

原油「対金」劣勢一服、過去下限で下げ渋り

米国の物価下落・金利低下・利下げ・ドル安に制約

2024/1/17 (水)

国際商品相場では昨秋以降の原油下落と金上昇の乖離拡大が一服となり、原油の相対劣勢は過去下限ゾーンで下げ渋りとなってきた。原油の下げ渋りは中東発の地政学リスク、米国などでの引き締め終了・軟着陸期待・リスク選好といった複合材料によるものだが、原油の下げ余地縮小は米国での物価下落・金利低下・利下げ・ドル安の「各制約要因」として注視される。昨秋以降の金優位は米利下げ期待・ドル安観測・米国などの世界悪化懸念と安全逃避等が影響してきたが、足元では金の優位性が鈍化してきた。

原油下げ余地縮小、物価・金利・FRB 政策に影響

「中東情勢などの地政学的な対立がサプライチェーン（供給網）やエネルギー市場を混乱させるリスクがあり、物価への圧力を ECB（欧州中銀）は無視することはできない」、「イエメンの親イラン武装組織フーシ派による動きで地政学的な脅威が高まったが、これで終わりではないだろうし、より広範な動きにつながる可能性がある」、「（すでに紅海周辺では）輸送コストなどが押し上げられている」――。

ECB 理事会メンバーであるホルツマン・オーストリア中銀総裁は 1 月 15 日、このようなインフレ・リスクに言及しながら、「2024 年は利下げを全く想定するべきではない」と述べた。同発言により、15 日の為替相場では日銀による緩和修正の遅延観測との対比で、ユーロ高・円安に振れる場面も見られている。

中東の地政学リスクに伴う原油高の懸念は、中東からの資源輸入依存度が高い日本にとり、「原油再上昇による貿易収支の再悪化」や「資源エネルギーの調達難や調達コスト上昇」の潜在要因となるものだ。改めてドル/円、クロス円での円安材料として注視されつつある。

すでに WTI 原油先物は 1 月 12 日にかけて、米英両軍によるフーシ派支配地域の拠点攻撃などで上昇の場面があった。フーシ派はパレスチナ自治区ガザに侵攻するイスラエルを敵視し、紅海を航行する商船への攻撃を続けている。

今後はガザにおけるイスラエルと武装勢力・ハマスの戦闘の中東全域への混乱拡大、フーシ派を支援するイランの戦争介入、長い遺恨のあるフーシ派とサウジアラビアの戦闘再燃、イスラエルを支援する米英と中東での反イスラエル・グループの対立激化――といった地雷リスクが山積している。

その中で国際商品相場では WTI 原油先物と NY 金先物に関して、昨秋以降の原油劣勢・金優位というト

レンドが一服となってきた。1 月 15 日時点での日中終値比較での「原油 72.50 ÷ 金 2059.00」相対倍率は 1 月 15 日に 0.0352 となり、直近最低である 1 月 2 日の 0.0339 や 8 日の 0.0348 から切り上がっている（数字が大きいほど原油優位）。

最近では昨年 9 月 27 日の 0.0500 が原油優位のピークとなり、原油劣勢の倍率低下が進展。金は FRB の利上げ終了や利下げ期待、ドルの先安観測、米国などでの利上げ打撃による景気悪化懸念と安全逃避などが上昇の材料となってきた。金は金利が付かないため、利下げや金利低下はプラスの要因となる。

反対に原油は米国などでの利上げ打撃による需要減速懸念や、景気悪化警戒によるリスク選好の抑制などが下落の材料となってきた。中国などの成長低迷も重石になっている。

それが足元の年初以降は、原油劣勢と金優位の流れが一服となっている。原油の下げ渋りは、中東発の地政学リスクのほか、米国などでの金融引き締め終了・景気軟着陸期待・リスク選好といった複合材料によるものだ。インフレに影響する原油相場の下げ余地縮小は、米国での物価下落・金利低下・利下げ・ドル安の「各制約要因」として注視される。

金は利下げ期待やドル先安で上昇後に上げ渋り

しかも原油 ÷ 金の直近最低は 0.0339 だが、1980 年代以降の長期実績での下限ゾーンである「0.03 から 0.04 前後」に到達しての下げ渋りとなっている（コロナ危機などの有事を除く）。昨秋以降は原油劣勢と金優位が加速し、「金 1 オンスで購入できる原油バレル量の増加」という相対的な原油の割安さ、金の割高さが続いてきたが、そうした基調の一旦の限界点接近が示唆されている。長い歴史を有する原油相場と金相場の相対関係で、理論値面での原油の下限ゾーン接近を示すものだ。

WTI 原油先物に先行性や連動性の実績があるサウジアラビアの代表的株価指数・タダウル全株指数は、原油安の中でも昨年 10 月から逆行の上昇を辿ってきた。年明け 1 月 8 日には 2022 年 8 月以来、17 カ月ぶりの高値を更新している。世界各国の原油需要と相関性のある MSCI 先進国株指数（ドルベース）も、昨年 11 月以降の上昇基調を維持。年明け以降は、2022 年 1 月以来の高値圏で推移している。

一方、NY 金先物は昨年 12 月 4 日に 1 オンス＝2130 ドル前後という史上高値を付けたあとは、上げ渋りとなっている（1 月 15 日の終値は 2059 ドル前後）。1 月 11 日には米国の CPI（消費者物価指数）の上振れを受けた FRB 早期利下げ観測の後退やドル高など

もあり、12月中旬以来の安値に下落となる場面もあった。

昨秋以降の金優位は、米利下げ期待・金利低下・ドル安観測のほか、米国などでの利上げ打撃による世界悪化懸念と安全逃避等が支援材料となってきた。その点で現在の金の上げ渋りもまた、米国での物価下落・金利低下・利下げ・ドル安の「各制約」を示唆している基調変化として無視できない。

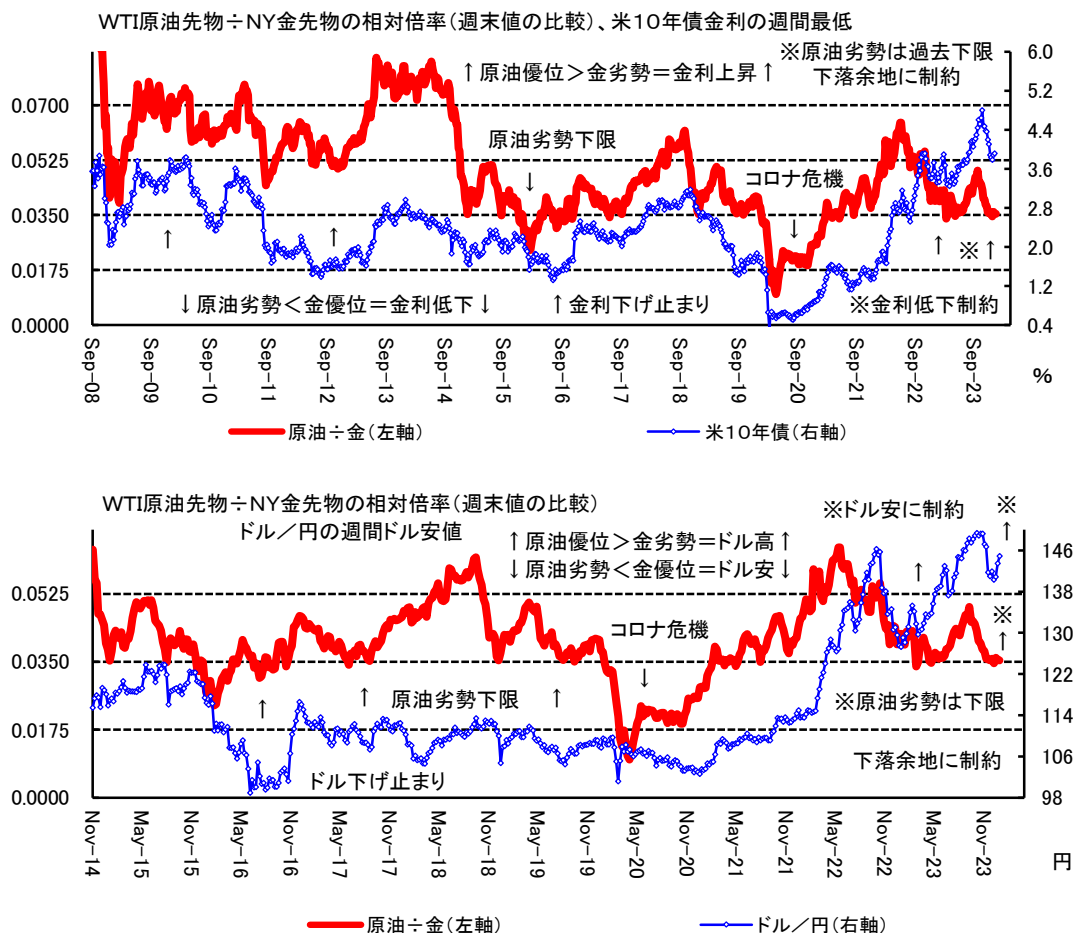
過去に原油劣勢と金優位が加速したケースでは、月末値比較での「原油÷金」が2016年2月に0.0273へと原油劣勢が進む下振れ局面があった(原油<金)。同月の米CPI(消費者物価指数の総合)は前年比+1.0%であったが、原油の対金相場比での理論的な下限接近もあって、そこからはCPIが下げ渋りに移行。5カ月後となる同年7月の+0.8%で底入れとなり、翌2017年には+2.7%方向に上昇となっている。

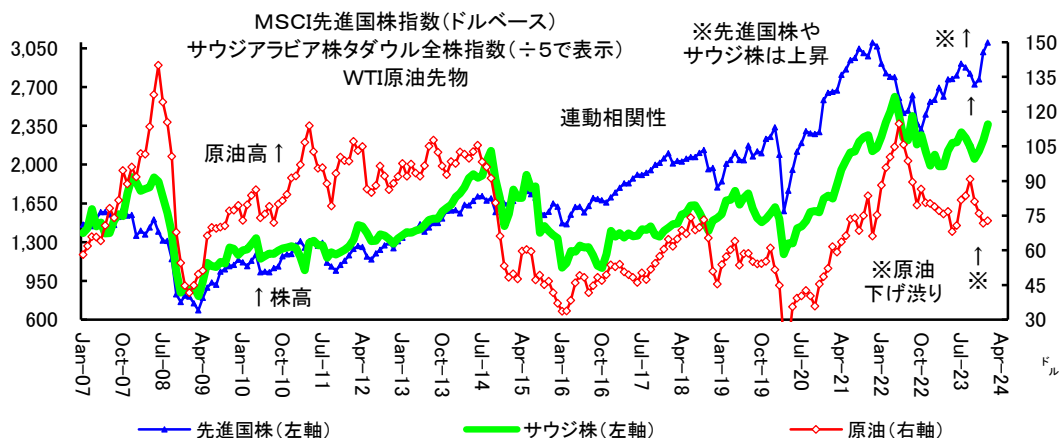
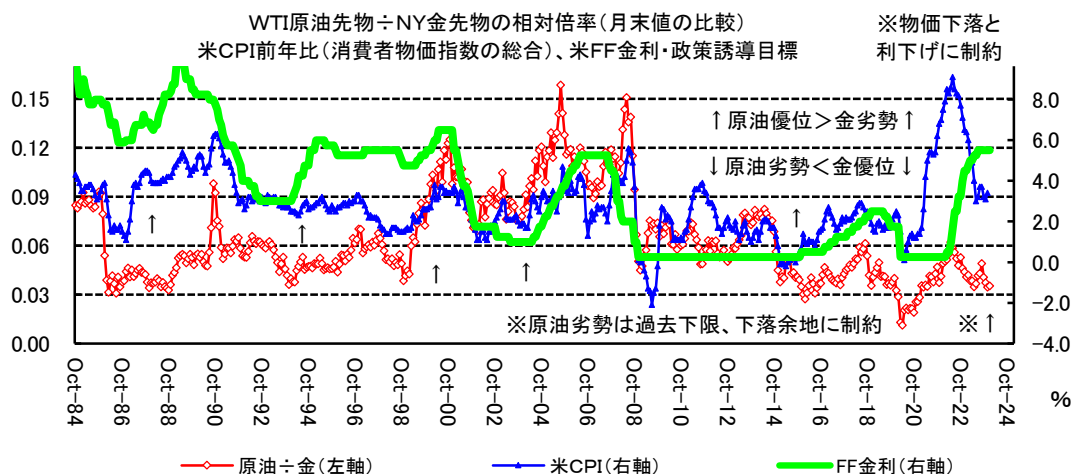
当時のFRB金融政策は、2015年12月からの「利

上げサイクル」を継続させていた。米10年債金利は2016年7月の1.32%が最低となり、金利上昇へと転換している。翌2017年には、2.63%方向へと金利が上昇となっていた。2016年はドル/円についても、6月の98円台で当時のドル安が底入れ反発となっている。翌2017年には、118円超え方向へのドル高が見られていた。

それ以前に原油劣勢・金優位の相対倍率が過去下限ゾーンに接近した1998年、1993年、1988年といった前後でも、米国では物価や10年債金利、ドルの各下げ渋りと反転上昇、FRBの利下げ制約が連動で観測されている。

なお、米国の物価指標に影響を及ぼすWTI原油先物は、昨年9月以降の下落を経て、週足テクニカルでは6週移動平均線の上抜けと上向き化が観測され始めた。昨年10月以来の下落トレンドの一服と、一旦の底入れ反発が示唆されている。





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。