

調査レポート

日本経済ウォッチ
< 2003年11月号 >

【目次】

. 今月の図表	... p.1
~ 低水準が続く日本の直接投資受入額 ~	
. 景気概況	... p.2
. 今月のトピックス	
~ 最近の為替相場の動きについて ~	... p.3~5
~ 当面の企業収益動向 ~	... p.5~6
付属図表	... p.7~11



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

・ 今月の図表【低水準が続く日本の直接投資受入額】

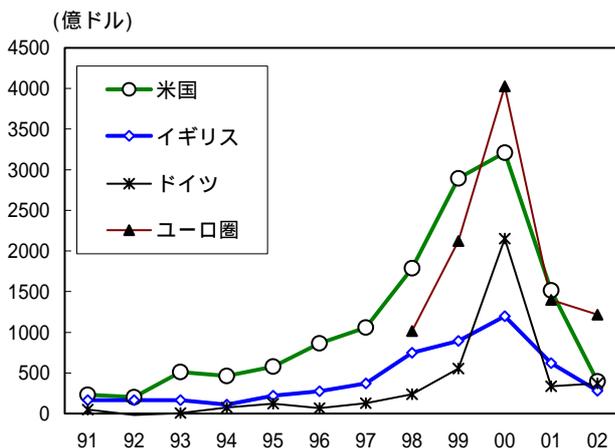
2002年に外国から日本へ流入した対内直接投資(国際収支統計ベース)は、3年ぶりに増加に転じ1兆1585億円(約91億ドル)となった。99年以降は、それ以前に比べ直接投資の受入が増加している。

しかし、それでも日本の直接投資受入額は、主要先進国と比べ極めて低い水準にとどまっている。世界の投資活動がITバブル崩壊後のボトムをつけたとみられる02年でも、米国は396億ドル、ドイツは373億ドル、イギリスは282億ドルの対内直接投資を受け入れている。

一方、アジア各国・地域をみると、まず、NIEsの投資受入額は99~00年に中国移動(香港)をはじめ情報通信分野でのM&Aが活発化したため急増したが、01年以降は急減している。これに対して、中国の直接投資受入額はITバブル前後を通じて比較的安定して推移し、その後は増加に転じ02年は493億ドルとなった。02年だけをみれば、米国を上回り世界一の直接投資受入国である。

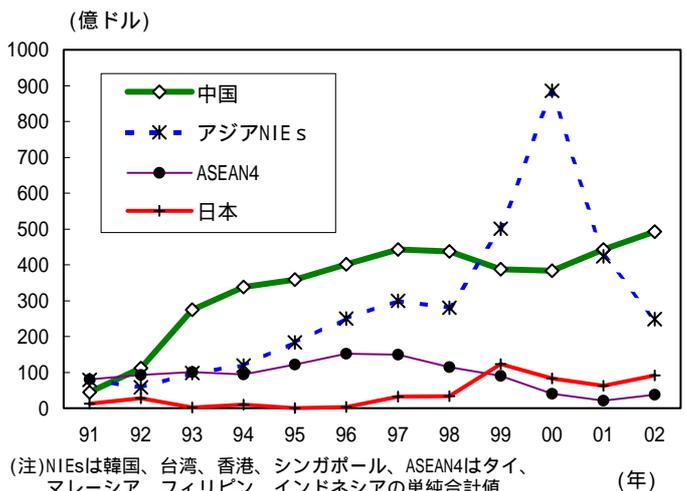
アジアの中でみても、日本は、多国籍企業の中国シフトにより投資案件が減少しているASEAN4カ国のレベルをようやく上回ったにすぎず、以前より増えたといっても直接投資の受入額の水準は経済規模などを勘案すると極めて低いといえる。対内直接投資が拡大することは設備投資など国内経済活動にプラスに作用する可能性があるが、実際には不動産価格や賃金が下落し、コスト面では外国企業にとって進出しやすい状況になってきても、簡単には対内直接投資は増えてきていない。

図表1 米欧主要国の直接投資受入状況



(資料) IMF "International Financial Statistics"

図表2 アジア各国・地域の直接投資受入状況



(注) NIEsは韓国、台湾、香港、シンガポール、ASEAN4はタイ、マレーシア、フィリピン、インドネシアの単純合計値。

(資料) IMF "International Financial Statistics"
United Nations "World Investment Report"

・景気概況

1. 9月の鉱工業生産は前月比+3.0%と予想を上回る伸びを示した。半導体、パソコン、デジカメなどハイテク関連の製品・部品、さらにハイテク分野における設備投資関連の一般機械を中心に生産が増加した。製造工業生産予測調査では10月が前月比+2.8%、11月が+2.5%と3ヶ月連続で増加が見込まれている。実際の生産が予測指数を多少下回ったとしても、10~12月期の生産は前期比大幅な伸びが見込まれる。これまでメインシナリオとして今年度下期からの景気後退局面入りを想定していたが、そのタイミングが後ずれする可能性が高まっている。
2. それでは、生産の拡大はいつまで続くのであろうか。まず、ハイテク関連需要が海外向け、国内向けともに増加しており、さらにこれまでの設備投資の増加により供給力が拡大していることも影響して、今回の生産と出荷の大幅な伸びにつながったと考えられる。ただ、それだけならば生産の拡大は一時的なものにとどまり、来年後半には景気は後退局面に入ってくる可能性がある。これは、2000年のITバブル最終局面の展開に似ている
3. 生産の拡大が、新たな設備投資需要を呼んで設備投資が一段と増加するならば、生産の拡大局面はさらに長くなる。生産予測指数によると一般機械の生産は9月から11月まで増加が続く見込である。たしかに足元の設備投資の伸びは実質ベースでは想定していたよりも大幅なものかもしれない。ただ、一般機械の生産の伸びは機械受注の動きからある程度想定されたところであり、その機械受注(船舶・電力を除く民需)は8月まで2ヶ月連続で減少して、回復が一服してきている。9月の機械受注はさすがに増加するかもしれないが、企業が今年度の設備投資計画を上方修正する動きがどの程度広がるのであろうか。企業収益は好調であるが、キャッシュフローの増加は設備投資の上方修正よりも借金返済による財務体質の改善に向かう可能性が高いのではないか。
4. 生産拡大による企業収益の改善が雇用や雇用者所得の拡大をもたらし、個人消費が拡大する可能性もある。そうなれば、生産の拡大期間はさらに長くなり、景気拡大もあと1~2年は続くことになる。この場合は、景気が一旦減速しかかりながら拡大を続けた95~96年当時の状況と似てくる。しかし、こうした展開になる可能性は低いだろう。雇用・所得環境が改善してきたといっても、就業者数(9月は前年同月比10万人の減少)や一人あたり現金給与総額(9月は同+0.4%)がようやく前年並みに戻した程度である。有効求人倍率は徐々に改善してきているが、求職者の減少に影響されている面もある。先行きの雇用や賃金の改善は限定的であろう。9月は生産統計では耐久消費財の出荷が高い伸びを示したが、9月の勤労者世帯の実質家計消費支出は前月比-0.9%と減少している。また、10月の乗用車販売台数は前年同期比2.1%減少している。個人消費は底堅さを維持するものの一進一退の動きが続くであろう。

・今月のトピックス

1. 最近の為替相場の動きについて

(1) 円高の進展とその背景

9月半ば以降、金融当局の円売り介入にもかかわらず、1ドル=110円を割り込むまで円高が進んでいる(図表1)。2003年に入ってから円売り介入の累計額は9月までで13.4兆円に達しており、すでに2002年度1年間の経常黒字額13.4兆円に並ぶ水準に達した。月次の介入額を見ても、経常黒字額を大幅に上回る月もあり、こうした大規模な介入によって1ドル=115円を上回る円高は阻止されていた(図表2、3)。

しかし、9月には4.5兆円近い介入が行われたにもかかわらず、1ドル=115円の壁はあっさりと破られた。一段の円高が進んだきっかけは、9月20日開催のG7で発表された「為替相場にさらなる柔軟性を望む」との声明が、為替市場において「日本は介入を進めにくくなった」と解釈されたためである。ただし、G7の声明だけで為替相場が変動するわけではない。円高・ドル安が進んだ背景には、ファンダメンタルズ面での理由がいくつかあったと考えられる。

円高が進んだ1つめの理由は、日米両国における経常収支の動きの違いである。日本ではGDPに占める経常収支黒字額の比率が高水準にあるのに対し、米国では経常収支赤字額の比率が上昇(マイナス幅が拡大)している(図表4)。両者の格差の拡大は、為替市場における円買い・ドル売り需要の増加につながる。

2つめの理由は、外国人投資家の積極的な日本株買いである。日本経済に対する楽観的な見通しを背景に日本の株価が上昇基調に転じているが、これを主導しているのが外国人投資家である(図表5)。外国人投資家が日本株に投資する際には、外貨を売却して円を買う必要があり、外為市場において円を押し上げる要因になってくる。

日米両国の景況格差が3つめの理由である。ただし、日米の鉱工業生産の伸び率格差をみると足元では縮小傾向にある(図表6)。市場は先行きの動きを織り込みつつ変動するため、伸び率の格差が再び拡大する(日本の景気の先行きに楽観的な見方が強まっている)ことが円高の要因となっている可能性がある。

最後に、投機筋のポジションが大きく円ロング(円の買い持ち状態)に傾いたことが4つめの理由として挙げられる(図表7)。投機筋のポジションが短期間のうちに一方向に傾いた場合、為替相場が一時的にオーバーシュート(行き過ぎ)することがある。こうした動きが今回の円高の動きを加速させたとも考えられよう。

もっとも円高が進んだといっても、全ての通貨に対して円が高くなっているわけではない。円は対ドルでは上昇しているが、同時にユーロも対ドルで上昇しているため、円/ユーロの推移を見ると概ねレンジ内での推移が続いている(図表8)。実質実効円レート(円と主要通貨間のそれぞれの為替レートを、当該相手国・地域の物価指数と日本の物価指数との比を乗じて実質化した上で、それぞれの実質為替レートを貿易ウエイトで加重平均し、基準時点を決めて指数化したもの)と円/ドルの推移を比較すると、最近では乖離が広がっている、つまり円は対ドルに対しては上昇しているが、その他の通貨に対してはあまり変化していないことがわかる(図表9)。現状の為替市場の動きは円高というよりもドル安

という側面の方が強いといえよう。

(2) 円高が短期的に企業収益に及ぼす影響

足元での円高は企業収益にどのような影響を及ぼすのであろうか。過去の為替変動と輸出数量の関係をグラフでみると、両者の動きは短期的には相関が低いことがわかる(図表 10)。さらに、実質実効為替レート変動の輸出数量に対する弾性値は 90 年代終わり以降、水準が大きく低下してきており、為替レートの変動が輸出数量に及ぼす影響度合いは小さいといえる(図表 11)。一方、輸出物価と為替レートの関係をみると、こちらは相関が非常に高い(図表 12)。つまり、為替レートの変動は輸出数量の変動ではなく、輸出物価の変動を通じて企業収益に効いてくることがわかる。

ところで、輸出物価は円建ての価格で表示したものであり、実際に輸出企業が輸出した価格ではない。実際の輸出価格である契約通貨建ての価格をみると、為替レートの変動にもかかわらず、変動は小幅にとどまっている(図表 13)。為替レートの変動分を全て輸出価格に転嫁すれば、為替レートと契約通貨建て輸出価格の動きは一致すると考えられる(この場合、輸出企業の円建ての輸出金額は不変である)。つまり、急激に円高が進んだとしても、輸出企業はその変動分を輸出価格にわずかしが転嫁できていない。このため、外貨建て輸出額の目減り分だけ売上高を押し下げることになり、収益の圧迫要因となる。なお、円安になった場合でも契約通貨建て輸出価格の上昇幅は実際の為替レートの変動幅よりも小さいため、売上高の押し上げ効果が小幅にとどまっていることがうかがえる。

それでは、外貨建て輸出金額はどの程度あるのだろうか。図表 14 は輸出額に外貨建ての輸出比率をかけて外貨建てで輸出されている金額を求めたものである。同時に外貨建てで輸入されている金額も同様の方法で求めた。これをみると、外貨建ての輸出入額はほぼ同額となっていることがわかる。つまり、円高は輸出企業にとっては収益の減少要因となっているが、輸入企業では逆に増加要因となっており、国全体としては短期的な為替の差益・差損の金額は、ほぼニュートラルな状態となっているのである。

この点を実際に数字で確認してみよう。産業連関表を使って、10%の円高が進んだ場合(外貨建ての輸出入額の部分において 10%の為替差損・差益が発生し、円建ての輸出入額の部分には変化がないと仮定)に各部門に与える影響を試算した(図表 15)。これによると、輸出企業においては大幅な為替差損が発生するが、非製造業などの輸出企業以外の業種や、家計部門を中心とした最終需要部門では差益が発生し、輸出企業のマイナス分を打ち消している。

ただし、業種別では為替円高の影響度合いが大きく違う。図表 16 は産業連関表を使った試算を業種別にみたものであるが、電気機械、輸送用機械、一般機械など輸出比率の高い機械工業を中心に為替差損の金額が膨らんでいる。

ここで為替円高によって収益を圧迫されやすい電気機械と輸送用機械において、過去の為替と収益の関係をみてみよう。図表 17、18 の上段は電気機械、輸送用機械の為替レートの実績値と輸出採算レートの格差であり、マイナスになっている場合は円高により輸出が採算を割っていることを示す。下段は電気機械、輸送用機械の営業利益と出荷(国内向け+輸出)を示している。実際の為替レートが採算レートも大きく円高に振れた 93~95 年度の営業利益は必ずしも赤字になっているわけではなく、むしろ他の年度と比較しても高い

収益をあげている年度もある。収益と連動性が高いのは出荷（数量）であり、為替が円安となって輸出採算が大幅に好転しても、数量が落ち込むことによって収益が悪化している局面もある。このように、企業収益にとっては短期的な為替の振れよりも、数量の動きの方がより大きな影響力をもっているといえよう。また、電気機械、輸送用機械といった業種は、生産拠点を海外に移転させるなどの円高対策を行っており、93～95年度当時と較べると円高による収益の下押し圧力は小さくなっていると考えられる。

以上より、円高がさらに進んで輸出数量を急速に減少させることになれば、マクロでみた為替円高の影響は、短期的にはそれほど深刻なものにはならないであろう。

2. 当面の企業収益動向

（1）製造業における企業収益の循環パターン

今年度上期の企業収益は、売上高の伸び悩みが続く中、引き続き増益が確保された模様である。企業収益が好調であれば、それに伴って設備投資も堅調に増加し、引き続き景気を牽引することが期待される。実際に年度下期も企業収益は好調を維持し、設備投資は増加を続けるとの見方が強い。しかし、本当に企業収益は好調を維持できるのだろうか。ここでは、今年度下期の企業収益の動向について考えてみたい。

まず、足元の企業収益にピークアウトの兆候があるのかどうか考えるために、過去の経常利益がピークアウトした際のパターンをみてみよう。図表 19 は、80 年代以降（ただし、90 年代初めのバブル経済崩壊時は変動が激しく、平均値をとった場合の影響度合いが大きいことを除いて集計した）の製造業における経常利益、売上高、固定費の動きを平均化したものである。これをみると、売上高が伸びている中、経常利益が先にピークアウトしている。前期比の動きをみても同様である（図表 20）。

経常利益のピークが売上高のピークよりも先行するのは、固定費の増加が売上高の増加スピードを上回り利益を圧迫するためである。固定費の内訳をみると、人件費や減価償却費の増加が押し上げ要因となっている（図表 21）。つまり、企業収益の回復からタイムラグを置いて設備投資が増加し、雇用や賃金も増加する結果、次第に収益を圧迫するという循環パターンが観測される。

足元の動きをみると、経常利益の前年比はプラスを維持しているが、伸び率はすでに鈍化している（図表 22）。一方、リストラ効果や設備投資の抑制によって前年比マイナスが続いていた固定費は、マイナス幅が徐々に縮小してきている。固定費の下げ止り（リストラ効果の一巡）が収益を圧迫する兆しが出始めている可能性がある。

（2）日銀短観に見る今後の製造業の収益動向

今年度下期の製造業の収益動向について、企業の業績見通しの最新データである 9 月調査の日銀短観の数字を使って考えてみたい。

9 月調査の短観では、今年度下期の製造業の経常利益は全規模、大企業とも前年比増益の計画となっているが、伸び率は鈍化する見込みである（図表 23）。売上高については全規模でほぼ前年比ゼロとなり、特に大企業では前年比減収幅がさらに拡大する計画となっている（図表 24）。なお、大企業の売上高の内訳をみると、国内向け出荷、輸出ともにマイナス

の計画である（図表 25）。

大企業の経常利益の伸びが鈍化する理由について、売上高要因、固定費要因、限界利益率要因に分けて考えてみよう（図表 26）。売上高要因は下期も減収の計画であり、収益の押し下げ要因になる見込みである。固定費要因は、これまでは減少が続き収益の押し上げ要因となっていたが、前述した過去のパターンと同様、リストラ効果の一巡によって下期の収益への貢献はほぼゼロにまで縮小する。固定費要因の内訳をみると、人件費、減価償却費の減少幅縮小が続くとともに、営業外損益が収益の押し下げ（コストの増加）に効く見込みである（図表 27）。

一方、限界利益率要因は経常利益の増加に大きく寄与する見込みである。つまり、売上高が落ち込み、リストラ効果が一巡する中で経常利益が前年比プラスを維持できるのは、売上高に占める変動費（原材料など）の割合が低下したためということになる。ところで、限界利益率に対しては交易条件（ここでは輸出物価÷輸入物価にて算出）が1～1年半程度先行する傾向にある。最近の交易条件と限界利益率要因の動きを較べると、実際に1～1年半程度先行していることが確認される（図表 28）。こうした過去からの動きを参考にすれば、今年度下期の限界利益率要因はプラス寄与度が縮小もしくはマイナス寄与に転じてもおかしくはない。過去のパターンが今後も当てはまると考えれば、日銀短観における経常利益は計画ほど伸びない可能性が高まってくる。

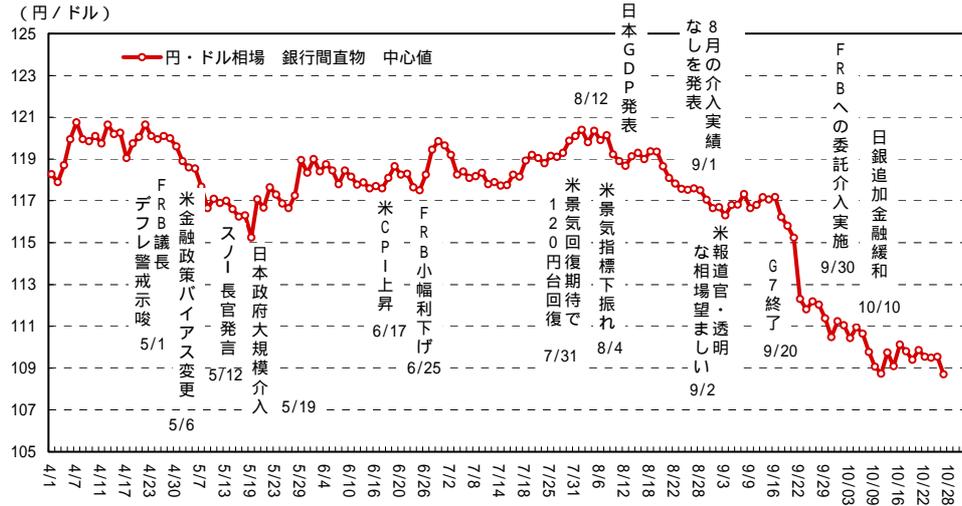
今度は、売上高経常利益率の観点から、製造業の経常利益計画の実現性を検討してみよう。今年度上期の製造業の売上高経常利益率は、昨年度下期と較べて低下（収益性悪化）した。しかし、下期には一転して上昇に転じる計画となっており、しかもその水準は高度経済成長期、バブル経済期に近く、ITブームの時並みの高水準に達する見込である（図表 29、30）。計画通りとなれば、製造業の収益力が極めて強固になっていることを示すことになる。

実際に製造業の収益力は増してきている可能性が高い。効果が一巡しつつあるとはいえコスト削減や効率化の努力を行ってきたこと、海外から流入してくる安価な製品と競合するため付加価値の高い製品へ生産をシフトさせていることなどにより、売上高が伸び悩む中でも収益を獲得できる体質になってきている。ただし、こうした動きは中長期的に緩やかに進んでいくものである。今年度下期に一気に体質改善が進むことは難しく、売上高経常利益率が計画を達成する公算は低そうだ。非製造業の売上高経常利益率の計画をみると、こちらは過去最高水準を更新する計画となっており、製造業よりも達成が難しいと思われる（図表 31）。

以上のように考えると、9月調査の日銀短観で示された今年度下期の企業収益計画は楽観的過ぎると思われ、今後は計画が下方修正される可能性が高まっよう。

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。

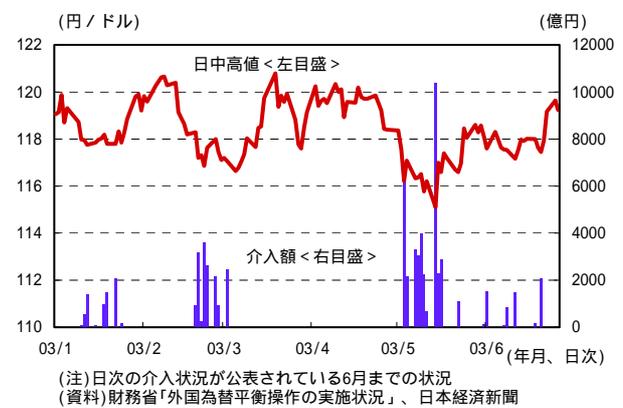
図表1. ドル円相場の推移



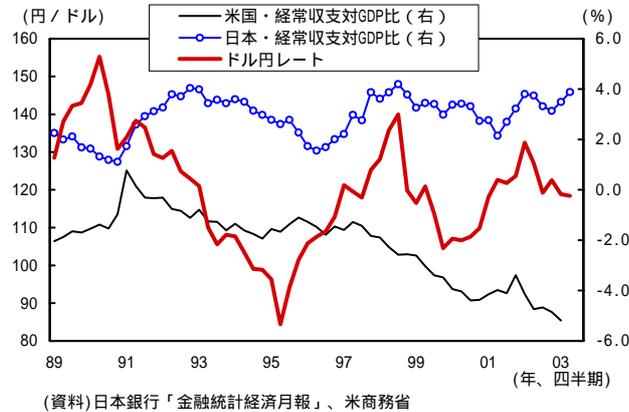
図表2. 経常黒字(月額、季調値)と円売り介入額



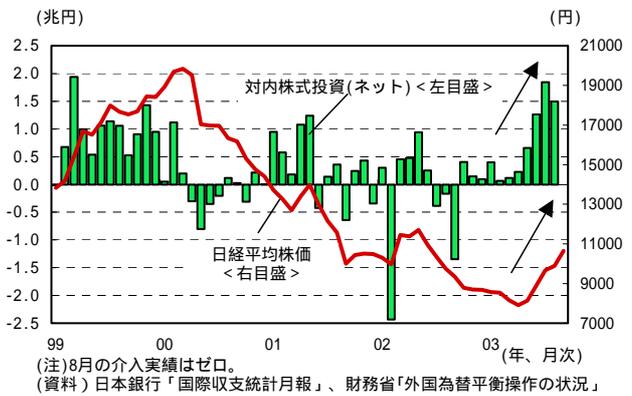
図表3. 円相場と介入実績(日額)



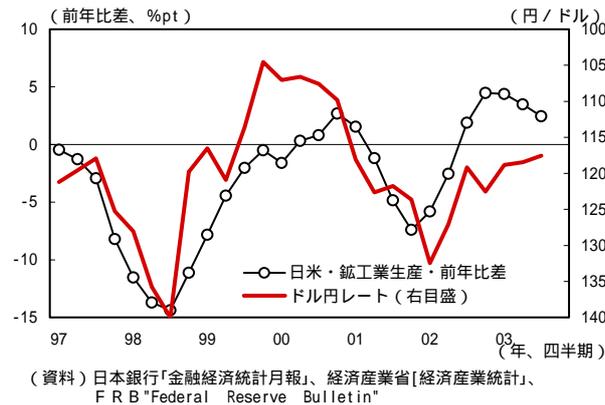
図表4. 日米の経常収支の状況



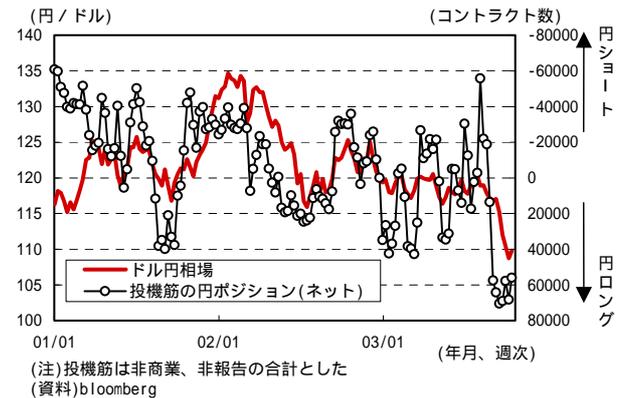
図表5. 外国からの株式投資資金の流入状況



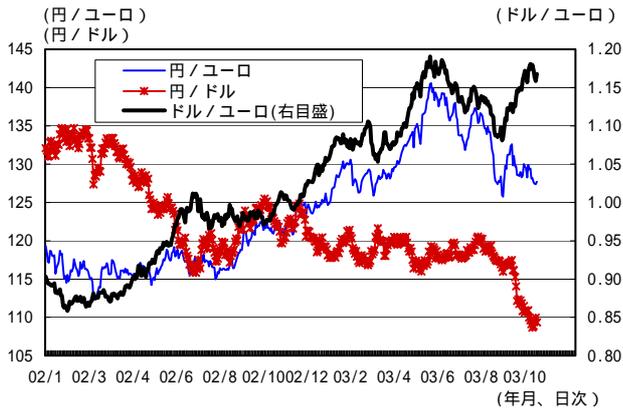
図表6. 日米鋳工業生産・前年比格差



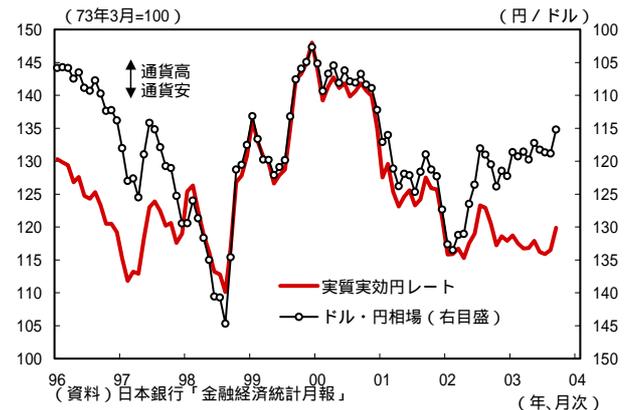
図表7. シカゴIMM通貨先物における投機筋の円ポジション



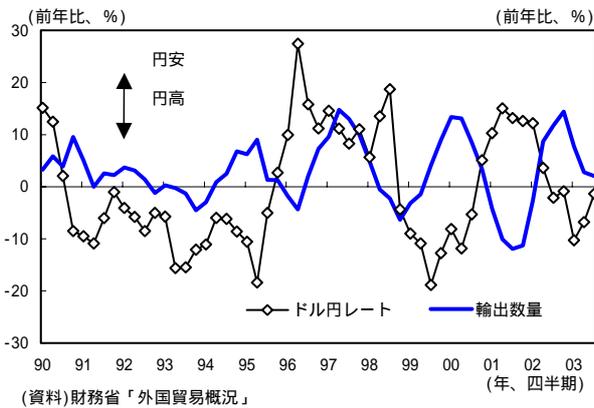
図表8. 3種通貨の動き



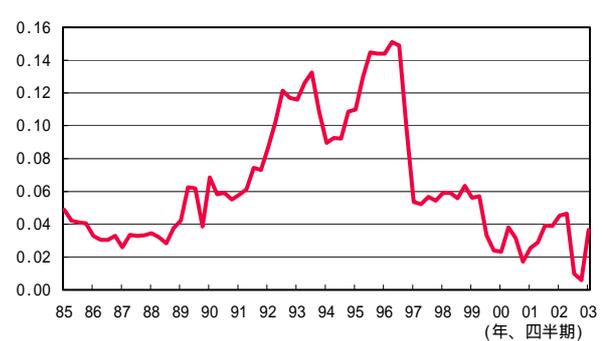
図表9. ドル・円レートと実質実効レートの違い



図表10. 輸出数量と為替



図表11. 実質実効為替レートの変動の輸出数量に対する弾性値



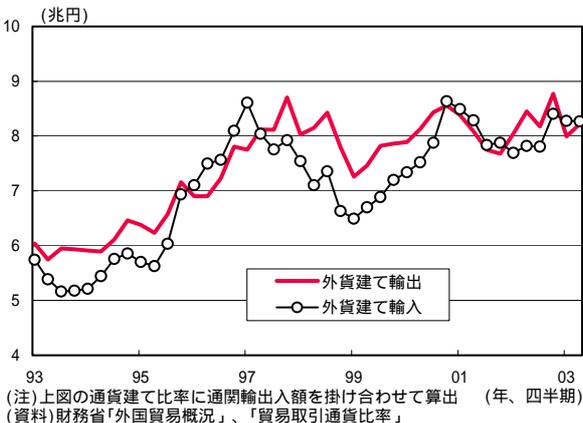
図表12. 輸出物価と為替



図表13. 円相場と契約通貨建て輸出価格



図表14. ほぼ均衡する外貨建ての輸出と外貨建て輸入



図表15. 円高の影響

10%の円高による影響
(1年間為替変動が価格に転嫁されない場合)
(億円)

企業(生産)部門	
輸出企業	-14,897
非製造業などその他業種	6,527
小計	-8,370
最終需要部門	
家計消費	9,054
民間固定資本形成	2,572
その他需要部門	878
小計	12,504
全体	4,133

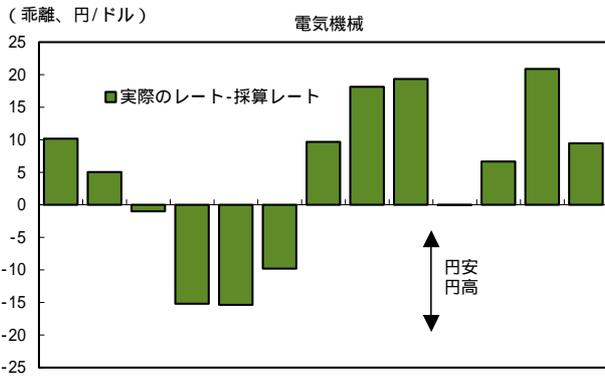
(注)輸出の38.4%、輸入の24.6%が円建てで為替変動の影響を受けないと仮定して計算。輸出企業は一般機械、電気機械、輸送機械、精密機械とした。
(資料)総務省「産業連関表(1995年版)」

図表16. 円高の各産業部門への影響

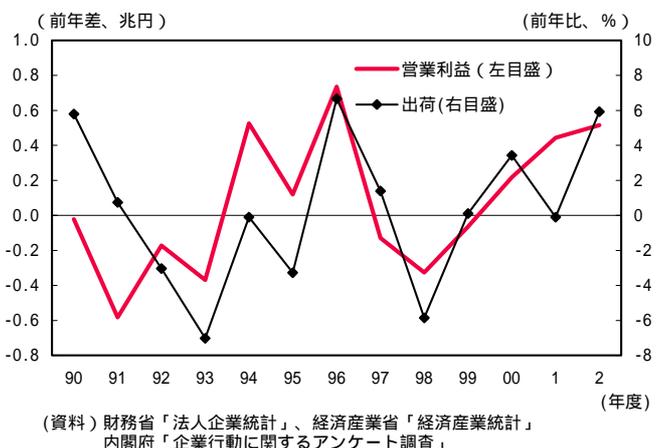
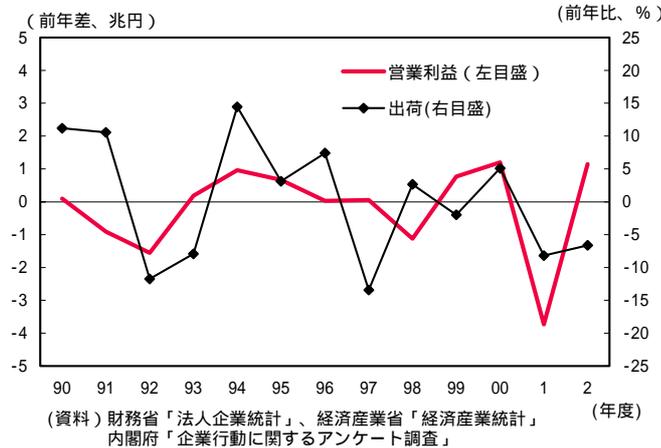
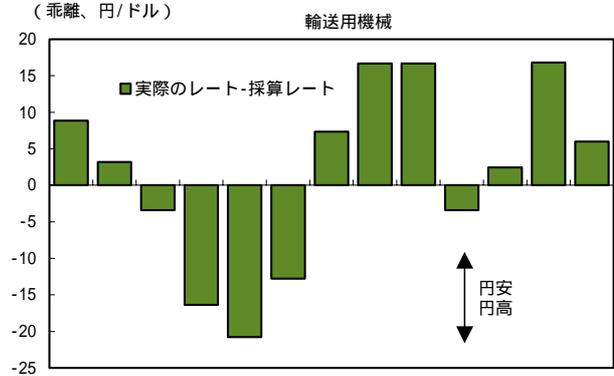
	輸出金額 (兆円)	売上に占 める輸出 の割合 (%)	生産過程で 投入する輸 入金額(兆 円)	10%円高に よる差益・ 差損(億円)	売上に占 める割合 (%)
農林水産業	0.04	(0.3)	0.21	132	(0.08)
鉱業	0.02	(1.0)	0.01	-5	(-0.03)
食料品	0.18	(0.5)	2.40	1,696	(0.44)
繊維製品	0.57	(5.1)	0.66	148	(0.13)
パルプ・紙・木製品	0.26	(1.4)	1.38	882	(0.50)
化学製品	2.88	(11.2)	1.74	-457	(-0.18)
石油・石炭製品	0.30	(2.9)	3.66	2,574	(2.45)
窯業・土石製品	0.50	(5.2)	0.24	-131	(-0.13)
鉄鋼	1.53	(7.6)	0.83	-319	(-0.16)
非鉄金属	0.60	(9.4)	1.43	712	(1.12)
金属製品	0.50	(3.2)	0.32	-69	(-0.04)
一般機械	6.20	(21.8)	0.64	-3,338	(-1.17)
電気機械	12.92	(25.6)	2.74	-5,892	(-1.17)
輸送機械	9.14	(21.8)	0.58	-5,190	(-1.24)
精密機械	1.04	(27.3)	0.22	-477	(-1.25)
その他の製造工業製品	1.27	(4.0)	1.01	-23	(-0.01)
建設	0.00	(0.0)	1.20	905	(0.10)
電力・ガス・熱供給	0.02	(0.1)	1.32	978	(0.52)
水道・廃棄物処理	0.00	(0.1)	0.06	42	(0.05)
商業	3.10	(3.0)	0.64	-1,429	(-0.14)
金融・保険	0.58	(1.6)	1.05	434	(0.12)
不動産	0.01	(0.0)	0.08	58	(0.01)
運輸	3.74	(7.5)	1.59	-1,103	(-0.22)
通信・放送	0.05	(0.3)	0.11	53	(0.04)
公務	0.00	(0.0)	0.15	114	(0.04)
教育・研究	0.02	(0.1)	0.14	93	(0.03)
医療・保健・社会保障	0.00	(0.0)	0.51	387	(0.11)
その他の公共サービス	0.05	(1.0)	0.03	-5	(-0.01)
対事業所サービス	0.81	(1.3)	0.52	-103	(-0.02)
対個人サービス	0.44	(0.8)	1.58	917	(0.17)
事務用品	0.00	(0.0)	0.08	60	(0.30)
分類不明	0.05	(0.8)	0.02	-16	(-0.03)
産業部門計	46.81	(5.0)	27.14	-8,370	(-0.09)

(注)輸出の38.4%、輸入の24.6%が円建てで為替変動の影響を受けないと仮定して計算
(資料)総務省「産業連関表(1995年版)」

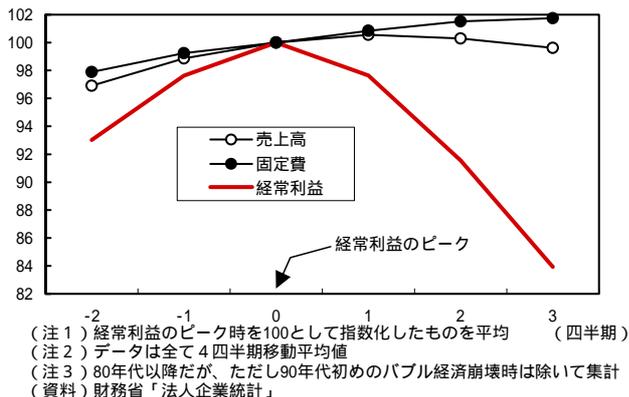
図表17. 電気機械における為替変動と収益の関係



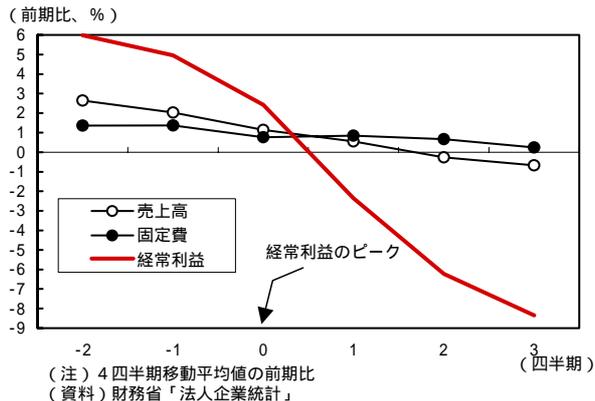
図表18. 輸送用機械における為替変動と収益の関係



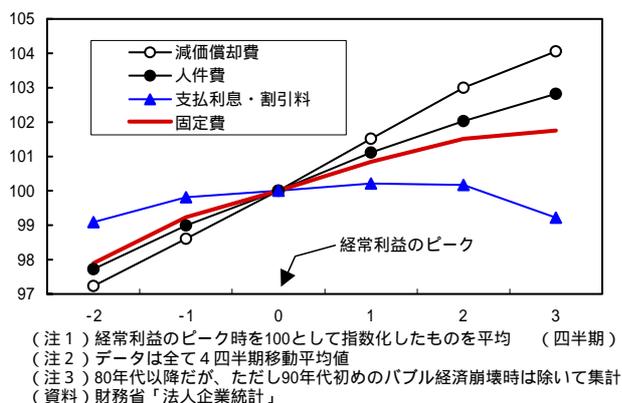
図表19. 製造業の経常利益のピークアウト時のパターン(水準)



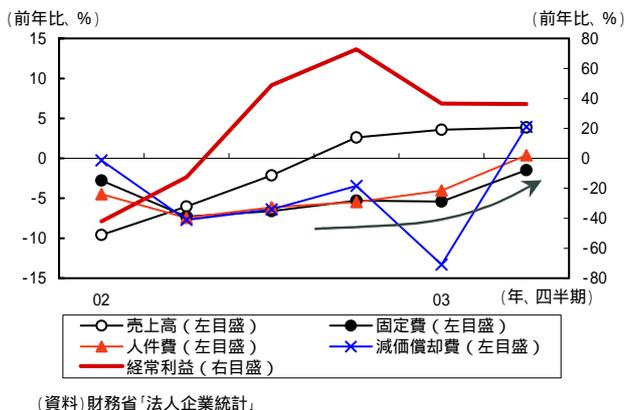
図表20. 製造業の経常利益のピークアウト時のパターン(前期比)



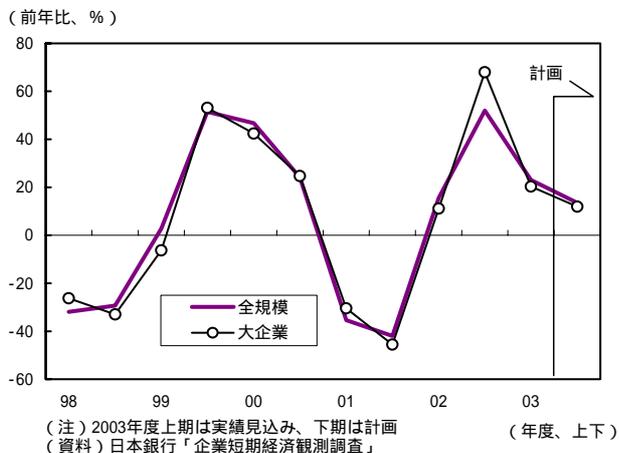
図表21. 固定費の内訳



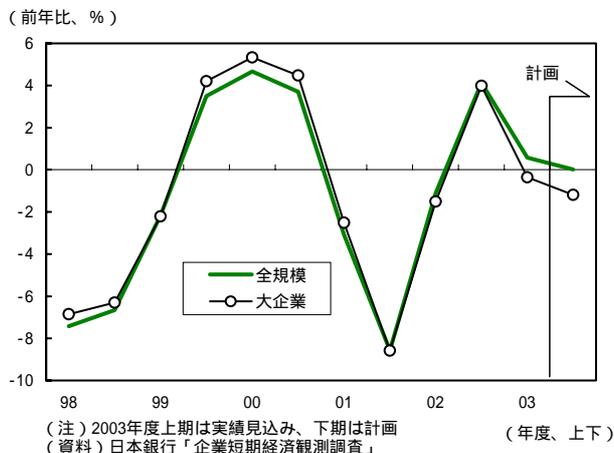
図表22. 足元の経常利益と固定費の動き



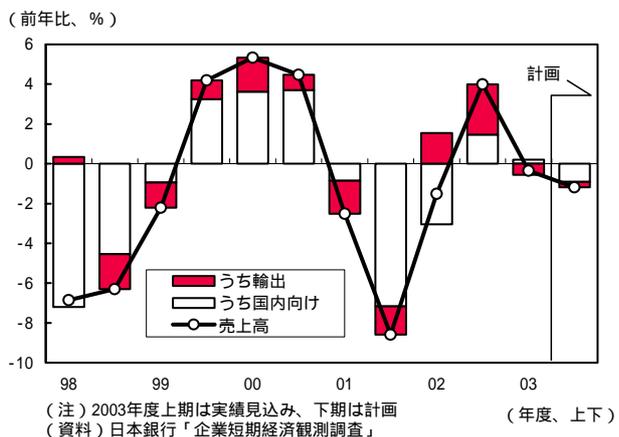
図表23. 日銀短観における経常利益 実績と計画(製造業)



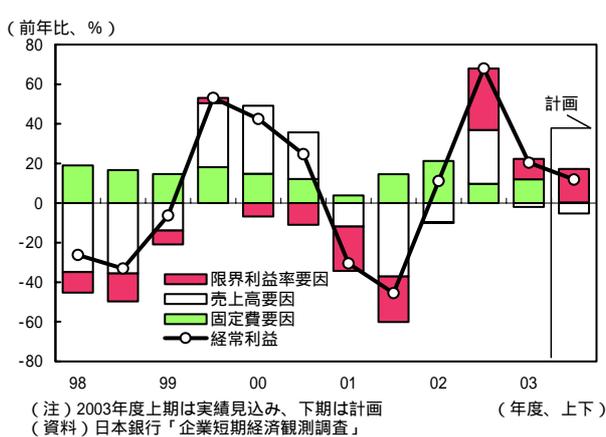
図表24. 日銀短観における売上高 実績と計画(製造業)



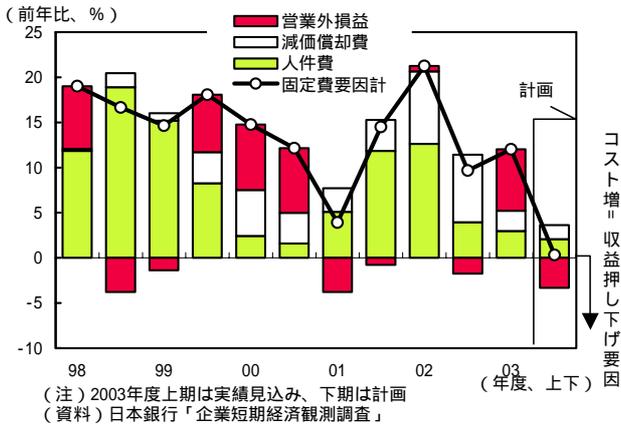
図表25. 売上高の内訳(大企業製造業)



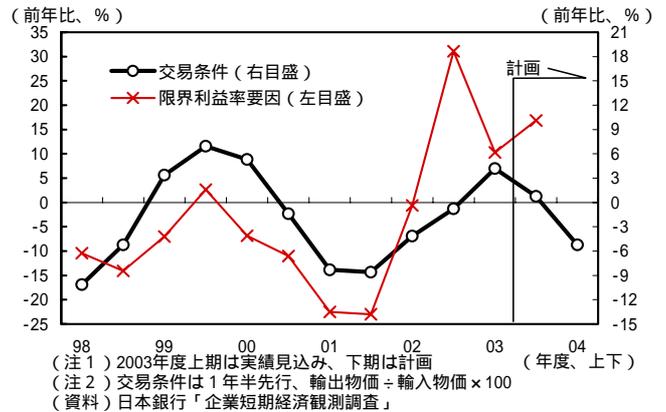
図表26. 経常利益の要因分解(大企業製造業)



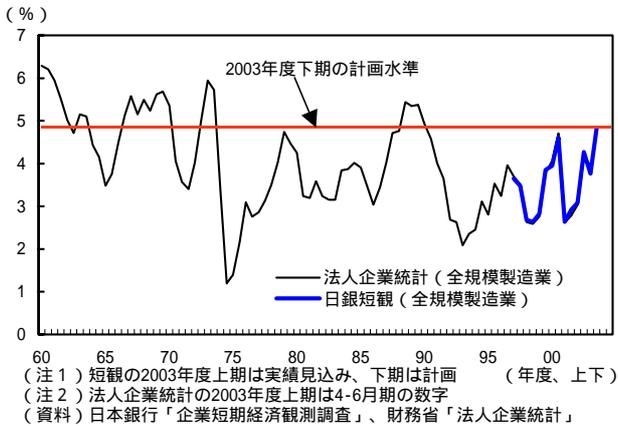
図表27. 固定費要因の内訳



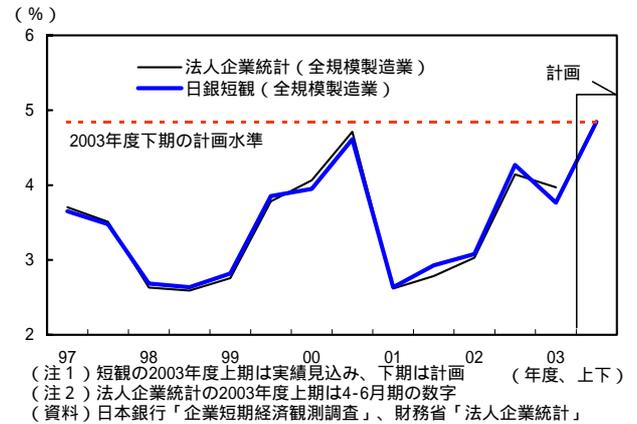
図表28. 限界利益率要因と交易条件の推移



図表29. 売上高経常利益率の実績と計画(製造業)



図表30. 最近の売上高経常利益率の実績と計画(製造業)



図表31. 売上高経常利益率の実績と計画(非製造業)

