

## 2007年度の内外経済金融の展望

### 〔要 旨〕

- 1 2002年2月から始まった今回の景気拡大期は、06年11月には戦後最長だった「いざなぎ景気」を超えた。その過程では、世界経済の堅調な拡大に支えられて輸出が増勢を続けたほか、徹底したリストラの結果、企業部門がバブル期を上回る業績を上げている。
- 2 しかし、賃金や利子・配当などを通じた家計部門への所得波及は依然として弱いほか、経済成長が輸出に依存している面が大きく、先行きの懸念材料となっている。また、地方との格差は拡大する方向にある。
- 3 07年度の日本経済は、年度前半はこれまで景気を牽引してきた輸出の鈍化が企業設備投資の減速をもたらすことが想定され、一時的ながら足踏み状態に陥る可能性が高いであろう。ただし、年度後半にかけて、世界経済、特に米国経済が成長を再加速し始めることに伴い、日本経済にも力強さが戻ってくるものと予想する。
- 4 米国経済は、07年前半は潜在成長率を下回る成長減速の基調が続くと予想するが、マイナス成長となる景気後退は想定しない。FRBは成長減速のもと、インフレ低下を踏まえて07年春以降、緩和に踏み切ると考える。また、年後半には金融緩和もあり、住宅ブームの調整終了などから、景気は反転していくと予想する。
- 5 欧州経済は06年に比べれば、07年は成長が鈍化するものの、安定成長の軌道にとどまる。中国は内外に懸案を残しながらも、五輪、万博を控え高成長政策が継続され、10%前後の成長が見込まれよう。
- 6 日本への入着原油価格は小幅下落を予想するが、OPECの高値維持姿勢や世界経済の成長持続のもと基本的に高値水準での安定が続こう。ただし原油など国際商品市況は、米国において金融緩和へ政策転換が始まったとしても急速な再上昇軌道に入ることは想定していない。

## 目次

### はじめに

#### 1 軟着陸が試される世界経済

- (1) 米国経済は減速から年後半反転へ
- (2) EUは安定成長，中国も10%前後の成長を持続
- (3) 原油等商品市況は高値安定を予想

#### 2 年前半は足踏みが予想される国内景気

- (1) 輸出依存の成長からの転換は進まず
- (2) 遅れる企業部門から家計部門への波及と地域格差の拡大

- (3) 07年夏場までは一時的ながら景気改善がストップ

- (4) なかなか高まらない物価上昇率

#### 3 「金融の正常化」は再開できるか

- (1) 利上げのペースはかなり緩やか
- (2) 金融機関経営の変化と課題
- (3) フラット化するイールドカーブ

おわりに

## はじめに

02年2月から始まった今回の景気拡大は、「いざなぎ景気」(1965年11月～70年7月の57か月)を超え戦後最長になった。

この景気拡大期間は，01年4月に政権についた小泉内閣の日々とも重なる。この間，当初はITバブル崩壊後の世界的な景気悪化を受け，日本企業の脆弱性の顕在化と組織再編等に伴う雇用収縮およびデフレ(一般的な物価下落)下での金融システムの危機的状况が深刻な問題であった。しかし，景気回復の継続と不良債権処理の進捗により，これらの問題は改善に向かい，日本経済の内在的な下振れリスクが小さくなったことは確かであろう。

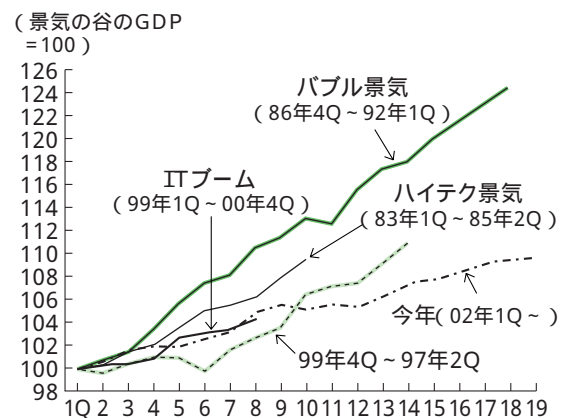
この景気拡大期間に経済活動規模を示す実質GDPは10%弱増加した。しかし，日本経済が90年代後半からの低成長とデフレから脱却し，輸出に過度に依存しなくても良

い自律的成長の経路を描けるようになったとは言えない(第1図)。

また，この間に拡大した格差は，一時的な歪みとは片付けられないところがあり，将来にわたって構造的問題として残る可能性もある。

07年が明けると景気拡大は6年目を迎えるが，米国経済の減速と景気拡大の長期化に伴う景気の成熟化によって景気の推進力が弱まっているところもあり，いくつかの

第1図 景気拡張と実質GDPの増加



資料 日経NEEDS FQ(内閣府「国民所得統計」)から作成  
(注) Q=四半期, 以下同じ

注意信号も点灯している。そのあたりの状況を確認しながら、07年度の国内外の経済と金融を展望したい。

## 1 軟着陸が試される世界経済

(1) 米国経済は減速から年後半反転へ  
世界のGDPの3割強を占める米国経済は、03年後半以降、潜在成長力水準とされる前年比3%台（議会予算局の直近推計は3.1%）の成長を達成してきた。

しかし、06年4～6月期に実質GDP成長率が前期比年率+2.6%に減速したのに続き、7～9月期（改定値）も+2.2%の低成長にとどまった。

このような成長減速の主因となっているのは、住宅投資の減少である。また、新築・中古とも住宅販売件数は大きく減少するとともに、住宅価格（中古）も全米平均で前年比マイナスに転じ、住宅ブームは収束したと言えよう。しかし、住宅需要の減少と住宅価格下落が長期化し、マクロの経済・金融全体への波及の可能性は小さいと見ている。長期金利の再低下に伴ってモーゲージ金利が低下基調にあることもあり、世帯数増加などを背景にした根強い実需によって住宅需要は遠からず底入れすると考える。明確な底打ち傾向とはならないまでも、07年4～6月期以降、住宅投資の持ち直し傾向が出てくると予想する。

一方、企業活動においては、仮需や過剰設備の目立った発生は見当たらないものの、設備投資の先行指標である飛行機を除

く非国防資本財受注の鈍化や、売上高増加率の鈍化に伴う企業在庫の増加、在庫率の上昇など注意すべき事象も生じている。代表的な企業景況感指数であるISM（全米供給管理協会）製造業景況指数も11月に良好な景況感の分岐点である50を03年4月以来3年7か月ぶりに下回っており、企業マインドも先行き慎重化し、設備、在庫の両面の投資活動が鈍化する可能性がある。

とはいえ、住宅ブームの調整が軟着陸に向かい、設備投資も更新時期の到来や新ソフトOS発売などに伴うPC需要増加などの情報関連投資が期待できることから腰折れにはならず、雇用も緩やかな増加基調が維持されよう。

また、輸出については、世界経済の成長ゾーンである中国などBRICsのほか、東南アジア、南米、中東の経済成長が引き続き堅調であると予想されることから、好調を維持すると予想するが、増加率自体は低下すると見込む。なお、年前半は輸出の伸びが輸入の伸びを上回り、GDPに対して外需はプラスに寄与するが、後半の景気反転に伴い輸入の伸びが輸出を上回るようになり、外需はマイナス寄与となる。

したがって、米国経済の成長率は、06年の+3.3%から、07年は年前半にかけて潜在成長力水準を下回る減速基調が継続し、通年では+2.3%へ成長が鈍化すると予想する。ただし、マイナス成長となる景気後退には至らず、成長鈍化（グロースリセッション）の域にとどまった後、年後半からは後述のような金融緩和効果もあり成長率

第1表 米国経済見通し(2006～07年)

	単位	06年			07		
		通期 予想	上半期 (1～6月) 実績	下半期 (7～12) 予想	通期 予想	上半期 (1～6) 予想	下半期 (7～12) 予想
実質GDP	%	3.3	3.9	2.2	2.3	2.0	2.7
個人消費	%	3.1	3.2	2.7	2.7	2.6	3.0
設備投資	%	7.8	9.1	7.2	5.0	4.2	4.3
住宅投資	%	3.2	3.2	13.2	4.0	1.9	1.9
在庫投資	10億ドル	48.7	47.5	50.0	18.8	17.5	20.0
純輸出	10億ドル	630.8	630.4	631.2	645.4	633.5	657.3
輸出等	%	8.4	10.9	5.7	5.1	4.9	5.0
輸入等	%	6.2	8.1	3.9	4.2	3.5	5.8
政府支出	%	2.0	2.4	1.7	1.8	1.8	1.9

資料 実績値は米国商務省“National Income and Product Accounts”, 予測値は農中総研

(注)1 予想策定時点は06年12月(7～9月期改定値発表後)。

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実額の年率換算値。

は緩やかな反転傾向を描くと見ている(第1表)。

また、金融政策については、原油など商品市況の落ち着きや成長鈍化に伴う国内インフレ圧力の緩和状況を見極めながら、PCE(個人消費支出)コア・デフレーターの上昇率低下(目安となるのは前年比2%割れ)を踏まえ、連邦準備制度理事会(FRB)は07年4～6月期以降、慎重なペースで利下げを進め、景気の軟着陸をサポートするだろう。

## (2) EUは安定成長、中国も10%前後の成長を持続

欧州経済(EU)は、年前半に比べれば鈍化したものの、06年7～9月期も世界経済の拡大を背景に、ユーロ通貨圏成長率が前年比+2.5%の成長を達成するなど、+2%台の成長率を確保した。しかし、ドイツにおいては06年下半期に、07年年初から実施される付加価値税増税(VAT税率:

16%から19%へ引上げ)を前にした駆け込み消費が起きている可能性も高く、07年年明けにはその反動減や米国経済の減速などにより成長の鈍化が予想される。

欧州経済委員会は秋季経済見通しで、06年の+2.6%から07年は+2.1%(いずれも暦年ベース)への減速を見込んでおり、民間エコノミスト予想では07年は+1.9%

と一段の減速予想となっている。ただし、基本的に安定成長の軌道にとどまると見ている。

また、世界のGDPの約5%を占めるに至っている中国経済は、06年も前年比+10%台の成長率を維持しているが、北京五輪(08年)、上海万博(10年)のビッグイベントを控え、07年も固定資産投資を牽引役として10%前後の高成長を持続するだろう。中国国家发展改革委員会傘下のマクロ経済研究院は07年の経済成長率は前年比+10%割れとなるとの見通しを公表しているほか、エコノミスト予想でも07年成長率予想は9.1%となっている。

なお、中国政府は、景気過熱気味と判断していることから、金融引締め政策が追加実施される可能性が高いほか、対米を中心とする貿易黒字の累増を受けた人民元に対する為替上昇圧力、都市と地方などの所得格差是正などに対する政策対応も引き続き迫られよう。

第2表 欧州, BRICsの実質GDP成長率見通し  
(前年比)

(単位 %)

		04年	05	見通し	
				06	07
ユーロ・ゾーン		17	14	26	19
	ドイツ	13	09	23	13
	フランス	21	12	22	20
	イタリア	09	01	17	13
	英国	33	19	26	24
BRICs	中国	98	100	105	93
	ロシア	72	64	66	62
	インド	83	85	81	75
	ブラジル	49	23	30	35

資料 Datastream(各国GDP統計)データから作成。  
見通しはConsensus Basic Service社データ

また、他のBRICsも引き続き成長が継続し、先進国経済との貿易、投資などの経済関係の緊密化のもと、相互依存が強まることが期待される(第2表)。

為替相場については、過去約3年にわたり、主要国の金融政策スタンスを軸とする金利差の方向、およびそれに関する思惑が大きな材料であった。また、企業アンケートに示される輸出採算水準に比べ円安で推移したことは、企業収益の底上げやデフレ回避に寄与した。

ユーロについては、欧州中央銀行のインフレ警戒姿勢が強く追加利上げが継続されるという観測が大勢であることや、各国中央銀行などがユーロ資産の積み上げを行うとの思惑から、成長減速が前述の水準程度であれば、ドル、ユーロ、円の三極通貨においてユーロ高が少なくとも前半は続くとの見通しが強い。

一方、ドル円相場については、ドルの暴落は予想していないものの、米国の成長減速に伴うFRBによる金融緩和への政策転換

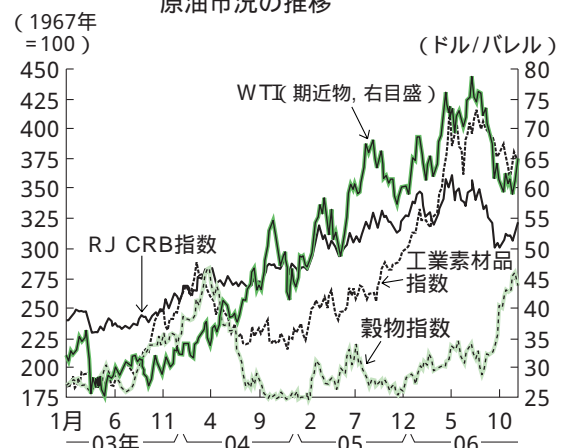
が具体化するなかで、円高方向に動くと思われる。さらに、前述のように米国、EUから中国・人民元に対する水準是正(元高)への圧力が強まるなかで、円も水準修正の余波を受けるリスクも考慮しなければならないだろう。

### (3) 原油等商品市況は高値安定を予想

原油市況などエネルギー価格の高騰は、06年度前半の世界経済のリスクの一つであった。8月以降、米国などの先進国経済の成長減速懸念、金融引締め進捗に伴う投機資金の退出などを背景に下落基調に入った。

原油価格は、WTI(期近物)でピークから約2割下落し、足元1バレル=60ドル前後で推移。OPECバスケット価格も1バレル当たり60ドルを下回る動きとなっている。そのほかの非鉄関連などの国際商品市況も、トウモロコシ、大豆などの穀物では上昇が続いたものの、おおむね反落基調にある(第2図)。

第2図 国際商品市況(CRB商品指数)と原油市況の推移



資料 Bloomberg(CRB, NYMEX)データから作成

07年も後述するように先進国経済の成長鈍化見通しのもと、市況が急速な上昇軌道に入ることは予想していない。米国での金融緩和への政策転換に伴い、投機資金が再流入するリスクはあるが、非OPEC諸国の供給能力が順調に拡大しており、基本的に需給面の懸念は小さい。中東情勢の悪化などが本格的な供給懸念に結び付くような事態が起きない限り、反騰は限定的と見ている。

一方、追加減産の可能性を残すOPECの高値維持姿勢や中国、インドをはじめとする高成長途上国の旺盛な石油消費などから、急落も想定していない。日本の原油入着価格（CIFベース）は、06年が1バレル当たり62.7ドル、07年は小幅下落して同55.6ドルと予想する。

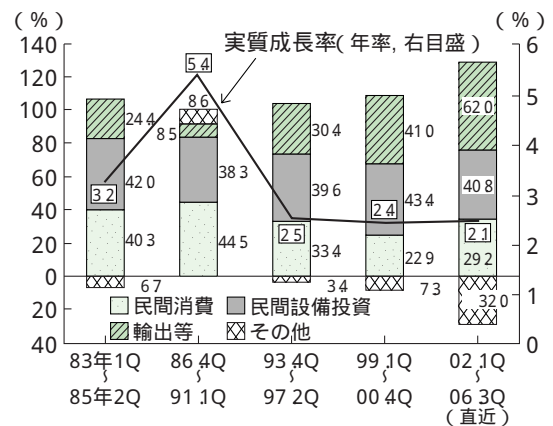
07年前半は先行き世界経済の成長鈍化に伴って需給緩和感が出てくると想定され商品市況にも下押し圧力がかかる局面もあるが、世界経済は不況入りしないと想定しており、基本的には高値水準が続くと見込む。

## 2 前半は足踏みが 予想される国内景気

### (1) 輸出依存の成長からの転換は進まず

今回の景気拡大期間は、06年11月には58か月となり、それまでの戦後最長だった「いざなぎ景気」を超えとなったが、その特徴としては輸出依存度が極めて高いことが挙げられる。

第3図 景気拡大局面における  
GDP構成項目別寄与率



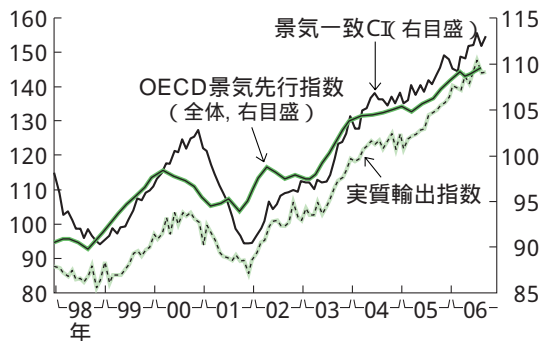
資料 内閣府資料から作成

(注) 寄与率は実質GDPの増加幅に対する各構成項目の増加幅の割合。

第3図は、景気の谷から山にかけての実質GDPの増加分に対し、主要な需要項目の増加がどの程度貢献したかを「寄与率」という概念を基に、過去4回の景気拡大局面と比較したものである。内需主導型の景気拡大が実現できたバブル景気（86～91年）ではわずか8.5%だった輸出の寄与率は、90年代に入ってから徐々に高まり、今回の景気拡大局面（06年7～9月期まで）では62.0%に達している。つまり、経済成長の半分以上は輸出増によって達成されているのである。

最近では民間設備投資も活性化しているが、その寄与率は過去の景気拡大局面と比較して特段高いわけではないこと（40.8%）、その民間設備投資も近年は輸出に牽引されている側面が強いこと（本誌04年1月号「2004年度の内外経済金融の展望」を参照）などを考慮すると、民間設備投資の堅調さは輸出の増勢あってこそ、ということになるだろう。

第4図 世界景気と生産・輸出・設備投資動向



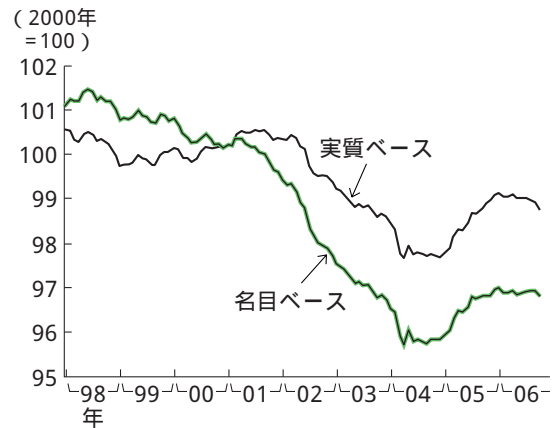
資料 経済産業省, 日本銀行, OECD  
 (注) 実質輸出, 製造工業生産は00年基準。

第4図は、世界経済（OECD景気先行指数）、輸出（実質輸出指数）、景気動向（景気動向指数・一致CI）を重ね合わせたものである。このグラフからも、「世界経済輸出 景気」という流れが確認できる。なお、今回の景気拡大局面では二度にわたって「景気の踊り場」を経験したが、それが世界経済の成長テンポの鈍化を背景とした輸出減速であったととらえることが可能である。

(2) 遅れる企業部門から家計部門への波及と地域格差の拡大

このように、輸出主導型の景気拡大が持続するなか、輸出製造業を筆頭に企業部門は80年代後半のバブル期を上回るほどの好調さを維持し続けている。しかし、企業部門から家計部門に対する波及はなかなか進展していないのが実状である。雇用環境は良好な状態を保ってはいるが、賃金・賞与が企業業績と比較して低い伸びにとどまっている。また、利息・配当といった資産所得に関しても、低金利状態が続き、かつ配

第5図 時間当たり賃金の推移



資料 厚生労働省  
 (注) 12か月移動平均。

当性向が低位にとどまっていることもあり、全体的に伸び率は低い。

第5図は、時間当たり賃金（12か月移動平均）の推移を示したものである。90年代後半からの厳しいリストラの過程で、企業は時間当たり賃金を持続的に削減していった。しかし、04年にはそれが一段落し、05年に入ると上昇に転じたかに見えた。しかし、その動きは05年度下期には終わっており、現在に至るまでほぼ横ばい圏内での推移を続けている。

この間、雇用環境は良好な状態が続いている。雇用者数は前年比+1%程度で増加し続け、有効求人倍率は1倍を超えて推移している。最近の日銀短観によれば、企業での雇用過剰感は解消され、先行き不足感を感じる企業が増加している。にもかかわらず、賃金はなかなか増加に転じにくくなっている。賃金が明確に上昇し始めるにはもう少し失業率が低下する必要があるだろう。

なお、大都市圏と地方圏との格差は、自

動車や電機、機械などの輸出企業が集積・立地している地域を除けば、拡大傾向が見られる。たとえば、今回の景気拡大期間における雇用も全国平均で約3%増加したが、それに比べ北海道、東北、中国、四国などを中心とする地方圏では弱い状況が続いている。地価動向についても、地価反転は東京都心部から首都圏、大阪圏、名古屋圏などの大都市部および一部政令指定都市に広がりつつあるが、それ以外はマイナス幅が縮小しているとはいえ、地価の下落が続いている。

### (3) 07年夏場までは一時的ながら 景気改善がストップ

既に、世界経済の約3割を占める米国経済がグロース・リセッションに陥っていることを述べたが、そうした状況下では世界貿易数量が減速し、日本からの輸出も少なからず影響を受けることが予想される。国内景気は輸出依存度が高いことから、輸出減速は成長率の低下に直接つながるほか、民間設備投資に対してもマイナス効果をもたらす可能性が高いだろう。

その結果、07年度前半にかけて日本経済は成長テンポがスローダウンする可能性が高いと思われる。問題は、それが景気後退を意味するのか、過去2回あった「景気の踊り場」に近い状況なのか、ということであるが、当総研は後者だと考える。景気後退期においては、何らかのショックが加わって予期せぬ需要減が発生するか、景気過熱により様々な歪みが生じ、さらには引締

め政策が打たれたりすることで後退が始まるか、というケースが多い。しかし、現在の景気は、企業部門から家計部門へのバトンタッチが進展しておらず、本格的な民需主体の景気拡大というステージに至っていないため、景気拡大に伴って発生する歪みが大きくないという点大きい。企業部門全体としては、資本ストック・負債総額・人件費など固定費を構成する諸項目は収益圧迫要因としては限定的である。このように調整すべきモノがないなかでは、景気後退に陥るリスクは小さいものと思われる。

なお、07年度後半になれば、一足早く景気再拡大に転じる米国経済に牽引される格好で、再び輸出主導型の景気拡大プロセスが強まるものと思われる。

以上を踏まえ、07年度の実質GDP成長率は+1.7%と予測する。ただし、潜在成長

第3表 国内経済見通し総括表(2006~07年度)

	単位	05年度 (実績)	06 (予測)	07 (予測)
名目GDP	%	1.0	1.2	2.1
実質GDP	%	2.4	2.0	1.7
内需寄与度	%	1.9	1.2	1.1
民間需要寄与度	%	1.8	1.6	1.1
公的需要寄与度	%	0.1	0.4	0.1
外需寄与度	%	0.5	0.9	0.5
デフレーター	%	1.4	0.6	0.4
鉱工業生産	%	1.6	4.5	3.3
国内企業物価	%	2.1	3.0	1.4
全国消費者物価	%	0.1	0.2	0.3
完全失業率	%	4.4	4.1	4.1
住宅着工戸数	千戸	1,249	1,200	1,180
為替レート	円/ドル	113.3	115.6	110.0
無担保コールレート (O/N)	%	0.001	0.313	0.500
長期金利 (10年国債利回り)	%	1.43	1.82	1.93
通関輸入原油価格	ドル/バレル	55.4	63.2	55.6

資料 実績値は内閣府「国民所得統計速報」など。全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は農中総研

率が2%程度であることを考慮すれば、それに満たないことになる。なお、1年ほど前のGDPギャップ動向と相関性の高いGDPデフレーターは前年比+0.4%と、年度を通じてプラスに転じるものと予想する。その結果、名目GDP成長率は+2.1%となり、名実逆転が実現することとなる(第3表)。

#### (4) なかなか高まらない物価上昇率

消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合)は06年6月以降、小幅ながらも前年比プラスで推移し始めている。しかし、この2~3年の物価変動の主役である石油製品価格など、必ずしも国内需給を反映したものと評価できないものを除いていくと、依然としてマイナス傾向が続いている。欧米でのコアインフレ率に近い概念である食料(除く酒類)・エネルギーを除く総合で見た場合、物価上昇率は前年比0.3~0.5%での推移となっている。最近、企業では投入コストの上昇分を価格転嫁する動きが見られるものの、技術進歩の影響で価格下落傾向が強い電化製品など耐久消費財の影響もあり、水面上に浮上できない状況である。

さらに、最近では石油製品価格が下落し始めており、消費者物価全体に対する押し上げ効果も剥落する方向にある。景気の一時的な停滞感の広がりも手伝って、07年度内は物価上昇率が高まらないまま推移する可能性が高い。

### 3 「金融の正常化」は再開できるか

#### (1) 利上げのペースはかなり緩やか

日銀は06年3月に、それまで約5年にわたって実施してきた量的緩和政策を転換し、景気・物価の先行きを予見しながら政策金利を変更するフォワード・ルッキングという手法による政策運営を採用した。

このフォワード・ルッキングと呼ばれる手法では、金融政策が発動から効果の浸透までに12~18か月ほどのタイムラグが存在することを念頭に入れて、先行きの日本経済が望ましい「物価安定の下での持続的安定成長経路」をたどるように、それを阻害するようなリスク要因が顕在化しないような政策運営が行われる。

上述したとおり、当総研では07年度の日本経済は、少なくとも前半は停滞気味に推移する可能性が高いとみているが、日銀は「内需と外需がともに増加し、企業部門から家計部門への波及が進むもとの、息の長い拡大を続ける」としており、そういう状況下で現行の金融政策(無担保コールレートを0.25%に誘導、12月8日時点)をこのまま継続すると、「金融政策面からの刺激効果は一段と強まる可能性がある」と、早期利上げの必要性を強調している。それゆえ、06年度内に追加利上げが決定される可能性は十分あるものと思われる。

しかし、07年度に関しては、景気がいったんは踊り場的な状況になり、物価上昇率

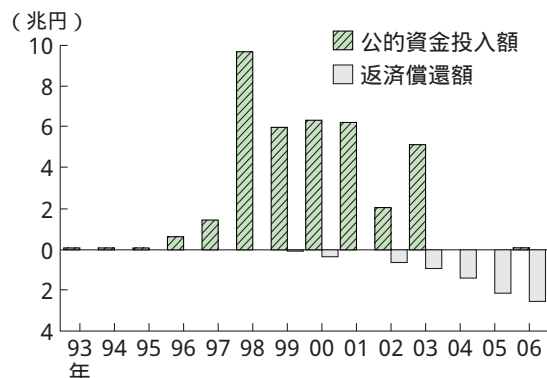
も高まらないことが予想されることから、更なる利上げを行っていくことは困難であると考えられる。再利上げの可能性が意識されるのは、07年度後半に予想される踊り場脱却を見極めた後、ということになるだろう。

## (2) 金融機関経営の変化と課題

地域金融機関ではなお不良債権処理の途上にあるところも多いが、05年度で不良債権処理が終わったメガバンクを先頭に銀行は積極経営にカジを切り始めた。

業績拡大を受け、三大メガバンク・グループ中、合併した三菱UFJに続き、みずほ、三井住友も公的資金を完済。また、地銀においても、県域や業態を越えた資本・業務提携や金融グループ再編のもとで、公的資金返済や不良債権処理を加速させる動きが出てきた（第6図）。経営展開面での制約を抜け出し「金融改革プログラム」の「金融システムの活力」を具体的に担っていく

第6図 銀行への公的資金投入と返済・償還の動向



資料 金融庁、預金保険機構のデータから作成  
 (注) 公的資金投入 = 資金援助 + 早期健全化法 + 金融機能安定化法 + 危機対応 + 組織再編法に基づく投入合計

ことが重要な課題となっている。

たとえば、メガバンクは勘定を持つ営業店の再編を引き続き行いながら、個人リテール・コンサルティングや企業取引推進のための戦略的拠点の増設を進めるとともに、人材強化の観点からの採用増加に伴い従業員数についても増加に転じている。

しかし、足元の06年9月中間決算では、住宅ローンなどの個人ローンや中小企業分野を中心におおむね貸出金残高の伸長が見られるものの、本業利益水準を示す業務純益は、債券損益の悪化もあり減益。また大企業分野の競争激化による貸出金利回り低下と利上げによる預金等調達利回りの上昇から預貸金利ざやの縮小も見られる。高収益性の経営モデル実現はなお途上という段階である。

一方、07年3月期決算から適用となるバーゼルへの対応も踏まえ、より強固な財務体質を目指し、Tierを中心とした資本増強策が進められている。

また、07年10月に郵政公社は、持ち株会社「日本郵政」のもとに郵便貯金を継承する「ゆうちょ銀行」など4社の民営会社に再編・分割されるが、06年7月に公表された「日本郵政公社の業務等の承継に関する実施計画の骨格」において、流動性貯金の限度撤廃や住宅ローンなど新規業務への参入の意向が明らかになっている。民営化の作業進捗を監視する「郵政民営化委員会」においては、民間金融機関との競争条件の公平性が保たれていない現状では、厳格な制限条件の設定など適切な判断が望まれる。

### (3) フラット化するイールドカーブ

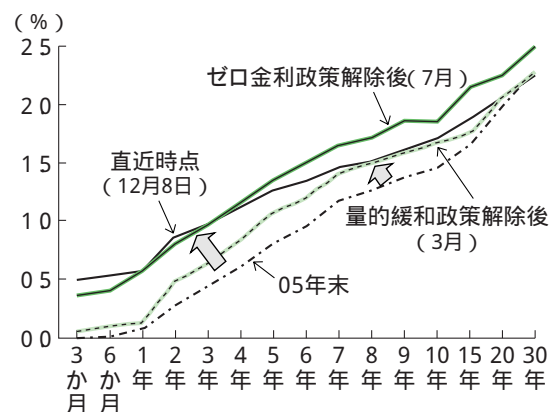
06年中の長期金利（新発10年物国債利回り）は、量的緩和解除、政策金利引上げといった金融政策の変更に伴い、一時的に2%を超えとなる場面もあったが、おおむね1%台後半で推移した。

この背景には、05年後半に大きく上昇した株価が06年半ばからはボックス圏での展開に終始したこともあるが、06年度に入ってから景気拡大ペースが、05年度後半よりも落ちたことも否めない。中期的に妥当な長期金利水準を考えた場合、国債が徴税権を担保にした債務であることを考慮すれば、「潜在成長率」プラス「中期的なインフレ率」プラス（財政リスクなど）と置くことが可能と思われるが、インフレ率が高まっていく兆しが見えないなかで、名目成長率もまた上昇していく道筋が見えてこない。

国債の主要な需要者である国内機関投資家の動向としても、足元で銀行貸出金残高が増加し始めているとはいえ、預貯金として受け入れる資金量の増加ペースに比べて貸出金の増加幅が大きくなったわけではない。それゆえ、近い将来にわたって投資家の国債投資姿勢が大きく変化することはないだろう。供給面からも07年度予算では国債の新規発行額が06年度比で大幅に減額され、かつ借換債発行も抑制されることから、需給環境は決して悪くない。

それゆえ、利上げによって中短期ゾーンの金利水準が上昇したとしても、長期金利への波及は限定的であろう。長期金利が上

第7図 フラット化したイールドカーブ



資料 Bloombergデータから作成

昇局面入りする可能性は薄く、07年度も2%を下回る水準で推移するものと予想される。結果的に、イールドカーブはフラット化しやすいものと思われる（第7図）。

### おわりに

戦後3番目の長期政権となった小泉政権は、金融システム危機下でデフレに喘ぐ日本経済を正常な状況に戻すべく、様々な施策を講じた。世界経済の成長加速に助けられた面もあるが、民間部門の血のにじむような努力の甲斐あって、日本経済はデフレ克服の目前までたどり着いたようである。

一方で、05年後半以降は、格差社会への批判や規制緩和策によって発生したとされる諸問題など、市場経済重視の政策に対する不満も浮上してきた。これらは、必ずしも小泉政権の経済政策の責任ではない面も多く、特に格差社会に関しては、90年代後半以降に陥った経済低迷に原因を求めべきであると考えられるが、そうした不満を

抱える人々も少なからず存在することは無視できない。安倍政権では財政再建を含め、こうした諸問題に対して、「上げ潮戦略」と呼ばれる成長促進策によって解決する意向を示している。まだ、具体的な政策は明らかになっていないが、進行する少子高齢化によって悲観的になりがちな日本経済の

将来像が、活力あるものになるような施策が求められている。

(内容は2006年12月19日現在)

(調査第二部)

<執筆> 渡部喜智 南武志

木村俊文 田口さつき

