

調査レポート

日本経済ウォッチ
< 2003年12月号 >

【目次】

・ 今月の図表 ～ 乖離するデジタル家電の生産と出荷の動き～	... p.1
・ 景気概況	... p.2
・ 今月のトピックス ～ 2004 年度経済見通しのポイント ～	... p.3～5
付属図表	... p.6～8



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

・ 今月の図表【乖離するデジタル家電の生産と出荷の動き】

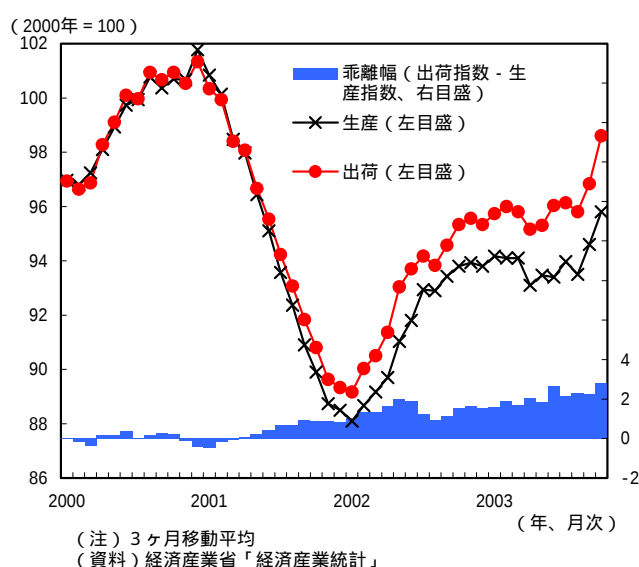
2001 年半ばころから、鉱工業生産指数と出荷指数の動きに乖離が発生し、足元ではその幅が拡大している（図表 1）。乖離の大きな原因は、企業が需要の先行きに慎重な姿勢を続けており、在庫の積み増しを行っていないためである。ただ、最近出荷が好調であるデジタル家電の生産動向を見ると、出荷の動きと大きく乖離している品目がいくつか見受けられる。こうした品目では、単なる在庫圧縮とは別の要因が影響しているようである。

たとえばDVDでは、出荷が2000年1年間の平均と比べて2倍程度まで伸びている半面、生産は約半分にまで落ち込んでいる（図表 2）。また、デジタルカメラの生産は拡大傾向にあるものの、出荷指数がそれ以上の勢いで伸びており、両者の乖離幅が広がっている。生産指数、出荷指数といった統計は、メーカーでの生産数量とそれを受けての出荷数量を調査・集計するものであり、メーカー在庫が急増・急減する場合を除けば基本的には両者の動きに大きな乖離は発生しないはずである。

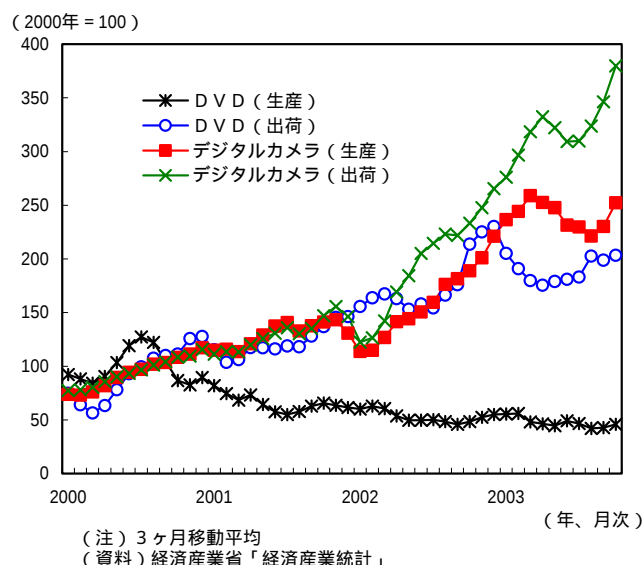
こうした生産と出荷の動きの乖離は、海外の工場で生産した製品の逆輸入によるところが大きいと考えられる。DVDやデジタルカメラの生産については海外拠点への移管が進みつつあるが、出荷前の段階で日本に逆輸入され、製品の検査を受けたうえで国内向けに出荷されている。このため、こうした逆輸入品は、生産指数には計上されないが出荷指数には計上されることになる。

今回の景気拡大局面における生産と出荷の乖離の動きの背景には、企業の在庫積み増しに慎重な姿勢があるだけでなく、逆輸入の増加といった要因もあると考えられる。

図表 1 鉱工業生産指数と出荷指数の推移



図表 2 DVD・デジタルカメラの生産・出荷動向



・景気概況 ～ デジタル景気かデフレ景気か ～

1. 最近では景気回復期待が高まる中で「デジタル景気」という言葉が使われるようになってきている。新三種の神器（DVDレコーダー、薄型テレビ、デジタルカメラ）の普及が消費を喚起して、関連部材の生産増加も伴いながら景気を押し上げるというものである。たしかにこうした新製品には電子部品も多く使用されており、その販売の増加は景気にプラスであろう。しかし、まったく新しい製品が普及しているのではなく、すでに普及している既存の製品が付加価値の高い新製品に買い換えられているという側面もある。新三種の神器の売上が急増する一方で、ビデオデッキ、ブラウン管テレビ、フィルムカメラの販売は減少が続いている。
2. こうしたデジタル景気の要素を除いてみると、足元の景気回復はデジタル景気ならぬ「デフレ景気」といった要素が強い。デフレ景気とは緩やかなデフレと緩やかな景気回復の共存状態をイメージしているが、より具体的には以下のとおりである。

まず、雇用や所得環境の持ち直しは限定的である。景気が回復しても人件費の拡大を懸念する企業は従業員の拡大に慎重であり、ジョブレスリカバリー（雇用増なき回復）といった状態が続く。就業者数の大幅な減少状態は脱却したが、10月の就業者数は前年同月比18万人減少と増加基調に転じない。有効求人倍率は0.70倍と4ヶ月連続で上昇し、今後ある程度の雇用増加が見込まれるものの大幅な増加は難しいだろう。

デフレの下では実質購買力が増加するので、雇用・所得環境が厳しい割に個人消費は実質ベースで底堅さを維持する。しかし、デジタル家電の購入増が消費全体を押し上げるのは難しい。10月の勤労者世帯の実質消費支出は前月比-1.4%と、8月に大幅に増加したあと2ヶ月連続で減少している。

設備投資は緩やかな回復が続く。これまで我慢してきた更新投資に対する潜在需要があり、また設備投資デフレーター的大幅な低下に示されているように設備投資に必要なコストは減少している。このため、企業収益の回復にも助けられて緩やかではあるが設備投資が回復する環境にある。先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は7～9月期に減少したが、10～12月期の受注見通しは再び増加が見込まれている。

在庫投資は拡大しにくい。デフレの下では在庫を保有する負担が大きく、企業は在庫の積み増しに慎重である。このため、景気回復に勢いが出にくい。生産者出荷は10月まで3ヶ月連続で増加しているが、10月の生産者在庫は小幅ながら減少している。

こうした緩やかな景気回復を背景にデフレ傾向が続く。10月の全国の消費者物価指数（除く生鮮食品）は前年同月比+0.1%と5年半ぶりにプラスになったことが話題になっているが、医療費の自己負担増加などの特殊要因にも影響されている。景気回復が続いていることが、消費者物価の下落幅を縮小させているにしても、プラス幅が拡大していくほど景気回復力は強くない。11月の東京都区部の消費者物価指数（除く生鮮食品）は前年比-0.2%と低下傾向が続いている。

3. 景気の先行きを決めてくるのは世界景気であり、その回復に合わせて輸出が増加してきている。10月の輸出（数量ベース）は前年同月比+7.5%とアジア向けを中心に拡大しており、外需の景気下支えはまだ続きそうである。しかし、デジタル景気の盛り上がり期待して、息の長い景気回復が続くと見るのは楽観的すぎるのではないか。

・ 今月のトピックス ～ 2004 年度経済見通しのポイント ～

弊社では、11 月 20 日に 2004 年度の経済見通しを発表した。実質 GDP 成長率は、2003 年度は前年比 +2.6%、2004 年度は同比 +1.3%と予測している。詳細な内容はレポート№ 03/83 を参照いただきたいが、弊社見通しでは、2004 年度初頭までは景気の回復が続くものの、年度後半に向けて調整局面を迎えると想定している。以下では、今後の景気変動の姿につき、弊社の見方を説明したい。

1 . 景気の現状と見通しの概要 ～ 2004 年度はしだいに景気調整色が強まる

2003 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は、前期比 +0.6%となった。前期比でみた実質 GDP の拡大は 2002 年 1-3 月期から 7 四半期連続となっている。足元では設備投資が最も大きく実質 GDP を押し上げており、純輸出もプラス寄与を維持している。景気は設備投資を中心とする民間需要の拡大に加え、輸出の増加を追い風として回復を続けている。

先行きについては、2003 年度中は現在の設備投資と輸出の好調が持続し、実質 GDP は拡大を続けよう（図表 1、図表 2）。ただし、2004 年度に入ると設備投資の勢いが一服するため、実質 GDP の伸びが鈍化してくる。2004 年度後半になると、在庫調整の動きや、海外景気の減速にともなう輸出の減少が始まるのに加え、設備投資が減少に転じるため、個人消費が下支えとなるものの、景気は調整色を強めてくる。

2 . 外需のサポートは続くのか ～ 年度前半までは世界景気の回復により輸出拡大

外需は、今回の景気回復局面においても成長を支える要因となっている。輸出数量の動きみると、増加が続くアジア向けを中心に堅調な推移をたどっている（図表 3）。現地生産の拡大などにより米国向け輸出は伸び悩んでいたものの、米国では 7-9 月期の実質 GDP 成長率が年率 8%超となるなど景気の拡大基調が強まっている。今後も、大型減税と低金利に支えられて景気回復が続くとみられ、米国向け輸出は持ち直しの動きが出てきている。また、米国景気の拡大にともなう海外景気は各地域とも好調に推移することが見込まれ、日本からの輸出も成長率の高いアジアを中心に増加が続こう。ただし、2004 年末になると海外景気に減速感が出てくるため、輸出は次第に減少に転じよう。貿易収支の動向についてみると、海外景気と国内景気が連動した推移をたどることから、輸出の増減に連動して輸入も変動することになり、貿易黒字額はほぼ安定した水準での推移が見込まれる（図表 4）。

3 . かぎを握る設備投資の動向 ～ 回復の動きはしだいに一服し、年度後半には減少基調へ

企業業績の改善を背景に設備投資は増加が続いており、現在の景気拡大において最も寄与度の大きい項目となっている。機械受注についてみると、半導体製造装置を中心に電気機械工業からの受注が増加しており、設備投資においても IT 関連の需要が現在の好調の要因となっていることがわかる（図表 5）。機械受注は設備投資に対し先行性を持つが、その動向をみると、7-9 月期は前期比マイナス（前年比ではプラス幅が縮小）に転じており増加基調が一服している。しかし、10-12 月期の見通しでは、機械受注は再び増加に転じる見込みとなっており、設備投資は当面、堅調さを維持し、2004 年半ばにかけて景気拡大の主因となろう（図表 6）。

好調な推移が続く設備投資であるが、今後さらに勢いが加速するのであろうか。企業の投資行動を考えてみると、設備の稼働状況が投資規模の決定要因の一つとなっている。設備稼働率と製造業の設備投資の動きを比較してみると、過去においては両者はほぼ連動した推移をたどってきた（図表 7）。ただし、足元では乖離が生じており、稼働率の高まりに対して設備投資が過小となっている。この状況からは、一見、稼働率に対する乖離を解消するかたちで今後、設備投資が加速する可能性が予想される。しかし、ここで設備投資額を民間設備投資デフレーターで実質化してみると、稼働率と設備投資はほぼ見合ったものとなる（図表 8）。実質化した設備投資を投資数量と考えれば、設備の購入価格の低下によって金額ベースでみた設備投資額は低水準に抑えられているものの、投資数量は稼働率の上昇に応じて適切に確保されてきたといえる。設備投資が必要以上に抑制されているわけではないため、稼働率の面からは設備投資が今後急速に加速する可能性は小さい。

また、企業の投資行動を規定するもうひとつの要因として、キャッシュフローの動向が挙げられる。図表 9 では、キャッシュフローと製造業の設備投資を比較している。両者の動きをみると、キャッシュフローの水準に対し設備投資額が小さくなっており、キャッシュフロー面での投資拡大条件は整っていることになる。しかし、企業は過去において過剰設備の負担に悩まされてきているため、必要な設備ストックが確保されていれば、たとえキャッシュフローが潤沢であっても、それ以上の投資は抑制される可能性が高い。

このように設備投資が一段と加速する可能性は小さく、2004 年度に入ると投資の勢いが一服して伸びが鈍化しよう。また、2004 年度下期には企業業績の悪化が制約となり、設備投資は次第に減少基調に転じよう（図表 10）。

4. 景気を下支えする個人消費 ～ 実質では底堅く推移

企業のリストラの動きなどから、雇用環境は厳しい状況が続いていたが、景気の回復とともに改善の動きがみられ、足元では就業者数が前年並みに戻すなど明るさを増している。景気回復の持続にともない、2004 年度前半までは雇用環境の改善が続くが、大幅な改善は見込めず、また、年度後半になると景気の減速にあわせて再び厳しさが増してこよう（図表 11）。

所得の動向については、生産の回復とともに所定外給与が増加を続けており、企業収益の改善からボーナスも増加に転じている。2004 年度もこの傾向は続こうが、企業の賃上げに対する慎重な姿勢が続いていることから所定内給与の伸びは小幅にとどまる（図表 12）。

こうした雇用、所得情勢を背景に、マクロでみた雇用者所得は改善が続くが、改善幅は小幅なものとなる（図表 13）。このため、名目ベースでの消費支出額は伸び悩み、2003 年度、2004 年度と 2 年連続で前年比マイナスとなろう。ただし、医療費、教育費などの固定的な支出が下支えとなるほか、物価の下落を考慮した実質的な購入量は増加するため、2004 年度の実質個人消費は前年比 +0.8%と底堅く推移しよう（図表 14）。

5. 在庫循環は消えたのか ～ 在庫の増加や海外景気の減速を背景に生産は減少へ

横ばい圏での推移が続いていた生産は、9 月に前月比 +3.8%と大きく増加して直近のピーク（1 月）を上回り、その後の 10 月も同比 +0.8%と増加が続いている（図表 15）。その一方、在庫には増加の動きは出でおらず、横ばい圏で推移している。デフレ下では在庫の

負担はより大きくなるため、企業は在庫の積み増しに慎重な姿勢を崩していない。しかし、今後、出荷の伸びが高まるにつれて、ある程度は在庫積み増しの動きが出てこよう（図表 16）。2004 年度に入ると、設備投資の勢いが鈍化してくることもあって国内向け出荷の伸びが一服し、さらに年度後半になると輸出も落ち込み始める。このため、年度半ばには意図せざる在庫増加局面に入り、年度末には在庫調整局面に至る可能性がある。ただ、企業の在庫積み増しに対する慎重な姿勢は継続されるため、在庫の積み上がりは小幅にとどまり、調整の動きも軽微なものとなるだろう。

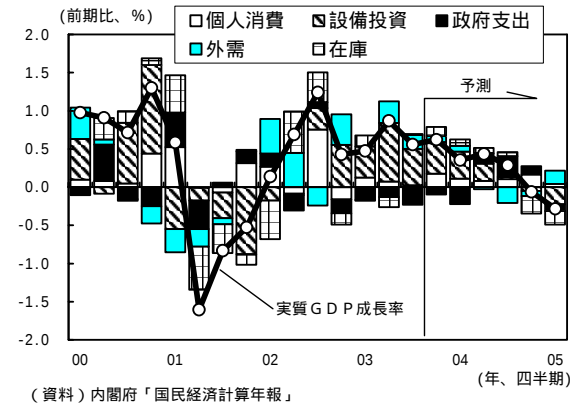
生産は前述の通り足元で増勢を強めているが、好調の要因となっているのは I T 関連財への需要の高まりである（図表 17）。国内における I T 関連商品の販売状況をみると、D V D やデジタルカメラが高い伸びを維持しているほか、一時落ち込んでいた携帯電話がプラスに転じており、低迷が続いていたパソコンも持ち直してきている（図表 18）。また、最近の輸出増加において中心的な役割を果たしているアジア向けについて半導体などの電子部品の動向をみると、鈍化しつつあった伸び率が足元では再び拡大に転じている（図表 19）。

2003 年度中は現在のような状況が続き、生産の高い伸びが続く。しかし、2004 年度に入ると設備投資の一巡や在庫の拡大から生産の伸びが鈍化する。年度後半に入ると海外景気の減速をうけて輸出が減少し、在庫圧縮の動きも加わって生産は減少基調に転じる。

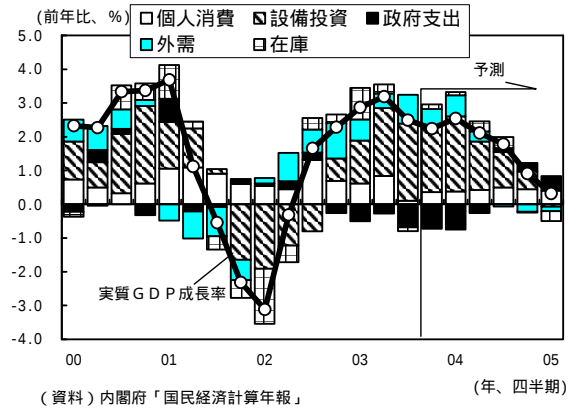
6. デフレは解消したのか ～特殊要因が剥落すれば再びデフレへ

物価は足元で下げ止まりの動きが続いており、10 月のコア消費者物価は前年比 +0.1% と 5 年 6 か月ぶりに前年比プラスとなった。しかし、消費者物価の下落幅縮小は医療費自己負担割合の引き上げやたばこ・発泡酒の増税、足元では冷夏による米価の上昇といった特殊要因によるところが大きい。物価下落圧力は根強く残っており、こうした特殊要因の影響が剥落する 2004 年度以降は、再度消費者物価は下落に転じよう。また、原油の高止まりや国際商品市況の上昇によって、国内企業物価も下落幅の縮小が続いている。しかし、今後は原油価格の下落や為替レートの円高水準での推移から、次第に下落幅が拡大する見込みである（図表 20）。

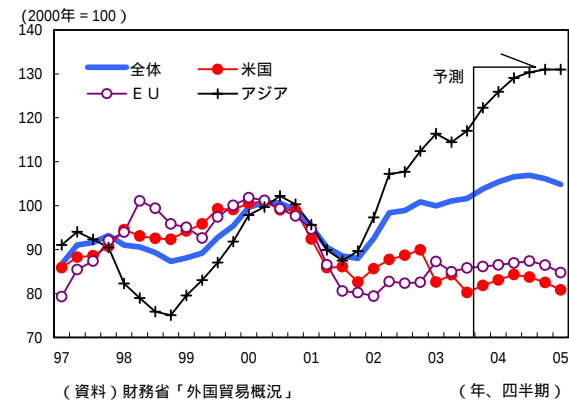
図表1．実質GDPの推移（前期比）



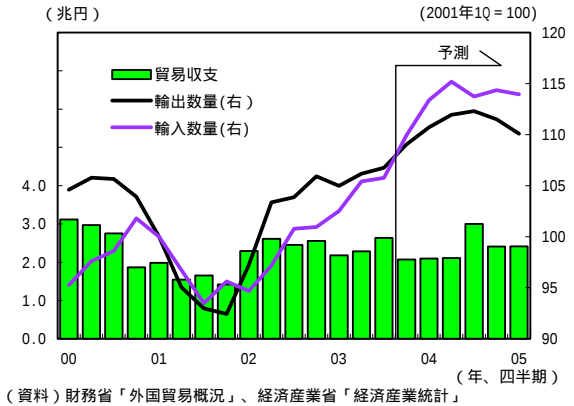
図表2．実質GDPの推移（前年比）



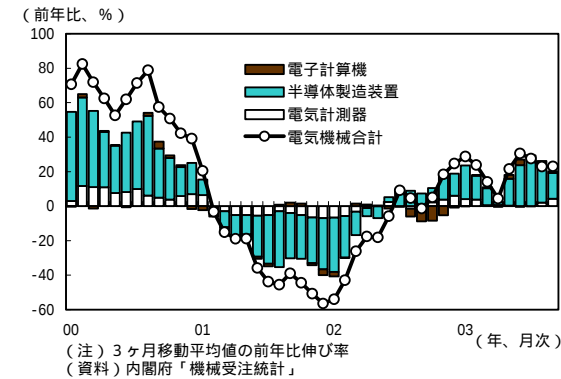
図表3．地域別輸出数量



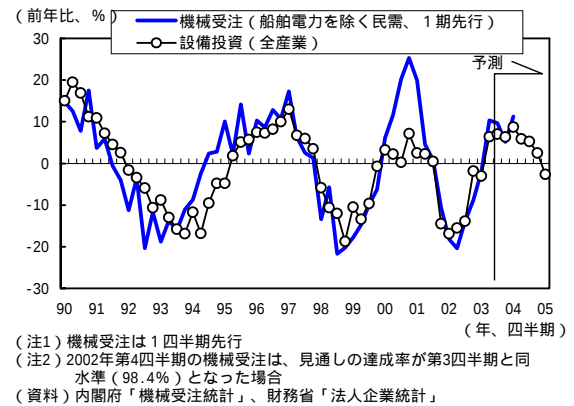
図表4．貿易収支



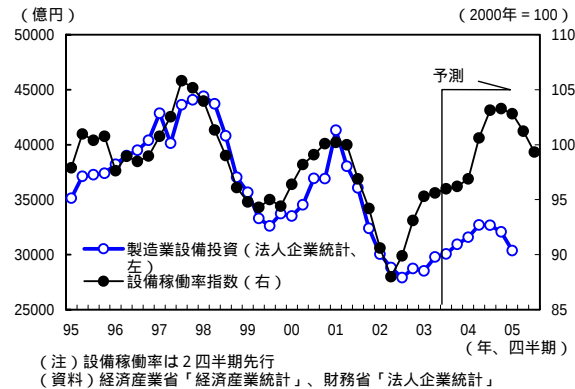
図表5．電気機械からの機械受注



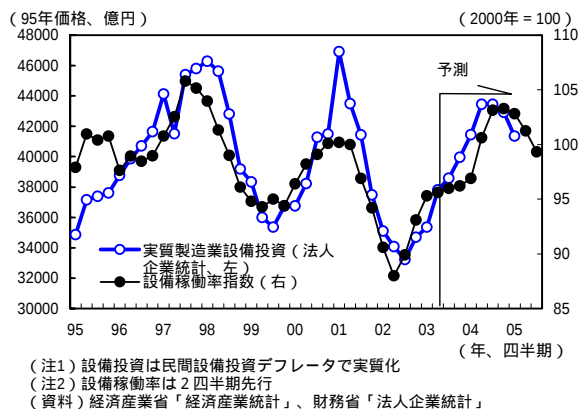
図表6．機械受注



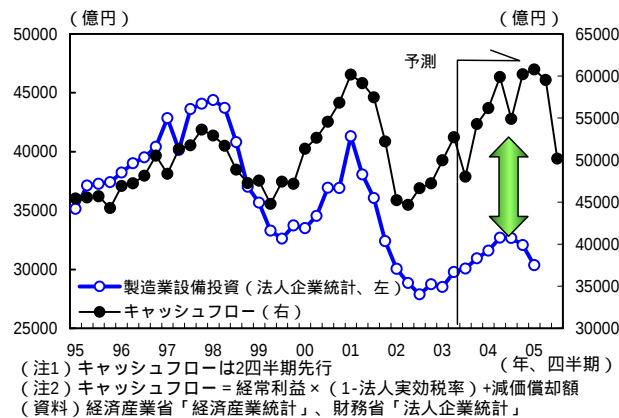
図表7．稼働率と設備投資（名目）



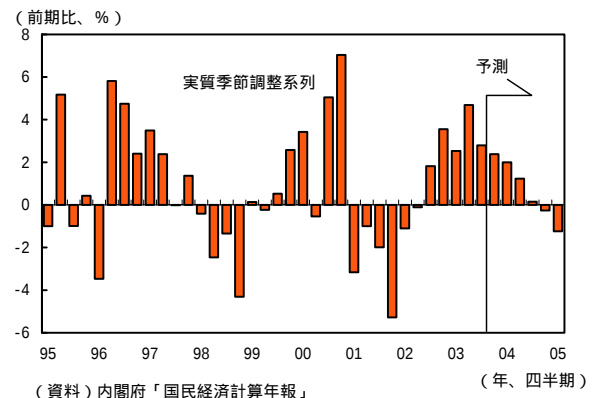
図表8．稼働率と設備投資（実質）



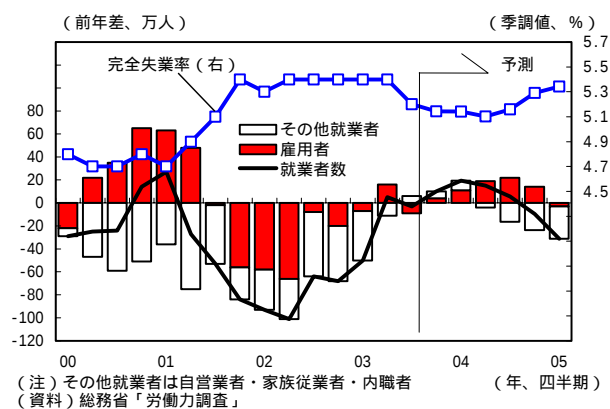
図表9．キャッシュフローと設備投資



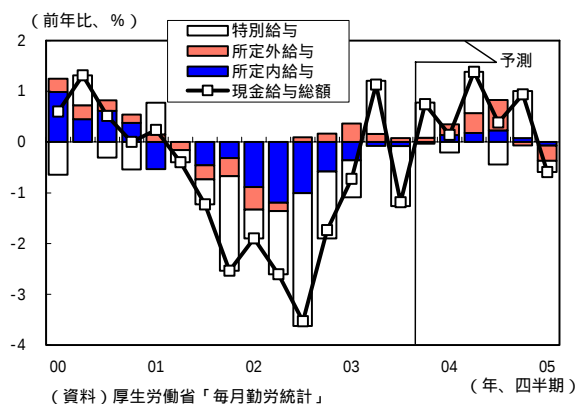
図表10．実質設備投資（前期比）



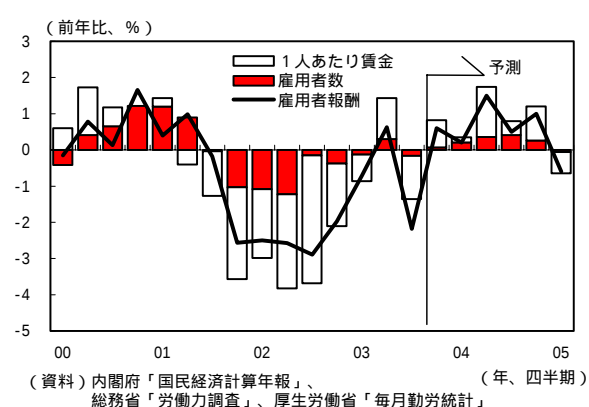
図表11．就業者数と完全失業率



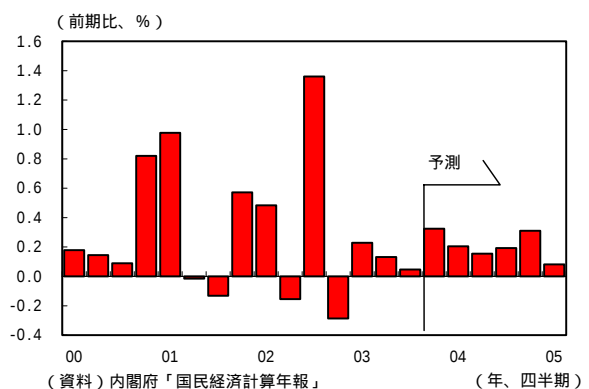
図表12．一人あたり給与



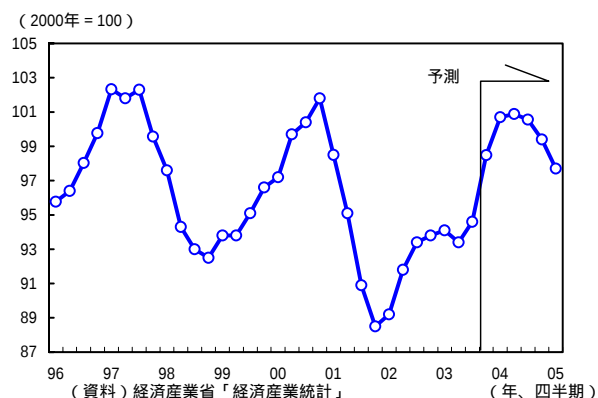
図表13．雇用者所得



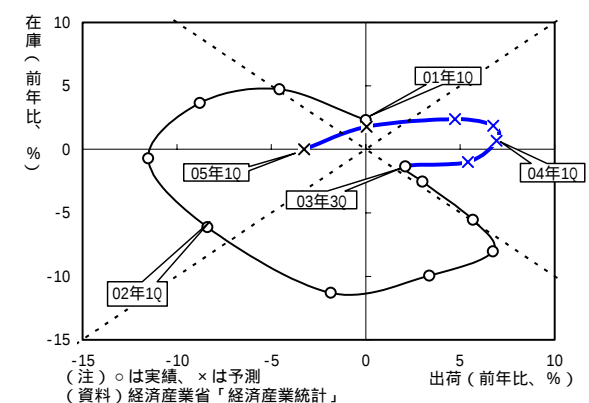
図表14．実質個人消費（前期比）



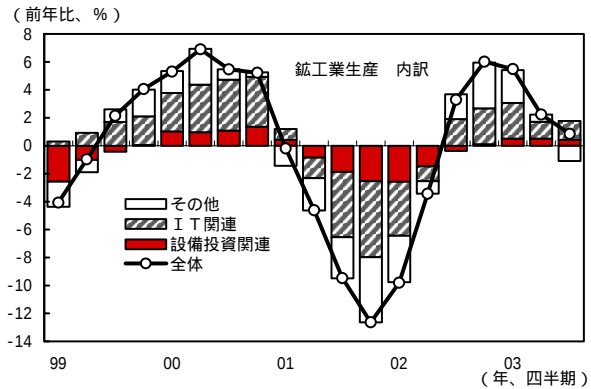
図表15．鉱工業生産



図表16．在庫循環図



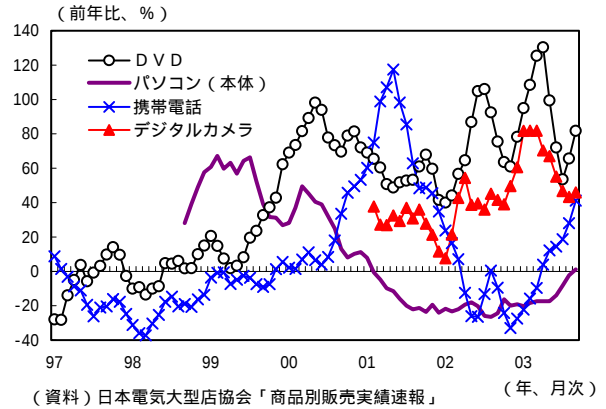
図表17．鉱工業生産（内訳）



（注）ＩＴ関連財とは電子部品・デバイス工業、情報通信機械工業、情報化関連資本財の合計、設備投資関連とは資本財から情報化関連資本財と輸送機械を除いたもの

（資料）経済産業省「経済産業統計」

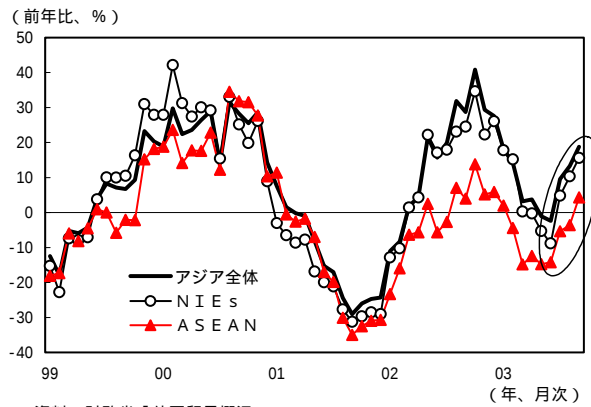
図表18．国内のＩＴ関連商品販売状況



（資料）日本電気大型店協会「商品別販売実績速報」

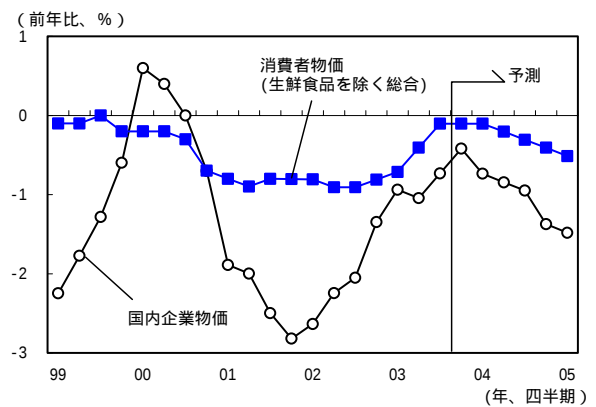
（年、月次）

図表19．アジア向け半導体等電子部品輸出額



（資料）財務省「外国貿易概況」

図表20．物価



（資料）日本銀行「物価指数月報」、総務省「消費者物価指数月報」