

トピックス

過剰生産能力と設備投資の中期的な見通し

主任研究員 樋 浩一、客員研究員 Chan Chun Hong

Email: haji@nli-research.co.jp Tel: (03)3597-8471 Fax: (03)5512-7162

要 旨

現在の過剰生産能力問題の背景には、1980年代後半バブル期の過剰投資と、日本企業が収益性よりも規模拡大を目指す過剰投資体質だったという二つの問題がある。

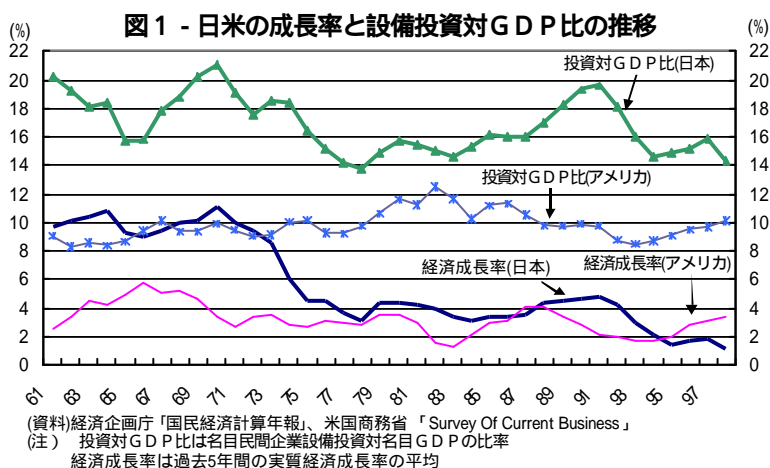
バブル期の過剰投資を解消するには大幅な調整が必要である。加えて国際競争の中で日本企業が収益を改善するには、設備投資の選別が重要だ。この両方の動きが重なって、企業の設備投資の大きな伸びは中期的に期待できない状況にある。

日本経済は、大量の投資で「明日の豊かさ」を目指す時期を既に過ぎて、消費を中心に現在の豊かさを考える時代に来ており、経済政策や産業政策の大きな転換が必要である。

1. 投資効率の悪い日本経済

日本経済は需要と供給能力の間に大きなギャップを抱えるという過剰生産能力問題に苦しんでいる。この需給ギャップは経済の不振で需要が不足しているということだけでなく、日本企業が1980年代後半のバブル期に過大な投資を行ったこと、収益性よりも規模拡大を目指す過剰投資体質だったという二つの問題から生まれた。

日本の経済成長率は1970年ころまでは米国に比べて明らかに高かった。しかし1970年代以降は日米の格差は縮小し、最近ではむしろ日本の成長率の方が低いという状態となっている。それにも関わらずGDPに占める設備投資の比率は一貫して日本の方が米国より高いという状態が続いている(図1)。最近では、同じ経済成長

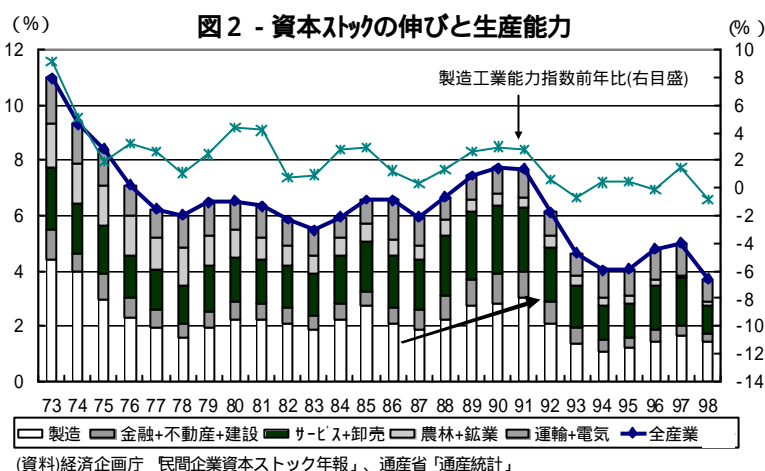


を実現するのに日本の方が明らかに多くの設備投資を必要としていることになる。設備投資が増えればGDPは増加するが、直接国民の生活の豊かさに繋がるものではない。工場などの設備を増やし生産を拡大させて、消費が増加して初めて生活は豊かになる。経済が拡大するのに多くの投資が必要な日本は、米国経済に比べて効率が悪いということを意味している。

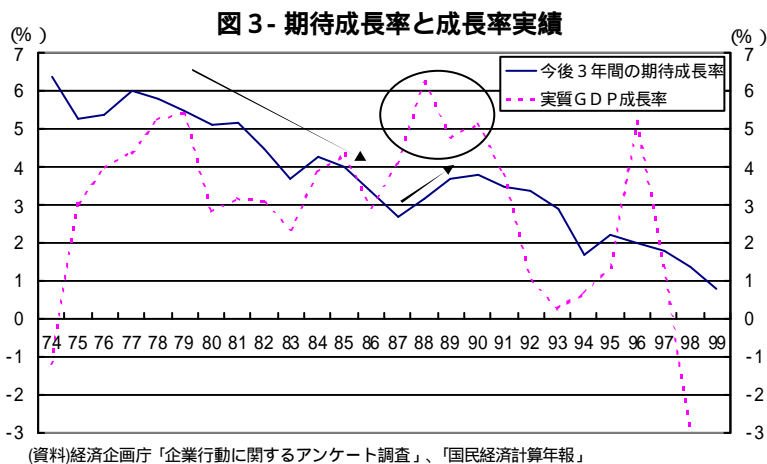
2 . 1980 年代後半の設備投資ブーム

日本の設備投資の名目 GDP 比は高度成長期には 20% を超えることもあったが、経済成長率の低下と共に低下傾向をたどり、1980 年代前半には 10% 台半ばまで低下した。その後バブル景気の中で経済成長率が高まると設備投資の比率は再び 20% 近くまで上昇した(図 1)。バブル期におこった問題は、地価の上昇による不動産投資の失敗やこれに関係した金融機関の不良債権問題であるという見方がある。しかしバブル期の失敗が日本経済の一部にとどまっていたのであれば、日本経済全体が現在のような深刻な状況には陥らなかったはずである。

民間企業の工場の設備や建物などの資本ストックの伸びを業種別に見ると、この時期に全体の伸びに大きく寄与しているのは製造業である(図 2)。1985 年秋にはプラザ合意による急速な円高が発生し、輸出企業は国内から海外生産へのシフトを迫られた。円高による価格競争力の低下から輸出は減少し、輸入が増加すると予想された。このため経済の中で製造業の比率は



低下し、サービス業など第三次産業のウエイトが高まると考えられていた。こうした中で製造業を中心として設備投資が活発化した理由として、更新投資の増加や省力化投資の増加が指摘された。しかし、この時期の資本ストックの伸びは 70 年代後半から 80 年代前半の景気拡大期を上回っただけでなく、キャッシュ・フローを大きく上回る投資が行われていたことから、更新投資の傾向的な増加では説明できない。また、この時期に行われたアンケート調査では設備投資の目的の中で省力化投資のウエイトが特に高まったとは考えられない。労働分配率や賃金の動きを見ても、省力化投資の動きがこの時期に突然加速する理由は見出せない。結局、製造業の生産能力の伸びが再び高まったことに見られるように、この時期の設備投資は需要の拡大を期待した能力増強投資であったと考えられる(図 2)。

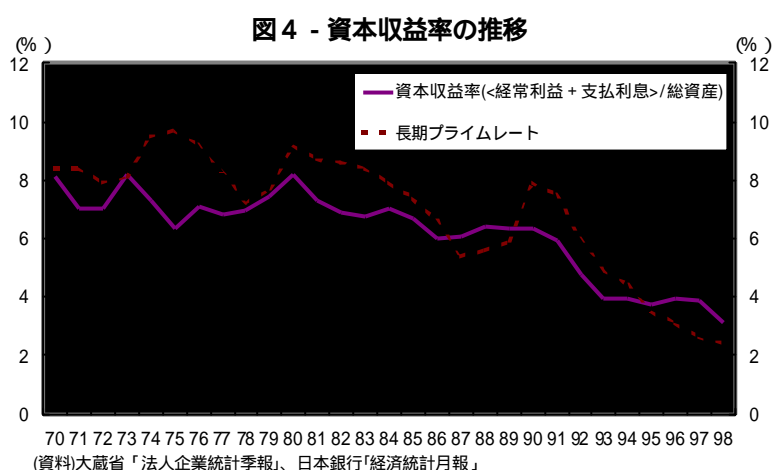


この時期高い経済成長率が続いたことが企業の期待成長率を高めて行き、過剰投資をもたらしたと考えられる(図 3)。この時期の経済政策、とりわけ金融政策について、インフレなど実体経済の問題はなかったが、資産価格の上昇に対処すべきだったとの主張がある。中長期的な日本経済の成長経路から考えて、設備投資の水準が高すぎるなど実

体経済は「過熱」しており、この面からも景気の抑制が必要だったといえよう。

3. 過剰設備の背景

日本企業は短期的な利益よりも規模の拡大に主眼をおいた行動をとってきたと指摘されてきた。日本の経済規模が急速に拡大する中では、短期的な利益を犠牲にしても規模を拡大して将来の利益を確保することが、長期的に見れば株主にとっても利益となった。しかし先進諸国へのキャッチアップの終了や高齢化による人口増加率の低下で経済の基調的な拡大速度が低下したため、1980年代にはこうした条件は失われていた。バブル景気による高成長の持続は企業の将来の売上げ予測を過大にし、企業が投資行動パターンを変えるのを遅らせる結果になったと考えられる。



日本の法人企業の資本収益率を試算してみると、ほとんどの期間で長期プライムレートを下回っている(図4)。これは借入金で設備投資を行うよりも、企業の資産を売却し金融資産で運用した方が高い収益を上げられた可能性があることを意味している。収益率にはさまざまな要因が関与しており、企業の投資行動だけが原因とは言えないが、日本企業が規模の拡大をねらって収益率が低いプロジェクトでも投資を行ってきたことを示唆している。個々の企業が設備投資を厳しく選別せずに低い資本収益率の投資を行ってきたことが、先に見たような日本経済全体の投資効率の悪さにつながってしまったと考えられる。

かつては投資自体の収益率が低くても、地価などの資産価格が上昇してきたので投資で得た資産のキャピタルゲインがあり、全体として企業のバランスシートは健全性を保つことができた。しかし右肩上がりの経済の終焉は、低収益の投資をキャピタルゲインで補えなくなる可能性が大きくなったことを意味する。バブル崩壊による不良債権問題は、キャピタルゲインを見込んで甘い収益予測で行われた投資が、期待した収益をあげることができなかったという問題でもある。今後高齢化が進み経済の拡大速度が低下傾向をたどれば、土地などのキャピタルゲインを期待することは更に難しくなると考えられる。企業は資本収益率の点から厳しく設備投資を選別することが必要になるだろう。

4. 過剰設備廃棄の意味

日本経済が現在抱える供給能力と実際の需要の差(需給ギャップ)は過去に例をみないレベルである。単純な推計によれば日本経済の需給ギャップはGDPの8%程度にものぼる。このギャップを埋める手段として、生産設備の廃棄が叫ばれるようになった。バブル崩壊後、需給ギャップの拡大に対して、公共事業の増加や所得減税による消費刺激などの「需要側」の対策が取られてきた。こうした政策を繰り返してきたにも関わらず、依然日本経済を本格的な景気回復軌道に乗せることもできず、財政赤字が拡大するなど将来に大きな問題を作り出しているとの認識から、「供給側」の

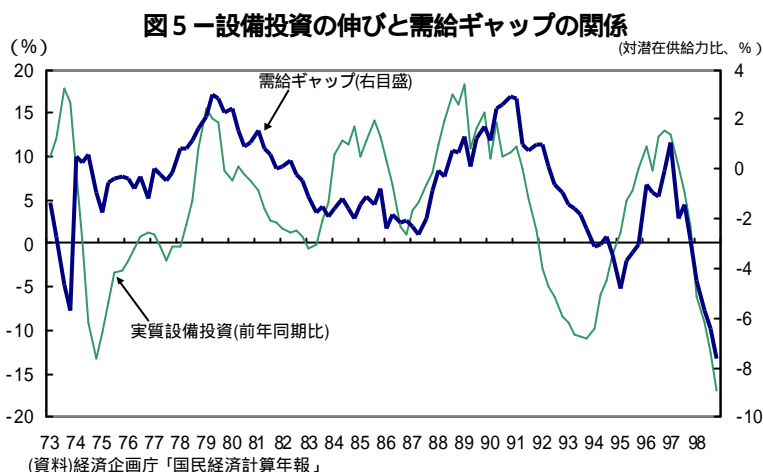
対策が必要という議論が強まった。

「供給側の経済政策」とは、通常は経済成長のネックとなっている供給力の伸びを高める政策を言う。この考え方からすると過剰設備の廃棄は、供給力を減少させて経済の成長力を低下させてしまうことになる。過剰設備廃棄という政策提言はこれとは異なって、右のような効果が主張されている。

設備廃棄の効果

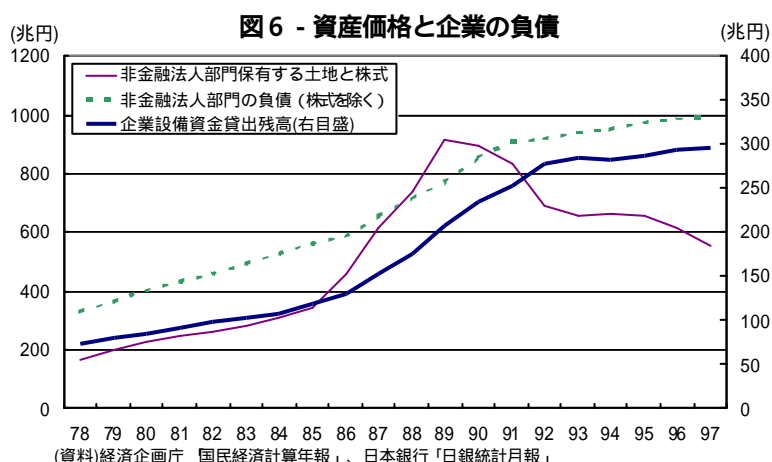
設備投資の増加
価格下落の防止
バランスシートの改善

過去の設備投資の動きは需給ギャップの動きと連動しているのは確かだ(図5)。しかし、これは需要の拡大で供給力が不足するとそれを補うために投資が刺激されると考えるべきだろう。設備の廃棄で設備投資が活発になったとしても、これによって資本ストックが伸び供給能力が再び増加するから、需要が増加していなければ再び需給ギャップが拡大してしまう。新規需要が見込まれる成長分野の投資が拡大すれば需給ギャップは拡大しないが、そもそも成長分野には過剰設備がないから投資拡大に過剰設備の廃棄は意味がない。生産カルテルのように設備の廃棄によって供給を絞って価格を維持することはある程度は可能だろう。しかし、こうした価格の吊り上げはその産業の収益改善にはつながるが、それを利用している企業にとってはコストの増加となり日本経済全体にとってプラス効果があるかどうか疑問である。最後のバランスシートの改善が設備廃棄の効果としては本質的であると考えられる。



5. 企業のバランスシート調整

1980年代後半に株価や地価が大幅に上昇する中で、非金融法人部門の負債や設備資金貸出し残高は明らかに伸びが高まった(図6)。資産価格の変動は、高値掴みで損をする人がいる一方で高値で売り抜けて得をする人がいて、経済に与える影響は小さいという見方があった。しかし資産価格の上昇が、企業のバランスシートに影響を与え、それが残っていることから資産価格の上昇と下落は経済に大きな爪痕を残すことになったと考えられる。

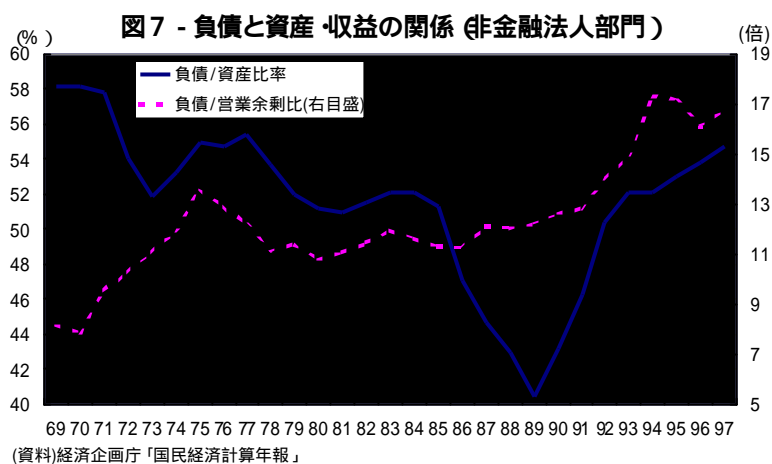


日本の企業部門(非金融法人)では1980年代後半のバブル期に資産価格の上昇やエクイティファイナンスなどによる自己資本の増強から、負債/資産比率が低下するなどバランスシートが大きく改善して、投資や借入拡大の余地が発生したと認識されたと考えられる(図7)。しかし、資産価格は下落し、負債/資産比率は急速に上昇し企業部門のバランスシートは大きく毀損した。

企業は1980年代後半の設備投資ブームで大幅な設備投資を行ったにも関わらず、期待した収益が上がらないという問題に直面した。営業利益に対して負債の負担が上昇しているが、この傾向はバブルが崩壊する前から始まっている(図7)。

過剰設備の廃棄による税制優遇や金融機関による債権放棄などは企業のバランスシート改善に寄与

する。しかし、設備投資の増加のためには投資の収益性が問題であり、バランスシートの改善だけで設備投資が成長率を押し上げるほど効果は大きくないと考えられる。



6. 設備投資の中期的な見通し

バブル期の過剰な投資は日本経済の資本効率を低下させた。今後日本経済が成長していく過程では、現在ある過剰生産能力が徐々に活用されることになる。このため、新たに設備投資を行わなくても既存の設備の活用で足りるものがあり、それだけ設備投資が少なくても済むことになる。

資本係数は日本経済全体で考えたときに、GDP 1 単位を作り出すために生産設備などの資本ストックがどれだけ必要かを表すものである。これが大きければ同じ GDP のレベルを達成するのにより多くの資本ストックを必要とするので、経済の効率が悪いことになる。労働者一人当たりの機械設備を充実させて生産に必要な人員を削減するという労働節約的な投資を企業がおこなってきたために、日本の資本係数には緩やかな上昇トレンドがあるとされている。資本係数はバブル期に設備投資が盛り上がった割には GDP が拡大しなかったため、過去のトレンドを大きく上回って上昇し、日本経済の資本効率がこの時期に大きく低下した(図8)。この傾向はバブル期の末期により顕著である。

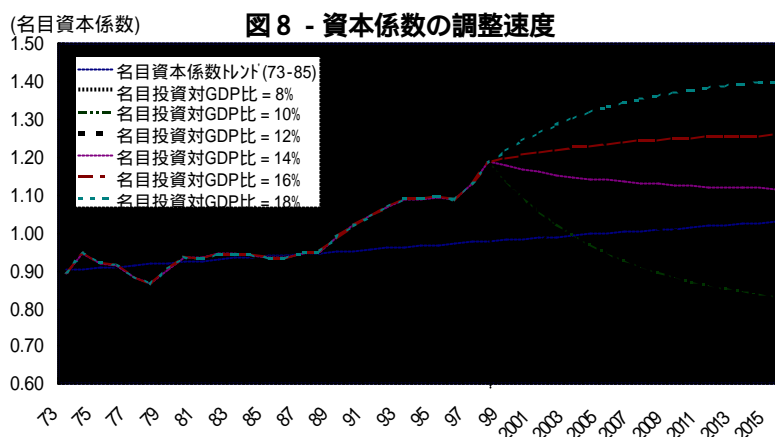
資本係数の上昇は景気後退による需要の減少によっても生じるので、現在の資本係数のトレンドからのかい離のすべてがバブル期の過剰な投資の結果とは言えない。しかし、仮に1980年代の後半4%程度の名目成長が中期的な成長のトレンドだったと仮定し、資本係数の上昇を最近の経済成長がトレンドから下方にかい離したことによる「需要要因」とバブル期の「過剰投資要因」に分けても、過剰投資による分は60兆円程度という巨額に上ると推計される。

バブル期の投資による過剰設備がなくなれば、日本経済の資本効率は元に戻るため資本係数は過去のトレンドに回帰するはずだ。資本効率の回復は、需要が拡大して過剰設備として遊休化している資本が有効に利用されるようになる、摩耗や技術進歩による陳腐化で資本ストックの経済的価値が減る、設備の廃棄によって資本ストックが減る、ということによって実現する。時間と

もに資本ストックが減少する速度が過去と同じと仮定して、今後の名目経済成長率を3%（1990～98年度の平均成長率は1.5%）と楽観的に仮定しても大きな調整が必要であることが分かる。たとえば設備投資のGDP中の割合が98年度の13.8%から更に10%に低下しても、バブル期の過剰投資のストック調整には4年もの期間が必要であることになり、中期的に設備投資が圧縮される必要があることがわかる（図8）。さらに日本経済全体での資本効率が長期的には改善されていく必要があることを考えると、資本係数は更に低下する必要がある、設備投資はより大きな調整が必要であることになる。

GDP中の設備投資の割合が抑制されるべきだということと、成長分野で設備投資の伸びるものがあることは矛盾しない。既存の産業での更新投資が行われないなどの形で設備投資が減り、日本全体では設備投資のGDP比率が抑制されることになるはずである。

図8 - 資本係数の調整速度



(資料)経済企画庁「国民経済計算年報」
(注)試算の仮定：1999年以降の名目成長率=3%、名目資本減耗率=10%

7. 過剰な貯蓄と投資効率

日本は経常収支の黒字が続いており、この反対側で資本が海外に流出している。1980年代も大幅な経常収支黒字が続く中で、国内の潤沢な貯蓄を海外での投資に使うのではなく国内での投資に利用すべきだという議論があった。これは、貯蓄投資バランスの観点からは、国内の投資が増えれば貯蓄投資バランスの貯蓄過剰が縮小して経常収支黒字が縮小するからだ。さらに国内の工場設備が増えれば仕事も増えて、失業の減少が期待できるということもあった。

しかし、日本の経済政策は過剰な貯蓄を投資によって吸収することを目指すのではなく、消費の拡大による経済成長を目指すべきである。21世紀の本格的な高齢社会で投資余力が低下するのを見込んで、今の社会資本を蓄積してもそれが将来役に立つものとは限らない。むしろ、効率の悪い資本ストックを大量に抱えると維持のためのコスト負担が重くなるだけに終わる恐れもあるのではない。企業の設備投資を刺激しても十分な収益の上がない投資が行われれば再び過剰設備や不良債権などの問題を引き起こすことになる。設備投資は景気変動に敏感であり、需要として景気回復の起爆剤として期待が持たれるのは当然だ。設備投資には需要と供給の二面がある。ある企業の設備投資は投資財を生産している企業の需要であり、景気回復の観点からはこの需要としての側面が強調される。しかし、投資を行った企業には供給力の増加をもたらす。この供給力の増加に見合う需要の増加がなければ投資は収益を生まず失敗に終わり、不良債権化してしまう。

経済の中で直接豊かさの増大に貢献するのは消費であり、投資はあくまで消費するものを作るための手段に過ぎない。日本は「手段」に過ぎない生産の拡大に力点を置きすぎた。日本は投資で「明日の豊かさ」を目指す時期を既に過ぎて、消費を中心に現在の豊かさを考える時代に来ており、経済政策や産業政策の考え方の大きな転換が必要である。そのためには社会保障制度の改革など、消費生活を支える基盤となる制度の安定化が重要であろう。