

調査レポート

日本経済ウォッチ(2015年7月号)

【目次】

- 1. 今月のグラフ..... p.1
 ~ 生活実感と乖離する消費者物価

- 2. 景気概況..... p.2
 ~ 持ち直しが一服している

- 3. 今月のトピック: 対外直接投資、貿易を通じた円安の影響
 ~ 円安の恩恵を享受しづらくなっている日本経済
..... p.3 ~ 13
 - (1) 対外直接投資を通じた影響 ~ 大企業製造業に恩恵
 - (2) 貿易を通じた影響 ~ 大企業製造業に恩恵、中小企業・消費者に負担増
 - (3) 企業業績、設備投資への影響 ~ 設備投資は盛り上がり欠ける可能性

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 主任研究員 小林 真一郎
主任研究員 中田 一良
研究員 藤田 隼平

〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2
TEL: 03-6733-1070

1. 今月のグラフ ～生活実感と乖離する消費者物価

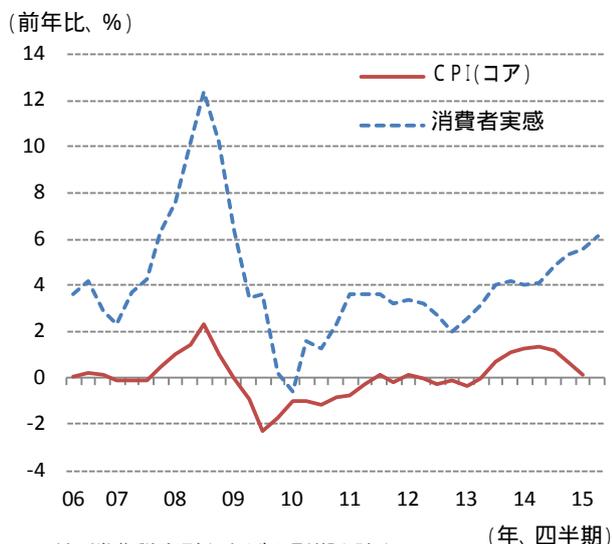
2015年5月の消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下CPIコア）は前年比+0.1%と、2013年6月から24ヶ月連続で前年比プラスとなったが、伸び率はかなり縮小している。最大の要因はエネルギー価格の下落である。世界的な原油価格の低下を受けてガソリン代や電気代が前年と比べて下がっており、CPIを大きく押し下げている。

しかし、消費者は物価がもっと上がっていると感じているようだ。図表1は日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」において、「1年前に比べ現在の物価は何%程度変わったと思いますか」という問いに対し、消費者が回答した平均値と消費税率引き上げの影響を除いたCPI（コア）の推移を表したものである。これを見ると、消費者が感じる物価上昇率は傾向的にCPIの伸び率より高いものの、概ね似通った動きをしてきた。しかし、2014年後半以降、CPI（コア）の伸び率が縮小に転じる一方、消費者が感じる物価上昇率は拡大を続け、2015年6月調査では+6.1%と、CPI（コア）との差が大きく開いている。

この背景にあるのが、物価上昇品目数の増加である。図表2はCPI（コア）を構成する品目について、上昇品目と低下品目の割合を示したものである。これを見ると、CPI（コア）の伸び率が縮小しているにもかかわらず、足元では実に6割強の品目が前年比プラスとなっている。これはCPI（コア）の伸び率が2%を超えたりマン・ショック前の2008年を上回る水準である。CPIは基準年における家計の支出額に基づいて各品目をウエイト付けしたものを合成することで作られており、現在のようにウエイトの大きいエネルギー価格が急落している局面では下落圧力が加わりやすい。しかし、消費者は実際にはそうしたウエイトを気にかけて生活しているわけではない。たくさんのモノやサービスの価格が少しずつでも頻繁に上がっていれば、消費者はより敏感に物価が上がっていると感じてしまう。今後、原油価格が底打ちし、エネルギー価格が上昇に転じれば、消費者が感じる物価上昇率はさらに上昇するとみられ、生活コストの負担感も増すことになるだろう。

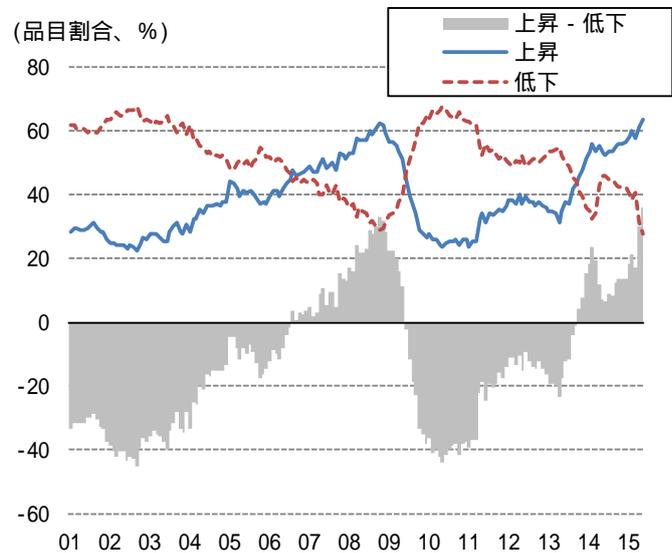
（藤田 隼平）

図表1：CPI（コア）と消費者実感



(注)消費税率引き上げの影響を除く。
(出所)総務省「消費者物価指数」、日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」

図表2：CPI（コア）の上昇・低下品目数



(注)消費税率引き上げの影響を除く。
(出所)総務省「消費者物価指数」

2. 景気概況～持ち直しが一服している

景気は持ち直しが一服しており、いったん踊り場に入る可能性が高まっている。

企業業績の改善が続いており、6月調査の日銀短観では、大企業製造業の業況判断DIは前回調査から3ポイント上昇の15に、大企業非製造業では4ポイント上昇の23に改善した。また、設備投資も増加基調が維持されており、5月の機械受注（船舶・電力を除く民需）も前月比+3.8%と2カ月連続で増加し、リーマン・ショック前の2008年7月以来の水準まで回復してきた。

さらに、雇用情勢においては良好な状態が維持されている。5月の完全失業率は3.3%と低水準にあるほか、5月の有効求人倍率は1.19倍と1992年3月以来の高さに上昇した。労働需給のタイト化を受けて賃金も持ち直しており、5月の一人当たり現金給与総額（速報値）は前年比+0.6%と増加した。新年度に入ってベアの押し上げ効果が浸透しつつあると思われ、所定内給与も同+0.3%と増加基調を維持している。

加えて、エネルギー価格の下落によって企業、家計のコスト負担が減少している。消費税率引き上げの影響が一巡した後、5月の消費者物価（全国）の伸び率は「生鮮食品を除く総合」で同+0.1%と小幅の伸びにとどまっている。

このように、企業、家計ともに所得面での環境は改善傾向にあり、景気にとっては明るい材料である。しかし、足元では個人消費の持ち直しが一服し、輸出が弱含むなど、内外需要とも弱さが目立ってきた。

個人消費においては、5月の家計調査における二人以上の世帯の実質消費支出が前月比+2.4%と上昇したものの、4月の急低下分を取り戻すほどではなく、水準は低いままである。実質消費支出はGDPの個人消費を推計する際の基礎データとなるため、6月にさらに大きく持ち直さなければ、4～6月期の実質GDPの個人消費が前期比マイナスに陥る可能性もある。また、海外需要が急速に弱まっており、5月の実質輸出は前月比-5.0%と大きく落ち込んだ。アジア向けや米国向けが弱含んでいる。

こうした内外需要の弱い動きに加え、在庫調整圧力の強まりを受けて、生産も持ち直しが一服している。5月の鉱工業生産指数は前月比-2.1%と落ち込み、4～6月期は前期比でマイナスに転じることが確実である。製造工業生産予測調査では6、7月は上昇する計画となっているが（6月は前月比+1.5%、7月は同+0.6%）、このところ実績が下振れるケースが多く、引き続き低下する懸念がある。

賃金の上昇や物価の安定が個人消費の下支え要因となることに加え、世界経済の回復に伴って輸出が緩やかに増加すると期待されるほか、設備投資が増加基調を維持すると予想されるため、景気が失速するリスクは小さいだろう。しかし、足元の個別の経済指標の動きから判断すると、景気はいったん踊り場に入る可能性が高いうえ、海外経済の回復テンポが鈍った場合には、さらに下振れる懸念がある。

（小林 真一郎）

3. 今月のトピック: 対外直接投資、貿易を通じた円安の影響

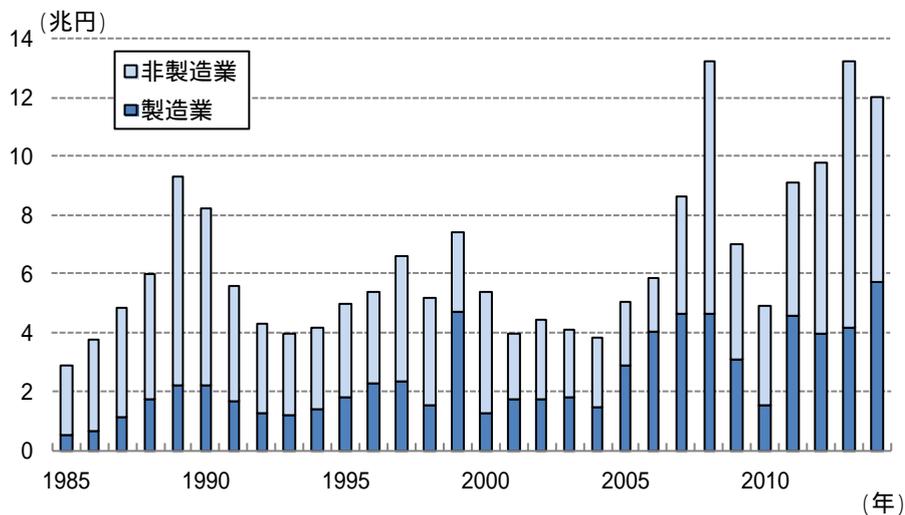
～円安の恩恵を享受しづらくなっている日本経済

為替レートの変動は、対外直接投資や貿易を通じてさまざまな影響を日本経済に及ぼす。たとえば、円安は輸出金額の増加を通じて輸出企業の売上の増加につながる一方、輸入価格の上昇を通じて一般消費者をはじめとする最終需要者の負担増をもたらす。また、海外子会社から収益を受け取っている企業にとっては、円安は円建ての収益を増やすことになる。このように、為替レートが及ぼす影響は企業、消費者によっても異なる。今月は、2012年秋以降の円安が対外直接投資や輸出入を通じてもたらした影響について検討した。

(1) 対外直接投資を通じた影響～大企業製造業に恩恵

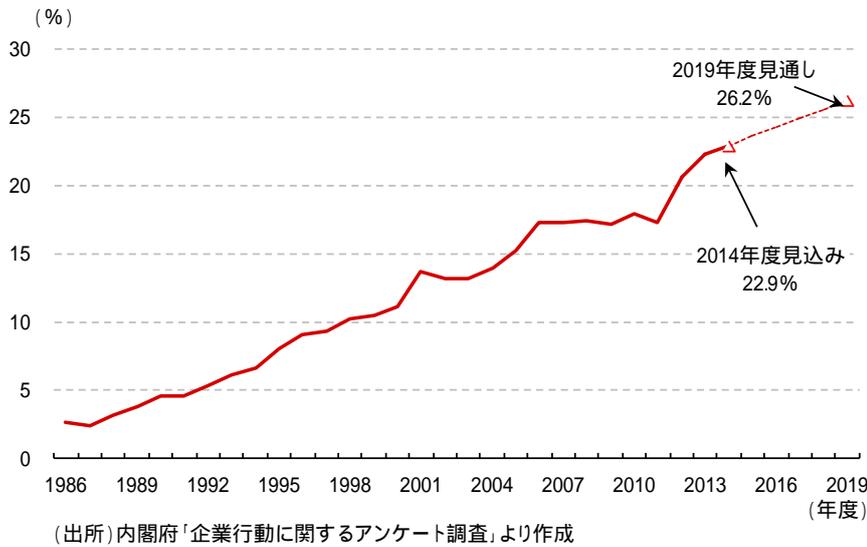
まず、日本の対外直接投資の動向についてみてみよう(図表1)。日本の対外直接投資は、1980年代後半に活発化した後、2000年代半ばに再び活発化した。その後、リーマン・ショックの影響を受けて、一時的に落ち込んだものの、近年は再び増勢を強めている。業種別にみると、製造業、非製造業ともに積極的に対外直接投資が行われており、2014年の製造業の対外直接投資額は5.7兆円と過去最大であった。

図表1. 対外直接投資の動向



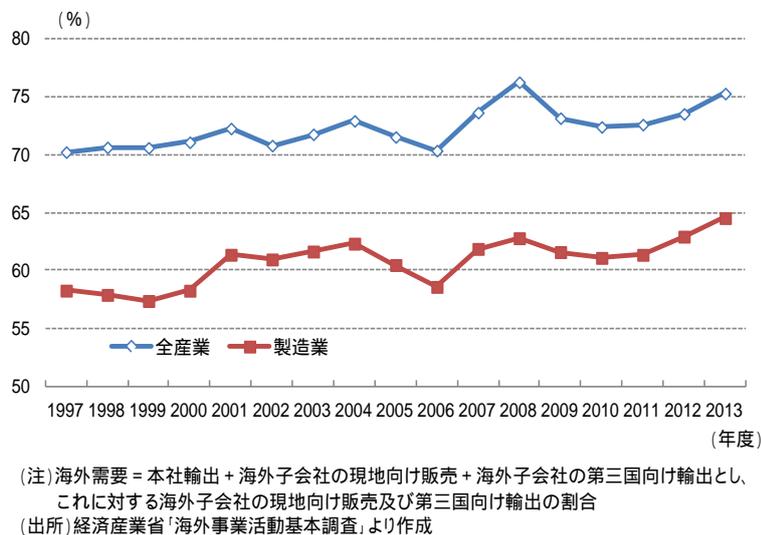
積極的な対外直接投資を背景に、製造業では海外における生産拠点の構築が進んだ。製造業の海外生産比率は、2000年代半ばにかけて上昇し、2000年代後半は17%程度で推移した後、2012年度に20.6%と大きく上昇し、2014年度実績の見込みは22.9%となっている(図表2)。2012年秋以降、円安が進んだものの、海外生産比率は今後も上昇が続き、2019年度には26.2%に達する見込みである(調査時期は2015年1月)。海外生産比率が高い自動車製造業では34.8%(2014年度実績見込み)から2019年度に40%とさらに上昇する見込みとなっている。

図表 2 . 製造業の海外生産比率の推移



海外需要に対しては、海外生産で対応する場合と日本から輸出を行う場合があるが、海外生産が活発化する中、海外需要に対して海外現地生産で対応する割合が高まってきている(図表 3)。製造業では、2013 年度に 65% 程度と過去最高水準まで上昇しており、海外需要に対しては基本的には海外生産で対応しようとする姿勢が強まっていると考えられる。

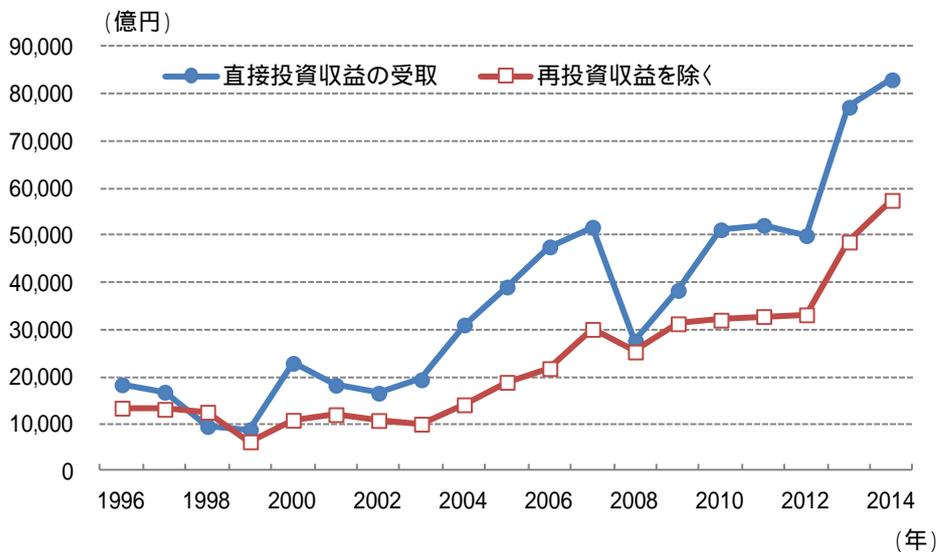
図表 3 . 海外需要に対する海外生産の割合



こうした海外生産の活発化は、日本から最終財の輸出が伸び悩むといった影響をもたらす一方、対外直接投資収益の受取の増加につながる。対外直接投資収益の受取の推移をみると、1996 年には 2 兆円程度であったが、2010 年から 2012 年にかけて 5 兆円程度で推移し、2013 年以降は増加が続いており、2014 年は 8 兆円を超えた(図表 4)。対外直接投資収益の受取は、基本的には外貨建てであると考えられることから、2013 年以降の増加には円安による寄与もあるとみられる。2014 年の対外直接投資収益を業種別にみると、輸送機械器具工業が 1

兆 6839 億円、金融・保険業が 1 兆 2437 億円、卸売・小売業が 1 兆 1503 億円とこれら 3 業種で全体の約 5 割を占めており、特定の業種に集中しているといった特徴があげられる。

図表 4 . 対外直接投資収益の受取の推移

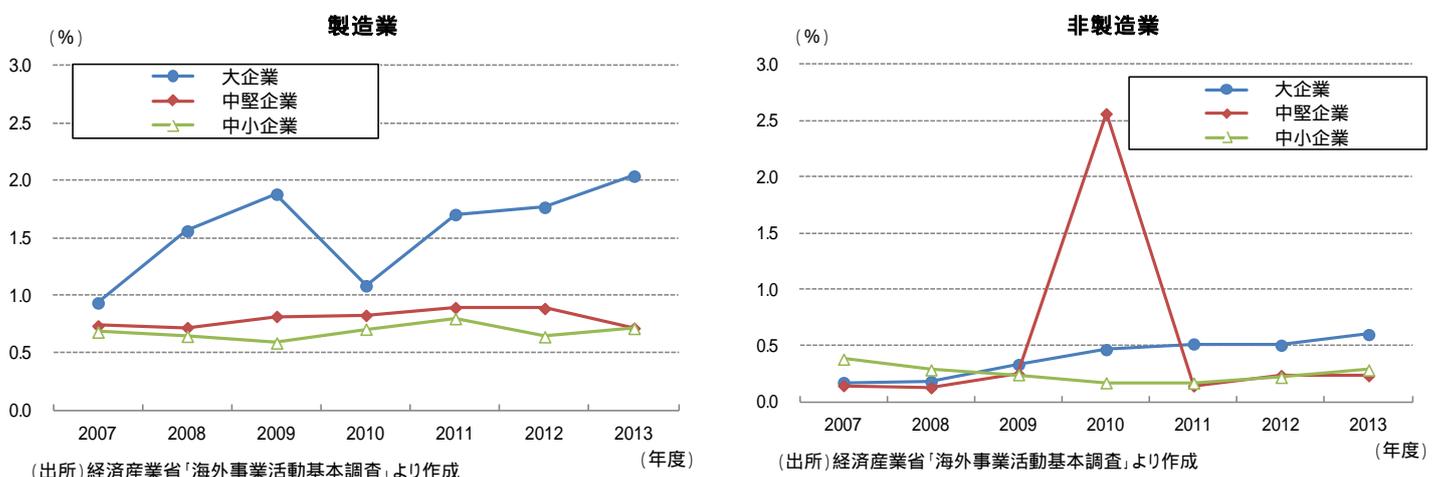


(出所) 日本銀行「国際収支統計」

次に、海外子会社からの利益の受取を企業規模別にみてみよう。経済産業省「海外事業活動基本調査」では、海外子会社からの収益（配当とロイヤルティ等の合計）が業種別・企業別に示されている。ただし、この調査における利益は、図表 4 の対外直接投資収益とは利益の対象範囲が異なるなどといった違いがあることに留意が必要である。

海外子会社からの利益の受取の本社売上高に対する比率をみると、製造業、非製造業とも大企業で高く、特に大企業・製造業で高いといった特徴がみられる（図表 5）。こうしたことから、大企業製造業では、円安による海外子会社からの利益の受取の増加の恩恵は相対的に大きいと言える。

図表 5 . 対外直接投資収益の受取の推移

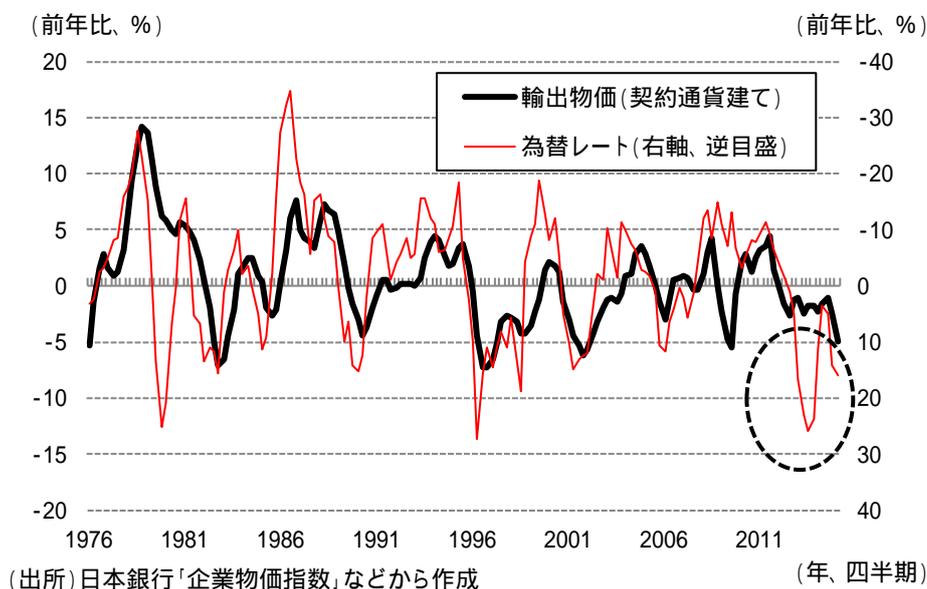


(2) 貿易を通じた影響～大企業製造業に恩恵、中小企業・消費者に負担増

まず輸出について、為替レートと契約通貨建ての輸出物価の関係について考えよう。円安が進展した場合、契約通貨建ての輸出物価を引き下げなければ、円建ての輸出物価は円安の分だけ上昇する。つまり、輸出1単位あたりの円建て収益が改善することになる。他方、円安が進んでも円建ての輸出物価は据え置いて、契約通貨建ての輸出物価を引き下げることにも考えられる。この場合は、輸出1単位あたりの円建て収益は変わらないが、価格の引き下げにより販売数量が増加することが期待できる。

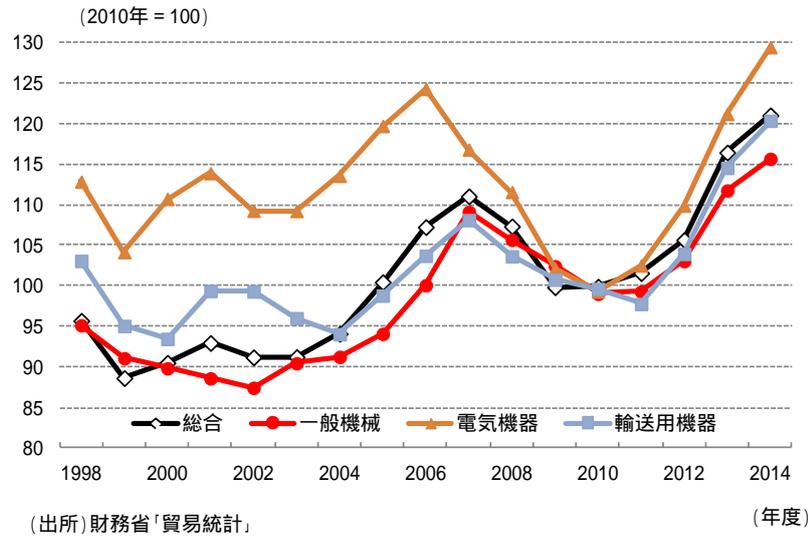
為替レートの変動と契約通貨建ての輸出物価の動向をみると、為替レートが円安に推移したときには、契約通貨建ての輸出価格は低下する傾向にあり、販売数量を増やそうとする姿勢が伺える(図表6)。もっとも、2012年秋以降は、円安の進展に伴って契約通貨建ての輸出物価は低下したものの、その低下幅は過去の円安時と比較すると小さい。輸出企業は、契約通貨建ての輸出物価を引き下げることにより期待される販売数量の増加よりも、輸出1単位あたりの円建て収益をより重視する姿勢に変化していることが伺える。なお、契約通貨建ての輸出物価は足もとでは下落幅が拡大しているが、化学製品や石油製品などで顕著に下落しており、原油価格の下落等、市況を反映したものである。

図表6. 為替レートと契約通貨建て輸出物価の動向

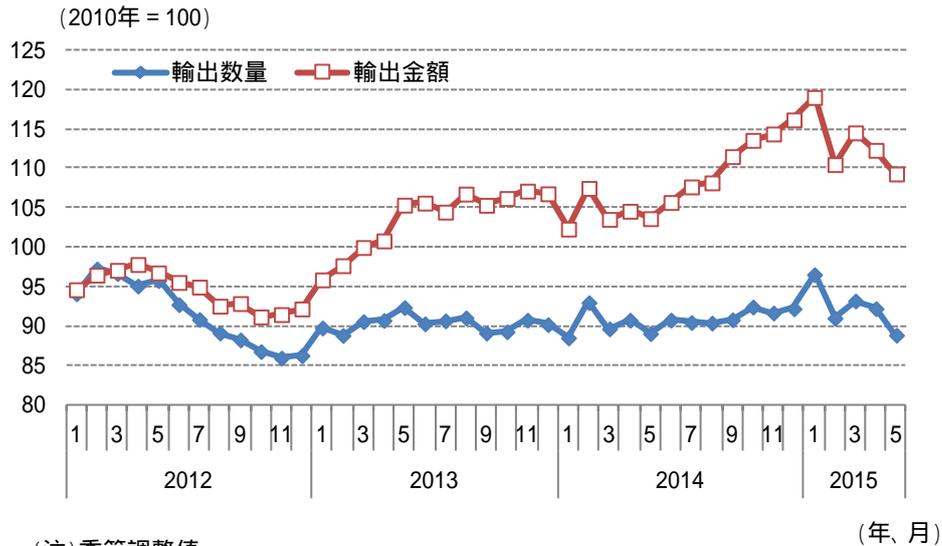


契約通貨建ての輸出物価が従来ほどには下がっていない中で、円安が進展したことから円建ての輸出価格は上昇が続いている。日本の輸出の主力品である一般機械等の輸出価格の動向をみると1998年度以降では最も高い水準となっている(図表7)。輸出数量は、2012年秋以降、円安が進んでもほとんど伸びていないものの、円建て輸出価格が上昇していることから、輸出金額は2015年1月にかけて増加が続き、輸出企業の利益拡大に寄与したと考えられる(図表8)。

図表7．輸出物価の推移

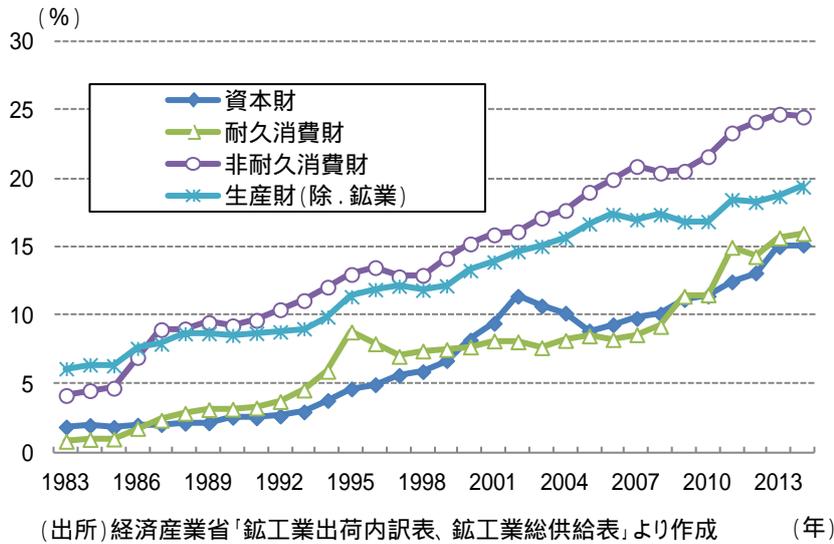


図表8．輸出金額と輸出数量の推移



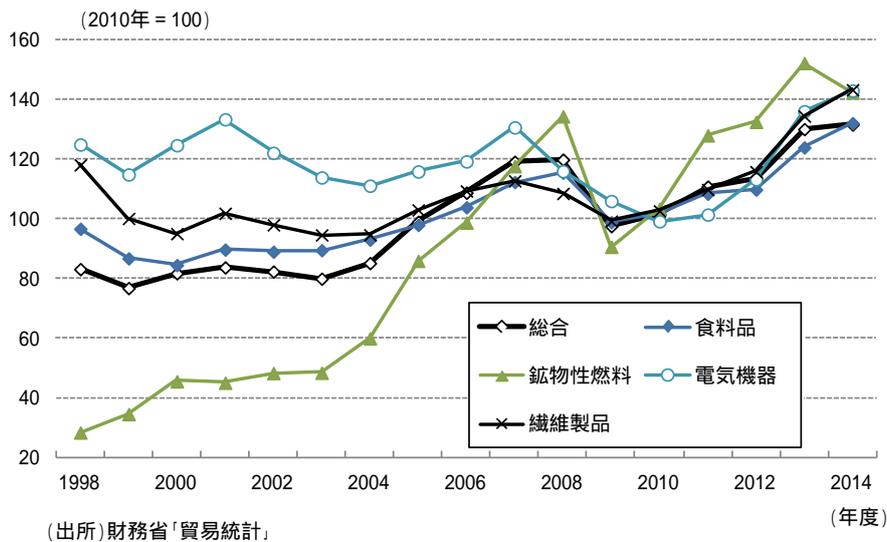
次に、輸入について考えよう。国内供給における輸入品の割合を示す輸入浸透度を財別にみると、いずれの財でも上昇傾向にあり、特に、非耐久消費財でその水準が高い(図表9)。このことは、日本において非耐久消費財を中心に輸入品の存在感が高まっていることを示しており、輸入価格の変動が日本経済に及ぼす影響が大きくなっていると言える。

図表 9 . 輸入浸透度の動向



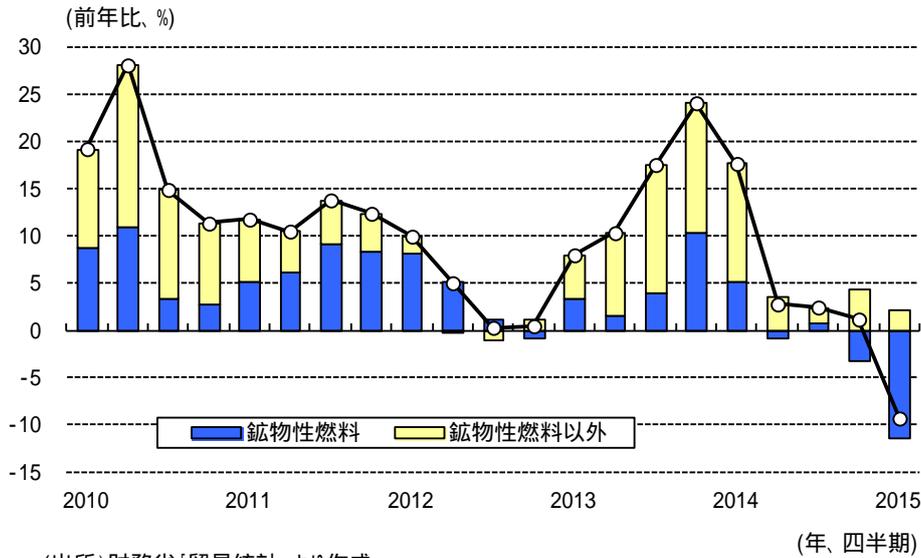
こうした中、2012 年秋以降の円安は、輸出価格と同様に、輸入価格の上昇ももたらしている（図表 10）。たとえば、輸入依存度が高いと考えられる繊維製品の輸入価格は 2010 年度に上昇に転じ、2014 年度には 1998 年度以降では最も高い水準となっている。鉱物性燃料は 2014 年度後半以降の原油価格の下落を受けて低下したものの、鉱物性燃料以外の輸入価格の上昇を受けて、輸入価格全体としても上昇が続いている。

図表 10 . 輸入価格の動向



輸入金額は、足もとでは原油価格の下落を受けて、前年比で減少に転じているが、鉱物性燃料とそれ以外に分けてみると、鉱物性燃料以外の輸入金額は、円建ての輸入価格が上昇していることから、増加が続いている（図表 11）。

図表 11. 財別にみた輸入金額の動向

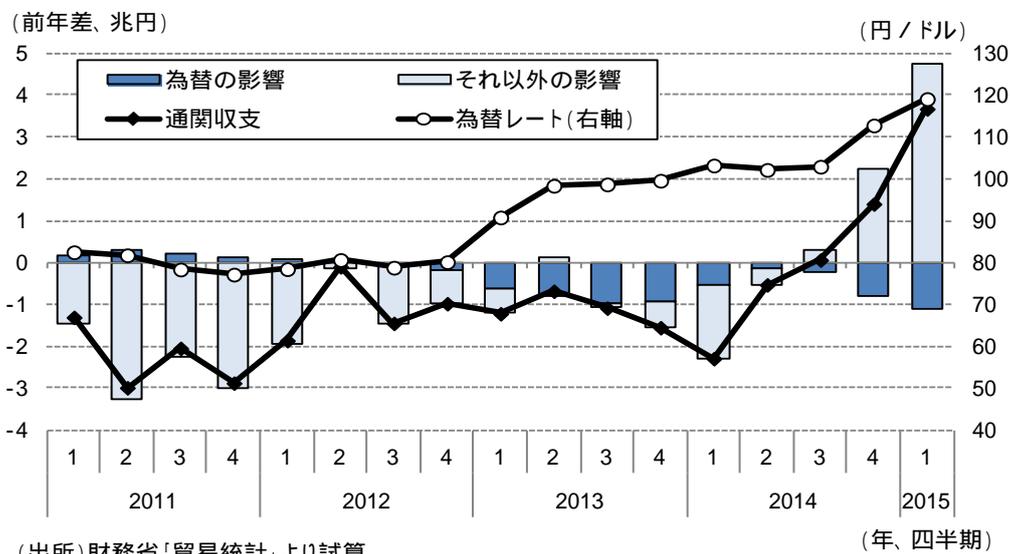


(出所)財務省「貿易統計」より作成

このように、円安は輸出入金額を増加させるが、通関収支に対してどのような影響を及ぼすだろうか。財務省「貿易統計」によると、貿易決済における外貨建て比率は2014年下期時点で、輸出は64.3%、輸入は79.2%であり、輸入のほうが高い。このため、外貨建てで取引される輸出入の金額は、輸入が輸出を上回っており、円安は円建ての通関収支の赤字を拡大させる。

2013年度は、輸出は前年比+6.9兆円、輸入は同+12.5兆円と増加し、通関収支は前年比で5.6兆円程度、赤字が拡大したが、このうち円安による赤字拡大分を試算すると3.2兆円であった(図表12)。2014年度は、年度後半に原油価格が大きく下落したことから、通関収支の赤字は前年比で4.6兆円減少したが、円安による赤字拡大の試算額は2.3兆円程度であった。このように、円安の影響だけを取り出して考えてみると、通関収支の赤字幅は拡大が続いており、海外に所得が流出していたことがわかる。

図表 12. 為替レートが通関収支差に与えた影響

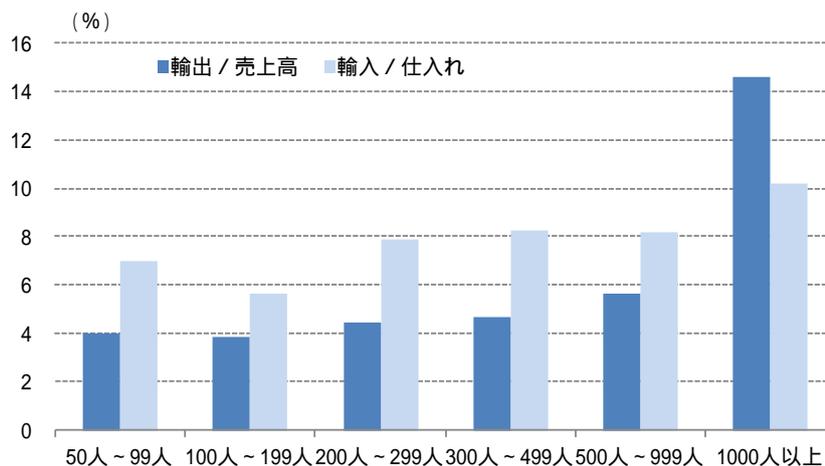


(出所)財務省「貿易統計」より試算

円安による海外への所得流出分は、企業、消費者によって同等に負担されるというわけではない。たとえば、貿易依存度の違いにより企業間で異なると考えられ、企業によって負担されない部分は、最終的には消費者に転嫁されることになる。

まず、企業への影響について、従業員規模別に売上に占める輸出の割合と、仕入れにおける輸入の割合をみると、従業員規模が大きいほど、両者の割合は高くなる傾向がみられる（図表 13）。つまり、従業員規模が大きい企業ほど、売上、仕入れにおける貿易依存度が高くなっており、とりわけ、従業員規模が 1000 人以上の企業では、売上に占める輸出の割合が仕入れに占める輸入の割合を上回っているという特徴がある。このことは、大企業ほど、円安が進めば輸出の拡大によって売上が増えやすいことを示唆している。他方、仕入れに占める輸入の割合は、売上高に占める輸出の割合ほど従業員規模の違いによる差は小さく、輸入金額の増加を通じたコストの増加は、従業員規模にかかわらず生じることになる。こうした構造から、円安による貿易を通じた恩恵は、大企業に集中する傾向が高いと言える。

図表 13 . 企業規模別にみた貿易依存度



(注)2010年度から2012年度までの3年間の平均値

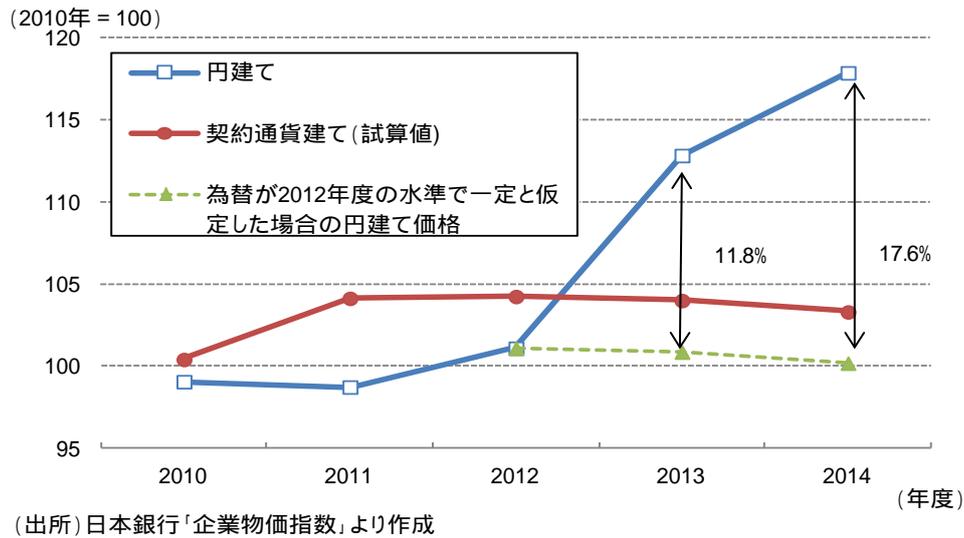
(出所)経済産業省「企業活動基本調査」

次に、2012 年秋以降の円安による輸入物価の上昇で消費者の負担がどの程度増えたのかを考えよう。ここでは、輸入品の消費財を取り上げ、輸入物価上昇によるコストの増加はすべて消費者に転嫁されると仮定する。実際には企業によって負担される部分もあることから、結果は過大推計になっていることに注意が必要である。なお、ガソリンのように原料は輸入に依存しているが、国内で生産されるものや電力・ガスなどは輸入品の消費財に含まれない。

具体的には、まず、日本銀行「企業物価指数」から輸入品の消費財の契約通貨建ての物価を計算し、為替レートが 2013 年度以降、2012 年度の平均で推移したと仮定して輸入品の消費財の円建ての物価を試算する。そして、輸入品の消費財の円建ての物価が、試算した物価と比べてどの程度高くなっているかを求める。すると、円安により 2013 年度は 11.8%、2014 年度は 17.6% 押し上げられていることがわかる（図表 14）。

貿易統計の分類に基づくと、輸入金額のうち消費財関連（食料品及び直接消費財、非耐久消費財、耐久消費財の合計）はおよそ 18 兆円程度であることから、円安による輸入品消費財物価の上昇により、2013 年度、2014 年度の 2 年間で 4.6 兆円程度の負担が増加したと考えられる。

図表 14．為替レートが輸入品の消費財物価に与えた影響

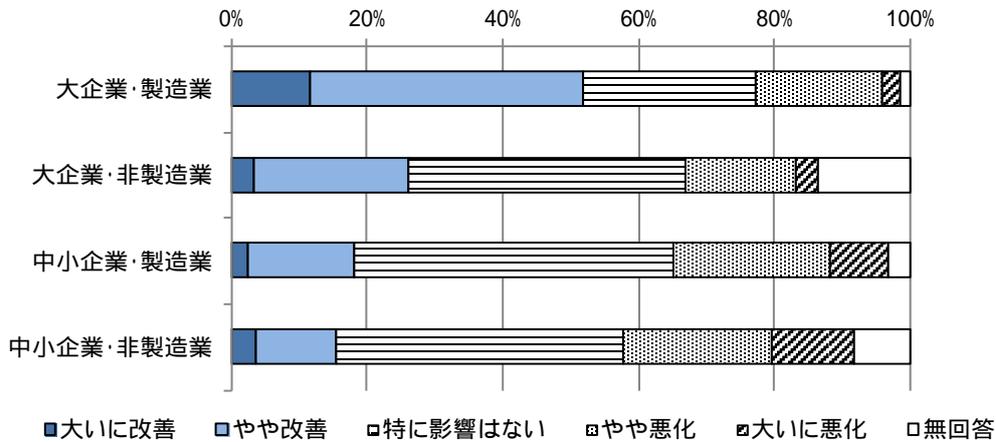


(3) 企業業績、設備投資への影響～設備投資は盛り上がり欠ける可能性

これまでみてきたように、円安は海外子会社の利益の受取や貿易を通じて、大企業製造業を中心に恩恵をもたらす一方、中小企業にとっては、輸入コストの増加といった影響が大きいと考えられるが、実際にそれで正しいのだろうか。

最近の円安が企業業績に与える影響を調査したアンケート結果を規模別、業種別にみると、大企業・製造業では「改善」(「大いに改善」と「やや改善」の合計)と回答した企業の割合は 51.8%と過半を占めており、最も高い(図表 15)。大企業・非製造業では「改善」と回答した割合は 26.1%と大企業・製造業よりも低い、「悪化」(「やや悪化」と「悪化」の合計)の 19.5%を上回っている。他方、中小企業では、「改善」と回答した企業の割合は、製造業では 18.2%、非製造業では 15.6%にとどまっている一方、「悪化」と回答した企業の割合は、製造業では 31.6%、非製造業では 34%と、いずれも「改善」と回答した割合を上回っている。この結果から、円安による恩恵を受けることができるのは製造業を中心に大企業に限られていることが確認できる。

図表 15 . 最近の円安が企業業績に与えた影響



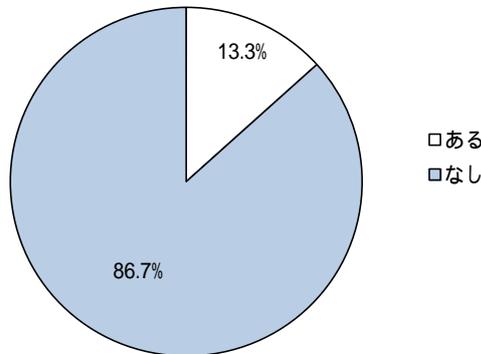
(出所)日本貿易振興機構(ジェトロ)「2014年度日本企業の海外事業展開に関するアンケート調査」

それでも大企業製造業を中心とする企業業績の改善が、設備投資の増加につながり、そうした需要の増加が国内に波及していくことも考えられる。特に、2012年秋以降の円安により国内生産コストが海外生産コストと比べると相対的に安くなっていることから、海外生産拠点が国内に回帰することが期待されている。しかし、経済産業省のアンケート調査結果によると、2014年末時点で、海外生産を国内生産に戻した企業の割合は13.3%にとどまっている(図表16)。さらに、国内生産に戻した理由をみると、「円高是正で日本国内で生産しても採算が確保できるようになった」ことが挙げられている一方で、「品質や納期など海外でのものづくり面での課題があった」ことを理由に挙げている企業もあり、海外生産拠点の国内への移転については、円安だけが理由とは必ずしも言えないところもある。

このように、生産拠点の国内回帰の動きはあるものの、これまでのところは一部にとどまっているようである。図表3にあるように、企業は海外需要に対して基本的に海外生産で対応しようとしており、そのための生産拠点ネットワークを海外に構築し、効率化を図ってきた。こうした中、一部の生産拠点だけを国内に移転させようとしても、サプライチェーンの問題や国内での生産に従事する人員の確保といったさまざまな問題の存在が、生産拠点の国内回帰がそれほど進んでいない背景にあると考えられる。

図表 16 . 海外生産拠点の日本への移転状況

過去2年間で海外生産していた製品や部品を国内生産に戻したか



(注)2014年11月25日～12月19日に約25,000社の製造企業に対して実施したアンケート調査の結果で、有効回答数は4,446社。このうち上記設問に対する回答は、738社。
 (出所)経済産業省製造産業局資料(平成27年4月)

また、2012年秋以降に円安が進んだものの、図表8にあるように輸出数量は全体としてみるとほとんど伸びておらず、少なくとも輸出の増加によって生産能力の増強を必要とするような状況とはなっていない。国際競争力の維持といった観点から、企業収益の改善を背景に国内の設備投資は増加すると考えられるが、これまで先送りされてきた更新投資や人手不足を補うための省力化投資などが中心となり、積極的な能力増強投資は限定的となる可能性がある。

以上、円安によって恩恵を受けるのは製造業を中心とする大企業にとどまる一方、輸入浸透度の上昇を背景に、中小企業や家計は円安による輸入価格の上昇を通じたコストの増加といったマイナスの影響を受ける。また、海外生産の進展などを背景に、円安が進んでも輸出数量が増えにくくなっている。こうしたことから、大企業を中心に享受する円安の恩恵が国内に波及する力は依然と比べると弱くなってきていると考えられる。

(中田 一良)

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。