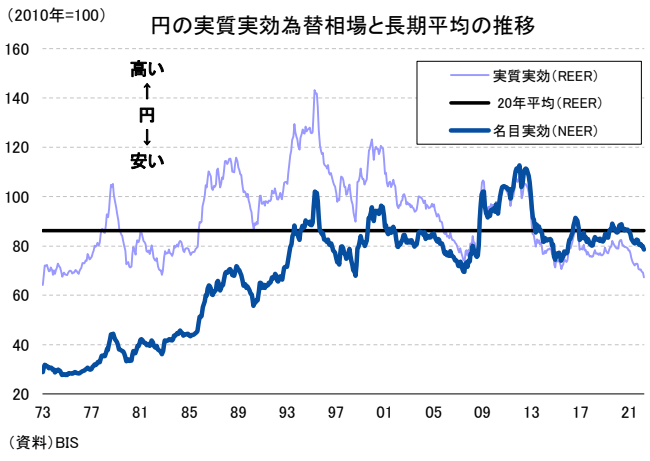
みずほマーケット・トピック（2022 年 5 月 16 日）

円の REER は変動相場制以前の水準へ

円の実質実効為替相場（REER）は 22 年 3 月、73 年 1 月以来の安値を更新している。つまり、変動為替相場制移行（73 年 2 月 14 日）以前の水準である。円の実効相場に目をやると、足許では名目実効為替相場（NEER）に比べて REER の下落が際立つ。これは名目ベースの円売りが進む以上に、内外物価格差の拡大が実質ベースで円を減価させているという事実を意味する。要するに外国人の目から見て日本の財・サービスの物価が相対的に下がっている（実質的に安くなっている）という話であり、巷間言われる「安い日本」という事実そのものである。他通貨の REER と比較すると、円の特異性はより際立つ。円は現在も 1 年前も突出して下方乖離の大きい通貨である。インバウンド解禁によって名目・実質双方から歴史的安値に沈んでいる日本の購買力（≒REER）は修正される余地がある。いつまでも外国人を門前払いする政策運営は結果的に日本経済の自傷行為にしかならず、1 日でも早く撤回されることを願うばかりである。

～「安い日本」を象徴する REER～

小康を得ているものの、円相場が歴史的な安値で推移する状況は変わっていない。昨年、実質実効為替相場（REER）が半世紀ぶりの安値を更新して以降、断続的にその動きが続いているが、もはやドル/円相場の水準感に目を奪われ誰も話題にしなくなっている。2022 年 3 月に記録した 67.26 は 1973 年 1 月以来の安値であり、変動為替相場制移行（1973 年 2 月 14 日）以前の水準で推移している。円の歴史的な購買力低下は依然として進行中である。図示するように、足許では名目実効為替相場（NEER）に比べて REER の下落が際立っている。これは実勢相場において名目ベースの円売りが進む以上に、実体経済における内外物価格差の拡大が実質ベースで円を減価させているという事実を意味している。要するに外国人の目から見て日本の財・サービスの物価が相対的に下がっている（実質的に安くなっている）という話であり、巷間言われる「安い日本」という事実そのものである。耳目を集めやすいのはドル/円相場だが、日本経済にとって重要な示唆を持つのは REER と言って良い。

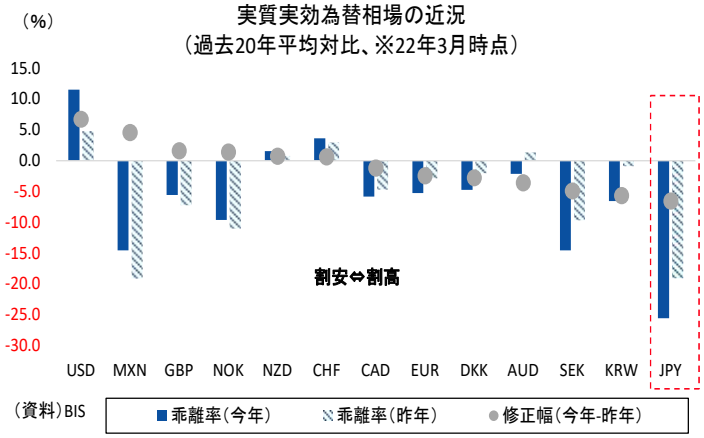


円の REER の歴史的安値は日本人からすれば購買力低下だが、外国人からすれば購買力上昇である。日本が過剰な防疫政策で自滅している間に世界の購買力はパンデミック前に比較として遥かにパワーアップした。それを格差を端的に示すのが REER だ。この状況を逆手に外貨獲得を

目指すというのが日本経済に求められる戦略のはずだが、周知の通り、岸田政権はその好機を自ら放棄して今に至っている。あらゆる合理的な選択が「現実的ではない」の一言で切って捨てられる現状の先には 7 月の参院選があると言われる。確かにそう考える以外に理解は難しい。

～割高と割安の組み合わせがドル/円というペア～

なお、他通貨の REER と比較すると、円の置かれている状況の特異性はより際立つ。理論的に REER は平均回帰性を有すると言われ、過去 20 年平均からの乖離率が注目される。主要通貨に対して 2022 年 3 月時点および 1 年前(2021 年 3 月時点)の長期平均からの乖離率を比較したものが図である。円は現在も 1 年前も突出して下方乖離の大きい通貨である。対照的にドルは現在も 1 年前も突出して上方乖離の大きい通貨である。その組み合わせであるドル/円相場が 20 年ぶりの安値を付けているのは至極当然の帰結と言えるだろう。



REER の割安が修正される経路は 2 つある。名目ベースか、実質ベースか、である。歴史的には前者で修正が進んできた。REER が割安になれば輸出数量の増加を通じて貿易黒字も積み上がり、いずれ名目ベースの円高主導でドル/円相場も円高・ドル安の揺り戻しが期待されるところであった。しかし、執拗に論じているように、もはや国内生産拠点に乏しい日本経済にその展開は期待できない。REER の示す「過剰な円安」が輸出数量の増加で修正される展開は殆ど期待できない。

～REER の調整経路は物価へ～

となれば、実質ベースで円安が修正される展開が想定される。つまり内外物価格差が縮小に向かうことで実質円高になるという経路である。これは既に円安経由で日本の物価が押し上げられ始めていることも寄与するだろうが、インバウンド解禁に踏み切れば十分考えられる。上述したように、外国人の購買力は日本人から見て大幅に上がっているのだから、インバウンド解禁に伴って宿泊や飲食など彼らの財布に近いものから確実に物価は引き上げられていくだろう。給料が上がらない日本では馴染みがないものの、相手の購買力に合わせて価格設定が見直される動きは諸外国では一般的な話である。インバウンド解禁によって局所的な分野で物価上昇が起きる公算は大きい。パリやヴェネツィアといった世界的な観光都市において物価が高いように、東京もそうなっていくことは全く不思議ではない。今までゼロ近傍にあった物価が上昇するので実質ベースでの円安はいくばくか緩和される(実質円高へ向かう)方向に調整が働くだろう。

もちろん、それが日本人にとって幸せなことかどうかは別の話である。2019 年の旅行収支黒字は+3 兆円弱、訪日外国人旅行消費額は 4.8 兆円だった。日本全体の雇用・賃金情勢ひいては物価情勢を押し上げるほどのパワーにはならない。過去の本欄で上述したように、インバウンド解禁と合わせてガラパゴス化した日本の防疫政策の修正が進み、最も重要な家計部門の消費・投資意欲が

復元されることがインバウンド解禁それ自体よりも遥かに大事な話であるように思える。

なお、日本経済全体にとってインバウンド関連の金額規模は迫力不足かもしれないが、足許で劣化が懸念される対外経済部門にとって見れば決して無視できない。日本の 2022 年度の経常黒字は+12.6 兆円まで落ち込んだ。今はほぼゼロになってしまっているが、+3 兆円前後の潜在力を有する旅行収支黒字の存在感は相対的に大きくなっている。旅行収支黒字は言うまでもなくそのまま円買い・外貨売りに直結するフローであり、それ自体が名目ベースでの円高も引き起こし、REER の調整を進める期待もある。つまり、インバウンド解禁によって名目・実質双方から歴史的安値に沈んでいる日本の購買力(≒REER)を修正する余地がある。いつまでも外国人を門前払いする政策運営は結果的に日本経済の自傷行為にしかならず、1 日でも早く撤回されることを願いたい。

市場営業部
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に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
2022年5月13日	週末版
2022年5月12日	米4月CPIと今後の考え方について
2022年5月11日	インバウンド解禁と円安抑制の関係性
2022年5月10日	「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～
2022年5月9日	「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について
2022年5月6日	週末版（FOMCを終えて～「50bps→25bps」のブレーキが重要～）
2022年5月2日	円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～
2022年4月28日	週末版
2022年4月27日	ECB、7月利上げ説は本当なのか？
2022年4月25日	円安にまつわるQ&A：よくある疑問の論点整理
2022年4月22日	週末版
2022年4月21日	円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～
2022年4月20日	IMF春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～
2022年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年3月分）
	表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
2022年4月18日	本当に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」
2022年4月15日	週末版（ECB政策理事会を終えて～勝負は6月会合に～）
2022年4月14日	「インフレで苦しむ」を想像できない日本
2022年4月13日	円安を止めるには～日本要因と米国要因～
2022年4月11日	ECB政策理事会プレビュー～レーン理事に同調～
2022年4月8日	週末版（本邦2 月国際収支統計を受けて～円安の流れを変えられるかは日本次第～）
2022年4月7日	FOMC議事要旨～株価に対し非常に厳しい内容～
2022年4月6日	「日本売り」を認められない論陣をどう評価するか
2022年4月5日	過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～
2022年4月1日	週末版（細る対内証券投資～今後も嫌われそうな日本市場そして円～）
2022年3月30日	日銀とトルコ中銀の類似性～ルーブルにも負ける円～
2022年3月28日	円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～
2022年3月25日	週末版
2022年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年2月分）
	「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ
2022年3月18日	週末版（GDPデフレーターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～）
2022年3月17日	FOMCを終えて～短期決戦型の利上げ。効果は24年以降～
2022年3月15日	円安相場の考え方～「三歩進んで二歩下がる」～
2022年3月14日	3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～
2022年3月11日	週末版（ECB政策理事会を終えて～「戦下の正常化」に着手～）
2022年3月9日	経常赤字は新常態なのか？～「債権取り崩し国」へ～
2022年3月8日	賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か？
2022年3月4日	週末版
2022年3月3日	ロシアのデフォルトはシステミックリスクになるのか？
2022年3月2日	ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～
2022年3月1日	日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～
2022年2月28日	SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～
2022年2月25日	週末版
2022年2月24日	年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候？～
2022年2月22日	孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解？～
2022年2月21日	ECB利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～
2022年2月18日	週末版（「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～）
2022年2月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年1月分）
	円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～
2022年2月16日	ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～
2022年2月15日	本邦10～12月期GDPを受けて～依然大きな内外格差～
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版（ウクライナ問題～ドイツの自傷行為は止まらないのか～）
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治へアラームを鳴らすか？
2022年2月7日	米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～
2022年2月4日	週末版（ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か？～）
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMC を終えて～いつまで株価を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見通し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～ショルツ政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版（インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～）
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2021年12月分）
	続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は？～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版（FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≒「為替の進捗」～）
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か？
2021年12月28日	2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～
2021年12月27日	2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～
2021年12月22日	無視はできない需給面のドル安リスク
2021年12月20日	2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する
2021年12月17日	週末版（ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～）
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2021年11月分）
	FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク？～
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
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（いきなり外交的試練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～