

## みずほマーケット・トピック(2024年2月7日)

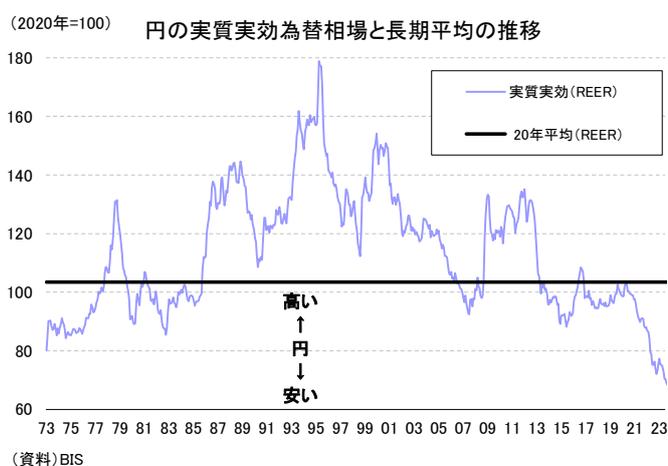
## PPP や REER をどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～

過去の本欄ではドル/円相場の実勢と購買力平価(PPP)の乖離が非常に大きくなっているという事実に関し、「正しいのは実勢相場であり、PPP が今後円安方向に調整されてくるはず」と論じた。「円安で輸出数量が増え、貿易収支黒字も積み上げられ、その黒字が円買いとなって現れる」という王道の調整経路を失った日本では「PPP から見れば実勢相場は過剰な円安」と叫んでも何も意味が無い。「PPP が円安方向に調整される」という状況は日本がデフレからインフレへ切り替わる状況を想定することになる。半世紀ぶりの安値が続く REER も日本のインフレによって然るべき調整が可能になる。本邦市場参加者においても「インフレの通貨は下落する」というセオリーを感じ始めている向きは増えているように感じる。今後到来する人手不足はインフレ発生の原因となり得るだろう。今後 10 年以内に現在の労働投入量を前提とした成長は難しくなる。必然的に経済活動を維持するにあたっては労働者の奪い合いが発生する状況は十分予想できる。名目賃金上昇を伴うインフレを前提として各種の為替尺度は調整が進むと予想したい。

## ～調整しない PPP や REER～

昨年<sup>1</sup>の本欄ではドル/円相場の実勢と購買力平価(PPP)の乖離が非常に大きくなっているという事実に関し、「正しいのは実勢相場であり、PPP が今後円安方向に調整されてくるはず」といった議論を行った。「円安で輸出数量が増え、貿易収支黒字も積み上げられ、その黒字が円買いとなって現れる」という王道の調整経路を失った日本では「PPP から見れば実勢相場は過剰な円安」と叫んでも何も意味が無い。重要なことはその「過剰な円安」で何を成すかであり、今の日本ではそれが旅行サービスの輸出拡大でしかなくなっている。旅行者の外貨だけで円高相場は実現しない。

周知の通り、これまでの日本は諸外国対比で物価の低い、相対的にディスインフレを抱える国であった。相対的なディスインフレという状況は PPP で言えば円高、実質実効為替レート(REER)で言えば円安を意味する。後者は「半世紀ぶりの円安」と言われて久しく、未だにその状況は解消されていない(図)。しかし、冒頭述べたような「PPP が円安方向に調整される」という状況は日本がデフレからインフレへ切り替わる状況を想定することになる。また、REER に



関して言えば、半世紀ぶりの安値が続いており、理論的に想定すべき平均回帰性がここ 3 年は全

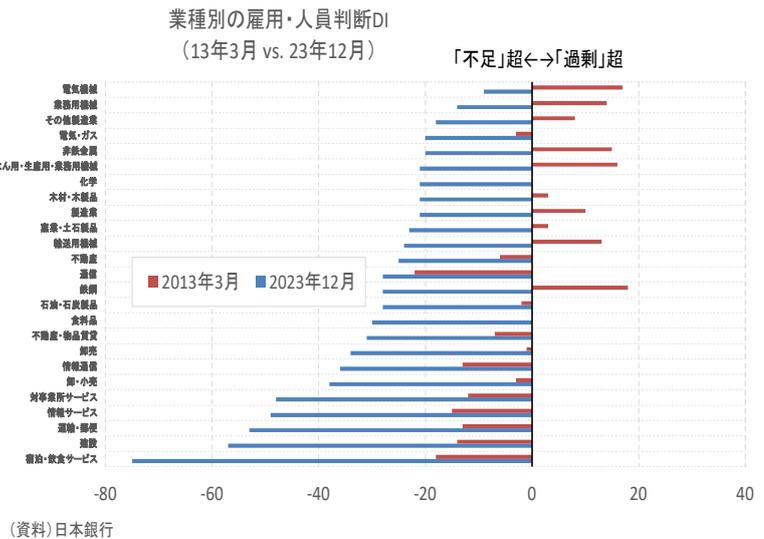
<sup>1</sup> 本欄 2023 年 8 月 23 日号『なぜ購買力平価は使えなくなっているのか』をご参照下さい。

く発揮されていない。このまま下落が続くという想定にも無理はあるだろう。では、REER が円高方向へ振れる調整経路として何が考えられるか。これを大別すると①名目ベースで円高になる、②日本が相対的にインフレになる、或いはその両方が必要になるが、需給分析に基づいて①が完全に潰れているのだとすると、やはり②の可能性を探ることになる。繰り返しになるが、筆者は①には期待せず、②の可能性を懸念する立場だ。もちろん、変動為替相場制である以上、①の動きが皆無とは言わないが、これまでに比べれば持続性や迫力に欠ける動きに終わるだろう。

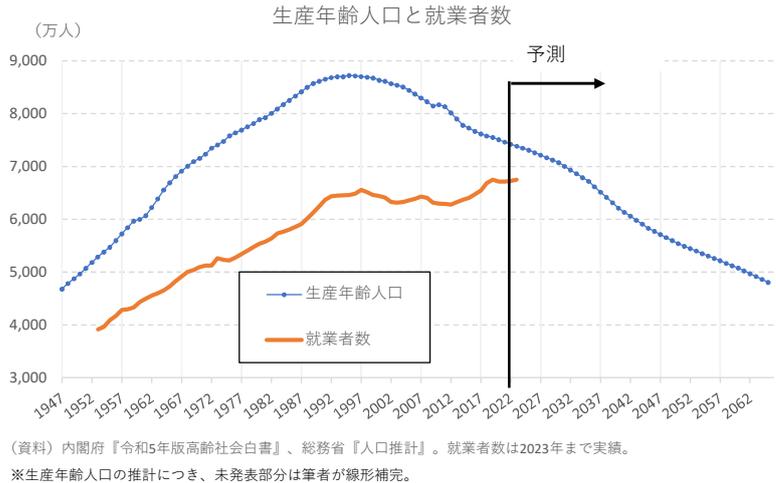
### ～人手不足と賃金上昇、そしてインフレ～

では、どうしてインフレが起きると考えるのか。筆者はひとえに人手不足に理由を求めたい立場だ。ほぼ毎日、様々な事業法人の方々とお話をさせて頂くが、「人手不足と賃金上昇」はもはや必ずと言って良いほど話題に挙がるテーマである。陰に陽に「インフレの通貨は下落する」というセオリーを感じ始めている向きも多いように思える。現状、日銀は物価と賃金の好循環(いわゆる「第二の力」)は未だ実現していないという立場だが、日銀の評価は別にして物価と賃金が共に上

昇しているのは事実である。日銀短観の雇用・人員判断DIを見ても、インバウンド需要に対応すべき宿泊・飲食サービスを筆頭に今や全業種で「不足」超という異例の状況にある(図)。労働需給の逼迫を背景に名目賃金は今後上がるしかなく、それ自体が一般物価上昇の流れに寄与するという構図は大きく変わりようがない。もちろん、人手不足という内生要因以外にも、円安を起点とするインバウンド需要の増大や鉱物性燃料価格の上昇といった外生要因も当然、インフレに寄与している。鉱物性燃料価格はあらゆる財・サービスのコストを押し上げ、インバウンド需要は外国人需要の強い財・サービスから順番に物価上昇を促す。既に起きていることだ。しかし、名目賃金上昇というインフレの持続性にとって必要条件とも言える動きは人手不足があってこそその展開である。



さらに巨視的な視点から述べると、現状の人手不足は今後到来する人手不足と比較すればまだ序の口という認識も持ちたい。右図に示すように足許ではまだ生産年齢人口が就業者数を上回る状態であり、追加的な労働供給という意味では余地がある。だが、内閣府『令和5年版高齢社会白書』総務省予測を前提とした場合、2023年の就業者数(6747万人)を生産年齢人口が明確に割り



込んでくるのが 2035 年以降だ(※総務省公表の予測値以外は筆者が線形補完で繋いだ)。推計に伴う多少の振れはあるだろうが、大まかなイメージとして今後 10 年以内に現在の労働投入量を前提とした経済成長は難しくなる。必然的に各経済主体が経済活動を維持するためには労働者の奪い合いが発生する状況は想像される。このような状況で名目賃金が上昇しない理由は乏しい。

### ～生産改善 or 移民受け入れ～

もちろん、これは極めて単純化した話であり、そうならない未来もあり得る。例えば1人当たりの生産量、すなわち労働生産性の著しい改善があれば、人手不足という難局も打開できる可能性がある。この点、日本において「人工知能(AI)が仕事を奪う」は懸念ではなく希望かもしれない。しかし、著しい生産性改善なかりせば、労働需給の逼迫が名目賃金を押し上げることになり、それが生産性を上回る限りにおいて、企業収益を食い潰す要因になる。それは賃金・物価は高く、成長率は低いというスタグフレーションの到来でもある。生産性の改善を抜きに人手不足を乗り越えるには大幅な移民受け入れしかないが、もはやタブー視されている感じもあり、現実的な議論は難しいだろう。

話を PPP や REER に戻せば、現在見られている PPP 対比で過剰な名目ベースの円安・ドル高や、半世紀ぶりと言われる REER の低空飛行は、インフレによって理論的な齟齬が小さくなる方向へ調整が進むように思えてならない。そのように考えると日本国内において株や不動産、高級輸入品(車や時計など)の価格がにわかに上昇していることも首肯できる。リフレ派と呼ばれる政策思想が待ち望んだ展開だが、それがより良い未来の兆候と考えるのは難しい。10 年前に危惧された未来が現実のものとなりつつあるように思える。

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](mailto: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](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年2月2日	週末版(ソフトランディングと賃金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)
2024年2月1日	FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～
2024年1月29日	日本円の現在地～独歩安で始まった2024年～
2024年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「夏」がキーフレーズ～)
2024年1月24日	日銀金融政策決定会合～織り込んで円安の怖さ～
2024年1月23日	ECB政策理事会プレビュー～勝利宣言はまだ～
2024年1月22日	「家計の円売り」と「損保のレバトリ」の違い
2024年1月19日	週末版
2024年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年12月分) 「貯蓄から逃避」で進む円の独歩安～現状整理～
2024年1月17日	「新時代の赤字」の定点観測と今後の需給イメージ
2024年1月16日	マイルド・キャピタルフライト(後編)～需給への評価～
2024年1月15日	マイルド・キャピタルフライト(前編)～家計の円売り～
2024年1月12日	週末版
2024年1月11日	ユーロ圏インフレ率の近況～再浮揚の読み方～
2024年1月10日	震災と旅行収支の関係について～2011年からの教訓～
2024年1月9日	米大統領選挙の考え方～メインシナリオを覆すか～
2024年1月5日	週末版(能登半島地震の影響について～構造変化を経て「普通の通貨」になった円～)
2024年1月4日	24年、持つべきイメージは「長期円安局面の小休止」
2023年12月22日	週末版(本邦の家計金融資産動向について～外資性資産比率は「根雪」のイメージで～)
2023年12月20日	日銀金融政策決定会合～解除時期と円相場への影響～
2023年12月18日	2024年、円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～
2023年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「利上げ→利下げ」の考え方～)
2023年12月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年11月分) FOMCを終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～
2023年12月13日	最近の需給環境について～24年も脆弱性は残る～
2023年12月12日	12月日銀会合の行方～政治的観点、2000年との比較～
2023年12月11日	24年ドル/円見通し外観～「主戦場の変化」を確認する～
2023年12月8日	週末版(円高と植田発言の読み方～チャレンジの真意～)
2023年12月7日	ECB、シュナーベル発言の読み方～拡大解釈を警戒～
2023年12月6日	対内直接投資の胎動と今後への展望
2023年12月4日	24年、円高シナリオの鮮度～130円割れはあれど～
2023年12月1日	週末版(ユーロ圏11月消費者物価指数の読み方～「最後の砦」となるサービス業～)
2023年11月28日	ユーロ圏経済とECB金融政策の現状と展望
2023年11月24日	週末版(貿易赤字国が迎える米利下げ～通貨高は当たり前ではない～)
2023年11月21日	円高とPPPの考え方～収斂するのか、しないのか～
2023年11月20日	過去最安値に肉薄する円の名目実効相場(NEER)
2023年11月17日	週末版(本邦10月貿易統計を受けて～繰り返される23年と同じ言説～)
2023年11月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年10月分) 1年ぶり2度目のCPIショックをどう評価すべきか
2023年11月14日	ユーロ/円、15年ぶりの高値をどう理解すべきか
2023年11月13日	24年は「家計の円売り」元年になるか～外貨資産の現状～
2023年11月10日	週末版(23年度上期経常収支の読み方～CFベースの黒字は10分の1に～)
2023年11月9日	「欧州の病人」は戻って来たのか?～企業の「ドイツ離れ」～
2023年11月2日	週末版
2023年10月30日	150円台定着を受けて～その背景と今後の論点整理～
2023年10月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～)
2023年10月26日	ECBプレビュー～利上げ代替としてのMRR引き上げ～
2023年10月23日	サービス収支に透ける製造業の行動変化
2023年10月20日	週末版
2023年10月19日	本邦9月貿易統計～起きるべくして起きた23年の円安～
2023年10月18日	再び直面する天然ガリスク～ユーロ安考察～
2023年10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年9月分)
2023年10月13日	週末版(日独GDP逆転について～「弱い円」が原因としても・・・)
2023年10月12日	カネ関連収支でも広がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が広がるデジタル関連およびカネ関連の国際取引
2023年10月10日	円安シナリオを延命させる中東リスク
2023年10月6日	週末版
2023年10月5日	「底打ち懸念」も漂う米経済～米金利上昇の考え方～
2023年10月4日	続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～
2023年10月3日	ユーロ圏のインフレ情勢とECBの「次の一手」について
2023年10月2日	インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～
2023年9月29日	週末版
2023年9月26日	円安シナリオを長続きさせる貿易赤字
2023年9月25日	日銀金融政策決定会合～マイナス金利解除の行方～
2023年9月22日	週末版
2023年9月21日	FOMCを終えて～「2024年こそ利下げの年」という危うさ～
2023年9月20日	23年4～6月期資金循環統計～「貯蓄から投資」の胎動～
2023年9月19日	「欧州の病人」は戻って来たのか?
2023年9月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～)
2023年9月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年8月分)
2023年9月13日	ECB政策理事会プレビュー～「見送り+α」の公算～
2023年9月12日	日銀の政策運営に関するQ&A～読売報道を受けて～
2023年9月11日	7月国際収支の読み方～為替需給変わらず～
2023年9月8日	週末版
2023年9月7日	日本の貿易収支が直面する2つの想定外
2023年9月6日	海外出張で体感した内外価格差について
2023年9月4日	BRICS共通通貨は「いつか来た道」
2023年9月1日	週末版(ECB政策理事会議事要旨と8月消費者物価指数について～9月利上げの行方～)
2023年8月30日	夏を終えても変わらなかつた円の独歩安
2023年8月28日	ジャクソンホールで浮き彫りになるインフレに対する「当事者」感
2023年8月25日	週末版
2023年8月24日	ユーロ圏経済の悪化とユーロ相場の現状
2023年8月23日	なぜ購買力平価は使えなくなっているのか
2023年8月22日	力強さが続くユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年8月21日	「持たざるリスク」に直面する日本の家計部門
2023年8月18日	週末版(本邦7月貿易収支を受けて～中国不振が阻害する収支改善～)
2023年8月17日	本邦4～6月期GDPの読み方～冴えない内需～
2023年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年7月分) 年初来安値で確認する円の立ち現在地
2023年8月14日	再投資柔軟化から1年～フランスに並んだイタリア～
2023年8月10日	週末版(アマゾン「プライム」値上げの意味するもの～デジタルサービスへの外貨流出～)
2023年8月9日	緩和持続を約束する実質賃金の低迷～円安の余韻～