

5月20日現在、MSCI世界株価指数(ドルベース)は3月9日を底に40%上昇し、原油や銅などの商品価格も上昇基調となるなど、金融資本市場では景気回復期待が高まっている。この背景としては、昨年後半以降の強烈な在庫調整が一巡したため生産を拡大させる兆しが見られることや、米金融機関を対象としたストレステストが波乱なく終了したことが挙げられる。また、新興国関連では中国において政策の効果が早くも表れて景気見通しが上方修正気味になっていることなどの明るいニュースもある。しかし、在庫調整の一巡や政策といった短期的な景気的好材料が中長期的な景気回復へと繋がるためには、最終需要の盛り上がりが必要不可欠。そこで本稿では日米の最終需要に焦点を当てて景気回復力を探ってみたい。

米国経済の鍵を握るのは、GDPの70%を占め、過去60年間の四半期平均でGDPを2%以上押し上げてきた個人消費であろう。米国の消費は今年の3月まで8ヶ月連続で前年比マイナスに落ち込んでいるが、これが回復方向に転じるかどうかのポイントとなる。

始めに、米国の実質個人消費を物価、税金、所得、貯蓄の各要因に分解して見たものが図1である。これによると、昨年後半以降個人消費を大きく押し下げているのは所得要因と貯蓄要因であることが分かる。所得要因に関しては雇用環境の悪化に連動すると考えられるが、これは景気の悪化という循環的な要因である。しかし、足下でマイナス寄与が顕著になっている貯蓄要因は、家計の構造的な消費行動に変化が起りつつあることを示していると思われる。つまり、かつて米国の家計は手にした所得をすべて使い切る行動を取っていた(貯蓄率がゼロに近い)が、金融危機を機に、住宅ローンや消費者ローンの返済に所得を積極的に振り分け始めたことを示している。この傾向が続く場合は、消費は低迷が続くことになるのだが、家計は今後も貯蓄を増やすのであろうか。

そこで図2を見てみる。これは1952年以降の家計貯蓄率と、家計純資産の可処分所得比の関係を示したものである。図中の右下がりの直線は、この2つの関係をトレンドとして示したものである。これによれば、家計の純資産が可処分所得比で減少すると貯蓄率

が上昇するという関係があることが分かる。これをもとに今年3月末時点の居場所を見てみると、過去のトレンド線が示唆する貯蓄率の水準は8%であり、現在の4%程度からはかなり高い。貯蓄率が8%に向けて上昇していくことになれば、消費は引き続き低迷し、景気回復は極めて緩慢なものになるだろう。

さて、米国の消費が低迷すると日本の米国向け輸出も回復が期待できず、好調な輸出とともに拡大が続いた日本の設備投資にも期待が持てないということになる。ここからは日本の最終需要として、設備投資に焦点を当てることにしよう。

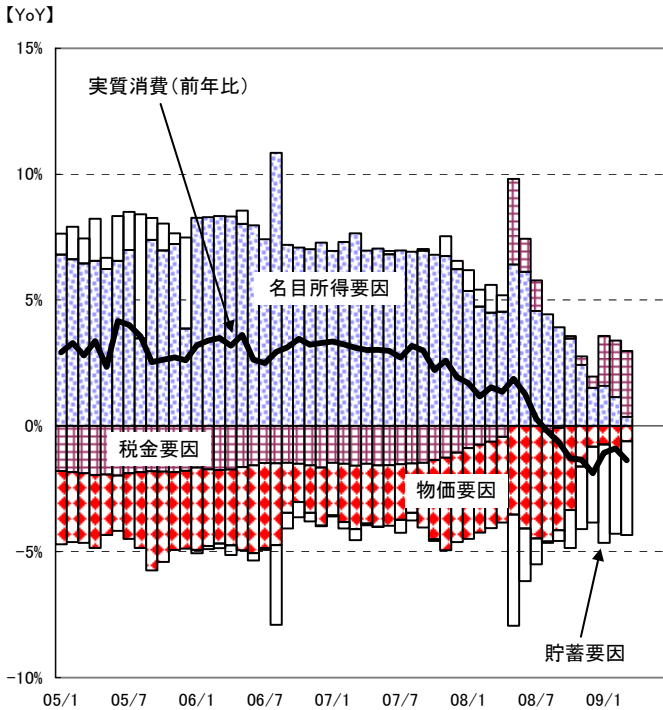
図3は縦軸に設備投資の伸び率(上に行けば設備投資が活発)を取り、横軸に足下の設備投資に対する既存設備の蓄積の比率(右に行けば足下の設備投資は既存設備に対して過剰)を取った、資本ストック循環と呼ばれる図である。この循環図は概ねその時々期待成長率のライン(図の左上から右下に流れる線)に沿って推移する。例えば2000年以降は、1%~2%の期待成長率のライン近辺で循環推移していることが分かる。

この期待成長率に関して、最近内閣府から興味深い調査結果(『企業行動に関するアンケート調査結果』)が公表された。この中に、中期的な予想経済成長率の推移(図4)というものがあるが、今後3年間は0.2%、今後5年間は1%と、昨年調査結果の2%近辺の期待成長率が大きく下方修正されていることが分かる。さらに、5月初めに日銀が公表した『経済・物価情勢の展望(2009年4月)』では、今後2年程度の期待成長率はこれまでの1%半ばないし後半から、1%前後に低下したという記述もある。これら調査結果や見通しを前提に考えると、米国の消費低迷長期化を懸念している可能性がある日本の企業経営者によって期待成長率が下方修正され、今後、図3の循環図が左下にシフトして設備投資が一段と冷え込むため、日本の持続的な景気回復を期待することは難しいと言える。

これまで日米の最終需要の行方をチェックしたが、足下で起こっている急激な在庫調整からの復調は、最終需要が伸びないため再び腰折れする可能性があり、楽観は禁物である。

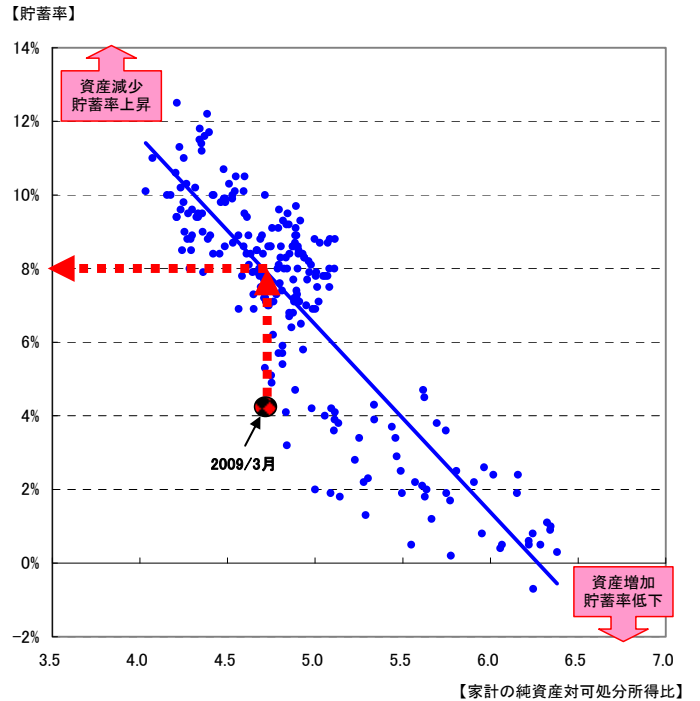
(2009年5月20日記)

図1：米実質個人消費(前年比)の要因分解



出所：Datastream、Reuters EcoWin より三菱UFJ信託銀行作成

図2：米貯蓄率と家計純資産対可処分所得比の関係



出所：Reuters EcoWin より三菱UFJ信託銀行作成

図3：日本の設備投資と資本ストック循環

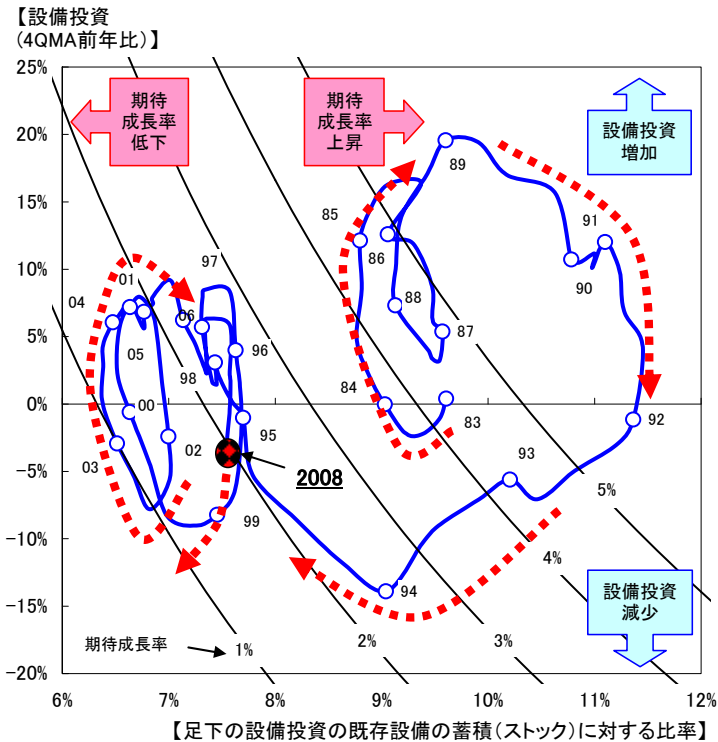
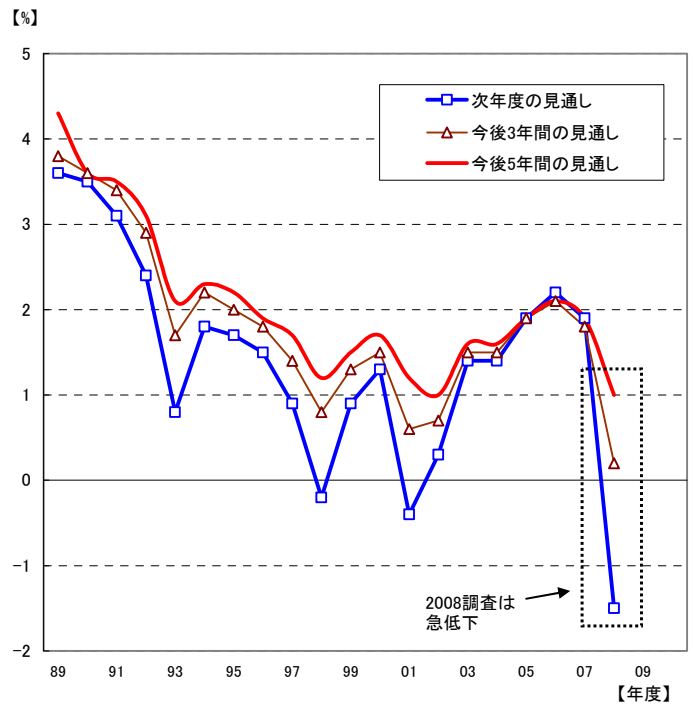


図4：日本の期待成長率に関するアンケート結果



本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）