



# 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)

May 30, 2014

## <FOCUS>

### 企業収益・投資はさほど懸念無し、焦点は家計への波及

- 今週の耐久財受注統計では、非国防資本財受注・出荷（除く航空機）がともに減少したが、均してみれば増加トレンドは維持されている。4月の非国防資本財出荷は1~3月平均を1.1%上回っており、設備投資（機器）は4~6月期にはプラスに転じることが示唆される。
- 企業収益についても1~3月期は前期比▲9.8%と大幅な減益となったものの、過度の懸念は不要。天候が今年同様厳しかった2011年第1四半期も、成長率は前期比年率▲1.2%、企業収益は前期比▲4.6%だった。今回は、悪天候に加え、在庫調整が重なっていることや、回復初期局面にあった当時と比べ人件費抑制が難しいため、より大幅な減益になったということであろう。
- この間、企業の投資マインドも持ち直している。地区連銀製造業調査における資本支出DIは昨年末~今年2月にかけて悪化した後は緩やかに回復しており、非製造業を含むビジネス・ラウンドテーブルのCEOサーベイ（第1四半期）でも、資本支出DIの水準は41%と約3年振りの高さにある。
- 企業の設備投資意欲が総じて堅調なのは、設備稼働率が既に生産能力増強に踏み切る水準を超えてきているためだ。設備稼働率は前回回復局面の平均値78.2%を昨年終盤頃から上回ってきた。足元は、生産能力増強と、生産増に伴う設備稼働率上昇が同時に進む局面に入っており、設備投資が失速するリスクは総じて低下していると判断される。
- 一方、企業部門が総じて堅調なのは、産出された付加価値の家計部門への分配が、過去と比べると抑制されているからでもある。労働分配率は直近は急上昇を示したものの、1990年代以降、趨勢的低下が続いており、人件費の抑制傾向が続くなかで、企業収益の水準は大きく上がってきた。企業部門の堅調さはもちろんプラスだが、景気の回復力・持続力を高めていくには、失業率改善を受けた賃金上昇や、利子・配当所得増加を通じ、家計部門へ景気回復の波及が徐々に強まっていくことも重要である。

<FOCUS> 企業収益・投資はさほど懸念無し、焦点は家計への波及

資本財出荷・受注は増加トレンド維持

今週の耐久財受注統計では、非国防資本財受注（除く航空機）が前月比▲1.2%、同出荷も同▲0.4%と減少したが、ともに3月に高めの伸びとなった後であり、均してみれば増加トレンドは維持されている。4月の非国防資本財出荷は1～3月平均を1.1%上回っており、1～3月期にマイナスとなった設備投資（機器）は、4～6月期にはプラスに転じることを示唆している（第1図）。

GDP改定値に合わせて公表された1～3月期の企業収益についても、年率1兆9,603億ドル（税引前、在庫評価・固定資本減耗調整後）、前期比▲9.8%と、大幅な減益となったものの、過度の懸念は不要とみられる。天候が今年同様に厳しかった2011年第1四半期も、実質GDP成長率は前期比年率▲1.2%、企業収益は前期比▲4.6%だった。今回は、悪天候に加えて、短期的な在庫調整が重なっていることや、回復初期局面にあった当時と比べると人件費抑制が難しいため、より厳しい減益になったということであろう。企業の設備投資と収益の緩やかな増加基調自体は続いており、企業部門は総じて堅調との評価に変わりはない。

投資マインドは上向き

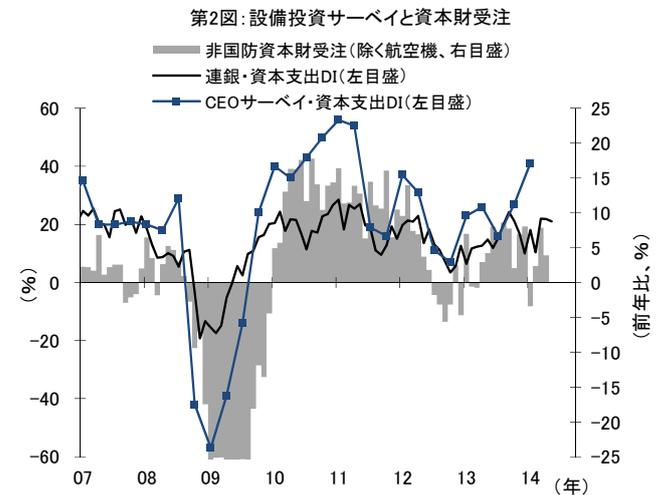
企業の投資マインドも持ち直している。地区連銀製造業調査における資本支出DIは昨年末～今年2月にかけて悪化したが、その後は緩やかに回復してきている（第2図）。非製造業を含むビジネス・ラウンドテーブルのCEOサーベイ（第1四半期）でも、資本支出DIの水準は41%と約3年振りの高さへ上昇している（同図）。中小企業が中心のNFIBの調査においても、企業の投資マインドは総じて底堅さを示している。

続く生産能力・稼働率上昇局面

企業の設備投資意欲が総じて堅調なのは、設備稼働率が既に生産能力増強に踏み切る水準を超えてきているためだ。鉱工業の設備稼働率は直近4月が78.6%、前回回復局面の平均値78.2%を昨年終盤頃から上回ってきた（次頁第3図）。設備稼働率の変化をみると、足元は、生産能力の増強と、生産増に伴う設備稼働率の上昇が同時に進む局面に入っており、何らかの



（注）直近の資本財出荷は4月単月実績の1～3月期比（年率）。  
（資料）米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



（注）連銀・資本支出DIはフィラデルフィア・NY・リッチモンド各連銀調査（製造業）平均値。  
（資料）フィラデルフィア連銀、NY連銀、リッチモンド連銀、商務省、ビジネス・ラウンドテーブルより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ショックによる個人消費や輸出の腰折れ等がない限り、設備投資が失速するリスクは総じて小さくなっていると判断される（同図）。

### 労働分配率低下で家計への波及は緩やか

一方、企業部門が総じて堅調なのは、産出された付加価値の家計部門への分配が、過去と比べると抑制されているからでもある。

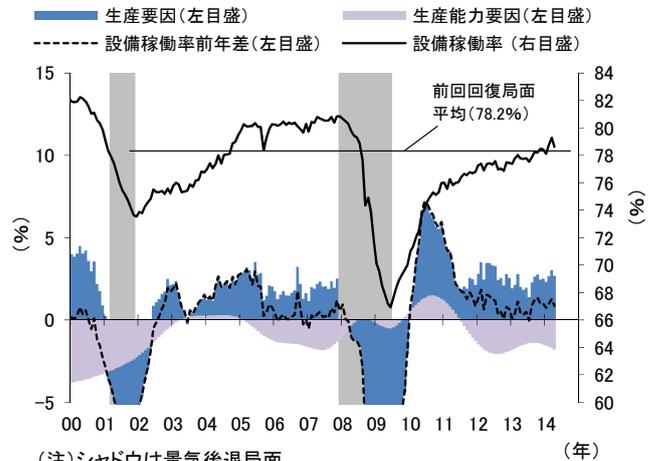
労働分配率（雇用者報酬÷国民所得）は、直近1～3月期こそ、上述したマイナス成長により急上昇を示したものの<sup>1</sup>、1990年代以降は趨勢的な低下トレンドが続いている（第4図）。労働分配率の低下、つまり人件費の抑制傾向が続くなかで、企業収益の水準が大きく上がってきていることがみてとれる（同図）。

労働分配率の低下傾向は、1人当たり付加価値（労働生産性）の増加に比べ、1人当たり賃金の伸びが低いことによるものだ（第5図）。賃金の伸びが抑制されている背景は、技術革新に伴う低付加価値労働需要の減退や、グローバル化・新興国台頭による低賃金労働力の供給増といった中長期的な要因に加え、景気後退に伴う労働需給悪化という循環的要因も相乗しており、複合的と考えられるが、いずれにしても、企業部門の回復が雇用者所得を通じて家計部門に波及する度合いが過去に比べ低下しているのは事実だろう。

企業部門の堅調さはもちろんプラスだが、景気の回復力・持続力を高めていくには、失業率改善を受けた賃金上昇や、利子・配当所得の増加を通じ、家計部門へ景気回復の波及が徐々に強まっていくことも重要である。

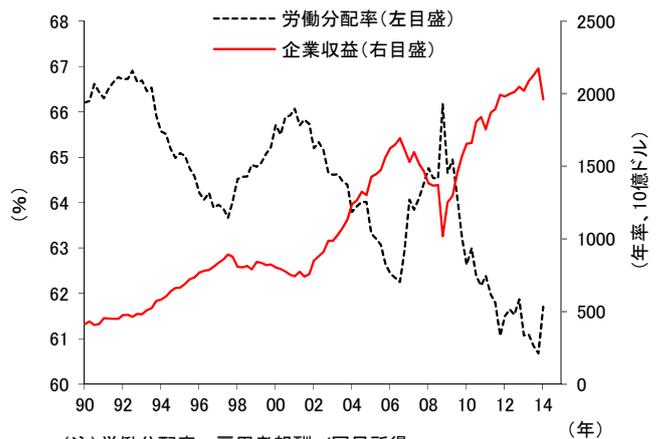
（岩岡聰樹）

第3図：設備稼働率（鉱工業）の推移



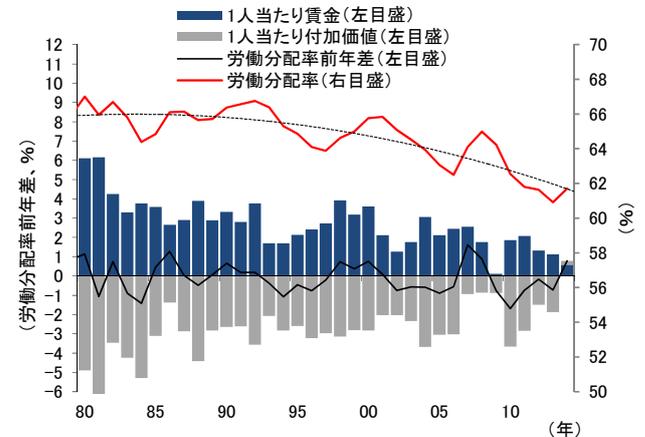
（注）シャドウは景気後退局面。  
（資料）労働省、FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：労働分配率と企業収益



（注）労働分配率＝雇用者報酬／国民所得  
（資料）商務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：労働分配率の長期推移



（注）点線はトレンド。直近は2014年第1四半期。  
（資料）商務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>1</sup> 労働分配率は景気循環と逆方向に動くため、仮にこのまま急ピッチで上昇し続ける場合には注意が必要となる。



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.