

## なぜ、原油は“事件”に反応しにくいのか 発表日：2014年8月12日（火） ～先進国は「低体温」になって需要が弱い～

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

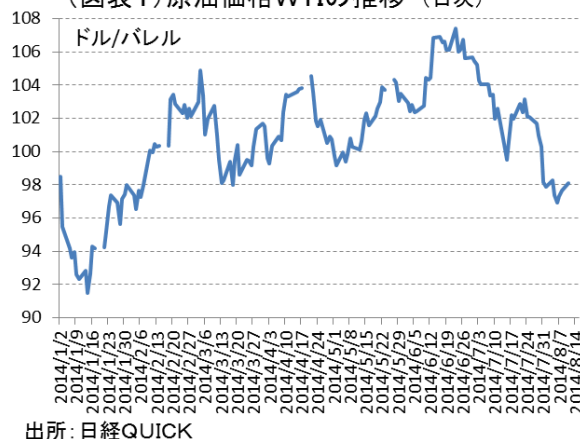
最近、国際情勢を揺るがしそうな“事件”が頻発している割に、原油価格が上昇する反応に乏しい。これは、需給を決める要因が、供給制約よりも需要の方に移ってきたからだと考えられる。新興国よりも先進国で原油消費量は低迷し、市場全体の需要を下押ししている。欧州需要減と米国需要の伸びの鈍さが主因だ。日本では、鉱物性燃料輸入額は増えているが、電力販売量は低迷している。

### 供給サイドが主導できなくなった

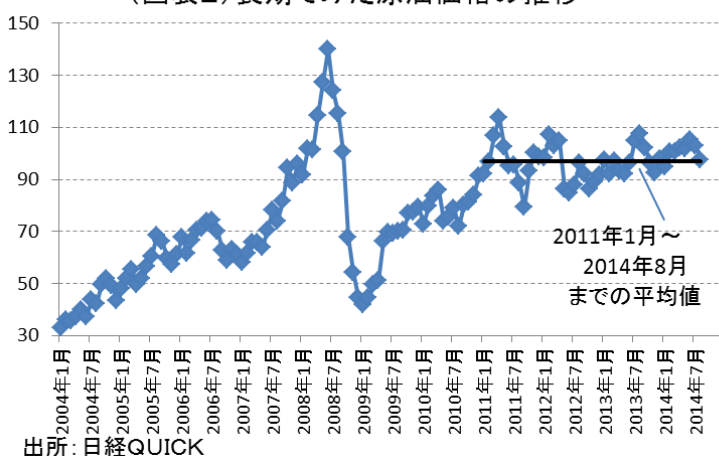
最近、国際情勢には、地政学リスクと呼ばれるような事件が頻発している。米国のイラク空爆、ウクライナ情勢、イスラエル・パレスチナ問題である。それらの事件は、原油価格を大きく押し上げてもよさそうなのだが、未だに原油高騰の引き金にはなっていない（図表1）。なぜなのだろうか。

相場と地政学リスクの関係を考えると、いくつかの相場の反応が列挙できる。不安心理に基づく株価下落、長期金利低下、そしてリスク回避の円高である。事件が起こったときには、株安・金利低下・円高という反応がそれなりに語られていると思うが、こと原油に関しては感応度が乏しい。指標性の高い原油市況として、WTIを取り上げてみると、月次データは、2011年以降、約2年半はほぼ横ばい圏内で推移している（図表2）。

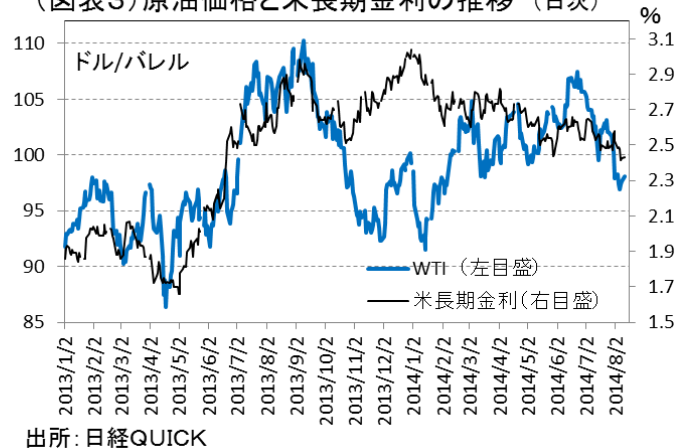
（図表1）原油価格WTIの推移（日次）



ドル/バレル （図表2）長期でみた原油価格の推移



（図表3）原油価格と米長期金利の推移（日次）



また、米長期金利との間で、WTIの相場変動を考えると、両者の間には微妙に連動する関係がみて取れる（図表3）。そこでは、原油高騰のとき米長期金利は上昇し、原油下落のとき米長期金利は

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。

低下している。地政学リスクに対しては、原油高騰が起こる反応と、米長期金利が下がる反応が起こるはずなので、図表3にみられる原油高騰+米長期金利上昇の関係は、相容れないことになる。この関係を解釈すると、通常は、「地政学リスク=原油生産のボトルネック→原油高騰→景気悪化=株価下落」という関係が想起されるが、最近では、そうっていない。むしろ、「地政学リスク→景気悪化」という関係が意識され、「株価下落、長期金利低下、そして需要減少による原油下落」という反応になるのだろう。原油の供給制約（供給サイド）よりも、景気悪化による原油需要の低迷（需要サイド）の影響が強く表れるようになってきている可能性がある。

### 低体温経済による需要減

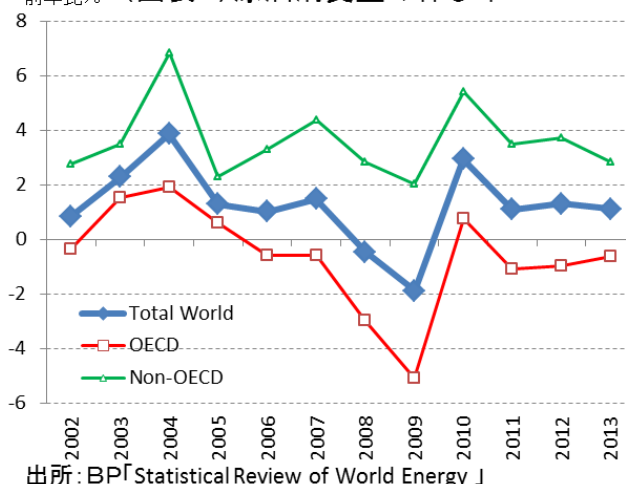
なぜ、原油市況を動かすファクターが、供給サイドから需要サイドに変わってきたのだろうか。ひとつのわかりやすい仮説は、シェールガス革命の影響で、中東情勢を巡る緊迫が、世界の原油生産全体に及ぼすインパクトが相対的に小さくなったことが挙げられる。

それとは別に、筆者は、原油市況に対するエネルギー需要の強さが以前に比べて弱くなったとみている。すなわち、リーマンショック以降の経済成長率の鈍化に伴って、原油需要が以前よりも弱くなり、それが原油価格の趨勢的な低迷につながっているという見方である。

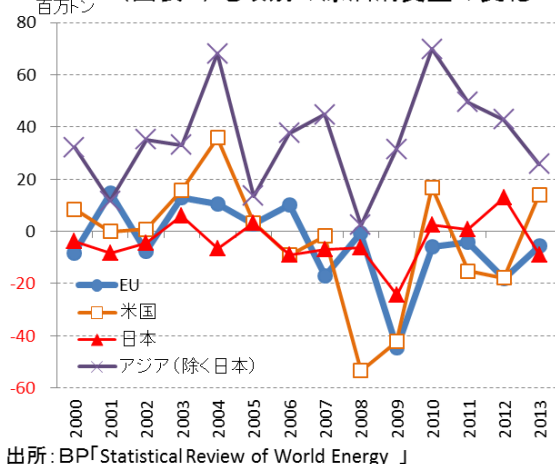
趨勢的な原油消費量に関して、BP統計を参照してみよう。世界の原油消費量については、2011年の伸び率が1.1%、2012年1.3%、2013年1.1%と低い状況である（図表4）。その内訳をみると、新興国（Non-OECD）よりも先進国（OECD）での原油消費量の減少が大きく足を引っ張っている。先進国では、基本的に欧州の需要が低迷し、米国の需要も盛り上がり欠けている（図表5）。そこに日本の減少が加わっている格好だ。筆者は、原油需要が以前よりも低迷している原因について、主因は日本を含めて欧米等の先進国経済が「低体温」に変わってきて、エネルギー消費を活発に行わなくなっていることがあるとみている。

なお、新興国については、アジア諸国を取り出してみると、中国、インドは上昇傾向を続けているが、NIESやインドネシアはここ数年は勢いが乏しい（図表6）。

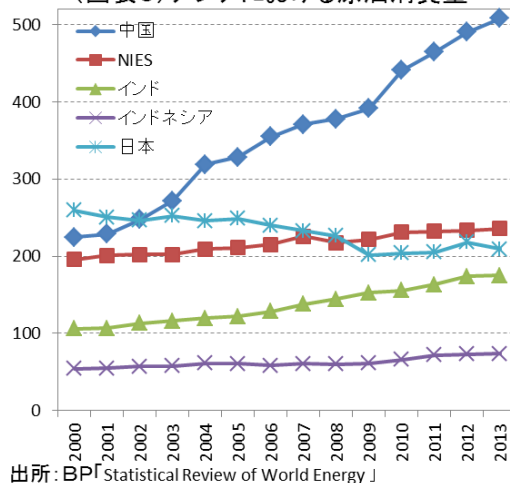
前年比%（図表4）原油消費量の伸び率



前年差、百万トン（図表5）地域別の原油消費量の変化



百万トン（図表6）アジアにおける原油消費量



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。

## 日本でも需要は低迷

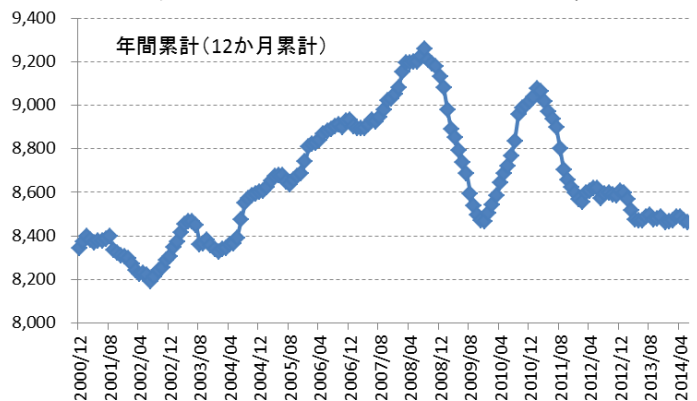
日本のエネルギー消費が低調であるという点は、日頃は実感しにくい。実際は、2011年の原発事故以降、電力料金が上昇してそれが電力需要を抑えていると考えられる。電力会社10社の販売電力量は、2008年と2011年の2つの時点をピークにして、最近は大きく低迷している（図表7）。

一方、不思議なことに、日本の鉱物性燃料の輸入額は、高止まりしているが、実際の需要自体は低迷しているのである（図表8）。量的なデータをみても、LNGの輸入量は増えている。

日本では、かつて二度のオイルショックでエネルギー効率が上昇したという経験がある。2008年の異様な原油上昇は、リーマンショック・原発事故以降のエネルギー需要を構造的に抑えるような、技術的な変化を誘発した面があったかもしれない。多くの企業では、2011年以降、電力料金が引き上がっていく中で、それに対する反応として節電、省電力化を進めたことを思い出す。

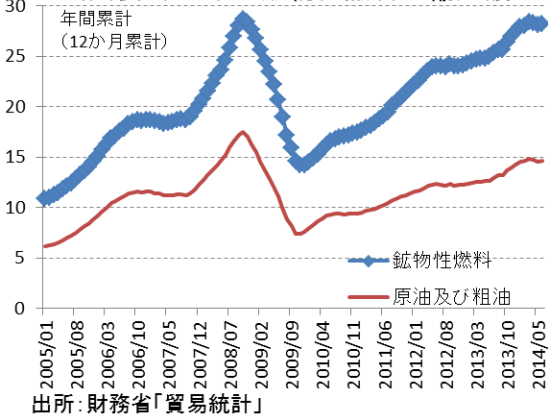
なお、目下、地政学リスクに反応した原油高騰も起こりにくい状況であるが、今後、仮に日本の輸入量が大きく減っていけば、需給面では原油市況を引き下げる要因になる可能性があるだろう。

億kwh (図表7) 電力会社10社の販売電力量の推移



出所: 電気事業連合会「需要実績」

兆円 (図表8) 日本の鉱物性燃料の輸入額



出所: 財務省「貿易統計」