

異次元緩和下の円安による 国内回帰への影響

<要旨>

生産の海外移転の進展などにより、円安による輸出数量押し上げなどのメリットが低下しているとの見方が強まっている。過去には円安開始後2年程度を経て海外設備投資比率が低下していた。異次元緩和始動後には特に大きく低下し、国内回帰の動きや輸出回復が窺われた。また当時は緩和長期化の観測の下、製造業の海外生産比率の上昇や直接投資の拡大に歯止めがかかり、輸出から現地生産・販売へ代替される動きも一服した。それに対して、140円を上回る現在の円安は、米景気悪化などから利下げ期待が高まれば、来年にも円高に転じる可能性がある。そのため、円安によるコスト面を理由とした国内回帰の動きは出にくいとみる。また、日本経済の期待成長率が低下し国内生産能力拡大に踏み切りにくいほか、人手不足の深刻化により雇用確保が困難であることも、国内回帰の制約要因となる。

1. はじめに

ドル円レートが1998年以来の140円台で推移する中、これまでの円安局面とは異なり円安によるデメリットが注目されている。日本政策投資銀行の調査(2022年6月集計)では、円安の影響について輸入コストが最も意識されるほか、輸出受取や海外資産の円建て収益の増加という価格効果が比較的多く挙げられる一方で、輸出数量の増加(Jカーブ効果)や国内回帰につながる海外投資の制約といった数量面でのメリットはさほど期待されていなかった(図表1)。数量面のメリット低下の背景としては、地産地消に基づき輸出から現地生産・販売へのシフト(輸出代替)がすでに進んだことや、日本企業は、為替変動を価格にそのまま転嫁せず現地価格を安定させる(Pricing-to-Market)傾向があることなどが指摘されている。一方、2013年異次元緩和始動後の円安局面では、輸出の回復や国内回帰の動きが確認されていた。本稿では、円安メリットの低下に関連する企業の海外事業展開について整理した上で、足元の急激な円安下での企業の対応について検討する。

図表1 円安の影響(3つ回答)

| | 輸出数量の増加 | 輸出受取額の増加(訪日客関連を含む) | 海外資産の円建て収益の増加 | 輸入数量の減少 | 輸入コストの上昇(海外渡航費を含む) | 海外投資の制約 | 特に影響はない |
|------|---------|--------------------|---------------|---------|--------------------|---------|---------|
| 全産業 | 9.9 | 20.3 | 17.0 | 11.3 | 63.0 | 8.0 | 21.4 |
| 製造業 | 13.9 | 34.4 | 22.1 | 7.7 | 79.8 | 8.6 | 8.1 |
| 素材 | 13.5 | 32.1 | 19.1 | 8.9 | 84.6 | 7.4 | 7.2 |
| 加工 | 17.6 | 42.8 | 29.2 | 4.8 | 76.5 | 9.3 | 7.3 |
| 非製造業 | 6.8 | 9.5 | 13.2 | 14.1 | 50.3 | 7.4 | 31.5 |

(資料)日本政策投資銀行「企業行動に関する意識調査(大企業)」(2022年6月集計)

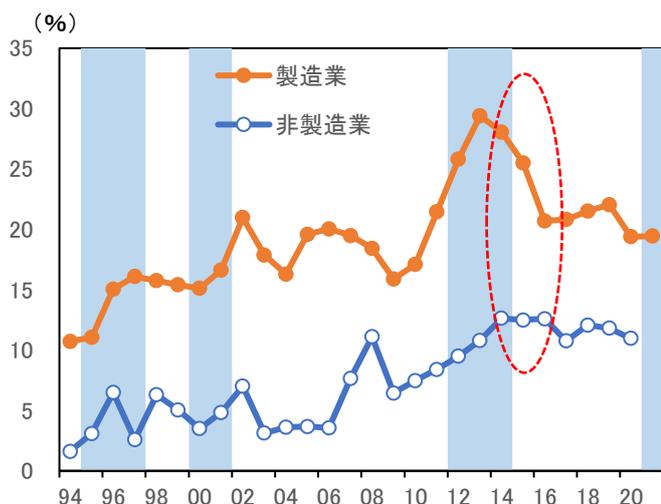
2. 過去の円安局面では国内回帰の動きが確認

過去の円安局面における、製造業の海外・国内計の設備投資額(土地、ソフトウェアを除く)に占める海外投資比率をみると、海外投資比率が円安開始から2年ほどを経て低下する傾向がある(図表2)。特に、2012年末から円安が急速に進行した後は、製造業の海外設備投資比率は2014～2016年にかけて10%ポイント近くの大規模な低下を示した。その間、海外投資額が減少し、国内投資額が増加していたことから、海外生産からの国内回帰の動きと捉えることが出来る。それ以前の80円を下回るほどの円高下で国内投資を抑制した結果、海外投資比率が急上昇した反動もあるとみられるものの、異次元緩和により、円安局面がすぐには反転しない安心感が生じたことが、国内回帰を後押ししたと考えられる。

2014～2016年半ば頃までは、中国の株価暴落やストック調整などにより世界的に減速感が強まった時期であったが、日本の輸出はその間も増加基調を維持し、2014年の消費増税後の景気落ち込みを緩和した。また、製造業ではリーマンショック後に減少傾向が続いていた雇用者数が下げ止まり、賃金上昇率は小幅ながらも全体平均を上回って上昇した。このような製造業の回復には、円安が数量面でプラスの影響をもたらした可能性がある。

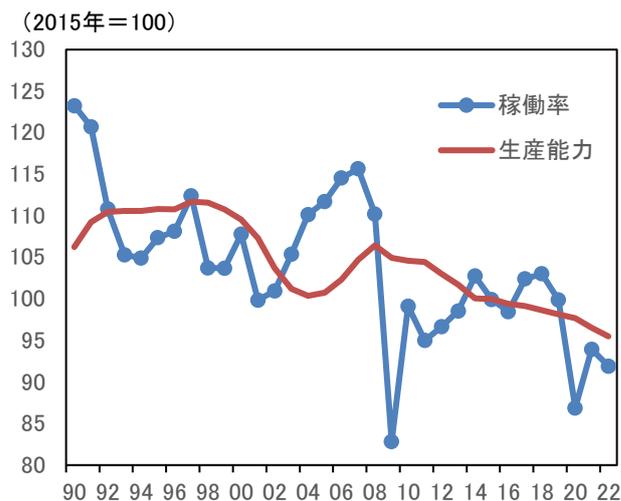
もともと、国内回帰という点からは、国内製造業への影響は限定的であった。日本政策投資銀行の調査(2016年6月)では、大企業製造業のうち、2015年度までの3年間で海外生産の国内移管を進めた、あるいは国内生産の海外移管を中止したなどの形で国内回帰を行った企業は12%にとどまっていた。実際、老朽設備等の除却を考慮した製造業全体の設備稼働率、生産能力は共に2014～2016年に低下していた(図表3)。製造業全体の稼働率や生産能力を引き上げるには至らなかったが¹、電気機械工業は稼働率・生産能力とも、電子部品・デバイス工業は稼働率が上昇するなど、一部では国内回帰の影響が確認されるという状況だった。

図表2 海外設備投資比率(ソフトウェアを除く、年度)



(注)シャドー部分は年ベースで前年比円安を示す。
(資料)財務省、経済産業省

図表3 国内稼働率・生産能力(製造業)



(注)2022年は1～7月平均値。
(資料)経済産業省

¹ 鉱工業出荷内訳の業種別輸出ウェイトを用いて稼働率、生産能力の製造業平均を算出しても、2014～2016年の低下傾向に変わりはなかった。

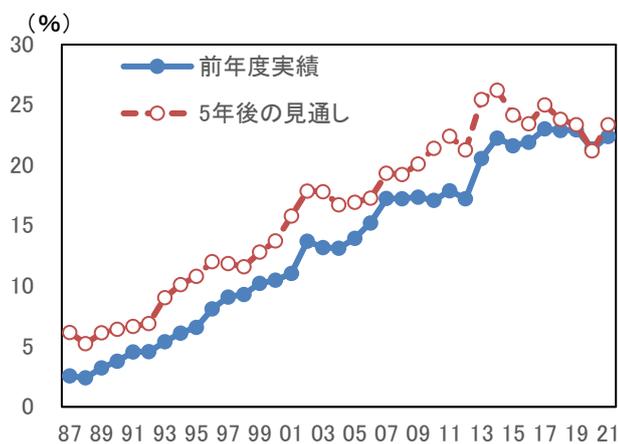
3. 異次元緩和による円安を機に、製造業の海外事業展開に変化

2017年以降に海外設備投資比率は再び上向いたが、2013年から2016年にかけて毎年追加緩和や補完措置が導入されるなど、大規模緩和の長期化により円安傾向が続くとの観測が強まっていたことから、製造業の海外事業展開に次の2点で変化がみられるようになった。

第一に、製造業が平均的にみて海外生産比率の拡大から現状維持に転換した。内閣府の企業行動アンケート調査によれば、製造業の海外生産比率は1987年度の設定以来概ね上昇傾向を辿っていたが、2014年度以降には頭打ち感が生じている(図表4)。先行き(5年後の見通し)の海外生産比率は前年度実績を常に上回っていたが、2018年以降に両者の差は1%ポイント以内～同水準となっている。

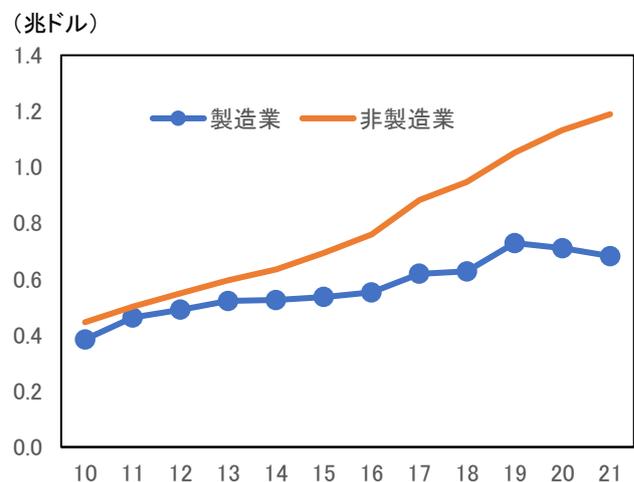
直接投資残高(ドルベース)では、2014年以降に製造業の伸びが非製造業に比べて鈍化傾向となり、2019年以降は減少に転じていることが確認できる(図表5)。なお、非製造業のうち金融・保険や卸・小売、通信などのけん引により、直接投資残高全体は拡大が続いている。

図表4 製造業の海外生産比率(年度)



(資料)内閣府「企業行動アンケート調査」

図表5 対外直接投資残高



(資料)日本銀行

第二に、対外直接投資の拡大に伴う輸出から現地生産・販売への切り替え(輸出代替)の動きも、2014年頃を境に一服した。海外生産比率は日本国内及び海外向けの供給(生産)を対象とするが、輸出代替は、海外向けの供給のみを捉えている²。

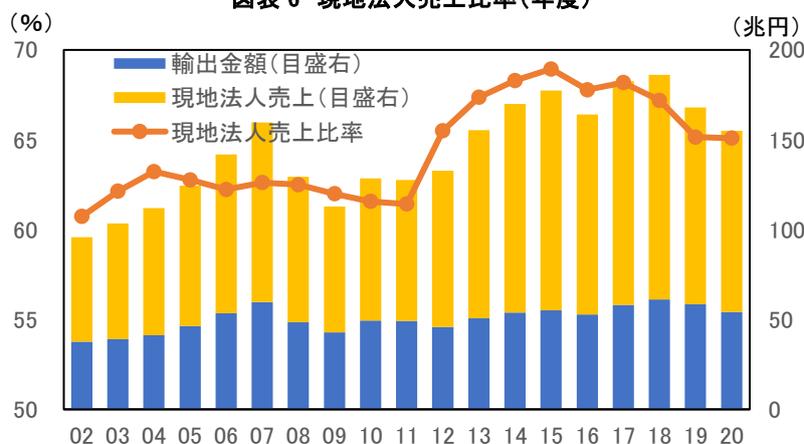
輸出代替を示す指標として、現地法人売上高比率を用いる。①海外現地法人売上高(製造業)と、②輸出金額の合計に占める①の割合であり、①と②の合計が日本企業の生産に基づく海外総供給となる。①の割合が高くなれば、国内生産による輸出から海外生産拠点による海外販売への移管が進んでいる、すなわち輸出代替が進んでいるとみなす。なお、①の海外現地法人売上のうち日本向け輸出(=逆輸入)は輸出代替に当たらず、②輸出金額に含まれる海外現地法人(製造業)向け輸出(=海外現地法人の仕入額)は中間投入に相当するため、それぞれ除外している。

² 経済産業省が2017年以降に算出する「グローバル出荷指数」は、日本国内向け及び海外向け合わせた出荷であり、本稿の①(全業種、日本向け含む)+②(現法仕入含む)に加え、国内生産による国内向け出荷が含まれる。①は海外現地法人四半期調査結果による。

製造業以外の海外現地法人売上も日本からの輸出品の販売割合が高いとみられ、ここでは含まない。

作成した現地法人売上比率は、2011年まで60%台前半で推移していたが、2012年以降の円高局面で上昇した後、2014年頃には上昇テンポが一服した(図表6)。2012年以降の上昇については、円高に加えて、東日本大震災を機に危機管理の観点から生産拠点の分散化が進められたことが、輸出代替を促進したとみられる。他方、2018～2019年の低下は主に現地法人売上の減少による。業種別には化学、窯業土石、鉄鋼などの素材業種で落ち込みが大きく、地域別にみると中国・香港が全体の減少の半分を占めていた。2018年以降の米中摩擦の激化や、中国で地方財政健全化のためインフラ関連を中心に実質固定資産投資が減少したこと、素材業種の在庫調整が進んでいたことなどが下押しに寄与したとみられる。

図表6 現地法人売上比率(年度)

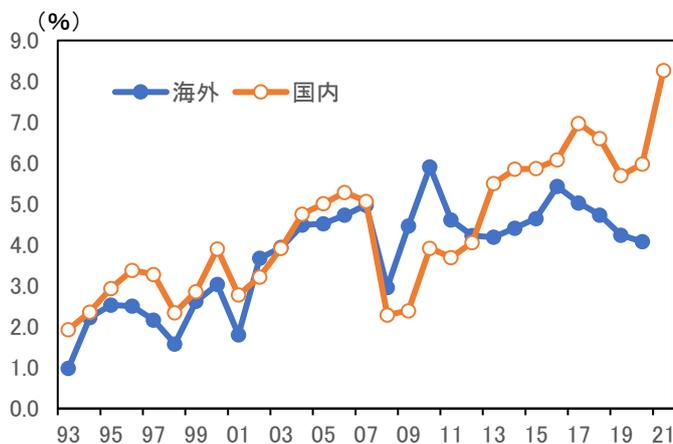


(注)現地法人売上(製造業)比率=現地法人売上高/(輸出金額+現地法人売上高)
輸出金額から製造業現法の仕入額、現法売上から日本への輸出を除く。
(資料)経済産業省、財務省

以上のように、米中摩擦の激化やコロナ禍の影響を除けば、円安傾向が定着する観測の下では、輸出による短期的な投資比率の変化にとどまらず、海外生産シフトの動きが修正されることが窺われた。

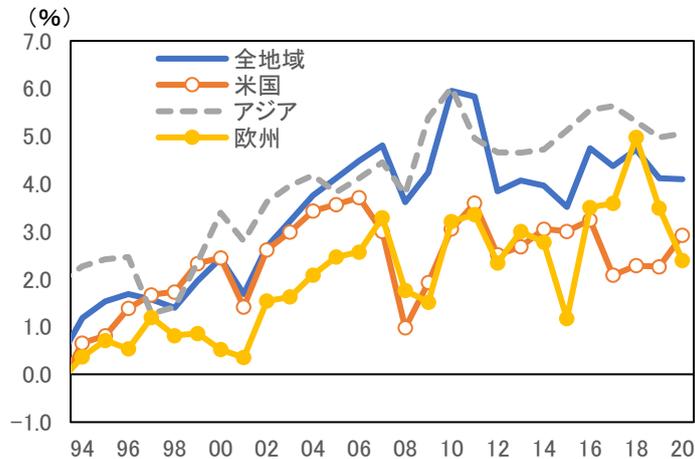
図表7 売上高経常利益率(年度)

<製造業 国内・海外比較>



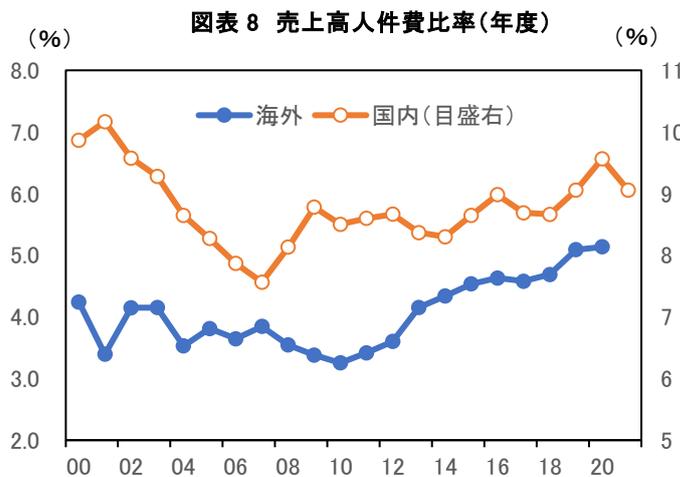
(資料)経済産業省、財務省

<全産業 地域別>



(資料)経済産業省

更に、この間の海外現地法人のコストや利益構造の変化も、製造業の国内回帰を促す材料になったと考えられる。製造業の現地法人の売上高経常利益率が横ばいないし低下傾向となり、2013年以降は国内企業の売上高経常利益率が海外を大きく上回るようになった(前頁図表7)。国内企業の経常利益押し上げに寄与したのは、2013年以降の円安による輸出売上増である。一方、現地法人は売上高人件費比率が2013年から緩やかに上昇していることが、利益率を抑制する一因となっている(図表8)。リーマンショック前までのように、現地法人に国内を小幅ながらも上回る利益率を期待出来、かつ市場自体の成長性が国内より高ければ、海外生産への移管によって大きな利益を得ることができた。しかしリーマンショック後の現地法人売上の伸び率はそれ以前に比べて約半分に縮小しており、かつ利益率も国内を下回るようになった。そのため、国内企業は海外生産を拡大するよりも、国内からの輸出の維持を選択しやすくなる。



(資料)経済産業省、財務省

4. 足元の急激な円安下の企業対応

足元では前回円安局面を上回る円安が進行しているが、前回 2012～2013年と現在を比べた時には、製造業の国内回帰を阻む要因が複数存在する。

第一に、最も重要な要因として、為替レートの不確実性が挙げられる。現下の 140 円を上回る円安については、この先米景気悪化やインフレ率低下が明らかとなって市場で利下げ期待が高まれば、円高要因になる。更に、2023 年前半には日銀の総裁と副総裁が交代する。日本国内では、ここ数カ月に間に円安に対するネガティブな見方が強まったこともあって、金融政策のスタンスが修正され、急激な円高に振れる可能性もある。このため、円安によるコスト面を理由とした国内回帰の動きは出にくい。

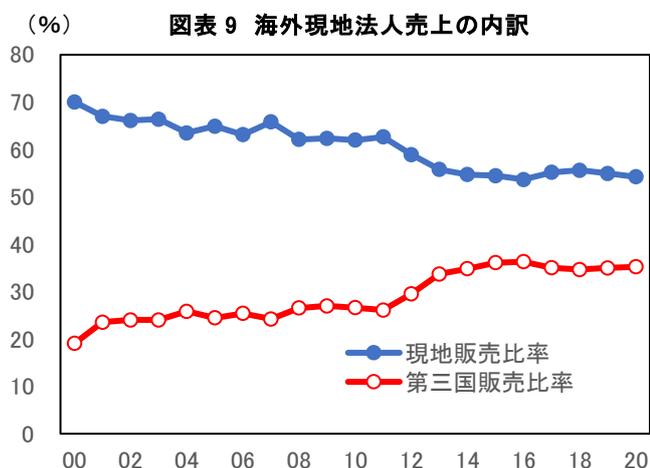
第二に、日本経済の期待成長率の低下がある。内閣府「企業行動に関するアンケート調査」によると、国内製造業の向こう5年の予想成長率は、2012～2013年の1%台半ばから、2015年度以降 2021 年まで1%前後に低下したままとなっている。国内市場の成長期待が明らかに弱まるなかで、国内生産能力の拡大には踏み切りにくい。

第三に、輸出を取り巻く不確実性が高まっている。米中間で緊張が高まり 2018～2019 年に大規模な制裁関税が設けられたほか、足元まで両国の安全保障面での対立が続いている。東日本大震災後には生産拠点の分散化が進み、海外拠点では第三国への販売比率が上昇するなど、

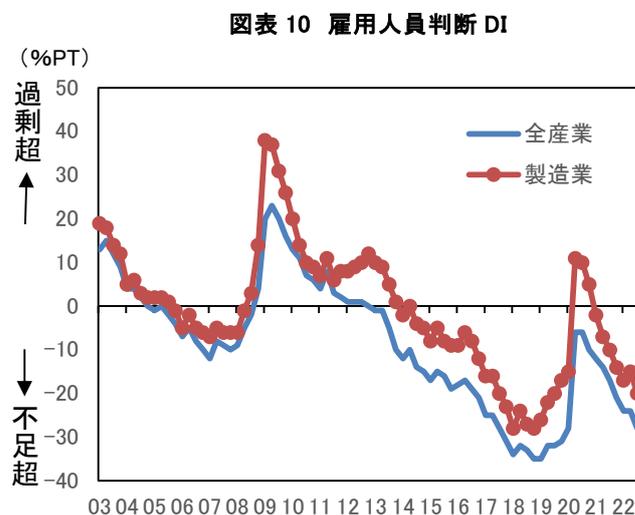
海外拠点は地産地消に加えて、周辺国への販売も担うようになっている(図表 9)。こうした経緯を踏まえると、今後国内で生産して輸出で稼ぐビジネスモデルを選択する企業が増えるとも考えにくい。

そして第四に、国内の人手不足感が大幅に強まったことが挙げられる。日銀短観の雇用人員判断 DI(規模計)は、2012～2013 年は概ね 0%ポイント前後だったところから、最近はあらゆる業種で深刻、かつ先行きも悪化が見込まれている(図表 10)。そのため、製造業に限らず他業種から雇用者を募ることも容易ではない。アベノミクス景気で雇用を拡大させてきた女性や高齢者の労働参加率も上昇余地が狭まっており、今後労働力人口の拡大は望みにくい。このような労働力確保の難しさも、製造業の国内回帰を抑制する要因になり得る。

以上から、今局面での製造業の国内回帰は、コロナ禍で大きく低下した稼働率を引き上げる形で一部進む可能性はあるとしても、2012～2013 年以降の製造業の海外事業展開の変化をさらに促進させるほどの動きには至らないとみる。



(資料)経済産業省



(注)直近は6月調査時点の見通し。
(資料)日本銀行

(調査部 チーフエコノミスト 大和 香織)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。