

原油価格と円相場

信金中金月報掲載論文編集委員長

小川 英治

(一橋大学大学院 商学研究科教授)

かつて世界経済は2回にわたる石油ショックを経験した。1度目の第1次石油ショックは、1973年10月に起こった第四次中東戦争がそのきっかけとなった。1973年10月から1974年1月にかけて石油輸出国機構（OPEC）の一部の諸国が原油価格を3.0ドル/バレルから11.65ドル/バレルへ4倍に引き上げた。2度目の第2次石油ショックは1979年のイラン革命によるイランでの原油産出が止まったことがその原因となった。同時に、OPECが1979年より原油価格を14.5%値上げすることを決定していたことが原油価格を高騰させることとなった。いずれも供給サイドの原油産出を管理することによって原油価格が高騰することとなった。当時、日本は、その総輸入額に占める原油輸入額が3割強であったこと、そして日本経済のエネルギー源の多くを原油に依存していたこととから、円相場が大きく減価することとなった。

1973年2月に変動相場制に移行してから2016年までのこの43年間にわたって円は長期トレンドとしては円高に向かって増価傾向にあった。しかしながら、石油ショックは円を大きく減価させることとなった。1973年10月に260円/ドル台で推移していたものが、第1次石油ショックによって1974年1月には300円/ドル近くまで円安となった。第2次石油ショックに際しては、1978年10月に176円/ドルであったものが、1年後の1979年11月には250円/ドルにまで円が大きく減価して、円安となった。

このように原油価格が高騰すると円安になるというのが、2回の石油危機を経験した世代の常識であった。しかしながら、昨今、その常識が通じないことが起こっている。2008年9月のリーマンショックが起こる前の1年半においては原油価格の高騰と同時に円が増価して、円高が進んだ。さらに、リーマンショックで原油価格が暴落した後に2009年から2010年にかけて再び急騰した際にも同時に円高が進んだ。一方、2004年から2005年にかけては原油価格の暴落と円安進行が同時に発生した。直近では2006年1月から6月にかけて原油価格が28ドル/バレルから50ドル/バレルへ上昇すると同時に、円相場が120円/ドルから100円/ドルへ増価した。原油価格が高騰すると同時に円相場が円高となり、一方、原油価格が暴落すると同時に円相場が円安となった。

原油価格と円相場との間には、様々な因果関係が想定される。

先ず、2度の石油ショックを経験した世代が常識と考えていることは前述したとおりである。すなわち、原油を輸入に頼っている日本経済では、原油価格の上昇は、輸入原油金額を増大させ、輸入総額に占める原油輸入額の比率が高ければ、貿易収支を悪化させる。それが円相場を減価させる。

しかし、近年の原油価格と円相場の関係は、異なっている。すなわち、原油価格の上昇とともに円相場が増価している。この関係を説明するものとしては、以下が考えられる。

第一に、原油価格が上昇すると、原油輸出国の輸出収入額が増加することから、原油輸出国の貿易収支・経常収支の黒字が拡大する。その経常収支黒字を利用して、日本への証券投資が行われることによって、円相場が増価する。第二に、世界的な資金余剰、特に、リーマンショック後の米国連邦準備制度理事会による量的緩和金融政策によるグローバル金融市場へのドル流動性の供給によって、その資金が原油などの国際商品とともに日本への証券投資に向かう。その結果として、原油価格が高騰すると同時に、円相場が増価する。

これらの説明は、経常収支よりもむしろ資本収支の側面に焦点をあてて、国際資本移動によって円相場が影響を受けているとしている。また、原油価格と円相場との間の因果関係についても、原油価格高騰⇒円相場減価という常識に対して、常識に反する動きに関する前述した説明の内の第一の説明は、原油価格高騰⇒円相場増価という因果関係である。一方、第二の説明は、世界的な資金余剰が原油価格高騰と円相場増価の両方を同時に発生させるというものである。

原油価格高騰が円相場を減価させるという常識の前提には、輸入総額に占める原油輸入額の比率が高いことがある。そのような前提の下に、原油価格が高騰すると輸入が増大し、貿易収支が赤字となって、円相場が減価する。前述したように、2度の石油危機が発生した当時においては、日本の総輸入額に占める原油輸入額が3割強であった。しかし、その後、日本経済における省エネルギー化を反映して、総輸入額に占める原油輸入額は1割を切る時期もあり、2015年においては10.4%にまで減少している。

一方において、金融のグローバル化が進み、資本移動がグローバルに移動するとともに、経常収支に相当する対外純債務の変化額が対外債権と対外債務のネットの変化よりもむしろ、資本取引はグロスで見た対外債権残高及び対外債務残高のそれぞれのポートフォリオ・バランスが金利の他為替相場に影響を及ぼす。金融のグローバル化の進展は、対外債権と対外債務のネットの変化の大きさに比較して、これらの累積によって対外債権残高と対外債務残高のそれぞれのグロスの大きさを増大させている。

これらの背景によって、近年の原油価格と円相場の関係が過去の2度の石油危機が発生した当時の常識によっては説明することができなくなっている。