

Monthly Economist Report

円安で拡大する日本向け投資／ リパトリ減税による好循環の後押し

2024年4月

PwC コンサルティング合同会社
PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤篤



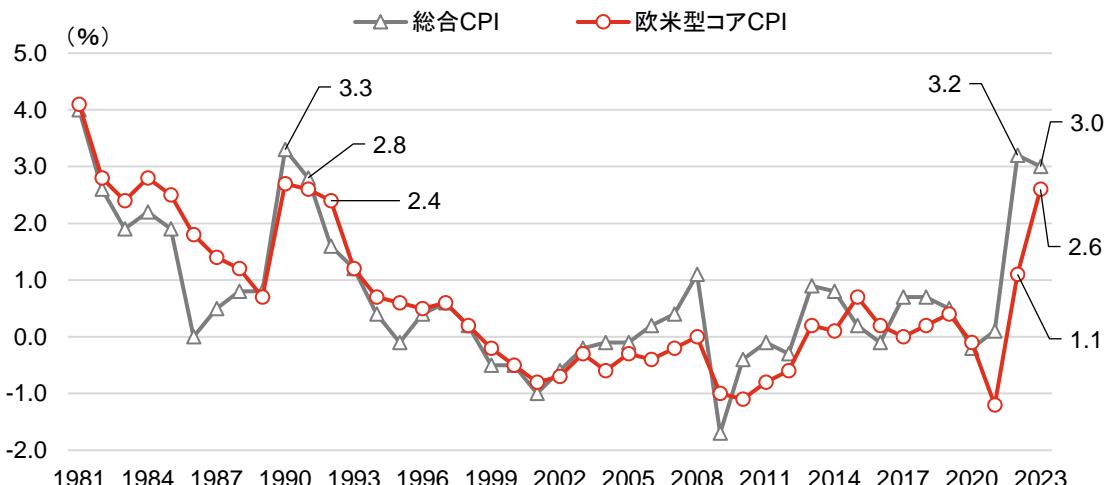
サマリー

- 物価・賃金は30年ぶりの改善を示すも、内需低迷で好循環の開始には至っていない。
- 為替レートは34年ぶりの円安となり、実質所得の押し下げなど、日本経済の押し下げ要因となることが懸念されている。
- しかし、2013年以降の円安により、製造業の海外移転の動きが弱まり、国内への投資が増加しつつある。
- 海外での企業収益を国内に還流させる際の減税措置(リパトリエーション減税)を実施すれば、好循環の後押しとなろう。

物価・賃金は30年ぶりの改善を示すも、内需低迷で好循環の開始には至らず

足元の日本経済では、物価・賃金・投資・株価が30年ぶりの改善を示している。まず、図表1で消費者物価をみると、総合では2022年度に前年比+3.2%、2023年度も同+3.0%と2年連続で3%を超えた。このうち、食料は2022年度に同+5.7%、2023年度に同+7.4%と伸びが加速している。一方、エネルギー価格は、2021年度に同+10.7%、2022年度に同+12.8%と2年連続で2桁の伸びを示した。その後、2023年度には政府のエネルギー対策による押し下げ効果もあり同一8.0%と減少に転じた。食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く欧米型コアは、2022年度の同+1.1%、2023年度の同+2.6%と伸びが加速した。総合、欧米型コアともほぼ30年ぶりの伸びとなった。もっともこの物価高は、食料やエネルギー価格の上昇による側面が強く、今後とも物価が2%を維持できるかは予断を許さないであろう。

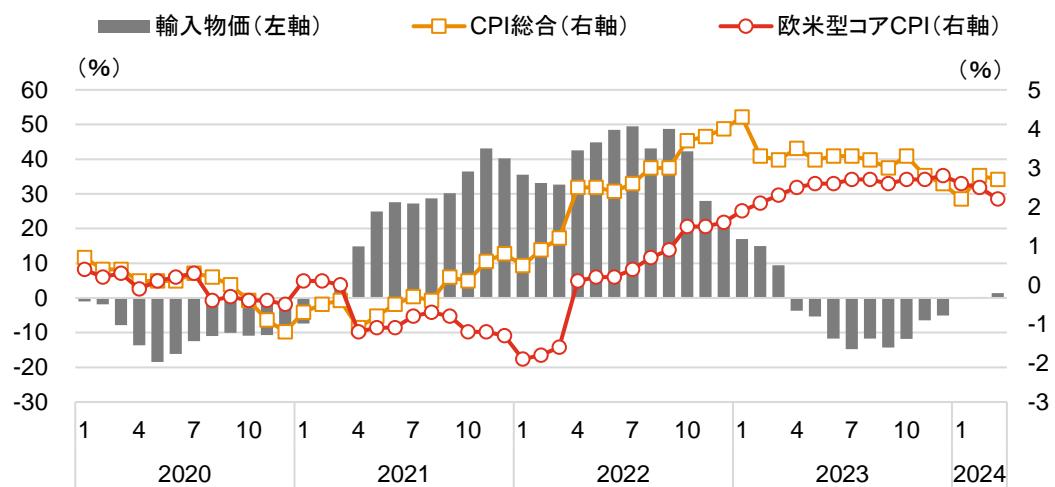
図表1 日本の消費物価の推移



(出所) 総務省「消費者物価指数」より筆者作成。

図表 2 で物価の動きを月次で確認しておこう。輸入物価はエネルギー価格の上昇を受けて 2021 年 3 月から前年比で増加に転じ、半年後の 2021 年 9 月に CPI 総合が増加に転じた。さらにほぼ半年後の 2022 年 4 月には欧米型コアが増加に転じた。2022 年 7 月には輸入物価の上昇率がピークをつけ、半年後の 2023 年 1 月には CPI 総合がピークをつけている。ここまでは、エネルギー価格の上昇をきっかけとした物価上昇の側面が強かったといえよう。その後、欧米型コアがピークをつけたのは 2023 年 12 月であり、CPI 総合がピークを付けた 2023 年 1 月から 1 年が経過している。また、2024 年に入ってから欧米型コアは伸びを弱めている。これは足元の国内消費の弱さを反映しており、今後消費の回復がなければ物価は伸びを弱める公算が大きい。もっとも、上記でみた通り、2021 年 4 月以降のエネルギー価格上昇の影響で、物価は上昇してきた。輸入物価は 2024 年 2 月・3 月に若干ではあるが、再び前年比で増加に転じている。直近では地政学リスクの高まりによって原油価格が上昇しており、今後、原油価格が伸びを強めれば、再び物価が伸びを強める可能性がある点には留意が必要である。

図表 2 輸入物価、CPI 総合、欧米型コア CPI の推移



（出所） 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」より筆者作成。

次に春闘賃上げ率である。2024 年度は大企業で +5.2%（前年度 +3.6%）、中小企業で +4.7%（同 +3.2%）と 30 年ぶりの高さとなった。もっとも 2023 年度をふりかえると、春闘では +3.6% の高さとなったものの、所定内給与は +1.7% にとどまった。春闘と実際の賃上げ率の間には大きな乖離がある。今年の春闘はさらに伸びを強めたため、所定内給与の伸びも高まることが見込まれるが、上記の物価上昇率を上回るかどうかは慎重にみる必要があろう。さらに、賃上げの原資となる企業収益について、中小企業は足元で減益となっている。今年度の賃上げについても人手確保などのために無理をして賃上げを実施している可能性があり、増益を続ける大企業とはギャップが生じつつある。中小企業の収益動向によって、来年度以降、中小企業の賃上げが継続するかに不透明感があるといえよう。

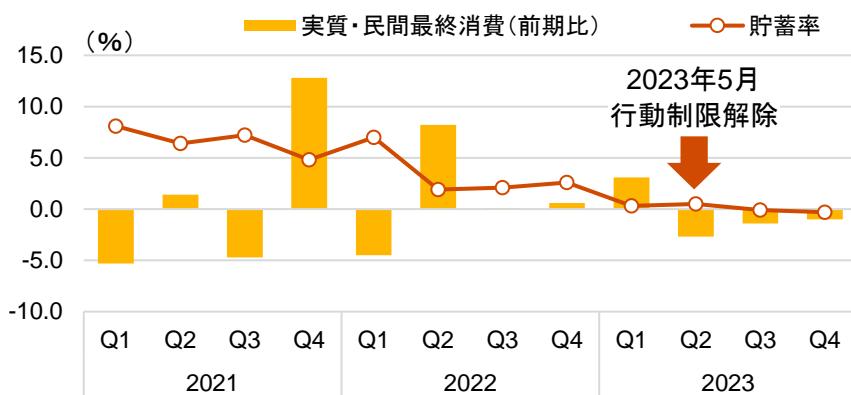
図表 3 30 年ぶりの好調さを示す賃金：所定内給与は追いつかず



（注）2023 年度の所定内給与は、2023 年 4 月～2024 年 2 月の平均として算出した。（出所） 連合、厚生労働省「毎月労働統計」より筆者作成。

次に図表4で実質・民間最終消費支出の推移をみると、2023年5月の行動制限の解除以降、3四半期連続で消費が減少している。また、COVID-19の行動制限時には、政府は経済活動の落ち込みを防ぐために、定額給付金をはじめとしたさまざまな財政支援を実施した。行動制限を実施すると、外出しての買い物や旅行などの消費はできないため、強制的に貯蓄に回るという意味で「強制貯蓄」と呼ばれた。行動制限の解除後には、この強制貯蓄が消費に向かうことが期待されていた。図表4でフローの貯蓄率の推移を確認すると、2021年Q1から2022年Q1では5%~8%の高い水準となっていた。しかし、2022年Q2には既に2%程度に低下し、2023年Q2にはほぼ0%に接近していた。賃上げが十分でなく、給付金のサポートも薄れていたことが、インフレと相まって3四半期連続での消費減少となった要因とみられる。今後、上記の春闘賃上げを受けた賃上げに加えて、6月以降に定額減税の効果が可処分所得を下支えするとみられる。その一方、上記の通り物価は高止まりの可能性もあるため、各指標に注目していきたい。

図表4 3四半期連続で減少する個人消費

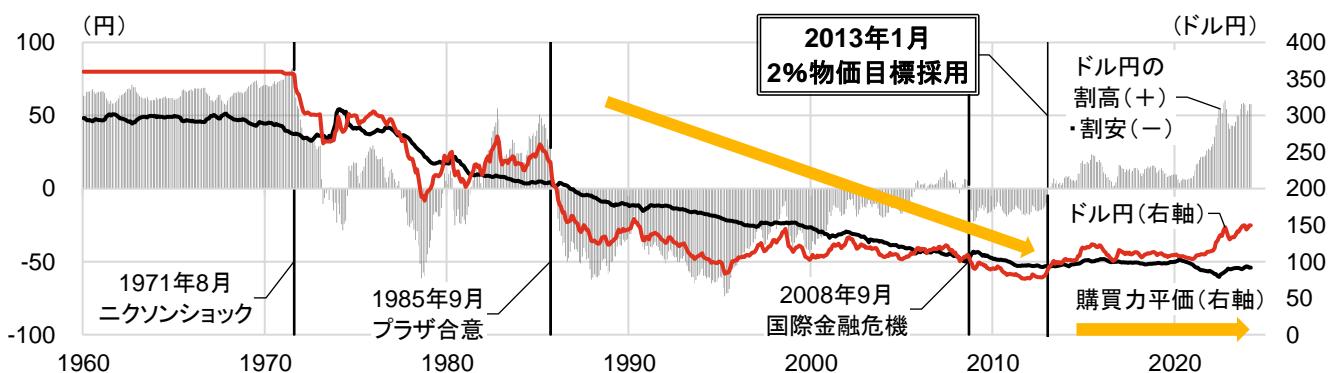


(出所) 内閣府「国民経済計算(四半期別 GDP 速報)」・「家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報(参考系列)」より筆者作成。

円安による日本経済の変化: 国内投資の拡大

一方、足元では為替レートが155円を突破し、34年ぶりの円安となっている。最近のレポートにおいて短期的には日米の長期金利差が拡大するほど円安となり、長期的には購買力平価に収斂する見込みを示した。ここでは日本経済の先行きを考えるために、より幅広い視点から考えてみたい。まず図表5にある通り、ドル円レートは1985年から2012年まで、購買力平価よりも円高で推移していた。2013年の物価目標の採用以降は、購買力平価対比で円安で推移している。足元では購買力平価が100円程度であるのに対して、ドル円は155円であり、55円程度の円安となっており、ニクソンショック前の固定相場時に匹敵する円安幅である。足元では円安による物価上昇、実質所得の押し下げ、企業の製造コストの上昇など経済に対する押し下げ面が注目されている。ここでは円安の影響をより長期的な日本経済の動向から考えてみたい。

図表5 ドル円の推移



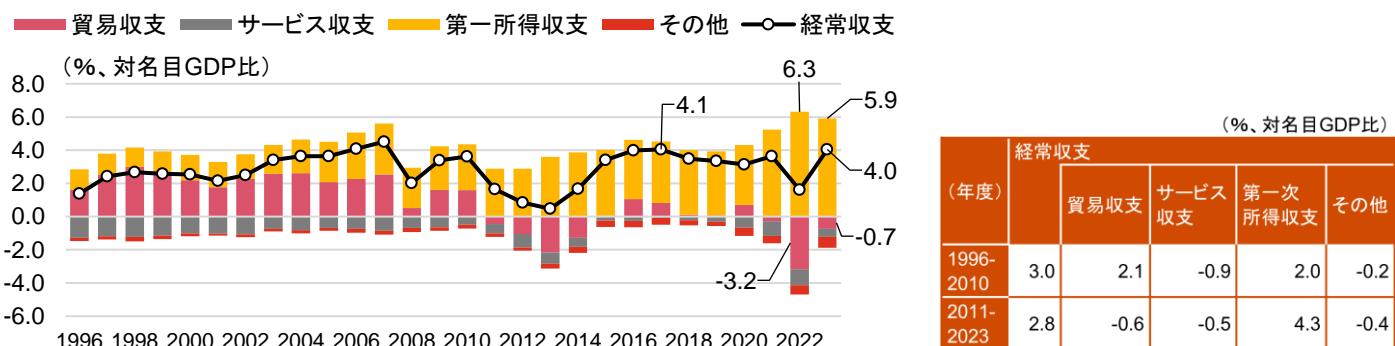
(注)PPPレート(購買力平価)は、日本と米国の企業物価指数に基づいたドル円の理論値。日本の企業物価指数は、2020年基準。

米国の同指数は1982年基準であり、筆者の計算により2020年基準としている。

(出所)FRED、日本銀行より筆者試算。

まず対外関係をみるために、図表6で経常収支を確認しておこう。経常収支の推移を対名目GDP比でみると、2011年の東日本大震災や2022年のCOVID-19の影響などで大きく落ちこむ時期があるものの、均すと概ね3%程度で推移している。円高の影響が大きかった1996～2010年度には貿易収支が+2.1%であったのに対して、第一次所得収支が+2.0%とほぼ拮抗していた。その後、東日本大震災後の原発停止や原油価格の上昇などによる輸入増加、輸出の低迷などを受けて2011～2023年度の貿易収支は-0.6%となっている。一方、同期間の第一次所得収支は+4.3%となり、1996～2010年度の+2.0%から倍増している。これは、円安による海外直接投資の増加により海外法人からの配当収入の増加、海外への証券投資の増加による利子・配当所得の増加が寄与している。

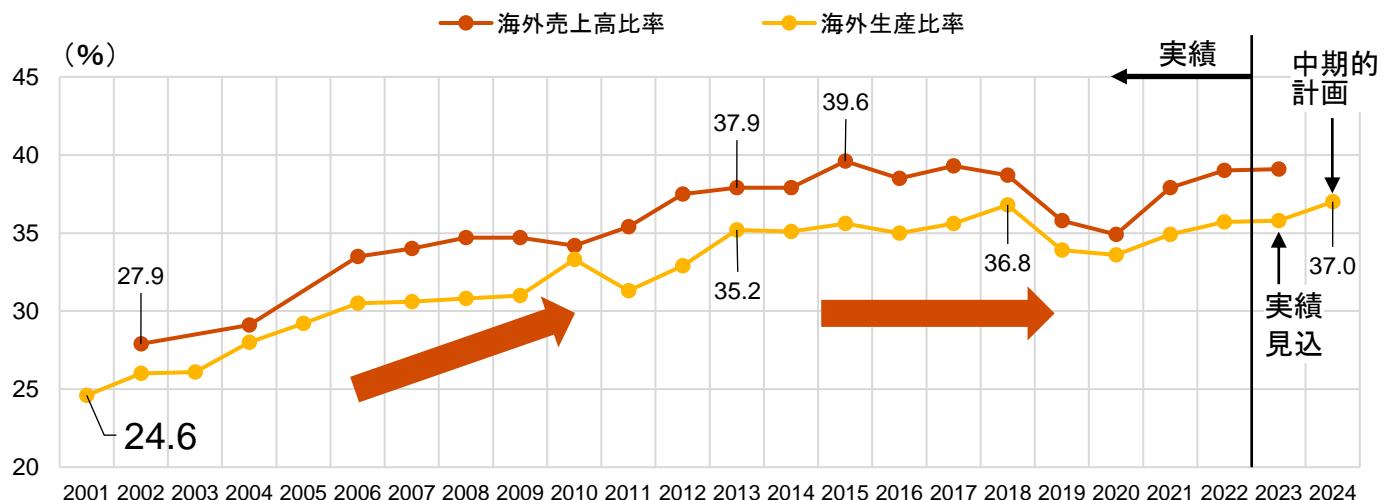
図表6 日本の経常収支の推移



(出所) 財務省「国際収支状況」より筆者作成。

過去の円高期には、国内での製造コストが上昇することから、生産拠点の海外移転が進んだといわれる。実際、図表7で日本企業の海外生産比率をみると、2001年度の24.6%から2013年度の35.2%まで10%ポイント程度の拡大となった。その後、COVID-19前後で多少の上下変動はあるものの、概ね横ばいとなっている。2024年度の中期的計画では、37.0%とやや上昇する見込みとなっている。海外の売上高比率も同様の傾向であり、2002年度の27.9%から2013年度の37.9%まで10%ポイント拡大した。その後、COVID-19の期間に落ち込んだものの、既に元の水準に回復した。2000年代の海外の売上高比率、生産比率の高まりは、2000年代には円高傾向が継続したことで、国内での生産が割高となり、企業が生産拠点を移していくことと対応している。その後、2013年以降に円高・デフレを止めるための政策が実施されたことで、企業の海外移転の動きが弱まり、横ばいに転じた。

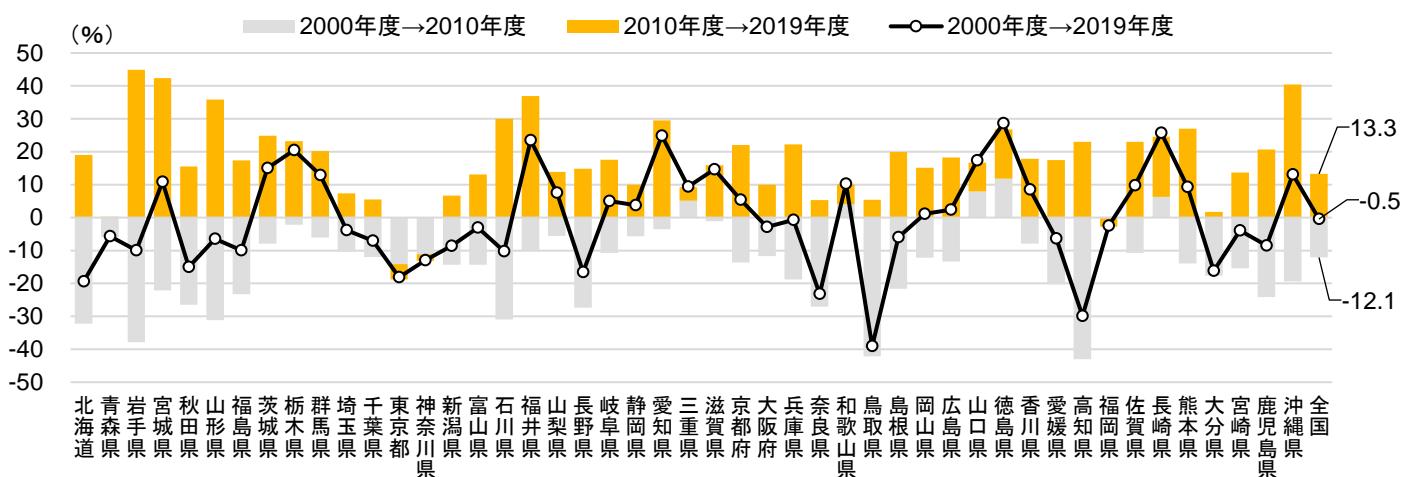
図表7 海外生産比率の推移



(出所) 国際協力銀行「わが国製造業企業の海外事業展開に関する調査報告」より筆者作成。

このように製造業の海外移転が進めば、国内での製造業の生産額も低下しよう。一方、近年、九州地方や北海道地方など地方での半導体の工場新設やデータセンターの設立などのヘッドラインが多くみられる。そこで、都道府県別の製造業の生産額の推移を見たのが図表8である。期間としては、過去の円高が進展し、東日本大震災前の2000～2010年度、震災後の2010～2019年度、2000～2019年度まででみている。これをみると、2000～2010年度には全国で製造業の生産額は-12.1%と大幅に減少した。都道府県別にみても、北海道・東北地方・石川県・長野県・鳥取県・高知県の落ち込みが大きく、41都道府県で減少している。また、2011年度以降は、震災前の落ち込みと震災復興もあり東北地方、石川県、愛知県、沖縄県など44都道府県で製造業の生産額が増加している。また、2000～2019年度の変化をみると、茨城県・栃木県・群馬県・福井県・愛知県・山口県などで25都道府県において増加している。一方、同期間に残る22都道府県の製造業生産額は減少しており、円高を含む製造業の生産縮小の動きが回復しきっていない。

図表8 都道府県別の製造業の生産額

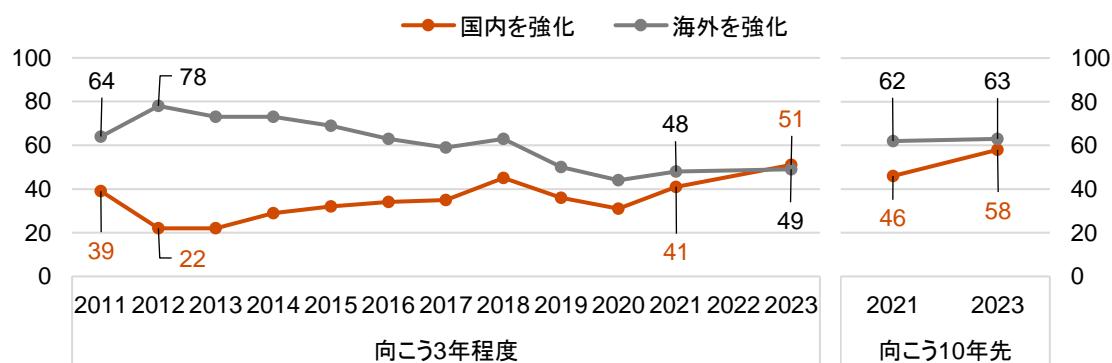


(注)2000年度は1993SNA・平成12年基準、2010年度は2008年SNA・平成23年基準、2019年度は、2008SNA・平成27年基準。

(出所)内閣府「県民経済計算」(各年度版)より筆者作成。

では日本の企業は、今後国内と海外での供給能力の増強をどう考えているのであろうか。図表9は、日本の大企業(製造業)のうち、国内拠点・海外拠点について、強化する／維持する／縮小するの3つの選択肢のうち、強化すると回答した企業の割合の推移である。2011年度では向こう3年程度に国内を強化すると回答した企業(以下、国内拠点)が39%、同期間に海外を強化すると回答した企業(以下、海外拠点)が64%であった。2011年3月の東日本大震災による地震リスクの高まりもあり、2012年度には、国内拠点が22%と前年度から17%ポイントと大幅に落ち込む一方、海外拠点は78%と前年度から+14%ポイントと大きく伸びた。海外重視が進んだといえよう。しかしその後、特に2013年度以降は徐々に国内重視の動きが強まった。2023年度には国内拠点が51%と、前回調査時点の2021年度対比+10%ポイントの大幅な伸びとなり、海外拠点の49%を上回った。また、向こう10年先の見通しでは、海外拠点が依然として60%台と高水準であるものの、国内拠点も2021年度の46%から2023年度には58%と国内重視の動きが強まっている。

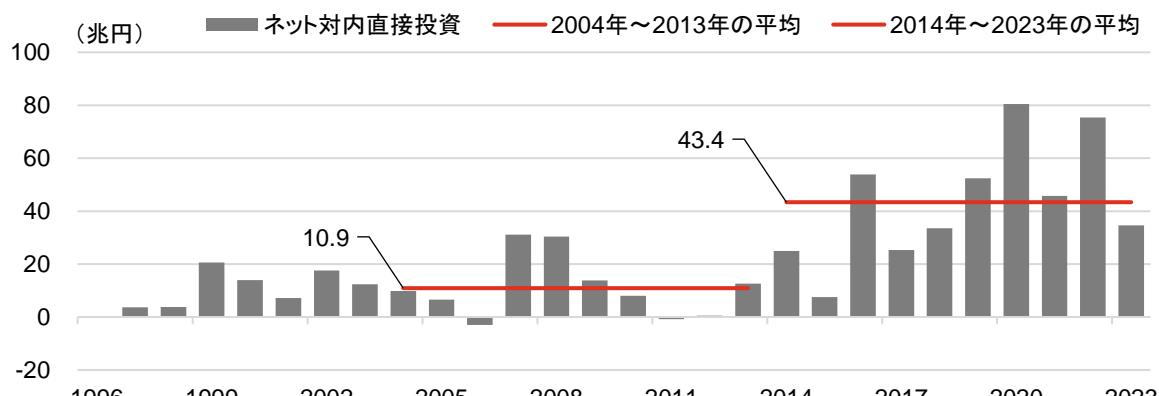
図表9 中長期的な国内・海外の供給能力(製造業)



(出所)日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査」(2017年6月、2023年6月)から筆者作成。

ここまででは日本企業の動向であるが、円安によって日本への投資の魅力が高まれば、海外企業の日本への投資意欲も高まろう。海外企業の日本に対する投資動向はどうなっているであろうか。さきほど言及したように、近年半導体の工場新設やデータセンターの設立などのヘッドラインが多くみられる。筆者の個人的な印象では、こうした工場新設等はここ数年目立つているようにも見受けられる。この要因としては、トランプ前大統領就任後の米中の経済・貿易摩擦の対立の激化、地政学リスクの高まりが寄与しているよう。このため、対外投資先として中国を回避して日本を選択する動きが出ているとみられる。また、COVID-19後、国際的にサプライチェーンを再構築する必要性が高まり、中国を避けて日本の立地が選択されていたとの見方もある。こうした点をマクロの統計で確認しておこう。図表10は日本に対する対内直接投資の推移をみている。日本に対する直接投資が増えるとプラス、海外から投資が回収されるとマイナスとなる。回収が多ければ、合計はマイナスとなることがある。これをみると、2004～2013年平均では10.9兆円にとどまっていたが、2014～2023年平均では43.4兆円まで4倍以上に増加している。つまり、ヘッドラインの印象とは異なり、対内直接投資の増加はここ数年の出来事ではなく、よりさかのぼつて2013年以降の円安局面での現象といえよう。

図表10 対内直接投資の推移

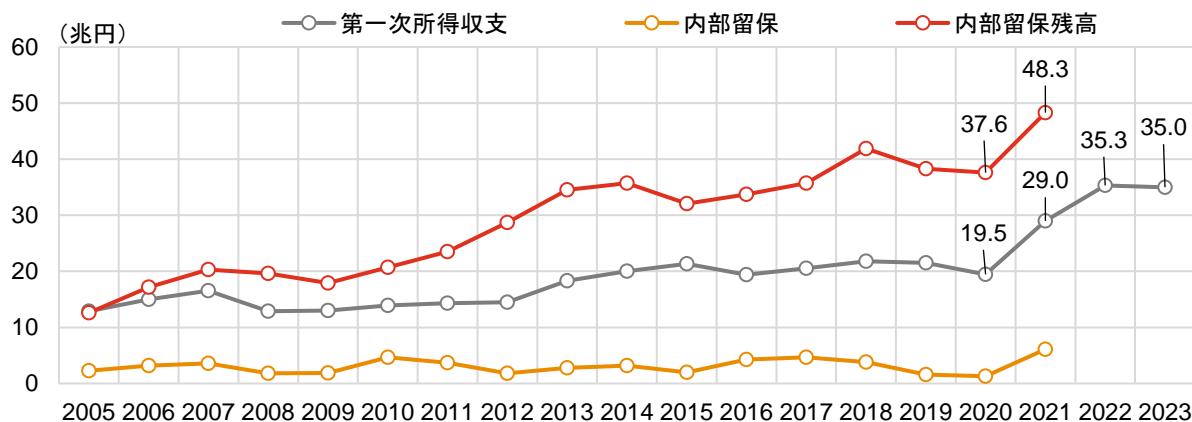


(出所) 財務省「国際収支状況(対外・対内直接投資)」より筆者作成。

リパトリ減税による好循環の後押し

このように、2013年以降の円安の進展によって、海外への投資が増えて第一次所得が増加した。日本の企業の海外移転の動きは弱まり、海外生産比率は横ばいで推移している。また、製造業の国内生産額は増加した。先行きの供給能力でも海外よりも国内を重視する動きが強まっている。また、2013年以降は海外企業からの対内直接投資も増加している。このように、2013年以降の円安によって国内の生産拠点、設備投資が増加する機運が強まっている。もっとも、海外へ向かった投資の成果が国内に十分に還元されているとは言い難い。図表6で見た通り、2013年以降、第一次所得収支は増加した。図表11にある通り、海外で得られた収益は海外企業の内部留保残高として積み上がっており、2021年度には48.3兆円に達している。

図表11 第一次所得収支、内部留保、内部留保残高の推移



(出所) 財務省「国際収支状況」、経済産業省「海外事業活動基本調査概要」より筆者作成。

企業が海外で得られた収益を国内に送金する場合、法人税等が課税される。ここで、企業がこれらの収益を国内への設備投資や賃上げに活用する場合に限って減税措置を実施すれば、現在生じつつある所得と物価の好循環を後押しすることになる。米国では、2005 年に当時のブッシュ大統領が、海外からの利益を国内に戻す際の税率を 35% から 5.25% まで引き下げる減税措置を 1 年限りで実施した。これにより、海外からの資金還流が進んだことから、米国の法人税収は 2004 年の 1,894 億ドルから 2,783 億ドルまで大幅に拡大した。ドル高や企業の株主還元への期待が株高をもたらしたとされる。2017 年のトランプ政権でも恒久措置として、同様の減税が実施されている。なお、海外から国内へ帰ることがリバatriエーション(省略してリパatri)と呼ばれ、この際の減税についてはリバatri減税と呼ばれることがある。

通常、経常収支がプラスになれば、輸出や投資で得た外貨を円に戻すため、円高要因となる。しかし、第一次所得収支で得られた所得は、海外で再投資されているため、円高圧力となりづらい。このため、リバatri減税によって海外の収益が国内に還流されれば円高圧力、現在の購買力平価対比で 55 円程度の円安となっている円相場の修正要因となる。一部では、円高によって海外に移転した生産拠点が国内に戻ることはないため、円安になんでも輸出が増えない、という見方がある。これまでみたように、2013 年以降の円安は国内投資を増加させ、日本で所得と支出の好循環が生じることを後押ししている。近年では地政学リスクの高まりによって日本への投資機会を探る動きが強まり、国内への投資が継続している。このように国内での製造拠点が増加すれば、そうした製造拠点での生産が開始される将来時点では輸出の増加につながっていこう。

なお、筆者はどのような事業であっても、必ず海外投資を減少させ、国内投資を増加させればよいと考えているわけではない。日本と米国の双方が 2% の物価目標の達成を目指した金融政策運営を実施すれば、購買力平価も安定する。そのような状況が安定的に継続すれば、日本・各国の企業は、為替レート以外の各国の人事費・規制・経済安全保障などの観点を踏まえて、日本と各国との間でより効率的に国際的な供給網を構築することが可能となる。その際、日本への投資が増えることであれば、減ることもある。ただし、現状では過去の円高局面における国内投資の減少からの修正によって、国内投資が増える分があるのではないか、ということである。また、内外の企業からの国内投資への増加は、中長期的な生産性の向上にも寄与しよう。

現状では 30 年ぶりの賃金・物価上昇となっているものの、国内需要は弱いままであり、このまま好循環が生じるかは微妙な情勢にある。設備投資や賃上げ向けのリバatri減税を実施すれば、海外での企業収益の国内還元をもたらし、好循環の実現にさらに一步近づくこととなる。

伊藤 篤
シニアエコノミスト

PwC Intelligence
PwC コンサルティング合同会社

PwC Intelligence 統合知を提供するシンクタンク

<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence.html>

PwC コンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-2-1 Otemachi One タワー Tel:03-6257-0700

©2024 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.