

# 日本経済ウォッチ <2007年6月号>

## 【目次】

- |                       |        |
|-----------------------|--------|
| 1. 今月のグラフ             | p.1    |
| ～急増する中小企業の設備投資とその持続性～ |        |
| 2. 景気概況               | p.2    |
| ～減速しても後退しにくい日本の景気～    |        |
| 3. 今月のトピックス           | p.3～13 |
| ～四つの懸念を超えて続く緩やかな景気回復～ |        |
| (1) 米国経済の減速           |        |
| (2) 設備投資の減速           |        |
| (3) 個人消費の脆弱性          |        |
| (4) 消費者物価の下落          |        |



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](mailto:akihiko.suzuki@murc.jp))

## 1. 今月のグラフ ～急増する中小企業の設備投資とその持続性

中小企業の設備投資が急増している。法人企業統計によれば、2006年度の中小企業の設備投資の増加率は前年比+28.8%となり、全規模の同+15.3%、大企業の同+8.9%を大きく上回った。この結果、中小企業の投資性向（設備投資/キャッシュフロー）は上昇し、2006年度には69.1%に達した。これは、同時期の大企業の68.4%を上回っている（図表1）。中小企業の投資性向が大企業を上回るのは、1990年度以来26年ぶりのことである。

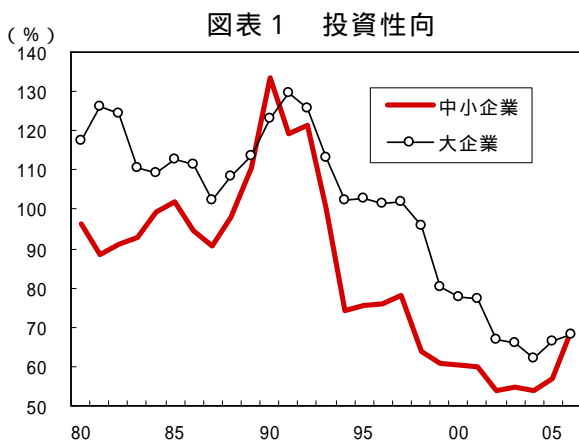
投資性向は、企業の設備投資意欲が高まれば上昇し、慎重になれば低下する。先送りにしてきた投資や人手不足を補うための投資が出て、中小企業の積極的な設備投資につながっている可能性がある。中小企業の設備投資の増加の勢いは、今後も続くのだろうか。

企業が設備投資を行うかどうかを判断する際の目安になる指標に投資採算率がある。これは機械・構築物や在庫といった資産から稼ぎ出される利益率から、資金の調達コストである金利を引いたものであり、この値が高いほど新規投資を行った際に得られる利益が多くなる可能性を示唆している。

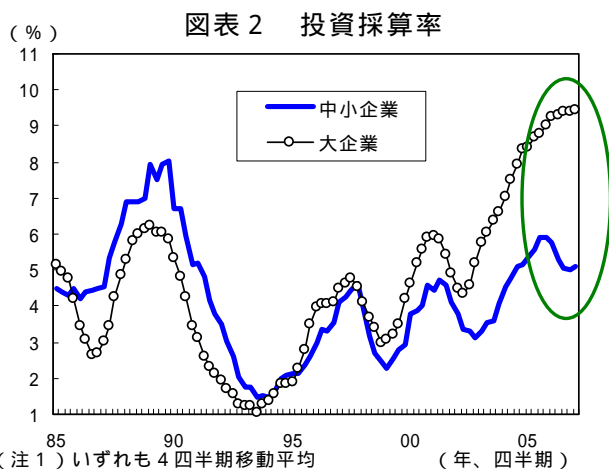
図表2は大企業と中小企業の投資採算率の推移をみたものである。前回、中小企業の投資性向が高まっていた90年度前後をみると、中小企業の投資採算率の水準は非常に高く、大企業を上回っていた。しかし最近では、90年代半ばと比べると高いものの、すでにピークアウトしている。一方、大企業の投資採算率は引き続き上昇している。両者の投資採算率はこれまで同方向に変動してきたが、最近では逆方向に動いている。

投資採算率の差が開いている原因は収益動向の違いにある。大企業では、伸び率はやや縮小しつつあるが、2006年度まで5年連続で増益を達成している。一方、中小企業の経常利益は4年連続で増益を確保したとはいえ、ここ2年間はほとんど伸びていない。中小企業では人件費が増加するなどコスト負担が増していることが利益の伸びを抑えている。

中小企業の投資環境は大企業と比べると厳しさを増しつつあり、今後は設備投資に対する姿勢が慎重となってくる可能性がありそうだ。（小林 真一郎）



(注) 投資性向 = 設備投資 ÷ キャッシュフロー × 100  
(出所) 財務省「法人企業統計」



(注1) いずれも4四半期移動平均  
(注2) 投資採算率 = 営業利益 ÷ (有形固定資産 + 棚卸資産) × 100 - 長期プライムレート  
(出所) 財務省「法人企業統計」、日本銀行「金融経済統計月報」

## 2. 景気概況 ~ 減速しても後退しにくい日本の景気

景気は緩やかな回復を続けているが、一部に減速の動きが出てきた。今年1～3月期の実質GDP成長率は、輸出や個人消費の拡大が寄与して9四半期連続の前期比プラス成長となったが、設備投資は5四半期ぶりに減少している。11日に発表される2次速報では設備投資の数字が上方修正される可能性があるが、昨年前半と比べると設備投資は減速してきている。この他、昨年春ごろからの米国経済の減速を受けて米国向け輸出の伸びが鈍化しており、4月は前年比減少に転じている。また、生産は電子部品の在庫調整が影響して今年に入って横ばいで推移するなど、減速の動きが散見される。

もっとも、減速の動きは経済全体には広がっていない。米国経済は減速しているが、世界経済全体では高成長を続けている。このため、米国向け輸出の伸びが鈍っても、輸出全体ではあまり減速していない。電子部品では在庫調整が続いているが、製造業全体では在庫の水準が低く、在庫調整が広がるという状況ではない。生産が踊り場に入っても、減少トレンドに転じることはなさそうだ。

また、設備投資は、先行指標である機械受注からは目先の調整が予想されるが、日銀短観などの設備投資計画から推測すると、前年比増加基調を続けそうだ。4～6月期の機械受注見通しが大幅に減少しているが、この時期の見通しは低く出る傾向があり、実績では上方修正されることが多い。企業利益は高水準を維持しており、設備投資の減少が長く続いたり、減少幅が広がったりする恐れは今のところなさそうだ。

そして、個人消費は緩やかな回復を続け、景気を下支えする。一人あたり賃金は、賃金水準の高い団塊世代の引退や、賃金の低いパート雇用の増加も影響して前年割れが続いている。しかし、雇用者数は増加基調が続いており、過去最高を更新している。個人消費が2006年度後半の高い伸びを維持するのは難しいとしても、雇用者報酬の拡大を背景に消費の緩やかな増加基調が続くだろう。

このように、景気減速の動きは経済全体に広がる深刻なものにはなっておらず、経済成長率の数字に景気の減速がはっきり表れているわけでもない。景気減速にあまり実感が出てこないのは、それに先立つ回復がなかなか実感できないほど緩やかだったからだろう。実際、今回の景気回復では成長率を高めるような動きがあまり出てこなかった。企業は、需要の増加を見越して在庫を積み増すことには慎重で、生産拡大ペースが急速に高まることはなかった。また、生産能力を拡大させるために設備投資を増やす動きが過熱することもなかった。さらに、企業収益が改善しても、人件費抑制姿勢の強い企業は賃金の引き上げに慎重であり、個人消費の拡大は緩やかなものにとどまった。

実感なき景気回復の後にくる調整は、実感なき景気減速であり、後退につながるような深く長い調整にはなりにくいのではないか。減速しても後退しにくい日本の景気は緩やかな回復軌道が続けるだろう。

(鈴木 明彦)

### 3. 今月のトピックス ~ 四つの懸念を超えて続く緩やかな景気回復

景気の回復が続いているが、一部に減速の動きが出ている。今年1～3月期の実質GDP成長率（1次速報値）は前期比+0.6%（年率換算+2.4%）と、輸出や個人消費の拡大が成長に寄与して9四半期連続のプラス成長となった。景気が緩やかに拡大していることを示す結果であったが、内需の柱の一つである設備投資が前期比-0.9%と5四半期ぶりに減少するなど、景気減速の動きも出ている。その後発表された法人企業統計では1～3月期の設備投資が前期比増加していたため、2次速報値では設備投資が上方修正される可能性があるが、それでも2006年前半の増加ペースと比べると減速してきている。

もっとも、半導体や液晶などデジタル関連財の在庫調整や世界経済の減速を背景に、景気が減速してくることは予想されたところである。1～3月期のGDPの結果を受けて、当社調査部では経済見通しの見直しを行ったが、今年後半には景気が加速してくるという基本シナリオを変更することなく、2007年度は実質で+2.0%、2008年度は+2.3%と2%程度の成長が続くと予測している（調査レポート07/11「2007/2008年度経済見通し（2007年5月）～四つの懸念を超えて続く緩やかな景気回復～」）。

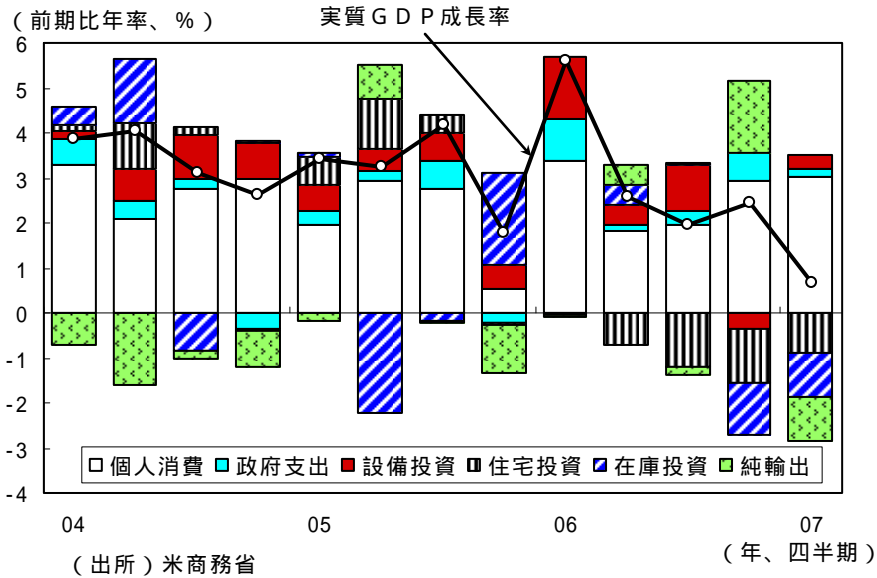
当社見通しのように、景気は一時的に減速するが、再び加速して2%程度の回復軌道が続けるというシナリオは、多くのシンクタンクの経済見通しに共通するものである。しかし、一方で、景気の減速が長期化する、あるいは後退局面に入ってくるのではないかという懸念も指摘されている。具体的には、米国経済の減速、設備投資の減速、個人消費の脆弱性、消費者物価の下落という四つが、懸念を強める材料として考えられる。今月は、こうした懸念材料が日本経済の先行きにどのように影響してくるのか考えてみたい。

#### （1）米国経済の減速

米国経済が減速している。米国の実質経済成長率は、昨年4～6月期以降、3%程度とされる潜在成長率を下回っている。特に、今年1～3月期の成長率は、前期比年率換算+0.6%とほぼゼロ成長にとどまった（図表1）。成長率の低下をもたらしている要因は、ブームが終わった住宅投資の大幅減少だが、設備投資も減速している。もっとも、個人消費は好調な所得に支えられて堅調に伸びている。また、減速している設備投資も、資本財出荷の増加や企業活動状況を示すISM指数の改善などを考慮すると、このまま減速が続くということはなさそうだ。たしかに、米国の経済成長率は想定されていたよりは低く、民間シンクタンクの見通しでも米国の成長率見通しは下方修正されているが、米国が後退に陥る可能性は今のところ小さい。

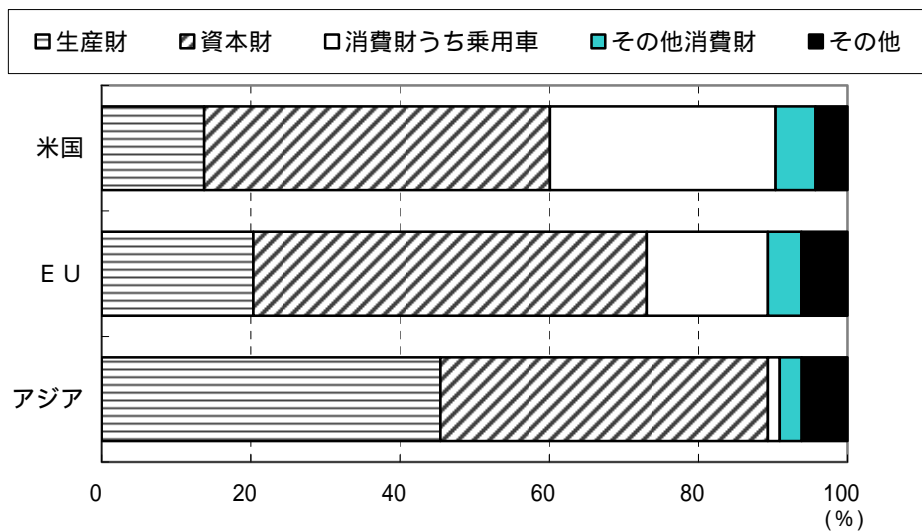
ただ、一時的とは言っても米国経済が減速してくれば、多かれ少なかれ日本の輸出にも影響を及ぼすはずだが、影響度合いを弱めるいくつかの要因が指摘できる。一つ目の要因は、上述のとおり、今回の米国の景気減速が住宅投資の減少が中心であり、個人消費は堅

図表1 米国の実質GDP成長率



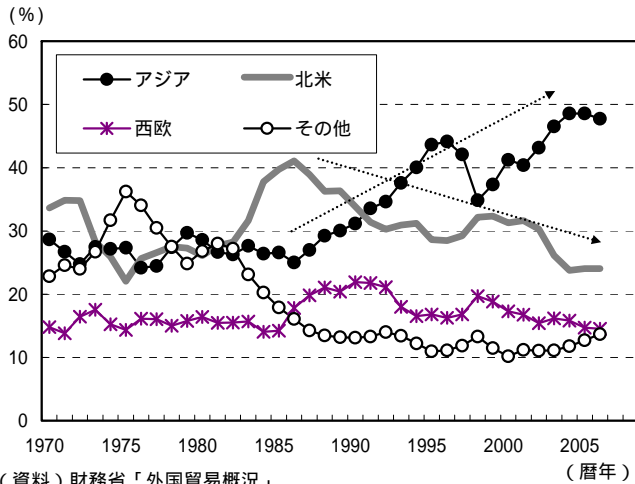
調に拡大していることである。日本からの輸出に与える影響を考えると、米国の住宅投資が減少しても日本からの輸出にはあまり影響しない。設備投資の減速は日本からの資本財の輸出に影響してくるが、日本からの自動車やデジタル関連財の輸出に最も影響を及ぼすのは米国の個人消費の動向である。図表2は日本からの輸出品の構成を輸出先別に見たものであるが、米国向け輸出は他地域に比べて消費財のウェイトが高く、中でも乗用車が輸出全体の3割を占めていることがわかる。米国の成長率が低下しても、個人消費の回復が続いているうちは、日本からの輸出に与える影響は限定的であろう。

図表2 輸出地域別にみた日本の輸出品構成

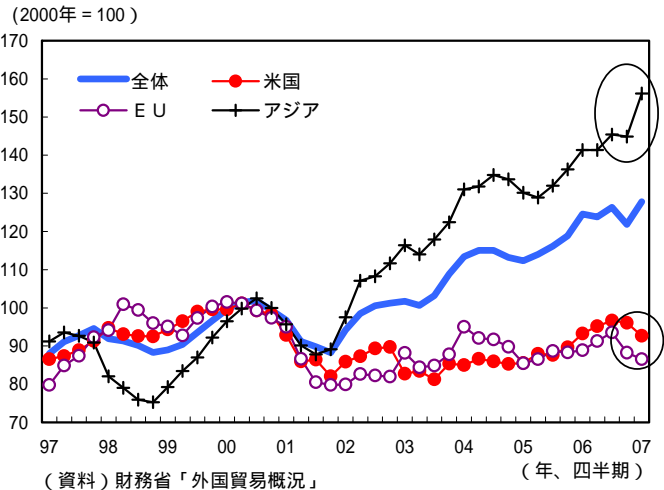


二つ目の要因として、米国への輸出が日本の輸出全体に与える影響がかつてほどではなくなっていることが挙げられる。まず、20年あまり続いているトレンドであるが、日本からの輸出先は米国から中国、アジアにシフトしている。今では、日本からの輸出のうち北米向けの割合が4分の1程度まで低下しているのに対し、アジア向けはほぼ半分を占めるようになっている(図表3)。この結果、最近では米国向け輸出が多少減速しても、アジア向け輸出が好調であれば、輸出全体では拡大基調が続くという状況が生まれている(図表4)。

図表3 日本の輸出の地域別シェア



図表4 地域別輸出数量の推移



米国経済が予想以上に減速しても、日本からの輸出がそれほど減速していない背景としては以上述べてきたような要因が考えられる。もちろん、こうした状況がいつまでも続くとは言えない。米国経済の減速が、住宅投資から設備投資、さらに個人消費まで広がって長期化し、景気後退につながってくれば、アジアをはじめとする世界経済へのマイナスの影響が広がってくる。しかし、米国景気の減速が一時的なものにとどまる限り、日本の景気が後退に転じる要因にはなりにくいだろう。

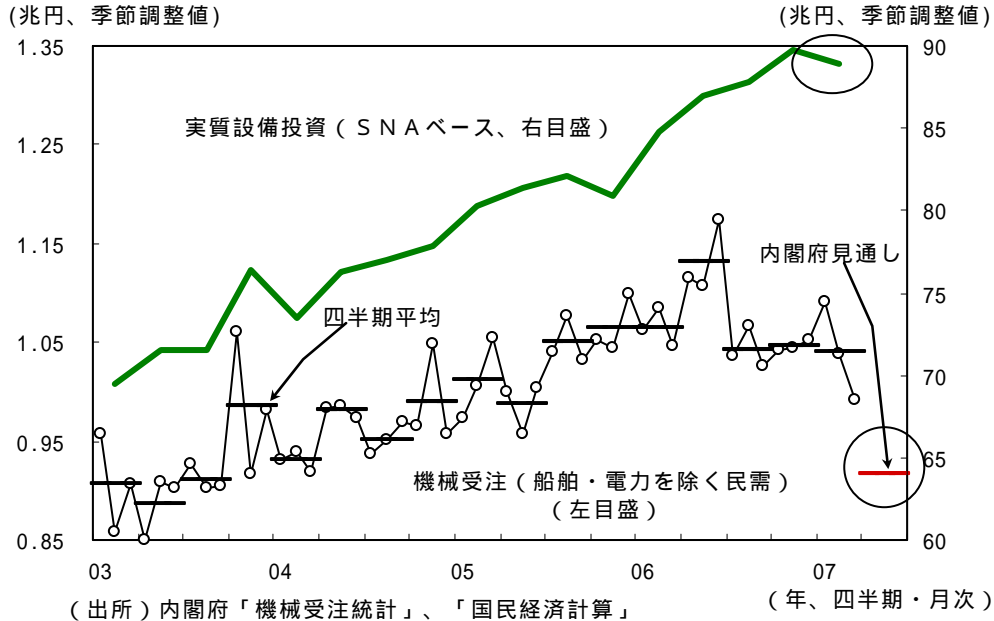
## (2) 設備投資の減速

既に述べたように設備投資に減速の動きが出ているが、これは意外なことではない。設備投資は過去4年近く増加基調を続け、加えて原材料価格や人件費の上昇などコストの増加が企業収益を圧迫する要因となり、そろそろ減速してくるのではないかと予想されていた。にもかかわらず、ここにきて設備投資の先行きに対する懸念が一段と強まっているのは、先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)の4～6月期見通しが前期比-11.8%と大幅な減少になったことが影響している(図表5)。

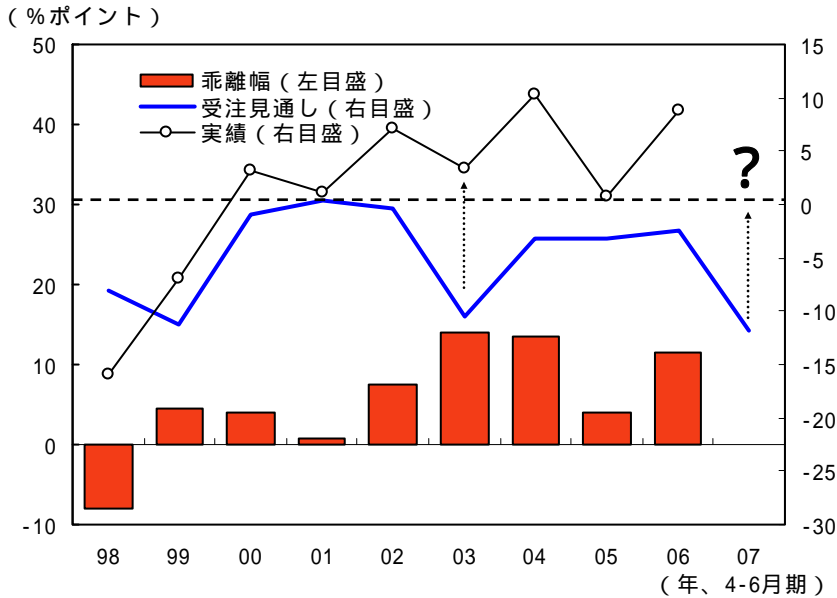
しかし、この大幅減少は少し割引いて考えた方がよい。まず、4～6月期の機械受注見通を過去に遡ってみると、ほとんどの場合において前期比減少見通しとなっている。例年このタイミングでは、まだ新年度の設備投資計画や機械の発注計画が固まっていない企業

が多いからである。このため、実績では計画を上回って前期比増加となっていることが多い(図表6)。例えば、2003年4～6月期の場合は、見通し段階では前期比-10.5%と、今年と同様に二桁の減少見通しであったが、実績では増加に転じている。今年も同じことが起こるかどうかは分からないが、実績が見通しを上回る可能性は少なからずあるだろう。

図表5 機械受注と実質設備投資(SNA)



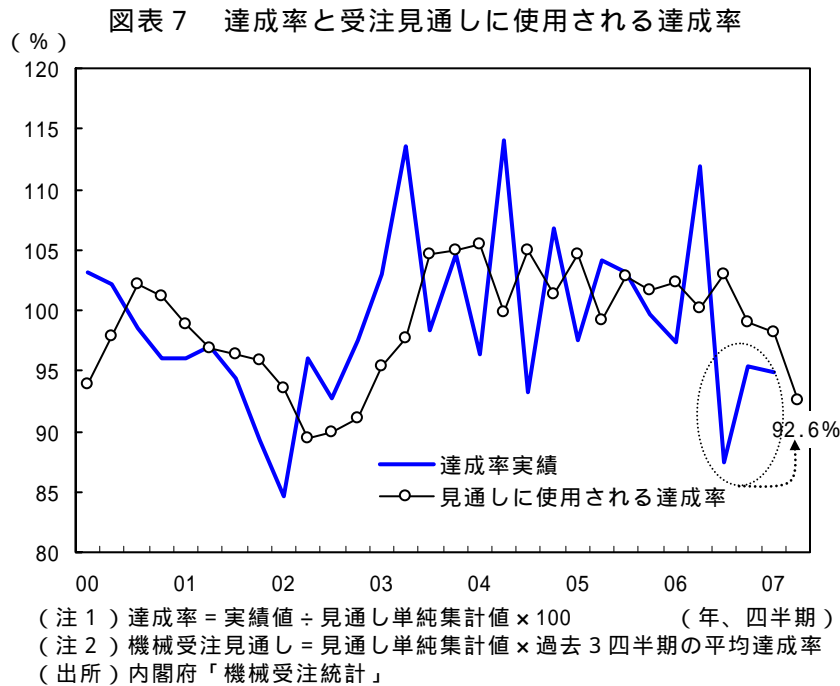
図表6 4～6月期機械受注の見通しと実績の乖離



(注) 実績は発表直後のもので、その後季節調整係数の変更で改訂されている  
 (出所) 内閣府「機械受注統計」

今年4～6月期の機械受注実績を見通しよりも上振れさせる要因がもう一つある。達成率の問題である。機械受注の見通しを計算するときには、直近3四半期の達成率の平均(今

年4～6月期の見通しであれば、昨年7～9月期、10～12月期、今年1～3月期の3四半期)を当期の達成率として用いる。図表7で示したように、今年の4～6月期の見通しで用いられた達成率は、直近3四半期の達成率が低かったため、92.6%というかなり低いレベルとなっている。これまでの達成率の推移から推測すると、4～6月期の実績はこれより高い達成率を実現して、見通しを上回る可能性が高い。



次に、今年1～3月期までの設備投資減速の中身を考えてみると、まず大型の設備投資が一巡しているようだ。大型投資は、工場建屋の建設を伴うことが多いが、製造業からの建設工事受注の増加が一巡している。さらに、大型の機械設備が含まれる産業機械の受注は、建設工事受注の動きに時間差をもって変動しているが、こちらも減速してきている(図表8)。

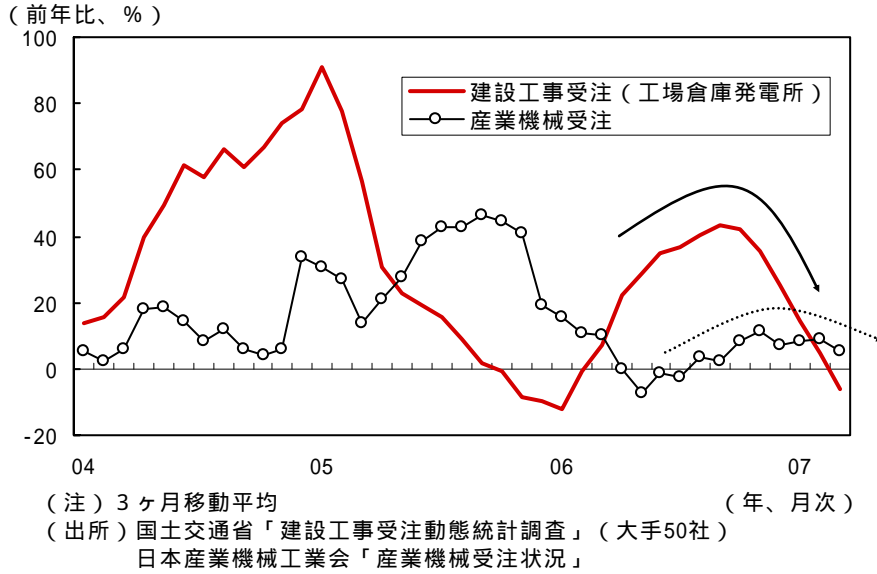
一方、中小企業の更新投資の増加も一服してきている。中小企業設備投資と関連が深いと言われる一般機械からの工作機械の受注動向を見ると、足元でも高水準で推移しているが、一時の高い伸びに比べると勢いが鈍化しており、足元ではほぼ前年並みの推移となっている(図表9)。

もっとも、1～3月期の設備投資は特殊要因によって下押しされ、4～6月期に先延ばしされた可能性がある。2007年度の税制改正により4月1日以降に取得した機械設備などの減価償却資産は全額償却(それまでは取得価額の95%)できるようになった。税制の変更がなければ1～3月期に取得していたであろう機械設備の購入を、4月以降に先延ばしした可能性がある。実際にどの程度の先延ばしが行われたかは定かでないが、生産統計で資本財(除く輸送機械)出荷の推移を見ると、3月に前月比-7.0%と大きく減少した後、

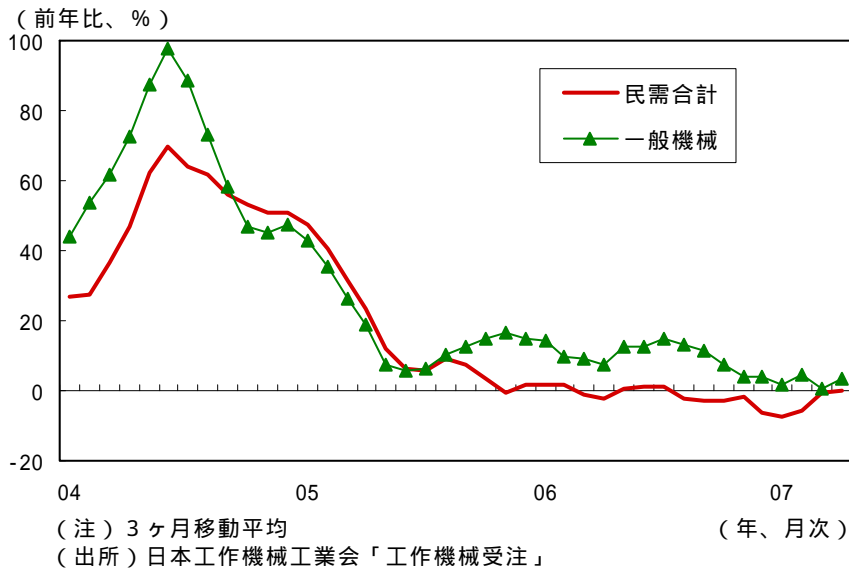


4月は同+8.7%と大幅に増加している。減速の動きが出てきた設備投資であるが、4～6月期はこうした要因によって押し上げられる可能性がある。

図表8 製造業からの建設工事受注と産業機械受注



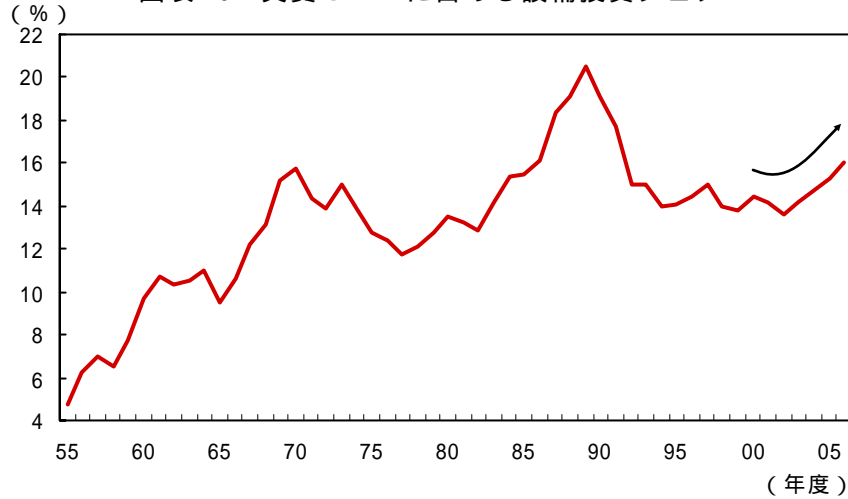
図表9 工作機械受注(民需)の推移



特殊要因による一時的な増加は別にしても、設備投資の調整はそれほど深いものにならないだろう。設備投資は中期的な拡大トレンドに入っており、今後、景気の減速などによって投資に対する慎重な姿勢が短期的に強まっても、減少トレンドに入ってしまうとは考えにくいからだ。GDPに占める設備投資の割合(設備投資比率)をみると、今回の景気回復が始まった2002年度をボトムに徐々に高まってきている(図表10)。過剰設備が解消したこと、バブル崩壊後しばらく先延ばしされていた老朽設備の更新が始まったこと、そ

してバブル崩壊後の最悪期を脱し、中期的な期待成長率が上昇してきたことなど、中期的な変化に影響された安定的な設備投資の拡大が始まった可能性がある。

図表 10 実質 GDP に占める設備投資シェア

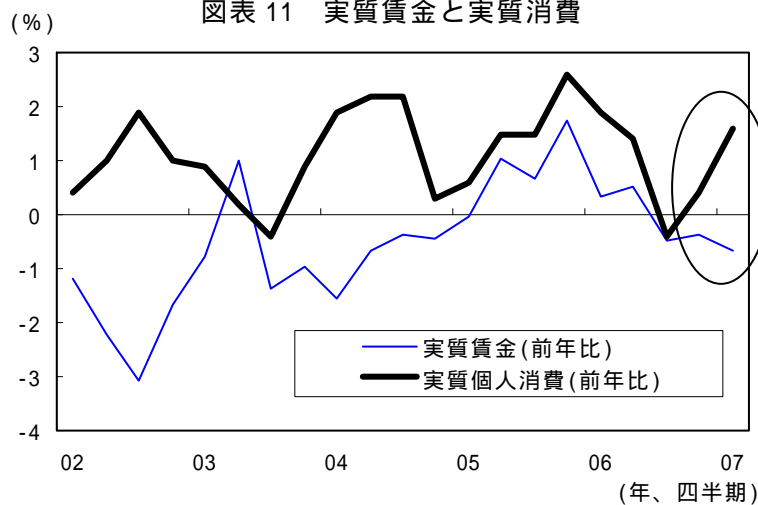


(注) 79年度までは68 S N A、80年度以降は93 S N A、93年度までは固定基準年方式、94年度以降は連鎖方式  
(出所) 内閣府「国民経済計算年報」

### (3) 個人消費の脆弱性

昨年7～9月期に大きく減少した個人消費は、10～12月期、今年1～3月期と堅調に拡大した。天候要因などによる一時的な減少があっても、基調としては個人消費の緩やかな回復が続いていると考えられるのだが、一方で所得の先行きに対する懸念が強い。企業の利益は史上最高益の更新が続いているが、個人所得の回復は限定的である。一人あたり賃金の伸び率と個人消費の伸び率をグラフで比較してみると、最近2四半期では個人消費が拡大する一方で、賃金の伸び悩みが鮮明になっている(図表11)。

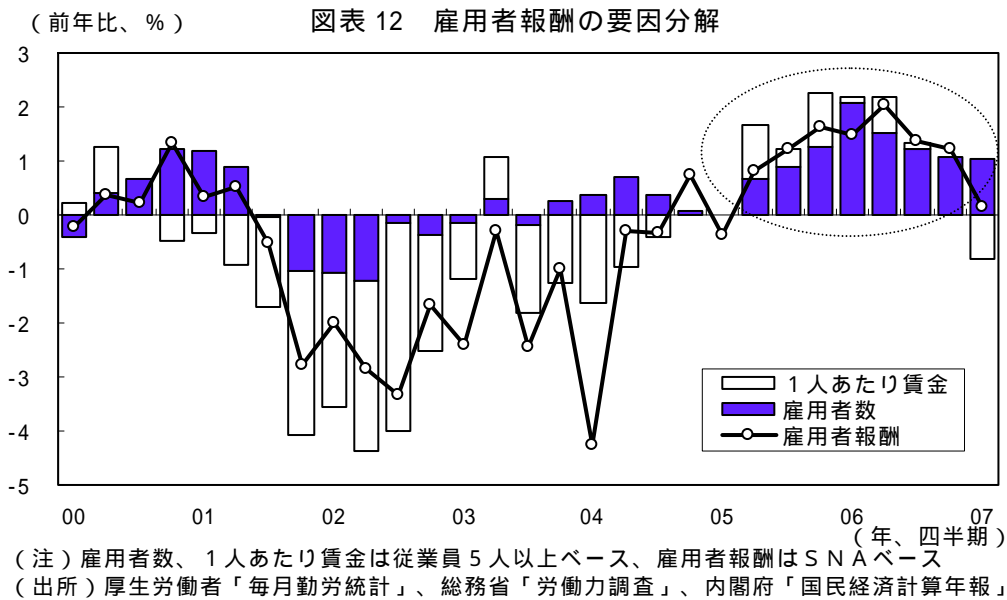
図表 11 実質賃金と実質消費



(出所) 内閣府「国民経済計算」、厚生労働省「毎月勤労統計」

このため、個人消費の拡大が果たして続くのかという不安が出ている。1～3月期の個人消費の堅調な伸びは、暖冬によって外食やレジャー関連の支出が好調だったからであり、実力以上に押し上げられているという指摘もある。そうであれば、特殊要因が剥落すれば個人消費の伸びは低くなる。また、6月には税負担が増して所得環境が厳しくなる。国から地方への財源移譲に伴う、国税（所得税）の減税が今年1月に実施されていたが、地方税（住民税）の増税がそれに遅れて6月から実施される。1月から5月まで一時的な減税効果が働いていたのがもとに戻ることになり、そこに住民税の定率減税が6月から廃止される効果が加わる。

このように、一人あたりの可処分所得を取り巻く環境は厳しいが、雇用環境の改善が続いている。雇用者報酬の増加は一人あたり賃金の増加と雇用者数の伸びによってもたらされるが、2006年は賃金が伸び悩む一方で、雇用者数の伸びが雇用者報酬の増加を支えた（図表12）。団塊世代のリタイアが続く一方で、若年労働力の減少も影響して、雇用の不足感はまだ続く。企業の採用意欲が高いので、雇用の拡大が続くだろう。そして、必要な人材の確保が難しくなってくれば、賃金に上昇圧力が高まってくるため、雇用者報酬は緩やかに増加トレンドを続けることになる。昨年度後半の個人消費の高い伸びを続けることはさすがに難しいかもしれないが、所得環境の改善に支えられて、個人消費が緩やかに増加していくことは可能だろう。



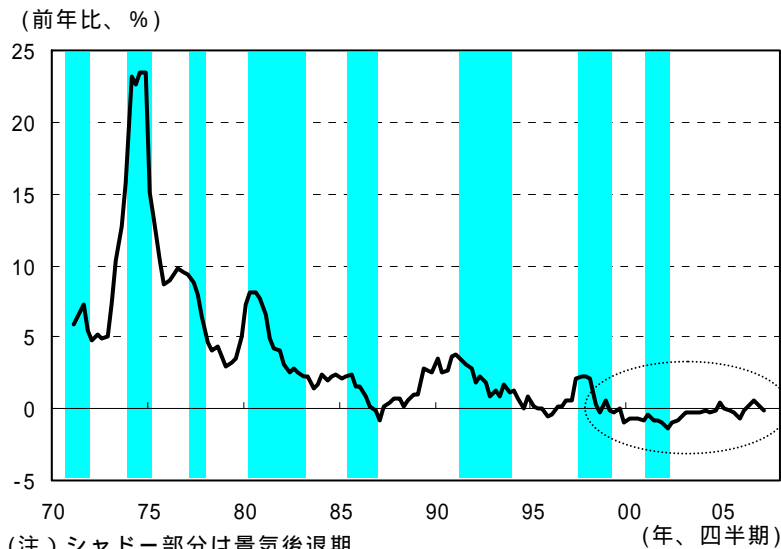
#### （4）消費者物価の下落

一度は水面上に浮上してきた消費者物価（除く生鮮食品）が、再び前年比で小幅下落している。デフレに逆戻りすれば、景気も悪くなってしまうという不安感は根強い。デフレになると、「お金を借りている債務者の実質負担が増す」、「物価が下がるという期待が広が

るので消費者の買い控えが起こる」といった景気にマイナスの効果生まれ、日本経済がデフレスパイラルに突入すると言われてきた。

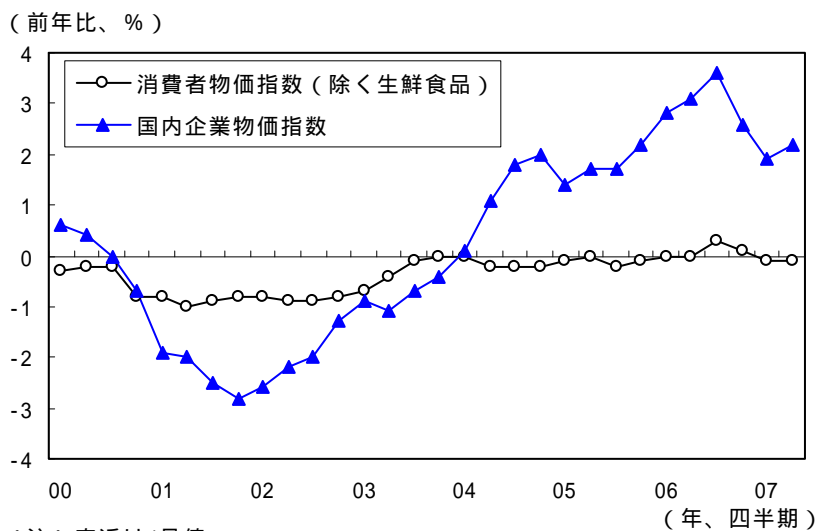
しかし、物価は、景気動向や需給ギャップの状況を映す鏡である。景気が過熱すれば物価が上昇し、低迷すれば物価が上がりにくくなったり、低下したりする。需給ギャップの動向を理解するシグナルとして物価は重要だが、それは景気の動きに遅行する。デフレに逆戻りしたから景気が悪くなるとは限らない。実際、日本経済の動向を振り返ると、デフレが続いて景気が後退するという図式には必ずしもなっていない。緩やかなデフレが続いている間に戦後最長の景気回復が実現することになった事からも分かるように、デフレが続いていた99年以降で景気が後退していた期間は短い(図表13)。

図表13 消費者物価の長期推移と景気動向



(注) シャドー部分は景気後退期  
(出所)総務省「消費者物価指数月報」

図表14 川上のインフレと川下のデフレ

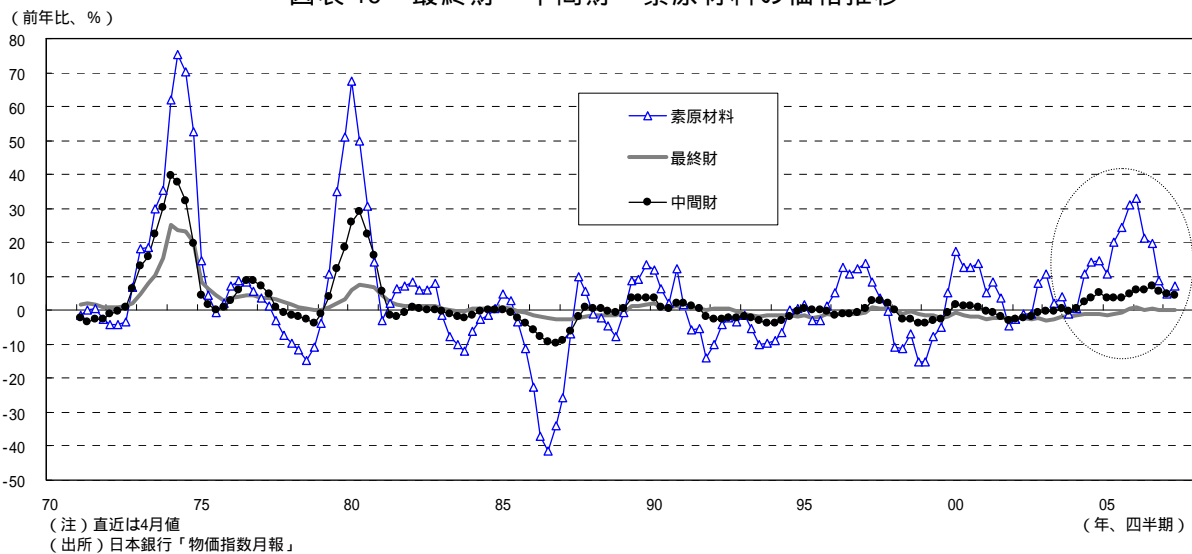


(注) 直近は4月値  
(出所)日本銀行「物価指数月報」、総務省「消費者物価指数月報」

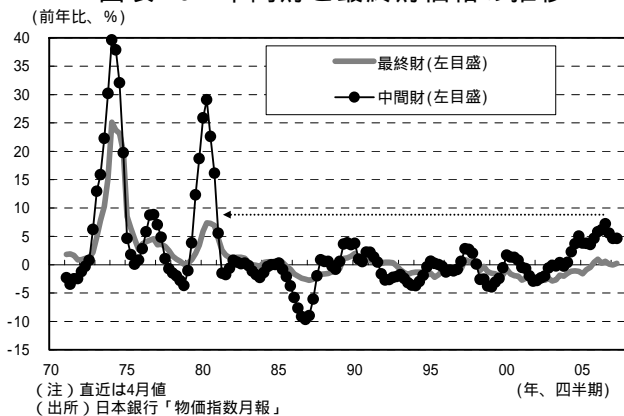
そもそも、日本の物価動向を単に「デフレが続いている」という評価で片付けてしまっ  
て良いのか。たしかに、消費者物価は下落傾向が続いているが、生産段階の国内企業物価  
は3年以上にわたって上昇が続いている。日本経済の物価動向を単にデフレと言ってしまう  
のは乱暴で、商品市況高騰の影響を受けた川上のインフレ、川下のデフレと理解すべき  
であろう（図表 14）。

原材料価格が上がっても最終財価格まではなかなか転嫁できないが、それでも川上のイン  
フレは、川中まで広がってきている（図表 15）。原油価格上昇の影響を受けて石油化学製  
品価格が、鉄鉱石やニッケル価格の高騰によってステンレス製品価格が、そして銅価格の  
高騰によって銅線価格が上昇しているといった具合だ。中間財価格の上昇率は前年比4～  
7%程度とあまり上がっていないように見えるが、これは第二次オイルショックのあった  
81年初以来の高い水準である（図表 16）。また、財の価格を対象とする企業物価指数に対  
して、企業間で取引されるサービスの価格動向を調べた企業向けサービス価格指数も足元  
で上昇に転じており、消費税率引き上げ時を除けば、93年2月以来のプラス幅となってい  
る（図表 17）。

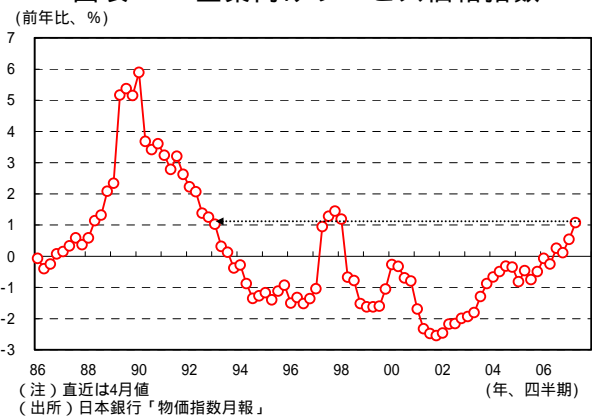
図表 15 最終財・中間財・素原材料の価格推移



図表 16 中間財と最終財価格の推移



図表 17 企業向けサービス価格指数



それでも川下の消費者物価はなかなか上昇しない。個人消費の回復が緩やかなためコストの上昇を消費者に転嫁することが難しい。また、安価な輸入品との競合もあり、コストが上がっているからといって販売価格を引き上げることは難しい。しかし、景気回復が続き、需給ギャップも供給超過から需要超過に転じようとしている状況下で、前年比ゼロ近傍で推移する消費者物価を、デフレスパイラルに移行する前触れと見るのはあまり現実的ではない。川上、川中のインフレ圧力にもかかわらず、川下の物価は安定を維持しているが、いずれ消費者物価も少しずつ上がってくると見ておいたほうが良いのではないかと。

(鈴木 明彦)