

〔研究ノート〕

## 民間設備投資の動向をみる

大石 邦 弘

名古屋学院大学経済学部

### 要 旨

2014年4月の消費税増税により、日本経済は再び減速傾向となった。成長の足枷となったのは民間需要であるが、その一つである民間企業の投資行動に焦点をあて、その動向を探るためのポイントを検討することが本稿の目的である。

民間企業は、企業間取引が活発化してきたこともあり、この面での調達・運用の比重が高まっているが、それとともに運用に関しては海外への投資増が顕著である。また、機関別国債保有動向をみると、大量の資金が国債購入に流れ、結果的に日本銀行に累積していることがわかる。国内の投資機会は景気回復の中でも広がらず、余剰資金を海外投資や国債購入にあてている可能性がうかがえる。このことは、日本銀行の異次元緩和が必ずしも民間設備投資へつながっていない可能性を示している。

このような資金循環の中で民間企業の有形固定資産や金融資産は、今回の景気回復中に大きく積みあがっており、民間企業のストック化が一層進展していることがわかる。そのことが、今後の設備投資動向を予想する際、金利や企業収益だけではなく重要な視点となろう。

キーワード：日本経済、民間企業、設備投資、ストック化

## Private Investment in Japanese Economy

Kunihiro OHISHI

Faculty of Economics  
Nagoya Gakuin University

はじめに<sup>1)</sup>

日本銀行による異次元緩和が、株高と円安をもたらし日本経済の景気を下支えし、デフレ状況からの脱却には目途がたち、数年前の閉塞感からは脱している。しかし2014年4月の消費増税によって、足元の景気は後退基調に陥ったようでもある。

14年11月に公表された第3四半期のGDP速報では、実質（季節調整済）前期比で $-0.4\%$ となり、民間予測機関の予想に反してマイナス成長であった。12月の2次速報値でも、同 $-0.5\%$ とさらに下方修正となり、日本経済の先行きに不安感が漂いはじめた。

このような状況の下、日本銀行を含めた経済政策が、設備投資動向にどのような影響を及ぼしているのか、公的統計資料をもとにこの点に焦点をあてることに本稿の目的がある。

## 1. 日本経済の現況（概観）

内閣府の『景気ウォッチャー調査』をみると（景気現状判断DI（方向性））、14年4月以降再び50割れとなり、低下基調を続けている。景気の現状は、民主党政権から自民政権に交代した時点で逆戻りしたようである。消費税率アップは、政府や民間エコノミストが予想した以上に景気下振れを生じさせたといえよう。実質国内総生産も2四半期連続で減少している。下図は、需要項目別の成長率への寄与度をみたものである。



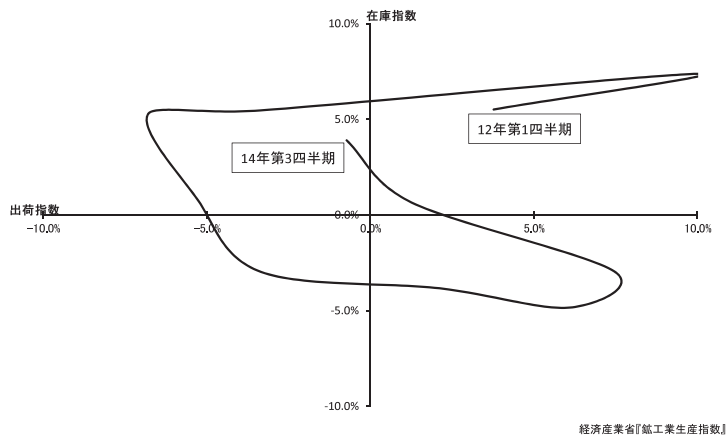
主要需要項目の実質国内総生産（寄与度）

1) 本稿は、2014年度研究奨励金の成果の一部である。

## 民間設備投資の動向をみる

民間需要の落ち込みが、足元の景況感を悪化させていることは間違いない。その点からも、消費税率アップが悪影響を及ぼしたといえる。ただ、12年後半からの経済成長は、民間需要の回復というよりは、公的需要の引上げで生まれたものであり、官製による景気回復でしかなく、自立的回復基調にはなかったともいえる。

個人消費と並ぶ民間部門の大きな柱である民間企業の活動をみると、鉱工業生産指数は同じく14年4月を境に下降基調を示している（2010年平均を100として、14年11月は97.8）。もっとも、リーマン・ショックの景気後退期に大きく落ち込んだ部分を09年頃に取り戻してからは、一貫して10年並みの水準を上下してきたに過ぎない。景気が良くなったといえども、民間企業の生産活動は力強い回復基調にあったわけではない。



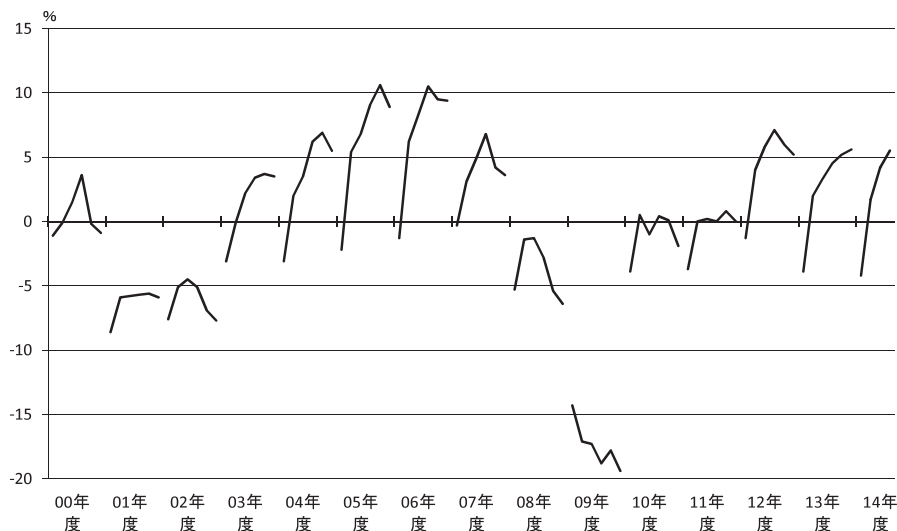
鉱工業出荷と在庫指数の前年比

生産活動から景気の状態をみる際によく用いられる、出荷と在庫の各指数の関係をグラフにしたのが上図である。出荷指数と在庫指数（平均）の前年比をとると、基本的に反時計回りの循環を描くことが知られている。また、同図において45°線と交わった時期が、実際の景気循環の山と谷と一致するといわれる。その判断を上図で行うと、13年第2四半期が景気の谷で、14年第2四半期が景気の高ということになる。景気基準日付では、12年第4四半期が暫定的に第15循環の谷とされているが、それよりも約半年後ろにずれていることになる。

また足元では、出荷調整を行っているものの、在庫が依然として積みあがっている状況となる。製造業から景気を見れば、13年から14年にかけて比較的短い景気拡張期があったうえ、現在は再び景気後退局面に入っていることになる。

一方で、民間企業の設備投資状況について、日銀『全国企業短期経済観測調査(いわゆる『短観』)』を用いて概観してみよう。3ヶ月ごと実施される『短観』では調査対象企業に設備投資（含む土地投資、除くソフトウェア投資）の状況を回答させる。これを用いると、民間企業の設備投資動向を詳細に追うことができる。ある年度に関して、3、6、9、12月各期の状況と翌年3月の見込み、6月の年度実績が集計され、ある年度について6つのデータが得られる。年度初めは先行きが不透明なので低めではじまるが、年度進行に応じて具体化するにつれ、グラフが立ち上がってくる

のが通常のパターンである。しかし、00年のITバブル崩壊に直面した日本経済は、景気後退を実感し、設備投資が年度進行につれ縮小してきた。08年から数年もサブプライム・ローン問題、リーマン・ショックの悪影響で同様の動きをみせている。



日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

#### 設備投資状況の推移

12年度以降は通常のパターンに戻りはじめ、13年度は前年度比5%台の伸びを示し、14年度も現在のところ（12月調査）同じような動きを示している。しかし年度末に向けて足元の景況感の悪化がマイナスに作用することは間違いない。13年度と同水準の設備投資が確保できるかは、経済成長率にも大きく影響してこよう。

ただしここでも、設備投資状況は基本的に12年度の実績とかわり映えがしないということは、前年度比10%超となるような設備投資の回復は望むべくもないのかもしれない。

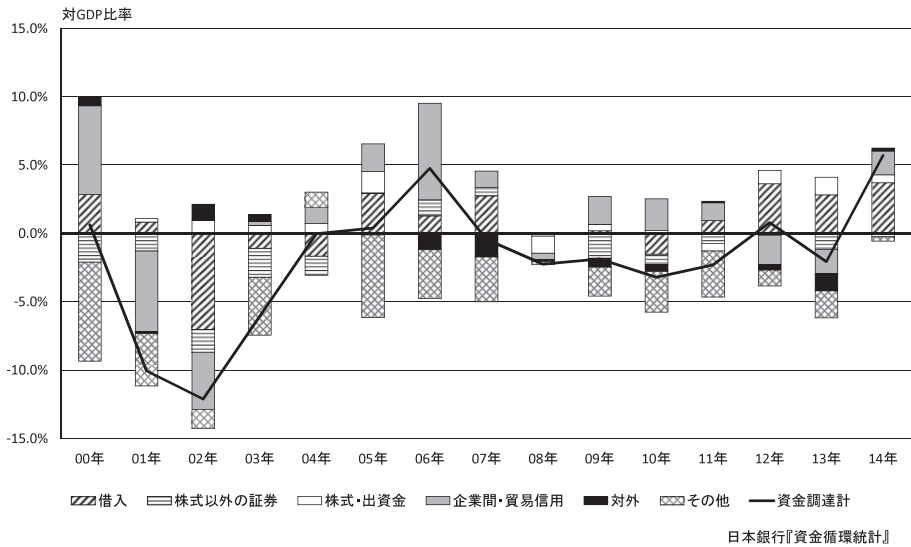
## 2. 民間企業の状況

異次元緩和が民間企業資金調達とその運用にどのような影響を及ぼしているのか。先にみたように、設備投資意欲はリーマン・ショックによる低迷を脱したことは確かであるが、異次元緩和の導入前後で大きな変化はないようにもみえる。

日銀は、民間に資金を大量供給し、個人消費や設備投資を活発化させ、景気浮揚とともに脱デフレを実現しようとしたと理解できるが、本当に意図した資金循環が生じ、民間企業に資金が回って設備投資に活用されているのであろうか。

日銀の『資金循環統計』を用いて、民間非金融法人企業についての資金の流れをみてみよう。資金調達（負債の項）、資金運用（資産の項）ごとに、00年以降において第3四半期のフロー状況を名目GDP比率でみたのが下図である。

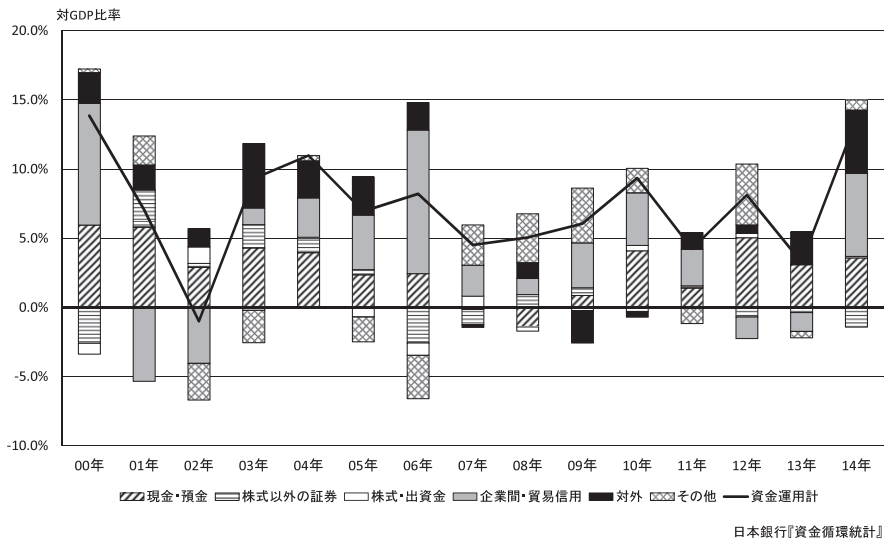
## 民間設備投資の動向をみる



### 資金調達（フロー）

まず資金調達をみると、00年以降の中で06年の4.8%を超え、14年第3四半期は5.7%まで増大している。またその増大は、借入と企業間・貿易信用によるものである。企業間・貿易信用が、これまでの資金流出から流入への転換したことが大きな調達増加の原因である。企業活動の活発化が資金調達にも表れている。

そのように調達した資金の運用状況は、00年並みに増大している。特に13年以降は、海外向けの資金運用が増大している。それに加え14年には企業間・貿易信用の押し上げがあり、資金調達の方とともに企業間活動が活発化していることが、資金の需給拡大を支えているといえよう。

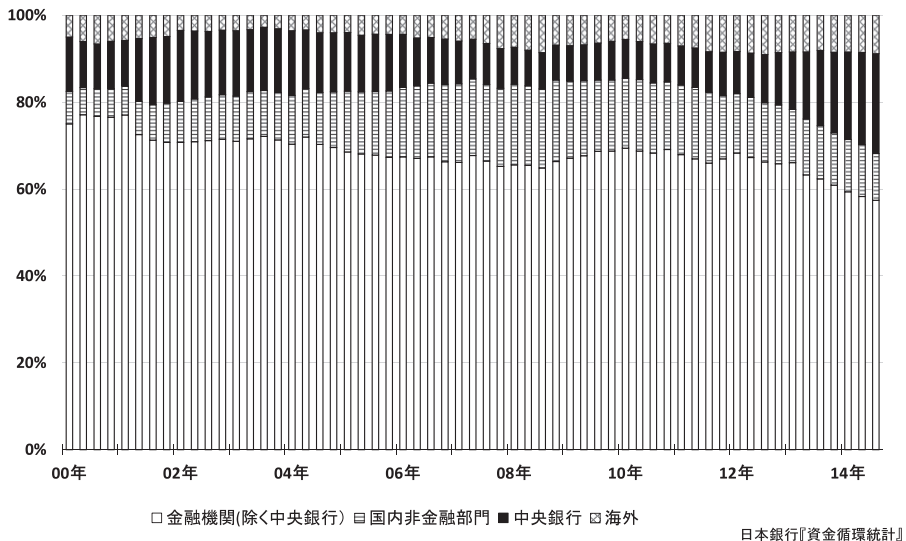


### 資金運用（フロー）

ただし、先にのべたように海外への運用が03年並みに増大していることは、民間企業は積極的に資金調達するものの、国内での投資機会が思ったほど広がっていない実情を示しているようである。国内の投資先がみあらず、海外の証券投資や直接投資を増やしているといえるのではなかろうか。そうであれば、日銀が異次元緩和をこれ以上継続しても、民間に流れる資金は設備投資には向かわず、海外への投資や国内での資産運用に流れるのではないか。海外への資金運用は、貿易赤字の継続とともに為替相場の円安傾向をさらに進める可能性が高まる。

他方、国内での資産運用は結果的に国債へ資金が集中しているようである。下図は、機関別の国債保有割合である。国債残高が累積していく中で、その保有割合を高めているのは、中央銀行（日本銀行）と海外部門である。民間企業は、08年前後に20%近くまで国債保有を高めていたものの、現在は10%強にまで保有割合を減らしている。先の『資金循環統計』から予測すれば、民間企業は国債を売却して資金を調達するというより、市中銀行が手持ちの資金を国債購入にあてて、それを日本銀行に売却しているようである。

その結果、日本銀行の保有割合は、00年に10%台であったものが、近年では総額で1000兆円を超える国債残高の20%強を保有することになった。この状況は、実質的にマネタイゼーション（中央銀行による財政ファイナンス）と呼ばれてもしかたない状態にあるといえよう。



機関別国債保有割合

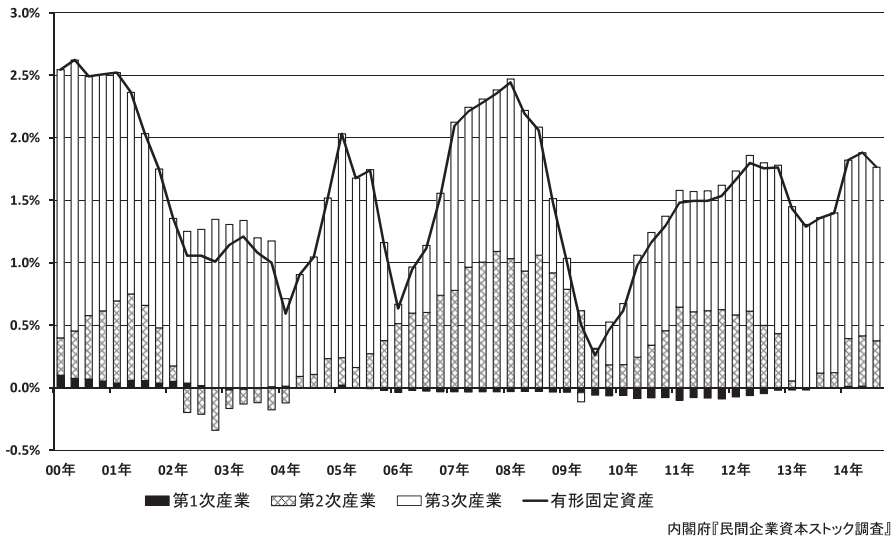
さらに海外部門の保有割合が、00年頃には5%前後であったものが、9%弱にまで増加している。1割に満たない状況は国債市場全体への影響という視点では、懸念するほどのものではないが、増大傾向が顕著になっているということは、今後日本の国債に関しても大きな価格変動を引き起こすきっかけを取り込んでいるといえよう。中央銀行が安定的購入先となる限り、市中銀行は国債購入を嗜好し、購入した国債を中央銀行に売却することで、異次元緩和によって増大する資金を取り込んでいる。そのことは、政府の国債大量発行を可能にし、国債価格の高騰を招き、ひい

ては長期金利の低位安定を招くことになる。短期的には問題のない現象であろうと、この中で海外部門の保有が増え続けていることは、日本国債の信任が一旦薄れると、海外部門による国債売却の流れが生まれ、国債価格の暴落、長期金利の高騰を招来する危険な状況にあるといえる。

### 3. 民間企業のストック化

日本経済において家計のストック化は、80年代後半から顕著になりはじめた。その結果、個人消費に資産ストックが大きな影響を及ぼすこととなる。それは、80年代後半のバブル期には資産価格の高騰が個人消費増大に大きく寄与する反面、90年代のバブル崩壊期には、資産価格の暴落が逆資産効果として個人消費に悪影響を及ぼすことになった。

同様のことが民間企業にも生じており、その影響が年々大きくなってきたようである。内閣府『民間企業資本ストック調査』によれば、98年に1000兆円（2005年平均価格評価）を超えた有形固定資産は、14年に1277兆円にまで増大している。下図は有形固定資産の対前年比を産業ごとにみたものである。2000年以降、資本ストックを増やしてきたのは、第3次産業である。製造業がその大半である第2次産業は、この14年間でプラスからマイナスまでの循環運動を示している。これに対して、第3次産業は04年と09年前後に低下しているものの、基本的には大きく資本ストックを積みあげていることがわかる。そのため、産業全体の資本ストックは増大の一途をたどることになる。



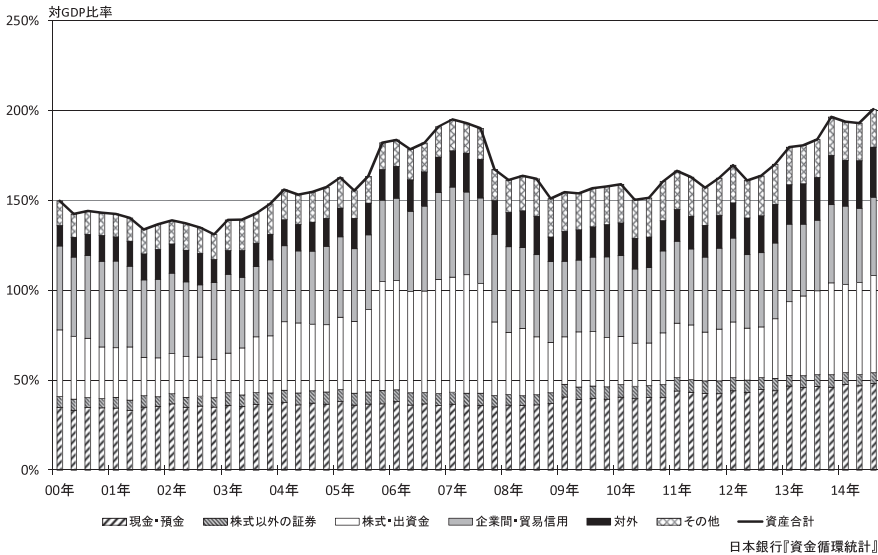
産業別資本ストック推移

有形固定資産だけではなく、民間企業の金融資産残高（下図参照）も、リーマン・ショック時に一時低下したものの、12年以降は増加傾向をみせ、現在はGDPの2倍を超えるまでに増大している。現金・預金、株式・出資金の増大とともに対外資産の増大が民間企業の金融資産を拡大

させている。13年以降の株価上昇が金融資産増大の一つであるが、先のフローでみた資金運用における特徴からわかる通り、対外資産の増加も近年の円安傾向が拡大の原因といえよう。

個人消費に資産効果が影響を及ぼすのと同じく、民間企業の投資行動にも資産効果が影響を及ぼすようになりはじめた。その傾向を加速させたのが、日銀による異次元緩和といえるのではなかろうか。

株式市場も為替市場も、現在は株高・円安傾向であり、金融資産保有主体にとってはともに都合の良い環境にあるが、裏を返せばその市場価格の変動に大きく影響を受けることでもある。



民間非金融法人企業の金融資産残高

## おわりに

これまでみてきたように、民間企業のストック化は着実に進展している。有形固定資産としての物的資産だけではなく、資産運用の結果の金融資産についてもである。先に指摘した通り、家計に資産効果がプラスにあるいは、マイナスにも作用するように、民間企業にも同様の効果が今後大きく作用することになる。

これまで、民間企業の投資動向を「生産→出荷→在庫」という指標を中心にし、在庫循環や設備投資循環を主に観察対象としてきたわけであるが、今後は民間企業の生産や設備投資動向を資産価格の動向とともに注視する必要がさらに高まってこよう。

90年代以降の日本経済では「持たざる経営」が一つの理想と考えられてきた。限られた経営資源をコア業務に集中し、それ以外の業務については外部資源の活用を模索する。その流れの中で、アウトソーシングが着目され、現代企業であれば、多かれ少なかれいずれかの業務で活用している。アウトソーシングが普及する中で、企業の境界はどこに求められるのか、そこへ関心が



## 民間設備投資の動向をみる

向きはじめてきた。しかし、ここでみてきた統計データからは、民間企業は色々な資産を「持つ経営」に転換してきたのかもしれない。

これに伴い、民間企業の資金調達の変因と金融政策との関係は、今後いよいよ注視していく必要がある。

### 統計資料

経済産業省『鉱工業生産指数』

内閣府『景気ウォッチャー調査』

『四半期別GDP速報』

『民間企業資本ストック調査』

日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

『資金循環統計』