

Market Flash

高まる世界的インフレリスク
～蚊帳の外の日本～

2021.11



日本アルプス電子株式会社
NIHON ALPS ELECTRONICS CO.,LTD.



～世界的な供給不足がもたらすインフレ～

世界的にインフレ圧力が高まっている。多くの国で新型コロナ対応の経済活動制限が緩和され、需要が回復していることに加え、食品や原油などの資源高、東南アジア等一部の国での感染拡大による生産減、米国を起因とする国際物流のひっ迫、感染拡大による労働者不足といった供給制約が強まっているためだ。

今月はインフレが顕著な米国に焦点を当てて、その実態と原因を探ると同時に、インフレ目標に程遠い日本の実態をまとめてみた。

<世界的インフレの原因>

1. 米国のインフレの実態

11月10日に発表された**米国の10月のCPI(消費者物価指数)**は前年同月比**+6.2%**と**1990年**以来の高水準となった。変動の大きいエネルギーと食品を除いた**コアCPIも+4.6%**と**1991年**以来の高水準とどちらも30年ぶりの高水準である。

世界的なエネルギー不足を受けた原油価格が急上昇しているが、コア(原油、食品を除く)財の動向をみると今回のインフレの特徴がよく表れている。

<みずほリサーチ&テクノロジーズのレポートより>

モノの物価に歴史的異変が生じている。

コア財の物価指数は、コロナ前までのおよそ4半世紀にわたって、ほぼ一貫して下がり続けてきた。(図表1)。

コアサービス物価が上昇を続けてきたのと対照的である。財デフレの中心は耐久消費財で起きており、技術革新によるデフレと、中国を中心とする世界的な供給能力の拡大に伴うグローバルデフレの2つの圧力が働いてきた。

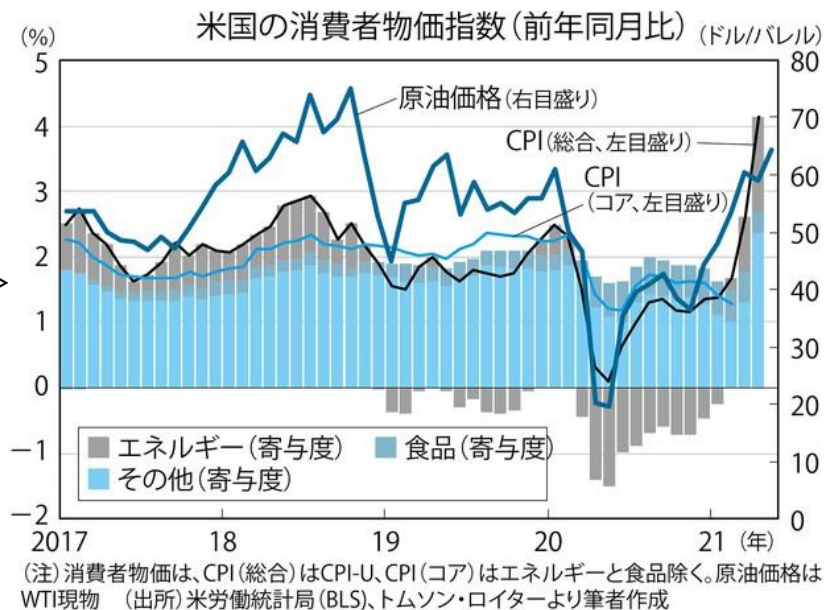
後者のデフレ圧力は輸入耐久消費財(除く自動車・同部品)の物価下落によって確認できる。

コロナ禍は、財物価の推移に大きな変化をもたらした。ロックダウンから2021年初めまでの時期にかけて、コア財物価は下げ止まるようになった。さらに2021年に入ってワクチン接種が本格化し、米国経済の再開の動きが強まるとコア財物価は上昇へと転じた。重要な点は、足元ではグローバルな物価上昇が米国内の物価上昇をもたらしているというよりも、おそらくその逆と考えられることである。

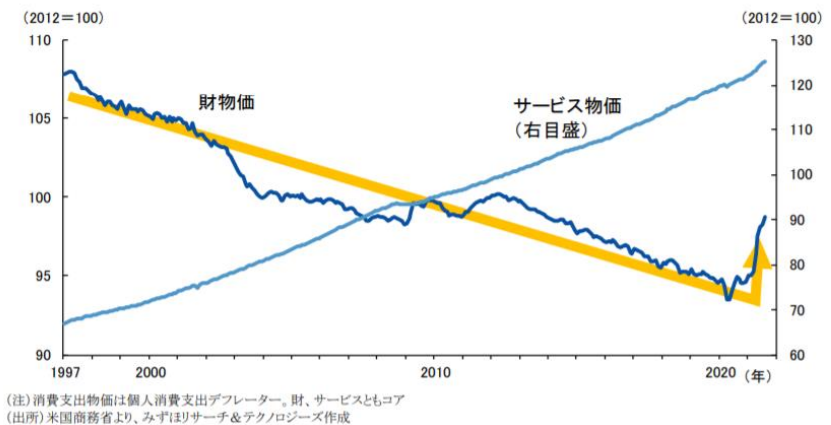
米国における「モノ」消費の急増が内外の財物価の上昇を引き起こし、米国の物流の機能不全がその動きに拍車をかけているという意味だ。

米国のもの消費の強さは際立っている。

コロナ前のトレンドを1割以上上回る水準に回復しているのである。



図表1 1990年代後半以降の米国消費支出物価の推移





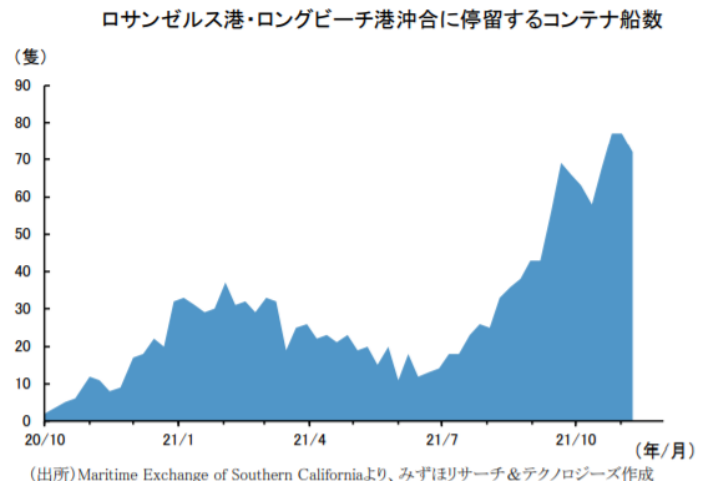
～世界的な供給不足がもたらすインフレ～

このように米国では急激な消費の回復がインフレの一つの要因であるが、それだけではない。

2. 供給制約

ボトルネック問題の象徴が西海岸主要コンテナ港の大混雑である。サンペドロ湾内で陸揚げを待つコンテナ船は過去最高水準にあり、港湾処理能力の低下と入船数の増加が混雑率上昇に寄与している。

米国運輸省によれば、米国の国際物流の4割(金額ベースで1.7兆ドル)を水運が担っている(2019年時点)。そのうち1.1兆ドルはコンテナ貨物であり、20フィートコンテナ換算で96%(5,550万TEU)がトップ25の港湾に集中している。コンテナ取扱量トップが西海岸サンペドロ湾のロサンゼルス港、第2位が同じサンペドロ湾に位置するロングビーチ港、第3位が東海岸のニューヨーク・ニュージャージー港である。このうちロサンゼルス港とロングビーチ港では、陸揚げされたコンテナで溢れかえり、大量のコンテナ船が沖合で錨を下ろし、長期にわたり着岸許可を待つ状態にある。



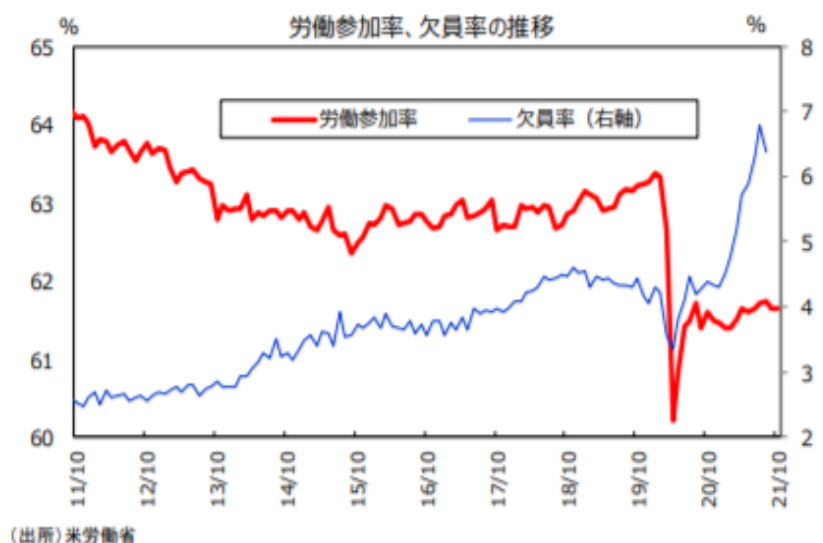
各港湾当局によれば、サンペドロ湾内での平均待機日数は2週間を超えている(ロサンゼルス港で14.6日、ロングビーチ港では14.1日、いずれも11月5日時点)。ロサンゼルス港の場合、コンテナ船が着岸し、再び離岸するまでの滞留時間が9.7日(10月28日までの30営業日平均)、陸揚げされたコンテナ自体も運び出されるまで9.3日(11月5日時点)かかっている。米国運輸省によれば2019年の滞留時間(月間平均値)はロサンゼルス港では平均3日以下であり、足元の港湾の処理能力は平常時の1/3以下に落ちている計算である。(以上、みずほR&Tレポートより)

このような港の状況をもたらしているのは、需要の急回復だけが原因ではない。労働力不足も大きな原因となっている。

3. 米国の労働市場

10月の失業率は4.6%と、9月の4.8%から改善した。企業の求人が非常に強い一方で、引き続き数百万人が失業しており、労働力となっていない。

10月は10万4000人が労働市場に参入したにもかかわらず、労働参加率は61.6%と前月から横ばい。労働参加率は20年6月以降、61.4—61.7%の狭い範囲内にとどまっている。





～世界的な供給不足がもたらすインフレ～

27週以上連続で失業している人の数は35万7000人減の230万人。公式に失業していると見なされている人(74万人)の31.6%に相当した。

労働市場の需給ギャップは、**新型コロナのパンデミックの最中の家庭内の介助や、新型コロナ感染の恐れ、早期退職、多額の貯蓄や転職、高齢化、さらに最近終了した失業給付追加支給などが要因とされる**。都市部を離れた多くの人々がまだ戻ってきていないことから、仕事と住んでいる場所との間にミスマッチが生じている可能性もある。

失業給付追加支給はこの9月で終了したためこれから徐々に労働参加率は上昇していくと思われる。

この失業給付追加支給とは、前トランプ大統領がコロナ対策として、**失業給付を週600ドル追加支給**を始め、それをバイデン大統領も引き継ぎ**9月末まで実施していた(バイデン政権下では週400ドルの追加)**、そもそも米国の失業保険は比較的高く、それが働く意欲を削っているとみなされてきたが、それに加えての追加支給とコロナへの恐怖から労働参加率は急激に低下したと思われる。

4. 新型コロナウイルスがもたらしたサプライチェーンの分断 ～生産拠点の東南アジアの混乱～

供給不足の原因は財の運搬やそれに関わる人手不足も大きな要因であるが、そもそもの生産拠点である東南アジアでの問題も大きい。これは新型コロナウイルス対策である**ワクチン接種における先進国と新興国の格差がもたらしたものと**言ってもいいであろう。

ベトナムでは新型コロナウイルスのワクチン接種が大幅に遅れる中、**デルタ型変異ウイルスの感染が拡大したため、7月から厳格なロックダウンが実施されていた**。10月1日からはロックダウンが段階的に解除されているが、生産への影響は甚大で物流網の停滞も長引くことが予想されている。同様に、**マレーシア、タイなども新型コロナウイルスの影響で多くの工場が操業停止に追い込まれていたことが財の供給不足の大きな原因ともなっている**。半導体不足も後工程を担うこの東南アジアの工場閉鎖が大きく影響している。また、アップルのスマートフォンやナイキのスニーカーなども供給が停滞する事態となっているのである。

ここで、先進国と東南アジアのワクチン接種の状況を見てみよう。

	9月1日時点		11月16日時点	
	1回接種率	2回接種率	1回接種率	2回接種率
日本	58.0	46.9	79.0	76.1
米国	63.0	53.7	69.3	58.9
英国	71.6	64.0	75.3	68.5
ベトナム	18.7	3.3	67.9	37.8
タイ	34.1	11.1	65.5	53.8
マレーシア	62.7	47.4	79.1	76.9



～米国の金融政策～

こうしてみると、**新興国のワクチン接種の遅れが顕著**である。2回目接種率もまだまだであり油断はできないものの、少しずつ遅れを取り戻している状況である。ワクチン接種⇒コロナ感染減少⇒経済回復とはスムーズにはいかないものの、現在の供給不足はこの新興国のワクチン接種の遅れが一つの要因とみることができるであろう。

しかし、この表を見ると先進国でも2回目のワクチン接種率がなかなか増加しないことや、ワクチン接種しても欧米では再び急激に感染拡大していることから新型コロナウイルスとの闘いはまだまだ続くものと思われる。

5. サプライチェーンの分断はいつ解消するのか

今回のサプライチェーンの分断は、これまで**先進国は生産と供給の効率性を重視し、生産を中国や東南アジアに頼りすぎたことに一因がある**。新型コロナウイルスでサプライチェーンの弱い部分が急速に明らかになったのである。

そのため、これまで見てきた輸送の遅延、労働力不足の解消だけでは解決する問題ではなくなっている。急速に回復する需要と停滞したサプライとの間の矛盾は、短期間で解決することは非常に難しいと思われる。

格付け会社のムーディーズは、「各国の感染症対策の措置と効果には差があり、**世界はグローバル物流・輸送ネットワークの安定した運営を確保するために一致協力しようと努力する姿勢を欠き、サプライチェーンの中断問題はさらに『激化する可能性』がある**」とした。

英紙「フィナンシャル・タイムズ」はJPモルガン・チェースのジェームズ・ダイモン最高経営責任者(CEO)の発言を引用して、「今は最悪の時期で、巨大な市場システムはこれから自律的に調整されていくだろう」と予想した。しかしバンク・オブ・アメリカとウェルス・ファーストの上層部は、「我々は最初、労働力と原材料の不足の影響を過小評価している」と指摘した。

<米国の金融政策>

1. 11月のFOMCの決定

米国では新型コロナウイルスの金融対策として金利引き下げと量的緩和を続けてきたが、その量的緩和を徐々に正常に戻す操作が始まろうとしている。

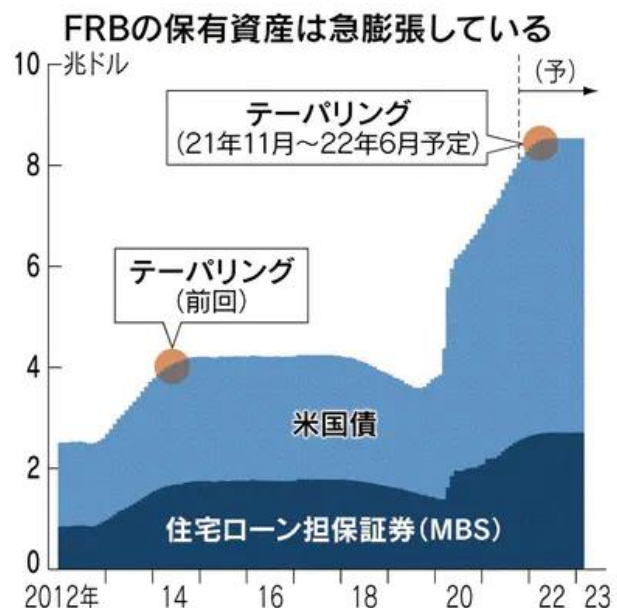
11月2日、3日に開催されたFOMC(連邦準備制度理事会)において、**債券買い入れの段階的縮小、いわゆるテーパリングを全会一致で決めた**。

月に米国債800億ドル(約9.1兆円)、住宅ローン担保証券(MBS)400億ドルの計1200億ドルを購入し、約4兆ドルを市場に供給してきた。

米国債などの保有残高は1年半余りで約8兆ドルに倍増。

11月から購入月額を米国債100億ドル、MBS50億ドルの計150億ドルずつ減らし、22年6月にゼロとする計画だ。

高まるインフレリスクで2023年に予定されている利上げが、2022年度に実施されるのではないかとの見方が強まるが、FRBのパウエル議長は最近のインフレについては、「供給面の制約による一時的なもの」として早期の利上げを否定した。





～日本の実質実効為替レートが示すもの!～

景気の先行きについては、「経済の道筋は引き続きウイルスを巡る状況に左右されるだろう」とワクチン接種、新型コロナウイルスの感染拡大やその対応で見通しが変化することを指摘した上で、供給制約による経済成長の鈍化を受け、「**ワクチン接種と供給制約の緩和が進めば、経済活動及び雇用の拡大持続とインフレ抑制を支援すると予測される**」とこれまでのワクチン接種の進展に加えて、供給制約の緩和が経済や雇用の拡大、インフレの抑制につながるとの見方を初めて示した。

問題は、ワクチン接種がそのまま新型コロナウイルス感染拡大を抑えられるかという点であろう。現在の米国、ヨーロッパでの感染拡大を見ると決して楽観視できるものではない。

<日本の「実質実効為替レート」が示すもの>

11月18日の日経新聞位以下のような記事が掲載された

「**円の総合的な実力を示す実質実効為替レートが約50年ぶりの低水準に近づいている**。国際決済銀行(BIS)が17日公表した10月の値は68.71となり、1972年並み(67台)の低さだった。日本の物価上昇率が海外に比べて低く推移したことに加え、輸出競争力を重視して円安につながる政策を進めたのが要因だ。かつてとは経済構造が変わり、円安は成長力の底上げに寄与していない。」

円の実質実効レートは1995年に150の最高値をつけた後、低下が続いてきた。2015年6月には67.6と72年以来の水準まで低下。21年10月は15年7月以来の低さとなった。

バブル崩壊以降の長引く景気停滞で、他国と比べて日本の賃金や物価が上がらなかったことが背景にある。賃金や物価が上昇する海外と同様の購買力を保つためには、円の価値を引き上げる必要があった。

だが、**日本は円高による輸出競争力の低下を懸念し、円高に対処してきた**。95年に円高が進んだ際には日米が協調して大規模な円売り介入を実施した。

2013年に始まった異次元緩和で円の価値は一段と下がった。

21年になると円の実質実効レートは9%下げ、主要通貨で独歩安になった。ドルは5%上昇し、ユーロは3%の下落にとどまる。

新型コロナウイルス禍からの経済回復過程で、日本の物価が海外と比べて上がらないことが影響している。

かつては円安が製造業の輸出競争力を後押しし、経済成長に寄与した。しかし、**多くの企業が海外に拠点を移すなどして経済構造が変わり、円安による日本経済の押し上げ効果は弱まった**。国内総生産(GDP)に占める製造業の比率は1970年代の35%から、2010年代には20%に低下した。

円の実質実効為替レートは大幅低下





～日本の実質実効為替レートが示すもの!?!～

むしろ足元では円安のデメリットが目立つ。資源を輸入に頼る日本は、東日本大震災後に化石燃料への依存を強めた。**円安と原油高による輸入金額の増加は、輸入企業の円売りを増やしてさらなる円安圧力になる。**

17日には円は対ドルで一時1ドル=114円90銭台まで下落し、4年8カ月ぶりの円安水準になった。円安と原油高は輸出価格と輸入価格の関係を示す交易条件の悪化を招く。日本経済研究センターの岩田一政理事長は「交易条件の悪化による海外への所得流出は足元では10兆円、家計の損失が2兆円」と分析する。

長年にわたる円高対応は、日本の生産性の低さを助長した面もある。内閣府によると日本経済の実力を示す潜在成長率は足元で0.5%と、1980年の3.8%から低下した。技術革新などを反映する「全要素生産性」も1.6%から0.4%まで下がった。

本来なら退出を迫られるはずの産業や企業が円安で温存された。競争から守られた企業はイノベーションを起こす動機が薄れた。自国製品を安売りするための円安志向からの脱却と、高付加価値の製品開発を通じた真の競争力強化が求められている。」

***** 実質実効為替レートとは *****

円の実質実効レートは対ドルのほかユーロ、英ポンドなどの主要国通貨に対する相対的な値動きを、**各国・地域との貿易量、物価水準の相対的な差などを基に加重平均して求める。指数の上昇は通貨高を意味する。**

通貨の競争力は、為替レートが変化しなくても、貿易相手国との相対的な物価やコストが変化することによって変化する。例えば、日本と貿易相手国との間で同じ性能の製品を作っているとしよう。為替レートが安定している中で、あるとき貿易相手国の製品価格が日本よりも上昇したとすると、日本の製品メーカーの価格競争力は高まることになる。これを経済全体で考えれば、自国の物価上昇率が相対的に低いほど相対的な競争力は上昇する。物価だけでなく、賃金などのコストが相対的に低下した場合も同じように競争力は上昇する。物価もしくはコストの相対的な変化を調整した実効為替レートが実質実効為替レートであり、相対物価や相対コストが低下するほど、その国の実質実効為替レートは減価する。名目実効為替レートを実質化する際に、様々な物価指数やコスト指標から適当なものを選ぶ必要があるが、**実用的な面から CPI と単位労働コスト(以下 ULC)を用いていることが多い**

かつて同じようにこの実効レートが注目されたことがある。

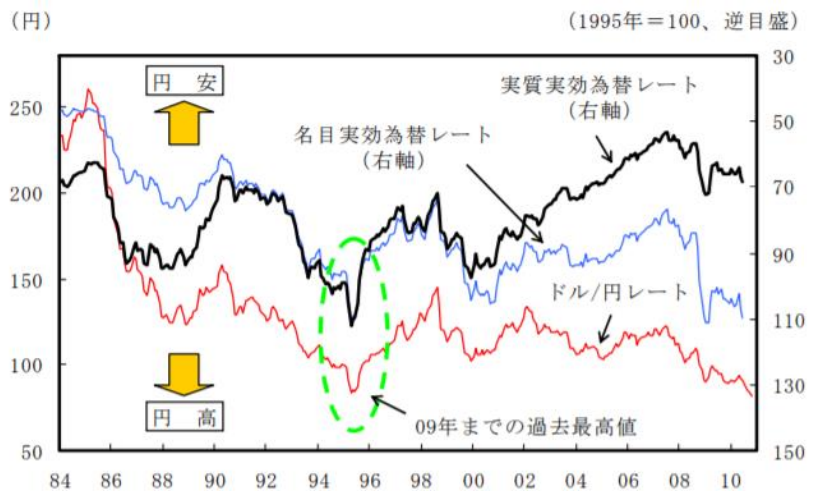
リーマンショックの後、日本は急激な円高に見舞われたときである。

「2010年9月15日、財務省の指示で日銀が約6年半ぶりに円売り・ドル買い介入を実施し、82円台にあったドル/円レートは一時85円台まで急落した。」

急激な円高への対応策であったが、実際のドル円レートが急激に円高になっているにもかかわらず、**この時の実質実効レートは円安のままで推移していたのである。**

右の図(前頁の日経新聞の図とはメモリが逆になっているにご注意)をみると、名目の実効為替レートはほぼ実際のドル円レートと平行に動いているが、実質実効レートはリーマン前から乖離し始めている。

この要因として言われていたことは、**国際的競争力を失いつつあった製造業のコスト削減、特に労働コストの削減が大きな要因とされていた。**



(注) ドル/円レートは月中平均値。実質実効為替レートはULCベース。
(出所) 日本銀行、IMF統計より大和総研作成

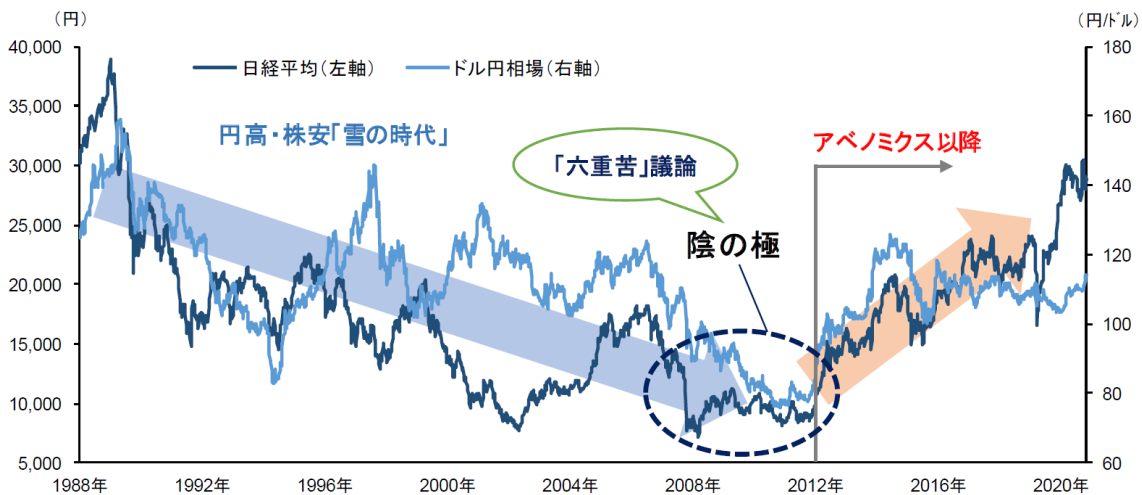


～日本の実質実効為替レートが示すもの!?!～

実質実効レートの説明であったように、名目から実質への転換に際しては、物価(CPI)と労働コストが用いられている。この労働コスト削減が実質実効レートを割安にしているのである。

製造業の労働コストは貿易財の国内生産コストを表している。コストには原材料や中間財などがあるものの、こうした財は交易によってどの国も海外市場から入手しやすいため、各国の貿易財の生産コストの差は国際間の移動が難しい労働コストの差で近似できる。自国の労働コストが他国よりも低いほど、コスト競争力が高いことになるのである。さらに、製造業が労働コストを下げる手段として工場の海外移転があげられる。労働コストの安い国への移転である。この動きはリーマンショック前から起こっているためにこのような乖離の動きが顕著になってきているのである。

その後、日本ではアベノミクスが始まる。このアベノミクスの重要な対策が未曾有の日銀による量的緩和である。これによって一気に円安が進んだ。しかし、先にも述べたように、この円安は株式市場にはプラスとなったが、実体的な経済には大きな影響を与えなかったといっているであろう。

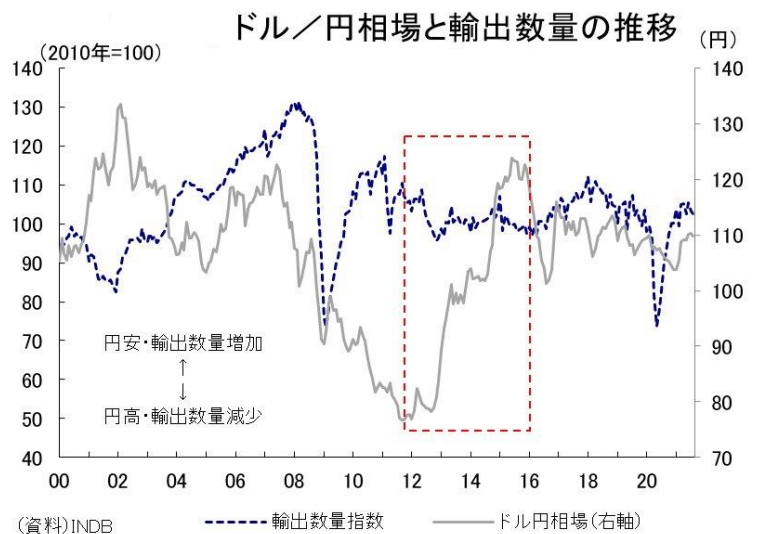


出所：Refinitiv 作成：岡三証券 週次、直近は2021年10月第4週

右の図で分かるように、急激な円安になったにもかかわらず、本来増えるべき輸出数量は横ばいのままであった。

理論的には、「円安が過剰」とみなされた場合、貿易黒字が膨張し、自国通貨買いを招き、割安感が解消されていく、つまり「円高」に推移することになるが、現実はそうならない。

日本の企業の多くが工場を海外に移転し、円安＝輸出増という構造が成り立たなくなっているということである。



(資料)INDB --- 輸出数量指数 ——— ドル円相場(右軸)



～日本の実質実効為替レートが示すもの!?!～

少し流れを整理すると

リーマンショック後の円高局面 ⇒実効レートは95年に比べ3割安



製造業の労働コストの低下

輸出企業が円高対策として労働コストを削減してきた⇒安い労働力を求めて海外へ工場移転



新興国の供給力拡大



アベノミクスによる円安政策 ⇒急激な円安にもかかわらず輸出は伸びず



内需の低迷とデフレは回復せず



新型コロナウイルス⇒世界的な金融緩和（日本はアベノミクスですでに実施しており緩和の余地なし）



新型コロナ対策から経済回復 ⇒需要の急回復、供給力不足



世界的なインフレ傾向



しかし、日本のデフレは解消せず、物価低迷



実質実効レートは低下し続ける

日本は長年デフレ、低成長から脱却できないでいる。それは、金融政策(超低金利)と円安に頼った見せかけの成長であり、本質的な日本お成長力を高める政策が採られてこなかったことに起因する。

今岸田政権は、「成長と分配」を掲げている。労働コスト＝賃金の引き上げはMustの政策であろう。

20年の日本の平均年収は440万円。1991年でも439万円なので、ほぼ30年間日本の平均年収は変わっていないことになる。これは他国と比べるとかなり異常なことだ。米国の実質平均年収は過去20年で25%、過去30年で48%も上昇している。その他主要国でも、過去20年の実質賃金は15～45%程度伸びており、日本とは状況が大きく異なっている。これは、相対的に購買力が低下している＝実効レートが低下を表している。

また、「成長」という観点からは、これまでの「安かろう」を何とかしなければならない。販売価格をサービスや質に見合ったものにする、これもMustではないだろうか。今までユニクロを筆頭に「安くてもいいもの」「お値段以上・・・」「他店より1円でも安く・・・」などにかく安くなければ売れないという考えで戦略が練られてきた。しかしこれからはその販売戦略の見直しが急務なのではないだろうか。

日銀の黒田総裁は、最近の為替レート、実質実効レートについて、

「現時点で若干の円安だが、これが『悪い円安』とか日本経済にとってマイナスになるということはない」

「実質実効為替レートの水準について、具体的なノルム(基準)があるわけではない。実質実効為替レートは、名目レートとかなりかけ離れた話であり、事後的な経済分析に意味があるとしても、政策的な議論にとって意味があるとは思っていない」と強調した。本当にそうだろうか！？

これまでみてきたように、今の実質実効レートの低下は、非常に内容の悪い円安ということになる。これを脱しない限り本当に円＝日本が売られる時が来るかもしれない。