

日本経済

Point of View~エコノミストの見方~

経済の体温は上昇するも、成長に確信が持てない日本の未来図

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

1. 名目が動くのに、実質が動かない

■ 賃金と物価が相互に参照しながら上昇し、それに合わせて金利も緩やかに上がる。日本経済は、長きにわたって続いたデフレおよび低インフレ時代の凍り付いた価格メカニズムがようやく動き出し、新たなフェーズに入った。ところが企業が抱く日本経済の見通しは、相変わらず冴えない。内閣府が2月末に公表した「企業行動に関するアンケート調査」(令和7年度)では、大手の上場企業(東証プライム・スタンダード、名証プレミア・メイン市場に上場する約3,400社が対象)が見込む日本の実質成長率が「今後3年間」、「今後5年間」ともに+1.0%を下回った(図表1)。もちろん、足元の潜在成長率が0.5%前後にあることを踏まえれば決して低い成長率ではないが、今後5年間の見通しが足元の成長率(25 暦年の実質成長率 1.1%)を上回っていない点に日本経済の大きな課題が横たわる。

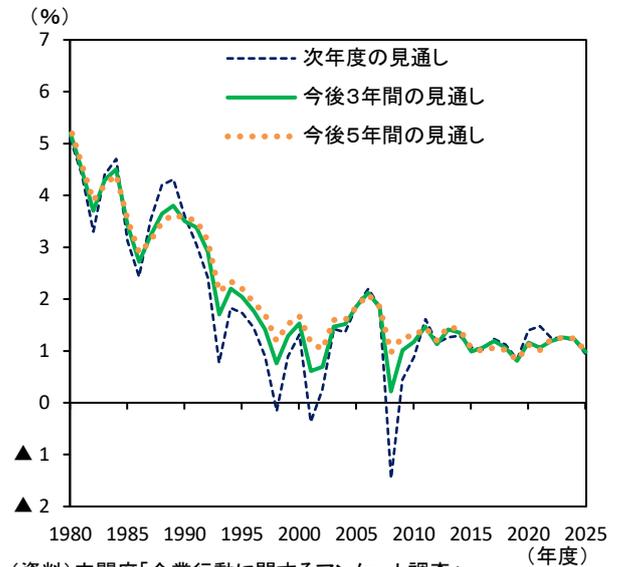
他方で、図表2(データ制約により 03 年度以降)に示す名目 GDP 成長率の見通しは、今後3年間+2.9%、今後5年間+2.8%と、実質成長率を大きく上回っており、名実の差はさらに拡大する見通しとなっている。つまり企業は、物価上昇(名目の伸び)は織り込む一方で、実質を押し上げる力(生産性や付加価値の伸び)については確信が持てていないことを裏付けている。「名目は増えるのに、実質が伸び悩む」——前回の拙コラムでも指摘したこのズレこそが、今の日本経済の“ちぐはぐさ”を端的に表していると言えるのではないか。

2. 確信が持てなければ設備投資も伸び悩む

■ では、なぜ企業は、物価上昇を織り込みながらも、実質の上積みには確信を持てないのか。単に“需要が弱いから”という説明は分かりやすいが、それだけでは不十分だろう。むしろ、名目値が動く世界に入ったからこそ、企業にとって「実質を押し上げるための投資」の難易度が上がっている可能性はないだろうか。インフレは売上や利益など名目指標を膨らませる一方で、コストも同じように動くため、利益の着地点が見通しにくくなりがちだ。

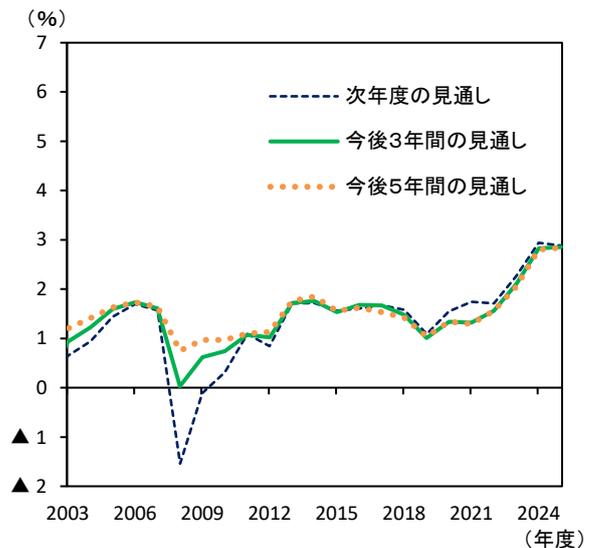
■ 実際、当該調査における今後3年間の設備投資の増減率を図表3で確認すると、全産業で+6.32%と前年度(+6.26)からほぼ横ばいであった。高水準横ばいと評価することも可能だが、この間に投資コストは増加

(図表 1) 実質 GDP 成長率の見通し



(資料)内閣府「企業行動に関するアンケート調査」
(注)全産業ベース

(図表 2) 名目 GDP 成長率の見通し



(資料)内閣府「企業行動に関するアンケート調査」
(注)全産業ベース

しているため、実質ベースではむしろ足踏み状態に入ったとも言える。というのも、昨年実施した分析と同様¹、名目成長率見通しから実質成長率見通しの差分を「企業が抱くデフレータの見通し」と仮定し、名目の設備投資見通しからデフレータ見通しを控除した実質設備投資（試算値）を作成してみた。すると、足元では前年度に比べむしろ伸びが減速しており、企業の設備投資意欲が前傾化した様子はいかががわからない。

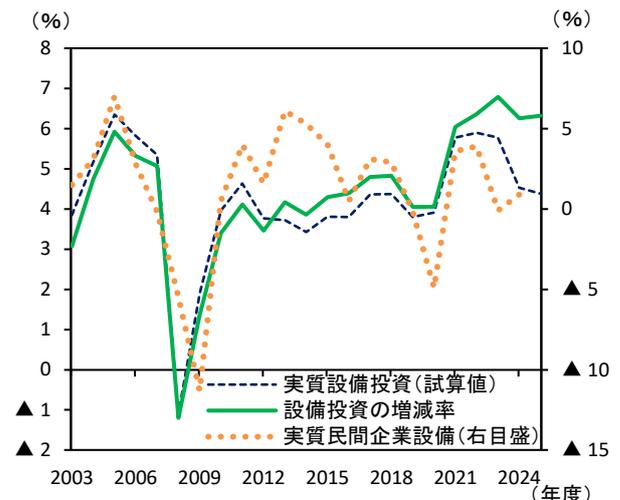
■ そもそも投資は、（平たく言えば）手元資金と時間を使って、将来の稼ぐ力を買う行為である。投資である以上、そこには「対価」が必要だ。借入で賄えば利払いという形で、自己資金でも「本来なら他に回せば済む価値」を捨てる形で、その対価が発生する。金利が上がる世界では、当然ながらこの対価の金額が大きくなるため、実質的な成長率の見通しが低い日本においては投資回収に対する確信が持ちにくいと考えるのが自然だ。特に、インフレ局面では、売上や利益が膨らみやすい半面、原材料費・人件費・物流費といったコストも同じ速度、あるいはそれ以上の勢いで動く。ここでの問題は、デフレ期のような「儲けが出にくい」ことではなく、コストの変動により儲けの振れ幅が大きくなり、着地点が読みにくいことにある。とりわけ厄介なのは価格転嫁のタイムラグで、売価は契約・商習慣・競争環境に応じて緩やかにしか動かない一方、コストは為替や資源価格、賃金で一気に跳ねる。結果として、（特に利益の厚みが薄い中小企業ほど）売上が増えたとしても利益率は短期間で上下に変動しやすくなる。

■ こうなると、投資判断の焦点は「やるか／やらないか」ではなく、「どの程度の確度で回収できるか」に移るだろう。例えば、省力化投資の場合、設備を入れただけでは当然ながら投資回収はできない。稼働率の変化や人件費の削減効果など、“投資のメリットをどう評価するのか”という事前のゴール設定が重要になる。しかしながら、建設関連の人手不足や建築コストが上昇する下では、工期遅延や想定外の追加費用が生じやすく、「ビューが外れた時の痛み」も大きいと考えられる。このため、企業は順調にいった場合のシナリオだけでなく、投資対効果が下振れした場合でもロスが大きくならないようなシナリオを別途設定することになるため、保守的な投資計画になりやすいのではないかと。

3. 国内回帰の動きは静かなまま

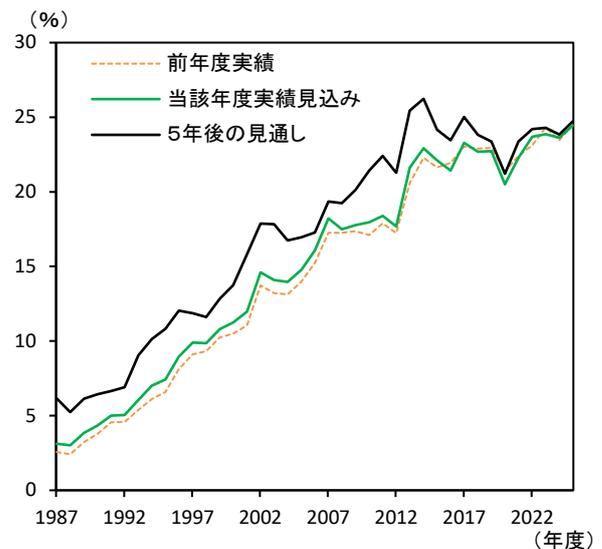
■ こうした企業の慎重さは、国内外の生産配置にもじむ。当該調査の製造業における海外現地生産比率は、24年度実績 24.5%、25年度見込み 24.5%、そして5年後の見通し 24.7%とほぼ横ばいである（図表4）。為替が歴史的な水準まで円安に進んでも、今のところ国内回帰が進む構図にはなっていないのが実情

（図表3）設備投資の見通し



(資料)内閣府「企業行動に関するアンケート調査」、「国民経済計算年次推計」
(注)全産業ベース

（図表4）海外現地生産比率の見通し



(資料)内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

¹ 25年3月21日付コラム「日本経済：設備投資の伸び悩みの背景を考える～コストの上振れが阻害要因に？」参照

だ。この点、同調査では、海外に生産拠点を置く理由として、「現地・進出先近隣国の需要が旺盛又は今後の拡大が見込まれる」が最上位に挙げられている。需要地で製造するのは合理的な判断であり、供給網の分散や顧客対応の観点からも説明がつく(また、今回調査ではトランプ関税の影響も考えられる)。

もっとも、日本は外需依存度が低いとはいえ、特に地方ではインバウンドを含む外需の後押しがあつてようやく設備投資に動意がみられるため、外需(=輸出)を積極的に取り込むことやイノベーションにより新たな需要を創出できない限り、サプライサイドを鍛えるような投資の増加は期待しにくい面もある。この点、これまで拡大見通しだった海外現地生産の動きについて、少なくともここ数年は歯止めがかかっている点は前向きに評価したい。

4. 最後に

■ では、こうした大手企業の見通しを踏まえて、地域の中小企業は今後何を注視していく必要があるのか。答えはシンプルで、大手企業からの大幅な受注増加が見込めない下では、「希少な経営資源を、希少な工程(=他社にはできない技術)や高付加価値労働に振り向ける」ことではないだろうか。人手不足が恒常化するほど、労働集約的な作業はコストの増加の影響を受けやすい。このため、単純作業は極力、機械やAIに任せ、マンパワーは設計・品質・保全・顧客対応など付加価値の高い領域へ寄せるようなDX化の経営が必須になる。

この点、経済産業省の「2025年版ものづくり白書」では、製造業の競争力強化に向けたDXについて、「ビジネス環境が目まぐるしいスピードで変化する中でも稼ぐ力を向上し続けるためには、データや業務のデジタル化・効率化にとどまらず、製品・サービスの創出や高付加価値化、ビジネスモデルの変革等、より高度かつ広範な領域で成果を創出していくことが有効である。そのためには、実務や改善に直接関わる現場の力に加えて、経営層のコミットメント・バックアップも重要と考えられる」(原文ママ、第4章第2節)と指摘している。こうした指摘は、中小製造業が集積する長野県においては、特に重要な示唆ではないだろうか。

■ また、もう一つ重要な論点として「プライシングの問題」が挙げられる。コストの増加分を価格に転嫁することはゴールではない。自社の競争力を高める不断の努力(=生産性向上やイノベーション)は必要だが、それと同時に大手企業が高い名目成長率を見込んでいる事実(図表2)を逆手にとって、地域の中小企業は価格交渉や納期、ロット、在庫負担などの様々な取引条件の改善を求め、付加価値の分配比率を高めていく必要がある。

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、当研究所は一切責任を負いません。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す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。