

みずほマーケット・トピック(2018年5月9日)

海外企業買収と円相場について

本邦製薬大手企業によるアイルランド製薬大手企業に対する大型買収が耳目を集めている。為替市場ではこれに付随する円売りが注目されるが、近年注目された買収案件と円相場の動向をつき合わせて見ても、それだけで流れを変えるような効果があったかどうかは定かではない。そもそも公表されている買収額に関し、どの程度の割合で為替取引が発生し、しかも元手を円とした取引になるのかは分かるものではないので精緻な含意を求めるのは不毛である。とはいえ、今回の買収金額(約7兆円)は過去2番目の大きさとなった2017年の経常黒字額(21.8兆円)の3分の1に相当し、需給環境への影響はこれまでの案件に比べて段違いに大きい可能性もある。2018年に入ってからの基礎的需給環境が円売り超過に傾斜したことを思えば、「円高を止める一要素」としての対外直接投資は無視できないものになりそうである。

～イタリア政局不安とユーロ安～

昨日の為替市場ではトランプ米大統領がイラン核合意からの離脱と同国に対する経済制裁再開を表明する中でドルが堅調推移した。一方、景気に暗雲が立ち込めているユーロ圏ではイタリアにおける連立協議が不調に終わった結果、7月にも再選挙実施との観測が浮上しておりユーロが敬遠される流れが強まっている。再選挙は反EU・反移民を標榜する右傾化した連立政権の誕生に繋がる公算が大きいとされる。昨日の本欄でも言及したように、ドイツを中心として域内経済の失速感が強まる中、ECBの正常化プロセスの先行きはかなり厳しいものになっているように見受けられ、買いに傾斜した投機ポジションの調整も踏まえれば、目先のユーロ相場は軟化せざるを得まい。昨日は対ドルで1.1838と年初来安値を更新している。だが、最も重要な論点は米金利上昇が米経済を蝕む結果としてFRBが政策転換する可能性であり、ここまで見越せば再びドル安・ユーロ高相場を見込むのが妥当というのが筆者の基本認識である。

～海外企業買収と円相場～

ところで昨日から本日にかけては本邦製薬大手企業によるアイルランド製薬大手企業に対する大型買収が耳目を集めている。買収金額は460億ポンド(約7兆円)と本邦企業による海外企業買収としては過去最高額となる。これまでの

最高額は2016年7月に本邦通信大手企業から発表された英半導体開発大手に対する買収案件(約3.3兆円)だが、今回はこの倍に相当する超大型の買収である。こうした本邦企業による大規模

金融危機後の本邦企業による大型企業買収

年	月	本邦	海外	金額	3か月前	3か月後	方向
2018年	5月	製薬大手	アイルランド、製薬大手	約7兆円	109.32	-	-
2016年	7月	通信大手	英国、半導体開発大手	約3.3兆円	112.58	101.45	円高
2014年	1月	飲料大手	米国、ウイスキー大手	約1.7兆円	98.26	105.35	円安
2012年	10月	通信大手	米国、通信大手	約1.5兆円	79.75	86.72	円安
2011年	5月	製薬大手	スイス、製薬大手	約1兆円	82.1	76.9	円高

(資料)各種報道より筆者、年月は買収が公式に公表されたタイミング、

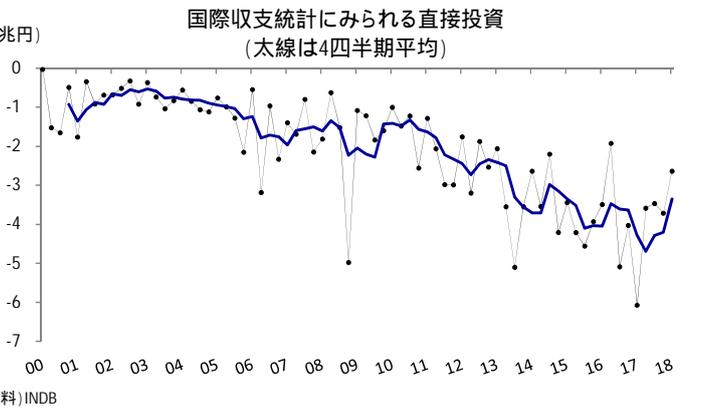
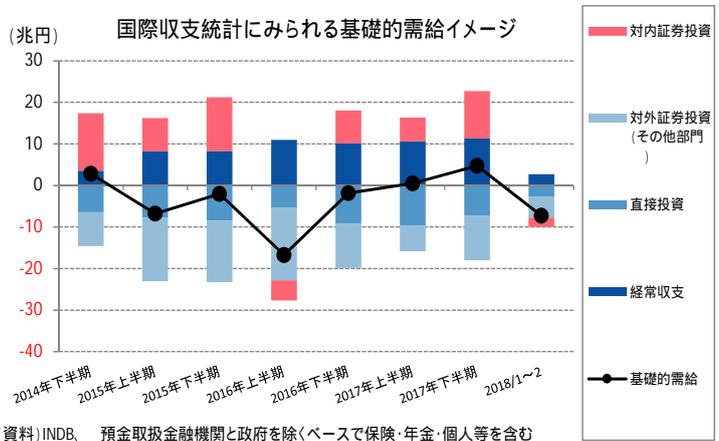
為替は「当該月の1日」を基準に「3か月前・後の月の1日」を比較している。

な対外直接投資が明るみに出ると、為替市場ではそれに付随する円売りの程度が必ず話題となる。海外企業買収に伴う円売り・外貨買いのフローは短期的には円の売り切りであり、その影響が注目されるのは当然である。「短期的には」と付けるのは、中長期的には被買収企業からの配当まで視野に入れる必要があり、第一次所得収支黒字が膨らむためである。要するに投資段階は円売りだが、結果段階である利益は円買いを伴うため、ネットで見ればその影響は相殺される。

とはいえ、そもそも公表されている買収額に関し、どの程度の割合で為替取引が発生し、しかも元手を円とした取引になるのかは分かるものではない。また、取引が発生する金額や通貨が分かったとしても、それがいつ、どういった頻度で市場に出てくるのかも推測の域を出ない。前頁表では金融危機後に注目された買収案件(いずれも1兆円以上)に関し、発表日を挟んだ前後3か月のドル/円相場の変化を単純比較している。これを見ても分かるように、買収案件だけをもって円安効果があったのかどうかは判断が難しい。例えば、結果だけを見れば円安効果があったように見える2012年10月の本邦通信大手企業や2014年1月の本邦飲料大手企業による海外企業買収では確かに買収に伴う円売りも出たのだろうが、前者はアベノミクス相場のスタート(2012年11月)と重なり、後者もその追い風が残る状況にあったため、企業買収にかかる円安効果が寄与したのかどうかは分からない。同様に、2011年5月の本邦製薬大手企業(※今回と同じ企業である)による海外企業買収を挟んではむしろ円高が進んでいるが、これは東日本大震災や原発事故を受けたリスクオフムードの強まりという例外的な環境にあったことを付言しておく必要がある。海外企業買収はヘッドラインこそ派手だが、それだけで相場の流れが決まることはまずないということだろう。

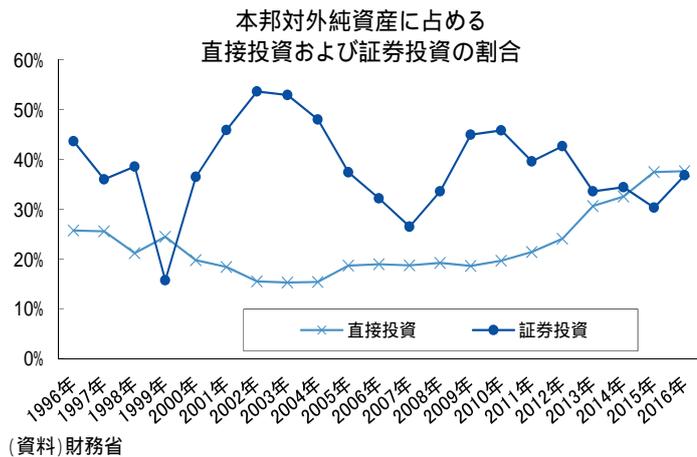
～「円高を止める一要素」としての対外直接投資～

とはいえ、今回の買収金額(約7兆円)は過去2番目の大きさとなった2017年暦年の経常黒字額(21.8兆円)の3分の1に相当する。需給環境への影響はこれまでの案件に比べて段違いに大きい可能性はあるだろう。たださえ、2018年に入ってから基礎的需給環境は円売り超過に傾斜しており(右図・上)、4月に入ってから相次いで公表された主要生命保険会社の新年度運用計画でもオープン外債への積極的なリスクテイク意欲が示されたばかりであった(計画が本当に実施されるのかどうかは別問題として)。もちろん、本欄でも繰り返し議論しているように、そうした対外証券投資は結局、米実体経済とこれに追随する金融政策動向に依存すると思われるので、正常化の挫折を見込む筆者はこの経路からの円



売りがそれほど続くとは考えていない。

しかし、前頁図(下)に示されるように、対外直接投資は2000年代以降、基調的として伸びており、この間の円相場や国内外の景気動向に依存しなかった事実が見て取れる。少子高齢化で国内市場が縮小する本邦企業にとって対外直接投資は市況に振らされない経営戦略であり続けるという事実を示しているだろう。また、本邦の対外純資産残高に占める割合を見ると、ここ10余年の増勢が続いた結果、既にこれまで主役だった証券投資に直接投資が肉薄しており、最新となる2016年時点では凌駕している(直接投資が37.6%に対し証券投資が36.8%である)。



(資料)財務省

世界的な低金利傾向を背景に証券投資の収益率が直接投資のそれに劣後していることもあろうが(図)、やはり国内市場に限界を感じる本邦企業が多いのだろう。為替市場への影響という観点からは為替ヘッジ付きのフローが少なくない証券投資に比べて、直接投資は円の売り切り(外貨の買い切り)が基本だとすると、円の需給構造が構造的に円安をもたらしやすい面は否定できない。



(資料)INDB

もっとも、それだけでドル/円相場の基調が規定されることはないが、「円高を止める一要素」として対外直接投資が対外証券投資と同様に大きな存在感を持ち始めていることは円相場を分析する上で非常に重要な事実となっているのは間違いない。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか～
2018年4月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～)
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～
2018年4月24日	ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～
2018年4月23日	節目を迎える投機ポジション～短期目線に振られるべからず～
2018年4月20日	週末版(日米首脳会談を終えて～「古くて新しい問題」とライトハイザー対策～)
2018年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月13日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～)
2018年4月12日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
2018年4月11日	ユーロ/ドル相場の値動き分析～金利差の観点から～
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～
2018年4月9日	円相場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～
2018年4月6日	週末版(保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～)
2018年4月5日	ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～
2018年4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クラウディング・アウトとLIBOR-OISスプレッド～新たな懸念～
2018年4月2日	外貨準備構成通貨の現状(17年12月末)～第二次多様化～
2018年3月30日	週末版(日米金利差「3%」はトリガーなのか～3つの注意点～)
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか?
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検～安直な円安予想の終わり～
2018年3月23日	週末版(FOMCを終えて～名実共に「引き締め」局面へ～)
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか?～関係筋発言を受けて～
2018年3月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年2月分)
2018年3月15日	週末版(実質実効為替相場で見ると各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～)
2018年3月13日	第4次メルケル政権発足を受けて～ポスト・メルケル時代～
2018年3月12日	ドイツバブルを警戒すべきか?
2018年3月9日	経験則からイメージするドル/円相場の「波」
2018年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～現状追認とポスト・ドラギの胎動～)
2018年3月7日	通貨安競争でドルに勝てる者なし～標的になりやすい円～
2018年3月6日	ECB政策理事会プレビュー～APP「規模」拡大を排除か?～
2018年3月5日	「製造業の採算レート」から何を読み取るか?
2018年3月2日	黒田総裁発言を受けて～今だから出来るチャレンジ～
2018年2月27日	週末版(四面楚歌のドル/円相場～円高見通しの確度は高まるばかり～)
2018年2月26日	メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとしての米金利上昇～
2018年2月23日	ECB役員会人事の読み方～今後への含意など～
2018年2月22日	週末版
2018年2月21日	FOMC議事要旨(1月30～31日開催分)～試される胆力～
2018年2月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年1月分)
2018年2月19日	2017年の対米証券投資(TICレポート)について
2018年2月16日	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月15日	週末版(本当にブレグジットは大丈夫なのか?～不穏な「第二段階」のスタート～)
2018年2月14日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
2018年2月13日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～
2018年2月9日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月8日	週末版
2018年2月5日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月2日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月1日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)
2018年1月30日	FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茶の道」～
2018年1月29日	メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～
2018年1月26日	ECB政策理事会の読み方～通貨高けん制が効かない理由～
2018年1月24日	週末版
2018年1月23日	日銀金融政策決定会合を受けて～消化試合の様相～
2018年1月22日	IMF世界経済見通し修正を受けて～米国一本足打法～
2018年1月19日	トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株価急騰」～
2018年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
2018年1月17日	週末版
2018年1月16日	ECB政策理事会プレビュー～タカ派傾斜は心配無用～
2018年1月15日	日銀金融政策決定会合プレビュー～最後の展望レポート～
2018年1月12日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか?
2018年1月11日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月10日	週末版(ダウサイドリスクが広がるユーロ相場～議事要旨の強気を受けて～)
2018年1月9日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月5日	ステルステーパリングの「お目こぼし」はここまでか?
2018年1月4日	米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～
2017年12月27日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)～ユーロ比率は明確に反転～)
2017年12月26日	2018年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月25日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月22日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月21日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月20日	週末版
2017年12月18日	バフェット指標に見る過熱感～株価vs. 経済成長～
2017年12月15日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
2017年12月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年11月分)
2017年12月13日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～
2017年12月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月11日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～
2017年12月8日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月7日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか?～遅くとも19年～
2017年12月6日	週末版(円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)
2017年12月5日	株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～
2017年12月4日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月3日	テーパリングが改めて示唆するベアスマネーの無意味さ
2017年12月1日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年11月27日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～