

# 日本経済ウォッチ < 2009年5月号 >

## 【目次】

- |                              |          |
|------------------------------|----------|
| 1 . 今月のグラフ                   | p . 1    |
| ～ 期待成長率の大幅な低下で悪化した設備・雇用の見通し～ |          |
| 2 . 景気概況                     | p . 2    |
| ～ 景気底打ち期待と期待成長率の低下～          |          |
| 3 . 今月のトピック                  | p . 3～13 |
| ～ あまり説明されていない原油価格下落のプラス効果～   |          |
| ( 1 ) GDP に較べて安定している原油需要     |          |
| ( 2 ) 原油価格の下落による成長率の押し上げ     |          |
| ( 3 ) 投機により再び原油価格が上昇する可能性    |          |



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

## 調査部

【お問い合わせ先】調査部 国内経済班

鈴木 (E Mail: akihiko.suzuki@murc.jp)

芥田 (E Mail: tomomichi.akuta@murc.jp)

中田 (E Mail: kazuyoshi.nakata@murc.jp)

## 1. 今月のグラフ ～期待成長率の大幅な低下で悪化した設備・雇用の見通し～

2008年度の実質経済成長率が7年ぶりにマイナスとなり、2009年度も大幅なマイナス成長が続くことが不可避の状況となってきた。大型の経済対策が次々と打ち出されてもマイナス成長が続く中で、日本経済の先行きに対する企業の見方はかなり慎重になっている。

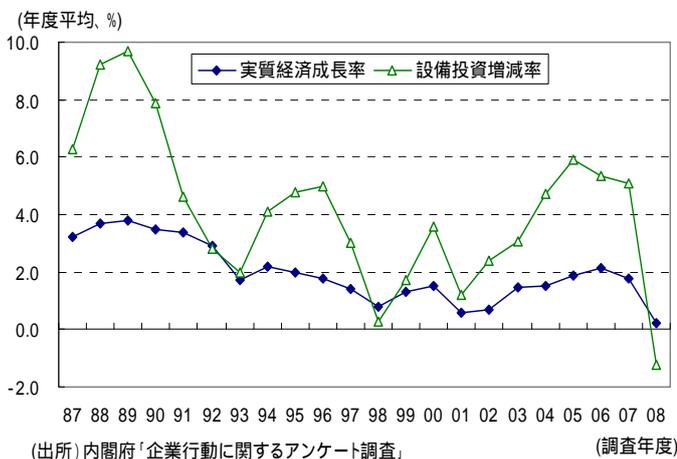
内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」によれば、企業が予想する今後3年間の日本の経済成長率(以下、期待成長率)は、景気拡大を背景に2%程度で推移していたが、昨年秋以降の急速な景気悪化を反映して、2008年度(2009年2月)の調査では0.2%と過去最低水準に落ち込んだ。企業の期待成長率の大幅な低下は、設備投資や雇用の今後の見通しを大きく悪化させている。

設備投資の見通しをみると、今後3年間の増減率は+5.1%から-1.2%へと減少に転じた(図表1)。設備投資が減少するという見通しは初めてのことだが、内訳をみると非製造業は+0.9%と伸びは低いものの増加を維持する見通しであるのに対して、製造業が-3.0%と全体を押し下げている。生産水準が大幅に低下した製造業を中心に設備過剰感が高まっている中で、企業は、今後3年間は経済成長をほとんど期待できないと見込んでいるため、設備投資を抑制する姿勢を強めていることが伺える。

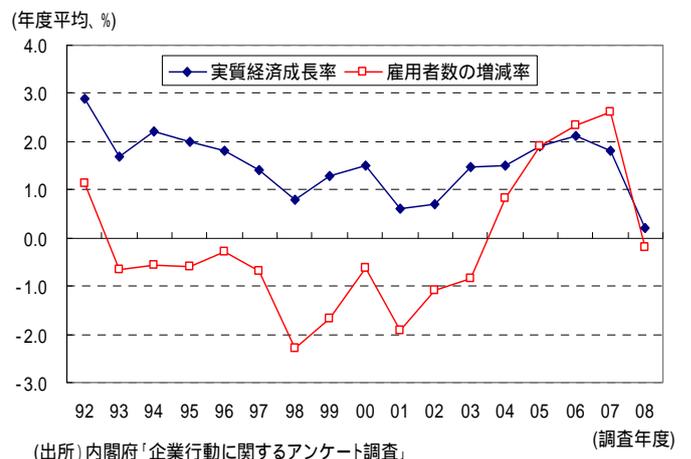
設備と同じく過剰感が高まっている雇用も、今後3年間の増減率は-0.2%と減少する見通しである(図表2)。1990年代後半から2000年代前半にかけての落ち込みと比べると減少幅は小さいとはいえ、ここ数年の2~3%程度の増加見通しから大きく下方修正された。設備投資と同様、非製造業では伸びは大きく鈍化するものの+0.7%と増加する見通しであるのに対して、製造業では-0.9%と減少する見通しである。企業は、今のところ残業時間の短縮や雇用調整助成金の活用などにより雇用維持に努めているが、企業の予想通りゼロ成長が続けば製造業だけでなく、非製造業も含めて雇用調整が進展する恐れがある。

(中田 一良)

図表1 経済成長率と設備投資の今後3年間の見通し



図表2 経済成長率と雇用者数の今後3年間の見通し



## 2. 景気概況 ～ 景気底打ち期待と期待成長率の低下～

景気の急激な悪化が一服して下げ止まりの動きが広がっている。まず、輸出は今年に入って対前年比半減しているが、3月の輸出金額（季調済）は前月と比べて10ヶ月ぶりに増加した。すでに経済対策の効果が現れている中国向け輸出が持ち直している。また、生産も前年と比べれば3～4割減という厳しい状況だが、3月は自動車や電子部品での在庫調整の進展が影響して対前月比では6ヶ月ぶりに増加した。製造工業予測調査では4月、5月と増加が見込まれており、今年後半に向けて持ち直しの動きが続きそうだ。

こうした景気底打ちの動きはマインドを改善させているようだ。内閣府の「景気ウォッチャー調査」を見ると、景気の現状判断、2～3ヶ月先の先行き判断ともに1月調査をボトムに改善している。直近3月調査の現状判断は昨年8月ごろの水準、つまり9月のリーマンショックが起こる前の水準まで改善している。輸出や生産に回復の兆しがでてきたといっても、昨年8月の水準には程遠いが、どこまで悪化するのか見当もつかないという最悪期はひとまず脱してきた。景気の変化が企業のマインドを改善させている。

しかし、目先は景気の持ち直しが期待できるとしても、その先を考えると企業の見方はかなり慎重になってくる。同じく内閣府が毎年実施している「企業行動に関するアンケート調査」によると、今後3年間の実質経済成長率は年平均+0.2%と過去最低水準が予想されており、今後5年間の予想成長率は+1.0%と過去最低水準に並んでいる。調査時点が今年の2月なので、企業マインドが最悪だった可能性があるが、それにしても企業の期待成長率はかなり低下していると言える。

実際、設備や雇用の過剰問題が再燃していることが設備投資や個人消費の先行きを暗くしており、景気の停滞が長引くことを連想させるような経済指標も多い。設備投資の先行指標である機械受注は昨年4～6月をピークにして、製造業を中心に大幅に減少している。企業収益は急速に悪化しており、製造業の設備稼働率は4割台に低下している。生産に多少持ち直しの動きが出てきても、設備投資が増えてくる状況ではない。また、景気の動きに遅行する雇用や所得の指標はここにきて一段と悪化ペースが増しており、個人消費は減少傾向が強まっている。

もっとも、「景気ウォッチャー調査」で示される目先のマインドの改善と、「企業行動に関するアンケート調査」における中期的な先行きに対する慎重な見方は矛盾するものではない。中期的に見れば、少子高齢化が進み内需の拡大は難しく、世界経済バブルの崩壊で外需の拡大もあまり期待できない。経済の停滞が長引くことが予感されるが、それでも循環的に景気が回復してくる局面があっても不思議ではない。過去最大の経済対策を打たなければ景気は絶対に回復しないというほど日本経済の活力が失われてしまったわけではない。しかし同時に、大型の経済対策を打ったから持続的な景気回復が実現するというほど日本経済の現状は甘くない。

（鈴木 明彦）

### 3. 今月のトピック ～あまり説明されていない原油価格下落のプラス効果～

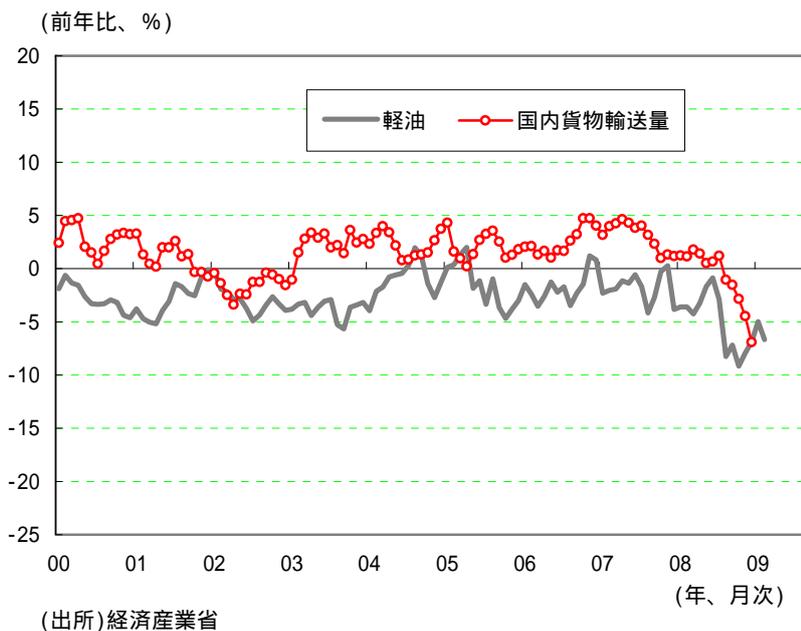
エネルギー消費量の変動は、GDPや鉱工業生産の変動に比べて小さい。しかし、原油を中心に価格変動は大きく、景気や企業収益に影響を及ぼす。昨年に比べて、原油価格は大幅に下落しており、日本が外国に支払う金額を抑制するという意味で、日本の景気を押し上げる効果がある。原油価格の下落は、現在の日本経済にとって、数少ない好材料である。

#### (1) GDPに較べて安定している原油需要

まず、石油需要の動向をみてみよう。石油の需要は、GDPや鉱工業生産に比べて変動が小さいといっても、景気に敏感に連動する分野もある。

例えば、軽油の需要は、トラック輸送など国内物流の動向と関係が深い。昨年後半から、物流が急速に減少したことを受けて、軽油の需要も減少している（図表1）。

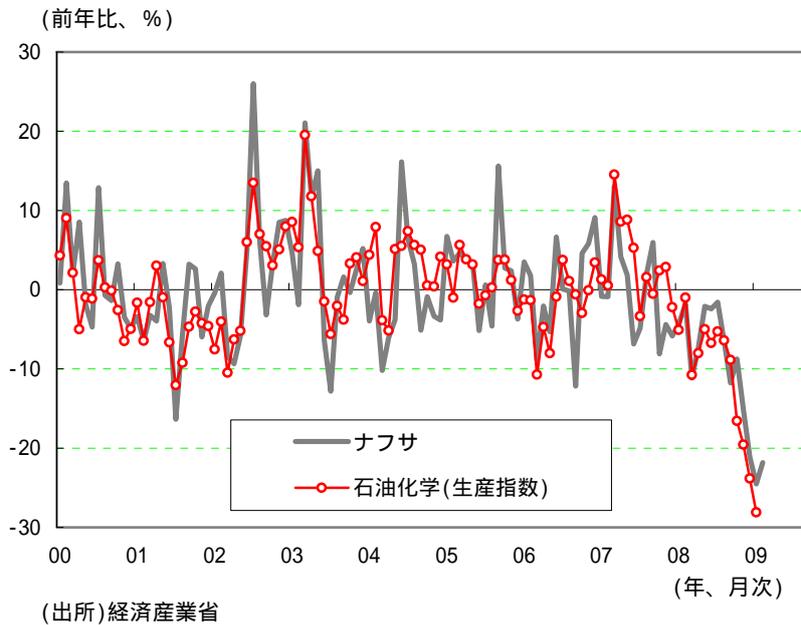
図表1. 日本の軽油需要と国内貨物輸送量の推移



また、日本の石油化学はナフサを原材料としており、2008年後半以降、石油化学工業の生産調整の影響を受けて、ナフサの需要は大幅に減少した<sup>1</sup>（図表2）。また、重油を利用した火力発電も、原子力発電所の稼働率上昇や電力需要の低迷を背景に減少している。

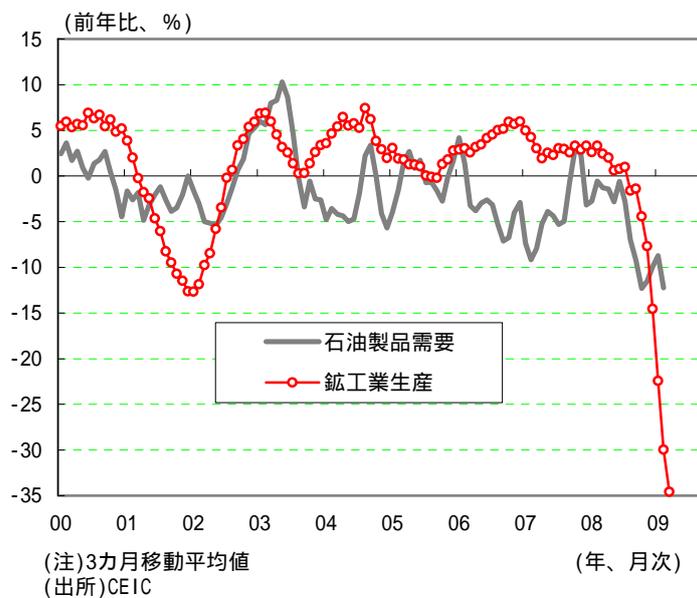
<sup>1</sup> ちなみに、米国では、石油（有機）化学工業の原材料として、天然ガスが主として利用されている。

図表 2 . 石油化学工業の生産活動とナフサ需要の推移



しかし、家庭で利用されるガソリンや灯油の需要は、それほど急に変動するものではない。石油の需要全体としてみると、鉱工業生産の変動率に比べると、かなり変動が小さいことがみてとれる(図表3)。

図表 3 . 売上高の水準



## (2) 原油価格の下落による成長率の押し上げ

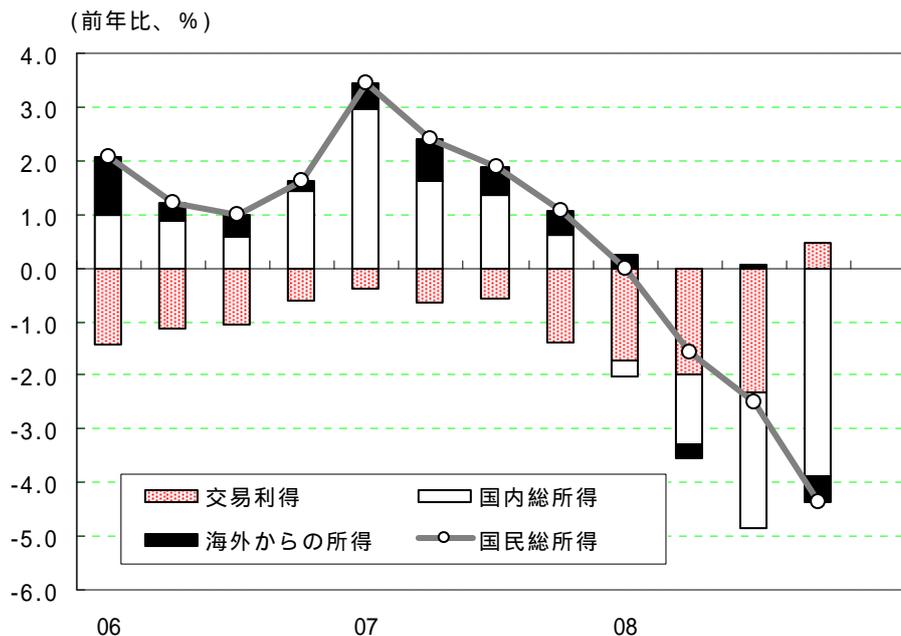
景気や価格の動向が変化しても、エネルギー需要量は短期的にはそれほど変化しない。しかし、原油を中心にエネルギーの価格は大幅に変動する。足元では、昨年に比べて原油価格は半値以下にとどまっている。日本経済にとって、数少ない支援材料の一つである。

原油安による効果は、無視できないほど大きい。2008年度の日本の原油輸入金額は13.6兆円であり、量にして年間14.7億バレル、1バレルあたりの平均価格は9,300円(1ドル=100円で換算すると93ドル)であった。3月時点の原油輸入価格は1バレルあたり4,270円(1ドル=98円で換算すると44ドル)であり、この水準が1年間続くと仮定すると、輸入代金を7.4兆円も抑制する。つまり、原油価格の下落によって、家計の所得や企業の収益と関係のある名目GDPの数値は1.5%程度、押し上げられる効果がある。

実際、原油価格の下落の効果は、ガソリンや灯油の価格下落を通じて、消費者にも波及してきている。ガソリン代が安くなったため、車で出かける回数が増えるのであれば、消費喚起などの効果も生じるかもしれない。車を利用する程度が変わらないのであれば、他の消費や貯蓄に回す資金が増えることになる。

内閣府の「国民経済計算」上は、原油をはじめとした輸入物価が下落したり、輸出製品の引き上げに成功したときには、交易利得が増加して、実質国民総所得(GNI)を押し上げる。実際、実質国民総所得の推移をみると、輸出入物価の変動が国民所得へ及ぼした影響を表わす交易利得が2008年10~12月期から前年比でプラスに転じており、実質所得の押し上げに寄与し始めたのがわかる(図表4)。

図表4. 実質国民総所得(GNI)の推移



### (3) 投機により再び原油価格が上昇する可能性

以前に比べて、原油、金属、農産物などのコモディティが金融商品化してきたという指摘がある。原油価格(WTI、期近物)が2008年7月に1バレル=147ドルに達したのは、金融的な取引により投機が過熱してバブルが発生したといった解説も聞かれる。再び投機によって、原油が高騰する可能性があるのだろうか。

#### 商品の金融資産性を評価する方法

まず、原油の金融資産性について評価してみたい。金融資産は、換金性が高いことや価値の貯蔵性が高いことなどが、その特徴である。そうした特徴を最大限持っている概念を表わすものが「安全資産」である。すなわち、安全資産とは、交換のリスクがなく、毀損するリスクもないが、そうした安全資産にも金利がある。1年間の金利が1%であれば、現時点における100円の安全資産は、1年後の101円の安全資産と同じ価値であり、安全資産の1年先物の価格は101円だと考えられる。

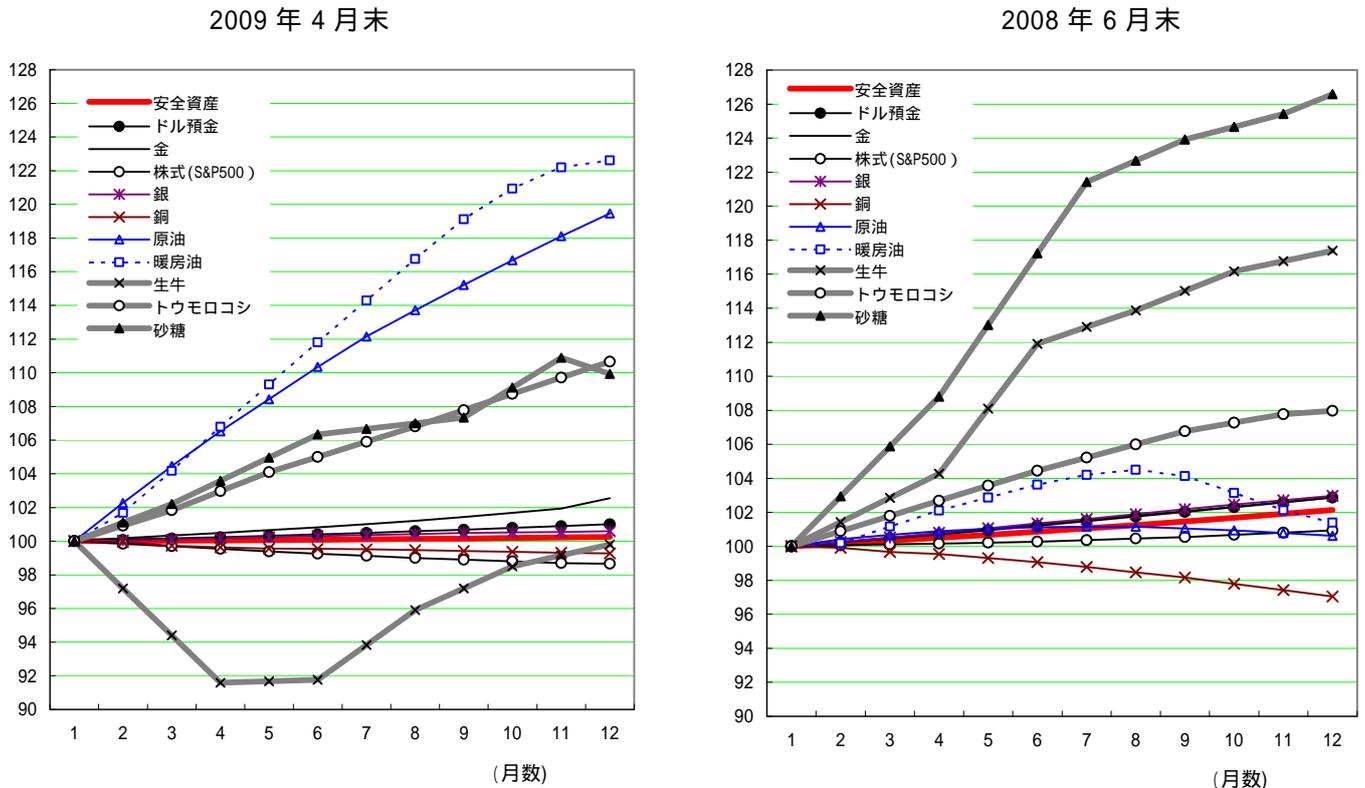
投資家の間で安全資産に近いと認識される資産は、安全資産に近い先物価格が形成されると考えられる(つまり安全資産の金利に応じて先物価格が形成される)。逆に、交換性や価値の保全など取引におけるリスクが大きい商品では、先物価格の形成において、金利は相対的に小さな要因になってしまい、安全資産とは大きく異なった先物価格が形成されやすい。

安全資産としては、たとえば、米国のフェデラル・ファンドが考えられる。フェデラル・ファンドは、市中銀行がFRB(連邦準備制度)の勘定に保有している資産であり、FRBがその価値を保全しており、価値が毀損したり、交換が滞ったりするリスクは極めて小さい。

各商品の金融資産度を測る手段として、各商品の先物価格が、どの程度、安全資産に近いかをみる方法が考えられる。預金、株式、金などの金融商品は、安全資産に近い先物価格が形成されているのが確認できる(図表5)。

次に原油に注目すると、どうだろうか。図表5の2009年4月末時点の先物価格をみると、原油と安全資産の先物価格は大きく異なっているのがわかる。しかし、2008年6月末時点の先物価格をみると、原油は、安全資産にかなり近い価格形成がなされていた。

図表 5. 各商品の将来価格の状況 (第1限月 = 100とした場合)



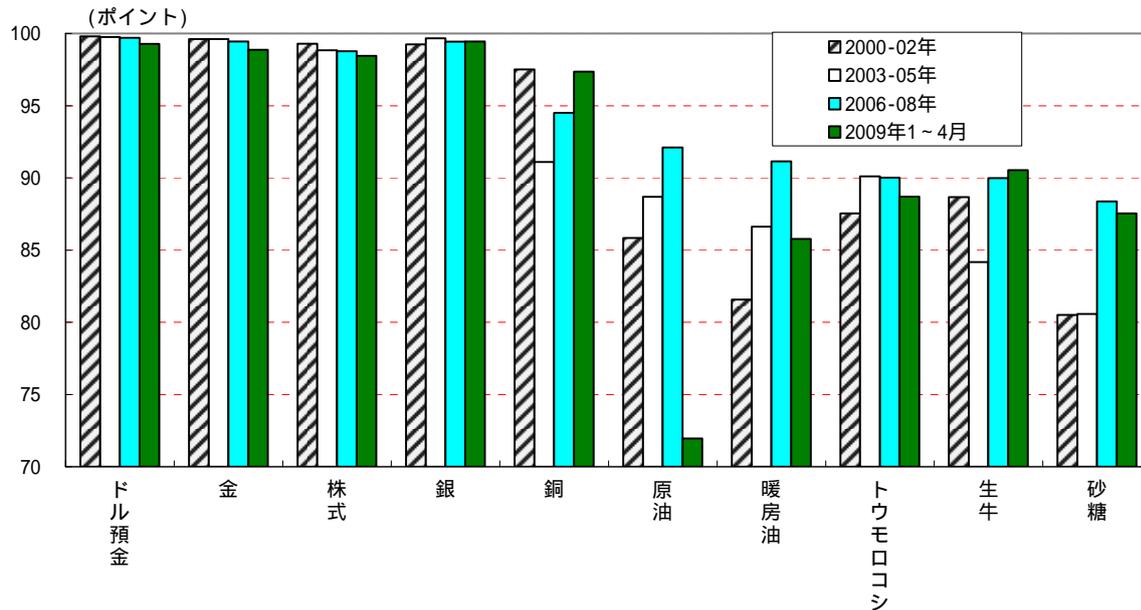
### 原油の金融資産性

上述のような方法で2000年代の先物価格を調べてみると、2000~02年よりも2003~05年、さらに2006~08年と、原油、金属、農産物など多くのコモディティの先物価格形成が安全資産に近づいてきたのがわかる(図表6)。一方、2009年に入ってから、原油の先物価格は安全資産のそれから大きく乖離しているが、他のコモディティは、引き続き、安全資産に近づいた価格体系が維持されているのがわかる。

このような状況から推察すると、コモディティを金融資産と同様に評価する傾向が続いているが、原油については、足元の在庫が大幅に増加して処理に困るほどの荷余り感が生じているため、現物や期近物の価格が大幅に抑制されている。いわば、金融資産としてではなく、原油の実物性が重視された価格形成になっている状況とみてとれる。

コモディティ投資ブームが一巡したとは、考えない方がよいであろう。金融的な取引が増えることや、投資家が増えることがバブルを発生させるとは限らないが、原油などでバブル的な状況が発生した際に指摘された反省点は踏まえておくべきである。現物を保有しない投資家は売りを行いにくいこと(現物の受け渡しの困難さ)、取引データなどの情報開示が十分ではなかったこと、などである。これらのうち、相対取引も含めて取引データの収集は充実が図られつつあるようだ。一方、原油についても、金属などと同様に、現物の受け渡し場所を増やす等の工夫もありえるのではなからうか。

図表 6 . 各商品の安全資産（金融資産）度



(注)安全資産との乖離度を各商品の将来価格と安全資産の将来価格 (FF金利で運用) との対数差の2乗和の平方根 (1カ月物を基準値として2~7カ月物について計算)  
 $安全資産度 = 100 - 安全資産との乖離度 * 100$ , として計算  
 米国市場(CBOT, CME, NYMEX)における月中平均値により、各月の乖離度を計算し、各期間の平均値をとっている  
 (出所)Bloomberg

目先については、異常な投機の対象にならなくとも、原油の在庫が減少に転じる見込みがでてくれば、価格が上昇しやすい状況にある。すでに、原油は、株式などと同様に、先行きへの思惑や株価・為替などの相場動向などにも影響されやすい金融商品的な存在であると考えておいた方が無難であろう。

(芥田 知至)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性を保証するものではありません。また執筆者の見解に基づき作成されたものであり、弊社の統一的な見解ではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。当資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されております。全文または一部を転載する際は出所を明記して下さい。