

# 今後の景気展望の鍵を握る設備投資

## —90年代の低迷の要因を踏まえて—

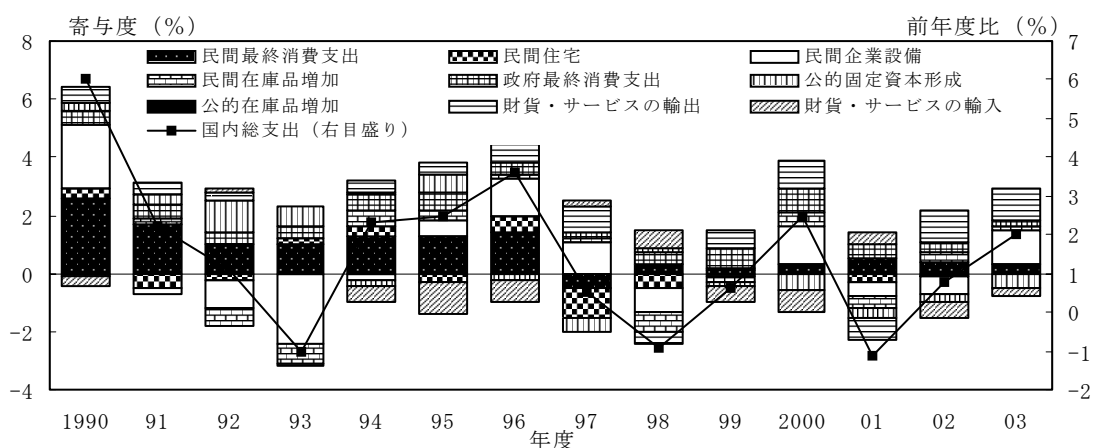
企画調整室（調査情報室） 竹田 智哉

### 1. 景気動向と軌を一にする設備投資

90年代前半のバブル崩壊後、長期にわたり低迷を続けてきた我が国経済は、2002年1月を谷にその後景気回復局面<sup>1</sup>に入り、特に2003年秋以降は、企業部門を中心に持ち直しの動きが顕著になった。しかし、2004年度に入ると徐々に回復の勢いは鈍化し、足元では踊り場の状態にあり、今後の動向に注視を要する状況となっている。

こうした中、今後の景気動向は、高水準の企業収益が実体経済へと着実に波及していくか否か、すなわち企業収益の増加が本格的な設備投資の回復や賃金の上昇につながっていくのかどうかにかかっていると見えよう。中でも、設備投資はGDPの15～20%程度を占める支出項目であり、その動きはGDPとおおむね軌を一にしている（図表1）。バブル崩壊後、本格的な景気回復の障害となっていた債務・設備・雇用のいわゆる3つの過剰が解消されつつある<sup>2</sup>中で、企業は設備投資を増やしつつあるが、その先行きにはなお不透明な部分も残さ

図表1 実質GDP成長率と需要項目別寄与度



(注) 1994年以前は、固定基準年方式。  
(出所) 内閣府『国民経済計算年報』等より作成

<sup>1</sup> 景気基準日付上では、90年代以降に始まった景気拡張期は、第12景気循環（1993年10月（谷）～1997年5月（山））、第13景気循環（1999年1月（谷）～2000年11月（山））と第14景気循環（2002年1月（谷）～）の3回となる。

<sup>2</sup> 債務の過剰感については、図表9を参照。設備・雇用の過剰感は、足元の日銀短観DIの値は何れもゼロ近傍にあり、これは1992～1993年程度の水準に相当する。

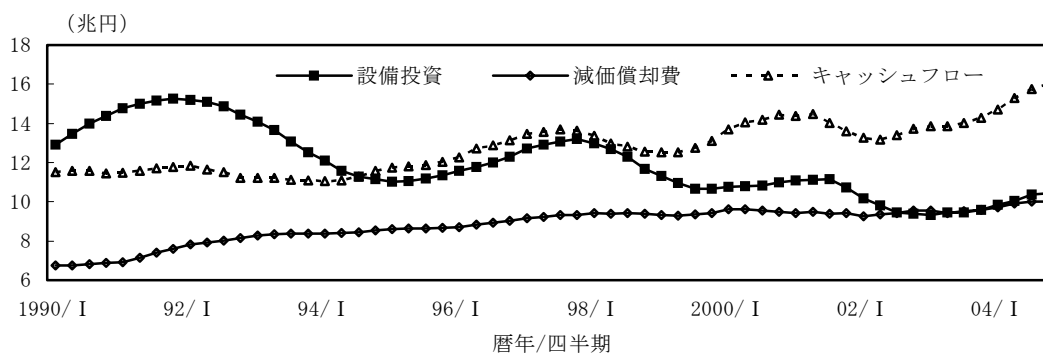
れている。本稿では、景気の方角を左右する大きな要因の一つである設備投資に焦点を当て、90年代以降の設備投資動向を踏まえつつ、今後の設備投資の動きを探りたい。

## 2. バブル崩壊後の設備投資低迷の要因

### 2-1. 趨勢的に低迷した設備投資

バブル崩壊後の景気低迷が長期化する中で、設備投資は、何度か盛り返しの動きが見られたものの、趨勢的には減少傾向を辿り、2002年以降は減価償却費と大差ない水準に留まっている（図表2）。これは、設備投資全体が低水準で推移したことに加え、その中心はあくまで設備が老朽化した分を補う更新投資であり、能力増強投資は抑えられたことを示唆している。

図表2 設備投資、減価償却費とキャッシュフローの推移



(注1) 数字は後方3期移動平均。設備投資は、ソフトウェアを除く。

(注2)  $\text{キャッシュフロー} = \text{減価償却費} + \text{経常利益} \times (1/2)$ 。

(出所) 財務省『法人企業統計季報』より作成

2003年秋以降、設備投資には回復傾向が見られ、今後も古くなった資本設備の更新が期待されることや、キャッシュフローが増勢にあることから、設備投資の拡大を期待する声は少なくない。しかし、足元の2004年10-12月期時点でも、設備投資は減価償却費を0.4兆円程度上回っている状態に過ぎない。また、設備投資とキャッシュフローとの乖離はむしろ広がる傾向にあることから、企業の設備投資スタンスは未だに慎重であり、楽観は許されない状況にある。

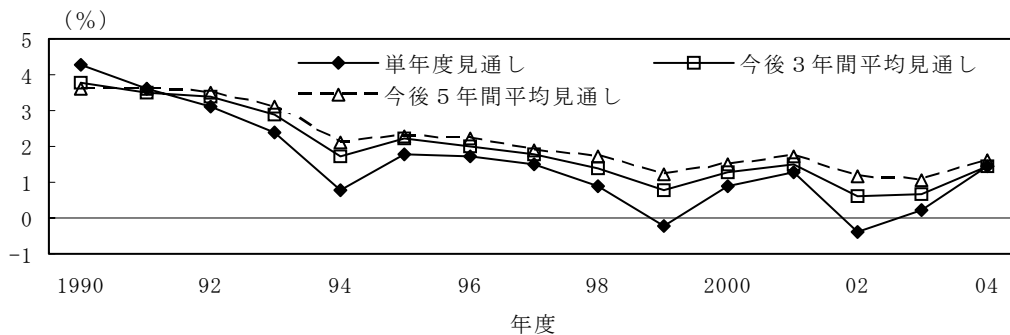
### 2-2. 先行きの需要低迷により抑えられた企業の設備投資意欲

バブル崩壊後の設備投資の低迷を説明する要因としては、第一に、我が国経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の悪化が挙げられる。バブル崩壊に端を発した資産価格の下落に加え、1995年の急速な円高<sup>3</sup>や、1997年秋の金融不

<sup>3</sup> 1995年4月19日には、1ドル=79.75円まで円高が進んだ。

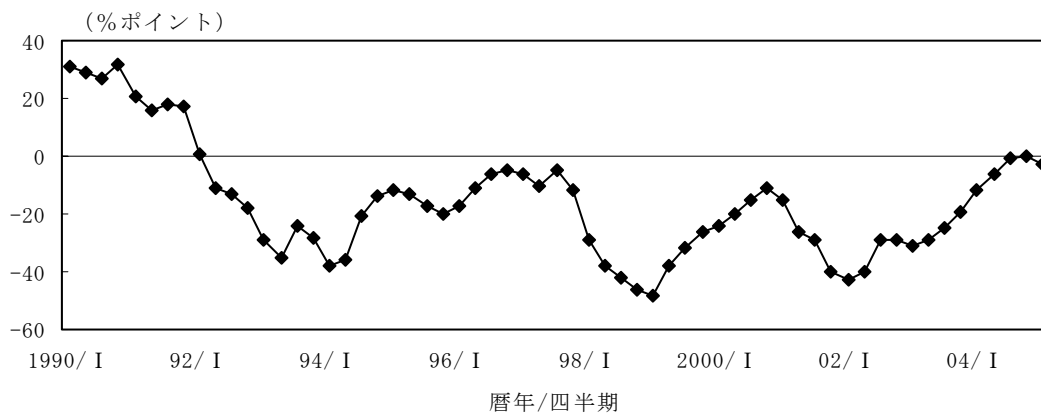
安により、我が国経済のファンダメンタルズが悪化し、これにより企業の予想需要（期待成長率、売上げ見通し等）が低迷したため、設備投資意欲が抑制されたと考えられる。実際、企業の予想実質経済成長率（単年度見通し）は、足元では回復傾向が見られるものの、1994年度以来一度も2%水準にまで回復していない（図表3）。また、日銀短観の業況判断D Iを見て、1992年4-6月期以降、2004年1-3月期まで（予測D Iは、2004年7-9月期まで）の長期にわたってマイナスに陥っていたことも、この証左といえよう（図表4）。

図表3 企業の予想実質経済成長率の推移



(出所) 内閣府『企業行動に関するアンケート調査』

図表4 業況判断D I（予測、「良い」－「悪い」）の推移



(出所) 日本銀行調査統計局『金融経済統計月報』

バブル崩壊後の2回の景気回復期（1997年、2000年）<sup>4</sup>において、弱いながらも予想需要が回復しており、足元でもこうした動きは見られるが、過去2回の景気回復と比べて特段、力強さが感じられる水準には至っていない（図表3、4）。設備投資が本格的な回復に至るかどうかは、今後、更新投資のみならず、能力増強投資を始めとした新規投資が活発化するかどうかを鍵となろう。

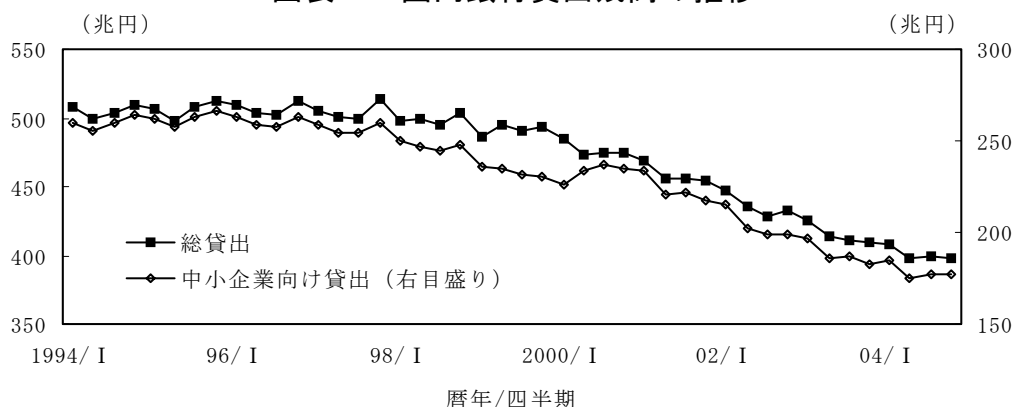
<sup>4</sup> 第12景気循環の山（1997年5月）と第13景気循環の山（2000年11月）。

### 2-3. 貸し渋りの影響を受けた中小企業の設備投資

90年代の設備投資が低迷した他の理由としては、不良債権・過剰債務に代表される金融面の問題も無視できない。金融面の問題の第一点としては、不良債権の存在による金融仲介機能の低下（銀行貸出の低迷）が挙げられる。すなわち、①バブル崩壊による資産価格の下落と、それに伴う不良債権の増加により銀行のバランスシートが悪化したこと、②B I S規制で義務づけられた自己資本比率をクリア<sup>5</sup>するという主に2つの理由から、金融機関の貸出態度が慎重になった（キャピタル・クランチ(流動性制約、貸し渋り)）。そのため、中小企業を中心に資金繰りが悪化し、設備投資が抑制されたと考えられる。

2004年の国内銀行貸出を10年前の水準と比較すると、総貸出が2割程度減少しているのに対し、中小企業向け貸出は3割強も減少している（図表5）。社債・株式等という手段で市場から資金を調達することが難しい中小企業にとっては、銀行貸出の減少がそのまま資金繰りを難しいものにしたと考えられる。日銀短観の資金繰り判断D Iを見ると、90年代後半以降、中小企業の資金繰りは大幅に悪化しており、特に1997年秋の金融不安の後は悪化が目立っている（図表6）。その結果、1998年に入り、大企業とともに中小企業の設備投資は大きく減少している（図表7）<sup>6</sup>。

図表5 国内銀行貸出残高の推移



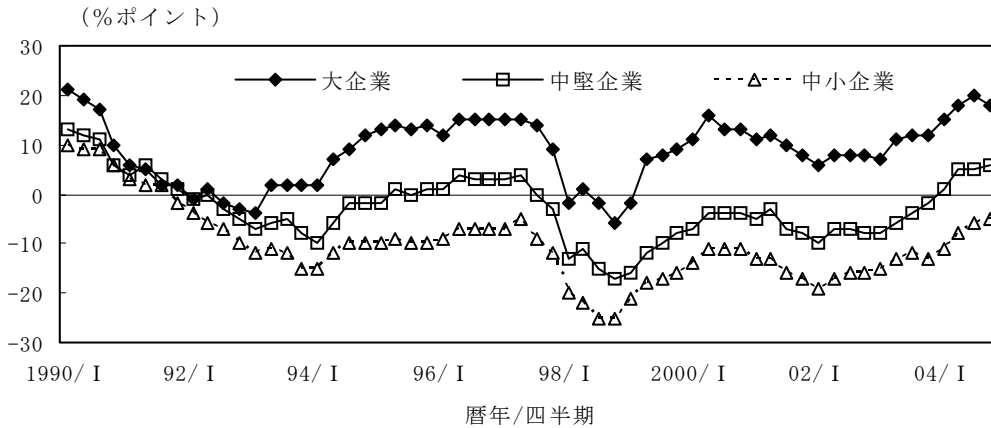
(出所) 日本銀行調査統計局『金融経済統計月報』

不良債権処理は、1990年代の後半頃から連綿と続けられてきたが、なお公的資金の返済に対する不確実性や繰延税金資産に対する取扱いといった問題が残されており、現在の銀行のバランスシートが真の意味で盤石なものとは言い切

<sup>5</sup> 自己資本比率=自己資本/総資産であり、国際基準行は8%、国内基準行は4%を超えなければならない。貸出が増えると、総資産の増額を通じて自己資本比率は低下するため、銀行の貸出態度は慎重化したと考えられる。

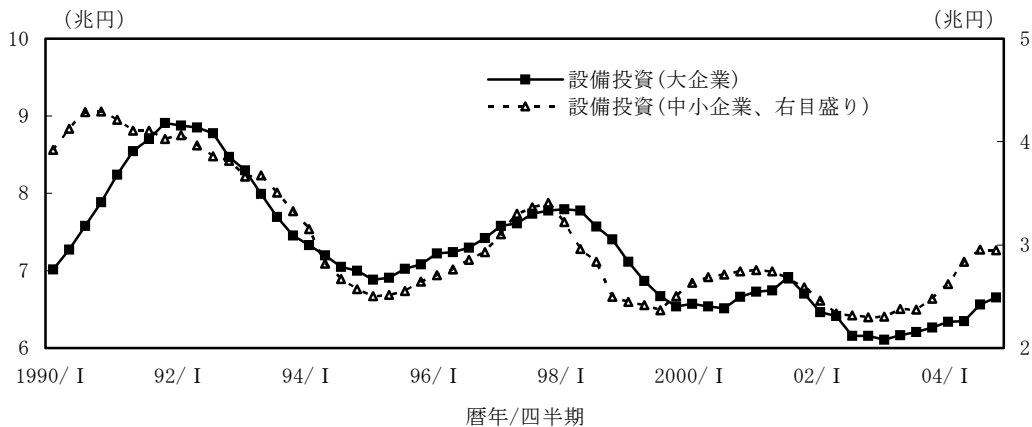
<sup>6</sup> 1992~1994年の減少の理由としては、借手企業の資金需要の減退等が指摘されている（内閣府(2001)、p.94）。

図表6 資金繰り判断DI（実績、「楽である」－「苦しい」）の推移



(注) 「大企業」とは、資本金10億円以上、「中堅企業」とは同1億円以上10億円未満、「中小企業」とは、同2,000万円以上1億円未満の企業を指す。  
 (出所) 日本銀行調査統計局『金融経済統計月報』

図表7 企業規模別の設備投資額の推移



(注1) 数字は後方3期移動平均。  
 (注2) 「大企業」とは、資本金10億円以上、「中小企業」とは、同1,000万円以上1億円未満の企業を指す。  
 (出所) 財務省『法人企業統計季報』より作成

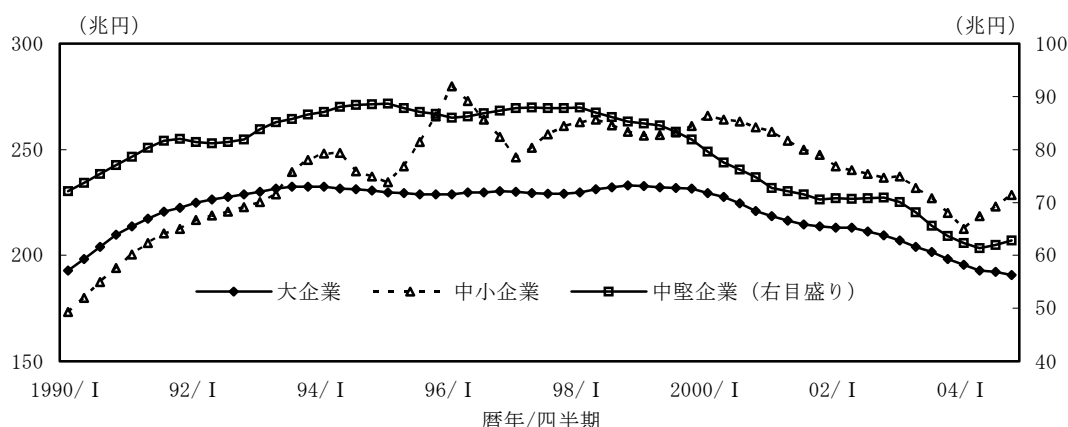
れない。また、都銀の不良債権処理にはある程度の進展は見られるが、地銀の不良債権処理はまだ道半ばの状況にある<sup>7</sup>。銀行が健全な水準のリスクテイク機能を回復し、中小企業を中心とした設備投資を本格的に後押しするようになるには、地銀の不良債権問題の解消など、更なる金融仲介機能の回復が求められよう。

<sup>7</sup> 金融庁「16年9月期における不良債権の状況等」によると、不良債権（金融再生法開示債権）の額は、都銀（長信銀・信託を含む）が2002年3月期の28.4兆円から2004年9月期には12.2兆円へと減少しているのに対し、地銀（地銀・第二地銀・埼玉りそな銀行）は2002年3月期の14.8兆円から2004年9月期には11.6兆円への減少に留まっている。貸出債権に占める不良債権比率で見ても、大手行の4.7%に対し、地方銀行は6.3%という水準にある（日本経済新聞（2005.1.22））。

## 2-4. 企業自身の過剰債務も設備投資の下押し要因

金融面のもう1つの問題は、企業が抱える過剰債務による企業経営の圧迫である。過剰債務がある企業は、①たとえ収益性の高い投資プロジェクトがあったとしても、銀行側から適切な資金供給を受けられない、②債務返済を優先せざるを得ないことから、新規の投資行動を手控える傾向があり、設備投資の下押し要因になると考えられる。実際、企業の負債残高は、1990年代前半には高止まりしており、中小企業に至っては（1996年を除いて）1998年まで負債は増え続けていた（図表8）。その後は減少傾向にあるが、中小企業の負債は、足元でも90年の水準までは減少していない。しかも、デフレ経済の下では、負債の実質的な負担は高まっている。この点を考慮すると、企業の債務負担感を実際

図表8 企業の有利子負債残高の推移



(注1) 有利子負債残高＝短期借入金＋長期借入金＋手形割引残高＋社債。

(注2) 数字は後方3期移動平均。

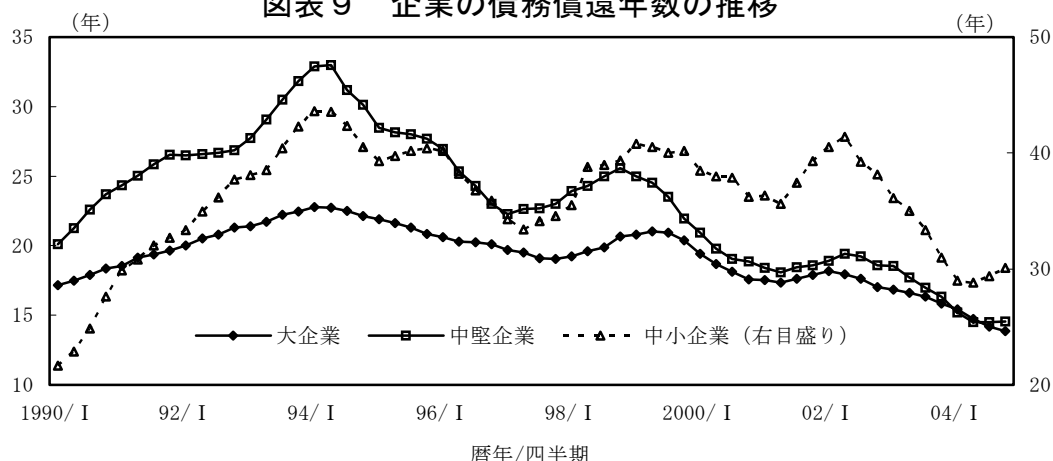
(注3) 「大企業」とは、資本金10億円以上、「中堅企業」とは同1億円以上10億円未満、「中小企業」とは、同1,000万円以上1億円未満の企業を指す。

(出所) 財務省『法人企業統計季報』より作成

の負債残高の減少ほどには軽減されておらず、とりわけなお多額の負債が残っている中小企業では、かなりの負担感があるものと想像される。企業の債務負担状況を測る指標である債務償還年数の推移で見ても、大企業・中堅企業がバブル期の水準よりも債務の圧縮に成功しつつあるのに対して、中小企業は未だに高い債務負担を抱えている様子がうかがえる（図表9）。

特に1997年秋の金融不安以降、大口融資先の倒産による損失を防ぐ等の目的から、銀行は債権放棄や追い貸しによる企業の救済を頻繁に行ってきた。債務を全ては返済できないとしても、その企業が存続することにより生み出される利潤が清算価値よりも大きいならば、当該企業を救済することが望ましいという考え方もできる。しかし、そのような企業は、例え銀行からの金融支援を受けたとしても、債務返済に汲々としていた経営から、積極的な設備投資行動

図表9 企業の債務償還年数の推移



(注1) 債務償還年数 = (長期借入金 + 社債) / キャッシュフロー。

(注2) 数字は後方3期移動平均。

(注3) 「大企業」とは、資本金10億円以上、「中堅企業」とは同1億円以上10億円未満、「中小企業」とは、同1000万円以上1億円未満の企業を指す。

(出所) 財務省『法人企業統計季報』より作成

へと急激にスタンスを変えることは期待しにくい。そういった点も考慮すると、企業の過剰債務問題の解消が、中小企業を含む幅広い分野での設備投資の本格的回復に結びつくには、なおある程度の時間が必要となるのではないかと考えられる。

### 3. 輸出との連動性を強める設備投資

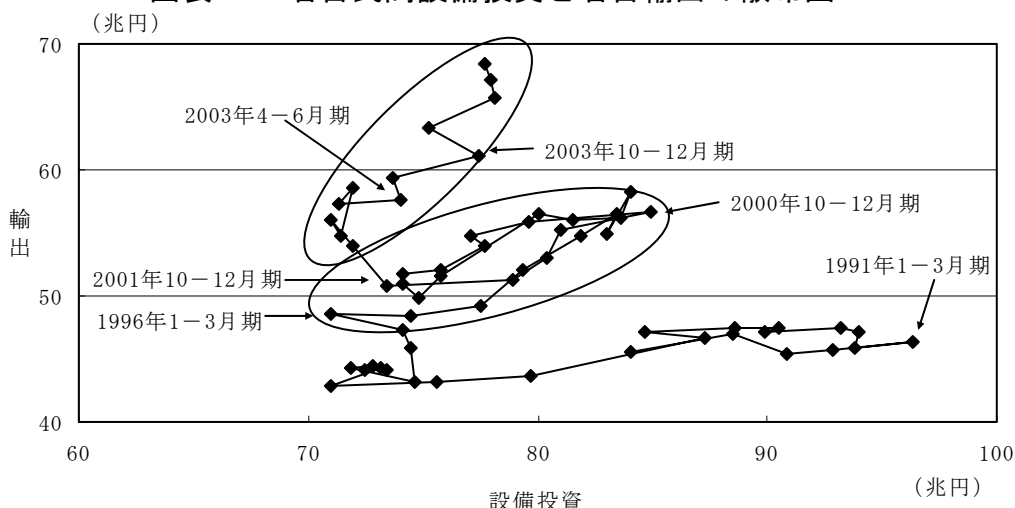
バブル崩壊後の設備投資は、我が国経済の構造的な要因により低迷を余儀なくされた。そのような中で、今回の景気回復局面、特に2003年秋に設備投資に回復の動きが見られた理由は、構造的な要因が解消に向かいつつあるという点とともに、世界経済の好調により輸出が高い伸びを示したという点が挙げられる。実際、1990年代後半には、設備投資は輸出との強い連動性が見て取れる(図表10)<sup>8</sup>。

設備投資が輸出との相関を強めているという事実は、設備投資が国内の構造的な要因だけでなく、世界経済の動向にも大きく左右される側面を反映している。しかし、今後、我が国の主要な輸出相手国である米国及び中国の経済動向については若干の景気減速が見込まれる<sup>9</sup>ことから、輸出の設備投資への波及効果は、ある程度限定されることも想定しておかなければならないだろう。

<sup>8</sup> 相関係数で見ても、1996年1-3月期~2001年10-12月期は0.85、2002年1-3月期~2004年10-12月期は0.90と、設備投資と輸出の間には明確な相関関係を見出すことができる。

<sup>9</sup> IMFのWorld Economic Outlook(2004.9)では、米国の実質成長率は2004年の4.4%から2005年は3.5%、中国は2004年の9.5%から2005年は7.5%と予想している。

図表 10 名目民間設備投資と名目輸出の散布図



(注) 1993年10-12月期以前は、固定基準年方式。  
 (出所) 内閣府『国民経済計算年報』等より作成

#### 4. 設備投資の本格回復には先行き需要の改善が不可欠

バブル崩壊後の設備投資低迷の理由は、①予想需要の低迷、②キャピタル・クラッシュ、③過剰債務問題の3点に集約できよう。これまで見てきたように、足元では、いずれの点についても改善の方向が見られる。しかし、その足取りは必ずしも力強いとは言えず、今後も短期間で大幅な改善は見込み難い。特に、中小企業を取り巻く状況は依然厳しい。

足元では設備・債務・雇用のいわゆる3つの過剰は解消しつつある<sup>10</sup>が、それだけでは企業の設備投資意欲を本格的に回復させることは難しい。キャッシュフローと設備投資額の大きな乖離は、企業マインドが未だ本格的には回復していないことを裏付けるものである。今後、設備投資が力強く拡大していくためには、過剰債務問題や不良債権問題がある程度解決した上で、これに予想需要の改善が加わり、企業マインドがより改善していくことが必要である。

#### 5. 今後の我が国経済を左右する設備投資

2004年12月14日に公表された日本政策投資銀行の「2004・2005年度設備投資計画調査」によると、両年度ともに減価償却費を上回る水準の設備投資が計画されており、2005年度の設備投資は減価償却費を23.7%上回る水準となっている。企業数で見ても、2004年度の製造業では、減価償却費を上回る設備投資を計画しているのは全体の半数を超えており、更新投資から能力増強投資へと投資動向の変化の兆しも出てきており、今後、こうした動きが中小企業も含め、より広範に広がっていくかどうかポイントとなる。

<sup>10</sup> 脚注2を参照。



設備投資は、短期的には内需の一要因として国内景気を牽引するとともに、それが生産能力となる中長期においては、(効率的な投資である場合には)競争力を高め、経済の潜在成長率を押し上げる役割を果たす。今後、高齢化・人口減少により労働供給の減少が避けられない我が国にとって、長期にわたり設備投資が本格的な回復に至らないとすれば、競争力すなわち国力の低下を招く恐れもある。

今後、設備投資の力強い回復を実現させるためには、まず、特に地方企業・地方銀行の過剰債務・不良債権問題のより一層の解消を進めることが求められる。これは、都市部に比べて回復が遅れている<sup>11</sup>地域経済の活性化のためにも必要であろう。同時に、企業の予想需要を改善させるために、規制緩和や新産業の育成等といった産業政策に加えて、内需の主役たる消費の本格的な回復が欠かせないのではないだろうか。

#### 【参考文献】

- 日本開発銀行「90年代の設備投資低迷の要因について」『調査 No. 262』、日本開発銀行、1999年9月
- 内閣府『年次経済財政報告』、2001年12月
- 内閣府『年次経済財政報告』、2003年10月
- 長島直樹「設備年齢の動きと生産性に対する影響」『F R I 研究レポート No. 68』、富士通総研、2000年1月
- 永幡崇、関根敏隆「設備投資、金融政策、資産価格」『Working Paper 02-3』、日本銀行調査統計局、2002年5月
- 日本銀行調査統計局「近年の設備投資動向と本格回復への課題」日本銀行『日本銀行調査月報』、2003年7月
- 福田慎一「設備投資と金融」『日本経済新聞 やさしい経済学』日本経済新聞社、2004年8月(8月30日～9月8日までの連載)
- 福田慎一、粕谷宗久、中島上智「非上場企業の設備投資の決定要因：金融機関の健全性および過剰債務問題の影響」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No. 05-J-2』、2005年2月
- 宮尾龍蔵「銀行機能の低下と九〇年代以降のデフレ停滞」浜田宏一、堀内昭義『論争 日本の経済危機』、日本経済新聞社、2004年5月
- 宮川努、落合勝昭「過剰設備と長期停滞」『フィナンシャル・レビュー第73号』、財務省財務総合政策研究所、2004年9月

(内線 3297)

---

<sup>11</sup> 2004年12月の日銀の業況判断DIを見ると、全国(全産業)ではかろうじてプラスの値を保っているが、地域別では東北・北海道など大きくマイナスとなっている地域がまだ多い。