■論 文――■

日本の設備投資の現状と課題

日本政策投資銀行 執行役員
設備投資研究所 副所長
宮永　径

1．はじめに

日本政策投資銀行の設備投資研究所は、創設から60年が経過した。近年の日本では、設備投資をやや旧来的な概念として捉える向きもある。日本経済の戦後復興においては、投資はもっぱら建物や機械設備のような有形固定資産を対象とする設備投資を指し、その増大は供給面のみならず需要面からも日本経済の成長を支えてきた。太平洋ベルトの形成、輸出産業の育成、地方への工場移転、公害対策といった製造業の事業基盤形成に加えて、電力、鉄道、都市開発・再開発といった非製造業においても発展に向けた課題を設備投資を通じて解決することが目指されてきた。

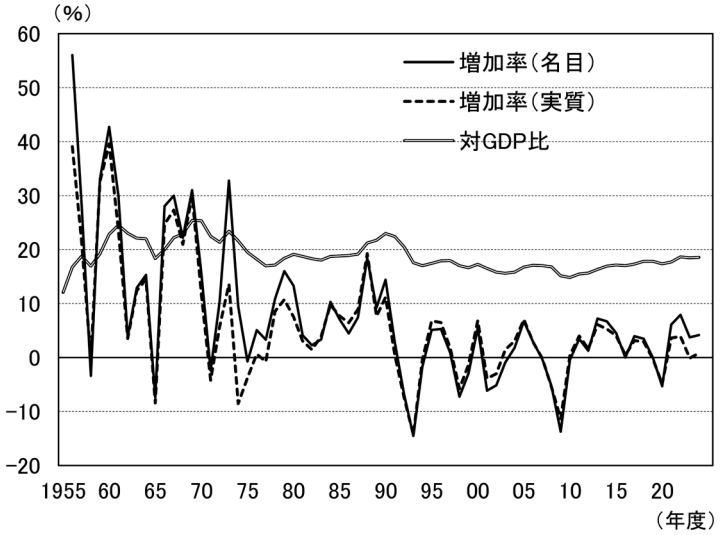
〈目　次〉

1．はじめに
2．日本の景気をけん引する設備投資
3．日本経済の投資不足
4．設備投資の内容にみる変化
5．海外投資の停滞
6．おわりに

いわゆるバブル景気において設備投資は活況を呈したが、結果として2000年頃の日本では債務や雇用とともに「３つの過剰」と呼ばれた過剰設備、主に有形固定資産の是正が大きな課題となった。その処理が進められる一方で、無形資産であるソフトウェア投資に加えて、企業会計上では把握が難しい研究開発費用についても、GDP上の設備投資として把握されることになった。設備投資という用語は、対象となる固定資産の範囲を拡大しつつ、現在でも企業の事業基盤構築を表現するものとなっている。

しかし、企業の「投資」という場合には、有形・無形の実物資産取得に限らず、M&Aや企業活動の国際化とともに、国内に限らず海外投資が自然と対象に含まれることとなっ

（図１）国内設備投資の増加率と対GDP比



（出所）内閣府「国民経済計算」より筆者作成

た。日本政策投資銀行が70年近く実施する設備投資計画調査においても、日本企業の「広義の投資」の把握を行ってきた。ただし、本稿では日本経済の成長に向けた「日本の設備投資」を中心に、しかし同時に企業の投資行動を考える上で海外投資を含めながら、歴史的な視点を含めて考えることとしたい。

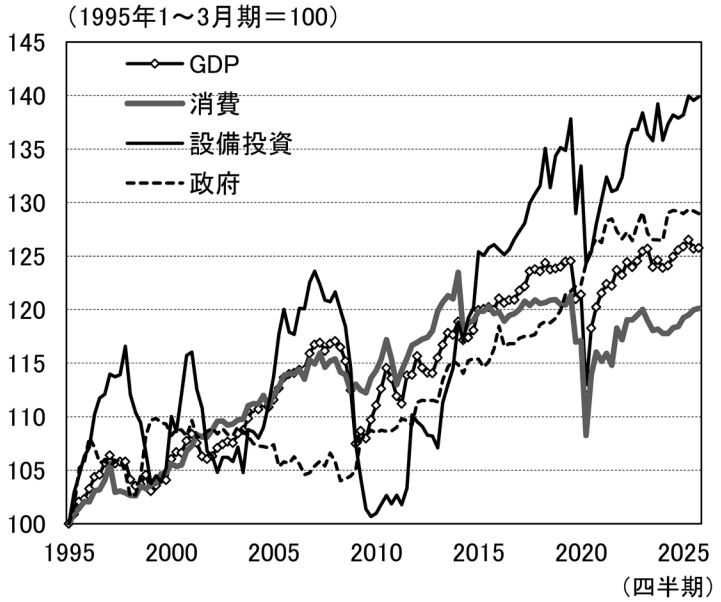
また、現政権が日本経済の供給力に焦点を当てるなど、人手不足やコスト上昇が供給力の制約となる中で、設備投資の重要性が注目を集めている。政策形成に向けては、より詳細な事業分野、製品を特定して、ボトルネックや政策手段などが議論される予定である。本稿ではそういった議論の前段として、日本の設備投資が伸びているのか、不足なのか、その原因と課題は何か、今後の見通しは、という論点をマクロ統計を用いて整理したい。

２．日本の景気をけん引する設備投資

図１には、比較可能な1955年以降のGDP統計を用いて、民間企業設備投資の実質成長率を示している。石油危機が起きる1970年までの増加率は20～30％と極めて高く、1980年代には10％に減速し、いわゆるバブル景気が崩壊した90年代以降は平均すると１％を下回った。また、消費や政府支出などと異なり、経済ショックで大きく落ち込み、好況では大きく増加するといった大きな変動が繰り返されてきた。

図１に併記した設備投資の対GDP比率を

（図２）主要内需項目の実質指数



（出所）内閣府「国民経済計算」より筆者作成

みると、1990年を過ぎたタイミングで低下したものの、20％を挟んで比較的安定した水準にある。また、リーマン危機（世界金融危機）の影響が続いた2010年を底に、４％ポイントほど上昇した。長期的にみれば小さな変化だが、日本の設備投資は緩やかながらもGDPを上回るペースで拡大している。なお、投資・GDP比率は国によって大きく異なるが、直近では米国は日本を若干下回るものの、ほぼ同じ18％となっている。一方、中国では高成長期を経て低下したものの政府部門を含めて2025年でも40％となっており、日本の同基準の28％を依然大きく上回っている。

設備投資の増加率については、名目と実質の二つを示している。インフレが一般的だった80年代までは、破線で示した実質の伸びの方が小さかったが、バブル期を経てデフレ経済下で逆転し、2021年度からはインフレの復活により、再び名目の増加率が上回った。短期的には、企業の投資計画ばかりでなく、日銀の短観や日本政策投資銀行の設備投資計画調査などのように名目の金額で議論することが多いが、これらの調査の増加率も、インフレ要因によって高く表現されるようになった点は留意が必要である。

このように、長期的にはわずか、かつ、インフレにより過大にみえがちとはいえ、近年の日本では設備投資は成長のけん引役となっている。図２は、1995年初を100として、主たる内需項目の実質値を指数化したものであ

る。なお、輸出はここに示していないが、海外経済の成長率が高いことから内需項目を大きく上回るペースで拡大し、直近で300近くに達している。

内需項目を比較すると、設備投資は変動が大きいが、2010年以降はリーマン危機前の水準を回復した後、最も大きく拡大した。新型コロナウイルス禍においては相応に落ち込んだものの、2015年以降は停滞感が強まった個人消費との差が開いている。政府消費はコロナ対策で拡大したもののGDP対比でさほど拡大していない。

3．日本経済の投資不足

設備投資が足元では堅調となる一方で、日本経済全体としては、依然として投資不足の状態にある。経済の供給力を決める生産要素は、大きく分けると生産性と資本と労働である。資本とは資本ストックであり、前年の資本ストック＋設備投資－償却・除却、によって決まる。設備投資の水準が回復したとしても、長年の投資不足によって低下した資本ストックの回復には時間を要する。また、過去の投資ブームから時間が経てば、当然、資本ストックは償却が進んで減少する。加えて、事業の見直しによる設備除却、あるいは技術進歩に伴う設備陳腐化によって価値が損なわれることになる。

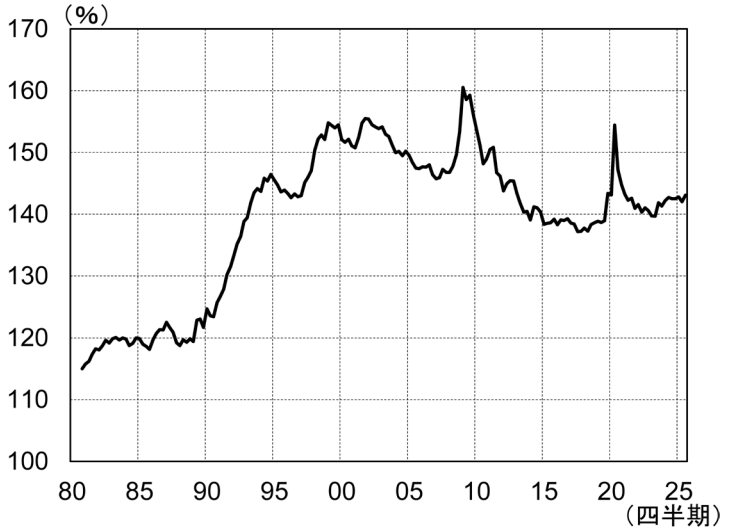
GDPに対する資本ストックの比率を資本係数と呼ぶ。１単位のGDPを生み出すために必要な資本量という定義からすれば、この値は小さい方が効率が良い。しかしながら、生産規模が大きくなれば、追加的な資本投入の効果である限界生産性は低下するため、経済規模の拡大により資本係数は高まる。もちろん、産業構成や人口・資本の賦存量、技術水準、信用創造機能などの経済固有の要因によってこの値は異なってくる。

図３は、日本の1980年以降の資本係数をみたものである。現基準のデータでは十分遡ることはできないが、日本では高度成長期の積極的な設備投資、そしてバブル期における不動産開発ブームも加わり、資本係数は1990年代前半まで安定したペースで上昇してきた。90年代に入ると上昇スピードは鈍り、2000年を過ぎると頭打ちとなる。これが「３つの過剰」が問題視された時期に重なる。

2000年以降の資本係数は、景気変動の影響を受けつつも緩やかな低下基調に転じた。なお、2009年、2020年に資本係数が上昇したのは、リーマン破綻や新型コロナ禍によってGDPが落ち込んだことによるものである。この時期の資本係数の低下を評するならば、資本効率が高まる面はあったものの、失われた30年と呼ばれる日本経済のパフォーマンス低迷や、この間の金利＝投資収益率の低下から考えて、過剰投資の後始末に追われ、また有望な新たな投資分野が多くない中で、デフレ経済における縮小均衡の動きを示すものと考えることが適当であろう。

近年の設備投資が上向いたことで、資本係

（図３）資本係数（資本ストック／GDP）



（注）民間企業設備の後方四半期移動平均のGDP対比
（出所）内閣府「国民経済計算」より筆者作成

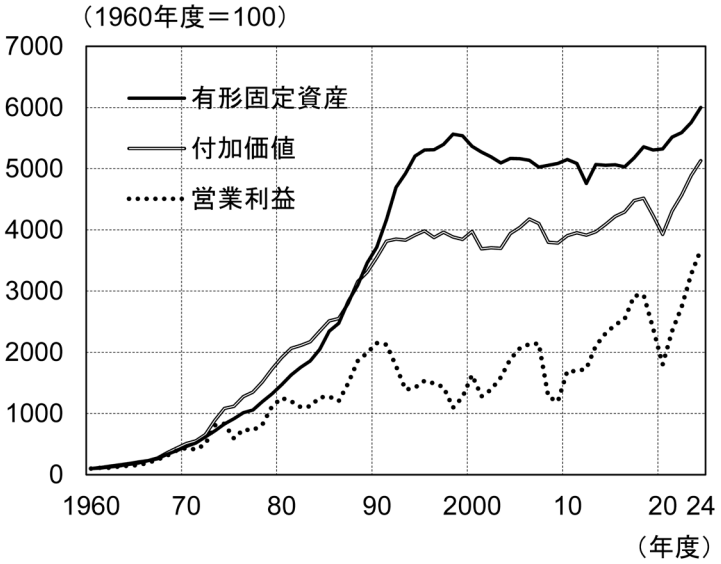
数には下げ止まる動きがみられる。ただし、資本係数はいまだ93年頃の水準にとどまる。バブル影響が残る時期という点ではいまだ高いとも思えるが、この30年余りの間に、ITに関連した資本装備率は高まり、人手不足を補う機械化投資が進み、都市部を中心に高度成長期やバブル期からの再開発も進んでいる。デジタル化や省力化、あるいは脱炭素といった中長期的な課題解決にも対応していくならば、資本ストックの一段の上積み余地が存在する投資不足の状態は当面続くものと考えられる。

次に企業ベースで投資収益の変化を確認する。図４では法人企業統計年報を用いて、有形固定資産、付加価値、営業利益のそれぞれについて、1960年を100とする指数で示した。GDPベースの資本ストックがソフトウェアや研究開発などの無形資本を含むのに対して、ここでは建物、機械設備に土地を加えた有形固定資産を取り上げている。企業の投資判断に用いられる指標に近いといえよう。

有形固定資産は90年代後半にピークを付ける動きが再び確認されるが、90年代は付加価値が伸び悩み、さらに営業利益は減少しており、投資効率が低下する点で「過大」な投資が継続した。それから20年近くを経て、2010年度以降には付加価値や営業利益が回復し、有形固定資産が2015年を過ぎて上向いている。

有形固定資産を付加価値で割ったものが先にみた資本係数に相当するが、この逆数は投資収益率、あるいは設備投資効率と呼ばれ

（図４）企業の有形固定資産とリターン



（注）付加価値＝人件費＋営業利益＋支払利息＋公租公課
（出所）財務省「法人企業統計」年報より筆者作成

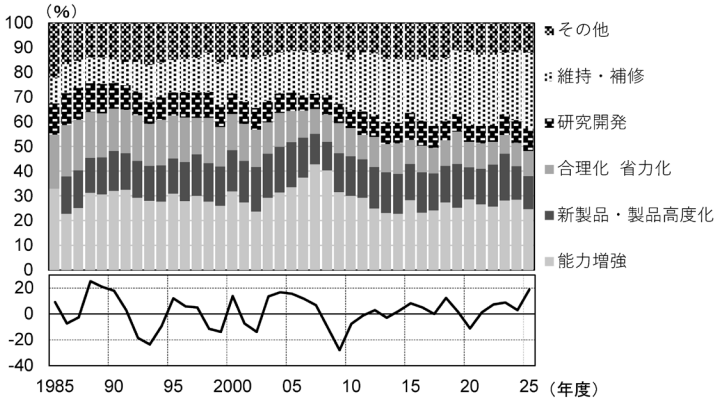
る。特に営業利益の低迷による企業収益で測った投資効率の低下が設備投資意欲を減退させ、そして近年の効率改善が投資回復につながったと考えられる。過去10年余り、コーポレートガバナンス改革が進められ、東証が「資本コストや株価を意識した経営」を求める中で、企業は適切な収益率の確保に向けて取り組んできた。投資収益率の改善が構造的、不可逆的であれば、国内設備投資の収益率は今後も増加を続けるものと期待できよう。

４．設備投資の内容にみる変化

日本政策投資銀行が毎年６月に実施する設備投資計画調査では、投資目的別の構成についても尋ねている（図５）。図では下部に同調査における設備投資の増加率を実質化して示しているが、かつては設備投資が盛り上がる年には生産能力増強がけん引する傾向がみられた。2010年以降においては設備投資の増加率が平均的に低下したが、相対的に高い伸びとなる年でも、能力増強の割合が高まる傾向は弱まっている。

この時期に一貫して割合を高めた投資動機

（図５）大企業の投資動機と設備投資増加率



（注）１．対象は資本金10億円以上の大企業
　　２．2025年度は計画
　　３．設備投資の増加率はGDP統計の設備デフレーターで実質化
（出所）日本政策投資銀行「設備投資計画調査」

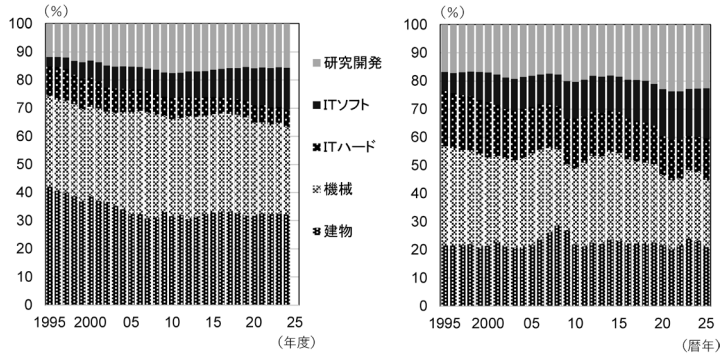
が維持補修であり、設備が老朽化する中で事業継続に必要なメンテナンス型の投資の構成比が高まった。一方で、新製品・製品高度化、合理化・省力化、研究開発は、量的な拡大ではなく、質的な競争力向上に資する投資目的であるが、この図では十分高まっているとはいいがたい。ただし、維持更新投資は、必ずしも単なる補修工事を指すものではなく、設備の一部入替などに伴って省エネルギー、省力化、機能の高度化を伴うものであることが過去の追加調査などでわかっている。

財務省の法人企業景気予測調査でも投資スタンスを尋ねている。投資目的を最大３項目尋ねる形式であるために定量的に構成を測るものではないが、企業の投資態度の変化が表れやすいものとなっている。そこでは維持更新を行う企業は６割程度と引き続き高い一方、2020年前後から、生産能力の拡大の割合が低下し、情報化、省力化、環境対策の割合が高まっている。

このように、企業はAIを含めたデジタル化、気候変動対策のような事業環境の変化に対応しながら、短期的な景気循環に左右される量的な拡大よりも、中長期的な競争力強化に向けた息の長い設備投資に取り組んでいると評価することができる。設備投資は景気後退や不確実性の高まりなどで消費に比べて振幅が大きいが、こうした投資目的の変化によって、従来よりも安定的に拡大する可能性が高まっている。

企業のIT投資の拡大はGDP統計における設備投資の構成（図６）から確認できる。2005年度にはソフトウェアがハードウェアを上回り、直近では二つを合計すると20％を上

（図６）日米の設備投資の構成



（注）名目投資金額の構成比
（出所）内閣府、米商務省のGDP統計より筆者作成

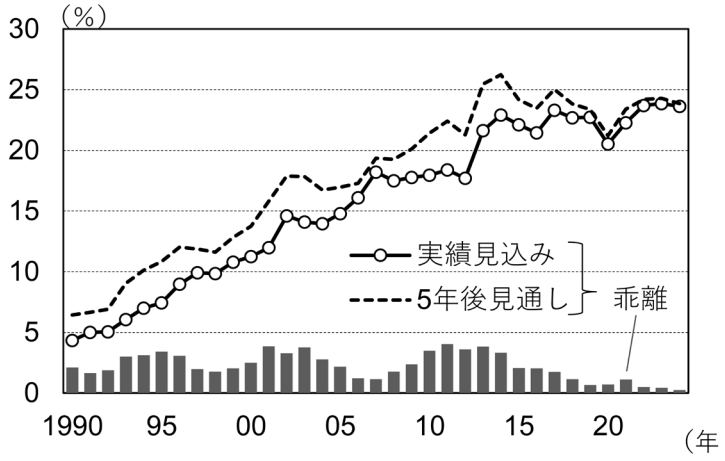
回る。また、研究開発も少しずつウエートが高まっている。他方で、同図右の米国では、IT関連投資は直近で33%に達しており、2018年になってソフトウェアがハードウェア投資を上回ったものの、相対的にはハードウェア投資の方が大きい。もちろん、米国の産業に占める製造業の割合は低く、ハードウェアはアジアを中心に海外製品への依存度が高いとみられる。ただし、AIを含めた情報産業の高い競争力は、大規模なハードウェア投資が支えている面がある。米国では2000年頃のネットワーク投資、新型コロナ禍でのリモート需要の拡大などで極めて旺盛な投資がみられた後に調整期を迎えるなど、ダイナミックな変動が特徴であり、近年のデータセンター投資の急拡大について過大投資との指摘も聞かれる。そうした振幅はあるにせよ、ソフト、ハード両面の旺盛な設備投資とデジタル資産の活用によって、米国企業の競争力強化が図られている。米国は世界でも極端な例ともいわれるが、欧州ではバルト三国がデジタル立国を図る例もある。日本企業や経済がIT関連投資を拡大する余地は大きいと考えられる。

５．海外投資の停滞

最後に、日本の製造業の内外投資について見ておきたい。図７では、内閣府の企業調査から、海外現地生産比率をみている。1990年から一方的に上昇してきたが、2015年を過ぎてそのペースが鈍っている。また、この調査では５年後の見通しも尋ねており、その乖離を図示している。一貫してプラスとなっており、海外比率を高める見通しがみられるが、その乖離幅はこの10年間に急速に縮小しており、海外展開に頭打ちの動きがみられる。

世界経済が国内経済よりも成長しているこ

（図７）製造業の海外現地生産比率



（注）海外現地生産高／（国内生産高＋海外現地生産高）
（出所）内閣府「企業活動に関するアンケート調査」

とや、企業が需要地生産志向を高めていることからすれば、海外生産比率の拡大傾向が続いておかしくないが、上昇が止まった背景には、2000年以降に急速に進んだ中国での事業拡大が難しくなり、撤退も増えていること、海外では中国に限らずベトナムやインドなどで製造業が発展し、日本企業の海外進出は高付加価値分野などに限られてきたことなどが考えられる。

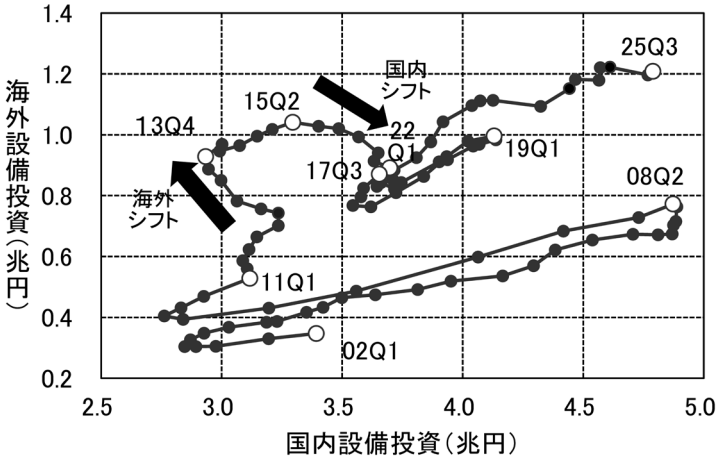
同時に、2013年以降の日本の金融緩和をきっかけに円高が是正され、2022年以降は大幅に円安となったことも、海外投資を割高にし、国内輸出事業の採算を改善させる。その点で、生産拠点が国内回帰した可能性も思いつく。

そこで図８において日本企業の国内外投資の推移を示した。国内投資は右方向へ、海外投資も上方向に、ともに長期的に拡大する傾向があるが、リーマン危機後には内外投資ともに原点方向に縮小する動きがみられた。また、図中矢印で示したように、2011年頃には、円高やエネルギー価格高騰などの六重苦が話題となり、海外シフトが進んだが、2015年からは海外投資拡大という上方向の動きが弱まり、右方向の国内投資が増加する動きがみられる。

ここでは内外投資を名目の円換算で示しているため、２点留意が必要である。一つは、国内投資は近年のインフレにより実質投資額に比べて過大に示されているが、2008年並みの水準にとどまっており、実はそれほど大きく投資が拡大しているわけではない。

もう一つは、特に最近の円安によって、海外投資は円換算で大きく評価されている。例

（図８）製造業の国内外設備投資（名目値）



（注）１．有形資産のみ　２．後方４四半期移動平均
（出所）財務省「法人企業統計季報」、経済産業省「海外現地法人四半期調査」

えば現在１ドル＝100円程度とされる購買力平価を用いた場合には、海外投資の伸び悩みが一層顕著になる。こうした点を考えると、日本企業の投資は海外ウエートが低下しているが、それは国内回帰というよりは、海外投資の停滞によって生じている。実際、日本の鉱工業生産は伸び悩み、財輸出も横ばいの動きとなっている。昨今の国内投資拡大は先述の通り増産投資の性格が弱まったこともあり、80～2000年における国内空洞化の議論を覆す動きに至る可能性は低いだろう。国内における人手不足、消費などの伸び鈍化、海外経済安保を踏まえた災害対策などのサプライチェーンの国際分散化ニーズ、海外での現地生産志向などを考えれば、高付加価値品を中心に選択的に強い産業、あるいは研究開発機能やそれと一体となったマザー工場を中心に国内拠点の整備が進むという従来からの傾向は変わらないと思われる。

6．おわりに

本稿では、マクロ指標を用いて、日本の設備投資について長期的な展開を踏まえつつ、現状の整理を試みた。設備投資は高度成長期からみれば減速しているが、現在緩やかに回復する日本経済のけん引役となっている。一方で、日本の資本ストックはバブル期にかけて過剰になり、その後の調整が長期に及んだ。ただし、GDP対比でみた資本ストック量である資本係数は下げ止まっており、投資収益率の改善により企業の投資意欲が改善している。投資の内容をみると、従来の量的追究から質的かつ長期的な競争力強化に向けら

れている。他方で、国内回帰というには、国内投資の規模はいまだ大きくはなく、製造業の生産も停滞しており、海外投資の停滞により、相対的に国内投資のウエートが高まっている。

以上を踏まえて、今後を展望するならば、日本の設備投資は、今後も増加、あるいは高水準で推移する可能性が高いと考えられる。現在人手不足によって建設工事を中心に設備投資は企業が望むペースで進んでいない。次年度への繰り越しが投資規模を支える面もあろう。

その一方で、国内投資を一層拡大する必要がある。現在の増加ペースを維持するだけでなく、スタートアップ投資による革新的な事業の成長、非連続的な規模の資金投入を可能とするファイナンスの仕組みなど、マクロでみれば金余りに見える企業部門において、一層のリスクを取って投資を拡大することが重要となっている。また、人手不足や気候変動対策、防災などに加えて、国際的な大国の対立に伴う経済安全保障は、企業のサプライチェーン再構築などの新たな課題となっており、いずれも新たな設備投資が必要となっている。デフレや需要不足の時代を脱して供給力強化が課題となる中、設備投資の重要性は一層高まっている。