

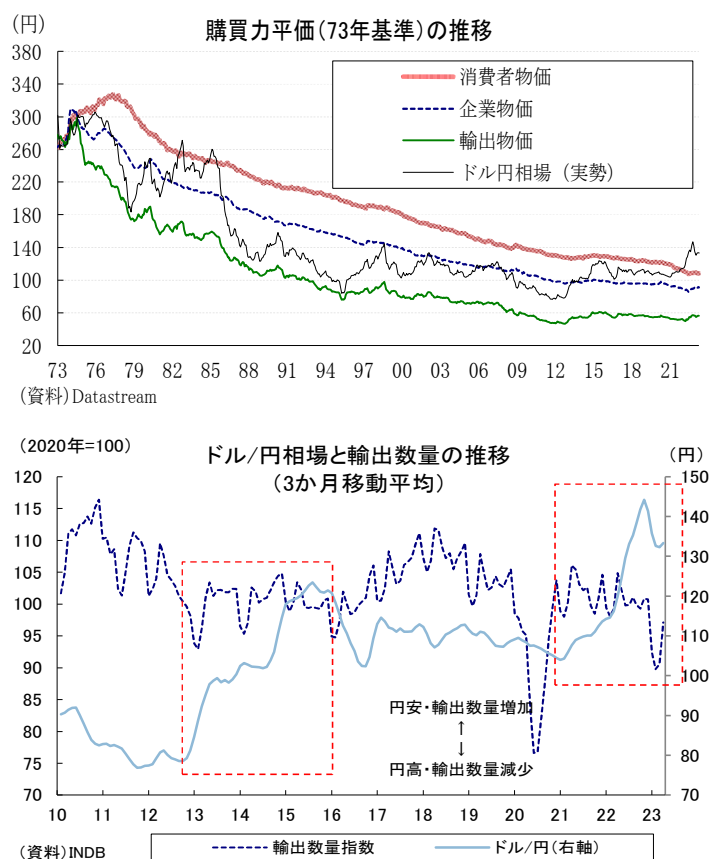
みずほマーケット・トピック(2023 年 5 月 24 日)

構造的に薄れる PPP を見る意味～「成熟した債権国」と共に～

ドル/円相場は本欄で論じてきた通り、徐々に水準を切り上げている。なお、ドル/円相場の購買力平価(PPP)がいずれの物価基準に照らしても「過剰な円安」という状況にあるため、「円高への揺り戻しを心配しなくても良いのか」という照会は断続的に受ける。確かに、PPP に照らしたドル/円相場の実勢水準は歴史的に見ても異質な乖離を見せている。しかし、PPP に照らした「過剰な円安」は、それが日本から海外への輸出数量を押し上げ、貿易収支の黒字が拡大し、これに伴ってアウトライートの円買い(外貨売り)が増え円高が進むから、結果的に最初のレートについて「過剰な円安」だったと言えるのである。国内に生産設備を欠くようになってしまった現状の日本ではもはやそうした経路は機能しない。貿易黒字が復活しない代わりに、現在の日本は莫大な第一次所得収支黒字を稼ぐようになったわけだが、それ自体が円高を招く筋合いはない。PPP を見る意味は構造的に薄れていると考えられる。今後、実勢相場と PPP の乖離は放置されるのか。そうとも限らない。弱い通貨を介してインフレを輸入するような状況にある日本の現状を踏まえれば、今後は PPP が円安に振れることで実勢相場に接近してくる可能性もある。

～PPP を見る意味は構造的に薄れている～

ドル/円相場は本欄や『中期為替相場見通し』で論じてきた通り、徐々に水準を切り上げている。繰り返しになるが、FRB の政策姿勢とこれに伴う米金利動向だけでドル/円相場の動向をある程度読める時代は終わったのだと筆者は感じ始めている。もちろん、この先、FRB の利下げ転換という重大な局面を控えているため、その際に円高・ドル安に振れることは避けられないだろうが、あくまで中長期的な円安相場の中での押し目というのが本欄の目線である。なお、ドル/円相場の購買力平価(PPP)がいずれの物価基準に照らしても「過剰な円安」という状況にあるため、「円高への揺り戻しを心配しなくても良いのか」という照会は断続的に受ける。確かに右図(上)で示されるように、PPP に照らしたドル/円相場の実勢水準は歴史的に見ても異

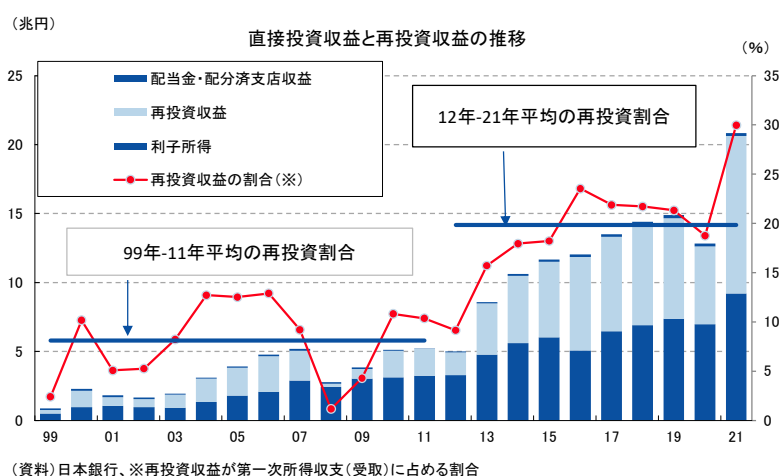


質な乖離を見せている。ここからの円高圧力を心配する声も分からないでもない。

しかし、この点も過去の本欄では何度か解説しているが、PPP に照らした「過剰な円安」は、それが日本から海外への輸出数量を押し上げ、貿易収支の黒字が拡大し、これに伴ってアウトライートの円買い(外貨売り)が増え円高が進むから、結果的に最初のレートについて「過剰な円安」だったと言えるのである。現状の日本ではもはやそうした経路は作用しない。前頁図(下)でも確認できるように、2013 年以降のアベノミクスも、2022 年以降の「史上最大の円安」も日本の輸出数量を顕著に増やすような効果は見られなかった。ひとえに、円安を受けて輸出数量を増やすような生産設備はもう日本には無いからである。円安による輸出増加を起点として実体経済が焚きつけられるという伝統的な経路はもはや昔話である。PPP を見る意味は構造的に薄れている。

～貿易黒字拡大の代わりが第一次所得収支黒字拡大～

しかし、貿易黒字が復活しない代わりに、現在の日本は莫大な第一次所得収支黒字を稼ぐようになった。2022 年の第一次所得収支黒字は約 +35 兆円で、このうち約 65%に相当する約 +23 兆円が直接投資収益である。ちなみに 10 年前(2012 年)の第一次所得収支黒字は約 +14 兆円で、このうち直接投資収益は約 29%に相当する約 +4 兆円にとどまっていた。これらは本邦の企業部門において海



外への対外直接投資が劇的に増えたことによる結果であり、日本が通貨安を武器にした財輸出で稼ぐ国ではなく、投資の収益で稼ぐ国になったという事実を明示している。このように、いわゆる「成熟した債権国」としての構造変化を遂げた今、PPP 対比での「過剰な円安」が修正する(円高に振れる)としても、それは輸出増加を起点とする貿易黒字由来の円買いにはなり得ないはずである。しかも、直接投資収益をより細分化して見れば、外貨のまま再投資される部分(再投資収益)の割合が時代と共に増えている(図)。貿易黒字と引き換えに増加してきた感のある直接投資収益だが、そこに由来する円高圧力を期待するのもまた難しいのである。

ちなみに前頁図を見れば分かるように、ドル/円相場がそれまで上限として機能していた企業物価ベース PPP を上抜けて常態化し始めたのが 2012～2013 年であった。これはちょうど日本の貿易収支が趨勢的に黒字を稼げなくなった時期と一致する。やはり貿易黒字と第一次所得収支黒字を両方稼ぐ「未成熟な債権国」から、貿易赤字だが第一次所得収支黒字で稼ぐ「成熟した債権国」へ移行したことが円高への揺り戻しが起きなくなったことと大いに関係がある。そのことに目を向けず、いつまで経っても米国の利上げ回数や幅、単月の基礎的経済指標の結果を元にドル/円相場のストーリーを語ろうとするのはポイントレスであるように思う。

～今後は PPP の水準が実勢相場に接近してくる可能性も～

今後、実勢相場と PPP の乖離は放置されるのか。そうとも限らない。これまでは実勢相場がメルクマールである PPP に収斂されることが常々に想定され、歴史的にも実際そうなってくることが多かった。日本の物価が諸外国対比で殆ど動かなかったので、PPP が円高を示し続けるという地合いが続いてきたが、長年、巨大な貿易黒字国の通貨だった円は必然的に円高に収斂していった。

しかし、昨日の本欄でも論じたように、円の実質実効為替相場 (REER) が半世紀ぶりの安値を漂う中、日本経済は海外からインフレを輸入するような状況が続いている。それは資源を筆頭とする財輸入が分かりやすいが、訪日外国人観光客 (インバウンド) を招き入れることに伴う一般物価の高騰もある。このような動きが極まっていけば日本でも諸外国に見劣りしない物価上昇が起きる可能性が無いとは言えない。その時は PPP が円高を示し続けるということも当たり前ではなくなる。言い換えれば PPP が円安に振れることで実勢相場に接近してくることもあり得る。筆者はどちらかと言えば、そのような未来に向かってドル/円相場は推移し始めているのではないかと思っている。これまで 100～120 円というレンジでやってきたものが、120～140 円などのレンジにシフトアップしている。そうしたイメージを抱きながら中長期的なドル/円相場のストーリーを描きたいと考えている。

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～
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～深刻さ極まる人手不足～
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「パス」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	日銀の政策修正に関する論点整理～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ピ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?