

2017年12月15日  
No.2017-004

# 循環的なピークに達した設備投資

～ 投資促進策よりも消費活性化策を優先すべき ～

調査部 主席研究員 森村秀樹

## （要 点）

- ◆ アベノミクス開始後、設備投資は堅調に回復している。むしろ、設備投資の対GDP比率をみる限り、設備投資のピークアウトを心配すべき段階に差し掛かっている。こうした設備投資拡大の背景として、六重苦の解消、新市場の拡大、新技術の広がり の3点が指摘できる。
- ◆ 高い設備投資比率が示唆するのは、これ以上設備投資を活発化させると、過剰投資の世界に足を踏み入れるということである。現在の需要構造の下で持続可能な設備投資の伸び率は1%程度にすぎない。したがって、法人税の一律減税のように、設備投資を網羅的に拡大させることを狙った政策は慎重になるべきである。
- ◆ その一方で、潜在成長率や労働生産性を引き上げるためには、設備投資の拡大による資本装備率の引き上げが不可欠である。経済に負荷をかけず設備投資を拡大するには、供給力に見合った需要を創出しなければならない。労働投入量の拡大、賃金の上昇、消費マインドの改善などに取り組んで、消費市場を活性化させることが、一見迂遠にみえるものの、持続性ある設備投資の拡大策となる。

本件に関するご照会は、下記宛てにお願いいたします。

Tel: 03-6833-0929 Mail: matsumura.hideki@jri.co.jp

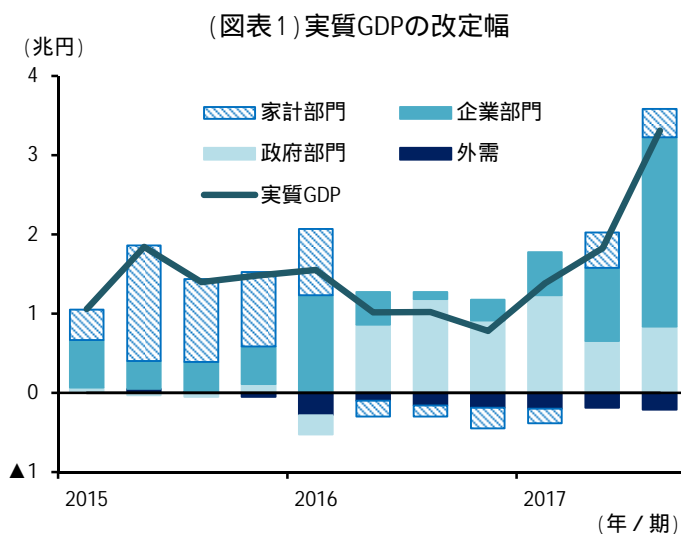
本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

## 1. はじめに

12月8日に公表されたGDP統計は、7～9月期の1次速報値（11月15日公表）が2次速報として修正されただけでなく、2016年度の確報値も反映されたため、過去の実績が全面的に見直されることになった。とりわけ7～9月期の上方修正幅が大きく、同期の成長率は前期比年率+1.4%という緩やかな回復から、同+2.5%という高成長に様変わりした。水準でも、7～9月期の実質GDPは1次速報の530.8兆円から534.1兆円へと3.3兆円上方修正された。

今回の改定で最も大きく上方修正されたのが企業部門である。7～9月期の3.3兆円の上方修正のうち、2.4兆円は企業部門によるものであった（図表1）。この大半は、設備投資の上振れが原因である。設備投資は、2016年以前の実績値が全般的に上振れたことに加え、1次速報の後に公表された法人企業統計季報を反映して7～9月期も大幅に上方修正された。

こうした設備投資の大幅変更は、2次速報や確報公表時にしばしば起きることであり、これ自体とりたてて大きなニュースではない。しかし、今回の上方修正は、設備投資に対して我々エコノミストが持っていた見方を一変させるものであった。



(資料)内閣府をもとに日本総研作成

(注)2017年11月15日公表値から12月8日公表値への修正幅。

## 2. 設備投資は予想以上に堅調

設備投資の現状が最も明瞭に現れているのが、実質GDPに占める設備投資の比率である。

過去20年間を振り返ると、リーマンショックの後遺症で設備投資が急減した2010年前後を除き、設備投資比率は14.5%から16.0%の範囲内で推移してきた（図表2）。景気後退局面では、投資マインドの悪化により設備投資比率は低下するものの、14.5%が下限となって支えられてきた。逆に景気拡大局面では、投資マインドの改善で設備投資比率は上昇するものの、16.0%を大きく超えることはなかった。

このように上限・下限が形成されるのは、期待収益率が調整役として働くからである。設備投資比率が低下する局面では、有望な投資案件まで一斉に凍結・先送りされるため、期待収益率が徐々に高まっていく。そのため、設備投資比率が一定の水準まで低下して、期待収益率が十分に高まると、設



(資料)内閣府をもとに日本総研作成

(年/期)

備投資が底を打って拡大に転じることになる。逆に、設備投資比率が上昇する局面では、採算性の高い投資案件から実施に移されるため、期待収益率は徐々に低下していく。設備投資比率が一定レベルまで上昇し、期待収益率が企業の採算に合わないほど低水準になると、設備投資がピークアウトを迎える。

以上を踏まえて足元の設備投資比率をみると、11月15日の1次速報時点ではまだ上限に余裕があった（前掲図表2）。そのため、当時のペースで設備投資が増加しても、あと1～2年は上限に達しないと考えることができた。ところが、12月8日の2次速報で設備投資比率が15.9%に修正され、ほぼ上限に到達していることが明らかになった。設備投資の堅調さが裏付けられたのは明るい材料であるが、突如として、設備投資循環が終盤を迎えている状況証拠が突きつけられたのである。

こうした設備投資の強さに対して、違和感を覚える人がいるかもしれない。しかし、設備投資を取り巻く環境においても、様々な前向きの構造変化が起きている。設備投資を拡大させてきた要因として、以下の3点を指摘することができる。

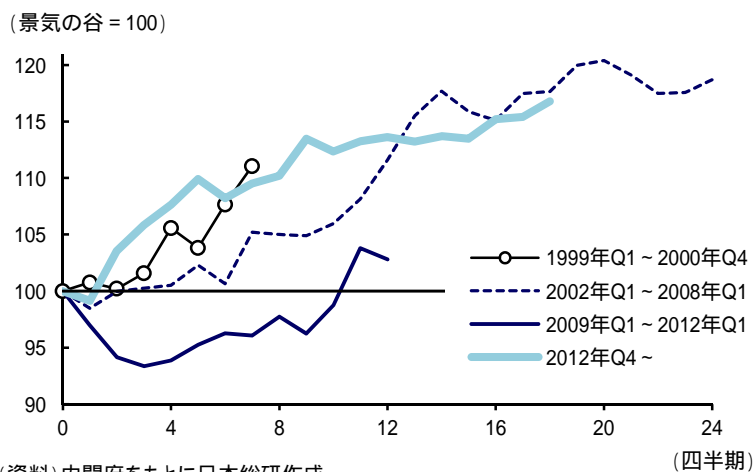
第1に、アベノミクスの開始により、製造業を長年苦しめてきた「六重苦」が緩和されたことである。日本銀行による大胆な金融緩和政策により、1ドル=80円を割るような超円高は是正され、居心地の良い円安水準が続いている。法人税も小幅ではあるが引き下げられた。TPP11や日欧EPAの交渉が日本主導で進捗するなど、自由貿易に対する政府の積極姿勢も揺るぎない。こうした事業環境の改善を受けて、海外生産を国内に回帰させるような動きも散見されるようになった。

第2に、新しい市場の拡大である。とりわけ、インバウンド需要の急拡大は、宿泊施設の建設だけでなく、外国人観光客に人気の高い製品の設備投資を誘発している。また、ネット販売の拡大に対応するための物流施設の整備、東京五輪関連の各種インフラ投資も、広い意味での新規需要と位置づけることができよう。

第3に、新技術の広がりである。世界各国で急進展するAI、IoT、自動運転など先端技術に対応するため、わが国でも研究開発投資は着実に増加している<sup>1</sup>。

このように、今回の景気拡大局面における設備投資は決して弱いわけではない。実際、過去の景気拡大局面と比較しても、全く遜色ないプロセスをたどっている（図表3）。むしろ、あまりにも早くピーク水準に達してしまい驚いたというのが正直な感想である。

（図表3）景気拡大期における設備投資の回復プロセス



### 3. 設備投資の拡大は限界に

設備投資比率がほぼ上限に達したという事実は、先行きの設備投資に関して二つの示唆を与える。第1に、設備投資の伸びがこれ以上加速するのは難しい。設備投資比率がさらに上昇すると、期待収益率が一段と低下して、過剰投資の世界に突入することになる。企業部門が冷静に採算を計算

<sup>1</sup> 生産能力に影響を及ぼさない研究開発投資の増加は、設備投資比率の上限を引き上げている可能性も考えられる。

して投資判断を下すのであれば、設備投資比率は足元の水準を維持することになる。これは、現在の需要構造を前提とすれば、今後の設備投資の伸び率は、実質GDP成長率を上回ることができないことを意味する。当面の設備投資の期待増加率は、1%前後といわれる実質GDPの潜在成長率が上限となる。

なお、様々な調査機関で設備投資アンケートが行われ、2017年度は高めの伸びになるという結果が示されている。例えば、日銀短観12月調査では、全規模・全産業ベースの設備投資額（ソフトウェア・研究開発を含み土地を除く名目ベース）は、2017年度に7.5%の増加を見込んでいる。大企業のみを対象とした日本政策投資銀行の調査では、2017年度の設備投資額（名目ベース）は11.2%増と、さらに高い伸びとなっている。しかし、これらの計画は今後大幅に下方修正される可能性が高い。仮に設備投資が年6%のペースで増えていくと、設備投資比率は2019年末に17%を超える水準まで上昇してしまう。過去20年の経験を振り返っても、このシナリオの実現可能性は極めて低い。したがって、GDPベースの設備投資は、各種アンケート調査を大幅に下回る伸び率で着地することになるだろう。

第2に、設備投資をさらに増やすためには、最終需要の増加が必要条件になる。設備投資比率が上昇したということは、GDPの需要項目のなかで、設備投資の伸び率が相対的に高かったということである。単純な四則演算で考えれば、設備投資比率を抑制するには、他の需要項目の増加を促せばよい。企業部門以外には家計・政府・外需の3部門があるが、厳しい財政状況を背景に政府支出の拡大が難しいことを勘案すれば、個人消費と輸出の増加が有力な選択肢である。

この議論を経済学的に整理すると以下ようになる。設備投資は、他の需要項目と違い、需要拡大要因となる一方で、供給力の拡大要因としても働く。後者の役割に着目すれば、設備投資比率は総需要（GDP）と供給力（設備投資）の関係を表したものと理解できる。設備投資比率が一定範囲内に収まるのも、需要と供給のバランスを図っているからである。そして、設備投資比率が上限に達したということは、これ以上設備投資を増やすと供給過剰の世界に足を踏み入れるというシグナルになる。だからこそ、ピークに達した設備投資比率をコントロールするためには、他の最終需要である個人消費や輸出を増やすことが不可欠となる。

#### 4. 求められる政策対応

以上の議論を踏まえると、わが国の設備投資にはどのような政策対応で望むべきであろうか。

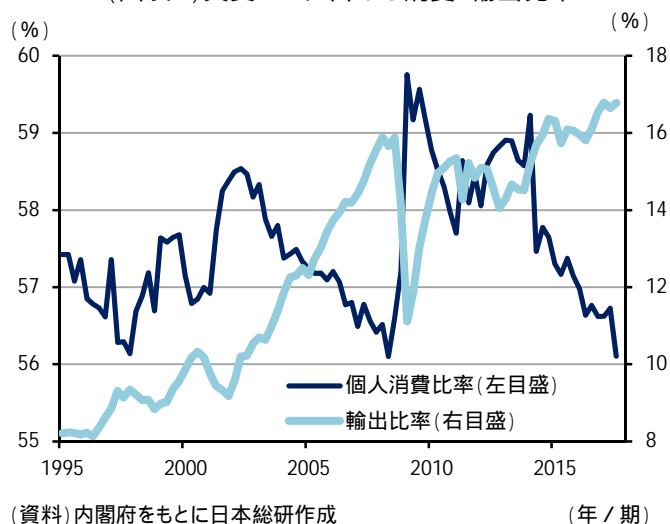
まず言えることは、設備投資比率がピーク水準に達している以上、網羅的な投資促進策は必要ないということである。政策的に設備投資をさらに活発化させる方向に誘導すると、過剰投資を招き、将来の資本ストック調整圧力を増幅してしまう。この観点に立てば、国際的な立地競争力を高める狙いから要望されている法人減税は、現時点では優先度の低い政策とみるべきかもしれない。とにかく、いま我々が直面している課題は、設備投資が少なすぎるのではなく、需要対比で多すぎることである。

とは言うものの、潜在成長率や労働生産性を高めるために、設備投資をさらに拡大すべきという議論も決して無視できない。資本装備率の上昇は労働生産性の押し上げ要因になるため、人口減少が加速するわが国にとって、設備投資の拡大は経済成長を維持するために不可欠な手段でもある。

先述の通り、そもそも設備投資比率が上限に達したのは、設備投資が堅調に拡大したということ

に加え、他の需要項目の増勢が緩やかにとどまったことも原因である。なかでも、最大の需要項目である個人消費の低調ぶりは目を覆うばかりである。実質GDPに占める個人消費のシェアは、過去20年間で最低水準まで落ち込んでいる(図表4)。世界経済の拡大に連動して、輸出比率が着実に上昇している姿とは対照的である。したがって、経済に無理な負荷をかけずに設備投資の一段の拡大を実現するには、一見迂遠のようにもみえるが、個人消費の拡大を通じて、供給力に見合った需要を創出することが最も有効といえよう。

(図表4) 実質GDPに占める消費・輸出比率



では、個人消費の活性化のために、どのような対策が必要だろうか。①労働投入量の拡大、②賃金の上昇、③消費マインドの改善、の3分野における課題を指摘しておきたい。

まず、労働投入量の拡大策としては、女性、高齢者、就職氷河期世代の就業率向上に優先的に取り組むべきである。女性の就業拡大を妨げている「106万円、130万円の壁」は早急に見直すことが必要であるが、そのほかにも、高齢者を活用するための柔軟な働き方の提案、キャリア形成に失敗した30~40代への就業支援の拡充なども求められる。外国人労働者の活用についても、今後中長期的にどのような方針で取り組んでいくのか、正面から向かい合った議論が必要である。労働市場においては、政府が取り組むべき課題はまだ多く残されている。

賃金を上昇させるには、政府の対応よりもむしろ、企業の取り組みの方が重要である。企業の人件費政策に関しては、労働分配率が大幅に低下していることもあって、賃金抑制姿勢が批判されることが多い。一方、企業の言い分としては、将来の業務環境悪化に備えて、固定費負担を増やしたくないという本音がある。実際、足元の売上高人件費比率は10年前の水準を大きく上回っているため、リーマンショックのような事態が再来すれば、危機的状況に追い込まれる可能性がある。こうした現状を勘案すれば、たしかに企業側の主張にも一理ある。しかし、だからといって、賃金を上げないことが正当化されるわけではない。賃金上昇は個人消費の原資になるため、最終的には売上増という形で企業に還元される点にも目を向けるべきである。逆に、賃金抑制姿勢を続ければ、脆弱な個人消費が継続することになり、次の危機への耐性を低下させてしまう。わが国経済がリーマンショックで深刻な事態に陥ったのも、個人消費の牽引力低下が一因であった。いま企業に必要なのは、縮小均衡的な発想から抜け、好循環メカニズムの一翼を担っている自覚を持つことである。

最後に、消費マインドの改善のためには、若年層が安心して消費できる社会システムを構築することが必要である。社会保障制度の改革だけでなく、財政の持続可能性確保、人口減少社会への対応、多様な就業スタイルなど、若年層が先行きを展望できるような将来像を提示すべきである。

以上のように、設備投資をさらに拡大するには、需要側のバランスとしての個人消費を活性化することが不可欠である。そのためにも、企業寄りに進められている政策支援を家計寄りにシフトすることが求められる。

以上