

2021年10月20日 全10頁

# 日本経済見通し：2021年10月

## 資源高による経済への影響／経済正常化はデフレ脱却の好機となるか

経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司  
エコノミスト 久後 翔太郎  
エコノミスト 小林 若葉  
研究員 瀬戸 佑基

### [要約]

- 足元で資源高が一段と進んでいる。資源高による海外への所得流出額は2021年度で27兆円程度と見込まれる。日銀短観に見る財の需給バランスはかなり逼迫しているため、小売価格への転嫁は2000年代の資源高の局面に比べて進みやすいとみられる。家計にとっては相当な負担増になるが、2021年9月までで40兆円を超えた過剰貯蓄により、個人消費への影響は抑えられるだろう。
- 日本でインフレ基調が強まらない主因はサービス物価の伸び悩みにある。国内で経済活動の正常化が進めば、1990年代末からおおむね横ばいで推移してきたサービス物価は上昇に転じる可能性がある。こうした上昇を持続させるには賃金上昇を伴う必要があり、賃金の原資である労働生産性の引き上げが求められる。経済活動の正常化が進み始めた今こそ、中堅・中小企業を中心としたサービス業の生産性低迷という長年の課題に官民を挙げて積極的に取り組むべきである。

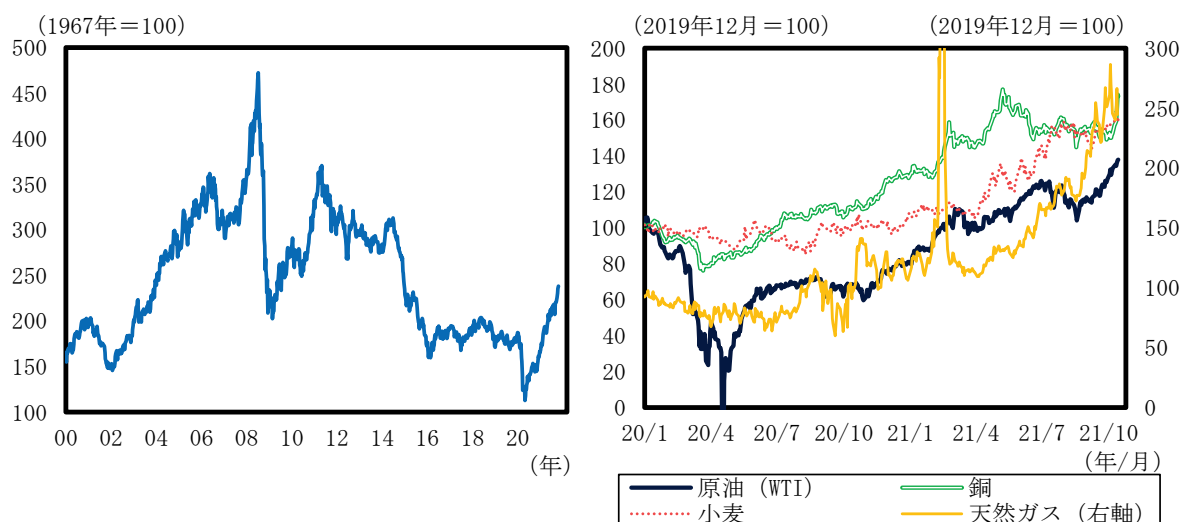
## 1. 日本の景気回復に冷や水を浴びせる資源高

### 経済活動の正常化が進み始めた中で資源高が一段と進行

日本国内では感染状況が一段と改善し、経済活動の正常化が進み始めた。新型コロナウイルスワクチンの接種を1回以上終えた人の割合は2021年10月19日時点で75.8%まで上昇し<sup>1</sup>、欧米先進国に比べても高い。行動制限の緩和に向けた実証実験が飲食店や宿泊施設、イベントなどで実施され、政府はこうした結果をもとに感染対策のガイドラインを策定し、Go To事業の再開に向けた検討にも活かす考えだ。10-12月期は個人消費（とりわけサービス消費）がけん引役となり、景気回復ペースが加速するとみられる。

こうした中、景気回復に冷や水を浴びせているのが資源高だ。代表的な国際商品19品目の総合指数であるリフィニティブ/コアコモディティCRB指数は2020年春の感染拡大直後に急落したが、その後は上昇傾向が続き、足元では約7年ぶりの高水準にある（**図表1左**）。中身を見ると、原油（WTI）のほか銅などの非鉄金属、小麦といった穀物など、幅広いコモディティの価格が上昇している（**図表1右**）。経済活動の正常化の進展で需要回復が見込まれる一方、供給が追いつかない状況が深刻化している。一部には投機的な資金も流入しているようだ。**図表1**はドルベースでの推移だが、このところ円安ドル高が進んでいるため、円ベースでの商品市況はさらに上昇している。

図表1：CRB指数（左）と主な資源価格（右）の推移



(注) CRB指数は19品目からなる商品先物指数。右図は全て現物価格。

(出所) Commodity Research Bureau、Financial Times、Wall Street Journal、米国エネルギー情報局、Haver Analyticsより大和総研作成

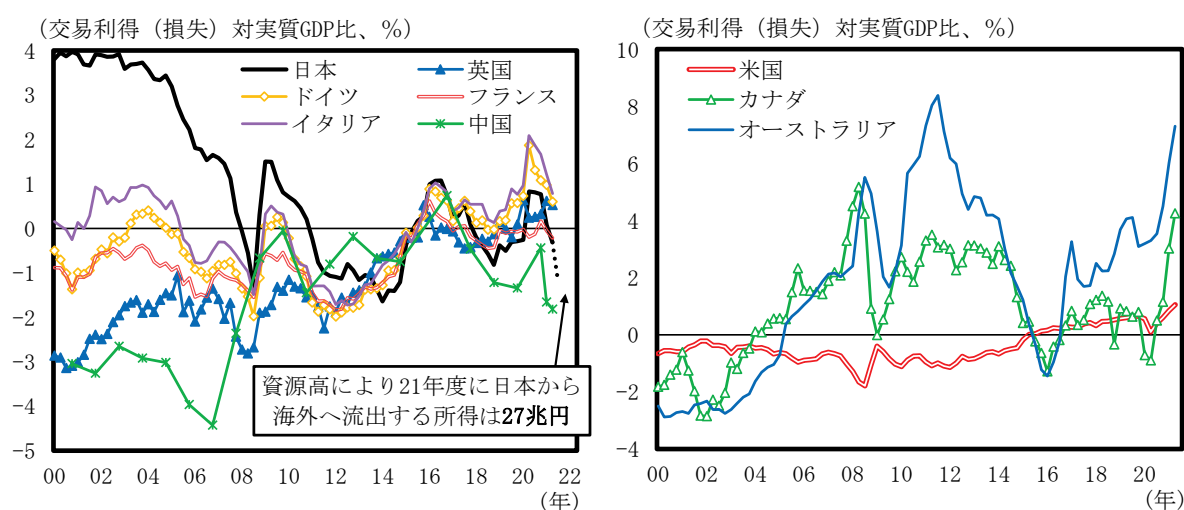
<sup>1</sup> 1日あたり接種回数の推移を見ると、とりわけ直近2週間程度は未集計分が多く、時間の経過とともに実績値が上方修正される傾向にある。そのため1回以上の接種率は足元で8割程度に達した可能性がある。

## 資源高による海外への所得流出額は 2021 年度で 27 兆円程度か

日本など資源の多くを輸入に頼る国では、資源高が交易条件（＝輸出物価／輸入物価）の悪化につながりやすい。この影響は交易利得の減少、あるいは交易損失の拡大という形で所得が海外に流出し、消費や投資の減少を通じて GDP が押し下げられる。**図表 2 左**で示した非資源国では資源価格が下落した 2020 年春に交易利得（損失）が対実質 GDP 比で上昇（縮小）したが、その後の資源高で 2021 年にかけて急低下（急拡大）した。天然ガスや鉄鉱石の輸入大国である中国の交易損失は対実質 GDP 比でとりわけ大きく、最近の日本はそれに次ぐ交易損失の大きさとみられる。仮に 10 月以降の交易条件が 9 月から横ばいで推移した場合、10-12 月期以降の日本の交易損失対実質 GDP 比は 1.2%～1.4%まで拡大すると試算される。また、資源高によって日本から海外へ流出する所得は 2021 年度で 27 兆円に上る見込みだ<sup>2</sup>。

他方、米国やカナダ、オーストラリアといった資源国は、資源高で交易条件が急速に改善しており、景気回復の追い風となっている（**図表 2 右**）。鉄鉱石や石炭など豊富な資源を持つオーストラリアでは、交易利得が対実質 GDP 比で 7%を超えた。石油や天然ガスを多く輸出するカナダでは、リーマン・ショックが発生した 2008 年以来の高水準にある。シェール革命で原油生産量が 2014 年頃から大幅に増加した米国でも、交易利得対実質 GDP 比は上昇傾向が続いている。

**図表 2：主要国における交易利得（損失）対実質 GDP 比（左：非資源国、右：資源国）**



(注) 2015年基準。中国は2020年までは年次データ、2021年以降は四半期データ。2021年以降はデータ制約から財の輸出入物価のみを考慮した。先行きの日本の交易損失（破線）は、10月以降の交易条件が9月から横ばいで推移したときの試算値。実質GDP、実質輸出入は大和総研による予測値。

(出所) 各国統計、世界銀行、OECD、Haver Analytics、CEICより大和総研作成

## 原油価格 10 ドル/バレルの上昇で実質 GDP は 2021 年度に▲0.05%、2022 年度に▲0.21%

資源高が起きると、日本では輸入インフレの一部が国内の小売価格に転嫁されることで家計の購買力が低下し、個人消費に悪影響をもたらす。企業は原材料費の増加で収益が圧迫され、設

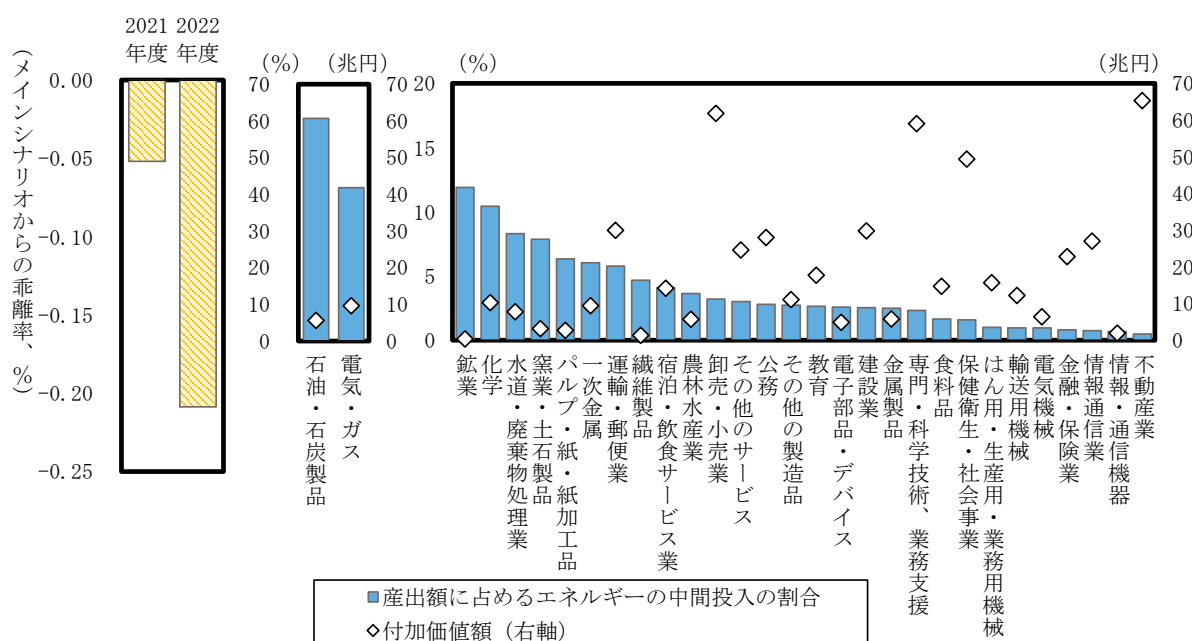
<sup>2</sup> 最終需要（国内需要＋輸出）1 単位あたりの価格において、輸入による海外への所得移転比率が 2020 年と不変である場合からの国内総所得（家計、企業、政府の所得）の乖離幅。

備投資を抑制しようとする。さらに企業収益の減少が雇用・所得環境の悪化につながれば、家計の購買力は一段と低下する。

こうした各経済主体の内生的なメカニズムを考慮した当社のマクロモデルを利用し、原油価格の上昇に絞って実質 GDP への影響をシミュレーションした結果が**図表 3 左**である。ここでは2021年10-12月期以降の原油価格がメインシナリオ（詳細は熊谷亮丸他「[第210回日本経済予測（改訂版）](#)」を参照）に比べて10ドル/バレル上昇するケースを想定した。2021年度と2022年度の実質GDPはそれぞれメインシナリオからそれぞれ0.05%、0.21%下振れする。

産出額に占めるエネルギーの中間投入の割合を産業別に見ると、石油・石炭製品や電気・ガスではそれぞれ6割、4割と圧倒的に大きい（**図表 3 中央**）。このほか、鉱業や化学、水道・廃棄物処理業などでも同割合が比較的大きく、企業収益の悪化につながりやすいとみられる（**図表 3 右**）。ただし、鉱業や化学などの付加価値額はさほど大きくないことから、収益悪化による経済全体への影響は限定的だろう。この点、感染拡大で需要が低迷している運輸・郵便業や宿泊・飲食サービス業は同割合も付加価値額も比較的大きい。経済活動の正常化が進み始めたものの、こうした業種での資源高による業況の一段の悪化には警戒が必要だ。

**図表 3：原油価格が10ドル/バレル上昇した場合の実質 GDP への影響（左）、各産業の産出額に占めるエネルギーの中間投入の割合と付加価値額（中央、右）**



(注1) 左図は2021年10-12月期以降の原油（WTI）価格がメインシナリオより10ドル/バレル上昇した場合の実質GDPへの影響。大和総研のマクロモデルによるシミュレーション。

(注2) 右図のエネルギーは石炭・原油・天然ガス、石油・石炭製品、電気・ガス・熱供給の合計。2019年のSNA産業連関表を基にした。「専門・科学技術、業務支援」は「専門・科学技術、業務支援サービス業」。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

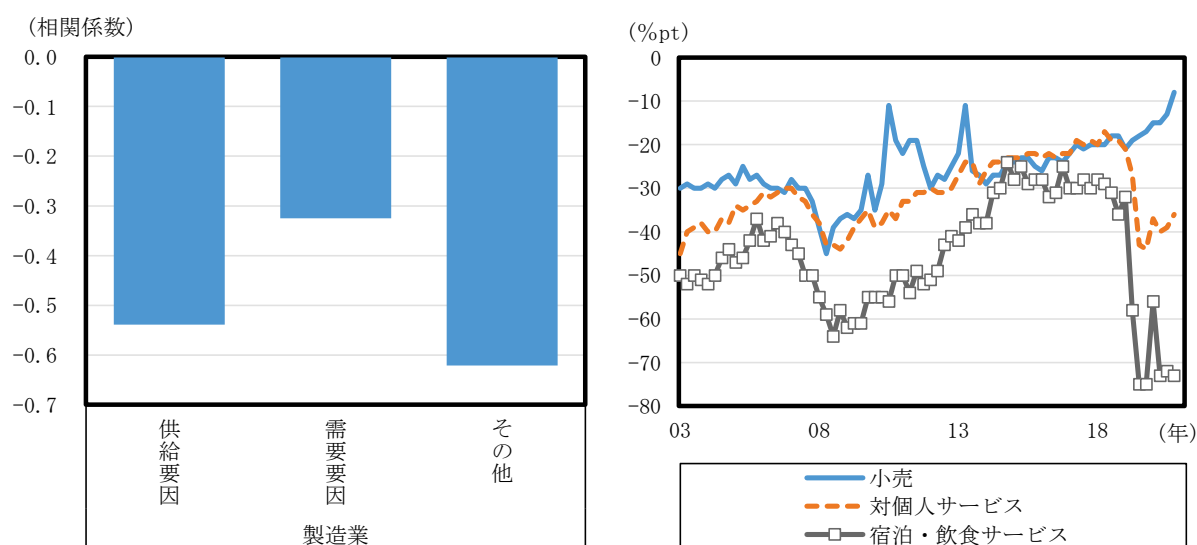
## 2. 資源高による家計への影響と過剰貯蓄

2000年代に比べると、財需要の拡大を背景に価格転嫁が進む見通し

資源高は2000年代にも発生し、WTIが一時150ドル/バレル近くまで上昇するなど今回を大幅に上回る国際商品市況の高騰を経験した。

国民経済計算（SNA）から整理すると、最終需要1単位あたりの収益は①家計部門（雇用者報酬）、②企業部門（総営業余剰・混合所得）、③政府部門（純間接税）、④輸入による海外への所得移転、の4つに分配される。日本の交易条件の悪化が顕著だった2002～08年は、輸入物価が上昇する中で国内物価や輸出物価への価格転嫁が進まなかった。その結果、最終需要1単位あたりの価格における④の輸入のシェアは5.7%pt高まった一方、①の家計部門と②の企業部門のシェアはそれぞれ1.7%pt、3.5%pt低下した。企業は資源高による影響の6割程度（ $=3.5\%pt \div 5.7\%pt$ ）を負担した計算になる。

図表4：付加価値デフレーターとWTIの各種要因との相関（左）、需給判断DIの推移（右）



(注1)左図は原油価格を3つの要因に分解した上で、それぞれの要因と製造業の付加価値デフレーターとの相関係数を示した。

(注2)右図のDIは全規模。

(出所)内閣府、日本銀行統計、Haver Analytics、笹木琢治・川本卓司(2009)「近年の原油価格の変動要因について—構造VARによる試算—」(日銀レビュー、2009-J-3)より大和総研作成

今回は2000年代に比べて企業の負担割合が低下し、家計がより多く負担することになっている。図表4左では資源価格の代表格である原油価格の変動を「需要要因」「供給要因」「その他」（投機的な資金流入など）の3つに大別した上で<sup>3</sup>、原油価格の影響を受けやすい製造業の付加価値デフレーター（価格転嫁度合いの代理変数）<sup>4</sup>との相関を示した。3つのいずれの要因

<sup>3</sup> 笹木琢治・川本卓司(2009)「近年の原油価格の変動要因について—構造VARによる試算—」(日銀レビュー、2009-J-3)を参考に、直近までの原油価格を3つの要素に分解した。

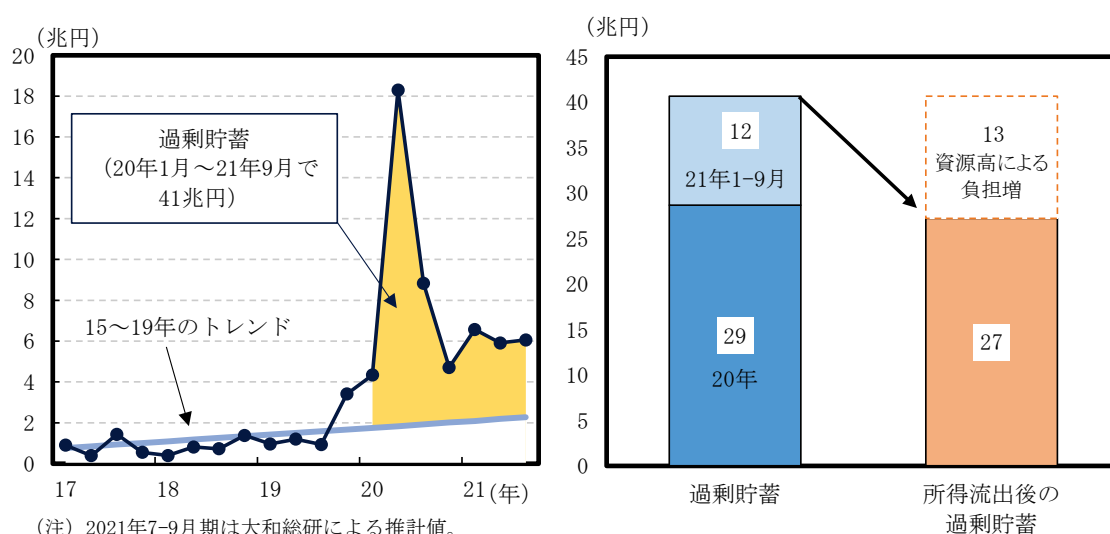
<sup>4</sup> 「付加価値デフレーター×実質付加価値 = 産出価格×実質産出額 - 投入価格×実質投入額」という関係において実質変数が一定であると、投入価格の上昇に対して企業が産出価格を十分に引き上げる（価格転嫁を十分に行う）ことができれば名目的な付加価値（≒利益）は増加し、付加価値デフレーターは上昇する。一方、産出価格の引き上げが不十分であれば（価格転嫁が不十分であれば）、付加価値デフレーターは低下する。よって付加価値デフレーターは価格転嫁の度合いを表すと解釈することができる。

も付加価値デフレーターとの相関係数はマイナスである。これは変動要因を問わず、原油価格の上昇局面ではコスト増を産出価格に十分に転嫁できない（コスト増の一部は企業負担になる）傾向があることを示唆しているが、中でも需要要因の相関係数のマイナス幅が小さい。需要が拡大している局面では価格転嫁が比較的進みやすく、供給制約や投機的な動きによって原油価格が上昇している局面では進みにくいといえる。

さらに日銀短観から国内での製商品・サービスの需給動向を確認すると（**図表 4 右**）、対個人サービス業や宿泊・飲食サービス業では感染拡大防止策の影響で需給が緩んでいる一方、製商品を主に扱う小売業では感染拡大以降に需給が一段と逼迫している。特に小売業の需給判断 DI（「需要超過」－「供給超過」）は 2021 年 9 月調査で▲8%pt と 1991 年以来の高水準にある。すなわち、デフレ前の 1990 年代前半や 2000 年代の資源高の局面、2011 年の東日本大震災の直後、2014 年の消費税率引き上げ前の駆け込み需要が発生した時期と比較しても、足元の製商品の需給は逼迫している。感染拡大後に需要がサービスから財へとシフトしたことで、企業は財の値上げを行いやすい環境にある。

資源高で家計の負担が増加しても、感染拡大後に積み上がった過剰貯蓄は相当な規模に達しているため、個人消費への影響は抑えられるだろう。2015～19 年に見られた家計貯蓄のトレンドからの乖離分を過剰貯蓄とみなすと、その額は 2020 年 1 月から 2021 年 9 月までで約 41 兆円に上る（**図表 5 左**）。2000 年代の資源高による所得流出のうち家計の負担割合は 3 割程度とみられるが、今回は当時よりも価格転嫁が進みやすいことを考慮して仮に 5 割とすると、資源高による家計の負担額は 13 兆円程度と試算される。かなりの規模ではあるが、負担増加分を除いた過剰貯蓄は 27 兆円程度と依然として高水準にある（**図表 5 右**）。経済活動の正常化が進む中で過剰貯蓄の一部が旅行や外食、娯楽などへの支出に充てられ、個人消費が一時的に上振れするという見方は維持されよう。

**図表 5：コロナ禍での過剰貯蓄のフロー（左）、資源高による過剰貯蓄の下押し（右）**



### 3. 経済正常化はデフレ脱却の好機となるか

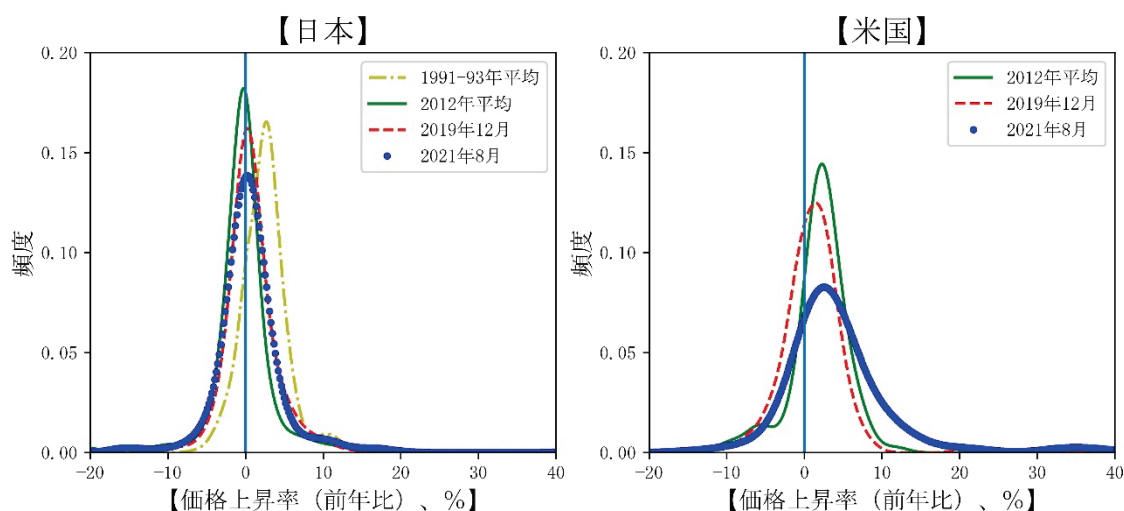
#### 品目別価格上昇率の分布に見る日米のインフレ特性

消費者物価指数（CPI）上昇率は資源高によって高まる見込みだが、インフレの加速は短期的なものになるだろう。これまでの物価動向を見ると、日本経済はデフレではない状況にあるが、政府と日本銀行が目指している2%程度のインフレへの道筋は未だ見通せない。

この点、**図表6左**のようにCPIの採用品目<sup>5</sup>を対象として品目別価格上昇率の分布を作成し、直近（2021年8月）と過去で分布の形状や最頻値（分布の山の位置）を比較すると、いくつか興味深い事実が見えてくる。コアCPI上昇率が前年比2%前後で推移していた1991～93年の最頻値は+2.7%であり、当時は幅広い品目で値上げが頻繁に行われていたことを示唆している。その後、日本経済は長期デフレに陥ったが、黒田東彦総裁のもとで日本銀行が量的・質的金融緩和を導入する直前（2012年平均）と直近の分布の最頻値はいずれもゼロ近傍にある。2013年春以降、金融緩和策が異例の規模で実施されてきたにもかかわらず、企業の価格改定行動に大きな変化は見られなかった。

直近の分布ではプラス圏の頻度が高まっており、一部の品目において価格が大幅に上昇している。前述した製商品の需給逼迫などを背景に、企業が資源高による製造コストの増加分の一部を販売価格に転嫁する動きが広がったためとみられるが、それでも最頻値はゼロ近傍で安定している。このため資源高の影響が一服すれば、CPI上昇率は次第に低下していく公算が大きい。

図表6：CPIの採用品目における品目別価格上昇率の分布



(注) カーネル密度推定による分布。

(出所) 総務省、Bureau of Labor Statistics、Haver Analytics より大和総研作成

<sup>5</sup> 採用品目 582 品目のうち、長期に利用できるものに絞って算出している。

なお、米国についても同様の手法で分布を作成すると（**図表 6 右**）、最頻値は常にプラス圏にあり、値上げの慣行が長期にわたって定着している。直近の分布では、価格上昇率が+3%～+10%程度の品目が増え、中古車などの価格上昇率が著しく高まった。もっとも、最頻値は+2.5%と2012年平均とおおむね同水準にあり、直近の日本と同じように最頻値は安定している。米国ではこのところCPIが前年比+5%を超えるなどインフレの加速が懸念されているが、品目別価格上昇率の分布から見れば、物価の基調は足元でも変化していないとみられる。

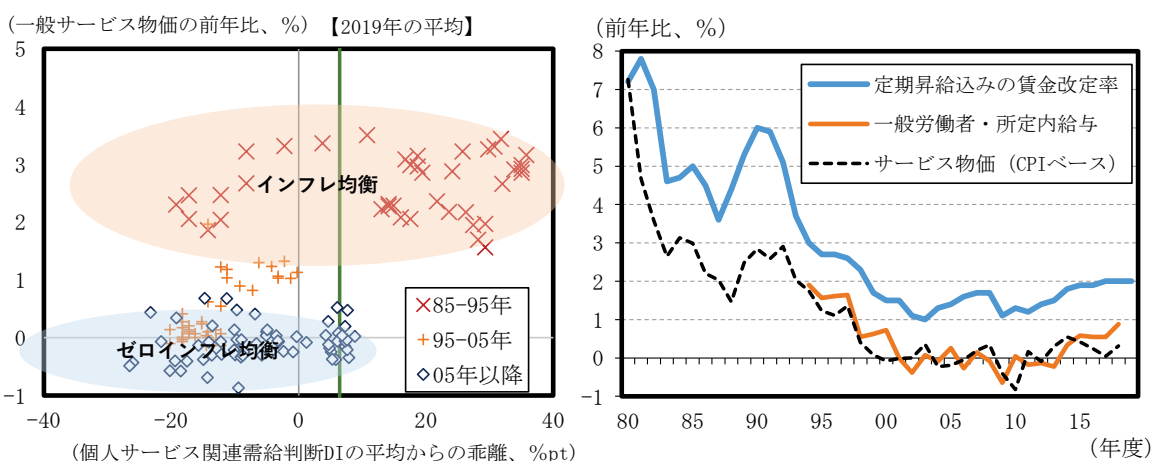
### 長期的に伸び悩んできたサービス物価は経済正常化で上昇に転じる可能性

国内で経済活動の正常化が進めば、旅行や外食、娯楽を中心に個人消費が大幅に回復する見込みである。その過程で、1990年代末からおおむね横ばいで推移してきたサービス物価は上昇に転じる可能性がある。

日本が米国などのようにインフレ率が高まらない主因は、サービス物価の伸び悩みにある。

**図表 7 左**は、一般サービスにおける物価と需給の関係を示したフィリップス曲線である。日本のサービス版フィリップス曲線には時期によって「インフレ均衡」と「ゼロインフレ（デフレ）均衡」という2つの均衡が見られ、1990年代後半から2000年代前半にかけて均衡値が下方にシフトした様子がうかがえる。インフレ均衡にあった1990年代前半までのサービス物価は、需給バランスが悪化した局面でも前年比+2%程度を維持していた。一方、2000年代後半以降は需給バランスが改善した局面でも同+1%に満たない。

**図表 7：サービス版フィリップス曲線（左）、賃金改定率・所定内給与・サービス物価の推移（右）**



(注1) 左図、右図共に物価は消費税調整済み。

(注2) 左図：個人サービス関連需給判断DIは「宿泊・飲食サービス」と「対個人サービス」の加重平均値を使用し、2003年以前に関しては「サービス」需給判断DI等を用いて過去分を算出した。

(注3) 右図：賃金改定率は厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」における従業員100人以上の企業を対象。

(出所) 日本銀行、総務省、厚生労働省統計より大和総研作成



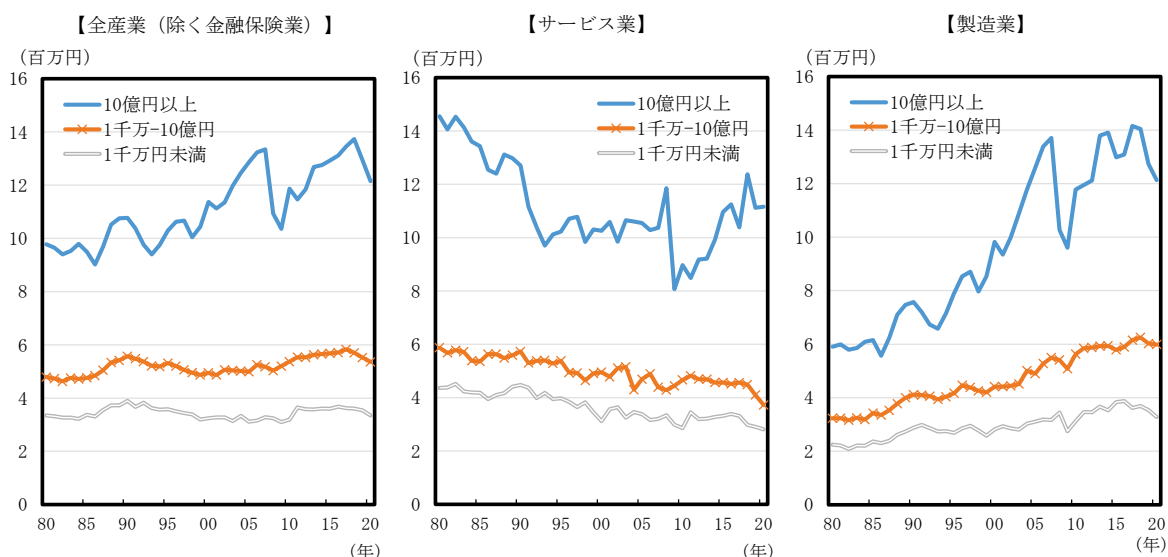
経済活動の正常化や過剰貯蓄の取り崩しで需要が拡大し、サービス物価が上昇したとしても、その効果が剥落すれば元のゼロインフレ均衡に戻ってしまう。サービス物価の上昇が持続的なものになるには、賃金の上昇を伴う必要がある。図表7右で示したように、サービス物価は賃金上昇率と高い連動性を有することが知られている。経済活動の正常化に伴う需要の拡大を賃金上昇につなげ、それが国内需要を喚起し、物価を押し上げるという好循環を実現できるか否かが、サービス物価の上昇を通じたデフレからの完全脱却の試金石となる。

### 好循環の実現には低迷するサービス業の生産性向上が不可欠

こうした好循環の実現にはサービス業の生産性向上が欠かせないとみられる。図表8では労働生産性（1人あたり実質付加価値）の長期推移を業種別・企業規模別に示している。製造業とサービス業の労働生産性を比較すると、製造業では上昇傾向が継続しているのとは対照的に、サービス業では低下傾向が見られる。

さらにサービス業の労働生産性を企業規模別に見ると、大企業では2010年代前半に上昇に転じたのに対し、中堅・中小企業では足元でも低下トレンドから脱していない。長期的には実質賃金は労働生産性によって決まることに鑑みると、特に中堅・中小企業を中心としたサービス業の生産性の向上なしには、持続的な賃金上昇を実現することは難しいだろう。政府は事業再構築補助金の創設などポストコロナを見据えたビジネスモデルの転換を支援しているが、経済活動の正常化が進み始めた今こそ、サービス業の生産性低迷という長年の課題に官民を挙げて積極的に取り組むべきである。

図表8：規模別・業種別に見た労働生産性の長期推移



(注1) 2015年基準のデフレターを用いた実質値。1994年以前のデフレターについては旧基準のSNAを用いて接続。

(注2) 「サービス業」は法人企業統計での定義に基づく。

(出所) 内閣府、財務省統計より大和総研作成

図表 9 : 日本経済見通し&lt;第 210 回日本経済予測 (改訂版) (2021 年 9 月 8 日) &gt;

	2020			2021				2022				2023	2020 年度	2021 年度	2022 年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3			
国内総生産(実質、前期比年率、%)	-28.1	23.2	11.9	-4.2	1.9	1.1	5.7	3.8	3.1	3.1	2.7	2.3			
<実質、前年同期比、%>	-10.1	-5.5	-0.9	-1.3	7.6	2.5	1.1	3.1	3.5	3.9	3.2	2.8	-4.4	3.5	3.3
民間消費支出(実質、前期比年率、%)	-29.2	22.8	9.3	-4.9	3.8	-3.2	9.1	4.4	3.4	2.6	2.4	2.4	-5.8	3.1	3.5
民間住宅投資(実質、前期比年率、%)	2.3	-21.0	0.2	3.9	8.5	0.8	2.2	2.2	2.0	1.8	1.6	1.6	-7.2	1.9	1.9
企業設備投資(実質、前期比年率、%)	-21.9	-8.0	18.3	-4.9	9.5	5.2	5.4	5.7	4.1	3.8	3.2	2.8	-6.8	5.0	4.3
政府消費支出(実質、前期比年率、%)	2.7	11.6	7.9	-6.7	5.4	1.2	0.4	-0.4	-0.2	0.5	0.2	0.2	3.4	1.9	0.1
公共投資(実質、前期比年率、%)	12.7	2.5	3.8	-4.2	-6.5	6.0	3.9	1.1	0.2	0.2	0.2	0.2	4.2	-0.2	1.1
輸出(実質、前期比年率、%)	-53.8	32.7	55.8	9.8	11.8	4.3	6.0	5.7	5.7	7.3	7.1	4.9	-10.4	14.2	6.1
輸入(実質、前期比年率、%)	-2.6	-29.0	20.8	16.8	21.4	2.6	5.5	4.4	3.6	3.7	3.1	2.6	-6.8	9.9	3.8
国内総生産(名目、前期比年率・前年度比、%)	-27.1	23.6	9.7	-4.3	-0.5	3.2	5.4	4.4	4.1	3.8	3.1	2.6	-3.9	3.0	4.0
GDPデフレーター(前年同期比、%)	1.4	1.1	0.1	-0.2	-1.1	-0.6	-0.3	-0.0	0.8	0.4	0.7	0.6	0.6	-0.5	0.6
鉱工業生産(前期比、%)	-16.8	9.0	5.7	2.8	1.2	1.5	3.6	2.7	1.8	1.1	0.8	0.6	-9.5	12.3	7.6
コアCPI(前年同期比、%)	-0.1	-0.3	-0.9	-0.5	-0.6	-0.1	0.2	-0.3	0.5	0.5	0.6	0.7	-0.5	-0.2	0.6
失業率(%)	2.7	3.0	3.0	2.8	2.9	2.8	2.8	2.7	2.7	2.6	2.5	2.4	2.9	2.8	2.5
貿易収支(兆円、年率)	-5.9	4.9	9.7	5.7	3.9	4.5	4.4	4.6	5.1	5.9	6.7	7.2	3.9	4.7	6.7
経常収支(兆円、年率)	8.7	16.4	25.6	20.5	20.8	20.3	20.6	20.9	21.4	22.3	23.3	24.0	18.3	21.2	23.3
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	28.0	40.9	42.7	58.1	66.2	70.5	69.3	69.3	69.3	69.3	69.3	69.3	42.4	68.8	69.3
為替レート(円/ドル)	107.6	106.1	104.5	105.9	109.4	110.1	109.7	109.7	109.7	109.7	109.7	109.7	106.0	109.7	109.7

(注) 網掛け部分は大和総研予想。  
(出所) 大和総研