

## （BOX 2）企業部門における収益改善と設備投資の前向きな循環

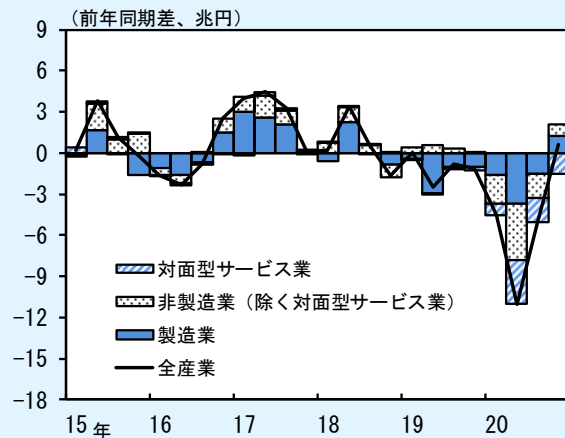
本BOXでは、企業部門において所得から支出への前向きな循環が始まっている点を、詳しくみていく。まず、企業収益が経済活動の持ち直し以上に堅調な改善を示している背景について、分析する。次に、そうした収益改善にも支えられて、先行きも設備投資の回復局面が続く可能性が高いことを示す。

法人季報の企業収益（全産業全規模ベース）をみると、2020年10～12月の経常利益は2四半期連続で改善し、感染症拡大前の2019年10～12月の水準を幾分上回った（図表B2-1）。内訳をみると、製造業の収益改善が顕著であるが、対面型サービス業以外の非製造業の収益も回復している。こうした収益改善の一因には、国内外の経済活動の持ち直しに伴う売上高の回復があるが、収益の改善ペースは売上高の回復以上に速い。これには、以下の2つの要因が大きく影響している。

第1に、企業は、感染症の拡大を契機に経営効率の向上に積極的に努めており、とくに対面での営業や会議が中止・縮小されるなかで、交際費や出張費、広告宣伝費といった販売管理費（販管費）が大幅に削減されている（図表B2-2）。販管費の削減は、業種・規模を問わず、幅広いセクターの収益改善に貢献しており、2020年4月から12月までの3四半期累計で、全産業全規模の企業収益を前年より約9兆円も押し上げている。この金額は、2019年の経常利益の1割強に相当する。

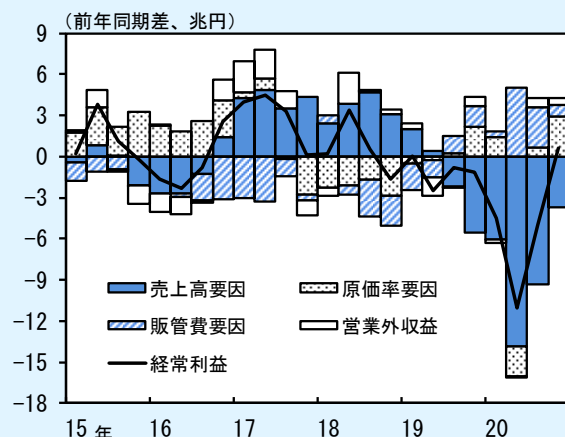
当面、感染症への警戒感が続く間は、販管費は交際費や出張費を中心に抑制された状態が続き、収益の下支えに作用すると予想される。その後、感染症が収束に向かう過程では、対面を含む企業の営業活動の回復に伴って再び販管費も増加して

図表B2-1：業種別にみた経常利益



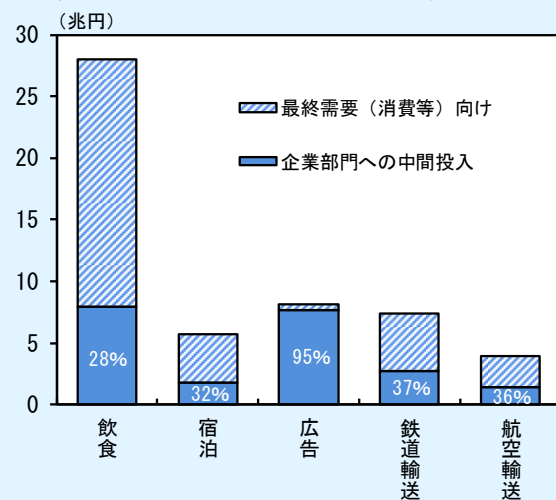
(出所) 財務省  
 (注) 1. 法人季報ベース。金融業、保険業および純粋持株会社を除く。  
 2. 対面型サービス業＝運輸・郵便業、宿泊・飲食サービス業、広告業。

図表B2-2：経常利益の変動要因



(出所) 財務省  
 (注) 1. 法人季報ベース。金融業、保険業および純粋持株会社を除く。  
 2. 寄与度分解は、売上高要因＝(1-原価率)×Δ売上高、  
 原価率要因＝Δ(原価率)×売上高、それぞれ算出。

図表B2-3：対面型サービスの需要



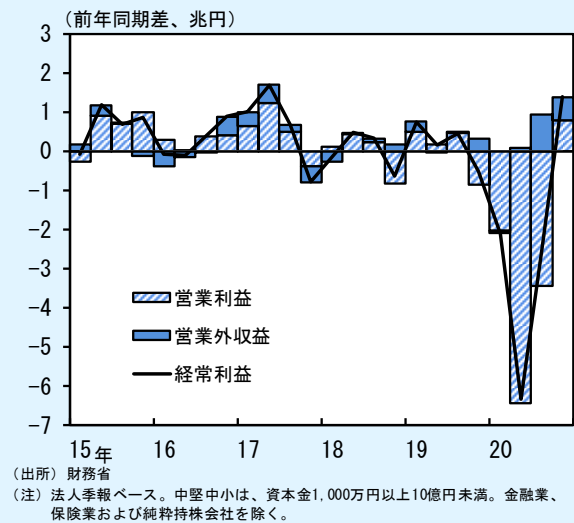
(出所) 総務省  
 (注) 2015年産業連関表ベース。企業部門への中間投入＝内生部門への投入額＋家計外消費支出。グラフ内の計数は、需要全体に占める中間投入の割合。

いくと予想されるが、これを機会に企業が、感染症拡大以前から経営課題となっていた事業のデジタル化やスリム化を推進し続ける可能性も高い。このため、経費によっては、完全に元の水準には戻らないものもあるとみられる。例えば、国内外の出張の一部がリモート面談等で恒久的に代替される可能性や、営業活動等のオンライン化が一段と進む可能性などが考えられる。企業が、対面活動の経費に充てていた資金の一部をデジタル化に向けた前向きな投資に振り向けていけば、最先端の技術や社内の経営資源の有効活用等を通じて、中長期の生産性上昇にもつながっていくことが期待される。

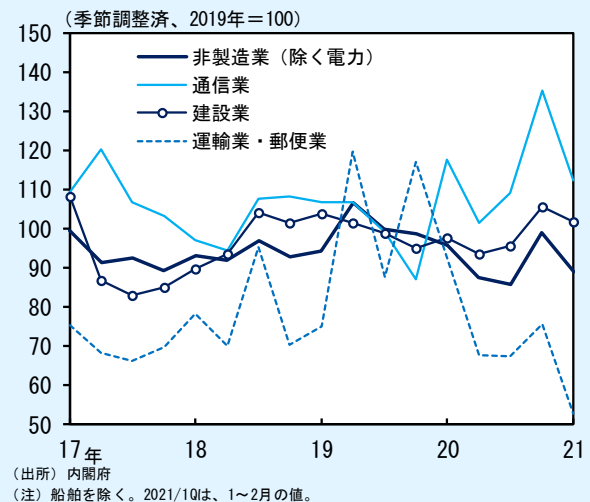
なお、こうした販管費の減少は、対面型サービスにおけるビジネス需要の減少と表裏の関係にある。例えば、飲食や宿泊、鉄道輸送、航空輸送の需要のうち、過半は家計等の最終需要であるが、3～4割は企業部門の中間需要である（図表 B2-3）。販管費の削減は、マクロ的にみれば企業収益を下支えし、損益分岐点の低下にもつながっているが、このことは同時に、宿泊・飲食業や運輸業等の売上高を大幅に減少させる要因ともなっている。感染症の拡大以降、対面型サービス業とそれ以外の産業で業況感や収益面の格差が拡大している点については、家計消費がサービス中心に減少していることだけでなく、こうした企業の販管費の削減も少なからず影響している。

企業収益が売上高の回復以上に改善している背景の第2は、これまでの経済対策で実施されてきた各種の企業支援策によって、政府部門から企業部門、とりわけ中堅中小企業への所得移転が、過去に類例のない規模で発生している点である。持続化給付金や雇用調整助成金、家賃支援給付金、時短要請への協力金などの各種支援金は、企業に

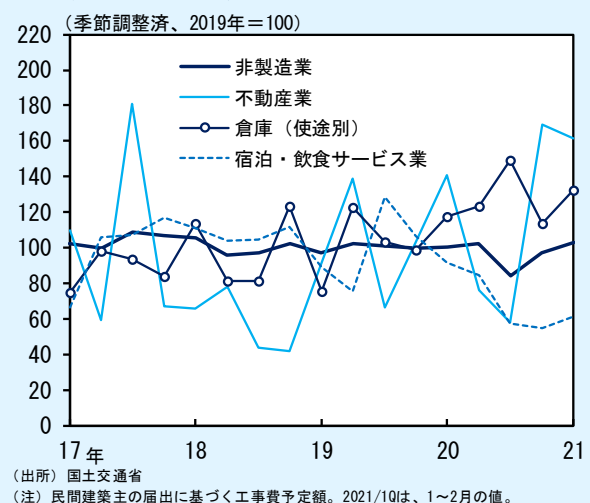
図表B2-4：中堅中小企業の経常利益



図表B2-5：非製造業の機械受注



図表B2-6：非製造業の建築着工

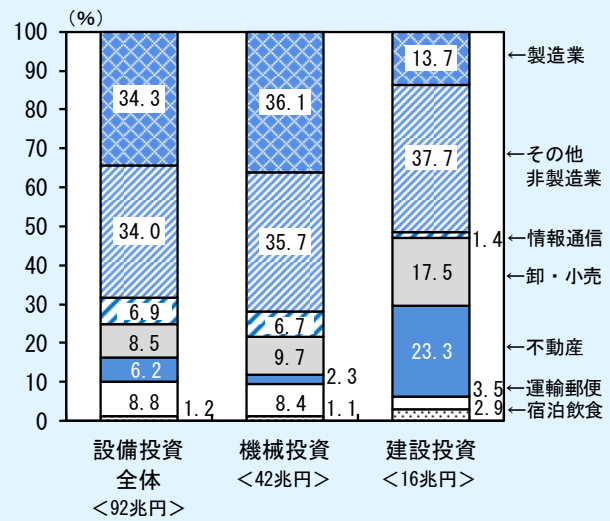


よって会計上の取り扱いが区々となっており、企業財務データからはその金額を正確につかみにくいが、法人季報では、これら給付金の影響は、営業外収益の増加や人件費の減少、原価改善などのかたちで現れているとみられる。とくに、中堅中小企業における営業外収益は、サービス業など感染症による打撃が大きい業種を中心にはっきりと増加しており、これには各種の支援金の支給が影響している可能性が高い（図表 B2-4）。

こうした企業収益の改善、とりわけ売上高の回復や経費支出のスリム化に起因する部分は、輸出環境の好転や、金融機関の積極的な貸出姿勢など国内の緩和的な金融環境とも相俟って、このところの設備投資の持ち直しにつながっている。感染症の打撃により業況が悪化している業種や企業への各種支援金の支給については、前向きな設備投資に直結するケースは少ないとみられるが、一定の下支え効果は発揮していると考えられる。

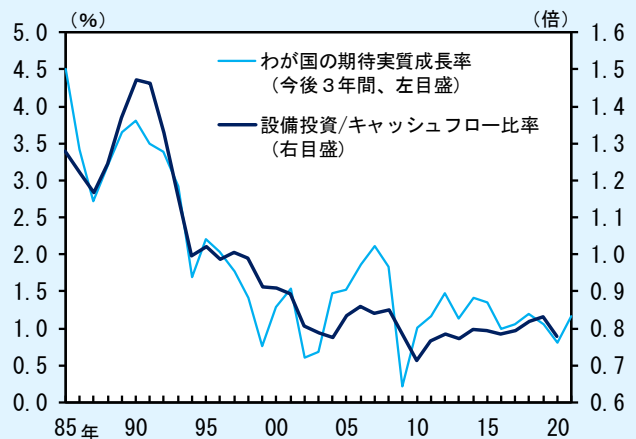
実際、設備投資の先行指標を業種別に詳しくみると、製造業に加えて、対面型サービス業以外の非製造業でも、設備投資の持ち直しが明確となっている（図表 B2-5、B2-6）。機械投資では、通信業が、デジタル化やオンライン消費の拡大を背景とする通信量の増大を受けて、基地局の増強や5Gの普及に向けた投資を積極化させている。また、建設業も、公共投資の着実な増加等を背景に人手不足が続くなかで、ICT機能を搭載した建設機械の購入など、省力化投資に注力している。建設投資では、Eコマース向けの物流施設（倉庫）の新設・増強の動きが続いているほか、不動産業は、感染症収束後も見据えて、都市再開発案件を着実に進めている。一方、運輸業による機械投資（鉄道車両・航空機）や、宿泊・飲食業による建設投資は、低迷した状態が長引くとみられる。ただし、

図表B2-7：設備投資の業種別内訳



(出所) 内閣府  
 (注) 固定資本マトリックス（名目、2019暦年）ベース。全産業（除く公務）に占める割合。公的部門を一部含む。建設投資は、住宅以外の建物（土木工事を除く）。  
 < >内は、民間部門における2019暦年の実績。

図表B2-8：設備投資と期待成長率



(出所) 内閣府  
 (注) 1. わが国の期待実質成長率は、企業行動に関するアンケート調査（上場企業）ベース。調査年でプロット。  
 2. 設備投資/キャッシュフロー比率は、SNAベース。1993年以前は、1993 SNA（2000年基準）。  
 キャッシュフロー＝固定資本減耗＋（営業余剰＋ネット財産所得）÷ 2。  
 3. 2020年のキャッシュフローは、前年から横ばいと仮定。

図表B2-9：設備投資関数

【資本ストック調整圧力】  

$$ST_t = \Delta K_t / K_{t-1} - g_t = I_t / K_{t-1} - \delta_t - g_t$$

【設備投資関数】  

$$\Delta_4 \left( \frac{I_t}{CF_{t-1}} \right) = Const. + \sum_{i=0}^4 \alpha_i \times \Delta_4 (g_{t-i}^e) + \beta \times \Delta_4 (c_t) + \sum_{j=1}^{12} \gamma_j \times ST_{t-j}$$

$I_t$  = 実質設備投資、 $K_t$  = 実質資本ストック、 $g_t$  = 潜在成長率  
 $\delta_t$  = 減耗率のHPトレンド、 $CF_t$  = 実質キャッシュフロー  
 $g_t^e$  = 期待成長率、 $c_t$  = 資本コスト  
 ※ $\Delta_4$ は前年差を表す。 $g^e$ 、 $ST$ はアーモラグ構造を仮定。

(注) 実質キャッシュフローは、固定資本減耗＋（営業余剰＋ネット財産所得）÷ 2で名目値を算出し、GDPデフレーターで実質化。設備投資/キャッシュフロー比率の算出には、実質設備投資、実質キャッシュフローのTC成分を使用。資本コストは、長期金利－中長期インフレ予想＋減耗率。期待成長率は、企業行動に関するアンケート調査における、わが国の期待実質成長率（今後3年間）。

これらの業種は総じて労働集約的であることから、設備投資全体に占めるウエイトは1割程度にとどまる（図表 B2-7）。

先行きも、企業の中長期的な成長期待が下方屈折することなく、緩和的な金融環境も維持されるもとで、企業収益から設備投資への前向きな循環は続くと予想される（図表 B2-8）。この点に関して、「設備投資／キャッシュフロー比率」を被説明変数、①企業の期待成長率、②資本コスト、③資本ストックの調整圧力を説明変数とするシンプルな関数を推計し（図表 B2-9、B2-10）、そのパラメータに基づく外挿シミュレーションの結果をみても、早晩、感染症の影響による調整局面は終了し、設備投資は増加局面に転じていくことが示唆される（図表 B2-11）。

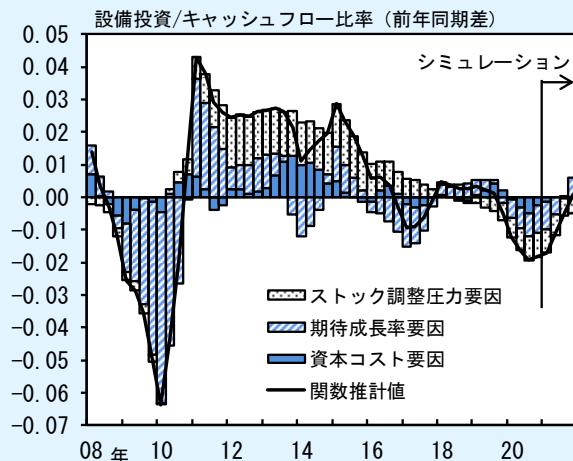
見通し期間の終盤にかけては、資本ストック調整圧力が蓄積されていくことなどから、設備投資の増加ペースは鈍化するとみられる。もっとも、上述したとおり、今後は販管費削減の背後でデジタル化の加速が予想されるため、設備投資に占めるIT関連投資（ソフトウェア投資も含む）や研究開発投資のウエイトは一段と高まっていくと予想される（図表 B2-12）。IT関連投資や研究開発投資は減耗率が高いため、同じ資本ストックを維持するために必要となる設備投資の水準は従来よりも高くなる（同じ額の設備投資に対する資本ストックの調整圧力の程度は小さくなる）。こうした点や、環境対応投資など中長期的に必要な設備投資が増えていくことを考え合わせると、見通し期間の終盤においても、設備投資が減少に転じるほどの大きな資本ストック調整圧力は生じないとみられる。

図表B2-10：推計結果

被説明変数：設備投資／キャッシュフロー比率	
定数項	-0.008 ** (0.004)
期待成長率	4.00 *** (0.91)
資本コスト	-1.99 ** (0.85)
資本ストック調整圧力	-1.39 ** (0.68)
修正R <sup>2</sup>	0.31
推計期間	1998/1Q～2020/2Q

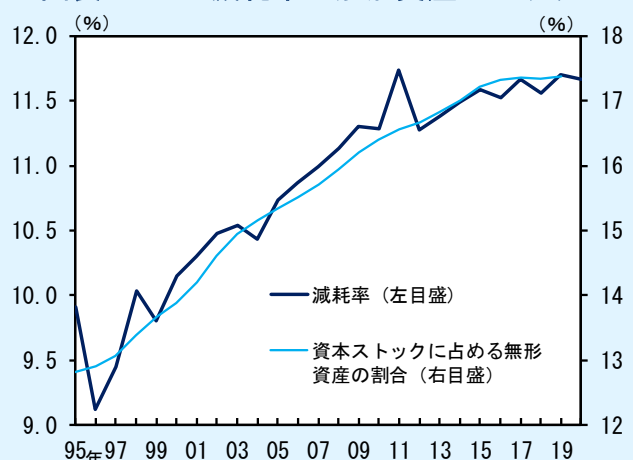
（出所）内閣府、財務省、日本銀行、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」  
（注）（）内は標準誤差。\*\*\*、\*\*は、それぞれ1%、5%有意。期待成長率、資本ストック調整圧力は、ラグのパラメータの合計値。

図表B2-11：設備投資関数の推計値



（出所）内閣府、財務省、日本銀行、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」  
（注）1. 定数項要因を除く。  
2. 2021/1Q以降は、資本コスト、潜在成長率、減耗率を2020/4Qの値で一定、実質キャッシュフローを2020/1Qの値で一定と仮定した試算値。

図表B2-12：減耗率と無形資産ストック



（出所）内閣府  
（注）資本ストックに占める無形資産の割合は、固定資本ストックマトリックス（実質）の民間部門における「住宅」以外の固定資産のうち、知的財産生産物（コンピュータソフトウェア、研究開発、娯楽作品原本）が占める割合。