



# 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 聡樹  
Managing Director & Chief Economist  
+1(212)782-5701, [tiwaoka@us.mufg.jp](mailto:tiwaoka@us.mufg.jp)

オフィス移転等のため、来週の当レポートは休刊となります。どうぞよろしくお願い致します。

September 21, 2012

## <FOCUS>

### 慎重化する設備投資スタンス～不透明要因が相乗

- 企業景況感は依然停滞を余儀なくされている。今週公表された地区連銀景況感調査（9月）はISM換算では悪化、来月初公表されるISM指数も50%前後で横這いと予想される。また、資本支出DIは製造業の投資スタンスが引き続き慎重化しつつあることを示しているほか、非製造業を含むデューク大CFO調査（9月）でも、収益予想の低下とともに投資計画は2010年以降最も低い伸びまで低下した。
- 一方、企業の設備投資が腰折れまでには至っていないのは、設備稼働率の水準からは設備投資を大幅に抑制する必要はまだないことがあろう。また、足元で目立つ資本財受注の弱さは、資本財出荷における輸出ウェイトが高まっていることから、海外での投資抑制の影響がより強く出ている可能性が指摘できる。国内の設備投資が調整局面入りを回避する余地は残っていると推察される。
- ただ、仮に海外の投資需要減であっても、景気減速要因であることに変わりない。輸出の対GDP比率の傾向的上昇と同様、米国経済が輸出環境の影響を受けやすい構造になっていることを示すものでもある。足元の資本財受注の弱含みが、欧州情勢緊迫に伴う一時的な下振れにとどまり、その後の債務危機への政策対応漸進を受けて持ち直すか確認していく必要がある。
- 先行きも投資環境を巡る不透明感は燻り続ける公算が大きい。QE3に伴うマインド改善が期待される反面、ガソリン高、欧州・中国経済停滞が重石となることに加え、所謂「財政の崖」解消にも時間がかかる。前掲CFO調査では、連邦政府の政策が経営上の懸念材料とされ、欧州を起点とするグローバルな景気減速と複合しつつ投資抑制要因となっていることが確認できる。
- 財政の崖に関する新聞報道は今のところ落ち着いているが、目先大統領選が最大の焦点であることに加え、現実的には歳出削減・増税の多くは先送りされると考えざるを得ないこと、大統領・議会選終了までは具体的政策が決まらないことが前提となっているためであろう。選挙結果にもよるが、昨年同様、期限目前になって財政政策を巡る不透明感が著しく高まることが強く懸念される。

<FOCUS> 慎重化する設備投資スタンス～不透明要因が相乗

投資スタンスは軟調継続

米国製造業の景況感は依然停滞を余儀なくされている。今週公表されたニューヨーク連銀、フィラデルフィア連銀の製造業景況感調査（9月）では、前者の総合指数が悪化、後者が小幅持ち直しと区々の結果となったが、ISM換算では共に悪化した（第1図）。来月初に公表される全国ベースのISM指数も50%前後での低空飛行が続き、明確な持ち直しは確認できそうにない。

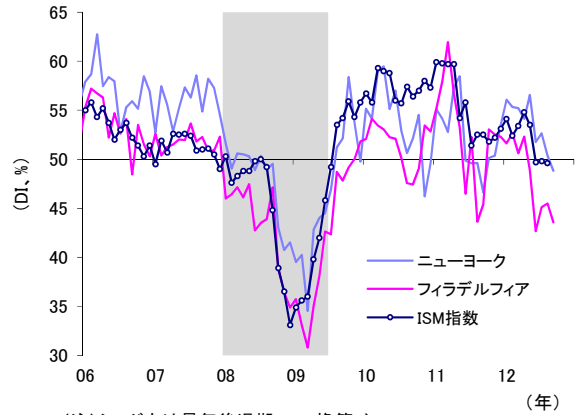
製造業を中心とする減速傾向が長期化するなか、当面は設備投資の失速リスクを注視すべき局面にあるが、両調査における資本支出DIは、製造業の設備投資スタンスが引き続き慎重化しつつあることを示している（第2図）。非製造業を調査対象に含むデューク大CFO調査（9月）でも、収益予想の低下とともに投資計画が抑制され、今後1年の資本支出計画は前年比+3.7%と2010年以降最も低い水準まで低下した（第3図）。

調整局面回避の余地はある

一方、企業の設備投資スタンスが腰折れまでには至っていないのは、一つには、設備稼働率（製造業）の水準からすると設備投資を大幅に抑制する必要はまだないことがあるだろう。また、足元で目立つ資本財受注の弱さは<sup>1</sup>、慎重な国内投資と堅調な資本財輸出という中期トレンドを背景に、資本財出荷における輸出ウェイトが高まっていることから、海外での投資抑制の影響がより強く出ている可能性が指摘できる（次頁第4図）。国内の設備投資が調整局面入りを回避する余地は残っていると推察される。

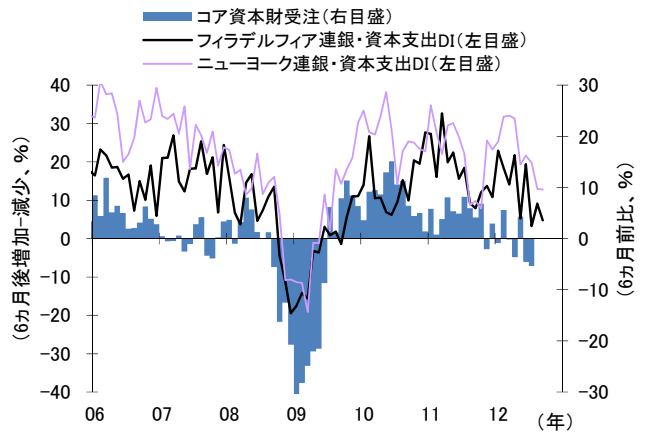
ただ、仮に海外の投資需要減であっても、景気減速要因であることに変わりない。むしろ、輸出の対GDP比率の傾向的上昇と同様、米国経済が輸出環境の影響を受けやすい構造になっていることを示すものでもある。足元の資本財受注の弱含みが、欧州情勢緊迫に伴う一時的な下振れにとどまり、その後の債務危機への政策対応漸進を受

第1図：地区連銀製造業景況感とISM指数



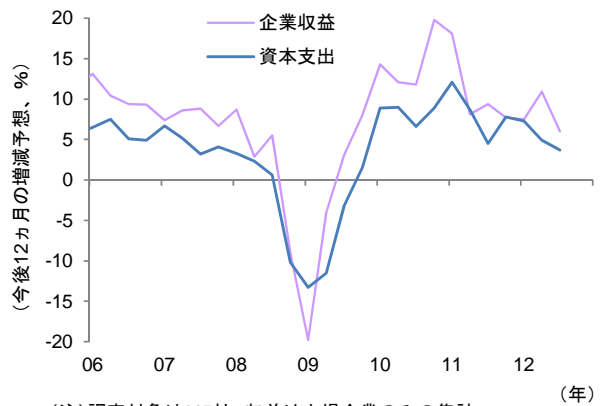
(注)シャドウは景気後退期。ISM換算ベース。  
(資料)ニューヨーク連銀、フィラデルフィア連銀資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：資本支出DIとコア資本財受注



(資料)フィラデルフィア連銀、米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：デューク大・CFO調査



(注)調査対象は887社。収益は上場企業のみを集計。  
(資料)デューク大資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>1</sup> 8月24日付 Weekly ご参照。

けて持ち直すか注視が必要である。

### 相乗する不透明要因

先行きも設備投資を巡る不透明感は燻り続ける公算が大きい。欧州・中国経済を中心とする輸出環境の改善、米国内ではQE3に伴う家計のマインド押し上げ効果が待たれるが、足元のガソリン高や、経済・金融指標をみる限り多くは期待し難いとみられる。

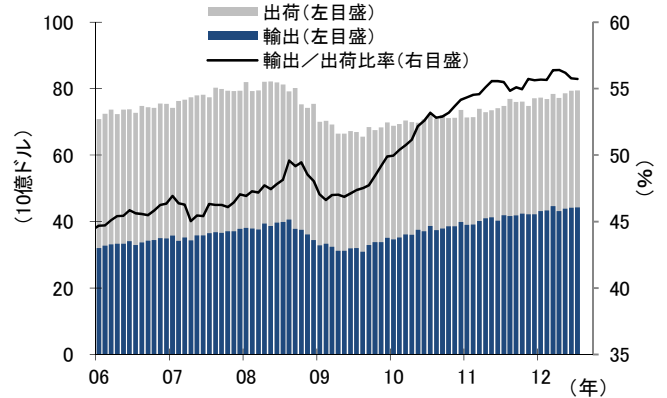
また、所謂「財政の崖 (fiscal cliff)」の解消にも時間がかかる。前掲CFO調査では、経営上の懸念要因として「連邦政府の政策」との回答割合が「個人消費」に次いで多い(第5図)。また、昨年調査と比べると、個人消費や労働市場の先行きに対する懸念が若干和らいでいることもあって、財政政策に対する不透明感が、欧州を起点とするグローバルな金融市場不安定化・景気減速と複合しつつ、より大きな投資抑制要因となっていることが窺える。

### 懸念される政策不在の再現

足元、財政の崖に関する新聞報道は、昨夏の債務上限問題と比べ総じて落ち着いているが(第6図)、これは、目先大統領選が最大の焦点であることに加え、仮に大幅な財政緊縮に至れば景気後退は避けられず、増税・歳出削減の多くは先送りされると考えざるを得ないこと、大統領・議会選終了までは政策が決まらないことが前提となっているためであろう。選挙結果にもよるが、昨年同様、期限目前になって財政政策を巡る不透明感が著しく高まる展開となることが強く懸念される(同図)。

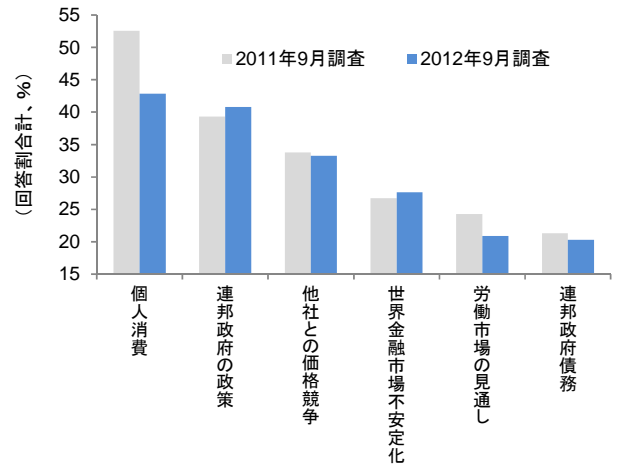
ちなみに、上述したCFO調査では、FRBの金融緩和に伴う金利低下は設備投資の増加要因にならないとの回答が圧倒的に多い。調査対象が資金調達が相対的に容易とみられる大企業が多い点は割り引く必要があるが、「金利が1%低下しても設備投資計画は変わらない」との回答割合が91%、「金利が2%低下しても(以下同)」は84%となっている。設備投資の先行きをみるうえでは、金利チャネルではなく、株高等の資産チャネルやドル安を通じた需要(売上)・収益増を確認していくほかない。

第4図：資本財-出荷と輸出



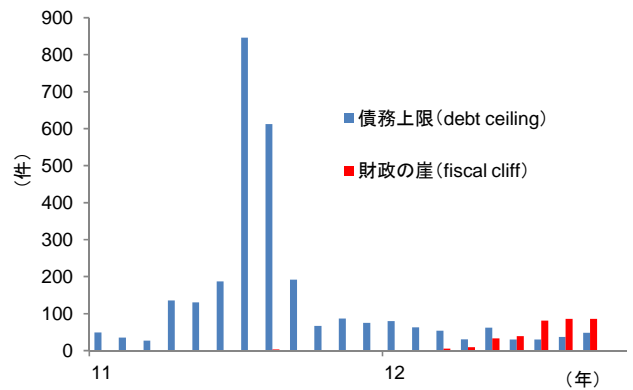
(注) 輸出・出荷ともに自動車を除く。輸出/出荷比率は3カ月移動平均。  
(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：デューク大CFO調査：経営上の懸念材料



(注) 上位3つの懸念材料とした回答割合の合計。  
2012年9月調査で20%以上となった項目を昨年調査と比較したもの。  
(資料) デューク大資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：財政リスクに関する新聞記事件数



(注) 対象は主要全国5紙 (WSJ, USA Today, NY Times, LA Times, Washington Post)。9月は18日までの件数の月換算値。  
(資料) 新聞報道・FACTIVA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、宜しくご申しあげます。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.