

調査レポート

日本経済ウォッチ
< 2003年7月号 >

【目次】

・ 今月の図表	... p.1
～ 企業規模別にみた株式指数動向 ～	
・ 景気概況	... p.2
・ 今月のトピックス	
～ 個人消費の現状と先行き ～	... p.3
～ 減速しているマンション販売の今後 ～	... p.3
～ 企業の収益動向について ～	... p.4
～ 最近の輸入動向について ～	... p.5～6
付属図表	... p.7～10



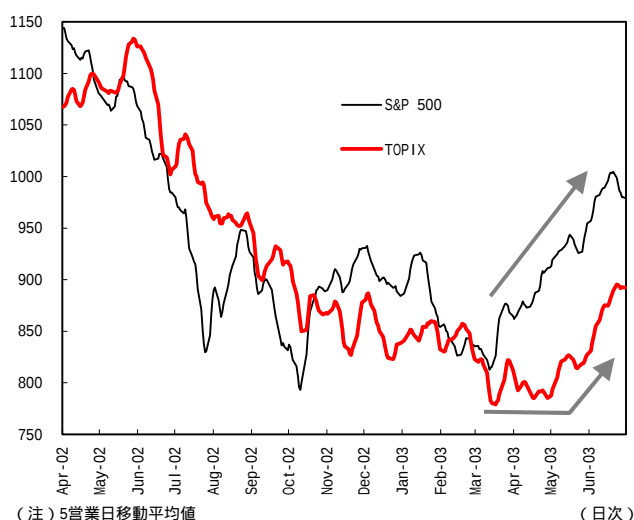
・ 今月の図表【企業規模別にみた株式指数動向】

下落傾向を続けていた株価も足元では低下の動きが一服し、堅調に推移している。日米の代表的な株価指数であるＴＯＰＩＸとＳ＆Ｐ５００の動きをみると、それぞれ底打ちから上昇に転じている（図表１）。しかし、上昇に転じたタイミングを比較すると両者にはラグがある。Ｓ＆Ｐ５００はイラク戦争直前期にあたる２００３年３月前半に年初来最安値となり、その後はイラク戦争開戦をきっかけに上昇に転じている。一方、ＴＯＰＩＸはＳ＆Ｐ５００と同様に２００３年３月前半に最安値となったものの、その後しばらく底値圏での動きが続き、上昇の動きが鮮明になったのは５月に入ってからであった。

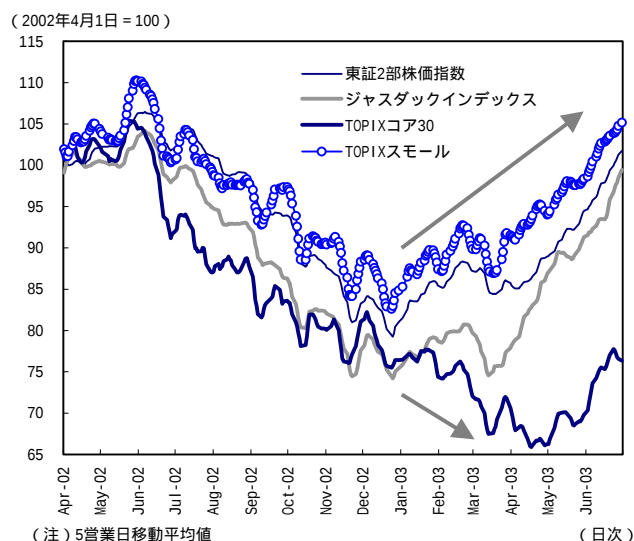
ＴＯＰＩＸの構成銘柄を規模別に分類した指数をみると、株価は年初以降、企業規模によって異なる動きをしていたことがわかる（図表２）。東証一部上場銘柄のうち、時価総額、流動性が最も高い３０銘柄で構成されるＴＯＰＩＸコア３０の動きを見ると、ＴＯＰＩＸが最安値となった３月以降も下落が続いており、上昇に転じたのは４月末から５月にかけてであった。一方、時価総額、流動性が下位に位置する約１０００の小型銘柄で構成されているＴＯＰＩＸスモールは２００２年１１月に最安値となった後、年末以降は上昇局面に入っている。また、東証２部に上場している銘柄もほぼ同様の推移となっており、ジャスダック市場についても、反転のタイミングはＴＯＰＩＸコア３０よりも早かった。

ＴＯＰＩＸコア３０の下落が長引いた背景には、不良債権問題に対する懸念から大手銀行株が売られたことや、厚生年金基金の代行返上に伴い、年金資金によって大型銘柄を中心に株式が売却されたことなどがあったとみられる。ＴＯＰＩＸコア３０の構成銘柄は、時価総額では東証一部全体の約３４％（２００３年５月末時点）を占めており、全体でみた株価の動きを大きく左右する。ＴＯＰＩＸコア３０に組入れられるような大型銘柄の下落が要因となって株価全体の回復も遅れたとみられるが、ＴＯＰＩＸスモールの構成銘柄や東証２部およびジャスダック市場上場株式など小型銘柄は早い段階から上昇に転じていた。大型銘柄と違って特殊要因の影響を受けない小型銘柄の動きに着目すると、収益動向など企業のファンダメンタルズの改善は年初から株価を押し上げる方向に働いていた可能性がある。

図表１ Ｓ＆Ｐ５００種とＴＯＰＩＸ



図表２ 国内各株式指数の推移



・ 景気概況

1. 6月調査の日銀短観では、大企業・製造業の業況判断D I（「良い」 - 「悪い」）が - 5 と、前回3月調査より5ポイント改善した。大企業・非製造業や中小企業の製造と非製造業の業況判断D Iも改善しており、全般的に大方の予想よりも良い結果であった。たしかに、設備投資の回復を反映して一般機械のD Iが、またIT関連需要の回復を受けて電気機械のD Iが改善しており、緩やかな景気回復を示唆する内容であった。ただ、前回調査の時にはイラク問題の緊迫化や株価の下落といった要因に影響されて業況判断D Iが下押しされており、今回はその反動で押し上げられたとも考えられる。
2. そこで、業況判断で「良い」と答えた企業の割合を3月調査と較べてみると、D Iが大幅に改善した大企業・製造業ですら1%ポイントしか増えていない。前回調査と同じであった中小企業・非製造業を除けば、大企業・非製造業、中小企業・製造業、中堅企業など残りのグループでは「良い」と答えた企業の割合は低下している。つまり、今回の短観における業況判断D Iの改善は、「悪い」と答えた企業の減少によってもたらされており、これから景気の回復力が増してくるという様子は窺えない。
3. 景気の回復を支えている設備投資の動向を見ると、先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、1～3月期に前期比+5.8%と比較的高い伸びを示したあと、4月は前月比-1.8%と減少した。しかし、減少幅は小幅であり、4～6月期の実績は内閣府の受注見通し（前期比-10.5%）を上回る可能性が高まっている。また、5月の資本財（除く輸送機械）出荷は前月比+6.3%と再び増加している。日銀短観における今年度の設備投資計画でも全般的に前回調査に較べて上方修正されており、設備投資は今年度前半までは電気機械や自動車を中心に緩やかな拡大が見込まれる。
4. 5月の鉱工業生産指数は前月比+2.5%と、製造工業生産予測調査（+2.6%）並みの伸びを示した。品目・業種別に見ると、半導体集積回路などの電子部品・デバイス工業、自動車などの輸送機械工業、一般機械工業、電気機械工業などで生産が増加している。予測調査では6月が前月比+1.2%、7月が-0.7%と一進一退が予想されており、4～6月期はほぼ前期比横這いが見込まれる。在庫率は低水準で推移しており、生産は今年度前半までは底堅さを維持するであろう。
5. 5月の完全失業率は5.4%と前月と変わらず、史上最悪の水準での推移が続いている。しかし、雇用者数は前年同月比+31万人と医療・福祉関係を中心に増加し、自営業者などを合わせた就業者数も同+4万人と26ヶ月ぶりに増加した。また、所得環境を見ると、所定外給与が前年比増加基調を続ける一方で、5月の所定内給与が+0.3%と23ヶ月ぶりに増加に転じ、ボーナスも含めた現金給与総額は同+0.5%と25ヶ月ぶりに増加に転じた。もっとも、5月の勤労者世帯の実質消費支出は前月比-2.2%と3ヶ月ぶりに減少し、消費性向は69.2%に低下している。しかし、乗用車販売台数は、グリーン税制の基準変更に伴う駆け込み需要の反動で4月に大きく減少した後、6月までは2ヶ月連続で増加している。個人消費は足元でやや弱含んでいるものの、販売が好調な品目もあり、雇用や所得環境が持ち直す中で基調としては一進一退が続くであろう。

・今月のトピックス

1．個人消費の現状と先行き

4月の家計調査（全世帯）の消費水準指数（季節調整値）を実質化してみると、大幅に改善しているように見える（図表1）。しかし、これをコア消費（家賃地代、保健医療サービス、こづかい、自動車購入費などサンプルバイアスのありそうなものを除く）で見ると、消費水準指数は前月とほぼ同水準であることがわかる（図表2）。さらに乗用車の販売台数は、3月にグリーン税制の基準変更前の駆け込み需要があった反動が加わって、4～6月期には急減している（図表3）。東京地区の百貨店販売額を見ても、水準は落ち込みが続いている（図表4）。このように個人消費は、足元では横ばいからやや弱含みで推移していると見え、4～6月期のGDPベースの個人消費は弱めの数字が出てくる可能性がある。

先行きについてはどう考えればいだろうか。まずは所得について検討してみよう。図表5は定期収入、ボーナスの所得形態別にみた消費への寄与度である。これによると、近年では定期収入（恒常所得）が減少に転じて消費を抑制しているほか、ボーナス（変動所得）減少による消費押し下げ効果も大きくなっている。

そこで、定期収入、ボーナスそれぞれについて、今年度の動きを考えてみよう。まず定期収入については、2003年度の春闘賃上げ率がほぼ前年並みにとどまる見込みであり、落ち込みには歯止めがかかることが予想される（図表6）。ボーナスについても、前年比マイナスが続くがマイナス幅は縮小する見込みである。このように、所得面から判断すると、今年度の名目消費は、決して堅調とは言えないまでも大幅な悪化はなさそうである。個人消費は4～6月期はやや弱めの数字になるとしても、基調としては一進一退の動きの範囲内で推移していくと考えられる。

ただし、足元で物価の落ち込み幅が縮小してきており（図表7）、実質消費の押し上げ効果はあまり期待できなくなっている。消費者物価（総合）のマイナス幅縮小の主な原因は、サラリーマンの健康保険の今年度からの自己負担分の引上げや、外食や電気料金の落ち込みが一巡してきたことなどである。

2．減速しているマンション販売の今後

足元までのマンション販売は、首都圏の契約率が好不調の判断の分かれ目といわれる70%を越える状態で推移しており、比較的堅調に推移していると判断できる。今後もこの堅調さを維持できるのだろうか。ここでは、金利、貯蓄、価格の3つの面から、将来の動向を検討してみた。

まず、金利（住宅金融公庫基準金利）とマンション契約率の過去の動きを見ると（図表8）、金利が低下すると契約率が遅れて上昇する傾向にあったことがわかる。ところが、足元では金利が急低下しているものの、マンション契約率の水準は次第に低下しており、金利に対する感応度が薄れてきていることがうかがえる。今後さらに金利が低下したとしても、それだけで契約率が上昇するには力不足であると考えられる。

次にマンションの購入原資となる貯蓄動向についてであるが（図表9）、家計の純貯蓄（保険・年金を除いた金融資産から、金融負債を除いたもの）は、株価上昇によって2000年に

かけて増加した後、株価下落の影響などによって足元まで減少基調が続いている。マンションを購入する際の頭金などが減少しているわけであり、マンションの販売にとってはマイナスの材料である。

マンションの平均単価と販売戸数の関係をみると、価格が下落（上昇）すればタイムラグをおいて販売が伸びる（減少する）関係にある（図表 10）。しかし、ここ 1～2 年は平均単価が低下しても、マンション販売戸数は伸び悩んでいた。マンション契約率は比較的高めに推移しており、マンション業者が供給を抑制していたことがうかがえる。さらに、マンションの平均価格は最近では下落が一服しており、価格面からは販売戸数が一段と増加しづらくなっている。

以上のように、マンション契約率で見ると比較的堅調を維持しているマンション販売だが、先行きはあまり期待できそうにない。

3．企業の収益動向について

企業の ROA（総資産経常利益率）の動きを見ると、景気の波による影響はあるものの、93 年あたりを底に徐々に上昇していることがわかる（図表 11）。なぜ ROA が上昇基調に転じているのか、その原因を少し詳しく見ていこう。

図表 12 は、ROA をデュポン・システム（図表 13）を使って、売上高利益率（利益率要因）と総資産回転率（回転率要因）に分解し、ROA の前年差に対する寄与度をそれぞれ示したものである。これによると、回転率要因が ROA の押し下げ要因となっている半面、利益率要因が大幅な押し上げ要因となっていることがわかる。回転率の低下については、企業がバランスシートの圧縮に努めているものの、それを上回るペースで売上高が落ち込んでいるため、保有する資産から生み出される売上高が十分ではない、つまり現存する資産が有効に活用されていないことを示している。

利益率が高まっている原因について、さらに固定費要因と変動費要因について要因分解を行なってみた。図表 14 は全産業に対するものであるが、足元の利益率は変動費が減少したことによって主に押し上げられており、最近はこの固定費の減少が押し上げに寄与していることが見てとれる。

ただし、製造業と非製造業で分けてみると、両者には大きな違いがあることがわかる。すなわち、製造業では利益率の上昇が固定費の削減によるものであるのに対し（図表 15）非製造業では変動費の削減による利益率押し上げ効果が固定費の増加による利益率押し下げ効果で相殺され、利益率の改善があまり進んでいないのである（図表 16）。

なぜ、非製造業では固定費要因が利益率改善を阻害する要因となっているのか考えてみよう。固定費の内訳は主として人件費と減価償却費であるが、減価償却費はあまり大きな変動はなく、変動の波を作っているのは人件費である。したがって、製造業と非製造業における利益率の改善度合いの格差は、人件費の負担の大きさによるものであると考えられる。そこで、両者の人件費負担を比較するため、売上高人件費比率と従業員 1 人当たり売上高の 2 つの財務指標を較べてみた。

図表 17 の売上高人件費比率の推移を見ると、製造業では多少の振幅はあるがほぼ同水準を維持しているのに対し、非製造業では年々比率が上昇している。図表 18 の従業員 1 人当

たり売上高では、製造業では増加基調にあるのに対し、非製造業では減少が続き、その水準は製造業とほぼ同水準にまで低下している。非製造業は、一般的に薄利多売で収益をあげる業種が多いため、製造業と較べると売上高に占める人件費の割合は低く、従業員一人当たりの売上高が多い構造となっている。これら財務指標の製造業との格差が縮小傾向にあることは、非製造業の経営状況が製造業と較べて厳しい状況にあることを示している。

最後に損益分岐点比率（損益がゼロになる売上高を実際の売上高で割ったものであり、低ければ低いほどよい）で、製造業、非製造業の経営状況を確認しておこう（図表 19）。製造業では波があるものの低下の動きが見られるのに対し、非製造業では低下が小幅にとどまっている。ここでも、両者の動きに違いが出ている。

以上見てきたように、製造業、非製造業ともに固定費（主に人件費）の削減に取り組んでいるが、非製造業では売上高の落ち込みを補うだけの削減に至っていない。両者の利益率に格差が出ている背景には、こうした要因があるようだ。

4．最近の輸入動向について

最近の輸出入数量の動きを見ると、両者とも概ね横ばい圏内で推移している（図表 20）。このため、名目値である貿易収支は黒字幅がやや縮小しているが、実質値で見た場合にはほぼ同水準での推移が続いている（図表 21）。名目と実質における貿易収支の動きの違いは、原油価格上昇などで名目輸入額が増加しているが、これを実質輸入額で見ると増加幅がそれほど大きくないことに起因している。

過去の生産と輸入数量の関係を見ると、生産が増加する局面では輸入数量はそれを上回るペースで増加しており（図表 22）、その結果として輸入浸透度が上昇してきた（図表 23）。しかし、足元では輸入数量の伸びが生産の伸びとほぼ同水準にとどまっており、輸入浸透度の上昇にも一服感が見られる。

こうした動きの背景には、電気機械（鉱工業生産の 95 年基準時における旧分類によるもので、2000 年基準においてはさらに電気機械、情報通信機械、電子部品・デバイスに細分化されている）の輸入浸透度の動きが影響しているようだ。図表 23 は輸入浸透度を旧分類における電気機械とそれ以外の鉱工業に分解したものであるが、電気機械が低下している一方で、それ以外の業種では上昇基調が続いている。

旧分類の電気機械の内訳を、さらに新分類における電気機械、情報通信機械、電子部品・デバイスに分けたものが図表 24 である。これによると、電気機械、情報通信機械も直近では低下しているが、電子部品・デバイスは 2001 年 4～6 月期をピークに低下基調に転じており、旧分類の電気機械全体の輸入浸透度を押し下げていることがわかる。

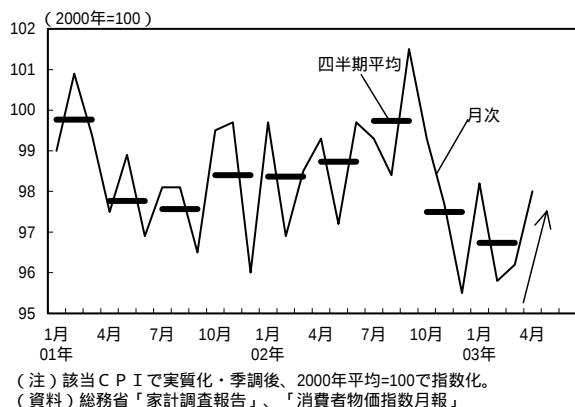
電子部品・デバイスの輸入浸透度はなぜ低下してきているのだろうか。輸入浸透度算出の元データとなる国産品と輸入品の動向をそれぞれ見てみよう（図表 25、輸入浸透度とは、国内に出荷されている国産品と輸入品の合計額のうち、輸入品の割合を示したものである）。これによると、2001 年を底に国産品が堅調に増加しているのに比べ、輸入品は増加に転じた後も伸びが緩やかで、足元では減少に転じている。こうした動きの違いが、輸入浸透度を低下させているのである。

電子部品・デバイスのこうした動きの背景の 1 つとして、最近のカメラ付携帯電話やデ

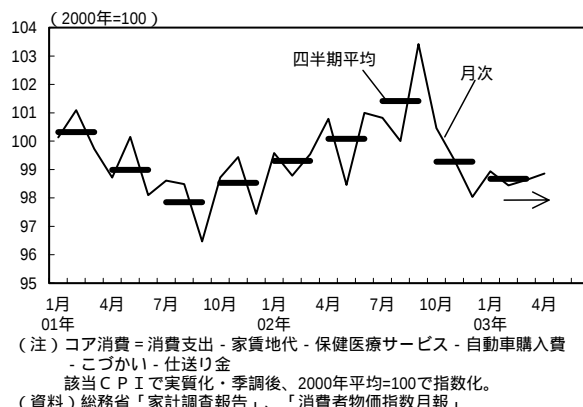
デジタル・スティール・カメラ関連の需要が増加していることが考えられる（図表 26）。これらの製品に使用される電子部品・デバイスは、かなりの部分が国産品でまかなわれており、生産が増加すればそれだけ電子部品・デバイスの国産品に対する需要が高まるためである。

カメラ付携帯電話やデジタル・スティール・カメラ関連の需要は当面好調を維持することが予想され、輸入浸透度はもうしばらくは上昇が一服した状況が続く可能性がある。

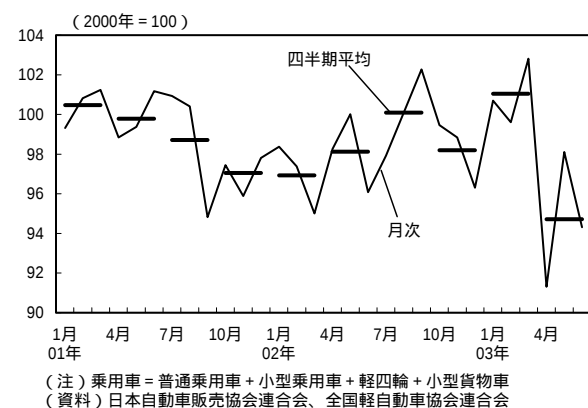
図表1. 実質・消費水準指数（季調値）



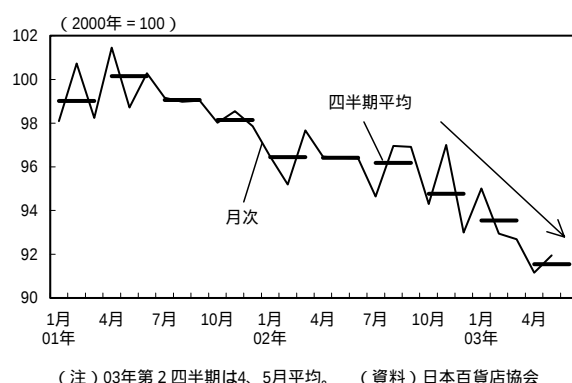
図表2. 実質・コア消費水準指数（季調値）



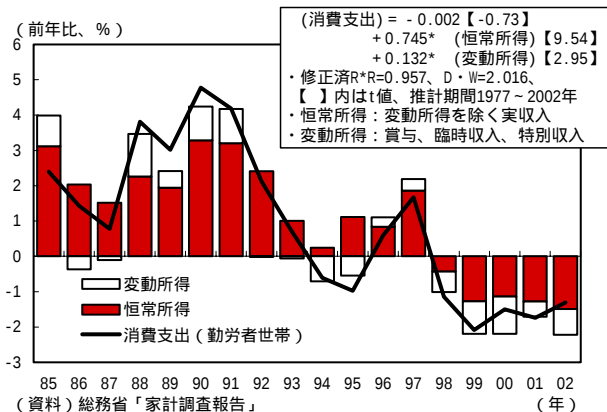
図表3. 乗用車販売台数（季調値）



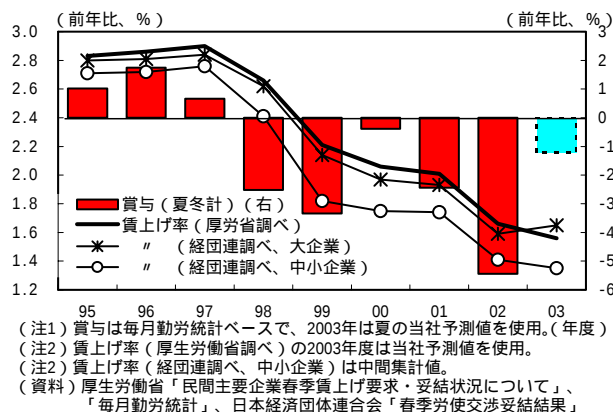
図表4. 東京地区・百貨店販売額（季調値）



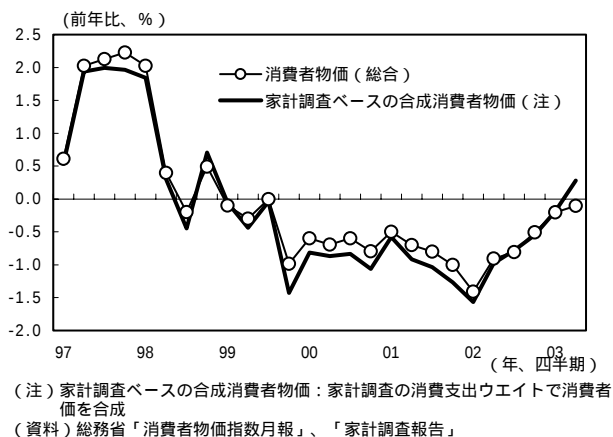
図表5. 所得別にみた消費への寄与度



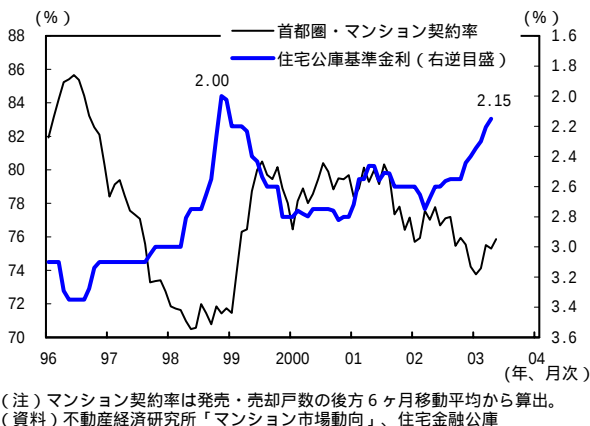
図表6. 春闘賃上げ率とボーナスの動向



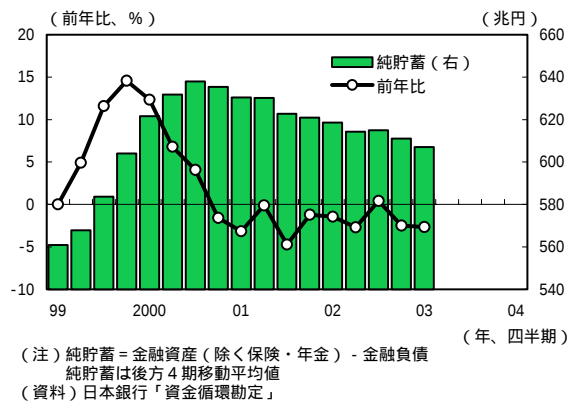
図表7. 消費者物価の動向



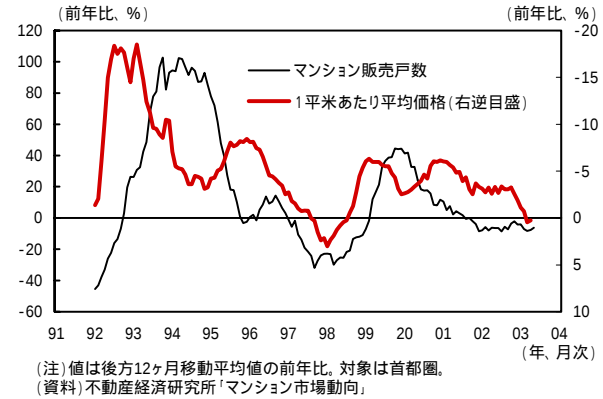
図表8. 公庫金利とマンション契約率



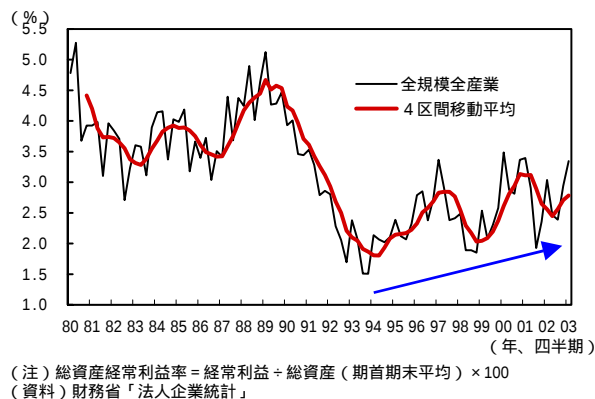
図表9．家計の純貯蓄



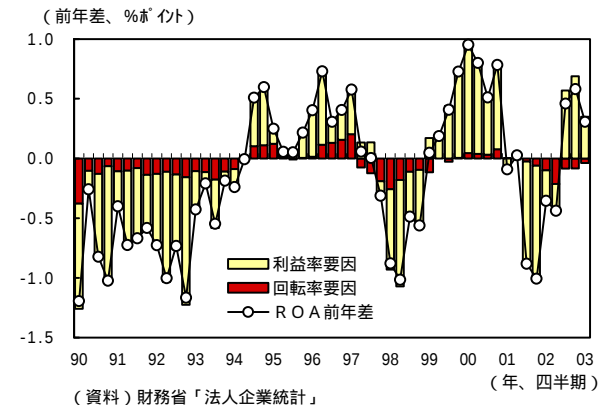
図表10．マンション単価と発売戸数



図表11．ROA (総資産経常利益率) の上昇



図表12．ROA上昇の要因分解



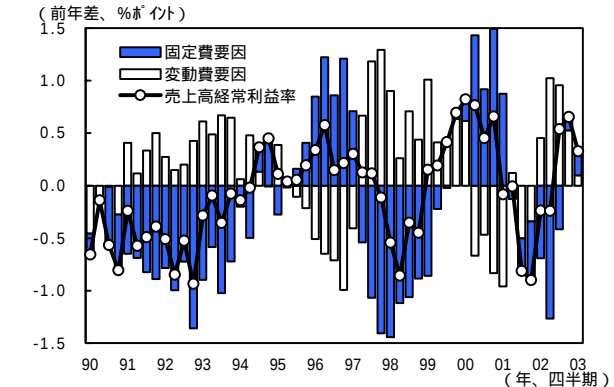
図表13．デュボンシステムによるROA要因分解

$$\text{総資産経常利益率 (ROA)} = \frac{\text{利益率}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資本 (総資産)}}$$

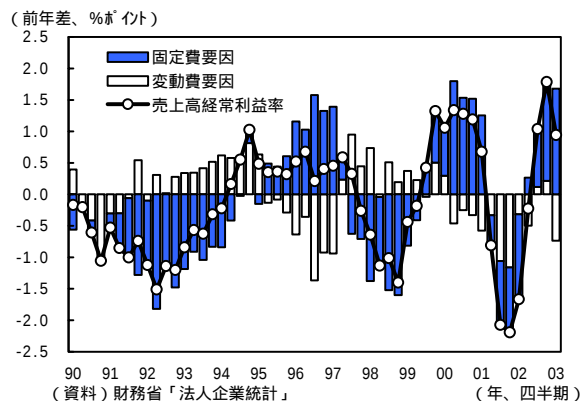
ただし、総資産 = (期首使用総資本 + 期末使用総資本) ÷ 2

- ・ ROAを売上高を使うことによって利益率と回転率に分解する手法
- ・ 利益率が高ければ高いほど、少ない売上高で高い利益を得ている
- ・ 回転率が高ければ高いほど、資産を有効に活用して売上高を得ている

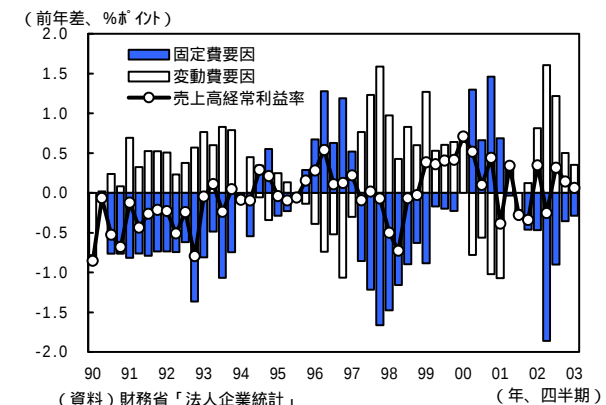
図表14．売上高経常利益率要因分解 (全産業)



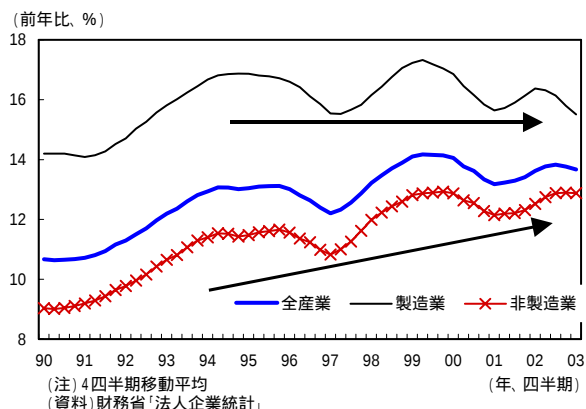
図表15．売上高経常利益率要因分解 (製造業)



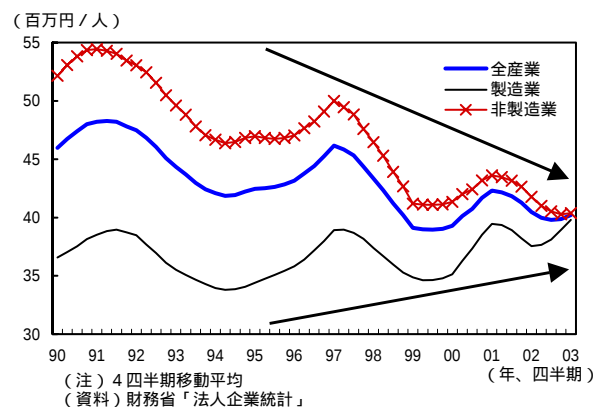
図表16．売上高経常利益率要因分解 (非製造業)



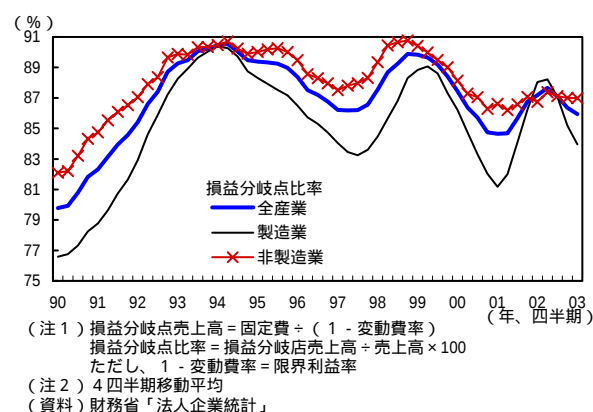
図表17．売上高人件費比率



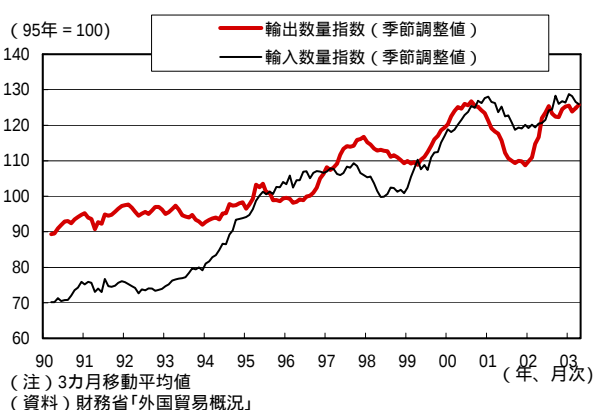
図表18．従業員1人当たり売上高



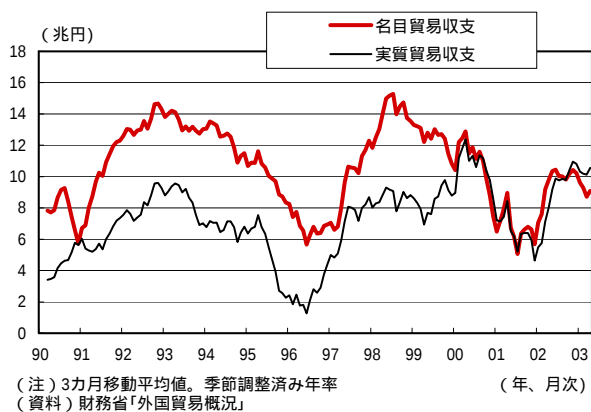
図表19．損益分岐点比率



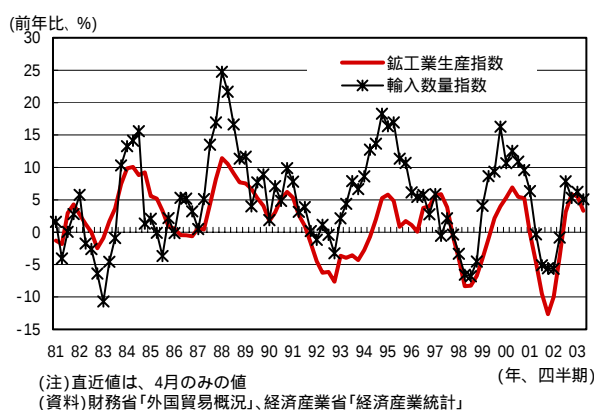
図表20．輸出・輸入数量指数の推移



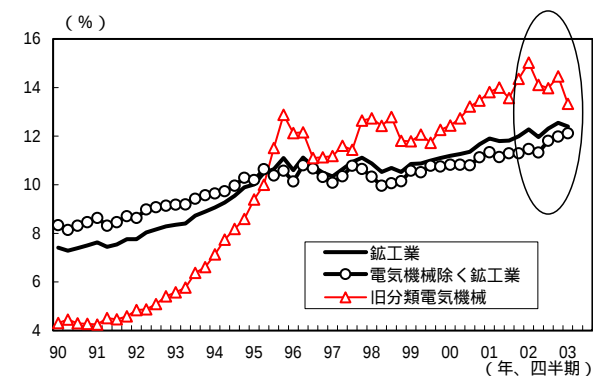
図表21．貿易収支 (名目・実質)



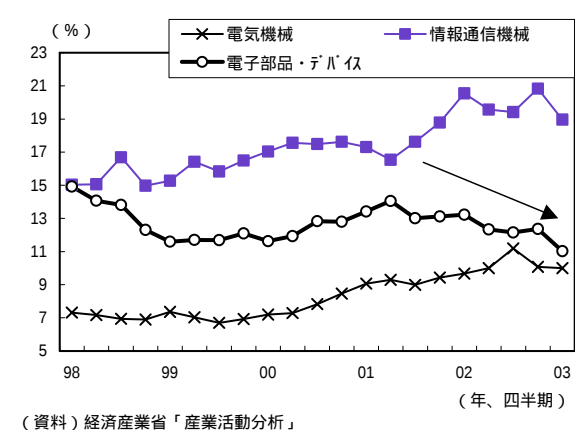
図表22．生産と輸入の動向



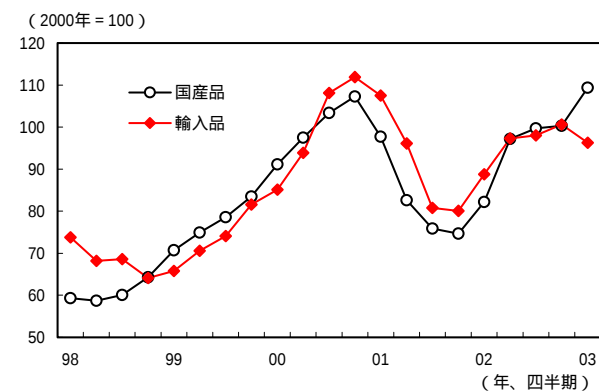
図表23．輸入浸透度の動向



図表24．旧分類電気機械の品目別輸入浸透度

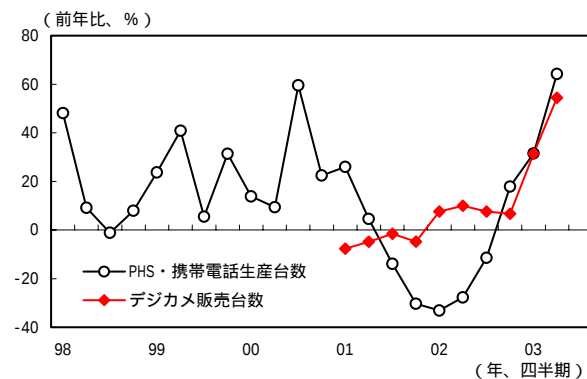


図表25．電子部品・デバイス工業製品の国内向け出荷



(資料) 経済産業省「産業活動分析」

図表26．PHS・携帯電話生産とデジカム販売



(注) 03年第2四半期は4月単月の前年比

(資料) 経済産業省「生産動態統計」、JEITA「国内出荷統計」

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。