

みずほ日本経済インサイト

Japan

2008/06/18

みずほ総合研究所 経済調査部
シニアエコノミスト 泰松 真也(03-3591-1197)
shinya.yasumatsu@mizuho-ri.co.jp

今回の交易条件悪化局面の特徴と経済への影響について
～ 過去のオイルショックとの比較から ～

【 要旨 】

- 交易条件悪化を背景に実質GDPと実質所得の乖離が拡大
 - 2008年1～3月期の交易利得前年差の対GDP比率は▲1.7%ポイントまで低下。実質GDPが前年比+1.3%の一方で実質GDIは▲0.5%など実質所得は前年割れ（本文中図表2）
 - 交易条件悪化は、鉱工業生産と企業の景況感の乖離にもつながる（本文中図表3）。数量ベース（実質GDP、生産）で捌けていても取引条件悪化により儲け（実質所得、企業収益）につなげていない
- 今回の交易条件悪化局面では、輸入デフレーターの上昇がGDPデフレーターの下下につながり、ホームメイドデフレ（国内要因に基づく物価下落）が生じている
 - 交易条件の悪化は、第1次オイルショック時にはホームメイドインフレの発生につながったが、第2次オイルショック時はGDPデフレーターの上昇はみられず。今回はGDPデフレーターが低下しており、ホームメイドデフレの様相（本文中図表8）
 - 2008年1～3月期のGDPデフレーターは前年比▲1.5%だったが、交易条件が悪化していなければ、GDPデフレーターの前年比+0.2%と推計（本文中図表6）
- 海外取引によって所得増は確保しているものの、交易条件の悪化が企業・家計間の所得分配で企業を不利化させて、企業の景況感の悪化につながる
 - 交易条件の悪化は価格転嫁が限定的な下では、単位労働コストの下落かユニットプロフィット（生産物一単位当たりの名目収益）の下落によって吸収。2004年以降、単位労働コストは下落幅縮小により交易条件を押し上げる方向に働いて、ユニットプロフィットの悪化を増幅（本文中図表10）
 - 交易条件悪化により所得がもっぱら企業から流出する一方、雇用情勢好転を背景に家計所得の増加傾向が続いた。これにより低下傾向にあった労働分配率は2006年に上昇に転じる（本文中図表12）
- 当面、企業所得の悪化により設備投資にマイナスの影響。その後は、価格転嫁の進展とともに家計の実質所得低下を通じた個人消費への下押しが懸念
 - 2007年度までの価格転嫁率は15%程度にとどまると試算される（本文中図表14）。先行き、転嫁率の上昇が不可避。仮に、価格転嫁率が50%に上昇すれば、国内物価は+2.1%上昇（本文中図表16）
 - 価格転嫁に対する企業の慎重姿勢が残っており、転嫁率が大幅に上昇する可能性は小さい。しかし、ある程度の物価上昇が進んで、家計消費を徐々に下押し
- 将来の交易条件改善局面では実質純輸出の悪化により、景気の持ち直しにつながらない可能性
 - 交易条件悪化の後に到来する交易条件の改善局面では、内需の持ち直しが期待される。もっとも、「内需と国内所得の好循環」はすぐには期待できず、景気持ち直しは従来同様に外需頼みに
 - ただし海外取引については、これまで、交易利得悪化の一方で実質純輸出増加といった「対照性」が顕著にみられたが、先行きの交易条件改善局面では、交易利得改善の一方で実質純輸出悪化といった逆のパターンの対照性が生じる可能性が高い
 - 交易条件改善局面入り後もすぐに外需には期待できず、景気は低調な展開が長引くことも予想される

実質GDPと実質所得が大きく乖離

鉱工業生産と企業景況感の乖離にもつながる

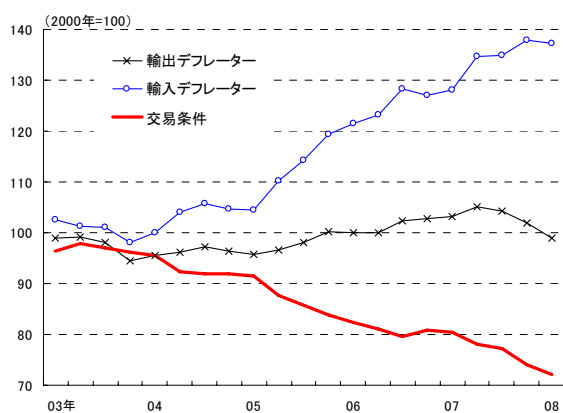
わが国の対外取引条件は、2004年頃から輸入デフレーターの上昇によって悪化傾向にある。また最近では原油高が一段と進んだことや、円高による輸出デフレーターの低下により、取引条件の悪化テンポが強まっている（図表1）。

取引条件悪化により海外への所得流出が拡大している。2008年1～3月期の取引利得前年差の対GDP比率は▲1.7%ポイントまで低下した。これにより、1～3月期は実質GDPが前年比+1.3%だったのに対して、実質GDIは同▲0.5%、実質GNIは同▲0.2%と実質所得ベースでは前年割れとなった¹（図表2）。

取引条件の悪化は、最近の鉱工業生産と製造業の景況感の乖離にもつながっている（図表3）。すなわち、実質GDPや鉱工業生産は数量ベースの概念であり、実質GDPは増加傾向、生産は増加から横ばい圏で推移している。しかし、取引条件悪化により取引条件が不利化しているため、数量ベースで捌けていても必ずしも儲けにつながっていない。このため、実質所得は減少しているほか企業収益悪化を通じて景況感悪化している。

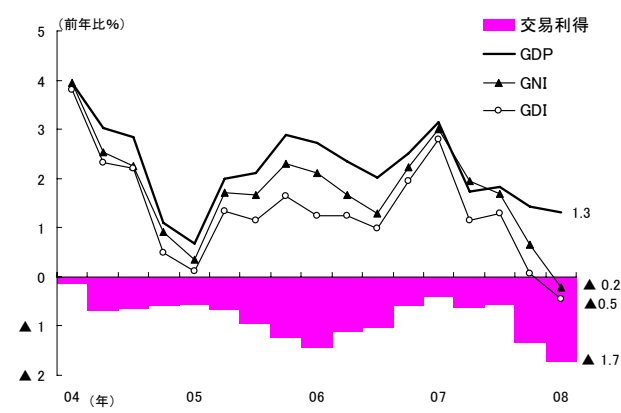
今後もこうした構図が続いて、実質GDPや鉱工業生産が輸出に支えられて底堅く推移する一方、価格面のマイナスの影響から実質所得の低下や企業収益の悪化などにより不況感は強まっていくとみられる。

【図表1 取引条件】



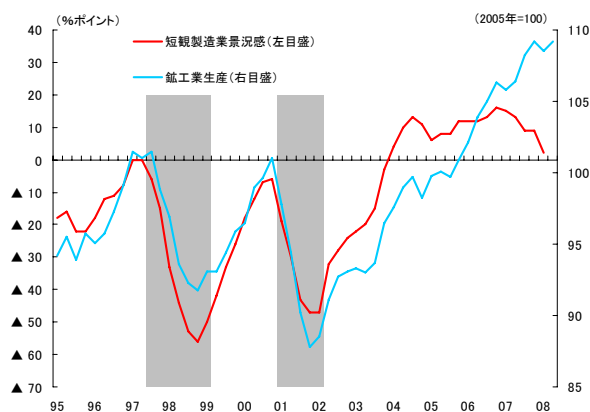
(資料) 内閣府「国民所得統計」

【図表2 実質GDP、GDI、GNI】



(資料) 内閣府「国民所得統計」

【図表3 鉱工業生産と製造業景況感】



(注) 生産の08年4～6月期は予測指数を用いて算出。

(資料) 日銀「短観」、経済産業省「鉱工業生産」

¹ 実質GDIの定義、考え方は、みずほ日本経済インサイト「取引条件悪化からみた日本経済」2008.2.6をご参照。

交易条件悪化下でも海外取引による所得増を確保

今回局面はホームメイドデフレにつながる

交易条件悪化について、過去2回のオイルショックと比較して、今回の特徴をみてみる。

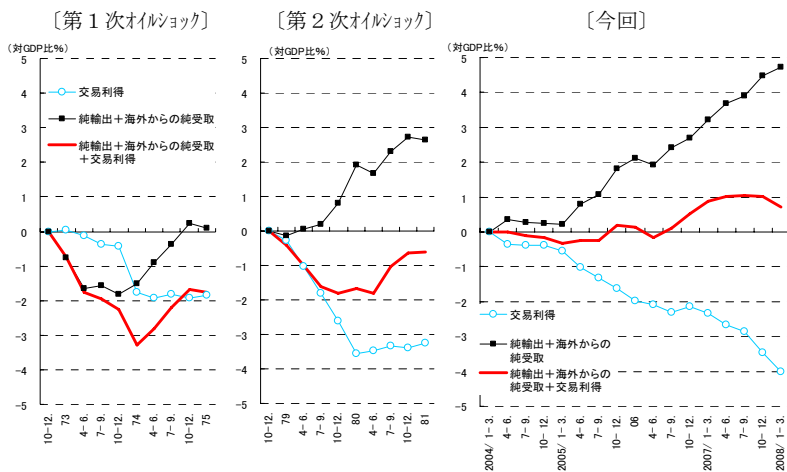
まず第1に、今回局面は交易利得が悪化している一方で、実質輸出や海外からの所得の純受取が拡大しており、海外取引によって国内所得が流出する事態にまではなっていない（図表4）。違いの背景には、オイルショック時の原油価格上昇がもっぱら供給側の要因により生じて、世界経済は大きく悪化した一方、今回は投機的な面がみられるにせよ原油価格上昇の根底には原油需給の逼迫があり、世界経済の拡大を伴っていることがある。

第2の特徴には、今回局面では交易条件の悪化がホームメイドデフレにつながっていることがある。すなわち、輸入デフレーターの上昇が「国内要因に基づく物価指標である」GDPデフレーターを押し下げている。

これについてやや詳しくみると、交易条件の悪化は、価格転嫁の状況によって内需デフレーターが上昇するか、GDPデフレーターが低下するかのいずれかにつながる²。仮に、価格転嫁が100%進めば内需デフレーターは相応に上昇するがGDPデフレーターは変化しない。一方、価格転嫁がまったく行われなければ、内需デフレーターは不変だが、控除項目である輸入デフレーターの上昇によりGDPデフレーターは低下する。

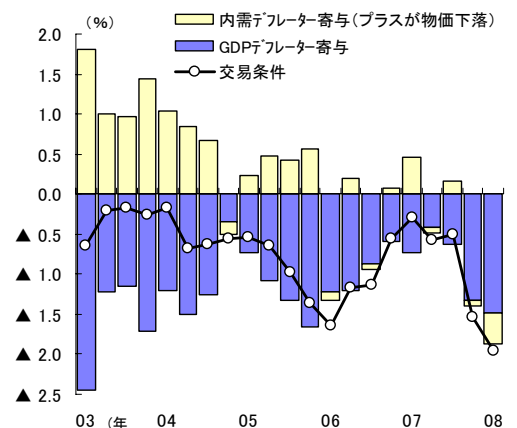
今回の交易条件悪化局面では、GDPデフレーターのマイナス幅が拡大する一方、内需デフレーターの上昇は小幅にとどまっている。企業による価格転嫁が進まず、交易条件の悪化がもっぱらGDPデフレーターの下落幅拡大によって賄われており、ホームメイドデフレの様相を呈している（図表5）。

【図表4 対外取引に伴う所得動向】



(注) オイルショック時の交易利得はみずほ総研の推計。
(資料) 内閣府「国民所得統計」

【図表5 交易条件悪化のデフレーターへの影響】



(注) 要因分解は以下による。
 $GDPデフレーター上昇率 = Wd \times 内需デフレーター上昇率 + We \times 輸出デフレーター上昇率 - Wm \times 輸入デフレーター上昇率$
 上式の2行目を交易条件と定義。
 Wi は内需、輸出、輸入の対名目GDP比率。
 (資料) 内閣府「国民所得統計」

²図表5の注をご参照。

交易条件悪化がなかった場合のGDPデフレーター上昇率は前年比プラス

第1次オイルショックはホームメイドインフレに

第2次オイルショックはホームメイドインフレ、デフレいずれにもつながらず

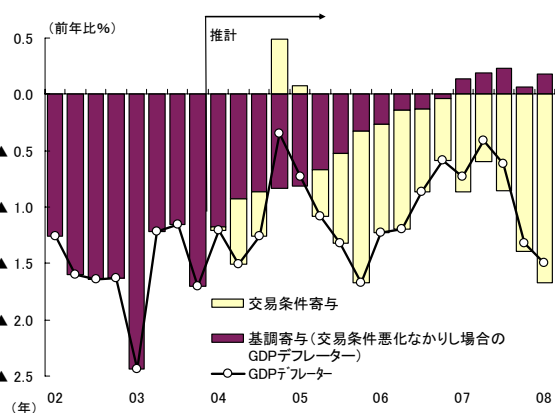
2008年1～3月期のGDPデフレーターは前年比▲1.5%となったが、交易条件の悪化がなかった場合のGDPデフレーターは、GDPギャップの改善を背景に前年比+0.2%と推計される(図表6)

なお、第1次オイルショック時は、企業による価格転嫁が進むとともに、物価上昇による家計の実質所得低下に対して賃金の引き上げが行われた。さらに賃上げによる収益落ち込みに対して企業は製品価格上昇でカバーする動きを示し、「賃金・物価のスパイラル」が生じた。これにより、内需デフレーター、GDPデフレーターいずれも大幅に上昇してホームメイドインフレが発生した(図表7)。

また、第2次オイルショック時は、企業による価格転嫁が時間をかけて進められた一方で、家計の実質所得低下に対しては賃金の引き上げは行われなかった。内需デフレーター上昇率は一桁台にとどまり、GDPデフレーター上昇率はオイルショック発生直後にやや鈍化したものの、その後、オイルショック発生以前の上昇率に概ね戻った(図表7)。

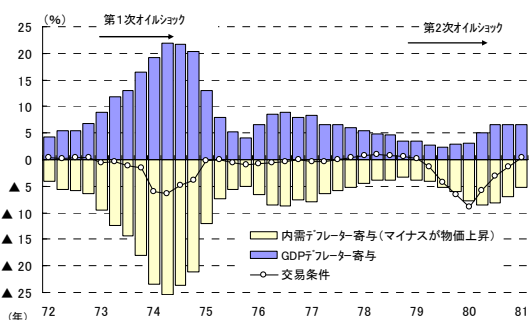
図表8に今回及びオイルショック時のGDPデフレーター等の動きをまとめた。交易条件悪化によるGDPデフレーターへの影響をみると、第1次では大幅上昇、第2次では不変、今回は下落、と対照的なものとなっている。

【図表6 交易条件悪化がなかった場合のGDPデフレーター】



(注) 2003年までのGDPギャップとGDPデフレーターの関係を用いて、2004年以降はGDPギャップを外挿したものを基調部分とした。
(資料) 内閣府「国民所得統計」

【図表7 オイルショック時のデフレーターへの影響】



(注) 要因分解の方法は図表5と同じ。
(資料) 内閣府「国民所得統計」

【図表8 今回、オイルショック時のデフレーター比較】

	第1次オイルショック時		第2次オイルショック時		今回	
	72年4Q～75年1Q		78年4Q～81年1Q		04年1Q～08年1Q	
輸入デフレーター上昇率(年率:%)	42.8		34.2		8.2	
国内需要デフレーター上昇率(年率:%)	19.6		6.5		▲0.1	
GDPデフレーター上昇率(年率:%)	実績	a	18.3	4.7	▲1.0	
	基調	b	5.6	4.7	▲0.2	
GDPデフレーター上昇率 実績-基調:(%ポイント)	a-b	12.7	0.0	▲0.8		

(注) GDPデフレーターの基調はオイルショック時は各々発生年の上昇率(1次は72年、2次は78年)。今回は図表6で求めた基調部分。
(資料) 内閣府「国民所得統計」
(資料) 財務省「法人企業統計季報」

交易条件悪化と単位労働コスト改善の相乗効果からユニットプロフィットが悪化

GDP デフレーターを所得面から要因分解すると、単位労働コストとユニットプロフィット（生産物1単位当たりの利益）に分けられることを用いて、今回の GDP デフレーター低下の背景をみている。

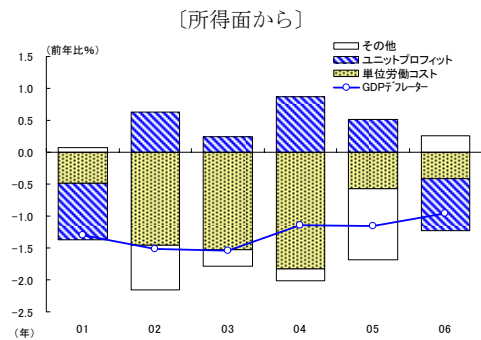
まず、ユニットプロフィットは2002年から2005年まで前年比プラスとなっていたが、2006年には下落に転じた（図表9）。一方、単位労働コストは2001年以降一貫して低下しているが、2005年以降は下落幅は縮小して GDP デフレーターに対するマイナス寄与は弱まった。

さらに、GDP デフレーターの所得面及び支出面からの要因分解を用いて、交易条件悪化がどの要因によって吸収されたかをみている。2004年から2006年の間に交易条件は▲0.6%ポイント低下したが、この間、単位労働コストは労働需給改善などを背景に1.4%ポイント改善して、ユニットプロフィットの悪化幅を▲1.7%ポイントと増幅した（図表10）。

交易条件悪化が企業収益悪化とともに労働分配率上昇につながる

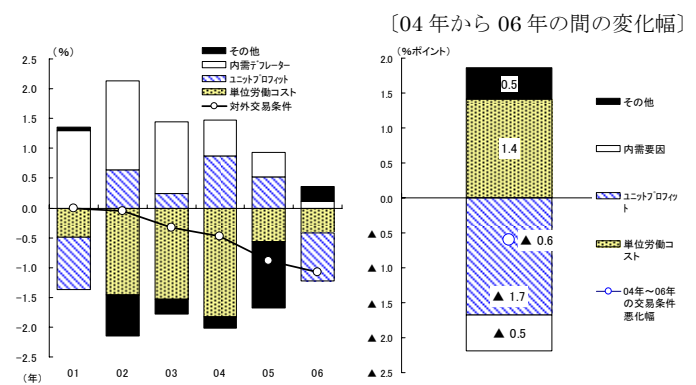
今回の景気拡張局面については、交易条件悪化以前の2004年頃までは、名目付加価値が減少ないし横ばいにとどまる下、企業は人件費削減によって収益拡大を達成してきた面がある（図表11）。それが、2005年には企業収益の増加が続くとともに雇用者報酬が増加に転じて、名目付加価値拡大の好循環の萌芽がみられた。しかし、交易条件悪化によって所得がもつぱら企業から流出した一方、雇用情勢好転を背景に雇用者報酬が増加傾向をたどった。これにより企業収益が悪化するとともに、企業・家計間の所得分配において企業の不利化が進んで、低下傾向にあった労働分配率³は2006年に上昇に転じた（図表12）。

【図表9 GDPデフレーターの要因分解】



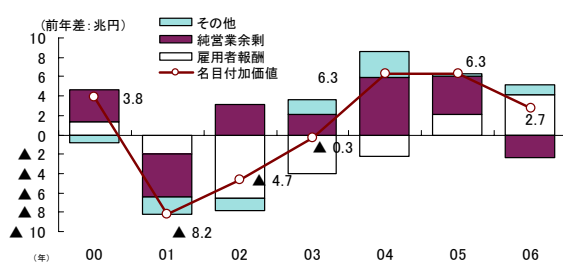
(注) ユニットプロフィットは純営業余剰÷実質GDP。その他は純混合所得、固定資本減耗、間接税補助金相当分。
(資料) 内閣府「国民所得統計」

【図表10 交易条件悪化の要因分解】



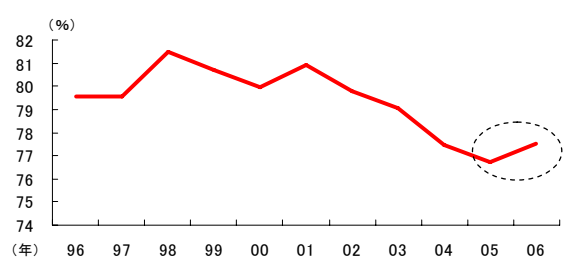
(資料) 内閣府「国民所得統計」

【図表11 所得発生勘定の労働分配率】



(注) その他は純混合所得、固定資本減耗、間接税補助金の合計。
(資料) 内閣府「国民所得統計」

【図表12 労働分配率】



(注) 労働分配率=雇用者報酬÷(雇用者報酬+純営業余剰)
(資料) 内閣府「国民所得統計」

³ ここでの労働分配率の定義は図表12の注をご参照。

ホームメイドデフレにより
内需低迷が不可避

次に、こうしたホームメイドデフレの需要面への影響について考える。

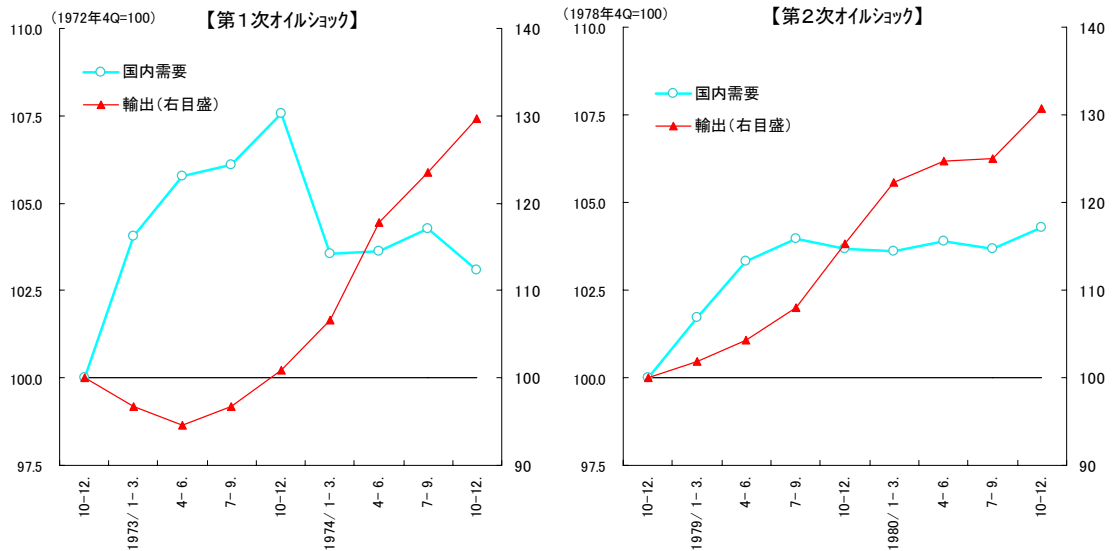
まず、一般論としては、交易条件悪化が①ホームメイドデフレに移行した場合には、国内所得の直接的な減少によって内需は落ち込むものの、輸出価格の上昇は避けられるため輸出の増加が期待できる。一方、交易条件悪化が②内需インフレに移行した場合は、内需は比較的底堅く推移するが、輸出は価格競争力低下から悪化が予想される。

オイルショック時の物価動向は先にみたように大掴みには、第1次の時が「内需インフレ（価格転嫁 100%）からホームメイドインフレ」、第2次が「緩やかなホームメイドデフレから内需インフレ（価格転嫁 100%）」と時が経つにつれて変化した。価格転嫁の有無に違いが見られた各々前半の局面の需要動向を比較すると、第1次の時は、輸出が落ち込む一方で内需は堅調に推移した（図表 13）。また第2次の時は、内需は第1次と比べて低調な推移となったが、輸出は増加が続いた。ここでは物価動向以外の経済情勢を全て捨象して見たが、内外需は概ね一般論に沿って推移したと言える。

企業収益悪化により、当面は
設備投資にマイナスの影響

今回局面については国内物価の上昇に限られ、輸出の価格競争力が損なわれていないことから、輸出の拡大が期待できる。一方で、国内所得が低下していることから内需の落ち込みが懸念される。特に、企業収益への影響が大きいことから、当面、設備投資にマイナスの影響が及ぶと考えられる。

【図表 13 オイルショック時の内外需の動き】



(注) 各々オイルショック発生時の輸出、内需を 100 としたもの。
(資料) 内閣府「国民所得統計」

価格転嫁率が 50%に高まれば、国内物価は+2.1%上昇

今後は価格転嫁が緩やかに進んで個人消費を下押しする懸念

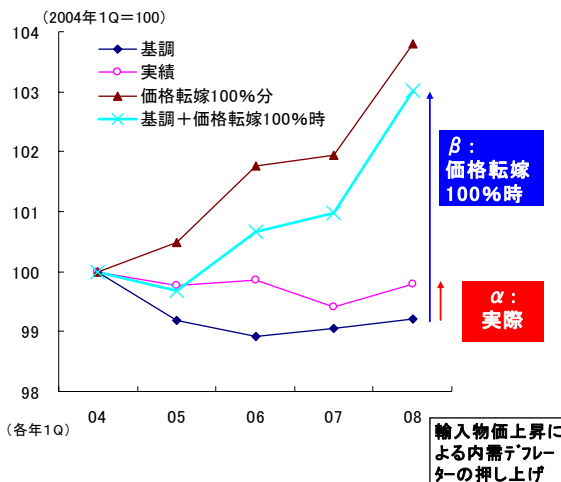
一方で、今年に入って消費者物価上昇率が大幅に高まるなど、企業の価格転嫁の動きには広がりが見られる。

2004年第一四半期を起点に2007年度末までの価格転嫁を試算すると15%と極めて低いものとなる⁴ (図表14)。このため企業の負担は着実に高まっており、今後も転嫁率がこれまで同様に低い水準で推移するとは考えにくい。いくつかの前提を置いて⁵今後も価格転嫁率が15%で推移した場合、2008年のユニットプロフィットは2006年以降3年連続の減少となり、2005年と比べて▲14%の大幅な減少になると試算される (図表15)。

これらから、先行き、価格転嫁率は高まっていくとみられる。仮に転嫁率が50%に高まれば国内物価は+2.1%上昇、また100%価格転嫁となれば+4.6%の大幅な上昇となる (図表16)。

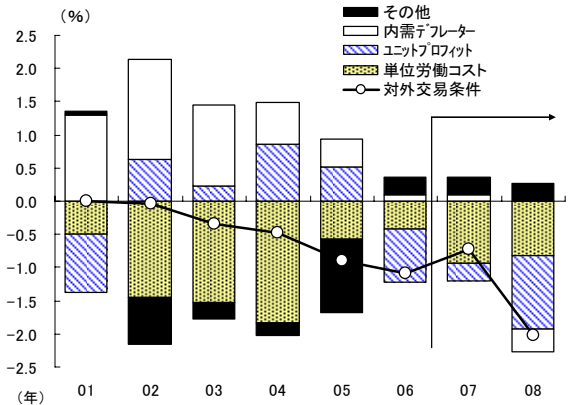
家計の所得環境は厳しいことなどから、最終需要財に対する企業の価格転嫁には慎重姿勢が残っており、先行き転嫁率が大幅に上昇する可能性は小さい。ただし、ある程度の価格転嫁は進んで、実質所得低下を通じて個人消費を徐々に下押ししていくとみられる。

【図表14 価格転嫁率と内需デフレーター】



(注) 2004年1Q=100。
 価格転嫁100%分の国内需要デフレーターは、以下の定義式においてGDPデフレーター上昇率がゼロとしたもの。 $m \times P_m + P = X \times P_x + d \times P_d$
 P : GDPデフレーター上昇率、 P_m : 輸入デフレーター上昇率、 P_x : 輸出デフレーター上昇率、 P_d : 国内需要デフレーター上昇率、 m : 輸入比率(実質輸入/実質GDP)、 x : 輸出比率(実質輸出/実質GDP)、 d : 国内需要比率(実質内需/実質GDP)
 国内需要デフレーター基調は図表6で求めたGDPデフレーターの基調から上式を用いて、輸出入デフレーターをゼロとして算出した。
 ここで価格転嫁率は $\alpha \div \beta$ とする。
 (資料) 内閣府「国民所得統計」

【図表15 転嫁率15%時のユニットプロフィット】



(注) 対外交易条件は2007年は実績より、2008年はみずほ総研経済見通しより算出。単位労働コストは2007年は雇用者報酬の実績より、2008年は雇用者報酬の前年比をゼロと仮定して算出。ユニットプロフィットは、2007年が法人企業統計季報の営業利益を基に推計、2008年は他の要素の残差で算出。その他要因は2007年が残差、2008年は2007年と同じ寄与度が続くものとした。
 (資料) 内閣府「国民所得統計」、財務省「法人企業統計季報」

【図表16 転嫁率と内需デフレーター上昇率】

価格転嫁率	20%	30%	40%	50%	100%
内需デフレーター上昇率	0.6	1.1	1.6	2.1	4.6

(注) 図表14の注の関係式等を用いて算出。
 (資料) 内閣府「国民所得統計」

⁴ 試算方法は図表14の注をご参照。

⁵ 図表15の注をご参照。

交易条件改善局面でも景気回復は外需依存に

交易条件改善の一方、実質純輸出悪化により景気持ち直しにはつながらない可能性

最後に、現在の交易条件悪化局面の後に来る交易条件改善局面について考える。

「実質 GDI = 実質 GDP + 交易利得」の関係式から、交易条件改善局面では、交易利得のマイナス幅縮小ないしプラス化によって実質所得の伸びが実質 GDP の伸びを上回る。一方「実質 GDI = 実質内需 + 実質純輸出 + 交易利得」の関係式からは、交易利得の改善以上に実質純輸出が落ち込んでいかなない限り、実質内需の伸びは実質所得の伸びを下回る。

オイルショック時を振り返ると、交易条件の悪化局面では実質内需の伸びが実質 GDI の伸びを上回り、交易条件改善局面では実質内需の伸びは実質 GDI の伸びを下回った（図表 17）。また、交易条件の改善局面での実質 GDI の伸びには、交易利得改善とともに実質純輸出が大きく寄与した（図表 18）。

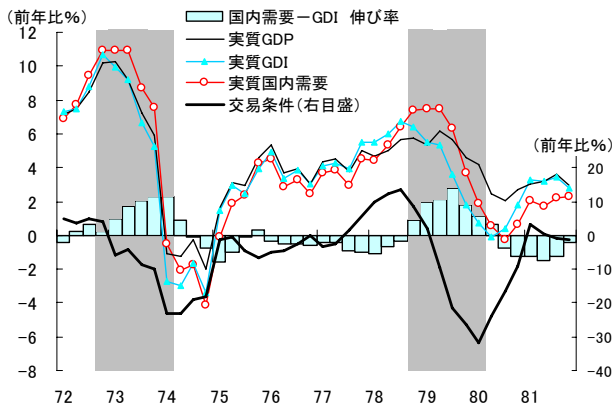
今後の交易条件改善局面においても、内需は落ち込みからは脱するものの、弱い状況が予想される。したがって、従来同様、「内需と国内所得の好循環」はすぐには期待出来ず、景気を持ち直しはしばらくは外需に依存せざるを得ない。

ここで注意すべきは、オイルショック時の交易条件改善局面のような。外需の価格（交易利得）、数量（実質純輸出）の両面からの景気浮揚効果を今後の局面では期待しづらいということだ。

オイルショック時は、原油価格の上昇による交易条件悪化が直ちに先進国景気の低迷を招いた。一方、その後の原油価格反落局面では交易条件改善とともに先進国景気は回復に向かった。この背景には、先に述べたように、①原油価格の上昇がもたらした供給面の問題であったこと、②産油国の内需は小さく、世界経済に占める先進国のウエートが高かったことなどがある。

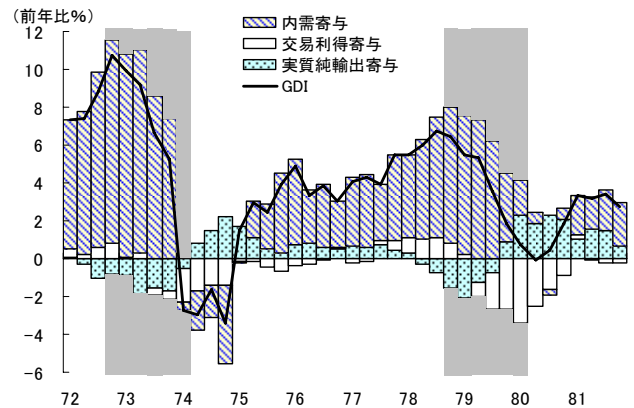
一方今回局面では、①原油価格上昇の根底には世界経済拡大を背景とする原油需給の逼迫があるほか、②産油国をはじめ新興国のグローバル経済における位置付けが高まっている。これらが、わが国の海外取引で交易利得悪化の一方での実質純輸出の拡大、言い換えれば海外取引における価格と数量の「対照性」が顕著に現れたことにつながった（前掲図表 4）。

【図表 17 交易条件と実質 GDI、実質内需】



(資料) 内閣府「国民所得統計」

【図表 18 実質 GDI の要因分解】



(資料) 内閣府「国民所得統計」

最近の原油価格上昇には需給で説明しえない面も強まっているが、今後の交易条件改善が原油需給の緩和、ひいては世界経済の悪化によるものであれば、交易利得改善の一方での実質純輸出の悪化といった、これまでとは逆のパターンの「対照性」が生じる可能性が高い。

これまで、実質純輸出によるプラス効果が交易利得のマイナス効果を概ね上回って、海外取引全体で見れば所得増を確保してきたが、交易条件改善局面では海外取引全体で所得減となることも十分考えられる。

交易条件改善局面で、国内所得の分配面で企業に大きな恩恵が及ぶ可能性もあるが、需要面に結びつくには時間がかかろう。交易所件改善局面入り後も、景気はしばらくは低調な展開が予想される。

以 上