

みずほマーケット・トピック(2023 年 5 月 23 日)

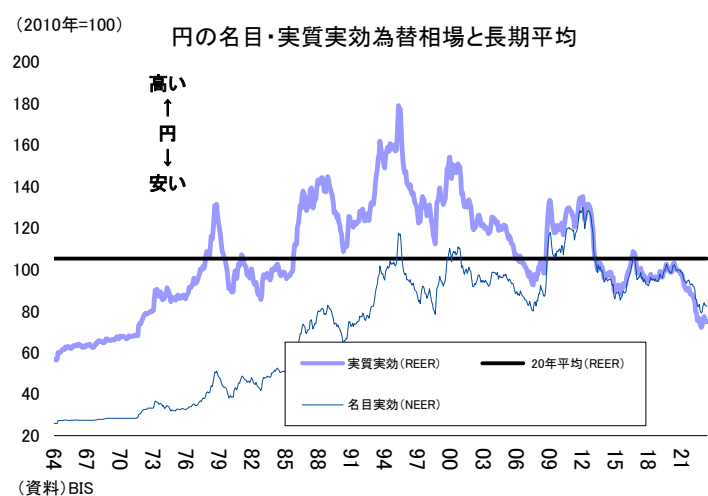
「世界中が欲しがる財・サービス」は「高嶺の花」～「弱い円」の価値～

円の名目実効為替相場(NEER)と実質実効為替相場(REER)の乖離が広がっている。これは「海外の方が日本よりも高い物価上昇に直面している」という事実を反映している。1ドル 152 円付近だった昨年 10 月以降、大きく円高・ドル安に戻した印象は強いと思われるが、その間も REER は半世紀前の世界で漂っていた。世界の賃金・物価情勢は日本のそれを凌駕するペースで動いている。各種の財・サービス物価や株式や不動産が騰勢を強めていることが注目を集めるが、「価格が上がっていることに加え、日本人の目線が下がっている」と表現するのが正確。REER が弱い国は「世界中が欲しがる財・サービス」について買い負けしやすいのである。ここもとの物価上昇に関しては円安相場が敵視されやすい。それは事実であるものの、為替はあくまで二次的な話であり、やはり賃金やこれに付随する一般物価の劣後に起因する部分が大きい。長年宿痾とされてきた日本のデスインフレ状況は弱い通貨と物価情勢によって打破される過程に立っている可能性。しかし、それを日本経済の好転と呼べる雰囲気は今のところない。

～「半世紀前」の水準を漂う日本の購買力～

昨日の本欄において資産価格や財・サービス物価の上昇に絡んで言及した「価格が上がっているのではなく、日本人の目線が下がっているだけ」という論旨については多くの反響があり、実質実効為替レート(REER)と絡めて今一度、それだけに焦点を当てて取り上げて欲しいという声もあった(昨日は株高の背景と共に紹介した)。昨日とやや重複感もあるが、再び整理してみたい。より正確には世界的にインフレが起きていることは事実であるため「価格が上がっていることに加え、日本人の目線が下がっている」と表現するのが最も現実に近いかもしれない。

右図は円の名目実効為替相場(NEER)と実質実効為替相場(REER)を遡及可能な 1964 年から比較したものである。NEER は主要貿易相手国の通貨に対する当該国通貨の価値を表し、その NEER に主要貿易相手国との相対的な物価差も加味したものが REER となる。ラフに REER の考え方を示しておくと、仮に日本の物価が海外のそれよりも低い状況が続いた場合、その分は「通貨が実質的に安くなった」とカウントさ



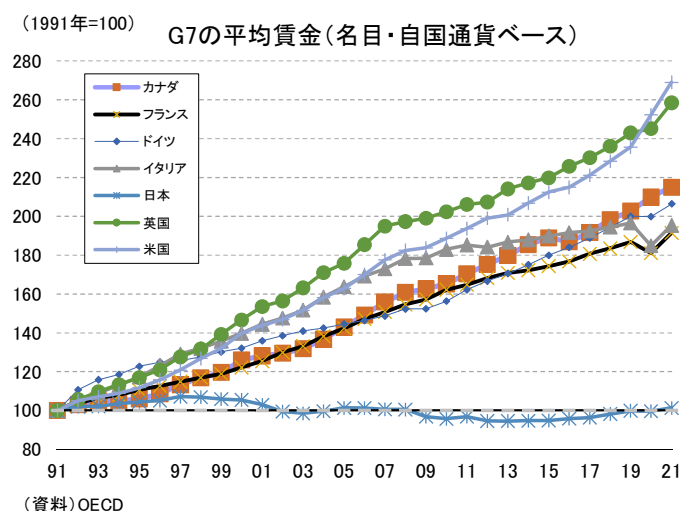
れ、「実質的な円安」が進むことになる。NEER も REER も下落基調にはあるが、前者は概ね 2007 年頃と同様の水準であるのに対し、後者は 1971 年頃、すなわち半世紀前と同等の水準にある。ち

なみにパンデミック直前(2019 年 12 月)と比較した場合、2023 年 4 月時点で NEER は▲16.6%、REER は▲24.6%と▲8%ポイントほど下落幅に差がある。さらに年初来の変化率で見れば NEER は+0.1%であるのに対し、REER は▲1.4%と符号が変わる。両者の乖離は最近目立っている。

既に述べたように、NEER と REER の差は海外との相対的な物価格差である。NEER よりも大きく REER が落ち込んでいる背景には「海外の方が日本よりも高い物価上昇に直面している」という事実がある。周知の通り、海外の場合、一般物価に追随して名目賃金も上昇している。今の日本でも相応の賃金・物価上昇が見られてはいるが、海外ほどではないという現実がある。詰まるところ、円の REER 低迷は海外に劣後する日本の賃金環境という意味も含んでおり、日本が海外から財を購入する際の購買力の弱さも意味する。世間的には 1 ドル 152 円付近だった昨年 10 月以降、大きく円高・ドル安に戻した印象が強いと思われるが、その間もずっと REER は基本的に半世紀前の世界で漂っていた。世界の賃金・物価情勢は日本のそれを凌駕するペースで動いている証左である。

～高嶺の花となりやすい「世界中が欲しがる財・サービス」～

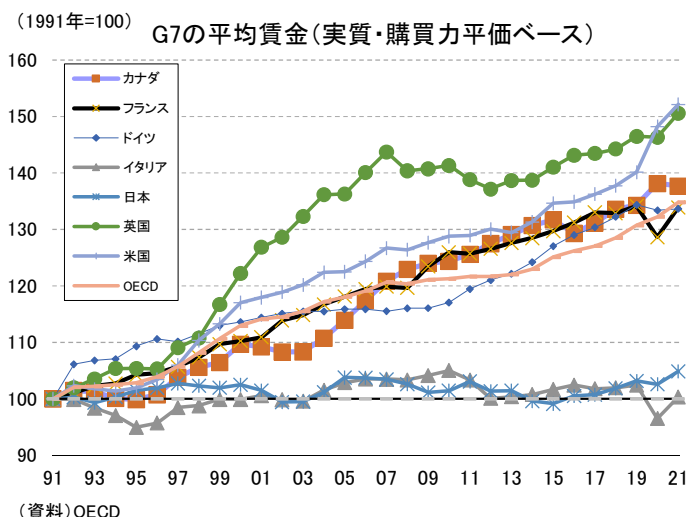
REER は購買力の国際的な尺度として一定の参考になる。極論すれば、REER が弱い国は「世界中が欲しがる財・サービス」の購買において苦勞することになりやすい。多くの国・地域で求められる財・サービスならば、企業はそれ相応の価格設定を行う。わざわざ名目賃金が抑えられている日本に合わせて低く価格設定する理由は無く、欧米を筆頭とする先進国の大勢を睨みながら価格設定を行うのが合理的な行動になる。日本以外の国々は名目賃金が伸びているので(図)、当然日本から



から見ると高めの定価設定が行われやすくなる。厳密には、商品の定価設定は国ごとに若干異なるものだが、あまりに大きな乖離は転売などの裁定取引に繋がるので放置されない。例えば iPhone の日本向け価格は戦略的に低く据え置かれていると言われてきたが、昨年 7 月、+10%から+20%の値上げが発表された。その際、名目ベースの円安・ドル高が進んだことが理由として挙げられたが、2022 年の円安以前から iPhone 価格が高過ぎるといった類の話は出ていた。「世界中が欲しがる財・サービス」の筆頭格として、国際基準に合わせて価格調整が進んできたというのが実情だろう。円安は重要な 1 つのきっかけに過ぎないと思われる

そのほか高級車も高級時計も「世界中が欲しがる財・サービス」である。去年はメルセデス・ベンツなど輸入車の値上げが再三報じられ、ロレックスの値段もモデルによっては 10 年で倍になっている。もちろん、値上げ自体は多くの国で起きている話であり、世界中の消費者にとって痛手であることは変わらない。しかし、その痛手は名目賃金の上昇率に依存する。約 30 年で名目賃金が 2 倍(以上)上がっている国と、殆ど横ばいの国とでは値上げに対する受け止めは全く異なる。次頁図にも示すように、日本とイタリア以外の主要国はインフレ調整後の実質ベースで見ても賃金は上が

っているので、各種財・サービスの定価が引き上げられること自体にそれほど痛手を覚えていない可能性が推察される。いずれにせよ、名目でも実質でも殆ど賃金の上
がってこなかった日本は、特に海外からや
ってくる「皆が欲しがる財・サービス」が高
嶺の花に映りやすい。多くの人気のある輸入商品は定価の設定時点から日本人が想像できないほどのペースで引き上げられている。この種の話では円安相場が敵視されやすいが、為替はあくまで二次的な話であって、やはり賃金やこれに付随する一般物価の劣後に起因する部分が大きいと考えるべきだろう。



～不動産や金融資産も「世界中が欲しがる財・サービス」～

なお、不動産や株式なども自由に取引できる以上、「世界中が欲しがる財・サービス」に類する。特に不動産を例に取れば、国によって住宅を作る時の材料が著しく異なるということもないため建材価格自体が「世界中が欲しがる財・サービス」という性質を備える。日本の不動産価格高騰が指摘される背景として円の割安感を理由にした海外投資家の資本フローが話題になりやすいものの、そもそもパンデミックや戦争を背景とする供給制約などが相まって建材価格が上がるという時期があった。元々の建材価格が上がっているところに円安という二次的な影響もあるので日本の建築物は高コストになりやすい。また、円安ゆえ、建築現場で就労する外国人も日本を見限るという副作用も聞かれる。建築作業の遅延は当然供給制約を強めるので価格を押し上げる一因にもなる。

株価については昨日議論したので詳しくは論じないが、過去2年で円相場が対ドルで▲30%近く下落している以上、為替効果も相まって「割安だから日本株を買い増しする余地ができた」という面はあるだろう(もちろんそれが株高の全てとは言わないが)。このようにして見ると、最近注目される不動産や株式についても単に日本が買い負けしているだけという実情が透ける。

資産価格や財・サービス物価の上昇は世界的な潮流であることも事実ながら、とりわけ日本人は相対的な低賃金・低物価も相まって(その結果として REER が低迷している結果として)、これを強く感じやすい状況にある。その上で過去1年の強烈な円安が重なっている。煎じ詰めれば「価格が上がっていることに加え、日本人の目線が下がっている」という論点が浮かび上がる。

～日本はインフレを輸入している最中～

昨日の本欄でも論じた世に、日本で外食や宿泊の値段が上がっているのも、それが「世界中(≡インバウンド)が欲しがる財・サービス」だからだ。実際に購入してくれる人の財布が日本人ではなく外国人になっているので価格設定は日本人から見て異次元になりやすい。5月18日付の日本経済新聞は『「横浜 なた万」訪日客向けコース、日本人の倍額でも好調』と題し、有名和食店が日本人向けに提供していたコースの最高額(3万2100円)の倍額である6万5000円のコースをインバ

ウンド向けに提供していることを報じていた。半世紀前の購買力しか持たない日本人ではなく最初から外国人を対象とするという意味で非常に分かりやすい例である。こうした外国人向け価格の設定は途上国を旅行すると経験する施策だが、日本でも主流になっていくのか非常に興味深い。

達観して見れば、日本は実質的に大幅安となった通貨によってインフレを輸入している最中だと言える。期待される展開としてはこうしたインバウンド消費を起点として日本全体の雇用・賃金環境も押し上げられ、「所得増→消費増→生産増」の好循環に入っていくことが挙げられるが、旅行収支のグロスだけを見てもピーク時(2019年)でGDPの1%程度(約5兆円)しかなかったことを思えば、そのような期待は過大かもしれない。そうすると単にインフレだけが残るわけだが、インフレになれば歴史的な安値に据え置かれたREERは理論的には上昇する。そう考えると長年宿痾とされてきた日本のデフインフレ状況が弱い通貨と物価情勢によって打破される過程に立っているのかもしれない。しかし、現状を見る限り、それを日本経済の好転と呼べるような雰囲気は感じられない。

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/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年5月22日	資産価格が上がっているのか、円が下がっているのか
2023年5月19日	週末版
2023年5月18日	1～3月期GDPを受けて～ベントアップ需要を阻む円安～
2023年5月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年4月分)
2023年5月16日	4月国内企業物価指数を受けて～変化率と水準の違い～
2023年5月15日	新しい外貨流出源～デジタル・コンサル・研究開発～
2023年5月12日	週末版(米連邦債務上限問題について～政府機関閉鎖は一時的な円高材料に～)
2023年5月11日	3月国際収支統計を受けて～インバウンドの功罪～
2023年5月9日	ECB政策理事会を終えて～持続する利上げ路線～
2023年5月8日	FOMCを終えて～利上げ停止でも円安持続という現実～
2023年5月2日	円相場の現在地～下がり続ける購買力、最強通貨はフランに～
2023年5月1日	植田体制初会合のレビューと円相場への影響
2023年4月28日	週末版
2023年4月26日	ユーロ/円相場、8年4か月ぶり高値の背景整理
2023年4月25日	日銀、初会合プレビュー～YCC撤廃確率は40%～
2023年4月24日	ECB政策理事会議事要旨と5月会合プレビュー
2023年4月21日	週末版(インバウンドの現状と展望～量、質ともに復調しつつあるインバウンド需要～)
2023年4月20日	本邦3月貿易収支～赤字は3か月で5兆円超え～
2023年4月18日	EU-ロシア貿易の構造変化～戦争の余波～
2023年4月17日	GFSRも重要性を訴える地経学的な思考
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年3月分)
2023年4月14日	週末版(FOMC議事要旨と米3月CPIを受けて～円安見通しへの影響はあるか?～)
2023年4月12日	変わる直接投資とスローバライゼーション(slowbalization)
2023年4月11日	植田会見、「直ちに修正することは無い」の真意
2023年4月10日	第一次所得収支の内情～戻ってくる円は半分程度か～
2023年4月7日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～初戦は様子見を予想～)
2023年4月6日	次の危機はCRE危機か?～ECBの警鐘～
2023年4月4日	日銀短観3月調査を受けて～深刻と極まる人手不足～
2023年4月3日	ユーロ圏3月消費者物価指数(HICP)の読み方
2023年3月31日	週末版
2023年3月30日	第1四半期の総括と今後の展望～円高始まらず～
2023年3月28日	ひっ迫感が強まるユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年3月24日	週末版(鳴りを潜める「安全資産としての円」～投機の円買いは縮小中～)
2023年3月23日	FOMCを終えて～年内利下げは未だリスクシナリオ～
2023年3月22日	年初来の主要通貨を概観する～変わらない円安～
2023年3月17日	退路を断ったECB～自信の誇示を優先～
	週末版
2023年3月16日	ECBは「世紀の失策」を繰り返すか～利上げの行方～
2023年3月15日	企業物価指数の現状と展望～残る円安の爪痕～
2023年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年2月分)
	先陣を切るECB～アフターSVBの金融政策動向～
2023年3月13日	SVB破綻、ドル/円相場見通しへの影響
2023年3月10日	週末版(1周年を迎えた米利上げ局面～やはり遠い円高シナリオ～)
2023年3月8日	1月国際収支統計を受けて～今後の注目点～
2023年3月7日	FRBより長引くECBの利上げ～ホルツマン発言について～
2023年3月6日	日本における「基調的なインフレ率」の現状と展望
2023年3月3日	週末版(賃金インフレへの懸念強まるユーロ圏～コアは加速、政策理事会の争点は賃金に～)
2023年2月28日	ECBのバランスシート政策について～状況整理～
2023年2月27日	植田総裁候補の所信聴取を受けて
2023年2月24日	週末版
2023年2月21日	利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏
2023年2月20日	現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～
2023年2月17日	週末版(本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～)
2023年2月15日	本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～
2023年2月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年1月分)
	日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～
2023年2月13日	日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～
2023年2月10日	週末版
2023年2月9日	ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～
2023年2月8日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～
2023年2月7日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～
2023年2月6日	IMF見通し上昇修正と為替見通しの関係について
2023年2月3日	週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)
2023年2月2日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2023年1月30日	23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～
2023年1月27日	週末版(当面のECBの金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～)
2023年1月25日	神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活?～
2023年1月24日	「投機の円買い」vs「実需の円売り」の行方
2023年1月23日	日銀タカ派とFRBハト派の併存は可能なのか?
2023年1月20日	週末版(史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に?～)
2023年1月19日	日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年12月分)
2023年1月18日	懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～
2023年1月16日	日銀は本当に動くのか?～当面の展開を整理～
2023年1月13日	週末版(依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～)
2023年1月10日	米12月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～
2023年1月6日	週末版
2023年1月5日	FOMC議事要旨を受けて～23年利下げへの支持はゼロ～
2023年1月4日	2023年展望の「重要な前提」と「バス」のおさらい
2022年12月23日	週末版(史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～)
2022年12月21日	日銀の政策修正関する論点整理～日銀Pivot～
2022年12月20日	米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか
2022年12月19日	円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル
2022年12月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ～)
2022年12月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年11月分)
	FOMCを終えて～PCEビークアウトと利上げ停止時期～
2022年12月14日	米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～
2022年12月13日	23年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約
2022年12月12日	インバウンド復活は2023年春以降のテーマに
2022年12月9日	週末版
2022年12月6日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
2022年12月5日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか?
2022年12月2日	週末版(135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～)