

KAMIYAMA Reports vol. 109

原油の価格変動よりも生産されない方が不安だが、そのリスクは低い

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹

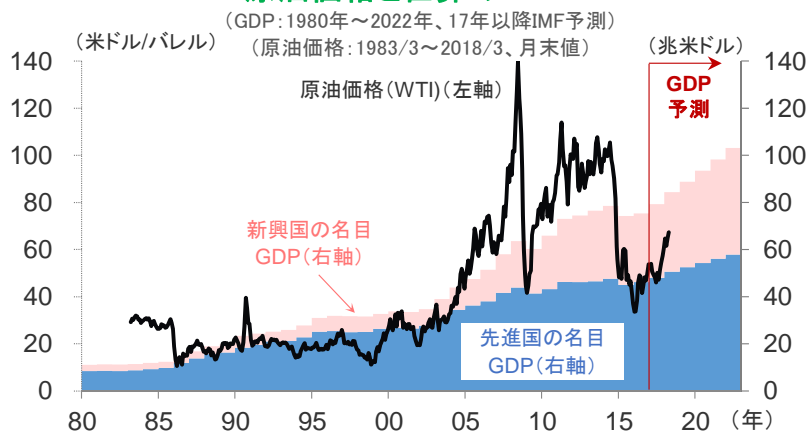


- ・ 米国中心のシリア攻撃などが原油の価格変動リスクとして懸念されるが…
- ・ 市場が原油価格の下落を懸念した記憶は新しい
- ・ 重油に供給ショックが起こるかどうかに注目(シリア問題だけだと起きにくい)

米国中心のシリア攻撃などが原油の価格変動リスクとして懸念されるが…

シリアでの化学兵器使用疑惑に対するトランプ米大統領や英仏首脳の強硬姿勢と関連施設空爆で紛争拡大リスクが高まり(一方で終息期待もあり)、株式や為替などの市場のぶれ(ボラティリティ)は大きくなっている。紛争拡大は、残虐兵器使用を止めさせるという名目がある一方で、現地の被害拡大を起こす恐れもあり、注視せざるを得ない。しかし、現時点で投資の観点から冷静にみれば、現在の世界経済のトレンド(米国の雇用拡大→賃金上昇→消費拡大→貿易の拡大を通じた世界の成長)に対して大きな影響を与えないと考える。

原油価格と世界のGDP



(IMFおよび信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)
上記は過去のものおよび予測であり、将来を約束するものではありません。

中東地域での紛争拡大は、一般に原油価格の上昇、世界の消費減退、GDP 成長率の低下という因果を想起させる。しかし、1970年代の石油ショックの時代と異なり、世界はすでに原油価格100米ドル/バレル台での経済成長を経験していることを忘れないようにしたい。

リーマン・ショック前の好景気にせよ、リーマン・ショック後の回復期にせよ、2014年頃まで、金融市場は、世界経済の拡大とともに原油価格が上昇することを受け入れてきた。確かに原油価格やガソリン価格の上昇は先進国の消費を減退させるが、資源価格上昇が資源国の経済成長として分配されてきた。

市場が原油価格の下落を懸念した記憶は新しい

原油価格の上昇が、必ずしも世界景気の悪化を意味するとは限らないことが分かった。成長の分配が資源国などに回ったとしても、価格上昇の原因が経済発展と原油需要の拡大であれば良い。しかし、現時点のように、紛争拡大などで供給不足が懸念されるのであれば、金融市場全体のセンチメント悪化につながるのでは無いとはいえない。確認しておくべきは、原油価格の上昇が「景気悪化の原因になる」という単純な話ではないことだ。原油価格の上昇に示される供給不足の懸念が問題なのだ。先進国に対して中東地域の重油が供給不足となれば、火力発電が困難になる。結果、製品の生産が滞り、船やトラックでの輸送も困難になれば供給不足となり、GDP 成長率の低下につながる。

う。ここでは、原油価格が上昇するから供給不足が起こるのではなく、供給不足を懸念した結果として原油価格が上昇する、ということ認識しておきたい。世界の経済成長には、原油価格の水準よりも、供給の安定の方が重要だ。

さて、2014 年前半の原油価格 100 米ドル程度から 40 米ドル程度への大幅下落は何を意味していたのだろうか。この原因は「シェール革命」という技術革新であったことはよく知られている。技術革新は長期的にみて良いことに違いない。シェール革命と、結果としての原油価格下落は、いわば産油国や関連業界から世界の消費者の取り分を実質的に増やしてくれた。ガソリン代やプラスチック製品の価格下落は、他の商品の購買意欲を高めることになる。

しかし、2016 年頃の原油価格の低迷に伴う金融市場の動揺は、別の観点からだった。一つは、シェール生産に関わる企業の倒産リスクだ。100 米ドルを当てに借金して掘削し、いざ売ろうとした時に 40 米ドルだった、ということになれば、関連企業は厳しい状況だったに違いない。米国ハイールド市場などではその懸念が高まった。もう一つは世界の金融市場に多額の投資をしている産油国の売り懸念だった。結果としては、シェール生産に関わる大型倒産は起こらず、原油価格安定とともに産油国の多額の売却懸念も落ち着いたので、杞憂となった。

つまり、原油価格の下落も、単に安価で供給を増やせるという技術革新の恩恵であるだけならば問題ない。下落の結果が金融市場にセンチメント悪化あるいは需給のゆがみを引き起こす可能性はある。ただ、長期投資の立場ではさほど問題ではないサイクル的上下動だとしても、原油価格の上下動は、金融市場参加者に何らかの懸念を与えやすい。このような中で投資家は、くれぐれも原因と結果を混同しないようにしなければならない。

重油に供給ショックが起こるかどうかに注目(シリア問題だけだと起きにくい)

投資家として重要なことは、たぶんそれほど短期的にけりがつかないであろうシリアを中心とした紛争拡大懸念が、原油の供給量を大幅に減らすことになるか、という点だ。問題がシリア内での軍事行動に限定されているうちは、世界の GDP 成長率を目に見えて引き下げることにつながらないと思う。シリアの近くに世界経済を支える大型油田があるわけではないし、これまでシリアやその近くでの IS(イスラム国)と近隣勢力との戦いが原油価格に大きな影響を与えたわけでもなかった。もちろん、供給量に影響を与えたこともないといえそうだ。

主なシリア情勢と原油(WTI先物)価格

(2013/1~2018/4(13日)、月末値)



(報道および信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)
上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

ただし、シリアの内戦の裏には、サウジアラビアとイランとの争い、さらに米国とロシアの争いがあることが知られている。例えば、主要な産油国であるサウジアラビアが大規模なテロやゲリラのミサイル攻撃などにさらされ、産油や運び出しが大幅に低下し、世界のエネルギー源のひとつである重油(米国のシェール生産では重油がほとんど採掘できない模様)が市場に出回らなくなってしまうと、生産が低下し価格ではなく数量面で供給不足からくる経済低迷を引き起こす恐れはある。逆に言えば、非常に幅広く紛争が広がり、ペルシヤ湾封鎖などの大問題となって初めて、経済ひいては投資判断(売るとか買うとか)に関わることになる。現時点では、このような問題拡大をシナリオに織り込む必要があるとは考えていない。

PDF ファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。

また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter https://twitter.com/NikkoAM_official