

みずほマーケット・トピック(2024 年 6 月 4 日)

敢えて考える対内直接投資促進の「負の側面」

対内直接投資の促進という政策に対し、直感的に予想される批判の 1 つが「所詮は外資系企業の収益になるだけではないか」というもの。結論から言えば、その批判は正しい。今回の本欄は対内直接投資を主軸に成長をけん引してきたアイルランドの例などを通じて、敢えて対内直接投資促進策に伴う「負の側面」を議論する。統計上、対内直接投資を促していけば国内での消費・投資活動や輸出が活発化する結果として GDP が増える一方、外資系企業が稼いだ利益は本国送金され、第一次所得収支で支払が増えるため GNI は減ることになる。事実、対内直接投資大国であるアイルランドでは両者の乖離が激しくなっている。もっとも、アイルランドの事例をもって日本における対内直接投資促進の方針を咎める理由にはなり得ない。現在の日本で問題視されている需給構造の変容は対内直接投資で改善するだろうし、そもそも日本はアイルランドのように資本集約的な業態ばかり誘致するわけではない。総じて「投資して貰えるうちに投資はして貰った方が良い」というのが筆者の立場。

～対内直接投資促進の「負の側面」～

かねて本欄では円安抑止の処方箋に関し、その王道は対内直接投資の促進だと強調してきた。この点は昨年 6 月の「骨太の方針」において「2030 年までに 100 兆円」という残高目標が明記されて以降、政府・与党内でも共有されている方向性である。実際、今年 3 月に立ち上がった財務省の有識者会議「国際収支から見た日本経済の課題と処方箋」においても、対内直接投資の促進が今後の日本経済浮揚にとって重要論点になることは認識されており、公表資料でも頻繁に登場している。既に TSMC の工場建設が進んでいる熊本県菊陽町を例に雇用・賃金環境の逼迫を期待し、対内直接投資の経済効果をポジティブに受け止める向きは多い。基本的に筆者も同感である。

だが、政策には功罪が必ず付き纏う。対内直接投資を経済浮揚の鍵と位置付ける主張に対し、直感的に予想される批判の 1 つが「所詮は外資系企業の収益になるだけではないか」というものだ。結論から言えば、その批判は正しい。とはいえ、「そうだとすると今の日本はやるべき」というのが筆者の基本認識である。以下では対内直接投資を主軸に成長をけん引してきたアイルランドの例などを通じて、敢えて対内直接投資促進策に伴う「負の側面」を議論してみたいと思う。

～対内直接投資が増えれば GNI は減る～

仮に今後の日本において対内直接投資残高が積み上がり、九州に限らず日本の各所において外資系企業の工場や研究施設などが誕生したとしよう。直接的にはそこから世界への財・サービス輸出が増えることになるため、国際収支項目で言えば、貿易サービス収支の改善を期待することになる。しかし一方、例えば TSMC の工場や GAFAM の研究開発拠点が上げた利益は当然、台湾や米国に帰属するため、そこに円売り・外貨買いの資本フローは発生する。国際収支項目で言えば、第一次所得収支の悪化だ。こうした対内直接投資の促進に伴う実体経済への影響は統計上、

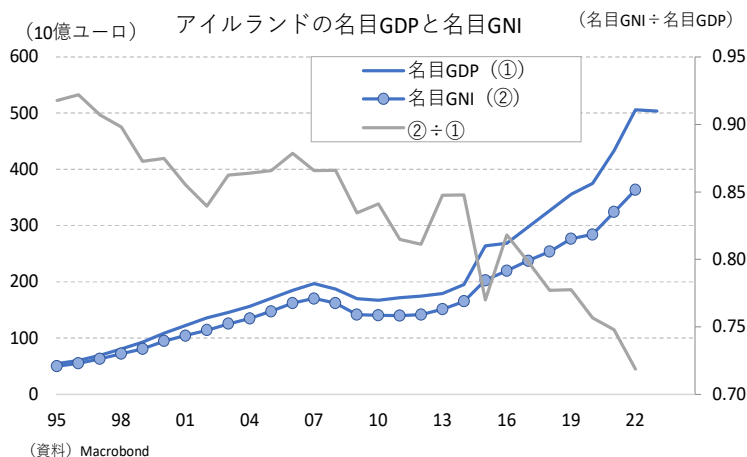
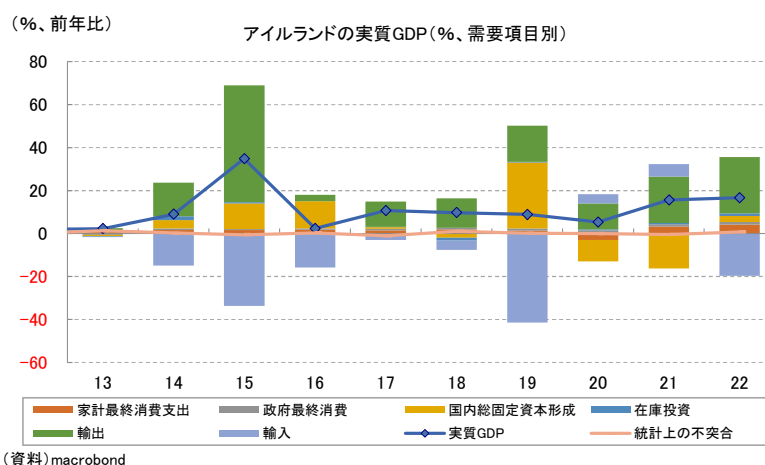
GDP(国内総生産)とGNI(国民総所得)の乖離から理解することになる。GDPは「国内で1年間に生産されたモノやサービスの付加価値の合計」であるのに対し、GNIは「居住者が国内外から1年間で獲得した所得の合計」である。理論上は「 $GNI = GDP + \text{海外からの純要素所得}$ 」であり、「海外からの純要素所得」とは要するに第一次所得収支に相当する。

現状、日本は海外での生産・販売活動を基軸として外貨を稼いでいるため(第一次所得収支が黒字であるため)、「 $GNI > GDP$ 」という大小関係が定着している。今後、対内直接投資を促していけば、国内での消費・投資活動や輸出が活発化する結果としてGDPが増える一方、外資系企業が稼いだ利益は本国送金されるため第一次所得収支で支払が増えるためGNIは減ることになる。

～対内直接投資大国アイルランドで起きていること～

この典型的な例がアイルランドだ。過去の本欄¹で繰り返し紹介したように、アイルランドは税率や言語、教育などの強みを背景としてGAFAMを中心とする巨大IT企業や巨大製薬企業の拠点を誘致することに成功している。世界的な対内直接投資大国と呼んで差し支えない。例えば、特に同国はデジタル産業に比較優位を持つわけではないにもかかわらず、デジタルサービス取引を包含する通信・コンピューター・情報サービス収支が+1940億ドルと世界最大の黒字を記録しており(2021年OECD統計より)、その規模は米国の12倍に達している。こうしてデジタル関連収支の黒字が積み上がっていることに加え、通常の貿易収支では医薬品関係での黒字も積み上がっているため(アイルランドの財輸出の6割以上が医薬品関係)、同国の成長率は純輸出にけん引される格好で押し上げられてきた(図)。近年、アイルランドの成長率が異様に高いのは財・サービス両面で輸出が膨らんでいるためだ。なお、2020年以降、純輸出の寄与度が著しく大きくなっているのはパンデミックを通じてデジタルサービスの需要が急増したためである。今後予想されるAI活用の流れを踏まえれば、こうしたアイルランドの成長モデルはまだアップサイドがありそうである。

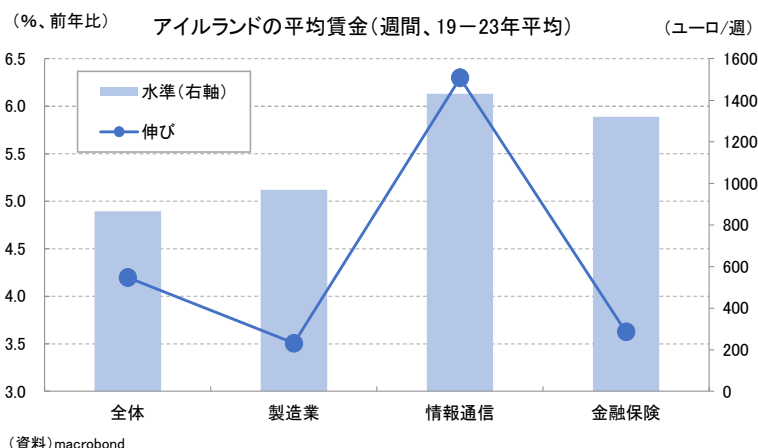
しかし、外資系企業の力を借りたことによる副作用はGNIに現れる。例えば2000年時点で名目GNIと名目GDPの比率は0.87程度だった(図)。つまり、名目GNIの方が▲13%程度小さかった



¹ 本欄 2024 年 4 月 2 日号「デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか?」をご参照下さい。

ということである。その後、両者の差は徐々に広がり、2022 年時点では 0.72 程度、つまり名目 GNI の方が ▲28%程度小さくなっている。国民所得で見た方が 3 割弱も経済が小さくなるというのは看過できない差である。実際、国内の所得環境を見ても、情報通信業の所得は全体平均を上回っているが、それ以外の業種との格差は大きく、広くあまねく成長の恩恵が国内に行き渡っているわけ

ではない可能性が疑われる(図)。成長率のけん引役を外資系企業の対内直接投資に託した場合、恩恵の多くは当然ながら企業の本籍地に向けて流出するため、投資先国に配分されるパイはその分小さくなる。その小さくなったパイの多くは、その外資系企業の業態かそれと関わり合いの深い業態に配分されることになる。なお、図に示すように、アイルランドでは情報通信のほか金融保険の賃金水準も全体平均より大分高い。英国の EU 離脱に際し、EU のシングルパスポート(加盟国のどこでも支店を開設できるという EU の銀行免許)を保持するための移転先として最も支持を得たのがアイルランドの首都ダブリンであった。デジタル、医薬品、金融といった高付加価値業態への対内直接投資がアイルランド経済を支えているのである。



～日本とは事情が異なる側面もある～

このように対内直接投資促進は GDP の押し上げと同時に GNI の押し下げにも寄与する可能性がある。恐らく投資先に選ばれた地域では雇用・賃金環境の逼迫を通じ、地元企業や商店が人材獲得に難渋するという副作用にも直面しやすいはずである。「投資先国の所得環境に対し思ったほどプラス寄与が無い」という後ろ向きな指摘は将来的に想定されるところではある。

とはいえ、日本が抱えている喫緊の課題が収束しない円安相場であり、その背景に内外金利差だけではなく円売りに傾斜した需給構造があるのだとすると、それを抑止するための努力は結局、必要である。対内直接投資が純輸出増加を通じて GDP を押し上げる以上、日本が獲れるメリットはある。少なくともアイルランドで GNI が伸びなかったという事実一点をもって、日本における対内直接投資促進の方針を咎める理由にはなり得ない。また、受け入れる業態の差も考慮すべきだろう。上述したようにアイルランドが受け入れてきた情報通信や製薬といった業態はとりわけ付加価値が高い、資本集約的な業態である。少ない労働投入の結果として高い利益を実現できるからこそ、それらの業種の賃金は高くなる。結果、雇用・賃金への波及効果は局所的になりやすい側面がある。

しかし、日本が促そうとしている半導体工場のような製造業は労働集約的な業態になるため、より多くの人手が必要になる。雇用創出効果も、それに付随する消費・投資の波及効果も、アイルランドのケースと比べれば大きくなる期待はある。そもそも GDP 比で見て 5%台という対内直接投資残高が北朝鮮以下という現状にあるのだから、これを引き上げようとする努力自体が誤っているということは考えにくい。本欄では繰り返し論じているが、むしろ、これを伸ばそうとするにあたって障害と

なり得る労働力や電力など、日本に内在する不安定性をどうやって取り除いていくのかを考えることが先決だと筆者は考える。どのような政策にも功罪はある。現状の日本では対内直接投の促進に関し、「功」の部分が「罪」の部分を上回っていると考えても差し支えないのではないか。内外の経済・金融情勢は常に可変的であり、「投資して貰えるうちに投資はして貰った方が良い」というのが筆者の立場である。

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

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/egson.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egson_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年6月3日	強含む経済指標に囲まれるECB～ユーロ相場の方～
2024年5月31日	週末版
2024年5月29日	虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き
2024年5月28日	「This time is different.」は利上げ予告か～内田講演～
2024年5月27日	加速したユーロ圏妥結資金とECBブログの言い分
2024年5月24日	週末版
2024年5月23日	金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～
2024年5月22日	「もしトラ」で注目される欧州の立ち回り
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見えたECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分) 円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
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」と円相場の予想パスについて
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～「5%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～「またも「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」か「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	対内直投のキーワードは「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、事実でも売り」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～CF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	ユーロ圏の資金・物価情勢～妥結資金は年内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～インフレの帰結～
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～涉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資金減速～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～織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)