

まず、資本ストック循環図を用いて、設備投資の実績から企業の予想成長率を確認してみると、非製造業では下げ止まりの動きが明確化し、足下ではやや上昇している。一方、製造業では景気回復に伴って循環的な左上方向への動きを示しているものの、予想成長率はなお低めである（第1-1-15図（1））。もっとも、日銀短観（2014年6月調査）によると、2014年度の設備投資計画は、製造業では前年度比+10.1%、非製造業では同▲2.4%となっている。いずれも6月調査結果の過去の平均値（それぞれ同+1.0%、同▲3.5%）を上回っており<sup>29</sup>、先行きの設備投資には一定の底堅さもうかがわれる。

次に、企業の抱く予想成長率（業界需要の成長率）を内閣府「企業行動アンケート調査」（各年度1月時点調査）によってみると<sup>30</sup>、2013年度調査結果のうち中長期の期待成長率（今後3年間及び5年間の見通し）は前年度比上昇しているが、企業収益が大幅に回復している割には予想成長率が高まっていない（第1-1-15図（2）、（3））。ただし、次年度の見通しが前年度比横ばいとなっていることから見てとれるように、2014年度については、消費税率引き上げの影響を勘案して、企業が慎重な見通しを持っている可能性が高い。そこで、予想成長率を期間によって分解すると、以下のような特徴がみられる（第1-1-15図（4））。

第一に、2013年度調査においては、2014年度（次年度）に比べて、2015年度以降の予想成長率は高まっている。業種別にみると、製造業は緩やかな成長率上昇を見込んでいるほか、非製造業は公共投資が好調である建設業を除いたベースでも見通しの後半にかけて成長率が大きく上昇すると見込まれている。短期的には消費税率引き上げに伴う反動減による一時的な成長鈍化はあるものの、その後は成長率を高めていくという企業の見方が確認できる。

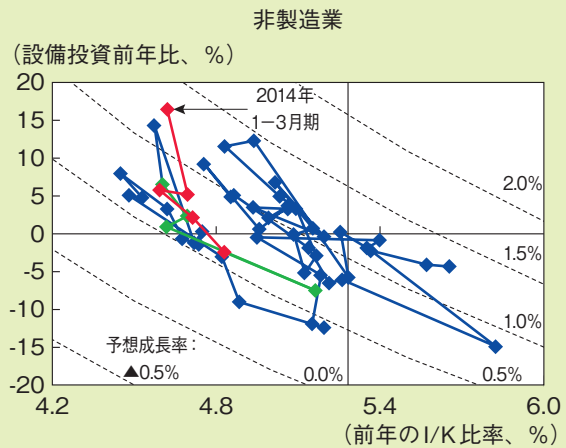
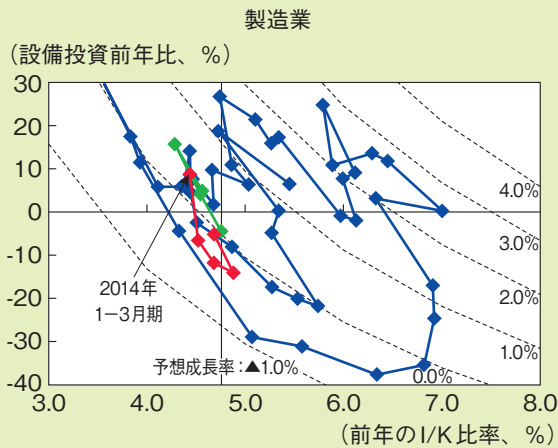
第二に、企業の予想成長率の水準は、中長期的に低下する傾向がみられた<sup>31</sup>が、2013年度調査においては製造業と非製造業で区々の動きとなっている。製造業については中長期の見通しの水準が過去平均に比べて小幅低下する動きが続く一方、非製造業では低下がみられない。この結果、製造業と非製造業の中期的な成長率見通しの格差も縮小しており、相対的に非製造業における成長期待の強さがうかがわれる。内訳をみると、製造業では加工業種の予想成長率の水準が大きく切り下がっており、これまでの輸出の伸び悩みや、国際的な競争環境の激化などを反映している可能性がある。一方、非製造業では、サービス業や陸運業などが成長率見通しを高めている。この要因としては、例えば、中期的な経済のサービス化やアウトソーシング拡大の流れ、最近の非製造業の海外進出の活発化によって、内外の市場拡大への期待が高まっている可能性がある。以上のことから、製造業など一部の業種では、中長期的な予想成長率を高めるような取組がなお求められているといえよう。

- 注** (29) 非製造業の設備投資計画が平均的に前年比マイナスとなるのは、特に中小企業において、期初時点では設備投資計画が具体化しておらず、低めの数字となる統計のクセの要因が大きい。なお、過去の平均値は、製造業では1975年以降、非製造業では1984年以降の平均値。
- (30) 本アンケート調査は、東京及び名古屋の証券取引所の上場企業（第一部、第二部）を対象としており、主に大企業が対象となっていることに留意が必要である。なお、法人企業統計調査の設備投資に占める大企業（資本金10億円以上）の割合は約5割（2012年度）。
- (31) 企業の予想成長率（業界需要の実質成長率）の低下は、我が国の経済成長率の見通しの低下と同時にみられている（付図1-4）。

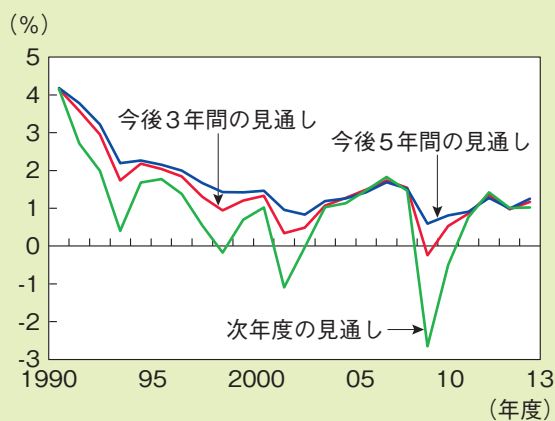
第1-1-15図 設備投資と予想成長率

予想成長率は増税後の持ち直しを示すが、中期的な水準引上げには課題

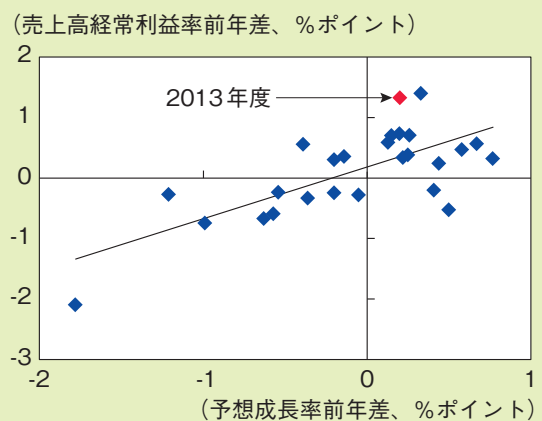
(1) 資本ストック循環図



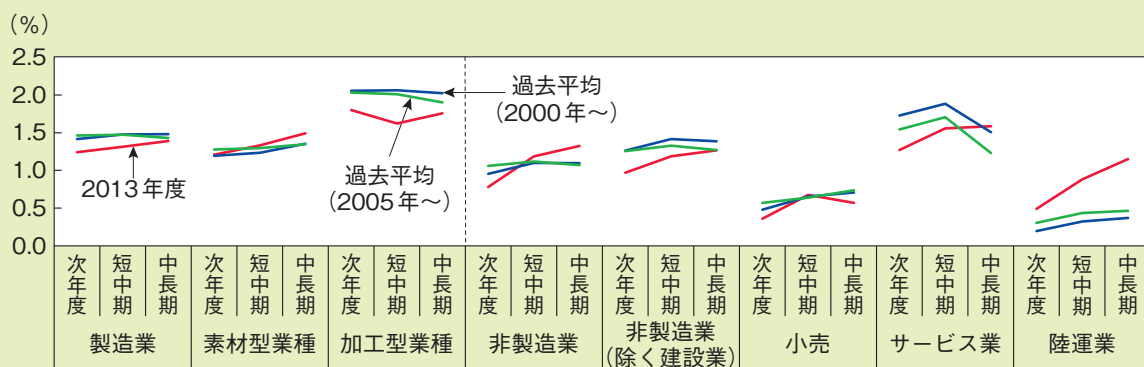
(2) 業界需要の実質成長率



(3) 予想成長率と収益の関係



(4) 業種・期間別にみた予想成長率



(備考) 1. 内閣府「民間企業資本ストック統計」、企業行動に関するアンケート調査、財務省「法人企業統計」により作成。  
 2. (1) は進捗ベース。横軸の設備投資は季節調整値年率換算。資本ストック係数の変化率と除却率は、2000年1-3月期～2014年1-3月期の平均値。グラフ中の縦軸は、2014年1-3月期のI/K比率。  
 3. (3) の予想成長率は今後3年間の見通しを用いた。  
 4. (4) は、業界の実質成長率について、次年度、先行き3年間、先行き5年間の見通しをもとに、各期間中の成長率を算出した。短中期は2～3年後、中長期は4～5年後の成長率(年率)を示す。また、過去平均からは、特殊な時期(ITバブル崩壊直後の2001年～2002年、リーマンショック直後の2008年～2009年)を除外。

今後の設備投資を展望すると、消費税率引上げ後に成長率の持ち直しが見込まれていることは、2013年度における大幅な企業収益の改善とあいまって、設備投資の増加に寄与すると考えられる。リーマンショック後の円高方向への動きを受け、為替変動への対応として急速に進んできた海外設備投資を見直す動きもみられている<sup>32</sup>。

長い目でみれば、我が国の持続的な成長に向けて、海外需要の取り込みや国内の潜在需要の掘り起しを進め、企業の成長期待を高めていく必要がある。また、リーマンショック以降の設備投資の低迷によって我が国の設備資本は低下してきたほか、先行きも労働力人口の減少傾向が続くことを踏まえると、需要に見合って供給能力が拡大していくための環境整備が重要である<sup>33</sup>。内外の企業による投資の促進に向け、世界で最もビジネスがしやすい環境を整えていかなければならない。

## 第2節 金融政策と金融面の動向

日本銀行が2013年4月に「量的・質的金融緩和」を導入してから1年余りが経過した。ここでは、金融面における最近の変化を確認し、「量的・質的金融緩和」の効果を点検する。また、日本と同様に非伝統的金融政策を採用している海外の中央銀行の動きを確認し、その含意を考える。

### 1 デフレ脱却に向けた金融政策の効果

「量的・質的金融緩和」が導入された際には、マネタリーベースを増加させていく中で、予想物価上昇率の引上げ、イールドカーブの押下げ、金融機関等のポートフォリオ・リバランスといった波及チャネルを通じたデフレ脱却が展望された。ここでは、各チャネルに関連する指標の動きとそうした動きが生じている背景を調べ、「量的・質的金融緩和」の効果を点検する。

#### ●家計・企業が資金調達・運用に前向きとなる中、マネーストックが増加

マネタリーベースは、「量的・質的金融緩和」が導入された2013年4月以降、大幅な増加を続けている（第1-2-1図（1））。これに伴って、マネタリーベース1単位がどれだけのマネーストックを生み出しているかという指標である貨幣乗数は、一段と低下しているものの、マネーストックは高めの伸びを続けている（第1-2-1図（2））。このような最近のマネース

注 (32) 日本貿易振興機構（ジェトロ）によるアンケート調査（各年度11～12月調査）では、海外進出をすると回答する企業の割合が小幅減少している（2011年度：73.2%→2012年度：69.2%→2013年度：64.9%）。また、海外進出理由として「為替変動の影響回避」を挙げた企業の割合は、2011年度：24.1%→2012年度：17.4%→2013年度：9.4%と低下している。

(33) 労働力人口の減少への対応として、省力化投資の重要性も増していくと考えられる。