

調査レポート

金利上昇が設備投資に与える影響

～資本コストの上昇を通じた下押しに要警戒～

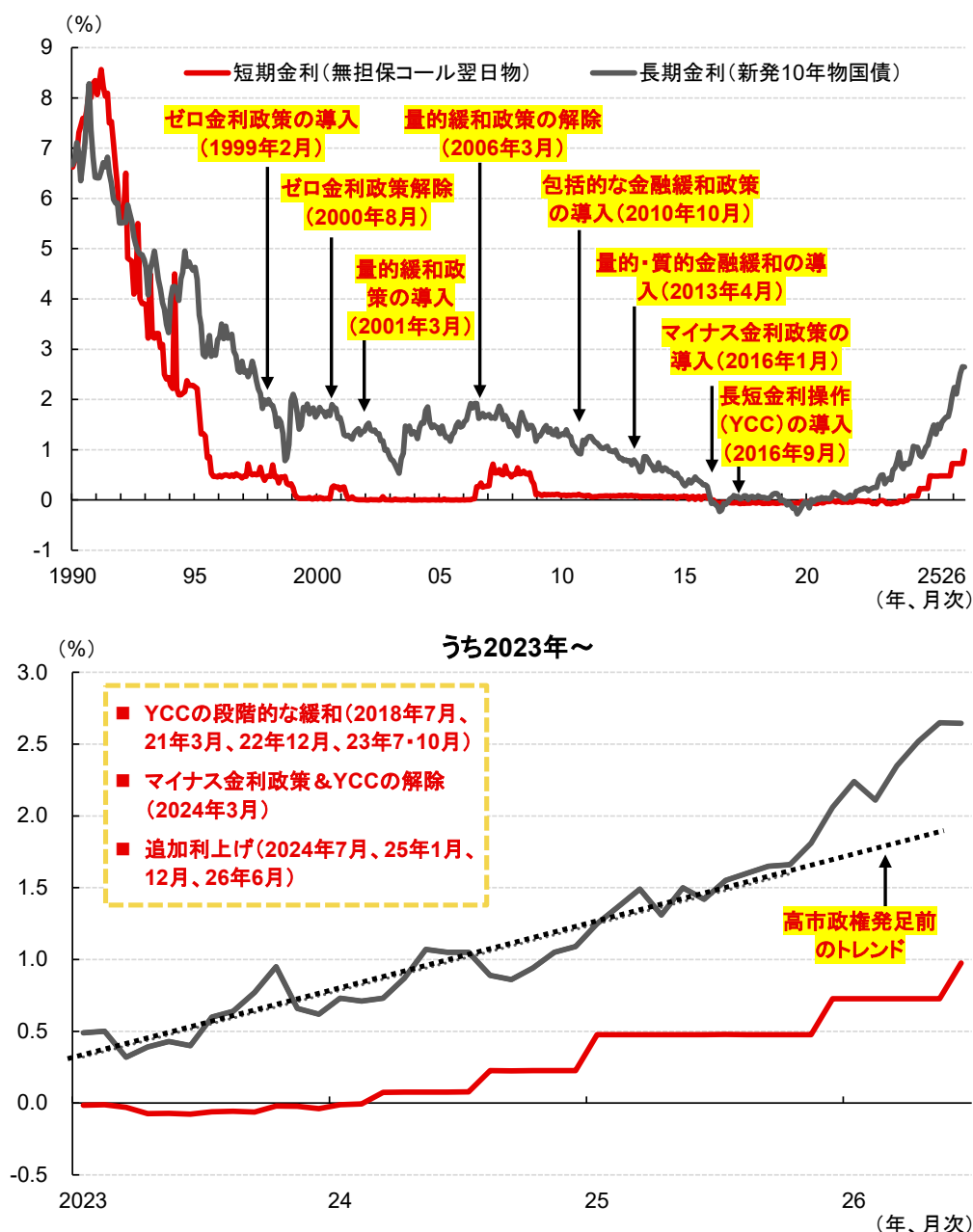
調査部 主任研究員 藤田 隼平

- 日本における企業の設備投資は、景気回復を背景とした業績改善や、省力化・AI・デジタル・脱炭素への対応など企業が競争力を維持するために必要な投資需要の拡大に支えられて、堅調に増加してきた。機械・設備や建設といった伝統的な投資活動が緩やかに持ち直す中、近年はソフトウェア投資が顕著に増加しており、設備投資全体に占める IT 投資のシェアは年々高まっている。また業種別に見ると、製造業では輸送用機械や電子部品・デバイス、非製造業では専門・科学技術・業務支援サービスや情報通信、不動産などがけん引役となっている。
- 他方で懸念されるのが、金利上昇による悪影響である。日本ではバブル崩壊以降、長らく低金利の時代が続いてきたが、金融政策の正常化を受けて「金利のある世界」が訪れている。企業の投資ニーズは多く、業績も堅調で手元資金は潤沢だが、金利上昇によって設備投資の実行を判断する際の基準となる資本コストは着実に高まることから、設備投資が抑制されてもおかしくはない。
- 企業の資本コストは、大きく負債コストと株主資本コストの 2 つに分けられ、それぞれの資金調達構成比で加重平均した加重平均資本コスト(WACC:Weighted Average Cost of Capital)は、投資判断における基準のひとつに利用される。足元では多くの業種で WACC が上昇に転じる中、その上昇度合いが大きい業種ほど、設備投資の伸びが抑制的となっている姿を確認できる。
- 設備投資は需要の見通しや事業の成長期待などにも左右され、資本コストだけで決まるわけではないものの、すでに金利上昇が設備投資の重しとなり始めている可能性がある。今後、「金利のある世界」が定着していく中では、企業業績や投資意欲の動向に加え、業種ごとの資本コストの変化にも、目を配る必要があるだろう。

1. はじめに

日本ではバブル崩壊以降、長らく低金利の時代が続いてきたが、このところ再び「金利のある世界」が訪れている(図表 1)。日本銀行が金融政策の正常化を進める中で、政策金利は 1.0%と、1995 年以来、実に 31 年ぶりの水準となっている。この間、長期金利も上昇が続いており、新発 10 年物国債利回りは 2026 年 7 月に一時 2.9%と、1996 年以来 30 年ぶりの高水準まで上昇した。日本銀行の利上げに加え、2025 年秋の高市政権発足後、積極財政への期待から国債増発観測が強まり、市場で国債需給の悪化が意識されたことが背景にあると考えられる。

図表 1 短期金利および長期金利の動向



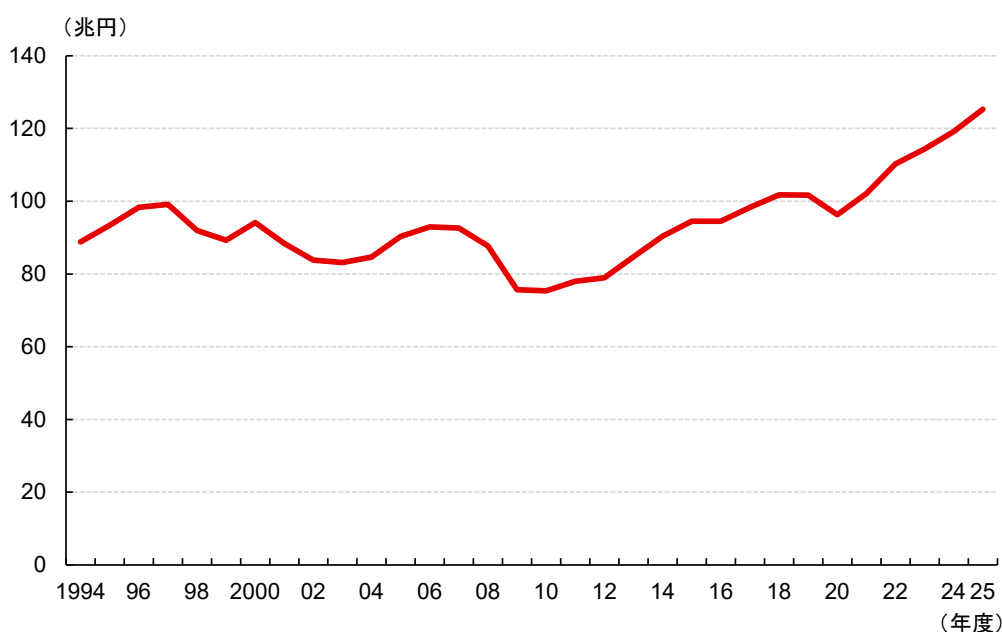
(出所) 日本銀行、日本相互証券株式会社「主要レート推移」を基に当社作成

金利上昇によって懸念されるのが、家計や企業の経済活動への悪影響である。なかでも企業の設備投資は将来の日本経済の成長力や生産性向上を左右する重要な要素であることから、金利上昇による下押し圧力の強まりには警戒を要する。以下、本稿では企業の設備投資の現状を整理した上で、金利上昇が企業の設備投資にどのような影響を及ぼすのかを考察し、最後に金利がある世界における設備投資の見通しを述べる。

2. 企業の設備投資の現状

日本における企業の設備投資は、景気回復を背景とした業績改善や、省力化・AI・デジタル・脱炭素への対応など企業が競争力を維持するために必要な投資需要の拡大に支えられて、堅調に増加してきた(図表 2)。SNA(GDP 統計)ベースで見た企業の設備投資額(名目)は、2010 年度をボトムに持ち直しに転じると、直近 2025 年度には 125 兆円と過去最高を更新した。物価上昇の影響を差し引いた実質ベースで見ても、設備投資額は過去最高を更新しながら増加を続けており、その堅調さがうかがえる。

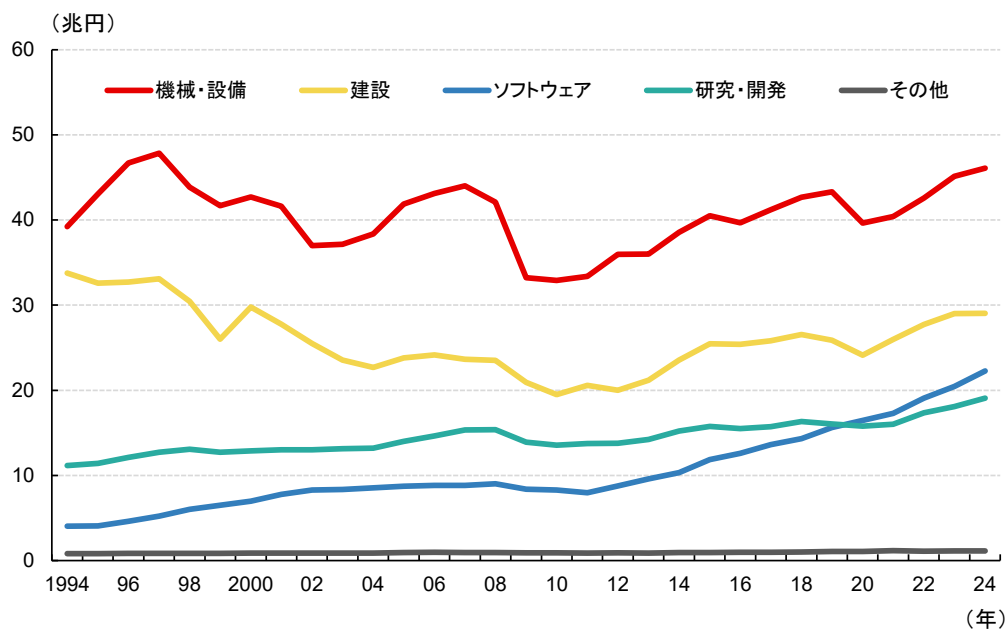
図表 2 設備投資(名目)の動向



(出所)内閣府「GDP 統計」を基に当社作成

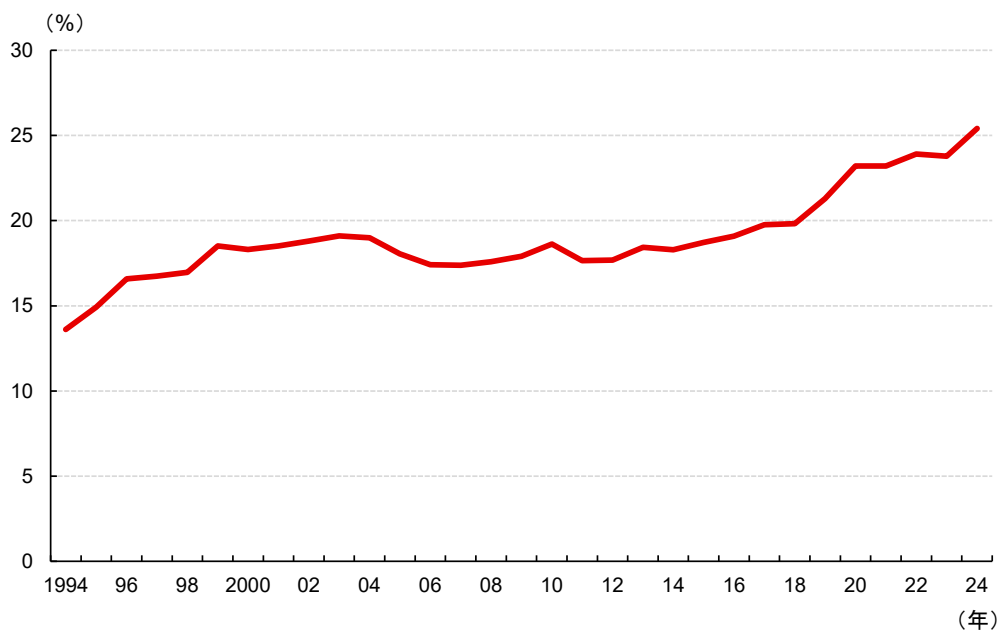
設備投資額の内訳を見ると、機械・設備や建設投資といった伝統的な投資が増減を繰り返しながらも緩やかに持ち直す中、ソフトウェアや研究・開発投資が増加し、全体を押し上げている姿を確認できる(図表 3)。特にソフトウェア投資の増加は顕著で、直近 10 年間(2014 年から 2024 年)に限ると、機械・設備が+7.5 兆円、建設が+5.5 兆円、研究・開発が+3.9 兆円の増加に対し、ソフトウェアは+11.9 兆円と最も増加している。背景には IT 投資の重要性の高まりがあるとみられ、情報通信機器とソフトウェアへの投資を合わせた IT 投資が設備投資全体に占める比率は、2014 年の 18.3%から 2024 年には 25.4%まで上昇している(図表 4)。

図表 3 品目別に見た設備投資(名目)の動向



(出所)内閣府「GDP 統計」を基に当社作成

図表 4 IT 投資が設備投資全体に占める割合

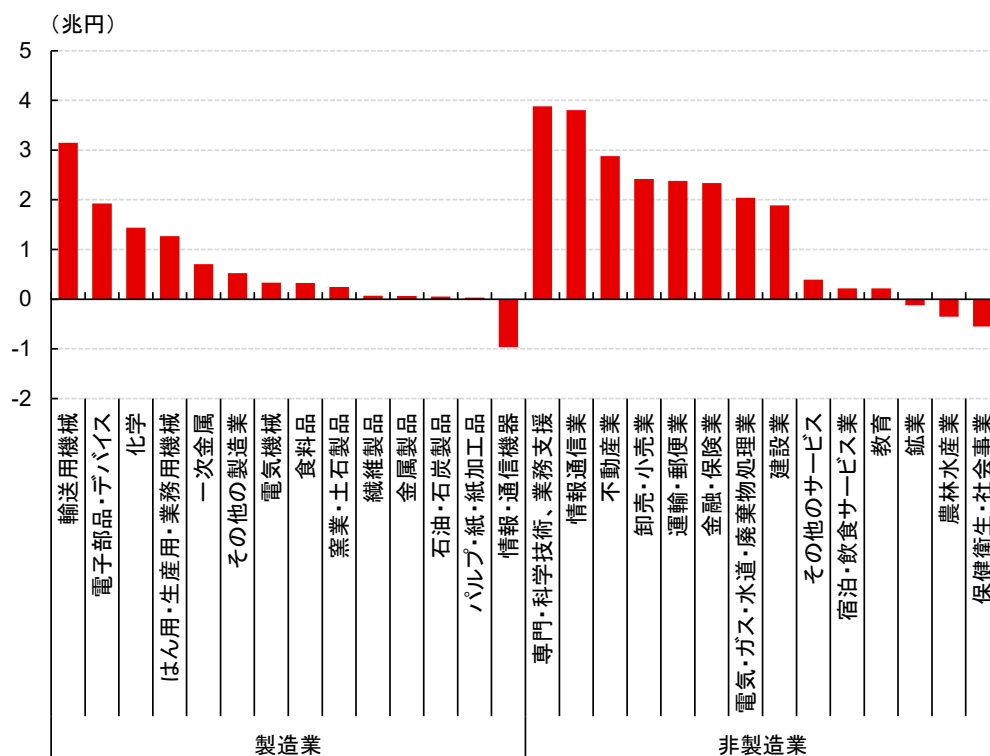


(注)IT 投資は、情報通信機器への投資額とコンピュータソフトウェアへの投資額の合計値
 (出所)内閣府「GDP 統計」を基に当社作成

また、直近 10 年間 (2014 年から 2024 年) の設備投資の変化幅を業種別に見ると、製造業では輸送用機械が最も大きく +3.1 兆円、次いで電子部品・デバイスの +1.9 兆円、化学の +1.4 兆円、はん用・生産用・業務用機械の +1.3 兆円の順となっている (図表 5)。いずれも日本を代表する輸出産業であり、内外の需要に対応するために国内投資が活発に行われてきた姿を見て取れる。

一方、非製造業では、専門・科学技術・業務支援サービス業の +3.9 兆円が最も大きくなっている。主には研究開発サービスや物品賃貸サービス業、広告業などが該当するが、景気回復が続く中で、企業活動を支援する各種サービスの需要が高まっていることが、投資を押し上げているものと推察される。同様に、情報通信も +3.8 兆円と大きめの伸びとなっており、近年の IT 関連需要の増加に対応するため、設備投資が活発化しているものと考えられる。次いで大きいのが不動産業で +2.9 兆円となっている。ここでは住宅投資は含まれていない点に留意が必要だが、長らく続いた低金利環境を追い風に、オフィスビルなどの商業用不動産投資がけん引してきたものと考えられる。

図表 5 業種別に見た設備投資 (名目) の変化幅 (2014 年⇒2024 年)

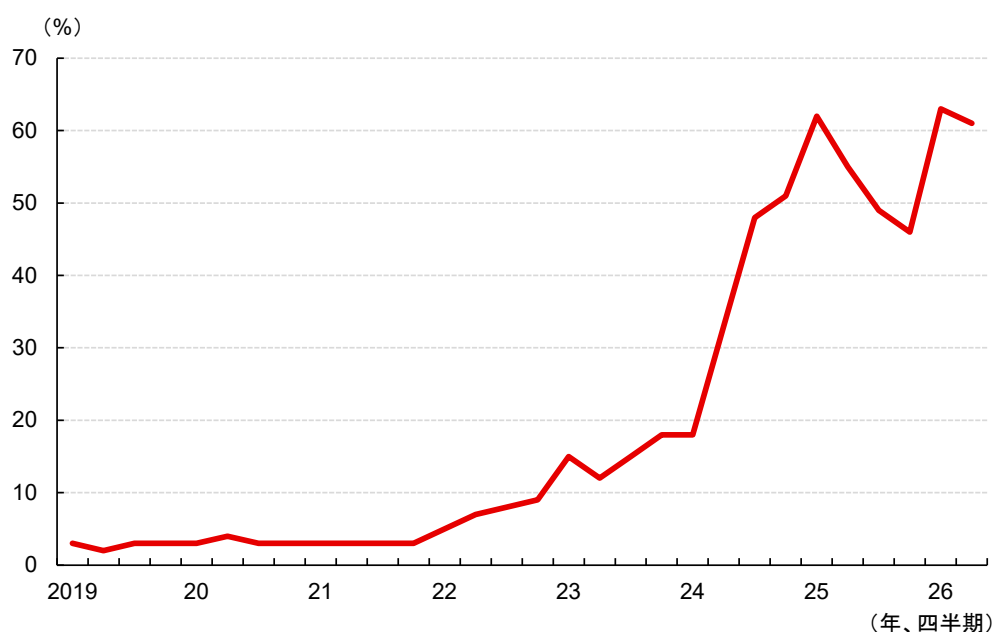


(注) 業種分類は SNA ベースで、一部に公的部門を含む
(出所) 内閣府「GDP 統計」を基に当社作成

3. 企業が直面する金利上昇

他方で、今後、懸念されるのは金利上昇による悪影響である。投資ニーズが多く、業績が堅調で手元資金が潤沢だとしても、投資判断の基準となる資本コストが高まれば、設備投資は抑制される可能性がある。日銀短観によると、日本銀行が金融政策の正常化を開始した 2024 年 3 月を境に、借入金利の上昇を感じる企業の割合は増加しており、直近 2026 年 6 月調査では、約 6 割の企業が借入金利の上昇を実感していると回答している（図表 6）。

図表 6 借入金利の上昇を実感している企業の割合

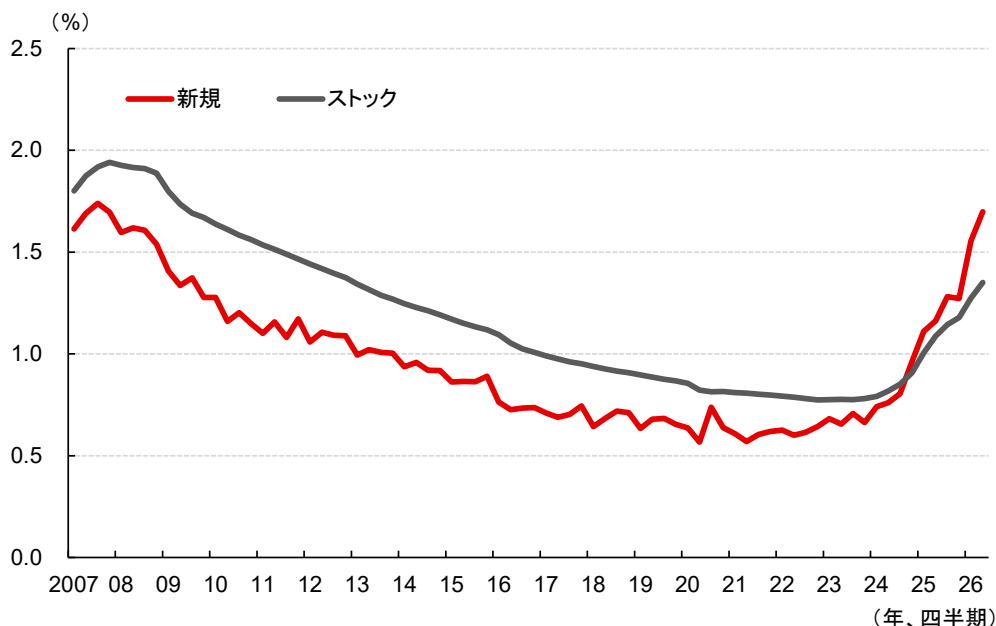


(注) 前回調査(3か月前)から借入金利の水準が「上昇」と答えた企業の割合
(出所) 日銀短観を基に当社作成

実際、国内銀行による貸出金利も上昇傾向にある(図表 7)。新規貸出の約定金利は 2022 年頃まで長らく低下傾向で推移してきたものの、コロナ禍での世界的なインフレ圧力の高まりを受けて長期金利が上昇に転じると、貸出金利も上昇に転じた。さらに 2024 年 3 月に日本銀行が金融政策の正常化に踏み出すと一段と上昇し、直近 2026 年 5 月の新規貸出の平均約定金利は 1.71%と、過去最低だった 2021 年 5 月の 0.465%の約 4 倍に達している。また、貸出残高ベースの平均金利も、2026 年 5 月時点で 1.359%と、過去最低だった 2022 年 12 月の 0.771%から約 2 倍にまで上昇している。

一般に金利上昇は、企業の資金調達コストを押し上げ、投資の採算性を低下させるため、設備投資の下押し要因になると考えられる。例えば、内閣府の短期マクロ計量モデル(2022 年推計)によると、政策金利が 1%上昇した場合、実質設備投資は 1 年目に約 2%押し下げられると試算されている。

図表 7 国内銀行による貸出約定金利の動向



(注) 新規は当月末貸出残高のうち、当該月中において実行した貸出(書替継続を含む)にかかる金利。ストックは当該月末時点において残高のあるすべての貸出にかかる金利。企業向け貸出以外も含む
(出所) 日本銀行「貸出約定平均金利の推移」を基に当社作成

もともと、こうした影響は全ての企業や業種に一律に及ぶわけではない。企業は通常、投資案件から期待される将来キャッシュフローと資金調達コストを比較し、投資の可否を判断する。そのため、金利上昇は資金調達コストの増加を通じて投資採算性を悪化させる方向に働くものの、その影響の大きさは資本構成や事業特性によって異なってくる。

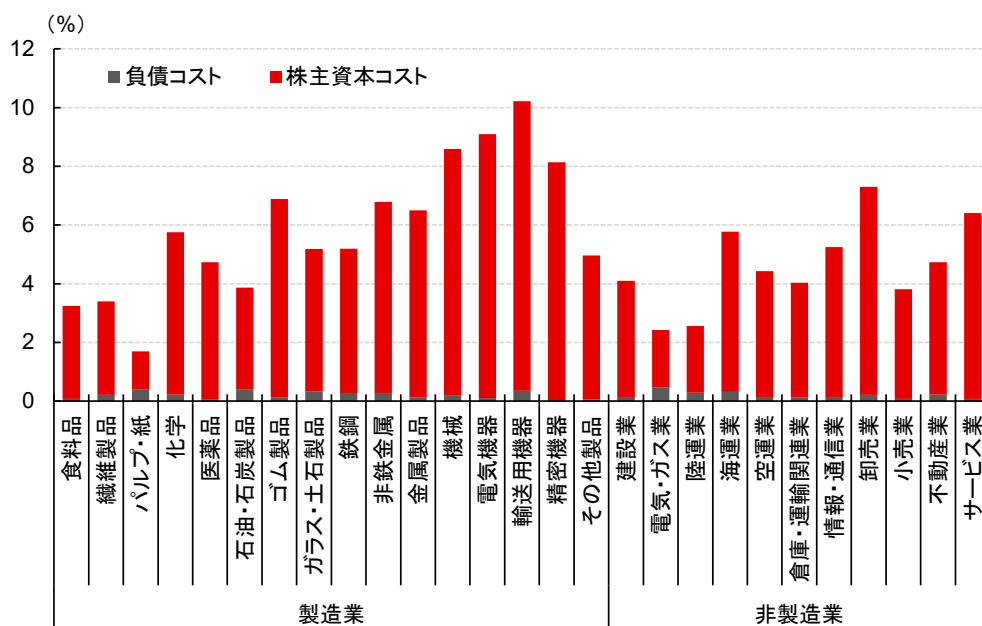
企業の資本コストは、大きく負債コストと株主資本コストの 2 つに分けられる。負債コストとは、金融機関からの借り入れや社債発行によって資金を調達する際に生じるコストである。一方、株主資本コストは、株式発行によって資金を調達することに由来するコストであり、株主が企業に対して期待する収益率を指す。一般に、株主資本コストは資産価格モデル(CAPM: Capital Asset Pricing Model)を用いて推計されることが多く、「無リスク金利+ベータ×市場リスクプレミアム」によって表される¹。負債コストと株主資本コストを、それぞれの資金調達構成比(有利子負債と株式時価総額の割合)で加重平均したものは、加重平均資本コスト(WACC: Weighted Average Cost of Capital)と呼ばれ、投資判断における基準のひとつに利用される。

バブル崩壊以降、日本企業は財務体質の改善を進め、有利子負債への依存度を低下させてきた。その結果、足元の WACC は株主資本コストの影響を強く受ける構造となっている(図表 8)。業種別に見ると、製造業では輸送用機器や電気機器など景気動向の影響を受けやすい業種において 8~10%程度と高い一方、食料品やパルプ・紙など景気変動の影響が比較的小さい業種では 2~3%程度にとどまっている。同様に非製造業でも、卸売業やサービス業では高い一方、電気・ガス業や陸運業などでは低くなっている。

¹ このうち無リスク金利は国債利回りなどで近似され、市場リスクプレミアムは投資家が無リスク資産ではなく株式に投資する際に求める追加的な収益率を表す。また、ベータは市場全体の値動きに対する感応度を表す市場であり、業種や企業ごとのリスク特性を反映している。

WACC が高い業種は、投資家から高い収益率を求められている、あるいは高い事業リスクを有すると評価されていることを意味する。言い換えれば、新たな投資を実施する際にも、これらの業種では高い収益率が期待できる案件でなければ、投資が実施されにくいと言える。輸送用機器や電気機器は WACC の高い業種であるため、近年、それらの業種による投資が増えていることで、設備投資による利益創出能力(採算性)の改善にもつながっている可能性がある。

図表 8 加重平均資本コスト(WACC):2025 年

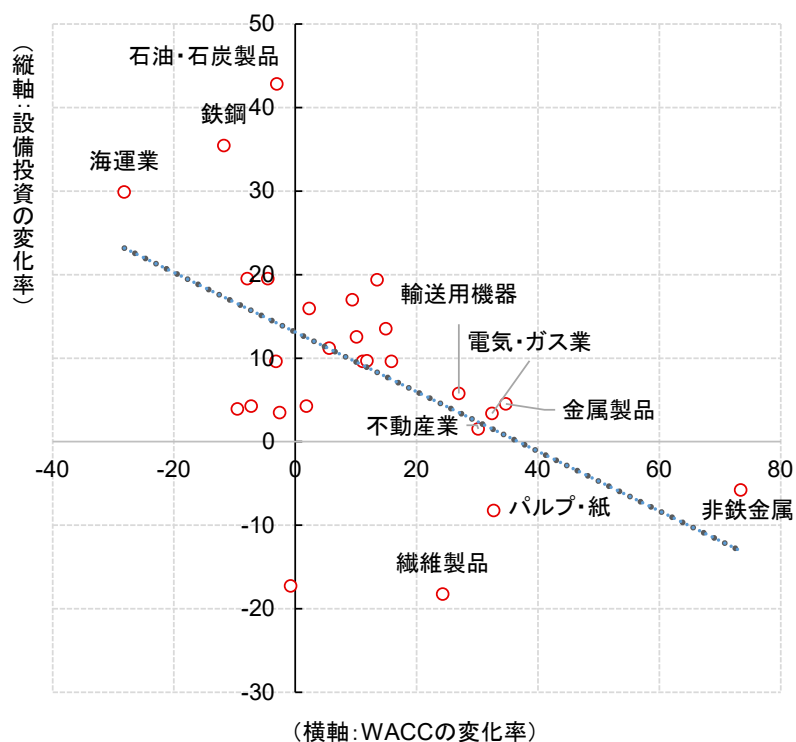


(注) WACC=株主資本コスト×株主資本シェア+負債コスト×有利子負債シェア×(1-法人実効税率)。月次ベースで推計し、2025 年平均を利用。業種分類は東証の業種分類に準拠。株主資本コストは CAPM に基づき、無リスク金利+ベータ×市場リスクプレミアム。無リスク金利は新発 10 年物国債利回り。ベータは各業種指数の月次の超過リターンを TOPIX の月次の超過リターンに回帰し推計(直近 36 カ月のローリング回帰)。市場リスクプレミアムは 2002 年以降の TOPIX の超過リターンの平均を踏まえ 6%に設定。株主資本シェアと有利子負債シェアは、株式時価総額と有利子負債総額の合計に対するそれぞれのシェアとして計算。株式時価総額は PER×当期純利益として算出。負債コストは、法人企業統計をもとに、支払利息等÷(短期借入金+長期借入金+社債)として計算し、東証の業種分類に当てはめた値。法人実効税率は 29.74%を使用

(出所)財務省「法人企業統計」、有価証券報告書((株)アイ・エヌ情報センター集計)を基に当社作成

他方で、足元で多くの業種で WACC が上昇に転じている点は、今後の設備投資にとって懸念材料となる。ここで 2024 年から 2025 年にかけての WACC の変化率と設備投資の増減率の関係を見ると、WACC の上昇度合いが大きい業種ほど、設備投資の伸びは抑制的となっており、両者には負の相関関係が確認できる(図表 9)。実際の設備投資は需要の見通しやビジネスの成長期待などにも左右されるため、資本コストだけで決まるわけではない点には留意が必要である。しかし、この結果は、資本コストの上昇が設備投資を抑制するという理論的な関係と整合的であり、足元の金利上昇が設備投資の重しとなり始めている可能性を示唆している。

図表 9 WACCと設備投資の関係性



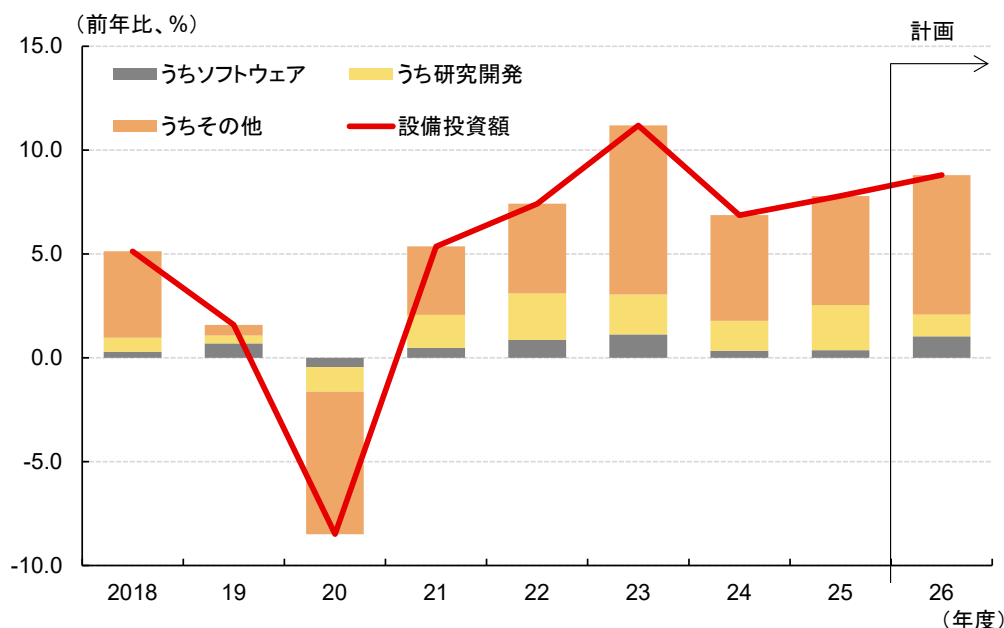
（注）設備投資はソフトウェアを除く。2024 年から 2025 年への変化。WACC の計算方法は図表 8 の注を参照
（出所）財務省「法人企業統計」、有価証券報告書（（株）アイ・エヌ情報センター集計）を基に当社作成

4. 今後の見通し

以上のように、足元で企業の設備投資は堅調に推移している。その背景には、省力化や AI・デジタル・脱炭素への対応など、企業が競争力を維持するために必要な投資需要の拡大に加え、業績そのものが改善していることが挙げられる。高市政権が責任ある積極財政の下、官民一体となって国内投資を加速させていく姿勢を打ち出す中、経団連は 2026 年 7 月に民間企業の国内での設備投資額を 2040 年度に 250 兆円まで増やすことを目標に掲げるなど、今後も設備投資は堅調に増加していくと期待される。

他方で、懸念されるのは金利上昇による悪影響である。日銀短観によると、2026 年度の設備投資は引き続き増加する計画となっており、現時点ではイラン情勢の悪化など金利上昇以外の悪材料がありながらも、企業の投資意欲は維持されている(図表 10)。しかし、日本銀行による追加利上げや、積極財政を背景とした長期金利の上昇が見込まれる中では、企業の資本コストもさらに押し上げられると考えられる。投資意欲が旺盛で企業業績が堅調であっても、投資判断の基準となる資本コストが高まれば、設備投資は抑制される可能性がある。実際、足元では WACC の上昇度合いが大きい業種ほど設備投資の伸びが抑制される傾向が確認されており、すでに資本コストの上昇が設備投資の重しとなり始めている可能性がある。今後、「金利のある世界」が定着する中では、企業業績や投資意欲の動向に加え、業種ごとの資本コストの変化にも、目を配る必要があるだろう。

図表 10 企業の設備投資計画



(注) 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)。全産業(除く金融、持株等)・全規模

2025 年度までは実績、2026 年度は 2026 年 6 月調査時点の計画値

(出所) 日銀短観を基に当社作成

－ ご利用に際して －

- 本資料は、執筆時点で信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客さまの決定、行為、およびその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所: 三菱 UFJ リサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。