

米国連邦準備制度理事会（FRB）による金融引き締めが転換点を迎えている。5月に行われた政策会合で従来の景気と物価の両睨みによる金融引き締めから物価抑制へ軸足を移すことを表明した。更に今後の金融政策は経済データ次第としたことから、市場では物価指標を睨んで一喜一憂する展開が続いている。FRBがどの時点で金融引き締めを終了するのかは別として、ここでは今後の物価動向を考えてみたい。

物価は典型的な景気遅行指標であり、景気の成熟局面で物価上昇懸念が高まる傾向がある。今回も景気拡大が5年目に入り、利上げ打ち止めが意識される中、物価上昇懸念が高まっている。一方、過去の利上げ打ち止め局面を見ると、利上げ打ち止め直後はインフレ懸念が残るものの、結局は既往の利上げ効果から景気が減速、インフレ懸念は杞憂に終わっている。今回も利上げ中断直後はインフレ懸念が残るものの、政策金利据え置き確度が高まるにつれて、インフレ懸念も後退しよう。

一方、中長期的な物価の動向はどうであろうか。1960年以降の物価トレンドを振り返ると、「60年から80年」、「80年から2003年」、「2003年から今日」と3つの局面に大別できる（図1）。60年代半ばから80年にかけてはベトナム戦争による支出の拡大や石油ショックによる原油価格の上昇からインフレが進行した。80年から2003年にかけては原油価格の落ち着きや金融政策への信任の高まりを背景とした期待インフレの低下、さらに90年代後半に見られた生産性上昇も加わり、ディスインフレ局面（安定的な物価上昇率の低下）が継続した。一方、2003年以降については、物価のディスインフレ局面はほぼ転換し、物価上昇率の横ばい推移が継続している。

2000年代初頭のトレンド転換の背景には以下の要因が考えられよう。まず、新興国の工業化や世界的な過剰流動性を背景とした資源価格の上昇が挙げられる。主要な資源価格インデックスは80年代からの下落トレンドを大きく上抜けし上昇している。さらに資源価格の上昇に伴い、80年代から低下してきた期待インフレ率にも底打ちの兆しが見えている（図2）。一方で、従来から物価上

昇を抑制してきた生産性の上昇に加えて、新たなインフレ抑制要因も出てきた。新興国の近代化に伴い、新興国の労働市場の安価な労働力を背景とした製品が先進国市場に浸透した結果、先進国の企業も対抗上、自社の製品価格を引き上げるわけには行かず、資源価格上昇によるコストの増加を生産性の上昇で補いつつ、市場シェア維持の観点から自社製品の価格引き上げを抑制してきた。

上記のような物価上昇要因と物価抑制要因が拮抗する中で、過去数年は物価の横ばい局面が継続している訳であるが、果たして長期的に物価はどちらの方向に向かうのだろうか。

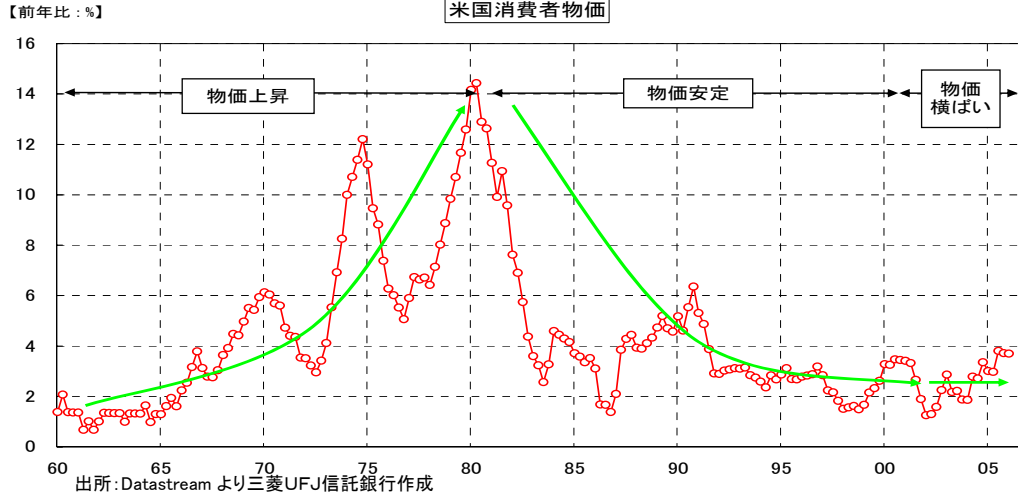
米欧を中心とした金融引き締めから過剰流動性の縮小が見込まれるものの、新興国の工業化の流れを日独が半世紀前に経験した重化学工業化の流れと同様に不可逆なものとみなすならば、それに伴う資源高の動きは当面続きそうである。そうすると、生産性の上昇が続く一方で、期待インフレの上ぶれ傾向も続くことになる。さらに長期的には、工業化を背景に新興国の賃金が上昇し先進国の賃金水準に徐々に近づくと予想され、世界的に物価は再び上昇局面入りする可能性が高いように思われる。

一方、物価が世界的に日本の経験したような継続的な下落局面入りする可能性はないのであろうか。可能性は低いものの、リスクは2つある（図3）。第一に米国の住宅価格の動向であろう。株式バブル崩壊後、米国の家計は住宅資産増加を背景に消費を拡大した結果、住宅下落により米家計が打撃を受けるとの懸念があり、バーナンキFRB議長も同様の懸念を表明している。第二には中国の設備投資動向である。近年、中国は設備投資主導で高成長を続けている。設備投資は、設備完成後に十分な需要がなければ過剰投資となるリスクをはらんでいる。中国政府は投資から消費へ構造転換を進めているようであるが、十分な成果は得られていない。

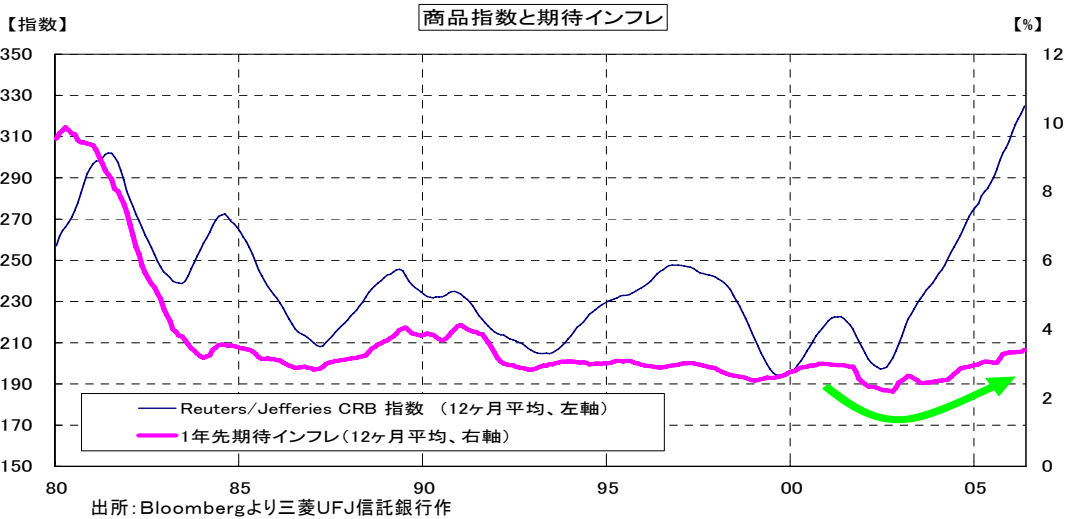
国内の「過剰設備、過剰雇用、過剰債務」からようやく開放されデフレ脱却の出口が見えてきた矢先に、今度は世界的なデフレに直面という事態は何としてでも避けたい。米中金融政策当局の舵取りに期待したい。

（2006年6月14日 記）

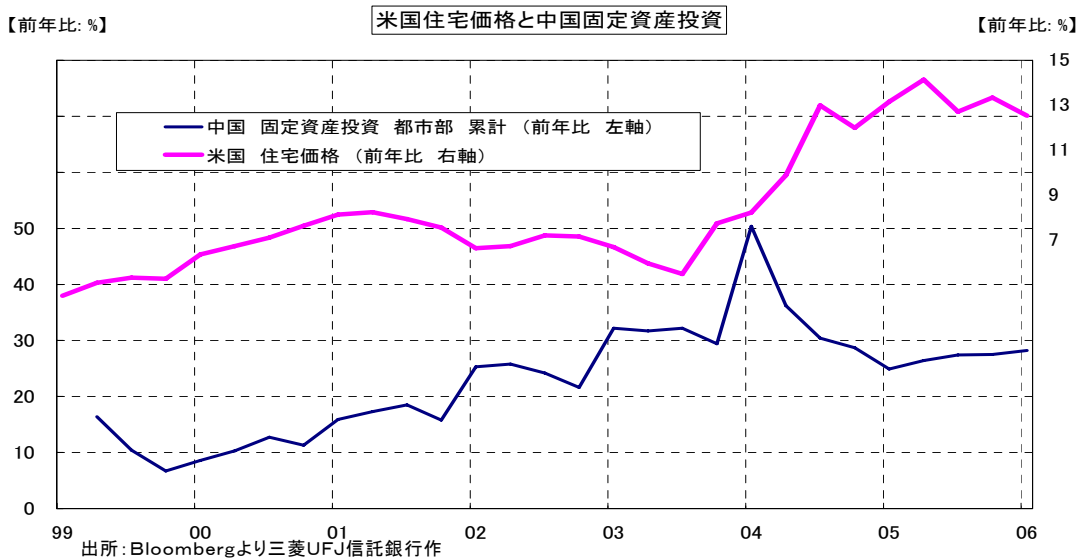
○図1：米国消費者物価の中期トレンド



○図2：商品市況と期待インフレ



○図3：米国住宅価格と中国固定資産投資



◇ 本資料は、当社が投資家への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。  
 ◇ ここに記載されているデータ、意見等は当社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。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。  
 ◇ 当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、投資家の当社に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）