

持ち直しの遅れる設備投資

～不確実性の高まりが最大の下押し要因～

<要旨>

緊急事態宣言が解除され経済活動が再開し始めたものの、個人消費や輸出の持ち直しとは対照的に、設備投資は依然として弱い動きが続いている。

企業の資金調達環境は、政府・日銀の経済対策が奏功し底堅い。しかし、経済活動の水準が感染拡大前まで戻らない中で、①生産・営業用設備の過剰感の高まり、②企業収益減少と有利子負債残高増加による債務負担の上昇、③期待成長率の低下、④不確実性の上昇など複数要因が設備投資を下押しする。特に、時系列モデルによる推計によれば、不確実性の上昇がより長くかつ深く設備投資を下押しすることが示唆される。

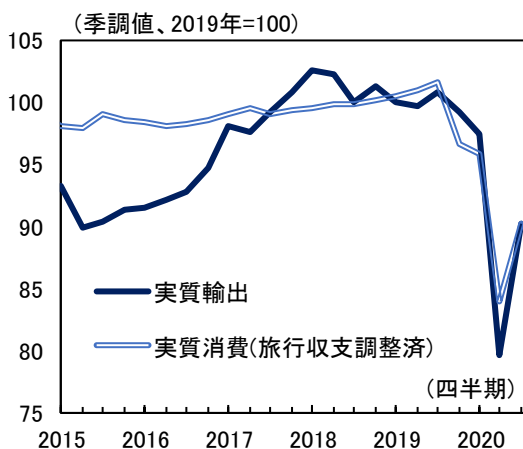
新型コロナウイルスの感染再拡大やワクチンの普及時期などは、極めて予測が困難であり、不確実性が高止まりして設備投資を中期的に下押しする可能性が高い。

1. 弱い設備投資の動き

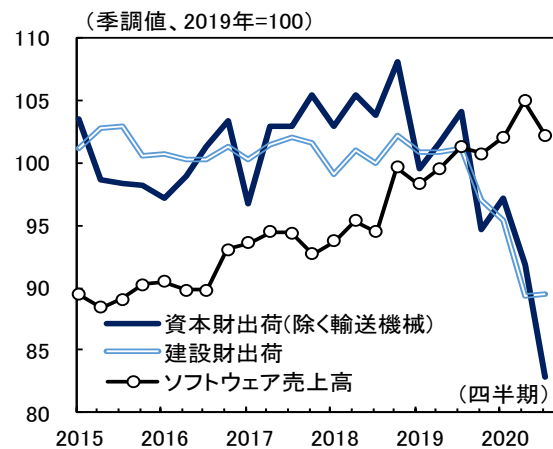
2020年4～5月、新型コロナウイルス感染症(以下、新型コロナ)の感染拡大防止のため、外出自粛および一部店舗の休業を要請する緊急事態宣言が発令され、日本の経済活動は著しく制限された。欧米を始め海外各国でも厳格さは違ってもほぼ同様の措置が採られ、内外の需要が幅広かつ急速に縮小した。その後、国内外の経済活動は徐々に再開され、先送りされた需要の顕在化や家計への財政支援もあって輸出・個人消費は持ち直しの動きが続いている(図表1)。

それに対して、設備投資の動きは弱い。コロナ禍におけるテレワークなどの急速な普及を受けてソフトウェア投資は堅調な増加が続いている(図表2)。しかし、大部分を占める建設・機械投資は、緊急事態宣言時の出社抑制や部品供給の滞りなどを受けて急減した後、経済活動が再開され始めた後も減少傾向を続けている。本稿では、設備投資を巡る環境を整理する。

図表1 輸出と個人消費



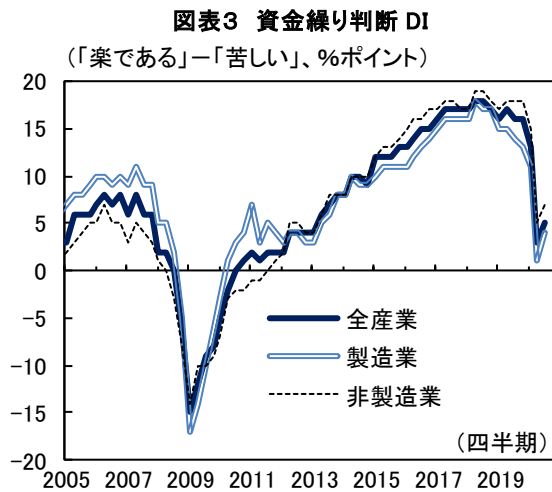
図表2 設備投資の一致指標



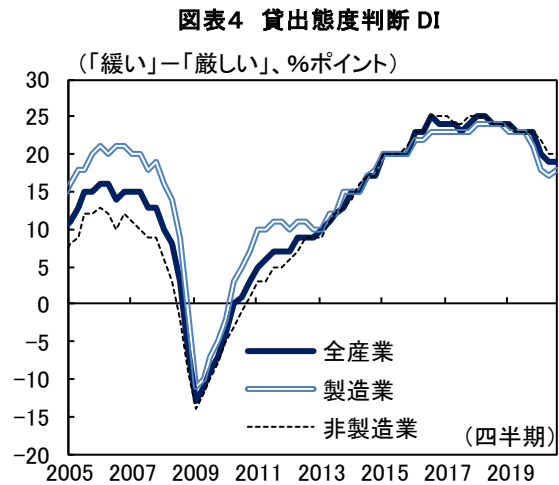
2. 経済政策が奏功した企業の資金調達環境

企業の資金繰りは、日銀短観の資金繰り判断 DI をみると、6月調査時点では生産・営業活動の制限に伴い出荷・売上が急減したことで一時急速に悪化したものの、9月調査時点では既に反転の兆候をみせている(図表3)。リーマンショック時(2008～2009年頃)と比べても、資金繰り判断 DI はゼロを上回る水準にあり、底堅さが窺われる。

5月後半から徐々に経済活動が再開されて出荷・売上が戻り始めたことに加え、政府・日本銀行の経済政策が奏功したことが要因として挙げられる。財政政策では雇用調整助成金の拡充や無担保・無利子融資、金融政策では迅速な追加金融緩和による金融市場への流動資金供給などによって、企業の資金繰り・資金調達が下支えされた。実際、企業側からみた金融機関の貸出態度の悪化は限定的であり、この間に銀行の貸出残高も急増している(図表4)。リーマンショック時のような金融システムの機能不全には陥っておらず、企業の資金調達環境は現時点で底堅い。



(注) 2020年9月調査まで。
(資料) 日本銀行『短観』



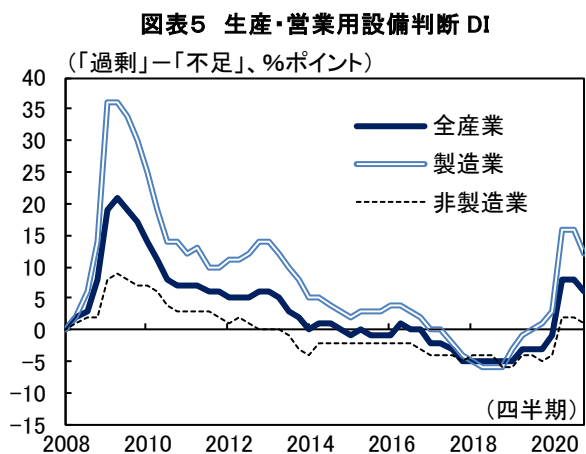
(注) 2020年9月調査まで。
(資料) 日本銀行『短観』

3. 設備投資を阻害する要因

底堅い金融環境にも関わらず設備投資は弱い。その理由として以下の要因が挙げられる。

(1) 設備過剰感の高まり

設備投資を阻害する要因として第1に、生産・営業用設備の過剰感の高まりが挙げられる。日銀短観の生産・営業用設備判断 DI は、6月調査時点でゼロを上回る「過剰」領域へ急上昇し、9月調査時点では横ばい、先行きも僅かな低下に留まる(図表5)。経済活動水準の急低下で、在庫は積み上がり、固定費負担も上昇して、設備の過剰感が高まった。経済活動



(注) 2020年9月調査の先行き(10-12月期)の値まで。
(資料) 日本銀行『短観』

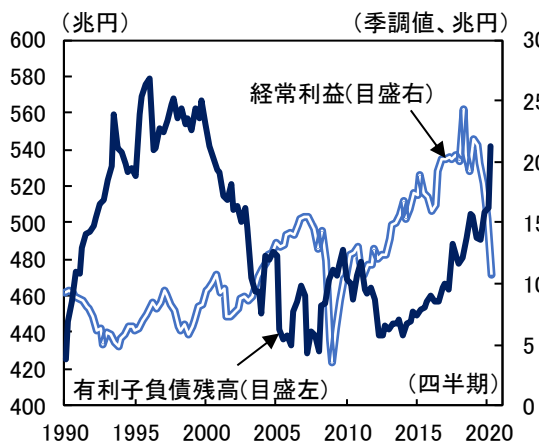
が再開されたといっても、感染拡大前(2019年末)の水準には戻っておらず、設備過剰感は解消していない。

(2) 債務負担の上昇

第2に、債務負担感の高まりがある。企業収益(経常利益)は感染拡大前(2019年10-12月期)と比べて2020年4-6月期は▲7.5兆円(▲41%)減少した(図表6)。特に、コロナ禍における外出自粛の悪影響が直撃した「宿泊」・「生活関連」・「娯楽」などの産業は、落ち込みが大きく産業全体として赤字に転落している。一方で、先述の底堅い資金調達環境を背景にして企業の有利子負債残高は感染拡大前と比べて4-6月期までに+36兆円(+7.2%)増加した。

その結果、企業収益の急減と有利子負債残高の急増の二重の要因により、有利子負債残高・キャッシュフロー比率はリーマンショック時と並ぶ水準まで急上昇しており、企業の財務体質の悪化が示唆される(図表7)。企業にとっては、短期的には目先のキャッシュフロー減少を補うために設備投資を先送りし、中期的には有利子負債残高圧縮のためのフリーキャッシュフロー(キャッシュフロー-設備投資)確保のために設備投資を抑制する要因となる。1990年代以降、実際に有利子負債残高・キャッシュフロー比率と設備投資は逆相関の関係が観察される。

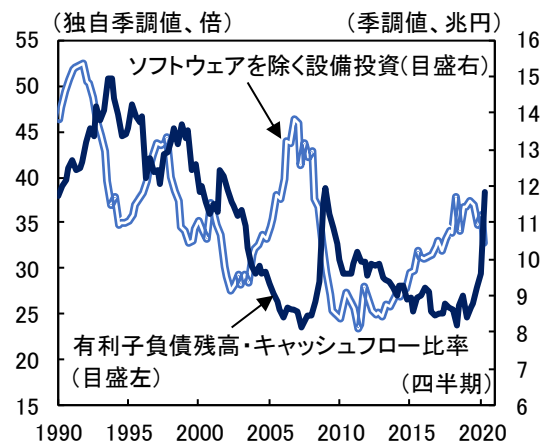
図表6 経常利益と有利子負債残高



(注)2020年4-6月期まで。

有利子負債残高=長期借入金+短期借入金+社債
(資料)財務省『法人企業統計季報』

図表7 有利子負債残高・キャッシュフロー比率



(注)2020年4-6月期まで。

キャッシュフロー=経常利益×0.5+減価償却費。
(資料)財務省『法人企業統計季報』

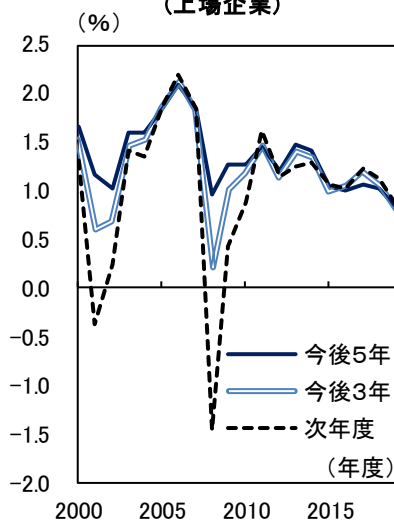
(3) 期待成長率の低下

第3に、企業の期待成長率の低下がある。内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」によれば、2019年度調査(2020年1月時点)で既に企業の期待成長率は+0.8%と1%を下回る水準まで低下していた(図表8)。この時点では未だコロナ禍の悪影響はほとんど織り込まれていない。中長期の成長期待も足元の経済動向に引っ張られる傾向があり、2020年度の実質GDPが前年比▲5.0~▲6.0%程度のマイナス成長と予想される中では、期待成長率の低下は避けられない。

期待成長率の低下は、資本ストック循環の面から設備投資を下押しする。資本ストック循環は、

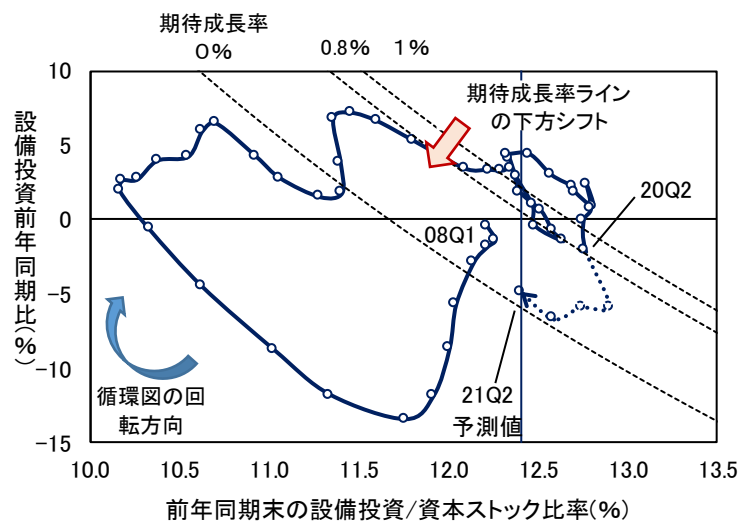
設備投資が期待成長率に見合う資本ストックへ収斂していくとの考え方をベースにしている。この設備投資と資本ストックの関係を見るために、前年同期末の設備投資・資本ストック比率(横軸)と設備投資前年比(縦軸)の関係をプロットしたのが資本ストック循環図¹である(図表9)。また期待成長率の水準に対応した設備投資・資本ストック比率と設備投資前年比の組み合わせを双曲線(期待成長率ライン)で引くことができる。この図上でプロットした点は、景気循環の過程でその時点の期待成長率ラインを中心に右回りに動くことが経験的に知られている。2019年時点では期待成長率1%ラインを上回る水準で推移していた。今後は、期待成長率の低下で収斂すべき資本ストックも低下することが予想される。これは図上では回転の中心となる期待成長率ラインが下方へシフトすることを意味する。そのため、設備投資が反転上昇に向かったとしても期待成長率が高まるまでは、設備投資の増加ペースも従来に比べて鈍いものとなる。

図表8 実質 GDP 成長率の見通し (上場企業)



(注)最新値は2019年度調査。
(資料)内閣府『企業行動に関するアンケート調査』

図表9 資本ストック循環図



(注)20Q3～21Q2は三井住友信託銀行調査部見通し。
(資料)内閣府『四半期別 GDP 速報』『固定資本ストック速報』

(4)不確実性の上昇

第4に、不確実性の上昇が設備投資の先送り要因となる。時系列モデルによる予測誤差から推計されたマクロ経済不確実性指数²によれば、2020年の年明け以降、新型コロナの世界的な大流行とともに経済の不確実性は急上昇した(図表10)。コロナ禍に伴う不確実性は、リーマンショックや東日本大震災時を上回る水準に達している。不確実性が高まると、企業にとっては不可逆的な要素の大きい設備投資は先送りすることが合理的な判断となり得る。

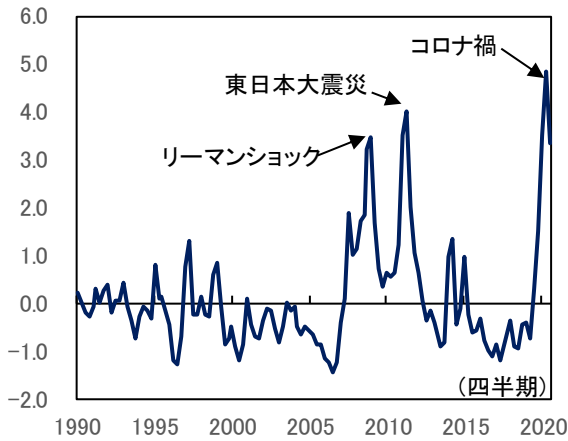
今般のコロナ禍による影響が既に統計に顕在化している①マクロ経済不確実性指数、②生産・営業用設備判断 DI、③ソフトウェアを除く設備投資、④有利子負債残高・キャッシュフロー(CF)比率の4変数を使った構造型 VAR モデル(Vector Autoregressive Model)を推計し、不確実性の上昇が設備投資に与える影響の大きさを、その他要因の影響と比較してみた(詳細は補論参照)。図

¹ 石崎・川本(2006)を参考に作成。

² 出所: 篠原・奥田・中島(2020)「マクロ経済に関する不確実性指標の特性について」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 20-J-7

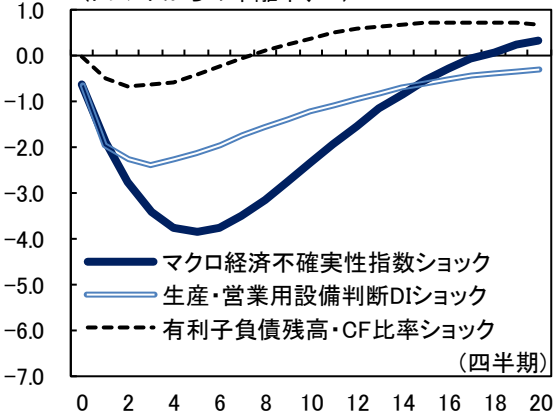
表 11 は、マクロ経済不確実性指数と生産・営業用設備判断 DI、有利子負債残高・キャッシュフロー(CF)比率への意図しない急上昇(ショック)に反応して、設備投資がどの程度トレンドから乖離して減少するかを示したものである。これによれば不確実性の上昇は、その他の変動に比べて、より長くかつ深く設備投資を下押しする結果となった。

図表 10 マクロ経済不確実性指数



(資料)篠原・奥田・中島(2020)「マクロ経済に関する不確実性指標の特性について」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 20-J-7

図表 11 ショック(+1標準偏差)に対する設備投資のインパルス応答 (トレンドからの乖離率、%)

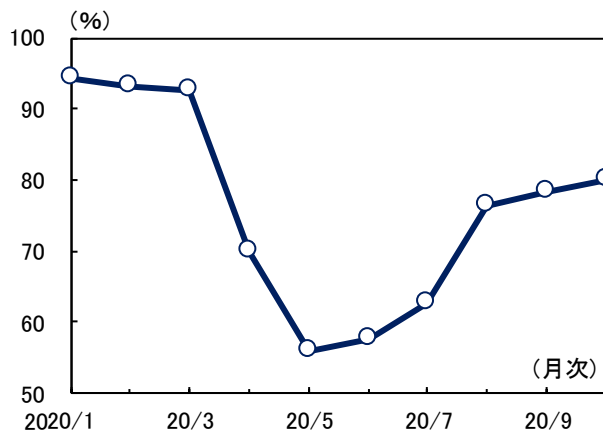


(資料)日本銀行、財務省、篠原・奥田・中島(2020)より筆者推計。

実際、企業はコロナ禍で 2020 年度の業績見通しも立てにくい状況にある。上場企業における 2020 年度業績見通しの開示状況を前年と比べると、例年であれば2月期・3月期決算企業の開示が始まる4～5月にかけて業績見通し開示企業数は急減した(図表 12)。その後、徐々に増加してきているものの、依然として上場企業の約2割の企業は 2020 年度の業績見通しを開示していない。開示済みの企業においても、新型コロナの業績に与える影響は不確定要素が多く今後の感染拡大状況等によって業績見通しは大きく変動しうる旨を注記する先がみられる。

今後とも、新型コロナの感染再拡大やワクチンの普及時期などは極めて予測が困難であり、不確実性は高止まりして、設備投資を中期的に下押しする可能性が高い。

図表 12 2020 年度の業績見通し開示企業の割合



(注)前年同月に 2019 年度の業績見通しを開示していた上場企業のうち、当年同月に 2020 年度の業績見通しを開示しているものの割合を算出。最新値は 10 月 22 日時点。

(資料)QuickFactSet

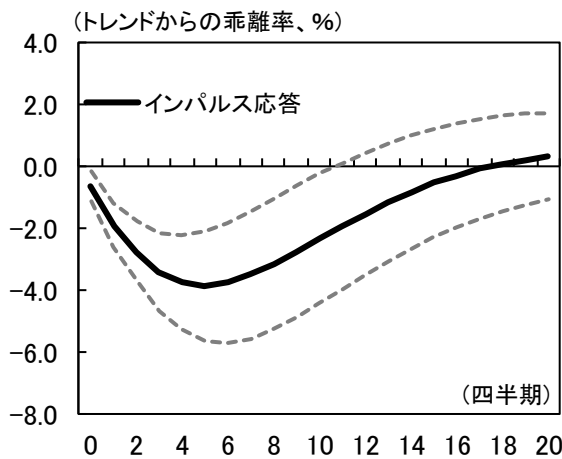
以上のように、企業の資金調達環境の悪化は限定的であるものの、設備過剰感の上昇や債務負担の上昇、期待成長率の低下、不確実性の上昇などの複数の要因が設備投資を下押しする。このような環境下で、企業は維持・更新投資やソフトウェア投資などを除いて積極的な設備投資の再開に踏み切れないであろう。今後、輸出・個人消費の持ち直しが持続するかは国内外における新型コロナの感染拡大状況に左右されるものの、設備投資の持ち直しはそれ以上に歩みの遅いものとなろう。

(調査部 シニアエコノミスト 岩橋 淳樹 : Iwahashi_Junki@smtb.jp)

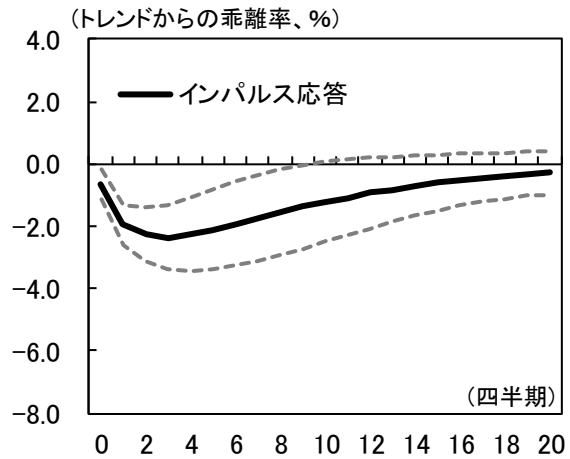
< 補論: 企業の設備投資を下押しする要因に関する分析 >

| 推定方法 | | |
|----------------------|-------|--|
| 使用データ | 加工・処理 | 出所 |
| ① マクロ経済不確実性指数 | — | 篠原・奥田・中島(2020)「マクロ経済に関する不確実性指標の特性について」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 20-J-7 |
| ② 生産・営業設備判断DI | — | 日本銀行『短観』 |
| ③ ソフトウェアを除く設備投資(季調値) | 対数変換 | 財務省『法人企業統計・季報』 |
| ④ 有利子負債残高・キャッシュフロー比率 | 季節調整 | 財務省『法人企業統計・季報』 |

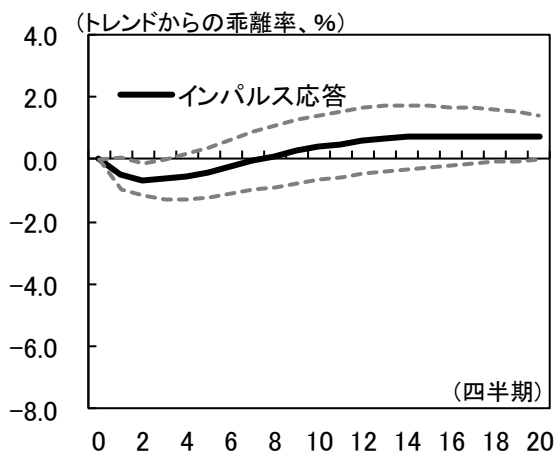
マクロ経済不確実性ショック(+1標準偏差) に対する設備投資の反応



生産・営業用設備判断DIショック(+1標準偏差) に対する設備投資の反応



有利子負債残高・CF比率ショック(+1標準偏差) に対する設備投資の反応



(注) 図表の破線は90%信頼区間を表す。
 インパルス応答の結果は、変数順序に影響を受けるため、結果は幅を持って見る必要がある。
 (資料) 日本銀行『短観』、財務省『法人企業統計・季報』
 篠原・奥田・中島(2020)より筆者推計。

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。