

みずほマーケット・トピック(2021 年 10 月 5 日)

交易条件の悪化に蝕まれる日本経済

原油価格が急伸している。供給制約がコストプッシュ型のインフレ高進を招いているとの懸念が強まる中、こうしたニュースは世界経済の足枷になりそう。とりわけ日本のような非資源国にとっては看過できない事態。ただでさえ実質実効相場(REER)ベースで 1970 年代前半並みの円安水準が続いているところ、原油価格主導で輸入物価も押し上げられるとすれば日本経済の実質的な所得環境は悪化する。年初来で見ると、輸入物価が輸出物価の倍以上のペースで上昇しており、結果として交易条件(輸出物価÷輸入物価)は大きく悪化している。今後、欧米の金融政策正常化に呼応して名目ベースでも円安が進んだ場合、この状況はさらに進む。基本的に交易条件は理論上、実質賃金の下落要因であり、日本経済は長年そうした状況に蝕まれてきた。交易条件改善には輸入物価の下落を待つのではなく、例えば資源を中心として輸入数量自体を押し下げるような努力も必要。脱炭素の潮流が勢いづく中、再生エネルギーの普及や国内企業設備のエネルギー効率向上などは資源に関する輸入依存度を引き下げる動きになる。

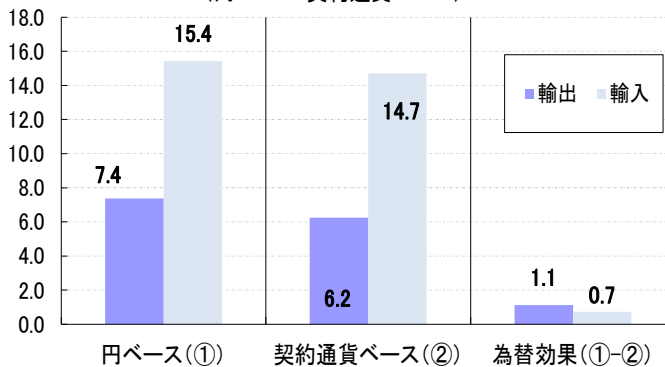
～コストプッシュ型インフレのダメ押し?～

昨日は石油輸出国機構(OPEC)加盟・非加盟の産油国で構成する OPEC プラスが閣僚級会合を開き、従来計画を上回る大幅増産の見送りで合意したことが報じられた。これを受けて原油相場は急伸し、米国産 WTI 先物相場は 1 バレル=78ドル台と 2014 年 11 月以来、約 7 年ぶりの高値を付けている。なお、英国産北海ブレント先物相場も 81ドル台と約 3 年ぶりの高値をつけている。年初来、世界経済の復調を受けて原油を筆頭とする商品市況は強含みの状況にあったが、ここにきて政治要因が追い風となった格好である。とはいえ、供給制約がコストプッシュ型のインフレ高進を招来しているとの懸念が強まる中、こうしたニュースは世界経済の足枷になりそうである。

～輸出物価の倍速で上昇する輸入物価～

とりわけ日本のような非資源国にとっては看過できない事態である。ただでさえ実質実効相場(REER)ベースで 1970 年代前半並みの円安水準が続いているところ、原油価格主導で輸入物価も押し上げられるとすれば日本経済の実質的な所得環境は悪化する。右図は年初来の輸出および輸入物価に関して前年比変化率の平均を示したものである。為替の影響を評価する観点から、それぞれの物価について円ベースおよび契約通貨(即ち

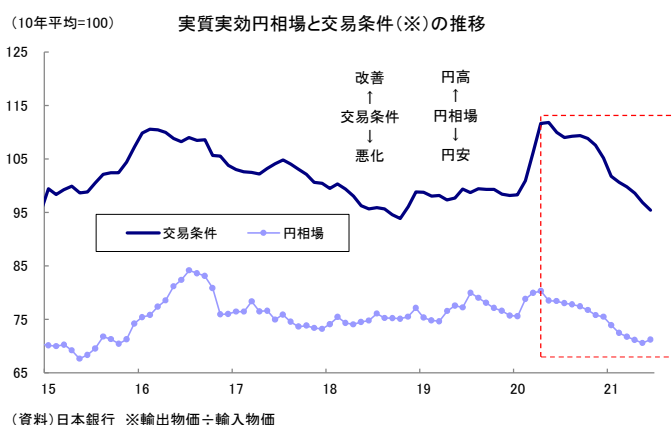
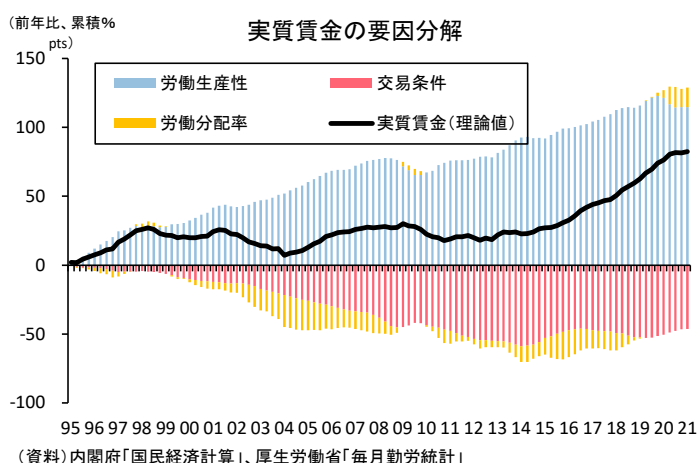
2021年1～8月の輸出・輸入の前年比変化率
(円ベース-契約通貨ベース)



外貨)ベースの変化率も示している。REER ベースで円安地合いが続いているとはいえ、名目円相場は横ばいなので、今のところ、円ベースで見ても契約通貨ベースで見ても変化率に大きな差は無い。だが、輸入物価が輸出物価の倍以上のペースで上昇していることは事実であり、結果として交易条件(輸出物価÷輸入物価)は大幅に悪化する状況にある。仮に、今後、欧米の金融政策正常化に呼応して名目ベースでも円安が進んだ場合、この状況はさらに極まることになる。

～実質賃金を蝕む交易条件悪化～

過去にも論じたが、円安に起因する交易条件の悪化(≡交易損失の拡大)は理論上、実質賃金を押し下げる。1 時間当たり実質賃金は①時間当たりの労働生産性(実質GDP÷総労働時間)、②交易条件¹、③労働分配率(名目雇用者報酬÷名目GDP)の3つから構成される。右図(上)は1995年以降の累積変化を要因分解したものである。基本的に交易条件は実質賃金の下落要因として作用してきたことが分かる。日本では円安が景気を浮揚させる万能策として錯誤されている節があるものの、円安に起因する輸入物価上昇は海外への所得流出を意味する。それが実質賃金の足枷となっている事実はもっと周知されても良い。なお、交易条件の悪化は理論的にREER下落を意味し、実際に過去1年間、互いの動きは一致している(右図、下)。ここから原油価格まで本格的に上がってくるとすれば、交易条件の悪化が円安を示唆する状況がますます強まっていくことになる。



～交易条件改善に必要なこと～

交易条件が改善するためには何が求められるか。もちろん、目先で言えば輸入物価の下落が最も直接的に寄与するだろうが、それはあくまで他力本願である。中長期的に改善を期待するならば、国内からの積極的な取り組みも要する。例えば資源を中心として輸入数量自体を押し下げることができれば、海外への支払い(所得流出)を根本的に抑制できる。脱炭素の潮流が勢いづく中、再生エネルギーの普及や国内における企業設備のエネルギー効率向上などは資源に関する輸入依存度を引き下げるはずである。もちろん、輸出側からも、海外への販売物価を引き上げるような商品開発が進めば輸出物価上昇を通じて交易条件は改善する。とはいえ、この点は長年指摘されてい

¹ ここで交易条件は国内財だけの物価変動を表す「GDPデフレーター」と輸入財の物価変動も含む「消費者物価指数」の比率から算出。両者の変化率の差は交易条件を意味する。

る。にもかかわらず、製造業の競争力という意味では海外勢に対する劣後が毎年のように伝えられ、思うような進捗は見られていないように見える。常々、硬直的な雇用制度が日本の財・サービス部門における競争力を奪っているとの議論はあるが、豊富な政治資源を有した安倍政権においても雇用制度改革は進められなかった。現状で言えば、デジタル化(DX)を通じた事業効率向上が企業の競争力に直結するとの議論も捗々しいが、その進展が日本経済の輸出競争力にどれほど直結する試みなのかは判然としない。そもそもデジタル化は世界的な潮流であるため、その試み自体は世界に伍するための必要条件であって十分条件ではない。上手くこなせたとしても、日本企業の競争力を引き上げる固有要因にはならないだろう。いずれにせよ、最近取りざたされる「安い日本」の状況がますます鮮明なものになっていきそうな気配が漂う。

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10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～)
2021年9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(実質実効為替相場(REER)の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～)
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分) 日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
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
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に～)
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～「著しい進展」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(「ドル安見通し」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～前倒しで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うイェレン長官の存在～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」