

みずほマーケット・トピック(2024年6月5日)

証券投資は巻き返すか？～収益率で考える未来～

過去四半世紀、日本から海外への直接投資と証券投資の収益率を比較すると、証券投資の収益率が劣化し、直接投資のそれが改善を続けてきたという事実がある。その結果が「対外純資産の半分が直接投資」という現状であり、「戻らぬ円」問題に繋がっている。しかし、今後もこの傾向は続くのか。これまで証券投資の収益率が相対的に劣後してきたのはひとえに主要国で低インフレが定着してきた結果とも読める。仮にインフレの時代になりつつあるならば、証券投資の収益率も変わってくるはず。しかも、今や直接投資の決定要因は経済合理性だけではなくなくなっているため、証券投資に対する直接投資の有利性も衰えてくる可能性もあるだろう。日本の視点からすれば対外純資産に占める「戻らぬ円」である直接投資の割合が果たしてこのまま高止まりするのか。それとも低下に転じるのかという意味で注目される動き。「円相場の構造変化」がまた新しい構造変化を迎える可能性にも気を配っていききたいところ。

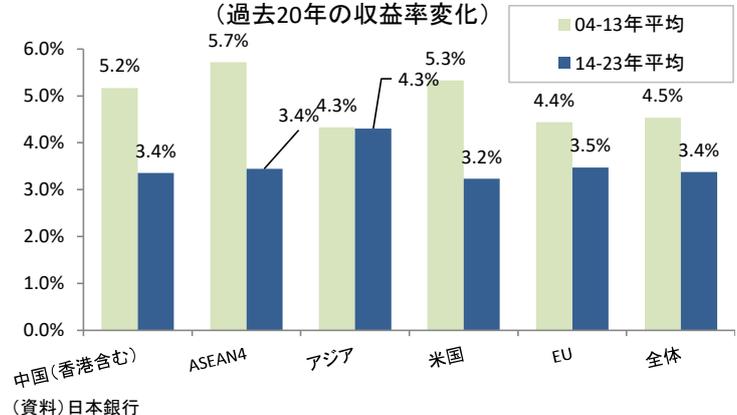
～直接投資・証券投資の収益率格差～

先週の本欄でも確認したように、世界最大と称される日本の抱える対外純資産はその半分以上が直接投資で構成されている。2000年代前半までは半分以上が証券投資だったという事実を合わせ見れば、過去四半世紀において日本から海外への直接投資と証券投資の期待収益率に関し、乖離が存在してきたという事実が推測される。これは右図(上)を見れば明らかである。事実、2000年代初頭までは収益率(当該年の受取÷当該年の残高)に関し、「証券投資>直接投資」だった。その後は「証券投資<直接投資」の時代に入るものの、2012～13年頃までは一進一退という印象もあった。だが、2014年以降、両者の収益率格差は明確に拡大傾向を強めていく。簡単に歴史を振り返っておくと2008年9月のリーマンショックを契機に欧米金利もゼロ近傍で定着するようになり、非伝統的と形容された資産買い入れを基軸とする金融緩和策も主流となった。イールドカーブが潰れる状況下、必

直接投資と証券投資の収益率格差
(直接投資－証券投資)



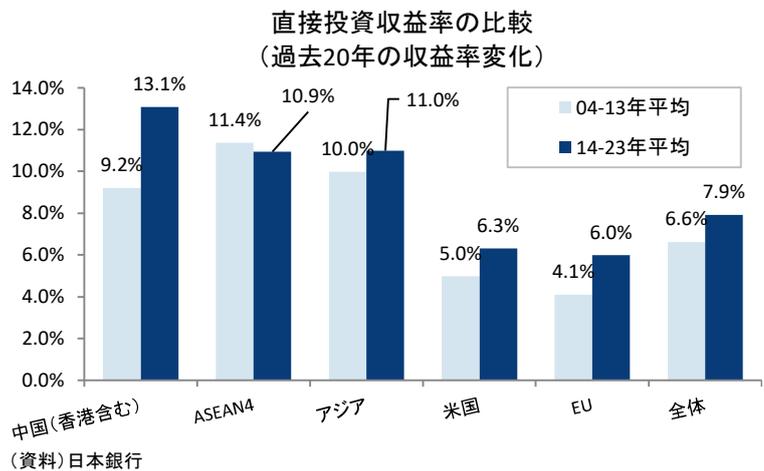
証券投資収益率の比較
(過去20年の収益率変化)



然的に日本から海外への有価証券投資も投資妙味が失われることになった。過去 20 年間における証券投資の収益率に関し、前・後半の 10 年平均(2004～2013 年平均 vs. 2014～2023 年平均)を比較すると、多くの国・地域で収益率の低下が目立つ(前頁図・下)。こうした状況を踏まえれば、当然、対外投資の選定に関し、「有価証券投資以外の何か」を検討する向きは出てくる。

～証券投資と対照的だった直接投資の収益率～

しかし、成長率という点について言えば、人口減少を常とする日本は諸外国に劣後する状況が金融危機後も続いた。こうした状況下、2008～12 年の超円高地合いも相まって、日本企業にとっては現地生産・現地販売を主軸とする戦い方が合理的な環境が整っていた。縮小する国内市場ではなく、拡大する海外市場に賭けるという当然の発想である。証券投資同様、過去 20 年間における直接投資の収益率の動きを



を見てみると、基本的に多くの国・地域で改善傾向が確認できる(図)。とりわけ中国を中心とするアジアで高めの収益率が期待できる中、日本企業が低金利の常態化する証券投資よりも直接投資を選んだのは必然であろう。こうして内外の経済・金融情勢に背中を押されたことで日本から海外への直接投資は順当に増え続け、今も毎年、相応の買い越しが続く情勢にある。それが積み重なって「対外純資産の半分が直接投資」という構図に至り、「戻らぬ円」という議論に繋がっていく。

～証券投資は巻き返すのか？～

しかし、問題は今後だ。周知の通り、過去 10 年余りにおいて証券投資の収益率が相対的に劣後してきたのはひとえに主要国で低インフレが定着してきた結果である。その時代がもう変わったというのであれば、直接投資と比較した相対的な立ち位置も変わってくる可能性がある。しかも、デリスキングないしフレンドショアリングの潮流もあって直接投資は今や効率化のためというよりも、安全保障上の必要性に迫られて行うものになっている。そのような投資に収益性が果たしてついてくるのか。今や直接投資の決定要因は、経済合理性だけではない。これは日本から世界への対外直接投資についても例外ではなく、これまで同様の高収益率は前提にできない可能性もある。

2022 年以降は FRB を筆頭に主要中銀が大幅利上げに踏み切り、本稿執筆時点でも政策金利は高止まりしている。前頁図(上)を見れば分かる通り、こうした状況などを背景に 2023 年は収益率格差が縮小している。仮に世界の高インフレ収束が遅れるとした場合、主要中銀は利下げに至らず、収益率格差の縮小傾向は続くことになる。日本の視点からすれば対外純資産残高に占める「戻らぬ円」である直接投資の割合が果たしてこのまま高止まりするのか、それとも低下に転じるのかという意味で注目される動きである。もちろん、国内市場が縮小しているという決定的な人口動態要因に関しては、改善はおろか悪化が予想されるところであり、基本的に日本企業の主戦場が海

外であり続ける公算は大きい。しかし、デフレからインフレへの切り替わりを前提とすれば、既に日本で名目賃金が上昇基調に入っていることに現れるように、企業行動の大きな変容も想定されるところではある。「円相場の構造変化」がまた新しい構造変化を迎えるのかどうかという視点で筆者は注目している。

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/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
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」
2024年6月3日	強含む経済指標に囲まれるECB～ユーロ相場の考え方～
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	加速したユーロ圏要約資金と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	「もじトラ」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	世界経済の下方向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」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～「異例の賃上げムード」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～要約資金は年内4%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」がキーフレーズ～)
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～)