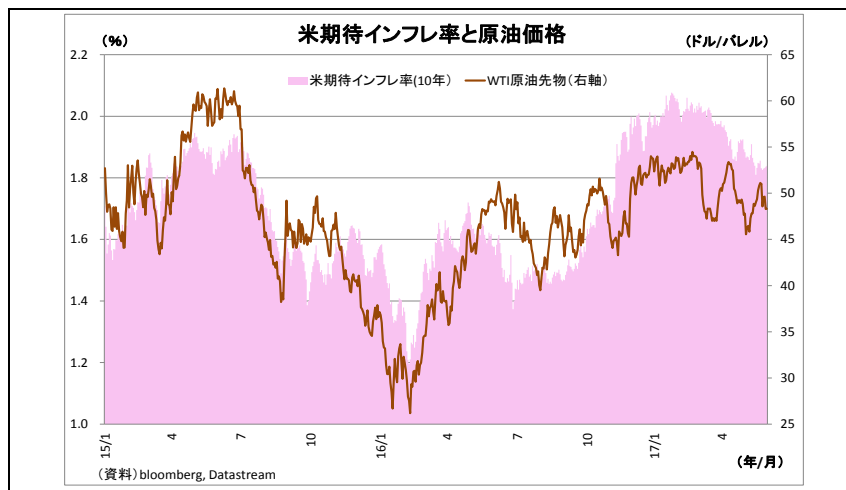


Weekly エコノミスト・ レター

「予期せぬ原油高でドル高」という シナリオも ～金融市場の動き（6月号）

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. **（トピック）** 本日、日経平均株価は2万円の節目を突破したが、ドル円レートは未だ111円台で低迷している。その背景にあるのが米長期金利の低迷であり、トランプ政権への過度の期待が剥落したことや地政学リスク等を背景に安全資産としての国債需要が高まったことなどが影響している。そして、原油価格の下落もその一因と考えられる。今年に入って原油価格が下落したことで期待インフレ率が低下し、米長期金利の押し下げを通じてドル安要因になっている。直近の原油価格は、5月下旬に決まったOPEC等の減産延長の効果に対して懐疑的な見方が台頭したことで弱含んでいるが、一方で今後は予期せぬ原油高にも注意が必要になる。減産が継続されるなか、今後は世界的な原油需要期に入っていくため、需給が引き締まりやすい。仮に大規模な生産停止が発生すると、供給不足感が極度に強まり、原油価格が反発する恐れがある。とりわけ、ナイジェリアとリビアは政情が不安定で、今後も武力勢力による攻撃で大規模な生産停止が起こる可能性がある。イランは、2016年1月に制裁が解除された後に急ピッチで増産を進めてきたが、トランプ大統領はイランへの圧力を強化しており、今後合意破棄に至る可能性がある。米国が制裁を復活した場合には、イランの原油生産量が大きく減少する可能性が高い。昨年11月のOPEC総会で予想を超える減産が合意に至った時には、原油価格が5ドルほど上昇し、米長期金利が大きく上昇したことで、ドル円レートは2円ほど上昇した。原油価格の大幅上昇はドル円に無視できない上昇圧力を発生させる可能性があるだけに、政情不安国の動向やイランを巡るトランプ政権の出方は注視する必要がある。
2. **（金融市場）** 今後は米経済指標の持ち直し、6月FOMCでの利上げと前向きな金融引き締め姿勢維持などからドルが持ち直すと予想。長期金利も若干水準を切り上げるだろう。



1. トピック：「予期せぬ原油高でドル高」というシナリオも

本日、日経平均株価は2万円の節目を突破したが、ドル円レートは未だ111円台に留まっており、直近ピークである昨年12月半ばの118円台からは大きく下振れした状況にある。

（米長期金利の低迷がドルの重石に）

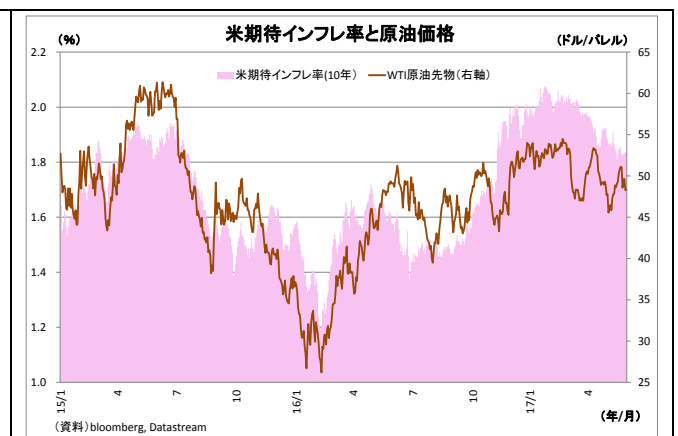
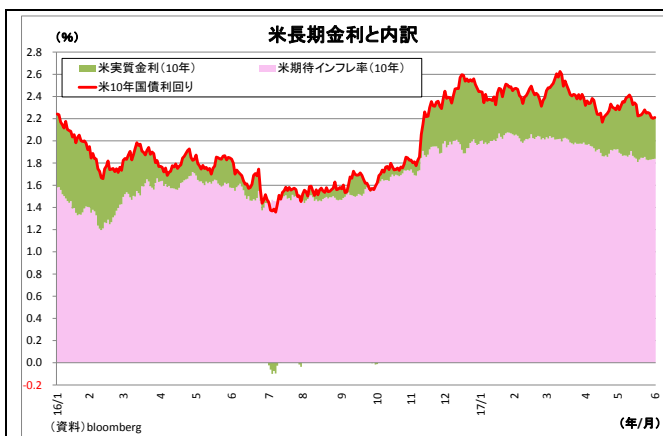
ドル円の低迷の主因となっているのが、米長期金利（10年国債利回り）の低迷だ。昨年12月半ばと今年3月半ばには一時2.6%付近まで上昇していたが、足元では2.2%程度まで低下しており、このことが日米金利差の縮小を通じて円高ドル安圧力になっている。

この半年間で2度の利上げを実施され、今月半ばのFOMCでもさらなる利上げが確実視される中で米長期金利が低迷し続けている原因は複数挙げられる。

トランプ政権への過度の期待が剥落したこと、多くの米経済指標が春先以降に弱含んだこと、結果として（9月以降の）先々の利上げ期待が後退したこと、燻る政治リスクや地政学リスクを背景に安全資産としての国債需要が高まっていることなどだ。



さらに、この間に原油価格が下落したことも米長期金利低迷の一因と考えられる。米長期金利を実質金利部分と市場の期待インフレ率（ブレイクイーブン・インフレ率）部分とに分解してみると、今年に入って、期待インフレ率は低下傾向にある。原油価格は物価に強い影響を与えるため、従来、期待インフレ率と原油価格には正の相関関係が観察される¹。今年に入って原油価格が下落したことで期待インフレ率が低下し、米長期金利の押し下げを通じてドル安要因になっていると考えられる。



（予期せぬ原油高でドル高も）

このように、為替相場を考えるうえでも軽視できない原油価格であるが、直近の動向は弱含んでいる。5月下旬のOPEC総会において、9ヶ月の減産延長（OPECと非OPEC参加国合計で日量180万バレル

¹ 2015年1月以降昨日までの両者の相関係数は0.736と比較的強い正の相関関係にある。

ル弱の減産)が決まったが、米シェールオイルの増産もあって、減産が世界の過剰な原油在庫解消に繋がることに対して懐疑的な見方が台頭しているためだ。現在は減産効果を見極める時間帯に入っている。

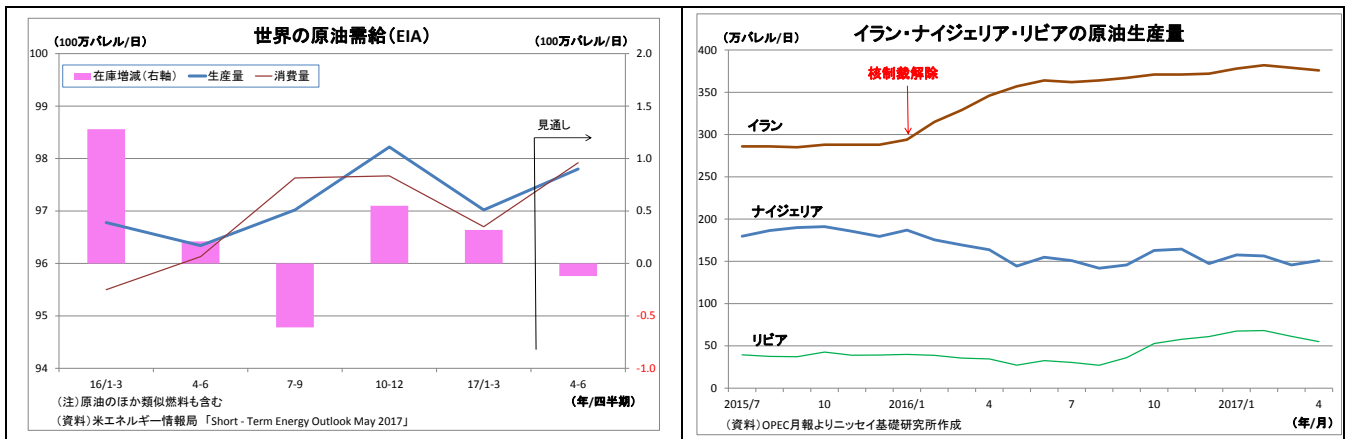
ただし、一方で今後は予期せぬ原油高にも注意が必要になる。主要産油国による 180 万バレル弱という減産規模は決して小さいものではない。今後は季節的に世界的な原油需要期に入っていくため、需給が引き締まりやすい。そうした状況下で仮に大規模な生産停止が発生すると、供給不足感が極度に強まり、原油価格が反発する恐れがある。

具体的に動向が注目されるのは、ナイジェリア、リビア、イランの 3 カ国となる。

ナイジェリアとリビアは政情が不安定で、これまで武装勢力による石油関連施設の攻撃が頻繁に発生してきたため、一部の生産停止を余儀なくされてきた。現在は復旧に向けて取り組んでいるが(事情を考慮して OPEC 減産の枠組みからも除外されている)、政情が完全に安定したわけではないことから、今後も攻撃によって日量数十万バレル規模の生産停止が起こる可能性が排除できない。

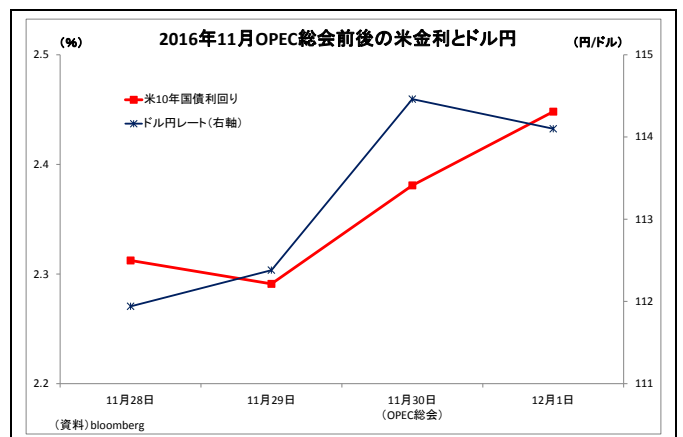
また、イランに関してはさらに注意が必要になる。かつて核開発疑惑により欧米などから原油の禁輸を含む経済制裁を受けてイランは、2016 年 1 月に制裁が解除された後に急ピッチで増産を進め、直近の原油生産量は制裁解除前に比べて日量約 90 万バレルも高い水準にある。

ただし、米国のトランプ大統領は、オバマ政権下で行われたイランとの核合意を「過去最悪の取引」と酷評し、合意の破棄を示唆してきた。5 月 17 日に更新期限を迎えた米国のイランに対する制裁解除は期限延長されたものの、トランプ大統領はイランへの圧力を強化しており、今後合意破棄に至る可能性がある。米国が制裁を復活した場合には、他国もイランとの原油取引に躊躇せざるを得なくなり、再びイランの原油生産量が大きく減少する可能性が高い。



振り返ってみると、昨年 11 月 30 日の OPEC 総会で、大方の予想を超える減産が合意に至った時には、原油価格が一気に 5 ドルほど上昇した。その際、米長期金利はインフレ期待の急上昇に伴って大きく上昇し、ドル円レートは 2 円ほど上昇した。

このように、原油価格の大幅上昇はドル円レートに無視できない上昇圧力を発生させる可能性があるだけに、政情不安の産油国の動向やイランを巡るト



ランプ政権の出方は注視する必要がある。

また、逆のシナリオも考えられる。OPEC等の減産枠組みが今後も十分に守られるとは限らない。可能性は高くないが、もし、合意破りの横行などによって減産合意が実質的に破綻するような事態となれば、原油価格急落を通じて円高圧力が急激に高まる可能性が高い。減産参加国の結束に綻びがみられないか？という点も、今後の為替市場にとって大きな材料となる。

2. 日銀金融政策(5月)：出口戦略の公表を検討へ

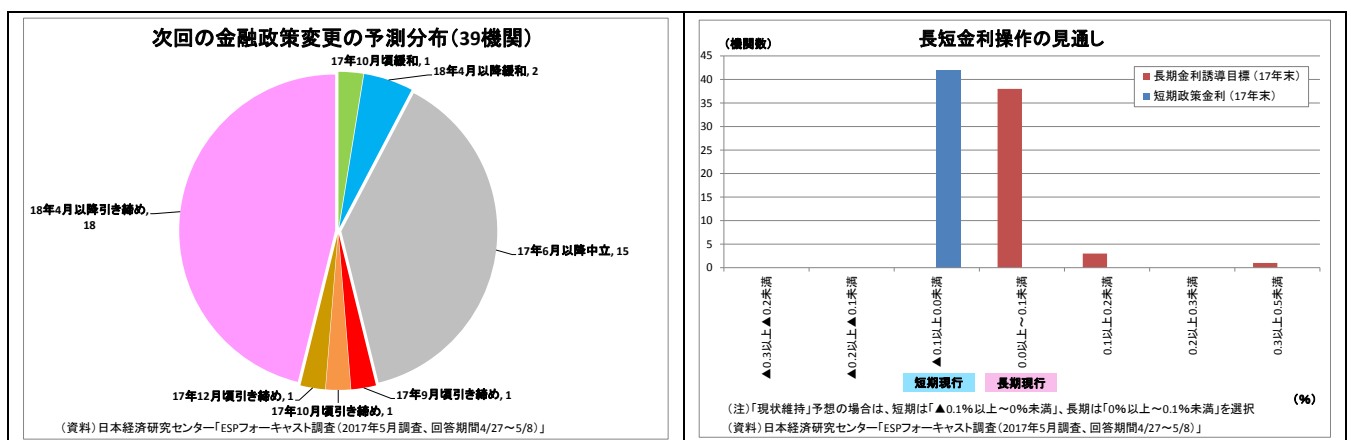
(日銀) 現状維持(開催なし)

5月はもともと金融政策決定会合が予定されていない月であったため、必然的に金融政策は現状維持となった。次回会合は6月15~16日に予定されている。

5月10日に公表された「金融政策決定会合における主な意見(4月開催分)」では、物価に関しては「足元の動きは鈍いものの、今後需給ギャップの改善等により2%に向けて上昇していく」、金融政策に関しては「物価目標達成に向けて、現行の金融緩和を粘り強く継続すべき」との意見が目立った。国債買入れ額については、「現状、年間約80兆円をめどとの関係で問題が生じているとは考えていない」との意見がある一方で、「減額できるときに減額し、(中略)柔軟に運営していけばよい」、「縮小しないと、来年にかけて、買入れの持続性、安定性は確保できない」との意見もあり、意見のバラツキがみられた。

なお、10日の衆院財務金融委員会において、出口戦略の公表について問われた黒田総裁は、「いまの時点で具体的なイメージで話すのは難しい」としつつも、その重要性を認め、公表について「慎重に検討していきたい」と述べた。従来、公表を求める意見に対しては、「時期尚早」と完全に否定的な見解を繰り返し表明していたが、公表を巡る姿勢にやや前向きな変化がみられた。

日銀が公表に踏み切るかどうか、今後の検討の行方に注目が集まりそうだ。



今後の金融政策に関しては、日本の物価上昇率は持ち直しに向かうとみられるため、日銀が追加緩和を迫られる可能性は低下している。一方で、2%の物価目標達成は依然として見通せない状況

が続くため、日銀は長期にわたって現行金融政策の維持を続けるとみている。長期金利目標も長期にわたって現状の「ゼロ%程度」で維持されるだろう。ただし、現在年間約 80 兆円増としている長期国債買入れペースについては、既に未達となっているうえ、市中残存額との関係で長期には続けられないため、今年中に変更される可能性が高いとみている。具体的な対応としては、声明文から金額を削除する（イールドカーブ・コントロールに一本化）と予想している。

3. 金融市場(5月)の動きと当面の予想

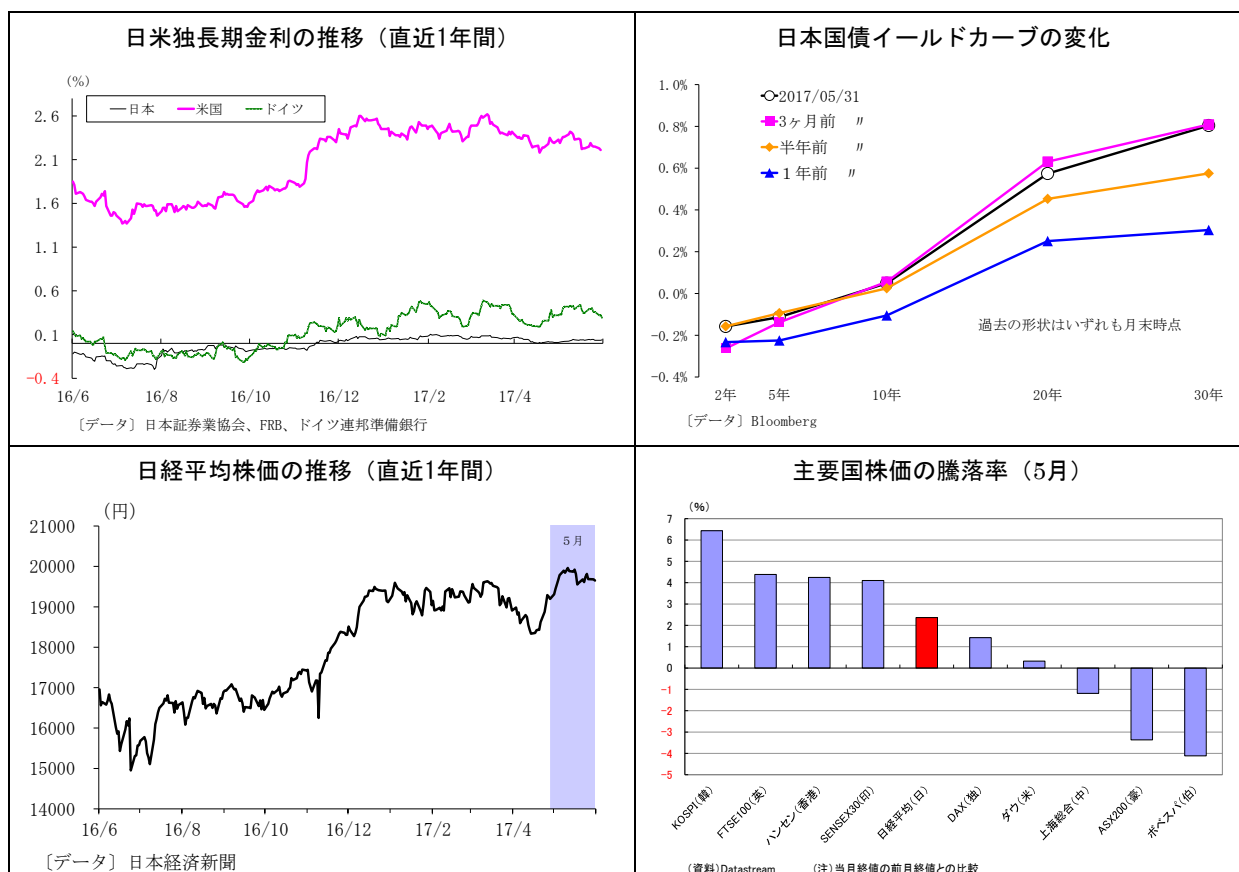
(10年国債利回り)

5月の動き 月初0.0%台前半でスタートし、月末も0.0%台前半に。

月初、0.0%台前半で推移した後、米雇用統計の良好な結果や仏大統領選の無難な結果を受けてリスク回避姿勢が後退するとともに上昇し、11日に0.0%台半ばに。ただし、その後は、北朝鮮のミサイル発射やサイバーテロ、米国のロシアゲート緊迫化などを受けて安全資産需要が台頭、金利の上昇は止まり、月末にかけて0.0%台前半から半ばでの推移が続いた。

当面の予想

足元は0.0%台半ばで推移。今後は米経済指標が回復するとともに、6月FOMCで利上げを実施され、バランスシート縮小を含む金融引き締めに向き姿勢が示されることなどから米長期金利が持ち直し、波及する形で本邦長期金利も若干水準を切り上げると予想。しばらく0.0%台半ばから後半での推移となりそうだ。目先の焦点は本日夜の米雇用統計となるが、とりわけ物価上昇率に波及しやすい平均時給の伸びが注目される。



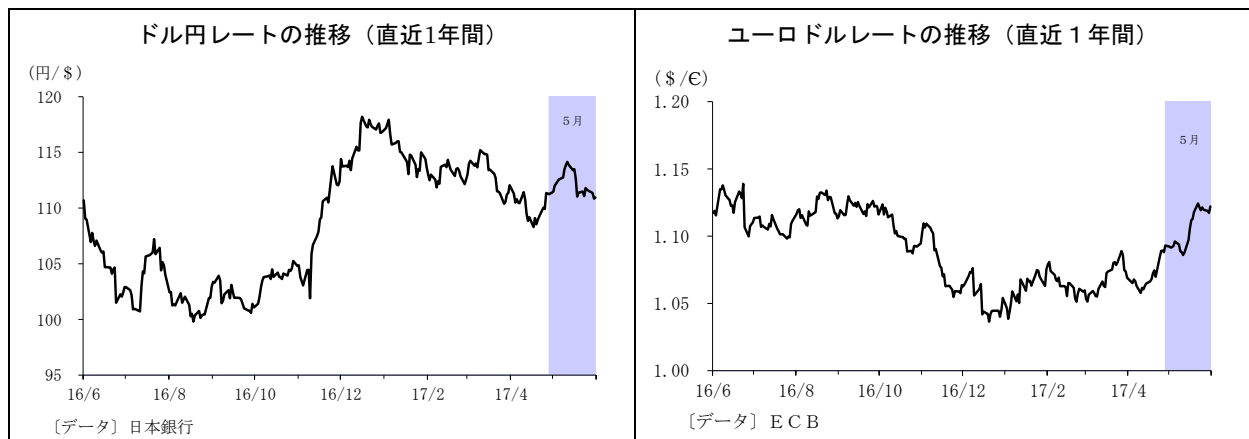
(ドル円レート)

5月の動き 月初111円台半ばでスタートし、月末は111円付近に。

月初、米歳出法案合意によって政府機関閉鎖が回避され、2日に112円台に。その後は良好な米雇用統計結果を受けた早期利上げ観測や仏大統領選の無難な結果を受けたリスク選好に伴って円安ドル高基調となり、9日に113円台、11日には114円台に到達。しかし、その後は弱めの米経済指標やロシアゲート緊迫化・トランプ大統領の情報漏えい疑惑など米政権不安から一転ドル安圧力が強まり、18日には111円に戻る。月下旬も米政権運営の不透明感や英国でのテロ発生、欧州の政治リスクなどからドルの上値は重く、111円台を中心とする推移が継続。

当面の予想

今月に入り、好調な米経済指標発表を受けて、足元は111円台後半で推移。今後は米経済指標が持ち直すほか、6月FOMCで利上げに加えて金融引き締めに向き姿勢が表明されることなどからドルが持ち直すと予想。ただし、ロシアゲート問題への警戒が煽るなかでトランプ政権の財政政策への期待が高まりにくくなっているほか、英仏の議会選挙が予定されていることから、欧州の政治リスク見極める姿勢も強まるとみられ、利益確定売りが入りやすいなかでドルの上値は当面限定的になりそうだ。長期金利同様、目先の焦点は本日夜の米雇用統計の内容となる。



(ユーロドルレート)

5月の動き 月初1.09ドル台前半からスタートし、月末は1.12ドル台前半に。

月初、仏大統領選でのマクロン氏勝利を織り込む形で5日に1.09ドル台後半に上昇したが、実際に同氏勝利を受けた後は材料出尽くしでユーロ売りが強まり、9日には1.08ドル台後半に。その後は低調な米経済指標やロシアゲート緊迫化に伴ってユーロが上昇基調となり、17日には1.11ドル台に。さらに22日には独メルケル首相発言がECBの緩和をけん制したと捉えられ、1.12ドル台に乗せた。月の終盤は、過熱感やイタリア選挙前倒し観測などからユーロの上値が重くなり、1.12ドル前後での推移が続いた。

当面の予想

足元は1.12ドル台前半で推移。ユーロ圏の経済指標は持ち直しを示すものが多く、金融緩和縮小観測の高まりがユーロの支援材料となっている。ただし、これまでユーロは急ピッチで上昇してきただけに過熱感があるうえ、ECBによる緩和縮小に関しても、市場は前のめり的に織り込んできた印象が強い。従って、ユーロの上値は重く、今後ドル高圧力がやや高まるにつれて、ユーロドルは弱含みで推移すると予想している。

金利・為替予測表 (2017年6月2日現在)

		2017年				2018年
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
アメリカ	FFレート (期末)	1.00	1.25	1.50	1.50	1.50
	10年金利 (平均)	2.4	2.3	2.6	2.7	2.8
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	10年金利 (ドイツ、平均)	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6
ドル円	(平均)	114	112	114	115	117
ユーロドル	(平均)	1.07	1.10	1.09	1.08	1.08
ユーロ円	(平均)	121	122	124	124	126

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。