

設備投資は本格回復するのか

ー 「攻め」の経営姿勢が意味するもの

日本リサーチ総合研究所 調査研究部

主任研究員 藤原 裕之 03-5216-7314

hiroyuki.fujiwara@research-soken.or.jp

国内景気は緩やかな回復局面にあるが、企業収益の回復が設備投資の増加につながる様子はみられない。各調査結果をみても、売上判断の改善に対して投資判断は低迷状態にある。売上判断と投資判断のギャップの背景には、設備投資に対する企業のスタンスの変化が指摘できる。企業の投資スタンスは、「維持更新」など既存事業の強化から、新規事業・新市場の開拓という「攻め」の経営姿勢に転じつつある。もっとも、「攻め」の経営姿勢が投資につながるには、事前リサーチから事業設計に至るまで相当の時間と困難が伴うため、設備投資の回復にも時間がかかる。「攻め」の経営姿勢と投資のスピードを早めるには、不確実性を踏まえた投資の意思決定プロセスが有効であり、そのためには、「多様性の確保」「フレキシビリティの発揮」「長期的視点」といった要素が必要とされる。

成長のカギを握る設備投資の動向

～キャッシュフローの増加が設備等につながらない

企業行動に何が起きているのか

～設備投資の本格回復には何が必要か

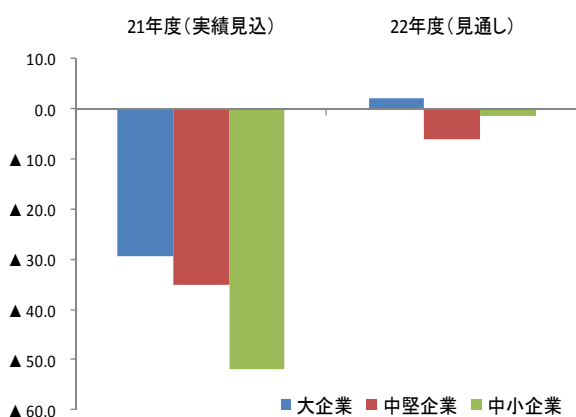
国内景気は昨年春以降、外需主導で緩やかな回復局面にあるといえるが、今後の持続的成長にとって設備投資の回復が重要である点については論を待たない。

内閣府・財務省発表の「法人企業景気予測」によると、2010年度の設備投資計画は大幅な低下となった前年度からほぼ横ばいとなり、下げ止まりの感もみられる。もっとも、企業収益の回復に伴って設備投資も増加するのが景気回復局面のパターンであるが、今のところキャッシュフローの増加が設備投資の増加につながる様子はみられない（図表2）。

各社の設備投資計画をみても、設備の過剰感がなお強いことが窺える。昭和シェル石油は来年9月までに子会社の製油所を閉鎖、三菱マテリアルなどセメント各社も生産設備の削減に動いている。

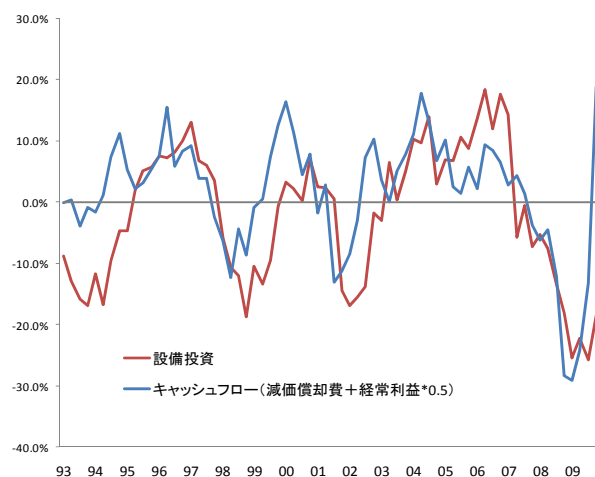
08年秋のリーマンショック後、企業経営者の多くは過去に経験したことのない事態に対し、最もリスク回避的な企業行動（マックス・ミニ戦略）を採らざるを得なかった。危機発生から1年以上経った現在、こうした企業行動がもはや合理性を持たないのは明らかである。足元の企業行動に何が起きているのか、そしてそれが設備投資にどのような影響を与えているのか、設備投資が本格回復するには何が必要なのか、について考えてみる必要がある。

図表1 大企業製造業の設備投資計画（前年度比）



(出所) 内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」

図表2 設備投資とキャッシュフローの推移（前年比）



(出所) 財務省「法人企業統計季報」

売上判断と投資判断の
ギャップ現象

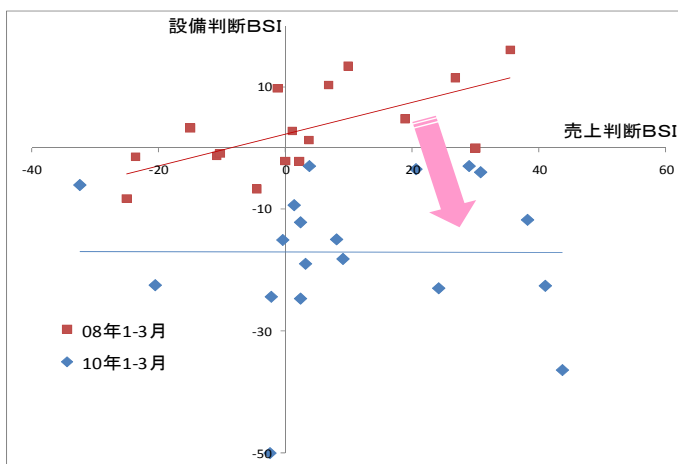
売上と設備投資のギャップ
の原因とは

図表 3 は、内閣府・財務省発表の「法人企業景気予測調査」を使用し、売上と設備投資の現状判断について業種毎にプロットしたものである。リーマンショック前の 08 年 1-3 月期調査では、売上と設備投資の判断に正の相関性が認められ、売上増→キャッシュフローの増加→設備投資の増加、という教科書通りの姿が認められる。一方、直近の調査（10 年 1-3 月期）ではこうした関連性は薄れており、売上判断の改善にも拘らず設備判断は低迷したままの状態にある。昨年 1-3 月期調査から追っていきと、売上見通しが改善に転じた昨年 7-9 月期頃から売上判断と設備投資判断のギャップ現象が発生したことが窺える（参考図 1）。

売上・景気判断の改善が設備投資の増加に結び付いていない理由として、①危機モードから脱却しきれていない、②設備投資のあり方・スタンスが変化、の 2 点について検証してみる必要があるだろう。

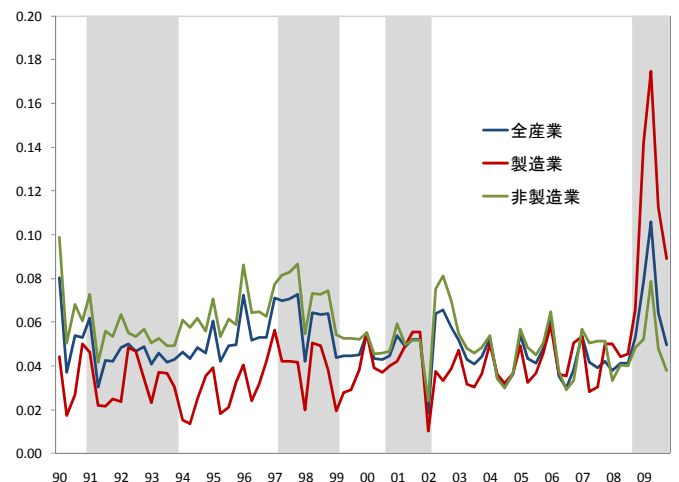
①についてであるが、08 年秋の危機時には、蒸発とも言える需要の急減、金融不安による流動性危機等が重なり、企業経営者は経験も過去データもない「ナイトの不確実性」に覆われた¹。こうした事態では、経営者は最悪な事態を想定した行動（マックス・ミニ戦略）を採らざるを得ず、設備投資の凍結にはそれなりの合理性があったといえる。しかし、外需中心に需要が緩やかに回復、金融システム不安も去った今、危機当時のような不確実性はなくなった。図表 4 は、需要の変動リスクを過去の売上変動（変動係数）からみたものだが、危機時代に急増した売上変動リスクは現時点では平常時のレベルまで低下をみせている。こうした点から、企業によって濃淡はあるだろうが、少なくとも危機時に発生した不確実性が原因で設備投資が低迷しているという理由づけは根拠に乏しい。むしろマインド面では後述するように、危機をきっかけに浮上した経営課題に対し、具体的にどう戦略を描くべきか苦慮しているというのが現状ではないか。

図表 3 売上判断と設備判断の関連性（大企業製造業）



(出所) 内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」
現状判断の数値を使用

図表 4 売上変動リスク（変動係数）の推移



(出所) 財務省「法人企業統計季報」より作成
売上変動係数 = (4 四半期の売上高標準偏差) / (4 四半期の売上高平均)

¹ 金融経済レポート No.5, No.10 を参照

設備投資のスタンスは「攻め」の方向に

「攻め」の経営姿勢が設備投資につながるまで

これからの投資の意思決定のあり方は

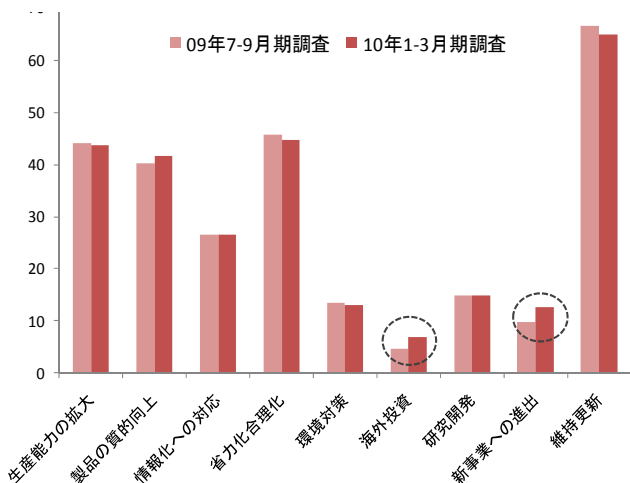
次に上記②の可能性について検証するため、先の「法人企業景気予測調査」（10年1-3月期調査）の調査項目である「設備投資のスタンス」に関する調査結果をみている。図表5は前回調査との比較をグラフ化したものである。回答比率の水準では「維持更新」「省力化合理化」が高いが、昨年7-9月期調査からの変化でみると、同2項目の比率が低下したのに対し、「製品の質的向上」「海外投資」「新事業への進出」といった項目で増加がみられた。中でも「海外投資」と「新事業への進出」の増加が目立っており、この点は日本経済新聞社が3月に行った「社長100人アンケート」の結果と整合的である（参考図2）。「海外投資」の重要性については、国内需要と海外需要の見通しの違いからも明らかである（図表6）。

こうした結果から窺えるのは、08年秋の危機を機に企業を取り巻く環境は大きく変化し、これに伴って企業行動も従来路線の強化という「守り」の姿勢から、新規事業・新市場の開拓という「攻め」の姿勢に転じつつある点にある。「維持更新」など既存事業・従来路線に係る投資スタンスが低下しているのは、生産が危機前の水準に戻っていない状況ではある意味当然のことと言える。設備の過剰感についても、あくまで既存設備に対する評価であって、設備投資自体に対する必要性が低下しているわけではない。

企業の成長戦略が求められる中、「攻め」の経営姿勢自体は好ましい動きと言える。問題はこうした変化が設備投資の増加に結び付くかどうかにある。「生産能力の拡大」や「維持更新」を目的とする場合、どのような投資を行うかの意思決定はある程度明確であろう。これに対し、「海外投資」や「新事業への進出」の場合、事前リサーチから具体的な事業設計に至るまで相当の時間と困難が伴うことが予想される。このため、攻めの姿勢が実行段階につながる、すなわち設備投資の増加となって表れるかどうかは、個々の企業の投資戦略に係る意思決定のスピードに依存する。

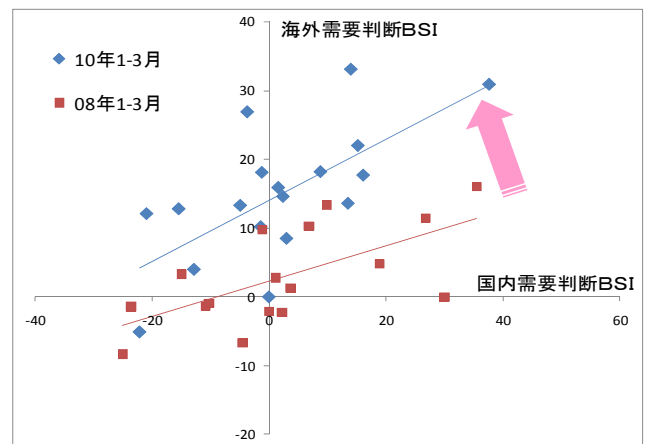
では、企業の姿勢が「守り」から「攻め」に変化する中で、どうすれば投資の意思決定スピードを早めることができるのだろうか。既述のように、「攻め」の経営

図表5 設備投資のスタンス（項目別比較）



（出所）内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」

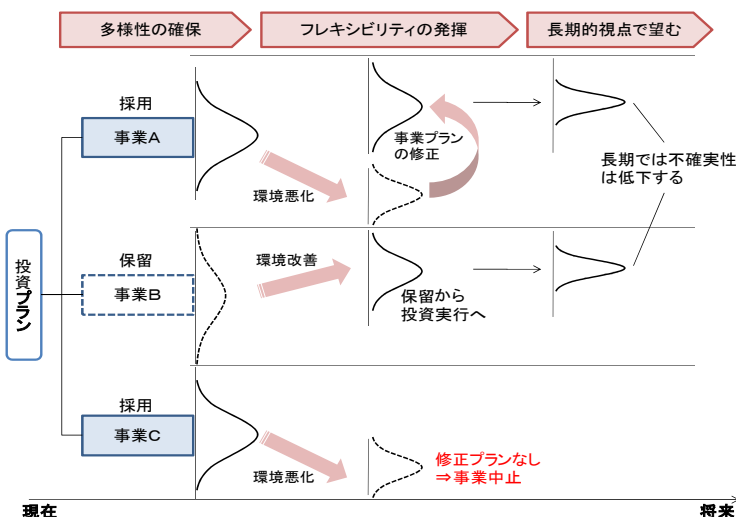
図表6 国内需要と海外需要の判断指数（大企業製造業）



（出所）内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」

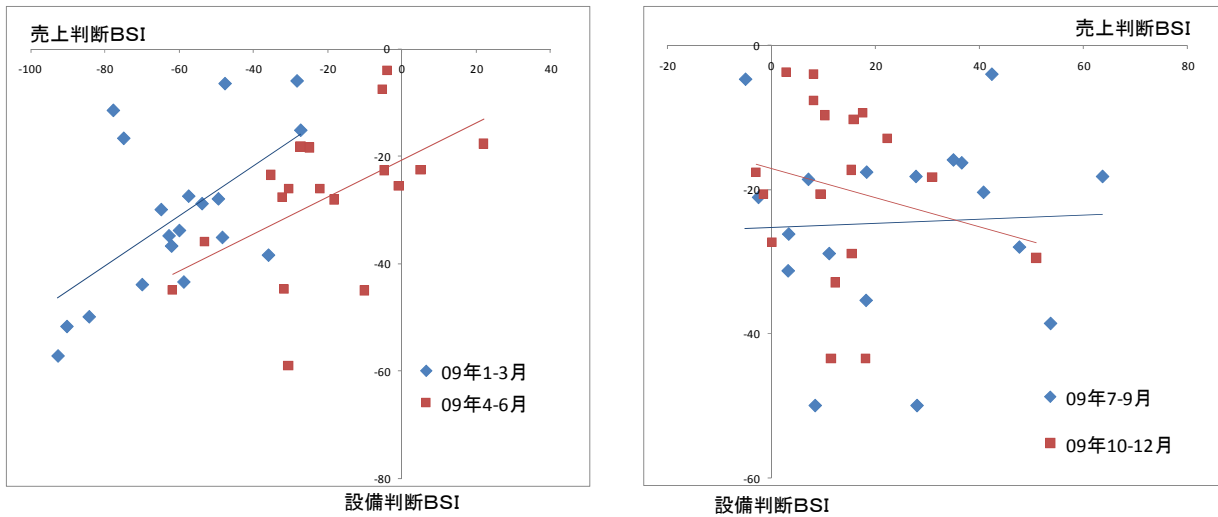
多様性の確保	<p>姿勢とは従来路線を踏襲することではなく、未知の分野・マーケットを開拓することである。そのためには文字通り「未知」の分野に対する投資の意思決定手法を身につける必要がある。ここで意味する「未知」とは「不確実性」と読み替えられ、不確実性を適切にコントロールすることが重要な鍵となる。グローバル化の進展や金融市場の緊密化等に伴って企業経営を取り巻く不確実性は急激に強まっており、08年のリーマンショックはそのマイナスの面が顕在化したケースといえる。不確実性には同時にプラスの面もあり、企業としては、マイナスの不確実性（損失）を適切にコントロールしつつ、プラスの面（利益）を最大化する投資戦略が求められる。「攻め」の経営とは不確実性を踏まえた意思決定プロセスと捉えられ、そのためには、①多様性の確保、②フレキシビリティの発揮、③長期的視点、の3つの要素が不可欠となる（図表7）。</p>
フレキシビリティの発揮	<p>不確実な世界では、事前に何が起こるのか予測することができないため、投資プランを組み立てる際にはなるべく多くの選択肢を用意しておく必要がある（①）。現時点では不確実性が高く実行に移せないプランでも将来の環境改善に備え、選択肢の一つとして残しておくべきである（事業B）。</p> <p>不確実な世界では失敗は避けることができない。実行に移した投資事業でもその後の環境変化の悪化によって中止するのが望ましいケース（事業C）や、環境変化に合わせて事業内容を変更したほうがよいケース（事業A）など、環境変化によってフレキシブルに対応する必要がある。</p>
長期的視点で望む	<p>短期では不確実性が高くても（偶然が支配する）、長期ではあるべき姿に落ち着く場合が多いため、常に長期的視点で望む必要がある。</p>
投資スタンスの変化と持続可能な成長への期待	<p>我が国の設備投資の回復は今後しばらく緩慢な状況が続くと予想されるが、投資スタンスの変化を見る限り、あるべき姿（成長戦略）を模索するプロセスにあるとも取れる。「攻め」の経営姿勢が成長戦略の実現に昇華し、日本経済の持続可能な成長につながるよう期待したい。</p>

図表7 不確実な世界で必要となる投資の意思決定プロセス（イメージ）



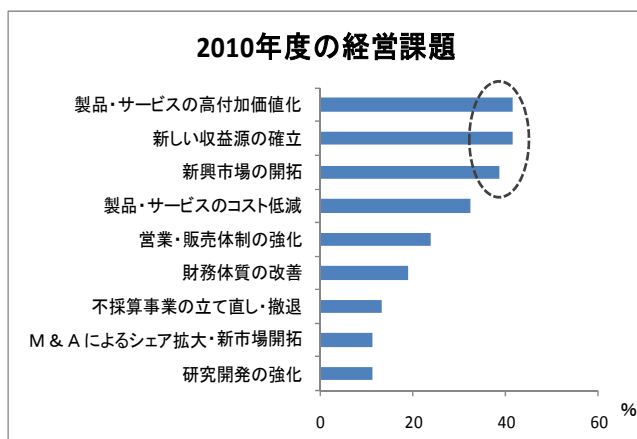
(出所) 筆者作成

(参考図 1) 09 年の売上判断と設備判断の関連性 (大企業製造業)



(出所) 内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」

(参考図 2) 社長 100 人アンケートの上位結果



(出所) 日本経済新聞社