



2016年1月14日

## 波乱の幕開けとなった2016年の注目点

公益財団法人 国際通貨研究所  
経済調査部 上席研究員 森川 央

2016年の金融市場は、大荒れの幕開けとなった。株価は世界的に下落し、円安見通しが主流のなか円高も進行、そして原油価格が1バレル30ドルに下落した。以下では、今年の注目点と考えられる中国景気と原油市場についての注目材料と、日本にとって気になるドル円相場の見方について参考になるチャートを紹介したい。

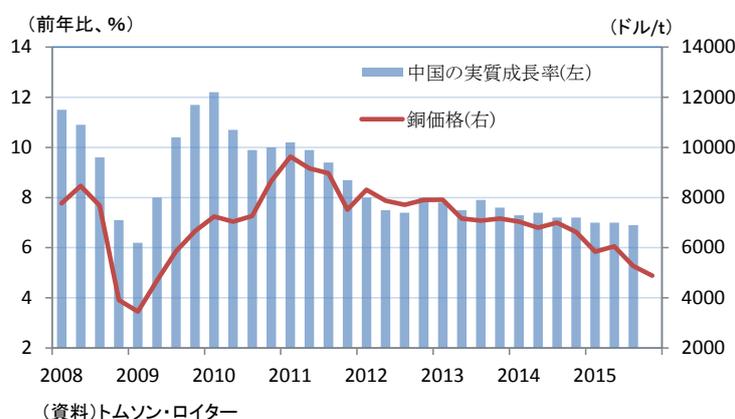
### ① 銅相場

年初の波乱のきっかけは、やはり中国株の大幅下落であろう。昨年8月の「チャイナ・ショック」への対応で中国政府は大株主の株式売却を半年停止、その期限が1月8日に迫っていた。政府は時間稼ぎをする間に経済の持ち直しを期待したのだろうが、製造業PMIは悪化が続き、けん引役を期待した非製造業についても、PMI指数は12月50.2に鈍化した。この失望と停止期間明けが重なったことが急落の原因だったと思われる。

中国景気の更なる悪化は、日本及び世界経済にとって大きな不安材料である。だが、中国経済の動きを捉えることは、統計の信頼性の問題もありなかなか難しい。

そうした中で、海外の一部アナリストは銅価格を重視している。銅価格は中国の需要で決まるといわれ、中国の成長率を反映する鏡として扱われている。銅価格は足元で4,300ドル台(12日4,342ドル/ト)に下落してきており、鈍化傾向が続いていることを示唆している。銅の値動きは今後もウォッチしておく価値があるだろう。

図 1. 中国の成長率と銅価格



## ② 原油価格

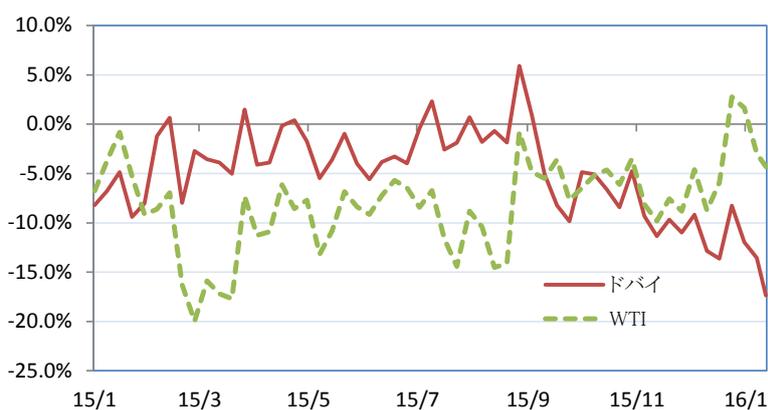
中国景気の減速は原油価格の低下を招き、産油国の財政を悪化させる原因となっている。産油国は財政赤字の穴埋めのために政府ファンドの投資を引き揚げ始めたといわれており、それが日本株の下落を手伝っている。しかし、原油価格の下落には需要の低迷に加え、もちろん供給の増加も寄与している。

昨年前半までは、石油を増産し値崩れを引き起こしている「悪役」は米国であったが、足元では増産の主役が代わってきている。それを示唆しているのが、北海ブレント価格に対するWTI（米国産）とドバイ原油のかい離率の動きである。

9月以降、北海ブレントとのかい離率を拡大させているのは中東産のドバイ原油である。足元でかい離率は17%に達しており、それだけドバイ原油がだぶついていることを示している。背景にあるのは、サウジアラビアとイランの対立であろう。

両国の対立はここにきてエスカレートしており、減産に向け協調する見通しはたっていない。ドバイ原油の割安感の中東諸国のシェア争いの「指標」であり、これが続く限り原油価格の反発は難しいのではないかと。原油価格をみるうえで、ここに注目しておく価値はあろう。

図 2. 産地別原油価格のかい離率



(資料)トムソン・ロイター

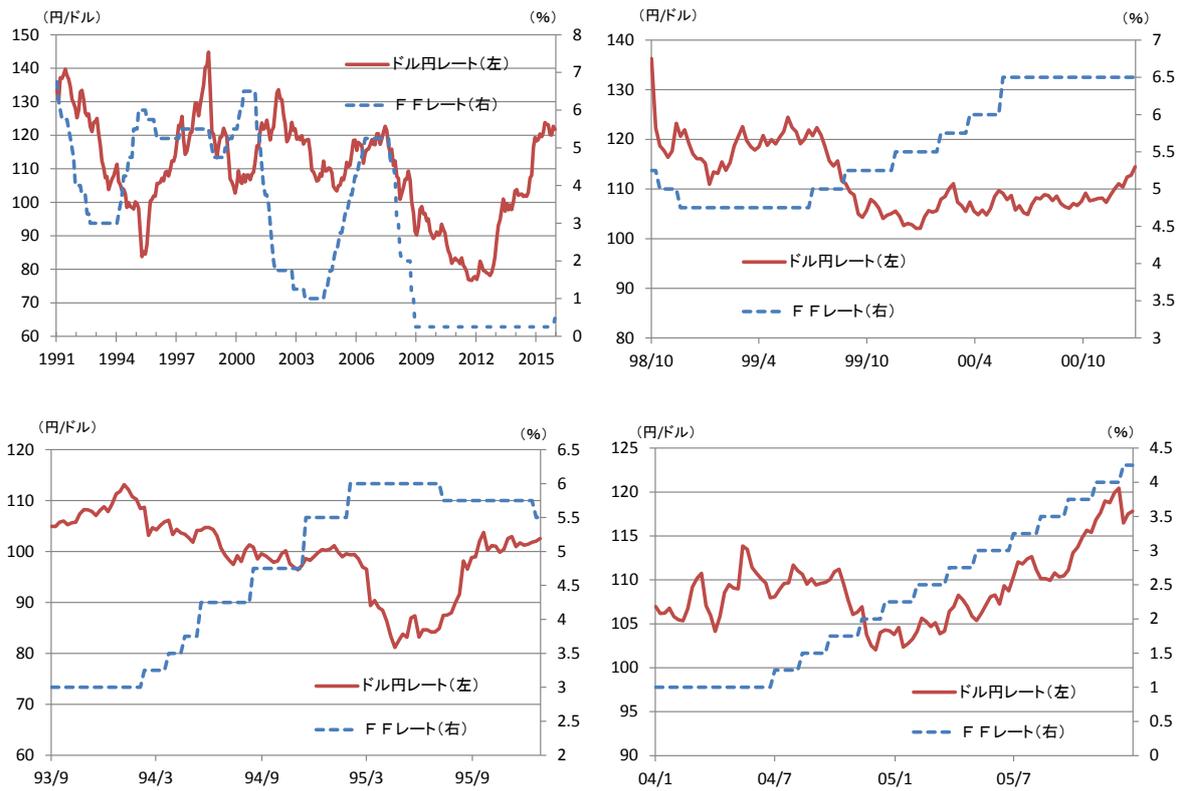
## ③ ドル円相場

米国の利上げ局面はドル高円安という思い込みが強いが、90年代以降の3回の利上げ局面をみると、趨勢は円高である。

図3は90年代以降の米国のフェデラルファンド・レートとドル円相場の動きと、各利上げ局面の拡大図である。円高の規模はマチマチであるが、3回とも利上げ開始前に円安のピークがあり、利上げ後は円高になっている。円安へトレンド転換するのは、早くても半年後であり、94年の場合は転換するまでに2年以上かかっていた。

通説に反して円高になるのは、景気に配慮するため利上げは慎重に、十分告知してから実施される傾向があるため、市場は事前に利上げを織り込むからと思われる。その結果、「バイ・オン・ザ・ルーラー、セル・オン・ザ・ファクト（噂で買い、事実で売る）」になるのだろう。

図 3. 米政策金利とドル円レート



(資料) トムソン・ロイター

もっとも今回は、利上げペースは極めて緩慢で、足元の混乱を受けて利上げシナリオ自体にも見直しが入りつつある。過去3回とは違う展開になる可能性がある。いずれにせよ先入観にとらわれず、過去のデータを正確に確認して見通しをたてる必要があるだろう。

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。