

日本経済ウォッチ＜2006年9月号＞

【目次】

- | | |
|----------------------|--------|
| 1. 今月のグラフ | p.1 |
| ～企業利益での重要性が高まる売上高要因～ | |
| 2. 景気概況 | p.2 |
| ～設備投資が好調でも気になる輸出の減速～ | |
| 3. 今月のトピックス | p.3～11 |
| ～デフレ脱却とともに広がる景気減速の影～ | |
| (1) 景気認識の変化 | |
| (2) 景気のリスク要因 | |
| (3) ポスト・デフレ時代の企業行動 | |



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
塚田 (E-Mail: htsukada@murc.jp)

1. 今月のグラフ ～企業利益での重要性が高まる売上高要因～

企業業績の改善が続いている。2006年4～6月期の経常利益（法人企業統計）は前年比＋10.1%と高い伸びとなった。前年比での増加は2002年7～9月期以降、16四半期連続であるが、増益に転じた当初と比べるとその中身が変わってきている。

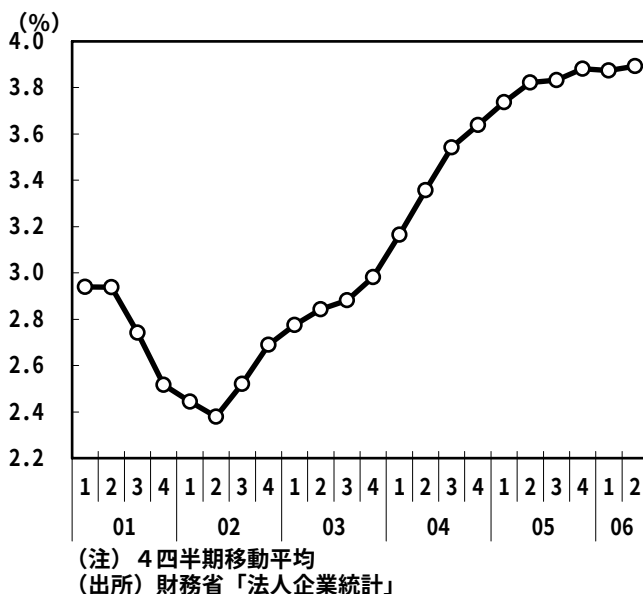
経常利益が増益に転じた2002年度では、経常利益が前年比＋7.2%となったのに対し、売上高は同－5.6%と落ち込んだ。これは、増益の要因が人件費を中心とした固定費の削減によるものであったためである。コスト削減による経常利益押し上げ効果により、売上高経常利益率は底を打って上昇に転じた（図表1）。

その後も、固定費の削減が売上高経常利益率を押し上げたが、原油価格の上昇が続いたことなどから変動費が増加し利益の圧迫要因となってきた。このため、売上高経常利益率の上昇幅は徐々に縮小し、足元では上昇が頭打ちになっている。

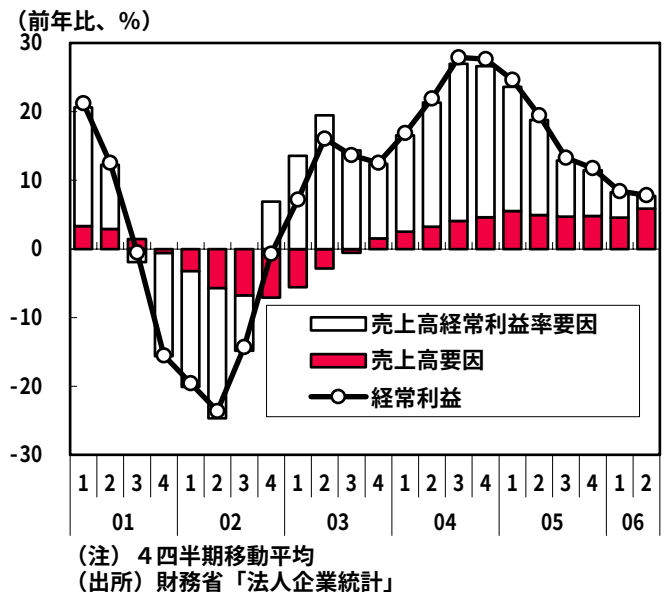
売上高経常利益率に代わって経常利益を押し上げる要因になっているのが、売上高である。経常利益の増益幅を、利益率によるものと売上高によるものとに分解してみると、最近では売上高の増加による押し上げ幅の方が相対的に大きくなっていることがわかる（図表2）。コストの上昇によって利益が圧迫されても、売上数量が増えていれば利益は拡大する。特に製造業については、輸出の増加が売上高を伸ばす大きな要因となってきた。

今後、企業が増益を続けようとするれば、売上高経常利益率を引き上げるか、売上を増加させるかのいずれかである。しかし、利益率のさらなる引き上げは、固定費や変動費の増加が見込まれる状況下では難しそうである。売上高を増やすためには売上数量の増加を確保する必要がある。引き続き輸出が企業収益の動向の鍵を握ることになりそうだ。

図表1 売上高経常利益率の推移（全産業）



図表2 経常利益増減率の要因分解（全産業）



2. 景気概況 ～設備投資が好調でも気になる輸出の減速～

8月に発表された経済指標は強弱入り交じっており、景気の先行きに対する見方も分かれている。一連の指標を整理してみると、以下の三つの動向にまとめることができる。

まず、設備投資が強い。GDP統計でも、法人企業統計でも 4～6 月期の設備投資は前期に続いて堅調な拡大を示している。これまで我慢してきた更新投資が拡大している、競争力向上のための設備投資が拡大している、輸出需要の増加に合わせた能力拡大投資が出ている、といった具合にさまざまな要因が考えられるが、いずれにしても高水準の企業利益を背景にしばらく設備投資の増加基調が続くそうである。

個人消費は緩やかな拡大が続いているが、さらに勢いを増すという感じではない。雇用や所得の指標も悪化はしていないが、やや頭打ちである。就業者数は昨年中ごろまで増加トレンドが続いていたが、その後はほぼ同水準で推移している。また、賃金は、ボーナスや所定外給与が増加を続けているものの、所定内給与が 2006 年に入ってから伸びておらず、賃金全体の伸びを抑えている。企業収益が高水準を続けている割には、雇用者への所得の還元は限定的なようだ。付加価値のうちどの程度が労働者に配分されたかを示す労働分配率は低下傾向が続いている。個人消費は、緩やかな回復を続けて景気の下支えの役割を果たすだろうが、内需主導の景気回復を先導するところまでは期待できそうにない。

そして、輸出の伸びが鈍化してきている。米国では、ブームを続けていた住宅投資が減少し、個人消費や設備投資も減速している。米国の景気減速は、世界経済に影響を及ぼしながら、日本からの輸出を抑制することになる。また、半導体や液晶などのデジタル関連財で在庫が積みあがっている。今のところ出荷も拡大しているが、品目によっては意図せざる在庫が生じている可能性がある。デジタル関連財を中心とした在庫調整が始まると、輸出や生産の伸びが抑制される。

以上三つの動向を踏まえて、景気の先行きを考えるとどうなるか。バブル崩壊の負の遺産の処理が終わり、企業経営も設備投資の拡大を伴う攻めの経営に転じている。4～6 月期の法人企業統計でも確認されたように足元の収益は好調であり、しばらくは設備投資が引っ張る景気回復が可能なようだ。

もっとも、企業収益の源泉はリストラによる人件費など固定費の削減ではなく、売り上げの拡大に移っている。原油など原材料コストの上昇が続き、人件費など固定費も増加に転じる中で、売上高経常利益率は高水準ながら頭打ちとなり、利益の拡大はもっぱら売り上げの増加に依存する構図となっている。

そこで問題となるのは需要の拡大を何に求めるかということだ。個人消費は緩やかに拡大しているが、景気回復の先導役までは期待できない。設備投資もいつまでも今の勢いは続けられないとすると、輸出の増加に期待するところが大きくなってくる。足元の景気は設備投資の拡大に示されるように好調であるが、先行きを考えると、輸出の減速が気になる。

3. 今月のトピックス ～デフレ脱却とともに広がる景気減速の影～

今年4～6月期の実質GDP成長率は+0.2%と、小幅ながら6四半期連続のプラス成長となった。この結果を受けて改訂された民間シンクタンクの見通しは、平均すると2006年度が実質+2.5%、2007年度が同+2.1%程度であり、5月時点の見通しと変わっていない。しかし、見通しの中身を見ると、2006年度については設備投資が上方修正される一方で、輸出と政府最終消費が下方修正されている。

短期的な景気シナリオとしては、多くのシンクタンクが今年度下期から来年度上期にかけての減速を想定している。半導体や液晶などデジタル関連財の在庫調整と米国をはじめとする海外景気の減速が、日本の景気を調整させる要因であるが、来年度下期には、在庫調整の一巡と米国景気の再加速を背景に、日本の景気も再び加速してくると見込まれている。

短期的な景気の方角性が同じであっても、各シンクタンクの成長率見通しには、2006年度2%～3%強、2007年度1%台前半～3%弱と開きがある。こうした成長率見通しの開きは、交易条件の悪化による影響や、企業から個人への景気回復の広がりといったポイントをどのように評価するかということと関係している。また同時に、デフレ脱却後にどのような日本経済の姿を想定するかということも、中期的な成長力という観点から、成長率見通しに影響してくる。

当社調査部の見通しは、2006年度が+2.1%、2007年度が+2.0%と、一時的な減速はあるものの2%程度の成長軌道が続けるという見方であるが（調査レポート06/35「2006/2007年度経済見通し（2006年8月）～デフレ脱却とともに広がる景気減速の影～」）、今月は、民間シンクタンクの見通しの違いをもたらししている足元の景気認識、先行きのリスク要因、そしてポスト・デフレ経済のイメージについて整理してみた。

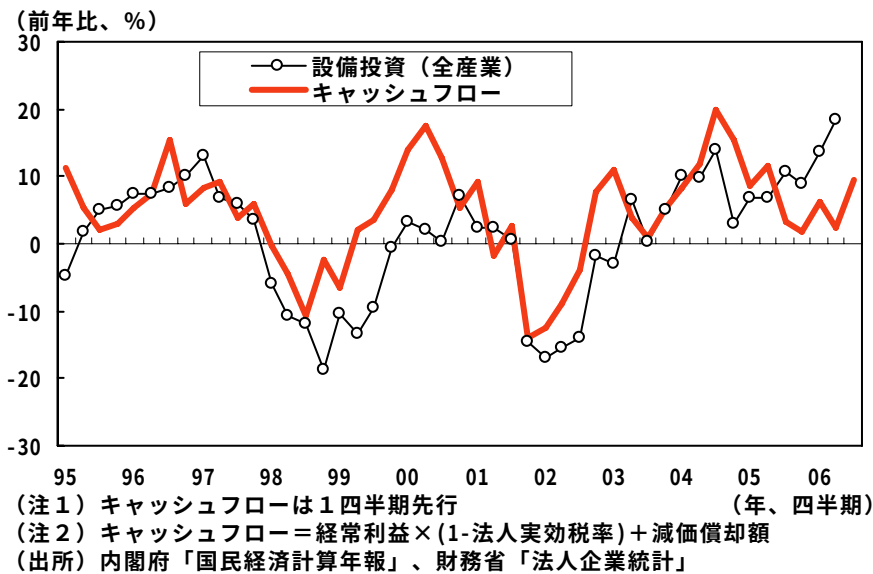
（1）景気認識の変化

①設備投資の拡大

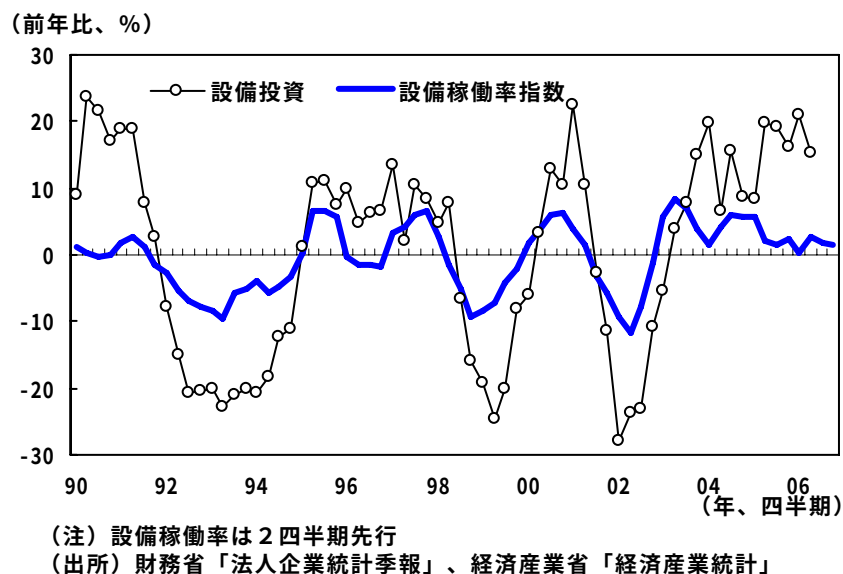
4～6月期の設備投資は、前期比+3.8%と9四半期連続で増加しており、2006年になってからの増加の勢いはかなり強い。また、キャッシュフローや設備稼働率の状況と比較しても、設備投資の強さが目立つ。

法人企業統計を用いて設備投資とキャッシュフローの前年比伸び率を比較してみると、通常はキャッシュフローの動きにやや遅れて設備投資が変動しているが、2005年以降はキャッシュフローの増加率が鈍化しているのに対して、設備投資の伸びが高まっている（図表1）。同様に、設備投資に先行する設備稼働率の推移と比べてみると、ここでも設備稼働率の伸びが低くなる中で、設備投資の伸び率が高まっていることがわかる（図表2）。

図表１．キャッシュフローと設備投資の動き（全産業）

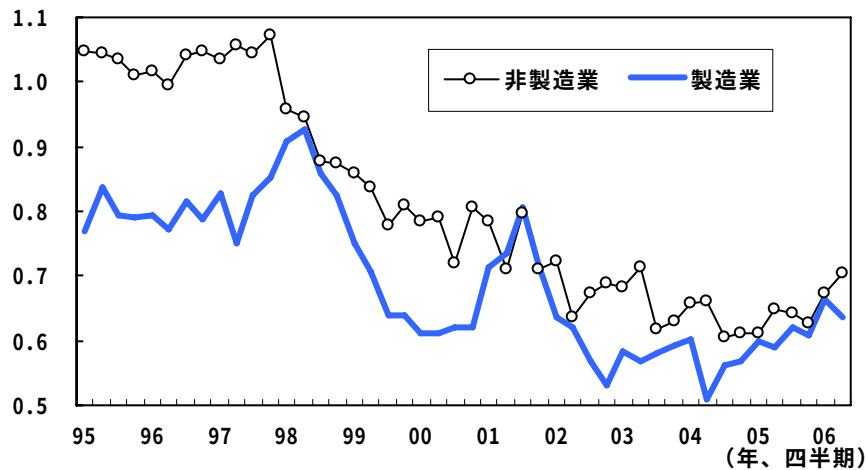


図表２．設備稼働率と設備投資の動き（製造業）



このようにキャッシュフローや設備稼働率と比較しても堅調な設備投資の伸びをどう評価すべきか。まず、設備投資がこれまで抑制されていたのでその反動が出ていると考えることができる。キャッシュフローと設備投資の関係を前年比伸び率の比較ではなく、両者の水準の関係を示す投資性向（設備投資／キャッシュフロー）でみると、キャッシュフローに比べてかなり低い水準まで減少していた設備投資が、ようやく持ち直しているに過ぎない（図表３）。もっとも、キャッシュフローと比べて設備投資の規模が低い水準にあるということは言えるのだが、設備投資が今なぜ増えているのかという疑問は残る。

図表３．投資性向の推移（季節調整値）



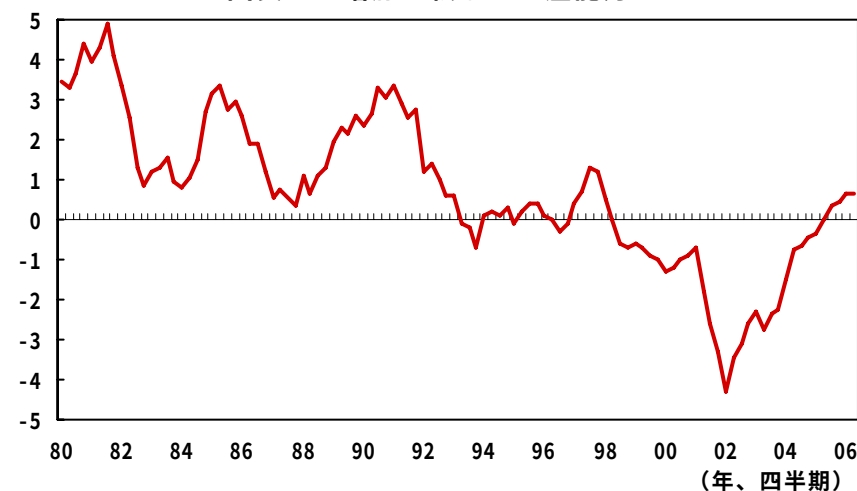
(注1) 投資性向＝設備投資÷キャッシュフロー

(注2) キャッシュフロー＝経常利益×(1－法人実効税率)＋減価償却額

(出所) 財務省「法人企業統計」

設備投資増加の要因としては、これまで先延ばししてきた更新投資の実施、競争力向上のための生き残りをかけた投資など、いくつか考えられるが、輸出需要の増加にあわせて生産能力を拡大する必要性が出ていることは重要であろう。98年以降は過剰設備の処理が本格化したため、設備投資が拡大している時でも生産能力の減少が続いていたが、ようやく生産能力が増加に転じてきた（図表４）。そして、輸出依存度の高い業種ほど設備投資の伸び（2002～2005年度）が高くなる傾向がある（図表５）。

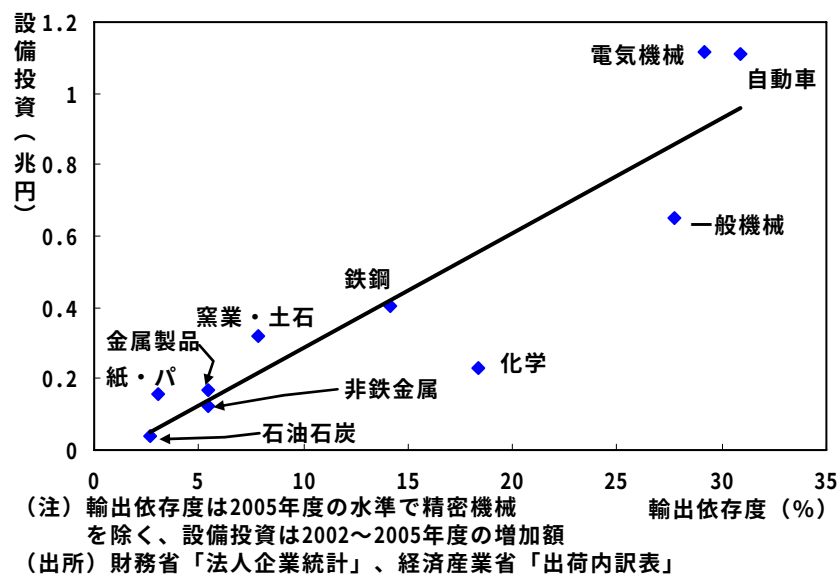
図表４．増加に転じた生産能力



(出所) 経済産業省「経済産業統計」

輸出需要の拡大に対応するためには、稼働率を高めるだけでは対応できず、新鋭設備を導入して競争力を高めながら生産能力を高める必要が出てきているようだ。この設備投資の拡大が、ここ1～2年伸びが鈍化しているキャッシュフローとは異なる動きとなっている。投資性向がかなり低い水準にあることを考えれば、キャッシュフローの面からすぐに設備投資を抑制する必要はないので、しばらくは設備投資の拡大が続くと考えられる。

図表 5 . 輸出依存度と設備投資（製造業）



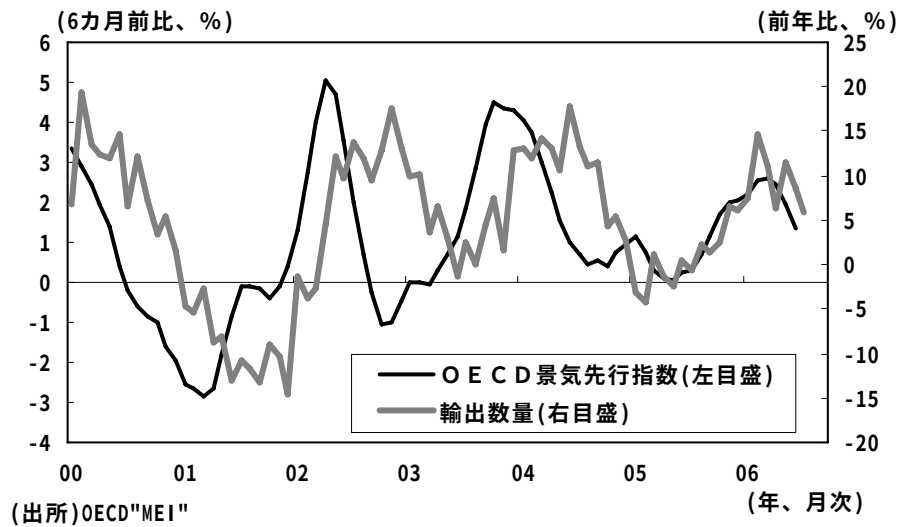
もっとも、キャッシュフローの伸びが鈍化しているのに、いつまでも設備投資が増加を続けるというのも考えにくい。いずれ、輸出需要の拡大に対応した能力増強投資が一巡し、さらに世界経済の減速によって輸出の伸びが鈍化してくれば、設備投資にも影響してくる。2007 年に入るところには設備投資が調整局面を迎える可能性がある。

②輸出の減速

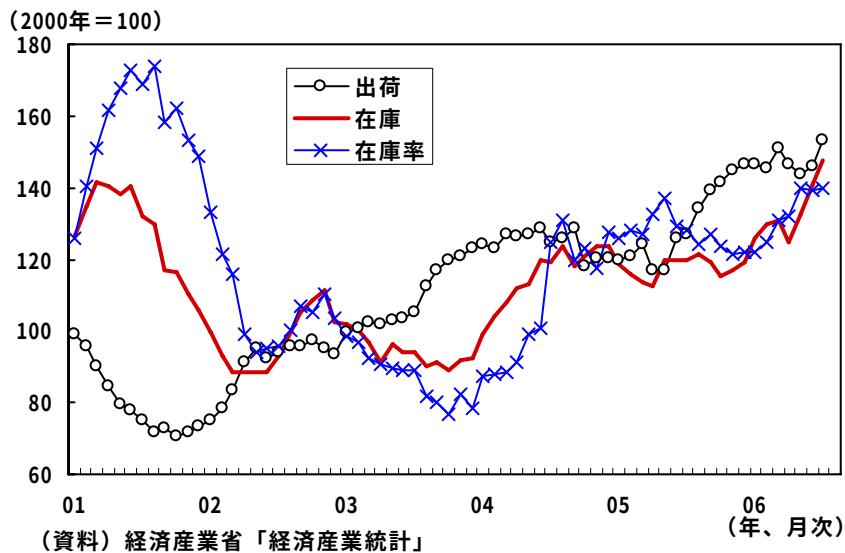
4～6 月期の GDP では、実質輸出が前期比+0.9%とそれまでの 2～3 % 台のペースに比べて減速した。財務省の貿易統計でも輸出の伸びが鈍化してきている。OECD 景気先行指数と日本からの輸出数量を比較してみると両者の動きはよく連動しており、日本からの輸出が世界経済の動向に影響されていることがわかる（図表 6）。世界経済の減速に影響された輸出の伸びの鈍化は予想されていたが、想定されていたよりもやや速いペースで減速してきた。米国ではブームが続いていた住宅投資がすでに減少しており、個人消費や設備投資も減速している。米国景気の減速は世界経済に影響を与えながら、日本からの輸出を抑える要因となる。

また、半導体や液晶などデジタル関連財の在庫が増加してきている。鉱工業生産統計によると、電子部品・デバイスの在庫は増加が続き、IT ブーム崩壊後のピークを上回っている。出荷も増加基調が続いているので、在庫の増加は出荷の増加に対応したものと考えられるが、在庫率も上昇している（図表 7）。一部の在庫は、出荷が想定したほどの伸びではなかったために、意図せざる在庫として積み上がっている可能性がある。世界の半導体出荷を見ると、増加と減少のサイクルを繰り返している。そろそろ、シリコンサイクルが調整局面を迎えて、日本からの輸出や生産に影響してきてもおかしくない（図表 8）。

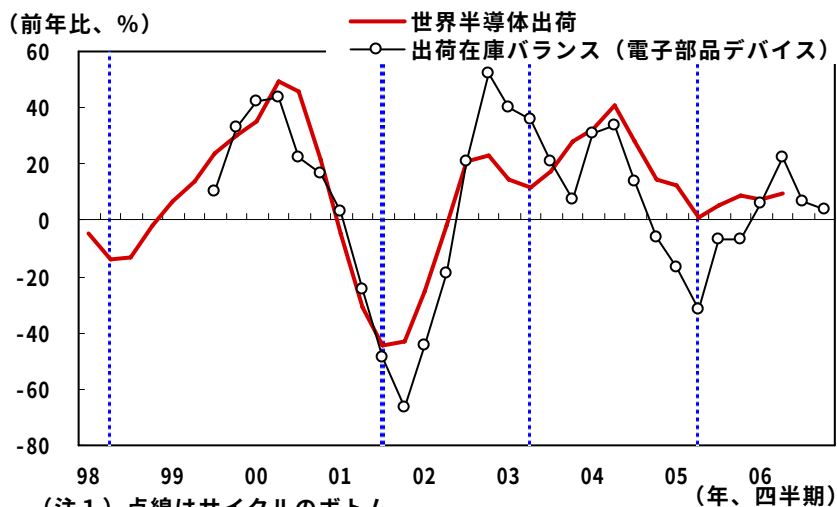
図表6. OECD 景気先行指数と日本の輸出数量の推移



図表7. 電子部品・デバイスの出荷・在庫状況



図表8. 世界半導体出荷の状況



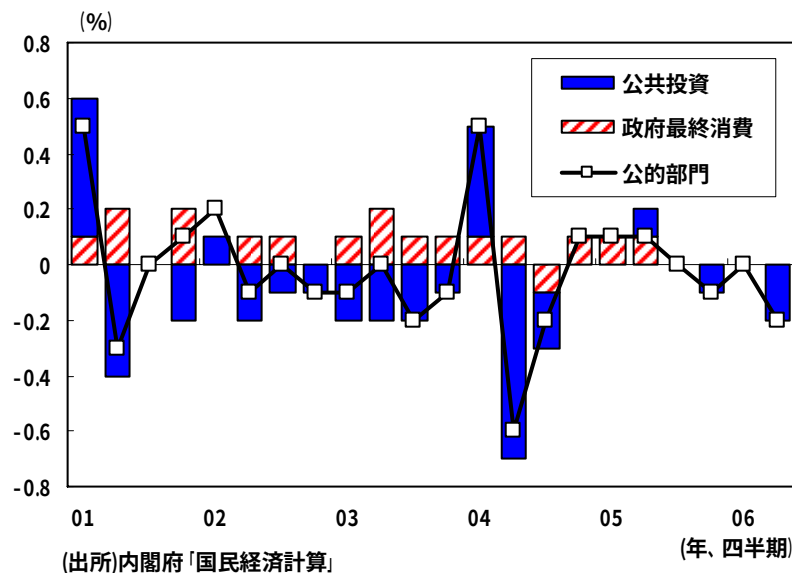
こうして、今年度後半は世界経済の減速やデジタル関連財の在庫調整を背景に景気が減速すると見込まれる。もっとも、最近ではシリコンサイクルの変動が小さくなっており、今回の上昇局面では半導体出荷の増加は過去に比べれば小幅にとどまっている。このため、今後シリコンサイクルが下降局面に入っても、景気が後退してしまうほど大きな調整にはならないだろう。2007 年度後半に向けて調整も一巡し、世界経済が再び加速してくるにつれて、日本経済の成長率も高まってくるだろう。

③政府最終消費支出の減速

設備投資や輸出に比べるとあまり注目されていないが、4～6 月期の政府最終消費支出は7 四半期ぶりに前期比減少した。政府サービスの動向を反映する政府最終消費支出は、GDP の2 割近くを占めており、全体の成長率に与える影響も小さい。政府最終消費支出は、高齢化による社会保障関連サービスの拡大も影響して増加基調が続いているが、ここ1 年ほど、理由ははっきりしないが、増加ペースが緩やかになっている。

これまでは、公共投資の削減が続く一方で、政府最終消費支出が拡大を続け、政府部門全体では景気に中立な状態に近づくような関係が続いていた。これからも公共投資は減少が見込まれるが、加えて政府最終消費支出の伸びが鈍化を続けるならば、政府部門全体で経済成長率を押し下げる傾向が強まってくる（図表9）。

図表9．実質 GDP 成長率への公的部門の寄与度



（２）景気のリスク要因

景気が今年度下期から減速して来年度後半にかけてまた加速してくるという短期的シナリオは、多くのシンクタンクに共通しているが、成長率見通しには開きがある。景気に影響する構造的要因に対する評価に違いがあるようだ。

① 交易条件の悪化と企業収益

まず、交易条件の悪化に直面した企業収益の先行きに対する評価である。原油をはじめとする一次産品価格が高騰を続け、日本の交易条件（産出物価／投入物価）は大きく悪化している。限界利益率が低下して企業収益が圧迫されているのは間違いないが、企業収益の先行きについては見方が分かれる。楽観的な見方では、日本企業はバブルの負の遺産を処理して財務体質や収益力が向上していることに加えて、産出価格への価格転嫁により高収益を維持できるということになる。一方、慎重な見方では、原材料価格に加えて、人件費など固定費も上昇に転じて、収益環境はますます厳しくなるので、企業収益の悪化が設備投資など企業活動に影響することになる。

② 個人への景気回復の広がり

個人の所得が拡大して、景気回復が企業から個人に本格的に広がってくるのかという点についても評価が分かれている。ようやく雇用・所得環境が改善し始め、景気回復が個人にも及ぶようになってきたというのはほぼ共通した認識である。楽観的な立場に立てば、雇用が増えるだけでなく、団塊世代の引退も控えて雇用の不足感が出ているので、労働力確保のために賃金も上昇し、雇用・所得環境はさらに改善することになる。これに対して、慎重な見方に立てば、企業は事業拡大に必要な労働力は確保するが、固定費の増加につながる賃金の引き上げには慎重なままということになる。企業の人件費抑制姿勢は変わっていないので、企業から個人への景気回復の動きは十分に広がらない。

楽観的な見方、慎重な見方どちらか一方が正しいという話ではなく、どちらの要素も今の日本経済には存在していると言える。ただ、ここに来て、慎重な見方に示される景気減速リスクにより注意が払われるようになっている。

（３）ポスト・デフレ時代の企業行動

デフレ脱却後の日本経済の姿をどのように描くかということも、中期的な成長力という観点から、日本経済の先行きの見方に影響してくる。ポスト・デフレ時代の姿を、成長率が高まり、個人の所得が増加して消費活動が活発になり、投入コストの上昇を価格転嫁して企業収益も好調な経済と考えるならば、先行きの見通しも明るいものになる。しかし、ポスト・デフレ時代とは、国内のパイはあまり増えないが、コストは増える時代と捉えることもできる。ポスト・デフレ時代の到来は企業行動にも影響を及ぼす。

① デフレ時代の企業行動

ポスト・デフレ時代の企業行動を考えるために、まずデフレ時代の企業行動を理解しておこう。デフレ時代とインフレ時代では、原油価格高騰に対する対応の仕方が大きく異な

る。図表 10 は、製造業において企業が原油価格上昇のインパクト（投入コストの増加による利益減少）をどのように吸収したか、第 1 次、第 2 次石油ショックと今回の原油価格上昇と比較してみたものである。

図表 10. 投入コスト上昇分の吸収状況（製造業）

(単位：兆円)

	1973～76年度	1979～82年度	2002～05年度
(利益減少要因)			
投入コストの増加	51.6	42.5	51.9
(利益増加要因)			
→ 売上数量増加による吸収	23.2	19.4	42.1
(うち輸出分)	(売上増) 5.0	(売上増) 4.5	(売上増) 11.6
→ 固定費圧縮による吸収	-17.5	-12.4	1.3
(人件費)	(コスト増) -12.5	(コスト増) -8.6	(コスト減) 1.8
(利払い費)	-3.8	-1.9	0.5
(減価償却費)	-1.2	-1.9	-1.1
→ 価格転嫁による吸収	53.1	32.7	17.0
(販売価格上昇)	(販売価格上昇)	(販売価格上昇)	(販売価格上昇)
経常利益減少額	3.0	1.8	-10.0
	(利益減少)	(利益減少)	(利益増加)

(注1) 2000年価格表示。在庫変動等や交絡項の影響により、経常利益の変動額と内訳の変動要因の合計は一致しない

(注2) 売上高÷産出価格＝産出数量、売上原価÷投入価格＝投入数量、とした。

投入コスト増加の影響は、(最終年度の投入価格－初年度の投入価格)×(投入数量の期間平均)により計算。

売上数量増加による吸収は、(最終年度の産出数量－初年度の産出数量)×(産出価格の期間平均)により計算。

売上数量のうち輸出分は、売上数量増加による吸収×(輸出増加額／売上増加額)により計算。

価格転嫁による吸収は、(最終年度の産出価格－初年度の産出価格)×(産出数量の期間平均)により計算。

(資料) 日本銀行「物価指数統計月報」、財務省「法人企業統計季報」

これによると、原油価格上昇などによる投入コストの増加（3年間の合計）は、第1次石油ショックのときも今回も 51 兆円強とほぼ同じである。インフレ時代の第1次石油ショックのときは、売上数量増加による吸収分が 23.2 兆円あったが、賃上げなどにより固定費が 17.5 兆円増加したため、販売価格への転嫁は 53.1 兆円に達した。¹

これに対してデフレ時代の今回の場合は、世界経済が成長を続け輸出が拡大したこともあり、売上数量の増加による吸収が 42.1 兆円にも達した。また、固定費は圧縮されていたため、わずかながらもコスト吸収に寄与した。この結果、利益を 10 兆円拡大した上に、価格転嫁を 17.0 兆円にとどめることができた。

¹ 投入コストの増加をはじめとして、図表 10 で示した数字は、それぞれ3年間の累積の値である。また、原油価格の上昇による石油精製業の投入コスト増、輸送料金の上昇や石油関連の原材料費の上昇による製造業の投入コスト増、など各段階での投入コストの増加が合計された数値である。このため、経済全体でみたネットの投入コスト増加はこれより小さくなる。投入コストの増加以外の数値についても同様である。

②ポスト・デフレ時代の企業行動

ポスト・デフレ時代になると、企業行動が変わってくる。多くの企業において原燃料など変動費が膨らんでおり、雇用や設備投資の拡大のために人件費や減価償却費などの固定費が拡大している企業も増えている。こうしたコストの増加を、売上の拡大によって吸収している企業もあれば、そうでない企業もある。そして、コストを吸収しきれない企業は販売価格を上げざるを得ないことになる。

どうやらコストの上昇を吸収しきれない企業が増えてきているようだ。実際、ガソリン価格はかなり上昇してきているほか、原油価格高騰の影響を受けやすい運輸サービスなどはコストの吸収が限界に達してきており、化学製品価格や電力など光熱サービスの価格にはコストの増加分が転嫁されている。また、人件費上昇の影響を受けやすいサービスの価格も上昇が予想される。

こうして、消費者物価の上昇幅が拡大してくれば、デフレ脱却はより確かなものになるだろう。しかし、価格転嫁の動きが消費段階にまで広がるのが、企業の収益環境をさらに厳しくしてしまう恐れがある。

③デフレ脱却とともに広がる景気減速の影

本来、企業が販売価格を引き上げることができるのは、需給が逼迫しているときである。旺盛な需要に引っ張られて価格が上がるのであれば、売上や利益を増やすことができるからだ。一方、原材料コストが上がったという供給サイドの要因に押されて販売価格を挙げてしまえば、需要が減ってしまう。これまでは、「固定費の圧縮という企業努力と、世界経済の成長という恵まれた環境を活かしながら、価格転嫁を抑えて収益を確保する」といった非インフレ的な企業行動が、原材料価格が上昇しても景気回復が持続する状況を可能にしてきたと言える。

これに対して、価格転嫁せざるを得ないというインフレ的な企業行動が強まってくると、デフレは脱却するかもしれないが、個人消費を中心に景気の先行きに懸念が出てくる。もっとも、バブル崩壊の負の遺産の処理を終えて企業の基礎体力が増している。一時的な減速があっても世界経済の成長が続き、輸出が増加する環境が維持されるのであれば、コスト増加のうち消費者にまで価格転嫁しなければいけない分は限定的であろう。そもそも、安易な価格転嫁は需要の減退を招き、企業収益を圧迫してしまうことは過去の石油ショックでの経験から学んでいる。このため、デフレ脱却とともにインフレが急進して景気が後退してしまうリスクは小さいと思われる。

ただ、コストが上がる時代の企業行動が消費者への価格転嫁というインフレ的なものにシフトしてくるにつれ、徐々に景気減速の芽が広がっているリスクには注意が必要だろう。