
経済 TOPICS

No. 156

(2018年12月21日)

(金融・経済レポート)

設備投資と消費の現状と課題

1. 日本経済は緩やかな拡大を続けているが、2018年7～9月期の実質GDPは前期比年率で▲2.5%減少した。もっともそれは台風、地震などの自然災害によるところが大きく、一時的なものである。
2. 設備投資の先行指標である機械受注はこのところ年率4%強の強いペースで増加を続けており、鉱工業生産の伸び率約1%を大きく上回っている。このため現有設備に対する「不足」感は徐々に薄らぐ方向にある。今後も機械受注が高い伸びを続けると2020年前半頃には「過剰」超過に転じる可能性がある。

日本の機械受注を米国と比べると増加するときはより大幅に増加し、その結果、不況期には「過剰設備」となって経営を圧迫してきた。需要の先行きを冷静に予測した投資が望まれる。
3. 個人消費は緩やかに増加しているが、所得の伸びに比べると小さく、その結果、個人消費を所得で割った消費性向はこのところ大幅な低下を続けている。慎重な家計の消費行動の背景には、賃金の増加が先行きあまり期待できないことに加え、国家財政の悪化から年金収入の減少が予想されていることがある。こうした縮小均衡から脱却するためには、企業が自らの価値を高め、その結果、賃金も引き上げることができるよう状態を創り上げて行くことが重要である。



京都銀行グループ

京都総合経済研究所

日本の投資、消費の現状と課題

(1) はじめに

日本経済は緩やかな拡大を続けているが、2018年7～9月期は前期比年率では▲2.5%減少した。こうした実質GDPの動きを2015年=100とする指数にすると、図1のようになっている。今回の減少の結果、実質GDPは2四半期前の2018年1～3月期とほぼ同じ水準になり、前年同期比では0%となった。

7～9月期に実質GDPが減少した原因は、海外要因と国内要因に分けることができる。図2は実質GDPとその主な需要項目を前年比寄与度であらわしたものである。海外要因という点では、これまで実質GDPを每期1%近く押し上げてきた輸出が+0.2%（前年比寄与度、以下同じ）と大きく落ち込んだ。原因は、世界的に貿易取引が少し頭打ちになったことと、日本国内では台風や地震などの自然災害によって生産・輸送面に悪影響が生じたこと、などが指摘されている。

設備投資は、2017年+0.5%、18年4～6月期+0.9%と実質GDPを押し上げてきたが、本年7～9月期は+0.2%の増加に止まった。企業収益が好調を維持しているうえ、機械受注等の関連指標も増勢を続けているが、天候要因などが一時的に影響したと言われている。

個人消費は、このところ前年比寄与度で0%から+0.3%と緩やかな押し上げ効果に止まっている。労働需給はタイトな状態が続き、家計の所得に対する信頼は徐々に高まってきているが、将来に対する自己防衛的な考え方から所得増加の多くを貯蓄に回す動きが続いている。

以下では、設備投資と個人消費のこうした現状についてもう少し踏み込んで分析し、どこに日本経済の本当の課題があるかを考えた。

図1 水準で見たときの実質GDP

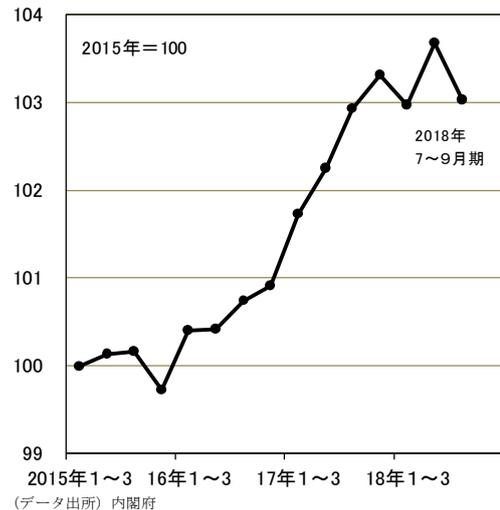
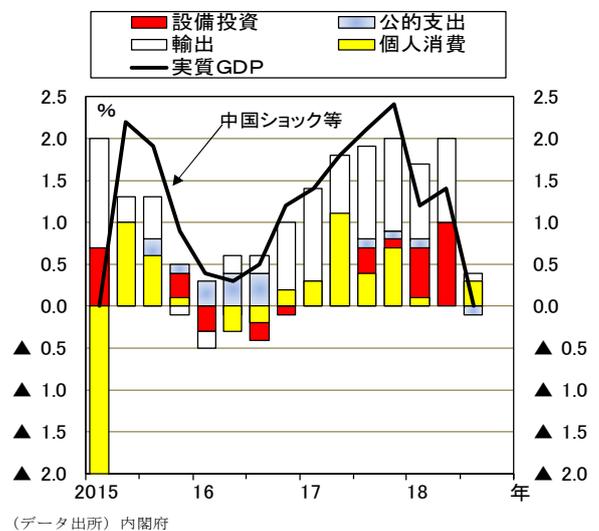


図2 実質GDPと主な内訳(前年比寄与度)



(2) 設備投資の現状と課題

設備投資はここ数年増加を続けてきた。原因は大別すると2つあった。

一つは収益が増加を続けてきたことで、もう一つは設備に対する不足感が強まってきたことである。

まず、収益の増加が設備投資を可能にしてきた、という点から確認したい。

図3にあるように、2014年1～3月期から18年7～9月期までの約5年間で企業の営業利益は+26.5%増加し、名目設備投資は+26.9%増加した。

もともと、企業収益の増加の度合いに比べると設備投資の増加の度合いは緩やかである。

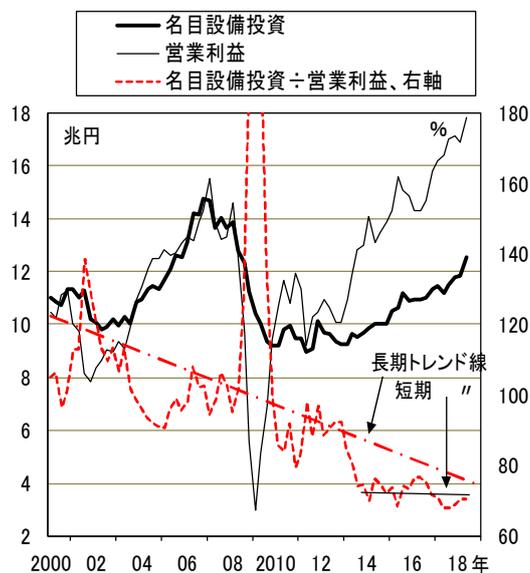
また、2000年以降という、より長い期間で眺めると、名目設備投資を営業利益で割った比率は右肩下がりトレンドを描いている。数年程度の期間では概ね比率は横ばいであるが、より長い期間で見ると企業はまだ設備投資に抑制的であることになる。

こうした設備投資や企業収益の動きを米国と比較してみると興味深いことに気が付く。

図4は米国のケースで、日本との最大の相違点は、2006年からリーマンショックが発生した08年にかけての名目設備投資のピークからボトムまでの減少率が日本に比べるとかなり小さいことである。米国は2006年7～9月期から08年10～12月までの間に▲16.2%減少した。これに対し日本は2006年10～12月期から2010年1～3月期までの間で▲37.5%と2倍も減少した。このことは、リーマンショックは米国発の経済不況であったにも拘らず、日本の名目設備投資や企業収益はご本家（震源国）よりも大きく減少したことを意味している。

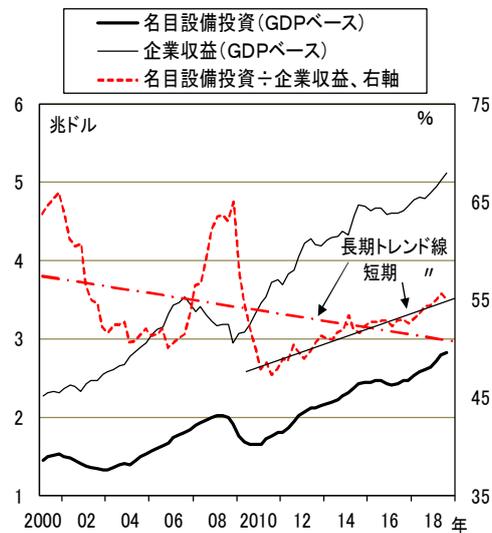
こうした違いが生じた原因としては、一般には危機後の金融財政対応がどの程度迅速かつ本格的であったか、どこまで企業が先行きに対して積極的に取り組んだか、といった観点から

図3 設備投資、収益、設備投資の対収益比率(日本のケース)



(データ出所) 財務省 (法人企業調査)

図4 設備投資、収益、設備投資の対収益比率(米国のケース)



(データ出所) 米商務省

説明されてきた。しかし、後で検討するように、そもそもそれぞれの企業がどの程度危機に強い体力（経営状態）であったか、不況下で「過剰設備」をどの程度抱えていたか、という点も無視できないように思われる。

次に、日本の設備投資を、設備に対する「過剰感」あるいは「不足感」という観点から考えてみたい。

図5は、日本の実質設備投資の実質GDPに対する比率を、企業が感じている設備の「過不足感DI」と並べたものである。後者の「過不足感DI」は、生産・営業設備が「不足」していると判断した企業の割合から「過剰」と判断した企業の割合を引いた日銀短観のDIで、足許では5%の「不足」超過である。リーマンショック後の2009年1～3月期には最大▲21%の「過剰」超過であったが、その後徐々にその度合いが小さくなり、2015年1～3月期には約8年振りに「不足」超過に転じ、最近では4四半期続けて5%の「不足」超過の状態にある。

図5 設備投資と設備の過不足感DI(日本のケース)



設備投資のGDPに対する比率が企業の感じている設備の「過不足感DI」と概ね似た動きになっているということは、企業が設備投資を増やしたり減らしたりする背景には、企業収益の増加、減少という要因に加え、現存する設備に対する「過剰感」、「不足感」も影響していたことを示している。

同図をみると、最近2年ほど続いている「不足」超過の状態というのが珍しいものであることがわかる。2006年10～12月期と翌期も僅かながら「不足」超過（1%）であったが、それより前に「不足」超過であったのは1992年1～3月期であった。

なぜ過去30年近い期間にわたって日本企業はほとんど「過剰」超過であり続け、最近になって「不足」超過に転じたのであろうか。こうした設備不足の状態はいつまで続くのであろうか。

これらの疑問に答えるため、設備の余力をあらわす指標として「設備余力指数」という指標をつくってみた。

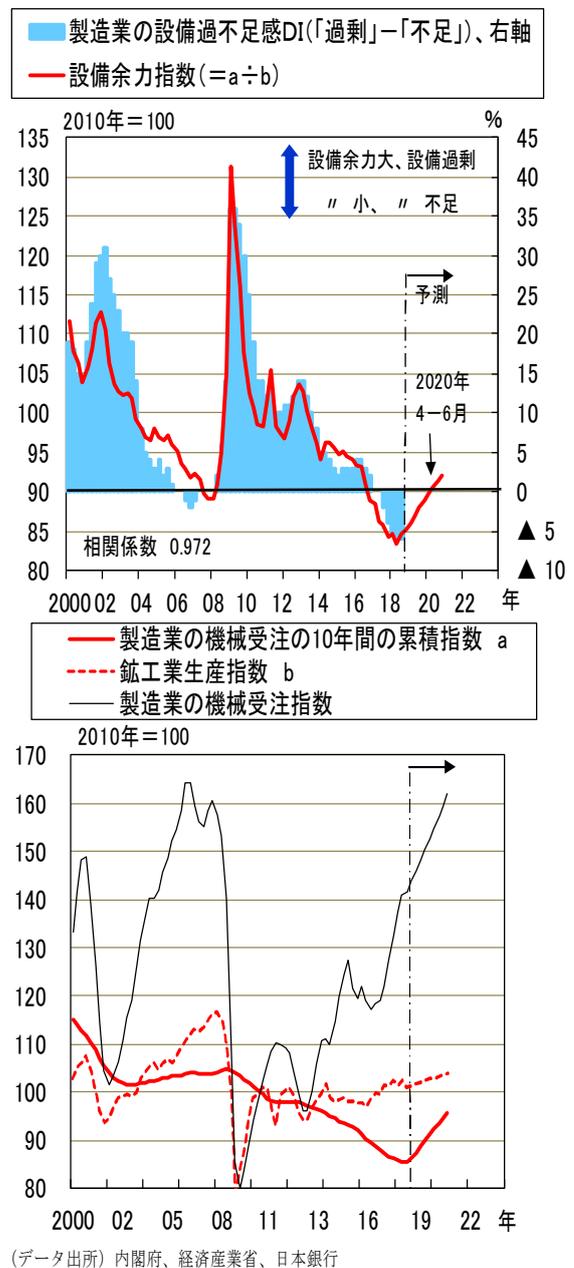
それが図6の上段の図である。この図は、今回作成した「設備余力指数」を日銀短観の製造業の設備過不足感DIと並べたもので、両者は多くの期間で良く似ている（ただし、前の図の過不足感DIは上方が「不足」、下方が「過剰」であったが、この図では上方が「過剰」、下方が「不足」と上下を逆にしてある）。企業が設備に「余力」があると判断しているときには「設備余力指数」が上昇し、企業が「余力」が小さいと判断しているときには「設備余力指数」が低下しているわけであるから、今回作成した「設備余力指数」は指標としての意味があることになる。

そして、下段の図は、「設備余力指数」を構成する「製造業の機械受注の10年間の累積指数」と「鉱工業生産指数」を図にしたものである。また、「製造業の機械受注の10年間の累積指数」については、その元となる「製造業の機械受注指数」も併せ描いてある。

「設備余力指数」(=a÷b)は、「製造業の機械受注の10年間の累積指数」(a)を「鉱工業生産指数」(b)で割り、2010年=100とする指数にしたものである。

この図から言えることは、これまで「設備余力指数」が低下し設備不足感が強まり続けてきたのは、「製造業の機械受注の10年間の累積指数」が趨勢として低下を続けてきたためであったことがわかる。なぜ「累積指数」が長期にわたって低下を続けてきたかという点、機械受注は2009年4～6月期をボトムに増加に転じたが、2008年以降の機械受注指数の水準がそれ以前に比べて非常に低くなってしまったからである。その結果、「累積指数」は実に2018年4～6月期まで低下を続けた。需要側の指標である「鉱工業生産指数」は現時点の設備の需要量である。これに対し供給側の指標である「累積指数」は、過去10年にわたって影響を及ぼ

図6 設備の「過剰」、「不足」の原因と今後の見通し



し続ける。リーマンショック後に需要が大幅に減少したため企業が機械受注の水準を大幅に引き下げたままであったことがその後の「累積指数」を押し下げ続け、「設備余力指数」を下方に押し下げてきたことになる。

では、今後とも設備「不足」感の強い状態が続くのか、それとも徐々に「不足」感は解消していくのか、という点について考えてみたい。

結論を言えば、現状並みの年率+4.5%（3年間平均）というハイペースで今後も機械受注指数が伸び続ける場合には今期あたりの「不足」感が最大で、今後は「不足」感が徐々に弱まっていく、との試算結果となった。

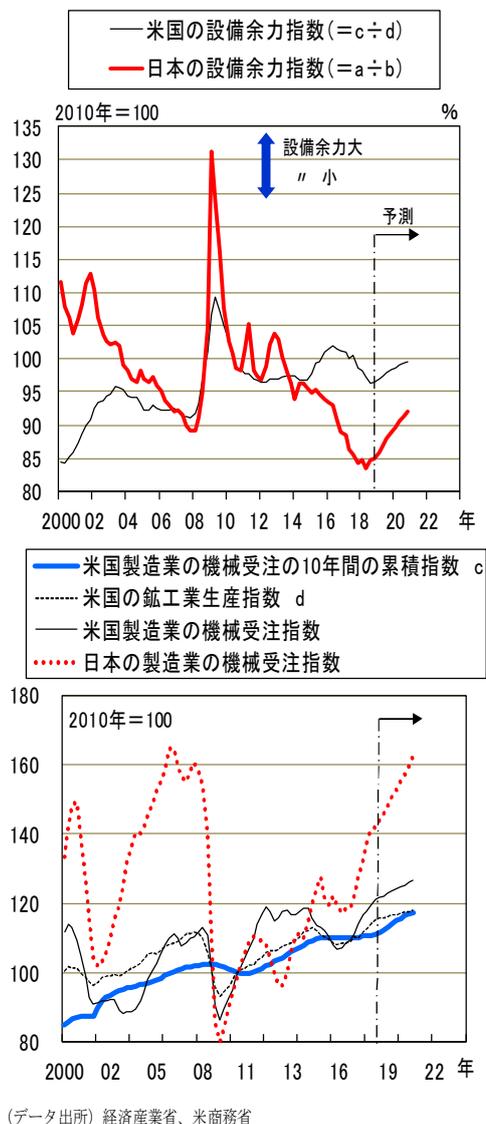
今後も年+4.5%のペースで機械受注が増え続け、一方で鉱工業生産指数は過去3年間の平均年率（+1.2%）と同じ率で増え続けたときの「設備余力指数」を計算してみると、設備「不足」感は現在がピークで、今後は徐々に「不足」感が解消、2020年4～6月頃には再び僅かではあるが「過剰」な状態に転換する姿になっている。実際に「不足」感が徐々に弱まっていけば機械受注の増加率は小さくなっていくはずであるから、この試算はあくまでも仮定であるが、現在の機械受注の伸び率年+4.5%は1～2年先には「不足」感を解消させる「十分な大きさ」であることになる。

もっとも、**図7**を見ると年率+4.5%は「十分な大きさ」と言うよりは、むしろ「過剰な大きさ」と言わなくてはならないことがわかる。

上段の図は、日米の「設備余力指数」を比較したものである。米国の場合もこれまで設備「不足」の方向に進んできたが、機械受注が今後も過去3年間の平均増加率+2.1%で増え続け、鉱工業生産指数も過去3年間と同じ年率+1.0%で増え続ける場合には、日本と同様、設備の「不足」感は今頃がピークで、今後は徐々に「不足」感が解消に向かう姿になっている。

もう一つこの図から明らかなことは、日本の「設備余力指数」の変動幅は米国の「設備余力指数」の変動幅に比べると非常に大きいということである。なぜ日本の「設備余力指数」の変動幅の方が大きいかというと、理由は機

図7 設備余力指数、機械受注指数等の日米比較



械受注の振れが大きいためである。

それを確認したのが**下段の図**で、日本の機械受注指数の変動幅は米国の機械受注指数のそれを大きく上回っているのが見て取れる。米国の場合には年間変化率は最大+14.1%から▲23.6%の幅であるが、日本の場合には+22.7%から▲48.0%といずれも2倍近くある。とりわけ日本の場合には2002年から06年にかけて大幅に増加した。最近の増加率も先に見たように日本は年率+4.5%と米国の年率+2.1%を2倍以上上回っている。これが将来の日本に「過剰設備」をもたらさないはずはない。

機械受注を大幅に増やすということは、好況期には利益を増大させるが、景気が悪化すると深刻な「過剰設備」をもたらす。先に見たリーマンショック後の景気の悪化が震源国であった米国よりも日本の方が深刻であった背景には、こうした「過剰投資」の結果生じた「過剰設備」が関係していた可能性もあるのではないだろうか。

なぜ日本では設備投資が大幅な増加になるかという点、日本経済はかつての高度成長期に積極的な設備投資を行うことによってその成果を十分に享受したため、いまだにその成功体験が企業風土として残り、「需要の増加に見合った適度な設備投資を行う」という感覚が十分に浸透していないことがあるのかもしれない。

しかし、より根本的な理由があるかもしれない。

それは「国民性の違い」である。

少し話が横道に逸れるかもしれないが、先日ある会合で、米国の政治情勢に詳しい著名な大学教授から興味深い話を伺った。それは、日本では〇〇チルドレン、△△チルドレンと揶揄されるような国会議員が数多く選出されてきたが、「米国ではあり得ない」という話であった。なぜなら、米国の国会議員はそれぞれが自らの選挙区で対立候補と激しい議論を何度も戦わせ、そこで選挙民を納得させることのできた候補者だけが国会議員として選出されるからだという。日本のように、本当は政治的な能力や経験が必ずしも十分でなくても、有力な政治リーダーのお墨付きや政党公認をもらえれば選挙戦を有利に戦うことができるなどということはありません。米国では個人主義が徹底しているという。米国には日本の政党にある綱領はなく、綱領に反した考え方を述べたから政党幹部からお叱りを受けるとか、政党の方針と異なる投票をしたという理由で除名されるなどということもあり得ないという。個々の議員が自らの責任と判断で政策を考え、発表しているためだという。

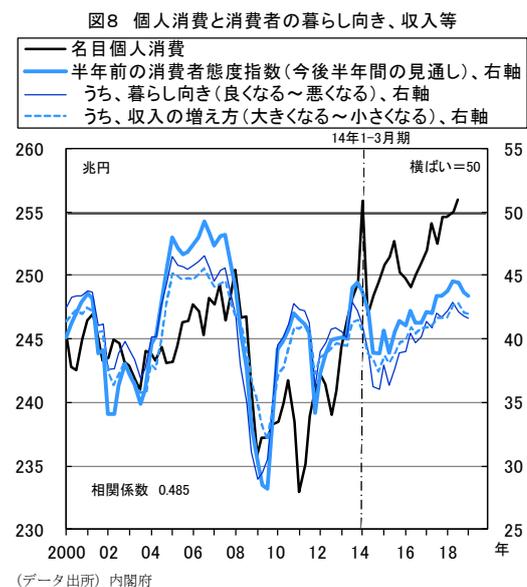
おそらく企業の風土や意思決定の方法などもこれと同じなのかもしれない。米国の場合には個々の企業が独自の経営判断で設備投資を行う。個人主義が徹底し

ているため、他社と異なった意見をむしろ表明し行動することによって評価や成果を得ることができる。それに対し、日本の場合には同業他社の動向にどうしても影響を受けやすく、「ライバル企業が設備投資を増やしているときになぜ増やさないのか」と詰問されないように、他社と同種の行動をとる、といったことになっている可能性はないだろうか。さまざまな問題を抱えた米国ではあるが、まだまだ日本人が学ぶべきことは少なくないように思われる。

そして、仮に以上のような仮説が正しいのであれば、日本経済を長期的に安定させながら成長させるためには、横並び型の設備投資をやめ、それぞれの企業が独自の判断で設備投資を行う姿に改めなくてはならないことになる。「今後は長期的には1%前後の成長しか期待できないのに、機械を年率4~5%のペースで毎年発注するのは危険が大きい」とのリスク感覚を社内で共有しなくてはならない。他社が増やすから自社も増やすのではなく、10年先の自社の稼働状況を予測し、その上で設備投資計画を策定しなくてはならない。それは、「能力増強投資よりは研究開発投資やイノベーション投資を」ということでもある。過剰設備が原因で経済の低迷を繰り返すことは、車の運転に喩えれば、走行中に何度も車を止めたり減速させたりすることと同じである。多少ゆっくりでも、できるだけスピードを一定に保つ方が目的地に早く、そして快適にたどり着くことができるはずである。

(3) 個人消費の現状と課題

次に、個人消費の現状と課題について考えてみたい。図8は、名目ベースの個人消費を、半年前の消費者態度指数と並べたものである。消費者態度指数は内閣府が半年先の「暮らし向き」、「収入の増え方」、「雇用環境」、「耐久消費財の買いどき判断」をアンケート調査したもので、50が横ばい、50を上回ると（下回ると）良い（悪い）方向に向かうというマインド指標である。質問が半年先を聞いているため、図では2四半期前の指数を当期の名目個人消費と対比させてある。両者には緩やかな相関関係が見て取れ、収入が増え、暮らし向きが良くなれば約半年後に消費が増加する関係になっている。個人消費が緩やかに増加しつつある背景には経済が緩やかではあるが拡大を続け、雇用者にも相応の所得増加があるため



である。

もつとも、所得の増加に比べると消費の増加テンポは緩やかである。図9は名目ベースの個人消費と雇用者報酬を並べたものである。両者はここ数年を均してみると増加を続けているが、個人消費の増加の度合いは雇用者報酬の増加の度合いに比べると小さい。このため雇用者報酬のうちで個人消費に回す比率をあらわす消費性向はここ数年急速に低下してきた。2014年前半の急上昇とその後の急落は消費税率の引き上げ（5%→8%）前後の駆け込みとその反動であるが、その時期を除外しても6%ポイント近く低下している。

そこで以下では雇用者の中心を占める勤労者世帯の所得と消費の関係について調べてみた。

それが図10で、勤労者世帯の収入から税金や社会保険料を除いた可処分所得は2014年1～3月期を境に増加を続けてきた。ところが名目消費はほとんど横ばいで、その結果、名目消費を可処分消費で割った消費性向は76.1%から70.1%と▲6.0%ポイントも低下した。2018年7～9月期の消費性向70.1%という水準は2000年以降で最も低い。勤労者世帯においては、可処分所得が増えているにも拘らず、消費がほとんど増えず、消費性向がどんどん低下していることになる。

図11は、勤労者世帯の収入を世帯主の収入と配偶者の収入に分けたものである。世帯主、配偶者ともにこのところ増加しているが、増加の度合いは配偶者の方が大きい。

2014年1～3月期から18年7～9月期までの間では、配偶者が率で+21.1%、金額で+12.8千円の増加であるのに対し、世帯

図9 収入(雇用者報酬)と比較したときの個人消費

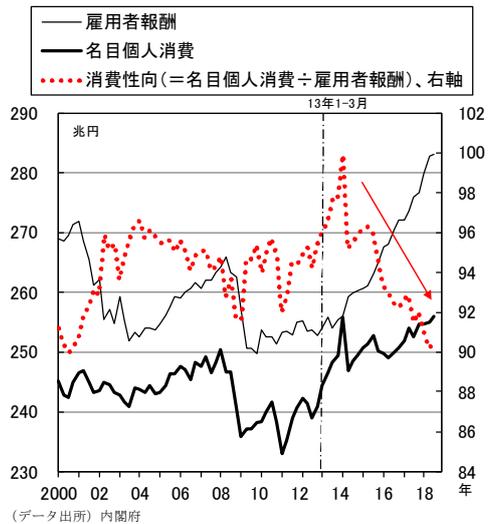


図10 勤労者世帯の所得と消費、消費性向

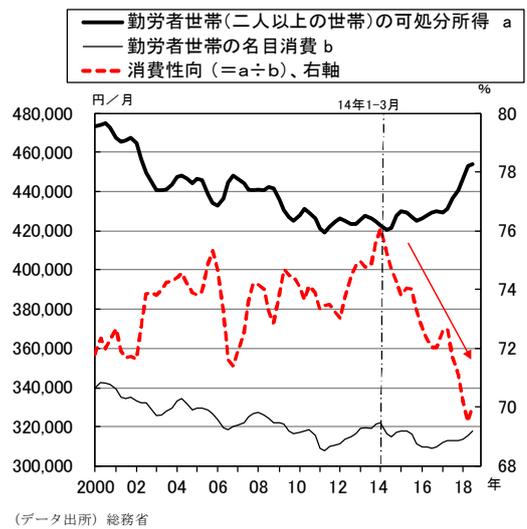
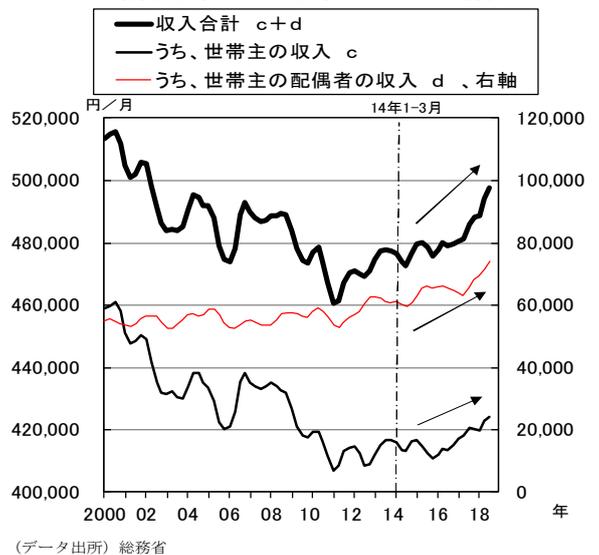


図11 勤労者世帯における世帯主の収入と配偶者の収入



主はそれぞれ+2.0%、+8.2千円の増加に止まっている。

配偶者の収入の伸び率が+21.1%と非常に大きいのは、賃金上昇によるものだけではない。

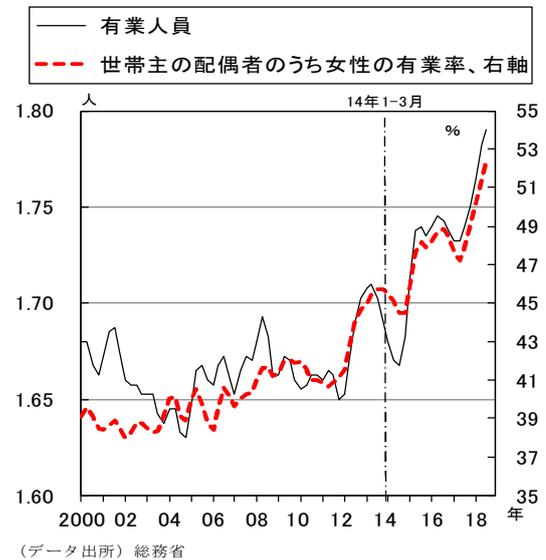
図12に示したように、仕事を持つ配偶者が増えていることによる部分が7割以上もある。同じ2014年1～3月期から18年7～9月期までの期間で有業人員（仕事を持つ人員）は1.68人から1.79人と増えている。この数字には世帯主も含まれていて、配偶者（女性）だけだと0.68人から0.79人と+15.6%増えている。

このことは、勤労者の可処分所得は確かに増えたが、配偶者が家庭から職場進出したことによるところが大きいことをあらわしている。家計の収入源の最大の柱である夫の収入があまり増えていないわけであるから、妻が得た収入増の多くは貯蓄に回す、という行動になっている可能性がある。

主婦の職場進出の背景には、労働需給がタイトになってきたので働きやすくなったということに加え、厚生年金（報酬比例部分）の受給開始年齢が徐々に引き上げられてきたことも影響しているといわれている（2013年度60歳→61歳、16年度→62歳、19年度→63歳<以下予定>、22年度→64歳、25年度→65歳）。50歳代後半の世代が年金の受給開始年齢の引上げを見越して消費性向を引き下げ、貯蓄性向を引き上げるのは合理的な行動である。公的年金の将来が非常に厳しいものであることはいまや周知の事実である。多くの家計が迫りくる環境を少しでも自助努力によって改善しようとしてきた結果が消費性向の低下であったと考えるべきであろう。

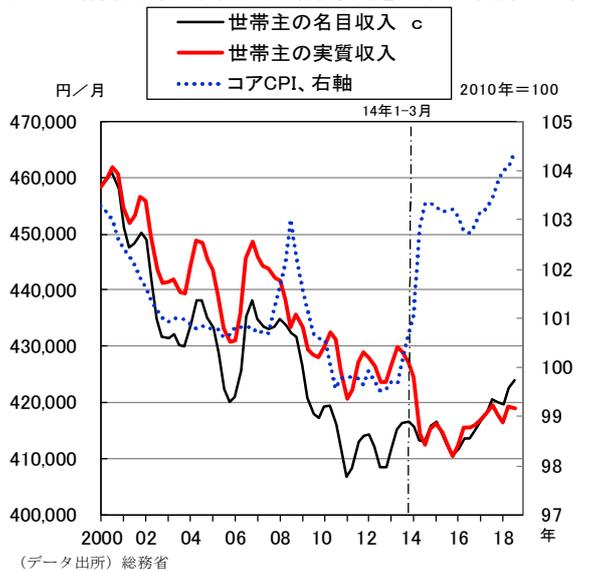
しかも、物価の上昇も消費にはマイナスに働いてきた。図13は勤労者世帯における収入を名目収入と実質収入に分けて図にしたものである。消費者物価の総合指数から季節変動の大きい生鮮食品を除いた「コアCPI」にはエネルギーが含まれていて、2015年

図12 勤労者世帯の有業人員と配偶者(女性)の有業率



(データ出所) 総務省

図13 勤労者世帯の名目収入と物価変動を加味した実質収入等



(データ出所) 総務省

以降の原油価格の上昇および消費税率の引き上げ（14年4月）等により、それまでの低下傾向に終止符が打たれ、上昇を続けてきた。そのため、名目収入を物価指数で割った実質収入の回復は名目収入に比べて遅れている。物価が上昇する前の2010年から12年までの3年間の平均値を2018年のそれと比較すると、名目収入は+2.3%増えたが、実質収入では▲2.0%と、むしろマイナスである。物価上昇は消費者の立場からは同じ所得で買えるモノやサービスが少なくなることを意味するため、この間に物価が+4.4%も上昇したことも消費マインドの悪化につながったはずである。

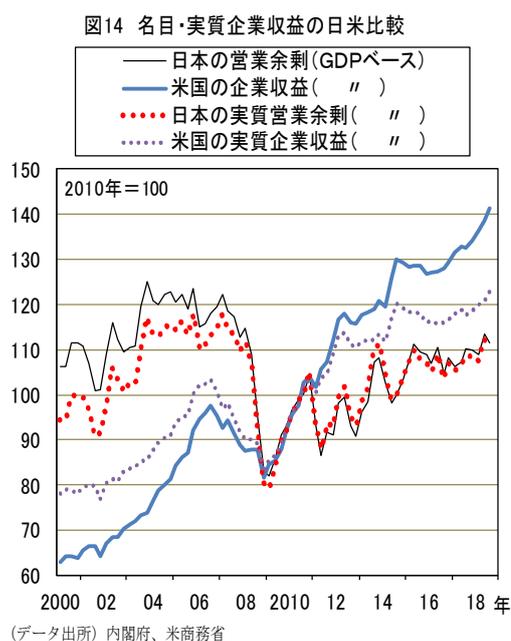
（４）望まれる改善策

では、どうすれば良いのであろうか。企業が雇用者の賃金を引き上げるべきであるとの意見がある。消費が低調になっている原因は企業が収益を手元に蓄え過ぎているためである。企業から従業員に所得がもっと流れれば、家計は前向きに消費を考えるようになり、その結果企業も潤うはずである、との主張である。もちろん、それが実現できれば消費マインドは多少改善するかもしれないが、なかなか難しい問題を秘めている。というのは、企業経営者の立場で考えると、固定給としての賃上げを認めてしまうと、いつか必ずやって来る景気後退期には「過剰雇用」に苦しまなくてはならない、と考えている先が多いと言われているからである。

したがって、企業側と労働側でパイをどう分け合うかではなく、いかにして全体のパイを増やすかを考えることの方が重要になる。

その際ヒントになるのは、これも日米の比較である。図14は、日本と米国の企業収益を名目ベースと実質ベースで比較したものである。名目ベースでは日本がほぼ横ばい圏内の動きであるのに対し、米国は右肩上がりである。名目ベースの数字だけで比較すると、日本は絶望的になってしまう。

しかし、名目値を物価で割った実質ベースで日米を比較すると少し変わってくる。実質ベースでの日米の差は名目ベースの企業収益の乖離に比べるとそれほど大きくないからである。2010年を基準にしたときの2018年7～9月期の米日の乖離幅は名目ベ



ースでは約 30 ポイントであるが、実質ベースでは約 10 ポイントに縮小する。この程度の差であれば、努力すればキャッチアップできそうな幅である。

政府、日本銀行は物価を引き上げれば日本経済は活力を取り戻すと考え、異次元緩和が続けられてきた。しかし、その効果は限定的で、むしろ最近ではその副作用の方が心配される状況になってきた。

異次元金融緩和から得られた教訓は、物価を政策目標として無理やり引き上げても経済は活性化しないということである。なぜなら、物価は経済変動の「結果」であって、元になる経済力を高めない限り効果は一時的、局所的なものに止まるからである。経済を長期的に活性化する方法は、政府の公共投資でもなければ金融緩和でもない。それぞれの企業が新しい企業価値を創造し、価値を高め続けていくことによってしか実現しない。

そういう意味では、先に設備投資の項で見た、「日本と米国で機械受注の変動幅に大きな差がある」という点は一つのヒントになるかもしれない。

なぜなら、設備投資こそは新たな企業価値を生み出す「源泉」であるからである。その重要な「源泉」を日本経済に活力を与えるエネルギーとして現実化させるためには、目先の能力増強、それも「同業他社が増やしているから自社も増やす」といった姿勢ではなく、長期的な視野に立ち、「自らの企業に最適な質と量を併せ持った投資を堅実に実行する」姿勢に改めなくてはならない。そして、そこで生み出した『創意工夫に富んだ』商品やサービスを、「ITを十分に駆使し、日本国内だけでなく世界各国で受け入れてもらうこと」、しかもその目標を「企業経営者と従業員の双方で実現すること」ではないだろうか。

以上

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、(株) 京都総合経済研究所が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。最終的な投資判断はお客様ご自身でなさるようお願い致します。