

原油「対金」劣勢一服、過去下限で下げ渋り

供給懸念の一方で各国利下げ・需要支援・リスク選好も

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2024/8/28 (水)

国際商品相場では7月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。原油反発は中東の地政学リスクやリビア生産停止といった供給懸念の一方、米国を始めとした各国の利下げ入りと需要支援、連動する形でのリスク選好の影響も示唆されている。長い歴史のある原油と金の相場比較で原油の劣勢が一服となる局面では、原油相場や米10年債金利、米日の株価、ドル/円でのドルなどが、下げ幅縮小や一旦の底入れ反発に向かう相関性が観測されてきた。

安全逃避等での金優位一服、リスク選好焦点

「世界的な景気減速や低成長の懸念でも原油下落が限られている要因としては、世界的な供給制限がある」、「2023年初頭以来、OPEC（石油輸出国機構）プラス加盟国は、石油市場への供給を大きく抑制し、需要減少予測への対応として減産を徐々に拡大・延長させている」、「米国のシェールオイル・セクターでは、短期的採算性の観点から価格上昇に対する増産が頭打ちになっていることで、原油価格の上昇を支えている」――。

世界銀行は今年7月、このような分析を示した。ブレント原油は2024年初来、1バレル＝70ドル台半ばから90ドル台前半の間で乱高下しているが、「このパターンは来年も続くと予想され、ブレント原油は平均79ドルになると予測される」（同）という。

一方で7月以降にWTI原油先物は反落となってきた。ブレント原油も似た値動きとなっているが、7月5日の84ドル超えを直近高値として、8月21-22日には71ドル台と今年2月以来の安値となっている。背景としては米国や中国などの景気悪化懸念や、夏季の資源エネルギー需要のピークアウト観測、市場混乱によるリスク回避などがあった。

反対にNY金先物は上昇。こちらは米中の景気悪化懸念や市場混乱による安全逃避のほか、米FRBの利下げ観測（金利低下は金利の付かない金にプラス）、ドルの先安観測などが追い風になっている。結果、日中の終値比較での「WTI原油先物÷NY金先物」の相対倍率は、7月1日の0.0356が原油優位のピークとなり、低下基調が続いてきた（数字が小さいほど原油が劣勢。原油<金）。

しかし、8月21日の0.0287を直近最低として、原油の劣勢に一旦の歯止め兆候が出ている。週明け26日には原油相場の上昇もあり、0.0308と原油優位方向への基調変化が見られ始めた。

原油反発については、レバノンのイスラム教シー

ア派組織ヒズボラとイスラエルによる対立激化と中東での原油供給不安が材料になっている。同時に26日にはリビア東部政府が中央銀行の総裁人事を巡って西部政府との対立し、全ての原油生産と輸出を停止する方針を示したことも供給減の懸念を高めている（同国の中銀は石油輸出による収入を管理）。

一方で前週末23日には米国のパウエルFRB議長が利下げ開始を明言するなど、各国での利下げ拡大期待も資源需要の刺激期待などで原油相場を下支えし始めた。米利下げ期待による米国などの世界株高とリスク選好もまた、金との相対比較で原油の相対優位を支援している（金は安全逃避やリスク回避で買われやすく、原油はリスク選好で買われやすい）。

しかも原油÷金の直近最低は0.0287だが、1980年代以降の長期実績での下限ゾーンである「0.027から0.03前後」に到達しての下げ渋りとなっている（リーマン危機やコロナ危機などの有事を除く）。7月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始めた。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。

原油先行サウジ株、12カ月や20カ月平均上向き

過去の長期実績として、原油と金の相場比較で原油の劣勢が一服となる局面では、原油先物のみならず、米10年債金利、米日の株価、ドル/円でのドルなどが下げ幅縮小や一旦の底入れ反発に向かう相関性が観測されてきた。

単純に原油の「対金」劣勢歯止めは、世界景気回復と過度なインフレ低下の抑制が示唆される（米債金利の低下抑制と米日の株高要因）、リスク選好が支援される（米日の株高と円安の要因。安全逃避は後退で米国債価格の上昇と金利低下は抑制）、原油下げ止まりは日本の貿易赤字悪化と円安の要因になる――といった相関関係がある。

最近のWTI原油先物自体の下落局面と底入れでいえば、2023年12月の67ドルで底入れとなっていた。同月に米10年債金利は3.78%、ドル/円は140円、日経平均は3万2205円でそれぞれ一旦の下落歯止めや底入れとなっている。2023年5月の63ドルでの原油底入れ時も、それぞれ3.29%、133円、2万8931円で一旦の下限到達と下げ止まりとなっていた。

過去の原油下落局面で2016年2月の26ドルで底入れとなった局面では、時間差を経て「4カ月後」の同年6月にドル/円でのドル、日経平均ともに底入

れへと移行。米 10 年債金利は「5 カ月後」の同年 7 月に低下歯止めというケースも見られている。

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、最近の原油安でも 8 月 5 日を直近安値として、先行反発に転じてきた。8 月 26 日には安値比で+9%の上昇となり、5 月 9 日以来の高値を先行回復している。

しかもタダウル全株指数は中長期のトレンドを示す月足テクニカルで、12 カ月、20 カ月の移動平均線について、上抜けと方向角度の上向き化が観測されている。一定期間の株高トレンド入りを示唆するもので、過去実績に沿えば WTI 原油先物も下落余地の縮小や下限切り上がりにつながりやすい。

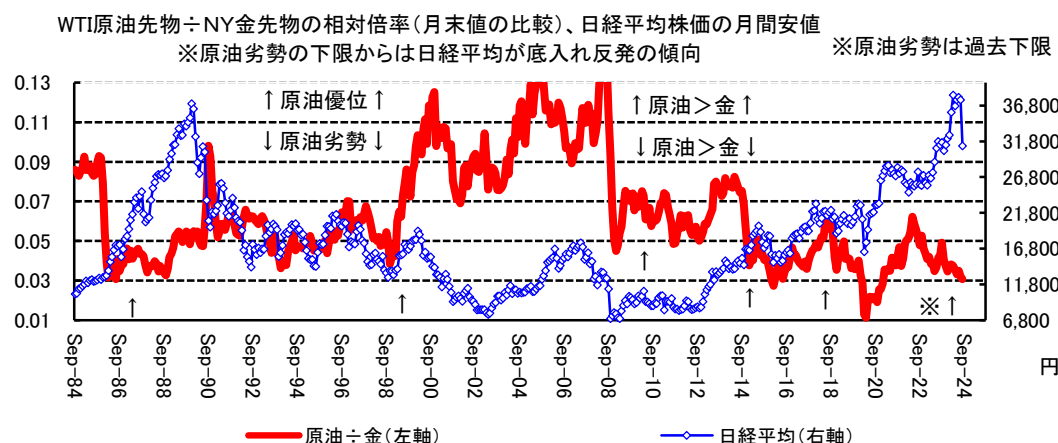
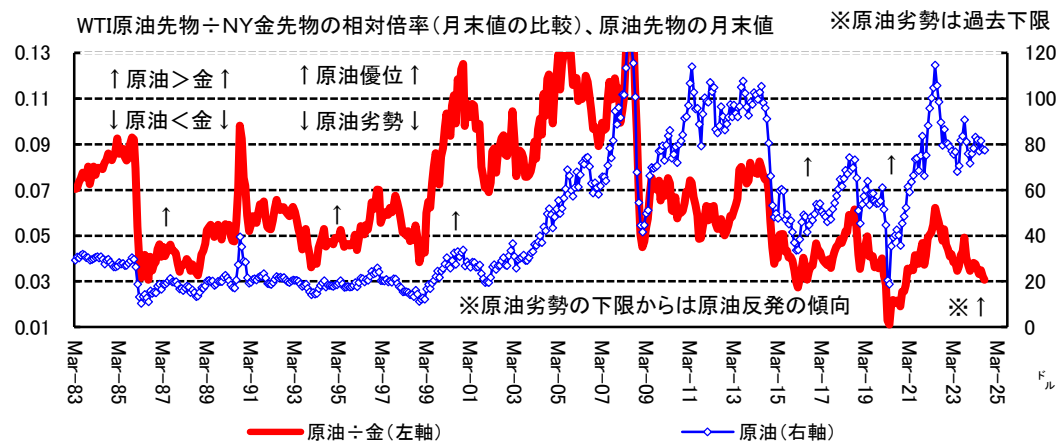
タダウル全株指数は月足・一目均衡表チャートでの重要な抵抗線、先行スパンの雲下限と雲上限を 7 月から同時に上抜けとなってきた。長期スパンでの下限切り上がりトレンド入りと安定化が示唆されている。

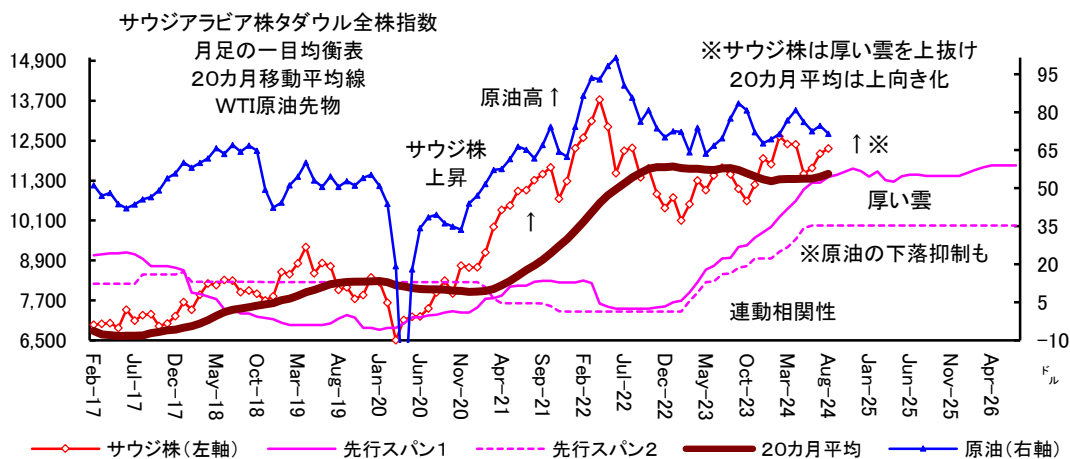
その中で米国では FRB が 9 月から利下げ開始の見

込みとなっているが、WTI 原油先物は直近 8 月 26 日時点での終値が 1 バレル=77 ドルとなっている。前年同月比の変化率は-7.4%で、過去の利下げ開始時との比較では原油相場の水準、前年比ともに下落は限定的となっている。

潜在的なインフレ低下の抑制要因となるものだ。今後 FRB の「9 月 0.5%」といった大幅利下げの障害となるほか、来年にかけての合計利下げ幅も過去比で縮小となる制約が意識されやすい。同時に現在のように原油が下げ渋る中での FRB 利下げは、原油相場の上昇とインフレを煽る効果も注視される。

過去 2019 年 7 月からの利下げ開始の場合、原油は 54-60 ドル、前年比は-14.8%とインフレの落ち着きが示されていた。2007 年 9 月の利下げ開始時に原油は 73-83 ドルと高めで、当時はその後に米利下げも一因となる形で原油高が加速。7 カ月後には 119 ドル高への高騰が観測されている。その他、2001 年 1 月からの利下げ開始時に原油は 26-36 ドル、1995 年 7 月からの利下げ開始時は 16-17 ドルと、それぞれ原油相場は大幅に下落となっていた。





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。