

みずほマーケット・トピック(2015 年 12 月 9 日)

## 原油価格下落の G3 通貨への含意

原油続落の動きが G3 通貨の為替相場見通しに与える影響について、簡単に論点整理を行っておきたい。ラフに言えば、①ユーロ、円にとっては追加緩和観測を強化する材料、②ドルにとっては FRB の政策正常化を危うくする材料という位置付けになるだろう。特に、総合ベースのユーロ圏消費者物価指数(HICP)を参照に政策を調整する ECB からすれば、追加緩和観測に直結する材料である。また、原油価格とユーロ/ドル相場の相関の高さは周知されている論点であり、こうした事実も上値を重くしそう。ECB 同様、原油価格下落が頭痛の種であることは日銀も同じだが、ここに来て物価の基調の重要性を強調し始めていることを踏まえれば、原油価格の振れに一喜一憂するつもりはないというのが日銀の本意だろう。最も苦しいのは現状路線との齟齬を抱える FRB である。40 ドル割れの原油価格は、デュアルマンドートの片翼である「物価の安定」に照らして、いよいよ利上げの大義が問われるような状況が到来していることを意味している。

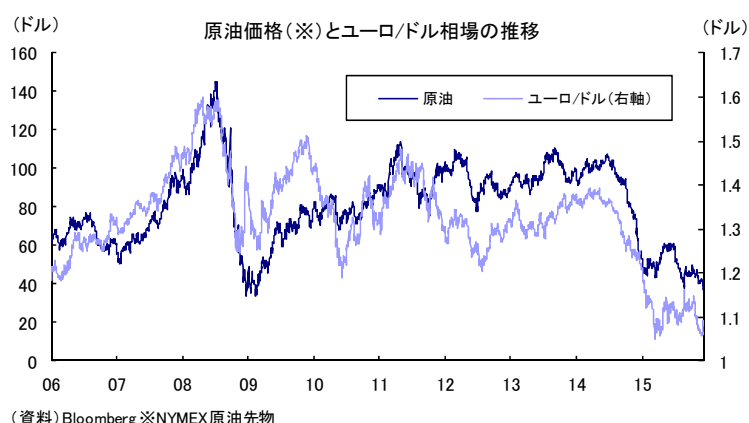
### ～原油価格下落第二幕スタート?～

昨日の為替市場は原油価格が急落する動きに伴って従前の動きが巻き戻される展開が優勢となっており、対ユーロ、対円でのドル安が進んでいる。石油輸出国機構(OPEC)が具体的な生産目標の設定を見送ったことを受けて WTI 先物は前日から続落し、約 7 年ぶりの安値(37.51ドル)をつけている。また、ロンドンの北海ブレント原油先物においても 2009 年以來の 1 バレル=40ドル割れとなっており、原油価格下落の第二幕が始まったことを指摘する向きまで見られる。

### ～原油価格下落、G3 通貨への含意～

こうした原油急落の動きが G3 通貨の為替相場見通しに与える影響について、簡単に論点整理を行っておきたい。ラフに言えば、①ユーロ、円にとっては追加緩和観測を強化する材料、②ドルにとっては FRB の政策正常化を危うくする材料という位置付けになるだろう。

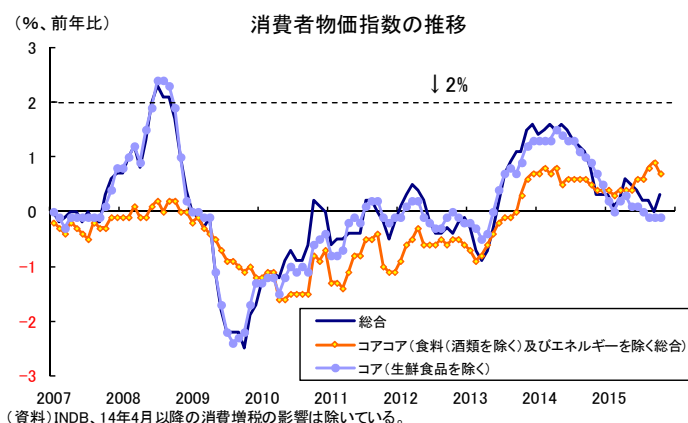
特に、総合ベースのユーロ圏消費者物価指数(HICP)を参照に政策を調整する ECB からすれば、ただでさえ春から夏にかけてのユーロ高と原油安の影響が HICP の押し下げに効いているところへダメ押しの原油続落が訪れたことになる。元より為替市場では原油価格とユーロ/ドル相場の相関の高さは周知されている論点だが(図)、HICP の低迷に挑戦する格好で追加緩和が打たれる



との思惑は今後強まりそうであり、これがユーロ/ドルの重石となる展開が予想される。いずれにせよ、12月3日の理事会で生煮えの回答を提示してしまった以上、「まだ二の矢、三の矢はある」というのが市場期待の現状である。足許の原油価格続落はこうした市場の期待を確信に近づける材料と考えられ、年明け1～3月期もECBへの追加緩和期待がユーロの上値を重くする、今年10～12月期と類似した相場つきになるものと予想される。

### ～円相場への含意～

ECB同様、原油価格下落が頭痛の種であることは日銀も同じだが、日銀は12月より「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」として①総合(除く生鮮食品・エネルギー、いわゆるコアコアCPI)、②上昇・下落品目比率、③刈込平均値、④最頻値、⑤加重中央値を試算し、公表し始めている<sup>1</sup>。①は日銀版コアCPIとも呼ばれ、既に日銀の政策ウォッチにおいては欠かせない計数になっている。わざわざ基調



として注目すべき計数を試算している以上、原油価格の振れに一喜一憂するつもりはないというのが日銀の本意だろう。足許の原油価格急落が円相場見通しに何らかの影響を与えたとしたら、これら一連の基調を示す計数にまで影響が及び始めた時ということになるが、例えば日銀版コアCPIが前年比+0.5%を割り込むような事態に至った場合、現在の様な強弁は難しくなるかもしれない。

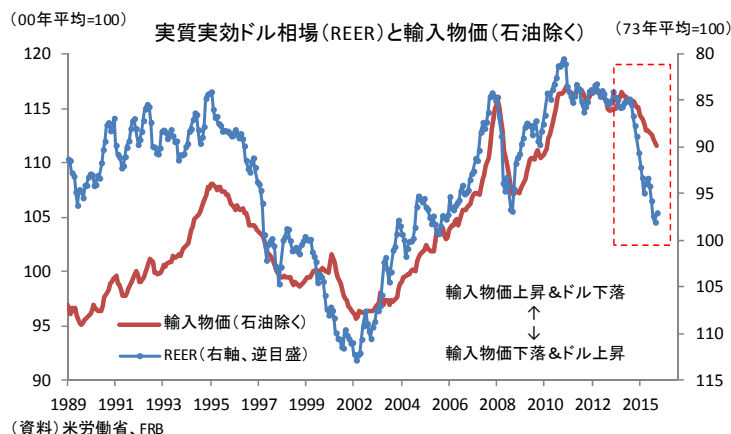
だが、それでも追加緩和のハードルは相当に高いと考える。本欄や『中期為替相場見通し』でも論じているように、通貨政策としてこれ以上の通貨安や物価高が望まれていない以上、追加緩和の方向感もこれに制約される状況が続くというのが筆者の意見である。2014年10月31日のハロウィン緩和以降、原油安により生じるはずの交易条件の改善が円安により相殺されてしまったという点に関し、違和感を覚えた向きは多いだろう。2015年に入ってから、円安コストという論点も昨年と比べれば大分、市民権を得たように見受けられる。折しも携帯電話料金の引き下げや軽減税率を巡る議論が盛り上がる中、政策当局の目は明らかに望まぬ物価高を忌避する方向に向いている。斯かる状況下、原油価格が下落したからと言って「追加緩和→円安」を予想するのは安直に過ぎると思われ、少なくとも日銀の金融政策修正を通じた、円相場の大きな変化は予想されない。

### ～最も苦しいのはFRB～

足許の原油価格下落に関し、現状の金融政策との齟齬という意味で最も苦しい立場に立たされているのはFRBである。ECBや日銀が原油価格の下落で影響を受けるとしても、それは現状路線の追認たる追加緩和で済む。しかし、FRBの場合、行き過ぎた低インフレは現状の引き締め路線を停止、場合によっては反転させることに繋がりがかねない。

<sup>1</sup> 2015年12月2日「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」日本銀行

元より 2%を大きく割り込むインフレ下での利上げに疑問を呈する向きは多く、「孤高の正常化」が招くドル高に加え、原油価格の続落まで重なれば、物価はさらに押し下げられることになる。現段階でもドル高の影響が輸入物価（ひいては一般物価）に完全に波及したとは考え難く(図)、やはり 2 回目以降の利上げの難易度は相当高いものになっているように思われる。



本欄 2015 年 11 月 11 日号『米輸入物価下落が示す「不況の輸入」』では外部環境が芳しくない中で利上げは通貨高を通じた「不況の輸入」に等しいとの議論を行ったが、現在直面している原油価格下落も同様の視点で評価が可能である。中国を筆頭に新興・資源国経済の減速が著しい中では原油価格に代表される商品価格は軟調な地合いが続き、結局は米国にとってもデフレーション圧力として跳ね返ってきているのが現状である。40 ドル割れの原油価格は、デュアルマંデートの片翼である「物価の安定」に照らして、いよいよ利上げの大義が問われるような状況が到来していることを意味していると考えるべきである。斯かる状況下、『中期為替相場見通し』で述べるように、2016 年については過去 2 年のような FRB の正常化進展は見込めず、ドル高が小康を得る年になるとの予想を継続したい。

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](mailto: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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>

| 発行年月日       | 過去6か月のタイトル                                                  |
|-------------|-------------------------------------------------------------|
| 2015年12月8日  | 本邦10月国際収支統計と円相場の需給について                                      |
| 2015年12月7日  | ECBはどうしたら踏み込むのか？今後のユーロ相場は？                                  |
| 2015年12月4日  | 週末版(ECB理事会を終えて～「故意的な失望」は転ばぬ先の杖か～)                           |
| 2015年12月3日  | イエレン講演や限界に迫るドル買い相場                                          |
| 2015年12月2日  | 実質実効為替相場(REER)で見る、ドル相場・円相場                                  |
| 2015年12月1日  | ECB理事会プレビューの補足～超日銀化現象～                                      |
| 2015年11月27日 | 週末版                                                         |
| 2015年11月26日 | 追加緩和後のユーロ相場～また、「下落の時代」？～                                    |
| 2015年11月25日 | ECB理事会プレビュー(12月3日開催分)～3つの緩和メニュー～                            |
| 2015年11月24日 | ECB理事会議事要旨～「未知の領域」への不安も～                                    |
| 2015年11月20日 | 週末版                                                         |
| 2015年11月17日 | 本邦7～9月期GDPを受けて～最近のULC動向～                                    |
| 2015年11月16日 | 仏同時多発テロを受けて～政治統合か、瓦解か～                                      |
| 2015年11月13日 | 週末版(ドル調達コストの急騰について～「割に合わない」ムードが強まる対外証券投資～)                  |
| 2015年11月12日 | 12月ECB緩和を阻むもの～戻ってしまったインフレ期待～                                |
| 2015年11月11日 | 米輸入物価下落が示す「不況の輸入」                                           |
| 2015年11月10日 | 本邦9月国際収支統計と円相場の需給について                                       |
| 2015年11月9日  | 米10月雇用統計を受けて～問題は「何回できるか」～                                   |
| 2015年11月6日  | 週末版(ECBの「次の一手」を考える～預金ファシリティ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～)              |
| 2015年11月4日  | 3度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間価値                                       |
| 2015年11月2日  | 日銀金融政策決定会合を終えて～幻滅リスク回避も・・・～                                 |
| 2015年10月30日 | 週末版                                                         |
| 2015年10月29日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年9月分)                                 |
| 2015年10月28日 | FOMC声明文のプレビュー～注目すべき3点～                                      |
| 2015年10月27日 | 振り出しに戻った投機筋の円売り～2つの理由～                                      |
| 2015年10月26日 | ECB緩和予告は日銀を追い詰めたと言えるのか？                                     |
| 2015年10月23日 | 週末版(ECB理事会を終えて～止まりそうにない金融政策の通貨政策化～)                         |
| 2015年10月21日 | 米為替政策報告書について～我慢の限界は近い？～                                     |
| 2015年10月20日 | 日銀金融政策決定会合プレビュー(10月30日開催分)                                  |
| 2015年10月19日 | ECB理事会プレビュー(10月22日開催分)                                      |
| 2015年10月16日 | 週末版(ユーロ相場の乱高下を受けて～迫るHICPのマイナス常態化と追加緩和～)                     |
| 2015年10月15日 | 米利上げを再検討すべき時期に                                              |
| 2015年10月14日 | ドイツ経済に見られ始めた失速の兆候                                           |
| 2015年10月13日 | 正当性を増すブレイナードFRB理事のスタンス                                      |
| 2015年10月9日  | 週末版(ECB理事会議事要旨(9月2～3日開催分)～崩れるインフレ期待？～)                      |
| 2015年10月8日  | 本邦8月国際収支統計と円相場の需給について                                       |
| 2015年10月7日  | IMF秋季世界経済見通し～利上げ不安は高まるばかり～                                  |
| 2015年10月6日  | 「利上げの好機」を逸したか～待ちくたびる雇用回復～                                   |
| 2015年10月5日  | 米9月雇用統計～皮肉な円安シナリオの延命も？～                                     |
| 2015年10月2日  | 週末版(外貨準備構成通貨の内訳(15年6月末時点)～中国報告開始の影響を考える～)                   |
| 2015年10月1日  | 日銀短観9月調査～追加緩和の行方は？～                                         |
| 2015年9月29日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年8月分)                                 |
| 2015年9月28日  | 物価測度に照らしたドル/円相場の現状と展望                                       |
| 2015年9月25日  | 週末版(名目GDP600兆円への道～新「3本の矢」が目指すところ～)                          |
| 2015年9月24日  | 欧州難民危機は統合深化の試金石に                                            |
| 2015年9月18日  | 週末版(FOMCを終えて(9月16～17日開催分)～糊代論への未練がましい執着～)                   |
| 2015年9月17日  | 日銀4～6月期資金循環統計について                                           |
| 2015年9月16日  | 判断を迫られる通貨・金融政策～株価が実質賃金か～                                    |
| 2015年9月15日  | 投機筋の円ショート縮小をどう読むか？～その②～                                     |
| 2015年9月14日  | ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機                                      |
| 2015年9月11日  | 週末版(ドル/円相場の水準感～上値と下値の目途の考え方～)                               |
| 2015年9月10日  | ユーロ圏経済の現状と展望及びユーロ相場について                                     |
| 2015年9月8日   | 本邦7月国際収支統計と円相場の需給について                                       |
| 2015年9月7日   | アンカラG20を終えて～分があるのはどちらの主張か～                                  |
| 2015年9月4日   | 週末版(ECB理事会を終えて～FOMCに先手を打ったECB～)                             |
| 2015年9月3日   | ECB理事会プレビュー～APP延長示唆か？～                                      |
| 2015年9月2日   | 国際金融のトリレンマから読む中国の外貨準備減少                                     |
| 2015年8月28日  | 週末版                                                         |
| 2015年8月27日  | 世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」②                                   |
| 2015年8月26日  | 混乱を受けたドル/円相場の見直し改定について【暫定】                                  |
| 2015年8月25日  | 円相場の観点で見つめ直す日経平均株価の水準感                                      |
| 2015年8月24日  | 世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」                                    |
| 2015年8月21日  | 週末版(FOMC議事要旨(7月28～29日開催分)を受けて～「断固たる覚悟」は見えず～)                |
| 2015年8月19日  | 本邦7月貿易統計を受けて                                                |
| 2015年8月17日  | 日米欧4～6月期GDPを受けて                                             |
| 2015年8月14日  | 週末版(ECB理事会議事要旨(7月15～16日開催分)について～no reason for complacency～) |
| 2015年8月13日  | 人民元切り下げとそれに付随する論点～その②～                                      |
| 2015年8月12日  | 人民元切り下げとそれに付随する論点                                           |
| 2015年8月11日  | 2015年上半期における円相場の基礎的需給環境                                     |
| 2015年8月10日  | 2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて                                       |
| 2015年8月7日   | 週末版                                                         |
| 2015年7月31日  | 週末版                                                         |
| 2015年7月30日  | FOMCを終えて～吹けば飛ぶような利上げ期待～                                     |
| 2015年7月29日  | 内閣支持率低下とドル/円相場                                              |
| 2015年7月28日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)                                 |
| 2015年7月27日  | 第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか                                       |
| 2015年7月24日  | 週末版(NZドルの現状と展望について～購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価～)         |
| 2015年7月23日  | ユーロキャリー取引の妥当性を考える                                           |
| 2015年7月17日  | 週末版(ECB理事会を終えて～見直されるLLR機能～)                                 |
| 2015年7月16日  | 日銀金融政策決定会合を受けて                                              |
| 2015年7月15日  | GPIF運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力                                 |
| 2015年7月14日  | ギリシャ第三次金融支援合意について                                           |
| 2015年7月13日  | ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求                                         |
| 2015年7月10日  | 週末版(本当に本当の最後の会合～不安な「ギリシャ後の展開」～)                             |
| 2015年7月9日   | 不運が続く円安シナリオ                                                 |
| 2015年7月6日   | ギリシャ国民投票を受けて～勝負の2週間～                                        |
| 2015年7月3日   | 週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について～ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針～)         |
| 2015年7月2日   | 外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点)                                       |
| 2015年7月1日   | ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について                                      |
| 2015年6月29日  | 一連のギリシャ動向について～デフォルトはメインシナリオへ～                               |
| 2015年6月26日  | 週末版(2015年上半期を終えて～素直な政策金利相場だった上半期～)                          |
| 2015年6月25日  | 約18年半ぶりの株高を受けて～実感はあるか？～                                     |