

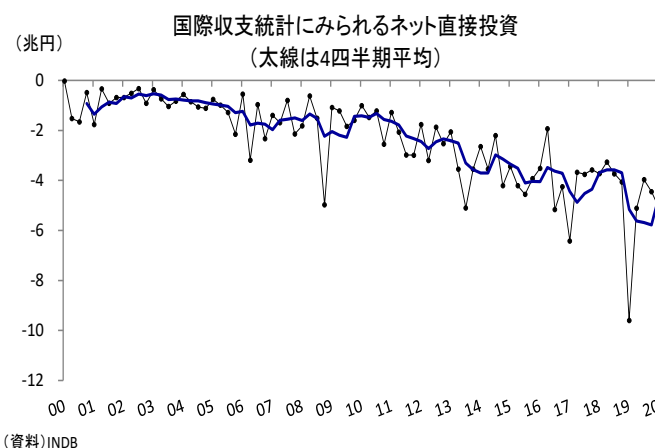
みずほマーケット・トピック(2020 年 7 月 7 日)

対外直接投資はこれからも増えるのか？

本欄では円相場の現状と展望を検討する際、今一度、需給環境をストック・フローの両面から整理することの重要性を強調している。この際、これまで実施されたストックとしての対外直接投資(FDI)が今回のショックを契機に本国へ回帰してくる可能性に加え、フローとしての新規の FDI が減少する可能性も重要と論じてきた。確かに、ショックの大きさに鑑みれば、大きな FDI に打って出ようという企業は当面、その意欲を抑えるだろう。しかし、FDI の収益率(とりわけ対アジア)が対外証券投資や国内での設備投資・雇用と比較して優れていそうな状況は変わっていない。「世界最速ペースで進む少子高齢化」という構造的要因がある以上、FDI は時間を置いて再び増勢を取り戻す公算が大きいのではないかと考える。FDI がストック面から巻き戻されたり、フロー面から先細りになったりすることが円高圧力を増大させるという経路に過度な期待はできない。

～対外直接投資のトレンドは変わるのか？～

先週の本欄 7 月 1 日号『円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～』では、円相場の現状と展望を検討する際、今一度、需給環境をストック・フローの両面から整理することの重要性を説いた。この際、日本の対外経済部門を語る上で外せない過去 10 年間のトレンドとなっている対外直接投資(クロスボーダー M&A)が巻き戻され、円高圧力に転じるリスクに言及した。図示されるように、顕著な増加が確認されているのは過去



10 年だが、厳密に言えば過去 20 年、本邦から海外への対外直接投資(以下単に FDI)は増加基調にある。図は対内・対外直接投資をネットアウトしたものだが、それでも基調がはっきりしているのが分かるだろう。こうしたこれまで実施されたストックとしての FDI が今回のショックを契機に本国へ回帰してくる可能性に加え、フローとしての新規の FDI が出てこなくなる可能性も為替見通しの観点からも注目すべきものと考えられる。

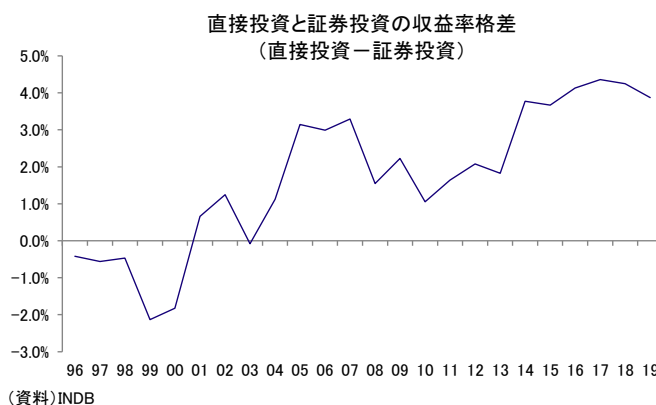
一般的に、FDI の定義は①投資先国に新たに単独法人や合併法人、子会社等を設立する形態(通称グリーンフィールド投資)、②投資先国企業の買収や株式取得・交換を通じた提携を行うもの(M&A 投資)に大別される。周知の通り、近年のトレンドをけん引しているのは後者、いわゆるクロスボーダー M&A の動きだ。特に 2011 年の東日本大震災発生から 2012 年まで、日本企業は六重苦、具体的には超円高、高い法人税の実効税率、高い電力価格、進まない自由貿易協定、硬直的な雇用規制、厳格な環境規制(温暖化ガス削減目標)に見舞われていると言われてきた。こうした六

重苦は現在解消されているものもあれば、残っているものもあるが、何をおいても「世界最速ペースで進む少子高齢化」という構造的要因が、日本企業にとって FDI を不可欠なものたらしめてきた部分は大きいと考えられる。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 の増勢を駆動してきたのはこうした論点であり、直ぐに変わりようがないものと考えられる。数字で確認すると、対外直接投資残高は 2000 年末の約 32 兆円から 2019 年末の約 203 兆円へ、6 倍以上に膨らんでいる。対内直接投資残高とネットアウトして見ても 2000 年末の約 26 兆円から 2019 年末の約 169 兆円へ、やはり 6 倍以上に膨らんでいる。

確かに、これほど積み上がった対外直接投資が取り崩されれば円高圧力として脅威だ。事実、コロナショックを経て、本邦でもこれまで実施した対外直接投資を解消し、現金化しようという大手企業の動きが報じられている。もちろん、それでも現金化されたフローの全部もしくは一部がどれほど国内に円貨として回帰してくるのか定かではなく、為替への影響は未知数ではあるが、こうした材料が円高を予感させるものであることは確かだ。円相場を展望するにあたっては、ストック・フローの両面から「果たして対外直接投資の勢いはどうなるのか」という問いを真摯に考えておく必要がある。

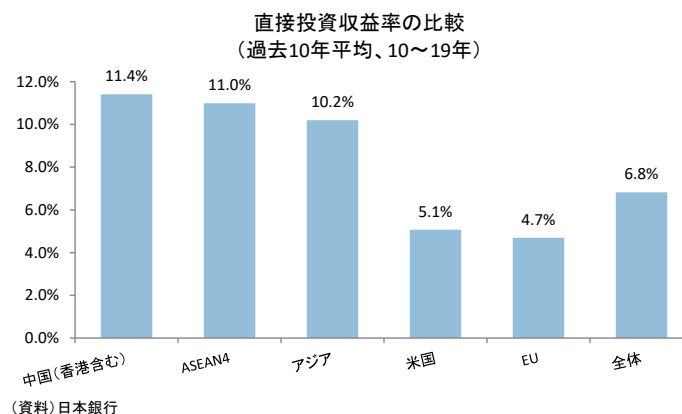
～もう証券投資は儲からない～

結論から言えば、少なくともフローの FDI の増勢が容易に変わるとは思えない。上では FDI が増加する諸要因に言及したが、結局、「対外直接投資が一番儲かる（見込みがある）」から増えてきたということでもある。直接投資と証券投資の収益率格差（直接投資－証券投資）を振り返ると（右図）、やはり 2000 年以降、直接投資の収益率が証券投資のそれに肉薄し、2000 年代半ばには明確に逆転、とりわけ過去 10 年（つまり



より 2010 年以降) で格差が拡大したことが分かる。日本の対外純資産の主体が対外証券投資から対外直接投資に切り替わってきたのは、シンプルに「そちらの方が儲かるから」という日本企業の判断があったという解釈でも大きな間違いではないように思われる。

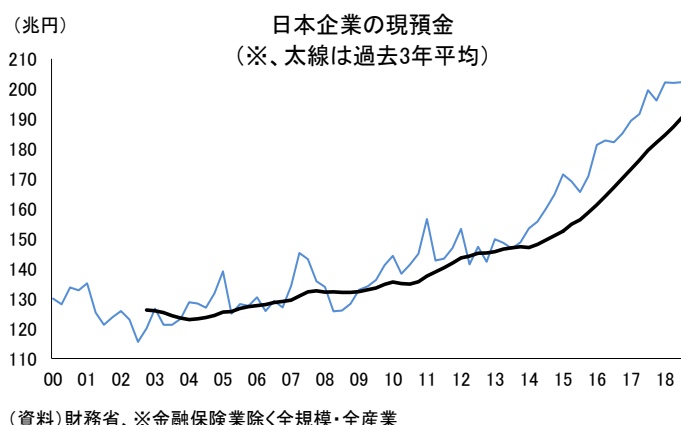
もちろん、コロナショックはグローバル化の巻き戻しの契機になりかねない大事件であるため、これまでのように巨額なフローを伴う FDI は案件として珍しくなるかもしれない。また、これまで実施されたストックとしての FDI が取り崩される動きが目立ってくる可能性も否めない(事実、そのような大企業の報道は出ている)。だが、コロナショックに対応するために形振り構わないマクロ政策を打ち込んだ



結果、世界的に金利は一段と低下しており、少なくとも対外証券投資の妙味はさらに薄れている。また、上述したように、日本の市場が確実に縮小していくことが見えている以上、日本企業の戦略として、国内での雇用や設備投資よりも FDI に活路を見出していくという傾向は大きく変わってこないと考えられる。前頁図(下)にも示すように、国・地域別に言えば、中国や ASEAN など、やはりアジアにおける収益率が欧米のそれよりも高いというのが直近 10 年の傾向である。その上でコロナショックが欧米を中心に大変な犠牲を出す感染症であったことを踏まえると、「アジアを中心に FDI を伸ばし収益の上積みを狙う」という従前の戦略はやはり魅力的な選択肢として残るのではないか。

～本邦企業の待機資金は依然として豊富である～

もちろん、FDI がまとまった額で実行され続けるためには相応の余裕資金が必要である。この点、本邦企業の待機資金が豊富なことも(批判的な意味合いを含めつつ)頻繁に指摘されてきた。右図に示されるように、依然として日本企業の抱える現預金は過去最高水準にあり、海外投資を制約するような財務環境にはないように見受けられる。財務省『法人企業統計』によれば、日本企業の現預金は約



206 兆円(2020 年 3 月末時点)で過去最高を更新している。もっとも、これが今年 6 月末、9 月末と進むに連れて果たして増勢を維持できるのかどうかは不透明であり、現時点のデータだけを用いて結論を急ぐべきではない。程度の差こそあれ、コロナショックを経て各社の財務環境は相当に傷んでいることが予想され、不透明感が燦る当面の間は大きな FDI のフローは期待できない。だが、体力に余裕があり、判断の早い企業ならばやはり企業買収を仕掛けたいと考えるのではないか。

コロナショックについては今後、本格的な第二波到来を警戒する必要もあり、あらゆる論点について結論を急ぐべきではない。少なくとも、大きな FDI に打って出ようという企業は当面、その意欲を抑えることになるのは確かだろう。だが、「過去 20 年間で積み上がった FDI が巻き戻され円高圧力が増大する」、「もう FDI が出てくることは無く、その分、円安圧力は和らぐ(≡円高圧力が増大する)」という展開になる可能性は、日本経済の抱える構造的問題を考えれば考えるほど、大きなものではないというのが筆者の基本認識である。

市場営業部・金融市場部
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
2020年7月3日	週末版(明らかに「物価差なき世界」～金利と共に失われる為替の変動要因～)
2020年7月2日	金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～
2020年7月1日	円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～
2020年6月26日	週末版(IMF、GFSR改訂を受けて～「実力以上の株価」という必要悪～)
2020年6月25日	ユーロ相場はなぜ堅調なのか？
2020年6月23日	メルケル首相に託されたEU復興基金の先行き
2020年6月22日	ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」
2020年6月19日	週末版
2020年6月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年5月分) 香港ドル相場の現状と展望～ベッグ崩壊の現実的な可能性は～ 二番底はメインシナリオの1つとして見るべきか
2020年6月17日	29年連続「世界最大の対外純資産国」の読み解き方
2020年6月12日	週末版(EU首脳会議プレビュー～メルケル首相への花道論も～)
2020年6月11日	FOMCを終えて～当分失われそうなドル/円のボラティリティ～
2020年6月9日	米国はいずれ通貨政策に訴えかけるのか？～特権の行使～
2020年6月8日	金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC
2020年6月5日	週末版(ECB政策理事会を終えて～2022年末までバランスシート残高は高止まり～)
2020年6月4日	明らかにされたパンデミック緊急購入プログラムの全貌
2020年6月3日	米個人消費・所得、急変動に透けて見える日本化の胎動
2020年5月29日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～PEPPに孕む隠蔽リスク～)
2020年5月27日	最近の元安・ドル高相場の読み方
2020年5月26日	IMF「国際金融安定報告」続報から読み取れるもの
2020年5月22日	週末版(EU復興基金設立の現状と展望～立ちほだかる「新ハンザ同盟」の壁～)
2020年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年4月分) コロナショックは反グローバルの「とどめ」なのか？
2020年5月19日	アフターコロナの世界で定着しそうな「皮肉な株高」
2020年5月15日	週末版(マイナス金利を正当化したECB論文～「次の一手」としての深掘りを予見させるものか？～)
2020年5月14日	不安を吐露したパウエル議長とマイナス金利の足音
2020年5月12日	独憲法裁判所の判断とECB買い入れ近況について
2020年5月8日	アフターコロナはインフレか？デフレか？
2020年5月7日	アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候
2020年5月1日	週末版(ECB政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～)
2020年4月28日	日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～
2020年4月24日	週末版(原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～)
2020年4月22日	拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か？～
2020年4月21日	資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年3月分)
2020年4月17日	週末版(「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か？～IMF世界経済見通し～)
2020年4月15日	ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～
2020年4月14日	「超リスクオフ」から「リスクオフ」へ～改めて米金利を意識へ～
2020年4月10日	週末版(明らかになったECB資産購入の実情～このペースではあと半年が限度～)
2020年4月9日	英国のEU離脱はどこへ～移行期間は延長不可避の情勢～
2020年4月7日	「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～
2020年4月6日	「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか
2020年4月3日	週末版(「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～)
2020年4月2日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月1日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
2020年3月30日	ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～
2020年3月27日	週末版(EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病へ～)
2020年3月26日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年2月分) リスクシナリオも練り直し～日米金利差逆転というリスク～
2020年3月24日	「ドル化する世界」と新興国通貨の選別
2020年3月23日	「08年型のドル高」と円の「2大ステータス」
2020年3月19日	週末版(踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かずの宝刀」も抜かれるのか？～)
2020年3月18日	FOMCレビュー～「不要不急で自減」は予定通り？～
2020年3月17日	ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月13日	週末版
2020年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～実質的なデビュー戦～
2020年3月10日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は？～
2020年3月9日	ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～
2020年3月6日	週末版
2020年3月5日	欧州難民危機再び？～「見えない脅威」と「見える脅威」～
2020年3月4日	不要不急の下り下げで自減したFRB
2020年3月3日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月2日	最強通貨に返り咲いた円～年初来変化率がプラスに～
2020年2月28日	週末版(メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～)
2020年2月27日	健在だった「安全資産としての円買い」と加速する悲観
2020年2月21日	週末版(忌避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～)
2020年2月20日	円急落は「日本売り」の結果なのか？ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年1月分)
2020年2月19日	危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇
2020年2月18日	ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと・・・～
2020年2月14日	週末版
2020年2月13日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
2020年2月12日	流動化したドイツ政局～メルケル退陣まで1年半余り～
2020年2月10日	良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」
2020年2月7日	週末版(上がりそうにない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～)
2020年2月6日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月4日	ポンド相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	ブレグジットQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年1月31日	週末版
2020年1月30日	FOMCを終えて～新型肺炎リスクと減速軌道の米国～
2020年1月29日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月28日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
2020年1月27日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月24日	週末版(ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～)
2020年1月22日	日銀金融政策決定会合～「政熱経冷」という運～
2020年1月21日	ECB政策理事会プレビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月20日	米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分)