

ウォールストリートの自動車業界の見方

(株)ローランド・ベルガー・アンド・パートナーズ・ジャパン シニアコンサルタント 築地 克己

世界的に景気の陰りが色濃くなっている。証券市場は日本をはじめ、米国、欧州、アジア、どこも低迷している。米国では、昨年後半から業績が大きく落ち込んだダイムラー・クライスラーに続き、GM、フォードも工場閉鎖や人員削減などのリストラを発表した。世界的な景気低迷の中でウォールストリートは自動車業界をどのように見ているのか。最近発表された北米自動車市場に関するアナリストの分析を通じ、自動車メーカーの投資戦略を展望する。

1. はじめに

自動車産業は多少の好不調はあったものの、基本的には右肩上がりの成長をたどってきた。しかし、先進国の不況による買い換えの停滞や、通貨危機からの回復の遅れによる新興国経済の伸び悩みで、世界的に需要が低迷している。

最近では特に北米における自動車業界全体での過剰生産能力が注視されている。今年上半年の北米での自動車販売は、昨年上半期の実績を5%程度下回った。景気減退によって販売が伸び悩むと、生産設備に対する固定費用が重荷になる。

自動車メーカーの競争力を評価するのに、これまでは生産性が注目されてきた。高いマージンを生む効率的な生産体制で世界の先頭に立つ日本メーカーを市場は評価したし、海外メーカーもこぞって研究し、追いつこうとしてきた。しかし、自動車市場全体の低迷を受け、投資家は現在の収益性のみならず、将来の収益性に影響を与える資産効率へ視点をシフトしているようである。

本レポートでは、本年8月に行われたMorgan Stanley Dean Witterの自動車業界アナリストであるStephan J. Girsky氏の講演の内容などを参考に、北米市場の展望と自動車業界の今後の成功要因について考えてみたい。

2. ビッグ3を取り巻く最近の状況

世界最大の自動車市場である北米は、景気の低迷から落ち込みが顕著である。特に、北米市場をホームマーケットとする米国ビッグ3への景気後退のインパクトは日欧の自動車メーカーよりも大きい。ダイムラー・クライスラーは昨年後半から業績を悪化させ、昨年度第4四半期と今年の第1四半期は赤字となった。フォードはエクスポローラーのリコール問題の影響もあり、今年の第2四半期は赤字に転落し、7月のシェアは22.1%で前年同月比1.7ポイントの落ち込みである。そしてGMの今年1~7月のシ

ェアは初めて28%を割り込み、7月単月で26.6%にまで落ち込んでいる。

自動車業界アナリストGirsky氏のレポートも、ビッグ3が直面している逆風を以下のように挙げている。

(1) 軽トラック市場での過剰生産能力

1990年代に高成長、高マージンで北米の自動車市場を支えてきた軽トラック市場に陰りが見え始めている。1998年に前年比9.8%の伸びを示した軽トラックの販売は、2000年は1.9%と7.9ポイントも落ち込んだ。

その一方で軽トラックの生産能力増加が見込まれている。ダイムラー・クライスラーとフォードは2001年に軽トラックの生産能力を削減するものの、2001年から2003年にかけて、北米での軽トラックの生産能力は7社合計で3年間に百万台近い拡大が予定されている(図1)。

(2) マーケットシェアの低迷

ビッグ3のマーケットシェアは低迷の一途をたどっている。乗用車市場のみならず、90年代のビッグ3の収益

図1 北米における軽トラック生産能力拡大予定(千台)

	2001	2002	2003	合計
GM		250	40	290
フォード	-65			-65
ダイムラー・クライスラー	-305	190		-115
ホンダ	120	150		270
トヨタ	100	150	60	310
BMW	50			50
日産			250	250
合計				990

出典: Morgan Stanley Dean Witter

を支えてきた軽トラック市場でも最近ではシェアが低下し、自動車全体で1985年の76%から2000年には65.5%まで落ち込んだ。

ここで北米市場全体の総販売台数とメーカーごとのシェアとの相関関係を分析してみると、ビッグ3の販売台数のシェアとの相関係数はGMが+50.1、ダイムラー・クライスラーが+48.7、フォードが+19.4であるのに対し、トヨタは-48.7、本田は-31.0となっている。つまり、ビッグ3は市場の好調時にその恩恵にあずかる反面、不調時にはその影響をまともに受ける構造になっている。したがって、今後の景気低迷の影響も、日本メーカーよりビッグ3のほうが大きいと考えられる。

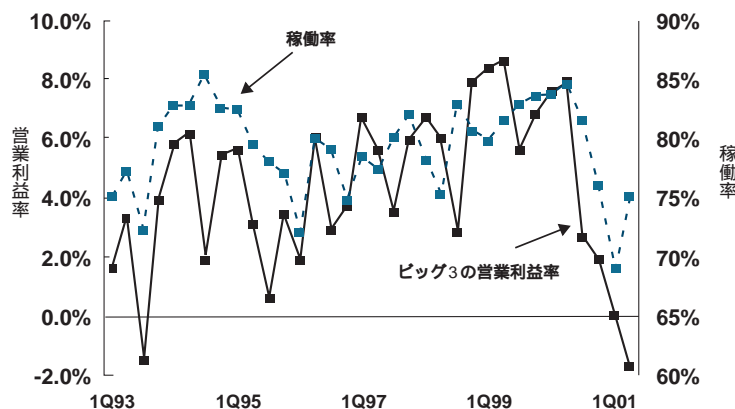
(3) 価格の低迷

北米市場における自動車価格自体の低迷も顕著になっている。90年代に入り、新車の販売台数は増加傾向にあるにもかかわらず、販売価格は下落傾向にある。特にビッグ3はその影響を大きく受けている。SUVやミニバン、中型乗用車の2年落ち車のリセールバリューの上位にトヨタ、ホンダ、日産、フォルクスワーゲンなどの日欧勢が並んでいるのに対し、ビッグ3の車種で平均価格を上回っているのは17車種中3車種にとどまっている。これはビッグ3のブランド力が低迷している証拠である。

このように、ビッグ3は景気低迷とブランド力低下による販売不振、そしてそれに伴う過剰生産設備という逆風に見舞われている。過剰設備にかかる固定費用が足かせとなり、販売台数の減少が収益低下に直結する。その上ビッグ3は日本車よりも景気動向の影響を大きく受けるため、景気低迷 販売台数減少 生産過剰 マージン低下という一連の影響のインパクトが大きい。

ビッグ3の不振の原因を如実に表しているのが過剰生産能力と収益性との関係である。Girsky氏の分析では、稼働率と営業利益率は非常に似通った動きをしており、こ

図2 稼働率 vs ビッグ3の営業利益率



出典：Morgan Stanley Dean Witter

こ1年強の稼働率の落ち込みが、急激な営業利益率の低下を招いている(図2)。

3. 収益性を決定する要因

それでは、収益性を決定する要因は何なのだろうか。少し歴史的にたどってみよう。

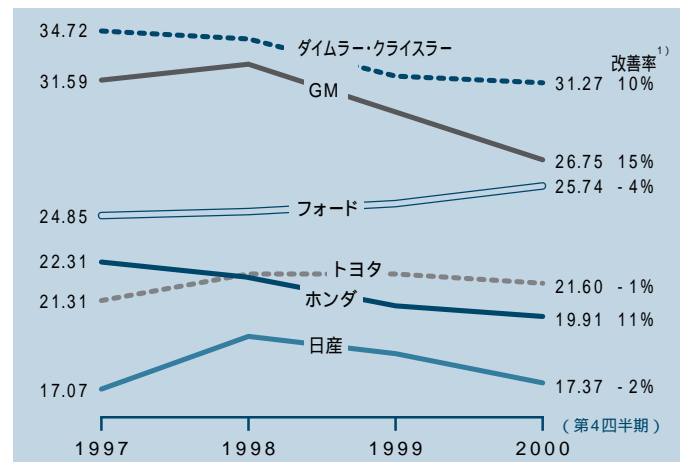
フォードが大量生産によって大衆車の生産を開始してから1960年代までは、自動車産業は典型的な資本集約的な産業であった。つまり単一製品を大量に作ることであり、安く販売することができた。

ところが1970年代に日本車が台頭する。日本メーカーの強みは多品種少量生産とそれを支える労働生産性にあり、1970年には百万台だった輸出台数が10年間で6百万台に増加した。また、1980年代半ばからの円高にも現地生産を進めることで対応し、一気に世界市場でのプレゼンスを高めた。つまり日本メーカーは顧客ニーズに対応した多くの種類の製品を供給すると同時に、効率的な生産方式による低コスト生産を実現して競争優位を確保した。当時、ハーバード大学や米国運輸省、自動車メーカーや調査会社などから労働生産性で競争力を測るレポートが発表され、いずれも1,500~2,000ドル程度、日本車の製造コストが安いと推定した。

生産性は、現在でも自動車メーカーの競争力を計るための最も重要な指標の一つである。生産関連の調査会社であるHarbour and Association社が1981年から毎年発行しているHarbour Reportは、北米ビッグ3と日本メーカーの生産性を、自動車1台あたりにかかる生産リードタイムで計っている。GMやダイムラー・クライスラーはここ数年間生産性の向上に取り組み、日本メーカーにはまだ劣るものの、かなりの改善が見られる(図3)。しかし日本メーカーの高い生産性は未だビッグ3にとってのベンチマークであり、これに対抗できるだけの効率的な生産体制を整えることが目標となっている。

一方90年代以降、世界的な市場の成長が鈍化すると、車種数拡大による売上増加とそれに伴うコストをバランスさせることが必要となり、もはや

図3 組立生産性 (時間/台)



1) 1997年から2000年にかけての改善率
出典：Harbour and Associates, Inc.

市場拡大が自動的に規模の経済をもたらすことは期待できなくなった。各メーカーは拡大した車種数を一旦削減する方向に動いたが、徐々に部品の共通化、異なる車種間でのプラットフォームの共有化により、車種数拡大とコスト削減の両立を図ることが主流となった。つまり労働生産性に加え、開発効率と調達コストが競争力の新たな軸として重視されるようになったのである。そしてプラットフォームあたりの販売台数がスケールメリットをあらわす指標としてしばしば言及されるようになり、多くの自動車メーカーが、少数のプラットフォームを共有しながら多数の魅力的な製品を生み出すための開発に取り組んだ。その代表例がフォルクスワーゲンである。フォルクスワーゲンはアウディ、スコダ、セアトを含めた4つのブランドでプラットフォームを共有するというグループ戦略を進めている。さらに、モジュール化もこの流れの進展の中に位置付けられる。

そして、現在、景気低迷下で求められる戦略は、生産性向上や開発効率向上、調達コスト削減に加え、過剰生産設備への柔軟な対応である。景気低迷は北米のみならず世界全体でのトレンドであり、自動車メーカーはグループ全体で資産集約的な生産体制からの脱却が求められる。そのためには、内製部門のスピンアウトや、プラットフォーム共有化、フレキシブルな生産などによる、柔軟な生産体制への転換により、固定資産をできるだけ圧縮していく努力が肝要である。

4. ウォールストリートから見た自動車メーカーの評価

それでは、投資家は現在どのような指標を見て自動車メーカーの戦略を評価しているのだろうか。

Girsky氏は、自動車メーカーがとるべき戦略として、資産再評価による過剰資産の削減が重要であると主張している。程度の差こそあれ、景気低迷は世界的な傾向である。世界全体で市場の不安材料が多い現状では、販売台数が伸びていないにもかかわらずグローバルベースで減価償却額以上の設備投資を行っていれば、それは設備への過剰投資ということになる(図4)。Girsky氏も過剰生産能力の削減に時間がかかることは認めているが、逆に言えば、柔軟な生産体制をいち早く構築して過剰な生産設備を手放すことができれば、競争上有利な立場となる。

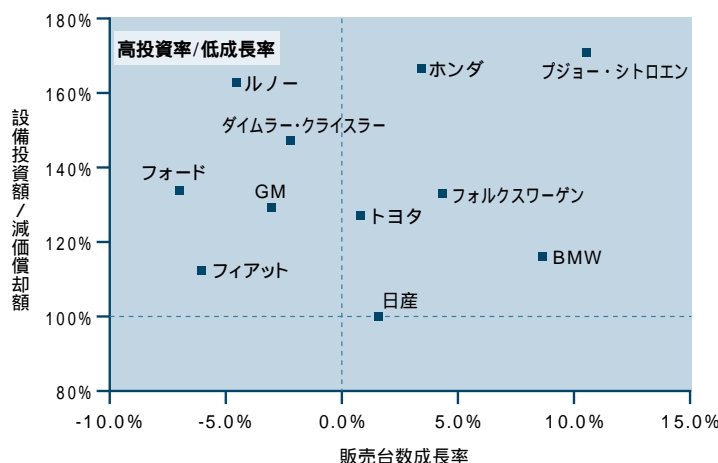
またGirsky氏は、従来の自動車メーカーの目標は高い営業利益率であったが、過剰生産能力が足かせとなっている現在は、資産回転率が高いことも営業利益率が高いことと同様に評価されると指摘している。つまり資産回転率が今後の収益性の先行指標であると考え

ているのである。Girsky氏は最終的に営業利益率と固定資産回転率で勝ち組の判定を行っている。比較対象メーカーの営業利益率と固定資産回転率の平均でそれぞれ線を引いてできる4象限のうち、高営業利益率かつ高固定資産回転率のグループに入っているのは、BMW、ホンダ、プジョー・シトロエン・グループの3社(グループ)(図5)であり、この3社が現時点での勝ち組だと結論づけているが、その中に400万台クラブのメーカーがいないのは皮肉である。ビッグ3はいずれも低営業利益率・低固定資産回転率のグループに入っている。また、トヨタ、日産は利益率が高く、これまで高い評価を得てきたが、固定資産回転率の改善が課題であると指摘されている。日産はハイバリュプランで村山工場などの売却を行うため、実質的にはもう少し右よりのポジションとなるが、それでもまだ固定資産回転率が低いグループにとどまる。新たな成長戦略を軌道に乗せられなければ、過剰な固定資産が将来の収益性の足かせになりかねない。

5. 低成長時代の投資戦略

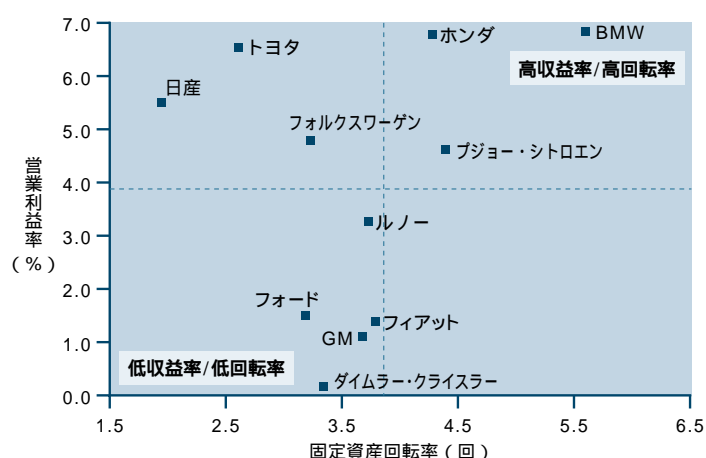
- 成長に期待した投資ではなく競争力を生み出す投資を -
景気後退の市場環境では市場の評価は固定資産により

図4 設備投資額 / 減価償却額 vs 販売台数成長率



出典 : Morgan Stanley Dean Witter

図5 営業利益率 vs 固定資産回転率



出典 : Morgan Stanley Dean Witter

厳しくなる。固定費用が高いほど損益分岐点が高く、売上減少時の収益に与えるネガティブなインパクトが大きくなるからである。景気が減退する中では、固定資産の回転率を向上させることが自動車メーカーの競争力につながると言ってよいだろう。固定資産回転率を向上させるのは、販売台数の増加か、固定資産の削減のどちらかであり、キャッシュフローの望ましい使い道は、売上拡大を目指した製品力強化や販売力強化、固定資産圧縮を可能にする生産技術開発や外部化の促進をもたす投資、ということになる。

Girsky氏に勝ち組として評価されたホンダは、研究開発費の売上高比率が比較対象メーカーのなかで最大である。キャッシュフローを、より魅力があり販売台数を稼げる製品を生み出すため、あるいは柔軟な生産体制を築くための研究開発に多く投入して固定資産回転率を上げ、将来の固定費用負担を軽減しているものと考えられる。

一方ビッグ3はいずれも低収益率、低固定資産回転率グループに入っているが、やはり最大の問題は魅力ある車を作れていないということだろう。GMやフォードは部品子会社スピアウトしたり、モジュール化を推進して自社の固定資産を削減したが、製品自体の魅力に欠けるため、マージンを低くしても過剰設備を解消するための販売台数が確保できていない。プラットフォーム共通化はコストを削減する一方で、製品の差別化に制約をもたらし、さらに商品力を低下させる恐れもある。

日産やトヨタは生産効率の高さから営業利益率は高いが、固定資産回転率が比較的低い。日本メーカーの場合、欧米と比べるとドラスティックな人員削減を伴う工場の閉鎖はまだ一般的とは言えないが、全世界的な景気低迷を見越したとき、余剰生産能力を抱えることは競争上大きなハンディを被ることになりかねない。収益力のあるうちに生産設備を見直し、思い切ったリストラを行うことも必要ではないだろうか。

成長に投資は必要だが、問われるのはその中身である。競争力を生み出す投資を行わず、逆に不確実な販売増を期待して生産能力を維持、拡張するばかりでは、ただリスクを積み上げていることになりかねない。投資の中身を正しく判断するには、市場動向に的確に対応することが必要である。事業環境の変化のスピードが加速する一方で、設備投資実行の意思決定、投資のタイミングにもタイムラグが生じやすい。設備投資には、従来以上に、判断の的確さに加え、より慎重かつ機敏な判断が求められている。

市場が成熟している自動車産業といえども、一定の投資は競争優位を確立する上で不可欠である。惰性での設備投資でなく、競争力に直結する冷徹な投資判断を市場も求めているのである。

6. おわりに

9月11日のテロ事件をきっかけに、米国を中心とした世界全体の政治・経済情勢における緊張感が一気に高まった。当面の金融市場や原油価格の動向などは予断を許さず、停滞している経済情勢の中でどのようなインパクトを持つのか未だ不透明だ。

ジャスト・イン・タイム方式の副作用として既に生産ストップなどの影響があったが、これからは自動車販売に対する影響も顕在化することが予想される。景気低迷に加えて消費マインドが冷え込み、販売台数の減少はほぼ確実である。今まで収益源であったSUVや高級車などの比較的燃費が悪い車の販売が原油価格高騰で失速し、収益の悪化を加速するだろう。日本メーカーも北米でSUVなどの生産・販売を本格化した矢先であり、また、愛国心の高まりから「バイ・アメリカン」運動がはじまる恐れもあり、過剰生産設備への対応は急を要する。

当事国である米国での影響が最も大きいと考えられるが、日本国内を含め世界的にも影響は及びそうだ。米国の景気低迷や金融緩和で、為替は円高傾向にある。日本メーカーにとって輸出には不利な条件であり、国内の余剰生産設備を輸出拡大で埋めることは期待できなくなった。

世界の政治・経済情勢の先行きが非常に不透明な中では、不測の事態に即座に対応できる柔軟な生産体制が大きな競争力となり、固定資産圧縮の必要性はさらに高まったといえる。ここしばらくの投資戦略や提携戦略を含めた経営の全体戦略の巧拙が、中長期的な競争優位性の維持に大きな影響を与えることは間違いない。

プロフィール



シニアコンサルタント
築地 克己 Katsumi Tsuiji
katsumi_tsuiji@jp.rolandberger.com

東京大学経済学部を卒業後、大手都市銀行、米国商業銀行などを経てローランド・ベルガーに入社。銀行では、コーポレートファイナンス、経営企画、広報などを担当。ローランド・ベルガーにおいては自動車部品メーカーのe-transformationや自動車メーカーの海外営業戦略プロジェクトのほか、提携・参入戦略、リストラクチャリングなどのプロジェクトやスタディーを手がけている。日本証券アナリスト協会検定会員。

お問い合わせ先

株式会社ローランド・ベルガー・アンド・パートナー・ジャパン
〒107-6022 東京都港区赤坂1-12-32 アーク森ビル22階
電話 03-3587-6660(代表)
ファックス 03-3587-6670
e-mail automotive@jp.rolandberger.com
URL http://www.rolandberger.co.jp

自動車産業チーム

遠藤 功	パートナー	渡邊 究	プロジェクトマネージャー
水留 浩一	アソシエイトパートナー	長島 聡	シニアコンサルタント
丹治 和男	アソシエイトパートナー	南 正真	シニアコンサルタント
宮崎 真澄	シニアマネージャー	築地 克己	シニアコンサルタント