

みずほマーケット・トピック(2019年9月17日)

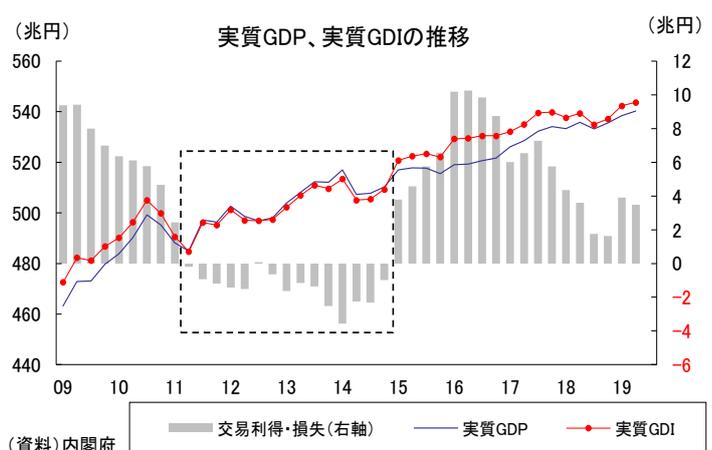
## 「原油高&円安」が重荷になる日本経済

サウジアラビア石油施設への攻撃を受け、原油価格が急騰している。これを受けて一時的に円高へ振れたものの、今朝は再び108円台に値を戻している。円安と原油高が併存するのは資源輸入国の日本経済にとってこれは最悪の組み合わせである。今回のようなリスクオフの原油高に対して円高で反応すること自体は「不幸中の幸い」であり、ヘッジの難しい原油高に即応して円高が進むことはマクロ経済全体として必ずしも悪い話ではないという認識も重要。交易損失の拡大を通じた実質所得環境の悪化は家計部門の消費・投資意欲を削ぐ。消費増税を控えた日本経済にとっては非常に好ましくない話である。本邦の家計部門にとってリスクオフの円買いは原油高に対する自動安定化装置の機能も果たしていたはずだが、近年、直接投資の隆盛に応じてリスクオフの円買いが起きにくくなっていることがここで災いした感も覚える。

### ～「不幸中の幸い」の円高～

サウジアラビア石油施設への攻撃を受け、原油価格が急騰している。週明け16日は国際的な指標となる北海ブレント原油先物(期近11月物)が一時1バレル71.95ドルと前週末対比+20%ほど上昇している。原油価格とドル/円相場の相関はそれなり高いが、一般的には正の相関である。原油価格を筆頭とする商品価格が上昇するような局面では市場のリスク許容度が改善していることが多く円売り地合いに、逆に下落するようなリスクオフ地合いでは円買い地合いになっていることが多い。しかし、今回は地政学リスクの高まりを受けた原油価格上昇であるため、こうした一般的なケースにはならず、むしろリスク許容度の毀損に応じや円買いが進み、一時は107.44円まで下落した。

もっとも今朝、トランプ米大統領が日米貿易交渉の暫定合意を明らかにしたことで再び円安・ドル高地合いとなり、108円台に値を戻している。そのため円安と原油高が併存するような格好となっているが、資源輸入国の日本経済にとってこれは最悪の組み合わせである。日本の政治・経済・社会的に円高は無条件で忌避されやすいが、本来、今回のようなリスクオフの原油高に対して円高で反応すること自体は「不幸中の幸い」という側面も認めるべきだろう。円安・原油高が

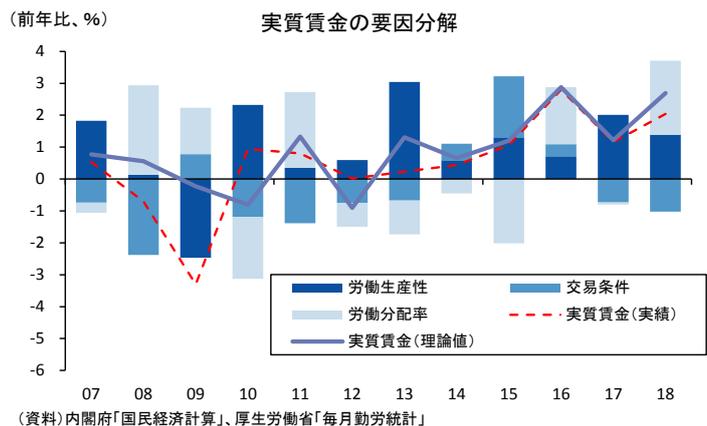


定着すると輸入物価経由で一般物価の上振れが続き、経済全体で交易条件の悪化を通じた実質所得環境の悪化が懸念される。もちろん円高で失われる企業収益との比較が必要になるが、ヘッジの難しい原油高に即応して円高が進むことはマクロ経済全体として必ずしも悪い話ではない。

実質 GDP と実質国内総所得(以下、実質 GDI)の差(実質 GDI－実質 GDP)は交易利得・損失で表現されるが、原油価格が 1 バレル=100ドル付近にあった 2011～2015 年は交易損失が常態化していた(前頁図)。これは実質 GDP の伸びに実質 GDI のそれが追いついていない状態であり、実質所得環境の毀損を背景としていわゆる「実感なき景気回復」というフレーズが跋扈しやすい状況である。円安と原油高の併存を放置することはその様な経済環境に近づくということであり、消費増税を控えた日本にとっては好ましい話ではない。

～実質賃金と交易条件:円高抑制が災いに～

とりわけ家計部門への影響が注視されるため、実質賃金で議論を進めてみると、やはり原油高の局面では交易条件の悪化が足枷となっていたことがわかる。ここで実質賃金は GDP 統計における名目雇用者報酬を消費者物価指数(CPI)で実質化したものとしている(名目雇用者報酬は「毎月勤労統計」不正問題後を受けた再推計系列を使用)。理論的に実質賃金は「労働生産性(実質 GDP÷雇用者数)×交易条件(GDP デフレーター÷CPI)<sup>1</sup>×労働分配率(名目賃金÷名目 GDP)」に要因分解できる。ここで交易条件については GDP デフレーターを CPI で除したものと定義しているの



ので上述の概念(実質 GDI-実質 GDP)とは厳密には一致しないが、原油価格の高かった 2010～2013 年に実質賃金の押し下げに効いていたイメージはやはりある(図)。現状では原油高・円安が併存しているところに、2 週間後には遂に消費税の引き上げが始まるため、同様の経路から家計の消費・投資意欲が衰える展開を警戒すべきだろう。本邦の家計部門にとってリスクオフの円買いは原油高に対する自動安定化装置の機能も果たしていたはずだが、近年、直接投資の隆盛に応じてリスクオフの円買いが起きにくくなっていることがここで災いした感も覚える。こうした家計部門への悪影響を軽減するのは通貨安をもたらしやすい金融緩和ではなく拡張財政であるだけに、日銀よりも政府・財務省としての政策対応が注目される局面と見受けられる。もっとも、世界経済の需要が減退する中、現下の原油高が恒常的なものになるかどうかは予断を持つべきではないと考えたい。

市場営業部  
 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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

<sup>1</sup> 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。一方、消費者物価指数では、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÷消費者物価」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)を取ることになり、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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2019年9月13日	週末版(ECB政策理事会レビュー～出尽くし懸念強まるパッケージ緩和～)
2019年9月11日	均衡イメージが変わらない円の基礎的需給環境
2019年9月10日	日銀会合レビュー～9月の一手と利下げの行方～
2019年9月6日	週末版(ECB政策理事会レビュー～APP再開は困難だが、露払いはいはしたいところ～)
2019年9月5日	プレジデントを巡る論点整理～ポンド/ドルは1.20割れ定着か～
2019年9月4日	米企業心理とドル相場との関係～ISM悪化を受けて～
2019年9月3日	リブラを全否定したメルシュ講演～不安はどこに～
2019年9月2日	消えない米国のドル売り介入観測について～諸刃の剣～
2019年8月30日	週末版
2019年8月29日	ユーロ圏投資ファンド統計に見るポートフォリオリバランス効果
2019年8月27日	円安リスクの点検～警戒すべきトランプ減税第二弾～
2019年8月26日	円高・ドル高という地合い～105円割れを受けて～
2019年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～9月のパッケージ緩和が濃厚に?～)
2019年8月22日	FOMC議事要旨を受けて～「調整」の誘惑、日銀の経験～
2019年8月21日	ドイツのISバランスは遂に変わるのか?
2019年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年7月分)
2019年8月19日	YCC。捨てる日銀と拾うECB
2019年8月16日	週末版(2019年上半期の対米証券投資について～下期以降の景色は大分変わりそう～)
2019年8月15日	ドイツに引きずられるユーロ圏経済
2019年8月14日	中国の「次の一手」として米国債売却はあるのか?
2019年8月13日	ドル高止まりによる引き締め効果～利上げ17回分?～
2019年8月9日	週末版
2019年8月6日	遂に突破した「1ドル=7.0円」～対抗措置としての元安～
2019年8月5日	米7月雇用統計を受けて～趨勢的な鈍化は明らか～
2019年8月2日	週末版(何の意味もなかったパウエル議長の失言～トランプ関税とインフレ停滞も利下げの理由に～)
2019年8月1日	FOMCを終えて～「1歩譲れば100歩求める」～
2019年7月31日	日銀金融政策決定会合～流行りの「予防的緩和」～
2019年7月30日	円安リスクの点検～英の再国民投票復活などがリスク～
2019年7月29日	ECB政策理事会レビュー～見どころの整理～
2019年7月26日	週末版
2019年7月25日	リブラと金融政策～新興国と信用創造に対する影響～
2019年7月24日	「利下げに囲まれる日銀」と「通貨政策化が進む世界」
2019年7月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年6月分)
2019年7月19日	ECB政策理事会レビュー～「目標見直し」は大事業～
2019年7月18日	週末版(実質実効為替相場の現状と展望～「ドルは過大評価」とのIMF評価を受けて～)
2019年7月18日	本邦家計部門の金融リテラシーは低いのか?
2019年7月17日	欧米貿易摩擦こそ正當な貿易摩擦という考え方
2019年7月16日	株価を見なくなったドル/円相場と追い込まれる日銀
2019年7月12日	週末版
2019年7月5日	週末版
2019年7月3日	ラガルドECB総裁就任の読み方
2019年7月2日	日銀短観の読み方～「底入れ」は確認できず～
2019年7月1日	大阪G20を終えて～円相場を駆動するのは株価ではなく金利～
2019年6月28日	週末版
2019年6月26日	円安リスクの点検～大統領選前にトランプは動くか～
2019年6月25日	対外資産・負債残高の近況～令和で経験する大きな変化～
2019年6月24日	利下げ期待とドル/円相場の関係～「98年型利下げ」としても～
2019年6月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「ドル高の修正」という大きな潮流～)
2019年6月20日	FOMCを終えて～「鏡に映った自分」に怒り続ける大統領～
2019年6月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年5月分)
2019年6月19日	為替市場と金利市場の期待格差について
2019年6月14日	週末版(日銀金融政策決定会合レビュー～サプライズがあるとすれば・・・)
2019年6月13日	厳しい緩和競争が予想される日欧中銀
2019年6月12日	FRBと金融市場の「接待関係」は持続可能なのか?
2019年6月11日	ユーロ高を警戒し始めたECB～通貨安欲しさに利下げ?～
2019年6月10日	利下げを促す米雇用・賃金情勢～6月利下げも?～
2019年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻ったECB～)
2019年6月6日	次のカタリストとしての中国の外貨準備
2019年6月5日	虚しい「フォワードルッキングな政策運営」
2019年6月4日	ECB政策理事会レビュー～TLTRO3詳細発表へ～
2019年6月3日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年5月31日	週末版
2019年5月29日	米為替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
2019年5月28日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月27日	ECB政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	プレジデントQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)
2019年5月21日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月20日	「1ドル=7.00」の攻防再び
2019年5月17日	週末版(円相場の需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)
2019年5月15日	景気動向指数の「悪化」判断と増税の先行きについて
2019年5月14日	関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～
2019年5月13日	米中協議は実質決裂へ～舞台は大阪G20へ?～
2019年5月10日	週末版(「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切って良いのか?～)
2019年5月9日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか
2019年5月7日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
2019年4月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月22日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月19日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月18日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月10日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月9日	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	プレジデント情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～