



JRI news release

設備投資行動の構造変化と 景気本格回復の展望

～ 実質好調・名目低調下の「ジョブレス・リカバリー」～

2003年9月11日

株式会社 日本総合研究所

調査部 経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/>

(会社概要)

株式会社 日本総合研究所は、情報システム・コンサルティング・シンクタンクの3機能により顧客価値創造を目指す知識エンジニアリング企業です。システムの企画・構築、アウトソーシングサービスの提供に加え、内外経済の調査分析・政策提言等の発信、経営戦略・行政改革等のコンサルティング活動、新たな事業の創出を行うインキュベーション活動など、多岐にわたる企業活動を展開しております。

名 称：株式会社 日本総合研究所 (<http://www.jri.co.jp>)

創 立：1969年2月20日

資本金：100億円

従業員：3,429名

社 長：奥山 俊一

理事長：柿本 寿明

東京本社：〒102-0082 東京都千代田区一番町16番 TEL 03-3288-4700 (代)

大阪本社：〒550-0013 大阪市西区新町1丁目5番8号 TEL 06-6534-5111 (代)

本件に関する照会等は調査部 山田 (tel : 03-3288-4245) までお願い致します。

[E-mail: yamada@rsc.jri.co.jp](mailto:yamada@rsc.jri.co.jp)

【本レポートの要旨】

1. 2003年4～6月期の実質設備投資は前期比4.7%増（年率20.2%）と、5四半期連続のプラスを記録。本レポートでは、今回の設備投資回復の特徴を分析したうえで、設備投資の拡大が景気の本格回復につながっていくのかどうかを展望。
2. 今回の設備投資の回復は、「輸出回復 企業収益好転 設備投資増加」という従来からみられた回復の「定石」に沿ったものであり、今後輸出の増勢持続が予想されるなか、製造業を中心に設備投資の回復傾向が明確化していく見通し。
3. ただし、今回の設備投資の回復には過去とは異なるいくつかの特徴がある点に注意。
 - 1) 名目と実質の乖離...実質ベースの設備投資は順調に拡大する一方、名目ベースではマイルド。背景には、設備投資デフレータの大幅な低下。
 - 2) 低い設備稼働率のもとでの回復...設備稼働率が低水準にとどまっているにもかかわらず、実質設備投資が回復局面に。
 - 3) 景気の一一致指標化...かつて景気とほぼ連動して動く生産が底を打って半年程度のラグを持って、設備投資が回復局面入り。今回は生産の底打ちとほぼ同時に設備投資が回復局面入り。
4. 以上のような設備投資回復の「3つの変化」の基本的背景には、日本企業の設備投資行動が「量重視」から「質重視」へとシフトしてきていることを指摘可能。
 - 1) IT関連投資のシェア引き上げ...生産性向上を目指して、製造プロセス改善、物流効率化等を実現するIT関連投資に注力。
 - 2) 高収益・高性能設備への絞り込み...事業構造を収益性の高い分野にフォーカスし、その分野での高性能設備に絞り込んで投資。
 - 3) 設備廃棄の増加...市場シェアをアジア製品等に食われている成熟・衰退事業分野を縮小させ、当該分野の設備の集約・廃棄を推進。
5. 「質重視」への投資行動のシフトは、設備投資の「二極化」を生み出すことに。それは、直接的には「成長分野・企業 vs 不振分野・企業」の二極化であり、業種別には「製造業好調・非製造業不振」というパターンで現れることになる。

こうした「二極化」の構図が解消され、設備投資の回復に広がりが出てくるには、非製造業分野の業績の本格回復が必要。そのためには「最大の国内最終需要」である消費の盛り上がりが必要であり、可能性としては、「製造業収益回復 製造業雇用・賃金増加 消費増加 非製造業収益増加 非製造業設備増加、雇用・賃金増加 消費の一段の増加」というシナリオが考えられる。

しかし、製造業の収益回復は人件費削減によるところが大きく、今後製造業分野の雇用・賃金環境が大幅に改善していくとみるのは困難。しかも、製造業の生産性は米国対比大幅に劣る状況下、現在導入が進められている高性能の設備やIT関連投資、既存設備の廃棄が生産性を引き上げるため、中期的にみても製造業雇用は減少傾向をたどるとみておく必要。
6. 以上の分析を踏まえれば、今後の設備投資は回復傾向が定着するものの、「実質好調・名目低調」の構図のもとで「製造業好調・非製造業不振」というパターンが当面続く見通し。それは、デフレ基調が続く中、非製造業分野を中心に景況感の改善が限定的なものにとどまり、雇用情勢の改善が遅れる「ジョブレス・リカバリー」の景気回復パターンを示唆。バブル崩壊後2回あった景気回復局面と共通のパターンであり、海外景気の下ぶれ等をきっかけに今回の景気回復も短命に終わる可能性を否定できず。三度巡ってきた景気の本格回復実現へのチャンスを今回こそ活かすためには、産業構造転換の努力を一段と進め、外的ショックに左右されない強靱な経済体質をいち早く構築することが必要。2004年度以降も設備投資主導の景気回復が持続するか否かは、この点が大きく左右。

政府としても、景気が回復軌道に入ったとして政策運営の手綱を緩めるのではなく、「産業基盤強化こそ政策のファースト・プライオリティー」との認識を新たにし、研究開発分野や成長分野への財政資金の重点配分、規制改革、法人減税に果敢に取り組んでいくことが必要。

1. 製造業主導で設備投資は回復明確化

イ) 2003年4～6月期の実質設備投資は前期比4.7%増(年率20.2%)と、5四半期連続のプラスを記録。「成長のエンジン」である設備投資の順調な拡大傾向が定着していけば、バブル崩壊後10年以上にわたる低迷期を脱し、ついに日本経済が本格回復軌道に復帰していくシナリオが描けることに。

もっとも、名目ベースの設備投資は低迷を続けているほか、設備稼働率が低水準にとどまるなど、設備投資の先行きに不安が残る面も。

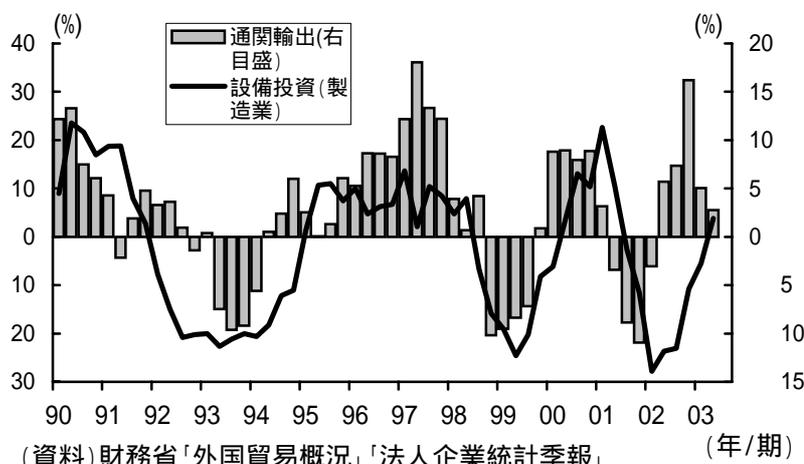
本レポートでは、今回の設備投資回復の特徴を分析したうえで、設備投資の拡大が景気の本格回復につながっていくのかどうかを展望。

ロ) 今回の設備投資の回復のメカニズムは、「輸出回復 企業収益好転 設備投資増加」という従来からみられた回復の「定石」に沿ったもの。すなわち、輸出が2001年半ばに下げ止まり、2002入り以降前年比プラスに転じる動きに連動して、製造業の設備投資が半年程度のラグを持って下げ止り、徐々に回復傾向が定着(図表1)。

先行きを展望しても、SARSの影響などで2003年4～6月期に輸出の増勢は一旦鈍化したものの、米国景気の回復、アジアの高成長持続を背景に、今後輸出の伸びは再び増勢を強め、これに連動して製造業設備投資の回復傾向が明確化していく見通し。

ハ) もっとも、製造業で回復傾向が明確化する一方、日銀短観などでみると非製造業には脆弱さが窺われ、今年度の設備投資の回復は業種別バラツキが残る公算。今後の設備投資回復の強さと持続性を決めるのは、非製造業にまで回復が広がりを見せるかであり、それがひいては景気全体が本格回復に移行できるかどうかを大きく左右。

(図表1) 輸出と設備投資の推移



(図表2) 日銀短観設備投資の推移

年度	製造業			非製造業		
	大	中堅	中小	大	中堅	中小
1995	10.6	10.6	4.1	2.1	7.5	8.3
96	7.3	8.7	2.2	4.1	0.3	4.1
97	5.7	2.5	3.7	6.0	6.2	7.9
98	9.4	7.8	5.9	3.6	0.8	2.1
99	15.1	12.1	19.9	13.6	2.1	3.6
2000	8.3	12.2	15.2	2.5	6.7	2.6
2001	9.2	10.9	14.7	8.6	2.0	0.4
2002	17.4	11.5	4.0	11.1	2.0	2.5
2003(6月計画)	11.5	1.3	13.0	1.0	0.6	12.9
2003予測	9.8	8.5	2.0	1.0	2.5	2.1

(注) 2003年予測は96年および2000年の平均ペースで今後修正された場合。

2. 設備投資内容の構造変化

イ) 今後の設備投資動向を見極めるには、まず、過去の局面とは異なるいくつかの特徴に目を向ける必要。

- 1) **名目と実質の乖離**...実質ベースの設備投資は順調に拡大する一方、名目ベースではマイルド。背景には、設備投資デフレーター的大幅な低下(図表3)。
- 2) **低い設備稼働率のもとでの回復**...設備稼働率が低水準にとどまっているにもかかわらず、実質設備投資が回復局面に(図表4)。
- 3) **景気的一致指標化**...かつて景気とほぼ連動して動く生産が底を打って半年程度のラグを持って、設備投資が回復局面入り。今回は生産の底打ちとほぼ同時に設備投資が回復局面入り(図表5)。

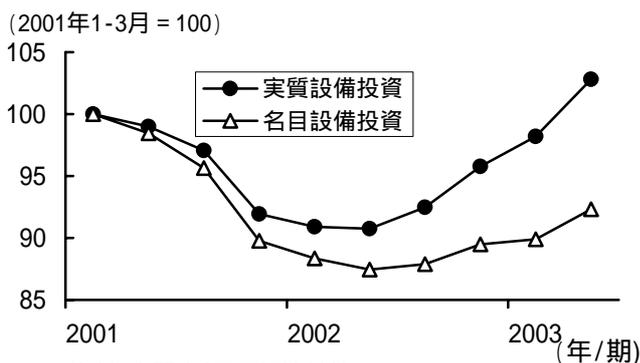
ロ) 以上のような設備投資回復の「3つの変化」の基本的背景には、**日本企業の設備投資行動が「量重視」から「質重視」へとシフトしてきている**ことを指摘可能。

すなわち、従来は資本調達コストが低かったこと、経済全体としては資本ストックが依然蓄積過程にあったこと、等を背景に設備収益率水準が依然高く、資本ストックの増加により供給能力がつけば、自ずと企業業績の改善に貢献する環境。

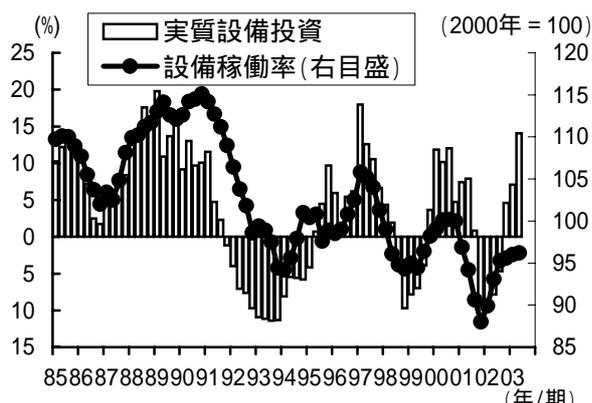
しかし、80年代後半期の設備投資ブームで十分な資本ストック蓄積がなされ、経済全体の設備収益率が低下するもと、バブル崩壊後、メインバンク制の揺らぎや持ち合い解消、外人による株式保有比率の高まり等を背景に、生き残りをかけて収益率向上が至上命題となった企業は、設備収益率に関しても引き上げを図っていく必要性が強まった。

実際、設備収益率は98年末頃を底に緩やかながらも上昇傾向に転じている(図表6)。

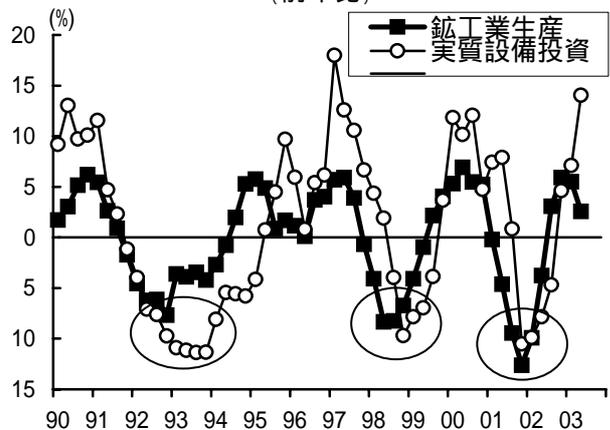
(図表3) 設備投資の推移(季節調整値)



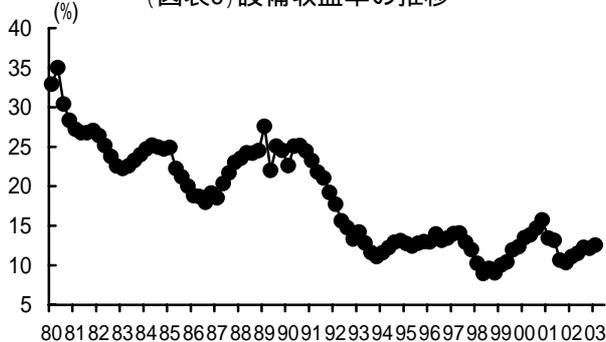
(図表4) 実質設備投資(前年比)と設備稼働率の推移



(図表5) 鉱工業生産と実質設備投資の推移(前年比)



(図表6) 設備収益率の推移



(注)設備収益率 = 営業利益 / (其他有形固定資産 + 建設仮勘定)

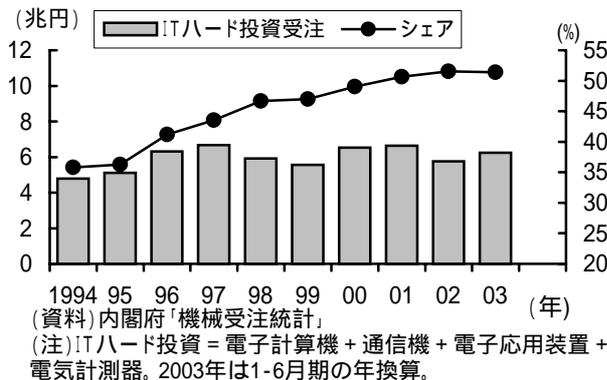
八) こうした設備収益率引き上げをもたらしている「質重視」の設備投資行動は、具体的には以下のようなもの。

- 1) **IT関連投資のシェア引き上げ**...生産性向上を目指して、製造プロセス改善、物流効率化等を実現するIT関連投資に注力。この結果、機械受注に占めるITハード投資のシェアは現在50%を超過(図表7)。ソフトウェア投資も増加傾向(図表8)。
- 2) **高収益・高性能設備への絞り込み**...事業構造を収益性の高い分野にフォーカスし、その分野での高性能設備に絞り込んで投資。
- 3) **設備廃棄の推進**...市場シェアをアジア製品等に食われている成熟・衰退事業分野を縮小させ、当該分野の設備を集約・廃棄を推進。こうした動きを反映して、設備除去率が上昇するなか、生産能力が着実に低下(図表9)。

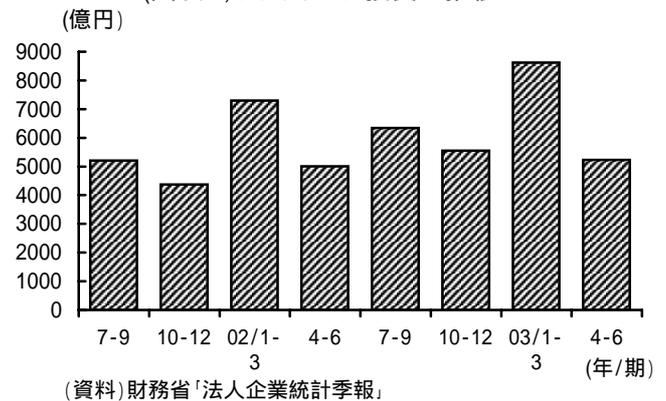
二) 以上の「質重視」の投資行動が、今回設備投資回復の「3つの変化」を引き起こしている。

- 1) IT投資のシェア上昇は、設備投資デフレータの大幅低下を通じて名実乖離の原因に(図表10)。加えて、高性能設備の絞り込みはそれだけ品質のよい設備を選択するため、PC、サーバの場合は質向上を反映するように改訂された企業物価指数、その影響を受ける設備投資デフレータの低下要因に。
- 2) IT投資動向は既存設備稼働率との関連性は薄いため、その比率の上昇は低稼働率のもとでの設備投資回復をもたらすことに。また、事業構造を絞り込む傾向が強まれば、平均的に稼働率が低くても、成長分野に投資が集中することになる。
- 3) IT投資は総じて受注から取り付けまでの期間が短いため、景気(生産)との一致性が強まることに。

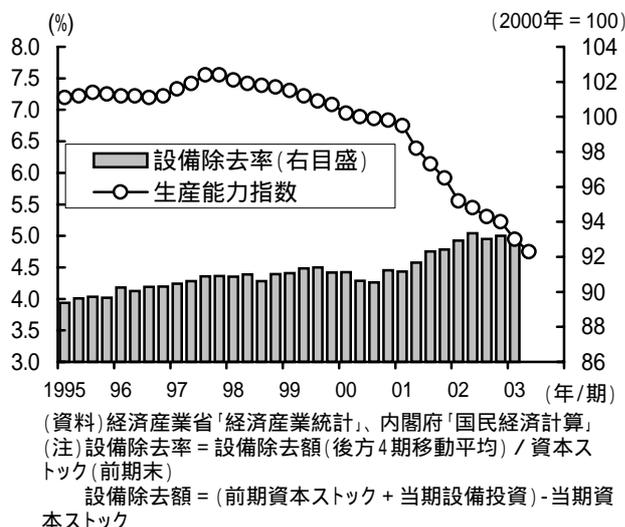
(図表7) 機械受注統計からみたITハード投資の推移



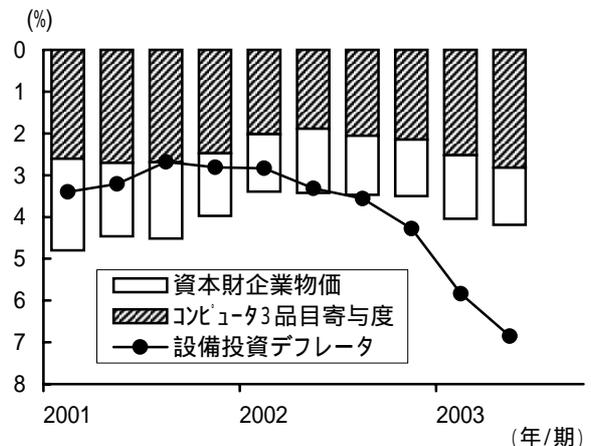
(図表8) ソフトウェア投資の推移



(図表9) 設備除去率と生産能力指数の推移



(図表10) 設備投資デフレータ、資本財企業物価の推移



3. 長期化する「二極化の構図」

イ) 「質重視」への投資行動のシフトは、設備投資の「二極化」を生み出すことに。それは、直接的には「成長分野・企業 v s 不振分野・企業」の二極化であり、冒頭でみたように、業種別には「製造業好調・非製造業不振」というパターンで現れることになる。

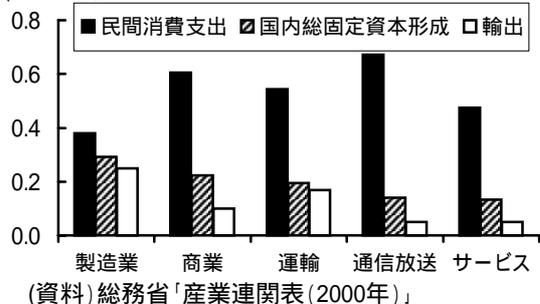
すなわち、財務体質の改善が進み、国際競争力が維持されるもとの、「市場としてのアジア」の成長が展望される製造業では、輸出向けや新製品分野において設備投資姿勢の積極化が窺われる。一方、財務体質の改善が相対的に遅れ、デフレ基調のもとで売上増加が困難な非製造業では、総じて設備投資の慎重姿勢が続いている。

ロ) こうした「二極化」の構図が解消され、設備投資の回復が力強さを増し、持続性を確保するには、非製造業分野の業績の本格回復が必要。製造業の業況回復が徐々に波及していくとはいえ、非製造業の業況が本格的に好転するには「最大の国内最終需要」である消費の盛り上がり不可欠。ちなみに、産業連関表によれば、非製造業では消費への付加価値誘発依存度が決定的に大きい(図表10)。消費回復のシナリオとしては「**製造業収益回復 製造業雇用・賃金増加 消費増加 非製造業収益増加 非製造業設備増加、雇用・賃金増加 消費の一段の増加**」というルートが考えられる。

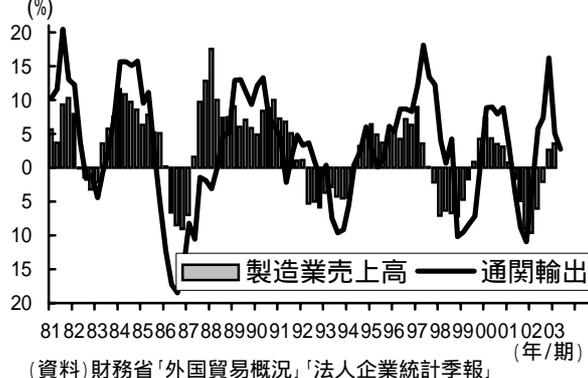
しかし、製造業の収益回復は人件費削減によるところが大きいだけに、輸出増が期待されるもののデフレ下で国内売上の低迷が予想されるもと(図表11)、増益基調を維持するには人件費抑制姿勢が継続される必要。このため、今後製造業分野の雇用・賃金環境が大幅に改善していくとみるのは困難(図表12)。

しかも、製造業の生産性は米国対比大幅に劣る状況下、現在導入が進められている高性能の設備やIT関連投資、既存設備の集約・廃棄が生産性を引き上げるため、中期的にみても製造業雇用は減少傾向をたどるとみておく必要(図表13)。

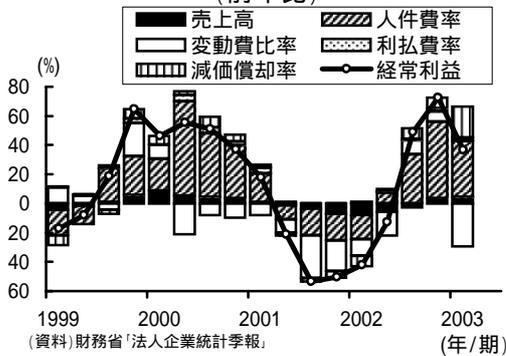
(図表11) 最終需要項目別粗付加価値誘発依存度



(図表12) 通関輸出と製造業売上高(前年比)



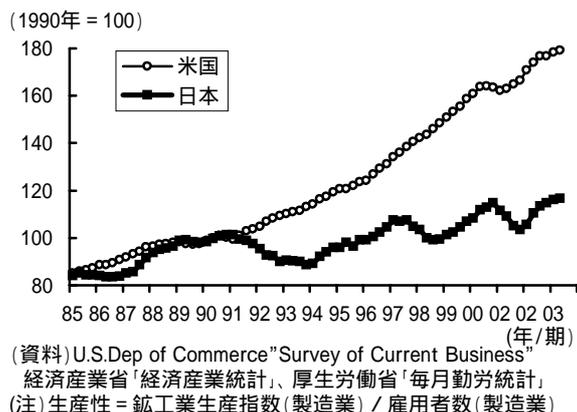
(図表13) 製造業経常利益の変動要因分析(前年比)



$$\frac{\Delta S}{S} = \frac{S \cdot (1 - v - w - r - d) / \Delta - S \cdot v / \Delta}{S} = \frac{\Delta S - S \cdot v - S \cdot w - S \cdot r - S \cdot d}{S}$$

...経常利益 S ...売上高 v ...売上高変動費比率
 w ...売上高人員費比率 r ...売上高利払比率
 d ...売上高減価償却費比率 ...前年差

(図表14) 製造業労働生産性の日米比較



4. 実質好調・名目低調下の「ジョブレス・リカバリー」を超えて

イ) 以上の分析を踏まえれば、今後の設備投資は回復傾向が明確化していくものの「実質好調・名目低調」の構図の下で「製造業好調・非製造業不振」というパターンが当面続く見通し(図表15)。それは、デフレ基調が続く中、非製造業分野を中心に景況感の改善が限定的なものにとどまり、(非製造業こそ今後の雇用の受け皿として期待されるだけに)雇用情勢の改善が遅れる「ジョブレス・リカバリー」の景気回復パターンを示唆。

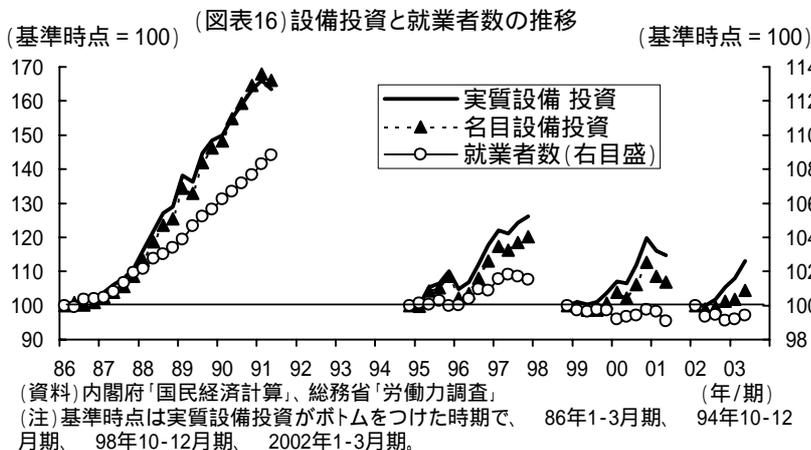
「ジョブレス・リカバリー」という景気回復パターンは、バブル崩壊後2回あった景気回復局面、とりわけ前回と共通のパターンであり、その意味で今回の景気回復も海外景気の下ぶれなどをきっかけに短命に終わる可能性を否定できず(図表16)。

ロ) しかし、その一方で、大企業製造業を中心に企業の財務体質は大幅に強化されており、以前の局面に比べ景気の腰は強くなっていると考えられる(図表17)。さらには、アジア経済の成長、デジタル家電の市場拡大といったフォローの風も吹き始めている。

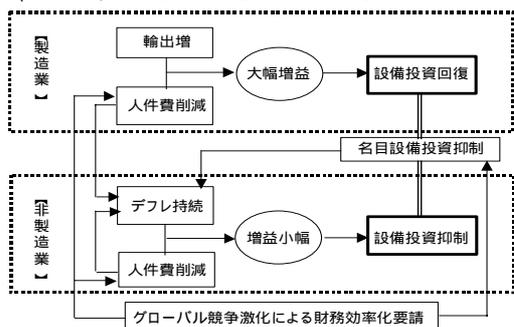
三度巡ってきた景気の本格回復実現へのチャンスを今回こそ活かすためには、過度に悲観的な見方を排す一方、行き過ぎた回復期待に踊らされることなく、産業構造転換の努力を一段と進め、外的ショックに左右されない強靱な経済体質をいち早く構築することが必要。2004年度以降も設備投資主導の景気回復が持続するか否かは、この点が大きく左右。

すなわち、製造業は「市場としてのアジア」を意識した新製品開発・製品付加価値化の取り組みを続け、非製造業は体質改善を一段と進めると共に、新規サービスの拡大を地道に図っていく必要。こうした努力が息長く継続されれば、徐々にでも製造業賃金は増え始め、非製造業でも収益拡大から設備投資が積極化していくシナリオを展望できるようになるはず。

政府としても、景気が回復軌道に入ったとして政策運営の手綱を緩めるのではなく、「産業基盤強化こそ政策のファースト・プライオリティー」との認識を新たにし、研究開発分野や成長分野への財政資金の重点配分、サービス産業活性化を促す規制改革、法人減税に果敢に取り組んでいくことが必要。



(図表15) 設備投資を巡る経済環境と決定メカニズム



(図表17) 売上高経常利益率の推移

