

円安・収益増・輸出設備増強・円高の循環断絶

円安・収益増で賃上げ・株主還元・海外再投資の新経路

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2024/3/29 (金)

日本では 1980 年代以降の円安局面における企業収益増と国内での輸出設備増強、輸出増、その結果としての円安歯止めと円高という循環経路が断絶となってきた。2022 年以降は約 32-34 年ぶりのドル高・円安水準が持続しているが、企業収益の増加分は賃上げ、株主還元、海外再投資に向かうという新経路が確立されつつある。空洞化と貿易収支悪化の定着、デフレからマイルドなインフレへの移行、期待インフレ改善、実質金利押し下げ、リスク選好、国内資金の海外投資・流出の持続などを通じて、ドル高・円安のトレンドを長期化させる。

円安・輸出増→円安歯止めと円高の経路遮断

「日本の近年の貿易赤字傾向の背景としては、自動車に匹敵する黒字の担い手の不在、生産拠点の海外移転、基礎的資源の輸入依存などが挙げられる」、「経常収支のうち、第一次所得収支の黒字の半分程度は海外で再投資されており、日本企業は海外投資収益も原資としつつ対外直接投資を積極化させている」、「対外直接投資残高は堅調に増加（日本企業による海外拠点強化や外国企業の買収など）」——。

財務省は 3 月 26 日、「国際収支から見た日本経済の課題と処方箋」と題する懇談会を初開催したが、事務局からこのような資料が提示された（6 月にかけて複数回予定）。空洞化と海外投資の積極化に関しては、裏表で「日本企業による国内設備投資は低調」、「直接投資残高は、対外直接投資が対内よりも圧倒的に大きい」といった現状説明がなされている。

日本では 1980 年代以降、現在のようなドル高・円安局面では、輸出増加などで企業収益が改善となり、収益増を原資として国内で輸出関連の設備投資が増強され、一段の輸出増へとつながってきた。その後は輸出増と貿易黒字の増加が、タイムラグを経て円安の歯止めに作用。ドル安・円高への転換となり、輸出増と貿易黒字増にもブレーキが掛かるという循環パターンが繰り返されてきた。

しかし、2022 年以降は現在に至るまで約 32-34 年ぶりのドル高・円安水準が持続しているが、こうした循環経路が断絶となってきた。投機でないリアルな為替需給面で輸出回復といった円安歯止め役が弱体化しているほか、海外再投資の増加は過去比で海外収益や海外資産の円転（本国送金の円買い）規模を減少させている。ドル高・円安のトレンド長期化や、1 ドル=140-160 円方向といった取引レンジの上方修正につながりやすい。

具体的に 2022 年の前後からは、円安効果を含めた企業収益の増加分が「賃上げ、株主還元、海外再投

資」に向かうという新経路が確立されつつある。設備投資の関連では半導体などで国内生産の復活も見られているが、輸出関連の国内増強は限定的だ。こうした新経路については、空洞化と貿易収支悪化の定着、デフレからマイルドなインフレ社会への移行、期待インフレ改善、実質金利押し下げ、リスク選好、国内資金の海外投資・流出持続などを通じて、基本的なドル高・円安トレンドの定着要因となる。

26 日の財務省資料では中長期的な経常収支に関して、「主要シンクタンクによれば、中期的には一段と高齢化が進展する中で貿易・サービス収支の赤字が定着・拡大し、経常収支の黒字が縮小する見通し」、「中には赤字転化となる推計もある」といった見通しが示されていた（中長期的な円安の要因）。

資本財や生産用機械、国外向け増で国内向け低調

日本企業の収益でいえば、財務省の法人企業統計で全産業の経常利益が昨年 10-12 月期に前年比+13.0%の増加となった。前期の+20.1%からは鈍化したのが、円安効果などもあって 3 期連続での 2 桁増益となっている。

現在は円安でも輸出増は限定的ながら、連結の企業収益では海外現地法人と海外買収企業による海外の利益や、海外での投資・融資案件などの為替差益がカサ上げされている。円安は輸入物価などの押し上げを通じて、企業による価格転嫁の後押しと値上げ、売上金額の増額にも寄与している。

それに対して経済産業省の鉱工業出荷内訳によると、設備投資に先行する資本財出荷の指数（2020 年=100、輸送機械を除く）は、同じ昨年 10-12 月に「国内向け」が 103.3 となった。前期の 101.6 からは小幅改善となったが、直近最高である 2022 年 7-9 月の 115.2 や 2017 年 10-12 月の 120.1 などからは大幅な下振れとなっている。円安効果や企業の収益増でも、財務省が指摘するように「日本企業による国内設備投資は低調」という基調が続いたままだ。

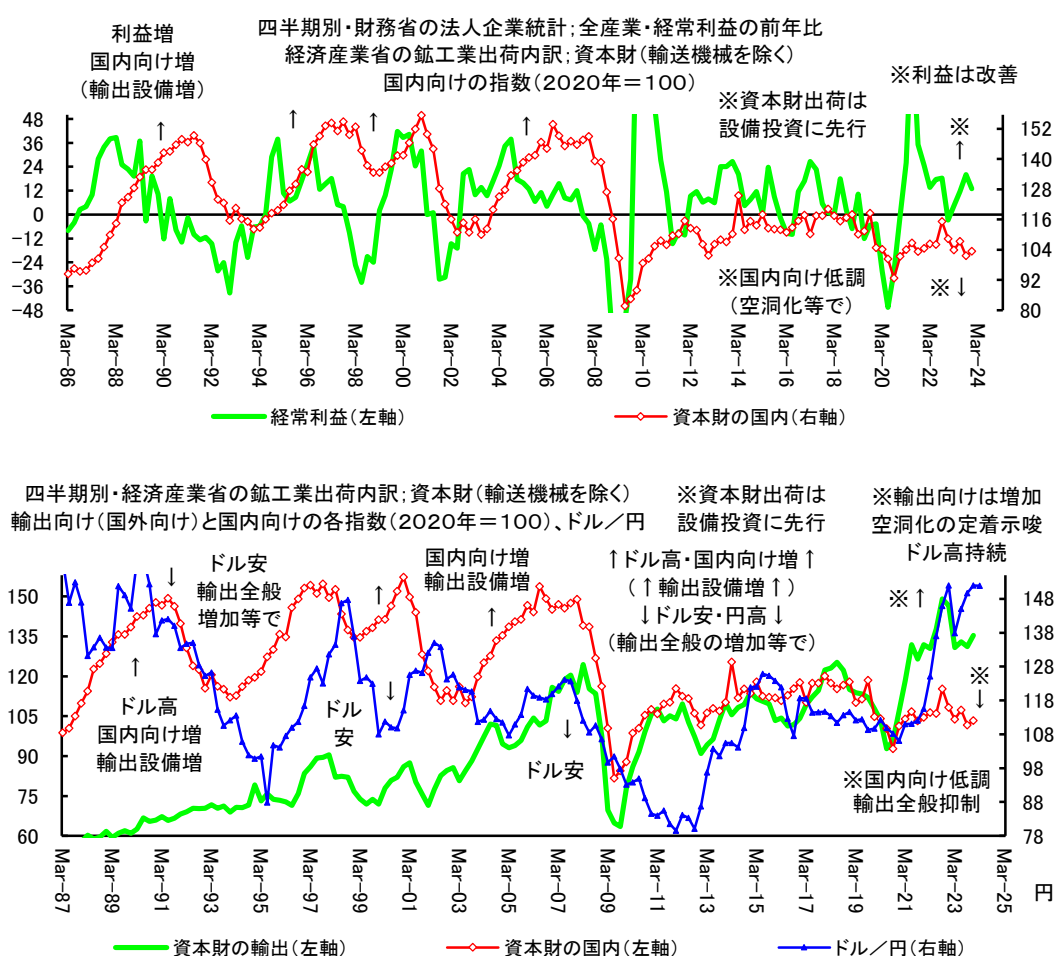
過去にはドル高・円安の局面で 2006 年時に経常利益が+10.1%の改善となり、同時期に資本財の出荷指数は 153.8 という大幅な上昇となっていた。この出荷には国内での輸出関連設備の増強も含まれており、その後は輸出の一段増へと寄与。翌 2007 年の後半にかけては、ドル高・円安の歯止めとドル安・円高に転換するという循環連鎖が観測されている。

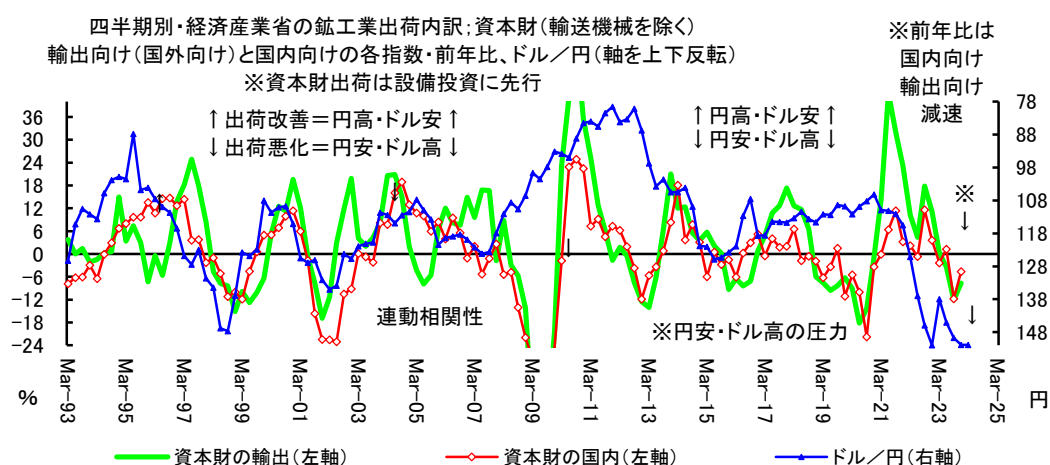
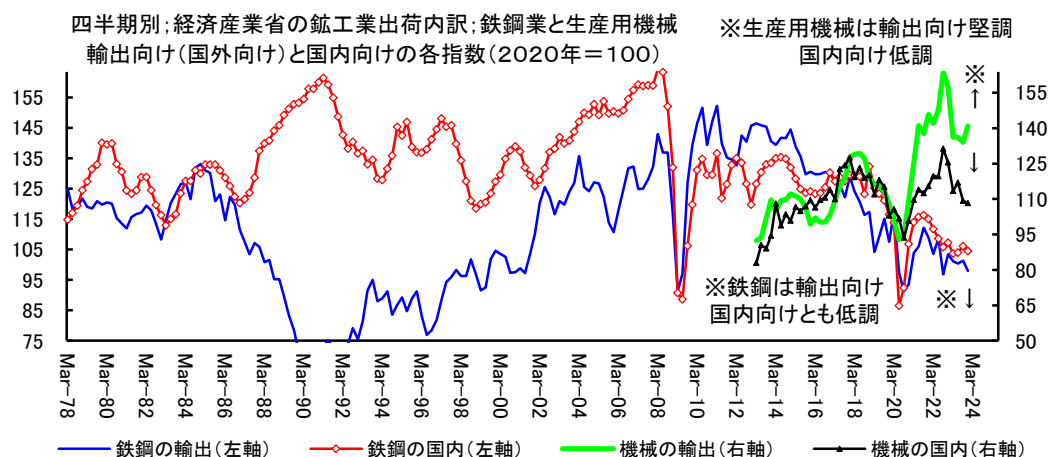
こうした例以外でも、過去には円安・企業利益増と、国内での輸出関連を含めた設備投資の増強という連動パターンが観測されていた。それが現在は相関性が薄れ、乖離拡大となっている。

設備投資に関する「生産用機械」も昨年 10-12 月は輸出向けが 140.9 となり、前期の 134.00 から改善となった。2021 年後半からは 130-160 前後で高止まりとなり、2013 年の統計開始以降では最高水準が維持されている。一方でこちらも国内向けは 108.3 と、前回の 109.2 から悪化。2022 年 7-9 月の

また、設備投資に関係する「鉄鋼」に関しては、輸出向け、国内向けともに低調となっている。中国を始めとした新興国の高成長終焉や、新冷戦・反グローバル化・地政学リスクなどによる大規模な設備投資やインフラ投資の慎重ムード、米欧など各国での利上げ「遅行打撃」警戒、素原材料価格の高止まりなどが重石になっている。

こうした要因もあり、資本財出荷の「前年比」では国内向けだけでなく、輸出向けも揃って減速のマイナスとなっている。日本からの輸出抑制や、日本の生産改善・景気回復・日銀追加利上げの制約となるもので、この点も当座のドル高・円安トレンドの継続を支援しやすい。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。