

日本の設備投資が堅調な理由とその背景

－ 景況感と資金繰りの良好さ、人手不足感が非製造業を後押し －

信金中央金庫 地域・中小企業研究所上席主任研究員

鹿庭 雄介

要 旨

トランプ関税による逆風が吹く中でも、設備投資は堅調さを維持している。その背景を日銀短観から探ると、足元の設備投資が非製造業によって支えられていることが分かる。

コロナショック以降、景況感、資金繰りともに非製造業の方が良く、これに人手不足感の強さが重なり、設備投資への動意が強まっている。さらに非製造業の中でも中小企業における設備投資の伸び率が高く、不動産、卸売、運輸・郵便、対事業所サービスの4業種がけん引役となっている。

もっとも、これら設備投資の堅調な業種でも景況感、資金繰り、人手不足感の状況には違いがあり、必ずしもすべての要素が設備投資の押上げ要因として強く作用しているわけではない。先行き景況感や資金繰りに変化が生じることによって、設備投資の堅調さに陰りが出てくる可能性もあろう。

1. 逆風下でも堅調な設備投資

日本の設備投資が堅調に推移している。トランプ関税の影響などから、足元25年7～9月期のGDP成長率が前期比年率1.8%減と減少に転じる中でも、設備投資は同4.2%増と4四半期連続で2%を超える高い伸びを記録している（図表1）。こうした設備投資の堅調さは日本銀行「短観」の設備投資計画からも確認することができ、ここ数年、前年比伸び率は高い水準での着地が続いている（図表2）。通常、各年度の設備投資計画は、初回の3月調査から9月調査頃までは計画未定の案件確定や、前年度案件のずれ込み等によって上方修正された後、12月調査頃から翌6月調査（実績）にかけて工事の遅れや案件の繰延べ等による翌年度への先送りによって下方修正される傾向にある。ただ、直近23年度と24年度はこの「最後に下振れる統計の

図表1 実質GDP成長率（需要項目別）

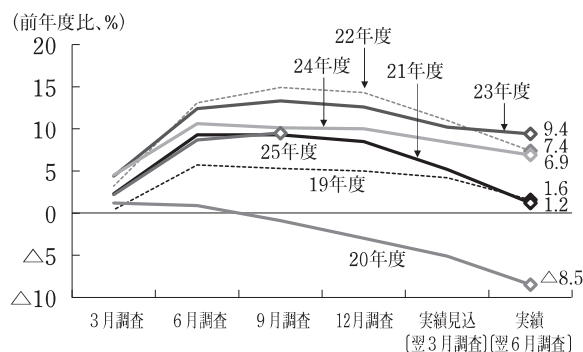
（前期比年率％、季調済）

	2024年			2025年		
	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月
実質GDP（100.0）	1.7	1.8	2.9	0.9	2.3	△1.8
個人消費（53.6）	3.0	3.1	0.1	1.0	1.5	0.6
住宅投資（3.3）	6.2	3.4	△0.3	5.4	1.3	△32.5
設備投資（16.5）	5.7	0.0	2.4	3.5	3.3	4.2
在庫投資	（△0.6）	（1.5）	（△1.5）	（2.5）	（0.0）	（△1.0）
政府消費（21.5）	3.9	△0.2	1.2	△1.7	0.5	2.1
公共投資（4.7）	10.9	△1.5	△2.6	2.2	△0.4	0.5
輸 出（20.3）	2.8	8.4	8.2	△1.6	9.6	△4.5
輸 入（19.9）	11.5	14.1	△8.4	10.4	5.1	△0.4

（備考） 1. シャドーは伸び率がマイナスの部分。ただし輸入はプラスの部分。在庫投資は寄与度
2. 〈 〉 内の数値は24年の実質GDPに対するシェア
3. 内閣府「四半期別GDP速報」より作成

図表2 設備投資の計画と実績

（全規模・全産業）



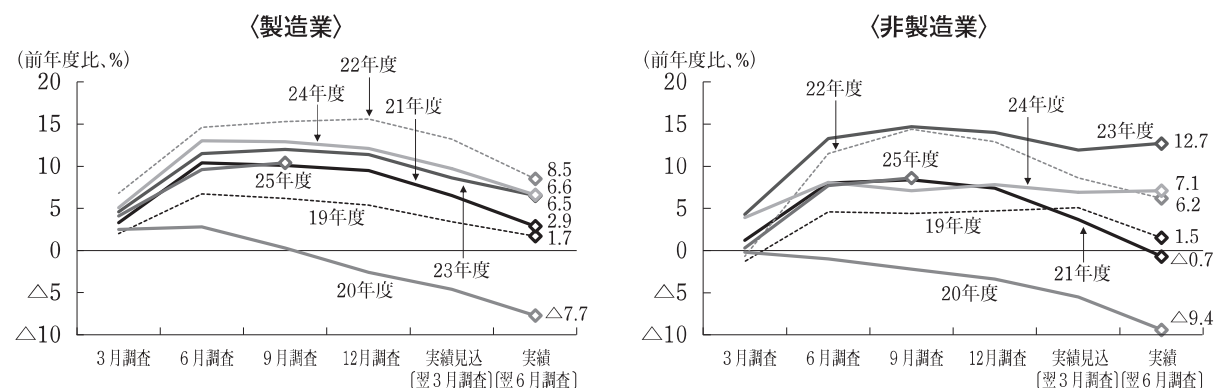
（備考） 1. ソフトウェア・研究開発を含む設備投資額（除く土地投資額）
2. 日本銀行「短観（25年9月調査）」より作成

クセ」が過去と比べて小さく、結果として高い伸び率のまま着地している^{（注1）}。そして、続く25年度も9月調査時点まで堅調に推移しており、24年度並みの高い実績が期待できる状況にある。本稿では、こうした設備投資の堅調さの背景について日本銀行「短観」を掘り下げることで紐解いていきたい。

2. 非製造業の設備投資を後押しする景況感と資金繰り、人手不足感

まず、設備投資の計画と実績を製造業・非製造業に分けて確認したのが図表3である。これをみると、製造業では「最後に下振れる統計のクセ」が足元においても観察できるのに対し、非製造業では直近23年度・24年度にこうした動きがほとんど見られない。非製造業では設備

図表3 設備投資の計画と実績（全規模）



（備考） 1. ソフトウェア・研究開発を含む設備投資額（除く土地投資額）
2. 日本銀行「短観（25年9月調査）」より作成

（注）1. 2020年度はコロナショックの影響を受けて、予定された設備投資を先送りする動きが強まったため、設備投資計画の推移も通常の修正パターンとは大きく異なる形となっている。

投資が翌年度へ持ち越されず、これが設備投資全体を押し上げる要因になっていると言えよう。

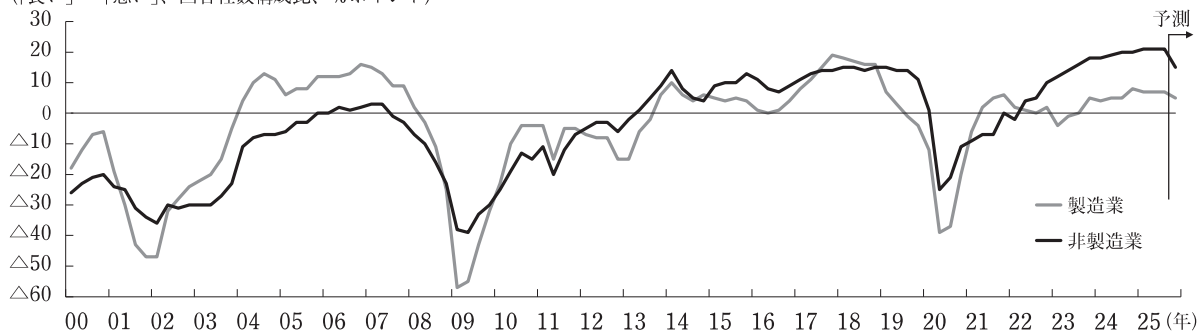
非製造業の設備投資が相対的に堅調な理由を考えると、第一に景況感の違いが挙げられる。日銀短観の業況判断DIをみると、コロナショック以前は製造業が非製造業を上回る期間が長かったのに対して、コロナショック以降はその関係が逆転していることに気が付く（図表4）。コロナ禍の外出自粛等によって抑え込まれていた消費が「リベンジ消費」として非製造業の景況感を押し上げてきたとみられる。他方、コロナショック以降のインフレ進行を受けて日銀は利上げへと舵を切っており、貸出金利にも上昇圧力が生じている。製造業は工場建設など大規模な設備投資に必要な資金を借入に依存している業種も多く、金利動向に敏感になっている可能性がある。また、自動車などの耐久消費財の購入時にローンを利用する消費者も多いことから、金利上昇が購入意欲の抑制要因となり、製造業の景況感改善を妨げている点も指摘できよう。

さらに足元では、トランプ関税の発動によって不確実性も高まっている。製造業は輸出比率が高く、グローバルな不確実性の高まりによる影響を受けやすい。実際、第一次トランプ政権下の19年にも米中貿易摩擦の激化を受けて、製造業の業況判断DIは大きく低下している。そして、25年から始まった第二次トランプ政権下では、米中貿易摩擦のさらなる激化に加え、日米間でも厳しい関税交渉が行われたことで製造業のマインドを下押す力が強まったと考えられる。非製造業も金利上昇や不確実性の高まりとは無関係でないものの、製造業と比べると影響は小さいとみられ、このことが足元における両者の景況感の違いとして表れている面が多分にあるだろう。

景況感に加え、資金繰りを巡る環境の違いも設備投資に影響を及ぼしていると考えられる。日銀短観の資金繰り判断DIは、景況感と同様にコロナショック以降は非製造業が製造業を上回る状況となっている（図表5）。製造業が原材料費の上昇などに苦しむ半面、非製造業では賃上げによるコスト増加分を販売価格に上乗せする動きが進んでおり、これにリベンジ消費に

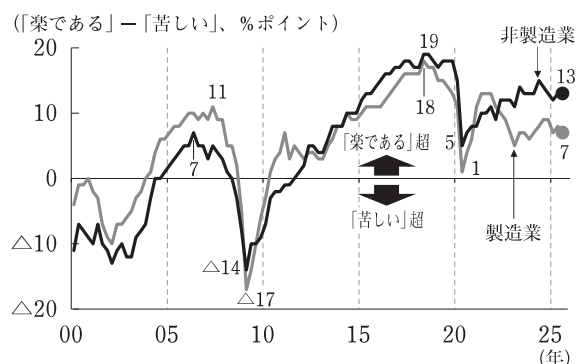
図表4 業況判断DI（全規模）

（「良い」－「悪い」、回答社数構成比、%ポイント）



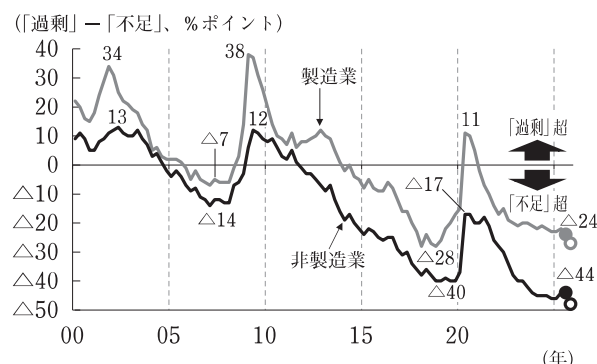
（備考）日本銀行「短観（25年9月調査）」より作成

図表5 資金繰り判断DI（全規模）



(備考) 1. ●は直近値
2. 日本銀行「短観（25年9月調査）」より作成

図表6 雇用人員判断DI（全規模）



(備考) 1. ●は直近値、○は予測
2. 日本銀行「短観（25年9月調査）」より作成

より売上高の増加も相まって、資金繰りの改善がより進んだとみられる^(注2)。

もっとも、景況感や資金繰りが思わしくない状況にあったとしても、企業が設備投資を積極的に行うインセンティブはある。その一つが人手不足への対応であろう。日銀短観の雇用人員判断DIをみると、直近25年9月調査では製造業・非製造業いずれもマイナス圏にあり、人手不足感の強い状況にあることに変わりはない（図表6）。ただ、非製造業（△44）の方が製造業（△24）よりもマイナス幅は大きく、労働集約型の産業を多数含んでいることが人手不足感をより強めているとみられる。こうした中、人手不足を補う一手段として非製造業ではDX投資や省力化投資という形で設備投資が積極的に行われているとみられる^(注3)。

3. 業種別にみた非製造業の設備投資とその背景

2. でみたとおり、足元では非製造業が設備投資のけん引役となっている。その背景には景況感や資金繰りの良さに加え、人手不足感の強まりがあると考えられる。ここでは、高い伸び率となっている非製造業の23年度・24年度の設備投資額を業種ごとに分けてより詳しく確認してみる。

図表7で23年度・24年度の設備投資額の平均伸び率をみると、非製造業は9.9%増と製造業（6.5%増）を大きく上回っている。なかでも、宿泊・飲食サービス（18.8%増）、運輸・郵便（14.8%増）、卸売（14.8%増）、不動産（14.4%増）、対個人サービス（12.0%増）の5業種が高い伸び率となっている。

(注)2. 日銀短観における24年度の経常利益（実績）では、製造業と非製造業の間に水準や伸び率で大きな差はみられない。他方、25年度の経常利益（計画）は25年9月調査時点でいずれも減益を見込む中、製造業の減益幅の方が大きくなっている。トランプ関税による負の影響がマインドのみならず、製造業の経常利益にも影響を及ぼしつつあることが見てとれる。

3. リーマンショック直後は、雇用人員判断DIが製造業・製造業ともに一時プラスへと転じている。これに対して、コロナショック直後は製造業がプラスに転じたのに対し、非製造業はマイナス圏での推移が続いており、人手不足感の強い状況が解消されていなかったことが分かる。

図表7 業種別にみた設備投資動向と各種DI（23・24年度平均、全規模）

	設備投資額 シェア	設備投資額 伸び率	業況判断 DI	資金繰り判断 DI	雇用人員判断 DI
	(%)	(%)	(%ポイント)	(%ポイント)	(%ポイント)
全産業	100.0	8.1	12.4	11.3	△35.0
製造業	51.3	6.5	4.1	7.5	△21.5
非製造業	48.7	9.9	18.3	13.4	△44.1
建設	2.7	△0.1	17.9	14.4	△57.4
不動産	6.4	14.4	25.5	13.9	△24.5
物品賃貸	2.7	7.6	30.9	26.3	△39.5
卸売	4.5	14.8	14.4	18.9	△32.8
小売	4.3	5.4	14.1	11.8	△45.1
運輸・郵便	10.0	14.8	11.6	3.8	△53.5
通信	3.9	6.4	29.0	24.3	△25.5
情報サービス	2.2	2.3	37.8	29.1	△48.8
電気・ガス	4.9	6.1	11.0	7.5	△23.9
対事業所サービス	1.8	4.1	23.4	20.5	△46.8
対個人サービス	2.1	12.0	17.1	3.1	△52.5
宿泊・飲食サービス	1.1	18.8	27.6	△11.9	△67.8

(備考) 1. 白抜き文字部分は非製造業の数値を上回る伸びを示した業種。ただし、雇用人員判断DIはマイナス幅が大きい業種
2. 日本銀行「短観（25年9月調査）」より作成

もっとも、これら5業種の景況感や資金繰り、人手不足感には、それぞれ特徴がみられる。まず、最も伸び率の高い宿泊・飲食サービスでは業況判断DI（27.6）が非製造業平均を上回っている。経済活動の正常化による国内旅行需要の急回復に、円安の追い風を受けたインバウンド需要の盛り上がり为重なり、景況感を押し上げたとみられる。また、人手不足感が非常に強いのも宿泊・飲食サービスの特徴であり、直近の雇用人員判断DIは△67.8と、非製造業の中でも最も低い数値となっている。一方、資金繰り判断DIは△11.9と非製造業の中では唯一のマイナスとなっている。資金繰りの厳しさが設備投資拡大の足かせとなっている可能性があり、この点が改善されれば設備投資額のさらなる拡大につながることも期待できよう。

次に、運輸・郵便の状況を確認する。設備投資額の平均伸び率は14.8%増と、宿泊・飲食サービス（18.8%増）には及ばないものの、全産業に占める設備投資額のシェアは10.0%（非製造業に占めるシェアは20%超）と最も高く、押上げの寄与度は最大となっている。その背景にあるのが人手不足感の強まりであり、雇用人員判断DIは△53.5と非製造業の中で3番目に高くなっている。人手不足感の強さは対個人サービスでも観察される。コロナ禍を経てネットショッピングの利用がさらに拡大する中、人手不足の緩和を目的とした設備投資が進んでいるためであろう。

非製造業平均を上回る残りの2業種についても確認しておくと、不動産は景況感と資金繰りが良い半面、人手不足感是他業種と比べてもそれほど強くない。また、卸売は資金繰りこそ良

ものの、景況感や人手不足感は非製造業の平均を下回っている。非製造業の設備投資をけん引する5業種をみても、設備投資拡大を後押しする要因はそれぞれ異なっていると言えよう。

非製造業の中で設備投資の伸び率が低い業種についても状況を確認する。まず、目につくのが建設であり、非製造業の中で唯一設備投資の平均伸び率がマイナスとなっている。資金繰り環境の良好さや人手不足感が非製造業の平均を上回る一方で、景況感はやや低めの数値となっており、建設コストの高騰などが投資マインドを下押している可能性がある。また、情報サービスは業況判断 DI（37.8）、資金繰り判断 DI（29.1）のプラス幅、雇用人員判断 DI（△48.8）のマイナス幅いずれもが非製造業の平均を上回っており、設備投資の伸びが高まってもおかしくない状況にあると言えよう。しかし、実際の設備投資額の平均伸び率は2.3%増と、製造業（6.5%増）をも下回っている。続く25年度計画も9月調査時点で△1.7%と前年度比マイナスとなっており、弱さが目立つ^{（注4）}。クラウド化の進展等によって自前での設備投資を抑えることができているという前向きな見方もできれば、生成 AI の急速な普及が進む中で設備投資のタイミングを慎重に図っている可能性、一部部材の供給不足がネックとなって設備投資が進まない可能性など、様々な要因が考えられる。

4. 中小企業における設備投資の状況

次に、足元における設備投資の動きを企業規模別に確認すると、製造業では企業規模が小さくなるにつれて設備投資額の伸び率が低下しているのに対し、非製造業では逆に伸び率が高まっている（図表8）。非製造業のなかでも、特に規模の小さな中小企業が設備投資を積極的に行っている姿が垣間見える。

そこで、図表9では中小企業に絞って非製造業の設備投資額と各種 DI の動きを確認してみた。まず、23年度・24年度の設備投資額の平均伸び率をみると、製造業が3.6%増であるのに対し、非製造業は14.7%増と大きく上回っている。そして、全規模ベースでは製造業と非製造業の設備投資額のシェアがほぼ同じであったのに対して、中小企業に限った場合は非製造業のシェアが6割を超えていることも分かった。

図表8 設備投資額の伸び率
（23・24年度平均）

（%）	全産業	製造業	非製造業
全規模	8.1	6.5	9.9
大企業	7.8	7.0	8.8
中堅企業	7.7	6.0	9.2
中小企業	10.3	3.6	14.7

（備考）日本銀行「短観（25年9月調査）」より作成

（注）4. 対事業所サービスも情報サービスと同じく、業況判断 DI、資金繰り判断 DI、雇用人員判断 DI ともに非製造業の平均を上回っているものの、設備投資額の平均伸び率は低い。ただ、25年度の設備投資計画（9月調査時点）は23.2%増と前年同時期調査と比べても高い伸び率となっている点が情報サービスとは異なり、単に設備投資のタイミングのズレによる可能性も指摘できる。

図表9 業種別にみた設備投資動向と各種DI（23・24年度平均、中小企業）

	設備投資額 シェア	設備投資額 伸び率	業況判断 DI	資金繰り判断 DI	雇用人員判断 DI
	(%)	(%)	(%ポイント)	(%ポイント)	(%ポイント)
全産業	100.0 (+0.0)	10.3 (+2.2)	7.6 (△4.8)	8.0 (△3.3)	△37.6 (△2.6)
製造業	35.6 (△15.7)	3.6 (△3.0)	△1.0 (△5.1)	4.0 (△3.5)	△22.9 (△1.4)
非製造業	64.4 (+15.7)	14.7 (+4.8)	13.5 (△4.8)	10.9 (△2.5)	△46.1 (△2.0)
建設	6.6 (+3.9)	4.3 (+4.4)	15.3 (△2.6)	12.8 (△1.6)	△56.0 (+1.4)
不動産	8.1 (+1.7)	35.2 (+20.8)	18.1 (△7.4)	11.8 (△2.1)	△20.1 (+4.4)
物品賃貸	4.2 (+1.5)	7.7 (+0.0)	27.0 (△3.9)	25.1 (△1.1)	△42.4 (△2.9)
卸売	8.7 (+4.2)	25.1 (+10.4)	9.3 (△5.1)	16.4 (△2.5)	△31.5 (+1.3)
小売	7.9 (+3.6)	5.4 (△0.0)	7.9 (△6.3)	8.5 (△3.3)	△48.6 (△3.5)
運輸・郵便	9.9 (△0.1)	18.1 (+3.2)	6.3 (△5.4)	1.9 (△1.9)	△60.1 (△6.6)
通信	0.0 (△3.9)	△12.3 (△18.6)	22.9 (△6.1)	21.4 (△2.9)	△34.1 (△8.6)
情報サービス	1.7 (△0.6)	10.9 (+8.7)	29.3 (△8.5)	17.6 (△11.5)	△50.8 (△2.0)
電気・ガス	0.3 (△4.7)	1.8 (△4.4)	9.9 (△1.1)	16.9 (+9.4)	△39.9 (△16.0)
対事業所サービス	5.2 (+3.4)	15.3 (+11.2)	16.3 (△7.1)	13.6 (△6.9)	△47.5 (△0.8)
対個人サービス	7.8 (+5.7)	11.0 (△0.9)	14.3 (△2.9)	△0.1 (△3.3)	△54.4 (△1.9)
宿泊・飲食サービス	3.3 (+2.2)	7.3 (△11.5)	21.5 (△6.1)	△13.9 (△2.0)	△61.0 (+6.8)

(備考) 1. 白抜き文字部分は非製造業の数値を上回る伸びを示した業種。ただし、雇用人員判断DIはマイナス幅が大きい業種
2. カッコ内の数値は全規模ベースとの差を示す
3. 日本銀行「短観（25年9月調査）」より作成

さらに業種ごとに細かく見ると、不動産（35.2%増）、卸売（25.1%増）、運輸・郵便（18.1%増）の伸び率が高く、全規模ベースと同じく中小企業においても非製造業の設備投資のけん引役を担っている。ただし、全規模ベースと比べ伸び率はより高く、設備投資額に占めるシェアも大きいことから、これら業種によるけん引力は中小企業でより強いものになっていると言える。

他方、中小企業では宿泊・飲食サービス（7.3%増）や対個人サービス（11.0%増）が設備投資のけん引役とはなっていない。なかでも宿泊・飲食サービスの設備投資の平均伸び率は全規模ベースを大きく下回っており、雇用人員判断DIのマイナス幅縮小に加え、業況判断DIと資金繰り判断DIも低下していることが、設備投資の伸びを抑制する要因になった可能性がある。一方、中小企業の設備投資を押し上げているのが、対事業所サービスである。設備投資額の平均伸び率は15.3%増と全規模ベースと比べて11ポイント以上も高い。業況判断DIや資金繰り判断DIは全規模ベースより低いものの、中小企業の非製造業平均と比べればいずれもプラス幅が大きく、設備投資の動意につながりやすい環境にある。

5. 景況感と資金繰りの変化で非製造業の設備投資の勢いが削がれる可能性も

以上みてきたように、足元の設備投資の堅調さは非製造業、とりわけ規模の小さな中小企業によって支えられているとみられる。ただ、設備投資を後押しする景況感や資金繰りの環境、人手不足感の動きをみると、非製造業全体でみればこれらの3要素いずれも設備投資を後押しする方向に動いているものの、業種ごとにみると必ずしも3要素すべてが後押しになっているわけではないことも分かる。また、中小企業では業況判断 DI と資金繰り判断 DI を中心に全規模ベースよりも水準が低い業種が多く、設備投資を積極化する環境が整っているとも言い難い。

今後も日銀は着々と利上げを進めていくと予想される中、金融環境の引き締まりが資金繰りに悪影響を与える可能性がある。また、トランプ関税の影響が今後本格化することで、景況感が悪化に転じる可能性も捨てきれない。人手不足感は今後もさらに強まっていくと見込まれるが、これだけで設備投資の堅調さを維持していくにはやや力不足かもしれない。景況感や資金繰りに変化が生じることによって、設備投資の堅調さに陰りが出てくる可能性には十分注意する必要があるだろう。