



# 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)

April 1, 2013

## < FOCUS >

### 回復示す企業の投資スタンス、残る財政のハードル

- 企業の投資スタンスは改善してきている。フィラデルフィア連銀・製造業景況調査における資本支出 DI は均してみれば改善傾向にあるほか、ビジネス・ラウンドテーブルによる CEO サーベイでも、第 1 四半期の資本支出 DI は前期から大きく上昇している。一方、回復期の水準としてはまだ若干低く、コア資本財受注の伸びも弱めである。昨年後半にかけて弱含んだ設備投資は回復方向にある一方、持続的増加を見込むには投資スタンスのもう一段の改善を確認する必要がある。
- 設備投資の持続力を示すものとして、資本支出 DI における回答割合の変化は注目してもいいだろう。フィラデルフィア連銀調査における、設備投資を「現状維持」とした回答割合は、1980 年代に 50% を超える水準にあったが、1990 年代以降、企業の投資行動積極化を反映し 40% 台前半で推移、2000 年代後半以降、再び上昇し、ここ数年は緩やかな低下傾向にある。設備投資計画を据え置きとする回答割合は、金融危機後の設備投資に対する企業の様子見姿勢の強まりと、その後の緩やかな改善傾向を示すものといえるだろう。
- 3 月の同連銀調査では、設備投資を増やさない理由として「期待売上の伸びが低い(54%)」や「設備稼働率が低い(46%)」との回答が多い。慎重な投資姿勢の背景の多くは、前回景気後退が厳しかったことの反映と捉えられ、今後も景気回復が続けば、循環的に解消することが期待される。一方、やや構造的な投資抑制要因として、財政政策に対する不透明感が作用している可能性には留意が必要であろう。デューク大・CFO サーベイでは、企業経営上の懸念材料として、連邦政府の政策や政府債務拡大への懸念が強まっている。
- 実際、政府支出対 GDP 比率と設備投資を現状維持とする回答割合の推移は、両者が必ずしも無相関ではないことを示しているようだ。1980 年代前半には財政赤字を背景とした高金利が民間投資のクラウディングアウトに繋がった一方、財政健全化が進んだ 1990 年代には、低インフレ・低金利が投資活性化と生産性上昇に寄与した。景気底入れから 4 年弱が経過し、企業セクターの強さがより明確化すべきタイミングであるが、財政政策の迷走が重石として残るなか、設備投資の改善は民間部門の生き残りに向けた投資意欲や歴史的に低金利に依存する形で緩やかに進んでいくとみるのが妥当であろう。

< FOCUS > 回復示す企業の投資スタンス、残る財政のハードル

上向く投資スタンス

企業の投資スタンスは改善基調にある。3月フィラデルフィア連銀・製造業景況調査における資本支出DIは6.8へ低下したが、均してみれば改善傾向にあるほか（第1図）、ニューヨークやリッチモンドなど他の連銀調査における資本支出DIも総じて上向きである。ビジネス・ラウンドテーブルによるCEOサーベイでも、直近第1四半期の資本支出DIは前期の7.0から23.0へ大きく改善している（同図）。

一方、水準自体はまだ若干低い。今回回復局面におけるフィラデルフィア連銀・資本支出DIの平均は12.8、CEOサーベイは31.9である。こうしたなか、コア資本財受注も上向いてきているものの、伸びは若干弱めである（同図）。昨年後半にかけて弱含んだ設備投資は足元で回復方向にある一方、その持続的増加を見込むには、今後、投資スタンスのもう一段の改善を確認する必要がある。

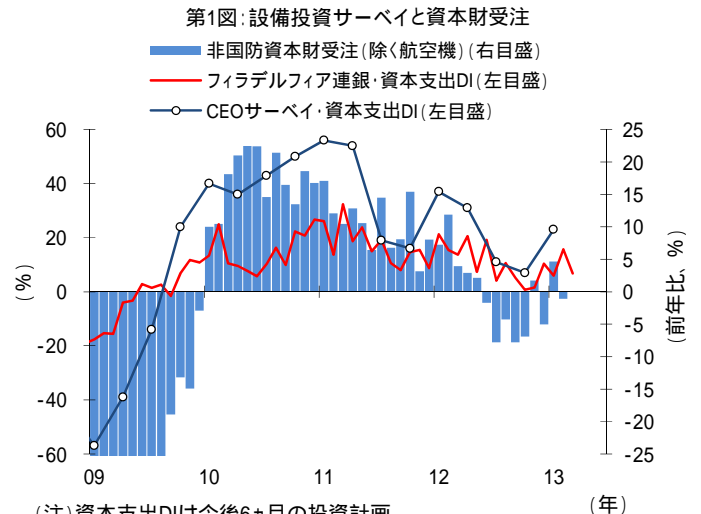
慎重姿勢も一部残存

設備投資の持続力を示すものとして、上述した資本支出DIにおける回答割合の変化は注目してもいいだろう。第2図は、1968年から続くフィラデルフィア連銀調査において設備投資を「現状維持」とした回答割合の推移である。

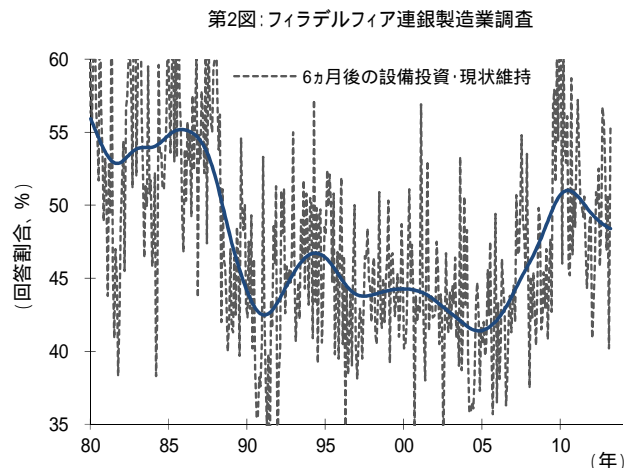
同比率は1980年代に50%を超える水準にあったが、1990年代以降、企業の投資行動積極化を反映し40%台前半で推移、2000年代後半以降、再び上昇し、ここ数年は緩やかな低下傾向にある。「増加割合」-「減少割合」で計算されるDIには、こうした微妙な変化は明確には反映されないが、設備投資計画を据え置きとする企業の割合は、金融危機後の設備投資に対する様子見姿勢の強まりと、その後の緩やかな改善傾向を示すものといえるだろう。

企業経営上の懸念は低成長と財政

3月のフィラデルフィア連銀調査では、設備投資を増やさない理由を聞いているが、「期待される売上の伸びが低い（54%）」や「設備稼働率が低い（46%）」、「（IT関連以外の）設備更新の必要性が低い（43%）」との回答が多い。慎重な投資姿勢の背景の多くは、前回の景



第1図：設備投資サーベイと資本財受注  
 (注) 資本支出DIは今後6ヵ月の投資計画。  
 (資料) フィラデルフィア連銀、ビジネスラウンドテーブル、商務省より  
 三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



第2図：フィラデルフィア連銀製造業調査  
 (注) 実線はHPフィルターによるトレンド。  
 (資料) フィラデルフィア連銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

気後退が厳しかったことの反映と捉えられる。今後、景気回復が続いていけば、循環的に解消することが期待できるであろう。

一方で、やや構造的な投資抑制要因として、財政悪化や財政政策に対する不透明感が作用している可能性にはやはり留意が必要であろう。

デューク大・CFOサーベイでは(第3図)、企業経営上の外的な懸念材料として、個人消費や労働市場見通しを挙げる回答割合は不変、乃至低下し、経営環境の改善を示唆している反面、連邦政府の政策や政府債務拡大への懸念は逆に強まっている。同調査が自動歳出削減措置が発動された3月初めにかけて行われた点は割り引く必要があるが、今後も企業経営上の大きな障害となり続けられないか注視する必要がある。

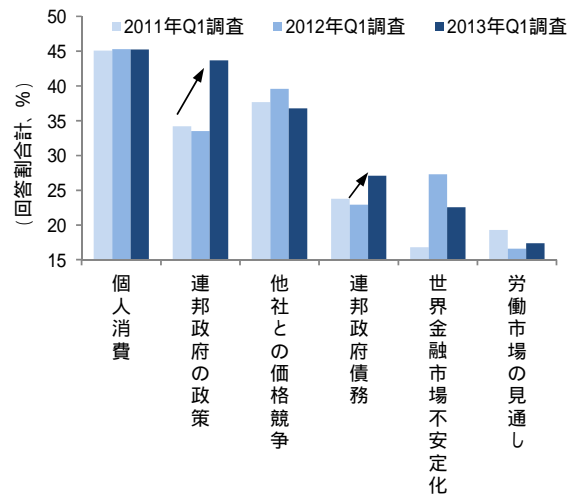
### 財政政策は当面迷走脱せず

実際、政府支出の対GDP比率と、前述の設備投資を現状維持とする回答割合の推移は、両者が必ずしも無相関ではないことを示しているように思われる(第4図)。1980年代前半には財政赤字を背景とした高金利が民間投資をクラウドアウトし、生産性の伸びが限定された一方、1990年代には財政健全化の取り組みが成果を挙げるなか、低インフレ・低金利が情報通信技術革新とも相俟って投資活性化と生産性の上昇に繋がった。

もちろん、上記のフィラデルフィア連銀調査は同連銀管轄地区の製造業を対象とした調査に過ぎない面は割り引く必要がある。また、政府支出の高まりや財政赤字が設備投資の抑制要因ではなく、逆に、企業の投資が抑制されているから政府支出が相対的に大きくなっているとの解釈も可能である。

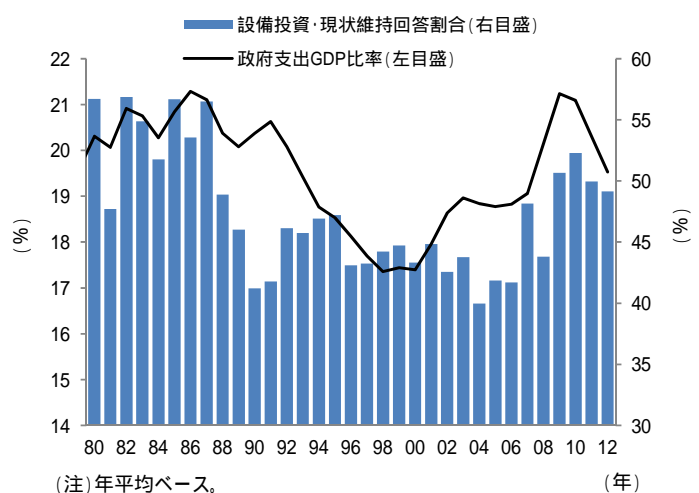
ただ、問題は、高齢化や格差拡大などもあって社会保障制度を巡る与野党や国民間の対立構造が明確となるなか、目指すべき財政政策に関する議論前進が当面は期待し難いことである。両者の因果関係は今後の設備投資動向で判断できるとも言えるだろう。景気回復から既に4年弱が経過し、財政政策の不透明感が払拭できれば、企業セクターの強さがより明確化してもおかしくないタイミングであるが、今後も財政政策の迷走が続くとみられるなか、設備投資の改善は、民間部門の生き残りに向けた投資意欲や歴史的な低金利に依存する形で、時間をかけながら緩やかに進んでいくとみるのが妥当ではないか。

第3図: デューク大CFO調査: 経営上の懸念材料



(注) 上位3つの外的懸念材料とした回答割合の合計。  
直近調査で回答割合の多かった上位6項目を比較したもの。  
(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4図: 政府支出と設備投資・現状維持回答割合



(注) 年平均ベース。  
(資料) 商務省、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



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.