



2024年12月23日

米通商政策の不確実性が25年度設備投資を下押しか

トランプ関税によるマイナスの影響と省力化投資需要が交錯

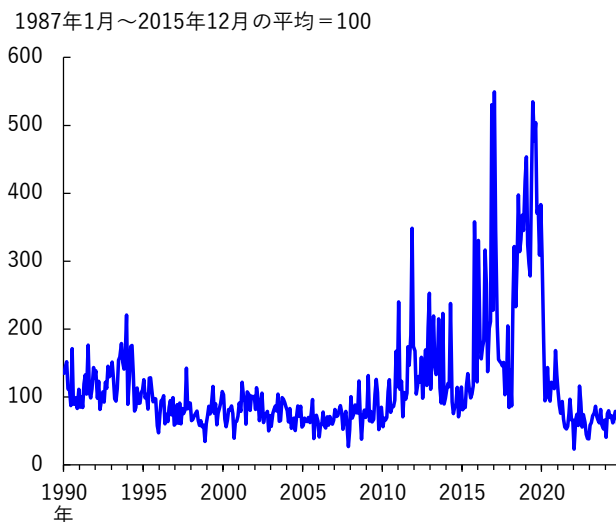
- 2025年1月に米大統領に就任予定のトランプ氏は輸入品に対する関税の大幅引き上げを掲げている。今後、米国の通商政策の動向が日本企業、特に輸出製造業の企業経営に大きな不確実性をもたらすと予想される。
- 企業経営における不確実性と、企業の設備投資との間には、強い関係性があることが知られている。本レポートでも簡単な回帰分析によって、日本の政策不確実性指数（通商政策）と製造業の設備投資の関係性を推計した。推計の結果、4四半期程度のラグを伴って、両者の間に統計学的に有意な負の相関関係があることが分かった。また、2017年や19年に、同指数の高まりが製造業の設備投資を下押ししていたことが確認できた。さらに、神奈川県内の製造業企業の業況の不確実性と、設備投資意欲の間にも負の相関関係が確認できた。
- 本レポートの分析結果を踏まえると、トランプ氏が大統領就任後、直ちに関税政策の変更に着手した場合、2025年度中には全国や神奈川県の製造業の設備投資に下押し圧力がかけられ始めるとの予想が立つ。今後の設備投資動向を考える際には、深刻な人手不足によって潜在的なニーズが高まっているとみられる省力化投資の需要が、通商政策の不確実性によるマイナスの影響をどのくらい相殺するかが焦点となろう。

1. トランプ氏の米大統領再選で政策の不確実性が高まる見込み

2025年1月に米大統領に就任予定のトランプ氏は、輸入品に対する関税の大幅な引き上げを掲げている。今後、米国の通商政策の動向が日本企業、特に輸出製造業の企業経営に大きな不確実性をもたらすと予想される。

過去にも、通商政策の不確実性が高まった時期があった。経済政策の不確実性に関連する新聞記事のデータを基に作成された日本の「政策不確実性指数」のうち、通商政策の指数をみると、2010年代後半に急上昇していたことが分かる（図表1）。データを掲載している経済産業研究所の公表資料によれば、TPP（環太平洋経済連携）協定や、米中貿易摩擦をめぐる通商政策の不確実性の高まりを同指数が反映して

図表1 日本の政策不確実性指数（通商政策）
米中貿易摩擦が激化した19年に急上昇



出所：“Policy Uncertainty in Japan” by Elif C. Arbatli, Steven J. Davis, Arata Ito, Naoko Miake, and Ikuo Saito（経済産業研究所 HP より取得）

いたとのことである。トランプ氏が米大統領に就任する 25 年も、通商政策の不確実性が高まり、同指数が急上昇する可能性が高い。

ところで、企業経営における不確実性と、企業の設備投資との間には、強い関係性があることが多くの研究で知られている。例えば、西岡、池田（2006）や内閣府（2007）は、実質売上高の増減率のボラティリティが、企業の設備投資に負の影響を与えることを実証した¹。また、森川（2015）は、業況などの先行きの不確実性が企業の設備投資計画に負の影響を与えることを実証している。このような研究結果が得られるのは、McDonald and Siegel（1982）が明らかにしたように、企業は先行きに対する不確実性が大きい場合、投資を先送りすることが合理的になるからだと考えられる²。

さらに、通商政策の不確実性が設備投資計画に影響を与えるとの指摘もある。森川（2013）が示した調査結果によれば、通商政策の不確実性が経営に「非常に影響がある」と回答した企業の割合は製造業で相対的に高く、また、制度・政策の不確実性の影響が大きい経営判断項目として「設備投資」を挙げた企業の割合も製造業で高かった。Davis（2018）は、関税への懸念から設備投資計画を見直す米国企業が製造業で回答企業の 3 割に上っており、サービス業よりも比率が高いとする調査結果を紹介している。酒井、坂本、矢澤（2018）も通商政策の不確実性ショックがややラグを伴って、企業の設備投資を下押しすることを実証した。

そこで以下では、全国、神奈川県データをを用いて、通商政策の不確実性や業況の不確実性と、製造業の設備投資との関係性を簡単な回帰分析によって確認する。その上で、今後の日本全体や神奈川県における設備投資の展開について考えることにする。

2. 通商政策の不確実性の高まりは製造業の設備投資にマイナス

図表 2 は、製造業の実質（≡数量ベース）設備投資を、政策不確実性指数（通商政策）で回帰した結果である³。通商政策の不確実性以外に設備投資を決定する要因として、ここでは設備の過不足感（生産・営業用設備判断 DI、値が下がるほど設備が「不足」）と人員の過不足感（雇用人員判断 DI、値が下がるほど人員が「不足」）を説明変数に加えている。図表 2 をみると、政策不確実性指数（通商政策）の前年比と、実質設備投資の前年比の間に、統計学的に有意な負の相関関係が確認できる。なお、ここでは、各説明変数による単回帰の結果を基に、説明変数にラグを取っている⁴。政策不確実性指数（通商政策）は 4 四半期ラグを取っているため、1 年前の通商政策の不確実性の高まりが当期の設備投資を下押しするという結果となっている。

¹ 西岡、池田（2006）は、実質売上高の前期比の標本標準偏差と、設備投資の実施を左右する指標（投資の Q）の閾値が正の関係にあることを実証した。これは、不確実性の高まりが、企業の設備投資を抑制することを意味する。また、内閣府（2007）は、実質売上高の増減率の標本標準偏差と、実質設備投資との間に負の関係性があることを実証した。

² リアルオプション理論については、McDonald and Siegel（1982）が代表的な研究である。また、同理論については、代田、馬場（2002）に分かりやすい解説がある。

³ この分析の実質設備投資は、財務省「法人企業統計」の「ソフトウェアを除く設備投資（当期末新設固定資産）」（全規模・製造業）を、日本銀行「最終需要・中間需要物価指数（FD-ID 指数）」の「最終財・資本財（国内品）」指数で実質化したものである。できる限り推計期間を長くするために、「法人企業統計」の「ソフトウェアを除く」ベースのデータを今回は用いた。なお、企業が実施する設備投資には、輸入品や資本財のような機械類以外の品目も含まれる。今回の分析は、製造業の設備投資が対象であるため、機械類を多く含んでいると考え、資本財の価格指数をデフレーターとしているが、推計結果はかなりの幅をもってみる必要がある。

⁴ 各説明変数による単回帰をラグ 0～5 期まで行った。このうち、推計結果が統計学的に有意で、かつ、最も推計値が大きい結果となったラグを選択した。

また、図表 2 の結果を基に、近年の製造業の実質設備投資（全国）の動向を振り返ると、リーマンショック直後の 2008～09 年や、新型コロナウイルス禍の始まった 20 年、コロナ禍中の 21 年前半は、設備の過不足感や人員の過不足感が設備投資減少の主要因だった（図表 3）。すなわち、景気悪化による設備や人員の不足感の後退が設備投資を抑制したということである。しかし、17 年や 19 年は設備の過不足感や人員の過不足感があまり変化しなかった一方、通商政策の不確実性が大きく設備投資を下押ししたことが見て取れる。これは、当時の TPP 協定をめぐる不確実性の高まりや、米中貿易摩擦の不確実性の高まりが、設備投資の減少に大きな影響を与えた可能性を示唆している。

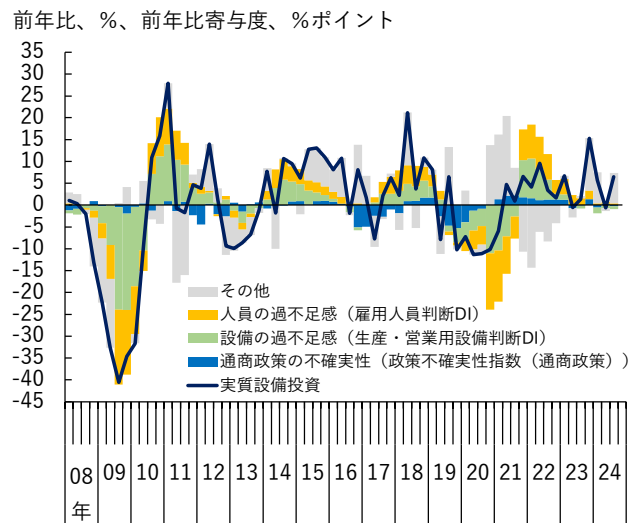
図表 2 製造業の実質設備投資（全国）の推計結果
政策不確実性指数の上昇で設備投資は減少

被説明変数		実質設備投資 (製造業、前年比)	
切片		2.109 (0.651)	***
説明変数	政策不確実性指数 (通商政策、前年比、4期)	-0.030 (0.014)	**
	生産・営業用設備判断DI (製造業、前年差、2期前)	-0.650 (0.202)	***
	雇用人員判断DI (製造業、前年差、2期前)	-0.389 (0.141)	***
推計期間		1989年1～3月期から2024年7～9月期	
自由度修正済み決定係数		0.708	

注：***、**はそれぞれ 1%、5% 有意。() 内は標準誤差。

出所：“Policy Uncertainty in Japan” by Elif C. Arbatli, Steven J. Davis, Arata Ito, Naoko Miake, and Ikuro Saito（経済産業研究所 HP より取得）、財務省「法人企業統計」、日本銀行「最終需要・中間需要物価指数（FD-ID 指数）」、「短観」より浜銀総研作成

図表 3 製造業の実質設備投資（全国）の前年比
19 年は通商政策の不確実性が設備投資を下押し



注：図表 2 の結果を用いた要因分解。「その他」は切片と推計誤差の合計。

出所：“Policy Uncertainty in Japan” by Elif C. Arbatli, Steven J. Davis, Arata Ito, Naoko Miake, and Ikuro Saito（経済産業研究所 HP より取得）、財務省「法人企業統計」、日本銀行「最終需要・中間需要物価指数（FD-ID 指数）」、「短観」より浜銀総研作成

この傾向は、神奈川県内企業にも当てはまるだろうか。通商政策の不確実性が神奈川県内企業の設備投資動向に影響を与えているか否かを示すのは、データの制約上、難しい。ただ、業況の見通しに関する不確実性が高まると、製造業企業の設備投資意欲が低下する傾向にはあるようである。

浜銀総研が神奈川県内の中堅・中小企業を対象に実施している「企業経営予測調査」を用いて、業況の不確実性⁵（業況判断 DI の「当期の実績－前期の予想」の絶対値⁶）の前年差と、設備投資

⁵ 森川（2015）では、日本銀行「短観」のミクロデータを用いて、業況見通しの不確実性が設備投資計画の修正率と負の関係にあることを明らかにしており、本レポートでも分析の参考にした。なお、森川（2015）が指摘したように、業況判断DIの集計値に基づく予測誤差は、個社レベルでの「良い」方向の誤差と「悪い」方向の誤差が互いに打ち消し合ってしまうと考えられる。このため、誤差全体を再集計することが、本来は望ましい。

⁶ 例えば、2024年6月の不確実性であれば、「9月調査の業況判断DI（実績）」から「6月調査の業況判断DI（予想）」を差し引いて、絶対値をとった。森川（2015）とは異なる指標であるが、時点の取り方は做った。また、分析では半期の平均値としている。

動向DIの「実績－計画」⁷を計算した上で、回帰分析を行うと、1期のラグを伴って負の相関関係が確認できた(図表4)。また、米中貿易摩擦が激化した2019年度は業況の不確実性が上昇しており、19年度下期と20年度上期の設備投資意欲を大きく下押ししたことがうかがえる(図表5)。19年度の業況の不確実性の上昇には、通商政策の不確実性の高まりが影響したとみられる⁸。

これらの分析結果を踏まえると、2025年1月の大統領就任後に、トランプ氏が関税政策の変更や外交交渉に着手した場合、2025年度中に国内、神奈川県内の製造業企業の設備投資にも下押し圧力がかかり始めるとの予想が立つ。

先般公表した白須(2024)では、米国の関税引き上げによる輸出の減少を通じて、日本経済や神奈川県経済の2025年度の見通しが大きく変化する可能性について指摘した。設備投資は、民間需要の主要な項目である。輸出に加えて、設備投資も減少するとなると、先行きの国内や県内の景気は、やはり下振れリスクの方が大きいと言えよう。

図表4 製造業の設備投資意欲の推計結果
(神奈川県内中堅・中小企業)
不確実性の上昇で設備投資意欲は下振れる

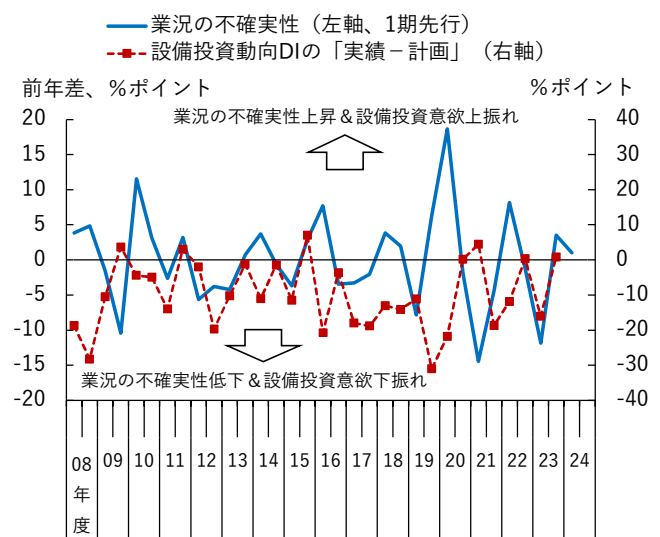
被説明変数		設備投資動向DIの「実績－計画」 (製造業)
切片		-8.547 (1.521) ***
説明変数	業況の不確実性 (前年差、1期前)	-0.465 (0.258) *
推計期間		2002年度上期から2023年度下期
自由度修正済み決定係数		0.049

被説明変数		設備投資動向DIの「実績－計画」 の前年差(製造業)
切片		0.210 (2.122)
説明変数	業況の不確実性 (前年差、1期前)	-0.659 (0.360) *
推計期間		2002年度上期から2023年度下期
自由度修正済み決定係数		0.052

注：*は10%有意。()内は標準誤差。

出所：浜銀総研「企業経営予測調査」より浜銀総研作成

図表5 製造業の業況の不確実性と設備投資意欲
(神奈川県内中堅・中小企業)
不確実性の上昇局面で設備投資意欲は下振れる傾向



出所：浜銀総研「企業経営予測調査」より浜銀総研作成

3. 省力化投資需要で設備投資全体を支えられるかがカギに

本レポートでは、通商政策や業況の見通しに関する不確実性の高まりにより製造業の設備投資が下押しされる可能性について考えてきたが、当然のことながら設備投資の動向はそれ以外の要因にも大きく左右される。最近の日本経済や神奈川県経済では人手不足が深刻である。日本銀行の「短観」をみると、人員の不足感を示す雇用人員判断DIは大幅な「不足」超となっている(図表6、7)。このことから、人員を機械やソフトウェアで代替する省力化投資の潜在的なニーズは高いと推測される。

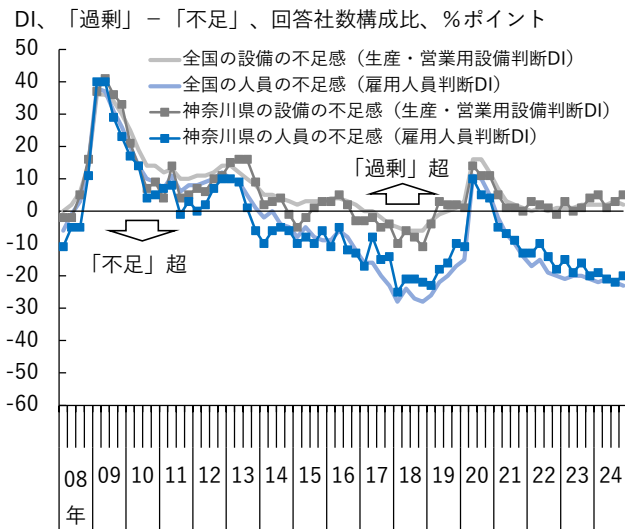
⁷ 設備投資動向DIは、「実施した」(実施する) マイナス「実施しなかった」(実施しない) の回答社数構成比。ここでは、設備投資実施状況の実績が計画からどの程度修正されたかをみている。例えば、2023年度下期であれば、設備投資動向DIの「2024年6月調査時の23年度下期実績」から「2023年9月調査時の23年度下期計画」を差し引いた値。計画のDIは、当初計画である3月調査時と9月調査時の値を用いた。

⁸ もっとも、2019年度下期の後半(2020年1～3月期)は、新型コロナウイルス感染症の影響も含むため、通商政策の不確実性とは一概には言えない。

実際、省力化対応を多く含むと考えられるソフトウェア投資⁹は、全国的にここ 3~4 年で急増している（図表 8）。また、当社が 2024 年 6 月に実施した「企業経営予測調査」では、設備投資の目的について尋ねた設問において、「合理化・省力化」との回答割合が持ち直しの動きを見せ始めている（図表 9）。神奈川県内とは言え、中小企業も含めたアンケート調査でこのような動きがみられることから、省力化投資のニーズは企業規模を問わず、着実に高まっていると考えられる。

図表 6 生産・営業用設備判断 DI と雇用人員判断 DI
（全規模・製造業）

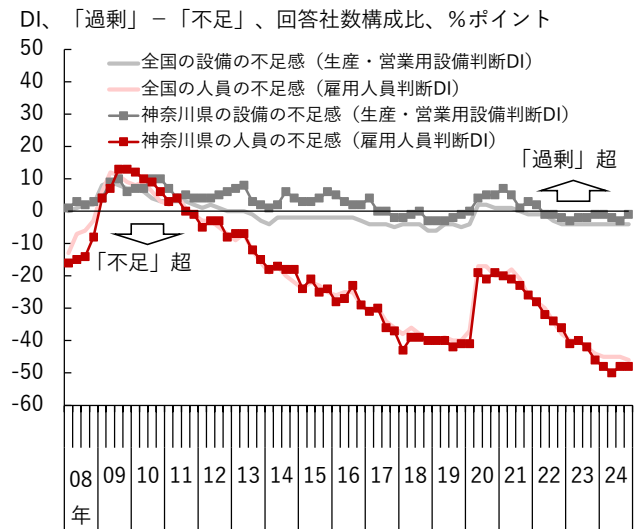
人手不足は全国、神奈川県のいずれも深刻



出所：日本銀行「短観」、日本銀行横浜支店「短観（神奈川県分）」

図表 7 生産・営業用設備判断 DI と雇用人員判断 DI
（全規模・非製造業）

人手不足は非製造業でより深刻



出所：日本銀行「短観」、日本銀行横浜支店「短観（神奈川県分）」

また、「短観（2024 年 12 月調査）」の経常利益計画と設備投資計画をみると、全国では 2024 年度は減益計画であるにもかかわらず、設備投資は前年比増加の計画を維持した（図表 10）。神奈川県分でも、非製造業が減益計画にもかかわらず、設備投資は前年比増加の計画を保っている（図表 11）。「12 月調査の計画は実績よりも高い伸び率になり易い」という「短観」の例年の傾向や、「設備の価格が上昇している」という点についても考慮する必要があるものの¹⁰、多少の減益程度では、設備投資の削減までには至らないとは言えそうである。最近では景気後退局面でも、雇用人員判断 DI が「過剰」超にならない業種もあり（図表 7 に示した非製造業の 2012 年、19~20 年の状況が典型）、人口減少から来る人員不足の圧力は景気変動以上に大きくなりつつある。こうした中で、人手不足対応のための省力化投資は、よほど大幅な業績の悪化が伴わない限り、削減が難しくなっていると考えられる。図表 10 の全国「短観」の設備投資計画でも、近

⁹ 黄、白須、野口（2020）は労働を資本設備にどのくらい置き換えられるかを示す代替弾力性が、近年はサービス業でも製造業並みに高まっていることを指摘した。従来の省力化投資は、ロボットの導入による機械化のように製造業を中心とする項目に限られていたものが、近年はソフトウェアの導入による事務作業の効率化といったサービス業でも利用可能な項目が増えていることが影響している可能性を示唆する結果であった。また、池田、近松、八木（2023）は、「短観」の個票データを用いて、雇用人員が「不足」していると回答している企業において、有形固定資産投資だけでなくソフトウェア投資が増える傾向にあることや、人手不足が長期化している企業ではソフトウェア投資が増える傾向にあることを明らかにした。この結果も、省力化投資とソフトウェア投資の関係性の高さを示唆する。

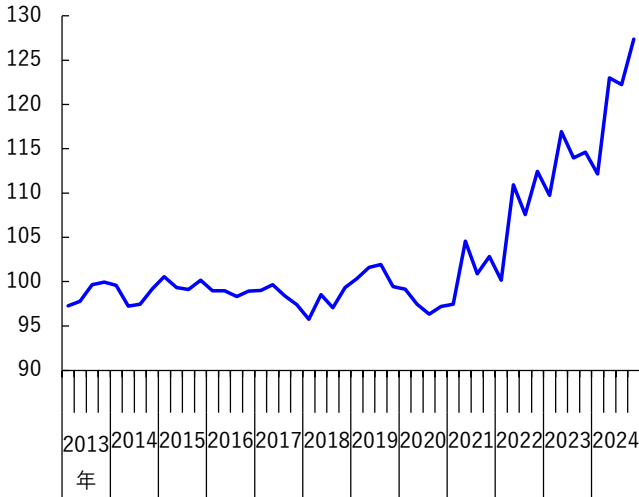
¹⁰ 日本銀行「短観」の設備投資計画は名目値である。

年、ソフトウェア投資の伸び率が、それ以外の投資（設備投資（土地投資額を含む））の伸び率を上回ることが増えている。

図表 8 ソフトウェア投資指数（全国）

ソフトウェア投資はここ 3~4 年で急増

2015年=100、季調済



注 1: ソフトウェア投資指数は、ソフトウェア投資に関する「受注ソフトウェア」と「ソフトウェアプロダクト（除くゲームソフト）」の値をウェイトで合成した。グラフは四半期平均を表示している。

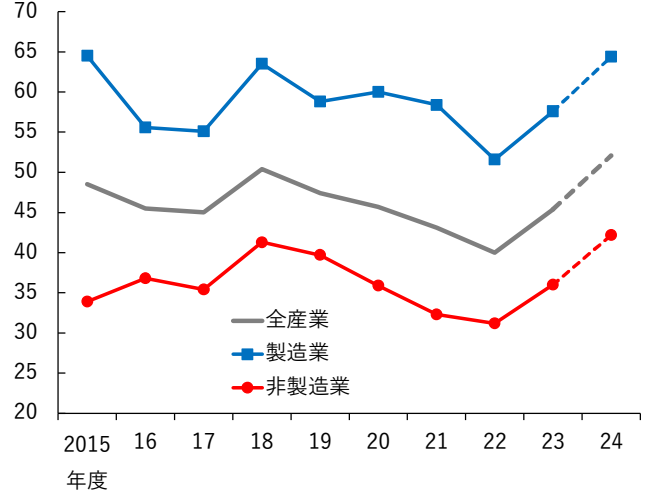
注 2: 2024 年 10~12 月期は 10 月値。

出所: 経済産業省「第 3 次産業活動指数」、CEIC より浜銀総研作成

図表 9 神奈川県内中堅・中小企業が設備投資の目的のうち「合理化・省力化」と回答した割合（複数回答）

省力化投資のニーズは神奈川県内でも持ち直す

回答社数構成比、%

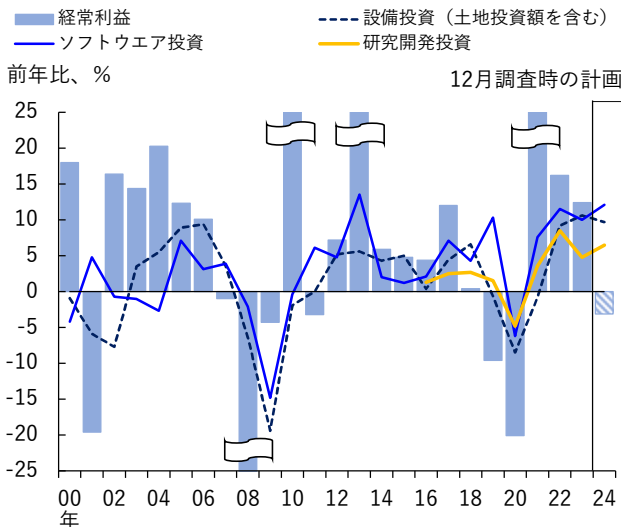


注: 各年度の 6 月調査の実績。ただし、24 年度のみ計画であることに注意。

出所: 浜銀総研「企業経営予測調査」

図表 10 経常利益計画と設備投資計画（全国・全規模・全産業）

ソフトウェア投資が設備投資全体を上回ることが多くなっている



注: 2024 年度以外は実績。

出所: 日本銀行「短観」

図表 11 経常利益計画と設備投資計画（神奈川県）

減益計画の非製造業でも設備投資は前年比増加の計画を維持

		前年比、%		
		2022年度 実績	2023年度 実績	2024年度 12月調査計画
全産業	経常利益	9.7	11.0	1.1
	設備投資	7.6	17.9	9.9
製造業	経常利益	11.6	12.5	4.7
	設備投資	10.9	17.6	9.1
非製造業	経常利益	7.7	9.3	▲2.9
	設備投資	▲1.6	19.2	13.2

注: 設備投資はソフトウェア・研究開発を含む設備投資額 < 除く土地投資額 >。

出所: 日本銀行横浜支店「短観（神奈川県分）」

今後の設備投資動向を考える際には、深刻な人手不足によって潜在的なニーズが高まっているとみられる省力化投資の需要が、通商政策の不確実性によるマイナスの影響をどのくらい相殺するかが焦点となろう。

参考文献

- Davis, S. J. (2018) “Trump’s Trade Policy Uncertainty Deters Investment”, Econbrowser.com (<https://econbrowser.com/archives/2018/08/guest-contribution-trumps-trade-policy-uncertainty-deters-investment>, 2024年12月23日閲覧)
- McDonald, R., and Siegel, D. (1982) “The value of waiting to invest”, NBER WORKING PAPER SERIES No.1019, National Bureau of Economic Research
- 池田周一郎、近松京介、八木智之 (2023) 「人口動態の変化が中長期的な設備投資に与える影響」、日銀レビュー 2023-J-13、2023年12月、日本銀行
- 黄盛凱、白須光樹、野口翔平 (2020) 「ウイルス終息後は情報化投資で活路をーサービス業でも労働から資本に代替しやすくー」、経済百葉箱第149号、2020年4月、日本経済研究センター
- 酒井才介、坂本明日香、矢澤広崇 (2018) 「貿易摩擦が設備投資に与える影響 不確実性が設備投資の伸びを1%Pt程度押し下げ」、みずほインサイト、2018年12月、みずほ総合研究所
- 白須光樹 (2024) 「トランプ氏再選で関税による景気下振れリスクが高まるー対米輸出関税上昇のみでも、県内経済成長率を最大-0.3%pt弱下押しー」、HRI テーマレポート No.15、2024年11月、浜銀総合研究所
- 代田豊一郎、馬場直彦 (2002) 「リアルオプションの基本原則と経済学への応用についてー不確実性下の意思決定モデルー」、金融研究 第21巻第2号、2002年6月、日本銀行金融研究所
- 内閣府 (2007) 『平成19年版経済財政白書』
- 西岡慎一、池田大輔 (2006) 「不確実性下における企業の設備投資行動：リアルオプション理論に基づいた実証分析」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No.06-J-09、2006年3月、日本銀行
- 森川正之 (2013) 「政策の不確実性と企業経営」、RIETI Discussion Paper Series 13-J-043、2013年6月、経済産業研究所
- 森川正之 (2015) 「業況見通しの不確実性と設備投資」、RIETI Discussion Paper Series 15-J-040、2015年7月、経済産業研究所

執筆者紹介



白須 光樹（しらす みつき）

浜銀総合研究所 調査部 副主任研究員

（日本証券アナリスト協会認定アナリスト）

神奈川県経済や観光を担当、為替・金利の影響分析など。

神奈川県経済や日本経済の構造分析のほか、為替や金利動向が経済に与える影響などについても分析している。

浜銀総合研究所では、景気動向に関するレポートなどの発行情報をメールにてお知らせしています。ご関心のある方は、下記のサイトより、「レポート更新情報お知らせメール」（無料）にご登録ください。

【URL】 https://www.yokohama-ri.co.jp/html/inquiry/inquiry_repo.html?nno=5

本レポートの目的は情報提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載した内容は、レポート執筆時の情報に基づく浜銀総合研究所・調査部の見解であり、レポート発行後に予告なく変更することがあります。また、本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ご利用に際しては、お客さまご自身の判断にてお取扱いいただきますようお願いいたします。