

# 経済レビュー

## 成長力の底上げに向け、前向きな変化が現れてきた企業行動

### 【要旨】

- ◇ 企業行動の前向きな変化の背景には、経常利益が過去最高を更新するなど、円安基調の定着を受けた収益環境の全般的な改善がある。円安基調の定着は、企業収益の改善に寄与するのみならず、日本製品の価格競争力を回復させることを通じ、国内生産を継続、または拡大させる誘因ともなり得る。
- ◇ 設備ストックや雇用の過剰解消・不足化、低水準の有利子負債は、企業収益の増加が、次の生産能力の維持・増強へ繋がる前向きな循環が、構造的な調整圧力に遮られることなくスムーズに回り易い状態をもたらす。こうした中で、企業は、国内での事業基盤の維持・拡充に向けた“攻め”の姿勢を着実に強めてきている。
- ◇ 企業のバランスシートは足元で拡大ペースが加速している。国内外の M&A や海外への投資を継続しつつ、国内事業の維持・拡充のための実物投資も拡大し始めていることを示しており、製造業の海外設備投資比率は足元で低下に転じている。また、人手不足などを受け、企業による雇用の拡大、賃金引上げの動きも着実に強まっている。
- ◇ 日本経済の成長力底上げには、設備投資の持続的な拡大とそれに伴う生産性の向上が不可欠であり、企業の成長期待の高まりが鍵を握る。政府の側では、成長戦略を着実に推進することで企業の立地・競争環境を更に整えると同時に、企業の側も、縮み志向から脱し、自らの収益拡大に向けた積極的な行動を一層強化していくことが求められる。

## はじめに

安倍政権が推進しているアベノミクスは、第一の矢である『大胆な金融政策』と第二の矢である『機動的な財政政策』で景気を浮揚させつつデフレからの脱却を果たし、第三の矢である『民間投資を喚起する成長戦略』で中長期的な成長力の底上げを図るという建付けである。景気は、第一の矢、第二の矢の効果などで回復基調を保ち、規制改革や法人減税などの第三の矢も実行に移されつつある。アベノミクスの成功、すなわち日本経済の成長力底上げの実現は、経済の要である企業が、こうした環境変化を活かし、国内での事業基盤の拡充に向けた具体的な行動を取るかどうかにかかっているといえる。

アベノミクスがスタートしてから2年半が経過したところで、企業行動に前向きな変化が現れてきている点は注目に値する。本稿では、企業の前向きな行動変化やその背景、さらには成長力の引き上げに不可欠な設備投資の持続的な拡大に向けた課題について整理した。

### 1. 企業行動の前向きな変化を支える要因

#### (1) 収益環境の全般的な改善

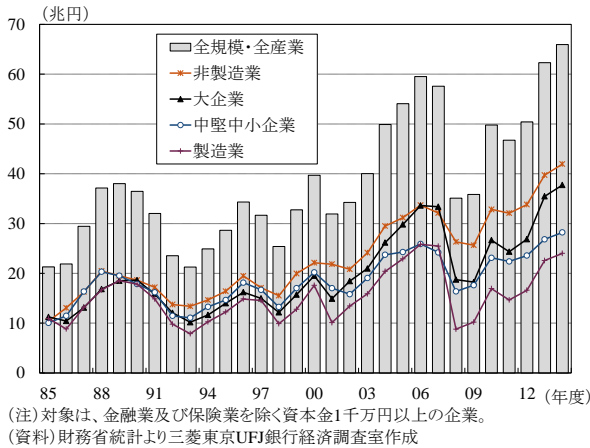
##### ① 過去最高を更新する企業収益

企業行動の変化について具体的に触れる前に、そうした行動を支える要因について概観する。企業行動の前向きな変化には以下で述べる通り相応の背景があり、一時的、一過性のものではないと考えられる。

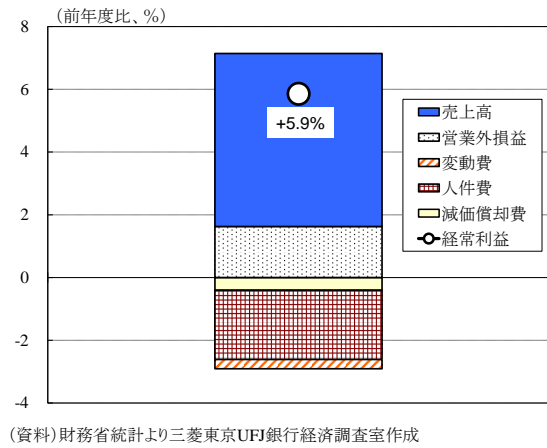
まず挙げられるのが収益環境の全般的な改善である。企業（資本金1千万円以上の非金融法人企業）の経常利益は2014年度に約66兆円に達し、バブル期のピークだった1989年度の約38兆円を遥かに凌ぎ、また、戦後最長の景気回復が続いていたリーマン・ショック前のピークである2006年度の約56兆円や、消費増税前の駆け込み需要があった2013年度の約62兆円を上回り、過去最高を更新している（第1図）。業種別では、製造業は2006年度の水準を若干下回っているものの、非製造業は3年連続で最高益を更新中であり、企業規模別では、大企業、中堅中小企業ともに2年連続で最高益を更新している。総じて、企業収益の拡大が裾野を広げながら実現していると評価できる。

利益の中身も充実してきている。2014年度の経常利益の前年度比伸び率を要因分解すると、『売上高』の増加や、配当の受取などが含まれる『営業外損益』の改善が利益を押し上げる要因となり、『人件費』や『減価償却費』の増加を十分に吸収して全体としては前年度比+5.9%の増益を確保している（第2図）。リーマン・ショック後にみられたコスト削減に依存した利益の確保とはまったく異なる内容だといえる。

第1図：経常利益の推移（業種別・企業規模別）



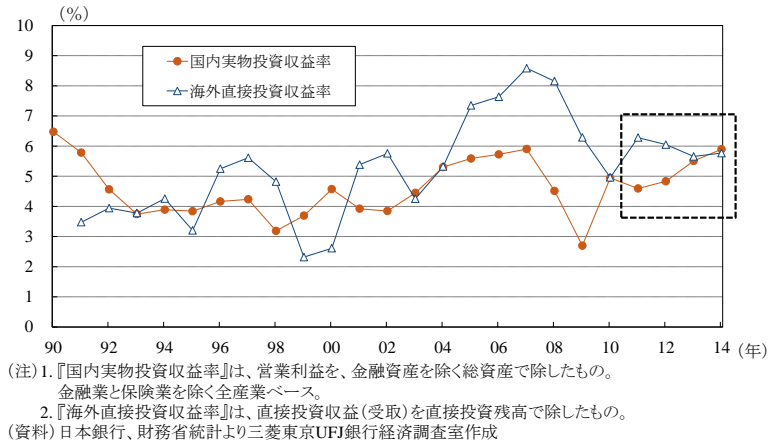
第2図：2014年度の非金融法人企業の経常利益



## ② 円安基調の定着

企業収益が好調に推移している背景には、過度な円高の是正、円安基調の定着がある。円ドル相場は、足元の水準が概ね1ドル120円前半であるのに対し、アベノミクスがスタートする直前の2012年11月の平均は1ドル81円程度であった。円安の進展を背景とした海外投資収益や輸出採算の改善が、内需型の中小企業を含む企業全体の利益を押し上げる構図となっているといえる。国内実物投資収益率（営業利益を、金融資産を除く総資産で除したもの）と海外直接投資収益率を比べると、2014年は、2003年以来11年ぶりに国内実物投資収益率が海外直接投資収益率を上回った（第3図）。日本国内の事業環境は、海外との比較でも相対的に優位性が増してきていることを示唆している。

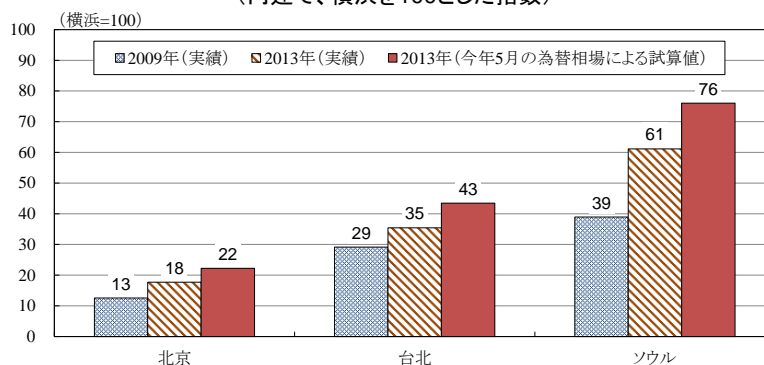
第3図：海外直接投資・国内実物投資収益率の推移



円安基調の定着は、日本で作られた製品の価格競争力をコスト面からも改善させる。日本製品のコスト競争力の相対的な改善度合いを測るため、北京、台北、ソウルの一般工職の円建て賃金を横浜の賃金と比較した。北京、台北、ソウルを比較対象としたのは、中国、台湾、韓国で作られた製品が日本製品の主要な競合品だからである。横浜の賃金を100とした場合、リーマン・ショック直後の2009年は北京が13、台北が29、ソウルが39と、東アジア諸都市の賃金は日本と比べ相当な低水準となっていた

が、2013年には、現地の賃金上昇に過度な円高是正の効果が加わり、北京が18、台北が35、ソウルが61まで上昇した（第4図）。円安がさらに進展している直近5月平均の為替相場を用いて2013年の賃金を円換算すると、北京が22、台北が43、ソウルが76まで上昇する結果となる。円安基調の定着は、日本製品のコストを相対的に低下させ、国内での生産活動を維持・拡充する一つの要因になると考えられる。

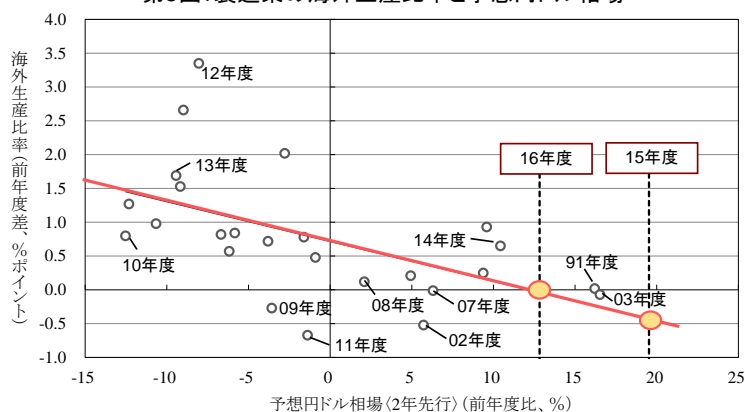
第4図：北京、台北、ソウルの一般工職の賃金  
（円建て、横浜を100とした指数）



(注)一般工職の賃金を各年の為替相場を用いて円建て換算。各年の横浜を100とした指数。  
(資料)日本貿易振興機構資料、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

内閣府『企業行動に関するアンケート調査』で、製造業の海外生産比率と予想円ドル相場の動きを比較すると、予想円ドル相場が円安方向にシフトすると、2年後の海外生産比率の上昇ペースが抑制される関係が見て取れる（第5図）。円安基調の定着は、企業収益の改善に寄与するのみならず、日本で作られた製品の価格競争力を回復させることを通じ、国内生産を継続、または拡大させる誘因ともなることを示しているといえる。既往の円安の進展が国内での生産活動に与えるプラスの効果は、今後次第に強まっていく可能性が大きい。

第5図：製造業の海外生産比率と予想円ドル相場



(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

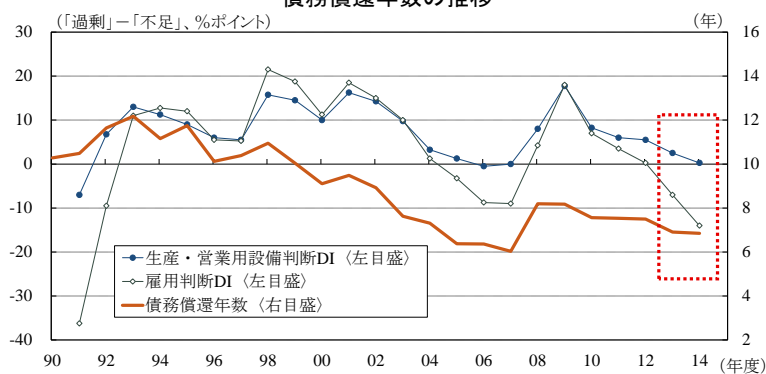
## (2) 生産能力の過剰解消・不足化と低水準の有利子負債

生産能力の過剰解消・不足化も進んでいる。日銀短観の『営業・生産用設備判断DI』（「過剰」－「不足」）で設備ストックの過不足をみると、2014年度はゼロとなっており、2007年度以来7年ぶりに“過剰解消”状態となった（第6図）。さらに雇用

については、2014年度の『雇用判断DI』（「過剰」－「不足」）は▲14%ポイントまで低下しており、バブル期の1991年度以来23年ぶりの水準まで不足感が強まっている。こうした中、バブル崩壊後の企業活動の大きな負担となってきた過剰債務は解消したとみられ、有利子負債は低水準を維持している。企業の『債務償還年数』（＝有利子負債÷キャッシュフロー）は、バブル崩壊直後の1993年度には12年程度まで長期化し、収益力対比で過剰な債務を負っていたとみられるが、その後は低下傾向で推移し、最近では概ね7年程度で安定している。

設備ストックや雇用の過剰解消・不足化や、有利子負債の過剰解消は、企業収益の増加が、次の生産能力の維持・増強へ繋がる前向きな循環が、構造的な調整圧力に遮られることなくスムーズに回り易い状態をもたらしていると考えられる。

第6図：生産・営業用設備判断DIと雇用判断DI、  
債務償還年数の推移



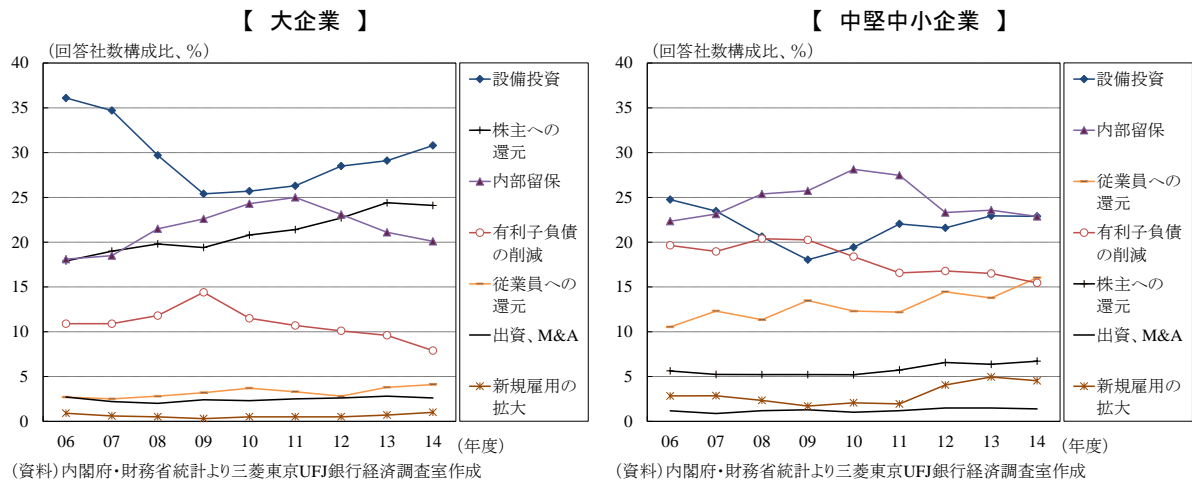
(注)『債務償還年数』は、有利子負債をキャッシュフローで除したもの。  
(資料)日本銀行、財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 企業マインドの積極化

企業は国内での事業基盤の維持・拡充に向けた“攻め”の姿勢を着実に強めてきている。内閣府・財務省『法人企業景気予測調査』で企業の利益配分のスタンスを確認すると、企業は利益の重点配分先を、『内部留保』や『有利子負債の削減』から、『設備投資』や『新規雇用の拡大』、『従業員への還元』などへとシフトさせようとしていることがわかる（第7図）。企業規模別にみると、大企業では『設備投資』へ、中堅中小企業では『新規雇用の拡大』や『従業員への還元』へ資金を振り向けようとする姿勢の強まりが目立つ。前述した収益環境の改善、生産能力の不足化や低水準の有利子負債に企業マインドの積極化が加わることで、実際の企業行動には前向きな変化が生じ易くなっていると考えられる。



第7図:各年度における企業の利益配分のスタンス  
(重要度1位の集計、全産業)



## 2. 顕在化する企業行動の前向きな変化

### (1) 拡大が加速する企業のバランスシート

ここからは、日本経済の成長力底上げに向けた企業行動の前向きな変化について具体的にみていきたい。

まず挙げられるのが、企業のバランスシート拡大ペースの加速である。企業の事業活動の結果はバランスシートに現れてくる。バランスシートの変化から、企業の資金調達及び運用の状況を読み取ると、まず調達面では、堅調な企業収益を背景に『株主資本』が増加ペースを速める中で、しばらく減少傾向にあった有利子負債による調達も増加に転じ、調達総額は大きく拡大している（第1表）。2014年度の調達総額は約94兆円に上り、リーマン・ショック以降では最大となった。他方、運用面をみると、国内外のM&Aや海外への投資などが含まれる『投資その他の資産』が概ね年間20兆円前後のペースで拡大を続ける中で、国内での設備投資である『有形固定資産』が足元で増勢に転じている。企業を全体としてみると、高水準のキャッシュフローに外部からの資金調達を加えることで、国内外のM&Aや海外への投資を継続しつつ、国内事業の維持・拡充のための実物投資も拡大し始めたと総括できる。

第1表: 企業のバランスシートの推移

【運用側】					【調達側】				
(変化額、兆円)					(変化額、兆円)				
	11/3末⇒ 12/3末	12/3末⇒ 13/3末	13/3末⇒ 14/3末	14/3末⇒ 15/3末		11/3末⇒ 12/3末	12/3末⇒ 13/3末	13/3末⇒ 14/3末	14/3末⇒ 15/3末
流動資産	+6	▲26	+17	+56	流動負債	+12	▲40	+10	+28
現金・預金	▲3	▲4	+4	+18	支払手形・買掛金	+12	▲16	+3	+7
受取手形・売掛金	+9	▲18	+7	+12	短期借入金	▲9	▲11	+4	+4
棚卸資産(在庫)	▲2	▲2	+1	+10	その他の流動負債	+9	▲13	+4	+17
有価証券	▲0	▲0	▲0	▲1	固定負債	▲12	▲4	▲9	+9
その他の流動資産	+1	▲3	+6	+17	社債	▲4	+0	▲0	+1
固定資産	▲19	+2	+9	+38	長期借入金	▲9	▲4	▲7	+7
有形固定資産	▲28	▲4	▲10	+18	その他の固定負債	+2	▲1	▲1	+2
無形固定資産	+1	+1	▲3	+1	純資産	▲14	+20	+24	+58
投資その他の資産	+8	+5	+21	+20	株主資本	▲17	+19	+21	+47
繰延資産	+0	+0	▲0	+0	その他の純資産	+3	+2	+2	+11
資産合計	▲13	▲24	+25	+94	負債・純資産合計	▲13	▲24	+25	+94

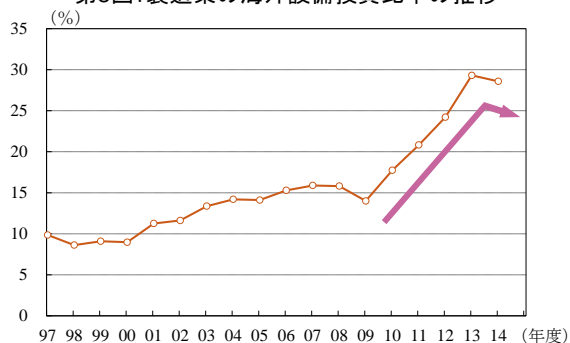
(注) 対象は、資本金1千万円以上の非金融法人企業。  
 (資料) 財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 国内の事業基盤を再整備する動き

製造業の国内外での設備投資の動向をみると、海外設備投資比率（海外現地法人設備投資額を、海外現地法人設備投資額と国内法人設備投資額の合計で除したものは、リーマン・ショック後に上昇基調が強まっていたが、2013年度にはピークを打ち足元では緩やかながらも低下に転じている（第8図）。海外での設備投資が増勢を維持する一方、国内での設備投資がそれを上回るペースで拡大することで、海外設備投資比率が低下する構図となっている。リーマン・ショック後の大幅な円高や高い法人税率などで相対的に劣っていた日本の事業環境は改善方向にあり、設備投資の拡大を通じて国内拠点を再整備する動きが顕在化してきていると考えられる。

また、一部ではあるが、電機関連や自動車関連の企業を中心に海外生産を国内へ移管する動きもみられる（第2表）。家電では、中国などで低いコストで生産した製品を日本へ輸出し、国内向けに販売するという商流がある。また、自動車では、“地産地消”の観点などから海外向けの製品については海外で生産するという考え方が主流となっている。こうした中、過度な円高の是正や円安基調の定着は、国内での生産品を輸出する取引の採算を改善、または海外での生産品を輸入する取引の採算を悪化させることを通じ、国内への生産回帰の動きをもたらしているといえる。

第8図：製造業の海外設備投資比率の推移



(注) 1. 『海外設備投資比率』は、海外現地法人設備投資額を、海外現地法人設備投資額と国内法人設備投資額の合計で除したものの。  
 2. 対象は、資本金1億円以上の製造業。  
 (資料) 財務省、経済産業省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：企業の国内生産回帰の動き  
 (「検討中」も含む)

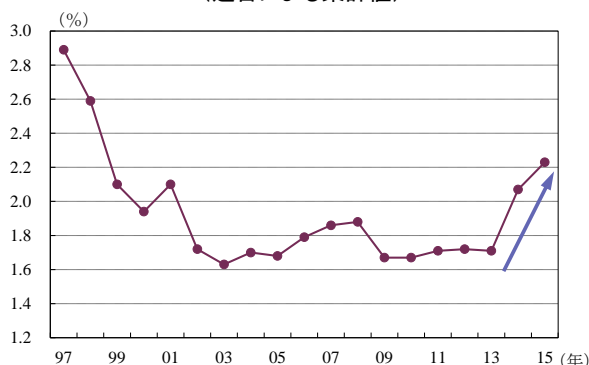
業種	企業名	生産移管品目	移管元
電機関連	シャープ	液晶テレビ、空気清浄機等	中国
	パナソニック	洗濯機、電子レンジ等	中国
	ダイキン工業	家庭用エアコン	中国
	キヤノン	複合機、プリンター等	—
	パイオニア	カーナビ	タイ
	クラリオン	カーナビ	中国
	JVCケンウッド	オーディオ機器	マレーシア
	FDK	アルカリ乾電池	インドネシア
	日本ケミコン	アルミ電解コンデンサー	マレーシア
自動車関連	ホンダ	小型乗用車、原付バイク	ベトナム、英国等
	日産自動車	スポーツ多目的車	米国
	住友理工	車用ゴム部品	中国、タイ
	ケーヒン	エンジン周辺部品	—

(資料) 各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 雇用拡大・賃金引き上げの活発化

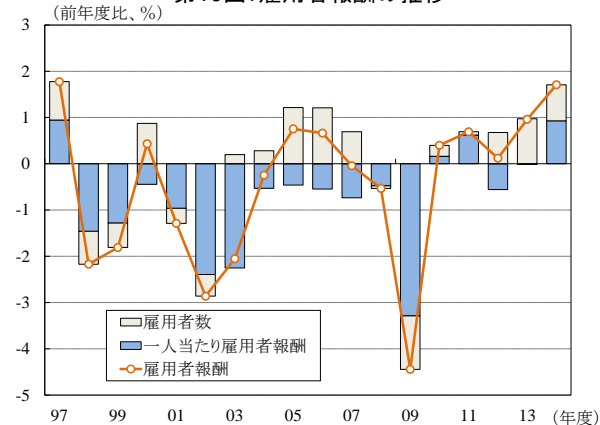
景気の緩やかな回復や人手不足などを受け、企業による雇用の拡大、賃金引き上げの動きも着実に強まっている。賃金のベースとなる所定内給与に大きな影響を及ぼす春闘での賃上げ率（ベアと定昇を含む）をみると、まず昨年の春闘では 2.07%に達し、2001 年以來の 13 年ぶりの 2% 越えを実現した。更に今年の春闘では、6 月 1 日時点の集計では 2.23%と昨年を上回っており、最終集計でも 1998 年以來 17 年ぶりの水準となる公算が大きい（第 9 図）。企業は、高水準の企業収益や人材確保の必要性の高まりなどを背景に、賃上げに前向きに取り組み始めているといえる。雇用面では、人手不足に直面している企業は、賃金の引き上げを含む処遇の改善などを通じ、これまで十分に活用されてこなかった女性や高齢者なども含め人材確保の動きを積極化している。賃金の上昇や雇用の拡大を背景に、2014 年度の雇用者報酬は前年度比+1.7%と、1997 年度以來 17 年ぶりの高い伸びを記録している（第 10 図）。こうした動きは、日本の成長力を労働投入面から押し上げるとともに、需要面でも個人消費の底上げを通じて日本の成長を支える要因となるだろう。

第9図：春闘で妥結した賃上げ率の推移  
 (連合による集計値)



(注) 『2015年』は6月1日時点の集計値。  
 (資料) 連合資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：雇用者報酬の推移



(資料) 内閣府、総務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

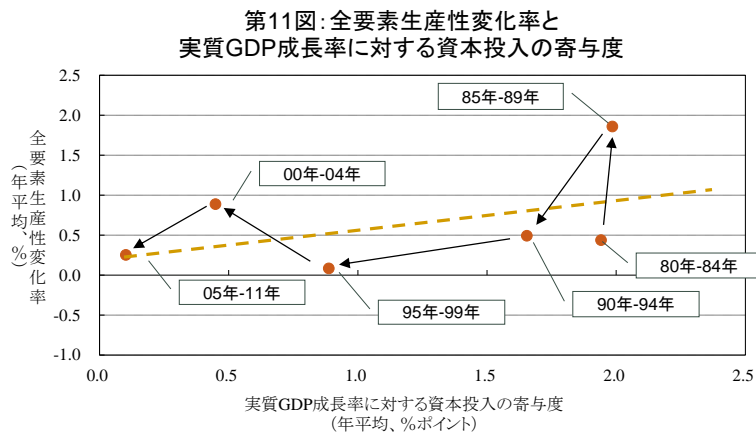


### 3. 設備投資の現状と持続的な拡大に向けた課題

#### (1) 連動しやすい設備投資と生産性

ここからは、企業の設備投資について少し詳しくみていきたい。設備投資は日本経済の成長力を決定づける重要な要素である。設備投資の拡大は、まず、設備ストックを増加させることで生産能力の引き上げに寄与する。加えて、設備投資の増減と生産性の変化率には緩やかな正の相関がある（第11図）。バブル崩壊以降の日本経済は、設備投資の伸び率鈍化と生産性の低迷が同時並行的に進んだ。設備投資の低迷は、設備ストック、生産性の両面から日本経済全体の成長力を弱める結果となり易いといえる。

日本経済は、総人口が減少し、また、それを上回るスピードで生産年齢人口が減少することが避けられないため、労働投入を増やし続けることで成長力を高める姿は描き難い。日本経済の成長力を底上げしていくには、設備投資の持続的な拡大とそれに伴う生産性の向上が不可欠だと考えられる。

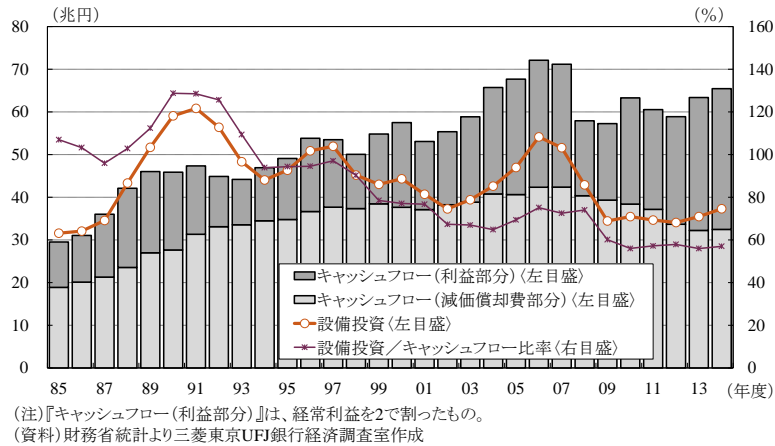


(注) 各期間の年平均値をプロット。  
(資料) 経済産業研究所資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

#### (2) 緩やかに持ち直す設備投資

設備投資は、2012年度をボトムに足元まで持ち直し方向にあり、そのペースも徐々に高まっている（第12図）。また、2013年度、2014年度の設備投資の水準は減価償却費を上回っており、このところの設備投資には維持・更新を目的としたものだけでなく一部では事業基盤の立て直しを目的としたものも含まれてきていることを示唆している。一方、設備投資／キャッシュフロー比率（＝設備投資÷キャッシュフロー）は2010年度に底入れはしたものの、その後も低水準の推移が続いており、設備投資の回復ペースにはまだ引き上げ余地があるといえる。設備投資の現状を評価すれば、持ち直しの動きはしっかりしてきているものの、本格的な増加軌道に乗るまでには至っていない状況、と判断されよう。

第12図：設備投資とキャッシュフローの推移



### (3) 設備投資の持続的な拡大に向けた課題

設備投資の持続的な拡大に向けた課題を探るため、設備投資に影響を与える主な要因を、バブル崩壊以降で比較的長く設備投資が拡大した時期の初年度である1995年度、2003年度と、足元の2014年度の3つの時期について比較した(ちなみに、1995年度を含む3年間の実質設備投資の平均増加率は4.6%、2003年度を含む5年間の実質設備投資の平均増加率も4.6%)。設備投資に影響を与える要因としては、『収益力の高さ』、『生産能力の不足』、『債務負担の軽さ』、『資金調達のし易さ』、『海外進出のスピード』、『少子高齢化の進展度合い』、『成長期待の強さ』の7つとした(第3表)。また、3つの時期について、各要因が設備投資に対して与えるプラスの影響が最も大きい、またはマイナスの影響が最も小さい時期に「◎」を、プラスの影響が最も小さい、またはマイナスの影響が最も大きい時期に「△」を、その中間に「○」を付した。「◎」が多いほど、設備投資が増加し易い環境にあると想定される。

第3表：設備投資を取り巻く環境整理

(『評点』は、各要因が設備投資に与えるプラスの影響が最も大きいまたはマイナスの影響が最も小さい時点を「◎」、プラスの影響が最も小さいまたはマイナスの影響が最も大きい時点を「△」、その中間を「○」とした)

設備投資に影響を与える要因	経済指標	1995年度	2003年度	2014年度
		評点	評点	評点
収益力の高さ	売上高経常利益率 (%、年度平均)	2.1 △	3.2 ○	5.0 ◎
	国内実物投資収益率 (%、年度平均)	4.0 △	4.8 ○	5.9 ◎
生産能力の不足	生産・営業用設備判断DI (「過剰」-「不足」、%ポイント、年度平均)	9 ○	10 △	0 ◎
	雇用人員判断DI (「過剰」-「不足」、%ポイント、年度平均)	12 △	10 ○	▲14 ◎
債務負担の軽さ	債務償還年数 (年、年度平均)	12 △	8 ○	7 ◎
資金調達のし易さ	金融機関の貸出態度判断DI (「緩い」-「厳しい」、%ポイント、年度平均)	19 ◎	▲1 △	17 ○
	新規貸出約定平均金利 (%、年度平均)	2.4 △	1.6 ○	0.9 ◎
海外進出のスピード	製造業の海外現地生産比率の変化幅 (「5年後の見通し」-「当該年度の実績見込み」、%ポイント)	3.4 ○	3.8 △	3.3 ◎
少子高齢化の進展度合い	生産年齢人口の変化率 (%、前年比)	0.3 ◎	▲0.4 ○	▲1.5 △
成長期待の強さ	我が国の実質経済成長率の見通し (%、今後5年間平均)	2.2 ◎	1.6 ○	1.4 △

(資料) 各種統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2014年度は、7つの要因のうち、『収益力の高さ』、『生産能力の不足』、『債務負担の軽さ』、『資金調達のし易さ』、『海外進出のスピード』の5つの要因は概ね「◎」となっており、こうした面では設備投資が持続的に拡大する環境は整っているといえる。一方、『少子高齢化の進展度合い』や『成長期待の強さ』は「△」となっている。少子高齢化の加速を背景とした国内需要の先行きに対する懸念は根強く、日本経済に対する企業の成長期待をしぼませ、設備投資の回復を抑制する要因になっている可能性がある。

設備投資の持続的な拡大は、企業の成長期待が高まるか否かが鍵を握っているといえそうだ。政府の側では、アベノミクスの第三の矢である『民間投資を喚起する成長戦略』を着実に推進することで企業の立地・競争環境をさらに整えると同時に、企業の側も、縮み志向から脱し、自らの収益拡大に向けた積極的な行動を一層強化していくことが求められる。これまでみてきた通り、企業行動には一時的、一過性ではない前向きな変化が現れており、企業の成長期待も一頃に比べると持ち直してきている。企業による前向きな投資の拡大が実際の経済成長率を高め、それが企業自身の成長期待の改善に繋がる“好循環”が実現する可能性は十分にある。

(H27.6.30 鶴田 零 rei\_tsuruta@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱東京UFJ銀行 経済調査室  
〒100-8388 東京都千代田区丸の内2-7-1

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。