

金利先高、駆け込みの借入・投資・消費焦点

設備などの先行投資、住宅等の高額品、各種円調達への投資

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2024/5/29 (水)

日本では日銀による国債買い入れの減額・終了観測や追加利上げ観測などで金利の先高感が高まっており、駆け込み的な低金利の活用が注目される。高齢化や人口減、国内市場縮小の懸念などで規模は限られるものの、「金利が低いうちに資金調達や借り入れに動く」という成長期待やインフレ期待の後押し余地がある。設備・研究開発・人材・M&A・新興企業支援といった先行投資のほか、住宅等の高額品、海外の成長企業・事業部門・高リターン資産への投資などを含めて、各種円調達による投資・消費等の前倒し刺激が焦点になる。

低金利終焉、金利低いうちの資金調達や借入刺激

「(日銀の政策正常化等による今後の金利上昇観測については) 無借金経営で預金量もある程度持っているため、金利上昇はプラス」、「ゾンビ企業が退出し、人材の流動性が高まり、稼げる会社がより稼げるようになると期待」、「金利上昇で過度な円安が是正されれば、仕入価格の低下によるコスト負担の低減のほか、エネルギー価格の低下による効果も期待され、個人消費の改善も見込まれる」――。

帝国データバンクは全国1万1200社超の企業から得られた最新「金利上昇の影響調査」回答の中で、「プラス影響が大きい」とした意見をこのように紹介している。

集計の結果自体は「マイナス影響が大きい」が37.7%と多く、続いて「プラスとマイナスの両方で相殺」が33.2%となっている。業種別ではマイナス影響の回答の多い上位が不動産、製造、農林水産、プラス影響の回答の多い上位が金融、農林水産、卸売などと強弱が分かれていた。

一方で金利の先高感と金利のある世界の復活については、「金利が低いうちに資金調達や借り入れに動く」という成長期待やインフレ期待の高まりが注目されやすい。

少なくとも1990年代以降の失われた20年のほか、2013年以降の異次元緩和後の弊害として指摘されてきた「低金利の長期化安心感による新規借入と先行投資への緊張感や切迫感の緩み」や、「低金利への慢心と諦めによる成長期待とアニマル・スピリッツの衰弱化(デフレ均衡、ゾンビ企業の温存など)」、「低金利の長期化見通しが及ぼす長期成長期待の押し下げ」、「低金利の金融機関への打撃に伴う信用創造や貸し起こし機運の減退」などの問題については、改善の方向となり得る。

金融正常化と金融機関への打撃緩和は、現状段階での実質金利の低位維持といった金融緩和環境につ

いて「実質的な景気刺激効果」を増幅させていく。当座は金利が低いうちの駆け込み的な資金需要の増加余地とあいまって、設備投資・研究開発投資・人材投資・M&A(合併・買収)支出、新興企業支援といった先行投資のほか、住宅等の高額品消費、海外の成長企業・事業部門・高リターン資産への投資などを含めて、各種円調達による投資の前倒し喚起が焦点になる。

日本株市場のセクター別では、銀行・証券等の金融関連や住宅関連などにプラスの部分がある。同時に直接的・間接的に、設備投資の関連株に底上げの材料にもなりやすい。東証TOPIXの業種別株価指数でいえば、建設業、情報・通信業、機械、精密機器などへの恩恵が注目される。

帝国データバンクによる最新「2024年度の設備投資に関する企業の意識調査」によると、計画予定のある企業の割合自体は4年ぶりに前年比減となった。一方で実施計画がある企業のうち、具体的な設備投資の内容としては、上位から順番に設備の代替(更新等)、既存設備の維持・補修、省力化・合理化、DX(デジタル・トランスフォーメーション)、IT化、省エネ対策(燃費改善、環境対策、脱炭素化対応)などが並んでいる。こうした投資計画に付随する形で、借入需要や資金需要の残存が意識される。

銀行貸出と設備投資の先行指標は増加

すでに金利上昇前の駆け込み資金調達などもあり、日銀の「預金・貸出動向」では最新4月に貸出の前年比が銀行計で+3.6%と、前月に続いて2021年3月以来、3年ぶりの高い伸び率を示した。都銀等は+4.2%の大幅増を記録。2021年のコロナ反動時を除くと、統計がある1992年以降では最高のプラス幅となっている。

現在の日本では10年債金利の長期金利が上昇傾向にあるが、過去にも金利上昇に連動した貸出の増加パターンが観測されてきた。ニワトリが先か、卵が先かの関係もあるが、貸出の増加と裏表の資金需要の改善が金利の上昇圧力となっている側面がある。同時に現在は円安・原材料価格の上昇対策として企業の借入が増加している部分もあるが、過去にも「インフレ上昇・借入増・金利上昇」という連動局面は見られている。

現在は金利上昇と銀行貸出の増加に連動し、設備投資は増加となっている。内閣府の景気動向指数によると、設備投資に先行性のある実質機械受注・製造業は直近3月が前年比+8.3%の増加となった。ここ数年は前月の-10.6%を含め、2022年9月からマ

イナス傾向が続いてきたが、2022年8月以来のプラス幅を回復している。

現状段階での「金利が低いうちの資金調達や借入れ」に関しては、日本でのデフレ脱却や日銀による超低金利政策（長期金利抑え込みのYCC含む）手仕舞いのほか、世界的な低インフレ時代の終焉（コロナやウクライナ戦争後の環境変化、新冷戦、反グローバル化、脱炭素化と資源エネルギーコストの高止まり、世界的な高齢化と人手不足など）等もあり、現在のような低金利水準には「しばらく戻らない」可能性が注視される。

IMFによる世界暦年統計によると、広義の需給ギャップを示す産出量ギャップ（Output gap）対潜在GDP比は、主要先進国G7グループでリーマン・ショック時の2008年から2017年にかけては、 -1.0% 前後から -5.6% までのマイナス拡大局面があった。

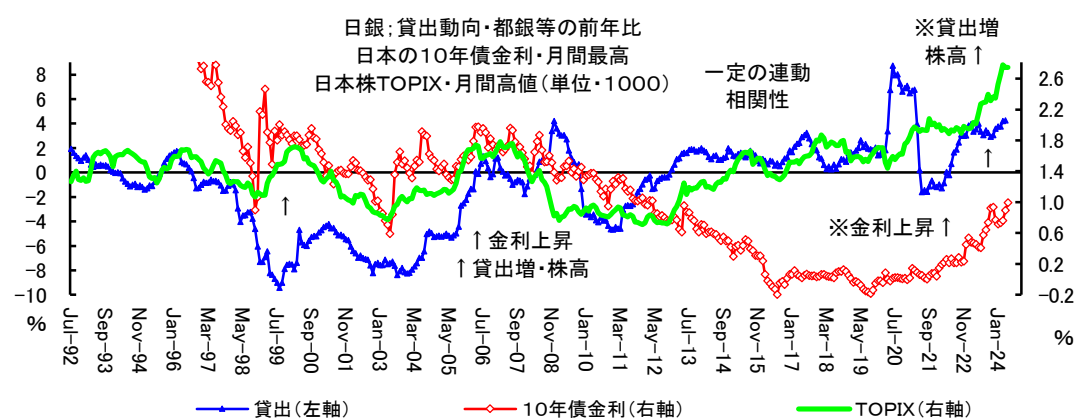
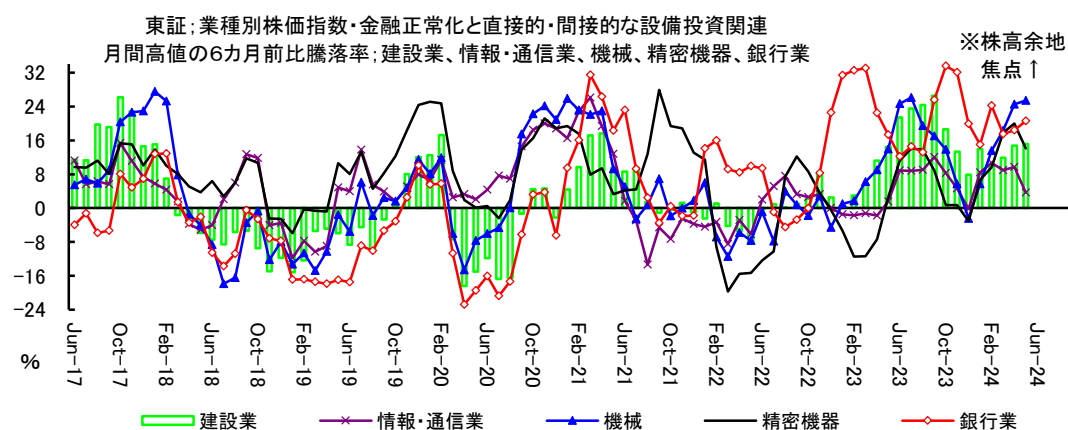
しかし、今後は2024年が -0.1% 、2025-26年が -0.2% とマイナス幅の縮小が予測されている。その後は2027-29年にかけて、 -0.1% と横這いが続く見込みだ。過去G7内で低インフレを促した需給ギャップの大幅マイナスは、構造的に引き締まりの方向となっている。

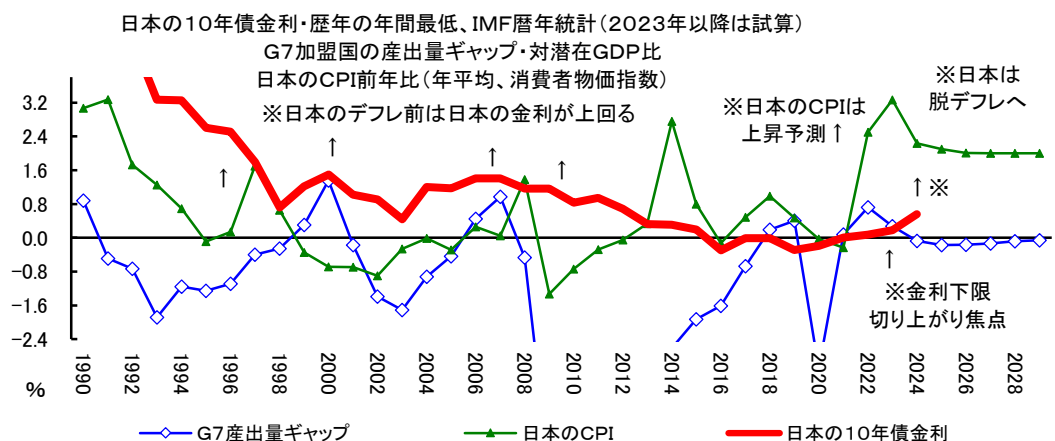
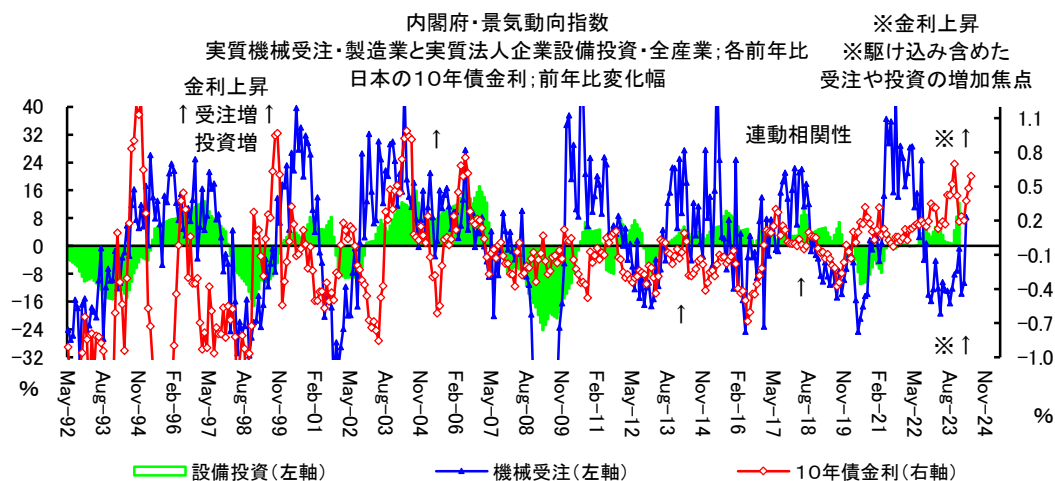
連動する形でIMF統計では、日本のCPI前年比（消費者物価指数、年平均）も、2021年の -0.24% が直

近最低となる形で、2024年は $+2.24\%$ 、2025年は $+2.10\%$ とプラス継続が見込まれている。その後も2026年から2029年にかけては、 $+2.00\%$ 前後が定着という予測だ。

過去に日本でデフレが深刻化する1999年以前の正常化時代に、日本の10年債金利は年間最低ベースでG7グループの産出量ギャップや日本のCPI前年比を一定程度は上回る傾向が見られてきた。その点で先行き日本の10年債金利は下限切り上がりが想定され、現状が「中長期スパンで最低水準」となる可能性が注視される。

例えば日銀がYCCを導入する前年の2015年には、G7グループの産出量ギャップが -1.9% に対し、日本の10年債金利の年間最低は $+0.20\%$ となっていた。日本の脱デフレ前でも、日本の金利は「 $+2.13\%$ 幅」の上方向に位置している。ひるがえって今後のG7グループの産出量ギャップ予測は、2014年が -0.1% 、2025-26年が -0.2% とマイナス幅が縮小の方向だ。日本の10年債金利の年間最低は、同ギャップから「 $+2\%$ 幅」とすると、 1.9% や 1.8% 方向への切り上がり余地がある。ちょうど日本のCPI前年比予測である $+2.0\%$ 前後にかけて、金利が上昇となる潜在余地は無視できない。





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。