

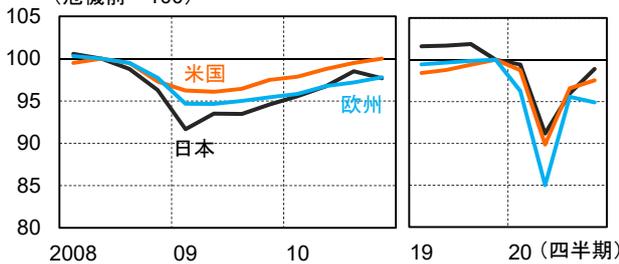
## 欧米に比べて慎重さがみられる日本の設備投資

経済調査室 渡会 浩紀

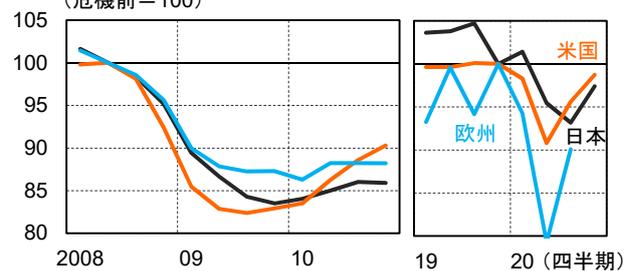
### 1. 日本の設備投資は欧米に比べて持ち直しが遅れる

- 日本の実質GDPは、Go To キャンペーンの効果もあって2020年10～12月期に前期比年率12.7%増加し、コロナ危機前の19年10～12月期比99%まで持ち直した。各国で感染再拡大の影響は懸念されるものの、日本経済は米欧と遜色なく持ち直している(図表1-1)。一方、日本の設備投資は、持ち直しが遅れる傾向にある。リーマン危機後の設備投資は、円高進行も加わって長く低迷し、今回の危機においても、欧米が4～6月期を底に早期に持ち直す一方で、日本は7～9月期もマイナスとなり、10～12月期に漸くプラスに転じた(図表1-2)。
- 形態別にみると、機械投資は発注のキャンセルや延期が容易なため、リーマン危機後に各国でみられたように、早期に落ち込み、その後の持ち直しも早い。一方、工期の長い建設投資は遅行して減少する。コロナ危機においては、建設投資は店舗やオフィス需要への期待が縮小したこともあり日米ともに減少が続いた。しかし、機械投資は、日米欧ともに4～6月期の落ち込みが大きかったが、米欧が経済の持ち直しに伴い7～9月期に増加に転じた一方で、日本では持ち直しが遅れた(図表1-3)。
- 先行指標である機械受注をみると、米国は、4月から減少したが、6月を底にほとんどの機種で回復した。電子・通信機械が大きく牽引しており、コロナ危機後のデジタル化需要などを受け、半導体製造や情報通信業などの成長分野への投資が活発になっているとみられる。日本は、米国に3ヵ月ほど遅れて漸く上向いた。電子・通信機械の伸びが米国と比べて見劣りしており、成長投資の遅れが懸念されるほか、工作機械や産業機械も含めて、危機後の落ち込みが米国より大きかった点も特徴的である(図表1-4)。

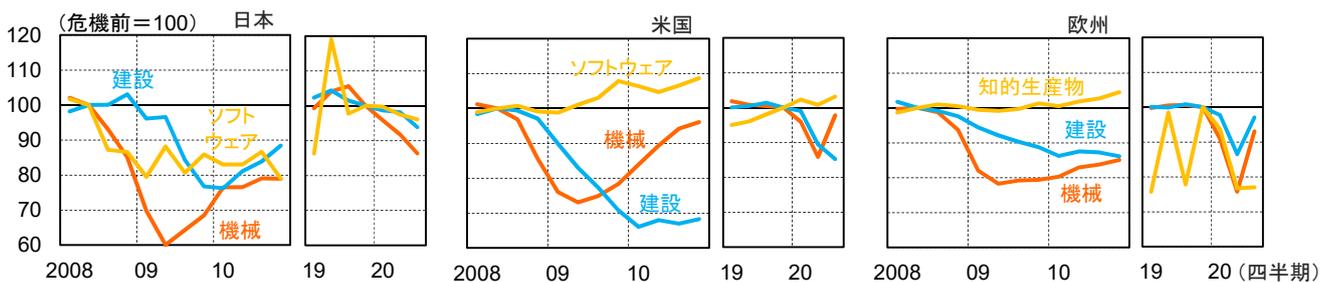
図表1-1 日米欧の実質GDP  
(危機前=100)



図表1-2 日米欧の設備投資  
(危機前=100)

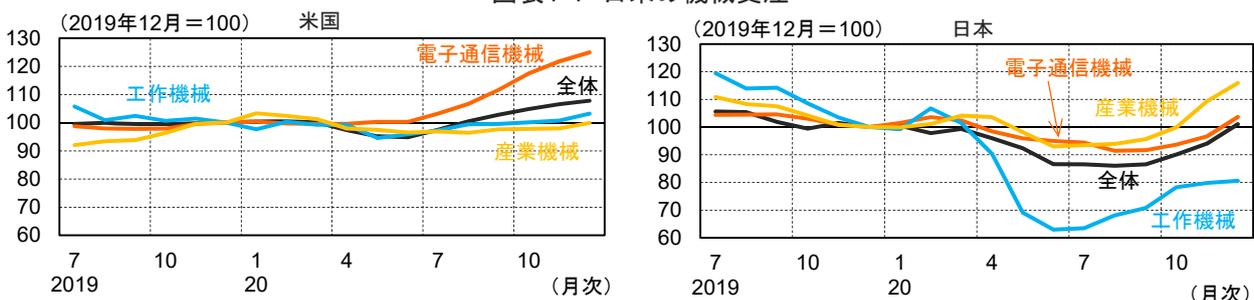


図表1-3 日米欧の形態別設備投資



(備考) 1.内閣府、米商務省、Eurostat 2.欧州の設備投資は公共投資を含む 3.危機前：リーマンは08年4～6月期、コロナは19年10～12月期

図表1-4 日米の機械受注

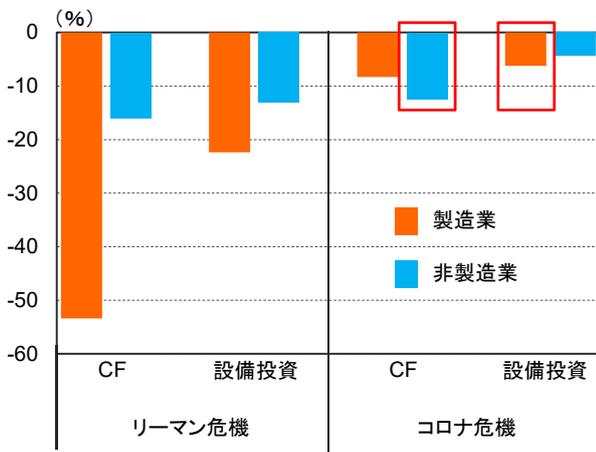


(備考) 1.内閣府、米商務省(航空機を除く非国防資本財受注) 2.後方3ヵ月移動平均

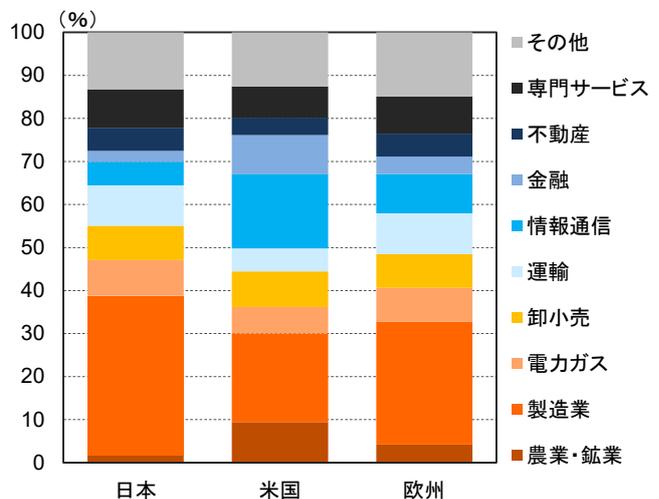
## 2. 電子部品デバイス以外の多くの製造業で減少幅が拡大

- リーマン危機後の業績悪化は、製造業において顕著であり、設備投資も落ち込んだ。コロナ危機では、非製造業の業績が大きく下振れたが、設備投資の減少幅は製造業の方が大きい。製造業は、建設投資より機械投資の割合が大きく、業績の下振れに直面すると設備投資を絞る傾向が強いと考えられる(図表2-1)。
- 日米欧で産業別の設備投資シェアをみると、情報通信や金融の割合が高い欧米と比べて、日本は製造業の割合が高く、危機時に設備投資を抑制しやすい産業構成となっている(図表2-2)。
- コロナ危機後の日本の設備投資を産業別にみると、コロナ危機を経て需要増が期待される電子部品デバイスや情報通信などで増加したものの、多くの産業で減少した。特に、20年4~6月期から7~9月期にかけて投資の減少幅が拡大した産業は、コロナ危機の打撃を強く受ける宿泊飲食のほか、リース業を含む機械製造業関連が多い(図表2-3)。

図表2-1 危機後のキャッシュフローと設備投資の変化率



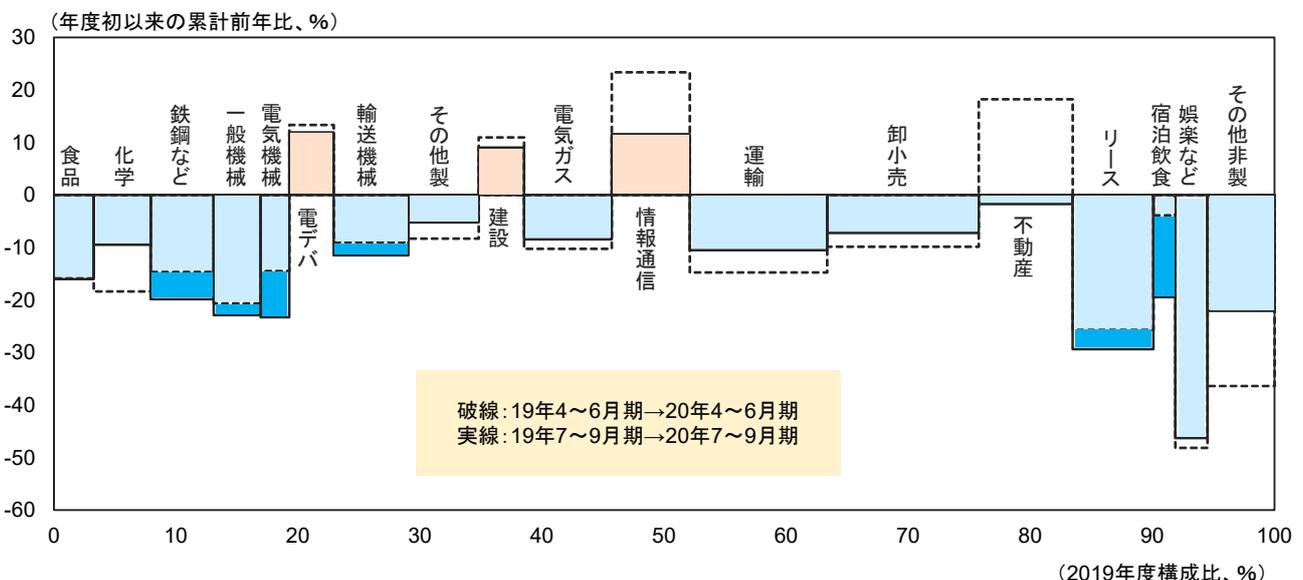
図表2-2 日米欧の産業別設備投資シェア



(備考)1.財務省 2.危機発生前(リーマン:08年4~6月期、コロナ:19年10~12月期)から3四半期の変化率

(備考)1.各国統計局 2.欧州は、独仏伊西の4カ国 3.2018年

図表2-3 コロナ危機後の産業別設備投資の変化

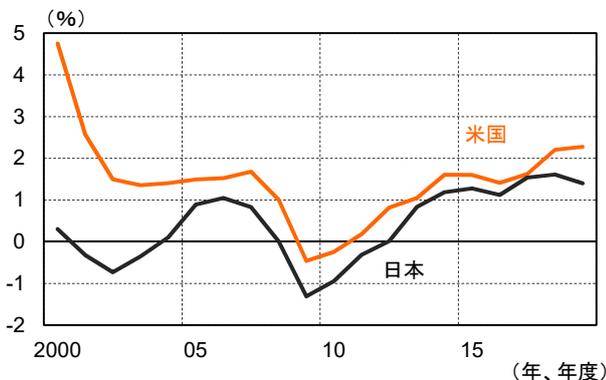


(備考)財務省

### 3. 日本企業は危機時に慎重になりやすい可能性があり、下振れに懸念

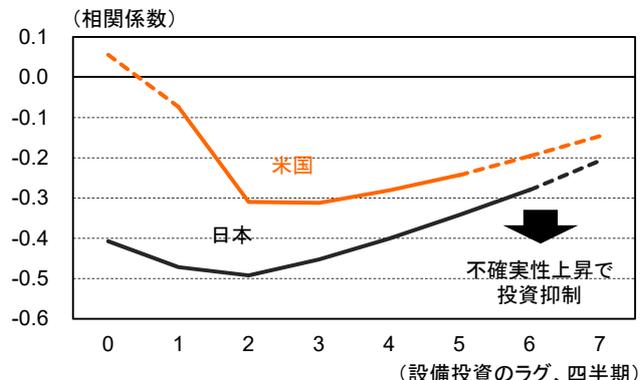
- 設備投資は、19年にかけてインバウンドやオリパラに向けた都市機能整備もあって大きく増加し、設備ストックなどから計算される期待成長率は米国に遜色のない高さとなった(図表3-1)。しかし20年度は、旺盛な投資が一服することに加え、コロナ危機で先行きの成長期待が大きく低下した可能性がある。
- また、不確実性の設備投資への影響をみると、日米ともに2四半期後の投資が抑制される傾向があるが、その関係(相関係数の絶対値)は日本で大きい。コロナ危機においては、世界的に不確実性が高まったが、日本では、その投資抑制効果が特に大きい可能性がある(図表3-2)。
- 設備投資の要因ごとの反応をみると、米国は、主に各企業固有のショックに反応するのに対して、日本はマクロのショックに反応しやすいという指摘がある。コロナ危機に直面した日本企業は、欧米の企業よりも慎重化し、投資計画を先送りしたケースが多かった可能性がある(図表3-3)。
- 不確実性を回避する国民性が、企業の現預金比率の高さに影響を及ぼすという指摘もある(図表3-4)。アンケート調査によれば、企業が余剰資金を抱える目的としては、将来の投資への備えという積極的なものがあるが、バッファー確保という予備的動機が大きい。現金確保は危機耐性を高めて投資を支える効果もあるが、日本企業が不確実性に直面して余剰資金の積み増しを図る場合には、投資の抑制要因となる。
- 日本の設備投資は欧米に遅れながらも下げ止まっている。20年度のマイナスは避けられないものの、早期かつ大規模な資金繰り支援が行われたほか、企業の財務体力が強化されていたこともあり、リーマン危機後ほどの落ち込みにはならない見込みである。また、感染が1月半ばをピークに減少し、ワクチンへの期待もある。ただし、感染第3波により不確実性が高まったことで、日本の産業構成や企業の慎重姿勢などにより欧米以上に下振れる可能性には留意が必要である。投資が停滞すれば、短期的な需要回復の遅れだけでなく、イノベーション対応の遅れにもつながり、コロナ後の中長期的な経済成長に悪影響が及ぶことが懸念される。

図表3-1 日米の期待成長率



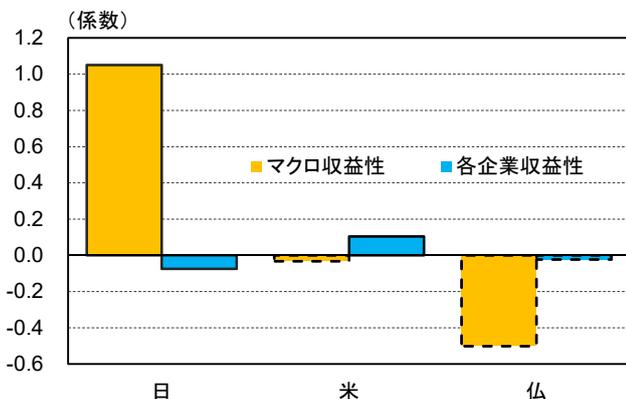
(備考) 1.内閣府、米商務省  
2.資本ストック統計などにより日本政策投資銀行試算

図表3-2 日米の不確実性と設備投資



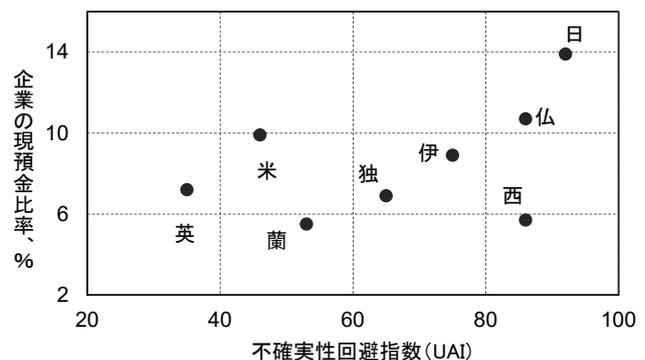
(備考) 1.内閣府、米商務省により日本政策投資銀行作成 2.実線が有意  
3.不確実性はGDPのヒストリカルボラティリティ

図表3-3 日米仏投資のマクロ要因と個別要因に対する反応



(備考) 1.花崎・Tran(2003) 2.実線は1%で有意  
3.マクロ収益性はGDP、各企業収益性はROA

図表3-4 不確実性回避指数と企業の現預金比率



(備考) 1.Chen (2015) 2.論文では、パネルデータを使用してUAIと現預金比率の間に有意に正の関係があることを確認済み  
3.現預金比率=現金及び現金同等物/総資産

©Development Bank of Japan Inc.2021

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引等を勧誘するものではありません。  
本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部  
Tel: 03-3244-1840  
e-mail(産業調査部): report@dbj.jp