

# 堅調な設備投資に死角はないか 鍵を握る中小企業のキャッシュフロー

みずほ総合研究所

調査本部 経済調査部

03-3591-1243

- 日銀短観の2018年度設備投資計画は例年と比べて高水準。大企業は実績が計画対比下振れる一方、中小企業は上振れる傾向。実績ベースでも高い伸びとなるかは、中小企業の設備投資動向が鍵に
- 中小企業は外部調達に慎重なため、設備投資はキャッシュフローに影響されやすい。2018年度は、人件費等コストの増加が中小企業のキャッシュフローの重石となるも、需給の改善が下支え
- ただし、米中貿易摩擦の激化等に伴う世界経済の減速に注意。売上高が減少すれば、損益分岐点比率が高い中小企業の利益を圧迫し、投資スタンスを慎重化させる可能性

## 1. 企業の設備投資に対する積極姿勢は継続しており、2018年度は強気の投資計画

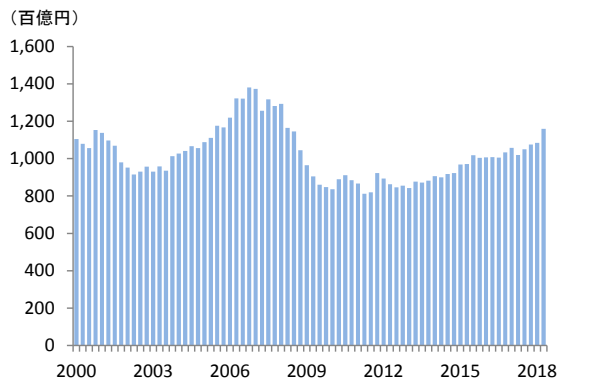
### (1) 企業の投資意欲の高さを背景に、2018年度入り後も設備投資の増勢が続く

設備投資は2016年末以降回復基調が続き、2017年度は前年を上回る高い伸びとなった。2018年度に入ってから、設備投資の増勢は続いている（図表1）。日銀短観（6月調査）の2018年度の設備投資計画をみると、例年と比べて強めの値となっており、企業の投資意欲が旺盛であることを裏付ける結果となっている（図表2）。

### (2) 実現率を勘案しても、2018年度の設備投資は高い伸びとなる見通し

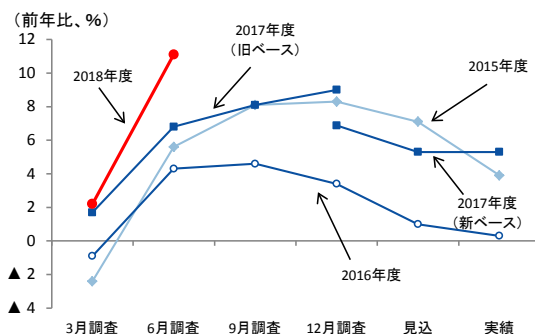
もっとも、日銀短観の2018年度の設備投資額はあくまでも計画に過ぎないため、実績が計画通りの高い伸びになるとは限らない。過去をみると、実績値は計画対比下振れる傾向がある。そのため、実際の2018年度の設備投資額を見通すにあたっては、実現率（計画値に対する実績値の比率）をふまえた上で計画値をみる必要があるようだ。

図表1 設備投資額の推移



(資料) 財務省「法人企業統計」より、みずほ総合研究所作成

図表2 日銀短観 設備投資計画

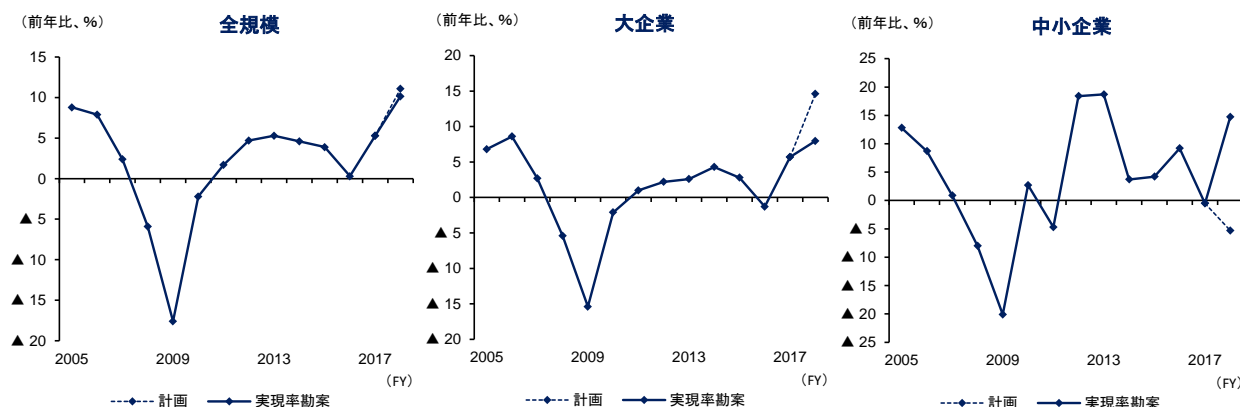


(注) 全規模・全産業。土地を除くソフトウェアを含む。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほ総合研究所作成

そこで、過去の平均的な実現率<sup>1</sup>をふまえて2018年度の設備投資額を試算すると、計画値はやや下回るものの、伸び率は高く2017年度を上回る結果となった（図表3）。規模別にみると、大企業と比べて中小企業の実現率が高くなっており、中小企業が大企業の下振れをカバーする格好となっている。上期・下期に分けてみると、中小企業の実現率はとくに下期が高い傾向がみられた。これは、中小企業が年度初めには設備投資計画を固めておらず、需給や資金繰り等の状況をみながら徐々に設備投資を行っていることを示唆するものだ。そのため、2018年度の設備投資が高い伸びで着地するかは、中小企業の設備投資意欲が2018年度後半にかけて十分に高まってくるかが鍵となるだろう。

図表3 実現率勘案後の設備投資（規模別）



（資料）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほ総合研究所作成

## 2. 中小企業は外部調達に抑制的なため、キャッシュフローの動向に注意

では、本当に2018年度の設備投資は高めの伸びで着地するのだろうか。その点を検討するにあたり、まず、これまで設備投資が拡大してきた背景について確認してみよう。設備投資を押し上げてきた要因としては、内外経済の回復を背景とする需給の改善とそれに伴うキャッシュフロー創出力の向上、五輪・インバウンド関連投資の広がり、省力化・合理化投資ニーズの高まり等が挙げられる。その中でも実現率を見極めるにあたっては、シクリカルな動きをすると考えられる需給とキャッシュフローの動きに注意が必要だろう。

### （1）中小企業の設備投資は大企業と比べて需給との連動性が低い

そこで、実際に需給の改善が設備投資に与える影響を確認するため、設備投資と需給（日銀短観の生産・営業用設備判断DI）の動きをみてみると、大企業については、両者の動きが連動する傾向がみられた。一方、中小企業については、明確な連動性がみられず、相関係数をみても、中小企業は大企業を大きく下回っている（図表4）。需給の設備投資に対する弾力性も低くなっており、中小企業の設備投資が必ずしも需給の動きだけに基づいて行われているわけではないことを示す結果となった。なぜ、中小企業の設備投資は大企業と比べて需給との連動性が低いのだろうか。

図表4 設備投資と生産・営業用設備判断D I



(注) 右図の対象期間は2004年3月～2018年6月。  
 (資料) 財務省「法人企業統計」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほ総合研究所作成

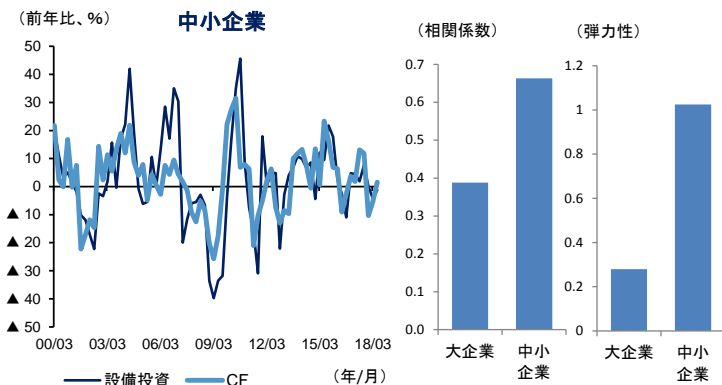
(2) 中小企業の設備投資はキャッシュフローの制約を受けやすい

中小企業の設備投資と需給の連動性が低い理由の1つには、中小企業の設備投資がキャッシュフローの制約を受けやすいことが影響している可能性がある。

実際、中小企業の設備投資は、需給よりもキャッシュフローに連動して動く傾向がみられる(図表5)。相関係数をみても、中小企業は大企業と比べて高くなっており、キャッシュフローの設備投資に対する弾力性も大企業を上回っている。これは、中小企業が外部資金調達を抑制していることと無関係ではないだろう。中小企業の有利子負債残高をみると、減少傾向を辿っており、これに伴い債務償還年数は低下を続けている(図表6)。すなわち、財務健全化を進める中で資金需要をキャッシュフローの範囲内に留めてきた結果、設備投資資金のキャッシュフローへの依存度が高くなったということだ。

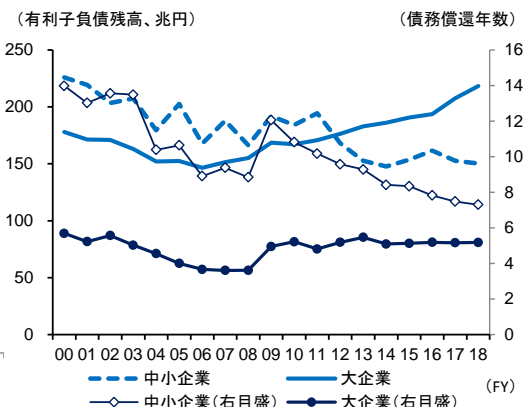
一方、大企業の有利子負債残高は増加傾向にあり、外部調達を織り交ぜながら設備資金需要に対応しているといえよう。債務償還年数は横ばい推移しているものの、その水準は中小企業を下回っており、借入金の増加に対する財務的な余地は中小企業と比べて高い。大企業は外部調達の自由度が中小企業と比べて高く、資金制約を受けにくいことから、中小企業よりもキャッシュフローの影響を受けにくかったといえそうだ<sup>2)</sup>。

図表5 キャッシュフローと設備投資額



(注) 右図の対象期間は2004年3月～2018年6月。  
 (資料) 財務省「法人企業統計」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほ総合研究所作成

図表6 有利子負債残高と債務償還年数



(注) 1. 債務償還年数=有利子負債÷キャッシュフロー  
 2. キャッシュフロー=経常利益×0.5+減価償却費  
 (資料) 財務省「法人企業統計」より、みずほ総合研究所作成

このように、大企業と中小企業の設備投資の需給に対する感応度の違いには、資金制約の有無が少なからず影響していると考えられる。そのため、中小企業の設備投資積極化にあたっては、需給の改善だけでは足りず、キャッシュフロー創出力の改善が重要であるといえるだろう。

### 3. 2018年度は需給の改善が続くも、中小企業のキャッシュフロー下振れには注意

では、2018年度も需給とキャッシュフロー創出力の改善が続くことで中小企業の設備投資が増加し、企業の計画に近い設備投資の伸びを実現することができるのだろうか。

#### (1) 世界経済の回復を背景に、需給の改善が続く見通し

まず、需給についてみると、2018年度は世界経済の回復を背景に需要が堅調に推移し、設備の稼働率も高めで推移するとみられる。みずほ総合研究所では、2018年の世界経済は中国の成長率が鈍化する一方、財政政策の追い風を受けて米国経済の伸びが加速することなどから、前年比+4.1%と2017年（同+3.9%）を上回る伸びを予想している。米国の設備投資の好調や、中国の自動化・省力化投資の継続等を背景に輸出の回復が続くことが、需給改善の追い風となりそうだ。

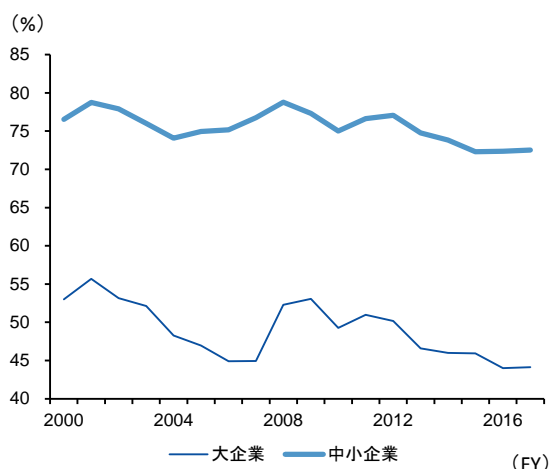
#### (2) 人件費等コストの上昇が中小企業を中心にキャッシュフローの重石に

こうした良好な外部環境は、キャッシュフローの押し上げ要因となる。ただ一方で、原油価格や人件費等のコストの上昇がキャッシュフローの重石となる可能性が高そうだ。

とくに、人件費の上昇は、大企業よりも中小企業に大きな影響を及ぼす点には注意が必要だ。付加価値に占める人件費の割合は大企業よりも中小企業の方が高いため、同程度の賃金上昇であっても収益へのインパクトがより大きくなると考えられるからだ（図表7）。

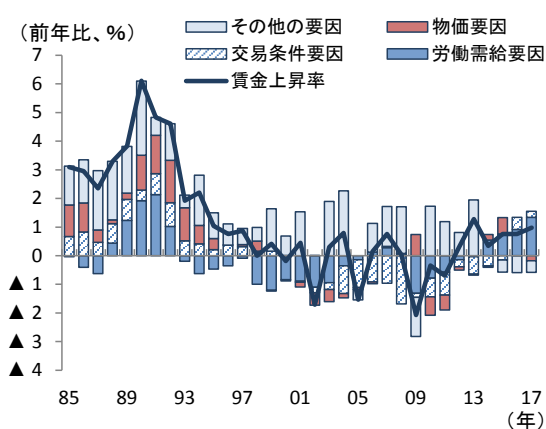
また、人手不足は大企業よりも中小企業で深刻化している点にも留意すべきだろう。賃金と人手不足の関係をみるために、①日銀短観の雇用判断D I（＝「不足」－「過剰」）を労働需給要因、②同じく日銀短観の販売価格D Iと仕入価格D Iの差を交易条件要因、③前年のコアC P Iを物価要因とみ

図表7 規模別労働分配率



(注) 労働分配率＝人件費÷付加価値額  
付加価値＝人件費＋経常利益＋減価償却費＋支払利息等  
(資料) 財務省「法人企業統計」より、みずほ総合研究所作成

図表8 中小企業の賃金上昇率の寄与度分解



(注) 1. 賃金関数の推計結果を用いて、寄与度分解した。  
2. 「その他の要因」は、定数項および誤差項。  
(資料) 厚生労働省「賃金構造基本調査」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、総務省「消費者物価指数」より、みずほ総合研究所作成

なし、これら3変数を説明変数とする賃金上昇率の推計を企業規模(大企業、中小企業)ごとに行うと、中小企業は労働需給要因による賃金上昇圧力が大企業よりも強いことを示す結果となった(補論参照)。

推計結果に基づき、中小企業の賃金上昇率を要因ごとに寄与度分解してみると、2014年度以降、労働需給要因による寄与が拡大していることが確認できる(図表8)。2018年度は、人手不足が前年と比べてさらに深刻化していることから、労働需給要因による賃金上昇率の押し上げ圧力が一層高まる可能性が高い。

2018年度は、こうしたコストの上昇がキャッシュフローの重石となり、中小企業の設備投資の実現率が想定よりも上がってこない可能性には注意が必要だろう。ただし、労働分配率は近年横ばい圏で推移しており、賃金上昇圧力が高まっている一方で効率化が進んでいるとみられる。需要の堅調さが続くことなどもふまえれば、キャッシュフローが大きく減少するリスクは低い。また、人手不足に伴う人件費の上昇圧力は、省力化・合理化に向けた投資意欲を高める効果が期待されることなどからも、過度な悲観は必要ないだろう。

### (3) 損益分岐点比率の高い中小企業は世界経済下振れへの抵抗力が弱い

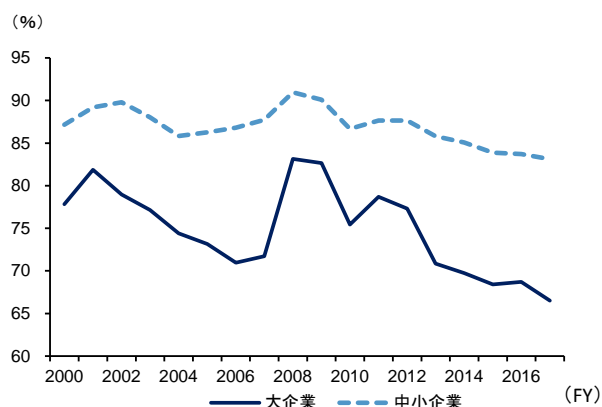
以上をふまえると、2018年度の設備投資については、実現率はやや慎重に見積もる必要があるものの、当初計画が既に高水準であることから、高めの伸びを達成する公算が大きい。

ただし、これは、世界経済の拡大が続くことを前提とした場合だ。外部環境をみると、米中貿易摩擦の激化等を背景に先行き不透明感が高まっており、景気の下振れリスクは残存したままだ。

世界経済の下振れは、需給の悪化を通じて設備投資にマイナスの影響を及ぼすと考えられるが、とくに注意したいのが需要の減退に伴う売上高の減少だ。

とりわけ中小企業は、大企業と比べて固定費が高いため、そのコストを回収するために必要な売上高の水準が大企業と比べて高い傾向にある。損益分岐点比率<sup>3</sup>をみると、近年、大企業が明確な低下基調にある一方で、中小企業の下げ幅は限定的となっており、その差は拡大している(図表9)。つまり、固定費の削減等を通じて利益が出やすい体質への改革が進んだ大企業と、そもそも固定費が高く、財務体質の改善も道半ばの中小企業とでは、同じように需要(売上高)が減少した場合でも、利益へのインパクトが異なるということだ。ただでさえ、人件費の上昇等に伴い損益分岐点売上高を押し上げる圧力がかかりやすい中、需要が下振れば、中小企業は投資よりも短期的な利益確保を優先する可能性がある。また、実際に需要が減少しなかった場合でも、対外的な不確実性の高まりは、固定費の増加をもたらす設備投資を慎重化させる可能性があることにも留意する必要がある。

図表9 損益分岐点比率



(注) 損益分岐点比率=損益分岐点売上高÷売上高  
損益分岐点売上高=(減価償却費+人件費)÷(1-変動費比率)  
(資料) 財務省「法人企業統計」より、みずほ総合研究所作成



## 【補論】

本稿では、人手不足と賃金の関係をみるために、①日銀短観の雇用判断D I (=「不足」－「過剰」)を労働需給要因、②同じく日銀短観の販売価格D I と仕入価格D I の差を交易条件要因、③前年のコアC P I (消費税増税を除く)を物価要因とみなし、これら3変数を説明変数とする賃金上昇率の推計を企業規模(大企業、中小企業)ごとに行った。

賃金としては、厚生労働省「賃金構造基本調査」における一般労働者の所定内給与額を用いた。賃金構造基本調査では、「6月1日から6月30日までの1か月間(給与締切日の定めがある場合には、6月の最終給与締切日以前1か月間)」の所定内給与額を調査している。そこで、調査時点の労働需給および交易条件を最も反映している蓋然性の高い、日銀短観の6月調査を用いた。

推計結果は、下表のとおりである。

	推計期間：1985～2017年度	
	大企業	中小企業
定数項	0.81** (2.61)	0.98*** (4.76)
労働需給要因	0.01 (0.02)	0.90*** (4.53)
交易条件要因	0.52 (1.63)	0.62*** (2.88)
物価要因	0.71** (2.29)	0.51** (2.37)
Adjusted R <sup>2</sup>	0.33	0.72
S.E	1.5	0.99

(注) 表中の括弧内は t 値。\*\*\*は1%有意、\*\*は5%有意、\*は10%有意。

## 【参考文献】

武内浩二、市川雄介(2018)「内外経済は底堅さを維持」みずほ総合研究所『みずほインサイト』

8月15日

- 過去の平均的な実現率は、2010年度～2017年度までの設備投資の計画値に対する実績値の比率を用いて算出。実現率勘案後の数値を足し上げて、全体の設備投資額を試算。
- また、資金使途が株主還元やM&A等、従来型の設備投資以外に向かっていることも、大企業の設備投資とキャッシュフローの連動性を弱めた可能性がある。
- 損益分岐点比率とは、生産にかかるコストを回収するために最低限必要な売上高(損益分岐点売上高)を実際の売上高で除して求めたものであり、その比率は低い方が望ましい。

### 【共同執筆者】

経済調査部主任エコノミスト	大野晴香	haruka.ono@mizuho-ri.co.jp
経済調査部	矢澤広崇	hirotaka.yazawa@mizuho-ri.co.jp

- 当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、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ては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。