

円高、原油安の物価安定効果と その企業、家計への影響について

〔要 旨〕

1. わが国の物価は、昨秋来の円高進行・原油安に伴う輸入原材料コストの低下を背景として、国内卸売物価、消費者物価ともに著しい鎮静を示している。同時に、輸出物価(円ベース)も輸出企業におけるドル建価格引上げの難航から、大幅な低下をみている。

2. 国内物価の鎮静を円高・原油安の波及度合いという観点から検証すると、52～53年の前回円高局面、あるいはわが国同様自国通貨の上昇をみている西ドイツと対比して、必ずしも十分でない面があることは否めない。これは、これまでの原材料投入原単位の大幅な引下げにより輸入原材料価格下落に伴う単位当たりコスト削減効果が低下していることや、わが国の場合製品輸入のウエイトが低いこと、輸入物価の低下が消費者物価に直接波及する程度が小さいことにもよるものであるが、いま一つの大きな要因として、上記輸出価格の低下により、輸入物価の下落にもとづく当初の交易条件改善効果が相当程度減殺されるため、企業としては国内販売価格の引下げ幅を抑制せざるを得ないという事情を指摘できる。こうした輸出価格の低下を前提とすれば、マクロ的にみて円高・原油安のメリットが企業部門に滞留しているとの証左はとくに製造業についてはさして見当たらず、むしろ川下の家計段階まで比較的円滑に波及しているとの評価が可能となる。

3. こうした物価鎮静と価格体系の変化が企業や家計に及ぼしている影響をみると、まず企業部門に対しては、製造業と非製造業との収益に相反するインパクトを与えていることが特徴的である。すなわち、輸出産業を中心とする製造業では、輸出数量減少による固定費負担の増大が円高・原油安による投入価格低下効果を上回り、収益が大きく圧迫されているのに対し、非製造業のように、外国財との競合が乏しい産業、いわゆる非貿易部門においては、円高下でも産出価格に直接的な押下げ圧力が加わらない一方、コスト面では、中間投入価格のほか名目賃金上昇率、金利負担等が低下しているため、企業の利ざやばは拡大方向にある。これは、円高を起点とする相対価格の変化により、輸出向けに比べて国内向け財・サービス生産の採算性が有利化することを意味している。このところ製造業と非製造業との間で収益、設備投資動向の差異が目立ち、いわゆる「景気の二面性」が生じている背景には、こうした事情が作用している。

一方、家計部門に対しては、物価鎮静が直接に実質所得の増加をもたらす、個人消費や住宅投資の堅調さを招来しているが、現在のインフレ率低下が長い目でみた物価安定に対する人々の信頼につながり得れば、いわゆる「実質金融資産残高効果」を通じて、家計支出の底固さを持続的なものとする契機となることが期待される。

4. もとより、これまで輸出産業の収益悪化というかたちで吸収されてきた円高のデフレ・インパクトが、今後賃金・雇用の調整等を通じて経済全体に拡散していく可能性は無視し難い。しかし円高は、同時に需要、供給の両サイドから新たな投資機会や所得を生み出す契機になり得る面をもち、その萌芽がすでにかなり広範囲にみられることも事実である。今後長い目でみて、わが国経済を過度の外需依存体質から脱却させていくうえでは、こうした効果を持続的に活用することにより、内需拡大を図っていくことが大きな課題である。円高や原油安の物価安定効果は、それ自体としては一過性のものであるだけに、上記の課題を達成するためには、やはり、物価・賃金の好循環の定着を通じて、将来にわたる物価安定の条件を確保していくことが何よりも重要であると考えられる。

【目 次】

はじめに	(卸売物価、消費者物価の対比)
1. 最近の物価鎮静とその評価	(GNPデフレーターによる検証)
(1) 卸売物価、消費者物価の推移	2. 物価鎮静の企業・家計への影響
(輸入物価の急落とその国内への波及)	(1) 企業部門への影響
(輸出物価の大幅低下とその背景)	(製造業収益に対するマイナス・インパクト)
(2) 円高・原油価格下落の物価安定効果	(非製造業収益に対する増益効果)
イ、輸入コスト低下の波及度合い	(2) 家計部門への影響
(価格波及係数による検証)	(実質所得の押上げ効果とその限界)
(輸出価格の下落による交易条件改善の制約)	(実質金融資産残高効果に期待される役割)
ロ、西ドイツの物価パフォーマンスとの比較	む す び

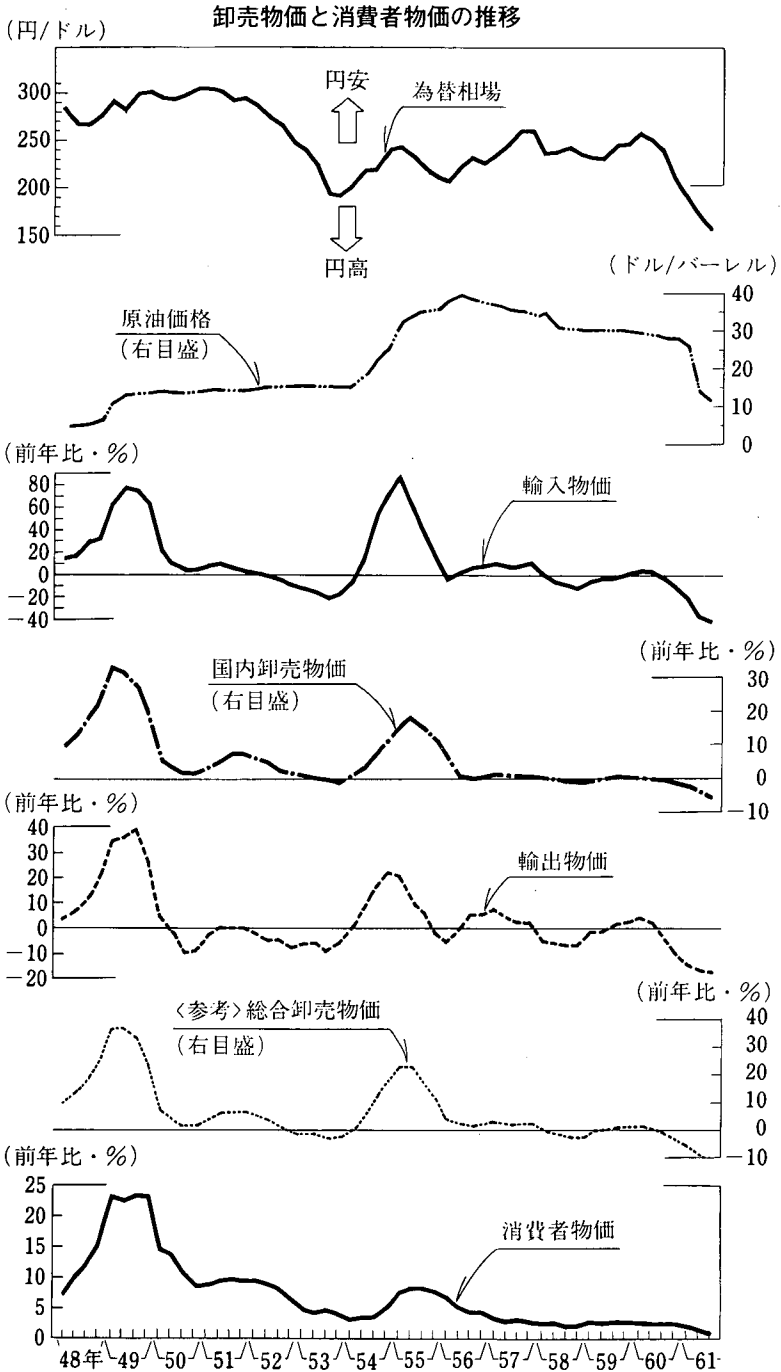
はじめに

わが国の物価は、このところ国内卸売物価、消費者物価ともに著しい鎮静を示している。これは、いうまでもなく、昨秋来の円高進行・原油価格低下に伴う輸入物価の急落を反映したものであるが、その国内物価への波及、いわゆる円高メリットの還元度合いについては、いまだに必ずしも十分でないとの見方も存在する。一方、円高を起点とする価格低下の度合いはもとより財・サービスごとに区々であり、この結果もたらされた価格体系のシフト、すなわち相対価格の大きな変動により景気循環面にも新たなパターンが生じつつある。わが国の景気が全体として次第に減速傾向を強める中で、製造業と非製造業との間に、いわゆる「景気の二面性」が生じている背景には、こうした相対価格の変化にもとづく面も見逃せない。また、相対価格の変化は、中長期的にわが国経済が輸出に過度に依存した体質から脱却するうえで、必須の条件ともなっている。本稿は、昨秋来の輸入物価低下の国内物価への波及度合いについて、前回円高局面および西ドイツと比較しつつ分析するとともに、最近の物価鎮静と相対価格の変化が企業部門や家計部門に対してどのような影響を及ぼしているかを整理、検討しようとするものである。

1. 最近の物価鎮静とその評価

(1) 卸売物価、消費者物価の推移

[第1図]



(資料) 日本銀行「卸売物価指数」、「経済統計月報」、
 総務庁「消費者物価指数」、日本関税協会「日本貿易月表」

(輸入物価の急落とその国内への波及)

最近の物価動向を振り返ると、まず指摘される大きな特徴点は、昨秋来の円高進行と原油価格の低下を起点とする輸入物価の急落が、財の生産に要する原材料コスト、つまり企業の投入価格の低下を通じて国内物価の著しい鎮静をもたらしたことである(第1図)。

すなわち、輸入物価(円ベース)の推移をみると、60年2月来の円安是正を反映して緩やかな低下に向かったが、とくに9月以降は、円高の急速な進行(60年9月237円/ドル→61年9月155円/ドル<円高率53%>)に安値原油の入着本格化(通関価格、60年12月27.9ドル/バレル→61年9月10.8ドル/バレル)が重なったため一段と下げ足を速め、結局その後61年9月までの1年間に-43.0%と大幅な下落を示した(第1表)。これを円高に伴う為替要因と、外貨建価格自体の低下にもとづく契約価格要因に分解してみると、為替要因の低下寄与度が-19.9%ポイント、契約価格要因の寄与度が-23.1%ポイントと両者がほぼ相半ばするかたちになっており、後者については主として原油価格の下落を反映したものである。次に国内卸売物価も、こうした輸入物価下落の影響が企業の投入・産出価格の低下を通じて次第に国内の各財に幅広く波及するのに伴って、61年入り後は急速に低下テンポを強めており、9月には前年比-6.4%にまで低下した。これは、52~53年の前回円高局面(前年比下落幅の最大は53年10月-1.6%)と対比しても際立った下落幅といえる。

(第1表)

最近の物価動向

(前年比・%)

	60年 7~9月	10~12月	61年 1~3月	4~6月	7~9月	60/9月 →61/9月 の変化率	52/1月 →53/10月 の変化率*
輸入物価	-4.0	-10.9	-21.7	-38.3	-42.9	-43.0	-16.1
為替要因	-0.2	-7.2	-16.2	-19.1	-19.6	-19.9	-21.2
契約要因	-3.8	-2.8	-5.5	-19.2	-23.3	-23.1	5.1
うち原油要因	-1.0	-1.0	-5.0	-16.4	-19.3	-19.6	1.6
国内卸売物価	-1.0	-1.8	-2.7	-4.1	-5.6	-6.4	-0.3
輸出物価	-3.1	-9.4	-14.1	-16.5	-17.5	-16.9	-7.8
消費者物価	2.1	2.0	1.5	0.9	0.2	0.5	5.3

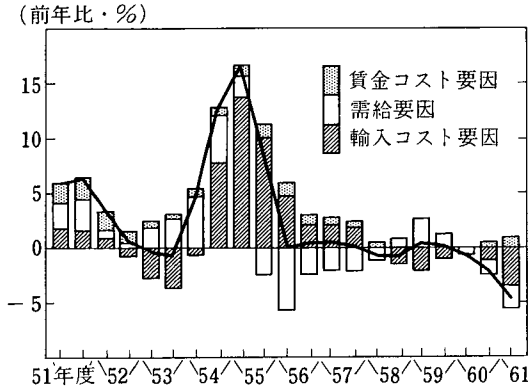
*年率ベース

(注) 為替要因、契約要因、原油要因は輸入物価に対する寄与度。

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」

〔第2図〕

国内卸売物価の変動要因



(注) 国内卸売物価の要因分解に用いた関数式は以下のとおり(カッコ内はt値)。

(国内卸売物価上昇率<前年比・%>)

$= 0.25 \times (\text{輸入素原材料価格上昇率} < \text{前年比} \cdot \% >)$
(15.6)

$+ 0.15 \times (\text{製品需給判断 D.I.} < \text{前年差} \cdot \text{ポイント} >)$
(9.4)

$+ 0.25 \times (\text{ユニット・レーバークスト} < \text{前年比} \cdot \% >)$
(3.3)

$\overline{R^2} = 0.95$ D.W. = 1.77

計測期間=51年度上期~61年度下期

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」、

「主要企業短期経済観測調査」、

経済企画庁「国民経済計算年報」

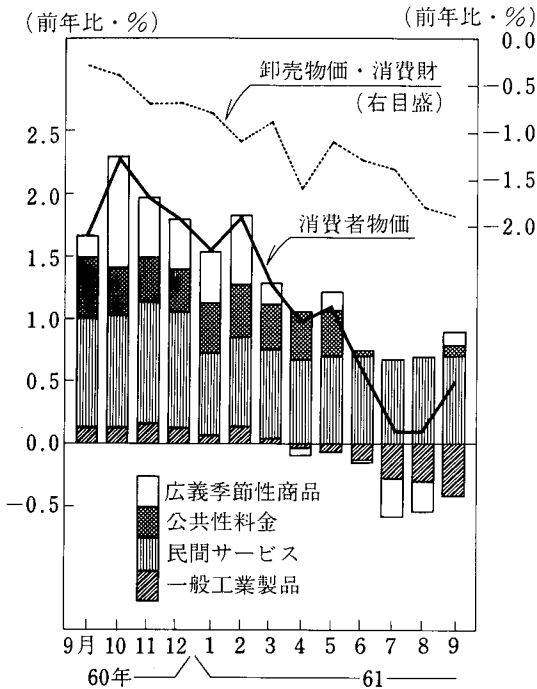
ところで、輸入物価低下が国内物価へ波及する経路は、わが国のように原燃料中心の輸入構造の下では、上記のような輸入素原材料価格の低下に伴うコスト軽減を通ずるルートが基本的なものであるが(注1)、その波及テンポおよび度合いはその時々国内需給状況によって大きく左右されることはいうまでもない。この点、前回円高局面においては、第1次石油危機後の長期にわたる設備投資調整の一巡や財政支出の積極的な拡大等を背景として景気が次第に上昇過程に入っていたため、円高による外需の減退にもかかわらず、国内需給はむしろ改善に向かっており(主要企業・製造業の製品需給判断D. I. <「需要超過」-「供給超過」

社数構成比>、52年2月-61%→53年8月-46%)、したがって、この面からは輸入物価の低下が国内物価に波及しにくい状況にあった。事実、国内卸売物価の変動を輸入コスト、製品需給、賃金コストの3要因により説明する回帰式を計測し、それにもとづいて要因分解を試みたところ(第2図)、52~53年当時においては、円高に伴う輸入コストの下落が国内卸売物価を大きく押下げている一方で、製品需給の改善がそれをかなり減殺するかたちになっていたことが読みとれる。これに対し今回の場合には、輸出入数量調整の進行が前回円高局面を上回るデフレ・インパクトをもたらしているため、国内需給は次第に引緩みを強めており(製品需給判断D. I.、60年8月-29%→61年8月-48%)、輸入物価低下の影響が国内物価により円滑に浸透し得る環境にあったとみることができる。

(注1) わが国の場合、後述のように安値最終製品の流入増を通じる直接的なルートは小さい。なお、中期的にみれば、輸入物価低下による平均的な物価の低下が名目賃金上昇率の鈍化をもたらす経路がより重要な役割を果たす。

〔第3図〕

消費者物価の変動要因



(注) 広義季節性商品=生鮮食品+その他生鮮商品+被服

公共性料金=公共サービス料金+電気・ガス・水道+米類・塩・たばこ

民間サービス=持家の帰属家賃+民営家賃間代+個人サービス料金+外食

一般工業製品=工業製品+出版等

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」、総務庁「消費者物価指数」

また、こうした国内卸売物価の動きに歩調を合わせて、消費者物価も前回円高局面を上回る鎮静を示している。すなわち、円高進行直前期の60年7～9月の前年比+2.1%に対し、61年7～9月には+0.2%と伸びが鈍化し、さらに同10月には-0.3%と昭和33年10月(-0.3%)以来約28年ぶりに小幅ながらも下落を記録した。こうした消費者物価の落ち着きには、天候要因にもとづく生鮮食品の値下がりも寄与しているが、やはり、円高・原油安に対応した電気・ガス料金の引下げ措置(61年6月実施)や、国内卸売物価の低下を反映した工業製品価格の低下(消費者物価中の一般工業製品価格前年比、60年7～9月+0.5%→61年7～9月-1.0%)によるところが大きい(第3図)。また、民間サービス料金の上昇テンポも、需要の好調

にもかかわらず幾分鈍化をみている(同+3.2%→+2.3%)が、これは、輸入物価低下が名目賃金上昇率の鈍化を通じて国内物価をより安定させるという間接的な波及効果の一環としてとらえることができよう。

(輸出物価の大幅低下とその背景)

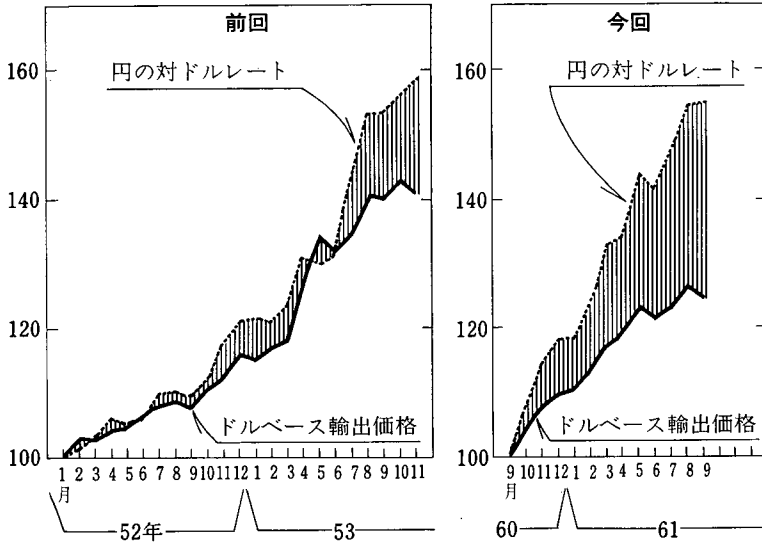
昨秋来の物価動向におけるいまひとつの大きな特徴点は、輸出物価の大幅な低下である。すなわち、輸出物価(円ベース)は、昨秋来の円高進行の下で急落に転じ、61年9月までの1年間に-16.9%と前回円高局面(52年1月～53年10月、年率-7.8%)をはるかに上回る下落幅を示した(前掲第1表)。もとより円高の下で外貨建価格が不変であれば、円ベース価格は円高分だけ低下する筋合いにあるが、輸出企業は円手取り減による採算の悪化を回避するため、極力外貨建価格引

上げ(いわゆる円高調整値上げ)を図ろうとする。そこで、通関統計にもとづき、今回と前回の円高調整値上げの進捗状況を比較してみると、円相場の対米ドル上昇率自体は両局面でさほど差はない(対米ドルレート：前回+58%<52年1月→

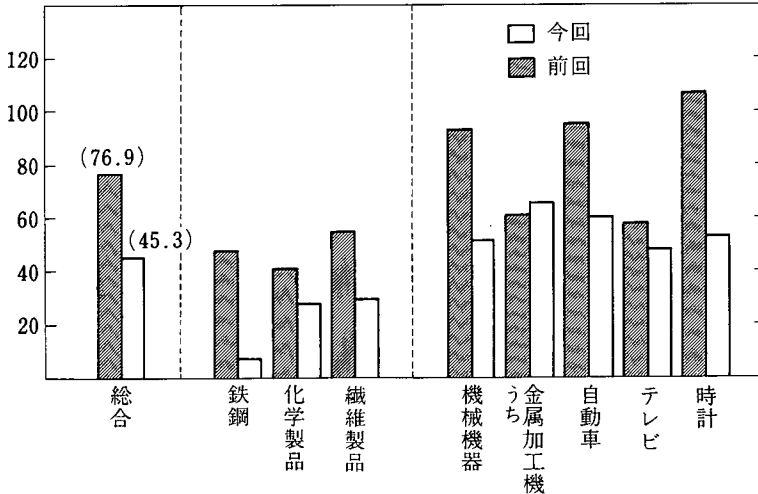
〔第4図〕

円高調整値上げの進捗状況

(1) 輸出価格(通関ベース)の推移



(2) 品目別価格転嫁率



(注) 1. 今回は60/9月を基準とし61/9月時点での転嫁率。また前回は52/1月を基準とし53/10月時点での転嫁率。

品目別貿易(輸出)価格指数(ドルベース)
2. 転嫁率は、 $\frac{\text{品目別貿易(輸出)価格指数(ドルベース)}}{\text{為替レート変化率(通関換算レート、IMF方式)}}$ とした。

3. 前回は旧指数(50年=100)による。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」

53年10月>、今回+53%<60年9月→61年9月>)ものの、前回の場合、円相場の上昇を相当程度カバーするかたちで外貨建価格が引上げられ、価格転嫁率(外貨建輸出価格引上げ率/円高率)が77%に達したのに対し、今回は45%程度にとどまっているのが特徴的である(第4図)。業種別にみても、鉄鋼など素材業種のみならず、前回円高局面には円高をほとんど完全に輸出価格に転嫁していた機械業種においても、価格転嫁率がかなり低下している。

もとより、これには、今回の場合円高が短期間に急速なテンポで進行したことや、原油安によるコストの低下等も影響しているようだが、より基本的には、52~53年当時と対比してみると、現在は世界的なインフレ率の低下や海外需要の盛上がり不足、さらには韓国、台湾等 NICs との競合激化等の面で輸出価格を上げにくい環境にあることに加え、前回円高時以降輸出依存度が大幅に上昇しているため、輸出企業としては輸出価格をさほど引上げないで市場シェアを維持し、長期的にはコストの引下げにより収益確保を図った方が得策であると受止めていることによるものと考えられる。とくに、58年以来の輸出急拡大期にあってそのリード役を果たしてきた機械業種では、これまで輸出向けを中心に設備、雇用の蓄積を進めてきた結果^(注2)、円高下でも少なくとも短期的には海外市場依存からの脱却に踏切れないことが大きく影響しているようにうかがわれる(後記2、(1)「企業部門への影響」参照)。

こうした円ベース輸出物価の大幅な低下は、それが総合卸売物価指数のひとつの構成項目であるという統計上の理由ばかりでなく、輸出品と代替関係にある国内品価格の低下を促進する作用をもっている点で、物価安定のひとつの要因にな

(注2) 輸出向け設備投資の動向を把握するのは困難であるが、それを間接的に示すものとして輸出依存度の高い機械業種の生産能力の伸びをみると、製造業全体の増勢が比較的緩やかであるのに対し、著しく高い伸びを示しており、この点、前回円高期とはかなり様相を異にしている。

前回・今回円高局面直前期の
鉱工業ベース生産能力

(前年比・%)

	51/10~12月	60/7~9月
製 造 業 計	2.9	3.9
輸出依存度の高い機械4業種	4.1	9.5
電気機械	5.1	12.9
一般機械	1.7	4.6
精密機械	7.4	11.6
輸送機械	5.7	7.8
その他業種	2.3	- 2.6

ることは間違いない。しかし、その一方で、後に触れるように、輸入物価の下落にもとづく交易条件(輸出物価/輸入物価)の改善効果を減殺することによって、企業の利ざやを圧縮し、輸入物価下落の国内物価への波及を相当程度制約している点も見逃せないところである。

(2) 円高・原油価格下落の物価安定効果

このように、国内物価は、昨年9月以降、卸売物価、消費者物価のいずれでも前回円高局面を上回る鎮静を示しているが、以下では円高・原油価格下落に伴う輸入原材料コストの低下が中間財および最終財価格の低下にどの程度反映されているか、すなわち輸入差益が川下までどの程度還元されているか、といった観点から西ドイツとの比較を含めて検討してみよう。

イ、輸入コスト低下の波及度合い

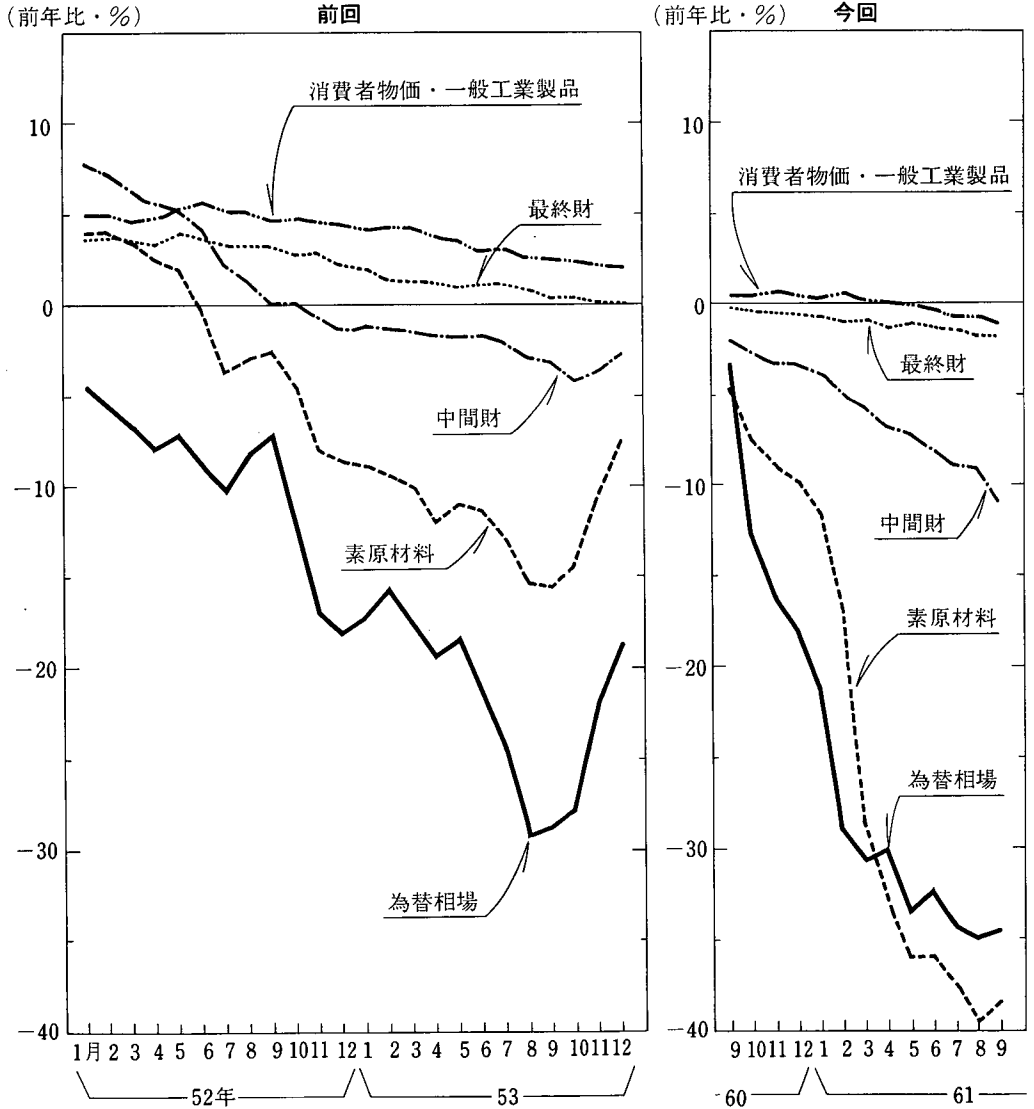
(価格波及係数による検証)

まず、国内物価の動向を需要段階別にみると、素原材料価格が円高および原油価格下落をおおむね反映するかたちで大幅に下落しており、その効果が順次川下段階の物価低下となって波及しつつあるが、中間財、最終財へと加工度を高めるに従い、下落率が小幅化していることが読みとれる(第5図)。もとより、この点については、加工過程を経るにつれて、より多くの加工費、運賃や商業マージン等の流通経費が投入されるため、産出価格に占める輸入原燃料コストの割合が低下する筋合いにあり、したがって、素原材料価格が大きく低下しても、川下ではその影響が小さくなること自体は当然である。

そこで、素原材料価格の低下が中間財、最終財にどの程度円滑に波及しているかをより明瞭に検証するため、需要段階ごとの価格波及係数(例えば、中間財の場合、投入される素原材料価格が1%変化したとき、中間財の産出価格が何%変化するかを表わす)を前回、今回円高期別に計測すると(第2表)、まず指摘し得るのは、川下の卸売物価・消費財から消費者物価・工業製品への価格波及係数が今回円高局面では0.86とかなり高く、前回円高局面(0.55)を相当上回っていることである。この点は、少なくとも卸売物価・消費財と消費者物価・工業製品の間では価格の円滑な連動関係が確保されていることを示唆するものであり、その限りでは輸入物価の低下が流通段階でブロックされているとの見方は当たっていない。こうした円滑な連動関係に対しては、流通マージンを左右する賃金コストの安定が大きく寄与しているとみられる。これに対し、川上の素原材料から中間財、および中間財から最終財(消費財+資本財)に至る段階では、価格波及係数が

〔第5図〕

卸売物価の需要段階別波及状況



〔資料〕 日本銀行「卸売物価指数」、総務庁「消費者物価指数」

いずれも前回円高局面を幾分下回るかたちとなっており、素原材料価格の下落が前回ほどは中間財および最終財価格の低下に結びついていないとの結果となっている。すでに触れたように、今回の場合、需給面からみる限り、輸入コスト低下の国内への波及が進みやすい環境に置かれているわけであるが、それにもかかわらず、このように前回円高局面と差異が生じている背景については、次の二つの事情にもとづくものと考えられる。その第1は、これまでの企業のエネルギー節約努力や産業構造の高付加価値化等を反映して、原材料投入原単位が大幅に引下

(第2表)

	価格波及係数		
	前回円高時 (52/1月~53/10月)	50年以降平均 (50/1月~61/9月)	今回円高時 (60/9月~61/9月)
卸売物価・素原材料	0.51	0.38	0.20
卸売物価・中間財			
卸売物価・最終財	0.27	0.26	0.24

卸売物価・消費財	0.55	0.85	0.86
消費者物価・一般工業製品			

(注) 価格波及係数の試算に用いた関数式は以下のとおり(価格波及係数、t値等は今回円高時の計数)。

(中間財価格上昇率<前年比・%>)

$$= 0.20 \times (2 \text{ か月前の素原材料価格上昇率<前年比・%>}) - 2.49$$

(11.8) (-6.7)

$$\bar{R}^2 = 0.92 \quad D.W. = 1.15$$

計測期間=60年9月~61年9月

(最終財価格上昇率<前年比・%>)

$$= 0.24 \times (4 \text{ か月前の中間財価格上昇率<前年比・%>}) - 0.23$$

(13.8) (-3.2)

$$\bar{R}^2 = 0.94 \quad D.W. = 2.05$$

計測期間=60年9月~61年9月

(消費者物価・一般工業製品上昇率<前年比・%>)

$$= 0.86 \times (1 \text{ か月前の卸売物価・消費財上昇率<前年比・%>}) + 0.67$$

(4.9) (3.6)

$$\bar{R}^2 = 0.86 \quad D.W. = 1.14$$

計測期間=60年9月~61年9月

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」、総務庁「消費者物価指数」

げられている結果、輸入原材料価格の下落に伴う単位当たりコスト削減効果自体が低下していることである。ちなみに、生産1単位に要する輸入素原材料消費量(製造業ベース)の推移をみると、最近時は52~53年当時に比べて4割方減少している(第6図)。第2に指摘し得るのは、今回と前回の円高局面では輸出市場における円高調整値上げの程度に大きな差異が存在することである。すなわち、すでに触れたように、今回円高局面では、円高調整値上げによる価格転嫁率が比較的低く、輸出企業は円手取り減を甘受せざるを得なかったが、そうした収益面の圧迫が国内の中間財、最終財価格の下げ渋りをもたらした可能性が強い。

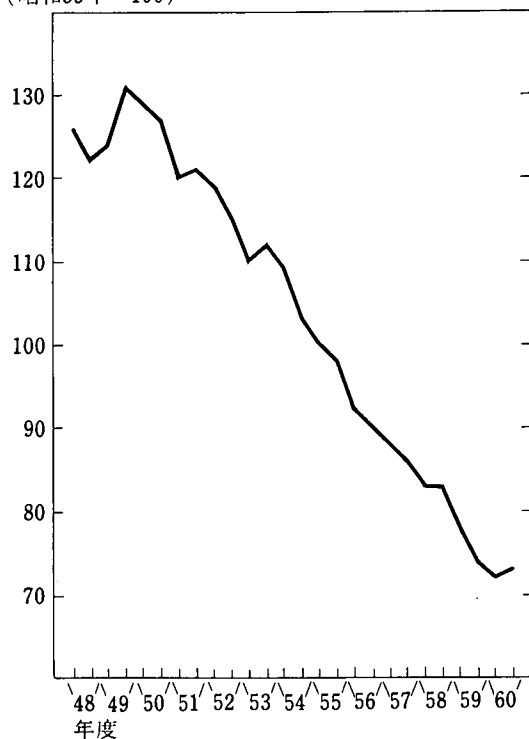
(輸出価格の下落による交易条件改善の制約)

そこで、産業連関表(55年ベース)にもとづいて、この点をやや詳しく検証してみよう。第7図は、企業の利ざやを一定とした場合、輸入コストの低下により国内産出価格が理論的にはどの程度引下げ得るかを求め、その理論値と現実の低下幅を比較することによって、輸入コスト低下メリットの還元度合いを検討、評価しようとするものである。

〔第6図〕

輸入素原材料原単位の推移

(昭和55年=100)



(注) 輸入素原材料原単位

$$= \frac{\text{輸入素原材料消費指数}}{\text{製造業生産指数}} \times 100$$

(資料) 通産省「通産統計」

まず、第7図(1)では、これまでの為替円高・原油価格下落、およびそれに伴う電力・ガス料金引下げの効果により、最終的に国内産出価格の引下げがどの程度可能であるかを主要業種ごとに示すとともに、昨年9月以降1年間の現実の国内産出価格下落率を併せ示している。これによれば、繊維を除くすべての産業で現実の低下率が理論値を大きく下回っており(例えば国内最終財では、理論値-7.9%に対し現実の低下率は-1.7%)、この結果からすると輸入コスト低下メリットのかなりの部分が製造業部門に滞留しているようにもみえる。しかし、ここで留意を要するのは、ここでの理論値は輸出価格低下の影響を勘案せず、投入価格の低下のみを考慮した場合に利ざやを一定とする産出価格として

算出したものであるという点である。現実には為替円高は、円ベース輸出価格の低下を通じて、大きく利ざやを圧縮しており、企業が収益を確保するためにはその分だけ、国内向け価格の引下げを抑制(ないし引上げ)する必要がある。

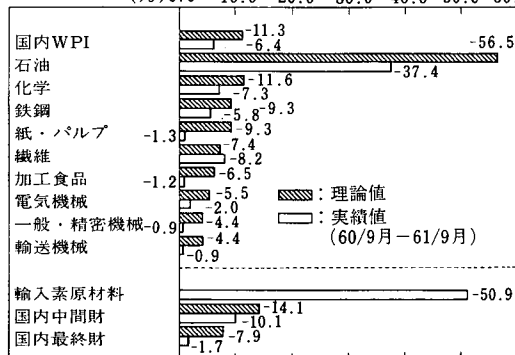
そこで、この点を考慮し、現実の円ベース輸出価格の低下を所与としたうえで、国内産出価格の理論値を改めて算出したものが第7図(2)であるが、これによれば大方の産業において理論値として得られる国内産出価格の低下幅がかなり小さくなっている^(注3)(例えば国内最終財では、輸出物価の低下を考慮しない前の-7.9%に対し、考慮後は-4.5%と約半分に縮小)。すなわち、輸出物価下落を考慮したベースで、需要段階別に国内産出価格について理論値と実績値を比較すると、中間財で理論値と実績値の乖離が大幅に縮小している(理論値-10.9%に対し実績は-10.1%)ほか、最終財についても、加工食品を除いた分野ではほぼ

〔第7図〕

円高・原油安の国内卸売物価に与える影響

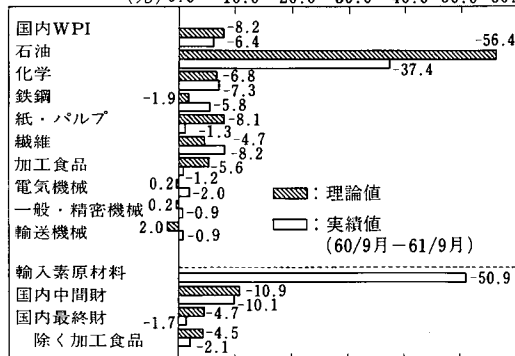
(1) 為替円高、原油価格下落、電力・ガス料金引下げの効果

(%) 0.0 -10.0 -20.0 -30.0 -40.0 -50.0 -60.0



(2) 輸出物価下落調整後

(%) 0.0 -10.0 -20.0 -30.0 -40.0 -50.0 -60.0



- (注) 1. 前提条件: 1. 為替円高240→155円/ドル
2. 原油価格27.4→10.8ドル/バレル
3. 電力・ガス料金引下げ (61年6月1日)

2. 国内最終財、加工食品は、たばこを除く(61年5月1日の国内製造たばこ定価引上げ<+10.5%>効果を除いた実勢ベース)。

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」、総務庁「昭和55年産業連関表」

ト自体は大きいものの、その相当部分が輸出価格の下落によって減殺されているため、国内産出価格の低下余地が狭められているが、現実の国内産出価格は輸入品との競合等から理論値をかなり上回って低下している。

同様の結果が得られる(理論値-4.5%に対し実績は-2.1%)。ここで、コスト低減効果が製品価格に反映されるまでのタイム・ラグを考慮すれば、両者の乖離幅は今後一層小さくなる可能性が強い。なお、加工食品で理論値の低下幅に比べ実績値が大きく下回っているのは、輸入農産物の国内引取り価格が政府の規制下に置かれているうえ、流通機構が複雑なこともあって、円高にもかかわらず、価格が低下しにくい事情を反映したものと考えられる。

これをさらに敷衍すると、輸出依存度の大きい電気機械、輸送機械など加工業種においては、輸出価格低下の影響をより強く受けていることから、それを所与とする限りむしろ国内産出価格を幾分引上げる必要があるにもかかわらず、現実の産出価格は低下をみている。また、鉄鋼、繊維など素材業種では、輸入原燃料コスト低下のメリッ

(注3) なお、ここでの分析では、円高のマイナス・インパクトとして円ベース輸出価格の低下のみをとりあげているが、実際には輸出入数量調整の効果が固定費負担を増大させるため、これ以上に国内価格引下げ抑制のインセンティブが働くと考えられる。

もとより、以上の分析は大胆な前提^(注4)にもとづいており、その結果についてはかなりの幅をもってみる必要があるが、ここから得られる一応の結論は次の二つの点に要約されよう。まず、第1は、円高・原油価格下落による国内物価押下げ効果が円ベース輸出物価の大幅な低下(円高分の輸出価格への転嫁抑制)によって相当程度減殺されていることである。この点は、とりも直さず円高・原油価格下落に期待される交易条件改善効果のかなりの部分が輸出価格の低下を通じて海外に流出してしまい、実際には顕現化していないことを意味している^(注5)。第2には、こうした輸出物価の低下を所与とすると、財については、円高・原油価格下落にもとづくメリットが、流通過程を含む企業部門にとくに偏在しているような証拠はマクロ的にはさほど見当たらず、むしろ、最終財価格の段階まで比較的円滑に波及しているとの評価が可能である。ただ、こうしたなかにあって、農畜産物における政府の諸規制や流通機構の複雑さ等が物価低下のメカニズムを阻む要因となっていることはやはり否めず^(注6)、円高メリットを活用した経済運営という見地からは、既存の制度・慣行について十分な見直し、検討が望まれるところである。

ロ、西ドイツの物価パフォーマンスとの比較

このように、わが国の物価は昨秋来円高・原油価格下落の影響から鎮静の度を強めたが、以下ではわが国同様自国通貨の上昇をみた西ドイツとの比較により、改めて輸入物価下落の国内物価安定効果を評価してみよう。

(卸売物価、消費者物価の対比)

まず、昨秋来の両国の輸入物価(自国通貨建ベース)の動向を比較すると(第8

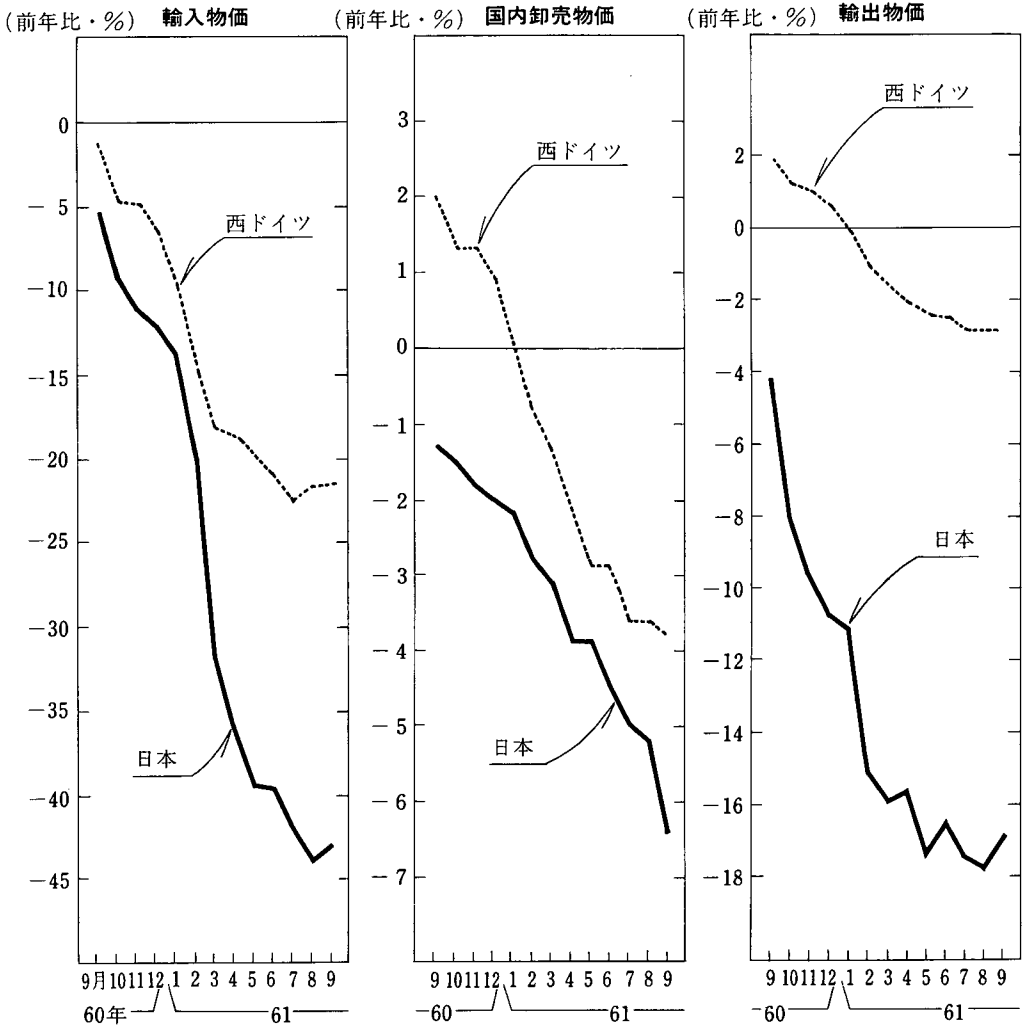
(注4) ここでは内外市場がある程度分断されていることに着目し、競争がより厳しく、わが国企業にとって価格が所与である度合いの強い輸出市場における価格決定が先行していることを前提とし、企業はその価格を所与としたうえで国内向けの生産水準および販売価格を設定するとの考え方に立っている。ただもとより、仮に財市場における裁定が完全であれば、貿易可能財の販売価格は内外市場を総合してみた需給バランスの下で同一水準に決定される筋合いにあることには留意する必要がある(「一物一価」の法則が妥当)。

(注5) 60年の輸出入額を前提にすると、60年9月以降61年9月までの間に、輸出価格の低下に伴う円手取り額の減少は輸入物価の下落にもとづく円支払額減少分の約55%に相当するとの結果になる。

(注6) 卸売物価指数における農畜産物関係の全対象品目(15品目)について、円高差益の還元状況を追跡してみると、付表のように、①対象15品目中輸入価格の下落に追隨して卸売物価が目立って低下している品目は干し椎茸、豚肉、鶏肉、鶏卵の4品目に限られ、その他品目はむしろ上昇していること、②下げ渋りないし上昇している品目のすべてが、政府の直接的な規制を数量面あるいは価格面から受けている(15品目中規制下にあるものは12品目)ことがわかる。

〔第8図〕

日本と西ドイツの物価パフォーマンスの比較(その1)

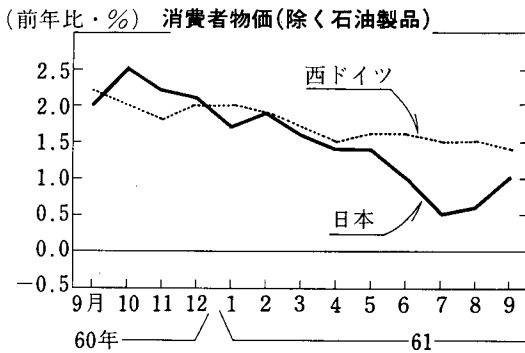
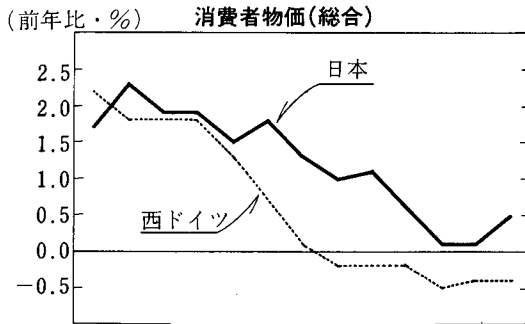


(資料) 日本銀行「卸売物価指数」、西ドイツ連邦統計局「統計週報」

図)、円の実効為替相場^(注7)の上昇幅がマルクのそれを大幅に上回っていること(60年9月～61年9月中の実効為替相場、円+38.2%、マルク+10.4%)を反映して、わが国の場合は、西ドイツに比べてはるかに大幅な下落をみており(61年9月前年比、日本-43.0%、西ドイツ-21.5%)、つれて、国内卸売物価も西ドイツ(生産者物価)を上回る鎮静を示している(同-6.4%、-3.8%)。もっとも、これを輸入物価の下落に対する国内卸売物価の反応度合い、すなわち価格波及係数

(注7) 実効為替相場については、調査月報月号掲載資料「米ドル実効為替レートの計測を巡る問題について」参照。

〔第9図〕
日本と西ドイツの物価パフォーマンスの比較
(その2)



(注) 石油製品=自動車用燃料(ガソリン、ディーゼル油等)+液体燃料(灯油等)

(資料) 総務庁「消費者物価指数」、西ドイツ連邦統計局「統計週報」

で比較すると、西ドイツ0.18に対しわが国は0.15と幾分低いかたちとなっている。また消費者物価(生計費指数)については(第9図)、西ドイツの方がより早期に鎮静し(61年4月以降前年比マイナスに転化)、安定度合いも著しい(61年10月前年比、日本-0.3%、西ドイツ-0.9%)。

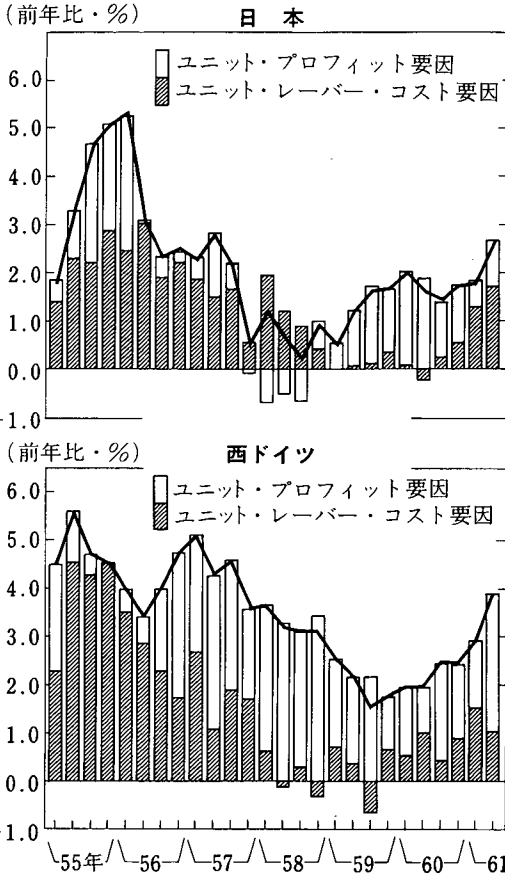
このように、わが国の物価を西ドイツと対比すると、輸入物価の大幅な下落にもかかわらず、そのメリットの国内への波及が必ずしも十分でないことは否めないが、その背景は以下の2点によるものと考えられる。すなわち、まず第1は、交易条件を左右するいまひとつの要素である輸出物価の動きの相違である。すでにみたよう

に、わが国の輸出物価は急速な円高進行下で著しい低下を余儀なくされている(61年9月前年比-16.9%)が、西ドイツの場合は、為替相場が比較的安定しているEC域内向け輸出のウエイトが高いこともあって、極めて小幅な低下にとどまっており^(注8)(同-2.9%)、この結果、輸入物価の低下にもとづく当初の交易条件の改善効果がさほど海外に流出せずに済んでいることが指摘されよう。ちなみに、昨年9月以降1年間の交易条件改善に伴う海外からの実質所得移転額を対名目GNP比率で見ると、西ドイツでは、輸入物価の低下幅が相対的に小さいにもかかわらず、4.6%とわが国(2.0%)を上回る規模となっている^(注9)。このため、西ドイツ企業にとっては、利ざやを確保しながら国内販価を引下げる余地が大きかったといえよう。第2に、輸入構造の違いも見逃せない要因である。西ドイツにおいて、国内卸売物価の下落幅がさほど大きくないにもかかわらず、消費者物

(注8) いうまでもなく、こうした域内貿易ウエイトの高さが、マルクの実効為替レート上昇率を小幅にとどめている主因である。

[第10図]

日本と西ドイツのGNPデフレータの推移



（資料） 経済企画庁「国民経済計算年報」、西ドイツ「ブンデスバンク月報」

価の鎮静度合いがわが国を上回っているのは、輸入構造上製品類のウエイトが高いため、輸入物価低下の影響が国内の加工過程を経由することなく、直接的に消費財価格に反映されやすい事情にあることが寄与しているようにみられる(注10)。

（GNPデフレータによる検証）

次に、やや視点を変え、交易条件の改善に伴う名目付加価値率の上昇が国内でどのように分配されているかを、GNPデフレータの動きから探ってみよう。

まず両国のGNPデフレータの推移をみると(第10図)、西ドイツでは、前記のような国内卸売物価や消費者物価の鎮静とは裏腹に、このところGNPデフレータの上昇率がかなり高まっており、この4～6月には前年比+3.9%と57

（注9）60年の輸出入額を基準にして、60年9月から61年9月までの1年間に交易条件の改善によって海外からの所得移転がどの程度生じたかを対名目GNP比率で見ると次のとおり。

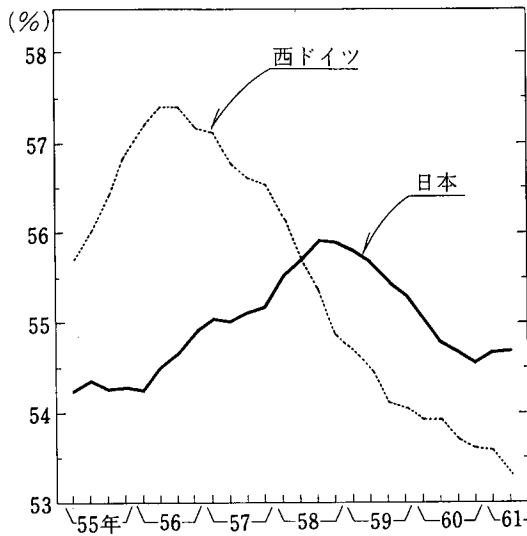
（対名目GNP比率・％、+(-)印は流入(出)を示す)

	日本	西ドイツ
輸出物価下落による流出(A)	-2.2	-0.8
輸出物価下落率 (Δ16.9)	(Δ16.9)	(Δ2.9)
輸出依存度 (16.4)	(16.4)	(35.0)
輸入物価下落による流入(B)	+4.2	+5.4
輸入物価下落率 (Δ43.0)	(Δ43.0)	(Δ21.5)
輸入依存度 (12.7)	(12.7)	(31.1)
交易条件改善のネット効果(A+B)	+2.0	+4.6

（備考）

1. 輸出入物価の下落率(%)は60年9月～61年9月中で、いずれも自国通貨建ベース。
2. 輸出入依存度は対名目GNP比率(%)。

〔第11図〕
日本と西ドイツの労働分配率の推移



(注) 労働分配率

$$= \frac{\text{雇用者所得}}{\text{名目GNP}} \times 100 \text{ (四半期移動平均値)}$$

(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」、西ドイツ
 連邦統計局「統計週報」

年頃の水準まで上昇している。そこでGNPデフレータをユニット・レーバークスト(生産1単位当たり賃金コスト)とユニット・プロフィット(生産1単位当たり企業利潤)に分解してみると(注11)、西ドイツの場合には、景気の着実な拡大に伴う労働生産性の上昇を反映してユニット・レーバークストが安定的に推移している一方で、最近ユニット・プロフィットの上昇が目立っており、これがGNPデフレータを押し上げている。もちろんユニット・プロフィットの動向は景気によって左右される面が強く、最近の上昇には景気拡大の影響も無視し難いとみられる

が、やはり輸入物価下落による名目付加価値の増加が企業部門に滞留している可能性は否定できない(注12)。労働分配率の低下テンポがこのところ加速していることはそれを裏付けるひとつの証左ともいえよう(第11図)。

一方、わが国のGNPデフレータは、景気の減速に伴うユニット・レーバーク

(注10) ちなみに、総輸入に占める完成品(SITC分類5～8)のウエイトをみると、わが国の27.1%に対し西ドイツでは58.6%とはるかに高い。

(注11) GNPデフレータの定義式から次のように要因分解できる。

$$\begin{aligned} \text{DEF} &= \frac{\text{GNP}}{\text{RGNP}} \\ &= \frac{\text{KOYO} + \text{EIGYO}}{\text{RGNP}} + \frac{\text{EIGYO}}{\text{RGNP}} \\ &= \text{ULC} + \text{PRO} \end{aligned}$$

DEF : GNPデフレータ
 GNP : 名目GNP
 RGNP : 実質GNP
 KOYO : 雇用者所得
 EIGYO : 営業余剰等
 ULC : ユニット・レーバークスト
 PRO : ユニット・プロフィット

コストの増大にもかかわらず、61年1～3月まで安定した足取りを続けてきたが、4～6月には西ドイツと同様にユニット・プロフィットの上昇によって幾分上昇テンポを速めた(前年比、1～3月+1.8%→4～6月+2.6%)。しかし、これは、安値原油の入着が61年3月以降本格化した一方で、電力・ガス料金の引下げ時期が遅れたことなどから、原油安に伴う差益が電力を中心とする企業部門に一時的に滞留したことによる面が強く、その後の電力・ガス料金の引下げ措置や最終財価格の低下状況を勘案すると、GNPデフレーターは再び鈍化に向かっているとみられる。もとより、GNPデフレーターによる国際比較に際しては、景気局面の違いといった事情にも留意する必要があるが、輸入物価下落のメリットに関して、わが国の場合に西ドイツよりも企業部門への滞留が目立つとはいい難く、両者の差は主として輸出価格動向と製品輸入割合の相違にもとづくものとみるべきであろう。

2. 物価鎮静の企業・家計への影響

それでは、このような昨秋来の著しい物価鎮静と価格体系のシフトは、企業や家計にどのような影響を及ぼしているのであろうか。これにつき、まず理念的な整理を行っておくと、円高・原油価格下落などによる輸入コストの低下を起点として物価が低下すると、売上げの単価(または時間当たり賃金)が仕入れのコスト(または消費者物価)と同じ幅で低下しない限り、企業にとっても家計にとっても交易条件が改善する。いわゆる「円高メリット」は、こうした交易条件の改善を指し、それが企業収益の好転要因になるとともに、家計の実質所得の増加をもたらすのである。もっとも、原油価格下落の場合は別として、急激な円高にもとづく輸入コスト低下の場合には、その一方で、輸出抑制、輸入促進効果が強く働き、それに伴う賃金・雇用の調整とも相まって、企業収益と家計所得の双方にデフレ・インパクトを及ぼす側面をもち、ネットの効果としては景気に対しむしろマイナス・インパクトの方が上回る。また「円高のメリット」についても、それが企業や家計の支出増加につながる限り有効需要には結びつかず、それ自体で新たな所得循環を生み出す契機となるわけではない。さらに、円高を起点とする相対価格のシフトは、需要、供給両サイドから業種ごとに異なったインパクト

(注12) 輸入物価が下落したとき、それが企業の投入・産出価格の低下を通じてすべて最終財価格にまで波及するとすれば、GNPデフレーターは不変にとどまるが、それが最終財価格に反映されない場合には名目ベース付加価値率が高まり、賃上げ率が上昇しない限り企業の利ざやも上昇する。

を与えるものであり、それが短期的な景気循環においてそのパターンに影響を及ぼし、また、より長い目でみた産業構造の面でもその変化を促す内在的な契機になり得る要素をもっている点は見逃せないところである。以下では、こうした観点に立って、最近の物価鎮静と価格体系変化の影響を企業、家計部門別に検討してみよう。

(1) 企業部門への影響

円高に端を発する今回の物価鎮静が企業部門に対して与える影響の中で最も特徴的な点は、それが製造業と非製造業との収益に対して相反するインパクトを与えていることである。

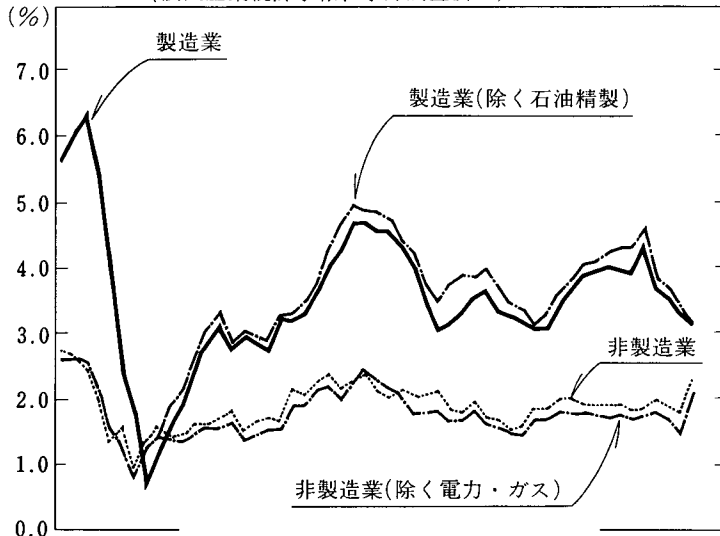
(製造業収益に対するマイナス・インパクト)

まず、製造業の収益動向をみると、59年度下期頃をピークにして緩やかな低下に転じたあと、とくに60年度下期以降は円高進行に伴い、輸出関連業種を中心に急速に悪化の度を強めている(第12図)。これを日本銀行「主要企業短期経済観測調査」でみると、61年度の売上高経常利益率は2.98%と、第1次石油危機の影響がなお尾を引いていた52年度(2.92%)並みの水準まで低下すると見込まれている。こうした製造業の収益動向を、上でみた交易条件効果と数量効果に分解してみると、円高・原油価格低下にもとづく輸入コストの低減が、企業の交易条件(産出価格/投入価格)の改善を通じて、収益好転要因として働いていることは間違いないところである。すなわち、日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」によれば、製造業全体の交易条件は61年9月までの1年間に+8%方改善をみているが、前記「短観」等にもとづいて試算すると、こうした交易条件の改善によって製造業の売上高経常利益率は60年度上期から61年度上期にかけて+1.3%ポイント押し上げられているとの結果となる。もっとも、製造業の場合は、その製品のほとんどが国際競争に直面しており、輸出数量の減少、競合輸入品の増大による販売数量の減少が同期間中の固定費負担を大きく押し上げ、その利益率圧縮効果は-1.9%ポイントと交易条件効果を上回っている(第3表)。つまり製造業全体としては、円高のデメリットが円高・原油価格低下を併せたメリットを上回って収益下押し方向に作用している状態にあるといえる。なお、ここで、前記1.「最近の物価鎮静とその評価」でみた輸出価格の転嫁率の低さ(円ベース輸出価格の大幅低下)と収益との関係のみておくと、価格転嫁率を抑えたことにより輸出数量の落込みを小幅にとどめていることは事実であるが、現在のわが国のマクロの輸出の価格弾性値を前提とする限り、一段の数量落込みを甘受しても転嫁率

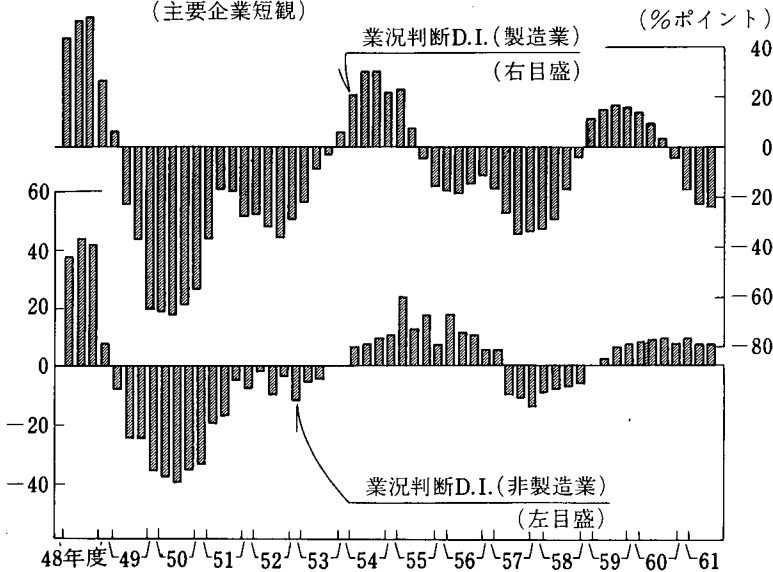
〔第12図〕

売上高経常利益率の推移

(法人企業統計季報、季節調整済み)



(主要企業短観)



(注) 61年10~12月業況判断D.I. は見通し。

(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」、大蔵省「法人企業統計季報」

を上げた方が短期的な収益にはプラスとなる筋合いにある^(注13)。今回の価格転嫁率が低いことの背景には、すでに指摘した事情のほか、種々の要因が作用していると思われるが、それが結果として前回円高局面に比べて製造業の収益悪化を著しくしている点は否めないものと思われる。

また、物価鎮静が製造業収益に及ぼす影響として見逃せないのは在庫評価損の問題である。すなわち、物価の全般的な低下局面では、過去に高値で仕入れた原

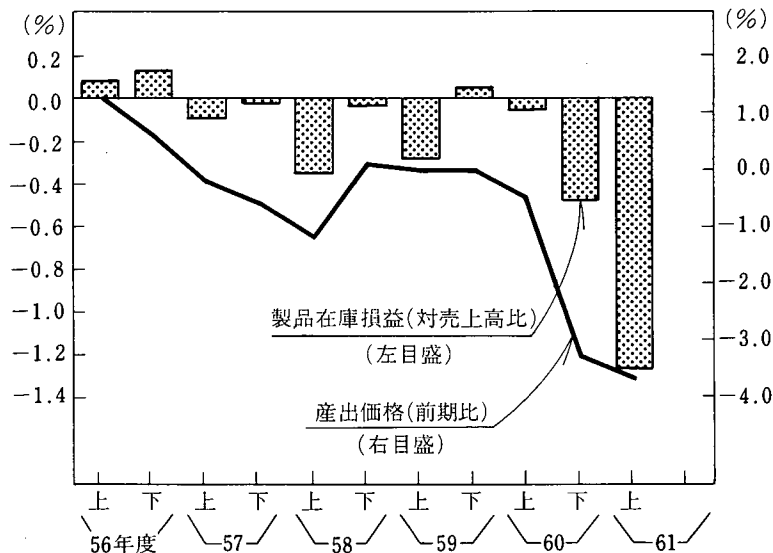
(第3表)

売上高経常利益率(製造業<除く石油精製>)の変動要因分解

(年度・%)

	60/上期 実績	60/下期 実績	61/上期 (実績 見込み)	60/上期→ 61/上期の 売上高経常 利益率の変 化幅
売上高経常利益率	4.94	3.60	3.04	
変化幅	△ 0.30	△ 1.34	△ 0.56	△ 1.90
交易条件要因	0.09	0.10	1.16	1.26
固定費要因	△ 0.29	△ 0.78	△ 1.08	△ 1.86
在庫要因	△ 0.13	△ 0.68	△ 1.04	△ 1.72
その他	0.03	0.02	0.40	0.42

(参考) 製品在庫損益(対売上高比)の推移

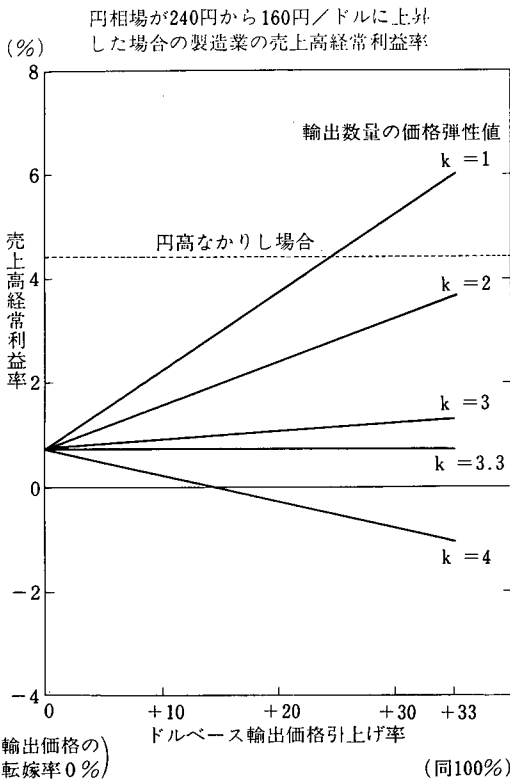


(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」、「製造業部門別投入・産出物価指数」

材料在庫やそれを用いた製品在庫を保有していると、生産コストの低下が販売価格低下に遅れるため、在庫評価損が発生して収益を圧迫するからである。そこで、今回の物価低下局面において製造業の収益がこうした在庫評価損の発生によってどの程度下押しされているかを前記「短観」にもとづいて試算すると、60年度上期から61年度上期にかけては、売上高経常利益率ベースで-1.7%ポイントと、ほぼ固定費負担の増大に匹敵する減益要因として働いているとの結果が得られる(前掲第3表)。さらに、在庫評価損の発生は、こうした企業収益への直接的なマイナス効果にとどまらず、それを回避するため在庫投資を圧縮しようとする

企業行動を通じて総需要に対しても下押し圧力を強める作用をもっていることも看過できない。事実、61年4～6月のGNP速報によれば、昨年7～9月以降

(注13) 為替相場が240円から160円/ドルに上昇した場合を前提に輸出価格の引上げ率と売上高経常利益率との関係を試算すると、下図に示されるように、輸出数量の価格弾性値が3.3を下回る水準にある限り、ドル・ベース輸出価格の引上げは、それに伴う輸出数量の減少を考慮しても、ネットでは収益改善の方向に作用するとの一応の結果が得られる。この試算はいくつかの大胆な前提にもとづいており、かなりの幅をもって読む必要があるが、わが国輸出数量のマクロ的な弾性値が1前後となっていることからすれば、転嫁率の低さが収益に対してマイナスに作用したことは明らかといえよう。ただし、企業間の競合から個々の企業にとっての需要の価格弾性値はかなり高いと観念されている可能性があり、これは転嫁率を抑制する方向に作用する。



(注) 試算の前提は以下のとおり。

$$\pi = S - VC - FC$$

よって、

$$\frac{\pi}{S} = 1 - \frac{VC}{S} - \frac{FC}{S}$$

$$= 1 - \frac{PmQm}{PQ} - \frac{FC}{PQ}$$

したがって、

$$\Delta\left(\frac{\pi}{S}\right) = \left\{ \dot{P} - P\dot{m} - \left(\frac{\dot{Q}m}{Q}\right) \right\} \left(\frac{VC}{S}\right)_0$$

$$+ (\dot{P} + \dot{Q} - F\dot{C}) \left(\frac{FC}{S}\right)_0$$

ところで、

$$\dot{P} = Wex_0 \cdot \dot{E}X + Wex_0 \cdot \dot{P}ex$$

$$+ (1 - Wex_0) \dot{P}d$$

$$P\dot{m} = Wim_0 \cdot \dot{E}X + Wim_0 \cdot \dot{P}im$$

$$+ (1 - Wim_0) \dot{P}dm$$

$$\dot{Q} = -Wex_0 \cdot k \cdot \dot{P}ex + (1 - Wex_0) \dot{Q}d$$

また、 $\left(\frac{\dot{Q}m}{Q}\right) = F\dot{C} = P\dot{im} = \dot{Q}d = 0$

$$\left\{ (1 - Wex_0) \dot{P}d - (1 - Wim_0) \dot{P}dm \right\} vc_0$$

$$+ (1 - Wex_0) \dot{P}d \cdot fc_0 = 0$$

と仮定すると次式が成立。

π : 経常利益	S : 売上高
VC : 変動費	P : 産出価格
FC : 固定費	Pm : 投入価格
Wex : 輸出比率	EX : 為替レート
Pex : 輸出価格(ドルベース)	Pd : 国内向け産出価格
Pim : 輸入価格(ドルベース)	Pdm : 国内品投入価格
Q : 産出数量	Qm : 投入数量
Qd : 国内向け産出数量	k : 輸出数量の
vc : 変動費比率	価格弾性値
fc : 固定費比率	

$$\Delta\left(\frac{\pi}{S}\right)$$

$$= EX(Wex_0 \cdot vc_0 + Wex_0 \cdot fc_0 - Wim_0 \cdot vc_0)$$

$$+ Wex_0 \cdot Pex(vc_0 + fc_0 - fc_0 \cdot k)$$

本年4～6月までの実質G N P成長率は年率で+2.4%まで減速したが、これには外需の落ち込みのほかに、在庫投資の大幅な圧縮もかなり響いている(寄与度ベースで年率-0.4%)。また、在庫調整が生産を抑制することの波及効果も勘案すれば、総需要に対する下押し圧力がこれを上回ることはいうまでもない。

ところで、物価の低下は企業のデフレ感を高めると指摘されることがある。確かに、物価の低下が昨秋来のように輸入コストの下落にもとづく場合であって、直接的な利ざやの圧縮によるのではなくとも、在庫評価損の発生による企業収益の悪化と在庫投資の抑制を招きやすいという点で、この両者に何程かつながりがあることは否めない。しかし、こうした現象は、基本的に輸入コスト低下が国内物価に波及する過程において発生する一過性のものに過ぎないことには留意しておく必要がある。

(非製造業収益に対する増益効果)

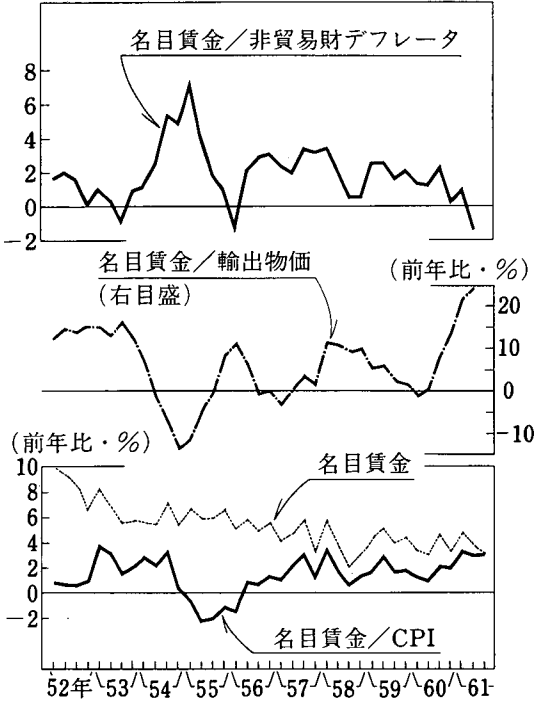
このように、円高進行下で製造業の収益が後退する一方で、非製造業においては収益がむしろ増益基調で推移しており、企業の業況感も良好な水準を維持している(前掲第12図)。これは、まず第1に、非製造業のように外国財との競合が乏しい産業、いわゆる非貿易(non-tradable)部門においては、円高の下でも産出価格に対して直接的な引下げ圧力が加わらない一方、投入価格については資本設備費用、仕入れ価格が低下し、また製造業の収益不芳が全般的な名目賃金上昇率の鈍化をもたらすため、企業の利ざやが拡大するからである。いま、後者の影響をみるため、非製造業の産出デフレタとしてG N Pデフレタから輸出デフレタを控除したもの(自国産財・サービスのうち非貿易財・サービスの産出デフレタにおおむね相当)を用い、このデフレタを尺度として非製造業にとってのコストである「実質賃金」の上昇率を試算すると、このところかなり鈍化をみているとの結果が得られる(第13図)。この点、輸出デフレタで測った「実質賃金」、すなわち輸出財部門における実質賃金コストが輸出デフレタの著しい低下により、名目賃金の落ち着きにもかかわらず大幅な上昇を示しているのとは極めて対照的といえよう。

第2に、円高・原油安による物価の安定や金利の低下が、非製造業と関連の深い個人消費や住宅投資を盛上げる効果を持つため、上記コスト低下にもかかわらず非製造業の産出価格に対しては引下げ圧力が及びにくく、また同時に非製造業における固定費負担を押下げる方向で作用していることが挙げられる。さらに、非製造業にとっては、上記のように産出価格が低下しにくいことから、最近の名

〔第13図〕

賃金の伸び率

(前年比・%)



(注) 非貿易財デフレーター

$$= \left(\text{GNPデフレーター} - \frac{\text{実質輸出等}}{\text{実質GNP}} \times \text{輸出等デフレーター} \right) \times \left(\frac{\text{実質GNP}}{\text{実質GNP} - \text{実質輸出等}} \right)$$

(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」、労働省「毎月勤労統計」、総務庁「消費者物価指数」

目金利低下によって実質的な金利負担がかなり低下していることも、収益に対してプラスに作用している(これに対して製造業では実質的な金利負担が大きく上昇)。

ところで、こうした事情をより一般的に理解すれば、円高を起点として輸出に比べて国内向け財・サービス生産の採算性が有利化することを意味しているが、その過程においては、名目賃金や非貿易部門における投入財価格の上昇率が円高効果を素直に反映して低下することが重要であるといえよう。例えば、仮に名目賃金が硬直的であれば、円高下でも非貿易部門における「実質賃金」コストが低下せず、したがってその生産の採算も向上が阻害されるからである。この点、わが国のように賃金の決定が物価の変動に対して伸縮的な経済においては、円高によ

って非貿易部門における生産の採算性が有利化しやすい環境にあるとみることができる。

昨秋来の円高進行の下で、製造業と非製造業との間に収益、設備投資の両面で、いわゆる「景気の二面性」が目立っているが、その背景には上記のような事情が作用しているものとみられる。もとより今後の景気展開については、これまで輸出産業の収益悪化をバッファーとして吸収されてきた円高のデフレ・インパクトが、今後雇用調整等による所得循環を通じて経済全体に波及する可能性を否定できず、引続き予断なしに注視していくことが必要である。しかし、円高が物価・賃金への安定効果を介して、非貿易部門に対しては期待収益率の上昇をもたらし、それを通じた設備投資拡大作用を有していることは、当面の景気循環の観

点からも、また、内需指向型に向けての産業構造転換という観点からも、看過されてはならない重要なポイントであるといえよう。

(2) 家計部門への影響

(実質所得の押し上げ効果とその限界)

次に、最近の物価鎮静が家計部門に及ぼしている影響をみてみると、消費財等の購入の「コスト」である消費者物価の低下が家計の交易条件の改善を通じて実質所得を高めており、円高・原油価格下落のメリットは家計にも波及しつつある。すなわち、最近の家計所得の動向を賃金面からとらえると(前掲第13図)、時間外収入の落込みや夏季賞与の低率妥結等から名目賃金が緩やかな伸び率鈍化を示している(前年比、60年度下期+3.9%→61年度上期+3.5%)一方で、消費者物価の一層の落ち着きを反映して実質賃金は堅調に推移している(同+2.5%→+3.2%)。これは見方を変えていえば、円高によってわが国の交易条件が改善をみている状況下、労働分配率を上昇させることなく、労働生産性の伸びを上回る家計の実質所得の増加が実現したものとみることも可能である。こうした円高・原油価格低下にもとづく家計の実質所得の上昇が、金利低下の効果と相まって、このところ個人消費や住宅投資が底固い足取りを維持していることの背景となっていることは疑いをいれない。

ただ同時に、これまで輸出産業の収益悪化というかたちで蓄積されてきた円高のデフレ・インパクトが、今後家計所得面に悪影響を与えていく可能性が強いことも否定し難いところである。この点、これまで家計の実質所得が堅調なのは、もともと名目賃金の決定が企業収益の変動に対しかなりのタイム・ラグをもっていることや、これまで雇用調整が極めて限られた規模でしか生じていないことによる面も見逃せない。したがって、今後円高のデフレ・インパクトが輸出企業から家計へと波及していく過程で物価が下げ止まるとすれば、ネットの効果として家計の実質所得の伸びが低下に向かう可能性についても留意しておく必要がある。

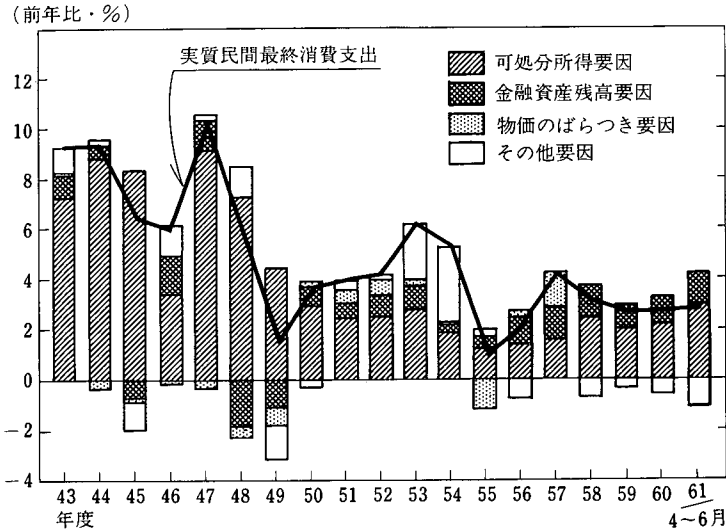
(実質金融資産残高効果に期待される役割)

このように、円高にもとづく物価安定効果はそれ自体のみで、やや長い目で見た家計の実質所得引上げを保証するものではないが、金利の低下とも相まって家計の保有する金融資産(債券、株式など)の実質市場価値を高め、それを通じて家計の支出行動を積極化させる(支出性向を引上げる)契機となり得る点には着目すべきであろう。いま、こうした「実質金融資産残高効果」が、現実の家計の消費行動

にどの程度影響してきたかを消費関数の計測(43~60年度)によって検証してみると、その有意性が一応確認されるとともに、とくに物価変動の大きな時期には消費支出に対して無視し難い影響を与えているとの結果が得られる(注14)(第14図)。もとより、最近の物価鎮静が実質金融資産残高効果を通じて今後どの程度実際の家計支出の増加につながっていくかは、その他多くの要素に依存しており、なお不透明といわざるを得ないが、ここでの計測結果からみる限り、そうしたメカニ

〔第14図〕

実質消費支出の変動要因



(実質民間最終消費支出<前年比・%>)

$$= 0.804 \times (\text{実質可処分所得要因} < \text{前年比} \cdot \% >) \\ (23.5)$$

$$+ 0.164 \times (\text{実質金融資産残高要因} < \text{前年比} \cdot \% >) \\ (4.5)$$

$$- 0.184 \times (\text{物価のばらつき要因} < \text{前年差} \cdot \% >) \\ (-2.4)$$

$$+ 2.610 \times (\text{耐久財のストックサイクル} \cdot \text{ダミー}) \\ (4.4)$$

$\bar{R}^2 = 0.91$ D.W. = 2.52 ()内は t 値 計測期間: 43~60年度

(注) 1. 実質金融資産残高要因:
$$\left(\frac{\text{名目金融資産残高}^* - \text{名目借入残高}}{\text{民間最終消費支出デフレータ}} \right) \times \left(\frac{1}{\text{実質可処分所得}} \right)$$

*うち株式保有残高は市場価額

2. 物価のばらつき要因: 消費者物価(特殊分類11品目)の各前年比の標準偏差<前年差>

3. 耐久財のストックサイクル・ダミー: 家電製品を中心とした買替え集中期(53~54年度)にダミー変数を使用

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」、「物価指数年報」、
経済企画庁「国民経済計算年報」

ズムが一応家計の消費行動に対してプラスに作用することを期待し得よう。

ただ、ここで注意すべきなのは、家計の金融資産についてはそのかなりの部分が長期の保有動機(例えば「老後の備え」)にもとづいているとみられるため、家計が名目金融資産残高をデフレートする際に用いると思われるインフレ率は、直近のインフレ率ではなく、かなり長期を見通した場合の「期待インフレ率」であると考えられる点である。したがって、今後実質金融資産残高効果による消費下支えがどの程度有効に作用するかは、長い目でみた物価安定に対する人々の信頼に大きく依存しているとみるべきであろう。この点、円高・原油価格下落にもとづく物価押下げ効果は、その直接的なコスト低減効果に限れば比較的短期に一巡してしまう筋合いにあるので、それを名目賃金と物価の好循環につなげることによって、将来にわたっての物価安定の基盤を確保することが肝要である。

む す び

以上のように、わが国の物価は、昨秋来の円高進行と原油価格下落の下で著しい鎮静を示し、その波及の度合いも、輸出価格の低下を前提とする限り、極めて大きかったとの評価が可能である。こうした物価の低下を反映して、企業や家計の交易条件も改善をみたが、その一方で、輸出入数量調整の効果とそれに伴う固定費負担の増大から、製造業の収益はかなりの悪化を余儀なくされており、また、今後はこれまで輸出企業の収益悪化というかたちで吸収されてきた円高のデフレ・インパクトが、賃金・雇用の調整を通じて家計部門等に拡散していく可能性も無視し難い状況にある。

しかし同時に、円高は、相対価格の変化や「期待インフレ率」の低下を通じて、非貿易部門や家計の支出行動の新たな展開を促す契機ともなり得る面を持っており、そうした効果の萌芽はすでに広範囲にみられるところである。今後長い目でみて、わが国経済を外需依存型から脱却させていくうえでは、こうした効果を

(注14) この計測では、「実質金融資産残高要因」を $\{(\text{名目金融資産残高} - \text{名目借入金残高}) \div \text{消費者物価}\} / \text{実質可処分所得}$ というかたちでとらえているが、これは、家計にとって意識される「実質金融資産残高」が負債を控除した純資産であり、しかも、その絶対水準ではなく所得に対する倍率が家計の貯蓄・消費行動を左右するとの考え方にもとづいている。なお、消費支出のひとつの説明変数として「物価のばらつき要因」を入れているのは、全体の物価水準が変わらない場合でも、相対価格が変化するとき、家計は価格のもつ需給のシグナル機能に対する信頼を失い、消費行動を抑制する、といった事態を想定したものである。

持続的に活用することにより、内需拡大を図っていくことが大きな課題であることはいうまでもない。目下のところ、そこまでの明確な展望を得られるには至っていないが、そうした環境を整備するためには、例えば規制緩和の推進など制度面での改善に加え、やはり、金融政策面でマネーサプライの適切な管理を通じて長期的な物価安定に対する人々の信頼を強めることにより、物価・賃金の好循環を定着させ、将来にわたる物価安定の条件を確保していくことが何よりも重要であろう。

(付 表)

農・畜産物の円高差益還元状況

〈 〉内は総合卸 売物価 (1,000) に占めるウエイト	卸 売 物 価 61/9月前年比 (A)	C I F 価 格 61/8月前年比 (B)	弾 性 値	輸入数量 増減率(%) (1~8月)	輸 入 数 量 規 制 の 有 無
			(A)/(B)		
農 産 物 <12.28>	0.88				
米 <9.69>	0.52	n . a .	n . a .	n . a .	あ り (注 2) (国家貿易品目)
大 麦 <0.15>	-0.45	-47.32 (注 5)	0.0	-33.5	あ り (国家貿易品目)
小 麦 <0.46>	0.00	-41.90	0.0	3.8	あ り (国家貿易品目)
小 豆 <0.15>	48.67	-53.30	-0.9	5.5倍	あ り (注 3) (残存輸入規制品目)
いんげん豆 <0.08>	20.50	-30.00	-0.7	18.6	あ り (残存輸入規制品目)
落 花 生 <0.15>	34.09	-43.10	-0.8	8.6	あ り (残存輸入規制品目)
干し椎茸 <0.15>	-25.70	-33.20	0.8	-55.1	な し
砂糖きび <0.15>	0.53	-69.80 (台湾産)	0.0	-38.9	な し
てん 菜 <0.31>	0.00	n . a .	n . a .	n . a .	な し
葉たばこ <0.99>	0.00	-30.00 (イタリヤ産)	0.0	-28.0	な し (注 4)
畜 産 物 <12.51>	-5.91				
牛 肉 <2.44>	1.30	-35.50	0.0	13.9	あ り (残存輸入規制品目)
豚 肉 <3.66>	-10.09	-5.70	1.8	12.2	な し
鶏 肉 <1.30>	-3.74	-28.90	0.1	99.1	な し
加工用原乳 <2.82>	-0.29	n . a .	n . a .	n . a .	あ り (残存輸入規制品目)
鶏 卵 <2.29>	-14.89	-33.70	0.4	5.1	な し

(注 1) 自給率=国内生産/国内消費

(注 2) 国家貿易品目とは国家が独占的に貿易を行う品目。同品目については、G A T Tでも暫定的に輸入制限が承認されている。

(注 3) 残存輸入規制品目とは、G A T Tの承認を得ないままで、輸入数量規制を行っている品目。現在日本では23品目(うち農林水産物22品目、石炭1品目)が残されている。

(注 4) 専売公社民営化に伴い、葉たばこの輸入は自由化されたが、製造については、日本たばこ産業(株)が独占権を与えられている(たばこ事業法第8条)。

(注 5) 61/8月の輸入実績がないため、計数は61/7月の60/8月比。

(注 6) 年ごとの作況による変動大。計数は56豆年度以降のレンジ。

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」、日本関税協会「日本貿易月表」、内閣官房「現行法令便覧」、食糧庁「食糧需給統計」。

(卸売物価対象品目)

政府による直接的な 価格操作	根拠法	関税率 (%)	自給率 (%) (注1)	主要 輸入国
農林大臣が標準売渡価格を決定	食糧管理法	0	109	タイ
農林大臣が標準売渡価格を決定	食糧管理法	0	62 (食用)	豪州
農林大臣が標準売渡価格を決定	食糧管理法	0	12	米豪 国州
なし	外国貿易 管理法	10	36~92 (注6)	中国
なし	外国貿易 管理法	10	25~55	米 国
なし	外国貿易 管理法	10	30	中米 国
なし		15	136	韓中 国
農林大臣が最低標準価格を決定	砂糖価格 安定法	0	n.a.	台湾 イ
農林大臣が最低標準価格を決定	砂糖価格 安定法	0	n.a.	n.a.
たばこの小売定価は大蔵大臣の認可事項	たばこ 事業法	0	n.a.	米 国
畜産事業団が安定基準価格で買支え	外国貿易管理法 畜産物 安定法	25	72	米豪 国州
畜産事業団が安定基準価格で買支え	畜産物価格 安定法	5または 差額関税	84	台湾 デンマーク
なし		14	93	タイ 米 国
農林大臣が安定基準価格を決定	外国貿易管理法 畜産物 安定法	0	70	n.a.
なし		25	99	中 国