

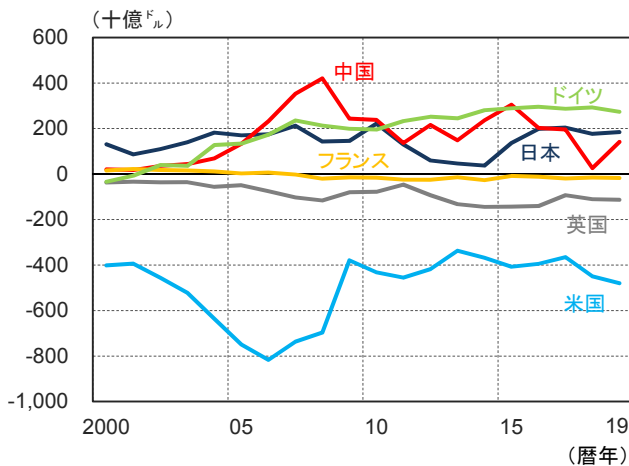
拡大・変容する日本の対外直接投資

経済調査室 菅野 元希(現 企業金融第1部)

1. 日本では貯蓄超過が続き、国債はほぼ国内で消化

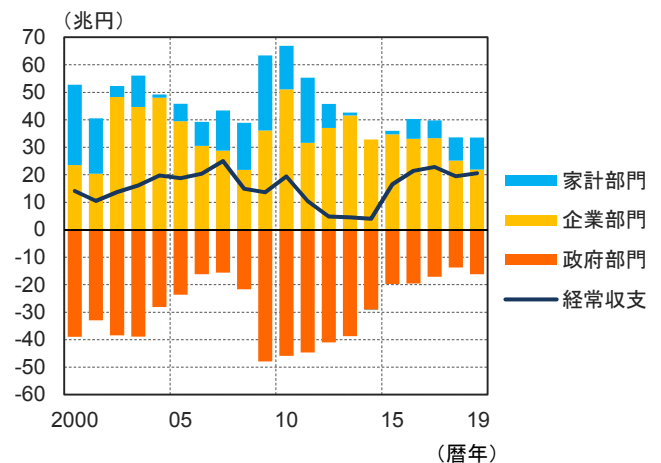
- 日本の経常収支は、2000年代を通じて黒字が保たれてきた。経常収支は経済構造の様々な側面を反映するが、日本や中国が黒字の一方で、米国や英国などは恒常的な赤字となっており、黒字、赤字に単純な善し悪しは付けられない。経常赤字は、相対的に内需が旺盛なことで生じるが、これを支える金融資金の流入(証券・直接投資など)が維持できれば、高水準の消費、投資により高い国民厚生が享受できる。(図表1-1)。
- 経常収支は、貯蓄投資バランスに一致することが知られている。日本の内訳を部門別にみると、政府部門は恒常的な赤字だが、家計・企業の資金余剰がこれを上回り、全体では黒字となっている(図表1-2)。長期的には、高齢化によって家計部門の黒字は縮小し、経常黒字は小さくなると考えられてきた。しかし、所得伸び悩みや長寿化リスクが意識されたことで、家計の貯蓄が減らなかったほか、企業部門では好景気下で収益の改善が進んだこともあり、家計・企業の貯蓄超過が続いた。また、政府部門でも、アベノミクス下における税収増加に伴い赤字幅が縮小し、国内の貯蓄超過とともに、経常収支の黒字が継続した。
- 経常黒字の背景にある国内の資金余剰は、世界最高水準の日本の政府債務の引き受け役となっており、現在、国債のほとんどは国内で消化されている(図表1-3、1-4)。消費、投資を拡大する意義は大きいものの、安定的に海外資金を調達できる保証がない以上、政府財政を支える観点から、国内の貯蓄超過、ひいては経常黒字を維持することは望ましいと考えられる。

図表1-1 主要国の経常収支



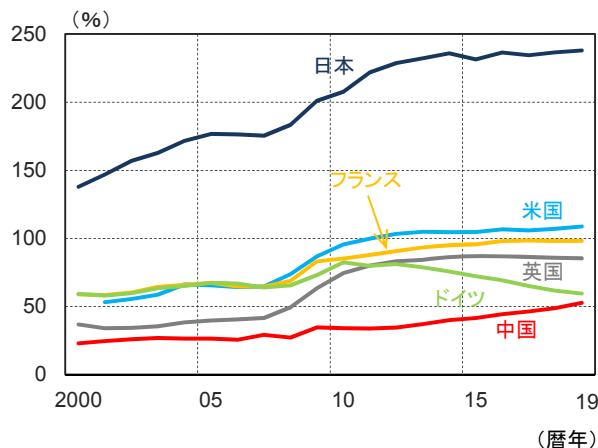
(備考) 1.IMF 2.一般政府ベース

図表1-2 貯蓄投資バランス



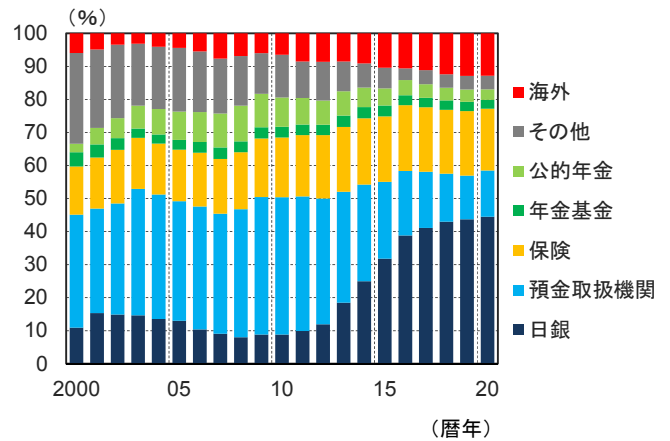
(備考) 内閣府、財務省、日本銀行

図表1-3 主要国の公的債務残高



(備考) IMF

図表1-4 国債の主体別保有比率

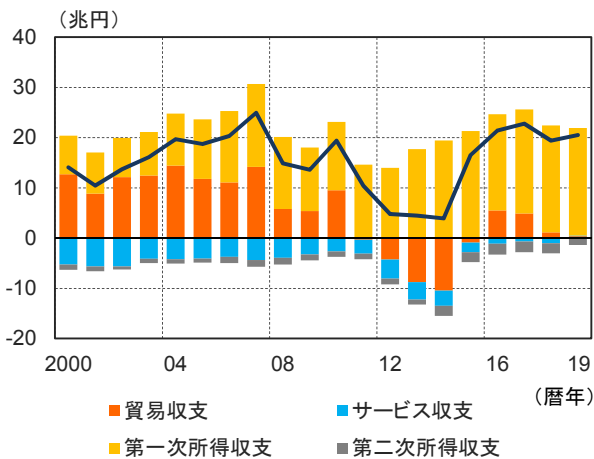


(備考) 日本銀行

2. 直接投資は、対外投資残高増加と収益率上昇により、黒字拡大が続く

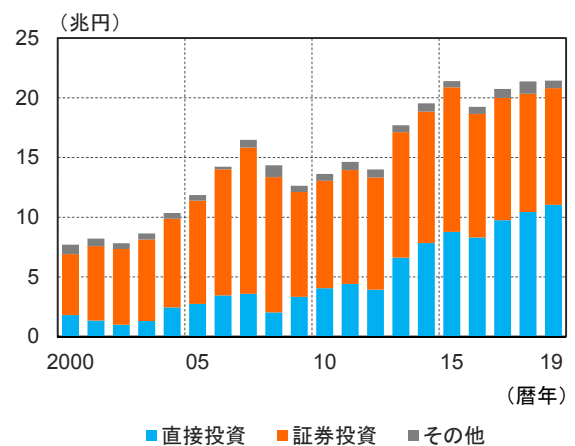
- 経常収支を取引形態別にみる。貿易収支は、リーマン危機以前の10兆円程度の黒字から、震災後、原発停止に伴う資源輸入急増などにより赤字に転落し、16年に原油価格が低下した後でもゼロ近傍にあった。こうした中でも、経常黒字は続いており、ここ数年はリーマン危機前と同程度の約20兆円を安定して計上している。こうした背景には、第一次所得収支の黒字拡大がある(図表2-1)。
- これに対し、第一次所得収支の黒字は2000年代を通じて2倍以上に拡大した。内訳では、かつては証券投資が大半を占めたが、世界的に低金利基調が強まる中で伸び悩んだ。一方で、日本企業の海外進出が進む中で、直接投資の受取収益が急拡大し、証券投資を上回る黒字となっている(図表2-2)。
- 直接投資収益の黒字拡大は、対外直接投資の残高増加と収益率向上の両因による。残高は2000年の5倍以上に増加した。製造業も残高増加が続いているものの、特に非製造業の伸長が著しい。収益率は、世界的な好景気に沸いたリーマン危機前に9%程度となったが、景気悪化を受けて落ち込んだ。その後は回復し、近年は8%程度で安定している(図表2-3)。
- 業種別に直接投資の収益をみると、製造業、非製造業ともに増加傾向にある。収益率は、製造業が上回る状態が続いているが、非製造業は残高が顕著に増加したことから、収益額で見れば製造業を上回っている(図表2-4)。

図表2-1 経常収支と内訳



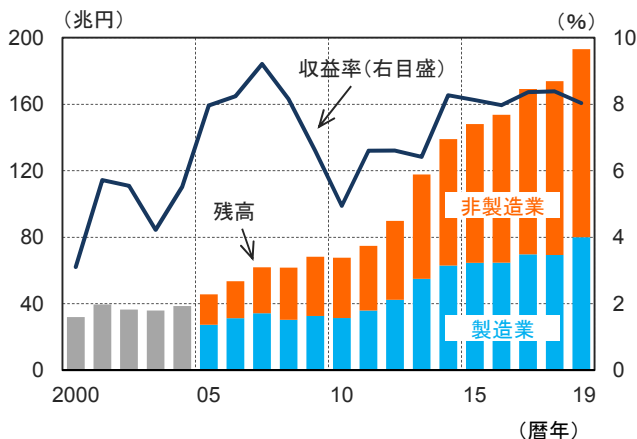
(備考)財務省、日本銀行

図表2-2 第一次所得収支



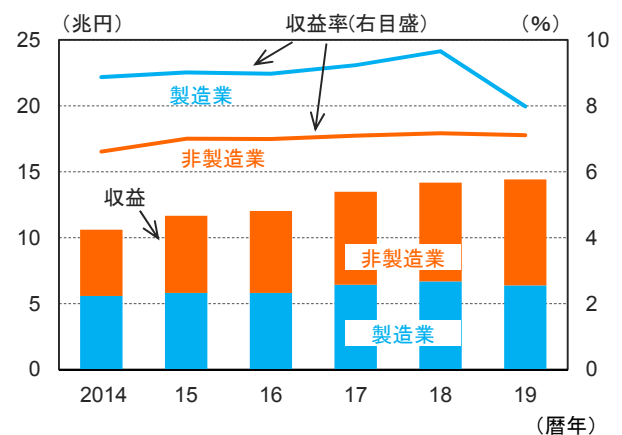
(備考)財務省、日本銀行

図表2-3 対外直接投資残高と収益率



(備考)1.財務省、日本銀行 2.収益率=受取収益÷投資残高(期首期末平均)

図表2-4 製造業・非製造業別の対外直接投資収益

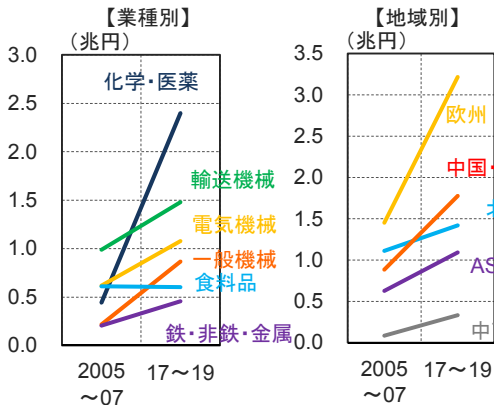


(備考)内閣府、日本銀行

3. 製造業は海外需要獲得を目的に幅広い地域で増加、非製造業は規制の緩やかな先進国向けが多い

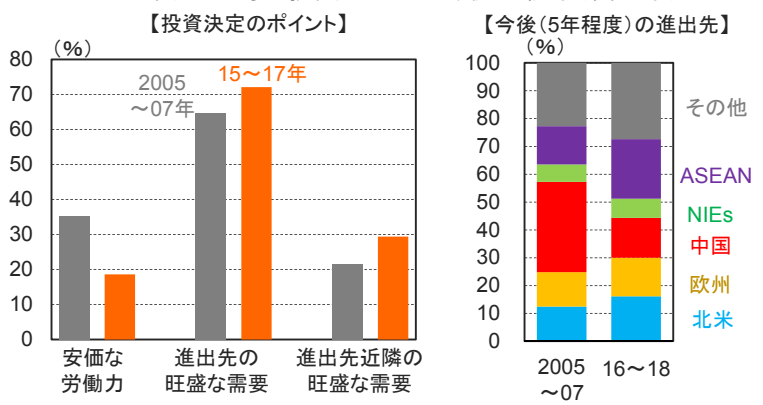
- 対外直接投資のフローを業種別にみる。製造業では、化学・医薬で伸びが著しいほか、その他の業種でも、機械関連業種などを中心に増加が続いた。化学・医薬では、世界的な事業再編が進む中、日本企業においても欧米の企業買収による世界展開が進んだほか、機械関連業種では、電動車など新分野に対する投資が底堅い。地域別では、19年の医薬での大型M&Aを背景に欧州の増加が顕著だが、先進国・新興国ともに幅広い地域で増加がみられた(図表3-1)。
- 製造業の海外進出は、かつては安価な労働力の活用や円高対応など、生産コスト削減を目的とする投資が多かった。経済産業省のアンケート調査では、安価な労働力獲得を目的とする投資は減少する一方、進出先や、その近隣国の需要獲得を目的とする投資が増加しており、近年では目的が変化している。先行きの進出地域をみると、チャイナ・プラスワンの動きもあって、安価な労働力を求める企業の代表的な生産移管先だった中国の割合が低下する一方、ASEAN向けの割合が上昇した。また、欧米に対する進出意欲も高まっており、高付加価値品の市場として、相対的に存在感が高まっている(図表3-2)。
- 非製造業では、金融・保険業や卸売・小売業、通信業などで増加が著しい。金融・保険業では、欧米の金融機関がリーマン危機の影響を受ける中、金融緩和による資金余りや国内での収益機会の減少を背景に、メガバンクがASEANなどへ進出したほか、大手保険会社による欧米の同業買収も多くみられた。卸売・小売業については、商社において権益投資など一層の海外展開が進んだほか、製造業の海外進出に伴い、販売などの付随サービスへの需要が高まったことも投資を後押ししたとみられる。通信業は、個別企業の大型M&Aの影響で、大きく増加した。
- 地域別では、旺盛な需要を獲得すべく、ASEANなど新興国への投資も増加したが、欧米への増加が著しい。先進国を中心とした非製造業の海外進出の背景には、サービス市場の規模が大きいことのほか、資本規制があると考えられる。安全保障などの観点に基づく対内投資規制は、エネルギー、通信・放送のほか、金融や小売などでも厳しい。近年緩和もみられるものの、先進国に比べて厳しい規制は、投資障壁の一つとなっている(図表3-3、3-4)。

図表3-1 製造業の対外直接投資



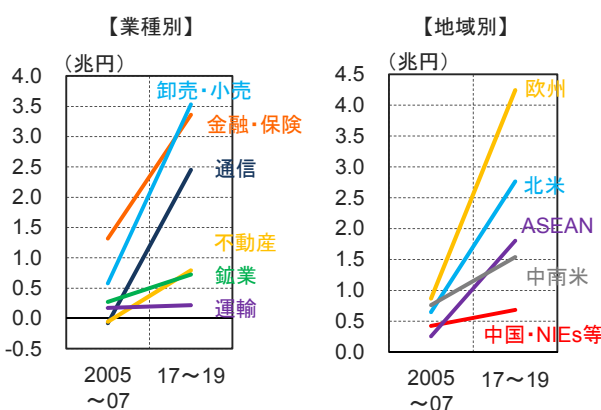
(備考)財務省、日本銀行

図表3-2 海外投資の理由と今後の戦略(製造業)



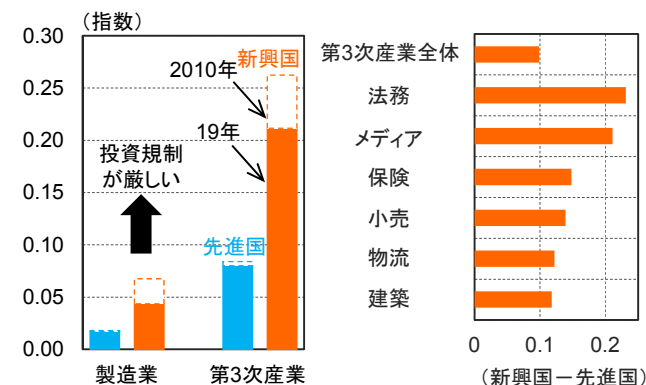
(備考)1.経済産業省 2.ともに複数回答可 3.進出先は総回答数で除した割合

図表3-3 非製造業の対外直接投資



(備考)財務省、日本銀行

図表3-4 FDI制限指数

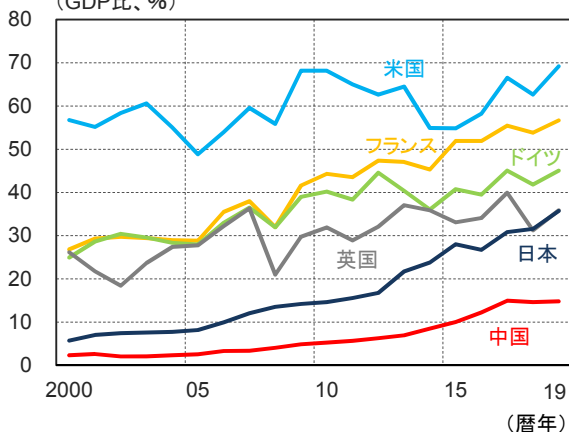


(備考)1.OECD 2.先進国はOECD諸国平均、新興国は時系列比較可能な非OECD加盟国平均

4. 日本の対外直接投資は国際的にみて低水準、特に非製造業で今後の拡大余地が大きい

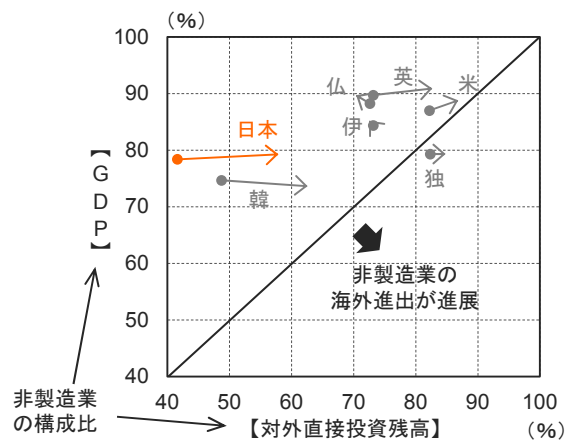
- 日本の対外直接投資は拡大を続けてきたが、国際的にみてどうだろうか。対外直接投資残高のGDP比は、近年上昇ペースが加速し、欧米諸国との差が縮小したものの、直近19年のデータでも欧米諸国に比べて低水準にとどまっており、増加余地は依然として大きい(図表4-1)。海外需要獲得の潮流も容易には変化しないと考えられることから、対外直接投資は今後も増加が続くと見込まれる。
- 製造業を上回るペースで海外展開を拡大してきた非製造業では、特に増加余地が大きいと考えられる。GDPと対外直接投資残高に占める非製造業の割合を比較してみたものが図表4-2である。45度線上にあれば、国内経済の構成比と同様に非製造業の海外展開が進んでいることを示す。非製造業は規制が厳しいうえ、文化・制度の影響を受けやすく、製造業に比べると対外投資のハードルは高いとされる。そのため、多くの国が45度線の左上に位置し、国内経済の構成比ほどは、非製造業の海外展開が進んでいない。日本については、他国に遅れて海外展開が進んでいる最中にあり、依然他国に比べて低水準にとどまる。
- 非製造業は輸出による海外需要の獲得が製造業に比べて難しい。一般に、サービスは生産と消費が同時に行われるという性質を持つため、輸出が容易な製造業に対し、非製造業による海外需要の獲得は、生産者か消費者が越境しなければ成り立たないことが多い。日本の輸出額をみると、サービス輸出は、インバウンド消費が拡大傾向にあるものの、規模としては財輸出の1/3以下に過ぎない。対外直接投資からの収益も海外需要獲得の重要な手段だが、低水準のサービス輸出を補うほどの存在感はない。他方で伸び率をみると、対外直接投資収益の受取は、非製造業でサービス輸出を上回るペースで拡大が続いている(図表4-3)。今後も、企業の海外需要獲得に対する意欲が維持される中で、製造業に遅れをとっていた非製造業の対外直接投資は増加が続くと見込まれる。

図表4-1 対外直接投資残高の国際比較 (GDP比、%)



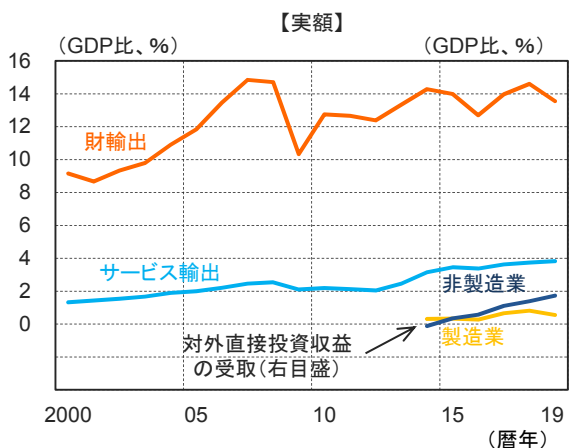
(備考)UNCTAD

図表4-2 主要国非製造業の海外展開(06→16年)

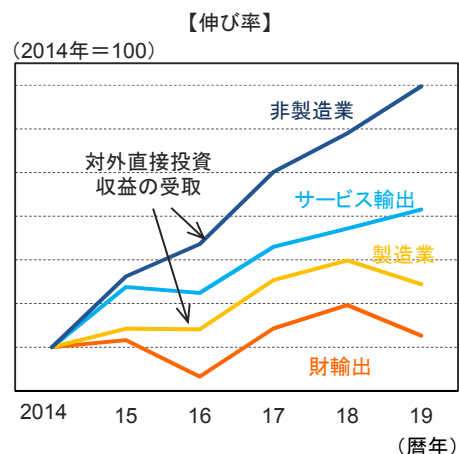


(備考)OECD、世界銀行

図表4-3 日本の輸出と対外直接投資収益の受取



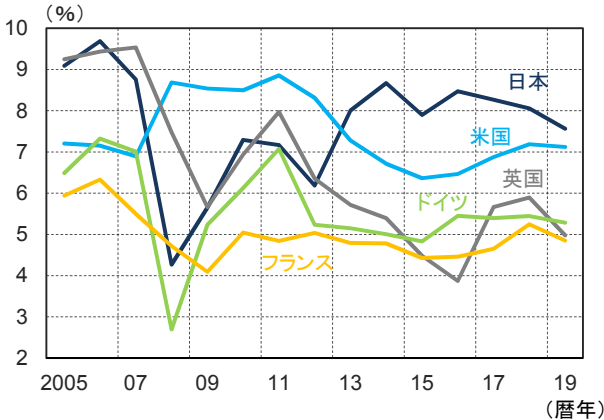
(備考)内閣府、財務省、日本銀行



5. 日本の対外直接投資の収益性はほぼすべての地域で高水準、対外M&Aは大きく増加

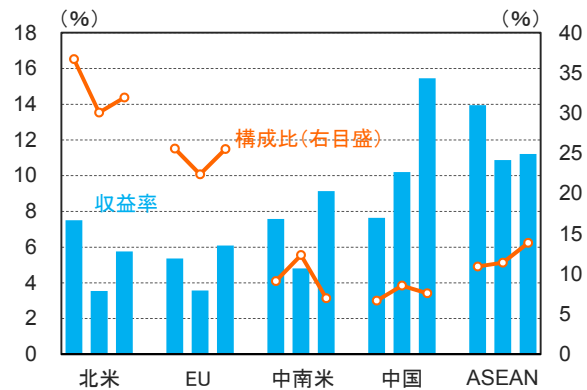
- 続いて、対外直接投資の収益性を、国際比較を行いながら考察する。主要国の収益率の変化をみると、欧米諸国は、リーマン危機により低下した後、横ばいとなる一方、日本は上昇し、高水準を保っている(図表5-1)。現在の日本の対外投資は、国際的にみて遜色のないレベルの収益をあげているといえる。
- 日本の収益率を地域別にみると、リーマン危機後の10~12年から17~19年にかけてほぼすべての地域で上昇が見られ、景気回復や為替変化などが影響した可能性がある。危機の影響が小さかった中国では、特に大きく上昇しており、他地域との差が拡大した。また、経済成長の著しい新興国で収益性が高い傾向は、以前から変化していない。そのため、新興国向けの投資割合が上昇すれば、全体の収益性も上昇すると考えられるが、危機を挟んで欧米向けの投資割合が再度上昇している。構成比の変化は、近年では収益率をむしろ低下させる方向に働いた(図表5-2)。
- 投資形態に着目すると、米国などに比べ、遅れていたM&Aの利用が大きく進展した。海外需要獲得の意識が高まる中で、すでに確立したマーケットであっても企業ごとシェアを獲得でき、現地のリソースを使って収益化までの時間を短縮できるメリットなどが意識された。また、世界的にみてもクロスボーダーM&Aは活発化しており、金融緩和も資金調達面から後押ししたとみられる。現在の日本では、M&Aを通じた対外直接投資がグリーンフィールド投資を上回り、主流となっている(図表5-3)。内閣府(2016)が、米国の高収益性の背景と指摘したM&Aの利用は、リーマン危機後の日本の収益性上昇の要因となった可能性がある。
- 地域別に対外M&A(いわゆるin-out型)をみると、件数ベースではアジア太平洋地域が最も多く、次いで米国、欧州となっている。アジア太平洋地域は、円高や震災により生産移管が急速に進んだ後も高水準が続いているほか、欧米向けでも、順調な増加が続いている。金額ベースで見ると、欧米向けが大半を占め、アジア地域は、件数ほどの存在感はない。一般的に、新興国では、図表3-4でみたように資本規制が厳しく、先進国に比べて投資規模が小さいことなどが背景として考えられる(図表5-4)。

図表5-1 対外直投収益性の国際比較



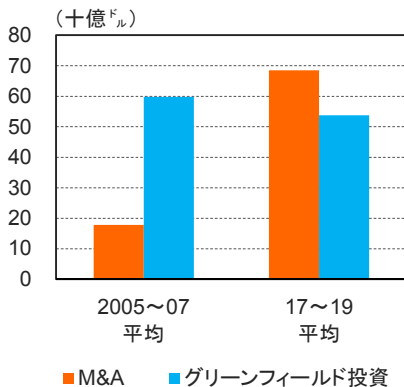
(備考)IMF

図表5-2 日本の対外直投の地域別収益性 (2005~07年→10~12年→17~19年)



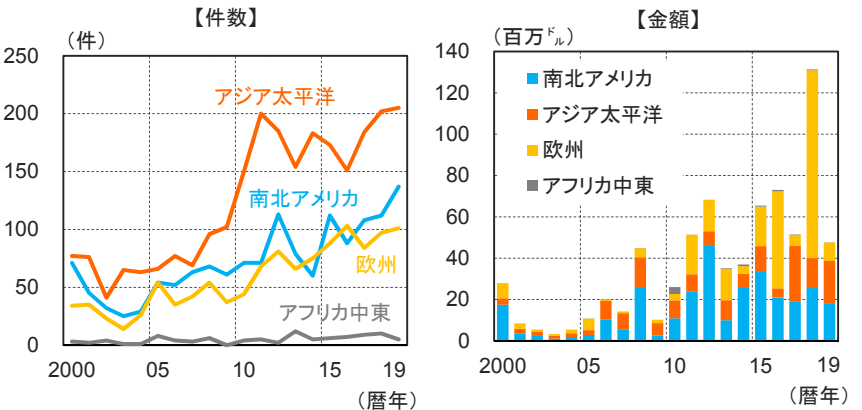
(備考)財務省、日本銀行

図表5-3 日本の形態別対外直接投資



(備考)UNCTAD

図表5-4 日本の対外M&A



(備考)Thomson Reuters Datastream

6. 景気の回復に加え、M&Aの利用や適切なリスクテイクが近年の収益率の押し上げに寄与

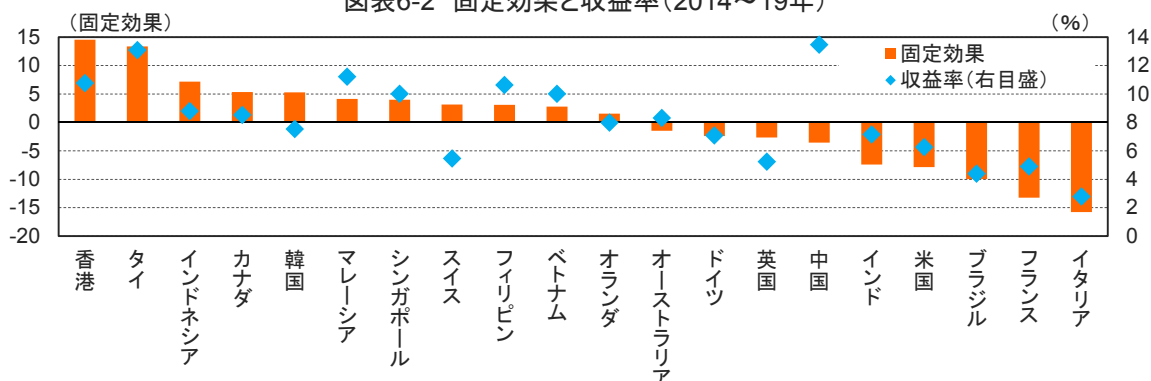
- 景気や投資の性質が日本の対外直接投資の収益率に与える影響を定量的にみるため、大野・鈴木(2019)を参考に計量分析を行った。対象は、M&Aのデータが取得可能かつ日本からの直接投資残高が多い20カ国とし、07~19年のパネルデータを用い、国際収支統計の基準改定があった13年以前と、14年以降に分けて分析した。GDP成長率、為替を用いて景気要因をコントロールしながら、投資の性質(業種、形態、税制、ソブリンリスク)が収益率に与える影響を計測した。
- 推計の結果、景気要因では、2014年以降の経済成長率に関して有意な結果が得られた。景気が回復し、成長率が高まれば、それに応じて収益率も高まる。投資の性質に関しては、投資形態、投資先のリスクの2要素について有意な結果が得られた。2014年以降のデータに基づけば、M&Aの利用が投資の収益率を高める結果となった。リスクにおいては、13年以前では収益率を低下、14年以降では、収益率を高めるという結果となった。13年以前については、リーマン危機に伴い、ソブリンリスクのダウンサイドが、14年以降に関しては、アップサイドが顕在化したと考えられる(図表6-1)。
- 固定効果を見ると、収益率が比較的高いNIEs・ASEAN地域において、高い値となった(図表6-2)。制度や文化、地理的な要因など、データの観測が難しく、モデルでは十分に考慮できていない要素が固定効果に現れる。アジア地域が上位に、欧州地域が低位に並ぶなど地域的な偏りがみられることから、アジア地域のもつ地理的な利便性が収益率を高めた可能性がある。タイなどのアジア諸国は、自国の旺盛な需要に加えて、第三国への輸出拠点としても有望とみられている。図表3-2で企業が感じているように、近年の海外投資において、近隣国需要を取り込むという視点の重要性は高まっており、成長性の高い国・地域における地理的利便性や経済の一体性が強まる中で、アジア地域の投資は高収益を上げているのかもしれない。

図表6-1 日本の対外直投収益率の要因分析

推計期間		2007~13	14~19	【推計式】	
要因	変数	推計1	推計2		
Const		10.5183** (4.8359)	-11.8291 (11.1643)	1. 固定効果モデルに基づく推計 $FDI_INCOME_{i,t} = const + \beta x_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t}$ const : 定数項 $x_{i,t}$: i国のt期における説明変数ベクトル μ_i : i国固有の効果 $\varepsilon_{i,t}$: 誤差項 2. データの出所 GDP成長率 : IMF 為替 : Thomson Reuters Datastream 製造業への投資比率 : 財務省、日本銀行 M&A実行額 : Thomson Reuters Datastream 税率 : 世界銀行 公的債務比率 : IMF	
景気	経済成長	GDP成長率	0.1735 (0.1809)		0.9128*** (0.3193)
	為替	各国通貨の対円レート前年比	0.0241 (0.0354)		0.0034 (0.0253)
投資の性質	業種	製造業への投資比率	0.0236 (0.0241)		-0.0736 (0.0679)
	投資形態	M&A実行額の直投残高比率	-0.0005 (0.0072)		0.0386* (0.0201)
	税制	税率	0.0252 (0.0949)		0.3483 (0.2738)
	ソブリンリスク	公的債務のGDP比率	-0.1045*** (0.0301)		0.0994* (0.0586)
決定係数		0.6641	0.6411		

(備考) 1.日本政策投資銀行作成 2. ()内は、クロス・セクションの分散不均一性を修正したホワイトの標準誤差 3. ***p<0.01、**p<0.05、*p<0.1 4.M&Aのデータは、国際収支マニュアルに基づいておらず、必ずしも直接投資に含まれるわけではない

図表6-2 固定効果と収益率(2014~19年)

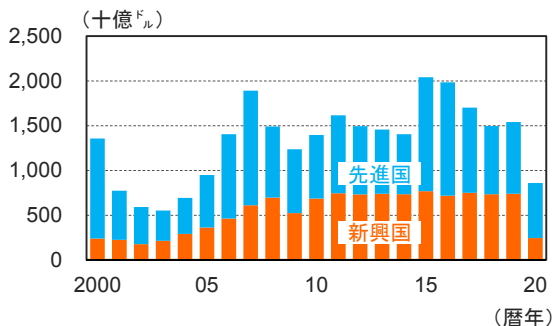


(備考) 1.日本政策投資銀行作成 2.固定効果は平均=0

7. 日本企業による海外需要獲得の動きは継続するが、保護主義的な動きが今後の焦点に

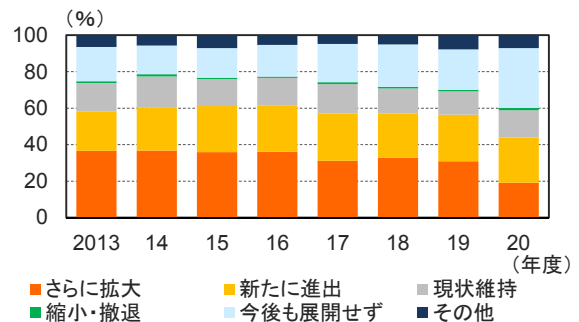
- 世界の対内直接投資は、米中摩擦など保護主義的な動きを背景に近年伸び悩んでおり、コロナ禍を受けた景気悪化から、20年は約4割の減少となった。水準で見れば、2000年初以来の低水準となる(図表7-1)。
- こうした投資マインドの悪化は今後も続くのであろうか。20年度の日本企業へのアンケート調査では、海外進出を「さらに拡大」と回答した企業の割合は低下しており、企業のより積極的な投資姿勢はやや後退したとみられる。他方、「新たに進出」と回答した企業の割合はあまり変化しなかったことや、「縮小・撤退」を志向する企業はほとんどみられなかったことから、企業の海外市場を重視する姿勢は底堅い(図表7-2)。さらに、同調査で事業拡大を図る国・地域数を尋ねたところ、一企業当たりの回答先数が上昇した。コロナ禍を受け、サプライチェーンの見直しが進む中で、投資先を多元化し、リスクに備える動きが進む可能性が指摘できる。
- 他方で、政策面では逆風が強まっている。主要国では、安全保障上の観点から、影響力を強める中国を念頭に投資スクリーニングが強化されている(図表7-3)。こうした規制は、エネルギーや交通などのインフラ関連や半導体、AIなどのハイテク分野、個人データなどを対象としており、投資を全面的に制限するものではない。ただし、当局の承認を得ずに実行された投資は、事後審査を経て無効とされたり、行政罰が科されたりする可能性があるほか、審査の予見可能性も嫌気されており、企業が投資に踏み切りにくくなる可能性がある。コロナ禍の影響が大きい中、規制の影響は現状目立っていないが、日系企業が中国企業への豪州事業売却を断念した例も報じられる。
- さらに、並行して進む輸出規制も今後の対外投資へ影響を与える。米商務省は安全保障上の理由から輸出を制限する企業をエンティティー・リストとして指定するが、近年、ハイテク分野を中心に多くの中国企業を追加したことが話題となった。こうした規制は、米国企業だけでなく、米国産の部品・サービスを利用する日本企業にも適用される。近年増加する対外M&Aはハイテク関連が多いが(図表7-4)、事業環境の不安定さから投資マインドが萎縮したり、拠点の地理的な再編が求められる可能性も考えられる。
- 今後も、日本企業が海外需要の獲得を目指す動きは続くと思われる。ただし、コロナ禍は、中国など一部地域に偏ったサプライチェーンを見直す契機となっており、保護主義の高まりがこの動きに拍車をかける。こうした政治・経済面の環境変化によって、投資フローにどのような変化が生じるかが、今後関心を集めることとなる。

図表7-1 世界の対内直接投資



(備考)UNCTAD

図表7-2 今後(3年程度)の海外進出方針(全産業)



(備考)1.JETRO

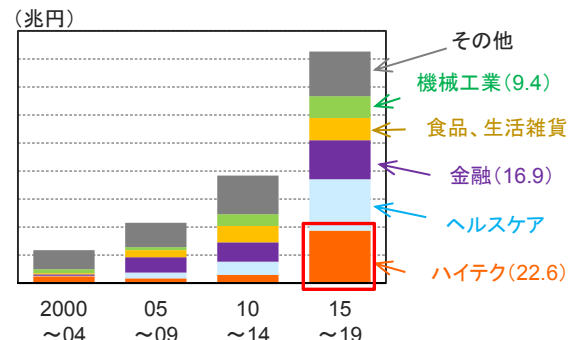
2.対象は海外ビジネスに関心の高い日本企業

図表7-3 主要国における近年の投資規制

国名	時期	内容
日本	2019年	外為法改正、情報関連業種など事前届出業種を拡大
米国	2018年	FIRRMAにより、重要技術に関する事前届出を義務付け
英国	2020年	安全保障上懸念のある17の分野で、買収規制を強化する新法を議会に提出
フランス	2019年	事前届出・認可の必要な業種にAIや量子技術などを追加
ドイツ	2020年	EU域外企業による出資の一部に関し、予見的に審査を行うことが可能に

(備考)各種資料により日本政策投資銀行作成

図表7-4 日本の主要分野別の対外M&A



(備考)1.Thomson Reuters Datastream

2.()内は15~19年構成比 3.分類は出所元による

©Development Bank of Japan Inc.2021

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引等を勧誘するものではありません。
本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。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。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、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部
Tel: 03-3244-1840
e-mail(産業調査部): report@dbj.jp