

設備投資の先行きをどう考えるか

2014 年も、デフレ脱却や個人消費の構造変化への対応を追い風に、非製造業の設備投資は拡大を続ける見込み。一方、製造業の設備投資も持ち直しへ向かうものの、大幅拡大に必要となる為替認識の変化や期待成長率の高まりが実現するには、なお時間が必要。2014 年の設備投資は増勢を強めるものの、日本経済をけん引するほどの力強さまでは期待できない。

設備投資に漸く明るい動き

出遅れの目立っていた設備投資に、漸く明るい動きが見られ始めた。GDP 統計ベースの設備投資は 2012 年初めから低調な推移が続いてきた。直近も 2013 年 4~6 月期が前期比 0.9%、7~9 月期は 0.0% と下げ止まりこそしているものの、増加に転じたとは言い難い内容である。その設備投資に、昨年末頃から明るい動きが目立ち始めている。

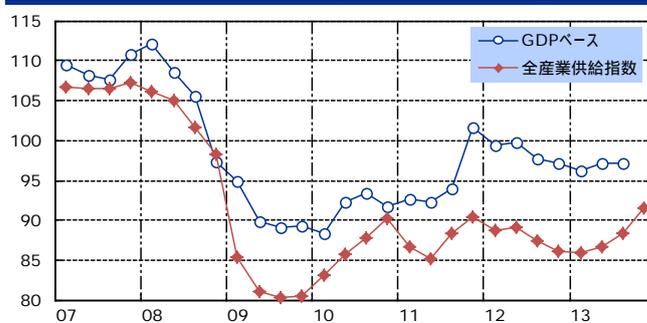
まず、一致指標が 10~12 月期に持ち直しの動きを示した。資本財出荷や輸出入など供給側データから経済産業省が試算している全産業供給指数の設備投資は 2013 年 10~11 月平均が 7~9 月期を 3.5% (7~9 月期前期比 2.1%) も上回った。

先行指標でも強含みの動きが確認できる。機械投資の先行指標である機械受注 (船舶電力を除く民需) は 4~6 月期前期比 6.8%、7~9 月期 4.3%、10~11 月平均の 7~9 月期対比が 5.7% と増勢を強めている¹。また、構築物投資の先行指標である建築着工 (民間非居住用) も 7~9 月期は小幅減少したが、10~11 月平均が 7~9 月期を 2.8% 上回っており、機械受注ほどの勢いはないが、やはり上向きの動きを示している。

非製造業が堅調の一方、製造業は低迷

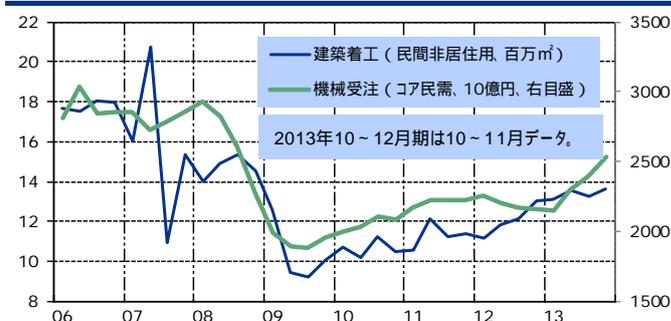
設備投資について、業種別の動向を見ると、製造業の低迷と非製造業の堅調推移が鮮明である。需要側の法人企業統計によると、アベノミクスの起点である 2012 年 10~12 月期以降、2013 年 7~9 月期までに製造業の設備投資は 6.5% 減少したが、非製造業の設備投資は 8.6% も増加した。こうした動きは先行指標を見ても変わらない。前述の建築着工統計でも製造業が低迷する一方、非製造業は堅調である。機械受注で

設備投資の推移 (2005年=100)



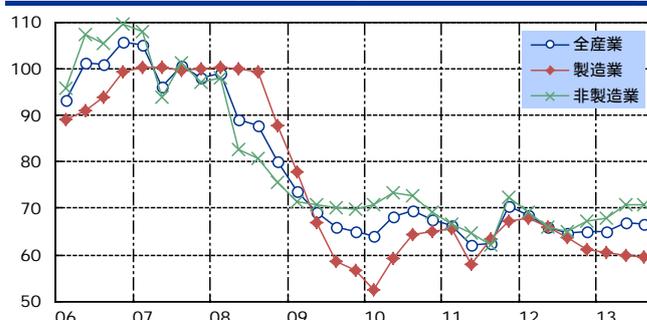
(出所)内閣府、経済産業省

設備投資の先行指標の推移



(出所)国土交通省、内閣府

法人企業統計の設備投資 (2007=100、全規模)



(出所)財務省

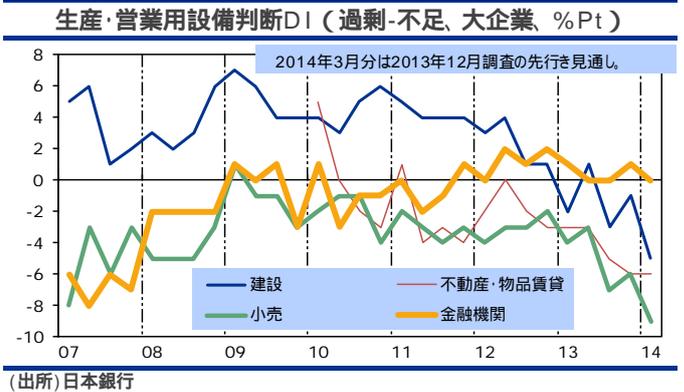
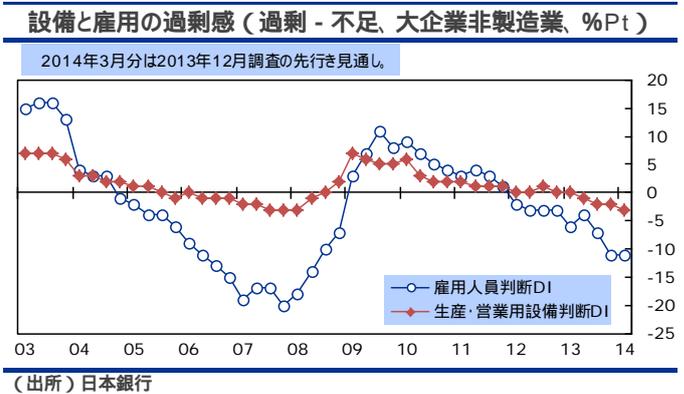
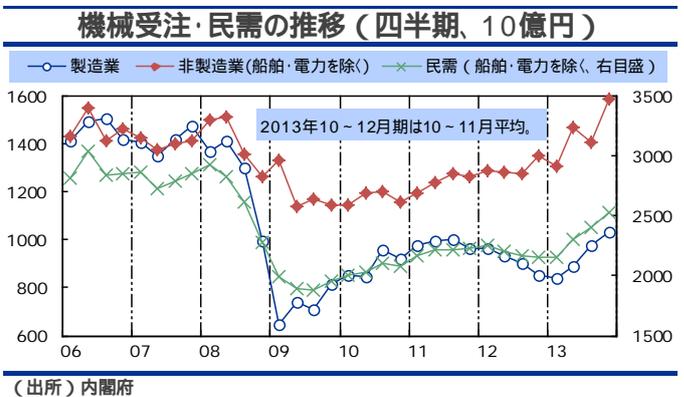
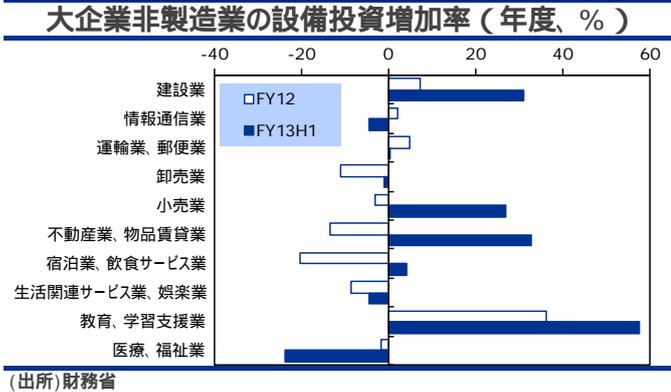
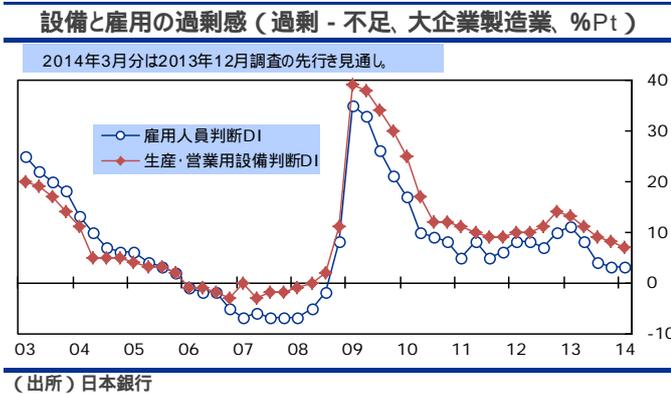
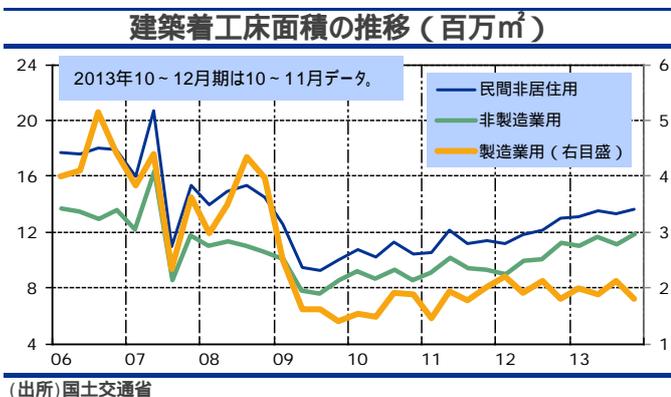
¹ 機械受注は名目ベースだが、企業物価指数などにより実質ベースを試算しても、足元の持ち直しの動きは変わらない。

は、建築着工ほどの差異はないものの、やはり相対的には非製造業の勢いが強い。

こうした設備投資における製造業の低迷と非製造業の堅調には、種々の要因が考えられるが、最も基本的かつ重要と考えられるのは、そもそもの設備稼働率つまり設備の過剰感における相違である。日銀短観の生産・営業用設備判断 DI（過剰 - 不足）によれば、製造業において未だ過剰感が残る一方、非製造業は既に設備不足の領域に入っている。後述するように、製造業では、大企業を中心に海外への生産移転が進捗しているため、円安が進行する下でも輸出と生産の回復が極めて限定的なものにとどまり、その結果、生産設備の稼働率も上昇していない。

非製造業では不動産や建設、小売、金融が設備投資を拡大

非製造業は全体として生産設備が不足している。ただ、非製造業の内訳は極めて多岐に渡り、個別業種における濃淡は当然に異なる。そこで、法人企業統計の大企業データを用いて非製造業の設備投資を業種別にブレイクダウンすると²、足元で増加傾向が鮮明となっているのは不動産・物品賃貸業（2012年度



² 2012年度は法人企業統計年報、2013年度上期は同季報に基づく。なお、非製造業の動向に関しては2014年1月27日付 Economic Monitor「今後の日本経済を左右する非製造業に関する考察」を参照されたい。

13.5%、2013年度上期32.8%)や建設業(7.2%、31.0%)、小売業(3.2%、27.0%)、そして金融・保険業(2.0%、18.1%)などである。このうち不動産業や建設業に関しては、日本経済のデフレ脱却に伴う都市部での地価下げ止まりや公共投資拡大が追い風になっていると考えられる。また、小売業では、高齢化やインターネット販売の普及など消費構造の変化を受けて、生き残りのための投資が活発化している模様である。金融・保険業についてはNISA(少額投資非課税制度)対応やシステム更新のための投資が膨らんだと考えられる。

こうした設備投資の増加業種について、前述の日銀短観における生産・営業用設備判断DI(過剰-不足)を見ると、不動産・物品賃貸業と建設業、小売業に関しては設備不足感が大きく高まっており、設備投資の増加と整合的である。一方、金融・保険業(短観では金融機関として別調査)では設備不足との認識が示されていない。これは、上述のNISA対応に加え、ウィンドウズXPのサポート終了に伴うPCの更新投資など一時的な動きが、足元の金融・保険業では投資拡大に繋がっている可能性を示唆している。

2014年の展望

非製造業の設備投資は裾野が広がる

2014年以降の設備投資はどうか。このテーマに関しても、やはり製造業と非製造業に分けて考えるべきであろう。日本経済はデフレ脱却へ向かっており、かつ4月の消費税率引き上げ後の落ち込みは不可避としても腰折れにまでは至らないと考えられる。そうした経済見通しを前提にすれば、2013年の時点で設備不足感が大きく高まっている非製造業については、

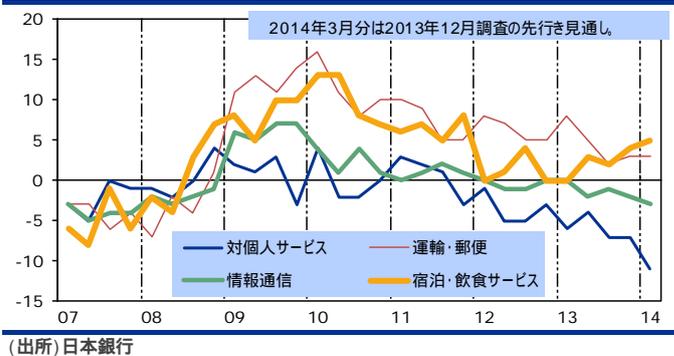
設備投資の拡大基調が維持されるとの予想が妥当である。また、既に触れたように金融・保険業については2013年の増加は一時的要因が大きく、2014年に反動減が生じる可能性を否定できないが、逆に2014年以降の設備投資拡大を期待できる業種も存在する。主要業種の中で、対個人サービス業や情報通信業は2013年時点で未だ設備投資の大幅な拡大を確認できないが、設備不足感が強まりつつあり、2014年以降に投資拡大へ踏み切る可能性が高い。逆に宿泊・飲食サービス業や運輸・郵便業については未だ過剰感が強く、特殊な要因³を除けば投資拡大を期待はし難い。

このように明るい展望を描きにくい業種も存在はするが、全体として見れば裾野が広がるかたちで、非製造業の設備投資は2014年に拡大基調を強めると考えられる。また、政府が、都市機能を重視しつつ選定を進めている新たな特区制度や、東京五輪も、将来的に非製造業の投資拡大に繋がる可能性を秘めている。

製造業の海外生産シフトを巻き戻すハードルは低い

非製造業の拡大基調は続くとしても、設備投資全体が2014年に大幅に伸びを高め、日本経済全体のけん引役たりえるか否かは、製造業の出来に大きく依存している。製造業は長期に渡る円高継続に加え、趨勢的な新興国を中心とした海外需要の拡大基調、そして人口減少などにより拡大の期待し難い国内市場を踏まえ、生産能力拡大における主戦場を海外現地生産へとシフトしてきた。そうした海外現地生産の動きは、程度の差こそあれ、生産設備や従業員の海外移転のみを意味するのではなく、生産に必要なサプライチェーンの海外における構築や、販売などにおける流通網の整備も伴う極めて大きなシフトである。

生産・営業用設備判断DI(過剰-不足、大企業、%Pt)



³ 例えば、鉄道における新線の拡大など。

従って、そうした大きな変化を巻き戻すのは容易ではない。それ故に、2012 年終盤以降の円安進行により価格競争力が改善する下でも、日本からの輸出は緩やかな持ち直しにとどまり、鉱工業生産の増勢も鈍いままなのである⁴。

既に見たように製造業全体として、また製造業の内訳業種においても設備の過剰感はある存在しており、国内生産や輸出を増やす余地がないわけではないように見える。しかし、実際の増産に際しては、稼働する生産設備以外に、サプライチェーンの再構築や従業員の確保など様々な取り組みが必要となる。また、生産設備に限っても、休止設備を再稼働するためには、ある程度の追加投資が必要な場合が多い。結局のところ、そうした国内生産を再び拡大するコストや再び円高が進む将来のリスクなどのデメリットと、日本国内生産がもたらす利益面でのメリットを比較考量した場合、未だ多くの企業はデメリットが上回ると判断しており、故に国内生産や輸出が、ひいては国内での設備投資が拡大していないのだと言える。また、サプライチェーンに関しては、東日本大震災に際して一部企業の被災がボトルネックになった経験が間接的に示唆するように、一企業のみ意向で左右し難い部分が存在する。つまり、一企業が日本の国内生産へ回帰しようと考えても、国内では十分な部材が調達できず、容易には進め難い場合がありうるのである。

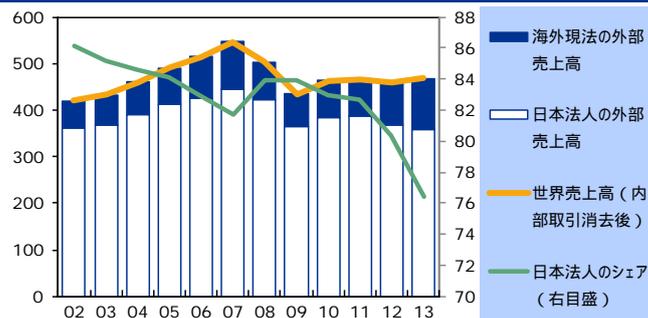
足元で生じつつあるのは、限定的な機械投資の拡大

もちろん、企業収益が増加し投資余力が高まる下で、将来の収益拡大に繋がる既存の生産設備の効率化投資などは拡大しつつあり、また比較的容易にサプライチェーンの切り替えや設備再稼働が可能な一部企業では増産に必要な投資活発化の動きも散見される。そうした投資の多くは機械投資であり、故に、2013 年後半の製造業において、機械投資の先行指標たる機械受注が持ち直す一方で⁵、構築物投資の先行指標たる建築着工は低迷が続いているのだとも考えられる。

デメリットとメリットの比較考量を変化させるには？

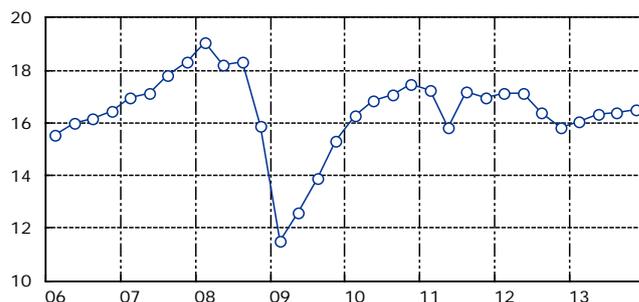
製造業の各企業が国内生産への回帰か海外現地生産の継続かにおいて実施しているデメリットとメリットの比較考量は、確定的なものではない。当然だが、将来において変化しうる。まず、円安基調の継続は、将来の円高リスクを低下させ、デメリットを減じ、比較考量を変化させる。また、日本経済がデフレから脱却し実質ベースのみならず名目ベースでも安定的な

日本の製造業の世界売上高（ネットベース、兆円、%）



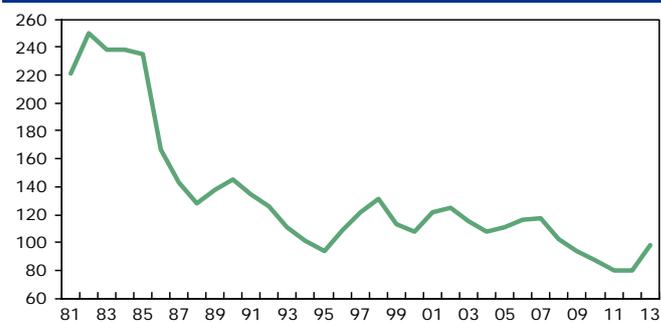
(出所) 財務省、経済産業省

実質財輸出の推移（兆円、季調値、2010年基準）



(出所) 財務省、日本銀行

ドル円レートの推移（暦年、末値）



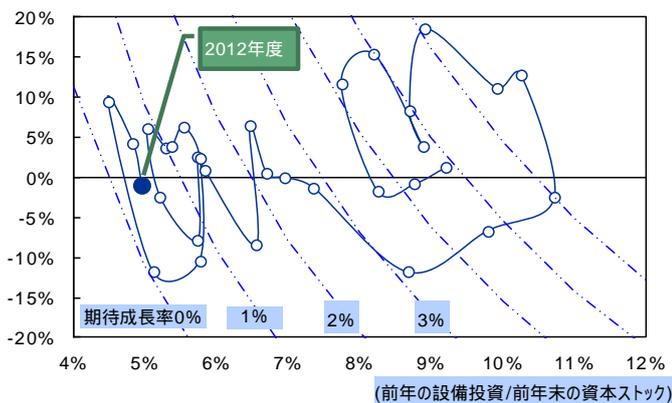
(出所) 日本銀行

⁴ 製造業の海外生産移転については、2013 年 12 月 16 日付 Economic Monitor 「日本の製造業に生じた構造変化」を参照。

⁵ 製造業に限った要因ではないが、機械投資の活発化には、資本財の価格が上昇へ転じたことの影響も考えられる。投資先送りがコスト面で有利な戦略ではなくなりつつあり、それは製造業と非製造業を問わず機械投資の実施を促している。

日本経済のストック循環図（年度、1981年度～）

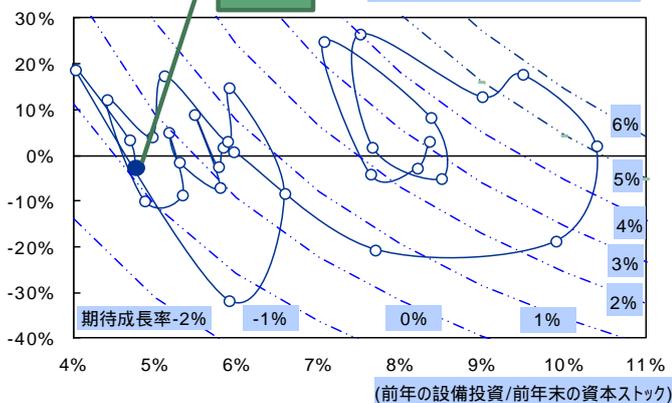
(設備投資前年比%)



(出所)内閣府資料より作成。

製造業のストック循環図（年度、1981年度～）

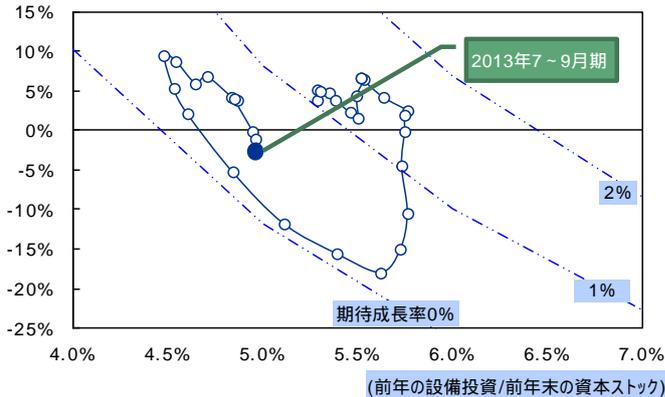
(設備投資前年比%)



(出所)内閣府資料より作成。

日本経済のストック循環図（四半期、2005年～）

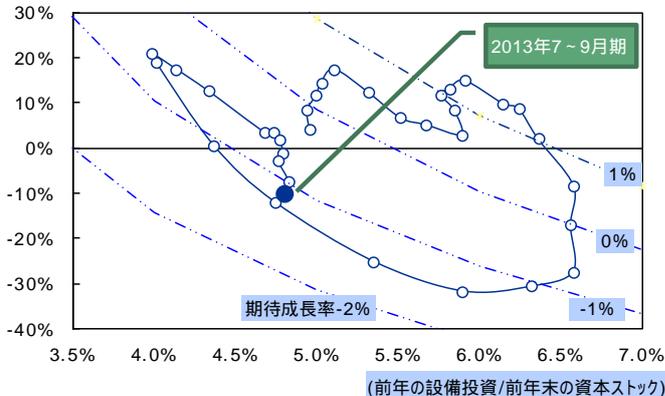
(設備投資前年比%)



(出所)内閣府資料より作成。

製造業のストック循環図（四半期、2005年～）

(設備投資前年比%)



(出所)内閣府資料より作成。

成長を確保すれば、将来の国内市場に関する過度に悲観的な見通しが好転し、国内生産への移行がもたらすメリットの拡大を通じて比較考量が変化する。

比較考量の変化とストック循環

国内市場の見通し変化などが比較考量に及ぼす影響は、ストック循環図が示す期待成長率の変化に伴う設備投資循環の中心点のシフトと読み替えることもできる。現在の日本経済全体のストック循環は期待成長率がゼロ%からゼロ%台半ばで推移することを前提に変動しており、かつ2013年は循環の下降局面に位置していた。今後、悲観論の後退により期待成長率が0%台から1%へシフトし、更には政府の成長戦略が描く2%へ向けて上昇すれば、循環の中心が右上方へ大きくシフトし、設備投資の大幅な拡大が展望できることになる。

一方、製造業のストック循環は、国内市場見通しの変化に加え、長期の円高なども寄与しての海外現地生産シフトにより、現在は1%程度の期待成長率つまり、生産縮小を前提とした循環を描いている。更に、足元では更なる大幅な生産縮小を前提とした循環に向けて、中心点が左下方へシフトする兆しさも窺われる。

まずは消費税率引き上げ後の見極めが重要

製造業における国内生産回帰に関する比較考量の変化は、幾つかの段階を経て生じる可能性があると考えられる（必ず生じる訳ではない）。

まず想定される第一の段階は、消費税率引き上げ後の需要動向については日本経済動向の見極めである。4月の消費税率引き上げ後も、日本経済が腰折れしないとの確信が得られれば、日本国内市場に対する過度の悲観論が後退する。従って、想定通りに日本経済が成長軌道を維持すれば、2014年度後半には製造業の設備投資がある程度積極化すると期待できる。これは、前掲の製造業のストック循環に照らして言えば、期待成長率 1%からの更なる下方シフトの回避に相当すると考えられる。

為替認識の変化

第二の段階は、円安基調の継続に対する認識の強まりである。この第二段階は、製造業のストック循環に照らして言えば、期待成長率 1%の中心点から 0%の中心点へ向けた上方シフトを意味し、実現すれば設備投資の大幅な拡大に繋がる。しかし、製造業が、将来の円高リスクが後退したと認識する時期を見通すのは極めて困難である。敢えて言えば、極めて長期に渡り円高が継続してきた点を勘案すると、1年や2年で大きな変化が生じるとは考えにくい。過去のトラウマを打ち消すには、ある程度の時間が必要であろう。従って、少なくとも2014年度には大きな認識の変化は生じない可能性が高い。

期待成長率の高まり

第三の段階は、国内市場及び国内生産に対する期待の抜本的な変化である。これも見通すのが極めて難しいが、政府が掲げる成長戦略が鍵を握るのは確かと言える。安倍政権の成長戦略が、現在のほとんど絵に描いた餅である状態から具体的な政策へ転じ、種々の改革が軌道へ乗れば、企業の期待成長率の高まりに繋がらう。なお、第二の段階と第三の段階のいずれが早いかは自明ではない。日本銀行の大胆な金融緩和により、既に円安が進行している点を踏まえれば、第二の段階が早く訪れる可能性が高いように思われるが、結局は政府の政策実現のスピード次第であろう。政府の成長戦略が迅速に遂行へ移されれば、期待成長率の上昇が早く訪れる可能性がないわけではない。ただ、現在までの進捗状況を見る限り、2014年に企業の期待成長率が大きく高まるとは考えにくい。

こうした第三段階の変化が、製造業のストック循環に及ぼすインパクトは、第二段階の影響を上回るとも考えられる。ストック循環の中心点が期待成長率 1%から 0%へのシフトにとどまらず、成長戦略の遂行度合い次第では1%程度へシフトする可能性も秘めているだろう。

2014年は設備投資の拡大を見込むが、けん引役とは想定せず

以上の分析を踏まえると、2013年の設備投資は低調に推移したが、2014年以降は非製造業を主体として設備投資は増勢を徐々に強めると考えられる。製造業の設備投資も機械投資を中心に緩やかな持ち直しへと向かうだろう。特に2014年4月の消費税率引き上げの影響を見極めた後の2014年度後半には、先行きに対する不透明感の低下により悲観論が後退し、設備投資の拡大テンポが加速する可能性が高い。しかし、製造業の海外生産移転に巻き戻しが生じ、製造業の国内設備投資が活性化するためのハードルは低い。既に述べたように、企業の為替リスクに関する認識が変化するのは、少なくとも2014年中ではない可能性が高い。また、現在の日本政府の歩みに基づく限り、成長戦略が政策として具体化し、企業の期待成長率に影響を及ぼし得るまでには、相応の時間を要すると見るのが妥当である。こうしたハードルの高さを踏まえれば、製造業の設備投資は持ち直しへ向かうものの、力強い拡大にまでは至らないと考えられる。2014年に設備投資は日本経済の足を引っ張ることはなくなるものの、けん引役としては力不足の状況が続くと予想する。