.60 | 125.00 | 125.30 | 119.1 | 123.2 | |
| 信金中金総合研究所 | | 125 | 122 | 124.00 | 125.00 | 122.00 | 118 | 113 | |
| 郵政研究所 | | 125.1 | 122 | 127.50 | 125.00 | 125.00 | 125 | | |
| 三菱総研 | | 125.6 | 122.3 | 125.30 | 127.50 | 132.50 | | | |
| 平均 | | 125.2 | 122.7 | 122.2 | 121.7 | 121.3 | 117.8 | 116.3 | 115.2 |