

調査レポート

日本経済ウォッチ
< 2003年8月号 >

【目次】

. 今月の図表	... p.1
~ 設備投資に対する先行性が短縮する機械受注 ~	
. 景気概況	... p.2
. 今月のトピックス	
~ 株価についての見方 ~	... p.3
~ 景気の現状と95年当時との比較 ~	... p.4
付属図表	... p.7~12



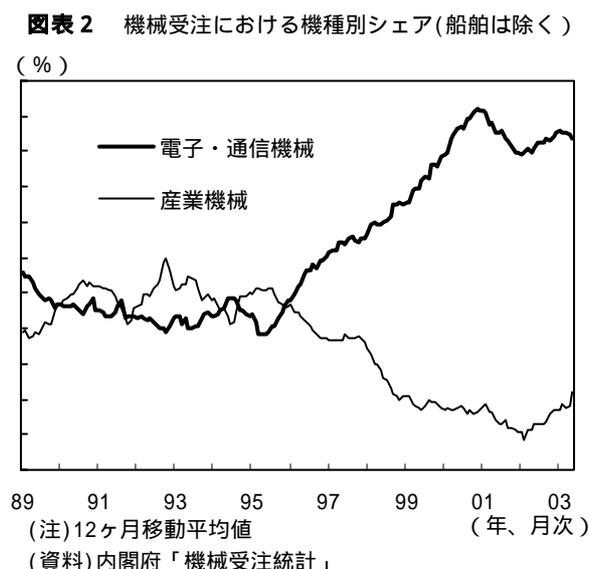
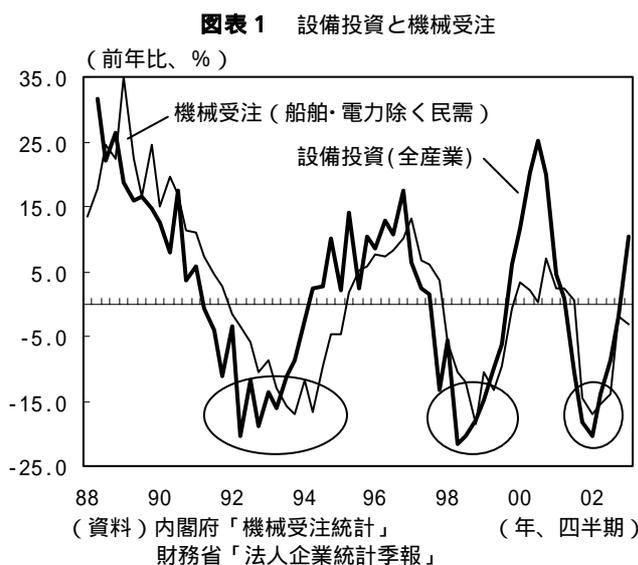
・ 今月の図表【設備投資に対する先行性が短縮する機械受注】

設備投資に対して半年程度先行するといわれている機械受注（船舶・電力を除く民需）であるが、ここ数年、その先行度合いが短くなっている。両者の前年比の推移を見てみると、90年代半ばまでは2四半期以上のラグがあったものの、それ以降は短縮化の傾向を辿り、足元ではほぼ一致してきている(図表1)。

機械受注の設備投資に対する先行度合いが短縮している要因として、次の2点が考えられる。

第1に、設備投資における電子・通信機械関連投資の重要性が高まっていることである。機械受注に占める電子・通信機械のシェアは、90年代半ばまで35%程度で安定していたが、2000年に向けて急速に上昇し、ここ数年は45%程度で推移している(図表2)。電子・通信機械は受注から販売（すなわち設備投資のタイミングに近い段階）までのラグが短く、そのシェアが増加していることは、機械受注全体の先行度合いを短縮化させる効果がある。

第2の理由として、電子・通信機械以外の機種においても受注から販売までのラグが短縮している点があげられる。電子・通信機械以外の機種では、90年代半ばまで平均して3四半期程度の先行性があったものの、90年代半ば以降の平均は1四半期程度と大幅に短くなっている。さらに細かな分類で各機械についてみると、どの種類の機械においてもラグが短くなっている。この背景には、設備投資の中心が、工場の新設といった大型機械の購入を伴う投資から、比較的規模が小さく受注から販売までのラグが短い小型機械を中心とした維持・更新投資に移ってきていることがあると推測される。また、受注から納期までの期間短縮に向けてメーカー側の努力や生産技術の向上が続いているといったことも考えられる。



・景気概況

1. 6月の経済指標がほぼ出揃ったところで4~6月期の景気動向を概観してみると、強弱混在しているものの、比較的明るい数字も目に付くようになっている。政府・日銀の景気判断もやや上方修正される方向であり、今年度下期以降の景気回復期待も高まっているのだが、実際にはどうであろうか。
2. まず、弱めの指標から見てみよう。6月の輸出（数量ベース）は前年同月比-0.2%と15ヶ月ぶりに減少した。地域別に見ると米国向けが同-10.6%、EU向けが-12.8%と大幅に減少したほか、アジア向けは+2.0%と伸びが鈍化している。世界景気の減速に影響された輸出の伸び悩みは今年の初めから続いており、生産活動にも影響している。6月の鉱工業生産は前月比-1.2%と、輸送機械、電子部品・デバイス工業を中心に減少し、4~6月期では前期比-0.6%と6四半期ぶりに減少した。もっとも、今年後半の世界景気は再び加速することが期待されており、輸出はある程度持ち直してくるであろう。また、製造工業生産予測調査では7月（前月比+0.7%）、8月（+2.7%）と増加が見込まれている。予測値に較べて実績が下振れする傾向が続いているが、生産の回復トレンドはまだ持続していると考えられる。
3. 設備投資は緩やかな回復を続けている。4~6月期の資本財（除く輸送機械）出荷は、4月が大幅に落ち込んだ影響で前期比-3.0%と減少しているが、5月、6月と堅調に伸びている。製造業関連の建設工事も増加傾向が続いており、設備投資の回復を示唆している。また、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）は5月に前月比+6.5%と高い伸びを示しており、4~6月期は内閣府の見通し（前期比-10.5%）を大きく上回って、前期比増加を続ける可能性がある。
4. 雇用・所得環境も改善している。6月の就業者数は前年同月比+38万人と医療・福祉、サービス業を中心に2ヶ月連続で増加した。また、同月の一人平均現金給与総額は前年同月比+1.7%と2ヶ月連続で増加した。所定内給与が前年並みの水準を維持し、所定外賃金が増加傾向を続ける中で、夏のボーナスの回復を受けて特別に支払われた給与（ボーナス）が前年同月比+4.1%と拡大した。4~6月期は個人消費も底堅く推移したようである。勤労者世帯の実質消費支出は6月に大幅に拡大しており、4~6月期では前期比+1.6%となっている。なお、6月の新規住宅着工件数が前年同月比+13.4%と持家、一戸建て分譲、貸家を中心に大幅な伸びを記録した。この急増の理由としては、今年12月末の住宅ローン減税の期限切れを見込んだ駆け込みや、7月からの改正建築基準法施行前の駆け込みが考えられる。
5. このように4~6月期の景気動向は輸出と生産が伸び悩んだものの、全体としてはさほど悪くない。おそらく7~9月期も設備投資の回復や住宅着工の上振れが続くであろう。しかし、今年度下期も景気回復の勢いが続くであろうか。まず、住宅着工の増加は一時的な動きにとどまるであろう。また、設備投資では半導体や液晶関連などスピードが要求される投資は早い時期に実行され、その後は減速してくる可能性がある。機械受注の設備投資に対する先行期間は以前よりも短くなっているようである。さらに、しだいに在庫が積み上がってくることも予想され、昨年初からの景気回復局面はしだいに後退局面に入ってくるのではないかと考えられる。

・ 今月のトピックス

株価はほぼ 1 年前の水準を回復し、足元の景気は横ばい状況ながら先行きについてやや明るい見方が増えてきているようである。そこで、今回は、株価回復の背景、現在と 95 年当時との経済情勢の比較、をテーマとして取り上げた。95 年は景気が一旦は横ばい状況になりながらも、景気後退に陥ることなく拡大を続けた。当時との比較は景気の先行きを考えるうえで参考になると考えた。

1. 株価についての見方

日経平均株価(終値ベース)の推移をみると、4 月 28 日の 7607 円をボトムに上昇に転じ、この 1 ヶ月は 9000 円台後半を中心とした動きとなっている(図表 1)。ほぼ 1 年前の水準を回復した形であるが、こうした株価の動きをどのように評価すればよいのであろうか。

まず、長期的な視点から 1 株あたり利益と株価(TOPIX)の関係をみると、80 年代は利益の増加に比べて株価の上昇速度が速かったが、90 年代初めに株価水準が急速に修正され、その後はおおむね安定した関係を維持するようになってきている(図表 2)。

こうした中で、最近の株価上昇はどのように捉えられるのであろうか。まず、人件費圧縮などの収益構造の改善が評価された面を指摘できる。業種別に主要な財務データ(01 年度と 02 年度の比較)と株価の変動(03 年 4 月 1 日~7 月 11 日を対象)との関係をみると、次のようなことがいえる。企業収益を表す指標である営業利益については、営業利益が改善した業種ほど株価は上昇する緩やかな関係がみとめられる(図表 3)。企業の収益構造を表す指標である損益分岐点比率をみると、損益分岐点比率が下がった業種ほど株価が上がる関係がある(図表 4)。企業の負債の大きさを表す負債比率については、株価との相関はみとめられない(図表 5)。営業利益と損益分岐点比率はどちらも株価と相関がみとめられるが、損益分岐点比率との相関の方が強い。業種別のデータからは、人件費圧縮などによる収益構造の改善(= 損益分岐点比率の低下)が株価上昇の背景にあったことが推察できる。

実際の 1 株あたり利益の動向をみると、2002 年度の企業業績は金融部門を除けば緩やかながら改善を続け、2003 年度はより明るい見通しが描かれている。企業業績の改善も株価上昇に寄与しているとみられる(図表 6)。また、金利の低下が続いているため、利回り面で株式投資が有利になってきた面も指摘できるであろう。東証一部の有配会社の平均配当利回りは、長期国債の金利を上回ってきている(図表 7)。

さらに、株価を抑制してきた要因が緩和されたことも指摘できる。2002 年の株価下落局面をみると、1 株あたり利益が改善傾向で推移した期間についても、株価の下落が続いていた。これは P E R (株価収益倍率 = 株価 ÷ 1 株あたり利益)の低下が続いたことを意味する(図表 8)。P E R は株価の割安・割高を判断する指標の一つであるが、4 月までに日本の株価は割安なところまで売り込まれていたのかもしれない。

P E R が低下した背景として、厚生年金基金の代行返上に伴う売り圧力と銀行の株式持ち合い解消に伴う売り圧力という 2 つの特殊要因が考えられる。まず、代行返上については、大型株中心に影響が出ていたものとみられる。大型株の株価指数である TOPIX Core30 の相対株価は、代行返上の件数増加に伴って低下していたことが分かる(図表 9)。なお、

代行返上の件数は3月をピークに一服してきている。また、銀行の株式持ち合い解消に伴う売りは、2001年以降、株式市場の需給悪化要因であったとみられるが、昨年11月29日に始まった日銀による銀行保有株買い取りによって吸収されるようになってきている(図表10)。

以上をまとめると、株価反発をもたらした要因として、特殊要因によって4月までに売られていた株価が買い戻されたという面(図表11)と電気機械や通信業を中心に業績への期待が修正された面(図表12)とがあると思われる。

なお、投資家別の売り越し・買い越しの状況を見ると、5月以降、外国人の買い越しが目立っており、外国人投資家主導の相場上昇であったといえる(図表13)。また、売買シェア(売り買い合計)に占める個人投資家のシェアが5月後半から6月末にかけて上昇していることから、インターネットでの株の売買を含めて個人部門の回転売買などが相場上昇に寄与していた可能性も指摘できる(図表14)。

2. 95年当時の景気動向と現状との比較

在庫循環・生産動向

生産や在庫循環の動向からみて、現在の景気状況は95年当時と似た面がある。95年当時には、それまでの景気拡大の動きが一服気味となったが、その後、96年も回復が続いた。当時と比較してみると、現状はどうであろうか。

まず、在庫循環の状況を図表15と図表16でみると、95年当時も現在もグラフの右下から逆時計回りに左上の方向に進む動きがみられるという点で似ている。

95年当時を詳しくみると、95年第1四半期以降、在庫が積み上がる中で、出荷の伸びが鈍化し始め、在庫循環の観点からは景気が後退局面入りしてもおかしくない状況となった。しかし、在庫循環図上では、97年にかけて急反転し、大幅な調整は回避され、出荷は前年比プラス水準を維持したまま推移した(図表15)。在庫循環としては、やや異例の動きとなったといえる。

今回については、依然として在庫の伸び率はマイナス圏内であり、在庫調整圧力は今のところほとんどない。このため、足元から景気が急に失速していく可能性はないとみられるものの(図表16)通常在庫循環のパターンにしたがって、2003年度後半から景気は調整色が強まる可能性が大きいと考えられる。

95年当時の状況を生産面から見ると、95年半ばにかけて、急激な円高や阪神淡路大震災の影響もあり、景気が失速する懸念が高まったが、その後は生産が持ち直し、結果的に景気の谷は打たれなかった(図表17)。95年に生産が持ち直したのは、資本財と生産財の生産が拡大基調を維持したためである(図表18)。こうした背景には、設備投資の拡大継続、輸出の持ち直し、大型景気対策、良好な家計の所得環境、があったと考えられる。

足元までの生産の推移は95年当時に良く似ているが、先行きを考えるうえで、各需要項目の動きを検討する必要がある。

設備投資

まず、95年当時の設備投資の動向をみると、最初は製造業を中心に増加に転じたが、95年後半以降は非製造業が牽引する形で長期間にわたり増加が続いた(図表19)。当時は、移動体通信の基地局設置といった通信業を中心とする需要が全体を押し上げていた(図表20)。

足元をみると、当時の通信業のような全体を強力に牽引する業種はみあたらず、設備投資の中心は維持・更新投資になってくると思われ、設備投資の先行きは企業収益の動向に依存する部分が大いと思われる。しかし、企業収益には、頭打ちの兆しが出ているのが現状である(図表21)。

外需

95年当時は80円割れの円高突入もあり、輸出の先行きに懸念が強まった。実際、95年は、世界景気が減速気味であったため輸出が伸び悩んだ一方で輸入は増加し、外需(=輸出-輸入)の寄与はマイナスとなった。しかし、96年になると、米国を中心とした世界景気の回復から輸出は増加に転じた(図表22~23)。米国向けでは自動車、アジア向けでは一般機械など資本財や電子部品など生産財が輸出拡大の牽引役となった(図表24~25)。超円高を受けた製造業の生産拠点移転の動きがアジア向けの資本財輸出を押し上げた面もあったと思われる。

現在、米国経済には再加速に向けての明るい兆しも見え始めているようであり、世界景気は緩やかながらも回復している。外需の環境は95年当時と似ていると考えられる。

公共投資

95年は、4月に緊急円高・経済対策、9月に事業規模14.2兆円の経済対策が策定されるなど、公共投資も景気押し上げ役を果たし(図表26)、建設財を中心に生産活動も押し上げられた(図表27)。しかし、現状は緊縮財政が続く、公共投資はマイナス基調が続いている(図表28)。

家計部門

図表29は、企業収益の要因分解図であるが、この図は現在と95年当時とで家計部門の置かれている状況の違いを端的に表している。95年当時は、人件費は増加していたため企業収益にとってマイナス要因であったが、現在は、人件費を圧縮することによって企業収益が押し上げられている。当時と現在では家計部門の所得環境が大きく異なっており、足元の所得環境は厳しい。

95年当時の個人消費は所得の増加を背景に底固く推移し、97年4月の消費税引き上げを前に駆け込み需要も発生した(図表30)。この間、消費財の生産も好調に推移している(図表31~32)。足元、個人消費は底固いとはいえ、景気を押し上げるほどの力強さはない。

また、当時は住宅金融公庫の融資金利が引き下げられ、住宅投資を刺激した面もある(図表33)。住宅ローン金利の低下により、マンションブームに火がついていった(図表34)。足元は、長らくマンションブームが続いたあとであり、ここからさらにマンション着工が拡大するとは考えにくい。また、低金利や減税などの政策に対する感応度も低下していると思われ、政策的に住宅投資を刺激することは難しそうである。

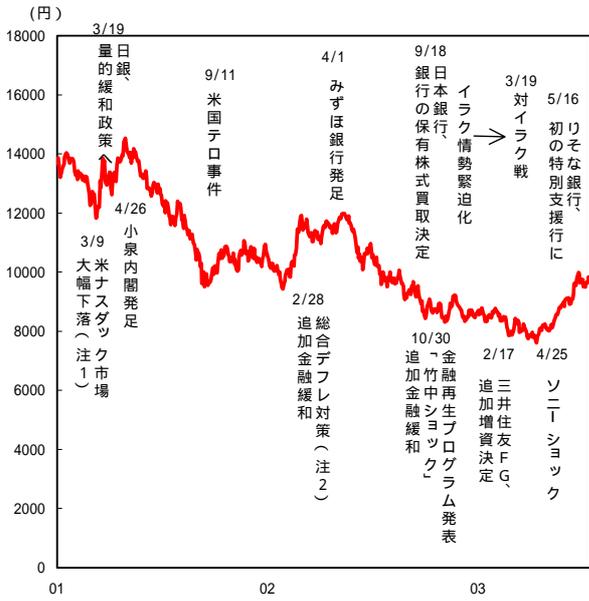
株価上昇による消費押し上げ効果

株価上昇によって、個人消費が押し上げられる可能性はどうか。今年 9 月末の TOPIX が仮に 1000 ポイントであると仮定すると、3 月末（TOPIX は 788 ポイント）に比べ家計部門には、約 16 兆円のキャピタルゲインが生じると試算される（図表 35）。これにより個人消費は 8700 億円程度押し上げられると推計されるが（図表 36）、消費全体を押し上げるには力不足と思われる。

まとめ

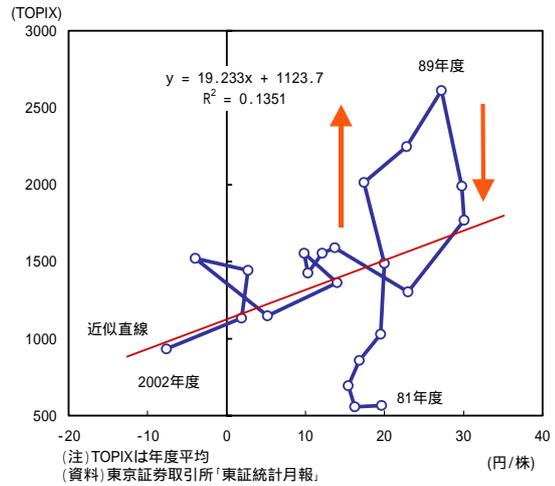
各需要項目をみて、当時に比べ今回の方が環境が良い、あるいは同等と評価できる項目は、在庫レベルが低いことと世界景気が回復していることぐらいである（図表 37）。95 年から 96 年にかけて、景気は腰折れを回避し、拡大を持続した。しかし、今回は、足元までは景気が回復局面を維持しているが、今年度後半になると後退局面入りする可能性がある。

図表1. 日経平均株価の推移



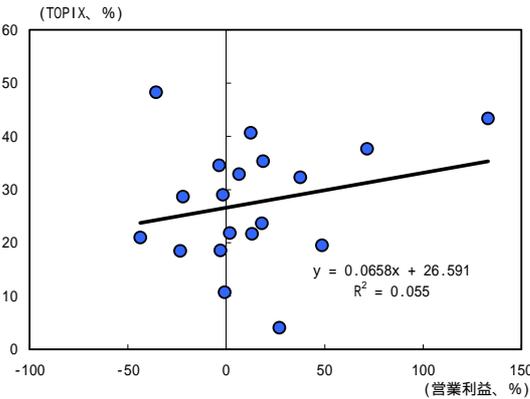
(注1) ナスダック市場が2年3ヶ月ぶりに2200割れ。日本の株価市場も大きく下落。
 (注2) 株式の空売り規制強化が盛り込まれる。
 (資料) 日本経済新聞

図表2. 1株当たり利益とTOPIXの関係



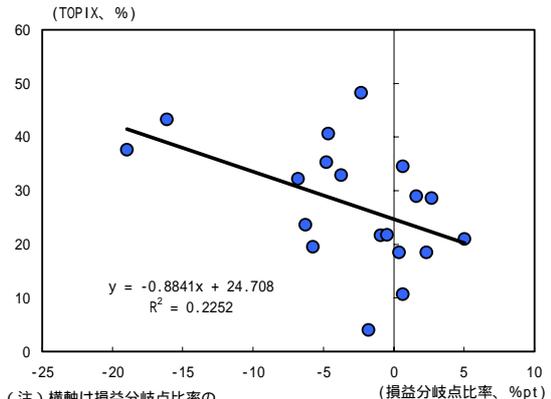
(注) TOPIXは年度平均
 (資料) 東京証券取引所「東証統計月報」

図表3. 営業利益と株価の関係(業種別)



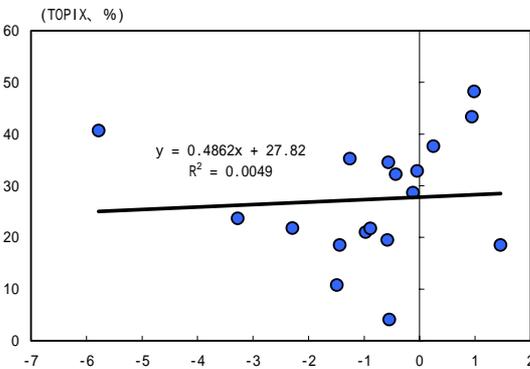
(注) 横軸は02年度平均の営業利益の前年比。
 縦軸 (TOPIX) は03年4月1日～7月11日における最安値と最高値の変化率。
 (資料) 財務省「法人企業統計季報」、東京証券取引所

図表4. 損益分岐点と株価の関係(業種別)



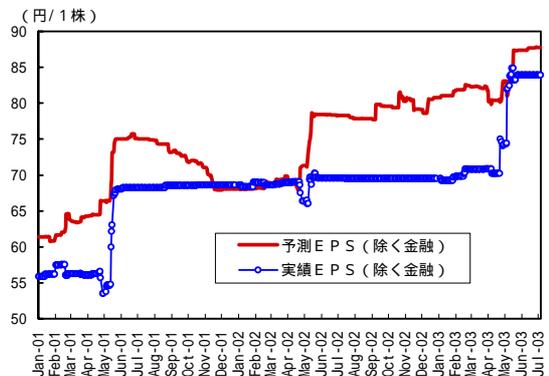
(注) 横軸は損益分岐点比率の01年度平均と02年度平均の差 (02年度平均 - 01年度平均)。
 縦軸 (TOPIX) は03年4月1日～7月11日における最安値と最高値の変化率。
 (資料) 財務省「法人企業統計季報」、東京証券取引所

図表5. 負債比率と株価の関係(業種別)



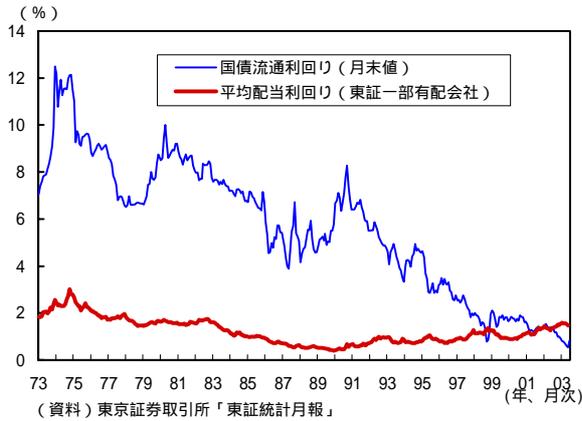
(注) 横軸は負債比率 (= (長短借入金 + 社債) ÷ 総資産) の (負債比率、%pt) 01年度平均と02年度平均の差 (02年度平均 - 01年度平均)。
 縦軸 (TOPIX) は03年4月1日～7月11日における最安値と最高値の変化率。
 (資料) 財務省「法人企業統計季報」、東京証券取引所

図表6. 1株あたり利益 (EPS) の動向

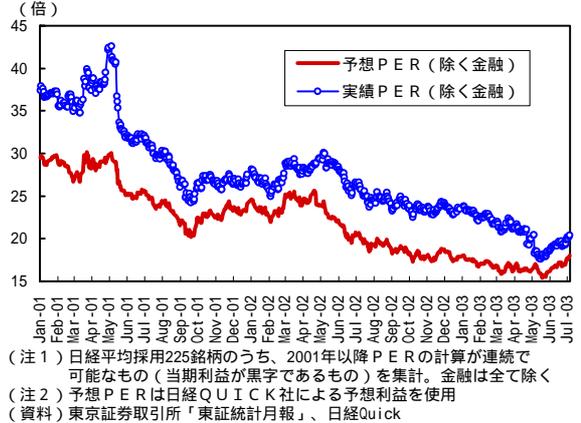


(注1) 日経平均採用225銘柄のうち、2001年以降EPSの計算が連続で可能なうち当期利益が黒字であるものを集計。金融は全て除く
 (注2) 予想EPSは日経QUICK社による予想利益を使用
 (資料) 東京証券取引所「東証統計月報」、日経Quick

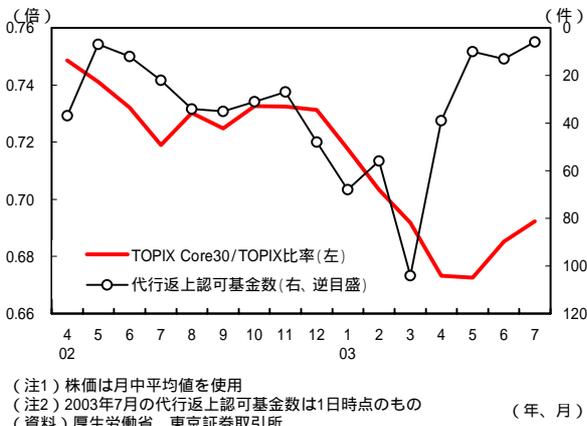
図表7．配当利回りと長期金利の推移



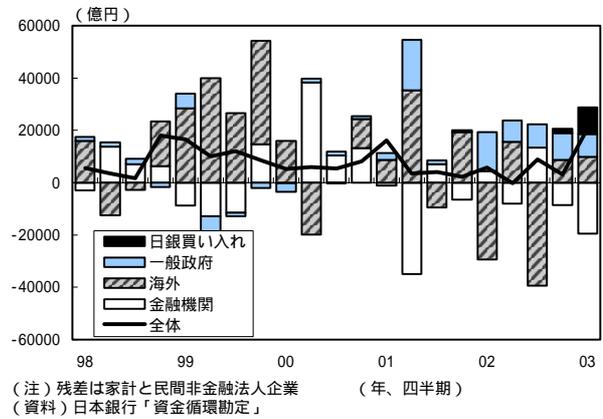
図表8．PER (株価収益倍率)の推移



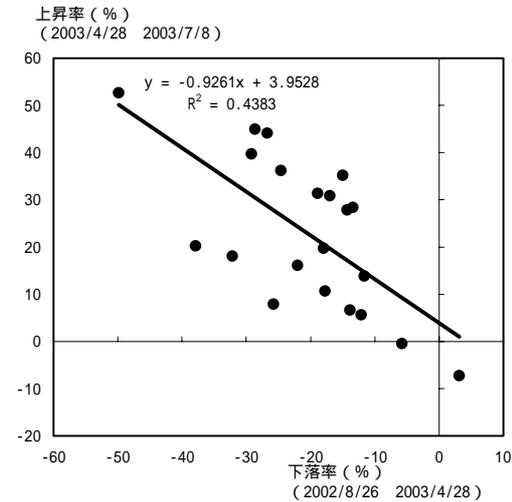
図表9．代行返上認可件数と株価



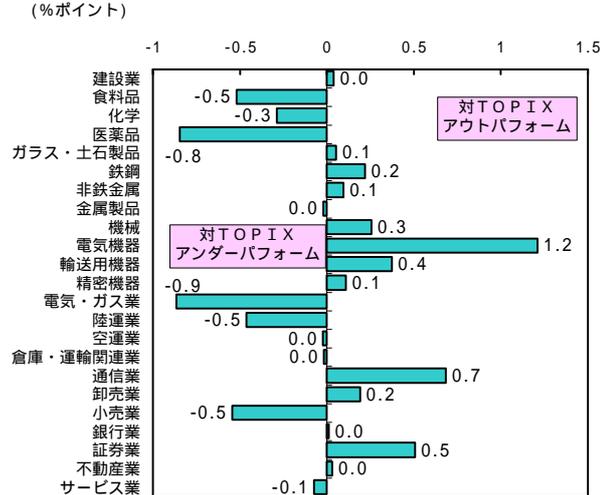
図表10．部門別にみた株式の取得・処分の状況



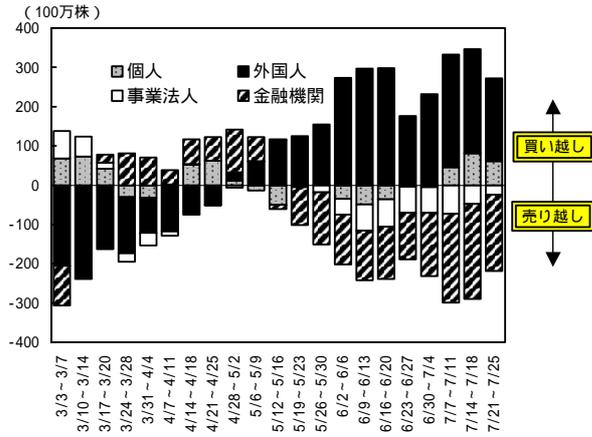
図表11．業種別時価総額の下落率(8/26 4/28)と上昇率(4/28 7/8)



図表12．株価の業種別相対パフォーマンス

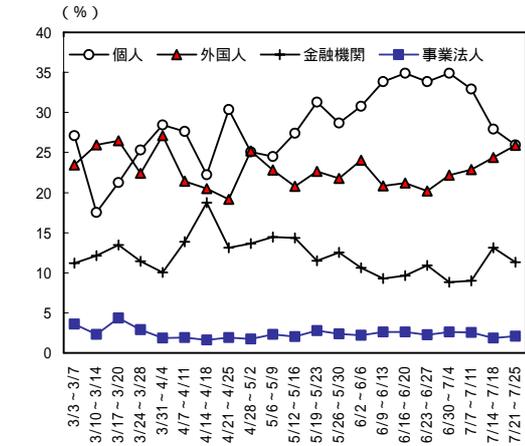


図表13. 投資家別の買い越し・売り越し動向



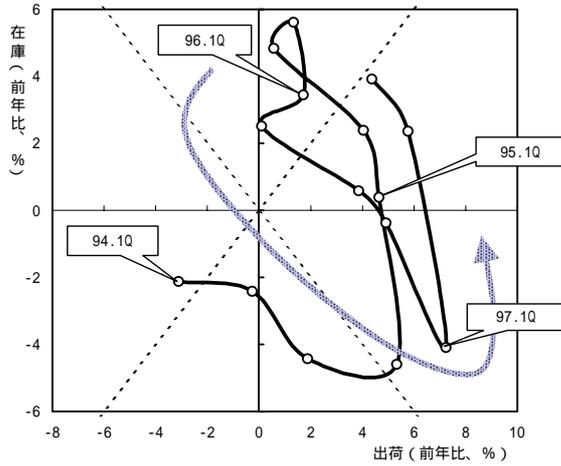
(注) 売買高は東証一部、後方3週間移動平均。
 (資料) 東京証券取引所「東証統計月報」

図表14. 投資家別の売買シェア(売り買い合計)



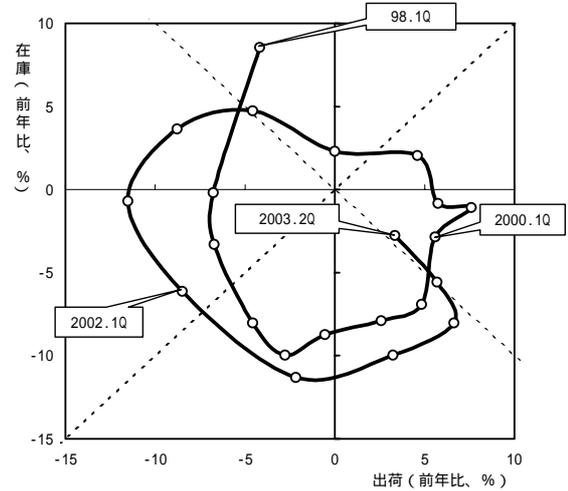
(注) 売買高は東証一部
 (資料) 東京証券取引所「東証統計月報」

図表15. 95年前後の在庫循環図



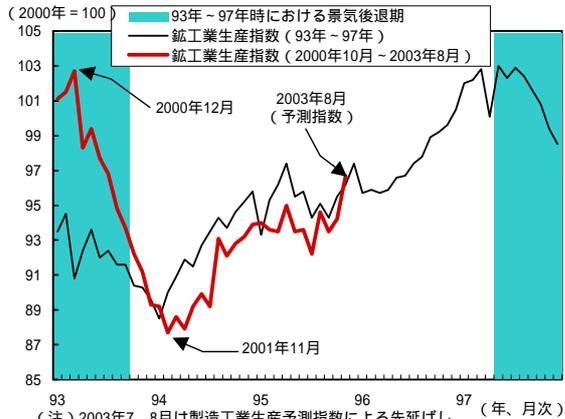
(資料) 経済産業省「生産・出荷・在庫指数」

図表16. 足元の在庫循環図



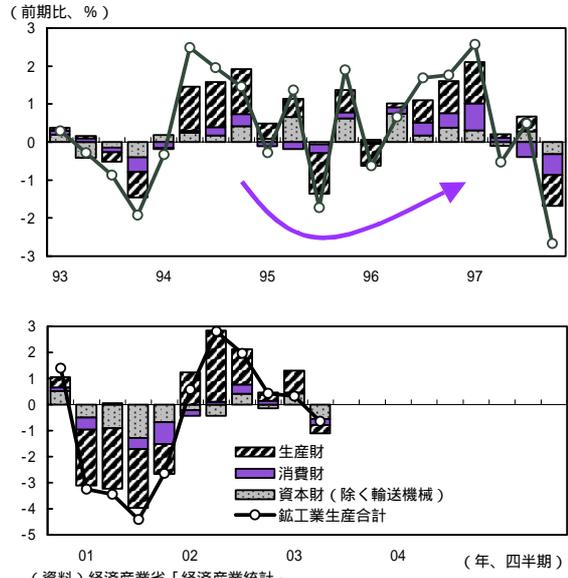
(資料) 経済産業省「生産・出荷・在庫指数」

図表17. 鉱工業生産の動向(95年時と現在)



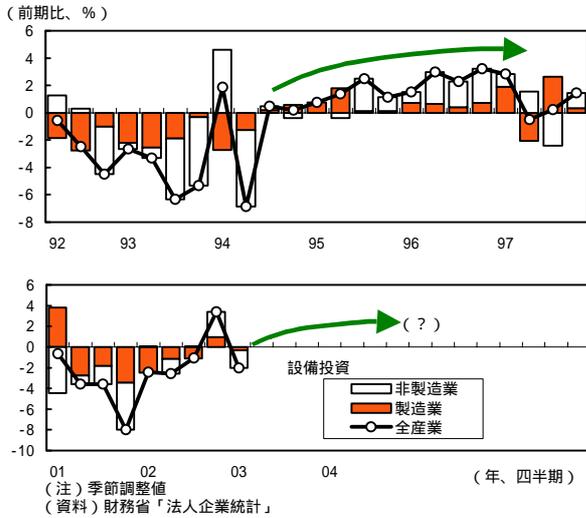
(注) 2003年7、8月は製造工業生産予測指数による先延ばし
 (資料) 経済産業省「経済産業統計」、内閣府「景気基準日付」

図表18. 鉱工業生産の財別動向(95年時と現在)

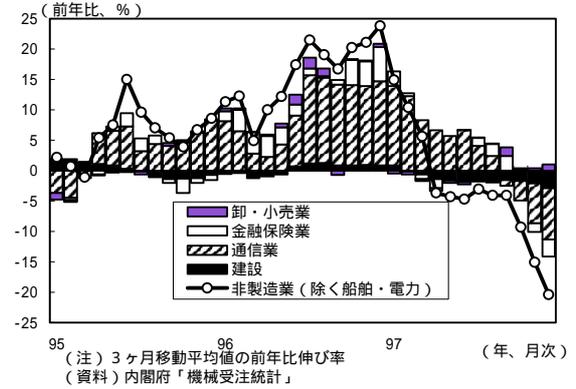


(資料) 経済産業省「経済産業統計」

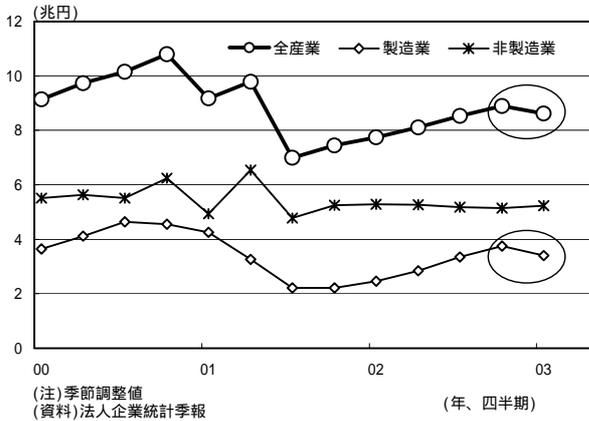
図表19．設備投資の動向(95年時と現在)



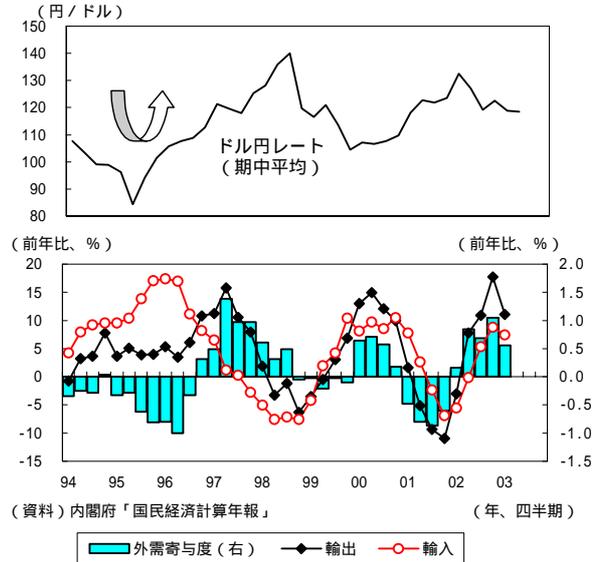
図表20．機械受注の動向(95年時)



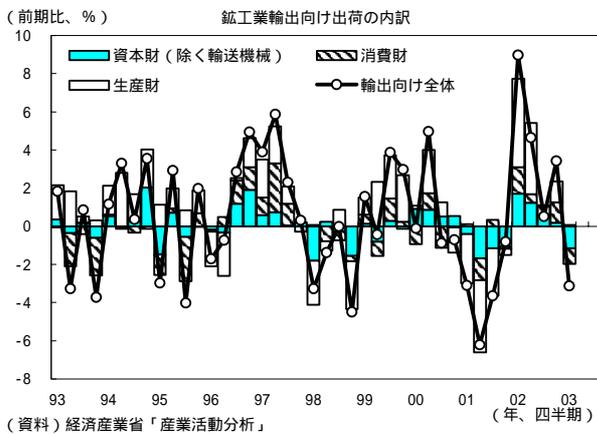
図表21．経常利益の動向



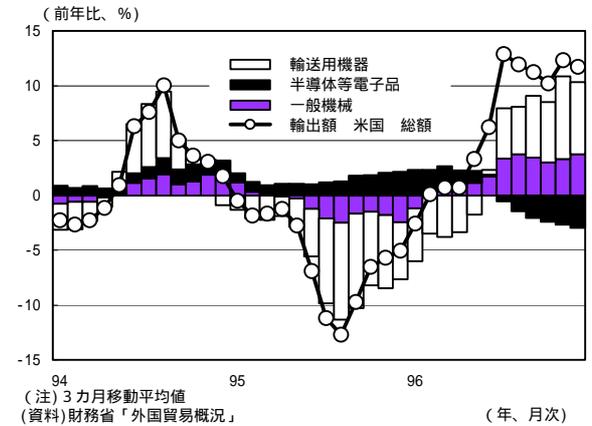
図表22．輸出入と為替の動向



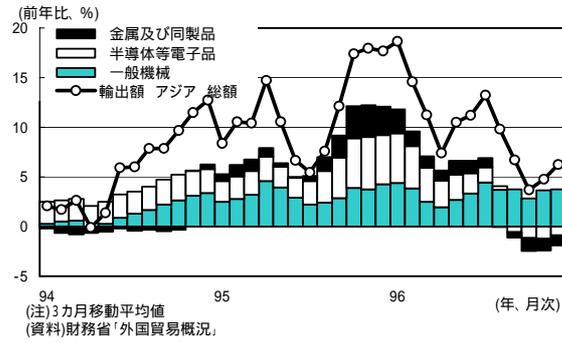
図表23．財別の輸出動向



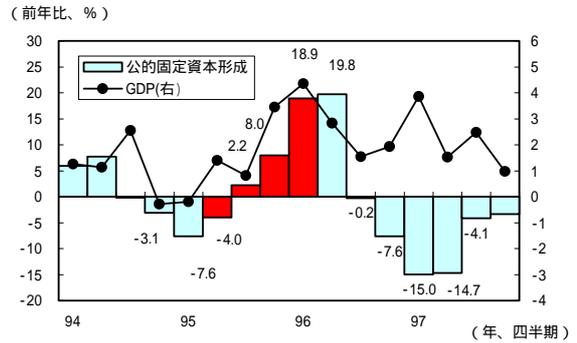
図表24．米国向け輸出の動向(95年時)



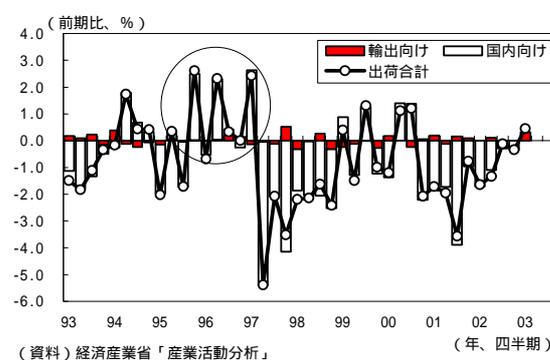
図表25．アジア向け輸出の動向(95年時)



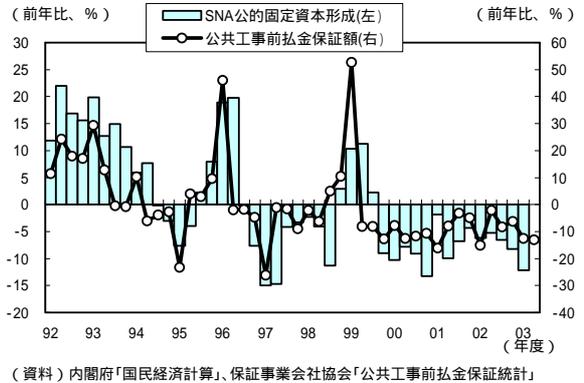
図表26．公共投資の動向(95年時)



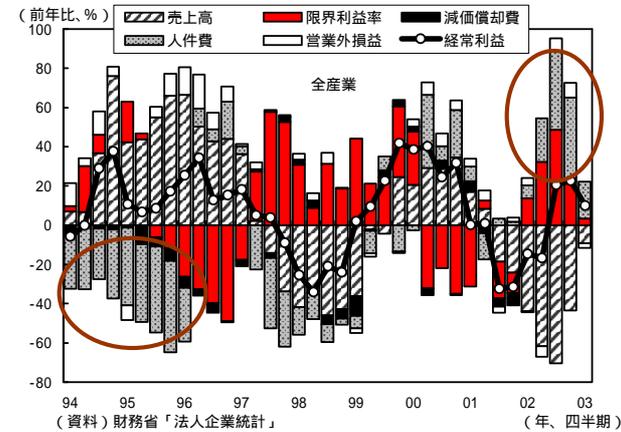
図表27．建設財出荷の動向



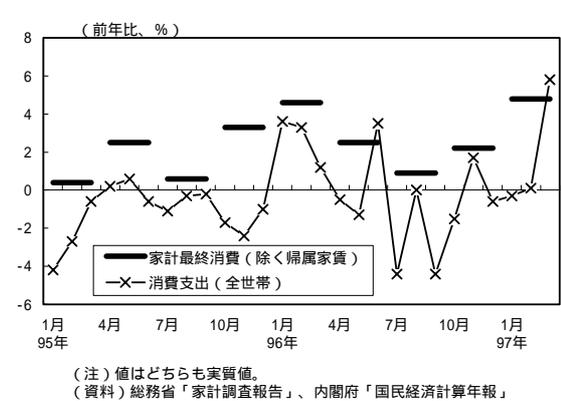
図表28．公共投資の現状



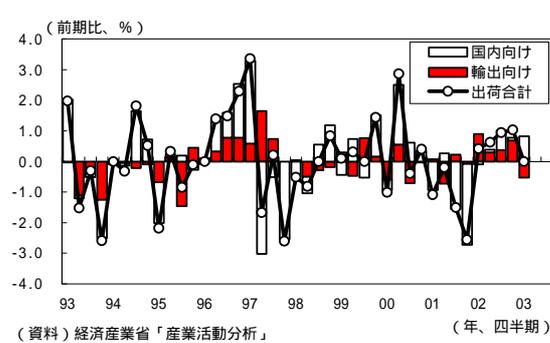
図表29．企業収益の要因分解



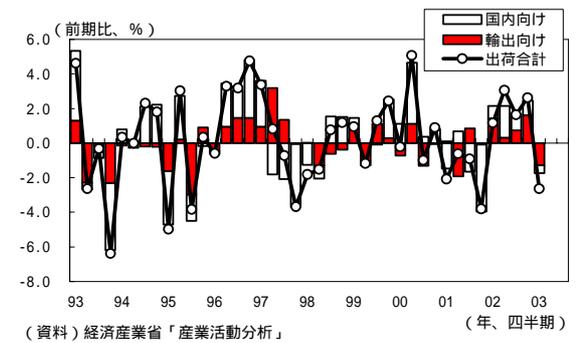
図表30．個人消費の動向(95年時)



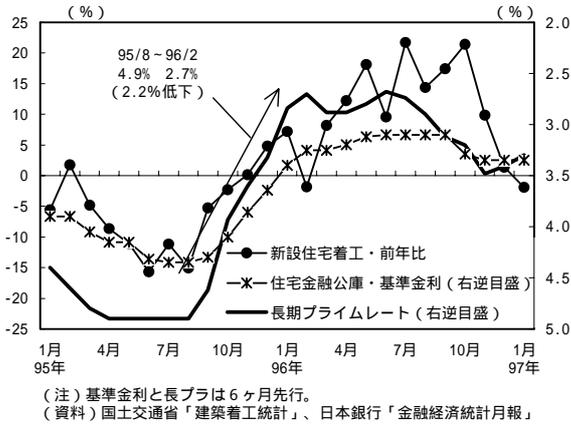
図表31．消費財出荷の動向



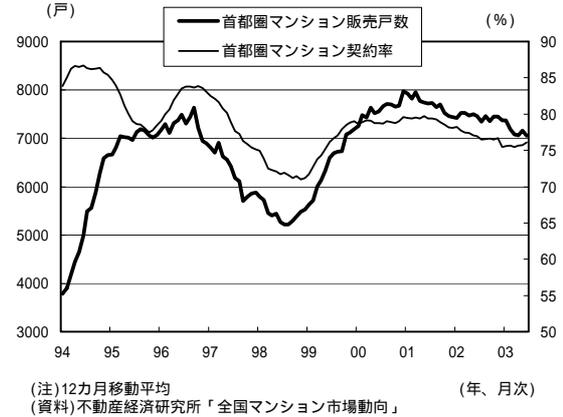
図表32．耐久消費財出荷の動向



図表33. 住宅着工と金利の推移(95年当時)



図表34. 首都圏マンション販売戸数と契約率の推移



図表35. 部門別の株式評価損益(2003年3月末比)

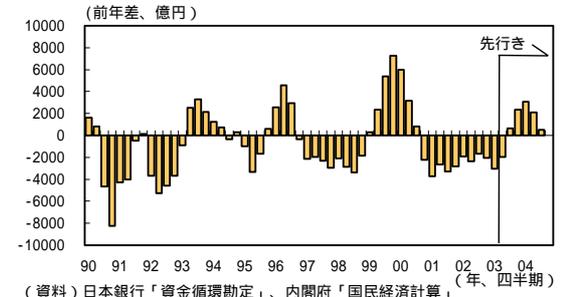
< 株式評価損益の試算結果 >

	TOPIX	家計	金融機関	民間非金融法人企	一般政府	海外
2003年 1Q	788.00	-2.3	-4.3	-4.6	-0.6	-3.3
2Q	903.44	8.6	9.5	10.9	1.1	10.0
3Q	1000.00	7.4	8.0	9.2	0.9	8.5
合計(注2)	-	16.0	17.4	20.1	2.0	18.5

(前期末差、兆円)

(注1) 斜字体は予測値
(注2) 合計は2Qと3Qの評価益(損)の累計
(資料) 日本銀行「資金循環勘定」

図表36. 株式評価損益の個人消費への影響



< 試算に用いた推計式 >
 名目家計最終消費支出 = $-30823.6 [8.88]$
 $+ 0.731 * (\text{可処分所得}) [84.58] < \text{ラグ2期} >$
 $+ 0.020 * (\text{株式資産残高}) [3.24] < \text{ラグ2期} >$
 $+ 31878.8 * (\text{季節ダミー}) [10.78]$
 $+ 20699.2 * (\text{季節ダミー}) [7.10]$
 $+ 32585.4 * (\text{季節ダミー}) [11.42]$
 $+ 40413.0 * (\text{消費税ダミー}) [3.56]$
 ・ 季節ダミー : 第1四半期を1、その他の期は0を取るダミー変数。同様に季節ダミーは第2四半期を1、その他の期は0を取るダミー変数。ダミーも同様。
 ・ 消費税ダミー : 消費税率引き上げ前の駆け込み需要のあった97年1Qを1、その他は0を取るダミー変数。
 値は名目で、推計にはアーモンラグを用いた。推計期間 : 70/1Q ~ 02/1Q
 自由度修正済 $R^2 = 0.996$ 、D.W.比 = 2.44、[]内はt値
 (資料) 日本銀行「資金循環勘定」、内閣府「国民経済計算」

図表37. 95年時と現在との経済状況の比較

	95年 96年	現在 今後(見込み)
在庫調整	出荷が前年比減少することなく調整	積み上がり小さいが、通常の在庫調整を見込む
生産	腰折れを回避し、増加を持続	緩やかに増加しているが、先行き調整の可能性
個人消費	所得環境の改善 + 消費税前の駆け込み	雇用・所得環境は改善しているが、厳しい状況は変わらず
住宅投資	消費税前の駆け込み + 金利低下 マンションブームへ	政策感応度低下、マンションブーム一巡
設備投資	通信関連が牽引役	今のところ牽引役は見あたらず
公共投資	大規模な経済対策	厳しい財政状況
輸出	96年は世界景気の拡大ペース速まる	足元鈍化。その後、緩やかな回復へ
輸入	円高、海外進出により高い伸び	95年に比べれば相対的に低い伸び
GDP	回復を持続	回復しているものの、持続性は疑問

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。