



# 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)

March 2, 2012

## <FOCUS>

### 伸び悩む設備投資、課題は期待成長率の上昇

- 足元、設備投資は一進一退となっている。1月のコア資本財受注・出荷は共に前月の伸びを上回る減少幅となった。資本財受注・出荷は約3年かけて既往ピークを回復したものの、その後は幾分頭打ち感が出てきている。単月の結果だけでは判断できないが、1~3月期のGDPベースの設備投資は弱くなる可能性があり、注視していく必要はある。
- 足元、設備投資が伸び悩みとなっている背景は、主に企業収益の伸びが低下してきたことだと考えられる。これまで企業収益は反動も加わった売上増とリストラ効果が相俟って急激な回復を示してきたが、足元はこうした影響は徐々に剥落しつつあり、人件費の増加や投入コストの高止まりなどもあって企業収益の伸びは一桁台まで低下している。
- 先行きだが、目先の設備投資は減速気味に推移するとみられる。一方で、そのまま設備投資が失速するとまでみる必要はなさそうだ。前年比ベースのコア資本財出荷を企業収益と銀行の貸出態度でラフに推計すると、設備投資の減速はこれまでの企業収益の伸びの鈍化により概ね説明できる形となるが、企業収益については、資源高などのコスト増を受けて伸び悩むものの、景気回復持続に伴う増収効果や人件費抑制継続により増益基調自体は維持されるとみられるためである。
- 一方、銀行の貸出姿勢については、今後の欧州情勢次第だが、米国における貸出姿勢厳格化の度合いは欧州と比べて今のところ限定的である。今後も、欧州債務問題への対応が徐々に前進すれば、銀行の貸出姿勢の厳格化が設備投資を大きく抑制する状況は避けられるように思われる。
- 他方、目先の設備投資の減速が仮に軽微にとどまったとして、やや長い目で見ると、設備投資が持続的な増加を続けられるかどうかは、この先、企業の期待成長率を明確に高められるかにかかっている。この点、資本ストック循環図は企業の期待成長率の低迷を受け、設備投資循環が短期化する可能性を示しているように思われる。今年、米国経済が高めの成長率を実現できるかどうかは、中長期的な景気回復の持続性を左右することにもなる。

<FOCUS> 伸び悩む設備投資、課題は期待成長率の上昇

資本財受注・出荷は頭打ち

足元の設備投資は一進一退となっている。1月のコア資本財受注（非国防・除く航空機）は前月比▲4.5%、受注に比べると振れの小さい出荷も同▲3.1%と、共に前月の伸びを上回る減少幅となり、弱めの結果となった（第1図）。コア資本財受注・出荷は約3年かけて既往ピークを回復したものの、その後、幾分頭打ち感が出てきている形である。

資本財受注・出荷はそもそも月次の振れが大きく、単月の結果だけで判断するのは早計だが、この先、高めの伸びが続かなければ、今四半期のコア資本財出荷は小幅ながら約3年振りに前期比マイナスとなることもあり得る。1～3月期のGDPベースの設備投資は弱くなる可能性があり、注視していく必要はありそうだ（第2図）。

減速の主因は企業収益の鈍化

足元で設備投資が伸び悩みとなっている背景は、主に企業収益の伸びが低下してきたことだと考えられる。

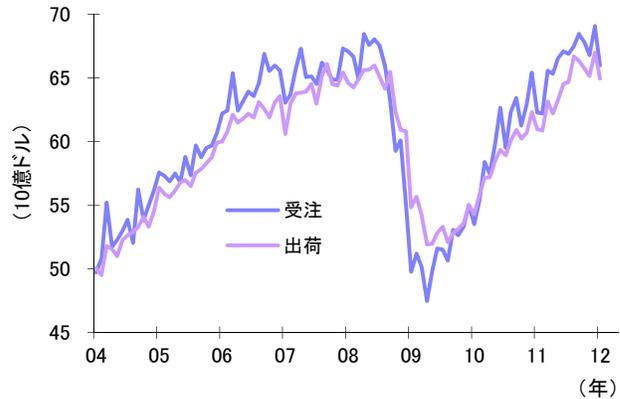
これまで企業収益は景気回復に伴う売上増とリストラ効果等が相俟って急激な回復を示してきたが、足元はこうした影響は徐々に剥落しつつあり、人件費の増加や投入コストの高止まりなどもあって前年比でみた企業収益の伸びは一桁台まで急低下している（第3図）。加えて、昨年後半以降、欧州債務問題が深刻化するなかで、企業が設備投資について様子見姿勢を強めたことも影響しているとみられる（同図）。

急失速は回避する公算

問題は先行きだが、目先の設備投資は減速気味に推移しそうだ。一方で、そのまま設備投資が失速するとまで見る必要はなさそうだ。

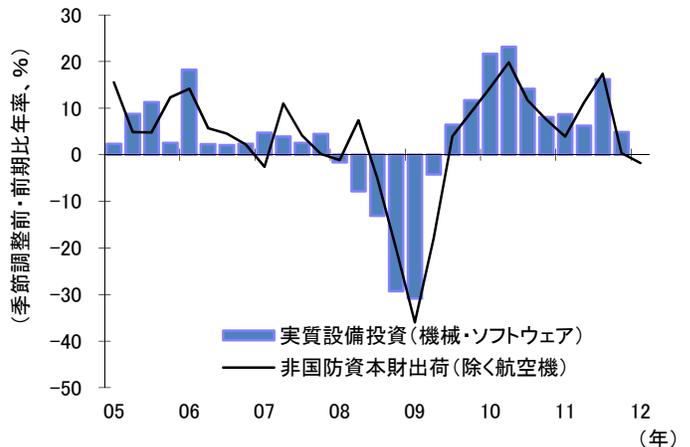
前年比ベースのコア資本財出荷を、設備投資の源泉である企業収益と、企業の資金調達環境を示す銀行の貸出態度でごくラフに推計

第1図: 資本財受注・出荷 (航空機関連を除く)



(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: 資本財出荷と設備投資



(注) 直近の資本財出荷は1月実績の前年比を使い延長。  
(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: 企業収益と設備投資スタンス



(資料) 米国商務省統計、ビジネスラウンドテーブル資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

すると、設備投資の減速はこれまでの企業収益の伸びの鈍化により概ね説明できる格好となる（第4図）。他方、銀行の貸出姿勢が設備投資に影響するには1年程度のラグがあるため、足元は小幅ながらむしろ設備投資の押し上げ要因になっている計算となる。

設備投資の行方は、今後の企業収益と銀行の貸出姿勢に左右されることとなるが、まず企業収益については、資源高などのコスト増を受けて伸び悩むものの、景気回復持続に伴う増収効果や人件費抑制継続により増益基調自体は維持されるとみられる。

### 貸出姿勢は欧州情勢次第だが

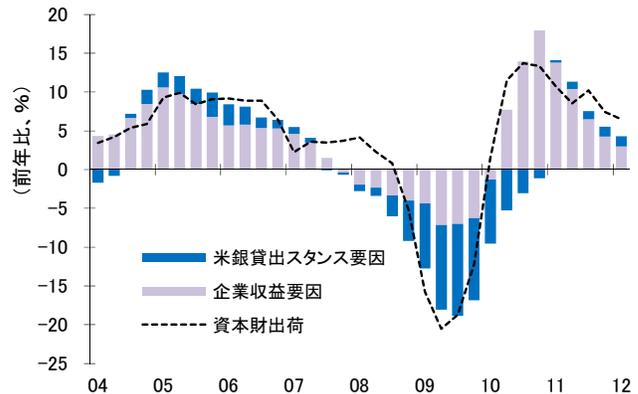
銀行の貸出姿勢については、直近調査で約2年ぶりに厳格化超（厳格化との回答割合－緩和との回答割合）となっており注視が必要だが、欧州と比べると貸出姿勢厳格化の度合いは今のところ限定的である（第5図）。今後の欧州情勢次第ではあるが、ギリシャ支援策がひとまず動き出し、EMSなどの救済基金の強化で徐々に前進できれば、銀行の貸出姿勢が一段と厳格化することで設備投資が大きく抑制される状況は避けられるように思われる。

### 鍵を握る期待成長率

他方、目先の設備投資の減速傾向が仮に短期かつ軽微にとどまったとして、やや長い目で見ると、設備投資が持続的な増加を続けられるかは、この先、企業の期待成長率を明確に高めることが出来るかどうかにかかっている。

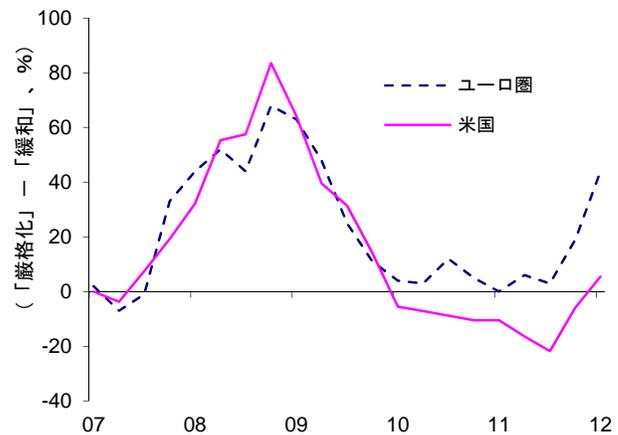
資本ストック循環図（機械・ソフトウェアベース）をみると、過去2年、設備投資は高い伸びを示したが、資本ストックの伸びは過去に比べると限定的となっている（第6図）。足元でも、例えば製造業の生産能力の増強ペースが緩やかであることなどを踏まえると、資本ストックの伸びは抑制され、設備投資循環は同図上、左側にシフトしている可能性がある。その場合には、金融危機後、企業の期待成長率が低迷し、企業が適正とみる資本ストック水準が低下していることになる。適正資本ストックの水準が

第4図：非国防資本財出荷（航空機関連を除く）



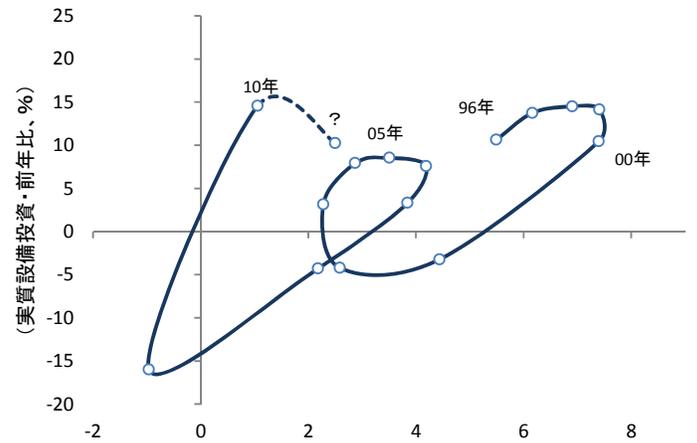
(注) 資本財出荷を企業収益と米銀貸出態度で簡易推計したもの。推計期間は1995年～2011年。説明変数はともに3四半期移動平均の上、3期ラグ。自由度修正R<sup>2</sup>=0.73。  
(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：欧米銀の貸出基準（対大企業）



(資料) FRB、ECBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：資本ストック循環



(純資本ストック・前年比、%)  
(注) 機械・ソフトウェアベース。2011年末の資本ストックは未公表。  
(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



低下すれば、設備投資により短期間で適正な資本ストックが実現してしまうため、設備投資の循環円は小さくなり、過去のような長期の設備投資サイクルは期待し難くなる。これはバブル崩壊後の日本経済においてみられた現象でもある。

設備の過剰感が残るなか、設備投資を持続的に増加させていくことは難題である。鍵を握る企業の期待成長率は、将来の成長力を高める経済政策だけでなく、実際に実現された成長に左右される、言わばバックワード・ルッキング的な面があるだろう。2010年は2009年の大幅マイナスの反動から+3%成長となったが、2011年の成長率は資源高・欧州問題など外的ショックもあって+1.7%にとどまった。今年、米国経済が高めの成長率を実現できるかどうかは、設備投資循環の観点からは中長期的な景気回復の持続性を左右することにもなる。

<FOCUS>

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せよう、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.