

日本経済ウォッチ < 2009年10月号 >

【目次】

- | | |
|----------------------------|--------|
| 1. 今月のグラフ | p.1 |
| ～ 下落を実感できていない消費者の物価認識～ | |
| 2. 景気概況 | p.2 |
| ～ 持ち直しの動きが続くが、先行きへの不安も拡大～ | |
| 3. 今月のトピック | p.3～13 |
| ～ 新たな景気の懸念材料となる足元の物価動向～ | |
| (1) 9月調査の日銀短観で示唆される懸念材料 | |
| (2) 高まる川上の物価上昇圧力と進む川下の物価下落 | |



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
小林 (E Mail: s.kobayashi@murc.jp)

1. 今月のグラフ ～下落を実感できていない消費者の物価認識～

消費者物価指数など物価指標が軒並み下落しており、さらに足元では下落幅が拡大している。しかし、消費者には物価下落幅が拡大しているという実感が小さいようだ。

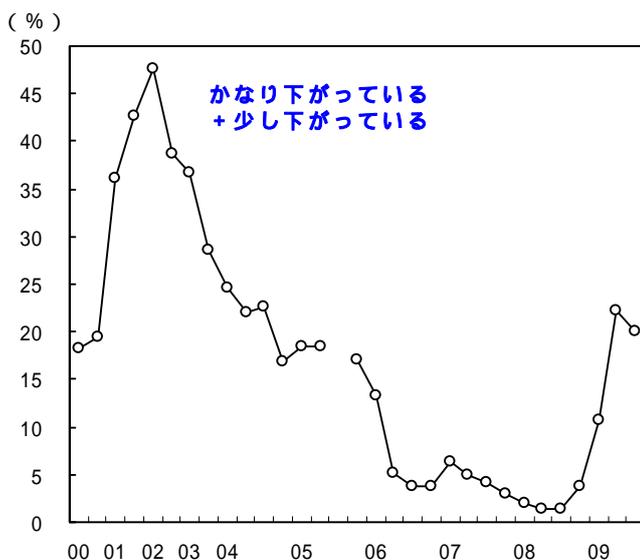
日本銀行の「生活意識に関するアンケート調査」(平成21年9月調査)の中で、現在の物価(あなたが購入する物やサービスの価格全体と定義)に対する実感をたずねたところ、“1年前と比べて物価が下がった”(かなり下がっている+少し下がっている)との回答が20.1%だったのに対し、“上がった”(かなり上がっている+少し上がっている)という回答が47.4%となり、“下がった”との回答を大きく上回った(図表1、2)。消費者物価指数の伸び率がピークアウトしたところから“上がった”との回答が減り、“下がった”との回答が増えることで両者のギャップが埋まりつつあったが、ここにきて再度拡大した。

過去からのアンケート結果と消費者物価指数の関係を見ると、2002年から2003年にかけてデフレ・スパイラルの懸念が高まった局面では、“下がった”が“上がった”を大きく上回っていた。また、“上がった”との回答と消費者物価指数の推移を見ると、おおむね連動していたが(図表2)今回は従来とは異なった動きとなった。

今回の結果から判断すると、企業が販売価格を下げているにもかかわらず、消費者には依然として値ごろ感が出てきていないということであると考えられ、価格下落が購買意欲を高めるには至っていないことがうかがえる。少なくとも現状は、企業が販売価格を引き上げられる環境にはない。企業が販売数量を伸ばそうとすればさらに販売価格を下げざるを得ず、そうなれば物価の下落圧力がますます高まることになる。

(小林 真一郎)

図表1 物価が下がっているとの回答比率



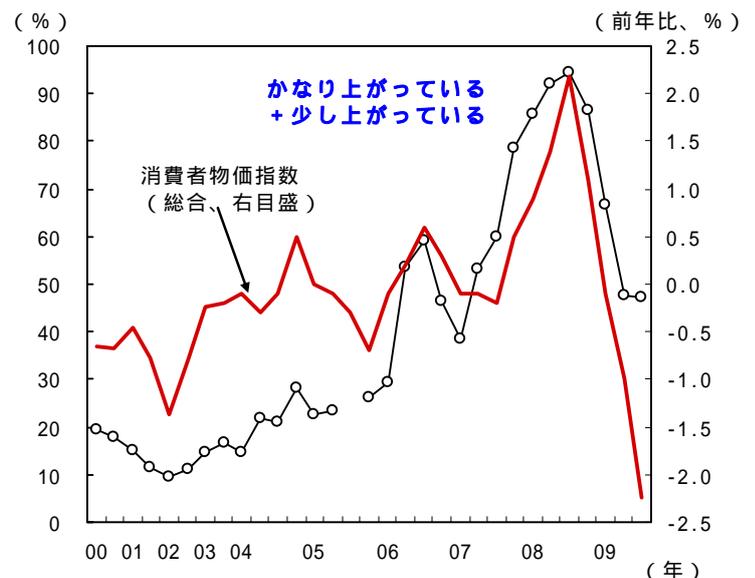
(注1) 2003年までは3,6月、2004年以降は3,6,9,12月調査

(注2) 2005年9月は調査が行われていない

(注3) 消費者物価指数は調査月に該当する四半期の前年比

(出所) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」、総務省「消費者物価統計月報」

図表2 物価が上がっているとの回答比率と消費者物価指数



2. 景気概況 ~ 持ち直しの動きが続くが、先行きへの不安も拡大 ~

景気は総じて見れば持ち直しの動きが続いていると判断されるが、その一方で、先行きに対する懸念材料も増えてきている。

9月調査の日銀短観では、大企業製造業の業況判断DIが前期比+15ポイントと、自動車、電気機械、化学など生産活動が活発な業種を中心に2四半期連続で改善した。一方、大企業非製造業では同+5ポイントと小幅にとどまり、製造業との格差が鮮明となっている。製造業の生産活動の持ち直しを受けて、卸売や運輸、対事業所サービス、リースなどで景況感が比較的大きく改善したが、飲食店・宿泊では2四半期連続で景況感が悪化した。中小企業製造業、中小企業非製造業の改善幅はともに5ポイントで、大企業製造業と比べると景況感の改善ペースは緩やかなものにとどまった。

8月の鉱工業生産指数は前月比+1.9%と6ヶ月連続で増加し、大企業製造業の業況判断DIの改善を裏付けている。9、10月の製造工業予測指数も前月比+1.1%、同+2.2%と堅調に増加すると見込まれており、仮に予測指数通りの結果となれば、7~9月期は前期比+7.2%と、4~6月期の同+8.3%に続いて堅調な伸びとなる。

生産の回復が続く一方で、その他の経済指標については低迷が目立っている。まず目を引くのが住宅着工の弱さである。8月の住宅着工件数は67.6万戸(季節調整済み年率換算)と、2007年の改正建築基準法施行直後の急減時をさらに下回り、過去最低水準を更新した。さらに7月の機械受注(船舶・電力を除く民需)も、企業の設備投資の弱さを反映して、単月での過去最低水準を2ヶ月ぶりに更新した。

8月の完全失業率(季節調整済)は5.5%と、過去最悪の水準である7月の5.7%からは低下した。しかし、このところの急上昇のスピード調整と考えられ、今後も雇用環境の悪化は続くであろう。また、8月の一人当たり現金給与総額は前年比-3.1%と前月からマイナス幅が縮小したが、夏のボーナス急減の影響が剥落したためであり、均してみると弱い動きが続いている。もっとも、こうした雇用・所得環境の悪化にもかかわらず、政策効果によって大型耐久消費財の販売は好調を維持している。9月の新車販売台数(除く軽)は前年比+9.2%と2ヶ月連続で前年比プラスとなった。

さらにここに来て円高と物価下落という新たな問題が加わってきた。円高は交易条件の上昇につながり、必ずしも景気にとってマイナス材料ではないが、短期的には現在の景気持ち直しの原動力となっている輸出の伸びを抑制するリスクがある。また、8月の消費者物価指数(除く生鮮食品)は前年比-2.4%と過去最大のマイナス幅を2ヶ月連続で更新した。エネルギー価格の下落によるところが大きいですが、サービス価格がマイナスに転じるなど、最終需要の弱さを反映して価格下落の裾野が広がっているのも確かである。雇用・所得環境が悪化している状況下では、企業が販売価格を引き上げることは当面難しいと考えられ、企業収益にとっては懸念材料である。

(小林 真一郎)

3. 今月のトピック ～新たな景気の懸念材料となる足元の物価動向～

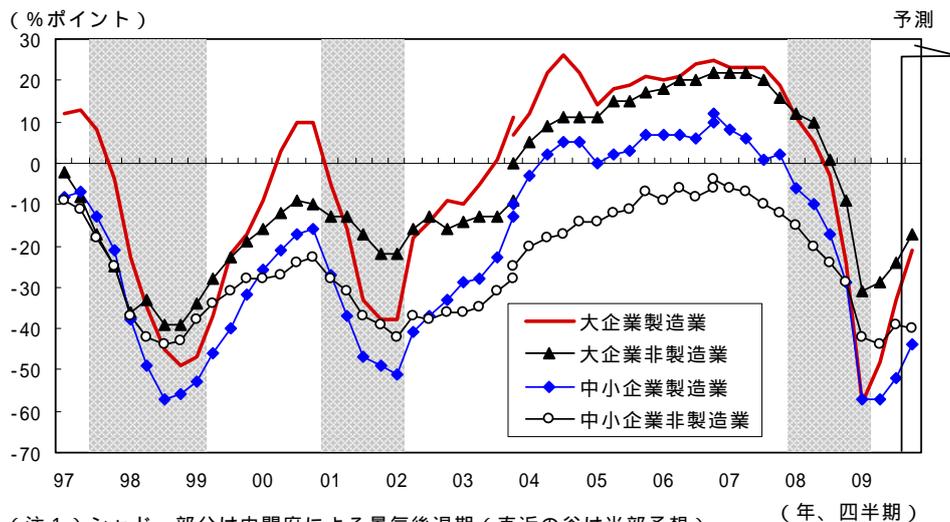
9月調査の日銀短観で業況判断D Iの改善が続き、景気が引き続き持ち直しを続けていることが裏づけられた。しかし、その中身をみても先行きの不安材料が多く、景気は決して万全の状況というわけではない。特に最近では、物価の下落など新たな懸念材料も出てきた。

(1) 9月調査の日銀短観で示唆される懸念材料

広がる景況感格差と外需依存度の高まり

10月1日に発表された9月調査の日銀短観では、大企業製造業の業況判断D I(「良い」-「悪い」)が6月の前回調査から15ポイント改善したのに対し、大企業非製造業、中小企業製造業、中小企業非製造業はいずれも5ポイント改善と小幅にとどまった(図表1)。輸出の持ち直しと政策効果による景気回復の恩恵を受けているのが輸出産業などの一部業種に偏っており、回復の裾野が依然として広がっていないことを再確認する結果であるといえよう。

図表1. 大企業製造業以外の改善は小幅(業況判断D I)



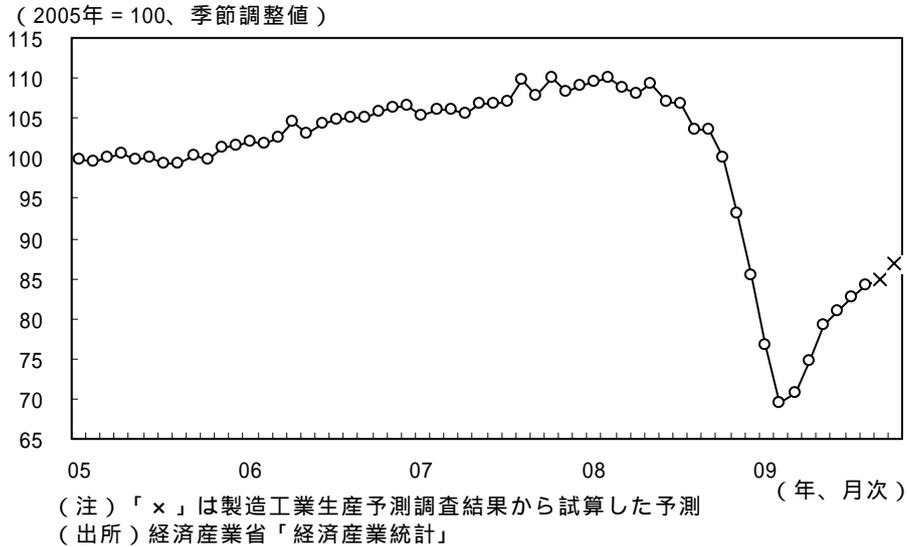
(注1) シャドー部分は内閣府による景気後退期(直近の谷は当部予想) (年、四半期)
 (注2) 2004年3月調査、2007年3月調査時点で調査対象企業の見直しが行われたため、前後の系列にギャップがある
 (出所) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

個別の経済指標をみても、景気回復の浸透度合いが一部の業種にとどまっていることが確認できる。好調に推移しているのが鉱工業生産で、8月まで6ヶ月連続で増加しており、大企業製造業の業況判断D Iの改善を裏付けている(図表2)。電子部品・デバイスなど一部の業種で勢いが鈍化してきたが、鉄鋼、窯業・土石、さらには回復が遅れていた一般機械も上昇してきており、幅広い業種で増加している。

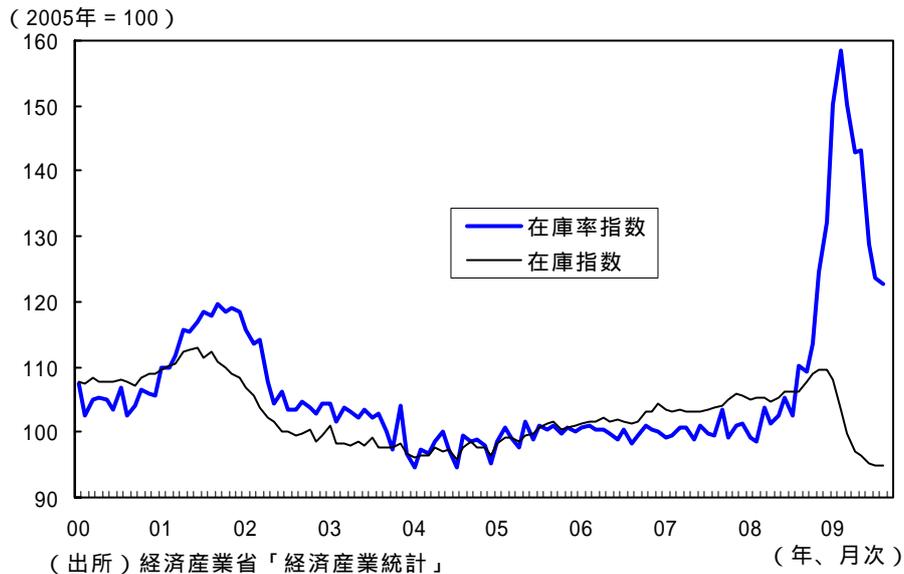
また、8月の在庫指数は前月比横ばいとなり、在庫圧縮の動きが一段落してきた(図表3)。在庫指数の水準は88年1月以来の低水準にある。在庫率指数も低下してきているが

水準はまだ高く、在庫を積極的に積み上げる状況ではないものの、生産を抑制する圧力がかなり薄らいでいることは確かである。

図表 2 . 生産は上昇が続く



図表 3 . 在庫圧縮の動きは一段落

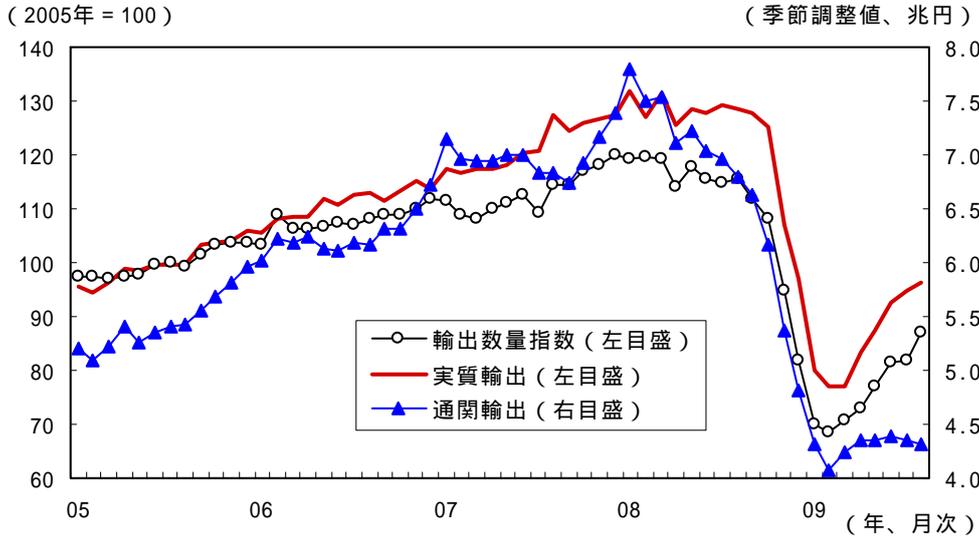


こうした生産の増加の背景にあるのが、輸出の持ち直しの動きである。輸出は輸出数量指数、実質輸出とも今年の初めに底打ちし、その後も増加が続いている(図表4)。地域別では中国を中心としたアジアへの輸出が堅調であり、品目別では自動車の輸出が伸びている。このため、鉱工業出荷における輸出のシェアを示す輸出依存度が、今年2月を底に再び上昇に転じている(図表5)。一方、国内向け出荷は弱く、今年2月以降8月までの6ヶ月間で輸出が26.5%増加しているのに対し、国内向け出荷の伸びは15.2%にとどまっている(出荷全体では17.4%の伸び)。いったん国内に出荷されるが、その後、加工・組み

立てなどの段階を経て最終的に輸出される製品があることを勘案すると、実際の輸出に対する依存度合いはさらに大きいと考えられる。

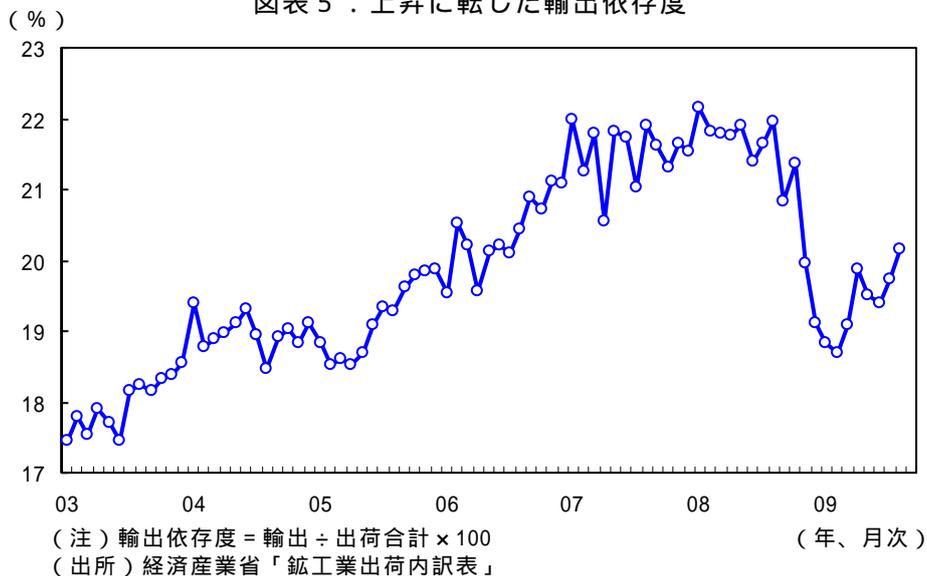
このように足元の景気は、再び外需への依存度合いが増している状態にあり、海外景気の動向しだいでは回復の動きが行き詰ってくるリスクを抱えていると考えられる。

図表4．輸出は実質で増加するも名目では頭打ち



(出所) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「金融経済統計月報」

図表5．上昇に転じた輸出依存度

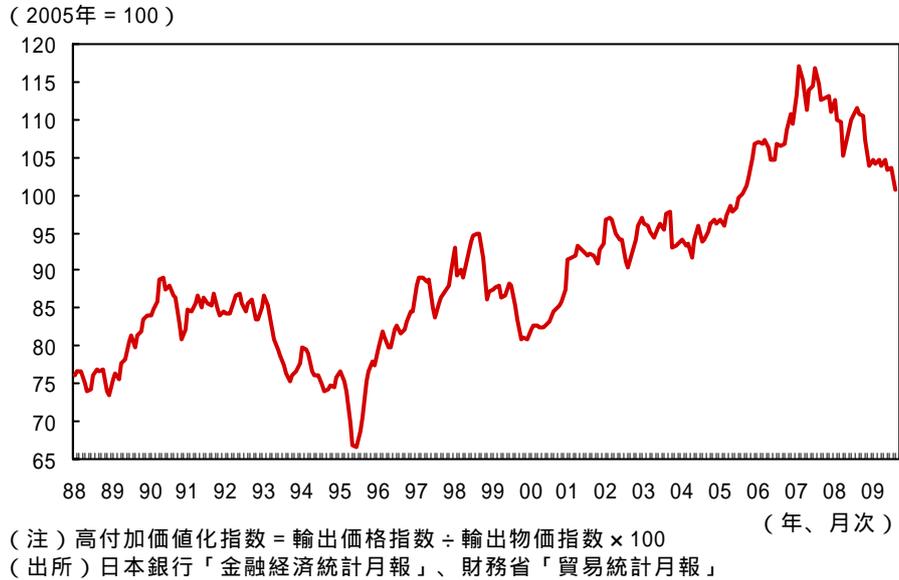


さらに、輸出が堅調に伸びているといっても実質（数量）でみた場合であり、輸出金額の増加はすでに頭打ちとなっている点には注意が必要である（図表4）。輸出金額の増加に歯止めがかかっているのは輸出価格の下落によるものであり、輸出企業にとっては円建ての売上高の伸び悩みの原因となる。また、輸出価格を輸出物価で割った高付加価値化指数をみると、2007年をピークに低下に転じている。輸出が付加価値の低い製品にシフトして

いることが伺われ、この点も企業利益にとってはネガティブな要因である。

なお、販売価格の低迷・下落は、輸出に限らず、国内向けの財やサービスの価格にまで拡大しているが、この点については後ほど詳しく説明する。

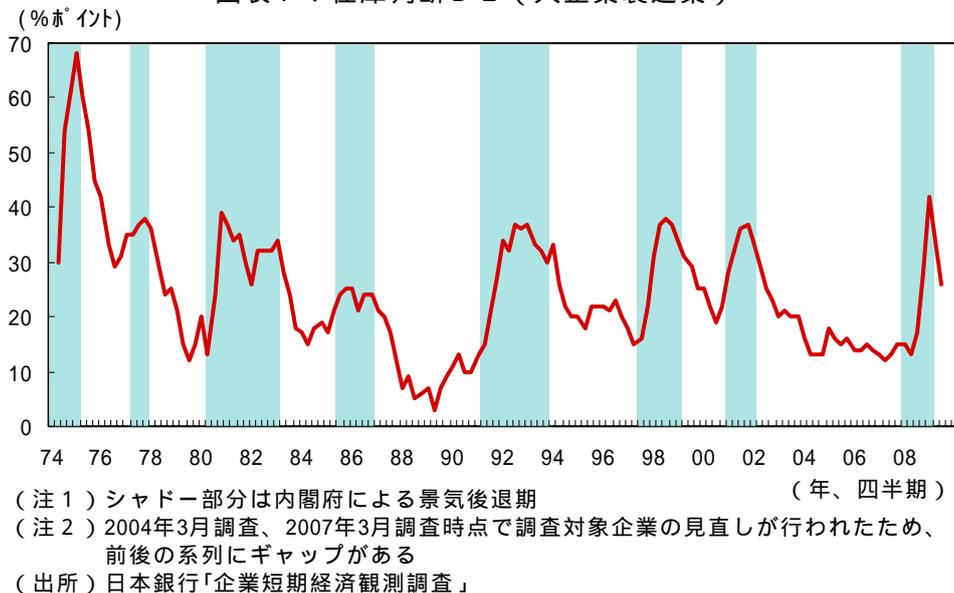
図表 6 . 輸出の高付加価値化の後退が進む



依然として高止まる過剰感

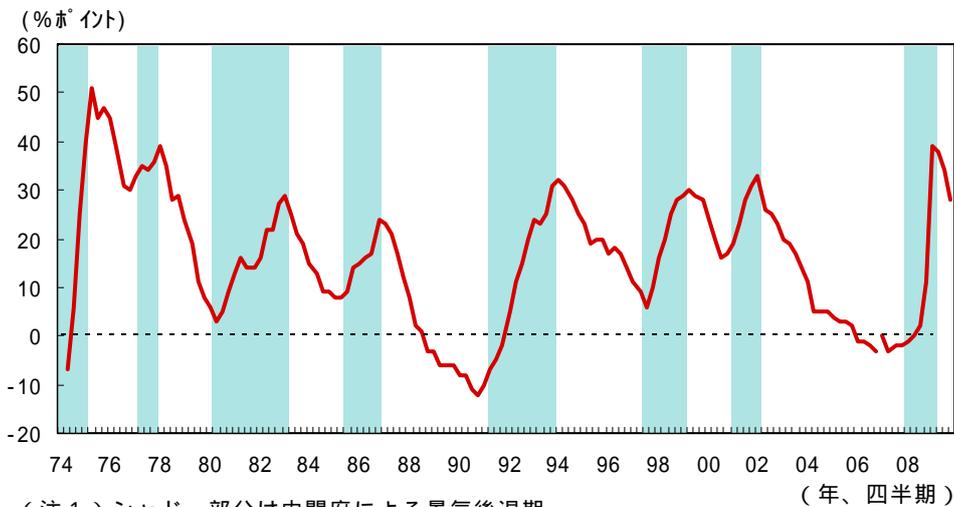
日銀短観の各DI調査をみると、在庫、設備、雇用の過剰のうち在庫については、在庫指数の低下でも示されているように順調に解消に向かっており、直近ピークの2009年3月調査時点からは2四半期で16ポイント低下している(図表7)。しかし、残りの二つの過剰は依然として解消が遅れている。

図表 7 . 在庫判断DI (大企業製造業)



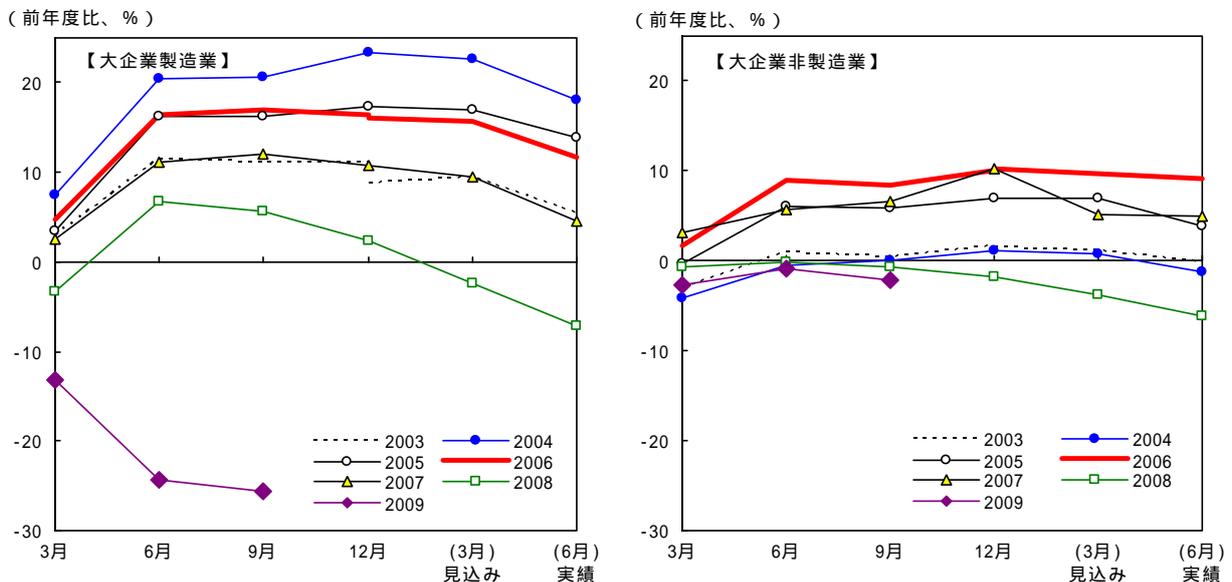
まず設備判断D I（大企業製造業）は、直近ピークの2009年3月調査時点からは2四半期で5ポイントの低下にとどまっている（12月までの予測では6ポイント低下、図表8）。過剰感の解消が遅れていることを反映して、製造業の2009年度の設備投資計画は下方修正されているが、これは上期の実績見込みが低かったためである（図表9）。下期の計画を見直す際には減額修正されると考えられ、年度の設備投資額はさらに下振れる可能性が高い。非製造業においては、当初計画の減少幅はさほど小さくなく、また今回の下方修正幅も大きくないが、収益状況などから判断すると最終的な設備投資額は下振れすると思われる。

図表8．高止まる設備過剰感（大企業製造業）

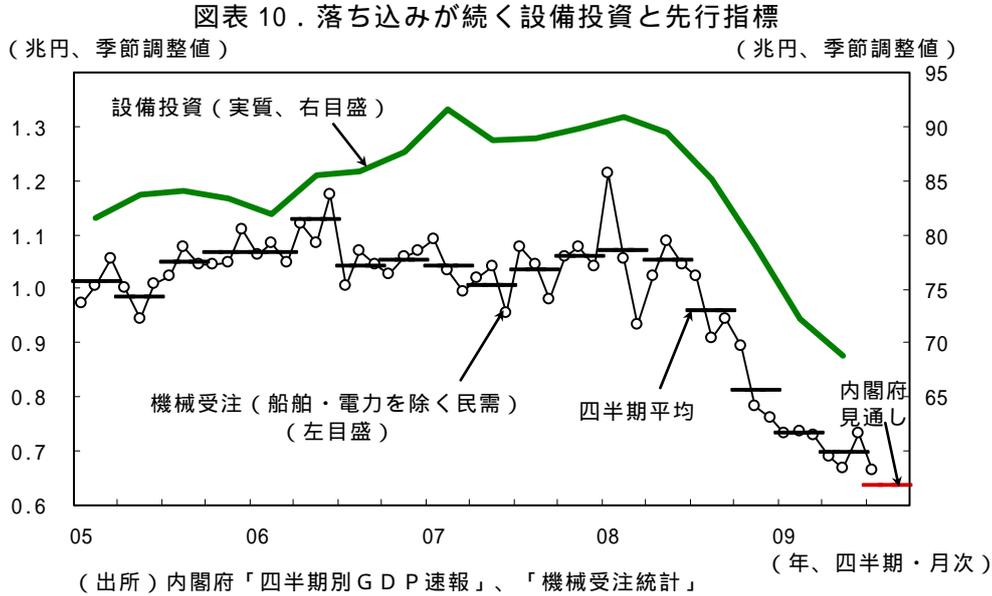


(注1) シャドー部分は内閣府による景気後退期
 (注2) 2004年3月調査、2007年3月調査時点で調査対象企業の見直しが行われたため、前後の系列にギャップがある
 (注3) 予測は2009年9月調査時点の3ヶ月後の予測
 (出所) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

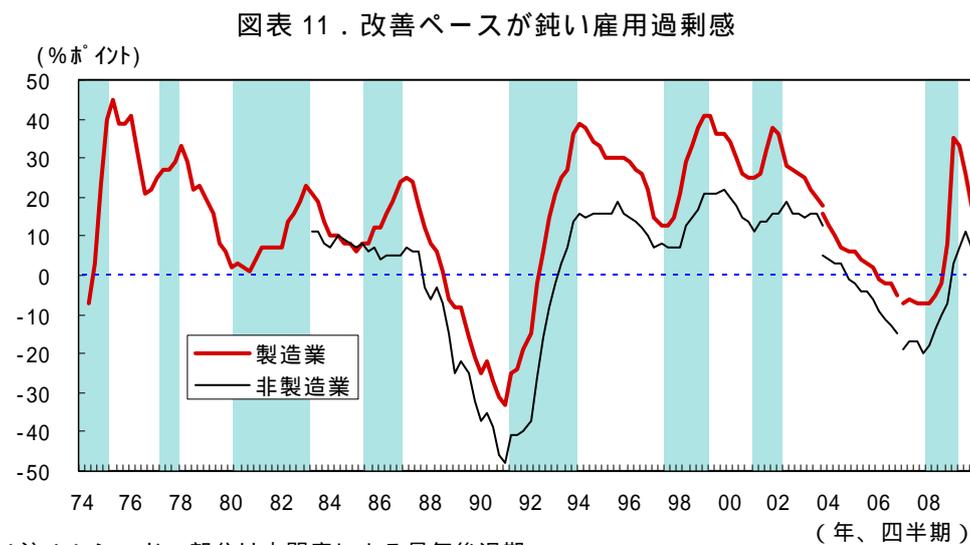
図表9．設備投資計画（日銀短観）



また、設備投資に先行する機械受注（船舶・電力を除く民需）の動向をみると、7月に単月での過去最低水準を2ヶ月ぶりに更新しており、当面の設備投資の低迷が続くことを示唆している（図表10）。

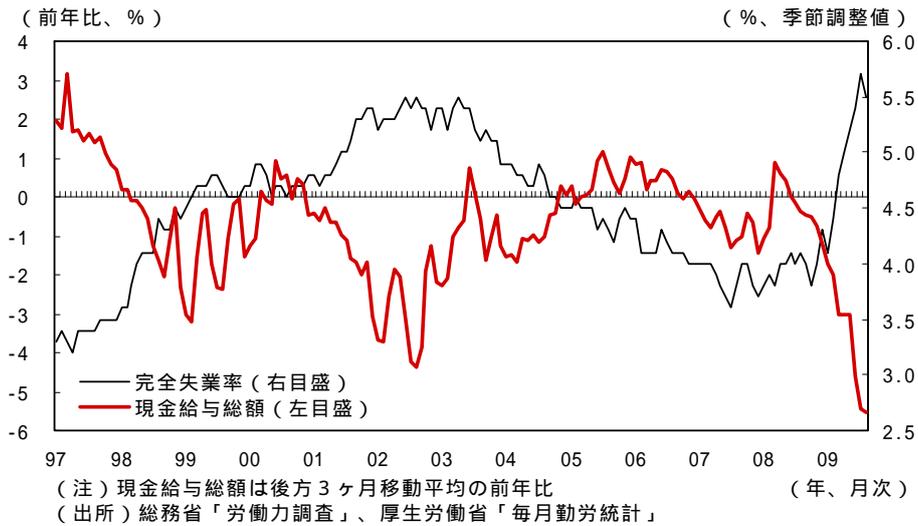


雇用過剰感の解消も遅れがちである。直近ピークの2009年3月調査時点からは2四半期で9ポイントの低下にとどまっている(12月までの予測では8ポイント低下、図表11)。設備過剰感と比べると解消ペースがやや早いだが、これは過去の景気後退期と比べて早いテンポで過剰雇用の削減を進めてきた結果であると考えられる。実際に雇用環境の悪化は、そのペース、悪化幅ともに過去の局面を上回っている（図表12）。



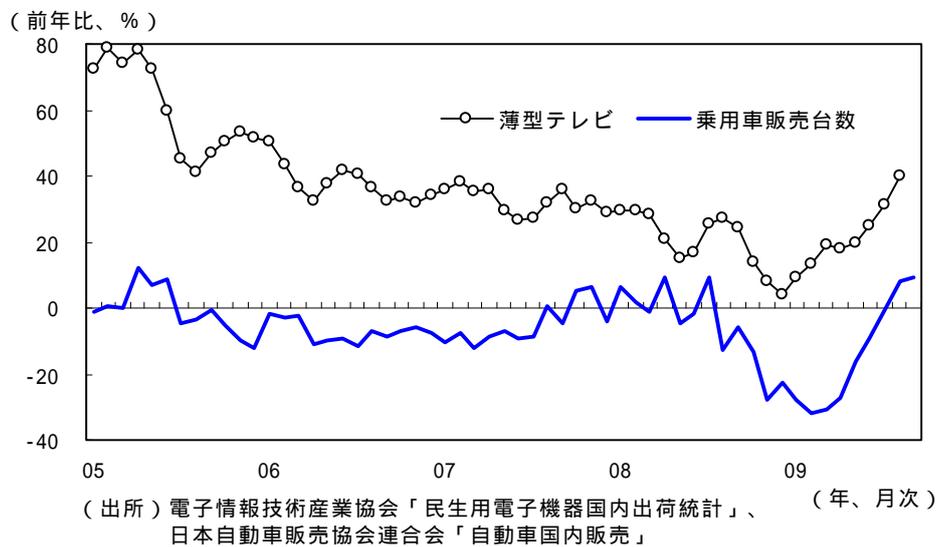
(注1) シャドー部分は内閣府による景気後退期
 (注2) 2004年3月調査、2007年3月調査時点で調査対象企業の見直しが行われたため、前後の系列にギャップがある
 (注3) 予測は2009年9月調査時点の3ヶ月後の予測
 (出所) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

図表 12 . 雇用・所得環境の悪化が続く



その一方で、引き続き政策効果によって自動車、薄型テレビといった大型耐久消費財の販売は好調を維持している(図表 13)。需要を先食いしている状態が一段と強まっており、将来の反動減の大きさが懸念される。

図表 13 . 堅調な大型耐久消費財の販売

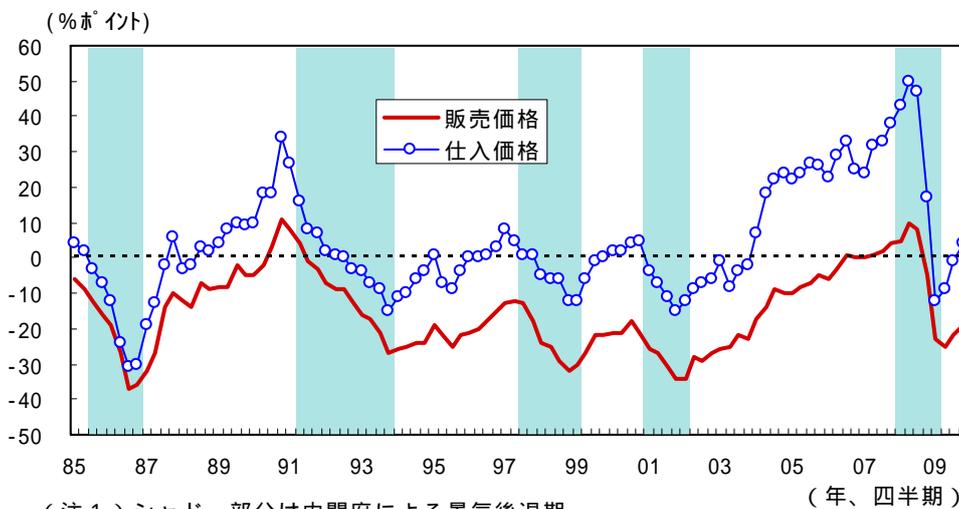


(2) 高まる川上の物価上昇圧力と進む川下の物価下落

高まる川上の物価上昇圧力

日銀短観（大企業全産業）の販売価格判断D Iおよび仕入価格判断D I（いずれも「上昇」 - 「下落」であり、数字が高ければ、価格が上昇しているとの判断が増えていることを示す）の動向をみると、販売価格のマイナス幅が小幅縮小にとどまっているのに対し、仕入れ価格は9月調査でゼロまで上昇し、先行きもさらに上昇が見込まれている（図表14）。仕入価格が上昇する一方で、販売価格が上がらなければ、企業の限界利益率（限界利益÷売上高、限界利益 = 売上高 - 変動費）の低下を通じて企業利益を押し下げる要因となる。

図表14．低迷が続く販売価格判断D Iと上昇してきた仕入価格判断D I



(注1) シャドー部分は内閣府による景気後退期

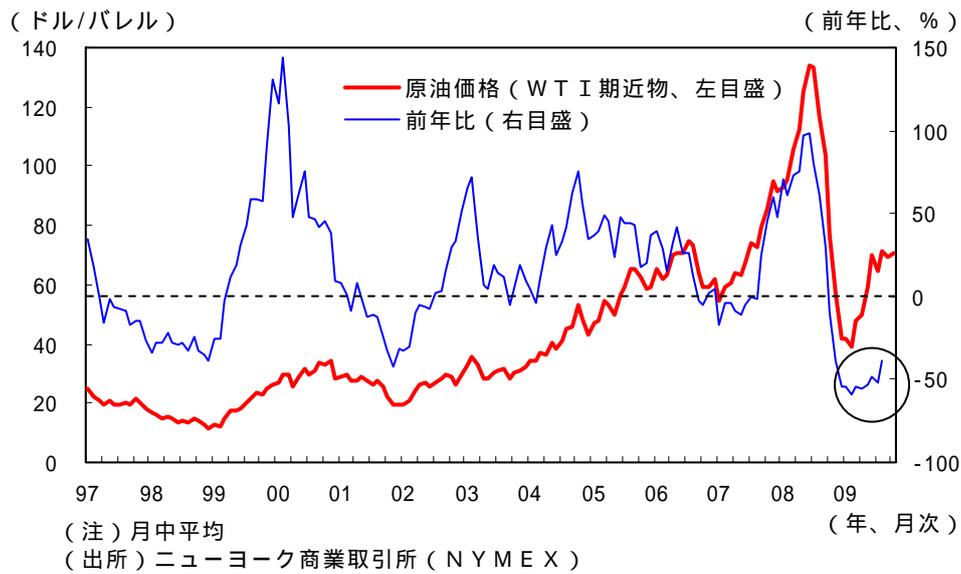
(注2) 2004年3月調査、2007年3月調査時点で調査対象企業の見直しが行われたため、前後の系列にギャップがある

(注3) 予測は2009年9月調査時点の3ヶ月後の予測

(出所) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

仕入価格判断D Iの上昇については、原油価格などの国際商品市況が今年2月頃を底に上昇に転じていることが背景にあると考えられる。前年比で見ると、原油価格は大幅なマイナスの状態にあるため（図表15）、前年比でみた物価指標にとってはマイナスの要因になっている。しかし、水準はすでに上昇しており、いわゆる川上の物価については前年比のマイナス効果が一巡すると、伸び率はプラスに転じると予想される。川上の物価（=仕入価格）の上昇分を川下の物価（=販売価格）に転嫁できれば企業利益にとっては中立であるが、はたしてそれが可能だろうか。次に、川下の物価の現状をみることによって、今後の販売価格の動きを検討していこう。

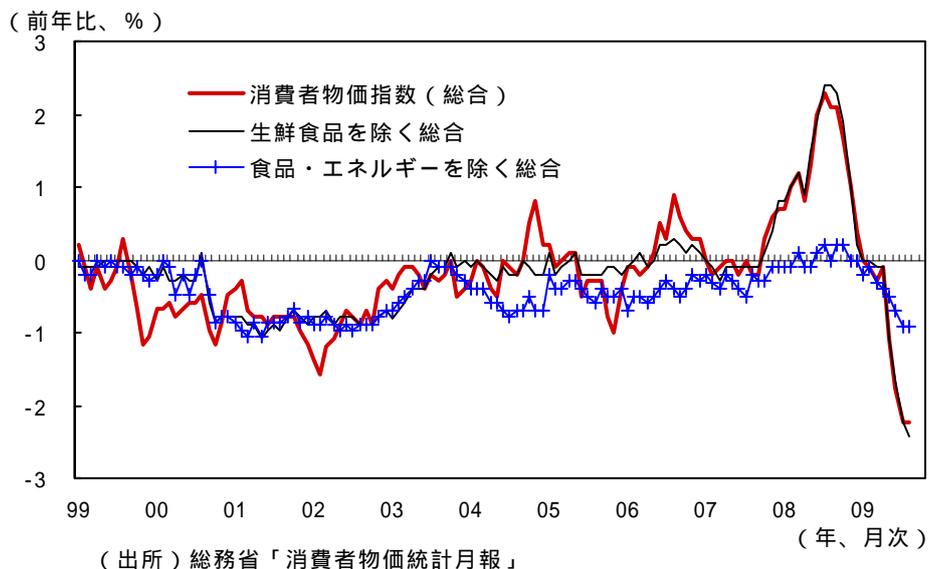
図表 15 . 上昇に転じた原油価格



下落が続く川下の物価

川下の物価である消費者物価指数は下落幅が一段と拡大している。8月消費者物価指数(総合)は前年比 - 2.2%と2ヶ月連続史上最低水準で推移し、生鮮食品を除く総合(コア)が前年比 - 2.4%と史上最低値を更新している。また、食料(酒類を除く)およびエネルギーを除く総合では前年比 - 0.9%と史上最低水準(2001年3、5月の - 1.1%)近くまで下落している(図表 16)。

図表 16 . 物価下落幅の拡大が続く



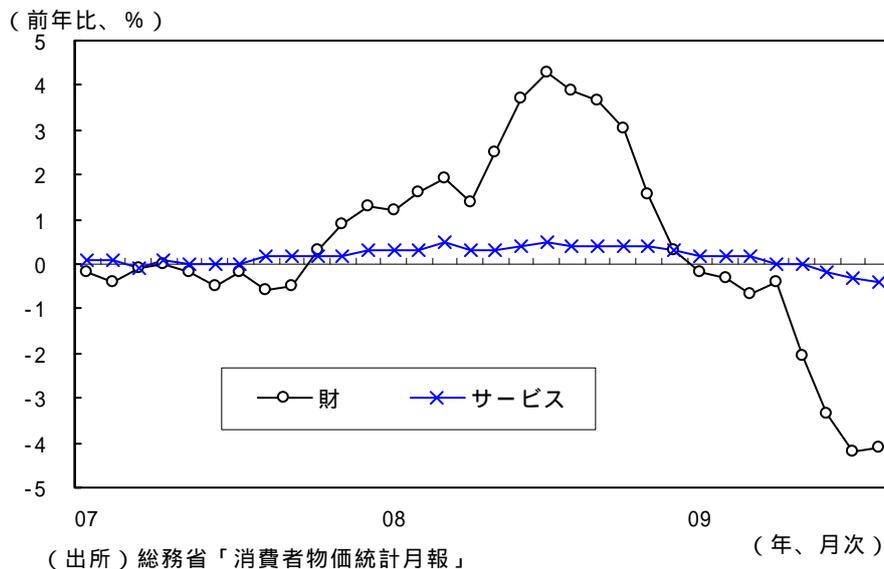
消費者物価が下落している最大の原因はエネルギー価格の下落であり、8月の消費者物価指数(総合)の前年比 - 2.2%のうち - 1.7%がエネルギー価格の下落によるものである。先に説明したとおり、原油価格などが前年比では大幅なマイナスの状態にあるため(図表

15) 消費者物価にもガソリン価格や電気代の下落を通じてマイナスの圧力がかかっている。

しかし、食料（酒類を除く）およびエネルギーを除く総合のマイナス幅がこのところ拡大してきていることからわかる通り、エネルギー以外の価格下落の影響も徐々に強まっている。中でも下落幅が大きいのが薄型テレビやパソコンといった教養娯楽用耐久財や家電製品などの家庭用耐久財であるが、最近では被服及び履物、身の回り用品、生鮮食品以外の食料でも価格が下落に転じるなど、価格下落の裾野が拡大している。また、外国パック旅行といった教養娯楽サービスなどを中心に、最近になってサービス価格も下落に転じている（図表 17）。

価格の下落が大きく、かつ幅広いものになっている原因は、政策効果によって伸びている自動車、薄型テレビといった大型耐久消費財を除くと、最終需要が弱い状態が続いているためである。また、サービス価格の下落の背景には賃金低下の影響があると考えられる。

図表 17. サービス価格も下落に転じる



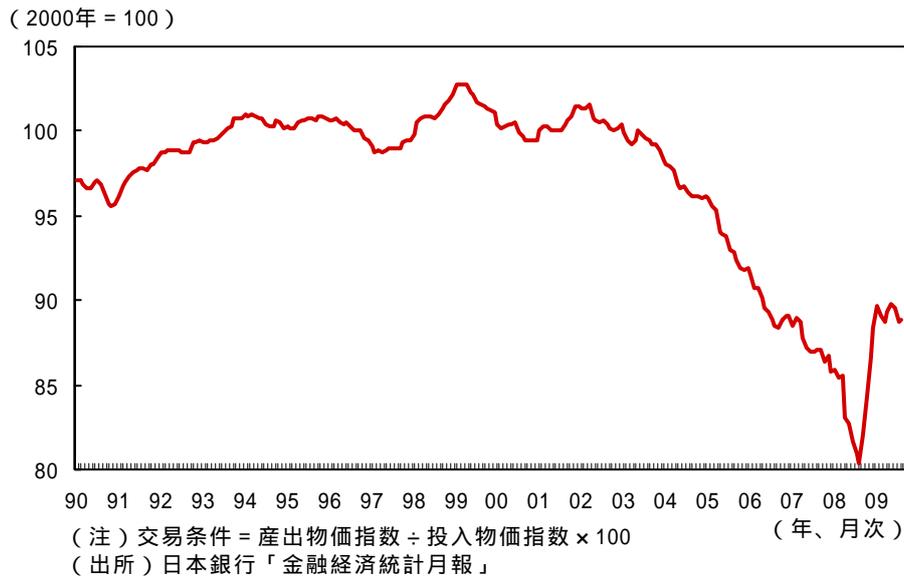
川上のインフレ、川下のデフレ・スパイラル

今後、消費者物価指数については、前年比のマイナス幅が徐々に縮小すると予想される。これは、すでに説明したとおり、前年比でみたエネルギー価格の大幅な下落が一巡し、物価下落の最大の要因が解消されるためである。川上の物価が上昇してくることを考えると、その後はエネルギー価格が物価の押し上げ要因となつてこよう。

しかし、現在のような雇用・所得環境の悪化が続いている環境下では、企業が川上の物価の上昇分をそのまま販売価格に転嫁することは難しい。また、サービス価格などエネルギー価格以外で下落圧力が増してくる可能性が高い。このため、消費者物価指数については、2010年度にかけては前年比マイナスで推移し、プラスに転じるのは2012年度以降になるであろう。

製造業において、仕入れ価格（投入物価）と販売価格（産出物価）の関係をみたものが交易条件（産出物価÷投入物価）である。交易条件は、2002年以降、国際商品市況が急騰する過程で急速に悪化した。2008年に入って国際商品市況が急落に転じたため、いったんは改善した。しかし最近では改善が止まっている（図表18）。

図表18．製造業の交易条件の改善に歯止めがかかる



今後、仕入価格が上昇する一方、販売価格を簡単に引き上げることができなければ、限界利益率の低下を通じて企業利益を押し下げる要因となる。その場合、企業は固定費を削減するために一段と人件費の抑制姿勢を強めるであろう。

賃金と物価の因果関係を明確に説明することは難しいが、賃金の低下と需要の低迷を反映した物価の下落が同時に進行する状況が続くようであれば、デフレ・スパイラルの状態に近いとも考えられる。川上でインフレが進み、川下でデフレ・スパイラルに陥ることは、企業にとっては最悪のシナリオである。

現時点では輸出の持ち直しが続いており、そうした効果から雇用環境も次第に悪化に歯止めがかかり、所得も持ち直しが期待されるというのが当社のメインシナリオである。しかし、外需に依存する度合いが強まっているだけに（図表5）、海外経済が失速するような事態が生じれば、景気の持ち直しの動きに歯止めがかかり、物価の下落圧力が増す可能性が高い。

（小林 真一郎）

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性を保証するものではありません。また執筆者の見解に基づき作成されたものであり、弊社の統一的な見解ではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。当資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されております。一部を引用する際は必ず出所（弊社名、レポート名等）を明記して下さい。全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、弊社までご連絡下さい。