

みずほマーケット・トピック(2019年2月12日)

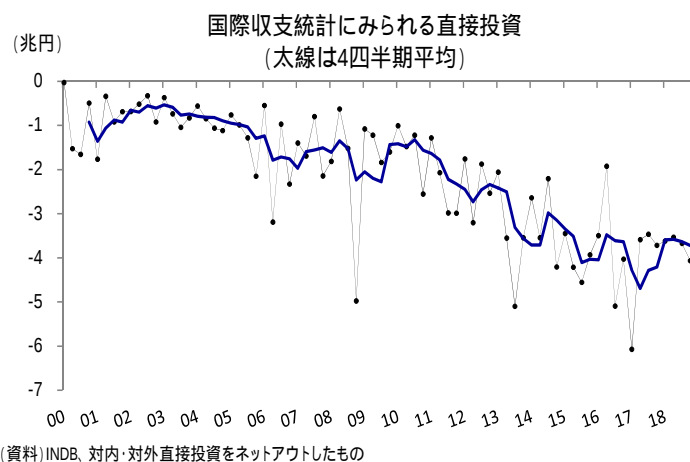
変わりそうにない対外直接投資の潮流

近年、円の基礎的需給において無視し得ない存在感を放つ対外直接投資の行方について考察を与える。過去20年、本邦から海外への対外直接投資(以下単にFDI)は一貫して増加基調にあり、そうしたアウトライトの円売りの増加が、近年、リスク回避ムードの高まりにもかかわらず今一つ円高にならないことの主因ではないのかとの声も散見される。いわゆる本邦企業によるクロスボーダーM&A増加の背景としては、2011年から2012年にかけて頻繁に指摘されてきた六重苦(超円高、高い法人税の実効税率、高い電力価格、進まない自由貿易協定、硬直的な雇用規制、厳格な環境規制)の存在が挙げられてきた。当時と比べれば、六重苦の一角は崩れつつあるが、懸念が残る「苦」も依然多い。また、本邦企業に蓄積した潤沢な待機資金の存在、何より少子高齢化により縮小する市場環境という構造問題は当面変わる目処が立っていない。諸条件を踏まえる限り、今後も本邦企業の旺盛な投資意欲は簡単には衰えないと想定したい。

～6重苦をバネに増えてきたFDI～

先週の本欄で2018年の基礎的需給を総括した際、近年、安定的な円売りフローとして注目されている対外直接投資について、2014年以来、4年ぶりの減少となったことに言及した。結論としては「超が付くほど大型のクロスボーダーM&A案件が相次ぐような潮流が曲がり角に差し掛かっているのか。筆者は基本的に潮流の継続を見込むが、目を配っておきたい論点ではある」としたが、本日の本欄では、この点に関して掘り下げた議論を行っておきたい。近年、円の基礎的需給において無視し得ない存在感を放つ対外直接投資の行方は相場予想にとっても重要である。

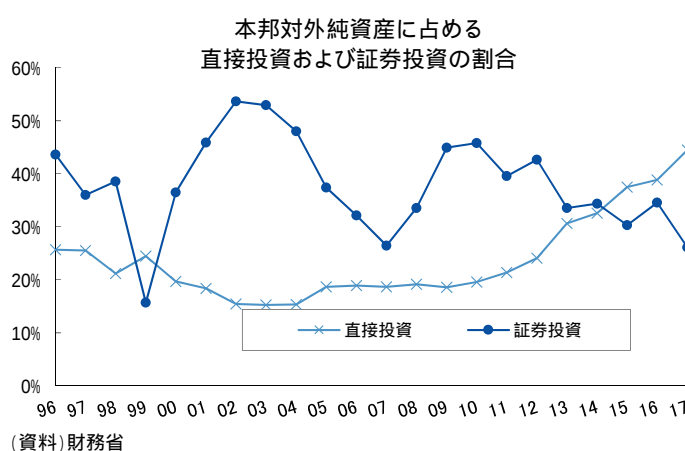
過去20年、本邦から海外への対外直接投資(以下単にFDI)は一貫して増加基調にある。右図は対内・対外直接投資をネットアウトして見たものだが、それでも基調ははっきりとしている(周知の通り、対内直接投資の増加幅は対外直接投資のそれに比べれば無きに等しい)。こうしたアウトライトの円売りの増加が、近年、リスク回避ムードの高まりにもかかわらず今一つ円高にならないことの主因ではないのかとの声も散見されるようになって



ている。一般的に、対外直接投資の定義は①投資先国に新たに単独法人や合併法人、子会社等を設立する形態(通称グリーンフィールド投資)、②投資先国企業の買収や株式取得・交換を通じた提携を行うもの(M&A投資)に大別される。周知の通り、過去20年のトレンドをけん引したのは後

者、いわゆるクロスボーダーM&Aの動きである。とりわけ2011年の東日本大震災発生から2012年まで、日本企業は六重苦、具体的には超円高、高い法人税の実効税率、高い電力価格、進まない自由貿易協定、硬直的な雇用規制、厳格な環境規制(温暖化ガス削減目標)に見舞われていると言われてきた。日本企業にとって競争環境が決してフェアではないと言われる中、本邦企業は企業戦略としてFDIを進めざるを得ない時代だと言われてきた。結果、対外直接投資残高は2000年末の約32兆円から2017年末の約175兆円へ、5倍以上に膨らんでいる。また、経済産業省『海外事業活動基本調査』に目をやると、製造業の現地生産比率は2000年の13.1%から2016年には23.8%へ上昇しており、やはり「国内よりも海外で」という機運は明確である。他国企業には無い制約条件が6つも存在する以上、日本企業が国外に活路を見出すのは自然なことであったが、その勢いは目を見張るものがあった。

しかし、企業における余資が有限である以上、海外投資の増加は当然、国内投資の減少と表裏一体である。賃上げも含めた本邦企業の消費・投資意欲の乏しさがデフレの一要因だと言われてきたことを踏まえれば、旺盛なFDIは日本経済にとって皮肉な事実でもあった。日本の対外純資産は2017年末時点で27年連続世界一であり、恐らく2018年末も同様だったのではないかと推測されるが、それは国内よりも海外に有望な投資機会があっ



たことの結果であり、日本にとっては悲しい事実である。なお、対外純資産残高に占めるFDIの割合が年々高まっている事実は過去の本欄¹でも議論した(図)。

～6重苦の一角は崩れたが・・・～

だが、この6重苦の中にはもはや解消しているものもある。為替はその代表格だ。円相場は「超円高」からは程遠い、むしろ購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)に照らせば円安気味の局面がもう6年ほど続いている(2013年4月の黒田日銀総裁誕生からカウントした場合である)。この点について、今年1月7日に行われた「経済3団体長 新年合同記者会見」で経済同友会の小林喜光代表幹事も以下のように言及している：

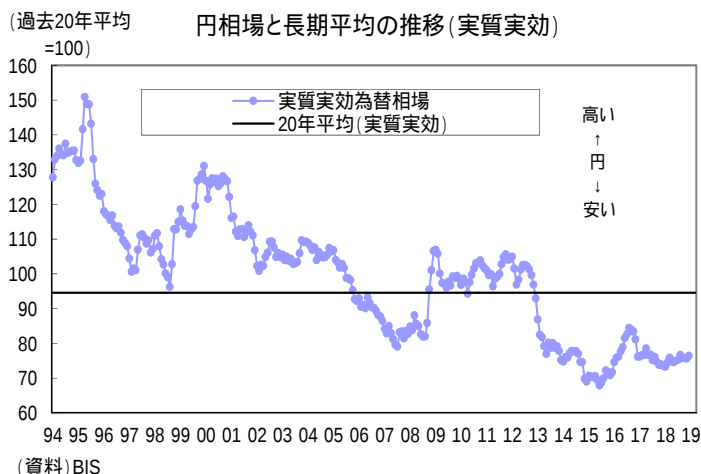
●かつては六重苦、とりわけエネルギーコストの高さ、雇用の流動性の低さなどが言われていたが、一番(の問題)は為替の問題だった。(1ドル)80円台ではとても戦えない。その為替を100円以上にもってきたのは、欧米並みの緩和をして、2%の物価上昇目標を立てたことによる(ものだ)。六重苦から解放し、(現在までに)企業には6年間という時間ができた。

¹ 本欄2018年5月30日号『17年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～』をご参照ください。

2013 年以降にドル/円相場が明確に底打ちしてきた最大の理由は FRB の正常化プロセス着手と欧州債務危機収束が重なったからであって「為替を 100 円以上にもってきたのは、欧米並みの緩和をして、2%の物価上昇目標を立てたこと」は補強材料の 1 つでしかなかったと思われるが、2013 年以降、「もはや円高ではない」という状況が生まれ、六重苦からの一部解放が叶ったのは事実である。厳密にはドル/円相場が持ち直したのは、2012 年 11 月、

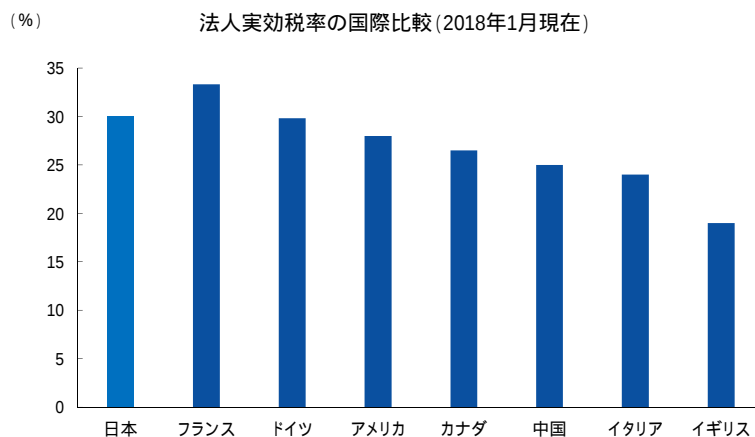
野田・民主党政権が衆議院解散(いわゆる「やりましょう」解散)を宣言した時からだが、その後の約 2 年半で 125 円(2015 年 6 月 10 日に 125.86 円)まで戻った。この間、REER で見れば最大▲30% 超の下落(2011 年 10 月と 2015 年 6 月の比較)が実現している(図)。現在と比較しても▲20% 超の下落であり、こうした REER の現状を財務省が快く思っていない可能性は間々報じられている。

しかし、円高是正だけをもって今後、FDI を巡る潮流、具体的には増勢一辺倒の雰囲気が変わるのだろうか。筆者はそう思っていない。理由としては、①為替以外の「苦」は依然問題含みであること、②世界的に反リベラルな潮流が強まっていること、③企業の待機資金は豊富にあること、④7 つ目の問題としての少子高齢化は進行中であることなどが挙げられる。



～「6 重苦」を巡る環境は大して変わっていない(①&②)～

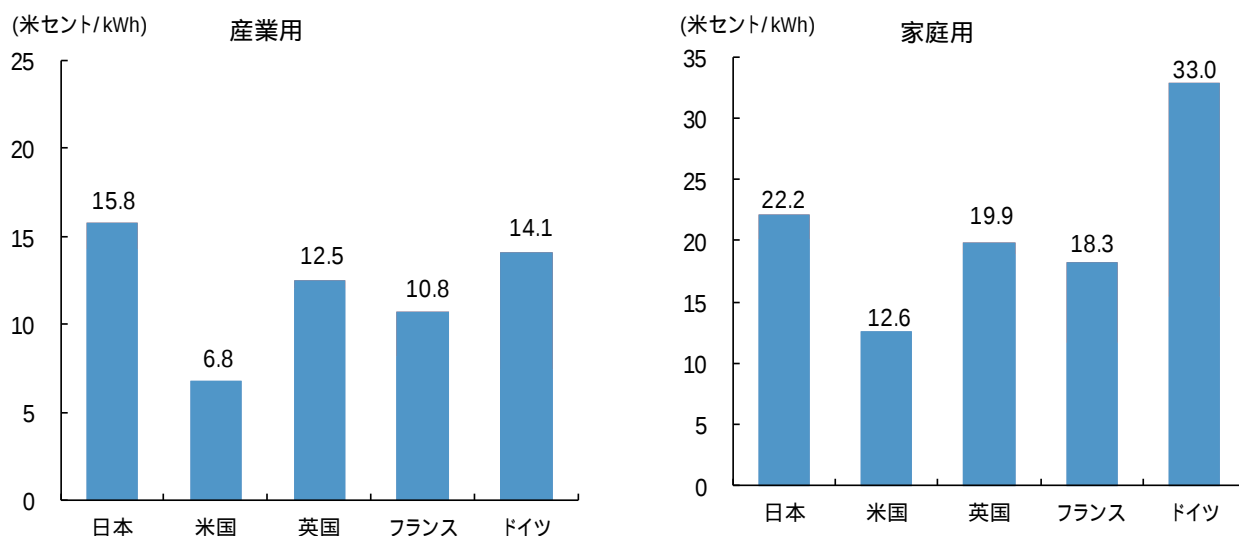
まず①だ。「6 重苦」の全てが為替のように劇的な改善を果たしたわけではない。安倍政権下で法人実効税率の引き下げは叶ったものの、事の本質は「国際的に見た相対的な水準」である。右図は財務省 HP から引用したものだが、日本の法人実効税率は引き下げを経て、国際的に高いものとはなっていないが、特に低いわけでもない。電気料金はどうか。『平成 29 年度エネルギーに関する年次報告(エネルギー白書 2018)』によれば、「日本の電気料金は、家庭用、産業用ともに高い水準となっていました



(注1) 法人所得に対する(国税・地方税)。日本は標準税率、アメリカはカリフォルニア州、ドイツは全国平均、カナダはオンタリオ州。フランスについては、課税所得のうち50万ユーロ以下の部分の税率は28%。なお、法人所得に対する税負担の一部が損金算入される場合は、その調整後の税率を表示。
(注2) フランスにおいては、2018年から税率を段階的に引き下げ、2022年には25%となる予定。イギリスにおいては、2020年度から17%に引き下げる予定。
(資料) 各国政府資料等から財務省が作成

たが、為替や各国での課税・再生可能エネルギー導入促進政策の負担増で格差は縮小してきています」とある。この記述は近年変わっていない。平たく言えば、「内外価格差は縮小傾向にあるが、現時点ではまだ大きい」というのが実情だろう。次頁図を見る限り、産業用・家庭用共に日本は主要

国の中で高い部類に入る。法人税と電気料金を巡る状況は 5 年前から悪化はしていないが、勢いづいている本邦企業の海外投資を躊躇させるほどの話にはなっていないように思える。



(資料) 資源エネルギー庁がIEA「Energy Prices and Taxes 4th Quarter 2017」を基に作成

一方、自由貿易協定を巡る「苦」については大幅な進展もありつつ、時代の潮流を見れば看過できずというのがフェアな評価であろう。「協定の締結・発効」という基準で見れば、この 2011 年と 2019 年現在では状況はかなり進展した。まず、昨年 12 月 30 日、日本を含めた 11 か国が参加する環太平洋戦略的経済連携協定 (TPP) が発効しており、世界 GDP の約 13% を占め、総人口で約 5 億人を抱える巨大な自由貿易圏がアジア太平洋地域に誕生した。これに続き今年 2 月 1 日には日本と EU の間で経済連携協定 (EPA) が発効している。日欧 EPA は世界 GDP の約 3 分の 1、総人口では約 6.35 億人を対象とする世界最大規模の通商協定である。TPP と日欧 EPA の両協定によって日本は (自国人口を含めて) 約 10 億人の自由貿易市場に参入した状況にあり、2011 年時点の価値観に照らせば、自由貿易協定が「苦」と言えるような状況から脱却したことは間違いない。

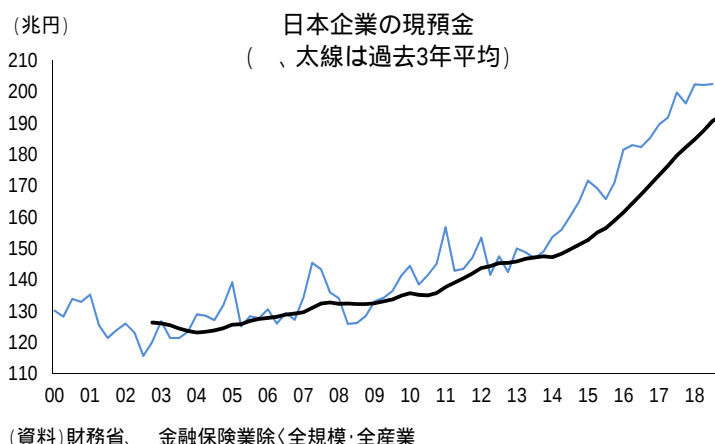
しかし、である。2011 年時点の価値観と現時点のそれとは大分変化がある。これが②の問題であり、①の問題でもある。現在の世界では自由貿易陣営がこの上ない危機的な状況に立たされている。2016 年に起きた英国の EU 離脱方針決定とトランプ米大統領誕生という 2 つの事件を経て「自由貿易は正義なのか」という議論がにわかに幅を利かすようになっているのは周知の通りだ。その 2 つのイベントほどではないが、世界中のそこかしこで「ポピュリズム」という名の下で左右両極の政治勢力が民衆の支持を得るようになっており、反グローバルな政治勢力が幅を利かせている。あろうことか、自由貿易の旗手であった米国がこれを主導する状況になるとは 5 年前、誰も想像しなかったはずだ。日本という国が進めている自由貿易戦略は奏功しているが、そもそも世界の政治・経済を取り巻く雰囲気が変わり、その戦略自体が不適切になっている可能性もある。対米貿易交渉の如何次第では、さらに FDI に積極的になる日本企業が出てきても不思議ではあるまい。

その他の「苦」についてはどうか。硬直的な雇用法制については、各所で「働き方改革」の掛け声は涉々しいものの、金銭解雇を主軸とする硬直的な雇用規制の緩和という本源的な議論にまでは踏み込みが見られていない。厳格な環境規制については 2020 年までの温室効果ガス削減目標に

関し、民主党政権時代の「1990 年比▲25%」から「2005 年比▲3.8%」に大幅後退させており、この点は大方、「苦」が緩和されたと言える。これ以上、「苦」の現状を掘り下げるのは本日の本欄の趣旨に合わないため割愛するが、為替と環境規制だけは 5 年前対比で明確に状況は改善したと言えそうだが、日本企業が全体感として日本回帰を検討するほどの状況になっているとは思えない。

～本邦企業の待機資金は依然として豊富である(③)～

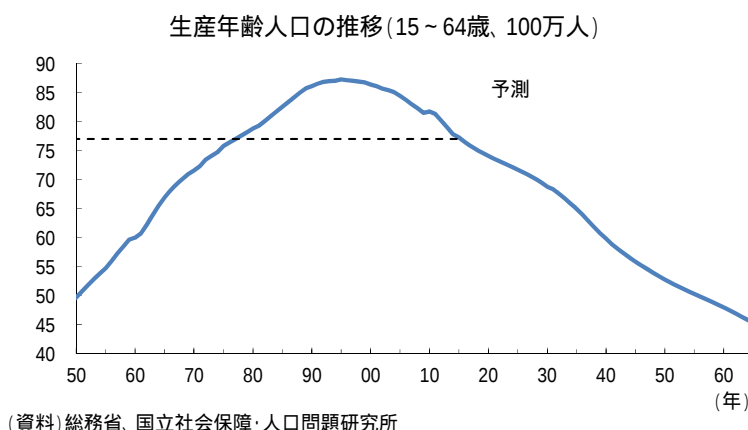
また、クロスボーダーM&Aを推進する上では先立つもの、すなわち資金が必要である。この点、本邦企業の待機資金が豊富なことも頻繁に指摘されてきたが、これは 5 年前よりもさらに増加しており、海外投資を制約するような財務環境にはない。財務省『法人企業統計』によれば、日本企業の現預金は約 202 兆円(2018 年 9 月末時点)で過去最高を更新している(図)。機を見るに敏な企業ならばやはり企業買収を仕掛けやすい財務環境ではないかと思受けられる。



もっとも、対外純資産の際と同様の指摘になるが、こうした待機資金は国内における賃上げを含めた消費・投資を抑制した結果(もしくは証左)とも理解できるため、沢山あるから喜ばしいという話にはならない。巷では「企業が過去最高益を出しているにも拘らず、賃金が上がってこない」という嘆きを耳にするが、これは因果を取り違えている可能性がある。「賃金を含めた国内の消費・投資を抑制しているから、過去最高益が実現している」というのが実情に近いのではないかと参考までに、法人企業統計で本邦企業(全規模・全産業)の経常利益、人件費の推移を見ると、1980 年を 100 とした場合、2017 年末の人件費は 3 倍弱(288)、経常利益は 4 倍強(452)というイメージになる。利益と人件費の伸びの間には相応の乖離があるのは事実である。

～最大の問題は容易に変わらない:少子高齢化(④)～

また、6 重苦は確かに FDI を駆動する大きな要因だったと思われるが、より大きな 7 つ目の問題を忘れるべきではない。そしてそれこそが恐らく最も大きな問題である。それは現在進行形で事態が深刻化している少子高齢化という人口動態問題である。少子高齢化の末、人口が減少する以上、企業が収益を上げるべき市場そのものが縮小する。だから違う国に投資をして「市場を買う」、もしくは海外企業を買収することで「時間を買う」という一手が採られてきたので



ある。FDI の増勢を議論するにあたっては、そうした論点こそが最も構造的且つ本質的なものであり、これは直ぐに変わりようがない。現状に目をやれば、人手不足問題が極まり遂に外国人労働者の受け入れを国政として決断するに至っている。日本の生産年齢人口が明確な減少局面に入っている以上(前頁図)、質の高い日本人の労働力を確保するには相応のコストが必然的に求められることになってくるだろう。それは企業から見れば、今までよりも「日本でビジネスがしづらい」という状況を意味する。人的な供給制約に直面しかねないという苦労を甘受してまで、日本企業がとどまるほど、国内市場に魅力があるのか。その問いに真正面から答えられない限り、今後も日本企業の海外投資は旺盛な状況が続く可能性が高いと考えるべきであろう。

円相場の先行きを検討する上では、そうした日本企業の投資行動が本邦の対外純資産構造を変容させているという事実が、「リスク回避の円買い」、「安全資産としての円買い」といった従前まで王道とされている値動きをどう変えていくのかに着目することになる。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2019年2月8日	週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～)
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
2019年1月29日	「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略
2019年1月28日	円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～
2019年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～)
2019年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～
2019年1月22日	堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速
2019年1月21日	対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～
2019年1月18日	週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～)
2019年1月17日	英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～
2019年1月11日	週末版
2019年1月8日	財界トップの相場観と静か過ぎる「波」
2019年1月7日	「バブルは崩れてからがバブル」という考え方について
2019年1月4日	波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～
2018年12月27日	3つの論点で要約する19年見通し
2018年12月25日	FRB議長解任騒動について～真正正銘のリスクオフの前に～
2018年12月21日	週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～)
2018年12月19日	FOMCの前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分)
2018年12月17日	2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか？
2018年12月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)
2018年12月12日	2019年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～
2018年12月11日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年12月10日	動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU
2018年12月7日	週末版
2018年12月5日	遂に発生した逆イールド～金利に追隨する株価～
2018年12月4日	バリ暴動の読み方～2つの懸念～
2018年12月3日	米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～
2018年11月30日	週末版
2018年11月28日	メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～
2018年11月27日	続・「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年11月26日	ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～
2018年11月22日	週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～)
2018年11月21日	ノーディールを視野に入れ始めたボンド相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月14日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月13日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月12日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月8日	メンツを賭けた「7.0防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCLI～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの拳動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末へ～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に語るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～
2018年10月17日	ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～底うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際与信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして・・・～
2018年10月10日	ベシス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
2018年10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版(ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～今回ばかりはイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～見えてきた転換点～
2018年9月25日	メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し・・・だが～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年8月分)
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分からないのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～エンケル発言について～
2018年9月12日	続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版(「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議(FFR)の前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデーター～皮肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き？～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～鑑寄せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～BISビューに基づく抑制へ～