

コストプッシュに隠れたデフレ作用

発表日：2008年11月14日(金)

～デフレ時代に舞い戻るリスク～

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

OECDは、日本が再び消費者物価マイナスに転じる見通しを発表した。日銀短観で見ると、すでに需給悪化は進んでおり、原油反落に伴うコストプッシュが十分に解消すれば、水面下に隠れていたデフレ作用が目立ってくる可能性がある。これまでも、価格に対する需要の反応が速く、それが値上がりしにくい体質となってきた。長期の局面比較をしても、川上の価格が川下の価格に波及する感応度は落ちている。今後、コスト要因が剥落する2009年度・2010年度にかけて、デフレ圧力が物価指数にも表れてくるかもしれない。鍵を握るのは雇用・賃金動向である。

水面下にある需給悪化

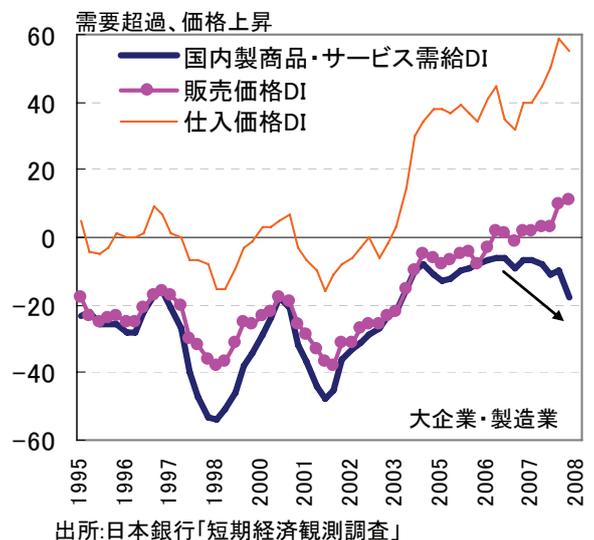
ここにきて景気悪化が進んでいる。物価指標では、これまで原油高騰とその波及のインパクトが大きかったのを見えにくかったが、需給悪化に伴ってデフレ圧力も無視できないくらいに高まってきている。そのことは日銀短観をみるとよくわかる。過去、日銀短観の製商品サービスの需給DIと製品価格DIがほぼ一致して動いてきた(図表1)。最近の製品価格DIは、仕入価格の高騰に引きずられて上昇しているが、もしもここから仕入価格が下落していけば、需給悪化の引力の方が強く働き、製品価格DIは下落していく可能性がある。需給判断DIの水準をみると、すでに9月調査で2003年以来のレベルまで悪化してきている。コストプッシュ要因がなくなれば、水面下に沈んでいた需給悪化要因が水面上に浮上して、物価環境はデフレ時代に戻ってしまうことが懸念される。

先ごろ発表されたOECDの経済見通し(11月13日発表)でも、日本の消費者物価上昇率は2009年に0.3%にまで上昇幅が縮小した後、2010年は▲0.1%とマイナスに転じる見通しになっていた。

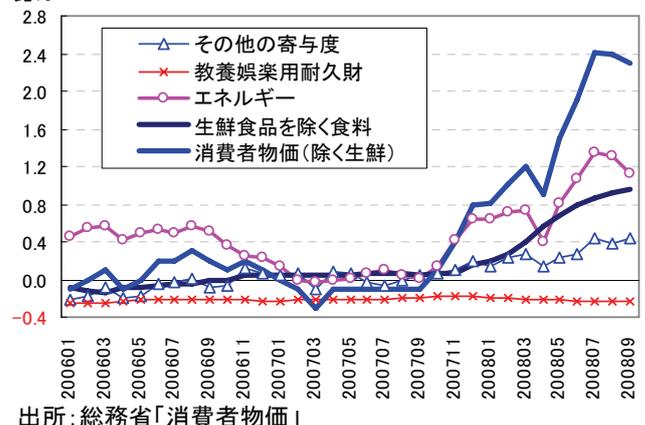
後退するコストプッシュ要因

コストプッシュ圧力は、原油反落とともに終末を迎えようとしている。WTI価格は、2008年7月上旬にピークアウトし、現在は下落基調が強まっている。国内石油製品の価格も、レギュラーガソリンが8月初、灯油が8月上旬をピークにして下落に転じている。10月に入ると、ガソリン・灯油ともに著しく減少ペースを早めている。足元の下落ペースが続いたならば、伸び率が前年比でマイナスに転じるのは、ガソリンが11月中、灯油が12月末ということになる。2008年9月の消費者物価(除く生鮮食品)の伸び率2.3%のうち、ガソリン

(図表1) 大企業の需給・価格判断DI

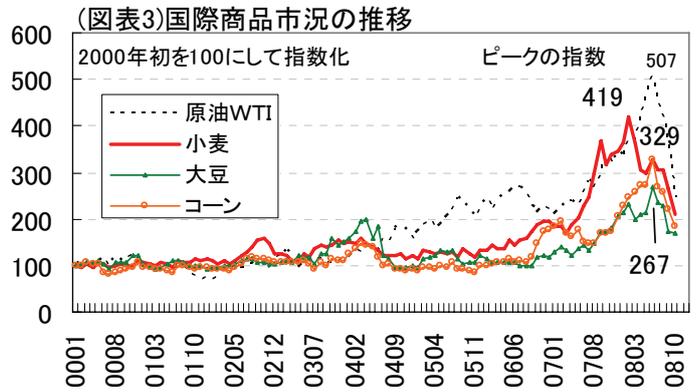


(図表2) 消費者物価の上昇要因(項目別寄与度)



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。見通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。

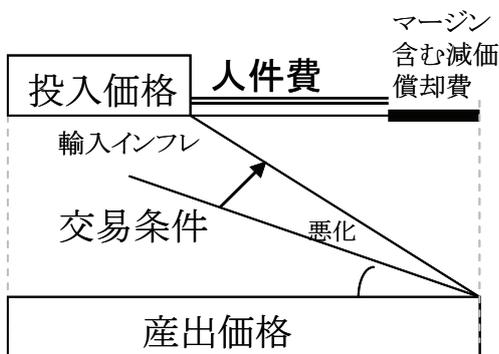
の寄与度が+0.484%、灯油が+0.278%（小計+0.762%）だったので、ガソリン・灯油だけの要因で年末の消費者物価は大きく伸び率が鈍化するだろう（図表2）。国際商品市況も、原油に遅れて、小麦、大豆などが下落してきている（図表3）。消費者物価における食料品と電気ガス料金が当面はプラスのゲタとして続く見通しであるが、その要因もタイムラグを伴いながら物価押し下げ方向に変化していくと予想される。2009年度に入って暫定税率の裏が出た後は、消費者物価全体でも前年比マイナスに転じる蓋然性が強まるだろう。



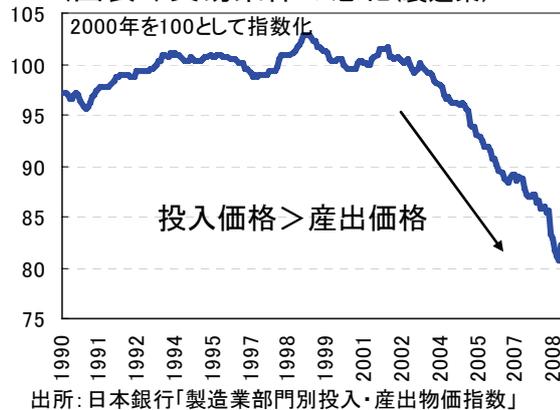
物価上昇が起こらなかった理由

これまでの消費者物価の動向をみても、川上の物価上昇が川下まで波及しなかったことを強く認識させられる。日銀の白川総裁が指摘する二次的作用（セカンド・ラウンド・エフェクト）は、結局、起こらない可能性が高い。その理由を考えると、まず第一は物価に反応した賃金上昇がなかったことが挙げられる。メカニズムとしては、輸入物価の上昇という圧力が、交易条件の悪化を通じて、国内労働市場に固定費削減のデフレ・インパクトを与えたと解釈できる（図表4、5）。これから輸入物価が下落方向に動いたとしても、労働需給がタイト化する訳ではなく、今度は製品需給悪化から押し下げ圧力を受けるだろう。

(図表4) 交易条件の悪化によるデフレ作用



(図表5) 交易条件の悪化(製造業)

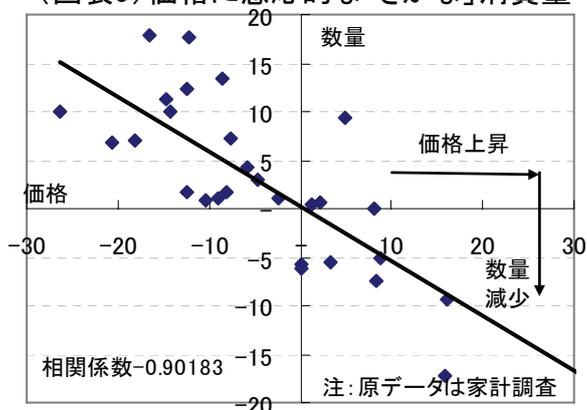


第二に、消費者の物価感応度の高さである。小売・流通段階では、コストプッシュインフレの中でさえも、潜在的な値引き競争が継続した。円高が進めば、しばしば「円高還元セール」と銘打った値引きが店頭広告を賑わした。消費者には、安売りのアピールが有効だという神話が生き続けたこともある。小売業者は、盛んにプライベートブランド商品を投入して、価格引下げを後押しする。メーカーはその圧力に牽制されて、思うように値上げができなかったのが実情だろう。総務省「家計調査」の中で品目別の平均価格・購入数量の前年比の関係を調べると、価格と数量の間に、トレード・オフの関係を見出すことができる。例えば、値上がりが目につく食料品の品目では、「さかな」を例にとると、種類別に価格上昇をしている種類ほど、販売数量が減少する関係がみられる（図表6）。こうした価格と数量の逆相関関係は、魚、野菜、穀類・麺類、果実、肉で特に色濃い（図表7）。消費者は、生鮮食品のように、季節的に値上がり・値下がりが起こりやすい品目では、価格変化に応じて購入数量を機敏に変える選択をしている。同じように、デフレ時代を経験したことで、消費者は以前に比べて、価格に対する感応度を高めた可能性

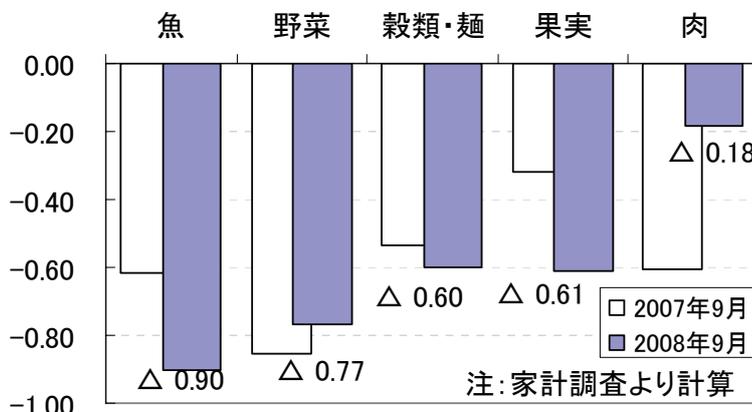
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

はある。気が付いてみると、2002年から2007年にわたる戦後最長の景気拡大をもってしても、需要拡大に牽引された消費者物価の上昇は十分に進まなかった。これからも物価上昇のペースが持ち上がることは期待しにくいように思えてしまう。

(図表5) 価格に感応的な「さかな」消費量



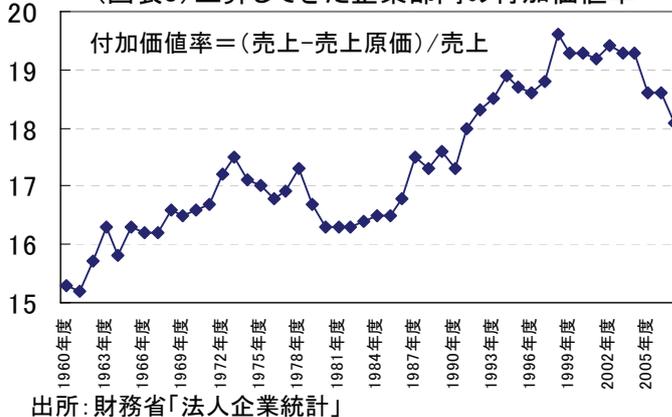
(図表6) 消費者の価格感応度(数量と価格の相関係数)



付加価値のデフレ体質

価格に対する需要の感応度が高いということだけは、今次局面の特徴であるが、その作用だけでは物価上昇が起りにくい(物価下落が起りにやすい)ことの半分しか説明できていない。もうひとつ重要なのは、供給サイドで値上げ圧力を吸収できる余力があったという論点である。これは、コストプッシュ圧力があっても、かなりの部分を付加価値の幅で吸収できるということである。時系列で、法人企業の付加価値率(=付加価値/売上)をみると、趨勢的に付加価値の割合は増加しており、ここ数年は交易条件の悪化によって幾分縮小している(図表8)。

(図表8) 上昇してきた企業部門の付加価値率

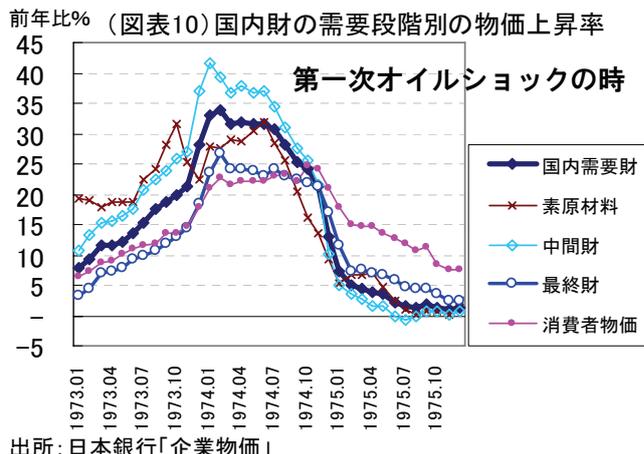
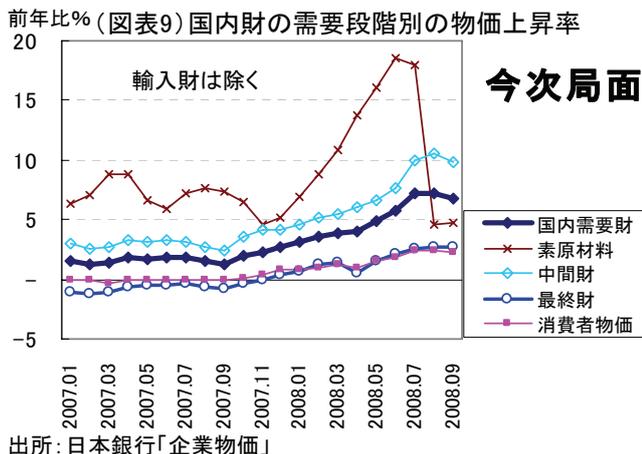


コストプッシュ圧力に対して川下の価格が感応的ではないということは、企業部門が付加価値の厚みを増してきたので、その厚みをバッファーにしてコストを吸収してきたということだろう。

また、費用構造の変化も重要である。費用構造の中で変動費よりも固定費の割合が高くなれば、設備や雇用の稼働率が100%に近づくほどに、利益が上がりやすくなる。つまり、数量変動(稼働率)が経常利益に与える影響が大きいということである。こうしたメカニズムは、価格転嫁のペースを鈍くしてきたと考えられる。物価上昇の圧力は、数量の拡大ペースの影響を受けやすということだろう。

経済データを分析すると、企業物価の中の素原材料の価格変動がより川下の中間財価格、最終財価格、消費者物価へ波及しにくくなっている姿が浮き彫りになる。第一次石油危機、第二次石油危機、デフレ期(98年4月~99年12月、2001年9月~2003年6月)の4局面について、素原材料の伸び率1%の変化によって、どのくらい川下の価格変動が起こっているかを単回帰式を作って調べた。ここでは、川下価格の感応度を示している偏回帰係数が、最近の局面ほど低い数字になっていた(図表9、10、11、12)。直感的にはわかりにくいだが、消費者物価がマイナスであったデフレ時代さえ、素原材料の価格下落幅に対して消費者物価の感応度は低かったのである。その鈍さが現在も続いていて、川上で値下がりが起こっても、すぐに川下にその作用が及びにくくなっている。このことは、需要面でのプレッシャー(稼働率・数量要因など)の方が、相対的に川下価格を支配するということの裏返しである。

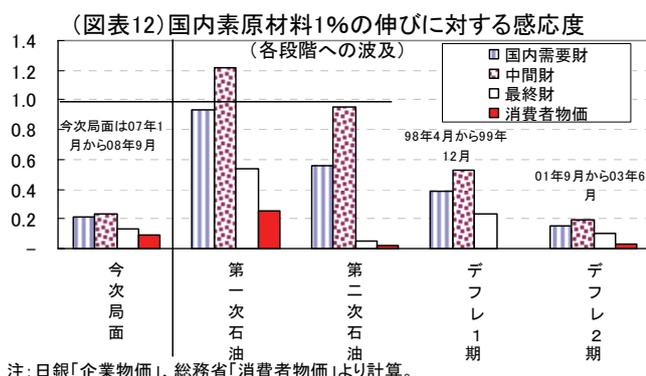
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



(図表11) 素原材料の前年比を説明変数にしたときの川下物価の感応度

	今次局面	第一次石油	第二次石油	デフレ1期	デフレ2期
国内需要財	0.22	0.94	0.56	0.38	0.16
中間財	0.24	1.22	0.96	0.53	0.19
最終財	0.13	0.54	0.05	0.23	0.10
うち資本財	0.04	0.75	-0.01	-0.14	0.24
うち消費財	0.18	0.42	0.07	0.42	0.02
消費者物価	0.09	0.25	0.02	-0.00	0.03

注: デフレ1期は1998年4月から1999年12月。
デフレ2期は2001年9月から2003年6月。



デフレの鍵を握るのは雇用動向

今後、景気悪化が進む中でデフレに戻るかどうかの鍵を握るのは、雇用情勢である。これから賃金カットが起こるほど、デフレ傾向は強まっていく。すでに、新卒採用の段階で、採用抑制が始まっていることは不都合なシグナルである。なぜならば、数年前はたとえ雇用が悪化しても、新卒採用だけは減らさないと述べていた企業が多数を占めていた。現在は隔世の感がある。すでに、賃金は夏のボーナスで引き下げられ、冬の支給も厳しい情勢になりそうだ。来年春のベースアップも期待薄である。企業の経常利益は、2007年7～9月から前年比マイナスを続けているので、賃上げを容認できる状況ではない。労働市場をみても、9月時点で有効求人倍率は0.84と2004年央の水準まで下がり、新規有効求人倍率では1.21と2004年初まで下がってきている。消費者物価の指数ウェイトの半分はサービス価格であり、サービス価格は賃金動向と連動している。日本の失業率だけをみていると、9月は4.0%とまだ低水準であるが、このデータは遅行性があると割り引いてみるべきだろう。

今後、原油価格の下落が、企業収益に対しては下支えになるのは何よりであるが、そうした要因が剥落していくと、賃金の底堅さを支える要因がなくなってくる。その頃までに世界経済が持ち直し、輸出動向が回復の方向に向かうことが、賃金下落が防止されるシナリオになる。当面、企業物価は弱含み、消費者物価は前年比マイナスに転じてもそれほど大きな下落は回避される見通しである。