

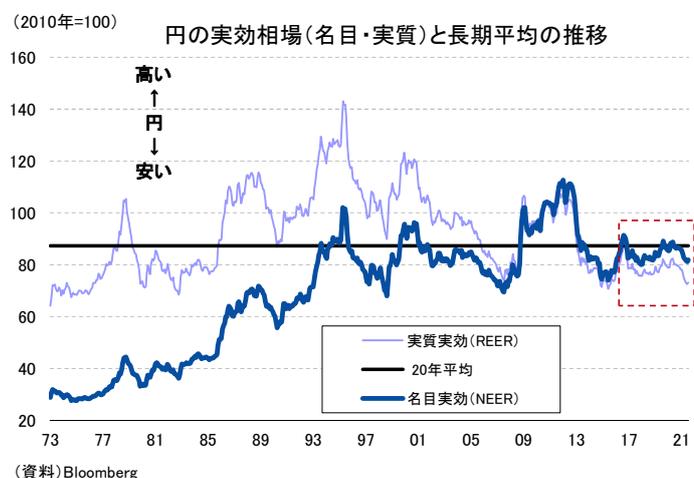
みずほマーケット・トピック(2021年9月14日)

70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味

足許の円の実質実効為替レート(以下 REER)は 2015 年 6 月に記録した安値に肉薄している。これは変動相場制導入直後(1970 年代前半)の安値に匹敵する水準である。当時のドル/円相場と言えは 2015 年 6 月 10 日に 125.86 円を記録したが、年初来のドル/円相場が 110 円付近で安定していることもあって、REER がそれほど下落していることを多くの日本人は実感していないかもしれない。しかし、REER は主要貿易相手国に対する①「名目為替レート」と②「物価の相対的な変化」に依存して動く。①が動かなくても、②で日本の物価が諸外国に対して下落すれば REER は下がる。要するに、足許では相対的に日本の物価が落ち込む状況が強まっているのである。日本人以外にとって「日本は安い」という状況が極まりつつある、と言っても良いだろう。なお、各種供給制約の影響から輸入物価が輸出物価を超える上昇を続けており、日本経済の交易条件は悪化している。これも REER の下落を正当化する論点として見逃せない。

～REER、再び 70 年代前半以来の安値～

為替市場では引き続き円独歩安の地合いが続いている。これは対ドル相場だけではなく、貿易量および物価水準を用いて算出される通貨の総合力である実質実効為替レート(以下 REER)で見ても顕著である。円の REER は 2021 年 7 月時点で 73.15 まで下落している。6 月は 72.44 だった。近年では黒田体制下での金融緩和およびこれに伴う円安・株高が最も勢いのあった 2015 年 6 月に記録した 70.66 が変動相場制導入直後(1970 年代前半)の安値に匹敵するということで話題になったが、今はその水準に肉薄している(図)。



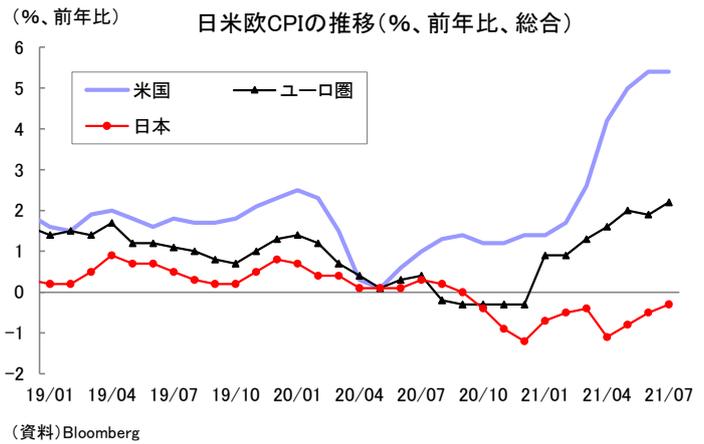
当時のドル/円相場と言えは 2015 年 6 月 10 日に 125.86 円を記録し、これがアベノミクス下での最高値となった。この日、黒田日銀総裁が衆議院財務金融委員会で「実質実効為替レートがここまで来ているということは、ここからさらに(実質実効為替レートが)円安に振れるということは、普通に考えればありそうにない」と語り、為替市場では円買いが殺到し、ドル/円相場が急落したことが思い返される。その後、125.86 円を超える円安は今日に至るまで記録されていない。

～物価の劣後が主因～

ドル/円相場が 110 円付近で安定していることもあって、REER がそれほど下落していることを多く

の日本人は実感していないかもしれない。日本に暮らす殆どの人々にとって為替とはドル/円相場と同義であり、ドル/円相場が安定していれば円の価値変化を気にすることはないだろう。しかし、REERは主要貿易相手国に対する①「名目為替レート」と②「物価の相対的な変化」に依存して動く計数である。①が動かなくても、②で日本の物価が諸外国に対して下落すればREERは下がる。前頁図を見ると、2017年前後からREERの下落幅は名目実効為替相場(NEER)のそれよりも徐々に大きくなっていることが分かる。この傾向はコロナ禍で一段と強まっている。これは名目ベースで円が売られる地合いもさることながら、相対的に日本の物価が落ち込む状況が強まっていることを意味する。

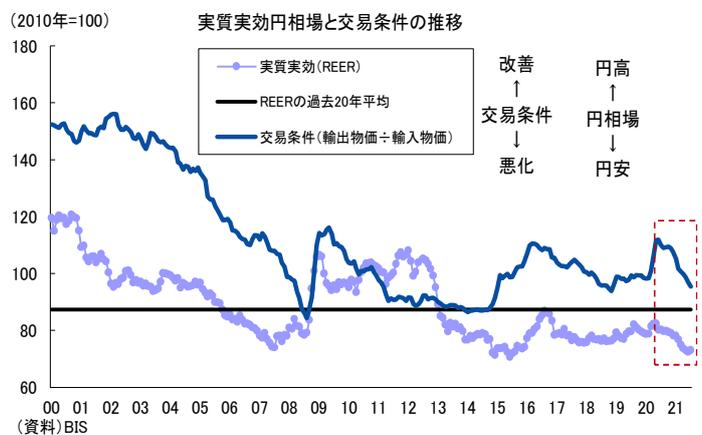
今年に入ってから元々劣後していた日本の物価環境はさらに世界から取り残されるようになった(図)。欧米の物価はインフレ警戒が囁かれるほど上昇する一方、日本のそれは下落している。理論的にはこうした物価格差は名目ベースの円高で調整されるが、様々な理由からそうはなっていない。この理由は別の機会に論じるが、日本企業の対外直接投資増加や輸出拠点としての日本経済の地盤沈下が影響しているように思う。名目レートで円高が進まない中でREERが下がっているということはそれだけ日本の物価が突出して下がっているということを意味する。事実、そうになっている。



コロナ禍で海外に出る機会がめっきり減っているので実感することは難しいが、REERの現状を踏まえる限り、「日本人が海外に出て消費・投資をする」というハードルは著しく上がっていると言える。逆に、訪日外国人が日本で沢山買い物をする理由もこのREERの現状を見れば良く理解できる。要するに、日本人以外にとって「日本は安い」という状況が極まりつつある。

～交易条件の悪化と円安～

物価の観点から円の価値下落をもう少し議論する。理論的にはREERと交易条件(輸出価格÷輸入価格)が同様の意味を持つとされる。交易条件とは、輸入物価に対する輸出物価の比率であり、貿易取引全体に関する交換比率とも言い換えて良い。REERが適切にその国の国際競争力を反映しているならば、交易条件とREERの動きは大きく乖離しないはずである。例えば輸出物価が上昇、輸入物価が下落する場合、交易条件は改善となる。交易条件の改善は、それまでよりも多くの財が購入できるようになることを意味する。それは国内の所得環境が実質的に改善したことを意味する。所得環境の改善



は経済・物価環境の改善に繋がるはずなので、REER にとっては上昇要因となる。

もっとシンプルに理解するとすれば、変動為替相場制の下、為替市場は各国の貿易条件を均すように動くはずなので、交易条件が改善して競争力が増した分、REER が上昇して相殺されるという考え方で良いかもしれない。いずれにせよ、前頁図に示すように交易条件と REER は密接な関係を維持してきた。点線四角で囲った過去 1 年間、日本経済にとっての交易条件は著しく悪化しているが、これは REER の下落軌道と一致している。昨年末以降、輸入物価の伸びが輸出物価のそれを上回り始めていることで交易条件が悪化傾向にあり、この動きは足許でも続いている。半導体に象徴される供給制約は年明けまで継続するとの見通しが強まっており、輸入物価の高止まりは続きそうにである。とすれば、交易条件悪化とこれに伴う REER の下落は当面の基本シナリオではないだろうか。コロナ禍の物価環境に着目するだけでも、当面の円相場が軟調な展開が想像される。

市場営業部兼金融市場部
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
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目～)
2021年9月8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～)
2021年9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口モード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～)
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～真実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
2021年8月23日	ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～
2021年8月20日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～)
2021年8月19日	迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～
2021年8月17日	本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～
2021年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年7月分) メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～
2021年8月13日	週末版(「異形の経済」が修正されるドイツ～アフター・メルケル時代へ)
2021年8月11日	世界に範を示す英国の金融政策運営
2021年8月10日	米7月雇用統計～実現に近づくウォラー想定～
2021年8月6日	週末版
2021年8月3日	「雇用の最大化」に近づく米国経済
2021年8月2日	アフターコロナを捉えた米欧の4～6月期GDP
2021年7月30日	週末版
2021年7月29日	FOMCを終えて～「着しい進展」が視野に～
2021年7月28日	1人負けが鮮明となっている日本の経済・金融情勢
2021年7月27日	「米国買い」をテーマとする金融市場の現状
2021年7月26日	ECB政策理事会を終えて～歴史的な修正～
2021年7月21日	週末版
2021年7月20日	変化の兆候を感じる円相場～需給・物価要因に変調～
2021年7月19日	気候変動オベを受けて～バランスに配慮した素案～
2021年7月16日	週末版(「ドル安見直し」の内情を探る～「需給」でドル安の真実味～)
2021年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年6月分)
2021年7月14日	米インフレ率の騰勢とノイズ化するドットチャート
2021年7月13日	気候変動対策に動き出したECB～戦略修正を受けて～
2021年7月12日	猜疑心強まる民間部門～緊急事態宣言と貯蓄～
2021年7月9日	週末版(ECB、18年ぶりの戦略修正の中身～ハト派修正であることは確か～)
2021年7月8日	米金利低下でも買われない円。理由はどこに
2021年7月6日	想定される3つのシナリオ～BIS年次報告②～
2021年7月5日	Pandexitと格差拡大～BIS年次報告～
2021年7月2日	週末版(2021年上半期の為替相場レビュー～下半期はワクチンから金融政策へ～)
2021年7月1日	世界の外貨準備動向～21年3月末時点～
2021年6月28日	22年Q1に完全回復を見込むECB。「次の一手」は？
2021年6月25日	週末版(ワクチン相場の賞味期限とリスク～「ワクチン接種先進国のつまずき」に怯える局面～)
2021年6月23日	やはり無理が出始めた北アイルランド国境管理
2021年6月22日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その②～
2021年6月21日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その①～
2021年6月18日	週末版
2021年6月17日	FOMCを終えて～前倒して進む正常化シナリオ～
2021年6月16日	新たな安全資産の誕生～ハミルトン・モーメントか否か～
2021年6月15日	イングランド行動制限延長も構図は変わらず 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年5月分)
2021年6月14日	ビットコイン法定通貨化に関する考察
2021年6月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPのその先を考える～)
2021年6月9日	ワクチン追い風に盛り返すドイツと党～最後の前哨戦～
2021年6月8日	試され始めた「双循環」～元高容認に変調～
2021年6月4日	週末版(米5月雇用統計を前に～どうあれドル/円相場の行く先は変わらず～)
2021年6月3日	「蚊帳の外」感の強まる円相場～細る取引高～
2021年6月2日	着実に進むユーロ圏の日本化とユーロの堅調
2021年6月1日	米インフレ基調の現状と正常化プロセスへの考察
2021年5月28日	週末版(BOE早期利上げ観測の傍らで浮上する英国リスク～試されるワクチンの力～)
2021年5月26日	30年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚栄
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分) FOMC議事要旨～テーバリングが必要なのは財政政策？～
2021年5月19日	ECBのテーバリングはあるのか？
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか？
2021年5月12日	連動が戻り始めた米株価と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまいうエレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏 & 日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか？
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーバリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってもワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イエレン長官の思惑は～
2021年4月16日	週末版(長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～)
2021年4月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年3月分)
2021年4月14日	多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間値幅」をこなしたドル/円相場の今後