

調査レポート

日本経済ウォッチ (2011年3月号)

【目次】

1. 今月のグラフ p.1
～ 国際商品市況高騰に伴い高まる個人消費の低迷のリスク～
2. 景気概況 p.2
～ 景気は踊り場を脱し、回復軌道に戻りつつある～
3. 今月のトピック: 国際商品市況高騰の国内景気への影響を
どう考えるか p.3～14
 - (1) 2008年の高騰時との比較～3年前と何が違うのか
 - (2) 最終需要段階での物価動向～食料価格の動向が今後のポイント
 - (3) 負担が増す川中の物価動向
～ 企業利益を押し下げる交易条件の悪化
 - (4) マクロ経済における原油価格高騰への耐久力
 - (5) 当面の物価動向の考え方～上昇圧力が高まるも伸びは小幅

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社
調査部 小林 真一郎、中田 一良 (chosa-report@murc.jp)
〒108-8248 東京都港区港南 2-16-4
TEL: 03-6711-1250

1. 今月のグラフ ～ 国際商品市況高騰に伴い高まる個人消費の低迷のリスク～

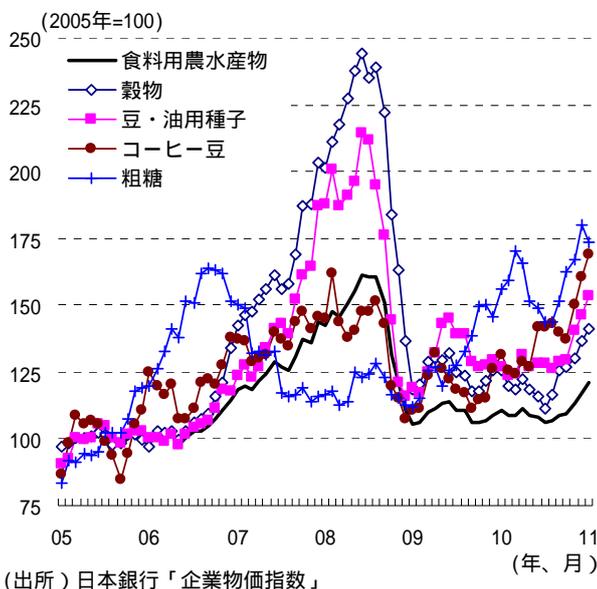
国際商品市況の高騰を背景に、食料用農水産物の輸入価格は2010年8月以降上昇が続いており、2011年1月までの3ヶ月間で10%程度上昇するなどこのところ上昇のペースが加速している(図表1)。足元の農産物の輸入価格の水準は2008年秋以来の高水準であり、特に、コーヒー豆や粗糖の輸入価格は2005年以降で最も高い水準まで上昇している。こうした農産物の輸入価格の上昇は企業にとってコストの増加となるが、企業でそれを吸収しきれない場合には輸入価格上昇の影響が小売価格にまで波及することとなる。さらには原油価格も上昇しており、国際商品市況の高騰を背景とする物価上昇は、それに見合うだけの賃金上昇がなければ家計の購買力を低下させる。こうしたことから、国際商品市況の影響を受けやすい品目を中心に個人消費に影響が及ぶことが懸念される。

2007年から2008年半ばにかけて穀物価格などが高騰したときの家計の食料支出(生鮮食品を除く)の動向をみると、食料品価格の上昇を反映して名目では増加したものの、実質では減少した(図表2)。この実質ベースでの減少は、当時はまだリーマン・ショックの影響が日本には本格的には及んでいなかったことから、国際商品市況の高騰を背景とする小売価格の大幅な上昇によるところが大きかったと考えられる。足元の農産物の輸入価格の水準は当時と比較するとまだ低いものの、今後も上昇が続く場合には食料品を中心に非耐久財消費が減少することも考えられる。

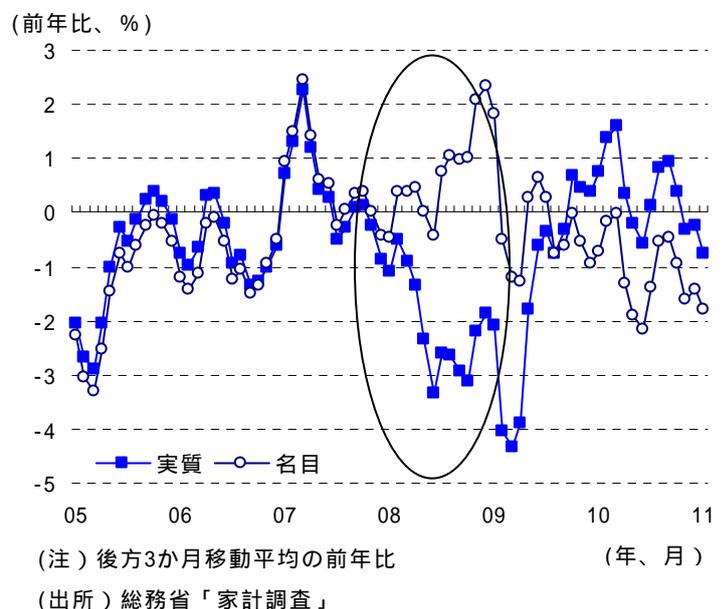
2009年度以降、政策効果により自動車や薄型テレビなどの耐久財需要が大幅に増加したことから個人消費は持ち直してきた。しかし、家電エコポイント制度が3月に終了した後は薄型テレビを中心とする家電需要は落ち込むと考えられる。今後も国際商品市況の高騰が続いて非耐久財消費が減少することになれば、個人消費が一時的に低迷するリスクが高くなるだろう。

(中田 一良)

図表1 農産物の輸入価格



図表2 二人以上世帯の食料支出(生鮮食品を除く)



2. 景気概況 ～景気は踊り場を脱し、回復軌道に戻りつつある～

景気はおおむね踊り場を脱したとみられる。多くの経済指標で改善の動きが広がっており、再び回復軌道に戻りつつある。

まず、1月の鉱工業生産が前月比+2.4%と3ヶ月連続でプラスとなり、水準も今回の景気回復局面でのピークである2010年5月の水準を上回り、生産活動は横ばい圏を抜け出した。生産予測指数では2月は同+0.1%と伸びが一服する見込みだが、3月は同+1.9%と堅調な伸びが予想されており、回復の動きがさらに鮮明となっていこう。予測指数通りの結果となれば、1～3月期は前期比+5.7%と3四半期ぶりにプラスに転じることになる。

輸出も軽い調整局面を経て、すでに底打ちした可能性が高い。実質輸出で見ると、12月に同+7.0%と急増して今回の景気回復局面でのピークである2010年7月の水準にほぼ並んだ後、1月は同-5.8%と反落したが、12月～1月を均してみると水準は高い。

雇用・所得も改善の動きが続いている。1月の完全失業率は4.9%と横ばいにとどまったが、失業者が順調に減少し、有効求人倍率も上昇が続くなど、雇用の持ち直しの動きは維持されている。1月の一人当たり現金給与総額は、所定外給与の伸びが一巡してきたことなどから前年比+0.2%と伸びが鈍化した。11ヶ月連続で上昇している。

一方、10～12月期の実質GDPにおいて前期比で大幅なマイナスとなった個人消費は、年明け以降は持ち直しの動きが見られる。2月自動車販売は前年比で2桁の落ち込みが続いているが、マイナス幅は縮小してきており、季節調整値では底を打って増加に転じている。家計調査の実質消費支出(2人以上世帯・季節調整値)も1月に前月比+1.0%となり悪化に歯止めがかかっている。さらに、1月消費者態度指数が7ヶ月ぶりに上昇するなど、消費者のマインドの悪化も一服している。

企業業績も改善傾向が維持されている。踊り場にあった10～12月期においても経常利益(季節調整値)は前期比+10.7%と高い伸びとなった。売上高(季節調整値)は同+1.1%と小幅の増加にとどまったが、コスト削減効果が大きく、利益率の改善が続いた。

踊り場を脱却後も、海外景気のリcovery継続を背景に輸出、生産が増加基調で推移すると予想され、景気は回復の動きを強めていくと見込まれる。しかし、景気の先行きに対する懸念も強まっている。原油など国際商品市況の上昇が続いている点である。

円高の進行もあって、現時点では輸入物価上昇の国内物価への波及は緩やかなものにとどまっているが、物価上昇圧力が増してくれば、いずれコストの上昇を通じて企業業績や個人消費にマイナスに効いてくる。しかし、最も懸念すべきは、世界経済の悪化によって輸出が影響を受ける場合である。踊り場を脱したとしても、内需が力強さに欠ける現在の状況では、輸出の落ち込みは国内景気を腰折れさせることにつながる。北海ブレントに続き、3月に入ってWTIでも1バレル=100ドルを超えたが、水準がさらに上昇し、高止まりが続くようであれば、景気腰折れの懸念が徐々に強まっていく。(小林 真一郎)

3. 今月のトピック：国際商品市況高騰の国内景気への影響をどう考えるか

1月の鉱工業生産指数が3ヶ月連続で前月比プラスとなって今回の景気回復局面の最高水準を更新するなど、様々な経済指標の動きから判断すると、景気が踊り場を脱したことはほぼ確実である。

踊り場から脱した後、国内景気は、輸出の増加や所得改善をベースとした家計や企業の支出増加により、2011年度には緩やかな回復が続くとみられる。しかし、景気の先行きには、依然としていくつかの懸念材料がある。中でも、原油、金属、食料といった国際商品市況が再び上昇してきており、こうした世界的な物価上昇圧力が国内物価や企業業績にどの程度の影響を及ぼすのかが重要なポイントになりそうだ。

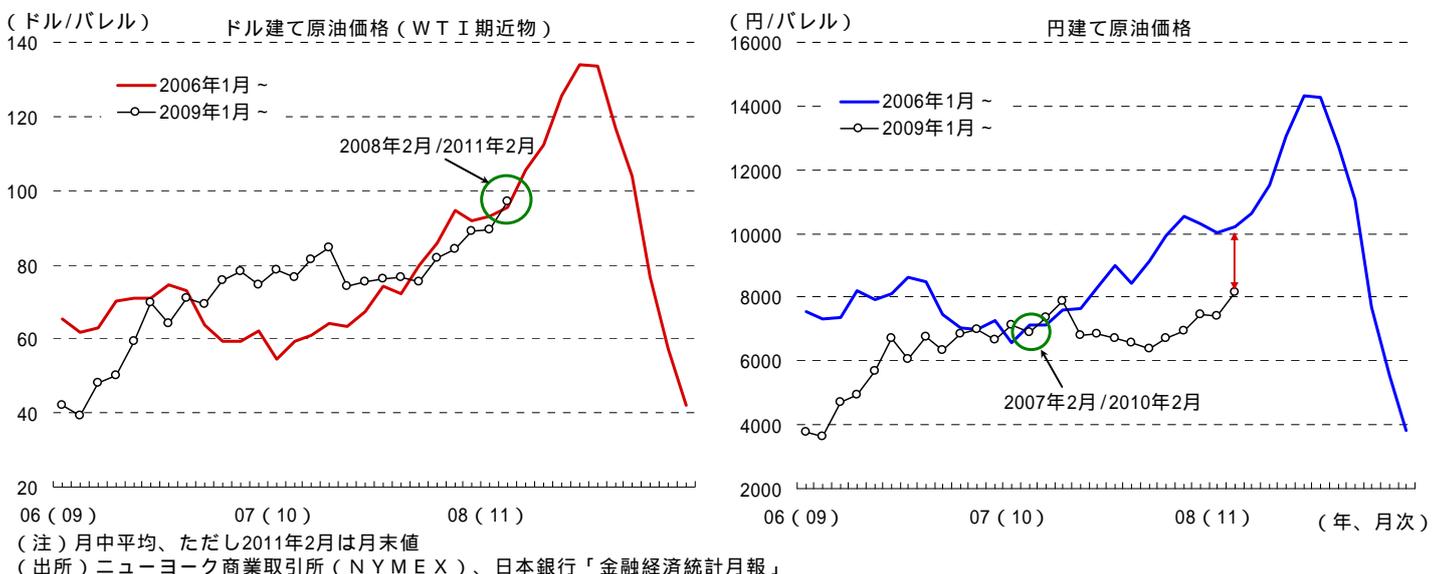
今月は、踊り場脱却後の景気の先行きにとって大きなリスクになる可能性のある国際商品市況の高騰の影響について考えてみた。

(1) 2008年の高騰時との比較～3年前と何が違うのか

まず、2008年夏場にかけて原油をはじめとした商品市況が高騰した時と、状況を比較してみよう。

足元(2011年2月末)のドル建ての原油価格(WTI期近物)は、3年前の2008年2月時点とほぼ同水準である(図表1左)。しかし、当時と為替水準が大幅な円高となっており(2008年2月の1ドル=107.16円に対し2011年2月は82.53円)物価上昇圧力はかなり抑制されている。具体的に円建ての原油価格の水準をみると、2008年2月は1バレル=10,218円であったのに対し、2011年2月は月末時点で8,137円と2割以上低い水準にある(図表1右)。

図表1. 原油価格の推移

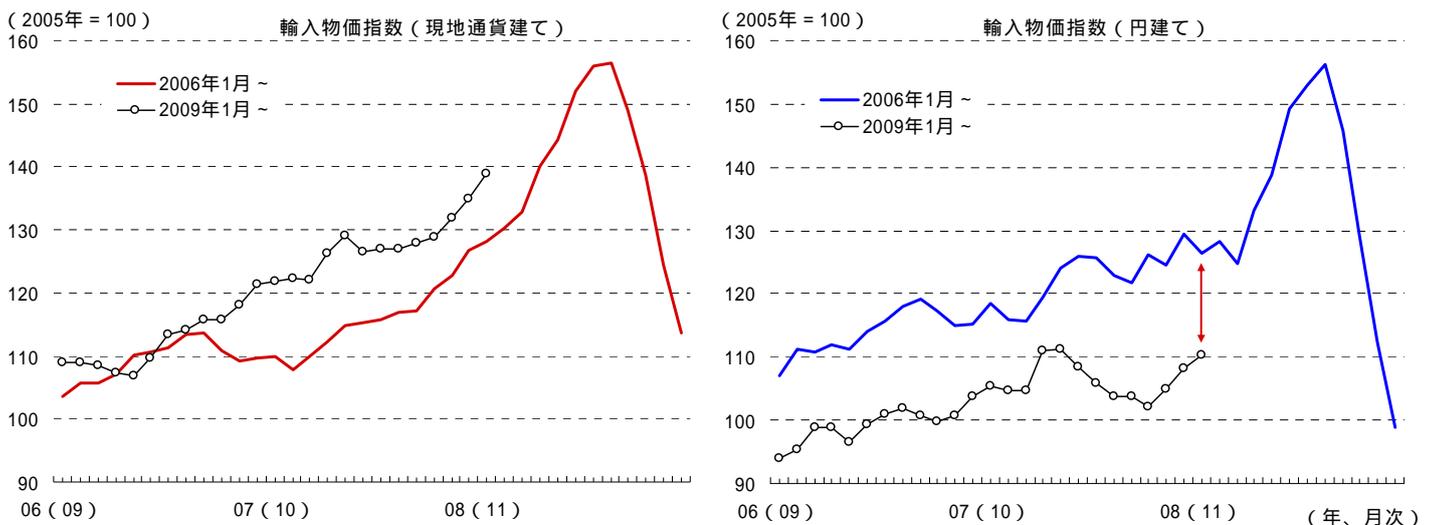


また、上昇の速度も大きく異なる。円建て原油価格は、2007年2月から2008年2月までの1年間で約42.8%上昇している。これに対し足元の1年間では、2007年2月とほぼ同水準でスタートした後、2010年2月から2011年2月末までの上昇幅は約17.9%にとどまっている。

さらに、2008年当時はその後も上昇が続き、7月に過去最高水準1バレル=147ドルをつけたのに対し、現在では一時的に100ドルを超えたが水準はまだ三分の二程度である。

一方、原油も含んだ全ての輸入品全体の価格動向をみると、現地通貨建てでは足元の水準は3年前と比べると、すでに水準は高くなっている(図表2左)。これは、原油以外の輸入品が、3年前よりも上昇していることを示す。実際に、銅、金、コーヒー、砂糖などの価格は最近になって史上最高値を更新している。もっとも、実際の国内の物価に影響する円建て価格でみると、依然として3年前の水準を下回っており、原油価格と同様、円高によって物価上昇圧力がかなり抑制されていることがわかる。(図表2右)。

図表2．輸入物価指数の推移



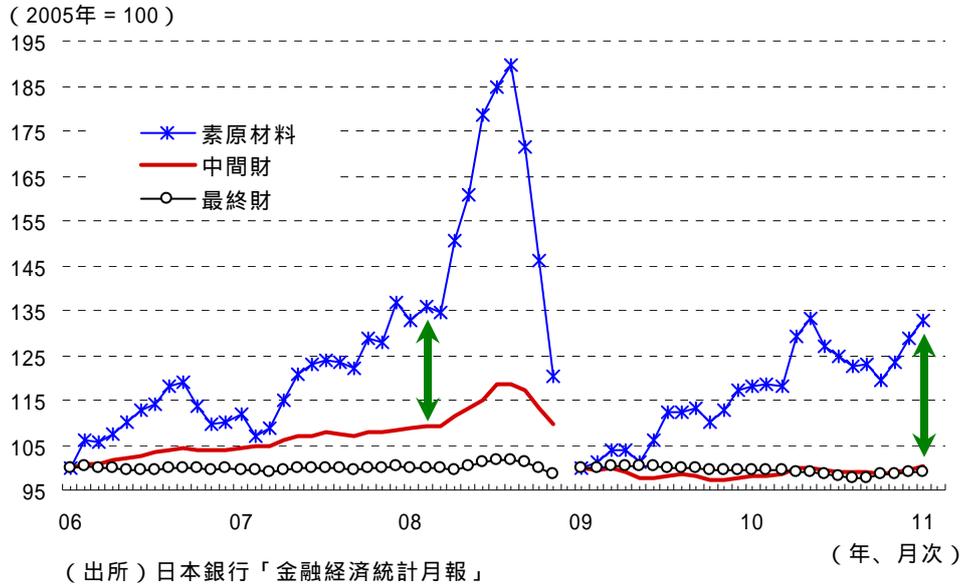
(出所) 日本銀行「金融経済統計月報」

このように、外貨建てでみれば、原油価格は3年前と同水準であり、原油以外の輸入物価(現地通貨建て)は3年前を上回る水準にある。しかし、これらの価格を円建てでみると、水準はいずれも3年前を下回って推移している。このため、商品市況の高騰が現状水準で止まれば、3年前ほどのインフレ上昇圧力はかからないで済むと考えられる。

実際にインフレ圧力の大きさは、3年前と足元ではどの程度異なるのだろうか。そこで、企業物価の需要段階別の動向を、2006年1月と2009年1月を起点として比べてみたのが図表4である。これによると、川上の素原材料における上昇ペースは、2008年2月までと足元までとでほぼ同じである。しかし、川中の中間財では、2006年1月~2008年2月までに9%以上上昇したのに対し、2009年1月以降ではほぼ横ばいにとどまっている。さらに、

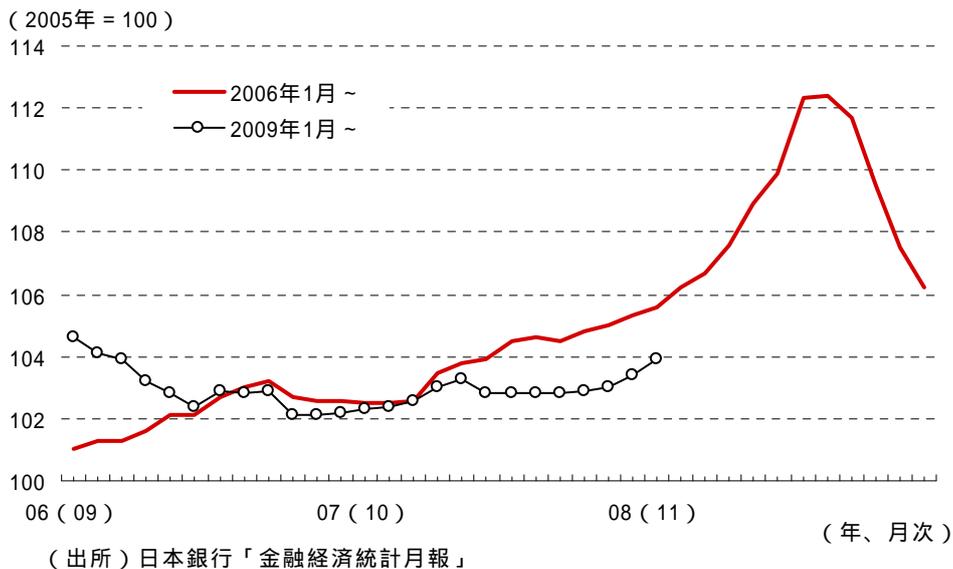
川下の最終財にいたっては、2006年1月～2008年2月までの期間で上昇率がゼロだったのに対し、2009年1月以降では約1%低下している。このように、川上の価格の上昇の程度が同じであっても、足元の方が川下への価格転嫁の動きが鈍いことがわかる。

図表3．企業物価指数（需要段階別）



国内企業物価全体でも、3年前と比べると足元の上昇速度はかなり鈍い。国内企業物価は、2007年当初と2010年当初はほぼ同じ水準にあったが、その後は格差が拡大している（図表4）。これは、図表1でみた円建ての原油価格の動きとおおむね一致している。

図表4．国内企業物価の推移



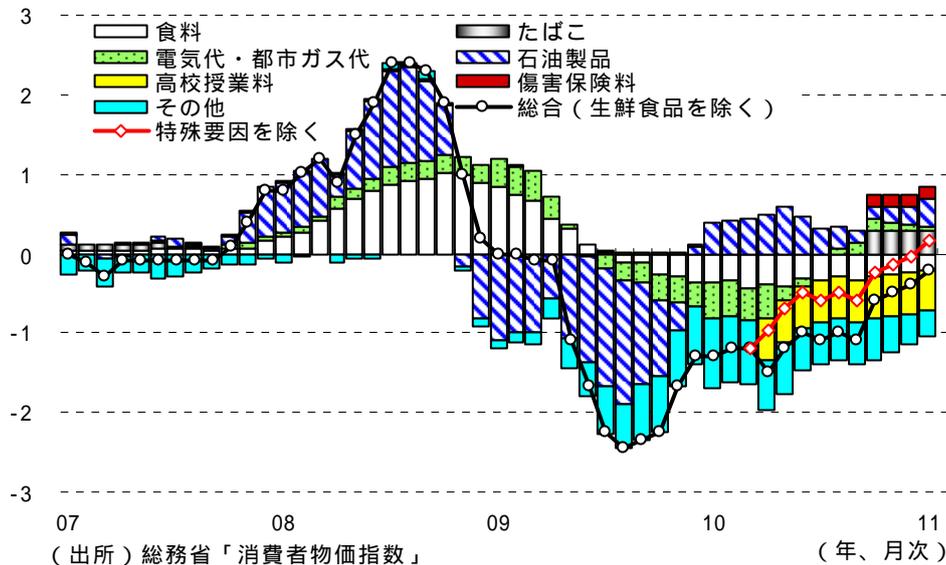
(2) 最終需要段階での物価動向～食料価格の動向が今後のポイント

次に、川上の物価の動きは、川下の物価動向、すなわち消費者物価の段階にどの様に影響しているのか見ていこう。

消費者物価指数(全国、除く生鮮食品、以下コア)は2008年に前年比でプラスに転じたが、これは原油価格の上昇の影響によって、ガソリン、灯油などの石油製品や電気代・ガス代が上昇したことに加え、小麦などの上昇により食料価格が高まったことが主因である(図表5)。その後、リーマン・ショックなどによって世界景気が悪化したことを受けて原油価格が急落すると、石油製品が下落し、遅れて電気代・ガス代、食料も下落に転じた。

最近では、消費者物価指数(コア)は前年比でマイナス圏内にあるものも、2011年1月時点では-0.2%とほぼゼロに近づいている。ただし、最近の消費者物価指数(コア)は、いくつかの特殊要因の影響を受けているため、それを区別しておく必要がある。特殊要因には、上昇要因として2010年10月からのタバコ税の増税、傷害保険料の引き上げが、下落要因として2010年4月からの高校授業料の実質無償化に伴う動きが挙げられる。これらを除いた消費者物価指数(コア)は2011年1月時点では前年比+0.2%と、すでにプラスに転じている計算となる。プラスになった主因は2008年と同様、エネルギー関連価格の上昇によるものである。

図表5. 全国消費者物価指数(除く生鮮食品)の推移(前年比、寄与度)
(前年比、%)

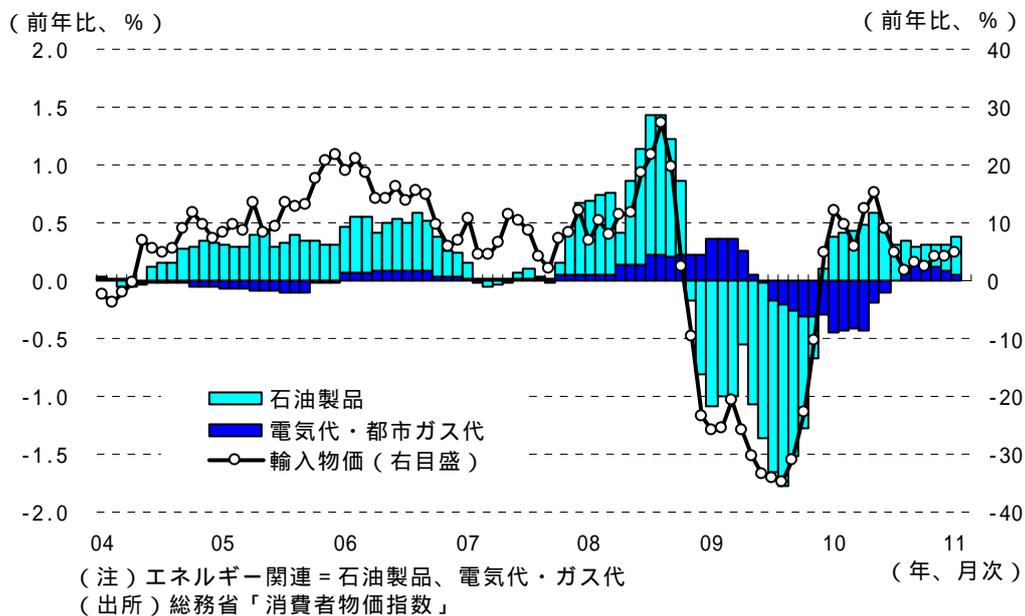


こうした特殊要因を除いて考えた場合、消費者物価指数(コア)は、さらに輸入物価の影響を直接的に受けやすいエネルギー関連価格と、直接的な影響は限定される価格に分類することができる。図表6はエネルギー関連価格の消費者物価指数(コア)も前年比への寄与度と、輸入物価の動きを比べたものである。これをみると、輸入物価に連動しやすい価格には、ほぼ同時に動く石油製品と、タイムラグを置いて変動する電気代・ガス代に分

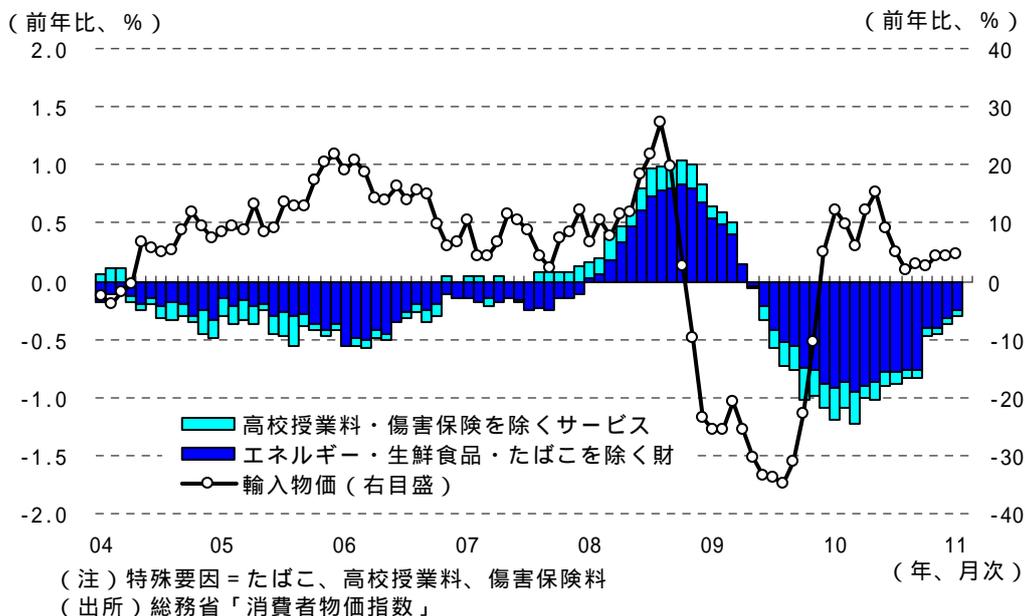
類することが可能である。今後も国際商品市況の上昇が続けば、こうしたエネルギー関連価格は着実に消費者物価指数の押し上げ要因となってくると考えられる。

一方、エネルギー関連以外では、輸入物価の影響は間接的に受けることになる。エネルギー関連以外で、それぞれ特殊要因を除いた財（除く生鮮食品）とサービスの消費者物価指数（コア）の前年比への寄与度を見たのが図表7である。これらを比べると、2008年を除いて、輸入物価が上昇していても、財、サービスともに下落が続く期間が長いなど、エネルギー関連以外の価格はほとんど輸入物価と連動しておらず、輸入物価の上昇が川下の物価にまったく波及していないことがわかる。

図表6．輸入物価と消費者物価のエネルギー関連価格の寄与度

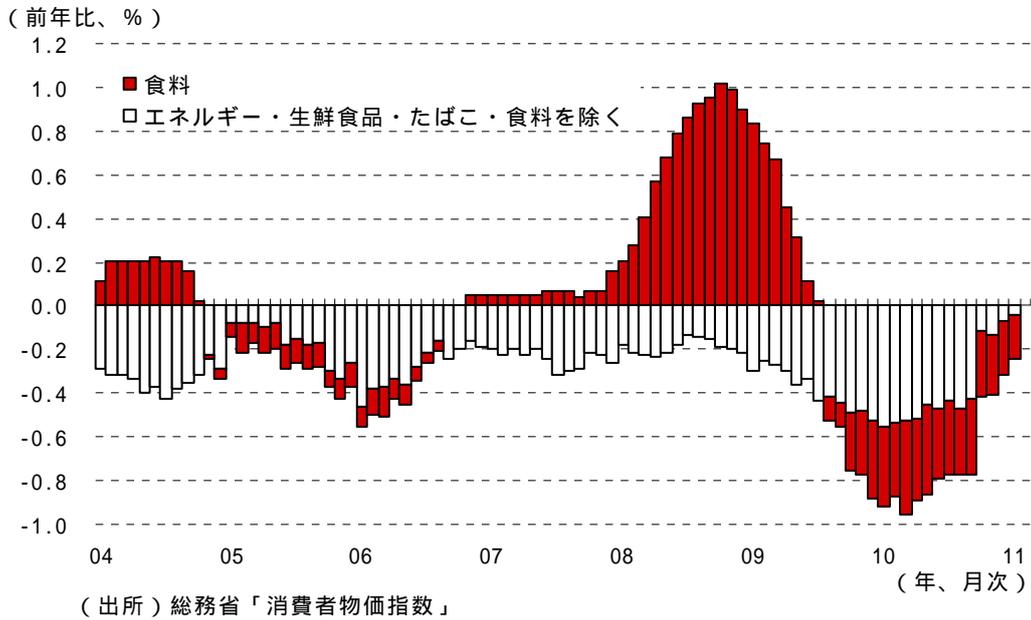


図表7．輸入物価と消費者物価の財・サービス（除くエネルギー関連・特殊要因）の寄与度

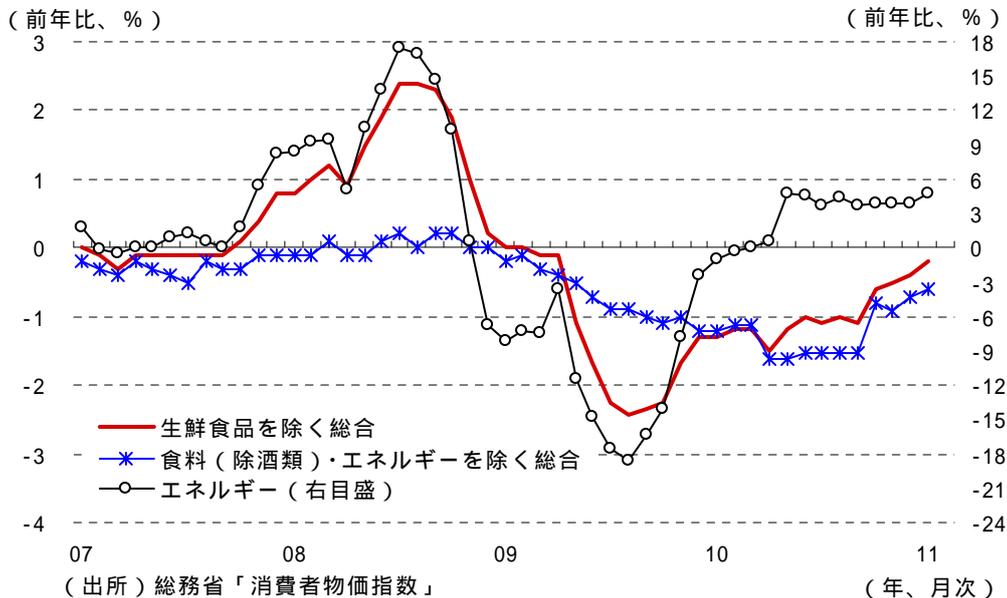


一方、2008年には特殊要因を除いた財（除く生鮮食品）、サービスの価格は輸入物価に連動して上昇しているが、なぜ2008年だけ連動したのだろうか。そこで、特殊要因を除いた財（除く生鮮食品）、サービスの価格の消費者物価指数（コア）の前年比への寄与度を、食料とそれ以外に分類すると、2008年の上昇が食料によるものであることがわかる（図表8）。これら食料の上昇は、食料用農水産物の輸入価格の上昇の影響を受けたものである（今月のグラフ～国際商品市況高騰に伴い高まる個人消費の低迷のリスクを参照）。食料は、エネルギー価格と同様、加工の余地が小さいため、原材料価格の変動を直接的に受けやすいと考えられる。

図表8．財・サービス価格（除くエネルギー関連・特殊要因）の寄与度



図表9．消費者物価指数の推移

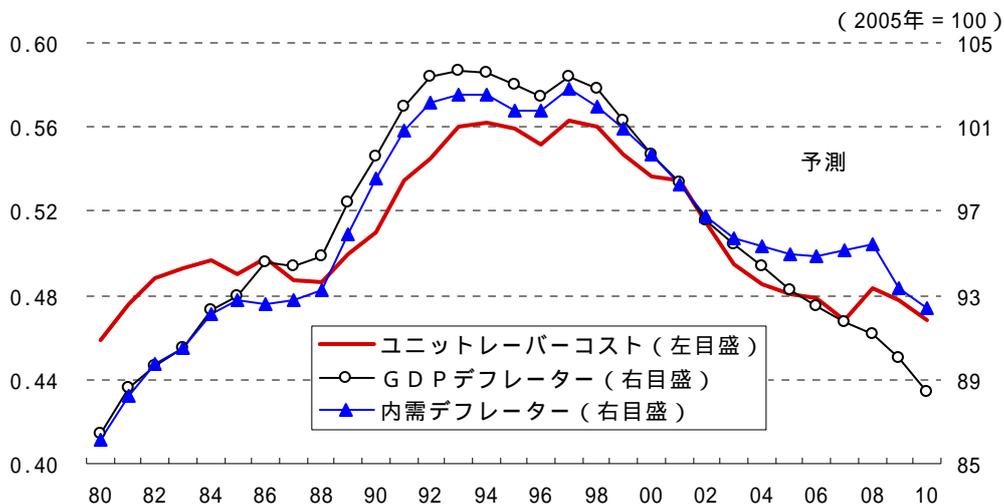


以上のように、輸入物価が上昇した場合、それが原油などの鉱物資源を中心としたものであれば、エネルギー価格の上昇に直接的な影響を及ぼすにとどまるため、消費者物価指数（コア）の上昇は限定される。しかし、食品の輸入価格の上昇も伴うものであれば、食料などの上昇を通じて幅広く物価上昇圧力が浸透し、消費者物価指数（コア）をより高く押し上げると考えられる。2008年の消費者物価指数の動きをみると、生鮮食品を除く総合と食料（酒類を除く）・エネルギーを除く総合の乖離幅が大きかったが、最近では両者の乖離幅は縮小している（図表9）。これは、2008年がエネルギー・食料の両方が上昇していた一方、最近ではエネルギー価格の上昇だけにとどまり、食料は引き続き前年比で下落しているためである。

このため、鉱物資源に加え、食料の輸入価格上昇が今後も続くようであれば、2008年と同様、川中の企業部門においてある程度のコストが吸収されたとしても、川下の消費者物価指数（コア）への上昇圧力がかなり高まってくる可能性がある（この場合、生鮮食品を除く総合と食料（酒類を除く）・エネルギーを除く総合の乖離幅が再び拡大することになる）。

もっとも、それでも欧米諸国や新興国の物価動向と比較すると、伸び率は小幅にとどまる見込みだ。これは、輸入物価の上昇が浸透しづらいサービスにおいて下落が続いているためである。図表10は、実質GDP1単位を生産するために必要となる労働コストを示すユニットレーバークストの水準を示したものである。90年代に半ばをピークに低下傾向にあり、労働コストの面からは物価、特にサービス価格に下落圧力がかけやすい状態が続いている。実際、GDPデフレーターや内需デフレーターと比較すると、ユニットレーバークストとおおむね連動している。今後も雇用・所得情勢の改善ペースが緩やかにとどまりそうであることから判断すると、労働コストの面からは消費者物価への上昇圧力はそれほど強くはかからないと考えられる。

図表10. ユニットレーバークストとGDPデフレーターの推移



(注1) ユニットレーバークスト = 名目雇用者報酬 ÷ 実質GDP

(注2) 2010年度は当社見込み値

(出所) 日本銀行「金融経済統計月報」、日本経済新聞

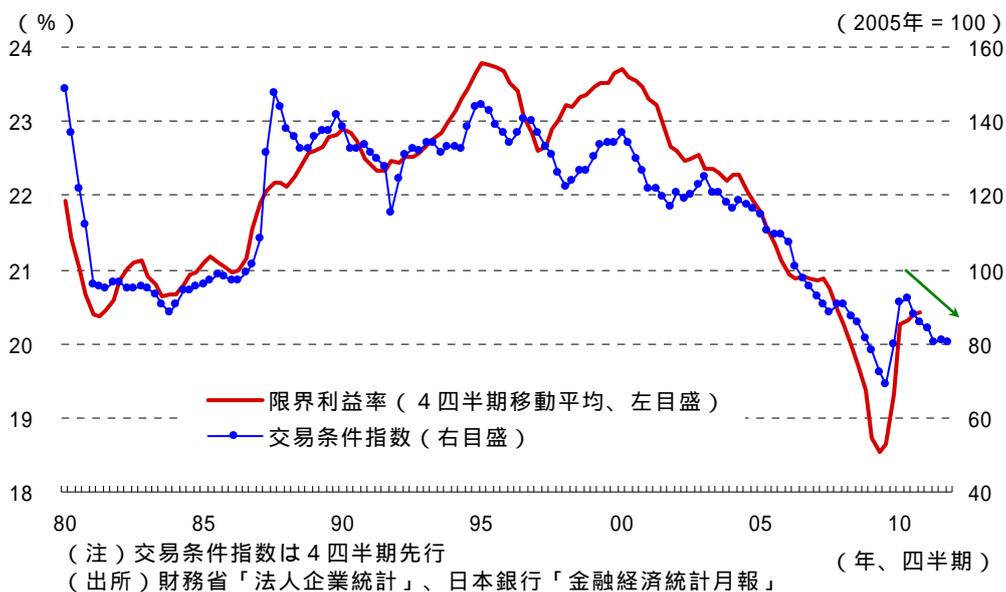
(年度)

(3) 負担が増す川中の物価動向～企業利益を押し下げる交易条件の悪化

企業物価指数において、国際商品市況の上昇にもかかわらず、川上のコスト上昇の価格転嫁率が低いことが川下の価格の安定につながっていることはすでに述べた通りである。この場合、川中に位置する企業にとっては、コストが上昇する一方で、販売価格を十分に引き上げることができないため、収益が圧迫される要因となる。

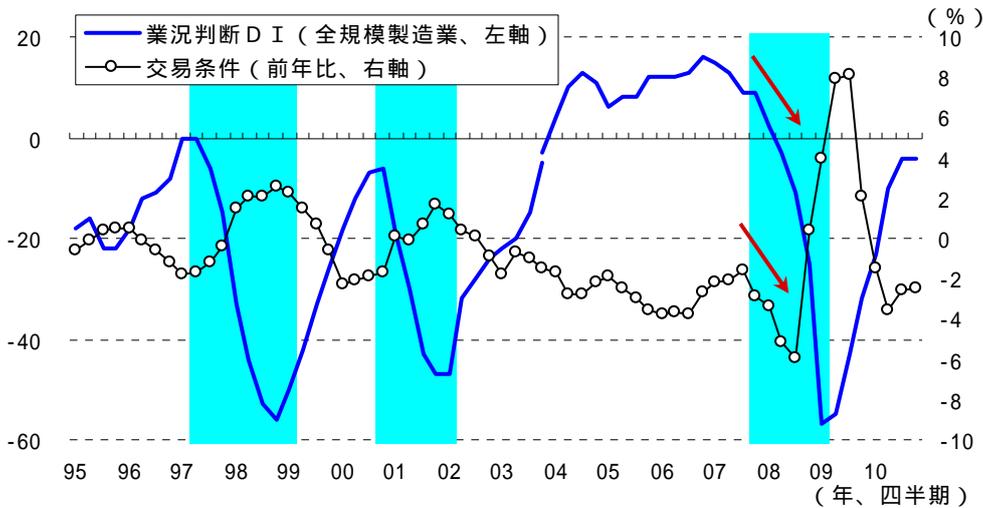
企業がコスト上昇分を販売価格に十分に転嫁できない場合、限界利益率（粗利率）の低下を通じて企業利益は減少する。製造業においては、この限界利益率に先駆けて変動するのが交易条件（輸出価格÷輸入価格）である。交易条件は2008年秋頃までは一方的な悪化が続いていたが、その後は国際商品市況の急落を受けて好転し、企業利益が改善する一因となってきた（図表11）。しかし、足元の交易条件は国際商品市況の再上昇を受けて悪化に転じている。10～12月期の法人企業統計によれば、製造業の限界利益率は利益の押し下げ要因とはなっていないが、今後は低下に転じる可能性が高く、企業利益のマイナス要因として効いてくるであろう。さらに、製造業の生産コストの上昇は、消費者へのコスト転嫁が十分に行なえないことから、非製造業でも業績を圧迫する要因になっていく。

図表11. 交易条件と限界利益率（製造業）



ただし、企業利益は限界利益率要因だけで決定されるわけではない。過去の実績を見ると、むしろ企業業績が好調なタイミングでは交易条件が悪化しているケースが多い（図表12）。これは、景気が堅調な局面では投入コストが上昇して交易条件が悪化しやすいが、販売数量が伸びているため、販売価格を十分に引き上げなくても利益が確保できる、為替が円安になれば、輸入物価が上昇し交易条件が悪化するが、同時に円安は輸出を促す要因となるため、販売数量を確保できる、などが背景にあると考えられる。

図表 12. 交易条件の変化幅と業況判断D I の推移



なお、2008年には交易条件の悪化と企業業績の悪化が同時に生じた局面があった（図表12の部分）。これは、2008年夏にかけて国際商品市況が上昇し交易条件が悪化する中で、9月のリーマン・ショック直後から販売数量が急減したためである。もっとも、その後国際商品市況が急落したため交易条件が急改善し、企業利益の下支え要因となっている。

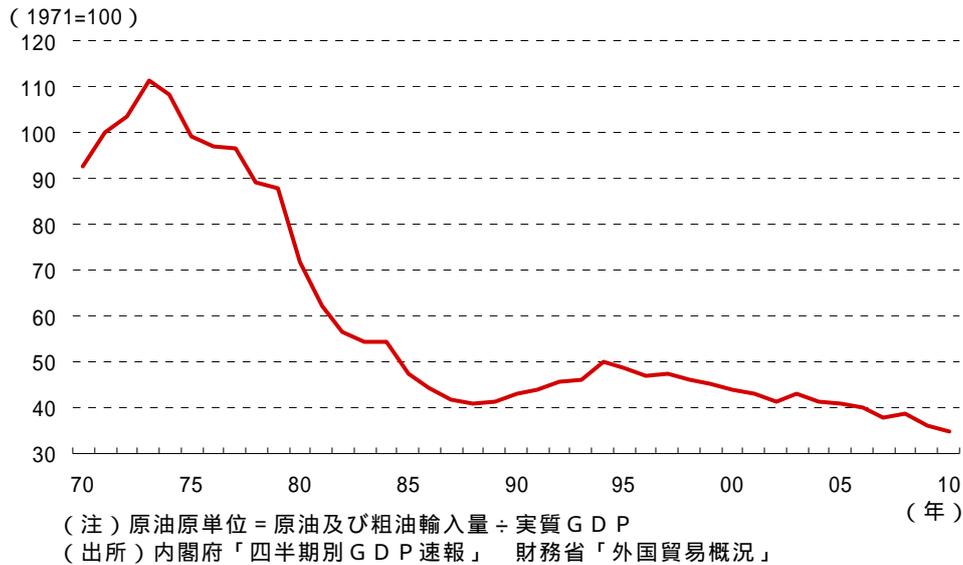
現時点での蓋然性は低いものの、仮に国際商品市況の上昇が続く中で、世界景気が悪化することになれば、交易条件の悪化と販売数量の減少が同時に生じ、企業業績が急速に悪化することになる。しかし、世界景気の悪化は国際商品市況の下落を促すことになるため、交易条件はその後は改善に転じ、企業業績の下支え要因になると予想される。

（４）マクロ経済における原油価格高騰への耐久力

ここまで、価格動向について考えてきたが、最後にマクロベースで考えた影響についてみてみよう。

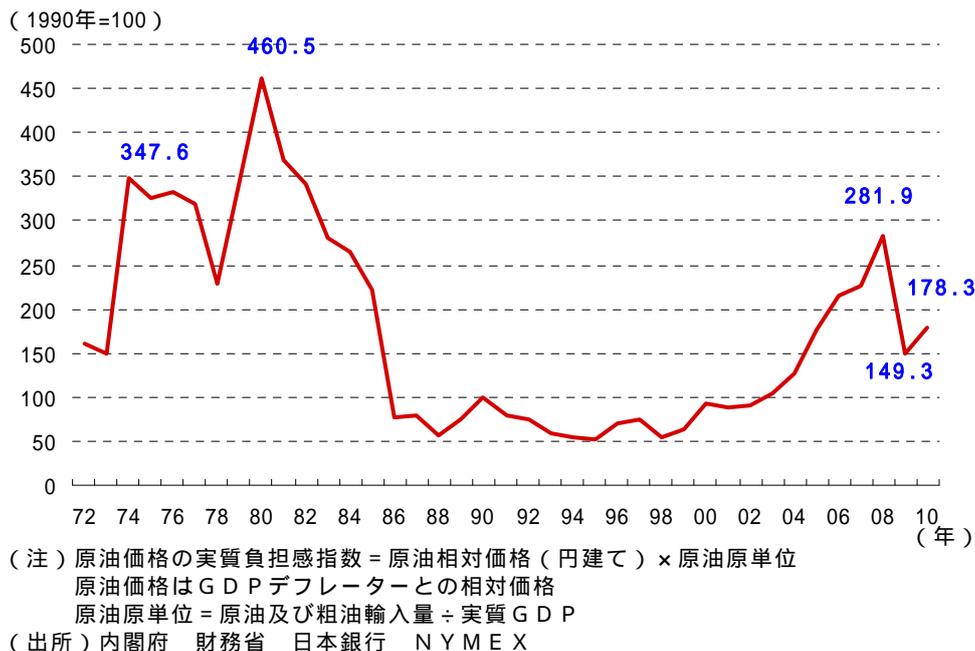
日本経済は省エネ化の努力や産業のサービス化の進展によって、徐々に原油などのエネルギーへの依存度を下げてきており、国際商品市況の上昇への耐久力も増している。実質GDPを生み出すためにどの程度の原油が投入されたかを示す原油原単位の推移をみると、2010年は過去最低水準を更新しており、一段と耐久力が強化されていることがわかる（図表13）。

図表 13 . 低下傾向が続く原油原単位



さらに、原油原単位の変化に相対的な物価変動と為替レートの変動も加味した原油価格の実質負担感指数を試算してみると、2010 年の実績は 2009 年よりも高まっているが、過去 2 回の石油危機や原油価格が過去最高値を更新した 2008 年の水準を依然として大きく下回っている（図表 14、15）。このため、原油をはじめとした各種の商品価格が、2010 年並みの水準で安定すれば、国際商品市況の上昇が日本のマクロ経済に与えるダメージは懸念されるほど大きくないと考えられる。

図表 14 . 原油価格の実質負担感指数の推移



図表 15 . 原油価格の実質負担感指数の一覧

	原油価格 (WTI) (ドル/バレル)	為替レート (円/ドル)	原油原単位 (1970年 = 100) (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 (第一次石油ショック)	10.37	292.08	108.2	347.6
1980年 (第二次石油ショック)	37.38	226.74	71.8	460.5
2008年	99.65	103.37	38.6	281.9
2008年4～6月期	123.98	104.51	36.8	326.0
2010年	79.53	87.78	35.0	178.3
2010年10～12月期	85.17	82.59	36.4	179.3
2011年2月末	96.97	83.91	36.4	207.4

(注) 2011年2月末は2010年10～12月の実績のうち、原油価格と為替レートだけを変更して試算
(出所) 内閣府 財務省 日本銀行 NYMEX

(5) 当面の物価動向の考え方～上昇圧力が高まるも伸びは小幅

以上みてきたように、国際商品市況の上昇が国内の物価に及ぼす影響については、円高の影響もあって、各商品の価格が現時点の水準にとどまれば、それほど深刻に考えることはなさそうである。

現在の商品市況の上昇は、世界景気の回復に伴う実需要因に加え、投機的な資金の流入や天候要因・地政学リスクといった短期的な供給要因によるものと考えられる。こうした要因は、投機的な資金流入の規制強化や天候の安定化が進めば、いずれは徐々に剥げ落ちていくと考えられ、今後の価格の上昇余地はあまり大きくないと予想される。各国で金融引き締めが実施され、実需要因による価格上昇も抑制されてくれば、新たな紛争・暴動、天候不順といった突発的な要因が生じない限り、世界的なインフレ圧力も次第に沈静化してくるであろう。

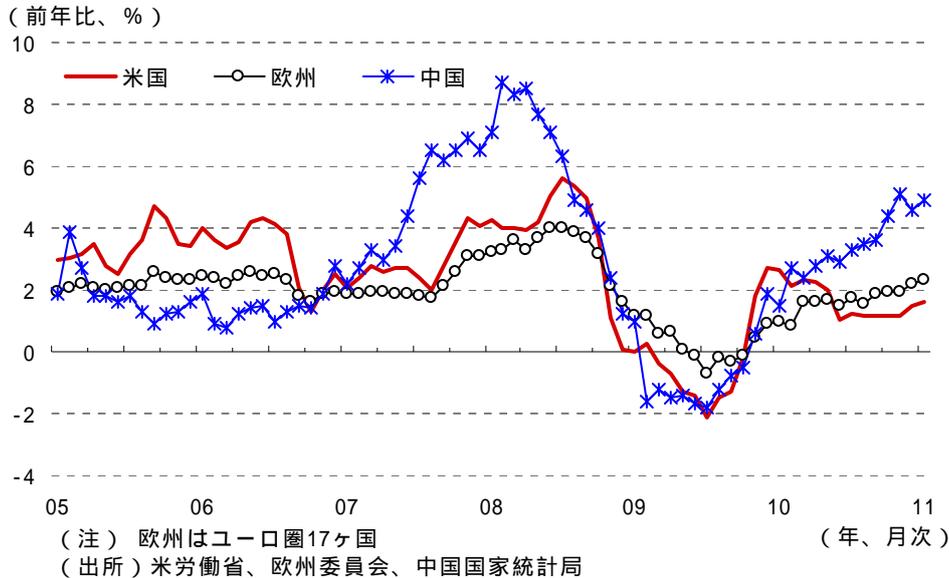
原油価格については、しばらくは高値圏での推移が続くと思われるが、2008年7月11日にWTIがつけた史上最高値147ドルにまで上昇する可能性は低いと考えられる。また、その他の商品価格についても、徐々に上昇に歯止めがかかってくるであろう。

しかし、海外では物価上昇圧力が増しつつあり、新興国を中心に金融引き締めが行なわれている(図表16)。その一方で、資源輸入国にとっては国際商品市況の急騰は経済にとって大きな打撃になりかねない。この結果、世界経済の回復テンポが鈍ったり、停滞の動きが広がってくれば、輸出の落ち込みを通じて日本の景気にもマイナスの影響が出てくると考えられる。

消費者物価指数(コア)については、高校授業料の押し下げ効果が4月以降は剥落し、たばこや傷害保険料の押し上げ効果が9月までは持続する。さらに、今後も電気代・ガス代といったエネルギー価格の引き上げや、食料価格の値上げが広まる可能性がある。この

ため、消費者物価指数（コア）がまもなく前年比プラスに転じるのは確実である。それでも、上昇幅は小幅にとどまる可能性が高い。労働コストが安定していることに加え、企業が販売価格を引き上げることが引続き難しいためである。

図表 16．主要各国の消費者物価指数の推移



(小林 真一郎)

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の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、当社までご連絡下さい。