

昨年1月に一時50ドル割れとなった原油先物相場は、その後ほぼ一本調子で上昇を続け、今年7月中旬には150ドルに迫る勢いであった。しかしその後調整に転じ、一時ピークから20%を越える大幅な下落となった。その背景については、需給の緩和や投機資金の巻き戻し等といった様々な解説がなされているが、本稿では需給に焦点を当て、今後の値動きを考える上でのポイントを探りたい。

原油の需給を考える上で、需要側の特徴を定義づける重要な要素は「新興国の成長」と「希少性(非代替性)」であろう。一般に国が豊かになると、一人当たりの原油消費量が増大する傾向がある(図1参照)。現在新興国の一人あたり原油消費量は先進国の4分1程度であるが、周知のとおり今世紀に入ってからBRICsをはじめとした新興国の成長は著しい。足元経済の減速懸念が高まる中で一時的な足踏み局面はあろうが、中長期的な成長トレンドは不変であろう。これら膨大な人口を抱える国の工業化が更に進展し、原油消費が先進国並みの水準に近づいていく可能性は高く、世界の原油需要に及ぼすインパクトは大きいだろう。

他のエネルギー資源への転換による原油需要の低下も一部で指摘されているが、原油が他の資源に対し比較優位を保っている理由の一つに、「常温で液体」であるが故に輸送が容易という点がある。運搬時に超低温で冷却する必要のある液化天然ガスや、揮発性が強く長距離輸送に不向きなバイオエタノールに対する優位性、希少性は今後も揺らぐ可能性は低い。

新興国の成長と有力な代替品の不在を背景に、今世紀に入ってから原油需要は、価格が上昇しても減少しない傾向を強めている。オイルショック時は価格の上昇に伴う需要の減少が見られたが、2000年以降は需要の減少幅は限定的である(図2参照)。

次に供給側について考える。供給側の特徴を定義づける大きな要素は「生産量増加までのタイムラグ」と「偏在」であろう。通常、需要が増加して価格が上昇すれば、供給量が増加して価格を押し下げる力が働く。しかし原油に関しては、その探索から掘削、そして生産までにおよそ10年を要すると言われており、価格の上昇が供給量の根本的な増加を

促すまでのタイムラグが大きい。従って、開発が容易な油田が少なくなると、価格の自動調節機能が作用しない。2000年以降はその傾向が顕著で、原油価格の上昇に対して供給量の増加幅が鈍くなっている(図3参照)。現存する油田の増産余力がそのタイムラグを吸収するという指摘もあるが、「偏在」という要素がそれを不確実なものにする。現在全世界で確認されている埋蔵量のおよそ7割は中東のペルシャ湾を中心とした、地球全体の面積の1%に満たない地域に集中している。従って、一部産油国による恣意的な供給量の調節が可能であり、価格の自動調節機能を作用させない要素となる。またこれらの地域の政情等にも供給量は大きな制約を受けることになり、政治的な緊張が供給見通しの不確実性を更に高める。

このように近年の原油需給は、需要が新興国の成長で大きく押し上げられる一方、供給は産油国が一部地域に偏っている上、タイムラグの関係もあり迅速な増加は見込み難い。経済学の理論に従うなら、このような需給構造の下で需要が増加した場合、供給者は意図的に供給量を絞り価格を引き上げることが可能になる。また、そもそも供給余力が不明瞭な分だけ、供給余力のある他の財に比べて価格が上昇し易いことになる。この点に着目した投機資金が新興国経済の好調を口実に、年初以来規模が比較的小さい原油市場に大量流入し価格を押し上げ、逆に足元では一部の経済指標に新興国経済減速の兆しが出ていることを受け市場から流出、価格の急落に繋がっているのではないだろうか。

上昇局面でも下落局面でも値幅が出るため、短期的な動きが相場判断に影響を与えがちだが、判断の基礎を需給に置くことが大局を見誤らないための重要な要素であろう。需要の潜在的な強さを背景に中長期的な上昇基調が継続することを前提とすると、投資を考える上では、先進国において産油国への所得移転を背景とした景気下押し圧力が資産価格に不利に働く環境下、原油価格上昇に伴う原材料費等の上昇によるインフレをヘッジする必要が生じよう。ヘッジを目的としてコモディティ等を投資対象に組み込むべきか否かを検討すべき分岐点に来ているのではないだろうか。(2008年8月20日記)

図1

【原油消費量
バレル/日、1,000人あたり】

一人当たり GDP と石油消費量

(2004年時点)

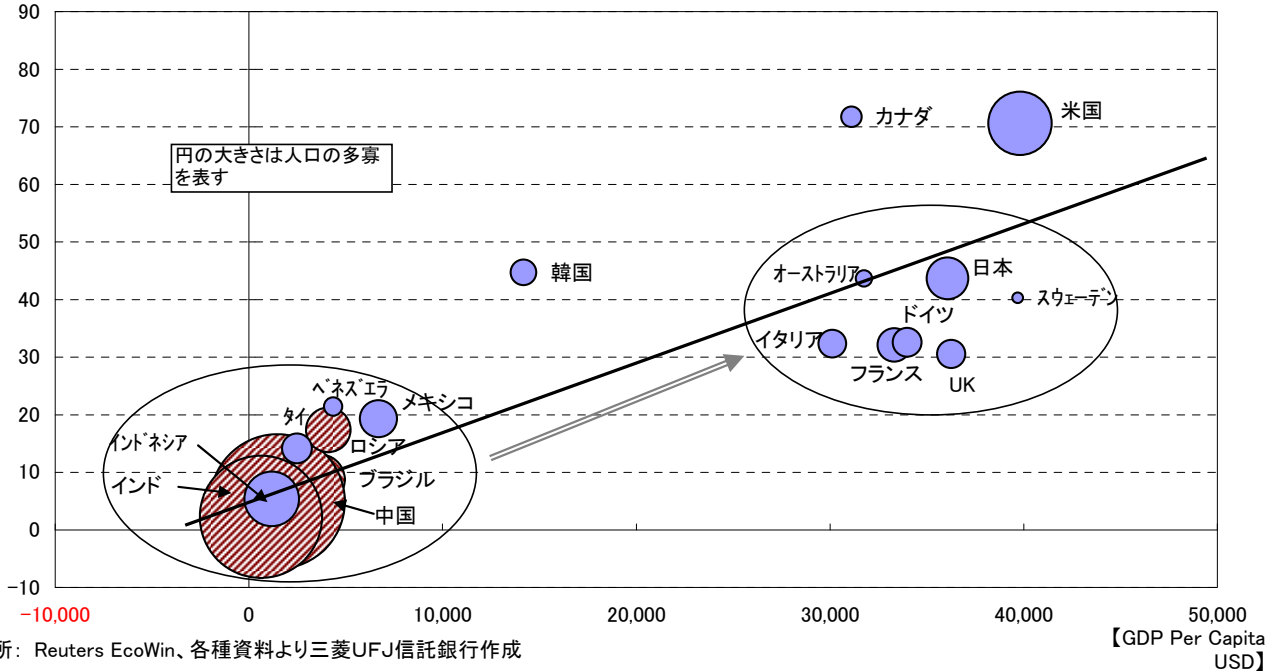


図2

【原油価格、
ドル/バレル】

原油需要曲線

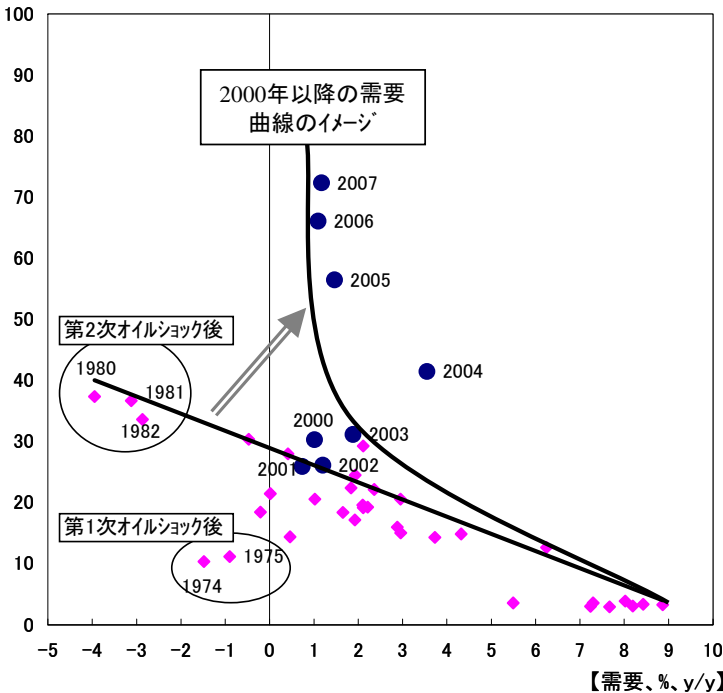
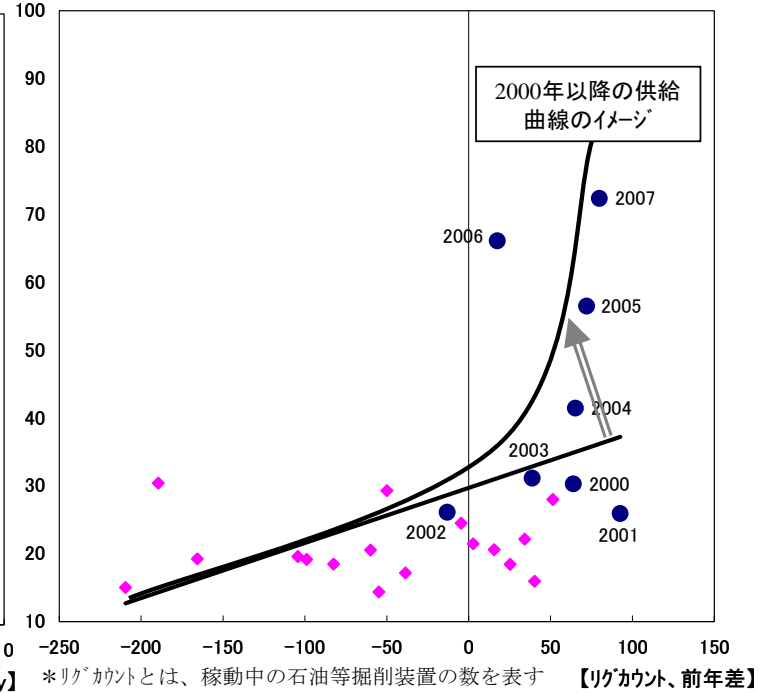


図3

【原油価格、
ドル/バレル】

原油供給曲線



本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）