

みずほマーケット・トピック(2014年12月1日)

原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について

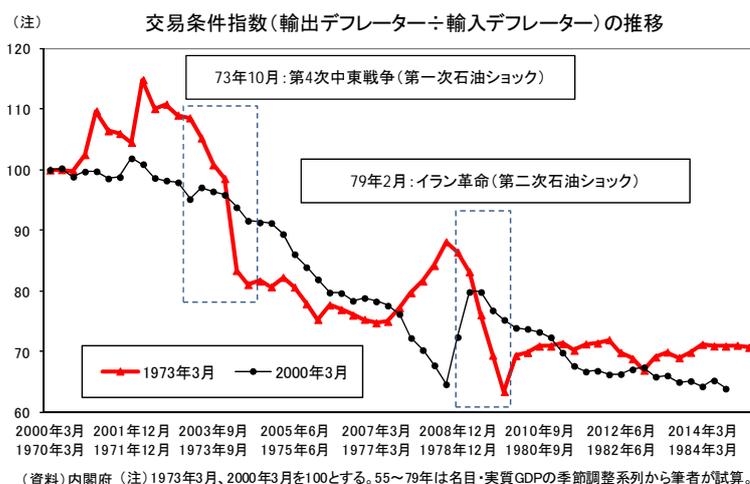
原油安は各国の金融政策運営の変化を通じ、為替そして実体経済の先行きにまで影響しそうな事態となっている。原油安が円、ドル、ユーロに対し与える影響を整理すると、円とユーロに関しては「原油安→物価低下→緩和観測台頭→通貨安」と考えることが基本になっている(なっている、というのが筆者の本音に近い)。片や、ドルはドル高・ドル安いずれも検討の余地があるが、本来、原油安は景気押し上げ要因と考えるのが筋であり、真っ当に考えればFRBの正常化プロセスを止める材料にはならない。だが、そうした筋論で言えば正しい事実は必ずしも共有されておらず、日米欧三極で「鈍化するインフレ率」を「景気低迷の兆候」と読み替えて金融緩和を割り当てるムードがそこかしこに感じられている。交易条件の動きから目を逸らし、為替動向を重視した上で緩和を継続する構図は80年代後半の日本と酷似。

～原油安:円への影響。円安。～

本欄2014年10月15日号『原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響』では原油価格の下落が日米欧三極の金融政策に与え得る影響を議論したが、26日のOPEC総会で減産が見送られ、原油価格が一段と下落したことによってその論点は一段と重要性を増している。現状を指して「逆石油ショック」という表現まで飛び出しているのは、それが単なる商品価格の下落に止まらず、各国の金融政策運営の変化を通じて為替そして実体経済の先行きにまで影響しそうな事態となっているからだろう。以下、円、ドル、ユーロへの影響に関し、簡単に論点を整理しておきたい。

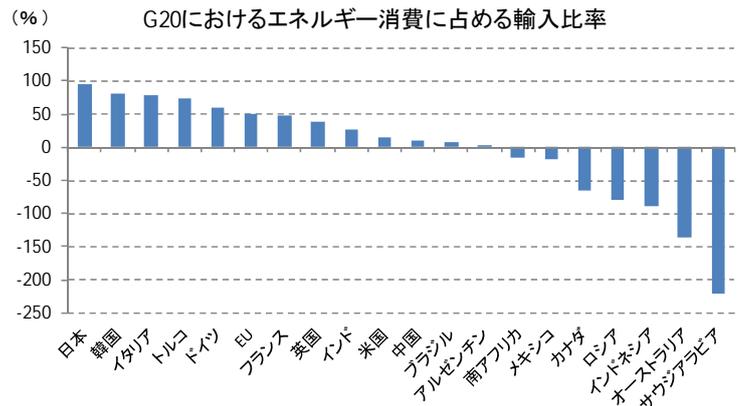
まず、円については「原油安→物価低下→緩和観測台頭→円安」と考えることが基本になっている(なっている、というのが筆者の本音に近いが……)。言うまでもなく原油価格の下落は原油輸入国にとっては僥倖であり、特に近年、交易条件の著しい悪化に悩まされている日本にとっては朗報に違いない。現状の交易条件悪化は過去2度の石油ショックに匹敵し得るものであり、海外への所得流出は看過できないレベルに差し掛か

っていたと言える(図)。世界的に見ても、日本のエネルギー消費に占める輸入比率はトップクラスであり(次頁図)、本来ならばこの動きを追い風として景気回復を図りたいところである。



だが問題は「交易条件の悪化に悩まされている」という意識自体が希薄なことであり、アベノミクス(というよりもリフレ政策)では「物価下落は悪いこと、物価上昇は良いこと」という割り切りの下、むしろ原油安メリットを掻き消す方向の政策運営が取られている。黒田日銀総裁は、11月5日に行われたきさらぎ会における講演において、原油価格下落に関し「やや長い目でみれば、日本経済に好影響を与え、物価を押し上げる方向に作用すると考えられます」と述べているが、10月31日の追加緩和(QQE2)が原油価格下落に伴うインフレ率下振れを相殺しにいったことは周知の通りである¹。

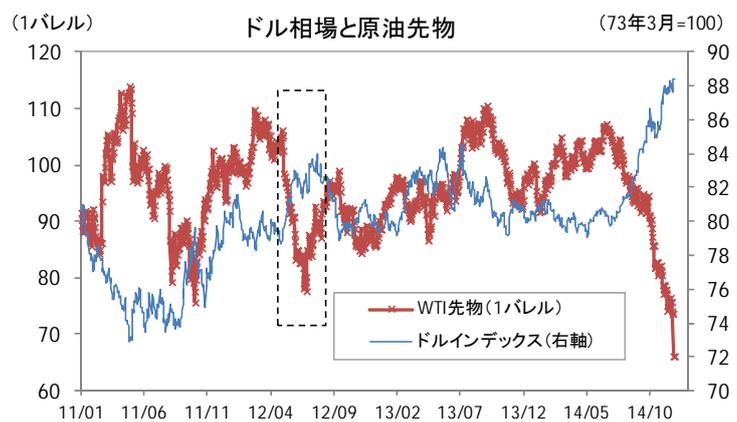
先週27日から28日にかけてはOPEC減産見送り、原油価格下落、本邦10月消費者物価指数(CPI)の下振れという流れの中で、早速、追加緩和かという声も出ている。あくまで「物価が上がる先に何か良いことがある」という政策信念が変わらない以上、日本経済が真っ当に交易条件の改善効果を楽しむことは叶わないのが現状である。なお、追加緩和の可能性に関しては、QQE2に至った流れを振り返ればそのような想定も決して非現実的ではない。だが、さすがに1月の「展望レポート」中間評価を前にアクションを取ることは考え難いだろう。コアCPIの1%割れは、既に、現状の「展望レポート」で想定されている事態であり、日銀にシナリオ変更を促すものではない。いずれにせよ、現下の原油安は緩和観測を通じて円安を促す材料として解釈されやすいのが現状である。



(資料) World Bank WDI、マイナスはエネルギーの純輸出国であることを意味する。

～原油安:ドルへの影響。ドル高?ドル安?～

原油安のドルへの影響は意見が割れるところであり、ドル高・ドル安、双方の影響を指摘する向きがある。まず、ドル安に至る可能性を考えてみたい。現状、日銀・ECBとFRBの金融政策スタンスに格差が放置されている以上、ただでさえドル高は進み易い。そこへ原油安も重なることでFRBにおけるデフレーション懸念が強まり、正常化プロセスに支障が出る可能性は気掛かりである。既に、



(資料) Bloomberg

こうした論点はFRB高官の発言やFOMC議事要旨において散見されており、原油価格に下げ止まりの兆しが見られない中、懸念が一段と強まる可能性もある。図に示されるように、現状は「ドル上昇&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

¹ 黒田総裁は同講演において、「ただ、短期的とはいえ、現在の物価下押し圧力が残存する場合、これまで着実に進んできた『デフレマインド』の転換が遅延するリスクもあると考えられます。日本銀行としては、こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持するために、ここで「量的・質的金融緩和」を拡大することが適当と判断しました」と述べている。

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とは重要な経験である。少なくとも図を見る限り、足許の「ドル上昇&原油急落」は当時とは比較にならない程度である。

また、「原油安→ドル安」シナリオにおいて重要になるのが、日米の通貨政策スタンスである。本欄では執拗に論じているように、今の日本では財界から円安進行に対する苦情めいた声が出る中で、政界からもこれを注視する発言が(特に選挙期間中は)警戒される状況にある。こうした現状を踏まえれば、歴史上非常に珍しい構図ではあるが、仮に米国がドル高・原油安経由のデフインフレーションに警戒を強めた場合、為替相場の方向感に関し、米国と日本の利害が一致することになる。その場合、ドル高相場が一服し、ドル/円相場にも貴重な押し目が訪れる可能性はあろう。

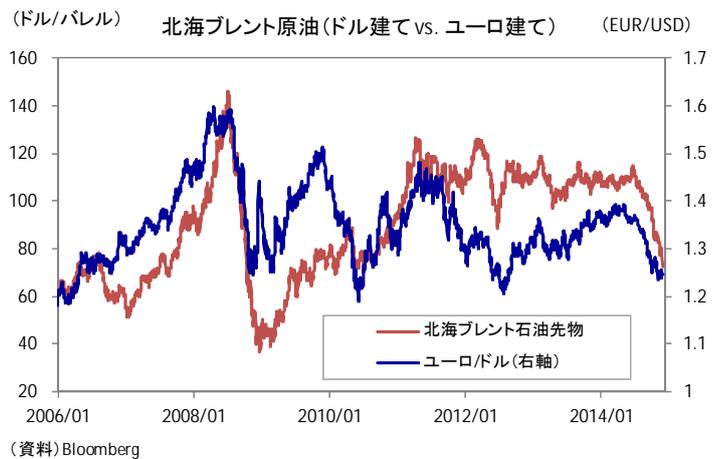
片や、ドル高継続のシナリオも考え得る。真っ当に考えればこちらがメインシナリオだろう。車社会の米国にとってガソリン価格の高低は極めて重要であり、ドル高・原油安の現状は米個人消費を購買力の面から支えるという見方も説得力がある。後述するように、そもそも原油安はエネルギー輸入国にとっての景気押し上げ要因であり、緩和を強化する材料ではない。そうした考えに立てば、FRBの正常化プロセスは変わる必要がなく、上述の黒田総裁発言が示すように、長い目で見れば景気回復を通して物価はいずれ上昇するという理解になる。

少なくとも、10月公表の米為替政策報告書が明らかにドル高容認スタンスであった²ことを踏まえれば、今のところは後者のシナリオがメインで前者のシナリオがリスクということになるだろうが、それも原油安の程度問題だろう。さすがに総合ベースであれ、PCEデフレーターがゼロ近傍で推移するような事態になった場合、正常化プロセスのペースは落ちる可能性がある。

～原油安:ユーロへの影響。ユーロ安。～

原油安のユーロへの影響に関しては、「原油安→物価低下→緩和観測台頭→ユーロ安」であり、円と全く同じ含意である。ユーロ圏のデフレ転落(日本化)懸念が囁かれている状況下、インフレ率の符合が変わることは極めて重要な意味を持ち得るため、原油安がメリットだとしても、それを通貨安で打ち消したいという思いはもしかしたら日銀よりも強いかもしれない。

今のところ、ECBが矢継ぎ早に打ち込んだ各種緩和策とそれにより得た通貨安は殆どユーロ圏消費者物価指数(HICP)の押し上げに貢献していない。本欄では幾度も議論しているように、これはユーロ圏のデフレギャップが大きいという構造的な問題もさることながら(そもそもコアベースでもHICPは下がっている)、原油価格の落ち方が激しすぎるゆえ、ユーロ建てで見た原油価格が全く上がっていないということにも原因がある。また、為替市場において原油価格とユーロ相場の相関が安定していることは良く知られた事実であり、因果関係は脇に置いたとしても、「原油が落ちればユーロも落ちる」という展開になる可能性は元より高い(図)。



² みずほマーケット・トピック 2014年12月17日号『米為替政策報告書について～ドル高容認か?～』をご参照下さい。

～本来、「原油安で緩和継続」はロジカルではない～

以上、現在の市場理解に沿って想定される展開を整理したが、黒田総裁が述べるように原油安は経済にとってプラスと考えるのが本筋であり、景気情勢へのリスク判断としてはアップサイドの議論に繋がる話である。1980年代後半の日本のバブルに関しては、金融政策引き締めが遅れと過度な財政出動に戦犯を求める声が大きいが、戦後では珍しく円高と原油安によって実質所得(交易条件)の大幅改善が進んでいたことも事実であり、それゆえに内需加速(≒バブル)は必然だったと見る向きもある。なお、当時は緩和的な金融政策や過度な財政出動が展開されていたが、これは円高の為替状況に対し当時の竹下登首相及び澄田智日銀総が手当てしたものだ。企業部門における採算が大幅に改善する中で当然物価は安定しており、これが「CPIばかり見て、資産価格をウォッチしていなかった失策」という批判に繋がったのである。交易条件動向から目を逸らし為替を重視して政策運営した結果が経済・金融の不均衡を招いたというのが80年代後半の経験となる。

現状、日米欧三極で「鈍化するインフレ率」を「景気低迷の兆候」と読み替えて金融緩和を割り当てるムードがそこかしこに感じられており(少なくとも日欧は確実にそのパターンに入っている)、1980年代後半の日本と同じ轍を踏もうとしているように見える。もちろん、「鈍化するインフレ率」は「景気低迷の兆候」も含んでいるのだろうが、そこには原油安を背景とする交易条件の改善も含み得ることを忘れてはならない。さすがに実体経済の堅調さを踏まえれば、米国は素直に交易条件改善のメリットを享受するものと思われる(期待される)が、正常化プロセスのペースを緩めた場合、円安進行が止まる一方で、ただでさえバブル懸念の囁かれる米株価が一段上振れすることになりそうである。なお、苦しい状況が続く日欧の家計部門からは素直に交易条件改善のメリットを享受する政策スタンスを期待したいところである。

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.mizuho.com/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～
2014年11月17日	本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミクス～何が変わったのか～)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
2014年11月10日	【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)
2014年11月6日	当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミクス
2014年11月5日	ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～
2014年11月4日	日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)
2014年10月31日	週末版
2014年10月30日	FOMC声明文を受けて(10月28～29日開催分)
2014年10月28日	カバードボンド購入額をどう読むか?
2014年10月27日	欧州ストレステストを受けて～本当の勝負はこれから～
2014年10月24日	週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック(弛み)について～インフレ率が上がらない構造的背景～)
2014年10月23日	ECB社債購入を巡る3つの問題点
2014年10月22日	現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて
2014年10月21日	カバードボンド購入プログラム(CBPP3)などについて
2014年10月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2014年9月分)
2014年10月17日	週末版(米為替政策報告書について～ドル高容認か?～)
2014年10月16日	昨日の相場混乱について～ドル/円は適正な水準まで調整へ～
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
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」に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ルに備える地合い～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～積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関して
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TLTRO(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を広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～