

調査レポート

日本経済ウォッチ(2015年12月号)

【目次】

1. 今月のグラフ..... p.1
 ~ 年末商戦の主役は？
2. 景気概況..... p.2
 ~ 景気は横ばい圏で推移している
3. 今月のトピック: 企業は、なぜ儲かっても設備投資をしないのか？
..... p.3 ~ 11
 - (1) 投資環境は良好だが、設備投資はなかなか増えない
 - (2) どうして設備投資が増えないのか
 - (3) 2016年の設備投資は持ち直すものの、ペースは緩やかにとどまる

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 主任研究員 小林 真一郎
 研究員 藤田 隼平

〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2

TEL: 03-6733-1070

1. 今月のグラフ ～ 年末商戦の主役は？

12月は1年のうちで最も消費が増える月である。総務省「家計調査」によると、12月の二人以上世帯における消費支出額（2010～14年の平均）は32万9475円と、他の月に比べて1割～2割程度多い（図表1）。12月は忘年会やクリスマスなどのイベントが多いことに加え、冬のボーナスが支給される月であることも財布の紐が緩みやすい理由と考えられる。

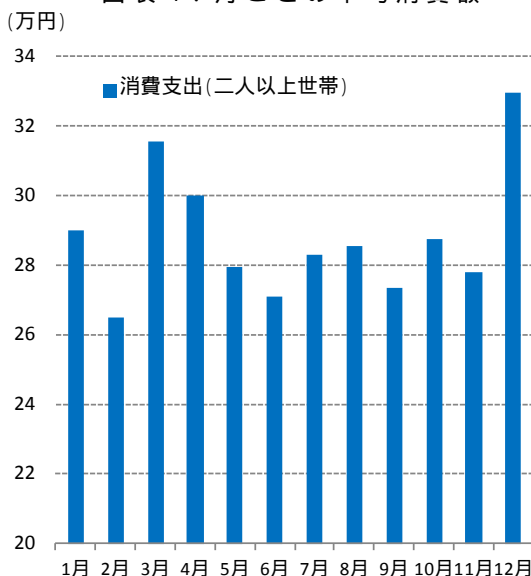
それでは、特にどの年代が12月に消費を増やしているのだろうか。図表2は12月における二人以上世帯の消費支出額と1～11月の平均消費支出額との差を、年代別に計算したものである。これによると、12月はどの年代も他の月と比較して消費が増えているが、その額は上の年代ほど大きいことが分かる。消費額の増加幅が最も大きいのは60代以上の高齢世代で、その額は5万3777円と20代の3倍以上にもなる。

内訳を見ると、「被服および履物」、「教養娯楽」など、衣料品や趣味への支出額はどの年代も同じくらい増えているのに対し、「食料」への支出額は年代が上がるにつれて増加幅が拡大していることが分かる。「食料」の中には忘年会やクリスマスなどで支出が増えるとみられる「外食」も含まれているが、それよりも高齢世代では「魚介類」やお惣菜、持ち帰り寿司など「調理食品」への支出が多くなっている。

これまで年末商戦といえば、ボーナスが支給される現役世代がメインターゲットとされてきた。実際、消費額の水準で見れば、高齢世代よりも現役世代の方が大きい。しかし、他の月と比較した12月の消費の盛り上がりという点では、高齢世代の与える影響の方が大きいと言える。今年の冬のボーナスは中小企業を中心にあまり増加が期待できないだけに、年末商戦の行方は、60歳以上の高齢世代の消費動向が大きなカギを握ることになるだろう。

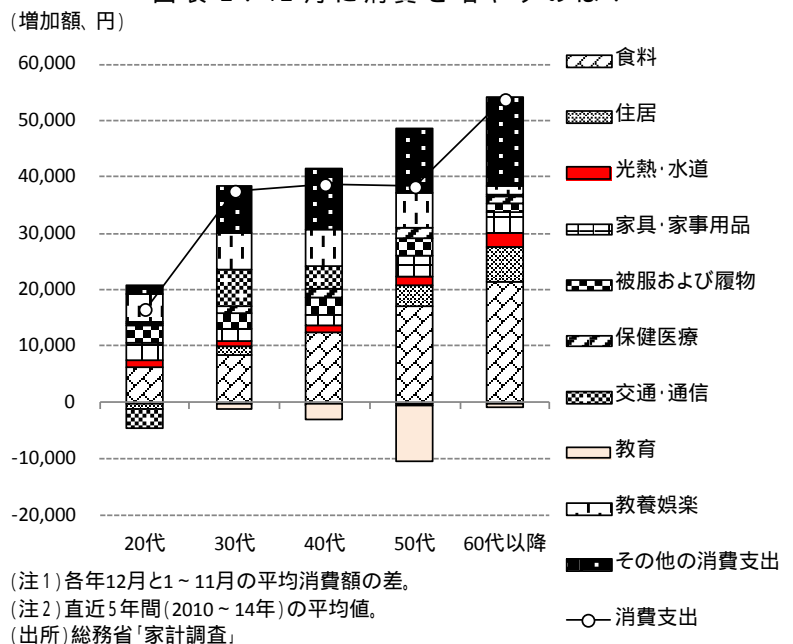
（藤田 隼平）

図表1：月ごとの平均消費額



(注) 直近5年間(2010～14年)の平均値。
(出所) 総務省「家計調査」

図表2：12月に消費を増やすのは？



2. 景気概況～景気は横ばい圏で推移している

景気は横ばい圏で推移している。2015年7～9月期の実質GDP成長率(2次速報)は前期比+0.3%(年率換算+1.0%)と1次速報の同-0.2%(同-0.8%)から上方修正された。上方修正の主因は、設備投資が前期比+0.6%とプラスに修正されたことと、在庫投資の寄与度が-0.5%から-0.2%に修正されたことである。設備投資の上昇幅は依然として小幅であるうえ、在庫寄与のマイナス幅縮小は調整が思ったほどは進んでいなかったことを示している。このため、プラス成長に転じたとはいっても力強い持ち直しを示す内容ではなく、景気が依然として横ばい圏内から抜け出せていないことを確認する結果といえる。

もっとも、景気の底割れリスクが後退したことも確かであり、月次の経済指標では少しずつ前向きな動きも出てきている。

まず、10月の実質輸出は前月比+1.1%と2カ月連続で上昇するなど、輸出に持ち直しの兆しがみられる。自動車やスマートフォン関連の部品類が増加しているため、こうした動きは鉱工業生産指数でも確認することができる。10月の鉱工業生産指数は、前月比+1.4%と2カ月連続で増加したが、輸出の増加と自動車のニューモデル投入効果によるところが大きい。生産予測調査では11月同+0.2%、12月同-0.9%と横ばい圏での動きが続く計画であるが、積み上がっていた在庫も徐々に調整が進んでいるため、生産を抑制する圧力が弱まりつつある。

企業業績の改善も続いている。7～9月期の法人企業統計の経常利益(季節調整値)は前期比-6.3%と減少したが、水準は過去2番目の高さであり、改善傾向は維持されている。売上高(季節調整値)は前期比+0.2%と微増にとどまったが、原油などの資源価格が下落しているため、コストの削減効果が大きく、利益の押し上げに寄与した。遅れていた設備投資の回復も、先行する機械受注(船舶・電力を除く民需)が10月に2カ月連続で増加し、その幅も前月比+10.7%と大きいため、今後は持ち直しの動きがしっかりしてくる可能性がある。

さらに、失業率が10月に3.1%と1995年7月以来、約20年ぶりの水準まで低下し、同月の有効求人倍率もバブル期並みの高さである1.24倍まで上昇するなど雇用情勢は良好な状態にある。こうした改善を受けて、10月の1人あたりの現金給与総額(速報値)は前年比+0.7%と、6月に一時的に落ち込んだ後は4カ月連続でプラスと持ち直し基調にある。このうち所定内給与は同+0.1%と小幅ではあるが、春闘のベースアップの効果もあって8カ月連続で増加している。

それでも、個人消費は横ばい圏の動きにとどまっており、力強さに欠ける。10月家計調査の実質消費支出(二人以上世帯、季節調整値)は消費者の節約志向の高まりを反映して前月比-0.7%と2カ月連続で落ち込んでいる。

中国など新興国を中心に海外景気の減速の動きが強まれば、景気が下振れし、横ばい圏内での動きが長期化するリスクは残っているが、良好な雇用情勢や企業業績の改善が個人消費や設備投資を押し上げる力が、今後は徐々に強まってくると期待される。このため、2016年の国内景気は、緩やかなペースながらも持ち直し傾向が維持されるだろう。

(小林 真一郎)

3. 今月のトピック：企業は、なぜ儲かっても設備投資をしないのか？

企業の設備投資は、増加傾向にはあるものの、そのペースは緩やかにとどまっている。業績の拡大が続く中で、2016年には持ち直しペースが高まってくると期待できるのだろうか。それとも、業績動向にはかかわらず、企業の投資に慎重な姿勢は来年も維持されたままなのか。今月は設備投資の現状を踏まえたうえで、2016年の動向について検討した。

(1) 投資環境は良好だが、設備投資はなかなか増えない

企業の業績は順調に拡大している。法人企業統計によれば、全規模全産業の経常利益（季節調整値）は増加傾向が続いており、7～9月期は前期比 - 6.3%と減少したものの、水準は過去2番目の高さを維持している（図表1）。

図表1. 経常利益の推移（全規模全産業・季節調整値）

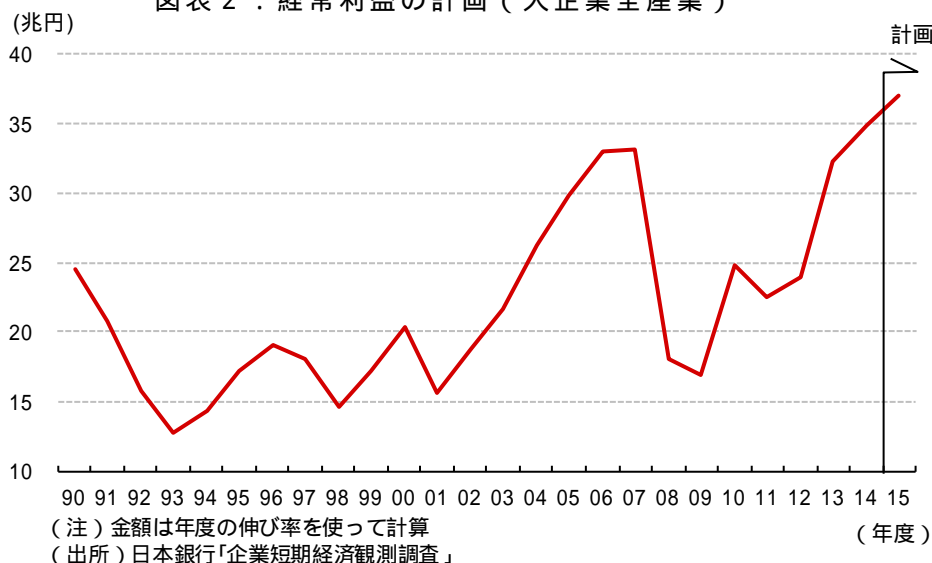


また、12月調査の日銀短観においても企業業績の堅調さが示されており、2015年度の大企業の経常利益は過去最高額を更新する計画となっている（図表2）。全産業の伸び率は前年比 + 6.5%であり、9月時点の計画からさらに1.7%ほど上方修正された。

業績の拡大の結果、企業の手元キャッシュフローは潤沢になっているが、それでも設備投資の増加は緩やかにとどまっており、なかなか勢いが強まってこない。四半期ごとの動きをみると、実質GDP、法人企業統計とも2015年7～9月期に前期比で増加したが、均してみれば動きは弱い。

12月調査の日銀短観では、大企業の設備投資計画は前年比 + 10.8%と引き続き高いが（前回調査から0.1%の下方修正にとどまる）、上期の実績が大きく下方修正されており、計画を下期に先送りして年度計画を維持することになっている。しかし、下期に全てを実行するのは現実的には難しいと考えられ、年度計画はいずれ下方修正されることになるであろう。

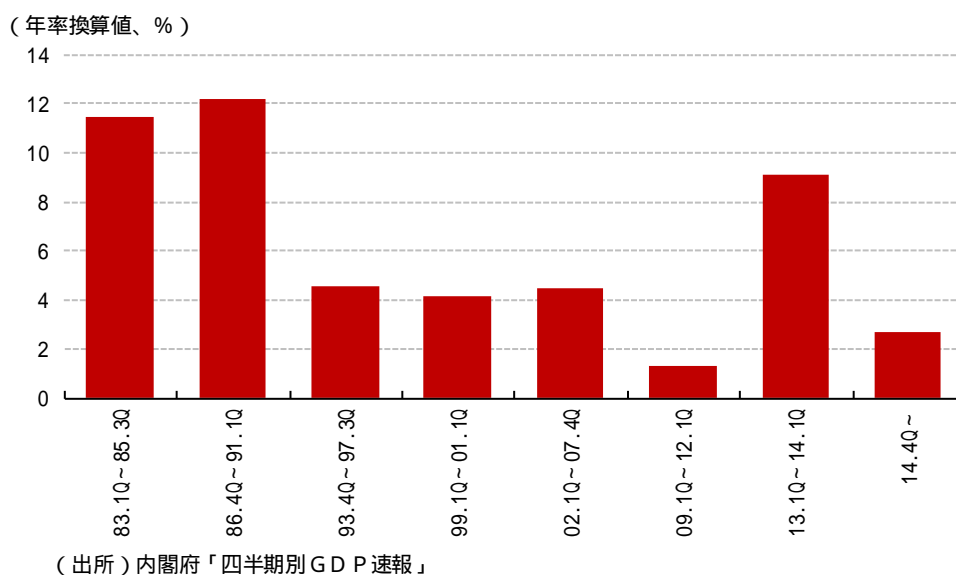
図表2 . 経常利益の計画（大企業全産業）



景気が拡大し、企業業績が改善する中であっても設備投資が増えない傾向は、中長期的に強まっている。景気の拡大局面における実質設備投資の伸び率（年率換算値）をみたのが図表3である。2013年1～3月期から2014年1～3月期までの期間の伸び率は、駆け込み需要によって盛り上がったこともあり、年率+9.1%と高い伸びとなったが、それを除くと、90年代のバブル崩壊後の伸び率は大幅に鈍化している。足元においても、2014年10～12月期を起点と仮定すると、年率+2.7%のペースにとどまっている。これはリーマンショック後の回復期において、企業が慎重な姿勢を崩さず設備投資の低迷が続いた時期に次いで、過去2番目に低い伸び率である。

このように、設備投資が景気を押し上げる力が後退しており、景気が拡大局面入りしても、成長率がなかなか高まらない原因となっている。

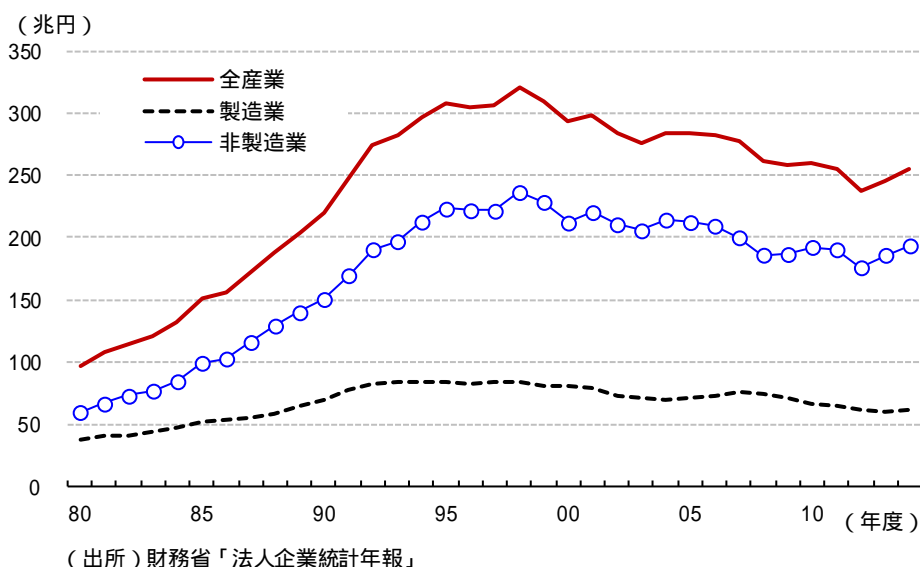
図表3 . 景気拡大期における設備投資の伸び率



設備ストックの状態をみても、企業が設備投資に慎重な姿勢を維持していることがわかる。その他の有形固定資産（有形固定資産から土地・建設仮勘定を除いたもので、機械や構築物などが含まれる）のストックの動向をみると、1990年代後半にピークアウトして減少傾向が続いている（図表4）。2013～2014年度にかけては、景気が持ち直したこともあり、非製造業を中心に2年連続で増加した。しかし、水準は依然として低いままであり、企業が積極的に設備ストックを積み増している状況にはない。

設備ストックが減少するということは、企業が減価償却費以下に新規投資を絞り込んでいるということである。中でも製造業は、国内での生産能力の縮小をはかっている最中であり（図表5）、生産量を増やすことよりも、いかにして稼働率を引き上げ、無駄なコストを省いていくかに注力している。

図表4．企業の設備ストック（その他有形固定資産）の推移



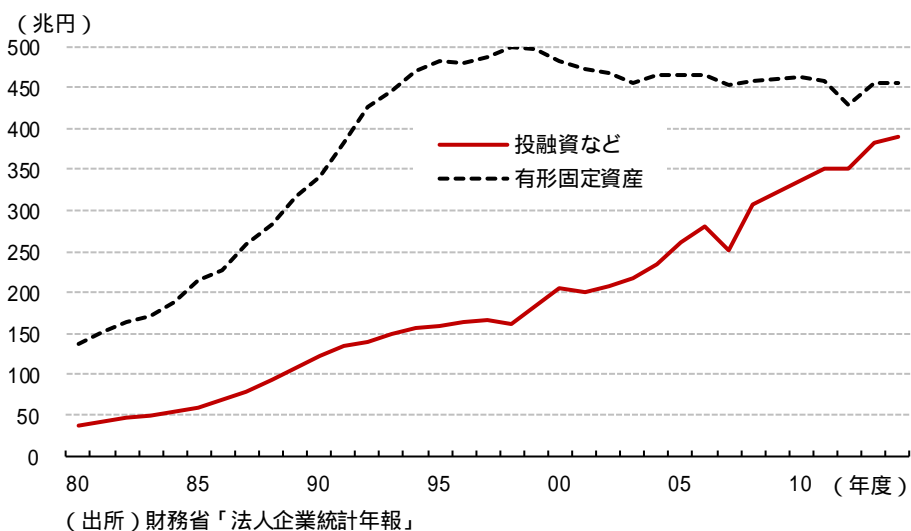
図表5．低下が続く製造業の生産能力指数



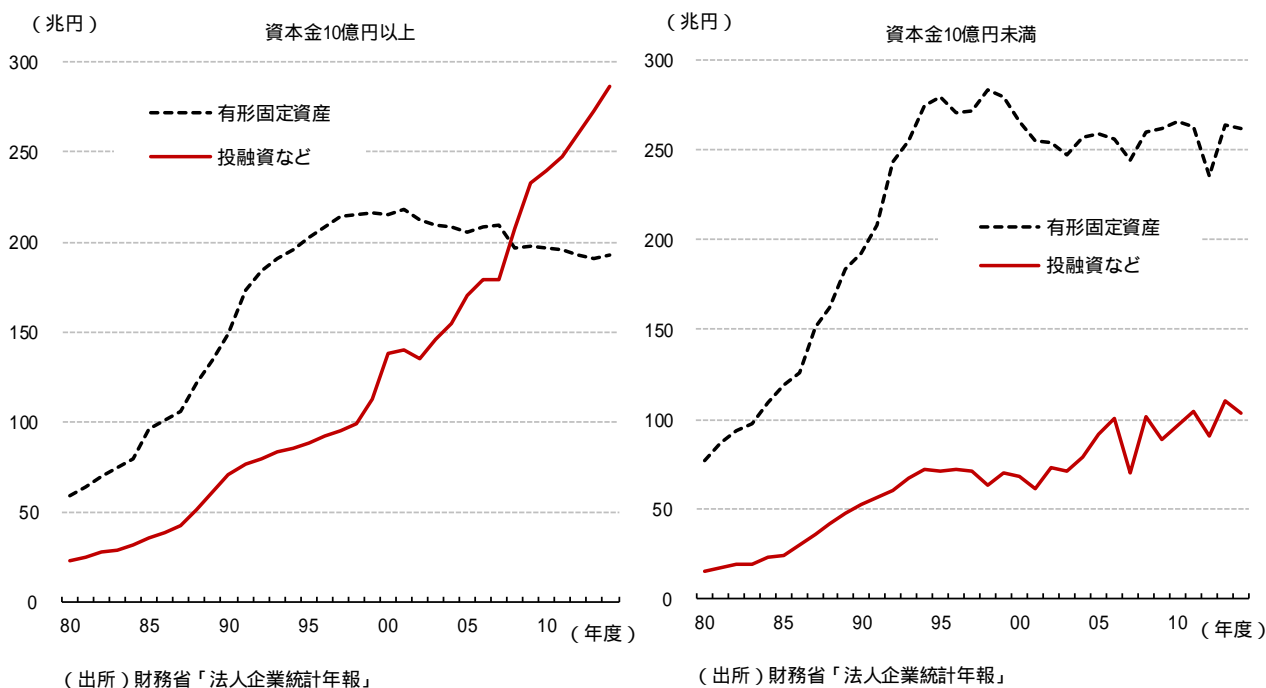
有形固定資産（土地と建設仮勘定も含む）がピークアウトする一方で、投融資など（投資有価証券や中長期の貸出など）は着実に増加している（図表6）。これは、国内設備への投資を抑制する半面、海外直接投資やM&Aを活発化させ、自らは有形固定資産を保有しない形の投資を増やすことに、企業の経営方針が変化しているためである。

この傾向は企業規模が大きくなるほど進んでいる。グローバル化の進展している大企業（資本金10億円以上）とそれ以外の企業（同10億円未満）でみると、大企業ではすでに投融資などの残高が国内の有形固定資産の残高を大きく上回っており、特にリーマンショック以降は、その乖離が顕著になっている。

図表6．有形固定資産と投融資などの推移（ストック）



図表7．有形固定資産と投融資などの推移（企業規模別）



(2) どうして設備投資が増えないのか

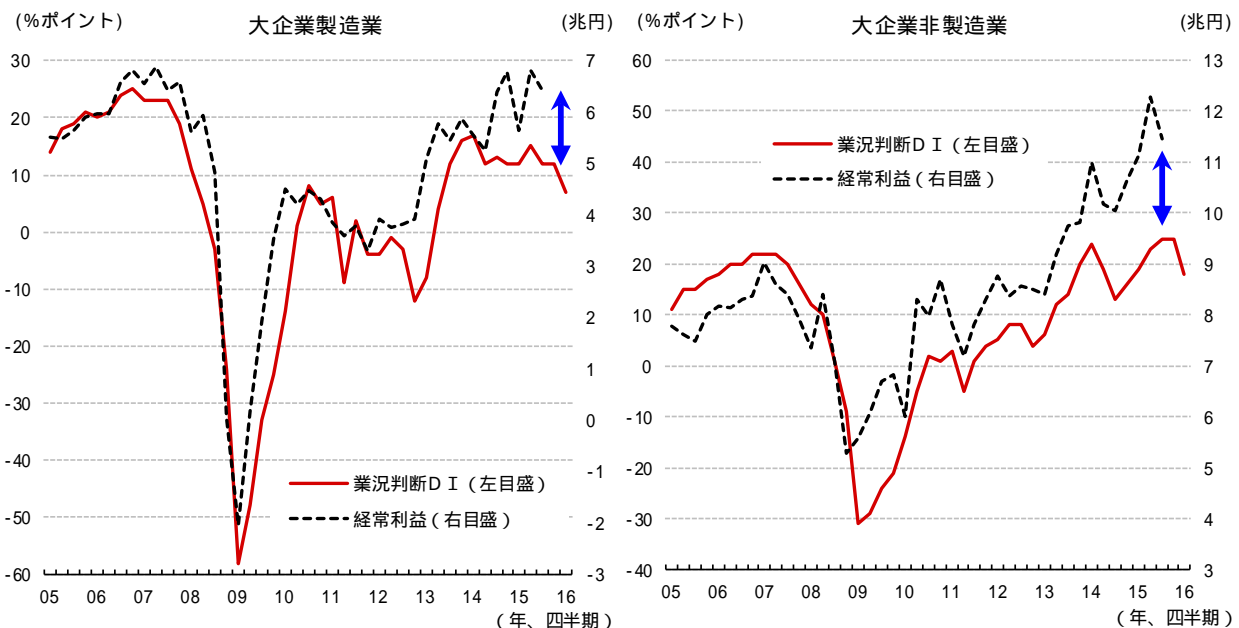
以上みてきたように、企業は業績が拡大しても、積極的な設備投資は見送っている。その背景には構造的な要因があると考えられ、具体的には、人口が減少する中で、企業が先行きの国内での需要増加に自信が持てず、将来的な不稼働設備を抱えることを懸念している（企業の期待成長率が低迷している）。伸びが見込める海外での需要については、地産地消での対応方針を堅持しており、輸出を再拡大させることまでは考えていない（円安による国内回帰の動きは限定的である）。大規模な生産設備が必要な装置産業のシェアが低下する一方、設備の規模が小さい介護・保険・福祉など個人向けサービス業のシェアが上昇している（産業構造変化に伴う要因）。企業の経営方針が、販売量を拡大させてシェアや利益を獲得することから、稼働率を引き上げて無駄なコストを減らすことで利益率を高めることに転換している、などが挙げられる。

その一方で、バブル崩壊後の過剰投資のストック調整や、金融危機時の資金調達難といった投資の抑制要因はすでにない。このため、構造的な抑制要因があるといっても、これだけ利益が膨らめば、もう少し設備投資に前向きになってもよさそうなものである。必要最低限の維持・更新投資以外にも、省力化投資や情報化投資といった投資ニーズはあるはずである。

しかし、そもそも企業が儲かっていると感じておらず、そのために設備投資に積極的になれない可能性も指摘できる。これは、日銀短観の業況判断DIの改善が遅れていることとも関係している。

業況判断DIは、景気の状態を尋ねたものではなく、業績の状態を尋ねたものである。短観の記入要領をみると、「貴社の収益を中心とした、業況についての全般的な判断」と説明されている。このため、経常利益など業績を示す数字との連動性が高い（図表8）。

図表8．かい離する業況判断DIと経常利益の水準



(注) 直近値は2015年12月調査時点の3ヶ月後の予測
(出所) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、財務省「法人企業統計」

(注) 直近値は2015年12月調査時点の3ヶ月後の予測
(出所) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、財務省「法人企業統計」

しかし、足元では、経常利益が過去最高益の水準にあるにもかかわらず、業況判断D Iの水準はそれほど高くはなく、12月調査では大企業製造業、大企業非製造業とも横ばいとなっている。特に製造業では、経常利益はリーマンショック前の水準に並んでいるにもかかわらず、業況判断D Iは2006年12月調査の25はおろか、2014年3月調査の17さえも下回る12にとどまっている。

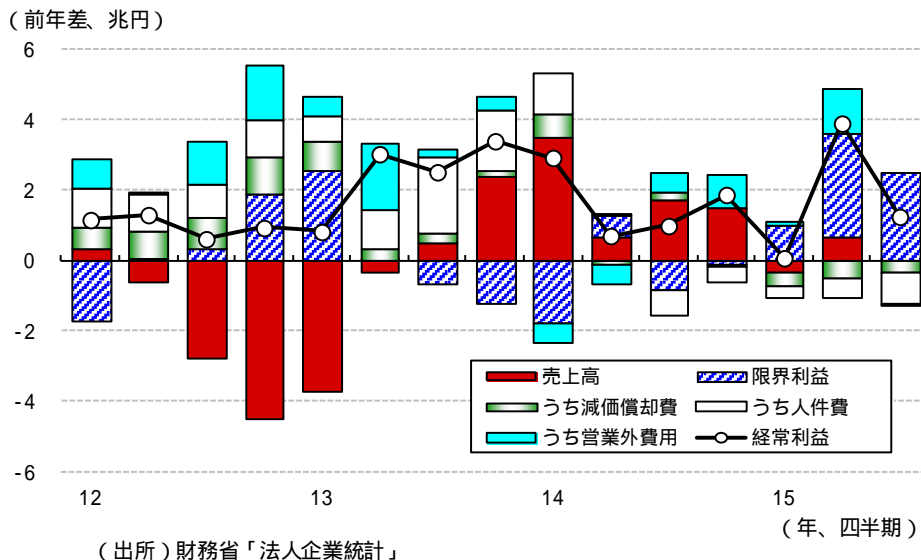
こうした企業業績と業況判断D Iのかい離は、企業が業績の改善を実感できていないために生じている可能性がある。

図表9は経常利益の前年差の増減を要因分解したものである。これによると、2014年中は売上高の増加が利益の最大の押し上げ要因だったことがわかる。特に製造業では、円安によって輸入額が膨らむ効果が大きく寄与している。しかし、2015年に入ると、限界利益要因が押し上げに大きく寄与する状況に変化している。限界利益要因の増加は、限界利益率が高まっているということであり、産出価格（販売価格）が上昇するか、投入価格（仕入価格）が下落するかのいずれかによって生じる。これは交易条件が改善していることと同じである。

物価動向から判断して、企業が販売価格を十分に引き上げられているとは考えられず、限界利益率の上昇は主にコストの減少によるものと判断される。具体的には、電気料金、ガソリン価格などのエネルギー価格の下落や、原材料となる資源価格の下落によるものである。

ところで、企業の業績判断には、一般的に売上高の状況が大きく影響しているものと考えられる。最近ではPOSシステムの導入などの情報化投資により、日々の商品やサービスの販売動向や出荷動向が短時間のうちに把握できるようになっているが、こうしたデータはすべて売上高に直結するものである。投入したコストがいくら増えたか、減ったか、その結果として利益がいくらにかかったかは、決算を締めてみるまでは把握しづらい。このため、販売価格の引き上げや、販売数量の増加によって獲得した利益と同額となったとしても、コスト削減に起因する場合には儲かっているとの実感がわからない可能性がある。そうであれば、企業も設備投資に積極的になることは難しいだろう。

図表9．経常利益前年差の要因分解（全規模全産業）

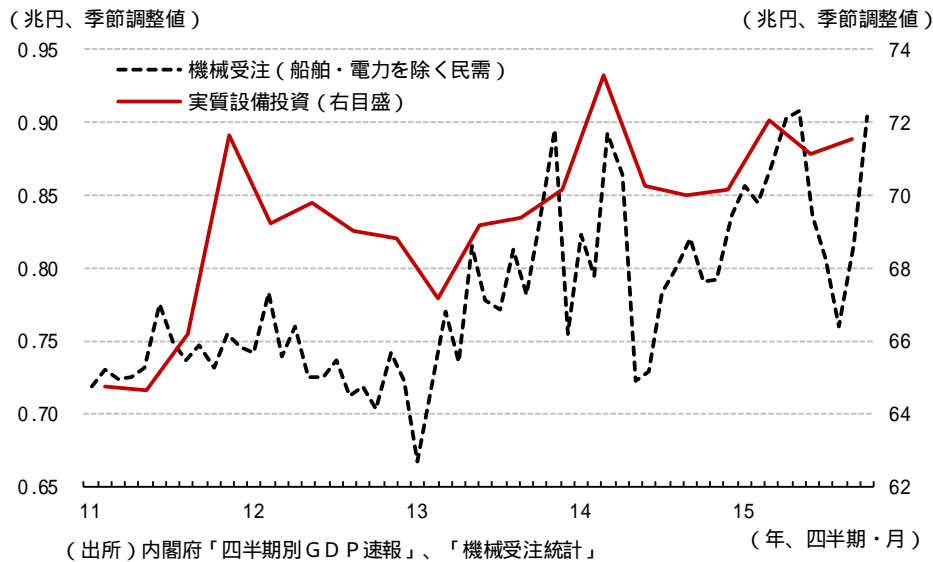


(3) 2016年の設備投資は持ち直すものの、ペースは緩やかにとどまる

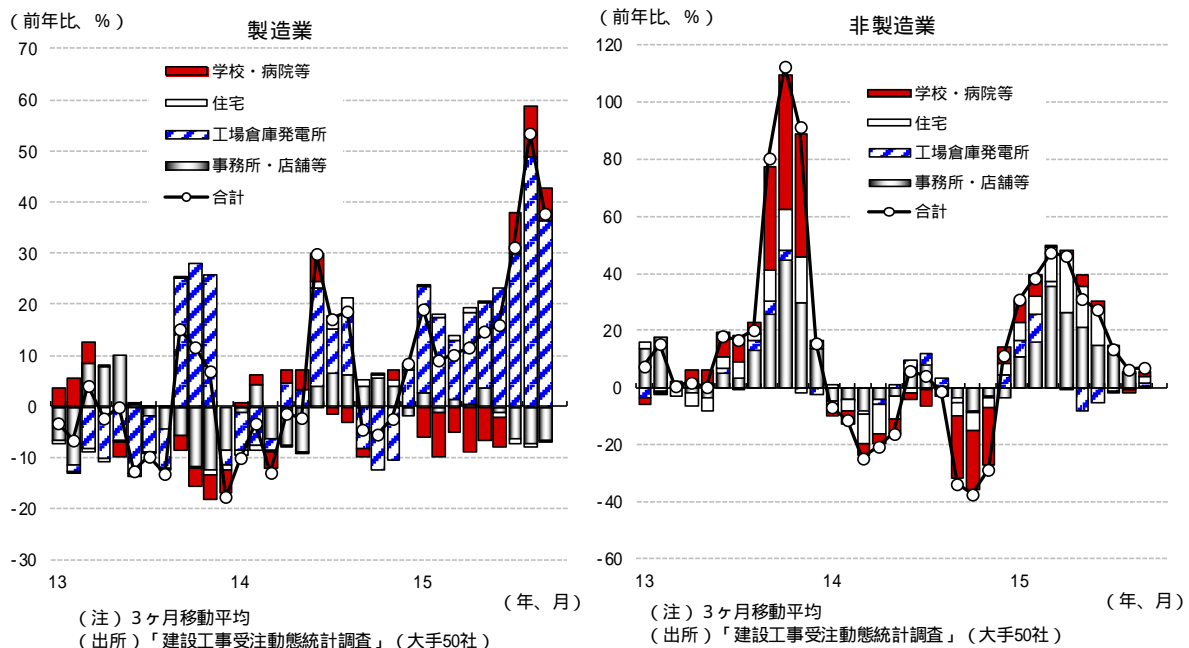
2016年の設備投資は持ち直していくと予想される。設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、6～8月にかけて減少し、水準も急低下したが、9月、10月と2カ月連続で増加し、元的水準まで回復した（図表10）。

また、建設受注の動向をみると、特に製造業で工場を中心として足元で伸び率が高まっている（図表11）。このため、機械受注よりも先行する期間が長いものの、そろそろ設備投資の押し上げに効いてくる可能性がある。また、非製造業でも、伸び率は鈍化してきたが水準は高く、需要の強いオフィスビル、ホテル・宿泊施設や、運輸業や流通業における物流拠点などを含んだ事務所・店舗で堅調さを維持している。

図表10. 機械受注と実質設備投資の推移



図表11. 建設受注の推移



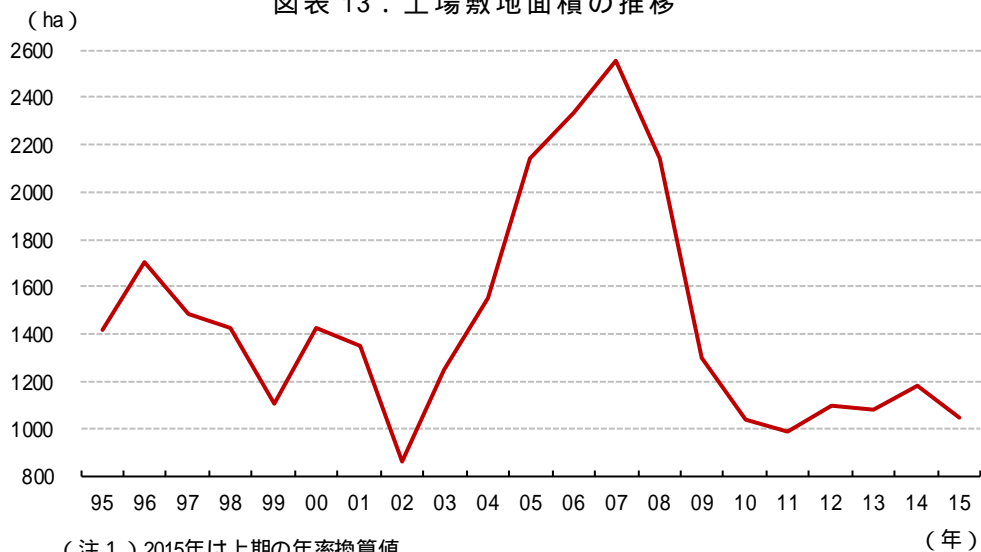
しかし、持ち直しのペースは緩やかとなるであろう（図表 12）。引き続き大型の投資は期待しづらい。工場敷地面積の動向をみても、2006 年～2007 年の水準を大きく下回った水準にあることに加え、2015 年に入ってから緩やかな持ち直し基調に一服感がうかがえる（図表 13）。

図表 3 でみたとおり、今回の局面でも設備投資には景気をけん引するだけの力強さは出てこない。2016 年も企業業績の改善は続き、過去最高益の更新が予想されるものの、その主因はエネルギー価格、資源価格の下落によるものになると見込まれ、企業の景況感の改善も限定的にとどまると考えられる。

図表 12．緩やかな増加が見込まれる企業の設備投資



図表 13．工場敷地面積の推移



(小林 真一郎)

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。