

金融緩和の原油市場への影響

—QE2による原油市場への投資資金流入—

計量分析ユニット 需給分析・予測グループ リーダー

柳澤 明

要約

11月2～3日のFOMCで、量的緩和第2弾(QE2)の実施が決定された。QE2は景気の刺激と広まるデフレ不安の阻止を目的としている一方、その影響で原油をはじめとするコモディティ市場に投資資金が流入し、商品価格が高騰するのではないかとの懸念も持ち上がっている。そこで、QE2が原油市場への投資資金流入をどの程度誘発しているのか、定量的な評価を行った。

金融緩和は金利の低下と期待インフレ率の上昇という2つの経路を通じて、原油市場への投資資金の流入をもたらす。マネー・マネージャーの建玉数（平均で約10～20万枚）で見ると、実質金利の1%ポイントの低下は投資資金による買い越し枚数を約2.3万枚増加させると推計される。一方、期待インフレ率の1%ポイントの上昇は買い越し枚数を約5.2万枚増加させる。これまでのところ、QE2はマネー・マネージャーの建玉数合わせて3.7万枚、額面32億ドル相当の買い越し増加に寄与しているものと推計される。

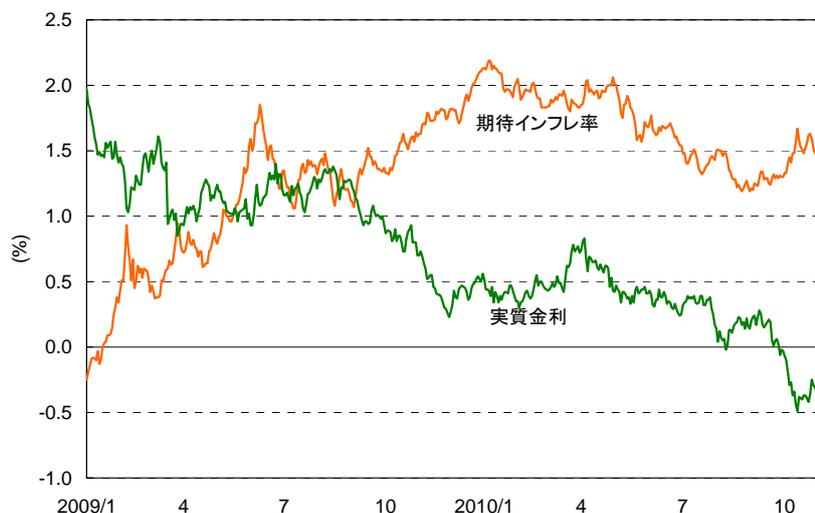
はじめに

11月2～3日の米国連邦公開市場委員会(Federal Open Market Committee, FOMC)で、量的緩和第2弾(Quantitative Easing, QE2)の実施が決定された。2011年6月までに6,000億ドルの米国債を購入することにより、市場に資金を潤沢に供給し、金利を低下させ、景気の刺激と広まるデフレ不安の阻止を目的としている。一方で、QE2により原油をはじめとするコモディティ市場に投資資金が流入し、商品価格が高騰するのではないかとの懸念も持ち上がっている。

直近の金融市場と原油市場

11月のFOMCでQE2実施が決定されることはほぼ確実であるとみなされていたことから、市場は予想される金融緩和の効果を先んじて織り込んでいた。実際、8月には1.5%程度であった米国債(5年物)の利回りは、9月下旬から低下傾向をたどり、10月中旬以降は1.1%程度にまで低下している。また、実質金利を表すとされる物価連動国債(同)の利回りは、10月以降はマイナスに転じている。一方で、大量の資金供給によるインフレ懸念が増してきている。期待インフレ率の代理変数として用いられるブレーク・イーブン・インフレ率は、夏場の1.2～1.3%から1.5%にまで上昇してきている。

図1 実質金利と期待インフレ率



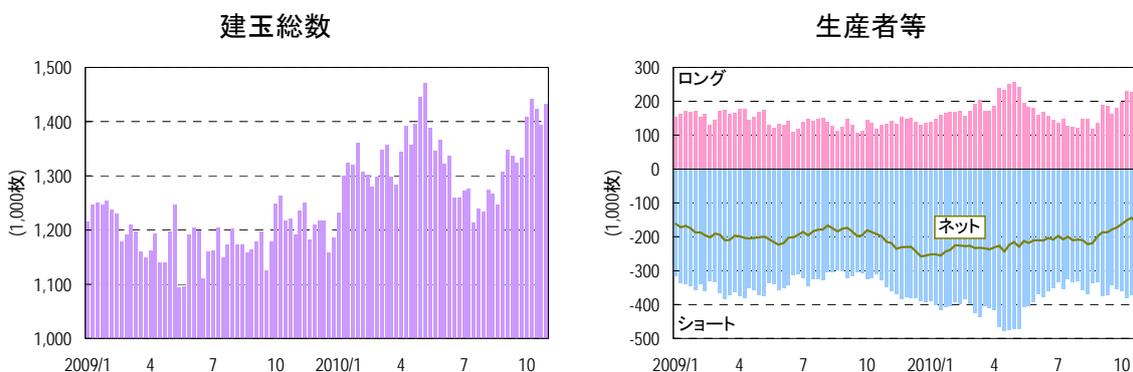
出所: 米国連邦準備制度理事会

注: 5年物国債と同物価連動国債の利回りから算出。

市場への大量の資金供給とそれに伴う金利の低下は、資金調達を容易にするとともに、国債や預金などの金融商品の魅力を低減させ、相対的にコモディティ投資への関心を高めることにつながる。同時に、期待インフレ率の上昇もまた、インフレに強いとされる実物資産の魅力を増す効果がある。そのため、QE2は二重の意味でコモディティ市場への投資資金流入を促進している。

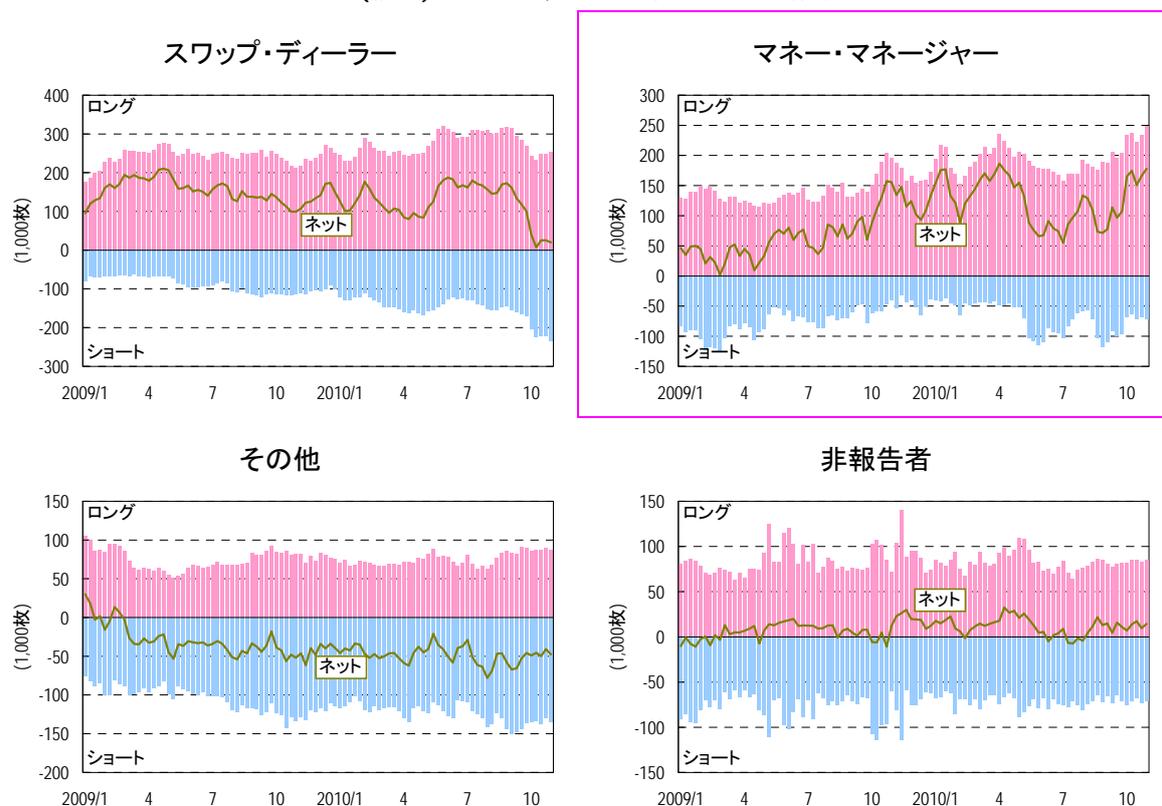
実際、原油市場¹の先物建玉総数は目下増加傾向にある。その中でも、ヘッジ・ファンドなどのマネー・マネージャーが、買い越し枚数を大きく増やしているのが目を引く。

図2 NYMEX, WTI先物の建玉の推移



¹ ニューヨーク・マーカンタイル取引所(NYMEX)のLight Sweet Crude Oil (いわゆるWTI)。以下、同じ。

図2(続き) NYMEX, WTI先物の建玉の推移



出所: Commodity Futures Trading Commission 「Commitments of Traders」

マネー・マネージャーは金融市場と原油市場との橋渡しにおいて、中心的な役割を担っていると考えられる。そこで、金融緩和による原油市場への投資資金流入の影響について、マネー・マネージャーに焦点を当てて評価を行う²。

原油市場への投資資金流入の定量分析

原油市場におけるマネー・マネージャーの買い越し枚数の動向を実質金利、及び期待インフレ率を説明変数として回帰分析を行った。推計には2009年1月6日～2010年11月2日の週次データを用いた。推計結果は以下の通りである(カッコ内は標準誤差である)。

$$\text{買い越し枚数} = 39223 - 23492 \times \text{実質金利} + 52142 \times \text{期待インフレ率}$$

(30401) (15899) (16240)

R²: 0.84

コクラン・オーカット法による($\rho = 0.76$)

すなわち、実質金利の1%ポイントの低下はマネー・マネージャーの買い越し枚数を約

² また、取引主体カテゴリ別に直近2年弱のネット・ポジションの変化を見ると、マネー・マネージャーの変動が最も活発であり、かつ、原油市場全体の動向を最もよく表しているように見受けられる。

2.3万枚増加させる。一方、期待インフレ率の1%ポイントの上昇は買い越し枚数を約5.2万枚増加させる。金利の変動よりも期待インフレ率の変動への感応度が高いという推計結果は、投資筋が原油市場をどのようにみなしているのかを如実に示している。

QE2とそれを見越した市場の反応により、11月中旬までに実質金利は0.7%ポイント程度低下、期待インフレ率は0.4%ポイント程度上昇している。このことから、QE2は合わせて3.7万枚、額面32億ドル相当の買い越し増加に寄与しているものと推計される。

おわりに

QE2は金利の低下と期待インフレ率の上昇という2つの経路を通じて、原油市場への投資資金の流入をもたらしている。QE2が原油価格への程度影響を及ぼすかは、その景気下支え効果やドル安への影響程度などにも依存するため、容易には推計できないが、少なくともQE2は原油価格上昇圧力をもたらす持続的な要因となろう。

お問い合わせ: report@tky.ieej.or.jp

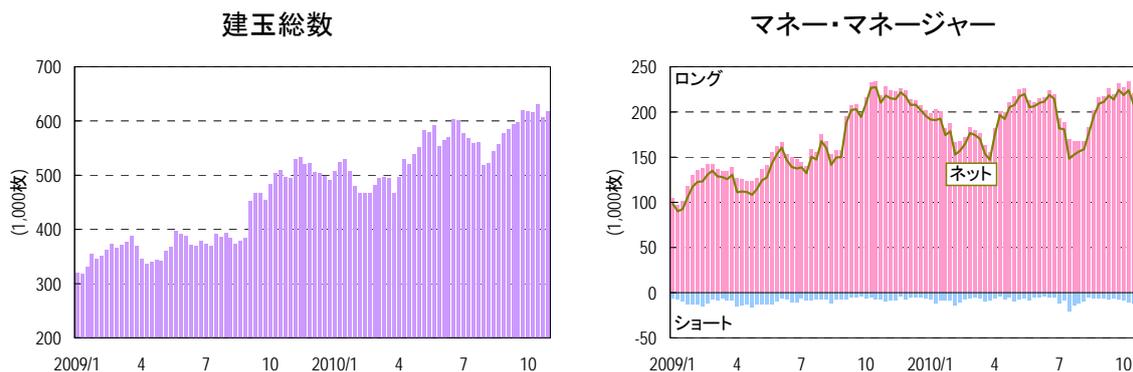
参考1 CFTC「Commitments of Traders」における取引主体分類

報告者 Reportable	生産者、流通業者、加工業者、実需要家 Producer/Merchant/Processor/User	(原油実物を取り扱う業者)
	スワップ・ディーラー Swap Dealers	(金融機関など)
	マネー・マネージャー Managed Money	(ヘッジ・ファンドなど)
	その他 Other Reportables	
非報告者 Nonreportable		(小口)

参考2 金市場への投資資金流入の定量分析

インフレ懸念を材料に、金への注目も増している。

図3 COMEX, 金先物の建玉の推移



出所: Commodity Futures Trading Commission 「Commitments of Traders」

そこで、原油と同様な方法で、金市場(COMEX)におけるマネー・マネージャーの買い越し枚数の動向の定量分析を行った。推計結果は以下の通りである。

$$\text{買い越し枚数} = 137986 - 10911 \times \text{実質金利} + 31760 \times \text{期待インフレ率}$$

$$(25146) \quad (12750) \quad (11923)$$

$$R^2: 0.92, \rho = 0.91$$

すなわち、実質金利の1%ポイントの低下はマネー・マネージャーの買い越し枚数を約1.1万枚³増加させ、期待インフレ率の1%ポイントの上昇は買い越し枚数を約3.2万枚増加させる。このことから、QE2は合わせて2万枚、額面28億ドル相当の買い越し増加に寄与しているものと推計される。

³ 1枚=100トロイオンス。