

ドル高を支えるのは原油安？

発表日：2015年11月13日（金）

～円安と原油安の組み合わせは偶然ではない～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

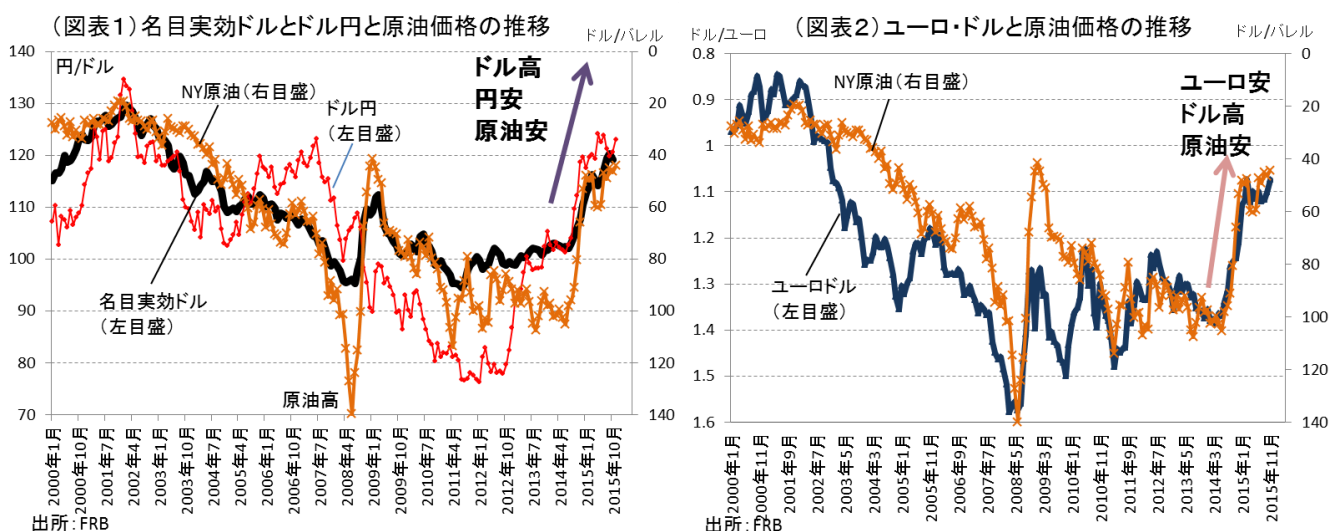
原油価格が安いときは、ドル高・円安になっていることが多い。原油安によって、米景気が拡大すると、経常赤字も縮減しながら、ドル高・円安の流れになる。現在、わが国の物価は原油要因によって大きく押し下げられるが、同時に円安圧力によって輸入物価が上昇していることは、単なる偶然ではない。

除くエネルギーで物価指標をみせたい誘惑

わが国の物価が上昇しないのは、原油安のせいだと考えられている。その一方で、円安が進行して輸入物価が上昇する影響もあるから、物価指標には物価上昇圧力も働く。円安効果による物価上昇と、原油安による物価下落がせめぎ合っている格好だ。物価上昇が進んでいると主張したい日銀が、エネルギー要因だけを除いて、物価上昇は着実だと言いたい魅惑に駆られるのも無理はない。しかし、本当に、原油安だけを除いて、物価の趨勢を考えてよいのかどうかについて、筆者は大いに疑問を持っている。

その論拠は、原油と為替の関係である。原油価格が下落しているとき、為替レートはどう動いているのかを確認してみると、実は原油安のときには、ドル高・円安になっていることが多かった。現在、原油安と円安が同時に進んでいるが、これは単なる偶然という訳ではなく、今まで続いてきた経験則なのである。だから、ペアの関係になっている原油安と円安の関係を、別々に切り離して考えることは、架空の世界を描くことになりかねない。

※厳密に言えば、原油価格との連動性が高い通貨は、円よりもドル、ユーロである（図表1、2）。相関関係は、名目実効ドルと原油価格、ユーロドルと原油価格の方が高い。その作用によって、ドル高・円安のときに原油安、そしてドル安・円高のときに原油高という関係になっている。



米国の経常収支問題

では、なぜ原油価格とドルの間に密接な関係が成り立つのだろうか。わかりやすい理屈は、米経常赤字が増えると、ドル安になる関係である。原油価格が高騰すると、輸入拡大＝経常赤字拡大＝ドル売り

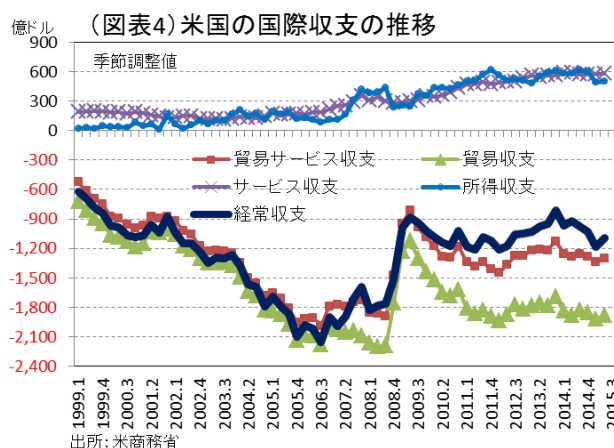
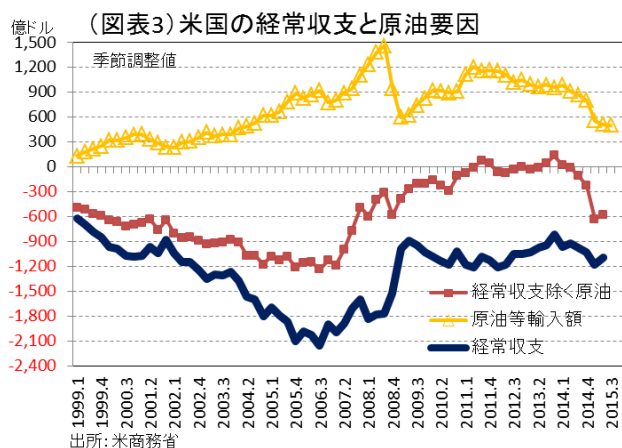
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

という圧力が強まる。米経常赤字の拡大がドル安圧力になるという表現もできる。これが単純明快に、原油高＝ドル安、そして原油安＝ドル高（円安）の関係を説明する理屈である。

米国の経常収支とドルの関係については、永らくグローバル・インバランス問題として論議されてきた。インバランス問題は、経常赤字の拡大が累積して、それ以上の米債務残高の膨張が疑われたとき、債務拡大の持続可能が不安視されて、ドル暴落リスクを高めるという議論である。このインバランス問題の理解が複雑なのは、資本収支の側からみた解釈が成り立つことだ。経常赤字は、資本収支からみれば、米国への投資（債務拡大）になる。ドル高のときほど、米国投資の価値は増価するから、資金流入しやすい。これが、ドル高の自己実現的な進行を引き起こす。

実体面でも、資金流入は米長期金利を押し下げて景気拡大に寄与する。原油安は、米経済の成長を支援するので、米経済の強さ故にドル高は正当化される。ところが、気が付くと、大量の資金流入がかえって債務膨張する問題が存在感を増す。原油価格が高騰して、米経済が減速し始めた局面では、米債務膨張に伴うドル高の高所恐怖症として、ドル急落が警戒される。複数の要因が絡んでいる点が、原油安＝ドル高のメカニズムが難しいところだ。

まとめると、原油高＝ドル安の理屈には、原油高→景気悪化＋米債務拡大が不安視→ドル安となる作用がある。反対に、原油安＝ドル高になるのは、原油安→景気拡大＋米債務拡大が楽観視→ドル投資拡大＝ドル高、という関係からだ。2008 年前半は原油高騰が極端に進み、経常収支が悪化した（図表 3）。このときはドル安だった。2014 年以降は、経常収支赤字が縮小してドル高になっている。



シェールガス革命によるドル高傾向

ここ数年の米経常収支改善は、原油輸入量の減少による。背景にあるのがシェールガス革命である。シェールガス革命は、構造的な原油安の基盤になっている。この理屈はシンプルに、米国が原油輸入を増やさなくなったから、経常赤字を縮小させて、ドル高になったというものである。米原油輸入額が大きく増えたのは、2008 年が最後になった。2009 年以降、経常赤字は最近にかけて縮小している（図表 4）。細かく調べると、2009 年以降の経常収支の改善には、所得収支とサービス収支の黒字拡大も寄与している。現在は、ドル高傾向はそうした構造的な要因も作用しているのである。

もちろん、最近のドル高について、米利上げが間近に迫ってきたことが主因だという点は論ずるまでもない。ただし、もっと遠めに通貨問題を考えると、インバランス問題が語られなくなり、ドル安懸念が後退したことも無視できない。今後、FRB の利上げに過剰反応して、米経済が打撃を受けるという不安も聞かれるが、「だからドル安」というシナリオは原油安効果を過少評価している。筆者は今後、米経済が多少変動しても構造的な原油安は残るとみる。趨勢的なドル高は継続するという見方である。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。