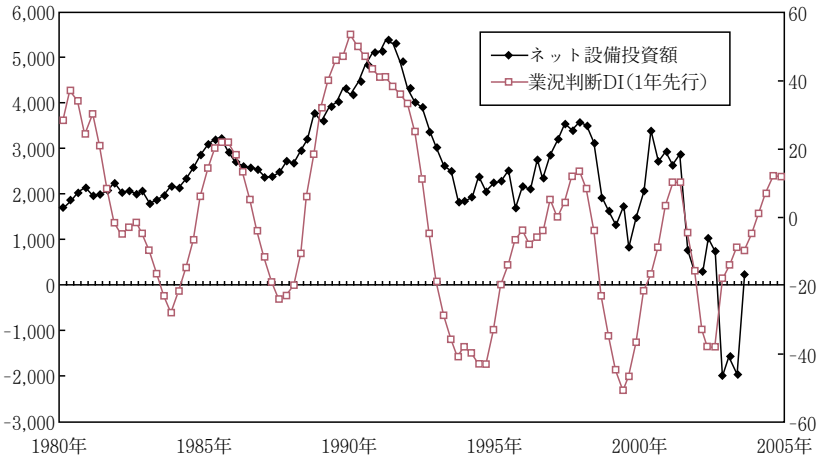
設備投資環境の変化

2002年初をボトムに日本経済は回復基調が持続しているようだが、民間企業設備投資も足許までは比較的堅調に推移している。90年代後半には生産設備・債務・雇用のいわゆる「3つの過剰」が問題視され、企業部門のリストラ行動を正当化する要因となったが、先ほど述べたように設備投資は増加しているほか、雇用環境にも徐々に明るさも垣間見えているようだ。

以下では、最近の民間設備投資を取り巻く環境などについて簡単にまとめ、今後の動向への手掛かりを探ってみることにする[1]。

図表1　製造業設備投資と景況感



（資料）内閣府、日本銀行などの資料より農中総研作成　（注）ネット設備投資額＝粗投資額－物的除却額

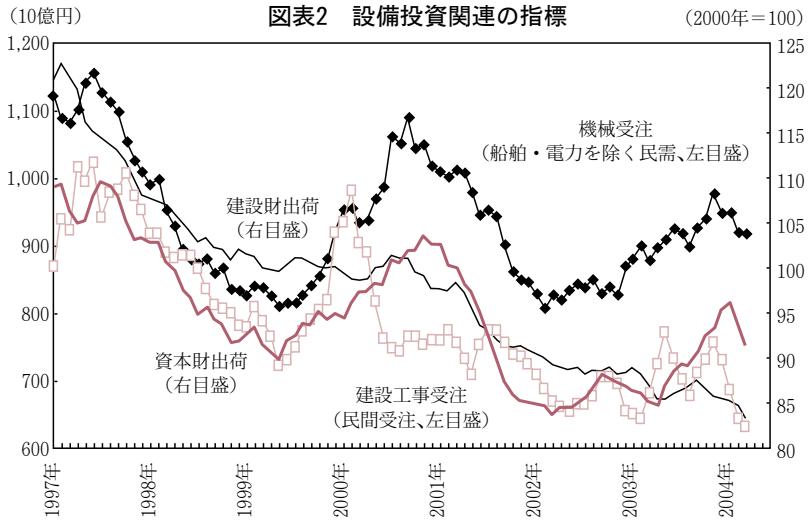
企業の景況感との比較

企業の設備投資行動を素朴に考えれば、経営者が経済・業界の見通しとプロジェクトの採算性を天秤に掛けながら、そして時には大胆な決断を下していると想像できる。つまり、こうした「アニマル・スピリット」という事実上観測不可能な変数が影響している側面は否定することは困難だろう[2]。それゆえ、それに近い概念としての企業経営者の景況感と設備投資との関係を見てみよう。

図表1は日銀短観の業況判断DI（大企業製造業、1年先行）と製造業のネット設備投資額（粗投資額から物的除却額を差し引いたもの、3四半期移動平均）を比較している。これによれば、景況感と設備投資には正の相関があると考えられる。直近発表されている日銀短観などのビジネスサーベイによれば、円高進展や海外での金融緩和政策の終焉予想などを背景に先行きの景況感の改善が足踏みしている面もあるが、足許までの景況感は堅調な推移を続けている。しかし、最近になればなるほど、ネット設備投資額の水準は低下しており、足許ではマイナスでの推移も珍しくなくなりつつある。このことは、鉱工業統計の生産能力指数が97年11月をピークに低下し続けていることとも整合的である。

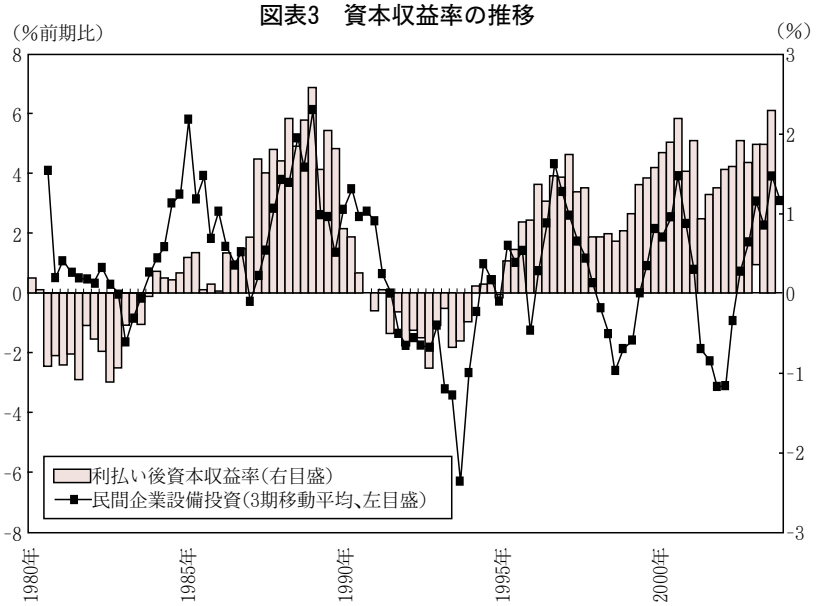
5月13日に発表された3月の機械受注（及び4～6月期見通し）では、事前のマーケット予想より弱い数字が発表されたこともあり、設備投資の先行きに対する見方が冷やされた（図表2を参照）感もある。しかし、過去数四半期に渡って改善してきた景況感が当面の設備投資需要を牽引する可能性は高いと考えられる。実際に、各調査機関

図表2　設備投資関連の指標



（資料）経済産業省、国土交通省、内閣府　　（注）3ヶ月移動平均

図表3　資本収益率の推移



（資料）財務省・内閣府資料より作成
（注）利払い後資本収益率＝（経常利益＋支払利息・割引率）/総資本－借入金利

の設備投資計画調査（日銀短観や日本経済新聞社調べなど）によれば、2003年度に引き続き、04年度も製造業を中心に旺盛な設備投資が実施される見込みとなっている。

慎重化する設備投資行動

次に、資本の採算性の観点から設備投資行動を見てみよう。図表3は、企業の資本収益率（本稿では、経常利益と支払利息・割引料（金融収支支払）の和を総資本で除し、借入金利水準を差し引いたものと定義）と実質民間設備投資の前期比（3期移動平均、GDPベース）を比較したものである。至極当然のことながら、資本収益率が上昇する場面では設備投資は活性化し、逆に資本収益率が低下すると設備投資は減少している。

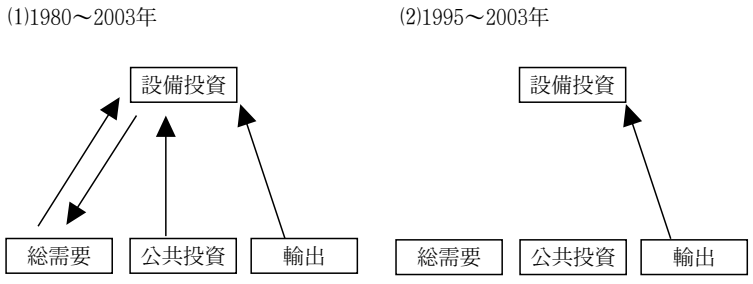
ただし、1995年以降に関しては、それ以前の動向と比較すると、資本収益率は決して低いわけではなく、しかもプラスで推移し続けているのに対し、設備投資は何四半期にも渡って減少する動きを見せるケースも多い。この理由としては①90年代に企業経営上の優先課題が「シェアの拡大」から「資本効率の向上」に変化したこと、②デフレ継続による予想実質金利が高止まっていること、③資本市場の停滞や銀行疲弊による資金調達の困難さの継続、④要素価格が低い海外に生産拠点を移転する流れの中で、国内での設備投資が低下した、⑤会計制度変更に伴う移行期間中は設備投資に回す余裕がなくなった（例えば、企業年金の積み立て不足の問題等）、などを理由として挙げることができるだろう。裏返せば、投資環境は以前と比較すると特段悪化していないにも関わらず、企業サイドでの設備投資行動が慎重化したと言えるだろう。

強まる外需頼み

90年代、特に金融危機が表面化した97～8年以降の日本経済は自律性がかなり失われており、海外経済の動向を受けやすくなっていると評されることが多い。これは、本来景気変動の主導的な役割を果たす設備投資についても言えることであろう。

ここで、民間設備投資と①総需要、②公共投資、③輸出、といった3つの主要なマクロ変数との関係を2変数VAR（ベクトル自己回帰）モデルを推計し、グレンジャー因果性テストを行うことで、変数間の先行・遅行関係を検出してみることにする[3]。結果は図表4に示す通りであり、中期的に見れば総需要、公共投資、輸出ともに設備投資に影響を与えていると考えられ、かつ総需要との間には相互依存関係（加速度原

図表4　設備投資とのグランジャー因果性



（資料）農中総研作成　（注）有意水準は10%とした

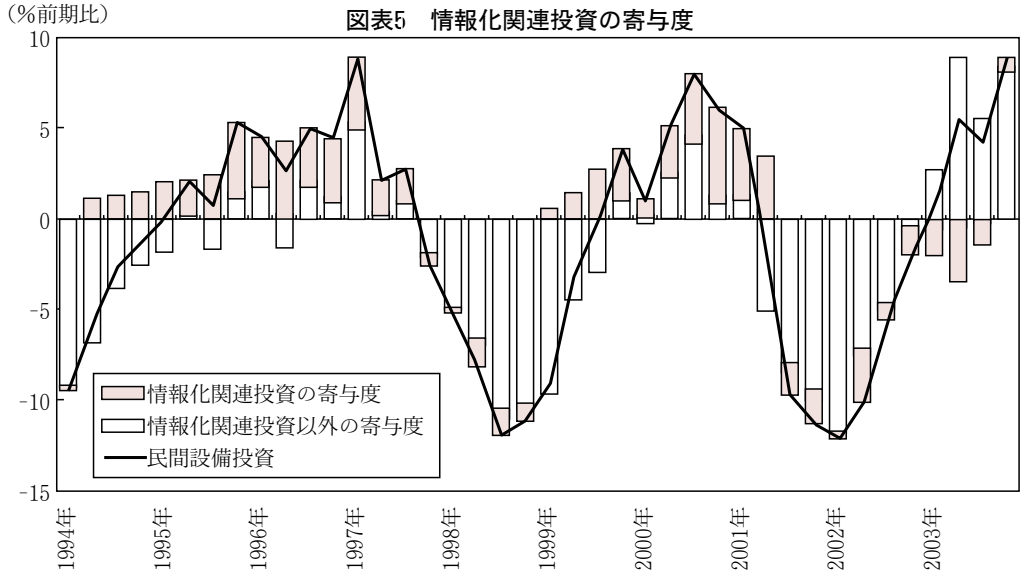
理と解釈できる）がある。一方で、最近は輸出の先行性が観察できるだけである。輸出は海外需要に強く影響を受けることを考慮すれば、輸出の外需依存体質は相対的に強まったと言えるだろう。

以上、企業経営者の景況感、資本収益率、他のマクロ変数との因果性という観点から設備投資行動の変化について見てきた。冒頭で若干触れたように、機械受注統計や建設工事受注、投資財出荷といった設備投資の先行指標を見ると、いずれも04年に入ってからは「頭打ち、もしくは弱含む」動きを示しており、過熱する中国経済と金融引締め政策への転換が日本の輸出環境にどのような影響を与えるのか、といった問題などとあわせて、今後の設備投資動向に対する懸念も出ている。

一方で、世界的に90年代後半に行われた情報化関連投資[4]がちょうど更新期を迎えており、そうした分野の更新需要などが活性化しているとされている。しかしながら、国内では94～96年、99～2000年に見られたような情報化関連投資主導による設備投資の増加という現象はまだ観察できておらず、むしろそれ以外の分野の投資がこれまでの設備投資全体を牽引してきた（図表5）。なお、こうした情報関連投資が足許で過小であるということは、先行き急速に増加する可能性もあり、先行きの日本経済にとってはプラスに働くだろう。

（南　武志）

図表5　情報化関連投資の寄与度



（資料）経済産業省

1 日本の経済統計の中でも資本ストックに関する統計は信頼性が乏しいとの評価がされることが多く、その主な原因として基本的にベンチマーク・イヤー法を採用して推計を行っている点を指摘することが多い。具体的には、1970年を最後に行われなくなった国富調査を基に、その当時の除却率を用いて新規投資額を積み上げていくという方法であり、真の値と推計値との間が累積的な乖離が発生している可能性が高い。おそらく、除却率が過小であるために資本ストックは過大評価されており、その結果として国際比較の観点から無視し得ないような資本係数の上昇が発生していると考えられる。なお、新たに国富調査をするだけの余裕がないとするならば、多くの国で用いられているパーペチュアル・インベントリー法（恒久棚卸法）への転換が求められている。これらの問題は、内閣府の国民経済計算調査会議総会でも取り上げられている。

2 経済理論的には、①企業の現在価値を最大化するような最適資本量を決定するジョルゲンソン型の新古典派理論（ただし、設備投資のタイミングまではうまく導けない）、②新たな投資を行うことで期待される企業の市場価値との関係で設備投資が決定されるというトービンのq理論、などが挙げられる。

3 VARモデルを推計する前に採用する経済変数の和分をとって定常化する作業が必要であり、かつVARモデル推計では赤池情報量またはシュワルツのベイズ情報量を最低にさせるラグ次数を決める必要がある。

4 情報化関連投資とは、民間企業への供給がある通信用電線・ケーブル、電線・ケーブル用光ファイバー製品、デジタル・カラー複写機、ボタン電話装置、ファクシミリ、電子交換機、デジタル伝送装置、固定通信装置、PHS、基地局通信装置、汎用コンピュータ、ミッドレンジコンピュータ、パーソナルコンピュータ、外部記憶装置、入出力装置、端末装置、ソフトウェア開発・プログラム作成（外注分）と定義されている。