

日本経済ウォッチ <2008年8月号>

【目次】

- | | |
|-------------------------------|--------|
| 1. 今月のグラフ | p.1 |
| ～ 低迷する勤労者以外の世帯の実質消費支出～ | |
| 2. 景気概況 | p.2 |
| ～ 「ショック」でないから怖い原油価格高騰～ | |
| 3. 今月のトピック | p.3～16 |
| ～ 過去の石油ショック時と比べた今回の原油価格高騰の特色～ | |
| (1) 原油価格上昇のインパクト | |
| (2) 貿易を通じた海外との所得のやりとり | |
| (3) 海外からの要素所得の純受取の評価 | |
| (4) 企業はショックを吸収できる体質に | |
| (5) 家計の実質所得・消費は概ね安定 | |



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)

中田 (E Mail: kazuyoshi.nakata@murc.jp)

鶴田 (E Mail: rei.tsuruta@murc.jp)

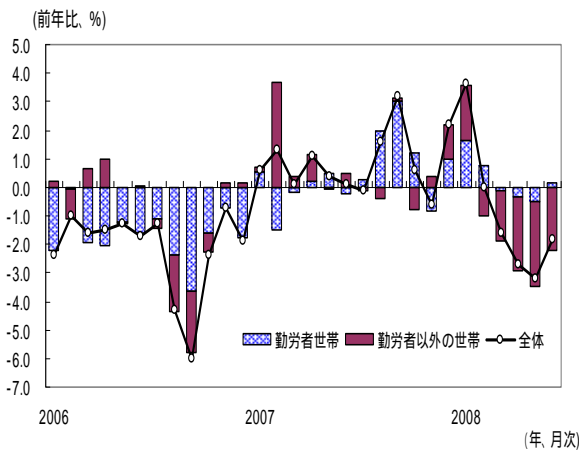
1. 今月のグラフ ～ 低迷する勤労者以外の世帯の実質消費支出

総務省「家計調査」によると、二人以上世帯の実質消費支出は、6月は前年比 - 1.8%と前月の - 3.2%からマイナス幅は縮小したものの、4ヶ月連続で減少している。食料品やガソリンなどの値上がりによる物価上昇が続くなかで、実質消費が抑制されている。

しかし、世帯主の職業別にみると、その程度には違いがみられる。実質消費支出の動きを勤労者世帯と勤労者以外の世帯（自営業世帯や無職高齢者の年金所得世帯が含まれる）にわけてみると、勤労者世帯の消費支出は小幅な減少にとどまっていることがわかる（図表1）。一方、勤労者以外の世帯の消費支出は今年2月以降大きく減少しており、全体の消費支出の減少の主因となっている。勤労者以外の世帯について、無職世帯と、自営業世帯などの無職以外の世帯にわけてみると、ともに消費支出は減少しているが、無職以外の世帯の落ち込みが特に大きい（図表2）。

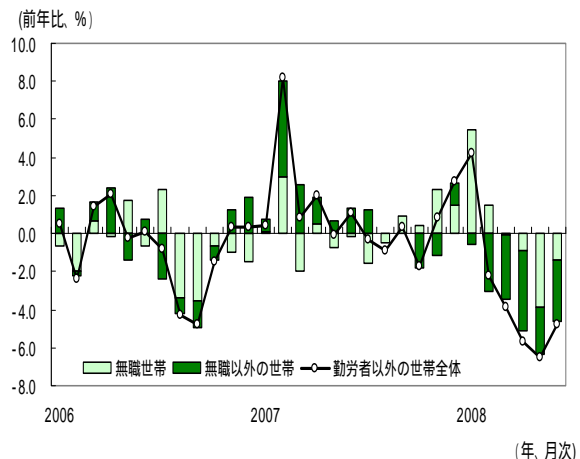
勤労者世帯とそれ以外の世帯で消費支出の減少程度が異なる背景の一つとして消費者マインドが挙げられる。消費者マインドを表す指標である内閣府「消費動向調査」の消費者態度指数は、食料品などの値上げが行われ始めた昨年未以降、低下が著しい。世帯の主な収入源別にみると、給与所得世帯、自営業などの事業所得世帯、年金所得世帯のいずれにおいてもマインドは悪化しているが、特に、後者二つの世帯での落ち込みが大きい。自営業世帯は、零細企業がほとんどで、原材料価格の高騰や内需の低迷で収益環境が厳しい状況にあり、消費者としてのマインドも特に悪化している。また、年金所得世帯は、年金制度改革で導入されたマクロ経済スライドによって、今後、物価が上昇すると年金の増加はそれよりも低く抑えられ、実質年金収入の減少が続くことになる。さらに、自営業世帯や年金所得世帯では、消費支出に占める食料費の割合が勤労者世帯よりも高い。このため、これらの世帯は、物価上昇による負担感をより強く感じており、マインドの悪化によって消費をいっそう抑制させている可能性がある。（中田 一良）

図表1 二人以上世帯の実質消費支出



(注)世帯構成比の変化による影響などは省いているため、各世帯の寄与度の合計は全体と一致しない。
(出所)総務省「家計調査」

図表2 勤労者以外の世帯の実質消費支出



(注)世帯構成比の変化による影響などは省いているため、各世帯の寄与度の合計は全体と一致しない。
(出所)総務省「家計調査」

2. 景気概況 ~ 「ショック」でないから怖い原油価格高騰

日本の交易条件は第2次石油ショックの時と同じくらい悪化しており、第3次石油ショックという言葉も聞かれるようになった。経済活動を行っていくために海外から輸入する石油などの原材料価格が急上昇しているのに、それを使って国内で生産した品物を海外へ輸出するときの価格はわずかな上昇にとどまる。販売価格をあまり上げていなければ、売上は確保できるかもしれないが、利益を上げるのが難しくなってくる。頑張っているのになかなか豊かになれないという閉塞感が、日本経済全体に重くのしかかっているようだ。

もっとも、今回の原油価格高騰は、新興国の需要増加という需給要因を反映しており、供給サイドからの一方的な価格引き上げではないという意味で、過去の石油ショックとは異なっている。投機資金の流入によって需給を反映した水準を超えて原油価格が高騰しているかもしれないが、新興国をはじめとして世界経済が高い成長を遂げていたので、日本経済は輸出の拡大によって成長を維持することができ、企業も薄利多売ながら利益を確保することができた。

しかし、過去の石油ショックと違って何とか頑張っていることが、根本的な問題の解決を遅らせてしまうかもしれない。ショックに直面すると激しい痛みを伴うが、それが構造調整を進める要因となりうる。第1次、第2次石油ショックの後には原油原単位が大きく低下した。それは省エネ技術の進歩に負うところが大きい。個別の企業レベルで省エネ・省資源のための努力が行われ、同時に日本の産業構造は高い原油価格に見合う姿に大きく変貌した。たとえば、日本の輸出品目の構成を見ると、鉄鋼など金属及び同製品や化学製品、繊維製品のウェイトが下がる一方で、自動車、半導体など機械機器のウェイトが大きく拡大し、戦略的な輸出品となった。今までの延長線上に解決策はないという認識が構造変化を実現する原動力になったといえるのではないか。

今回は、まだ対応に迫られていないので、構造変化の動きが出てきていないのかもしれない。交易条件が悪化しても利益を確保できることはもちろん重要だが、付加価値や競争力を高め、さらに輸出価格を上げていく、すなわち交易条件そのものを改善していく努力も必要である。薄利多売を支えてきた世界経済の成長が減速してくると、収益が悪化して、利益なき繁忙という状況になってくる。6月の輸出は、米国に加えて欧州向けも減少し、全体では4年7ヶ月ぶりに前年同月の水準を下回った。また、4~6月期の生産は2四半期連続で減少している。生産が2四半期連続で減少すると景気は後退局面に入っている可能性が高いようだ。原油価格の高騰が、第1次、第2次の時のように構造変化を迫るショックとして起こっているというよりも、収益環境をじわじわ悪化させる環境変化として生じているという点が今回のポイントだ。収益力が維持できているうちに、日本経済の構造変化を実現していくことが重要となってくる。

(鈴木 明彦)

3. 今月のトピック ~ 過去の石油ショック時と比べた今回の原油価格高騰の特色

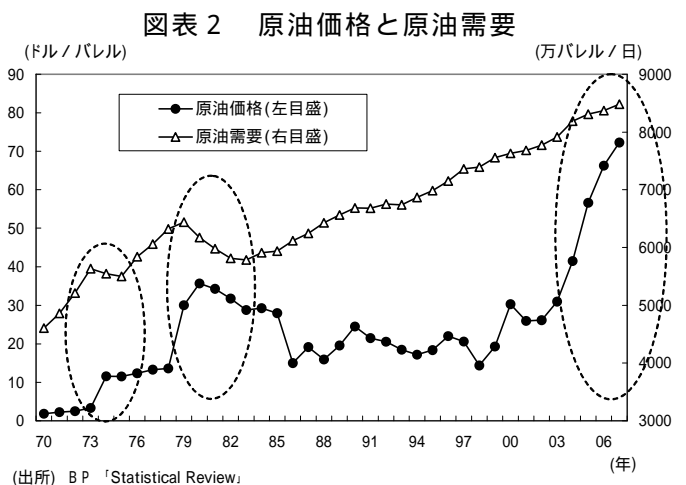
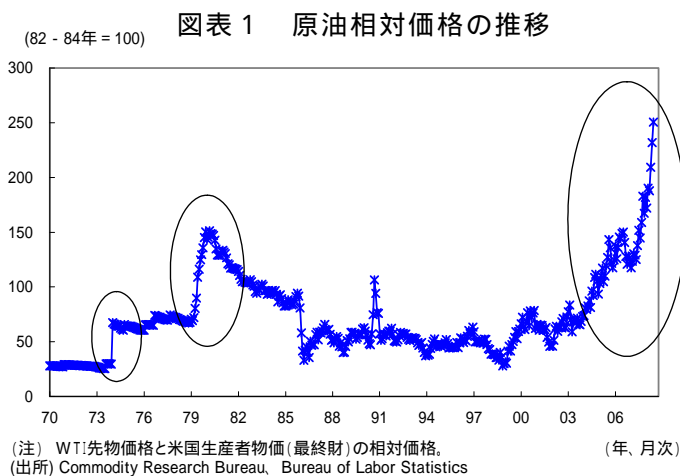
原油価格の高騰が続き、国内景気への影響が懸念されている。原油価格（WTI先物）は過去2回の石油ショック時を越える水準にあり、最近では「第3次石油ショック」という言葉も耳にするようになった。もっとも、日本経済の構造は現在と過去2回の石油ショック時とは異なっており、原油価格の上昇が日本経済全体に与える影響も同じとは限らない。

今回の原油価格上昇局面を過去2回の石油ショック時と比較しながら、原油価格上昇が日本経済にどのような影響を与えるのか、以下で検討する。なお、局面比較にあたっては、第1次石油ショック時を1973年10-12月期から1976年1-3月期までの10四半期（年ベースでは1974年と1975年）、第2次石油ショック時を1978年10-12月期から1981年1-3月期までの10四半期（同1979年と1980年）、今回の原油価格上昇局面を2003年10-12月期から2008年1-3月期までの18四半期（同2004年から2007年）とした。

(1) 原油価格上昇のインパクト

まず、一般物価と比べた原油の相対価格（WTI先物価格の米国生産者物価（最終財）に対する相対価格）の長期的な推移を確認すると、現在の価格は第2次石油ショック時の水準を大きく上回っていることがわかる（図表1）。

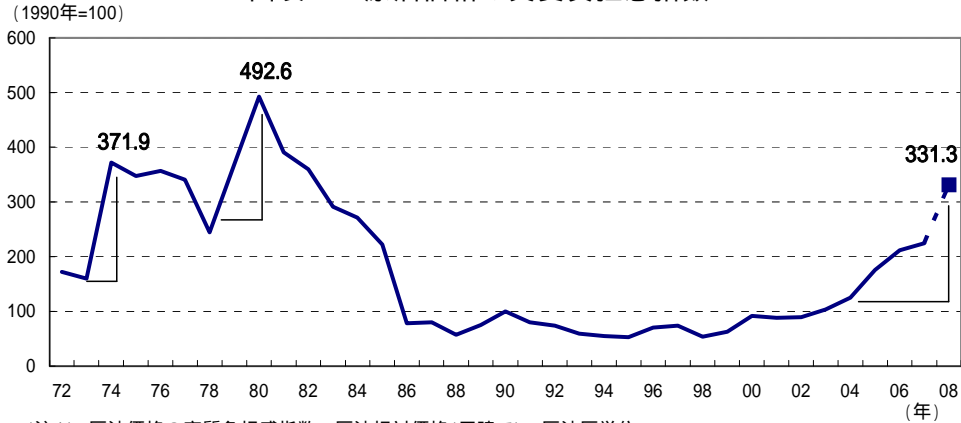
また、原油価格と原油需要の関係をみると、過去2回の石油ショック時は、供給側からの価格引き上げを受けて需要の減少がみられたが、今回は、原油価格の高騰が続く中で原油に対する需要は新興国を中心に拡大が続いており、価格上昇の期間も長いという特徴がある（図表2）。



一方、円高や省エネの進展は、ドル建ての原油価格上昇が国内経済に与えるインパクトを緩和する。ここで、原油価格の実質負担感指数（＝円建て原油価格 / GDPデフレータ

ー×原油原単位。1990年=100)を計算してその推移をみると、円高と過去の省エネの進展(原油原単位の低下)により原油コストが日本経済に与える負担は抑制されているものの、足元の負担感は過去2回の石油ショック時に近づいていることがわかる(図表3)。

図表3 原油価格の実質負担感指数



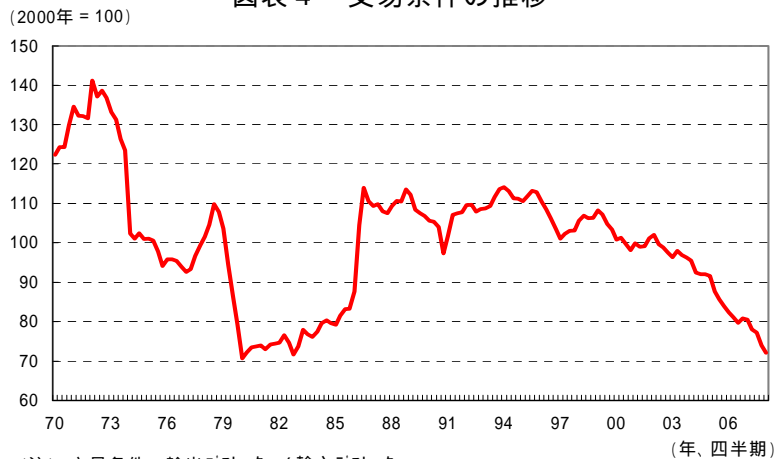
(注1) 原油価格の実質負担感指数 = 原油相対価格(円建て) × 原油原単位
原油価格はGDPデフレーターとの相対価格。
(注2) 2008年の数値は、1-3月期(実績値)、4-6月期(見込値)平均値の前年同期比。
(出所) 内閣府 財務省 日本銀行 St. Louis Fed

ドル建ての原油価格が示すほどではないにせよ、今回の原油価格上昇は日本経済にかなりの負担を強いている。以下では、原油価格上昇がもたらす負担とはどのようなものなのか、考えていく。

(2) 貿易を通じた海外との所得のやりとり

原油価格の上昇は交易条件を悪化させ、原油輸入国から産油国への所得移転をもたらす。日本の交易条件の長期的な推移をみると、足元の水準は第2次石油ショック時並みに悪化していることがわかる(図表4)。直近ではさらに交易条件は悪化しており、日本は、これまで最も不利な価格条件で海外との貿易を行うことを余儀なくされている。

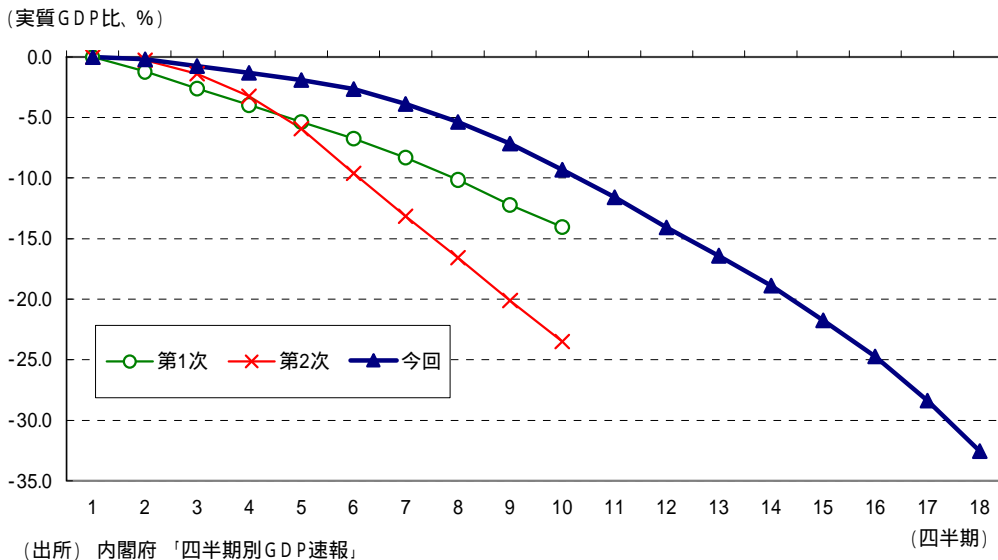
図表4 交易条件の推移



(注) 交易条件 = 輸出デフレーター / 輸入デフレーター
(出所) 内閣府 「四半期別GDP速報」

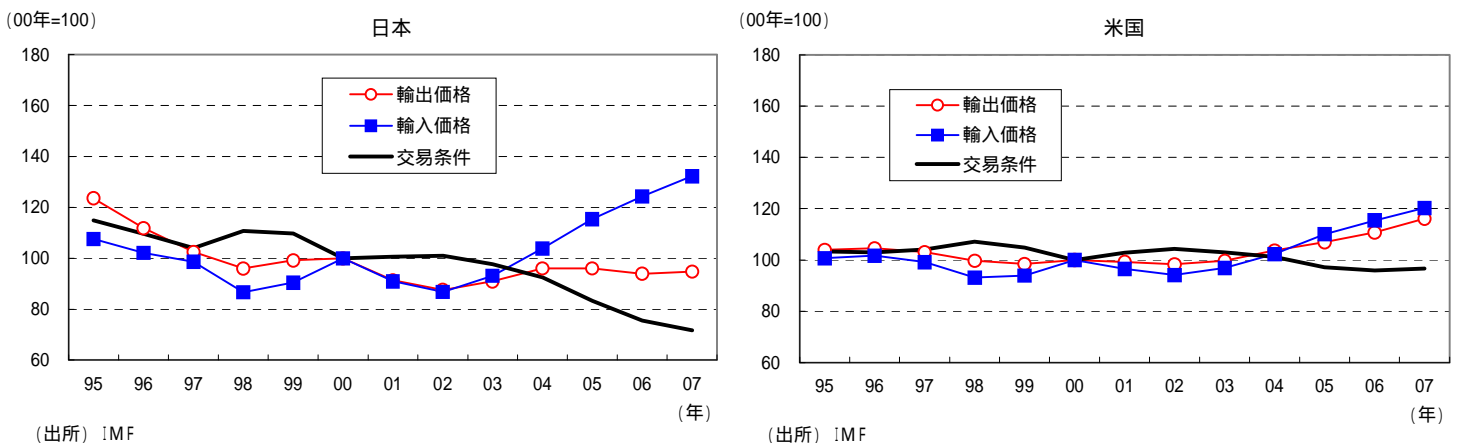
次に、交易条件の悪化による海外への所得流出状況をみると、過去2回の石油ショック時よりもスピードは緩やかではあるが、その累積規模（GDPに対する比率）は過去2回を上回ってきていることがわかる（図表5）。海外への所得流出は国内の企業や家計などが負担することになり、国内経済を下押しする圧力となる。

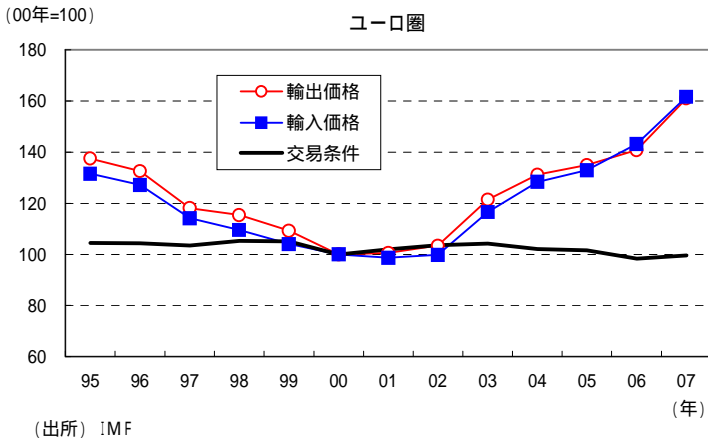
図表5 交易利得の局面比較（始期を0とした累積）



ところで、交易条件は輸入価格だけではなく輸出価格にも依存する。原油価格などの影響で輸入価格が上昇しても、それと同じペースで輸出価格が上昇すれば交易条件は悪化しない。日本、米国、ユーロ圏の輸入価格、輸出価格、交易条件の推移をみると、輸入価格の上昇は各国・地域とも共通しているが、輸出価格の動きには違いがある。米国とユーロ圏では輸入価格の上昇と同時に輸出価格も上昇しているため交易条件の大きな悪化はみられないが、日本は輸出価格が上昇しないため輸入価格の上昇がそのまま交易条件の悪化をもたらしている（図表6）。

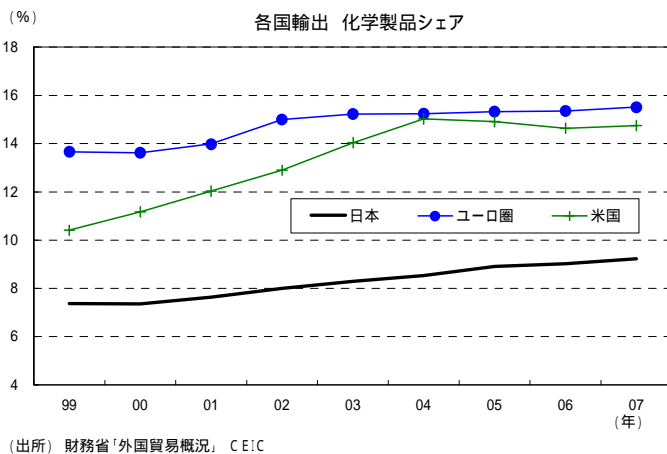
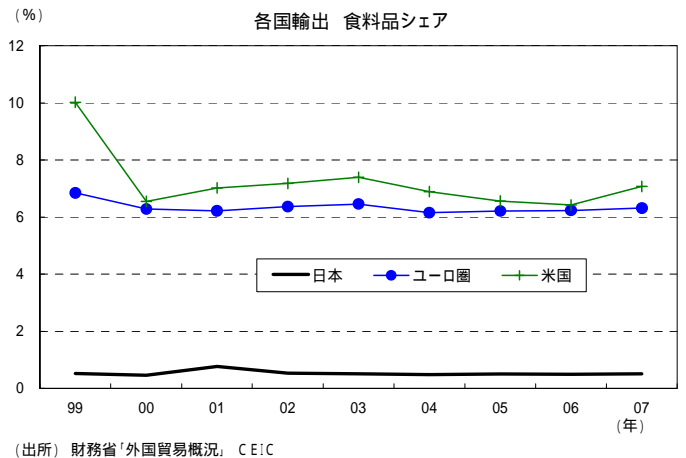
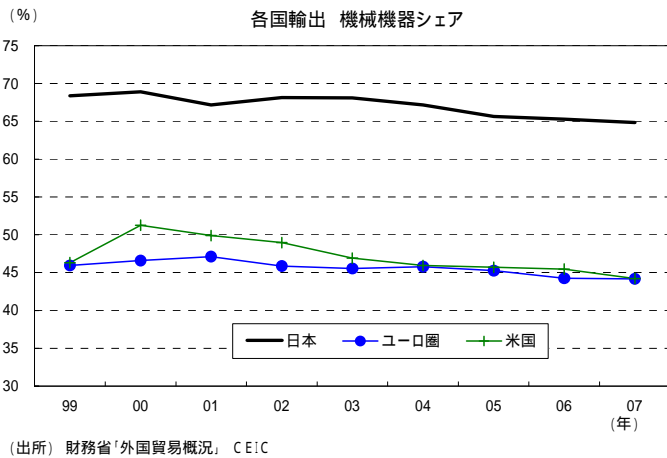
図表6 各国の交易条件の推移



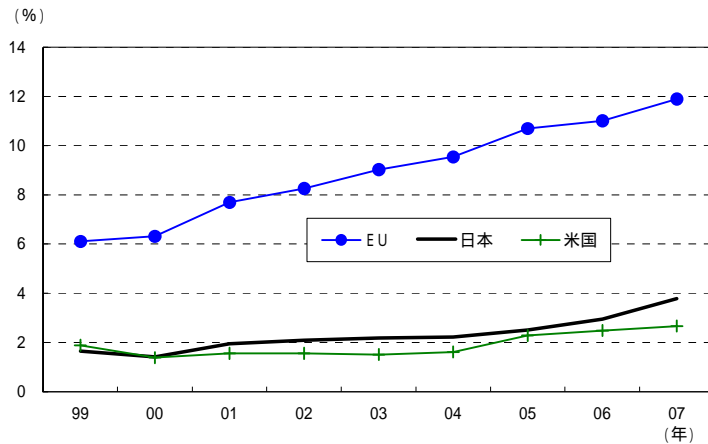


輸出価格の動きが異なる要因として輸出構造の違いが考えられる。日本は、アジアなどとの価格競争が厳しい機械機器の輸出シェアが高い一方、欧米諸国は資源価格の上昇に連動して価格が上がっている食料品や化学製品のシェアが高い(図表7)。また、欧州は、原油価格上昇の恩恵を受けている中東やロシアなどの産油国との貿易シェアが高く、輸出価格の引き上げが受け入れられやすい面もある(図表8)。

図表7 各国の財別輸出シェア



図表8 各国の主な産油国向け輸出シェア

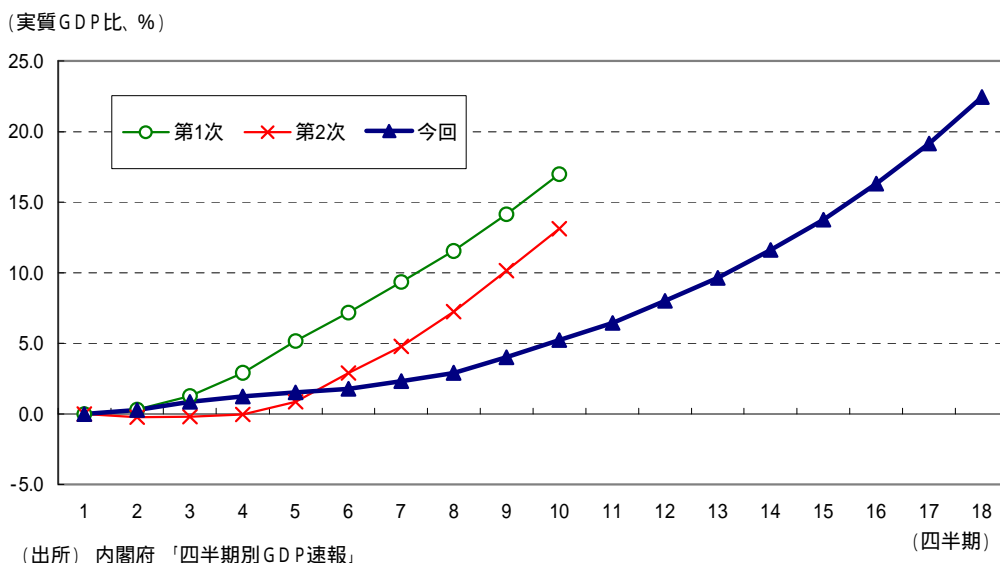


(注) サウジアラビア、アラブ首長国連邦、イラン、イラク、ロシア向け輸出。
 (出所) 財務省「外国貿易概況」、Eurostat US Census Bureau

一方、交易条件の悪化に伴う海外への所得流出の影響は、海外に対する輸出数量の増加や海外からの輸入数量削減による実質純輸出の拡大によって緩和させることが可能である。実質純輸出の推移をみると、今回は、過去2回の石油ショック時と同様に実質純輸出を通じて海外から所得が流入してきているが、過去2回よりも流入のスピードは緩やかとなっている(図表9)。

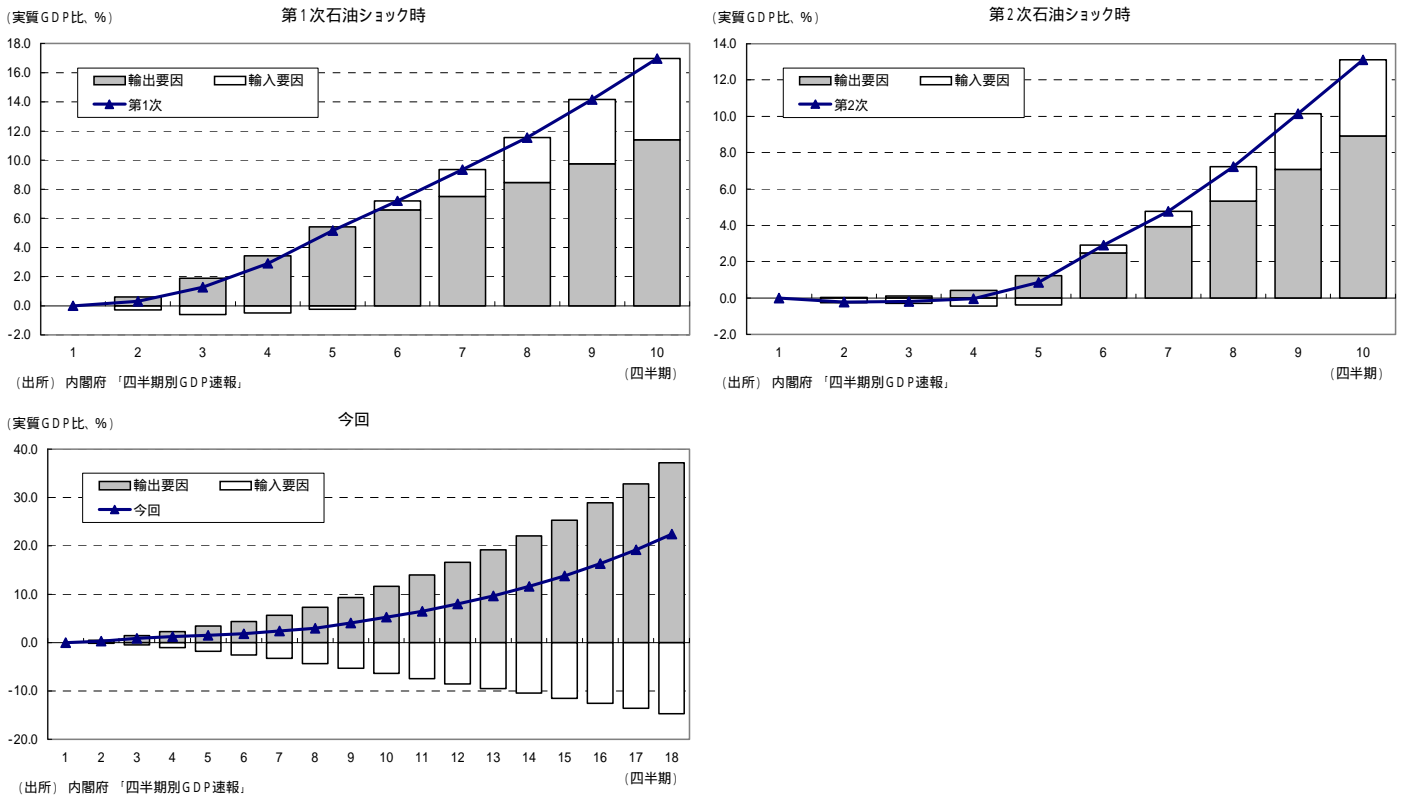
今回の実質純輸出拡大のスピードが緩やかになっている要因としては、輸出が堅調に拡大している一方で輸入も拡大を続けていることが挙げられる(図表10)。過去2回の石油ショック時は、内需の減少や原油原単位の低下によって輸入が減少したが、今回は景気後退もなく、追加的な省エネ効果も限定的であるため、輸入の増加が続いている(図表11)。

図表9 実質純輸出の局面比較(始期を0とした累積)

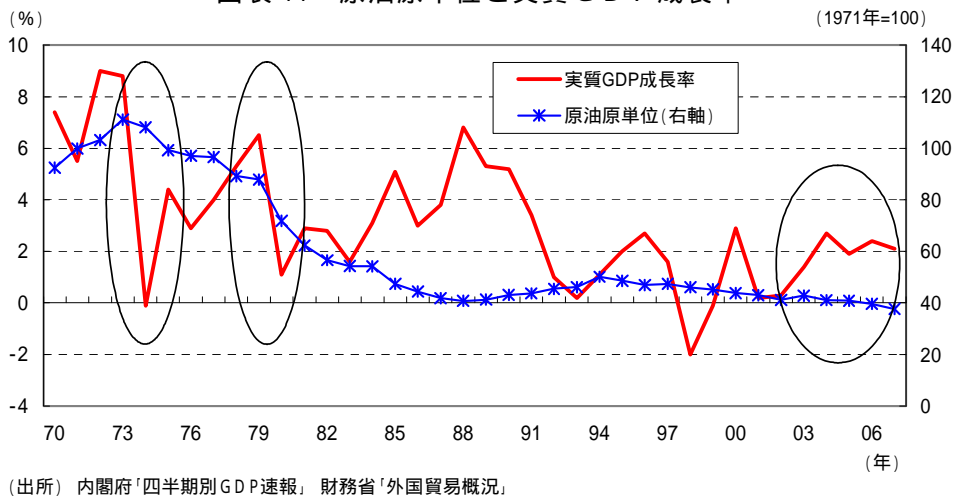


(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」

図表 10 実質純輸出の要因分解（始期を0とした累積）



図表 11 原油原単位と実質GDP成長率



(3) 海外からの要素所得の純受取の評価

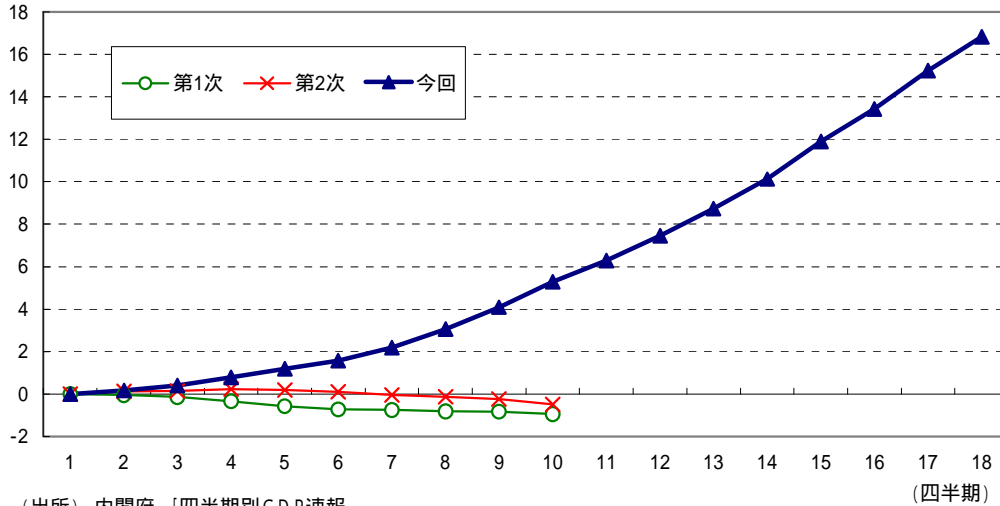
海外との所得のやりとりには、これまでみてきた貿易を通じたものの他に、主に対外金融資産や負債が生み出す利子や配当などの受け払いも存在する。海外からの要素所得の実質純受取を過去2回の石油ショック時と比較すると、今回の純受取規模の大きさが目立つ(図表12)。

純受取規模拡大の背景には過去の経常収支黒字の蓄積があり、日本の累積経常収支黒字

の規模は他国と比較しても大きい（図表 13）。海外からの要素所得の純受取拡大が、交易条件悪化による所得流出の影響を緩和する要因となる可能性がある。

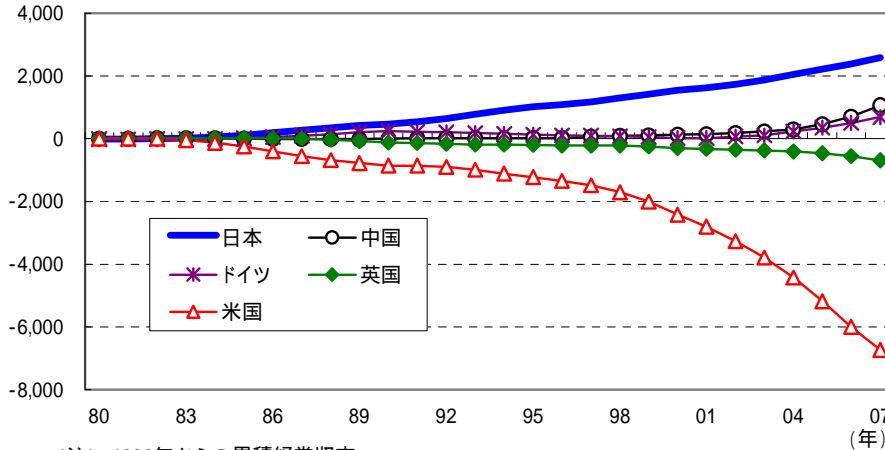
図表 12 海外からの実質純受取の局面比較（始期を 0 とした累積）

(実質GDP比、%)



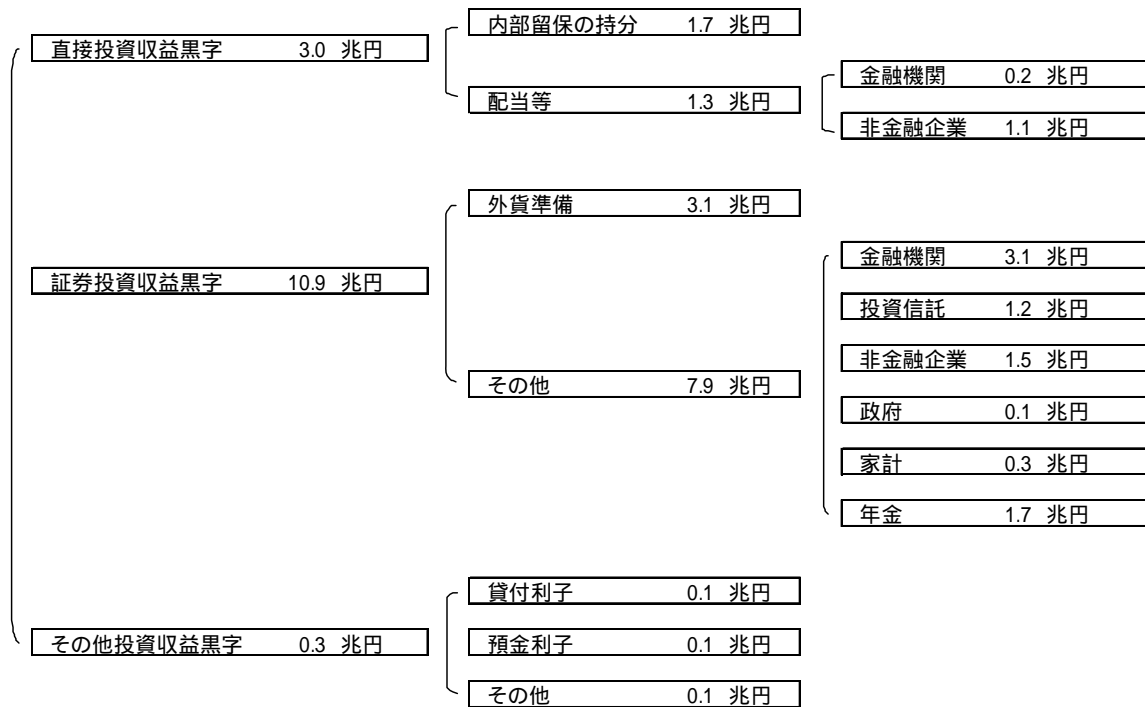
図表 13 各国の累積経常収支

(10億ドル)



ただし、対外純資産が生み出す所得は、国内の家計や一般企業にすべて直接流入するわけではない点には留意する必要がある。2006年度の所得収支黒字が各部門にどのように配分されたかを試算してみると、外貨準備や年金、金融機関などへも流入しており、家計や一般企業の所得を直接的に押し上げる分はそれほど大きいわけではないことがわかる（図表 14）。

図表 14 所得収支黒字の部門配分イメージ

2006年度の所得収支黒字 14.2兆円


(注)

- ・「内部留保の持分」は再投資収益収支戻りのこと。子会社の未配分収益について、実際には受払いは発生していないが、発生したとみなして計上されているもの。
- ・外貨準備の証券投資収益3.1兆円のうち1.6兆円は政府の一般会計に繰り入れられた。
- ・「金融機関」は投資信託、年金基金を除く。「政府」は外貨準備、公的年金を除く。
- ・投資収益黒字の各部門への分割は、便宜的に06年度末時点の各部門の対外投資残高割合を利用して行った。

(資料)

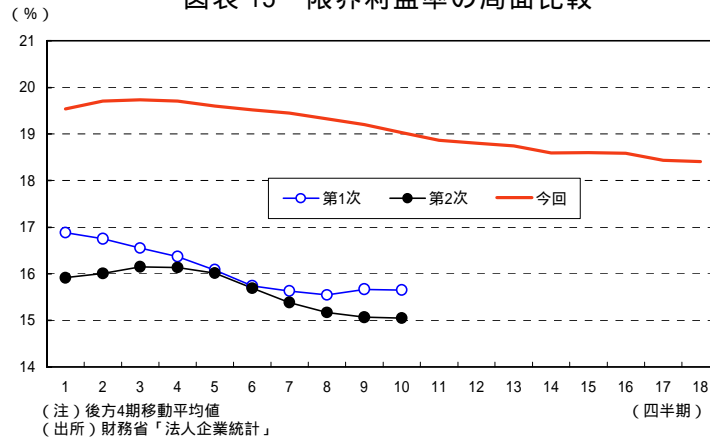
日本銀行「国際収支統計」 「資金循環統計」 財務省「外国為替資金特別会計の外貨建運用収入の内訳等について」 「外国為替資金特別会計決算参照書」

これまで、原油価格上昇が日本経済全体の所得に対してどのような影響を及ぼしているかをみてきた。ここからは、国内の企業部門、家計部門に対する原油価格上昇の影響をみていきたい。

(4) 企業はショックを吸収できる体質に

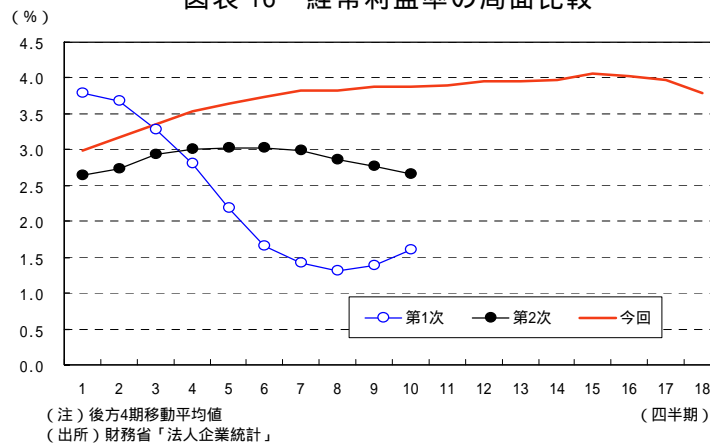
まず、企業収益への影響に関して、限界利益率(=(売上高-変動費)/売上高)の推移をみると、低下のスピードは過去2回の石油ショック時に比べて緩やかだが、低下幅は過去2回の水準(1%ポイント程度)に近づいてきていることがわかる。原油価格の上昇が変動費の増加を通じて企業収益の圧迫要因となっている。一方、今回の限界利益率の水準は、原油原単位の低下などを背景に過去2回の石油ショック時に比べて高い水準を維持している点も指摘できよう(図表15)。

図表 15 限界利益率の局面比較

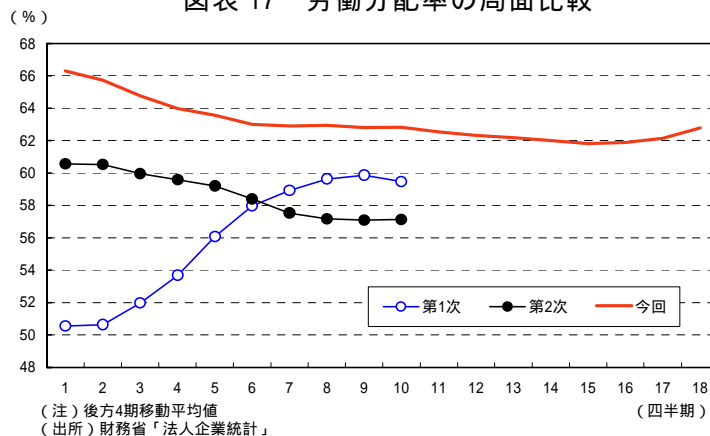


次に、経常利益率の推移をみると、足元で低下し始めているものの、今回は過去2回の石油ショック時に比べ高い水準を維持していることがわかる(図表16)。第1次石油ショック時の経常利益率の低下が大きかったのは、人件費が大きく増加したためである。労働分配率の急上昇は、企業から家計への所得移転が過度に生じ、企業収益が大幅に悪化したことを示している。今回は第2次石油ショック時と同様、労働分配率の動きは安定している(図表17)。

図表 16 経常利益率の局面比較

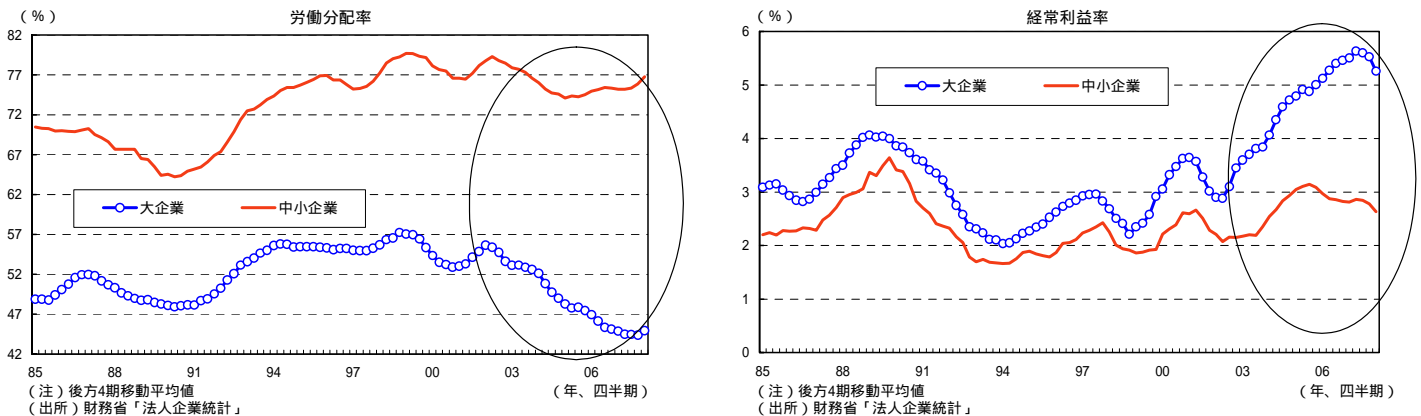


図表 17 労働分配率の局面比較



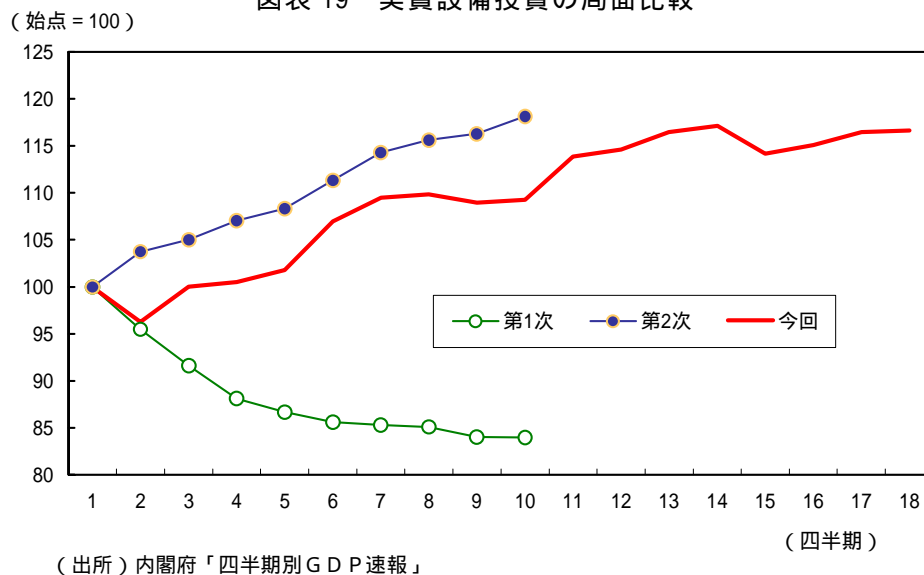
ただし、大企業と中小企業の収益力格差が拡大していることには留意する必要がある。輸出数量の拡大を通じた収益率の改善効果は大企業製造業に偏りやすい一方、大きな拡大が期待できない国内需要に直面している中小企業の収益力はあまり改善がみられない。原油価格上昇の影響は、中小企業により強く出やすいといえるだろう（図表 18）。

図表 18 大企業と中小企業の収益力格差



次に、企業の設備投資活動についてみると、第2次石油ショック時と今回は概ね緩やかな増加が続いているが、第1次石油ショック時には大幅に減少したことがわかる（図表 19）。第1次石油ショック時に設備投資が低迷した背景には、もともと景気全体が過熱した状態にあり、そこに企業収益の急激な悪化が加わったことがあると考えられる。

図表 19 実質設備投資の局面比較

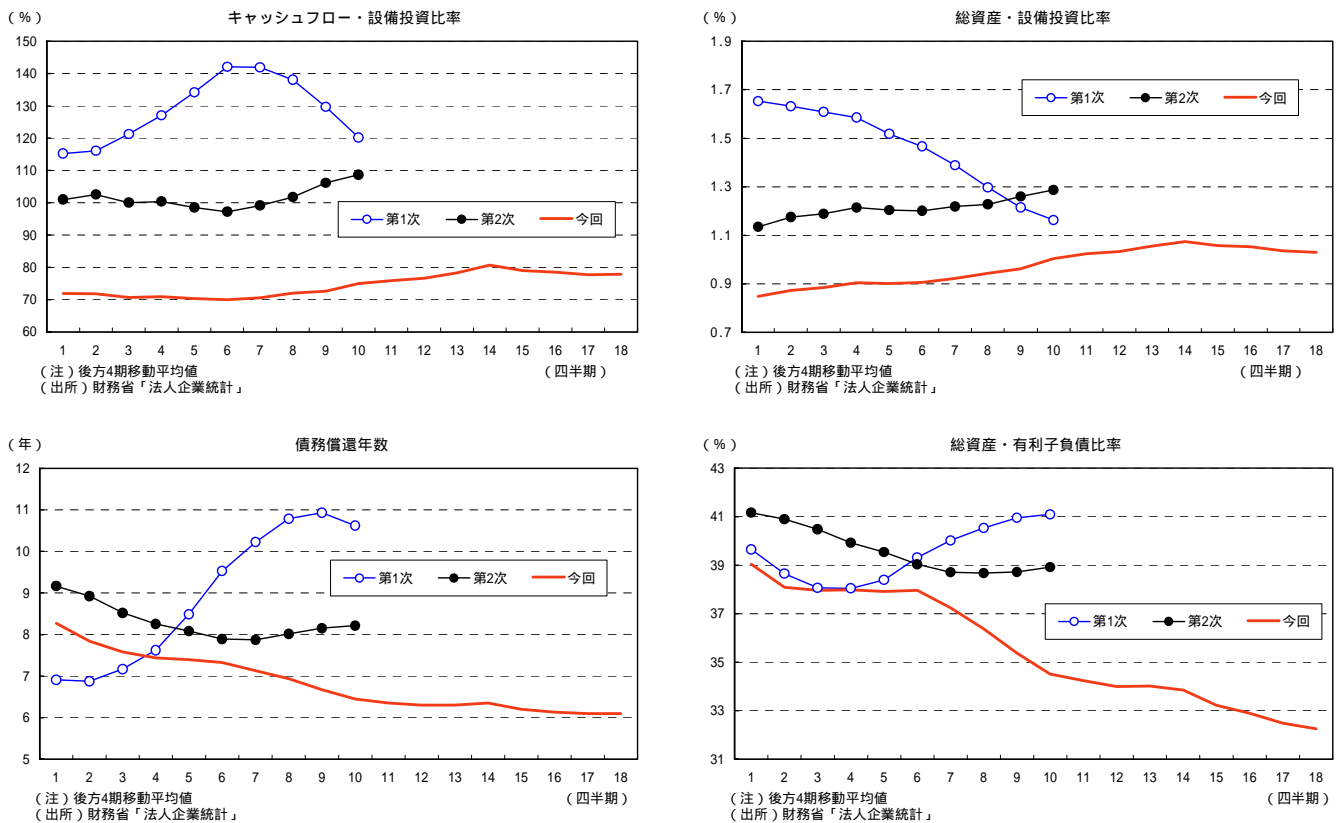


今回は、企業収益は高水準を維持しているほか、キャッシュフローや総資産に対する設備投資の割合は過去2回に比べて低い水準にとどまっている。債務償還年数や総資産に占

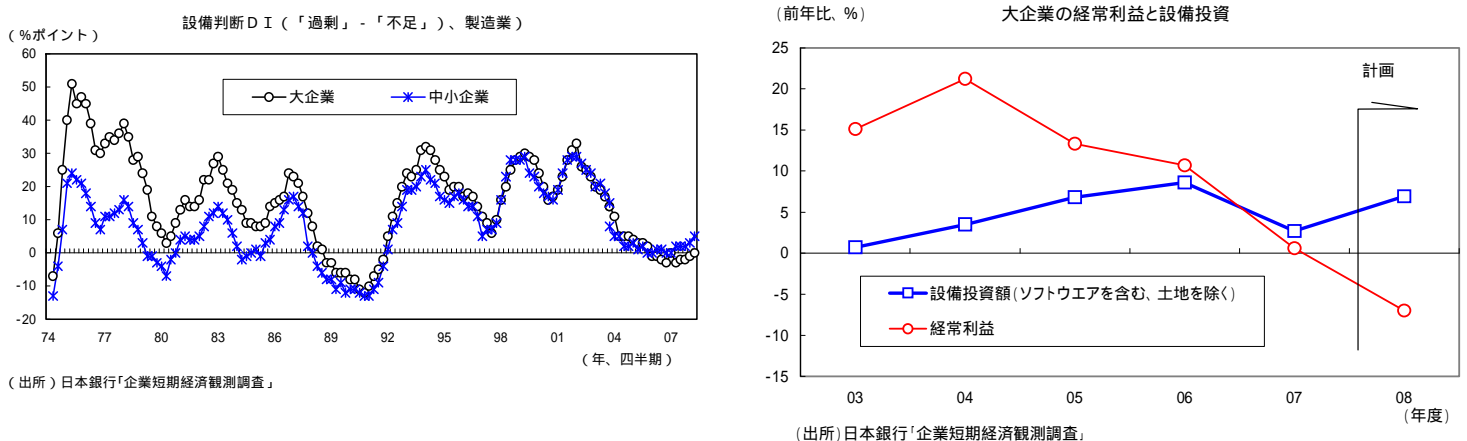
める有利子負債の割合も低い。設備投資に過熱感はなく、資金調達面での制約も少ないといえるだろう（図表 20）。

原油価格上昇により企業収益が多少押し下げられても、大企業を中心に競争力を維持していくための合理化投資や情報化投資などは底堅さを維持すると見込まれる。日銀短観の設備投資関連指標をみても、大企業を中心に設備に過剰感はなく、減益計画の中にあっても投資意欲は底堅いことが示されている（図表 21）。

図表 20 設備投資関連の財務指標



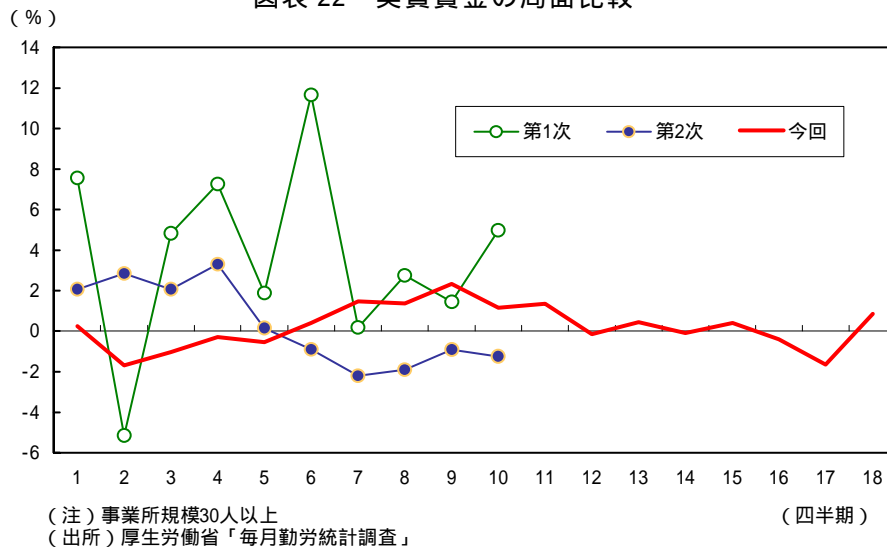
図表 21 日銀短観の設備投資関連指標



(5) 家計の実質所得・消費は概ね安定

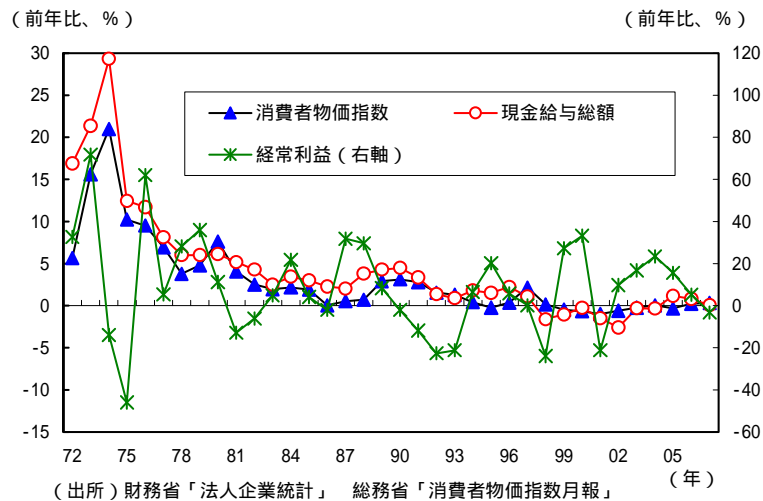
原油価格上昇の家計部門への影響について、まず所得（賃金）動向をみる。今回の原油価格上昇局面では、名目賃金はほとんど増えていないが物価もあまり上昇していないため、第1次石油ショック時にみられたような実質賃金の大きな変動はみられず、安定している（図表22）。

図表22 実質賃金の局面比較

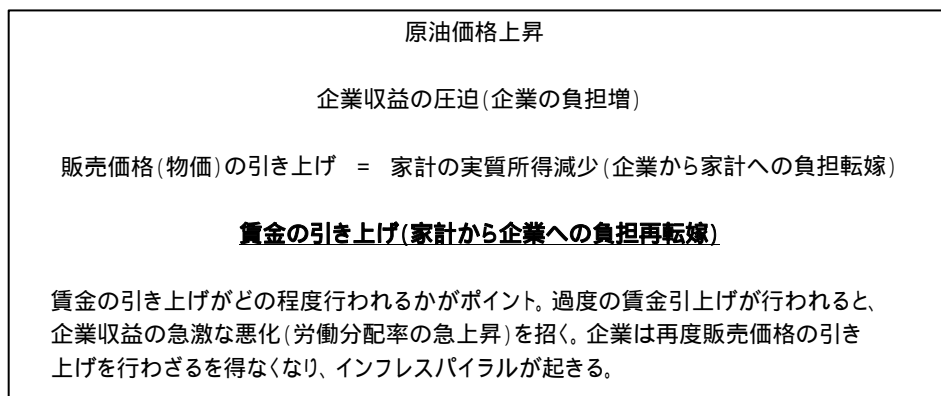


第1次石油ショック時には人件費の急増を発端としたインフレスパイラルが発生し、実質賃金のぶれを大きくした。インフレスパイラルが起きるかどうかを左右するのは、名目賃金の引き上げがどの程度行われるかである。今回は名目賃金の動きは概ね安定しており、インフレスパイラルが発生する兆候はみられない（図表23、24）。また、時間差はあるものの、物価上昇率に合わせて名目賃金の引き上げが行われる関係は基本的には維持されているとみられ、今後の物価上昇局面にあっても実質賃金が大きく減少することはないと見込まれる。推計によると、消費者物価が2%上昇する一方で企業収益が10%減少した場合、他の条件が一定ならば、名目賃金は最終的に1.5%程度上昇する関係がみられる（図表25）。

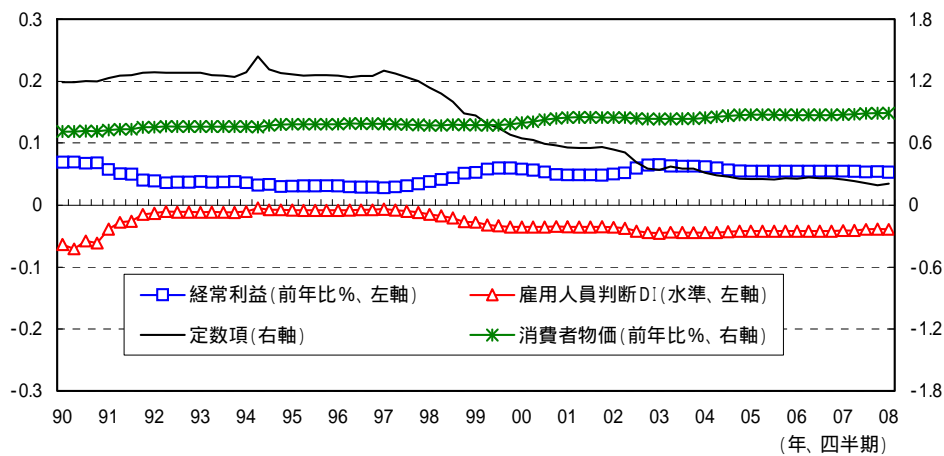
図表 23 物価、名目賃金、企業収益の推移



図表 24 インフレスパイラル発生の経路



図表 25 名目賃金(前年比%)推計における各説明変数の係数変化

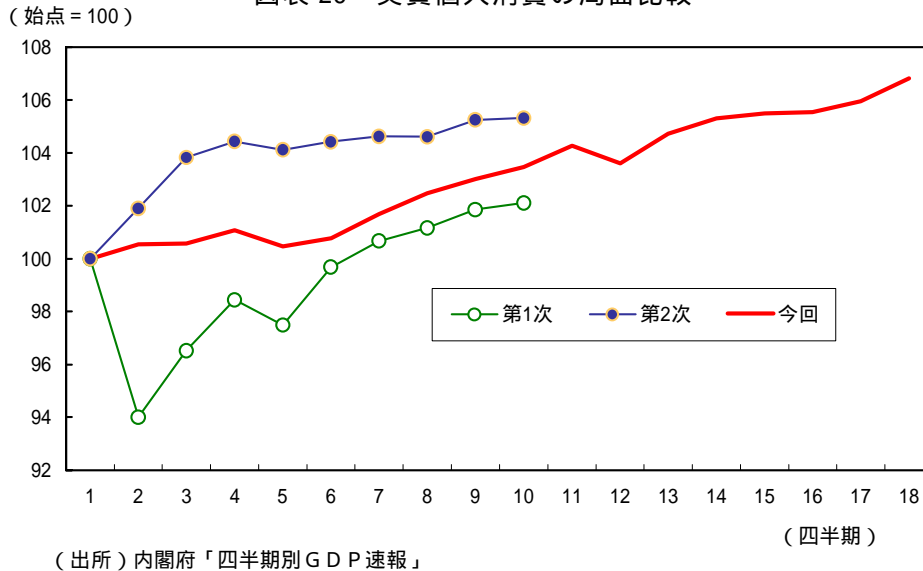


事業所規模30人以上の現金給与総額(前年同期比%)を、経常利益(前年同期比%)、消費者物価(前年同期比%)、雇用人員判断DI(「過剰」・「不足」)にて推計。
推計にあたっては、各説明変数の当期から4期前までの数値を利用した。推計期間は1975年4-6月期から。

上のグラフは、推計期間を1990年1-3月期から1四半期ずつ延長していった際の、各説明変数の係数(当期から4期前までの各係数の合計値)がどのように変化してきたのかをプロットしたものである。

実質賃金の安定を背景に、過去2回の石油ショック時に比べ、今回の個人消費は概ね安定的に推移してきた(図表26)。今後も、企業収益の悪化により多少下振れる可能性はあるものの、実質賃金は大きく減少することはないと見込まれ、個人消費が腰折れすることもないと考えられる。

図表26 実質個人消費の局面比較



以上みてきたように、今回の原油価格上昇は過去2回の石油ショック時に匹敵する負担を日本経済全体に与えているが、価格上昇が主に需要側の要因でもたらされており、また上昇のスピードが比較的緩やかであったこともあり、良好な収益体質・財務体質をベースに企業部門は価格上昇のショックを今まではうまく吸収してきたといえよう。第1次石油ショック時に起きたような、過度の賃金引上げによる企業収益の急速な悪化、それを受けた企業による販売価格の再引き上げというインフレスパイラルの兆候はみられず、家計の所得である実質賃金は今後とも大きく減少する可能性は小さく、今回の原油価格上昇は短期的には日本経済に深刻なダメージを与えることはないと考えられる。

ただし、原油価格の上昇が今後さらに進み企業体力に余力がなくなってくれば、企業収益の悪化や実質賃金の減少を通じて設備投資や個人消費に大きな影響が及んでくることは避けられないだろう。また、原油などの一次産品価格が今後大きく低下することは見込みにくい中、現在の日本の輸出構造では交易条件の大幅な改善は難しい。数量拡大だけでなく、価格引き上げができる輸出構造への転換も、中長期的な課題となってくるだろう。

(鶴田 零)