

調査レポート

日本経済ウォッチ  
< 2003年9月号 >

【目次】

. 今月の図表 ~ 冷夏と個人消費の関係 ~	... p.1
. 景気概況	... p.2
. 今月のトピックス ~ 2003/2004 年度改訂経済見通しのポイント ~	... p.3~5
付属図表	... p.6~8



## ・ 今月の図表【冷夏と個人消費の関係】

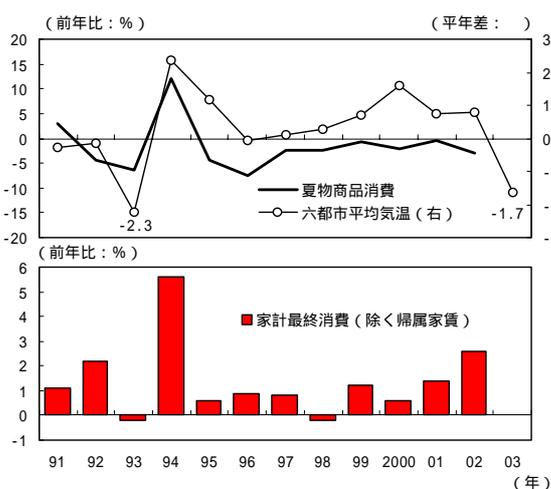
ビール、アイスクリーム、エアコンなど、夏に販売額が拡大すると思われる消費品目のみを抽出・合計したものを夏物商品とし、7-8月の夏物商品の実質消費（前年比）と7-8月平均気温（平年差）を比較すると、93年や94年を中心に夏物商品消費と平均気温が比較的良好に連動しているように見える（図表1上段）。今年の7-8月の平均気温は、平年差-1.7と93年以来の冷夏であるため、93年と同様に夏物商品消費が落ち込み、これまで堅調だった個人消費全体も低迷するのではないかと懸念されている。

ただ夏物商品が個人消費全体（ここでは家計最終消費・除く帰属家賃）に占める割合は、約11%（家計調査ベース）とさほど大きくなく、また夏物商品消費の動きが他商品の動きにまで大きな影響を与えとも考えにくい。実際、各年7-9月期の個人消費をみても、93年、94年のように平均気温との連動性が強い年もあるが、比較的気温が高かった95年や2000年で消費の伸びが鈍化する一方、気温が平年並みであった96年と97年で消費の伸びが拡大するなど、夏物商品ほど平均気温と連動していない（図表1下段）。

個人消費全体の動向は、基本的には所得の動向で決定される。91~92年、95~97年、2000~2001年のように所得が拡大している年は個人消費も拡大している（図表2）。しかしながら景気が底打ちした94年、99年、2002年のように、所得が伸び悩んでも個人消費が拡大するときもある。景気回復による環境好転が消費者マインドの改善につながり、個人消費を押し上げたと考えられる。

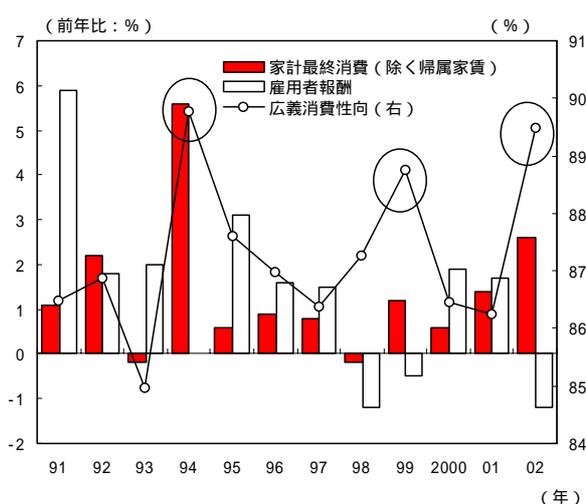
今年の7-9月期については、夏物商品消費が冷夏の影響で低迷する可能性がある。一方、所得・雇用環境は、失業率が横ばいで推移し、一人あたり所得が改善基調で推移するなど、比較的落ち着いている。ただ消費者マインドは、日本の株価が上昇基調にあるものの昨年（2002年）ほどの改善幅は期待できないため、個人消費全体は高い伸びが期待できない。

図表1 個人消費と平均気温の推移



(注) 六都市 = 東京、札幌、仙台、名古屋、大阪、福岡  
 夏物製品 = ビール・ジュース類、アイスクリーム類、ITコン、被服類、電気代  
 家計最終消費と夏物製品消費は実質値。  
 (資料) 内閣府「国民経済計算年報」、総務省「家計調査報告」、気象庁

図表2 個人消費と所得・マインド



(注) 家計最終消費、雇員報酬ともに実質値。  
 広義消費性向 = 家計最終消費（除く帰属家賃）÷ 雇員報酬 × 100  
 (資料) 内閣府「国民経済計算年報」

## ・景気概況

1. 4 - 6月期の実質GDP成長率は一次速報値段階で前期比 + 0.6%と6四半期連続のプラス成長となり、昨年初めから緩やかな景気回復が続いていることが確認された。SARSの影響による海外旅行の減少がサービス輸入を減少させて外需寄与を押し上げたという特殊要因があるものの、個人消費や設備投資といった主要な民間需要の拡大が引き続き景気回復をリードしている。さらに、生産や機械受注といった主要経済指標の結果が市場の事前の予想より良かったことも影響して、景気に対する見方が明るくなっている。先月中旬に発表された民間シンクタンクの経済見通しはおおむね上方修正されており、2004年度も景気回復が続くという見方が主流となっている。
2. たしかに足元の景気は回復を続けている。一時減速していた輸出は7月になって前年同月比 + 5.6%(数量ベース)と増加し、特にアジア向け輸出が高い伸びを示している。7月の鉱工業生産指数は前月比 + 0.5%と増加に転じ、製造工業生産予測調査どおりに8月、9月も増加すると、7 - 9月期は前期比 + 2.5%と再び増加することになる。実績では多少下方修正される可能性もあるが、生産が7 - 9月期まで回復基調を続けることは確実なようである。設備投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)も6月が前月比 + 2.4%と2ヶ月連続で増加し、4 - 6月期では前期比 + 3.4%と2期連続で増加した。7 - 9月期の受注見通しは同 + 2.2%と増加が続く見込である。設備投資に対する機械受注の先行期間が短くなっている可能性を考慮しても年内は設備投資の回復基調が続きそうである。また、雇用関連の指標も回復の動きがでており、7月の就業者数は3ヶ月連続で前年より増加している。7月の現金給与総額は、ボーナスの減少が影響して前年比 - 1.9%と3ヶ月ぶりに減少したが、所定外給与が増加を続け、所定内給与が下げ止まっており、所得環境の悪化に歯止めがかかっている。
3. ただ、こうした回復の動きはもともと予想されていたところである。一方で、景気の先行きにとって注意すべき動きも出てきている。まず、7月の勤労者世帯の実質家計消費支出は前月比 - 6.9%と大幅に減少した。天候要因による夏物消費の減少、自動車購入の弱含み、総報酬制導入によるボーナス手取額の減少といったさまざまな要因が影響していると考えられる。8月の乗用車の新車登録台数は小型乗用車が不振で、前年同月比 - 6.2%と落ち込んでいる。乗用車販売はグリーン税制変更前の駆け込みで3月に急増、4月にその反動減が出た後、5月はまた持ち直していたが、6月以降水準が低下している。個人消費は冷夏以外の要因でも下押しされている可能性がある。
4. すでに述べたように、7月の生産指数は前月比上昇したが、最終需要の低迷が出荷の伸びを抑え、在庫をやや拡大させている。冷夏といった特殊要因も影響しているであろうが、在庫循環における在庫の積み上がりがそろそろ始まっているとも考えられる。今年度後半になると景気後退が始まる可能性がある。

## ・今月のトピックス～2003/2004 年度改訂経済見通しのポイント～

弊社では、8月15日に2003/2004年度の改訂経済見通しを発表した。実質GDP成長率は、2003年度+1.4%、2004年度は-0.7%と予想している。詳細な内容はレポート 03/51を参照いただきたいが、大方の予測機関が2003年度後半から2004年度も景気の回復を見込み、2004年度をプラス成長としているのに対し、弊社見通しでは2003年度後半には景気後退局面入りし、2004年度は実質マイナス成長を予測している。なぜ2003年度後半に景気後退局面入りすると考えたのか。ここではポイントとなる、 外需の動向、 在庫調整の進展、 設備投資環境の3つの点から説明したい。

### 1. 外需の動向について

2003 年後半以降、米国経済の回復力が増して、米国経済を始めとした海外景気の回復を背景に、日本からの輸出が増加し外需主導の回復が実現するという見方が多い。弊社見通しでも、輸出については、海外景気の回復を背景に2003 年後半から2004 年度前半にかけて堅調に推移すると見込んでおり、減速するのは海外景気が減速するとみられる2004 年度後半を想定している（図表1）。しかし、2003 年後半以降堅調に推移するといっても、2001 年末から増加基調に転じた輸出は2002 年にすでに過去最高となる高い水準まで伸びており、今後さらにもう一段上昇して景気を押し上げるような力は限られるとみている。

特に2002年に米国向けを中心に大幅に伸びた自動車輸出については、2003年に北米の日本メーカーの現地生産能力が60万台程度拡大することが予定されていることもあり（図表2）、今後輸出が伸びにくい状況になることが予想される。2002年の北米地域向け輸出台数は208万台なので、60万台という数字は無視できない規模といえる。北米において日本車のシェアが上昇を続ける中、米国景気が回復に向かっていることもあり、このまま急激に対米自動車輸出が減少していくことはないとしても、2002年のように大幅に伸びる状況は期待しにくい。

また、2001年末以降高い伸びを続け、2002年の輸出全体の増加に大きく寄与した中国向け輸出は、足元では2000年の水準の2倍近くまで達しており、前年比でも昨年来の増加基調には一服感が出ている（図表3）。中国へ進出する日本企業は増加しており、中国現地法人向けの資本財輸出や生産財輸出は今後も当面堅調な推移が期待でき、中国向け輸出全体も足元より回復力を増す可能性があるが、2002年のような勢いで上昇基調を辿るとは考えにくい。

今後の輸出数量と出荷動向については、輸出数量がある程度は堅調に伸びるため、輸出向け出荷は国内向け出荷に比べて高い伸びを推移すると見込まれる（図表4）。しかし、それでも輸出拡大ペースは緩やかなものとなり、2002年のように輸出の増加が景気回復を主導するような状況ではないと考える。また、国内向け出荷は内需減速により落ち込みが予想されるため、出荷全体では2003年度後半には減少に転じると考えられる。

## 2. 在庫調整について～在庫積み上がりの可能性

出荷の弱含みが予想される中、在庫については、今後緩やかながらも積み増しの動きが出始め、2003年度後半には意図せざる在庫増加局面入りし、2004年度には在庫調整局面入りすると考えられる。ただし、在庫の積み上がりが小さいため調整も比較的軽微なものになると想定している（図表5）。

ここで今後の在庫積み上がりの可能性について考えてみたい。鉱工業指数ベースでは、4-6月期までは生産段階での在庫指数は減少基調が続いていたが、7月は在庫、在庫率ともに前月比+1.4%と上昇しており、低水準が続いていた在庫の状況にやや変化が現れている（図表6）。また、SNAベースの在庫をみると、4-6月期の段階で、すでに減少に歯止めがかかっていたことがわかる（図表7）。SNAベースの実質在庫投資は、生産段階だけでなく流通段階の在庫も含んでいるため、流通段階などでは在庫が積み上がっている可能性がある。また、卸売業の在庫をみると、需要に対する在庫の水準は高いままであることがわかる（図表8）。流通段階での在庫積み上がりが、今後生産段階での在庫積み上がりや生産抑制をもたらす可能性がある。

財別の在庫循環図をみると、生産財では足元の2003年第2四半期で、すでに第一象限に達しており（図表9）在庫が積み上がりつつあることを示している。資本財でも設備投資の回復につれて出荷が拡大し、在庫積み増しの動きが広がると考えられる（図表10）。

以上より、2003年度後半以降は在庫が積み上がり、在庫調整局面入りする可能性が高いと考えている。在庫調整に伴って生産が減少に転じ、企業収益の圧迫要因となれば、設備投資減速にもつながってくる。

## 3. 設備投資環境～設備投資は2004年には減少へ

他機関の見通しと違いが出た理由を需要項目別にみると、設備投資に対する見方の違いが大きい。弊社見通しでは、設備投資は2004年になると前期比減少してくるとみている。上述したように輸出の回復が緩やかであることや、在庫調整局面入りする可能性が高いとみていることも設備投資減速を想定する理由として挙げられるが、ここではその他のいくつかの理由について述べたい。

まず、企業収益については、2003年度上期までは売上高の低迷が続く中、リストラ効果等により利益の改善傾向が続くが、2003年度下期以降は売上高の減少幅が拡大するため悪化に転じるとみている（図表11、12）。設備投資はキャッシュフローの範囲内での動きが続くと想定しているが、キャッシュフローの伸びは企業収益の伸び悩みとともに2003年度後半以降減速する。このため、設備投資は、企業収益の改善を背景に2003年中は増加基調が続くと想定する。ただし、更新・維持などの小規模投資が中心であるため伸びは小幅にとどまり、2004年には企業業績の悪化に伴いキャッシュフローも減少するため、減少基調に転じると考える（図表13、14）。

企業が資産効率の改善を目指し負債圧縮を図る動きが今後も続くと考えられる中、新規に借入れを起こしてまで設備投資に踏み切るような状況にはなりにくいと考ええる。設備投資をキャッシュフローで割った投資性向については、長期的に低下基調にあるが、今後

はほぼ横ばい圏内で推移し、大幅に上昇する事はないと想定している（図表 15）。

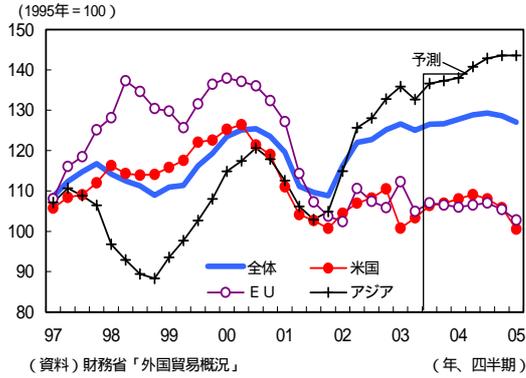
また、設備過剰感については、やや解消してきているとはいえ、引き続き残っている状況にある。日銀短観による生産・営業用設備判断DIと設備投資の推移をみると、製造業では設備過剰感が足元で改善傾向にあるが、過去に比べるとまだ強い状況にあり、非製造業のDIをみると過剰感は依然として強く残ったままの状態となっている（図表 16、17）。このような状況のもとでは、設備投資が長期間にわたり増加を続けることや、増加ペースが拡大に転じることは考えにくい。

また、投資採算性の低下の問題もある。設備投資の増減は、投資採算性によって左右される部分が大いと思われる。収益の悪化とともに投資採算性も低下するため、設備投資を抑制する要因となってくると考えられる。図表 18、19 では投資採算性を、営業利益を有形固定資産で割った値（投資採算率）としてみているが、製造業については足元でやや回復がみられるものの、採算性が大幅に改善しているとは言い難い。また、非製造業では足元でも採算性に改善の兆しがみられない。

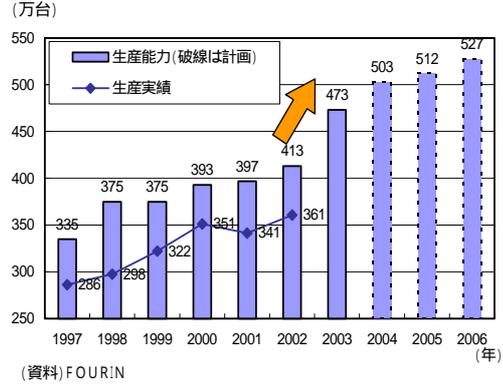
設備投資の予想を、資本ストック循環の動きから検証してみよう。図表 20 では横軸を資本ストックの前年比、縦軸を実質設備投資の前年比でみたストック循環のグラフを示しているが、2004 年以降は設備投資が調整局面に入ること示唆している。

設備投資に半年程度先行するといわれる機械受注が足元で回復しており、機械受注の回復から、今後しばらくは設備投資回復が見込めるとする見方も多い。しかし、機械受注の設備投資に対する先行期間は短縮傾向にある。設備投資と機械受注の関係をみると（図表 21）98 年第 3Q のボトムは重なっており、きれいに 2 四半期（半年）先行していたことを示している。それが 00 年後半～01 年前半の頂上のところでは先行が 1 四半期になり、足元 02 年のボトムでは同時になっていることを示している。受注見込みどおり機械受注が 7 - 9 月期も増加したとしても、2004 年になると設備投資が減少してくる可能性がある。機械受注と設備投資の時間的なラグが短くなっている理由としては、ラグが短い電気機械のウェイトが高まっていることや、取り付けに時間がかからない小型機械のシェアが高まっているということが考えられる。

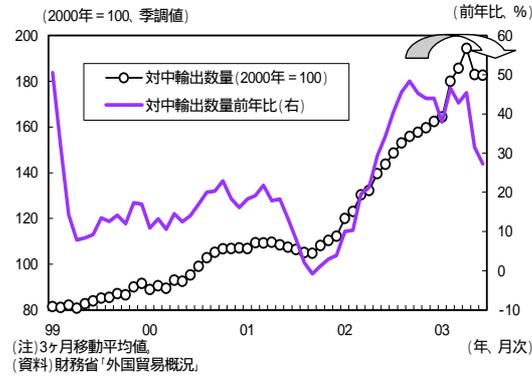
図表1. 地域別輸出見通し



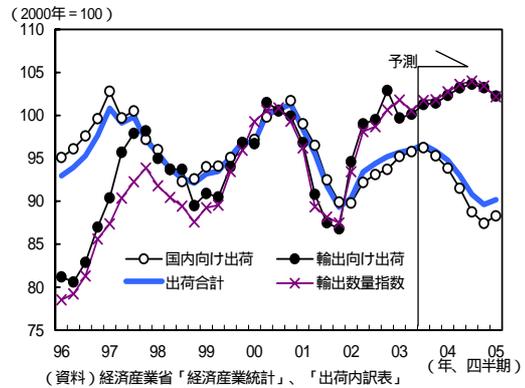
図表2. 日系メーカーの北米完成車生産能力



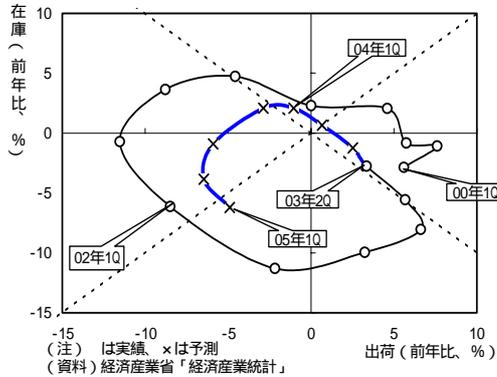
図表3. 対中輸出の推移



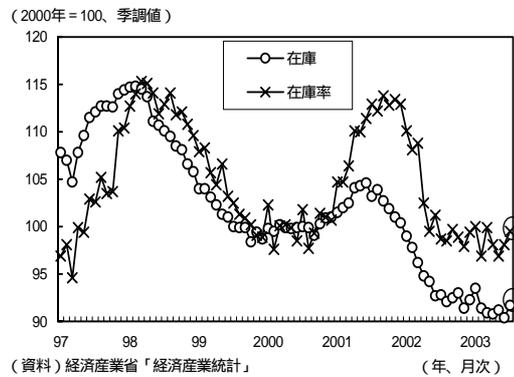
図表4. 国内・輸出向け出荷見通し



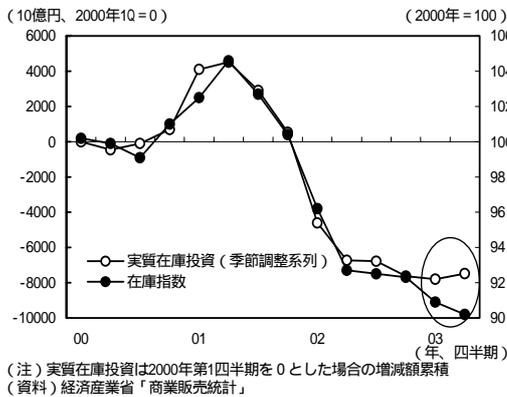
図表5. 在庫循環図



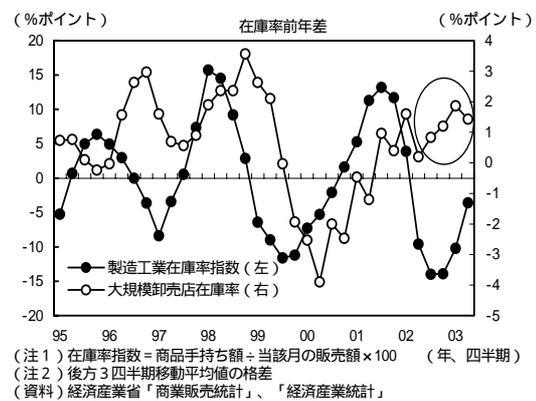
図表6. 鉱工業指数 (在庫、在庫率)



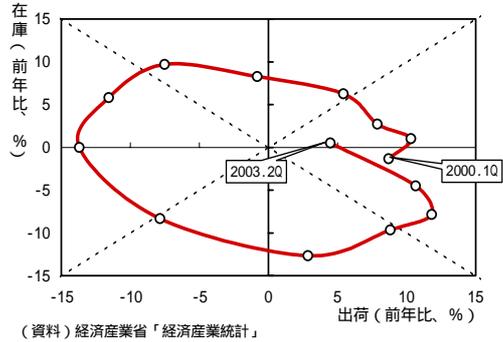
図表7. 在庫投資



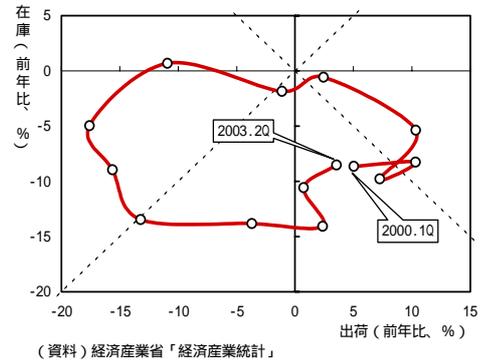
図表8. 製造工業と大規模卸売店の在庫率



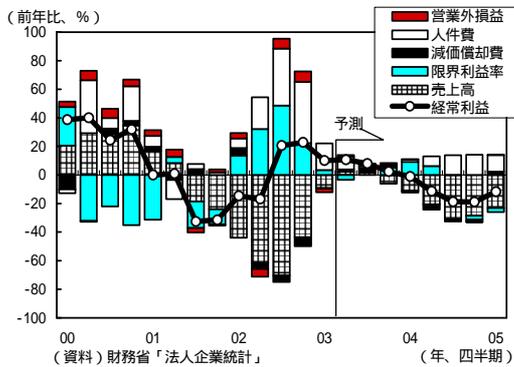
図表9. 生産財の在庫循環



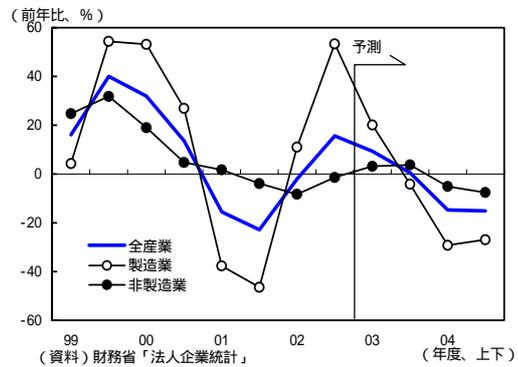
図表10. 資本財の在庫循環



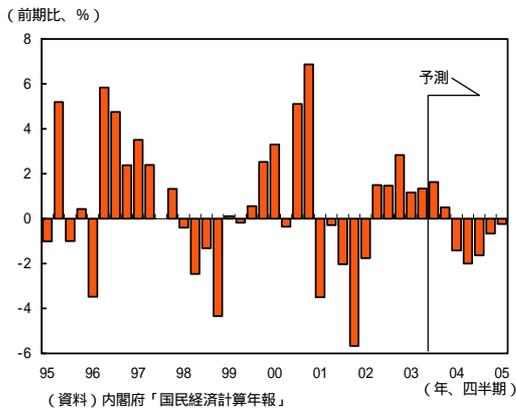
図表11. 経常利益の要因分解 (全産業)



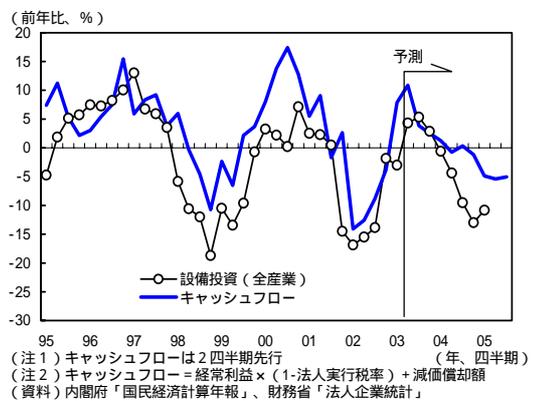
図表12. 業種別経常利益



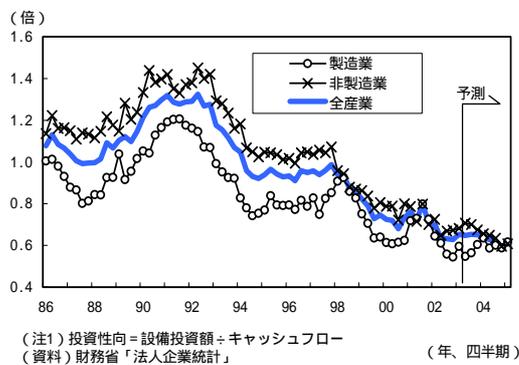
図表13. 実質設備投資



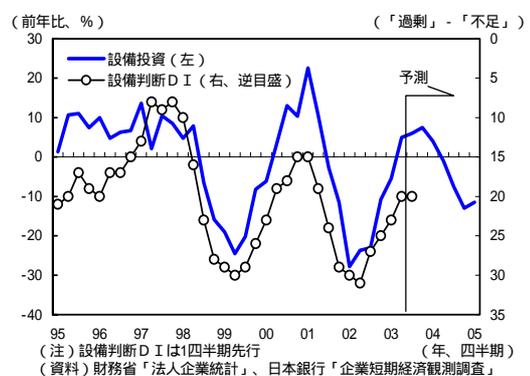
図表14. 設備投資とキャッシュフロー



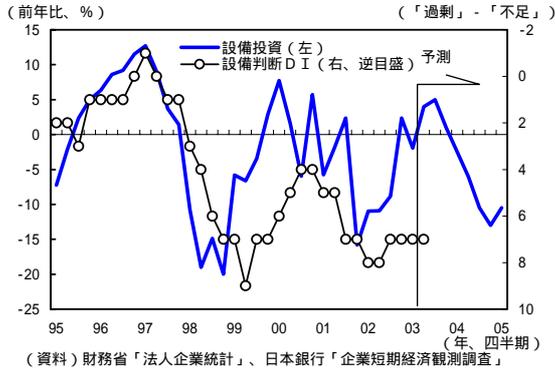
図表15. 投資性向 (季節調整値)



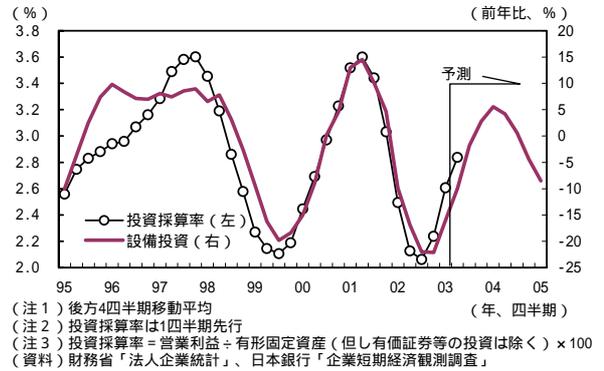
図表16. 設備投資と投資判断D I (製造業)



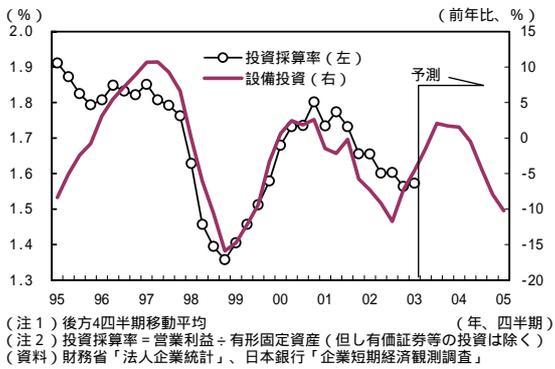
図表17. 設備投資と設備判断D I（非製造業）



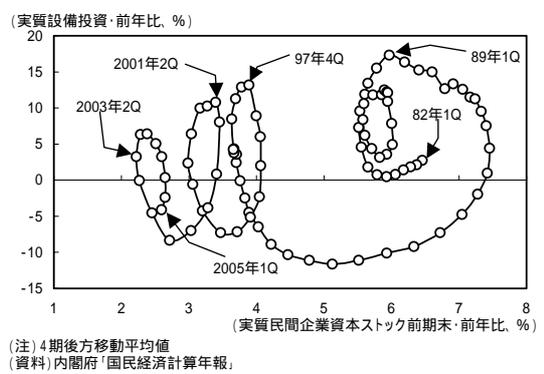
図表18. 設備投資と投資採算率（製造業）



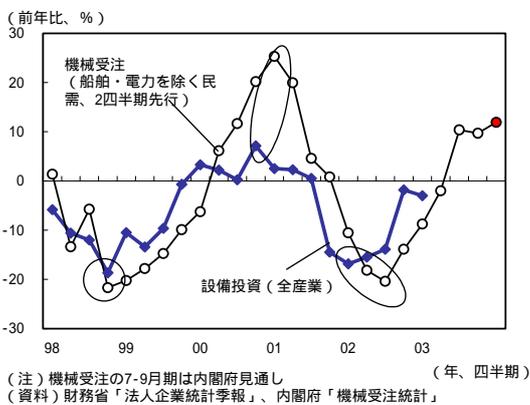
図表19. 設備投資と投資採算率（非製造業）



図表20. 資本ストック循環



図表21. 設備投資と機械受注（2四半期先行）



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。