

調査レポート

日本経済ウォッチ  
< 2003年3月号 >

【目次】

. 今月の図表	... p.1
~ 実質機械受注は設備投資の回復基調持続を示唆 ~	
. 景気概況	... p.2
. 今月のトピックス	
~ 2003年度改定経済見通しのポイント ~	... p.3
付属図表	... p.7~11



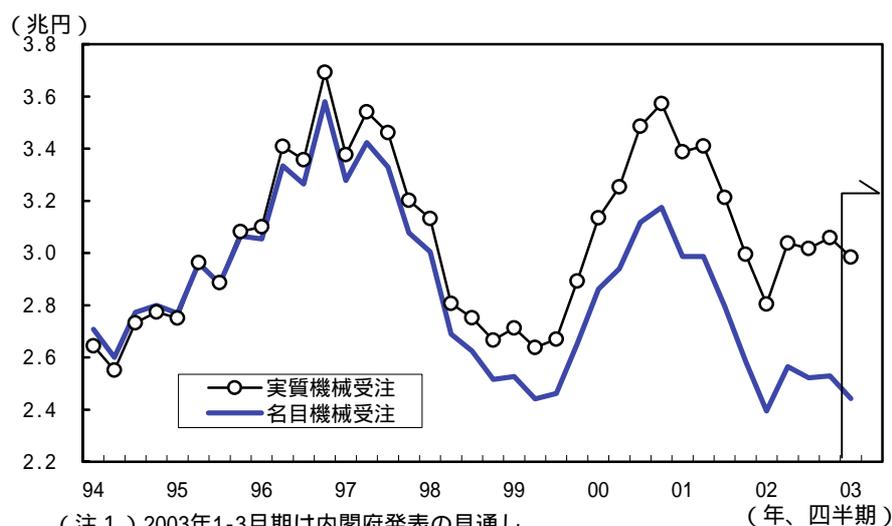
## ・ 今月の図表【実質機械受注は設備投資の回復基調持続を示唆】

設備投資に先行するとされている機械受注（船舶・電力を除く民需）は、2002年10～12月期に前期比0.3%（季節調整値）と2四半期ぶりにプラスに転じた（下図表参照）。ただし、水準は2002年4～6月期の実績値を依然として下回っており、横ばい圏内での動きにとどまっていると判断される。見方によっては、10～12月期のプラスは一時的なもので、すでに減少傾向に転じていると見えるかもしれない。

ところで、機械受注の数字をGDP統計の設備投資のデフレーターを使って実質化してみるとどうなるか。実質化によって価格変動による影響が取り除かれるため、受注数量の動きが示されることとなる。これによれば、10～12月期の水準は直近のピークである4～6月期を上回っており、機械受注は数量で見ると増加基調を続けていることがわかる。また、2002年1～3月期のボトムの水準も前回のボトムよりは高いところで下げ止っており、落ち込みもそれ程深刻ではなかったことがうかがえる。こうしてみると、GDP統計において設備投資が実質ベースでは3四半期連続で増加していることもうなずける。

設備投資の動きは、名目（金額）と実質（数量）のどちらで捉えるべきか。あるメーカーが前年に1億円で単価100万円の製造機械を100台新規に導入していたケースを考えてみよう。今年も追加で100台導入しよう計画したところ、今年に入って価格が下がり90万円になった。このためメーカーは、100台導入したうえで値下がり分の1,000万円を他の機械の購入に充てることができる。この場合、名目では横ばいだが、実質では増加となる。値下がり分を設備投資に回さなかったとすれば名目では減少となるが、実質では当初計画通りの投資が行なえたことになる。こう考えると、設備投資は名目値で計画されるため企業の予算制約上は名目での動きが重要だが、投資の生み出す効果については実質での動きが重要ということになる。もっとも、GDP統計上は、名目、実質いずれの数字も設備投資の動きを総合的に判断するうえで重要である。

図表 機械受注（船舶・電力を除く民需）の名目値・実質値の推移



(注1) 2003年1-3月期は内閣府発表の見通し  
 (注2) 2003年1-3月期のデフレーターは2002年10-12月期の前期比で先延ばし  
 (資料) 内閣府「機械受注統計」、「国民経済計算年報」

## ・景気概況

- 10~12月期の実質GDP成長率は前期比+0.5%と4四半期連続でプラス成長となり、景気の緩やかな回復を示唆する内容となった。もっとも、景気の先行きについては、すでに後退が始まっているという見方、まだ後退していないが、いずれ後退してくるという見方、あるいは今は低迷しているがしだいに持ち直してくるという見方まで、さまざまな見方が交錯している。
- これは、景気動向を見る上でポイントとなる生産が一進一退を続け、方向性を見出しにくいからである。10~12月期の生産は前期比-1.0%と4四半期ぶりに減少したが、生産が減少トレンドに入ったとは言い切れない。1月の鉱工業生産は電気機械や一般機械を中心に前月比+1.5%と5ヶ月ぶりに増加した。製造工業生産予測調査では、2月が前月比-0.4%、3月が+0.6%と一進一退が続くが、1~3月期でみると前期比+0.5%と再び増加することになる。
- 在庫循環の状況を確認してみると、出荷が3ヶ月ぶりに増加する一方で、生産者在庫は2ヶ月連続で前月比増加しており、徐々に在庫積み増しの動きが現れているようである。出荷の伸びは緩やかであるが、在庫率(在庫/出荷)は低水準で推移しており、さらなる在庫削減が生産を減少させるということはなさそうである。
- 1月の輸出(数量ベース)は、前年同月比+10.4%と二桁の伸びを維持しているが、伸び率が鈍化してきている。地域別にみると、EU向け輸出が伸び率を高めているが、これまで好調であった米国向けやアジア向け輸出の伸びが鈍化している。米国景気の減速が輸出の伸び鈍化の一因として考えられ、イラク攻撃に対する懸念を背景に消費者や企業のマインドが一時的に悪化しているようである。ただ、輸出の鈍化は予想されたところであり、また日本の景気を腰折れさせるほど急速な減速ではない。
- 雇用・所得環境は相変わらず厳しい。1月の完全失業率は5.5%と再び過去最悪の水準となり(12月分は5.3%に下方修正)、就業者数は前年比64万人と大幅な減少が続いている。一方、改善の動きも出ている。求人数は増加傾向を続け、有効求人倍率は0.60倍に上昇している。また、1月の1人あたり所定内給与は前年比-0.1%とマイナス幅が大幅に縮小し、所定外給与とあわせた「きまって支給する給与」は同+0.2%と25ヶ月ぶりに増加した。1月の勤労者世帯の実質消費支出は前月比+3.6%と4ヶ月ぶりに上昇した。ボーナスの減少に影響されて大幅に低下した12月の落ち込み分(-4.0%)をほぼ取り戻したことになる。個人消費は減少基調をたどるというよりは、横ばい傾向を続けるものと考えられ、景気後退をもたらすとは考えにくい。
- 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、12月に前月比+5.2%と3ヶ月ぶりの増加を記録し、10~12月期も前期比+0.3%と小幅ながら再び増加した。1~3月期の内閣府予測は前期比-3.5%と再び減少が見込まれているが、予測に対する実現度合いを示す達成率が増加傾向にあり、実際の1~3月期の受注は底堅さを示すのではないかと見られる。1月の工作機械受注は自動車や一般機械向けを中心に前年同月比+39.9%と高い伸びとなっている。また、同月の資本財(除く輸送機械)出荷は前月比+5.5%と2ヶ月連続で増加し、前年同月比でも+3.9%と20ヶ月ぶりに増加に転じた。設備投資は緩やかながらも回復を続け、来年前半までは景気回復をサポートするであろう。

## ・今月のトピックス ～ 2003 年度改定経済見通しのポイント ～

### (1) 見通しのポイント

当社は2月20日に2003年度改定経済見通しを発表した(詳細については調査レポート02/102「2003年度改定経済見通し」を参照)。2003年度は、設備投資を中心に年度前半まで景気回復局面が続き、年度後半に景気が後退するというこれまでのシナリオを継続し、実質成長率を+1.1%と予想した。

足元の景気は、GDP統計が示したように緩やかな回復が続いている。しかし景気動向を示す鉱工業生産は、回復基調が止まり、足元は横ばい基調で推移している。2002年の景気をけん引した外需と個人消費は、どちらも足元で伸びが鈍化している。これまで緩やかな回復を続けてきた設備投資が、今後も回復を続けるのかについては見方も分かれている。

こうした状況のもと、景気の先行きについては、景気が腰折れするという見方から再加速するという見方まで大きく分かれている。そこでここでは、今後の景気を見通す上で重要と思われる以下4つのポイントを検証する。

在庫減少の動きが強まり生産を抑制するか 輸出が失速し景気回復の動きが途絶えるか 個人消費の減速が景気後退をもたらすか 設備投資は回復するか
--------------------------------------------------------------------------------

#### 在庫減少の動きが強まり生産を抑制するか

1月の鉱工業在庫は前期比+0.8%と2ヶ月連続で増加したが、総じてみればほぼ横ばいで推移しており、水準は87.8と14年ぶり(89年)の低さにある(図表1)。出荷・在庫循環からみると、現在は在庫調整が終了し、在庫積み増し局面に入る段階にある(図表2)。しかし需要の先行き不透明感の高まり等を背景に、企業は前向きな在庫の積み増しに慎重になっていると推察される。今後、企業が在庫水準をさらに低下させる試みを強めれば、出荷が多少増加しても生産活動が抑制されることも考えられる。

在庫を財別にみると、耐久消費財と資本財が底打ちの兆しをみせ、生産財は横ばい基調で推移している。一方、建設財や非耐久消費財は減少傾向を続けている(図表3~7)。出荷に対する在庫の割合を示す在庫率(=在庫÷出荷)をみると、耐久消費財と非耐久消費財を除く財では低下傾向が続いており、水準も前回景気後退期にあたる2001年とほぼ同水準か、それよりも低い水準にある(図表8~12)。

在庫が持ち直している資本財や生産財については、在庫率が低下し、かなり低水準になっていることから、今後、出荷の増加にあわせて在庫を積み増していくだろう。また耐久消費財については、在庫率が上昇しているものの、その水準は依然として低い。足元の在庫増加は出荷の増加に対応したものと考えられ、出荷が急減しないかぎり、耐久消費財の在庫が減少に転じるとは考えにくい。

一方、在庫が減少している建設財については、在庫率が98年以前と比べ高いものの、前回景気後退期と比べるとほぼ同水準にある。また在庫が80年以降最低の水準にあることも踏まえると、建設財在庫の減少余地は限られてくるであろう。非耐久消費財については、

在庫率が上昇傾向にあるうえに水準が高いことから、今後、在庫が減少基調を続ける可能性が高いといえる。しかし非耐久消費財が鉱工業在庫全体に占める割合は約 14%にすぎず、非耐久消費財の在庫が仮に減少しても、他財の在庫が増加傾向であれば、在庫全体が減少することはない。以上から、鉱工業在庫がさらに低下することは見込みにくく、在庫減少の動きが生産の抑制要因になるとは思われない。

生産は、需要増加の動きに加え、在庫が積み増しされることから、2003 年度半ばにかけては前期比増加する。年度後半には意図せざる在庫増加局面に入り、輸出の増加ペースが減速するため生産は抑制される（図表 13）。

#### 輸出が失速し景気回復の動きが途絶えるか

2002 年の外需寄与度は +0.7%と成長率を大きく押し上げた（2002 年の実質 GDP 成長率は +0.3%）。しかし 2003 年 1 月の輸出金額は、アジアの増加幅が縮小したうえに、米国の減少に転じたことから伸びが大きく鈍化した（図表 14）。輸出動向は、基本的に仕向地の景気で決まる（図表 15～17）。このため今後、海外景気が減速することで輸出が失速し、外需主導の景気回復が途絶える可能性も考えられる。

米国景気は 2002 年秋以降、生産の停滞や雇用環境の悪化に加えて、個人消費の伸びが鈍化するなど回復力が弱まっている。2002 年 10 - 12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 +1.4%と、7 - 9 月期の同 +4.0%から大幅に低下した。2003 年の前半もイラクなど海外情勢の緊迫化等を背景に消費者マインドや企業のマインドが悪化し、景気が一段と減速する可能性が高い。しかし低金利が続いていることや労働生産性の上昇傾向などを踏まえると、イラク問題が短期間で終結すれば、2003 年後半から先行きに対する不透明感が後退し、景気は緩やかながら回復に向かうとみられる。米国景気は基調としては、底堅く推移するとみられ、景気が腰折れする可能性は低い。

アジア景気については、足元の米国景気減速が景気を押し下げるとの懸念もある。しかし中国をはじめとするアジア経済は、一時的に伸びが鈍化する可能性はあるものの、内需の拡大も踏まえれば比較的高い経済成長を続けると思われる。

たしかに 2002 年の輸出は大きく拡大したため、前年比でみた輸出の増加スピードは減速するだろう。しかし米国、アジアともに景気が急激に悪化するとは見込みにくいことから、輸出は増加基調が続くと見込まれる。一方、輸入は、輸入浸透度の上昇など構造的要因もあり、2003 年度中は前年比プラスで推移する見込みである。このため 2003 年度の外需寄与度は、輸出入ともほぼ同じ増加ペースで推移するため、+0.1%と景気に対してほぼ中立となる（図表 18）。

#### 個人消費の減速が景気後退をもたらすか

消費者マインドは 2002 年夏から年末にかけて悪化に転じた。消費動向調査によると、「収入の増え方」や「雇用環境」が消費者態度指数に先行して悪化しており、雇用・所得環境の厳しさがマインドを押し下げたと推察される（図表 19）。2003 年度に入ると、健康保険料の引き上げなど社会保障負担の増加が家計の可処分所得を押し下げたため、消費者マインドがさらに悪化する可能性もある。

個人消費は、消費者マインドの悪化にあわせて 2002 年 7～9 月期をピークに減速している。今後は雇用・所得環境の厳しさが続くことも見込まれることから、個人消費が大きく落ち込むことも想定できる。個人消費は実質 GDP の約 55% を占めるため、個人消費が減速を続ければ、景気後退の可能性は高くなる。

しかし近年の個人消費は、所得の変動に比べ安定的に推移している（図表 20）。所得が減少する局面では、消費性向（＝家計最終消費÷雇用者所得）が上昇する形で消費が下支えされる「ラチェット効果」が働く（図表 21）。また月次消費動向調査の消費者態度指数や、景気ウォッチャー調査の景気の先行き判断（方向性）DI の最新結果が示すように、悪化を続けた消費者マインドは持ち直しつつある（図表 22、23）。こうしたラチェット効果やマインドの持ち直しから、個人消費の減速が続くことは考えにくい。ただしラチェット効果もマインドの持ち直しも、個人消費を下支えする要因にはなるものの、大幅に増加させる要因にはならない。所得の増加が限定的なことから、今後の個人消費は、横ばいあるいは小幅な増加基調での推移と考えられる（図表 24）。

#### 設備投資は回復するか

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、7 - 9 月期に前期比 - 1.7% と減少に転じたものの、10 - 12 月期は同比 + 0.3% と、大方の予想と異なり再び増加に転じた（図表 25）。GDP 統計でも、設備投資は 2002 年 4 - 6 月期以降、名目ベースではほぼ横ばいであるが、実質ベースではデフレーター的大幅な低下により増加を続けている（図表 26）。

このように設備投資は、足元で緩やかな回復を続けているものの、企業の過剰設備・債務の存在、期待成長率の低下、生産設備の海外移転といった構造要因が設備投資を抑制する懸念もある。しかし機械受注（船舶・電力を除く民需）に先行する傾向のある達成率（＝実績調査結果÷見通し調査結果）は上昇してきており、実際の機械受注も回復を続けると見込まれる（図表 27）。また設備投資は、基本的には企業収益と連動しており、人件費の削減といったリストラ効果が続く 2003 年度前半までは企業収益の回復が続き、設備投資を下支えすると見込まれる（図表 28）。ただ、経済環境から考えて大型の能力増強投資が期待できないことから、設備投資の拡大幅は従来に比べ限定的であろう。2003 年度後半に入ると、企業収益の改善が一巡することから、設備投資は前期比減少に転じると見込まれる（図表 29）このため景気も 2003 年度後半から後退局面に入るリスクが高まる。

#### （2）需要項目別の見通し

##### 企業部門 ～ 2003 年度後半に減速へ

企業利益は足元まで改善基調が続いている。今後も 2003 年度前半までは、物価下落を背景に売上高の伸び悩みが続くものの、人件費削減などのリストラ効果によって利益の改善傾向が続く見込みである。しかし 2003 年度後半には、国内需要の弱さを背景に売上の減少傾向が強まるため、利益は減少に転じる。2003 年度全体では、2 年連続の増益を予想するが、増益幅は縮小する（図表 30）。

在庫投資は、在庫積み増し局面に入ることから 2003 年度前半にかけて成長率を押し上げる。しかし、国内需要が弱いため企業が積極的な在庫の積み増しに慎重であり、成長率の押し上げ幅は限定的である。2003 年度後半には、出荷の伸び悩みによる意図せざる在庫増に対応するため、在庫調整の動きが出始め、成長率への寄与度はマイナスとなる見込みである（図表 31）。

#### 家計部門 ~ 雇用所得環境は改善するが、個人部門の回復は限定的

雇用者数は増加基調で推移するが、企業の人件費抑制姿勢が強いことから増加幅は大きく拡大しない。完全失業率は、景気回復とともに非労働力化していた人が職を求めて労働力人口に加わり、失業者としてカウントされるため、雇用者数が改善しても緩やかな上昇基調で推移する。一人あたり賃金は、所定内・外給与が回復基調で推移し、ボーナスも足元の企業収益の改善を反映して回復してくるものの、全体的に大幅な改善は見込めない（図表 32）。

住宅着工戸数は、昨年半ば以降、110 万戸台前半に減少している。高水準を維持してきたマンション着工が減少に転じる一方で、持家着工も低迷を続けている。2003 年度は、夏場にかけて住宅ローン減税の期限(2003 年 12 月末入居分まで)を前にした駆け込み着工が出てくる可能性があるが、大きな盛り上がりは期待できない。後半になると、景気減速感がでてくるため、先行き不安から着工は抑制される（図表 33）。

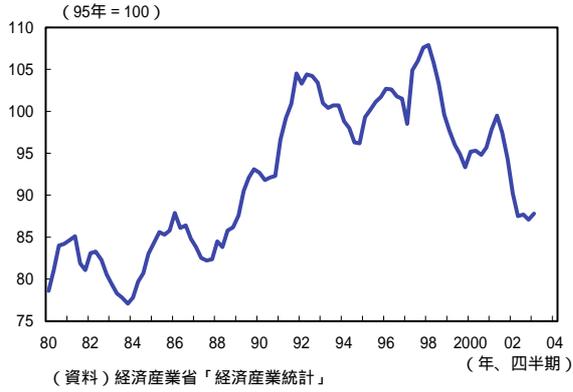
#### 公共投資・物価

2003 年度は景気減速の動きが強まるため、補正による公共投資追加の声が強まると予想される。そこで今回の見通しでは、2003 年秋頃に 4 兆円程度の補正予算が組み、公共投資（除く災害復旧事業）が 1.5 兆円追加されると想定した。2003 年度の公共投資は、年度上期に 2002 年度補正予算の効果が現れるものの、地方の公共投資が減少基調で推移するため、全体では減少幅がやや縮小する程度にとどまる。2003 年度下期は、03 年度の補正予算の執行により、横ばいで推移する見込みである（図表 34）。

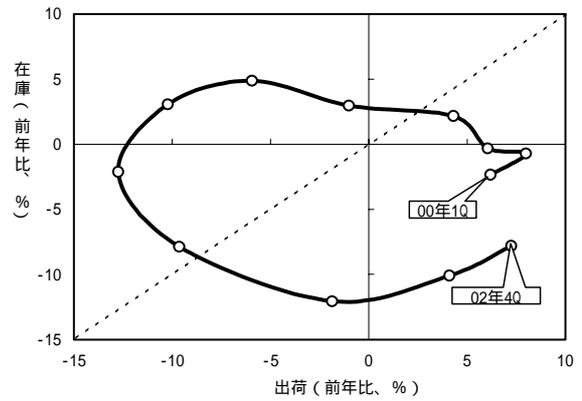
国内企業物価は、原油価格の上昇等を背景に下落幅が縮小しているが、2003 年度になると、原油価格の下落や景気減速に伴う需給緩和が物価下押し圧力となり、国内企業物価の下落幅が再び拡大する見込みである。

消費者物価は、需要低迷や輸入浸透度の上昇を背景に前年比 1%程度の低下が続いている。2003 年度になると、電力料金の値下げによる影響が一巡してくることや、医療制度改革による医療費負担の引き上げにより消費者物価のマイナス幅が一時的に縮小するが、この効果を除けば、これまでと同様の緩やかな低下傾向が続くであろう（図表 35）。

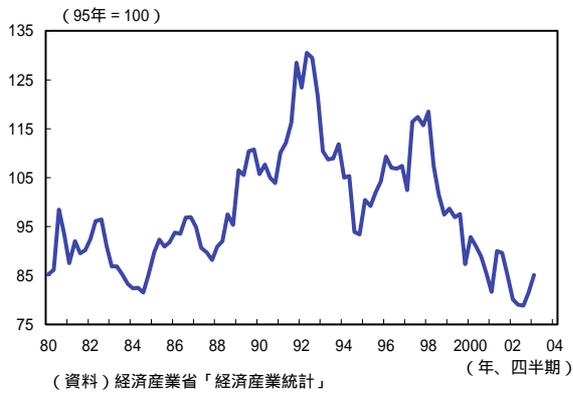
図表1. 鉱工業在庫の推移



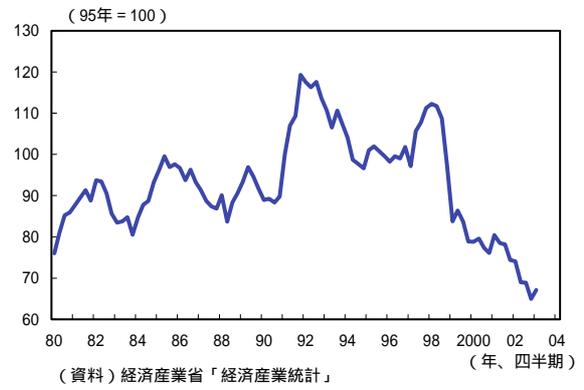
図表2. 在庫循環図



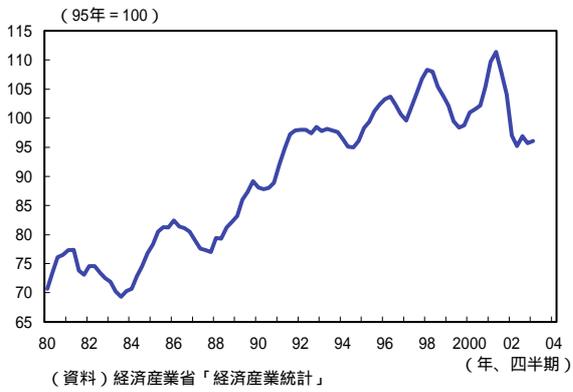
図表3. 耐久消費財在庫の推移



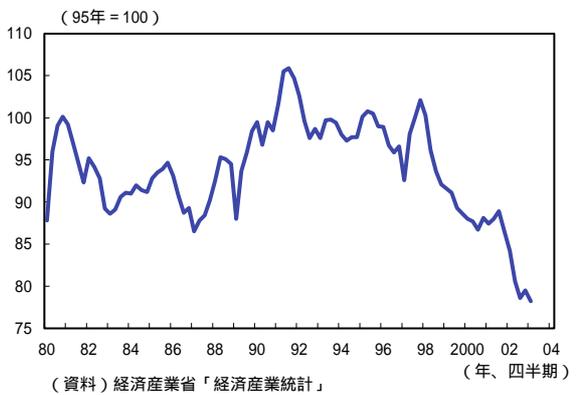
図表4. 資本財在庫の推移



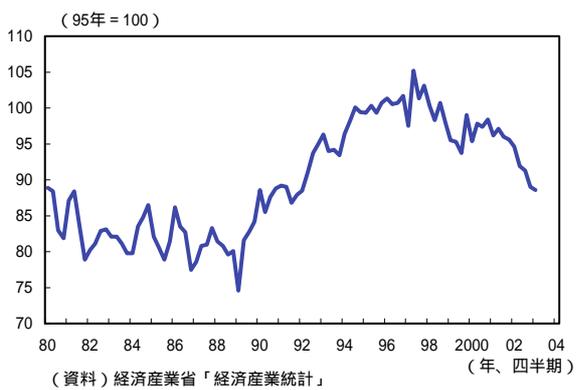
図表5. 生産財在庫の推移



図表6. 建設財在庫の推移



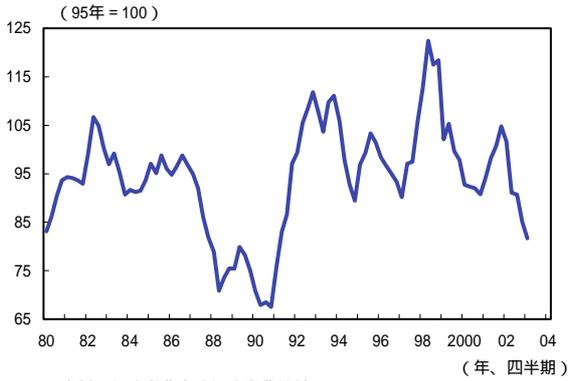
図表7. 非耐久消費財在庫の推移



図表8. 耐久消費財在庫率の推移

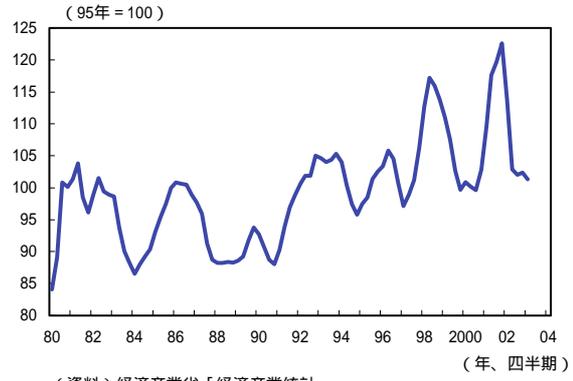


図表9. 資本財在庫率の推移



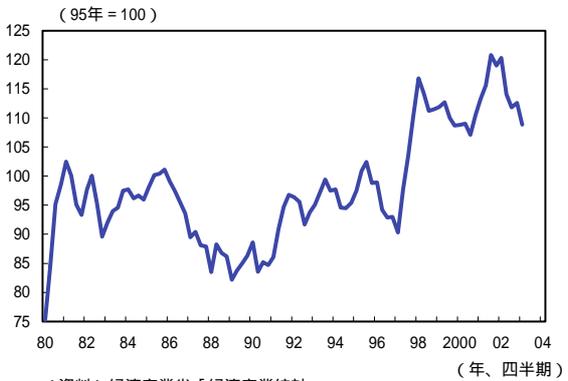
(資料) 経済産業省「経済産業統計」

図表10. 生産財在庫率の推移



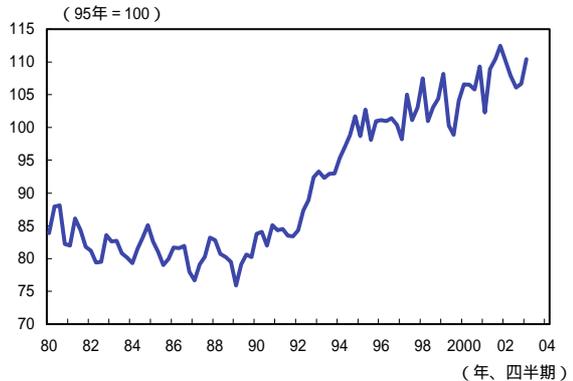
(資料) 経済産業省「経済産業統計」

図表11. 建設財在庫率の推移



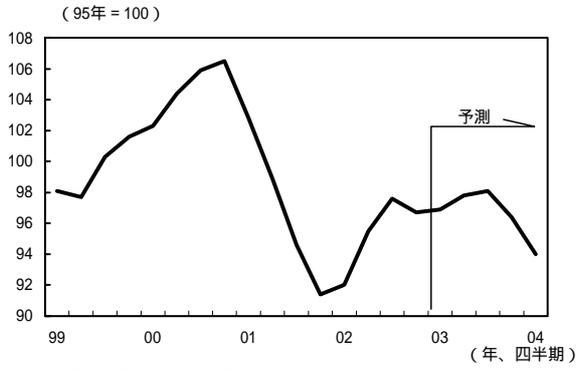
(資料) 経済産業省「経済産業統計」

図表12. 非耐久消費財在庫率の推移



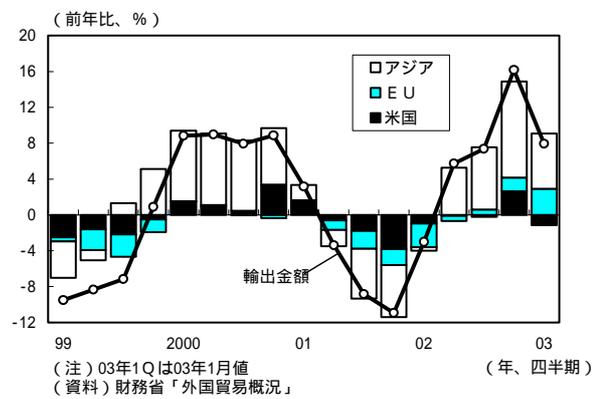
(資料) 経済産業省「経済産業統計」

図表13. 鉱工業生産の推移



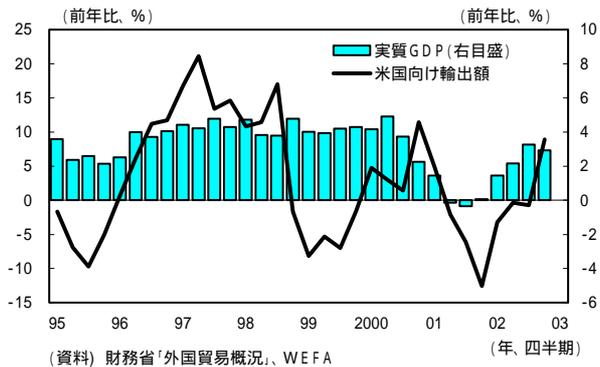
(資料) 経済産業省「経済産業統計」

図表14. 輸出金額の地域別寄与度



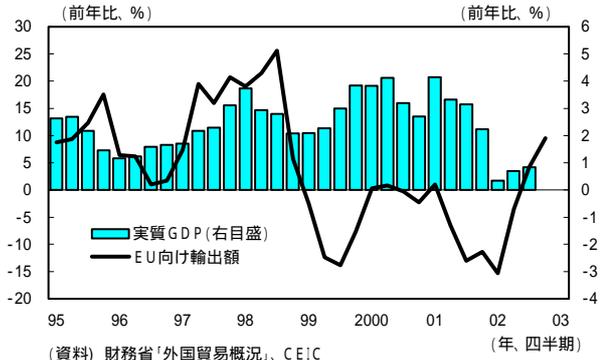
(注) 03年1Qは03年1月値  
(資料) 財務省「外国貿易概況」

図表15. 米国向け輸出額と米国実質GDP成長率



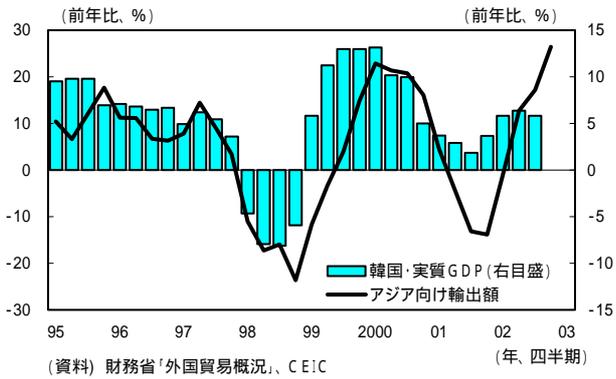
(資料) 財務省「外国貿易概況」、WEFA

図表16. EU向け輸出額とEU実質GDP成長率

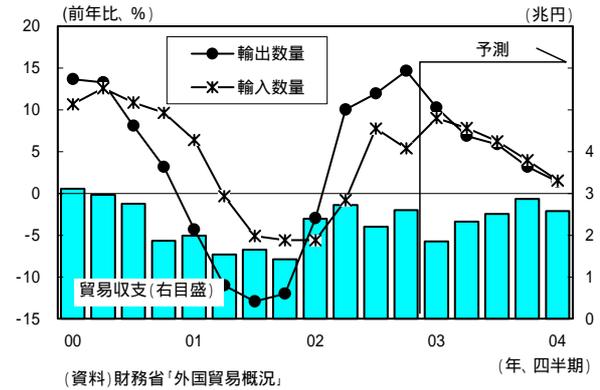


(資料) 財務省「外国貿易概況」、CEIC

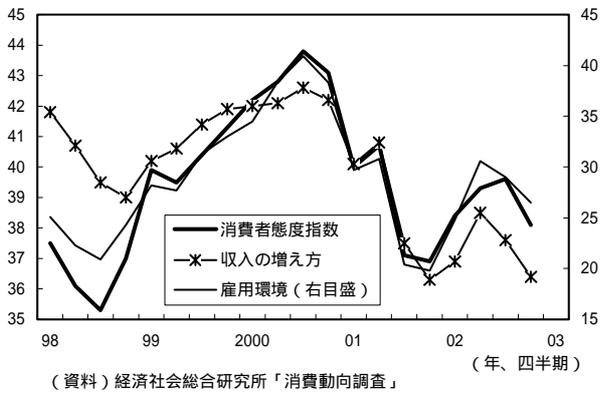
図表17. アジア向け輸出額と韓国実質GDP成長率



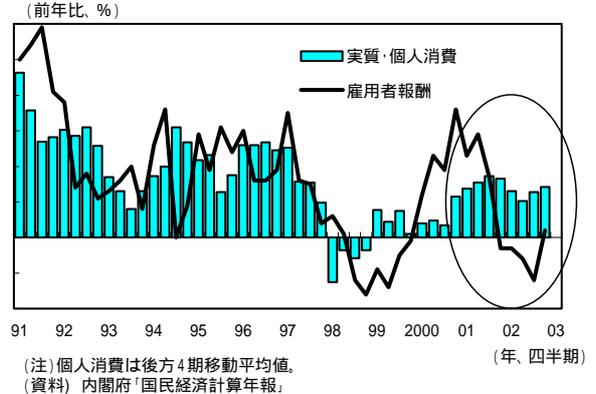
図表18. 輸出入数量と貿易収支



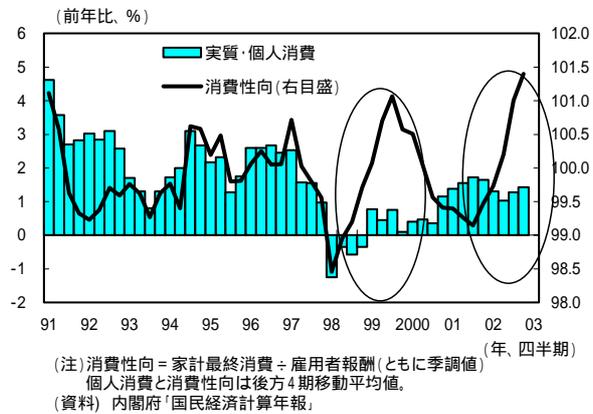
図表19. 消費者態度指数の推移



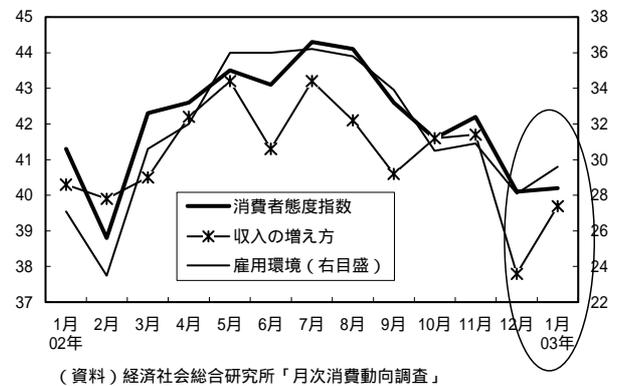
図表20. 実質個人消費と雇用者報酬の推移



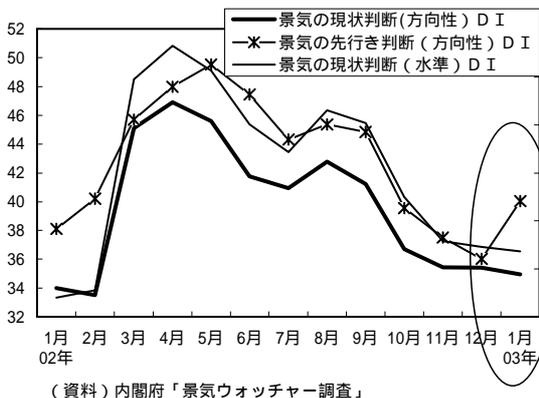
図表21. 実質個人消費と消費性向の推移



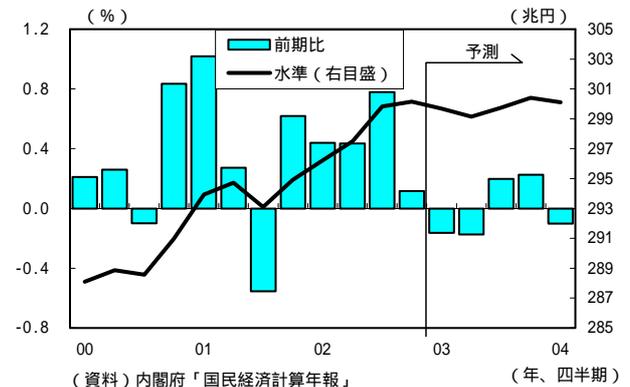
図表22. 消費者態度指数 (月次) の推移



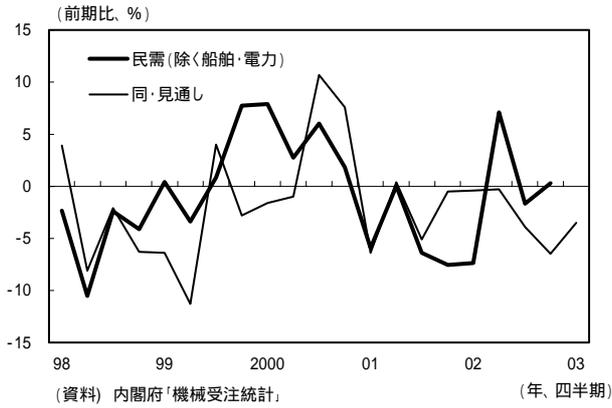
図表23. 景気ウォッチャー (家計動向関連)



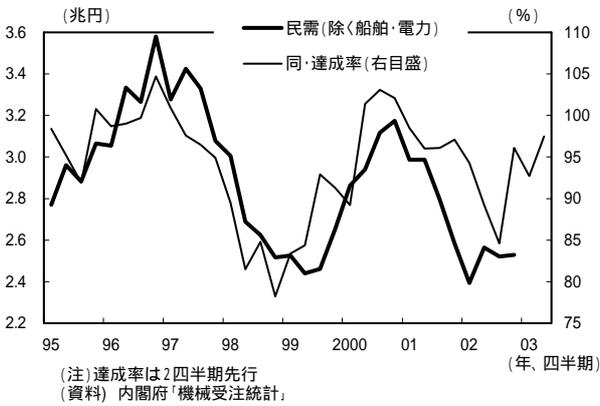
図表24. 実質個人消費の水準と前期比変化率



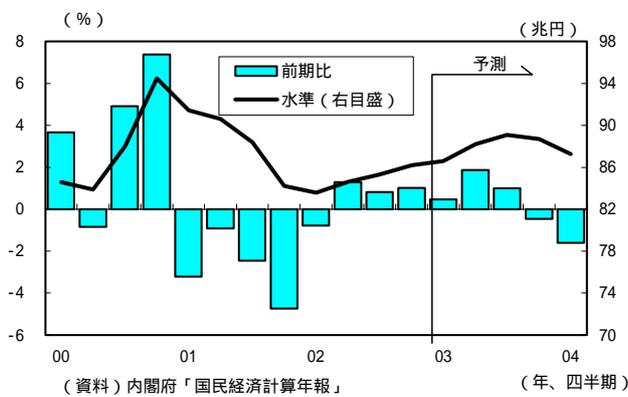
図表25. 機械受注（船舶・電力除く民需）実績と見通し



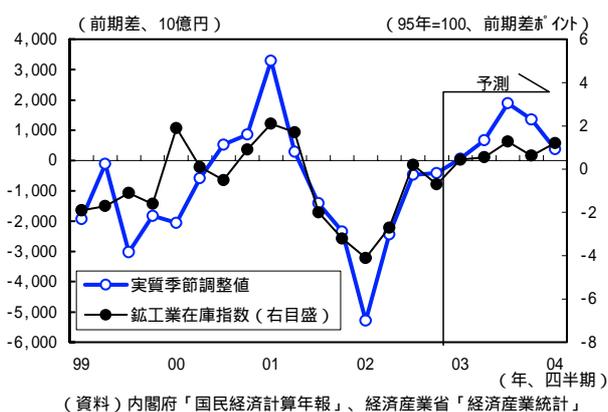
図表27. 機械受注（船舶・電力除く民需）と達成率



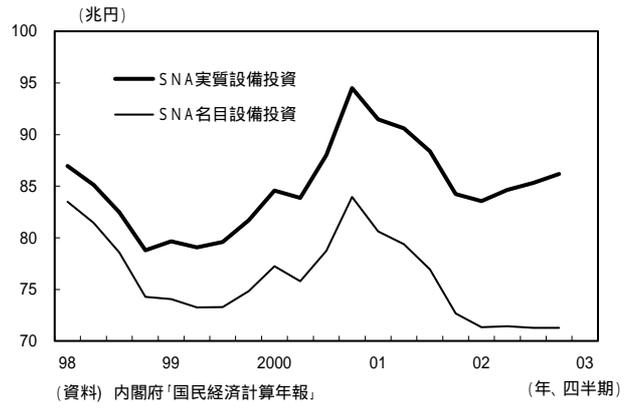
図表29. 実質設備投資の水準と前期比変化率



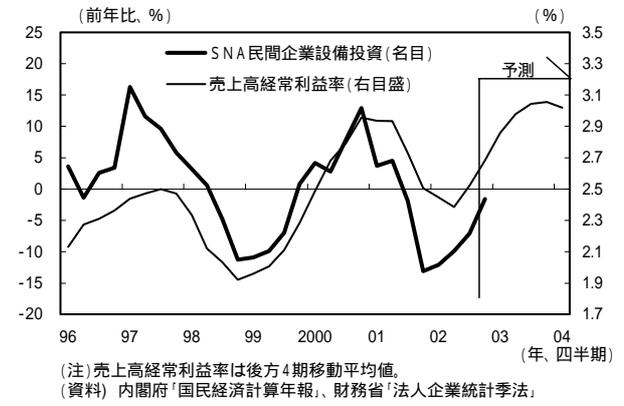
図表31. 実質民間在庫の推移



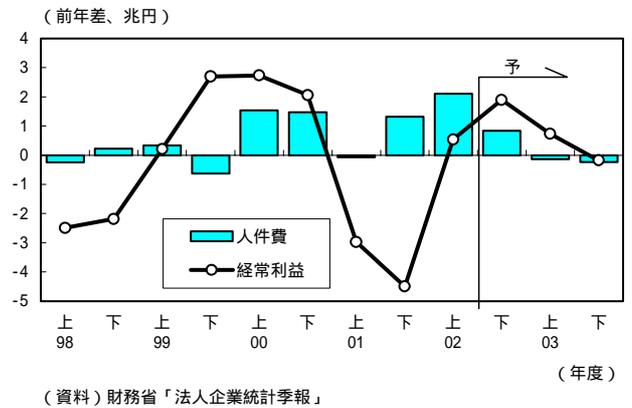
図表26. SNAベースの設備投資（実質と名目）



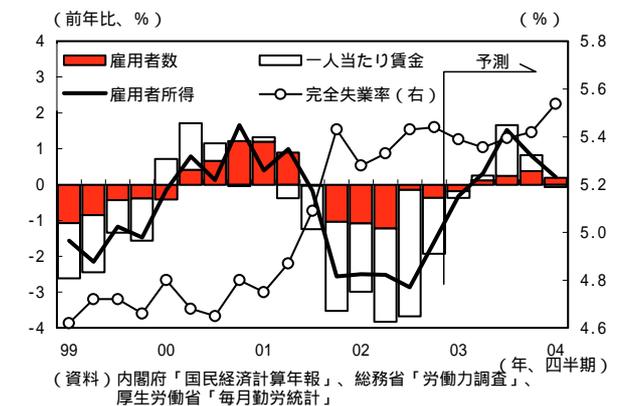
図表28. 設備投資と売上高経常利益率



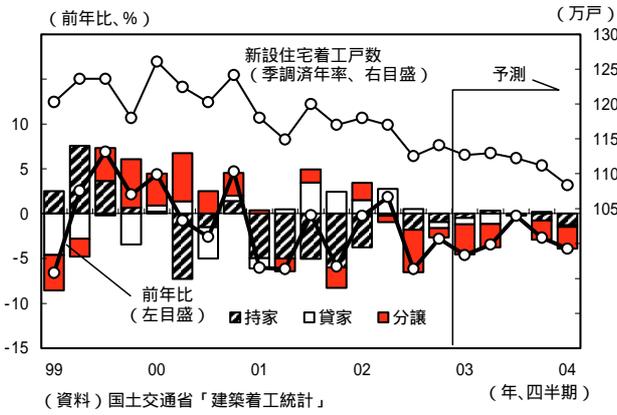
図表30. 経常利益と利益に対する人件費寄与度



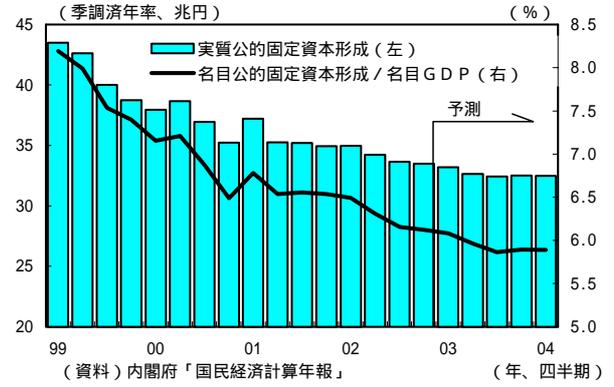
図表32. 失業率と雇用者所得



図表33. 住宅着工戸数の推移



図表34. 公共投資の水準と名目GDP比



図表35. 国内企業物価と消費者物価

