

原油レポート

< 金融危機と原油相場 >

1. 原油市況 ~ 40 ドルに下落後持ち直し

原油相場（WTI、期近物）は下落基調で推移し、5日には一時1バレル = 40.5ドルまで下落した。その後は持ち直し11日の終値は47.98ドルであった。

原油価格の低迷が油田開発を停滞させることが懸念されており、足元の原油価格は中長期的に需給を安定させる水準を下回ってきているとの見方が増えてきている。相場の先安感や景気見通しの不透明さを背景に、石油製品や原油の買い控えが起こり、経済実勢や潜在的な石油需要に比べ足元の需給の緩みや価格下落が大幅になっている可能性もある。もっとも、しばらくは実体経済の悪化を背景にした原油需給の緩和観測がなお強まる可能性がある。米国をはじめ各国政府の経済対策への期待が高まっているものの、景気指標の悪化などを受けて再び下値を模索する可能性がある。

2. トピック ~ 金融危機と原油相場

I E A（国際エネルギー機関）は11日、2008、09年の世界の原油需要見通しを大幅に下方修正した。世界経済の成長率見通しが引き下げられたことによる。もっとも、世界的な景気悪化は日を追うごとに深刻化しており、中国をはじめ新興国の経済成長も減速の動きが顕著となってきた。

原油の需給見通しとその前提となる世界経済見通しは、今後の欧米の不良債権問題の進展度合いによってシナリオが全く異なってくることになる。抜本的な対応策がとられる場合には、2009年後半から緩やかな景気回復に転じる可能性も考えられるが、不良債権問題が短期間のうちに好転する可能性は低いであろう。世界的な景気悪化により、輸出拡大による成長を続けてきた中国についても、調整の動きがますます強まる公算である。

原油価格の低迷が油田開発を停滞させることが懸念されており、足元の原油価格は中長期的に需給を安定させる水準を下回ってきているとの見方が増えてきているが、今しばらく、実体経済の悪さを背景にした原油需給緩和観測が原油相場を下振れさせる可能性がある。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

【お問合せ先】 細尾（hosoo@murc.jp）

次回公表日：2008年12月24日（木）頃

1. 原油市況：40ドルに下落後持ち直し

原油相場（WTI、期近物）は下落基調で推移し、5日には一時1バレル＝40.5ドルまで下落した。その後は持ち直し11日の終値は47.98ドルであった。

5日にかけて原油相場の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。米国では雇用統計やISMなど代表的な景気指標が市場の予想以上に悪化したことに加えて、中国やロシアなど新興国でも景気の落ち込みを示す指標が相次いだ。10日に発表された米国週次石油統計では原油在庫は前週比＋40万バレルと小幅な増加にとどまり、市場では材料視されなかった。

一方で、6日にオバマ米次期大統領が大型景気対策を実施する方針を表明したことを受けて、株式市場などが好転すると原油相場も持ち直しに転じた。OPECが17日に予定されている次回総会で大幅減産に踏み切るとの観測も相場を押し上げた。

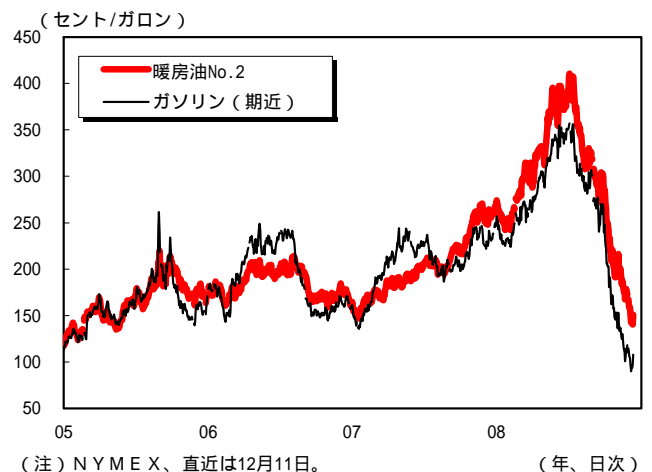
最近の原油の油種間スプレッド（価格差）をみると、米国・欧州・アジアともに需要鈍化観測が広がっており、WTI、ドバイ、ブレントの価格差は一進一退で推移している（図表3）。一方、原油相場の先物カーブをみると、数年先にかけて先高感があり、先行き相場が持ち直すとの見方が多いとみられる。また、先物市場における投機筋のポジションをみると、足元では売りと買いがほぼ保合う状態となっている。商業筋も含めた先物の建て玉をみると、2007年半ばにピークをつけ減少が続いていたが、足元では減少に歯止めがかかっている（図表7～8）。

原油価格の低迷が油田開発を停滞させることが懸念されており、足元の原油価格は中長期的に需給を安定させる水準を下回ってきているとの見方が増えてきている。相場の先安観や景気見通しの不透明さを背景に、石油製品や原油の買い控えが起こり、経済実勢や潜在的な石油需要に比べ足元の需給の緩みや価格下落が大幅になっている可能性もある。もっとも、しばらくは实体经济の悪化を背景にした原油需給の緩和観測がなお強まる可能性がある。米国をはじめ各国政府の経済対策への期待が高まっているものの、景気指標の悪化などを受けて再び下値を模索する可能性がある。

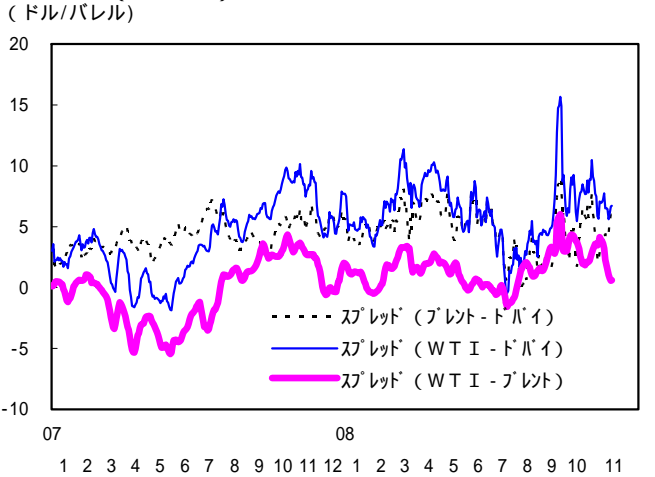
（図表1）原油市況の推移



（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



(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



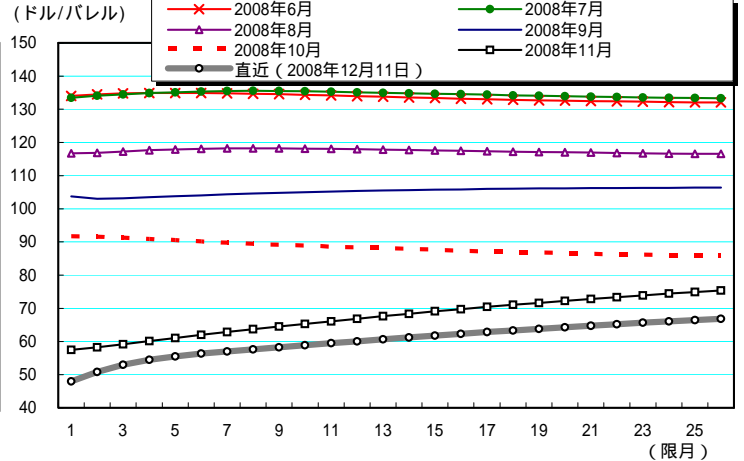
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略 (年、日次)
(注2) 直近は12月11日。

(図表5) 原油先物価格と先物カーブ



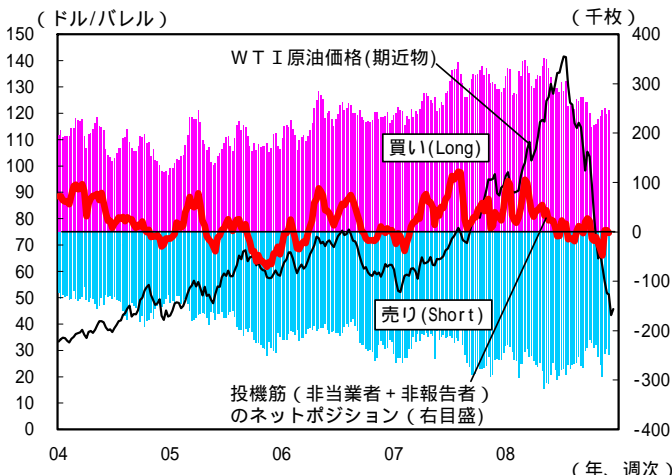
(注) 限月は26ヵ月先まで、2008年12月11日時点 (出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX) (年、月次)

(図表6) WTI原油の先物カーブの変化



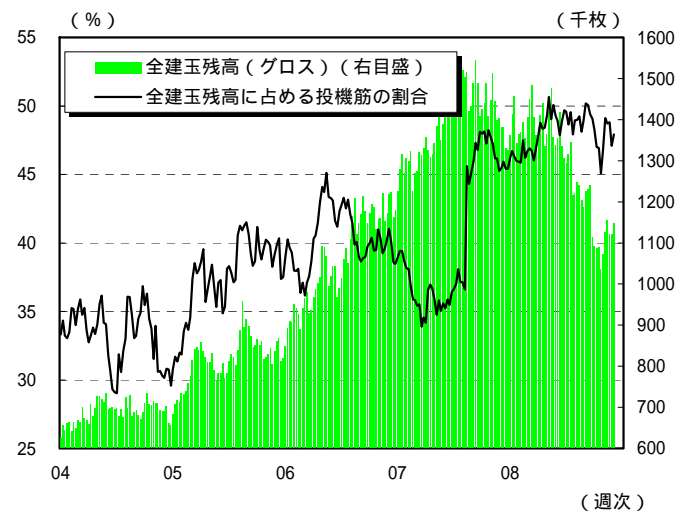
(注) 各時点における各限月 (26ヵ月先まで) のWTI原油先物価格 (出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(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12月2日時点、WTI原油は12月10~11日平均値
(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) CFTC (年、週次)

(図表8) 原油先物の建て玉 (NYMEX)



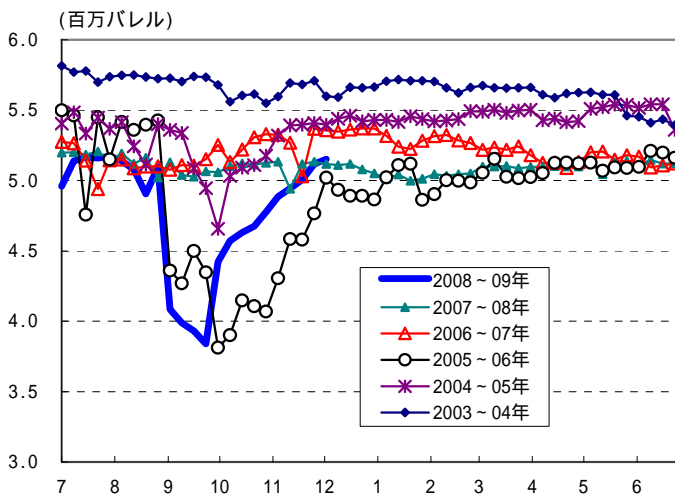
(注1) 1枚は1000バレル。直近は12月2日時点
(出所) 米国先物取引委員会 (CFTC) (週次)

2. 品目別需給動向

(1) 米国原油需給；原油在庫は横ばい

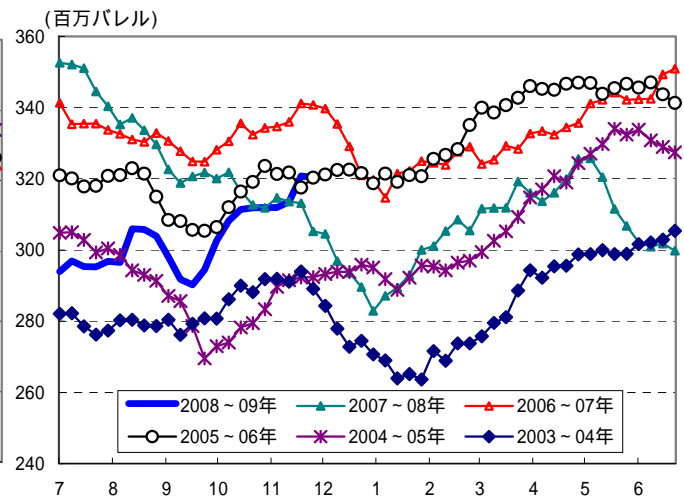
米国の油田からの生産は、ハリケーンの影響による障害から復旧してきている（図表9）。一方で、精製活動は低迷しているため、原油在庫はこれまで増加傾向が続いてきた。12月5日に終わる週の原油在庫は前週比40万バレル増とほぼ横ばいとどまったものの、冬場の暖房需要が本格化する時期になっても在庫が減らず需要の弱さが反映されている。景気減速を背景に需要は下振れしており、原油在庫は今後も前年水準を上回って推移するとみられる（図表10）。

(図表9) 米国の原油生産量



(注)直近値は12月5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

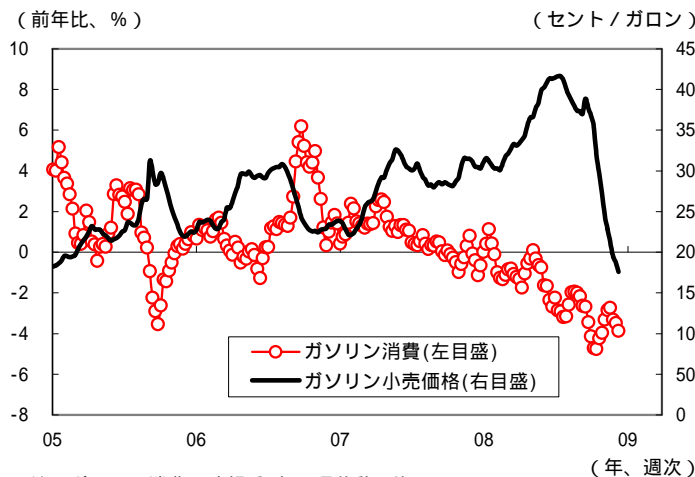


(月、週次)(注)SPRを除く原油在庫、直近値は12月5日
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(2) 米国石油製品；需要の低迷が続き、ガソリンは1ドル台が定着

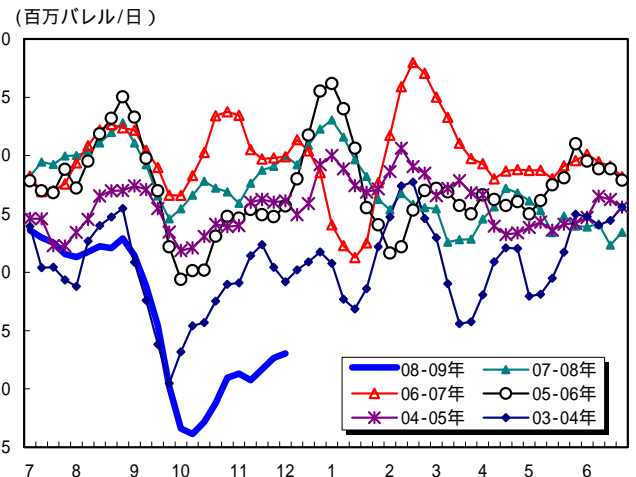
米国の石油製品需要は減少傾向で推移している。ガソリン小売価格（全米平均）は、12月第1週には1ガロン=1.75ドルと2004年3月以来、およそ4年半ぶりの水準まで下落した（図表11）。

(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)EIA

(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12月5日
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

11) ガソリン価格の下落は12週連続で、11月下旬以降は3週連続で1ドル台で推移している。

一方で、ガソリン消費量は、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。

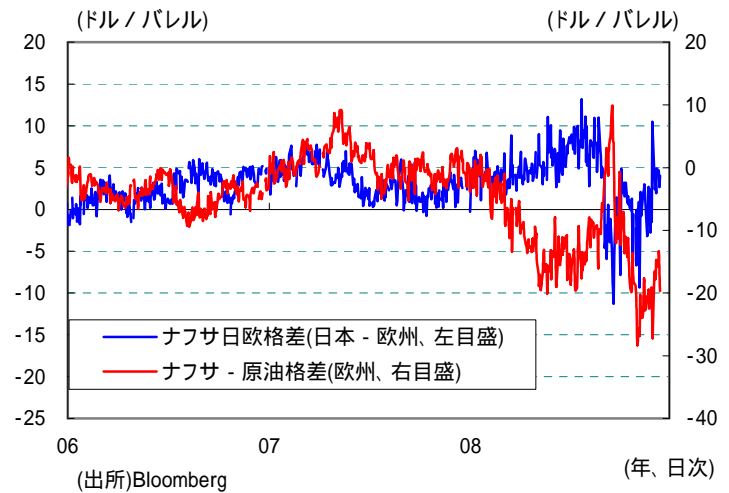
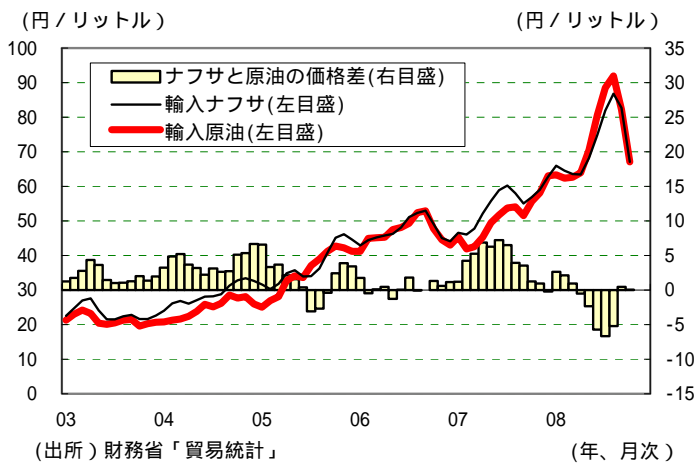
(3) ナフサ；原油とほぼ同水準だが割安感が残る

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、ナフサの価格が原油に比べて割安な状態も続いている。一時に比べ、ナフサの原油に対する割安度合いは、縮小してきているものの、製油所の減産の動きがなかなか需給の改善につながらない様子が伺える(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. OPECの生産動向等

11月のOPEC13ヶ国の原油生産（日量）は、前月比 - 66.5万バレルと4ヶ月連続で減少した（図表16、Bloombergによる推計値、以下同）。生産枠が適用される11カ国では同 - 72.5万バレルであった。10月のウィーン臨時総会で決定した150万バレルの減産目標は11月1日から適用されたが、実際の減産実施率は半分程度にとどまっている。

OPECは11月29日のカイロ特別総会での減産決定を見送り、12月17日に予定されるアルジェリアでの臨時総会に決定を持ち越した。市場では特別総会で減産が決定されるとの期待もあったことから、総会後の原油相場は下落テンポが加速した。そうした中、イラン、ベネズエラなどは、次回総会で200万バレルの大幅減産を求めている。また、ベネズエラのチャベス大統領は、80ドルから100ドルが適正な相場水準としたうえで、目標価格帯の設定を主張している。

一方、生産枠を大幅に上回る生産を続けるサウジアラビアは、欧米向けの大口需要家に対し、1月積み出し分からの出荷量の減少を通告したと報道され、同国が大幅減産に合意することを示唆した動きと受け止められている。

なお、ヘリル議長は、次回総会にロシア、ノルウェー、メキシコなどの非OPEC産油国をオブザーバーとして招待する意向を示した。このうちロシアは参加を表明し、OPECとの協調減産に踏み切るとの観測が高まっている。

（図表15）OPECの生産動向

国名	生産量 (11月)	生産量 (10月)	超過量 (11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 (11月)
アルジェリア	137.0	138.0	8.4	128.6	7.1	135.7	145.0	94.5%	8.0
アンゴラ	185.0	187.5	4.9	180.1	9.9	190.0	200.0	92.5%	15.0
エクアドル	50.0	50.0	0.7	49.3	2.7	52.0	50.0	100.0%	0.0
インドネシア	85.0	85.0	-	-	4.5	86.5	90.0	94.4%	5.0
イラン	382.0	390.0	20.2	361.8	19.9	381.7	410.0	93.2%	28.0
イラク	232.0	226.0	-	-	-	-	250.0	92.8%	18.0
クウェート	255.0	260.0	15.1	239.9	13.2	253.1	265.0	96.2%	10.0
リビア	171.0	172.0	8.7	162.3	8.9	171.2	180.0	95.0%	9.0
ナイジェリア	188.0	192.0	-17.0	205.0	11.3	216.3	250.0	75.2%	62.0
カタール	83.0	85.0	4.5	78.5	4.3	82.8	90.0	92.2%	7.0
サウジアラビア	905.0	935.0	57.3	847.7	46.6	894.3	1,080.0	83.8%	175.0
UAE	235.0	252.0	-8.3	243.3	13.4	256.7	280.0	83.9%	45.0
ベネズエラ	233.0	235.0	-1.1	234.1	12.9	247.0	250.0	93.2%	17.0
OPEC13カ国	3,141.0	3,207.5	-	-	-	-	3,540.0	88.7%	399.0
OPEC11カ国	2,824.0	2,896.5	93.2	2,730.8	-	2,880.8	3,200.0	88.3%	376.0

（注1）超過量（11月）＝生産量（11月）－生産枠（08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）OPEC12カ国はイラクを除く。OPEC11カ国はさらにインドネシアを除く

（資料）Bloomberg

4. トピック；金融危機と原油相場

原油相場は1バレル50ドルを割り込んでさらに下落する動きをみせる一方で、OPECの減産観測を契機に持ち直す兆しもみられる。原油相場を取り巻く環境を金融危機と世界経済の現状を踏まえて整理する。

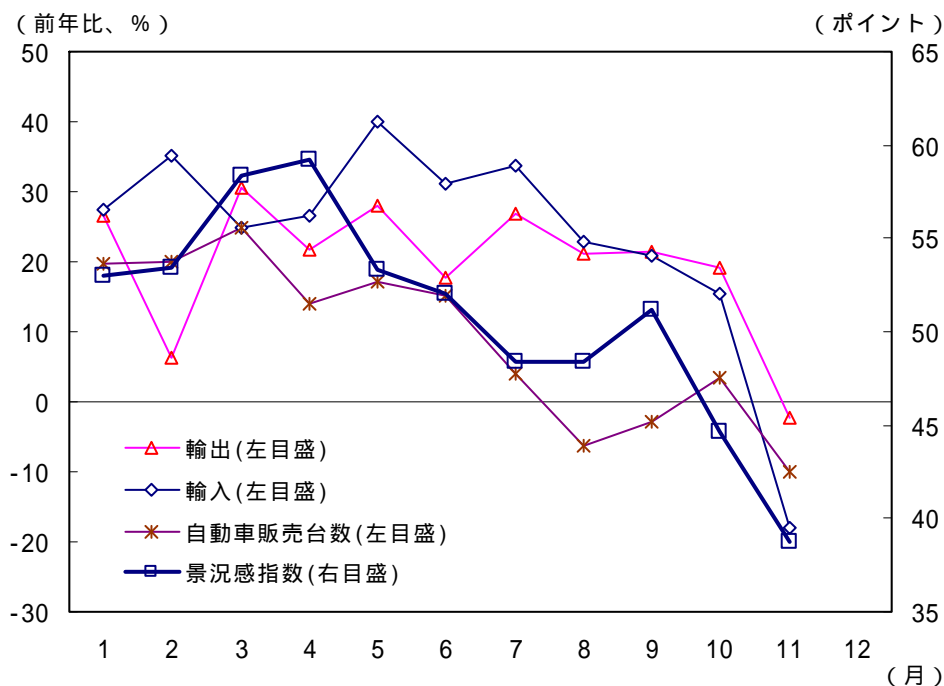
(1) 中国にも波及した世界経済の悪化

IEA(国際エネルギー機関)は11日、原油市場月報で2008年の世界の原油需要見通しを、前月11月の見通しから下方修正し、1982年以来26年ぶりに前年割れとなる予測を公表した。2009年についても、年後半からの緩やかな景気回復を想定することにより、原油需要は小幅増加に転じるとしているものの、11月見通しと比べ下方修正されている。

注意すべきは、今回の原油需要見通しの引き下げは、11月6日にIMF(国際通貨基金)が世界経済見通しを下方修正したことを踏まえてのものであり、実際の世界経済は、その後も日を追うごとに想定以上のテンポで悪化の一途をたどっていることである。足元の経済の急速な落ち込みを織り込めば、2008、2009年の原油需要見通しはさらに引き下げられることになる。

特に深刻なのは、先進国での景気悪化が中国をはじめ新興国にも波及し始めている点である。中国では11月の輸出が6年ぶりの前年割れとなった。15%増という市場予想を大幅に下回る衝撃的な落ち込みであった。また、輸入は1992年の統計開始以来最大の落ち込みを示した。原油価格下落の影響があったとはいえ、中国景気の低迷が深刻になってきたあらわれである。また、企業の景況感や自動車販売台数も大きく悪化している。世界経済の最後のよりどころであった中国経済についても、もはや需要を下支えする余裕がなくなってきたのが現状といえる。

(図表16) 急速に悪化する中国の経済指標



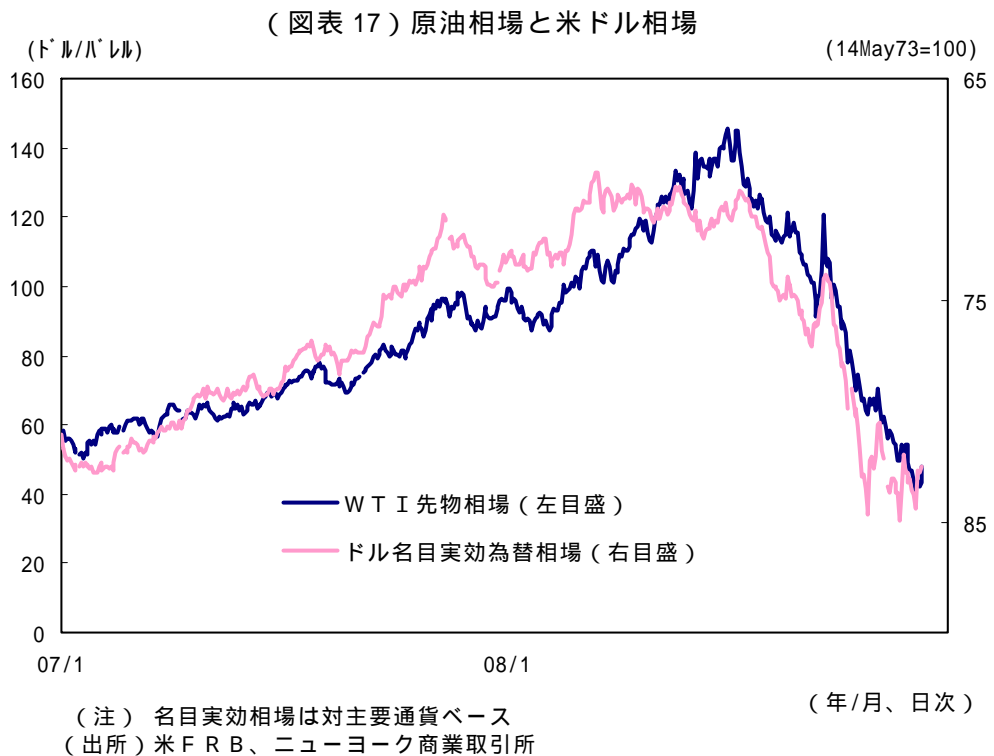
(出所) 中国海関総署、中国自動車工業協会、中国物流購買連合会

(2) 金融危機の影響が相場を下押し

需要予測の大幅な下方修正以上に、原油相場に影響を与えているのが金融危機である。米ドル相場は、金融危機を色濃く反映して変動しており、金融の代理変数ととらえることもできる。その米ドル相場と原油相場との相関性は、秋以降の相場急落局面でも生きている(図表 17)。米ドル相場と原油相場が相関する要因は、ドル建て価格で取引される原油価格の米ドル以外の通貨からみた割高・割安感など、様々な要因が考えられる。

今後の為替相場については、ユーロ金利の先安感からドルの底堅い推移が見込まれる。もっとも、金融市場が落ち着きを取り戻す局面では、ユーロが持ち直し米ドル相場がいったん弱含む動きが繰り返されている。オバマ次期政権の経済対策への期待を背景に、金融市場は小康状態を取り戻しつつあり、目先はドル高傾向が一服する可能性がある。その場合には、原油相場についても、OPECの大幅減産を契機に、戻りを試す展開がしばらく続くことが予想される。

もっとも、ユーロ相場や新興国通貨の下落傾向が続く間は、米ドル相場の基調は底堅い動きとなることが見込まれ、原油相場の押し下げ要因としてはたらく見通しである。



(3) 相場下落トレンドは相当長期化

そもそも、金融危機の根幹には欧米金融機関の不良債権問題がある。このため、金融機関への信用度を示すとされる T E D スプレッド(提供するドル預金と財務省証券との利回り格差)や、債券のデフォルト確率を反映するクレジットスプレッドなどから判断すると、マネー・マーケットや信用市場の痛み具合は、改善がみられない状態が続いている。

原油の需給見通しとその前提となる世界経済見通しについても、今後の欧米の不良債権問題の進展度合いによってシナリオが全く異なってくることになる。抜本的な対応策がとられる場合には、2009年後半から緩やかな景気回復に転じる可能性も考えられるが、不良債権問題が短期間のうちに好転する可能性は低いであろう。世界的な景気悪化により、輸出拡大による成長を続けてきた中国についても、調整の動きがますます強まる公算である。

原油価格の低迷が油田開発を停滞させることが懸念されており、足元の原油価格は中長期的に需給を安定させる水準を下回ってきているとの見方が増えてきているが、今しばらく、实体经济の悪さを背景にした原油需給緩和観測が原油相場を下振れさせる可能性がある。

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。