

みずほマーケット・トピック(2020 年 1 月 8 日)

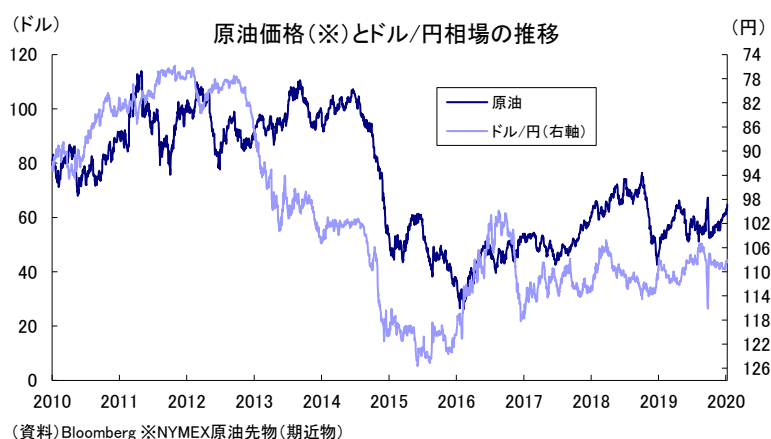
軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか？～

米国とイランの緊張関係が高まる中、年初来の市場ではリスク資産を手放す流れが強まっており、その一方で原油や金などの商品価格が騰勢を強めている。かつてほどの「リスクオフの円買い」が見られるかどうかは定かではないが、株売り・円買いはセオリー通り進んでいる。この点、「原油価格が上昇する」という状況では円安よりも円高の方が日本にとってはましだろう。原油価格の上昇と円安が併存すれば、株価下落で民間部門の心理が毀損しているところへ輸入物価経由の消費者物価指数(CPI)上昇も重なることになる。資源輸入国である日本にとって由々しき事態だ。原油というヘッジの難しい原資産に対し逆相関で動くドル/円は輸入物価や CPI の急変動を均す安定化装置となり得る。日本経済にとっては「不幸中の幸い」と整理したいところだろう。なお、戦争状態が続いた場合、米財政赤字とドル安というベーシックな視点が重要に。

～原油高の下での円高は不幸中の幸い～

米国とイランの緊張関係が高まる中、金融市場ではリスク資産を手放す流れが強まっており、その一方で原油や金といった商品価格が騰勢を強めている。今朝にはイランが米国・イラクの合同空軍基地に攻撃を開始したとの報を受け、本稿執筆時点のドル/円相場は 108.50 円付近から一時は 107.60 円台まで急落している。構造変化もあり、かつてのような「リスクオフの円買い」が勢いづくかどうかは定かではないものの、株売り・円買いはやはりセオリー通り進んでいる。

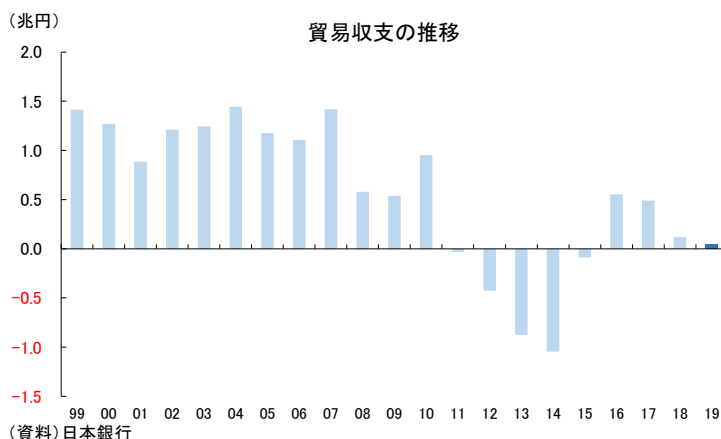
円高・株安が日本経済にもたらす心理的な影響は小さなものではないと思われるが、「原油価格が上昇する」という前提を踏まえれば、円安・株安よりはましと言えるのではないか。今回のような地政学的リスクを背景として原油価格が上昇してる最中で円安に進めば、株価下落で民間部門の心理が毀損しているところへ輸入物価経由の消費者物価指数(CPI)上昇も覆い被さることになる。資源輸入国である日本



にとっては由々しき事態であろう。経験則を踏まえれば、この種のコストプッシュ型の物価上昇は比較的迅速に財・サービスの価格に反映されやすい(そして容易には戻らない)。賃金の伸びに期待が持てない日本経済としては極力、避けたいシナリオである。こうした状況を踏まえると、原油というヘッジの難しい原資産に対し、逆相関で動くドル/円相場は輸入物価ひいては CPI の急変動を均す安定化装置となり得るため、日本経済にとっては「不幸中の幸い」と整理したいところである。

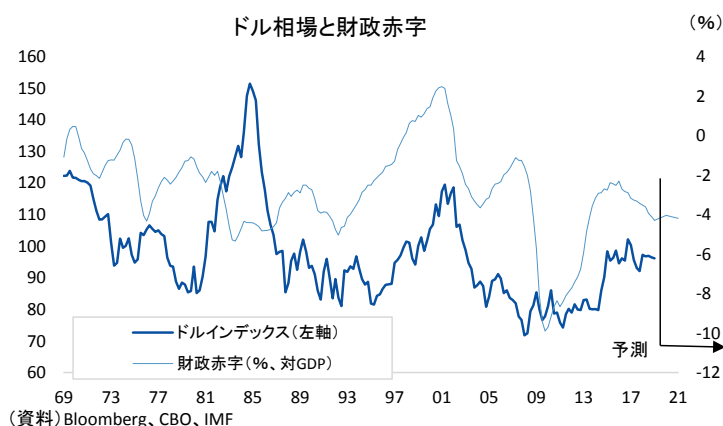
～一方で増税との関連では不安も～

だが、消費増税との関連を考えれば心配もある。前回(2014年4月)に消費増税が5%から8%へ引き上げられた際は、その直後に原油価格が約6か月で半分以上になるといふ動きが重なった。これが家計部門における増税負担の軽減に寄与したと言われていた。そのように考えると、たとえ円高で原油価格上昇を相殺する部分があるにせよ、(円高それ自体がもたらすネガティブな効果もあろうことから)今回の増税が個人消費へもたらす影響は気掛かりな部分もある。既報の通り、両国とも報復の可能性を示唆する状況であり、戦争状態へ突入することが懸念されている。もっとも戦争になれば圧倒的な軍事格差の下、直ぐに事態収拾が図られるとの見方もある。筆者はそうした分野に関して語るだけの知見を持たないが、決着の如何に拘らず、原油価格は供給不安から高止まりする可能性が残り、むしろリスクオフムードは和らぎと共に円高は収束、「原油高止まり・円安反転」という日本経済にとっては不都合な展開は十分懸念されるものだろう。足許では「リスクオフの円買い」が円高・ドル安地合いをもたらしている印象だが、仮に衝突が収束しリスクオフムードが落ち着き、円高は修正、原油価格の高止まりだけが残った場合はどうなるだろうか。そもそも原油価格の上昇は貿易赤字に繋がりやすい。現時点で概ね均衡している日本の貿易収支(図)は赤字基調に陥る可能性があるだろう。そうなれば需給面で円売り超過がドル/円相場を支える(もしくは押し上げる)という展開はあり得る。



～戦争・財政赤字・ドル安～

なお、対ドルでは円高が進んでいるとはいえ、為替市場全体ではドル高である。つまり、リスクオフの震源地にも拘らず、米国から資本流出が起きるような事態とはなっていない。昨年来続く米中関係のような「貿易」戦争ではなく文字通り、「軍事」戦争なので一番腕力の強い国の通貨が買われるのは当然かもしれない。しかし、中長期的な目線に立てば、戦争状態が続くほど財政赤字は拡大しやすく、理論的には通貨安も進みやすくなる。米国は既に産油国としての顔も合わせ持っているため、原油価格が高止まりしても、それ自体が資源輸入を通じて経常収支赤字を拡大させるようなことはないだろう。しかし、戦争の継続は財政赤字の拡大に直結する。過去を振り返っても、財政赤字の拡大はドル安相場と安定した関係にあったようには見受けられ(図、※もちろん財政赤字の



予想は昨年時点のもので戦争リスクは加味していない)、戦争状態が続くことそれ自体はドル安予想を正当化する材料になり得るとというのが筆者の基本認識である。為替予想の観点からはいずれにしても円高を予想するイベントという整理で問題ないと考えたいところである。

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

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。

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> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月24日	2020年の想定外はどこにあるのか？～6つの論点～
2019年12月23日	スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～
2019年12月20日	週末版
2019年12月19日	米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か？ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2019年11月分)
2019年12月18日	やはり上げを失ったボンド相場～政治も金融もボンドの足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2019年12月16日	英総選挙を終えて～「次の山」は2020年6月末に～
2019年12月13日	週末版 (ECB政策理事会を終えて～フクロウ型総裁の「人となり」～)
2019年12月12日	FOMCを終えて～「タカ派的利下げ」から「ハト派的現状維持」～
2019年12月11日	円の基礎的需給環境～基礎収支に映る変化～
2019年12月10日	道標を失った為替相場～マイナス金利解除がキーに？～
2019年12月9日	英国総選挙の論点整理～事実上、2度目の国民投票！～
2019年12月6日	週末版 (2019年の為替相場を概観する～円は結局強かった～)
2019年12月5日	ECB政策理事会プレビュー～デビュー戦、3つの見どころ～
2019年12月3日	ドイツ政局の流動化について～メルケル退任まであと2年～
2019年12月2日	金融政策に環境配慮は必要か？～制御すべきは気候ではなく物価～
2019年11月29日	週末版
2019年11月26日	円安リスクの点検～「ツケ」が怖い2020年～
2019年11月25日	名目実効為替相場 (NEER) で読む2019年のドル相場
2019年11月22日	週末版 (ドラギ元総裁、最後のECB政策理事会議事要旨～「結束 (unity)」と財政政策～)
2019年11月20日	「ドル化した世界」で進む「金融政策の一本化」 本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2019年10月分)
2019年11月19日	ドイツは底打ちしたのか？～リセッション回避も残る不安～
2019年11月18日	「株価の崩れ」と「予防的緩和」について考える
2019年11月15日	週末版 (ラガルド体制の「overhaul」刷新) ミッションの行方～総裁会見と投票方式について～)
2019年11月14日	欧州の「弱さ」源泉～輸出拠点が裏面にたドイツ～
2019年11月13日	円高予想の誤算と「ドル化した世界」という悩み
2019年11月12日	動かない相場の背景にある「円の不人気」
2019年11月11日	「公的デジタル通貨 vs. リブラ」の様相に
2019年11月8日	週末版
2019年11月1日	週末版
2019年10月30日	ラガルド新ECB総裁を巡る3つの論点
2019年10月29日	円安リスクの点検～欧州・中国の復調はあるか？～
2019年10月28日	ドラギ総裁最後のECB理事会～危機の「生き字引」～
2019年10月25日	週末版
2019年10月24日	またも史上最小値幅～体感「5円」以下という異例～
2019年10月23日	「リブラ」阻止で一致するG20～ザッカーバーグ証言を前に～
2019年10月21日	思い出したい「10月31日」の経緯～次に起こることは～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2019年9月分)
2019年10月18日	週末版 (2度目の離脱協定案合意～3つの論点を整理～)
2019年10月16日	FRBのTB購入を受けて～欲しかった「ずる賢さ」～
2019年10月11日	週末版 (ECB政策理事会議事要旨を受けて～議論紛糾の読み方、議事要旨としては秀逸～)
2019年10月10日	円相場の需給環境について～縮小均衡～
2019年10月9日	FRBの資産購入再開と懐かしのソロスチャート
2019年10月8日	揺らぐリブラ計画～初のメンバー脱退表明を受けて～
2019年10月7日	米9月雇用統計を受けて～「思ったより悪くない」の危うさ～
2019年10月4日	週末版 (製造業から非製造業への波及は始まったのか～ISM景気指数の悪化を受けて～)
2019年10月3日	ユーロ圏の物価情勢の現状と展望～日本化の過渡期？～
2019年10月2日	ISM製造業景気指数の「底」は見えそうか？
2019年9月27日	週末版 (三度起こった「ドイツの乱」～ラウテンシュレーガーECB理事辞任の読み方～)
2019年9月26日	円安リスクの点検～財政政策というアップサイドリスク～
2019年9月25日	為替相場の現状を概観する～REERを通して見えること～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2019年8月分)
2019年9月24日	「羊頭狗肉」化するマイナス金利政策
2019年9月20日	週末版 (日米金融政策決定会合を受けて～9月乗り切るも日銀の難局は続く～)
2019年9月17日	「原油高 & 円安」が重荷になる日本経済
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	日銀会合プレビュー～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、露払いをしたいところ～)
2019年9月5日	ブレグジットを巡る論点整理～ボンド/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幅変わりそう～)
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」