

みずほマーケット・トピック(2021 年 1 月 19 日)

## 直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」

年初来のドル/円相場は 102.50～104.00 円という近年では円高気味と言える価格帯で推移している。この主因は米金利の低位安定と考えられるが、日本企業のクロスボーダーM&A(直接投資)が細まっているという論点も重要。近年、「リスクオフの円買い」の迫力が失われている背景には「円の売り切り」でもある日本企業による直接投資があると言われてきた。具体的には年間で 15 兆円規模の直接投資が 100 円割れの防波堤となってきた可能性は感じられる。現在までに明らかになっている 2020 年 1～11 月分の直接投資は▲10.3 兆円にとどまっており、過去 5 年平均や過去 10 年平均と照らしてもかなり小さい。企業部門の動きが強制的に抑制された 2020 年が近年稀にみる直接投資不調の年となったことは間違いないだろう。こうした事実によってドル/円相場の「地盤」が一時的に緩み、102～103 円台という近年では珍しい水準での推移に繋がっている可能性はある。しかし、日本企業による直接投資はあくまで構造的な理由から発生しているものであり、潤沢な待機資金も踏まえれば、アフターコロナでの復調を予想したい。

### ～米金利上昇は小休止～

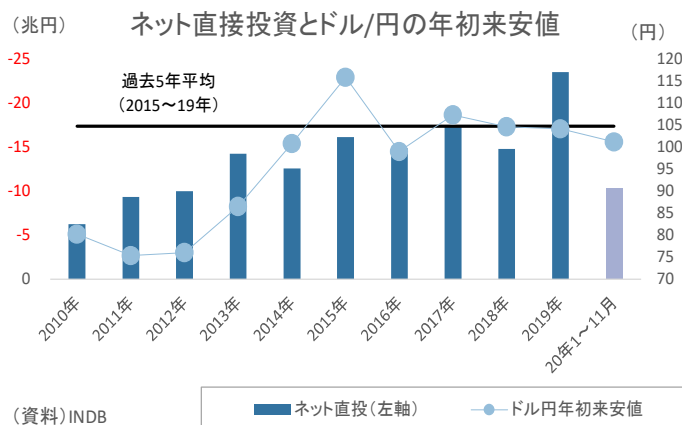
2021 年の取引が始まって 2 週間が経過したが、ドル/円相場は概ね 102.50～104.00 円の値幅で推移している。固定相場と化した近年の状況を踏まえれば、動意を感じる相場である。本欄では新型コロナウイルスの感染拡大に関して「最悪の冬」である 1～3 月期は米金利の低位安定と共にドル相場が軟化し、ドル/円相場も断続的に 100 円割れを臨む地合いになると考えてきた。その後、春が近づき、気候が暖くなるに伴って感染終息が視野に入り、米金利は上昇、ドルも買い戻されるというのが筆者の抱く基本シナリオである。年末年始、想定以上に米金利が上昇したことで 100 円割れが遠のいたが、やはり 12 月中旬からの 1 か月で 25bps の金利上昇は性急過ぎるものであり、小康状態に入っている。雇用減少が続く傍らで金利上昇が続くのは限界があろう。1～2 月の実体経済はより悪いはずであり、一段の金利低下とドル相場の下押しを可能性を警戒したい。

### ～直接投資不調で緩むドル/円相場の「地盤」～

なお、102.50～104.00 円という価格帯は近年でははっきりと円高気味と言えるものだ。過去 5 年間についてドル/円相場の年初来安値を見た場合、2015 年が 115.86 円、2016 年が 99.00 円、2017 年が 107.32 円、2018 年が 104.64 円、2019 年が 104.10 円、2020 年が 101.18 円となっている。多くの市場参加者が予想し得なかった英国の EU 離脱方針が決まった 2016 年 6 月の 99.00 円という瞬間風速は例外として(本当にものの数分であった)、ドル/円相場の目線は明らかに下がってきている。この背景には何があるのだろうか。もちろん、基本的にドル/円相場の軌道は米国の景気循環、煎じ詰めれば政策金利の動きに連動すると考えて差し支えないが、本邦の基礎的需給環境も当然重要な論点として無視できない。近年、「リスクオフの円買い」または「安全資産としての円

買い」の迫力が失われている背景には為替取引における「円の売り切り」である日本企業によるクロスボーダーM&Aがあるとされてきた。国際収支で言えば直接投資の話である。

図は過去 10 年に関して、各年に発生したネット直接投資(以下単に直接投資)の規模とドル/円相場の各年の年初来安値を重ねてみたものだ。両者に明確な関係性を見出せるわけではないが、年間で 15 兆円規模の直接投資が 100 円割れの防波堤となってきた可能性は感じられ、実際にそのようなマーケットトークは近年繰り返し見られてきた。具体的に数字を見てみると、2018 年は▲14.8 兆円、2019 年は▲

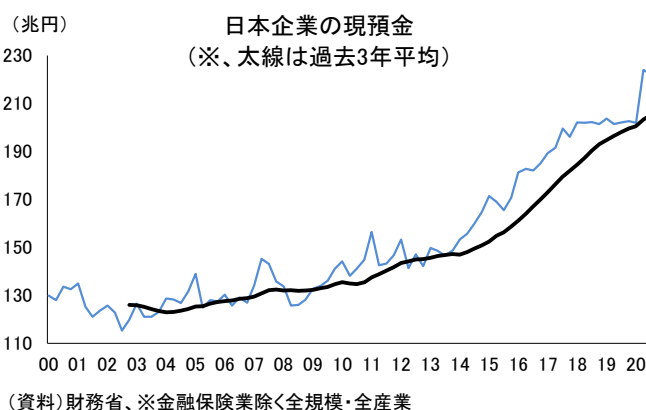


23.5 兆円、過去 5 年平均(2015~19 年)が▲17.3 兆円、過去 10 年平均(2010~20 年)が▲13.6 兆円の直接投資が出ていた。一方、現在までに明らかになっている 2020 年 1~11 月分の直接投資は▲10.3 兆円にとどまっている。最終的には 12 月国際収支統計の発表を待つ必要があるが、企業部門の動きが強制的に抑制された 2020 年が近年稀にみる直接投資不調の年となったことは間違いない。こうした事実によってドル/円相場の「地盤」が一時的に緩み、102~103 円台という近年では殆ど見ることのなかった水準での推移に繋がっている可能性はある。

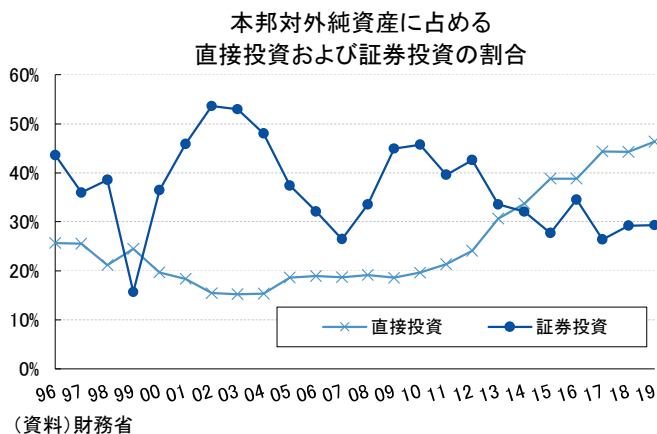
## ～直接投資は戻ってくる。少子高齢化と潤沢な待機資金～

直接投資の不調は今後も続くのだろうか。筆者はそう考えていない。もちろん、新型コロナウイルスの感染終息が視野に入るまでは過去 10 年のようなクロスボーダーM&Aを通じた企業部門による積極的なリスクテイクは抑制気味になるのは致し方ない。しかし、そもそもなぜ日本企業によるクロスボーダーM&A が盛り上がってきたのかを思い返したい。2010~11 年の民主党政権時代は六重苦(超円高、高い法人税、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)というフレーズが頻繁に取りざたされ、これが日本企業の日線を海外に向けさせてきたと言われていた。六重苦のうち超円高や自由貿易協定など解消されたものもあるが、残された論点も複数あり、引き続き直接投資の誘因になると考えられる。

また、六重苦以前の根本的な問題として日本という国が世界最速ペースで少子高齢化を経験している以上、国内市場よりも海外市場に可能性を見出すのは当然である。周知の通り、日本企業の現預金は高水準を維持しており、コロナ禍でその水準は一段と切り上がっている(図、これは消費・投資が抑制されたほかに、給付金の存在も含まれている)。2 度目の緊急事態宣言を受け本



欄<sup>1</sup>では詳しく議論したが、場当たりの政策対応を繰り返し見せられた結果、今後、日本の民間(企業+家計)部門全体が貯蓄過剰主体として引きこもる可能性は高まっていると言わざるを得ない。だが、アフターコロナを見据えれば、リスクテイクをするための待機資金は存在するということも念頭に置く必要がある。過去 10 年のクロスボーダーM&A ブームの結果、日本が誇る世界最大の対外純資産の半分近くは今や証券投資ではなく直接投資になっている。これは日本という国の形が対外経済部門から変わり始めていることを意味する(図)。ラフに言えば、「もう日本には有望な投資機会がない」と判断された結果としての構造変化であり、そのような動きが直ぐに止まるとは筆者は思わない。為替市場の視点からは円の売り切りが増える話であり、「リスクオフの円買い」もしくは「安全資産としての円買い」に引き続きブレーキをかける役割を果たすと考えられる。



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](mailto: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。

<sup>1</sup> 本欄 2021 年 1 月 7 日号『緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義』をご参照下さい。

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](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

| 発行年月日       | 過去6か月のタイトル                                       |
|-------------|--------------------------------------------------|
| 2021年1月18日  | 金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか？                           |
| 2021年1月15日  | 週末版(ECB政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～)           |
| 2021年1月13日  | 実質金利の上昇はどこまで容認されそうか？                             |
| 2021年1月12日  | 米12月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられずに～                     |
| 2021年1月8日   | 週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつも通りの済し崩し～)           |
| 2021年1月7日   | 緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義                            |
| 2021年1月5日   | 遂に2%に到達した米国のインフレ期待                               |
| 2021年1月4日   | 低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒                            |
| 2020年12月28日 | 英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A                               |
| 2020年12月25日 | 週末版                                              |
| 2020年12月24日 | やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～                           |
| 2020年12月23日 | 期待指数に薄日も差し込んできた米消費者マインド                          |
| 2020年12月21日 | 2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」                           |
| 2020年12月18日 | 週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)               |
| 2020年12月17日 | FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～                         |
| 2020年12月16日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)                     |
| 2020年12月15日 | イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状                             |
| 2020年12月14日 | ドル安の裏側には何があるのか？～元、ユーロの存在～                        |
| 2020年12月11日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)              |
| 2020年12月10日 | 「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ                            |
| 2020年12月8日  | 前門のブレグジット、後門の次年度予算                               |
| 2020年12月7日  | 米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～                            |
| 2020年12月4日  | 週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か？～)         |
| 2020年12月2日  | 過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏                            |
| 2020年12月1日  | 実質金利とドル/円相場にまつわる議論について                           |
| 2020年11月27日 | 週末版(緩和の「収穫逡巡」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)          |
| 2020年11月25日 | 拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感                              |
| 2020年11月24日 | ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは                            |
| 2020年11月20日 | 週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)          |
| 2020年11月18日 | 側近退場後のジョンソン政権とブレグジット交渉の行方                        |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)                     |
| 2020年11月17日 | 日米欧三極の成長率～急落と急騰の先にあるもの～                          |
| 2020年11月16日 | ワクセン報道はゲームチェンジャーになったのか？                          |
| 2020年11月13日 | 週末版                                              |
| 2020年11月12日 | 結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～                          |
| 2020年11月11日 | 円高・ドル安予想を修正する必要はあるのか？                            |
| 2020年11月10日 | アフターコロナ & アフターランプに沸く金融市場の整理                      |
| 2020年11月6日  | 週末版                                              |
| 2020年10月30日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)                    |
| 2020年10月29日 | ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和と仕草～                        |
| 2020年10月27日 | 中銀は環境に貢献すべきか？～ESG全盛の中で～                          |
| 2020年10月26日 | 解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～                         |
| 2020年10月23日 | 週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか？～年初来の対ドル変化率を振り返って～)  |
| 2020年10月22日 | 続・ブレグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～                       |
| 2020年10月20日 | IMF秋季世界経済見通し改定の見えるリスクシナリオ                        |
| 2020年10月19日 | 過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」                             |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)                      |
| 2020年10月16日 | 週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大～)      |
| 2020年10月15日 | 「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方                               |
| 2020年10月14日 | 元高の背景を整理～バイデントレードに加え金利と需給～                       |
| 2020年10月13日 | 米大統領選挙に対する市場思惑をどう整理すべきか？                         |
| 2020年10月9日  | 週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月8～9日開催分)～露骨なユーロ高けん制の実情～)      |
| 2020年10月8日  | 深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢                               |
| 2020年10月6日  | ブレグジットQ&A～現状と展望のための6つの論点～                        |
| 2020年10月5日  | バイデントレードとは何か？～元買い、ペソ買い、株売り～                      |
| 2020年10月2日  | 週末版(日銀短観(9月調査)を受けて～業況改善の裏で進む業績悪化と不安な設備投資～)       |
| 2020年10月1日  | 米株高と企業収益、そして恒常所得の関係                              |
| 2020年9月29日  | 日米欧で最大になったECBバランスシート                             |
| 2020年9月28日  | 「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済                             |
| 2020年9月25日  | 週末版                                              |
| 2020年9月24日  | 為替市場を規定するユーロの値動き                                 |
| 2020年9月23日  | 越冬リスクという論点～安全資産「金」の薄さ～                           |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年8月分)                      |
| 2020年9月18日  | 週末版(通貨高に苦しむECB～通貨政策化する金融政策～)                     |
| 2020年9月17日  | FOMCを終えて～日銀に似てきた情報発信                             |
| 2020年9月15日  | アベノミクスからスガノミクスへ～マクロ政策からミクロ政策へ～                   |
| 2020年9月14日  | マネー急増から何を読むべきか～「インフレの芽」なのか？～                     |
| 2020年9月11日  | 週末版(ECB政策理事会について～実感する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」～)        |
| 2020年9月9日   | 過去の後退局面と何が異なるのか？～米雇用の深手～                         |
| 2020年9月8日   | ECB政策理事会プレビュー～ユーロ高けん制に動くか～                       |
| 2020年9月7日   | 米8月雇用統計から何を読むか～「宿泊・飲食」の深手～                       |
| 2020年9月4日   | 週末版                                              |
| 2020年9月3日   | アベノミクス総括その②～なぜ円安になったのかを知るべき～                     |
| 2020年9月2日   | 「真のリスクオフ通貨」になれるかの瀬戸際～試されるユーロ～                    |
| 2020年9月1日   | アベノミクス総括～「金融政策の無効性」という「地味な偉業」～                   |
| 2020年8月28日  | 週末版(FRB戦略見直しとパウエル講演について～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～)   |
| 2020年8月26日  | 腰折れたままの米消費者マインド～株価に連動しない誤算～                      |
| 2020年8月24日  | ECB政策理事会議事要旨～PEPP「全部使う」が公式見解～                    |
| 2020年8月21日  | 週末版(FOMC議事要旨を受けて～ほぼ完全に否定された米国版YCC～)              |
| 2020年8月20日  | 米大統領選挙・議会選挙と為替市場の関係について                          |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年7月分)                      |
| 2020年8月18日  | 「ドル化した世界」におけるドル相場の限界                             |
| 2020年8月17日  | ECBの資産購入運営の現状～PSPPとPEPPの乖離～                      |
| 2020年8月14日  | 週末版(ユーロ/ドルは購買力平価(PPP)に向かっているのか？～「1.20」台復帰を目指して～) |
| 2020年8月12日  | 2020年上半期の円の基礎的需給環境について                           |
| 2020年8月11日  | 全てを押し上げているのは実質マイナス金利なのか？                         |
| 2020年8月7日   | 週末版                                              |
| 2020年8月4日   | 米製造業マインドよりも心配な米消費者マインド                           |
| 2020年8月3日   | 「ユーロにあって円に無いもの」～基軸通貨性を考える～                       |