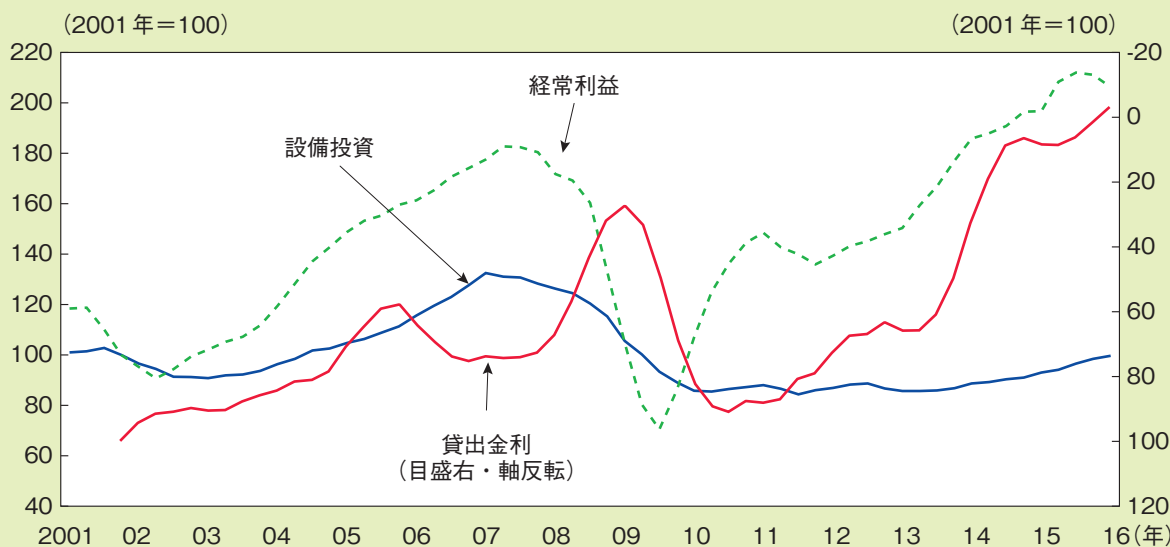


第3-1-3図 投資環境と設備投資の動き

2013年以降、良好な投資環境の下でも設備投資は力強さを欠いている



- (備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」、日本銀行「預金・貸出関連統計」、総務省「消費者物価指数」により作成。
 2. 後方4四半期移動平均の推移。
 3. 設備投資、経常利益は全規模全産業（金融業、保険業を除く。）の値。設備投資はソフトウェアを含む。
 4. 貸出金利 = 貸出名目金利 - 物価上昇率
 貸出名目金利は国内銀行による新規・長期の貸出約定平均金利。
 物価上昇率は消費者物価の「生鮮食品、石油製品及びその他の特殊要因を除く総合」（固定基準方式）の前年同期比の上昇率。内閣府で消費税率引上げの影響を除いたもの。

2 企業の収益構造の変化と設備投資

設備投資が力強さを欠く背景として、国内については需要や成長予想の伸び悩み、また海外に目を向ければ経済のグローバル化が進む中で企業を取り巻く競争環境に変化が生じていることなどが考えられる。以下では、回復が遅れる設備投資の構造的な背景を、企業の収益構造や成長予想といった点から分析する。

●収益は改善したもの、設備投資と売上は依然世界金融危機前の水準を下回る

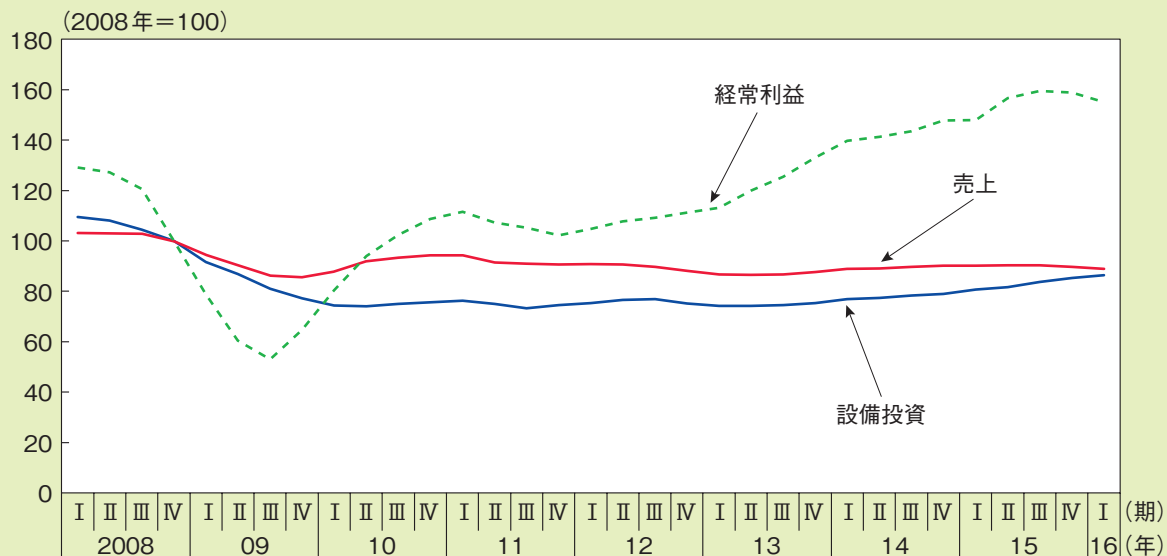
世界金融危機以降の企業部門における動きをみると、経常利益については、特に、2013年以降に顕著な改善がみられる（第3-1-4図）。2008年に45兆円程度であった経常利益は、2013年以降に大きく改善し、2015年には71兆円程度にまで増加した。

他方、設備投資と売上²の動きをみると、2008年には、それぞれ51兆円、1,471兆円程度であったが、2015年には、43兆円、1,322兆円程度と、依然として世界金融危機前の水準を下回っている。世界金融危機以降、再びデフレ状況に陥ったことや、そうした中で国内需要の弱さが続いたことなどを背景に、設備投資とともに、売上の回復には遅れがみられている。

注 (2) 売上には、国内での販売、海外への輸出によるものを含む。

第3-1-4図 企業収益、売上と設備投資の関係

収益は改善したものの、設備投資と売上は依然世界金融危機前の水準を下回る



(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」により作成。全規模全産業（金融業、保険業を除く。）の値。設備投資はソフトウェアを含む。
2. 後方4四半期移動平均の推移。

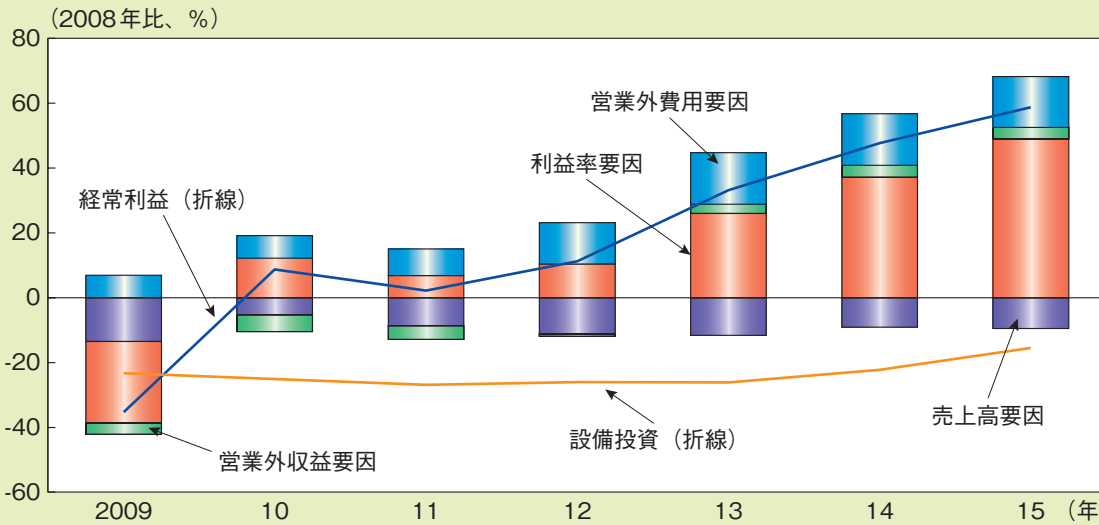
ここで、売上の回復が遅れる中、収益が改善した背景を探るために、企業の収益構造の変化をみてみよう。そのため、企業の経常利益を、①「売上高要因」（売上の増加によるもの）、②「利益率要因」（売上原価や販売管理費などのコスト削減等によるもの）、③「営業外費用要因」（金利などの支払利息や為替差損などによるもの）、④「営業外収益要因」（海外子会社からの配当金や為替差益などによるもの）の4つの要因に分解する（第3-1-5図）。

世界金融危機以降の動きについてみると、先述のとおり、経常利益については、特に、2013年以降に顕著な回復がみられた。そこで、まず、2008年から2012年にかけての動きをみると、経常利益は、5兆円程度増加した。これは、世界金融危機以降、売上が大きく減少する一方、コスト削減の動きや支払利息の減少などを背景に「利益率要因」や「営業外費用要因」が高まったことによる影響が大きい。

次に、2012年から2015年にかけての動きをみると、景気が持ち直しに転じる中、経常利益は、21兆円程度増加した。その要因については、上述のとおり、デフレ状況ではなくなる中、内需関連企業については、コストの上昇を販売価格に転嫁しやすい環境が続いたことや、輸出関連企業については、円安方向への動きを背景に、「売上高要因」に改善がみられたことが挙げられる。また、輸出企業にみられた、数量よりも価格の上昇を通じて売上を増やすといった行動変化は、「売上高要因」の改善に加え、コストに比して売上を増加させるため「利益率要因」の押し上げにも寄与していると考えられる。加えて、主に海外子会社からの配当金の増加を背景に「営業外収益要因」が高まった。

第3-1-5図 経常利益の動きとその要因

企業収益の回復の背景は、主にコスト削減や円安による収益の押上げ、営業外費用の減少等



(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」により作成。全規模全産業（金融業、保険業を除く。）の値。設備投資はソフトウェアを含む。

2. 要因分解は、経常利益を以下のとおり分解して行った。

$$\text{経常利益} = \underbrace{\text{売上高}}_{\text{売上高要因}} \times \underbrace{\frac{\text{営業利益}}{\text{売上高}}}_{\text{利益率要因}} + \underbrace{\text{営業外収益}}_{\text{営業外収益要因}} - \underbrace{\text{営業外費用}}_{\text{営業外費用要因}}$$

売上高要因 利益率要因 営業外収益要因 営業外費用要因

営業外収益 = 受取利息等 + その他の営業外収益。例えば、預金・貸付金に対する受取利息、受取配当金、為替差益等。

営業外費用 = 支払利息等 + その他の営業外費用。例えば、社債・借入金に対する支払利息、為替差損等。

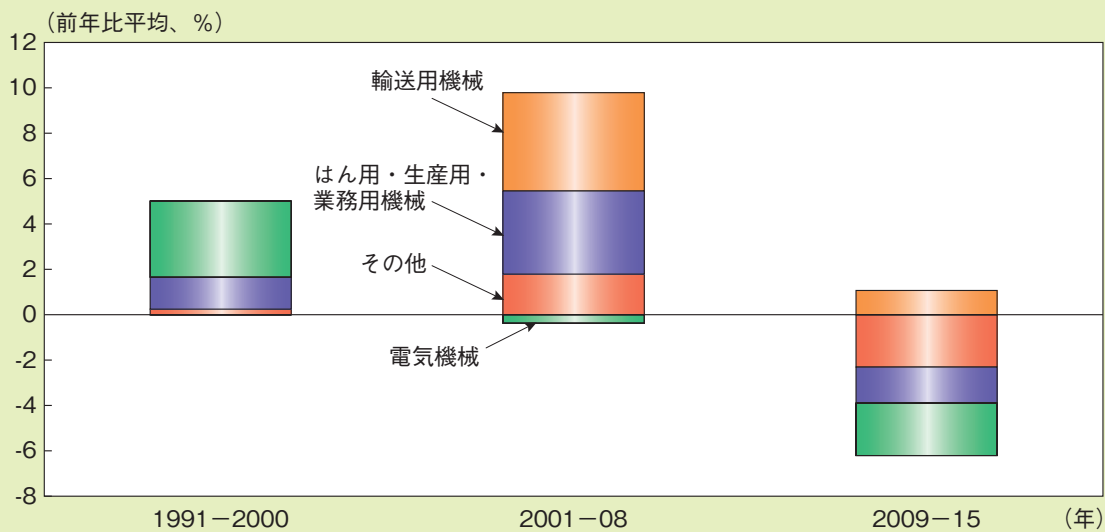
このように、世界金融危機以降にみられる企業収益の回復は、主に、コスト削減や円安による収益の押上げ、営業外費用の減少や営業外収益の増加などによるものであり、生産や売上の増加のみを反映したものではなかった。そのため、収益の改善が、期待されたほど設備投資の押上げにつながってこなかった³。

世界金融危機以降、「売上高要因」は収益の押下げに寄与してきたが、こうした世界金融危機以降の売上の動きを業種別にみると、それまで売上をけん引してきた電気、輸送、生産用等の機械業種の寄与が大きく低下している（第3-1-6図）。特に、電気機械は、寄与の低下が顕著で2000年以降は減少に転じている。2000年までは、新製品が消費者に普及していく過程で、また、加工・製品化を通じた輸出が拡大する中、売上が増加するとともに一層の技術開発や設備投資が促されてきた。しかし、2000年代以降、アジア新興国の台頭などを背景に輸出競争力が低下したことに加え、特に、世界金融危機以降、為替が円高方向に推移する中で生産拠点の海外移転が進んだこと等により、輸出とあわせ、売上が縮小することとなった⁴。こうし

注 (3) 全期間を通じた設備投資と「売上高要因」の相関係数が0.95であることに対し、設備投資と「利益率要因」、「営業外費用要因」、「営業外収益要因」の相関係数は、それぞれ、-0.04、-0.06、0.56程度となっている。
 (4) 内閣府政策統括官（経済財政分析担当）（2015）では、電気機械について、韓国、台湾が競争力を高めてきていることに加え、特に世界金融危機以降、為替が円高方向で推移する中で、生産拠点の海外移転を進めたことなどから、輸出超過が急速に縮小したことを指摘している。

第3-1-6図 業種別にみる売上の動き

電気、輸送、生産用等の機械業種の寄与が低下



(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」により作成。全規模全産業（金融業、保険業を除く。）の値。
 2. 電気機械は、2004年以降は電気機械および情報通信機械の合算。
 3. その他には、食料品、化学、鉄鋼等を含む。

たことが、電気機械における設備投資の弱さにも影響していると考えられる。

●成長予想の伸び悩みも設備投資を抑制

ここまで、設備投資と企業収益や売上との関係を見てきたが、ここでは、より中長期的な視点も含め、企業の設備投資行動を分析するため、企業レベルのデータを用い、収益と成長予想を説明変数とする設備投資関数を推計する。ここで、企業の成長予想は、企業が持つ将来における売上見込みとも解釈され、設備投資に影響を与えることが考えられる（第3-1-7図 (1)）。

推計された企業の設備投資行動をみると、収益が1%上昇すると、設備投資の伸びが0.3%程度上昇する一方、業界成長予想が1%上昇する場合には、設備投資の伸びは0.6~0.7%上昇することが示されている（第3-1-7図 (2)）。

このように、企業の抱く成長予想は、設備投資により大きな影響を及ぼす傾向が示されているが、世界金融危機以降、企業の成長予想が一定にとどまる中⁵、設備投資の押し上げ効果も小さかった。

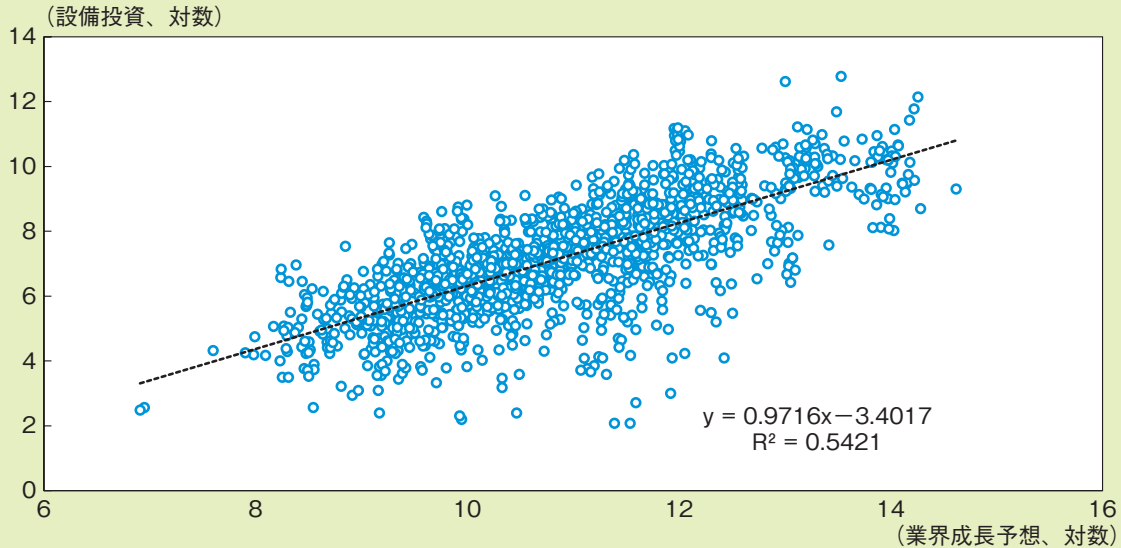
企業がどの程度の経済成長を前提に設備投資を行っているかについて、資本ストック循環図⁶

注 (5) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」によれば、1%程度となっている。
 (6) 資本ストック循環図とは、設備投資・資本ストック比率を横軸、設備投資前年比を縦軸として、両者の関係をプロットしたもの。経験的に、プロットされた点は、景気循環の中で、時計回りに動くことが知られている。景気回復局面についてみると、その初期には、設備投資の前年比が上昇し、上方に移動する。その後、設備投資の規模が拡大し、設備投資・資本ストック比率が上昇する一方、設備投資の前年比は徐々に減速するため、右下方向に移動していく傾向がみられる。こうした資本ストック循環は、成長予想に大きな変化が生じない場合には、短期的な景気変動に対応する形で、一定の双曲線の周りを循環する姿となる。他方、成長予想などに変化が生じた場合には、資本ストック循環の基点自身がシフトすることになる。

第3-1-7図 設備投資と成長予想の関係

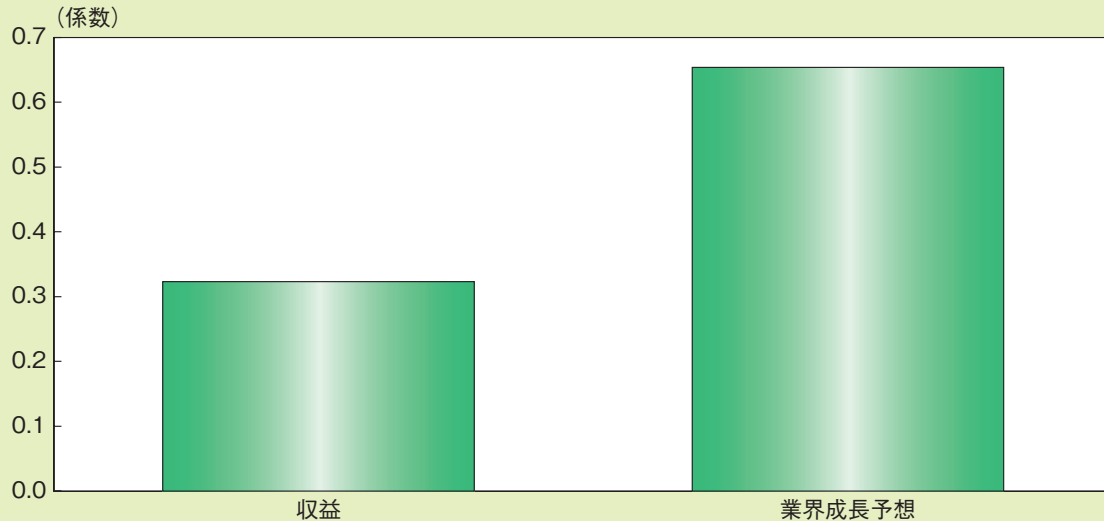
成長予想の伸び悩みも設備投資を抑制

(1) 設備投資と業界成長予想



- (備考) 1. 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」、日経NEEDSにより作成。
 2. 業界成長予想は、各上場企業の決算データにおける売上高（単体ベース）の実績に、業界の名目成長率3年見通し（企業行動に関するアンケート調査の個票データ）を乗じたもの。設備投資も単体ベース。
 3. 全ての係数が取得可能な1,519個（2003年度～14年度、299社）のパネルデータを掲載。

(2) 収益と業界成長予想が設備投資に与える影響

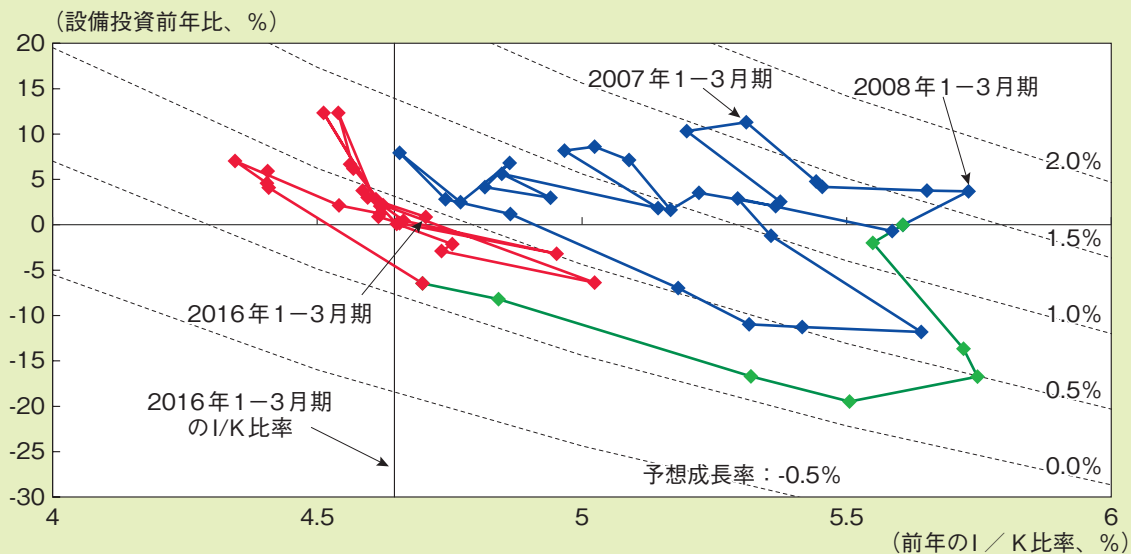


- (備考) 1. 推計期間：2003年度～14年度。
 2. 推計式： $\log(\text{設備投資}) = -2.42 + 0.32 * \log(\text{経常利益}) + 0.65 * \log(\text{業界成長予想})$
 (t値：-9.42) (t値：11.42) (t値：18.43)
 3. 経常利益は、単体ベース。

をみてみよう（第3-1-8図）。資本ストック循環図は、本来は景気循環に伴う設備投資・資本ストックの変化をみるものであるが、設備投資によって追加される資本ストックの伸びから

第3-1-8図 資本ストック循環

企業が抱く成長予想は伸び悩み



- (備考) 1. 内閣府「民間企業資本ストック」により作成。
 2. 全産業、進捗ベース。横軸の設備投資は季節調整値年率換算。
 3. 資本ストック係数の変化率と除却率は2000年1-3月期～16年1-3月期の平均値。
 4. 青が2001年1-3月期～08年4-6月期、緑が2008年7-9月期～10年1-3月期、赤が2010年4-6月期以降。

示唆される生産高（GDP）の増加率を機械的に計算することができるため⁷、企業がどの程度の成長率を念頭において設備投資を行っているかを知る一つの目安になる。こうした企業の予想成長率の動きをみると、2007年には、1.5%程度であったが、最近では0.5%弱となっており、現在の設備投資のペースは、かなり低い予想成長率を前提にしたものであることが示唆される。

我が国経済は、経済再生・デフレ脱却に向けて前進しているが、今後、企業の設備投資を促していくためには、実際の売上とともに、将来の売上見込みでもある企業の成長予想を高めることが重要となる。需要の伸び悩みに加え、成長予想が低いために設備投資が伸びず、その結果、将来の成長力強化が遅れ、更なる成長予想の伸び悩み、設備投資の抑制を引き起こすという関係を避けるためにも、成長戦略の着実な実施などを通じて成長力の向上に更に取り組み、成長予想を高めていくことが必要となっている。

政府は、新たな有望成長市場の創出に向けて、「官民戦略プロジェクト10」として、第4次産業革命の実現、世界最先端の健康立国への取組、2020年東京オリンピック・パラリンピックに向けた取組を含むスポーツの成長産業化、攻めの農林水産業の展開と輸出力の強化、観光の基幹産業化、環境エネルギー制約の克服と投資拡大等に取り組むこととしている。また、「GDP600兆円経済」の実現に向け、国家戦略特区の活用や新たな規制・制度改革メカニズム

注 (7) (設備投資前年比) × (前年のI/K比率) = 予想成長率 + 資本ストック係数の変化率 + 除却率といった関係をもとに、資本ストック係数の変化率と除却率を決めると、各時点の予想成長率に応じた、(設備投資前年比)と(前年のI/K比率)に関する双曲線を描くことができる。

の導入、経済成長を切り拓く人材の育成・確保等に取り組むこととしている。

3 投資行動にみられる広がりや経済への影響

世界金融危機以降にみられる需要や成長予想の伸び悩み、また、少子高齢化やグローバル化など企業を取り巻く競争環境の変化等を背景に設備投資が伸びにくくなる中、企業には設備投資以外への投資を拡大する動きがみられるようになった。以下では、こうした企業の投資行動の変化が、日本経済の成長力に与える影響について分析する。

●企業は、M & A、研究開発、海外への投資を拡大

世界金融危機以降、国内での設備投資の回復テンポには遅れがみられてきたが、投資環境に改善がみられる2013年以降をみても回復の動きは鈍い。過去最高の水準である企業収益を背景とした企業の資金は、どのように用いられているのだろうか。企業の資金調達と資金運用状況を基に、世界金融危機前（2005年度－07年度平均）と最近（2012年度－14年度平均）における、企業にとっての利用可能な資金量、及びその運用状況を確認する（第3-1-9図（1））。

まず、企業のフローの損益及び支出面に着目し、世界金融危機前との比較の中で、企業が生み出した付加価値がどのような支出に配分されたかをみる。企業の事業活動により生み出された付加価値に事業活動以外から生じた損益等を加えた資金の水準をみると、最近では、世界金融危機前とほぼ同水準であったが、その配分先については、「人件費」や支払利息等を含む「その他費用」への配分が世界金融危機前よりも減少する一方で、「内部留保」への配分が増加している。

次に、企業のバランスシートに着目し、増加した資金がどのような資産の増加につながったかをみる。資金調達について、内部留保に加え、増資や社債、借入といった資金の外部調達も含めてみると、最近では、世界金融危機前に比べ、9兆円程度の資金が新たに利用可能となった。そこで、世界金融危機前との比較の中で、こうした資金がどのような資産の増減につながったかをみると、全体として利用可能な資金量が増加する中、設備投資への資金の配分が減少している。他方、M & A、投資不動産を含むその他運用、そして、現預金への配分が増えていることが分かる。M & A（2014年度11兆円程度）については、最近、景気回復を背景とした企業環境の改善等を受けて、増加傾向となっている（後述）。

研究開発への投資（2014年度14兆円程度）をみても、最近では、世界金融危機前の水準とほぼ同水準となっており、設備投資とは異なり、世界金融危機後の落ち込みから回復している（第3-1-9図（2））。研究開発への投資については、これまでも、我が国における総研究開発費の約7割を占める企業部門がけん引をしてきたが、こうした背景の一つとして、製造業を中心に研究開発を通じて科学技術を製品化することにより企業価値の増大を目指してきたことがある。

また、国内需要が伸び悩む中、大企業製造業を中心に、企業の海外進出が進むとともに、海外設備投資（2014年度9兆円程度）を増やす動きがみられている。最近では、卸・小売など非製造業で