

みずほマーケット・トピック(2022 年 12 月 19 日)

円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル

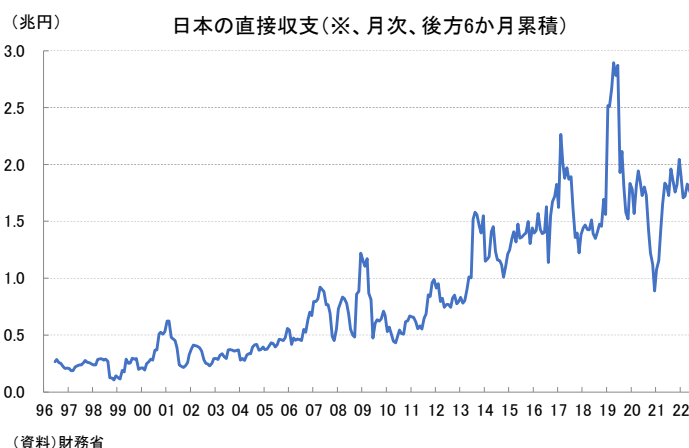
2022 年は円安見通しを語ることは元より、「では円安を活かす手はないのか」といったテーマで企業や官僚、政治家の方々と議論させて頂く機会に多く恵まれた。「通貨安を国として活かす」と言った場合、真っ先に思い浮かぶものを順に挙げると①財の輸出を増やす、②サービスの輸出を増やす、③対内直接投資を増やすといった論点が考えられる。このうち①や②は今次局面で殆ど議論が尽くされている。しかし、①のように国内企業の投資を期待せずとも、外資系企業の投資(対内直接投資)を期待するという③の経路もある。REER で見て「半世紀ぶりの円安」は、インバウンドの消費活動がお買い得になっていることばかりが注目されるが、当然、外資系企業にとって対日投資のコストが著しく切り下がっていることも意味する。台湾の TSMC が好例だが、競争力のある外資系企業の対内直接投資は国内経済に様々な好影響が期待できる。しかし、名目 GDP 対比で見た場合、日本の対内直接投資残高の規模は北朝鮮以下という非常に厳しい状況。仮に、もう「円高の歴史」の終わっており、「円安の歴史」が始まっているという問題意識に立つならば、国として長い目で見た円安対策として本腰を入れる価値のある分野だろう。

～通貨安を活かす、3 つの手段～

2022 年は円安見通しを語ることは元より、「では円安を活かす手はないのか」といったテーマで企業や官僚、政治家の方々と議論させて頂く機会に多く恵まれた。「通貨安を国として活かす」と言った場合、真っ先に思い浮かぶものを順に挙げると①財の輸出を増やす、②サービスの輸出を増やす、③対内直接投資を増やすといった論点が考えられる。このうち①は殆ど決着がついた議論である。2013 年以降、アベノミクスと称したり

フレ政策の一貫として黒田新総裁の下、日銀は量的・質的金融緩和を展開、ドル/円相場は最大で 50% 近く上昇した。しかし、その結果として輸出数量は増えなかったし、貿易黒字も当然、戻らなかった。現在同様、製造業の国内回帰を期待する論調もあったが現実には周知の通りである。それどころか円安傾向にもかかわらず対外直接投資は加速したのだから、「円安で国内回帰する」どころか「円安でも海外脱出する」というのが企業心理として根強かったことが分かる(図)。

その代わりにアベノミクスというフレーズが持て囃された 2013 年以降、日本におけるサービス収支、厳密には旅行収支は明確な転機を迎えた。2014 年まで日本の旅行収支は赤字が当たり前だった



が、2015 年以降は約+1.1 兆円の黒字へ転嫁し、2019 年には約+2.7 兆円と 4 年で 3 倍弱の黒字額に膨らんでいる。パンデミックなかりせば、2020 年は東京五輪の下でさらなる黒字を稼ぎ出していたはずだ。その後、パンデミックにより旅行収支黒字は消滅し、今年 10 月に水際対策緩和が世界に遅れて決断されるまでは低空飛行が続いてきた。旅行収支は今後、実質実効為替相場 (REER) における「半世紀ぶりの円安」を追い風に増勢基調に入るだろう。しかし、2022 年、岸田政権下で継続された水際対策は科学的根拠に乏しいと批判されるものであり、日本の閉鎖性を世界にアピールした感がある。今でも「日本に行くとマスク着用は必須」という特殊な行動様式が世界的に知られる状況にある。率直に言って、旅行収支黒字は貿易黒字の穴埋めにはなり得ず、極力、障害となるものは政府が取り払う努力をすべきと筆者は考えるが、岸田政権において、その優先度は決して高くないように見受けられる。現状、インバウンドの復活が持て囃されるが、本当に期待すべきは例年 4～7 月の実績であり、復活の真価はそこまで待たなければ分からない。

～対内直接投資の歴史とそのメリット～

以上の①や②は今次円安局面で繰り返し議論が尽くされている。しかし、①のように国内企業の投資を期待せずとも、外資系企業の投資(対内直接投資)を期待するという③の経路もある。むしろ、先細る国内需要を念頭に置く国内企業ではなく、国際的に認知度が高く競争力のある外資系企業が国内投資を進めてくれる方が国内の生産・所得・消費の好循環を持続的に支える期待がある。REER で見て「半世紀ぶりの円安」は、インバウンドの消費活動がお買い得になっていることばかりが注目されるが、当然、外資系企業にとって対日投資のコストが著しく切り下がっていることも意味する。この論点については 2021 年 11 月台湾の半導体大手企業 (TSMC) が熊本に新工場を建設するという動きが近年では有名である。一部報道では熊本県の名目 GDP (約 6.4 兆円) に対し、その経済効果は 2022 年からの 10 年間で約 4.3 兆円とも言われている。新規雇用は約 1700 人とされ、後述する通り、賃金水準も非常に高いことで知られる。

しかし、日本は歴史的に対内直接投資が極端に小さいことで悪名高い。2003 年 1 月、当時の小泉政権は「2001 年末の対日直接投資残高から 5 年間で倍増する」という政府目標を掲げ、2003 年 5 月には「Invest Japan」のスローガンの下、JETRO (日本貿易振興機構) に「対日投資・ビジネスサポートセンター」が設立されている。これによって対日投資に係るあらゆる情報がワンストップで入手可能になり、外国企業が煩雑さから解放されるという狙いがあった。筆者は 2004 年 4 月に JETRO へ新卒入社し、その時の名刺に「Invest Japan」が入っていたことをよく覚えている。ちなみに、「2001 年末の対日直接投資残高から 5 年間で倍増する」という目標に関しては 2001 年末が 6.9 兆円、そこから 5 年後の 2006 年末が 13.4 兆円なので達成されている。

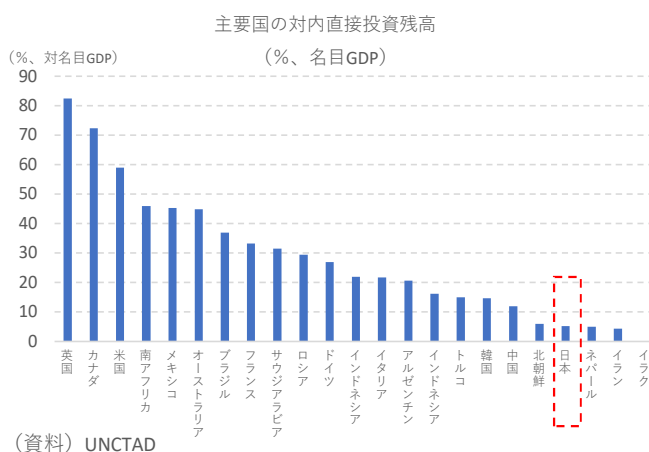
なお、現在に目をやっても 2021 年 6 月、菅政権が対日直接投資推進会議において残高目標を 2030 年に 2020 年対比で 2 倍の 80 兆円を目指す方針を示しており、その重要性は認識されているように見える。足許では対日直接投資推進会議の下に設置されたワーキング・グループが具体的な政策パッケージを検討しているとされ、進出した外資系企業にマッチするグローバル人材を育てたり海外資本と日本のスタートアップ企業が連携を深めるべく施策を検討中と伝えられている。このような取り組みが第二、第三の TSMC の発見に繋がるのかが期待されるところだろう。今月 12 日には米アップル社がティム・クック最高経営責任者 (CEO) の訪日に合わせて 2018 年以降の約 5

年間で、日本のサプライチェーン(供給網)に 1000 億ドル以上を支出したと発表し、iPhone 向けのアプリ配信サービスなどを通じて日本で合計 100 万人以上の雇用を支えているとの言及もあった。類似の例が続くことを政府としては期待するばかりだろう。

外資系企業の行動規範は日本企業のそれとは異なる。もちろん、国内にはない優れた人材、技術の波及は期待されるところだが、例えば賃金設定からして前向きな効果が期待される。TSMC の大卒初任給は 28 万円と著しく高い(が、国際的には高くない)ことで知られる。高給を払う外資系企業に国内企業が対抗する手段は「それよりも高く払う」が基本である。上がらない名目賃金があらゆる問題の元凶と言われる日本において、やはり対内直接投資の増加は有効策になるだろう。当然、TSMC やアップルのような企業が生産拠点を多く構えれば輸出も増え貿易収支も改善する。

～現状は北朝鮮以下～

しかし、現状はかなり厳しい。日本の対内直接投資の乏しさは上で見たような絶対額ではなく、経済規模(名目 GDP)対比の数字で認識し、評価されるべきである。この点、2006 年 3 月にやはり小泉政権が「2010 年末に対日直接投資残高を GDP 比でさらに倍増(5%程度)にする」という目標を掲げているが、2010 年末の対内直接投資残高の名目 GDP 比は 3.7%にとどまっている。ちなみに 2020 年末時点では 7.4%まで高まっているが、これでも国際的に見ると著しく低い。主要国(こ



こでは G20)について 2021 年の状況を比較したものだが、UNCTAD のデータによれば日本は 5.2%(財務省データとやや異なる)で、これは北朝鮮(5.9%)よりも低い。2021 年について公開されている 201 か国中 198 位で、日本より下にある国はネパール、イラン、イラクである。ちなみに先進国全体の平均が 57%、途上国全体の平均が 32%というデータもある。財務省と UNCTAD で若干データの齟齬はあるが、日本の水準が国際的に見て際立って低く、「資本の鎖国」と揶揄されるような状況であることに変わりはない。

～外国人同様、外国企業の受け入れも重要～

日本への対内直接投資がこれほど少ない背景には諸説ある。従前の研究では決定的な要因が突き止められるには至っていないという¹。例えば、抽象的な論点ではパンデミック下でも露呈された閉鎖的な国民性が指摘される。しかし、終身雇用・年功賃金に浸かった日本の労働市場においてドライな外国企業の基本姿勢が受け入れられにくいという点で捉えれば抽象的な論点とも言えず、これは解雇規制を筆頭とする硬直的な雇用法制という具体的な論点に帰着する。雇用法制の硬直

¹ 清田耕造・慶應義塾大学産業研究所・大学院経済学研究科教授は経済産業研究所(RIETI)への寄稿において「経済の規模や所得水準だけでなく、地理的な要因、言語の違い、各国間の歴史的な関係などを考慮しても、対日直接投資の低さは説明できない。日本固有の何らかの要因が働いていることは確かだが、それが何なのかは解明されておらず、いわゆる「ファクターX」のままとまっている」と述べている。RIETI『日本の魅力は最下位?』2020年12月24日

性は産業再編などを睨んだ外資系企業の進出を阻む一因になり得る。もっと、基本的な指摘として言語(英語が使えない)などの問題もあるのだろう。インバウンドという言葉が流布された今、日本社会において「外国人観光客の受け入れは日本経済にとって好材料」という論調はある程度市民権を得たように思えるが、「外国企業の受け入れは日本経済にとって好材料」という論調はまだそれほど浸透していないようにも感じる。

もちろん、近年取りざたされる経済安全保障の観点に照らせば無暗に外資系企業の進出や買収といった行為を容認すべきではないが、冒頭述べたように、円安を活かすカードとして財やサービスの輸出については殆ど議論が尽くされているように見える。財はともかく、サービス輸出(インバウンド受け入れ)についてはまだ余地はあり、改善すべき政策努力を続けて欲しいとは思いますが、それだけで為替需給が円高方向に好転するほどの威力は見込めないだろう。片や、北朝鮮以下という状況にある対内直接投資のポテンシャルは相応に大きいように思える。仮に、2022 年に直面した円安が長きにわたった「円高の歴史」の終わりであるとすれば、今後は円安を活かす手段としての対内直接投資は必ず重要になる。政府として税制や補助金の支援を通じた措置が検討されて然るべき分野であろう。長い目で見た円安対策として、こうした論点への取り組みを期待したい。

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12月16日	週末版()
2022年12月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年11月分) FOMCを終えて～PCEピークアウトと利上げ停止時期～
2022年12月14日	米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～
2022年12月13日	23年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約
2022年12月12日	インバウンド復活は2023年春以降のテーマに
2022年12月9日	週末版
2022年12月6日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
2022年12月5日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか？
2022年12月2日	週末版(135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～)
2022年12月1日	まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢
2022年11月29日	ECB議事要旨を受けて～開き始めたFRBとの差～
2022年11月28日	FOMC議事要旨を受けて～利上げ幅縮小に新味なし～
2022年11月25日	週末版
2022年11月24日	投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況
2022年11月22日	消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI
2022年11月21日	最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～
2022年11月18日	週末版(本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～)
2022年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年10月分)
2022年11月16日	FRBは今、何を考えているか？～蘇る平均インフレ目標～
2022年11月15日	実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート
2022年11月14日	ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～
2022年11月11日	週末版(2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～)
2022年11月10日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
2022年11月9日	ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～
2022年11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～)
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回帰報道をどう理解するか？
2022年10月24日	圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～
2022年10月21日	週末版(半分に変わった円の価値～150円到達で何を思うか～)
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)
2022年10月18日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を讀むか～
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
2022年10月12日	「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味
2022年10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～)
2022年10月6日	水際対策完全撤廃の前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メローニ新政権、現実路線への修正は可能なのか？
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～)
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年8月分) 円安抑止としての日本版HIAの可能性
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(劣化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～ユーロ安でこざるインフレ抑制～)
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～