利上げ局面の設備投資動向

～中小企業の設備投資は停滞が続く可能性～

＜要旨＞

日本銀行は2024年3月にマイナス金利政策を解除し、7月には政策金利を0.25%へ引き上げ、「利上げ継続」の政策スタンスを示した。国内設備投資への影響が懸念されるが、現在の企業収益は過去最高水準にあり増益基調を維持している。また企業はキャッシュフローの範囲内で設備投資を実施しており、投資採算も高水準にある。したがって、エコノミストコンセンサスで想定される0.75%までの利上げであれば、企業は支払利息の負担増を吸収し、設備投資への下押し影響は総じて小さいとみる。

しかし、中小企業は相対的に利上げの影響を受けやすい。中小企業は大企業・中堅企業に比べて、収益力・投資採算が低いうえ、有利子負債残高(対総資産比率)が高いこと、及び利上げ局面ではリスクプレミアムの拡大から借入金利子率が大企業・中堅企業よりも上昇しやすいことから、支払利息の増加が企業収益に与える影響が大きくなる。

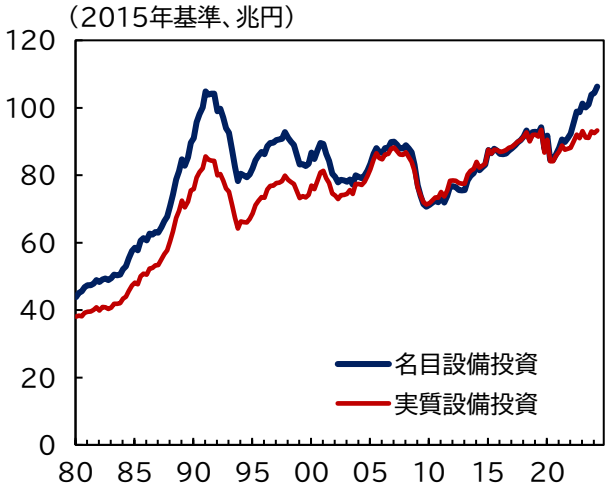
加えて、中小企業には構造的な下押し要因がある。大企業・中堅企業に比べて設備投資を牽引する成長産業の構成比が低いことや、オーナー経営者の高年齢化が進む中で、有利子負債残高を圧縮する動きが続いている。先行き、構造要因に利上げの影響が加わることで、中小企業の設備投資は停滞が続く可能性が高いとみる。

1. はじめに

国内企業の設備投資は増加基調にある(次頁図表 1)。名目設備投資はコロナ禍前の水準を大幅に上回り、2024年4～6月期には106兆円とバブル期の過去最高額を更新した。名目設備投資は、資材価格の高騰や人件費の増加などコスト上昇が押し上げている側面が大きいものの、投資計画も2024年度は前年度と同様に例年を上回る伸び率を維持しており、設備投資支出を拡大させる企業の前向きな姿勢が窺える(次頁図表 2)。また物価上昇の影響を控除した実質設備投資も、名目設備投資に比べると増加ペースは遅いが、コロナ禍前水準(2019 年平均)を上回り、増加基調を示している。

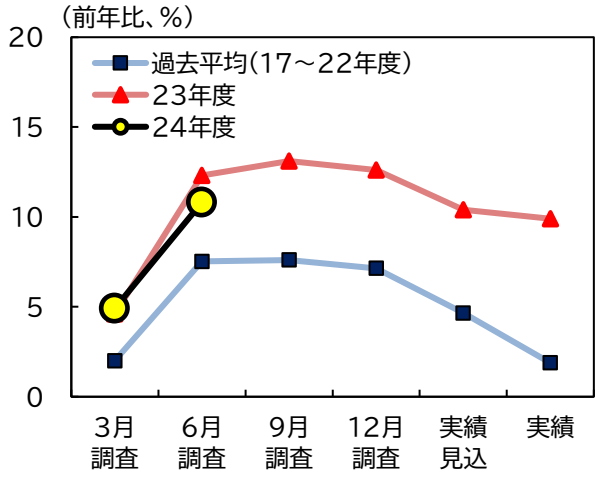
そのような中、日本銀行は2024年3月にマイナス金利を解除し、短期金利操作中心の金融政策に回帰した。7月には政策金利を0.25%(+0.15%pt)へ引き上げ、利上げ継続の政策スタンスを示している。ESPフォーキャスト調査(2024年9月調査)によれば、2025年末時点の政策金利見通しについて最頻値が0.7～0.8%となっており、現行の0.25%から更に2回の利上げが予想されている。一般に、利上げは資金調達コストの上昇を通じて設備投資の下押し要因となる。本稿では、2006～2007 年以来の利上げ局面に至る中、企業規模別に利上げの設備投資への影響を確認した。

図表 1　設備投資



（資料）内閣府「四半期別 GDP 速報」

図表 2　設備投資計画の修正パターン



（注）ソフトウェア・研究開発投資を含み、土地投資を除く。全規模全産業（金融機関を含む）。
（資料）日本銀行「短観」

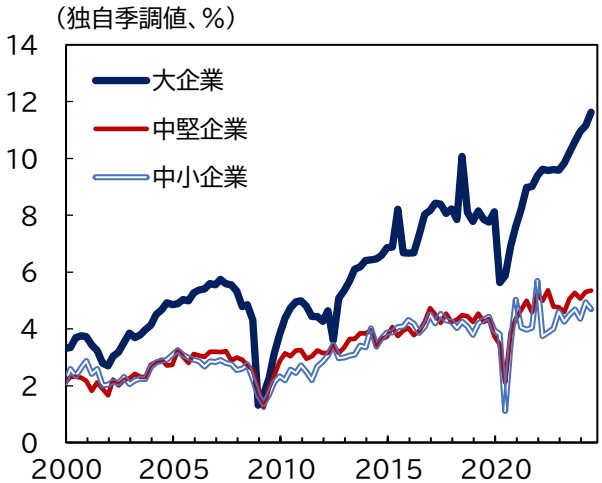
2. 利上げの設備投資への影響

現在、日銀が進めている利上げは、インフレ抑制を目的とした引き締めではなく、引き続き金融緩和環境を維持しつつ、その緩和度合を調整することを目的としている。先述の通り政策金利は 2025 年末までに1%未満に留まるとの見方が大勢であり、その下で企業の資金調達コストの増加は限定的と想定される。しかし、企業規模別にみると収益・財務状況などから、利上げの設備投資への影響には差異がある。以下では企業の収益・財務状況などから利上げの影響を考察する。

（1）企業収益

まず企業収益について、企業規模別[1]の状況を比較しやすいように売上高経常利益率でみると、総じて増益基調を示し過去最高水準にある。但し、大企業の顕著な伸びに対して、中堅企業・中小企業は見劣りし、特に中小企業が最も増益ペースが鈍い(図表 3)。

図表 3　企業収益（売上高経常利益率）



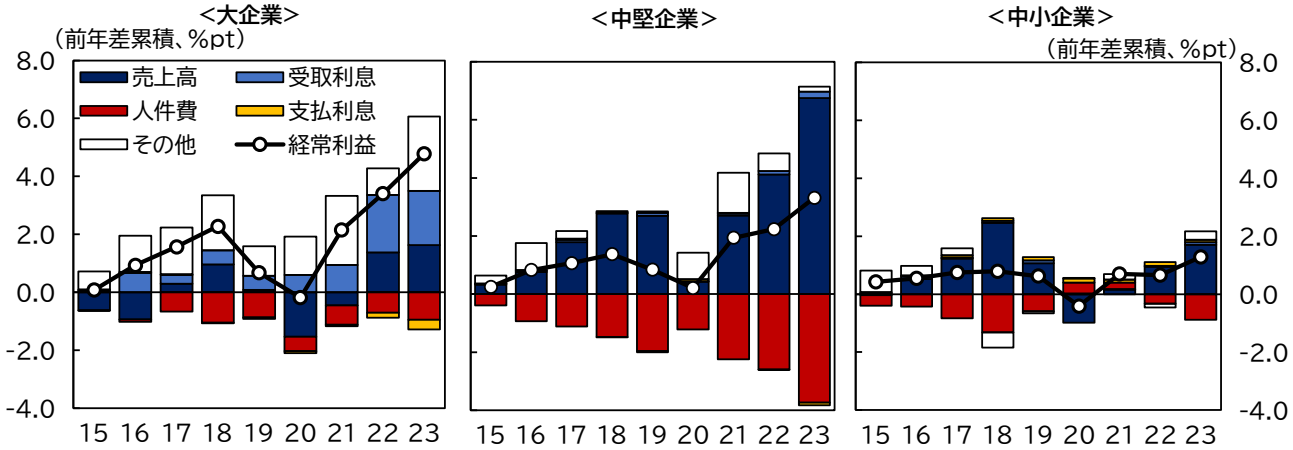
（資料）財務省「法人企業統計季報」

[1] 本稿では、企業規模について資本金階層別に 10 億円以上を大企業、1 億円以上 10 億円未満を中堅企業、1 千万円以上 1 億円未満を中小企業とする。

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

増益基調の背景を探るため、2015 年度以降の企業収益の変化を要因分解した(図表 4)。足下で共通するのは、中堅企業を中心に人件費の増加が下押しする一方、インフレ下における企業の価格設定行動の変化などを背景に中堅企業中心に売上高の増加が収益を押し上げている。

図表 4　企業収益の要因分解



(注)以下の式にて要因分解した上で変動費・その他固定費・その他営業外収益を「その他」とし 2014 年度売上高で標準化。

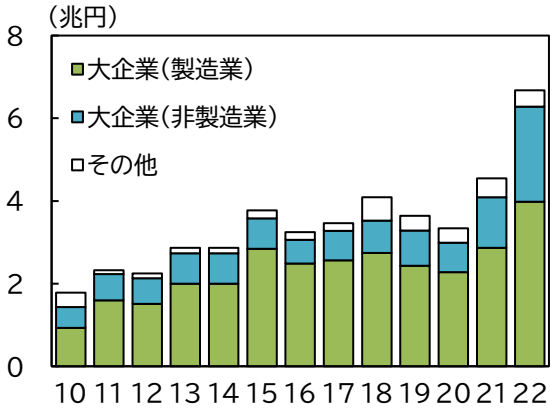
$\Delta P = (1-V-1/S-1)\Delta S - \Delta(V/S)S - \Delta L - \Delta C1 - \Delta C2 + \Delta I1 + \Delta I2$

P:経常利益、S:売上高、V:変動費、L:人件費、C1:支払利息、C2:その他固定費、I1:受取利息、I2:その他営業外収益

(資料)財務省「法人企業統計季報」

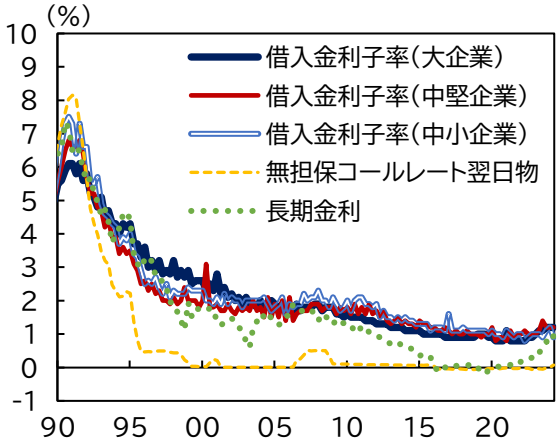
大企業についてみると、売上高の増加に並んで、受取利息の増加影響が中堅企業・中小企業に比べて顕著に拡大している。ここで示す受取利息は、法人企業統計季報の「受取利息等」の集計項目であり「預金又は貸付金に対する受取利息、有価証券利息及び受取配当金」が含まれる。リーマンショック以降の円高局面において、海外市場開拓のため海外現地法人の設立など直接投資が増加した。2022 年以降、米国の利上げに伴う円安進行も相まって、大企業の海外からの受取配当金が製造業・非製造業ともに大きく増加し、受取利息の拡大につながっている(図表 5)。

図表 5　現地法人からの受取配当



(注)大企業は資本金階級 10 億円超。
その他は中堅企業・中小企業の合計。
(資料)経済産業省「海外事業活動基本調査」

図表 6　市場金利と借入金利子率



(注)2024 年 6 月まで。
(資料)日本銀行、財務省

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

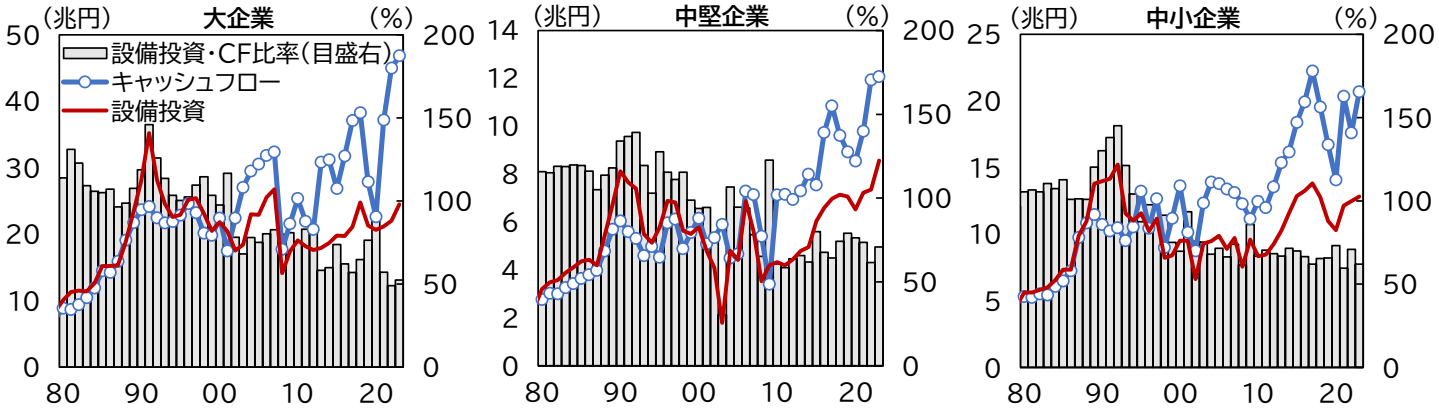
そして、支払利息[2]による企業収益の下押し影響は低金利下で長らく無視できる程度である。先行きについて、コンセンサスが想定する政策金利 0.75%まで＋0.50%pt の追加利上げが実施された場合の売上高経常利益率への影響を試算した。借入金利子率の企業規模別の乖離は、足下で小さいものの、利上げ局面では拡大し、借入金利子率は中小企業ほど水準が高くなる可能性が高い(前頁図表 6)。政策金利と借入金利子率の差が、リスクプレミアムの拡大で前回利上げ局面と同程度まで広がるとし、企業規模別の借入金利子率の上昇幅を想定した。借入金利子率の上昇幅は、大企業と中堅企業は 0.7%、中小企業は 1.3%となる。その場合、売上高経常利益率の押下げ効果[3]は大企業▲0.4%、中堅企業▲0.1%、中小企業▲0.5%となる。この試算からは、調達コストの上昇を増益基調の企業収益で十分に吸収可能だが、元来の収益力が低い中小企業で利上げの影響が最大になる。

(2)設備投資対キャッシュフロー比率

次に設備投資対キャッシュフロー比率をみると、2000 年頃を境に 100%を下回る傾向が定着した(図表 7)。つまり、企業は規模に関わらずキャッシュフローの範囲内で設備投資を実施する傾向にある。この背景には、1990 年代後半の金融危機や人口減少に伴う期待成長率の低下を背景に、企業は過度な外部資金への依存度を低下させてきたと考えられる。足下の同比率は、大企業で低下傾向が続き、中堅企業・中小企業は低水準で横ばい圏内の動きとなっている。キャッシュフローに余裕があることから利上げに伴う支払利息の増加が設備投資に与える影響は限定的といえる。

ただし、中小企業は収益力の低さからキャッシュフローの総出力も相対的に低いためコロナ禍前の水準を回復できておらず、支払利息増加の影響は相対的に大きくなろう。

図表 7　設備投資とキャッシュフローの関係



(資料)財務省「法人企業統計年報」

(3)設備投資の採算性

さらに投資採算を確認すると、大企業・中堅企業は 15%近い高水準にあり、中小企業も 6%台

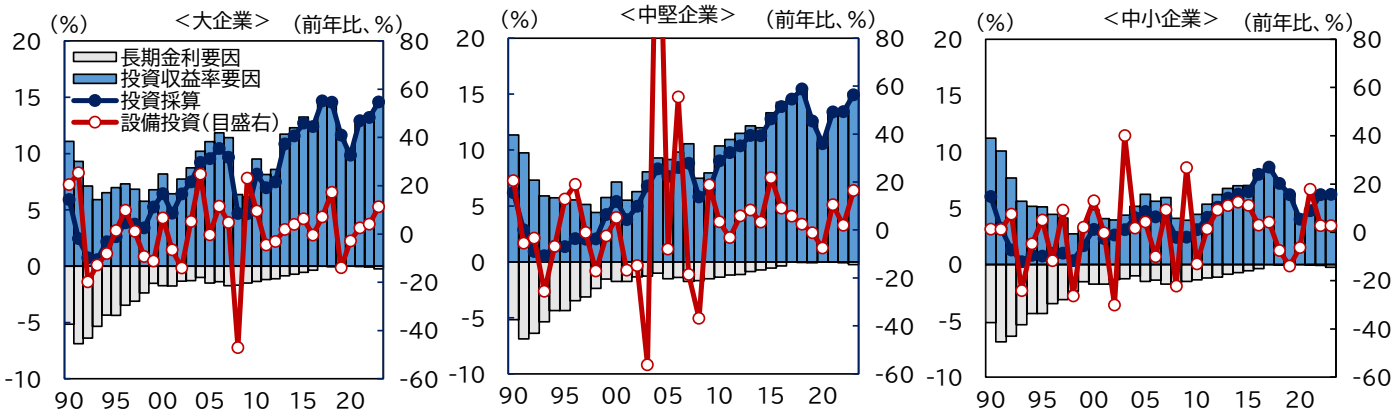
[2] 図表 4 内の支払利息は法人企業統計季報の「支払利息等」の集計項目であり「社債・借入金に対する支払利息、社債の発行につき償却原価法を適用した場合に計上した社債利息及びコマーシャルペーパーの利息等」を含む。

[3] 2023 年度の有利子負債残高をベースに借入金利子率が政策金利相当分＋0.5%pt、リスクプレミアム相当分が規模別に大企業 0.2%pt、中堅企業+0.2%pt、中小企業+0.8%pt 上昇すると仮定し、支払利息の増加分による売上高経常利益率への影響を試算。

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

と過去との比較で高水準にある(図表 8)。これまでの低金利環境が影響してはいるが、同時に投資収益率が改善している点も大きく寄与している。採算性を重視した投資が為されてきたともいえよう。仮に長期金利が 2%程度まで上昇したとしても、大企業・中堅企業は 13%前後、中小企業は 4%台半ばとリーマンショック前と同程度の投資採算を確保できる見込みであり、設備投資の採算性が著しく悪化することはなく、中小企業でもマイナスにはならない。ただし、ここでも相対的に中小企業の投資採算は低く、利上げが投資判断に与える影響は中小企業ほど大きくなろう。

図表 8　設備投資の採算性



(注)投資採算＝投資収益率　－　長期金利
　　＝(営業利益/期首期末平均(有形固定資産＋棚卸資産))－長期金利
(資料)財務省「法人企業統計年報」

(4)現預金と有利子負債残高

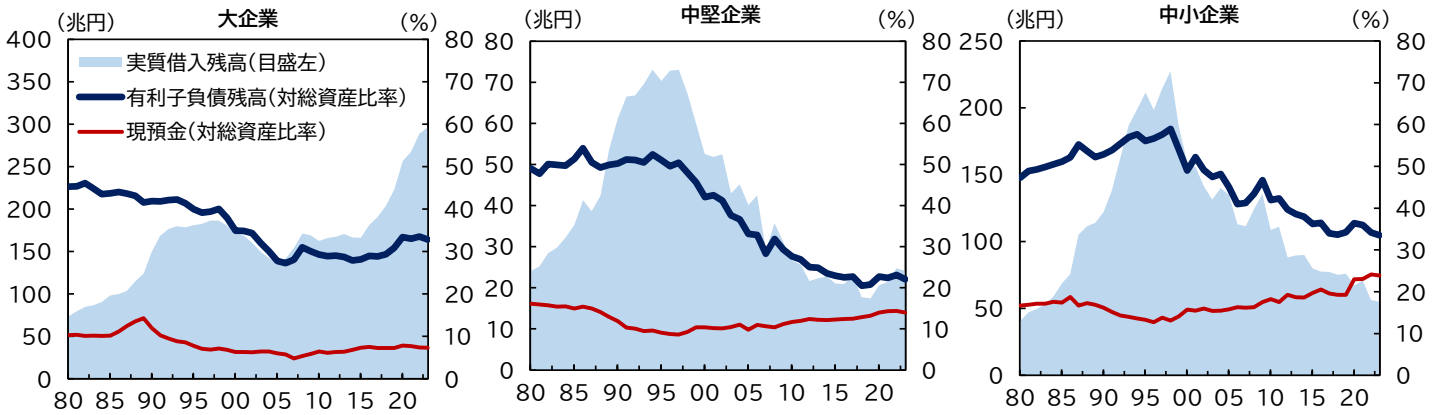
最後に現預金と有利子負債残高についてみると、有利子負債残高(対総資産比率)は長期的に減少基調にある(次頁図表 9)。短期的には大企業・中堅企業は横ばい圏内の推移となっているが、中小企業については引き続き減少基調が続いている。中堅企業・中小企業においては、前回利上げ局面の 2006～2007 年と比較して低水準にあり、0.25%pt の追加利上げによって生じる支払利息の増分、すなわち収益への悪影響は前回局面より小さくなる。

また中小企業は大企業に比べて現預金(対総資産比率)を積み上げ手元資金を潤沢に蓄えており、有利子負債残高から現預金を控除した実質的な借入残高は減少傾向を続けている。借入金利ほどではないが預金金利も上昇するため、この点も収益影響を小さくすることになり、中小企業は利上げに対する耐性を高めているといえよう。また金利上昇で手元の余剰資金を有利子負債残高の返済に充てる動きも出ようが、中小企業も増益基調が続いている中で、引き締め的な利上げ局面にならなければその動きは本格化しないとみる。

ただし、中小企業の有利子負債残高の総資産比率は、大企業・中堅企業に比べてなお高い水準にあり、この点でも利上げに伴う支払利息の増加影響は相対的に大きくなる。

ここまでみてきたように、総じて利上げの影響は限定的であるが、中小企業は収益力・投資採算の低さに加えて、利上げ局面において借入金利子率が上昇しやすく有利子負債残高(対総資産比率)の高さも相まって支払利息が増加しやすい。相対的に大企業・中堅企業よりも中小企業は利上げの影響が大きくなるといえよう。

図表 9　現預金と有利子負債残高



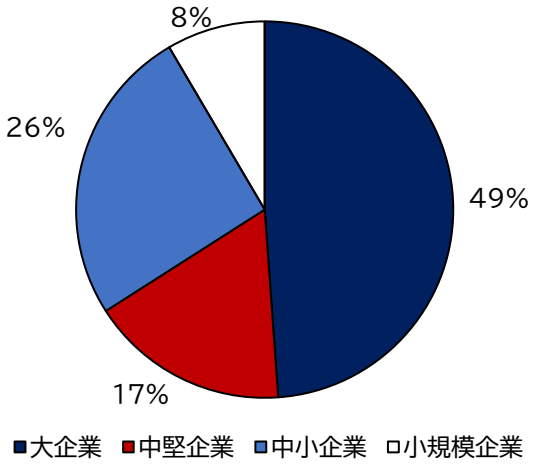
(注)有利子負債残高は、短期・長期借入金、社債、受取手形割引残高の合計。
　　実質借入残高は、有利子負債残高から現預金を控除した値。
(資料)財務省「法人企業統計年報」

3. 中小企業の設備投資への構造要因

国内設備投資の構成比をみると、2023 年度時点で大企業が過半を占めるものの、中小企業も 26%の割合を占めており、中小企業の投資動向が投資全体に与える影響は重要である(図表 10)。中小企業の設備投資には、相対的に大きな利上げの影響に加えて、構造的な下押し要因がある。

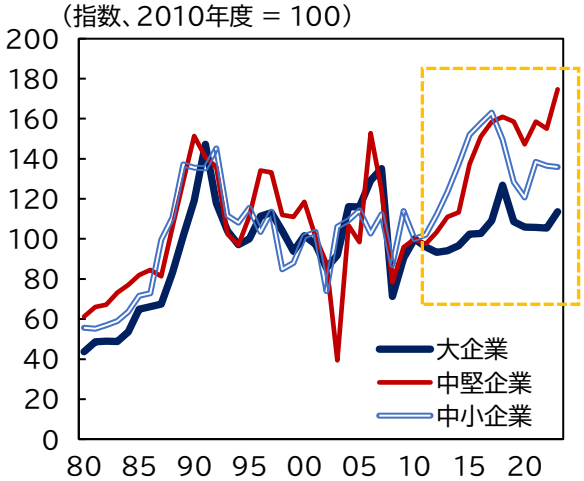
リーマンショック以前は、景気の波に応じて実質設備投資は企業規模に関わらず同様の動きを見せてきたが、2010 年以降の回復局面では規模毎に異なる動きが顕在化した(図表 11)。2015 年頃までは、円高を背景に大企業は海外現地法人の設立や海外企業の M&A などで国内投資を抑制する一方、中小企業は中堅企業と並んで国内投資を拡大させてきた。しかし、コロナ禍を経て中小企業の設備投資は横ばい推移となっている。

図表 10　設備投資の企業規模別構成比(2023 年度)



(資料)財務省「法人企業統計年報」

図表 11　企業規模別の実質設備投資

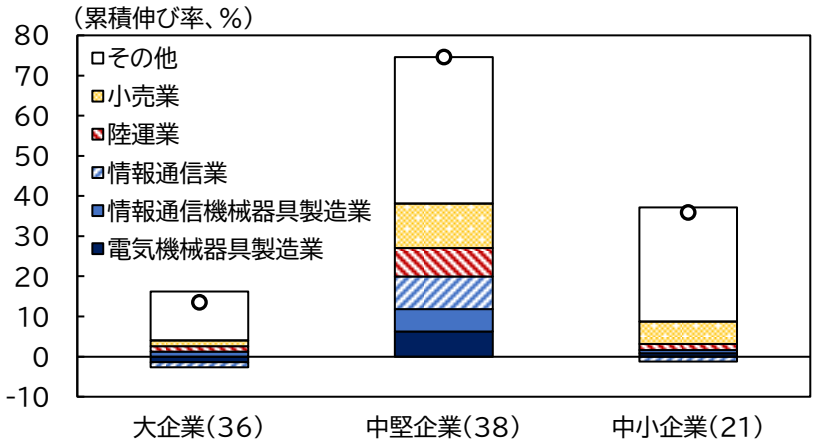


(注)設備投資デフレーター(SNA)にて実質化。
(資料)財務省「法人企業統計年報」、内閣府「四半期別 GDP 速報」

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

国内での設備投資を積極化させている中堅企業と比べると、中小企業は設備投資を増加させている成長産業の構成比が低い。2010 年以降、中堅企業では半導体関連とみられる情報通信機械器具製造業や通信キャリアの基地局建設とみられる情報通信業、インバウンド関連とみられる小売業などの投資が活発化し、国内需要に対応した設備投資が拡大しているとみられる。しかし、これら設備投資を牽引する成長産業の構成比は、中堅企業の 38%に対して、中小企業は 21%となっている(図表 12)。

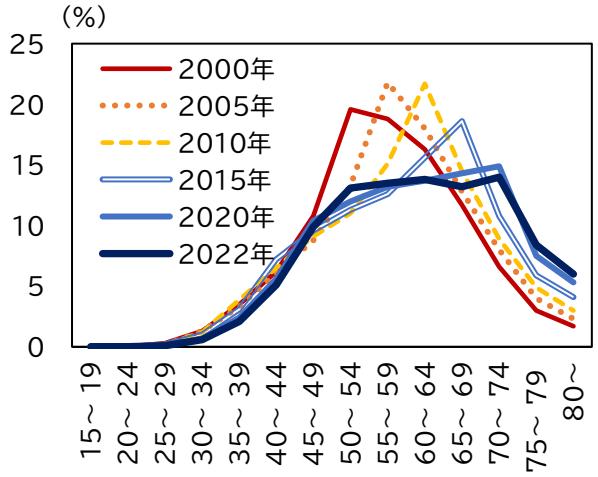
図表 12　実質設備投資伸び率の産業別寄与度（2010 年度⇒2023 年度）



（注）横軸の括弧内の数値は、電気機械器具製造業・情報通信機械器具製造業・情報通信業・陸運業・小売業が 2023 年度の設備投資に占める割合。
（資料）財務省「法人企業統計年報」

加えて、中小企業の経営者年齢をみると、高年齢化が進んでいる（図表 13）。50 歳未満の若手経営者割合は 2000 年の 22%から 2022 年には 18%に低下する一方、65 歳以上の経営者割合は 2000 年の 23%から 2022 年には 42%まで高まっており、最頻値は 70～74 歳となっている。大企業・中堅企業と比べるとオーナー企業の割合が高い中小企業では、経営者年齢が高まることで先の事業継続年数が短くなり、新規の設備投資に対して消極的になっている可能性がある。それと整合的に、中小企業は先にみた通り有利子負債残高を削減してきている。ここから中小企業の事業拡大に消極的な姿勢が窺われる。

図表 13　中小企業の経営者年齢の分布



（注）ここで示す中小企業は、中小企業基本法に基づく「中小企業者」であり、一部本稿で定義した資本金 1000 万円以上 1 億円の中小企業以外も含む点に留意。
（資料）帝国データバンク、中小企業庁「2023 年版中小企業白書」

4. おわりに

ここまで見てきたように、利上げの設備投資への影響は企業の収益環境、投資行動・採算、財務状況などを踏まえると総じて限定的である。しかし、中小企業は相対的に収益力や投資採算が低いうえ、利上げ時には有利子負債残高(総資産比率)の高さ及びリスクプレミアムの拡大に伴う借入金利子率の上昇から支払利息の増加が大きくなり、利上げの影響が大企業・中堅企業に比べて大きくなりやすい。加えて、成長産業の構成比の少なさやオーナー経営者の高年齢化といった構造的な要因からも下押し圧力がかかる。そのため、中小企業の設備投資は引き続き停滞が続く可能性が高いとみる。

（調査部　シニアエコノミスト　岩橋　淳樹）

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。
また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtb.jpまでご連絡ください。