

原油「水没」、お前もか — 原油価格はやっぱり需要が決める

岡三グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

■金利に続き原油が一時的に「水没」する動きに

■原油「水没」の背景には需要の予想以上の消失

原油価格「水没」

以下の図表は原油価格の推移を示す。今年4月に原油価格が初めてマイナスになった。金利だけでなく原油価格も「水没」だ。これまで、当TODAYで「金利水没」（マイナス金利）は何度か取り上げてきたが、今度は「水没」が原油市場にも飛び火した状況だ。こうした事態はだれもが想像もしてこなかったことに違いない。

2020年の原油先物価格の推移



原油「暴落」から「水没」に

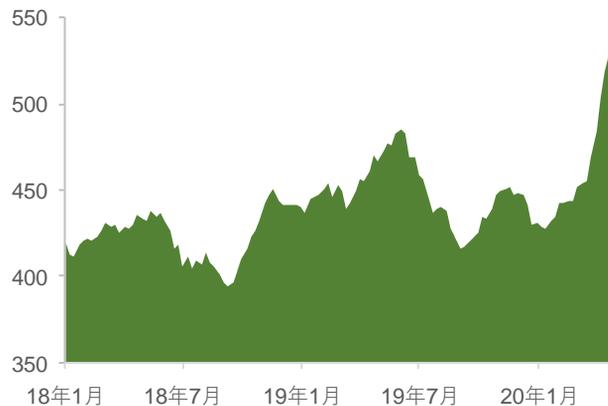
1ヵ月前の当TODAY（4/7）で原油価格は、結局、需要に左右されるとして原油暴落を議論した。それから1ヵ月、「暴落」をはるかに超えた「水没」領域まで達した。その背景にあったのもやはり、需要の予想以上の消失があった。さらに、過去40年にわたる原油市場の金融商品化、加えて、原油という商品の特殊性があった。

- 保存量に限界がある中、原油の「持つリスク」が生じやすい

需要が決め手となったなか、世界が「Stay Home」で経済活動に「麻酔」をかける状況にあるなかでの必然でもある。さらに、原油は金融商品化されており、ファンドの投げも生じていた。原油は「腐らない」商品とはいえ、保存量に限界がある中では原油の「持つリスク」まで生じやすく、原油価格の回復には時間を要するだろう。さらに、その影響として原油に限らず、商品の保存がきかない分野でもマイナス価格や限りなくゼロに近づく分野もあることを認識する必要がある。以下の図表は原油在庫の推移であり、急速に在庫が高まった状況が示される。

米国原油在庫の推移

(百万バレル)



(出所) 米エネルギー省、週次、直近は5月1日

- 結局、原油価格は「需要」サイドの方が重要

需要の消失が影響

原油という重要な資源価格の決定には「需要」と「供給」の2つの要因がある。先月の当TODAY (4/7) で示した筆者の考えは、原油価格が議論されるに際してはとにかく「供給」サイドが話題になりやすいが、結局、原油価格は「需要」サイドで決まるとした点だった。今回の暴落も結局、需要要因にあり、コロナショックを中心とした世界的な需要の急消失による暴落にあるとするものだ。このところ生じた現象は、世界中の経済活動に「麻酔」がかけられたような異常な状況下、世界中の需要が消失したことへの恐怖が市場に現れたと考えられる。

原油価格は供給要因で過度に反応を繰り返した歴史

歴史を振り返れば、市場は供給要因に過度に反応する変動の歴史を繰り返した。過去何十年にわたり、原油価格はボトムから3-4倍に上昇した後、半値以下まで下落する変動が

■実務的にも需要の把握は容易ではない

繰り返された。「供給制約論」や「ピークオイル説」（将来、石油の生産はピークを迎え、その後は減少をたどる）もよく議論され、価格高騰を支える理論になった。調査業務に従事する者として、実務的にも、供給要因は数量的に予測しやすいが、経済予想や特定資源の活用等を予想する需要の把握は容易でないと考える。今回の変動もそうした流れに沿ったものであり、以下の図表を振り返れば、1970年代までのレンジに戻った、40年前の世界的な自由化、市場化、グローバル化の振り出しまで戻った状況だ。

原油価格の長期推移（アラビアン・ライト）



各種資料をもとに岡三証券作成、日次、直近は5月11日
 ※原油価格はスポット（アジア）

■金融商品化の流れに伴った先物主導の投機的な動きがボラティリティ拡大の要因

原油の金融商品化の拡大

今日の原油や商品価格の動きは実需に止まらず、「金融商品化」された影響も大きい。こうした金融商品化の動きも過去40年の市場化の潮流の一環である。原油市場の参加者は多国籍企業を中心とした実需から、今日、ファンド投資家まで大きく拡大している。それに伴い先物市場主導で投機が拡大しており一層市場のボラティリティを拡大させる要因となっている。加えて、各国中央銀行が異例の金融緩和を行う中、投資資金が一層、金融商品化されたコモディティ市場に向かって変動を繰り返している。今回、原油を組み入れたETF等の投げ売りも生じたとされ、そうした動きが一層の下落を加速したと考えられる。

原油の特性は保管量に限界

原油も含めた商品価格の価格形成においては、保管コスト（キャリーコスト）が含まれていた。ただし、今回のような未曾有の状況下、原油に関する保管のキャパシティを超える

■原油だけでなく保存量の限界不安は一般的な商品市場でも生じうる

■40年サイクルが節目を迎え、新たな世界秩序への転換期に

との不安が生じた可能性もある。同様のことは一般的な商品市場で生じうる。例えば、食品については、人口が一定なかでは急な消費の減少は生じにくい。ただし、外食が急減するなかで、日本では高級とされる和牛の消費量が減少し、急な価格下落に陥る不安が生じている。

原油も40年サイクルの振り出しに

当TODAYでは今日の状況は1970年代後半以降の40年も続いた潮流の節目を迎えているとの議論を行ってきた。それは、金融政策を中心とした超緩和傾向とレバレッジ拡大、グローバル化と市場化、新自由主義の潮流であり、その潮流に沿った原油価格の上振れの動きであった。一方、今日のコロナショックで40年周期の潮流の見直しが生じる中、原油価格の動きも1970年代の振り出しのレンジに戻った可能性もある。

以上の40年の潮流は新興国、なかでも中国を中心とした台頭の歴史であり、交易条件が資源国にシフトしたのもであった。しかし、資源価格の低位安定のなか、物価上昇が限られるデフインフレ、低金利の長期化、新興国問題が生じる可能性もある。それらも新たな世界秩序をもたらすことに留意が必要だ。

また、原油価格の動きは結局、需要要因が大きいなか、その需要要因に大きな影響を与えてきたのが原油の最大消費国である中国の影響であるだけに、引き続き注目が要だ。

重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<http://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

地域別の開示事項

日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

<債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ですが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

<投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみには配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布:

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年1月改訂)