

2015年3月20日 全9頁

日本経済見通し：設備投資の国内回帰は起きるのか？

アベノミクスによる好循環が日本経済を下支え

エコノミック・インテリジェンス・チーム
執行役員 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸
エコノミスト 長内 智
エコノミスト 橋本 政彦
エコノミスト 久後 翔太郎
永井 寛之

[要約]

- 日本経済のメインシナリオ：2014年10-12月期GDP二次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2014年度が前年度比▲1.0%（前回：同▲0.9%）、2015年度が同+1.9%（同：同+1.9%）、2016年度が同+1.8%（同：同+1.8%）である（→詳細は、熊谷亮丸他「第184回 日本経済予測（改訂版）」（2015年3月9日）参照）。当社が従来から指摘してきた通り、日本経済は、2014年1月をピークに景気後退局面入りしたとみられるものの、景気後退は同年8月前後までの極めて短い期間で終了した可能性が高い。今後の日本経済は、①アベノミクスによる好循環が継続すること、②米国向けを中心に輸出が緩やかに持ち直すことなどから、緩やかな回復軌道をたどる見通しである。
- 設備投資の国内回帰は起きるのか？：今回レポートでは「設備投資の国内回帰は起きるのか？」という論点について検証した。近年の円安進行を背景に、製造業の一部において、国内回帰の動きが大きく報道されている。海外設備投資比率を回帰式によって推計すると、2014年度以降低下に転じると予想される。また、企業に対するアンケート調査の結果を見ても、製造業は2014年度に海外設備投資を減少させる計画となっている。今後はアベノミクスの効果が徐々に顕在化する中で、過去の円高進行により行き過ぎた海外設備投資の国内回帰が進むとみられる。

1. 日本経済のメインシナリオ：景気は緩やかに拡大

日本経済のメインシナリオ

2014年10-12月期GDP二次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2014年度が前年度比▲1.0%（前回：同▲0.9%）、2015年度が同+1.9%（同：同+1.9%）、2016年度が同+1.8%（同：同+1.8%）である（→詳細は、熊谷亮丸他「第184回 日本経済予測（改訂版）」（2015年3月9日）参照）。

実質GDP成長率は一次速報から下方修正

2014年10-12月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率+1.5%（前期比+0.4%）と、一次速報（前期比年率+2.2%、前期比+0.6%）から下方修正された。一次速報からはほぼ修正されないと見込んでいた市場コンセンサス（前期比年率+2.2%）と比べ下振れしたことに加えて、設備投資が減少に転じるなど、内容としてもややネガティブ。

2015年1-3月期以降もGDPは増加基調が続く見通し

今回の結果では実質GDPは3四半期ぶりのプラス成長となり、消費税増税後の低迷から緩やかに持ち直しに向かう動きが確認された。2015年1-3月期以降も実質GDPは増加基調が続く見通しであり、先行きの日本経済は緩やかな拡大が続くと見込んでいる。

個人消費については、家計を取り巻く良好な雇用・所得環境を主因に、増加傾向が続くとみられる。また、2014年夏からの原油価格の急落によって消費者物価が押し下げられることで、家計の実質賃金が押し上げられることも、個人消費増加の追い風となるとみられる。反動減の影響が続いてきた住宅投資についても、先行指標である住宅着工は足下で持ち直しの兆しが見られており、徐々に回復に向かう見通しである。

停滞が続く設備投資についても、2015年1-3月期以降、増加に転じると見込んでいる。先行指標である機械受注の改善が続いていることに加えて、日銀短観等のアンケート調査の設備投資計画も総じて底堅い。2014年初から悪化していた生産は持ち直しており、稼働率も上昇傾向にある。従前より設備の不足感が高まっている非製造業に加えて、製造業でも過剰感の解消が続くとみられ、設備投資需要を喚起することとなろう。また、継続的に円安傾向が続く中、一部製造業では国内生産割合を高める動きが見られていることや、原油急落による収益の改善なども設備投資増加を後押しする材料になるだろう。

輸出に関しては、海外経済が回復するのにしたがって緩やかな増加基調が続くとみている。最大の牽引役は堅調な景気拡大が続く米国向けとなる見通しである。また、米国経済の拡大は米国向け輸出のみならず、米国を最終需要地とするアジア向け中間財輸出の増加にも寄与することとなろう。欧州や中国で、このところ景気が減速している点は懸念材料であるものの、欧州経済についてはECBによる追加金融緩和による効果などから、徐々に持ち直しに向かうとみており、輸出は次第に増勢を強める見通しである。

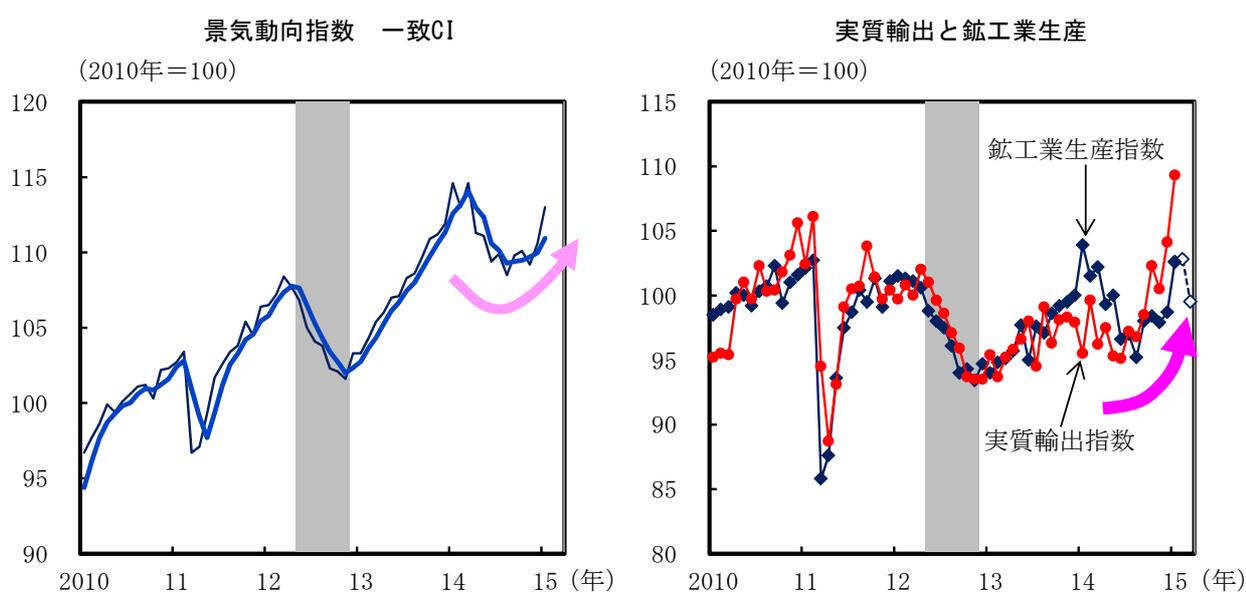
日本経済は拡大局面へ

当社が従来から指摘してきた通り、日本経済は、2014年1月をピークに景気後退局面入りしたとみられるものの、景気後退は極めて短い期間で終了した可能性が高い。今後の日本経済は、①アベノミクスによる好循環が継続すること、②米国向けを中心に輸出が緩やかに持ち直すことなどから、緩やかな回復軌道をたどる見通しである。

わが国の実質 GDP は2014年4-6月期から2四半期連続のマイナス成長となり、景気動向指数の一致CIを見ても、2014年1月をピークに低下傾向となっていた。しかしながら、実質 GDP は2014年10-12月期には3四半期ぶりのプラス成長に転換し、悪化傾向にあった景気動向指数も2014年8月を底に持ち直しの動きが続いている。景気動向指数の一致指数による基調判断は2014年12月に「改善を示している」へと上方修正されており、2014年1月を山にして始まった景気後退局面は8月前後までの極めて短い期間で終了し、9月以降、景気は再び拡大局面入りしたとみられる（**図表1**）。

景気拡大の背景には、増税後の反動減によって大きく落ち込んだ個人消費が底堅い雇用・所得環境を背景に、徐々に持ち直したことがある。また、円安進行による押し上げ効果もあり、企業収益は改善傾向が続いており、設備投資などの企業部門の需要も底堅い。加えて、2012年末からの景気拡大局面において伸び悩んできた実質輸出は、2014年半ばに入り増勢を強めている。こうした内外需の拡大を受けて、製造業の生産についても2014年の年央から持ち直しの動きが見られており、景気の底入れ感が強まっている。

図表1：一致CI、実質輸出と鉱工業生産



(注) シェードは景気後退期。景気動向指数の太線は3ヶ月移動平均値。

鉱工業生産の直近2ヶ月は製造工業生産予測調査の値。

(出所) 内閣府、日本銀行、経済産業省統計より大和総研作成

アベノミクスによる好循環は継続

今後もわが国ではアベノミクスによる好循環の継続が予想される。

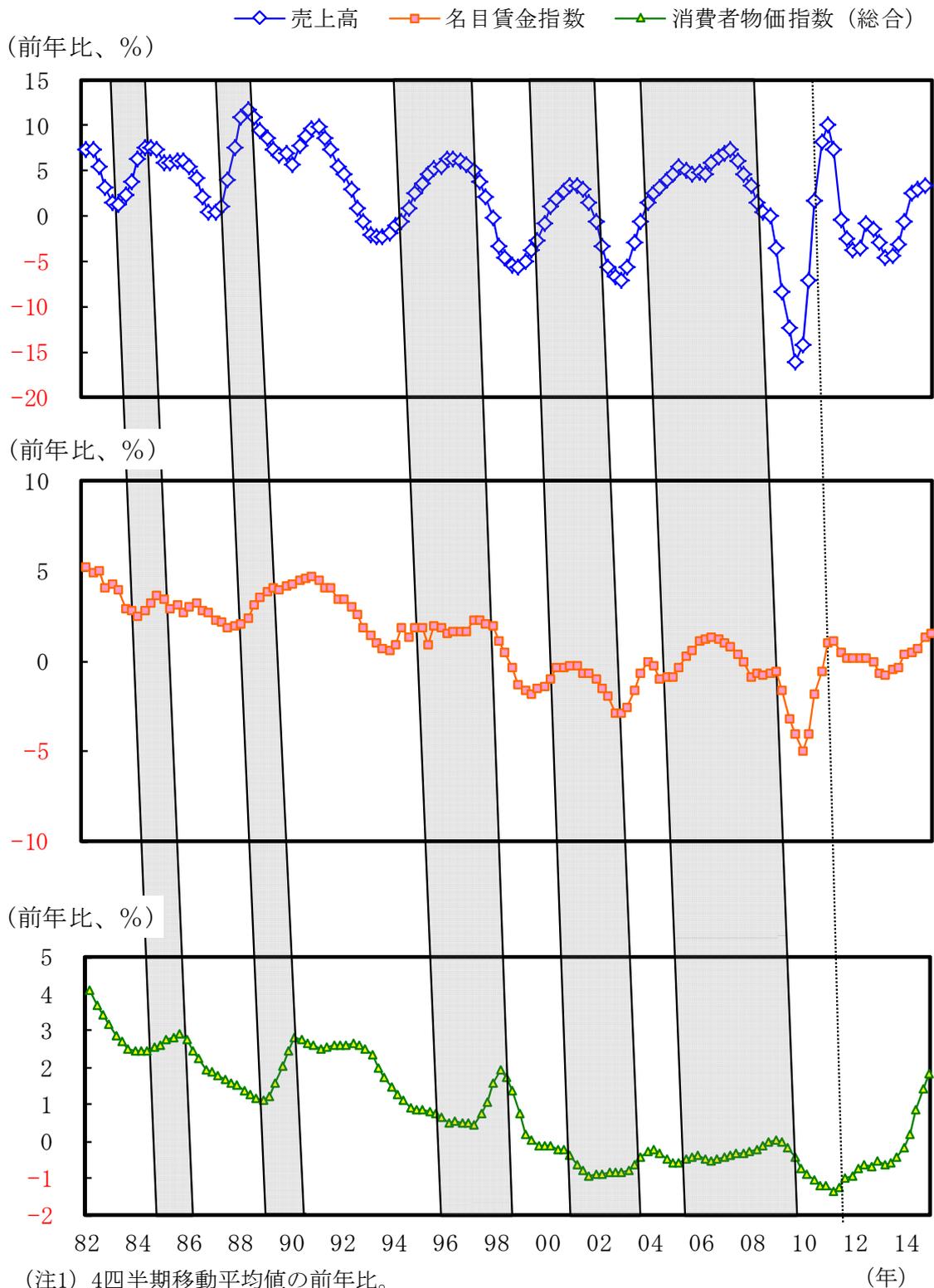
一部の野党やマスメディアなどは、「インフレが進行する中、雇用者所得が増加せず、『アベノミクス』で国民の生活は苦しくなる」という批判を声高に主張してきた。

しかしながら、**図表 2** に示した通り、過去の歴史を検証すると、わが国では「売上高増加→賃金増加→物価上昇」というサイクルが存在する。すなわち、わが国では売上高が増加した半年～1年後に賃金が増加し、その約半年後に消費者物価が上昇する傾向があるのだ。

こうした動きを念頭に置くと、日銀の大胆な金融緩和や政府による「プロビジネス（企業寄り）」の政策などを通じて、売上高を増加させることこそが、デフレ脱却の「一丁目一番地」だという「アベノミクス」の基本的な考え方は極めて的を射たものであると考えられる。

実際、足下では、企業部門の好調が、雇用・所得環境の改善などを通じて、ようやく個人部門に好影響を及ぼしつつある。2014年の春闘における賃上げ率は+2.2%と、15年ぶりの高い伸びを記録した。すなわち、大局的に見て、日本経済の底流では、アベノミクスが想定する「生産→所得→消費」という好循環が着実に継続しているのである。

図表 2 : 売上高と賃金と物価



(注1) 4四半期移動平均値の前年比。

(注2) シャドローは売上高の前年比が上昇している期間。

傾きを持っているため、下の図表までに半年程度のラグが生じている。

(出所) 財務省、厚生労働省、総務省統計より大和総研作成

2. 設備投資の国内回帰は起きるのか？

2.1 為替レートと海外移転の連動性

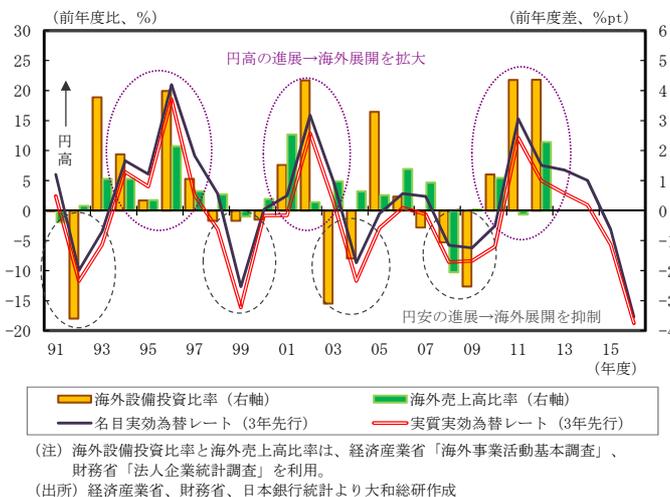
円安に転じてから 2～3 年程度遅れて海外移転が抑制される

本章では、「設備投資の国内回帰」について検証したい。

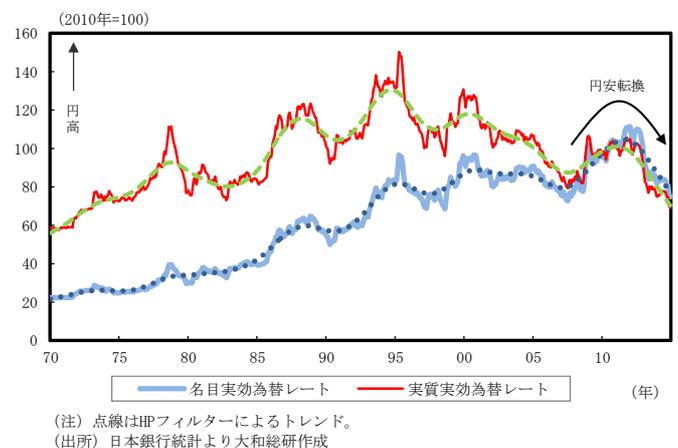
わが国の製造業は、経済のグローバル化が進展する中で、生産コストを抑制して価格競争力を維持するために、生産拠点を人件費の安い新興国に次々と移してきた。また、近年、製品の消費地の近くで生産を行うという「地産地消」の動きが顕著になっており、こうした大きな潮流の下で、企業の生産拠点の配置は、長期的にみると海外と日本国内の需要と生産コストの差におおむね比例する形で決定されることになろう。人口減少社会に突入して国内需要が伸び悩む日本に対して、海外市場は着実に拡大することから、それに応じて今後も企業の海外展開が継続され、長い目で見ると海外設備投資比率は緩やかな上昇傾向が続くと考えられる。

他方で、中期的には、為替レートの変動に伴う国際的な価格競争力の変化が、企業の海外移転の決定に大きな影響を及ぼす。海外設備投資比率および海外売上高比率と円の実効為替レートの歴史的な関係を見ると、円高（円安）が進行してから 2～3 年程度経過すると、海外設備投資比率と売上高比率の両者が上昇（低下）する傾向にあることが確認できる（**図表 3**）。一般に、企業の大規模な設備投資の計画から実行までには、数年程度の期間を要することから、実効為替レートと海外設備投資比率の変化に見られる時間差は、これに即した動きだと言えよう。円の実効為替レートは、2012 年秋口以降、アベノミクスに対する期待感や日本銀行の大胆な金融緩和の効果もあって、円安方向へと大きく転じている（**図表 4**）。こうした中で、製造業の一部において、海外に移した生産拠点を日本へと戻す「国内回帰」の動きが大きく報道されるなど、円安の効果が徐々に始めている。

図表 3：製造業の海外設備投資・売上高比率と
円の実効為替レート



図表 4：円の実効為替レート



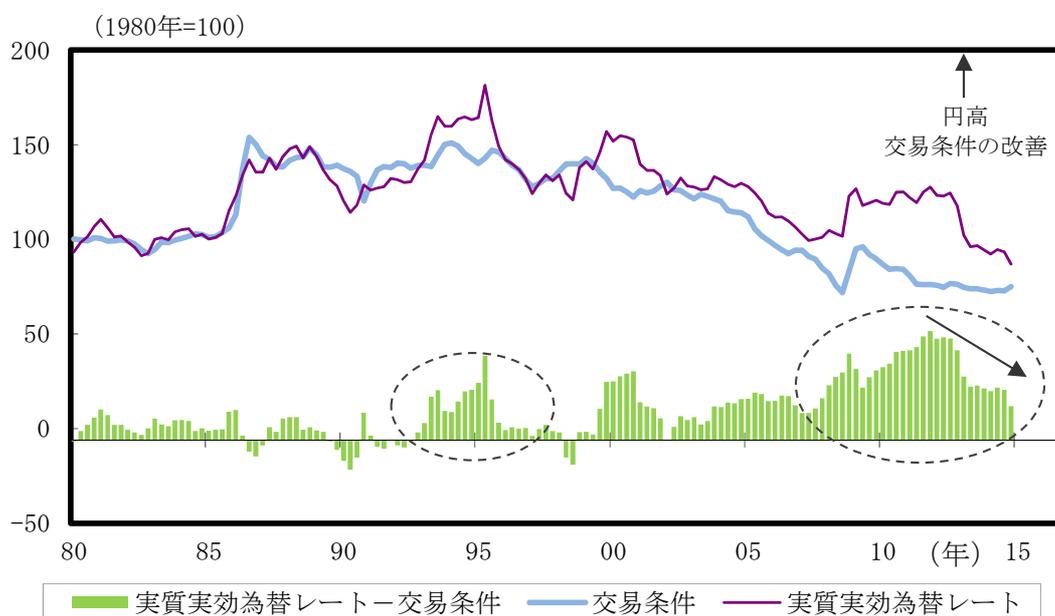
2.2 実質実効為替レートと交易条件で見る国内生産の優位性

円安が進む中で実質実効為替レートと交易条件の乖離幅は縮小傾向

製造業の国内回帰の動きに関しては、実質実効為替レートと交易条件（＝「輸出物価/輸入物価」）の乖離幅が縮小していることも追い風となっている。通常、実質実効為替レートと交易条件は連動する傾向にあり、円高（円安）が進むと、交易条件が改善（悪化）する傾向にある（図表 5）。これは、日本の貿易構造上、資源エネルギーなどの輸入物価の変動の方が輸出物価の変動より大きくなる傾向が強いことによるものだ。すなわち、円高が進むと輸入物価の下落幅が輸出物価の下落幅を上回る結果、交易条件が改善（＝「輸出物価/輸入物価」が上昇）し、逆に、円安が進むと交易条件が悪化するのである。

過去を振り返ると、1995 年の円高局面とリーマン・ショック後の円高局面においては、円高が進む中でも交易条件が改善せず、製造業の国内生産は「二重苦」とも言うべき不利な状況に置かれていた。しかし、2012 年秋口以降の円安局面では、大幅な円安が進行したにもかかわらず交易条件の悪化はわずかなものにとどまっており、2014 年夏場以降の原油価格の急落を受けて、足下では交易条件に改善の動きが見られている。この結果、実質実効為替レートと交易条件の乖離幅も縮小傾向にあることから、こうした環境変化も製造業の国内回帰を促す要因になるものと考えられる。

図表 5：実質実効為替レートと交易条件



(注) 交易条件＝輸出物価/輸入物価、円ベース。

(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

2.3 製造業の海外設備投資比率の推計

行き過ぎた海外設備投資は円安の効果で修正される公算

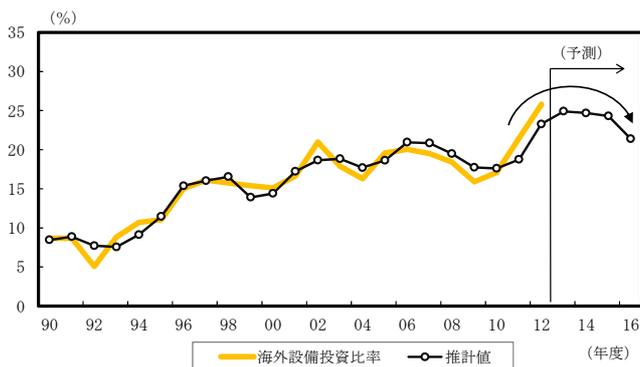
海外設備投資比率の先行きについては、どのように考えればよいのだろうか。ここでは、海外設備投資比率を、①海外生産比率、②実質実効為替レート、の2つの決定要因によって推計し、今後の動向について展望する¹。

第一に、海外設備投資比率は、短期的な上下動を伴いつつも、長期的な上昇傾向が続いている（**図表 6**）。この要因を確認すると、構造的には、日本のインフレ率が海外よりも低いことからインフレ格差要因がマイナスに寄与する一方で、国内市場よりも海外市場の拡大ペースが速いことが、継続的に海外設備投資比率を高める方向に作用していることが分かる（**図表 7**）。また、名目実効為替要因に関しては変動を伴いつつ、長きにわたる円高傾向を背景に海外設備投資比率の押し上げに寄与している。

第二に、過去の円高局面では、円高が進行してから2～3年後に名目実効為替要因が大きく上昇しており、企業の海外移転を加速させる原因となっていた。すでに指摘した通り、企業の生産拠点の配置は、長期的にみると海外と日本国内の需要と生産コストの差に比例する形で決定されるが、急速な円高の進行は、国内外の相対的な需要と生産コストに基づくトレンドから乖離させる形で、海外設備投資比率を上昇させてきたとみられる。

最後に、国際通貨基金（IMF）による世界経済の見通しや、最近の名目実効為替レートに基づいた推計結果によれば、海外設備投資比率は、2012年秋以降の円安進行を背景に、2014年度以降、低下に転じることが予想される。

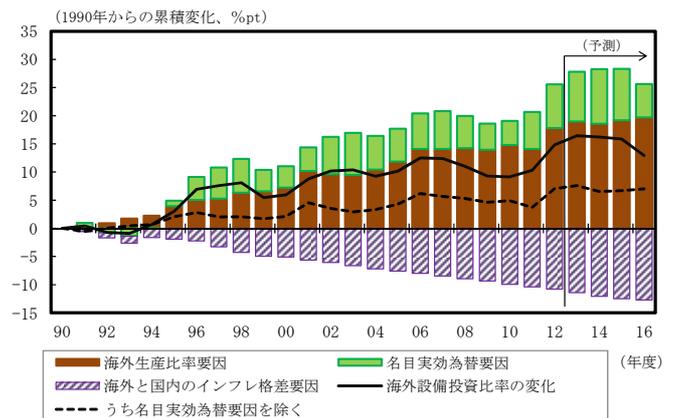
図表 6：製造業の海外設備投資比率



(注1) 海外設備投資比率は、経済産業省「海外事業活動基本調査」、財務省「法人企業統計調査」、海外生産比率は、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」を利用。
 (注2) 海外設備投資比率の推計式は、以下の通り。

$$\text{海外設備投資比率}(t) = -75.44 + 1.11 \times \text{海外生産比率}(t) + 16.55 \times \ln(\text{実質実効為替レート})(t-3)$$
 全て1%有意。推計は、GMM法による。操作変数に、定数項、海外生産比率(t-1)、世界と日本の名目GDP比(t-3)、 $\ln(\text{実質実効為替レート})(t-3)$ を利用。
 (注3) 先行きの値は、海外生産比率を、世界と日本のGDP比(PPPベース)(t-2)と名目実効為替レート(t-2)によって推計した結果を利用して延長。
 (出所) 経済産業省、財務省、日本銀行、内閣府、IMF統計より大和総研作成

図表 7：製造業の海外設備投資比率の要因分解



(注) 海外と国内のインフレ格差要因は、名目実効為替レート/実質実効為替レートによる。日本のインフレ率（≠生産コストの上昇）が海外より低い場合は押し下げに寄与。
 (出所) 経済産業省、財務省、日本銀行、内閣府、IMF統計より大和総研作成

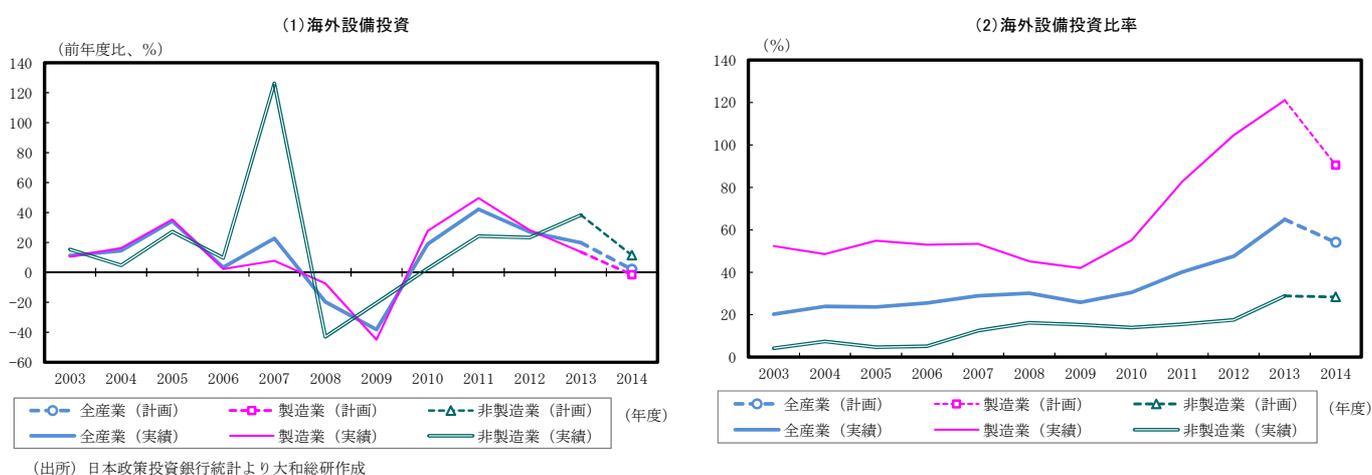
¹ 海外設備投資比率の要因分解の結果は、推計方法や利用するデータ期間の影響を受けるため、ある程度の幅を持って見る必要がある。

企業に対するアンケート調査でも海外設備投資は抑制される見込み

製造業の海外設備投資に対する計画を日本政策投資銀行の調査で確認すると、2014年度の海外設備投資の伸び率は5年ぶりのマイナスに転じ、海外設備投資比率も同じく5年ぶりに低下する見込みである(図表8)。これは、自動車、非鉄金属、化学において、海外での設備投資が減少に転じる一方で、国内の設備投資が前年度よりも増加するためである。

このように海外設備投資比率の先行きについては、関数による推計結果と、企業に対するアンケート調査の双方が低下を示唆しており、アベノミクスの効果が徐々に顕在化する形で、過去の円高進行によって行き過ぎた海外設備投資の国内回帰が進むと考えてよいだろう。

図表8：企業調査による海外設備投資と海外設備投資比率の動向



図表9：日本経済・金利見通し

	(予) →					(予) →				
	2014. 10-12	2015. 1-3	4-6	7-9	10-12	2016. 1-3	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	1.5 -0.8	2.9 -1.4	2.2 1.0	1.9 2.2	1.7 2.2	1.8 2.0	2.1	-1.0	1.9	1.8
経常収支 (季調済年率、兆円)	9.9	16.4	16.9	17.5	18.2	18.7	0.8	8.1	17.8	19.0
失業率 (%)	3.5	3.4	3.3	3.3	3.3	3.3	3.9	3.5	3.3	3.2
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%]	2.7	2.2	0.1	-0.0	0.4	0.9	0.8	2.8	0.3	1.1
無担保コール翌日物 (期末、%)	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
国債利回り(10年債最長期物) (期中平均、%)	0.40	0.40	0.45	0.50	0.55	0.60	0.60	0.43	0.53	0.70

(注) 予測値は原則として大和総研・第184回日本経済予測(改訂版)による。
(出所) 各種統計より大和総研作成