

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

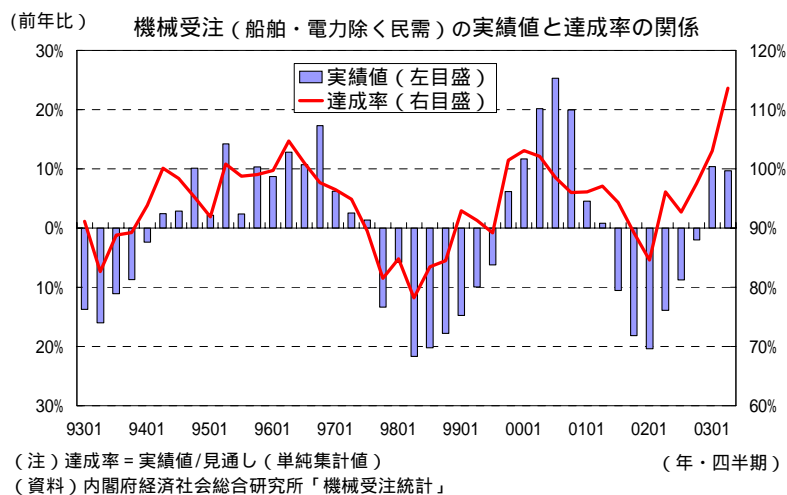
設備投資を慎重に見る2つの理由

<設備投資を慎重に見る2つの理由>

1. 景気回復期待が高まっているが、以下の2つの理由から設備投資については慎重に見る必要があると考える。
2. GDP統計の実質設備投資は5四半期連続でプラスの伸びとなっているが、これはデフレーターの低下により押し上げられている面が強い。名目では2四半期連続でマイナスとなっており、本格的な回復からはほど遠い状況にある。
3. 設備投資の先行指標である機械受注統計は、2四半期連続で増加となった後7-9月期も前期比2.2%の増加が見込まれている。しかし、7-9月期の見通しは過大評価されており、実績は前期比でマイナスとなる可能性もある。設備投資の先行きについては慎重に見るべきであろう。

<月次GDP>

- ・6月の月次GDPは前月比0.6%となった。7月は民需の落ち込みを主因として前月比0.5%と3ヵ月ぶりの減少を予測する。



シニアエコノミスト 齋藤 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/>

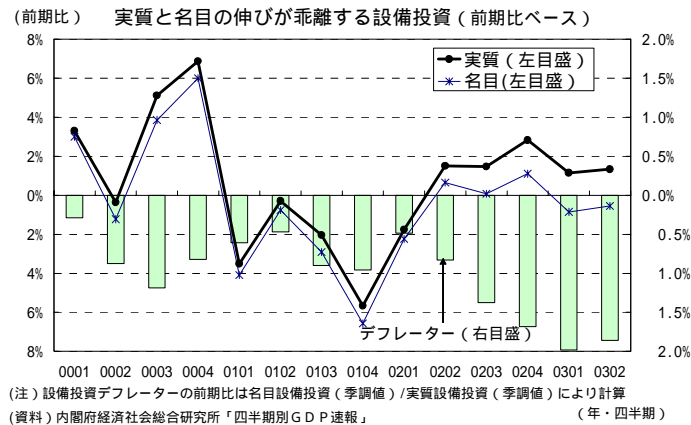
< 設備投資を慎重に見る 2つの理由 >

設備投資の回復期待が高まっている。GDP統計の設備投資は2002年4-6月期以降、5四半期連続で増加しており、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1-3月期の前期比5.8%に続き、4-6月期も3.4%となった。さらに7-9月期の見通しも前期比2.2%と3四半期連続の増加が見込まれている。しかし、設備投資の動向を見る上では、次の2点に注意する必要がある。

デフレーター的大幅下落により押し上げられている実質の設備投資

ひとつはGDP統計の設備投資は、デフレーター的大幅な下落により実質の伸びが押し上げられている点である。設備投資デフレーターは1993年頃から下落が続いているが、4-6月期には前期比1.9%^(注)となる等、ここにきて下落幅が大きくなっている。これは価格下落の大きいIT関連投資が増加していることが影響していると思われる（設備投資デフレーターをはじめとしたGDPデフレーターの下落率拡大の要因についてはweeklyエコノミストレター2003.5.30号参照）。

名目ベースの設備投資は1-3月期に前期比0.8%と4四半期ぶりに減少に転じた後、4-6月期も0.5%と2四半期連続でマイナスとなった。2001年から2002年初めにかけてのように大幅に落ち込むような状況ではなくなったものの、依然として横ばい圏を脱していない。



構造的な要因により設備投資デフレーターの下落基調は今後も続くことが予想されるため、名目の伸びが実質の伸びを上回る状況は当分ありえないだろう。このような状況下、いくら実質の伸びが連続してプラスと言っても、少なくとも実額ベース（名目）の伸びが明確にプラスにならなければ、設備投資の本格的な回復とは言えないのではないかと。

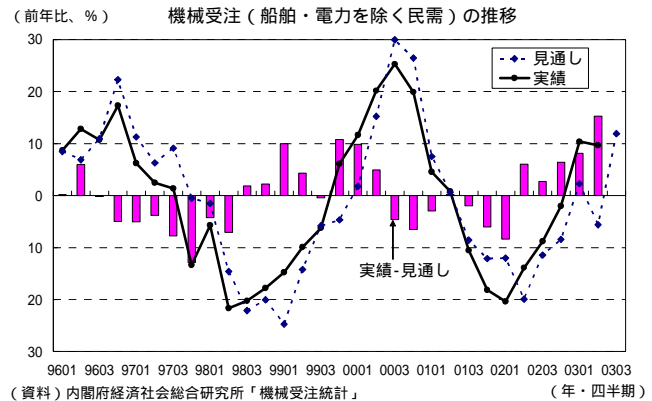
(注)デフレーターの季節調整値、前期比は公表されていないため、ここでは名目設備投資(季節調整値)/実質設備投資(季節調整値)によりデフレーターの季節調整値を作成し、前期比を計算した。

慎重に見るべき 7-9 月期の機械受注見通し

設備投資に関するもうひとつの懸念材料は、機械受注の先行きである。

機械受注統計は 3 ヶ月目の実績値が発表されると同時に、翌四半期の見通しが発表される。たとえば、6 月（4-6 月期）の実績値が発表された際には、7-9 月期の見通しもあわせて発表された。最近では 5 四半期連続で実績が見通しを上回っている。通常、これは設備投資が回復局面に入りつつあるひとつの証とされている。

ただし、4-6 月期の実績が見通しを大きく上回ったのは特殊要因も含まれており、このことにより 7-9 月期の見通しの数字は過大評価されている可能性がある。



機械受注の見通し調査は、機械製造業者の受注する設備用機械について、四半期ごとに翌期の受注見通しを調査したものであり、設備投資の先行きを占う上で非常に有益であるが、その見方には注意を要する。

内閣府が発表する見通しの数値は、見通し調査の単純集計値に過去 3 四半期の平均達成率を乗じて算出されている。単純集計値がそのとおり達成されること（達成率 100%）は少ないため、単純集計値のまま見通しを見ると、バイアスがかかることになるからである。実際の達成率が過去 3 四半期平均よりも高くなれば、実績値は内閣府の見通しを上回ることになる。設備投資の回復期には達成率が期を追うごとに高まっていき、見通しの上方修正が続く傾向がある。

4-6 月期の機械受注（船舶・電力を除く民需）は見通しの前期比 10.5%に対して、実績は 3.4%とそれを大きく上回ったため、達成率は 113.6%と非常に高いものとなった。これは見通し調査が始まった 87 年 7-9 月期以降最高の水準である。

しかし、4-6 月期の見通し調査は、イラク戦争開始時期の 3 月下旬に行われたため、企業が受注の先行きについて極めて慎重になっていたという特殊要因がある。イラク戦争が早期に終結し、機械受注への影響も軽微だったため、実績は見通しを大幅に上回り、達成率は非常に高いものとなったが、これは一時的なものと見たほうがよいだろう。

（過去 3 四半期の平均達成率が 100%を超えた時は要注意）

4-6 月期の達成率 113.6%はいわば異常値とも言えるが、これから 3 四半期は翌期見通しを算出する際のデータとして用いられることになる。2002 年 7-9 月期から 2003 年 1-3 月期までの平均達成率が 97.7%であるのに対して、2003 年 7-9 月期の見通しに用いられる達成率（2002 年 10-12 月期から 2003 年 4-6 月期の平均達成率）は 104.7%となっている。

しかし、過去 3 四半期の平均達成率が 100%を超えるような高い水準となった場合は要注意で

ある。

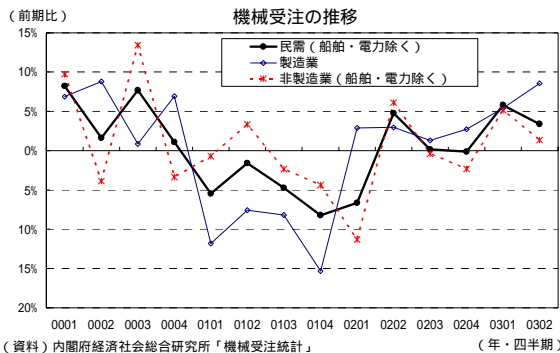
このようなケースは過去に 13 回あるが、そのうち 10 回は実績が見通しを下回っている。残りの 3 回はいずれもバブル期であったことを考えると、今回（2003 年 7-9 月期）見通しを達成する可能性は低いと考えたほうがよいのではないだろうか。

そこで、7-9 月期の達成率が 100% となる場合、2003 年 4-6 月期の達成率を異常値と考え、7-9 月期の達成率が 2002 年 7-9 月期から 2003 年 1-3 月期までの平均となる場合、を想定し、7-9 月期の前期比を試算すると、試算では 2.4%、試算では 4.6% といずれもマイナスとなる。特に、非製造業については、内閣府が用いている達成率が 109.3% と非常に高いため、いずれの場合もかなりの下方修正となっている。

過去 3 四半期平均の達成率が 100% を超えた場合
 の実際の達成率（船舶・電力を除く民需）

	達成率 (%)		
	過去3四半期	実績	差
88年7-9月期	101.8	102.7	0.9
88年10-12月期	103.4	104.3	0.9
89年1-3月期	105.6	102.6	3.0
89年4-6月期	103.2	105.7	2.5
89年7-9月期	104.2	102.9	1.3
89年10-12月期	103.7	97.9	5.8
90年1-3月期	102.2	98.7	3.4
90年10-12月期	100.2	93.0	7.2
96年7-9月期	101.2	100.9	0.2
96年10-12月期	101.8	97.6	4.1
97年1-3月期	101.1	96.5	4.6
2000年7-9月期	102.2	98.5	3.7
2000年10-12月期	101.2	96.0	5.2
2003年7-9月期	104.7	?	?

(注) 過去3四半期平均とは、2003年7-9月期であれば
 2002年10-12から2003年4-6月期までの平均のことを指す



2003年7-9月期の見通しは過大評価の可能性

	民需	製造業	非製造業
内閣府見通し	2.2% (104.7%)	5.0% (98.7%)	7.5% (109.3%)
試算	2.4% (100.0%)	3.8% (100.0%)	1.7% (100.0%)
試算	4.6% (97.7%)	11.5% (91.9%)	0.4% (102.1%)

(注) ()内は見通しを算出する際に用いられる達成率
 民需、非製造業は船舶・電力を除く
 試算 : 2003/7-9が見通しの単純集計値通り(達成率100%)の場合
 試算 : 2003/7-9の達成率が2002/7-9 - 2003/1-3の平均の場合

このように考えると、7-9 月期見通しの前期比 2.2% というのは必ずしも高い数字ではなく、実績はマイナスとなる可能性もある。設備投資の先行きについては慎重に見るべきであろう。

月次GDPの動向

<6月、7月>

4-6 月期の実質 GDP は前期比 0.6% (8/12 内閣府発表) となったが、当研究所推計の 6 月の月次 GDP は前月比 0.6% となった。民間消費、設備投資等の民間需要が好調であった。

7 月の月次 GDP は前月比 0.5% と 3 ヶ月連続ぶりの減少を予測する。民間消費、設備投資を中心とした民間需要が落ち込むと見ている。

日本・月次GDP 予測結果

	[月次] 実績値による推計						[四半期]		
	2003/2	2003/3	2003/4	2003/5	2003/6	2003/7	実績	予測	
実質GDP	546,507	545,476	544,038	548,141	551,345	548,597	544,791	547,842	546,884
前期比年率							1.3%	2.3%	0.7%
前期比	0.8%	0.2%	0.3%	0.8%	0.6%	0.5%	0.3%	0.6%	0.2%
前年同期比	2.6%	1.4%	1.4%	1.5%	2.0%	1.9%	2.9%	2.1%	1.3%
内需(寄与度)	530,408	530,066	528,249	530,818	535,788	532,950	529,720	531,618	531,736
前期比	0.3%	0.1%	0.3%	0.5%	0.9%	0.5%	0.3%	0.3%	0.0%
前年同期比	1.5%	1.2%	0.8%	0.6%	2.2%	1.3%	2.3%	1.7%	0.9%
民間(寄与度)	407,025	406,805	404,269	408,587	414,537	410,581	406,600	409,131	408,882
前期比	0.2%	0.0%	0.5%	0.8%	1.1%	0.7%	0.4%	0.5%	0.0%
前年同期比	2.0%	1.7%	1.2%	1.0%	2.6%	1.6%	2.8%	2.1%	1.2%
民間消費	300,808	300,410	298,927	300,310	304,430	301,484	300,296	301,222	300,275
前期比	0.4%	0.1%	0.5%	0.5%	1.4%	1.0%	0.3%	0.3%	0.3%
前年同期比	1.6%	1.4%	0.8%	1.1%	2.0%	1.1%	1.2%	1.3%	0.4%
民間住宅投資	18,106	17,984	17,940	17,854	18,475	18,402	18,156	18,090	18,387
前期比	1.5%	0.7%	0.2%	0.5%	3.5%	0.4%	1.0%	0.4%	1.6%
前年同期比	2.6%	2.6%	3.2%	3.9%	0.6%	2.0%	2.2%	2.5%	0.6%
民間設備投資	88,284	88,559	87,306	90,088	91,106	90,434	88,321	89,500	90,046
前期比	0.2%	0.3%	1.4%	3.2%	1.1%	0.7%	1.2%	1.3%	0.6%
前年同期比	7.4%	4.9%	7.0%	3.5%	10.2%	6.6%	6.8%	7.0%	6.0%
民間在庫(寄与度)	-173	-149	96	335	526	261	-173	319	174
前期比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%
前年同期比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	0.5%	0.1%
公需(寄与度)	123,383	123,261	123,980	122,231	121,252	122,370	123,120	122,488	122,854
前期比	0.1%	0.0%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
前年同期比	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.5%	0.4%	0.3%
政府消費	91,734	91,759	91,024	90,884	91,329	91,249	91,445	91,079	91,522
前期比	1.0%	0.0%	0.8%	0.2%	0.5%	0.1%	0.3%	0.4%	0.5%
前年同期比	1.4%	1.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	1.4%	0.3%	0.3%
公的固定資本形成	31,607	31,460	32,906	31,297	29,873	31,071	31,634	31,359	31,282
前期比	0.7%	0.5%	4.6%	4.9%	4.5%	4.0%	2.9%	0.9%	0.2%
前年同期比	10.1%	10.5%	8.0%	9.1%	9.4%	6.1%	10.0%	8.8%	6.1%
外需(寄与度)	16,099	15,410	15,790	17,324	15,557	15,647	15,071	16,223	15,148
前期比	0.4%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%
前年同期比	1.1%	0.2%	0.6%	0.9%	0.3%	0.5%	0.6%	0.4%	0.4%
財貨・サービスの輸出	64,627	63,884	63,659	65,617	64,656	64,338	64,029	64,644	64,213
前期比	1.7%	1.2%	0.4%	3.1%	1.5%	0.5%	0.6%	1.0%	0.7%
前年同期比	14.5%	8.6%	8.1%	7.1%	3.4%	5.5%	12.5%	6.2%	5.2%
財貨・サービスの輸入	48,528	48,474	47,870	48,294	49,099	48,691	48,958	48,421	49,065
前期比	2.7%	0.1%	1.2%	0.9%	1.7%	0.8%	0.7%	1.1%	1.3%
前年同期比	5.3%	9.7%	3.4%	1.2%	8.2%	1.2%	8.9%	3.3%	2.4%

<再掲：民間消費の内訳>

家計消費(除く帰属家賃)	244,154	243,368	242,524	243,594	247,352	244,632	243,767	244,490	244,490
前期比	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	1.5%	1.1%	0.3%	0.3%	0.4%
前年同期比	1.5%	1.3%	0.7%	1.0%	1.9%	0.9%	1.1%	1.2%	0.2%
需要側推計	1.3%	0.7%	0.8%	0.2%	3.5%	1.4%	0.5%	0.1%	0.3%
前期比	1.0%	0.3%	0.2%	0.7%	2.5%	1.4%	0.2%	1.0%	0.2%
前年同期比	0.0%	1.5%	0.6%	0.6%	0.8%	0.9%	0.4%	0.3%	0.6%
供給側推計	1.0%	1.0%	1.2%	1.1%	2.1%	1.7%	0.9%	1.5%	1.3%
前期比	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.4%	0.4%	0.3%
前年同期比	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.6%	1.6%	1.5%
帰属家賃	50,244	50,304	50,374	50,423	50,495	50,523	50,241	50,431	50,572
前期比	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.4%	0.4%	0.3%
前年同期比	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.6%	1.6%	1.5%

(注) 家計消費(除く帰属家賃)には「需要側推計」、「供給側推計」以外に「共通推計」部分が含まれる

(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)