

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

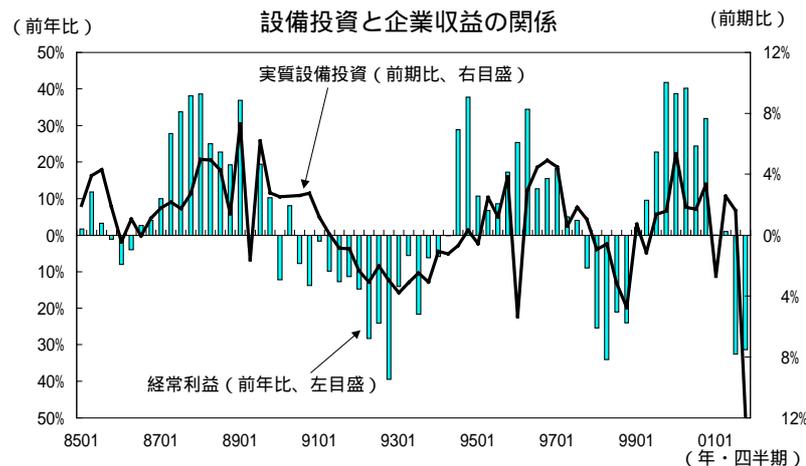
設備投資の反転時期

<今週の焦点：設備投資の反転時期>

1. 民間設備投資は 2001 年 10-12 月期に前期比 12.0%と過去最大の落ち込みを記録し、2002 年入り後も減少が続いている模様である。しかし、設備投資の調整はかなり進展しているため、今後の減少幅は比較的小幅にとどまるだろう。
2. 企業は人件費などのコスト削減によって収益率の向上を図っている。このため売上が低迷しても経常利益は回復し、2002 年 7-9 月期には前年比でもプラスとなるだろう。企業収益の回復が明確になる 2002 年度下期には設備投資も反転する可能性が高い。
3. ただし、企業部門の改善は人件費の削減によりもたらされるので、個人消費の低迷は避けられず、景気の本格回復には時間を要するだろう。

<1-3 月期は 4 四半期ぶりのプラス成長へ>

- ・ 2002 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は、前期比 0.7% (年率 2.9%) と、4 四半期ぶりのプラス成長になると予測する。



(注) 経常利益は財務省「法人企業統計」、設備投資は内閣府「国民所得統計速報」による

副主任研究員 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

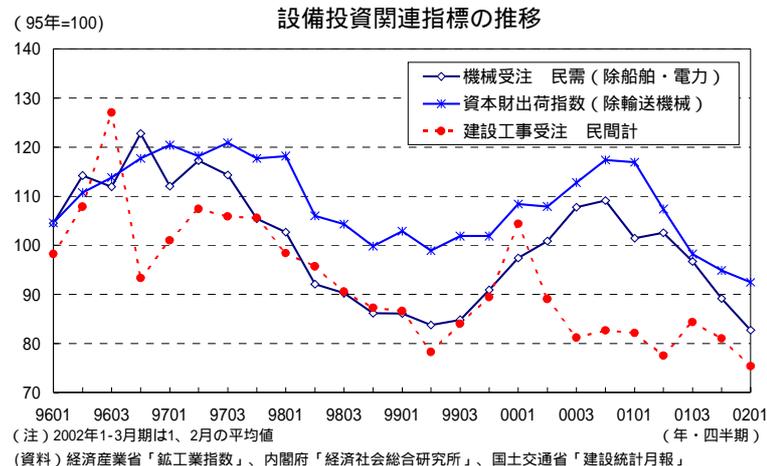
ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

<今週の焦点> 設備投資の反転時期

足もと減少が続く設備投資

輸出の増加、在庫調整の進展から、景気は底を打ちつつあるが、国内最終需要の中心である個人消費、設備投資は依然として低迷している。特に、民間設備投資は昨年 10-12 月期に前期比 12.0%と過去最大の減少幅を記録するなど、急速な悪化が続いている。

設備投資の一致指標のひとつである資本財出荷指数の動きから判断すれば、設備投資は 2002 年 1-3 月期も減少したとみられる。さらに先行指標である機械受注、建設工事受注は 1-3 月期も引き続き減少する見込みである。これらの受注統計は実際の設備投資に 2 四半期程度先行する性質があるため、設備投資は少なくとも 2002 年度前半までは低迷が続く可能性が高いだろう。



設備投資の調整は最終局面

しかし、その一方で設備投資の調整がかなり進展していることも事実である。

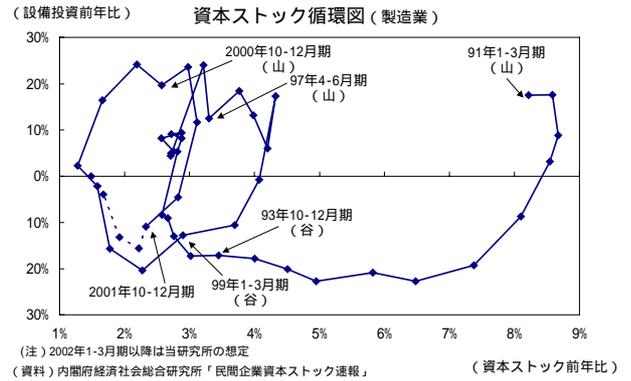
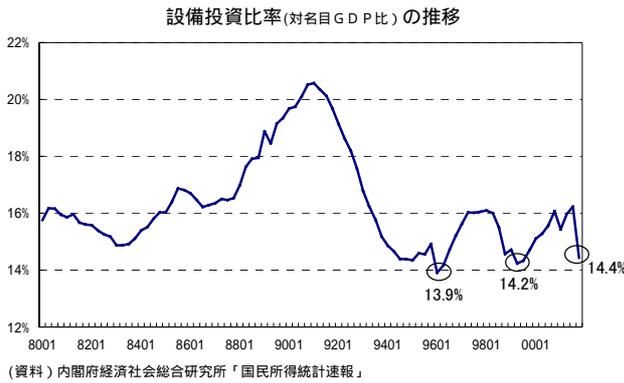
バブル崩壊後の景気後退局面においては、設備投資比率（設備投資のGDP比、名目ベース）が 14%前後まで低下すると設備投資の調整が終了している。今回は景気後退局面入り後（2000 年 10-12 月期～）も設備投資比率はしばらく高止まりが続いていたが、昨年 10-12 月期の設備投資が大幅に減少したことにより、同比率も急速に低下し 14.4%となった。

また、平成 13 年版の「経済財政白書」は、資本のフローとストックの関係を表す資本ストック循環図（製造業）から、バブル崩壊後は資本ストックの伸び率が概ね 2.5%まで下がったところでストック調整がほぼ終了していることを指摘している。2001 年 10-12 月期の資本ストックの伸び率は前年比 2.3%となったが、今後設備投資が前期比で横ばいまで持ち直したとしても、2002 年後半には資本ストックの伸びは 1%台半ばまで低下することになる。

これらのことから、設備投資の調整は最終局面にきており、今後の調整は比較的小幅なものに

とどまり、そのスピードも緩やかなものとなる可能性が高い。

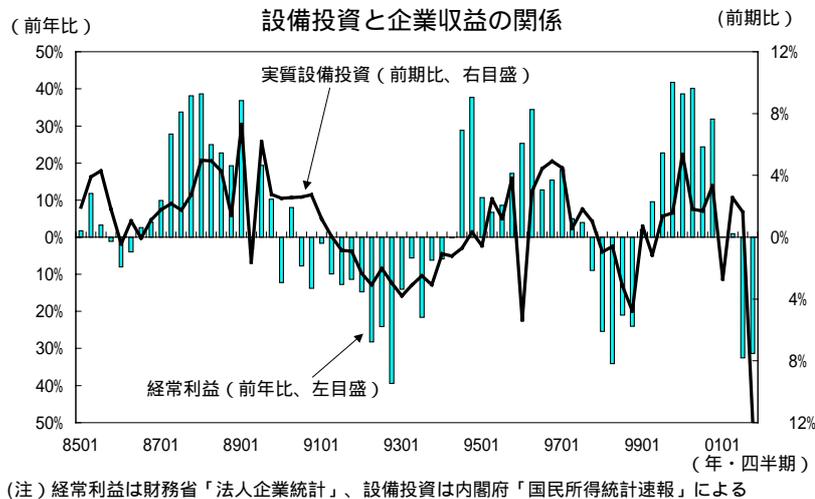
ただし、内閣府の「平成13年度企業行動に関するアンケート調査（平成14年1月実施）」によれば、企業が予想する今年度、今後3年間、今後5年間の実質経済成長率はそれぞれ、0.4%、0.6%、1.2%といずれも過去最低の水準となり、企業の期待成長率が大きく低下していることが示された。このため、過去と同程度までストックの伸びが低下してもストックの過剰感が解消されない可能性も考慮しておく必要があるだろう。



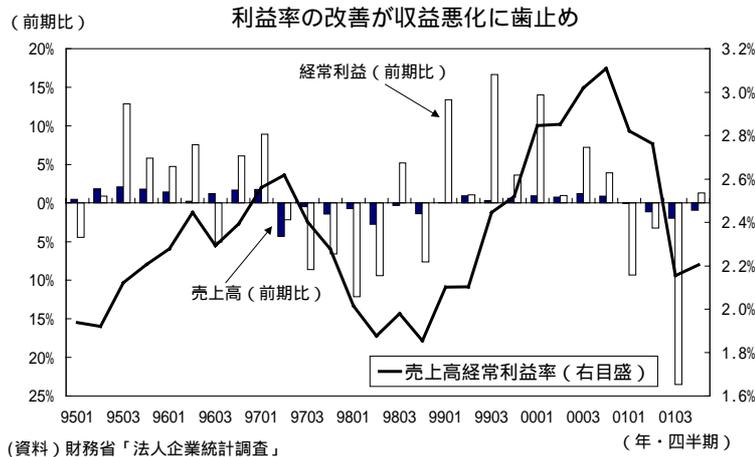
企業収益の回復が設備投資反転の鍵

それでは、設備投資が反転するための条件とその時期についてはどう考えたらよいのだろうか。設備投資を押し上げる要因としては、主に金利面、収益面の改善が挙げられるが、金利についてはすでにほとんど低下余地がないので、今後設備投資の押し上げ要因にはなり得ない。したがって、設備投資が反転するためには企業収益の改善が不可欠となる。

設備投資と企業収益の関係をみると、経常利益が前年比で増加に転じるとそれと前後して設備投資が前期比ベースでプラスに転じていることが分かる。これは企業収益の回復にやや遅れて企業が設備投資を増やすということを表している。



法人企業統計の経常利益は2001年7-9月期、10-12月期とも前年比で約30%の大幅減少となったが、前期比ベースでみると10-12月期には1.5%と小幅ながらプラスに転じた。売上は2001年1-3月期以降4四半期連続で減少したが、2000年10-12月期をピークに悪化が続いていた売上高経常利益率がリストラ効果から4四半期ぶりに上昇に転じたことが収益の悪化に歯止めをかけたのである。



2002年度下期に設備投資は反転か

景気が持ち直したとしても、その回復力は緩慢でデフレ傾向はしばらく続くと考えられるため、売上の減少傾向は当分続くだろう。こういった状況下では、企業は人件費を中心とした費用の圧縮をさらに進め利益率を改善させることを通じて、収益の向上を図る可能性が高い。

99年1-3月期以降の前回の景気回復局面でも、企業は思い切ったリストラを進めることにより売上高経常利益率を1.85% (98年10-12月期) から3.11% (2000年10-12月期) まで大幅に改善させた。その結果、売上の伸びは非常に緩やかだったにもかかわらず、経常利益の急速な回復が実現できたのである。

今後、たとえ売上の減少が続いたとしても企業が人件費の削減を続けて利益率を改善させることにより、経常利益が回復することが期待できるだろう。売上は減少傾向が続くもののその幅は徐々に縮小する一方、企業は人件費を2001年10-12月期と同じペースで削減し続けるものとして試算を行うと(試算の前提は下表参照) 売上高経常利益率は2001年7-9月期の2.15%をボトムに改善が続き、2002年末には2.43%まで持ち直す。

売上げの減少が続いても利益率の改善により増益に

	01/03 (実績)	01/04 (実績)	02/01 (予測)	02/02 (予測)	02/03 (予測)	02/04 (予測)
売上高 (前期比)	1.9%	0.9%	0.6%	0.4%	0.2%	0.1%
人件費 (前期比)	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
売上高経常利益率	2.15%	2.20%	2.22%	2.27%	2.34%	2.43%
経常利益 (前期比)	23.5%	1.3%	0.3%	1.7%	3.0%	3.6%
(前年比)	32.5%	31.4%	24.7%	20.9%	6.5%	8.9%

(試算の前提)
 売上げの減少傾向は変わらないがその幅は徐々に縮小
 人件費は01/04と同じペースで削減を続ける
 売上高変動比率は01/04の実績値から横ばい
 人件費以外の固定費は01/04の実績値から横ばい

これにより売上が減少しても経常利益は前期比ベースで増加基調が維持され、2002年7-9月期には前年比でもプラスに転じることになる。売上が少しでも増加に転じることがあれば、経常利益が前年比で二桁の伸びになることも十分ありうるのである。実際、日銀短観における2002年度の企業の計画を見ると、売上の伸びは前年比0.2%とほぼ横ばいであるが、利益率を改善させることにより経常利益は前年比22.6%と大幅な伸びとなることを見込んでいる。

現時点では、期待成長率が低下していることが企業の投資行動を慎重なものにしているが、企業収益の回復傾向が明確になれば、先行きに対する見方も楽観的に変化していくことが期待され、2002年度下期には設備投資は前期比ベースで増加に転じらるだろう。2月から3月にかけて実施された各種調査では、2002年度の民間企業の設備投資は2001年度に続き減少する計画となっているが、収益の回復傾向が明らかになるにしたがって、これも今後徐々に上方修正されるのではないか。

設備投資計画調査(2002年2、3月時点)

(前年度比、%)

	日銀短観		日本政策投資銀行		日本経済新聞	
	2001年度	2002年度	2001年度	2002年度	2001年度	2002年度
全産業	5.6	7.6	6.6	2.7	3.3	12.9
製造業	9.3	12.0	7.0	8.2	9.2	10.7
非製造業	4.2	6.0	6.3	0.0	2.6	14.8

ただし、このような企業部門の改善は基本的には人件費の抑制によりもたらされるものであるため、雇用所得環境のさらなる悪化は避けられず、個人消費の低迷は当分続くことになろう。景気が本格的な回復局面に移行するのは、人件費の削減に歯止めがかかり所得の増加から消費の回復につながった時ということになるが、それにはかなりの時間を要するだろう。

前回の景気回復局面では設備投資は増加したが、個人消費の回復に至る前に米国の景気後退をきっかけとして景気は腰折れしてしまった。今回も、消費の回復が伴わない中で設備投資が増加し続けられれば、何らかの外的ショック等により設備の過剰感が一気に高まり、またしても景気回復が短命に終わってしまうリスクも否定できないだろう。

< 1-3 月期は 4 四半期ぶりのプラス成長へ >

< 1-3 月期 GDP >

当研究所の予測によれば、1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比 0.7%（前期比年率 2.9%）と、前期までの 3 四半期連続マイナス成長から一転して大幅なプラス成長になったと見込まれる。

プラス成長の主因は、米国、アジア経済の回復に伴い輸出が大幅に増加し、外需が大きく改善したことである。

しかし、民間消費が若干のプラス（前期比 0.1%）となったものの、設備投資、住宅投資が引き続き減少した（それぞれ、前期比 1.3%、2.4%）ことから、国内民間需要は 4 四半期連続でマイナスとなった。このように、GDP 成長率は 4 四半期ぶりにプラスとなったが、その中味を見ると外需頼みの成長となっており、景気の実勢は引き続き弱いものと判断される。

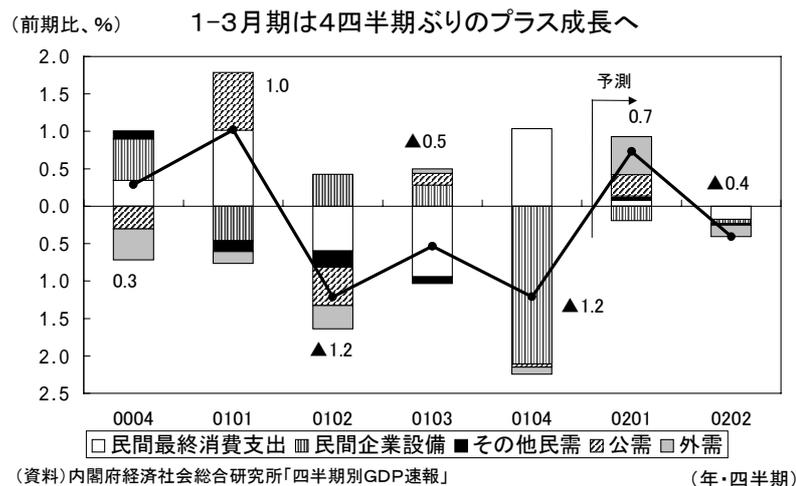
成長率への寄与度は、国内民間需要 0.1%、公的需要 0.3%、外需 0.5%

< 4-6 月期 GDP >

4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比 0.4%（前期比年率 1.6%）と再びマイナス成長に転じると予測する。

民間需要は、雇用所得環境の悪化から民間消費が 3 四半期ぶりに減少すること等から低迷が続く。公的需要も、当初予算で公共事業関係費を大幅に削減した影響で公的固定資本形成が大きく減少することから、小幅ながら減少に転じる。外需は輸出が前期の反動で減少すること等から再びマイナス寄与となろう。

成長率への寄与度は、国内民間需要 0.2%、公的需要 0.0%、外需 0.2%



< 月次 GDP : 3 月 >

3 月の二面等価月次 GDP は前月比 0.5%。需要面は、外需が大幅に増加したこと等から前月比 0.5%。供給面は、建設業、製造業、第 3 次産業の全てが増加したことから前月比 0.6%。



日本・月次GDP（95年基準）予測結果

	実績値による推計						[四半期] 実績値		
	2001/10	2001/11	2001/12	2002/1	2002/2	2002/3	2001/10-12	2002/1-3	2002/4-6
二面等価GDP（前期比）	0.2%	0.1%	1.8%	2.3%	0.9%	0.5%	1.0%	0.6%	0.7%
（前年比）	1.7%	1.7%	4.3%	1.4%	3.9%	2.9%	2.7%	2.8%	1.6%
実質GDP（需要面）	528,343	529,516	513,787	532,967	523,661	526,479	523,882	527,702	525,550
前期比	0.5%	0.2%	3.0%	3.7%	1.7%	0.5%	4.8%	2.9%	1.6%
前期比	0.5%	0.2%	3.0%	3.7%	1.7%	0.5%	1.2%	0.7%	0.4%
前年同期比	1.2%	1.1%	4.2%	0.5%	3.9%	1.8%	2.3%	2.1%	1.1%
内需寄与度	519,204	519,435	505,419	521,343	514,243	511,998	514,686	515,861	514,526
前期比	0.6%	0.0%	2.6%	3.1%	1.3%	0.4%	1.1%	0.2%	0.3%
前期比	0.6%	0.0%	2.6%	3.1%	1.3%	0.4%	1.1%	0.2%	0.3%
前年同期比	0.7%	0.7%	3.7%	0.8%	3.3%	2.5%	1.8%	2.2%	1.5%
民間寄与度	393,817	394,290	380,753	395,563	387,014	385,323	389,620	389,300	387,987
前期比	0.7%	0.1%	2.6%	2.9%	1.6%	0.3%	1.1%	0.1%	0.2%
前期比	0.7%	0.1%	2.6%	2.9%	1.6%	0.3%	1.1%	0.1%	0.2%
前年同期比	1.1%	0.9%	3.8%	0.8%	3.3%	2.3%	2.0%	2.1%	1.9%
民間消費	296,398	295,724	282,108	298,281	291,171	286,044	291,410	291,832	290,892
前期比	5.1%	0.2%	4.6%	5.7%	2.4%	1.8%	1.9%	0.1%	0.3%
前期比	5.1%	0.2%	4.6%	5.7%	2.4%	1.8%	1.9%	0.1%	0.3%
前年同期比	1.9%	2.3%	2.6%	1.7%	1.5%	1.0%	0.2%	0.3%	0.0%
民間住宅投資	18,833	18,720	18,318	18,233	18,187	18,122	18,624	18,181	17,593
前期比	0.8%	0.6%	2.1%	0.5%	0.3%	0.4%	0.2%	2.4%	3.2%
前期比	0.8%	0.6%	2.1%	0.5%	0.3%	0.4%	0.2%	2.4%	3.2%
前年同期比	8.7%	9.0%	10.4%	9.6%	7.5%	5.8%	9.3%	7.7%	5.0%
民間設備投資	80,816	82,075	82,556	80,549	79,156	82,657	81,816	80,787	80,502
前期比	12.0%	1.6%	0.6%	2.4%	1.7%	4.4%	12.0%	1.3%	0.4%
前期比	12.0%	1.6%	0.6%	2.4%	1.7%	4.4%	12.0%	1.3%	0.4%
前年同期比	9.4%	9.5%	11.9%	8.4%	12.7%	8.3%	10.3%	9.7%	11.9%
公需寄与度	125,388	125,146	124,666	125,780	127,229	126,675	125,066	126,561	126,538
前期比	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.1%	0.0%	0.3%	0.0%
前期比	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.1%	0.0%	0.3%	0.0%
前年同期比	0.4%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%	0.5%
政府消費	89,628	89,844	89,918	90,164	90,939	90,696	89,797	90,599	91,552
前期比	0.3%	0.2%	0.1%	0.3%	0.9%	0.3%	0.4%	0.9%	1.1%
前期比	0.3%	0.2%	0.1%	0.3%	0.9%	0.3%	0.4%	0.9%	1.1%
前年同期比	2.9%	2.8%	2.6%	2.1%	2.8%	2.8%	2.7%	2.6%	2.1%
公的固定資本形成	35,672	35,214	34,660	35,567	36,240	35,929	35,182	35,912	34,936
前期比	2.1%	1.3%	1.6%	2.6%	1.9%	0.9%	2.0%	2.1%	2.7%
前期比	2.1%	1.3%	1.6%	2.6%	1.9%	0.9%	2.0%	2.1%	2.7%
前年同期比	0.7%	2.3%	3.8%	5.7%	6.5%	8.2%	2.4%	6.9%	1.5%
外需寄与度	9,139	10,081	8,369	11,623	9,418	14,481	9,196	11,841	11,024
前期比	0.1%	0.2%	0.3%	0.6%	0.4%	1.0%	0.1%	0.5%	0.2%
前期比	0.1%	0.2%	0.3%	0.6%	0.4%	1.0%	0.1%	0.5%	0.2%
前年同期比	0.5%	0.5%	0.5%	0.3%	0.6%	0.7%	0.5%	0.2%	0.3%
財貨・サービスの輸出	53,953	53,672	51,780	55,976	55,592	58,064	53,135	56,544	55,969
前期比	0.4%	0.5%	3.5%	8.1%	0.7%	4.4%	2.6%	6.4%	1.0%
前期比	0.4%	0.5%	3.5%	8.1%	0.7%	4.4%	2.6%	6.4%	1.0%
前年同期比	9.0%	10.9%	14.5%	4.0%	6.6%	3.1%	11.5%	4.5%	0.3%
財貨・サービスの輸入	44,814	43,592	43,411	44,352	46,174	43,583	43,939	44,703	44,945
前期比	1.1%	2.7%	0.4%	2.2%	4.1%	5.6%	2.0%	1.7%	0.5%
前期比	1.1%	2.7%	0.4%	2.2%	4.1%	5.6%	2.0%	1.7%	0.5%
前年同期比	6.0%	8.4%	12.4%	7.6%	1.0%	12.0%	8.9%	7.2%	4.0%
実質GDP（供給面）	102.1	102.1	102.1	102.1	102.6	103.1	102.1	102.6	101.5
前期比	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.5%	0.6%	0.7%	0.5%	1.1%
前期比	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.5%	0.6%	0.7%	0.5%	1.1%
前年同期比	2.7%	2.7%	4.4%	2.9%	3.9%	4.7%	3.3%	3.9%	2.2%
建設業	81.4	81.5	81.0	83.2	83.6	84.7	81.3	83.8	74.7
前期比	0.1%	0.1%	0.6%	2.8%	0.5%	1.3%	1.5%	3.2%	10.9%
前期比	0.1%	0.1%	0.6%	2.8%	0.5%	1.3%	1.5%	3.2%	10.9%
前年同期比	4.7%	4.8%	4.7%	4.8%	5.2%	4.7%	4.7%	4.9%	4.7%
製造業	92.7	90.4	91.1	91.0	92.1	92.4	91.4	91.8	92.0
前期比	0.3%	2.5%	0.8%	0.1%	1.2%	0.3%	3.4%	0.5%	0.2%
前期比	0.3%	2.5%	0.8%	0.1%	1.2%	0.3%	3.4%	0.5%	0.2%
前年同期比	11.5%	13.3%	15.5%	11.3%	11.5%	10.2%	13.5%	11.0%	7.0%
第3次産業（除政府）	105.4	106.3	105.9	105.4	105.7	106.5	105.9	105.9	105.0
前期比	0.1%	0.9%	0.4%	0.4%	0.2%	0.8%	0.3%	0.0%	0.8%
前期比	0.1%	0.9%	0.4%	0.4%	0.2%	0.8%	0.3%	0.0%	0.8%
前年同期比	0.3%	0.4%	2.0%	1.3%	2.7%	4.5%	0.7%	3.0%	1.6%

(ニッセイリサーチ<前期比>)

(0.1%) (0.0%) (0.1%) (0.1%) (0.5%) (0.7%)

(1.0%) (0.4%) (1.4%)

(注) 「二面等価GDP」とは、需要面・供給面の実質GDPより作成

「供給面の実質GDP」には帰属計算、政府・公共サービス等を含めており、内訳の数値とは合わない

(注) 月次GDP、二面等価GDPの詳細については、「ニッセイ基礎研 所報」2000 . Vol.12 『短期景気指標としてのGDP統計 - 生産アプローチによる補完 - 』を参照

(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)