

## 調査レポート

# 日本経済ウォッチ(2014年9月号)

### 【目次】

1. 今月のグラフ..... p.1  
    ~ 消費増税で苦しみの増す低所得者の生活
2. 景気概況..... p.2  
    ~ 景気は弱含んでいる
3. 今月のトピック:企業の設備投資への慎重な姿勢は続くのか?  
..... p.3~11
  - (1)企業は新規投資に慎重な姿勢を堅持~投資性向の低下が続く
  - (2)企業の資金繰りとバランスシートの状況~資本ストックは減少が続く
  - (3)今後も設備投資は抑制されるのか~製造業では収益機会を失うリスクも

### 三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 主任研究員 小林 真一郎  
          研究員 藤田 隼平

〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2

TEL: 03-6733-1070

## 1. 今月のグラフ ～消費増税で苦しみの増す低所得者の生活

消費税率引き上げ後、個人消費は低迷している。総務省「家計調査」では、2014年4～6月期の1世帯あたりの消費支出（名目・総世帯）は前年比 - 1.6%と大きく減少している（実質では同 - 5.7%とさらに減少）。この結果を世帯の所得階層別（第1～第5の五分位階級、第1階級の所得が最も低く、第5階級の所得が最も高い）に寄与度分解したものが図表1である。これを見ると、14年1～3月期は、第5階級以上で消費が大きく増えており、駆け込み需要は高所得者を中心に発生していたことが分かる。

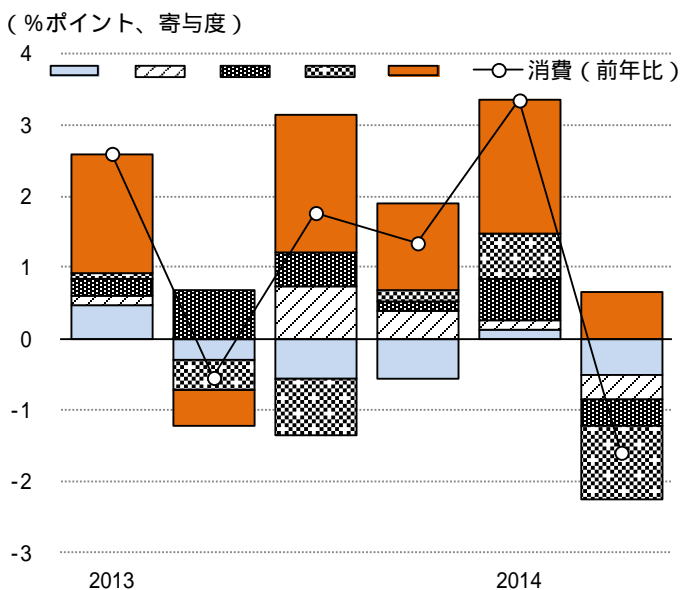
これに対し、増税後の4～6月期の消費動向は、所得階級により動きは様々である。まず、所得の高い第5階級は、反動減もなく引き続き消費を伸ばしている。次に、最も減少したのが第4階級である。第3階級は駆け込み需要が大きかった分、反動減も大きく出ているとみられ、消費の内訳を見ると、増税前に買いだめできる「財」の減少幅が大きくなっている（図表2）。

それ以外の第2～第4階級については、寄与度のマイナス幅は同程度であるが、中身は異なっている。所得の低い第1、第2階級では、そもそも駆け込み需要が小さかったが、「財」、「サービス」とも落ち込んでいる。これらの減少は駆け込み需要の反動以外の要因、具体的には、生活コストの増加を背景とした消費者マインドの悪化や実質所得の減少による購買力の低下などが影響していると考えられる。また、所得が中程度の第3階級では、こづかいや交際費などの「その他」が減少し、消費を押し下げている。増税後は生活を切り詰めることで実質所得の減少に対応しているようだ。そして、この傾向は第4階級でも見られる。

この様に、足元で消費が弱含んでいる背景には、駆け込み需要の反動以外の要因も効いていることがうかがえる。消費税率引き上げで日常的な生活のコストが増えており、なかでも所得の低い世帯はこれまで以上に苦しい生活を強いられている可能性がある。

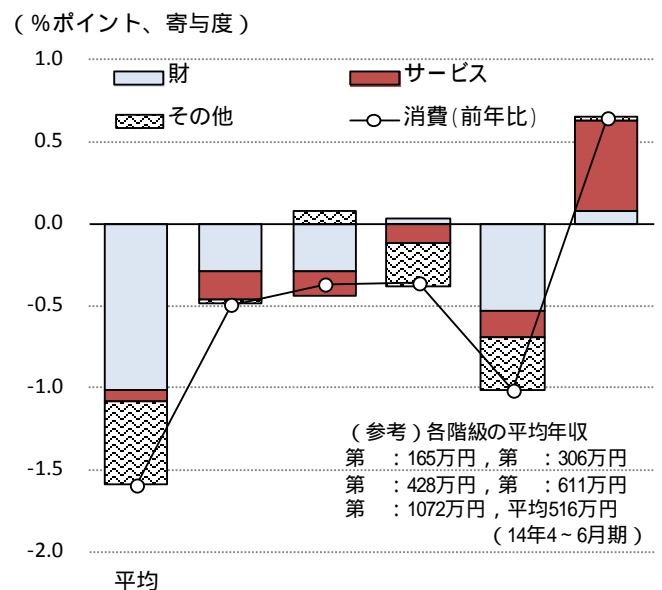
（藤田 隼平）

図表1：個人消費の推移（所得階層別）



（注）消費支出は総世帯の総消費（出所）総務省「家計調査」（年、四半期）

図表2：2014年4～6月期の消費の内訳



（注）その他は「こづかい」、「交際費」など（出所）総務省「家計調査」

（参考）各階級の平均年収  
 第1：165万円，第2：306万円  
 第3：428万円，第4：611万円  
 第5：1072万円，平均516万円  
 （14年4～6月期）

## 2. 景気概況～景気は弱含んでいる

消費税率引き上げの影響により、景気は弱含んでいる。実質GDP成長率は7～9月期には前期比プラスに転じると予想され、景気底割れは回避される見込みである。しかし、その後の持ち直しペースは緩やかにとどまりそうだ。

大幅な落ち込みになった4～6月期の実質GDP成長率が発表された8月半ば以降、景気の先行きに慎重な見方が広がっている（9月8日発表の2次速報で前期比 - 1.7%、年率換算 - 6.8%から同 - 1.8%、 - 7.1%に下方修正）。また、7月分以降の経済指標についても、実際にいくつか弱い数字が発表されている。

まず、個人消費関連では、7月の家計調査における二人以上の世帯の実質消費支出は前年比で - 5.9%（季節調整済前月比 - 0.2%）と低迷しており、同月の百貨店販売額も前年比 - 2.5%と落ち込みが続いている。これら販売統計の不振の背景には、天候不順の影響もあるとみられ、8月もその影響が続く可能性がある。また、8月の新車登録台数（乗用車、除く軽）が前年比 - 5.9%と再び減少に転じた。自動車については、大量の受注残があったため、4月に入ってから反動減による落ち込みは比較的小幅にとどまっていたが、そうした受注残による押し上げ効果が剥落してきたようだ。なお、同月の経済産業省の商業販売統計における小売業の売上高は前年比 + 0.5%と増加に転じたが、百貨店販売額などと違って消費税分も含んだ数字であり、実際にはマイナスの状態にある。

さらに、企業の生産活動も弱含んでいる。7月の鉱工業生産（確報値）は生産予測調査の + 2.5%から下振れて前月比 + 0.4%にとどまり、在庫指数も前月比 + 0.9%と3ヶ月連続で増加した。在庫指数の水準は、前回の景気の谷近辺とみられる2012年11月の水準にまで積み上がっている。生産予測調査では8、9月とも順調に持ち直すと見込まれているが（それぞれ前月比 + 1.3%、同 + 3.5%）、在庫調整圧力の高まりが生産を抑制する可能性があり、結果が予測調査から大きく下振れる懸念がある。

一方、賃金の伸びがようやく高まってきたという明るい材料もある。7月の一人当たり現金給与総額（確報値）は前年比 + 2.4%と5ヶ月連続で増加し、増加幅も97年1月以来の大きさとなった。春闘でベアが復活したことを受けて所定内給与の伸び率が同 + 0.3%と増加基調にある。しかし、実質値では前年比 - 1.7%と依然マイナスの状態にある。このため、マインドの改善にとってはプラス要因であろうが、個人消費の押し上げ効果は限定的であろう。

2013年度補正予算や2014年度予算の執行の本格化から公共投資の増加が見込まれること、設備投資の持ち直しが予想されること、さらに海外経済の回復に伴って輸出が増加すると期待されることから、景気の後退局面入りは回避されよう。しかし、実質賃金の落ち込みにより個人消費の回復ペースが緩やかにとどまると予想される中、輸出の低迷が続くようであれば、景気の下振れリスクがさらに高まっよう。（小林 真一郎）

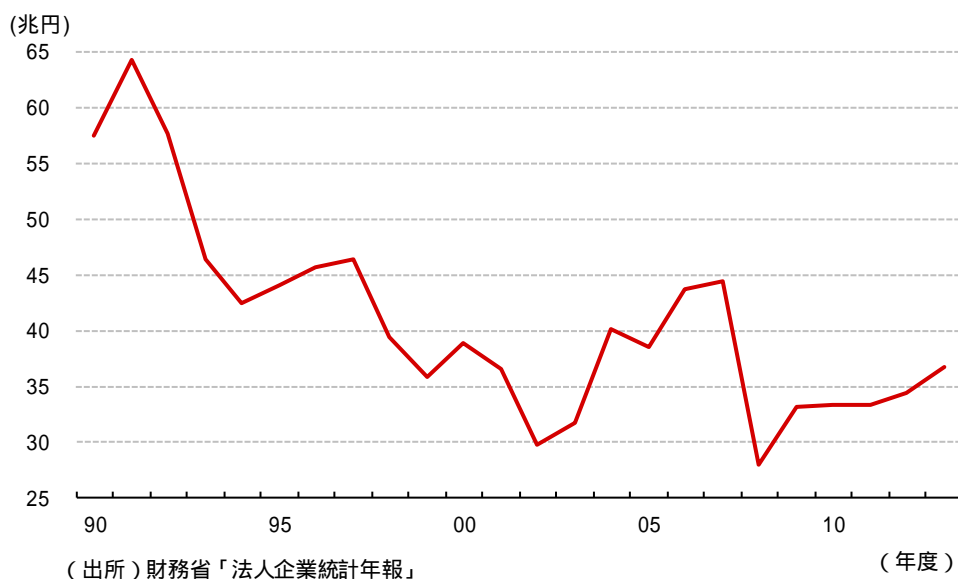
### 3. 今月のトピック: 企業の設備投資への慎重な姿勢は続くのか?

消費税率の引き上げ後、家計部門を中心に影響が強く現れており、景気は弱含んだ状態にある。こうした中、景気を下支えすると期待されるのが企業の設備投資である。しかし、企業業績が過去最高を更新する中で、設備投資の動きは鈍いままである。企業の海外進出が続く一方で、国内需要の先細りに対する警戒感が強いことが、その背景にあると考えられる。今後の設備投資は、構造的に増えづらい状況が続くのだろうか。

#### (1) 企業は新規投資に慎重な姿勢を堅持～投資性向の低下が続く

法人企業統計年報で企業の設備投資の動きをみると、リーマンショック時の2008年度をボトムとして5年連続で増加しているが、その増加テンポは鈍く、水準も2007年度の8割強にとどまっている(図表1)。

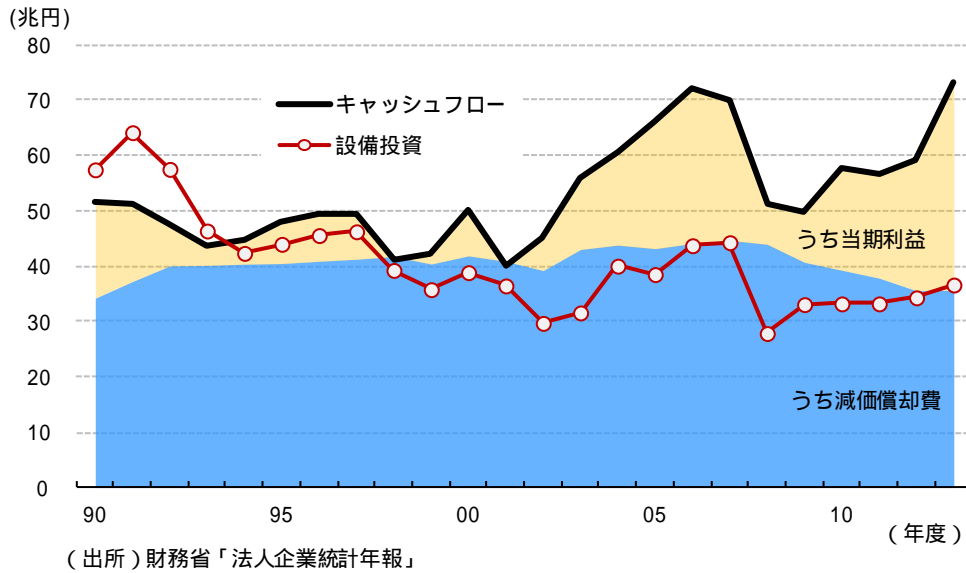
図表1. 設備投資(全産業)



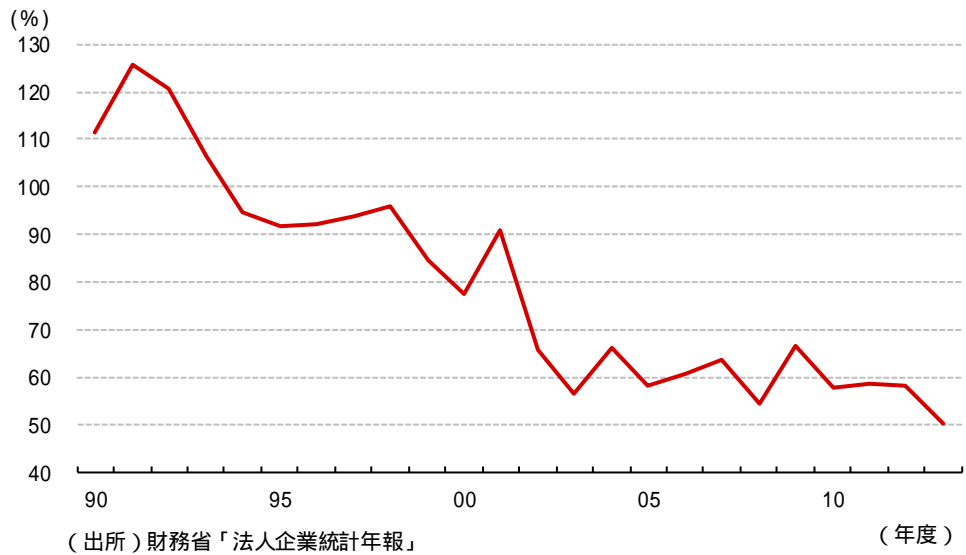
この間、企業業績は持ち直し傾向にあり、法人企業統計年報でみると、2013年度には経常利益、当期利益ともに過去最高額を更新し、当期利益に減価償却費を加えたキャッシュフローも過去最高額に達している(図表2)。それにもかかわらず、1998年度以降、企業は減価償却費の範囲内に新規設備投資を抑制する姿勢を続けている。2008年度と2013年度を比較すると、キャッシュフローが21.9兆円増加したのに対し、設備投資額は8.8兆円の増加にとどまっている。このため、キャッシュフローに対する設備投資の割合である投資性向も低下に歯止めがかかっていない(図表3)。投資性向は、90年代前半は設備投資意欲も旺盛で100%を超えていたが、バブル崩壊後に90%程度まで急低下し、その後はバランスシート調整の動き

によって低水準に抑制されてきた。それでも60%程度は維持してきたが、2013年度になって50.2%まで低下している。

図表2．キャッシュフローと設備投資



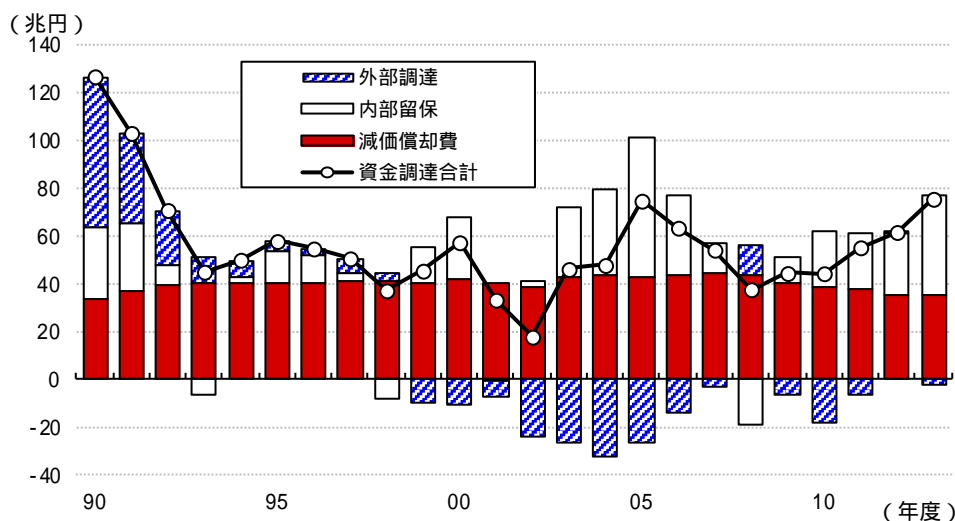
図表3．低下が続く投資性向



(2) 企業の資金繰りとバランスシートの状況～資本ストックは減少が続く

それでは、余剰となったキャッシュフローはどのような形で利用されたのだろうか。図表4は、企業の資金繰りのうち、調達サイドの状況をみたものである。資金調達源としては、主に当期利益で構成される内部留保、借入が主体となる外部調達、減価償却費があるが、減価償却費については新規設備投資が抑制されていることから緩やかに減少している。また、2000年代半ばに債務圧縮によってネットでの返済が進んだ外部資金調達は、2009年度以降も減少が続いているが、そのペースはかなり緩やかになっていることがわかる。最近の資金調達額が膨らむ原因となっているのが、利益の拡大による内部留保の増加である。

図表4．企業の資金調達状況

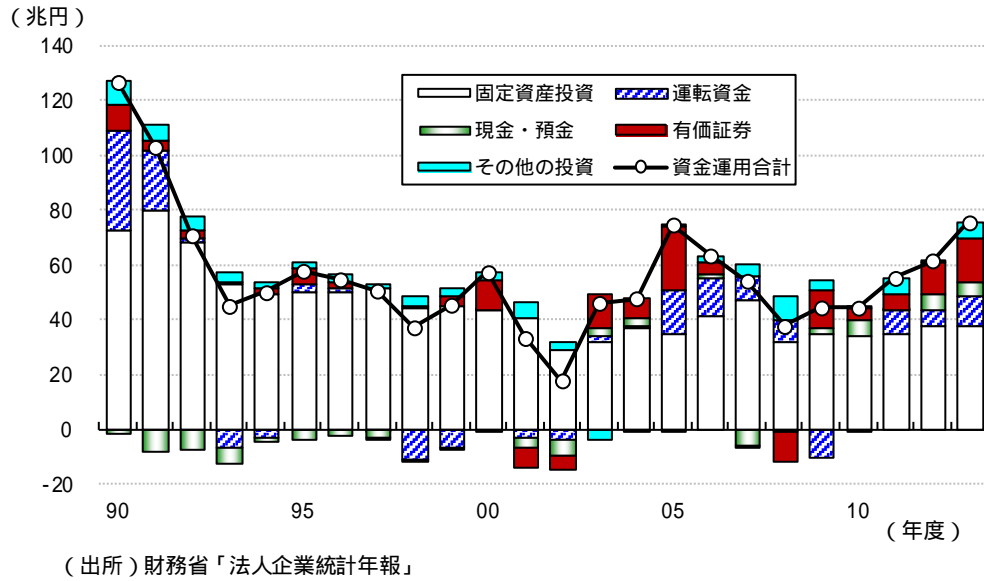


(出所) 財務省「法人企業統計年報」

こうして調達した資金を、どのように運用したのかを見たのが図表5である。まず最も大きなシェアを占めているのが固定資産投資（主に設備投資）であるが、このところ伸びは小幅にとどまっており、全体におけるシェアが低下している。一方、景気の回復に伴って、企業間取引や在庫投資に必要な運転資金の需要が高まっており、一部が運転資金の増加に充てられている。さらに、このところ利用額が増しているのが有価証券（ただし、固定資産分）である。これは、財務活動として有価証券を購入しているのではなく、国内外での子会社設立、増資、買収などによって増加したものである。特に最近では海外現地法人の株式やM & Aによる取得株式が増えているものと考えられる。

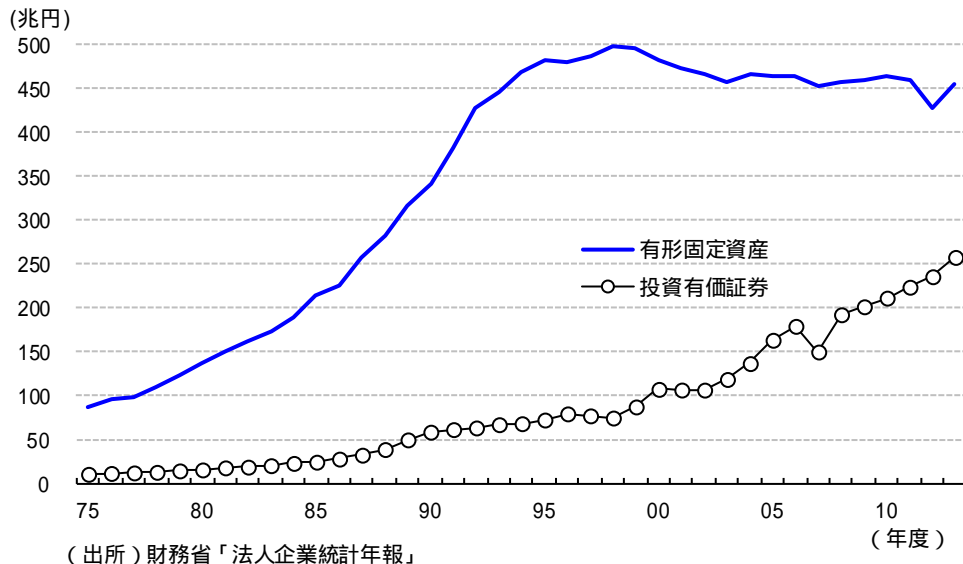
これらの資金需要に充当された後、それでも資金は余剰となっており、手元の現金・預金は増加傾向にある。企業業績が改善し始めた2010年度以降の現金・預金の余剰額は累積で17.0兆円に達しており、企業のカネ余り状態が続いている。

図表 5 . 企業の資金運用状況



設備投資が減価償却費の範囲内に抑制されてきたことはすでにみた通りであるが(図表2)、その結果、有形固定資産(機械設備、構築物、土地など)の残高(資本ストック)は減少傾向が続いている(図表6)。一方、有価証券の残高は着実に積み上がっており、すでに有形固定資産の6割程度の水準に高まっている。

図表 6 . 有形固定資産と投資有価証券の残高

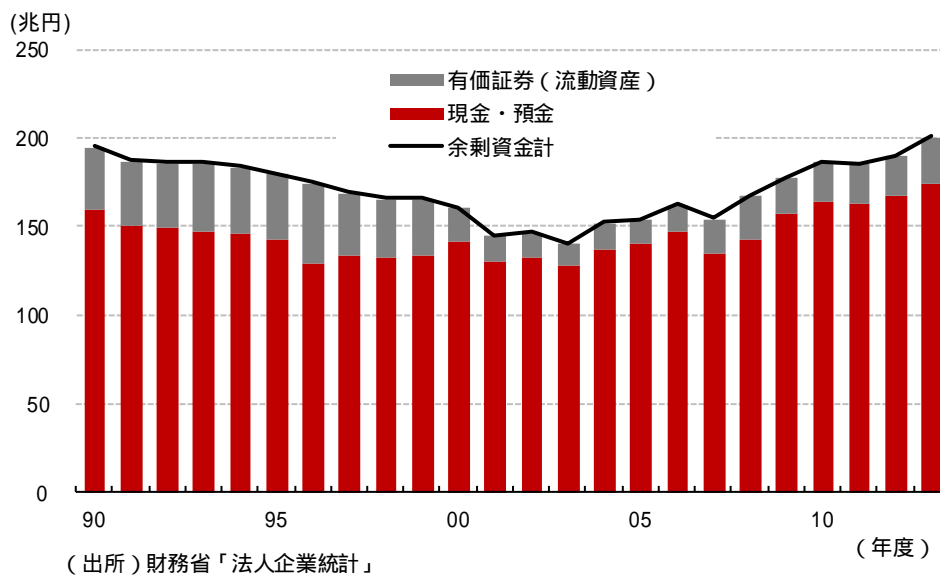




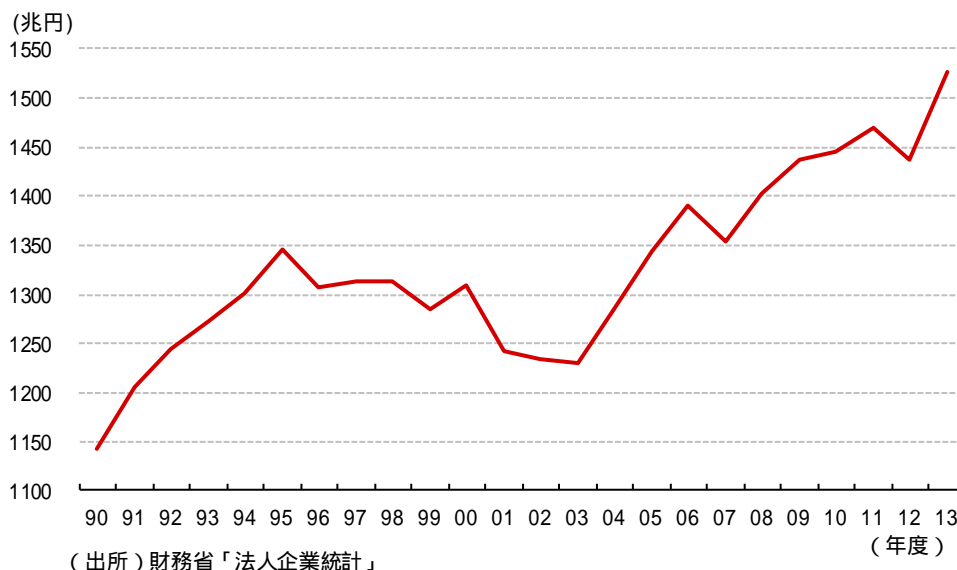
余剰資金の残高は着実に増加している。現金・預金と短期の資金運用の目的で保有されている有価証券の合計をみると、2003年度をボトムに増加傾向に転じており、2013年度には200兆円を突破し、バブルの絶頂期であった1990年度の水準を超えて過去最高を更新した（図表7）。

このように、有形固定資産が減少する中であっても有価証券や余剰資金が着実に増加してきた結果、企業のバランスシートは拡大が続いている（図表8）。

図表7．余剰資金は過去最高額を更新



図表8．企業のバランスシートは拡大中



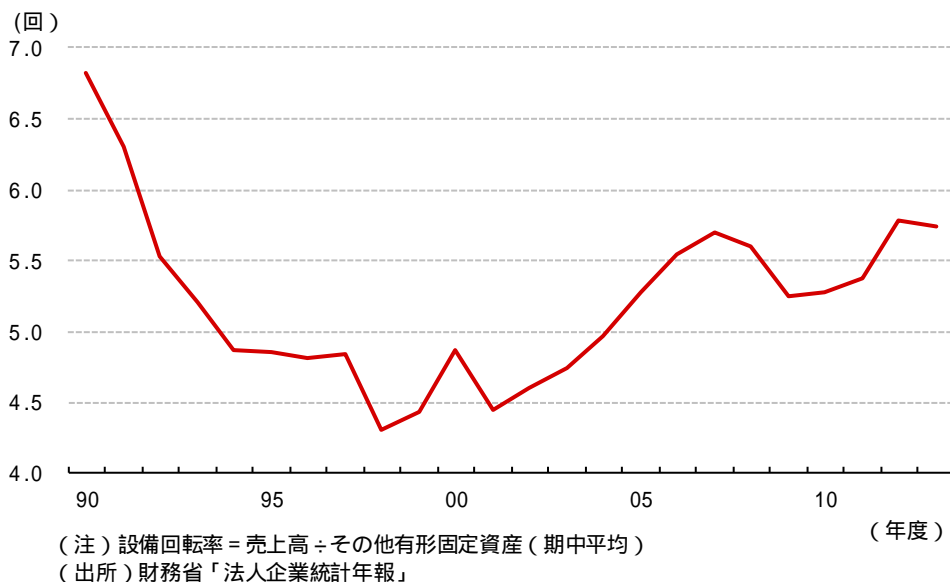


(3) 今後も設備投資は抑制されるのか～製造業では収益機会を失うリスクも

企業が設備投資を抑制し、資本ストックの減少が続いているが、そうした供給能力の減少の結果、企業はせっかくの収益機会を失っていることはないだろうか。それとも、需要の低迷を受けて無駄な供給力を縮小し、効率よく設備を利用するバランスが取れた状態にあるといえるだろうか。

図表9は生産設備（機械、構築物などで土地は含まない）の回転率をみたものである。生産設備（資本ストック）を使って、どのくらい効果的に資金を回収できているのか（すなわち、売上高を得ているのか）その稼働状況を示している。1990年代半ばから2003年度近辺まで回転率は低水準にあったが、その後、2007年度にかけては上昇に転じ、数字の上では、企業が小さい設備で効率よく資金を獲得できる体制になっている。

図表9．設備回転率（その他有形固定資産）



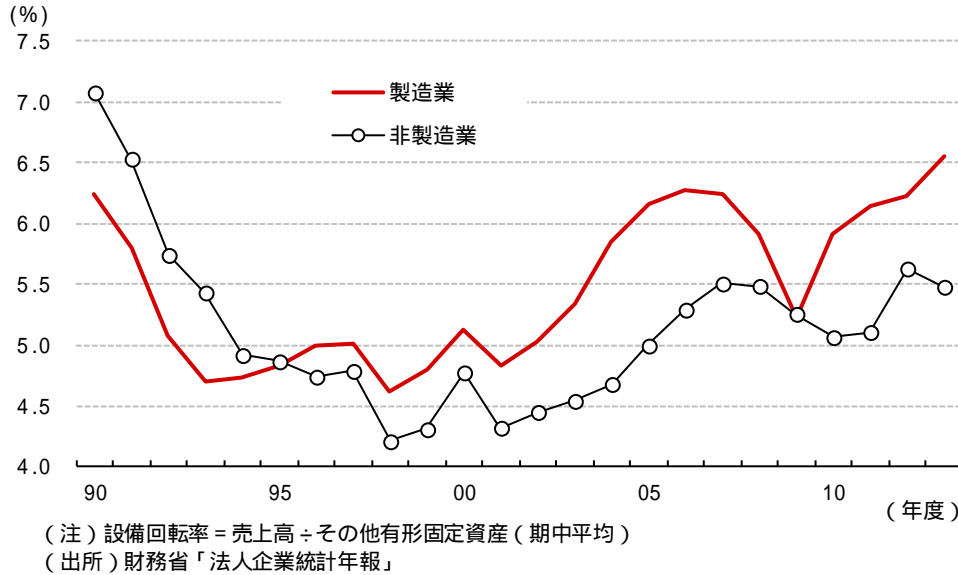
この設備回転率を、それぞれ製造業、非製造業にわけてみたのが図表10である。まず製造業では、1990年代半ばから後半にかけては低水準にあったものの、2000年代に入ってから上昇基調に転じ、2000年代半ばにはバブル期を上回る高い水準にまで回復している。その後、リーマンショックの影響で一時的に低下したが、2010年度以降は再び上昇に転じ、2013年度にはさらに水準を切り上げている。

一方、非製造業の設備回転率は、製造業とほぼ同じタイミングで上昇に転じたが、製造業を下回る水準での推移が続き、バブル期並みの水準までは回復していない。

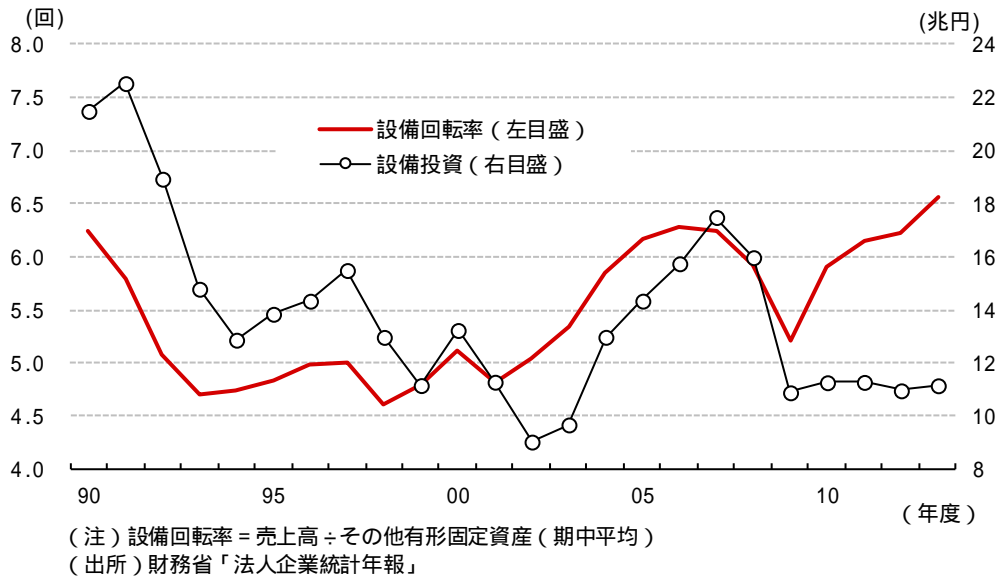
ここで、設備回転率と設備投資の関係をみると、まず製造業では、回転率にやや遅れる形で設備投資が増減していることがわかる（図表11）。2000年代半ばに設備投資が順調に増加しているが、その背景には回転率の上昇があったことがうかがえる。ただし、足元では、回

転率が高まっているにもかかわらず、設備投資はほぼ横ばいにとどまっており、これまでとは明らかに動きに違いがある。本来であれば、設備投資が増えてもおかしくない状況である。

図表 10．業種別の設備回転率

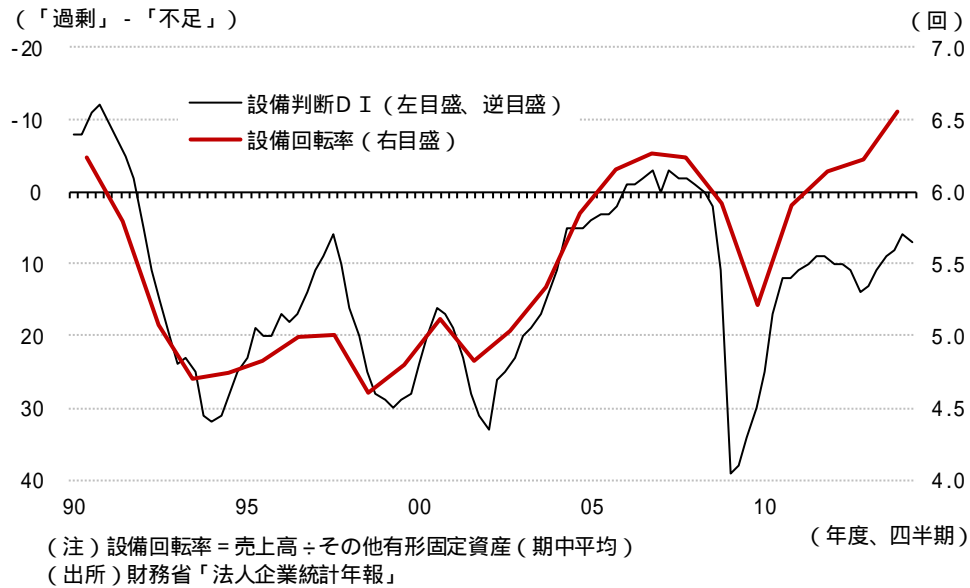


図表 11．設備回転率と設備投資 (製造業)



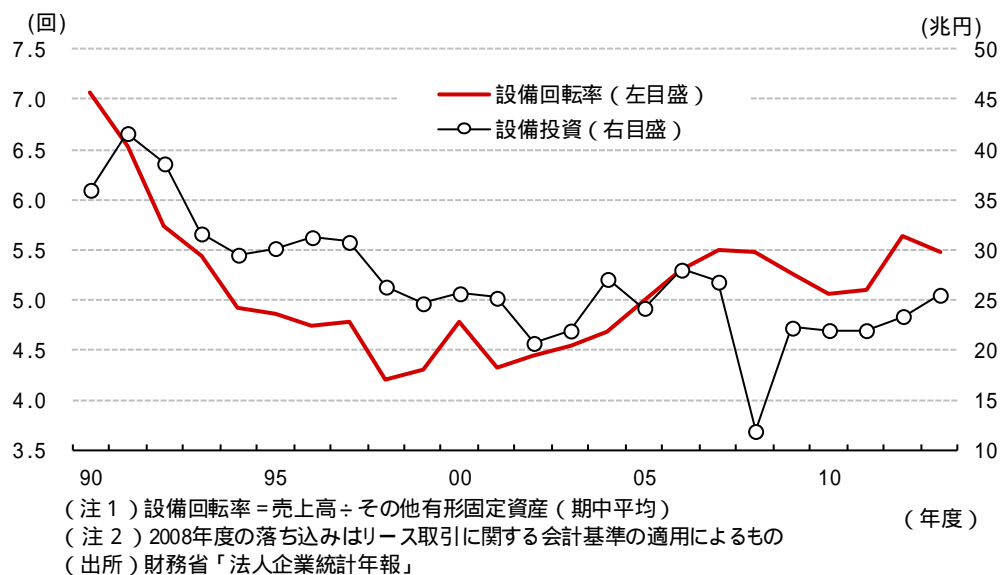
それでは、設備回転率が過去の水準と比べてもかなり高い状態にある中で、設備の不足感が出てこないのだろうか。そこで、日銀短観の設備判断DIと回転率の動きを比較してみると、回転率が上昇すれば過剰感が解消し、低下すれば過剰感が高まるという関係があることが見てとれる(図表 12)。足元でも、過去と比べると回転率の高さの割には過剰感の解消が遅れているとはいえ、回転率の上昇に連動して過剰感は緩やかに薄らいできている(過去の例では、回転率が概ね6を超えれば設備投資の過剰感は解消される傾向にある)。

図表 12 . 設備回転率と設備過不足感（製造業）

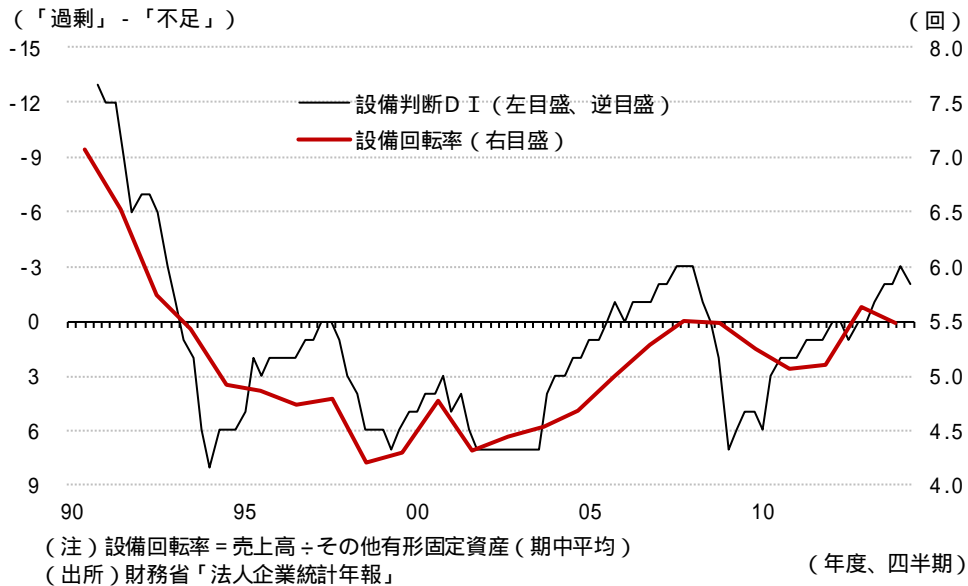


次に、非製造業の動きをみると、設備投資は回転率の上昇に伴って2000年代に入って増加基調に転じた後、リース会計基準の変更に伴う2008年度の落ち込みを除くと、比較的高い水準を維持していることがわかる(図表13)。製造業ほど極端に設備投資を抑制する動きはみられていないが、こうした背景には、設備過剰感が薄らぎ、最近では不足に転じていることがあると考えられる(図表14)。

図表 13 . 設備回転率と設備投資（非製造業）



図表 14 . 設備回転率と設備過不足感（非製造業）



このように、リーマンショック以降の設備投資の動きには、製造業と非製造業の間で違いがある。設備投資の伸び率をみると、非製造業が2012、2013年度に前年比で+6.4%、+9.1%と堅調に増加しているのに対し、製造業では同-2.8%、+1.7%と低迷している。

しかし、設備回転率では、むしろ製造業の回復度合いの方が大きい。製造業では、設備の稼働率を100%以上に高めることができない以上、設備回転率を引き上げて行くのにも限界がある。このため、製造業では、現状からさらに設備投資を絞り込み、資本ストックを削減すれば、売上高を増やすことが難しくなる可能性がある。これまでは固定費などコストの削減を進めることで、売上高が伸びない中でも高い利益を得ることができたが、デフレが終焉し、物価が上がり始めると、コストの削減には限界が出てくる。この場合、売上高を増やさなければ、利益を拡大させることは難しい。

以上みてきたように、企業は手元に潤沢なキャッシュフローを有している一方で、設備回転率の上昇にみられるように設備に余裕があるわけではなく、設備過剰感も薄らいでいる。こうした状況では、設備投資が増えてもおかしくないが、中でも製造業では新規の設備投資に慎重な姿勢を堅持している。しかし、このまま資本ストックを増やさないと、売上高を増やしていくことが難しくなる可能性がある。デフレから脱却しつつある中、設備投資に対しても、そろそろ前向きな姿勢をみせる必要があるだろう。

(小林 真一郎)

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。