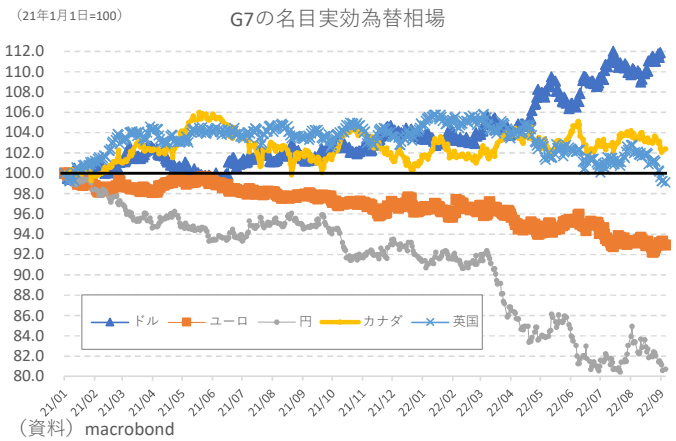
みずほマーケット・トピック（2022 年 9 月 15 日）

円安抑止としての日本版 HIA の可能性

本欄では執拗に議論している通り、今次円安で重視すべきは基礎的需給環境の変化。年間の貿易赤字が過去最大を記録する見通しで、季節調整済みの経常収支も赤字へ転化している以上、東京外国為替市場で「円を売りたい人の方が多い」という需給環境が極まっているというシンプルな事実は見逃せない。だからこそ日本からその需給環境に対して何らかのアプローチができるのではないかという発想はあるべき。直接的な方法としては巷説話題の円買い為替介入が想起されやすいが、原発再稼働による燃料輸入の減少やインバウンド解禁による円買いの増加なども一案としては挙がる。だが、単純に「円買いを増やす」という事実を果たすならば他にも方法はある。外貨準備を使って円買いを促すのは為替介入で政治的な問題を孕むが、日本企業が海外に保有する外貨を日本に還流させても同様の効果は得られる。ここで思い返されるのが 2005 年にブッシュ政権が実施した米国の本国投資法（HIA、レパトリ減税）。同年のドル相場が大きく上昇した背景には米多国籍企業のレパトリがあったと言われる。日本企業の海外子会社には約 37.6 兆円の内部留保がある。2005 年の米国のように、これを活用する手はある。

～必要なのは需給にアプローチする手段～

為替市場では政府・日銀による政策対応への思惑が高まりつつもドル/円相場は基本的に年初来高値圏で推移している。こうした状況下、改めて「どうすれば円安は止まるか」という点に関して世の問題意識が高まっているように感じられる。現下の円安を「円売りではなくドル買い」ともっともらしく説明したい向きが目立つが、名目・実質双方のベースで円相場の下落は他通貨対比で突出しており、全てをドル側の要因で説明しようとする態度に筆者は賛同できない。図示すれば一目瞭然だが、今年に入ってからの円相場の動きは「底割れ」と言って差し支えない（図）。ドル全面高には違いないが、ここまでの動きを強いられている通貨は他にない。



（資料）macrobond

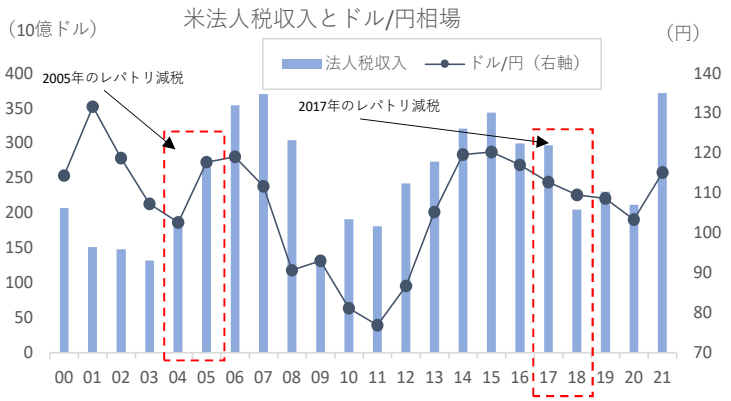
やはり見るべきは円の基礎的需給環境の変化である。年間の貿易赤字が過去最大を記録する見通しで、季節調整済みの経常収支も赤字へ転化している以上、東京外国為替市場で「円を売りたい人の方が多い」という需給環境が極まっているというシンプルな事実は見逃せない。だからこそ日本からその需給環境について何らかのアプローチができるのではないかという発想はあっても良いはずである。もちろん、米金利が下がってくれば円安が落ち着く部分もあろうが、いかんせん金

利の議論で米国発の材料を凌駕するのは難しいだろう。需給環境に直接アプローチする方法としては巷説話題の円買い為替介入が想起されやすいものの、原発再稼働による燃料輸入の減少やインバウンド解禁による円買いの増加なども一案としては挙がる。こうした施策は為替市場で断続的に取りざたされているが、どれも実現性や決定打を欠く印象は否めない。

～ドル高政策として成功した米国のレパトリ減税～

だが、単純に「円買いを増やす」という事実を果たすならば他にも方法はある。外貨準備を使って円買いを促すのは為替介入で政治的な問題を孕むが、日本企業が海外に保有する外貨を日本に還流させても同様の効果は得られる。ここで思い返されるのが 2005 年にブッシュ政権が実施した米国の本国投資法（HIA、レパトリ減税）である。2005 年当時（2017 年にトランプ政権が法改正するまでは）、米国の多国籍企業は海外子会社が稼いだ利益を本国へ還流させるにあたって課税されていた。この際、利益を稼いだ海外子会社の所在国でも課税されるため二重課税されていた。こうした事情から海外子会社の利益は米国外へ留保されやすい状況にあった。こうした米国外に滞留する利益を米国内に還流させ設備投資や雇用、自社株買いなどの原資にすることを狙ったのがブッシュ政権の HIA である。しかし、こうした資本フローは必然的に外貨売り・ドル買いを伴うため、同法は為替市場においてドル高政策としても有名であった。簡単に以下で振り返っておきたい。

具体的にブッシュ政権は 2005 年に海外子会社から米国への送金に関する税率を 1 年限定で 35%から 5.25%に大幅に引き下げる策を決定した。引き下げ幅が大きく、しかも 1 年という時限措置であったことから、その効果は絶大で 2004 年から 2005 年にかけて法人税額は急増している。具体的には 2002～2004 年の 3 年平均で 1564 億ドルだった法人税収入は、2005 年にその 1.7 倍となる 2783 億ドルまで急増している。それだけ米国内へ還流された額が大きかったことが分かる。この際に還流されてきた利益の使途は、その多くが自社株買いであったとされ、実際、2005 年の米株は上昇している。また、1 年限定で集中的に資本回帰を促したことで 2005 年の為替市場ではドル全面高が引き起こされ、名目実効および実質実効ベースでドルは+6%以上上昇し、対円では 103 円弱から 118 円弱まで上昇した。



（資料）Bloomberg、米議会予算局（CBO）

その後、トランプ政権も 2017 年 12 月に税制改革法案を成立させ、これも HIA の再来としてにわかに注目を集めた。だが、この改正案は海外子会社の利益は現地で 1 回のみ課税され、米国への本国回帰に関しては課税しないという恒久的な措置を定めるものであった。厳密には、米国企業が海外に滞留させている利益を米国に還流させる際の課税は、移行措置として 1 度限り（現金などの流動資産は 15.5%、固定資産は 8%に）減税の上で課税されるが、2005 年ほど減税幅は大きくはなく、しかも、時限措置ではなく恒久措置であったため駆け込みでレパトリを行う誘因は小さかった。為替市場への影響はフローが集中して初めて顕現化されると考えられ、実際、このトランプ政権下

でのレパトリ減税は為替市場にはさほど影響がなかった(同時期は米中貿易摩擦に伴って、トランプ政権としてドル安バイアスが強いとも言われていたことも影響していそうである)。

～正攻法の円安抑止策～

2005 年の米国の HIA の経験は日本に応用できないだろうか。経済産業省『海外事業活動基本調査(令和 2 年度)』によれば海外子会社の内部留保残高は約 37.6 兆円存在する。過去 10 余年にわたって対外直接投資が劇的に増えた結果、日本企業は多くの外貨を現地で抱えるようになった。これを日本へ国内回帰させるための制度設計は一考に値するかもしれない。その点は岸田政権の志向に沿った使途に限定すれば良く、これまでの「新しい資本主義」にまつわる情報発信を踏まえれば賃上げや雇用などが相当するだろうか。もちろん、成長率を押し上げるためには設備投資が条件でも良いだろう。いずれにせよ、内部留保残高の 10%ならば 3.8 兆円、20%ならば 7.6 兆円、30%ならば 10 兆円の円買いになる。10 兆円と言えば、2022 年 1～8 月の貿易赤字(約▲12.2 兆円)をほぼ帳消しにする規模であり、為替市場における円安要因の 1 つを打ち消す力になり得る。

慢性的な円高恐怖症に帯びていた日本経済の歴史においてレパトリ減税は積極的な議論が難しかったものの、もはやその心配もなくなった。自国の企業部門が稼いだ利益を原資に自国通貨買いを増やし、それを起点として賃上げや設備投資といった内需刺激に還元しようとする政策は正攻法であり、他国から指差されることもない。金融政策上の小細工を弄して市場との投機戦を強いられるよりも、日本経済が保有する外貨が国内に還流する方法の方が真っ当な一手に思える。

市場営業部
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に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
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
2022年9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版（ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～）
2022年9月7日	金利差が本当にテーマになるのはこれから
2022年9月6日	ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安
2022年9月5日	円安更新はどこまで続くのか～140円台突破を受けて～
2022年9月2日	週末版（ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～）
2022年8月29日	ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて
2022年8月26日	週末版（劣後する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～）
2022年8月24日	水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～
2022年8月23日	パリティ割れと欧州のインフレ動向について
2022年8月22日	顕著になる鎖国政策の副作用
2022年8月19日	週末版
2022年8月18日	過去最大を更新し続ける貿易赤字
2022年8月17日	生産者物価指数（PPI）と交易条件と円相場
2022年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年7月分）
	本邦4～6月期GDP～形ばかりの「コロナ前」回復～
2022年8月15日	独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～
2022年8月12日	週末版
2022年8月10日	独ライン川の水位低下とユーロ安リスク
2022年8月9日	2022年上半期の国際収支統計を受けて
2022年8月8日	ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか？
2022年8月5日	週末版（ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～）
2022年7月29日	週末版（米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～）
2022年7月27日	IMF世界経済見通し（7月改定）を受けて
2022年7月25日	ドル/円相場の近況をどう評価するか？
2022年7月22日	週末版（ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ～）
2022年7月20日	ECB は7月+50bp利上げに舵を切るのか
2022年7月19日	パリティ割れの背景整理～歴史に学ぶ教訓～
2022年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年6月分）
	週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でてこずるインフレ抑制～)
2022年7月14日	米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも
2022年7月12日	やはり顔を出し始めた新規感染者主義
2022年7月11日	リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～
2022年7月8日	週末版（世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀がスケープゴートにされる可能性～）
2022年7月7日	ユーロ相場急落の背景～ECBハト派化より重要なこと～
2022年7月5日	やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～
2022年7月4日	世界の外貨準備状況～22年3月末時点～
2022年7月1日	週末版（2年9ぶりのAPP停止と域内債券グループ化構想～遂に始まる加盟国の階層化～）
2022年6月28日	家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～
2022年6月27日	世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～
2022年6月24日	週末版（ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～）
2022年6月22日	「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況
2022年6月21日	タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～
2022年6月20日	疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営
2022年6月17日	週末版（ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～）
2022年6月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年5月分）
	FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～
2022年6月14日	悲惨指数を感じなかった日本人
2022年6月13日	米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来
2022年6月10日	週末版（ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～）
2022年6月9日	黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～
2022年6月8日	金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～
2022年6月7日	要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～
2022年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～サプライズがあるとすれば～
2022年6月3日	週末版（旅行収支と円相場の需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～）
2022年6月2日	変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望
2022年5月31日	31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方
2022年5月27日	週末版（ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～）
2022年5月26日	ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～
2022年5月25日	ブログで政策修正を図ったECBの真意
2022年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年4月分）
	週末版（円安相場は終わりなのか？～先行きは夏場以降の政治次第～）
2022年5月19日	本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～
2022年5月17日	ECB、「行動の夏」が意味するところ
2022年5月16日	円のREERは変動相場制以前の水準へ
2022年5月13日	週末版
2022年5月12日	米4月CPIと今後の考え方について
2022年5月11日	インバウンド解禁と円安抑制の関係性
2022年5月10日	「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～
2022年5月9日	「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について
2022年5月6日	週末版（FOMCを終えて～「50bps→25bps」のブレーキが重要～）
2022年5月2日	円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～
2022年4月28日	週末版
2022年4月27日	ECB、7月利上げ説は本当なのか？
2022年4月25日	円安にまつわるQ&A：よくある疑問の論点整理
2022年4月22日	週末版
2022年4月21日	円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～
2022年4月20日	IMF春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～
2022年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年3月分）
	表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
2022年4月18日	本当に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」
2022年4月15日	週末版（ECB政策理事会を終えて～勝負は6月会合に～）
2022年4月14日	「インフレで苦しむ」を想像できない日本
2022年4月13日	円安を止めるには～日本要因と米国要因～
2022年4月11日	ECB政策理事会プレビュー～レーン理事に同調～
2022年4月8日	週末版（本邦2 月国際収支統計を受けて～円安の流れを変えられるかは日本次第～）
2022年4月7日	FOMC議事要旨～株価に対し非常に厳しい内容～
2022年4月6日	「日本売り」を認められない論陣をどう評価するか