

みずほマーケット・トピック(2025 年 6 月 16 日)

中東事変とドル/円相場への影響～円売り優勢～

イスラエルとイランが半ば戦争状態に陥っている。攻撃の応酬に歯止めがかかる様子は今のところない。最悪シナリオとして核戦争のリスクも意識されるが、現実的には供給制約が懸念される資源価格高騰に注目が集まる。本件を受けて原油先物価格は前日比+10%超も急騰。こうした動きが一時的な地政学リスクなのか、それとも恒常的な供給制約となるのか。いずれにせよ、原油価格急騰は輸入の約 25%が鉱物性燃料で構成される日本にとって死活問題であり、ダイレクトに貿易収支赤字を拡大させる。ドル/円相場の需給分析上も大きな事案。ホルムズ海峡閉鎖は現実的に取り得る選択肢ではないが、その懸念だけで原油価格は十分動揺し続けるだろう。ちなみに今回も「リスクオフの円買い」は生じていない。そもそも円の投機ポジションは歴史的な買いに傾斜しているのだから、「リスクポジションを閉じて中立化する」という取引は円買いではなく円売りを意味しやすい。さしずめ「リスクオフの円売り」が誘発されやすい状況。

～核戦争より原油供給制約～

既報の通り 13 日、イスラエルはイラン各地の核施設や軍事施設などを中心として攻撃を実施した。イラン軍の要人に犠牲者が出ていることも報じられている。これに対し、14 日、イランも報復攻撃に踏み込んでいる。国際社会から双方に自制を求める声上がるものの、攻撃の応酬に歯止めがかかる様子は今のところはない。最悪シナリオとして核戦争のリスクも意識される中、金融市場は激しい動揺を余儀なくされている。しかし、現実的に懸念されるのは終末を予感させる核戦争ではなく、供給制約が懸念される資源価格高騰である。イスラエルによるイラン空爆を受けて原油先物価格は一時 78ドル台まで前日比+10%超も急騰しており、こうした動きが一時的な地政学リスクにとどまるのか、それとも恒常的な供給制約に発展するのか注目される。いずれにせよ、後述するように、輸入の約 25%が鉱物性燃料で構成される日本にとって原油価格急騰は死活問題であり、ダイレクトに貿易収支赤字を拡大させるため、本件はドル/円相場の需給分析上、極めて大きな事案となる。

～ホルムズ海峡閉鎖:「できるかどうか」と「やるかどうか」は別～

目下、原油の供給制約という観点に照らせば、世界の原油輸送の大動脈であるホルムズ海峡が封鎖に至るかどうか注目されている。イラン軍の地理的な優位性を踏まえれば、機雷の設置やミサイルでの威嚇、小型艇やドローンによる航行妨害など、封鎖できる能力自体は部分的に認められる。しかし、能力があっても、それを行使できるかどうかは別問題だ。よりラフに言い換えれば「できるかどうか」と「やるかどうか」は切り分けて考えなければならない。

仮に封鎖に至れば、①イラン自身の原油輸出もホルムズ海峡に依存しているので自身の外貨獲得源も途絶すること、②米国を中心として国際社会の報復が必至であること、という 2 つのデメリットが予想される。特に後者に関して言えば、米国だけではなくイランにとっての上顧客である中国まで敵に回すとの観測は根強い。元より EU、日本、韓国などは米国と協調してイラン制裁に加わって

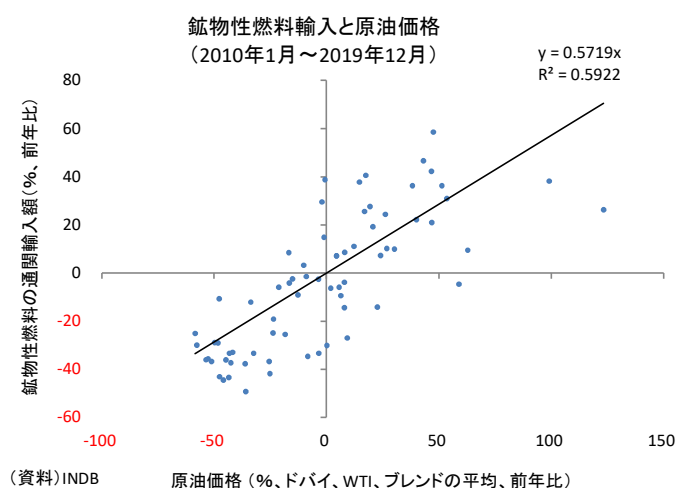
いるため、イラン産原油の輸入停止により直接的な供給制約には至らない(が、イラン産以外の原油でもホルムズ海峡は通過するので結局は同じことである)。片や、現状、イラン産原油の輸出の殆どが中国向けとされる。中国を死活問題に追い込んでまで、西側陣営に弓を引き、自身の外貨獲得源も断たれるという展開はイランにとって何の得もない。中国には潤沢な原油備蓄があるため、直ぐに問題にならないという見方もあるが、それとて時間の問題であろう。言うまでもないが、ホルムズ海峡周辺に停泊する米軍からの報復も警戒すべき状況にある。

ホルムズ海峡の完全封鎖は、「核仕様に肉薄する戦争行為」として多方面からの報復が想定される。いくら実施能力があっても、実際は「抜かずの宝刀」にとどめるのが合理的判断になるだろう。

～ドル/円相場への影響～

もっとも、事実そうになっているように、海峡封鎖が意識されるだけでも原油価格は十分敏感に反応する。原油価格が大きく動けば、輸入金額急増を通じてドル/円相場の地合いに影響する。先週13～14日にかけて原油価格は一時78ドルまで急騰しているものの、結局、73ドル近辺で越週している。70ドル強であれば、昨年来からの筆者想定とそれほどは変わらない。その意味で従前の60ドル割れは当面の貿易収支改善を期待させる水準であった。

近年の原油価格(1 バレルあたり)について通年平均の推移を見ると、2022年に100ドル程度、2023年と2024年は80ドル程度だった。年初来、筆者は2025年の原油価格を平均70ドル、変化率で言えば前年比で約▲13%の下落と仮定していた。平時という括りでパンデミック前の5年間(2014年1月～2019年12月)の統計を前提とした場合、原油価格が1%変化すると鉱物性燃料は0.6%程度変化するイメージになる(図)。



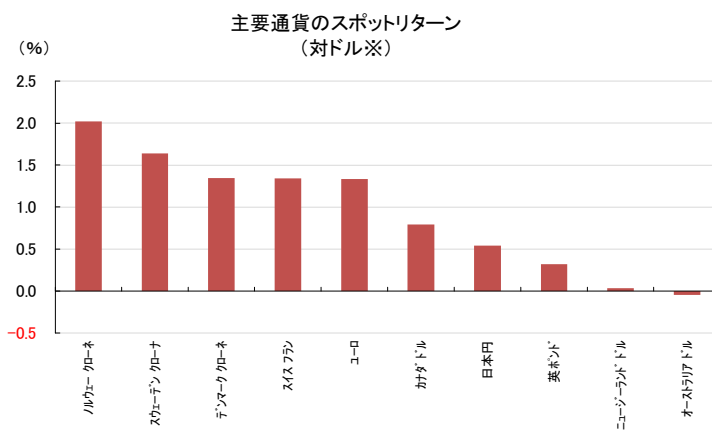
原油価格が▲13%下落した場合、鉱物性燃料の輸入は約▲7.5%減少する計算になる。鉱物性燃料は輸入全体の約4分の1を占めるため、輸入総額は約▲2%押し下げられることになる。2024年の輸入金額は約113兆円であるから、2%相当は約2.3兆円の収支改善要因になる、というのが筆者の原油価格と貿易収支に対するイメージだった。もちろん、原油価格が下落すれば、その影響は原料品(木材など)、原料別製品(鉄鋼や非鉄金属など)や化学製品(医薬品など)など、輸入構成比が大きな品目の単価にも影響が及ぶ。70ドル以下の原油価格は日本の貿易収支赤字を兆円単位で縮小する効果が期待されるものであった。

ゆえに、現状の70ドル強の水準はこの想定を大きく崩すものとは言えない。しかし、今回の事案を受けて一部では80ドルや90ドルといった声も見られるようになっているため、仮にそうなった場合は、円安リスクの高まりとして整理しておく必要はある。このまま80ドル付近で推移するようになれば、2兆円分の赤字縮小は帳消しになるし、90ドルまで続伸すれば2兆円分の赤字拡大に繋がる。その他条件を一定とした場合、2024年の貿易赤字は▲5.5兆円であるから、これが▲7.5兆円以上

に拡大するというイメージになる。もちろん、非常にラフな想定だが、今回の事案については「円安材料であることは論を待たない」というのが筆者の基本認識である。

～現状に照らせば「リスクオフの円売り」～

ちなみに過去 3 年間に直面した数あるショック時と同様、今回も「リスクオフの円買い」は生じていない。例えば G10 通貨について 6 月 6 日から 13 日まで対ドル変化率を見た場合、最も上昇したのは産油国通貨であるノルウェークローネであった。リスクオフ通貨の代表格であるスイスフランも+1.3%と上昇し、ユーロも同程度上昇している。これに対して円は+0.5%とかなり控えめな動きにとどまっている(図)。主要通貨の中でも原油



価格上昇がとりわけ需給環境の悪化に直結するのが円であるため、基本的に上昇する筋合いはない。過去の本欄で詳しく分析したように、もはやスイスフランと円は同じグループの通貨とは言えない¹。また、基本的な事実として現状、円の投機ポジションは歴史的な買いに傾斜しているのだから、「リスクポジションを閉じて中立化する」という取引は円買いではなく円売りを意味しやすいはずである。言い換えれば、現状はあくまで「リスクオフの円売り」が誘発されやすい状況と言えるだろう。いずれにせよ本事案を受けて「リスクオフの円買い」が進まなかったことは容易に説明がつく。

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。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。

¹ 本欄 2025 年 4 月 23 日号「最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓」をご参照ください。

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
2025年6月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年5月分)
	週末版(変わるドル凋落相場の背景～米国主導ではなく他国主導に～)
2025年6月12日	日銀会合プレビュー～「もう関与しない」を示す時～
2025年6月11日	円の基礎的需給環境について～暴落後の挙動～
2025年6月10日	新しい対内直接投資目標の読み方～「骨太の方針」～
2025年6月9日	為替政策報告書を受けて～年金運用への注文？～
2025年6月6日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面の終わり？～)
2025年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)の読み方
2025年6月3日	ECB政策理事会プレビュー～利下げは当然視できる？～
2025年6月2日	欧州再軍備と欧州版ハミルトン・モーメント
2025年5月29日	IEEPA違法判決はゲームチェンジャーになるか？
2025年5月28日	34年ぶりの首位陥落～24年末対外純資産について～
2025年5月26日	懸念通りの米EU交渉～日本との違い～
2025年5月23日	週末版(ユーロ相場の現状について～堅調に潜むリスク～)
2025年5月22日	円金利上昇と為替相場についての所感
2025年5月21日	赤澤ベッセント会談3.0～争点化する自動車～
2025年5月19日	米国債格下げの影響～急性的ではなく慢性的～
2025年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年4月分)
	週末版
2025年5月15日	懲りないドル安ナラティブ～3度目の光景～
2025年5月14日	円の基礎的需給環境について～25年1～3月期～
2025年5月13日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その②～
2025年5月12日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その①～
2025年5月9日	週末版(米英合意を受けて～むしろ心配になる米EU交渉～)
2025年5月8日	FOMCを終えて～デュアルマンドートの拮抗～
2025年5月7日	逆「アジア通貨危機」観測の考え方
2025年5月2日	週末版(日銀会合を終えて～「何もわからず、何も決められず」の状況～)
2025年4月28日	EUの対米戦略について～「デジタル赤字への課税」も～
2025年4月25日	週末版
2025年4月24日	不確実性極まるIMF報告～WEOとGFSR～
2025年4月23日	最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓
2025年4月22日	加藤・ベッセント会談プレビュー～為替は争点なのか？
2025年4月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月スタッフ見通しの重要性を強調～)
2025年4月17日	マールアラゴ合意の読み方～40年前の再現は不可能～
2025年4月15日	日本の構造変化vs. 国際金融体制の再編
2025年4月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年3月分)
	日米通商交渉プレビュー～論点の検討～
2025年4月11日	週末版(リスクシナリオの高まり～不穏なベッセント発言～)
2025年4月9日	トランプ大統領は「カーブ効果に耐えられるのか
2025年4月8日	残された望みは「緊急協調利下げ」か？
2025年4月7日	インバウンド需要はピークアウトするか？
2025年4月4日	週末版(正論を掻き消す時代の振り子～デタラメ過ぎる関税根拠と為替政策報告書～)
2025年4月3日	厳しい対米貿易の展望～輸出は減り、輸入は増える～
2025年4月2日	トランプ時代の「為替政策報告書」の意味を考える
2025年4月1日	1～3月期の為替市場外観～割を食うユーロ圏～
2025年3月28日	週末版(世界に広がるスタグフレーションシナリオ～25%自動車関税の行方～)
2025年3月25日	インフレに適應する家計部門～「貯蓄」から「逃避」～
2025年3月24日	インフレか、デフレか～FOMCを終えて～
2025年3月21日	週末版(日銀会合を終えて～「史上最大の円ロング」、2つの先行き～)
2025年3月18日	「暖かい水」が流れ込むユーロ圏の近況について
2025年3月17日	日銀会合プレビュー～現状維持が基本に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年2月分)
2025年3月14日	週末版(史上最大だった対外直接投資～厚くなる日本の「仮面」～)
2025年3月12日	過去最大の円ロングに勝算はあるのか？
2025年3月11日	テーマ化する「欧州の再軍備」～EUの場合～
2025年3月10日	テーマ化する「欧州の再軍備」～ドイツの場合～
2025年3月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～拡張財政路線の足音～)
2025年3月5日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～後編～
2025年3月4日	トランプ発言を受けて～「円安はするい」の一点張り～
2025年3月3日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～前編～
2025年2月28日	週末版
2025年2月27日	欧米デカップリングに対するECBの見解
2025年2月25日	ドイツ総選挙レビュー～「壁の内側」では何も変わらず～
2025年2月21日	週末版(不安漂う米国の消費者マインド～追加関税の副作用～)
2025年2月20日	トランプ就任1か月、金利・為替はどう動いたか
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年1月分)
2025年2月18日	円建て輸入物価で読む日銀の「次の一手」
2025年2月17日	本邦10～12月期GDPを受けて～鮮明になるインフレ税～
2025年2月14日	週末版(窮屈になりそうなECBの政策環境～追加関税とユーロ安～)
2025年2月13日	ドイツ総選挙の展望～重いメルケルの「負の遺産」～
2025年2月12日	デジタルに規定されるサービス赤字10兆円時代の足音
2025年2月10日	為替需給から整理する日米首脳会談
2025年2月7日	週末版(円高の背景整理～その持続性を疑う～)
2025年2月5日	関税相場と円相場～日米首脳会談を控えて～
2025年2月4日	「需給ギャップ」は利上げしない理由になるか？
2025年1月31日	週末版(ECB政策理事会を終えて～極めて大きくなる欧米格差～)
2025年1月30日	FOMCを終えて～近づく「利下げの終わり」～
2025年1月28日	一抹の不安を感じる大統領と財務長官の齟齬
2025年1月27日	日銀会合を終えて～円安次第、変わらず～
2025年1月24日	週末版
2025年1月23日	ユーロ安の影響に言及したラガルドECB総裁
2025年1月22日	ワシノッチは解消されたのか～日銀プレビュー～
2025年1月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年12月分)
	就任演説を受けて～気になる原油価格の今後～
2025年1月17日	週末版
2025年1月15日	「NISA貧乏」もインフレ税の結果
2025年1月14日	サービス収支赤字の長期試算～赤字▲10兆円の常態化か？～
2025年1月10日	週末版
2025年1月9日	円金利上昇でも円安～恐れていた事態～
2025年1月8日	早速、パリティ割れを視野に捉えるユーロ/ドル相場
2025年1月7日	ブラックスワンとしての「ブラザ合意2.0」を考える
2025年1月6日	25年、円相場見通しポイント整理