

Weekly エコノミスト・ レター

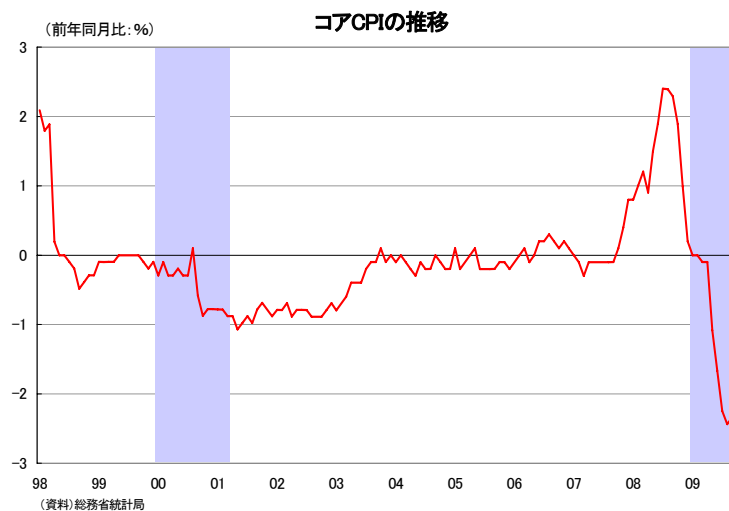
金融政策・市場の動き(12月)

～2000年代初めと似てきた物価の様相、前回同様長期デフレの始まりか？

経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次
(03)3512-1837 yyajima@nli-research.co.jp
副主任研究員 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 政府は11月の月例経済報告にてデフレ認定を行ったが、現在の物価情勢は2000年度の状態と似通った面がある。当時は以後長期にわたってデフレが続いたが、今回も大幅な需給ギャップや円高がデフレ圧力となり、長期化が避けられなさそうだ。
2. (日銀金融政策) 1日臨時の決定会合を開催し、0.1%の固定金利で3ヶ月の資金を全ての日銀適格担保で供給する新しいオペ導入を決定した。長めの資金供給を行なうことで、やや長めの金利のさらなる低下を促すことを通じて金融緩和の一段の強化を図る。今回の策はアナウンスメント効果、安全弁としての効果は期待できそうだが、政策は小粒で、円高反転、デフレを阻止させるほど大きな効果ない。
3. (長期金利) 日本は国債増発という需給面の懸念材料はあるが、景気2番底懸念、円高、デフレを材料に債券相場は堅調となっている。債券の高値警戒感はあるが良好な債券相場が引き続き低位安定を可能とするだろう。
4. (為替) 円高というよりもドル安が起っており、日本サイドでこの流れを止めるのは難しい状況となっている。日銀の追加緩和策もドル安のトレンドを反転させる力はない。米国の雇用所得環境が急速な改善を示す可能性は低く、米超低金利長期化は残り、ドル安円高圧力が高い状況が続く。

コアCPI：2000年代初めと似てきた



1. デフレ：2000年代初めと似てきた物価の様相、長期デフレの始まりか？

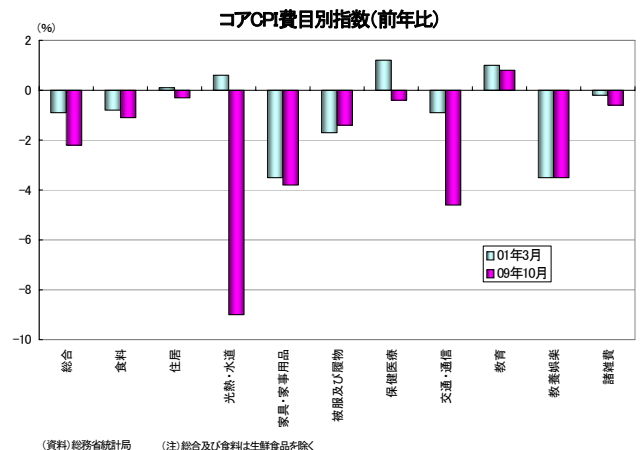
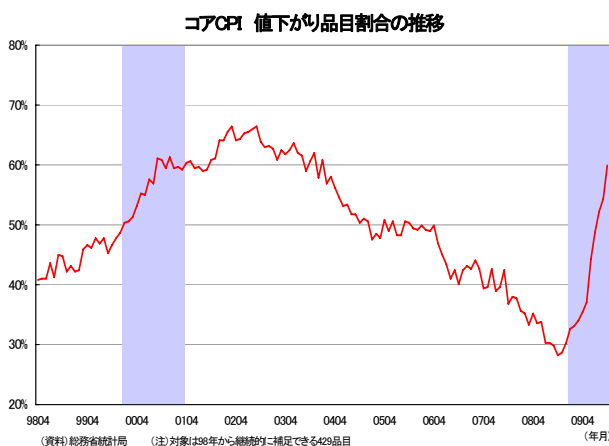
(物価下落が広範囲に拡大)

政府は09年11月の月例経済報告において、現在の状況を「緩やかなデフレ状況にある」と認定した。消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合、以下「コアCPI」）は09年3月以降8ヶ月連続でマイナス、7月以降4ヶ月連続で前年比▲2%を下回り、下落の広がりを示す値下がり品目割合は全体の60%に達するなど、物価の下落は急速に進んでいる。

政府が戦後初めて「デフレ認定」を行ったのは2000年度末だが、現在の状況は当時とだいぶ似てきた感がある（当時は認定後約2年半にわたりコアCPIのマイナスが続いた）。

コアCPIの下落率は、2000年度末(2001/3)の段階で対前年▲0.9%でマイナスは7ヶ月連続、今回10月は▲2.2%で8ヶ月連続となっている。また、品目別で見た場合の値下がり率では、ともに約60%と同水準。ただし、今回の場合は原材料高を背景に、直前の08年はインフレ率が比較的高めに推移していたため落差が大きく、消費者の実感としてはより顕著にデフレ感が出てきているのではないだろうか。

また、費目内訳を見ても、原油価格下落の影響を受けた「光熱・水道」、「交通・通信」が今回10月で大きく下落している点を除けば、似通った構図になっている。



(インフレ率決定要因～デフレ圧力は今後とも高い)

以上のように、コアCPIの動きや広がりでは近似点が多々見受けられるが、物価（インフレ率）の決定要因（需給ギャップ、期待インフレ率、価格ショック）ごとにその状況を比較してみると、2000年度当時と現在ではいくつかの違いがみられる。

①需給ギャップ

当研究所推計による需給ギャップの推移では、2000年度末の約▲1%に対し、足元は▲5%とともにマイナス圏だが、足元は需給が大きく乖離した状況にある。需給ギャップは縮小傾向にあるものの、リーマン・ショック後の需要落ち込みが極めて大きかったため、依然としてかなりの

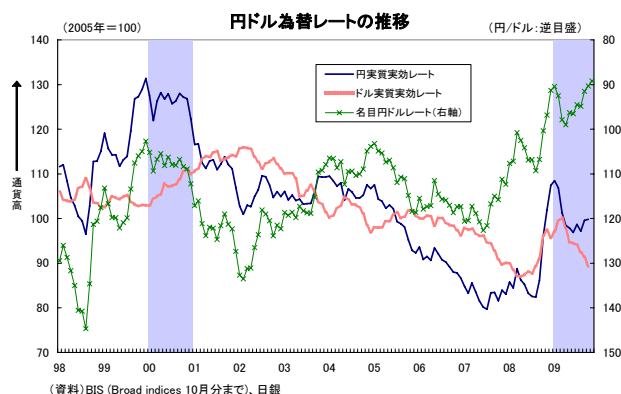
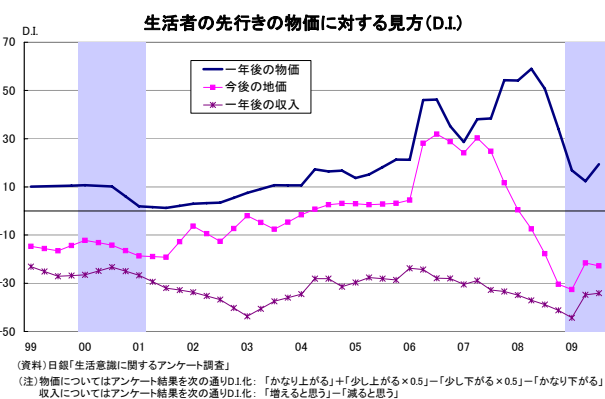
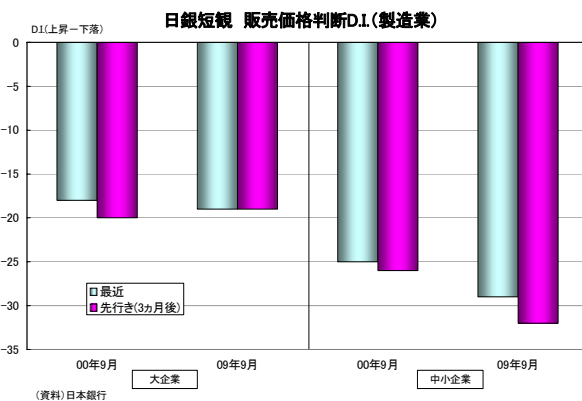
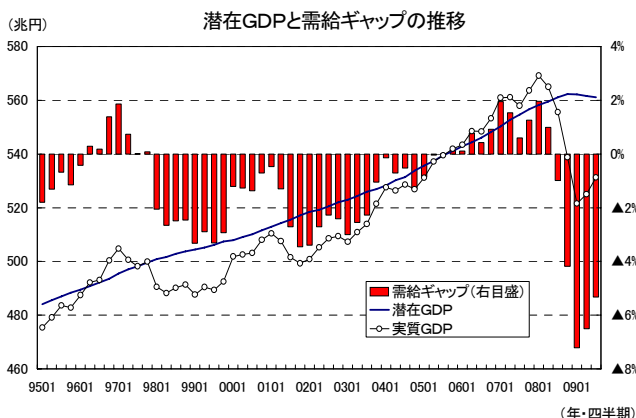
ギャップが残っている。

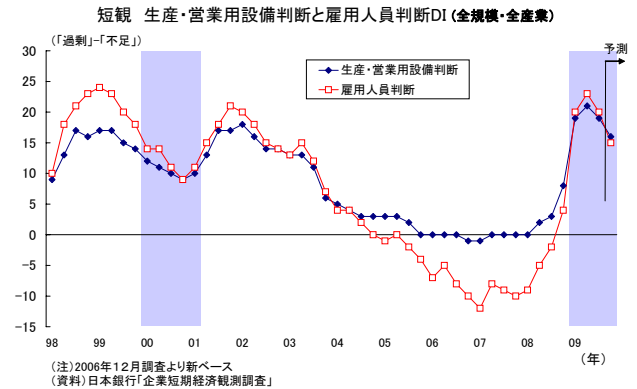
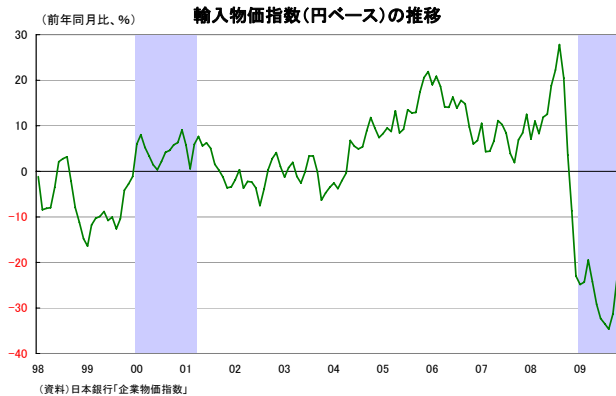
②期待インフレ率

期待インフレ率については実際には観測できないデータであり、明確な数値レベルを示すことは難しいが、日銀短観における企業の見方や、日銀が生活者(消費者)に対して行ったアンケート調査によれば、2000年度末、現在ともに先行きの物価に対する期待インフレ率が低下している(いた)という傾向がうかがわれる。

③価格ショック (円高)

現在の価格に対するショックとして急速に進む円高が挙げられる。円高は輸入物価の引き下げを通じて物価の下落圧力となるが、足元は米国の低金利などを背景に名目・実質ともに円高基調にあり原油価格低下も相まって輸入物価指数は前年同月比大幅なマイナスである。2000年度末には円安ぎみで輸入物価指数も上昇基調であった点で状況が異なる。





今後のデフレの状況を考えると、①の需給ギャップについては、今後とも景気の回復にともなって縮小していくと考えられる。ただし、企業の設備・人員に対する過剰感は未だ強く、雇用・所得環境、設備投資動向の早期の好転は見込み難いことから、景気の回復ペースは緩慢なものとなるため、ギャップが開いた状態が続くだろう。日本は過去に長期のデフレを経験していることから、資源価格高騰などの要素を除けば基本的には②の期待インフレ率も高まりにくい。③の円高については、現状は円というよりはドルの要因で決まっている部分が大きく、米国の金融緩和政策が当面続くとみられることから、当面リーマン・ショック前のような円安水準への回帰は考えにくい。

2000年代初めと比べ、金融機関の不良債権処理という重しはないものの、需給ギャップの大きさや円高の状況を考慮すれば、今後とも高いデフレ圧力が続くことが予想される。環境税やたばこ税といった政策的な物価上昇要素を除いたベースで考えると、2000年代前半同様、デフレが長期化する可能性が高いだろう。

2. 日銀ウォッチ：臨時決定会合で追加緩和策を決定

(政府との協調をアピール、10兆円資金供給、広い意味での量的金融緩和策)

日銀は1日臨時の決定会合を開催し、新しい資金供給手段の導入を決めた。新しい資金供給オペは0.1%の固定金利で3ヶ月の資金を供給するもので、担保は国債や社債、CPなど全ての日銀適格担保で、供給額は10兆円程度を予定している。

長めの資金供給を行なうことで、やや長めの金利のさらなる低下を促すことを通じて金融緩和の一段の強化を図ることとした。

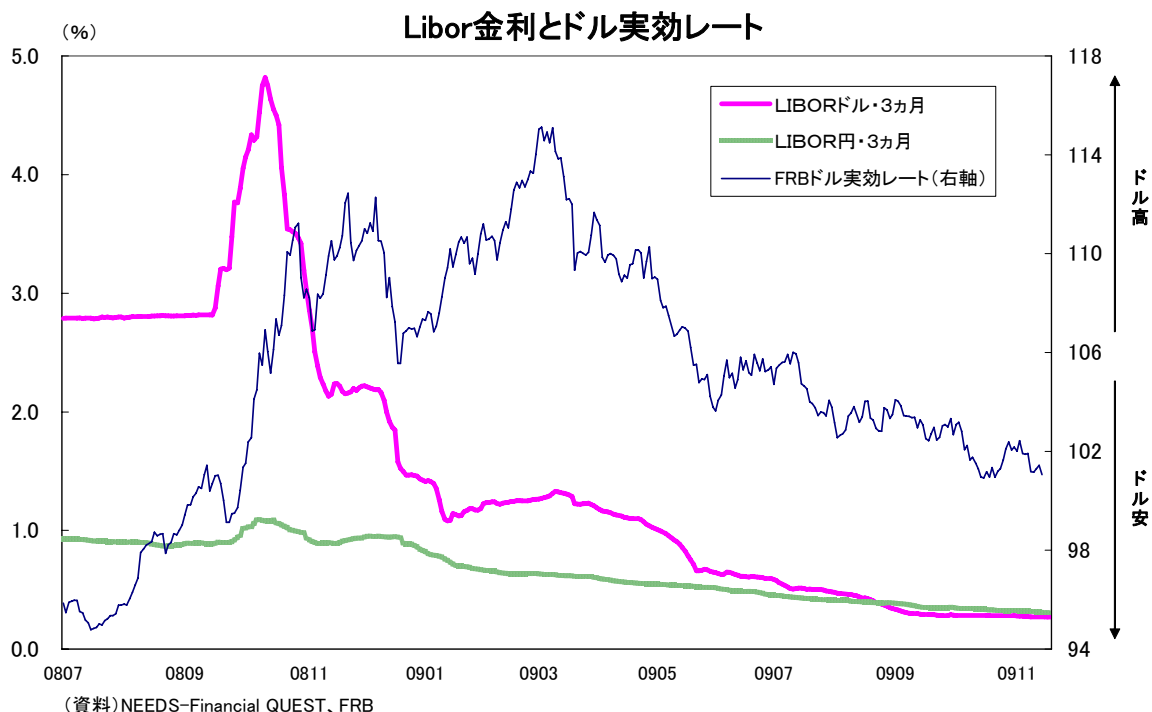
今回の策はアナウンスメント効果、安全弁としての効果は期待できそうだ。また長めの金利が低下すれば日米金利差を意識したドル安・円高に多少影響がでてくるかもしれない。

しかし、臨時決定会合というタイミングのサプライズに比べて、(現状金融政策に多くを望むのも酷だが)どうしても出てきた政策は小粒で、円高反転、デフレを阻止させるほど大きな効果があるとは思えない。

今後注目されるのが政府と日銀の温度差だ。新政権は従来から日銀の独立性に配慮したコメントを発してきたが、1日の閣僚の発言を見ると、量的金融緩和導入を期待するといったかなり突っ込んだ意見が噴出していた。

日銀が先に動いたこともあり、今後即さらなる緩和策要求といった流れにはならないだろうが、この先経済・金融状況が冷え込めば、政府から量的金融緩和などの追加策の要求はかなり強くでてくるだろう。

そのあたり市場も今回の一件で見透かしており、催促相場の流れができやすくなったといえそうだ。



3. 金融市場（11月）の動き：14年ぶりの円高、1.2%台の長期金利

（10年金利）

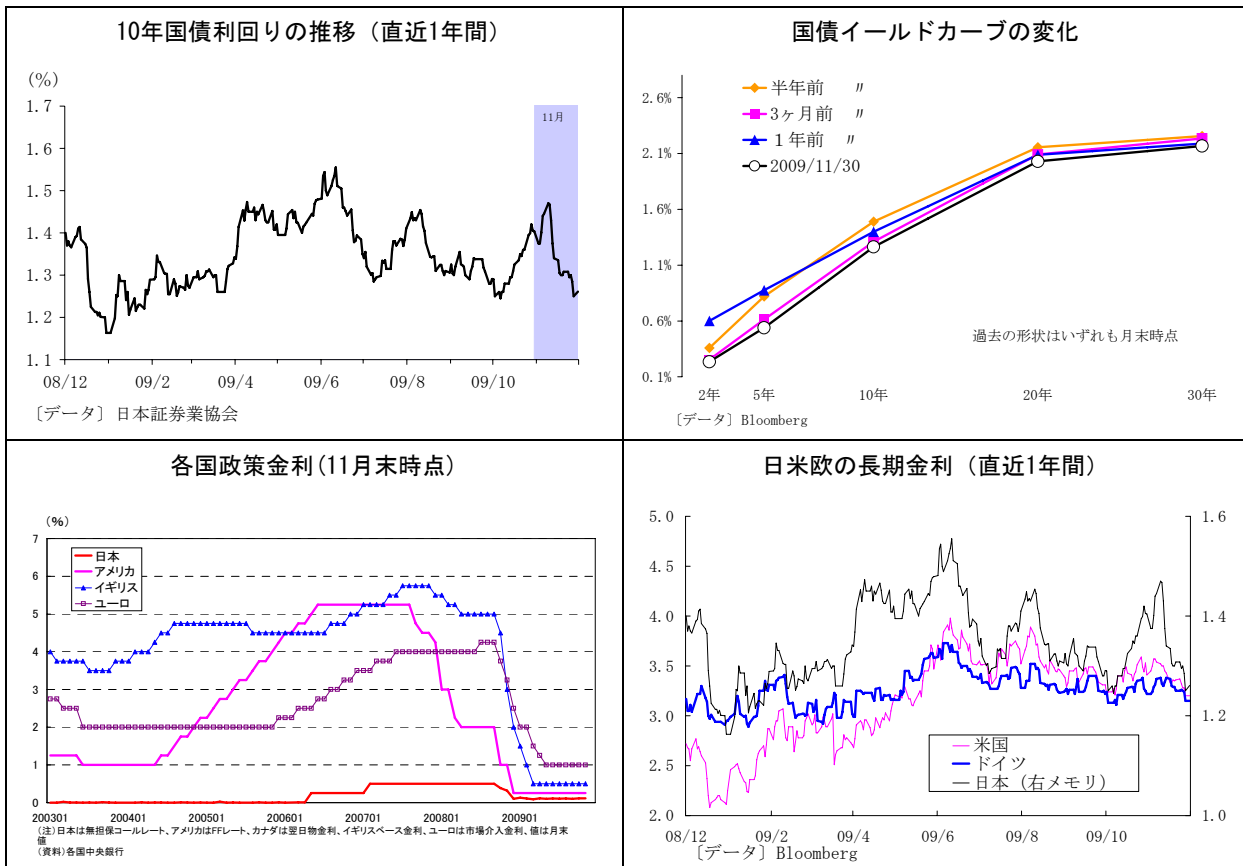
11月の動き

10年国債利回りは、月初1.3%台後半からスタート、月末1.2%台半ばに。長期金利は、1日の米ノンバンク大手CITグループの経営破綻により月初低下した。しかし、国内で国債増発懸念が高まり10日には一時1.485%まで上昇した。その後、鳩山首相の2010年度の新規国債発行額を44兆円以下にするとの発言や、「事業仕分け」作業の進展などから低下に転じ12日には1.4%割れとなった。16日、7-9月期GDPで国内需要デフレーターが大幅な下落となりデフレ懸念が強まり、1.3%台前半に低下。その後も国内外のさえない経済統計などから、先行き不安が高まり18日には一時、10月中旬以来の1.3%割れとなる。その後20日に政府のデフレ宣言、24日公表のFOMC議事録で米低金利政策の継続の方針が改めて示されたこと、円高進行などを材料に、月末にかけて長期金利は1.2%台半ばまで低下した。

当面の予想

先進国の長期金利は各国超低金利長期化が予想される中で、低位安定の動きを続けている。日本は国債増発という需給面の懸念材料はあるが、景気2番底懸念、円高、デフレを材料に債券相場は堅調となっている。さすがに1.2%台では低金利への懸念はあるものの、引き続き債券相場は低位安定が続くと予想される。

図表 金利関係図表



(円ドルレート)

11月の動き

円ドルレートは、月初め 90 円前後からスタートし、月末 86 円台半ばに。

月初から円ドルレートは、いくつかの材料に反応しながらも、基本的には 89-90 円台での推移が続く。24 日発表の FOMC 議事録で最近のドル下落が「秩序だった動きである」と指摘したことが明らかになり、ドル安の展開に。26 日には 14 年ぶりとなる 1 ドル=86 円台半ばを記録した。27 日にはドバイショックから一時 84 円台に突入した。月末はドルが買い戻され 86 円台半ばになった。

当面の予想

円高というよりもドル安が起こっており日本サイドでこの流れを止めるのは難しい状況となっている。米国の雇用所得環境が急速な改善を示す可能性は低く、米超低金利長期化は残りドル安円高圧力が高い状況が続くと予想される。

(ドルユーロレート)

11月の動き

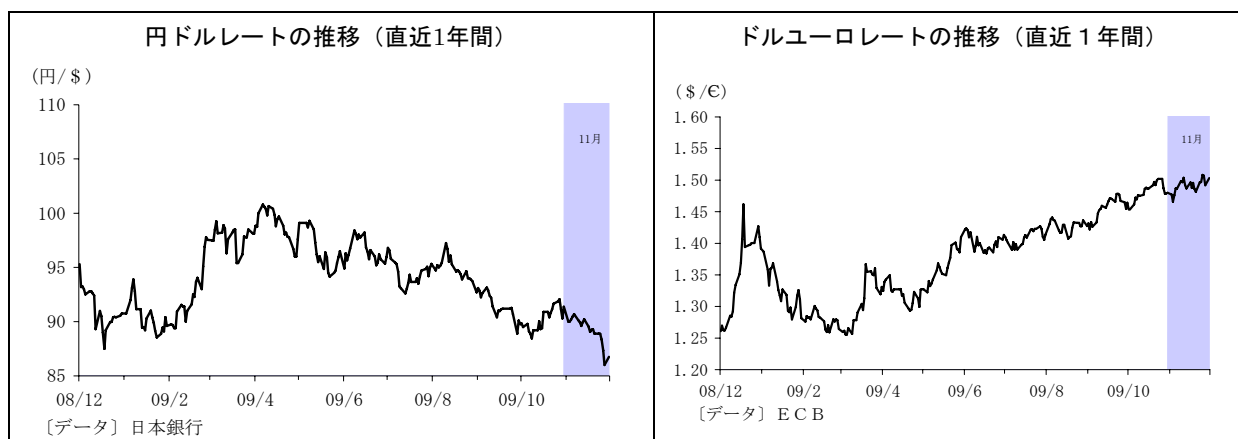
ドルユーロレートは、月初め 1.47 台後半でスタート、月末 1.50 近辺に。

月初 1.47 台で推移していたが、トリシェ ECB 総裁が緊急流動性プログラムの一部解除といった出口戦略の検討開始を示唆し、1.49 台にユーロが買い進まれる。その後 24 日発表の FOMC 議事録で最近のドル下落が「秩序だった動きである」と指摘したことが明らかになったことでさらにドル安の展開となり、ユーロは 25 日に 08 年 8 月以来となる 1.51 ドル台をつけた。その後 27 日にはドバイショックによる金融不安からややユーロ安へ、月末には 1.50 近辺となる。

当面の予想

ドル安が全面的に続く中、ユーロ堅調の動きが続いている。中長期的にはユーロ圏での金融機関に対する懸念、中東欧問題、圏内の財政格差拡大によるユーロに対する信認低下などユーロ安に対する根本的な問題は先送りされている。来年に入りユーロ安への転換を予想するが、今しばらくドル安のトレンドの裏としてユーロ堅調の動きが続きそうだ。

図表 円ドルレート、ドルユーロレートの推移

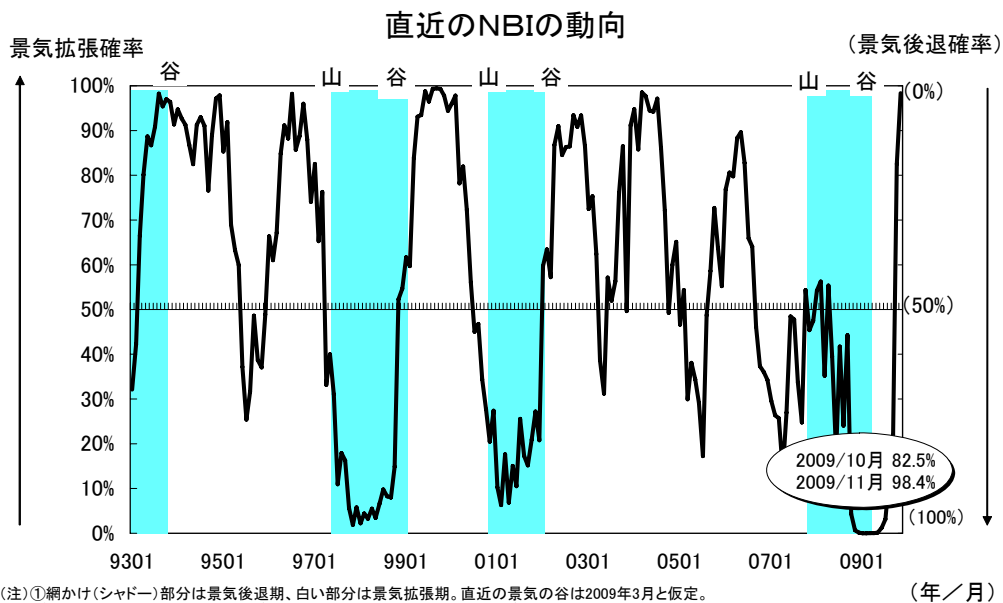


金利・為替予測表 (2009年12月4日現在)

	2009年		2010年			
	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	
	実績	予測				
日本	コールレート (期末)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	10年金利 (平均)	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4
アメリカ	FFレート (期末)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0.50
	10年金利 (平均)	3.5	3.4	3.5	3.7	3.8
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
	10年金利 (平均)	3.3	3.2	3.3	3.5	3.6
円ドル	(平均)	94	89	90	90	95
ユーロ・ドル	(平均)	1.43	1.49	1.49	1.47	1.43
円・ユーロ	(平均)	134	133	134	132	136

<ニッセイ基礎研インデックス>

- ・ニッセイ景気動向判断指数（NB I）～09年10月：82.5%、11月（予測値）：98.4%



	ニッセイ景気動向 判断指数(NBI)	月次GDP		為替インデックス
	水準	水準(10億円)	前期比	水準
08/10	4.3%	557,935	0.3%	42.4%
08/11	0.7%	536,272	▲3.9%	47.0%
08/12	0.1%	522,240	▲2.6%	43.4%
09/1	0.0%	521,853	▲0.1%	11.0%
09/2	0.0%	520,978	▲0.2%	-47.4%
09/3	0.0%	521,848	0.2%	-49.6%
09/4	0.1%	522,863	0.2%	-49.8%
09/5	0.1%	523,980	0.2%	-49.5%
09/6	1.3%	524,785	0.2%	-49.3%
09/7	3.1%	526,948	0.4%	-49.2%
09/8	12.7%	531,175	0.8%	-49.2%
09/9	22.1%	533,478	0.4%	-49.9%
09/10	82.5%	534,923	0.3%	-49.6%
09/11	(予測値) 98.4%			-49.8%
09/12				-50.0%

(注) 基礎研インデックスの見方

- ①ニッセイ景気動向判断指数（NB I）：景気の転換点・局面を確率的に判断する指数。数値が50%を上回れば「景気回復局面」、下回れば「景気後退局面」、50%は景気の転換点を示す。
- ②月次GDP：GDPを月次化したもの。
- ③為替インデックス：為替の局面・転換点を確率的に判断する指標。プラスが続くと円安局面、マイナスが続くと円高局面。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。