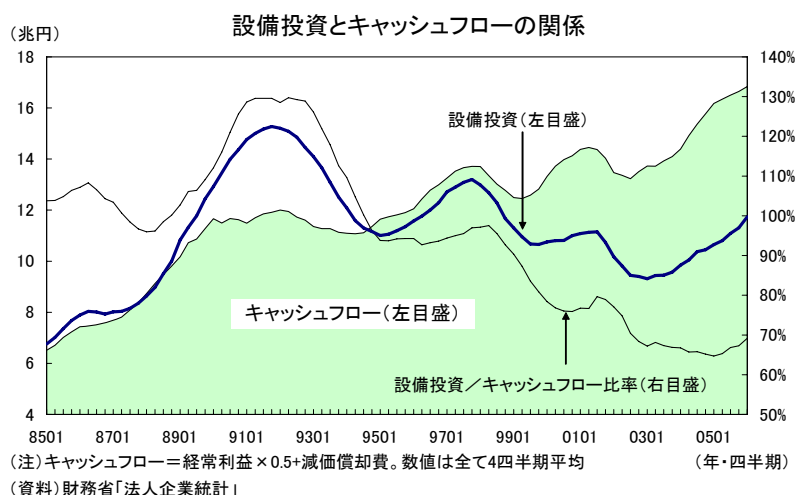


Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

高まる企業の設備投資意欲

1. 企業収益が過去最高水準を更新し続ける中、設備投資の回復は緩やかなものにとどまっていたが、2005年度に入ってから伸びが高まっている。
2. 企業収益の伸びは鈍化しているが、過剰債務問題の解消や期待成長率の回復に伴い、企業の設備投資意欲が高まってきたことが最近の設備投資の拡大に大きく寄与している。
3. 企業の設備投資スタンスを示す設備投資／キャッシュフロー比率は、バブル崩壊以降ほぼ一貫して低下してきたが、2005年度入り後は持ち直しの動きが見られる。
4. 2006年度の設備投資は、投資意欲の高まりが設備投資の拡大に寄与する一方、企業収益の減速が設備投資の伸びを抑制することが予想される。どちらの要因が強く働くかによって、設備投資が今後さらに加速するか、減速に向かうかが決まってくる。
5. このため、7/3に公表される日銀短観6月調査では、設備投資計画が特に注目される。2006年度の設備投資計画の伸びが、昨年6月調査時点の2005年度計画の伸びを上回った場合には、景気の上振れリスクが高まっていると判断されることになる。景況感の底堅さが確認された上で、設備投資計画が強めの数字となれば、7月の金融政策決定会合でゼロ金利政策が解除される可能性が高まるだろう。



シニアエコノミスト 齋藤 太郎 (さいとう たろう) (03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

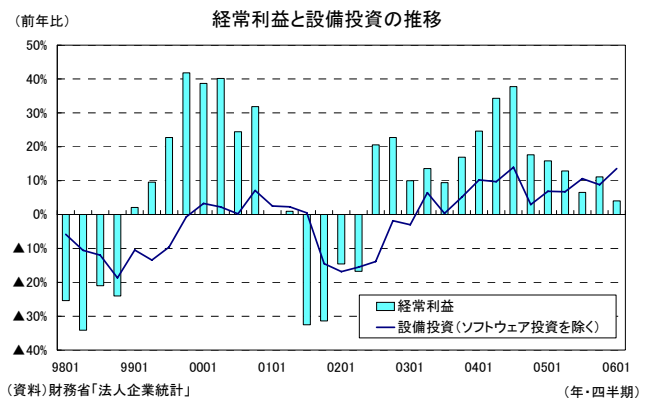
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

〒102-0073 東京都千代田区九段北 4-1-7 TEL : (03)3512-1884 <http://www.nli-research.co.jp/>

＜高まる企業の設備投資意欲＞

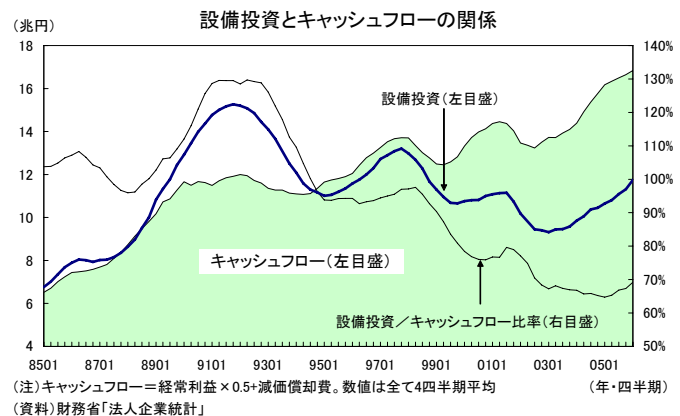
●企業収益に比べ緩やかだった設備投資の回復テンポ

6月5日に財務省から公表された「法人企業統計」によれば、2006年1-3月期の設備投資（ソフトウェア投資を除く）は前年同期比13.6%の高い伸びとなり、年度ベースで見ても2005年度は前年度比10.2%と、3年連続の増加となった。2005年度の実質GDP成長率は3.2%となったが、このうち設備投資による寄与が1.1%と約3分の1を占め、個人消費（寄与度1.4%）とともに経済成長の中心となっている。



しかし、2002年初に始まった今回の景気回復局面において、設備投資の立ち上がりは遅かった。企業収益は、人件費を中心とした徹底したコスト削減の効果により、景気底打ちとほぼ同時に回復に転じ、経常利益の伸びが前年同期比でプラスに転じたのは、2002年7-9月期だった。しかし、設備投資の伸びがプラスとなったのはそれから3四半期後の2003年4-6月期であり、それ以降も企業収益の伸びを下回ってきた。企業収益は過去最高水準を更新し続けたにもかかわらず、設備投資はバブル期はもとより、前回の回復局面の水準さえもなかなか越えられなかったのである。

企業の設備投資意欲を表す指標と考えられる、設備投資／キャッシュフロー比率（キャッシュフローに対する設備投資の割合）は、バブル期には100%を大きく上回っていた。しかし、バブル崩壊後はほぼ一貫して低下し続け、90年代半ば以降は100%を下回っている。今回の景気回復局面では、設備投資が増加し始めてからも、設備投資／キャッシュフロー比率は低下し続け、2005年1-3月期には64.7%にまで落ち込んだ。



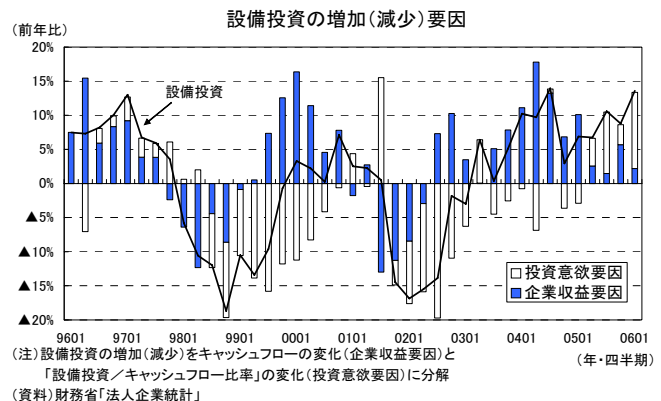
企業がこのような長期にわたって設備投資に対して慎重な姿勢を続けてきた原因としては、キャッシュフローの使い道としてバブル期に抱えた過剰債務の返済を優先させていたこと、景気低迷の長期化に伴い、企業の先行きの需要に対する見通し、すなわち期待成長率が大きく低下したこと等が考えられる。

●2005 年度入り後、企業の設備投資スタンスが積極化

しかし、企業の設備投資に対するこのような慎重な姿勢は、景気回復が 4 年目に入った 2005 年度入って、ようやく変化し始めた。設備投資／キャッシュフロー比率は 2005 年 1-3 月期をボトムに緩やかながらも上昇し始め、2006 年 1-3 月期には 69.2%にまで高まった。2005 年度の経常利益の伸びは前年度比 8.4%と、2004 年度の 24.6%から伸びが鈍化したが、設備投資の伸びは 2004 年度の 8.1%から 2005 年度には 10.2%へと加速し、年度ベースでは今回の景気回復局面で初めて経常利益の伸びを上回ったのである。

設備投資＝「キャッシュフロー」×「設備投資／キャッシュフロー比率」で表されるため、設備投資の伸びは、それぞれの要因に分解することができる。前者は主として企業収益の変化によってもたらされ、後者は企業の設備投資意欲を表したものと言える。

ここで、設備投資の伸びを企業収益要因と投資意欲要因に分けて見ると、2002 年度半ばから 2004 年度末にかけては、企業収益の大幅な増加が設備投資を押し上げていたものの、設備投資意欲が低迷していたことが設備投資の伸びを抑制していた。しかし、2005 年度に入ると、企業収益要因のプラス幅は縮小し、その代わりに、投資意欲要因が設備投資の伸びを大きく押し上げている。設備投資回復の主役は、企業収益の改善を主因としたキャッシュフローの拡大から、企業の設備投資スタンスの積極化へと変わりつつあることが窺える。



●設備投資加速と減速の分かれ目

このように、企業の設備投資意欲が高まりつつある背景としては、まず過剰債務問題がほぼ解消したことが挙げられる。企業は、企業収益のかかなりの部分を借入の返済に充ててきた結果、売上高債務残高比率は、バブル期以前の水準にまで低下している。潤沢なキャッシュフローを前向きな投資に振り向ける環境が整ってきたと言えるだろう。

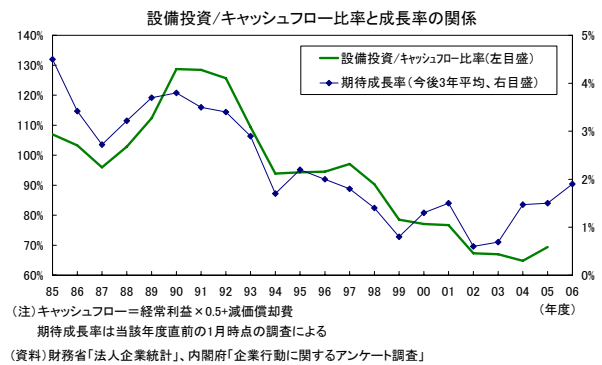
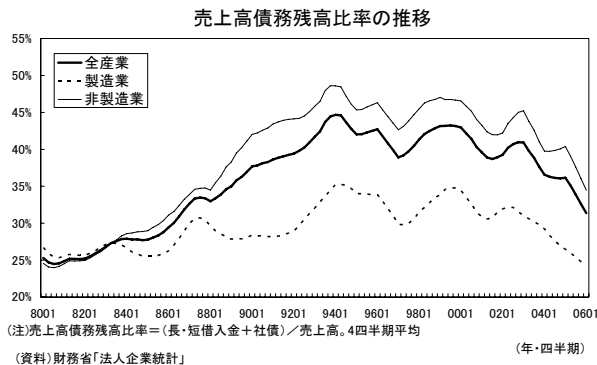
また、景気回復が長期間続いたことで、企業の期待成長率が上昇し始めたことも大きい。

内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」によれば、企業の期待成長率（今後 3 年間の実質経済成長率の見通し）は、80 年代後半から 90 年代初頭にかけては 3%を超えていたが、バブル崩壊以降ほぼ一貫して低下し続け、2001 年度調査では 0.6%にまで落ち込んだ。

しかし、2002 年初に始まった今回の景気回復局面では、期待成長率は徐々に回復し始め、2005 年度調査（調査時点：2006 年 1 月）では 1.9%にまで上昇した。

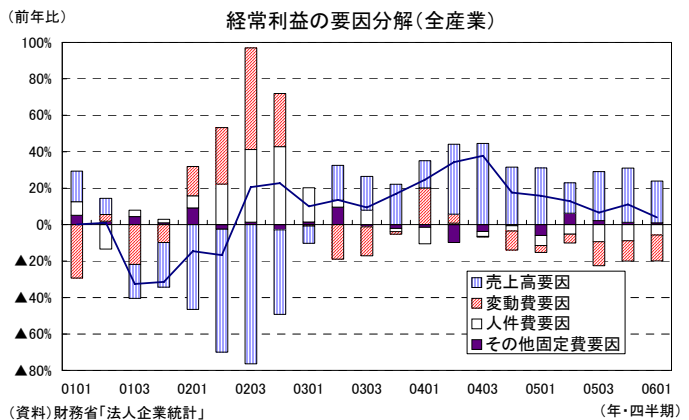
期待成長率と設備投資／キャッシュフロー比率の動きはほぼ連動している。設備投資／キャッシュフロー比率は 2005 年度には 8 年ぶりに上昇に転じたが、期待成長率の上昇とともに 2006 年

度はさらに上昇する可能性が高く、このことが設備投資の増加に寄与することになるだろう。



一方、これまで設備投資の回復を支えてきた企業収益の改善にはやや陰りが見られる。経常利益は2002年7-9月期以降、15四半期連続で増加しているが、2006年1-3月期には前年比4.1%と伸びが大きく鈍化し、今回の回復局面では最も低い伸びとなった。売上高は前年比5.0%と高い伸びを維持しているものの、原材料価格の高騰に伴う変動費の増加、人件費の増加が企業収益を圧迫している。

個人消費を中心とした国内需要の底堅い動きを主因として、売上高は引き続き高い伸びが続く可能性が高い。しかし、有効求人倍率が1倍を超え、企業の人手不足感も高まるなど、労働需給は逼迫しているため、賃金上昇圧力は強く、企業の人件費負担はさらに拡大する可能性が高い。また、原油をはじめとした商品市況が高止まりしているため、原材料費上昇に伴う変動費の増加は2006年度も続くだろう。今後の企業収益は売上見合い、あるいはそれを下回る伸びにとどまる可能性が高く、2006年度の経常利益の伸びは鈍化傾向が続くことになるだろう。



2006年度の設備投資は、投資意欲の高まりが設備投資の拡大に寄与する一方、企業収益の減速が設備投資の伸びを抑制するという展開が予想される。どちらの勢いが勝るかによって、設備投資が今後さらに加速するか、減速に向かうかが決まってくるだろう。

当研究所では、設備投資意欲の高まりによるプラスを企業収益の減速によるマイナスが若干上回り、2006年度の設備投資の伸びは2005年度よりも低下すると予測している。(GDPベースの実質設備投資：2005年度7.5%→2006年度5.9%)6月中旬に発表された各調査機関の経済見通しでも、2006年度の設備投資の伸びは2005年度に比べて若干低下するという見方が大勢となっている。

●注目される日銀短観（6月調査）の設備投資計画

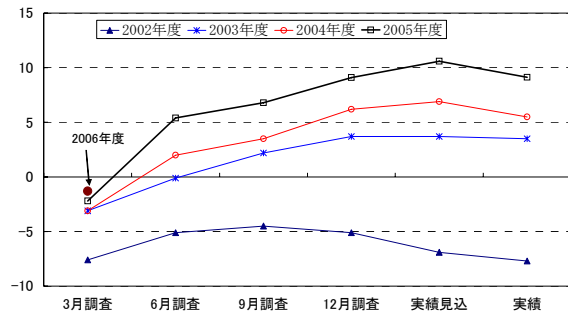
7/3 に公表される日銀短観 6 月調査は、ゼロ金利解除時期を占う意味で重要な統計だが、特に注目されるのが設備投資計画である。

日銀は、4 月末の展望レポート（「経済・物価情勢の展望」）において、景気の上振れ要因のひとつとして「企業の投資行動の一段の積極化」を挙げ、「見通しにおいては、設備投資が徐々に減速することを想定している。これは景気が次第に成熟化していくことに着目した想定であるが、企業の投資行動がより積極化する場合には、成長率が一時的に大きく上振れる反面、その後は資本ストックの過剰な積み上がりの反動が生じ、調整を余儀なくされる可能性もある」としている（太字は展望レポートから抜粋）。

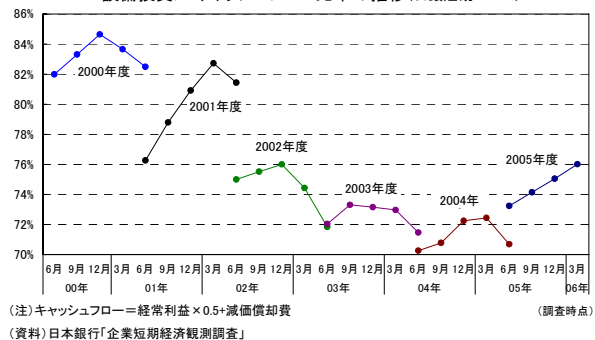
日銀短観 3 月調査における 2006 年度の設備投資計画は、前年度比▲1.3%（全規模・全産業）と当初計画としては高めのスタートとなっているが、今回の 6 月調査で昨年 6 月調査時点の 2005 年度計画の伸びを上回るかどうかひとつの目安となる。また、企業の設備投資意欲の強さを判断する意味では、設備投資／キャッシュフロー比率が 2005 年度に比べてどれだけ高まっているかも注目される。

日銀は、景気の成熟化に伴い設備投資が減速することを想定しているが、今回の短観で、昨年 6 月調査の伸びを上回るようなことがあれば、景気の上振れリスクが高まっていると判断することになるだろう。景況感の底堅さが確認された上で、設備投資計画が強めの数字となった場合には、景気過熱を抑制するために、7 月（13、14 日）の金融政策決定会合で、ゼロ金利の解除に踏み切る可能性が高まるだろう。

（前年度比、%） 設備投資計画の修正状況（全規模・全産業）



設備投資／キャッシュフロー比率の推移（日銀短観ベース）



●月次GDPの動向

<4月、5月>

4月の月次GDPは、外需の落ち込みを主因として前月比▲0.1%と2ヵ月連続の減少となった。5月の月次GDPは、設備投資、外需の増加等から前月比0.6%と3ヵ月ぶりの増加を予測する。

日本・月次GDP 予測結果

	[月次] →実績値による推計						[四半期] 実績←→予測		
	2005/12	2006/1	2006/2	2006/3	2006/4	2006/5	2005/10-12	2006/1-3	2006/4-6
実質GDP	548,481	549,813	552,276	550,936	550,507	553,649	546,044	550,165	552,650
前期比年率							4.5%	3.1%	1.8%
前期比	0.1%	0.2%	0.4%	▲0.2%	▲0.1%	0.6%	1.1%	0.8%	0.5%
前年同期比	3.8%	4.0%	4.5%	3.4%	1.5%	3.3%	3.7%	3.8%	2.5%
内需（寄与度）	529,172	532,315	533,931	531,442	532,877	534,746	527,903	532,255	534,853
前期比	0.3%	0.6%	0.3%	▲0.5%	0.3%	0.3%	0.5%	0.8%	0.5%
前年同期比	2.9%	3.4%	3.4%	2.2%	1.5%	2.1%	2.8%	2.9%	1.9%
民間（寄与度）	409,551	413,139	414,070	411,854	414,015	415,606	408,279	412,713	415,591
前期比	0.3%	0.7%	0.2%	▲0.4%	0.4%	0.3%	0.6%	0.8%	0.5%
前年同期比	2.8%	3.3%	3.2%	2.2%	1.6%	2.0%	2.6%	2.9%	1.9%
民間消費	306,940	307,943	308,929	308,041	308,462	309,264	306,478	307,996	309,136
前期比	0.3%	0.3%	0.3%	▲0.3%	0.1%	0.3%	0.6%	0.5%	0.4%
前年同期比	3.7%	3.1%	2.6%	1.5%	1.3%	2.4%	3.2%	2.4%	2.1%
民間住宅投資	18,851	19,064	19,225	18,953	18,919	19,112	18,880	19,080	19,112
前期比	▲0.9%	1.1%	0.8%	▲1.4%	▲0.2%	1.0%	2.1%	1.1%	0.2%
前年同期比	2.2%	3.1%	3.7%	2.4%	3.4%	4.8%	0.5%	3.1%	5.1%
民間設備投資	84,231	86,728	86,619	85,527	86,927	87,472	83,722	86,292	87,593
前期比	0.9%	3.0%	▲0.1%	▲1.3%	1.6%	0.6%	0.2%	3.1%	1.5%
前年同期比	5.5%	8.5%	9.7%	5.8%	8.4%	6.6%	6.6%	7.6%	6.6%
民間在庫（寄与度）	-141	-177	-284	-248	127	178	-470	-236	169
前期比	0.1%	▲0.0%	▲0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%
前年同期比	▲0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	▲0.3%	▲0.3%	▲0.1%	0.2%	▲0.3%
公需（寄与度）	119,696	119,265	119,950	119,678	118,951	119,229	119,698	119,631	119,352
前期比	▲0.0%	▲0.1%	0.1%	▲0.0%	▲0.1%	0.1%	▲0.1%	▲0.0%	▲0.1%
前年同期比	0.1%	0.0%	0.2%	▲0.0%	▲0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%
政府消費	95,627	95,067	95,661	95,692	95,427	95,771	95,326	95,473	95,729
前期比	0.2%	▲0.6%	0.6%	0.0%	▲0.3%	0.4%	0.1%	0.2%	0.3%
前年同期比	1.7%	0.7%	1.1%	0.7%	0.9%	1.0%	1.6%	0.8%	1.0%
公的固定資本形成	23,717	23,909	24,000	23,697	23,296	23,230	24,020	23,869	23,394
前期比	▲0.8%	0.8%	0.4%	▲1.3%	▲1.7%	▲0.3%	▲2.5%	▲0.6%	▲2.0%
前年同期比	▲2.7%	▲1.1%	▲0.3%	▲2.5%	▲4.7%	▲4.2%	▲1.8%	▲1.4%	▲4.5%
外需（寄与度）	19,068	17,145	17,991	19,140	17,276	18,549	18,082	18,092	17,979
前期比	▲0.3%	▲0.4%	0.2%	0.2%	▲0.3%	0.2%	0.6%	▲0.1%	▲0.0%
前年同期比	0.9%	0.5%	0.9%	1.2%	▲0.1%	1.1%	0.9%	0.8%	0.7%
財貨・サービスの輸出	79,428	79,362	79,489	79,954	78,312	81,711	77,486	79,602	81,092
前期比	1.6%	▲0.1%	0.2%	0.6%	▲2.1%	4.3%	3.8%	2.7%	1.9%
前年同期比	15.6%	10.7%	15.8%	14.4%	8.9%	15.8%	10.6%	13.7%	12.0%
財貨・サービスの輸入	60,360	62,217	61,498	60,814	61,036	63,162	59,403	61,510	63,113
前期比	5.0%	3.1%	▲1.2%	▲1.1%	0.4%	3.5%	▲0.6%	3.5%	2.6%
前年同期比	11.3%	7.5%	11.6%	7.2%	12.2%	8.0%	4.7%	8.6%	8.9%

<民間消費の内訳>

家計消費（除く帰属家賃）	252,418	253,072	253,839	253,223	253,794	254,343	252,112	253,378	254,315
前期比	▲0.0%	0.3%	0.3%	▲0.2%	0.2%	0.2%	0.7%	0.5%	0.4%
前年同期比	4.0%	3.2%	2.7%	1.6%	1.4%	2.4%	3.5%	2.5%	2.1%
需要側推計	▲0.4%	▲0.7%	0.7%	▲1.4%	0.3%	0.8%	▲0.5%	▲1.1%	0.8%
前年同期比	2.7%	1.1%	1.2%	0.2%	0.7%	3.1%	2.5%	0.8%	2.2%
供給側推計	0.4%	1.5%	▲0.9%	0.4%	▲0.0%	▲0.6%	1.7%	1.5%	▲0.5%
前年同期比	2.1%	3.9%	2.9%	3.2%	2.1%	3.9%	2.4%	3.3%	2.9%
帰属家賃	3,995	4,004	4,008	4,013	4,022	4,028	47,882	48,115	48,345
前期比	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.5%	0.5%	0.5%
前年同期比	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%

(注) 家計消費（除く帰属家賃）には「需要側推計」、「供給側推計」以外に「共通推計」部分が含まれる

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)