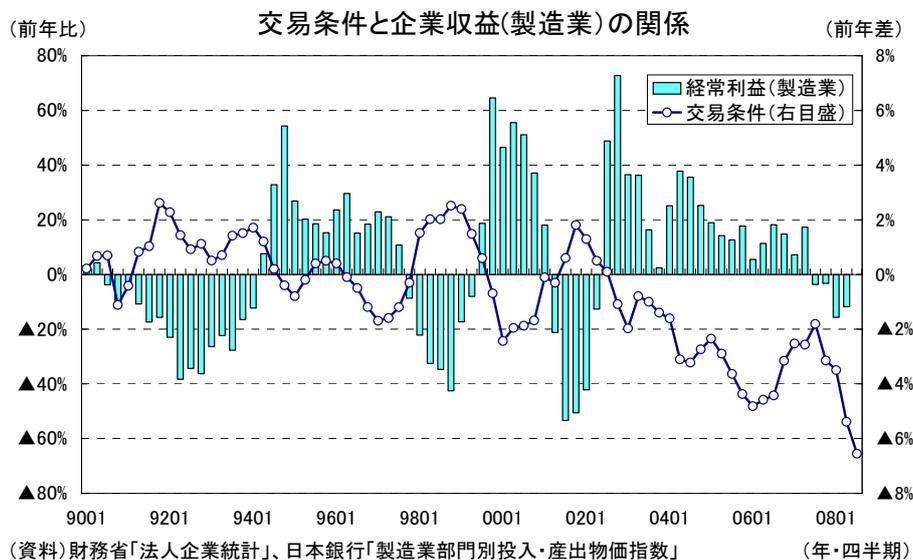


Weekly エコノミスト・ レター

交易条件の改善は企業収益の回復につながるか

経済調査部門 主任研究員 斎藤 太郎
(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

1. 世界経済の減速を背景とした国際商品市況の急落に伴い、6年以上にわたり悪化が続いていた交易条件は改善に転じている。2008年7-9月期の交易損失は▲31.8兆円まで拡大したが、2009年1-3月期には▲20兆円程度にまで縮小することが見込まれる。
2. 交易条件の改善自体は企業収益の押し上げ要因だが、交易条件が改善している局面では企業収益はむしろ悪化していることが多い。交易条件の改善は、世界経済の減速に伴う国際商品市況の下落によってもたらされることが多いが、世界経済の減速は日本の輸出、企業の売上の減少につながり、企業収益の下押し要因となるためである。過去の例では、交易条件改善によるプラス効果を売上減少によるマイナス効果が上回ることがほとんどである。
3. 交易条件の改善は、企業収益の急速な悪化を緩和する役割を果たすことは期待できるものの、海外経済の急減速を背景とした売上数量の大幅な落ち込みを打ち消すまでには至らないだろう。
4. 企業収益が増加に転じるのは、米国をはじめとした海外経済の持ち直しに伴い輸出の回復が見込まれる2009年度末頃と予想する。



●改善に転じた交易条件

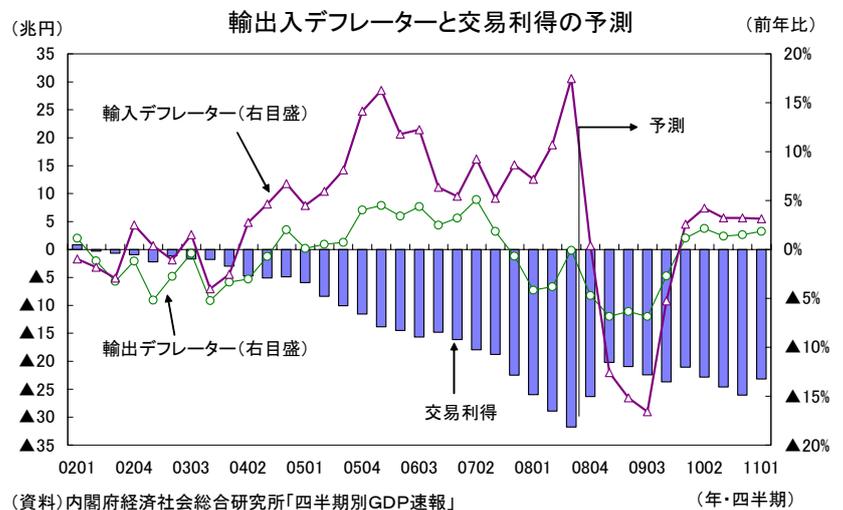
原油をはじめとした国際商品市況の大幅な下落によって、6年以上にわたり悪化が続いてきた交易条件はここにきて改善に転じている。

交易条件の悪化は長期にわたり日本経済を苦しめてきた。日本経済は原油の輸入依存度が高いため、原油価格の上昇は輸入価格の上昇、交易条件の悪化に直結し、海外への所得流出をもたらす。輸出入デフレーター之差によって生じる所得の実質額を表す交易利得（損失）は、2008年7-9月期には▲31.8兆円（GDP比5.6%）に達し、この1年間だけで見ても所得流出額は▲13.0兆円、GDP比で約2%も拡大した。企業収益は交易条件の悪化が続く中でも増加を続けてきたが、2007年7-9月期に21四半期ぶりに減益となった後、2008年に入ってから前年比で二桁の減少となっている。

しかし、一時1バレル=150ドル近くまで上昇した原油価格（WTI）は、世界経済の急減速などを背景にその後大幅に下落し、足もとでは50ドル台で推移している。輸入物価上昇率は2008年8月には前年比27.2%まで高まったが、10月には同3.3%と上昇率は急低下し、今後マイナスに転じる可能性が高くなっている。輸入物価上昇率の急低下により交易条件の悪化には歯止めがかかっており、日銀の交易条件指数は前年比では引き続き悪化しているものの、前月比では2008年9月が+1.6ポイント、10月が+2.0ポイントと2ヵ月連続で改善した。

GDP統計の交易損失は7-9月期の▲31.8兆円がピークで、10-12月期以降はマイナス幅が縮小に向かうだろう。このところ円高が進展していることもあり、輸入デフレーターは2009年1-3月期には前年比で二桁のマイナスになることが見込まれる。この結果、2009年1-3月期の交易損失は▲20.2兆円となり、今後半年間で10兆円以上縮小すると予想される。

交易条件の改善は、国全体で見れば海外からの所得流入をもたらす、企業にとってみれば調達コストの減少を通じて収益の押し上げ要因となる。交易条件の改善は企業収益の回復につながるのだろうか。

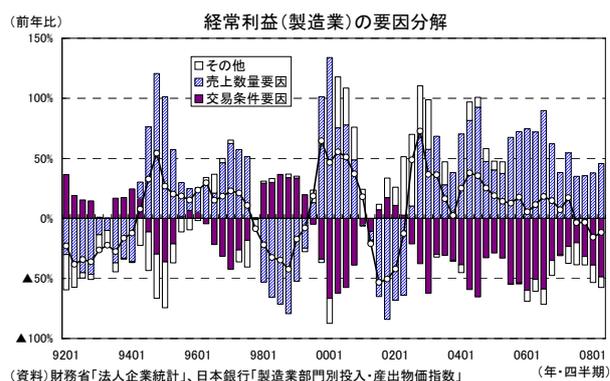
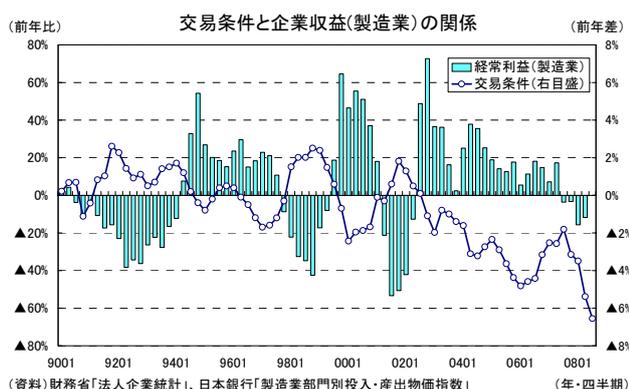


●交易条件と企業収益の関係

交易条件指数には、「輸出物価指数÷輸入物価指数」と「産出物価指数÷投入物価指数」の2種類があるが、企業収益（特に製造業）の分析に用いられるのは主として后者である。投入物価指数の伸びを産出物価指数の伸びが上回った場合、交易条件は改善し、逆の場合には交易条件は悪化するという関係がある。

交易条件の改善は、当然のことながら企業収益の増加要因である。しかし、実際の交易条件と企業収益の関係を見ると、交易条件が改善している局面では企業収益は減少し、交易条件が悪化している局面で企業収益が増加していることが多い。たとえば、法人企業統計の経常利益（製造業）は2002年7-9月期以降、約5年間にわたって前年比で増加していたが、その間交易条件は一貫して悪化を続けてきた。企業収益の変動には、交易条件以外にも人件費、減価償却費、金融費用など数多くの要因があることは言うまでもないが、企業収益への影響が最も大きいのは売上（数量）の要因である。

製造業の経常利益を要因分解すると^(注1)、交易条件要因と売上数量要因が圧倒的に大きく、ほとんどの場合、両者の方向が異なっていることが分かる。企業収益が増加している局面では、交易条件悪化によるマイナス効果を売上数量の増加によるプラス効果が上回っており、企業収益が減少している局面では、交易条件の改善によるプラス効果を売上数量の減少によるマイナス効果が上回っている。ただし、2007年7-9月期以降は、企業収益の減少と交易条件の悪化が同時に起こっている。交易条件の悪化幅が拡大する中、売上数量の伸びが鈍化し、前者のマイナス幅が後者のプラス幅を上回ったためである。



(注1)

要因分解は以下の式による

π : 経常利益、 S : 売上高、 MC : 材料費、 OC : その他費用

として

$$\pi = S - MC - OC$$

$$S = P_o \times O \quad MC = P_i \times I \quad O : \text{産出量} (= S / P_o) \quad I : \text{投入量} (= MC / P_i) \quad P_o : \text{産出物価} \quad P_i : \text{投入物価}$$

$$\Delta\pi = O \left(\Delta P_o - \frac{I}{O} \Delta P_i \right) + P_o \Delta O - P_i \Delta I - \Delta OC - \Delta P_o \Delta O + \Delta P_i \Delta I$$

交易条件要因 売上数量要因 その他 交絡項

交易条件の悪化と売上数量の増加が同時に起こる理由は、交易条件の悪化は主として世界経済の拡大によってもたらされることが多いためと考えられる。世界的な需要の増加は国際商品市況の上昇をもたらし、日本の輸入物価、国内の製造業にとっては投入物価の上昇につながりやすくなる。

交易条件指数の動きは基本的に投入物価によって決まる。投入物価上昇（低下）局面では、ほとんどの場合、交易条件が悪化（改善）するが、これは、企業が投入コストの上昇（低下）を製品価格に100%を転嫁することはないためである（注2）。

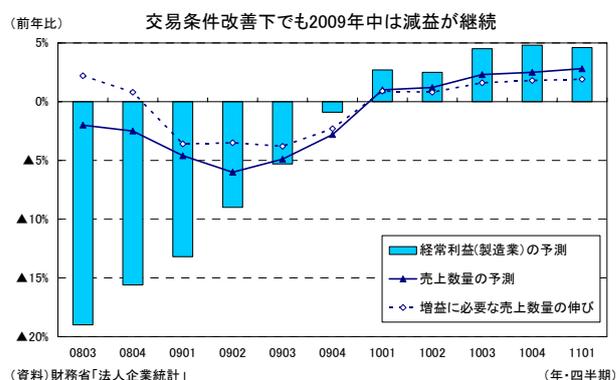
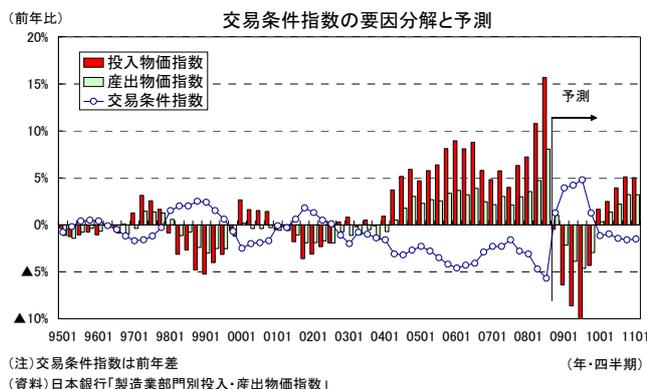
一方、海外景気の拡大は、日本の輸出を押し上げ、製造業の売上数量の増加をもたらす。他の変数を不変とした場合、最終的な企業収益の増減は、交易条件要因と売上数量要因の両者の大きさに依存するが、過去の例からすると、売上数量の変化による影響のほうが交易条件の変化による影響を上回ることが多かったことが読み取れる。

●交易条件の改善を打ち消す売上数量の減少

当研究所の経済見通し（11/19 発表）では、原油価格（WTI 先物）は2010年半ばまで1バレル＝60ドル台で推移し、その後世界経済の持ち直しに伴い70ドル程度まで上昇すると想定している。一方、為替レートは、米国経済の弱さを主因に2009年入り後に1ドル＝85円程度まで円高が進んだ後、2010年度末にかけて95円程度まで戻るとしている。

こうした前提に基づけば、投入物価指数は2008年10-12月期には前年比でマイナスに転じることが見込まれる。産出物価指数も低下するが、投入物価ほどは下がらないため、交易条件指数は2008年10-12月期には約6年ぶりに前年よりも改善することとなり、この傾向は2009年いっぱいまで続くだろう。また、投入物価の下落率は前年比で二桁の大幅なマイナスとなることを見込まれるため、交易条件の改善幅は1990年の現行統計開始以来の最大となる可能性が高い。2010年に入ると原油価格の小幅上昇や若干の円安を反映し、小幅ながらも交易条件は再び悪化すると予想している。

このような前提のもとで、増益に必要な売上（数量）の伸びを試算すると（交易条件、売上数量以外の要因はゼロと仮定）、2008年中は売上数量の伸びがプラスでなければ増益を確保できないが、2009年になると交易条件の改善によるプラス効果が大きくなるため、売上数量の伸びが小幅なマイナス（前年比で3%程度）であれば、増益を確保できる計算になる。2010年に入ると、交易条件が小幅ながらも再び悪化するため、売上数量の伸びがプラスとなることが増益の条件となる。



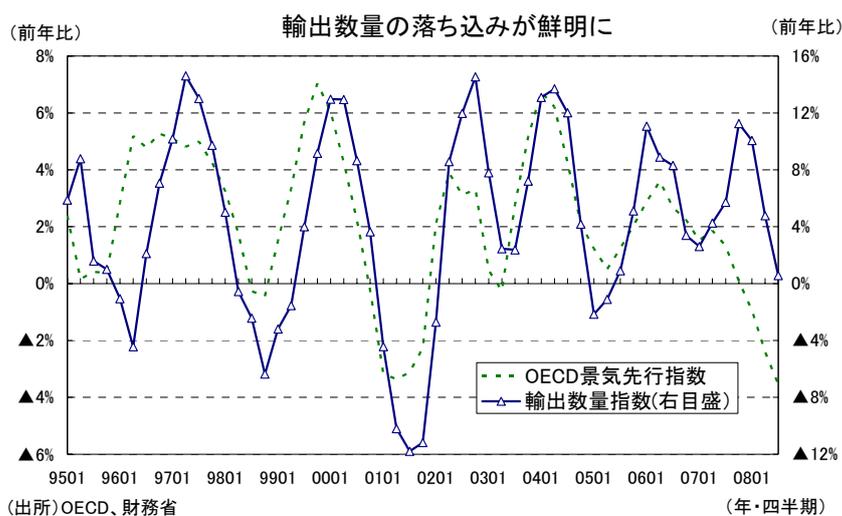
（注2） 交易条件指数は産出価格と投入価格の単純な比率を示したものであるが、価格変動による企業収益への影響をより正確に見るためには、投入量と産出量の違いを勘案した修正交易条件指数（＝産出物価指数－投入比率（産出量/投入量）×投入物価指数）を用いることが適切である。

製造業の売上を大きく左右するのは輸出動向である。2008年7-9月期の輸出数量指数は前年比2.6%とかろうじて増加を維持したものの、月次の動きを見るとすでに8月以降3ヵ月連続で前年割れとなっている。輸出数量指数に先行する傾向があるOECD景気先行指数（世界版）は2008年入り後前年比でマイナスが続いており、足もとでは減少幅が拡大している。また、9月中旬のリーマン・ブラザーズ破綻後の金融危機の影響が实体经济に本格的に波及するのはこれからと考えられる。

今後、輸出の減少基調が鮮明となることは確実で、輸出数量の落ち込み幅は、前年比で二桁のマイナスが続いたITバブル崩壊時並みになる可能性もある。

輸出の急速な落ち込みは製造業の売上の減少に直結するため、当面は増益を確保するために必要な売上の伸びを大きく下回る可能性が高いだろう。

交易条件の改善が企業収益の急速な悪化を緩和する役割を果たすことは確かだが、過去の減益局面と同様に売上数量の落ち込みをカバーするまでには至らない可能性が高い。企業収益が増加に転じるのは、海外経済の持ち直しから輸出が回復し、売上の伸びが増加に転じることが見込まれる2009年度末頃になると予想する。



● 月次GDPの動向

<9月、10月>

9月の月次GDPは、民間消費、住宅投資の増加などから、前月比0.4%と2ヵ月ぶりの増加となった。

10月の月次GDPは、設備投資、外需の悪化などから、前月比▲0.7%の減少を予測する。

日本・月次GDP 予測結果

	[月次] →実績値による推計						[四半期]		
	2008/5	2008/6	2008/7	2008/8	2008/9	2008/10	2008/4-6	2008/7-9	2008/10-12
実質GDP	565,196	560,498	565,282	560,413	562,872	559,037	563,426	562,855	562,855
前期比年率							▲3.7%	▲0.4%	▲0.5%
前期比	0.1%	▲0.8%	0.9%	▲0.9%	0.4%	▲0.7%	▲0.9%	▲0.1%	▲0.1%
前年同期比	1.3%	▲0.5%	1.8%	▲1.6%	▲0.4%	▲1.5%	0.7%	▲0.1%	▲0.7%
内需（寄与度）	531,070	530,109	534,186	528,638	532,732	530,286	531,445	531,852	532,108
前期比	▲0.4%	▲0.2%	0.7%	▲1.5%	0.7%	▲0.4%	▲0.9%	0.1%	0.0%
前年同期比	▲0.8%	▲0.6%	0.1%	▲2.0%	▲0.0%	▲0.5%	▲0.5%	▲0.6%	▲0.7%
民間（寄与度）	416,237	414,880	419,752	413,178	417,795	415,220	416,590	416,909	416,358
前期比	▲0.4%	▲0.2%	0.9%	▲1.2%	0.8%	▲0.5%	▲0.7%	0.1%	▲0.1%
前年同期比	▲0.7%	▲0.4%	0.3%	▲1.9%	0.1%	▲0.3%	▲0.4%	▲0.5%	▲0.5%
民間消費	312,698	312,942	317,787	311,768	314,094	313,563	313,685	314,550	314,221
前期比	▲0.9%	0.1%	1.5%	▲1.9%	0.7%	▲0.2%	▲0.6%	0.3%	▲0.1%
前年同期比	0.0%	0.5%	1.8%	▲1.4%	0.8%	0.5%	0.5%	0.4%	0.2%
民間住宅投資	14,804	15,035	15,139	15,521	15,959	16,123	14,942	15,539	16,262
前期比	▲1.2%	1.6%	0.7%	2.5%	2.8%	1.0%	▲3.1%	4.0%	4.7%
前年同期比	▲15.3%	▲14.8%	▲12.9%	▲4.0%	4.6%	12.7%	▲15.8%	▲4.5%	10.7%
民間設備投資	88,179	86,263	86,004	84,969	86,672	84,442	87,393	85,882	84,709
前期比	0.5%	▲2.2%	▲0.3%	▲1.2%	2.0%	▲2.6%	▲1.4%	▲1.7%	▲1.4%
前年同期比	0.6%	0.1%	▲1.4%	▲5.7%	▲2.3%	▲4.7%	0.7%	▲3.1%	▲4.6%
民間在庫（寄与度）	1,370	1,453	1,528	1,626	1,774	1,797	1,384	1,643	1,872
前期比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	▲0.0%	0.0%	0.0%
前年同期比	▲0.2%	▲0.2%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.2%	▲0.1%	▲0.1%
公需（寄与度）	115,008	115,405	114,610	115,635	115,112	115,241	115,031	115,119	115,925
前期比	0.1%	0.1%	▲0.1%	0.2%	▲0.1%	0.0%	▲0.2%	0.0%	0.1%
前年同期比	▲0.2%	▲0.2%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.2%	▲0.2%	▲0.1%	▲0.2%
政府消費	95,469	95,392	95,326	95,432	95,452	95,469	95,338	95,403	95,933
前期比	0.3%	▲0.1%	▲0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	▲0.1%	0.1%	0.6%
前年同期比	0.6%	0.1%	0.5%	0.1%	0.4%	▲0.3%	0.4%	0.3%	0.1%
公的固定資本形成	19,403	19,876	19,195	20,114	19,572	19,633	19,556	19,627	19,853
前期比	0.1%	2.4%	▲3.4%	4.8%	▲2.7%	0.3%	▲5.5%	0.4%	1.2%
前年同期比	▲8.6%	▲5.7%	▲6.1%	▲3.7%	▲4.5%	▲3.0%	▲6.9%	▲4.7%	▲3.2%
外需（寄与度）	33,013	29,276	30,421	31,101	29,466	28,076	30,867	30,329	29,320
前期比	0.5%	▲0.7%	0.2%	0.1%	▲0.3%	▲0.2%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.2%
前年同期比	2.0%	▲0.1%	1.6%	0.4%	▲0.4%	▲1.0%	1.1%	0.5%	0.0%
財貨・サービスの輸出	92,652	90,036	92,897	92,102	91,604	89,362	91,577	92,201	90,625
前期比	0.7%	▲2.8%	3.2%	▲0.9%	▲0.5%	▲2.4%	▲2.6%	0.7%	▲1.7%
前年同期比	8.5%	1.9%	8.8%	1.4%	2.3%	▲0.5%	6.0%	4.2%	▲0.3%
財貨・サービスの輸入	59,639	60,761	62,476	61,002	62,138	61,286	60,710	61,872	61,305
前期比	▲3.4%	1.9%	2.8%	▲2.4%	1.9%	▲1.4%	▲3.0%	1.9%	▲0.9%
前年同期比	▲6.5%	3.6%	▲2.1%	▲1.7%	7.8%	8.0%	▲1.4%	1.1%	▲0.9%

<民間消費の内訳>

家計消費（除く帰属家賃）	255,916	255,332	258,000	255,702	257,152	256,613	256,364	256,952	256,463
前期比	▲0.7%	▲0.2%	1.0%	▲0.9%	0.6%	▲0.2%	▲0.8%	0.2%	▲0.2%
前年同期比	▲0.3%	0.3%	1.5%	▲1.7%	0.5%	0.2%	0.2%	0.1%	▲0.1%
需要側推計	▲1.2%	▲0.2%	▲0.3%	0.3%	1.4%	0.4%	▲1.8%	▲0.1%	0.4%
前年同期比	▲1.6%	▲1.4%	▲1.3%	▲1.8%	▲0.8%	▲1.6%	▲0.9%	▲1.3%	▲1.6%
供給側推計	0.9%	▲0.3%	0.7%	▲2.5%	0.5%	▲1.5%	0.7%	▲0.7%	▲1.3%
前年同期比	2.1%	1.8%	4.8%	0.5%	3.3%	2.0%	2.3%	2.8%	1.3%
帰属家賃	4,167	4,171	4,181	4,186	4,190	4,197	50,018	50,227	50,416
前期比	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%
前年同期比	1.5%	1.5%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.6%	1.6%

(注) 家計消費（除く帰属家賃）には「需要側推計」、「供給側推計」以外に「共通推計」部分が含まれる

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。