

みずほマーケット・トピック(2021年10月13日)

円安に蝕まれる日本経済の現状

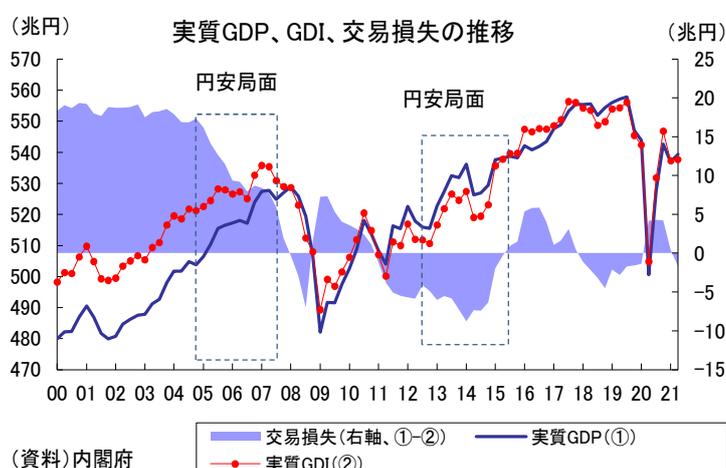
円安・原油高が着実に進んでいる。過去の日本は苦しくなると直ぐに円安を主軸とする景気回復に頼ってきたが、これは往々にして海外への所得流出が伴い、大抵の場合、「実感なき景気回復」との揶揄が付いて回った。アベノミクス下の景気回復でも、それ以前の小泉政権下で実現した戦後最長の景気回復でも、この揶揄は付いて回った。円安によって企業収益や株価を押し上げても、その傍らで(円安による)交易条件悪化が海外への所得流出を助長するので一向に豊かにならない。これは実質 GDP ではなく実質 GDI の議論である。歴史を振り返れば、交易条件が悪化する局面では①円安か、②原油高のいずれかが基本的に進んでいる。現状では①と②が同時進行しており、非常に不味い状況である。脱炭素に伴う昨今の潮流を人類史におけるエネルギー革命の過渡期と定義した場合、過去2回のような石油ショックが襲う可能性も否めない。だとすると、円安を止める処方箋を少しずつでも検討しなければならない。

～間違いなく「悪い円安」～

昨日の本欄でも言及したように、目下直面している円安はどう見ても「悪い円安」である。本欄では、2013年以降、アベノミクスが隆盛を極める中で繰り返し「輸出の増えない円安に持続的な景気浮揚効果はない」との基本認識を強調してきた。それは円安・株高を主軸とする景気回復は往々にして海外への所得流出が伴い、大抵の場合、「実感なき景気回復」との揶揄が付いて回るからだ。アベノミクス下での景気回復(2012年11月から2018年10月までの71か月間)でも、それ以前の小泉政権下で実現した戦後最長の景気回復(通称:いざなぎ景気、2002年2月から2008年2月までの73か月間)でも、この揶揄は付いて回った。大衆が何をもって景気回復を「実感」するかは曖昧模糊としているが、やはり雇用・所得環境が肌感覚に近いだろう。アベノミクス下では雇用の「量」に関する回復は著しかったものの、所得(賃金)に関してはやはり失望的なものだった。

～「実感なき景気回復」の正体～

この点、実質ベースで見た国内の所得環境を捉える計数に実質国内総所得(GDI)がある。実質GDIは、実質国内総生産(GDP)に交易利得を足した(あるいは交易損失を引いた)概念である。交易条件(輸出物価÷輸入物価)が改善している時には交易利得が、悪化している時には交易損失が計上される(ある基準年からの変化幅を算出する)。交易損失



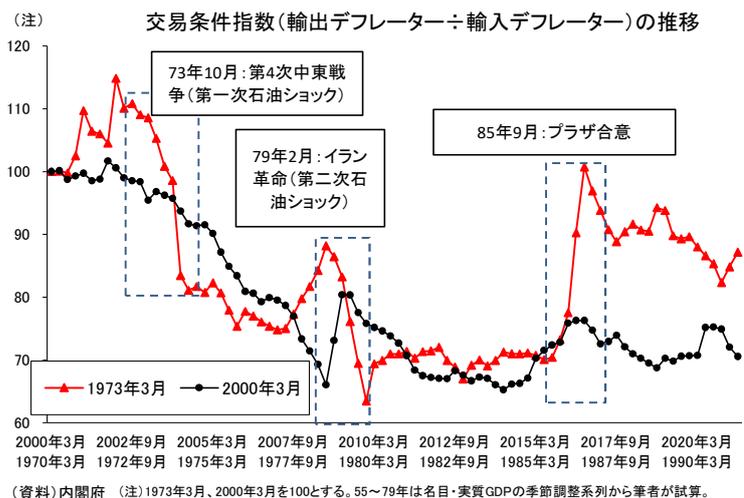
は、企業にとっては仕入価格の上昇を販売価格に転嫁できていない状況を示し、企業収益の圧迫を意味する。マクロ経済全体にとっては海外への所得流出と同義だ。そのような状況で雇用・賃金情勢が持続的な改善を果たすことが難しいであろうことは多くの説明を要しない。

例えば、2000年代の円安局面では交易利得の縮小(2005～07年)ないし交易損失の拡大(2013～15年)が見られている。円安による輸入物価上昇が交易条件を悪化させ、実質ベースで見た国内総所得(GDI)の伸びを抑制するのである。とりわけアベノミクスが取沙汰された2012年以降、経済を生産面から見る実質GDPに対して、所得面から見る実質GDIが劣後しているのが分かる。この差が交易損失であり、「GDPの仕上がりは良くても景気回復の実感がない」理由だと筆者は考えている。「実感なき景気回復」の一因として交易条件の悪化(≡交易損失)は看過できない。

～交易損失の拡大は既定路線に～

逆に、前頁図からも分かるが、2020年春以降のパンデミック下では円相場はそれほど動いていないが、原油を筆頭に資源価格が急落したことで交易条件が大幅に改善し、交易利得が発生している。為替は動かなくても、資源輸入国は商品市況に合わせて交易条件が上下動する。まとめると交易条件が悪化する局面では①円安か、②原油高のいずれかが基本的に進んでいる。

図は起点を「1973年3月」と「2000年3月」の2つに分けて、交易条件指数の推移を見たものである。やはり為替と原油の動きが重要だったことが分かる。73年と79年に経験した2度の石油ショックで拡大した交易損失はプラザ合意の円高で吸収されたイメージになる。もちろん、これは交易条件に限定した話であって、周知の通り、超円高が諸々のショックに連なっていくことになるので「円高で良かった」という結論にはならないが、少なくとも超円高で大きく悪化した交易条件が復元したのは確かである(もちろん、円高だけが要因ということもないであろう)。



片や、2000年代に入って、石油ショックやプラザ合意のような交易条件の劇的な変化を経験したことはない。しかし、脱炭素に伴う昨今の潮流を人類史におけるエネルギー革命の過渡期と定義した場合、そうした劇的な変化が起きても不思議ではない。そのように基本認識に立つと、足許のような①円安と②原油高という2つの交易条件悪化要因が同時進行していることは由々しき問題であり、当面の交易損失拡大は確定した未来と見た方が良い。上述したように、これは定義上、実質GDIの圧迫を意味する。生活実感としての景気回復は一段と立ち遅れるだろう。既にiPhoneや外車、時計といった海外輸入品の価格が引き上げられているのは象徴的な経済現象であり、今後は日用品全般に波及してくる可能性も否めない。典型的にはガソリン価格だろう。既に街のガソリンスタンドに目をやれば1年前の倍近くまで上昇している。これは実体経済に対して実質的には増税効果になりかねない。

～日銀にも正常化プロセスの好機～

商品市況や為替相場に絡んだ話を国内のマクロ経済政策で大きく修正するのは不可能である(特定業種への公的助成を通じてダメージ軽減を図るくらいだろうか)。しかし、だからと言って何もできないわけではない。これを機にポーズであっても日銀の正常化姿勢は示唆した方が良いでしょうに思える。歴史的に日銀が緩和策の副作用を指摘されながらも正常化プロセスに触れなかった最大の理由は「物価が上がらないから」が建前だが、本音は「円高が怖いから」である。それは過去における日銀の緩和政策が往々にして円高・株安に呼応する格好で決断されてきたことが示している。実際、日本の輸出数量が円安と正の相関を持っている時代にはその判断は適切でもあった。しかし、アベノミクス下ではドル/円相場は50%以上上昇したが、輸出数量は殆ど動かなかった。これでは円安になっても貿易収支の改善はなく、単に所得流出が増えるだけであるし、実際にそうだった。近年ではドル/円相場と日経平均株価の相関も不安定になっており、株価浮揚の効果も過去ほどではない。いつかはやらねばならない出口戦略なら今が好機という考え方もある。

過去1年半で日本経済は欧米経済に大きく出遅れており、もはや日銀以外の海外主要中銀は正常化プロセスに関し一歩も二歩も先行している。今さら、金融市場での注目度が下がっている日銀が多少の縮小を示唆したところで、かつてのようなヒステリックな円高になるとは思えない。微力であっても円安進行を抑止する一助になる可能性があるならば、「正常化プロセスを検討している」程度のアクションは起こしても良いでしょうに思える。政策当局は焦燥感を市場に悟られてから動くとは大体ロクな目に遭わない。市場参加者から「円安は日本経済にとって痛手」と認識され、一旦その方向に相場が動き始めたら嵩にかかって円売りで攻め込まれる恐れがある。そうなってからではできることは非常に限られてくる。日銀に限らず、まだ傷の浅い今のうちに少しずつ円安を抑止できるような処方箋を検討すべきように思える。それくらい、今の日本経済が立たされた状況は危うい。

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12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月8日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分)～争点は「PEPPの次」へ～)
2021年10月7日	インフレ高進を考える～「目先の生活」vs「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に悩まれる日本経済
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～)
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～現実味帯びる「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	「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	気候変動オペを受けて～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」でドル安の現実味～)
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(ワクチン相場の意味期限とリスク～「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？