

原油反転の変化をどうみるか

発表日：2016年3月8日（火）

～マーケット動向の微妙な変化を読む～

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

どうやら原油価格が反転してきたようである。日米欧の株価も底入れしてきた印象がある。背景には、米利上げのペースが従来よりも慎重になるという観測が強まり、米経済のソフトランディングがより明確に意識されてきたことがある。原油反転は、米経済の安定成長、新興国経済の不安後退を受けた変化だとみる。反面、日本の家計・企業に期待された原油安メリットは予想よりも小さくなる可能性がある。

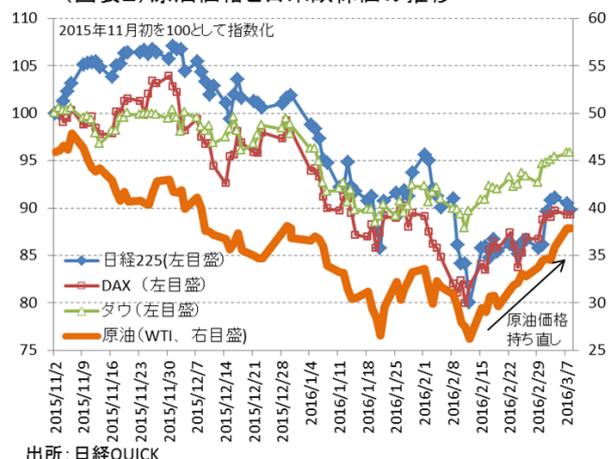
マーケット動向の変わり目か？

市場動向に光明が見えつつある。原油市況が反転し、各国株価もどうにか底入れの兆しを感じられるからだ（図表 1、2）。まず、原油の反転は、新興国経済が悪化する懸念の後退を予感させるものである。これまでは中国経済などの悪化が原油需要の下押しを予想させ、それがじりじりと市況を悪化させてきた。また、原油価格下落が長期化すると、北米のエネルギー産業の事業採算が悪化し、投資リスクを意識させ、これが株価に悪影響が及ぼすとみられた。今、それらの要因が少し和らいできたのである。

（図表1）反転してきた原油価格WTI（日次）



（図表2）原油価格と日米欧株価の推移



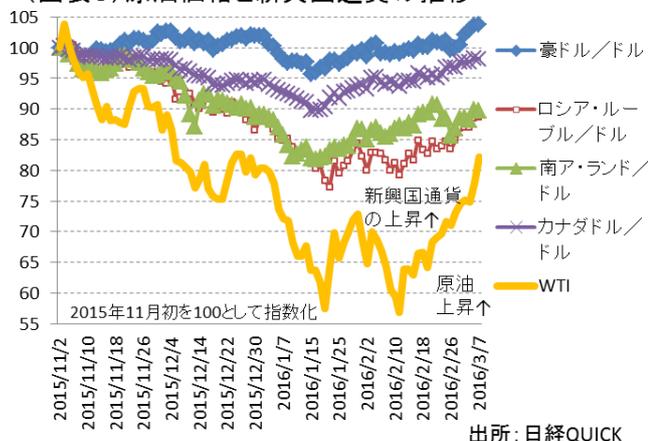
なぜ、ここきて原油市況に反転の兆候が現れたかという点、米利上げ観測が遠のいたからだろう。2月の雇用統計は、非農業部門の雇用増加が前月比 24.2 万人と力強いものであった。それでも 3月 15・16 日の FOMC では利上げは見送られるという見方が根強い。市場動向が不安定さを払拭できない中で、FRB は利上げを急がないだろうという観測が強まってきたことを受けている。

筆者も、年初来の株安によって、米利上げのペースは随分と鈍くならざるを得ないという見方である。FRB が利上げを急がなければ、米経済がソフトランディングできる確度は高まるだろう。そして、米利上げに伴う新興国通貨の売りも、利上げ開始直後に考えられてきたのとは異なって一服するだろうという見方になる。

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。

原油市況の反転は、資源国・新興国通貨といくらか連動しているように見えるところが興味深い（図表3）。ここには、原油安だから資源国通貨が下落して、原油反転だから資源国通貨の下落が一般するという関係も加わっている。もちろん、米利上げが緩やかに行われるから、新興国経済の混乱が長期化せずに済んで、長い目でみて原油需要を押し上げるという観測があるのだろう。

（図表3）原油価格と新興国通貨の推移



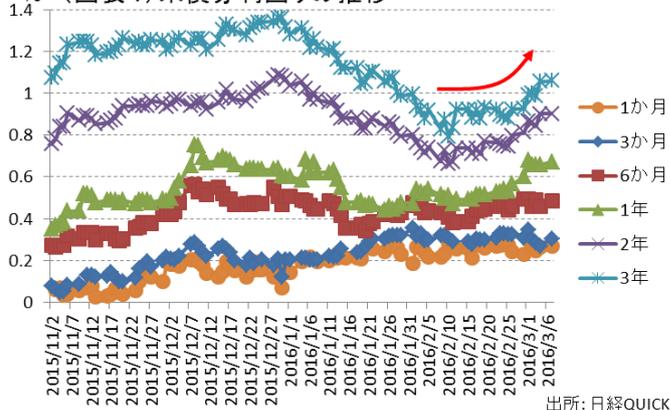
米利上げの見通しの変化

3月には、日米欧の中央銀行の会合が連続する日程になっている。3月10日がECB、3月15日が日銀、そして3月16日がFOMCという順番である。当面、一連のイベントが終わらないと、各国株価が底入れしたと明言することは難しい。

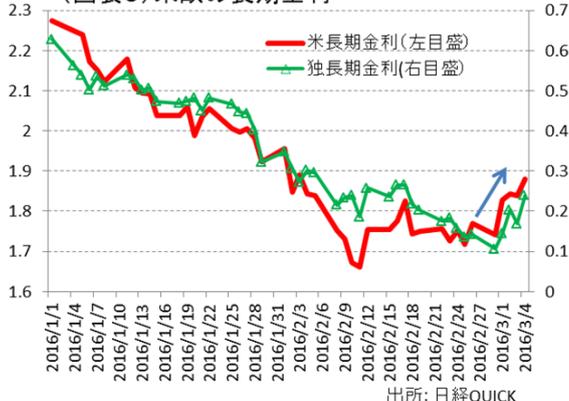
一方、大方の見通しは、ECBがマイナス金利を拡大させ、日銀とFRBは様子見をするというものである。いずれの中央銀行もハト派的な対応をすることが予想されていて、その対応が市場の混乱を収束させる側に作用すると期待されている。主要中銀が無理に混乱を起こさなければ、株価底入れの観測が固まっていくだろう。

目先の変化として、米景気の先行きに前向きな動きが予想されてきたと理解できるのは、米債券利回りがここにきて上昇方向に変化している点である（図表4）。従来は、米利上げを年4回ペースで進めると景気にマイナスなので、その悪影響を警戒して2・3年物といった長い期間の債券利回りは低下する方向だった。そうした見方は、FRB関係者の発言のトーンが微妙に変わってきた。2年物の金利は、2月上旬がボトムになるかたちで上昇に転じてきた。慎重な利上げペースを維持することによって、一年以上先の景気情勢にはプラスになるという見方を反映している。また、米10年金利も、同様に2月がボトムにシなつて上昇に転じている（図表5）。

（図表4）米債券利回りの推移

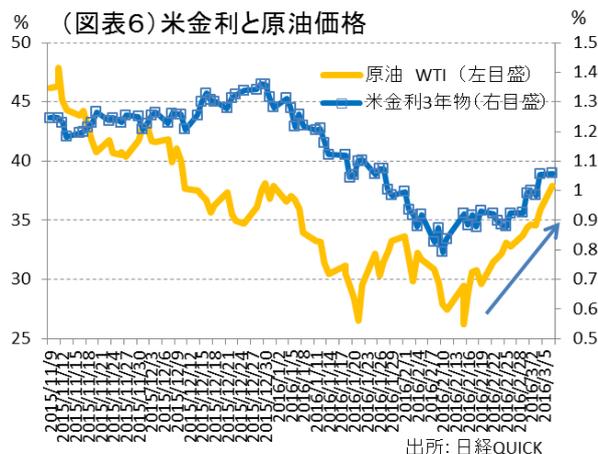


（図表5）米欧の長期金利



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。見通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。

興味深いのは、原油市況の動きと、2年物の米金利の動きが同調していることである（図表6）。慎重な利上げ姿勢は、新興国経済にも過度な混乱を起こしにくくするという点でプラスになり、そうした観測が原油上昇の材料になっていると理解できる。



期待される原油安効果も後退する

原油価格の反転は、米経済や新興国経済に対する不安感が後退したことが背景である。しかし、原油価格の下落が企業収益を押し上げたり、家計の購買力を高めたりする効果に関してはマイナスである。筆者は、現下の景気局面で家計消費を押し上げる要因として、原油下落の効果を重視してきた。そうした立場からすれば、原油がさらに上昇していくと、家計へのメリットが限定的になる点であまり歓迎できない。政府は、景気情勢の変化に対応して、景気対策を準備していると予想されるが、消費不況に対して公共事業などを通じた伝統的な財政出動はあまりダイレクトな成果を上げにくいと考えている。だから、原油安メリットの方が、直截的に家計に恩恵を与えて追い風だとみている。

メリット・デメリットを達観して考えていくと、原油反転は、国内の家計・企業にはメリットを少なくする点でマイナスだが、反面、海外に事業展開する企業には米経済・新興国経済の不安の後退を意味する点でプラスである。ならば、グローバル化している日本企業は、春闘などで家計に還元させる恩恵を増やすような対応を加速すれば、プラス・マイナスの偏りを均すことができる。

なお、もっと先行きの原油価格をイメージすると、このまま市況が急反発するシナリオが描けるかと言え、そうは思わない。米上げについては、年内6月14・15日、9月20・21日、12月13・14日とFRBが利上げを窺うようなタイミングがやってくるだろう。その前後に再び、新興国通貨が売られて、原油価格が一本調子では上がらない状況がやってくるに違いない。2016年内にかけて、資源価格が全般的に低水準であることは変わりがないだろう。資源価格が低位にあるメリットは継続することになるだろう。

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。