

みずほマーケット・トピック(2014 年 10 月 15 日)

原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響

世界経済の減速と平仄が合うように原油価格も大幅に値を下げており、昨日はニューヨーク商業取引所(NYMEX)の WTI 先物が約 2 年ぶりの安値をつけた。日米欧の金融政策並びに為替相場を占う上でも、こうした原油価格の下落は重要。既に FOMC 議事要旨などにも示されるように、ドル高相場がデスインフレ圧力を強めるという論点はFRBでも浮上しているし、ECBは折角ユーロ相場を押し下げたにも拘わらず物価が上がらないという状況に直面している。また、黒田日銀総裁自らが、CPI に関し、「1%割れはない」と言い切ってしまった以上、足許の原油価格下落がその防衛線を守る上で逆風になることは事実。特に、ヘッドラインのインフレ率を参照にする ECB にとって、このような商品価格の趨勢は緩和路線の強化を示唆するものとなってくる。

～株から資金が逃げやすい状況は変わらず～

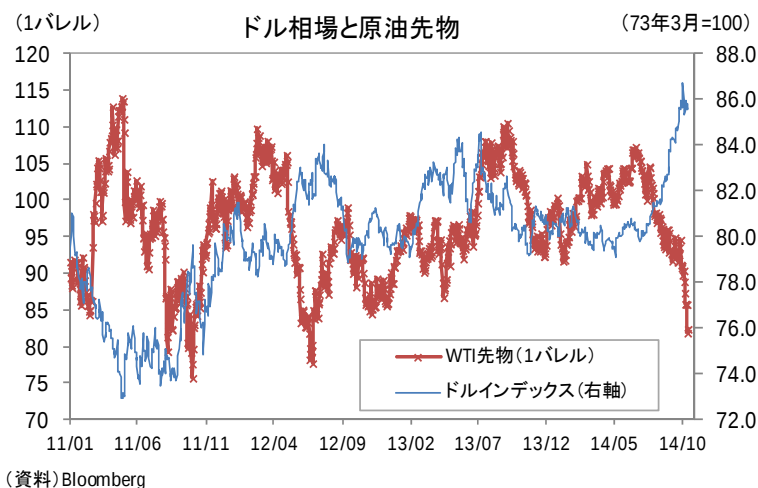
昨日の為替相場はドルが反発する展開。ユーロ圏 8 月鉱工業生産やドイツ 10 月 ZEW 景況感指数の悪化やドイツ政府によるドイツ経済見通しの下方修正などが嫌気される格好でユーロが対ドルで売り進められており、一時 1.2640 の安値をつける動きが見られている。だが、先般の IMF 世界経済見通しにおける世界全体の減速傾向に加え、エボラ出血熱感染拡大への懸念も燦る状況にあって、株から資金が逃げやすい状況は変わっておらず、NY ダウ平均は 4 日続落となっている。

～原油価格下落が日米欧金融政策に影響～

世界経済の減速と平仄が合うように原油価格も大幅に値を下げており、昨日はニューヨーク商業取引所(NYMEX)の WTI 先物が約 2 年ぶりの安値をつけるに至っている。昨日の大幅下落には国際エネルギー機関(IEA)による 2014 年原油需要予測が約 2 割引き下げられたことも効いていそうで、株売りの材料としても意識された模様

である。こうした原油価格の下落は株式市場の直感的な反応に止まらず、日米欧の金融政策並びに為替相場を占う上で重要となってきたそうである。

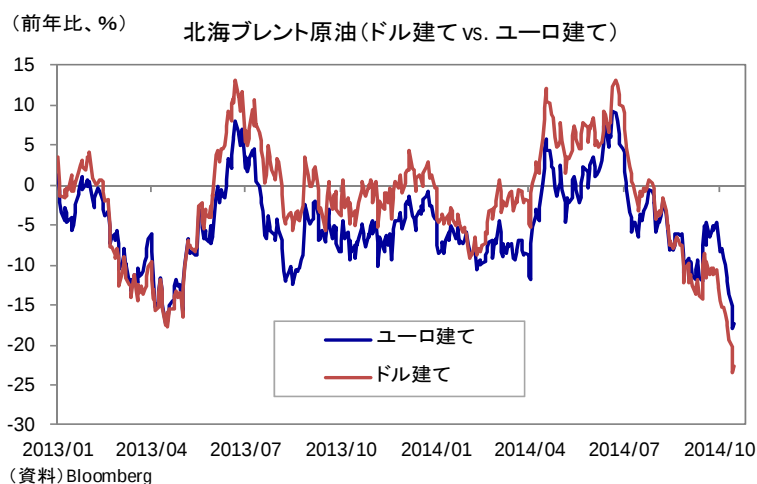
まず、政策正常化を粛々と進めている FRB にとっては、その足取りを止める材料と成り得る。既に、ダドリーNY 連銀総裁の講演やFOMC 議事要旨などにも示されたように、ドル高相場がデスインフレ圧力を強めるという論点は



浮上しており、米金利上昇に伴うドル買いという当然の反応を牽制するような動きも見られている。言うまでもなく、最近の原油価格下落はこうしたムードを助長するものであり、ドル/円相場の上値を押さえる一因と成り得る。前頁図に示されるように、現状は「ドル急上昇&原油急落」という状況だが、類似の状況は直近で2012年4～7月頃にもあって、当時は消費者物価指数(CPI、総合)が前月比マイナスになる動きも散見された。こうした商品・為替相場の状況は、米個人消費を購買力の面から支えるという見方もできるが、マクロ経済全体の物価にとって下方圧力であることも否めない。今後、前者の好影響が後者の悪影響を上回ってこなければ、「FRBの正常化プロセス頓挫→米金利低下→ドル売り・円買い」という展開を余儀なくされる可能性もあるだろう。

～ECBにとっては相当な痛手～

但し、原油価格下落はFRBよりもECBにとって相当な痛手と思われる。元より存在した欧米金融政策格差に加え、今年6月以降の断続的な金融緩和が奏功してユーロ相場は大幅下落したが、周知の通り、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)はむしろ徐々に鈍化してしまった。原油価格に関し、ドル建てとユーロ建てを比較すれば、ユーロ相場の押し下げによって、ある程度はユーロ建て原油価格の落ち込み幅が限定されているものの、過去1年で最も深い落ち込みであることに変わりはない(図)。



なけなしのカードを殆ど使い切ったにも拘わらず、世界経済の減速を理由に商品価格が下げ基調になったことで、ユーロ安による物価上昇というアテが外れてしまったというのがECBの本音ではないか。ECBが総合ベースのHICPを政策運営の参照値としている以上、このような商品価格の趨勢は緩和路線の強化を示唆するものとして理解される筋合いにある。HICPが明示的にマイナス圏に入ってきた場合、(マイナス金利との兼ね合いという技術的問題は脇に置いたとして)大型の量的緩和(QE)が視野に入ってくるを得ないだろう。

～原油急落は日本経済にとって良いことだが・・・～

最後に日銀だが、黒田日銀総裁は、先週10日(金)、G20終了後の麻生財務相(兼副総理)との共同記者会見で「日本は、巨額の石油輸入国ですので、石油価格が下がること自体は、交易条件を改善し、いわば実質所得を上げてくれるようなものであり、景気にはプラスになる」と述べ、原油価格下落に関し肯定的な評価を与えている。現行の量的・質的金融緩和(QQE)が「物価上昇が善、物価下落が悪」という二項対立の中で生まれたことを思えば、こうした「良い物価下落」発言はやや整合性が取れていないように思われるが、交易条件の改善が国民経済上、所得面を押し上げることは間違いない。本日も、雨宮・日銀理事が衆議院内閣委員会の席上において、円安が家計の実質所得を圧迫する効果について認めている(15日、ロイター)。何より、9月以降、財界から相次い

でいる円安警戒発言を踏まえれば、足許の原油価格急落は明らかにポジティブである。

問題は、そうして「日本経済にとって良いこと」が必ずしも「金融政策運営にとって良いこと」にならない、という現状である。黒田総裁自らが、CPIに関し、「1%割れはない」と言い切ってしまった以上、足許の原油価格下落がその防衛線を守る上で逆風になることは事実である。日銀の企図する CPI 上昇は円安経由の輸入物価上昇に支えられているだけに、上述したユーロ圏同様、原油価格急落は「通貨安になっても意外に物価が上がらない」という中銀の意に反した状況を生みやすくなるだろう。安定的に 1%を割り込み、2015 年度中の 2%到達が危なくなった場合、市場は脊髓反射的に追加緩和を催促し、その際は円安が加速することになりそうだが、そのような政策運営を認めるかどうかは時の世論や政権次第と言わざるを得ない。

以 上

国際為替部

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。

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.mizuhoobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年10月14日	G20を終えて～円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」～
2014年10月10日	週末版(ドル/円相場の新しい節目～均衡水準は20%円安に?～)
2014年10月9日	FOMC議事要旨(9月16～17日開催分)を受けて
2014年10月8日	日銀金融政策決定会合を終えて～迫る期限の弾力化～
2014年10月7日	経済財政諮問会議(10/1)議事要旨を受けて
2014年10月6日	米9月雇用統計を終えて～経験則に照らせば利上げ?～
2014年10月3日	週末版(ECB理事会を終えて～需要不足と向き合うECB～)
2014年10月2日	短観9月調査に見る円安コストの陰
2014年10月1日	ECB理事会プレビュー～「量」を評価軸とする難しさ～
2014年9月29日	ドル高を阻むもの
2014年9月26日	週末版
2014年9月25日	安倍首相発言や最近の株高などについて
2014年9月24日	ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～
2014年9月22日	ケアンズG20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年9月19日	週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)について～厳しくなる「量」の追求路線～)
2014年9月18日	FOMC(9月16～17日)を終えて
2014年9月17日	ドル/円相場の水準感に係るヒント
2014年9月16日	スコットランド独立についての論点整理
2014年9月12日	週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～)
2014年9月10日	官製相場となったユーロ相場への考察
2014年9月9日	円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩む実質GDI～
2014年9月8日	本邦7月国際収支統計などについて
2014年9月5日	週末版(ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～)
2014年9月4日	9月レバトリの妥当性や今後の直投収益などについて
2014年9月3日	105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～
2014年9月2日	再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」
2014年9月1日	ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文?～
2014年8月29日	週末版
2014年8月27日	止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～
2014年8月26日	ドラギ総裁の「3本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～
2014年8月25日	イエレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～
2014年8月22日	週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～)
2014年8月21日	FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～
2014年8月20日	本邦7月貿易収支などについて
2014年8月19日	最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～
2014年8月18日	ユーロショートカバーに備える地合い～3つの契機～
2014年8月15日	週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～)
2014年8月13日	本邦4～6月期GDP1次速報値などについて
2014年8月12日	「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化
2014年8月11日	改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ
2014年8月8日	ECB 理事会を終えて～量み掛けるような口先介入は焦りの表れ?～
2014年8月7日	ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題
2014年8月6日	ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～
2014年8月5日	BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて
2014年8月4日	ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～
2014年8月1日	週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP)などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～)
2014年7月30日	ドル建て日経平均株価から滲み出る過熱感
2014年7月28日	ターゲット型LTRO(TLTRO)の展望とユーロ相場について
2014年7月25日	週末版
2014年7月24日	本邦6月貿易収支について
2014年7月23日	米消費者物価指数(CPI)を受けて考える為替相場
2014年7月22日	格差が出始めたユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～
2014年7月18日	週末版(「事後的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～)
2014年7月17日	『展望レポート』中間評価などについて
2014年7月15日	円相場は損益分岐点か?～『さくらレポート』などを受けて～
2014年7月14日	FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため?
2014年7月11日	週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)
2014年7月10日	巨額和解金騒動から派生する決済通貨の多様化論
2014年7月8日	国際収支や対内外証券投資などから得られる需給イメージ
2014年7月7日	「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状
2014年7月4日	週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～)
2014年7月2日	フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化
2014年7月1日	ECB理事会プレビュー～QEを仄めかしつつ現状維持～
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り?～プラザ合意以降で最小の月間レンジに～)
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡?～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
2014年6月19日	FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時?～
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か?
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア?
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～
2014年6月9日	ECBにまつわる3つの「分かり難さ」
2014年6月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～)
2014年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか?～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらず～
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か?～