

鈍化する米国設備投資の背景と見通し

<要旨>

米国では、個人消費が好調を維持する一方で、設備投資は 2014 年半ばをピークに鈍化基調にあり、景気全体の足を引っ張っている。

設備投資は既に資本ストック循環上の成熟局面にある可能性が高く、そうした中、企業収益の減少・設備稼働率の低下・景況感の悪化に伴い、製造業部門で投資意欲が減退している。また、原油価格の下落・低迷を受け、鉱業部門が投資を急激に圧縮していることも設備投資の下押し圧力となっている。

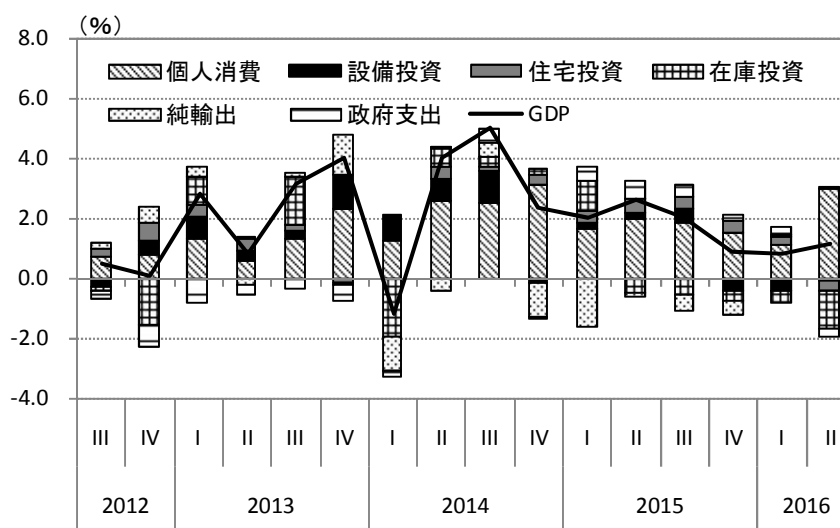
これらの要因が短期的に改善される可能性は低く、設備投資に対しては引き続きネガティブに作用していくことが想定される。米国企業部門の投資マインド改善は当面期待し難く、設備投資は弱含む状況が継続するものと予想する。

1. 鈍化する米国の設備投資

米国の 2016 年第 2 四半期(4～6 月期)の実質 GDP 成長率(改定値)は前期比 1.1%増となり、3 四半期連続で 2%を下回る低水準にとどまった(図表 1)。

需要項目別寄与度をみると、個人消費が前期比 2.9%増と 2014 年第 4 四半期以来の高い伸びを示す一方、在庫投資が 5 四半期連続マイナスの同 1.3%減と足を引っ張ったほか、設備投資(非住宅)、住宅投資、政府支出もマイナスを計上した。

図表 1 米国の実質 GDP 成長率・項目別寄与度

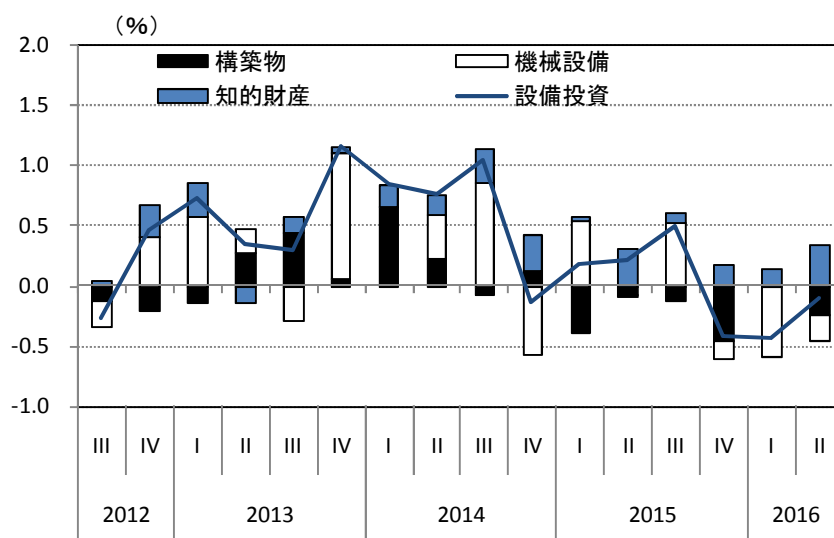


(資料) 米国商務省

うち設備投資をみると、2014年第3四半期をピークに失速し、2016年第2四半期までの直近3四半期は前期比マイナスで推移している。個人消費が堅調に推移する中、米国経済が2015年以降比較的低い成長率にとどまっているのは、設備投資の弱さが原因の1つとして挙げられる。

ただし、一口に設備投資といっても、すべてが弱いというわけではなく、目的別に内訳をみると項目毎に強弱まちまちである。設備投資は大きく構築物・機械設備・知的財産に分類されるが、ソフトウェアや研究・開発からなり、全体の約3割を占める知的財産投資は順調に拡大を続けている。一方で、全体のおよそ半分以上を占める機械設備投資と約2割を占める構築物投資は低迷しており、それが設備投資全体の弱さにつながっている(図表2)。

図表2 設備投資の項目別実質 GDP 寄与度 (前期比)



(資料) 米国商務省

以下では、米国の設備投資について、現在の資本ストック循環上の位置づけを確認したうえで、(1)企業収益・景況感の悪化、(2)原油価格の下落・低迷、(3)資金調達面の制約、という3つの視点から、その下押し要因について考察する。

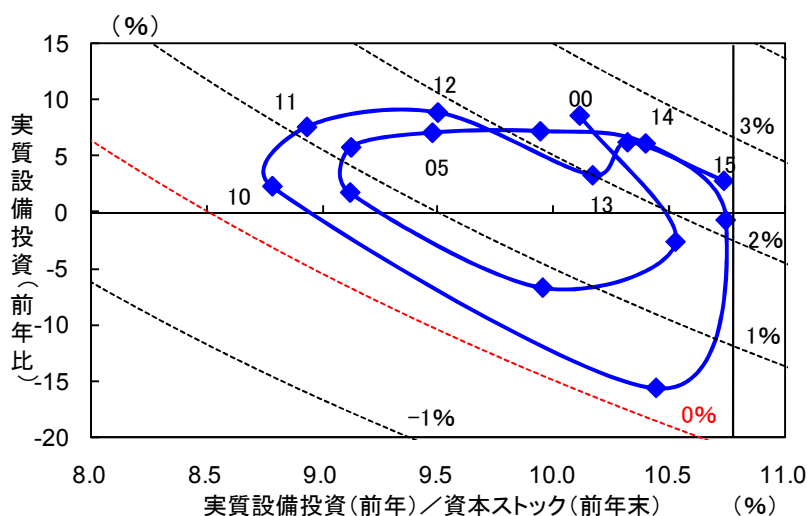
2. 資本ストック循環の成熟化

資本ストック循環図をみる限り、米国の設備投資は既に資本ストック循環上の成熟局面にあり、このことが企業部門の投資を抑制している可能性が高い。

次頁図表3は、企業部門の期待成長率と資本ストックの関係をみた循環図である(点線は期待成長率)。リーマンショックを機に2008年から始まった急激なストック調整は2010年に終了し、2010年以降、設備投資は調整局面から拡大局面に移行した。景気が回復に向かい、期待成長率が上昇する中、図上にプロットされた点(プロット位置)は、期待成長率0%ラインと1%ラインの間から、2%ラインと3%ラインの間に向かって概ね右上方にシフトしたのち、2014年から2015年にかけては2%ラインと3%ラインの間を右下方にシフトしている。直近2015年のプロット位置は、期待成長率が2014年以降2%台半ばで頭打ちとなる中、資本ストックは既に適正な水準に

達したと企業部門が判断していることを示唆している。換言すると、米国企業部門の設備投資は資本ストック循環上、成熟局面を迎えた可能性が高いということである。

図表 3 資本ストック循環



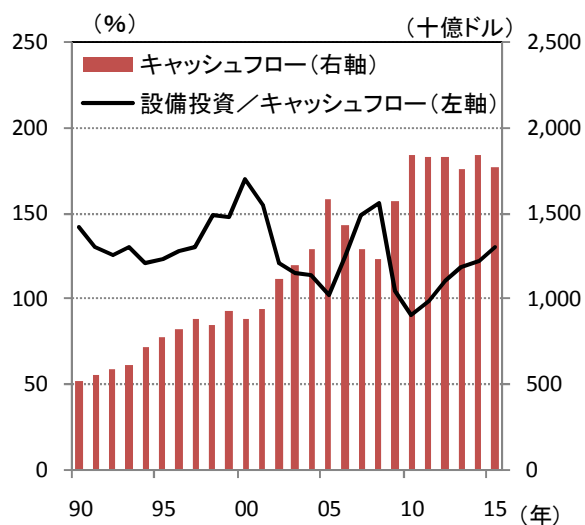
(注) 資本係数と除去率は 2006 年以降の平均

(資料) 米国商務省

2016 年現在のプロット位置は、図中のタテ線(2015 年の実質設備投資／資本ストック)上のいずれかにある。実質設備投資の伸びは期待成長率との関係で決まることから、期待成長率が上昇しなければ、2016 年のプロット位置は少なくとも 2015 年よりも下方に移動することになる。つまり、2016 年の実質設備投資は 2015 年比で減速することが想定される。

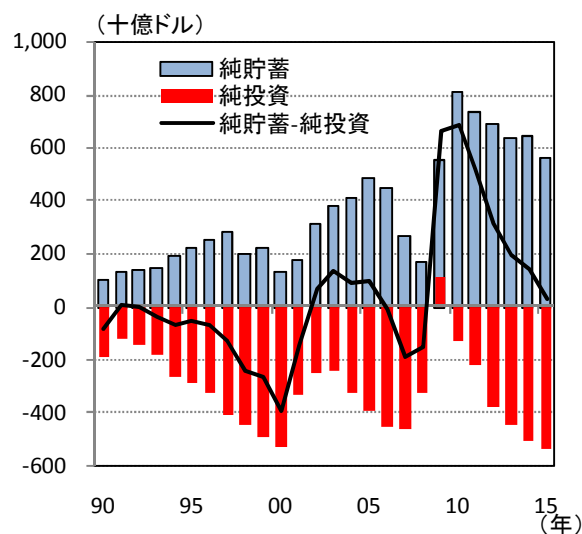
ここで、資本ストック循環上の拡大局面から成熟局面に至る 2010 年以降の米国における設備投資拡大の過程について、別の角度からも振り返っておこう。

図表 4 企業部門キャッシュフローおよび対設備投資比



(資料) 米国商務省

図表 5 企業部門の IS バランス



(資料) 米国商務省

前頁図表 4 は、企業部門のキャッシュフロー(税引き後利益－配当＋減価償却)と、設備投資／キャッシュフロー比をみたものである。まずキャッシュフローをみると、リーマンショック直後の2009年から2010年にかけて、それまでの減少トレンドから転じて急増している。これは、企業部門が資金調達懸念の高まりから内部留保を進めたことを反映したものであるが、2010年以降は収益拡大と同時に配当の支払いも拡大したことでキャッシュフローは横ばいとなっている。そうした中、設備投資の増加から設備投資／キャッシュフロー比は一貫して上昇を続けている。このことは、キャッシュフローの頭打ちにもかかわらず、期待成長率が上昇する中、企業部門が積極的に設備投資を増やしてきたことを表している。期待成長率の変化に対応して積極的に行動する米国企業の投資姿勢は、内部留保志向が強い日本企業とは対照的であり、きわめてダイナミックである。

こうした米国企業の積極的な投資行動は、前頁図表 5 に示した米国民間企業部門のISバランス(純貯蓄－純投資)の推移とも整合的である。リーマンショック直後の2009年、民間企業部門は手元流動性の確保および設備投資の削減に伴って、投資超過から貯蓄超過に転じた。以来、一貫して貯蓄超過主体となっているが、投資の拡大および貯蓄の縮小により、貯蓄超過額は減少傾向を辿り、2015年には純貯蓄と純投資はほぼ均衡している。

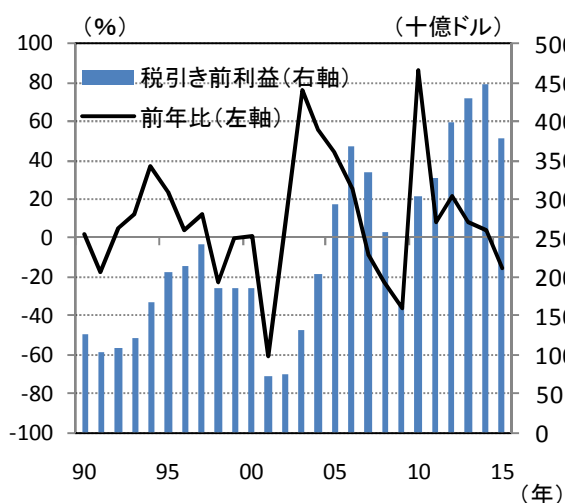
もっとも、既にみたように、資本ストック循環は既に成熟局面にある可能性が高い。そうした中、今後数カ月という短期的なスパンにおいて、米国の企業部門が再び設備投資を積極化していく公算は小さく、そのISバランスが1990年代後半やリーマンショック前のような大幅な投資超過に回帰する可能性は低いものと考ええる。

3. 設備投資鈍化の諸要因

(1) 企業収益・景況感の悪化

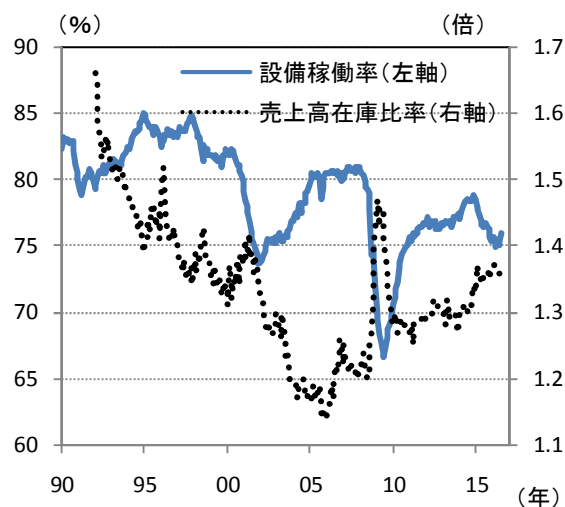
米国の製造業部門では、2015年以降、企業収益が減少し、設備稼働率が低下する中、景況感が大幅に悪化している。景況感の悪化は製造業の投資意欲減退を招き、設備投資下押しの主要因となっている。

図表 6 製造業部門税引き前利益



(資料) 米国商務省

図表 7 製造業売上高在庫比率・設備稼働率



(資料) 米国商務省、ブルームバーグ

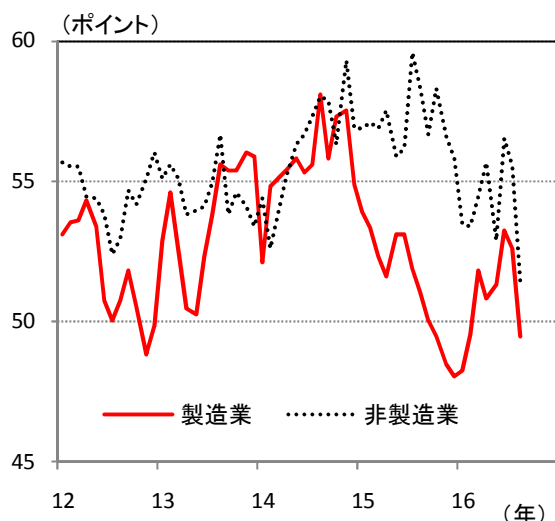
まず収益面をみると、製造業部門の税引き前利益は2009年を底に堅調に拡大を続け、2014年には過去最高を更新した。しかし、ドル高に伴う輸出の不振も影響し、2015年は前年比15.9%減と大幅な減益となった(前頁図表6)。その減益率は全産業の前年比5.4%減に比べても大きい。

他方、設備稼働率は2015年以降、在庫が売上高対比で増大する中で低下傾向にあり、直近は約75%にとどまっている(前頁図表7)。

収益の悪化や設備稼働率の低下を背景に、製造業部門の景況感を示すISM製造業景気指数は、2015年半ば以降、弱含んでいる(図表8)。景況感悪化は、製造業の投資意欲を大きく減退させているものとみられ、たとえば、図表9が示すように、構築物投資における製造業関連投資は、景況感の悪化と並行する形で低迷が続けている。

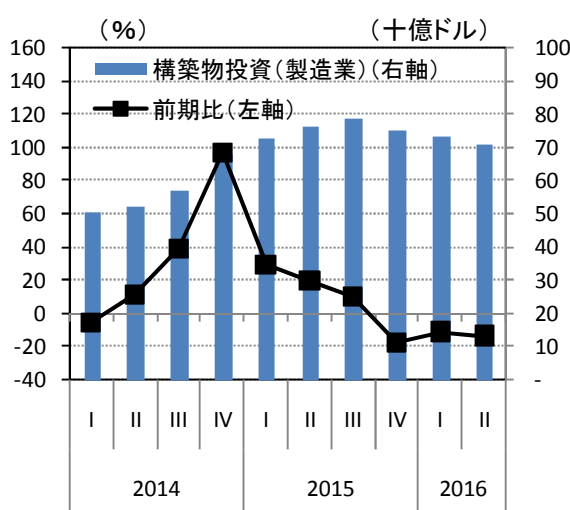
なお、足元をみると、ISM景気指数は製造業だけではなく非製造業でも低下している。非製造業景気指数の低下は一時的な現象にとどまる可能性もあるが、これが趨勢的に続いた場合、設備投資の下押し要因として非製造業の景況感悪化が新たに加わるのが懸念される。

図表8 ISM 景気指数



(資料) ブルームバーグ

図表9 構築物投資における製造業関連投資



(資料) 米国商務省

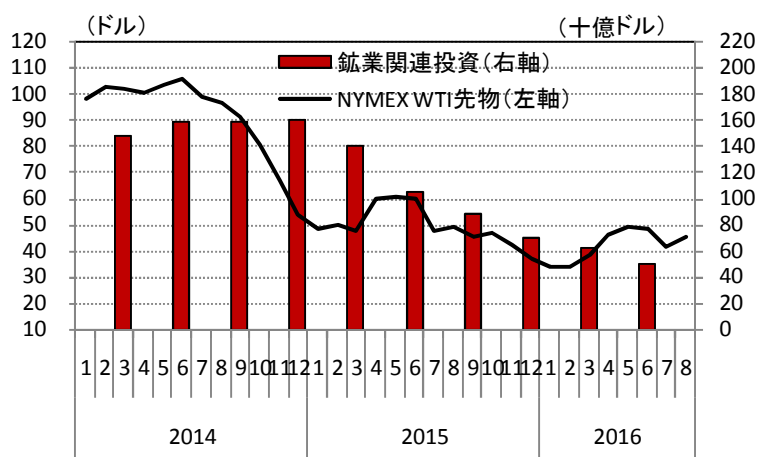
(2) 原油価格の下落・低迷

原油価格の急落・低迷に伴う鉱業部門の不振も設備投資鈍化に強く影響している。

鉱業は米国ではGDPの2~3%を占めるに過ぎない産業である。にもかかわらず、構築物投資における鉱業関連投資は2010年頃から始まったシェールオイル・ブームを背景に拡大を続け、2014年には設備投資全体の6.9%を占めていた。だが原油価格が2014年後半、1バレル100ドル近傍から40ドル近傍に急落したことを受けてブームが終焉を迎えると、鉱業関連投資は半年程度のタイムラグを伴う形で大きく落ち込んだ。2015年における鉱業関連投資は前年比35%減の大幅減となり、設備投資全体に占める比率は4.4%に低下している(次頁図表10)。

原油市況が低迷する中、鉱業関連投資の縮小は2016年に入っても歯止めがかかっておらず、2016年第2四半期末の投資額は2014年末時点の3分の1以下の水準にまで落ち込んでいる。足元では原油油井の掘削機械稼働数に底打ちの兆しがみられるなど、反転の材料が出ているものの、市況が大幅に回復しない限り、鉱業関連投資は今後も低迷が続くものと見込む。

図表 10 原油価格と構築物投資における鉱業関連投資



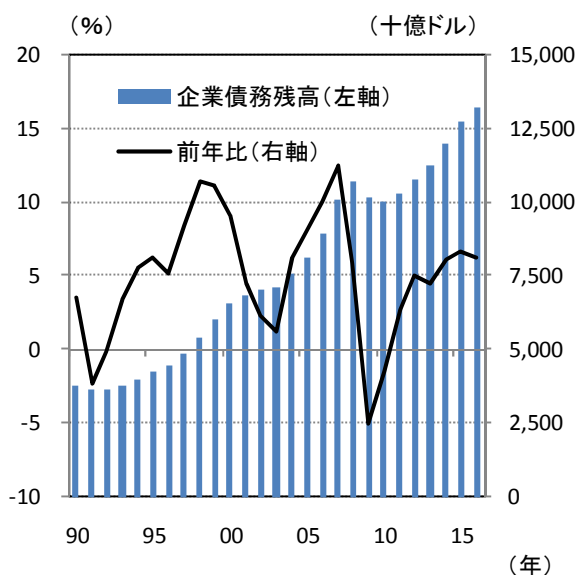
(資料) 米国商務省、ブルームバーグ

(3) 資金調達面の制約

資金調達は、これまでのところ設備投資の重要な制約要因にはなっていないものとみられる。その当否について、以下、企業部門の負債残高、銀行貸出基準、企業部門の借入需要、社債利回りの4点から検証する。

図表 11 は、米国企業部門の負債残高の推移をみたものである。負債残高はリーマンショック後に大きく落ち込んだが、2010年以降急回復し、直近2016年第2四半期末には過去最大を更新した。しかし、その一方、同四半期の前年同期比伸び率は、過去6四半期で最低を記録している。

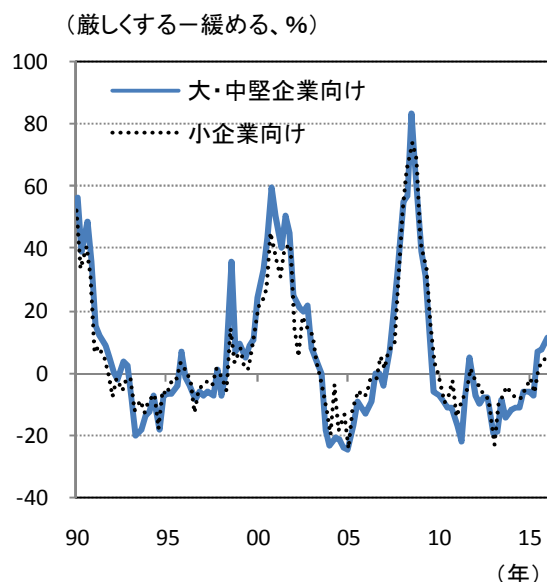
図表 11 企業債務残高・伸び率



(注) 2016年値は第2四半期末

(資料) FRB

図表 12 銀行の商工業向け融資の貸出基準



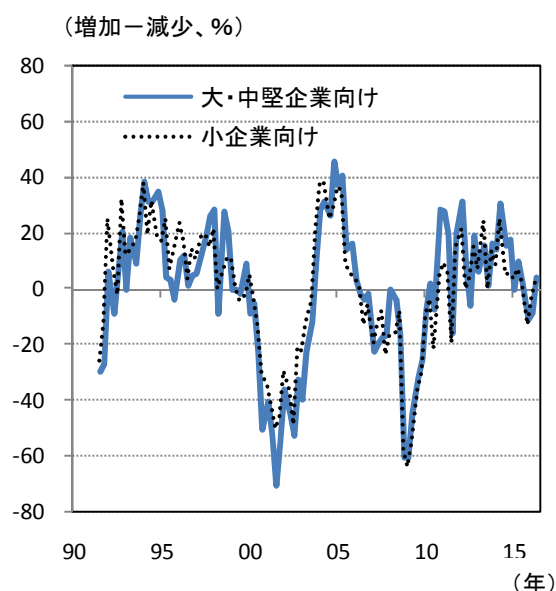
(資料) FRB

前頁図表 12 は、米連邦準備理事会 (FRB) によるシニア・ローン・オフィサー・オピニオン・サーベイに基づく商工業向け貸出基準の推移を示したものである。負債残高の伸び率頭打ちにやや先行する形で、貸出基準は 2015 年 12 月以降、大企業向け・中小企業向け融資ともに厳格化が緩和化を上回るようになってきている。とはいえ、変化幅は依然小幅にとどまっており、銀行の貸出基準の厳格化が企業部門の資金調達に与える影響は限定的と推測する。

むしろ、負債の伸び率が鈍化している理由としては、図表 13 が示すように、投資意欲の減退によって、企業部門で資金需要が趨勢的に弱まっていることのほうがより重要であろう。

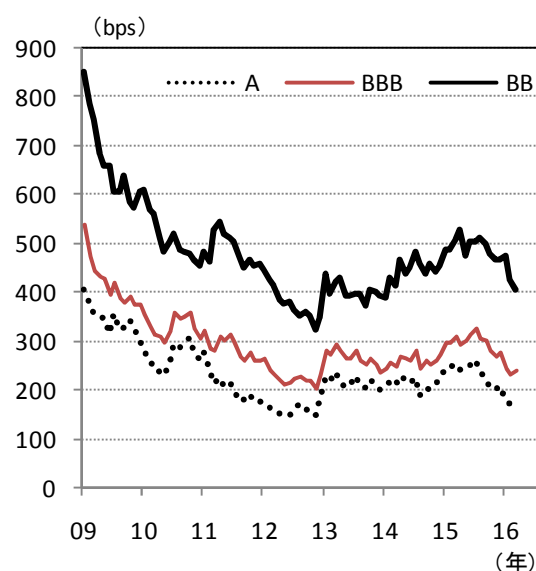
実際、銀行貸出基準の厳格化傾向にもかかわらず、社債の利回りからみた資金調達コストは上昇していない。図表 14 は、格付けクラス毎に社債利回りの推移を示したもののだが、2012 年以降、とりわけ投資適格級 (図表 14 中の A、BBB) の社債利回りは、比較的低位で安定している。米国の企業部門の主要な資金調達経路が間接金融ではなく直接金融であることを勘案すると、全体的に言えば、企業部門は引き続き低コスト資金での調達を享受しているといえ、資金調達はこれまでのところ企業部門の設備投資に対する制約要因にはなっていないものと考ええる。

図表 13 商工業向け融資に対する借入需要



(資料) FRB

図表 14 米国社債利回り



(資料) ブルームバーグ

4. まとめと今後の見通し

米国では、個人消費が好調を維持する一方で、設備投資は 2014 年半ばをピークに鈍化基調にあり、景気全体の足を引っ張っている。

本稿では、設備投資鈍化の主な背景として、設備投資が資本ストック循環上、既に成熟段階に入っている可能性が高いことを指摘したうえで、設備投資の下押し要因として、(1) 収益の減少・設備稼働率の低下・景況感の悪化に伴い製造業部門を中心に投資意欲が減退していること、(2) 原油価格の下落・低迷を受けたシェールオイル・ブームの終焉に伴い鉱業部門が投資を大幅に縮小していること、の 2 点を挙げた。

以上に挙げた要因が短期的に改善される可能性は低く、引き続き設備投資に対しネガティブに作用していくことが想定される。そうした中、米国企業部門の投資マインド改善は当面期待し難く、設備投資は弱含む状況が続くものと予想する。

(経済調査チーム 村上 和也 : Murakami_Kazuya@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。