

2015年2月12日 全18頁

円安・原油安・法人税改正・消費税増税延期が 日本経済に与える影響を検証する

論点整理と影響試算

経済調査部 エコノミスト
小林 俊介

[要約]

- 2015年2月3日、大和総研では「日本経済中期予測（2015年2月）—デフレ脱却と財政再建、時間との戦い—」を発表した。本予測に当たっては、日本経済を大きく左右する四つの環境変化を織り込んでいる。それらは大幅な円安の進行、原油価格の大幅な下落、法人税制の見直し、そして消費税増税の延期である。本稿ではこれらの変化が日本経済に与える影響について議論するとともに、リスクシナリオを検討する。
- 円安の効果に対する過度の期待は禁物である。国際化に伴う構造変化により「Jカーブ効果」は期待しがたい。結果として円安が国内景気に与えるプラスの影響も大きく低下している。またマクロでの「国内回帰」も、国際的な賃金水準が収斂するほどの円安が達成されない限りは期待しがたいだろう。ただしアップサイドリスクとして、円安の継続が中期的にデフレ均衡からの脱却を演出する可能性には一定の注意が必要である。
- 原油価格の低下は日本経済全体で見た企業収益率の改善を通じて企業所得を改善する。企業収益率の改善は損益分岐点を引き下げ、設備投資を誘発する。同時に、企業所得の改善は所得分配を通じて家計所得を改善し、国内物価の低下による実質所得の改善と相俟って消費を増加させる。設備投資や消費の増加は量的な企業所得を改善させるという副次効果を持ち、原油価格の低下が日本経済を押し上げる効果は尾を引くことになる。
- 法人税改革は「タックスミックスの変更」の色合いが強く、二種類の再分配を生じさせる。一つは低収益企業から高収益企業への再分配であり、一種の成長戦略としての性格を有している。もう一つは、海外利益比率の高い企業から海外利益比率の低い企業への再分配である。円安で潤った前者から後者へのトリクルダウンを促し、日本経済全体での賃上げを促進する効果が期待される。
- アベノミクスの成否を考える上で大きな問題となるのが財政再建である。財政再建はデフレ脱却と相反する目標ではなく、最優先課題として同時に取り組まなければならない。2014年12月の衆院選を受けて改めて今後4年間の政策運営を担うことになった安倍政権が、より本格的にこれらの目標に取り組むことを期待したい。

日本経済を取り巻く環境の変化

2015年2月3日、大和総研では「日本経済中期予測（2015年2月）—デフレ脱却と財政再建、時間との戦い—」を発表した。本予測に当たっては、日本経済を大きく左右する四つの環境変化を織り込んでいる。それらは大幅な円安の進行、原油価格の大幅な下落、法人税制の見直し、そして消費税増税の延期である。本稿ではこれらの変化が日本経済に与える影響について議論するとともに、リスクシナリオを検討する。

1. 円安が日本経済に与える影響

「Jカーブ効果」の消失¹

日米の金融政策の方向性の差異などを背景に、円ドルレートは政権交代前に比べて実に50%近く円安方向にシフトしている。この円安が日本経済を押し上げる効果に期待する向きは未だ強い。しかし円安が貿易セクターを通じて内需に影響する経路は構造的に変化している。過去2年間の円安下で振るわなかった輸出数量の伸びが示すように、いわゆる「Jカーブ効果」はそれほど大きくなりえないだろう。

Jカーブ効果消失の原因は大きく分けて二つある。一つは代替性の低下である。国際分業が進む中で、輸出財と輸入財の代替性が低下し、価格変化に伴う需要量の変化が生じにくくなっている。もう一つは、PTM（Pricing to Market、現地通貨建て価格設定）の増加である。海外市場の重要性が増す中で、為替リスクは国際企業にとって極めて重要な問題となっている。為替の変動に伴う収益リスクを最小化する上で、販売価格を現地通貨建てで設定することにより現地通貨建てコストとの差分であるマークアップ（粗利益率）を固定化することが、合理的経営判断の下で進められている。これら二つの構造変化を踏まえると、為替レートの変動に伴う輸出数量の変動は、少なくとも過去に比べればマイルドな規模にとどまるだろう。

これらの構造変化の結果として、円安が貿易セクターを通じて内需に影響する波及経路も変化している。従来は円安局面において輸出価格が低下することで輸出数量が増加し、結果として国内の生産が増加し、これによって国内の設備投資の需要も増加し、また、雇用や賃金の増加を通じて家計所得も改善することで、消費も増加するという波及経路が確認されてきた（図表1）。その波及経路は変化し、円安を通じて外需企業の利益率が改善し、結果として企業業績が改善し、労働分配を通じて家計所得が改善し、消費が増加する結果として内需企業も潤うという形に移行しつつあると考えられる（図表2）。

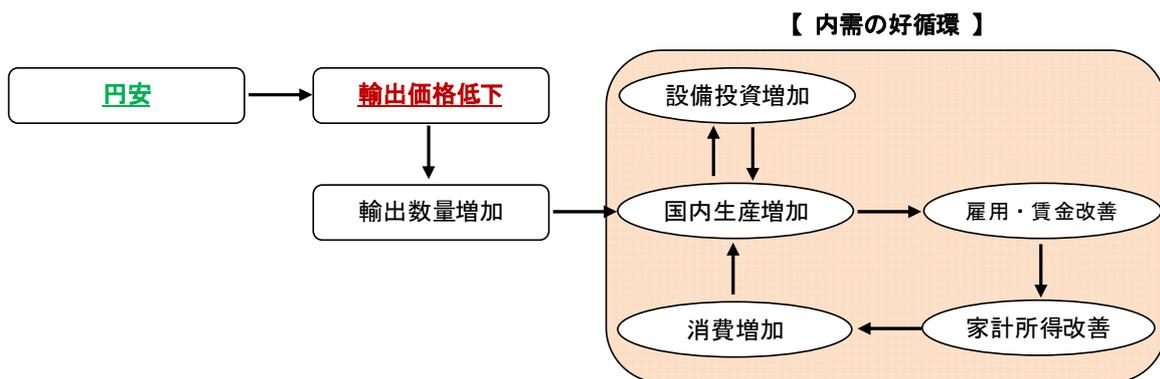
¹ 詳細は下記文献参照。

小林 (2014) 「円安・海外回復で輸出が伸びない5つの理由—過度の悲観は禁物。しかし短期と長期は慎重に。」
http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20140206_008167.html

小林 (2014) 「円安効果再考—善悪論の相克を超えて」
http://www.dir.co.jp/library/column/20141110_009109.html

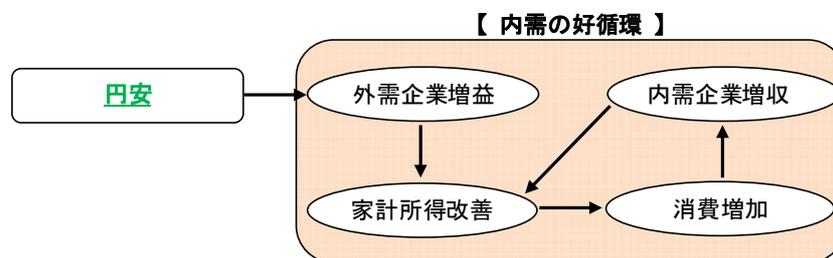
こうした変化に伴い、円安が国内景気に与えるプラスの影響は大きく低下している。一つには、補論「空洞化の背景とその影響」でも詳述するように、国内で発生する付加価値の増分は、一次的には企業所得の増加よりも輸出・生産活動の増加の方が大きいことが挙げられる。もう一つの要因としては、国際競争の激化に伴い賃金は構造的に上昇しにくくなっていることが挙げられる。企業業績が改善し、労働需給が逼迫しても、限界生産に対する賃金の水準に国内外の格差が残存する限り、企業は賃金を引き上げて国内の雇用を確保するよりも、海外生産を進展させるインセンティブを有している。

図表1 円安が日本経済に与える影響（過去）



（出所）大和総研

図表2 円安が日本経済に与える影響（現在）



（出所）大和総研

「国内回帰」の可能性をどう考えるか

なお、空洞化のトレンドが一服して国内回帰が進むのであれば、日本からの輸出も促進されることになる。しかし、国内回帰トレンドが生じるためにはまず国際的に貿易財価格（＝限界的ユニットレーバーコスト）の収斂が必要となる²。そしてこのシナリオは、現時点ではアップサイドリスクシナリオに過ぎない。補論「空洞化の背景とその影響」で詳述するように、日本から海外に生産拠点を移転する産業空洞化の流れは構造的なものであり、上述のような輸出の増進トレンドを部分的に抑制する要因でもある。

海外への生産移転が輸出に与える効果は、生産拠点を立ち上げる際に必要な資本財の輸出が促進される、プラスの「輸出誘発効果」と、輸出財の日本国内での生産が海外生産に置き換わることで生じる、マイナスの「輸出代替効果」、「逆輸入効果」および「輸入転換効果」が存在する³。経済全体では今後も両者は併存することになるが、そのバランスは後者に傾いていることに留意しておく必要がある。現地生産の資本蓄積が進んだ結果として、前者の効果は薄れ、同時に後者の効果は増大しているためである。従って、空洞化が輸出の増進トレンドを抑制する流れは今後も継続するだろう。

もともと、マクロで見た時に空洞化のトレンドが国内回帰へと反転することはメインシナリオとして予想していないが、セミマクロ・ミクロで見た国内回帰が部分的に発生する可能性は高い。というのも、産業・企業によって、海外生産対比での日本国内生産の相対的な生産性は異なりうるし、相対的に国内の生産性が高い産業・企業は比較的早い段階で国内回帰するだろう。また、これは厳密には国内回帰と呼ぶことは妥当ではないが、海外での生産稼働率が限界に達した結果、あるいは日本国内の需要が高まった結果、日本国内の遊休設備を稼働させる企業も既に現れ始めている。

しかし繰り返しになるが、そうした企業の多くが国内回帰は一時的なものであり、将来的には現地生産を増やしていくとしていることから、これが本格的な国内回帰トレンドに結び付くと期待することは時期尚早だろう。補論「空洞化の背景とその影響」で詳述するように、現地における産業蓄積の結果として現地生産のメリットが高まる中では尚更である。

² 詳細は下記文献参照。小林（2015）「デフレ脱却の可能性を探る—自然利子率の低下 vs 成長戦略、デフレ期待 vs 円安誘導」http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mloutlook/20150210_009437.html

³ これらを整理した文献としては、例えば下記がある。齋藤（2012）「企業の海外進出と貿易収支の関係」<http://www.dir.co.jp/library/column/120521.html>

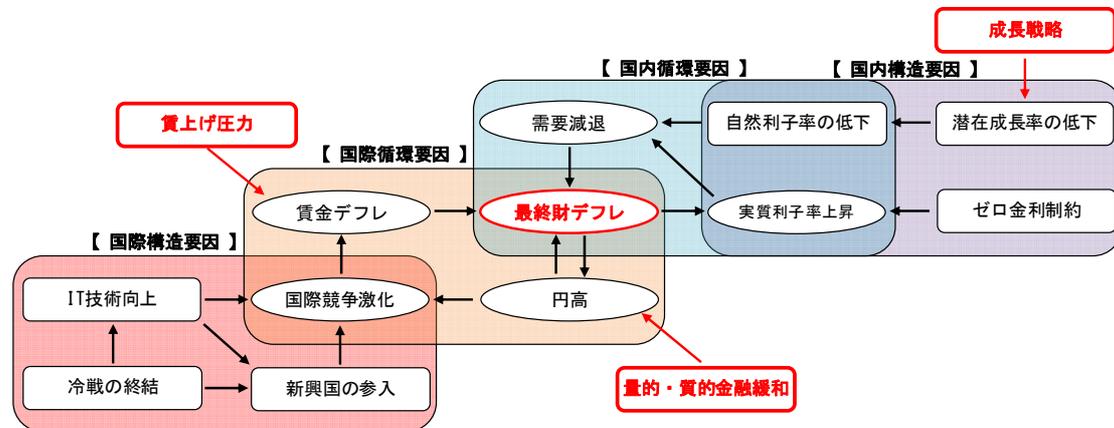
デフレ脱却のアップサイドリスク⁴

上述してきたように、円安が循環的な景気を押し上げる効果はあまり期待できない。しかし構造的側面からデフレ克服への道りを近付ける効果が期待される。デフレの貨幣的側面は日本円という通貨の価値上昇であり、デフレ期待の裏側には円高期待が存在した。この悪循環を断ち切る上で、安倍政権誕生後の円安継続は、デフレ均衡の反転可能性を高める好材料であることは間違いない。

ただし、円安を通じたデフレ脱却は途半ばである。第一に、円高期待を転換するには、円安トレンドを維持する必要がある。第二に、国際的な賃金水準を収斂させうるほどの、相当程度の円安水準が必要になる。第三に、仮に国際的な賃金水準が収斂したとしても、その後「円高＋賃金デフレ」に再帰せぬように、賃金上昇の慣性を取り戻す必要がある。第四に、これらと同時に、もう一つのデフレの原因であった潜在成長率の低下に歯止めをかける必要がある。

これらのハードルは容易に越えられるものではなく、本予測でもメインシナリオとして本格的なデフレ脱却を描写していない。しかし量的・質的金融緩和による円安誘導、政治的プレッシャーと税制等改正による賃上げ圧力、成長戦略のセットはデフレ脱却に向けて着実に歩を進めている。2014年12月の衆院選を受けて改めて今後4年間の政策運営を担うことになった安倍政権が一連の政策をさらに推進し、アップサイドリスクを示現する可能性に期待したい。

図表3 自己実現的デフレの連鎖



(出所) 大和総研

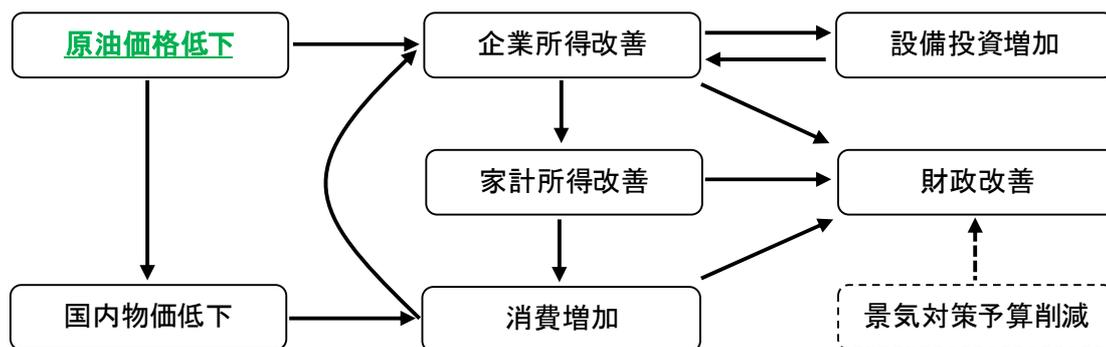
⁴ 詳細は下記文献参照。小林 (2015) 「デフレ脱却の可能性を探る—自然利子率の低下 vs 成長戦略、デフレ期待 vs 円安誘導」 http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mloutlook/20150210_009437.html

2. 原油価格の低下が日本経済に与える影響

原油価格は、需給ギャップの構造的な拡大などを背景として直近のピークである 100 ドル超から 40 ドル台へと低下している。そして原油価格の低下は、図表 4 に示すような経路を通じて日本経済を押し上げる効果が期待される。

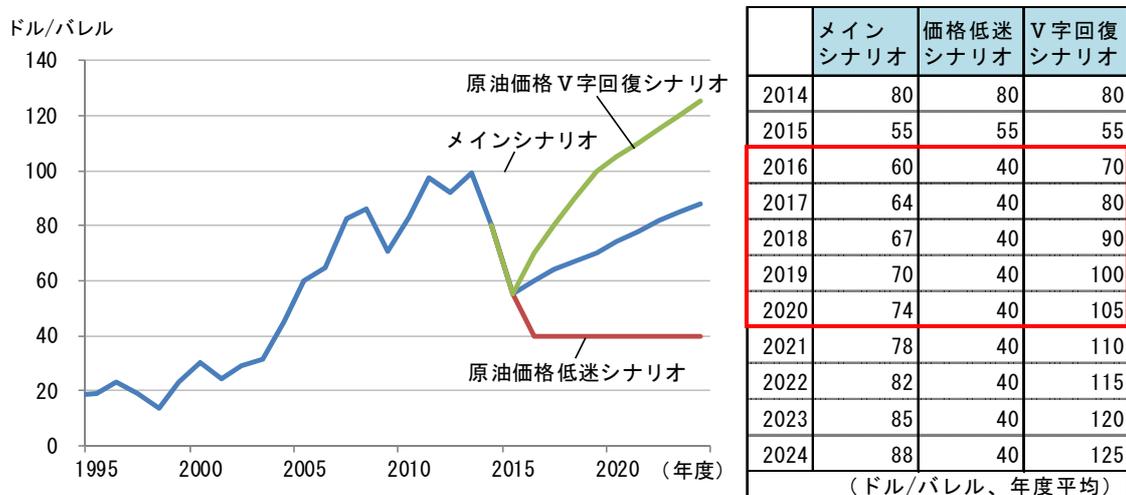
まず原油価格の低下は日本経済全体で見た企業収益率の改善を通じて企業所得を改善する。企業収益率の改善は損益分岐点を引き下げ、設備投資を誘発する。同時に、企業所得の改善は所得分配を通じて家計所得を改善し、国内物価の低下による実質所得の改善と相俟って消費を増加させる。こうした設備投資や消費の増加は量的な企業所得を改善させるという副次効果を持ち、原油価格の低下が日本経済を押し上げる効果は尾を引くことになる。また、企業所得および家計所得の改善、そして消費の増加は法人税収、所得税収、消費税収の増加を通じて財政を改善させる効果が期待される。日本経済全体の景気改善により公共事業費が削減される効果を織り込めば、財政改善の効果はさらに高まる。

図表 4 原油価格の低下が日本経済に与える影響



(出所) 大和総研

図表 5 原油価格 (WTI) のリスクシナリオ



(注1) ハイライト部分がシミュレーションの対象期間に該当する。

(出所) CME、大和総研

とは言え、原油価格の見直しには大きな不確実性が存在しており、上下双方のリスクを注視しておく必要がある。本予測ではメインシナリオに加え、図表5に示したような「原油価格V字回復シナリオ」と「原油価格低迷シナリオ」の両シナリオにおいて、今後の経済見通しがどの程度変化するかシミュレーションを行った。図表6がその結果であるが、企業所得の変化を通じて消費や設備投資に与える影響が大きく、こうした経路から日本経済全体の成長に与える影響には相応の注意が必要となるだろう。

図表6 シミュレーション結果⁵

原油価格低迷シナリオ

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

(年度)	実質GDP								名目GDP	GDPデフレーター	潜在GDP	GDPギャップ
	民間最終消費支出	民間住宅投資	民間設備投資	政府最終消費支出	公的固定資本形成	輸出	輸入					
2016	0.11	-0.03	0.00	0.75	0.39	-0.19	0.00	0.26	1.04	0.93	0.04	0.07
2017	0.23	0.29	-1.38	1.85	-0.12	-0.35	0.05	1.03	1.54	1.31	0.09	0.13
2018	0.48	0.74	0.09	2.68	-0.50	-0.70	0.06	1.58	2.08	1.60	0.21	0.27
2019	0.88	1.25	1.85	3.97	-0.45	-1.27	0.06	2.36	2.89	1.99	0.40	0.48
2020	1.40	1.86	3.07	5.43	-0.41	-2.02	0.09	3.11	3.97	2.53	0.65	0.74

(年度)	失業率	ドル円レート	CPI	短期金利	長期金利	経常収支	財政収支(国・地方)	プライマリーバランス(国・地方)
2016	-0.01	0.00	-0.17	0.00	0.00	1.13	0.49	0.48
2017	-0.04	-0.07	-0.05	0.00	0.00	1.40	0.71	0.69
2018	-0.07	-0.06	0.16	0.00	0.00	1.40	0.88	0.85
2019	-0.13	0.02	0.43	0.00	0.00	1.38	1.06	1.03
2020	-0.21	-0.18	0.81	0.32	0.18	1.42	1.23	1.20

(注) 経常収支、財政収支、プライマリーバランスは名目GDP比率。

(出所) 大和中期マクロモデルより作成

原油価格V字回復シナリオ

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

(年度)	実質GDP								名目GDP	GDPデフレーター	潜在GDP	GDPギャップ
	民間最終消費支出	民間住宅投資	民間設備投資	政府最終消費支出	公的固定資本形成	輸出	輸入					
2016	-0.10	0.01	0.00	-0.36	-0.15	0.18	0.00	0.18	-0.50	-0.40	-0.04	-0.07
2017	-0.20	-0.16	0.53	-1.05	0.05	0.33	-0.03	-0.19	-0.95	-0.75	-0.08	-0.12
2018	-0.37	-0.44	0.01	-1.74	0.24	0.57	-0.04	-0.57	-1.51	-1.15	-0.15	-0.21
2019	-0.64	-0.83	-0.81	-2.72	0.29	0.97	-0.05	-1.12	-2.24	-1.60	-0.28	-0.36
2020	-1.01	-1.34	-1.69	-3.81	0.40	1.55	-0.07	-1.70	-2.95	-1.96	-0.46	-0.56

(年度)	失業率	ドル円レート	CPI	短期金利	長期金利	経常収支	財政収支(国・地方)	プライマリーバランス(国・地方)
2016	0.01	0.00	0.07	0.00	0.00	-0.52	-0.24	-0.23
2017	0.03	0.03	0.02	0.00	0.00	-0.82	-0.43	-0.42
2018	0.06	0.03	-0.10	0.00	0.00	-1.03	-0.63	-0.61
2019	0.10	-0.02	-0.30	0.00	0.00	-1.19	-0.84	-0.82
2020	0.16	-0.13	-0.62	0.00	0.00	-1.12	-1.00	-0.96

(注) 経常収支、財政収支、プライマリーバランスは名目GDP比率。

(出所) 大和中期マクロモデルより作成

⁵ このシミュレーションはゼロ金利制約下における、現実的な予測値からの乖離幅(率)を示している(経済環境の変化に合わせて短期金利を含めた経済変数を柔軟に変化できる状態での試算値とは異なる)。

3. 法人税減税の効果をどう捉えるべきか？

2015年1月に閣議決定された平成27年度税制改正の大綱では、外形標準課税の拡大や欠損金の繰越控除の縮小、研究開発減税の縮小などにより課税ベースが拡大されると同時に、法人税率の引き下げ（34.62%→2015年度32.11%、2016年度31.33%）が決定された。

この法人税減税、および今後いっそう法人税が引き下げられていくとの方針を受けて、「設備投資・雇用が創出され、国内産業の空洞化を緩和し、海外からの投資を誘発する」効果を期待する向きが一部にある。しかしこうした効果にはそれほど多くを期待できないだろう。企業は、税引「前」純利益が出るか否かの判断に従って事業を行うのであり、その判断に法人税率の変更は影響を与えない。これは国内外に対する直接投資についても同様である⁶。

図表7 法人税改革に伴う2015年度税収の変化

(億円)	
法人税（国税）	
法人税の税率引下げ	-6690
課税ベースの拡大等による財源確保	
欠損金の繰越控除制度の見直し	+1920
受取配当等の益金不算入制度の見直し	+920
租税特別措置の見直し	+1790
合計	-2060
法人事業税（地方税）	
所得割の税率引下げ	-3940
課税ベースの拡大等による財源確保	
外形標準課税の拡大	+3900
合計	-40

(出所) 財務省

法人税改革の本質は別のところ、おそらく所得の再分配にある。まず、「ネット減税」の場合は、政府から企業への所得の再分配を意味する。これは歳入を減少させると同時に、企業所得を改善し、雇用者所得の上昇、株価の上昇や配当金の増加を誘発するという、一種の財政政策としての性格を持つ。しかし図表7に示すように、今回の税制変更は、「ネット減税」というよりも「タックスミックスの変更」の性質が強い。

他方、表面税率の引き下げと課税ベースの拡大による税収中立な「タックスミックスの変更」の場合、企業間の所得の再分配を意味する。このケースにおいては、二種類の再分配が発生す

⁶ もっとも、法人税は赤字には課税されないという非線形性を有するため、不確実性がある場合にはこの限りではなく、この意味で全く効果がないわけではない。ただし欠損金の繰越控除ができる場合はこの不確実性による影響は低減される。この意味では、今回の税制変更で法人税率の引き下げと同時に欠損金の繰越控除の縮小が決定されたことは一定の整合性を有していると評価することは可能かもしれない。

また、企業が借入制約に直面しているために有効な投資・雇用拡大を行えていないのであれば法人減税により企業部門へキャッシュを還元することが効果を持つ可能性もある。しかしこれは本質的に借入制約そのものを改善すれば解決する話であるし、現実問題として、日銀の量的・質的金融緩和や政府系機関の企業貸し出し支援が大々的に行われていることや、過去の企業貯蓄としての内部留保の積み上がりが膨大な規模に達していることを勘案すれば、企業の借入制約が問題視されるべき水準にはないだろう。

る。一つは、低収益企業から高収益企業への再分配である。この再分配を通じ、生産性の高い企業への生産要素の集中と、産業全体の新陳代謝を促進することは経済全体の生産性を高める効果を持ちうる。結果として租税効率も改善し、結果として税収にもプラスの効果を与える可能性を有している。

もう一つは、海外利益比率の高い企業から海外利益比率の低い企業への再分配である。海外利益比率が高い企業にとっては、日本国内における税制の変更は相対的に大きな意味を持たない。他方で海外利益比率が低い採算企業にとって、税制変更のメリットは大きい。海外利益比率の高い企業から海外利益比率の低い企業に対する所得の再分配は、円安で潤った外需系企業から内需系企業へのトリクルダウンを促し、日本経済全体での賃上げを促進する効果を持ちうる⁷。今回の税制改正では、一連の税制改正に加えて賃上げ部分に対する課税軽減措置が導入されたが、ここにも賃上げを一つの手段としてデフレ脱却を目指すアベノミクスの姿勢が現れている。

4. 消費税再増税延期の影響

アベノミクスの成否を考える上で大きな問題となるのが財政再建である。安倍政権における経済政策の目標は財政再建とデフレ脱却の二本柱であり、これらは日本経済が抱える最も重要な課題でもある。しかしこれらは、時として互いに背反する二つの目標として捉えられ、いずれを優先するかという二元論に帰着する。実際、2014年度より実施された消費税増税(5%→8%)が日本経済に与える影響が想定外に大きかったこともあり、景気回復・デフレ脱却を確実にするためとの名目で、2015年10月に予定されていた10%への再増税は、2017年4月に延期されることが決定された。

「財政再建」と「デフレ脱却」は矛盾する政策目標か？

確かに財政再建に必要となる歳入増、歳出減、あるいは双方の組み合わせは、短期的には景気に対してマイナスの影響を与える。景気の減速は物価の上昇を抑制する効果があることから、これはデフレ脱却という目標と背反するように映るのも無理はない。しかし安倍政権が目指しているのは単年度での瞬間的なインフレではなく、構造的・安定的なデフレ経済からの脱却である。また、そもそも拡張的な財政出動は、デフレ退治という意味において本質的な効力を持つとは考えにくい⁸。財政政策は短期的に景気を底上げすることは可能かもしれないが、永続的に拡張財政を行うことはできないためだ。いずれ歳入増、歳出減、あるいは双方の組み合わせによる財政再建が必要となる以上、そのタイミングにおいてマイナスの影響は不可避となる。

⁷ 詳細は下記文献参照。小林(2015)「デフレ脱却の可能性を探る—自然利子率の低下 vs 成長戦略、デフレ期待 vs 円安誘導」http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mloutlook/20150210_009437.html

⁸ こうした主張の中で最もナイーブなものは「リカードの中立命題が成立すると仮定すれば、家計など経済主体は将来的な増税を予期して支出を抑制するため、経済には中立的である」という主張である。もちろんリカードの中立命題は強すぎる仮定であり、多くの理由から成立しない。だからこそ今回の消費税増税のよう政策変更が短期的な経済には影響を与えるわけでもある。

本当に拡張財政でデフレ脱却が可能であるなら、裏を返せばその先にある緊縮財政によりデフレ回帰が生じることになる。これは異時点間の所得分配によって徒に世代間格差を拡大させる効果しか持たない。

いわゆる「乗数効果」や「ワイズスペンディング」による成長力の押し上げも、この誹りを免れない。そもそもこうした「上げ潮」的な考え方は、20年以上に亘って放漫財政と景気停滞・デフレが併存し続けてきた歴史により否定されている。デフレの真因は長期停滞を招く潜在成長率と自然利子率の低下にあり、ケインズの「流動性の罠」で想定されているような一時的需要ショックに対応しても問題は解決しないとの見方がより一般的となりつつある⁹。

他方で、そもそも財政再建を急ぐ必要はないとする意見も一部にある。確かにデフレ、経常収支黒字、ホームバイアスの三点セットで日本人が国債を買い続ける中、財政状況が悪化の一途を辿る中でも低金利が続いている。しかしこの前提は非常に脆弱だ。第一に、デフレ脱却が視野に入った段階で金利が上昇する可能性がある以上、それ以前に財政再建の目途をつけておかなければならない。第二に、高齢化に伴う家計貯蓄率の低下により、近い将来における経常収支の赤字化が視野に入っている。第三に、ホームバイアスは人間の心理に依存する不確かなものである。財政再建が絶望的であると市場が判断した瞬間に金利が急上昇し、市場の自己実現性により低金利均衡から破綻均衡にジャンプするという突発型のリスクが存在することは、近年のギリシャの経験などが実証している。

従って財政再建とデフレ脱却の二つの目標は、背反する両立不可能な対立概念として捉えられるべきではなく、むしろ同時に達成されることが望ましい。2014年12月の衆院選を受けて改めて今後4年間の政策運営を担うことになった安倍政権が、より本格的にこれらの目標に取り組むことを期待したい。

図表8 今回の増税延期が日本経済に与えた効果の試算¹⁰

(標準シナリオとの乖離率(幅)、%、%pt)

(年度)	実質GDP								名目GDP	GDPデフレーター	潜在GDP	GDPギャップ
	民間最終消費支出	民間住宅投資	民間設備投資	政府最終消費支出	公的固定資本形成	輸出	輸入					
2015	0.20	0.47	0.00	-0.04	0.35	-0.35	0.00	0.63	-0.41	-0.62	0.07	0.13
2016	0.51	1.03	0.41	0.04	0.60	-0.90	0.03	1.14	-0.70	-1.22	0.18	0.33
(年度)	失業率	ドル円レート	CPI	短期金利	長期金利	経常収支	財政収支(国・地方)	プライマリーバランス(国・地方)				
2015	-0.03	0.00	-0.73	0.00	0.00	-0.09	-0.32	-0.32				
2016	-0.08	0.00	-1.43	0.00	0.00	-0.15	-0.71	-0.70				

(注) 経常収支、財政収支、プライマリーバランスは名目GDP比率。

(出所) 大和中期マクロモデルより作成

⁹ 詳細は下記文献参照。

小林 (2015) 「日本経済見通し(2015-2024年度)ーデフレ脱却と財政再建、時間との戦い(日本経済中期予測第2・4章)」 http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mloutlook/20150209_009430.html

¹⁰ このシミュレーションはゼロ金利制約下における、現実的な予測値からの乖離幅(率)を示している(経済環境の変化に合わせて短期金利を含めた経済変数を柔軟に変化できる状態での試算値とは異なる)。

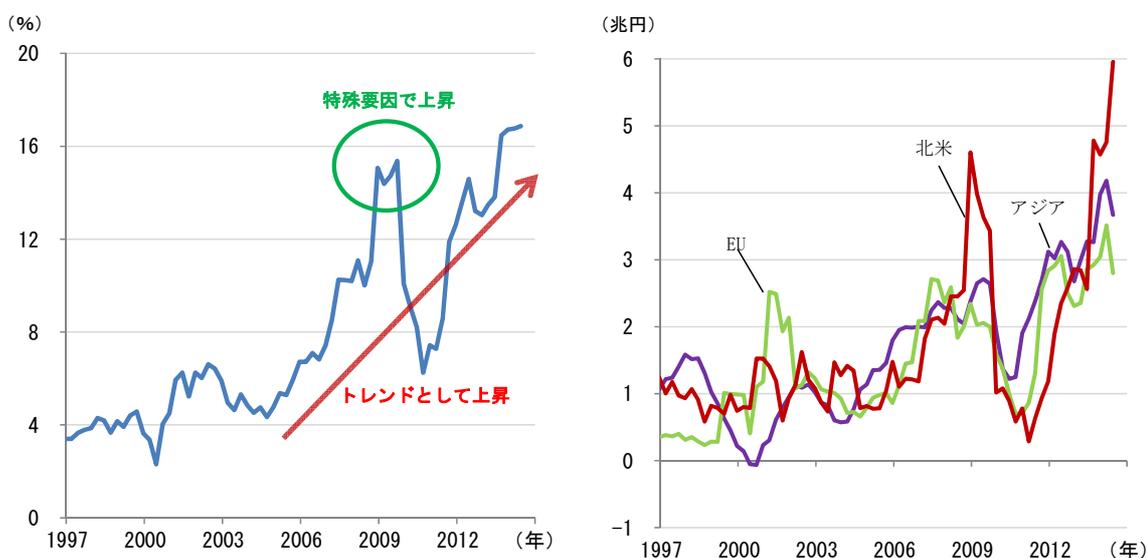
補論：空洞化の背景とその影響¹¹

日本の（特に貿易財セクターにおける）物価や賃金が伸び悩む背景には国際競争の激化が存在しており、これと同時並行で産業の空洞化が生じている¹²。すなわち限界生産に対する賃金の水準に差異がある状態では、景気回復で国内の労働需給がタイト化しても賃金は上昇せず、代わりに海外で雇用が生まれることになる。本節ではより包括的に空洞化の背景を整理しつつ、今後の見通しおよびそれが日本経済に与える影響について議論する。

現状と空洞化の背景整理

日本の産業空洞化を示す1つの証拠が図表9（左図）である。これ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。2008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、円高が解消された現在、為替要因による空洞化の進展は一旦止まると考えるのが妥当だろう。

図表9 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）



(注1) 4 四半期移動平均値

(注2) 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）

(出所) 財務省、日本銀行、内閣府統計より大和総研作成

¹¹ 本節での議論は製造業部門における空洞化を念頭に置いているが、日本から海外への直接投資は非製造業部門で進展しており、とりわけ輸出代替ではなく現地需要の取り込みを目的とした直接投資を対象にした場合は空洞化のインプリケーションは異なることに注意されたい。

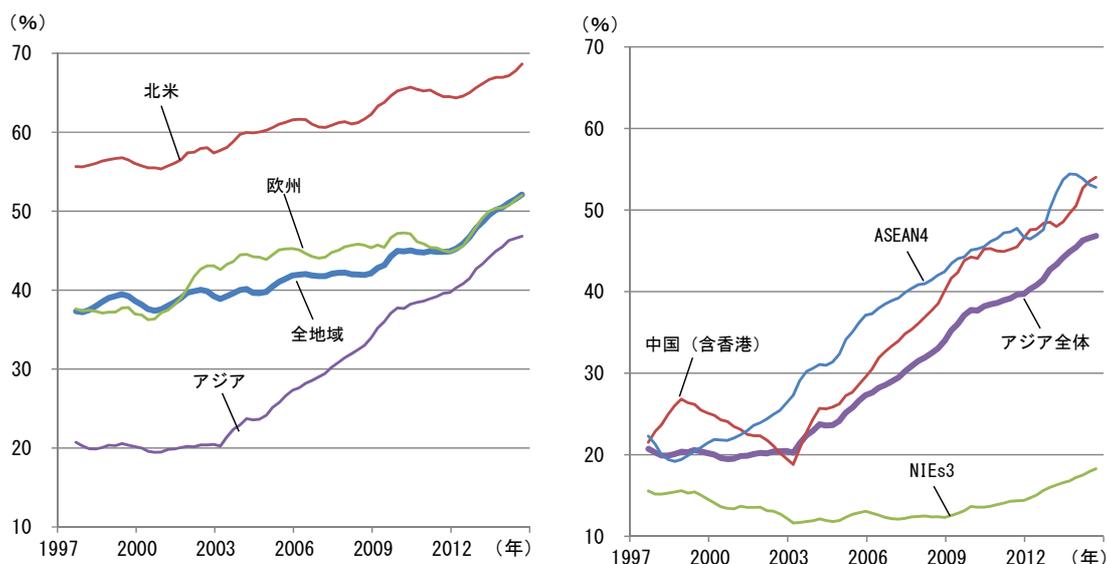
¹² 詳細は下記文献参照。小林（2015）「デフレ脱却の可能性を探る—自然利子率の低下 vs 成長戦略、デフレ期待 vs 円安誘導」http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mloutlook/20150210_009437.html

しかし為替要因による短期的な変動よりも注目に値するのは、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る。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17%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2013年で64.7兆円と2002年の64.5兆円からほぼ同等であったのに対し、対外直接投資額は同期間に4.0兆円から13.2兆円へと9.2兆円増加している。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。

日本企業の新規設備投資に対する海外直接投資の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。1990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10（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。

図表10 海外現地法人売上比率



(注1) 海外現地法人売上比率＝現地法人売上（うち現地向け）／（輸出＋現地法人売上（うち現地向け））

(注2) NIEs3は韓国、シンガポール、台湾。ASEAN4はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ。

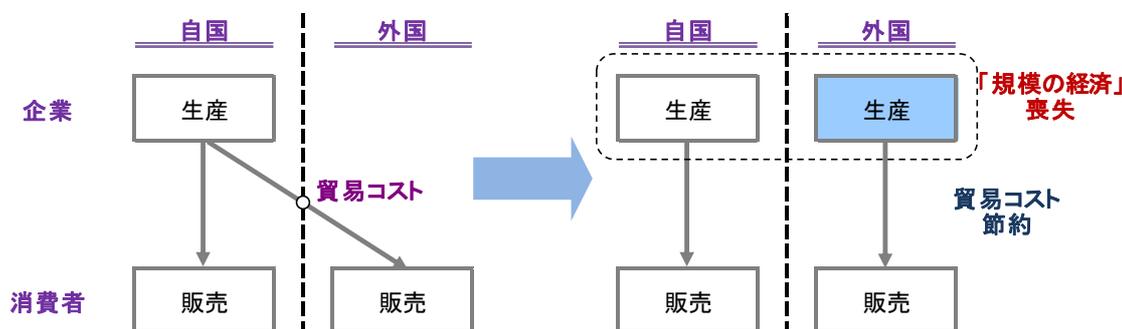
(出所) 財務省、経済産業省統計より大和総研作成

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 1 1 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 1 1 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」

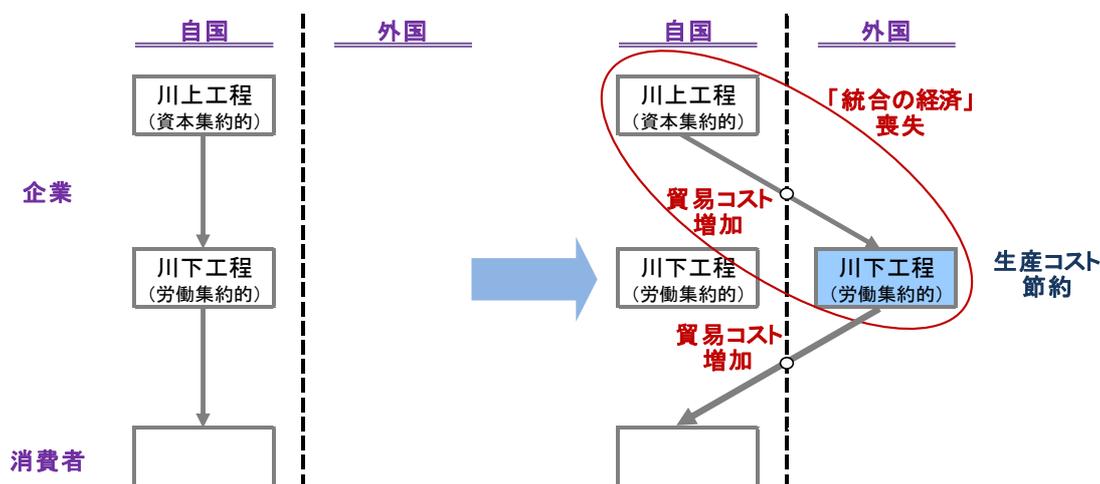
http://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2012/data/ron120127a.pdf

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 1 2 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 9（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、2001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。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 1 2 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

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 1 0（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法人売上比率である。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

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）¹³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 10（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。

空洞化の影響

以上で整理したように、貿易コストや生産コスト要因によってのみならず、現地における産業蓄積の結果として現地生産のメリットが高まったことから空洞化がいつそう加速してきた。本節ではその影響を整理する。

初めにシンプルな例として、川上から川下まで日本で生産して海外に輸出していた製品の生産ラインを、全て海外現地に移転するケースを考える。このケースにおける日本経済への一次的な影響としては、輸出の減少と、直接投資による所得収支（第 1 次所得収支）の増加である。しかし図表 13 に示すように、この所得収支の増加は輸出の減少に伴う GDP ないし GNI の、あるいは経常収支の減少を相殺しない。なぜなら、

$$\text{輸出の付加価値} = \text{生産コスト（減価償却費＋人件費等）} + \text{企業利益}$$

であるのに対し、

$$\text{直接投資の所得収支} = \text{企業利益} \times (1 - \text{現地の法人税率}) - \text{送金コスト}$$

に過ぎないためである。そしてこれは他の形の空洞化、例えば輸出向けの生産ラインの全てではなく一部を海外移転するケースや、国内で生産・消費していた製品の生産ラインを海外に移転させて生産した製品を日本に逆輸入するケースも同様である。従って空洞化が日本経済に与える一次的な影響はマイナスである。

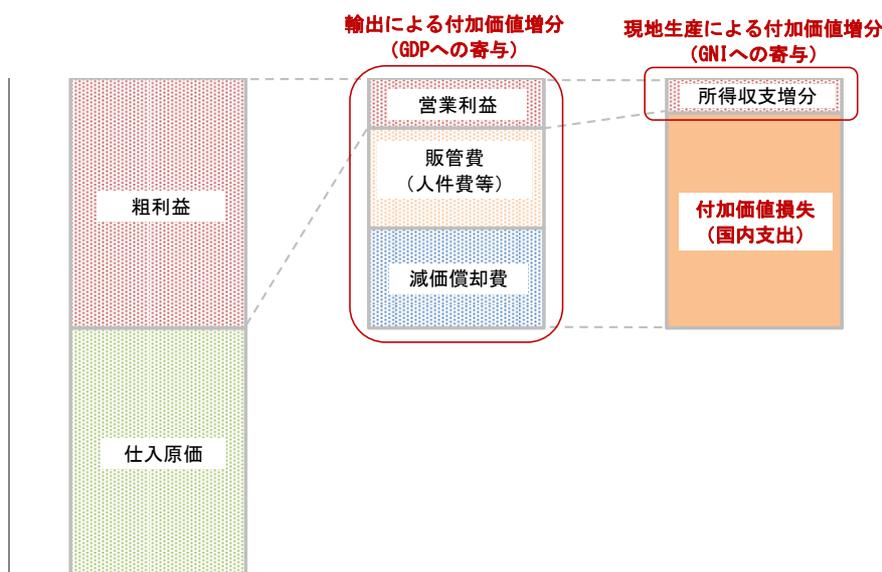
もっとも、これは一次的な影響に過ぎない。空洞化によって利用されなくなった人材や設備投資原資が他のセクター、とりわけ生産性およびその成長率が高い産業移動すれば日本経済への影響はむしろプラスにもなりうる。桜・岩崎（2012）は、海外生産シフトにより発生する国内生産要素の再配分が円滑に進むことを前提として、理論的には下記のような経路を通じて国民所得が向上することを指摘している。利潤率の低い資本豊富国から利潤率の高い労働豊富国への生産シフトを考える古典的理論では、自国の雇用者報酬の減少を上回って企業収益が増加する（ただしこの前提として、海外生産シフトにより余剰となった労働力は、国内資本に結び

¹³ 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

つく形で再配分される)。また、Helpman et al (2004)¹⁴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、これらはあ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、雇用に悪影響が発生し、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¹⁵ (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。もっとも、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うるものである。従って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重要な課題となる。

図表 1 3 空洞化に伴う付加価値損失の概念図



(出所) 大和総研

¹⁴ Helpman, Elhanan, Marc J. Melitz, and Stephen R. Yeaple (2004) "Export versus FDI with heterogeneous firms," *American Economic Review* 94(1), pp.300-316

¹⁵ 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>

【経済構造分析レポート】

- 近藤智也・溝端幹雄・小林俊介・石橋未来・田中豪「日本経済中期予測（2015年2月）—デフレ脱却と財政再建、時間との戦い」2015年2月3日
- 田中豪「人手不足は本当に深刻なのか？—建設業の人手不足・男性の非正規化・雇用のミスマッチなど」2014年12月1日
- No. 29 石橋未来「大都市圏における在宅ケア普及のカギ—高齢者の孤立を防ぐため、「互助」関係を意図的に創設する」2014年9月30日
- 近藤智也「日本の労働市場の課題—成長戦略を妨げる人手・人材不足」2014年9月1日
- 溝端幹雄「希望をつないだ新成長戦略—改革メニューは示されたが雇用面で課題」2014年9月1日
- No. 28 石橋未来「産後の女性の就労継続を阻むもの—男女間の賃金格差は正と柔軟な労働環境の整備が求められる」2014年8月13日
- 近藤智也・溝端幹雄・小林俊介・石橋未来・神田慶司「日本経済中期予測（2014年8月）—日本の成長力と新たに直面する課題」2014年8月4日
- No. 27 溝端幹雄「希望をつないだ新成長戦略（下）—岩盤規制の改革は大きく進展、あとは実効性の担保」2014年6月27日
- No. 26 溝端幹雄「希望をつないだ新成長戦略（上）—改革メニューは示されたが雇用面で課題」2014年6月27日
- No. 25 石橋未来「拡充される混合診療について—それでも高額な保険外診療は患者の選択肢となりうるか」2014年6月20日
- No. 24 石橋未来「超高齢社会における介護問題—人材・サービス不足がもたらす「地域包括ケア」の落とし穴」2014年5月9日
- No. 23 溝端幹雄「成長戦略の効果を削ぎかねない隠れた要因—電子行政の徹底等による行政手続きの合理化が急務」2014年4月11日
- No. 22 石橋未来「英国の医療制度改革が示唆するもの—国民・患者が選択する医療へ」2014年3月27日
- No. 21 小林俊介「設備投資循環から探る世界の景気循環—期待利潤回復、不確実性低下、低金利の下で拡大局面へ」2014年2月6日
- No. 20 小林俊介「円安・海外好調でも輸出が伸びない5つの理由—過度の悲観は禁物。しかし短期と長期は慎重に。」2014年2月6日
- No. 19 小林俊介「今後10年間の為替レートの見通し—5年程度の円安期間を経て再び円高へ。3つの円高リスクに注意。」2014年2月6日
- 近藤智也・溝端幹雄・小林俊介・石橋未来・神田慶司「日本経済中期予測（2014年2月）—牽引役不在の世界経済で試される日本の改革への本気度」2014年2月5日
- 神田慶司「今春から本格化する社会保障制度改革—真の意味での社会保障・税一体改革の姿を示すべき」（2014年1月29日）

- 鈴木準・神田慶司「消費税増税と低所得者対策—求められる消費税の枠内にとどまらない制度設計」(2014年1月20日)
- 溝端幹雄「安倍政権の成長戦略の要点とその評価—三本目の矢は本当に効くのか？」(2014年1月20日)
- No. 18 石橋未来「診療報酬プラス改定後、効率化策に期待—持続可能な医療のためには大胆かつ積極的な効率化策が必要となろう」2014年1月15日
- No. 17 石橋未来「米国の医療保険制度について—国民皆保険制度の導入と、民間保険会社を活用した医療費抑制の試み」2013年12月16日
- 小林俊介「米国金融政策の変化が世界経済に与えるもの」2013年10月25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
- 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
- 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
- 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
- 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. 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. 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
- 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. 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
- 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」2013年2月5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

レポートは弊社ホームページにてご覧頂けます。

URL : <http://www.dir.co.jp/>