

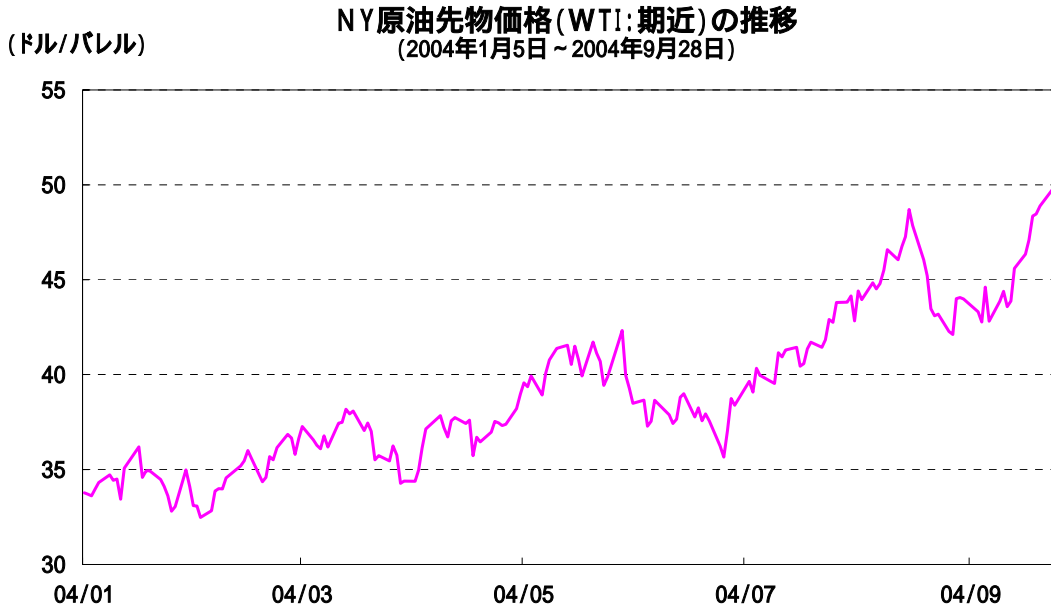
平成 16 年 9 月 29 日

投資家の皆様へ

原油価格の高値更新と日本経済への影響について**【要 約】**

- 原油価格が再度、高騰している。9月28日(火)、ニューヨークのWTI原油先物は、一時初めて1バレル50ドルの大台を突破し、終値でも史上最高値となる49.90ドルとなった。
- 原油価格の史上最高値更新の要因としては、以下のものが挙げられる。
 - 景気拡大を背景とした旺盛な原油需要
 - 地政学的リスクと供給面の制約
 - 投機資金の流入
- 原油価格が高水準を維持すれば、景気に対する下押し圧力が高まることになる。ただし、省エネルギー化が進んだ日本経済の場合、原油高による直接的な影響は他の先進国と比較して軽微に留まろう。
- 今後は、投機資金の流入といった一時的な要因の剥落などにより、原油価格の調整も想定される。ただし、需給面の構造的なひっ迫感の改善が見られない限り、大幅な価格下落の可能性は少ないと考えられる。
- 株式市場においては、日経平均株価が29日(水)まで9日続落となるなど、原油高の悪材料はある程度株価に織り込み済みであると考えられることから、株式市場の下値は限定的であると考えられる。

9月中旬以降、ニューヨークのWTI原油先物が上昇を続け、9月28日(火)指標となる11月物は、初めて1バレル50ドルの大台を突破し、終値でも、昨年末と比べて約50%の値上がりとなる49.90ドルの史上最高値となりました。原油価格が企業収益や消費に与える悪影響への懸念などから、ニューヨーク・ダウが1万ドルの大台を一時下回ったほか、日経平均株価は29日(水)までに9営業日連続の下落となっています。そこで、原油価格高騰の背景を検証するとともに、日本経済に与える影響などについて考えてみたいと思います。



(各種データにより日興アセットマネジメント作成)
上記データはあくまでも過去の実績であり、将来の運用成果等を保証するものではありません。

1. 原油価格高騰の背景について

景気拡大を背景とした旺盛な原油需要

世界的な景気拡大に伴ない、アジア諸国などを中心に原油需要が増加しています。特に中国で、発電や自動車向けなどを中心に、原油消費増加が目立っています。例えば、2003年の中国の原油消費量は前年比で10%以上の伸びとなっており、世界的にも突出した増加となっています。

地政学的リスクと供給面の制約

これまでの、一向に改善の見られない中東の地政学的リスク、ロシアの石油最大手ユーコスの経営不安、OPEC(石油輸出国機構)の余剰生産能力の低下、などに加えて、米国を相次いで襲ったハリケーンによるメキシコ湾での原油生産設備への損害や、アフリカ最大の原油生産国ナイジェリアでの政情不安の高まりが新たに浮上しています。これらにより、供給面に対する不安が一層高まりました。

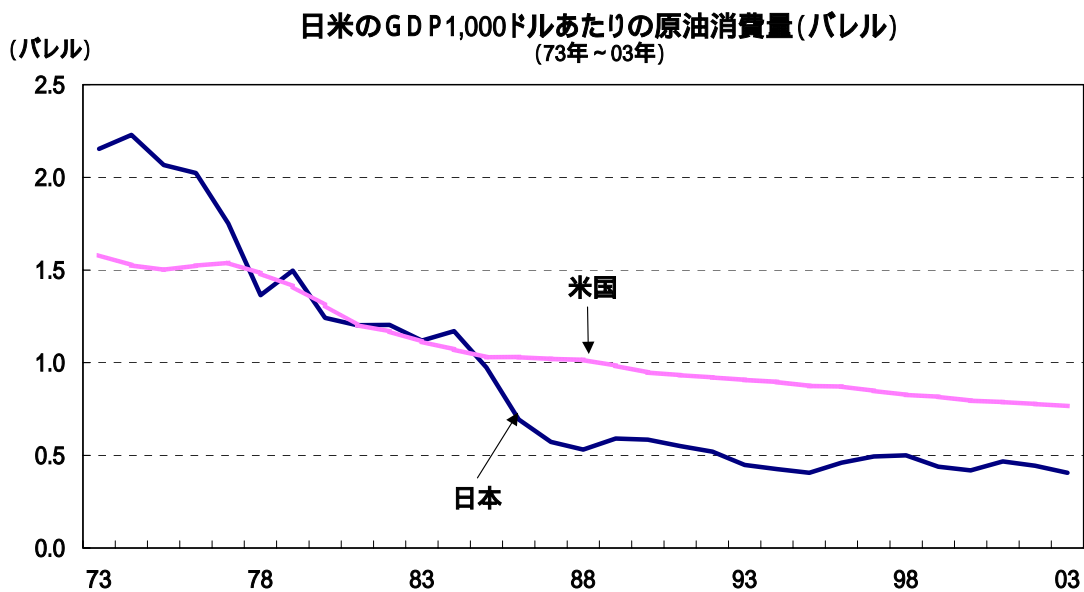
投機資金の流入

ヘッジファンドなどの投機的な資金は、一時、原油先物の買いを手控えていた模様です。しかしながら、前述のような原油の供給不安につながる新たな懸念材料の出

現などにより、ここにきて再び原油先物の買いポジションを積み上げており、これが短期的に大きな価格押し上げ要因となっているようです。

2. 日本経済に与える影響について

- 原油価格が高水準で推移した場合、コスト増による企業収益への悪影響が懸念されます。しかしながら、1970年代及び80年代初頭のオイルショック後、政府と産業界が一体となって省エネルギー化、エネルギー源の多様化を進めた結果、わが国は原油価格の変動に左右されにくい経済体質の構築に成功しました。第一次オイルショック時と現在を比べると、1,000ドル相当のGDP（国内総生産）を創出するために必要な原油消費量は5分の1程度になっています。（下図参照）



(各種データより日興アセットマネジメント作成)
上記データはあくまでも過去の実績であり、将来の運用成果等を保証するものではありません。

- 加えて、製造業からサービス業への経済構造の変化も進展していることから、原油価格の高騰が日本経済に与える直接的な影響は他国と比較して相対的に軽微と考えられます。
- さらに、今回の原油高の背景には、投機資金の流入などといった一時的な要因もあることから、必ずしも、原油価格は需給面からの実態を反映していないと考えられます。実際、多くの石油アナリストは、これら短期資金の流入が原油価格を実態以上に押し上げていると指摘しています。このため、現在の原油相場に見られる「バブル的」な要素が近い将来剥落する可能性もあると考えられます。
- ただし、限定的なOPECの生産余力などに加え、今後、冬場の需要期を迎えることなどを考えると、需給面の大幅な緩和も見込み難いのも事実です。このため、原油価格の水準訂正が起きる可能性はあるにしても、1バレル当たり30ドル台までの価格下落は当面見込み難いものと思われます。

以上のように、現時点においては、短期的な価格調整は想定されるものの、大幅な価格下落は見込み難いと考えられます。ただし、株式市場においては、既にこれまでの下落局面において、原油高に伴う悪材料の織り込みはある程度進んだものと考えられます。

これまでもお伝えしているように、弊社では、株式市場においては、景気拡大ペースの鈍化の度合いや、中間決算及び下期の企業収益の見通しが明らかになる年末頃までは、株価の上値が重い展開を想定しています。ただしその後は、米国大統領選挙の動向や景気鈍化の程度が明らかになることにより不安材料が徐々に払拭されることで投資家心理は好転し、株式市場は企業収益などのファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）をよりの確に反映した上昇に転じるものと考えられます。

以上

日興アセットマネジメント株式会社
チーフ・ストラテジスト 福島真木