

2013年10月16日 全16頁

経済社会研究班レポート - No.16 -

「日本は投資過小、中国は投資過剰」の落とし穴

事業活動の国際化に伴う空洞化が進む中「いざなぎ越え」は困難か

経済調査部 エコノミスト
小林 俊介

[要約]

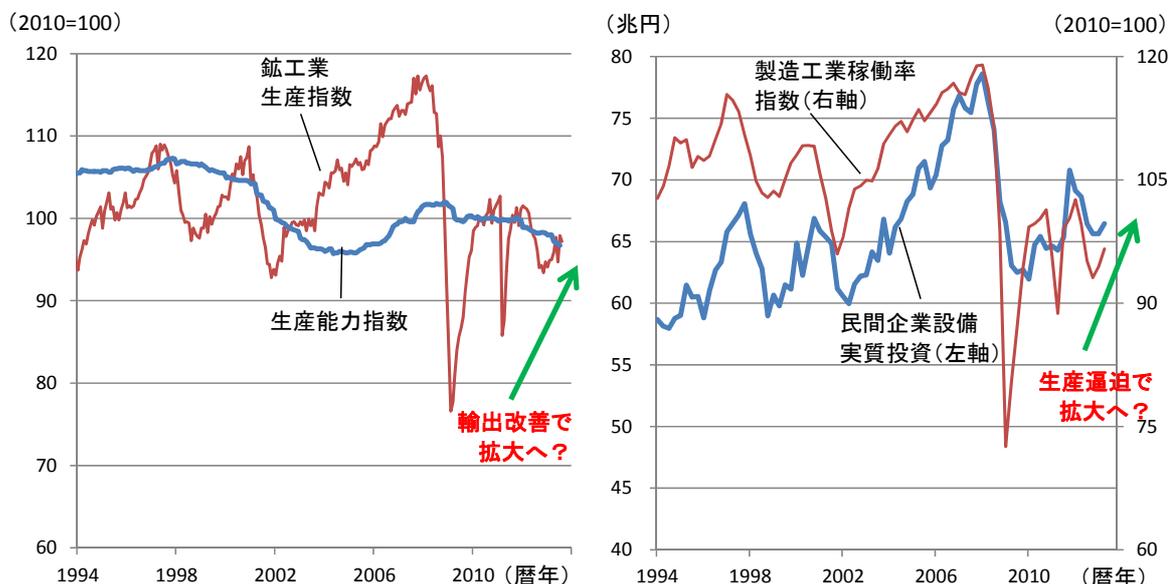
- 円安の進行と海外経済の回復を背景とした輸出・生産の高まりと生産能力の逼迫から、日本国内の設備投資の拡大やそれに伴う国内雇用・家計所得の改善が期待されている。同様の現象は戦後最長の景気拡大を記録した「いざなぎ景気(02年2月から09年3月)」の期間にも確認された。
- しかし「いざなぎ景気」のアナロジーから、同様の成長シナリオを描くことは難しい。日本企業が事業活動の国際化を進展させている結果、外部要因の改善に合わせて国内の設備投資や雇を増加させる比率は低下している。日本企業の新規設備投資に対する海外直接投資の割合が、現地の産業蓄積等を背景として上昇トレンドを描き続けるとすれば、国内生産・設備投資・雇用の取り分はさらに低下する。
- 資本ストック循環図を用いてアジア地域の設備投資の動向を確認すると、日本とNIEsは投資過小、中国とASEANは投資過剰との示唆が得られる。しかしこの背景に「生産コストの低い国への垂直的分業を志向した直接投資が進んだ結果、産業蓄積が進み、現地生産の比較優位が高まり、水平的分業を志向した直接投資も進展している」という現状があることを鑑みれば、巷間で言われているような「今後日本は投資回復局面、中国は調整局面」との結論を単純に導くことはできない。
- 海外生産シフトに伴う悪影響を軽減する上で、根本的な問題は労働の再分配の円滑化にある。この点に鑑みると、労働集約的部門の外部化が進む中、海外生産の管理や経営企画、研究開発などの本社機能を担う人材の育成と、これらの部門における雇用吸収力の改善が本質的な課題となろう。

1. 「日本国内の生産能力増強投資は拡大に向かう」のか

2012年12月の政権交代や13年4月の日銀による異次元の量的・質的金融緩和を受けた円安の進行により日本の輸出環境は改善し、日本国内における生産活動は持ち直してきている。さらに図表1（左図）で示すように、日本企業の生産能力はリーマン・ショック以降の能力増強投資の抑制を受けて低下してきており、逼迫感が増している。加えて円安による輸出・国内生産増進効果は一定のタイムラグを持って発現することや、米国をはじめ海外先進国の景気が緩やかながら安定した成長に向かうとの見通しから、今後さらなる輸出・国内生産の増加と生産能力の逼迫はいっそう進んでいくと見られている。

このように国内生産能力の不足感が増していくと予想される中、これまで更新投資程度に抑制されてきた日本国内における設備投資が拡大に向かうとの見方が増えてきている。実際、同様に円安と海外景気の改善が進む中で生産能力不足が台頭した02年から08年前半にかけては、図表1（右図）で示すように設備投資が順調に拡大し、戦後最長の拡大となった「いざなぎ景気（02年2月から09年3月、正式な呼称は第14循環）」を支えた。輸出増進に伴う国内生産と設備投資の増加は国内雇用および家計所得にもプラスの波及効果をもたらすことから、今般の円安効果が内需の好循環を通じ裾野の広い経済活動の拡大へとつながっていくことが期待されている。

図表1 日本の鉱工業生産と生産能力（左）、稼働率指数と民間企業設備投資（右）



出所：経済産業省、内閣府統計より大和総研作成

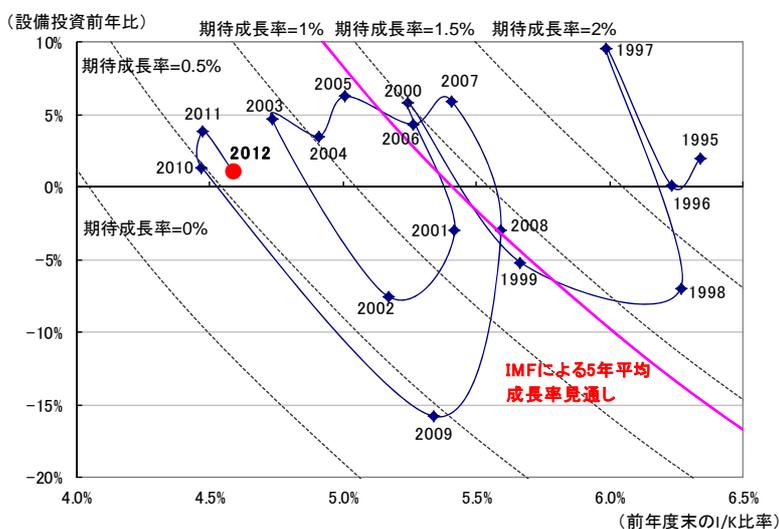
注：鉱工業生産指数、製造工業稼働率指数、民間企業設備実質投資は季節調整値。

資本ストック循環図を用いて確認できる設備投資の循環的的局面からも、こうした期待が支持されている。図表2で示しているように、日本の資本ストック循環は、リーマン・ショック後の設備投資の抑制を経て、期待成長率約0.6%程度水準まで調整されている。13年10月時点のIMFによる経済見通しによると今後5年間で見込まれている平均成長率は約1.3%となっており、この数値を前提とすれば今後循環的に設備投資が拡大局面に向かうことが期待できそうだ。

先述の「いざなぎ景気」当時のアナロジーからも、こうした期待は支持される。バブル崩壊後の長期景気後退や90年代後半のアジア通貨危機や金融危機、アメリカにおけるITブームの崩壊などを通じて日本の資本ストック循環は長い調整局面にあったが、円安と海外景気の改善を背景として設備投資は03年からリーマン・ショック前の07年まで年率約5%の増加を続けた。

当時の設備投資の拡大の背景としては実体経済の改善や資本ストックの調整に伴う生産能力の逼迫のみならず、バブル崩壊後に残った不良債権の処理が進み、企業や金融機関のバランスシートの調整が進んだことがしばしば挙げられる。この点においても今般の日本経済は需要に見合った設備投資を発現させやすい経済状況に置かれていると判断することが可能である。これらの状況を踏まえると、フロー面から見てもストック面から見ても、今後の日本経済は生産拡大と設備投資の拡充という内需拡大の好循環局面入りが見込まれる状況にあると判断できるだろう。

図表2 日本の資本ストック循環（全産業）



出所：内閣府統計、IMF（2013）より大和総研作成

注：資本ストック循環図の見方は補論1参照

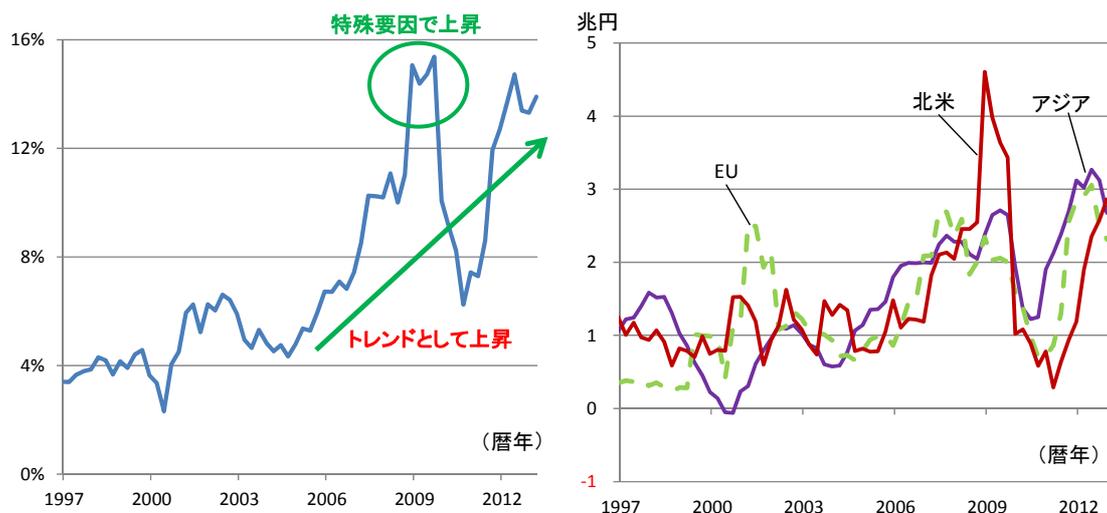
2. サプライチェーンの国際化

しかし「いざなぎ景気」のアナロジー¹から、同様の成長シナリオを描くことは些か飛躍に過ぎる。海外需要の増加を根拠として設備投資を増強するというシナリオが実現したとして、そのうちどれだけが日本国内で行われるのか、あるいは海外現地法人等を中心として日本国外で行われるのかという点には議論の余地がある。

図表3（左図）は対外直接投資が日本企業の投資総額（対外直接投資額＋国内民間企業設備投資）に占める比率を示したものである。08年の邦銀による米国金融機関への巨額出資や、リーマン・ショック後の落ち込みなど特殊要因に伴う変動はあるが、全体的なトレンドとしては2000年代後半以降に大きく比率が上昇に向かっていることが確認できる。もちろん、足元までこの比率が上昇してきたことの一つの要因としては、急激な円高によりコスト面における海外生産の優位性が強まったことが挙げられよう。同様の現象は2000年代初期にも確認されており、この点を踏まえれば、円高の解消された現在、為替要因でこの比率が上昇するとは判断できない。

しかし為替要因による短期的な変動よりもむしろ注目には値するのは、対外直接投資の日本企業の新規設備投資に対する比率そのものの水準が上昇している点であろう。2000年代前半の円高局面にはせいぜい約7%にすぎなかったこの比率は、足元では約14%にまで高まっている。実額を見ても、国内の民間企業設備投資は02年の64.5兆円から12年の62.7兆円へと1.8兆円減少しているのに対し、対外直接投資額は同期間に4.0兆円から9.8兆円へと5.8兆円増加している。このレベルシフトの背景には、何らかのレジームチェンジが潜んでいると考えるべきだろう。

図表3 対外直接投資比率（左図）と対外直接投資の地域別内訳（右図）



出所：財務省、日本銀行、内閣府統計より大和総研作成。4 四半期移動平均値。

注：対外直接投資比率＝対外直接投資額／（対外直接投資額＋国内民間企業設備投資）

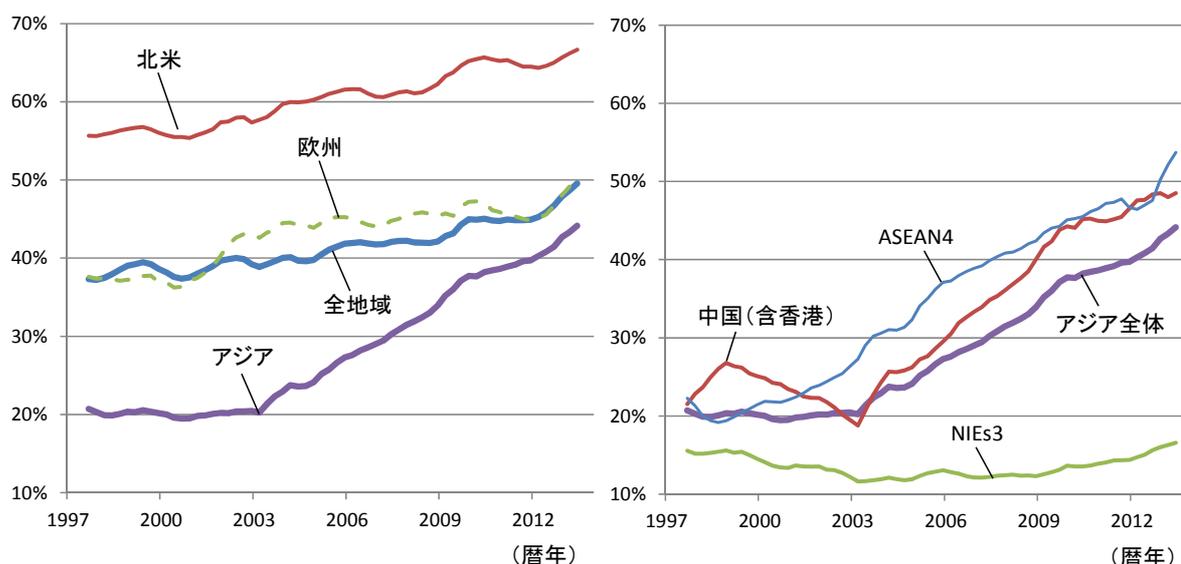
¹ いざなぎ景気当時と異なり、今回の日本経済の拡大は外需ではなく内需（民間消費）を端緒としているが、この波及効果について本稿では議論しない。本稿の論点は円安→輸出・生産拡大→国内設備投資増加の経路の妥当性に限定する。

日本企業の新規設備投資に対する海外直接比率の高まりの背景の一つには、相対的な海外需要の高まりが挙げられよう。90年代以降、日本経済の成長率が低位にとどまる中、アジア新興国を中心として諸外国は比較的高い成長を遂げており、こうした海外の需要を取り込む目的で海外直接投資が拡大している点は無視できない。しかし海外需要の相対的な高まりに対して、必ずしも海外生産のみでこれに対応する必要はなく、国内生産と輸出を増やして対応することも可能である。従って海外需要の取り込みだけが目的であれば、海外現地法人の売上高と輸出の比率には大きなレベルシフトは生じないはずだ。

この論点を検証するために、製造業部門における海外現地法人の売上が、現地向け総売上（現地売上と日本からの輸出の合計）に占める割合の推移を見たものが図表4（左図）である。この図が示すように、海外現地法人の売上は輸出を上回る速度で拡大しており、海外における事業活動の拡大を海外需要の相対的な高まりのみで説明することはできない。北米におけるITブームや不動産バブルとその崩壊、欧州におけるユーロ導入・拡大と債務危機などの要因により一時的に海外現地法人売上比率が増減する局面は見られるものの、総じて同比率は上昇トレンドを維持しており、外部要因よりも日本企業の国際オペレーションの深化を通じて生産・販売の現地化が進んできたことが示唆されている。

北米における日本の製造企業の事業活動を経済産業省「海外現地法人四半期調査」で確認すると、現地法人売上高の約半分を（一般的に貿易コストの高い）輸送機械が占めており、この輸送機械売上のほぼ全てが進出先の国内で計上されている。これは典型的な「水平的分業（需要に近接する地点で現地生産を行うこと）」に分類される。

図表4 海外現地法人売上比率



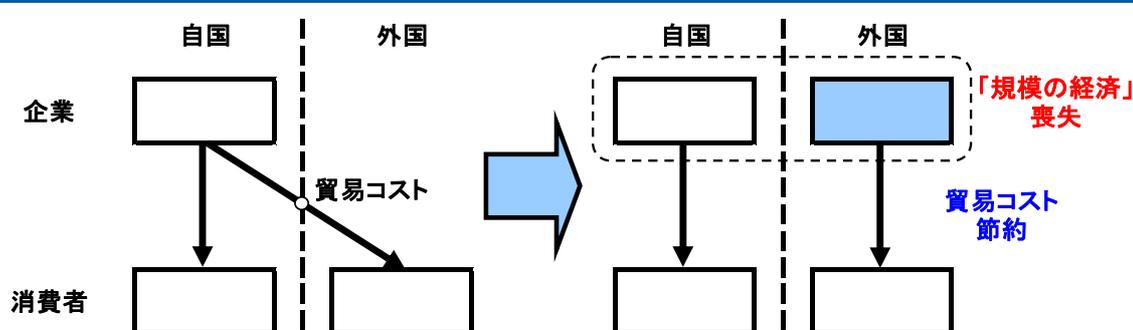
出所：財務省、経済産業省統計より大和総研作成。

注1：海外売上比率＝現地法人売上（うち自国内向け）／（輸出＋現地法人売上（うち自国内向け））

注2：NIEsは韓国、シンガポール、台湾。ASEANはインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ。

図表5に示すように、水平的分業のメリットとしては貿易コスト（輸送コスト、関税や非関税障壁など）の節約が挙げられる。他方、デメリットとしては、生産活動の分散に伴う規模の経済の喪失（工場建設の固定費用など新たなコストの発生）が挙げられる。これらのメリットとデメリットを踏まえた上で、先述したようなトレンドとしての海外現地法人売上比率の上昇要因を考えてみよう。まず貿易コストについて考えると、過去20年程度の期間において、北米向けの関税が大きく引き上げられたり、輸出の総量規制が設けられるなどの要因により貿易コストが上昇したとは考えにくい。従って貿易コストの上昇により現地化が進んだとは考えにくいだろう。他方、規模の経済について考えると、現地生産の進展や部品等のサプライヤーの現地進出に伴う産業の蓄積が、規模の経済喪失というコストを低下させている可能性が指摘される。この観点に立てば、輸送機械など貿易コストの高い産業を中心として水平的分業が今後も進み、輸出を代替する形で現地生産の比率が高まっていく可能性が指摘されよう。

図表5 水平的分業のメリットとデメリット



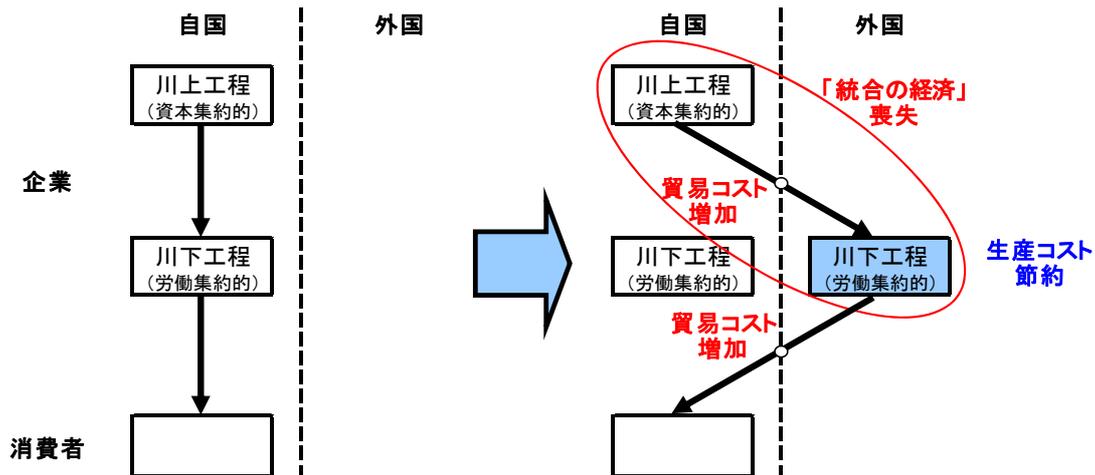
出所：桜・岩崎（2012）「海外生産シフトを巡る論点と事実」
http://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2012/data/ron120127a.pdf

他方、アジアにおける日本企業の事業活動を経済産業省「海外現地法人四半期調査」で確認すると、進出先における売上の約半分が現地向けだが、4分の1程度は日本への逆輸入で占められている。現地法人売上高の半分以上を（一般的に貿易コストの低い）電気機械が占めており、その3分の1程度が日本に逆輸入されている。このようにアジアにおける日本企業の事業活動は、先進諸外国における事業活動と比較すると、「垂直的分業（生産コストの差異を利用して工程間分業を行うこと）」の性格が強い。

図表6に示すように、垂直的分業のメリットとしては生産コスト（労働コスト、法人税、間接税など）の節約が挙げられる。他方、デメリットとしては、生産工程を分割した結果として発生する貿易コストの発生や、生産工程間の統合の経済の喪失などが挙げられる。これらのメリットとデメリットを踏まえた上で、図表3（右図）で示したようなアジア地域における対外直接投資増加の要因を考えてみよう。まず貿易コストについて考えると、01年に中国がWTOに加盟したことを受け、関税等の貿易コストが低下したことが挙げられよう。次に生産コストについて考えると、労働コストの差異は圧倒的である。図表7に示すように、日本に比べ中国やASEANの労働コストは極めて低い。国際協力銀行が毎年行っている「わが国製造業企業の海外事業展開に関する調査報告」によれば、アジア地域の各国を投資先として有望視する理由として

「安価な労働力」が、（近年は労働コストの上昇を背景として低下傾向にあるものの、水準として）つねに大部分の企業により挙げられている。また、法人税など各種税率も日本に比べれば圧倒的に低い。もちろんこれは水準としての差異であり、海外事業拡大のトレンドを直接的に説明する要因ではないが、中国の WTO 加盟を一つの契機としてアジア地域における垂直的分業が進む中でこうした生産コストの差異が再認識され、コスト管理面における合理化が国際的に進められてきたと解釈することが可能であろう。

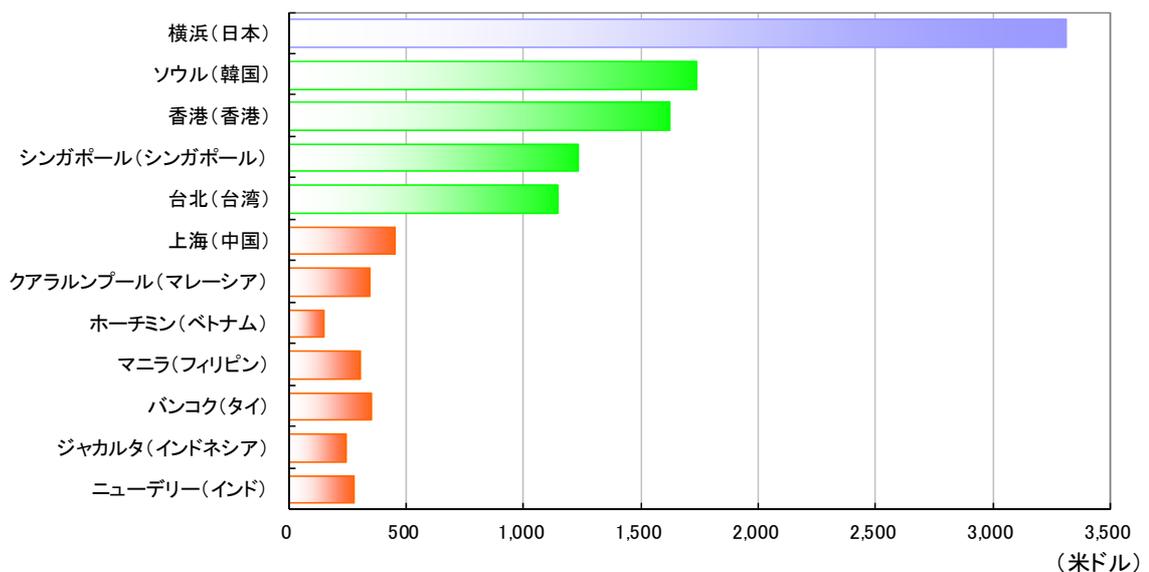
図表 6 垂直的分業のメリットとデメリット



出所：桜・岩崎（2012）「海外生産シフトを巡る論点と事実」

http://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2012/data/ron120127a.pdf

図表 7 アジアの労働コスト比較



出所：日本貿易機構より大和総研作成

注：製造業ワーカー、月額。

しかしアジア地域における日本企業による直接投資の増加要因は、この垂直的分業の進展に伴う生産代替だけにとどまらない。図表4（左図）で確認したように海外現地法人の売上比率は各地域で上昇に向かっているが、中でもとりわけ急激な上昇を示しているのがアジア地域における現地売上比率である。これはすなわち、現地需要に対しても、輸出ではなく現地生産で対応する流れが強まっていることを示しており、換言すれば、垂直的分業だけでなく、水平的分業も急速に進展していることを示している。

この水平的分業の進展の背景としては、アジアにおける直接投資・生産が急速に進む中で産業蓄積が進んだ結果、貿易コストが低下する中であっても、現地需要に対して輸出で対応するよりも現地生産で対応する方がコスト面で合理的になってきている可能性が指摘される。また、最終財の加工組み立てなど労働集約的な川下工程のみならず、中間財など比較的川上の工程においても現地生産の競争力が高まっている可能性も指摘される。貿易特化指数からこの論点を分析した内閣府（2010、p376-377）は、最終財のみならず、かつては圧倒的に強かった中間財においても日本の比較優位が失われ、中国やASEANなどの国の競争力が高まっている点を指摘している。この点を踏まえつつ、アジア地域における海外現地法人の売上比率をさらに分解した図表4（右図）を見てみよう。中国やASEAN諸国で現地法人売上比率が急速に上昇している一方、NIEs諸国においては現地法人売上比率が低位にとどまっており、生産コストの低い国への垂直的分業を志向した直接投資が進んだ結果、産業蓄積が進み、現地生産の比較優位が高まり、水平的分業を志向した直接投資も進展していることが示唆されている。

以上本節をまとめると、日本企業の先進国向け直接投資は水平的分業の進展を背景として、アジア向け直接投資は垂直的分業と水平的分業の双方の進展を背景として、国内設備投資を上回る増加トレンドを示してきた。結果として国内設備投資比率と輸出比率は低下しており、「いざなぎ景気」当時に比べ、海外経済の拡大と円安が国内生産と国内設備投資を引き上げる効果は大きくないだろう。

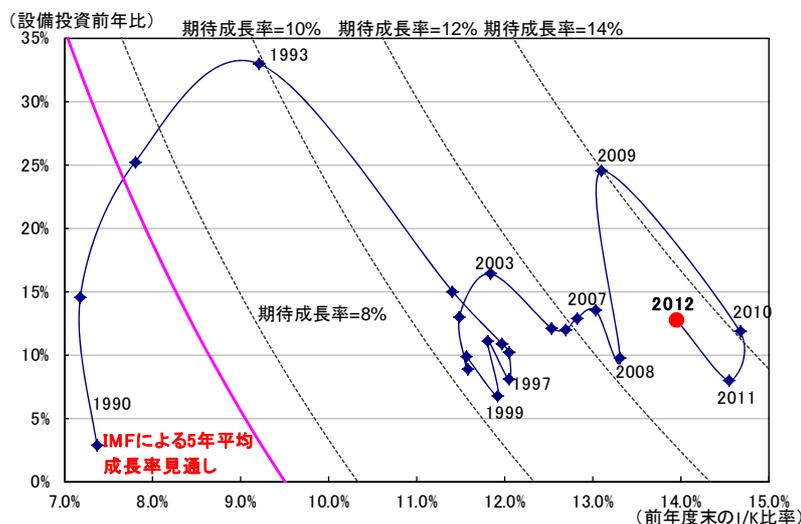
3. アジア各地域の資本ストック循環

前節での議論を踏まえたうえでアジア各国・地域の資本ストック循環を確認していく。

図表8は中国の資本ストック循環（大和総研試算）を見たものである。中国では92年に改革開放が加速し、期待成長率の高まりとともに固定資本形成が積み上がり、アジア通貨危機やロシア危機、日本の金融危機や米国のITブーム崩壊を契機として90年代後半から00年代初頭にかけて調整局面入りしたものの、その後は非不胎化為替介入に伴う中国の金融緩和、および世界経済の拡大に伴い07年に至るまで旺盛な資本形成が続いた。リーマン・ショックの影響を受けて08年には一時的に調整に転じたが、4兆元の大規模な財政出動や緩和的な金融政策の結果、09年には再び大幅な固定資本形成の増加に転じ、その後ゆるやかに調整に向かったものの、12年時点では資本ストック循環で確認する限り期待成長率13%を超える水準まで資本形成が行われている。これは足元の中国の成長率や各種予測機関による今後の成長率見通し（例えばIMF見通しによる5年平均成長率）を大きく上回る水準にあり、また、マイクロベースでも不動産投資ブームの結果として実需に結びつかない資本形成が進んでいるとの報告が多くなされており、いずれ大きな調整を余儀なくされるとの危惧が強まっている。

このリスクについては別途の分析が必要であり、本稿では議論しない。しかし、前節で指摘したようなアジア域内の生産立地の選択における変化を踏まえれば、明らかに過剰に見える中国の資本形成も、部分的には正当化されるかもしれない。図表2と8を比較すると、日本の資本ストック循環はトレンドとして左方にシフトしている一方で、中国の資本ストック循環は右方シフトが進んでいる。もちろんこの背景の一つには期待成長率の変化（日本の低下と中国の上昇）が挙げられようが、それだけでは日本の資本ストック循環が期待成長率を下回る水準で推移しているのに対し、中国の資本ストック循環が期待成長率を大きく上回る水準で推移していることを説明できない。前節で指摘したような日本を始めとする先進国から中国へ生産活動が移転していることが一つの要因となっている可能性は指摘しうるだろう。

図表8 中国の資本ストック循環



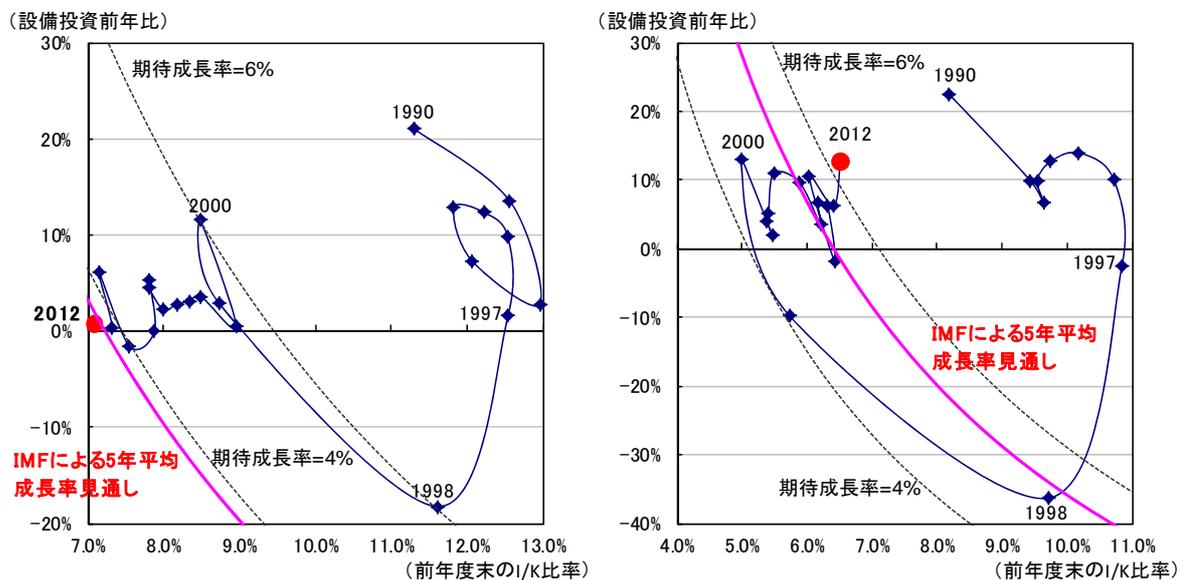
出所：国際連合統計、IMF（2013）より大和総研作成

注：循環図の見方は補論1参照。資本ストックの推計方法は補論2参照。

同様の現象は、NIEs と ASEAN の比較からも確認できる。図表 9 は、NIEs と ASEAN4 の資本ストック循環（大和総研試算）を比較したものである。こちらもアジア通貨危機やロシア危機、日本の金融危機や米国の IT ブーム崩壊を契機として 90 年代後半から 00 年代初頭にかけて調整した後、NIEs では循環の左方シフトが確認された一方、ASEAN では右方シフトが確認されている。この背景としては NIEs 諸国における期待成長率の低下と ASEAN 諸国における期待成長率の上昇が挙げられようが、興味深いのは、NIEs の資本ストック循環の位置は成長率見通しに比して妥当な位置にあるのに対し、ASEAN の資本ストック循環の位置は成長率見通しよりも高い位置にある点である。

このことから生産コスト面での優位性と産業蓄積を背景としたアジア域内における生産活動の国際移転が、各国・地域における資本形成のトーンの明暗を分けている可能性が示唆されている。この NIEs と ASEAN の資本ストック循環の比較からも、アジア地域において生産コストの低い国への垂直的直接投資が進んだ結果、産業蓄積が進み、現地生産の比較優位が高まり、水平的直接投資も進展しているという仮説は支持される。この仮説を前提とすればやはり、海外需要の高まりと円安を前提として、いざなぎ景気の期間に見られたようなレベルでの国内投資の増進を見込むことは難しくなっていると判断されよう。

図表 9 NIEs（左）・ASEAN（右）の資本ストック循環



出所：国際連合統計、IMF（2013）より大和総研作成

注1：資本ストック循環図の見方は補論1参照。資本ストックの推計方法は補論2参照。

注2：NIEsは香港、韓国、シンガポール。ASEANはインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ

4. 生産活動の国際化が雇用に与える影響と対応策

最後に、日本企業の海外生産シフトが国内経済に与える影響を考える。

桜・岩崎（2012）は、海外生産シフトにより発生する国内生産要素の再配分が円滑に進むことを前提として、理論的には下記のような経路を通じて国民所得が向上することを指摘している。利潤率の低い資本豊富国から利潤率の高い労働豊富国への生産シフトを考える古典的理論では、自国の雇用者報酬の減少を上回って企業収益が増加する（ただしこの前提として、海外生産シフトにより余剰となった労働力は、国内資本に結びつく形で再配分される）。また、Helpman et al（2004）の理論をベースとしても、生産性の低い企業が生き残れず退出しても、そこで働いていた労働者がより生産性の高い企業に再雇用されることで、国民所得が改善する。

しかし桜・岩崎（2012）が指摘するように、これらはいくまで部門間の労働移動が円滑に進むことが前提である。失業者の再就職に相応の時間を要することや、国内企業活動の資本集約化が進む場合、労働市場においてスキルミスマッチが生じることから、雇用が悪影響が発生し、理論が示唆するような国民所得改善の恩恵を受けられない可能性がある。海外生産シフトが国内雇用に与える影響を調べた先行研究では、海外生産シフトが必ずしも空洞化をもたらすとは言えないとの実証分析結果を得られたものもあるが、他方で例えば経済産業省（2011）の分析からは、日本企業の製造業部門における海外進出は常時従業者数を減少させるとの結果が得られている。

こうした海外生産シフトに伴う悪影響を軽減する上で、法人税率の引下げや投資減税などの政策は、コスト競争力を回復させることから一定の効果を持つことが期待される（逆に、最低賃金の引き上げはコスト競争力という観点からは逆効果を持ちうる）。しかし垂直的分業の中心となっているアジア諸国と対抗する上では、法人税率を例えば 20% 台まで引き下げる必要がある。

そもそも、前述したように海外生産シフトそのものは、労働の再配分の円滑性を前提とすれば、利潤率や生産性の上昇を通じて国民所得を改善させるものである。根本的な問題は労働の再配分の円滑化にあり、この点に鑑みると、労働集約的部門の外部化が進む中、海外生産の管理や経営企画、研究開発などの本社機能を担う人材の育成と、これらの部門における雇用吸収力の改善が本質的な課題となろう。そしてこうした生産性の高い部門への再配分が進むことで、「日本企業の海外シフトを止める」という後ろ向きな発想ではなく、「生産性の高い先進国企業の日本への対内直接投資を促進する」という前向きな経済政策の運営方針が生まれてくる。法人税率の引き下げは、そのような流れと相まって効果を生むものであると捉えられるだろう。

— 以上 —

補論 1. 資本ストック循環図

本節では石崎・川本（2006）に基づき、資本ストック循環図の導出方法と見方を解説する。

【資本ストック循環図の概要】

資本ストック循環図とは、横軸に設備投資・資本ストック比率（I/K 比率）、縦軸に設備投資前年比を取り、両者の関係をプロットしたものである。I/K 比率と設備投資前年比の間には以下の関係があることから、期待成長率ごとに双曲線を描くことが可能であり、プロットされた点と双曲線との関係をみることで、設備投資の局面評価をすることができる。

$$\begin{aligned} & (\text{設備投資前年比}) \times (\text{前年度末の I/K 比率}) \\ & = \text{期待成長率} + \text{資本係数 (資本ストック/生産比率) のトレンド成長率} + \text{資本減耗率}^2 \end{aligned}$$

【資本ストック循環図の見方】

下記のような景気循環を通じて、資本ストック循環図のプロット位置は時計回りに動くことが経験的に知られている。景気拡大期には設備投資の伸び率（縦軸）が上昇し、プロット位置は上方に移動する。その後、I/K 比率（横軸）が上昇するとともに設備投資の伸びが減速し、プロット位置は右下方向に移動していく。逆に景気後退期には、設備投資の伸び率（縦軸）の低下を通じてプロット位置はまず下方に移動し、I/K 比率（横軸）の低下とともに左方に移動するが、この設備投資の調整を経て設備投資の伸びが回復し、再び上方に移動する。

【資本ストック循環図のシフト要因】

期待成長率や資本減耗率の変化を通じて、資本ストック循環の中心線となる双曲線の位置はシフトしうる。期待成長率の上昇は双曲線の右方シフト、期待成長率の低下は双曲線の左方シフトを通じて循環の中心位置を変化させる。同様に、資本減耗率の上昇は双曲線の右方シフト、資本減耗率の低下は双曲線の左方シフトを通じて循環の中心位置を変化させる。

補論 2. 資本ストックの推計方法

資本ストックのデータを公表している国は日本を含め一部の国に限られる。このため本稿ではフロー投資のデータを用いて各国の資本ストックのデータを推計した。推計に当たっては、 $K_t = I_t + (1 - \delta_t)K_{t-1}$ の関係を利用した。なお、ここで K_t は資本ストック、 I_t は設備投資、 δ_t は資本減耗率である。推計に当たってはベンチマーク法を採用し、資本減耗率および資本係数（初期資本ストックの推計に利用）は発展段階に応じて変化すると的前提のもと、米国の実績値から算出されたパラメーターを用いて推計した。³

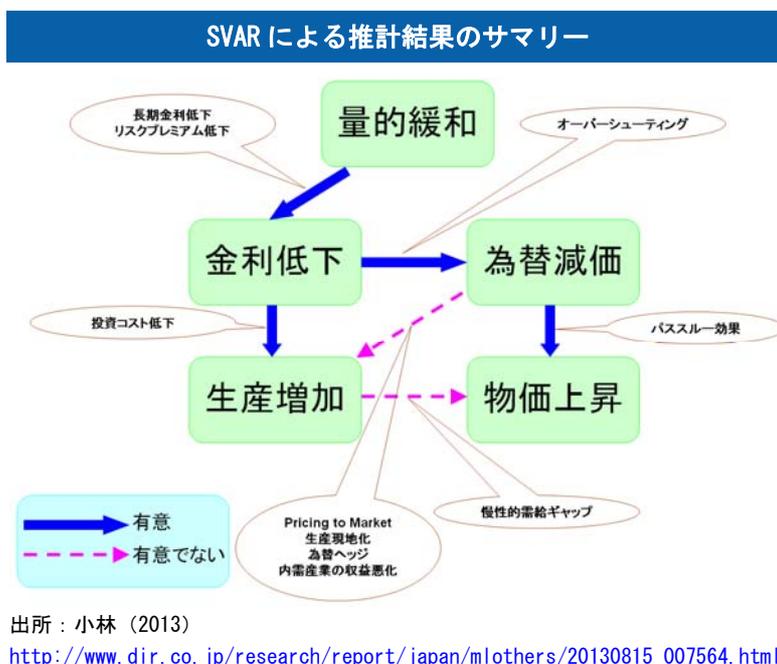
² 本稿では資本減耗率として 11 年の値を採用し、資本係数のトレンドとしては 00 年から 11 年までの幾何平均変化率を採用した。ただしここで採用する数値によって双曲線の水準は大きく変動しうるため、資本ストック循環図の評価は一定の幅をもって行う必要がある。

³ ただし推計に当たってはデータ制約のため、公共投資も含めた総固定資本形成を用いており、民間設備投資ベースの日本の資本ストックとの間で不突合が生じている。また、日本の資本ストックデータは減耗を加味せず除却のみを割り引いた粗資本ストックであり、この点においても不突合が生じていることに注意されたい。

補論3. 為替レートと輸出・国内生産の関係性

本稿では円安→輸出拡大→国内生産拡大の経路を前提として議論を開始した。しかし小林(2013)が1980年から2012年を対象期間としてドーンブッシュモデルに基づいた構造多変量自己回帰(SVAR)を行った推計結果によれば、為替レートのショックが生産に対して有意な影響を与えないことが示唆されている。同様の結果を得た先行研究として宮尾(2006)があるが、1975年から2001年の日本を対象としたVAR分析の結果、「為替レート変動は、輸入に対しては一貫して有意な影響を及ぼすが、輸出への効果は全期間でみて控えめであり、特にプラザ合意以降、その効果は顕著に弱まっている(p. 157)」と指摘している。

その要因として①「輸出企業が取引相手先の通貨で輸出価格を設定し、為替レート変動に応じてマークアップの調整を行うという pricing to market (PTM) 行動(p. 157)」や、②「プラザ合意以降の急激な円高によって、輸出企業は sunk cost を支払って現地生産・多国籍化を加速させ、その結果、一定範囲内の為替変動では市場構造や貿易構造に影響を与えなくなる可能性」を指摘している。前者が推計結果の主因だとすれば、確かに短期的には為替レートの変化が短期的な生産活動に影響を及ぼさないという推計結果と整合的ではあるが、マークアップの変化は企業収益の変化を通じて企業の生産計画を変化させるため、こうした長期の影響を捕捉し切れていない可能性は否定できない。一方、後者が主因であれば長期においても為替レートの変動が生産に与える直接的な影響は軽微⁴であると考えられ、加えてさらに③企業の為替ヘッジ能力が向上しているとすれば、そうした影響はさらに低まると考えられる。その上、④円安は輸入価格の押し上げを通じて内需産業のマージン圧迫要因ともなりうるため、為替レートの減価が一国全体の生産を増進させる効果は慎重に見積もることが望ましいだろう。



⁴ ただし為替レートの極端な増価/減価やボラティリティの上昇は国際的な生産アロケーションに少なからず影響を与え、また、ヘッジ手数料や保険料の上昇を通じて企業業績を圧迫しうる点には留意が必要である。

参考文献

石崎寛憲・川本卓司「近年の製造業の設備投資増加について」日本銀行、日銀レビュー、2006年。

http://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2006/data/rev06j17.pdf

経済産業省「海外進出が企業の生産、雇用等に与える影響」産業活動分析、2011年。

<http://www.meti.go.jp/statistics/toppage/report/bunseki/pdf/h23/h4a1106j4.pdf>

小林俊介「量的緩和・円安でデフレから脱却できるのか？－拡張ドーンブッシュモデルに基づいた構造 VAR 分析」大和総研、経済社会研究班レポート、2013年。

http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20130815_007564.html

桜健一・岩崎雄斗「海外生産シフトを巡る論点と事実」BOJ Reports & Research Papers、日本銀行、2012年。

http://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2012/data/ron120127a.pdf

内閣府「平成 22 年度 年次経済財政報告」、2010年。

http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je10/pdf/10p03032_1.pdf

宮尾龍蔵『マクロ金融政策の時系列分析』日本経済新聞出版社、2006年。

Helpman, Elhanan, Marc J. Melitz, and Stephen R. Yeaple (2004) “Export versus FDI with heterogeneous firms,” American Economic Review 94(1), pp. 300–316

IMF (2013) “World Economic Outlook –Transitions and Tensions–, October 2013”

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/pdf/text.pdf>

【経済社会研究班レポート】

- ・ No. 1 神田慶司・鈴木準「「実質実効為替レートなら円安」の意味—コスト削減の企業努力は円高・内需低迷・デフレを生んだ」2010年11月10日
- ・ No. 2 鈴木準・原田泰「財政を維持するには社会保障の抑制が必要—社会保障の抑制幅が増税幅を決める」2010年12月29日
- ・ 鈴木準・溝端幹雄・神田慶司「日本経済中期予測（2011年6月）—大震災を乗り越え、実感ある成長をめざす日本経済」2011年6月16日
- ・ No. 3 溝端幹雄・神田慶司・鈴木準「電力供給不足問題と日本経済—悲観シナリオでは年率平均14兆円超のGDP損失」2011年7月13日
- ・ No. 4 神田慶司・溝端幹雄・鈴木準「再生可能エネルギー法と電力料金への影響—電力料金の上昇は再生可能エネルギーの導入量と買取価格次第」2011年9月2日
- ・ 溝端幹雄・神田慶司・真鍋裕子・小黒由貴子・鈴木準「電力不足解消のカギは家計部門にある—価格メカニズムとスマートグリッドの活用で需要をコントロール」2011年11月2日
- ・ No. 5 鈴木準「欧州財政危機からの教訓—静かな財政危機に覆われた日本は何を学ぶべきか」2011年12月2日
- ・ No. 6 神田慶司・鈴木準「ドル基軸通貨体制の中で円高を解消していくには—ドル基軸通貨体制は変わらない。長い目で見た円高対策が必要」2011年12月13日
- ・ 鈴木準・溝端幹雄・神田慶司「日本経済中期予測（2012年1月）—シンクロする世界経済の中で円高・電力・増税問題を乗り切る日本経済」2012年1月23日
- ・ No. 7 溝端幹雄・鈴木準「高齢社会で増える電力コスト—効率的な電力需給システムの構築が急務」2012年4月9日
- ・ 鈴木準「医療保険制度の持続可能性を高めるために—コスト意識の共有を進めながら、国民の健康を増進させよう」2012年4月13日
- ・ 近藤智也・溝端幹雄・神田慶司「日本経済中期予測（2012年7月）—グローバル化・高齢化の中で岐路に立つ日本経済」2012年7月27日
- ・ No. 8 神田慶司「失業リスクが偏在する脆弱な雇用構造—雇用構造がもたらす必需的品目の需要増加と不要不急品目の需要減少」2012年8月10日
- ・ No. 9 溝端幹雄「超高齢社会で変容していく消費—キーワードは「在宅・余暇」「メンテナンス」「安心・安全」」2012年8月10日
- ・ 近藤智也・溝端幹雄・神田慶司「日本経済中期予測（2013年2月）—成長力の底上げに向けて実行力が問われる日本経済」2013年2月4日

- ・ No. 10 神田慶司「転換点を迎えた金融政策と円安が物価に与える影響—円安だけでインフレ目標を達成することは困難」2012年2月5日
- ・ No. 11 溝端幹雄「エネルギー政策と成長戦略—生産性を高める環境整備でエネルギー利用の効率化と多様化を」2013年2月6日
- ・ 鈴木準・近藤智也・溝端幹雄・神田慶司「超高齢日本の30年展望—持続可能な社会保障システムを目指し挑戦する日本—未来への責任」2013年5月14日
- ・ No. 12 溝端幹雄「成長戦略と骨太の方針をどう評価するか—新陳代謝と痛みを緩和する「質の高い市場制度」へ」2013年7月25日
- ・ No. 13 小林俊介「量的緩和・円安でデフレから脱却できるのか?—拡張ドーンブッシュモデルに基づいた構造VAR分析」2013年8月15日
- ・ No. 14 石橋未来「超高齢社会医療の効率化を考える—IT化を推進し予防・健診・相談を中心とした包括的な医療サービスへ」2013年8月15日
- ・ No. 15-1 小林俊介「QE3縮小後の金利・為替・世界経済（前編）—シミュレーションに基づく定量的分析」2013年9月9日
- ・ No. 15-2 小林俊介「QE3縮小後の金利・為替・世界経済（後編）—グローバルマネーフローを中心とした定性的検証」2013年9月9日
- ・ 神田慶司「来春の消費税増税後の焦点—逆進性の問題にどう対処すべきか」2013年9月20日
- ・ 神田慶司「これで社会保障制度改革は十分か—「木を見て森を見ず」とならないよう財政健全化と統合的な改革を」2013年10月11日
- ・ No. 16 小林俊介「「日本は投資過小、中国は投資過剰」の落とし穴—事業活動の国際化に伴う空洞化が進む中「いざなぎ越え」は困難か」2013年10月16日