

# 欧米主要国における民間設備投資の回復について

## 〔 要 旨 〕

1. 米国、西ドイツ、英国など欧米主要国の民間設備投資は、83年入り後相次いで回復軌道をたどり始めており、とくに米国では顕著な増勢を示している。今回の設備投資回復局面では、内容的にみて、①設備投資全体に占める製造業のウエイトが低下傾向にあること、②製造業のなかでは先端技術関連の投資増大が目立つこと、③能力拡大投資回復の兆しがうかがわれること、などの特徴を指摘できる。
2. このような設備投資回復を支えた基本的背景をみると、石油危機後の産業構造変化や技術革新の流れに即応した投資需要や、これまで手控えられてきた更新投資需要が根強く潜在する中で、米国に主導された世界景気回復により供給力拡充の必要性も次第に強まってきたという事情が挙げられる。それと同時にこれが現実の設備投資行動に結びついてきたのは、①収益改善等を背景に企業のコンフィデンスが回復したこと、②企業財務の改善等により外部資金依存度が低下するとともに、株式市場を通じる低コストの資金調達が可能となったこと、③政府による設備投資促進措置の効果もある程度出てきたこと、などの要因によるものであろう。
3. 84年についても、欧米主要国の設備投資は、これまで回復を支えてきた諸要因の腰の強さからみて、引続き拡大基調をたどるものと予想される。しかしこれを中期的な上昇局面につなげていくためには、①米国の大幅な財政赤字に伴う民間資金需要のクラウディング・アウトを回避すること、②為替相場の急激な変動による設備投資への悪影響を防ぐこと、③企業収益維持の前提となる賃金コストの落ち着きを維持すること、などの諸条件が整えられる必要がある。そうした観点からみれば、景気回復局面入り後2年目を迎えた今日、各国政策当局にとっては物価安定の維持や財政赤字削減に対する政策的配慮の必要性がさらに増しているといえよう。

## 〔目 次〕

- |                  |              |
|------------------|--------------|
| はじめに             | 3. 設備投資回復の背景 |
| 1. 設備投資の推移       | (1) 循環的要因    |
| 2. 設備投資の特徴       | (2) 制度的要因    |
| (1) 製造業のウエイト低下   | 4. 今後の展望     |
| (2) 先端技術分野での投資増大 | むすび          |
| (3) 能力拡大投資に回復の兆し |              |

## はじめに

第2次石油危機後調整局面にあった欧米主要国の民間設備投資は、83年入り後米国、西ドイツ、英国等で相次いで回復軌道をたどりはじめた。特に米国の回復はかなり顕著であり、83年下半期の実質設備投資(GNPベース)は、前期に対し年率で、2割近い伸びに達している。また欧州の設備投資も、調整が遅れ気味のフランス、イタリアにはなお目立った変化がみられないものの、西ドイツ、英国では緩やかに持直してきている。欧米主要国ではこれまで経済の活力を維持、増進する上で民間設備投資の持続的拡大の必要性がしばしば指摘されてきた。事実これら諸国の景気が中期的な拡大軌道に乗り、さらにこれが世界景気の着実な回復につながるかどうかは、設備投資の順調な増加にかかるところが大きいといえよう。

本稿は最近に至る欧米主要国の設備投資の動きに焦点をあてて、その回復の背景を分析するとともに今後の動向を左右する諸要因について若干の展望を試みたものである。

## 1. 設備投資の推移

第2次石油危機以降最近までの欧米主要国の設備投資動向を振り返ってみると、まず米国では、79年秋から80年央にかけて信用規制の影響もあって一時減少したあと、81年夏場まではエネルギー開発投資を中心に増加した。しかしながら同年第4四半期以降個人消費の伸び悩みなどに伴う景気低迷に加え、物価の高騰、高金利の持続という状況の下で稼働率の低下や賃金コスト・資金調達コストの上昇などによる企業収益の落込みから再び減少傾向をたどった。この調整局面は約1年半にわたったが、82年末に景気が底入れしたことなどから、投資環境も

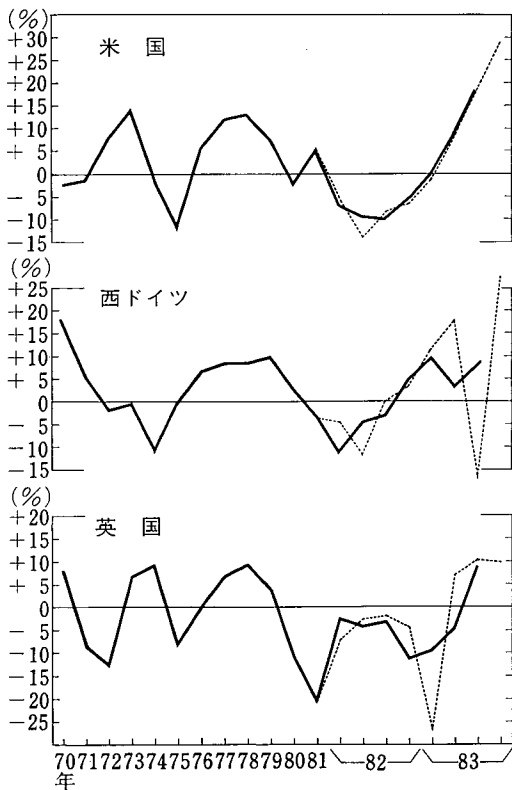
ようやく改善に向かい、設備投資は83年第2四半期に増加に転じ、その後期を逐って増勢を強めている。また西ドイツ、英国でも、第2次石油危機後景気の長期停滞と高金利の持続から企業マインドが「悲観とあきらめに支配される状況」(ペール・ブンデスバンク総裁)に陥ったため、設備投資は長期間にわたって低迷を続けたが、83年入り後景気が回復に向かうとともに持直しの様相を次第に明確にしてきている(第1図)。

今回の景気回復局面における設備投資拡大の動きを前回回復時の同一局面(75～76年)と比較してみると(第2図)、ボトムからの立上がりテンポは次のとおり米国が前回局面をかなり上回る力強い姿となっているほか、西ドイツでも前回と遜色ない底固い回復を示している。

すなわち米国の場合、前回局面では景気回復期入り後3四半期目までは景気ボトム時の水準を下回り、また4四半期目以降ようやくボトム水準を超えたものの、その足取りは総じて緩やかであった。これに対し今回は景気底入れ後2四半期目

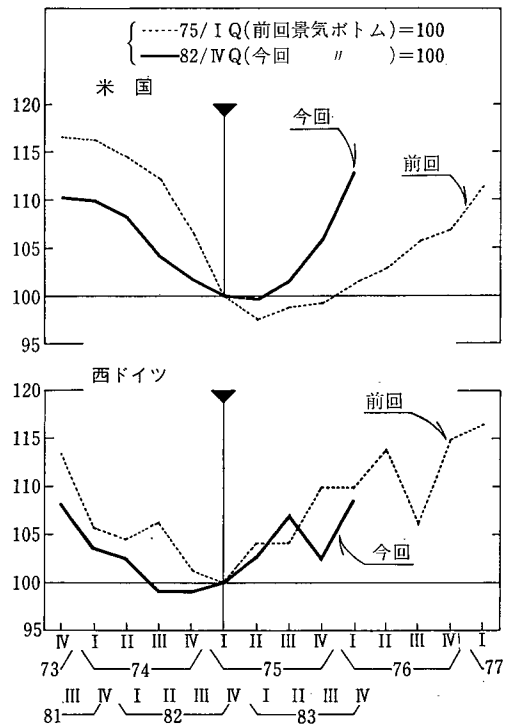
〔第1図〕

欧米主要国の民間設備投資動向



〔第2図〕

景気回復期の民間設備投資動向



(注) 実質。81年までは前年比。82年以降は前期比年率、3期移動平均(破線は原計数)。

には早くもボトム水準を上回り、その後の回復テンポも極めて速いものとなっている。

一方西ドイツでは、企業マインドの好転に伴う投資意欲の高まりに政府の投資奨励策(後記3(2)参照)も加わって設備投資は83年初の景気回復局面入りと同時に急速な立ち直りをみせ、夏場一時足踏みしたものの秋以降は再び力強く拡大、前回局面とほぼ同水準まで回復するに至った。

## 2. 設備投資の特徴

各国における設備投資回復の内容を、その質的側面にも触れながら検討してみよう。今次回復局面における設備投資の内容を仔細にみると、①設備投資全体に占める製造業のウェイトが総じて低下傾向にあること、②投資対象については先端技術関連機器のウェイトが急上昇しており、これを映じて製造業の中でも先端技術産業の設備投資の拡大が目立つこと、③投資目的別には、更新投資がほぼ一貫して増加している一方、長期的に停滞気味の能力拡大投資にも最近ようやく増加に転じる兆しがみられ始めたこと、などの特徴がうかがわれる。これをやや詳しくみると次のとおりである。

(第1表)

欧米主要国の業種別設備投資動向(実質)

(単位・%)

			71~75 年平均	76~80 年平均	81年以 降平均
米 国	製 造 業	伸び率	0.6	7.9	△ 4.9
		構成比	34.4	37.8	35.7
	非 製 造 業	伸び率	0.8	4.8	△ 1.9
		構成比	65.6	62.2	64.3
西 ド イ ツ	製 造 業	伸び率	△ 5.7	5.6	△ 3.2
		構成比	37.6	35.6	35.4
	非 製 造 業	伸び率	1.7	7.3	△ 2.0
		構成比	62.4	64.4	64.6
英 国	製 造 業	伸び率	△ 2.8	0.4	△ 13.3
		構成比	23.7	23.3	18.1
	非 製 造 業	伸び率	2.1	0.4	1.5
		構成比	76.3	76.7	81.9

(注) 構成比はそれぞれ期間最終年。81年以降平均は  
米国：81~83年、西ドイツ：81年、英国：81~82  
年。

### (1) 製造業のウェイト低下

欧米主要国の設備投資の推移を産業別にみると(第1表)、設備投資全体に占める製造業のウェイトはおおむね低下傾向にある。例えば英国では、70年代を通じそのウェイトは次第に低下、80年代入り後はついに20%台を割り込むに至っている。西ドイツでも英国ほど極端ではないが同様の傾向がみられ、最近の製造業のウェイトは35%程度にまで落込んでいる(60年代後半では4割強を占めた)。また米国の製造業設備投資は、70年代後半には石油開発ブームを背景とした関連機械メーカーの設備投

資盛行もあって全体に占めるウエイトが高まったが、80年代に入り低下をみている。

こうした設備投資に占める製造業のウエイト低下の背景としては、先進各国に共通してみられるサービス業など第3次産業のウエイト増大といういわゆる脱工業化現象が挙げられるが、このほかとくに米国の場合は、「過去4年間にわたるドル高もあって国際競争力が低下したため、製造業部門における投資意欲が殺がれた」(連邦準備制度月報83年1月号)といった事情も指摘されている。

## (2) 先端技術分野での投資増大

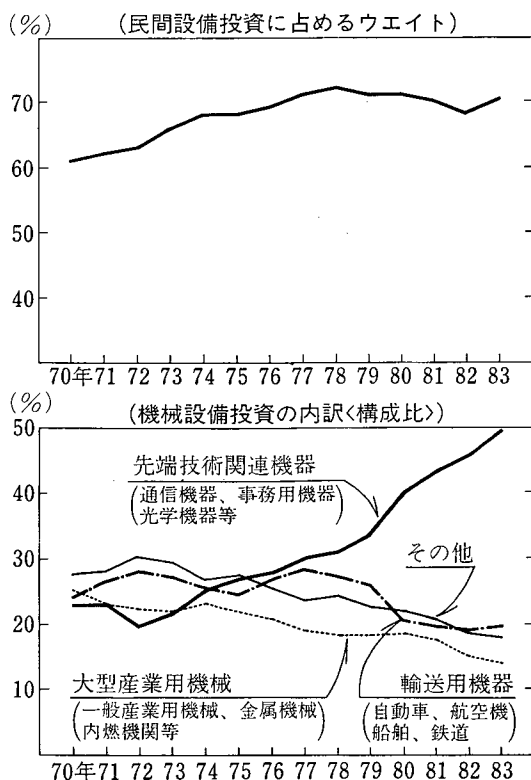
次に設備投資の対象についてみると、70年代中以降その重点が先端技術関連機器に移行しており、その結果、機械設備への投資のウエイトが拡大し、建物・構造物への投資のウエイトが漸減傾向にある。ちなみに米国では、設備投資全体に占める機械設備投資のウエイトは70年代初の約6割から80年代には7割強にまで

上昇、しかも機械設備の中でも通信機器、事務用機器等先端技術関連機器の比率が83年には5割近くに達する一方、一般産業用機械・内燃機関等在来型の重機械の比率は著しく下落している(第3図)。こうした先端技術関連機器への投資増大の背景には前述のようにサービス・情報等を中心とする第3次産業の発展が挙げられるが、また、製造業部門において、生産ラインのオートメ化、在庫のコンピュータ管理等設備の高度化を図る動きが広がっている点も見逃せない。

こうした動きを映じて製造業部門の中では、先端技術産業分野における設備投資が活発化する一方、在来型の重工業分野(鉄鋼等金属産業、一般機械産業等)の設

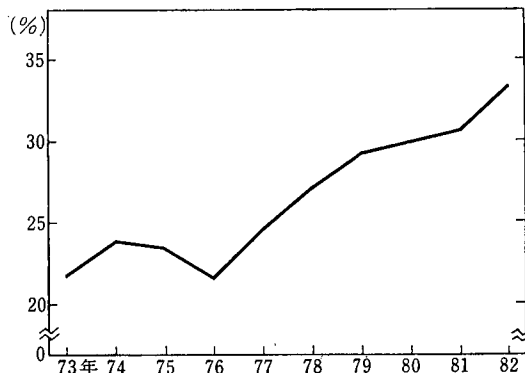
[第3図]

### 米国における機械設備投資の推移(実質)



(資料) 米商務省“Survey of Current Business”, 米連邦準備制度“Federal Reserve Bulletin”

〔第4図〕

西ドイツ製造業の設備投資額に占める  
先端技術産業の割合

(注) 先端技術産業とはコンピューター、事務用機器、通信機器、航空機等。

(資料) Statistisches Jahrbuch

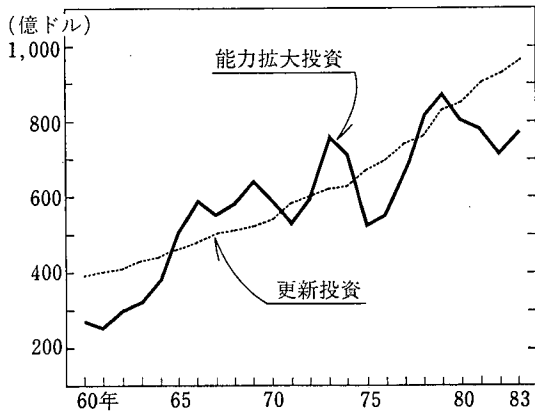
し続けてきており、83年の投資額も他の産業を上回る伸びとなった模様」と指摘している。

## (3) 能力拡大投資に回復の兆し

次に設備投資の目的別内訳をみると、設備更新投資がほぼ一貫して堅調に推移

〔第5図〕

## 米国における民間設備投資の目的別内訳(実質)



(注) 各年の実質民間設備投資(GNPベース)中、資本ストック除却額(資本ストック統計及びGNP統計より算出)見合い分を更新投資、その他を能力拡大投資として作成。

備投資のウエイトは低下傾向にあるなど、構造変化が顕著な進展をみつつある。西ドイツに例をとってみると、製造業全体の投資額に占める先端技術産業分野のシェアは景気の好・不況の波にかかわりなく70年代以降ほぼ一貫して増加している(第4図、73年21.7%→82年33.3%)。この点は米国でも同様とみられ、例えば民間調査機関であるマグローヒル社では、

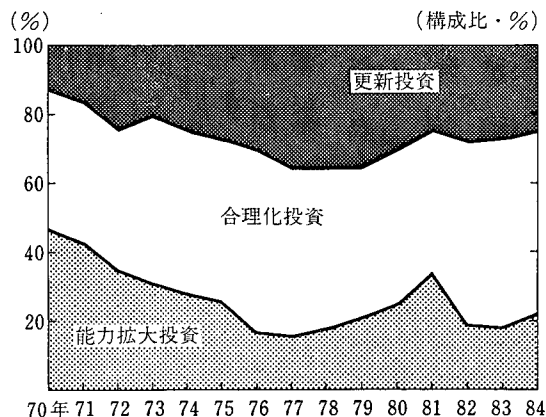
「電機・事務用機器等先端産業分野では景気後退期でも投資を増や

しながら回復の兆しがうかがわれる。例えば米国の設備投資目的別内訳を資本ストック統計をもとに試算してみると(第5図)、80年以降3年間にわたり減少を示した能力拡大投資が83年には全般的な需要の回復を背景に上向いている(注1)。なおこの間設備更新投資は設備の陳腐化を背景に最近増加テンポがやや速まっている(71~74年平均増加率2.7%→80~83年

(注1) マグローヒル社の調査によれば、84年の製造業設備投資計画の中で能力拡大投資の占める比率は40%と83年の31%を上回ると見込まれている。

〔第6図〕

## 西ドイツの製造業設備投資の目的別内訳

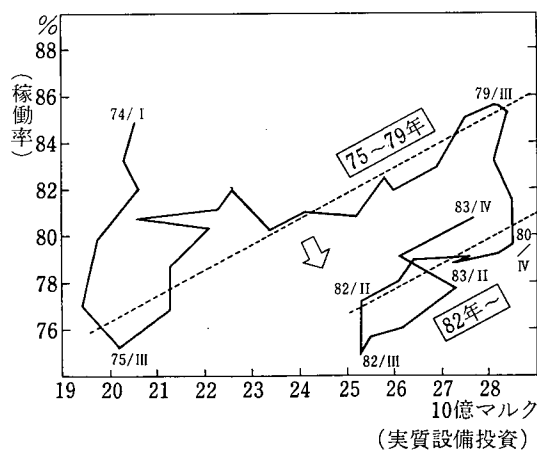


(注) 84年は計画。

(資料) Ifo 経済研究所

〔第7図〕

## 西ドイツの設備投資と稼働率



兆しているところからみれば、今回の設備投資回復にはかなりの底固さがうかがわれるといえよう。

### 3. 設備投資回復の背景

以上のように欧米主要国の設備投資が回復してきた基本的な背景としては石油危機後の産業構造変化、技術革新の流れに即応した新規投資の実施や老朽設備更

同4.1%)。しかしながらそのテンポは「企業の理想とする完全操業率が低下し、稼働率の天井が次第に低くなってきている」(注2)とされていることからみて、設備の老齢化現象に歯どめをかけるまでには至っていないといえよう。

また、西ドイツにおける製造業の設備投資目的別内訳の推移をみても(第6図)、全体に占める能力拡大投資の割合は82年には大幅に低下したものの、83年にはほぼ横ばい、84年には若干ながら増加する見通しとなっている。なお設備投資と稼働率の関係をみると(第7図)、2度の石油危機を経るにしたがって稼働率の天井が下方にシフトしている様子が読みとれ、その背景に設備の老朽化があるとみられることから、西ドイツにおいても更新投資のインセンティブが強まっていると判断される。

このように更新投資需要が堅調のうへ、能力拡大投資にも動意が

(注2) マグローヒル社のアンケート調査(年1回)によれば、企業が一時的な生産増の目的以外には動かすつもりのない設備を勘案した適正操業率(Preferred rate of operation)は逐年低下している(81年91.8%→82年91.3%→83年89.9%)。

新の需要が根強く潜在する中で、米国等の景気回復による最終需要の拡大に伴って供給力拡充の必要性が漸次強まってきたことが挙げられる。それと同時にこうした投資意欲が現実のものとなり、設備投資回復に結びついていったのは、①収益の改善等に伴い企業のコンフィデンスが回復したこと、②企業財務の改善等により外部資金依存が大幅にとどまるとともに低コストの資金調達が可能となったこと、さらには③政府による設備投資促進措置等が実施に移されたことなど設備投資実行のための諸条件が整ったためであった。以下では、設備投資の回復を支えたこれらの諸要因を循環的要因と制度的要因に分けて順次検討してみたい。

### (1) 循環的要因

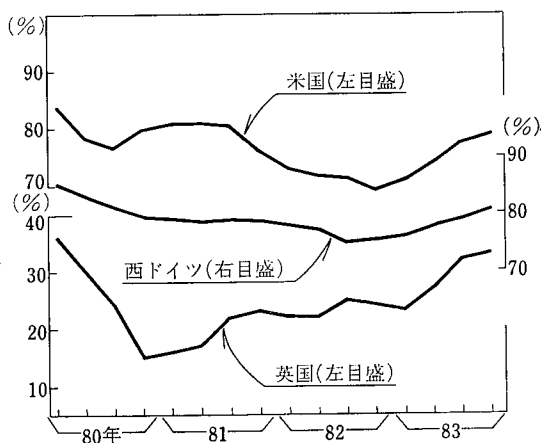
#### (稼働率の上昇と資本ストック調整の完了)

設備投資回復の基本的な背景のひとつは、米国、西ドイツなどの景気が82年末に底を打ち、個人消費、住宅投資等国内民需を中心に回復に向かったことであろう。これには、米国の大規模な減税措置等の効果もさることながら、第2次石油危機後の長期にわたる調整の結果物価がようやく落ち着きを取り戻し、これに伴って実質所得の持直しや消費者マインドの解きほぐれが実現したこと、また政策面でも金利引下げが可能となったことが大きく寄与している。

こうした中で、設備稼働率も82年末頃から漸次上昇に向かい、最近時点では、米国、西ドイツともにほぼ80%と高水準に達している(第8図)。特に、前述のよ

[第8図]

欧米主要国の稼働率の推移

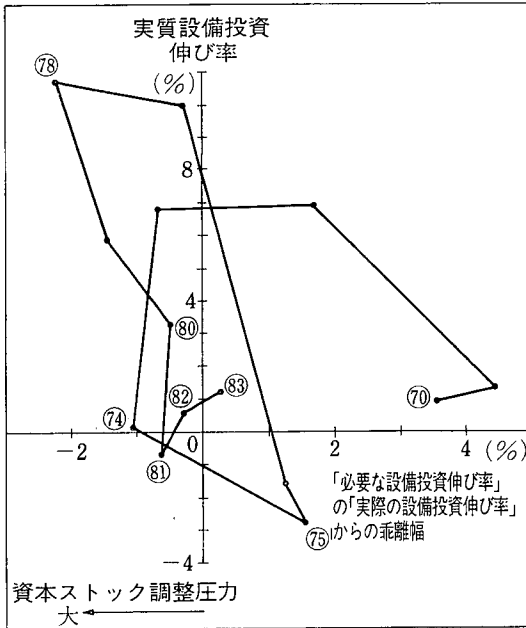


(注) 製造業設備稼働率。英国は完全操業工場比率。

に名目上の稼働率が90%を上回る業種(例えば紙パ93.9%、ゴム93.3%、繊維91.3% <いずれも83年第3四半期>)があり、これらはすでに実質上フル稼働の状態であるとみることができる。これら業種の設備投資が他業種に先駆けて83年中に回復を示したのも、そうした背景があったためといえる(商務省の設備投資動向調査<1~2月>によれば、83年中の設備投資額<名目ベース>は全産業が



〔第9図〕

米国における資本ストック調整圧力<sup>(注)</sup>

(注) 望ましい資本ストック水準を維持するために必要な設備投資伸び率(付注参照)と実際の設備投資伸び率との乖離幅。

らした事情が読みとれる。こうした調整圧力は81年当時まで根強く残ったが、82年にはほぼ解消し、83年には資本ストック拡充の方向に働く余地が生まれるに至っている。

## (企業収益の回復)

次に設備投資の実行を左右する大きな要因の1つである企業収益の動向についてみると、第2次石油危機後の調整過程において企業が減量経営に努めたこと(特に米国)や賃金上昇率・原材料価格の鎮静傾向などから、総じて82年末を底にして回復に転じた。

米国、西ドイツ、英国における企業収益の回復状況を前回第1次石油危機後の調整過程と比較してみると、その回復テンポは前回並み、ないし前回は若干ながら上回っている(第10図)。

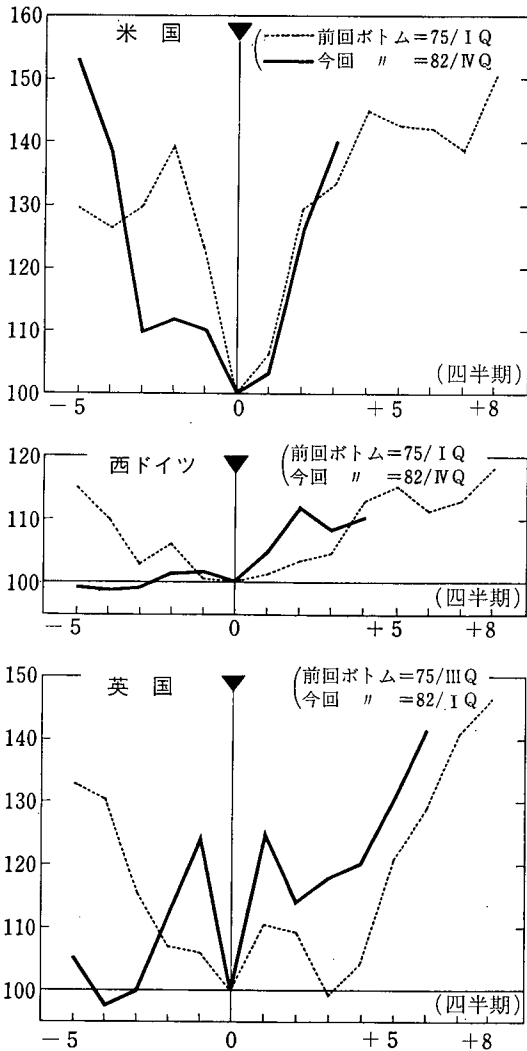
このような企業収益の改善は、企業経営者のコンフィデンス回復に大きく寄与

前年比 $\Delta 4.4\%$ <実質ベースでは $\Delta 3.8\%$ >に対し、紙パ+3.5%、ゴム+11.9%、繊維+4.2%と増加)。

このような稼働率水準の上昇に伴って、これまで大きかった資本ストックの過剰部分は徐々に縮小し、設備投資増加の基盤が形成されていった。この点をマクロ的にチェックするために、米国についてやや大胆な前提を置いたうえで各年ごとに需要の伸びに対応した「必要な」設備投資の伸び率を試算し、それと実際の設備投資伸び率との乖離幅を図示してみた(第9図)。これによると、78年当時の調整圧力は極めて大きく、これがその直後に勃発した第2次石油危機の設備投資への影響を大きく増幅し、その急激な落込みをもたら

〔第10図〕

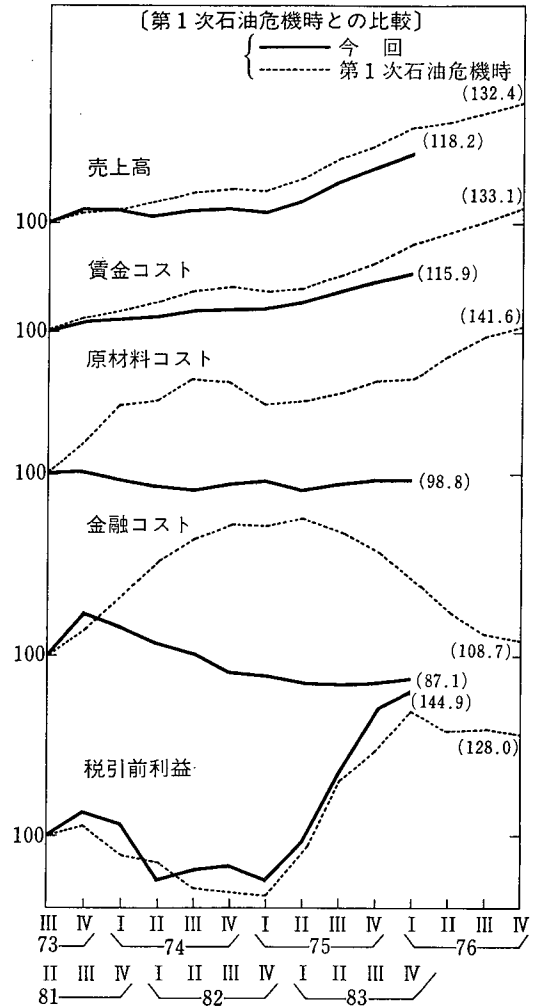
企業収益動向



(注) 景気ボトム時=100として四半期ごとに指数化。いずれも国内最終需要デフレーターで実質化。

〔第11図〕

米国における企業収益の動向



(注) 景気後退直前期=100として指数化 (資料) 米商務省“Survey of Current Business”

するとともに、企業財務面にも好影響を及ぼし、企業の資金調達を容易にするなど、設備投資回復にとって大きな支えとなった。

企業収益改善の要因を米国についてみると(第11図)、第1次石油危機後の回復局面に比べ名目売上高こそ物価の鎮静などからさほど伸びていないが、賃金コスト、原材料コスト、金融コストの落ち着きが収益改善に大きく寄与している。そこ

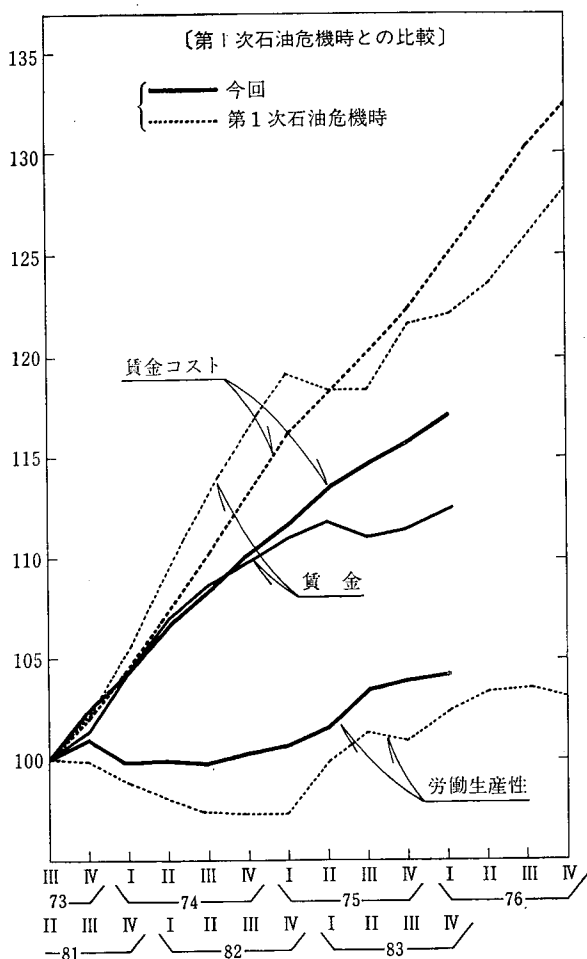
でこれらの諸要因のうち、賃金コストの落ち着きと企業の交易条件(産出価格/投入価格)改善に焦点を絞ってやや詳しく検討してみたい。

### (イ) 賃金コストの落ち着き

賃金コストの変動を賃金と労働生産性の動きに分解してみると、今回の場合両者とも第1次石油危機後に比して賃金コスト上昇を抑える方向に作用していることがわかる(第12図)。すなわち、まず時間当たり労働生産性は、生産が急テンポで増加したことに加え、企業の減量経営努力によって雇用者数が絞り込まれたことなどから、ほぼ一貫して改善傾向を示している。この間、賃金も82年以降の上昇率が前年を下回る水準にとどまるなど、従来になく安定した推移を示している。

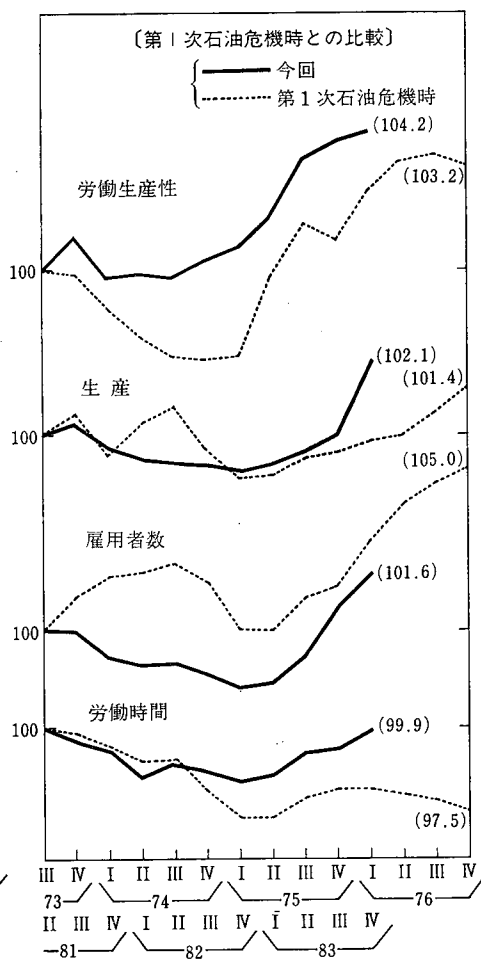
〔第12図〕

米国における賃金コストの推移



(注) 景気後退直前期=100として指数化。  
(資料) 米労働省 "Monthly Labor Review"

米国における労働生産性の推移



(注) 同左  
(資料) 同左

(第2表)

欧米主要国の労働分配率の変動要因(注)

(寄与度・%)

	年	労働分配率 上昇率 (年平均)	変動要因		
			賃上げ	販価引上 げ(Δ)	労働生産 性上昇(Δ)
米 国	79年	0.3	+ 8.9	Δ 8.7	+ 0.1
	80	0.8	+ 9.2	Δ 9.2	+ 0.8
	81	Δ 1.5	+ 9.4	Δ 9.4	Δ 1.5
	82	Δ 0.6	+ 6.4	Δ 6.0	Δ 1.0
	83	Δ 1.0	+ 5.2	Δ 4.2	Δ 2.0
西 ド イ ツ	79	0.1	+ 6.9	Δ 4.1	Δ 2.7
	80	2.5	+ 7.7	Δ 4.4	Δ 0.8
	81	1.5	+ 6.2	Δ 4.2	Δ 0.5
	82	Δ 0.9	+ 4.6	Δ 4.8	Δ 0.7
	83	Δ 2.4	+ 4.0	Δ 3.2	Δ 3.2
英 国	79	0.7	+14.9	Δ14.5	+ 0.3
	80	1.6	+19.0	Δ19.8	+ 2.4
	81	Δ 0.5	+12.1	Δ11.6	Δ 1.0
	82	Δ 2.1	+ 8.0	Δ 7.2	Δ 2.9

(注) 労働分配率  $\frac{wL}{Y} = \frac{wL}{Py} = w \cdot \frac{1}{P} \cdot \frac{1}{\frac{y}{L}}$

$$\therefore \frac{\Delta\left(\frac{wL}{Y}\right)}{\left(\frac{wL}{Y}\right)} = \underbrace{\frac{\Delta w}{w}}_{\text{賃上げ要因}} - \underbrace{\frac{\Delta P}{P}}_{\text{企業の販価引上げ要因}} - \underbrace{\frac{\Delta\left(\frac{y}{L}\right)}{\left(\frac{y}{L}\right)}}_{\text{労働生産性上昇要因}}$$

wL: 雇用者所得、Y: 名目国民所得、y: 実質国民所得(=  $\frac{Y}{P}$ )、P: GNPデフレーター、L: 就業者数

これは戦後最大の失業者数と物価上昇の鈍化傾向とを背景に、労働組合側が「賃上げよりも雇用確保」に主眼を置いた交渉姿勢(注3)をとらざるを得なかったことの結果といえよう。

以上のような労働生産性の上昇と賃金上昇率の鈍化は、労働分配率の低下をもたらし、これが企業収益の回復に大きく寄与することとなった。このことは米国のみならず西ドイツ、英国についても共通している。これら3か国の労働分配率の動きを変動要因に分解してみると、いずれの国においても、賃上げ率の低下と労働生産性の上昇が労働分配率低下に大きく寄与していることがわかる(第2表)。

これに対して、フランス(注4)、

(注3) このような賃金交渉をめぐる環境変化に伴い、83年には米国で鉄鋼労組が組合創設以来初めて基本給の引下げを認めたほか、西ドイツでも例年パターン・セッターとなっている金属労組が実質賃金マイナスを受容れた。また賃金・物価悪循環の元凶といわれてきた賃金の物価スライド制についても見直しの気運が高まり、米国のCOLA (Cost-of-Living Adjustment, 生計費エスカレーター条項)付労働協約の対象人員は、76、77年の600万人をピークに、84年には450万人に減少し、その普及率も84年には57.3%(ピークは77年の61.2%)まで低下している。

(注4) 時間当たり賃金上昇率は、依然として生産者物価上昇率を上回っている。これは、法定最低賃金の上昇が続いていること(CPIにスライドしているほか、時折インフレ・スライド以外の引上げを実施)によるところが大きい。

時間当たり賃金等の推移

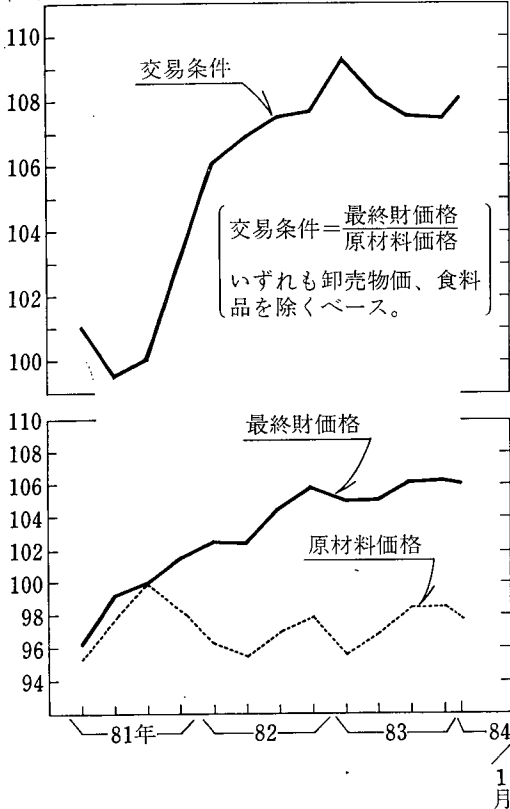
(製造業、季調済み前期比・%)

	82/下	83/上	下
時間当たり賃金	4.2	6.3	4.7
生産者物価	2.6	4.1	3.5

(第13図)

## 米国企業の交易条件の推移

(81/Ⅲ=100)



(資料) 米商務省 “Survey of Current Business”

で、原材料価格が稀にみる落着き基調を維持したことによるもので、特に原油価格が低落傾向をたどったこと(83年3月には基準原油価格が初めて引下げられた<34→29ドル/バレル>)、その他一次産品価格がドル高持続等から総じて軟調のうちに推移したことはその大きな背景であった。

## (企業コンフィデンスの改善)

以上のような収益好転を背景に企業経営者のコンフィデンスは、大きく改善した。米国の経営者コンフィデンス指数(コンファレンス・ボード調べ、第14図A)は、82年初以降急テンポで上昇、最近時点では、頭打ち気配がうかがわれるもの

イタリア(注5)では賃金上昇率は一頃よりも鈍化したものの、その水準は米国、西ドイツ等に比べてなお高く、また労働生産性も徐々に回復していないため、これまでのところ賃金コスト抑制に十分な成果をあげているとはいえない。このような状況から両国では企業収益がまだ低水準にとどまっており、これが設備投資回復の端緒をつかみ得ない大きな要因となっている。

## (ロ) 交易条件の改善

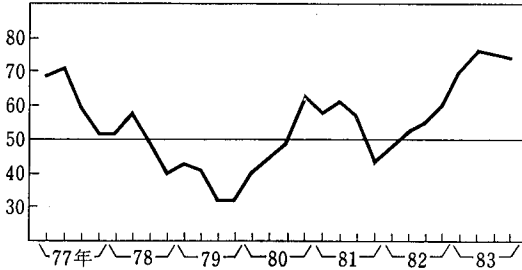
次に企業の交易条件(ここでは最終財価格/原材料価格、いずれも卸売物価ベース)の推移を米国についてみると(第13図)、81年央を底として急速な改善がみられ、82年以降最近までの水準はかなり高いところにある。これは、最終財価格が緩やかに上昇するなか

(注5) 賃金上昇率は依然高水準(鉱工業労働者の最低契約賃金、83年前年比+15.0%)。

これは、「スカラモビル」条項による賃金の物価スライド率が83/2月から一部カット(15%)されたものの、労働協約に基づく基本給引上げ額が企業側の譲歩から上積みされたことが主因。

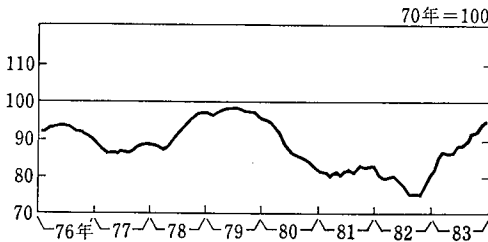
〔第14図〕

## (A) 米国における経営者コンフィデンス指数



(注) コンファレンス・ボード調べ

## (B) 西ドイツ企業の業況判断D. I.



(注) 業況判断D. I. = (現状を「よい」とみる企業の割合 - 現状を「悪い」とみる企業の割合) および (半年先を「よい」と見込む企業の割合 - 半年先を「悪い」と見込む企業の割合) の平均。Ifo 経済研究所調べ。

の、かなりの高水準を維持している。また西ドイツでも経営者のコンフィデンスを表わす企業の業況判断D. I. (Ifo 経済研究所調べ、第14図B)は、82年秋に底を打った後着実に上昇、最近では前回景気上昇期のピーク水準に迫っている。

こうした企業経営者のコンフィデンス改善が基本的に景気の持ち直しや前記企業収益の好転によってもたらされたことはいうまでもないが、同時に次のような経済・社会環境の変化による心理的效果も無視し得ない。すなわち第2次石油危機後の根強いインフレ圧力やエネルギー供給への不安感は経済活動の安定性に対する企業経営

## (企業財務の改善)

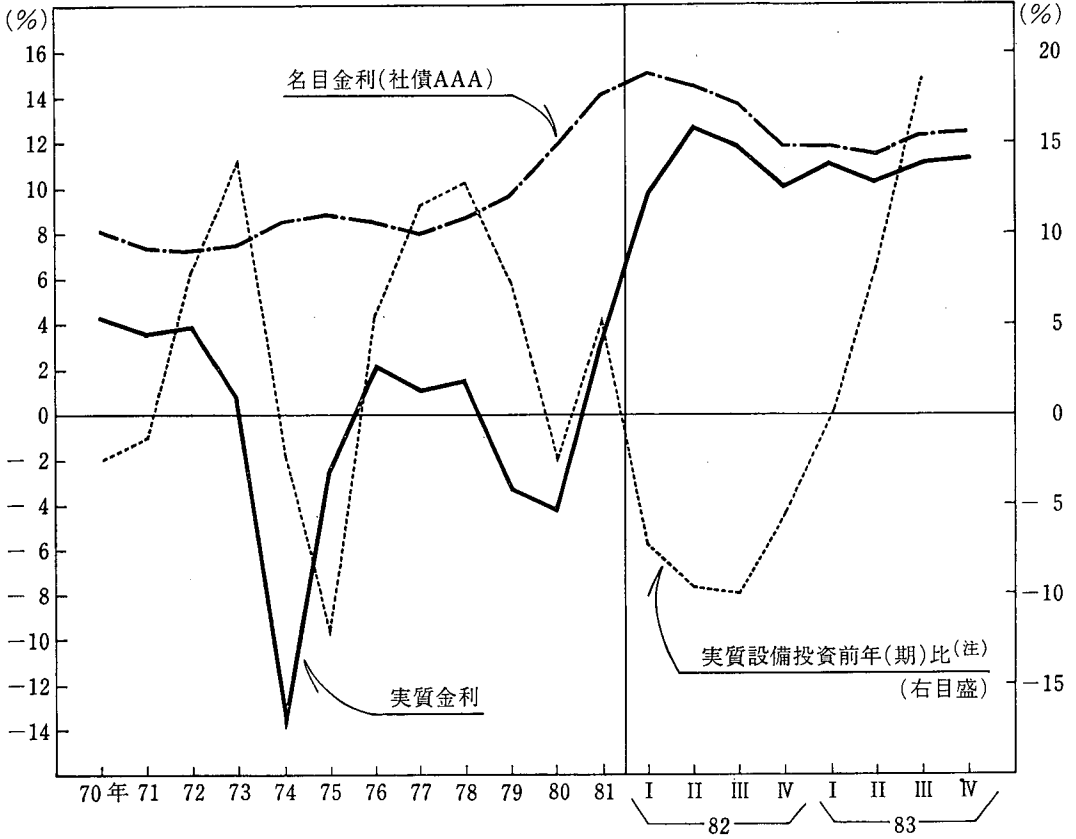
者の信頼感を損ねていたが、これらのマイナス要因は各国中央銀行の強いインフレ抑制姿勢や世界的な石油需給の引緩みなどを通じ漸次払拭されることとなった。なお米国、英国、西ドイツ各国における政治情勢の安定化も経営者の先行き安心感の醸成に寄与したと指摘されている。

今回の設備投資回復局面では、米国において大幅な財政赤字を背景に高金利が持続し、欧州諸国でもその影響を受けて金利はかなりの高水準を続けた。この点を米国の実質金利と設備投資の推移に即してみると(第15図)、今回設備投資回復局面の実質金利は、前2回の同一局面(72~73年、76~79年)に比べかなり高い水準にある。このように実質金利高水準の下で設備投資が回復してきたのは、前述のとおり実体面に強い投資誘因があることもさることながら、企業財務の改善により資金調達面で高金利の影響が比較的軽微にとどまっていることによるところが大きい。

これを可能にした第1の背景は、企業の外部資金要調達額が、内部資金である

〔第15図〕

米国の実質金利と実質民間設備投資の推移



(注) 82年以降は前期比年率(3期移動平均)。実質金利=名目金利-卸売物価(工業品)前年比  
 (資料) ムーディ社 “Moody’s Bond Survey”, 米商務省 “Survey of Current Business”

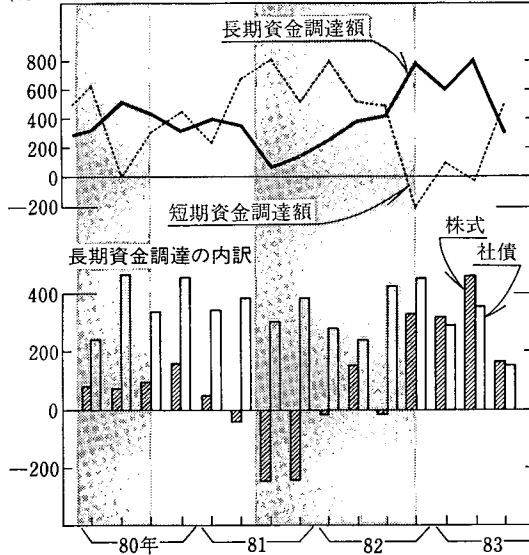
キャッシュフロー(内部留保+減価償却)の増加により大きく圧縮されたことである。(キャッシュフロー対設備投資比率は、82年平均74.5%→83年第3四半期91.6%に上昇)。キャッシュフローの増加は前述の企業収益改善によるほか、後に述べるような政府による減価償却促進措置も寄与している。また、この間コンピューターによる管理技術の急速な発達に支えられて企業が手元現・預金、在庫の圧縮等減量経営を進めたことも、外部資金要調達額の圧縮につながった。

その第2の背景としては、株式市場を通じる低コスト資金の調達増大が挙げられる。すなわちニューヨーク、ロンドンなどの株式市場は82年央以降企業収益の先行きに明るさがみえはじめたのを契機として活況を呈し株価も上伸基調をたど

〔第16図〕

## 米国企業の資金調達状況

(億ドル)



(資料) 米連邦準備制度 “Flow of Funds”

った(注6)。株価の上昇は企業にとっては増資コストの低下を意味し、企業は高金利による社債発行・借入等の方法に頼らずに、株式発行によって低廉な資金を調達できるようになった。米国では、83年に入って社債発行による資金調達額が減少する一方、株式発行額が増加の一途をたどり、これが長期資金調達額の大半を賄うに至っている(第16図)。企業の総資金調達コストを株式市場を通じる調達コストと債券市場を通じる調達コストの加重平均によってみると、金利水準自体の低下もさることながら、82年後半以降株式市場を通

じる資金調達コストの低下によって総資金調達コストがかなりの急テンポで低下していることがわかる(第17図)。これが高金利にもかかわらず、外部資金調達が順便に行われ得た最大の理由といえよう(このことは金融コストの低下を通じて企業収益の改善にも寄与し、これがさらに株価上昇を生むという好循環をもたらした)。

さらに株価の上昇は、資金調達コストの低下ばかりではなく、次のようなルートを通じて企業の設備投資を刺激した。すなわち、企業資産を新しく購入する場合の費用(再取得費用)と証券市場で決まる企業資産の評価額(株式と有利子負債の時価総額)との比率(トービンのQ)をとり、その推移を米国についてみると(第18図)、77年以降、企業資産の市場評価額はその再取得費用を下回って推移した

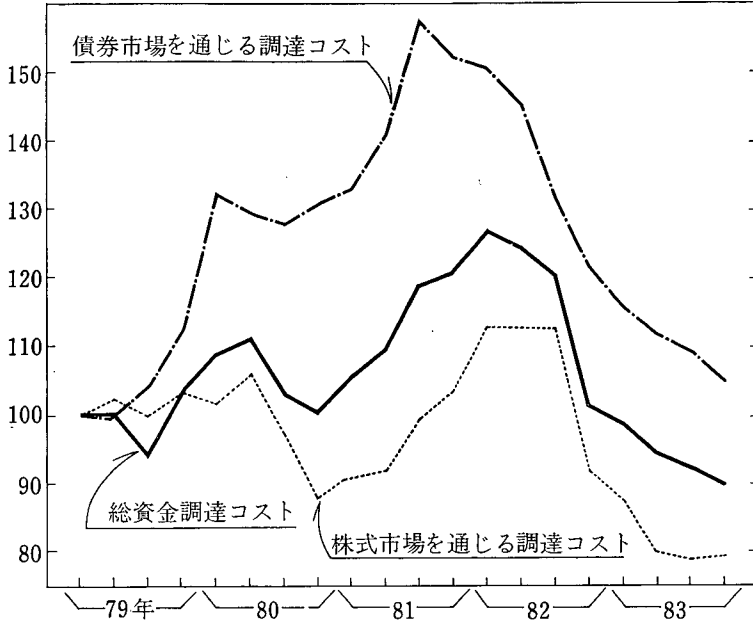
(注6) 例えばニューヨーク株価(ダウ・ジョーンズ工業株30種平均)は、82年6月以来上げ相場の基調を維持、夏場以降の7回にわたった公定歩合引下げが先行きの景気回復に期待を抱かせたこともあって、83年2月以降再度にわたり史上最高値を更新した。このような状況はロンドン市場でも同様で、フィナンシャル・タイムズ株価指数は82年7月初旬からインフレの沈静、個人消費の回復を好感して上昇に転じ、82年末にはポンド急落から一時小緩んだものの、その後は景気と企業収益の本格的な立直りを材料として83年2月から84年1月までほぼ毎月史上最高値を更新するなど、続騰を演じた。



〔第17図〕

米国における総資金調達コスト<sup>(注)</sup>の推移

(79/I = 100)



(注) 株価収益率と債券レート(受取債券利子を控除)の加重平均(Cost of Capital)。詳しくは「米国の預金金利自由化と金融政策」(58年8月号調査月報)の付注参照。

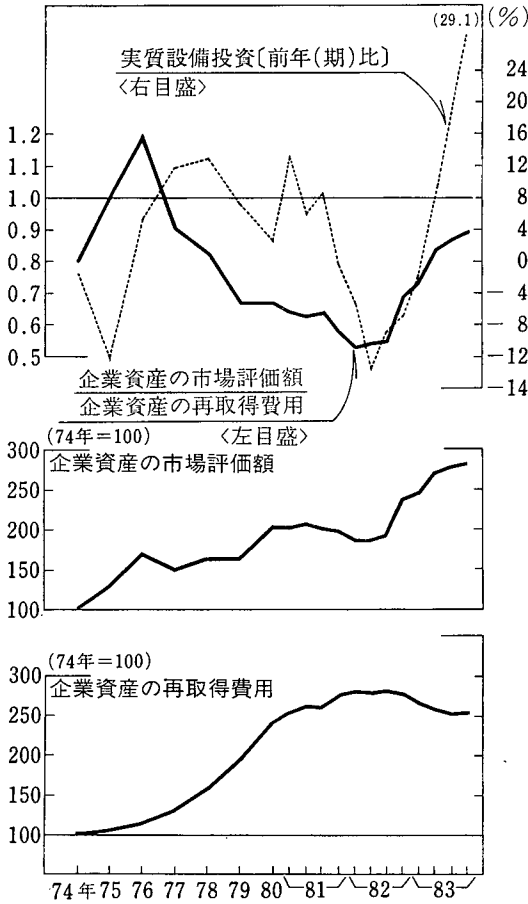
が、82年後半以降株価上昇を反映して次第に上昇、最近では再取得費用とほぼ同等の水準に達している。企業資産の市場評価額がその再取得費用を下回る場合には、証券投資がその割安感から刺激され、同時に設備投資意欲は後退する<sup>(注7)</sup>。しかし、これとは逆に株価の上昇等によって企業資産の市場評価額が上昇すれば、相対的に有利となる設備投資が促進されることとなる。

企業が高金利の影響をあまり受けずに済んだ第3の理由は、企業が高利の余資運用によりネット利払いをかなり圧縮し得たことである。すなわち米国企業の多くは株式市場等を通じての低利調達資金を高利のCPや現先(RPs)等に運用して鞘取りを図った。これに加え、金利が高水準ながらひと頃よりも低下をみている(プライム・レート82年平均14.9%→83年同10.8%)こともあって、企業の利子対

(注7) このような状況下では、企業としてはあえて設備投資を行うよりも、他の企業を吸収・合併してその既存設備を利用する方が得策となる。81年にデュポン(化学)によるコノコ(石油会社)買収など企業買収・合併が盛行、81年中の企業買収額(826億ドル)は名目設備投資額(3,522億ドル)の1/4近くにまで達したが、これには以上のような背景があったものと考えられる。

〔第18図〕

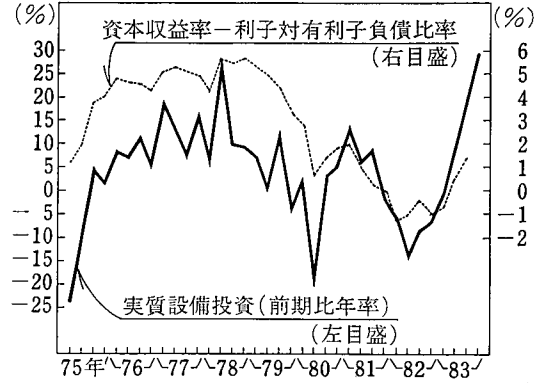
米国における企業（製造業）資産の市場評価額対再取得費用比率



〔資料〕 米連邦取引委員会 “Quarterly Financial Report”

〔第19図〕

米国民間設備投資と利子対有利子負債比率



〔注〕 資本収益率 =  $\frac{\text{税引前利益}}{\text{資本金} \cdot \text{内部留保}}$   
 利子対有利子負債比率 =  $\frac{\text{ネット支払利子}}{\text{市場性資産残高}}$

〔資料〕 米連邦準備制度 “Flow of Funds” 米商務省 “Survey of Current Business”

有利子負債比率(第19図)は、83年央以降資本収益率を下回るに至っており、このことは高金利が現状でみるかぎり設備投資の大きな足かせにはなっていないことを示唆している。

(2) 制度的要因

以上、今回の設備投資回復を支えた循環的要因についてみてきたが、これに加え、各国政策当局が今回の設備投資回復に先立って実施した各種の設備投資促進策(注8)による効果も見逃せない。

まず米国では、サプライサイド・エコノミクスを標榜するレーガン政権が大規模な個人所得減税を実施するとともに、企業税制面でも減価償却期間の短縮や投

資税額控除制度の拡充など、かなり思い切った減税措置を講じた。また西ドイツでも82年以降減価償却基準の緩和、投資プレミアムの支給等の措置を実施しており、「これが83年初における設備投資回復の契機となったともいえる」(Ifo 経済研究所)とされている。

このような促進策は、慢性的な民間設備投資の低迷(特に欧州諸国)に対処してとられた特別措置であり、それなりの効果をもたらしたことは認められるが、同時にこれが財政赤字の累積を加速し、高金利を通じて設備投資を逆に圧迫するという反作用を持つ面があることは否定できない。

#### 4. 今後の展望

以上のように米国、西ドイツ、英国の設備投資は多くの要因が重なって83年入り後ようやく回復に転じてきた。84年についても、米国では実質設備投資が引続き拡大基調をたどり、年平均でかなりの増加を示すとの見方が一般的である(商務省の設備投資動向調査<1~2月>前年比+12.0%、モルガン銀行予測+13.7%)。また欧州では、西ドイツ、英国で設備投資の回復歩調が確実なものとなり、これにつれて欧州全体の実質設備投資もようやく前年比拡大に転じようとの見方が強い(EC委員会によればEC加盟国の84年中実質設備投資額は+4.7%と4年ぶりのプラスとなる見通し)。

(注8) 欧米主要国の主な設備投資促進策の概要は次のとおり。

〔米国〕

- 減価償却期間の短縮……それまで行われていた複雑な減価償却制度に代えて、減価償却期間を単純化・短縮化する。すなわち土地を除く全固定資産を4区分の償却年限(3, 5, 10, 15年)に分け、その期間内で投下資本の全額を回収させる(81年1月)。
- 設備投資にかかる投資税額控除率の引上げ、繰越可能期間の延長等(81年1月)。

〔西ドイツ〕

- 企業設備、建物および住宅につき減価償却基準を緩和(82年2月)。
- 投資プレミアムの支給……82年中に発注された設備・建物の投資額のうち、過去3年間の平均投資額を上回る部分につき、その10%を政府補助(82年5月)。
- 投資助成賦課金制度の導入……83~5年にわたり、高額所得者、法人から税額の5%相当額を強制徴収し、これを住宅建設促進に充当するとともに、この間に設備投資を実施した企業については投資額の20%を税額控除(83年1月)。

〔英国〕

- キャピタル・アロウアンス制度\* に基づく産業用建物の初年度回収率を50%から75%に引上げ(80年4月)。

\* 投下資本の一定割合を税法上の費用として認める制度で71年度に導入。機械および設備については72年度から初年度回収率100%。

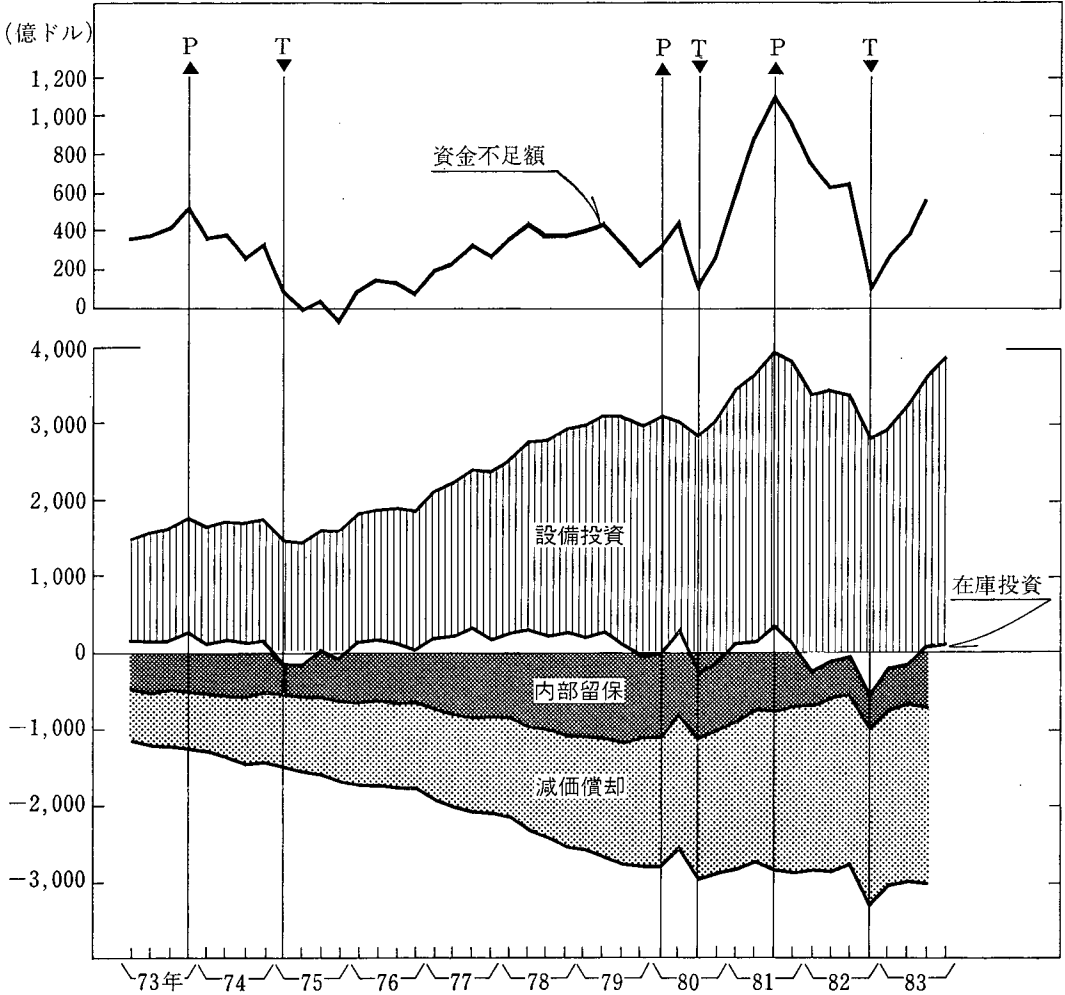
もっともこうした設備投資回復の動きが今後中期的な上昇局面につながっていくかどうかについては懸念がないわけではない。例えば米国では前記のとおり株式市場の活況が設備投資回復に大きく寄与したが、このところ大幅財政赤字に伴う金利先高懸念が抬頭したことや、景気回復2年目に入って企業収益の改善テンポが鈍化しはじめたことなどを反映して株価の軟調が目立ってきており(ニューヨーク株価<ダウ・ジョーンズ工業株30種平均>は、1月6日<1,286.64ドル>をピークに最近時点(3/26日)では1,152.95ドルと10.4%の下落)、今後こうした状況が続く場合には設備投資への影響も無視できないとの声が強まっている。こうした点からもうかがわれるとおり、欧米諸国における設備投資の先行きを展望する際の問題は、設備投資が確実に中期的な上昇局面に入るまでの間、従来設備投資回復を支えてきた諸要因が崩れずに維持されるかどうかというところにある。その際留意を要する点としては、①米国の大幅な財政赤字継続に伴う民間資金需要のクラウドディング・アウトの可能性、②米ドル相場の変動が設備投資に及ぼす影響、③各国における今後の賃金コスト動向の3つを指摘することができよう。

#### (クラウドディング・アウトの可能性)

米国の財政赤字は、83年度(82年10月～83年9月)に1,954億ドルと既往最高を計上した後、84年度には1,837億ドル(政府見通し)、85年度以降も何らかの削減策が講じられない限り2,000億ドルを上回る巨額に上るものと見込まれている(85年度予算教書)。米政府は、現在議会に対し歳出削減を中心とする赤字圧縮対策を提案しているが、その内容は、即効性に乏しく本格的な財政赤字削減策としては力不足との批判が強い。こうした巨額の財政赤字を賄うため財政当局による資金調達が高水準にのぼっているうえ、米国経済が予想を上回るテンポで拡大を続けていることから、米国金利は年明け以降強含みで推移している。すでに述べたとおり、これまでのところ高金利は設備投資回復の足かせとしてあまり作用しなかったが、今後設備投資が一段と増加してくる中で、官民両部門の資金需要が競合し、その結果金利がさらに上昇することとなれば、民間需資がクラウド・アウトされかねないとの懸念も少なくない。事実米国企業の資金不足額は、水準自体まだ低いものの、すでに82年末を底に漸次増加しつつあるため(第20図)、今後財政赤字の削減が目立った成果が上がらず、同時に株式市場を通じる資金調達も困難化するような場合には、遠からず問題が顕現化しようとの指摘が増えているのが現状である。

〔第20図〕

## 米国企業のフィナンシャル・ギャップの推移



(資料) 米商務省 "Survey of Current Business"

(米ドル相場の動向と設備投資)

これまで4年以上にわたり続いたドル高は、結果として米国産業の国際競争力を低下させ、これに伴って輸出の減少と輸入増加という際立った変化をもたらした(GNPベースの輸出数量は80年第1四半期をピークに83年第4四半期まで14.5%の減少、一方輸入数量は80年第3四半期を最近のボトムに83年第4四半期まで33.9%の増加)。

こうした中で輸入品との競争で敗退する企業も少なくなく、ドル高を通じる価格競争力の面での立ち遅れが前述のように製造業の退潮、サービス産業への傾斜をもたらしている。こうした動きをとらえ、「長い目でみれば将来の米国にとっ

て禍根を残す結果を招くのではないか」(国際経済問題エコノミスト・F.C.バーグステン)との指摘もなされているが、特に設備投資との関連でいえば、ドル高が製造業の設備投資に対して抑制的に作用したことは想像に難くない。この点については、米国企業に対するアンケート調査(コンファレンス・ボード)において米国内での設備投資実行に代えて海外投資増加を目論む企業のうち、米ドル高をその理由に挙げる企業の割合が次第に増加していること(81/4月 21%→82/4月 27%→83/4月 36%)からも明らかであろう。ドル高の持続は、これにより有利化する日本製品等の輸入品に対抗するためのいわば生き残り投資を誘発した面(鉄鋼、タイヤ、衣料品等の業界でみられる事例)もないではないが、全体としてみれば設備投資を圧迫したとの評価が可能であろう。

今後のドル相場の推移はもとより未知数であるが、ドル高の修正が緩やかに進む場合には前述の事情から設備投資への好影響が期待される。しかしながら仮にそのテンポが急激な場合には、交易条件の悪化を通じて米国の企業・家計の実質購買力が低下し、景気全般に低迷をもたらす結果として設備投資の腰を折ることもなりかねない。こうした点からみてもドル相場の今後の動向は、設備投資回復の持続を左右する大きな要因として注視を要しよう。

#### (賃金コストの動向)

上述のように米国、欧州を通じて企業は人件費の増大には厳しい姿勢をとっており、また目下のところ物価情勢が落ち着いていることもあって、賃金交渉は平穩のうちに推移している。しかし最近までの企業収益の改善や雇用情勢の好転(米国、西ドイツ)からみると、賃金交渉に当って賃上げ圧力が強まりつつあることも否定しえない。設備投資の回復を支えてきた企業収益の改善が賃金コストの安定化によってもたらされた面が大きいだけに、今後の賃金動向は一層注目を要するところである。米国の場合、本年の賃金改訂交渉(注9)の対象労働者は自動車・建設などを中心に300万人と今後3年間(85年中214万人、86年中194万人)では最も多く、本年の賃金交渉の帰趨如何ではその分だけ米国産業にとっての平均的賃上げ率が押し上げられる可能性が大きいと指摘されている。

また西ドイツの場合も、労働組合による協約労働時間の短縮要求(賃金カットを行わずに週当り現行40時間→35時間)の成行きが今後の企業のコスト負担を左右するものとして注目されている。この問題の帰趨如何では企業収益への圧迫を

(注9) 米国の賃金改訂方式は、①日本や西ドイツのような年1回交渉方式とは異なり、各業種毎に協約更改期間がまちまちであること、②多くの場合協約期間が3年となっていること、などが特色である。

---

通じて設備投資に再びマイナスの影響が及ぶことも予想され、「現在立ち直りかけている景気にとって重大な桎梏となる可能性が大きい」（ブンデスバンク）との警戒的な見方が強まっている。

## む す び

以上みたように、今後の設備投資環境をめぐってはいくつかの懸念材料があり、その動向について注目を怠ることは許されないが、主要先進国の景気の腰が米国をはじめとして総じてかなりしっかりしてきていることは、今後の設備投資の拡大にとって大きな支えになるとみられる。同時に各国政策当局にとっては、設備投資の持続的拡大の前提となる企業収益の維持や高金利の回避を図る上で物価安定の確保が何よりの課題であり、景気回復期入り後2年目を迎えてこの面への政策的配慮の必要性は従来以上に増しているといえよう。

(付注) 各年の必要な設備投資伸び率の算出方法 (第9図)

資本ストックと設備投資の関係を表わす恒等式

$$K_t = K_{t-1} + I_t - R_t \quad \begin{cases} K_t : t \text{ 期の資本ストック} \\ I_t : t \text{ 期の設備投資額} \\ R_t : t \text{ 期の除却額} \end{cases}$$

より、

$$\dot{I}_t = \frac{1}{(I/K)_{t-1}} \left( \dot{K}_t + \frac{R_t}{K_{t-1}} \right) - 1$$

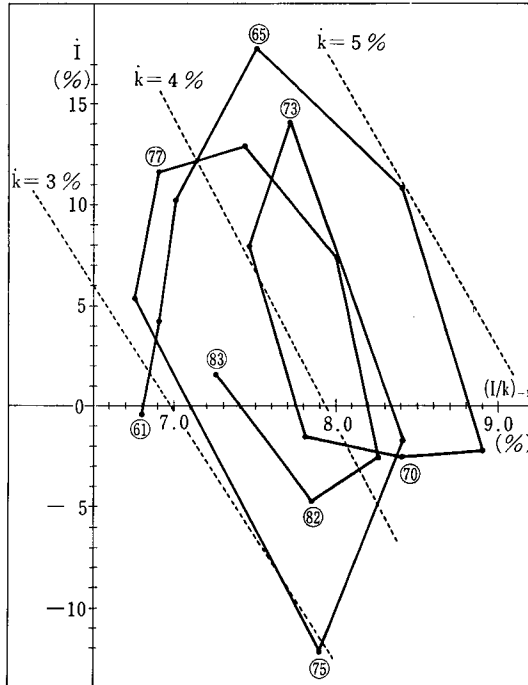
ここに適正資本ストック増加率( $\dot{K}_t$ )と除却率( $R_t/K_{t-1}$ )を代入して設備投資伸び率( $\dot{I}_t$ )を算出。

適正資本ストック増加率は下図により以下のように想定。

60~63年	3.0%
64年	3.6%
65~69年	4.8%
70~74年	4.3%
75~76年	3.0%
77年	3.6%
78~80年	4.2%
81年	3.9%
82~83年	3.3%

除却率は60~83年平均の4.1%を設定。

米国の民間設備投資と資本ストックの動き



(資料) 米商務省 "Survey of Current Business" 等