

不足経済への転換

発表日：2014年4月3日（木）

～いよいよ設備ストックも不足時代に～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

日銀短観では、雇用人員判断DIだけでなく、設備判断DIも「不足」超の領域へと移行していきそうだ。通信・情報サービス・建設などの分野では、設備不足感を訴える中小企業が多くある。一方、設備ストックが徐々に不足気味になっているのに、設備投資額は増えてこない。設備投資に踏み出そうとするときには何らかのリスクプレミアムが重石になって、投資抑制に作用しているのだろう。

ヒト・モノの不足

日本経済の需給バランスは、ゆっくり、かつ着実に変化している。表現を変えると、目下、底流で起っている変化は、不足経済への転換である。

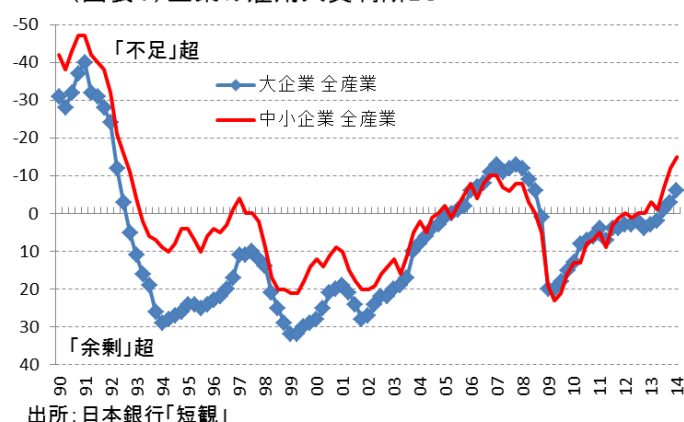
経済の要素については、ヒト・モノ・カネの3つにわけて考えることが多い。この3要素のうち、ヒト＝労働力とモノ＝設備ストックが徐々に足らなくなっている。

まず、ヒトの需給に関しては、4月1日に発表された日銀短観では、企業の実感する雇用人員判断が一段と「不足」超になっていた（図表1）。

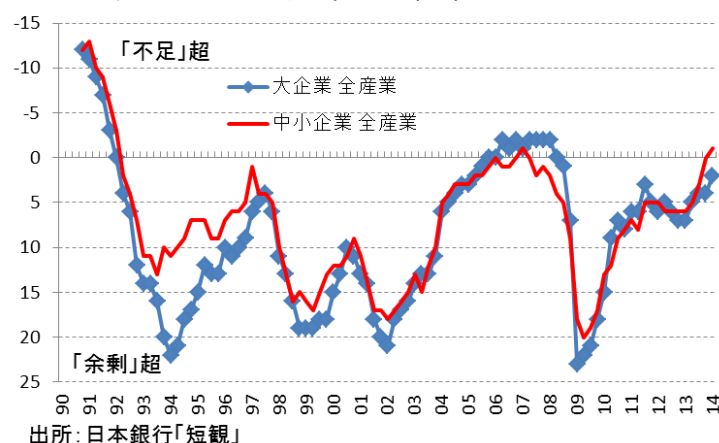
全規模・全産業で「不足」超の状態は、2013年3月以来である。中小企業では、技能労働者などを中心に、強烈な人材不足、人員不足が生じている。パートを含む新規求人倍率は、2006年頃のピークを抜いて1992年以来の高水準に達している。数字上は昔、人手不足が騒がれた時期と同じくらいに労働需給は逼迫してきている。

最近になって不足しているのが、ヒトだけではなく、モノ＝設備ストックにも及んでいる。同じ日銀短観の生産・営業用設備判断DIをみると、全規模・全産業が0になった（図表2）。時系列では、生産設備の「余剰」が解消されて、「不足」に入る手前のゼロになっている。内訳は、非製造業が▲5の「不足」超で、製造業の方はまだ「余剰」超である（図表3）。90年代以降、非製造業が設備不足感を訴えるのは、一時的な現象として1997年、2006・2007年にあったが、今回は1991・1992年以来の恒常的な不足状況として生じている公算が高い。

（図表1）企業の雇用人員判断DI

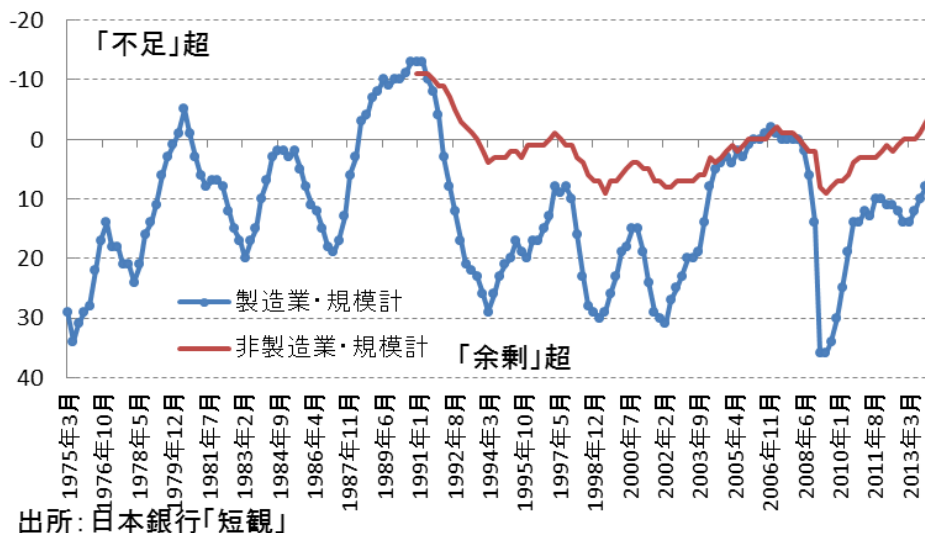


（図表2）企業の生産・営業用設備判断DI



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表3) 長期時系列でみた製造業と非製造業の設備判断DI



中小企業の設備投資不足

企業部門の中で、設備不足感がより強いのは、大企業よりも中小企業である。では、中小企業のどういった業種で設備ストックの不足感が強いのだろうか。

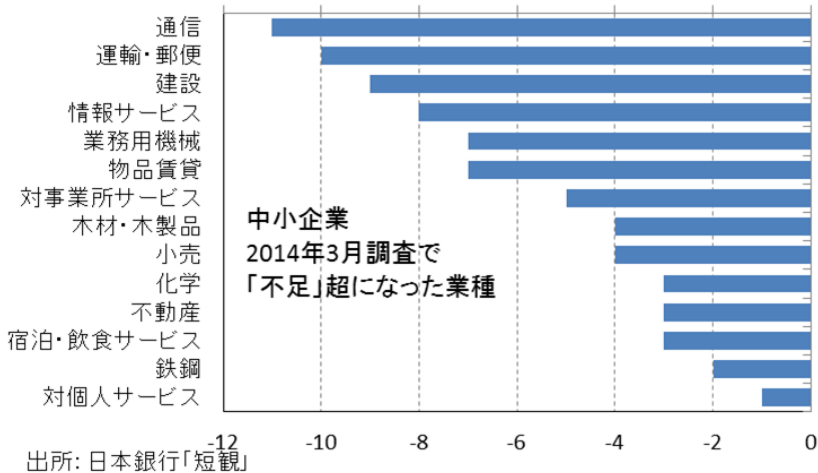
日銀短観で中小企業の業種別にみて、設備判断DIの「不足」超幅が大きい順に並べてみると、首位が通信、次いで運輸・郵便、建設、情報サービスと続いている(図表4)。通信のインフラ不足は、高速通信に対応するLTEの急速な普及によって、相対的に通信容量が不足していることが背景にある。携帯電話のサービスは、高機能のスマートフォンが次々に代替わりして、画像データを処理することが多くなった。技術進歩にインフラ整備が追いつかないことが、通信業における設備ストックの不足感を生んでいる。

運輸の不足感は、このところの消費拡大、公共事業の増加を反映して、物流の取扱量が増えていることが背景であろう。消費税前の効果も加わった可能性はある。公共事業増加の影響は、第3位の建設、第6位の物品賃貸(建機レンタル)にも反映している。

もうひとつ、情報サービスの設備ストックの不足感には、I

T化と企業のアウトソース需要があると考えられる。これまでソフトウェア開発のニーズ増大に対して、人材供給が追いつかないという話は長く聞かれてきた。しかし、ハードウェアの部分でも、システムを管理するインフラ不足が目立ってきている。これは、企業がシステムの運用をアウトソースする流れが強まってきたことを受けているのだろう。アウトソースが強まると、中小企業の情報サービス業にも不足感が波及しやすくなる。中小企業の情報サービス業では、IT機器が新世代に代替わりするごとに、システム管理のインフラもニーズが高まっていき、従来よりもボトルネックが生じやすくなる。

(図表4) 生産・営業用設備判断DIの「不足」超が大きい業種



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

まとめると、設備不足の背景には、①IT化などの技術進歩、②公共事業、③アウトソース化によるニーズの拡散、といった要因があると考えられる。

出てこない設備投資

設備ストックが徐々に不足気味になっているのに、それに反応するかたちで設備投資が増えていない。言わば、過少投資が恒常化して、設備ストックの不足感があるのに過少投資が変わらない状態である。

実質設備投資額の推移を、短観の設備判断DIと並べてみると、現在は2006～2008年並みに不足感が台頭してきている。しかし、当時の設備投資額に比べるとレベルが低いままで据え置かれている(図表5)。2008年1-3月のピーク時に比べると、2013年10-12月は▲17%も水準が低くなっている。伝統的な発想に基づけば、設備ストックが不足気味になると設備投資が実行されて、ストックが余剰になると設備投資が手控えられる。しかし、現在は、設備ストックが不足気味になっていることへの感応度は低く、設備ストックの伸びが引き続き抑制された状態にある。

潜在的に現在の需要に見合った設備投資額に対して、現在は▲4～▲7%の割合で設備投資額は過少投資になっているとみられる。

では、こうした異様な構図になっている背景には何があるのだろうか。その理由を考えてみると、追加的な設備投資の収益率を過度に割り引いてみるようなリスクプレミアムが存在するからだという仮説が成り立つ。ここでのリスクプレミアムとは、本来のメカニズムを抑制させている重石のことを

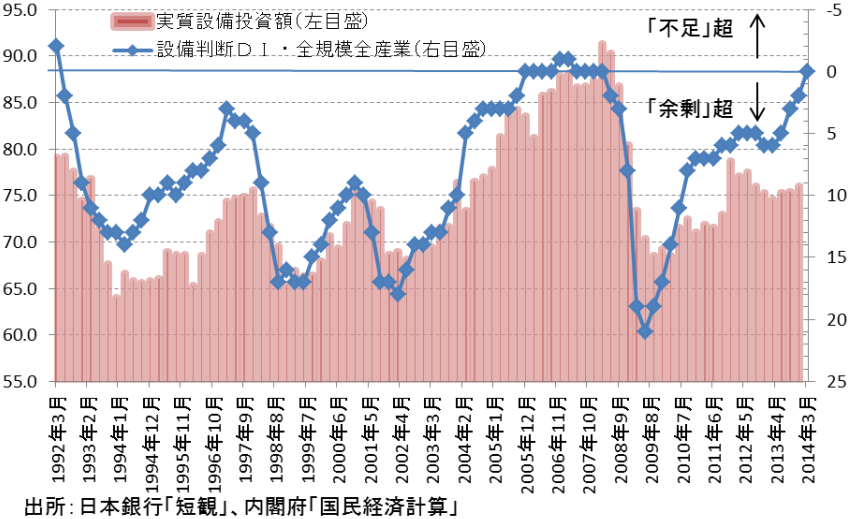
指している。その中身をより具体的に検討すると、

- (1) 設備投資を実行しても、将来の収益率が低下するという不安を企業経営者が抱いていること。
- (2) 設備ストックの不足感が一時的かを見極めるのに時間をかける経営者の用心深さがあること。
- (3) ファイナンス面で、金融機関が先行きの投資に不安を抱いて資金供給に慎重化していること。

という3つの仮説が考えられる。もしも、(2)のように、不足感の見極めに時間を要しているのなら、もう少し待っていれば徐々に経営者のマインドがしっかりしてきて設備投資が増えていくことになる。また、(3)のように金融制約が大きいということならば、どこかからリスクマネーを引っ張ってきて、金融制約を解消・緩和することができるだろう。

しかし、人口減少による顧客の減少予想、あるいは産業空洞化によって大手企業の生産設備が海外にシフトするという強固な未来図が存在するときは、(1)の将来収益率の低下は一時的ではなく恒常的ということになり、問題解決は容易ではなくなる。将来の期待成長率が下方屈折したとき、現在の需給環境が少し改善しても、設備ストックを積み増そうということにはならない。企業経営者が国内需要の拡大にしっかりした自信を持っていないと、ますます産業空洞化に拍車がかかる。人口減少と産業空洞化は、密接に関連していて、双方が企業の投資の収益予想を下押ししていると考えられる。

兆円 (図表5) 設備投資額と設備不足感



出所：日本銀行「短観」、内閣府「国民経済計算」

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

カネは足りているのか

ここまでは、ヒト・モノ・カネのうち、ヒトとモノが不足している点を強調した。では、最後のカネは足りているのか。日銀の量的・質的金融緩和によって、一見、カネの供給は十分すぎるほど行われているとみる人もいよう。企業のバランスシートの中には、240兆円もの預貯金残高があって、相当大きな設備投資資金を賄うことができる。

参考までにカネ余りの状況を概観すると、前年比での企業の預貯金の伸び率は、2013年11月～2014年1月まで6%台と2000年以降で最も高い。カネ余りは、不足感からはほど遠いように思える。

しかし、問題設定を変えて、企業が設備投資をしようという時の投資マネーについてはどうだろうか。企業が設備投資を増やそうとするとき、それを支援する投資マネーは果たして潤沢にあると言えるのだろうか。この問題は、90年代以降ずっと議論されてきたリスクマネーの問題である。投資リスクをしっかりと受け止めて、企業の収益向上を後押しするような投資資金の出し手は、銀行や他の金融機関が十分に資金供給しているのか。

前述したように、設備投資の抑制に対して、原因が金融制約なのであれば、新しいリスクマネーの出し手が次々に生み出されてくれば、設備投資は増えることになる。実は、アベノミクスの中では、このリスクマネーの観点がどちらかと言えば手薄になっていた。

筆者は、マネタリーな面について、アベノミスクの「一本目の矢」である金融緩和では、リスクマネーの供給は不十分だとみる。確かに、黒田総裁の金融緩和は、株価・地価などの資産価格を押し上げて、一定の効果を及ぼしたことは評価できる。ただし、その勢いは、企業の投資需要を大きく後押しするまでには至っていない。部分的に、銀行の貸出残高の伸び率は高まっているが、ハイリスク・ハイリターンの部分に活発な資金供給が行われているかどうかは曖昧である。おそらく、量的な面での金融緩和は、投資促進の必要条件になるが、それだけで十分条件が満たされることにはならない。そこは、三本目の矢である成長戦略や制度支援・税制支援などと組み合わせるかたちで、ビジネスチャンスに対して積極的なリスクテイクが行える基盤をもっと整備していかななくてはならない。

まとめると、ヒトとモノの分野で余剰から不足へと転じようとする中で、速やかに賃上げや設備投資増加が起りにくいように、マネーの世界でも、「量的」な潤沢さと「質的」な活発さの間に断裂があるという課題が挙げられる。今後、リスクマネーをどのように呼び起こしていくかという問題は、金融政策の効果浸透を進めるという発想で取り組んでいかななくてはならない。