

設備投資の謎を追う

発表日：2015年11月20日（金）

～年度計画の強さとGDP統計の弱さ～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

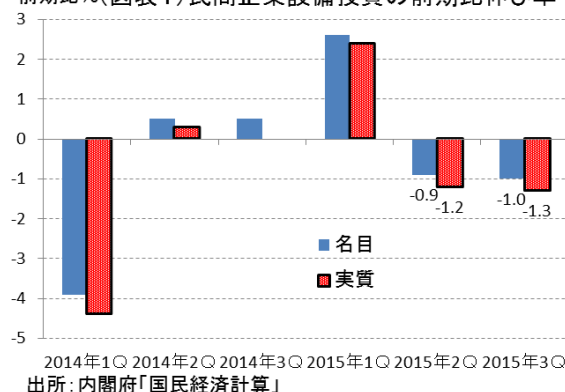
GDP統計でみた設備投資は、7～9月は2四半期連続でマイナスになった。これは、予想外の弱さと言わざるを得ない。一方、日銀短観など企業アンケートの設備投資計画は2015年度はプラスになっていて、GDP統計の結果とは食い違っているように思える。このギャップはどうして生じるのか。調べていくと、問題の背後に、趨勢的に設備投資のトレンドが低下している課題が隠れていた。

GDPの伸び率と企業アンケートの投資計画

2015年7～9月のGDP統計（一次速報）では、実質・民間企業設備投資が2四半期連続のマイナスの伸びとなった（図表1）。設備投資が弱いという結果は、設備投資は持ち直しているという認識と食い違うものだ。政府の月例経済報告では、「総じて持ち直しの動きがある」（10月）とされている。日本銀行も「緩やかな増加基調にある」（11月月報）と上向くとの見方である。これらの根拠のひとつは、日銀短観の年度計画が2015年度プラスである点だ。9月短観では、2015年度の大企業・全産業の設備投資計画が、前年比10.9%と2桁増加である。このプラス幅は、リーマンショック後で最大である。他の設備投資アンケートでも、2015年度はプラス*である。年度計画の好調さと、GDP統計におけるマクロの不振のギャップは、どうして起こるのだろうか。一体、設備投資は不振なのか、堅調なのか、どちらなのだろうか。本稿では、そうした謎の解明をしてみたい。

※内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」（2015年7～9月）では、2015年度の大企業・全産業の設備投資計画は前年比6.1%。

前期比% (図表1) 民間企業設備投資の前期比伸び率

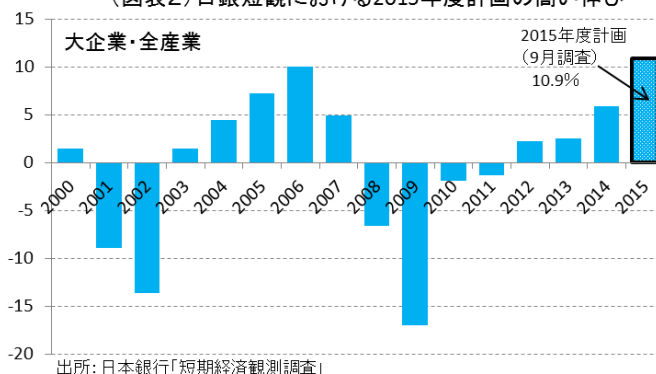


日銀短観にあるバイアス

まず、日銀短観の年度計画に、バイアスがあることを示したい。単純明快に、日銀の前年比10.9%という強気の計画は、9月時点で企業が想定している投資計画であるという問題点である（図表2）。来年3月末の実績は、計画が下方修正されていくことが多い。

日銀短観の場合、年度の計画は、当年の3月から6月、9月、12月、翌年3月、翌年6月と随時修正されていく（図表3）。特に、翌年3月での下方修正幅は大きくなるという特性がある。実際のデータで確認すると、大企業・全産業の9月時点での年度計画は、

前年度比% (図表2) 日銀短観における2015年度計画の高い伸び



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。

リーマンショック後の 2010～2014 年度では 5.1%の伸び率である。それが、実績ベースの伸び率では 1.5%と大きくプラス幅が縮小している。このギャップは、平均で▲3.6%ポイントの下方修正となる。

期間を変えてリーマンショック前の 2003～2007 年度でみても、9 月の計画値 9.2%が、着地の実績は 5.6%へと▲2.6%ポイント下方修正されている。

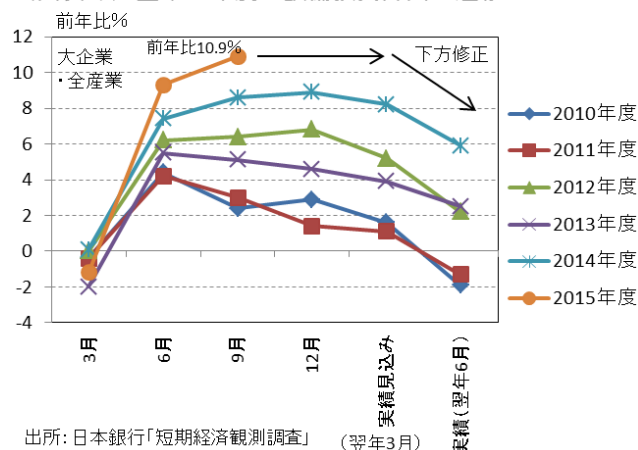
だから、2015 年度の 10.9%も、7%前後まで下方修正されてもおかしくはない。短観の調査結果は、翌年 3 月調査で下方修正されて、さらに翌年 6 月調査の実績の時に大きく下方修正される。こうしたバイアスを勘案しておく必要がある。

加えて、日銀短観の設備投資は、大企業でなく、中小企業を含めてみていく必要がある。言うまでもなく、マクロの設備投資は中小企業を含んでいる[※]。中小企業の設備投資は、毎回、当年 3 月計画から大幅なマイナス計画で始まって上方修正されている。日銀短観の大企業の設備投資は、全体の 2/3 を占めているが、それで全体観を判断してはいけな部分もある。膨張するバイアスがある大企業と、上方修正バイアスがある中小企業を合算した全規模・全産業でみなくてはならない点は留意が必要だ。

※短観のこの範囲には、金融機関の設備投資を含んでいない問題もある。

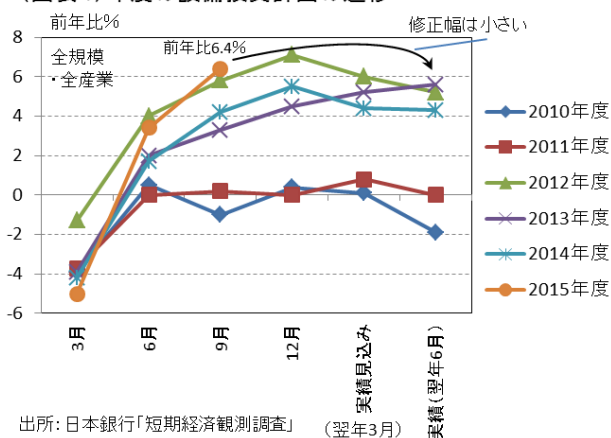
日銀短観の全規模・全産業の年度計画は、各回調査で季節的に修正されるバイアスが遥かに小さい。リーマンショック後の 2010～2014 年度にかけて設備投資計画は平均で 9 月調査の前年比 2.5%で、実績は前年比 2.6%とほぼ変わらない。リーマンショック前も同様にバイアスは小さい。2015 年 9 月調査は、前年比 6.4%となっている（図表 4）。マクロの設備投資に対して、前年比 6%程度の伸び率が見込めそうだというのが日銀短観から示唆されることである。

(図表3)大企業の年度の設備投資計画の遷移



出所: 日本銀行「短期経済観測調査」 (翌年3月) 実績(翌年6月)

(図表4)年度の設備投資計画の遷移

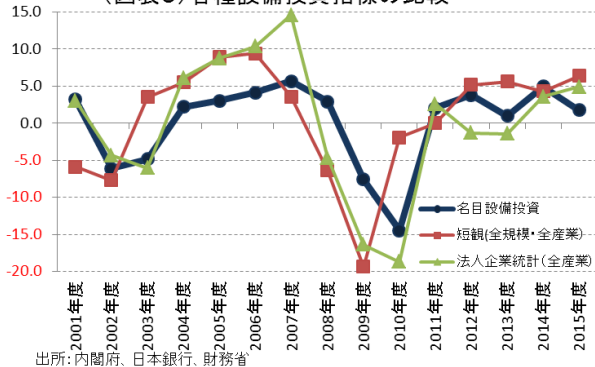


出所: 日本銀行「短期経済観測調査」 (翌年3月) 実績(翌年6月)

GDPの設備投資と短観の対応関係

マクロの設備投資と、短観の全規模・全産業が対応しているかどうかを比較してみたい。GDP 統計の名目・民間企業設備投資の年度単位の伸び率は、日銀短観の伸び率(実績)とは、それほど大きくは食い違っていなかった(図表 5)。日銀短観だけではなく、財務省「法人企業統計」でも、概ね対応関係が確認できる。敢えて言えば、GDP ベースの名目・民間企業設備投資の方が、アンケート調査の伸び率よりも振れが小さい。これは、母集団が大きい

(図表5)各種設備投資指標の比較



出所: 内閣府、日本銀行、財務省

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。

からだろう。日銀短観と GDP の設備投資の伸び率の差の標準偏差は 3.17 である（2001～2014 年度）。日銀短観の 9 月調査の全規模・全産業の伸び率が 6.4% だとしても、標準偏差の 2 倍に相当し、異常な高い数字であると確定的には言い切れない。

むしろ、違ってみえることは、GDP と短観の説明力の差というよりも、GDP の表示が、前期比になっていることに起因する部分が大きいだろう。たとえ、2 四半期連続で名目・設備投資の伸び率がマイナスでも、年度を通じてプラスで着地することはあり得る。

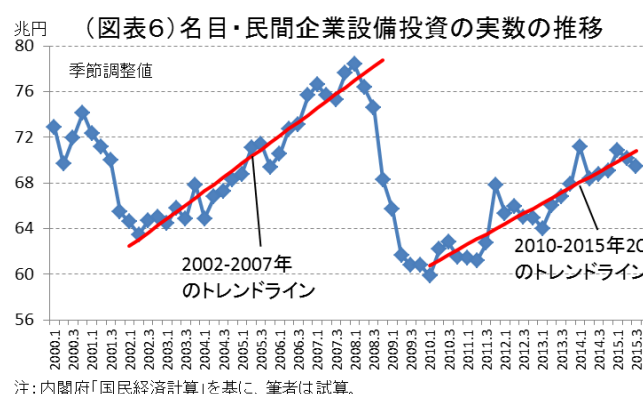
2015 年度の設備投資は、2014 年度の 4 四半期の中心値と、2015 年度の 4 四半期の中心値との比較であり、論理的には 2014 年度後半か、2015 年度後半に大きく伸びていれば、2015 年度前半が減少であっても、年度ベースでプラスになることもある。実際、2014 年 10～12 月の名目・民間企業設備投資は前期比 0.5%、1～3 月は前期比 2.6% と大きく伸びている。これだけで 2.1% のゲタが生じている。2015 年度の残りの 10～12 月、1～3 月にそれぞれ 2% の投資増加になれば、2015 年度は概ね 2% の設備投資になる。短観の 6% の設備投資計画が異常値という見方は必ずしもできない。

2 四半期連続マイナスはトレンドの弱さに起因

筆者は、最近の GDP のデータに対する評価が、テクニカルに過ぎると感じている。例えば、7～9 月の GDP は全体で前期比▲0.8% になったが、多くの人が「在庫投資のマイナスを除けばプラス」という評価を語る。筆者は、特殊要因だけに目を奪われて全体観を語るならば、木を見て森を見ないものになりかねないと感じる。昔は在庫投資の振れがマイナスであっても、全体がマイナスに水没することはそれほど頻繁には起こらなかった。なぜならば、在庫を除いた各項目の成長率が大きくて、在庫のマイナス程度は十分に吸収可能だったからだ。在庫要因でマイナスになる原因は、わが国の成長トレンド自体が弱々しいから、在庫変動でマイナスになることが頻発する。わが国の潜在成長率が 0% 台半ばであり、これが低すぎることを問題視すべきであり、在庫のテクニカルな説明はその本質を覆い隠すことになる。経済政策として優先的に実行しなくてはならないことは、潜在成長率を押し上げるような供給力強化なのである。前期比の変動ばかりに目を奪われて、マイナスの伸びになれば需要刺激を実施しようという議論になると、トレンドがペースダウンしている現実を変えることが結果的に後手になってしまう。

同じことは、民間企業設備投資の前期比マイナスにも言える。設備投資の上昇トレンドが弱いから、確率的変動など特殊要因によって、たまたまマイナスの伸びになる確率が高くなる。設備投資の実額（季節調整値）の推移を眺めて欲しい（図表 6）。2015 年 4～6 月、7～9 月は 2 四半期連続のマイナスではあるが、現時点でも趨勢は上向きであることがわかるだろう。現在は、設備投資が上向きのトレンドの中で、投資計画の先送りがあって、前期比マイナスになっている。製造業の稼働率のピークは 2015 年 1 月で、5 月以降はそこから▲6～▲8% ほど活動が落ちている。設備稼働率が低下するから、設備投資計画を後ずれさせているのだろう。

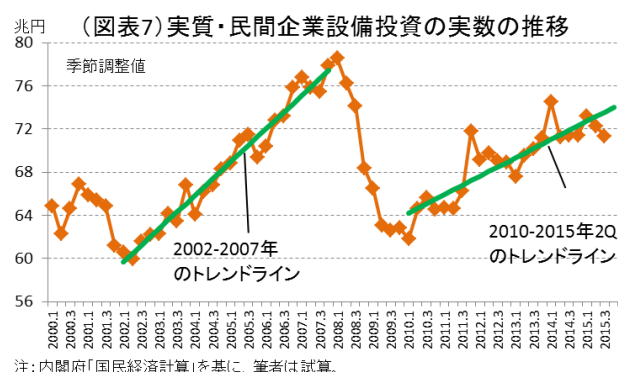
筆者は、2010 年から直近（2015 年 7～9 月）の設備投資の上昇トレンドは年率 2.6%（名目）と計測



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。

する。このペースは、リーマンショック以前の 2002～2007 年までの年率 3.2%（名目）に比べて、8割程度にペースダウンしている格好だ（前掲図表 6）。

なお、この結果は、実質ベースで行っても同様で、2010 年から直近（2015 年 7～9 月）の設備投資の上昇トレンドは年率 2.3%（実質）と計測する（図表 7）。このペースは、リーマンショック以前の 2002～2007 年までの年率 4.2%（実質）に比べて、6 割弱にペースダウンしている。トレンドラインは、実質ベースの方が弱まっているのが実情である。



こうしたデータは、わが国の設備投資のトレンドが最近になるほど鈍化していて、潜在成長率の鈍化と重なる現象と考えられる。政策面では、これを上向かせるために、円安促進、法人税減税、そして成長戦略を推進している。

まとめると、筆者は、GDP 統計における前期比マイナスが続いていることは必ずしも設備投資の趨勢が腰折れしたとは判断していない。むしろ、設備投資は足踏みの範囲内であり、こうした変動はそれほど珍しいことだとは言えない。趨勢を捉えようとするのならば、日銀短観の全規模・全産業の結果は、ある程度、先を見通せると考えている。大企業・全産業の設備投資も、バイアスを勘案すれば有用なデータとして用いることができる。

そもそも、設備投資の動向は、短期的には稼働率など生産関連指標によって動かされるが、少し長いタームでは企業収益の影響力が強まるものである。もちろん、そのほかに技術革新や競争圧力もマクロの投資需要に刺激を与えることは言うまでもない。現在は、生産活動が芳しくないために設備投資も低調になっているが、企業の収益基盤は強いので、設備投資が継続的にマイナスのままでは考えにくい。問題視すべきは、収益基盤がこれほど頑健なのに、設備投資のトレンドが弱いことである。ここには、日本経済全体への期待成長率の低さや、ビジネス慣習、規制・ルールなどに絡んだ間接コストなどの問題があるのではないかと。

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。