設備投資を巡る厳しい環境

～海外経済の失速を背景に当面は調整局面が続く～

経済調査部　齋藤 俊輔

（要旨）

○2008 年７－９月期の実質民間設備投資は前期比▲2.0%（４－６月期：同▲2.1%）と２四半期連続の減少となっている。また、日銀短観（12 月調査）の設備投資計画（2008 年度）をみると、前年度比▲2.8%となり、年度ベースの設備投資が６年ぶりの減少に転じることは確定的である。このように足元の設備投資の落ち込みは鮮明になっている。

○こうした背景を改めて整理すると、循環的なストック調整圧力が強まっていることに加え、短期的には企業収益の悪化などが設備投資を明確な減少に陥らせたと考えられる。こうしたキャッシュフロー減少やそれに伴う投資性向の低下がともに設備投資を下押している。投資性向は期待成長率とおおむね整合的な動きをすることから、足元では期待成長率はさらに低下していると考えられる。

○設備投資の減少傾向に歯止めがかかってくるのはいつ頃だろうか。鍵となるのは輸出の動向であろう。短期的には輸出が減少すれば、関連産業を含めて売上高を減少させることから、企業収益を押し下げることになる。また、中長期的には海外需要減退が続けば、期待成長率を低下させることから、投資抑制圧力が高まると考えられる。特に近年は設備投資と輸出の関係性が強まっている。

○金融市場の混乱に端を発した海外経済の失速を背景に、先行きの輸出は減少ペースを速めると予想される。また、こうした需要減少による負のインパクトは、原油価格下落による交易条件の改善効果を上回ると考えられ、企業収益は引き続き減少傾向で推移する可能性が高い。こうした状況を踏まえると、機械受注など先行指標の悪化が示している通り、当面の設備投資は減少ペースが加速する公算が大きい。外需依存度が増している日本経済においては、内需主導ではなく、外需主導によって設備投資が下げ止まっていくことの方が蓋然性は高い。

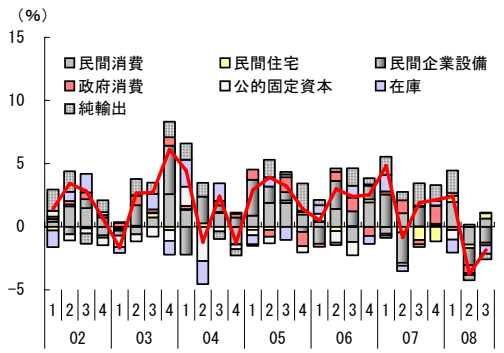
１．設備投資の落ち込みは鮮明に

2008 年７－９月期の実質民間設備投資は前期比▲2.0%（４－６月期：同▲2.1%）と２四半期連続の減少となっている（資料１）。また、日銀短観（12 月調査）の設備投資計画（2008 年度）をみると、前年度比▲2.8%となり、年度ベースの設備投資が６年ぶりの減少に転じることは確定的である。このように足元の設備投資の落ち込みは鮮明になっている。さらに１～２四半期程度の先行性を有する機械受注統計も大幅に減少しており、先行きも設備投資の減少ペースが加速していく可能性が高いと考えられる。

２．設備投資を取り巻く環境は悪化

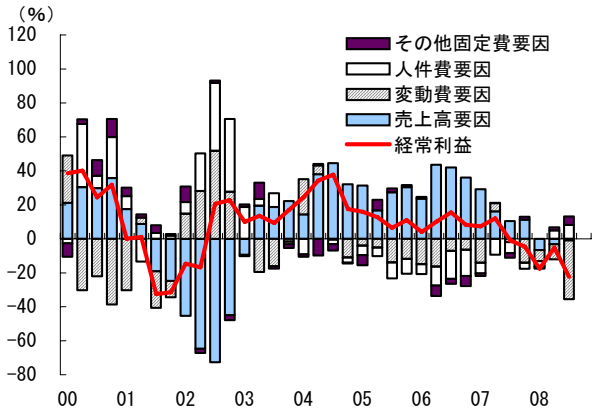
こうした背景を改めて整理すると、循環的なストック調整圧力が強まっていることに加え、短期

資料１　実質ＧＤＰ（前期比年率）



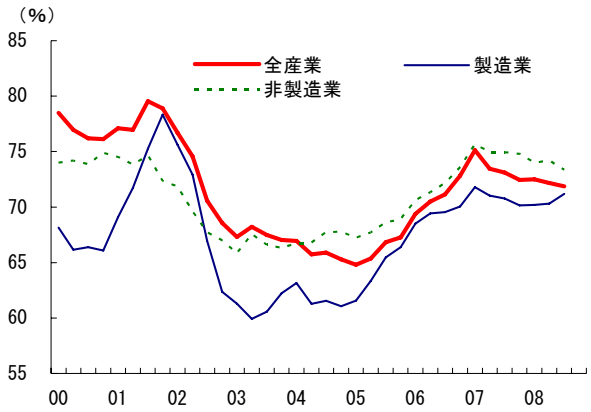
（出所）内閣府「国民経済計算」

資料２　経常利益（前年同期比）



（出所）財務省「法人企業統計季報」

資料３　投資性向（後方４四半期平均）



（出所）財務省「法人企業統計季報」
投資性向＝設備投資／（経常利益×50%＋減価償却費）

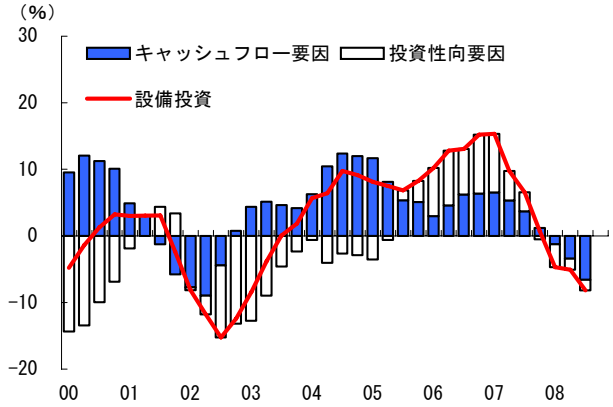
的には企業収益の悪化などが設備投資を明確な減少に陥らせたと考えられる。法人企業統計季報をみると、原油など資源価格上昇によるコスト増加や内外需要の減退による売上高減少などを背景として、７－９月期の経常利益は前年同期比▲22.4%と５四半期連続の減少となっており、収益の悪化が加速している（資料２）。また、投資性向（設備投資対キャッシュフロー比率）をみると、2007 年初めをピークとして既に低下傾向となっている（資料３）。こうしたキャッシュフロー減少やそれに伴う投資性向の低下がともに設備投資を下押している（資料４）。投資性向は期待成長率とおおむね整合的な動きをすることから、足元では期待成長率はさらに低下していると考えられる。中長期的な期待成長率が低下すれば、適正資本ストック水準が低下することから、調整局面が長引くリスクに注意が必要だ。

こうした収益力の低下を背景に投資採算（資産収益率－負債利子率）も悪化している。バブル崩壊後、過剰設備の処理に悩まされた企業は過去に比べて投資採算を重視した設備投資行動をとっていると考えられる。設備投資と投資採算はおおむね整合的な動きを示しており、こうした観点からみても、設備投資抑制の圧力が強まっていることがわかる（資料５）。

３．輸出と設備投資の関係の強まり

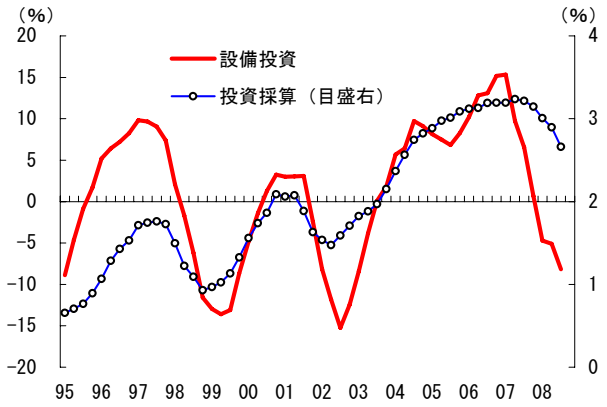
設備投資の減少に歯止めがかかってくるのはいつ頃だろうか。鍵となるのは輸出の動向であろう。短期的には輸出が減少すれば、輸出関連産業

資料４　設備投資（前年同期比）（後方４四半期平均）



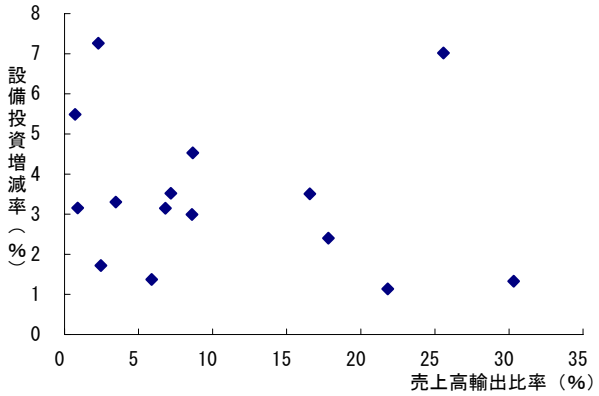
（出所）財務省「法人企業統計季報」

資料５　投資採算と設備投資（後方４四半期平均）



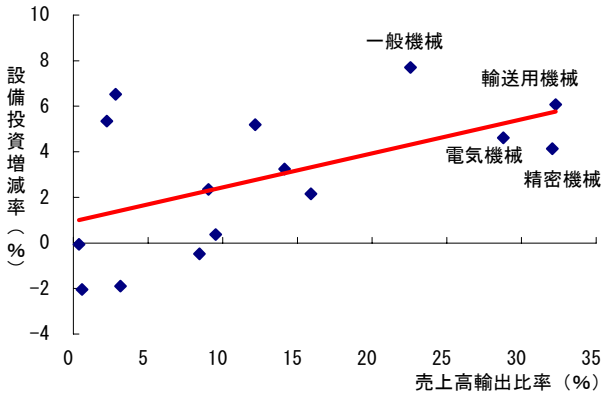
（出所）財務省「法人企業統計季報」
投資採算＝資産収益率－負債利子率

資料６　業種別設備投資と売上高輸出比率（82-94 年度）



（出所）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」により第一生命経済研究所作成

資料７　業種別設備投資と売上高輸出比率（95-07 年度）

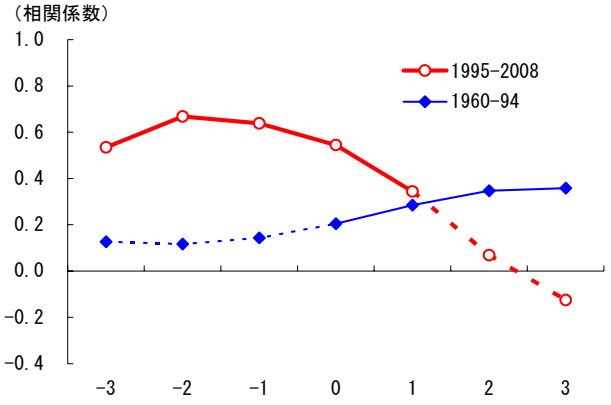


（出所）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」により第一生命経済研究所作成

の売上高を減少させることから、企業収益を押し下げることになる。また、中長期的には海外需要減退が続けば、期待成長率を低下させることから、投資抑制圧力が高まると考えられる。特に近年は設備投資と輸出の関係性が強まっている。最近の景気回復局面では、旺盛な海外需要などを背景に、輸送機械、電気機械、一般機械など輸出産業が設備投資を牽引してきた。事実、90 年代前半まではみられなかったが、90 年代後半以降、売上高輸出比率が高い、つまり外需依存度が高い業種ほど設備投資を増加させている関係性が現れている（資料６、７）。これは設備投資の主な原資となる利益を外需によって稼いでいること、こうした外需依存度が高い輸出産業ほど中期的な期待需要が高いことなどに起因していると考えられる。

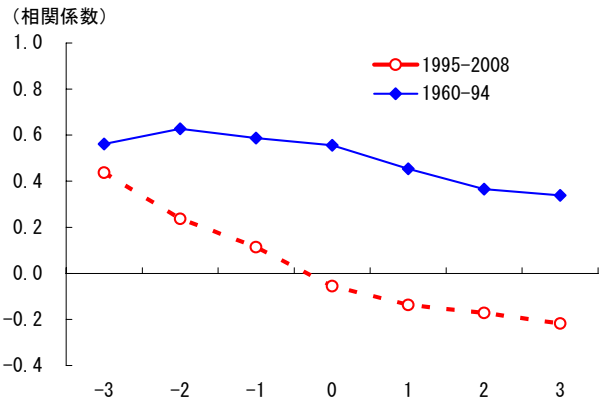
設備投資と輸出の関係性の強まりを確認するために、設備投資と輸出の時差相関係数をみると、90 年代前半以前には、設備投資に対する輸出の先行性はみられなかったが、90 年代後半以降では１～２半期程度のラグで相関係数が高まり、先行性が明確になっている。一方、同様に設備投資と内需（本稿では民間最終消費、民間住宅、公的固定資本形成とした）の時差相関係数をみると、90 年代前半以前は、設備投資に対する内需の先行性がみられたが、90 年代後半以降は相関係数が低くなり、そうした先行性は弱まっている（資料８、９）。以上のことから、外需依存型の経済成長の浸透などを背景に、過去に比べて設備投資に対する輸出の影響度合いや先行性は強まっていると判断できる。

資料８　輸出の設備投資に対する時差相関



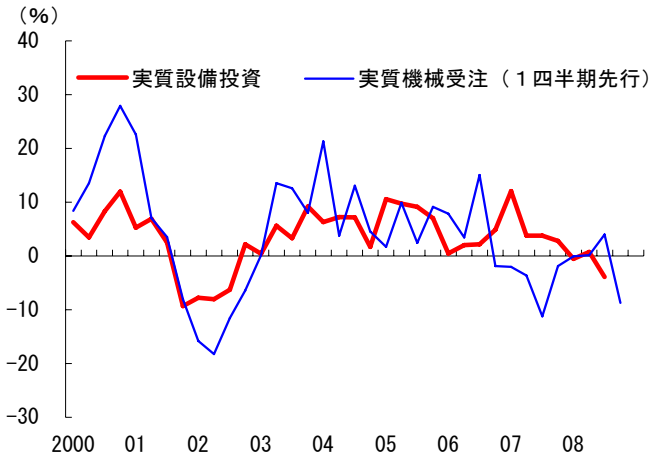
（出所）内閣府「国民経済計算」により第一生命経済研究所作成
数値は対数前年同期差、実線は有意水準５％以上

資料９　国内需要の設備投資に対する時差相関



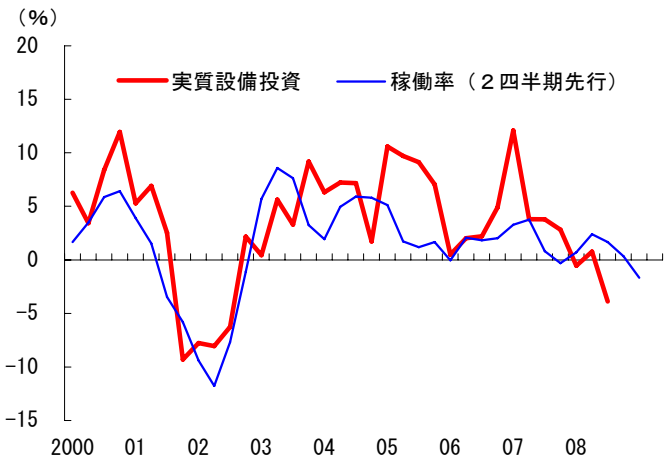
（出所）内閣府「国民経済計算」により第一生命経済研究所作成
数値は対数前年同期差、実線は有意水準５％以上
1995-2008 年は３期先行のみ有意水準５％以上

資料 10　実質設備投資と実質機械受注（前年同期比）



（出所）内閣府「国民経済計算」、「機械受注統計調査」
機械受注は設備投資デフレーターで実質化している

資料 11　実質設備投資と稼働率（前年同期比）



（出所）内閣府「国民経済計算」、経済産業省「稼働率指数」

４．当面の設備投資は減少ペースが加速する公算大

金融市場の混乱に端を発した海外経済の失速を背景に、先行きの輸出は減少ペースを速めると予想される。また、こうした需要減少による負のインパクトは、原油価格下落による交易条件の改善効果を上回ると考えられ、企業収益は引き続き減少傾向で推移する可能性が高い。こうした状況を踏まえると、機械受注など先行指標の悪化が示している通り、当面の設備投資は減少ペースが加速する公算が大きい（資料 10、11）。

外需依存度が増している日本経済においては、内需主導ではなく、外需主導によって設備投資が下げ止まっていくことの方が蓋然性は高い。2009 年度にかけては輸出の減少が続くと見込まれることなどから、設備投資の調整局面も続くだろう。

さいとう　しゅんすけ（副主任エコノミスト）