

ナイト流不確実性の動向と影響（アップデート）

森川正之（RIETI）

本稿は、「法人企業景気予測調査」（内閣府・財務省）、「法人企業統計調査」（財務省）のミクロデータを使用し、不確実性の動向とその設備投資や賃金への影響を分析したものである。¹ 2004 年 Q2（4-6 月）～2021 年 Q2（同）までのデータに基づく森川（2022）, Morikawa（2022）を 2023 年 Q4 まで延伸することで、新型コロナウイルス感染症（以下「新型コロナ」）の影響を受けた時期を全てカバーすることになる。

「法人企業景気予測調査」には、自社業況、国内景況の現状判断及び先行き判断（1 四半期先、2 四半期先）を、前四半期との比較での「上昇」、「不変」、「下降」、「不明」という 4 つの選択肢から回答する設問がある。森川（2022）, Morikawa（2022）と同様、自社業況の先行き、国内景況の先行きを「不明」と回答した企業は、回答時点でナイト流不確実性に直面していた企業として扱う。

ナイト流不確実性の時系列での動向（「不明」回答企業の割合）をプロットしたのが図 1 である。「不明」回答割合には季節性があるため、4 四半期の移動平均として作図している。2023 年 5 月には新型コロナの感染症法上の扱いが 5 類に移行したが、2023 年末時点の数字はコロナ危機時のピークからはかなり低下したものの依然として歴史的には高めの水準にある。² 新型コロナの影響のほか、国内の物価上昇、ロシアのウクライナ侵攻、中東情勢の悪化など新型コロナ以外の要因を反映している可能性もある。

不確実性と設備投資の関係を推計した結果が表 1 である。設備投資のデータは「法人企業統計調査」を用いている。時間（調査四半期）及び企業固定効果、被説明変数である設備投資の時点における売上高（対数）をコントロールした FE 推計である。説明変数のうち BC_unsure は自社業況「不明」回答ダミー（ミクロの不確実性）、 EC_unsure は国内景況「不明」回答ダミー（マクロの不確実性）である。(1)～(3)列は 1 四半期先、(4)～(6)列は 2 四半期先の設備投資を被説明変数としている。

推計結果によれば、不確実性は、1 四半期先、2 四半期先の設備投資（ $\ln(INV)$ ）と高い有意水準の負の関係があり、不確実性が設備投資を抑制する可能性を示唆している。³ (3)列及

¹ 本稿は、独立行政法人経済産業研究所（RIETI）におけるプロジェクト「米中対立のミクロデータ分析」の成果の一部である。「法人企業景気予測調査」及び「法人企業統計調査」の利用に際し、財務省・内閣府の関係者の方々の御協力を得た。データセット作成に当たっては、張紅詠氏の助力をいただいた。なお、本研究は科学研究費補助金（23K20606）の助成を受けている。

² 移動平均にする前の原データにおいて、「不明」回答比率のピークは 2020 年 Q2 である。

³ 調査時点の四半期（当期）の設備投資を被説明変数として、1 四半期先の不確実性を説明

び(6)列は BC_unsure と EC_unsure をともに説明変数に用いた推計で、この場合、 EC_unsure は統計的に有意ではない。つまり、国内景況よりも自社業況の不確実性の設備投資への影響が強いことになる。これらの結果は、森川 (2022), Morikawa (2022)と同様である。

設備投資の代わりにサンプル企業の平均賃金と不確実性の関係を、設備投資と同様のスペックで分析したのが表2である。⁴ その結果によれば、不確実性は1四半期先の賃金($\ln(W)$)と有意な負の関係を持っているが、2四半期先の賃金とは有意な関係がない。設備投資と異なり、自社業況よりも国内景況の不確実性で賃金との関係が強い。

この結果だけから確定的なことは言えないが、マクロ経済の先行き不確実性が高いとき、企業は賃金を抑制する可能性があることを示唆している。表には示していないが、雇用（従業者数の対数： $\ln(EMP)$ ）を被説明変数とした場合、不確実性と雇用の負の関係は確認されない。不確実性に直面した際、日本企業は雇用調整よりも賃金調整で対応する傾向があることを示唆している。

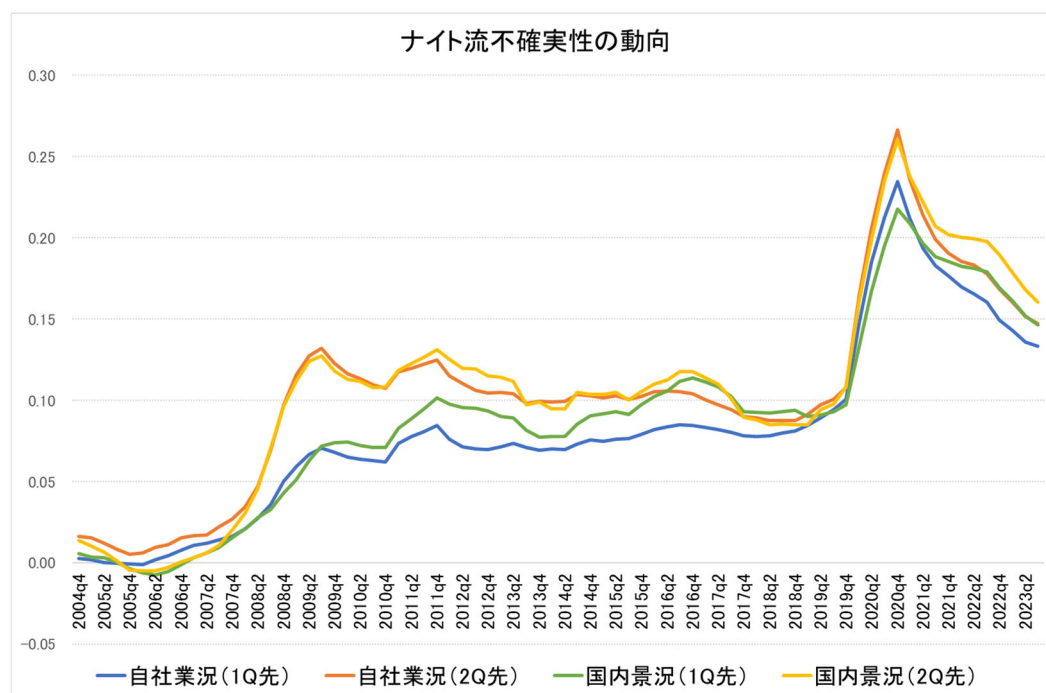
（参考文献）

森川正之 (2022). 「コロナ危機と企業のナイト流不確実性」, RIETI Discussion Paper, 22-J-029.
Morikawa, Masayuki (2022). “Firms’ Knightian Uncertainty During the COVID-19 Crisis.” RIETI Discussion Paper, 22-E-089.

変数とした推計を行うと、定性的には類似の結果だが、不確実性の係数の有意水準は低い。設備投資の意思決定のラグが関係していると考えられる。

⁴ 設備投資の推計に比べて観測値数が多いのは、設備投資はゼロのケースが比較的多く、その場合には対数変換すると欠損値になるためである。なお、設備投資額に0.1を加えた上で対数変化したもの ($\ln(INV+0.1)$) を被説明変数としても定性的には同様の結果となる。

図 1. 不確実性の動向



(注) 「不明」回答企業の割合。後方 4 四半期移動平均。

表 1. 不確実性と設備投資

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$\ln(INV)_{it+1}$	$\ln(INV)_{it+1}$	$\ln(INV)_{it+1}$	$\ln(INV)_{it+2}$	$\ln(INV)_{it+2}$	$\ln(INV)_{it+2}$
<i>BC_unsure</i>	-0.0359 *** (0.0071)		-0.0412 *** (0.0093)	-0.0393 *** (0.0060)		-0.0381 *** (0.0079)
<i>EC_unsure</i>		-0.0213 *** (0.0066)	0.0022 (0.0085)		-0.0250 *** (0.0058)	-0.0020 (0.0075)
Nobs.	357,251	347,515	347,404	328,132	318,834	318,834
R2 (within)	0.0485	0.0490	0.0490	0.0505	0.0508	0.0509

(注) 時間 (調査四半期) 及び企業固定効果を含む FE 推計。設備投資時点 (四半期) における売上高 (対数) をコントロール。カッコ内はロバスト標準偏差。***: $p < 0.01$ 。 *BC_unsure* は自社業況「不明」、 *EC_unsure* は国内景況「不明」回答ダミー。

表 2. 不確実性と賃金

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$\ln(W)_{it+1}$	$\ln(W)_{it+1}$	$\ln(W)_{it+1}$	$\ln(W)_{it+2}$	$\ln(W)_{it+2}$	$\ln(W)_{it+2}$
<i>BC_unsure</i>	-0.0033 ** (0.0014)		-0.0016 (0.0018)	-0.0009 (0.0012)		-0.0012 (0.0015)
<i>EC_unsure</i>		-0.0044 *** (0.0013)	-0.0035 ** (0.0016)		0.0000 (0.0011)	0.0007 (0.0014)
Nobs.	451,515	437,420	437,271	405,824	392,924	392,924
R2 (within)	0.0178	0.0179	0.0179	0.0191	0.0191	0.0191

(注) 時間 (調査四半期) 及び企業固定効果を含む FE 推計。設備投資時点 (四半期) における売上高 (対数) をコントロール。カッコ内はロバスト標準偏差。***: $p < 0.01$, **: $p < 0.05$ 。 *BC_unsure* は自社業況「不明」、 *EC_unsure* は国内景況「不明」回答ダミー。