

金融危機以降、春先は毎年不透明な市場環境というのが通り相場となっているが、今年も例年以上に不透明な環境となっている。過去を振り返ると（図表1）、2008年は3月に米大手投資銀行のベアスターンズが事実上破綻し、米住宅金融に対する不安が大きく高まることとなった。2009年は3月に株価がリーマンショック後の最安値を付けた後、V字回復をみせたが、米銀のストレステストの結果発表を控えるなかでその持続性が焦点となった。2010年は4月に入り、それまで燻っていたギリシャの債務危機問題が一気に高まることとなった。そして、2011年であるが、今年3月に日本で起きた悲惨な大震災もあり、投資家の意識は一時グローバルに平常時の市場環境から危機時の対応へと一気にシフトすることとなった。実際、今回の大震災後に起きた対応で特筆すべきはこれまで利害の対立から実現不可能と考えられてきたG7諸国の協調が過度な円高阻止を目的とする介入という形で一気に実現したことであり、如何に市場環境に大きな影響を与えたのかが分かる。

今回の日本の大震災の影響については、国内的にはまだまだ不透明な要素が多く、その帰趨を見極める必要があるため、現時点で確たる想定は立てにくい。特に、足下で最大の懸案となっている原発事故については、一歩間違えれば日本にとり深刻な後遺症が残りにかねないだけに、その行方については固唾を呑んで無事を祈るしかないのが実状である。一方、平常時の市場環境に対する判断に影響を与える要素としては、今回の大震災ではいずれ大規模な復興需要が出てくるのが確実であり、そのタイミングが大きな焦点となる。ただ、足下では電力供給への不安が経済活動を制約しており、電力需要が高まる夏場は最初の正念場となることが想定される。

このように国内の投資環境が激変する一方、海外市場での最大の関心は年初来大きな変化がみられず、相変わらず北アフリカ・中東で起きた反体制運動に伴う原油供給への不安や欧州ソブリン問題といった状況である。なかでも、前者は原油価格高騰を通じ新興国のインフレ圧力を高めるとともに引き締め加速懸念に拍車をかけかねないだけに特に注視すべき状況にある。以下では、足下

でグローバルに不透明な投資環境の一因となっている原油価格に関連し、注目されるポイントを列挙するとともに、今後のインフレリスクに対する判断基準としての時間軸と併せて考えてみたい。

原油価格を取り巻く市場環境は、現状をみる限り、リビアへのNATO軍の空爆やサウジアラビア周辺での反体制デモの動きなど、不安定な状況が早期に解消されることは考えにくい。このため、原油価格は少なくとも当面高水準で推移することが考えられる。その上で、今後の更なる原油価格高騰の可能性や投資環境への影響を考えるポイントとしては、①今回の日本の大震災の影響、②価格高騰の影響が最も懸念される時期、③悪影響を及ぼす価格水準、の3点にあると考える。

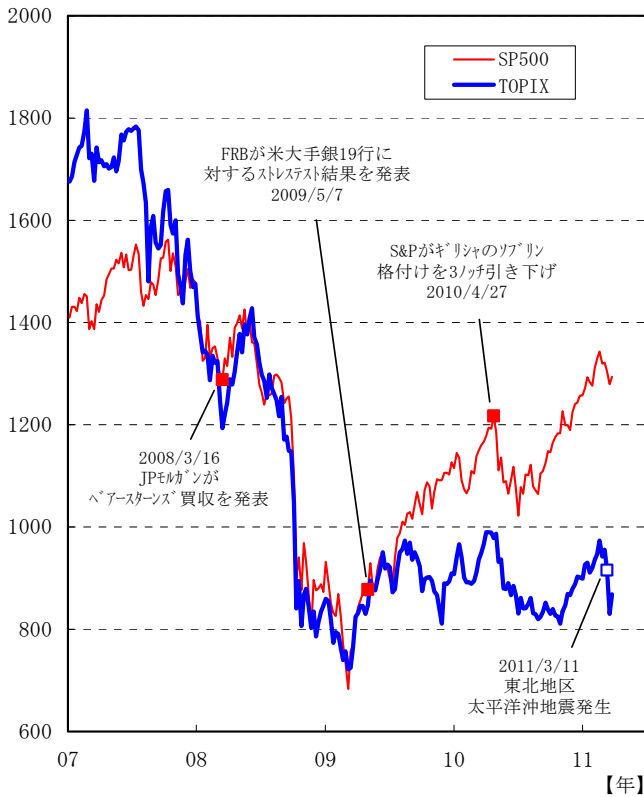
まず、①の日本の大震災の影響については、95年の阪神大震災の例では、1月の震災後、原油輸入量は復旧活動が本格化した3月にかけて平年比で増加し、夏場以降の需要は低迷した（図表2）。今回も短期的には原油価格の押し上げ要因として注視する必要がある。

次に②の価格高騰が最も懸念される時期については、グローバルにはようやく景気回復の途についた米国への影響が焦点となる。図表3は米国個人のエネルギー関連支出を月別にみたものであるが、夏場の需要は最大のウェイトを占める。このため、現在の原油価格高騰をもたらしている要因が夏場までに緩和するかどうかは大きな焦点となる。

最後に③の投資環境に悪影響が及ぶ原油価格水準であるが、過去2008年7月には最高値の1バレル=147ドル台への高騰を経験しているだけに、現状程度の価格水準では驚きがないほか、企業も対応可能であろう。ただ、悪影響が生じる基準として過去の年間平均ピークを大幅に（2割程度を想定）上回るか、前年平均価格を大幅に（同2割）上回るか、という観点で価格を眺めると、2008年の半年（26週）平均のピークでもある120ドル程度という水準が浮かび上がる（図表4）。

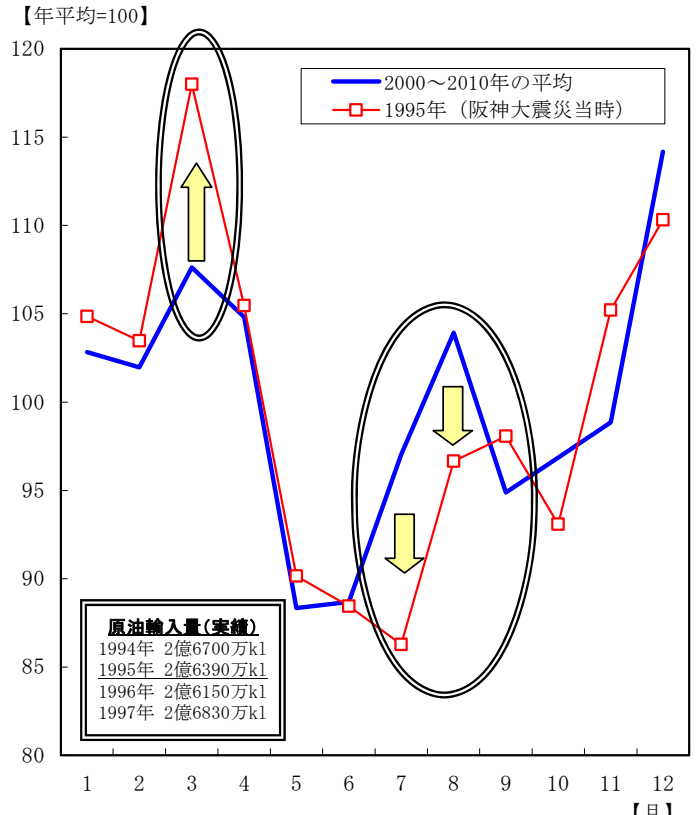
以上、身近に起きた日本の大震災後の復旧活動に目を奪われる毎日であるが、グローバルな観点からは夏場に向けての原油価格や依然沈静化しないインフレ動向に十分注意したうえで投資環境を眺める必要があると考えている。（2011年3月25日記）

図表1：金融危機後の日米株価



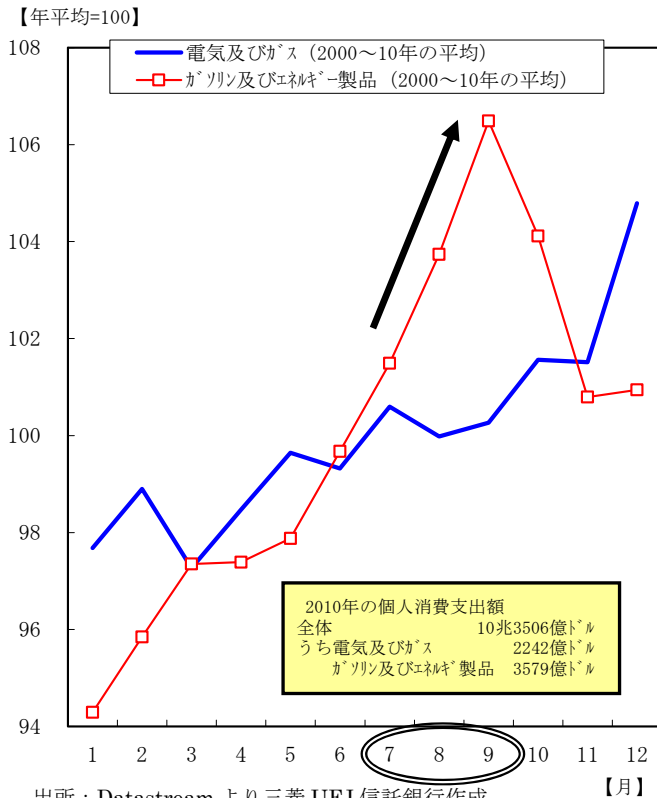
出所：Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

図表2：日本の月別原油輸入量（構成比）



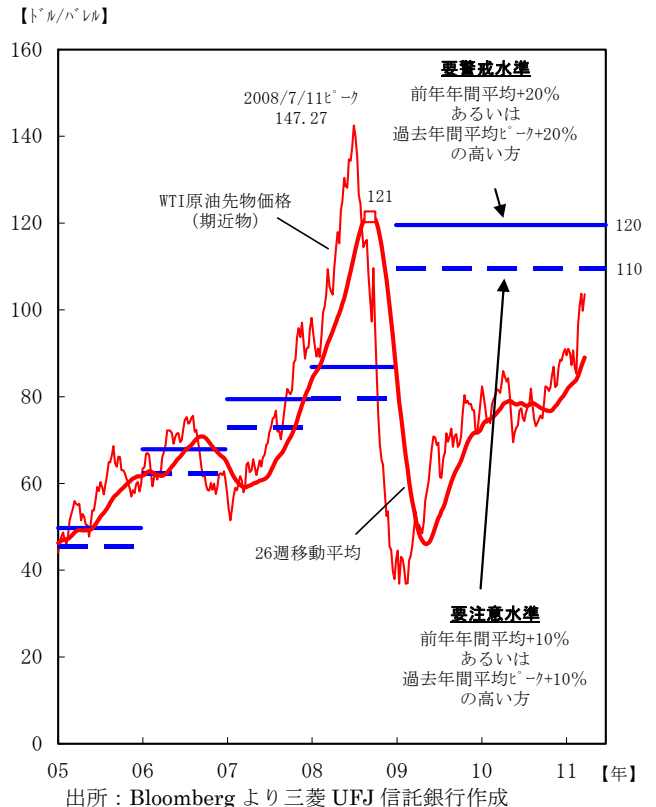
出所：INDB より三菱 UFJ 信託銀行作成

図表3：米国家計の月別エネルギー関連支出状況



出所：Datastream より三菱 UFJ 信託銀行作成

図表4：原油価格高騰の目安



出所：Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部  
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）