

（BOX 3）感染症ショックの雇用・設備投資面への波及状況

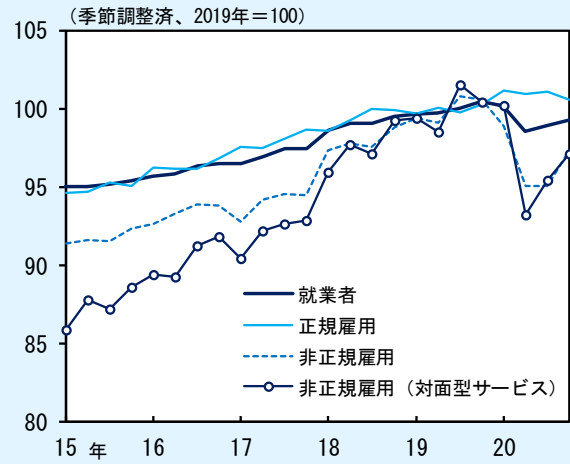
新型コロナウイルス感染症がわが国経済に与える影響は、昨年4～6月のGDPの大幅な落ち込みにみられるように、マグニチュードが非常に大きく、部門を問わず経済全般に幅広く及んだ。もっとも、7～9月以降の持ち直しの動きを詳しくみていくと、今回のショックの特徴として、セクターや属性により影響が不均一であることが指摘できる。本BOXでは、こうした観点から、感染症ショックの雇用・設備投資への波及状況について整理する。

そもそも、今回の感染症の流行は、緊急事態宣言下で経済活動がセクターによらず幅広く制約された昨年春頃の時期を除けば、直接的には宿泊・飲食業など対面型サービス業に集中して、需要の大幅減少や営業コストの上昇をもたらすという性格を有している。そのもとで、①財政・金融面からの大規模かつ迅速な政策対応を背景に、所得・支出循環を通じた感染症ショックのマクロ経済全体への波及が相応に抑制されていることや、②グローバルな貿易活動の回復に伴うわが国の輸出・生産の堅調さや、財消費の底堅さが明らかになってきたことから、部門間での影響の違いが、より明確化してきたように窺われる。実際、雇用面では、正規雇用の底堅さに対し、非正規雇用は、対面型サービス業を中心に水準を切り下げている（図表 B3-1①）。設備投資の内訳をみても、機械投資が持ち直すなかで、宿泊・飲食業の建設投資の弱さが一段と目立つ（図表 B3-1②）。

雇用面について詳しくみると、今次局面では、経済活動（全産業活動指数）の落ち込みの程度がITバブル崩壊時やリーマン・ショック時を上回っているにもかかわらず、就業者数の減少幅は、

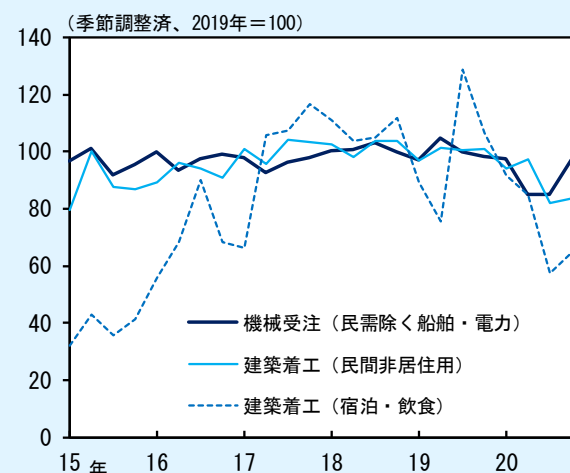
図表B3-1：部門別にみた雇用・設備投資

①就業者数



(出所) 総務省  
 (注) 1. 対面型サービスは、宿泊・飲食、生活関連・娯楽、教育・学習支援、医療・福祉。  
 2. 2020/4Qは、10～11月の値。

②設備投資関連

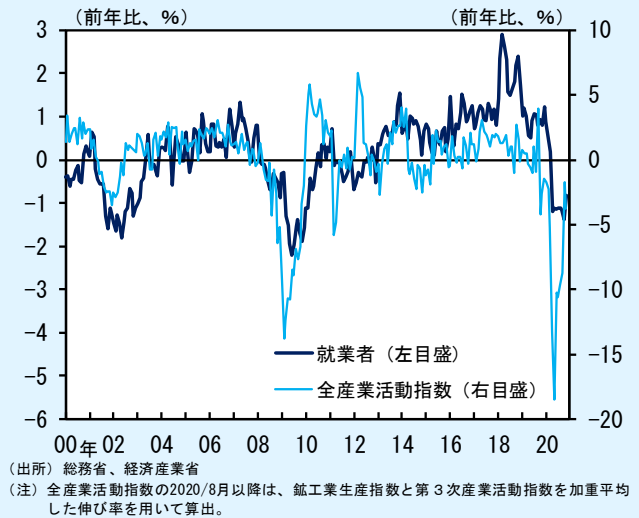


(出所) 内閣府、国土交通省  
 (注) 1. 建築着工は、工事費予定額。  
 2. 2020/4Qは、10～11月の値。

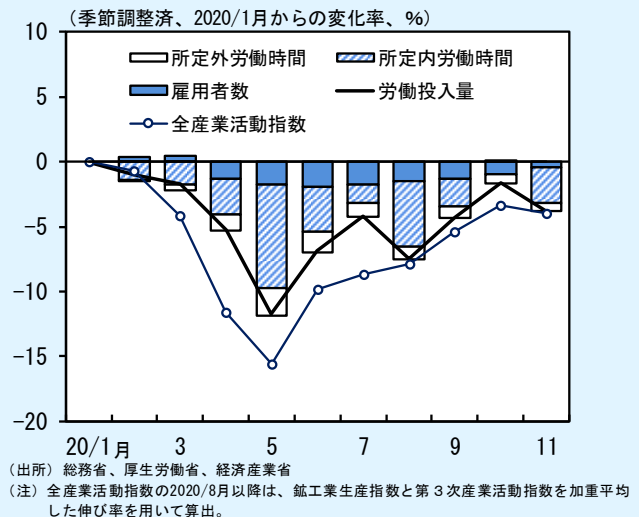
これらの景気悪化局面と比べると抑制されている（図表 B3-2）。その一方、雇用者数だけでなく一人当たり労働時間も含めた労働投入量をみてみると、今次局面では主として所定内労働時間の大幅な削減によって、相応に大きな調整が実施されてきたことがわかる（図表 B3-3）。このことは、企業が、今次局面で拡充された雇用調整助成金を積極的に活用することなどを通じて、雇用者の大部分を企業内に保蔵したまま、休業（労働日数の削減）や一日当たり労働時間の削減を優先させるかたちで、需要の急減に対応してきたことを示している。不況期の労働保蔵は日本企業の特徴とはいえ、仮に、今回拡充された雇用調整助成金を利用していなければ、企業は、より大規模な解雇や新卒採用の削減、有期雇用者の延長取り止めに踏み切っていた可能性が高い。その場合には、休業や労働時間の削減により現実に発生した賃金・所得の減少（休業手当が通常勤務時の所定内給与を下回る部分や所定外給与の減少）以上に、マクロの賃金・所得は減少し、ひいては個人消費にも更なる下押し圧力が作用していたはずである。逆に言えば、その部分が、雇用調整助成金やその他の企業・雇用支援策の下支え効果であると考えられる。

とはいえ、先ほどみたとおり、感染症の影響が最も大きい対面型サービス業においては、非正規雇用を中心に、なお調整が続いている。一方で、マクロ的には大規模な雇用調整が回避されるもとの、長らく人手不足が企業活動の制約となっていた建設、医療・福祉、卸・小売等では新規求人が増加するなど、労働市場の一部には前向きな動きもみられている（図表 B3-4）。感染症の影響により雇用吸収力の低下した対面型サービス業からの離職者が、構造的な人手不足が続く他産業へと徐々に吸収されていけば、先行きの失業率の上昇

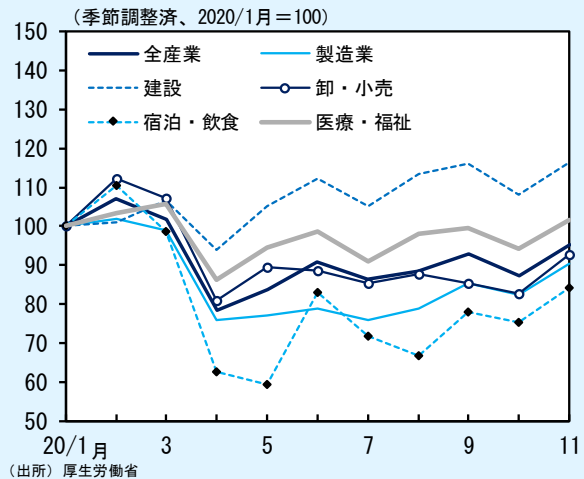
図表B3-2：全産業活動指数と就業者数



図表B3-3：全産業活動指数と労働投入量



図表B3-4：産業別の新規求人



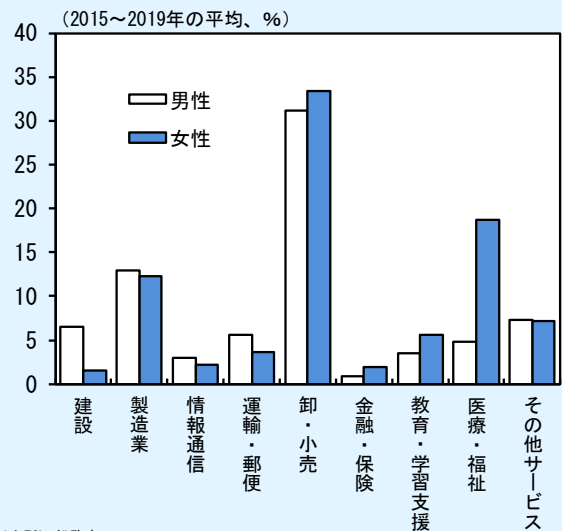
圧力を抑制する要因となる。この点、前回の展望レポートでも指摘したとおり、感染症の影響による雇用削減圧力の強い宿泊・飲食業などの労働者については、非正規比率の高さもあって他産業への転職率が比較的高く、女性を中心に卸・小売業や医療・福祉業へと転職するケースが目立つ（図表 B3-5）。こうした対面型サービス業から人手不足業種への雇用再配分は、労働需給の悪化圧力を一定程度和らげる役割を果たすことが期待される。

次に、設備投資面についても、経済活動の落ち込みの大きさに比べると、資本ストックの調整圧力は、小幅にとどまっている。これには、金融機関の積極的な取り組みなどによって、金融面から設備投資が下支えされていることの影響が大きいとみられる。また、日本銀行・政府による資金繰り支援策も、こうした取り組みを後押ししている。この点、短観における金融機関の貸出態度判断DIをみると、通常は業況判断DIと強い相関を有しており、景気悪化局面では厳格化する傾向にあるが、今次局面では、中小企業を中心に、依然低水準にある企業の業況感から明確に乖離するかたちで、緩和的な状態が維持されている（図表 B3-6）。

こうした金融機関による緩和的な貸出姿勢が、設備投資を下支えした効果を確認するため、規模別の設備投資額について、①短観の貸出態度判断DI、②東証株価指数、③マクロ経済不確実性指数<sup>23</sup>、④GDPの4変数を説明変数とするローカル・プロジェクション・モデルを推計した。その結果をみると、貸出態度判断DIの改善は、設備

<sup>23</sup> マクロ経済不確実性指数は、様々なマクロ経済指標に関する時系列モデルの予測誤差の分散を集計したもの。具体的な算出方法については、日本銀行ワーキングペーパー「マクロ経済に関する不確実性指標の特性について」（2020年10月）を参照。

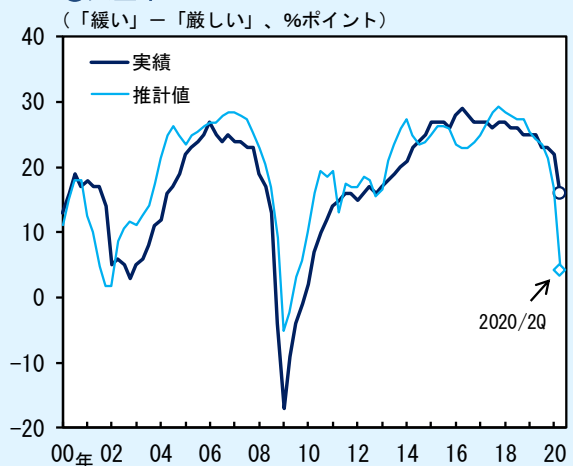
図表B3-5：対面型サービスからの転職先



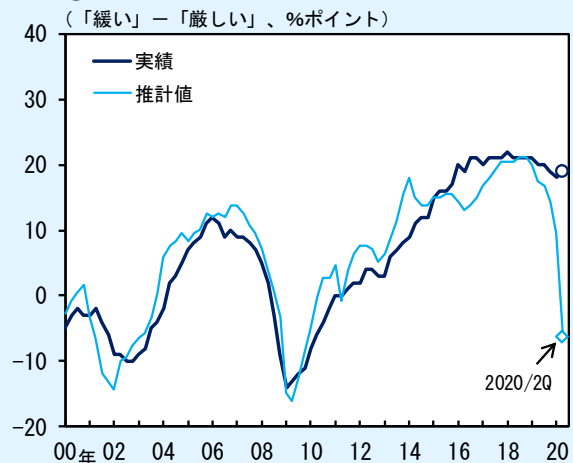
(出所) 総務省  
 (注) 1. 過去1年間の離職者数のデータから作成。  
 2. 対面型サービスは、宿泊・飲食、生活関連・娯楽。対面型サービス内での転職を除く。

図表B3-6：金融機関の貸出態度

①大企業



②中小企業

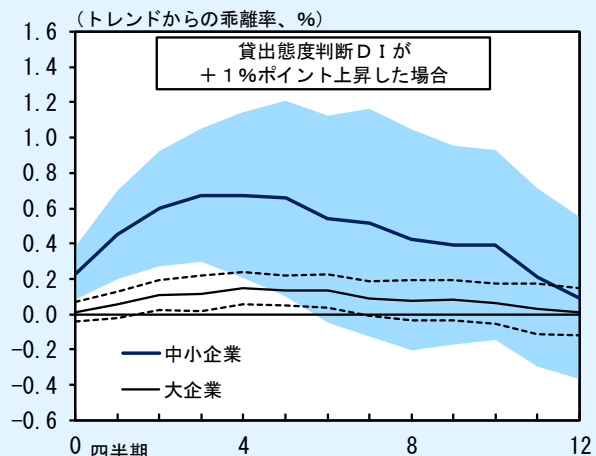


(出所) 日本銀行  
 (注) 1. 短観ベース（全産業）。  
 2. 推計値は、貸出態度判断DIを業況判断DIに回帰して得られた値。

投資を有意に押し上げる効果を持つこと、とりわけ中小企業においてプラス効果が大きいことが分かる（図表 B3-7）。さらに、このモデル推計値を用いて、今次局面において緩和的な貸出態度が維持されたことが設備投資に及ぼす効果を試算してみると<sup>24</sup>、貸出態度判断DIの改善は、先行き3年間にわたって、中小企業を中心に、設備投資全体を年平均で3兆円程度（+6%程度）押し上げる効果を持つことが示される（図表 B3-8）。ただし、こうした試算結果は、推計モデルに依存する面もあるため、幅をもってみる必要がある。

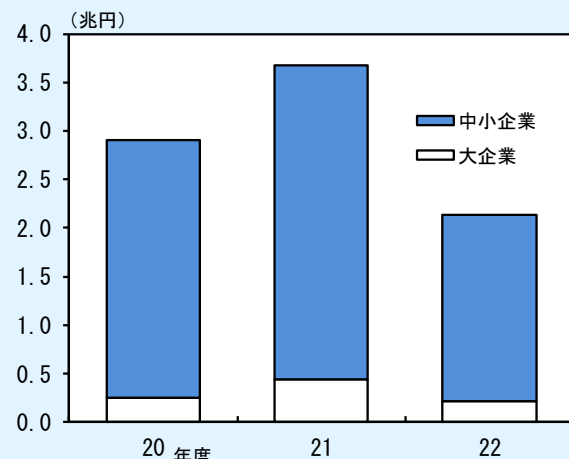
このように、緩和的な金融環境が維持され、マクロ的な資本ストック調整圧力の強まりも回避されるも、設備投資の大幅減少が続いているセクターは、対面型サービス業や一部の運輸業に限られている。また、製造業の機械投資は、輸出や生産の回復を背景に、はっきりと持ち直しており、先行きの設備投資は、そうした機械投資や感染症対応目的のデジタル投資等が牽引するかたちで、全体としても持ち直しに転じていく蓋然性が高まっているとみられる。実際、中小企業を調査対象に多く含む設備投資意欲を示す指標をみても、足もとでは、はっきりとした改善に転じている（図表 B3-9）。

図表B3-7：貸出態度の設備投資への影響



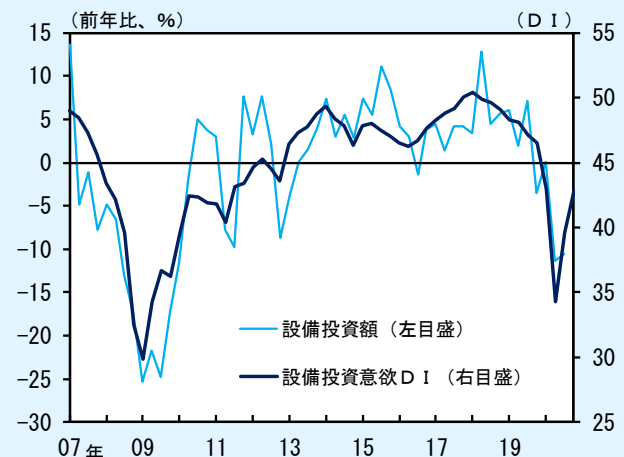
(出所) 内閣府、Bloomberg、財務省、日本銀行等  
 (注) ローカル・プロジェクトにより企業規模別に推計。説明変数に自己ラグ、TOPIX、マクロ経済不確実性指数、GDPを含む。シャドー、点線の範囲は、95%タイルバンド。推計期間は1994/1～2020/1Q。設備投資額は法人季報ベース。金融業、保険業を除く。

図表B3-8：設備投資増加額



(出所) 内閣府、Bloomberg、財務省、日本銀行等  
 (注) 2020/2Qに、貸出態度判断DIの実績と推計値（貸出態度判断DIを業況判断DIに回帰して得られた値）の乖離幅をショックとして付与し、設備投資額のトレンドからの乖離率を試算したうえで、2020/1Qのトレンドを用いて実額に変換。

図表B3-9：企業の設備投資意欲



(出所) 財務省、帝国データバンク  
 (注) 設備投資額は、法人季報ベース。金融業、保険業を除く。

<sup>24</sup> 企業規模別にみたときの、2020年6月時点における実際の貸出態度判断DIの水準と、業況判断DIとの過去の相関関係から示唆される同DIの水準の差分を、「貸出態度の追加的な緩和化ショック」とみなした。