

日本経済

Point of View～エコノミストの見方～

経済財政白書の示唆～長野県上場製造企業のキャッシュフローとの比較～

主任研究員 飯田 馨 Tel:026-224-0508 Mail:kaoru.iida@neri.or.jp

1. 経済財政白書の含意

■ 7/29 日、内閣府より「令和7年度年次経済財政報告―内外のリスクを乗り越え、賃上げを起点とした成長型経済の実現へ―」（以下、経済財政白書）が公表された。世界経済の動向とそれを踏まえた日本経済の現状と課題を抑える上で、非常に示唆に富む資料である。ただし、大部であるがゆえに、なかなか要点を把握するのに時間を要することから、本稿では経済財政白書第3章「変化するグローバル経済と我が国企業部門の課題」のポイントを振り返りつつ、地域経済、特に県内製造業への示唆について考察したい（なお、本稿内の図表は、特に断りがない限り、経済財政白書からの抜粋である）。

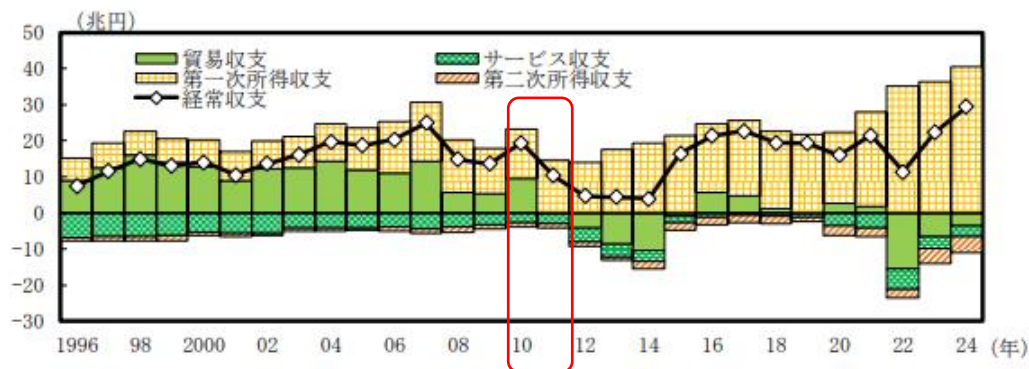
ただし、予め断っておくが、経済財政白書はマクロ的な視座からみた本邦経済の課題等を論じたもので、各企業としての戦略はそれぞれの最適解の下で成り立っていることが前提にある点は最優先されるべきである。こうした下で、今回の経済財政白書では、各社の企業行動を最適化した結果として、マクロ経済的にみると決して望ましい結果がもたらされなかった（いわゆる合成の誤謬）という点を改めて認識させられた。

■ まず、経済財政白書の第3章では、冒頭、本邦国際収支の長期的な変遷を論じており、図表1の通り、日本の経常収支はこれまでのところ安定してプラスを維持している。もっとも、内訳をみると、2011 年の東日本大震災における福島第一原発事故を境に、火力発電用の鉱物性燃料の輸入量増加などから貿易収支が赤字に転じやすくなった一方、海外への投資等の収益である第一次所得収支の黒字が経常収支黒字を支えていることが分かる。

（図表 1）経常収支の長期推移（赤枠は筆者によるもの）

第3-1-1 図 経常収支の長期推移

貿易収支が赤字に転じやすくなり、サービス収支も赤字が継続する中、第一次所得収支の黒字は拡大



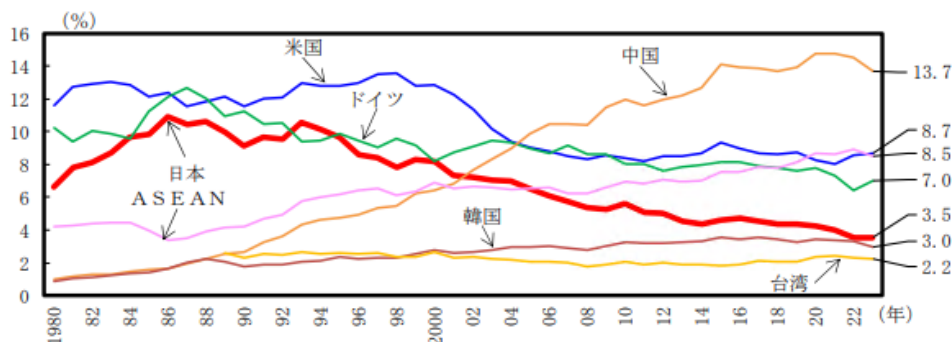
（備考）財務省・日本銀行「国際収支統計」により作成。2014年以降はIMF国際収支マニュアル第6版準拠ベース、2013年以前は第6版組み換え計数を利用。

■ この間、図表2で世界の財輸出に占める各国シェアをみると、日本の存在感が著しく低下しており、ドイツや米国といった他の先進国と比較しても低下は著しい。この点、経済財政白書では、品目ごとに各国の競争力を比較しており、電気機械（最終財）の競争力低下や、その他の財についても中国の台頭に合わせて日本の競争力低下が指摘されている。なお、サービス輸出でも、金融・保険や通信・コンピュータ・情報サービス、その他業務サービス（専門・経営コンサルティングを含む）で比較劣位の状態が続いており、いわゆるデジタル赤字の拡大に警鐘を鳴らしている。

(図表 2)世界の財輸出全体に占める各国のシェア

第3-1-6図 世界の財輸出全体に占める各国のシェア

世界の財輸出に占める日本のシェアは、米国・ドイツと比較しても長期的に低下傾向



(備考) 経済産業研究所「RIETI TID 2023」により作成。ASEANはミャンマーを除く9か国の合計。

2. 海外直接投資の拡大は日本に還流されているのか

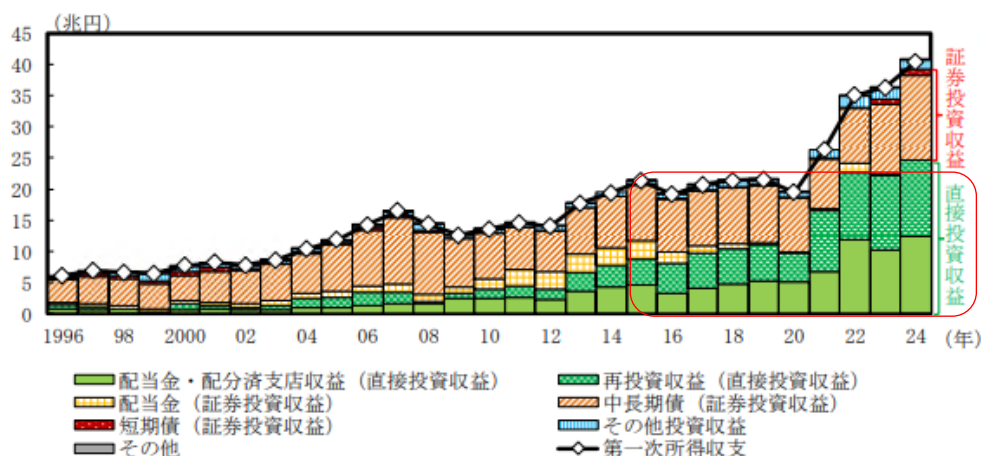
■ こうした中、第一次所得収支の増加は国内投資の増加等の形で還流しているのかをみるため、その内訳を示したのが図表3である。以前は外国債券からの利子所得など証券投資収益が大半を占めていたが、2010年代中盤頃から直接投資収益が増加し続け、足もとでは第一次所得収支黒字の半分以上を直接投資収益が占めている。直接投資収益の増加について、内閣府は「海外における日本企業の生産拠点・事業拠点の拡大や海外での開発事業の増加により、海外市場で日本企業が得た収益が、直接投資収益として計上されるようになってきている一方で、拡大しつつあるものの、海外企業による日本への対内直接投資は依然として限定的であり、海外への直接投資収益支払の伸びが小さいこと」(原文ママ)を背景として指摘している。

また、直接投資収益の半分程度が再投資収益(海外現地法人等の留保利益)であり、海外事業の拡大に充てられているため、「直接的に国内に還流されているものではない」として、「規制改革を始めとする事業環境の改善などを通じて国内市場の魅力を高め、日本企業の資金が、より国内投資に回るような環境作りが重要」(同)と提言している。これは、製造業のウェイトが相対的に高い地域経済においても、重要な指摘として認識しておく必要があるだろう。

(図表 3)第一次所得収支の長期推移(赤枠は筆者によるもの)

第3-1-16図 第一次所得収支の長期推移

第一次所得収支の黒字は拡大しているものの、再投資収益など、海外で留保されている部分も増加



(備考) 財務省・日本銀行「国際収支統計」により作成。2014年以降はIMF国際収支マニュアル第6版準拠ベース、2013年以前は第6版組み換え計数を利用。

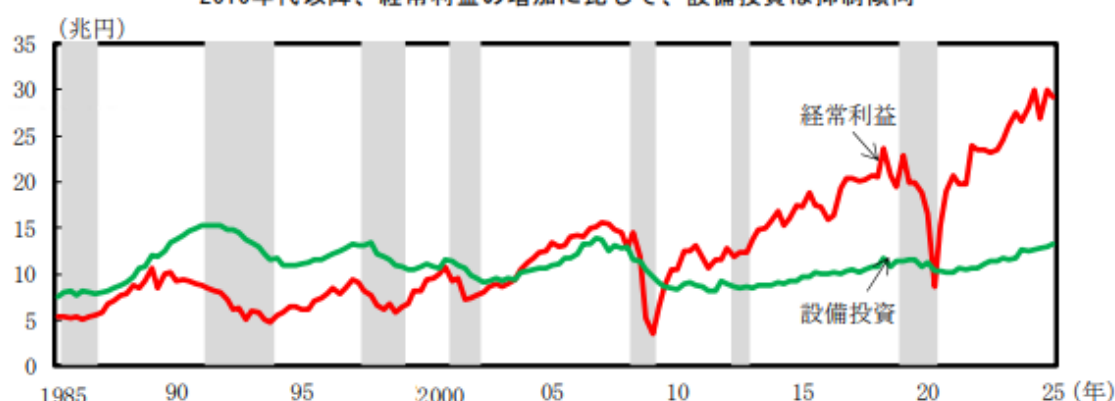
3. 生産性および賃金の両面で改善効果があるのは輸出

■ 第2節「我が国の企業行動における長期的な変化と課題」では、過去 30 年以上の企業行動を振り返りながら、大企業を中心にグローバル化の利益を最大限享受するために進めてきた生産拠点の移転など海外展開について、国内の生産性や賃金の向上に資するものであったのかを検証している。図表4は、法人企業統計をベースに設備投資と経常利益の動向を比較したものだが、10 年代以降は、経常利益が設備投資を大幅に上回る状態が続いており、両者の乖離幅も拡大傾向にある。この点、内閣府によれば、経常利益の増加は主に①コストカット（人件費抑制、過剰債務の解消等による支払利息等の減少ほか）と②海外展開による海外子会社からの配当金受取等が増加していることが背景にあると分析している。

（図表 4）経常利益と設備投資の動向

第 3-2-1 図 経常利益と設備投資の動向

2010年代以降、経常利益の増加に比して、設備投資は抑制傾向



（備考） 1. 財務省「四半期別法人企業統計調査」、内閣府「景気基準日付」により作成。シャドー部分は景気の山から谷までの期間を示す。
2. 経常利益、設備投資ともに季節調整値。設備投資はソフトウェアを含まない。

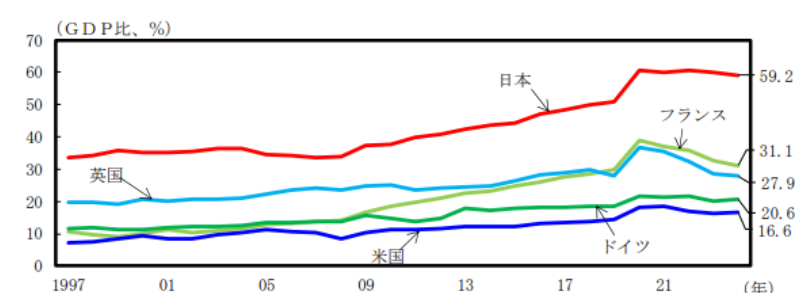
■ では、この間に増加した利益はどこに向かっているのか、という点を確認すると、バランスシート上では自己資本の増強という形で表れており、資産側からみると、投資有価証券の増加として計上されている。内閣府は、投資有価証券のうち9割が株式であることを踏まえ、「投資有価証券の拡大は、主に国内企業による海外子会社の設立や海外企業のM&Aが拡大してきたことによると考えられる。

また、現金・預金についても、2000 年代半ば以降、緩やかなペースにて着実に増加基調で推移してきている」（原文ママ）としている。結局のところ、海外展開により利益が増加しても、国内投資は伸び悩む一方で、海外投資と現預金が増加するトレンドが続いたということになる。因みに、現預金保有残高の GDP 比でもみても、日本の非金融法人企業は突出して高いことが分かり、余剰資金は行き場を失っている（図表5）。

■ さらに、経済財政白書では、海外事業活動基本調査を基に、①輸出開始企業と②海外投融資開始企業に分けて、それぞれ生産性の向上や国内雇用者の賃金増加に寄与しているか、という興味深い分析を行って

（図表 5）非金融法人企業の現預金残高（国際比較）

（4）非金融法人企業の現預金資産残高（国際比較）



（備考） 1. 財務省「年次別法人企業統計調査」、内閣府「国民経済計算」、日本銀行「資金循環統計」、OECD Data Explorerにより作成。
2. （1）の「その他」は、流動資産のうち売買目的有価証券及び「その他流動資産」、固定資産のうち「その他投資」、「繰延資産」の合計。（2）、（3）について、大企業は資本金1億円以上、中小企業は2002年度までは資本金1千万円以上1億円未満、2003年度以降は1億円未満。
3. （4）について、民間・公的を含む非金融法人企業の現金・預金残高のGDP比（暦年末）。

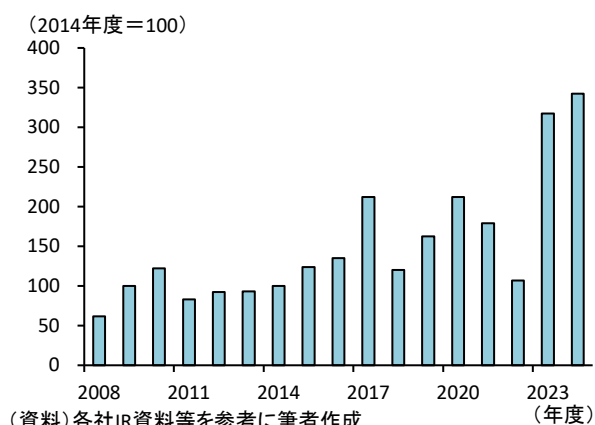
いる。この分析の結論を先取りすると、輸出開始は生産性・賃金向上に効果はある一方、海外投融資開始による生産性・賃金引上げ効果は必ずしも明確ではないというものであった。このため、国内投資の期待収益を改善するために、行政は規制改革による事業環境の改善などを通じて、企業の資金がより国内投資に回り、国内賃金の引き上げにつながるような環境づくりが重要と指摘している。

4. 全国と同様の傾向が窺われる県内上場製造企業のキャッシュフロー

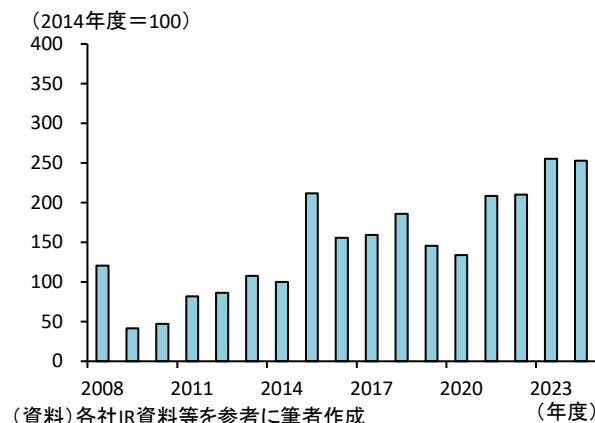
■ ここまで、経済財政白書を基に本邦企業の動向などについて振り返ってきたが、以下では長野県内の製造業の動向をみるため、県内の上場製造企業 16 社¹（以下、県内製造業）のキャッシュフロー（2014 年度＝100）を確認していく。なお、集計に当たり企業規模の影響を除くため中央値を採用している点に留意されたい。

まず、図表 6 で企業の稼ぐ力を示す営業キャッシュフローをみると、14 年度を境に、振れを伴いつつも県内製造業は着実にキャッシュ創出力を高めており、直近 24 年度は 14 年度比約 3.5 倍まで増加している。一方、図表 7 で設備投資額の推移をみると、このところ増加しているものの、営業キャッシュフローの伸びと比較するとやや見劣り感は否めない。

（図表 6）営業キャッシュフロー



（図表 7）設備投資額

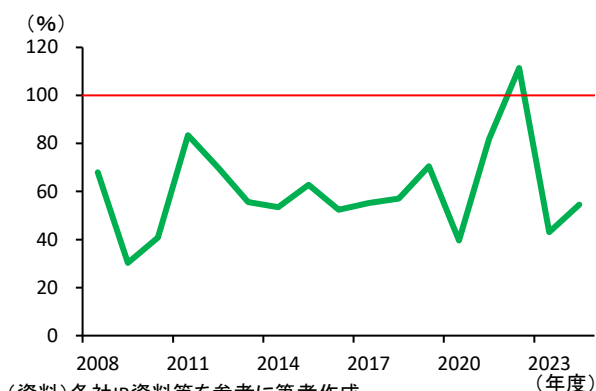


■ こうした下で、図表 8 では、営業キャッシュフローと設備投資額のバランスをみた設備投資額対営業キャッシュフロー比率（※集計値の中央値ではなく、各社の同比率の中央値）を確認すると、設備投資額は一貫して営業キャッシュフローの範囲内に止まっており、水準自体も概ね 50%程度で推移している。過去と比較しても、県内製造業の設備投資スタンスはあまり前掲化している様子は窺われない。この点は、経済財政白書が指摘する全国の動きとほぼ同じと言って良いだろう。

この結果、現金同等物も 2012 年度をボトムに一貫して増加基調が続いており、県内製造業の手許資金はこの 10 年間で右肩上がりに増加している（図表 9）。財務基盤は着実に安定したものの、投資が伸び悩んでいる状態にあり、この点も経済財政白書の指摘通り、全国と同様の動きが続いている。これが意味することとしては、これまでの国内の経済環境を所与とすれば、県内製造業は県外企業と同様に、個社の経営判断として最適な選択を行った結果と評価できる。このため、こうした帰結そのものを問題視することは適切ではなく、その原因と背景に目を向けるべきであろう。

¹ 信濃毎日新聞経済面記載の県内に本社等が所在する東証プライム・スタンダード上場企業 16 社（ホクト、キッセイ薬品工業、日精エー・エス・ビー機械、日精樹脂工業、竹内製作所、ミネベアミツミ、ミマキエンジニアリング、セイコーエプソン、鈴木、HIOKI、KOA、長野計器、旭松食品、エムケー精工、サンコー、タカノく（株）は省略）。なお、各社で決算期末月が異なるため、便宜的に直近で揃っている通期決算年度を 24 年度と定義している。

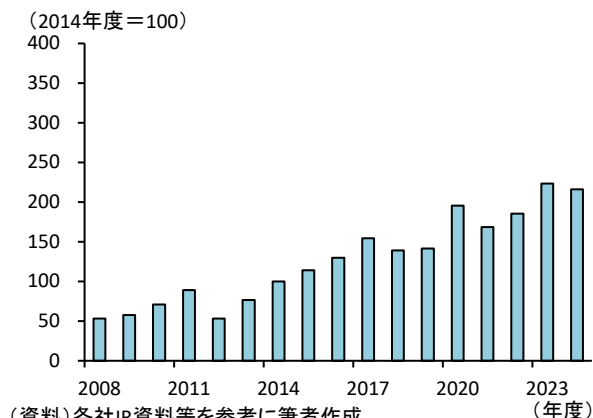
(図表 8) 設備投資額対営業キャッシュフロー比率



(資料) 各社IR資料等を参考に筆者作成

(注) 営業CFマイナスの企業はその年の集計から除外

(図表 9) 現金同等物



(資料) 各社IR資料等を参考に筆者作成

- 以上を踏まえると、県内でも、こうした状況を認識した上で、成長戦略の見直しが求められる。例えば、経済財政白書では、中小企業の設備投資の活性化が労働生産性の向上および賃金の上昇につながるほか、中小企業であっても労働生産性が高い企業であれば、大中堅企業に匹敵する賃金水準となっていると分析している。そして、その中小企業の設備投資の決定要因としては、現預金の保有は設備投資の積極化につながらない一方で、優遇税制(中小企業投資促進税制または中小企業経営強化税制)の利用が設備投資を有意に押し上げる効果があると指摘している。すなわち、適切な施策を講じることで、企業の潜在的な成長力を引き出す余地は大きく、そうした動きを支える成長戦略の再構築が重要となる。この点、地域においては、地域未来投資促進法などの税制優遇措置の認知度向上や活用支援の体制整備が求められ、行政・金融機関・支援機関が連携して、設備投資を促す環境づくりを進めることが重要である。
- 今後、人口減少が続く地域経済においては、深刻化する人手不足への対応が喫緊の課題となる。かつて「失われた 30 年」と呼ばれた経済停滞期には、国内経済は慢性的な需要不足、すなわち過剰な生産能力に悩まされていたが、現在はむしろ供給力の制約が成長のボトルネックとなりつつある。こうした構造変化を踏まえると、今後は従来以上に、設備投資の促進や労働市場の機能強化といったサプライサイドへのアプローチが重要となる。特に、地域においては、限られた人材資源を最大限に活用するための生産性向上策や、企業の投資意欲を引き出す制度設計が求められるだろう。
- 最後に、本稿では、経済財政白書の内容を筆者の視点から意識・要約した部分も多く含まれており、内閣府の原文の趣旨を十分に反映しきれていない可能性がある。そのため、より理解を深めたい方には、経済財政白書の原文に直接触れていただくことをお勧めしたい。

以 上

【Disclaimer】

本資料は、情報提供を目的として作成したもので、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく書類ではありません。当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当研究所は責任を負いません。当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。当資料は執筆者が信ずるに足ると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。当資料の内容に関する一切の権利は当研究所にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。本資料で示された意見は執筆者に属し、必ずしも当研究所およびグループ会社の見解を示すものではありません。