

みずほマーケット・トピック(2016 年 4 月 26 日)

「原油価格上昇 & 円安」をどう考えるべきか？

足許で相場のムードが前向きに転換し始めている一因として原油価格に反転の兆しが見られ始めていることも寄与していそう。原油価格が上向き始めると、株が上がり、為替相場では円安が進む動きがパターン化している。これは暗に「原油価格上昇≡良いこと」、「原油価格下落≡悪いこと」という捉え方を前提にした市場行動と思われるが、こと日本に限って言えば、近年の円安が輸出数量の増加に殆ど寄与しなかった事実などを踏まえれば、どう考えても「原油価格下落 & 円高」よりも「原油価格上昇 & 円安」の方が由々しき事態。2014 年後半以降、円安が一方向的に進んだにも拘わらず、家計部門の実質所得環境が大きく毀損しないで済んだ背景として原油価格が下落し、低位安定してきた事実は見逃せない。実質賃金を構成する一要素としての交易条件の動向を念頭に置いた場合、「原油価格上昇 & 円安」は最悪の組み合わせとも言える。対外環境次第では、ある程度の通貨上昇が理論的に見ても奏功するかもしれないという可能性も検討に値する。

～「原油価格上昇 & 円安」は良いことか？～

足許、相場のムードが前向きに転換し始めている一因として原油価格に反転の兆しが見られ始めていることも寄与していそうである。特に、先週 20 日にニマ・イラク副石油相が非 OPEC の主要産油国が原油価格の下支えを念頭に再び増産凍結での合意を目指し、5 月にロシアで会合を開くと述べたことが材料視されている。2014 年秋以降、原油価格の急落を受けて市場心理が冷え込み、株も下がり、為替相場では円高が進むという展開が頻繁に見られるようになった。一方、原油価格がはっきりと上向き始めると、株は上がり、為替相場では円安が進むこともパターン化している。

これは暗に「原油価格上昇≡良

いこと」、「原油価格下落≡悪いこ

と」という捉え方を前提にした市場

行動と思われるが、こと日本に限

って言えば、近年の円安が輸出

数量の増加に殆ど寄与しなかった

事実などを踏まえれば、どう考え

ても「原油価格下落 & 円高」よりも

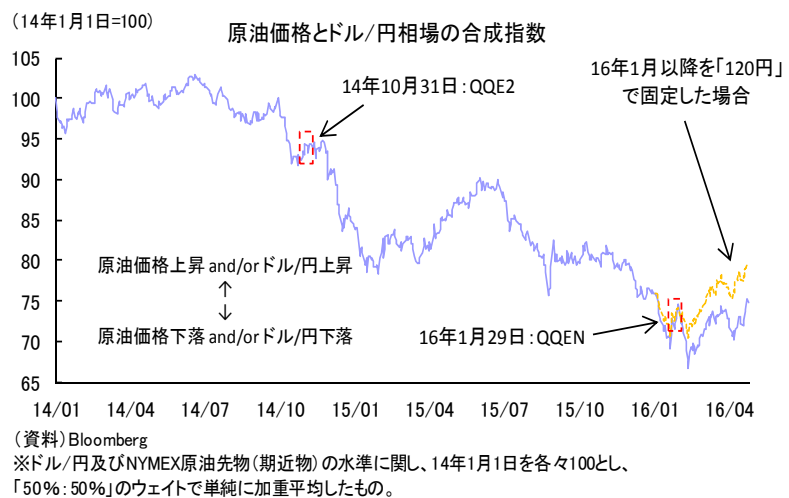
「原油価格上昇 & 円安」の方が

由々しき事態に思われる。図は原

油価格とドル/円相場の絶対値を

単純に 50% ずつ加重平均し、

2014 年 1 月 1 日を 100 として指数化、その推移を見たものである。世界有数の資源輸入国である日本にとって、同指数の上下動はそのまま輸入物価を通したコストプッシュインフレ圧力と読み替え



られ、また、実質所得環境の悪化・改善にも直結する話になる。

～1ドル 120 円の下で原油上昇は厳しい～

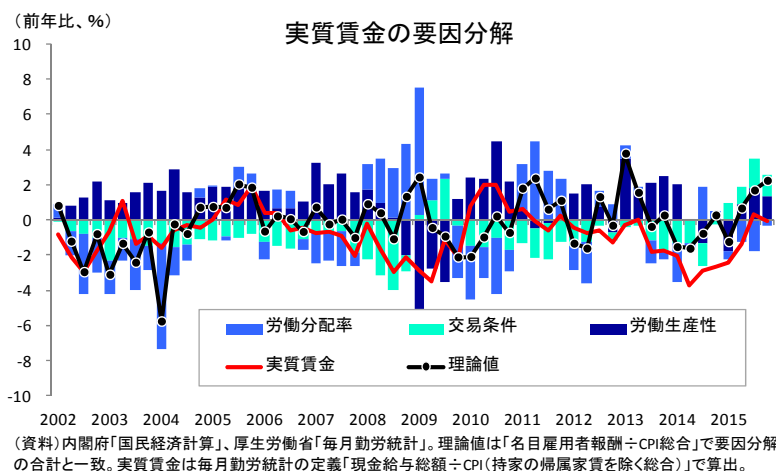
前頁図に示されるように、同指数の動きは殆ど原油価格の方向感に支配される傾向が強く、ドル/円相場はそのペースの加速・減速に影響する程度の二次的な要因と位置付けられる。例えば 2014 年 10 月 31 日のハロウィン緩和を経て、ドル/円相場は劇的に上昇したが、同指数は急低下した。これはその後 2 か月間の動きに関し、ドル/円相場が約+10% (109 円→120 円) だったのに対し、原油価格が約▲38% (80ドル→50ドル) も急落したことを踏まえれば当然である。同時に、これは 2 か月で+10%という大幅な円安がもたらすはずのコストプッシュインフレ圧力を原油安で相殺したからこそ、家計部門の実質所得環境悪化が回避されたとも考えられる。ハロウィン緩和後の 2 か月間に限らず、当時から足許に至るまで、円安が一方的に進んだにも拘わらず、家計部門の実質所得環境が大きく毀損しないで済んだ背景として原油価格が下落し、低位安定してきた事実は見逃せない。

片や、同指数は 2 月上旬を境として顕著に上向いている。これも原油価格の方向感に支配されたものであり、2 月 1 日から 4 月 25 日までの変化率でみると、ドル/円相場が約▲8% (121 円→111 円) 下落したが、原油価格が約+34% (32ドル→43ドル) も上昇したことでコストプッシュインフレ圧力が増したイメージになる。しかし、前頁図中の点線で表すように、仮に 2016 年 1 月以降のドル/円相場が 120 円で固定されていた場合、足許の同指数は+6%ほど上振れ、コストプッシュインフレ圧力は増し、家計部門の実質所得環境に照らして、負担感が増すという流れになる。

～実質賃金を押し下げる「原油価格上昇&円安」～

円安になった分は株高になるというメリットはあり、輸出にも有利という指摘もあるだろう。しかし、そのような議論は 2013 年以前に針を戻すことになる。3 年前、政策論議は「円安にしても輸出は増えず、実体経済への影響は限定的」と考える向きと、「円安にすれば輸出を起点に生産増・所得増・消費増の好循環が起きる」と考える向きの 2 派に分かれていた。3 年が経過した今、結果はどうなったか。円安が企業収益を拡大し、株高を実現したのは事実だが、実質個人消費や輸出数量は全く増えなかったのも事実であり、だからこそ実質 GDP 成長率はゼロ近傍の成長に止まった。

もちろん、企業収益が拡大したからこそ連続的にベアが実現したことは間違いなく、これはアベノミクス下での劇的な成果の 1 つに違いない。だが、実質ベースで見た賃金の動きに今一つ勢いがいないことも周知の通りである。何故、実質賃金が停滞しているのか。原因は 1 つではないが、上述したように、原油価格が急落し、コストプッシュインフレ圧力が後退する局面でも円安が進行し、これが足枷になった面は無視できない。本欄では繰り返し論じてきたように、実質賃



金は「労働生産性(実質 GDP÷労働時間)×交易条件(GDP デフレーター÷CPI)¹×労働分配率(名目賃金÷名目 GDP)」に分解される。コストプッシュインフレ圧力は直接的に交易条件の悪化を通じて実質賃金の伸びを押さえることになるため、この点だけに着目するのであれば「原油価格上昇&円安」は最悪の組み合わせになる。前頁図に示されるように、昨年、実質賃金が上向いていたのは、原油価格急落に伴い交易条件が改善していたことが大きかった。

仮に、これから原油価格が本格的に反転してくるのであれば、今度は極力円高方向の動きが交易条件の悪化を緩和し、実質賃金の悪化を抑制する経路を期待しても良いのではないか。もちろん、その過程で起き得る株安や消費・投資意欲の減退などとネットアウトした結果、「トータルで見てどうなのか」という視点も重要になるが、過去 3 年間のアプローチを経て、対外環境次第では(例えば原油価格が騰勢を強めるような環境では)、ある程度の通貨上昇が理論的に見ても奏功するかもしれないという可能性は検討に値する。相場変動がもたらす実体経済への影響に関し、これまでの常識に捉われず、複眼的にその波及経路を考えることが重要だろう。

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。

¹ GDP デフレーターは GDP を実質化するための物価ゆえ、GDP の定義に従い輸出物価の変化率は加算され、輸入物価の変化率は控除される定義になる。一方、消費者物価指数(CPI)では、輸出物価は含まず輸入物価は含む(消費者は輸出品ではなく輸入品を消費するため)。結果、「GDP デフレーター÷CPI」は両者の差異である輸出物価と輸入物価の比(輸出物価÷輸入物価)を取ることであり、交易条件の定義と一致する。

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
2016年4月25日	3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
2016年4月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
2016年4月20日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか？～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か？～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≡ドイツ)
2016年4月12日	敢えて探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のデスインフレとユーロ高懸念
2016年4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ボンドの動揺～
2016年3月22日	ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆らえず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2に関するQ&A～侮れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇氣
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
2016年3月10日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか？～
2016年3月4日	週末版
2016年3月3日	今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～
2016年3月2日	ECB理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～
2016年3月1日	上海G20、為替見通しへのインパクトについて
2016年2月26日	週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～)
2016年2月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分)
2016年2月24日	英国のEU離脱に係る論点整理
2016年2月22日	中国版プラザ合意へ燃る期待について
2016年2月19日	週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分)を受けて～「保険」≡「混乱の種」という皮肉～)
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」？
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)
2016年2月10日	弱まる「期待への働きかけ」と為替相場の関係
2016年2月9日	円の需給環境の総括と展望～15年国際収支を受けて～
2016年2月8日	米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて～早くも心配される「本当のマイナス金利」～)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス
2016年2月3日	円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
2016年2月1日	日銀マイナス金利政策導入を受けて～逐次投入体制へ～
2016年1月29日	週末版
2016年1月28日	FOMC(1月26～27日開催分)を受けて
2016年1月27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年12月分)
2016年1月26日	ドラギ総裁講演について～崩れるインフレ期待の「壁」～
2016年1月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～静観する勇氣～
2016年1月22日	週末版(ECB理事会を終えて～2連敗は避けられるか？～)
2016年1月21日	円相場の調整余地を探る～試される日銀～
2016年1月20日	ユーロ相場を巡る最近の証券投資フローについて
2016年1月19日	ECB理事会プレビュー～ECB版の補完措置へ向けて～
2016年1月18日	「あく抜け」に求められるもの～人民元の完全フロート化～
2016年1月15日	週末版(ECB理事会議事要旨について～ドラギマジック、「初の黒星」の舞台裏～)
2016年1月14日	厳しくなってきたFRBの「瘦せ我慢」
2016年1月13日	本邦11月国際収支統計と円相場の需給について
2016年1月12日	Game changerになれなかった米12月雇用統計
2016年1月8日	週末版(中国外貨準備減少の正しい読み方～トリレンマの「総取り」はいつまでも出来ない～)
2016年1月7日	FOMC議事要旨～「ハト派なタカ派」を再確認～
2016年1月5日	119円台前半の意味～想定為替レートとの対比～
2016年1月4日	2016年の為替見通しポイント～過去2年との違い～
2015年12月28日	2015年の為替相場総括～為替従属強まる日米欧中銀～
2015年12月25日	週末版(【暫定版】中期為替相場見通し～ユーロ相場～)
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見通し～ドル/円相場～
2015年12月22日	完全雇用の背後にあるもの～景気と雇用のズレ～
2015年12月21日	日銀金融政策決定会合～QQE2.5の読み方～
2015年12月18日	週末版
2015年12月17日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2015年12月16日	日米金利差から見る現状のドル/円相場
2015年12月14日	日銀短観12月調査～後がない想定為替レート～
2015年12月11日	週末版(ECBのバランスシート拡大について～「2016年6月」に向けての進捗状況～原油価格下落のG3通貨への含意)
2015年12月9日	原油価格下落のG3通貨への含意
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～