

テーマ：08年後半の市場動向を探る 3～原油補論

発表日：2008年8月18日（月）

～9月中旬に95ドル割れを確認しなければ再燃の可能性も～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

原油価格がここ1ヶ月ほどで大幅に下落している。このまま下落基調が続けば、年後半の株式市場や来年の世界経済に予想以上にポジティブな効果をもたらす。本シリーズ「08年後半の市場動向を探る2」では商品市況を取り上げたが、あらためて最近の原油価格の下落の背景と今後の可能性について、補論という形で探る。

原油価格急落の背景

原油価格（以下特に断りのない限りWTI期近物）は、7月11日に1バレル＝147.27ドルの史上最高値をつけた後下落に転じ、8月12日には同113.01ドルまで下落した（取引時間中の安値：8月15日同111.34ドル）。この一ヶ月間で▲23.3%もの急落を演じたことになる。

原油価格下落の背景として、①世界的な景気悪化懸念による需給緩和観測、②米ガソリン需要の減少によるガソリン在庫積み上がり観測、③米議会による原油投機を抑制する法案（投機抑制法案）の提出（7月15日）、④4～6月期企業業績発表の消化による過度の不安の後退、⑤世界的な景気悪化懸念に伴い、ユーロなど各国通貨が下落する一方でドル相場が回復したこと——などが挙げられる。

上記①～⑤のうち、①と②は需給要因、③は制度要因、④と⑤は資金フロー要因と分類できる。この三要素は、原油相場に限らず、市場を変動させる基本要素と言える。これまでも、それぞれの要素が原油価格にとって押し上げ要因にも押し下げ要因にもなってきた。しかし、例えば需給要因に関しては、日米経済の減速は目立っていたものの、欧州や新興国経済の減速懸念が強まったのは、ここ数ヶ月繰り返された利上げによるところが大きい。また、制度要因に関しては、投機を抑制する動きはみられていたが、現実味を帯びてきたのは実際に法案が提出されてからである。一方、資金フロー面に関しては、サブプライム問題が表面化して以降不安定な動きが続いたが、サブプライム問題に対する悲観がやや後退した今年3月頃までは原油をはじめとした商品市場が主要な資金の受け皿となってきた（その後は、株式、商品、債券市場間を資金が行き来する状態となっている）。このように、上記三条件が原油相場にとって揃ってネガティブに働いたことによって、ようやく足元の下落に繋がったと判断される。

今後の動向 1＜需給＞・・・緩和とはいっても…

世界的な景気の減速は原油需要を鈍化させることは間違いないが、足元の世界の原油需給を確認すると、その差はごく僅かだということがわかる。足元でOPECは約200万バレル／日の供給余力を持つが、増産に消極的な姿勢を見せている国を除けば、サウジアラビアの約100万バレル／日が現実的な増産余地と言える。これに対し、世界の原油需要は世界が潜在成長ペースで拡大した場合、1年で約100～150万バレル／日拡大する。足元では、日本や米国が景気後退、ないしは実質的にそれに近い状態にあるなど、世界経済全体で見ても潜在成長率を大幅に下回る状態にあると推察される。しかし、新興国を中心に政府が補助金を出すことによって国内への原油高の波及を抑えている国もあり、成長率の鈍化ほどには原油需要は鈍化しない公算が大きい。

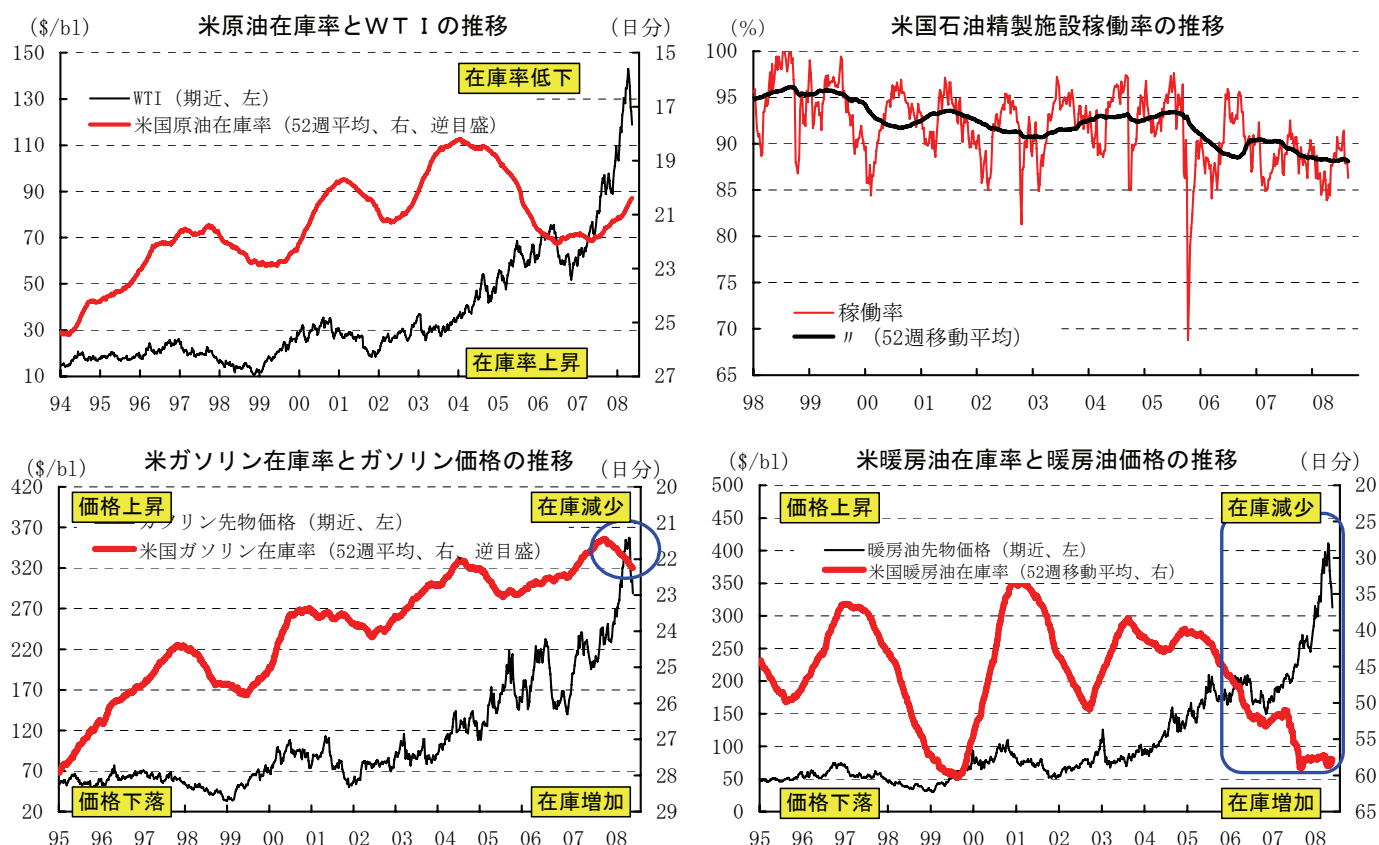
今後を見据えれば、毎年原油供給能力を拡大させなければ、需要を満たせない状態に陥るリスクがつきまとう。すなわち、足元の需給で言えば緩和傾向にあることは間違いないものの、中長期的な需給逼迫懸念が和らぐほどではない。

一方、ここ一ヶ月の原油価格を下落させた需給面での主因となったのが、専ら米国の景気減速によるガソリン需要の後退と需給緩和である。しかし、ガソリンの最需要期はすでにピークアウトし、これから冬場にかけてはヒーティングオイル（暖房油）が市場の注目材料となる。ヒーティングオイルは冬場の天候要因を受けや

すい反面、ガソリンに比べると景気の影響は受けにくい。

米国のヒーティングオイルの在庫率を見ると、05年頃から上昇傾向を辿り、足元では価格が現在の8分の1程度であった99年頃とほぼ同水準にある。05年の冬以降、特に需要の多い米北東部を中心に暖冬が続いたこともあって暖房需要が低下したことが影響したと考えられる。この冬の需要も天候要因によって大きく左右されざるを得ないが、在庫率の上昇には歯止めがかかりつつある。

そこで、米国の石油精製施設の稼働率を確認すると、ガソリンやヒーティングオイルの需給緩和もあって低下傾向が続いている。ただし、原油の在庫率も07年以降低下傾向に転じている。これは、ガソリンなど精製油の需要減退以上に、原油輸入を絞っていることを示している。足元の米国景気動向や先行きの需要見通し、あるいは最近の石油製品価格の下落傾向を勘案すれば、精製施設の稼働率や原油輸入を抑制する傾向は今後も続く公算が大きい。これから秋にかけてはハリケーン、そして冬は気温が原油需給を大きく左右することになるが、万一これらが需給引き締まりの方向に働いたときに、予想以上に逼迫感が強まる方向性に向かっている。



今後の動向 2 <投資規制>・・・下落要因だが、成立しても影響は一時的

米議会で検討されている投資規制法案は、7月30日に下院で採決が行われたが、可決に必要な3分の2の賛成を得られなかった。石油掘削のためのオフショア海域の開放が法案に盛り込まれていなかったことに、共和党議員などが難色を示したためだ。これに対し、民主党側は法案可決に必要な得票数を3分の2から過半数へと、ハードルを下げるための投票を9月に実施する予定で議会工作を行っている。しかし、仮に可決したとしても、ブッシュ大統領は今のところこうした投資規制に対して拒否権を発動する意向であるとされており、少なくとも投資規制が年内に発動する可能性は極めて小さい。

ただし、こうした対策が審議されていること自体は、原油投資の抑止効果にはなりうる。すなわち、検討されている案として、原油先物の持ち高制限を全ての投資家に適応することが挙げられているが、これが適用されれば、すでにそれ以上の持ち高を保有している投資家はポジションを解消せざるを得なくなるため原油価格の下落要因となる。しかし、そのような過度なポジションが解消した後どうなるかといえば、規制されている

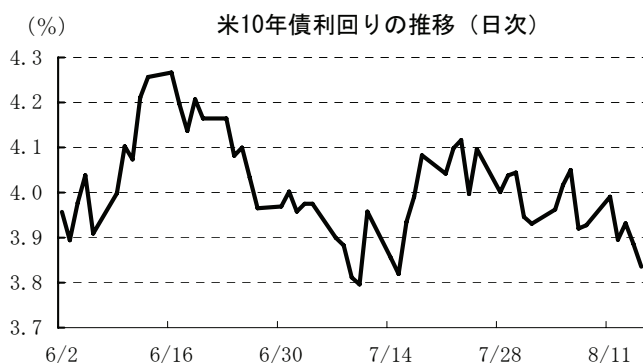
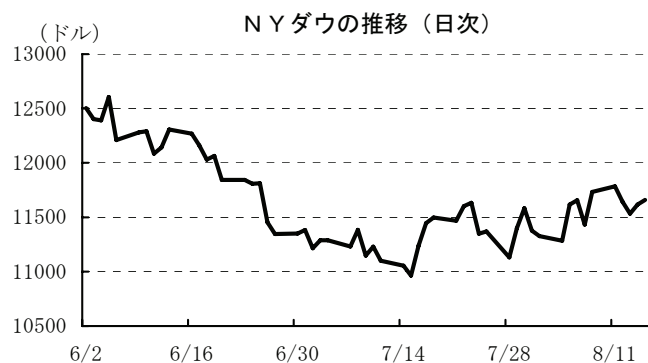
以上の先物ポジションを持つことはできなくなるため、投機的な相場展開は抑制されるかもしれないが、需給に見合う形で価格が上昇することまでは抑制できない。

つまり、投資規制は投機による過度の価格変動を抑える効果は持つものの、原油価格の上昇自体を抑止するわけではない。仮に、WTIが需給と関係なく下落するような場合には、多くの投資家は投資規制されていない北海ブレントなど他の油種を指標銘柄として取引の中心とすることも可能だ。また、市場にどのような枷をはめても、最終的には相対で取引される中東産原油が需給に基づいて価格決定されるだけである。つまり、投資規制法案は足元での原油価格の下落要因にはなりうるものの、その効果は短期的なものにとどまるリスクがある上、中長期的に原油需給が逼迫する状況が変わらなければ、原油価格が更に上伸していくことを阻止することはできないだろう。

今後の動向 3＜資金フロー＞・・・株、債券との微妙なバランス

非常に複雑な要素が絡むのが資金フローだ。原油価格が下落基調を辿った間の他市場の動きを見ると、株価とドルの動きが反転、上昇に転じたことが目立つ。一方で、CDOやABSなど、サブプライムローン問題で大荒れとなった証券化商品市場などには大きな変化は見られなかった。また、債券市場については金利の低下基調が続いたものの、これは原油価格が下落基調を強める前から継続していた動きである。

原油相場と株やドル相場との逆相関関係は、巷間よく指摘されるところである¹。ただし、因果関係はハッキリとしない。すなわち、原油価格が下落したことにより先行きの景気や企業業績に楽観的な見方をたてる余地が生じたのか、欧州や新興国経済に対する慎重な見方が強まったことによりドルに買い戻し余地が生じ、それが原油価格の下落に繋がり、さらに原油価格の下落が企業業績の上方修正要因になることから株が上昇したのかは定かではない。4～6月期の企業業績発表を受けて株に買い戻し余地が生じ、それがドルの上昇や原油価格の下落を後押ししたという見方も成り立つ。起点を原油価格の下落に求めるのか、ドルや株の上昇に求めるのかによって、説明は大きく変わる。



本来であれば、株価も商品価格も景気との相関関係は“順相関”で、世界経済に対して慎重な見方が強まっている足元のような状況においては、どちらにも下落圧力がかかる。無論、金融緩和などによって先行き景気回復期待が台頭すれば、株にも商品にも資金は向かいやすくなるが²、今局面では①インフレ懸念が高いことから、金融緩和期待が小さい、②すでに、世界的に長短金利とも実質金利水準³は極めて低い、③米国では名目金利水準が低いにもかかわらず、住宅を中心に需要回復期待が小さい——などから、過去の例のような金融相場は期待しにくい。要するに、景気悪化懸念が強まっている一方で金融相場も期待しにくい足元の状況では、株価も商品価格も下落する可能性が大きいと言える。

¹ ただし、特に原油とドル相場との逆相関関係の根拠は必ずしも明確ではない。

² 所謂“金融相場”。

³ 本来であれば、実質金利は金利水準から期待インフレ率を引いて求められるが、ここでは実際のインフレ率で引いた場合の表現。期待インフレ率は主要国では顕著に上昇してはいないものの、今後の商品市況や、各国の金融政策次第では上昇するリスクも十分にある。

しかし、実際にはここ1ヶ月ほど原油価格下落する一方で株価が上昇しているのは、原油価格の下落が株式市場に“疑似金融相場”の環境をもたらしているためであると考えられる。すなわち、原油価格の下落が続けば、①インフレ鈍化に繋がるため金融緩和余地が生じる、②エネルギー価格が下落することによって、最終需要に浮揚力が生じる、③企業の原材料コストが低下することによって、収益にプラスの効果をもたらす——ことになり、金融緩和と同等、ないしはそれ以上の効果をもたらすことになる。

このように、原油価格の下落が続けば資金は原油から株式（あるいは債券にも）流れることになるが、本質的には原油価格も株価も同じ環境下では同じ方向に向かうことを勘案すれば、そのバランスは極めて微妙なものといわざるを得ない。例えば、株に独自の買い材料が存在したり、原油に独自の売り材料が存在すれば、こうした流れは続く可能性がある。

しかし、現実的に考えると、米国経済をはじめ、世界経済に未だ回復の兆候は見られていないため、原油に比べ価格の割高割安感を量る指標（P E R など）が明確な株式への資金流入には限界がある。特に、米国経済は住宅価格の下落によって不動産面で逆資産効果が徐々に強まると見られ、市場が期待するほど容易に浮揚感が強まるとは見込みにくい。サブプライム問題に絡む金融機関の業況も、不良債権とも言える証券化商品の需給が改善せず、政府など公的機関による思い切った買い取り措置などが講じられない中では、改善に転じるどころか、新たな損失が示現する公算が大きい⁴。米株式市場が見込む08年のE P Sには下方修正余地が大きいと判断される一方、P E R水準は決して低くないため（予想P E Rは15倍台）、08年の業績見合いでは株価には下落リスクこそあれ、上昇余地はほとんど無い。

株式市場への資金流入に限界が生じた場合、資金の流入先になりうるのは債券、もしくは商品市場ということになる。特にここ一週間は株も原油も下落する一方で、世界的に金利が低下し、債券市場へと資金が流れている状況にある。しかし、前述の通りインフレ率を勘案すれば債券利回りはすでにかなり低い状態にあるため、やはり資金流入余地は限定的だ。原油をはじめとした商品市況の下落自体がインフレ懸念を押し下げる、すなわち期待インフレ率の低下を通じて実質金利の低下余地を生むことになるが、ここへきてエネルギーや食料品を除いたコアベースの物価が、景気の減速にもかかわらずやや上昇している。原材料価格の上昇が、少しずつ一般物価へと波及していることを示唆しており、資源からの加工度が低いガソリンなどの価格は当面下落基調が続くと見込まれるものの、加工食料品や家電製品などの価格上昇はしばらく続くものと見込まれる。新興国の一部には、原油価格の下落を受けて金融引き締めの手を緩める兆候も見られるが、物価上昇の“地熱”が冷めない内に中央銀行の金融緩和期待が高まるようだと、期待インフレ率は上がりやすくなる。こうしたことを考えると、消極的ではあるものの、原油を中心とした商品市場が最終的には資金の受け皿となる余地は十分にある。

今後の展開を想定すれば、6～8月の米大手投資銀行の決算発表が行われる9月半ば、あるいは7～9月期の各国業績が意識される10月半ばにかけて、株式市場は業績の下方修正を織り込む圧力に晒されよう。また、各国のコア物価は年内は上昇、ないしは高止まりが続くものと考えられ、物価に対して債券市場では緊張感を抱える局面が続こう。一方で、この時期に米議会では投資規制法案が可決される可能性があるものの、同時にブッシュ大統領が拒否権を発動することも考えられ、原油市場への資金流入を促す可能性がある。このように、9～10月には原油相場が再騰するリスクがまだ十分にあると考えられる。

テクニカル分析では95ドル割れを確認したいところ

原油価格のチャートを見ると、長い目で見れば今回の上昇の起点は98年12月につけた10.35ドルに求められる。そこから史上最高値である147.27ドルまでの上昇の38.2%戻しとなる94.97ドルを最低でも切り下がらないと、テクニカル分析の観点からは今上昇局面が終焉を迎えたとは言にくい。

⁴ 金融機関の保有するRMB Sを担保に国債を貸与するターム物証券貸与ファシリティは、実質的には税金で不良債権を切り離す抜本的な対策であるが、買い取り対象や規模が限定されていることから、金融機関の損失拡大に歯止めをかける切り札にはなっていない。Market Watching「崩落する信用バブル（下）」08/5/22を御参照。

エリオット分析の観点からは、足元は長期上昇トレンドのⅢ波の（３）波が終了し、足元で調整波動の（４）波に入った可能性があるが、それでも最終上昇波である（５）波が残っていることになる。調整メドは（３）波の38.2%戻しとなる98.59ドルであるため、すでに（４）波に入っているとすれば、一時的にせよ100ドル割れの可能性もあり得る。逆に、現行水準（110台前半）程度で下げ渋るようだと、まだ上昇波である（３）波の過程にあるという判断も成り立つ。テクニカル分析の観点からは、95～98ドル程度までは原油高騰が完全に鎮火したとは言い切れない状況だ。

（バレル／ドル）

WT I 先物（期近物）価格の推移（月足）

