



円安が製造業の内外投資行動に与える影響

みやなが
宮永

わたる
徑

株式会社日本政策投資銀行設備投資研究所 副所長

あさい
浅井

たくや
拓也

株式会社日本政策投資銀行設備投資研究所 研究員

【要旨】

- ・ 長期的に円高が進む中で日本の製造業は海外シフトを進めてきたが、過去10年あまりは円安基調にあり、企業が投資コストや収益面でメリットの増した国内投資にシフトすることが期待されている。
- ・ 海外生産比率や国内外の設備投資をみると、2015年頃を境に海外シフトが止まっている。また、海外における生産や投資を購買力平価に相当する為替レートで再評価すると、海外ウエートは低下し、国内シフトが生じた可能性が示される。日本政策投資銀行が行う企業アンケート調査では、従来に比べて国内事業を重視する方向に変化がみられるが、全体としては海外事業の供給力を拡大する方針は変わっていない。
- ・ 海外投資に引き続き重きを置く企業の意向によらず円安局面において海外投資が弱まったことへの為替レートの影響について、企業レベルのデータで実証分析を行った。その結果、短期的な円安進行によって円建ての海外投資が増加する効果が一定程度みられるものの、為替レートの水準が円安に振れることで実質的な海外投資は抑制されることが示された。

1. はじめに

日本の製造業は、長期的に海外生産比率を高めてきた。バブル景気後の1990年代に日本経済の成長率は1%台に低下し、拡大が期待される海外市場に活路を見出す動きが強まったほか、日米貿易摩擦などが需要地生産の拡大を促した。また、中国をはじめとする新興国の生産拠点としての整備が進んだことで、輸出拠点としての海外生産が拡大した。このほかにも東日本大震災後には国内事業の6重苦が話題となるなど、国内製造業が海外展開を進めた要因は一つではないが、1985年のプラザ合意後の急速な円高後も傾向的に円高が進行したことが海外展開に拍車をかけたとの見方に異論はないだろう。

しかしながら、2013年に日本銀行が大規模緩和を開始する前後から円高は修正され、10年以上にわたって円安基調が続いている。IMFが公表する購

買力平価を基準とすれば、2014年以降は最大10%程度の円安に、さらに、インフレ高進を受けて米国が利上げを行った2022年春以降は5割前後の円安となっている。

円安によって海外の投資コストは割高になり、国内の輸出製造業では数量面での輸出促進と輸入の国内生産への代替が生じると考えられてきたが、近年ではむしろ円建て輸出金額の増加による収益率改善が期待できる。このように国内事業の競争力が改善することで、日本企業は海外から国内へ投資シフトを進めるものと考えられる。

本稿では、円安基調の中で日本の製造業が国内外の投資選択をどのように行ってきたかに注目する。前半では、マクロデータを用いて国内外の事業ウエートがどう変化してきたかを確認する。2015年頃を境に海外シフトは鈍化し、為替レートの換算方法によって、その傾向が一層強まっている可能性が示



【宮永径氏のプロフィール】

略歴 1968年、福井市生まれ。1991年3月東京大学経済学部卒業、1992年9月ロンドン大学LSE都市・地域計画修士、2000年6月ブラウン大学経済学修士。1993年（平成5年）日本開発銀行（現 日本政策投資銀行）入行。名古屋支店、関西支店、環境省出向などを経て、2017年経済調査室長（チーフエコノミスト）、2021年産業調査部長、2023年6月より執行役員、2024年6月より設備投資研究所 副所長。

される。また、その背景について、為替レート以外の要因を含めた企業意識調査から概観する。続いて後半では、企業レベルデータを用いた分析により、為替レートの変動が内外投資比率やその修正に与えた影響を検証し、為替レートの水準、変化率、あるいはボラティリティの効果をそれぞれ確認する。

2. 日本の製造業の国内シフト

2-1. 国内シフトと日本経済における意義

国内シフト、あるいは国内回帰の定義は多様である。単純に海外の事業所から国内に移管する例は、サプライチェーンの再編や設備除却などのコストを伴うために多くない一方、新規事業の立地選定や製造品目構成の見直し、本社・研究開発部門の再編などにおける判断によって国内外のウエイトが変わる場合も広義の国内回帰に関わるものと考えられる。過去10年あまりの円安はこれらの国内シフトを強める要因だが、一方で表1に示すように、この間の経済社会環境の変化には、国内立地を阻む材料も少なくない。海外現地生産からの収益も円安で拡大するほか、輸入依存度の高まりが国内生産の優位性を減殺する。人口減少や脱炭素対応などが国内事業の制約となっている可能性もある。また、2022年以降の大幅な円安が長期に及んでいるものの、長期的な均衡値と考えられる購買力平価との乖離は広がっている。米国の利下げによる円高転換が意識される中、回収に時間を要する設備投資のシフトに関する判断を難しくする。

なお、製造業の国内空洞化が盛んに議論されたのは1990年代、中国進出が進んだ2000年代、あるいは世界金融危機（リーマン・ショック）後の円高期な



【浅井拓也氏のプロフィール】

略歴 1994年、埼玉県生まれ。2018年3月一橋大学経済学部卒業、2020年3月一橋大学大学院経済学研究科修士課程修了。2020年日本政策投資銀行入行。企業金融第1部にて製造業への融資業務ののち、企業投資第1部にてM&A ファイナンス、メザニンファイナンスに従事。2024年より設備投資研究所。設備投資や生産などの企業部門や欧州経済を担当したのち、現在は米国経済などを担当。

表1 円安による国内シフトに対する懐疑的な意見

- ・円安で輸出事業の収益は改善したが、海外生産による配当も円安で増加しており、国内立地の優位性が高まったとはいえないのではないか。
- ・エネルギーを中心に円安による輸入インフレも強まっており、過去に比べて国内立地のメリットは低下したのではないか。
- ・日本では内需減少、人手不足、気候変動対応などの課題が強まるとみられている。
- ・長期均衡値といわれる購買力平価は90円台にある。円安が一時的との見通しの下では長期的な事業立地の変更は難しいのではないか。

どであった。こうした時期には、日本経済の成長をけん引した製造業、特に輸出製造業の海外移転が潜在成長率を低下させる可能性に加えて、雇用や税収をはじめ、地域経済に与える影響が問題とされた。しかし、IT化、サービス化などにより経済が変容する中、製造業も量的拡大よりも高付加価値化が期待されるようになった。同時に人手不足が顕在化し、雇用創出はかつてほど重要な課題ではなくなっている。

また、日本が対外投資から得る所得収支は貿易収支をはるかに上回っており、政府においても輸出だけでなく対外投資を進めて、広くグローバル化の果実を得る方向に政策転換を行ってきた経緯がある。ただし、こうした収益は企業の連結会計などに反映されるものの、国内投資や家計所得などには十分に還流されておらず、国内総生産との関わりは必ずしも強くない。

こうした中で、「国内」総生産であるGDPの成長力を高めるためには、海外資本による対日直接投資も有効である。近年は半導体やデータセンターなどの例が報じられているが、データ上では2022年からの円安下でも対日直接投資は増加していない。こ

これは別途検討すべき課題ではあるが、逆に国内に基盤を有する日本企業による国内投資への期待は大きい。また、バブル景気後に過剰となった資本ストックの調整が長期に及んだことで、国内資本ストックが老朽化し、国際競争力を損ねている可能性が指摘されてきた。デジタル化、気候変動対応、あるいは人手不足などの今日的な課題への対応も求められており、近年の堅調な設備投資を支えている。

2-2. 海外生産比率と海外投資の変化

内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」によれば、製造業の海外現地生産比率（海外現地生産高／（国内生産高＋海外現地生産高）、調査年度の実績見込み）はほぼ一貫して上昇してきたが、2015年頃から伸びが鈍っている（図1左）。コロナ禍を経て、比率は24%近くに再び上昇したが、均してみると横ばいとなっている。また、5年後の見通しとの差は海外景気動向などで変動するが、この10年間に徐々に縮小し、特に円安が進んだ2022年以降は1%ポイント以下になるなど、長期的な海外シフトが弱まっている。

ただし、この間の国内製造業の生産は横ばいから微増にとどまっていた。海外比率の上昇が止まったことは相対的な国内シフトではあるが、海外生産の伸び悩みを示すことになる。なお、内閣府や経済産業省の調査では、以下の点も確認できる。(1)産業別では、精密機械、電気機械が5年後の海外比率上昇を見込むが、多くの産業で横ばいから低下する。また、この比率は海外生産がゼロの企業を含めた母集団から計算されているが、(2)海外現地生産を行う企業の割合は低下しており、(3)今後、海外現地生産比率の低下を見込む企業が過半に達している。(4)主要国・地域別には、中国からの撤退が近年増加している。(5)海外進出を行う母集団に限れば、海外生産比率は上昇するなど企業間の格差が広がっている可能

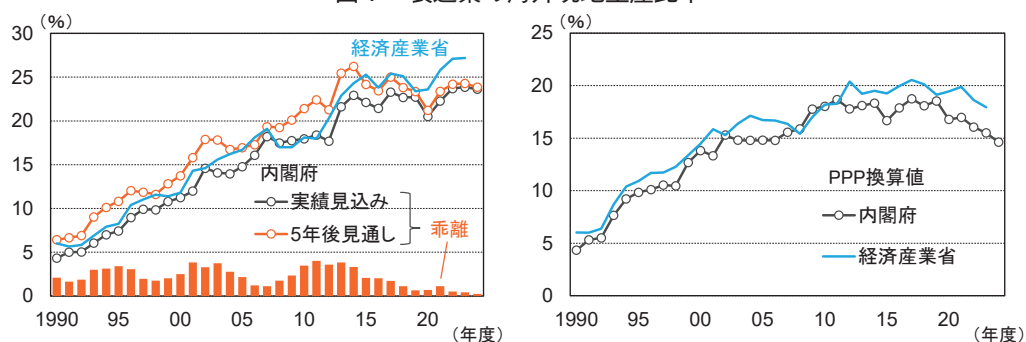
性もある。

この現地生産比率は、国内外の円建て売上高から計算されており、海外売上高は近年の円安によって膨らんでいると考えられる。そこで、購買力平価と同様に内外インフレ格差のみを用いて円換算するため、市場為替レートで算出された円建て計数に実質為替レート（＝名目為替レート×海外インフレ率／国内インフレ率）を乗じた試算値を算出した。なお、相対的購買力平価と同様、ここでは1990年の比率を基準として作成している。実効為替レートの通貨比率は貿易における相手国比率に基づいており、海外現地法人売上高の通貨建て比率とは異なるが、貿易と現地法人売上高はともにその国の経済規模とは一定の相関があると考えられることから、全ての取引をドルベースとみなした換算よりは適切と考えられる。

こうして得られた海外現地生産比率は（図1右）、市場の為替レート評価での比率よりも早い段階で上昇が止まり、2019年度をピークに低下している。また、図に併記した経済産業省の海外事業活動基本調査では、海外比率はやや減速しつつも上昇が続いていたが、これも大幅な円安による評価の影響を除けば、上昇が止まり、弱含みに向かう動きに変わる。いずれも海外生産比率は上昇が止まっているが、これは市場為替レートが大きく円安に振れたことで高めに表現されており、実態は海外比率の低下が生じていた可能性が示される。

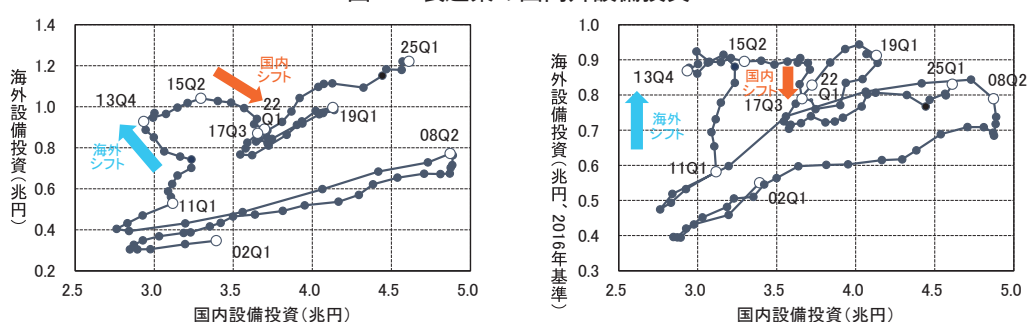
続いて図2には製造業の設備投資（有形資産のみ）を国内外に軸を分けて示した。左の円建て公表値によれば、2008年にかけて円安下の好景気で国内投資を中心に拡大した後、世界金融危機により内外投資がともに縮小した。2011年頃には国内の6重苦が課題となる中で投資の海外シフトがみられたが、円高が是正された2013年以降は国内投資が再び増加し、2015～17年には国内シフト（国内プラス、海外マイナス）がみられた。これが先にみた2015年頃を境と

図1 製造業の海外現地生産比率



注：1. 海外現地生産高／(国内生産高＋海外現地生産高) 2. 右図の実質試算値は、1990年の公表値を起点に、海外生産高相当に実質実効為替レートに乗じて算出。内外インフレ格差のみを除くため、市場為替レートでなく購買力平価（PPP）換算に相当。
出所：内閣府「企業活動に関するアンケート調査」、経済産業省「海外事業活動基本調査」を基に筆者作成。

図2 製造業の国内外設備投資



注：1. 有形資産のみ 2. 後方4四半期移動平均 3. 右図は海外設備投資を2016年平均を起点に実質実効為替に乗じて購買力平価による換算値相当を算出
出所：財務省「法人企業統計季報」、経済産業省「海外現地法人四半期調査」、IMF “World Economic Outlook” を基に筆者作成。

する海外シフトの収束に対応した動きとなっている。

2017～21年にかけては、景気循環とともに、再び右上がりの直線上を前後する動きがみられたが、このトレンド線は2008年前後のものより上方にあり、この10年の間の海外シフトが生じたことになる。また、円安が進んだ2022年以降も、2017年以降とほぼ同じトレンド線上で国内外が同じペースで拡大しており、トレンド線の上方シフトが止まったことは、海外シフトが止まったことを指している。

他方、縦方向の海外投資を購買力平価の考え方で再評価した右図では¹、異なる姿がみられる。図は縦方向を拡大して示しているが、円高が是正された

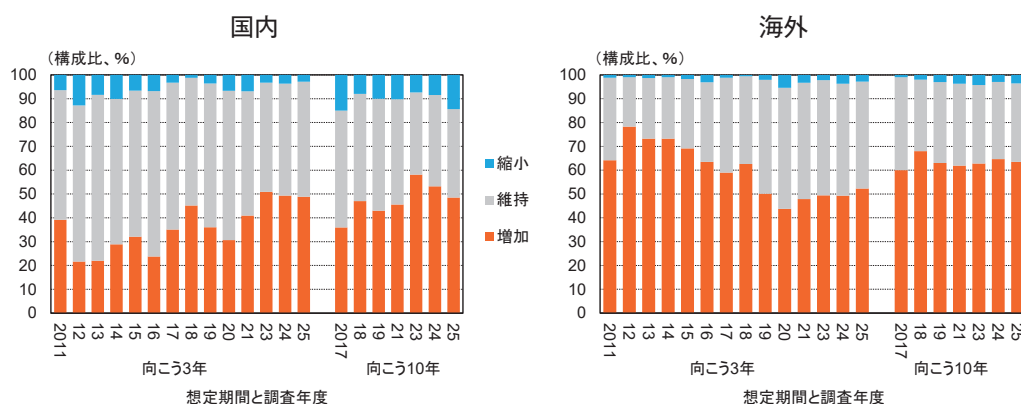
2013年以降の海外投資の変動が小さく描かれている。国内シフトは2016年頃にみられるが、2022年以降の海外投資の増加が限られており、直近の海外投資水準は2013年を下回っている。またトレンド線は横ばいになっており、好況下でも国内投資だけが増加する一方で、海外投資が伸び悩む状況をはっきりと示している。

2-3. 企業の内外投資に関する姿勢

続いて、日本政策投資銀行が行う大企業製造業へのアンケート調査を用いて、内外投資への評価とその背景を確認する。まず、向こう3年と向こう10年

¹ 円ドルレートがIMFの作成する購買力平価に近い2016年の公表値を基準として、前後に延長した。

図3 製造業における中長期的な国内・海外拠点の供給能力



注：1. 大企業 2. 国内、海外の両方で生産活動を行っていると回答した企業（2025年度：176社（向こう3年程度）、167社（向こう10年程度、2022年度は調査対象外）
出所：日本政策投資銀行「設備投資計画調査」

について、国内と海外のそれぞれについて供給力を強化するかを聞いたところ、海外を強化するとの割合は一貫して国内を上回った。また、国内については縮小するとの回答が1割程度みられた。

しかし、時系列でみると国内強化の回答が2017年以降、増加基調にあり、近年はほぼ50%に達した。逆に、海外投資については向こう10年の変化は小さいが、向こう3年では2015年頃から低下している。コロナ禍後はやや盛り返す動きがみられるものの、相対的には国内事業を再評価する傾向にあり、生産や設備投資における海外比率の変化と整合的な傾向となっている。

ただし、相対的な国内シフトがみられたとはいえ、依然として海外拠点の能力増強を考える割合は高い。大企業を対象とする調査のために海外志向が強く出た可能性はあるが、図2でみたように企業の海外投資が伸び悩んでいるとすれば、円安によって意図せずして海外投資が目減りした可能性がある。企業の意思決定を考えると、内外の生産能力を台数や重量などの実質ベースで検討するとしても、最終的な予算編成は名目で行わざるをえない。円安の影響には、予め当初予算に織り込んでいた海外投資比率の低下と、年度中の想定以上の円安進行による海外投資縮小の両方があると考えられる。また、為替

レートの水準以上に、変動を嫌う意見は少なくなく、ボラティリティが及ぼす影響も考えられる。これらの点について、次節で実証分析を行う。

3. 企業の海外投資行動に対する為替レートの影響の実証分析

ここまでみてきたように、企業の内外設備投資の決定においては、さまざまな要因が働いており、近年では地政学リスクなどが事業環境に与える影響も無視できない。国内事業が再評価される一方で企業は海外事業に引き続き高い関心を有しているが、この10年来の円安基調は、コスト面から企業投資の海外展開を弱めた可能性が考えられる。本節では、円高を解消した2013年以降や大きく円安が進んだ近年のデータを含めたうえで、企業の海外設備投資行動と為替レートの関係に焦点を当てて企業レベルでの分析を行う。

3-1. 先行研究

為替レートは海外投資のコストや収益性に直接的な影響を及ぼすため、企業の海外設備投資の決定要因として多くの分析がなされてきた。日本を対象とした研究として、Kiyota and Urata (2004) は、為替レート及びその変動が対外直接投資に与える影響

を産業レベルのデータを用いて分析し、円高が日本企業の海外投資を促進する傾向があることを示した。また、為替レートの変動が高まると、企業は為替リスクを回避するため、海外投資を控える傾向が強まることも指摘されている。Kiyota, Matsuura, and Urata (2008) は、為替レートの変動が日本の製造業多国籍企業の生産・流通ネットワークに与える影響を分析している。彼らの研究によれば、為替レートのボラティリティが高い場合、多国籍企業は海外子会社の設立に消極的となる。また、為替リスクを回避するために、企業間取引を減らして企業内取引の比率を高める戦略が採用されやすくなることを示した。

小川・品田・佐藤 (2019) は、企業レベルのデータを用いた分析により、為替レートの変動が企業価値に与える影響は海外拠点の資産規模によって異なり、海外拠点を拡大することで、為替換算調整勘定を経由した自己資本比率への影響が大きくなることを示した。

他国のデータを用いた最近の研究としては、Li and Nakagawa (2022) が中国の企業レベルデータを用いて、為替レートが海外直接投資に与える影響を分析している。彼らの研究では、人民元の上昇が中国企業の海外進出を促進する傾向があること、また為替レートのボラティリティが海外進出を抑制する効果があることが示されている。

3-2. 分析の方法

マクロデータや先行研究で示した通り、為替は企業の海外投資における意思決定に影響を与え、円安が進むもとでは海外投資が抑制されることが確認されている。ただし、円安が大きく進んだ近年のデータを含む、企業レベルでの海外投資額に基づいた分析はあまり行われていない。本稿では、2010年度から2023年度までのデータを使い為替が企業の海外投

資行動に及ぼす影響を定量的に確認する。

具体的には、為替レート、為替レートの変化率及び為替レートのボラティリティが、以下の二つの企業行動に与える影響を分析する。一つ目は、海外投資の比重の変化である。円安は海外資産を相対的に割高にし、国内への投資の比重を高める誘因となることから、海外投資比率を低下させることが予想される。一方で、海外資産は円安によって円建てでの取得金額が膨らむため、結果として海外投資比率が高まる可能性がある。

二つ目は、より短期的な企業行動として海外設備投資計画の修正を考える。上記の通り、金額ベースでみると円安は海外投資を増加させる効果と減少させる効果の両方を持つと考えられるが、期中の海外投資額の修正においては、設備投資計画を策定する段階に比べ、国内外の投資コストに基づく海外投資比率の調整が働きにくい。そのため、計画の修正を通じて、円安による海外設備投資額の増加効果が確認できると考えられる。

まず、一つ目の分析は次の実証モデルを用いて検証する。

$$\begin{aligned} FDI_ratio_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 FDI_ratio_{i,t-1} \\ & + \beta_2 ForeignSales_ratio_{i,t} + \beta_3 FX_{i,t} \\ & + \beta_4 \Delta FX_{i,t} + \beta_5 vol_FX_{i,t} + \mu_i + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

被説明変数の $FDI_ratio_{i,t}$ は、企業の海外投資の比重を測る指標として、海外設備投資比率（連結総設備投資に占める海外設備投資の割合）を採用した。企業の海外設備投資行動は持続性を有すると考えられることから1期前の海外設備投資比率を説明変数に加え、ダイナミックパネル分析方法の一つである Arellano and Bond (1991) の GMM 推定を用いる。為替レートに関する説明変数として、 $FX_{i,t}$ は各企業の決算期に対応する期間の平均実効為替レート水準、 $\Delta FX_{i,t}$ は平均実効為替レートの前期

からの変化率、 $vol_FX_{i,t}$ は実効為替レートのボラティリティを表す。ボラティリティは t 期内の各月の変化率の標準偏差を用いた。 $ForeignSales_ratio_{i,t}$ は海外拠点の売上高の連結総売上高に対する比率を示す在外売上高比率である。海外拠点の売上と設備投資は相互に依存していることから海外売上高比率と在外売上高比率の内生性を考慮し、操作変数として $FDI_ratio_{i,t-1}$ 及び $ForeignSales_ratio_{i,t}$ の全ての過去期間のラグ変数を用いた。

二つ目の分析は、以下の実証モデルを用いる。

$$Revision_rate_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Revision_rate_{i,t-1} + \beta_3 FX_{i,t} + \beta_4 \Delta FX_{i,t} + \beta_5 vol_FX_{i,t} + \mu_i + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

$Revision_rate_{i,t}$ は、海外設備投資の t 期計画に対する t 期実績の修正率を表す。この分析でも前期の海外設備投資修正率を説明変数に加え、(1)と同様に分析した。ただし、過剰識別の問題から、操作変数は $Revision_rate_{i,t}$ の2期前のラグ変数である $Revision_rate_{i,t-2}$ のみを用いた。

3-3. 利用するデータ

本分析では、企業の国内及び海外の設備投資の実績値並びに海外の設備投資計画値のデータとして日本政策投資銀行が毎年行っている「設備投資計画調査」の個票データを、企業の在外売上高比率を示すデータとして上場企業の決算データを収録した日本政策投資銀行設備投資研究所の「企業財務データベース」を用いた。なお、在外売上高比率は海外拠点の売上高が開示されている企業のみから計算され、開示対象は原則として海外拠点の売上高が連結総売上高の10%以上を占める企業に限られる。そのため、本分析の対象は、一定の海外展開を行っている企業に限定されることに留意が必要である。為替レートに関するデータは日本銀行が公表している実質実効為替レート及び名目実効為替レートを用いて

計算した。分析期間は、設備投資計画調査において企業の国内、海外の連結設備投資額を得られる2010年度から2023年度までを対象とした。

3-4. 分析結果

まず、分析に用いた変数の基本統計量は表2の通りである。

次に、実証モデル(1)の推計結果は表3の通りである。

推計結果をみると、為替レート水準は実質、名目いずれの場合においても有意となった。係数はプラスであり、水準が円安（円高）になると海外の設備投資比率が低下（上昇）することを意味しており、これは、Kiyota and Urata (2004) の結果と一致する。次に、為替レートの変化率は、実質、名目いずれでも係数がマイナスで有意となった。これは、円安（円高）が進行すると円建てでの取得額が増加する（減少する）ことを表している。企業は現地通貨での調達や為替ヘッジを行う可能性があるほか、現地通貨建ての収益に対する割合が変わらないことから、短期的な為替レートの変動に対しては、円建てでのコストが増加しても現地通貨建ての資産取得額の変化はいくらか抑えられる可能性が考えられる。

また、多くの文献で示される為替レートのボラティリティ上昇が及ぼす海外投資への影響は、本分析では、係数はマイナス（ボラティリティの上昇が海外投資を抑制する）となり、実質実効為替レートをを用いたモデルでは有意水準10%で有意となったものの、名目実効為替レートをを用いたモデルでは有意な結果は得られなかった。企業は為替レートだけでなく投資先の物価の変動も考慮して投資を行うため、実質為替レートの変動の方が企業行動をより適切に反映していると考えられる。

続いて、実証モデル(2)の結果を確認する。

海外設備投資計画の修正率に関する推計において

表2 基本統計量

変数	平均	標準偏差	最小	最大
海外設備投資比率	0.320	0.255	0.000	1.000
海外設備投資修正率	0.365	4.061	-1.000	149.000
実質実効為替レート水準	101.187	16.128	73.262	131.671
実質実効為替レートの変化率	-0.041	0.082	-0.313	0.531
実質実効為替レートのボラティリティ	0.019	0.006	0.006	0.029
名目実効為替レート水準	96.453	11.276	77.543	119.598
名目実効為替レートの変化率	-0.025	0.083	-0.208	0.385
名目実効為替レートのボラティリティ	0.019	0.006	0.006	0.029
在外売上高比率	0.448	0.218	0.017	1.000

(筆者作成)

表3 実証モデル(i)の推計結果

説明変数	(i)	(ii)
海外設備投資比率 (1期前)	0.50759*** (0.0483)	0.50602*** (0.0485)
実質実効為替レート水準	0.00072*** (0.0002)	-
実質実効為替レートの変化率	-0.14294*** (0.0342)	-
実質実効為替レートのボラティリティ	-0.93802* (0.4844)	-
名目実効為替レート水準	-	0.00059*** (0.0002)
名目実効為替レートの変化率	-	-0.12000*** (0.0353)
名目実効為替レートのボラティリティ	-	-0.49036 (0.4663)
在外売上高比率	0.21300*** (0.0586)	0.23706*** (0.0587)
企業数	530	530

注) 1. (i) は実質実効為替レートを用い、(ii) は名目実効為替レートを用いたモデル。
2. () 内は標準偏差。***, **, * はそれぞれ 1%, 5%, 10% 水準で有意であることを示す。
3. (i)、(ii) とともに過剰識別制約の検定 (Sargan test) では過剰識別は認められず、系列相関の検定 (Autocorrelation test) では自己相関 (2 次) は認められなかった。

(筆者作成)

は、為替レートは名目、実質ともに為替レートの変化率のみが有意となった。係数はマイナスであり、円安 (円高) が進むと海外設備投資額が計画よりも増加 (減少) することを意味する。通常、円安が進めば企業は海外資産が割高になることから投資コストの観点で海外設備投資は減少すると考えられるが、年度内に生じる為替レートの短期的な変化では、そうした投資コストに基づく海外投資額の修正は小さく、円安が進行すると取得資産が計画時から上振れすることが示唆される。

以上の結果から、足元の円安は、海外設備投資の計画から実行にかけて資産価格の上振れを通じて投資額を増加させる効果があるが、為替レート的水準

を踏まえた企業行動としては、海外資産が割高となることにより実質的な海外投資は抑制されることが示唆される。

4. むすび

日本では円安が長期化しており、この中で日本企業の海外事業展開のペースは鈍ってきている。この間、米中対立を含めた地政学リスクや不確実性の高まりなどが海外事業の魅力を低下させた面はあるものの、長期的な供給力を巡る方針は海外志向が反転してはおらずサプライチェーンの見直しに関しても国内回帰より海外における再編を挙げる企業が多い。マクロデータでは、海外シフトが止まった、あ

表4 実証モデル(2)の推計結果

説明変数	(i)	(ii)
海外設備投資修正率(1期前)	0.18932** (0.0913)	0.18633** (0.0942)
実質実効為替レート水準	0.00034 (0.0007)	—
実質実効為替レートの変化率	-0.41879** (0.2047)	—
実質実効為替レートのボラティリティ	-1.51919 (3.5580)	—
名目実効為替レート水準	—	0.00062 (0.0007)
名目実効為替レートの変化率	—	-0.46197** (0.1881)
名目実効為替レートのボラティリティ	—	-2.52325 (3.2325)
企業数	380	380

注) 1. (i) は実質実効為替レートを用い、(ii) は名目実効為替レートを用いたモデル。
 2. () 内は標準偏差。***, **, * はそれぞれ 1 %, 5 %, 10% 水準で有意であることを示す。
 3. (i)、(ii) とともに過剰識別制約の検定 (Sargan test) では過剰識別は認められず、系列相関の検定 (Autocorrelation test) では自己相関 (1 次) は認められなかった。
 (筆者作成)

るいは逆転した可能性がみられるが、これは国内回帰というよりも、海外投資が抑制された結果と考えられる。そこでは円安の進行がコスト面で影響した可能性が考えられる。

本稿の後半では企業レベルの分析を行い、円安が海外投資に抑制的な効果をもたらすこと、一方で年度内における短期的な円安進行は海外投資金額を高め、海外投資の減少を弱める効果があることが示された。これらは近年の大幅な円安環境を含めたデータサンプルを用いた実証分析となっている。

ただし、人口減少により需給両面で伸び悩む国内市場に比べれば、海外事業の潜在性は高く、企業の関心も高い。円安によって海外投資のコストが上昇したとしても、現地での資金調達や現地収益からの回収が可能であれば、あるいは資金面や意思決定において予算の柔軟な見直しが可能であれば、海外投資の縮小を回避することも可能と考えられる。日本企業の海外展開が停滞、あるいは後退するという転換が円安だけによって生じたものか、複数の要因が経時的にどう変わったのか、企業の意思決定の実態も踏まえながら検証することが求められる。

参考文献

- Arellano M. and S. Bond (1991) "Some Tests of Specification of Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations", *Review of Economic Studies* 58; 277-297.
- Dao, M.C., Minoiu, C., Ostry, D.J., (2021) "Corporate investment and the real exchange rate", *Journal of International Economics* 131: Article 103437.
- Kiyota, K. and Urata, S., (2004) "Exchange Rate, Exchange Rate Volatility and Foreign Direct Investment", *The World Economy* 27(10): 1501-1536.
- Kiyota, K., Matsuura, T. and Urata, S., (2008) "Exchange rate volatility and MNCs' production and distribution networks: The case of Japanese manufacturing MNCs", *The Singapore Economic Review* 53(3): 523-538.
- Li, S. and Nakagawa, H. (2022) "Exchange rates and foreign direct investment: Evidence from Chinese firm-level data", *The World Economy* 45(9): 2902-2923.
- 小川英治・品田直樹・佐藤正和 (2019), 「企業の海外進出と為替レートの変動の影響」, フィナンシャル・レビュー (財務省財務総合政策研究所), Vol. 136: 58-77.
- 清田耕造 (2015), 「拡大する直接投資と日本企業」, NTT 出版
- 千木良弘朗・早川和彦・山本拓 (2011), 「動学的パネルデータ分析」, 知泉書館
- 布袋正樹 (2011), 「為替レートが日本企業の設備投資に及ぼす効果—企業レベルのパネルデータを用いた分析—」, フィナンシャル・レビュー (財務省財務総合政策研究所), Vol. 107: 82-96.