

調査レポート

日本経済ウォッチ
< 2004年1月号 >

【目次】

. 今月の図表 ~ 為替介入実施額の増加と為券発行限度枠の引き上げ ~	... p.1
. 景気概況 ~ 中小企業で厳しい雇用・所得環境 ~	... p.2
. 今月のトピックス ~ 企業収益の現状と今後 ~	... p.3~10
~ 公共投資の足元の動向と地域経済への影響 ~	... p.10~12



【お問い合わせ先】 調査部(東京) 国内経済班 E-Mail : masashi@ufji.co.jp

．今月の図表【為替介入実施額の増加と為券発行限度枠の引き上げ】

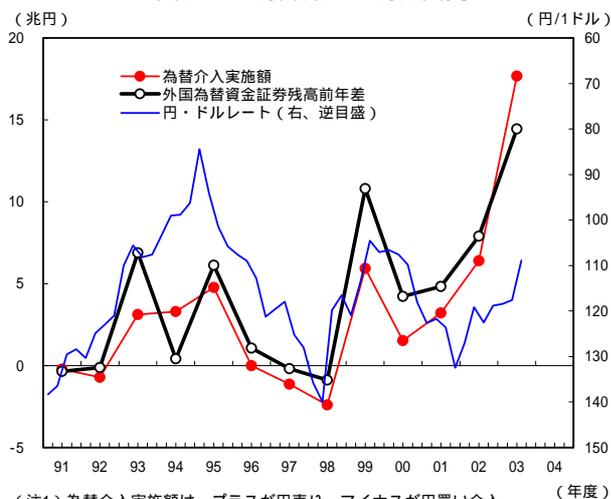
貿易黒字の拡大などを背景とした円高圧力の強まりを受け、当局による外国為替市場への介入額が増加している。2003年度に入ってから介入実施額はすでに17兆円を超え、過去の実績と比較しても突出した規模となっている（図表1）。1ドル＝100円割れとなった1994～1995年時や、1ドル＝100円近辺にまで円高が進行した1999年末～2000年初頭といった過去の円高局面と比較すると、足元の為替レートは相対的に円安の水準にあるにもかかわらず為替介入額は大幅に増加しており、当局の円高への警戒感の強さを示している。

為替介入に要する資金は外国為替資金証券（以下「為券」）の発行によって調達しており、為券の発行残高はほぼ介入実施額に連動して増減している（図表1）。円安に対応して円買い介入が実施された1991～1992年度、1997～1998年度といった時期には為券残高が減少する局面もみられたが、その他の時期に実施された介入は円売り介入で占められており、為券残高は徐々に増加してきている。

為券の管理は国の特別会計の一つである外国為替資金特別会計で行っている。同会計の資金調達額には予算によって限度額が設定されているが、円売り介入の実施にともなう為券発行残高の増加に応じて、この限度額も引き上げられてきている（図表2）。1990年度に28兆円となっていた限度額は、2003年度当初予算では79兆円にまで増額されている。

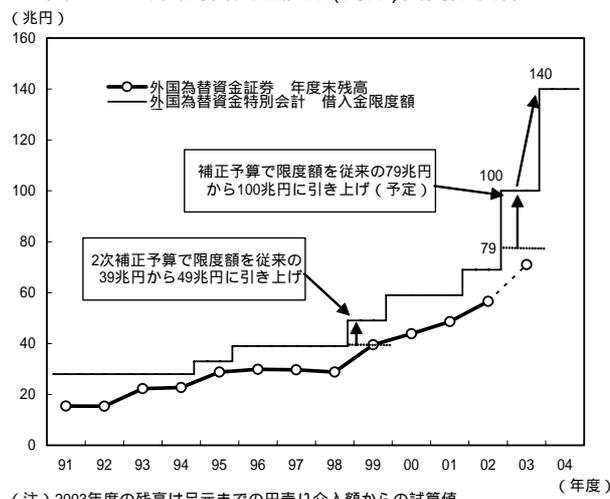
2002年度末時点での為券発行残高は56.5兆円程度となっていたが、2003年度に入ってからの大規模な円売り介入の実施により、足元では70兆円を超える水準にまで達しているとみられる。限度上限までの余地の縮小は介入額の制限につながるため、2003年度補正予算案では限度額の100兆円への引き上げが盛り込まれた。また、2004年度予算案ではさらに140兆円に増額する方針となっている。これにより、円売り介入に要する資金の調達余地は足元の水準から60兆円程度拡大することになり、原資面での介入への制限は大幅に後退する。来年度末までの間に実際に60兆円もの巨額の円売り介入が実施される可能性は低いであろうが、今回の限度額引き上げは円高阻止に対する当局の積極的な姿勢を反映したもののといえよう。

図表1 為替介入と為券残高



(注1) 為替介入実施額は、プラスが円売り、マイナスが円買い介入
 (注2) 外国為替資金証券残高は年度末値の差額。ただし、2003年度は足元までの円売り介入額などから試算した値と前年度末値との差額
 (注3) 2003年度の介入額、円・ドルレートは足元まで
 (資料) 財務省

図表2 外国為替資金証券(為券)残高限度枠



(注) 2003年度の残高は足元までの円売り介入額からの試算値
 (資料) 財務省

・景気概況 ～ 中小企業で厳しい雇用・所得環境 ～

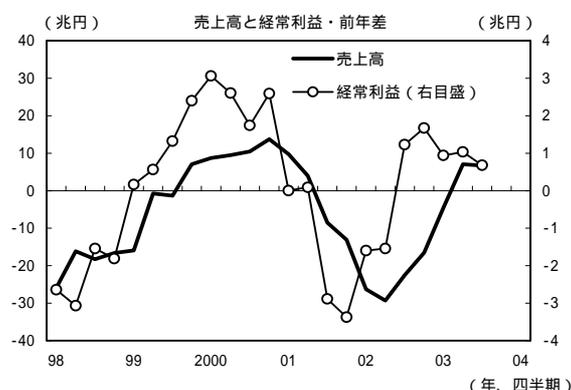
1. 10月末に発表された9月の鉱工業生産指数と10月、11月の製造工業生産予測指数はともに前月比3%程度の高い伸びを示していた。このため、デジタル関連需要の高い伸びが景気を押し上げるというデジタル景気への期待が急速に高まったのだが、その後の状況はどうであろうか。たしかに、11月の鉱工業生産指数は半導体製造装置などの一般機械や半導体など電子部品・デバイス工業を中心に前月比+0.8%と3ヶ月連続の増加となり生産の回復基調が続いている。
2. しかし、その伸び率は予測指数に比べるとかなり下方修正されている。また、製造工業予測調査では12月が前月比-0.4%と減少したあと、1月は+3.4%と高い伸びが見込まれており、生産の増加基調は続いているように見える。しかし、出荷が前月比-1.9%と4ヶ月ぶりに減少する一方で、在庫が同+1.1%と2ヶ月ぶりに増加し、前年比では25ヶ月ぶりにプラスに転じた。企業は在庫の積み増しに慎重であり、在庫が急速に積み上がることはないかもしれないが、デジタル関連商品の需要動向は変化のスピードが速い。生産の先行きを見る上で出荷や在庫の動向には注意が必要である。
3. 生産の拡大を牽引し、景気回復の原動力となっている輸出と設備投資は、ここきて一段と加速しているという感じでもないが、回復傾向は続いている。11月の輸出（数量ベース）は前年同月比+1.7%と伸び率が鈍化しているが、前月比（金額ベース）では増加しており、世界景気のリcoveryを背景にアジア向けを中心に輸出が増加する図式に変わりはない。一方、設備投資は法人企業統計季報ベースでは前期比-3.8%と減少しており、7～9月期のGDPでも実質+0.5%と小幅な伸びにとどまっている。もっとも、先行指数である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、7～9月期に前期比-2.9%と3四半期ぶりに減少した後、10月は前月比+17.4%と大幅に増加しており、設備投資は再び増加してくるであろう。
4. 雇用や所得環境は最悪期を脱しているが、さらに改善していくという勢いが弱い。それどころかやや弱含みの動きも出ている。この背景としては、大企業を中心とした景気回復の動きが中小企業に広がってきていないことが考えられる。例えば、毎月勤労統計の一人あたり現金給与総額を見ると、2003年になってから事業所規模30人以上の平均給与に比べて、事業所規模5人以上の平均給与の伸び悩みが顕著である。11月は30人以上の事業所では3ヶ月連続の増加となったが、5人以上の事業所では2ヶ月連続で減少している。また、雇用者数の増減を見ると2003年になってから、従業員500人以上の規模の企業では雇用者数が増加しているのに対し、1～29人規模の企業では雇用者数が減少している。こうした、中小・零細企業を中心とした所得・雇用環境の低迷は消費にも影響してくるであろう。11月の勤労者世帯の実質消費支出は前月比-0.2%と小幅ながら3ヶ月連続で減少している。
5. なお、2004年前半は、これまで毎年のように行われていた補正予算による公共工事の追加が行われないため、公共投資の大幅な減少が見込まれる。1～3月期、4～6月期の成長率は公共投資の減少によって下押しされる可能性がある。

．今月のトピックス

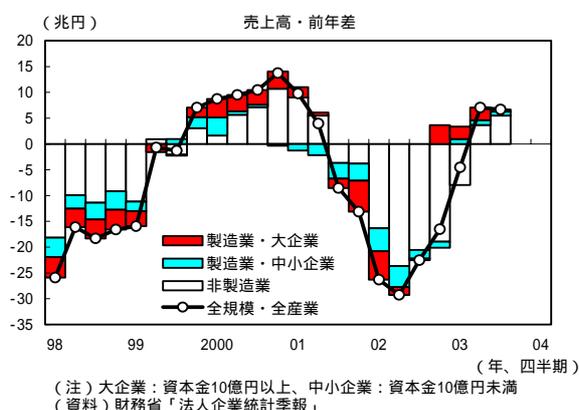
1．企業収益の現状と今後

2003年7-9月期の企業（全産業・全規模）収益（法人企業統計季報ベース）は、売上高が前年比+2.2%（2四半期連続のプラス、前年差6.7兆円増）、経常利益が同比+9.4%（5四半期連続のプラス、同差0.7兆円増）と、回復基調が続いていることを示した（図表1）。売上高の伸び（前年差）を、製造業・大企業、製造業・中小企業、非製造業別に分解すると、2002年に大きく減少した非製造業の売上高が、2003年度に入ってプラスで推移し、売上高拡大に寄与している（図表2）。一方、経常利益をみると、2002年10-12月期以降、製造業・大企業が経常利益全体を牽引しており、売上高の場合と異なり非製造業は利益拡大の面では貢献していないことが分かる（図表3）。

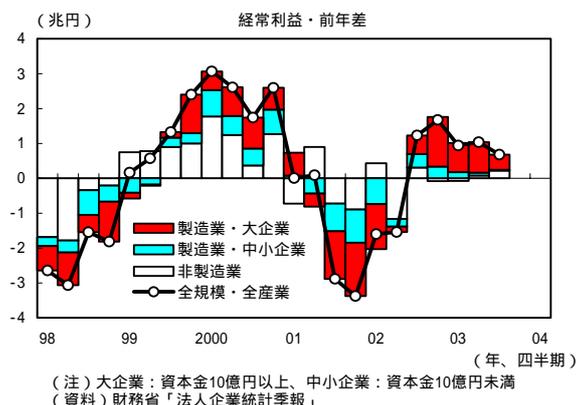
図表1．売上高と経常利益の推移



図表2．規模別・業種別にみた売上高



図表3．規模別・業種別にみた経常利益

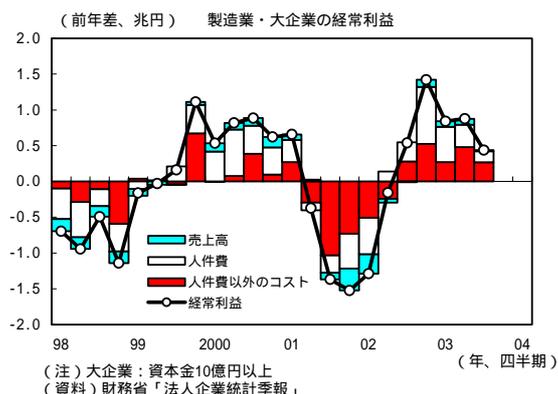


(1) 製造業・大企業の今後の収益について

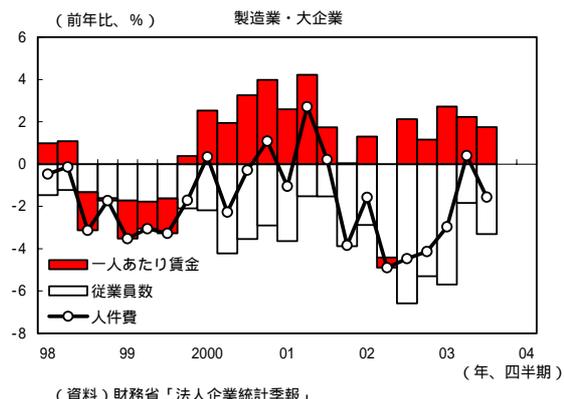
製造業・大企業の経常利益（前年差）を、売上高、人件費、人件費以外のコスト（以下、他コスト）の3つの要因に分解すると、人件費要因と他コスト要因（ともにコスト削減効果）が経常利益を押し上げており、売上高の拡大ではなくリストラ効果の持続が収益拡大に結びついていることが分かる（図表4）。

製造業・大企業の人件費（前年比）を一人あたり賃金と従業員数の2つの要因に分解すると、一人あたり賃金はプラスで推移しているものの、従業員数の削減効果が大きく、人件費が抑制されている（図表5）。製造業・大企業で従業員数の削減が続けられる背景には、一人あたり売上高（＝売上高÷従業員数）でみた生産性の上昇トレンドがある（図表6）。一人あたり売上高は、足元（2003年7-9月期）でも上昇基調を続けていることから、製造業・大企業での従業員数の削減は今後も続く可能性がある。

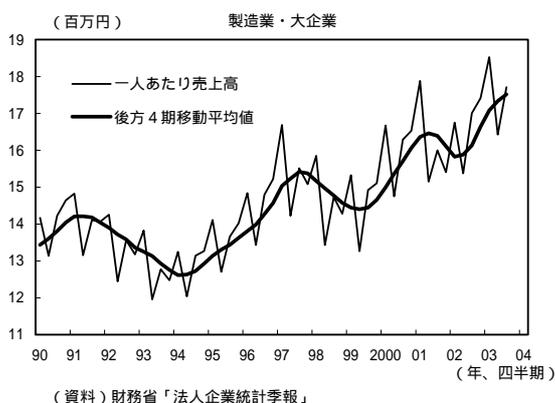
図表4．経常利益の要因分解（製造業・大企業）



図表5．人件費の要因分解（製造業・大企業）

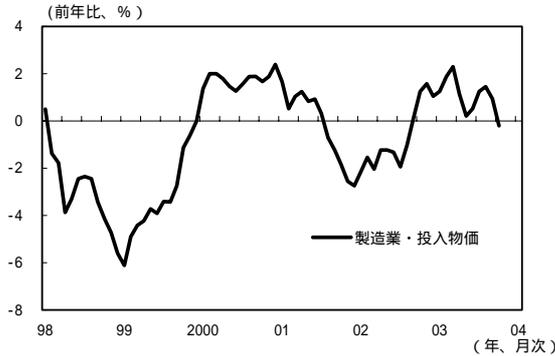


図表6．一人あたり売上高（製造業・大企業）

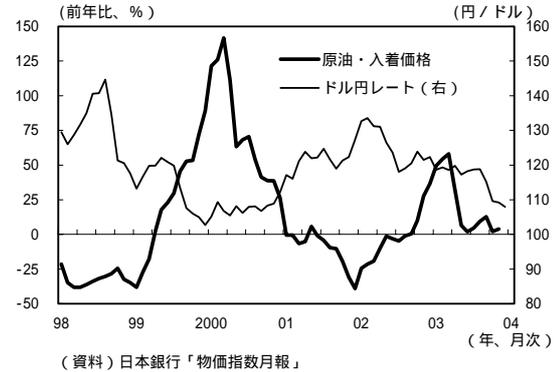


製造業の他コストに大きな影響を及ぼす投入物価（製造業）は、足元で前年比微減となっている（図表7）。これは昨年3月のイラク攻撃を背景とした原油高が一服していることと、円高の進展で輸入原材料コストが低下したためと考えられる（図表8）。ただし産出物価は、前年比減少幅が拡大しており、交易条件（産出物価÷投入物価）は、2002年半ばから悪化傾向で推移したままである（図表9）。また世界景気の回復を背景に国際商品市況は上昇基調で推移している（図表10）。商品市況の上昇は、輸入物価の上昇を通じて素材業種の投入物価を押し上げる（図表11）ため、今後も商品市況の上昇が続き、素材業種の投入物価の上昇を通じて素材業種の収益が悪化するリスクもある。ただ、足元の素材業種の価格転嫁率（＝産出物価の上昇率÷投入物価の上昇率）は、過去（90年以降）に比べ比較的高く（図表12、13）、商品市況上昇による素材業種の収益悪化は過去に比べ限定的と思われる。

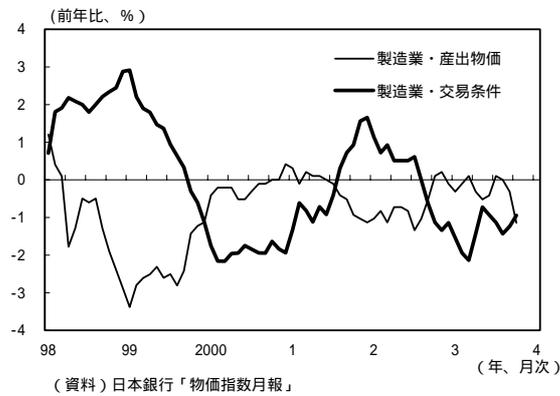
図表7. 投入物価



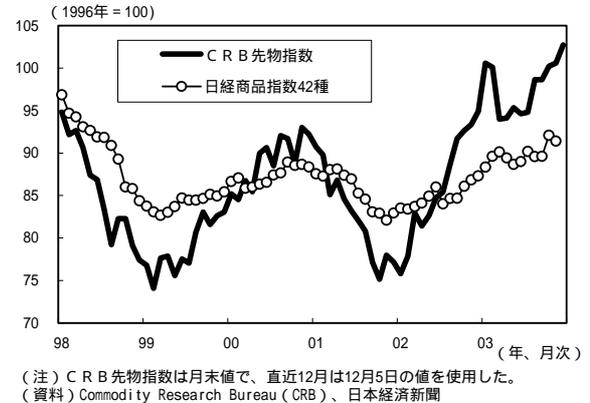
図表8. 原油・入着価格とドル円レート



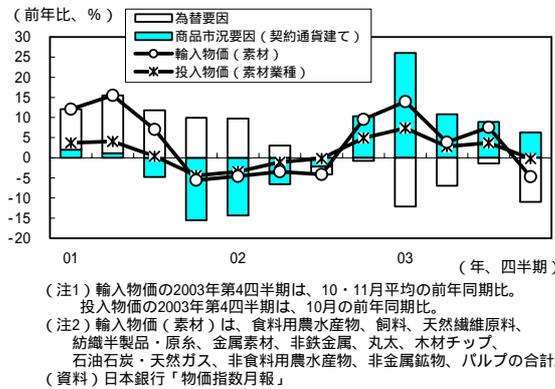
図表9. 産出物価と交易条件



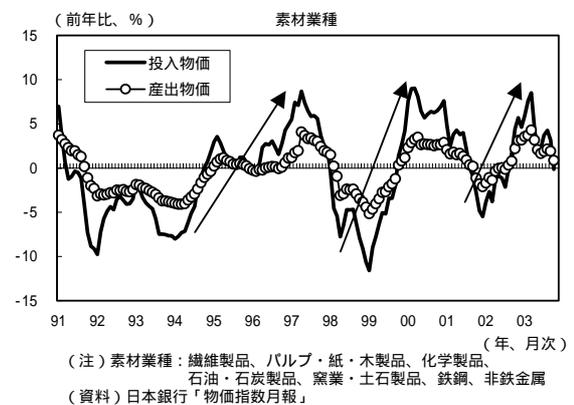
図表10. 国際商品市況



図表11. 素材業種の投入物価



図表12. 素材業種・投入物価の上昇局面



図表13. 素材業種における価格転嫁率

	投入物価(素材業種)			産出物価(素材業種)			転嫁率
	ボトム	ピーク	上昇率	ボトム	ピーク	上昇率	
	1994年4月	1997年2月	11.9%	1994年4月	1997年3月	3.2%	26.9%
	1999年1月	2000年12月	14.6%	1999年3月	2000年12月	5.3%	36.3%
	2001年11月	2003年3月(暫定)	9.5%	2002年1月	2003年4月(暫定)	4.9%	51.6%
足元まで	2001年11月	2003年10月	5.7%	2002年1月	2003年10月	3.8%	66.7%

(注1) 転嫁率 = 産出物価の上昇率 / 投入物価の上昇率 (%)

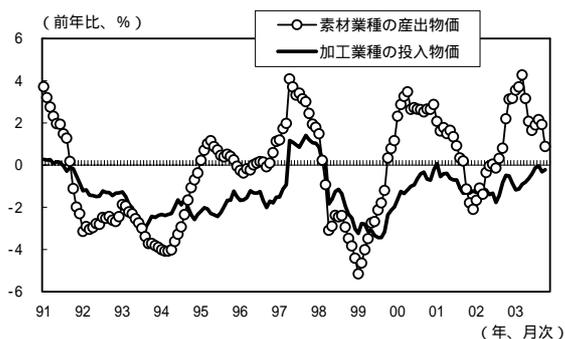
(注2) は、1997年4月に消費税率引き上げの影響が入ってくるため、97年4月以前のピーク値を用いた。

(資料) 日本銀行「物価指数月報」

商品市況の上昇の影響は、素材業種よりもむしろ加工業種で注意する必要があると思われる。素材業種の産出物価と加工業種の投入物価の関係をみると、両者には概ね正の相関

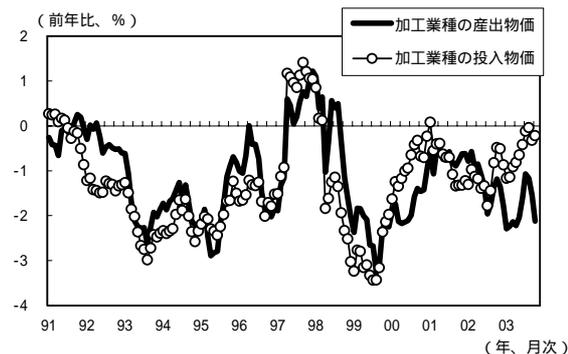
関係があり(図表14) 素材業種での価格転嫁が加工業種のコストアップ要因となっている。一方、加工業種での価格転嫁状況を見ると、足元では投入物価の上昇を産出物価に転嫁できていない(図表15)。このため加工業種の交易条件は悪化幅を拡大させており、製造業全体の交易条件も、素材業種のプラスに転じたにもかかわらず依然としてマイナス基調である(図表16)。こうした交易条件の悪化が他コストの上昇となり、製造業・大企業の収益を悪化させる懸念が残されている。

図表14．加工業種の投入物価



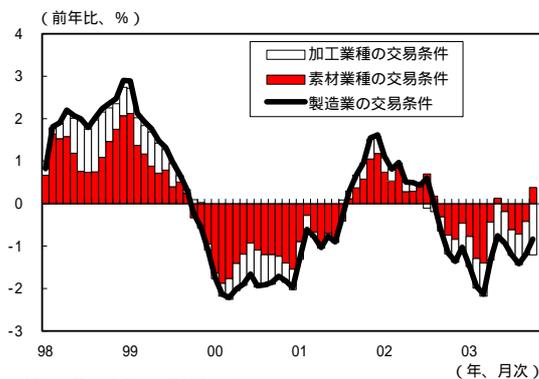
(注)加工業種：食品、金属製品、一般機械、電気機械、輸送機械、精密機械、その他製造工業製品。素材業種は前のグラフに同じ。
(資料)日本銀行「物価指数月報」

図表15．加工業種の産出物価



(資料)日本銀行「物価指数月報」、経済産業省「経済産業統計」、厚生労働省「毎月勤労統計」

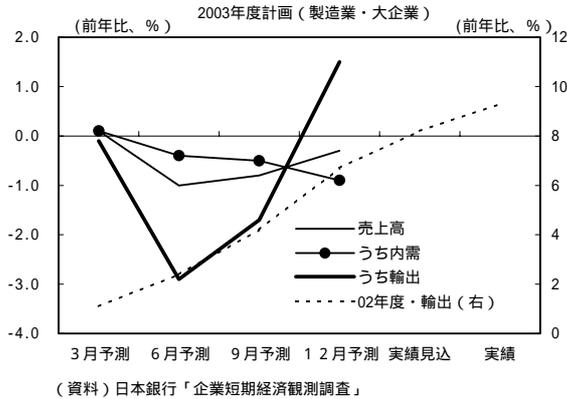
図表16．交易条件の業種分解



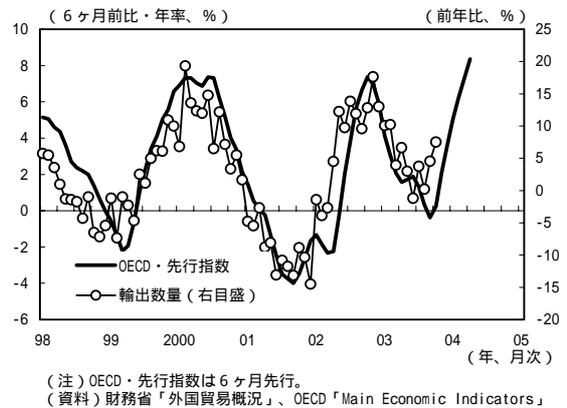
(資料)日本銀行「物価指数月報」

ただし足元では輸出の拡大が続いており、製造業・大企業の今後の売上高が大きく悪化する可能性は低いようである。日銀短観(12月調査)の2003年度計画をみると、輸出向け売上高は12月調査で前年比プラスとなり、2002年度と同様に輸出が内需の低迷をカバーする見込みである(図表17)。また日本の輸出数量(前年比)と連動性が高いOECD景気先行指数をみても、輸出数量は少なくとも2003年度中は拡大することを示唆している(図表18)。製造業・大企業の経常利益は、交易条件の悪化で下押しされる可能性はあるものの、生産性の上昇を背景とした従業員数の削減に輸出拡大が加わることで、今年度中は改善傾向で推移すると思われる。

図表17．2003年度売上高計画（日銀短観ベース）



図表18．OECD景気先行指数と輸出数量

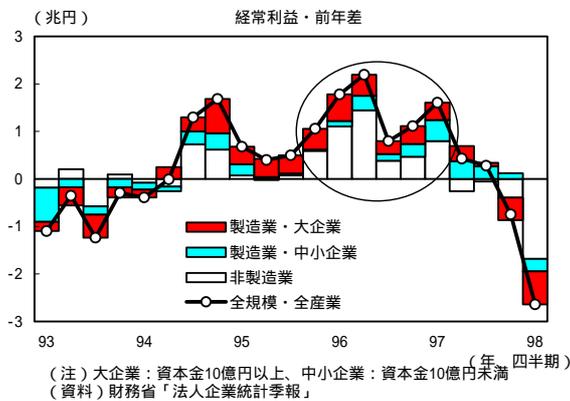


（2）製造業・中小企業、非製造業での利益拡大の可能性

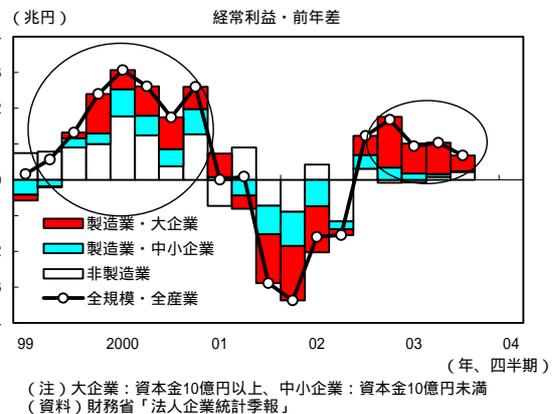
製造業・中小企業

過去2回の景気回復局面（93年10月～97年5月、99年10月～2000年10月）における経常利益（前年差）をみると、回復初期は製造業・大企業など特定業種・規模の企業が利益の拡大を牽引しているが、その後、他業種・規模でも経常利益が拡大してくる（図表19、20）。今後の企業業績を考察する上では、足元では収益への貢献が少ない製造業・中小企業と非製造業での利益拡大の可能性を考えることが有用と思われる。

図表19．規模・業種別にみた経常利益

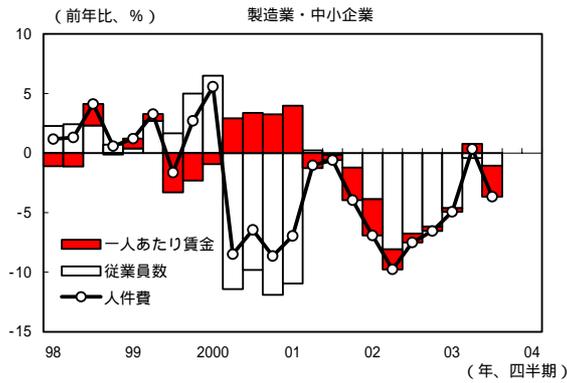


図表20．規模・業種別にみた経常利益



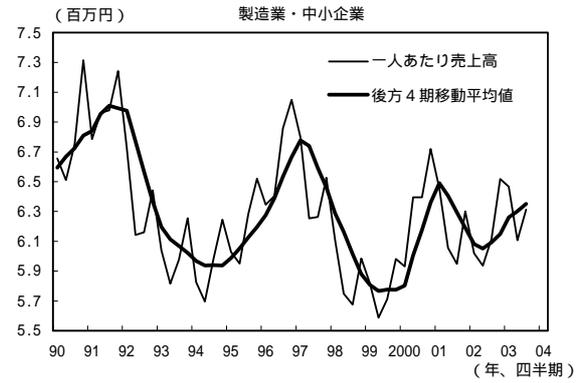
製造業・中小企業の人件費（前年比）を要因分解すると、従業員数だけでなく、一人あたり賃金も減少させることで人件費を削減している（図表21）。ただし一人あたり売上高は、製造業・大企業の場合と異なり、継続的な上昇がみられず、90年以降は5.7～7.0百万円の水準で上下している。また変動費率（＝変動費÷売上高）や原価率（＝売上原価÷売上高）をみても、製造業・大企業は抑制に成功している一方で、製造業・中小企業は足元で上昇に転じている（図表22～26）。製造業・中小企業の経常利益は、人件費削減効果を他コストの上昇が相殺しているため伸び悩んでいる（図表27）。

図表21. 人件費の要因分解 (製造業・中小企業)



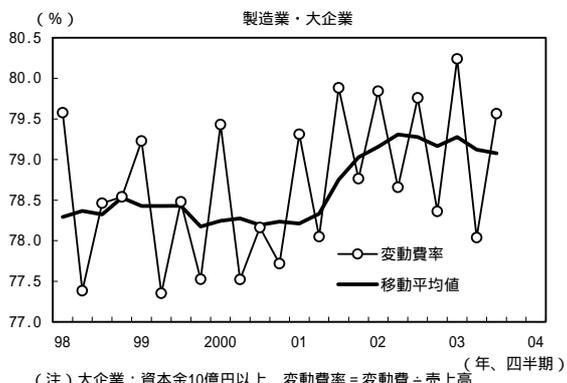
(資料) 財務省「法人企業統計季報」

図表22. 一人あたり売上高 (製造業・中小企業)



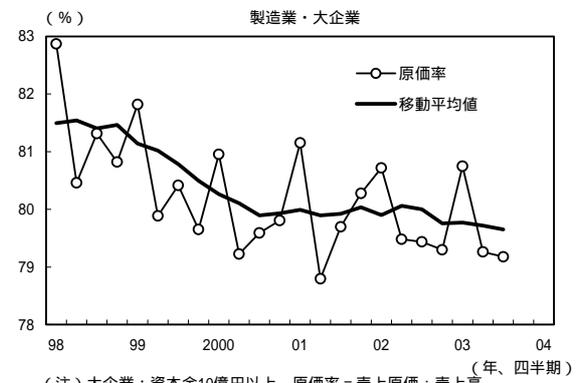
(資料) 財務省「法人企業統計季報」

図表23. 変動費率 (製造業・大企業)



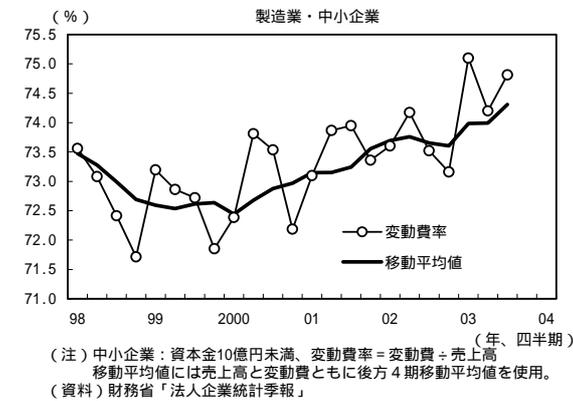
(注) 大企業：資本金10億円以上、変動費率 = 変動費 ÷ 売上高
移動平均値には売上高と変動費とともに後方4期移動平均値を使用。
(資料) 財務省「法人企業統計季報」

図表24. 原価率 (製造業・大企業)



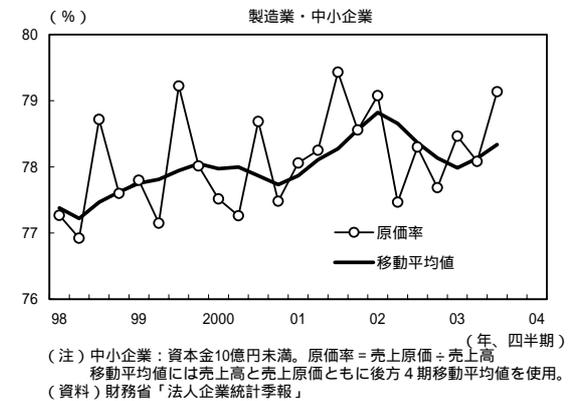
(注) 大企業：資本金10億円以上。原価率 = 売上原価 ÷ 売上高
移動平均値には売上高と売上原価とともに後方4期移動平均値を使用。
(資料) 財務省「法人企業統計季報」

図表25. 変動費率 (製造業・中小企業)



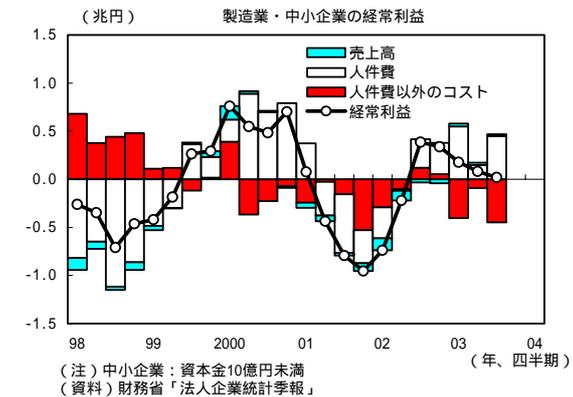
(注) 中小企業：資本金10億円未満、変動費率 = 変動費 ÷ 売上高
移動平均値には売上高と変動費とともに後方4期移動平均値を使用。
(資料) 財務省「法人企業統計季報」

図表26. 原価率 (製造業・中小企業)



(注) 中小企業：資本金10億円未満。原価率 = 売上原価 ÷ 売上高
移動平均値には売上高と売上原価とともに後方4期移動平均値を使用。
(資料) 財務省「法人企業統計季報」

図表27. 経常利益要因分解 (製造業・中小企業)

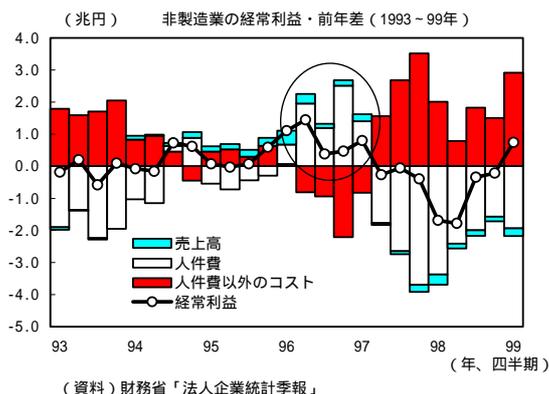


(注) 中小企業：資本金10億円未満
(資料) 財務省「法人企業統計季報」

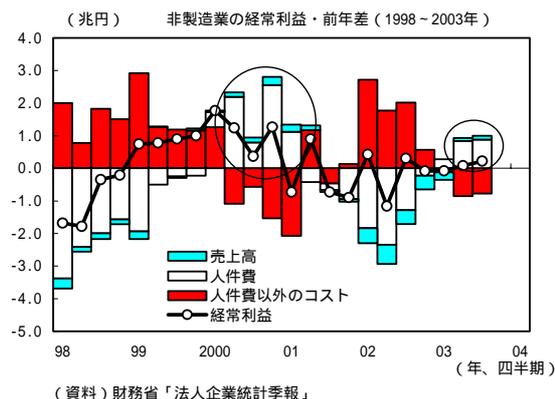
非製造業

非製造業の経常利益（前年差）は、過去2回の景気回復局面では人件費要因によって押し上げられており、足元も押し上げ幅は比較的小さいものの人件費要因がプラスに寄与している（図表28、29）。しかしながら足元の人件費の伸びを要因分解すると、一人あたり賃金の抑制は続いているものの、従業員数は2四半期連続で増加しており、人件費の減少幅は縮小傾向にある（図表30）。非製造業の従業員数（前年比）を業種別にみると、足元の増加は主にサービス業、陸運、その他運輸・通信によることが分かる（図表31）。一人あたり売上高をサービス業、陸運、その他運輸・通信それぞれでみると、サービス業は下げ止まりの兆しがみられるものの過去と比較すると低水準のままである（図表32）。陸運では水準は安定しているものの上昇する気配がない（図表33）。その他運輸・通信では、90年から2002年まで上昇基調を続けてきたが、2003年から急激に悪化しており、従業員数の削減がこれまで以上に難しくなっていることがうかがわれる（図表34）。非製造業の変動費率は足元で上昇の兆しがみられる（図表35）。非製造業の経常利益は、製造業・大企業のようにリストラ効果で拡大させることが難しいと考えられる。

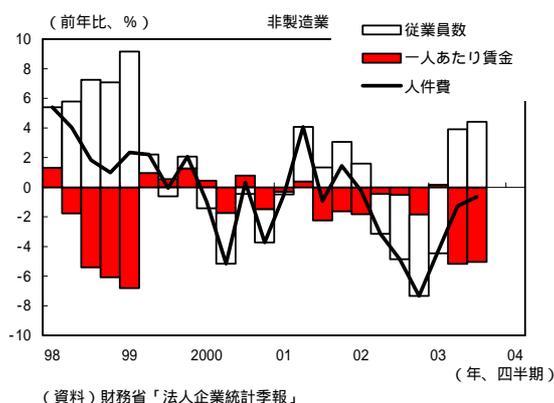
図表28．経常利益要因分解（非製造業）



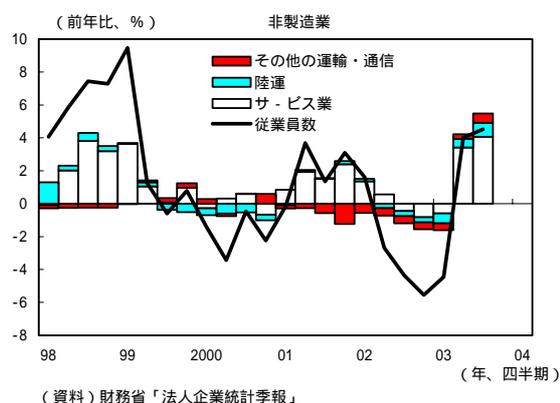
図表29．経常利益要因分解（非製造業）



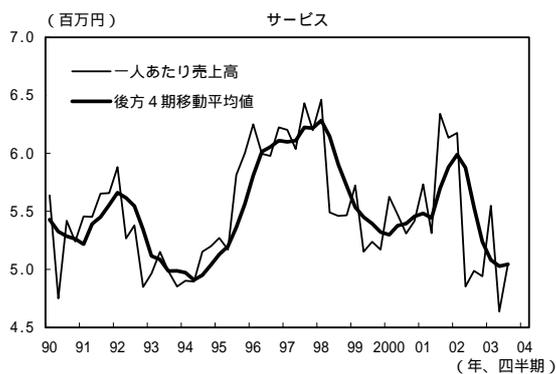
図表30．人件費の要因分解（非製造業）



図表31．業種別にみた従業員数（非製造業）

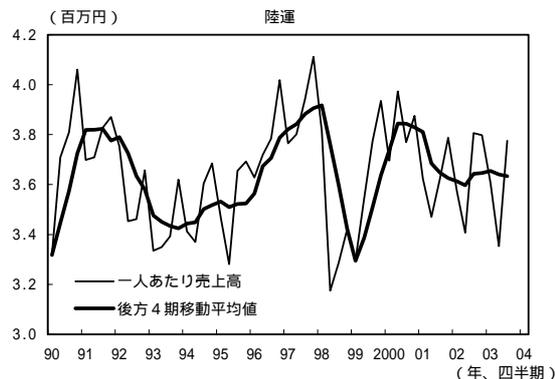


図表32．一人あたり売上高（サービス業）



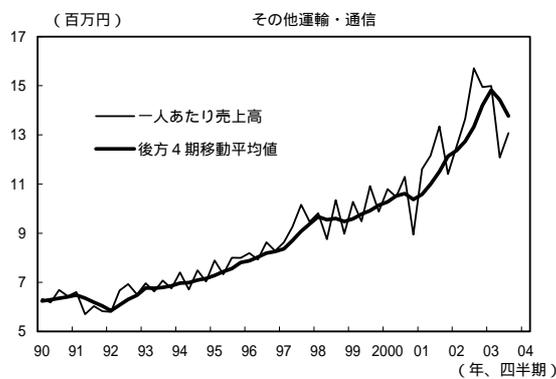
(資料) 財務省「法人企業統計季報」

図表33．一人あたり売上高（陸運）



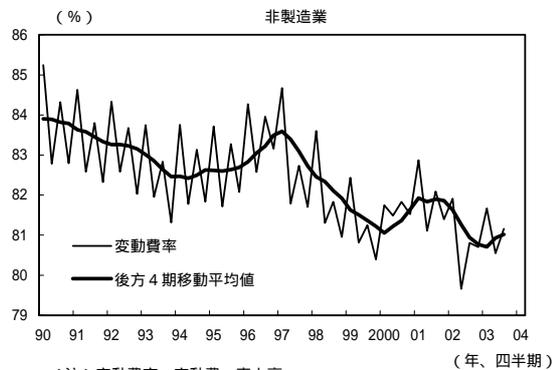
(資料) 財務省「法人企業統計季報」

図表34．一人あたり売上高（その他運輸・通信）



(資料) 財務省「法人企業統計季報」

図表35．変動費率（非製造業）



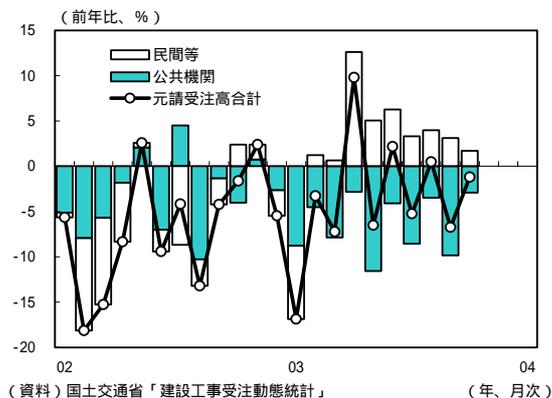
(注) 変動費率 = 変動費 ÷ 売上高
(資料) 財務省「法人企業統計季報」

2．公共投資の足元の動向と地域経済への影響

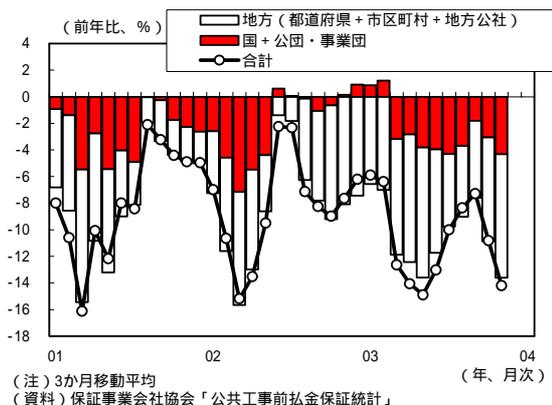
(1) 足元の公共投資の減少について

建設工事受注を民間、公共機関にわけてみると、民間は今年度に入りプラスに転じたが、公共機関は依然としてマイナスで推移している（図表36）。公共工事請負額は、夏場までマイナス幅が縮小していたが、秋以降再びマイナス幅が拡大している（図表37）。こうしたことから、7 - 9 月期に減少幅が拡大した公共投資（SNA ベース）の減少幅が、10 - 12 月期にさらに拡大する可能性が考えられる。そこで 12 月の公共工事請負額の前年比を 11 月並（-23.0%）と仮定して、10 - 12 月期の公共投資を試算した（図表38）。すると 10 - 12 月期の公共投資の減少幅は、夏場に請負額が持ち直したことから、さほど広がらないことが分かる。秋以降の公共投資の落ち込みの影響は、SNA ベースでは 10 - 12 月期ではなく、2004 年 1 - 3 月期に生ずると見込まれる。

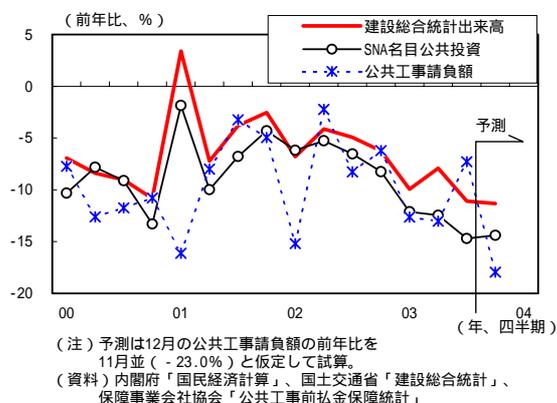
図表36．建設工事受注（民間と公共機関）



図表37．公共工事請負額



図表38．公共工事請負額と公共投資（SNAベース）

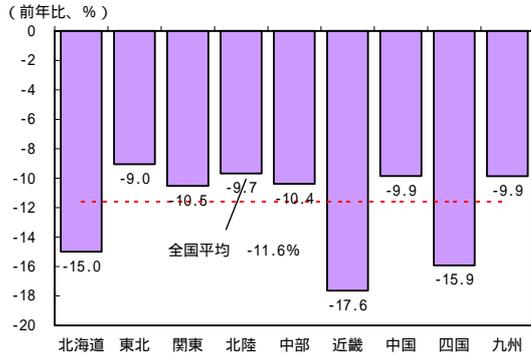


(2) 地域別にみた公共投資減少の影響

公共工事請負額を地域別にみると、各地域とも減少しているが北海道、近畿、四国の減少幅が大きい(図表39)。建設業の就業者数は公共投資から1年ほど遅行する傾向にある(図表40)。また、全就業者に占める建設業の割合を地域別にみると、北海道、東北、北陸の割合が高い(図表41)。こうした点を踏まえると、公共投資の減少幅が大きく、建設業・就業者の割合が高い北海道などで経済がさらに低迷する可能性も考えられる。

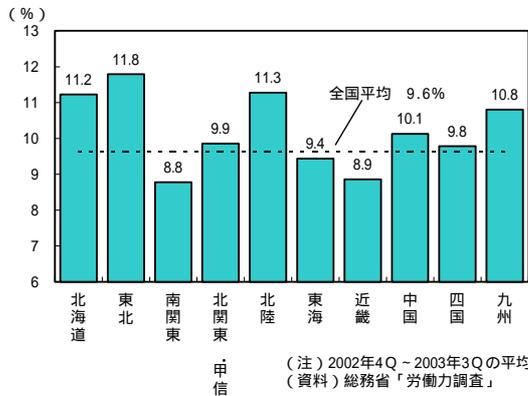
そこで鉱工業生産、名目消費支出、建設業・就業者数と公共工事請負額(全て前年比)の関係を地域別にみた(図表42~44)。3つの関係をみても、地域間のバラツキが大きく、公共工事請負額と明確な相関関係があるとはいえない。公共投資の経済波及効果など検討すべき点が多いことから断定はできないものの、公共工事請負額の減少がすぐさま地域経済に大きな悪影響を与えるとは言い切れない。

図表39．地域別にみた公共工事請負額



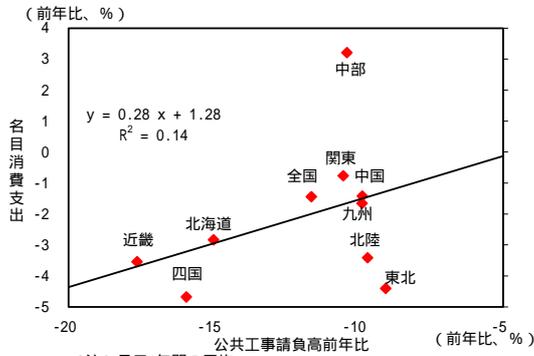
(注) 2003年11月までの1年間の平均
(資料) 保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」

図表41．就業者数に占める建設業・就業者数



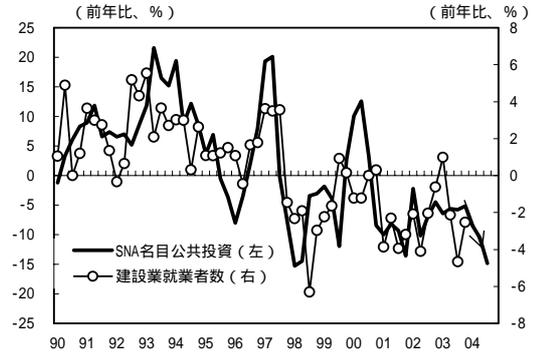
(注) 2002年4Q～2003年3Qの平均
(資料) 総務省「労働力調査」

図表43．名目消費支出と公共工事請負額



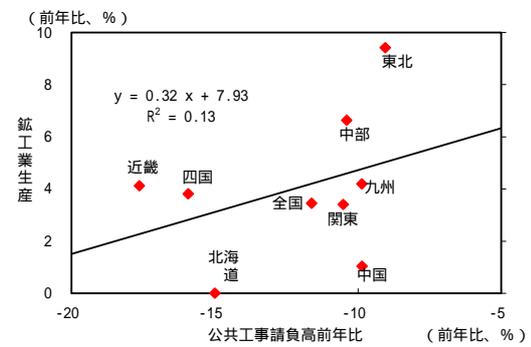
(注) 足元1年間の平均
(資料) 経済産業省「経済産業統計」、保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」

図表40．公共投資と建設業・就業者数



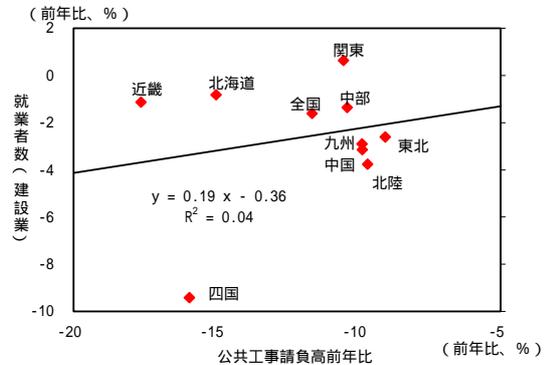
(注) 名目公共投資は1年先行
(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」

図表42．鉱工業生産と公共工事請負額



(注) 足元1年間の平均
(資料) 経済産業省「経済産業統計」、保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」

図表44．建設業・就業者数と公共工事請負額



(注) 足元1年間の平均
(資料) 経済産業省「経済産業統計」、保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」

本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点での判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。