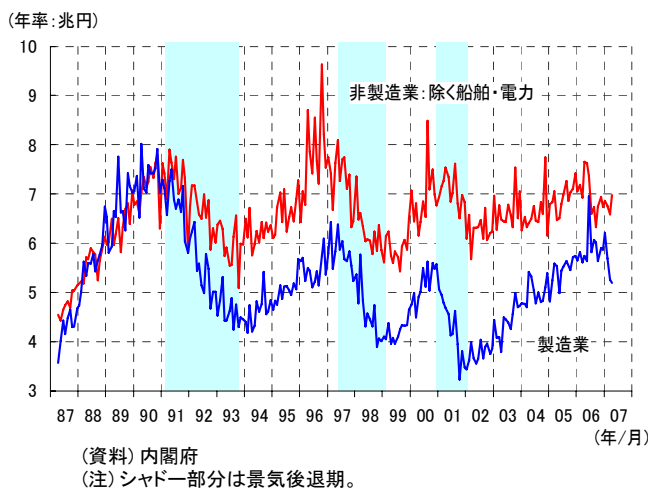


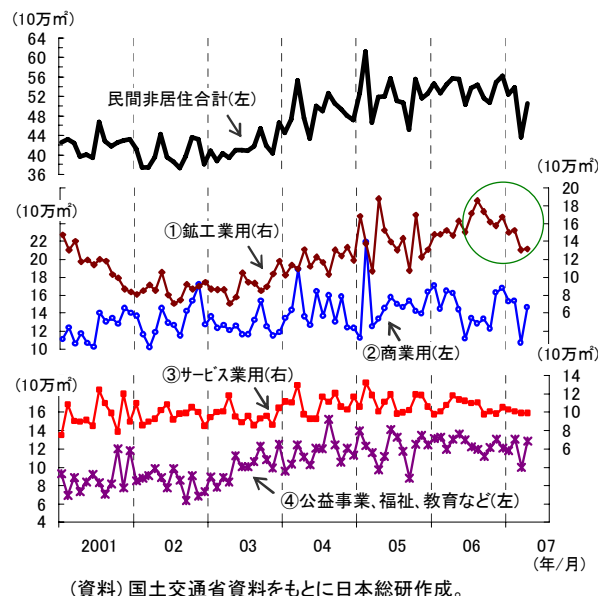
わが国設備投資のペースダウンをどうみるか ～目先弱含みも、非製造業をリード役に再拡大へ～

- (1) わが国景気は総じて回復傾向が続いているものの、このところ一部に弱めの動き。
とりわけ本年入り後、機械受注や建築着工といった設備投資の関連指標にペースダウンが生じていることは、景気の先行きをみるうえで懸念されるところ。
- (2) 機械受注（船舶・電力を除く民需）や建築着工床面積（民間非居住）の最近の動きについて仔細にみると、いずれも非製造業からの発注分は比較的底堅く推移している一方、製造業からの発注分が下振れ（図表1・2）。
- (3) 製造業で弱い動きがみられる要因として、次の3点を指摘可能。
- ① **米国景気の下振れリスク浮上の影響残存** … 同国では春先、住宅市場の調整が深刻化するリスクが浮上し、昨年後半からの景気減速が長引くとの観測も台頭。これにより、アジア生産拠点向けの部品供給も含めた対米輸出関連企業を中心に、投資を先送る動きが広がった可能性。
 - ② **2002年以降5年間の投資拡大を通じて、生産設備の新鋭化が進展** … わが国設備ストックの平均設備年齢（ヴィンテージ）を試算すると、非製造業では90年末をボトムとした上昇がなお続いている一方、製造業では2006年末時点で15年ぶりの低下（次ページ・図表3）。更新投資の緊要性が緩和してきていることがうかがえる。
 - ③ **加工業種における国内設備投資効率の上昇一服** … 「稼動有形固定資産営業利益率」をセクター別に算出すると、加工業種ではバブル崩壊後の最高水準を維持しているものの、上昇ペースに陰り。本年1～3月期はわずかに低下（図表4）。こうしたなか、足元で海外投資やM&Aなど他の事業拡大手段が優先されている可能性（図表5：ただし統計制約上、全産業ベースの動き）。

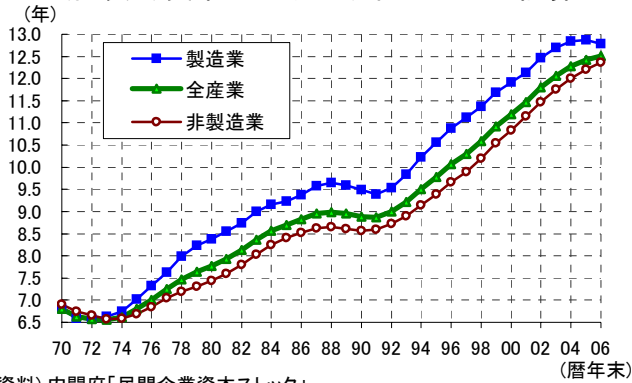
(図表1) 需要者別機械受注の推移



(図表2) 用途別建築着工床面積の推移
＜民間非居住、季節調整値＞

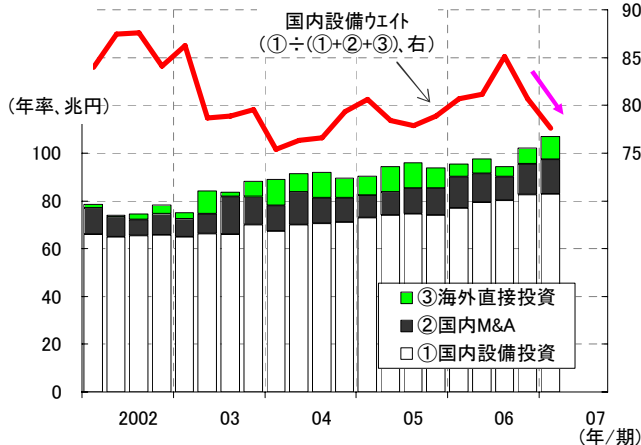


(図表3) 資本ストックのヴィンテージ<試算>

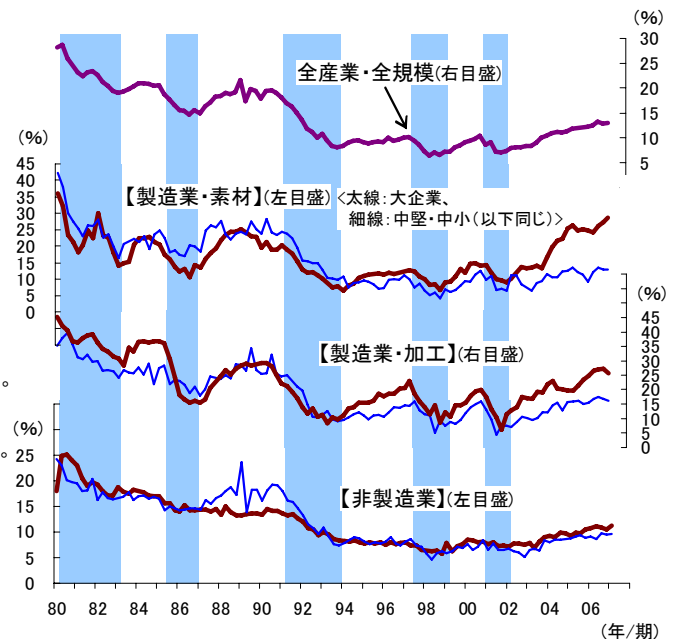


(資料) 内閣府「民間企業資本ストック」、
 経済企画庁(現内閣府)「昭和63年経済白書」などを参考に日本総研作成。
 (注) 経済企画庁「昭和45年国富調査」の平均経過年数をベンチマークとし、
 $[(\text{前年の平均年齢} + 1) \times (\text{前年末時点の資本ストック} - \text{当年の除却額}) + \text{当年の設備投資額} \times 0.5] \div \text{当年末の資本ストック}$ として算出。

(図表5) 国内設備投資・国内M&A・海外直接投資の推移



(図表4) 設備投資効率(稼働有形固定資産営業利益率)のセクター別推移<季節調整値>



(資料) 財務省「法人企業統計季報」などをもとに日本総研作成。
 (注1) 設備投資効率 = $\frac{\text{営業利益}}{\text{稼働有形固定資産} \times \text{平残}}$
 稼働有形固定資産 = 有形固定資産 - 建設仮勘定
 (注2) シャドー部分は景気後退期(内閣府)。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、(株)レコフ「MARR」各月号、
 財務省・日本銀行「国際収支」をもとに日本総研作成。
 (注) 「国内M&A」は、国内企業同士(IN-IN)の買収・資本参加・
 営業譲渡・出資拡大・合併。

(4) 以上の認識を踏まえ、国内設備投資の先行きを展望すると、目先は受注・着工統計の低迷状況からみて鈍い動きが残るほか、やや長い目でみても、製造業における前述の②ヴィンテージ、③投資効率の両要因が、全体の伸びを抑えていく可能性が高い。

(5) もっとも、以下の3点を踏まえると、このままダウントレンドに向かうとみるのは早計。

- ①米国景気の底割れリスク後退 … 製造業の在庫調整にメドがつきつつあり、そのもとで現地企業のマインドも受注・生産関連を中心に回復し始めている。この結果、短期的に先送ってきた輸出関連の投資案件が今後実行に移されていくことが期待可能。
- ②非製造業のヴィンテージは依然として上昇傾向(図表3) … バブル期に建設された施設を中心に先行き更新投資の盛り上がりが見込まれる。実際、2007年度は、①電力をはじめとした公益セクター各社の大幅な投資増、②百貨店各社の大型改装投資などが計画されており、国内需要、とりわけ個人消費の堅調がより明確になっていけば、建設投資全体にプラス効果をもたらすことが見込まれる。
- ③わが国企業における中期的な期待成長率の上昇 … 内閣府のアンケート(1月)によれば、企業の今後3～5年間の期待成長率は年平均+2.1%と、11年ぶりに2%台を回復。このもとで、企業が事業展開上望ましいと考える設備ストックの水準は引き続き上昇傾向にあり、実際のストックとのギャップを埋めるための設備投資意欲はなお強いと考えられる。

(6) ちなみに、(1)前年末時点の設備投資対資本ストック比率を横軸、(2)当年の設備投資増減率を縦軸とした「資本ストック循環図」で、除却率などに一定の前提を置けば、期待成長率の高さに見合った(1)・(2)の組み合わせを双曲線で示すことができる。

この循環図を(統計上の制約を考慮し)暦年ベースで作成すると、2007年の実質設備投資は、伸び率が06年対比鈍化するものの、2%の中期的な期待成長率に見合う形で投資を進めていく場合は、+5%程度の伸びを確保できるとの結果(図表6)。

(7) これを製造業・非製造業に分けてみると、まず「中期的な期待成長率=過去3年間の平均成長率」と想定(*)した場合のそれぞれの中期的な期待成長率は+4.1%、+1.3%と推定。これに見合う形で投資水準を決定していく場合、製造業の2007年投資伸び率はシャープに鈍化。一方、非製造業では06年並みか、わずかに増勢が強まる可能性が示唆される。

(*)全産業の2004~06年の実質平均成長率は、前述のアンケート結果とほぼ同値の年率+2.0%。

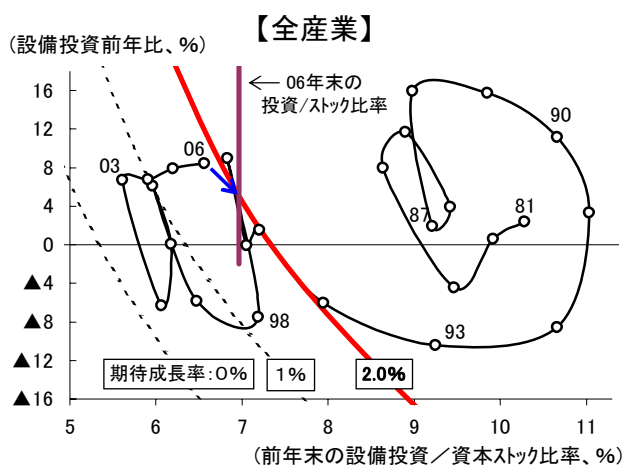
(8) 以上を要すれば、わが国設備投資は、目先やや足取りの重さが残るものの、米国景気に対する不透明材料の払拭がきっかけとなってこの夏場にも増勢を回復し、その後は非製造業をリード役とした拡大トレンドをたどるものと予想される。

(9) もっとも、2008年以降の設備投資の行方を展望すると、資本ストック循環図でみる限り、一段と息の長い拡大を実現するには、企業の期待成長率が上昇し続けられるかどうかのカギを握る。

すなわち、設備投資の長期拡大には、「①企業各社が技術進歩や“知識武装”につながる案件を中心に投資を増やす→②生産性の向上を通じて経済全体の潜在成長率が上昇する→③各社の期待成長率が一段と高まる」といった好循環が広がっていく必要。

それには、各社が投資先の「選択と集中」を続けていくことはもちろん、政府サイドにおいても、①非製造業の生産性引き上げを主眼とした一段の規制改革、②法定耐用年数の改定など減価償却制度の一層の見直しが望まれる。

(図表6) 資本ストック循環図<暦年ベース>



(資料) 内閣府資料をもとに日本総研作成。

(注1) データの制約上、2000年固定基準方式・暦年ベースの系列を使用。さらに、2004~06年の産業別GDPは連鎖方式の値などをもとに推定。

(注2) 期待成長率ラインは、資本係数変化率・除却率の過去10年平均をもとに算出。

(注3) それぞれの期待成長率は、過去3年間の平均GDP成長率とした。

