

原油が金に再優位へ、悪いインフレ一服示唆 実需裏付けの原油が再逆転、インフレ警戒のリスク回避制御

(株) ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2021/6/7 (月)

国際商品相場では「原油先物÷金先物」の相対倍率で、微妙ながらも原油が再優位となり始めた。昨年後半からは米国等での景気対策やコロナ・ワクチン期待などで原油高が優勢となったが、今年3月からはインフレ懸念などで金優位となっていた。足元では供給制約要因によるインフレ上昇に先行き緩和兆候もあり、実需の裏付けのある原油高が再逆転となりつつある。過度なインフレ警戒によるリスク回避は制御される一方、原油の底堅さや供給制約の緩和による経済正常化は、いずれFRBの量的緩和縮小につながる。

原油優位、過去は米金利上昇・ドル高・日本株高

「米国ではコロナ対策に伴い支給される失業手当の上乗せ分を得ることで、労働者はより良い仕事に就くための時間を稼ぐことができ、結果として労働力の需要と供給に不均衡が生じている」、「今後、失業手当がなくなれば、需給は均衡していく」――。

米ダラス地区連銀のカプラン総裁は3日、このような見解を示した。同時に何百万人もの米国民が失業しているにもかかわらず、雇用主が労働者の採用に苦慮するという現状のミスマッチに関し、こうした労働市場のパズルを解く上で、「金融政策はあまり効果がない」と指摘。そのため「FRBは早めに量的緩和の縮小（テーパリング）議論を始めるべき」と主張している。

一方で雇用停滞の一因となっている失業給付上乗せ措置については、「全米50州の半数に当たる25州が9月期限前の打ち切りを発表した」（2日ロイター）。同措置はアラスカ州、アイオワ州、ミシシッピ州、ミズーリ州で12日に終了し、その後7月10日にかけて他の21州で順次終了していく。

まだ時間は要するとはいえ、先行き労働市場の供給不足（求職者不足）による労働需給の逼迫化とインフレ圧力については緩和兆候が見られ始めた。同時に米国ではワクチン普及により、経済制限の解除も広がりつつある。カリフォルニア州は6月15日から全面的な経済再開方針を示しているが、その中では「原則として全てのセクターは通常のオペレーションに戻ることができる」、「屋内・屋外のビジネス活動に関する人数制限や物理的距離の制限はなくなる」としている。経済面では生産・物流・移動・小売サービスなどに関して、供給制約、活動制約を是正させていくものだ。

その中で国際商品市場では3月末からインフレ懸念などで上昇してきた金先物に対し、微妙に原油先物が優位となり始めた。昨年前半からの金優位と昨

年11月以降の原油優位、今年3-4月からの金再優位を経て、改めて原油が再逆転となりつつある。

原油の上昇もインフレ要因となるが、金は実需の裏付けが少なく、心理や思惑面でのインフレ懸念に敏感に反応しやすい。その意味で金に対しての原油の微妙な優位復調は、過度な悪いインフレ懸念と、インフレ警戒発のリスク回避を制御させていく。反対に実需の裏付けのある原油の底堅さは、改めて世界景気の回復期待によるリスク選好につながる側面がある。

過去実績でも「原油÷金」での原油優位は、世界景気の回復期待や資源会社による社債の信用改善などで、リスク選好による日米の株高が支援されてきた。その局面では安全逃避後退と適度な物価上昇思惑などで米10年債金利は上昇となり（米債価格は下落）、ドル/円ではドルが底上げされている。昨年11月以降がまさに「原油の相対優位」局面となり、日本では株高と緩やかなドル高・円安が支援されていた。

今回の場合、原油優位の勢いはまだ微妙なところだ。それでも米国で労働市場や製造業・非製造業での供給制約が緩和され、「悪いインフレ懸念」による金先物上昇の鈍化と、「世界回復期待」などによる適度な原油高が続くと、緩やかながらも日本株、米10年債金利、ドル/円でのドルともに、緩やかな下限切り上がり軌道に向かう可能性を秘めている。

銀高・ドル安一服、過去は物価下落とドル底入れ

直近のWTI原油先物は5月21日の1バレル=61ドルを直近安値として再上昇となり、6月3日には69ドル超えと2018年10月以来の高値場面があった。

背景としては、1) 石油輸出国機構（OPEC）にロシアなど非加盟産油国を加えた「OPECプラス」が1日の閣僚級会合で、7月までの協調減産の段階的な縮方針を堅持させた（増産は先送り）、2) OPECプラスは今年下期の世界原油需給に関し、原油の需要が供給を上回るとの予測を示した、3) イラン核合意に難航観測が出始めた（イラン原油輸出再開の先送り）、4) 世界有数の石油消費国であるインドでコロナ感染がピークアウトし、英国などからロックダウン（封鎖措置）解除が広がる――といった要因などが原油高を支援している。

反対にNY金先物は3月末からの反発のあと、5月末にかけて再上昇してきたが、1月以来の高値回復後は上げ渋りから調整反落となってきた。背景としては、1) 米国での雇用を含めた指標改善による米国債金利の上昇（金利のつかない金には逆風）、2) 米

FRB の先行き量的緩和縮小警戒（カネ余りによる金シフトの抑制懸念）、3) こうした要因によるドル安一服（裏表で金の上値抑制）——などが影響している。

同時に金の上げ渋りの背景としては、米国内での「過度なインフレ警戒の一服」も注目される。米ウォールストリート・ジャーナル紙は3日、「投資家のインフレ期待を示す主要指標（10年物ブレイクイーブン・レートなど）はここ数日、低下している。今年に入りほぼ一貫して上昇してきたが、ついにピークを越えたのではないかと議論が高まっている」と伝えたばかりだ。

米国でのインフレ期待関連の指標が、FRB による先行き緩和縮小や利上げを織り込む形で頭打ちになってきたか否かはまだ微妙なところだ。それでも「原油÷金」の相対倍率では、過去の長期実績として原油が劣勢から優位に転じたあと、一定の時間差を経てFRB による量的緩和の拡大停止や利上げが実施されている。

原油優位と金劣勢への転換は、1) 米国内外での持続的な景気回復軌道入りを示す、2) 金融市場の間で

リスク選好拡大とリスク回避（安全逃避）の後退を示す（緩和副作用）、3) 金上昇の抑制は短期的なインフレ懸念の後退が示される一方、原油高は中長期スパンでのリアルな需要に裏付けられたインフレの芽を示す——といった要因がある。

金と同じようにインフレ懸念やインフレに伴うドルの価値劣化の懸念などで3月末から再上昇してきた銀先物は、対ドルでのクロスレートで5月18日から先行で頭打ちとなってきた。このまま銀が上げ渋りとなると、テクニカルでは昨年8月、今年2月、5-6月で銀の「3 番天井」を形成。昨年から加速されてきた銀上昇とドル安の一段落が示唆される。

過去には現在のようなインフレ懸念とドル安リスクが高まるなか、1980 年や 2011 年などにかけて銀高とドル安が急加速された。いずれも銀高・ドル安が一段落となったあとは、米国の CPI（消費者物価指数の総合）前年比は上昇から低下へと転じ、インフレ懸念の後退などでドルは底入れ反発となる相関性実績が見られている。今回も銀の上げ渋りとドルの下げ渋りは、米国での悪いインフレ懸念の一服やドル底入れの先行指標として注目されそうだ。



