

インフレ加速の中に潜むデフレ構造

発表日：2008年2月20日（水）

～消費者物価と企業物価のギャップ～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

日本の物価指数は、各国ほどは上昇していない。日本は、労働コストが上昇していないから物価上昇率が小幅に止まっていると理解できる。企業部門が原材料などコスト上昇に伴う価格転嫁が十分にできず、しわ寄せが人件費に及ぶというデフレ構造もある。物価上昇はコストプッシュと同時にディマンド圧縮の側面を持つ。2007年10-12月期は、日本から海外へ流出する交易損失が年率▲22.3兆円、対実質GDP比▲3.9%と1980年以来最大である。

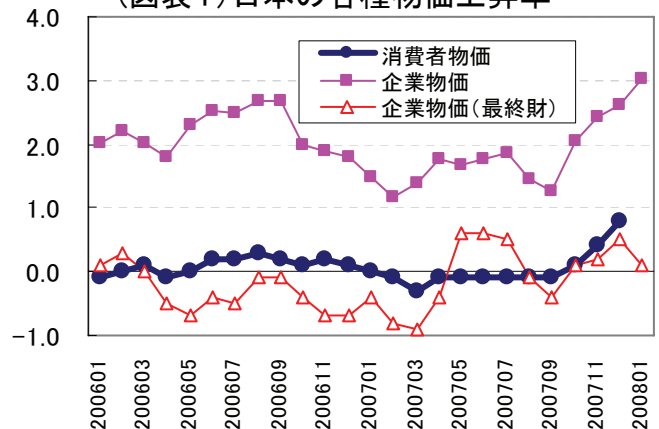
交易条件の悪化

物価上昇は、企業のマインドを悪化させている。その後には、企業に物価上昇に伴うコスト上昇を販売価格に転嫁できない状況がある。企業物価は前年比3.0%（2008年1月）の上昇で、消費者物価コアは前年比0.8%の上昇（2007年12月）である（図表1）。企業物価の内訳でも、素原材料・中間財・最終財の間で伸び率が大きく異なっている。

これらのギャップは、数量拡大によって十分には吸収できずに、生産・流通・小売段階にしわ寄せされ、企業収益圧縮や販管費削減につけ回されている。この図式を損益分岐点分析の概念で説明すると、単位当たりの変動費の上昇に、製品価格の上昇が追いつかず、損益分岐点売上高が上昇するかたちで採算悪化している状況だと表現できる（図表2）。この状況は、製造業において、原材料・中間財価格＝投入価格の上昇と、製品価格＝産出価格の上昇のギャップのずれによる「交易条件の悪化」としても示されている（図表3）。

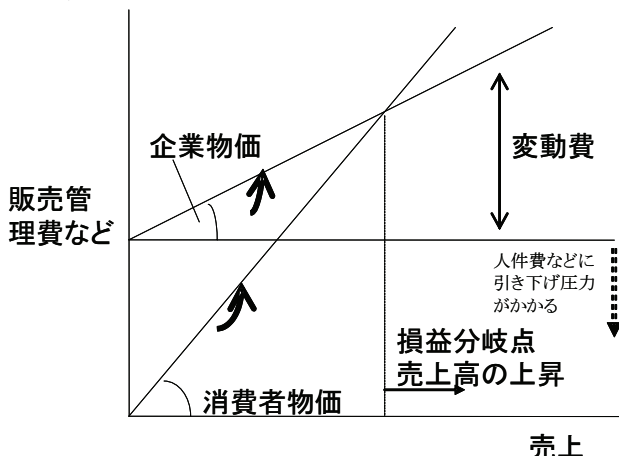
※日本銀行の「製造業部門投入産出物価指数」では、交易条件＝産出価格／投入価格と、分子・分母のウェイトを同じにして交易条件を計算しているが、それでは費用構造を反映せず、採算悪化が正しく表現されない欠点がある。筆者は、産出価格と投入価格の比較を、分子（＝売上×算出価格）と分母（＝売上原価×投入価格+販売管理費+利益）で異なるウェイトで按分して再計算してみた。それでも、交易条件が大幅に悪化しているという結論は変わらなかった。

前年比% (図表1) 日本の各種物価上昇率

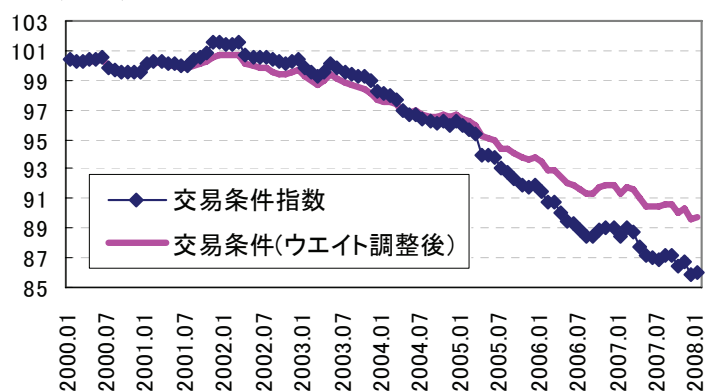


出所：総務省、日本銀行

(図表2) 物価上昇によって変化する財務構造



(図表3) 製造業の投入・産出価格のバランス悪化

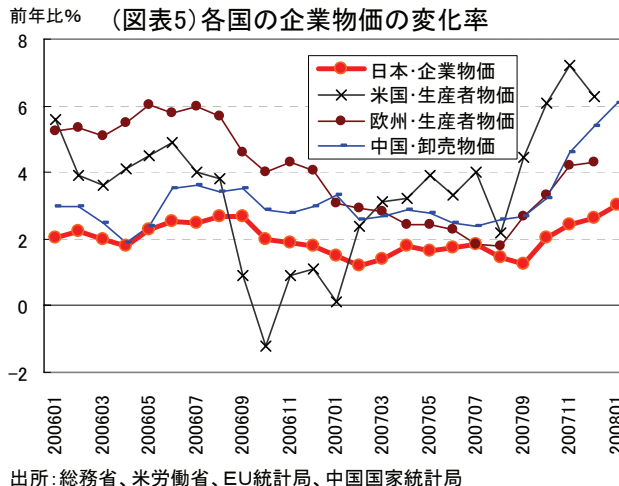
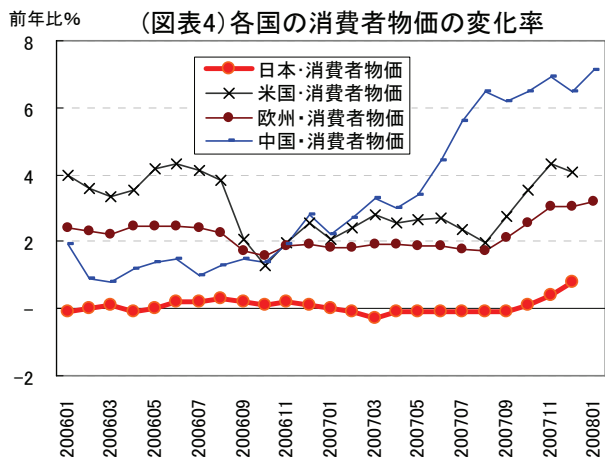


出所：日本銀行「製造業部門投入産出物価指数」
ウェイト調整は法人企業統計年報の売上と売上原価を利用。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

交易条件悪化の国際比較

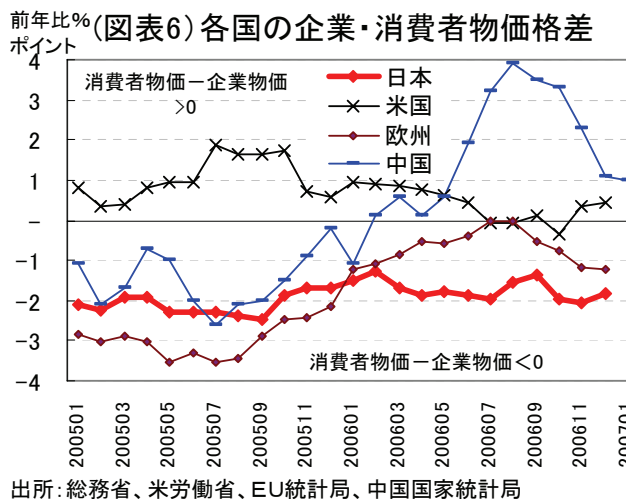
海外の消費者物価上昇率は、一般的に日本よりも高い。各国の消費者物価コアと生産者物価（企業物価）の上昇率を比べてみても、どちらも日本よりも上昇ペースが速い（図表4、5）。これは、日本の財サービス・コストのうち、原材料など以外の固定費が上昇する反応を示してはいないからだと理解できる。とりわけ、労働コストの上昇が日本の場合は極めて乏しく、物価上昇率を小幅に止めていると考えられる。



ただし、その一方で、日本の消費者物価は、企業物価に対してその上昇率が極めて緩慢であることにも気付く。日本の消費者物価が専らエネルギー要因で嵩上げされていることを勘案すると、小売段階には卸売段階の物価上昇がほとんど反映されていないことになる。小売段階と卸売段階の物価を比較した交易条件は、日本の場合は海外よりも大きく悪化し、非製造業を中心とした採算悪化として蓄積している。データを確認すると、消費者物価と企業物価の変化率の差分は、日本のギャップが欧州に次いで大きくなっていることがわかる（図表6）。

一方、各国別の差異に注目すると、中国は、消費者物価の上昇ペースが卸売物価を上回っている点で、日本や欧州とは異なっている。これは、中国では賃金上昇率に期待インフレ率が加味されて、ディマンドプル型のインフレが生じていることを示唆している。米国でも徐々にそうした傾向が表れ始めている。

なお、企業物価（あるいは生産者物価）の内訳を、日米の製造業を比較しても、最終財と素原材料の間での交易条件は日本の悪化の方が米国よりも大きくなっている。製造業・非製造業とともに、日本には価格転嫁が鈍い構図が確認される。



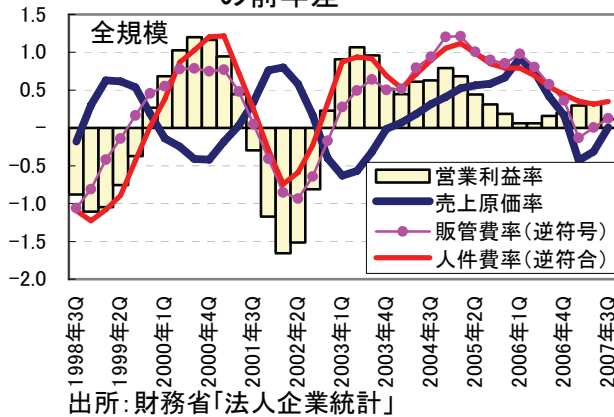
賃金への波及

企業の交易条件の悪化は、単に企業収益を悪化させるだけではなく、人件費へのしわ寄せとして反応するルートがある。財務省の「法人企業統計」を使って、製造業部門の売上原価率（原価の対売上比率）の変化に、販売管理費率、営業利益率がどう対応しているかを調べてみた。すると、1998年までは、原価率が上昇したときに企業収益が悪化するという関係がみられていた（図表7、8）。その時には、販売管理費には下方硬直性があり、販売管理費率の推移は、売上が下落すると反対に上昇するという逆相関の動きになっていた。

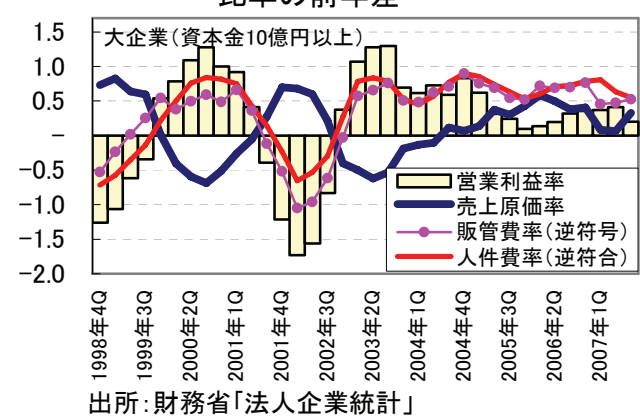
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

ところが、2003年以降になると、販管費率は、売上原価率が上昇すると、それに反応して低下するように変わる。特に、販管費の中の人件費は削減が進む格好になり、営業利益率の悪化をカバーするように変化する。最近でも、原材料価格の上昇に対応して、人件費の切り下げが継続され、大企業の場合には持続的に営業利益率は改善している。ここ数年、企業の収益体質が強靱になっていることは、コスト上昇に対して企業収益が柔軟に反応するのではなく、人件費の方でいち早く調整が行われやすくなっていることのせいだと考えられる。

前年比%ポイント (図表7) 製造業の費用対売上比率の前年差



前年比%ポイント (図表8) 製造業・大企業の費用対売上比率の前年差



インフレが招くデフレ傾向

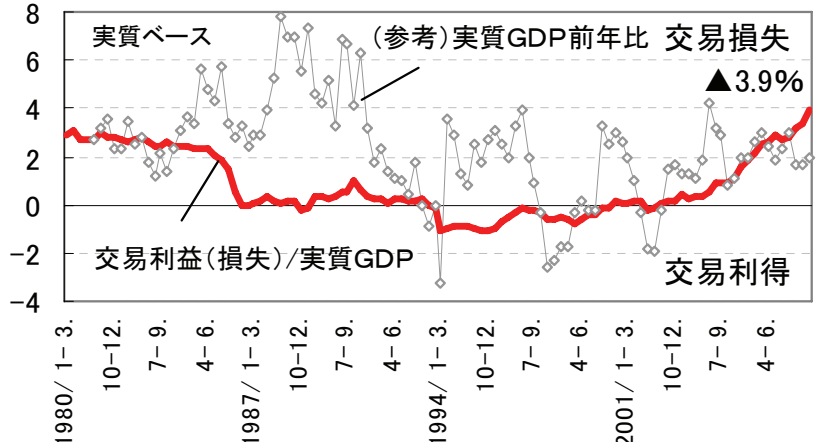
人件費が機敏に調整されるようになった背景には、雇用の流動化がある。パート・アルバイト、派遣・契約社員が人件費を調整するバッファーになって、コストダウンの調整弁になっている。最近の労働需給の緩和傾向も、物価上昇が引き金になって起こっている面があると考えられる。

もっとも、マクロ的にみてこの影響は、家計部門の購買力の喪失につながる。すなわち、消費者物価が上昇したのに反応して、雇用調整・賃金カットが行われると、家計部門は収入・支出の両面から不利益を被るからである。最近の消費マインドの悪化は、こうした状況が背後にあると考えられる。

教科書的には、不況なのに物価上昇となっている「スタグフレーション」は、期待インフレ率の高まりが賃金上昇を加速させて、企業収益を圧迫すると説明されてきた。しかし、現状では70・80年代のスタグフレーションとはかなり内容が異なる。圧迫されるのが、企業部門ではなく家計部門になっている。家計が物価上昇で購買力を失いやすいことが内需低迷に拍車をかけているとも言える。

では、購買力がどこに向かったのかに注目すると、それは海外部門である。GDP統計の中には、輸入デフレータと輸出デフレータのギャップを交易利得（マイナスのときは交易損失）として算出したデータがある。その交易利得・損失の推移について対実質GDP比で調べると、最近は▲3.9%（10-12月、季節調整値）と過去最高の割合にまで高まっている（図表9）。実額で見ると、交易損失は▲22.3兆円で、2006年度の非金融法人の営業余剰（純）の54.5兆円の4割にも相当する。こ

% (図表9) 80年代以降で最大の交易損失



出所：内閣府「国民経済計算」、1980-1995年は68SNA、それ以降は93SNA

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

のことは、日本へのデフレ作用は、購買力の海外流出が激しいことを示している。

反面、日本は貿易黒字国だから、交易損失は貿易黒字でカバーされているはずだという見方も成り立つ。しかし、貿易黒字が対外資産として保有された場合、黒字増加は国内購買力に転換されない。国内ISバランスは、企業部門の貯蓄超過であり、そもそも企業の内部留保の蓄積が支出増に回っていないという問題もある。

また、海外展開している企業が海外における投融資に重点を置いて支出しているのならば、その企業が蓄積した購買力は海外に向かい、国内需要に転換されていないということにもなる。仮に、交易損失を海外からの購買力移転でカバーするという発想を成り立たせるのならば、海外から日本への直接投資を促して、国内で経済波及効果の大きい投資内容を増やしてもらうという選択になる。

いずれにしても、現在の2%弱の成長ペースでは、交易損失の大きさがかなり負担が重いと云わざるを得ない。日本経済が直面する外生的ショックは、生産性上昇では吸収することが困難なレベルにまで達している。