

設備投資の先行指標・資本財出荷が復調

不透明感やコスト高等の制約緩和、金利上昇打撃は尚早

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2025/2/5 (水)

最新 12 月の鉱工業生産では、設備投資の先行指標である資本財出荷が復調となってきた。昨年は米大統領選や物価動向などの各種不透明感のほか、コスト高や人手不足等により、設備投資は事前計画比で実行の下振れが続いてきたが、足元ではこうした制約の緩和が示唆されつつある。資本財出荷の指数水準、前年比ともにトレンドを示す 12 カ月移動平均では、2022-23 年からの低下基調が底入れとなってきた。現状はまだ金利上昇打撃が尚早であり、過去実績に沿えば日本株市場での日経平均株価の底上げにつながりやすい。

資本財出荷指数や前年比が底入れ改善、株価支援

「日本政策投資銀行の調査によれば、企業の設備投資の前年度比伸び率について、近年は計画から実績にかけての下方修正幅が過去に比べて拡大している」、「実績が当初計画を下回った理由をみると、人手不足などによる工期の遅れや、工事費高騰に伴う計画の見直しといった建設に関わる割合が高まっている」――。

内閣府の経済財政分析担当は、昨年 10 月にこのような分析を取りまとめていた。

同月には日銀の安達誠司審議委員も国内での設備投資に関し、「企業の投資意欲は非常に強いものの、実際の実績では一進一退が続いている」と指摘。その理由として「工場・店舗等を建設する人手の不足と人件費の上昇、建材などを含めた建設コストの上昇」のほか、円安・素原材料高などで物価動向に不確実性が漂うなか、「企業は将来の収益見通しを立てにくく、大きな固定費の負担となる設備投資を躊躇しているのではないか」といった推察を行っている。

その他、昨年は米大統領選や中国経済の不透明感なども、設備投資の計画比下振れや先送りの要因となってきた。

しかし、経済産業省による最新 12 月の鉱工業生産では、設備投資に先行する資本財出荷に復調が見られている。設備投資の実行制約の緩和を示唆するもので、過去実績に沿えば設備投資の循環回復と、日本株市場では直接的・間接的な設備投資関連株の上昇、さらには製造業の影響度が大きい日経平均株価の底上げが支援されやすい。

具体的に資本財出荷指数（輸送機械を除く、2020 年=100）は昨年 12 月に 115.2 となり、前月の 111.5 から上昇となった。内訳では「ショベル系掘削機械や建設用クレーン等の出荷増が寄与した」（経産省）という。昨年は 9 月に 103.0、6 月に 102.5 と約 4 年ぶりの低水準に低下する場面があったが、こうし

た局面が最低ボトムとなる形で、昨年 12 月以来、約 1 年ぶりの高水準を回復している。

トレンドを示す 12 カ月移動平均でも、指数水準は方向角度が昨年 10 月から上向き化へと転換してきた。2023 年 4 月以降の下向き化と低下基調に歯止めが掛かっている。出荷指数の前年比でも 12 カ月移動平均は、昨年 7 月から上向き化が定着となっている。ここからは 2022 年 2 月以降の下向きトレンドが、底入れ反転となってきた。

こうしたトレンドの方向性は、過去に日経平均と高確率で相関性を有している。例えば出荷指数・前年比の 12 カ月移動平均でいえば、最近では 2020 年 10 月から方向角度が上向きに転換した。その前後で日経平均は上昇モメンタムが点火。月間高値ベースでは同月の 2 万 3725 円のあと、翌月を 1 カ月目とすると 11 カ月目となる翌 2021 年 9 月の 3 万 0795 円まで、+30.4% 幅の株高が同時観測されている。

設備投資、実質金利のプラス幅拡大まで改善持続

その前では 2016 年 8 月から上向き化に転換。当時の日経平均は同月のあと、26 カ月後となる 2018 年 10 月の高値まで +44.3% の株高ラリーが連動形成されている。さらに前では 2013 年 7 月から上向き転換の局面があり、日経平均は 23 カ月後にかけて +40.1% の株高が同時進行となった実績がある。

先行きの設備投資については、日銀による昨年からの上昇と今後の追加利上げ意欲、足元での長期金利上昇が悪材料として警戒される。

ただし、現状段階では設備投資に影響する実質金利（名目金利－期待インフレ率や物価変動率）が、マイナス圏で低位抑制されたままだ。まだ引き締め打撃は尚早で、反対に「実質金利のマイナス維持」が設備投資の循環回復のモメンタム増幅を底流で後押しさせていく。

2 月 3 日に公表された日銀 1 月 23-24 日の政策会合・主な意見では、一部委員から「利上げ後も実質金利は大幅なマイナス」という説明があった。植田和男総裁も 1 月 24 日の利上げ後の会見で、「物価変動を考慮した実質金利は大幅なマイナスで極めて低い水準」という見解を示している。

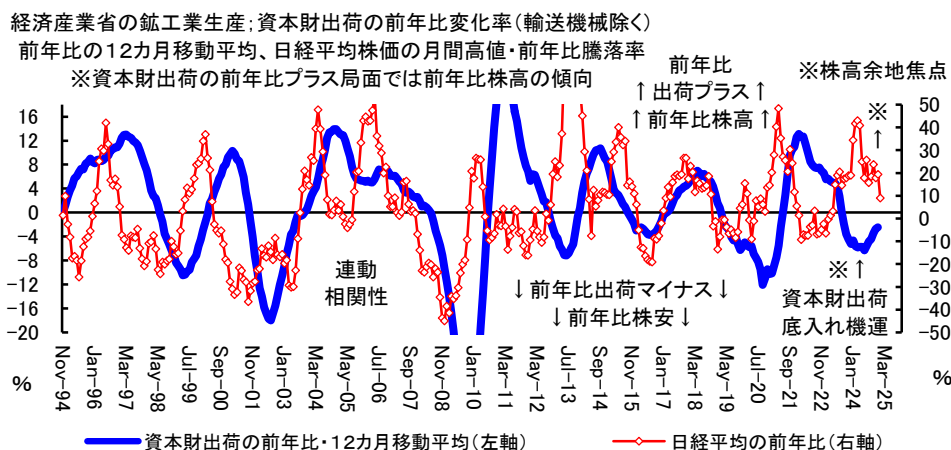
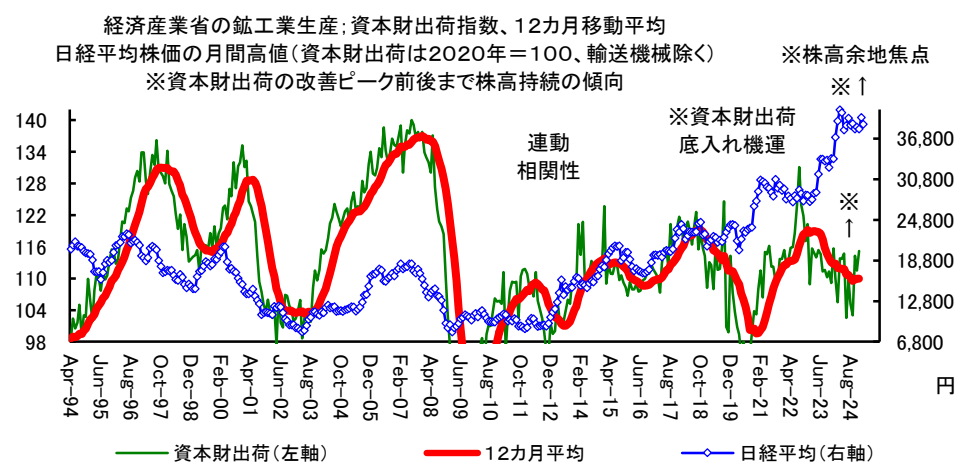
過去の 10 年債金利と設備投資の関係では、実質金利がプラス圏への上昇からプラス幅を拡大させたり、名目の 10 年債金利が 1.5% 前後を超える上昇となると、設備投資は悪化に転じるパターンが観測されてきた。その点、現状は実質金利がマイナス圏、名目は金利上昇でも 1.2% 前後であり、設備投資への悪影響はまだ尚早となっている。

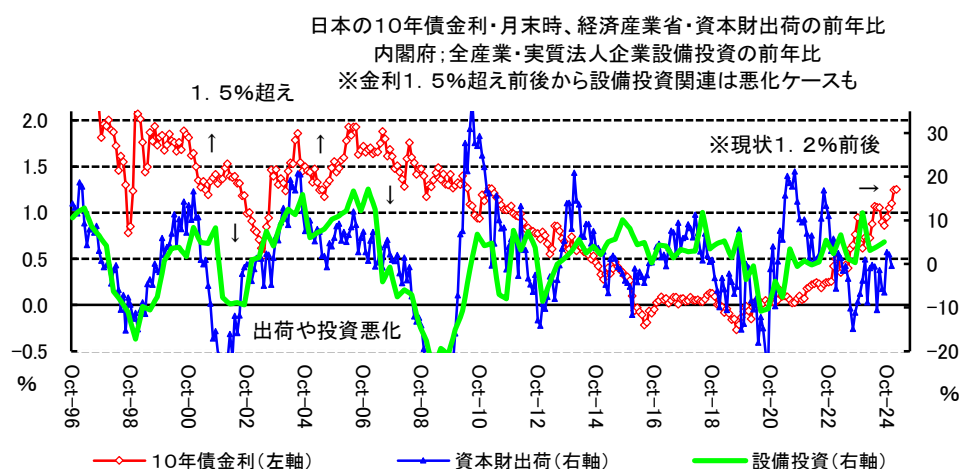
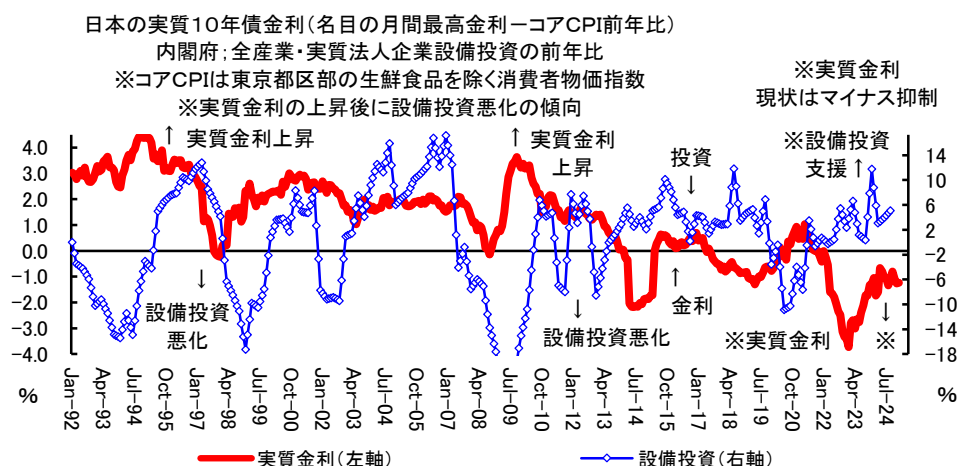
今年1月には名目の10年債金利が月間最高で1.26%前後となり、2011年以来、約13年半ぶりの高水準に上昇となってきた。一方で同じ1月に物価の先行指標、東京都部コアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）は、前年比で+2.5%となっている。結果、「名目金利の月間最高－コアCPI前年比」による参考の実質金利は、1月に－1.2%のマイナスとなった。昨年12月の－1.3%や直近最低である2023年1月の－3.7%からはマイナス幅が縮小してきたが、いぜん緩和的な環境が維持されている。

過去、内閣府の景気動向指数における「全産業・実質法人企業設備投資」の前年比との関係でいえば、現在と同じような実質金利マイナス局面となっていた2014－15年にかけて、設備投資は前年比プラス幅が連動で改善の拡大となっていた。

しかし、実質金利がプラス圏に浮上し、+0.6%に上昇となった2015年9月に設備投資は前年比+10.1%で改善がピークアウトになっている。その後は悪化基調へと転じていた。2015年9月といえばチャイナ・ショックなどの悪材料もあり、日経平均は急落でリスク回避の円高が加速している。当時は海外要因に加えて、国内での「実質金利上昇とプラス幅拡大」という引き締め環境が、株安と円高の一因となっている。

ひるがえって現在の場合、参考の実質金利が1月時点で、－1.3%とマイナス圏を維持している。設備投資を底流で支援しているほか、株安・円高の抑制や、基本トレンドとしての日本株の下限切り上がり、ドルの下限切り上がり（円の上限切り下がり）の基調持続がサポートされやすい。





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。