

設備投資「逆行」底堅さ、修復余地残存 実質金利低下・期待インフレ上昇・金利先高が下支え

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/5/23 (月)

国内の設備投資は逆風下で底堅さがあり、コロナ危機前までの修復余地が注目される。名目 GDP での民間企業設備では、2019 年の直近最高まで 6.5 兆円の開きが残されたままだ。引き続き原材料高騰や円安、供給制約、モノ不足、世界減速などが重石となるが、日銀による金利上昇抑制策の堅持のほか、実質金利低下や期待インフレ上昇、先行きの金利先高警戒の芽生えなどが設備投資を後押しさせる。目的でもコスト高対策や省エネ、デジタル、脱炭素、高齢化（人手不足やヘルスケア需要）対応などで投資余地が残存している。

設備投資はコロナ前比 6.5 兆円下振れ、回復余力

「省力化・効率化などを見据えたデジタル化への設備投資は必須」、「中国リスクや円安のため、一部生産を国内に移すことを検討」、「設備投資はエコ関係、DX（デジタル・トランスフォーメーション）対応への投資をメインに実施を検討中」――。

企業を対象とした信用調査会社・帝国データバンクによる最新の設備投資調査では、このような企業の声が見られていた。

同社の試算によると 2022 年度の実質民間設備投資額は 87.0 兆円となり、依然コロナ危機前（2019 年度の 90.8 兆円）は下回るものの、2 年連続での増加が見込まれている。設備投資計画が「ある」と回答した企業は、大企業に限ると 72.0%と、前年調査の 69.7%から増加した。コロナ危機前である 2019 年度の 71.1%を上回っている。

投資目的では設備の代替や既存設備の維持・修復のほか、現在の逆風対策を含めて、省力化・合理化、情報化（IT 化）、DX、省エネ、物流関連（倉庫等）、防災・減災対策、感染対策などが挙げられていた。ちょうど岸田文雄首相は 19 日、脱炭素化に向けた社会や産業構造の転換（グリーントランスフォーメーション、GX）に向け、今後 10 年間で官民合わせて 150 兆円超の関連投資を実現すると宣言している。

最新 1-3 月の GDP でも、設備投資は逆風下での底堅さが示されている。名目 GDP の単純前年比は -0.3%とマイナス成長に沈んだが、内訳の民間企業設備は +3.7%の逆行改善となった。昨年 10-12 月も名目 GDP が -1.0%に対し、設備は +3.1%の増加を記録。こうした「GDP 全体のマイナスに対しての設備投資の逆行上振れ」は、1995 年以降で初めての現象となっている。

ちなみに名目 GDP での民間企業設備は、コロナ危機前の最高が 2019 年 7-9 月の 94.91 兆円となっていた。最新の 1-3 月は 88.41 兆円であり、まだ -6.5

兆円の下振れとなっている。この民間企業設備の実額と日経平均株価は明確な相関性を有しており、先行き「6.5 兆円分の回復余力」が日経平均の下値固めを経たあとの上値余地支援材料として注目されそうだ。

現段階での日本株市場でも複合打撃に圧迫されるなか、設備投資に関連したセクターは打たれ強さが見られている。TOPIX の業種別株価指数でいえば 5 月 20 日時点の直近 1 カ月成績で軒並みマイナス悪化となるなか、逆行プラスの成績上位セクターとして、倉庫・運輸関連、精密機器、機械などが健闘している。先行き国内の設備投資では、コスト高対策や省エネ、デジタル、脱炭素、高齢化（人手不足やヘルスケア需要）などに対応した投資余地の残存と、関連株へのプラス影響が注目されそうだ。

日本での設備投資の下支え要因となるのが、日銀による金利上昇抑制策の堅持のほか、実質金利低下や期待インフレ上昇、先行きの金利先高警戒の芽生え（＝資金調達と設備投資の前倒し後押し）などだ。

実質金利マイナス化、設備投資は連動改善の実績

このうち実質金利（名目金利－インフレ率）でいえば最新 4 月の全国コア CPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）が、前年比 +2.1%と前月の +0.8%から急上昇した。同じ 4 月に 10 年債金利は上昇圧力が掛かったが日銀の抑え込みもあり、月間最高は 0.299%前後にとどまっている。結果、「10 年債の月間最高金利－コア CPI 前年比」ベースによる参考の実質金利は、-1.80%となった。昨年 4 月の +1.03%を最高として低下が後押しされ、2015 年 1 月以来の大幅マイナスとなっている。

その 2015 年の場合、2014 年からの消費税・税率引き上げと便乗値上げなどもあり、CPI が押し上げられた。そうしたテクニカル要因もあって実質金利はマイナス低下が続いたが、名目 GDP の民間企業設備は複合材料が重なり、2015 年 1-3 月が前年比 +5.6%、4-6 月が +6.1%、7-9 月が +6.7%という大幅な連動改善となっている。

その前では 1997 年にやはり消費税増税の影響などで、CPI 上昇と実質金利のマイナス化が観測された。同年も複合要因がありながら、民間企業設備は 1997 年 1-3 月が +4.9%、10-12 月が +3.5%という連動増加となっている。

日銀は現在、様々な副作用批判を受けながらも、物価 2%目標の達成努力と異次元緩和を継続させている。過去に日銀の黒田東彦総裁は金融緩和によって 2%の物価上昇率を実現する経路について、「期待

物価上昇率（期待インフレ率）が上がり、実質金利が下がり、企業が手元流動性を取り崩し、株高により資産効果で企業の設備投資や消費にプラスの影響を与える」、「量的緩和拡大が人々の期待物価上昇率を引き上げる」といった経路を繰り返し説明してきた。

現在の日本では、良くも悪くも期待インフレが上昇している。参考となる 10 年物ベースでのブレイク・イーブン・インフレ率(BEI)は5月9日に1.018%前後まで上昇し、2015年7月以来の高水準となってきた（ブルームバーグ算出）。日本株市場では期待インフレの上昇に連動して精密機器や機械などの設備投資関連株が上昇しているほか、倉庫関連は「インフレ上昇観測による不動産へのプラス効果」も二重で支援材料になっている。

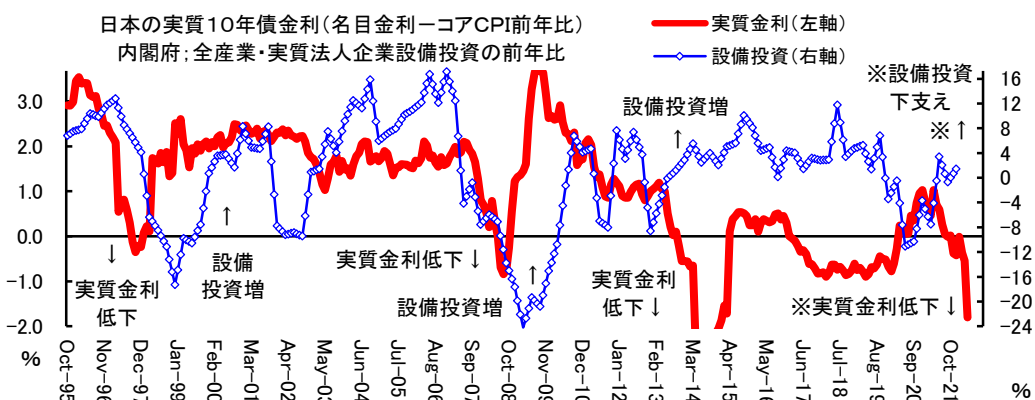
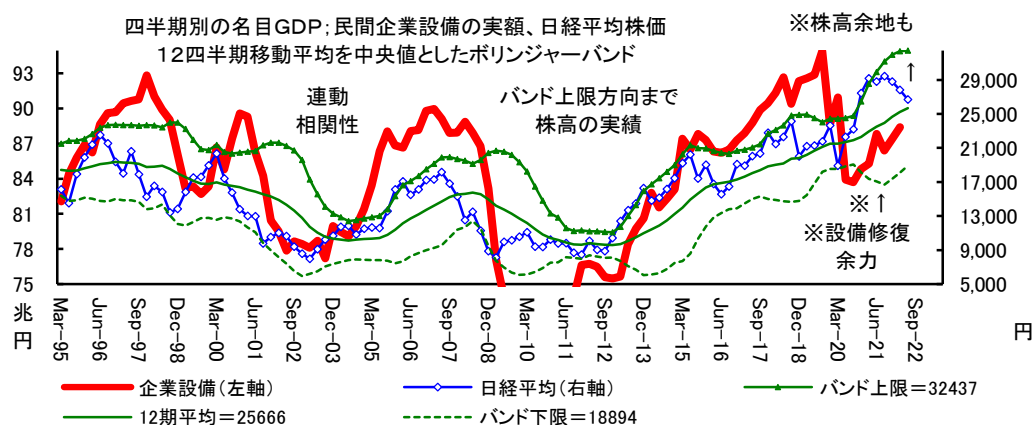
同時に日本での期待インフレ上昇や物価の高止まり観測は、来年4月に黒田日銀総裁が退任したあとの「超低金利政策の見直し」を意識させていく。先行きの微妙な金利の先高感、現在の超低金利にあるうちの資金調達や設備投資の背中を押す側面もある。

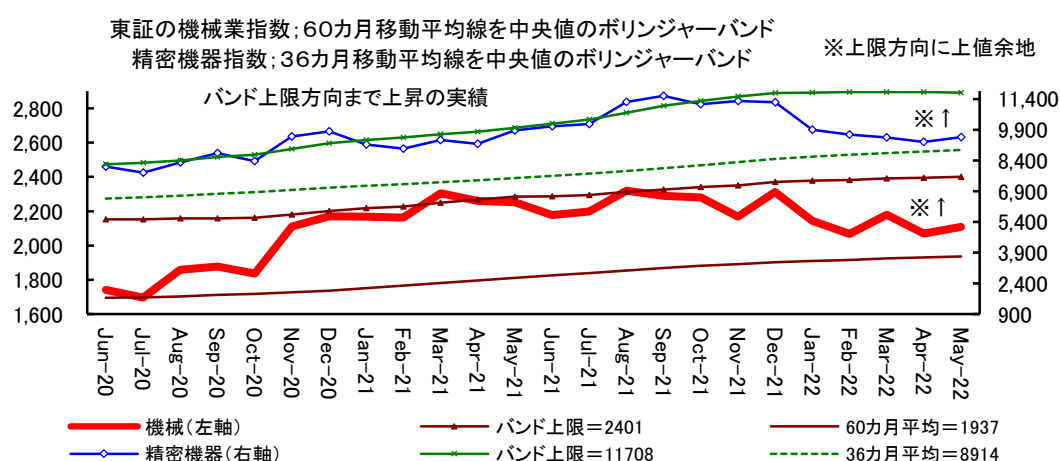
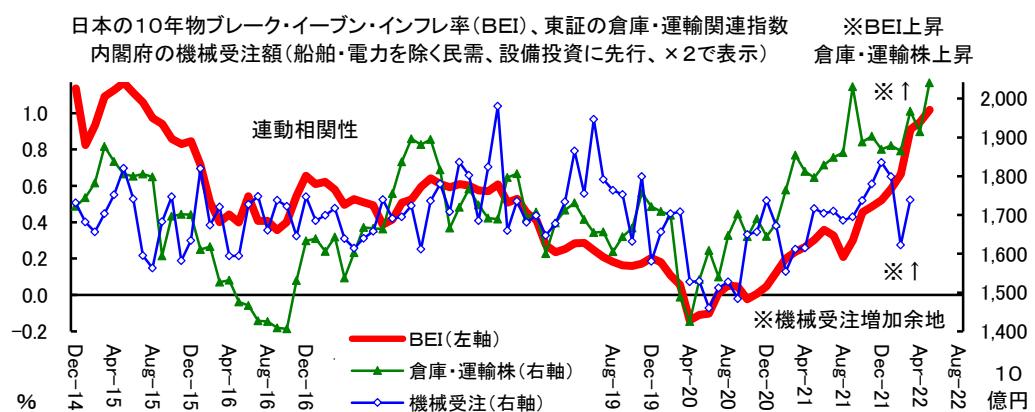
過去に日銀は2006年7月に当時のゼロ金利政策を解除した。名目 GDP の民間企業設備は複合要因もあるが、前年 2005 年 7-9 月に前年比+10.1%といっ

た大幅改善が観測されている。その前では2000年8月にゼロ金利政策が解除された。その前段階で民間企業設備は、2000年1-3月に+4.3%といった増加が見られている。いずれも設備投資の改善基調といった景気回復が先にありきで、日銀は緩和を終了させた側面もある。それでも先行きは、部分的な金利上昇前の駆け込み投資が無視できない。

なお、日銀の調査統計局では昨年4月、マクロ経済モデルを用いた「量的・質的金融緩和」導入以降の政策効果の推計レポートを取りまとめた。2020年7-9月にかけては、「実質 GDP の水準で平均+0.9%から+1.3%程度、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比で平均+0.6%から+0.7%ポイント程度の押し上げ効果があった」という試算を示している。

そのうえで金融緩和の波及チャネル別では、「実質金利の低下を通じたチャネルの寄与が最も大きい」と指摘。需要項目別では、「実質金利低下による刺激効果の大きい設備投資と住宅投資が、実質 GDP の押し上げに大きく寄与している」、「設備投資については、実質金利低下だけでなく、（実質金利低下が一因となった）為替円安に伴う輸出増や企業収益の拡大、株価上昇効果もプラスに作用している」と分析していた。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。