

調査レポート

日本経済ウォッチ(2014年12月号)

【目次】

1. 今月のグラフ..... p.1
～持ち直す輸出依存度とその背景にあるもの
2. 景気概況..... p.2
～景気は下げ止まっており、持ち直しの動きがみられる
3. 今月のトピック:デフレ脱却後の物価動向～緩やかな上昇にとどまる見込み
..... p.3～12
 - (1)最近の物価動向～すでにデフレから脱却
 - (2)円安と原油価格の物価への影響～合算すると物価下落要因
 - (3)今後の消費者物価の見通し～伸び率は鈍化するがプラス基調を維持

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 主任研究員 小林 真一郎

〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2

TEL: 03-6733-1070

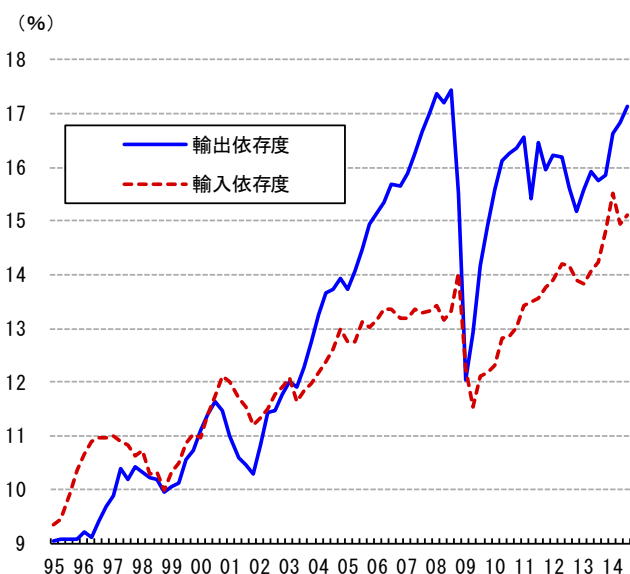
1. 今月のグラフ ～持ち直す輸出依存度とその背景にあるもの

円安が進む一方で、輸出数量の伸び悩みが指摘されている。この背景には、製造業が生産拠点を海外に移転した結果、輸出が増加しづらくなっているという構造的な要因があるとされている。このため、輸出が国内景気の押し上げにあまり寄与していないかのように思えるが、輸出依存度（実質GDPに占める実質輸出の割合）の推移をみると、最近では過去最高であった2007～2008年の水準に近づきつつある（図表1）。輸出は、実質GDPベースでみると、意外と景気の押し上げに貢献しているようだ。なお、輸入依存度は、生産拠点の海外移転などともなって着実に上昇しており、足元ではほぼ過去最高水準にある。

輸出依存度の上昇には2つの理由がある。ひとつは、輸出のうち財貨が増加しているためである。財貨の推移をみると、2012年10～12月期をボトムに増加基調にあり、直近の2014年7～9月期には2008年以来の水準まで改善している（図表2）。こうした動きは、輸出数量での増加は限られているものの、生産拠点が国内に残された付加価値の高い製品のシェアが高まっているためと考えることができる。

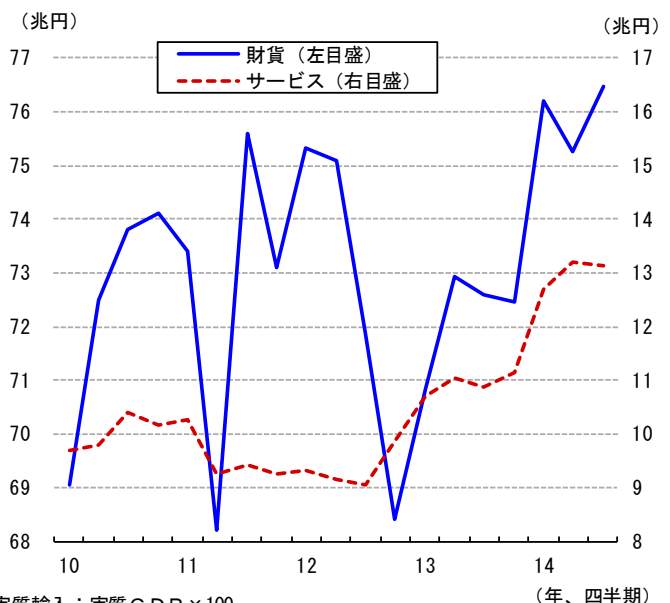
もうひとつの理由が、輸出のうちサービスが順調に増加しているためである。サービス輸出とは、外国人入国者の日本国内での消費額や日本の運輸会社の利用料、知的財産権等使用料の受取などが含まれるが、国際収支統計から判断すると、最近の増加は観光関連サービス（旅行収支および旅客輸送の受取）の増加の寄与が大きいと考えられる。サービス輸出は、最近の円安によってさらに増加していく可能性があり、高付加価値化要因とともに、輸出の増加を促す要因として期待される。（小林 真一郎）

図表1 輸出依存と輸入依存度



(注1) 輸出依存度=実質輸出÷実質GDP×100、輸入依存度=実質輸入÷実質GDP×100
 (注2) 季節調整値
 (出所) 内閣府「国民経済計算年報」

図表2 輸出内訳（財貨、サービス）



(年、四半期)

2. 景気概況～景気は下げ止まっており、持ち直しの動きがみられる

消費税率引き上げ後、景気は弱含んでいたが、足元ではすでに下げ止まっており、一部には持ち直しの動きがみられるようになっている。

明るい材料の第一が、輸出の増加である。11月の輸出は、実質輸出、輸出数量指数ともに前月比でマイナスとなったが、2カ月連続でプラスとなった後であり、水準は高い状態を維持している。米国を中心に海外経済が持ち直し、円安がさらに進んでいることから輸出環境の好転が続いており、今後も輸出は持ち直しが続くと期待される。

設備投資も、7～9月期の実質GDPでは2四半期連続して前期比で減少したものの、先行する機械受注（船舶・電力を除く民需）が、9月まで4ヶ月連続で増加しており（10月は前月比-6.4%と5カ月ぶりに減少）、今後は持ち直しが期待できる。

鉱工業生産指数も8月を底に持ち直してきている。10月確報値は前月比+0.4%と小幅の上昇にとどまったが、製造業生産予測指数は11月、12月とも前月比で増加が見込まれており（それぞれ前月比で+2.3%、+0.4%）、10～12月期には3四半期ぶりに前期比でプラスに転じると予想される。駆け込み需要の反動減が一巡しつつあることに加え、輸出が増加し、設備投資が緩やかに持ち直していることが背景にある。

さらに、賃金の上昇が定着化してきた。10月の一人当たりの現金給与総額（確報値）は前年比+0.2%と8カ月連続でプラスとなり、所定内給与も同+0.1%と緩やかな増加基調にある。厚生労働省が発表した今年の夏のボーナスの支給実績も、前年比+3.1%と大きく増加した。10月の賃金が実質では同-3.0%と依然として大幅なマイナスの状態にあるとはいえ、冬のボーナスも夏に近い伸びが期待され、所得環境の悪化も和らぎつつある。また、10月の完全失業率は3.5%と低水準にあり、同月の有効求人倍率も1.10倍と高水準にあるなど、雇用情勢も良好な状態にある。こうした雇用・所得情勢を受けて、個人消費も緩やかに持ち直しつつある。10月の家計調査の2人以上世帯の実質消費支出は、前月比+1.3%と2カ月連続でプラスとなった。

10月の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の前年比の伸び率が、エネルギー価格の下落などを背景に、前年比-2.9%（増税の影響を除くと同+0.9%）まで縮小してきた。足元で円安が進んでいる一方で、原油価格の下落が続いており、エネルギー価格はさらに下落する可能性がある。物価圧力の後退は、実質賃金の落ち込み幅を縮小させる要因であり、個人消費にとってはプラス材料となろう。また、原油安はコスト負担の減少により企業の利益を押し上げる要因となるほか、円安が輸入企業の利益を押し上げるため、企業業績は順調に改善すると予想される。

以上のように、足元の景気は徐々に明るい材料が増えてきており、今後は持ち直しの足取りがしっかりしてくると期待される。

（小林 真一郎）

3. 今月のトピック：デフレ脱却後の物価動向～緩やかな上昇にとどまる見込み

10月31日に日本銀行が追加緩和を実施した。緩和に踏み切った理由として日本銀行は、「目標とする消費者物価の伸び率が鈍化しており、このまま放置すればこれまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクがある。このため、リスクの顕現化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持することが必要であると判断した」と説明している。

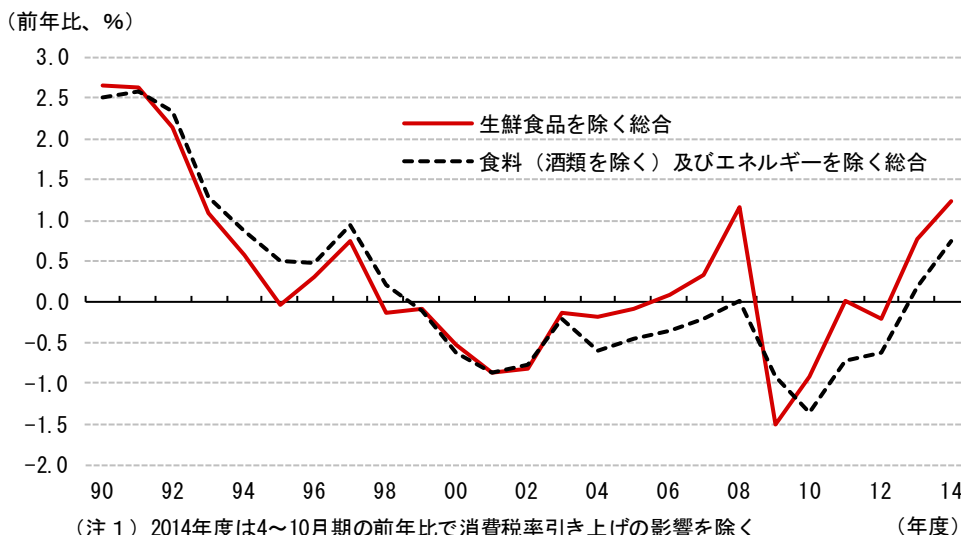
今回の追加緩和の効果も含め、今後、物価の上昇率は高まっていき、日本銀行の目標値に近づいていくのだろうか。それとも、物価の上昇にも限界があるのだろうか。今回は当面の物価動向について検討した。なお、本稿での物価上昇率の数字は、断りがない限り、いずれも消費税率引き上げの影響を除去してある。

(1) 最近の物価動向～すでにデフレから脱却

1990年代半ば以降、2008年にかけての原油価格急騰時を除けば、消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は前年比マイナスもしくはマイナスに近い状態にあった（図表1）。しかし、2013年度には前年比でプラスに転じ、2014年度に入っても、消費税率引き上げの影響を除いてプラスを維持している。しかも、2008年時に前年比でプラスにならなかった食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合も、2013年度にはプラスに転じている。

消費者物価指数の財とサービスの内訳をみると、財だけでなく、サービスの伸び率も消費税率の影響を除いたベースでみて前年比プラスで推移しており、幅広い分野において物価が上昇していることがわかる（図表2）。このため、消費者物価においては、前年比でのプラス推移が定着したと考えられ、デフレからは脱却したとみられる。

図表1. 消費者物価の長期的な推移

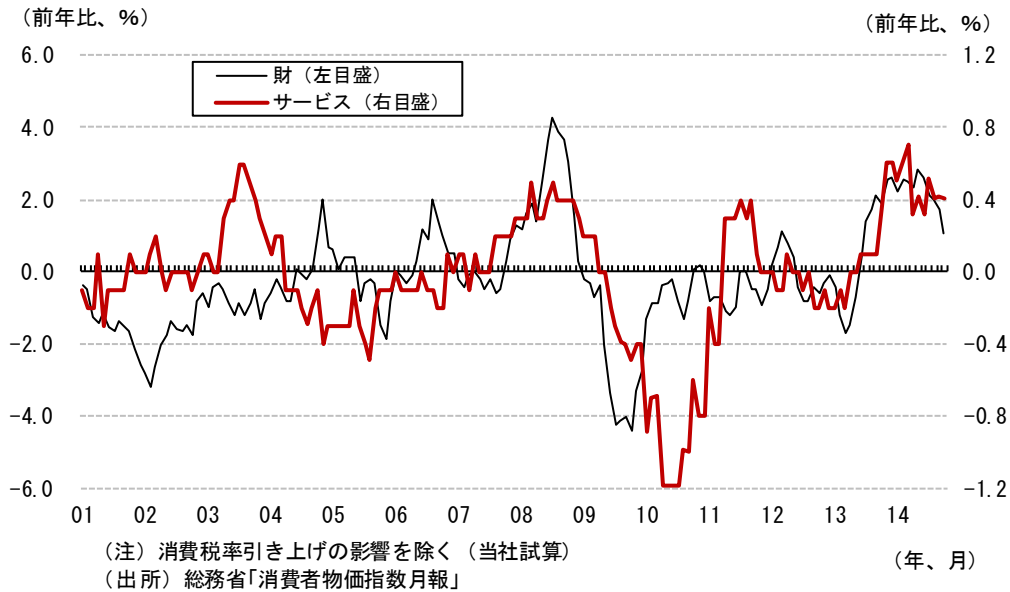


(注1) 2014年度は4～10月期の前年比で消費税率引き上げの影響を除く

(注2) 97年度は消費税率引き上げの影響を除く

(出所) 総務省「消費者物価指数月報」

図表2. 消費者物価指数の財、サービス価格の推移

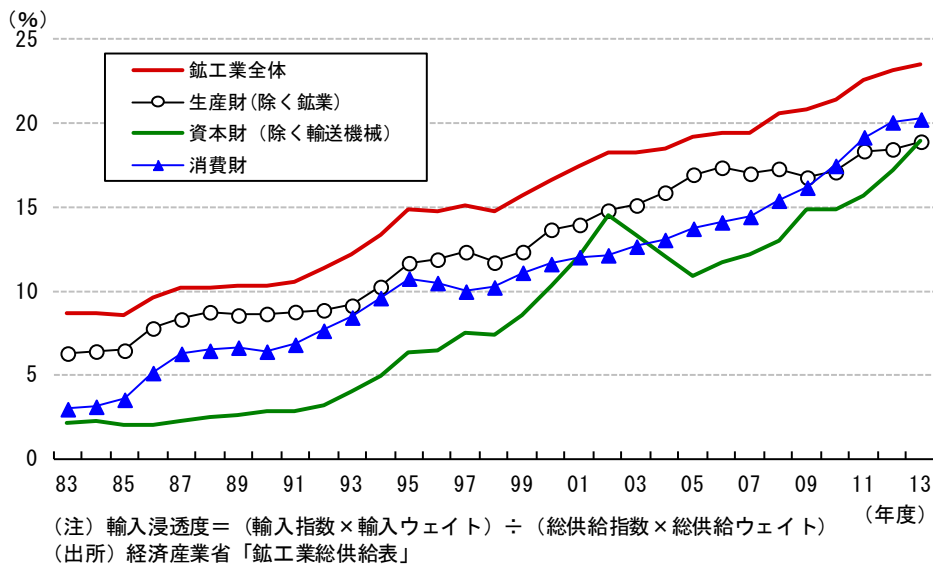


(2) 円安と原油価格の物価への影響～合算すると物価下落要因

今後の物価動向に大きな影響を及ぼすと考えられるのが、円安と原油をはじめとした国際商品市況の下落である。国内の出荷のうち輸入品の占める割合を示す輸入浸透度をみると、貿易自由化や製造業の生産拠点の海外移転の動きを反映して上昇傾向が続いており、日本はより輸入物価の影響を受けやすい産業構造になっている (図表3)。

円安は輸入物価の上昇を通じて国内物価の押し上げ要因となる一方、原油安はエネルギー価格の下落を通じて国内物価にとって押し下げ要因となる。この相反する2つの要因は、実際の物価に対してどのように寄与すると考えられるのだろうか。

図表3. 輸入浸透度の推移

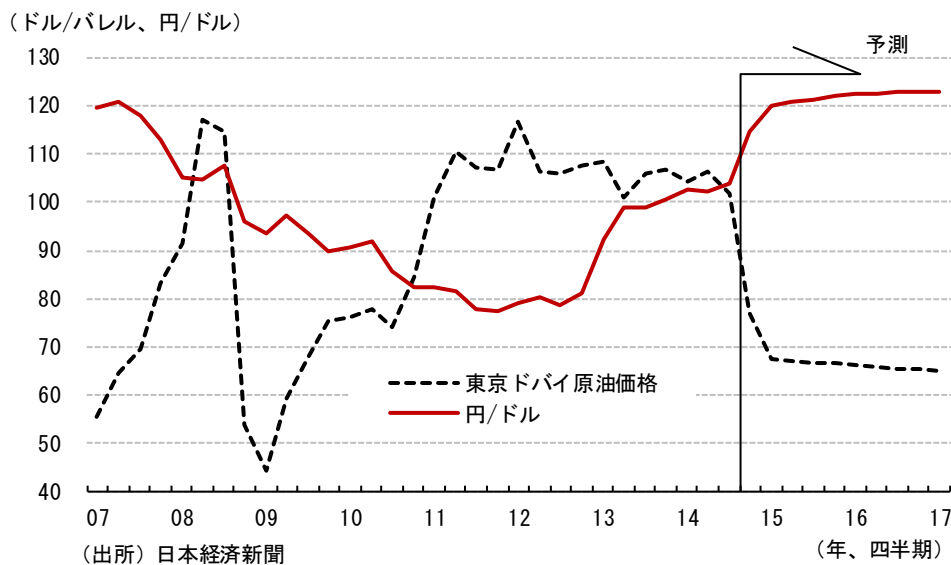


まず、為替レートについては、今後も円が対ドルで売られやすい状況が続くであろう（図表4）。米国では金融引き締めタイミングを探る段階にあるが、日本では日銀の量的・質的金融緩和がしばらく維持されると見込まれ、追加の緩和の可能性すらある。国際的な金融市場の動揺などの局面では、円に資金が流入し、一時的に円高に振れることもあるだろうが、基本的には円安傾向が続くと予想される。

原油価格についても、しばらくは下落傾向が続くと予想される。原油価格の下落の背景には、ウクライナ情勢の混乱やイスラム国の勢力拡大といった地政学リスクが一段落したことや、米国のシェールオイルをはじめ各国の供給能力が拡大したことがあり、こうした状況はすぐには変化しそうにない。原油価格下落が資源国の景気を悪化させ、それが資源輸入国にも波及するとの見方が強まれば、需要の減退観測によって、短期的にはさらに落ち込む可能性もある。

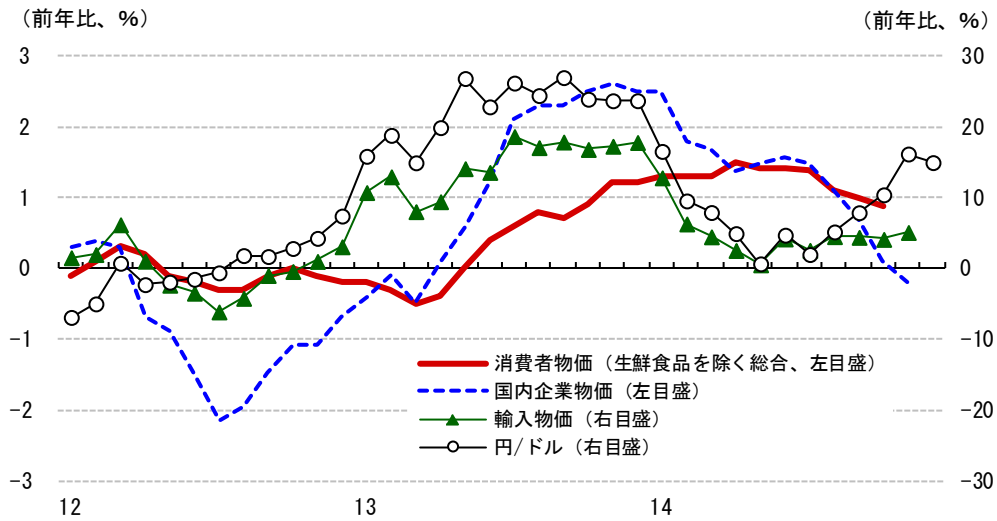
このように、為替レート、原油価格とも、振幅を伴いながらもしばらくは落ち着きどころを探る展開となりそうであり、いずれ両者とも低位で安定すると予想される。

図表4. 為替相場と原油価格の見通し



こうした為替レートや資源価格の値動きは、タイムラグをもって輸入物価に波及し、さらに川下の国内物価に浸透していく。最近の動きをみると、11月の国内企業物価指数は、消費税率を除いたベースでは前年比-0.2%と2013年3月以来のマイナスに転じた(図表5)。2012年秋以降に進展した円安の影響が一巡し、輸入物価指数の伸び率が急縮小しているが、その影響が徐々に波及してきたためである(輸入物価指数は2013年7月の前年比+18.6%をピークに2014年5月には同+0.6%まで低下した。ただし、足元の円安を受けて11月に同+5.1%まで拡大している)。また、消費者物価指数も、後で詳しく述べるが、同様の理由で2014年4月をピークに伸び率は鈍化している。

図表5. 円安・輸入物価上昇の影響は一巡しつつある



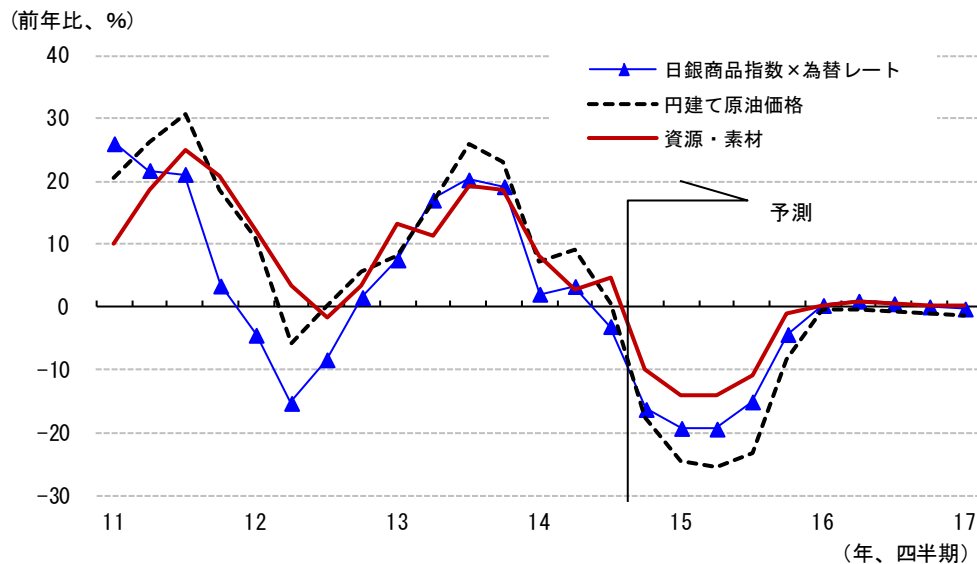
(注1) 2014年12月の円/ドルは12/18までの平均
(注2) 国内企業物価は消費税を除く
(出所) 日本銀行「企業物価指数」、総務省「消費者物価指数月報」、日本銀行ホームページ

(年、月)

このように、為替レートと原油価格の国内の物価に対する影響については、輸入物価指数を通じて浸透していくことになるため、その動向を予想することが重要である。そこで、輸入物価指数を、国際商品市況の影響を強く受ける資源価格、素材製品といった「資源・素材」と、為替レートの影響を受けやすい工業用部品や完成品など「製品等」とに分けて、先行きの動向を考えて行こう。

「資源・素材」は、業種別では食料、石油・石炭・天然ガス、化学製品に分類されるものであり、輸入物価指数に占めるシェアは46.45%である。この「資源・素材」の価格は、円建ての原油価格や国際商品指数の動きに若干遅れて変動するという特徴がある（図表6）。

図表6. 円建て資源価格と資材・素材価格の推移



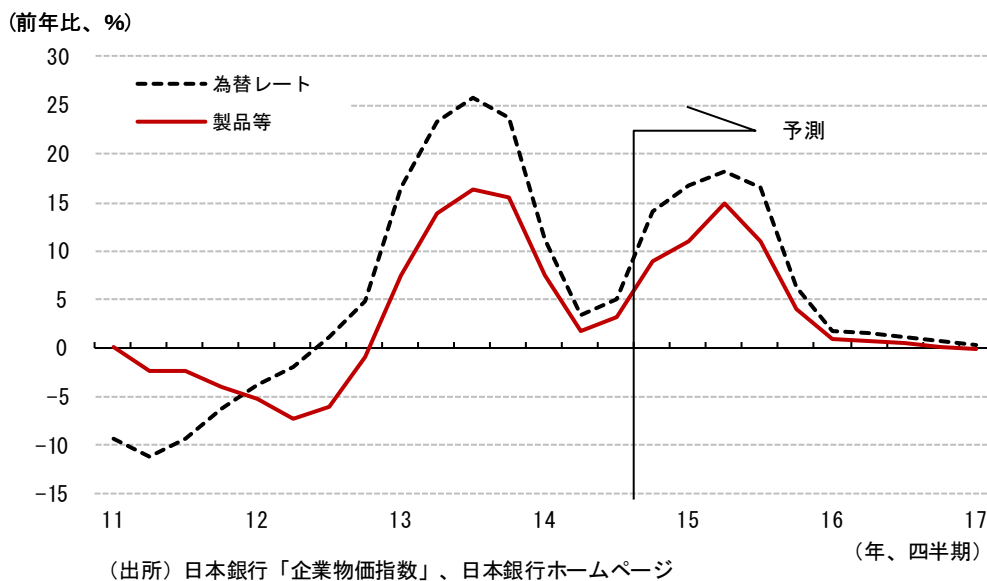
(出所) 日本銀行「企業物価指数」、日本銀行ホームページ

最近の円建て原油価格の動きをみると、原油価格の下落幅の方が円の下落幅よりも大きいいため、下落基調にある。図表4の見通しの数字を使用して円建て原油価格を計算すると、2015年中は前年比でのマイナス推移が続く見込みであり、「資源・素材」も輸入物価指数を押し下げる要因として寄与すると予想される。

一方、「製品等」は為替レートの変動の影響を受けやすい業種の製品であり、具体的には繊維品、金属・同製品、木材・同製品、一般機械、電機・電子機器、輸送用機器などの業種が該当し、輸入物価指数に占めるシェアは53.55%である。

「製品等」の価格は、2012年秋以降の円安局面において大きく上昇した後、円安の一巡とともにいったんは伸び率も鈍化していた（図表7）。しかし、円安に連動して最近は伸び率が再拡大しつつある。図表4の見通し通りに為替レートが推移すれば、2015年中は価格上昇圧力が強まり、輸入物価指数を押し上げる要因となると見込まれる。

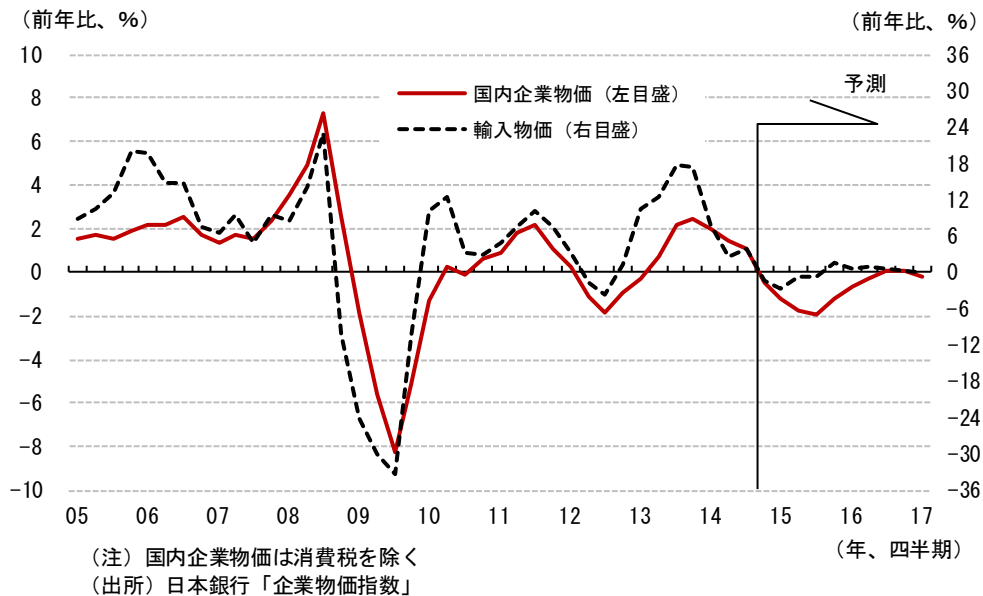
図表7. 円建て資源価格と製品等の価格の推移



このように、シェアもほぼ同じである2つの相反する物価変動要因が併存する中、輸入物価指数全体では、2014年中に前年比でマイナスに転じ、2015年中にはさらにマイナス幅が拡大していくと予想される（図表8）。

こうした輸入物価指数の動向は、すでに指摘したように川下の国内企業物価指数に影響を与える（図表5）。今後も、国内企業物価指数は輸入物価指数に連動すると考えられ、前年比のマイナス幅が拡大していくであろう。ただし、輸入物価指数の下落も2015年中には一巡する見込みであるため、国内企業物価指数についても2016年になると落ち込みは一服すると考えられる。

図表 8. 輸入物価と国内企業物価の予測



(3) 今後の消費者物価の見通し～伸び率は鈍化するがプラス基調を維持

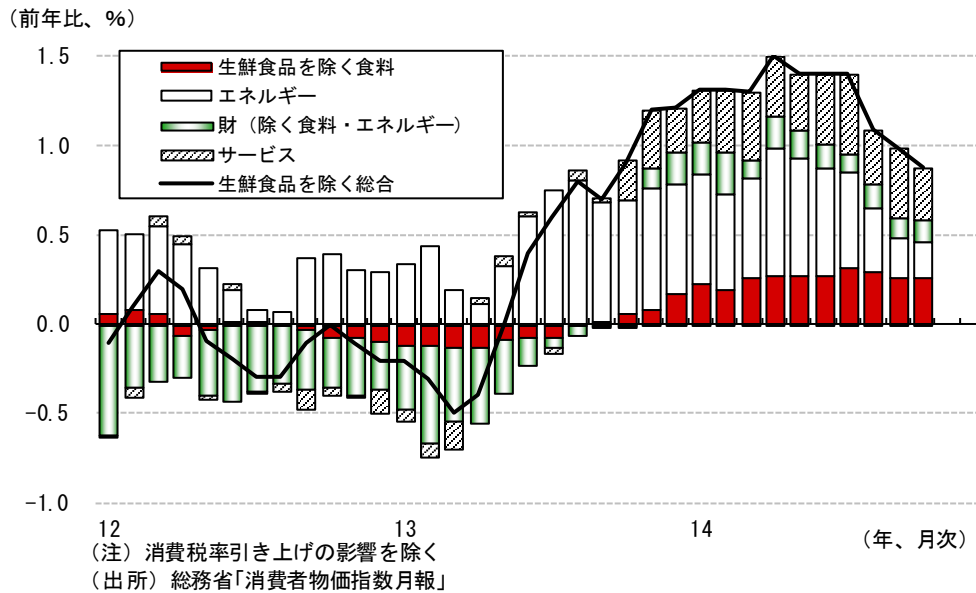
以上の輸入物価指数、国内企業物価紙数の動向を踏まえたうえで、最も川下に位置する消費者物価指数の動きを考えて行こう。

最近の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の前年比の伸び率は、2013 年半ばにプラスに転じた後、プラス幅が徐々に拡大した（図表 9）。しかし、2014 年 4 月の同+1.5%（消費税率引き上げの影響を除く、以下同様）をピークにプラス幅は縮小傾向にあり、10 月には同+0.9%まで低下した。この間の前年比の伸び率に対する寄与度の内訳をみると、上昇幅が拡大し、その後に縮小した主因は、エネルギー価格であったことがわかる。

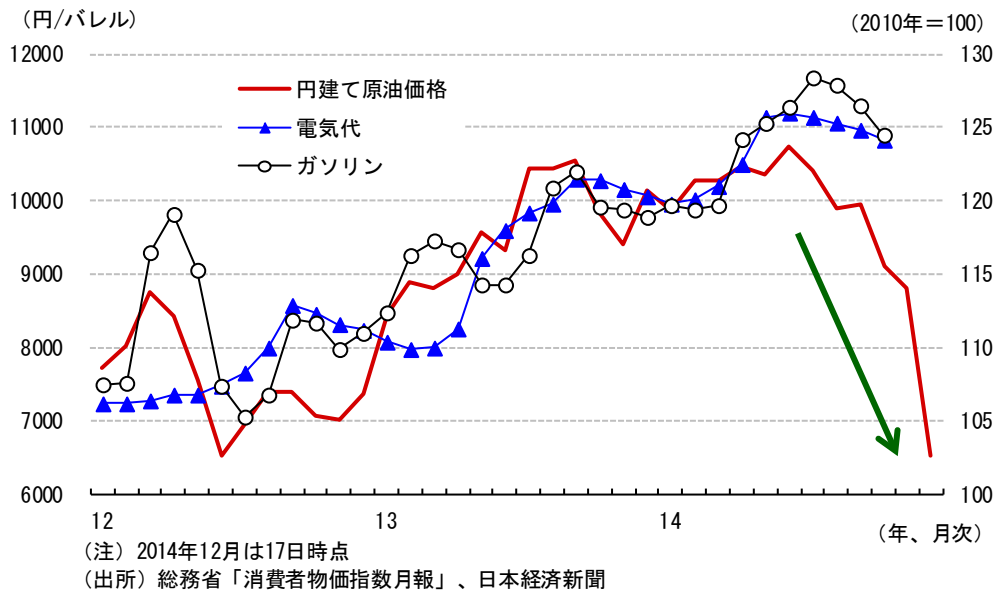
このように、短期的な物価動向は、それが川下の消費者物価指数であっても、為替レート、原油などの国際商品市況の動向や、これらに連動する電力料金、ガソリンなどのエネルギー価格の変動の影響を受けやすい。これは、為替レート、国際商品市況およびエネルギー価格の短期的な振れ幅が大きいことや、図表 3 でみたとおり輸入浸透度が上昇していることが影響していると考えられる。

すでに述べたように円建ての原油価格は足元で大幅に下落している（図表 10）。このため、消費者物価指数におけるエネルギー価格は、10 月時点で前年比+4.9%とプラスを維持しているが、2015 年春ごろにはマイナスに転じ、消費者物価指数全体を押し下げる要因となると見込まれる。

図表 9. 消費者物価指数の伸び率に対する寄与度の内訳

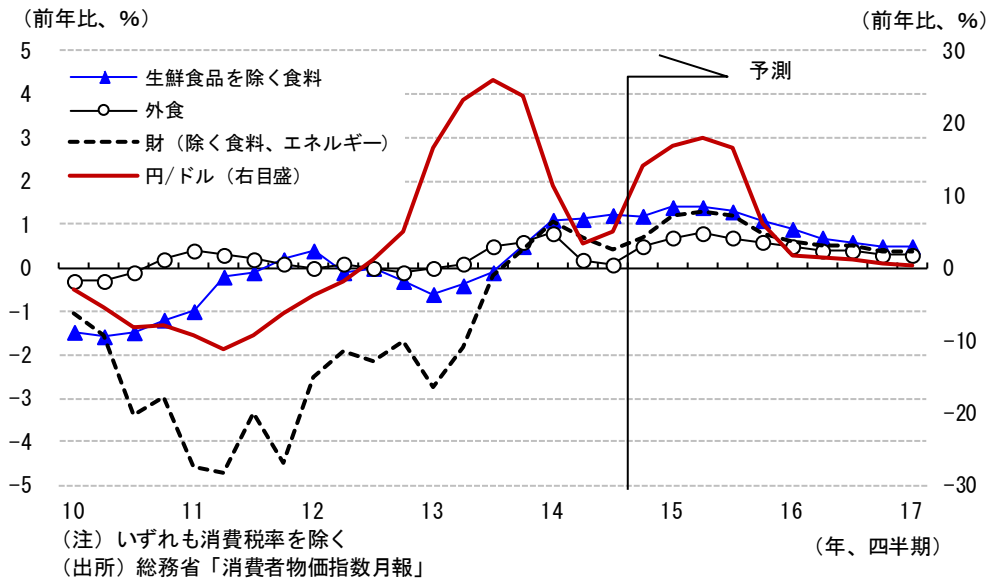


図表 10. 円建て原油価格とエネルギー価格



食料も、肉類、穀物などを筆頭に輸入への依存度が高く、円安により価格上昇圧力がかかりやすい。もっとも、国内で生産・加工しているものもあることや、即座に販売価格に転嫁しづらいため、エネルギー価格ほど振幅は激しくない。それでも2012年秋以降の円安の影響で徐々に価格転嫁が浸透しつつあり、伸び率が拡大している(図表11)。今後も円安を反映して伸び率は高まりやすく、2015年中は消費者物価指数の押し上げ要因として効き続けよう。2016年には円安も一巡してくるが、タイムラグをおいて販売価格に転嫁する動きが続くため、前年比でのプラスは維持される見込みである。なお、最近の小麦やトウモロコシなどの穀類の国際商品市況が軟調で推移していることは、食料価格の上昇の抑制要因となるであろう。

図表 11. 食料、財（除く食料・エネルギー）価格の予測



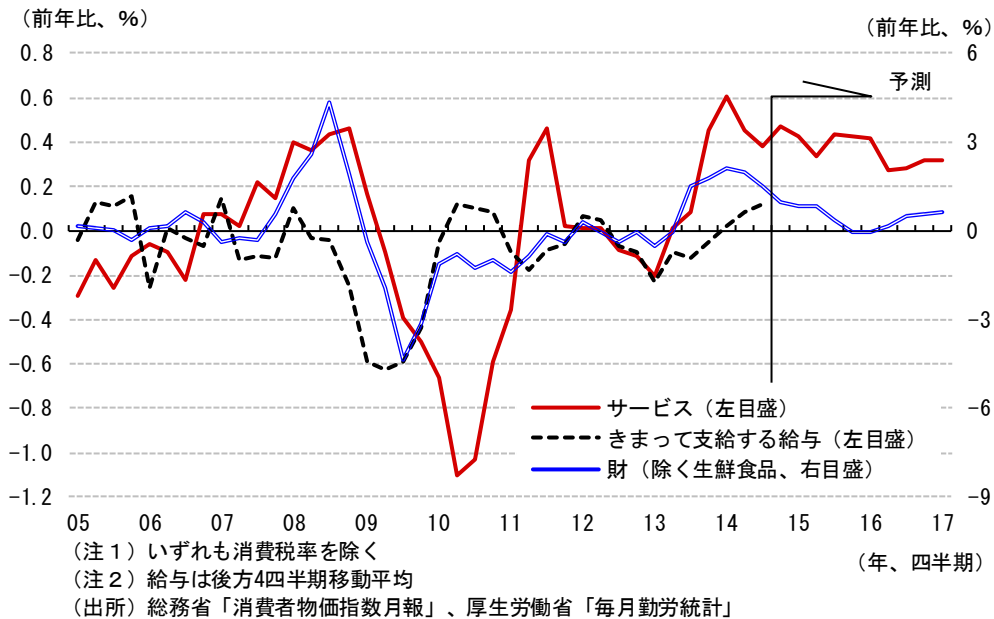
なお、外食はサービスに分類される項目ではあるが、為替レートによって輸入食材価格が変動するため、食料と似た動きをしており、今後も緩やかな上昇基調が維持されると考えられる。

財のうち食料とエネルギーを除いた部分の価格も、為替レートの変動を受けやすくなっている。シェアの大きなものとしては、被服・履物、家電製品・家具などの家庭用耐久財、日用雑貨・消耗品、自動車、医薬品・化粧品、テレビ・パソコンなどの教養娯楽耐久財などであり、自動車や医薬品・化粧品を除けば、いずれも輸入浸透度が高まっている製品である。この財（除く食料、エネルギー）の価格は、2012年秋までの円高の影響により前年比で大幅なマイナスとなっていたが、円安に転じた影響を受けて、2013年半ば以降はプラス圏内で推移している（図表 11）。輸入価格の上昇が直接的に販売価格の上昇につながるわけではないが、川上に位置する国内企業物価の「製品等」が上昇していくことから判断すると（図表 7）、タイムラグを置いて川下の物価上昇圧力も維持されると思われる、今後も前年比プラスでの推移が続こう。

サービス価格は、2013年春に財（除く生鮮食料）とほぼ同じタイミングで前年比プラスに転じた後は、プラスの伸びを維持している（図表 12）。エネルギーや食料価格の上昇に伴って宿泊料、旅行代金、交通費などに上昇圧力がかかっているほか、人手不足や人件費の上昇を反映して個人向けサービスでも価格上昇の動きがみられる。

エネルギー価格の下落といったコスト削減要因はあるものの、財全体では今後も価格上昇が続くと考えられるほか、雇用情勢がタイトな状態にあることを背景に今後も人件費の上昇が今後も続くと予想され、サービス価格は同程度の伸びを続けて行くと考えられる。

図表 12. サービス価格の予測



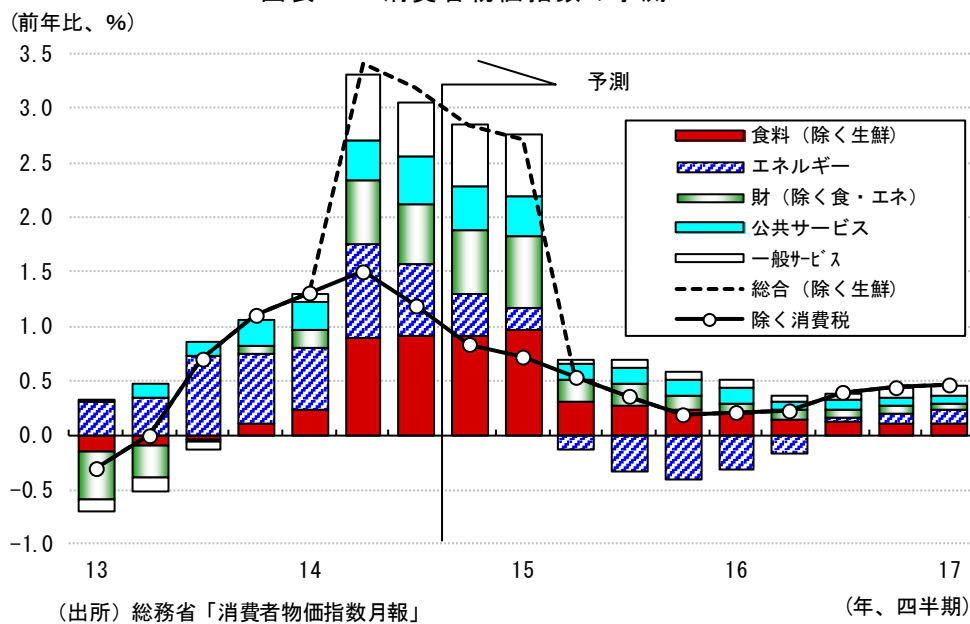
以上のエネルギー、食料、財（除く食料、エネルギー）、サービスの動きをまとめると、今後の消費者物価指数は図表 13 のとおり、前年比での伸び率は徐々に鈍化していくと予想される。伸びが鈍化する最大の原因はエネルギー価格の下落である。ただし、食料、財（除く食料、エネルギー）の価格が円安の影響で前年比プラスを続けること、エネルギーを除いた財の価格上昇や人件費の上昇によってサービス価格も前年比プラスを維持することから、消費者物価指数が再び前年比でマイナスに陥ることはなさそうである。デフレから脱却した状態にあると最初に指摘したが、同時に、再びデフレの状態に戻ってしまうリスクも小さいであろう。それでも、今後の景気の回復力が緩やかであることから判断すると、需要の強さを背景とした物価の上昇圧力は高まりづらく、前年比の伸び率が再び 1% を越えることは当分の間、難しい。

消費者物価指数の伸び率が低位で安定して推移すれば、2014 年度中に実質賃金を押し下げた要因がかなり薄らぐことになり、所得環境にとって好材料である。日本銀行のターゲットの達成が遠のくことにはなるが、むしろ個人消費にとっては好ましい結果となりそうだ。2015 年の春闘の行方にもよるが、物価が低位で安定することによって実質賃金が増加基調に転じ、これが個人消費の増加を促すことにつながれば、やがて需給バランスもタイト化し、物価の上昇につながっていくであろう。円安やエネルギー価格の上昇を主因とした物価の上昇は、物価の押し上げに短期的に寄与するものの、その効果はいずれ一巡する。そればかりが、一時的に物価が上昇することで需要を減退させ、その後の物価上昇圧力を弱めてしまう可能性もある。その意味では、日本銀行のインフレターゲットが 2 年間という短い期間のうちに達成できないことが、長い目で見れば、物価を緩やかに上昇させていく（デフレから着実に脱却させる）ことにつながるとも考えられる。

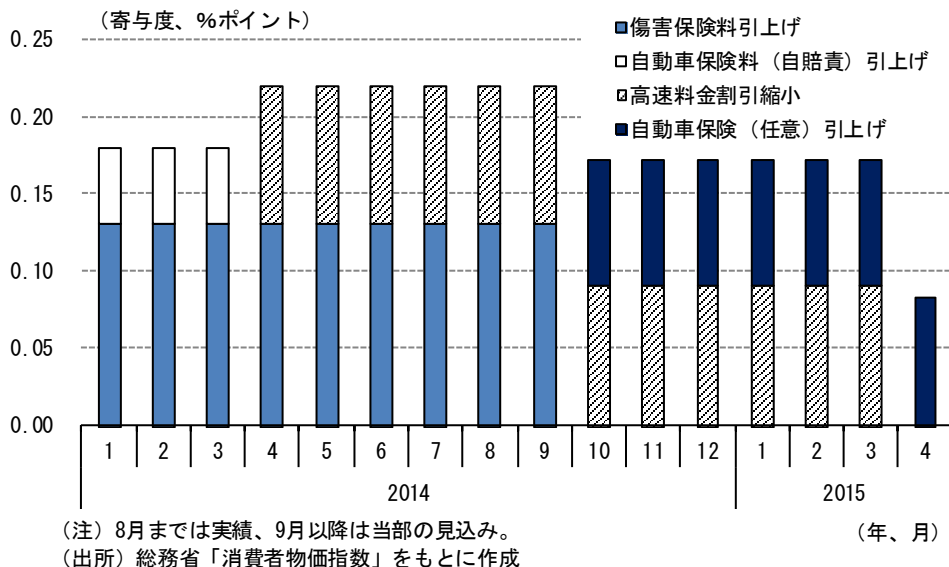
なお、サービス価格については、需給動向とは無関係に、制度変更などによる押し上げ要因がいくつかあるが、ケースによっては前年比の寄与度が+0.1%ポイントを超えるものもある（図表 14）。2014 年 10 月には傷害保険料の値上げの影響が一巡したほか、2015 年 4 月には高速料金割引縮小の影響が剥落するため、物価にとっては押し上げ要因が剥落することになる（総合の前年比寄与度は+0.09%ポイント）。さらに、2015 年 10 月には自動車保険料（任意）による押し上げ要因が剥落する予定である（同寄与度は+0.08%ポイント）。

（小林 真一郎）

図表 13. 消費者物価指数の予測



図表 14. 特殊要因による消費者物価指数の押し上げ寄与度



－ ご利用に際して －

- 本資料は、信頼できると思わ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。