

みずほマーケット・トピック(2022年8月17日)

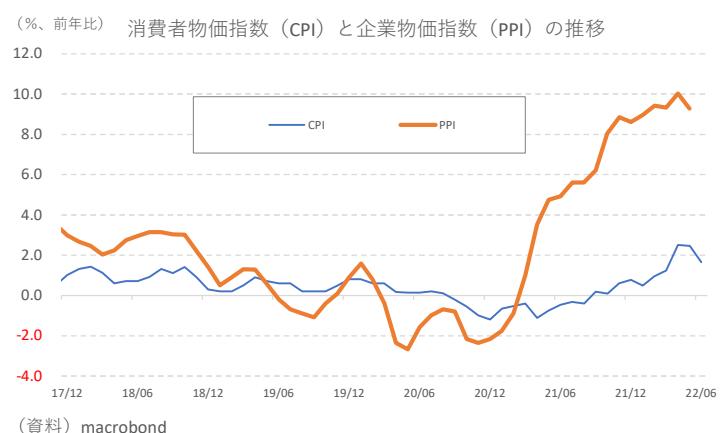
生産者物価指数(PPI)と交易条件と円相場

現在の日本経済が抱える大きな問題の1つとして交易条件の悪化を指摘する声が多い。この点、「GDPではなくGDIを見るべき」という意見が象徴的だが、企業物価指数(PPI)における輸出入物価指数の動きからも同じ論点を指摘できる。契約通貨ベースおよび円ベース、いずれの尺度でも輸出物価指数が輸入物価指数よりも低い伸びにとどまっており、交易損失の悪化(=海外への所得流出)が持続している。また、輸出・輸入物価指数、いずれに関しても、契約通貨ベースの伸びが落ち着いているのに円ベースでの伸びが加速している。商品市況が落ち着いても円安の影響が残存することで日本から海外への所得流出が続いているのが現状。理論的に交易条件は実質実効為替相場(REER)と定義上等しくなる。交易条件の現状は「半世紀ぶりの円安」が更新され続けることを正当化する。もっとも商品市況のピークアウトが見られているため、ようやく交易条件の示唆する円安トレンドも出口が見え始めているのも確か。この点は23年以降の為替見通しにとって重要な材料と言える。だが、現実の需給環境は直ぐに変わらず。

～PPI、高止まりもピークアウトの兆し～

昨日の本欄では交易損失の拡大を背景とする実質GDIの悪化に目を向けるべきとの議論を開いたが、類似の論点を含む企業物価指数(PPI)も見ておきたい。先週10日に公表された本邦7月PPIは、前月比+0.4%、前年比+8.6%と引き続き高い伸びが確認された。電力・都市ガス・水道、飲食料品など資源高を背景に価格転嫁が進む分野が全体を押し上げている。寄与度でみた場合、PPIの前月比+0.4%のうち+0.39%ポイントが電力・都市ガス・水道である。これは7月以降、夏季電力料金の適用が始まったことに起因している。

一方、インフレ機運にピークアウトの兆しも見られる。非鉄金属や石油・石炭製品など景気動向に敏感な分野は市況の落ち着きを反映して下落に転じており、2つの項目合計で▲0.37%の押し下げ寄与となっている。周知の通り、欧米の景気減速が顕著になることで原油価格は既に1バレル90ドルを割り込み始めている。これまでPPIを押し上げる主因となってきた非鉄金属や石油・石炭製品が逆に押し下げ要因に転じるという構図は今後も予想されるだろう。図示されるように、PPIと共に消費者物価指数(CPI)もピークアウトの様相を呈しており、コストプッシュインフレがテーマとなる局面も折り返し地点にあるように見受けられる。そ



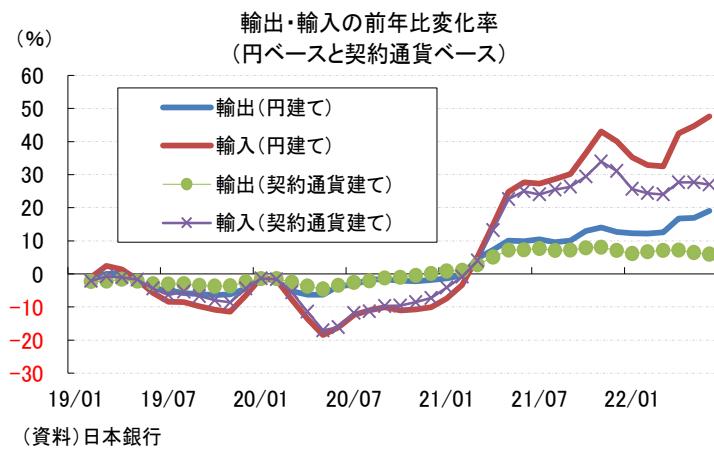
れにしても今次局面でも日本はPPIが上がってもCPIが相応に上がることはなく、「企業部門でコストを吸収し、一般物価が上がらない」という粘着的なデフレ体質が実証されたことは目につく。

～円ベースではピークアウトどころか加速～

また、合わせて発表される輸出入物価指数の動きからも興味深い事実が見て取れる。まず、資源高を背景に注目される輸入物価指数は契約通貨ベースで前年比+25.4%、円ベースでは同+48.0%といずれも非常に高い伸び幅を記録した。一方、輸出物価指数は、契約通貨ベースで同+4.7%、円ベースで同+19.1%となっている。これらの結果から少なくとも2つのことが指摘できる。

まず、契約通貨ベースおよび円ベース、いずれの尺度でも輸出物価指数が輸入物価指数よりも低い伸びにとどまっているため、交易損失の悪化(=海外への所得流出)が続いていること。もう1つが、輸出にしても輸入にしても、契約通貨ベースの伸びが落ち着いているのに円ベースでの伸びが加速していることである。とりわけ後者の点は、商品市況が落ち着き始めているにもかかわらず円安の影響が残存することで、日本から海外への所得流出が続いている状況を意味する。

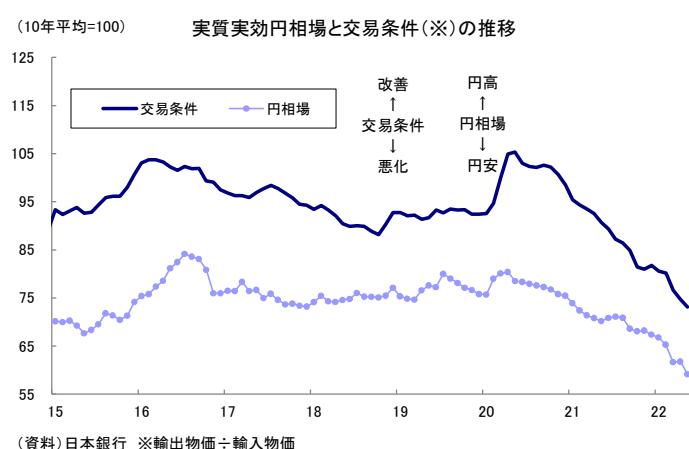
なお、前月比でみた場合も違った気づきがある。輸入物価指数に関して言えば、契約通貨ベースで+0.8%、円ベースで+2.4%と基本的に前年比で見たイメージと大差はない。だが一方、輸出物価指数は、契約通貨ベースで▲0.4%、円ベースで+0.7%と、契約通貨ベースで下落に転じていることが分かる。右図は前年比の推移を比較したものだが、契約通貨建て輸入物価指数の伸びが加速する状況



況でも契約通貨建て輸出物価の伸びは抑制されてきた印象が強い。ここにきて契約通貨ベース輸出物価指数が前月比で下落しているのは、円安になった分、現地での販売価格を引き下げて輸出数量を稼ごうとする動きが先行している可能性もある。なお、より達観した見方としては、契約通貨ベースを据え置けばそのまま輸出企業の収益になるところ値下げの動きが先行しているのだとしたら、単に日本の輸出競争力が低下しているという説もあり得る。

～交易条件悪化が示唆する円安継続～

いずれにせよ資源高と円安の同時進行を受けて輸入物価指数の上昇は契約通貨ベースでも円ベースでも不可避だが、輸出物価指数の上昇がこれに全く追いついていない。これは日本の交易条件悪化が続くことを意味する。右図は輸出物価指数と輸入物価指数の比率で算出した交易条件と実質実効相場(以下、REER)の推移を比



較したものである。理論的に交易条件は REER と定義上等しくなることが知られており、REER の均衡水準からの乖離を判断する目安の 1 つと言われる¹。実際、交易条件の急激な悪化と REER の急落は符合している。現状のように輸入物価指数が輸出物価指数を大きく上回る展開が続く限り、「半世紀ぶりの円安」を更新し続ける REER が底抜けする展開が正当化されることになる。

もっとも商品市況のピークアウトが見られているため、ようやく交易条件の示唆する円安トレンドも出口が見え始めているのは確かである。この点は 2023 年以降の為替見通しにとって重要な材料と考えられる。片や、足許では 1~7 月分で貿易赤字が約▲9.4 兆円と過去最大に拡がっている。現実の需給環境は直ぐには変わらないため、交易条件自体が反転しても、需給面での円売り超過が直ぐに解消するような地合いには至らないだろう。年内は円安続行で年明け以降のトレンド反転を見込む『中期為替相場見通し』のメインシナリオは大きく変える必要がないと考えたい。

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。

¹ 森川正之『円高と日本の国際競争力ー「過度な円高」についてー』経済産業研究所、2012 年 10 月

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8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年7月分)
	本邦4~6月期GDP~形ばかりの「コロナ前」回復~
2022年8月15日	独経済は不況の淵に~ライン川の水位低下~
2022年8月12日	週末版
2022年8月10日	独ライン川の水位低下とユーロ安リスク
2022年8月9日	2022年上半期の国際収支統計を受けて
2022年8月8日	ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか?
2022年8月5日	週末版(ドル/円相場の近況をどう考えるか~歴史的な大相場は調整も非常に大きい~)
2022年7月29日	週末版(米4~6月期GDPの読み方~リセッション判断は尚早~)
2022年7月27日	IMF世界経済見通し(7月改定)を受けて
2022年7月25日	ドル/円相場の近況をどう評価するか?
2022年7月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて~前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ~)
2022年7月20日	ECBは7月+50bp利上げに舵を切るのか
2022年7月19日	バリティ割れの背景整理~歴史に学ぶ教訓~
2022年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年6月分)
	週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望~ユーロ安でてこするインフレ抑制~)
2022年7月14日	米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも
2022年7月12日	やはり顔を出した始めた新規感染者主義
2022年7月11日	リフレ政策の今後~悲報との因果関係はなし~
2022年7月8日	週末版(世論に効き始めた物価上昇圧力~日銀がスケープゴートにされる可能性~)
2022年7月7日	ユーロ相場急落の背景~ECBハト派化より重要なこと~
2022年7月5日	やはり反対していたドイツ~緊急政策理事会~
2022年7月4日	世界の外貨準備状況~22年3月末時点~
2022年7月1日	週末版(2年ぶりのAPP停止と域内債券グループ化構想~遂に始まる加盟国階層化~)
2022年6月28日	家計金融資産は動き出すか~22年3月末の状況~
2022年6月27日	世界は通貨高競争へ~逆・隣境窮屈化策の始まり~
2022年6月24日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方~落ち着かないラガルド流~)
2022年6月22日	「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況
2022年6月21日	タカ/ハト両面を演じるECB~難しいナローパス~
2022年6月20日	疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営
2022年6月17日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方~落ち着かないラガルド流~)
2022年6月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年5月分)
	FOMCを終えて~円安地合は固まるばかり~
2022年6月14日	悲惨指數を感じなかった日本人
2022年6月13日	米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来
2022年6月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて~利上げ幅拡大も示唆~)
2022年6月9日	黒田発言をどう解釈するか~リフレの終幕と実質GDP~
2022年6月8日	金利が説明力を持つ始めているか~133円台を受けて~
2022年6月7日	要請経済の継続はリブル安に~参院選と金融市場~
2022年6月6日	ECB政策理事会プレビュー~サプライズがあるとすれば~
2022年6月3日	週末版(旅行収支と円相場の需給~制限ありきではインバウンドの影響なし~)
2022年6月2日	変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望
2022年5月31日	31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方
2022年5月27日	週末版(ドル/円相場と理論的な尺度について~もはや参考にしづらいPPPからの乖離~)
2022年5月26日	プログで政策修正を図ったECBの真意~その②~
2022年5月25日	プログで政策修正を図ったECBの真意
2022年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年4月分)
	週末版(円安相場は終わりなのか?~先行きは夏場以降の政治次第~)
2022年5月19日	本邦1~3月期GDPを受けて~「成長を誂めた国」~
2022年5月17日	ECB、「行動の夏」が意味するところ
2022年5月16日	円のREERは変動相場制以前の水準へ
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」のプレーキが重要~)
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をして円~)
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~「デフレの原因是インフレ」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~「戦後の正常化」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