

「2010年もデフレ&円高なのか」

投資企画部：落合知博

2009 年末にかけて、日本経済を取り巻く環境は不透明さを増した。11 月には日本政府が「デフレ宣言」を行ったが、その後同月末にかけてはドバイショックを契機に円が対ドルで一時 84 円台まで急伸するなど、先行きの懸念が高まった。そこで本稿では、昨年末世間の耳目を引いた、「デフレ&円高」に焦点を当て、今後の持続性と方向感を探ってみたい。

まず物価に関しては事実確認のため、図 1 を見てみる。全国ベースの消費者物価指数の前年比（11 月）はマイナス 1.9%と、過去最低に近い下落幅であり、政府の「デフレ宣言」も頷ける。しかし、重要なのはその内容である。昨年来の物価押し下げ要因を詳しく見ると、食料、光熱・水道、交通・通信が下落全体の 6 割から 8 割近くを占めていることがわかる。これらは主に原油をはじめとする資源価格や農産物価格の影響を色濃く受けていると考えられる。

つまり、リーマンショックの起こった 2008 年秋から 2009 年春にかけて急落した商品価格が、半年から 1 年程度の時間差を経て実体経済にデフレという形で影響を与えた可能性がある。では今、その商品価格はどうなっているかと言えば、昨年春以降じわりと上昇が続いており、国際商品価格の代表的な指標である CRB 指数は、今月に入ってからリーマンショック後の戻り高値を一時更新している。前年比では約 30%の上昇である。この昨年来の商品価格の再上昇の影響が時間差をもって実体経済に現れるとすれば、2010 年に懸念すべきはインフレ圧力の高まりなのかもしれない。

続いて、景気見通しと物価の関係からは何が言えるのであろうか。図 2 は需給ギャップ（需要と供給の差）と物価の関係を示したものであるが、日本は慢性的に供給に対して需要不足体質であり、その結果、物価下落が起きやすい体質であることが分かる。しかし、過去の景気回復期には需給ギャップは縮小に向かい、デフレ圧力が弱まったのも事実である。各種エコノミスト調査では、2010 年は緩慢ながらも国内経済はプラス成長が続くと目されているため、日本の需給ギャップも多少は縮小する可能性はある。そうであれ

ば、2010 年にデフレが一段と加速するわけではない。ただし、日本はドイツやアメリカといった他の先進諸国と異なり賃金の減少傾向が続いており、消費者心理も低迷しているため、需要が思ったように持ち直さないリスクがある点には注意が必要だ。

続いて為替に目を転じ、2010 年に一段の円高が進むのか考えてみたい。まず 2009 年の振り返りだが、図 3 にある通り、2009 年は、米国中央銀行（FRB）が金融市場と景気に配慮して流動性を膨大に供給（図中右上：ベースマネーが右肩上がりに増加）した結果、米短期金利が急低下する形で日米の短期金利差が縮小しドル安が進んだ。それが顕著に現れたのが、昨年 9 月以降定着した米短期金利差の逆転現象である。これらドル安・円高の動きに対して、12 月初旬に日銀が臨時で政策決定会合を召集し、円高対策とも取れる予想外の追加緩和策を行ったことで円高に歯止めがかかった。その後 1 月初旬にかけては米国の景況感の改善を示す経済指標が相次いで、米金利も上昇したためドルの持ち直しが続いたものの、今後の米国の金融政策次第では再びドルが下落に向かう可能性は十分ある。つまり、今年ドル円のトレンドを予測する上では、米国の金融政策の出口戦略の想定をどう持つかが決め手となる。出口戦略のステップについては、①リーマンショック後に導入した各種流動性供給プログラムの中止 ②政策金利の引き上げ、がある。②の政策金利の引き上げに関しては、FRB 議長が「長期にわたり低位を維持する」と発言しているため、早期利上げのリスクは低いと言えるが、①の流動性供給プログラムに関しては図 4 に示した通り、今年前半に期限切れとなるものが大半である。これらが予定通りに終了した場合は、流動性供給量が縮小するだけでなく、②のステップが市場参加者の視野に入るため、金利が上昇し始め、ドルが上昇に向かう可能性も排除できない。

以上、簡単ではあるが、2010 年のデフレと円高の一段の進行の可能性について考察してみたが、昨年とは異なる方向に動くリスクがあるということを心に留める必要があると言えよう。

（2010 年 1 月 20 日 記）

図1：日本の消費者物価指数（前年比）の要因分解

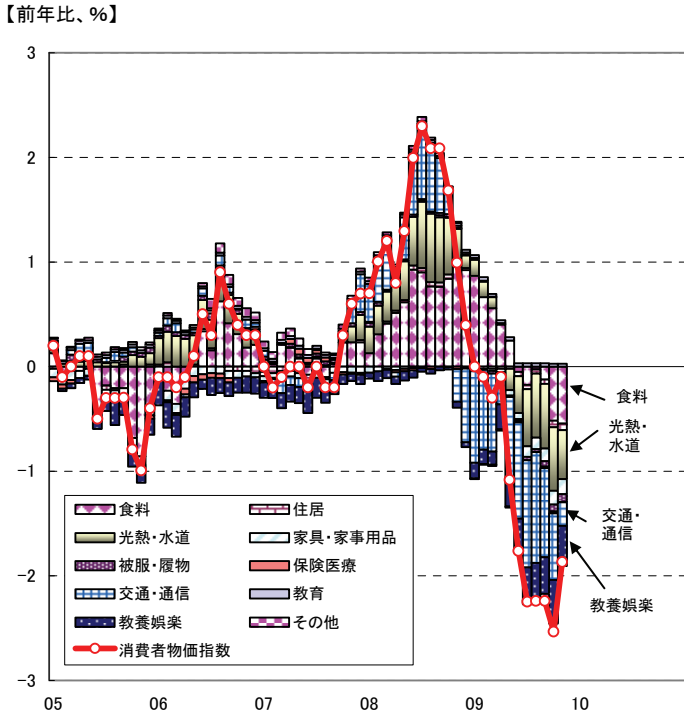


図2：日本の需給ギャップと物価の関係

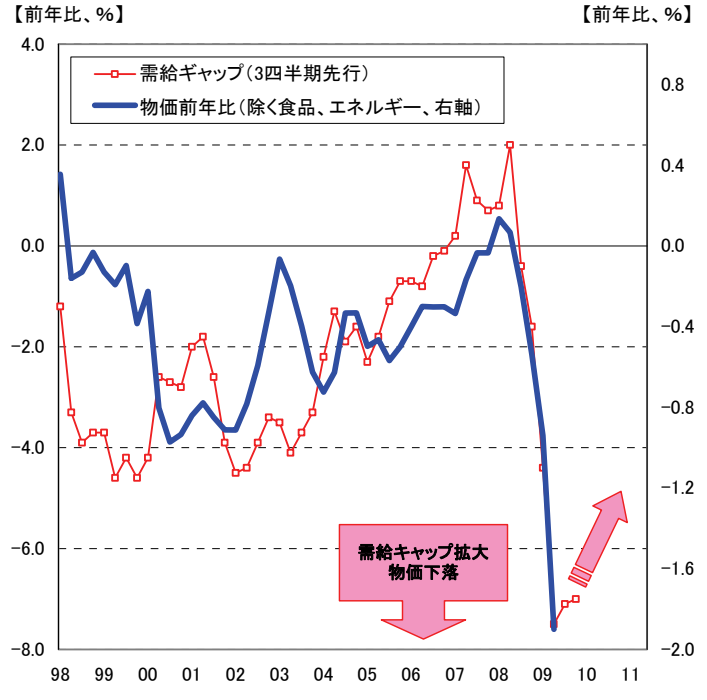


図3：米流動性・日米金利差・ドル円の振り返り

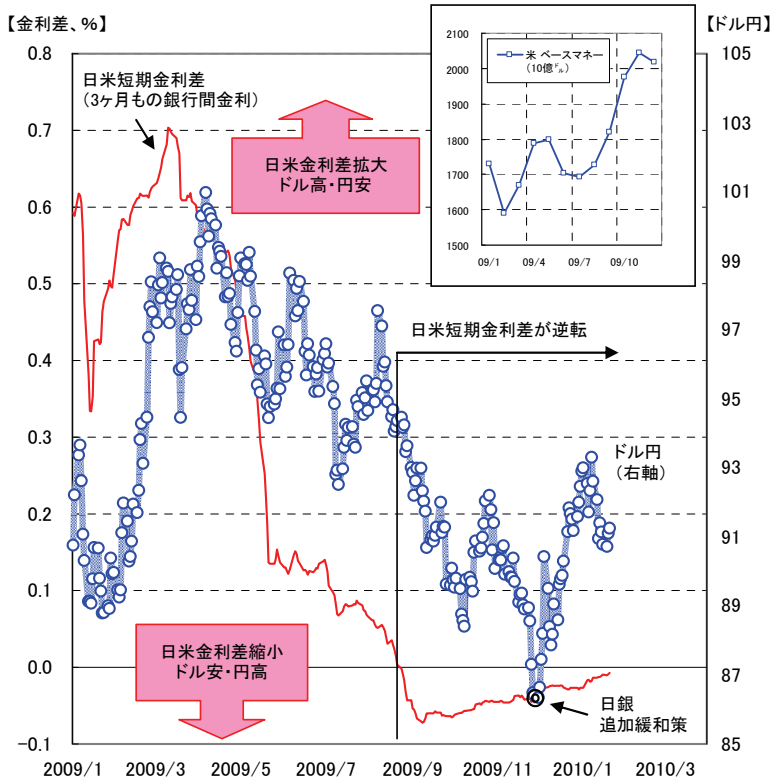


図4：米流動性供給プログラムの内容と期限

プログラム名称	金額・内容	制度の期限
国債買取り	3000億ドルを上限にFRBが国債を買い取る	2009年10月（終了済）
MMIF	マネーマーケットファンドへの資金供給支援制度	2009年10月（終了済）
PDCF	証券会社向け連銀貸出制度の一種	2010年2月
TSLF	証券会社向け連銀貸出制度の一種	2010年2月
CPFF	CP買取りのための資金支援制度	2010年2月
MBS買取り	1兆2500億ドルを上限に、モーゲージ担保証券をFRBが買い取る	2010年3月
TALF	資産担保証券買取りのための資金供給制度	2010年6月
TAF	一定期間の資金供給支援制度	期限なし

出所：FRB より三菱UFJ信託銀行作成

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）