

2016年11月22日 全12頁

再び重要となる海外現地生産の可能性の検討

求められる米国トランプ新大統領の経済政策と中国人民元安への対応

経済調査部 主席研究員
金子実

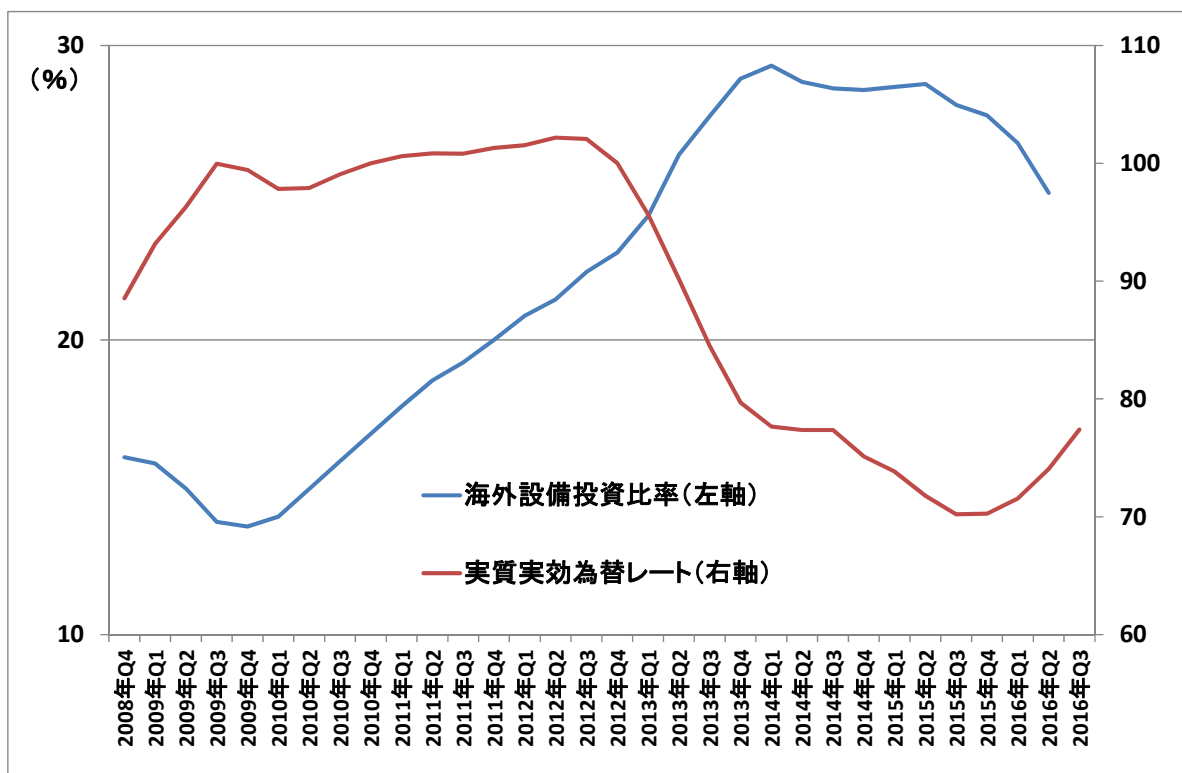
[要約]

- 製造業の海外設備投資比率は、2010年から2013年まで増加を続けた後、2014年には横ばいとなり、2015年から減少傾向となった。2015年以降海外設備投資比率が減少傾向となった背景には、2013年以降の円安による日本の国際貿易における競争条件の改善があったと考えられるが、2015年後半以降、為替レートのトレンドに再び変化が見られる。
- 2015年後半以降円高が進んだ後、減税政策を公約したトランプ氏が米国の大統領選挙で当選したことから、米国の長期金利が上昇し、再び円安が進んでいる。トランプ新大統領が実際に減税政策を取る場合には、米国の経常収支赤字の拡大につながる可能性が高いが、過去米国で経常収支赤字が拡大した際には、一定期間円安が維持されて経常収支赤字が蓄積された後大幅な円高となっており、現時点で円安が進んでいるからといって、日本の国際貿易における競争条件が中長期的に改善するだろうと考えることは、時期尚早である。トランプ氏は、国内の製造業を保護するための貿易政策も公約しており、早いタイミングで円高になったり、米国による輸入制限措置が拡大、強化されたりする可能性もあり、そのことにより米国への輸出を米国内の現地生産に切り替えることが必要となる可能性もある。
- 日本の国際貿易における競争条件を示す指標である円の実効為替レートの算出においては、USドル/円レートより元/円レートの方がウエイトが高くなっている。USドル/元レートが2015年後半以降元安傾向となっていることが、円の実効為替レートを上昇させ、日本の国際貿易における競争条件を低下させる方向に働いている。
- USドル/元レートの元安は、「誤差脱漏」及び「金融収支（外貨準備増減を除く）」の赤字が「経常収支」の黒字を上回っていることが主因であり、中国政府が外貨売り・人民元買いの為替介入を行って外貨準備を減らしているにもかかわらず進行している。中国政府は多額の外貨準備を保有しているので、今後も人民元レートを管理し続けられる可能性が高いとは見られているが、USドル/元レートは今後も元安が続く可能性が高く、そのことが日本の国際貿易における競争条件を低下させる方向に働き続ける可能性が高いことも、日本の製造業が海外現地生産の可能性を検討することの重要性を、再び高めている。

1. 2015 年から減少傾向に転じている製造業の海外設備投資比率

経済産業省の「海外現地法人四半期調査」の海外製造業現地法人の設備投資額と財務省の「四半期別法人企業統計調査」の国内製造業法人の設備投資額から算出した製造業の海外設備投資比率は、2010 年から 2013 年まで増加を続けた後、2014 年に横ばいとなり、2015 年から減少傾向に転じた。製造業の海外設備投資比率が増加から減少に転じた背景の一つとして、2013 年からの円安により、日本国内で生産することの価格面での競争条件が改善したことが考えられる。日本の国際貿易における価格面での競争条件を示す円の実質実効為替レートは、リーマン・ショック以降 2012 年までは高水準で推移したが、2013 年以降下落傾向となった（図表 1）。

図表 1 製造業の海外設備投資比率と円の実質実効為替レートの推移（四半期）（2008 年 Q4～）



（注 1）海外設備投資比率 = (海外製造業現地法人の設備投資額) / (海外製造業現地法人の設備投資額 + 国内製造業法人の設備投資額) × 100

（注 2）国内製造業法人の設備投資額は、資本金 1 億円以上の法人の「ソフトウェアを除く設備投資」

（注 3）海外設備投資比率は、四半期データについての、後方 4 期移動平均で、2016 年第 2 四半期まで

（注 4）実質実効為替レートは、2010 年 = 100 の月次指数についての、各四半期の最終月の後方 12 か月移動平均で、2016 年第 3 四半期まで

（出所）経済産業省「海外現地法人四半期調査」、財務省「四半期別法人企業統計調査」、BIS 統計より大和総研作成

しかしながら、2015 年後半以降の円の実質実効為替レートは、2016 年夏まで上昇傾向となった後、2016 年秋以降は再び下落傾向となっており、トレンドに変化が見られる。製造業の設備投資は、投資を実施した国の中長期にわたる競争条件によりその収益性が左右されることから、今後の判断は、日本の国際貿易における競争条件の中長期の見通しに基づいて行われるべきで

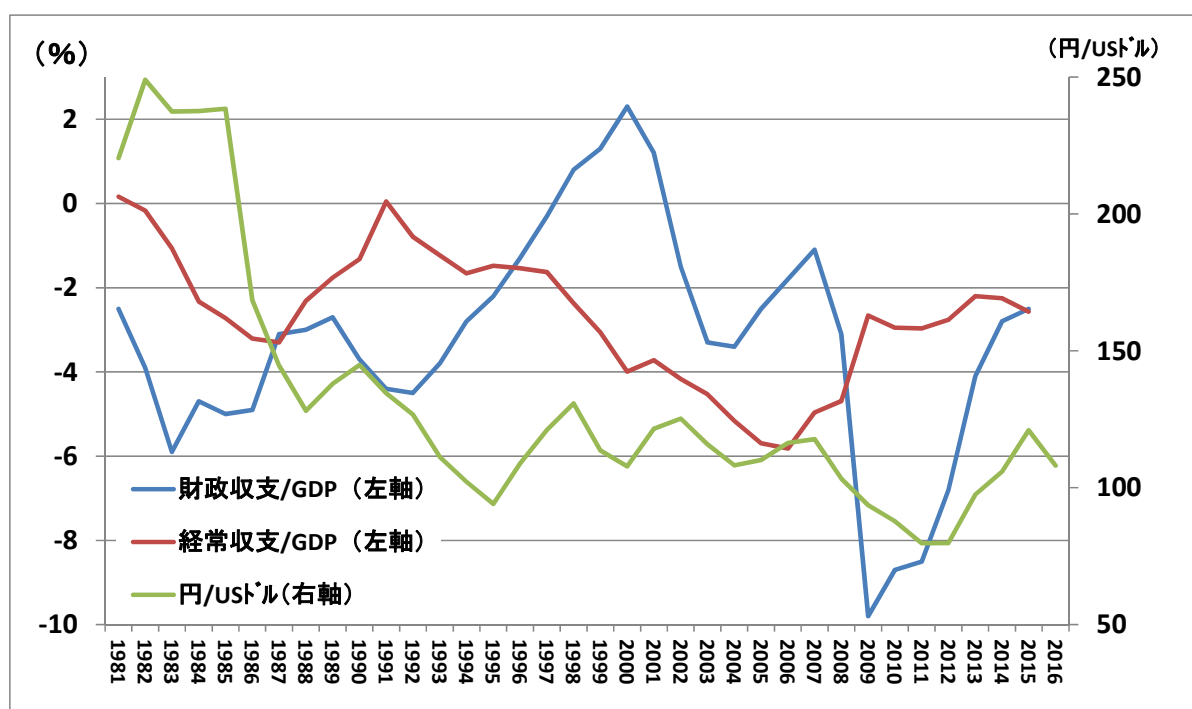
ある。

本稿では、今後の日本の国際貿易における競争条件に中長期的な影響を与えると考えられる最近の動きとして、11月の米国大統領選挙で当選したトランプ氏の経済政策の影響と、中国人民元の対USドル為替レートの下落の2点を取り上げ、それらの中長期的な見通しを検討することにより、製造業の今後の設備投資についての判断の一助としたい。

2. トランプ新大統領の経済政策の中長期的影響

トランプ氏の選挙公約の一つが大規模な減税政策であったことから、実際に減税政策が取られる前から米国の長期金利が上昇し、円/USドルレートが円安に転じている。2017年1月にトランプ氏が米国の大統領に就任した後、実際に大規模な減税政策が取られた場合、中長期的に円/USドルレートが円安となり、日本の国際貿易における競争条件の改善に資するか否かを、過去の例との比較で検討するため、米国の財政収支及び経常収支の対GDP比と円/USドルレートの1981年から（財政収支の対GDP比は、1981年度から）の推移を見たものが、図表2である。

図表2 米国の財政収支・経常収支の対GDP比及び円/USドルレートの推移



(注1) 財政収支/GDPの時点は、米国の財政年度（前年10月～当該年9月）。1981年度～2015年度。

(注2) 経常収支/GDPの時点は、暦年。1981年～2015年。

(注3) 円/USドルの時点は、暦年（月平均を年平均）。1981年～2016年。2016年は、1月～10月。

(出所) Haver Analytics より大和総研作成

トランプ氏の大規模な減税政策の公約については、レーガン大統領の減税政策と類似したものであるといわれることが多いが、1981年にレーガン大統領が就任して以降減税政策が取られた結果、財政収支赤字の対GDP比が拡大し、これを追う形で経常収支赤字の対GDP比も拡大した。これらは双子の赤字と呼ばれたが、減税政策が始まった後1985年9月のプラザ合意による協調介入が行われるまでの約4年間は、米国の経常収支赤字が拡大しても、円/USドルレートは、比較的円安の状況が続いた。

また、2001年に、ジョージ・W・ブッシュ大統領が就任した後も減税政策が取られ、前任のクリントン政権下で黒字化した財政収支が、再び赤字化した。その後やはり経常収支赤字の対GDP比は拡大したが、2007年に米国でサブプライム・ローンの問題が発生し、2008年にリーマン・ショックが発生するまでの約6年間は、米国の経常収支赤字が拡大しても、円/USドルレートは、比較的円安の状況が続いた。

一般的に、経常収支赤字が拡大すれば、その国の通貨が減価し、経常収支赤字の拡大を止める方向に働く。しかしながら、米国の場合そのようなことが起こらなかったのは、USドルが世界の基軸通貨であるためと考えられる。米国の場合、財政赤字の拡大により経常収支赤字が拡大しても、5年間程度は、USドルは減価しないというのが過去の経験であり、そのような経験があるために、当面は円安傾向が続くと見ている為替市場関係者が多い可能性がある。

しかしながら、これらの過去の経験によると、経常収支赤字の拡大が通貨の下落による歯止めを受けずに比較的長い期間続いた後の為替レートの調整は極めて大幅である。たとえば1985年のプラザ合意の後は、1985年には230円台だった円/USドルレートが、1986年には160円台、1987年には140円台、1988年には120円台になった。また、この過程と並行して日本では大規模な内需拡大策が取られ、バブルの発生、崩壊が起こり、失われた20年と呼ばれる低成長が始まった。2007年のサブプライム・ローン問題、2008年のリーマン・ショックの後は、2007年には110円台後半であった円/USドルレートが、2008年には100円台、2009年には90円台、2010年には80円台、2011年には70円台になった。

1981年以降で財政赤字を拡大した大統領は、共和党のレーガン大統領とジョージ・W・ブッシュ大統領で、財政赤字を縮小した大統領は、民主党のクリントン大統領であったことを考えると、共和党のトランプ新大統領の下で実際に大規模な減税政策が取られ、財政赤字が拡大する可能性は、高いと思われる。そして、財政赤字が拡大し、経常収支赤字が拡大しても、円安の状況がある程度の期間続く可能性もあると思われる。しかしながら、設備投資は、中長期の競争条件によってその収益性が左右されるものであり、その検討の際には、一定期間の後に為替レートの大幅な調整があったというのが過去の経験であることも、考慮されるべきではないかと思われる。

また、トランプ氏の公約には、大規模な減税政策に加え、保護主義的な貿易政策による国内製造業の再興も含まれている。財政赤字の拡大による長期金利の上昇は、米国の金融セクターにとっては、調達金利と貸出金利の差が開いて有利であるが、米国の製造業にとっては、設備投資のコストがあがって不利である。また、長期金利の上昇によって起こるドル高と経常収支

赤字の拡大は、国際貿易において外国の製造業に有利で、米国の製造業に不利である。そして、ユーロ圏と日本は金融緩和を続ける可能性が高いので、米国との金利差が拡大し続け、ドル高が進み続ける可能性がある。

このようなことが現実になると、トランプ新大統領は、早いタイミングで保護主義的な貿易政策を取って、国内の製造業を守る必要が出てくる可能性がある。そうなると、5年程度たたないうちに早いタイミングで円高になったり、米国の輸入制限的な措置が拡大、強化されたりする可能性がある。

来年1月にトランプ氏が大統領に就任した後、同氏が公約した経済政策が本当に実施されるか否かは、現時点ではまだはっきりしていないが、現在円/USドルレートが円安になっているからといって、そのことをもって今後日本国内で生産することの価格面での競争条件が中長期的に改善するだろうと予想することは、時期尚早だと思われる。むしろトランプ氏の公約した経済政策を考えるならば、いずれかの時点で米国への輸出は米国内における現地生産に切り替えざるを得なくなる可能性もあると考えて、トランプ新大統領の経済政策とその影響を注意深く見守る必要があると思われる。

3. 中国人民元レートが日本の競争条件に与える中長期的な影響

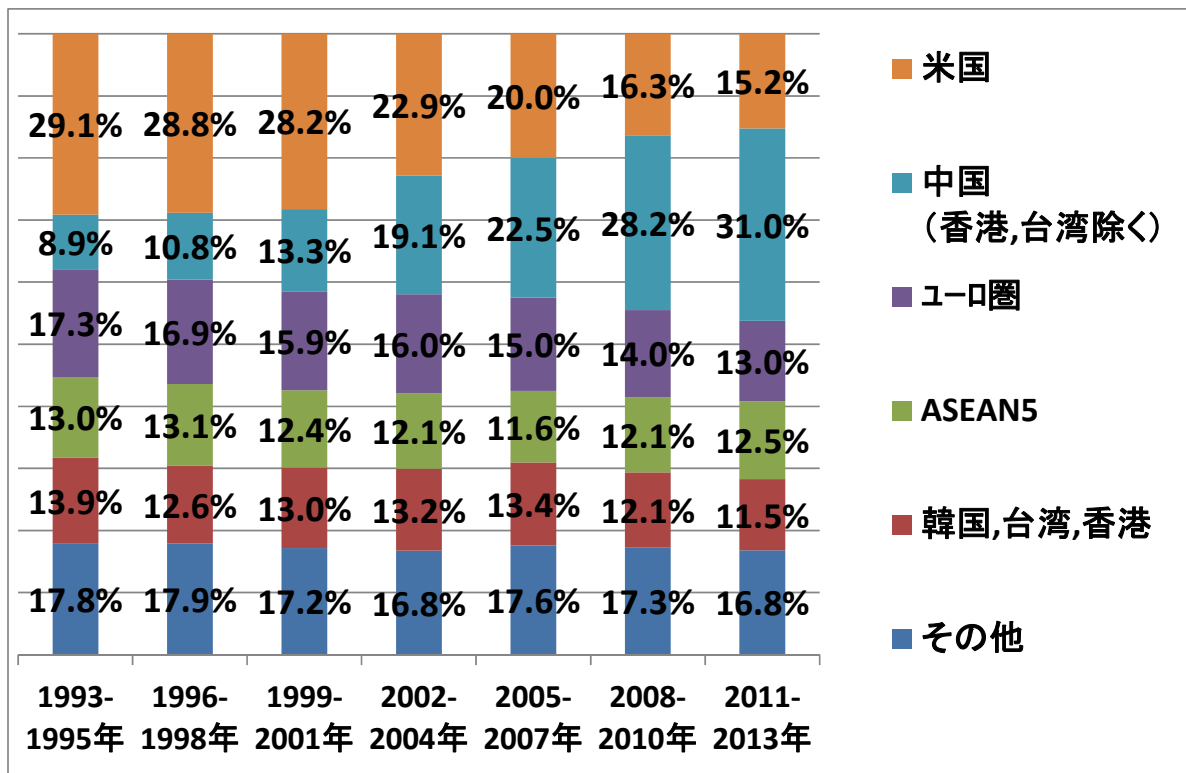
3.1 日本円の実効為替レート算出における対中国人民元レートのウエイトの拡大

国際的な貿易等の決済はUSドルで行われることが多いため、為替レートは対USドルのレートで示されることが多い。しかしながら、国際的に貿易される財を生産するための人件費等のコストは現地通貨建てであることが多いため、ある国で財を生産することの価格面での競争条件を考える場合には、その国の貿易相手となっている米国以外の国々の通貨に対するその国の通貨の為替レートの影響も考慮する必要がある。この影響を考慮するため、ある国の貿易相手となっている複数の国々の通貨に対する為替レートを、貿易量等に応じて加重平均した為替レートが「名目実効為替レート」で、それを国による物価上昇率の差も勘案して調整したものが「実質実効為替レート」である。世界各国の名目・実質実効為替レートが、BIS(国際決済銀行)により算出されており、そのweb siteで公表されている。¹

BISは、これらの実効為替レートを算出するためのウエイトを3年ごとに更新して公表している。図表3は、BISが公表している実効為替レートを算出するためのウエイト表の中の、日本円の実効為替レートを算出するためのウエイトの時系列推移をグラフ化したものである。このウエイトの推移を見ると、米国、ユーロ圏のウエイトが縮小する一方で中国のウエイトの拡大が続き、最新の2011-2013年のウエイトでは、中国のウエイトが、米国のウエイトとユーロ圏のウエイトの合計を上回っている。

¹ <http://www.bis.org/statistics/eer.htm>

図表3 日本円の実効為替レート算出のための貿易相手国（地域）別ウエイトの推移



(注) ASEAN5 は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ
(出所) BIS 統計より大和総研作成

2014 年以降も日本の貿易総額に占める中国の比率は拡大を続けており、この傾向は今後も続くことが見込まれる。今後米国で輸入制限的な措置が拡大・強化されれば、この傾向は一層強まる。

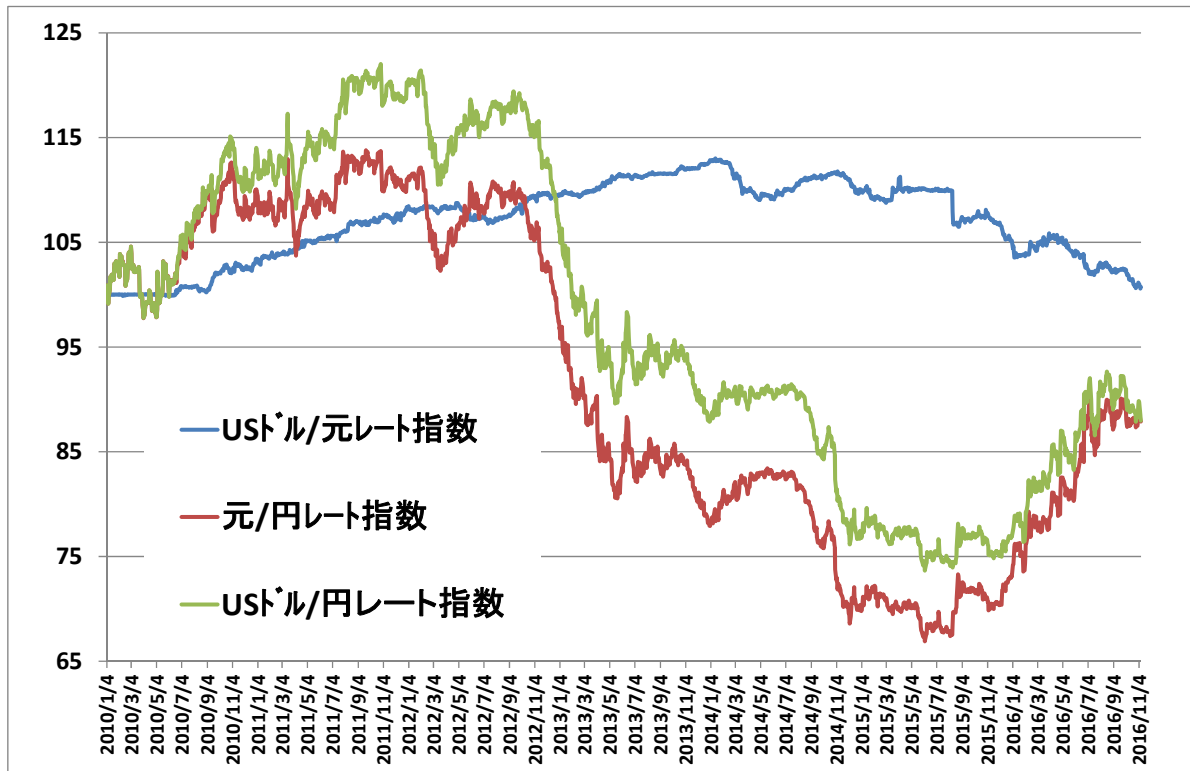
したがって、US ドル/円レートと元/円レートが異なる動きをしている場合には、円の実効為替レート、すなわち日本の国際貿易における価格面での競争条件は、元/円レートの変動の影響をより強く受ける。

3.2 2015 年後半以降 US ドル/円レートよりも急速に上昇した元/円レート

図表 4 は、2010 年以降の US ドル/元レートと元/円レートと US ドル/円レートの推移を、比較しやすいように 2010 年 1 月 4 日を 100 とした指数として、グラフ化したものである。これを見ると、2015 年の特に後半以降、元/円レートが、US ドル/円レートより、急速に上昇しており、この結果、2015 年の特に後半以降、円の名目実効為替レートが US ドル/円レートより急速に上昇している（図表 5）。

元/円レートが US ドル/円レートより急速に上昇したのは、US ドル/元レートが下落したためであり、今後も US ドル/元レートが下落し続けると、US ドル/円レートが上昇する場合には、円の名目実効為替レートはそれより大きく上昇し、US ドル/円レートが下落する場合には、円の名目実効為替レートはそれ程には下落しないことになる。

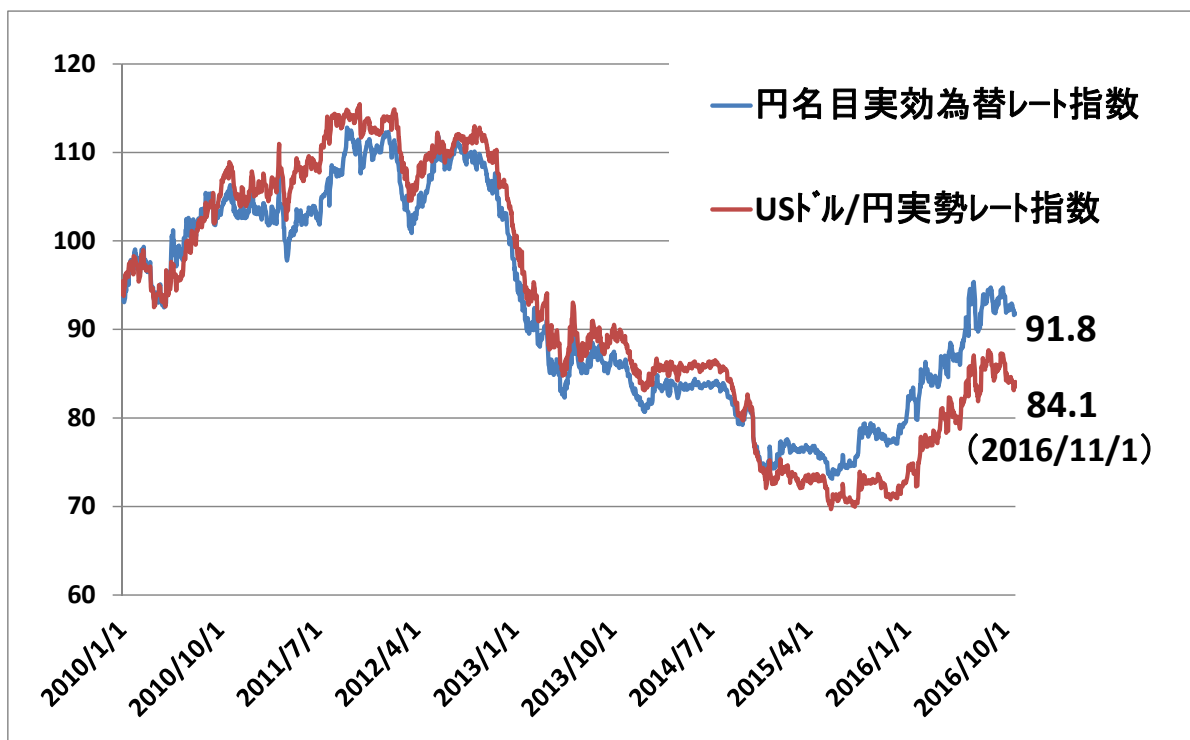
図表4 USドル/元レート、元/円レート、USドル/円レートの推移（日次）（2010年～）



(注) 2010年1月4日を100とした指数

(出所) Bloombergより大和総研作成

図表5 円の名目実効為替レートとUSドル/円レートの推移（日次）（2010年～）



(注) 円の名目実効為替レートもUSドル/円レートも、2010年を100とした指数

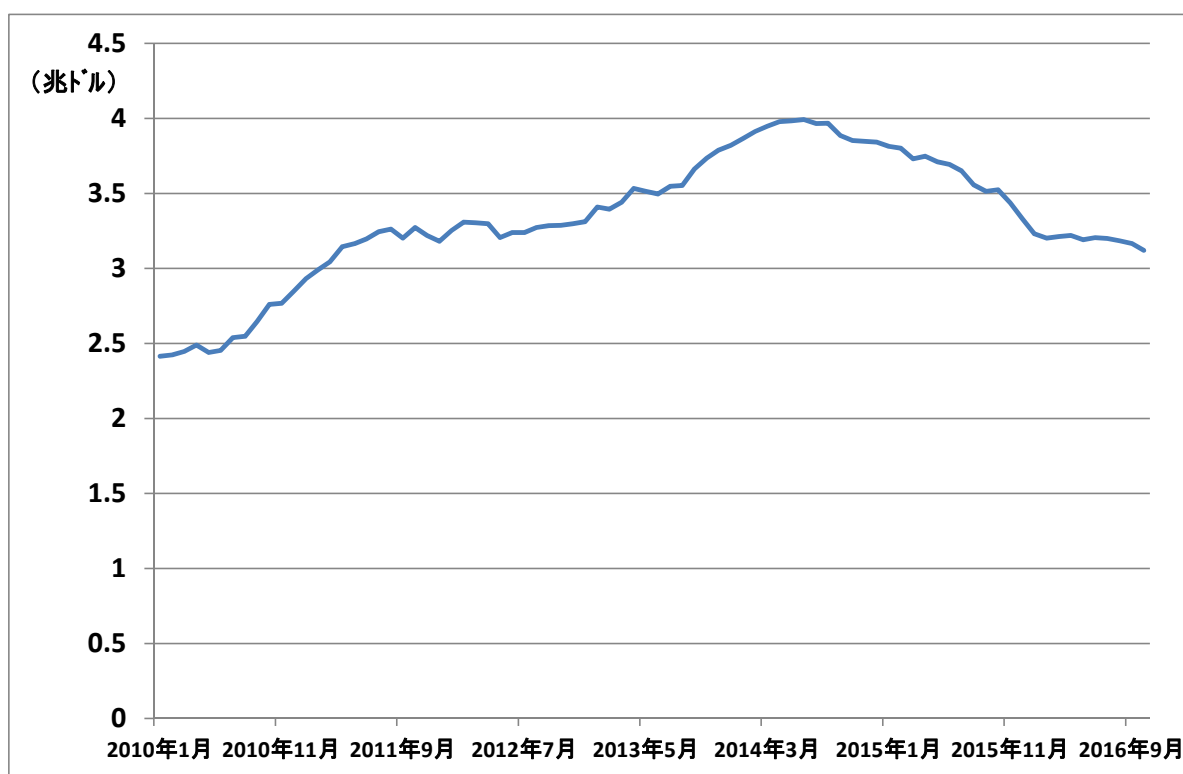
(出所) 名目実効為替レートのBIS統計及びBloombergより大和総研作成

3.3 今後も続く可能性の高い緩やかな US ドル/元レートの下落

中国では、完全な変動相場制への移行は行われておらず、中国政府が外貨準備を使った人民元レート管理を続けている。このような為替レート管理の下で、2014 年以降 US ドル/元レートの下落傾向が見られ始めたが、これは、中国政府が外貨買い・人民元売りを行ったことによるものではなく、中国政府が外貨売り・人民元買いを行っているにもかかわらず起きている。このことは、中国の外貨準備高が、2014 年の第 4 四半期から減少傾向に転じていることからわかる（図表 6）。すなわち、中国人民銀行の外貨準備を使った外貨の売買を除いた外貨の需給が需要超過になっているために、US ドル/元レートの下落傾向が続いているのである。

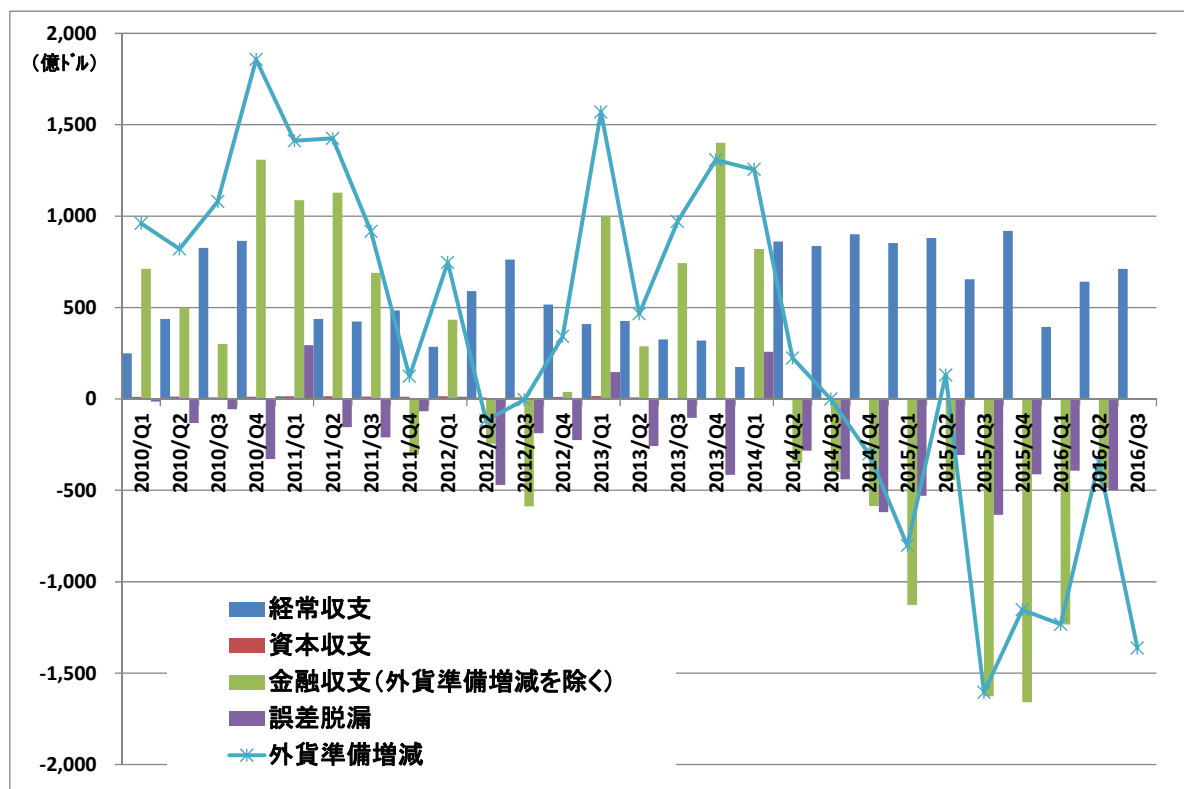
外貨の需給が需要超過となっている要因を、「経常収支」「資本収支」「金融収支（外貨準備増減を除く）」「誤差脱漏」に分解してみると、「経常収支」は、2010 年以降継続して黒字で外貨流入超となっているにもかかわらず、「金融収支（外貨準備増減を除く）」と「誤差脱漏」による外貨流出超が 2014 年後半から拡大して、外貨の需給が需要超過となっている（図表 7）。中国政府は、外貨準備を使って人民元レートを管理するために、経常取引以外の外貨取引を管理しているが、それにもかかわらず経常収支以外の理由により外貨の需給は需要超過となっている。

図表 6 中国の外貨準備高の推移（2010 年～）



(出所) Haver Analytics より大和総研作成

図表7 中国の国際収支における経常・資本・金融収支及び誤差脱漏の推移（2010年～）



(注1) 「経常収支」「資本収支」「金融収支 (外貨準備増減を除く)」「誤差脱漏」は、いずれも外貨流入超は正、外貨流出超は負として計上している。したがって、(「経常収支」+「資本収支」+「金融収支 (外貨準備増減を除く)」+「誤差脱漏」)の合計が正の場合はその分「外貨準備」が増加し、その合計が負の場合はその分「外貨準備」が減少する。

(注2) 「経常収支」「資本収支」「外貨準備増減」は、2016年第3四半期までのデータ。「金融収支 (外貨準備増減を除く)」「誤差脱漏」は、2016年第2四半期までのデータ。2016年第3四半期は、「経常収支」+「資本収支」が710億USドルの外貨流入超となっている一方、「外貨準備」は1,363億USドルの減少となっていることから、「金融収支 (外貨準備増減を除く)」+「誤差脱漏」は、2,073億USドル程度の外貨流出増となることが推測される。

(出所) Haver Analytics より大和総研作成

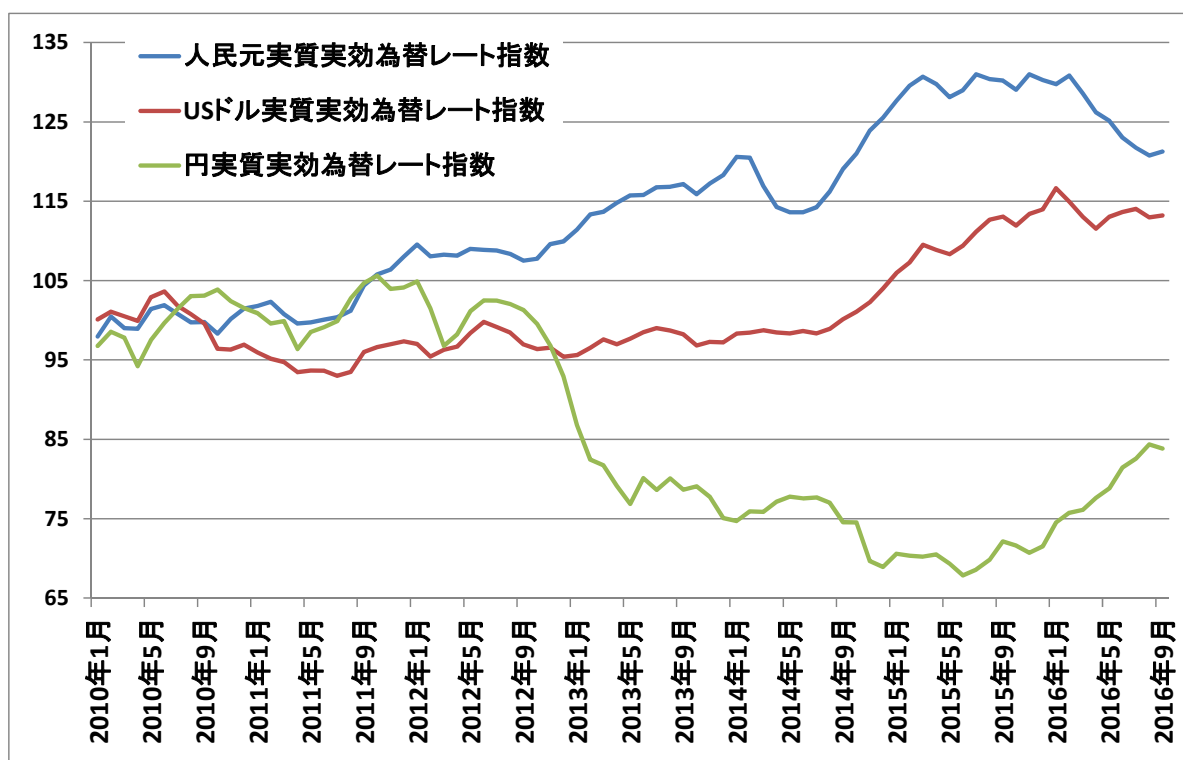
経常収支以外の理由で外貨の需給が需要超過となっている第一の理由は、2014年第2四半期以降「誤差脱漏」による外貨流出が続いていることである。これは、国際収支統計において、中国政府により管理されていないことが明示的に示されている外貨流出である。

第二の理由は、2014年第1四半期まで外貨流入超となっていた「金融収支 (外貨準備増減を除く)」が、2014年第2四半期以降外貨流出超に転じ、2015年第3、4四半期の前後をピークとして、やはり高水準で続いていることである。この背景には、2009年以降中国政府が人民元建てクロスボーダー決済を認めたことにより、2014年までは非居住者の保有するオフショア人民元が増加し、そのことが中国の側からは「金融収支 (外貨準備増減を除く)」の外貨流入となっていたのが、2014年以降オフショア人民元が減少し始め、そのことが中国の側からは「金融収支 (外貨準備を除く)」の外貨流出となったことがあると考えられる。

為替レートが政府により管理されている場合、完全変動相場制に比べて為替リスクが小さいため、国内の方が金利が高いと、「金融収支（外貨準備増減を除く）」を通じた外貨流入の強いインセンティブが発生する。そのような場合、政府は、外貨買い・自国通貨売りの為替介入を行うことにより、外貨が供給超過になって自国通貨の為替レートが上昇することを避けるとともに、そのような為替介入による自国通貨の供給については、金融引き締めにより相殺する不胎化と呼ばれる措置を取って、物価上昇につながることを避ける必要がある。そうでなければ、外貨流入が、自国の為替レートの上昇か物価の上昇を引き起こし、自国の通貨の実質実効為替レートの上昇を引き起こして、自国の価格面での競争力が低下してしまう。

しかしながら、このような外貨買い・自国通貨売りの為替介入と、為替介入による自国通貨の供給増加の不胎化は完全には行われな場合が多く、為替レートが政府により管理されている状況において強い外貨流入のインセンティブが生じると、実質実効為替レートが上昇する場合が多い。リーマン・ショック後人民元建てクロスボーダー決済を進めた中国も、その例外ではなかったと見られ、2014年の初めまで、USドル/元レートは緩やかな上昇傾向が続き、物価上昇率も米国に比べて高かった結果、人民元の実質実効為替レートは、米ドルの実質実効為替レートに比べて速いスピードで上昇している（図表8）。

図表8 人民元・USドル・円の実質実効為替レートの推移（月次）（2010年～）



（注）2010年を100とした指数

（出所）BIS統計より大和総研作成

実質実効為替レートの上昇が続き、価格面での国際競争力が十分ではなくなったのではないかと思われ始めると、通貨の下落期待が高まり、投機的な通貨売りのインセンティブが高まる。2014年第2四半期から中国の「金融収支（外貨準備増減を除く）」は、外貨流出超に転じ、USドル/元レートが下落した。中国政府は、外貨売り・人民元買いを行うことにより、USドル/元レートを再度引き上げたが、そのことにより、中国の外貨準備が減少傾向に転じ、人民元の実質実効為替レートが再度上昇した。このことによりUSドル/元レートの下落期待は再び高まり、「金融収支（外貨準備増減を除く）」の外貨流出超は、さらに拡大した。中国政府は、外貨売り・人民元買いを続けることによって、USドル/元レートの下落を止めようとしたが、それも長くは続かず、2015年8月には、チャイナ・ショックと呼ばれたかなりのUSドル/元レートの下落が発生した。

為替レートが政府により管理されている場合、為替レートの下落の速度を外貨売り・自国通貨買いにより遅くする為替介入は、外貨準備の額の範囲でしか続けられない。中国の場合、外貨準備の額が大きいので、このような為替介入をかなりの期間続けられるというのが一般的見方であると思われる。ただ直近1年間で中国の外貨準備は1割強減少しており、このままの状況が続くと、中国政府は、10年以内に完全変動相場制に移行する必要があると出てくる。

中国政府は、外貨準備を温存するためにUSドル/元レートの下落を容認する傾向になっているという見方もある。しかしながら、外貨準備の減少は止まっているわけではなく、外貨売り・人民元買いの為替介入が続けられており、それは、USドル/元レートの下落のスピードが速くなり過ぎると、投機的な人民元売りのインセンティブが高まり過ぎてしまうためでもある可能性がある。

米国でトランプ新大統領が就任すると、米国が中国に対してUSドル/元レートを切り上げて、米国向け輸出の競争力を落とすように求めるので、USドル/元レートが再び上昇に転じるという見方もあるが、米国がそのようなことを求めたとしても、USドル/元レートが持続的に上昇する可能性は低いと思われる。なぜなら、USドル/元レートの切り上げは、中国政府の外貨売り・人民元買いの規模の拡大を必要とし、そのことは中国の外貨準備の減少を加速してUSドル/元レートの下落期待を高め、投機的な人民元売りのインセンティブを高める可能性があるためである。

したがって、米国でトランプ大統領が就任した後、米国が中国からの輸入を減らそうとする場合には、米国による輸入制限措置の拡大・強化によることとなる可能性が高い。しかしながら、米国がそのような措置を取ると、USドル/元レートの下落が続いても、中国の経常収支黒字は増加しにくくなる。このことは、中国における外貨の供給が増加しにくくなることを意味しており、やはり中国における外貨の超過需要が減少しにくくなることを意味している。

また、トランプ新大統領が大規模な減税政策を取るとの期待から、USドルの長期金利が上昇しているが、来年1月以降実際に米国で減税政策が取られ、USドルの長期金利の上昇傾向が続くと、人民元とUSドルの金利差が縮小し、USドル/元レートの下落期待による投機的な人民元売りが発生しやすくなる。来年1月以降米国で減税政策が取られない場合でも、米国のFRBは

利上げを段階的に進める意向を持っており、その意向が実現すれば、やはり人民元と US ドルの金利差が縮小していく。

以上のことから、US ドル/元レートは、今後も緩やかに下落し続ける可能性が高い。2013 年度においては、US ドル/円レートも元/円レートもともに下落したことにより円の実質実効為替レートが急速に低下したが、そのようなことが今後再び起こる可能性は低い。US ドル/元レート下落が、円の実質実効為替レートを上昇させ、日本の国際貿易における価格面での競争条件を低下させる方向に働き続ける可能性が高く、そのことによっても、日本の製造業が海外現地生産の可能性を検討することの重要性が、再び高まっていると考えられる。