

みずほマーケット・トピック(2014年12月16日)

最近の原油安について～混同しがちな因果関係～

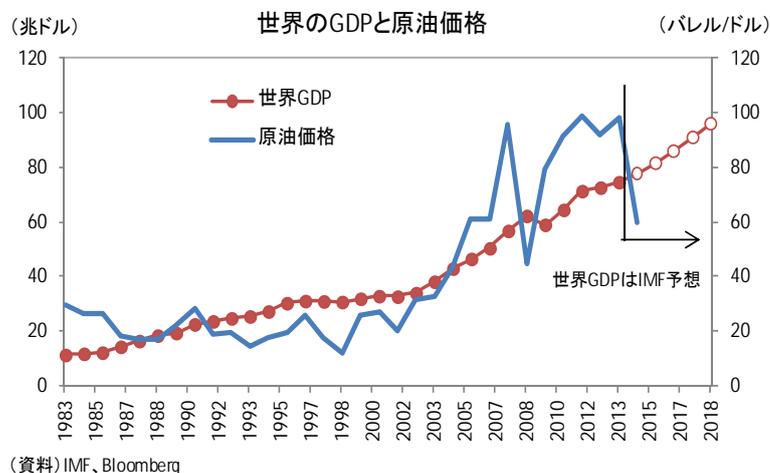
原油安は供給側と需要側の問題に切り分けて考える必要がある。現状では OPEC の減産動向や代替財であるシェールガス増産などが取り沙汰されやすいが、それらはあくまで供給側の問題。延々と供給を絞り続けることは難しく、恐らくその天井は世界経済の地力、別の言い方をすれば需要側の要因に規定されるだろう。最近の相場つきからは「原油価格の下落」が株などリスク性資産下落の原因のように扱われている印象が強いが、原油価格の下落はあくまで冴えない現状の結果であり原因ではないはず。エネルギーの純輸入国には経済規模の大きな主要国が多く、真っ当に考えれば実質所得の改善を通じて需要の回復が期待される。但し、シェールガス関連投資の焦げ付きが「第二のサブプライム危機」となることを懸念する向きもあり、今後どの程度の問題に発展してくるのかは慎重に見極めたい。

～アジア通貨危機時と重ね合わせるのは尚早～

昨日の為替市場では原油安を背景として新興国通貨が急落する中、円が買い戻されており、ドル/円相場は一時 117.57 円まで値を下げている。後述するように、日本を筆頭にエネルギーを輸入に依存する国からすればこれは恒久的な減税に等しいはずであり、むしろ好ましい現象と考えられる。だが、現状では原油下落がもたらす負の影響(e.g.米国のエネルギー産業への懸念、エネルギー純輸出国の財政懸念等)に焦点があたり、リスクを取りにくいムードが蔓延しており、この持続性を見極める必要がある。こうした状況下、今朝方はロシア中銀がルーブル安への対応として利上げ(10.50%→17.00%)を敢行しているが、通貨防衛を企図した利上げは得てして実体経済の下押しを通じて事態を悪化させるケースが多く、原油安に絡んだ資源国への逆風は当面続きそうである。

～原油安に対する考え方～

現下の原油安については供給側と需要側の問題に切り分けて考える必要がある。現状では OPEC の減産動向や代替財であるシェールガス増産などが取り沙汰されやすいが、それらはあくまで供給側の問題である。延々と供給を絞り続けることは難しいはずであり、恐らくその天井は世界経済の地力、別の言い方をすれば需要側の要因に規定されるだろう。図を見ても、

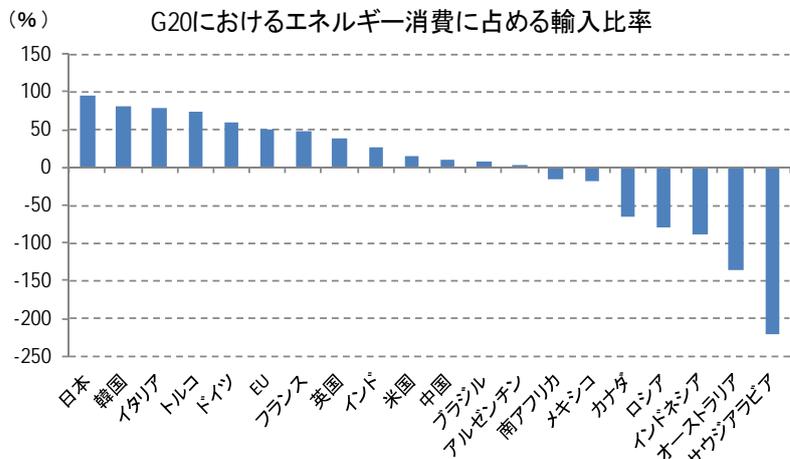


2000 年以降に見られた原油を始めとする商品価格の上昇は、世界経済(需要側)の拡大に呼応した側面が強かったように思われる(極めて直感的な議論だが、図からは 2000 年以降の原油価格は需要動向を凌駕するような騰勢になっていた印象も受ける)。とすれば、現在はその調整と見えなくもないだろう。需要に見合う水準まで供給が絞られる現在の過程はむしろ自然であり、仮に、今後の世界経済(需要)が IMF の予測通り、緩やかに拡大基調を維持するのであれば、原油価格の下落も止まらざるを得なくなる。

最近の相場つきからは「原油価格の下落」が株などリスク性資産下落の原因のように扱われている印象が強いが、原油価格の下落はあくまで冴えない現状の結果であり原因ではないはずである。言い換えれば、リスク性資産が下落する様な地合いだからこそ原油が下がっているのではないか。

～多くの主要国にとって原油安はプラスのはず～

図は各国のエネルギー消費に占める輸入比率(依存度)を比較したもののだが、日本を筆頭としてエネルギーの純輸入国には経済規模の大きい先進国が多い。真っ当に考えれば原油安が交易条件改善を通じて実質所得を引き上げ、先進国の内需主導で世界経済の堅調推移を支えるというシナリオが考えられる。だとすれば、原油価格の永続的な下落を懸念することも妥当とは言えない。



(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。

それでも市場の動揺が先行するのは原油価格がかつてのアジア通貨危機やロシア危機といったパニックに直結すると懸念があるためだろう。実際、シェールガス関連投資の焦げ付きが「第二のサブプライム危機」となることを懸念する向きはあって、今後どの程度の問題に発展してくるのかは慎重に見極める必要がある。だが、少なくとも、債務の返済能力や通貨下落に因んだ資本収支危機に関しては、当時と比べて豊富な外貨準備が存在すること、各国中銀間でスワップ協定が充実していること、金融機関の資本規制が厳格化されていることなどを踏まえれば、そこまでの不安が妥当なものかどうかは判断し兼ねる。但し、明日以降の本欄で議論したいが、現状の円安ペースはそうした危機などを背景として 1997～98 年に見られた「日本売り」を彷彿とされる速さであり、当時は円買い・ドル売り介入により事態の鎮静化を図ったことは留意しておきたい。

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.mizuho.com/jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年12月15日	衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB 理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未達のintention(意思)～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが…～
2014年12月2日	ECB 理事会(12月4日)プレビュー
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
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ックス
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～伸び悩み実質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接収益などについて
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	イェレン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～誓い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読み出る過熱感
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