

みずほマーケット・トピック(2024年8月19日)

財 PPP vs. サービス PPP～正しいのは円安か、円高か～

ドル/円相場は依然堅調に推移しているが、162 円に迫った円安・ドル高相場についてピークアウト感が出ていることも確か。この際、例によって購買力平価(PPP)からの乖離に着目し、円高へ引き戻されるとの議論が今後出やすいかもしれない。過去の本欄では執拗に議論している点だが、今回はやや違う視点も加えつつ、PPP への収斂が難しいことを確認したい。PPP を財とサービスに分けた場合、「財 PPP は円安、サービス PPP は円高」という構図がはっきりしている。貿易可能な財の世界において一物一価が徹底されるとしたら、もはや示唆されるのは円高ではなく円安である。ちなみに 24 年 6 月時点に関し、財 PPP は CPI ベースで 149 円とほぼ実勢に近い。長引く円安相場は「製造業の国際競争力の弱さ」と表現されることも多いが、より正確には「製造業の輸出拠点としての弱さ」と表現すべきだろう。財 PPP を見ると 2012 年後半を境に円高傾向が止まり、緩やかな円安傾向に転じている。日本企業の対外直接投資が増え始めたのがちょうどその頃である。サービス PPP はデジタル分野などを基軸として今後も円高傾向を示唆しそうであるが、それをもって実勢相場の円高を予見するのは難しい。

～PPPを再考する～

ドル/円相場は依然として堅調に推移しているが、162 円に迫った円安・ドル高相場についてピークアウト感が出ていることも確かだ。この際、例によって購買力平価(PPP)からの乖離に着目し、円高へ引き戻されるとの議論が今後出やすいだろう。過去の本欄では執拗に議論している点だが、今回はやや違う視点も加えつつ、PPP への収斂が難しいことを確認しておきたい。過去の本欄で

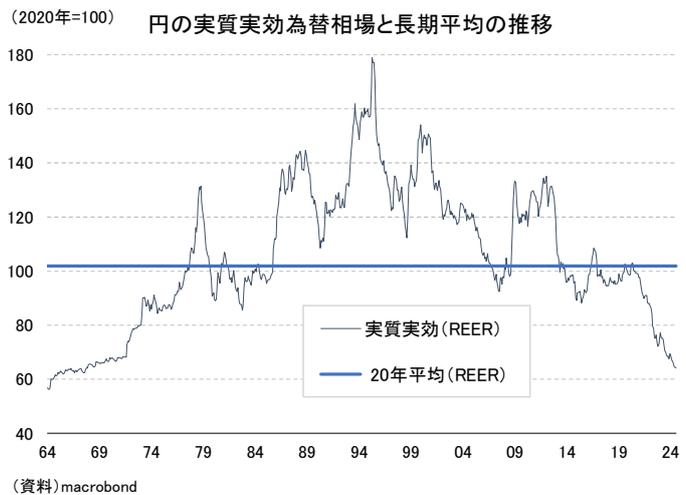
は、「PPP 対比で過剰な円安」をもってしても輸出数量が増えなくなった日本では、貿易収支黒字が蓄積しないため、実勢相場が PPP の示唆する円高方向へ収斂するメカニズムが働きにくい点を指摘してきた。国内における製造拠点を失い、輸出パワーを失った日本では、「PPP 対比で過剰な円安」は放置されやすいのである。この事実は PPP を財とサービスに分けて比較すれば、より分かりやすい¹。以下でドル/円相場の PPP を再考し、議論する。



¹ この論点に関しては通貨ニュース 2024 年 4 月 18 日号「日本：ドル/円相場と購買力平価の乖離に関する理論的解釈」でも議論しているので参照にされたい。

～逆バラッサ・サミュエルソン効果～

かねて日本では「製造業の国際競争力の強さが円高の原因」と言われてきた。これはバラッサ・サミュエルソン効果(以下 BS 効果)と言われる考え方に沿った説明である。BS 効果では製造業の生産性上昇率がサービス業のそれに比べて十分に高い経済であれば、当該国の一般物価の水準が海外よりも高くなると考えられる。生産性の高い製造業の賃金が押し上げられ、同国内の労働移動を通じて、サービス業の賃金も同じくらい押し上げられるという想定である。一般物価の水準が高くなれば実質



為替レートも上昇する。実際、1990 年代半ばまで日本の実質実効為替レート(REER)は上昇一辺倒だった(図)。1950 年頃から 1990 年代半ばまでの REER 上昇は BS 効果で説明可能と言われる。

その後、1990 年代後半から足許に至るまで、REER は凋落の一途を辿っている。日本の貿易黒字がピーク(約14兆円)を迎えたのが 1998 年なので BS 効果が一巡したのが同時期だったのだと想像がつく。「製造業の国際競争力の強さが円高の原因」という事実が BS 効果で説明可能とすれば、「製造業の国際競争力の弱さが円安の原因」という事実が浮かび上がる。これはさしずめ BS 効果の巻き戻し、逆 BS 効果という言葉が想起される。但し、「製造業の国際競争力の弱さ」というよりも「製造業の輸出拠点としての弱さ」という微妙な表現の違いを意識したいところだ。というのも、日本の製造業が儲かっているわけではないわけではないため、問題は「国際競争力の弱さ」というよりも「日本国内における輸出パワーの衰え」ではないかと察する。長引く円安相場について「製造業の輸出拠点としての弱さが円安の原因」と言われれば、比較的腑に落ちる向きは多いのではないか。

～生産性改善の果てが対外直接投資～

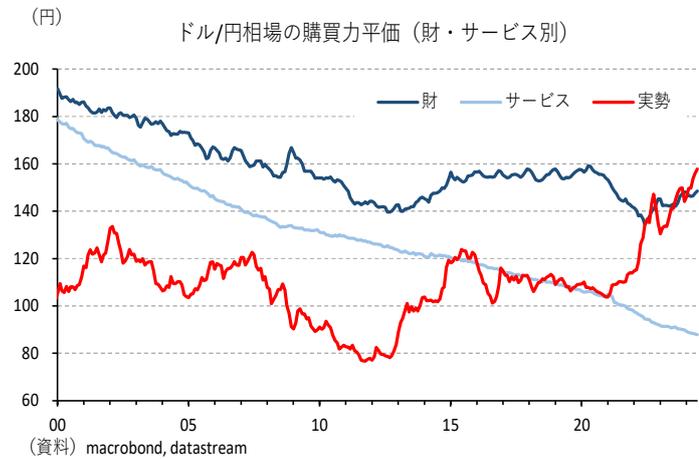
歴史を振り返れば、日本の製造業の高い国際競争力は貿易黒字とこれに付随する慢性的な円高局面をもたらした。繰り返される「円高との高い」を通じて生産性改善も重ねられてきたが、最終的に日本の製造業を選んだのは「もう日本国内では戦わない」という戦略だった。これは国際収支統計上、対外直接投資の増加、端的に海外生産移管の加速として現れた(図)。日本企業は「企業としての競争力を維持するために日本を脱出した」という道を選んだのである。かくして日本経済は「製造業の輸出拠点としての弱さ」を



抱えることになった。実勢相場が PPP から大きく円安方向に乖離したり、後述する財に限った PPP が円安シフトしたりしている状況は日本が「製造業の輸出拠点としての弱さ」に直面している結果だ。

～財 PPP vs. サービス PPP～

PPP を財とサービスに分けた場合、「財 PPP は円安、サービス PPP は円高」という構図がはっきりしている。この構図は CPI を使おうと、PPI を使おうと変わらない（図）。貿易可能な財の世界において、一物一価が徹底されるとしたら、もはや示唆されるのは円高ではなく円安である。ちなみに 2024 年 6 月時点に関し、財 PPP は CPI ベースで 149 円、PPI ベースで 89 円だ。通常の CPI や PPI から算出される PPP が実勢と大幅に乖離する中、



CPI ベースで見た財 PPP がほぼ実勢に近いことは興味深い。製造業が高い国際競争力を誇り、貿易収支黒字を積み上げてきた日本では PPP が常に円高方向を示唆する時代が続いてきた。しかし、図に示されるように、財 PPP に関して言えば 2012 年後半を境に円高傾向が止まり、むしろ緩やかな円安傾向が認められる。仮に「製造業の輸出拠点としての弱さが円安の原因」という説に立った場合、その萌芽が見られ始めたのが 2011～12 年頃だったという言い方にもなる。実際、日本の対外直接投資が増え始めたのが 2011 年頃だった（前頁図）。度重なる円高や人口減、硬直的な雇用法制など多数の要因を背景として、その頃から製造業の海外生産移管が始まったと言われる。

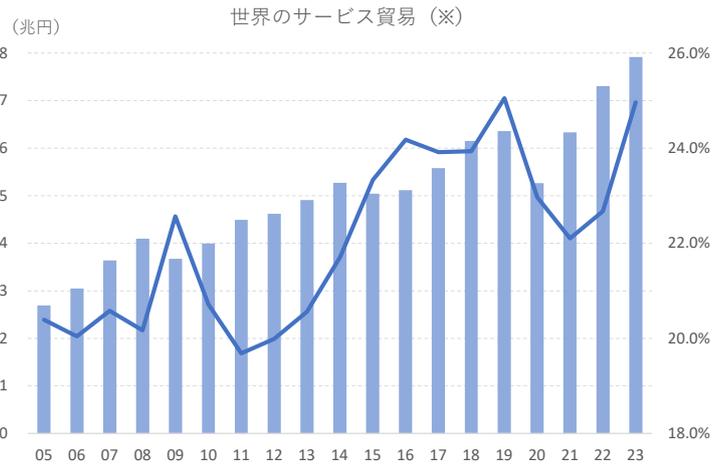
そうして「輸出拠点としての弱さ」が定着した日本では低生産性ゆえに財が割高となり、比較優位を失う状況に陥った。だからこそ、これを均すための円安が理論的 (PPP 的) に正当化される状況が現れているとも読める。事実、その通りに実勢相場は円安になっているわけだが、それでも貿易赤字が解消されないのは、国内の輸出拠点が失われており、しかもそれを復元しようという動きが乏しいためだ。対内直接投資の促進を国策とするのはこうした文脈に照らして正しい措置と言える。

片や、サービス PPP は円高を示唆している。ここからは日本のサービス業の賃金が他国に比べて抑制され、国際競争力の観点から割安である状況が透ける。日本のサービス業の生産性が低いと言われて久しいが（その是非はここで議論しない）、賃金さえ抑制されていれば、割安感は維持される。だから、これを均すための円高が理論的 (PPP 的) に正当化される状況にある。

～むしろサービス PPP は円高が強まる可能性～

しかし、財貿易とサービス貿易の最大の違いは「国際取引における裁定が働きにくい」という点にある。例えば NY よりも東京の床屋が安いからと言って、NY から東京の床屋に通う人間はいない。割高であろうと NY の床屋は高く、日本の床屋は安いままだ。こうした状況が想定される以上、サービス業の賃金に関し、日米の格差（米国 > 日本）が収斂に向かう可能性は低い。しかも、世界貿易に占めるサービス貿易の存在感は増しており、2023 年には世界全体で 8 兆ドルに達している。これ

は世界の貿易取引全体の約 25%に相当し、明らかに上昇傾向にある(次頁図)。後述するように、国際的なサービス取引に関してはデジタル分野を中心に内外の賃金格差は拡大すら想定されることから、サービス PPP の示唆する円高圧力を収まらず、PPP 全体も円安方向に傾きづらいと想像する。少子高齢化に伴う人手不足もあって日本の名目賃金も上昇が見込まれることから、日米サービス業の賃金格差は従前よりは縮まり、その分、サービス PPP で示唆される円高圧力も今後相応に抑制されてくる可能性はある。だが、米国を逆転するには至らないだろう。



(資料) WTO ※世界向けに「サービス輸出+(財輸出+サービス輸出)」

もともと、サービス取引の国際化が隆盛を極めてくれば、労働移動を通じた裁定も今までよりは働きやすいという考え方もあり得る。本欄で「新時代の赤字」と呼んできたデジタル、コンサルティング、研究開発といったような分野では今後もサービス貿易額が増えていくだろう。必然、実体経済への影響力も大きくなるはずだ。日本でも IT 業界やコンサルティング業界などでは外資系企業の相対的に高い賃金が話題になりやすい。それは昔からあった話だが、近年そして未来に向けて影響を拡大していく可能性はある。しかし、サービス取引国際化の象徴としてデジタル関連収支を取り上げると、「小作人」と揶揄される側(日本)の賃金が「地主」と呼ばれる側(米国)のそれに接近する展開はやはり難しいように思える。少なくとも ICT 産業に限って言えば、賃金格差は縮小するどころか、拡大する可能性すらある。コンサルティングや研究開発といったその他業界でも同様だろう。とすれば、サービス業の賃金格差から導出されるサービス PPP が円高傾向を正当化する状況は当面残るのだから。それは PPP 全体を円高方向に押し上げることになる。

筆者は、近年におけるドル/円相場の円安傾向は財 PPP の示唆する水準に寄り添った動きではないかと考えている。しかし、一般的にサービス業も含めた PPP 全体を見るため、どうしても実勢相場との乖離が大きくなってしまふ。その乖離を見て「いずれ円高に戻る」と論じても、それは不毛な議論だろう。国際的な裁定を前提とした財 PPP における円安傾向こそ、「弱い円の正体」の一角をなしているように思える。

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

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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年7月分) ポスト岸田の考え方～金融政策の大勢に影響なし～ 24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～
2024年8月14日	24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～
2024年8月13日	投機が去った円相場～注目は「家計の円売り」へ～
2024年8月9日	週末版(「円安バブル」報道について②)～2005-07年との比較分析～
2024年8月8日	「円安バブル」報道について①～05-07年との比較分析～
2024年8月2日	週末版(「日銀は変わった」はいつまで続くか～「やっぱり変わっていなかった」の怖さ～)
2024年8月1日	日銀会合を受けて～ドル/円相場の考え方～
2024年7月25日	週末版
2024年7月24日	インバウンド、「量」から「質」の意味するもの
2024年7月23日	バイデン撤退も市場動かさず～円ショートは依然膨大～
2024年7月19日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「資金は必ず下がる」という自信～)
2024年7月18日	日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ～
2024年7月17日	進むインフレ税による財政再建～資金循環統計～
2024年7月16日	復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～
2024年7月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年6月分) 週末版(金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～)
2024年7月11日	株価、「真正正銘のバブル超え」の読み方
2024年7月10日	最近の円相場の需給環境について
2024年7月8日	米大統領選挙、現時点の解釈～為替市場の視点～
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半期を終えて～円は真正正銘の最弱通貨～
2024年6月28日	週末版
2024年6月27日	家計金融資産の現状～外貨比率は最高値更新へ～
2024年6月25日	「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～
2024年6月21日	週末版(欧州委員会による財政是正措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～)
2024年6月19日	本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～
2024年6月18日	久しぶりの欧州政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～
2024年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分) 週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見直し～
2024年6月12日	既に前年実績を超えてしまった「家計の円売り」
2024年6月11日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
2024年6月10日	円相場の需給環境について～4月までの総括～
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)
2024年6月5日	証券投資は巻き返すか?～収益率で考える未来～
2024年6月4日	敢えて考える対内直接投資促進の「負の側面」
2024年6月3日	強含む経済指標に囲まれるECB～ユーロ相場の考え方～
2024年5月31日	週末版
2024年5月29日	虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き
2024年5月28日	「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～
2024年5月27日	加速したユーロ圏妥結賃金とECBブログの言い分
2024年5月24日	週末版
2024年5月23日	金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～
2024年5月22日	「もしトラ」で注目される欧州の立ち回り
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見えたECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分) 円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
2024年5月14日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
2024年5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まったのか?～円安と債務～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場の予想パスについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～
2024年5月2日	週末版(レバトリ減税について～「5%の摩擦」に拘るべき～)
2024年4月30日	日銀が回避した為替との戦い、今後のリスク
2024年4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない?～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～
2024年4月22日	ドル高是正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見直しを受けて～またも「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
2024年4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分) 週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)
2024年4月11日	「でこぼこ道」か「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ペースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直投のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
2024年4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか?
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか?
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
2024年3月25日	23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～
2024年3月22日	週末版(FOMCを受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」)
2024年3月21日	「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～
2024年3月18日	「噂で売って、事実でも売り」になりそうな円相場
2024年3月15日	週末版(「家計の円売り」は3月も続くのか?～試される個人投資家の芯～)
2024年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年2月分)
2024年3月13日	春闘と円高リスク～「異例の買上げムード」というリスク～
2024年3月12日	最近の国際収支の状況について～CFでは初月赤字～