

原油レポート

< 原油相場のボトムのタイミング >

1. 原油市況 ~ 一時 50 ドル割れに下落

原油相場（WTI、期近物）は、11月中旬以降も下落基調で推移し、21日には一時1バレル = 48.25ドルまで下落した。その後はやや値を戻し、28日の終値は54.43ドルであった。

年末あるいは年初にかけて、経済指標の悪化や石油需要の鈍化がデータとして示されるとみられ、原油需給の緩和観測が続く可能性がある。しかし、価格下落が続いたことや景気見通しが不透明なことを背景として、石油製品や原油の買い控えが起こったため、経済実勢や潜在的な石油需要に比べて足元の需給の緩みや価格下落は大幅になっている可能性がある。各国の経済対策などにより、景気の先行き見通しの悪化に歯止めがかかりつつあるとみられ、さらに原油相場が下落する可能性は徐々に小さくなりつつあるように見受けられる。当面は世界景気が一段と悪化する中で50ドル前後での推移が続くだろうが、2009年にかけて新興国の需要の底堅さが明らかになるにつれて相場は戻す可能性がある。

2. トピック ~ 原油相場のボトムのタイミング

原油相場は下落基調が続いているが、一方で、原油先物の価格体系には期先高観測が生じてきている。もっとも、何をきっかけに相場が上昇に転じるかとなると答えは難しい。そうした中で、OPECの減産が相場を反転させるとの見方がある。

しかし、景気悪化が加速し、原油需要が大幅に下振れする局面では、市場の平均的な観測よりも、実際の需要の鈍化テンポの方が速いといったことがしばしば起こる。この需要の鈍化観測については、OPECが減産したところで歯止めをかけることはできないだろう。実際に原油相場が上昇に転じるのは、OPECの減産よりも、景気悪化に歯止めがかかり、石油需要が下げ止まってくることによる面が大きいだろう。

もっとも、石油需要の鈍化が先行きへの不安や景気への懸念により、潜在的な需要よりも下振れているのであれば、景気の先行きに対する悲観が和らぐことで相場水準が上昇する可能性にも注意を要するといえる。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

【お問合せ先】 芥田 (tomomichi.akuta@murc.jp)

次回公表日：2008年12月11日（木）頃

1. 原油市況：一時 50 ドル割れに下落

原油相場（WTI、期近物）は、11月中旬以降も下落基調で推移し、21日には一時1バレル＝48.25ドルまで下落した。その後はやや値を戻し、28日の終値は54.43ドルであった。

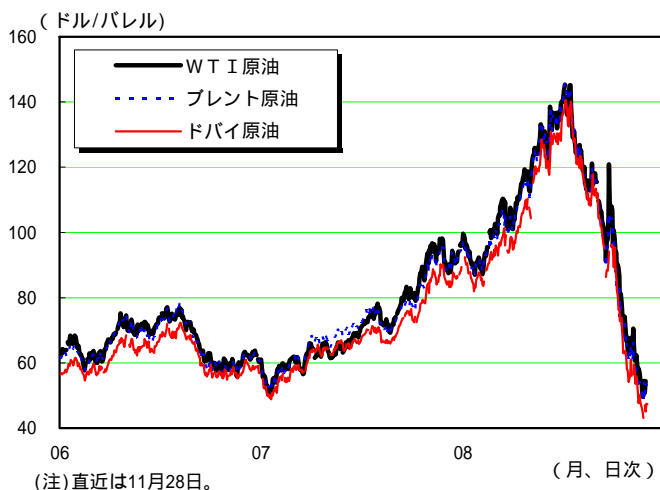
21日にかけて原油相場下落が続いた背景には、各種経済指標の悪化や米国金融情勢への不透明感により、景気情勢が一段と悪化し原油需給が緩和するとの観測が強まったことがある。26日に発表された米国週次石油統計では原油在庫が大幅に増加し原油需給の緩和を示唆する中、米国感謝祭（27日）の前後におけるガソリン需要の増加観測が出たものの、相場を押し上げる力は限定的であった。

一方で、26日には、米国当局が大手銀行や住宅金融会社に対する支援策を発表したことや、中国人民銀行が大幅利下げを行ったことを受けて需要の下振れ懸念が和らぎ、相場を押し上げる材料になった。

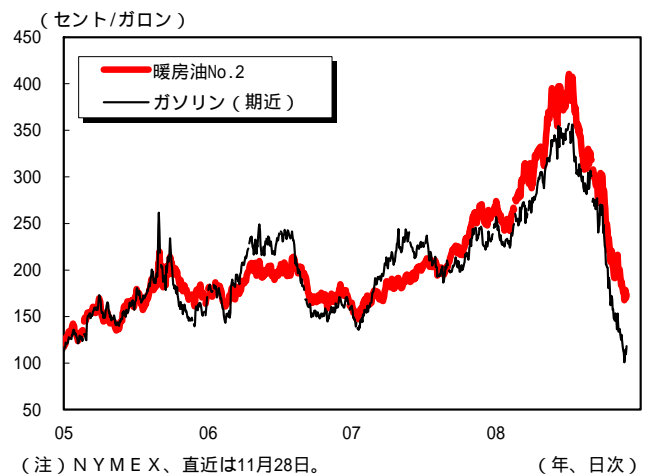
最近の原油の油種間スプレッド（価格差）をみると、米国・欧州・アジアともに需要鈍化観測が広がっており、WTI、ドバイ、ブレントの価格差は一進一退で推移している（図表3）。一方、原油相場の先物カーブをみると、数年先にかけて先高感があり、先行きは価格が持ち直すとの見方が多いと推察される。また、先物市場における投機筋のポジションをみると、足元では小幅な買い超に転じている。また、商業筋も含めた先物の建て玉をみると、2007年半ばにピークをつけ減少が続いていたが、足元では減少に歯止めがかかっている（図表7～8）。

年末あるいは年初にかけて、経済指標の悪化や石油需要の鈍化がデータとして示されるとみられ、原油需給の緩和観測が続く可能性がある。しかし、価格下落が続いたことや景気見通しが不透明なことを背景として、石油製品や原油の買い控えが起こったため、経済実勢や潜在的な石油需要に比べて足元の需給の緩みや価格下落は大幅になっている可能性がある。各国の経済対策などにより、景気の先行き見通しの悪化に歯止めがかかりつつあるとみられ、さらに原油相場が下落する可能性は徐々に小さくなっているように見受けられる。当面は世界景気が一段と悪化する中で50ドル前後での推移が続くだろうが、2009年にかけて新興国の需要の底堅さが明らかになるにつれて相場は戻す可能性がある。

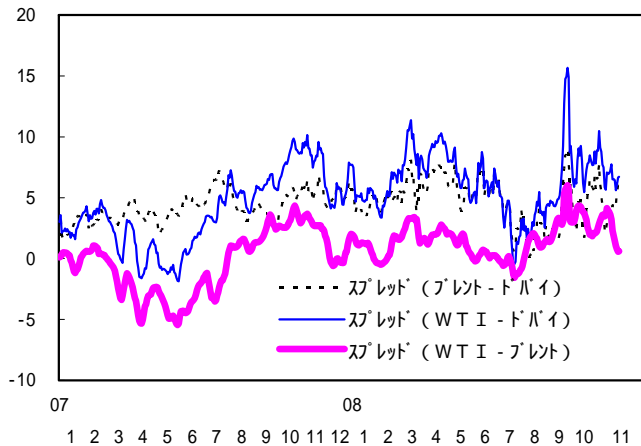
（図表1）原油市況の推移



（図表2）石油製品市況の推移

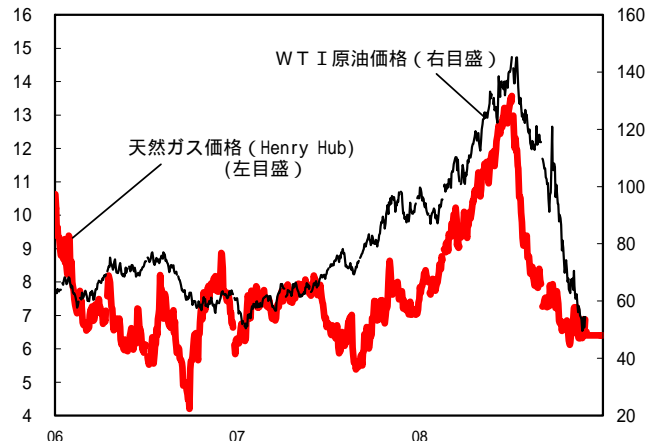


(図表3) 油種間スプレッドの推移
(ドル/バレル)



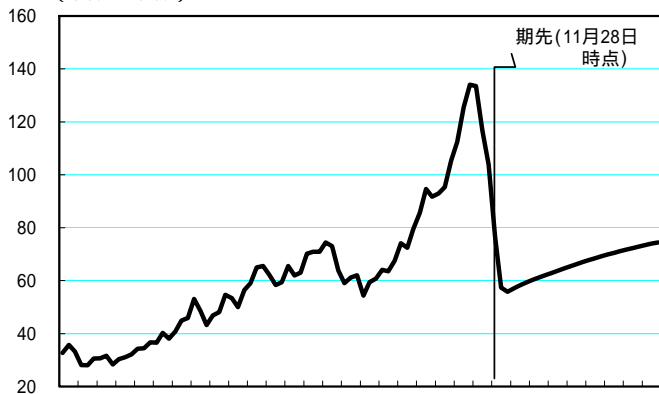
(注) 5日移動平均値。直近は11月28日。(年、日次)

(図表4) 米国天然ガス市況の推移
(ドル/百万Btu) (ドル/バレル)



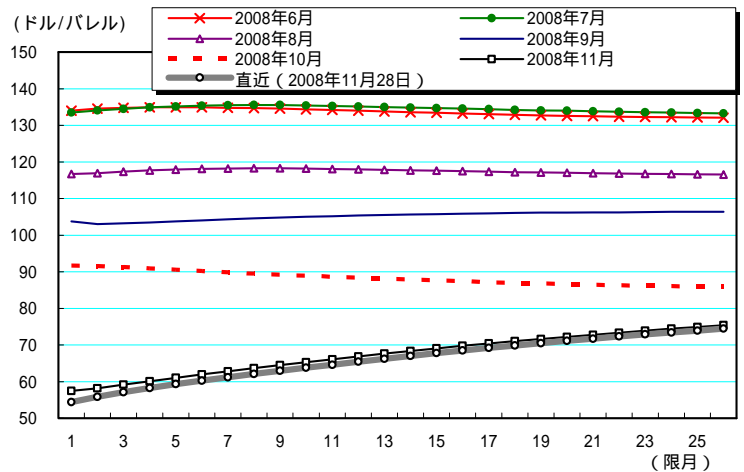
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略 (年、日次)
(注2) 直近は11月28日。

(図表5) 原油先物価格と先物カーブ
(ドル/バレル)



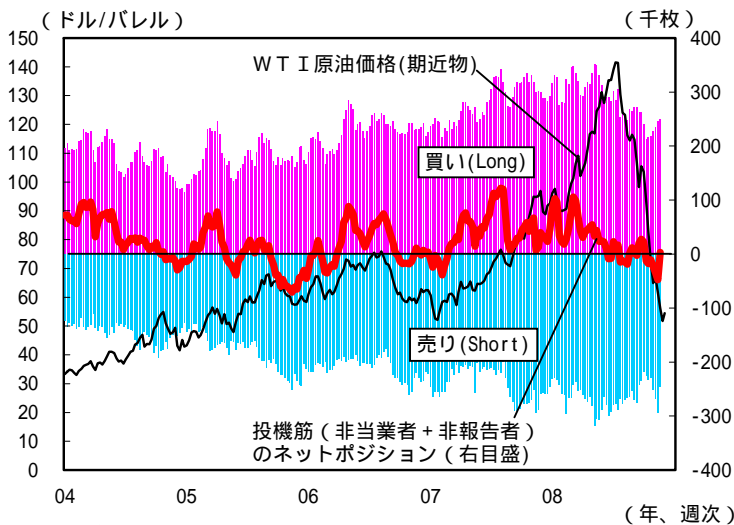
(注) 限月は26ヵ月先まで、2008年11月28日時点 (出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX) (年、月次)

(図表6) W T I 原油の先物カーブの変化



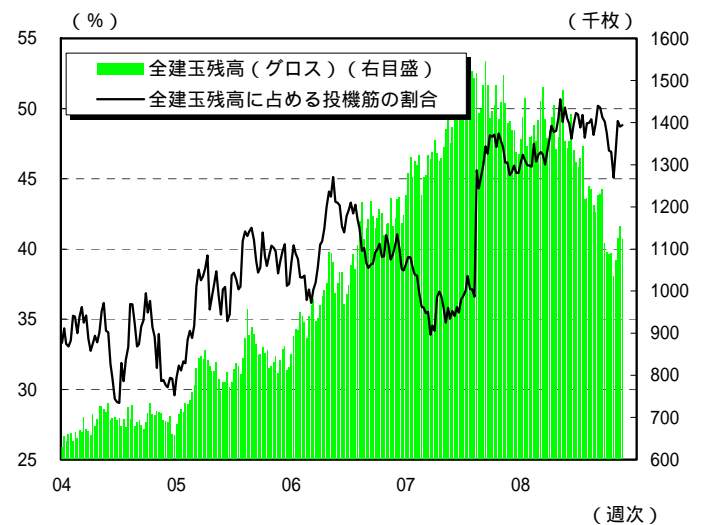
(注) 各時点における各限月(26ヵ月先まで)のWTI原油先物価格 (出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表7) 投機筋のポジション(原油)



(注1) ポジションの直近は11月18日時点、WTI原油は11月28日値
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザ以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で多くが投機を目的としていると推察される。
(出所) C F T C

(図表8) 原油先物の建て玉(NYMEX)



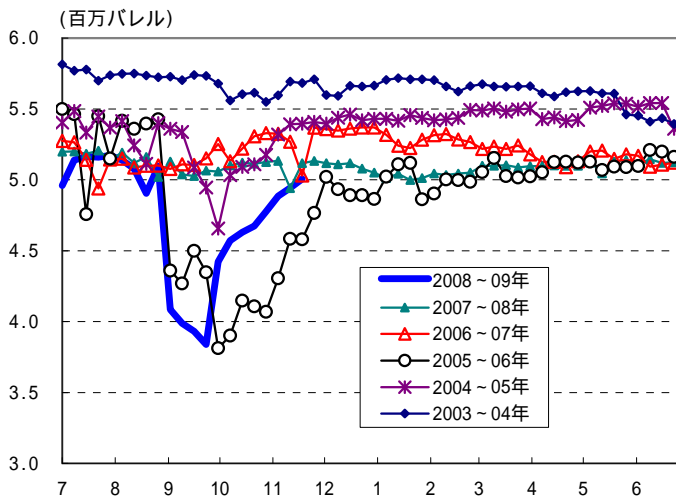
(注1) 1枚は1000バレル。直近は11月18日時点
(出所) 米国先物取引委員会(CFTC) (週次)

2. 品目別需給動向

(1) 米国原油需給；原油在庫が大幅増加

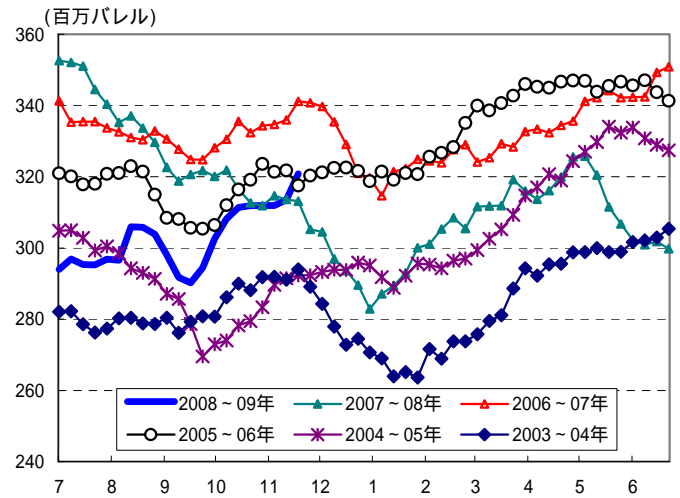
米国の油田からの生産は、ハリケーンの影響による障害から復旧してきている（図表9）。一方で、精製活動は低迷しているため、原油在庫は増加傾向にある。11月21日に終わる週の原油在庫は前週比728万バレル増加し、前年水準を上回ってきた（図表10）。11月に入り冬場の需要期を迎えつつあるが、景気減速などを背景に需要が下振れしており、原油在庫は前年水準を上回って推移するだろう。

(図表9) 米国の原油生産量



(注)直近値は11月21日
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(図表10) 米国の各年の原油在庫

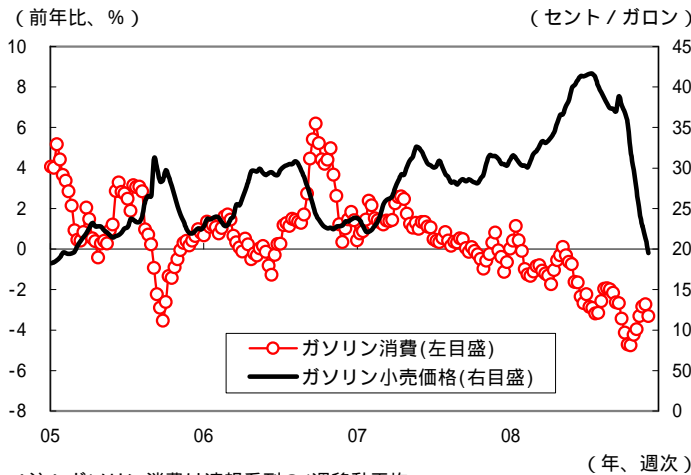


(注) S P R を除く原油在庫、直近値は11月21日
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(2) 米国石油製品；需要の低迷が続き、ガソリンは2ドル割れ

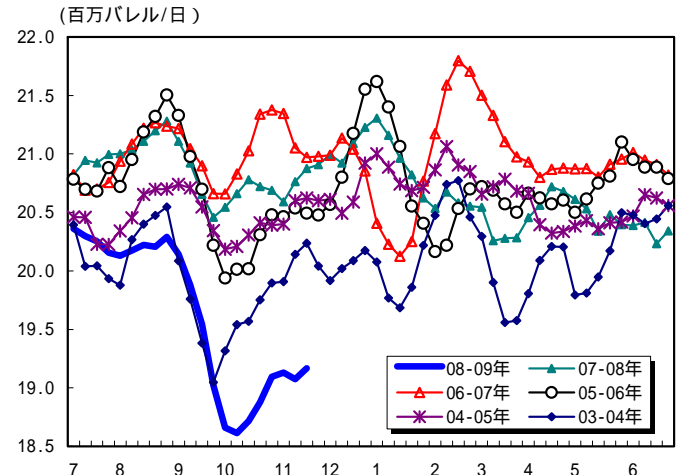
米国の石油製品需要は減少傾向で推移している。ガソリン小売価格（全米平均）は、11月第4週には1ガロン=1.95ドルと2ドルを下回ってきている（図表11）。一方で、ガソリン消費

(図表11) ガソリン消費と価格の推移



(注) ガソリン消費は速報系列の4週移動平均
(出所) E I A

(図表12) 石油製品消費量の推移



(注)速報系列の4週後方移動平均、直近値は11月21日
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

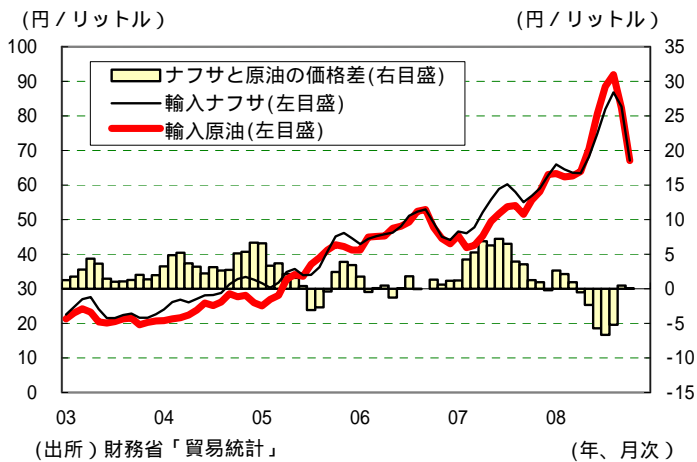
量は、引き続き前年水準を下回っている。重油や中間留分を含めた石油製品全体でも、消費量は近年の水準を大幅に下回って推移している（図表 12）。この時期に季節需要が増加する暖房油なども含めて、景気低迷への懸念や石油製品価格がさらに下落するとの観測が石油需要を抑制している。

（3）ナフサ；原油を下回る価格が続く

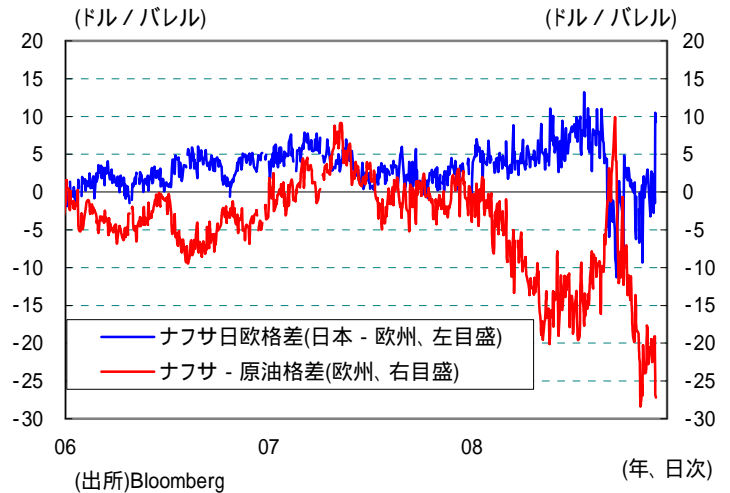
日本の 10 月の輸入ナフサ価格（通関）は、1 リットルあたり 67.1 円に下落した。一方、10 月の原油輸入価格も同 67.1 円まで下落したが、ナフサと原油の価格はほぼ同水準になっている。

その後の市況をみると、原油とナフサは連動して大幅に下落している（図表 13）。そうした中で、ナフサは、原油に比べて割安化してきており、ナフサ需給が大幅に緩和していることがうかがえる（図表 14）。

（図表 13）日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



（図表 14）ナフサの日欧格差とナフサ・原油価格差



3. O P E C の生産動向等

O P E C は 11 月 29 日の特別総会において減産の決定を見送った。10 月 24 日の前回総会で日量 150 万バレルの大幅減産を決定したが、その後も原油相場の下落が続いたため、今回の特別総会が開催された。総会を前に、イランやベネズエラは大幅な追加減産を決定すべきと主張していた。しかし、ヘリル O P E C 議長は、足元の需給状況が判明するには時間を要するため、今回の総会は 12 月 17 日に予定される次回総会に向けた準備的なものとの見解を示していた。

イランやベネズエラでは、財政支出が増加を続ける一方で、財政収入の多くを原油収入に依存しており、大幅減産を強く求める背景になっている。I E A (国際エネルギー機関) のレポート (Monthly Oil Market Report、2008 年 11 月号) が紹介している分析例では、財政収支の均衡を保つためには 80 ドル台半ば以上の原油価格が必要であるとされている。一方で、大規模な埋蔵量をもつサウジアラビアなどを中心に、消費国との良好な関係を保ち、過度な原油高により代替エネルギーへのシフトが起こるリスクを回避したいとの思惑もあると考えられる。

O P E C 内には、「生産枠を上回る生産を行っている国がある」としてサウジアラビアなどを批判する声が出ている一方、カタールやイランからは、ロシア、ノルウェー、メキシコなど非 O P E C 産油国にも減産への協力を求める声が出ている。ちなみに、カタールやイランは、ロシアなどととも、天然ガス輸出国の機構 (天然ガス版の O P E C) を創設する動きがあり、12 月 23 日に新機構創設に向けた会合が予定されている。

12 月 17 日の次回 O P E C 総会では、需要の鈍化に見合った減産が決定される可能性が高く、非 O P E C 産油国との連携も模索されるだろう。

(図表 15) O P E C の生産動向

国名	生産量 (10月)	生産量 (9月)	超過量 (10月)	生産枠 (08年11月~)	減産幅	生産枠 (07年11月~)	産油能力	稼働率	生産余力 (9月)
アルジェリア	140.0	140.0	4.3	128.6	7.1	135.7	145.0	96.6%	5.0
アンゴラ	187.5	180.0	-10.0	180.1	9.9	190.0	193.0	93.3%	13.0
エクアドル	50.0	50.0	-2.0	49.3	2.7	52.0	50.0	100.0%	0.0
インドネシア	85.0	86.5	0.0	-	4.5	86.5	90.0	96.1%	3.5
イラン	390.0	395.0	13.3	361.8	19.9	381.7	410.0	96.3%	15.0
イラク	223.5	216.5	-	-	-	-	250.0	86.6%	33.5
クウェート	260.0	258.0	4.9	239.9	13.2	253.1	265.0	97.4%	7.0
リビア	175.0	172.0	0.8	162.3	8.9	171.2	175.0	98.3%	3.0
ナイジェリア	192.0	194.0	-22.3	205.0	11.3	216.3	220.0	88.2%	26.0
カタール	87.0	87.0	1.2	78.5	4.3	82.8	90.0	96.7%	3.0
サウジアラビア	935.0	945.0	50.7	847.7	46.6	894.3	1,080.0	87.5%	135.0
U A E	258.0	265.0	8.3	243.3	13.4	256.7	280.0	94.6%	15.0
ベネズエラ	235.0	236.0	-11.0	234.1	12.9	247.0	250.0	94.4%	14.0
O P E C 13カ国	3,218.0	3,225.0	-	-	-	-	3,498.0	92.2%	273.0
O P E C 12カ国	2,994.5	3,008.5	41.2	-	-	2,967.3	3,248.0	92.6%	239.5
O P E C 11カ国	2,909.5	2,922.0	41.2	2,730.8	-	2,880.8	3,158.0	92.5%	236.0

(注1) 超過量 (10月) = 生産量 (10月) - 生産枠 (07年11月~)。

(注2) 国別生産枠は一時的に OPEC 事務局が公表していたもの (その後、撤回された) 等による。

(注3) 産油能力は、30日以内に生産可能で、かつ90日以上持続可能であることが条件。

(注4) サウジアラビアとクウェートの生産量には中立地帯の生産量が1/2ずつ含まれる。

(注5) 稼働率 (%) = 生産量 (9月) / 産油能力 * 100。生産余力 = 産油能力 - 生産量 (9月)

(注6) O P E C 12カ国はイラクを除く。O P E C 11カ国はさらにインドネシアを除く

(資料) Bloomberg

4. トピック；原油相場のボトムのタイミング

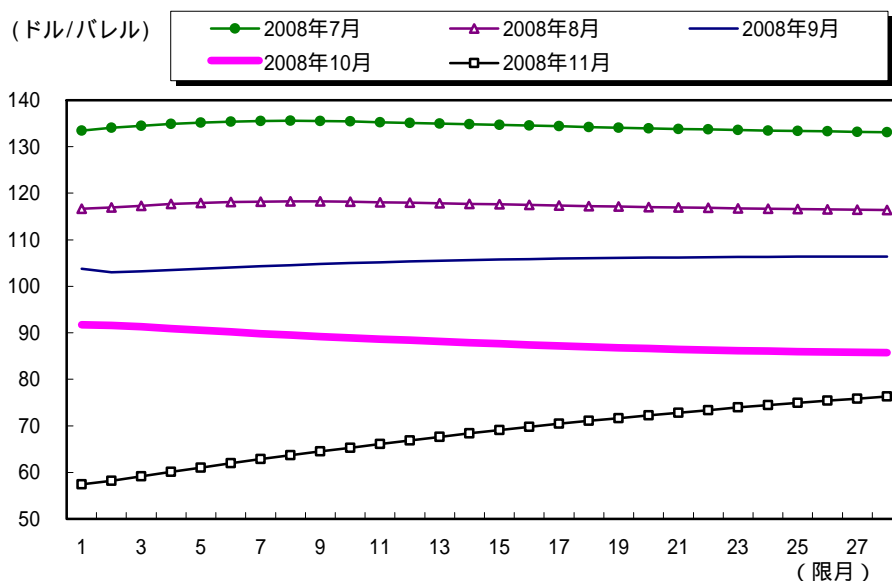
原油相場は下落基調が続いているが、一方で、原油先物の価格体系には先高観測が生じてきている。早晚、原油相場は上昇に転じていくのだろうか。

(1) 原油先物市場における先高観測

最近の原油相場をみると、期近物の価格下落が大幅になっているのに対して、期先物の価格下落は小幅にとどまっている(図表16)。

この背景には、価格下落が継続するとの観測や、製品需要の先行きが不透明なことなどにより、足元の原油需要が経済実勢などに見合った潜在的な需要よりも、大きく下振れしているとの見方や、現行の相場水準では高コスト案件の開発が進まずに将来的に供給不足が起こることへの懸念があると考えられる。いずれにせよ価格は先行き現在よりも上昇している可能性の方が大きいとの見方が増えているといえる。

(図表16) 2008年夏場以降の原油先物価格の推移(各月中平均)



(注) 各時点における各限月(26ヵ月先まで)のWTI原油先物価格(出所)ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(2) OPECの減産が相場反転のきっかけになるのか？

もっとも、足元の相場下落が行過ぎている可能性があるとしても、何をきっかけに相場が上昇に転じるかとなると答えは難しい。そうした中で、OPECの減産が相場を反転させるとの見方がある。OPECは10月の総会で生産枠の大幅引き下げを決定し、12月の総会でも大幅な追加減産を行うとの観測が強まっている。

しかし一方で、原油相場の下落局面では、OPECの生産調整によって、価格を下支えするのは難しいとの見方もある。すなわち、原油需給に関するデータを把握したり、生産調整を

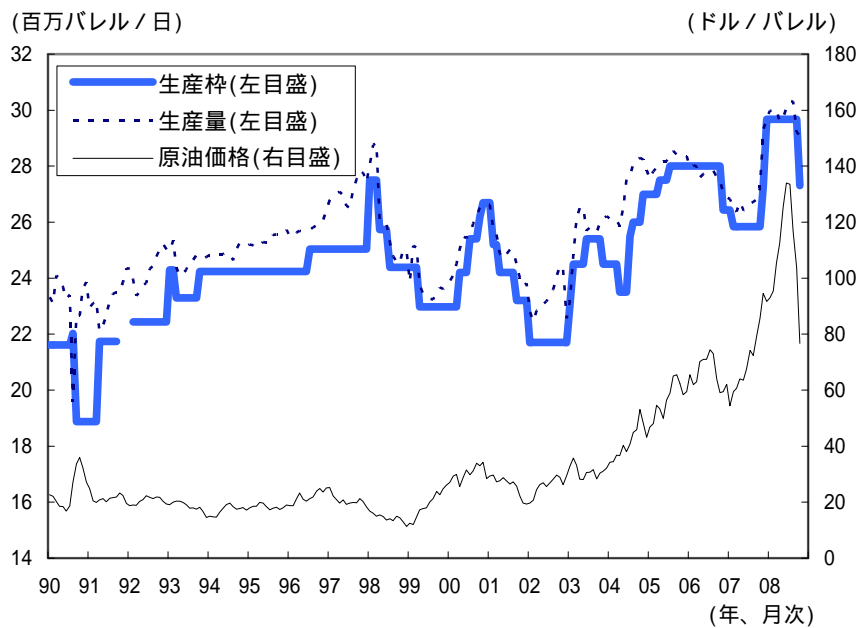
行うのに時間がかかる、原油価格下落局面では、OPECの協調体制が維持されにくい、といった点である。

このうちについては、過去の需給緩和局面に比べてOPECの余剰生産力が小さく、特にサウジアラビア以外の国では生産能力にかなり近い水準の生産を行っているため、生産枠を上回って増産を図るインセンティブが小さいと指摘される。それよりも、減産で協調して価格の下落を防止した方が良いとの判断になりやすいというわけである。

しかし、については、景気悪化が加速し、原油需要が大幅に下振れする局面では、市場の平均的な観測よりも、実際の需要の鈍化テンポの方が速いといったことがしばしば起こる。この場合には、原油在庫の水準などの足元の需給というよりも将来的に需要が大幅に減少することへの警戒感が強く現れていると考えられる。この需要の鈍化観測については、OPECが減産したところで歯止めをかけることはできないだろう。

過去の例では、OPECの減産が数回にわたり、累計でかなりの減産幅にならないと相場が下げ止まっていけないのがわかる（図表 17）。

（図表 17）OPECの生産動向と原油相場

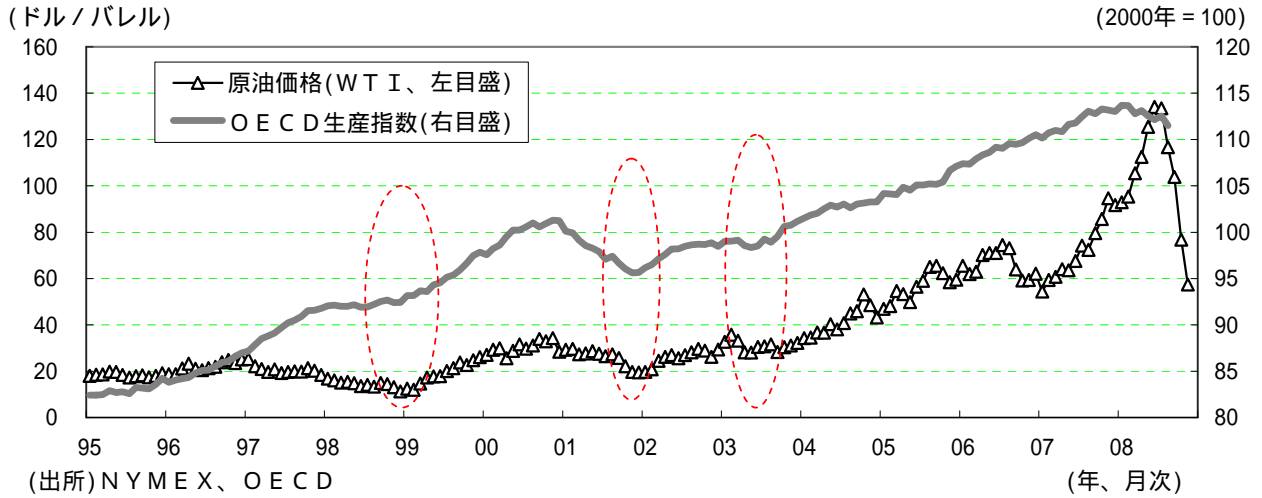


(注)1991年10月～92年1月の生産枠はない
(出所)Bloomberg

（ 3 ） 需要見通しが重要

実際に原油相場が上昇に転じるのは、OPECの減産幅が累計して大きくなった結果というよりも、景気悪化に歯止めがかかり、石油需要の下げ止まってくることによる面が大きいだろう。2001年にかけての景気後退局面でも、原油相場のボトム時期と、先進国の景気動向を表わすOECD生産指数のボトムの時期は同じ頃であった（図表 18）。

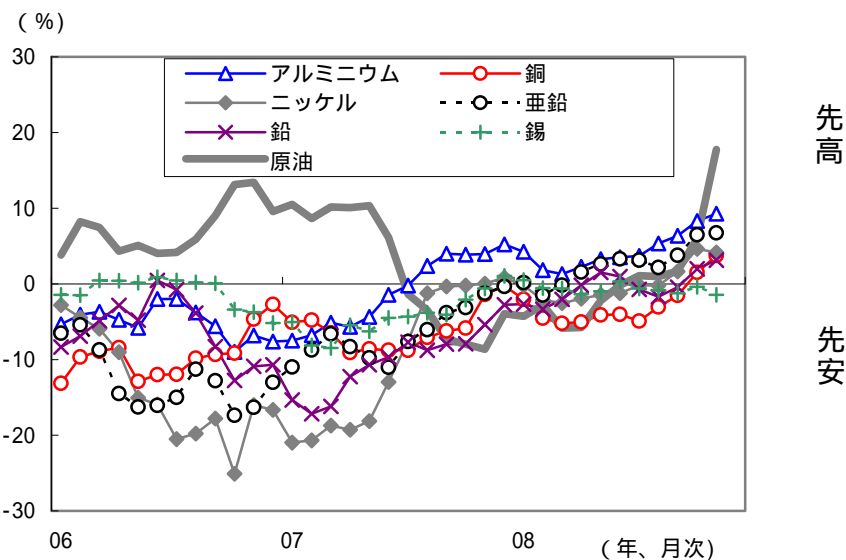
(図表 18) O E C D 生産指数と原油相場



もっとも、石油需要の鈍化が先行きへの不安や景気への懸念により、潜在的な需要よりも下振れているのであれば、景気の先行きに対する悲観が和らぐことで相場水準が上昇する可能性にも注意を要するといえる。

ちなみに、先物市場における先高感は、原油だけでなく金属でもみられる。今後、1年先をみると、現在よりも需給が引き締まり、価格は上昇しているとの観測が多くの資源分野で見られている。図表 19 をみると、2008 年 11 月の平均値として、原油の期近物よりも、その 1 年先の先物は 1 割以上も高い価格がつくようになっており、アルミニウム、亜鉛、銅、鉛、ニッケルでも数%の先高観測がある。

(図表 19) 原油と金属の先物市場における先高観測 (期近物とその 1 年先物との比較)



当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性を保証するものではありません。また執筆者の見解に基づき作成されたものであり、弊社の統一的な見解ではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。当資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。全文または一部を転載する際は出所を明記して下さい。