

Economic Trends

マクロ経済分析レポート

テーマ：株安・円高・原油安のインパクト 発表日：08年10月07日(火)

～この状況が年度内続けば今年度の実質GDP▲1.1%、経常利益▲6.7%押下げ～

第一生命経済研究所 経済調査部

主席エコノミスト 永濱 利廣 (03-5221-4531)

(要旨)

- 株安が進行すると、家計や企業の支出マインドやバランスシートの悪化を通じて個人消費や設備投資が抑制される。また、円高が進行すると、輸出企業を中心に円ベースでの売り上げが減少する一方、企業の輸入コストを軽減する。
- 仮に、今後の日経平均が年度末まで平均 10000 万円、今後の為替レートが年度末まで平均 100 円／ドル、今後のWTIが年度末まで平均 80 ドル／バレルで推移したとすれば、08 年度、09 年度における法人企業の経常利益を前年比でそれぞれ▲6.7%p、▲5.6%p の押し下げることになる。また、実質GDP成長率はそれぞれ▲1.1%p、▲1.2%p 程度押し下げられることになる。特に影響が大きい項目は個人消費と設備投資であり、前者はそれぞれ▲1.0%p、▲0.9%p、後者はそれぞれ▲2.8%p、▲5.0%p も成長率が抑制されることになる。
- なお、日経平均が 10,000 円を割っていた 2003 年当時と現在の経済状況を比較してみれば、雇用環境や企業における設備や雇用の過剰感は今のところ 5 年前ほどは悪化していない。しかし、景気が回復局面にあった 2003 年に対して今回は景気が後退局面であることや、資源高により 2003 年当時よりも実質賃金の減少率は拡大傾向にある状況を勘案すれば、今回の株安・円高が日本経済に及ぼす影響は、2003 年当時よりも軽微とは必ずしもいえない。

●日経平均 10000 円、為替 100 円／ドルで今年度経常利益▲6.7%

米国のサブプライムローン問題を発端とする金融不安の深刻化により、円高・ドル安と株安が加速している。10月6日の東京市場では、日経平均が約5年ぶりに10000円を割り込み、円相場も1ドル101円台をつけた。一方、世界経済の悪化懸念により原油安が進行しており、先行きが注目される。

株安が進行すると、家計や企業の支出マインドやバランスシートの悪化を通じて個人消費や設備投資が抑制される。また、円高が進行すると、輸出企業を中心に円ベースでの売り上げが減少する一方、企業の輸入コストを軽減する。ただ、仮に今後のWTIが80ドル／バレルで推移しても、今年度の平均値は100.49ドルと前年比で22.1%上昇することになる。このため、今後原油価格が低位安定しても今年度の景気には悪影響となることが懸念される。

仮に、今後の日経平均が年度末まで平均10000万円と推移するとすれば、今年度は前年比▲27.1%株価が下落することになる。したがって、弊社のマクロ計量モデルによれば、家計や企業マインド萎縮を通じた売り上げ減等を通じて08年度、09年度における法人企業の経常利益をそれぞれ前年比で▲2.3%p、▲3.2%p押し下げることになる(資料1)。

また、今後の為替レートが年度末まで平均100円／ドルで推移したとすれば、同様に08年度、09年度における法人企業の経常利益前年比をそれぞれ前年比で▲1.5%p、▲0.5%p押し下げることになる。

さらに、今後のWTIが年度末まで平均80ドル／バレルで推移したとしても、昨年度+27.0%上昇した影響も残存することから、同様に08年度、09年度における法人企業の経常利益を前年比でそ

それぞれ▲3.9%p、▲2.7%p 押し下げる要因となる。つまり、これら全ての影響を加味すれば、08年度、09年度における法人企業の経常利益を前年比でそれぞれ▲6.7%p、▲5.6%p の押し下げることになる。

資料1 株安、円高、原油安の影響

			単位:%ポイント		
経常利益			実質GDP		
	08年度	09年度		08年度	09年度
日経平均10000円	-2.3	-3.2	日経平均10000円	-0.6	-0.6
為替100円/ドル	-1.5	-0.5	為替100円/ドル	-0.4	-0.3
WTI80ドル/バレル	-3.9	-2.7	WTI80ドル/バレル	-0.2	-0.3
計	-6.7	-5.6	計	-1.1	-1.2

個人消費			設備投資		
	08年度	09年度		08年度	09年度
日経平均10000円	-0.8	-0.5	日経平均10000円	-1.5	-2.9
為替100円/ドル	-0.0	-0.1	為替100円/ドル	-0.4	-0.6
WTI80ドル/バレル	-0.2	-0.3	WTI80ドル/バレル	-1.2	-1.8
計	-1.0	-0.9	計	-2.8	-5.0

(出所) マクロ計量モデルより第一生命経済研究所試算

(注) 各前提は2008年10月～2009年3月までの平均値

以上より、今後の株価・為替・原油の動向次第では、我が国法人企業の業績も7年ぶりの二桁減益となる可能性が高いといえよう。

なお、全ての影響を加味した結果がそれぞれの影響の和よりも小さいのは、円高による円建て原油価格の押し下げ分の影響がある。仮に10月以降の為替が平均100円/ドルとなったとすれば、今年度は前年比で+9.8%程度の円高になり、仮に10月以降のWTIが平均80ドル/バレルとなったとして円建て価格では+12.3%程度の原油高にとどまることになるためである。

●株10000円、為替100円/ドルで今年度実質GDP▲1.1%

個別セクターでは、円高の影響として、企業活動のグローバル化により企業収益に対する輸出入の割合が拡大していることから、輸出関連企業に及ぼす影響が大きい。特に、輸送機械や電気機械、一般機械などの輸出依存度の高いセクターでは、企業業績を大きく押し下げる要因になるところもある。一方の原油高は、影響が大きい中小企業の比率が高い金属製品や、燃料高の影響を受ける運輸等の業績に大きな押し下げ圧力がかかる。更に、株価の低迷が続けば、個人消費の悪化を通じて内需関連のセクターにも影響が増幅することになる。つまり、株安・円高の影響はほぼ全てのセクターにとって悪影響を及ぼすといえる。

なお、筆者の試算では、10月以降に日経平均10000円、為替100円/ドル、WTI80ドル/バレルで推移した場合、08年度と09年度の実質GDP成長率はそれぞれ▲1.1%p、▲1.2%p程度押し下げられることになる(資料1)。特に影響が大きい項目は個人消費と設備投資であり、前者はそれぞれ▲1.0%p、▲0.9%p、後者はそれぞれ▲2.8%p、▲5.0%p程度も成長率が抑制されることになる。

したがって、今後の株価や為替、原油の動向次第では、日本経済の景気後退の深さが更に深刻化する可能性が高まることから、株価、為替、原油の動向は先行きの景気を見通す上でも重要といえよう。特に、世界経済の想定以上の悪化等により、これまでインフレ懸念で金利を据え置いてきたECBまで利下げに転じることになれば更なる円高の可能性もあり、そうなれば、日銀が利下げに追い込まれることも想定される。

●必ずしも 2003 年当時より影響が軽微とはいえない

なお、日経平均が 10,000 円を割っていた 2003 年当時と現在の経済状況を比較してみれば、雇用環境は今のところ 5 年前ほどは悪化していないことがわかる。事実、完全失業率の水準を見ると 2003 年当時は 5% を上回っていたが、足元では上昇基調にあるものの今のところは 4% 台前半である（資料 2）。また、有効求人倍率を見ても、2003 年当時は 0.5~0.6 倍程度であったが、足元では低下基調にある中で 0.8 倍台となっている。更に、企業における企業や設備の過剰判断 D I を見ても、2003 年当時は何れも大幅に過剰超であったのに対し、足元の設備判断 D I は小幅の過剰超であり、雇用に関しては不足超を維持している（資料 3）。こうした面だけを見れば、今回の株安・円高の影響は 2003 年当時ほど深刻にならないといえなくもない。

しかし、そもそも 2003 年当時は景気が回復局面、つまり生産循環が上向きであったのに対して、今回は景気が後退局面、つまり生産循環が下向きであることを忘れてはならない。足元でも在庫率が急上昇しており、明確に生産調整局面入りしている（資料 4）。更に、実質賃金の動向を見れば、2003 年当時はデフレにより実質購買力の悪化は緩和されたが、足元では資源高によるコストプッシュインフレにより実質購買力の悪化が増幅されており、2003 年当時よりも実質賃金の減少率は拡大傾向にある（資料 5）。

こうした状況を勘案すれば、今回の株安・円高が日本経済に及ぼす影響は、2003 年当時よりも企業の財務体質が強化されていること等から影響は軽微とは必ずしもいえないのではないのだろうか。

