

Market Watching

市場レポート

テーマ：このまま調整は見込み難い原油価格

発表日：2006年2月28日（火）

～需給タイト、地政学的リスク残存も利上げ継続が価格抑制要因～

(No. MW-53)

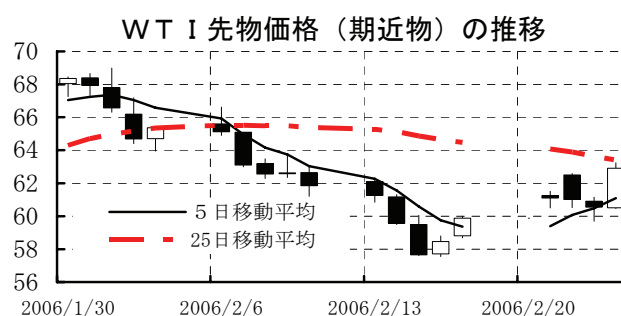
 第一生命経済研究所 経済調査部
 担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

2月軟調な展開続く原油の背景に金利上昇

原油価格（以下、特に断りのない限りWTI期近物）は、1月30日の引け値で68.35ドル/バレルをつけた後、引き続き高水準にあるとはいえ緩やかな調整が続いている。先週末には、サウジアラビアのアブカイク石油プラントが、テロリストの攻撃に晒されたとして急騰した。しかし、テロは結局未遂に終わり生産施設にはダメージがなかったことを受けて、週明け後の原油価格は大きく値下がりした。

ここ1ヶ月程度の原油価格の下落を主導したのは、北米での原油在庫量が増加傾向にあることもあるが、最も大きな要因は金利の上昇であろう。1月31日に開催された米FOMCでは、市場予想通り+25bpの利上げが決定されたが、声明文からは利上げの早期打ち止めを示唆するような内容は読み取れず、金融政策の先行き不透明感が強まる結果となった。このように金利のピークが読みにくくなったことを受けて、①予想以上に景気（需要）にマイナスの影響を

与え、原油需給が緩和するとの見方、②利上げの継続により過剰流動性が減少、投機マネーの収縮により原油相場が調整局面を迎えるとの見方——などが、原油価格を押し下げていると判断される。



サウジテロ未遂を含めた地政学的リスクの評価

サウジアラビアの原油生産量はロシアに次ぐ世界第2位で、OPEC生産量の3分の1弱、世界全体でも11%程度を占める。また、余剰生産能力という点ではOPEC（イラクを除く）の70%近くがサウジアラビアに集中している。今回標的となったアブカイク石油プラントは世界の製油量の7%近くのシェアを占めており、仮にテロが成功していれば、世界の原油供給に大きなダメージを与え、原油価格は暴騰していた可能性が大きい。サウジでのテロ行為は未遂に終わったが、テロリストが原油供給国として突出しているサウジアラビアの生産施設を標的にし、実際に行動を実行するまでに至ったことは、衝撃であることには違いない。今後もサウジアラビアの石油関連施設が標的となり続けるリスクが大きいことを市場は再認識したとみられ、原油価格にはしばらく相応のリスクプレミアムが上乘せされる格好となろう。

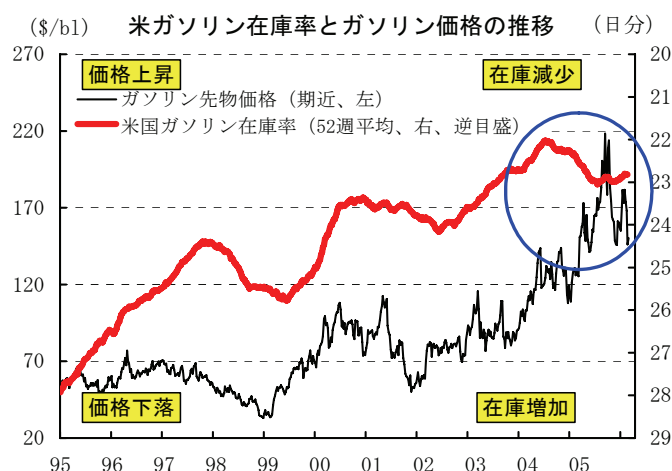
地政学的リスクについては、2001年9月11日の同時テロを機に一気に高まったが、イラク戦争終結後はスペインやイギリスでのテロ実行にもかかわらず、マーケットでの意識は徐々に薄らいでいるように見受けられる。しかし、①イランでの核開発問題に絡んだ欧米との対立、②パレスチナでハマスが政権の座に着いたこと、③イスラエルのシャロン首相が脳梗塞で倒れて以降求心力が一段と低下、シャロン首相の出身母体である右派のリクードに巻き返しの余地が生じていること、④今年米国で中間選挙があること、⑤イスラム教を風刺したとされる漫画に絡み、イスラム教徒の反感が強まっていること——など、欧米と中東間の対立が目立ち、テロ活動が活発化しやすい環境にある。要するに、テロによって予期し得ない相場展開に見舞われるリスクは高いと判断される。サウジアラビアの一件は未遂に終わったとして原油価格は下落したが、こうした事態が今後も頻発する可能性があり、リスク要因として価格を押し上げ、ないしは下落しにくい状態が続く公算が大きい。

3月以降の米ガソリン在庫積み増し期入りに伴う上昇リスク

需給面では、北米における原油・ガソリン在庫量の増加が、需給緩和期待から原油価格下落要因となっている。しかし、需給を示す在庫率に着目すると、2月としては昨年とほぼ同水準の歴史的低水準にとどまっている（ただし、03、04年ほど低くはない）。精油所の稼働率はハリケーンの被害から徐々に立ち直り、足元では90%近辺まで回復している。ここ数年は90～95%の高稼働が続いていたことを勘案すれば、まだ上昇余地があるとも言える。この点に関しては、残された精油所の復旧がどの程度進むかにかかってくるが、早期に稼働を再開したものに比べて被害が大きい精油所が未稼働になっている可能性が大きいことから、復旧メドは未知数だ。

一方で、需要面では世界的に生産活動が昨年半ばから再加速し始めていることから、世界の原油需要も高水準になると見込まれる。

以上のことから、今年の世界の原油需給も引き続きタイトであり、特に北米でガソリン積み増し期に入る3月後半からは、夏場のガソリン需給逼迫懸念が徐々に強まり、ガソリン、原油価格の押し上げ要因になると判断される。また、このところ大型のハリケーンが北米に接近、上陸するなどして被害を与える回数が増えているが、これも今年の夏から秋にかけての原油価格に影響を与えるリスクが高いことを示している。



金利上昇による投機マネーの縮小が価格抑制要因

以上述べてきたような原油価格押し上げ要因がある一方で、ここ数年に比べて大きい価格押し下げ要因も存在する。それが、過剰流動性の減少に伴う投機マネー縮小である。

米国は04年6月から利上げを繰り返し、足元では景気に対して中立的な水準にまで短期金利は上昇した。足元で米国経済は一部に軟化の兆しはあるものの、生産活動などハイペースで拡大しており、年前半は利上げ打ち止め感が明確化するとは見込み難い。ユーロ圏でも、昨年12月に利上げを行って超低金利（利上げ前は実質マイナス金利にあった）政策からの脱却を打ち出している。外需の好転とともに、米国ほどのペースではないにせよ、景気に対して中立的な水準へ向けての利上げがしばらく続く可能性が高まっている。さらに、日本でも消費者物価のプラス転換から量的緩和と政策の解除がこの春にも実施される見込みで、予想以上に早期にゼロ金利政策からの脱却、すなわち利上げが行われる可能性すらマーケットが織り込み始めている。

このように、日米欧の金融政策がいずれも引き締め方向へと歩み始めたことにより、これまでの超低金利状況下で膨張した過剰流動性が、いよいよ減少に転じ始めると見込まれる。これにより、投機マネーが縮小する可能性が高まってくるが、原油市場にもある程度投機的色彩の濃いマネーが流入していると判断されることから、今後は資金流出による価格下落圧力が高まってくると判断される。

結論：前半は強含み持続も急騰リスクは小さく、後半には一転調整リスク

これまで述べてきた原油価格の押し上げ要因、押し下げ要因を勘案して06年の原油相場を占うと、①前半は世界経済の好調さ、特に生産活動の活発化を背景に、特に北米でガソリン積み増し期に入る3月後半からじり高基調を辿る、②利上げの継続によって世界の過剰流動性は徐々に減少、いわゆる金余りによって拡大していた投機マネーが縮小に転じると見込まれることから上昇ペースはここ数年に比べて鈍いものにとどまる、③後半は金利水準の上昇が景気の鈍化期待を生むこともあり、価格は調整方向に転じる、④ただし、地政学的リスクや気象変動によって急騰するリスクは残存、価格の下落余地も大きくない——といった展開が想定される。

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。