

2015年6月19日
No.2015-012

数字を追う ～国内設備投資増加とグローバルな企業行動把握の重要性

「国内回帰」とまでは言えないが微妙に変化した製造業と、「海外シフト」の兆候がみられる非製造業
調査部 主席研究員 吉本澄司

《要 点》

- ◆ 国内設備投資が増加するようになっているが、グローバルな観点に基づく経営判断によって生産・販売・研究開発拠点の配置が決められるようになってきているため、国内の動向だけでなく、海外の動向も含めて企業行動を考えることが重要である。国内・海外一体の財務状況から、資金需要・内部調達・貯蓄投資差額の動きを追うことができれば理想であるが、現実には難しいため、国内親会社と海外現地法人との間の金融取引の一部分を取り込み、国内ベースの資金運用・調達動向を組み替えることを試みた。
- ◆ 製造業に関しては、経済活動の拡大の割に投資超過が生じない（むしろ貯蓄超過が拡大する）1998～2008年度のような状況が明白に終わったとは断じにくい。ただし、グローバルな事業展開の中で、絶対水準として、国内投資が最優先になったとは到底言えないにせよ、相対水準として、以前に比べると国内投資が経営判断の選択肢に加えられるようになったという程度の変化は起きている可能性がある。
- ◆ 非製造業に関しては、1998～2008年度にみられた、貯蓄超過を拡大させやすい内部調達と資金需要の変動が、2009年度以降、企業活動が拡大すれば貯蓄超過が縮小しやすい動き方に変化した。その一方で、海外の動向を一部織り込んだ方が、国内ベースよりも内部調達対比での資金需要増加が大きくなってきており、国内市場の縮小懸念に対応して海外への経営資源配分を拡大している可能性が考えられる。
- ◆ 限られた情報によって資金需要・内部調達・貯蓄投資差額の動きをグローバルベースへ部分的に拡張することを試みたが、改善の余地はまだ大きい。製造業の「国内回帰」や非製造業の「海外シフト」の帰趨に加え、規制や税制の改革など事業環境を制度面から整備することにより成長力を引き上げようとする政策が、企業の合理的な判断として国内での事業展開を選択させる結果につながるのかなど、政策効果を追う上でも、グローバルな企業行動を的確にとらえる努力が欠かせない。

本件に関するご照会は、調査部・主席研究員・吉本澄司宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-5327

Mail: yoshimoto.kiyoshi@jri.co.jp

1. はじめに

6月1日に公表された四半期別法人企業統計調査、8日に発表された四半期別GDP速報（2次速報値）では、国内設備投資が回復している様子が明らかになった。このうち法人企業統計によれば、2015年1～3月期の全産業（資本金1千万円以上、金融・保険を除く）の設備投資は前年同期比7.3%増と、8四半期連続で増加した。

少し前までは、企業行動に関して、低調な設備投資と高水準の内部留保に言及しつつ、「リスクを取ろうとしない」「（設備投資という需要低迷を通じて）デフレの原因となっている」といった論評がよく出されていたが、設備投資が増加してきたことで、「リスクを取ろうとしない」というコメントは影を潜めるようになった。製造業の「国内回帰」を指摘する見方も出ている。一方、内部留保の額は依然大きいと、景気動向や社会情勢次第では、活用されていない「埋蔵金」であるかのような批評が再燃する可能性は残っている。

2014年6月にまとめた『数字を追う ～「失われた20年」で変わった企業の投資行動と再変化の可能性』（参考文献2014）では、ここ20年余りの企業行動について、「取るべきリスクを取らなくなった」といった単純な話ではなく、設備稼働後の需要動向の不透明性や、投資失敗時の撤退コストの重さ、金融・資本市場の状況など様々な要因によって左右されてきた可能性を示唆した。

ただし、同レポートにおいて資金需要・内部調達・貯蓄投資差額の動向をまとめた概観図¹は、国内に本社を持つ営利法人等の財務状況をもとに企業行動をとらえたものであり、明示的に表れているのは国内の動向であった。経済摩擦などを背景とする輸出の現地生産への切り替えや、円高進行に対処するための海外生産シフトといった時代を経て、企業の国際的な事業展開が一段と進行した昨今においては、生産・販売・研究開発拠点の配置もグローバルな観点から経営判断が行われるようになってきているため、国内の企業行動を観察しているだけでは不十分な面がある。内部留保にみえる部分にも、対外投資に回っているものが含まれている。

問題は、海外現地法人と合算した国内・海外一体ベースで、企業行動をマクロ的に把握することが容易でないことである²。本稿では、前レポート以後の国内での動向を追うとともに、海外における動向を、部分的ではあるが、織り込むことを試みる。

2. 国内に比べて活発な海外事業

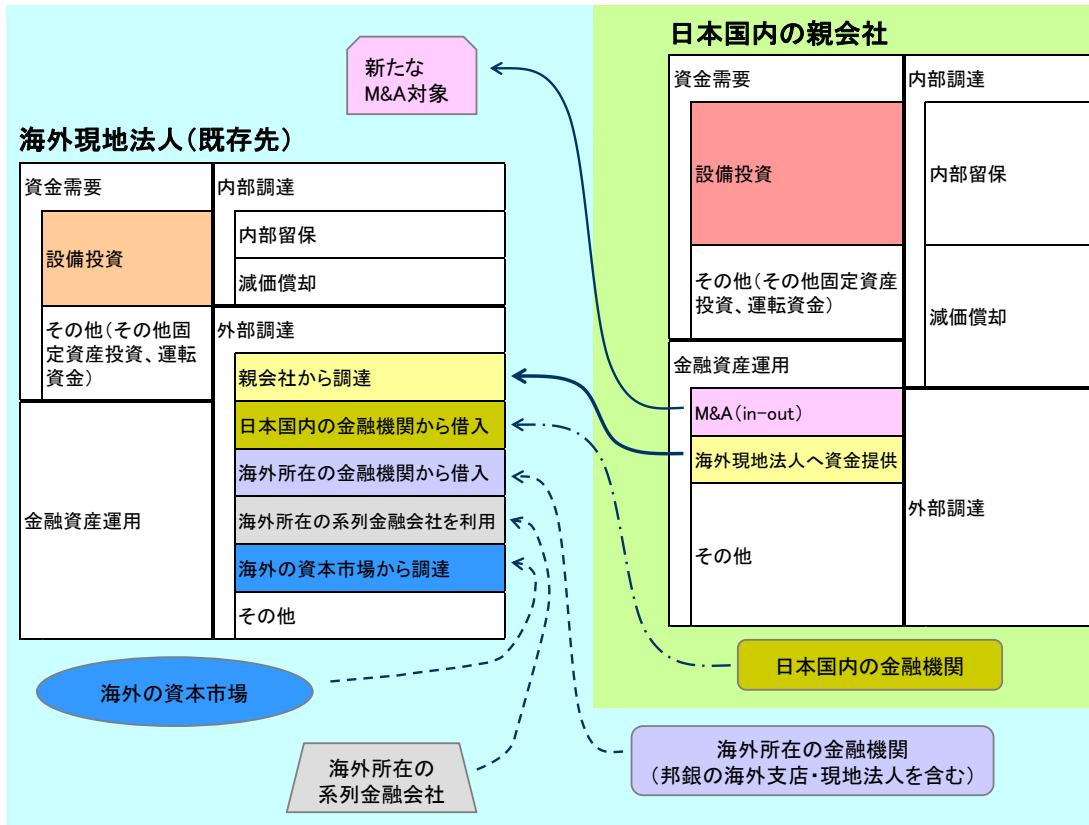
グローバルな企業行動の様子は、図表1のように表すことができる。図表1に基づいて、はじめに国内・海外の設備投資と、in-outのM&Aの推移をみると、図表2のとおりである（ただし、国内のデータに関しては、海外現地法人を持っている企業だけでなく、海外展開をしていない企業も集計した結果）。海外現地法人の設備投資は、時に大きく変動することもあるが³、総じて国内設備投資を上回る増加が続いている。海外における生産・販売・研究開発拠点を、設備投資とは別の方法で拡大する道を開くM&Aに関しても、増加傾向である。

¹ 参考文献2014の図表2（pp5）、図表3（pp6）、図表4（pp8）。

² 個別ケースであれば、仮に親会社、国内子会社、海外子会社等の全容を詳細に記載した資料が公表されているような企業（グループ）については、推計可能な場合も生じ得る。

³ 変動が大きい一因は、計数を得た海外事業活動基本調査の結果が、調査年ごとの回答状況の影響を大きく受けるためである。

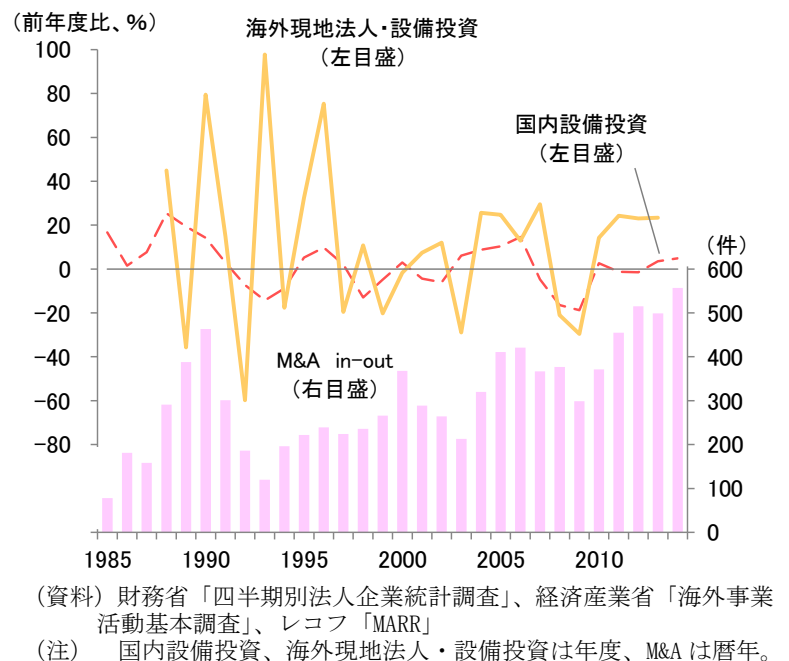
(図表 1) グローバルな企業行動の様子(概念図)



一方、国内設備投資をみると、バブル期のような高い増加率には達しなくなったとはいえ、景気変動的には、バブル崩壊後も増加局面が繰り返し起きている。ただし、1980年代までは投資超過(資金不足)が「普通の姿」であった民間非金融法人部門の貯蓄投資バランス(資金過不足)は、資産価格におけるバブル崩壊の影響が経済・金融情勢に影を落とすようになるにつれて、設備投資の増加局面でも、投資超過(資金不足)にならなくなった。

そのような状況を、前掲図表1では、国内親会社の資金需要(設備投資に関係するものが中心)より内部調達を大きく描くことで表現している。

(図表 2) 設備投資と貯蓄投資差額の動向



前述のとおり、その背景は、「取るべきリスクを取らなくなった」といった単純な話ではない。

設備稼働後の需要動向の不透明性が増したことに加え、バブル崩壊の影響がまだ残っていた頃には、「三つの余剰」への対処による消耗や資産価格の下落基調などを背景に、万一の投資失敗に十分耐え得る経営の余力が減少したことや、いざという場合の外部資金調達の機動性・安定性に不安が残ったことなどから、投資の決断を慎重に行わなければならない状況にあった。

最近では、バブル崩壊に関連した制約要因は薄れたが、投資環境のうち設備完成後の収益性を左右する需要の見通しが、不確実性を増したという点は変わっていない。

需要変動の不安定度は、特に輸出で大きくなった。輸出の（対前年度比率の）変動係数は1980年代から1990年代半ば頃までは低く、増加率の高さの割に振れが小さかった。すなわち、投資を判断する上での需要見通し面からは、輸出向け商品の投資環境は良好であった。しかし、1990年代後半以降、輸出の動向は以前より不安定となった。先進国に比べて波が大きい新興国の比重が世界経済や世界貿易において高まったことも、輸出の振れを大きくしている（変動係数の分子の上昇要因）。平均的な増勢の強さも、以前ほどではなくなっている（変動係数の分母の低下要因）。

加えて、この20年余りで、国内の人口減少が一段と現実的な問題となってきたことから、人口以外の押し上げ要因を見込めなければ、国内向け商品の投資において、むやみに高い需要見通しは立てにくくなってきている。

ひるがえって海外では、国内とは異なる不安定要素を考慮しておく必要があるにせよ、需要の増加を見込みやすい国々の市場を発掘・開拓する余地が残されている。

こうしたことが、前掲図表2で示したような、海外現地法人の設備投資やin-outのM&Aの増勢に反映されているのであろう。製造業だけでなく、非製造業の海外展開も活発化してきている。それだけに、前掲図表1において右上にまとめた国内の動向だけでなく、海外の動向も含めた企業行動の様子を把握することが重要になっている。

3. グローバルベースでの企業行動把握の理想と現実

「1. はじめに」の中で述べたように、以前のレポート（参考文献2014）で行った企業行動の分析は、国内における資金需要・内部調達・貯蓄投資差額の動向をまとめたものであり、より望ましいのは、グローバル化が進んだ企業行動を織り込むことであった。仮に、海外現地法人について、国内法人と同じように詳細な財務状況を把握することが可能であれば、前掲図表1の国内親会社と海外現地法人（既存先＋M&Aで新たに加えた先）の資金運用・調達を整理・統合して、国内・海外一体の数字から、グローバルベースで資金需要・内部調達・貯蓄投資差額の動きを追うことができる（図表3）。

しかし、実際には、（個別ケースではあり得るにせよ）海外現地法人の詳細な財務状況を集計値として把握することは難しい。

海外現地法人の動向に関しては、海外事業活動基本調査、海外現地法人四半期調査などによって、設備投資以外にも、売上高や費用、収益などの財務指標の動きを、ある程度追うことができるが、資金調達関連の情報や、減価償却、金融資産運用などについては詳細が不明である。

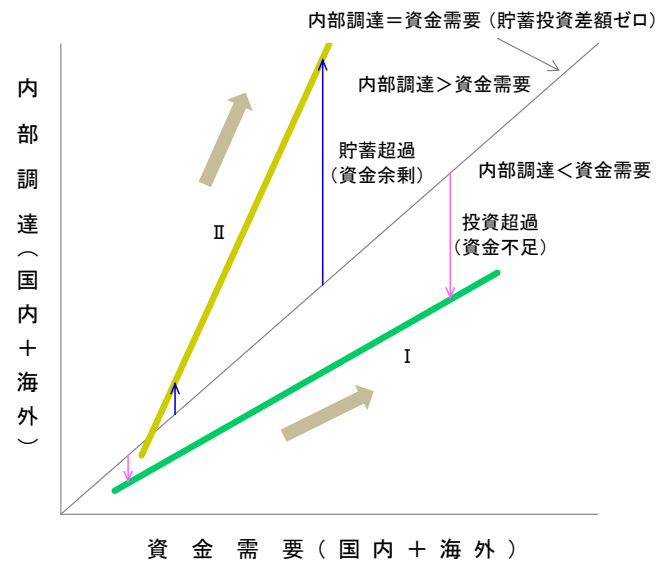
(図表 3) 国内親会社と海外現地法人の資金運用・調達状況の一体化(概念図)

①資金運用・調達状況
(国内親会社+既存先・新規先の海外現地法人)

資金需要(国内・海外統合)	内部調達(国内・海外統合)
設備投資	内部留保
その他(その他固定資産投資、運転資金)	減価償却
金融資産運用(国内・海外統合)	外部調達(国内・海外統合)
	日本国内の親会社分
	海外現地法人分
	海外の資本市場から調達
	海外所在の系列金融会社を利用
	海外所在の金融機関から借入
	日本国内の金融機関から借入
	その他

(注1) 国内親会社と海外現地法人を別々にまとめた図表1も参照。
(注2) 企業グループ内の資金融通は整理統合。

②資金需要・内部調達・貯蓄投資差額の動向
(国内親会社+既存先・新規先の海外現地法人)



(注1) 左(①)の資金需要と内部調達を時系列で追った概念図。
(注2) Iは時系列変化が投資超過の領域で動いている様子、IIは同じく貯蓄超過の領域で動いている様子。参考文献2014の図表2(pp5)に関する記述も参照。

具体的な集計値は不詳であるが、海外現地法人の外部調達は、資金の流れや調達方法によって、次のように整理することができる(前掲図表1も参照)。

まず、わが国から海外へ資金が供給される形となる調達方法としては、日本国内の親会社から現地法人への資金提供があげられる。現地法人が親会社に増資を引き受けてもらったり、親会社から借入(親子ローン)を行ったりといった調達方法が、これにあたる。なお、親会社は、その資金を銀行借入(国内)で賄ったり、内部留保を活用したりすることになる。

同じくわが国から海外へ資金が供給される形となる例としては、海外現地法人が日本国内の金融機関から直接融資を受けるクロスボーダーローンがある。この場合には、親会社の運用・調達額は変動しない。

次に、資金の流れがわが国を介さない例としては、まず、海外現地法人が海外所在の金融機関から直接融資を受ける方法がある。この場合の海外所在の金融機関とは、わが国の金融機関の海外支店や子会社、現地の(地場)金融機関、グローバルな金融活動を行っている海外の金融機関である。海外現地法人が直接融資を受けるにあたって、親会社が日本国内の金融機関に依頼して現地の金融機関に信用状を発行してもらう場合もある(スタンドバイクレジット)。

この他、資金の流れがわが国を介さない例として、企業グループの資金管理(インハウスバンキング)を担う金融会社を海外のマネーセンターなどに置いている場合には、その系列金融会社から資金の提供を受けるケースがある。ただし、このような例は、グローバルに大規模な

事業展開をしている大企業が中心になるとみられる。

同じく、海外の資本市場（発行市場）に受け入れられるような知名度や格付を持つ優良大企業が中心となるが、海外現地法人が増資や社債発行によって、海外の資本市場から資金調達をするケースもあるだろう。

海外現地法人の資金調達の詳細な全容は明らかではないが、海外の事業活動について行われる各種のアンケート調査の中で、トピックス的な項目として取り入れられることがあるため、それらから状況を探ってみると、図表4のとおりである。

(図表4) 海外現地法人の資金調達

	経済産業省		国際協力銀行		日本政策金融公庫	
	海外に現地法人を有する企業(金融・保険、不動産業を除く) 調査実施: 2008年7月1日	社数構成比 (%)	製造業で原則として海外現地法人を3社以上(うち、生産拠点1社以上を含む)有する企業 調査票発送: 2012年7月	社数構成比 (複数回答可、%)	海外に現地法人を有する日本政策金融公庫(中小企業事業)の取引先企業 調査票発送: 2014年6月	社数構成比 (複数回答可、%)
親会社から調達	主に本社からの資金送金(現地での資金調達はほとんど無い)	44.2	親会社からの調達	83.9	日本の親会社・関連会社からの借入	58.6
日本国内の金融機関から借入	—	—	—	—	邦銀国内支店からの借入	12.2
					日本政策金融公庫の海外展開資金等	11.2
海外所在の金融機関から借入	主に現地金融機関から資金調達	21.4	現地での銀行借入(現地通貨)	49.5	邦銀海外支店からの借入	23.4
	主にグローバルなネットワークを持つ金融機関から現地で資金調達	28.3	現地での銀行借入(国際通貨)	21.3	現地金融機関からの借入(邦銀の債務保証なし)	20.1
			クロスボーダーでの銀行借入(国際通貨)	6.1	現地金融機関からの借入(邦銀の債務保証付き)	6.8
					現地金融機関からの借入(日本政策金融公庫のスタンダードバイクレジット制度利用)	5.4
海外所在の系列金融会社から調達	主に自社グループ内の金融会社からの資金送金(現地での資金調達はほとんど無い)	6.0	—	—	—	—
海外の資本市場から調達	—	—	進出国における株式・債券の発行	0.7	—	—
内部調達	—	—	現地法人の内部留保	45.9	—	—

(資料) 経済産業省「海外事業活動基本調査」、国際協力銀行「海外直接投資アンケート結果」、日本政策金融公庫(中小企業事業本部)「取引先海外現地法人の業況調査報告」

(注) 資料からは資金提供側の所在地を特定できない場合でも、表の整理のために、国内か海外に分類している。

対象企業の業種や規模が異なること、選択肢が統一されていないこと、調査時点が異なること、一つだけ選択する方式と複数回答可という方式が混在していることなど、同一条件での比較はできないが、いずれの調査でも、現地法人の外部調達⁴においては日本国内の親会社からの資金提供が大きな存在である様子が見て取れる。

金融機関からの借入では、日本国内からの調達よりも、現地を含め海外での調達が主流になっている。

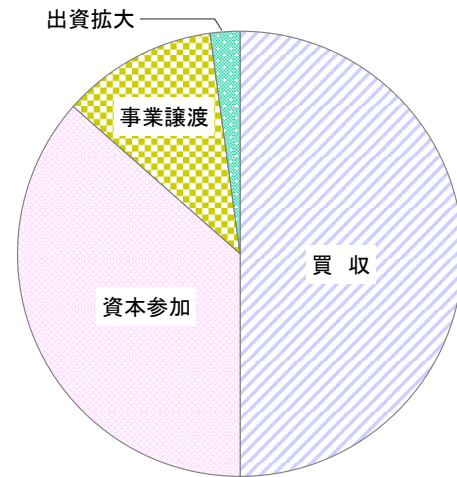
⁴ 国内親会社と海外現地法人が同じ企業グループに属しているという想定の下で、親会社からの資金提供を、海外現地法人の「外部」調達と表現することに違和感を持たれる可能性があるが、ここでは、グループ内からかグループ外からかという基準ではなく、資金調達・運用を単体ベースでみた場合の表現を採用している。国内・海外を一体化して見る場合には、企業グループ内の資金融通は整理統合される。

海外での調達のうち、系列金融会社の利用や資本市場からの調達は、少数である。これらの方法を利用可能なのは、一部の企業（グループ）に限られているためであろう。

既存の海外現地法人の資金需要に関しては、親会社と現地法人の間の資金融通（親会社による現地法人の株式引受や親子ローン）だけでなく、現地法人による銀行借入も多く利用されているが、国内法人が in-out の M&A によって新たに海外現地法人を子会社化する場合や資本提携を行う場合などには、当然のことながら、株式取得が主流となる。

in-out の M&A の形態別内訳（件数）をみると、50%超の株式取得である買収が半数を占め、次いで、50%以下の新規株式取得である資本参加が約 37%、（資本参加しているが子会社化していない先に対する）50%以下の追加取得である出資拡大が約 2%となっている（図表 5）。残りの約 11%は事業譲渡である。

（図表 5）M&A (in-out) の形態別内訳



（資料）レコフ「MARR」

（注 1）2014 暦年の M&A 件数（除くグループ内）による。
（注 2）買収件数には、in-out ではごく稀な形態である合併の件数を含めているが、構成比に影響はない。

4. 国内ベースの資金運用・調達のグローバルベースへの部分的拡張 とその結果

企業行動の変化を分析するにあたり、国内親会社と海外現地法人（既存先+M&A で新たに加えた先）の資金運用・調達を前掲図表 3 のような形式で整理・統合して、国内・海外一体の数字から、グローバルベースで資金需要・内部調達・貯蓄投資差額の動きを追うことができれば理想であるが、全容を明確に把握することは難しい状況である。

ただし、海外現地法人の外部調達において重要な部分を占めている、日本国内の親会社からの資金提供や、国内法人による in-out の M&A による資金の流れであれば、居住者・非居住者間の取引を集計した国際収支などから、おおよそ押さえることが可能である（概念調整のための推計は必要となる⁵⁾）。これらの資金は、国内法人の財務状況から資金運用・調達をとらえた場合には、大半がその他金融資産の運用とされて、貯蓄投資差額を貯蓄超過の方向に偏らせる要因になっているとみられるが、海外現地法人の資金需要を賄ったり、一から生産・販売・研究開発などの拠点立ち上げを行う代わりに M&A を活用したりするための資金であることを考慮すれば、グローバルベースの資金需要が形を変えて国内の財務状況に反映されているとみなすことができる。

そこで、これらを資金需要に組み替えることによって、国内ベースの資金運用・調達を、部分的にグローバルベースに拡張することを試みる。国内親会社と海外現地法人との間の金融取引の一部分を取り込むだけであり、海外現地法人による国内親会社のバランスシートを介さない外部調達や、海外現地法人の内部調達などを明示的に取り込めないために、国内・海外一体

⁵⁾ 実際の資金移動ではない帰属計算部分を除くこと、全体のうち非金融法人のものを対象とすること、製造業と非製造業（除く金融・保険）に分類することが必要となる。

で資金運用・調達をとらえる理想的な方法には及ばないが、部分的拡張を全く行わない国内ベースに比べれば、企業の海外展開の影響を一部含む資金需要・内部調達・貯蓄投資差額の動きを、垣間見ることができるだろう。

以下では、製造業と非製造業（除く金融・保険）について、①1年前のレポート（参考文献2014）でまとめた国内における資金需要・内部調達・貯蓄投資差額の動向を1年延長するとともに、②グローバルベースへの部分的拡張を試みたものを推計し、両者を比較する。

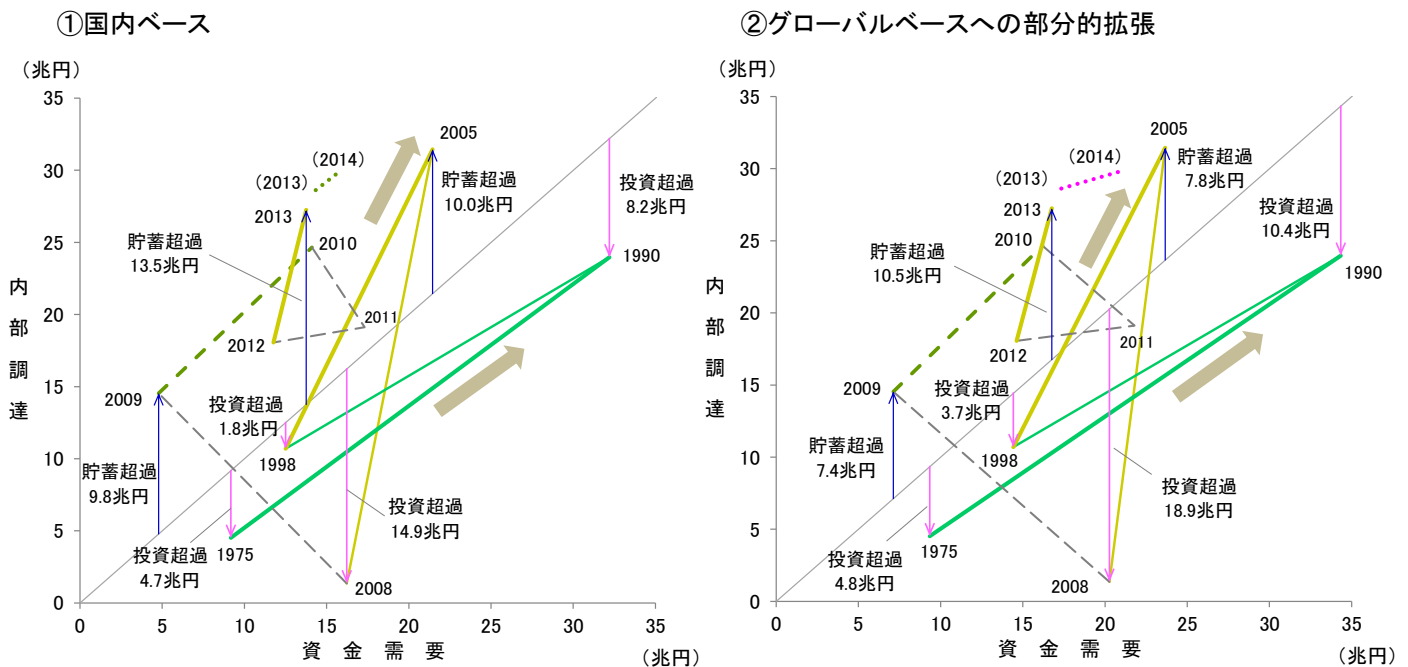
（1）製造業の「国内回帰」に過大評価は禁物だが微妙な変化は観察される

まず製造業について、国内ベースの動向をみる（図表6の①）。長期的な動きを簡単に振り返ると、1975～1998年度は、設備投資などの資金需要が内部調達より大きく、貯蓄投資差額（資金過不足）は投資超過（資金不足）の状態であった。変動も、内部調達より資金需要の増減が大幅であったために、設備投資の拡大（縮小）などによって資金需要が増加（減少）すれば投資超過が大きく（小さく）なるという特徴があった。

しかし、1998～2008年度になると、資金需要の変動が小幅になり、企業業績などを背景に内部調達が増加すると、投資超過の縮小、さらには貯蓄超過の拡大が生じるようになった。

図の上では、この変化は、45度線を基準とした傾きの大小として表れるが、その違いを生む背景となるのは、投資によって業績を伸ばそうとする財・サービス市場の不透明性、投資失敗のリスクや事後処理の（経営体力と比べた）重さ、機動的な外部資金調達の可能性（金融・資本市場の信頼度）などの経営環境であり、それらによって左右される、投資と貯蓄の選択に関

（図表6）製造業の資金需要・内部調達・貯蓄投資差額の動向



（資料）財務省「法人企業統計調査」「対外及び対内直接投資状況」、財務省・日本銀行「国際収支統計」、日本銀行「資金循環」、内閣府「国民経済計算年報」

（注1）括弧で年を示した動きは法人企業統計の四半期別調査、他は年次別調査を基礎データとして用いている。

（注2）資金需要＝設備投資＋在庫投資＋土地＋無形固定資産＋企業間信用差額＋その他の流動資産＋繰延資産
内部調達＝内部留保＋減価償却

ただし、グローバルベースへの部分的拡張では、国内親会社から海外現地法人への資金提供を資金需要に組み替えている。

する経営判断である。

前述のとおり、最近では、バブル崩壊に関連した制約要因は薄れたが、かつてに比べて需要見通し（特に輸出）が難しくなったという点は解消されていない。加えて、時が経つにつれて、国内の人口減少が一段と現実的な問題になってきている。

このような経営環境（投資環境）の下で、以前のように内部調達より資金需要が大きく変動するようになって、経済活動の活発化が投資超過の拡大（貯蓄超過の場合にはその縮小）につながるような局面が再び表れるのか、その兆候はみられるのかという点が、前回から続く問題意識の一つである。

2009～2010年度には、資金需要の変動が大きい（直線の傾きが緩やかな）動きが短期的に表れたが、2011、2012年度は、東日本大震災などの影響によって動きが乱れ、2012～2013年度は、2009～2010年度とは逆に、内部調達より資金需要の変動が小さく（直線の傾きが急に）なっている。この2012～2013年度の動きは、前回は、年次別調査とは対象先が異なる四半期別調査によっていたが、今回は年次別調査で同様の結果が観察された。

一方、今回、四半期別調査によって年次別調査より一足先に手掛かりを探ることができた2013～2014年度については、2009～2010年度に近い特徴がみられる。

最近では製造業の「国内回帰」の動きに関心が強まっているが、以上のように、国内ベースの資金需要・内部調達・貯蓄投資差額の観察結果からは、経済活動の拡大の割に投資超過が生じない（むしろ貯蓄超過が拡大する）1998～2008年度のような状況が明白に終わったとは断じにくい。ただし、ここ4、5年の動きをみると、1998～2008年度に比べれば資金需要が変動するようになっている。グローバルな事業展開の中で、絶対水準として、国内投資が最優先になったとは到底言えないにせよ、相対水準として、以前に比べると国内への投資が考慮されるようになったという程度の変化は起きている可能性がある。

次に、製造業の資金需要・内部調達・貯蓄投資差額に対して、グローバルベースへの部分的拡張を試みた結果をみる（前掲図表6の②）⁶。国内親会社から海外現地法人への資金提供（推計値）を資金需要に加えているために、国内ベースより資金需要の数字が大きくなって、各直線が右にシフトし、投資超過（貯蓄超過）が大きく（小さく）なっているが、全体的には、国内ベースに比べて全く異なる企業行動が浮かび上がってきているという印象は受けない。

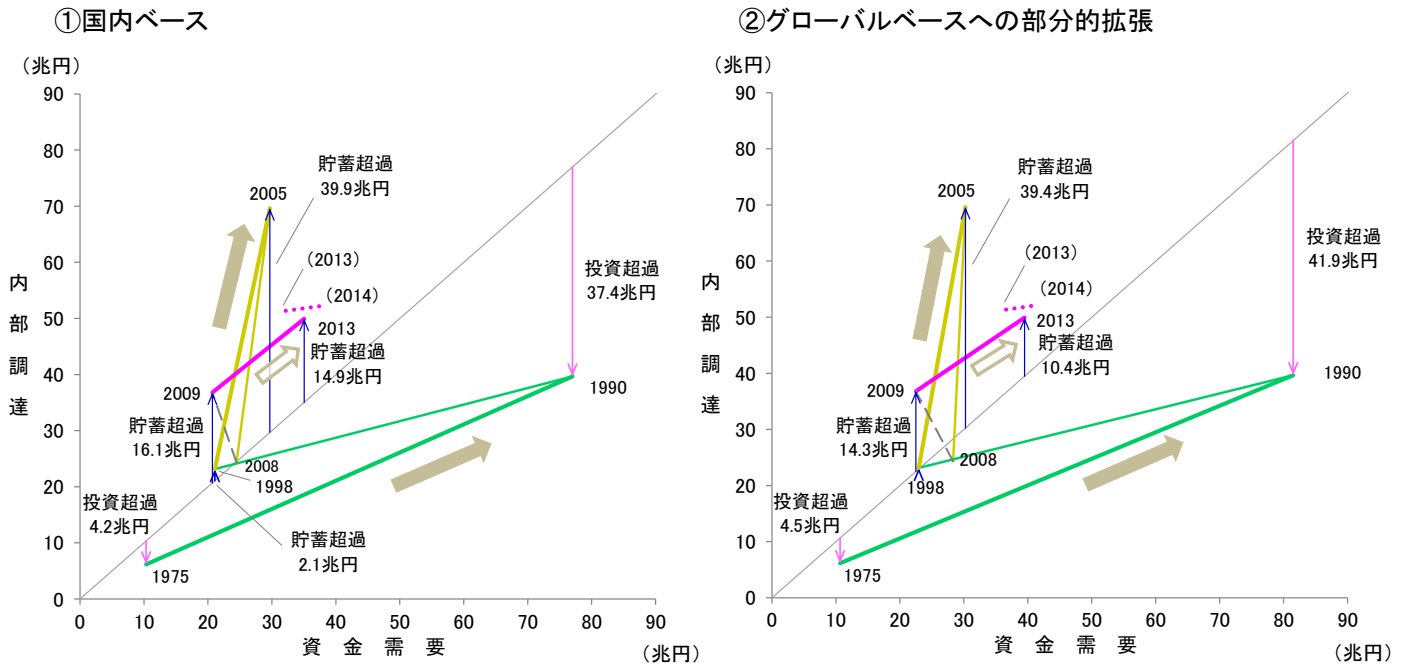
ただし、2013～2014年度については、国内ベースより内部調達対比での資金需要増加が明らかになっている。このように、部分的とはいえ海外の動向を織り込んだ方が、国内ベースより資金需要増加を観察できるということは、国内投資が海外より優先的に実施されるようになったのではなく、以前に比べれば国内投資が経営判断の選択肢に加えられるようになったという程度のことである可能性を示唆している。

(2) 非製造業に「海外シフト」のかすかな兆候

非製造業（除く金融・保険、以下同じ）の国内ベースの資金需要・内部調達・貯蓄投資差額

⁶ 推計結果については幅を持って見る必要がある（以下、同じ）。

(図表 7) 非製造業の資金需要・内部調達・貯蓄投資差額の動向



(注) 図表 6 の資料と注を参照。

の動きは、図表 7 の①のとおりである。製造業より非製造業の方が資金需要、内部調達の規模が大きいため、貯蓄投資差額が開いた際の投資超過額や貯蓄超過額も製造業を上回っているが、大きな流れとして、1975～1998 年度において投資超過を生じさせやすい特徴（内部調達より資金需要が大きく変動）を持つ動きであったものが、1998～2008 年度には貯蓄超過を生じさせやすい特徴（内部調達より資金需要が小幅に変動）に変わった点は製造業と同様である。

しかし、2009～2013 年度には、内部調達と対比した資金需要の変動が、1998～2008 年度に比べて大きくなっており、そのような変化が必ずしも明瞭でない製造業とは異なっている。四半期別調査の結果ではあるが、2013～2014 年度においても、2009～2013 年度と類似の動きが続いている。

1975～1998 年度と 1998～2008 年度で資金需要・内部調達・貯蓄投資差額の特徴が変わった背景として、①設備稼働後の需要動向の不透明性が増したこと、②「三つの余剰」への対処による消耗や資産価格の下落基調などにより、万一の投資失敗に十分耐え得る経営の余力が減少したこと、③いざという場合の外部資金調達の機動性・安定性に不安が生じたことなどを前述したが、輸出向け商品の需要見通しの不確実性という要因の影響が小さい非製造業⁷では、バブル崩壊に関連した制約要因（②、③）が薄れたことによる重石の軽減が、製造業より企業行動の変化につながりやすかったことが、2009 年度以降の動きに表れているとみられる。

⁷ 非製造業では、輸出向け商品の需要見通しの不確実性という要因の影響が小さい反面、製造業以上に、国内の人口減少が国内向け商品の需要に与える影響を受けやすいが、それは主に、需要見通し（伸び率）に関してむやみに高い期待値を見込みにくくなるということであり、需要見通しの当たり外れ（の可能性）が大きくなるということではない。

次に、非製造業の資金需要・内部調達・貯蓄投資差額に対して、グローバルベースへの部分的拡張を試みた結果をみる（前掲図表7の②）。非製造業では、海外事業の大きさが国内・海外合算の全体に占める割合が製造業より小さいため、国内親会社から海外現地法人への資金提供を考慮することによる各直線の右方向へのシフト（資金需要の上乗せによる影響）は、製造業ほどではない。したがって、グローバルベースへの部分的拡張を行ったからといって、国内ベースとは全く異なる企業行動が浮かび上がってきているわけでもない。

ただし、国内ベースと修正ベースの細かな違いをみると、2009年度以降、海外の動向を一部織り込んだ方が、国内ベースよりも内部調達対比での資金需要増加が大きくなっている（直線の傾きが緩やかになっている）。この背景として、製造業に比べてグローバルな事業展開が進んでいなかった非製造業において、国内市場の縮小懸念への対応策として、海外市場への経営資源配分が拡大してきている可能性が考えられる。現状では、それによって国内ベースの貯蓄超過が増大傾向となるような状況にはなっていないが、製造業の「国内回帰」の可能性が論じられているのとは裏腹に、非製造業で「海外シフト」の兆候が表れている点は注目される。

5. おわりにかえて

本稿では、前回のレポートでまとめた国内ベースでの資金需要・内部調達・貯蓄投資差額の動向を1年延長するとともに、海外への事業展開が進んだ企業行動を少しでも織り込むために、国内親会社から海外現地法人への資金提供を資金需要とみなすことによって、グローバルベースへの部分的拡張を試み、両者（国内ベースと修正ベース）の動きをみた。

国内ベースの動向をみると、製造業・非製造業ともに、1975～1998年度において投資超過を生じさせやすい特徴（内部調達より資金需要が大きく変動）を持っていた貯蓄投資差額の動きが、1998～2008年度には貯蓄超過を生じさせやすい特徴（内部調達より資金需要が小幅に変動）に変わっていたが、非製造業では、2009～2013年度（四半期別調査も含めれば2009～2014年度）に、内部調達と対比した資金需要の変動が1998～2008年度に比べて大きくなっており、企業活動の拡大によって貯蓄超過が縮小しやすくなっている。

一方、製造業に関しては、2009年度以降の変化が非製造業ほど明瞭でない。ただし、毎年ではないものの、内部調達と対比した資金需要の変動が大きい年が観察されるようになっており、1998～2008年度のような、経済活動の拡大の割に投資超過が生じない（むしろ貯蓄超過が拡大する）状況とは違いがみられる。最近では製造業の「国内回帰」を指摘する見方も出ているが、グローバルな事業展開の中で、絶対水準として、国内投資が優先されるようになったとは到底言えないにせよ、相対水準として、以前に比べると国内への投資が選択肢にあげられるようになったという程度の変化は起きている可能性がある。

次に、製造業についてグローバルベースへの部分的拡張を試みた結果をみると、資金需要・内部調達・貯蓄投資差額の様子を表す各直線が国内ベースより右（資金需要が大きい方向）にシフトし、投資超過（貯蓄超過）がその分だけ拡大（縮小）したが、全体的印象としては、国内ベースに比べて異なる企業行動が浮かび上がったとは言にくい。

これに関しては、次のような理由が考えられる。一般に、海外進出の初期段階では国内親会

社の資金によって現地法人が設立されたり資金需要が賄われたりすることが多いだろうが、現地での事業が年を重ねて利益も信用も上向くようになれば、内部留保の活用や現地での外部調達が可能になって、親会社の資金提供への依存は低下していくとみられる。

前掲図表4でみたように、現地法人の外部調達において日本国内の親会社からの資金提供の存在は大きい（複数回答可ではなく、主な調達方法を調査している例を）業種別にみると、製造業では、外部調達のうち親会社からの供給をあげている企業は38.3%であり、50.3%の非製造業に比べて少ない（図表8）。複数回答可の調査では親会社からの調達の割合が高いが、前述の調査どおりであるのであれば、補完的に親会社からの調達を利用している企業が多いとみられる。前者の調査では選択肢が外部調達だけであり内部調達が不詳であるが、後者の調査で内部留保が比較的高い数字となっていることを考慮すると、内部調達も含む資金調達全体の中では、親会社からの調達の割合はさらに小さいことも考えられる。

海外進出の歴史が長い製造業では、資金需要を親会社の資金提供で賄う割合が小さくなっているため、その部分だけを織り込んだ修正を行っても、グローバルな企業行動のごく一部しか反映できていない可能性がある。

（図表8）業種別にみた海外現地法人の資金調達

国際協力銀行調査 (社数構成比、複数回答可、%)			経済産業省調査 (社数構成比、%)			
		製造業		製造業	非製造業	
親会社から調達	親会社からの調達	83.9	主に本社からの資金送金 (現地での資金調達はほとんど無い)	38.3	50.8	
	現地での銀行借入 (現地通貨)	49.5		主に現地金融機関から 資金調達	25.1	17.2
	現地での銀行借入 (国際通貨)	21.3			主にグローバルなネットワークを持つ金融機関から 現地で資金調達	31.0
海外所在の金融機関から借入	現地での銀行借入 (国際通貨)	6.1	主に自社グループ内の金融会社からの資金送金 (現地での資金調達はほとんど無い)	5.6		6.6
	進出国における株式・債券の発行	0.7				
その他						
内部調達	現地法人の内部留保	45.9	-	-	-	

（注）図表4の資料と注を参照。

次に、非製造業に関するグローバルベースへの部分的拡張では、非製造業の事業展開が製造業に比べて国内中心であり、海外事業が国内・海外合算の全体に占める割合が小さいため、国内親会社から海外現地法人への資金提供を考慮することによる各直線の右方向へのシフト（資金需要の上乗せによる影響）は、製造業ほど目立たない。各直線の形状も、国内ベースと修正ベースではほぼ同様である。

しかし、両者の細かな違いに注目すると、2009年度以降、海外の動向を一部織り込んだ方が、国内ベースよりも内部調達対比での資金需要増加が大きくなっており（直線の傾きが緩やかになっており）、製造業に比べて海外進出が進んでいなかった非製造業で、国内市場の縮小懸念への対応策として、以前より積極的に海外での事業展開が行われるようになってきた可能性が考えられる。

製造業の「国内回帰」の可能性が論じられているのとは裏腹に、非製造業で「海外シフト」

の兆候が表れている点は注目される。

日本経済は、約15～20年を要してバブル崩壊の影響が薄れ、「安全重視」の投資行動を取ることが理にかなった経営判断であったような投資環境が変わった後も、リーマンショック後の世界金融危機や東日本大震災に見舞われ、積極的な投資拡大が長続きしなかったが、最近再び国内設備投資が増加する局面に入っている。

バブル崩壊後の投資行動の特徴は、景気変動的な観点で国内設備投資が増加局面となっても、貯蓄投資差額（資金過不足）が投資超過（資金不足）にならなくなったことであった。企業にそのような投資行動を取らせた背景のうち、投資失敗のリスクや事後処理の（経営体力と比べた）重さ、機動的な外部資金調達の可能性（金融・資本市場の信頼度）などといった面では、投資環境が改善したが、設備投資実施後の収益性を左右する需要変動の不安定度が、特に輸出で大きくなったという問題は残っている。

輸出の不安定度だけではなく、円レートの動向や新興国の経済発展など、さまざまな要因の影響であるが、以上のような期間と時を同じくして、わが国企業の海外での事業展開は一段と進んだ。生産・販売・研究開発拠点の配置に関する経営判断が、グローバルな観点から行われるようになってきている以上、国内の企業行動だけを観察しているのでは不十分な面がある。

国内・海外一体の数字が不明なため、グローバルベースで資金需要・内部調達・貯蓄投資差額の動きを追うことが難しいという制約がある中で、限られた情報によってグローバルベースへの部分的拡張を試みたが、改善の余地はまだ大きい。

企業行動の変化を把握する目的は、（現状では過大に評価しにくい）製造業の「国内回帰」の動きがさらに本格化することはあるのか、兆候が窺える非製造業の「海外シフト」によって、今後、国内投資にどのような影響が表れるのかといった検証にとどまらない。

わが国では、バブル崩壊以降、その時々で、経済成長を抑制していると目された要因を取り除き、経済活性化につながると主張される環境を整備するために、多くの政策が行われてきたが、諮問、検討、取りまとめの段階では世間の耳目を集めても、実際の効果はどうであったのかは、その後の関心が薄れて曖昧になってしまうことがある。これからも中長期的な成長力引き上げを謳ってさまざまな政策（案）が登場するだろうが、①どの程度の潜在的効果を持つかは、個々の内容次第であること、②効果の顕在化には、企業行動に依存する部分が大であること、③効果が表れるにせよ、一定の年数（タイムラグ）がかかることから、地道に目標と実績のずれなどについて観察を続けながら、必要に応じて、政策の適切な修正をはかる必要がある。

企業の合理的な判断として国内での事業展開が選択されるようになるかなど、政策効果を追う上でも、グローバルな企業行動を的確にとらえる努力が欠かせない。

以上

【参考文献】

吉本澄司 [2014] 「数字を追う ～「失われた20年」で変わった企業の投資行動と再変化の可能性」
『Research Focus No.2014-013 (2014年6月23日)』(日本総合研究所)
<http://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/7491.pdf>