

# 円安の進展と設備投資の先行き

## <要旨>

2014年7-9月期の設備投資は前年比+5.5%と増加幅が拡大した。日銀の量的・質的金融緩和は、円安の進展に伴う為替差益によって企業のキャッシュフローを増加させたが、輸出数量などの数量効果を伴う売り上げ増加と比べると設備投資は増えにくい。

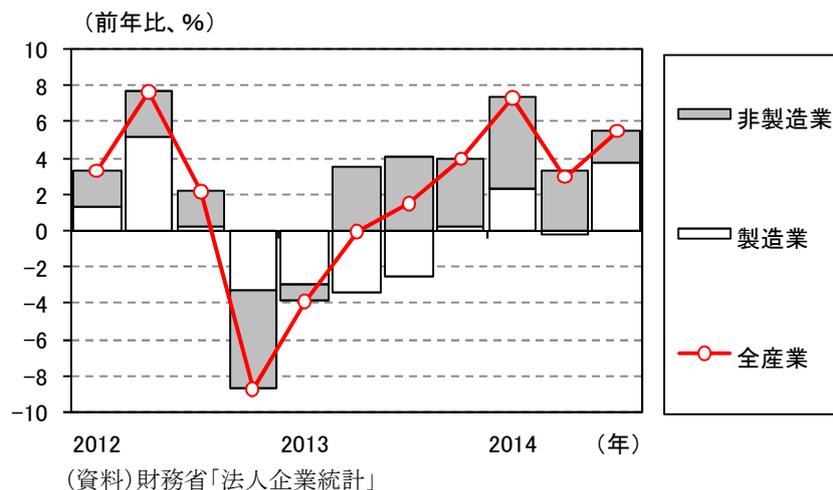
もっとも、円安による輸出採算の好転によって製造拠点の海外流出ペースの鈍化や国内回帰などの企業行動の変化も一部では見え始めている。円安の長期化に対する企業の信認が高まったり、企業の予想インフレ率が上昇した場合には、かかる企業行動をサポートする可能性がより高まろう。従って、この先円安が持続すれば、製造業の設備投資に与える影響は大きくなる。

## 1. 増加し始めた設備投資

2014年7-9月期の設備投資は前年比+5.5%と増加幅が拡大した(図表1)。業種別にみても、これまで継続的に増加していた非製造業だけでなく、伸び悩んでいた製造業も9四半期ぶりの増加幅となっている。日銀が量的・質的金融緩和を強化したため、円安に伴う為替差益によるキャッシュフローの増加や実質金利の低下が更なる設備投資を促すと見る向きが多い。

そこで本稿では、日銀の金融政策による円安の進展や実質金利の低下が、設備投資に与える影響について製造業を中心に改めて検証し、この先の設備投資の動きを考察する。

図表1 法人企業設備投資(名目)



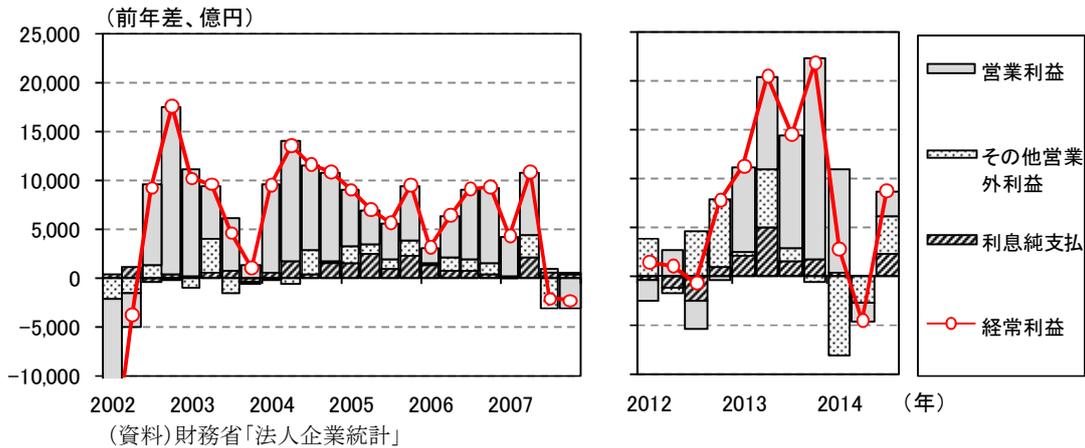
## 2. 売上げと生産量の水準は未だ低い

企業の経常利益は、2012年以降増加が続いている(次頁図表2)。内訳をみると、2013年後半から2014年前半は、消費税率引き上げの駆け込み需要による売り上げ増加もあって営業利益の増加が経常利益の改善に大きく寄与している。

しかし、2013年前半までは営業外収益の改善が経常利益の増加に寄与しており、営業外収益の改善は円安の進行による外貨建ての受取利息・配当金や為替差益の増加が要因の一つと考えられる。同じく円安が進行した2005年から2007年に比べても、その他営業外利益が経常利益の増加に寄与している割合は大きい。

10月末の日銀の追加緩和以降、再び円安が進展しているため、この先は再び外貨建ての受取利息・配当金や為替差益によって営業外収益が増加すると考えられる。

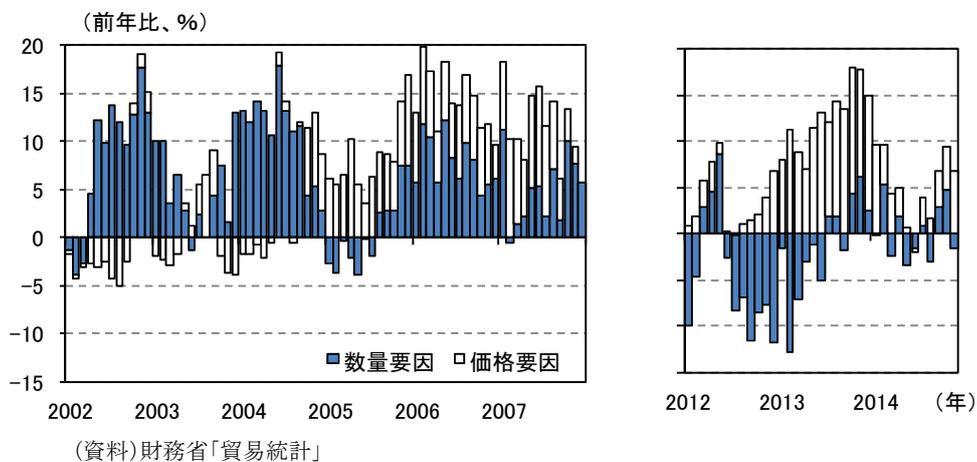
図表2 法人企業経常利益内訳



企業収益の内訳の変化は、輸出の構造の変化が背景にある。過去の円安期には輸出数量の増加が輸出金額を押し上げていたが、現在は輸出数量が伸び悩む中で円安による価格要因によって輸出金額が増加している(図表3)。輸出数量の伸びが限定的なために、製造工業の生産指数は上昇しているもののその水準は過去と比べて低く、設備の稼働状況を表す稼働率指数<sup>1</sup>もやっと100を超える水準である。

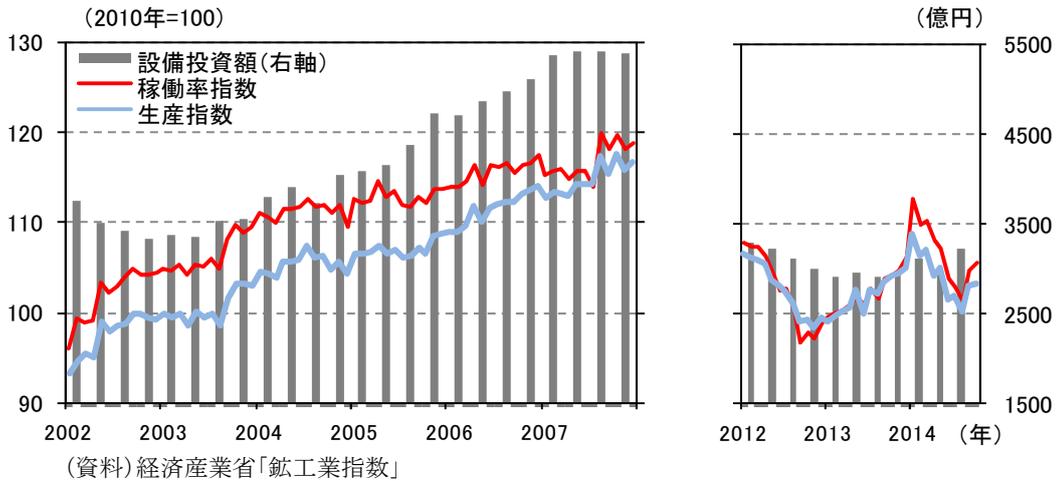
企業収益の改善が円安による価格効果中心で、設備稼働率の上昇などの数量効果を伴わない現状では、企業収益の改善によって製造業の設備投資が大きく伸びる状況にはないと言えるだろう(次頁図表4)。

図表3 輸出金額内訳



<sup>1</sup> 設備の稼働率を表すために、生産量と生産能力の比から求めた指数。

図表4 製造業の生産・稼働率指数と設備投資額

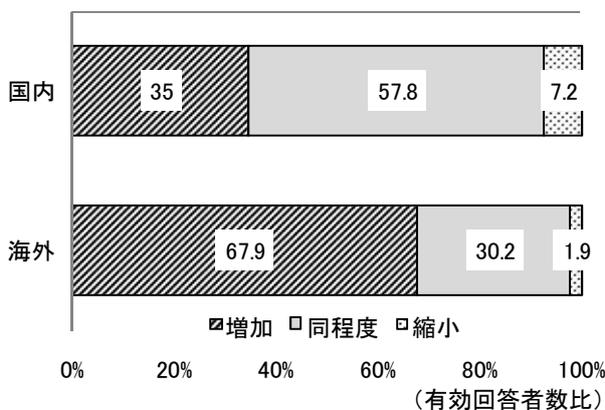


### 3. 円安による国内回帰と設備投資

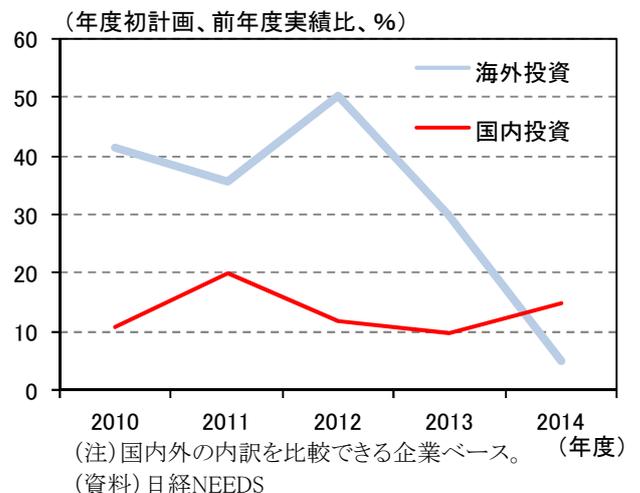
円安が企業の設備投資に与える影響は、キャッシュフローの増加を通じた経路だけではない。円安が進展すると、輸出採算の好転や、海外での円建てで見た投資コストが増加するため、国内での設備投資を増やす動機が大きくなる。

企業は中長期的には海外の生産能力を拡大する見通しであり(図表5)、円安の進展による生産拠点の国内回帰は一時的なものである可能性が高いものの、2014年の計画値では国内投資の伸び率が海外投資を上回っている(図表6)。また、企業個別の動きを見ても、円安の進展を理由に、海外から国内に生産拠点を移管する企業や部品の調達先を切り替える企業が出始めている(次頁図表7)。

図表5 生産・サービス供給能力の中期的な見通し



図表6 国内・海外の設備投資計画動向



図表7 円安による国内回帰の例

時期	社名	内容
2013年	パナソニック	白物家電の生産の一部を国内に戻す検討開始
2013年 2014年	川崎重工業	二輪車部品の組み立てをタイから移管 二輪車部品の4分の1(金額ベース)を国産品に切り替え
2014年度	ダイキン	家庭用エアコン生産を中国から移管
2015年まで	キヤノン	自社製品の国内生産比率を42%から50%へ引き上げ
2015年度	日立	家庭用エアコン全量を栃木事業所へ移管

(資料) 各種報道より作成。

#### 4. 実質金利の低下と設備投資

日銀の量的・質的金融緩和は、円高是正による企業収益の改善だけでなく、借入コストを抑える経路でも、設備投資を増やす狙いがある。具体的には、予想インフレ率の上昇による実質金利の低下である。企業が将来物価が上昇すると予想すれば、予想される物価上昇率を割り引いた借入金利は低下することになり、借入を増やして設備投資を行う動機が大きくなる。名目金利の低下や予想インフレ率の上昇によって、足元の実質金利はマイナス圏で推移しており、企業にとって借入金で投資を行うことに有利な状況が続いている(図表8)。

図表8 実質金利と名目金利(5年物)



(注) 実質金利 = 名目金利 - ブレークイーブンインフレ率

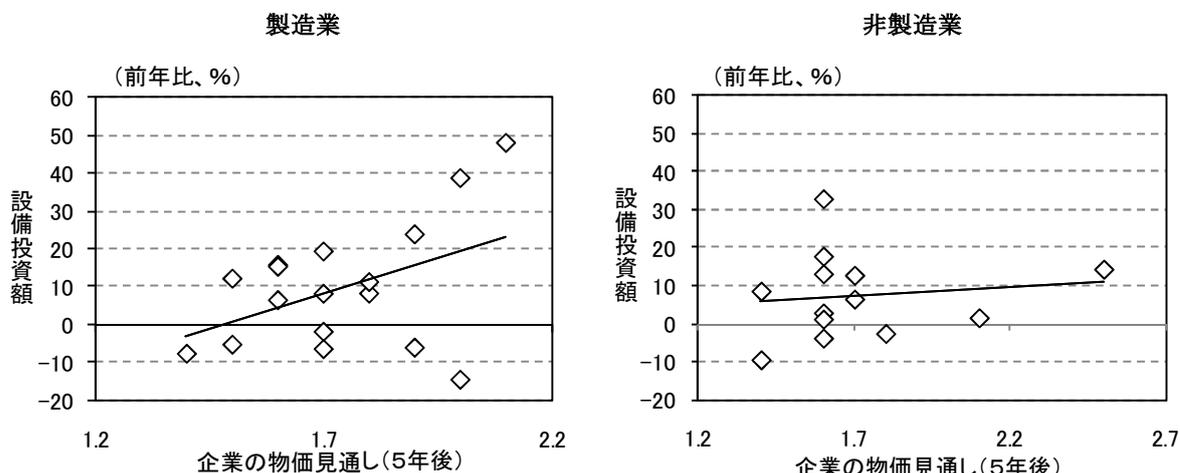
(資料) Bloomberg

実質金利の低下が設備投資に影響を与えているか検証するために、業界毎の物価の見通しと設備投資の伸びの関係を散布図にした。理論上は、将来の物価の見通しが高い業界ほど、実質金利が低いことになり、設備投資に有利な環境と判断することになる。

散布図からは、製造業、非製造業共に、5年後の物価の見通しが高い業界ほど、設備投資を増加させる関係があるように見える(次頁図表9)。製造業と非製造業を比べると、資本装備率が高い製造業の方が、物価見通しと設備投資の相関が強く、非製造業の相関は弱い。このことから、金融緩和等によって企業の予想インフレ率が上昇し、実質金利が下がった場合は、特に製造業で設備投資が増える可能性は高い。

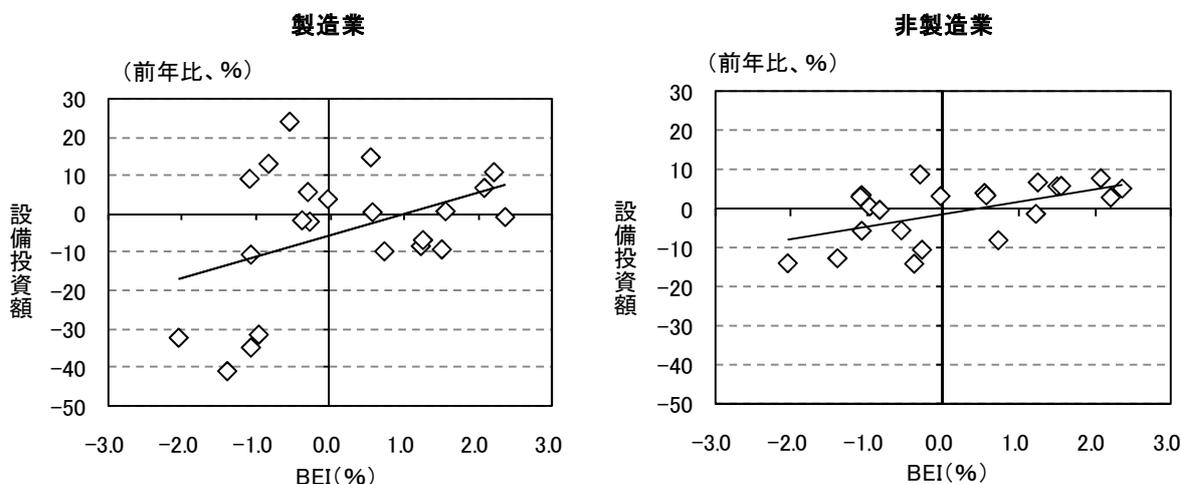
さらに、企業の物価見通しは調査が開始されたのが今年度からで過去のデータがないため、参考までに金融市場の予想インフレ率であるブレイクイーブンインフレ率(BEI)を用いて、設備投資との過去5年間における関係を散布図で確認した(図表10)。結果として、図表9と同様に予想インフレ率と設備投資には正の相関関係が見られた。

図表9 企業の物価見通しと設備投資額(2014年)



(注) 企業の物価見通しは2014年3月調査の業種別平均値。設備投資額は2014年1-9月の前年同期比。  
 (資料) 財務省「法人企業統計」、日本銀行「短観」

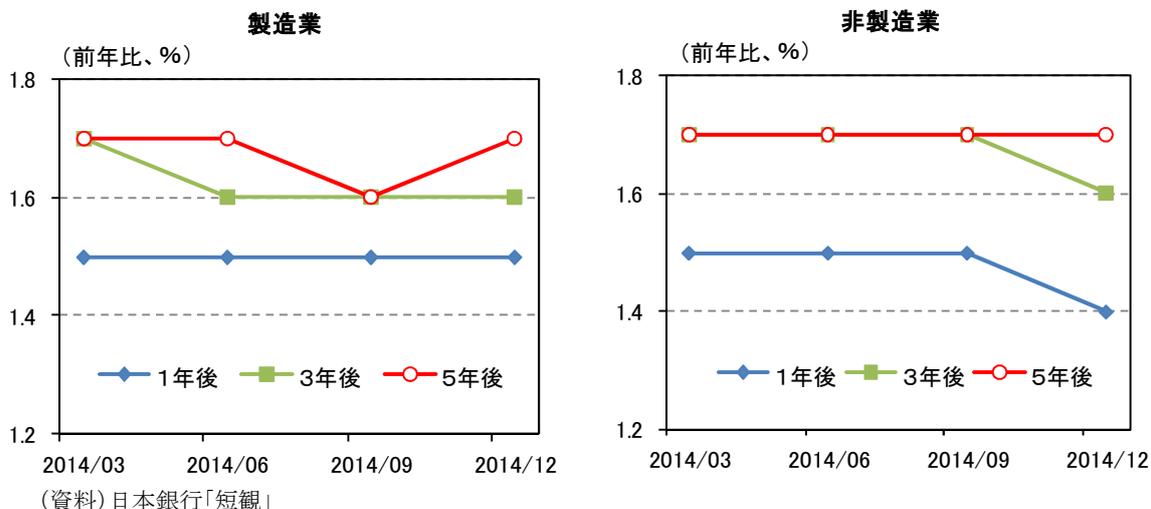
図表10 ブレイクイーブンインフレ率と設備投資額(2009年～2014年)



(資料) 財務省「法人企業統計」、Bloomberg

足元の実質金利は、ブレイクイーブンインフレ率の低下によって若干上昇している(前掲図表8)。しかし、企業の物価見通しの推移をみると、原油価格の下落や消費税率引き上げ後の景気の落ち込みを受けて、非製造業で1年後と3年後の見通しが低下しているが、5年後の見通しは横ばい(製造業では上昇)になっている(次頁図表11)。名目金利が低下を続ける中で、企業の中長期的な物価見通しが高位で安定していることから、企業の実質金利は依然として外部資金を借入れて投資を行う事に有利な状況にあると言える。

図表 11 期間別企業の物価見通し



### 5. この先の見通し

日銀の物価目標導入と量的・質的金融緩和は、円安の進展に伴う為替差益によって企業のキャッシュフローを増加させたが、輸出数量などの数量効果を伴う売り上げ増加と比べると設備投資は増えにくい。

もともと、円安による企業行動の変化も一部では見え始めており、円安の長期化に対する企業の信認が高まった場合には、製造拠点の海外流出ペースの鈍化や国内回帰などの企業行動の変化を、予想インフレ率の上昇がサポートする可能性が高い。

この先円安が持続すれば、生産拠点の国内回帰と予想インフレ率の上昇によって、製造業の設備投資に与える影響は大きくなるだろう。

(経済調査チーム 登地 孝行 : Toji\_Takayuki@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融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。