

みずほマーケット・トピック(2015年1月14日)

## 本邦企業の海外進出と為替について

円安によるコスト優位を活かし、国内での生産活動が活発化するという、いわゆる円安国内回帰論に盛り上がりを感じる。しかし、報道から確認できる企業のスタンスを見る限り、円安だけを理由に海外から国内へ切り替えるという意図はさほど感じられず、「これから新規に投資を行う案件に関しては日本も選択肢入ってくる」程度のトーンに見受けられる。経済産業省『海外事業活動基本調査』を見ても、企業の海外進出はあくまで地産地消戦略の一環であることは明らかである。実質実効為替相場が1973年以来の水準まで下落しているのに国内生産が微動だにしない(全く増えない)という方が異常なのであり、現下の動きは不思議ではない。だが、直感的に考えても、「1ドル300円(レベルの実質実効為替相場)とゼロ金利」でしか儲からないビジネスは正常から遠く、2002～08年の教訓を思い返したい。今のところ、企業はその教訓を承知している様子。

### ～円安国内回帰論について～

2015年1月9日付の日本経済新聞朝刊3面では『生産体制 円安で見直し』との記事が報じられた。本邦大手電機メーカーが一部の商品について国内生産へ切り替える方針を表明したことに代表されるように、円安によるコスト優位を活かし、国内での生産活動が活発化するのではないかと、いわゆる円安国内回帰論が俄かに盛り上がり始めているように感じられる。但し、記事中に見られた企業のスタンスは以下のようなものであり、一部で期待されるほど円安一点勝負で国内回帰を考えている企業が多いわけではない様子も窺える(同記事中からそのまま抜粋)：

- 「海外の工場を閉鎖する考えはない」(電気)
- 「(国内で)今空いているところがいっぱいになってから、3年以内にはありうる」(電気)
- 「国内工場のコスト競争力が高まり、輸出しやすくなった」(自動車)
- 「受身的な生産回帰はあると思う。ただ積極的な対応ではない」(電気)
- 「採算が合うもの、動かしやすいものを計算して国内生産を検討する」(電気)
- 「今ある海外生産を日本国内へ戻すことは考えていない。製品の『地産地消』を進めるグローバル事業の方向性を維持する」(電気)
- 「国内はマザー工場として生産量を維持しながら海外拠点を整備していく」(鉄鋼)
- 「アジア地域の供給過多の影響で円安でも輸出を増やせる状況にはない」(鉄鋼)

元より競争力が高いと目される自動車のように「円安→輸出増」というストレートな期待を抱くケースもあるが、全体的な印象として円安だけを理由に海外から国内へ切り替えるという意図はさほど感じられず、「これから新規に投資を行う案件に関しては日本も選択肢入ってくる」程度のトーンに見受

けられる。大々的に報じられた大手電機メーカーについても「積極的な対応ではない」と明言されており、その他企業でもあくまで採算が合うことを条件としつつ、地産地消戦略は温存されることが指摘されている。

これは経済産業省公表の『海外事業活動基本調査』を見るとよく分かる。2012年度を対象とした第43回同調査によれば、「投資を決定した際のポイント」のうち、最も回答割合が多かったのは圧倒的に「現地の製品需要が旺盛又は今後の需要が見込まれる」であり、地産地消戦略の追求が強い動機であることが窺える(表)。これに次いで、日系企業の進出実績や進出先近隣の需要拡大を挙げる企業が多く、その次に漸く「良質で安価な労働力が確保できる」というコストメリットが出てくる。その他、コストメリットに関しては「品質価格面で、日本への逆輸入が可能」や「土地等の現地資本が安価」といった回答(色付き部分)も窺えるが、決して大きな回答割合ではなく為替の上下動が企業動向のメインドライバーには成り得ない事情が推測される。もちろん、為替動向は他の要因同様、重要な行動インセンティブになるが、円高であろうと円安であろうと、為替に振らされない経営を追求するというのが企業の本音と思われ、為替一点から企業行動を説明しようとする本邦特有の雰囲気は企業の実情を捉えていないように思われる。

**投資決定のポイントについて**  
(回答総数に占める割合、%、12年度実績)

現地の製品需要が旺盛又は今後の需要が見込まれる。	70.0
納入先を含む、他の日系企業の進出実績がある。	33.0
進出先近隣三国で製品需要が旺盛又は今後の拡大が見込まれる。	28.4
良質で安価な労働力が確保できる。	23.4
品質価格面で、日本への逆輸入が可能	9.3
部品等の現地調達が可能	9.0
税制、融資等の優遇措置がある。	8.2
社会資本整備が必要水準を満たしている。	6.7
土地等の現地資本が安価	5.2
現地政府の産業育成、保護政策	4.1
技術者の確保が容易	2.7

(資料) 経済産業省『第43回海外事業活動基本調査』

### ～「国内生産が微動だにしない」方が異常～

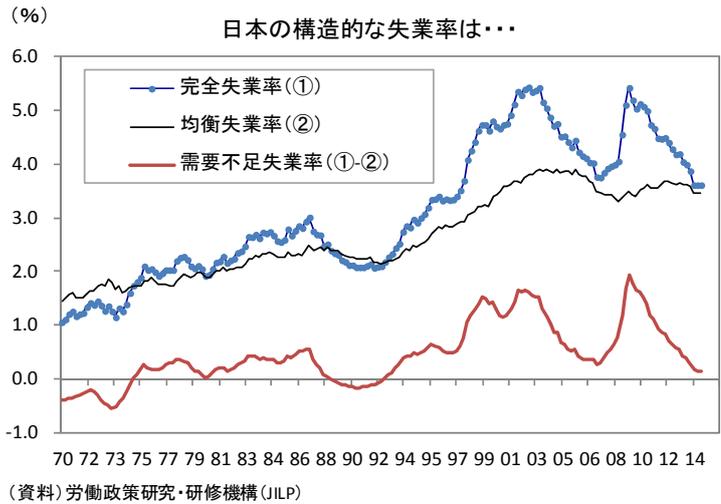
それでも僅かとは言え、国内回帰しているのだから前向きに評価すべき、という声もあるかもしれない。だが、実質ベースでみた実効為替相場が1973年以來の水準まで下落しているのに国内生産が微動だにしない(全く増えない)という方が異常である(図)。右図に示されるように、現状の実質実効円相場はドル/円相場が1ドル=300円台で推移していた1973年頃の水準と同等で



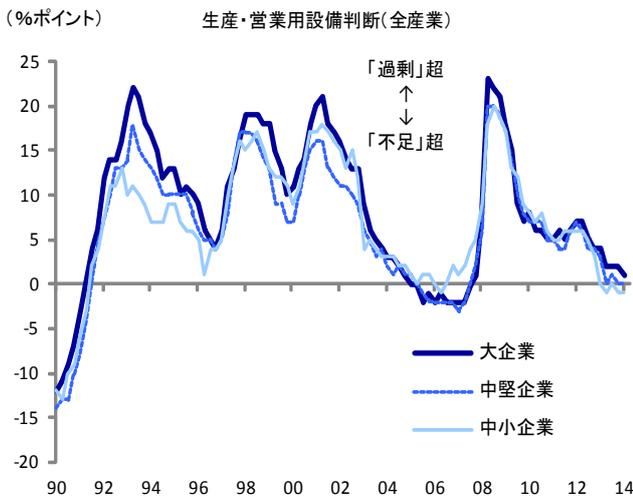
(資料) 日本銀行

あり、その後の物価安の大半が日本企業の血の滲むような努力の結晶であることを差し引いたとしても、国際競争上はかなり有利な為替レートが実現していることは間違いない。この相場ならば海外設備を閉鎖する判断は伴わないまでも、新規投資の候補として国内が上がってくる可能性は十分考えられるし、現実にそういった動きが出始めているのは冒頭紹介した通りである。

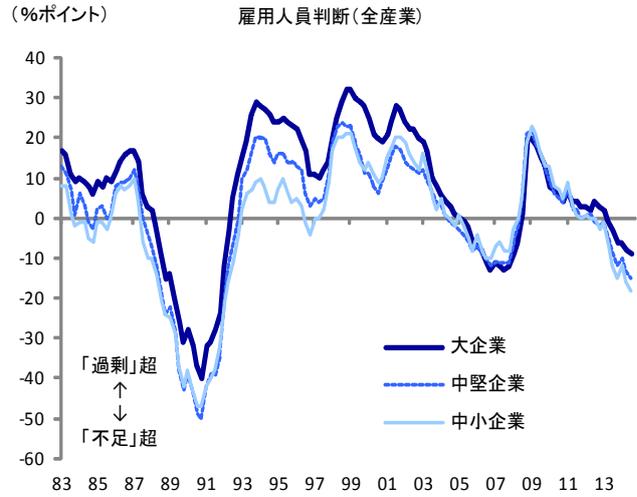
問題はこうした円安相場が、黒田日銀総裁自らが完全雇用の到達を宣言し、中央銀行が経済のスラック消滅を自認しているという状況で進行しているという事実である。実際、日本の現在の失業率はほぼ自然失業率に到達したというのが政府統計の示すところである(図)。仮にこうした状況下で通貨安が「生産増→所得増→消費増」の好循環をもたらすとすれば、それに対応し得るだけの遊休資産(要するにスラック)が存在することが前提となる。競争的な為替レートがあっても、それを活かす生産要素がなければどうしようもない。しかし、短観DIにおいて若干の過剰感が残されている設備はまだしも(それとて殆ど解消済みだが・・・)、雇用に関しては黒田総裁の認識通り、相当な不足感が広がっている(下図)。こうした現状から輸出を起点として国内生産活動を活発化させていくのだとすると、既存の内需産業の資源を外需産業に切り分けるようなイメージに繋がってくる。



短観DIにおいて若干の過剰感が残されている設備はまだしも(それとて殆ど解消済みだが・・・)、雇用に関しては黒田総裁の認識通り、相当な不足感が広がっている(下図)。こうした現状から輸出を起点として国内生産活動を活発化させていくのだとすると、既存の内需産業の資源を外需産業に切り分けるようなイメージに繋がってくる。



(資料)日本銀行、INDB、みずほ銀行



(資料)日本銀行、INDB、みずほ銀行

### ～企業は「実感なき景気回復」の教訓を承知している～

元々希少な資源を外需産業へ寄せるのだから、内需産業の資源は不足する。昨年来報じられる外食産業や建設業の人手不足は文字通り、内需産業で雇用人員が不足していることを意味している。こうした状況が続けば、内需産業において高成長企業が生まれることが難しくなるだろうことは想像に難くない。一方、外需産業においても現水準の円安と超低金利が前提となるようなビジネスモデルが定着した場合、ひとたび円安が反転すれば、再び2007年夏以降に見られたような苦境が再来することになる。直感的に考えても「1ドル300円(レベルの実質実効為替相場)とゼロ金利」でしか儲からないビジネスが正常から遠いことは分かるだろう。

「実感なき景気回復」や「円安バブル」と揶揄された 2002～08 年の局面が教えてくれた重要な教訓は過度な円安によりもたらされた好景気や高収益は相場の反転と共に厳しい逆風に晒されるといいう事実であり、言い方を変えれば「為替によってもたらされた利益は為替によって消えかねない」という事実である。実質実効為替相場に関し、当時も「プラザ合意以来の円安」が話題になっていたことを踏まえれば、円安を捉えて国内回帰や輸出加速が盛り上がることには危うさを禁じ得ないが、冒頭紹介した記事に現れる企業のスタンスを見る限り、安易な国内回帰からは距離を置いている企業は多いように見受けられ、当時の教訓は活かされている模様である。

以 上

国際為替部  
チーフマーケット・エコノミスト  
唐鎌 大輔 (TEL:03-3242-7065)  
[daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp](mailto:daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)~ユーロ比率の大幅低下をどう読むか?~)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場~見通しのポイント~
2014年12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか?
2014年12月22日	ECB理事会、輪番制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC(12月17~18日開催分)を終えて
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意~「97-98年」との比較~
2014年12月16日	最近の原油安について~混同しがちな因果関係~
2014年12月15日	衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、改めて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと~円安の是非を超えて~
2014年12月5日	週末版(ECB理事会を終えて~expectation(期待)以上、target(目標)未達のintention(意思)~)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感~懸念は尚早だが...~
2014年12月2日	ECB理事会(12月4日)プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて~金購入なども含め~
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素~実質金利と需給~
2014年11月17日	本邦7~9月期GDP~続く所得面の悪化~
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミクス~何が変わったのか?)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
2014年11月10日	【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて~正式に始まった「量」への挑戦~)
2014年11月6日	当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス
2014年11月5日	ECB理事会プレビュー~現状維持を予想~
2014年11月4日	日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)
2014年10月31日	週末版
2014年10月30日	FOMC声明文を受けて(10月28~29日開催分)
2014年10月28日	カバードボンド購入額をどう読むか?
2014年10月27日	欧州ストレステストを受けて~本場の勝負はこれから~
2014年10月24日	週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック(弛み)について~インフレ率が上がらない構造的背景~)
2014年10月23日	ECB社債購入を巡る3つの問題点
2014年10月22日	現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて
2014年10月21日	カバードボンド購入プログラム(CBPP3)などについて
2014年10月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2014年9月分)
2014年10月17日	週末版(米為替政策報告書について~ドル高容認か?~)
2014年10月16日	昨日の相場混乱について~ドル/円は適正な水準まで調整へ~
2014年10月15日	原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響
2014年10月14日	G20を終えて~円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」~
2014年10月10日	週末版(ドル/円相場の新しい節目~均衡水準は20%円安に?~)
2014年10月9日	FOMC議事要旨(9月16~17日開催分)を受けて
2014年10月8日	日銀金融政策決定会合を終えて~迫る期限の弾力化~
2014年10月7日	経済財政諮問会議(10/1)議事要旨を受けて
2014年10月6日	米9月雇用統計を終えて~経験則に照らせば利上げ?~
2014年10月3日	週末版(ECB理事会を終えて~需要不足と向き合うECB~)
2014年10月2日	短観9月調査に見る円安コストの陰
2014年10月1日	ECB理事会プレビュー~「量」を評価軸とする難しさ~
2014年9月29日	ドル高を阻むもの
2014年9月26日	週末版
2014年9月25日	安倍首相発言や最近の株高などについて
2014年9月24日	ドラギ総裁の欧州議会証言について~「量」の再強調~
2014年9月22日	ケアンズG20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年9月19日	週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)について~厳しくなる「量」の追求路線~)
2014年9月18日	FOMC(9月16~17日)を終えて
2014年9月17日	ドル/円相場の水準感に係るヒント
2014年9月16日	スコットランド独立についての論点整理
2014年9月12日	週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」~心配しなくても円安は進む~)
2014年9月10日	官製相場となったユーロ相場への考察
2014年9月9日	円安を巡る財界要人発言を受けて~伸び悩む実質GDI~
2014年9月8日	本邦7月国際収支統計などについて
2014年9月5日	週末版(ECB理事会を終えて~官製相場の様相を呈してきたユーロ相場~)
2014年9月4日	9月レパトリの妥当性や今後の直接収益などについて
2014年9月3日	105円台を受けて~日米2年金利差からの推計値など~
2014年9月2日	再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」
2014年9月1日	ECB理事会プレビュー~最大の注目点は声明文?~
2014年8月29日	週末版
2014年8月27日	止まらない欧州金利の低下~財政が嫌なら介入のみ~
2014年8月26日	ドラギ総裁の「3本の矢」~驚きずくめのジャクソンホール講演~
2014年8月25日	イエレンFRB議長講演~「見たいように見る」相場~
2014年8月22日	週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず~俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計~)
2014年8月21日	FOMC議事要旨~「終わりの始まり」をどう考えるか~
2014年8月20日	本邦7月貿易収支などについて
2014年8月19日	最近のサーブ易収支動向~旅行収支は経常収支を支えるか~
2014年8月18日	ユーロショートカバーに備える地合い~3つの契機~
2014年8月15日	週末版(ユーロ圏4~6月期GDPなどを受けて~日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ~)
2014年8月13日	本邦4~6月期GDP1次速報値などについて
2014年8月12日	「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化
2014年8月11日	改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ
2014年8月8日	ECB理事会を終えて~誓み掛けるような口先介入は焦りの表れ?~