

近年の国内設備投資の低迷について

専門研究員 古金 義洋

目次

1. 名目設備投資は30年前のピーク時を下回ったまま
2. 人口減少による日本経済の縮小予想が投資を抑制
3. 経営者の保守的姿勢が投資を低迷させた
4. 規制が民間活力を妨げ、過剰な救済措置が産業の新陳代謝を妨げている
5. むすびにかえて

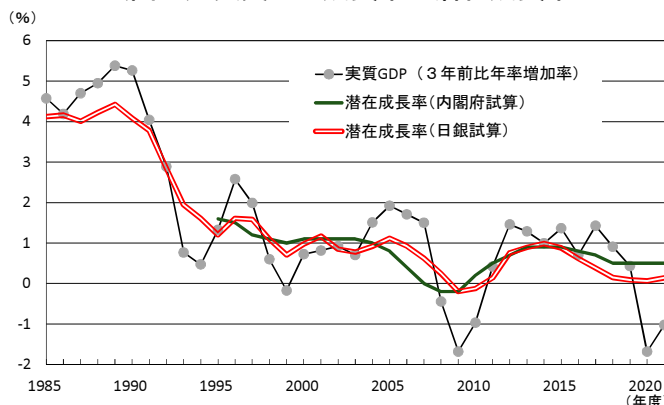
1. 名目設備投資は30年前のピーク時を下回ったまま

日本経済は1990年代初めのバブル崩壊後、失われた30年と言われるほどの長期経済停滞状況に陥っている。労働力、資本、生産性を加味して供給面からどの程度の成長が可能かをみた指標である潜在成長率は、1980年代の4%台からリーマンショック後にゼロ%程度まで低下したあと、2014年度にかけ1%近くまで上昇したが、足元では再び低下している。内閣府と日銀による直近2021年の潜在成長率の推計値は、それぞれ0.5%、0.1%という低さで（図1参照）、日本経済はゼロ成長軌道を脱していない。

経済長期停滞の原因は日本の少子・高齢化に伴う労働力人口減少にあるといわれることが多いが、労働力人口が減少しても設備投資を増やし資本装備率を上げることによって労働生産性が高まれば、経済が長期停滞に陥ることは避けられたはずだ。

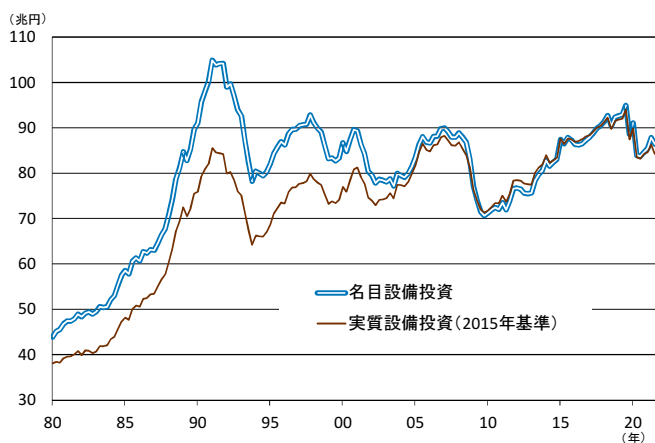
だが、残念ながら設備投資も長期にわたって伸び悩んでいる。1980年代以降のGDPベースの名目・実質設備投資の動きをみると（図2参照）、1980年代から1991年頃にかけて大きく増加したが、その後は一進一退に近い推移となっている。設備投資金額は名目・実質と

（図1）実質GDP成長率と潜在成長率



（出所）内閣府、日銀

（図2）名目・実質設備投資の動向



（出所）内閣府

もにリーマンショック後、2009年を底として2019年にかけて緩やかな増加傾向を辿ったが、名目ベースについては30年前のピーク時を下回ったままで、企業は設備投資に資金を積極的に振り向けようとしていないことを示す。実質ベースでは30年前のピーク時を上回っているが、これは資本財価格が低下傾向を辿ったことが原因だ。ただ、2021年後半以降は世界的な物価上昇で資本財価格も上昇し、これが実質設備投資を減少させている。資本財価格の上昇が今後も続けば、企業が名目金額でみて積極的に投資を増やそうとしない限り、実質設備投資も増えない。

2. 人口減少による日本経済の縮小予想が投資を抑制

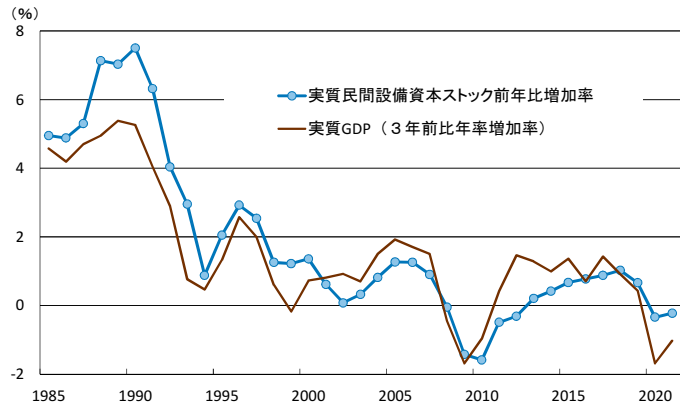
このように設備投資がこの30年間伸び悩んだ理由としては以下の3つの点があったと考えられる。

第1に、人口減少で日本経済が長期的に縮小していくという予想のもとで、国内での増産投資の必要性が低下したことがある。日本企業の設備資本ストックの増加率と日本の実質GDP成長率とを対比させてみると(図3参照)、2009年から19年にかけての設備投資増加局面でも、設備資本ストックの伸び率は低水準のままで、2018年のピーク時でも1.0%だった。

資本ストックの伸び低迷は、設備投資の中身が増産投資ではなく、更新投資が中心だったことを示す。実際、経済産業省の製造工業生産能力指数によれば、製造業の生産能力は1997年のピーク時から直近22年6月にかけて15%程度低下している。結局、経済が縮小していくという予想のもとに企業は増産投資を抑制し、結果的に予想通りの経済停滞をもたらしていることになる。

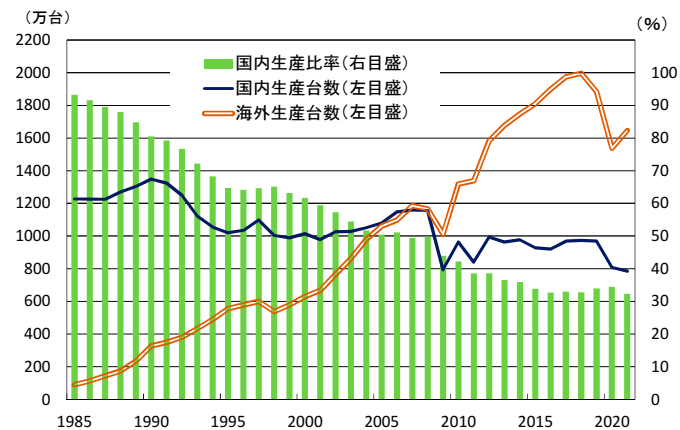
企業はパイの縮小が見込まれる国内での

(図3) 設備資本ストックと実質GDP成長率



(出所) 内閣府

(図4) 日本メーカーの四輪車内外生産台数



(出所) 日本自動車工業会

増産投資を抑制する一方で、生き残りのために海外進出を加速した。現地法人による設備投資を拡充し、また、迅速な事業再構築のために海外企業に対するM&Aを実施するなど、海外での事業活動を増やしていった。

日本の製造業のなかで最も海外生産比率の高い業種が自動車など輸送機械産業だが、日本の自動車メーカーの国内・海外の自動車生産台数の動きをみると(図4参照)、1990年の国内生産台数は1,349万台、これに対して海外生産台数は327万台と、全生産の8割程度が国内で生産されていた。しかし、1990年代以降、国内生産台数が緩やかに減少する一方、

海外生産台数は急増した。2000年代後半以降、海外生産が国内生産を上回り、2019年の国内生産比率は34%程度と、国内生産は全体の3分の1にすぎない。

3. 経営者の保守的姿勢が投資を低迷させた

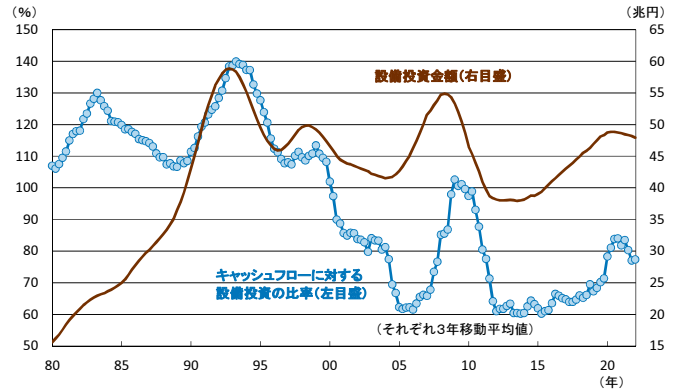
設備投資伸び悩みの第2の原因として、企業経営者の保守的な姿勢がある。バブル崩壊後、多くの企業は無借金経営にこだわり、さらに2008～09年のリーマンショック時に流動性危機に陥ったこともあって内部留保の確保を重視する傾向が高まった。これが設備投資を低迷させた。

企業の設備投資は2019年にかけて増加したが、法人企業統計で企業の設備投資のキャッシュフロー（＝内部資金調達＝当期純利益－配当金＋減価償却）に対する設備投資の比率（3年移動平均値）をみると、30年前に比べ低水準にとどまっている（図5参照）。

バブル期1990年頃の設備投資ピーク時における同比率は120%強で、その後、景気悪化でキャッシュフローが減少したため、同比率は140%程度まで高まった。同比率が100%を上回っていたことは、企業が外部資金に依存して設備投資を行っていたことを示す。しかし、その後、同比率は次第に低下し、100%を上回るとはほとんどなくなった。

前々回の設備投資ピーク時（2007年頃）の同比率は80～90%程度であり、その後、09年にかけて景気悪化によりキャッシュフローが減少するなかでも同比率は100%程度がピークで、設備投資はキャッシュフローの範囲内にとどまった。また、前回の設備投資ピーク時（2019年頃）の同比率もやはり70%程度で、その後、キャッシュフローが減少するなかでも

（図5）企業のキャッシュフローに対する設備投資の比率



（出所）財務省

同比率は85%程度までしか上昇しなかった。

このように、通常、景気循環のなかで景気拡大最終局面から景気後退初期の局面にかけては、設備投資が比較的高水準のまま、半面、企業の利益が減少し始めるため、企業のキャッシュフローに対する設備投資の比率は一時的に高まるが、最近はそれでも同比率が100%を超えることはなくなっている。それ以外の局面での同比率は60～70%と低く、企業がキャッシュフローのかなりの部分を設備投資に回していないことがわかる。

中村（2017）¹は、豊富な現預金を持ちながら日本企業が設備投資を抑制していることに関して、保守的投資行動あるいは無借金状態を維持しようとする「疑似資金制約行動」があり、その動機として、①経営者の保身（経営者が在任中の平穩無事を優先する行動）、②過去の金融危機時の流動性逼迫の経験から将来に備えた予備的貯蓄、などがあるとして、リーマンショック前後の企業の投資行動について実証分析した。

この分析結果によると、世界金融危機前（2004～08年度）については、無借金状態を

1 中村純一（2017）「日本企業の設備投資はなぜ低迷したままなのか」『経済分析』第193号、内閣府経済社会総合研究所

維持するために投資を抑制する「疑似資金制約」の行動が確認され、その動機として経営者の保身と予備的貯蓄の両者の可能性があるとした。世界金融危機後（2009～13年度）には、疑似資金制約の行動は弱まったものの、輸出産業を中心とする製造業で予備的貯蓄の動機が高まったと結論付けている。

4. 規制が民間活力を妨げ、過剰な救済措置が産業の新陳代謝を妨げている

設備投資伸び悩みの第3の原因は、政策面で、民間活力を高めるための規制緩和の動きが滞り、また、既存企業を過剰に保護しようとする政策が産業の新陳代謝の動きを阻害したことがある。

(1) 規制緩和の流れが停滞

まず、世界の潮流のなかで日本がどのような規制緩和策をとってきたかを振り返っておこう。

欧米では1930年代のルーズベルト米大統領によるニューディール政策以降、政府がマクロ経済をコントロールできるとのケインズ主義的な考え方のもとで、政府の役割を重視した経済政策が運営された。運輸、通信、電力などのインフラ事業は国営・公営企業が主な担い手となった。

しかし、1970年代になると生産性低下とコスト増大によるインフレや財政赤字拡大などといった副作用が露呈した。それが1980年代以降の規制緩和策、市場重視政策につながった。米国のレーガノミクスや英国のサッチャリズムは民営化や規制緩和で民間活力を引き出し、それによって経済成長を加速させようとする試みだった。

日本でも1980年代、鈴木内閣のもとで中曽根行政管理庁長官が臨時行政調査会、いわゆる土光臨調を設け、これが日本における規制

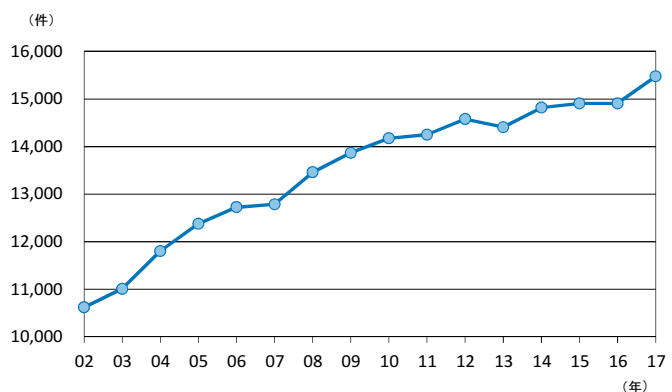
緩和の先駆けとなった。そこでは三公社（国鉄、電電公社、専売公社）民営化が手がけられた。鈴木内閣から中曽根内閣に替わって、85年にNTTとJ Tが発足、87年にJ R各社への分割民営化となった。

1990年代の細川内閣の下では航空、タクシーなどの業界で、行政が新規参入の認可などで需給調整を行う経済的規制が原則撤廃された。また、金融システム改革により護送船団方式の金融行政が改められた。さらに、2000年代の小泉政権も郵政民営化を進めたが、規制緩和の動きは次第に失速していったように思われる。

実際、2000年代以降の許認可件数は増加傾向を辿り（図6参照）、民間への行政の介入は増えていったように思われる。電力自由化や電波オークション（通信や放送に利用される周波数帯域の割当をオークションで決める仕組み）などに関しては、主要先進国で1990年代に議論され、次々に導入されていったが、日本での導入は遅れた。日本では各家庭で電力会社を選べるようになったのは2016年であり、電波オークションについてはなお議論中だ。

2012年12月に安倍元首相が掲げたアベノ

（図6）許認可等総数



（注）毎年3月31日時点の件数

（出所）総務省「許認可等の統一的把握について」

ミクスは、3本の矢、つまり①大胆な金融政策、②機動的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略、によって日本経済をデフレから脱却させようとするものだった。

このうち、①、②は財政金融両面でのケインズ主義的なマクロ経済政策によって、東日本大震災の後遺症で落ち込んだ経済を押し上げようという政策だった。一方、③では「規制緩和等によって、民間企業や個人が真の実力を発揮できる社会へ」という方針が掲げられ、規制緩和により民間活力を引き出そうという政策スタンスが示された。

しかし、リーマンショックによる金融危機、東日本大震災とそれに続く原発事故と電力危機など民間企業の力では対応しきれない危機が続き、政府が経済を牽引することへの期待が高まったことがあってか、アベノミクスは、③の規制緩和などではなく、①、②など政府主導で停滞する経済を押し上げようとする政策に重点が置かれたように思われる。

③の規制緩和に関しては、確かに、ビジネスをしやすい環境を作ることを目的に地域や分野を限定して国家戦略特区などが設けられた。しかし、国家戦略特区は税制面での優遇や補助金や利子補給などを通じて政府が業界を誘導する産業政策的な面が強いように思われる。本来、政府は恣意的に産業を育成しようとするのではなく、レフェリー的な立場で、競争環境整備などに政策の重点を置くべきと考えられる。

(2) 労働規制緩和が必要に

規制の改革が最も必要とされる分野は労働規制であると考えられる。森川 (2019) ²

によれば、日本企業への調査（「経済政策と企業経営に関するアンケート調査」（2019年））では、コンプライアンス・コストが大きい制度として多くの企業が「労働規制」を挙げた。「労働規制」の回答は「事業の許認可制度」や「環境規制」より、はるかに多い。

日本経済の成長力を高めるためには、成長産業に労働力が流れやすくなっていかなければならず、労働市場の流動化が必要だ。そのためには、正規労働者の解雇規制緩和など痛みを伴う労働市場改革が必要になる。確かに、安倍政権下では「働き方改革」が実施されたが、そこでは残業規制や非正規雇用の待遇改善などに重点がおかれ、本来必要と考えられる労働市場の流動化に関しては手をつけられていない。

(3) 過剰な保護政策が新陳代謝を妨げる

一方、経済産業構造が急速に変化するなかでは産業の新陳代謝も必要になるが、経済停滞下で既存企業を過剰に保護しようとした政策が新陳代謝の妨げになった可能性がある。

1990年代にはバブル崩壊によって企業経営が悪化し、それに対して政策的な救済措置が実施されたことで、実質的に経営が破綻しているにもかかわらず金融機関や政府機関の支援によって存続できている、いわゆる「ゾンビ企業」が増加し、それが産業の新陳代謝を妨げた。

ゾンビ企業の多くはリストラによって2000年代以降減少したが、ここへきて再びゾンビ企業の問題が浮上している。帝国データバンク³によれば、国際決済銀行（BIS）のゾンビ企業の定義である「設立10年以上で、3

2 森川正之 (2019) 第22回RIETIハイライトセミナー「生産性と長期停滞論－経済政策はこれから何をすべきか？」(2019年11月27日開催) プレゼンテーション資料

<https://www.rieti.go.jp/jp/events/19112701/pdf/morikawa.pdf>

3 帝国データバンク (2022) 「コロナ禍以降『ゾンビ企業』16.5万社に、全企業の1割強が該当」(2022年7月27日)

<https://www.tdb.co.jp/report/watching/press/pdf/p220707.pdf>

年以上にわたりインタレスト・カバレッジ・レシオ（（営業利益＋受取利息）÷支払利息）が1未満の企業」は、全企業の11%に相当する16.5万社に上ると推計している。

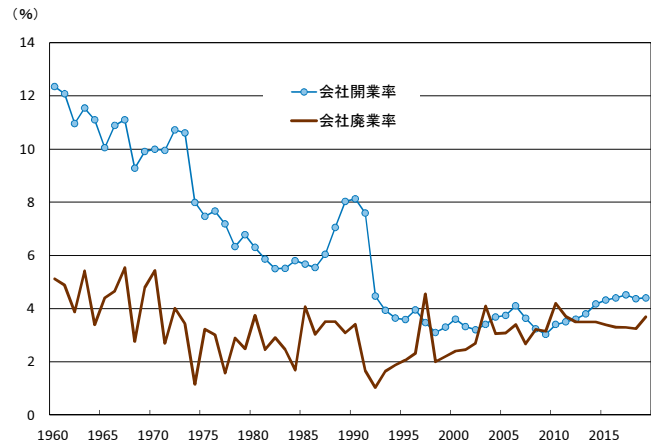
コロナウイルスの感染拡大を受けて、いくつかの産業で企業経営が大きく悪化し、それに対して政府は一時的、緊急的な危機対応策として、補助金などを支給したほか、政府系金融機関と民間金融機関が金利や返済条件などを優遇する形での、いわゆる「コロナ関連融資」を拡充するなど、手厚い支援を実施した。支援は一時的であるべきだろうが、コロナショックの余波は続いており、経済は必ずしもコロナ前の状況に戻っていない。このため、コロナ関連融資などの支援を受けた企業のなかにはなお立ち直れていない企業も多い。また、もともと業績が悪かった企業をコロナ関連融資が延命させ、結果としてゾンビ化する企業も増えている。

日本は企業の開業率、廃業率の水準が5%程度と欧米先進国に比べ低く⁴、また、歴史的にみても、10%以上だった1960年代、8%程度に高まった1990年頃に比べると低下している（図7参照）。これは新たな成長産業を生み出す力が弱い、あるいは弱くなっていることを示す指標とされる。ゾンビ企業の増加は、もともと低水準の日本の開業率を一段と低下させ、産業の新陳代謝を停滞させるおそれがある。

5. むすびにかえて

この30年間の設備投資伸び悩みの原因として、①日本企業がパイの縮小が見込まれる日本を抜け出し海外展開を進めたこと、②企業が将来の危機に備えた内部留保確保を優先して保守的行動を強めたこと、③政府の規制

（図7）日本の会社開業率と廃業率



（注）会社開業率＝設立登記数÷前年の会社数×100、会社廃業率＝（前年の会社数＋設立登記数－当該年の会社数）÷前年の会社数×100、として計算

（出所）法務省、国税庁

緩和の動きが滞り、既存企業を過剰に保護しようとする政策が産業の新陳代謝を阻害したこと、があったとみられる。

このうち、①、②は、個々の企業の立場から言えば、生き残りのための理にかなった動きだったと考えられる。問題があるとすれば、やはり③だろう。電波オークションなど古くから指摘されている点が多いが、規制緩和の動きは滞っている。国家戦力特区などは産業政策的な色合いが強い。労働市場改革は「働き方改革」という形で矮小化された。

政府、日銀は物価下落（デフレ）が景気停滞の原因だとみて、財政金融面からの刺激策で物価を押し上げることにだけ注力し、痛みを伴う構造調整策を怠った。ゼロ金利政策で過剰に企業を救済しようとする政策は、企業家精神を損ねるものになった可能性がある。こうした点が見直されなければ、設備投資の長期低迷、日本経済の長期低迷は続くおそれがあるだろう。

4 内閣府（2022）『令和4年度年次経済財政報告』P. 199～200