



# BTMU Focus USA Weekly

三菱東京UFJ銀行 経済調査室ニューヨーク駐在情報

The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.  
Economic Research Group (New York)  
Toshiki Iwaoka 岩岡 聰樹  
Managing Director & Chief Economist  
+1(212)782-5701, [tiwaoka@us.mufg.jp](mailto:tiwaoka@us.mufg.jp)

August 31, 2012

## <FOCUS>

### 続く企業の資金余剰

- 第2四半期の企業収益は増益に転じたものの、増益率は前期比+0.5%と伸び悩んだ。部門別には、海外部門が幾分持ち直したほか、国内非金融部門も増益を維持したが、全体としては昨年第4四半期以降、ほぼ横這いの状況にある。また、増益となった国内非金融部門についても、企業の人件費抑制スタンスが維持されるなかでの増益確保と捉えられる。
- 企業の極めて慎重な投資スタンスにも著変は無い。米国の設備投資は、2009年以降、キャッシュ・フローを大幅に下回る状況が続いており、バブル崩壊後の深い景気後退とその後の緩慢な景気回復を受けて、企業の成長期待が低迷を余儀なくされていることが示唆される。1990年代後半以降の日本でも、こうした企業部門の投資抑制と資金余剰が常態化した。米国においても、企業の期待成長率を高め、投資抑制と潜在成長率低下という悪循環を回避することが目先数年における課題である。
- こうしたなか、今週開催された共和党全国大会で示された政策綱領では、小さな政府が中心理念として掲げられ、減税や規制緩和等のサプライサイド改革により、民間企業部門の活性化や効率的経済構造に繋がることが期待されている。ただ、足元における企業部門の資金余剰を踏まえると、こうした政策により投資を中心とする需要不足解消や、企業部門による雇用創出、結果としての景気回復・歳入増が早期に達成出来るかは不確実であり、来年初以降の財政緊縮を巡る不透明感は当面燻り続ける公算が大きい。
- バーナンキ FRB 議長も、ジャクソン・ホールにおける講演で、米国経済の低成長は構造的要因より短期的な逆風によるところが大きいとし、住宅市場の弱さや欧州問題に加え、フィスカル・ドラッグを指摘した。講演内容は、景気加速に向け金融緩和を強化する姿勢を強く示したが、FOMC 声明文や議事録からさらに踏み込んだものでもなかった。
- バランスシートが拡大した状況からの追加的証券購入については、実施に向けたハードルは高くあるべきとしたうえで、付随するコストは慎重な政策運営によって制御可能との判断を示した。所謂 QE3 に踏み切るかは現時点で決まっていないことを示唆する内容と言える。今後、仮に追加購入に動いた場合には、上述した企業部門の資金余剰に影響を及ぼせるのかも焦点となるだろう。

<FOCUS> 続く企業の資金余剰

企業収益は横這い圏、人件費抑制は継続

第2四半期の企業収益は1兆9,111億ドル（在庫評価調整・資本減耗調整後、年率換算）と、前期の減益から増益に転じたものの、増益率は前期比+0.5%と伸び悩んだ。

部門別には、前期大幅減益となった海外部門が幾分持ち直したほか、国内非金融部門も増益を維持したが、金融部門の減益幅が拡大、企業部門全体の収益は、昨年第4四半期以降、ほぼ横這いの状況にある（第1図）。また、増益となった国内非金融部門についても、雇用者報酬の対付加価値比率は小幅ながら前期から低下、企業の人件費抑制スタンスが維持されるなかでの増益確保と捉えられる（第2図）。

企業部門の資金余剰に著変はない

企業の極めて慎重な投資スタンスにも著変はない。米国の設備投資は、2009年以降、キャッシュ・フロー（内部留保+固定資本減耗）を大幅に下回って推移している（第3図）。

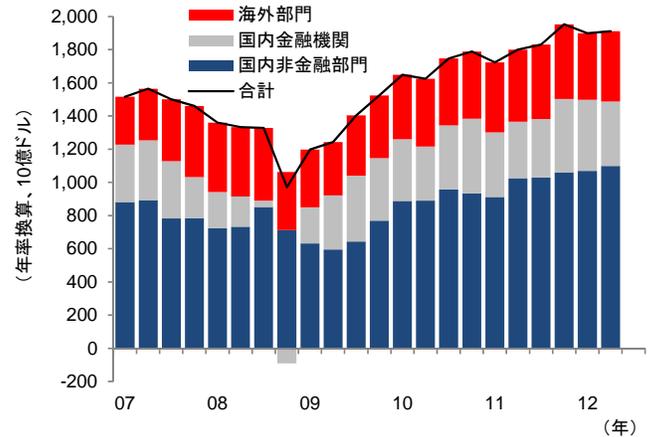
慎重な投資スタンスが維持されている背景は、バブル崩壊後の深い景気後退とその後の緩慢な景気回復を受けて、企業の成長期待が低迷を余儀なくされているためである（次頁第4図）。企業の期待成長率が低水準にとどまれば、キャッシュ・フローを上回る積極的な能力増強投資は期待し難い。

1990年代後半以降の日本においても、こうした企業部門の投資抑制と資金余剰（カネ余り）が常態化した。米国においても、設備投資の対キャッシュ・フロー比率が100%を割り込む状況が長期化している点は懸念材料であり、企業の期待成長率を高め、投資抑制と潜在成長率低下という悪循環を回避することが目先数年における課題である。

共和党が政策綱領を採択

こうしたなか、今週開催された共和党全国大会で示された政策綱領では、小さな政府や自由企業

第1図：企業収益の推移



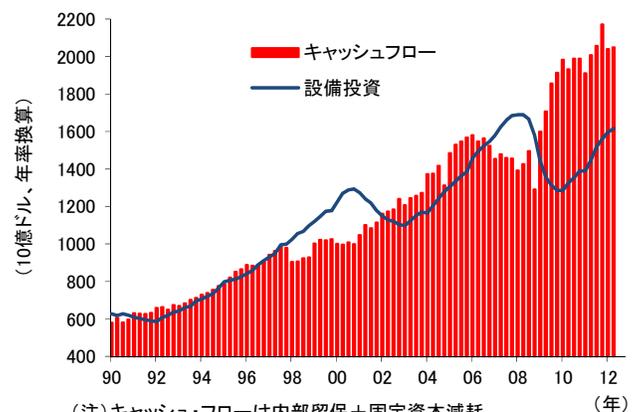
(資料)米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：雇用者報酬／付加価値と企業収益



(資料)米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：企業部門のキャッシュフローと設備投資



(注)キャッシュ・フローは内部留保+固定資本減耗。  
(資料)米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

制度が中心理念として掲げられ、財政拡大・規制強化など政府の役割が拡大した危機後の世界において一定のアンチテーゼを示す形となった。

具体的な政策としては減税や歳出抑制、規制緩和が軸であり（下表）、サプライサイド改革を通じて、中長期的に、民間企業部門の活性化や、効率的な経済構造に繋がることが期待されている。

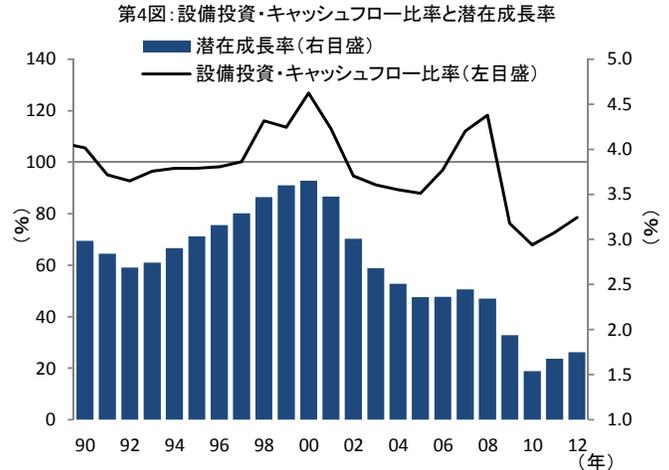
ただ、上述した企業部門の資金余剰を踏まえると、こうした政策により、投資を中心とする需要不足解消や、企業部門による雇用創出、結果としての景気回復・歳入増が早期に達成出来るかは不確実である。今年末・来年初にかけた急激な財政緊縮（所謂フィスカル・クリフ）は、最終段階で回避されると期待されるものの、富裕層減税や社会保障削減を巡る結論は大統領選後まで先送りされ、不透明感が払拭できない状況は当面続く公算が大きい。

### QE3 実施は未定

バーナンキ FRB 議長も、31 日のジャクソン・ホールにおける講演で、米国経済の低成長は構造的な要因より短期的な逆風によるところが大きいとし、住宅市場の弱さや欧州問題に加え、フィスカル・ドラッグを指摘した。金融政策は財政政策上のリスクを補完できないと強調しているものの、そうしたリスクを意識せざるを得ない状況はやはり深刻である。

講演内容は、景気加速に向け、必要に応じ金融緩和を強化する姿勢を強く示すものだったが、FOMC 声明文や議事録からさらに踏み込んだものでもなかった。

主題である実質ゼロ金利下における非伝統的金融政策については、時間軸の明確化・延長を中心とするコミュニケーション政策について、その効果を中心に述べられた一方、FRB のバランスシートが既に拡大した状況からの追加的証券購入については、市場機能の阻害、FRB に対する信認喪失、過剰なリスク・テイク等のコストを指摘、伝統的金融政策に比べ実施に向けたハードルは高くあるべきとしている。その上で、こうしたコストは慎重な政策運営により制御可能であり、経済状況が正当化する場合には政策手段として排除すべきでないとの判断を示した。所謂 QE3 については、今後の経済指標や欧州情勢、それらを受けた FOMC メンバーの経済予測を踏まえて慎重に決定され、現時点で実施に踏み切るかは決まっていないことを示唆する内容だったと言える。今後、仮に追加購入に動いた場合には、上述した企業部門の資金余剰に影響を及ぼせるのかも焦点となるであろう。



表：共和党政策綱領における経済政策の概要

- ・ 税制（減税による経済成長・雇用創出）  
2001～03年減税（ブッシュ減税）延長、限界税率2割低減  
低所得層の利子・配当・キャピタルゲイン課税免除  
連邦相続税廃止、代替ミニマム税廃止、法人税減税  
企業の海外所得非課税化
- ・ 財政政策（社会保障制度再構築等による財政健全化）  
オバマケア（医療保険改革法）廃止  
政府支出対GDP比率に上限設定
- ・ 金融規制改革  
金融規制改革法（ドット・フランク法）廃止  
トゥ・ビッグ・トゥ・フェイル回避
- ・ 金融政策関連  
FRBの独立性確保、過度の金融緩和・インフレ・ドル安回避  
FRBに対する年次監査実施、金本位制等の是非を協議

(注) 主要経済政策に関わる主要論点のみ抽出。  
(出所) 共和党政策綱領、新聞報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "BTMU") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by BTMU. BTMU hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While BTMU believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, BTMU makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that BTMU may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and BTMU is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.