

2013年8月30日

調査レポート

## リーマンショック以降の米国の設備投資

～ 財政・金融問題の軟着陸が先行きの増勢のカギに～

米国では景気の新たな推進力として設備投資に注目が集まっている。設備投資がフォーカスされている理由の1つに、新興国において事業を行うことに対する「総コスト」の高まりがある。もう1つは「シェール革命」の存在である。国際原油価格が高水準で推移する中で、頁岩(シェール)層から安価な天然ガスやオイルを生産する技術が米国で発展している。シェールガスやオイルの増産が進めば、将来的にはエネルギーコストの低下という福音が経済全体にもたらされ、石油化学のみならず製造業一般の設備投資の増勢までも促されるだろうと期待されているのである。

こうしたシナリオが現実のものとなれば、米国経済の成長力は大きく高まるだろう。事実マイクロベースでは、石油化学産業などを中心に製造業の国内回帰の動きが散見される。もっとも、足元の米企業の設備投資はマクロベースで見るとまだ循環的な回復局面にとどまっており、力強さを欠いている。企業収益との関係からみても、米企業のキャッシュフローがリストラの進展などを受けて順調に増加してきた一方で、これまでの設備投資の増勢は弱めである。また先行きを展望しても、米政府が抱える膨大な債務の返済(財政問題)と米連銀(FRB)による金融政策の正常化(金融問題)という、企業の期待成長率を押し下げようような難題が待ち構えている。

世界経済の成長が未だ力強さを欠く中で、米国経済には牽引役としての役割が期待されており、その意味で同国の設備投資が順調に拡大していくことは、世界経済にとっても非常にポジティブなことである。足元の設備投資の増勢は必ずしも強いとは言えない中で、先行きを展望しても、最大の不確実性である財政・金融問題が軟着陸できなければ、楽観論者が描くように設備投資が米国景気を牽引していく姿が実現することは困難であるといわざるをえないだろう。言い換えれば、そうした不確実性が改善されていけば、米企業の設備投資意欲は確実に高まり、経済成長を牽引していくことになる期待されるのである。

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 研究員 土田 陽介

〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2

TEL:03-6733-1070

## はじめに

米国景気の新たな推進力として、設備投資の動向に注目が集まっている。

いわゆる「投資の二面性」という言葉が表わすように、設備投資は生産能力の増大だけではなく、雇用の創出を通じて個人消費など他の国内需要の増加にも貢献する重要な経済活動である。もっとも、近年の米国では、景気のサイクルが家計の消費・投資活動によって牽引されてきたこともあって、設備投資の動向に重点を置いた経済分析は、それほど多くなかったように思われる<sup>1</sup>。

なぜ今、設備投資がフォーカスされているのか。大きな理由の1つに、新興国において事業を行うことに対する「総コスト」の高まりがある。既往の高成長に伴い、新興国では購買力が高まる一方で、人件費が上昇している。加えて新興国の中には、所得の不平等などを受けて社会不安が高まっており、深刻な政治変動が発生するリスクが高まっている地域も数多く存在する。このように、事業の継続にかかるトータルなコストが増えているため、生産拠点を米国に回帰させようという動きが、米企業の中で高まっているのである。

もう1つが、いわゆる「シェール革命」の存在である。国際原油価格が高水準で推移する中で、頁岩（シェール）層から安価な天然ガスやオイルを生産する技術が、米国で発展している。こうした動きを受けて、米国では、実際に鉱業部門における設備投資が活発となっている。さらに、シェールガスやオイルの増産が今後進んでいけば、将来的にはエネルギーコストの低下という福音が経済全体に波及し、石油化学のみならず製造業一般の設備投資の増勢までも促されることになるだろうと期待されているのである。

そうしたシナリオが現実のものとなれば、米国経済の成長力は大きく高まるだろう。事実マイクロベースでは、石油化学産業などを中心に製造業の国内回帰の動きが散見される<sup>2</sup>。もっとも、足元の米企業の設備投資はマクロベースで見るとまだ循環的な回復局面にとどまっており、力強さを欠いている。企業収益との関係からみても、米企業のキャッシュフローがリストラの進展などを受けて順調に増加してきた一方で、これまでの設備投資の増勢は弱めである<sup>3</sup>。さらに先行きを展望すると、米政府が抱える膨大な債務の返済（財政問題）と米連銀（FRB）による金融政策の正常化（金融問題）という、その動向次第では企業の期待成長率を一段と押し下げかねない難題が待ち構えている。このように評価していけば、足元において盛り上がる設備投資への期待は、いささか楽観的過ぎるきらいがあるといえよう。

本稿は、リーマンショック以降の設備投資の復調過程を分析し、また今後の動向を左右

<sup>1</sup> 以前に設備投資が注目された時期は、1990年代の中頃から2000年代のはじめにかけての「ITバブル」の頃である。当初はソフトウェアを中心とする設備投資が景気の推進力として評価されていたが、時間の経過とともに「過剰投資」という色彩を強くした。ITバブルの崩壊にとって代わるように、米連銀（FRB）による低金利政策を受けて活況を呈した個人消費と住宅投資が、景気の牽引役として台頭することになる。

<sup>2</sup> 磯部（2013）などを参照。

<sup>3</sup> 例えば英紙フィナンシャルタイムズも、2013年の7月25日付の特集記事で「不可解な分岐（A mysterious divergence）」という表現を用いて、企業収益と設備投資のかい離に関する特集記事を組んでいる。

する要因を検討することを通じて、その先行きの展望を試みていく。

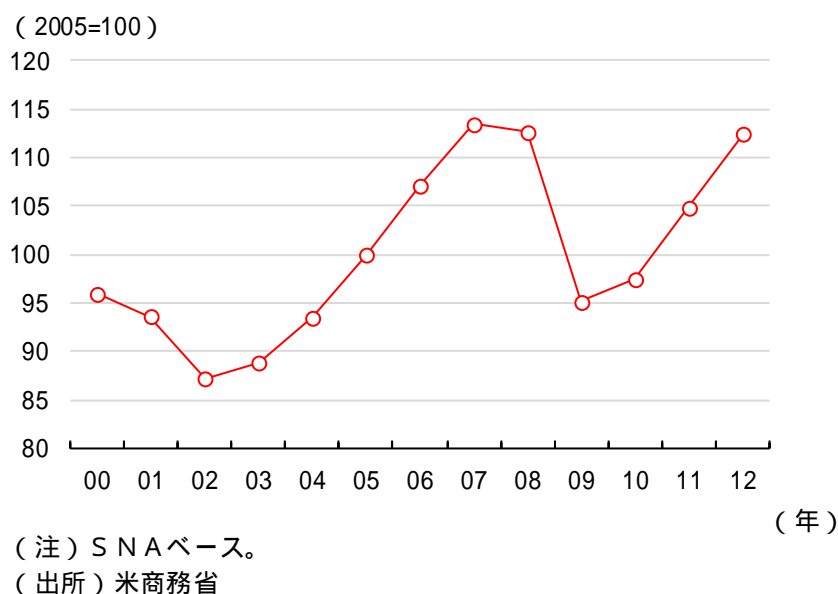
構成は以下の通りである。まず第1節で、リーマンショックから足元までの設備投資の復調過程を簡単に振り返り、設備投資の増勢が依然力を欠くものであることを確認する。続く第2節では、設備投資の増勢を下押ししてきたとみられる諸要因を検討する。さらに第3節で、先行きの設備投資を展望する上でのリスク要因を整理し、最後に簡単な結論を述べる。

## 1. 緩やかな回復にとどまる設備投資

本節では、2008年のリーマンショックから足元にかけての実質設備投資（実質民間設備投資、SNAベース<sup>4</sup>）の回復過程を簡単に振り返る。

図表1は、実質民間設備投資の動向を、2005年を基準（100）とする指数でみたものである。これをみると分かるように、2008年秋のリーマンショックとその後発生した未曾有の景気後退を受けて、米国の設備投資は2009年に大きく腰折れした。その減少率は前年比15.6%と、ITバブルの崩壊を受けて腰折れした2002年（同6.9%）を大きく上回る歴史的なものであった。2010年には前年比2.5%増と小幅ながらプラスに転じ、以降2011年は7.6%、2012年は7.3%と回復が続いた結果、2012年の設備投資指数は112.5とリーマンショック前の最高値である2007年の水準（113.5）近傍まで回復した。もっとも、その間の調整には実に5年という長い時間が費やされたことになる。

図表1. 米国の実質民間設備投資

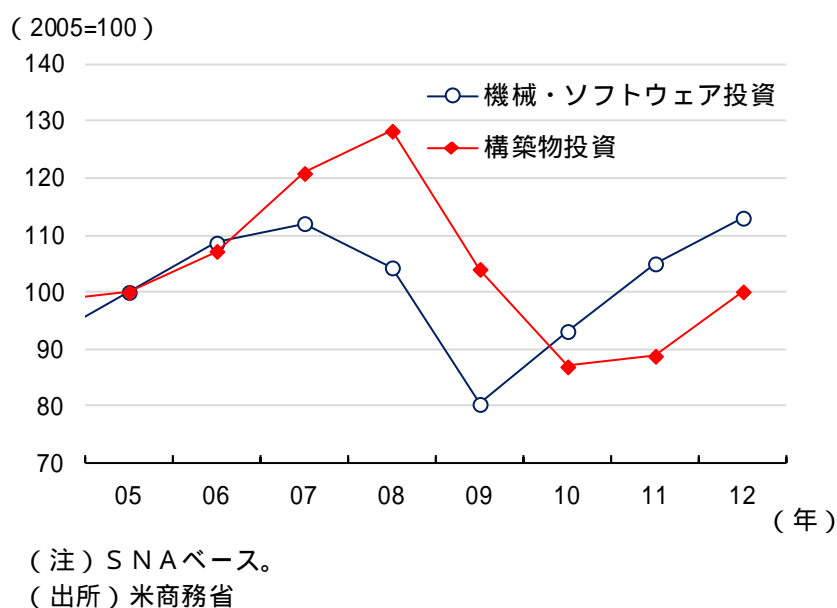


<sup>4</sup> 執筆時点で2012年の固定資産統計（Fix Assets）が公表されていないため、SNAベースを用いた。

続いて、投資目的別に大別して設備投資の動向をみていくと、米国では機械・ソフトウェア投資の回復が先んじている一方で、構築物投資の回復が遅れていることが分かる（図表2）。機械・ソフトウェア投資はリーマンショックがあった2008年に6.1%減少し、続く2009年には22.9%と減少幅が拡大した。もっとも、その後2010年には15.9%増と反発し、以降も2011年が12.7%増、2012年が7.6%増と比較的順調に回復した。その結果、2012年の水準（113.0）は2007年に記録したリーマンショック前の最高水準（112.1）を既に超えている。この動きの背景には、それまで手控えられていた輸送用機械投資や産業用機械投資などが徐々に回復したことのほか、オバマ大統領による景気対策や産業支援策<sup>5</sup>を受けた情報通信機器・ソフトウェア投資が底堅く推移したことがあるとみられる。

他方で構築物投資は、リーマンショックがあった2008年には4.3%増加したが、その後2009年（18.9%減）、2010年（16.4%減）と2年連続で2桁の大幅マイナスを記録した。リーマンショックまでの構築物投資は、製造業施設や電力施設、鉱業施設などによって拡大が牽引され、その増勢は機械・ソフトウェア投資を上回るなど堅調であった。こうした動きは、当時の資源高を受けて資源産業が好調だったことのほか、コスト増を受けて既存の動力施設の改良などが進んだことを受けた動きであったと考えられるが、その過去の好調ゆえに2009年以降の減少が深刻にならざるをえなかったのである。足元にかけても、回復の動きは機械・ソフトウェアに比べて緩慢である。その理由として、リーマンショック前の好景気時に作られた過剰なストックの存在があるとみられる。

図表2．目的別に見た設備投資

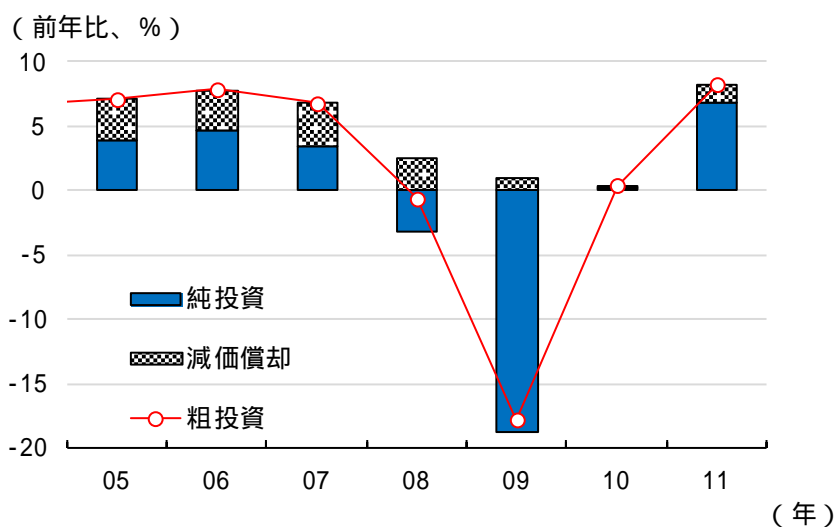


<sup>5</sup> オバマ大統領によるIT産業向けの支援策として、具体的には「米国イノベーション戦略」などがある。

さらに「純投資（新規投資）」と「減価償却（維持・更新投資）」という観点から、設備投資の回復過程を評価しよう。企業が生産力を高めるためには、粗投資の中でも資本ストックの増加をもたらす純投資を増加させる必要がある。粗投資が増えたとしても、仮にその全てが生産力を一定にキープするための減価償却であるならば、生産の拡大には貢献しない。つまり生産の拡大という観点から評価するならば、純投資が持続的に増加していくことが望ましいのである。

図表3は、設備投資（粗投資）の前年比増減率を「純投資」と「減価償却」の寄与度をみたものである。ただし、その性質上、固定資産統計を用いて分析していることから、本稿執筆時点の最新の数値は2011年となる。これをみると、米国ではリーマンショック前まで純投資が底堅く拡大しており、粗投資全体の増勢を支えていた様相が窺える。リーマンショックを受け、純投資の寄与度は2008年に3.2%ポイント減とマイナスに陥り、粗投資全体の勢いを下押しした。翌2009年になると、景気の腰折れを受けて企業が新規投資を大きく手控えた結果、その押し下げ寄与度は18.8%ポイントと大幅に膨らんだ。その後景気の回復を受けて粗投資が緩慢ながら回復軌道に乗る中で、純投資の寄与度も2010年には0.2%ポイントのプラスとなり、翌2011年には6.8%ポイントまで拡大し、粗投資全体の回復を支えるに至った。しかしながら、2005年を基準（100）とする指数でみた場合、2011年の粗投資は51.0とリーマンショック前の最高水準である2007年（139.9）と比べ、引き続き低水準である。純投資という観点から判断しても、米企業による設備投資の回復はまだ限定的であるといえよう。

図表3．純投資と減価償却からみた設備投資（寄与度分解）



(注) 固定資産統計ベース。  
(出所) 米商務省



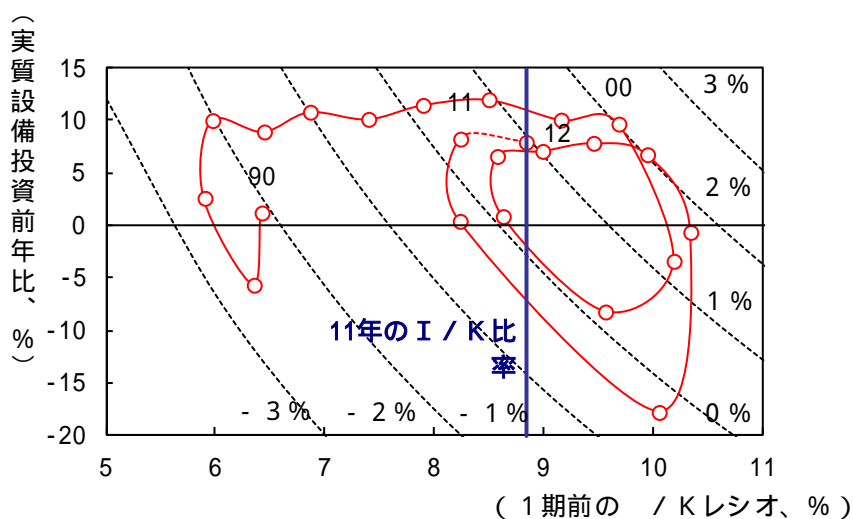
最後に、ストック循環の観点から、設備投資の増勢をマクロ的に評価しよう。

米国の資本ストック循環図(図表4)をみると、好景気に沸いた2000年代中頃は、プロットされた点が期待成長ライン1%から2%の間で推移しており、企業の期待成長率が相応に高かったことが示されている。その後リーマンショックを受けて、プロットされた点は2009年から2010年にかけて左下方向に大きく循環し、期待成長ラインが-1%から0%の間で推移することになった。この深刻な調整を経て、2011年には0%以上の成長ラインに復したものの、これまでのトレンドから判断して、2012年も1%近傍にとどまっているとみられる。これらの動きから判断すれば、企業の成長期待の高まりは依然限定的であると評価されよう。

以上、本節では、リーマンショック以降足元までの米国の設備投資の回復過程を俯瞰してきた。その結果、米国の設備投資は、ソフトウェア投資や資源関連の構築物投資など個別領域では力強さがみられるものの、マクロベースで評価した場合、その増勢は依然循環的な回復にとどまっていることが確認できた。

とりわけ、資本ストック循環図が示すように、企業の期待成長率はそれ程高まっていない。言い換えれば、このことは、リーマンショック以降の景気回復過程で、企業の設備投資マインドの改善を抑制してきた要因が存在したことを意味している。次節では、企業の投資マインドを圧迫してきたとみられる要因について検討する。

図表4 . 資本ストック循環図



(注1) 平均減耗率( )と資本係数トレンド( )には2000年から2011年までの平均値を採用した。

(注2) 2012年の水準は過去のトレンドからMURCが推計した。

(出所) 米商務省

## 2. 米企業の投資マインドの回復を下押ししたとみられる諸要因

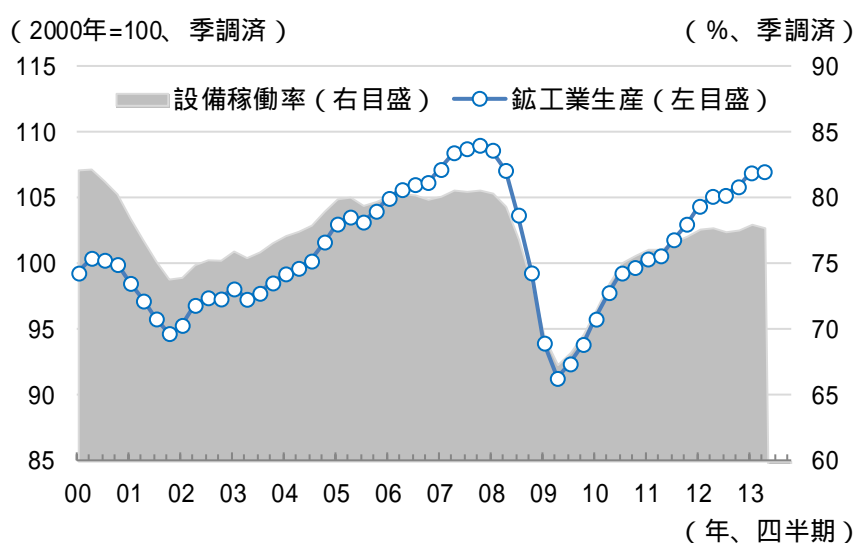
前節で整理したように、米国における設備投資の回復は未だ限定的である。米企業の設備投資マインドの回復を下押ししてきたとみられる要因はいくつか存在するだろうが、本節では、それらの中でも重要と考えられる3つの要因（内外需要の停滞、株価の深刻な調整、高い法人税率）を指摘する。

### （1）内外需要の停滞

第一の要因として、リーマンショック後における内外需要の低迷を指摘することができる。2000年代の世界経済は、少なくともリーマンショック前までに限れば、堅調な内需に支えられた米国と、そうした米国に向けた輸出が好調に推移した新興国が車の両輪になって、高い成長を謳歌することができた。こうした中で米企業の生産も好調に推移したが、リーマンショックを受けて、米国の生産水準は2008年秋口から2009年前半にかけて大幅に低下するとともに、設備稼働率も水準を大きく切り下げることになった（図表5）。

その後の鉱工業生産は、内外需要の緩やかな拡大を映じたペースでの回復にとどまっている。事実、2000年を基準とする指数でみた場合、直近2013年第2四半期の生産水準は107.0と、2007年第4四半期に記録したリーマンショック前の最高水準（109.0）にはまだ復していない。このように生産の回復が緩慢ペースにとどまる中では、企業は追加的な設備投資を行うことよりも、むしろ低下した既存設備の稼働率を上げることを優勢せざるをえなかったと考えられる。

図表5. 米国の鉱工業生産と設備稼働率の推移



(出所) FRB

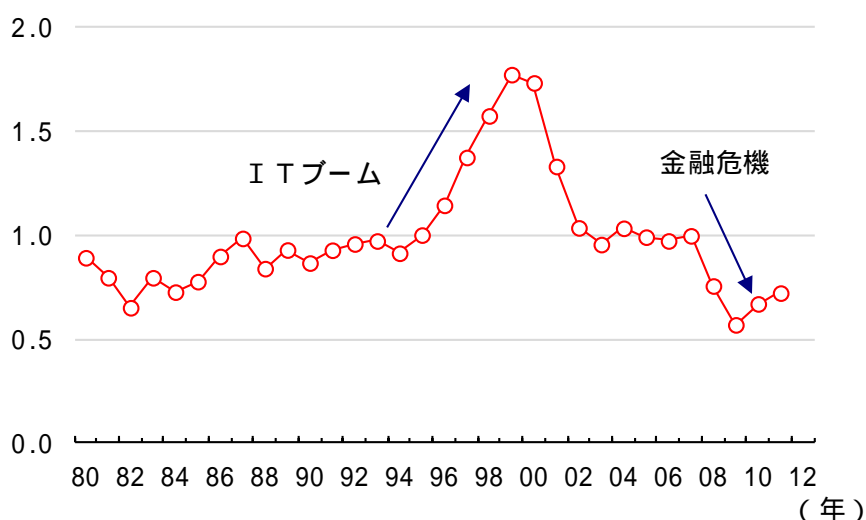
## (2) 株価の深刻な調整

続いて、リーマンショック前後の深刻な株価の調整が、設備投資の下押し圧力になった可能性が指摘できる。

株価の動向は企業活動に大きな影響を与えるが、ここでは設備投資に対して株価が与える影響を論じた「トービンのq理論」を援用して、リーマンショック後の株価の調整が米企業による設備投資に与えた影響を考察しよう。トービンのqは「株式市場で評価された企業の価値（発行済み株価の総額）/資本ストックの再取得額（粗投資）」と定義される指標である。資本ストックの増加につながる純投資は、このqの増加関数となる。具体的には、 $q > 1$ の時、発行済み株価の総額の方が粗投資よりも価値が高い（つまり企業の設備が不足している）ことから、企業は設備投資を増加させることが望ましい。その反面で $q < 1$ の時は、企業は設備余剰となっているため、設備投資を手控えることが合理的な判断となる。

米国におけるトービンのqの推移（図表6）をみると、1980年代は1未満で概ね安定して推移していたが、1990年代中頃におけるITバブルの発生を受けて、90年代後半には水準を大きく切り上げている。その後ITバブルの崩壊を受けて、トービンのqは、2000年代前半までは1前後で推移していたが、2008年秋のリーマンショックを受けて1を大幅に割り込む水準まで低下し、以降も1未満の水準で推移している。

図表6 . 米国におけるトービンのq



(注) トービンの $q = (\text{S \& P 500指数}) \div (\text{名目純資本ストック})$   
 なお1980年から2011年の線形トレンドを求め、隔年の実績との残渣に1を加えたものをプロットした。あくまで方向性をみるためのものであり、理論的・実証的な厳密さを求めている。

(出所) S & P 及び米商務省



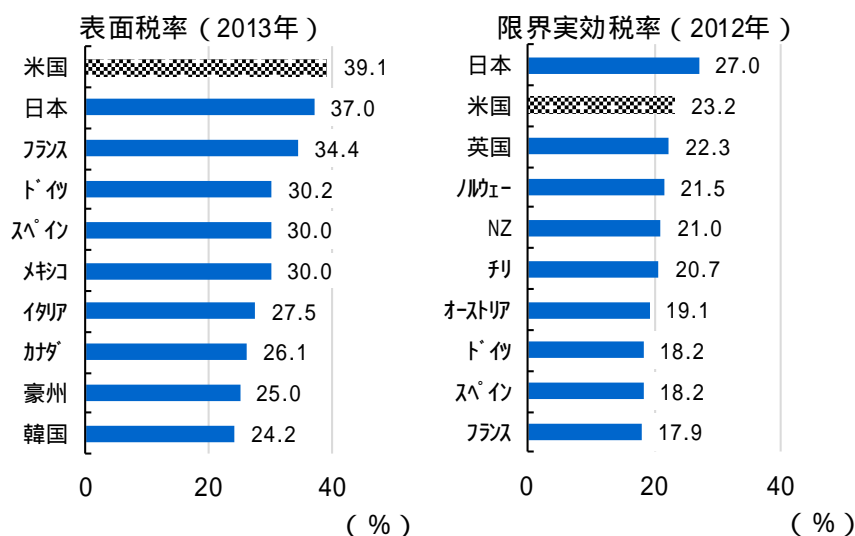
リーマンショックを受けてトービンのqの水準が切り下がったことは、株価の大幅な下落が企業価値の低下をもたらし、相対的に設備余剰となった米企業は設備投資を手控える方が合理的であったことを意味していると解釈できる。また2010年以降の回復局面においても、トービンのqの高まりが限定的であることは、株価（企業価値）の上昇テンポが相対的に緩やかである中で、米企業は設備投資に抑制的なスタンスを保つことが合理的判断であったことを意味しているといえよう。

### （3）高い法人税率

最後に、景気回復ペースが緩慢な中で、米国における法人税率の高さが、米企業の設備投資意欲を削いでいた可能性を指摘することができる。

経済協力開発機構（OECD）の比較調査（2013年）によれば、米国の法人税率（表面税率）は39.1%と、OECD加盟国の中で最高水準であった（図表7）。またオックスフォード大学の研究チーム（Bilicka and Devereux, 2012）の試算によると、他のOECD加盟国と比較した場合、米国の法人税率は限界実効税率<sup>6</sup>ベースでも日本の27.0%に次ぐ23.2%と、高水準に位置している。法人税という観点から評価した場合、そもそも米国の事業環境は、他の先進国に比べてビジネスフレンドリーとはいいいがたいのである。設備投資の増加に高いコストがかかる以上、景気回復が緩慢な中で、企業に設備投資を大きく加速させようとする機運は高まりにくかったといえよう。

図表7．法人税率の国際比較（OECD加盟国）



（出所）OECD及びBilicka et al (2012) Table 3.

<sup>6</sup> 表面税率から減価償却率や投資税控除などの控除項目を差し引いた税率。

こうした法人税率の高さは米国当局も認識しているところであり、事実オバマ政権は、リーマンショック後の景気刺激策の一環として、初年度特別減価償却(ボーナス減価償却)<sup>7</sup>を認めるなどの実質的な減税手段を通じて、設備投資の挺入れを図った。こうした措置に伴い米企業の納税負担が軽減されたにもかかわらず、その節税動機はそれ程和らぐことなく、結果的に米企業は、設備投資を増やすよりも手持ち現金を確保することを優先し続けてきたとみられる。景気の先行きに対する不透明感が強い中で、一過性の景気対策として導入された減税では、中長期的観点から設備投資を行う企業のマインドを十分刺激できなかったと考えられる。

なお企業の強い節税動機を具体的に物語るエピソードとして、グローバルに展開する大企業が、節税対策として海外収益の本国還流の抑制を推し進めることを挙げることができる。デジタル家電大手のアップル社は、スマートフォンやタブレット端末の販売好調を受けて高収益を計上し続けた結果、グループ全体では極めて潤沢なキャッシュフローを抱えているとみられる。その一方で、投資家への配当に際してはその資金を国内での起債で賄い、収益の本国還流を回避することによって、節税に努めている<sup>8</sup>。こうした節税手段は一般的であり、アップル社のライバルであるマイクロソフト社などでも行われている。調査会社オーディット・アナリティクスによると、ラッセル 3000 指数を構成する主要企業が 2012 年に計上した海外利益は過去最高となる約 1 兆 9,000 億ドルに達したが、その大部分は海外に滞留したままであるとみられる<sup>9</sup>。このように、高い法人税率を受けて企業が設備投資を手控え、現金を保有し続けるという行動は企業活動の観点からみれば合理的といえようが、マクロ経済の観点から判断した場合は、資源が有効に活用されておらず、米国経済の生産力・成長力の向上が抑制されている可能性を意味している。

以上、足元にかけての設備投資の増勢を抑制してきたと考えられる要因を 3 点(需要と生産の低迷、株価の大規模な調整、高い法人税率)指摘した。こうした要因のうち、例えば株価についてみれば、既に相応の水準まで回復しており、設備投資の増勢を本質的に抑制する要因ではなくなっているとみられる。また法人税に関しても、オバマ大統領が 7 月末に減税プランを提案するなど、一段と引き下げられる方向にあるため、下押し圧力事態は弱まることになると想定される<sup>10</sup>。

<sup>7</sup> 例えば 2009 年の景気対策では、適格となる資産を事業供用した場合に限り、通常の償却に加えて取得価格の 50% が特別償却の対象となった。さらに 2010 年の景気対策では、2011 年中に行った投資を 100% 減価償却として認める措置が取られた。

<sup>8</sup> アップル社は 2013 年 5 月に総額 170 億ドルの起債を行い、それで得た資金を株主への配当に充てる方針を示した。この措置により、同社は最大で 92 億ドルの節税に成功したとみられている(ロイター通信「米アップルが 170 億ドルの社債、非金融企業で過去最大」2013 年 5 月 1 日付)。

<sup>9</sup> ロイター通信「米大企業の海外利益、2012 年は過去最高の 1.9 兆ドル = 調査会社」2013 年 5 月 9 日付。

<sup>10</sup> オバマ大統領は 7 月末、本編で後述する財政協議を巡る与野党間対立に向けた対策として、「中間層の雇用のための大きな合意 (grand bargain)」の中で、法人税率を 35% から 28% に引き下げ、製造業者には 25% の優遇税率を適用することを提案した。この提案では、共和党が主張する法人税率の引き下げを認める一方で、民主党が主張するインフラ投資対策の活性化が盛り込まれている(ロイター通信「オバマ米大統領、法

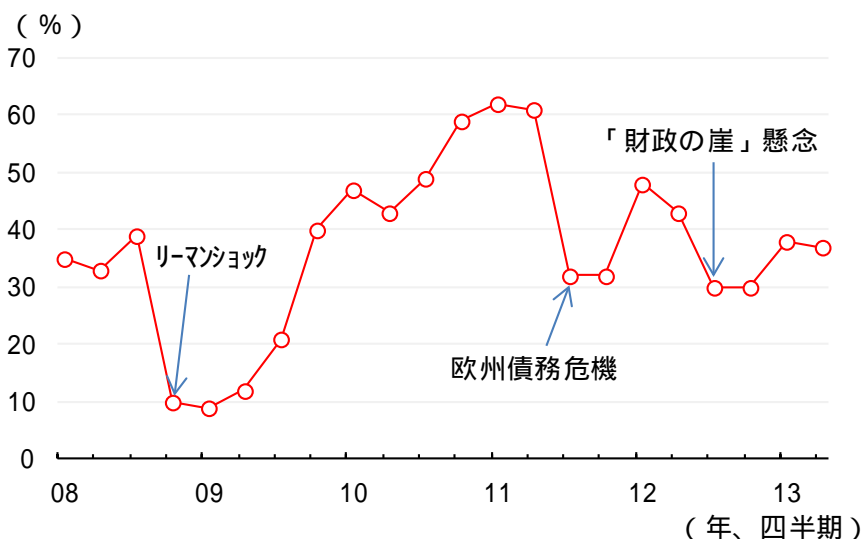
もっとも、先行きの設備投資の動向を最も左右するとみられる需要に関してみれば、その失速を伴う新たなリスク、つまり財政の健全化とF R Bによる金融緩和終了の問題が顕在化している。次節では、それらのリスクが設備投資に与える影響について考察しよう。

### 3．先行きの設備投資に待ち構えるハードル

米国景気の先行きを左右する最大のハードルは、財政の健全化問題とF R Bによる金融緩和終了の2つに集約されるだろうが、それは米企業の設備投資を考える上でも同様である。

#### ( 1 ) 財政問題を巡る不透明感と設備投資

図表 8 ．設備投資を増加させると答えた米企業CEOの割合（アンケート調査）



( 出所 ) Business Roundtable, *CEO Economic Outlook Survey*

まず、財政の再建を巡る不透明感が、米企業の設備投資マインドの高まりを阻害し続ける可能性がある。

広く知られる通り、米国政府の債務もまた、リーマンショック後の景気後退に伴う税収不足や大型の景気対策による歳出増などから、歴史的水準にまで膨らんでいる。その再建方針を巡り、与党民主党と野党共和党の対立が深まる中、2012年中頃から、同年末におけるブッシュ減税の終了と歳出の強制削減によって米国景気に対して大きな下押し圧力がかかる恐れがあること（いわゆる「財政の崖」）に対する警戒感が高まった。

事実、そうした懸念は米企業による設備投資を大きく下押しした。米企業CEOによる設備投資マインドは大きく悪化し、投資が手控えられた（図表 8）。12年秋口には、オバ

人税減税・インフラ投資での与野党間合意を提案」2013年7月31日付）

マ大統領や議員に対して、バンク・オブ・アメリカのモイニハンCEOなど主要企業の経営者が連名で事態の改善を要望する書簡を送るなど、経営者の景況感は大きく後退した<sup>11</sup>。それ以後、「財政の崖」は、富裕層に対する増税と歳出の強制削減の延期という形をとることでとりあえず回避されたが、財政再建を巡る与野党間の対立はくすぶり続けている。不透明感が依然強い中で、企業経営者の設備投資マインドの改善は緩やかなペースに留まると考えられる。さらに、仮に、秋口以降本格化する財政協議の中で、その方針を巡る与野党間の対立が先鋭化するような事態に陥れば、企業が国内需要の先行きに対する警戒感を高め、設備投資の抑制スタンスを強化することになるだろう。

## (2) FRBによる出口戦略と設備投資

図表9. 米国の設備投資関数

実質GDP	係数	3.65
	t値	7.07
実質資本ストック	係数	-3.17
	t値	-5.07
実質フリーキャッシュフロー	係数	0.00
	t値	0.01
実質金利	係数	0.03
	t値	0.82
1階の自己階差	係数	0.60
	t値	3.66
定数項	係数	-0.29
	t値	-0.22

(注) 推計式は以下の通り。推計期間は1990～2011年(暦年)。  
 $\ln(\text{設備投資}) = \text{定数項} + \ln(\text{実質GDP}) + \ln(\text{実質資本ストック})$   
 $+ \ln(\text{実質フリーキャッシュフロー}) + \ln(\text{実質金利})$   
 $+ \ln(1\text{階の自己階差}) + \text{定数項}$   
 (出所) 米商務省経済分析局「国民経済計算」「設備投資統計」

次に、FRBによる量的緩和からの出口戦略が、米企業の設備投資マインドを削ぐ可能性を指摘することができる。

FRBが出口戦略を進めれば、米国の金利水準は自ずと上昇することになる。経済理論的には、金利の上昇は設備投資の増勢鈍化につながる。事実、QE3の縮小を見越して国債金利が水準を切り上げる中で、社債金利も上昇しており、資金調達環境が悪化しているといわれている<sup>12</sup>。加えて、より重要なチャネルは、金利の上昇に伴い国内需要にブレーキがかかり、それが企業の設備投資を下押しする経路であると考えられる。米国の設備投

<sup>11</sup> ロイター通信「米「財政の崖」懸念で企業は投資抑制、影響すでに顕在化＝バンカメ」2012年11月14日付。

<sup>12</sup> フィナンシャルタイムズ(2013年8月28日付)。

資関数を推計すると、設備投資は需要（実質GDP）の動向に大きく左右されていることが分かる（図表9）。事実、金利の上昇によって、乗用車や住宅といった耐久財購入が下押しされ、個人消費や住宅・建設投資が圧迫されると考えられる。

仮に景気の回復力がしっかりしたものであり、またFRBによる出口戦略が緩やかかつ慎重なものであれば、金利上昇に伴う内需の下押し効果は限定的となるだろう。その一方で、景気回復の足取りが弱々しい中で、FRBによる出口戦略が早いペースで行われるとすれば、内需に対する失速圧力が高まることになる。またそれを嫌気した企業の設備投資マインドも削がれ、設備投資もまた勢いを失う可能性は高いとみられる。

## おわりに

以上本稿では、リーマンショック以降の設備投資の復調過程を分析し、また今後の動向を左右する要因を検討してきた。

第1節では、リーマンショックから足元までの設備投資の復調過程を俯瞰した。その結果、足元にかけての設備投資は、ソフトウェア投資や資源関連の構築物投資など個別領域では力強さがみられるものの、マクロベースで見た場合、その増勢は依然循環的な回復に留まっていることを確認した。第2節では、企業の設備投資マインドの回復を下押ししてきたとみられる要因として、内外需要の停滞、株価の深刻な調整、高い法人税率という要因を指摘した。さらに先行きの設備投資の増勢を考える上で、財政の健全化問題とFRBによる金融緩和終了の2つの要因が、その動向を左右する可能性が高いことを、第3節で述べた。

世界経済の成長が未だ力強さを欠く中で、米国経済には牽引役としての役割が期待されており、その意味で同国の設備投資が順調に拡大していくことは、世界経済にとっても非常にポジティブなことである。足元の設備投資が増勢は必ずしも強いとは言えない中で、先行きを展望しても、最大の不確実性である財政・金融問題が軟着陸できなければ、楽観論者が描くように設備投資が米国景気を牽引していく姿が実現することは困難であるといわざるをえないだろう。

もっとも、言い換えれば、そうした不確実性が改善されていけば、米企業の設備投資意欲は確実に高まり、経済成長を牽引していくことになるだろう。米国当局による巧みな経済戦略運営が期待される。



## 参考文献

磯部真一(2013)「製造業復権を後押しする四つの波」『ジェトロセンサー』2013年5月号、  
10～12頁。

Bilicka, Katarzyna and Michael Devereux. (2012) *CBT Corporate Tax Ranking 2012*, Oxford  
University Center for Business Taxation.

*Financial Times, Various Issues.*

*Reuters*

- ご利用に際して -

- l 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- l また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- l 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- l 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- l 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。