

（BOX 4）国際商品市況の上昇のわが国経済への影響：2007～08年との比較

今回の展望レポートにおける中心的な見通しでは、わが国経済は、ロシアによるウクライナ侵攻などを背景とした国際商品市況の上昇に伴う下押し圧力を受けるものの、感染症等の影響が緩和するも、見通し期間を通じて潜在成長率を上回る成長を続けると予想している。本BOXでは、前回商品市況の大幅上昇がみられたリーマン・ショック前の2007～08年頃の局面と比較しつつ、今回の中心的な見通しの背後にある考え方を整理する。

まず、2007年から2008年夏頃までの内外経済情勢を振り返ると、海外では、証券化のもとで過熱していた米国住宅市場の調整などを背景に、景気は既に減速局面に入っていた。一方で国際商品市況は、コモディティの金融商品化など実需以外の要因（図表中では供給要因に分類）もあって、上昇を続けていた（図表B4-1、B4-2）。こうした市況上昇を反映して、わが国の交易条件は大幅に悪化し（図表B4-3）、非製造業や中小企業を中心に企業収益や設備投資には弱さがみられ始めていた²⁸。また、エネルギーや食料品の上昇を主因に、消費者物価の上昇率も一時的に大きく高まった（2008年7～8月には生鮮食品を除くベースの前年比で+2.4%に達した）ことから（図表B4-4）、家計の実質所得の下押しを通じて、個人消費を抑制する要因となった。これらの結果、わが国経済は、2000年代初頭からの長期にわたる景気改善局面を経たあと、リーマン・ショック前の2008年初には景気がピークアウトすることとなった。

図表B4-1：国際商品市況



図表B4-2：商品市況の変動要因



(注) OECD景気先行指数および実質コモディティ価格（CRB指数を米国CPIで実質化）の2変数VARを推計。各変数のインパルス応答関数に対して次の符号制約を課し、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ともに正の応答。供給増ショック：景気先行指数は正、実質コモディティ価格は負の応答。推計期間は1994/4Q～2021/1Q、ラグは2期。

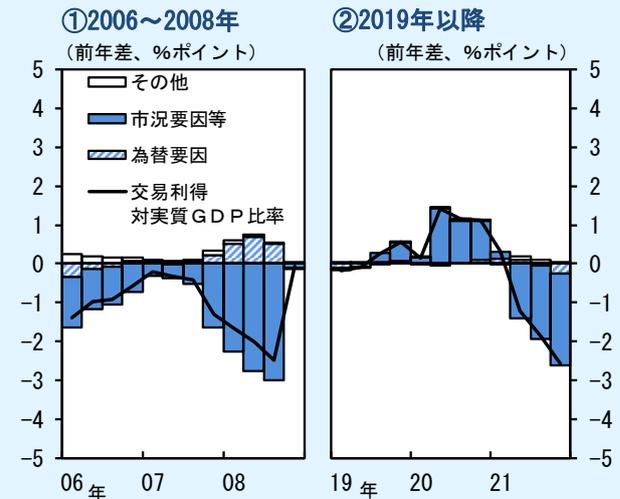
²⁸ 市況変動の要因分解の方法や、2007～08年当時の企業収益、設備投資動向については、2021年7月展望レポートBOX 2を参照。

今次局面は、下記の2つの点では、上述した2007～08年当時と類似している。第1に、国際商品市況の上昇幅やそれに伴う交易条件の悪化幅は、当時と並ぶ大きさとなっている(前掲図表B4-1～3)。第2に、今次局面における商品市況上昇は、当初は、グローバルな財需要の回復の影響が大きかったが、足もとにかけては、ロシアのウクライナ侵攻に伴う供給不安や地政学的リスクの高まりといった供給要因の影響が拡大している。こうした需要面のファンダメンタルズとは異なる要因による市況上昇は、2007～08年当時と同様、国内景気にマイナスの影響をもたらしやすい²⁹。

もっとも、今次局面については、以下のように2007～08年当時とは大きく異なる特徴を3点ほど指摘することができる。第1に、企業部門全体の経常利益や同利益率は、感染症拡大前の2019年末頃を上回って改善しており、その水準は2007～08年当時と比べても明確に高い(前掲図表18)。したがって、今後の企業収益は、交易条件悪化の影響から下押される局面においても、歴史的にみて高めの水準を維持する可能性が高い。第2に、現在のわが国経済は、感染症拡大に伴う大幅な落ち込みからの回復過程にあるほか、行動制限下で積み上がってきた家計の貯蓄が、所得から支出へのマイナスの影響を緩和する面もあるとみられる(図表B4-5)。このため、感染症対策と経済活動の両立の面で先行している欧米主要国と比べると、先行きの個人消費の回復余地は大きく、感染症の影響が和らいでいくにしたがって、ペントアップ需要等にけん引された内需の復元が見込まれる。この点は、それまでの景気改善の長期化から景気が既に「成熟化」していた2007～08年当時と異なる特徴である。第3に、BOX2でも

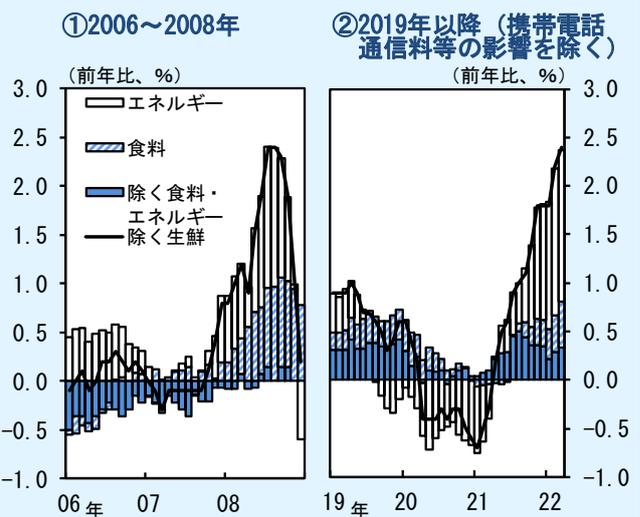
²⁹ 2021年7月展望レポートBOX2の図表B2-5、B2-7を参照。

図表B4-3：交易利得の要因分解



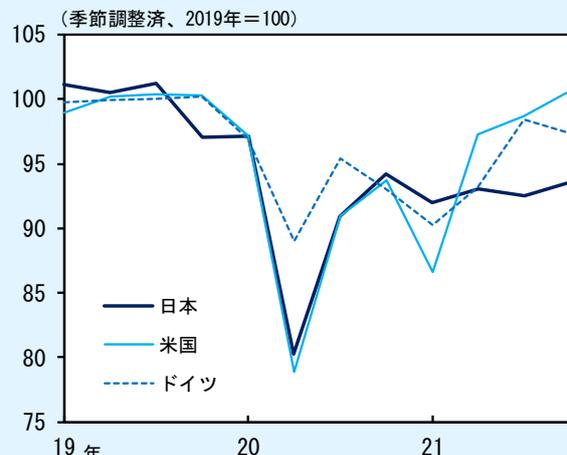
(出所) 内閣府、日本銀行
(注) 1. 「市況要因等」は、輸出入物価の契約通貨ベース指数の変動により説明される部分。「為替要因」は、輸出入物価の円ベース指数と契約通貨ベース指数の乖離から算出。「その他」は数量要因等。
2. 交易利得 = (名目純輸出 ÷ 輸出・輸入デフレーターの加重平均) - 実質純輸出

図表B4-4：消費者物価（除く生鮮）



(出所) 総務省
(注) 1. ②は、消費税率引き上げ・教育無償化政策、Go To トラベル、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。
2. 食料は、生鮮食品及び酒類を除き、外食を含む。

図表B4-5：各国の平均消費性向

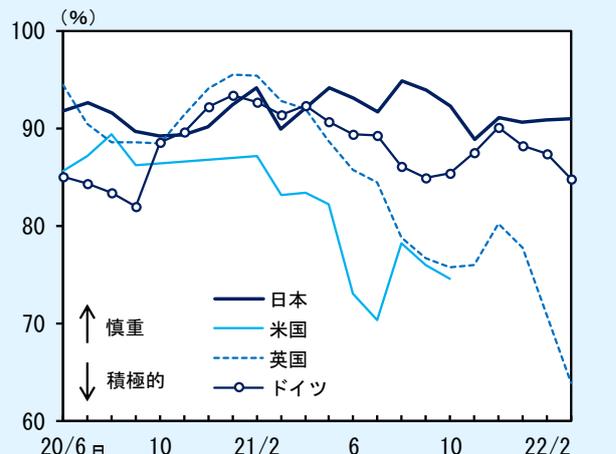


(出所) Eurostat、B E A、ドイツ連邦統計局、内閣府

述べたとおり、政府の原油価格高騰対策によって、石油製品価格の上昇が抑制されることも、企業収益や家計の実質所得への悪影響を緩和すると考えられる。

以上のことから、足もとの交易条件の悪化は、企業収益や家計の実質所得の下押しを通じて内需の伸びを抑制する方向に働くものの、わが国経済は、2007～08年頃とは異なり、感染症等の影響の緩和に伴って、回復を続けると予想される。ただし、こうした先行きの見通しについては、ウクライナ情勢の帰趨やその影響を巡る不確実性が高い。また、当面は、感染症とその個人消費への影響を巡る不透明感も依然強い点に留意する必要がある。とりわけ、わが国では高齢者を中心に、欧米対比で感染症への警戒感が根強いことから（図表 B4-6）、仮に感染症が再拡大する場合などでは、物価上昇による実質所得の下押しと相まって、個人消費が抑制された状態が長引くリスクがある。

図表B4-6：人混みを避けている人の割合



(出所) Jones, Sarah P., Imperial College London Big Data Analytical Unit and YouGov Plc. 2020, Imperial College London YouGov Covid Data Hub, v1.0, YouGov Plc, April 2020

(注) 「人混みを避けているか（1～5で回答）」という質問に1～3（1はAlways）と回答した人の割合。