

みずほマーケット・トピック(2021 年 12 月 15 日)

「安い日本」を体現するアパレル生産日本回帰報道

昨日、日本経済新聞電子版は本邦大手アパレル企業が国内生産回帰を進める動きを報じている。話題の「安い日本」が企業部門の行動に影響を及ぼし始めていることを伝えるニュースとして注目される。実質実効為替相場(REER)が約 50 年ぶりの円安水準をつけようとしている中、企業行動も 50 年前の姿を探ろうとするのはある意味当然なのかもしれない。なお、「安さ」を活かして輸出されるのは財だけではなくサービスも同様。この点は旅行収支の大幅黒字化として既にアベノミクス下で確認済み。パンデミックにより年間 2 兆円を超える旅行収支黒字が消失したが、当時のインバウンドを支えた「約 50 年ぶりの円安水準」は今も健在。製造業の国内生産回帰が本格化するのとは先としても、今後国内外の移動が正常化されれば、「旅行収支黒字の拡大」から「安い日本」の未来を「観光立国化」という美辞麗句と共に展望する議論が騒がしくなると予想。しかし、それが日本の居住者にとって幸せなことなのかどうかは別の議論。円相場見通しの上では REER の歴史的安値が名目円高ではなく物価上昇で修正される可能性に注視。

～「安い日本」を体現する企業行動～

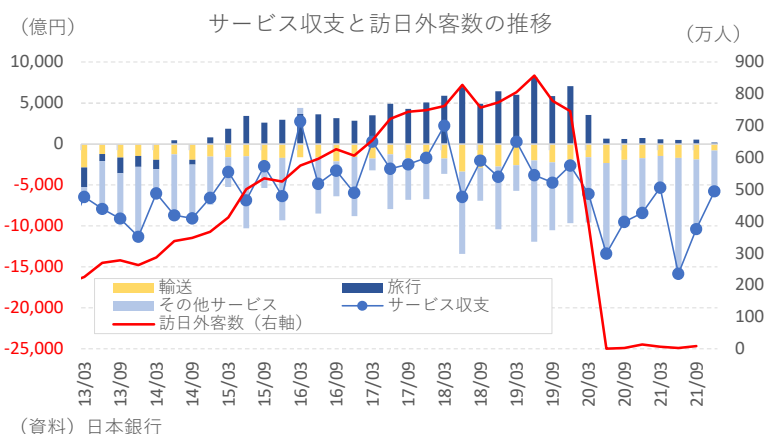
昨日、日本経済新聞電子版は『アパレル、国内生産回帰 ワールドなど人件費増や円安で』と題し、本邦大手アパレル企業が国内生産回帰を進める動きを報じている。国内回帰の理由は円安および人件費上昇とされ、文字通り、巷で話題の「安い日本」が企業部門の行動に影響を及ぼし始めていることを伝えるニュースである。もちろん、アパレル業に限らずパンデミックを受けたサプライチェーン混乱が供給制約をもたらし始めている中、国内生産が経営安定に繋がるという側面はあるにしても、今回報じられている大手アパレル企業の 1 社は将来的に国内生産比率を現在の 1 割から 5 割へ引き上げる方針に言及している。実質実効為替相場(REER)が約 50 年ぶりの円安水準をつけようとしている中、企業行動も 50 年前の姿を探ろうとするのはある意味当然なのかもしれない。

～既に「サービス」は「安さ」を売りに輸出増～

もっとも、生産コストだけに着目すれば国内の方が依然高く、あくまで国内回帰させることで「注文・生産・納品のプロセスにかかる時間が短縮化され、機会損失を削減できる」という話にまで視野を拡げる必要がある話でもある。しかし、「海外の賃金・物価は上がるが、日本はそうではない」という現状が続けば必然的に生産コストだけでも日本が安くなる未来は見える。そもそも自国の「安さ」を活かして日本の財を海外に売る(輸出する)という経済成長の初期段階に先祖返りする兆候が、仮にも G7 の一角である日本に少しでも見られることが目を引くのである。

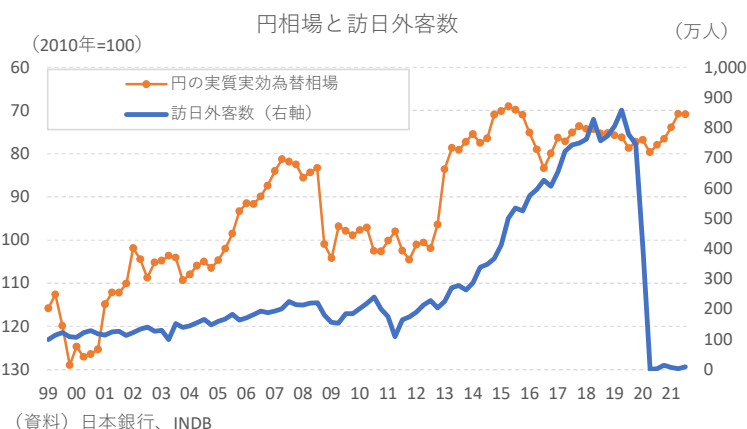
なお、こうした「安さ」を活かして輸出されるのは財だけではなくサービスも同様である。財と異なり複雑な製造工程を考慮することがない分、ストレートに「安い日本」の魅力が外国人に届きやすいとも言える。こうした動きは既にアベノミクス下で確認済みだ。当時の大幅な円安相場を受けても、既

に海外生産移管を進めていた製造業（要するに「財」収支）に関しては輸出が顕著に増えることはなかった。だが一方、「サービス」収支に関しては旅行収支の大幅黒字化を軸として万年赤字から黒字化も散見されるようになった。いわゆるインバウンド（訪日外国人）からの外貨獲得であり、形は違えど、これも立派な輸出である。2014 年半ば以降、歴史的に赤字が常態化していた日本のサービス収支は黒字が散見されるようになった。アベノミクス下での円安が实体经济に直接的な影響を与えたとすれば、財輸出ではなく旅行収支を軸とするサービス輸出である。



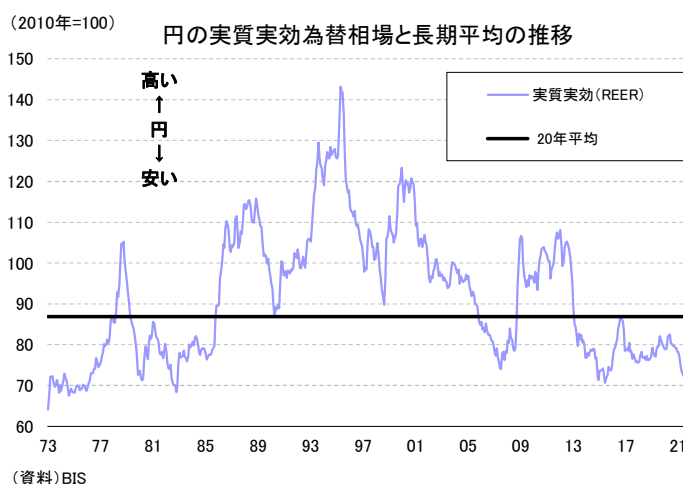
～観光立国化の先にある REER 修正～

パンデミックにより年間 2 兆円を超える旅行収支黒字が消失してしまったことは、これを当て込んでいた飲食・宿泊業にとっては痛撃だったが、右図に示されるように当時のインバウンドを支えた「約 50 年ぶりの円安水準」は今も健在である。パンデミックなかりせば、訪日外客数は過去最高を更新し続けていた可能性は非常に高い。今回報じられたような製造業の国内生産回帰が本



格化するのはまだ先だろうが、国内外の移動が正常化されれば、「旅行収支黒字の拡大」から「安い日本」の未来を「観光立国化」という美辞麗句と共に展望する議論が騒がしくなるはずである。

現在、物価・賃金に関する内外格差は著しく拡大しているが、これは本格的にアフターコロナ時代が到来した場合、日本人から見て著しく購買力をパワーアップさせた外国人が日本に入ってくるということを意味する。既に、外国人に人気の高い鮎屋などを中心に都心の有名な飲食店の価格がそうになっていると言われて久しいが、財・サービスの価格は外国人の消費意欲に近いものから上がっていくはずである。それが一般物価全体に波及するまでラグはあるだろうが、ベネチア（イタリア）のように多くの財・サービスがそうした非居住者



向けに設定され、高価格化する(いわゆる観光地価格になる)ケースもある。

そのようにして一般物価が上昇すること自体、下がり過ぎたと言われる REER の上昇を招き、然るべき調整を促すものではある。しかし、それが日本に住む人々にとって幸せなことなのかどうかは別の議論であろう。観光立国化と言えは聞こえは良いが、それは流入してくる外国人に「尽くす」経済であり、国内居住者の消費・投資がどういった形で伸びるかは二の次になる。

円相場見通しを考える上で重要なことは、こうした旅行収支を中心とするサービス収支の黒字化を念頭に置くと、一般物価の押し上げも予見され、REER が必ずしも名目円高で調整しない経路も十分想定される(即ち名目での円安相場は続く)という論点が浮上することであろう。

市場営業部・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12月13日	41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試験に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本当の正常化プロセスは23年以降に～)
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか？
2021年11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
2021年11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か？
2021年11月10日	欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか？
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～)
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分)
	欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版(IMF秋季世界経済見通し(WEO)を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～)
2021年10月13日	円安に触まれる日本経済の現状
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～「目の生活」vs「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に触まれる日本経済
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～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～