

企業の設備投資行動に変化は起きているか

主席研究員 木下 茂

1. 国内設備投資の回復が続く

国内設備投資の緩やかな回復が続いている。直近4～6月期のGDP統計ベースの実質民間設備投資は前期比では1.0%減となったが、前年比では1.4%増であった。法人企業統計により業種別の内訳をみると、製造業は前年比4.9%増、非製造業も同4.4%増となった。それぞれ前期の二桁の伸びからは鈍化しているものの、底堅い展開といえる。

この回復の背景になっているのは企業収益の改善とみられる。今年4～6月期の企業の経常利益は前年比11.6%増となり、前期の同4.3%増から伸びを高めた。売上高経常利益率も高水準で推移しており、収益性が高まっていることを示している（図表1）。

設備投資の先行きについて、日銀短観（6月調査）の企業の投資計画をみると、23年度については前年度比12.3%増となっており、この時期の計画値としては高水準の伸びとなっている（図表2）。

ところで、直近の設備投資の回復は、企業の投資決定の背後にある行動原理に何らかの変化が生じたことによるものなのだろうか。あるいは単に従来からの行動原理に沿った結果に過ぎないのだろうか。

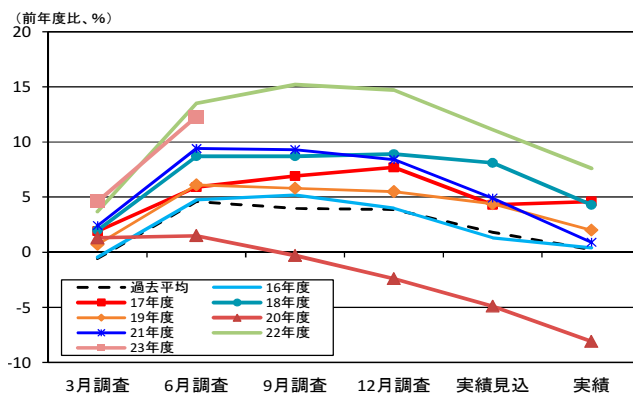
物価においては、従来横並びで価格据え置きスタンスを継続していたものが、最近では投入コストの上昇を製品価格に転嫁する動きが目立ってきている。また、賃金についても今春闘において、30年ぶりの高率の賃上げが実現しており、いずれも日本企業のデフレを前提とした行動からの脱却を示唆する事象といえる。これらを踏まえれば、企業の設備投資決定スタンスにも何らかの変化が生じているのではな

（図表1）企業の設備投資、経常利益、売上高経常利益率の推移

	2022年			2023年	
	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期
設備投資					
全産業	4.6	9.8	7.7	11.0	4.5
製造業	13.7	8.2	6.0	11.3	4.9
非製造業	0.0	10.7	8.6	10.8	4.4
経常利益					
全産業	17.6	18.3	-2.8	4.3	11.6
製造業	11.7	35.4	-15.7	-15.7	0.4
非製造業	21.9	5.6	5.2	17.2	19.0
売上高経常利益率					
全産業	8.4	5.7	6.0	6.3	8.9
製造業	11.2	8.9	6.5	7.0	10.5
非製造業	7.2	4.2	5.8	6.0	8.2

（注1）設備投資、経常利益は前年比増減率
 （注2）設備投資は、ソフトウェア投資額を含むベース
 （注3）財務省「法人企業統計」のデータより作成

（図表2）日銀短観における企業の設備投資計画



（注1）全産業＋金融機関（全規模）
 （注2）「ソフトウェア投資額・研究開発投資額を含み、土地投資額は含まない」ベース。16年12月調査以前は研究開発投資額を含まない
 （注3）日銀短観のデータより作成

いかと考えるのは不自然ではないだろう。以下では、企業の投資行動について、企業は手元流動性重視などのため設備投資に慎重な姿勢をみせていたがそうした行動が変わったのか、また、人口減少などでパイ縮小が見込まれる日本から生産拠点を海外に移すなどの目

的のため海外での設備投資を増やしてきたが、コロナショックなどを契機に設備投資の国内回帰が起きているのか、について現時点で入手可能なデータを元に確認してみたい。

2. キャッシュフローからみた企業の設備投資スタンス

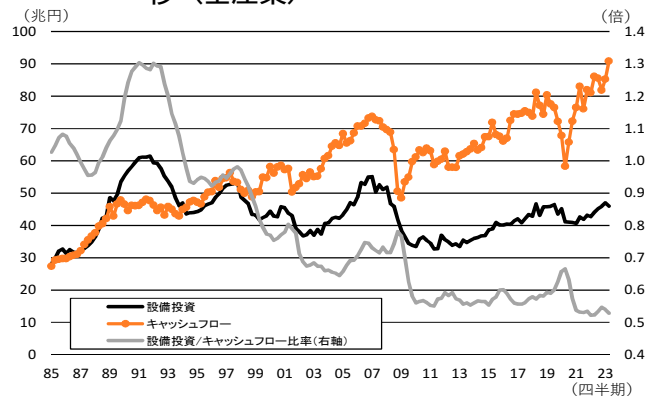
日本企業は平成バブル崩壊後、企業収益の改善に比べて設備投資を抑制気味にするというスタンスを継続してきた。図表3は、企業の生み出すキャッシュフローと設備投資の動きをみたものであるが、平成バブルの末期には企業はキャッシュフローを超える投資を行う一方、90年代後半においてもキャッシュフローの水準に概ね見合う程度の投資を実施していた。

これに対して、2000年代に入ると、キャッシュフローが増加する中でも設備投資が抑制されるようになり、両者の比率（設備投資／キャッシュフロー比率）は00年代半ばまで低下を続けた。その後の投資回復局面では同比率はやや上向いたが、リーマンショックを経て同比率の水準はさらに低下し、コロナ禍直前までの2010年代は0.6を下回る程度の水準で推移してきた。

こうした経緯を踏まえると、この「設備投資／キャッシュフロー比率」が従来の水準を大きく上回って上昇してくれば、それは企業の投資行動変化を示す指標としてみる事ができそうである。そこで、同比率の最近の動きをみると、2021年以降0.53前後の水準で推移しており、直近4～6月期も0.53となっている。また、同比率について製造業の動きをみたものが次の図表4であるが、こちらは2010年以降0.55を平均値としてそのまわりで循環変動をしているように見受けられる。直近値は0.54となっており、近年の変動幅の範囲内に収まっている。

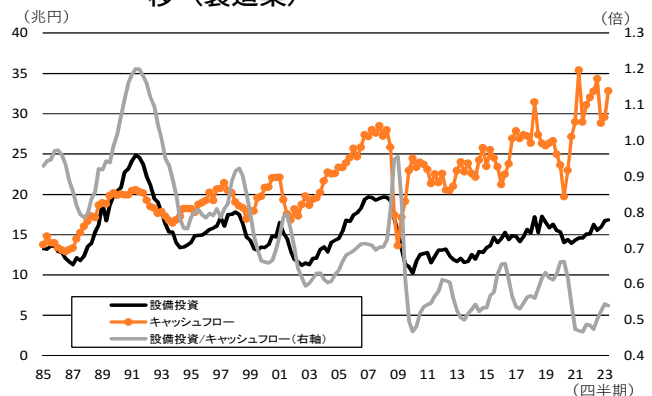
以上、直近の設備投資が増加しているのは確かであるが、設備投資／キャッシュフロー

（図表3）企業の設備投資とキャッシュフローの推移（全産業）



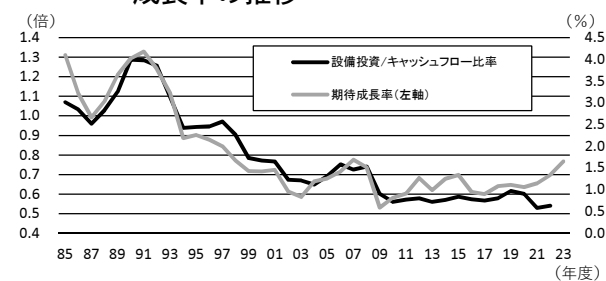
- （注1）設備投資、キャッシュフローは季調済年率
- （注2）設備投資／キャッシュフロー比率は3四半期移動平均
- （注3）キャッシュフロー＝経常利益／2＋減価償却費
- （注4）財務省「法人企業統計」のデータより作成

（図表4）企業の設備投資とキャッシュフローの推移（製造業）



- （注1）設備投資、キャッシュフローは季調済年率
- （注2）設備投資／キャッシュフロー比率は3四半期移動平均
- （注3）キャッシュフロー＝経常利益／2＋減価償却費
- （注4）財務省「法人企業統計」のデータより作成

（図表5）設備投資／キャッシュフロー比率と期待成長率の推移



- （注1）キャッシュフロー＝経常利益／2＋減価償却費
- （注2）期待成長率：企業による今後5年間の業界需要の実質成長率見通し
- （注3）財務省「法人企業統計」、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」のデータより作成

比率を企業の設備投資スタンスを示す指標として捉えた場合、結局は従来の行動原理に沿ったものに過ぎず、ここにきて企業の投資姿勢が積極化しているわけではない、ということになるように思われる。

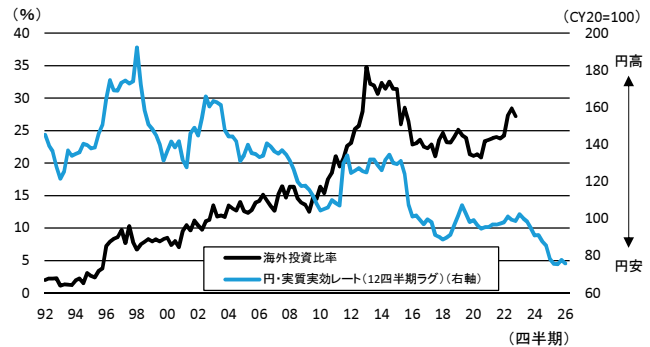
もっとも、変化の兆しがないわけではない。設備投資／キャッシュフロー比率は、企業による成長率見通しと比較の高い相関があることが知られているが、直近調査（今年1月時点）によれば、今後5年間の業界需要実質成長率見通しはリーマンショック直前期以来の高さとなった（図表5）。今後、こうした企業自身の期待成長率にさや寄せする形で設備投資／キャッシュフロー比率が高まってくれば、企業の投資スタンスは従来に比べて積極化したとみなすことができよう。

3. 増加が続く海外現地法人の設備投資

次に、海外投資と国内投資との関係から企業の投資行動様式に変化が生じているのか否かについてみることにしよう。図表6は日本企業（製造業）の国内投資額に対する海外現地法人による設備投資額の比率（以下、海外投資比率）の推移を示したものである。過去の動きをみると、一定の振れを伴いつつ、一貫して上昇傾向を辿ってきている中で、2011年以降上昇ペースが急加速し、2013年にいったんピークをつけた後、2016年にかけて低下したことがわかる。その後は2020年まで横ばい圏内で推移し、直近では再び上昇の動きとなっている。仮に、一頃期待感が高まっていた「投資の国内回帰」が起きているとすれば、同比率が低下しているはずであるが、実際にはそうはなっていない。

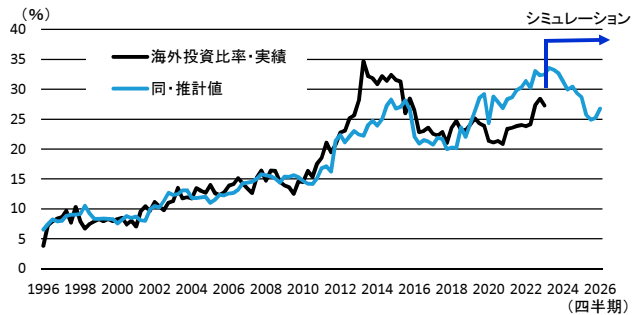
ここで、この海外投資比率について、海外GDP／国内GDP比率、円実質実効為替レートを説明変数として回帰式を計測し、モデルによる推計値を計算した結果を図表7に示す。

（図表6）製造業の海外投資比率と円・実質実効為替レートの推移



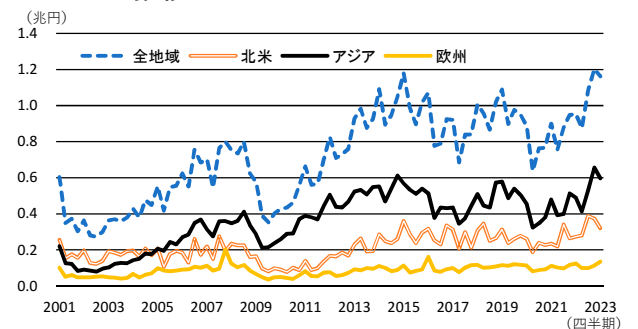
- （注1）海外投資比率＝海外現地法人設備投資／国内設備投資、季調値
- （注2）経済産業省「海外現地法人四半期調査」、財務省「法人企業統計」、日本銀行のデータより作成

（図表7）海外投資比率の推計と将来シミュレーション



- （注1）推計値は、海外GDP／国内GDP比率、円実質実効為替レート（12四半期ラグ）を説明変数とする回帰式による（各変数は対数に変換）
- （注2）シミュレーション値は、海外GDP／国内GDP比率については当総研想定値、円実質実効為替レートについては実績値（12四半期ラグ）を用いて計算
- （注3）経済産業省「海外現地法人四半期調査」、財務省「法人企業統計」、内閣府「四半期別GDP速報」、日本銀行、リフィニティブのデータより作成

（図表8）海外現地法人の設備投資・地域別内訳の推移



- （注）経済産業省「海外現地法人四半期調査」のデータより作成

これをみると、2020年以降実績値が推計値を明確に下回っていることがわかる。このことは、コロナ禍後に何某かの構造変化が起きている可能性を示唆している一方で、コロナ禍のもとでの一時的な投資手控えに過ぎない可能性もあり、より多角的な検証が必要だろう。

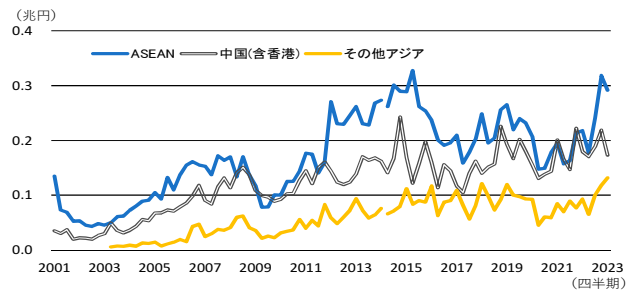
次に、現地法人による設備投資の地域別の動きをみてみよう（図表8）。全体の動きを左右しているのはアジアと北米であるが、直近で大きく増加しているのはアジア地域である。そこでアジア地域の内訳をみると（図表9）、最近の動きとして指摘できるのは、ASEAN諸国と「その他アジア」の増加が目立つこと、中国（香港を含む）が横ばい圏内の動きにとどまっていること、の2点であろう。

中国での投資が大きく増えていない中でASEAN及びその他のアジア諸国での投資が増えていることは、地政学的リスクなどを意識して企業が供給網の再配置を実施している可能性が高いことを示唆しており、興味深い動きではある。ただ、これが投資の国内回帰につながっているとはいえないようである。

もっとも、為替レートの影響を考えた場合、投資の国内回帰が起きる可能性はまだ残っているように思われる。前掲図表6において、海外投資比率と為替レートとの関係を見ると（図では為替レートを12四半期遅行させて表示）、2010年以降では為替レートが円高になると海外投資比率が上昇し、円安になると低下するという関係があるように見受けられる。

前掲図表7で示したモデル推計値にはこうした為替の影響も含まれているが、足元は2020年以降の円安進展の影響が出始めるタイミングである。このため、モデル推計値と合わせて表示している将来部分についてのシミュレーション値は低下していくという計算結果となっている。今後の推移を注視したいところである。

（図表9）海外現地法人の設備投資・アジア地域の内訳の推移



- （注1）ASEANは2014年1～3月期までインドネシア、タイ、フィリピン、マレーシア、同年4～6月期以降はインドネシア、タイ、フィリピン、マレーシア、カンボジア、シンガポール、ブルネイ、ベトナム、ミャンマー、ラオス
（注2）その他アジアは、2014年1～3月期までインド、カンボジア、スリランカ、パキスタン、バングラデシュ、ブルネイ、ベトナム、ミャンマー、ラオス、同年4～6月期以降はインド、スリランカ、パキスタン、バングラデシュ、台湾、大韓民国
（注3）経済産業省「海外現地法人四半期調査」のデータより作成

4. 企業の投資行動に変化が生じている形跡は現時点ではみえず

以上、企業の投資行動が変化しているか否かにつき、キャッシュフロー及び海外投資との関係に着目して簡単な検証を行った。基本的には、最近の国内設備投資の増加は、現時点では従来の企業の行動原理に沿ったものに過ぎず、投資の国内回帰も起きているとはいえないことを確認した。

日本経済の中長期課題として、人口減少が進む中で労働供給の制約が顕在化しつつあり、そうしたもとでは一人当たりの生産性を高めていく必要がある。その場合、重要なのは国内での設備投資であり、これが積極的に行われない場合、生産性は向上せず、日本経済は縮小プロセスに入っていく可能性が高い。こうした事態を回避するには、生産性向上のための設備投資を優遇するなど何らかの政策誘導が必要となつてこよう。

（9月20日 記）