

原油底入れ示唆する長期先物の先高兆候

2019/1/11

12月物などが上振れ、減産や各国の景気配慮策で

昨年後半からのリスク回避に先行してきた原油急落だが、一旦の底入れ兆候が散見されつつある。NY原油先物では期近物に対し、9月物や12月物の長期先物価格が上振れ始めるなど、微妙な先高観が見られ始めた。国内の政治・経済が不安定化しているサウジアラビアやロシアなどが減産と輸出削減を順守しているほか、米FRBによる利上げ停止示唆や中国による金融緩和強化と自動車購入支援策などの内需刺激策、米中貿易協議の歩み寄りなど、各国の景気配慮策が原油の需給バランス悪化に歯止めを掛けている。

IEA「19年2四半期までに供給不足」、先取り始動

「石油輸出国機構（OPEC）とロシアの減産合意やカナダの供給削減決定により、世界の原油市場が予想よりも早く供給不足になる可能性がある。OPECが減産合意を順守すれば、2019年第2四半期までに世界の原油市場は供給不足に転じると予想される」――。

国際エネルギー機関（IEA）は昨年12月13日、このような見通しを示した。原油相場はその後当座の需要減・供給増を織り込む形で下落が続いたが、1月入り後には先物相場で「2019年4-6月以降の供給不足」の可能性をジワリと織り込む先高見通しが散見されつつある。

おりしもアラブ首長国連邦（UAE）のエネルギー産業相は9日、「原油相場が今年1-3月に回復すると楽観している」と発言した。原油相場と同じく世界景気に先行性を有するハイテク関連でも、8日には米アップルCEOが「昨年後半から中国の減速を目にし始め、それは貿易摩擦激化と一致してきたが、悪化は一時的だろう」、韓国サムスン電子が決算発表で「1-3月期はメモリー市場の弱含みが続くが、下半期からメモリーの業況が改善し、業績は前向きな流れを示す」といった、1-3月の最悪ボトム見通しが相次いでいる。

その中でNY原油先物の限月ごと推移によると、「2019年12月物」の長期物は12月24日の1バレル＝45ドルをボトムとして、9日には53ドルへと反発してきた。一方で「期近の2月物」は同時期からの反発でも、9日には50ドルにとどまっている。結果、12月物-2月物の価格差（直先スプレッド）は、週間安値の比較で昨年11月23日週の+1.10ドルと最低として、1月11日週には+3.19ドル方向に拡大している。

過去実績としてこうした長短価格差の拡大は、2-3カ月のタイムラグを経て期近価格の押し上げに

遅行波及してきた。9月物-2月物の価格差も今週は+1.61ドルとなり、11月23日の+0.58ドルをボトムに拡大。先安見通しの後退と先高感の高まりにより、2016年1月や4月以来の長期物優位となっている。2016年1-4月といえば、WTI原油相場が2014年6月の107ドルを最高値に崩落したあと、26ドル前後で底入れ反転となった2016年1-2月と同じ時期にあたる。

ただでさえ過去の原油急落では、季節的に1-3月で底入れするアノマリーが目立っている。2016年は1月29日で1番底、3月18日で2番底を形成。リーマン・ショック後の原油暴落時ですら、2009年1月20日で1番底、2月12日で2番底という季節的な底入れが踏襲された。

原油安局面の場合、前年の年後半にかけて、翌年の世界減速を織り込む形で各種投資家による年末決算対応の換金売りやポジション仕舞いが加速されやすい。同時に実需筋の「先行きの原油下落待ち」の購入手控えなどが、原油安に拍車を掛けてきた。しかし、年明けからは、こうした需給悪化がピークアウトする。その後3月からは、夏季の資源需要を先取りした仕込み相場が始動する季節パターンが繰り返されている。

中国の金融緩和強化、過去は原油底入れに符号

すでに原油相場との相関性が高いサウジアラビアの主要株価指数・タダウル全株指数は、昨年10月14日に7001と2017年11月以来の安値まで急落したあと、下げ渋りから底固めに移行してきた。1月7日からは8000を超えとなり、昨年8月以来の高値を回復している。長期トレンド判断で参考になる月足テクニカルでは、一目均衡表チャートの転換線、基準線、雲下限を全て上抜け維持させている。過去実績として原油相場の持ち直しと相関性があるほか、ドル/円でも同時進行でドルがサポートされてきた実績を有している。

年明けからの原油反発材料としては、3日の「OPECによる米国向け輸出が、12月に5年ぶりの低水準を記録」、「サウジの原油輸出が、12月に米中向けを中心に減少」といった減産順守の確認があった。同時に米FRBによる利上げ停止示唆や、中国による金融緩和強化と自動車購入支援策などの内需刺激策、米中貿易協議の歩み寄りなど、各国の景気配慮姿勢が原油の需給バランス悪化に歯止めを掛けている。

このうち中国の金融緩和策については、4日に人民銀行が預金準備率の引き下げと大規模な資金供給を打ち出した。連動する形で中国の5年債金利は、2017年2月以来の3%割れへと急低下している。世

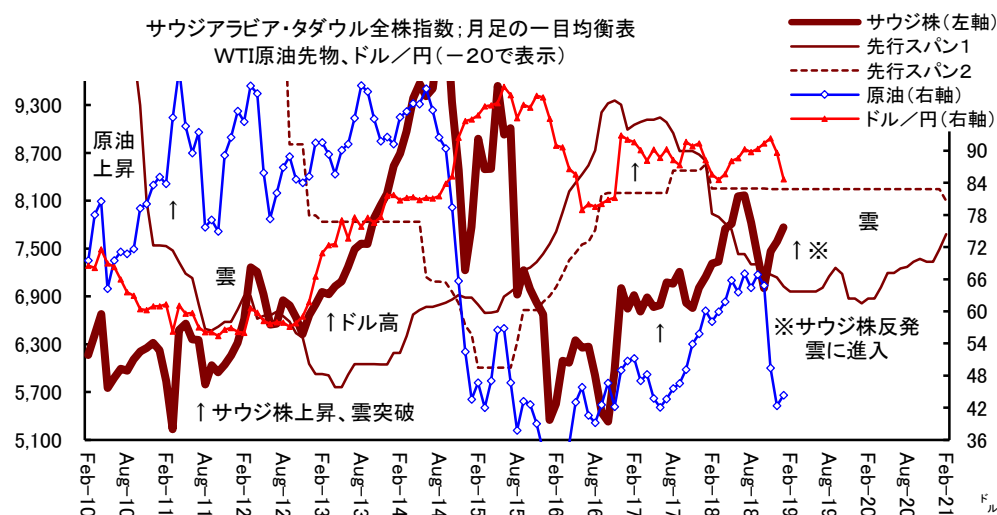
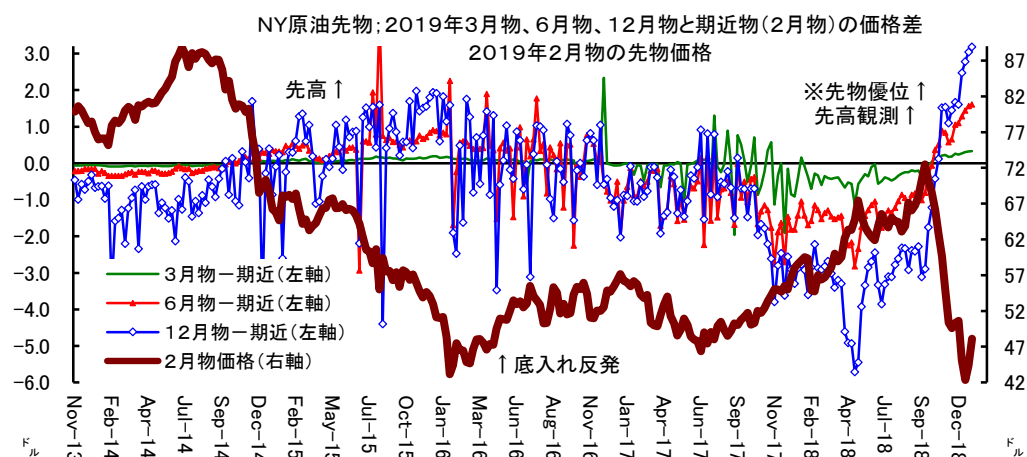
界有数の原油消費国である中国での緩和強化と内需刺激策は、これまでに原油相場と密接な相関性を有してきた。

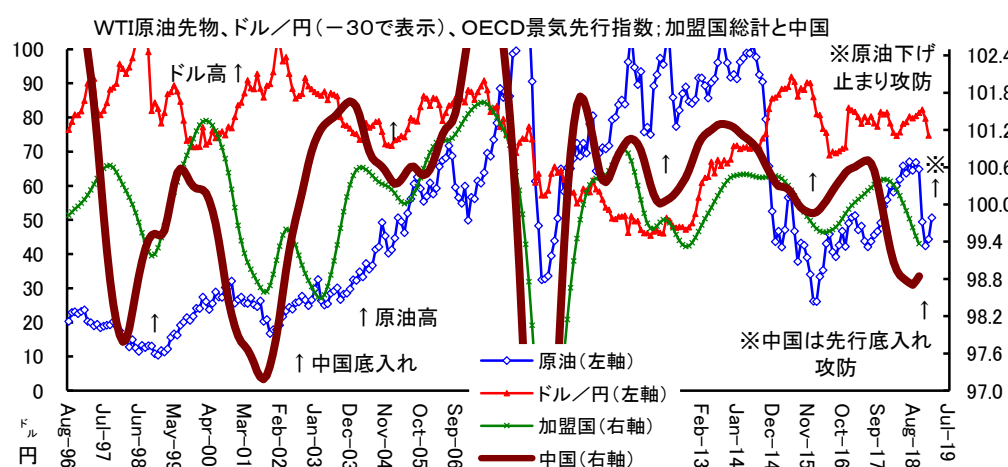
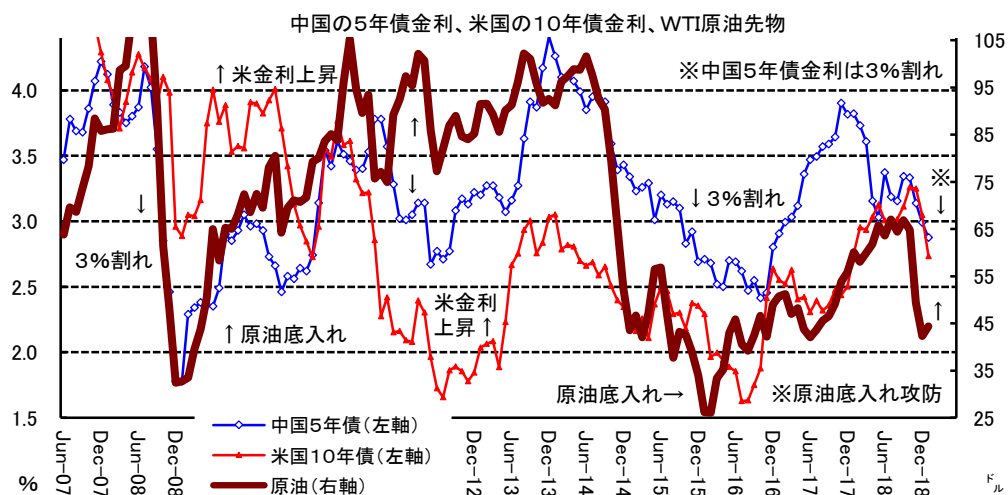
過去には2014年以降、中国減速と同時進行での原油安の中で、中国の5年債金利は4.5%から急低下を辿った。当時の緩和強化もあり、3%の節目を本格的に割り込んだのは2015年12月以降となっている。あくまで結果論ながら、WTI原油相場は直後の2016年1-2月で底入れ反発となった。その前では2011-2012年、2008-2009年などで、中国5年債金利の3%節目割れと原油下げ止まりの相関実績が観測されている。

その他、昨年から原油を押し下げてきた需要減・過剰供給の抑制材料としては、米軍のシリア撤退による中東の不安定化、米国によるシリア撤退補完策としてのイラン封じ込め強化、3月のウクライナ大統領選に向けたロシアと米欧の緊張（ロシア産・天

然ガスの欧州供給は、8割がウクライナのパイプライン経由。2008-2009年にはロシアが供給停止で報復）、米トランプ大統領による2020年の再選に向けた米資源業界配慮（消費者配慮とのバランス強化）、同じくトランプ政権による原油輸出振興策としての原油価格の安定維持、中国による内需刺激策と省エネ・環境対策重視による「高品質の原油」需要増加——などが注視されよう。

日本市場にとっては昨年後半以降、原油急落がリスク回避などによる円高・株安の要因となってきた。その分だけ原油下げ止まりは、リスク回避の圧力を緩和させていく。同時に原油安の一服は、米国の資源会社などの社債不安（信用不安）後退、産油国マネーによる日本株売りの減少と投資余力、米長期金利低下の歯止めや日本の輸入増＝貿易収支悪化、日本での期待インフレ下支えなどによる円高抑止——といったプラス効果も期待されやすい。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。