

みずほマーケット・トピック(2024年5月16日)

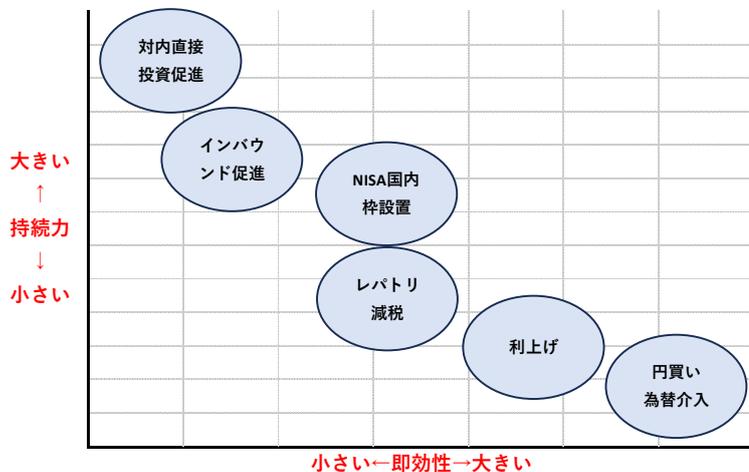
## 円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～

先週の本欄では円安抑止の処方箋を争点として様々な論点を取り上げてきた。処方箋を並べると①円買い為替介入、②日銀の利上げ、③レパトリ減税、④NISA 国内投資枠の新設、⑤インバウンドの促進、⑥対内直接投資の促進などがある。これらの処方箋を、効き目が出るまでの時間軸である「即効性」と、効き目が続く時間軸である「持続性」から評価した場合、総じて即効性と持続性はトレードオフの関係にある。現状の円安相場を受けて、各所で研究会や勉強会が開催され、筆者も多数参加させて頂いているが、最終的に行き着く結論は⑥対内直接投資の促進、であることが多い。その効用を突き詰めていった場合、目下問題視される「構造的な円安圧力」を退ける話には確かになる。しかし、仮にこの路線が正しかったとしても、効果発現までに恐らく10年以上の月日がかかる。また、対内直接投資の促進にあたって必ず問題になるのがエネルギーと人の問題。原発再稼働と移民受け入れという極めて巨大な政策課題が付いて回るという事実は、最終的に大きな関心を引くことになる。王道も簡単に追えるわけではない。

### ～円安抑止の処方箋まとめ～

先週の本欄では円安抑止の処方箋を争点として様々な論点を取り上げた。ここまで本欄で議論の俎上に乗せてきた論点を並べると①円買い為替介入、②日銀の利上げ、③レパトリ減税、④NISA 国内投資枠の新設、⑤インバウンドの促進、⑥対内直接投資の促進などがある。これらの処方箋を効き目が出るまでの時間軸である「即効性」と、効き目が続く時間軸である「持続性」から評価した場合、右図のようなイメージになると筆者は考えている。総じて即効性と持続性は

円安抑制の処方箋に関するイメージ



(資料) 筆者作成

トレードオフの関係にあると思った方が良い。例えば、金融市場で催促が強まりやすい通貨政策としての①円買い為替介入や、金融政策としての②利上げは確かに即効性が大きく、瞬間的に円買いを招くが、その後の値動きまで規定することは難しい。資本移動が自由化された変動為替相場場で円が取引されている以上、裁量的な通貨・金融政策だけで事態を変えることは本質的に無理だ。

これら以外では先週の本欄で議論した③レパトリ減税や④NISA 国内投資枠設置は通貨・金融政策よりも持続性を有するが、やはり時間稼ぎの域を出るものではない。とはいえ、持続性に関し「NISA 国内投資枠設置>レパトリ減税」としているのは、潜在的に海外投資に向かうであろう家計部門

のフローを幾分か国内に誘引できるという点を評価しているためだ。先週の本欄でも議論した通り、家計部門の投資原資に限界がある以上、国内投資と海外投資はある程度代替関係と考えた方がよい。だとすれば、NISA 国内枠設置は「持続的な円売り抑止効果」を確実に秘めている政策ではないかと筆者は考えている（もちろん、実施に際し、規模や時間軸など詰めるべき論点はある）。

### ～王道は対内直接投資～

残るのが⑤インバウンドの促進と⑥対内直接投資の促進である。⑤は促進を乗り越して「制限すべき」という論調まで出てきており、意図せずとも人手不足による供給制約に直面する未来が可視化されつつある。議論すべきアップサイドはさほど大きくないというのが筆者の印象だ。

現状の円安相場を受けて、各所で研究会や勉強会が開催され、筆者も多数参加させて頂いているが、最終的に行き着く結論は⑥対内直接投資の促進であることが多い。対内直接投資残高が積み上がり、日本にも（外資系企業の）輸出拠点が増え、円安による輸出数量の浮揚が確認されるようになった場合、貿易収支改善にも至ることになる。言うまでもなく、それは目下問題視される「構造的な円安圧力」を退



ける話になる。今の日本が最も望む路線だろう。しかし、仮にこの路線が正しかったとしても、そうなるまでに恐らく10年以上の月日はかかるはずだ。日本から海外への対外直接投資ブームが始まったのがまさに約10年前であり(図)、その結果が円安になっても輸出が増えず、収支も改善しない現状に繋がっている。これを修正するのに同じくらいの月日がかかると考えておくのは自然だろう。一国の為替需給構造を根本的に変容させるには年単位の時間が必要であり、現在の円安が日本に与えられた「新しい所与の条件」だと理解すれば、これ活かして新しい成長の形を探っていくしかない。「通貨安を基軸として財の輸出に外貨獲得の望みを繋ぐ」という選択について「発展途上国の成長モデルに近い」という嘆きも聞こえるが、実質実効為替相場(REER)が半世紀ぶりの安値から脱却できない状況が続く以上、通貨安由来のコストメリットを活かして財やサービスを海外へ売り込む努力に力を入れるのは王道である。

### ～途上国モデルだが、途上国より厳しい～

対内直接投資を促進するという議論を深めようとした場合、必ず問題になるのがエネルギーと人の問題だ。前者は原発再稼働を視野に入れた電源構成の問題、後者は人手不足の問題である。電力と労働力の供給が不安定な国をわざわざ選ぶ外資系企業は多くない。熊本県菊陽町がTSMCの投資先として選ばれた背景には、この両者がクリアされているという特殊な事情もあった。

特に、後者については不安が大きい。というのも、上で「発展途上国の成長モデルに近い」と述べたが、多くの発展途上国は人口増加の追い風を受けていることが多い。ということは、人口減少

の最中にある日本は発展途上国よりも厳しい制約を負いながら彼らの成長モデルを強いられているという解釈もできる。対内直接投資の促進にあたっては直感的に「工場働く労働力を確保できるのか」という問題が浮上するが、外資系企業は日本にコストメリットを感じて入ってくるのだとするとその賃金水準は高い。よって投資する企業の人材獲得は進む可能性が高い。より現実的に予想されるのは「工場に取られて他分野の人手不足が極まる」というクラウディングアウトである。例えば、対内直接投資が盛んな地域が増えてきた場合、既に人手不足が問題になっている宿泊・飲食サービスや建設といった分野ではより深刻な問題になる可能性がある。介護分野なども同様だろう。

こうして円安抑止の処方箋の王道として対内直接投資の促進を選んだ場合、合わせて本格的な移民受け入れについて日本社会が議論しなければならない未来は視野に入る。円安になればなるほど、移民の行先として日本を選ぶインセンティブも小さくなっていくため、いつまでも決断を先延ばしできる問題でもない。過去にも論じた通りだが、欧州の現実を見る限り、移民受け入れには相当の覚悟と議論を重ねる必要がある。その結果が「否」である可能性も十分考えられる。しかし、通貨安を契機として日本が直面する苦境を冷静に考えた上で、政治が国民に問いかける時期に差し掛かっているのは確かであろう。望む、望まないを口にしていないという状況もあり得る。

歴史的に「途上国⇒先進国⇒途上国(人口は減少)」というプロセスを経た例がないため、これからの日本が対内直接投資の促進だけでどれほど逆風を跳ね返せるのか定かではないが、通貨安を活かす王道として政府・与党がこれを提示することに大きな違和感はない。しかし、合わせて議論されるべき大きな争点として原発再稼働と移民受け入れという極めて巨大な政策課題が付いて回るという事実も、いずれ大きな関心を引くはずである。

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。

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
2024年5月14日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
2024年5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まったのか？～円安と債務～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場予想パスについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～
2024年5月2日	週末版(レバトリ減税について～15%の摩擦に拘るべき～)
2024年4月30日	日銀が回避した為替との戦い、今後のリスク
2024年4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない？～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～
2024年4月22日	ドル高是正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
2024年4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分) 週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)
2024年4月11日	「でこぼこ道」が「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ペースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直接投資のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
2024年4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか？
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか？
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
2024年3月25日	23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～
2024年3月22日	週末版(FOMCを受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」)
2024年3月21日	「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～
2024年3月18日	「噂で売って、事実でも売れ」になりそうな円相場
2024年3月15日	週末版(「家計の円売り」は3月も続くのか？～試される個人投資家の芯～)
2024年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年2月分)
2024年3月13日	春闘と円高リスク～「異例の買上げムード」というリスク～
2024年3月12日	最近の国際収支の状況について～GFでは初月赤字～
2024年3月11日	最大の円高リスクは日銀の連続利上げ
2024年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月まで材料なし～)
2024年3月6日	世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～
2024年3月5日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～妥結賃金は年内4%台か～
2024年3月1日	週末版(マイナス金利解除と円相場の関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～)
2024年2月27日	ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～
2024年2月26日	日経平均株価上昇の理由～インフレの掃蕩～
2024年2月22日	週末版
2024年2月21日	1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～
2024年2月20日	日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか？～
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年1月分) 本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月14日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月13日	投信経由の対外証券投資～進む資産運用立国の未来～
2024年2月9日	週末版
2024年2月8日	仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～
2024年2月7日	PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～
2024年2月2日	週末版(ソフトランディングと賃金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)
2024年2月1日	FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～
2024年1月29日	日本円の現在地～独歩安で始まった2024年～
2024年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「夏」がキープレーズ～)
2024年1月24日	日銀金融政策決定会合～繰り込んで円安の怖さ～
2024年1月23日	ECB政策理事会プレビュー～勝利宣言はまだ～
2024年1月22日	「家計の円売り」と「損保のレバトリ」の違い
2024年1月19日	週末版
2024年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年12月分) 「貯蓄から逃避」で進む円の独歩安～現状整理～
2024年1月17日	「新時代の赤字」の定点観測と今後の需給イメージ
2024年1月16日	マイルド・キャピタルフライト(後編)～需給への評価～
2024年1月15日	マイルド・キャピタルフライト(前編)～家計の円売り～
2024年1月12日	週末版
2024年1月11日	ユーロ圏インフレ率の近況～再浮揚の読み方～
2024年1月10日	震災と旅行収支の関係について～2011年からの教訓～
2024年1月9日	米大統領選挙の考え方～メインシナリオを覆すか～
2024年1月5日	週末版(能登半島地震の影響について～構造変化を経て「普通の通貨」になった円～)
2024年1月4日	24年、持つべきイメージは「長期円安局面の小休止」
2023年12月22日	週末版(本邦の家計金融資産動向について～外資性資産比率は「根雪」のイメージで～)
2023年12月20日	日銀金融政策決定会合～解除時期と円相場への影響～
2023年12月18日	2024年、円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～
2023年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「利上げ→利下げ」の考え方～)
2023年12月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年11月分) FOMCを終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～
2023年12月13日	最近の需給環境について～24年も脆弱性は残る～
2023年12月12日	12月日銀会合の行方～政治的観点、2000年との比較～
2023年12月11日	24年ドル/円見直し外観～「主戦場の変化」を確認する年～
2023年12月8日	週末版(円高と植田発言の読み方～チャレンジの真意～)
2023年12月7日	ECB、シュナーベル発言の読み方～拡大解釈を警戒～
2023年12月6日	対内直接投資の胎動と今後への展望
2023年12月4日	24年、円高シナリオの鮮度～130円割れはあれど～
2023年12月1日	週末版(ユーロ圏11月消費者物価指数の読み方～「最後の岩」となるサービス業～)
2023年11月28日	ユーロ圏経済とECB金融政策の現状と展望
2023年11月24日	週末版(貿易赤字国が迎える米利下げ～通貨高は当たり前～)
2023年11月21日	円高とPPPの考え方～収斂するのか、しないのか～
2023年11月20日	過去最安値に肉薄する円の名目実効相場(NEER)