

# 商品市況高騰の日本経済への影響

## 交易条件悪化で企業・家計に10兆円の負担増

みずほリサーチ&テクノロジーズ  
調査部 経済調査チーム  
03-3591-1241

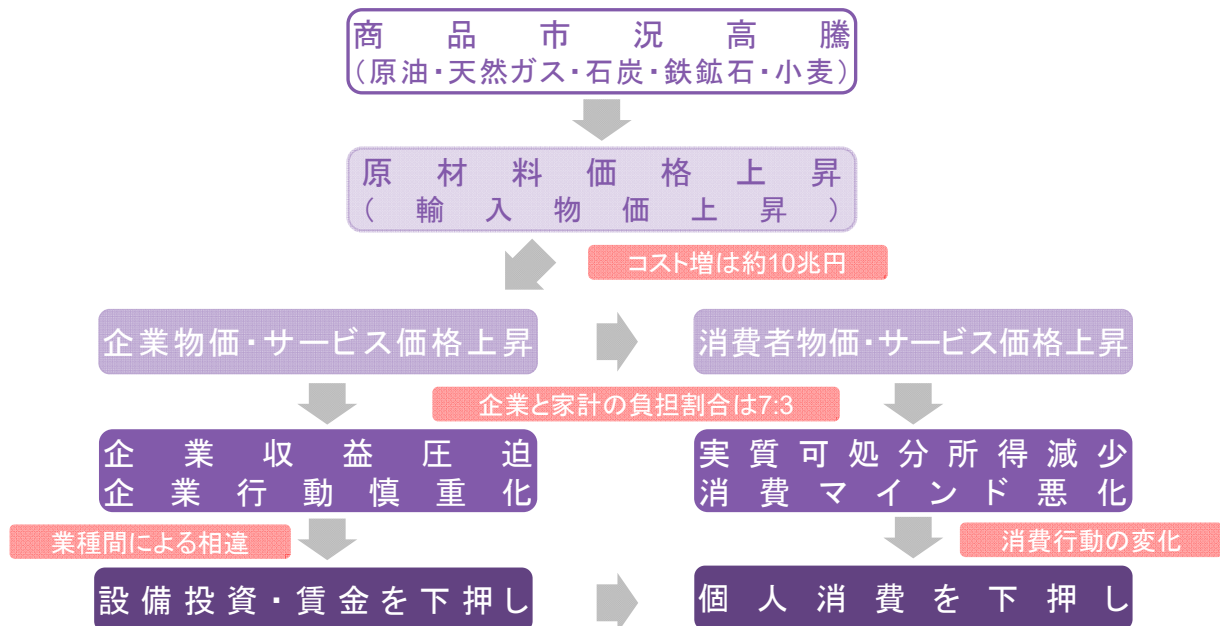
- 商品市況の高騰を受け、原材料の輸入コストは約10兆円増加。投入・産出構造を踏まえると企業が約7兆円、家計が約3兆円の負担増に。個人消費・設備投資が減少しGDPが▲0.2%下振れ
- 製造業では金属製品や化学製品等の素材業種やガス・熱供給、電力等のエネルギー業種への影響大。加工業種では輸送機械への打撃が際立つ。非製造業では運輸・郵便等の収益が減少
- 食品・エネルギーを中心とした物価上昇で家計の実質可処分所得が約▲3兆円減少。日用品の値上げを受け家計の節約志向が強まり、身の回り用品や被服・履物、交際費等の支出が減少する公算

### 1. はじめに～回復に向かう日本経済の前に立ちはだかる商品市況高騰

2021年も終わろうとしているが、未だ日本経済はコロナ禍の影響から脱却出来ていない。7～9月期のGDP成長率（2次速報値）は前期比▲0.9%（年率▲3.6%）と大幅マイナスになった。デルタ型変異株の感染拡大に加え、家電等の巣ごもり需要の一巡、半導体等の供給制約を受けた自動車減産が下押し要因になり、個人消費・設備投資・輸出がいずれも減少するなど7～9月期の日本経済は低迷した<sup>1</sup>。

一方、10月以降の日本経済には明るい兆しも見えてきている。ワクチンの普及や行動制限緩和を受

図表1 商品市況高騰の経済への波及(全体観)



(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

けて10月以降の人出は回復傾向で推移しており、足元の個人消費は対人接触型サービス（外食や宿泊等）を中心に増加している。東南アジアの感染拡大を受けた部品供給の停滞による影響が緩和され、自動車の減産幅が縮小に向かうことも押し上げ要因になる。（オミクロン株の感染が急拡大して重症者が増加するといったリスク要因が顕在化しなければ）10～12月期・1～3月期と年度下期の日本経済は高成長が続く可能性が高い<sup>2</sup>。

しかし、ここに来て、世界的な商品市況の高騰が日本経済の大きな懸念材料となっている。ワクチン普及に伴い経済活動が回復し需要が盛り上がる中で供給が追いつかず、原油や食料などの国際商品市況が高騰している。米国などの財需要の強さに加え、アルミの製造コスト増、ラニーニャによる穀物価格上昇など供給面の要因も相まって、商品市況は高値での推移が続いている。資源の多くを輸入に依存する日本にとって、こうした商品市況の高騰は輸入コストの増加（交易条件の悪化）につながる。11月の輸入物価（円ベース）は前年比+44.3%と1981年1月以降の最高値を記録した。原材料価格の上昇が企業収益を圧迫し、設備投資や賃金の下押し要因になるほか、エネルギー・食品等を中心とした消費者物価の上昇を通じて個人消費に悪影響を及ぼすことが懸念される。

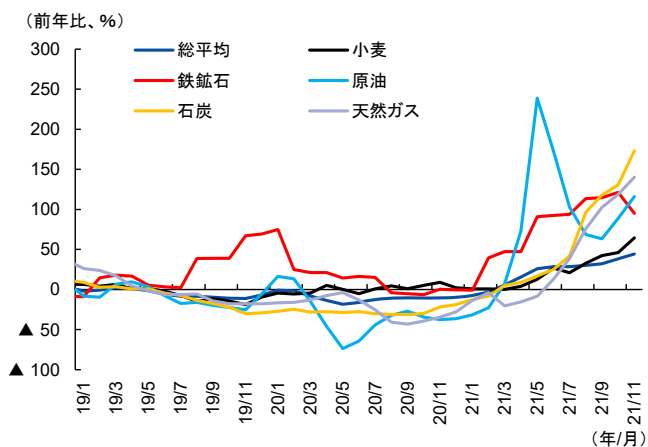
商品市況の高騰による日本経済への波及について、全体観を整理したものが図表1だ。本稿では、図表1の整理に沿う形で、商品市況の高騰が企業・家計に与える影響について考察する。

## 2. 原材料の輸入コストは10兆円増加。負担は企業に7割、家計に3割が帰着

商品市況の高騰による交易条件の悪化は、海外への所得流出という形で日本国民の負担になる。本節では、輸入物価の動向を踏まえ、どの程度の負担が企業・家計に発生するのかを確認する。

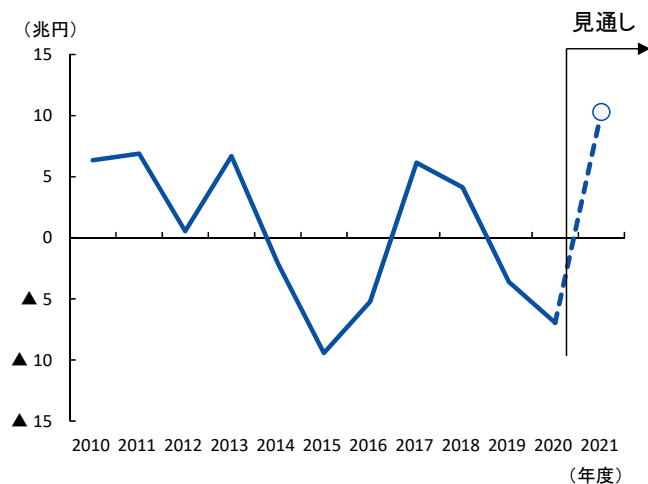
まず、足元までの輸入物価の動向について主要な品目別にみると、11月の輸入物価は原油が前年比+116.0%、石炭が同+173.1%、天然ガスが同+140.1%、鉄鉱石が同+95.0%、小麦が同+64.5%といずれも高騰している（図表2）。こうした輸入物価の上昇を踏まえて2021年度の原材料輸入額（食料

図表2 輸入物価（前年比）



（出所）日本銀行「企業物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表3 原材料輸入額（前年差）



（注）価格要因を抽出。2021年度はみずほリサーチ&テクノロジーズの試算値

（出所）財務省「貿易統計」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

品、原料品、鉱物性燃料、化学製品、繊維製品、金属及び同製品）を試算したところ、価格要因により前年から約10兆円の増加が見込まれる結果となった（図表3）。10兆円程度の所得が海外に流出する（日本国民の実質的な購買力が低下する）ことを意味しており、企業・家計いずれかの負担に帰着することになる。

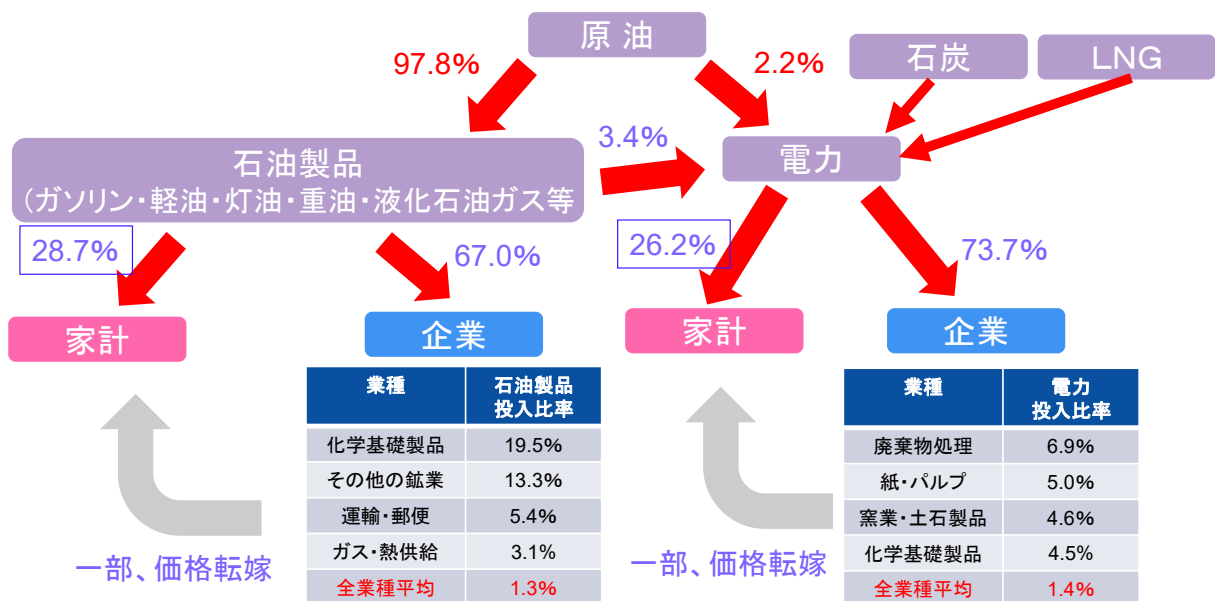
次に、企業と家計の負担割合について、原油（石油製品）・電力の投入・産出構造を例にとって整理する（図表4）。経済産業省「平成30年延長産業連関表」によれば、原油は97.8%がガソリンや軽油、灯油等の石油製品製造業に、2.2%が電力業に投入される。原油の投入により産出された石油製品の28.7%は家計が直接購入し、67.0%は化学基礎製品製造業やその他工業、運輸・郵便業等の業種に、3.4%は電力業に投入される。次に、原油の2.2%や石油製品の3.4%が投入される電力は26.2%が家計、73.7%が廃棄物処理や紙・パルプ、窯業・土石製品等の企業セクターに購入される。

家計が直接購入する石油製品や電力は原油価格上昇分が販売価格にほぼフル転嫁されることや、企業セクターを通じて最終的に家計が購入する製品に対しても一部で価格転嫁が行われる（ただし石油製品の投入比率が小さく波及効果は大きくない）ことを考慮すれば、家計に概ね3割、企業に概ね7割の負担が帰着すると考えてよいだろう<sup>3</sup>。商品市況高騰で約10兆円の輸入コスト増加が生じるとすれば、家計に約3兆円、企業に約7兆円の負担が帰着する計算になる。

### 3. 企業への影響～交易条件の悪化で素材・エネルギー関連、輸送機械の収益に打撃

前節でみたように、商品市況高騰の影響は企業セクターへの負担が大きいと整理されるが、影響の度合いは業種によって濃淡が生じる。本節では、業種別に交易条件の悪化度合いを確認した上で、企

図表4 原油(石油製品)・電力の投入・産出構造



（出所）経済産業省「平成30年延長産業連関表」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

業収益の押し下げ幅を試算する。

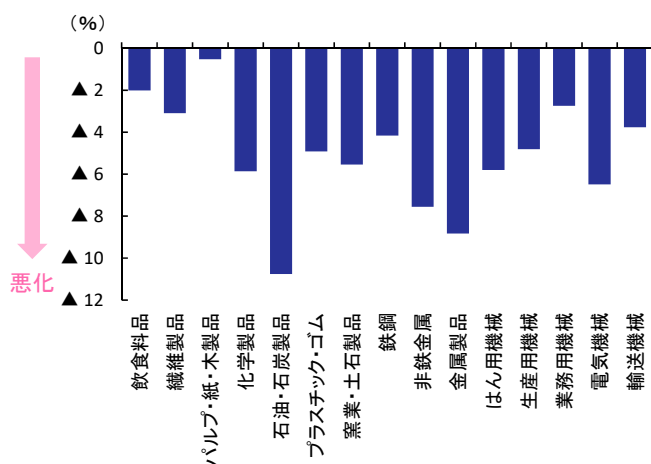
まず、製造業について、日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」で「産出物価÷投入物価」の7～9月期の過去平均対比をみると、石油・石炭製品や金属製品、非鉄金属等の素材業種のマイナスが顕著だ（図表5）。原材料輸入依存度の大きい業種で交易条件が悪化していることが確認できる。非製造業については、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」で「販売価格判断DI－仕入価格判断DI」で足元（12月調査の最近・先行きの平均値）の過去平均対比の動きをみると、建設資材価格の上昇や原油高による輸送コスト増加を受けて建設や運輸・郵便が大幅なマイナスになっている（図表6）。そのほか、個人消費の弱さに直面するBtoC関連（宿泊飲食サービス、対個人サービス）も価格転嫁が鈍く交易条件が悪化している様子がうかがえる。

次に、商品市況の高騰が企業収益に与える影響を試算する。ここでは、松本・市川（2011）を参考に経済産業省「延長産業連関表」を用いて、先述の原油、天然ガス、鉄鉱石、石炭、小麦の主要5品目の輸入価格上昇の影響を業種別に計算した。具体的には、投入物価・産出物価の動向から価格転嫁率を求めた上で<sup>4</sup>、2021年度以降の価格上昇要因による各品目の輸入増加額をショック幅として、各業種の営業余剰（国内での営業利益に相当）の減少率を試算した。結果は図表7のとおりであり、営業余剰が全産業ベースで▲7%程度（製造業：▲13%程度、非製造業：▲6%程度）減少する計算になった（図表7）。産業連関表の基準年である2018年時点の営業余剰をベースラインとして金額に換算すると▲6.5兆円程度の減少になり、2節で確認した企業負担分（約7兆円）の大半に相当する。

商品の品目別では、原油価格が上昇したインパクトが他の商品に比べて大きいことが分かる。石油・石炭製品や電力部門において直接原材料として投入されるだけでなく、電気料金の引き上げやガソリン等の燃料価格上昇を通じて、幅広い業種の生産・運送コストが増加することが要因である。

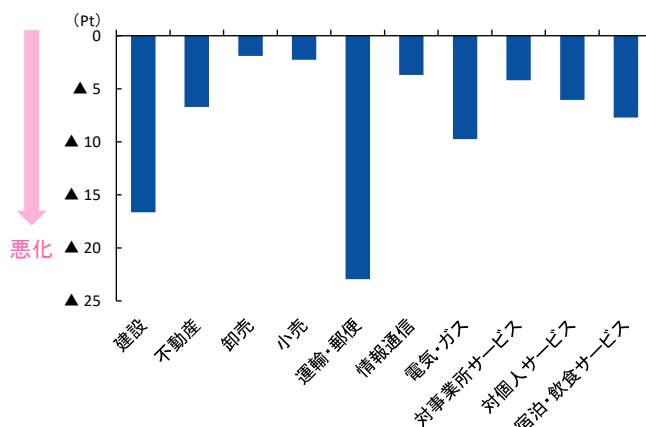
業種別にみると、金属製品や化学製品等の素材業種、ガス・熱供給や電力等のエネルギー業種への

図表5 「産出物価÷投入物価」の変化（製造業）



(注) 「産出物価指数÷投入物価指数」の2021年7～9月期の過去5年平均対比。マイナス幅が大きいほど交易条件悪化  
 (出所) 日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」より、みずほほりサーチ&テクノロジーズ作成

図表6 「販売価格判断DI－仕入価格判断DI」の変化（非製造業）



(注) 2021年12月調査の最近・先行き判断DIの平均値の過去5年平均対比。マイナス幅が大きいほど収益の下押し圧力大  
 (出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほほりサーチ&テクノロジーズ作成

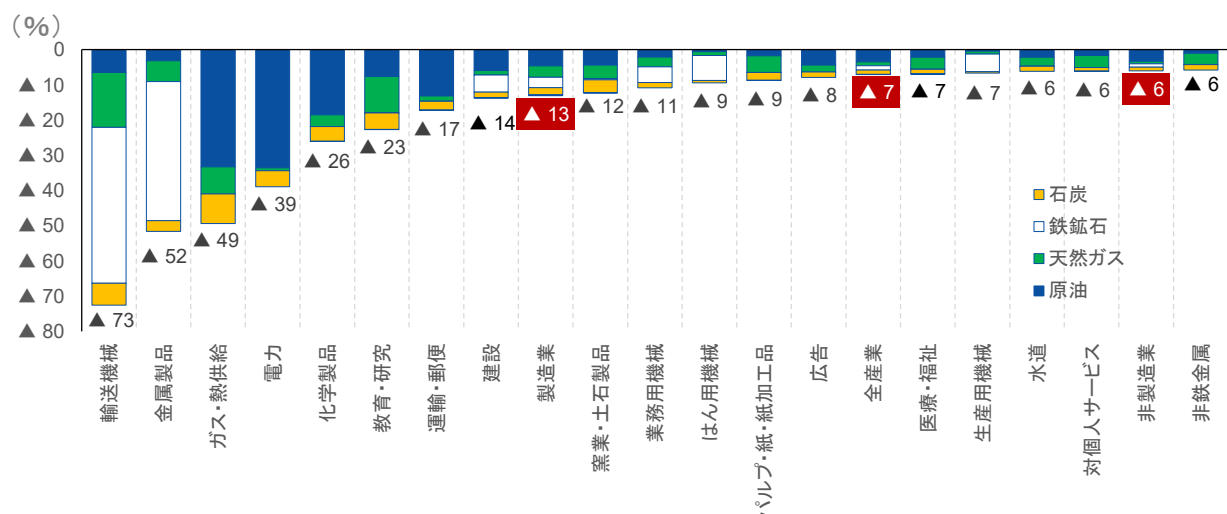
影響が大きい。加工業種では、鉄鋼石の価格上昇を主因として輸送機械の収益減少幅が際立つ（輸送機械には鉄鋼製品を多く投入する造船なども含まれることに加え、鉄鋼業の価格転嫁率が高いことが背景にある）。非製造業は、総じてみれば製造業と比較して影響が限定的と言えるが、運輸・郵便や教育・研究（学校や各種研究機関）、建設、対個人サービスで収益が押し下げられることがわかる。実際、11月の景気ウォッチャー調査においても「長引く燃料油価格高騰の影響が物流事業者の経営を圧迫している」（輸送業）、「鋼材価格や外注加工費の値上がりに対し、販売価格には転嫁できないため、今後は採算の悪化が予想される」（金属製品製造業）、「原油等の値上げも懸念材料」（化学工業）といった原材料価格高騰を懸念するコメントが多くみられる。

#### 4. 家計への影響～可処分所得が▲3兆円減少。日用品の物価上昇で節約志向が高まる

次に、商品市況の高騰が家計に与える影響をみてみよう。コロナ禍の影響が長期化し、対人サービス業を中心に賃金の回復ペースが緩やかなものにならざるを得ない中（例えば冬の民間企業の一人当たりボーナスは、嶋中（2021）によれば前年比+0.8%と昨冬対比で小幅増にとどまると見込まれる）、商品市況高騰に伴うエネルギー・食品価格の上昇は家計の実質可処分所得を押し下げる。ここで、一般の商品市況高騰に伴うエネルギー・食品価格の上昇が、2021年度の消費者物価（生鮮食品を除く総合）に与える影響を試算（南（2021）と同様にエネルギー価格の原油価格に対する弾性値等を用いて試算）すると、+1.0%Pt程度の押し上げとなった。これはデフレーター上昇を通じて、実質可処分所得を▲3.0兆円程度減少させる（図表8）。交易条件の悪化に伴う家計の負担は、このように家計所得の減少として表れ、上記の▲3.0兆円は前述の輸入コスト10兆円増加のうち約3割分相当の負担が家計に帰着することを意味している。

消費者物価指数の動きを購入頻度別にみると、ガソリンや豚肉など家計が「頻繁に購入する品目」

図表7 2021年度の商品市況高騰による企業収益への影響



（注）2021年度の価格上昇要因による各品目の輸入増加額をショック幅として試算。分母となる営業余剰（国内での営業利益に相当）は2018年実績

（出所）経済産業省「平成30年延長産業連関表」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(年間購入頻度が15回以上の品目、CPIの1割程度のウェイト)の価格が上昇している(図表9)<sup>5</sup>。購入頻度の高い日用品の価格上昇は、家計の体感物価を上昇させる。実際、消費者庁の「物価モニター調査」(12月)をみると、日用品価格上昇を受け、先行きの支出増(負担増)を見込む人の割合が2019年の消費増税期に迫る水準まで上昇している(図表10)。体感物価の上昇は人々の節約志向を強め、消費を下押しする(例えば酒井他(2018)を参照)。11月の景気ウォッチャー調査をみると、「ガソリン・灯油価格の値上げや食品全般の値上げにより、客の財布のひもは更に固くなっている」(スーパー)、「原油価格の高騰やふだん消費する食品の値上げが相次いでいることから、家計の節約志向がみられ、消費が鈍っている」(コンビニ)、「食品の相次ぐ値上げで、客の購買意欲が減退している状況で、競合他社と客の奪い合いとなっており、厳しい状況である」(スーパー)など、消費マインド悪化を懸念するコメントが多くみられる。

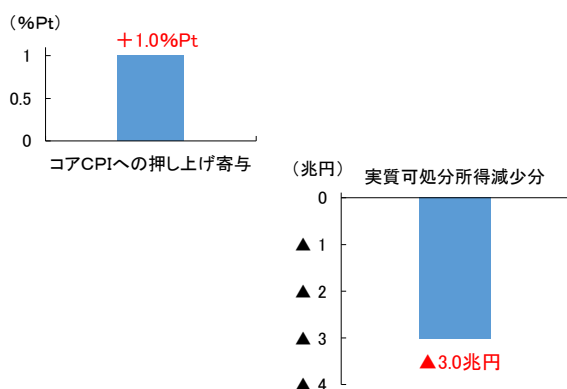
商品市況高騰を受けて家計の支出行動がどのように変化するかを考察するため、過去の商品市況高騰時の状況を確認してみよう。コモディティのスーパーサイクルと呼ばれた2008年のインフレ局面では、CPIの年平均でエネルギー価格は前年比+9%と大幅に上昇した。2008年の名目ベースの家計支出をみると、こうしたエネルギー価格高騰を受けて電気代やガソリン代などのエネルギー関連支出(電気代・ガス代を含む「光熱・水道代」やガソリン代を含む「交通・通信」)が増加している(図表11)。一方、エネルギー関連の支出増が家計を圧迫した結果、「身の回り用品」や「被服及び履物」、「交際費」をはじめとした支出が減少し、全体の消費支出もマイナスとなっている。こうした過去の事例を踏まえれば、今般の物価上昇局面においても、こうした不要不急の消費が切り詰められ、個人消費全体を押し下げる可能性が高いと考えられる。

## 5. GDP への影響～個人消費が▲0.3%、設備投資が▲0.4%、GDP が▲0.2%の下振れ

本節では、前節までの議論を踏まえ、商品市況の高騰がGDPに与える影響について考察する。

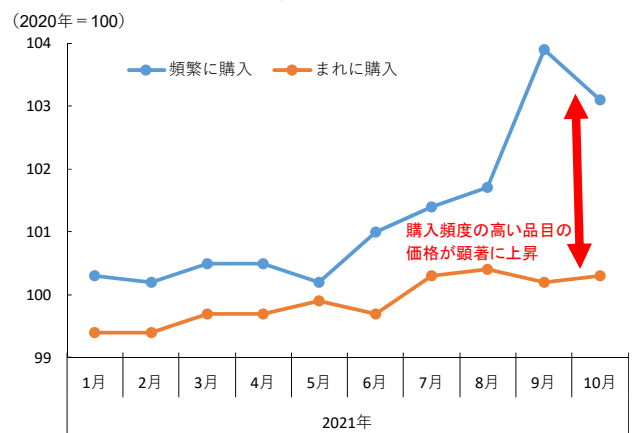
前述したように、石油や天然ガス、石炭等の価格上昇により原材料輸入額が約10兆円増加し、これが日本にとっての負担(所得の海外への流出)となる。負担の7割が企業に帰着して企業収益が約7兆

図表8 商品市況高騰に伴う家計の負担額



(注) 商品市況高騰による2021年度消費者物価(除く生鮮食品)の押し上げ幅、実質可処分所得の見直しに対する寄与を試算  
(出所) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表9 商品購入頻度別の消費者物価指数



(注) 「頻繁に購入」は年間購入頻度が15回以上の品目、「まれに購入」は年間購入頻度0.5回未満の品目を示す  
(出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

円減少する場合、設備投資のキャッシュフロー弾性値を推計した川畑（2021）の分析を踏まえると、（企業収益の悪化から設備投資減少までのラグを考慮して）2021年度後半から2022年度前半にかけて設備投資が▲0.4%減少する計算だ。

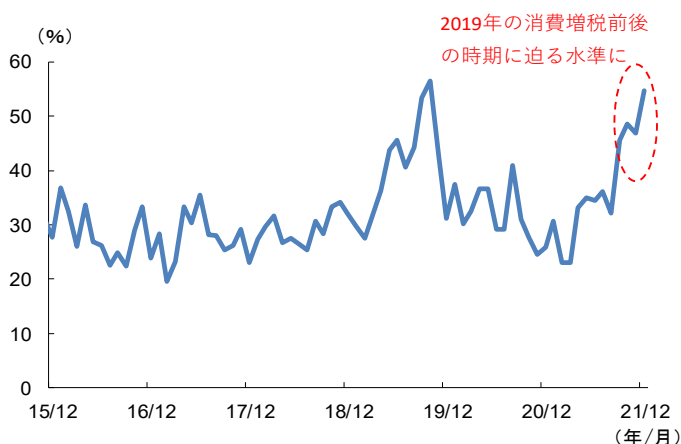
さらに、残る3割の負担が家計に帰着して実質可処分所得が約3兆円減少する場合、限界消費性向を0.25と仮定すると、同じく2021年度後半から2022年度前半にかけて（この期間にエネルギーや食料品等を中心として消費者物価の上昇が見込まれる）、個人消費が▲0.3%減少する計算になる（仮に本稿での想定よりも価格転嫁が進まない場合、家計にとっては望ましいように思えるかもしれないが、その場合は企業収益が圧迫されて賃金が下押しされて結局は家計にも負担の一部が帰着するため、ここでの計算に大きな影響は生じないと考えられる）。

設備投資、個人消費の減少により、GDPは2021年度後半から2022年度前半にかけて▲0.2%（金額で▲1.2兆円）程度下押しされる計算だ（図表12）。中信（2021）の試算では、家計向けの現金・クーポンの給付により+0.2%程度のGDP押し上げ効果が見込まれているが、商品市況の高騰は、この政策効果を打ち消してしまうインパクトをもつことになる。2021年度後半以降の日本経済の回復ペースを阻害する要因になるだろう。

## 6. 実質購買力の減少で経済の「体温」は低下。CPI とは裏腹に高まるデフレ圧力

ここで、物価面からみた商品市況の影響について、もう一段深掘りして考察してみたい。4節で確認したように、商品市況の高騰はコアCPI上昇率を+1.0%Pt程度押し上げる。南（2021）が試算しているように、先行きのコアCPIは伸びを高めていき、通信料低下の下押し影響の大部分が剥落する2022年前半には1%台前半まで上昇する見通しだ（図表13。通信料低下やGoToトラベル再開による宿泊料低下といった特殊要因<sup>6</sup>を除けば2022年前半には2%台まで上昇するとみている）。来年夏には参院選を控

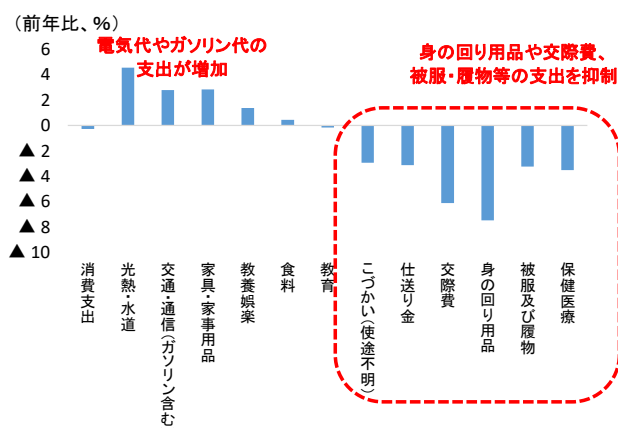
図表10 物価上昇を受けた支出増加を見込む家計の割合



(注) 今後3か月の間について、去年の同期間と比べて、世帯の消費への支出額を増やそうと思っていると回答した理由として、「物価が上昇することにより、普段購入しているモノ・サービスの価格が上がると思うから」を選択した人の割合

(出所) 消費者庁「物価モニター調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表11 商品市況高騰時の家計消費支出(2008年、前年比)



(出所) 総務省「家計調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

えており、現在の米国と同様、こうしたインフレ率の上昇が政治的に問題視される可能性もある。家計向けの支援策などが経済対策として検討される可能性が高いだろう<sup>7</sup>。当面、CPIヘッドラインの高い伸びが報道等でクローズアップされると思われる。

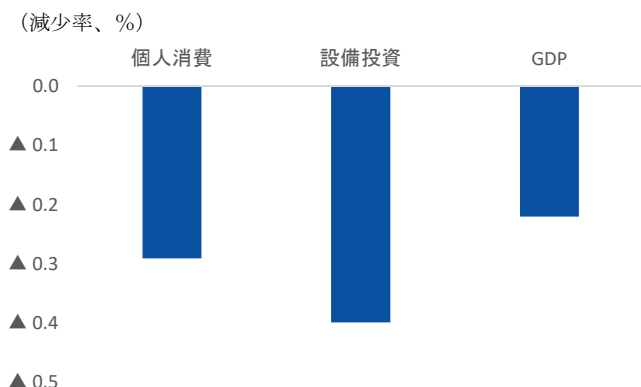
ただし、足元のような賃金上昇を伴わないコストプッシュ型のインフレ局面において、CPIは「経済の体温計」としては適切とは言えない点には留意する必要がある。もう一つの代表的な物価指標であるGDPデフレーターをみると、日本経済の「体温」は違った絵姿になる。

輸入デフレーター上昇による交易条件の悪化は、GDPデフレーターの低下につながる。過去、コモディティのスーパーサイクル局面（2004～2008年）ではGDPデフレーターはマイナス圏で推移した（図表14）。足元の資源価格高騰を受け、GDPデフレーターは7～9月期に前年比▲1.2%までマイナス幅が拡大しており、10～12月期以降もマイナス圏での推移が続くことが見込まれる（現時点では、10～12月期は前年比▲1.6%までマイナス幅が拡大し、1～3月期も同▲0.3%のマイナス推移が続くと予測している<sup>8</sup>）。コアCPIが高い伸びで推移しても、GDPデフレーターからみれば、日本国民の実質的な購買力が低下し、日本経済はむしろデフレ圧力が強まっている（「体温」が冷え込んでいる）状況と言える。日本経済の動向や経済政策を議論する際には、こうした他の物価指標もあわせて経済動向を冷静にフォローしていく必要があるだろう。

## 7. おわりに～いずれ物価上昇率は0%近傍へ。低賃金・低インフレのノルム脱却が課題

以上、商品市況の高騰による日本経済への影響について考察してきた。賃金の伸びを伴わないコストプッシュ型の物価上昇は持続性がないと考えられ、前節まで述べてきた影響は短期的なものになるとみられる。商品市況の高騰を受けて2008年もコアCPIは一時的に2%を上回る伸びとなったが、その後は低下した。原油価格はオミクロン株報道を受け足元で下落しており、今後もOPECプラスの減産幅縮小が継続するとみられる中、需給緩和を受けて緩やかに下落する公算だ。来年後半には、グローバ

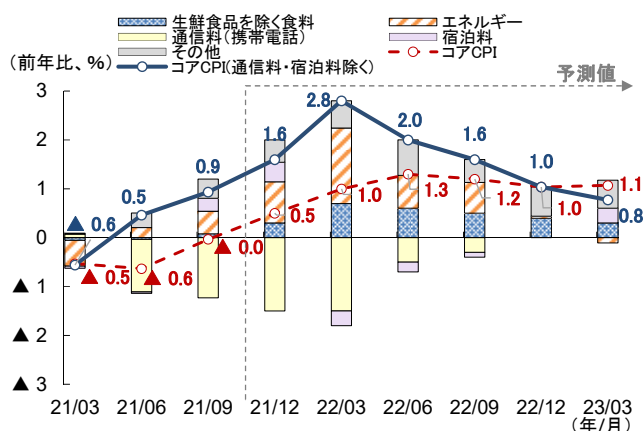
図表12 GDP等への影響



(注) 設備投資への影響は設備投資のキャッシュフロー弾性値の推計値を用いて試算、個人消費への影響は限界消費性向 (0.25) を用いて試算

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表13 コアCPIの見通し



(出所) 総務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



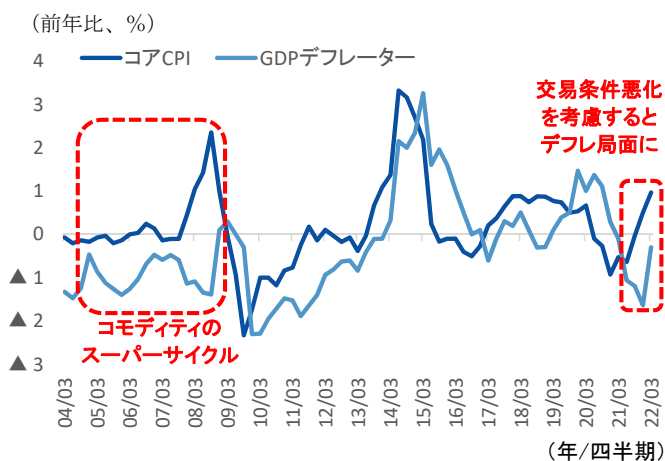
ルな財需要の一服や商品市況の沈静化に伴い、インフレ率も低下していく可能性が高い。

最後に、商品市況高騰の裏に隠れた中期的な論点を提示しておきたい。憂慮すべき根源的な問題は、賃金が上昇せず家計の購買力が弱い（そして企業もコスト上昇を十分に価格に転嫁できず収益が圧迫され、結果として賃金が伸びない）ままで、日本経済が縮小均衡に陥っている構図が続いているということだ。コロナ禍前を振り返っても、アベノミクスの景気拡大局面において個人消費は年率で0.3%程度の伸びにとどまっており、多くの人々にとって景気回復の実感は得られていなかった。そして個人消費の弱さの要因になっているのが賃金の伸び悩みであり、一人当たり名目賃金は、アベノミクスの景気拡大局面（2013～2018年）において年平均で+0.4%程度の伸びにとどまった。家計の購買力が上がらず、需要が弱いため、企業は値上げに踏み切れず、日本のインフレ率はこれまで低位での推移が続いた。

米国のインフレ率が加速し、量的緩和縮小の前倒しや利上げ時期が市場で話題になる現在においても、日本のインフレ率は（日本としては高めの数字ではあるものの）相対的に低位での推移が続いている（図表15）。日本のインフレ率が低位で推移している大きな要因が個人消費の弱さだ。財を中心に消費需要が盛り上がる米国と比べて日本の消費の弱さは際立っている（図表16）。商品市況の高騰が続く今になってもなお、こうした家計の消費需要の弱さを受けて、客離れを警戒する企業は値上げに慎重なスタンスが続いているとみられる。前述したように交易条件悪化に伴う負担で企業の割合が大きいのは、こうした事情も影響している。

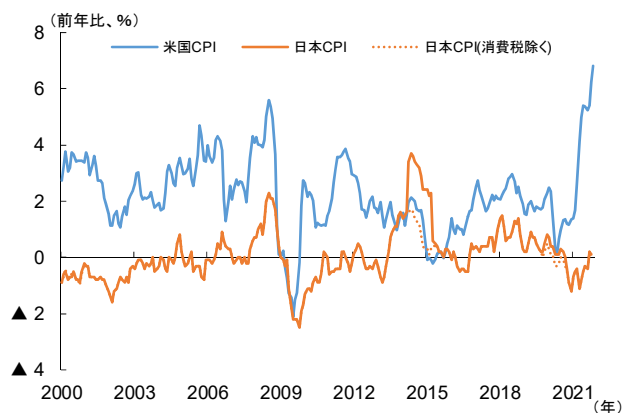
小売業界では、大手企業がPB（プライベートブランド）で食料品価格を据え置く動きが報じられている。コンビニやスーパーの商品価格を維持して顧客の囲い込みに注力する戦略であり、メーカー側もPBに合わせた動きをとっているとみられる。こうした価格競争の動きが全体の値上げを抑制している面はあろう。また、報道によれば、食品等で表示価格を据え置きつつ容量を減らす形で「実質値上げ」を行う動きも一部にみられる。スーパーマーケットやコンビニエンスストア等における家計の購買金額や価格を集計したSRI一橋大学消費者購買指数を用いて、新旧商品交代や容量変化が反映される単価指数と価格変化のみが反映される価格指数の動きをみると、2021年は後者がマイナスで推移する

図表14 コアCPIとGDPデフレーター



(出所) 内閣府、総務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表15 日米のインフレ率（総合CPI）



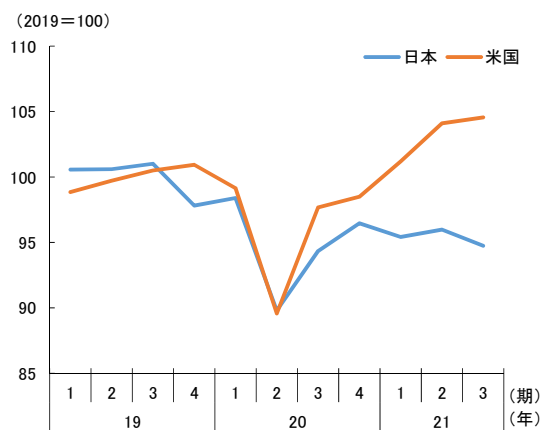
(出所) 米国労働省、総務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

一方で前者はプラスでの推移が続いており、「実質値上げ」が行われていると考えられる（図表17）。こうしたところにも企業の苦心が表れていると言えるだろう。

日本では、値上げ・賃上げを行わないことが「ノルム（社会的規範）」として企業あるいは消費者・労働者の間に定着してしまっている（徳田他（2017）を参照）。家計の購買力が弱く価格競争が厳しい中で価格転嫁が容易に出来ず、将来の景気悪化を危惧して賃上げにも踏み切れないことが悪循環となっているわけだ。足元のように原油価格や通信料といった要因で物価が一時的に変動することはあっても、こうした構造は簡単には変わらないだろう。中期的には、インフレ率は0%近傍（0%台前半程度）の伸びに収れんしていくとみられる。

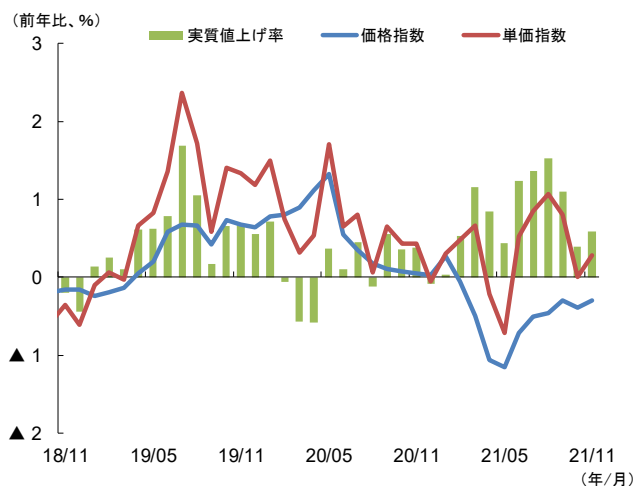
「低賃金・低インフレのノルム」を脱却することこそが日本経済の課題であり、そしてその課題は、金融政策だけでは解決出来ないということがアベノミクス期以降の日本経済の教訓である。岸田政権は「成長と分配の好循環」を目指すとしており、こうした方針に筆者も賛同するが、そのためには「人への投資」、すなわち人々の能力開発支援を大胆に強化する必要があるのではないかと。非正規雇用者を含め、人々がリカレント教育の機会を得てスキルを習得し、高成長分野へ移動（転職）することを可能にするような政策的支援を拡充することが、持続的な賃金上昇・消費の増加につながる。労働者の市場価値（賃金）が高まり、購買力が向上することで消費需要の増加期待が企業経営者に広がれば、「低賃金・低インフレのノルム」からの脱却が視野に入ってくるだろう。

図表16 日米の実質個人消費



(注) GDPベース、実質個人消費  
(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」、米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表17 実質値上げ



(注) 実質値上げ率はSRI一橋単価指数の伸び率からSRI一橋価格指数の伸び率を差し引いて算出  
(出所) SRI一橋大学消費者購買指数より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

[参考文献]

川畑大地 (2021) 「製造業に交易条件悪化の試練～原料輸入増で先行きの収益・投資に下振れリスク～」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2021年10月14日  
 酒井才介 (2021) 「年率▲3.6%と1次速報から下方修正 (7～9月期2次QE)」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『QE解説』、2021年12月8日

酒井才介・平良友祐・有田賢太郎（2018）「体感物価の上昇が消費を下押し～家計は食品・エネルギー価格や実質値上げに敏感～」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2018年3月8日）

嶋中由理子（2021）「2021年冬季ボーナス予測～昨冬対比でプラスとなるも、小幅な伸びに～」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2021年11月11日

徳田秀信・佐藤高・坂本明日香・田村優衣（2017）「賃金はなぜ上がらないのか～高齢化に伴う需給変化に対応した制度改革が必要～」（みずほ総合研究所『みずほレポート』2017年10月6日）

中信達彦（2021）「家計向け給付金の経済効果は1兆円～将来の迅速な給付に向けた制度構築が課題～」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2021年12月7日

みずほリサーチ&テクノロジーズ（2021）「2021・2022年度 内外経済見通し～世界経済は回復も、コロナ・中国経済・インフレリスクに要警戒～」、2021年12月17日

松本惇・市川雄介（2010）「商品市況高の日本経済への影響～原油価格が一段と上昇すれば景気後退リスクも～」（みずほ総合研究所『みずほ日本経済インサイト』2011年2月28日）

南陸斗（2021）「商品市況の高騰で高まる消費者物価～2022年はエネルギー・食品価格が押し上げ要因に～」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2021年11月17日

<sup>1</sup>詳細は、酒井（2021）を参照されたい。

<sup>2</sup>現時点では、10～12月期、1～3月期と年率7%程度の成長が続くと予測している。日本経済の先行きの見方についての詳細は、みずほリサーチ&テクノロジーズ（2021）を参照されたい。

<sup>3</sup>同様に、石炭については55%、天然ガスについては66.6%が電力に投入され、電力の3割弱を家計が直接購入するほか、企業セクターを通じた一部の価格転嫁による負担が家計に帰着する格好になる。

<sup>4</sup>中間投入比率を考慮した価格転嫁率（投入物価上昇率に対する産出物価上昇率の割合）を計算している。鉄鋼やパルプ・紙・木製品などの一部の素材業種で価格転嫁は進んでいるものの、全体として価格転嫁率は50%程度となった。非製造業については、ほぼフル転嫁を想定した電力、ガス・熱供給を除いた他の業種は松本・市川（2011）などを参考に一律50%程度と想定した。

<sup>5</sup>図表9は10月の全国の消費者物価指数の商品購入頻度別指数を示しているが、11月の都区部の消費者物価指数をみると、ガソリンが前年比+28.2%、炭酸飲料が+14.9%、調理パンが同+5.6%、鶏卵が同+4.1%と高い伸びになっている。

<sup>6</sup>2022年4～6月期には、宿泊料低下の影響でコアCPI前年比が▲0.2%Pt程度押し下げられるほか、残存する通信料値下げの影響で▲0.5%Pt程度押し下げられるとみている。

<sup>7</sup>金融政策の判断には影響を及ぼすことはないと思われる。後述するようにコストプッシュ型のインフレには持続性がないことも踏まえ、日本銀行は慎重に判断するだろう。政府は、今回の経済対策のようにエネルギー価格上昇の是正や給付金などの経済対策で対応すると予想される。

<sup>8</sup>みずほリサーチ&テクノロジーズ（2021）の予測値を用いてGDP統計でみた2021年度の交易利得（交易条件の変化に伴う実質所得の変化）を「交易利得＝（名目純輸出／輸出・輸入デフレーター加重平均）－実質純輸出」で算出すると、前年度から▲10兆円程度の減少となる。

【共同執筆者】

経済調査チーム	首席主任エコノミスト	酒井才介	<a href="mailto:saisuke.sakai@mizuho-ir.co.jp">saisuke.sakai@mizuho-ir.co.jp</a>
経済調査チーム	エコノミスト	川畑大地	<a href="mailto:daichi.kawabata@mizuho-ir.co.jp">daichi.kawabata@mizuho-ir.co.jp</a>
経済調査チーム	エコノミスト	嶋中由理子	<a href="mailto:yuriko.shimanaka@mizuho-ir.co.jp">yuriko.shimanaka@mizuho-ir.co.jp</a>
経済調査チーム		中信達彦	<a href="mailto:tatsuhiko.nakanobu@mizuho-ir.co.jp">tatsuhiko.nakanobu@mizuho-ir.co.jp</a>
経済調査チーム		南陸斗	<a href="mailto:rikuto.minami@mizuho-ir.co.jp">rikuto.minami@mizuho-ir.co.jp</a>

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。