

# わが国設備投資の現状と見通し

## ～ 投資決定要因と資金需要の動向～

わが国経済は、2002年1月に景気の底を打ち回復期にあるものの、足下では一進一退の踊り場状態にあります。今回の景気回復は、従来のような、政府の経済政策を主因とした公共投資主導型の回復とは異なり、公共投資の抑制姿勢が明確化するなか、主に民間設備投資に牽引されています。そのため、わが国経済の先行きを見通すうえで、設備投資の動向を外すことは出来ません。

そこで今回は、わが国設備投資の現状をみたうえで、設備投資の決定要因を整理し、今後の見通しと資金需要の動向について考察しました。

### < 目次 >

#### 1. わが国設備投資の現状

#### 2. 設備投資の決定要因

#### 3. 設備投資の見通し

#### 4. 資金需要の動向

2005年5月

株式会社 三重銀総研 調査部

## 【要 旨】

### 1．わが国設備投資の現状

わが国の設備投資額は、2002年1月に景気が底を打ったのを受けて2003年度、2004年度と前年比プラスで推移しています。こうした全国の動きと同様に、東海地域の設備投資も製造業を中心に好調に推移しています。

### 2．設備投資の決定要因

こうした現実の動きの背景として、設備投資の決定要因を整理すると、理論的には実質利子率の関数となります。しかし、現実の設備投資は、実質利子率以外にも、将来への期待、資金の調達容易性、企業の資本ストックの変化、など様々な要因によって変動します。

### 3．設備投資の見通し

今後の設備投資については、企業の設備過剰感の低下や、機械受注、建設機械受注が前年比プラスで推移していること、などから比較的堅調に推移するとみられます。

### 4．資金需要の動向

企業がキャッシュフローの改善ほどには設備投資を増やしていない要因として、企業が投資よりも有利子負債の圧縮を優先させていることが挙げられます。

こうした動きは今後も続くと思われるものの、有利子負債とキャッシュフローの比率をみると、中小企業においてもバブル前のレベルまで低下しており、企業の有利子負債圧縮の動きは徐々に鈍化していくと思われます。

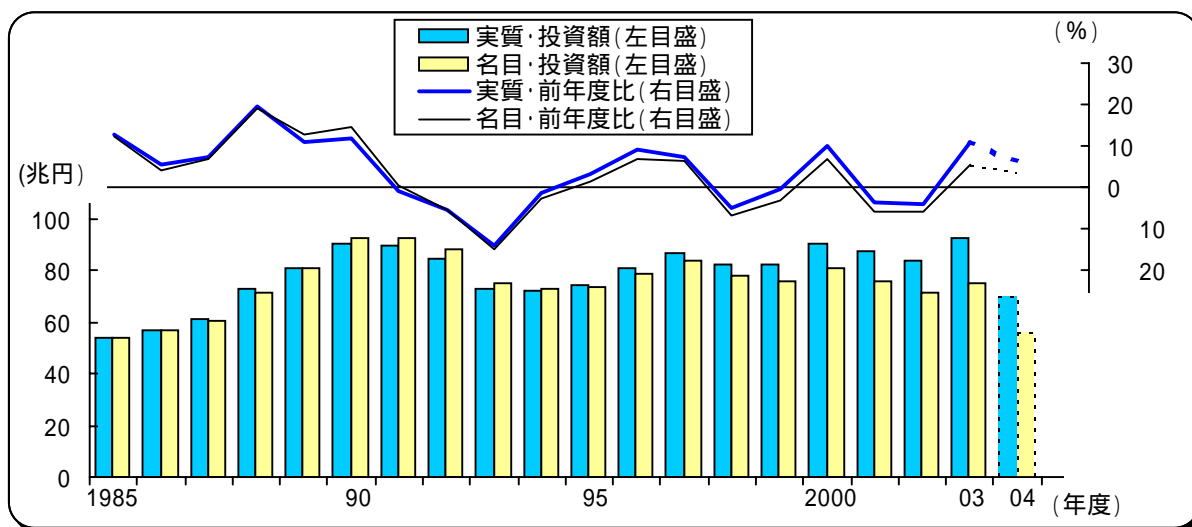
お問い合わせ先 株式会社三重銀総研 調査部 池野  
TEL 0593-54-7102  
Mail : mir@miebank.co.jp

## 1. わが国設備投資の現状

わが国の民間企業設備投資額の推移を GDP ベースでみると（図表 1）、バブル期に急速に増加しており、名目設備投資額は 1985 年度の 54 兆円から、ピーク時の 1991 年度には 93 兆円と約 1.7 倍になりました。その後、バブル経済の崩壊とともに 1994 年度まで減少傾向で推移し、1995 年から 97 年までは政府の経済政策などを背景に増加に転じたものの、1998 年からは、2000 年に前年比プラスとなったのを除けば、マイナス基調で推移しました。

もっとも、足下の動きをみると、2002 年 1 月に景気が底を打ったのを受けて、2003 年度には名目、実質ともに前年比増加に転じ、2004 年度も発表されている 12 月までの値では前年を上回る水準を維持しており、設備投資は堅調に推移しているといえます。

図表 1 民間企業設備投資額の推移



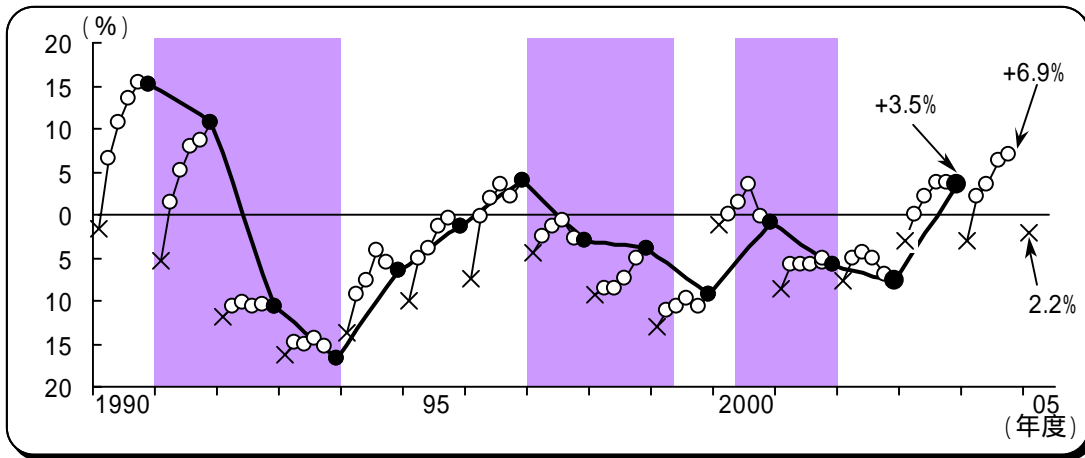
(資料)内閣府「国民経済計算」、「四半期別国民所得統計速報」

(注 1)1998 年以降の実質値は、固定基準年方式 (1995 年基準)の参考系列。

(注 2)2004 年度値は、2004 年 4 月～12 月の値。

次に、日銀短観より、各年度の設備投資計画と実績額の推移をみると（次頁、図表 2）、2003 年度の実績額および、2004 年度の実績見込み額は前年度比で各々 +3.5%、+6.9%とプラスになっており、設備投資が回復傾向にあることがわかります。さらに、今後の計画をみると、2005 年度の計画額は 2.2%と前年比マイナスとなっているものの、2003 年度、2004 年度の設備投資額も 3 月時点の計画では前年比減少が見込まれており、今年度も上方修正される可能性が高いため、設備投資の増勢は当面持続すると思われます。

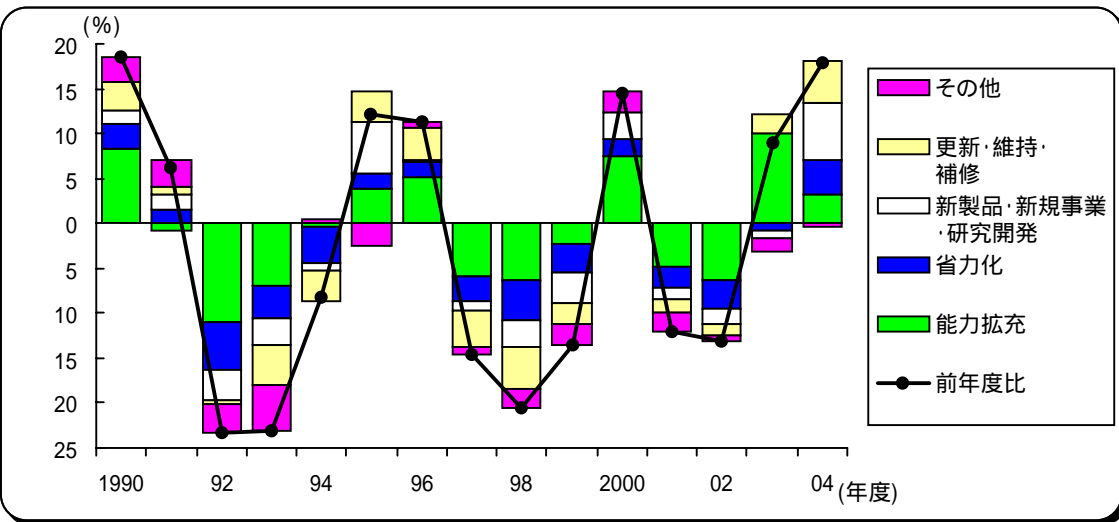
**図表2 設備投資計画・実績額の推移（前年度比）**



(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査結果」  
 (注1)2003年12月調査からは調査対象企業見直し後の新ベース。  
 (注2)各年度ごとに、3月時点の計画額(×)、6・9・12月時点の計画額および翌年3月時点の実績見込み額(○)、翌年6月発表の実績額(●)を順にプロット。  
 (注3)シャドー部分は、景気後退局面(内閣府判定)。

このように、設備投資が堅調に推移しているなか、中小製造業の設備投資を目的別にみると(図表3)「能力拡充」や「新製品・新規事業・研究開発」といった前向きな投資が増えており、積極的な企業姿勢が窺われます。加えて、こうした前向きな投資のほかに、バブル期以降の設備投資抑制姿勢のもとで設備の老朽化が進んでいることから、「更新・維持・補修」投資も増加しています。

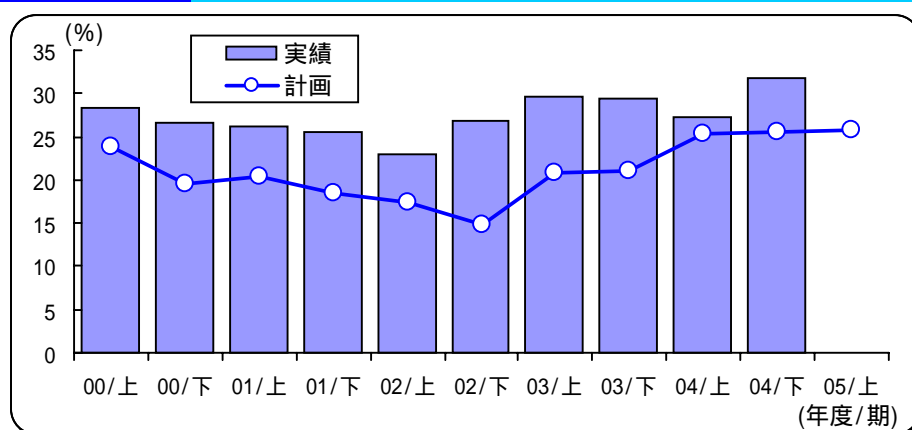
**図表3 中小製造業の設備投資目的別寄与度**



(資料)中小企業庁「2005年版中小企業白書」

こうした全国の動きと同様に、東海地域の設備投資も製造業を中心に好調に推移しています。すなわち、日銀名古屋支店の分析によれば、当地域の設備投資は自動車、一般機械を中心に着実に増加しているとしており、非製造業にも前向きな動きがみられるとしています。さらに、本年3月に三重県内の三重銀経営者クラブ会員に対して行ったアンケートをみても(図表4) 2004年度下期に設備投資を実施したと答えた企業が31.7%と、16半期ぶりに3割を上回るなど、三重県内でも設備投資は順調に推移しています。

**図表4 設備投資計画と実績の推移(「経営者アンケート」より)**



(資料)三重銀総研「三重銀経営者クラブ 経営者アンケート」

(注)調査対象は、三重銀経営者クラブ会員で、資本金1億円以下の三重県下法人企業1,100社、回収数は628票(回収率57.1%)。

## 2. 設備投資の決定要因

こうした現実の動きの背景として、設備投資の決定要因を整理します。

企業は、その投資による将来収益が投資のリスクを埋め合わせるのに十分な大きさである場合に、設備投資を行うと考えられます。加えて、現在の1万円は将来の1万円+実質利子率であるため、実質利子率が上昇した場合、企業は投資を行うよりも手元に資金を置いておく方が合理的なケースが多くなります。そのため、経済学における投資は実質利子率の関数として考えられています。しかし、わが国の設備投資がゼロ金利政策の導入にも拘らず回復に時間がかかったように、必ずしも実質利子率のみによって設備投資が決定しているわけではありません。例えば、ケインズは、企業の投資行動は企業家のアニマル・スピリッツ(animal spirits: 血気、活気)によるものであって、予測できないものであると考えていました。

企業の投資行動の予測が困難である理由としては、将来収益の予測が困難なことが挙げられます。スティグリッツの「マクロ経済学」によると、企業が投資を行う際には、投資する技術の信頼性などの「技術的リスク(technological risk)」や、製品や雇用、材料などに関する「市場リスク(market risk)」が存在しており、企業は将来収益の予測に、リスクの

大きさ、リスクを分担する能力、リスク負担への意欲を加味して投資の是非を決定します。不況期には、リスクが大きくなるうえ、株式市場の不振から新株の発行が困難となりリスクの分散が図れないため、企業のリスク分担の度合いが高まるほか、財務体質の弱体化からリスク負担への意欲も減衰します。

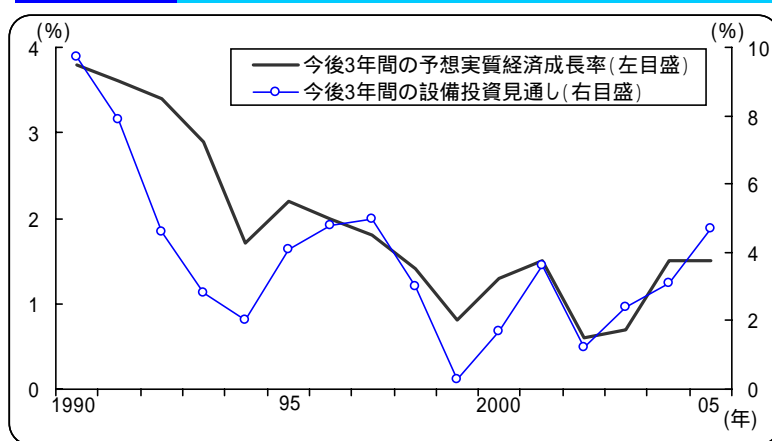
こうした予測収益や、投資リスクのほかにも、企業の投資行動を決定には、様々な要因が考えられます。そこで、具体的に企業の投資行動の決定要因として、将来への期待、資金の調達容易性、企業の資本ストックの変化、の3点について詳しくみてみます。

### 将来への期待

企業の投資行動と将来予測の関係をみるために、期待成長率（予想実質経済成長率）と設備投資計画の推移をみると（図表5）相関がみられます。そのため、今後、設備投資が増勢を加速するためには、わが国経済における期待成長率の上昇が不可欠です。

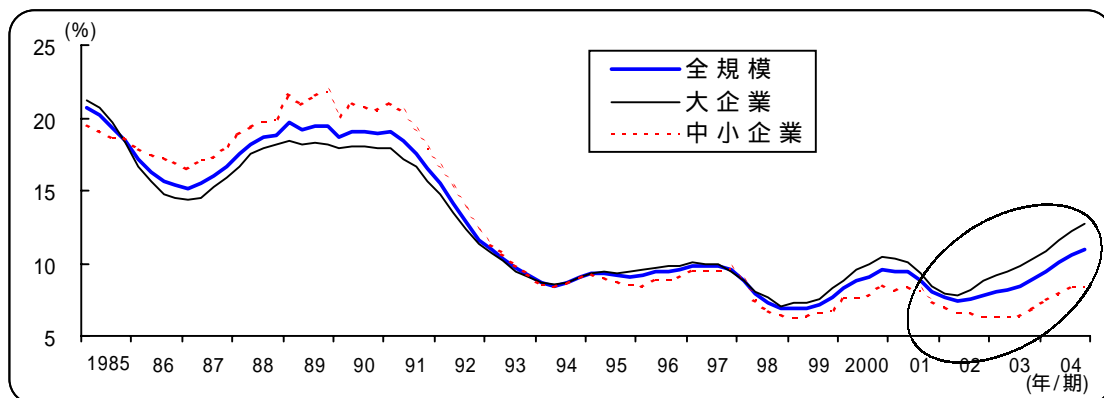
加えて、有形固定資産利益率の推移をみると（図表6）全産業では2002年を底に上昇に転じていることから、設備投資に対する期待収益率は上昇していると考えられ、企業の

**図表5 期待成長率と設備投資計画**



(資料)内閣府「企業行動に関するアンケート調査」  
 (注)調査時点は各年1月、調査対象は上場企業。

**図表6 有形固定資産利益率の推移**



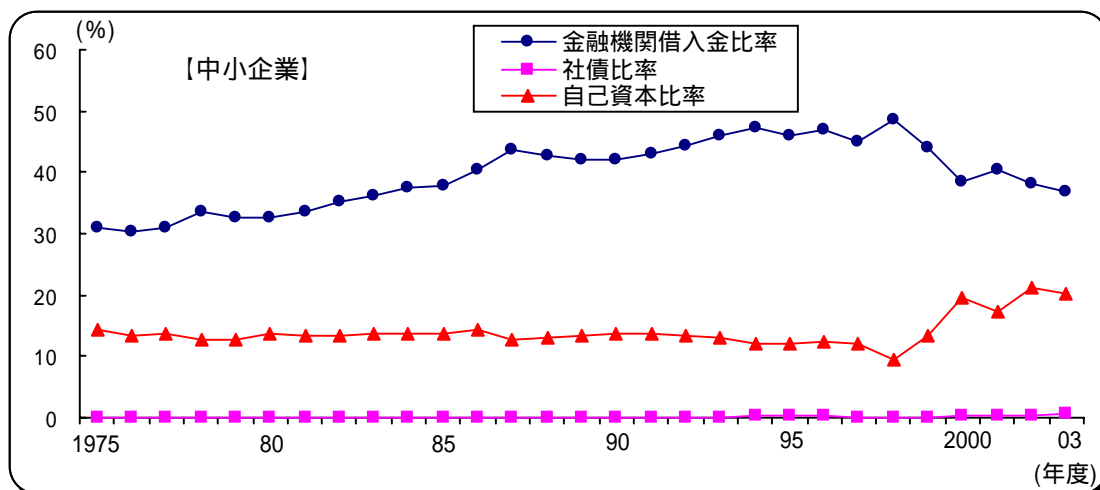
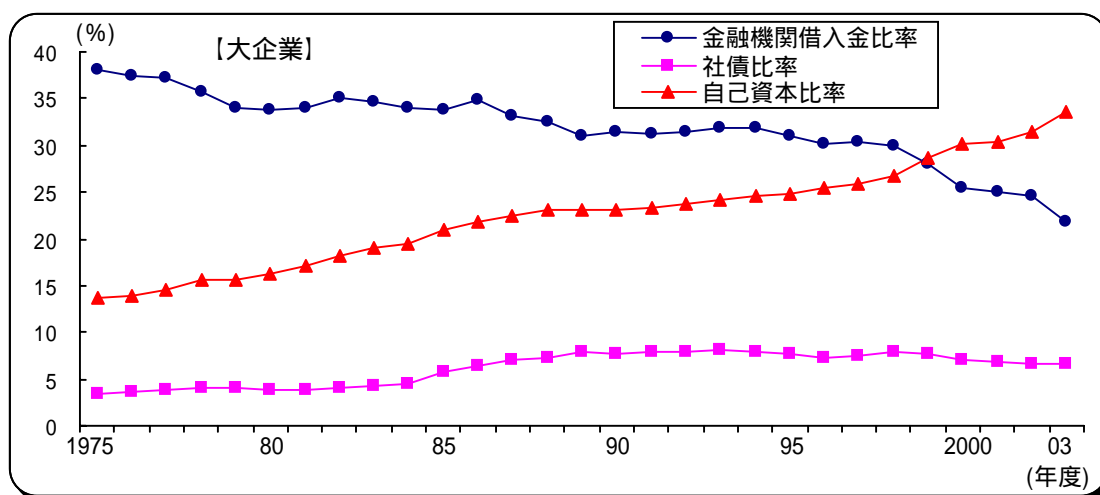
(資料)中小企業庁「2005年版中小企業白書」  
 (注)有形固定資産利益率 = 営業利益/期首期末平均有形固定資産 (土地 + その他の有形固定資産)

設備投資意欲も改善傾向を持続すると思われます。但し、逆にいえば、有形固定資産利益率の上昇は、企業に対して資本効率の引き上げ圧力が高まっているということでもあるため、企業には安易に設備投資を増加させるのではなく、資本効率の高い事業に的を絞った戦略的な設備投資が求められているといえます。

### 資金の調達容易性

企業が設備投資の原資を調達する手段としては、外部調達と内部調達があります。企業の資金調達構成の推移をみると(図表7) 大企業では自己資本比率の改善に伴って金融機関借入比率は低下基調で推移しています。一方、中小企業をみると足下では若干の自己資本比率改善がみられるものの、大企業に比べて遅れているため、金融機関借入比率もそれ

**図表7 資金調達構成の推移**



(資料)中小企業庁「2005年版中小企業白書」

(注1)大企業は資本金1億円未満の企業、中小企業は資本金1千万円以上1億円未満の企業。

(注2)金融機関借入金比率 = 短期・長期金融機関借入金/総資産

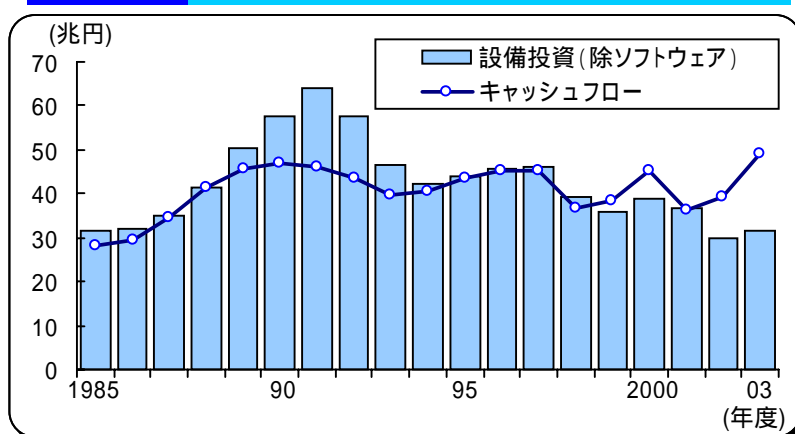
(注3)社債比率 = 社債/総資産

(注4)自己資本比率 = 自己資本/総資産

ほど低下していません。つまり、大企業は財務の健全化が進んでいることから、社債発行など金融機関借り入れ以外の資金調達手段が広がっており、資金調達は比較的容易である一方、中小企業は財務体質の強化が遅れていることから、資金調達に関しては依然として金融機関借り入れに依存しているといえます。

次に内部調達についてみるために、キャッシュフローと設備投資の推移をみると（図表8）企業収益の回復を主因にキャッシュフローは2002年度、2003年度と拡大しているにも拘らず、設備投資の本格回復には至っていません。これは、企業が投資よりも債務返済を優先させていることや、わが国の期待成長率がそれほど高くないことが要因であると考えられます。

**図表8** キャッシュフローと設備投資



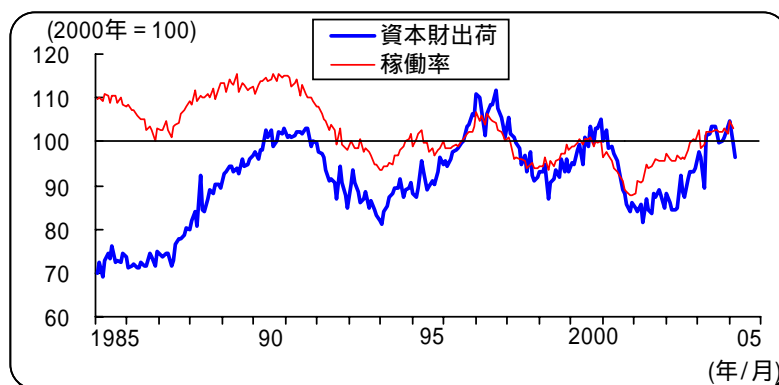
(資料)財務省「法人企業統計調査」

(注)キャッシュフロー = 当期純利益 - 役員賞与 - 配当 + 減価償却

### 企業の資本ストックの変化

設備投資が最適な資本ストックの規模の実現を目的としてなされると仮定すれば、現在の設備の過不足が企業の投資行動を左右するといえます。そこで、資本財出荷と設備稼働率の推移をみると（図表9）、1990年代後半にはほぼ同じ動きをしていたものの、2000年

**図表9** 資本財出荷と稼働率の推移



(資料) 経済産業省「鉱工業指数」

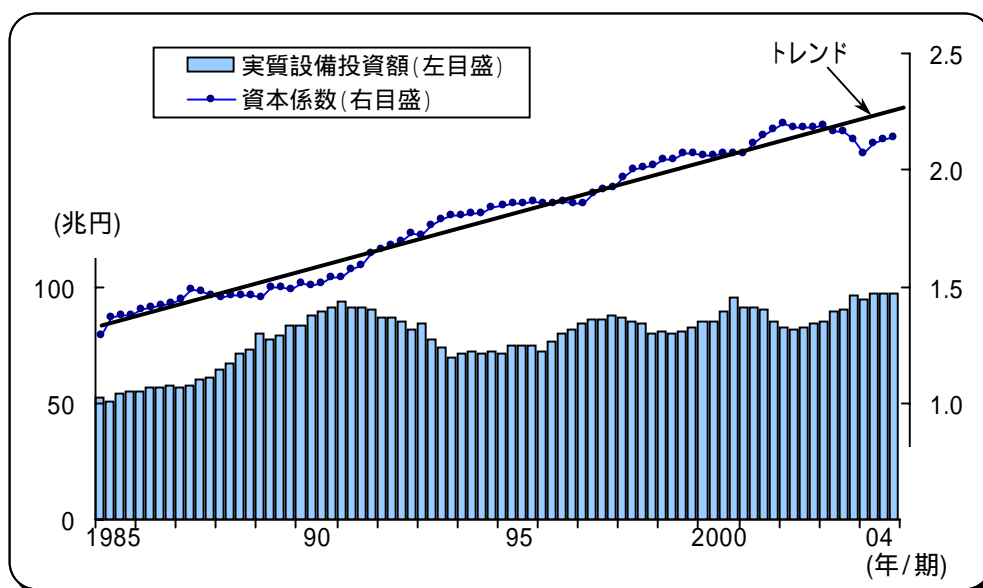
(注)1997年以前の値は、長期時系列比較のために便宜的に算出した接続指数。



代に入ると、稼働率の上昇ペースに資本財出荷の上昇が遅れる形になっており、この時期に過剰設備に対する調整がなされたと考えられます。もっとも、資本財出荷の動きをみると、昨年から今年にかけての出荷増により、再び稼働率とほぼ同じ動きを辿っており、過剰設備の調整が一段落した様子が窺われます。

次に、社会全体の資本ストックの水準と投資行動の関係をみるために、1単位の産出量を生産するのに必要とされる資本ストックを表す「資本係数」と実質設備投資額の推移をみると(図表10)、トレンド線を上回る資本係数の上昇は過剰な設備投資を表すため、実際の設備投資額の低下と対応しており、逆にトレンド線を下回っているときは設備の不足を表すため、設備投資の増加と対応しています。足下の動きをみると、2003年の4~6月期よりトレンドを下回って推移しており、乖離幅も大きくなっています。このことから設備投資圧力の高まりが推察されます。

**図表 10 資本係数と実質設備投資額の推移**



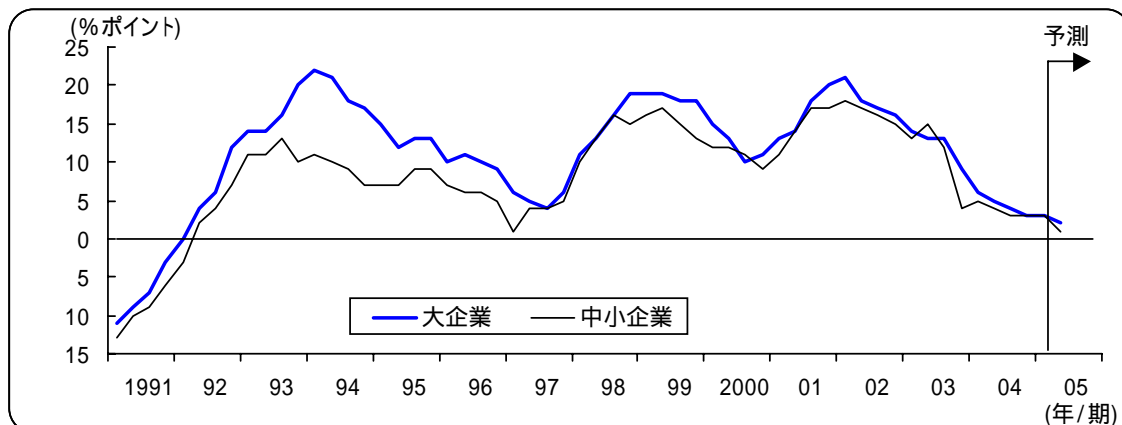
(資料) 内閣府「四半期別国民所得統計速報」、「民間企業資本ストック年報」  
 (注 1) 資本係数 = 実質民間企業資本ストック / 実質 GDP (季節調整値)  
 (注 2) 1998 年以降の実質 GDP、実質設備投資額は固定基準年方式(1995 年基準)の参考系列。

### 3. 設備投資の見通し

ここで、今後の設備投資の見通しについてみてみます。

最初に、企業の設備過不足感をみるために、日銀短観より生産・営業用設備 D.I.の推移をみると(次頁、図表 11)、大企業、中小企業ともに設備の過剰感が低下してきており、企業意識の面からも過剰設備の調整が一巡しつつあることがわかります。今後、設備が不足していると感じる企業がさらに増加すれば、企業に対する設備投資圧力が高まることが期待されます。

**図表 1 1 生産・営業用設備D.I.の推移（「過剰」 - 「不足」）**

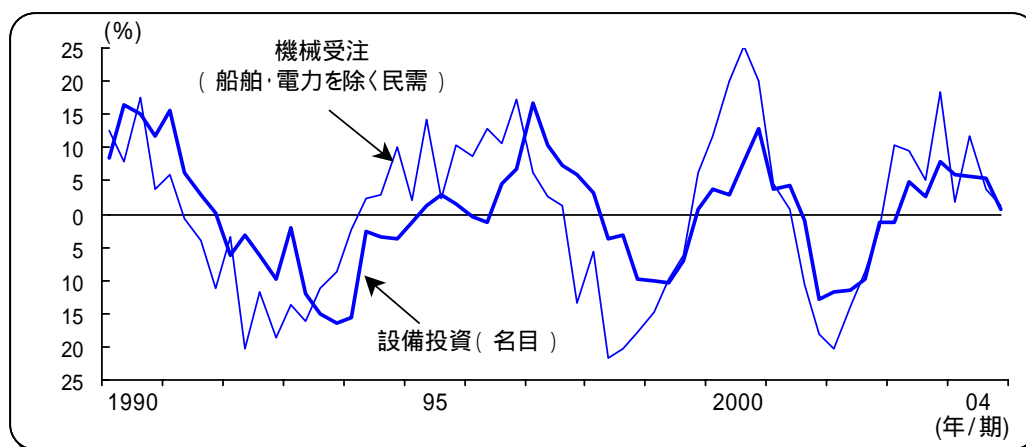


(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査結果」

(注)2003年12月調査からは調査対象企業見直し後の新ベース。

また、生産などのための設備は、発注してから製造・据付・稼動に至るまでタイムラグがあるため、機械受注統計を設備投資の先行指標として利用するケースがよくみられます。そこで、実際に機械受注統計と設備投資の関係をみると（図表 1 2）、1990年代までは半年程度のラグを伴ってよく似た動きをしていることが分かります。しかし、2000年代に入ると両者の間のラグが縮小し、ほぼ同時に増減しています。内閣府の分析によると、これは、非製造業を中心に機械受注と設備投資の相関が下がっているうえ、非製造業の割合自体も上昇していることと、受注から納入までの期間が短くなっていることが要因として挙げられています。もっとも、製造業については機械受注と設備投資の相関関係が依然として認められるため、設備投資の先行きを見通すうえで、機械受注の動向を把握することは十分意味のあることであるといえます。そこで、機械受注額と、機械受注額と同様に

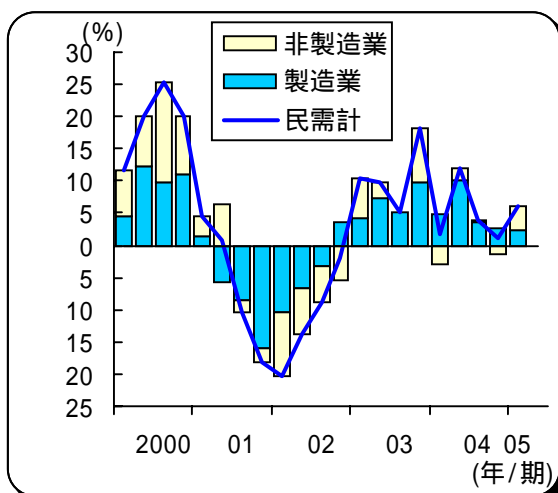
**図表 1 2 機械受注と設備投資の推移（前年比）**



(資料)内閣府「四半期別国民所得統計速報」、「機械受注統計」

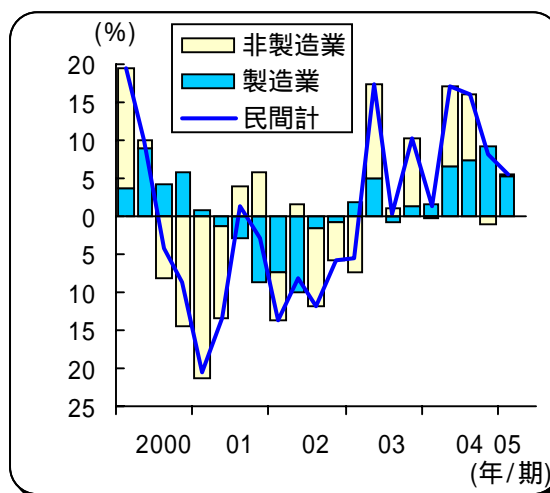
設備投資の先行指標として用いられる建設工事受注額の推移について業種別にみると（図表13、14）足下では、ともに製造業に牽引されて前年比プラスで推移しています。このことから、製造業を中心に設備投資は比較的堅調に推移するとみられます。

**図表13 需要者別機械受注額の推移**  
(船舶・電力を除く民需、前年比)



(資料)内閣府「機械受注統計」  
(注)2005年1~3月値は、1~2月の値。

**図表14 業種別建設工事受注額の推移**  
(民間、前年比)



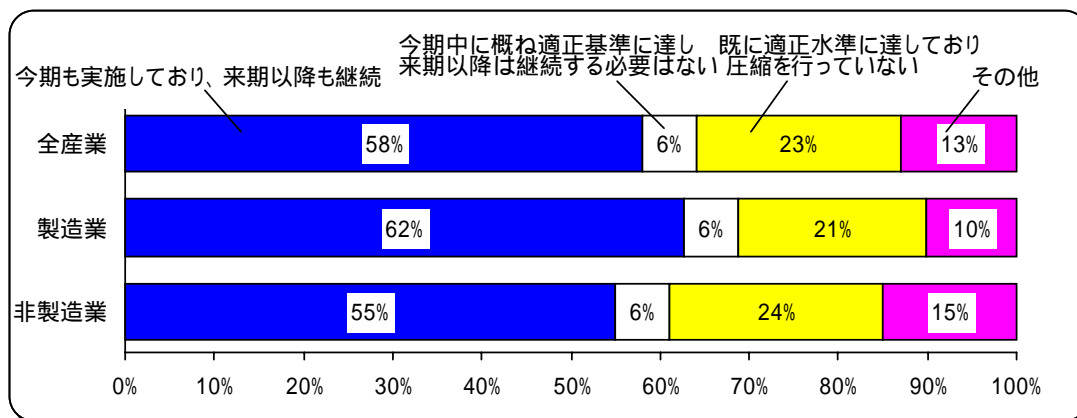
(資料)国土交通省「建設工事受注動態統計」

#### 4. 資金需要の動向

ここまでみてきたように、わが国の設備投資は、企業収益の改善と過剰設備の調整プロセスの一巡などを要因に、緩やかながら今後も増勢を維持する見込みです。もっとも、企業はキャッシュフローの増加ほどには設備投資を増やしておらず、債務の返済を優先する姿勢がみられます（前掲図表8、p6）。今後、設備投資が本格的に増加するためには、企業のこうした姿勢の転換が必要です。

そこで、企業の有利子負債圧縮のスタンスをみると（図表15）、半数以上の企業が有利子負債の圧縮を今後も継続するとしており、こうした動きは当面続くとみられます。もっとも、有利子負債が適正水準に達した場合の、負債圧縮に替わる資金使途をみると（図表

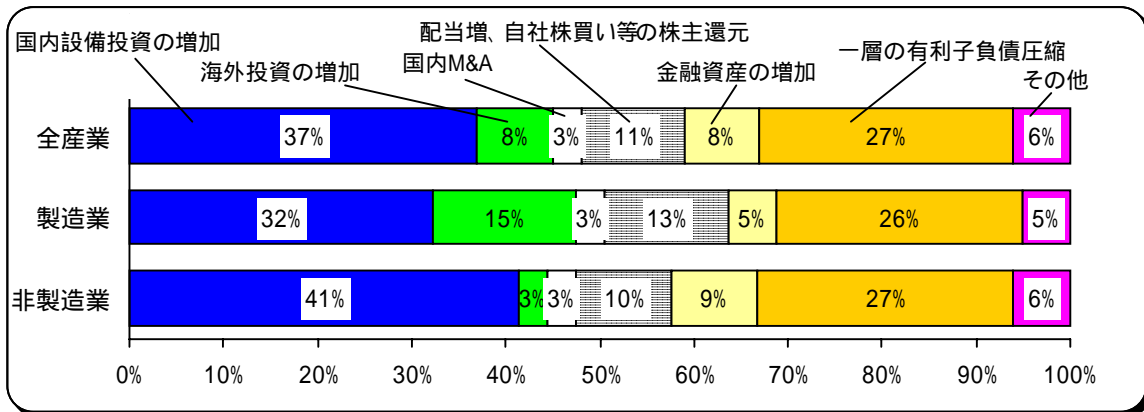
**図表15 有利子負債圧縮のスタンス**



(資料)日本政策投資銀行「2004年11月 設備投資行動等に関する意識調査結果」

図表 1 6

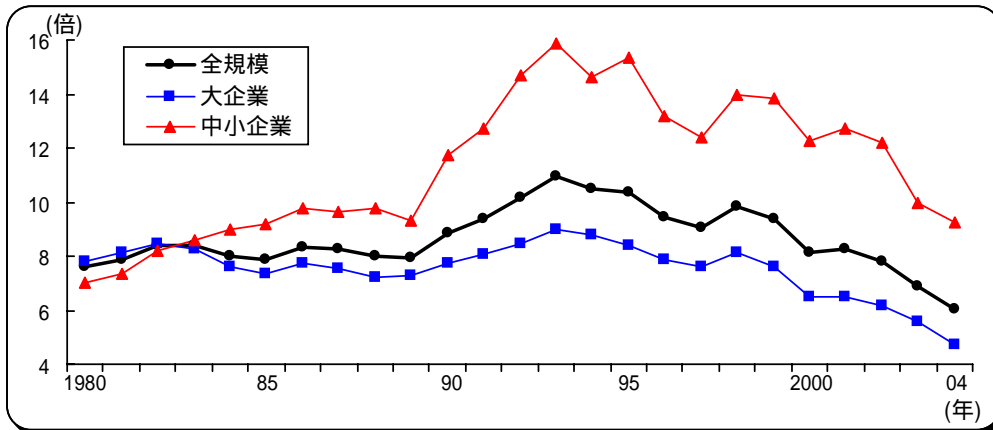
有利子負債の適正水準達成後の、負債圧縮に替わる資金使途



(資料)日本政策投資銀行「2004年11月 設備投資行動等に関する意識調査結果」

図表 1 7

有利子負債残高償還年数の推移



(資料)中小企業庁「2005年中小企業白書」

(注1)大企業は資本金1億円以上の企業、中小企業は資本金1億円未満の企業。

(注2)有利子負債残高償還年数 = 有利子負債残高/キャッシュフロー

(注3)有利子負債残高 = 長短金融機関借入金 + 社債

(注4)キャッシュフロー = 経常利益 × 0.5 + 減価償却費、四半期データのため(図表8)とは異なる方法で算出。

(注5)有利子負債残高、キャッシュフローは、四半期の値(原数値)の年間平均値。

16) 約4割の企業が「国内設備投資の増加」と回答しており、海外投資、国内M&Aも含めると約半数の企業に投資意欲がみられます。もっとも、約3割の企業が、有利子負債が適正水準に達しても更に一層の有利子負債の圧縮を進めると回答しており、投資資金需要の本格的な回復には時間がかかる見込みです。

最後に、こうした有利子負債圧縮の動きの先行きをみるために、有利子負債とキャッシュフローの比率である有利子負債残高償還年数の推移をみると(図表17)、大企業ではバブル期の約半分程度となっているうえ、中小企業でもバブル以前の1980年代後半の水準まで低下しています。こうしたことから、企業の有利子負債圧縮の動きは徐々に鈍化していくと思われます。

以上