

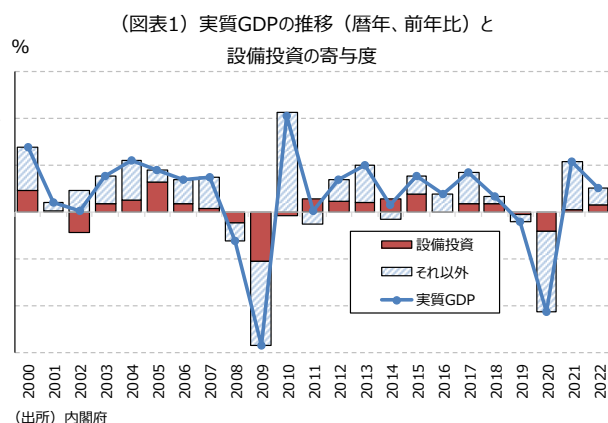
底堅いが力強さに欠ける設備投資

～海外経済の動向がリスク要因に～

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

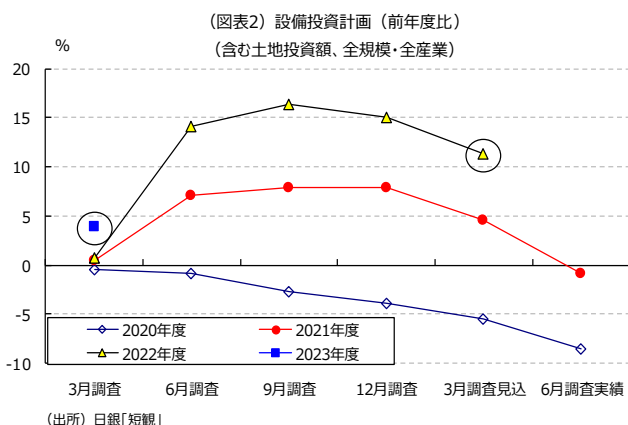
1. 2022年はコロナ前の水準に戻らず

2022年10－12月期GDPの二次速報値によると、2022年（暦年）通年の実質民間設備投資は前年比+1.8%となった。実質GDPの伸びが同+1.0%のところ、寄与度は+0.3%と約3割を占めている（図表1）。2021年の同+0.8%に続き、2年連続でプラスの伸びを確保したという意味では底堅いが、2020年が同▲5.7%と大幅マイナスだったことから、暦年の実額ベースではまだコロナ前の水準に戻っていない。リーマンショック後の2010年代前半の動きと比べても、反動増の動きは力強いとは言い難い。



2. 引き続き底堅い投資計画

ただ、設備投資計画は引き続き良好である。3月短観における2022年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）は、12月調査の前年度比+15.1%から同+11.4%まで下方修正されたものの、依然として二桁の伸びを保っている（図表2）。実績となる6月短観では二桁を割り込みそうだが、ここ数年では最も高めの着地になるのは間違いない。2022年度の円安進行に伴う輸出企業の投資余力の拡大や、底堅いDX（デジタルトランスフォーメーション）、GX（グリーントランスフォーメーション）需要の存在、オミクロン株やウクライナ紛争の影響で、元々2021年度に実施されるはずだった設備投資計画が2022年度に先送りされたことが押し上げ要因になったと考えられる。GDP統計の設備投資よりも良好な印象を受けるが、同統計における2022年の設備投資も、名目ベースでは前年比+5.9%に達している。短観の結果は物価上昇により上乗せされていることを割り引いて考える必要があり、実態としては底堅いという程度の評価が妥当と言えそうである。



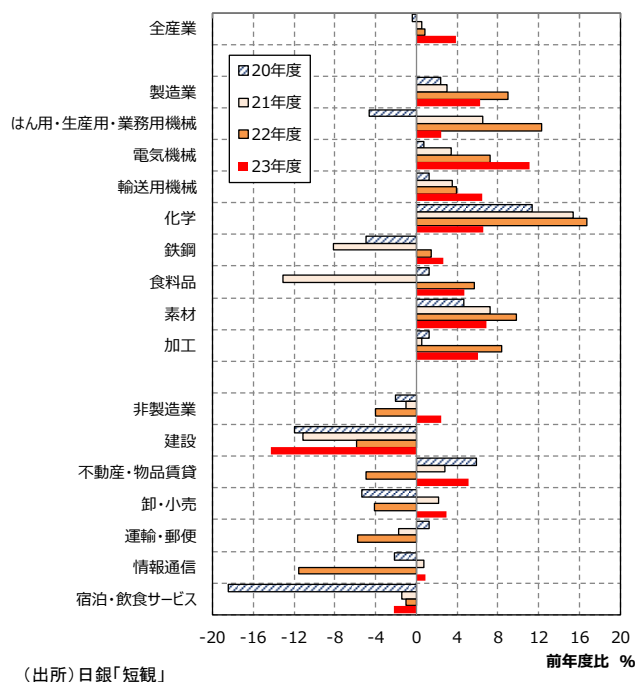
2023年度の計画も、例年に比し高めのスタートになっている（前掲図表2）。業種別にみると、製造業が、昨年よりも伸びは落ちるものの、前年度比+6.3%のプラスである。非製造業も同+2.4%と、例年であればマイナス圏からのスタートとなるところ、統計が遡れる1984年以来初めてのプラス圏でのスタートとなった。内訳を見ると、昨年よりも伸び幅が拡大したのは、製造業では電気機械や輸送用機械等、2022年度の円安で業績が押し上げられた業種が中心である（図表3）。非製造業では不動産・物品賃貸や卸・小売等で、経済活動の正常化や人流の

回復の影響を受けたと考えられる。もっとも、この時期には計画の固まっていない中小企業のデータも含んでいる点には注意が必要である。建設のマイナス幅の大きさが目立つが、これも例年の傾向で、初回調査は二桁マイナスでも、最終的にはプラスに転じることもあった。

宿泊・飲食サービスもマイナス圏でのスタートが続いているが、2022年度の計画は当初前年度比▲1.0%だったところ、今回3月短観の見込み値は同+17.9%と大幅プラスに転じている。年度後半の政府の支援や水際対策の緩和の恩恵を受けた形とみられ、その後のインバウンドの戻りも順調なことから、今後、回を追うごとに上方修正される可能性はあるだろう。

2023年度の計画についてはまだ初回調査であり、今後の四半期ごとの推移は環境次第で大きく振れる可能性があるが、生産・営業用設備判断DIも、先行きは低下に向かうとの見通しで（低下なら不足方向、上昇なら過剰方向）、水準的にも、設備の不足超を示すマイナス圏にある（図表4）。設備投資の先行きの見通しは総じて悪くない。

（図表3）短観設備投資計画（20～23年度、3月初回調査）
（含む土地投資額、全規模）

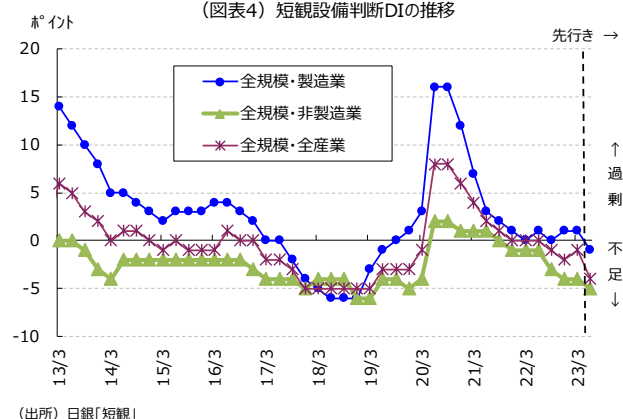


3. 海外景気の影響は大きい

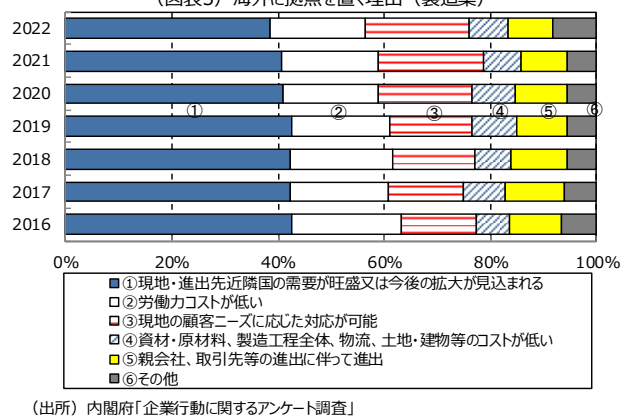
財務指標との相関を見た場合、設備投資はコスト要因等で短期的に大きく振れる利益関連項目よりも、売上高との連動性が高い。かつてのバブル崩壊とデフレ不況、この間進んだ人口減少に伴い、設備投資は特に外需に左右される傾向が強まった。国際協力銀行（JBIC）の「2022年度海外直接投資アンケート調査（2022年12月公表）」によると、製造業の海外売上高比率は38.5%と2年連続で上昇、すでにコロナ前の水準を回復し、4割が目前に迫っている。今後の設備投資は引き続き海外景気次第の面が大きいと言えそうである。

内閣府が公表している「企業行動に関するアンケート調査（2022年度）」を見ると、海外現地生産比率（製造業）は、2022年度（実績見込み）の23.7%から、2027年度の見通しは24.2%と、緩やかな上昇傾向が続く見通しである。また、海外に拠点を置く理由（製造業）との問いには、「②労働力コストが低い」との回答が徐々に減少して全体の2割を割り込む一方、「③現地の顧客ニーズに応じた対応が可能」が拡大傾向にある（図表5）。依然として4割近くを占める「①現地・進出先近隣国の需要が旺盛又は今後の拡大が見込まれる」と③を合わせれば約6割を占め、海外の成長を取り込むためには、より消費地に近いところに拠点が必要との企業認識に大きな変化はない。これは現地での投資拡大（直接投資）と同時に、輸出増を通じた国内の投資

（図表4）短観設備判断DIの推移



（図表5）海外に拠点を置く理由（製造業）



（出所）内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

大傾向にある（図表5）。依然として4割近くを占める「①現地・進出先近隣国の需要が旺盛又は今後の拡大が見込まれる」と③を合わせれば約6割を占め、海外の成長を取り込むためには、より消費地に近いところに拠点が必要との企業認識に大きな変化はない。これは現地での投資拡大（直接投資）と同時に、輸出増を通じた国内の投資

拡大要因にもなる。

前述のJBICの調査では、今後3年程度の有望な事業展開先国については、中国が米中対立の影響やゼロコロナ政策の影響で得票率を大きく落としたことなどにより、インドが3年ぶりに首位に返り咲いた。米国は3位と安定的に上位に位置しており、この点、欧州も含め当面は金融不安やインフレ、大幅利上げの景気への影響がリスクとなる。中国経済も力強さを欠く展開が予想されるほか、ウクライナ紛争の帰結や東アジア情勢、中東情勢などの地政学的リスクの不確実性も引き続き大きく、海外景気の力強い回復は期待できない。2024年は、大統領選に絡んだ米国の政局と対外政策の方向転換も日本経済に影響を及ぼす要因となる。

4. 短期的には下押し要因も

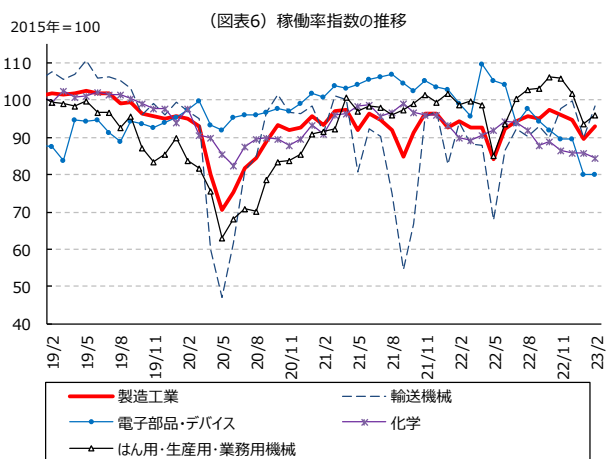
短期的には世界的な半導体不況も国内投資の足かせになりそうだ。電子部品・デバイス工業の稼働率は、足元で80%前後にまで低下しており（図表6）、能力増強投資を急がなければならない状況ではない。化学工業の稼働率も低下している。特に、基礎原料であるエチレンの生産設備の3月の稼働率は79.6%（速報ベース）と、中国の製造業向け需要の落ち込みを主因として、約11年ぶりに80%を下回った。好不況の目安とされる90%も8ヵ月連続で下回っている。他の業種も総じて稼働率は低下傾向にある。

設備投資に先行する主要3指標（3ヵ月移動平均）を見ると、建築物着工床面積（非居住用）、資本財国内出荷（除、輸送機械）、機械受注（船舶・電力を除く民需）とも足元では不安定な推移となっている（図表7）。大企業・製造業にとっては、2022年度は円安が輸出の押し上げ要因になったが、為替相場はすでに円高方向への揺り戻しが進んでいる。短期的には、設備投資のモメンタムはいったん弱まる可能性がある。

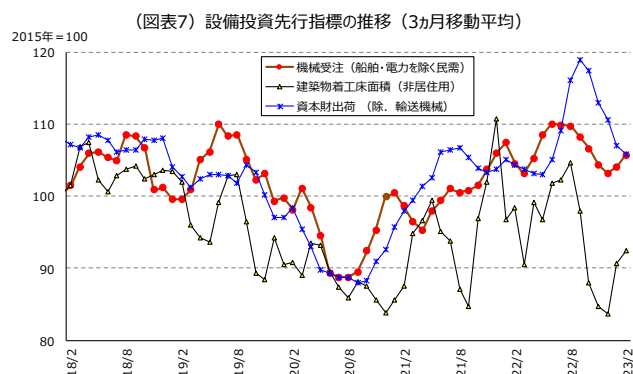
5. 人手不足は引き続き設備投資の下支えに

一方、近年は宿泊・飲食や建設など、非製造業を中心に、労働需給のひっ迫が深刻化した業種が、省力化・省人化投資に力を入れる傾向が顕著になっている。一方、いったん導入した生産設備は長期にわたり使用が想定されるものであることから、潜在成長率の持続的な低下に伴う企業の中長期的な成長期待の低下が、能力増強型投資の低迷につながっている可能性もある。

そこで、短観の設備判断DIを被説明変数とし、説明変数として、同じく短観の売上実績（前年度比）と雇用判断DI、および内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」における「業界需要の実質成長率見通し（今後5年の見通し）」の3変数をとると、高い相関が確認できる（図表8）。この結果に基づき、各説明変数の設備判断DIの理論値への寄与度を計算すると、コロナ禍で労働需給が一時的に緩んだ2020年度を除けば、2015年度以降は雇用判断DIが最も大きな設備投資判断DIの押し上げ要因になっている。労働需給のひっ迫は、多少の景気の振れにかかわらず今後も続く可能性が高い。コロナ禍で多くの企業がデジタル化の遅れを実感している現状も考えれば、今後も人手不足要因がDX関連を中心に設備投資の下支えに寄与する展開が期待できそうである。



(出所) 経済産業省「生産能力・稼働率指数」



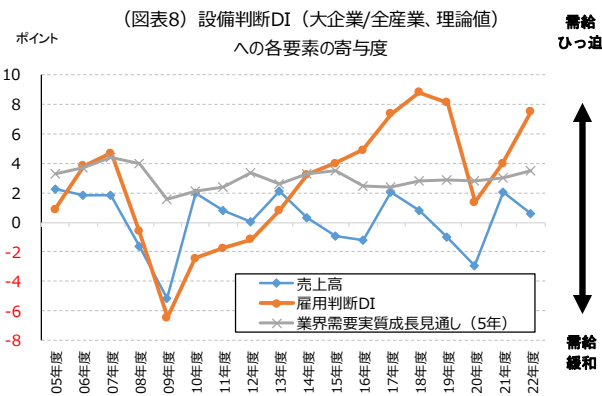
(出所) 内閣府「機械受注」、国交省「建築着工」、経産省「鉱工業出荷内訳表」

6. 低成長予想を覆すのは容易ではない

企業の成長期待も上向いている。2023年度の業界需要の実質成長率見通し(今後5年の見通し)は、前年度から0.4%ポイント上昇の1.7%となった。1.7%という伸びは都心の地価がプチバブルと言われた2006年度以来の水準、0.4%ポイントという前年からの伸びの拡大幅は、バブル終盤の1989年度以来の大きさである。これが持続的なものになれば、設備投資が中長期的かつ安定的に伸びていく展開が期待できるが、現時点でそこまで見込むのは難しい。人口減少トレンドが続くなかでは、内需型の企業、特に地方の中小企業を中心に、成長期待の低迷が続き、能力増強型投資に対する及び腰な姿勢もなかなか変わらない可能性が高いためである。

人口減少の流れが変えられない以上、企業の成長期待を押し上げるには生産性の向上が不可欠になるが、最近では改革という言葉が首相の口から出る機会が減っているのが気になる。日銀の試算では、アベノミクス始動後、日本のTFP(全要素生産性)はむしろ低下してきた。第4次産業革命が自律的に大きく花開くような展開にならない限り、企業の低成長予想は投資マインドの抑制要因となる状況が続く可能性が高い。

ただ、向こう2年間というスパンであれば、設備投資は力強さを欠きつつも、底堅い推移が続くというのがメインシナリオである。米景気の不確実性は大きいですが、インフレと利上げが同時並行的に進むなか、ここまで予想以上の頑健性を示してきたのは事実である。雇用需給の引き締めりと過剰貯蓄が下支えとなることで、減速はしても深刻な景気後退は避けられる可能性が高い。一方で、国内の人手不足による省力化投資への需要は今後も衰えないだろう。関連するDX関連投資、国策でもあるGX関連投資は、多少の業績の振れにかかわらず継続的な投資が求められる分野である。半導体不況や中国経済の停滞が短期的には下押し要因となるものの、2024年度にかけては均せば底堅い推移が続くとみている。



(出所) 明治安田総研作成

短観設備判断DIの決定要因(1995年度～2022年度、年次)

	大企業全産業	大企業製造業	大企業非製造業
説明変数	係数	係数	係数
売上	-0.35 ***	-0.35 ***	-0.17 ***
雇用判断DI	0.39 ***	0.63 ***	0.16 ***
業界需要の実質成長率 (今後5年の見通し)	-2.62 ***	-5.47 ***	-1.42 **
R ²	0.97	0.97	0.88

* : 5%基準で有意 ** : 1%基準で有意 *** : 0.1%基準で有意 (t値)
※設備・雇用判断DIは数値が下がればひっ迫、上がれば緩和なので、符号条件は売上と業界需要の実質成長率がマイナス、雇用判断DIがプラス

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411