

投機資金に揺れる原油市場

中東情勢、米金融緩和の動向が決める三つのシナリオ

2013/11/22

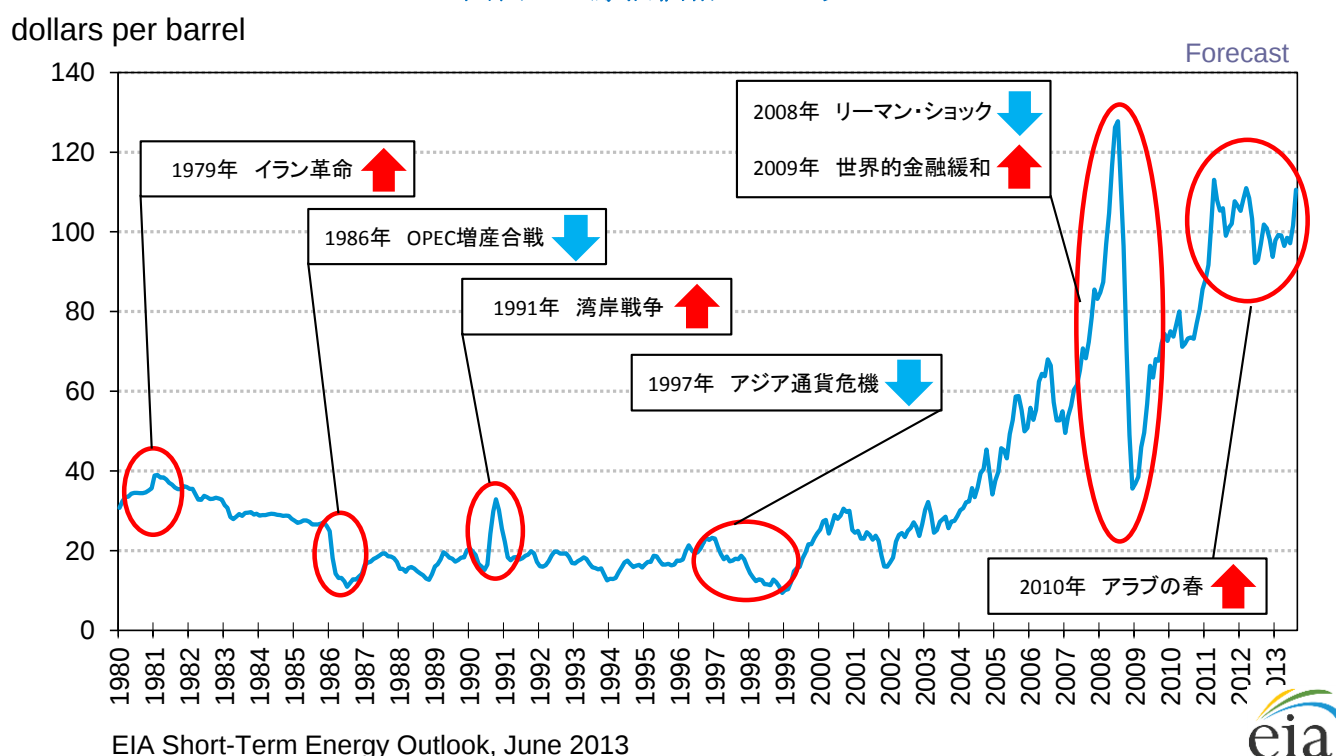
(Daily Diamond (週刊ダイヤモンド・ 電子版) 2013 年 11 月 14 日掲載一部加筆修正)

原油価格は 2011 年以後、1 バレル＝100 ドルを挟んだ高値水準での動きが続いている。一方、非 OPEC 諸国を中心に増産が進む傍ら、シェールガス革命により米国の輸入需要が低下していることや、景気減速により新興国の需要が鈍化していることから、需給関係だけで見れば、価格はもっと低くてもおかしくない。それでは、この実力以上の相場展開はどういうことなのだろうか。

相場が大幅な修正を迎えるのは、何らかの構造変化またはショックが起きて、水準またはトレンドがシフトする時である。過去、供給側の要因によりシフトが起きたのは、1973 年の第 4 次中東戦争、1979 年のイラン革命、1991 年の湾岸戦争による価格急騰と、1986 年の OPEC 諸国の減産放棄による価格急落。需要側の要因によりシフトしたのは、1997 年のアジア通貨危機と 2008 年のリーマンショックによる価格急落、2009 年のリーマンショック後の世界的超金融緩和による価格上昇である。

供給側の要因による特徴は、宗教戦争や OPEC 諸国の方針変更という中東全体に及ぶ変化が、価格を短期間に、新しい水準へとシフトさせていることであろう(この時期の需要側の要因は、世界経済のメインプレイヤーが日米欧に限られる)。一方、需要側の要因の特徴は、東西冷戦の終了により新興国が世界経済のメインプレイヤーに加わるという実体的な変化がシフトの背景となりつつ、日米欧垂を駆けめぐるグローバルマネーが仮需を誘発してボラティルな変動をもたらしていること、水準の瞬間的なシフトというよりも新たなトレンドの発現という形をとっていること、である。

図表 1 原油価格とショック



現在の原油相場はというと、世界的な金融緩和による需要側の押し上げ要因が価格の水準感を基底しつつも、久しく隠れていた供給側の要因が価格の水準を押し上げているようだ。それは、2010 年 12 月に始まった「アラブの春」である。

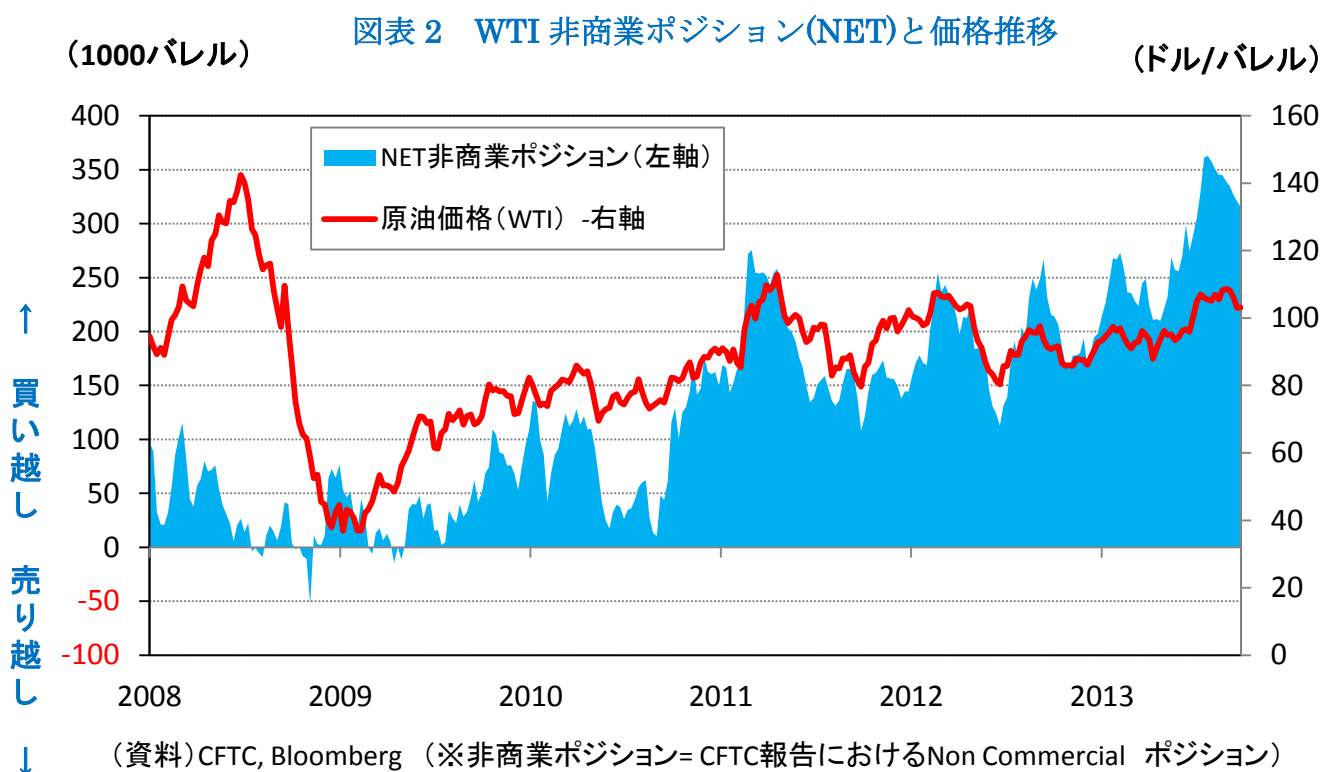
図表 2 の通り、2010 年末を境に大量の投機資金が原油マーケットに流れ込んできており、原油価格を支え続けていることがみてとれる。宗教的な暴動、テロなどの地政学的なリスクが発生し、産油国の供給網（生産ライン、出荷ライン、輸送ライン）に被害が出た場合、価格に上昇圧力がかかることは目に見えており、格好の投機対象となっているのだ。

直近のシリア危機における原油価格への影響については、シリアの産油量が少ないため、生産量、出荷量が減少するリスクはほとんどなかったものの、米国がシリアに武力行使した場合に、シリアと親交のあるイランがホルムズ海峡を閉鎖し、大きな供給不安を起こす可能性が高いことから、価格に上昇圧力がかかった。ただし、イランが海峡閉鎖を躊躇したことや、アメリカの武力行使懸念が早期に解消されたことなどから、価格への上昇圧力は限定的となった。

（中見出し）

■地政学リスクで 30 ドル底上げも

当社による簡易的な試算では、現在の原油相場は中東の地政学的リスクにより、需給バランスのみで決定される価格よりも 30 ドル前後は底上げされている。地政学的リスクが弱まってくるだけで、原油価格は 70 ドル程度まで価格が下落する可能性がある。



現状では、アメリカの金融緩和縮小のタイミングおよびシナリオも、原油価格を左右する大きな因子となっており、考えられるシナリオは三つである。

第一に、金融緩和縮小が円滑に進む場合、投機資金の流入は一時的に弱まるかもしれないが、アメリカの景気

も順調に回復に向かっていると思われるため、実需拡大期待が残り価格は底堅い動きとなる。第二に、金融緩和が現状通り継続する場合、アメリカの景気回復力は弱く、世界的に景気不透明感が出やすいため、投機資金の流入は続くものの、その上昇圧力は弱いものとどまる可能性が高い。第三に、金融緩和縮小に対して、5月のショックを上回る反応が出てくる場合や、アメリカが財政危機に陥ってしまう場合は、世界的な不況に陥り、価格は急落する。

1980年～2000年ごろまでの金融的な押し上げ要因がまだ弱い時期の原油価格は1バレル10ドル～40ドル。アラブの春のプレミアムをのせると底値の水準は1バレル40～70ドルとなる。第三のシナリオではリーマンショック直後の水準まで下落する可能性は否めない。

では、どのシナリオに帰着する可能性が高いのだろうか。力強さを欠くアメリカ経済の現状や、債務上限引上問題など、アメリカ国内における経済への影響を鑑みない政治論争を考えると、少なくとも14年春先まではFRBが早急な緩和縮小に踏み切ることは想定しづらい。そのため、横ばいないしは若干の上昇基調で価格が推移するという第二のシナリオが最もありえる線ではなかろうか。ただし、債務上限問題は今後幾度も蒸し返される可能性があり、第三のシナリオに陥るリスクは残る。

現在の原油価格を大きく左右する要素は、地政学的リスクとアメリカの金融緩和の動向である。中東の至るところで燦っている地政学的リスクがすぐに解消されることは考えにくく、また金融緩和が早期に縮小されることも想定できないため、不安定な高値水準が続くことになろう。

担当	丸紅経済研究所 エコノミスト 芝尾俊介	TEL: 03-3282-4019 E-mail: SHIBAO-S@marubeni.com
住所	〒100-8088 東京都千代田区大手町1丁目4番2号 丸紅ビル12階 経済研究所	
WEB	http://www.marubeni.co.jp/research/index.html	

(注記)

- ・本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- ・本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- ・本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- ・本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。