

Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

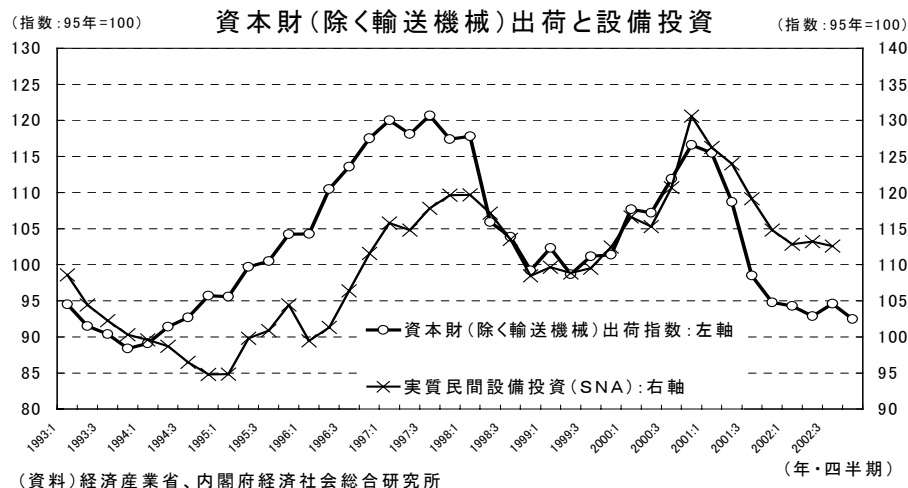
崩れつつある設備投資拡大のシナリオ

< 今週の焦点：崩れつつある設備投資拡大のシナリオ >

1. 生産が鈍化する一方で、本格的な景気回復に向けた原動力と期待される設備投資からは、2002年7-9月期まで依然として顕著な拡大の動きは見られず、生産の回復からの設備投資拡大というシナリオが崩れつつある。
2. 足元の先行指標等の動向からも、設備投資の回復に向けた確かな動きを確認することはできない。さらに企業の投資マインドも低調な状況下では、たとえ一時的な持ち直しの動きはあっても、設備投資の持続的な拡大を望む事は難しいと言えそうだ。

< 景気は足踏み状態 >

- ・ 鉱工業生産指数が4ヵ月連続で低下し、12月の景気動向指数は2ヵ月連続の50%割れとなることが見込まれる。今のところ景気は足踏み状態にあるが、2003年度前半にはピークを迎える可能性が高い。



研究員 篠原 哲(しのはら さとし) (03)3597-8046 shino@nli-research.co.jp
 副主任研究員 斎藤 太郎(さいとう たろう) (03)3597-8416 tsaito@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 7F : (03)3597-8405
 ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

< 崩れつつある設備投資拡大のシナリオ >

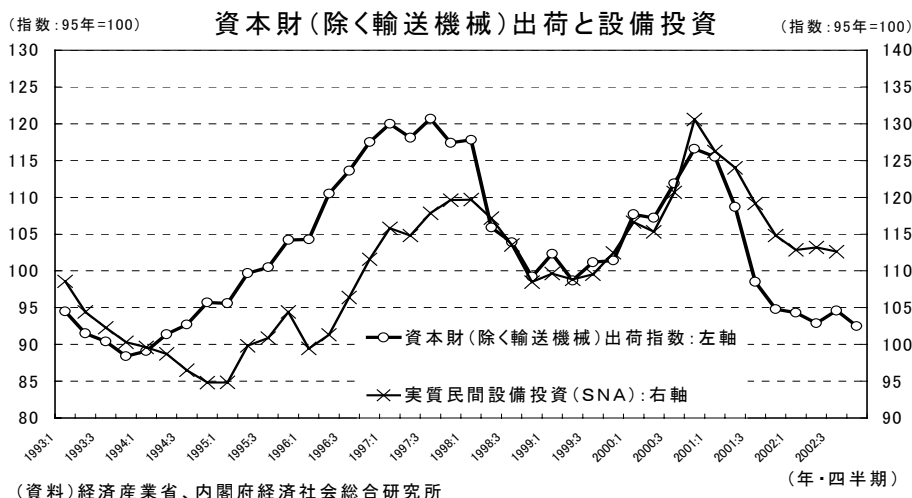
(担当：篠原)

鈍化する生産と弱い動きが続く設備投資

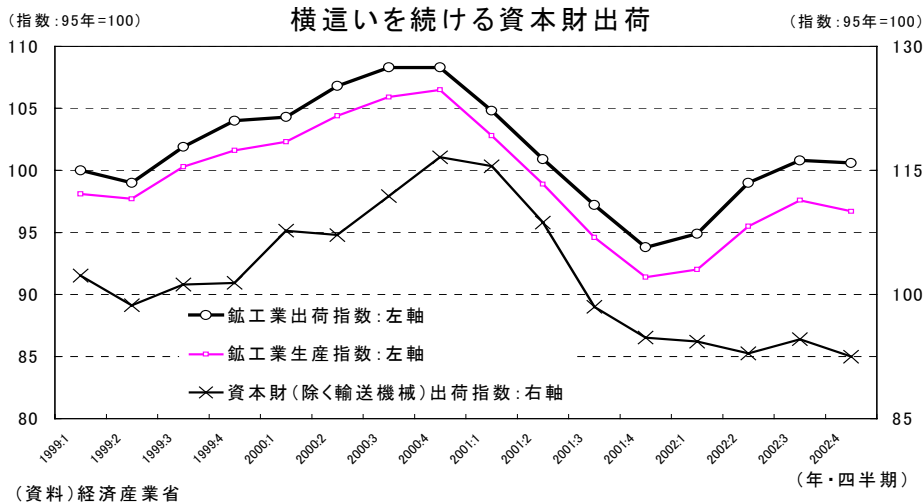
1月29日に公表された、12月の鉱工業生産指数(速報値)は前月比で0.1%と4ヶ月連続のマイナスとなり、10-12月期は前期比0.9%と4四半期ぶりにマイナスに転じた。また鉱工業出荷指数(速報値)の10-12月期も前期比0.2%と減少に転じ、生産統計からは鈍化の気配が顕著になっている。昨年初めからと考えられる今回の景気回復局面においては、当初、外需の拡大による生産の回復が、企業の収益やマインドを改善させ、それが設備投資の拡大に繋がり、緩やかながらも自律的な回復に至るといったシナリオが期待されていた。しかし生産が鈍化する一方で、本格的な景気回復に向けた原動力と期待される設備投資は、2002年7-9月期まで依然として顕著な拡大の動きは見られず、生産の回復からの設備投資拡大というシナリオは崩れつつあると言えよう。そこで以下では、足元における設備投資の動向を考察すると共に、先行指標の動向から推測される、今後の設備投資拡大の可能性を検証してみることにする。

(資本財(除く輸送機械)出荷からみる設備投資の動向)

この経済産業省から公表される鉱工業指数では、鉱工業全体の生産・出荷等の動向に加え、それらを構成する財別の内訳も同時に公表される。そのひとつである資本財から、輸送用機械を除いた財の出荷状況を示す「資本財(除く輸送機械)出荷指数」は、対象を機械のみとするものの、設備投資の動向を把握できる最も速報性を有した統計である。現に90年代の過去2回の景気循環において、資本財(除く輸送用機械)出荷指数と設備投資(実質:SNAベース)は、ほぼ同じ動きを示しており、資本財(除く輸送機械)出荷の動きから設備投資全体の動向を、ある程度推測することは可能であると考えられる。



10-12 月期の資本財（除く輸送機械）出荷指数の動向に目を向けてみると、前期比で 2.2%の減少に転じている。鉱工業出荷指数が 2001 年末の底入れ後、上昇に転じているのに対して、資本財（除く輸送機械）出荷は低調な状態が続いており、明確な拡大の動きは見られない。そのため、同じような動向を示すと推測される民間設備投資も、10-12 月期は大幅な改善に転ずることなく弱い動きとなった可能性が高い。



設備投資の先行き

(資本財（除く輸送機械）出荷の先行き)

設備投資は低調な状態が続いていると想定されるが、先行きはどのように考えられるだろうか。そのために、まずは資本財（除く輸送機械）出荷の先行きを推測してみよう。

生産の鈍化に伴い、鉱工業出荷も足元では減速の傾向にある。そして、その構成項目である資本財（除く輸送機械）出荷も、それに連動して減少するようであれば、民間設備投資も本格的な拡大には至らない可能性が高いと考えられるだろう。そこで、過去における鉱工業出荷と資本財（除く輸送機械）出荷の動きに相関関係が認められるかを、両者の前年同期比の時差相関を計測することで検証した。その結果、相関係数は鉱工業出荷が資本財（除く輸送機械）出荷より、1 四半期先行する時点でピークとなり、+0.86 程度の係数を示した。これより、鉱工業出荷は資本財（除く輸送機械）出荷に概ね 1 四半期程度の先行性を有し、同じ方向に動く関係があると判断できるだろう。

資本財出荷指数(除く輸送機械)前年比と
鉱工業出荷指数前年比の時差相関係数

鉱工業出荷指数(前年比)の ラグ(単位:四半期)	推計期間
	1980Q1-2002Q4
+1期	0.659
0	0.840
-1期	0.862
-2期	0.757
-3期	0.542

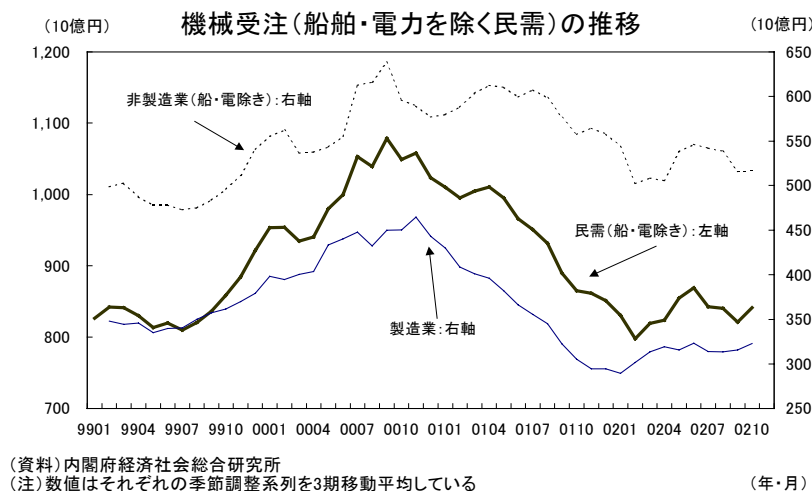
注: 推計は四半期データを使用

続いて検証された関係に基づき、資本財（除く輸送機械）出荷の先行きを、鉱工業出荷の動向から推測してみる。鉱工業出荷は先で見たように最近では鈍化の傾向にあるが、外需や生産の動向から想定しても、この傾向が続く可能性は高いだろう。仮にそうなると、資本財（除く輸送機械）出荷指数は鉱工業出荷に遅行する関係があるため、今後、多少の持ち直しはあるとしても、継続して拡大を続けるとは考えにくい。そして、それは今後の設備投資も、本格的な回復基調には至らない可能性が高いことを示唆するものと言えるだろう。

（先行指標から探る今後の設備投資）

資本財（除く輸送機械）出荷指数から設備投資の先行きを推測してみたが、以下では設備投資の先行指標の動向から、さらに設備投資の先行きを考察することにする。

代表的な設備投資の先行指数である、機械受注（船舶・電力除く民需）は2002年初に底を打ったものの、その回復力は鈍化しており、特にそれは非製造業において顕著になっている。機械受注統計は設備投資に半年ほど先行するとされているが、製造業と非製造業の両者において、本格的な設備投資拡大に向けた兆候は未だ明確にはなっていない。



製造工業の既存設備の稼働状況を表わす、稼働率指数の動向からも、設備投資の先行きを推測できると考えられる。通常の景気回復時には、生産の拡大に伴い稼働率が上昇することで、現存の設備では生産の拡大に対応できなくなるため、新たな設備投資が実行される。また、逆に景気後退時には、生産の鈍化により稼働率が低下し、現存の生産設備に過剰感が現れる結果、設備投資が減少する関係がある。そのため稼働

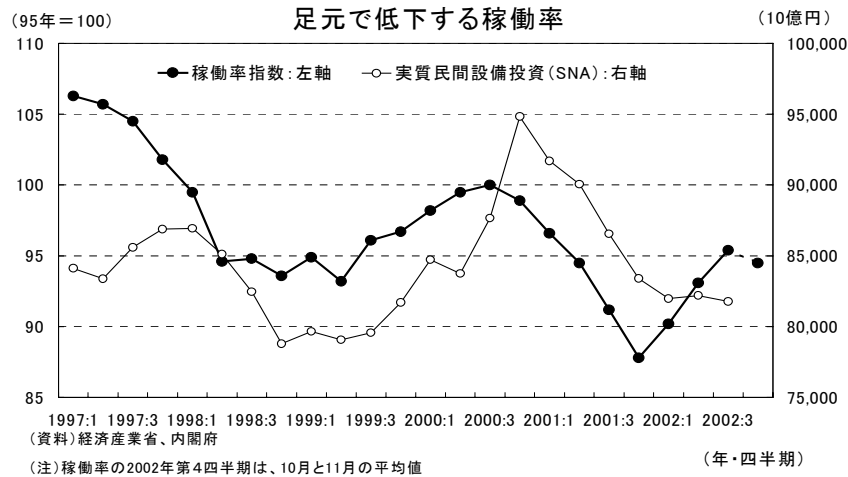
実質設備投資前年比と稼働率指数前年比の時差相関係数

稼働率指数(前年比)のラグ(単位:四半期)	推計期間
	1980Q1-2002Q3
+1期	0.356
0	0.582
-1期	0.745
-2期	0.805
-3期	0.717

注:推計は四半期データを使用

率は設備投資に先行性を有すると考えられ、実際に両者の前年同期比を用いて時差相関を計測すると、稼働率は設備投資に2四半期程度先行する関係が確かめられる。

稼働率は2001年末を底として上昇に転じているものの、8月以降は低下基調が明確になっており、生産が鈍化する現状では、今後も低下基調が続くことが考えられよう。そのため、過去の稼働率と設備投資の関係を踏まえると、今後の設備投資は一時的に改善する可能性はあっても、持続的な拡大に繋がることは難しいと言えるだろう。



(低調な企業の投資マインド)

以上のような先行指標等を用いた設備投資の現状と先行きの考察からは、本格的な回復に向けた確かな動きを確認することはできない。他にも設備投資の動向を左右するものとして、企業の投資マインドがあげられるが、昨年12月の日銀短観における業況判断DIは、企業規模に関わらず全産業で先行きは悪化となり、企業の先行き不安の強まりを示すものとなっている。また12月短観の2002年度設備投資計画は、全規模・全産業において9月短観より0.6%下方修正の5.1%の減少となったことに加え、全規模・製造業は0.3%上方に修正されたものの10.4%の減少、全規模・非製造業においては0.8%下方修正の3.2%の減少となり、企業の設備投資意欲は製造業・非製造業を問わず、低調であると判断できよう。これは、企業が依然として抱える過剰債務や過剰設備の存在に加え、最近の株価低迷の長期化、外需の先行きにおける不透明感の増大等が、企業の投資マインドを抑制した結果であると考えられる。いずれにしてもこの様な状況が続くなかでは、一時的な持ち直しの動きはあっても、当初のシナリオのように、設備投資の持続的な拡大を望むことは難しいと言えそうだ。

＜ 景気は足踏み状態 ＞

（担当：斎藤）

2002年1-3月期以降、前期比で増加が続いていた鉱工業生産は、10-12月期には前期比0.9%と4四半期ぶりに減少に転じた。景気動向指数は、景気の現状を示す一致指数（DI）が昨年11月に33.3%と10ヵ月ぶりに50%を下回ったが、2/5に内閣府から公表される12月分も50%割れとなる可能性が高い（当研究所予測：44.4%）。景気の現状・先行きについては、「足踏みでとどまるか」、「このまま景気後退に陥るか」で見方が分かれている。

景気は足踏み状態

景気の転換点は、簡便的には景気動向指数の動きによって判断できる。景気動向指数の一致指数11系列のうち6系列以上が反転した時点が景気の山（谷）となるのである。

そこで、現時点（1/31）で判明している統計をもとに、一致指数を構成する11系列それぞれの動きを見ると、鉱工業生産の弱含みを受け、「生産指数」、「稼働率指数」、「投資財出荷指数（除輸送機械）」、「中小企業売上高」の4系列については、昨年8月が最も高くなっている。さらに「営業利益」が4-6月、「大口電力使用量」が7月、「鉱工業生産財出荷指数」が10月と、すでに一致指数を構成する系列の過半数がピークアウトしている可能性がある。

ただし、それぞれの系列が短期間のうちにこの水準を上回れば、これらのピークは消滅する。一致指数の主要系列である「生産指数」の12月速報値は8月の水準から2%下落しているが、1月の製造工業予測指数は前月比2.1%となっている。最近は予測指数の下方修正が続いていることを割引いて見る必要があるが、仮にこれが実現すれば1月の生産指数は8月と同水準まで戻ることになる。景気が足踏み状態にあることは確かだが、すでに後退局面入りしているとまでは言い切れないだろう。

景気動向指数 一致系列の推移

年 月	2002												直近のピーク からの下落率
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
生産指数（鉱工業）	91.0	92.1	92.8	93.0	96.8	96.6	96.7	98.1	98.0	97.8	96.2	96.1	2.0%
鉱工業生産財出荷指数	94.5	97.5	99.3	102.6	106.9	106.0	105.7	108.4	108.0	108.8	106.9	105.5	3.0%
大口電力使用量（<100万kW>）	20848	20903	20911	21414	21738	21345	22087	21996	21528	21679	21719	21790	1.3%
稼働率指数（製造業）	88.9	91.3	90.5	91.1	94.6	93.7	94.1	96.1	95.9	94.9	94.1	-	2.1%
所定外労働時間指数（製造業）	87.4	87.4	89.7	94.4	98.0	98.3	99.5	100.9	100.4	99.8	101.4	-	-
投資財出荷指数（除輸送機械）	88.0	86.6	89.1	83.0	90.6	85.7	85.2	89.8	87.7	86.2	86.0	-	4.2%
百貨店販売額（前年同月比）	0.3	-4.0	0.7	-1.9	-2.0	-0.6	-5.6	0.5	-0.9	-3.4	-0.4	-4.7	-
商業販売額指数（卸売業）（前年同月比）	-6.0	-6.3	-7.5	-2.4	-2.5	-5.4	-2.1	-3.9	-2.9	-1.1	-0.1	-2.2	-
営業利益（全産業）<億円>			82797			89919			87038				3.2%
中小企業売上高（製造業）	86.2	87.1	88.3	88.8	91.0	90.0	90.0	92.2	91.8	90.3	91.0	-	1.3%
有効求人倍率（除学卒）	0.51	0.50	0.51	0.52	0.53	0.53	0.54	0.54	0.55	0.56	0.57	0.58	-

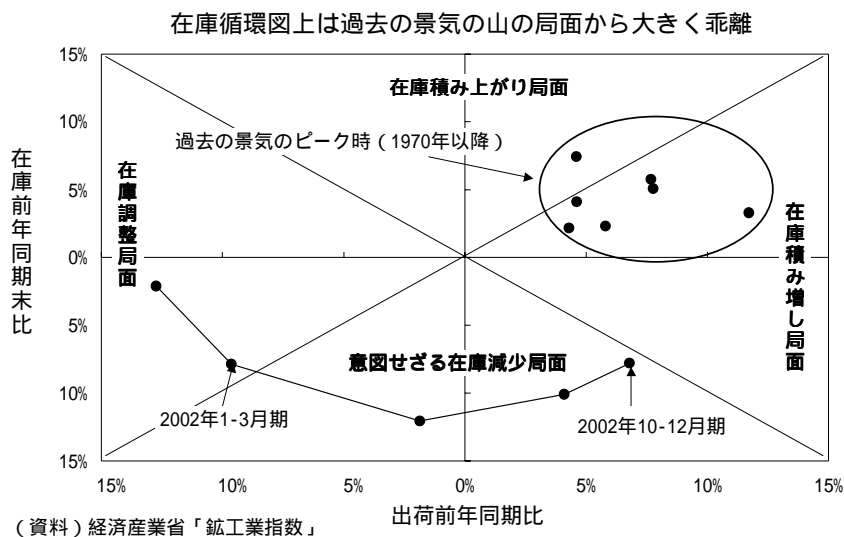
（注）○は個別系列の直近のピーク。1/31までに発表された統計をもとに作成。

在庫循環図は回復局面継続を示唆

景気が足踏み状態とどまっているとするもうひとつの根拠は、在庫循環図上の現局面である。

過去（1970年以降）の景気のピーク時点における出荷・在庫の伸び（前年比）を在庫循環図上にプロットすると、いずれも「積み増し局面」と「積み上がり局面」の境界付近に位置していることが分かる。

それに対して、今回は依然として在庫が減少し続けており、「積み増し局面」にすら入っていない。通常の回復局面に当てはめれば、まだ中間点にも達していないことになる。今のところ企業は在庫の積み増しに慎重な姿勢を崩していないが、過去においては、「積み増し局面」に入ることなく景気がピークアウトしたことはない。このままいけば、2003年1-3月期には、在庫は積み増し局面に移行すると見られ、その場合には在庫の増加に見合って、生産が多少持ち直す局面もあるのではないかと。



ただし、個人消費は低迷しており、設備投資も一進一退が続く等、国内最終需要は停滞が続いている。このような状況下では、今後在庫は一気に積み上がってしまう恐れが大きい。現在、景気は足踏み状態にあるが、2003年度前半にはピークを迎え、2002年初めに始まった今回の景気回復が、戦後最短となった前回の21ヵ月をさらに下回る可能性が高いだろう。

なお、一致系列の主要統計である鉱工業指数は4月半ばに基準年次の改定（95年 2000年）が行われ、指数が過去にさかのぼって修正される予定である。一致系列の多くは鉱工業指数指数に含まれているため、現時点における景気の山谷の判断は暫定的なものであることに留意する必要がある。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)