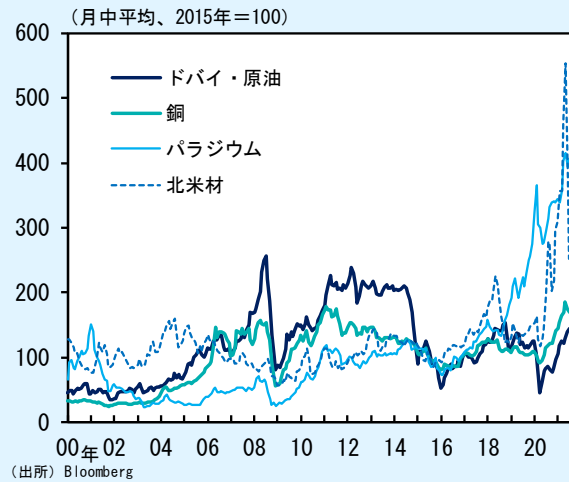


（BOX 2）国際商品市況の上昇が企業収益に及ぼす影響

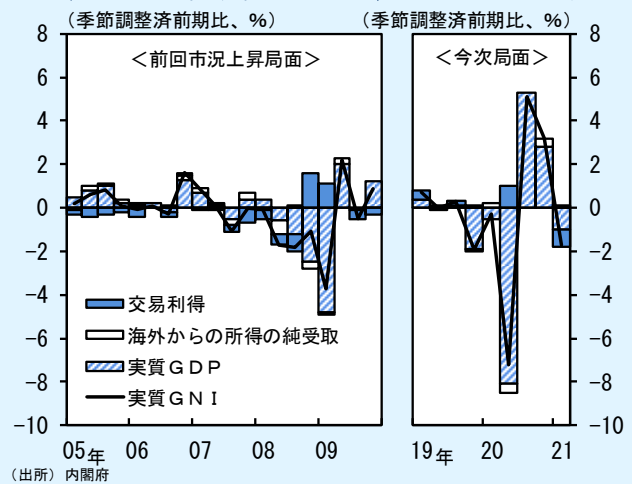
このところ、国際商品市況が大きく上昇している（図表 B2-1）。上昇している品目は多岐にわたるが、仔細にみると、わが国の素原料輸入の多くを占める原油は、今のところ、リーマン・ショック直前にかけて市況が大きく上昇した、いわゆる「スーパーサイクル」の末期のような高水準には達していない。一方、今次局面では、銅や木材、一部の貴金属など、原油以外の商品価格がとくに大きく上昇している点が特徴的である。本 BOX では、こうした国際商品市況の上昇が、企業収益を起点にわが国経済に及ぼす影響について、業種別・規模別にみた不均一性も含めて分析や考察を提示する。

今次局面における国際商品市況の上昇は、基本的には、グローバル需要の急激な増加に供給が追いついていないことから生じている。具体的には、①先行して回復してきた中国の需要に加え、海外先進国におけるワクチン接種と米国を中心とする財政刺激策、さらには感染症を契機としたデジタル化の加速を背景に、このところのグローバルな財需要の回復ペースが大方の企業の事前予想を上回っており、急増する需要に対して実際の供給が短期的には追いつかない状況が発生していると考えられる。それに加え、②一部の商品では、自動車の電動化や環境規制に伴い、需要の中長期的な増加トレンドが市場で意識されていることも、価格上昇に拍車をかけている。その例としては、電気自動車（EV）向けの部品需要が増大している銅や、排ガス浄化触媒に用いられるパラジウム、ロジウムなど一部の貴金属が挙げられる。さらに、③感染症下でなおも続く各国の行動制限やコンテナ不足、突発的な停電・火災等の事故による供給量の直接的な減少も作用している。

図表B2-1：国際商品市況



図表B2-2：実質GNI成長率の局面比較



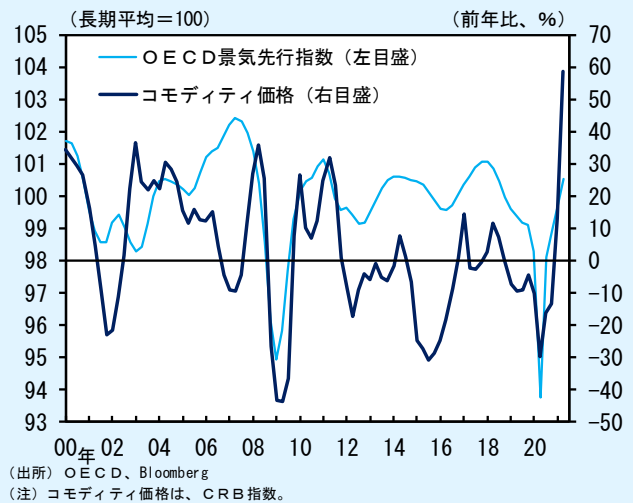
国際商品市況の上昇が企業収益を起点に、わが国経済に及ぼす影響は、その背後にあるメカニズムによって大きく異なり得る。とりわけ、現局面のように市況上昇の背後に海外経済の回復がある場合には、わが国経済への影響についても、外需と交易条件（輸出物価と輸入物価の比率）、双方の経路からの影響を考慮する必要がある。すなわち、国際商品市況の上昇が、海外経済の拡大を伴う正の「需要ショック」に起因する側面が大きければ、わが国にとって、輸出が増加する一方、交易条件は悪化するという、相反する影響をもたらす。一方、国際商品市況の上昇が、例えば1970年代の第一次・第二次オイルショックのような「供給ショック」によって主に引き起こされている場合は、資源輸入国から資源産出国への所得移転という側面が強くなるため、交易条件の悪化による所得減少の影響がより大きく現れる。

こうしたグローバルな相対価格の変化によるわが国と海外の間の実質的な所得移転の影響を確認するには、実質GNIという指標が有用である²²。前述した「スーパーサイクル」期、2005～08年頃の市況上昇局面では、原油を中心とした市況上昇から交易利得が減少し、実質GDP対比で実質GNIが弱めの動きとなっていた(図表B2-2)²³。今次局面でも、国際商品市況の上昇に伴う交易利得の悪化がみられ始めている。もっとも、今次局面における国際商品市況の上昇は、米国や中国、NIEsといったわが国の輸出ウエイトの大きい国・地域の景気回復によってもたらされている面が強いため、基本的には、輸出の増加の影響が、

²² 実質GNI（国民総所得）は、国民（居住者）が国内外から受取った所得の総計を示す概念。実質GNI = 実質GDP + 交易利得 + 海外からの所得の純受取。

²³ 交易利得は、交易条件の変化に伴う実質所得の変化を表す概念。交易利得 = (名目純輸出 / 輸出・輸入デフレターの加重平均) - 実質純輸出。

図表B2-3：国際商品市況と景気先行指数

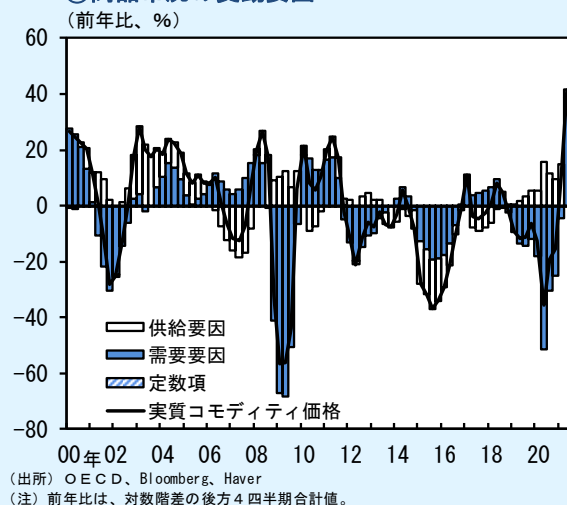


図表B2-4：商品市況の変動の要因分析

①分析手法

- ・ OECD景気先行指数、実質コモディティ価格（CRB指数を米国CPIで実質化、対数階差）の2変数VARを推計（ラグは2期、推計期間は、1994/4Q～2021/1Q）。
- ・ 下記の符号制約を課して需要ショック・供給ショックを識別：
 - 需要増ショック：景気先行指数・実質コモディティ価格がともにプラスの応答
 - 供給増ショック：景気先行指数がプラス・実質コモディティ価格がマイナスの応答

②商品市況の変動要因



交易利得悪化の影響を上回り、ネットでみればわが国経済全体にはプラスの影響を及ぼすと考えられる。今回の中心的な見通しにおいても、足もとまでの国際商品市況の上昇によって、当面の交易利得にマイナス効果が生じるものの、輸出の増加とその設備投資などへの波及も含めたプラス効果がそれを上回るという考え方を基本としている。以下では、そうした考え方の背後にある実証分析結果を紹介する。

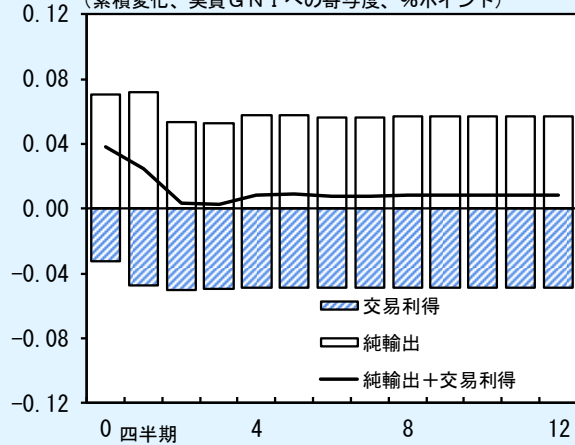
まず、国際商品市況の変動要因とその影響を実証的に確認するため、世界経済の活動水準を表すOECD景気先行指数と、国際商品市況の代表的な指標であるCRB指数の2変数から成る、シンプルな符号制約付きVAR (sign-restricted VAR) モデルを推計した(図表B2-3、B2-4)。具体的には、国際商品市況の変動について、①世界経済の拡大に起因する需要ショックと、②一次産品固有の供給力の変動に起因する供給ショックを識別したうえで、その要因分解を行うと、昨年春以降の世界的な感染症流行の初期には、各国における公衆衛生上の措置などを背景に、需要要因が商品価格を押し下げる要因となる一方、供給要因は商品価格を押し上げる要因となっていた。しかし、足もとにかけては、そうした供給要因に代わって需要要因が大幅なプラス要因に転じていることを確認できる。

次に、上述の符号制約付きVARで識別された需要ショックと供給ショックを用いて、それぞれのショックに対するわが国の純輸出と交易利得の反応を推計すると(図表B2-5)、正の需要ショックが発生した場合、純輸出のプラス寄与が交易利得のマイナス寄与を上回り、実質GNIに対しネットでプラスに作用することを確認できる。一方、供給ショックによる国際商品市況の上昇は、資源

図表B2-5：商品市況上昇と純輸出・交易利得

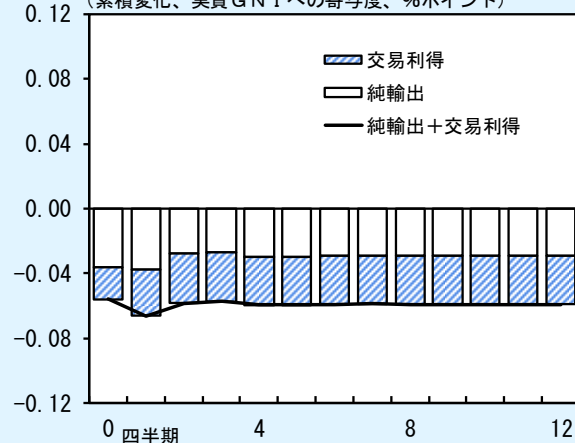
①需要要因による+1%市況上昇に対する反応

(累積変化、実質GNIへの寄与度、%ポイント)



②供給要因による+1%市況上昇に対する反応

(累積変化、実質GNIへの寄与度、%ポイント)



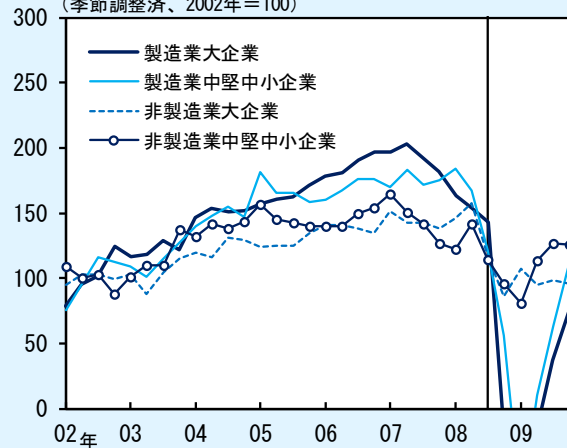
(出所) 内閣府、OECD、Bloomberg、Haver

(注) 純輸出および交易利得(実質GNI前期比に対する寄与度)を、自己ラグ(2期)と需要ショック・供給ショックに回帰し、ショックに対する反応を計測。需要ショック・供給ショックは、前掲図表B2-4で識別された実質コモディティ価格に対するショックを利用。推計期間は、1994/4Q~2021/1Q。

図表B2-6：過去の市況上昇局面の動向

①営業利益

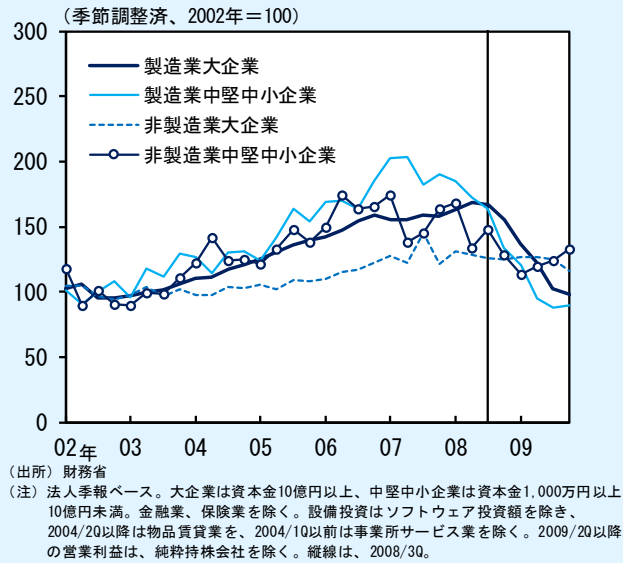
(季節調整済、2002年=100)



輸入国が多い先進国などの景気減速を通じてわが国の輸出の減少をもたらすうえ、交易利得の悪化にもつながることから、双方のチャネルを通じて景気にはっきりとした負の影響をもたらすことがわかる。なお、ここでの分析は、国際商品市況変動が輸出と交易利得に与える一次的効果にのみ着目しているが、実際には、それらが設備投資等の国内需要に波及する二次的効果を通じて、経済全体への影響も増幅されることになる。以上で示されたように、足もとみられる商品市況の上昇は、基本的には需要ショックの影響が大きく、わが国経済に対してはネットでプラスの影響をもたらすと考えられる。

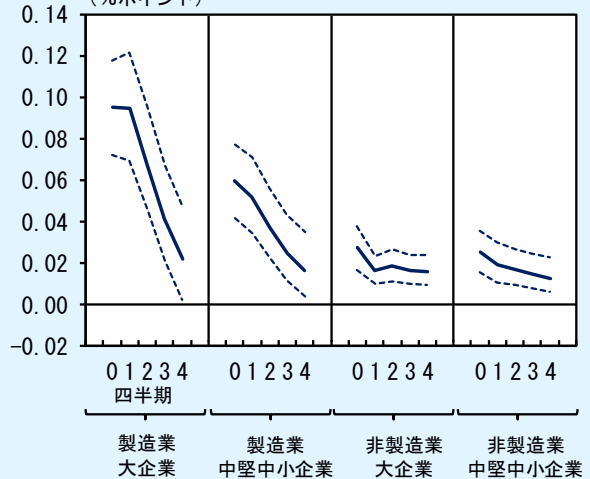
ただし、上記の分析に関しては、いくつかの留意点がある。まず、商品市況上昇の基本的な背景が正の需要ショックである場合でも、市場参加者の期待の行き過ぎなどから、ファンダメンタルな需給環境を超えて、商品市況が高騰することはあり得る。そうした局面での商品市況の追加的な上昇は、供給ショックと同様、わが国に交易条件悪化によるマイナスの影響をより強く及ぼす可能性がある。また、以上で確認した国際商品市況上昇の影響は、業種別・規模別にみると、それぞれのセクターにおける投入・産出構造や価格転嫁力の違いを反映して、かなり不均一になると考えられる。実際、本BOXで何度か言及している2000年代半ば頃からリーマン・ショック直前までの局面における、わが国の業種別・規模別の企業収益や設備投資をみると（図表B2-6）、製造業・大企業の設備投資はリーマン・ショックまでは堅調に推移していたのに対して、非製造業・中堅中小企業の収益や設備投資は、交易条件悪化の影響を受けて、リーマン・ショック前の2006～07年から既に弱い動きを見せ始めていた。

②設備投資

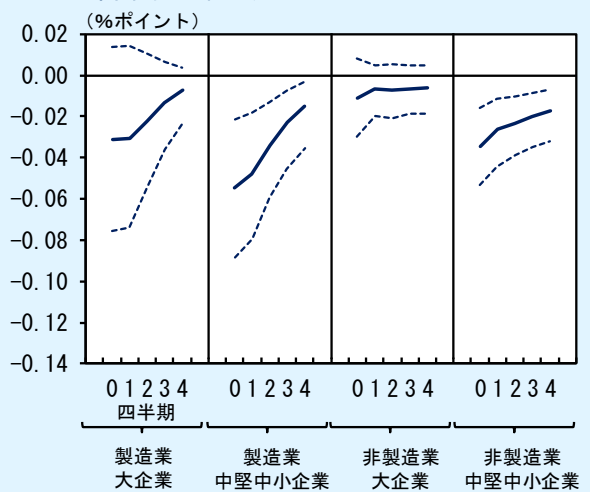


図表B2-7：商品市況上昇と企業収益

①需要要因による+1%市況上昇に対する営業利益率の反応 (%ポイント)



②供給要因による+1%市況上昇に対する営業利益率の反応 (%ポイント)

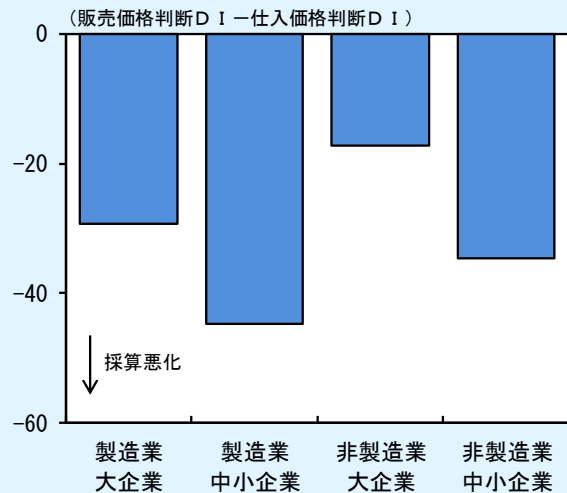


(出所) 財務省、OECD、Bloomberg、Haver
 (注) 売上高営業利益率（法人季報ベース）を、自己ラグ（2期）と需要ショック・供給ショックに回帰し、ショックに対する反応を計測。需要ショック・供給ショックは、前掲図表B2-4で識別された実質コモディティ価格に対するショックを利用。推計期間は、1994/4Q～2021/1Q。点線は、95%信頼区間（ブートストラップ法により算出）。

業種別・規模別の影響をより精緻に実証するため、上記で識別した需要ショックと供給ショックに対する業種別・規模別の売上高営業利益率の反応を推計した（図表 B2-7）。推計結果をみると、正の需要ショックの場合、輸出増加の恩恵を受けやすい製造業、とくに製造業・大企業は利益率へのプラスの影響が大きくなる一方、内需型産業の多い非製造業ではプラスの影響は小さくなる。供給ショックによる価格上昇の場合は、いずれのセクターの利益率も押し下げられるが、とりわけ製造業、非製造業ともに中小企業の利益率へのマイナスの影響が大きくなることを確認できる。中小企業においては、競争環境の厳しさなどから、大企業に比べて製商品価格へのコスト転嫁力が弱い点も、こうしたセクター間のばらつきに影響していると考えられる（図表 B2-8）。感染症下では、背景説明で記述しているように、製造業の収益回復が比較的早かった一方、対面型サービス業を中心に非製造業の収益回復が遅れている。先行き感染症の影響の収束に伴い、そうした部門間の収益格差も縮小に向かうことが期待される一方、商品市況上昇の面から収益格差が拡大し得る点も、念頭に置いておく必要がある。

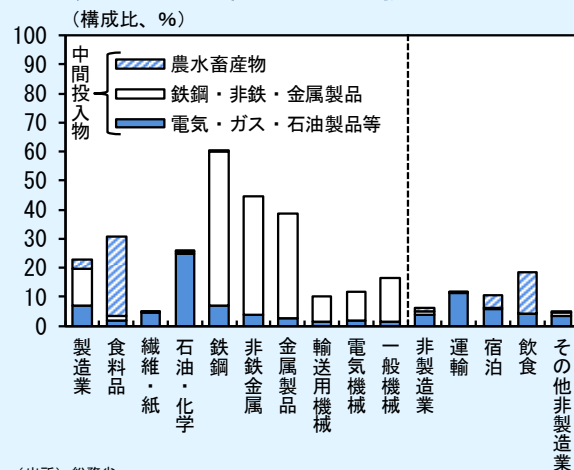
なお、今次局面では、銅や木材といった原油以外の商品価格の上昇幅がより大きい点が特徴であることを踏まえれば、さらに個別業種のレベルに降りた場合、業種間の中間投入ウエイト構造の違いなどを反映して（図表 B2-9）、原油高が中心であった従来の市況上昇局面とは異なる影響が現れる可能性もある。国際商品市況の上昇の影響については、企業ヒアリング情報も含め、業種別・規模別にきめ細かくフォローしていく必要がある。

図表B2-8：仕入価格上昇局面での採算性



(出所) 日本銀行
 (注) 短観ベース。仕入価格判断D I（全産業全規模）が2000/10～2021/2Qの平均を上回った期間における平均値。

図表B2-9：業種別の中間投入ウエイト



(出所) 総務省
 (注) 2015年産業連関表の各中間投入金額を国内生産額で割り込んで算出。電気・ガス・石油製品等は石炭・原油・天然ガス、石油製品、石炭製品、電力、都市ガス、熱供給。