

日本経済

Point of View～エコノミストの見方～

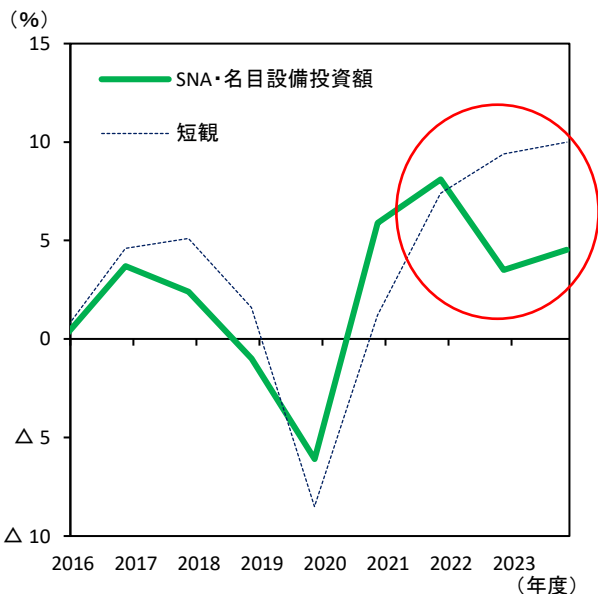
設備投資の伸び悩みの背景を考える～コストの上振れが阻害要因に？～

主任研究員 飯田 馨 Tel:026-224-0508 Mail:kaoru.iida@neri.or.jp

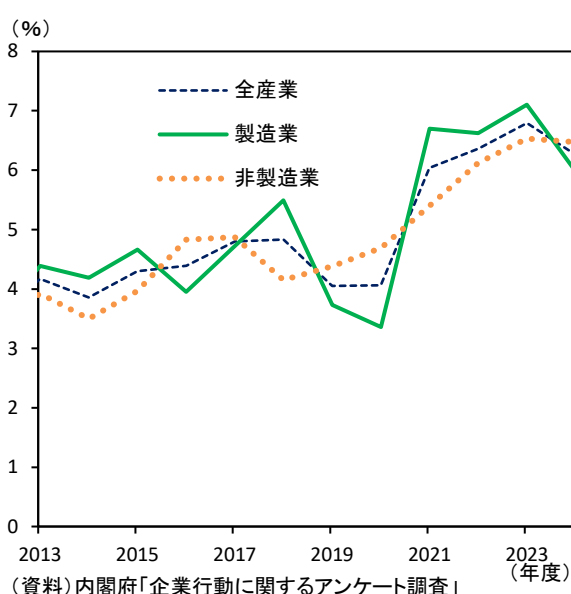
1. 伸び悩みが続く設備投資

- 先日、内閣府から発表された2024年10-12月期の四半期別GDP速報(2次QE)では、国内総生産は前期比+0.6%(年率+2.2%)と1次QE(同+0.7%<年率+2.8%>)から下方修正となった。設備投資は、実質で前期比+0.6%と1次QE(同+0.5%)から上方修正、名目も前期比+1.3%と1次QE(同+1.1%)から上方修正された。実質設備投資は、四半期毎にプラス成長とマイナス成長を繰り返しており、一進一退という状況が続いている。また、名目でみても、前年度比+10%近い短観の設備投資計画(全規模・全産業)に比べ下振れている状況にあり、強気な計画に比べると物足りなさは否めない(図表1)。
- この間、先日発表された財務省・内閣府の法人企業景気予測調査の設備投資額(ソフトウェア投資額を含む、土地購入額を除く)の2024年度見込みは全規模全産業で前年度比+7.4%と、製造業を中心に24/12月調査(同+10.3%)から下方修正されている。また、2月末には、内閣府から上場企業を対象にした企業行動に関するアンケート調査が公表され、今後3年程度の設備投資額の伸び率を示したのが図表2だ。高水準ながらも製造業を中心に伸び幅がやや縮小しており、(懸念するほどではないが)設備投資が伸び悩んでいる現状に鑑みるとやや心配な動きである。米国トランプ政権の通商政策により、先行き不透明感が高まる中で、製造業を中心に設備投資の様子見ムードが広がっている可能性はあるだろう。ただし、筆者は、同統計で、もう一つ大きな違和感を覚えた点がある。

図表1 設備投資・計画と実績の差



図表2 今後3年間の設備投資額の伸び率



(資料)内閣府「国民経済計算」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

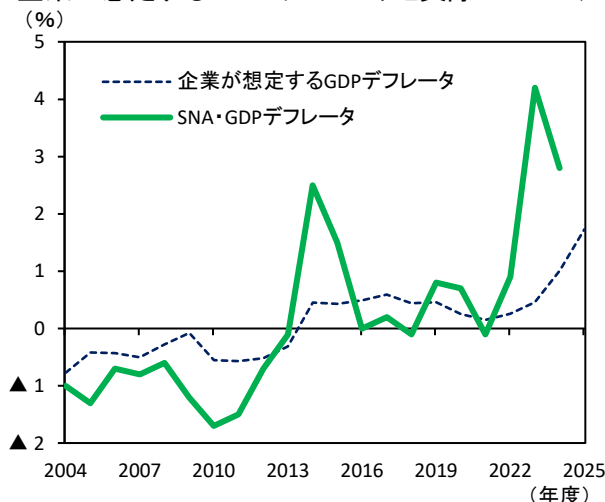
(注)2024年度のSNAは四半期別GDP速報の年率換算季節調整値の平均、短観は12月短観の計画値(その他は実績)。短観はソフトウェア・研究開発費を含み土地投資を除く設備投資額。

2. 物価の上振れによる弊害～企業にもデフレノルム？～

- 同統計では、設備投資額の伸び率のほか、我が国の「名目経済成長率」、「実質経済成長率」や、所属する業界の「名目成長率」、「実質成長率」について、次年度、今後3年間、今後5年間を問う項目がある。いずれも単純平均である点には留意を要するが、例えば25年度の名目成長率見通しは前年度比+2.9%、実

質成長率は同+1.2%となっている。名目成長率の見通しは実勢(23年度:前年度比+4.9%)に比べて低く、また実質成長率も実勢(23年度:同+0.7%)に比べ過大に評価している印象を受ける。この結果、企業が想定する GDP デフレーター(企業が想定する名目成長率から実質成長率を控除して GDP デフレーターを近似)は、ここ数年、実勢に比べて低く見積もられてきたことが分かる(図表3)。

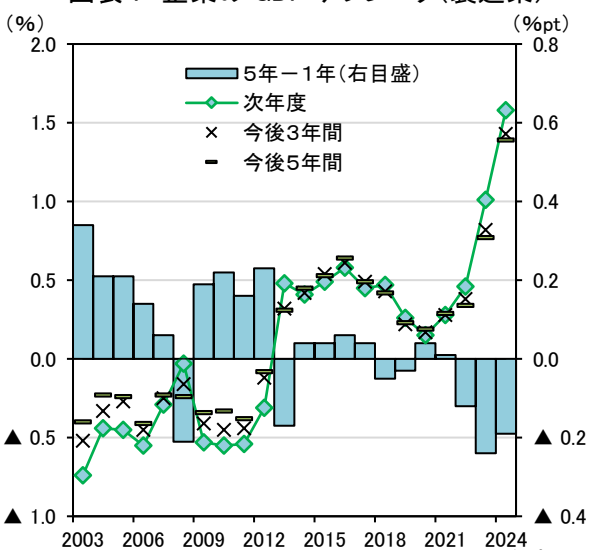
図表3 企業が想定する GDP デフレーターと実際の GDP デフレーター



(資料)内閣府「企業行動に関するアンケート調査」、「国民経済計算年次推計」、「四半期別GDP速報」
 (注)企業行動に関するアンケート調査は1年後に合わせてプロット

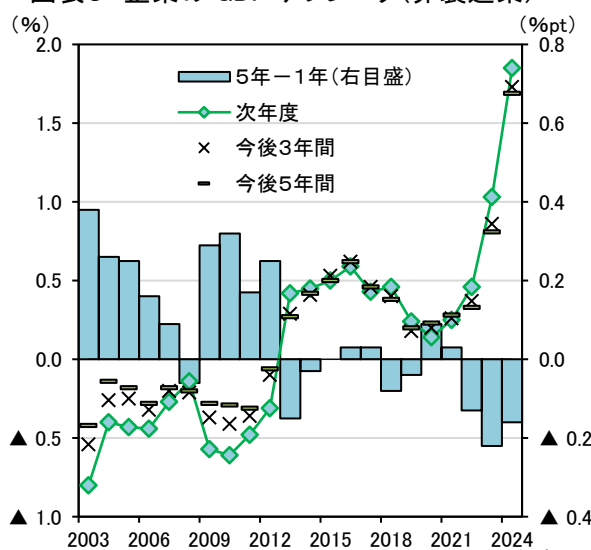
■ 企業が想定する GDP デフレーターを製造業、非製造業別にみたのが図表4、5である。足もとのインフレ率に影響を受けてか、製造業、非製造業とも 25 年度見通しで漸く2%弱となっているが、それでも3年後、5年後は1年後よりも低下見通しとなっていることがわかる。企業の事業計画上は、当然だが名目値が優先されるため、現状のデフレーターが実勢よりも下振れていることや、先行きが下振れ見通しとなっていることは、企業において現状のインフレが一時的であるというデフレノルムがなお残っていることを示唆するものではないか。

図表4 企業の GDP デフレーター(製造業)



(資料)内閣府「企業行動に関するアンケート調査」
 (注)5年-1年は今後5年間から次年度の見通しを控除したもの

図表5 企業の GDP デフレーター(非製造業)



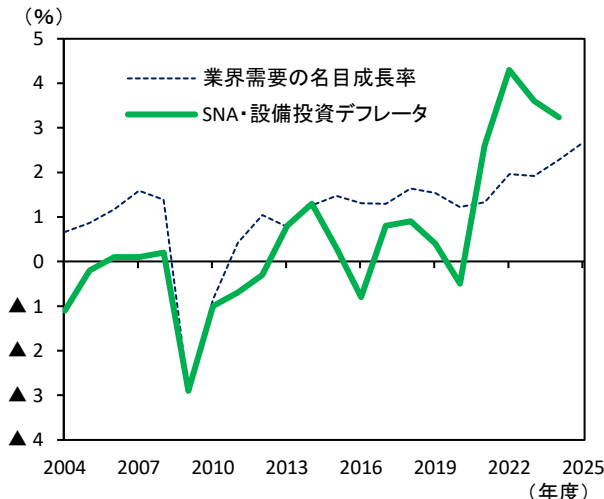
(資料)内閣府「企業行動に関するアンケート調査」
 (注)5年-1年は今後5年間から次年度の見通しを控除したもの

1 アンケート調査票には、2021~23 年度の名目および実質経済成長率が参考情報として記載されているため、記入時にバイアスが発生する可能性がある点は留意の要。

■ こうした企業が想定するデフレータの低さがもたらす弊害について、賃金や価格設定など様々な影響が考えられるが、実はこのところの設備投資の伸び悩みもこれに起因する面が大きいのではないかと。例えば、業界需要の名目成長率と、実際の設備投資デフレータを比較すると、近年は設備投資デフレータが大きく上昇している(図表6)。このため、企業からすれば、当初想定していたよりも投資採算が悪化し、計画の縮小や取りやめといった行動を誘発する可能性がある。

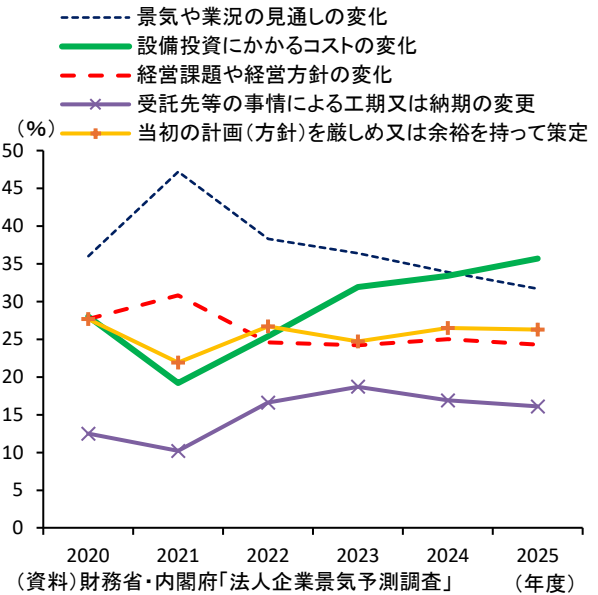
実際、巷間では、建築コストが想定以上に上昇したことを受けて、計画自体を見直したなどのニュースが目立つが、これは一義的には建築コストが上昇している影響と言えるものの、見方を変えれば、企業が想定するデフレータの低さから、事業計画で想定していたコストの見積もりが甘すぎたとも言い換え可能だ。この点、図表7~9で法人企業景気予測調査における「今年度における設備投資計画と実績見込みの乖離の理由」の企業規模別回答割合²をみると、「設備投資にかかるコストの変化」が、回答の上位にランクインしている。特に、足もと大企業では「景気や業況見通しの変化」を抜いて最多の要因となっている。

図表6 業界需要の名目成長率と設備投資デフレータ

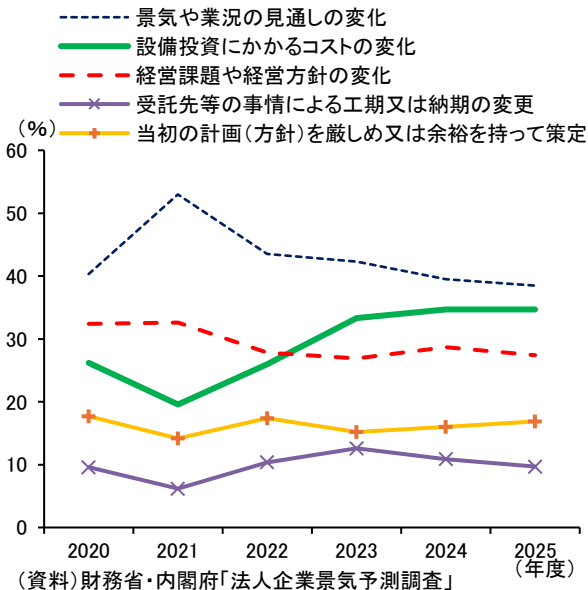


(資料)内閣府「企業行動に関するアンケート調査」、「国民経済計算年次推計」、「四半期別GDP速報」
(注)企業行動に関するアンケート調査は1年後に合わせてプロット

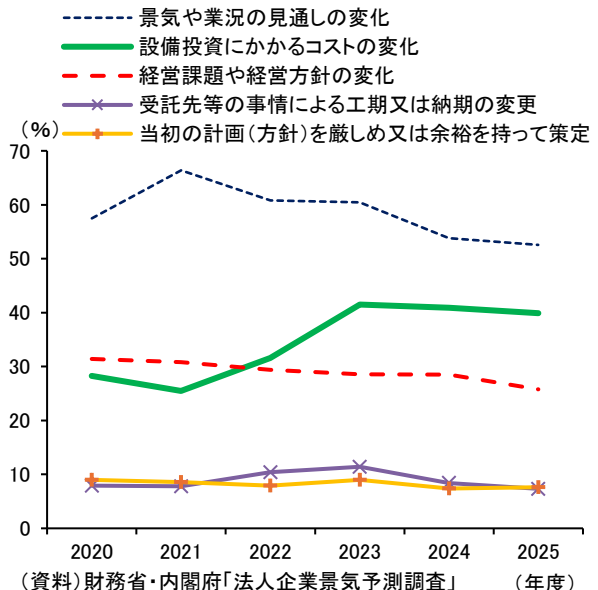
図表7 設備投資計画と実績の乖離理由(大企業)



図表8 設備投資計画と実績の乖離理由(中堅)



図表9 設備投資計画と実績の乖離理由(中小)



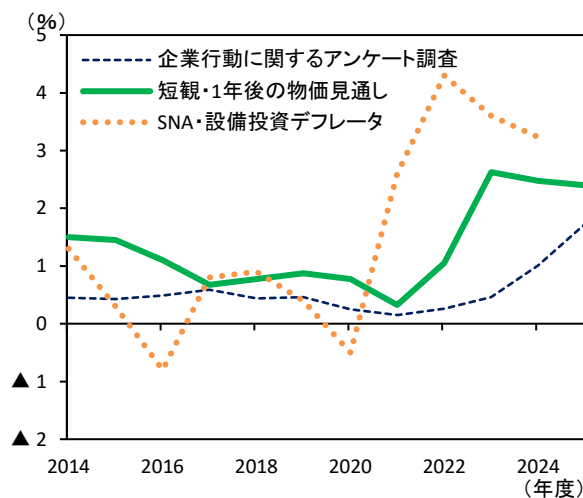
² 当該調査は2020年度から調査開始。10項目中3項目の複数回答による回答社数構成比で、「当初の計画どおりのため、特に理由なし」は計画と実績の乖離がないためグラフから除外。2025年3月調査の上位5回答の推移。

なお、一部で指摘される建設業等の人手不足に起因した設備投資の下振れについては、該当するとみられる回答項目「受託先等の事情による工期又は納期の変更」も要因としては上位にあるものの、相対的に割合は低い。

3. 経路依存から脱し始めた企業の事業計画～金利上昇とのトレードオフが課題～

- 以上を総括すると、企業の事業計画に問題があるように感じるかもしれないが、果たしてそうだろうか。例えば、企業の期待インフレ率を示す指標として代表的な短観における企業の物価見通しをみると、このところ前年度比+2%強まで上昇してきているほか、既述の通り企業行動に関するアンケート調査も実勢に比べて遅行しているとはいえ、2%の物価安定目標と整合的な水準までアンカリングが進んでいる(図表 10)。つまり、企業は、過去の経路依存的な事業計画から徐々に脱しつつあり、徐々に強気な動きもみられる³一方で、コスト上昇率の実勢は、ここ数年間は恒常的に企業の想定を大きく上回る上昇率となっており、設備投資などのデフレーター⁴の動きが異常だったとも言える。
- こうした中、日銀は、ちょうど1年前にマイナス金利政策を筆頭とする大規模緩和を手仕舞い、金融政策の正常化を進めてきた。既に複数回の利上げを実施しているが、今後も段階的に利上げを行えば、金利上昇の影響から徐々に設備投資への負の影響も強くなるだろう。他方で、近年の賃上げや、実質金利が大幅なマイナスという状態が続けば、コストプッシュ型のインフレ圧力が残存し、既述の通り各種コストの上振れに苦しむことになる。こうしたトレードオフの問題を踏まえると、先行きの設備投資を見通す上では、強気な設備投資計画をあまり過信しない方が良いのかもしれない。

図表 10 企業のインフレ期待と設備投資デフレーター



(資料)内閣府「企業行動に関するアンケート調査」、「国民経済計算年次推計」、「四半期別GDP速報」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

以上

【Disclaimer】

本資料は、情報提供を目的として作成したもので、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく書類ではありません。当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当研究所は責任を負いません。当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。当資料は執筆者が信ずるに足ると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。当資料の内容に関する一切の権利は当研究所にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。本資料で示された意見は執筆者に属し、必ずしも当研究所およびグループ会社の見解を示すものではありません。

³ 例えば、日銀の水見野副総裁の講演でも「私どもの支店長会議でも、全体的に強めの報告が多く、特に、今後の継続的な賃上げを中期経営計画に盛り込むこととした企業についての報告が複数の支店長からあったのが印象に残りました」(2025/1/14日：神奈川県金融経済懇談会)との言及があった。