

マイナス金利政策の国内設備投資への影響

<要旨>

日本銀行による量的・質的金融緩和政策(QQE)導入以降、円安の追い風を受け企業業績が上向いているものの、設備投資額の水準は過去のバブル期、リーマンショック前の水準には回復していない。今回のマイナス金利政策導入に際し日本銀行が意図している効果の一つに、実質金利の引き下げを通じた国内企業の投資需要喚起がある。

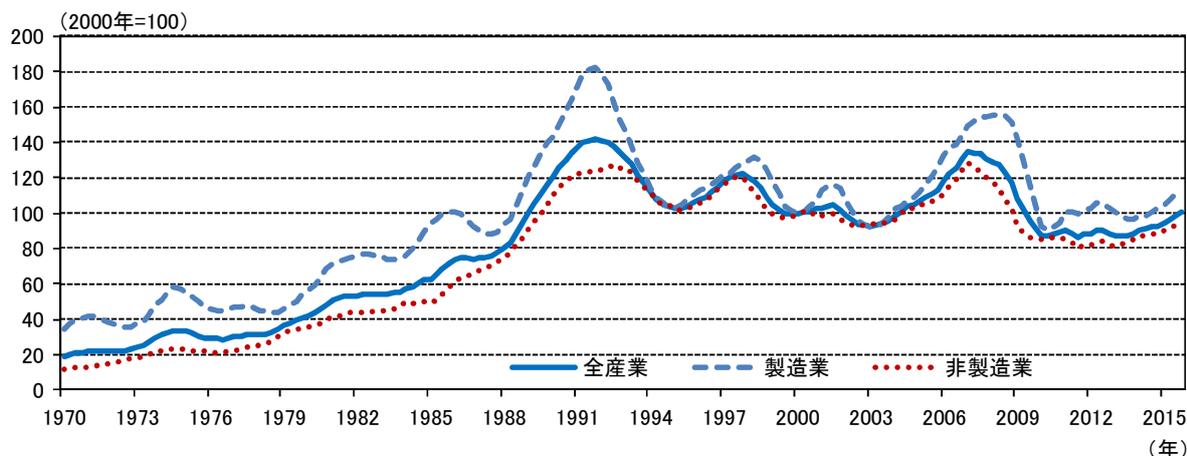
しかし国内企業の投資行動を分析すると、足元では実質金利低下が投資行動に与える影響は不安定になっていることから、マイナス金利導入による実質金利低下の投資需要喚起効果はそれほど見込めず、投資行動の促進には企業の先行き判断が重要な要素となっていることが分かった。マイナス金利政策は企業にとって資金調達の緩和的環境を作りだすが、企業の投資行動を促進する為には、構造改革により日本経済の持続的な成長を達成し、企業の国内需要への成長期待を高めていくことが必要となろう。

日本銀行は景気と物価上昇基調の減速を受け、2016年1月にマイナス金利導入を決定した。その目的の一つは国内の投資需要低迷に対する実質金利引き下げによる企業の設備投資喚起である。そこで本稿では、マイナス金利政策が企業の設備行動に与える影響を考察する。

1. 伸び悩む設備投資額

まず、法人企業統計による設備投資額を製造業と非製造業に分けて見ると、足元で持ち直しの兆しは見えるもののバブル期とリーマンショック前の水準と比較すると依然として低い(図表1)。規模別で見ると製造業、非製造業とも中堅・中小で持ち直しの姿が明確に出ている一方、大企業は依然として力強さに欠ける状況である(次頁図表2)。

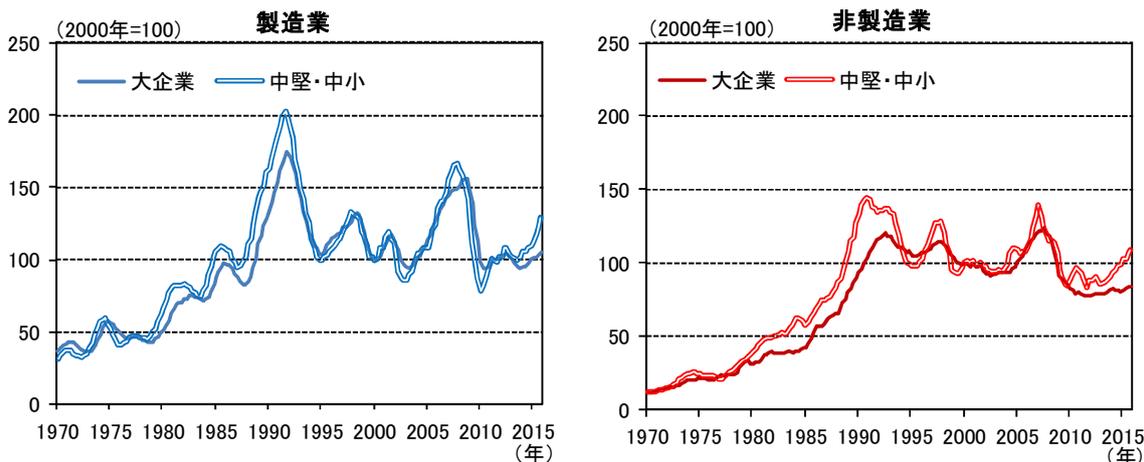
図表1 設備投資額指数(業種別)の推移



(注)設備投資額は後方4四半期移動平均を使用。いずれも金融・保険業は除く。

(資料)財務省『法人企業統計調査』

図表2 設備投資額指数(規模別)の推移

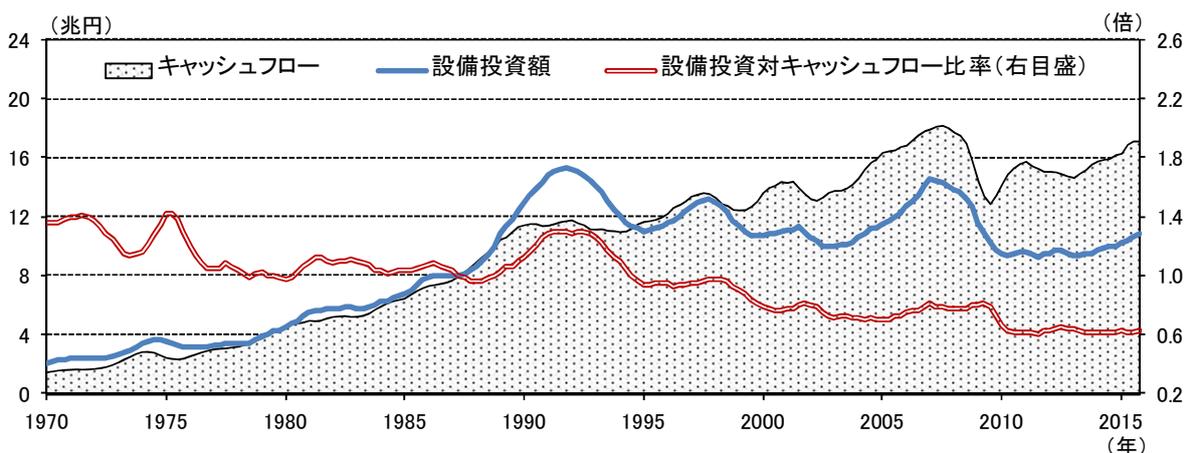


(注)設備投資額は後方4四半期移動平均を使用。資本金10億円以上を大企業、10億円未満を中堅・中小企業と分類した。いずれも金融・保険業は除く。
 (資料)財務省『法人企業統計調査』

2. 企業業績は好調も設備投資加速の兆候はない

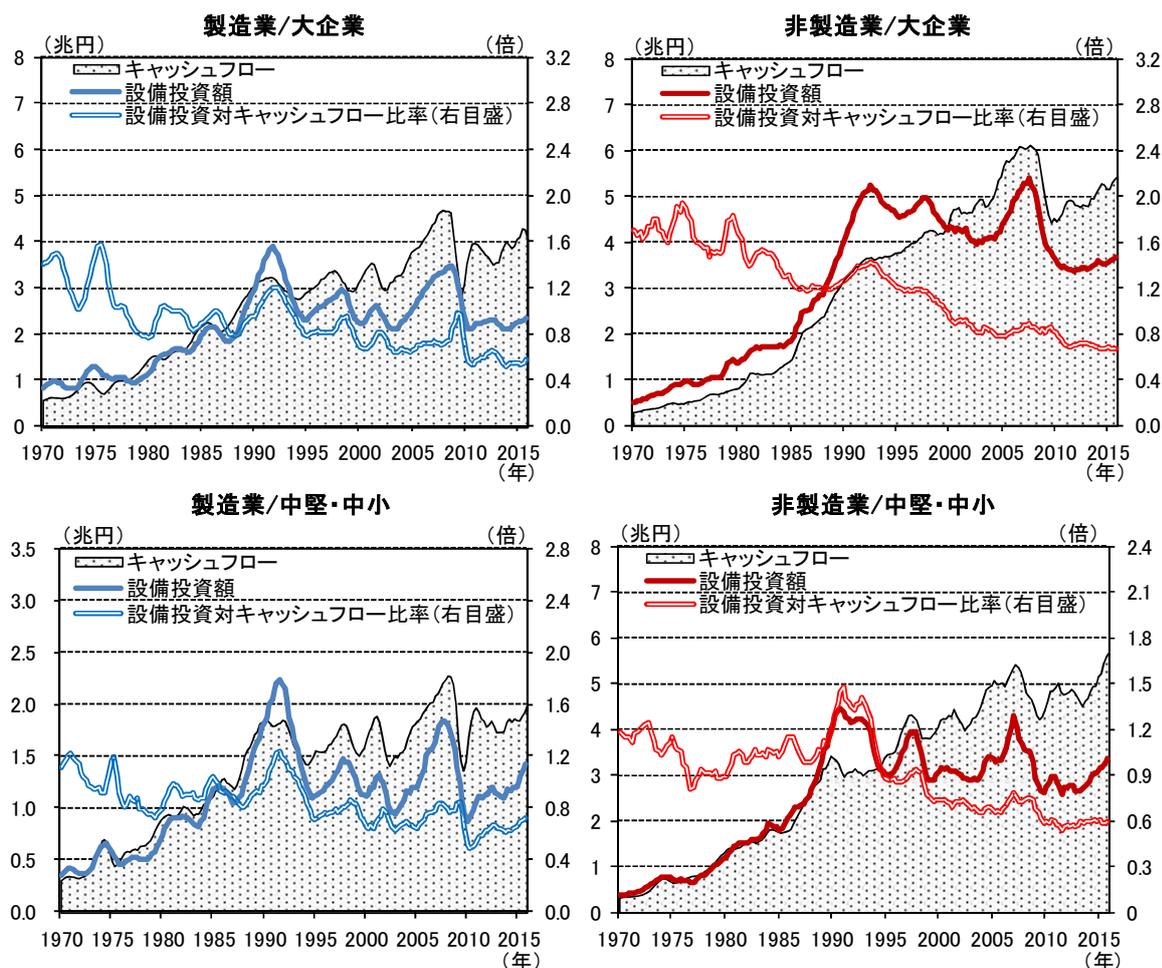
2013年4月の日本銀行による量的・質的金融緩和政策(QQE)の実施以降、日本円の対ドルレートは大幅な円安になり企業の業績を後押しした。これはキャッシュフロー(=経常利益×0.5+減価償却費)がリーマンショック前とほぼ同水準にまで回復していることから確認できる(図表3)。キャッシュフローの増加に伴い設備投資額も伸びているが、設備投資対キャッシュフロー比率を見ると、90年代初頭から下がり続け、足元ではほぼ横ばい(0.6倍程度)で推移しており、企業の投資行動が大幅に加速している訳ではない。こうした状況は規模別・産業別に見ても確認できる(次頁図表4)。業種別、規模別共にキャッシュフローの増加に伴い設備投資が上向いている姿が見とれるものの、設備投資対キャッシュフロー比率は足元横ばい程度で推移している。

図表3 キャッシュフローと設備投資額(全産業)の推移



(注)キャッシュフロー=経常利益(当期末)×0.5+減価償却費(当期末償却固定資産)。設備投資対キャッシュフロー比率=設備投資額÷キャッシュフロー。設備投資額、経常利益、減価償却費は後方4四半期移動平均を使用。いずれも金融・保険業は除く。
 (資料)財務省『法人企業統計調査』

図表4 キャッシュフローと設備投資額(規模/産業別)の推移



(注)キャッシュフロー＝経常利益(当期末)×0.5+減価償却費(当期末償却固定資産)。設備投資対キャッシュフロー比率＝設備投資額÷キャッシュフロー。設備投資額、経常利益、減価償却費は後方4四半期移動平均を使用。いずれも金融・保険業は除く。
 (資料)財務省『法人企業統計調査』

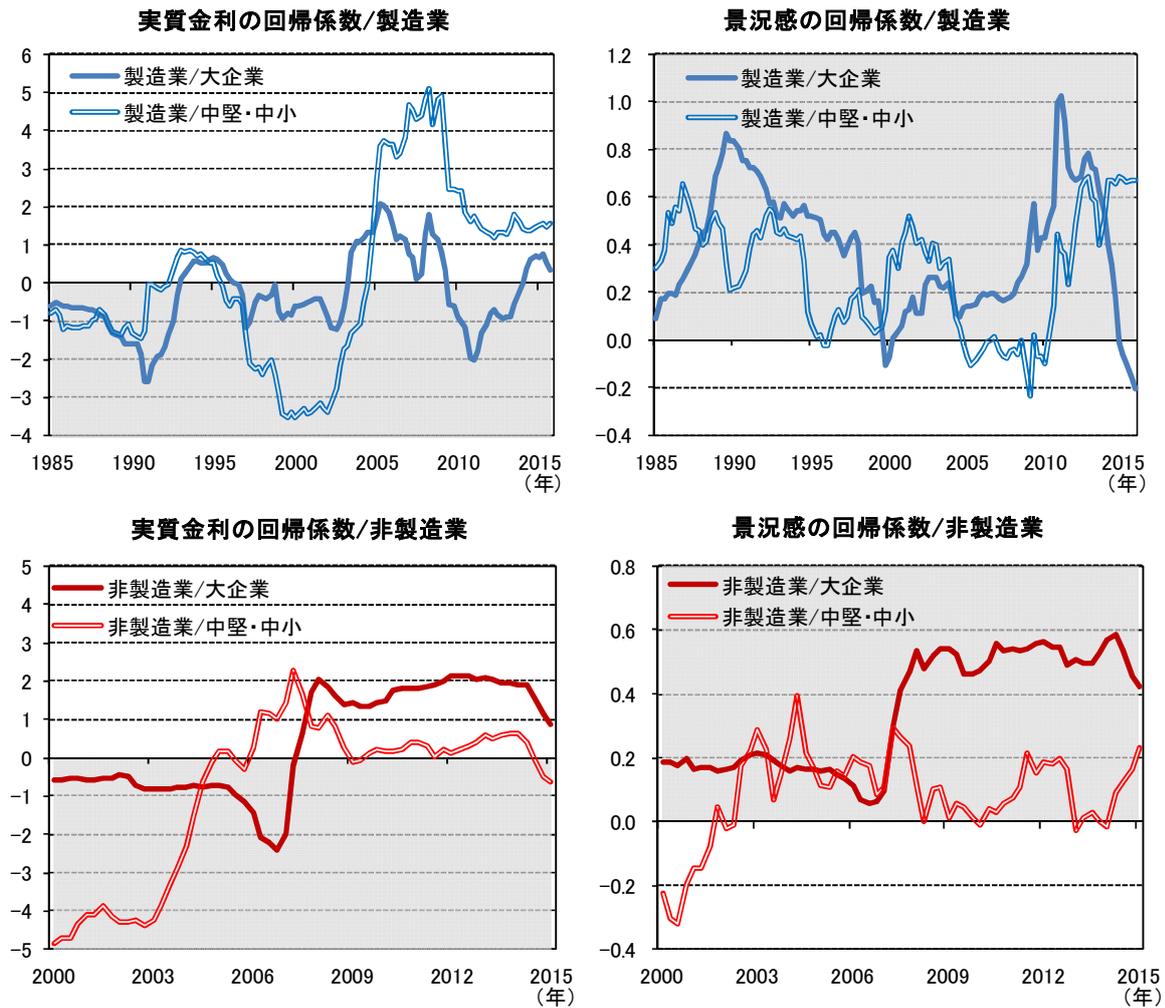
3. 実質金利が企業の設備投資行動に与える影響

以上のような状況の中で日銀は、実質金利の更なる低下による企業の投資需要の喚起を目的の一つとしてマイナス金利導入を決定した。この政策が企業の投資行動をどの程度加速させるのであろうか。

そこで実質金利を変数の一つとする設備投資関数¹を推計し、実質金利の回帰係数の推移を見ることにより設備投資への効果を検証する。

¹ 推計の詳細については、<付注>を参照のこと。

図表5 実質金利と景況感の回帰係数の推移



(注) 網掛け部分は回帰係数が想定通りの効果を持つ範囲を表す。推計の詳細については、<付注>を参照のこと。

(資料) 財務省『法人企業統計調査』、日本銀行『全国企業短期経済観測調査』、『企業物価指数』、『金融経済統計月報』

実質金利の回帰係数の動きを見ると、製造業は大企業、中堅・中小ともに1992年から1996年の一部の期間を除き、1980年代後半から2000年代前半まではほぼマイナス圏内で推移し、想定通り実質金利の上昇が投資を抑制するという結果が得られた。しかし、リーマンショック前の2004年前後からプラス圏で推移するようになり、実質金利の上昇が逆に投資を促進する結果となっている(図表5)。次に非製造業の回帰係数の動きを見ると、大企業はリーマンショック前後、中堅・中小は2005年頃にプラス圏で推移し想定とは逆の効果を示している。

また推計した設備投資関数の変数のうち、企業の先行きの判断を表す景況感の回帰係数の動きに注目すると、製造業/大企業の足元の期間、製造業/中堅・中小の2009年頃、非製造業の2000年代初頭の一部を除き、ほぼプラス圏内で推移しており、企業の先行きの判断が上向けば投資を促進するという関係があることが分かる。

以上の推計結果から、実質金利が企業の投資行動に影響を与える効果は一定ではなく、回帰係数は、製造業は1992年から1996年、2004年前後、リーマンショック前後の3期間、非製造業は2005年頃とリーマンショック前後の2期間でその効果に変化していることが見て取れる。また、

足元でも実質金利の回帰係数は想定とは逆の効果を示しており、実質金利の低下が企業の設備投資需要を喚起するという効果は見込みづらい結果となった。一方で企業の先行き判断が上向けば設備投資を促進するという関係は安定しており、設備投資需要の喚起の為には重要な要素であることが分かった。

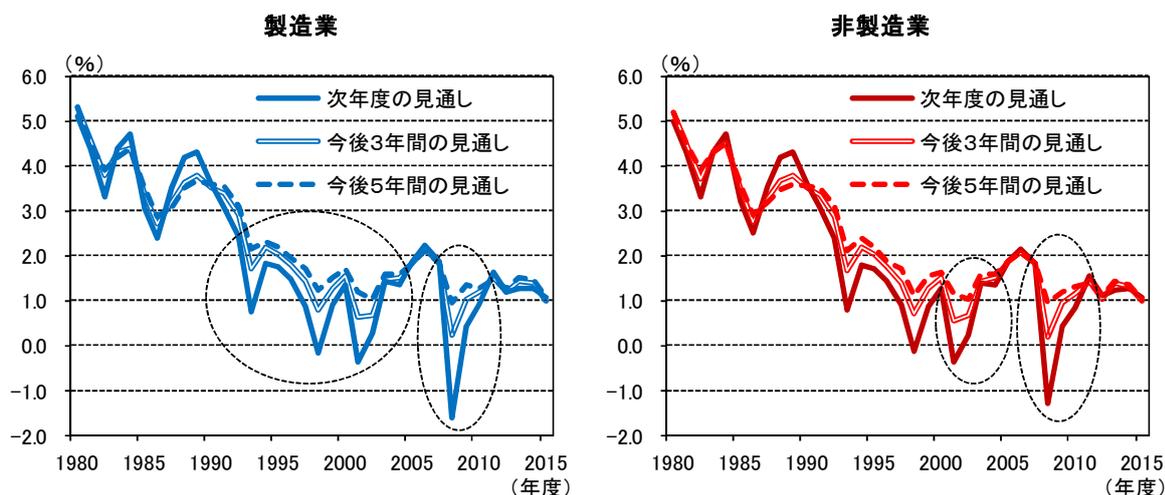
4. まとめとこの先の展望

実質金利の低下は企業が設備投資を決定する際の一要素にすぎない。企業の先行き判断と投資行動の関係を見ても、国内需要の成長見込みが低く、投資に対して十分な採算が取れないと企業が判断するのであれば、実質金利低下による投資需要刺激効果は相殺され設備投資は伸びないと考えられる。

上述の実質金利の回帰係数の変化があった製造業の3期間と非製造業の2期間を、企業のアンケート調査による実質経済成長率の見通しと比較してみると、見通しが大きくマイナスに落ち込むショックを経験した時期とほぼ一致しており、この時期を境に実質金利低下に対して設備投資が反応しにくくなっていることが分かる(図表6)。また、足元では、製造業、非製造業共に今後5年間の見通しも落ち込んでおり、企業の年度計画における設備投資額の伸び率も、製造業/大企業を除きほぼ横ばいとなっている(図表6、次頁図表7)。

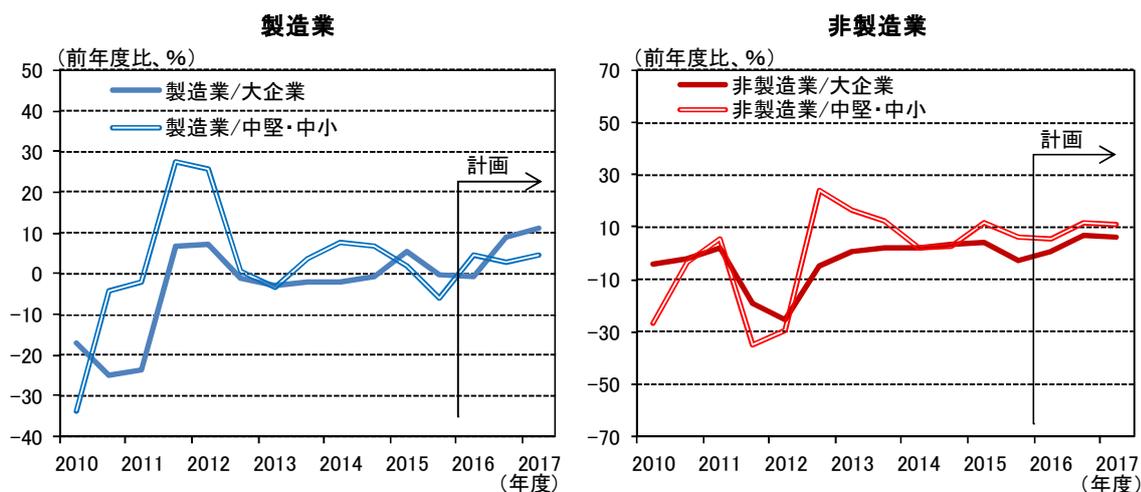
こうした観察からは、マイナス金利政策により今後実質金利が低下しても、企業の設備投資が大幅に上向いていくとは考えにくい。マイナス金利政策は企業にとって資金調達の緩和的環境を作りだすが、企業の投資行動を促進する為には、構造改革により日本経済の持続的な成長を達成し、企業の国内需要への成長期待を高めていくことが必要となろう。

図表6 我が国の実質経済成長率



(資料)内閣府『企業行動に関するアンケート調査』

図表7 設備投資額(年度計画)(含む土地投資額、除くソフトウェア投資額)伸び率の推移



(注)中堅・中小企業については設備投資額を合算した上で伸び率を計算している。

(資料)日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

経済調査チーム 加藤 秀忠 : Kato_Hidetada@smtb.jp

<付注>

推計式は以下の通りである。

設備投資額(対前年増減率)

$$\begin{aligned}
 &= \text{キャッシュフロー(対前年増減率)} + \text{キャッシュフロー(対前年増減率)}(t-1) \\
 &\quad + \text{設備過剰感} + \text{景況感} + \text{負債比率(対前年増減差)} \\
 &\quad + \text{負債比率(対前年増減差)}(t-1) + \text{実質金利} + \text{切片}
 \end{aligned}$$

(t-1)は1四半期前のデータを使用していることを意味する。設備過剰感と景況感には、日本銀行『全国企業短期経済観測調査』の生産・営業用設備DIと業況判断DI(次期予測)をそれぞれ使用した。なお中堅・中小企業のDI値は、中堅企業と中小企業の算出平均を用いている。実質金利は長期プライムレート-企業物価指数上昇率(対前年増減率)で算出した。

推計に使用したサンプル期間は製造業については、1974年第3四半期～2015年第4四半期、非製造業については1990年第4四半期～2015年第4四半期である。いずれも推計に使用するサンプルを40四半期に固定して、推計期間の始期と終期を1四半期ずつ後方にずらしながら逐次的に推計を行うローリング回帰分析により推計を行った。

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。