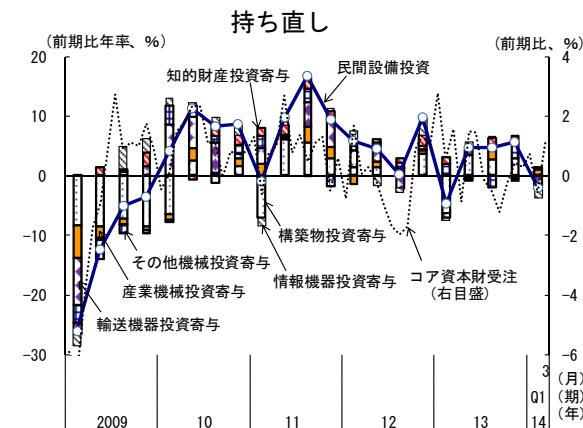
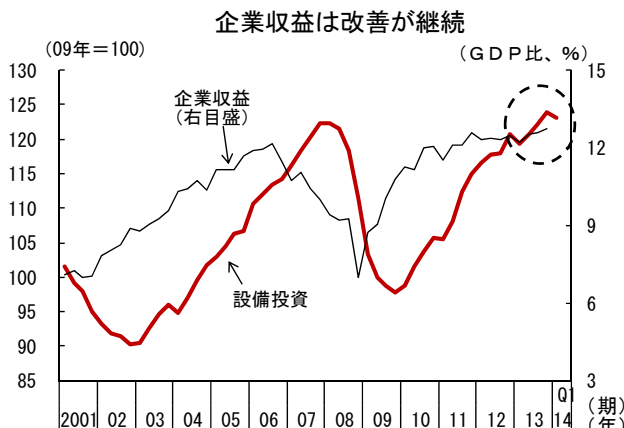


第1-2-1-21図 民間設備投資の推移:



(備考) 1. アメリカ商務省より作成。
 2. コア資本財受注は後方3か月移動平均の前期比。
 3. その他機械投資には、主に家具や備品、農業機械、建設機械、鉱山及び油田機械、サービス産業機械、他に分類されない電気機械が含まれる。

第1-2-1-22図 民間設備投資と企業収益:



(備考) 1. アメリカ商務省より作成。
 2. 設備投資は実質設備投資を09年=100で指数化したもの。
 3. 企業収益は税引き前利益を名目GDPで除した。

設備投資を過去の回復期と比較すると、今回は景気後退が深刻で落ち込みが大きく、14年1～3月期では世界金融危機前の景気の山の水準は回復しているものの、回復のテンポはやや弱めになっている(第1-2-1-23図)。

項目別では、構築物投資の回復は過去の回復期においても、総じて緩慢となっている。大幅な増産に結び付く大規模な投資を控え、機器の稼働率や雇用者による調整を行う傾向があるものとみられる¹¹。

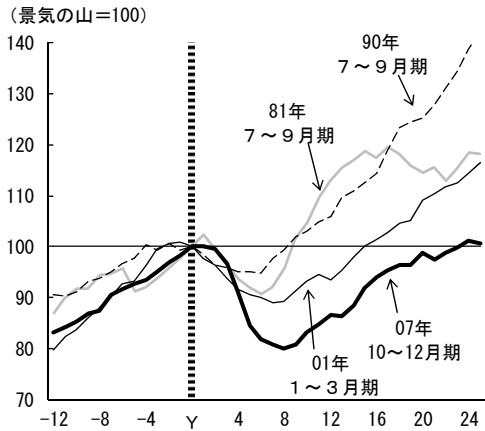
また、今回の回復期における構築物投資は、鉱業部門がシェール革命により過去の回復期を大幅に上回って推移しており、それを除いた部分は更に弱いといえる¹²。一方で、更新サイクルの短い知的財産投資(ソフトウェア投資)や、機械機器投資は堅調に拡大しているものの、13年12月で失効した設備投資減税等の政策効果による面も大きい。

¹¹ 07年12月以降の局面における構築物投資の低迷は、住宅バブル崩壊による商業不動産投資の低迷も影響している。

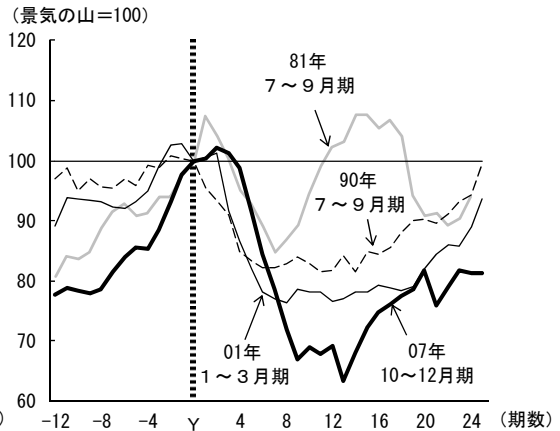
¹² 14年1～3月期の鉱業部門の構築物投資の水準は、138(景気の山=100)となっている。

第1-2-1-23図 景気回復局面の民間設備投資の推移：
落ち込みが大きく、過去と比べやや弱い回復テンポ

(1) 民間設備投資



(2) 構築物投資



- (備考) 1. アメリカ商務省より作成。
2. 全米経済研究所 (NBER) の公表する景気循環における景気の山、81年7月、90年7月、01年3月、07年12月を含む期を景気の山とした。
3. Yは景気の山を示す。

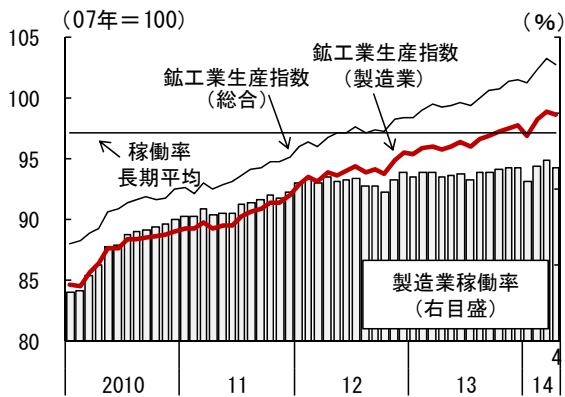
次に企業収益についてみると、企業収益は堅調に推移している（前掲第1-2-1-22図）。現在の景気回復局面において、企業は余剰資金を設備投資よりも自社株買いや配当に回す傾向にあり、直近も大きな変化はみられない。内部留保の増加、緩和的な金融環境や、長期金利も過去と比較すると低位で安定しており、引き続き設備投資環境は良好といえる。米大手金融機関の調査¹³では、投資を控えることは長期的には企業価値低下を招くことから企業に対し増益を事業拡大にいかすべきとの指摘もあり、今後の企業の投資行動が注目される。

鉱工業生産の動向をみると、13年7~12月期にかけて持ち直しの動きが顕著となり、13年10~12月期は前期比年率4.6%増と堅調に推移した。13年12月から14年2月にかけての大寒波の影響により、14年1月は総合で前月比▲0.2%、製造業で▲0.9%となっている¹⁴（第1-2-1-24図）。しかし、直近の指標は回復を示しており悪化は一時的であったとみられる。また稼働率は08年以来の高水準となっている。

¹³ バンクオブアメリカが毎月公表するファンドマネージャー調査（14年5月）では、企業は投資不足であるとする投資家が66%、優先すべき余剰資金の用途について60%が設備投資の拡大と回答している。

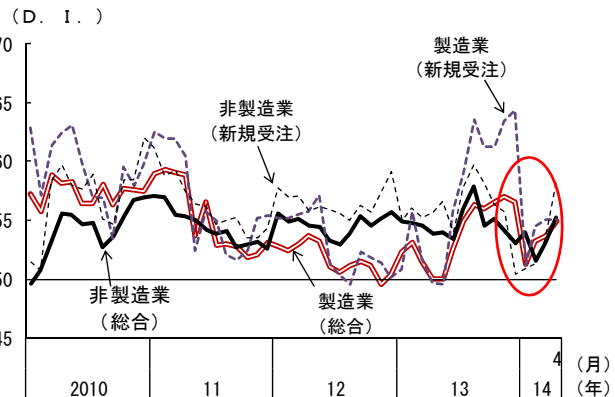
¹⁴ 1月の鉱工業生産についてFRBによれば、特に減産が大きい自動車部門では、天候要因により多くの工場が1日以上の稼働停止となったことが指摘されている。

第1-2-1-24図 鉱工業生産と稼働率：
生産は持ち直し



(備考) 1. FRBより作成。
2. 製造業稼働率の72～2013年の長期平均は78.7%。

第1-2-1-25図 企業マインドの推移：
寒波の影響により低下



(備考) 1. 全米供給者協会 (I S M) より作成。
2. 50が景気拡大と景気後退の分岐点となる。

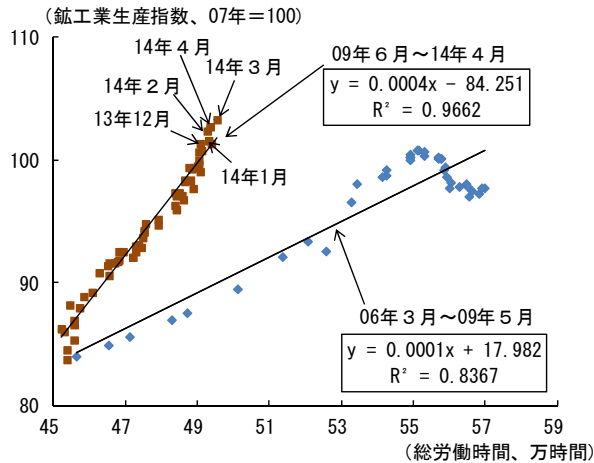
寒波の影響は企業のマインドに顕著に現れている。製造業、非製造業ともに13年12月から14年2月にかけて低下している (第1-2-1-25図)。しかし、改善と悪化の分岐点である50を上回って推移していることから、寒波の影響は限定的だったとみられる。

I S Mの景況調査における企業のコメント¹⁵においても、13年12月～14年2月は天候による悪影響を指摘するコメントが多くみられたが、3～4月のコメントは楽観的なものとなっており、直近の堅調な経済指標と整合的である。

また、総労働時間を生産活動の代替指数として回帰してみると相関がみられる (第1-2-1-26図)。金融危機後の景気の谷である09年6月前後と比較すると、製造業において生産性が向上した可能性がある。これは企業が危機後に雇用者を減少させていく中で、I T化、省力化を進めたことが要因といえる。

¹⁵ I S Mの製造業・非製造業の調査では、調査対象の各18業種の回答の中からI S Mが代表的回答を公表している。

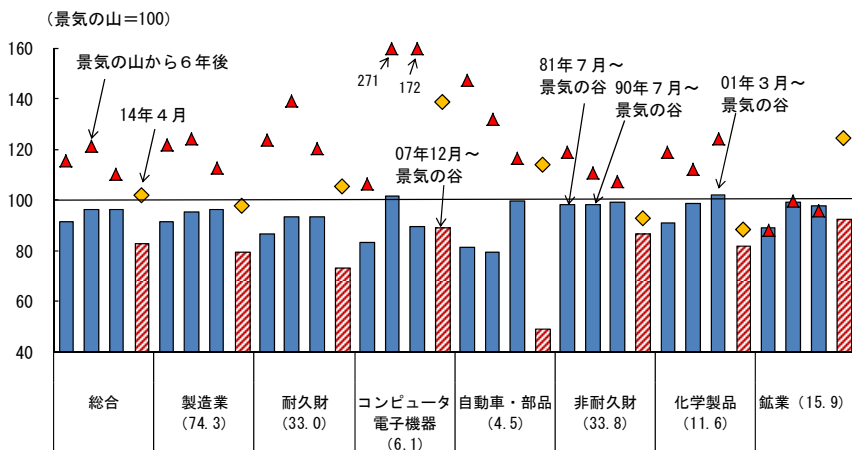
第1-2-1-26図 製造業の総労働時間と鉱工業生産の相関：危機後に生産性向上の可能性



- (備考) 1. FRB、アメリカ労働省より作成。
 2. 総労働時間は雇用者数（製造業）×週労働時間（製造業）。
 3. 今回の景気循環における景気の谷とされる09年6月を基準とし、前後の期間に分けている。開始年を06年3月としているが、週労働時間の取得可能データが同期間からによるもの。

また、業種別に鉱工業生産を過去の回復期と比較すると、落ち込みが大きく、景気の山の水準は回復しているものの、回復ペースは緩慢となっている（第1-2-1-27図）。鉱工業生産の約7割を占める製造業生産は景気の山の水準に回復していない。そのうち耐久財は主要な機械、コンピュータ電子機器、自動車けん引し回復しているが、非耐久財の回復は緩慢で化学製品等の回復が弱い。

第1-2-1-27図 景気回復局面の業種別鉱工業生産の推移：07年以降の回復は緩慢



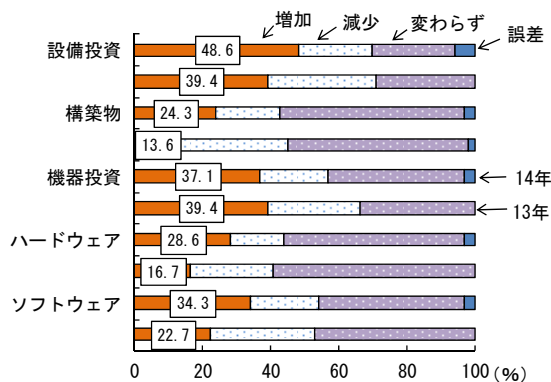
- (備考) 1. FRBより作成。
 2. グラフは各業種左より景気循環における景気の山の山が81年7月、90年7月、01年3月、07年12月の順。
 3. ▲は景気の山から6年後を表す。◆は14年4月の数値。
 4. 業種の括弧内の数値は13年の鉱工業生産における各業種のシェアを表す。

設備投資の先行きとして、フィラデルフィア連銀とニューヨーク連銀が行う設備投資計画をみると、14年初の寒波の影響により低下したが、悪天候の影響が解消されたとみられる4月調査以降では1～2月より回復している¹⁶。

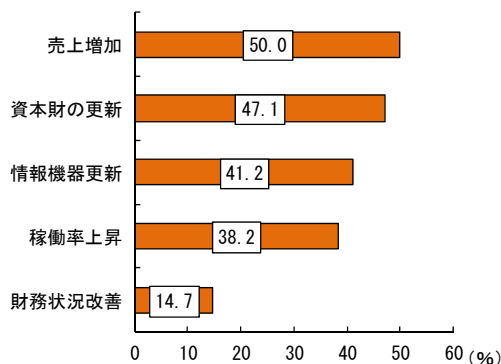
また、フィラデルフィア連銀が実施している14年3月の特別調査では、14年の設備投資計画を増加すると割合が13年と比較すると約10%ポイント増加しており、売上げの増加や更新需要を受けて、企業経営者の設備投資マインドは高まっている（第1-2-1-28図）。その他の調査でも設備投資に対する意欲は総じて上昇している¹⁷。企業が設備投資に踏み切ることを抑制する要因であった財政をめぐる先行き不透明感が解消されていることが、企業経営者の投資マインドを下支えしているとみられる。

第1-2-1-28図 企業の設備投資計画：14年は設備投資の増加を示唆

(1) 項目別の設備投資計画



(2) 設備投資計画上方修正の要因



(備考) 1. フィラデルフィア連銀が毎年3月に実施する設備投資にかかわる特別調査13年、14年より作成。
2. 各企業に対し、13年、14年の設備投資の項目別の計画について前年と比較し、増加、減少、変化なしでアンケート調査したもの。
3. 機器投資はコンピュータ関連を除く。
4. 各項目グラフ上段が14年、下段が13年の数値。

(備考) 1. フィラデルフィア連銀が14年3月に実施した設備投資にかかわる特別調査より作成。
2. 各企業に対し14年設備投資計画が上方修正される場合の要因について、アンケート調査したもの。複数項目の回答を認めており、合計が100%とならない。

在庫投資の動きをみると13年7～9月期に急伸した（第1-2-1-29図）。これは国内需要の増加、ヨーロッパや中国に持ち直しの動きがみられるなど、海外需要増加期待もあり在庫投資に動いたとみられる。リーマンショック後に圧縮された在庫残高の復元もおおむね終了している中、企業行動の積極化が反映されている。在庫の内訳をみると、大寒波による小売売上の減速もあり小売在庫が増加している（第1-2-1-30図）。意図せざる在

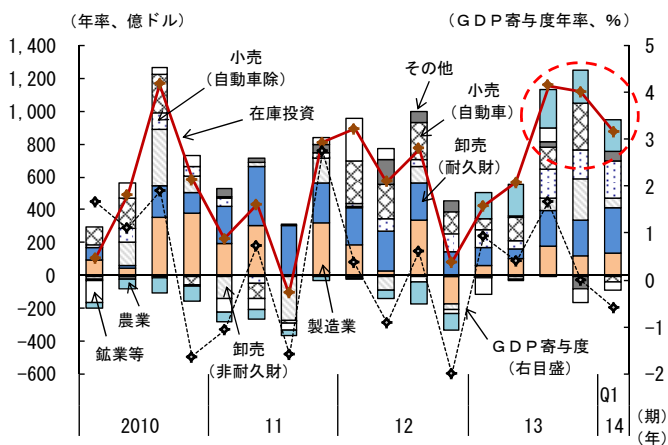
¹⁶ フィラデルフィア連銀調査：1月15.1、2月19.9、3月31.3、4月26.0、5月24.4、ニューヨーク連銀調査：1月12.2、2月2.5、3月16.47、4月23.47、5月19.78。

¹⁷ アメリカ経済団体ビジネスラウンドテーブルが四半期ごとに公表する最高経営責任者（CEO）を対象にした調査（14年3月公表、対象122社）では、今後6か月間に設備投資を拡大する計画を示したCEOの割合は39%から48%に上昇している。

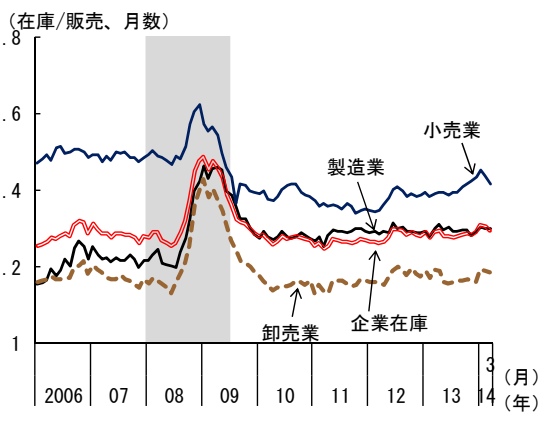
庫増との指摘もあるが、在庫販売比率の推移をみると金融危機前とおおむね同水準であり、それほど過剰感はないとも考えられる。ただし今後在庫投資の伸びは鈍化するものとみられ、14年半ばにかけて経済成長率を下押しするといった指摘もなされている。

第1-2-1-29図 実質在庫投資の推移：
13年7～9月期に急伸

第1-2-1-30図 在庫販売比率の推移：
小売在庫が増加



(備考) アメリカ商務省より作成。



(備考) 1. アメリカ商務省より作成。
2. 名目出荷額を名目在庫額で割ったもの。
3. 網掛け部分は景気後退期を示す。

今後14年4～6月期以降の企業部門は、大寒波による影響が解消され、回復基調が続くとみられる。ただし、13年末の回復トレンドに回帰し持続的な回復を歩むことができるか、動向が注目される。

(2) 財政政策をめぐる政府の動向

(i) 当面回避された財政問題

いわゆる「財政の崖」、歳出の自動削減、債務上限問題等、財政問題はその対応ぶりも含めて断続的に景気に対してマイナスに影響したとされる¹⁸。14年度に入っても、当初は暫定予算すら成立せず、債務上限の引上げをめぐるオバマ大統領・議会民主党と議会共和党との間の調整は不調に終わり、96年以来の一部連邦政府機関閉鎖という事態が発生するとともに、米国債のデフォルト懸念が非常に高まった¹⁹。

13年10月1日以降、連邦政府機関の閉鎖が2週間以上続く中、10月16日に1月までの暫定予算が認められ、債務上限問題についても14年2月まで上限を設けないことが両党

¹⁸ CBO (2014) によれば、緊縮財政政策により13年は1.5%程度、14年は0.25%程度経済成長率を下押ししたとしている。

¹⁹ 詳細は内閣府 (2013b) を参照。

の間で合意された。これにより連邦政府機関の閉鎖や米国債のデフォルト懸念が当面回避されることになったが、14年度暫定予算等が成立してから3～4か月間という期間で、何度も調整が不調に終わり解決できなかった問題が進展するのか、引き続き市場等の注目を集めた。しかし、これらの財政問題は14年11月に行われる中間選挙に向けて与野党の利害が一致²⁰したことから、13年12月に14年度本予算が成立するなど、13年12月以降相次いで進展がみられた（第1-2-1-31表、第1-2-1-32図）。

第1-2-1-31表 財政問題：当面回避

◎歳出の自動削減（強制歳出削減）

- 13年12月10日、超党派による両院協議会において以下のとおり合意
 - ・強制歳出削減額を2年間で約630億ドル圧縮
 - ※14年度：448億ドル、15年度：187億ドル
 - ・義務的経費削減、税外収入により約850億ドル捻出。全体で200～230億ドルの財政赤字を追加削減 等

◎14年度予算

- 13年12月26日、14年度予算案（総額）成立
 - ※15年度予算（総額）についても併せて成立
- 14年1月17日、個別の歳出をめぐる包括的歳出法案成立
 - ※このため、当初1月15日までとなっていた暫定予算を3日間延長

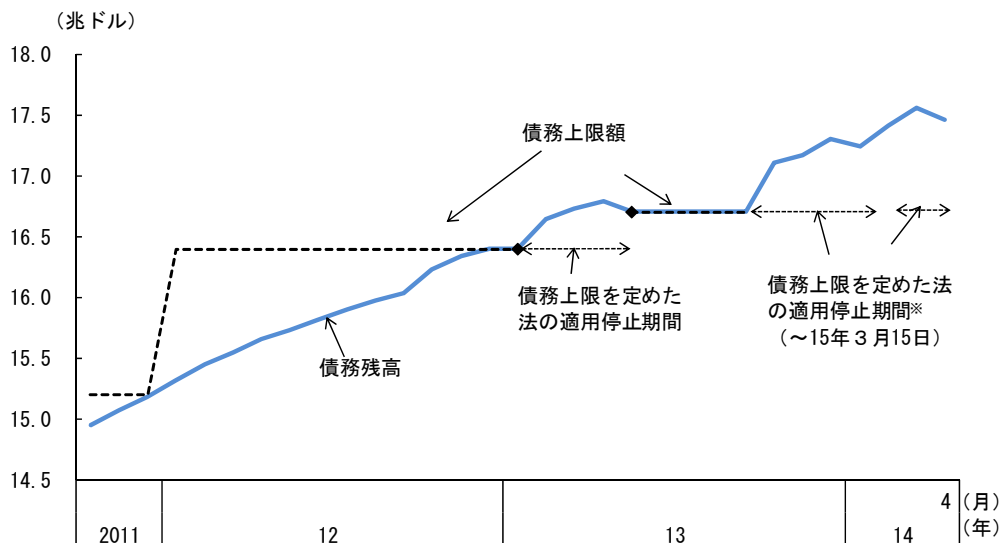
◎債務上限問題

- 14年2月15日、債務上限の引上げにかかる法案成立
 - ・債務上限の適用期限を15年3月15日まで延期（同日まで債務上限なし）
 - ・新たな債務上限額は15年3月15日の債務残高（16日以降適用）

（備考）各種資料より作成。

²⁰ 13年10月の連邦政府機関閉鎖等に対する世論調査では、共和党に責任があるとの見方が多かった。こうした混乱から、オバマ大統領や民主党も支持率が低下することとなったが、共和党はより支持率が低下した。

第1-2-1-32図 債務残高と債務上限額：当面債務上限の設定なし



- (備考) 1. アメリカ財務省、アメリカ行政管理予算局（OMB）より作成。
 2. ※の期間中、14年2月8日～14日まで債務上限を定めた法が適用されている。
 3. 財政年度は前年10月～当該年9月までの1年間（14年度は、13年10月～14年9月）。

一方で、例えば、歳出の自動削減等は、短期的には景気下押し圧力となったものの、結果として財政収支を改善させる効果を発揮した²¹（第1-2-1-33図）。13年は、いわゆる「財政の崖」に伴う増税と歳出削減、加えて政府支援機関（GSE）からの配当金の国庫への充当から財政赤字が大きく減少しており、その後も景気が順調に回復すれば、18年にかけて財政赤字は低下していくとみられている²²。

²¹ 13年度の財政収支の改善は、緊縮的な財政政策だけではなく、連邦住宅抵当公社（ファニーメイ）、連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック）からの配当金の受領の寄与も大きい。

²² OMB（2014）では18年度以降いったん財政赤字が拡大した後、GDP比では24年度にかけて再び縮小する見通しとしているのに対し、CBO（2014）は高齢化、金利上昇等により16年度以降財政赤字は拡大基調とみている。