

# 日本経済ウォッチ <2008年6月号>

## 【目次】

- |                           |        |
|---------------------------|--------|
| 1. 今月のグラフ                 | p.1    |
| ～ 企業は増加する運転資金をファイナンスできるか～ |        |
| 2. 景気概況                   | p.2    |
| ～ 6年ぶりの減収減益をもたらした景気動向～    |        |
| 3. 今月のトピック                | p.3～12 |
| ～ インフレ圧力の広がり と 景気回復の持続性～  |        |
| (1) 川上はインフレ、川下もインフレへ      |        |
| (2) 資源価格は高止まりが続く          |        |
| (3) 交易条件の悪化と世界経済の成長       |        |
| (4) 新たな領域に入ってきた原油価格の高騰    |        |
| (5) 川下でも広がるインフレ圧力         |        |



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

## 調査部

【お問い合わせ先】調査部 国内経済班  
鈴木 (E Mail: [akihiko.suzuki@murc.jp](mailto:akihiko.suzuki@murc.jp))  
鶴田 (E Mail: [rei.tsuruta@murc.jp](mailto:rei.tsuruta@murc.jp))

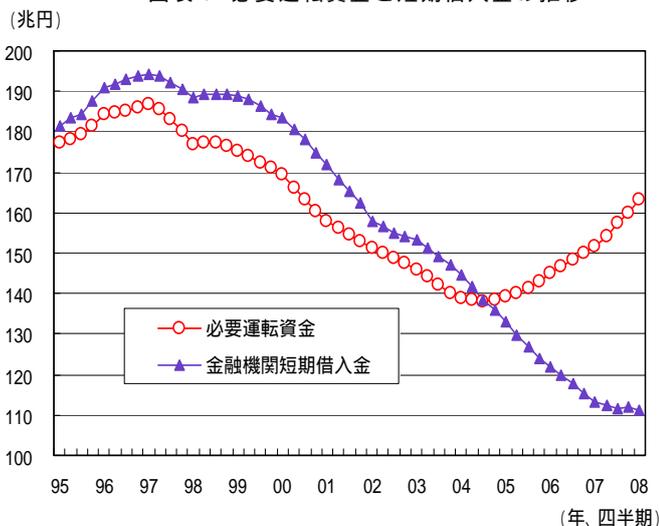
## 1. 今月のグラフ ～企業は増加する運転資金をファイナンスできるか

売上高が増加基調にあることを背景に、企業の運転資金需要は 2003 年頃をボトムに拡大している。売上の増加は、景気回復に伴う売上数量の増加と、原油など資源価格高騰による売買価格の上昇によりもたらされたといえる。一方、運転資金需要と金融機関からの短期借入金の関係を見ると、運転資金需要が拡大しているにもかかわらず借入金はむしろ減少していることがわかる(図表 1)。企業は本業で得た潤沢なキャッシュフローを、設備投資だけでなく運転資金の増加分や借入金の返済に充当してきたといえるだろう(図表 2)。

企業の運転資金需要は、資源価格の上昇を背景とした売上増大により今後も拡大していきそうだ。企業は運転資金の増加分を、基本的には本業で得たキャッシュフローか金融機関からの借入のどちらかでまかなう必要がある。ただ、これまでのように本業のキャッシュフローで設備投資と運転資金の増加分をすべてカバーする、というのは難しくなってくるのではないだろうか。資源価格の高騰により日本の交易条件は大きく悪化しており、GDP 統計によると直近の四半期で海外への所得流出額は 6 兆円程度に達している。企業のキャッシュフローは四半期で 18 兆円程度であり、所得の流出規模はかなり大きいといわざるをえない。増加する運転資金を本業のキャッシュフローでまかなうのが難しいならば、金融機関からの借入金で手当てすることになるが、いわば収益を伴わない増加運転資金需要に応じて、企業が金融機関から円滑に資金調達ができるかどうかは不透明である。

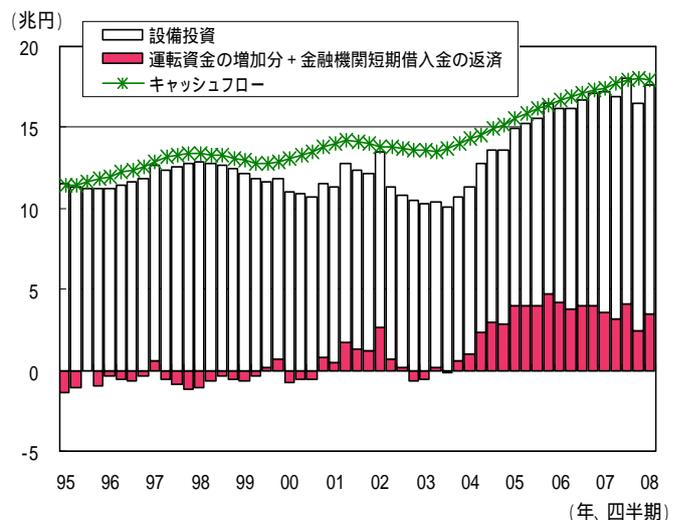
このファイナンスが円滑になされないと、企業の生産活動や投資活動に下押し圧力がかかることになり、国内景気にマイナスの影響を及ぼす。足元では金融機関の貸出態度は緩和的といえるが、中小企業を中心に厳しさも出てきている。今後の国内景気を占ううえで、企業の資金調達動向を注視していく必要がある。(鶴田 零)

図表 1 必要運転資金と短期借入金の推移



(注1) 必要運転資金=受取手形・売掛金+棚卸資産・支払手形・買掛金  
 (注2) 数値は季節調整後の後方8期移動平均。  
 (出所) 財務省「法人企業統計」

図表 2 キャッシュフローの利用状況



(注1) キャッシュフロー=経常利益/2+減価償却費  
 (注2) 数値は季節調整後の後方8期移動平均。  
 (出所) 財務省「法人企業統計」

## 2. 景気概況 ~6年ぶりの減収減益をもたらした景気動向

4日に発表された法人企業統計によると、今年1~3月期の企業収益は2002年4~6月期以来およそ6年ぶりの減収減益となった。経常利益は前年同期比-17.5%と大きく減少したが、これも2002年4~6月期(同-16.8%)とほぼ同じレベルである。もっとも、6年前はITブーム崩壊後の景気後退から脱してようやく回復が始まったところであったのに対して、足元の景気は緩やかな回復が続いているものの、減速の動きが広がっている。加えて、資源価格が高騰するといった環境変化もある。表面上の収益の数字が似ていても、経済環境の違いを反映して収益構造は大きく異なっている。

まず、原油など資源価格の高騰が交易条件を悪化させている。企業収益に置き換えると、投入価格の上昇が製造業を中心に限界利益率を低下させて、利益を圧迫している。もっとも、1~3月期は、製造業、非製造業ともに限界利益率による利益の下押し圧力が和らいでいる。投入価格の上昇が続いているが、家計への価格転嫁が進み産出価格も上昇してきた可能性がある。インフレは川上から川下に広がっている。

これまで売上高の拡大が限界利益率の低下を吸収して利益を拡大させてきたが、米国経済の減速や国内需要の伸び悩みを背景に徐々にプラス幅が縮小し、ついに5年ぶりに減少に転じた。製造業は米国以外の海外経済の成長に支えられて輸出が増加し、売上の拡大が続いているが、国内業務のウェイトが高い非製造業では内需の停滞を背景に売上が伸び悩み、足元で減少に転じている。今後、海外経済の減速が強まってくると、売上の不振が利益の減少を加速する可能性がある。また、消費者物価の上昇が個人消費を下押しし、売上高をさらに減少させる恐れもある。

景気回復が続いた結果、雇用や設備投資が拡大し、足元では賃金に持ち直しの動きが出ている。このため、人件費や減価償却費など固定費が増加して、製造業を中心に利益を圧迫する要因となっている。収益環境が厳しくなっているとはいえ、過剰な設備や雇用を抱えているわけではなく、企業が設備投資の圧縮や雇用のリストラにすぐには乗り出すとは考えにくい。これからも固定費は増加を続け、利益を抑える要因となろう。

交易条件悪化の影響を誰がどのように吸収するのか。収益環境が厳しくなると、企業部門での吸収余力は乏しくなる。このため、消費段階への価格転嫁によって家計部門へ負担がシフトする。しかし、一方で、人件費の増加に示されているように、企業から家計へ所得が移転するようになっている。交易条件の悪化による負担は家計にはあまりシフトせず、企業内にとどまる可能性がある。今年1~3月期の単位労働コストはおよそ10年ぶりに前年比上昇に転じている。おそらく労働分配率は利益の減少も影響して上昇に転じてくるだろう。個人消費はインフレの広がりがマイナス要因だが、所得の緩やかな増加を背景に底堅さを維持するのではないかと。また、企業の収益環境は厳しいが、その割に設備投資は底堅い。景気は減速しながら底堅さを維持するようだ。

(鈴木 明彦)

### 3. 今月のトピック ~ インフレ圧力の広がり と 景気回復の持続性

2007年度の経済成長率は実質では+1.5%となり、2003年度以降続いていた2%強の成長軌道から下振れした。また、名目でも+0.6%と、プラス成長は維持したものの低い成長にとどまった。改正建築基準法の施行による住宅投資の大幅な減少という特殊要因が2007年度の成長率を押し下げており、その影響は2008年度になって薄らいでいるものの、景気の先行きに対する懸念は依然として強い。

もっとも、景気に対する懸念の中身が変わってきている。1年ほど前まではデフレが続いていることが懸念され、デフレ脱却が重要であるという意見が強かった。また、2~3ヶ月前までは、米国のサブプライムローン問題が世界の金融市場を混乱させて世界経済に悪影響を及ぼすことが最大の懸念材料とされていた。いまでも、デフレやサブプライムローン問題が懸念材料という見方は続いているが、ここにきて資源価格の高騰に端を発したインフレの広がりが懸念材料としてクローズアップされてきた。今年1~3月期のGDPを受けて先月発表された民間調査機関の経済見通しでは、インフレ圧力の広がりをどう考えるかということが主要なテーマになっている。

そもそも、日本経済にとって問題なのはデフレというよりも川上のインフレと川下のデフレであった。また、サブプライムローン問題が実体経済に悪影響を及ぼすリスクには注意しなければならないが、四半世紀ぶりの資源価格の高騰は実体経済にすでに大きく影響している。今月は、インフレ圧力の広がりが日本経済に与える影響について考えてみる。

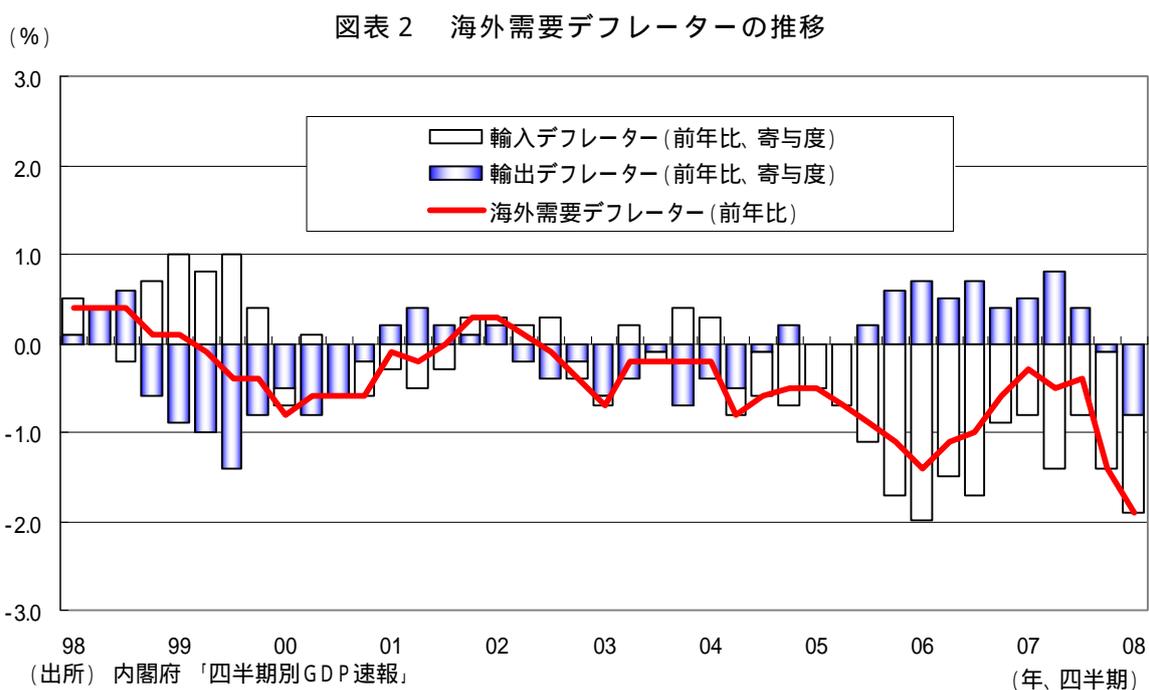
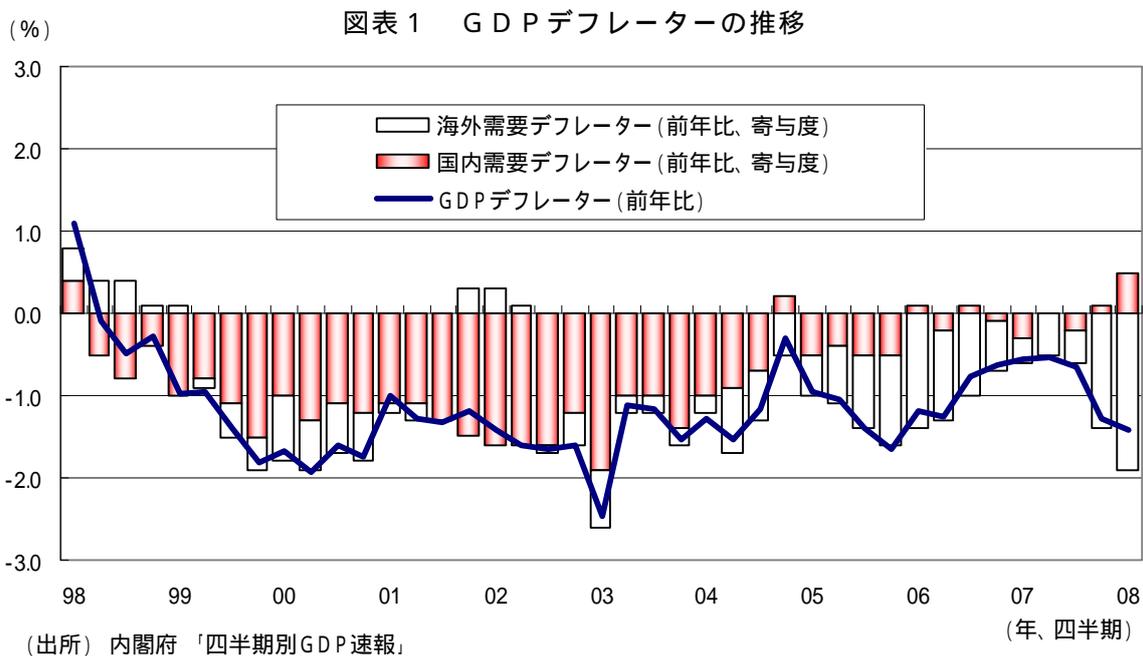
#### (1) 川上はインフレ、川下もインフレへ

ガソリンや食料品など身の回りの価格が大幅に上昇し、低下を続けていた消費者物価が上昇してきても、日本経済は依然としてデフレから脱却できていないとの見方は根強い。デフレが続いている論拠として国全体の物価の動きを示すGDPデフレーターが低下を続けていることが挙げられる。97年4月の消費税率引き上げによる物価の押し上げ効果がなくなった98年度以降、GDPデフレーターは前年比マイナスでの推移が続いている(図表1)。

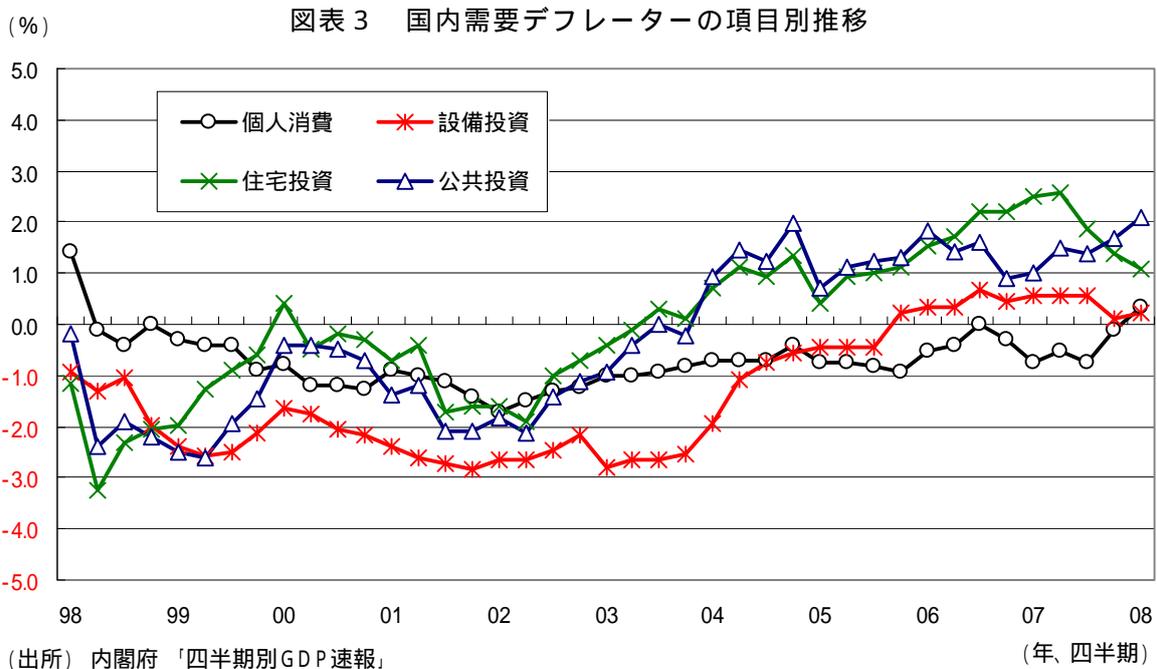
しかし、GDPデフレーターを国内需要デフレーターと海外需要デフレーターに分けてみると、GDPデフレーターの低下をもたらしている要因が変わっている。2002年度までは国内需要デフレーターの低下が、GDPデフレーターを低下させる主たる要因であったが、その後、国内需要デフレーターのマイナス幅は縮小し、最近では上昇に転じている。これに対して、海外需要デフレーターは2002年の終わりごろから前年比マイナスに転じ、その幅も広がっている。ここ数年は、海外需要デフレーターのマイナスがGDPデフレーターを低下させている。

海外需要デフレーターは輸出デフレーターと輸入デフレーターに分けられる(図表2)。

このうち、輸出デフレーターの変動は為替の動きとの連動が強い。すなわち、円高が進むと円換算した輸出価格が下がるので輸出デフレーターは低下し、円安が進むと持ち直してくる。輸入デフレーターも為替の変動に影響されるが、原油など資源価格が変動すると、原材料を輸入に依存しているだけに、輸入デフレーターに大きく影響する。ここ数年は、原油など輸入原材料価格の高騰が輸入物価を大幅に上昇させている。輸入はGDPを計算する際の控除項目なので、輸入デフレーターの上昇は海外需要デフレーター、さらにGDPデフレーターを低下させる。加えて、足元では円高による輸出物価の下落も海外需要デフレーターを低下を加速させる要因となっている。



一方、国内需要デフレーターは、2002年中ごろまでは押しなべて低下が続いていたが、景気回復が続く中で下げ止まりの動きが広がってきた。まず、公共投資や住宅投資のデフレーターが、建設コストの上昇を反映してマイナス幅を縮小させ2004年以降は上昇に転じた。また、設備投資デフレーターも2005年度後半以降は上昇に転じ、最後まで下落が続いていた個人消費デフレーターも足元では上昇してきている（図表3）。



日本では資源価格の高騰が輸入物価の上昇を通して川上からのインフレ圧力になっているが、これがGDPデフレーターを低下させるため、デフレが続いているように見える。しかし、この川上のインフレ圧力は、景気回復の動きも反映しながら川下の消費段階にまで広がってきている。GDPデフレーターの下落が続いていても、日本の物価環境は大きく変わってきている。

## （2）資源価格は高止まりが続く

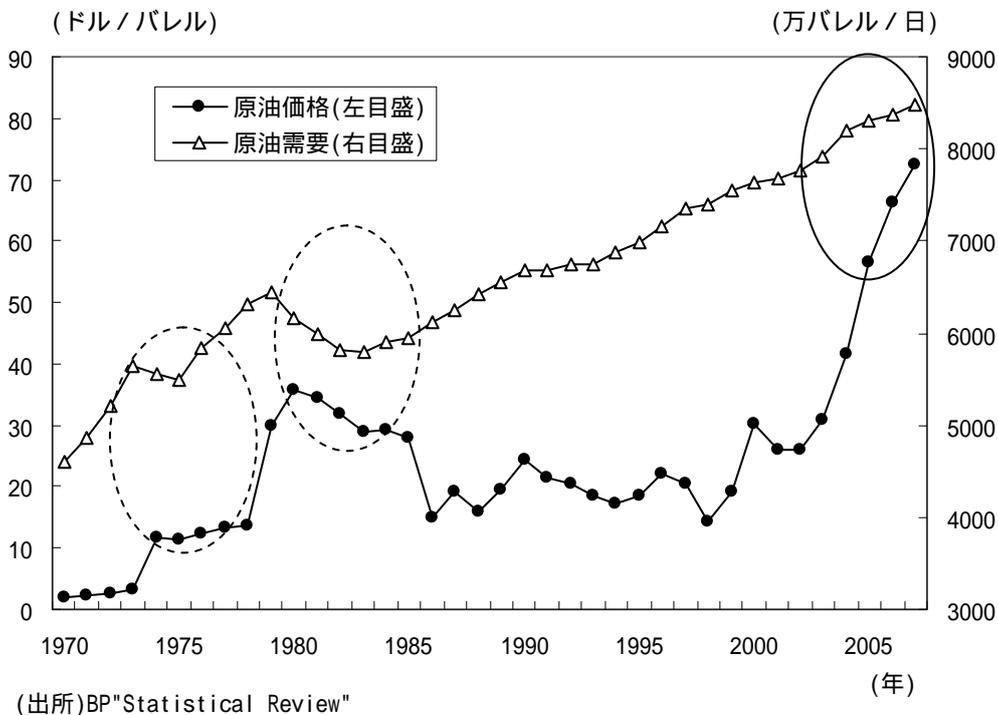
日本の物価環境の変化をもたらしている資源価格の高騰は四半世紀ぶりの構造変化と言えるものだ。原油、鉄鉱石、石炭、金属価格など、さまざまな資源や原材料の価格が高騰している。原油価格は第2次石油ショックのときの水準をはるかに越えて推移している。しかし、第1次、第2次石油ショックのときとの違いもある。

第1次、第2次石油ショックのときは供給サイドである原油産出国による一方的な価格引き上げであった。需給関係からかけ離れた原油価格の高騰により原油消費国の景気が後退し、原油に対する需要も減少した。第2次石油ショック後には原油価格が大幅に低下することになった。また、原油価格の高騰を背景に油田の開発投資が活発になり、原油の生

産能力が拡大する一方で、日本をはじめとする原油消費国では省エネルギー技術が進歩し、原油原単位（単位あたりのGDPを生み出すのに必要な原油量）が低下したため、原油生産能力は過剰となった。こうして、原油価格は、その後長きにわたって低水準で推移することになった（図表4）。

原油価格が低水準で推移している間も、原油に対する需要は着実に拡大を続け、供給余力は徐々に縮小した。ここ数年は、原油輸入国に転じた中国をはじめとして新興国の需要増加が世界需要を拡大させている。投機的な資金の流入によって原油価格が押し上げられている面もあるが、基本的には今回の原油価格の高騰は世界的な需給の引き締めによるものだ。原油価格が高騰する中であっても、原油に対する需要は新興国を中心に拡大している。原油価格は、一時的な反落があっても、当面は高い水準での推移が予想される。

図表4 原油需要と原油価格の推移



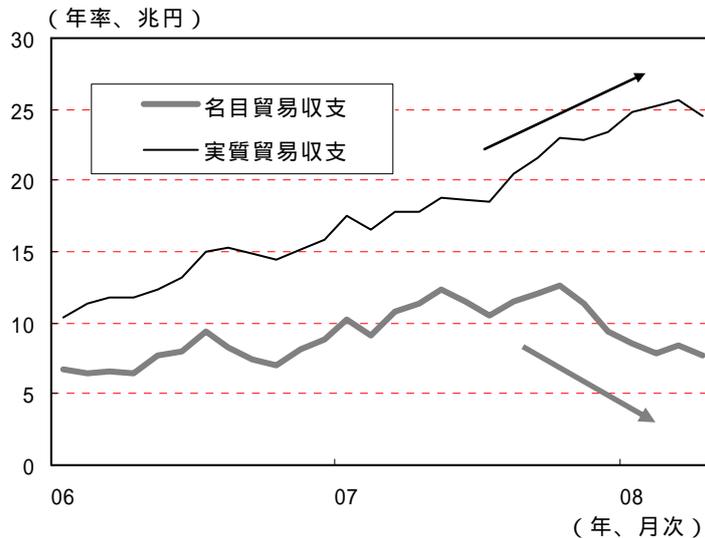
### (3) 交易条件の悪化と世界経済の成長

原油に限らず、多くの資源価格が高騰しており、日本のような資源輸入国の交易条件(輸出物価(産出物価)/輸入物価(投入物価))が悪化している。これまでよりも高い輸入品を購入することにより、日本から資源輸出国に所得が移転している。こうした状況を端的に示すのが、貿易収支の動向である。

いざなぎ景気を超えて戦後最長と言われる今回の景気回復を可能にしたのは、世界経済の成長に支えられた輸出の拡大であり、今も実質貿易収支は増加基調を続けている。しかし、その一方で名目の貿易収支はここ1年ほど、輸入原材料価格の高騰に影響された名目

輸入の拡大によって減少してきている(図表5)。世界経済の成長に支えられてより多くのものを輸出すれば、実質の貿易黒字は拡大するが、より高い原材料を輸入していれば名目の貿易黒字はむしろ減ってしまう。世界経済が成長を続けているが、交易条件が悪化しているため、売上が増えても利益が残らない状況となっている。

図表5 名目貿易収支と実質貿易収支



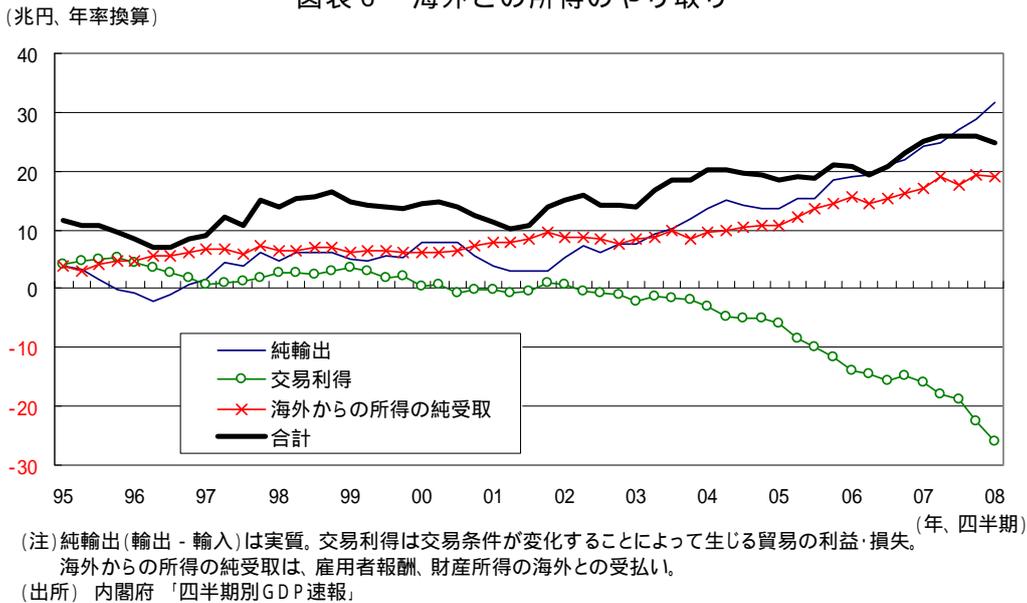
(注) 3ヶ月移動平均値。実質値は2005年価格。  
(出所) 財務省「貿易統計」、日本銀行「金融経済統計月報」

中国など新興国の成長は、一方で資源価格高騰の一因となって日本の交易条件を悪化させるが、他方で世界経済の成長率を高め日本からの輸出機会を拡大させる。特に、所得が拡大している資源国への輸出が加速する。世界経済の成長と資源価格の高騰が並存していることは、日本経済にとってプラス・マイナス両面の影響を及ぼす。日本と海外との所得のやり取りを通して日本への影響を見てみよう。

図表6は、海外との所得のやり取りを、純輸出(輸出-輸入)、交易利得(交易条件が変化することによって生じる貿易の利益・損失)、そして海外からの所得の純受取(雇用者報酬、財産所得の海外との受払い)に分けて示したものである。まず、交易利得は、資源価格上昇による交易条件の悪化によって2002年ごろから損失が拡大しており、その規模は26兆円(年率換算、GDPの4.7%)に達している。一方、純輸出(実質)は世界経済の成長に支えられて2002年から黒字が拡大している。これまでのところ、純輸出のプラス幅拡大が、交易利得のマイナス幅拡大を吸収しており、両者を合計してもプラスを維持している。

さらに、海外からの所得の純受取は、保有する海外資産からの所得や日本企業の海外生産拡大に伴う特許等使用料の受取の増加によって、拡大している。結果として、日本は、交易条件の悪化にもかかわらず、海外との所得のやり取りにおいて、受取の超過幅が拡大基調にある。

図表6 海外との所得のやり取り



#### (4) 新たな領域に入ってきた原油価格の高騰

もっとも、今後も原油価格の上昇が続いて交易利得がさらに悪化した場合に、その損失を純輸出の拡大によって吸収できるのだろうか。吸収しきれないとすると、企業収益が悪化して、設備投資が抑制されることになるので、注意が必要だ。すぐに今の構図が崩れてしまうということはないだろうが、原油価格の高騰はいよいよ新たな領域にまで高まってきた可能性がある。

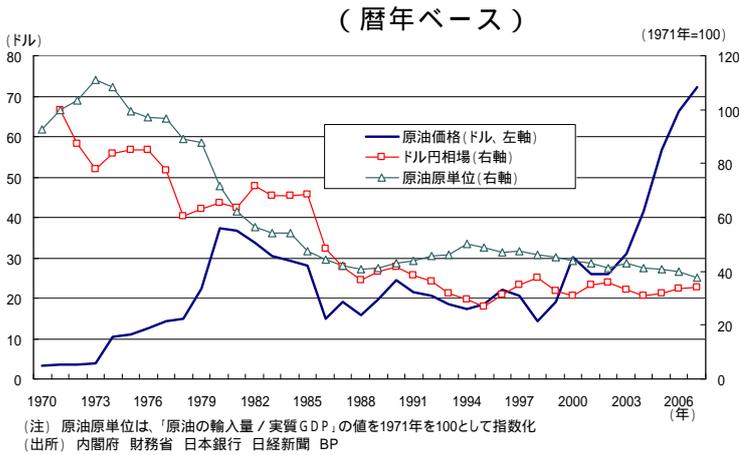
原油価格は第2次石油ショックのころの水準を超えて上昇してきたが、当時と比べて経済成長に必要な原油の量が減っている(原油原単位の低下)。そして、円高が進んでいるため、円建ての原油価格はドル建ての価格ほどには上昇していない(図表7)。このため、表面上の原油価格は大きく上昇しているが、第1次、第2次石油ショックのころに比べて日本経済に与える影響はそれほど大きくないと考えることができた。実際、原油原単位の低下と為替円高を考慮して原油価格の負担感指数を計算してみると、2007年の負担感第1次石油ショック時の1974年や第2次石油ショック時の80年当時に比べてそれほど高まっていないという結果が出てくる(図表8)。

しかし、WTI価格で1バレル=130ドルを超える最近の原油価格高騰は、こうした説明を難しくしてしまう。原油価格の実質負担感指数を四半期ベースで作成してみると、昨年10~12月期以降、負担感が急速に高まっている(図表9)。ちなみに直近最高値の133.17ドルの実質負担感を計算すると、すでに第1次石油ショックの時の水準を超えている。仮に、原油価格が160ドルを超えてその水準で高止まりすると、実質負担感第2次石油ショックのころとほぼ同じになってくる(図表10)。

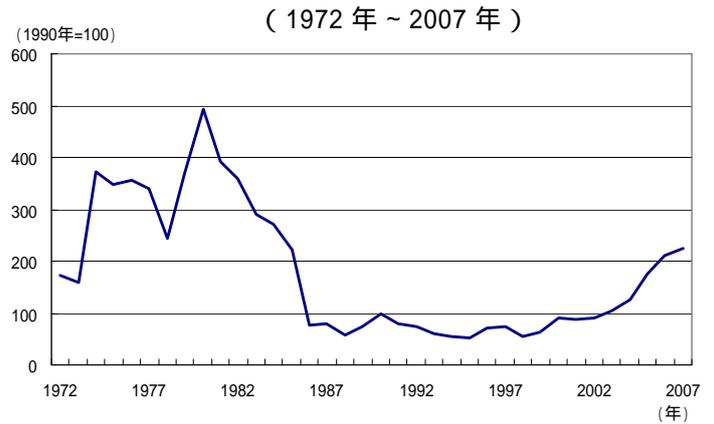
原油価格の高騰が、新興国の需要の拡大といった需給要因に加えて、投機的資金の流入にも影響されているとすると、投機的要因の剥落とともに原油価格が反落する可能性があ

る。このまま、原油価格の実質負担感が第2次石油ショックのころに並び、さらにそれを超えてくるといえるのは、やや極端な仮定といえよう。しかし、第2次石油ショックの時と比べた原油原単位の低さや円高の進展を材料に、原油価格高騰の影響は限定的と言い切るのはだんだん難しくなっている。さらなる原油価格の上昇に対しては、新たな省エネ技術の導入や代替エネルギーの開発によって原油の需要量そのものを減らす努力がこれまで以上に必要になってこよう。

図表7 原油価格、原油原単位、為替



図表8 原油価格の実質負担感指数



図表9 原油価格の実質負担感指数



図表10 原油価格の実質負担感指数

(一覧表)

	原油価格(WTI) (ドル/バレル)	為替レート (円/ドル)	原油原単位 (原油輸入量/実質GDP)	原油価格の 実質負担感指数 (1990年=100)
1974年 (第1次石油ショック)	10.37	292.08	108.2	371.9
1980年 (第2次石油ショック)	37.38	226.74	71.8	492.6
2007年	72.36	117.76	37.7	224.5
2008年1～3月期	97.90	105.20	40.1	298.2
直近最高値 (5月21日)	133.17	103.22	40.1	397.9

- 現在(2008年1～3月期)の原油原単位(40.1)と為替レート(105.20円)を前提にすると、  
第1次石油ショックの時と同じ負担感になる原油価格は122.1ドル  
第2次石油ショックの時と同じ負担感になる原油価格は161.8ドル
- 現在の原油原単位を前提にして、原油価格がさらに上がったときの実質負担感  
原油価格が150ドルになったら、実質負担感は456.9  
原油価格が200ドルになったら、実質負担感609.1

### (5) 川下でも広がるインフレ圧力

川上からのインフレ圧力が新たな領域に入ってくる兆しがある一方で、川下の消費段階でも物価上昇の動きが広がっている。消費者物価指数を算出する調査対象品目のうち、1年まえに比べて価格が上昇している品目の割合をみると、2002年をボトムに上昇に転じ

ている。第1次、第2次石油ショックのころに比べると、上昇品目の割合はまだ低いが、それでも半分以上の品目で価格が上昇するようになっている（図表11）。

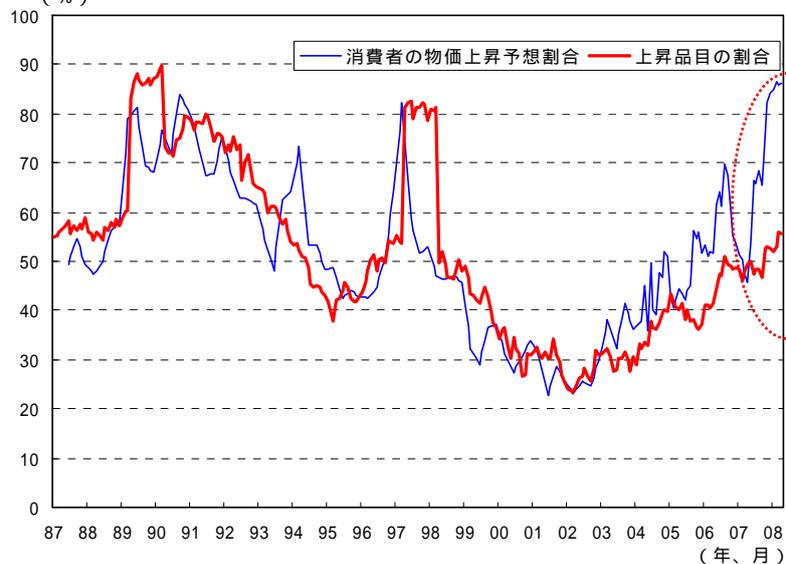
価格が上昇する品目の割合が高まるにつれて、今後も物価が上昇すると予想する人の割合が増えてくるが、そのペースがかなり急である（図表12）。購入頻度が高いガソリンや食料品の価格上昇が人々のインフレ予想を強めている可能性がある。あるいは、これまでデフレが続いていたので、ひとたび物価が上昇に転じると、人々が敏感に反応している可能性もある。いずれにしても、インフレ予想が広がってくると、価格が上がるのは仕方がないという気持ちが消費者の間に芽生えてくるため、物価の上昇がさらに広がりを持ってくる可能性がある。

図表11 消費者物価の中で価格が上昇している品目の割合



(注1) 消費者物価の調査対象品目のうち、1年前に比べて価格が上昇した品目の割合。  
 (注2) 消費税導入及び消費税率引き上げの影響で、1989年度及び1997年度中の上昇品目割合は大きく上昇している。  
 (出所) 総務省「消費者物価指数」

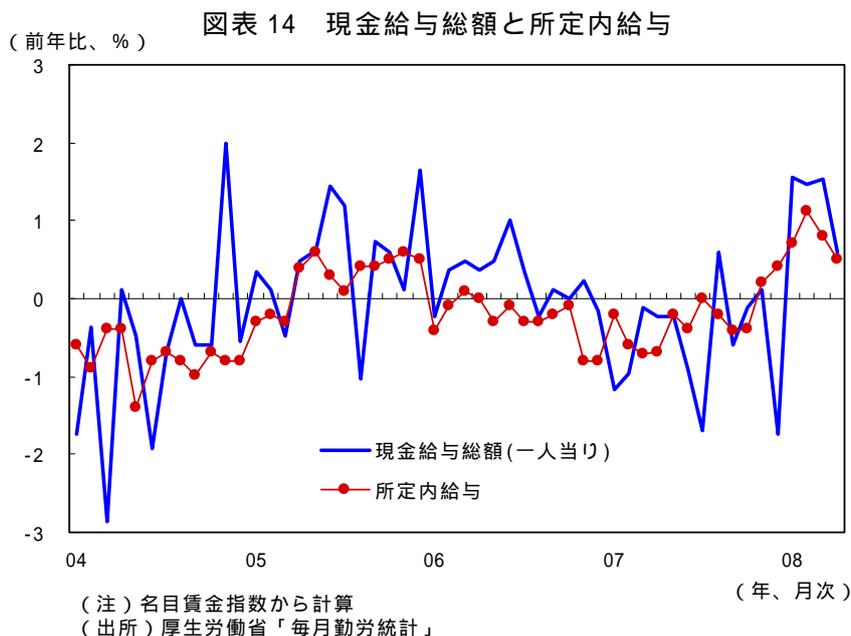
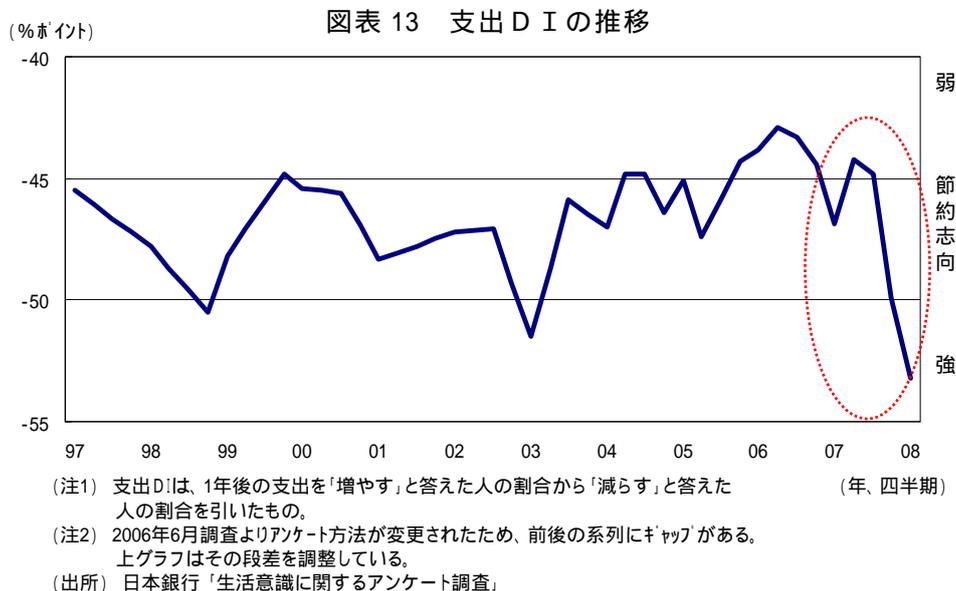
図表12 消費者物価の上昇品目割合と消費者の物価上昇予想



(注) 消費者の物価上昇予想は、物価が上昇すると考える人（世帯）の割合  
 (出所) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「消費動向調査」

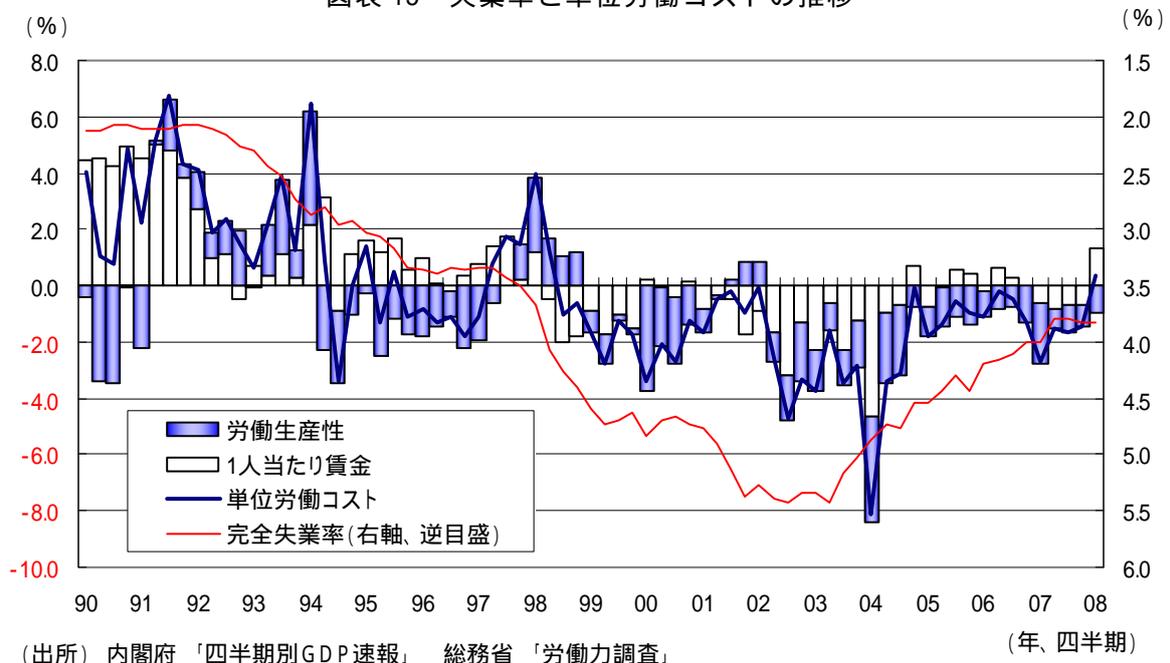
しかし、消費者は物価の上昇を望んでいるわけではない。インフレが広がってくれば実質所得は目減りするのでは人々の間に節約志向が広がってくる。図表 13 は、1 年後の支出を「増やす」と答えた人の割合から「減らす」と答えた人の割合を引いて計算した支出DIであるが、2007 年半ば以降、節約志向が急速に強まっていることがわかる。

このようにインフレが広がる中で個人消費の先行きに懸念材料があるが、一方で賃金に持ち直しの動きがみられることは明るい材料だ。現金給与総額（一人当たり賃金）は 4 月まで 4 ヶ月連続で前年の水準を上回っており、賃金の核となる所定内給与は 6 ヶ月連続で増加している（図表 14）。雇用者数の増加は一服しているが、小幅ながらも賃金の増加が続くことによって、個人の所得は増加基調を維持する。懸念材料はあるものの個人消費は底堅い推移が見込まれる。



昨年秋以降に賃金が持ち直している要因として、一昨年秋から続いていた団塊世代の引退とその後の雇用延長に伴うパートの増加と賃金低下の動きが一巡してきたこと、正社員と（正社員並み）パートの待遇の差別を禁じた改正パートタイム労働法の施行（4月1日）を前にパートの正社員化が進んだこと、などが挙げられる。しかし、そうした特殊要因を除いても、2004年ごろから労働需給の引き締まりを背景に賃金に持ち直しの動きが続いている（図表15）。もっとも、賃金の伸びは労働生産性の伸びを大きく上回ることはなく、賃金インフレが加速することはないと考える。同時に、賃金の増加は物価上昇の範囲内に収まり、実質賃金の伸びはあまり期待できない。個人消費は底堅さを維持するものの、増加は緩やかなものにとどまるだろう。

図表15 失業率と単位労働コストの推移



(鈴木 明彦)