

## 中小企業の設備投資動向

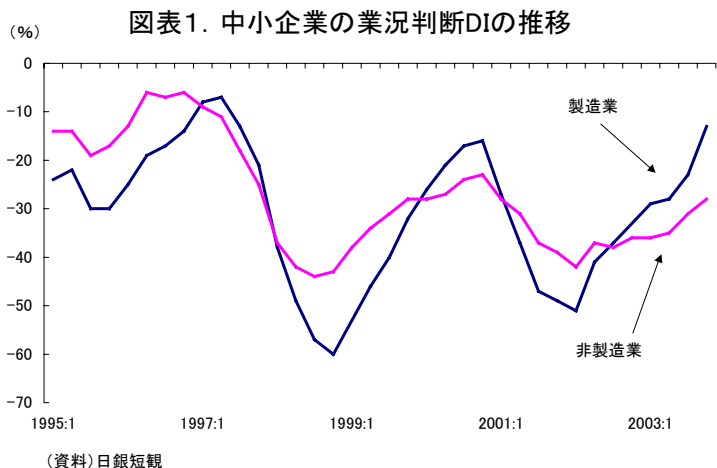
### 【ポイント】

1. 景気回復を背景に中小企業の設備投資が回復傾向にある。外需中心の生産増によって生産設備の過剰感が薄らぐ中、キャッシュフローが増加傾向にあり、大企業同様に製造業の設備投資が増加している。
2. 一方、投資収益率の回復の遅れや売上高の低迷を背景に、約7割のウエイトを占める非製造業の設備投資は盛り上がりには欠けている。
3. 引き続き製造業中心の設備投資の回復が続くと思われるが、円高の進行という懸念材料が顕在化しており、先行きに不透明感が漂っている。

設備投資が増加傾向となっている。2003年7～9月期（2次QE）の実質設備投資は前期比0.5%増と5四半期連続のプラスとなった。実質値がデフレーター下落によって押し上げられる一方、名目設備投資は、前期比ではマイナスとなったが、前年比では2.9%増と底堅く推移している。外需主導で立ち直ってきた日本経済であるが、輸出増に伴う企業収益の回復が設備投資に波及する構図となっており、ミクロベースでは、好調部門であるデジタル家電向けの生産設備の能力増強や新商品対応する大企業製造業の設備投資計画が新聞紙上を賑わしている。こうした中、遅れていた中小企業の業況感も改善しており、大企業同様に製造業を中心に設備投資が増加している。ここでは、マクロベースの設備投資をみる上で不可欠な中小企業の設備投資の動向について考えてみたい。

### 1. 改善が見られる中小企業の業況感

日銀短観で中小企業の景況感をみると、製造業の業況感が急速に改善している。2003年12月調査では13と前回調査より10%ポイント改善し、前回のピーク（2000年12月調査、16）を超えている。一方、非製造業は上向いているが、28とまだ前回のピーク（同23）には達していない。IT需要に牽引された前回は製造業の好調が目立ったが、その時以上に両者の間に差が出ている状況である。今回の景気回復は、外需主導による側面が強く、米国やアジア経済の景気回復を背景に、数量ベース中心に輸出が増加傾向にある。その恩恵による生産活動の好調を受けて、製造業は改善傾向が強いのにに対して、非製造業はデ



フレによって売上高が伸び悩んでおり、景況感の回復テンポが速まらない。

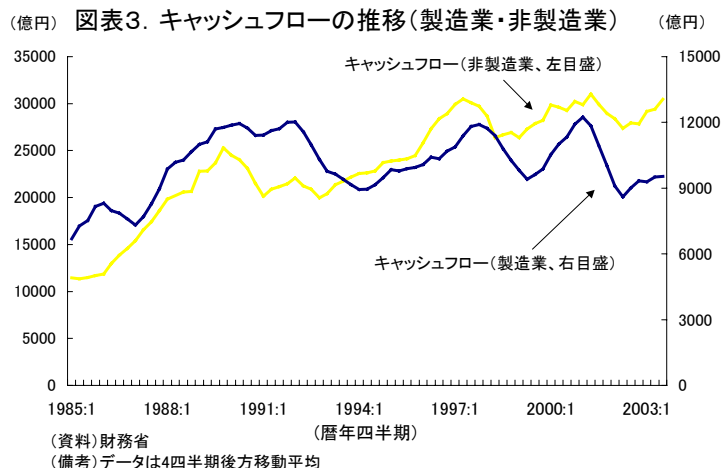
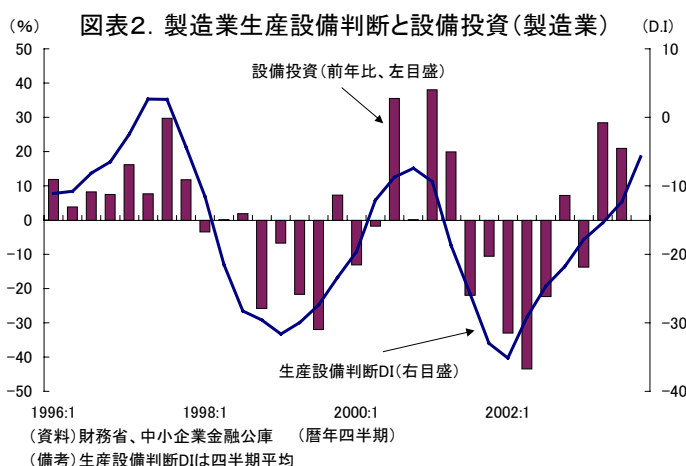
業況感を業種別にみると、製造業は世界的に競争力のある自動車やデジタル家電関連を中心に業況感が急速に改善している。特に、国内外で消費が好調なデジタル家電に関連する部門の改善が著しく、電気機械は 2 と前回から 23 ポイント、精密機械が +3 (10 ポイントの改善) と急速な改善がみられる。また、早くから業況感が改善している自動車は +20 と中小企業製造業では唯一の二桁のプラスとなっている。さらに、成長著しい中国の旺盛な投資意欲によって、非鉄金属や鉄鋼などの素材関連業種も回復し、建機などを含む一般機械は前回調査より 13%ポイント改善した。一方、非製造業は、大半の業種で上向いているものの、依然として水準は低い。特に、国内消費が伸び悩む中、小売が 44、卸売が 31 と落ち込みが厳しい。また、公共工事が減少傾向であることから、建設が 36 と前回調査から改善がみられない。

## 2. 中小企業の設備投資動向

このような業況感の違いが設備投資にも明確に出ている。法人企業統計季報で、2003 年度前半の設備投資額（固定資産新設額）をみると、製造業が前年比 24.1%増と大企業製造業を上回る伸びとなっているのに対して、非製造業が同 0.2%増と微増にとどまっている。四半期では、製造業は 4~6 月期が前年比 28.4%増、7~9 月期が同 21.0%増と高い伸びを続ける一方で、非製造業は、4~6 月期が同 13.9%増となったものの、7~9 月期が同 10.0%減と落ち込んだ。

図表 2 は中小企業の製造業の生産設備判断 DI と設備投資の前年比の推移を示したものであるが、生産設備判断 DI が急速に改善している。10~12 月期の判断 DI は、四半期平均で 5.7 と業況感と同様に前回ピーク (7.4) を上回っており、月次ベースでは、12 月時点で 1.9 とプラス化も間近になってきた。生産設備判断 DI と実際の設備投資の動きは概ねリンクしており、設備の過剰感の薄れが、控えられてきた設備の更新需要などを刺激している。

また、設備投資資金の源泉となるキャッシュフローの増加も設備投資を後押ししている。図表 3 は中小企業のキャッシュフロー（経常利益×0.5 実効税率程度 + 減価償却費で計算）の推移を示したものであるが、キャッシュフローの回復テンポは非製造業の方が上回っている。ただし、後述するが、非製造業は、その増分の大半が負債の圧縮に充てられているのに対



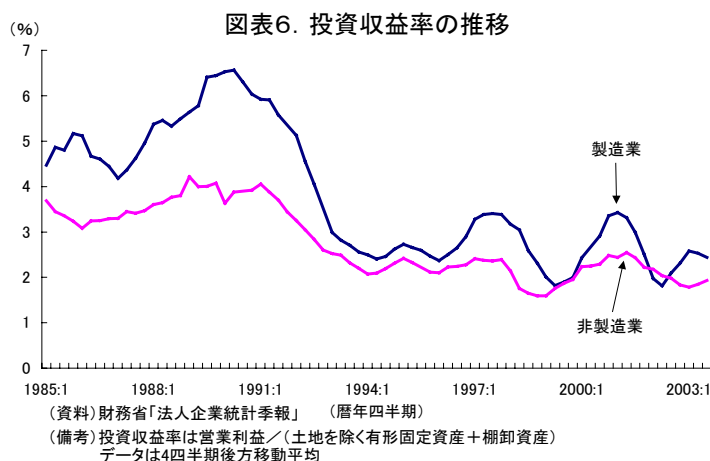
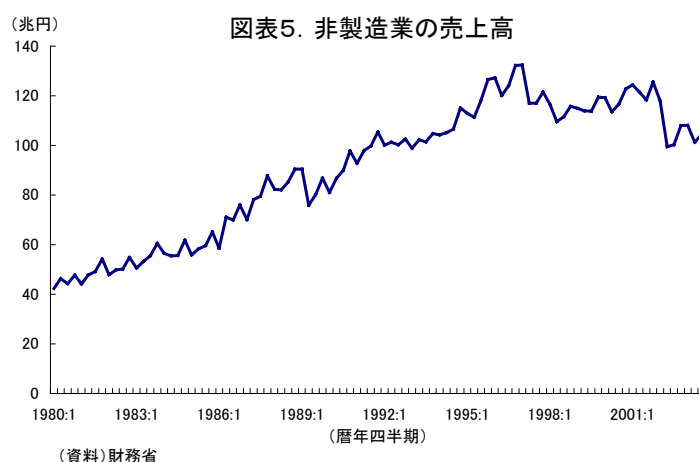
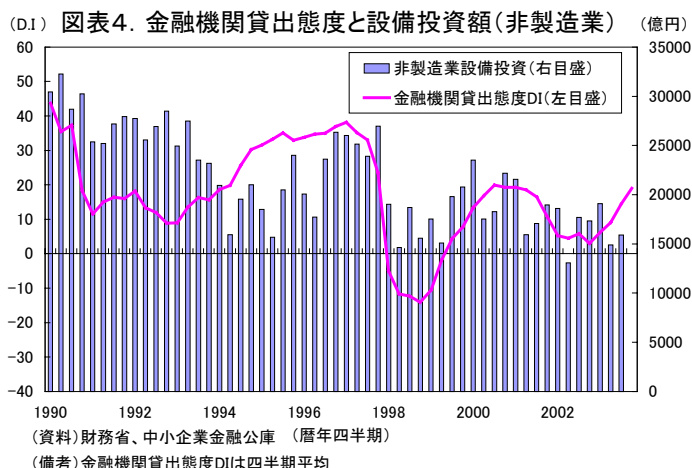
し、バランスシートの傷みがより軽微な製造業はキャッシュフローがダイレクトに設備投資の回復につながっている。

一方、非製造業は、設備投資の大きな決定要因となる貸出態度が大幅に改善しているにもかかわらず、設備投資はさほど伸びていない。中小企業は、大企業に比べて設備投資資金を外部調達する企業の割合が高く、金融機関の貸出態度の軟化が設備投資を押し上げることになる。金融機関貸出態度DI(10~12月)は+19.0と3年振りの水準まで改善している(図表4)。

加えて、前述したようにキャッシュフローは減価償却の大幅増によって急回復しているが、設備投資は伸びていない。このように非製造業の資金調達環境は、製造業同様に内外部資金ともに改善が見られるものの、設備投資の回復には結びついていないというのが現状である。

その最大の要因は、日本経済がまだデフレを脱却できずにいることにある。法人企業統計季報で非製造業の売上高をみると、7~9月期が前年比4.2%増と微増している。しかし、2000年以降急減したところからの持ち直しであることから、その水準はピークを打った2001年1~3月期と比べると16.1%下回ったところにある(図表5)。特に、設備投資の落ち込みの大きい小売・卸売業、建設業は売上高の減少幅が大きい。

図表6は投資収益率の推移を示したものであるが、製造業が前回ピークには至っていないものの、ある程度水準まで回復が見られる一方で、非製造業は2003年に入って底打ちし、漸く改善しつつあるところだ。売上高が伸びないことを主因に営業利益の水準はなかなか上がらず、投資をしたとしても期待される収益をあげることが難しい状況になっており、こうした期待収益率の低下が非製造業の投資意欲をそいでいる。そのため、非製造業は増加しているキャッシュフローを有利子負債の返済に充てる動きを続けている。



図表7は、有利子負債の削減の動向を示しているが、2003年以降、製造業は有利子負債の返済額が減少しているのに対して、非製造業は足元では有利子負債の削減幅が増えている。前述したように、製造業は増加したキャッシュフローを有利子負債の返済ではなく、設備投資の資金として充当しているのに対して、非製造業は有利子負債の返済へ充てられていることが確認できる。

中小企業全体での設備投資の回復には、中小企業全体の設備投資額の約7割を占めて非製造業の回復が不可欠である。しかし、このように輸出増・生産増の影響を受ける製造業は資金の用途が前向きになっているのに対して、非製造業は、国内需要が伸び悩む中、依然として守りの姿勢を崩していない。

### 3. 今後の中小企業の設備投資

足もとの日本経済は、数量ベースでは成長しているが、依然として名目成長率は停滞している。デフレ傾向はまだしばらく続くことが予想され、期待収益率の上昇が見込みにくいことから、大企業と同様に、非製造業の設備投資は伸び悩みが続き、製造業の高い伸びが全体を牽引するという形が続くだろう。中小企業全体が回復するには、デフレ傾向がある程度緩和してくる必要がある。

ただし、製造業についても決して楽観視できない。中小企業庁の「企業創造的活動実態調査（平成11年12月）」の結果をみると、まったく為替のリスクヘッジをしていない企業の割合は、大企業の約4割に対し、中小輸出企業は約7割に達する。このように大企業に比べて中小輸出企業は為替ヘッジする水準が低く、その変動の影響を受けやすい。また、大企業が円高によるコスト増を吸収するために、下請け企業の多い中小企業に、コスト圧縮のしわ寄せが及ぶことも想定される。既に為替レートは1月上旬に1ドル106円台となっているが、テロや米国の経常赤字増への懸念が膨らみ、このまま100円割れの水準まで円高が進行する可能性もある。もし、そのような事態になれば、大企業より影響の大きい中小企業の製造業の設備投資が腰折れし、中小企業の設備投資全体が伸び悩むというリスクも想定しなければならない。

（財務企画部 森実 潤也）

