

原油レポート

< W T I の指標性 >

1. 原油市況～2ヵ月ぶりの安値

原油相場（WTI、期近物）は、OPECの減産観測が強まった1月下旬以降は40ドル台で推移していたが、2月に入り欧米の金融システム不安から金融市場の動揺が強まったことから下落傾向が鮮明となり、12日には33ドル台と2ヵ月ぶりの安値をつけた。

世界経済の低迷が長期化する懸念が高まっており、原油需要についても一段の下ぶれリスクがある。もっとも、原油需要の減少を連想される材料には相場は反応しにくくなっており、現在の相場水準に相当程度織り込まれてきたとみられる。実際、ブレントやドバイなど、WTI以外の油種については、年明け以降は下げ止まり傾向が鮮明になっている。欧米の金融機関の経営不安から金融市場の動揺が強まっていることから、目先の原油相場はもみ合いが続く可能性があるものの、中国の景気対策が本格化する春以降は、徐々に下値を切り上げる可能性がある。

2. W T I の指標性

WTI先物相場は依然として下げ止まりの兆しがみられないものの、商品相場全般については底入れの兆しが出てきている。また、原油相場もドバイやブレントなどWTI以外の油種では比較的底堅い動きが続いている。

WTIだけが下げ止まらない背景には、米クッシングの在庫が急増している問題が広く知られている。クッシング要因でWTI相場が他の油種と異なる動きを示すことは繰り返し指摘されてきた問題であるが、足元の動きはWTIの独歩安が目立っており、IEA（国際エネルギー機関）は、WTI相場がクッシング要因の影響を強く受けることで相場形成にゆがみが生じていると批判し、相場の指標性に疑問を呈した。

WTIの指標性が疑問視される中、他の油種で下げ止まりがみられることから、クッシング要因が解消されれば、WTIも徐々に下値を切り上げる可能性がある。



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：2009年3月5日（木）頃

1. 原油市況：2ヵ月ぶりの安値

原油相場（WTI、期近物）は2月に入り乱高下を繰り返しながらも下落基調が強まった。

OPECの追加減産観測が強まった1月下旬以降、原油相場は40ドル台で推移していたが、2月に入り米国の金融安定化の効果に懐疑的な見方が広がったことをきっかけに、金融市場全般が不安定な動きを強める中、原油市場でも相場下落傾向が強まり、12日には33.98ドルと2ヵ月ぶりの安値をつけた。その後も乱高下を繰り返したが、米国の原油在庫が予想に反し減少したことをきっかけに急反発し20日の終値は38.94ドルであった。

最近の原油の油種間スプレッド（価格差）をみると、WTI安の動きが1月後半以降に再び顕著となっている（図表3）。米クッシングの在庫が過去最高水準に増加しており、現物の過剰感がWTI相場の抑制要因となっている。

一方、原油相場の先物カーブをみると、依然として先高期待が強い状態が続いている。また、先物市場における投機筋のポジションをみると、足元では投機筋の買い超幅が縮小しており、商業筋も含めた先物の建て玉についても、昨年秋からの増加傾向に一服感がみられる（図表7～8）。

世界経済は悪化の動きが鮮明となっており、低迷が長期化するとの観測が広がっていることから、原油需要についても一段と下ぶれするリスクが大きい。もっとも、原油需要の減少を連想させる材料への反応は小さくなっており、現在の相場水準に相当程度織り込まれてきたとみられる。実際、ブレントやドバイなど、WTI以外の油種については下げ止まりの動きがみられ、WTIについても、クッシング在庫の増加といった特殊要因が徐々に解消されれば、下げ止まりに転じる可能性がある。

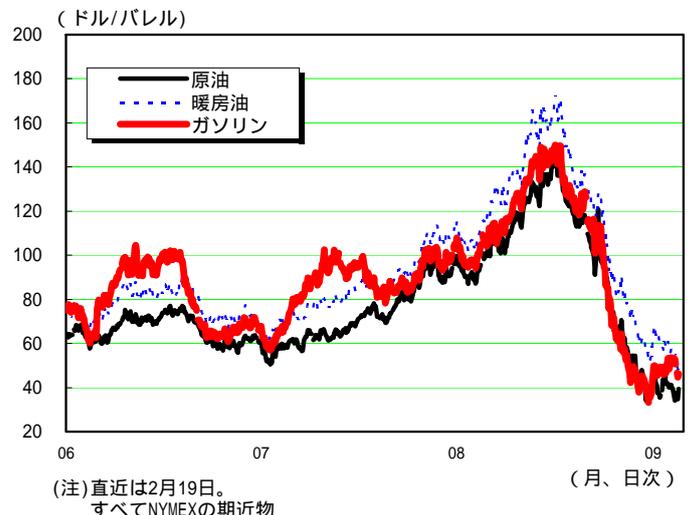
一方、欧米の金融システム不安が一段と強まり、金融市場全般で不安定な動きを強めており、リスク資産投資を縮小させる動きは原油相場にも影響を与えているとみられる。

このため、目先の原油相場は、金融市場の変動によりしばらくはもみ合う展開が予想されるものの、中国の景気対策が本格的に動き出す春以降は、徐々に下値を切り上げていく可能性がある。

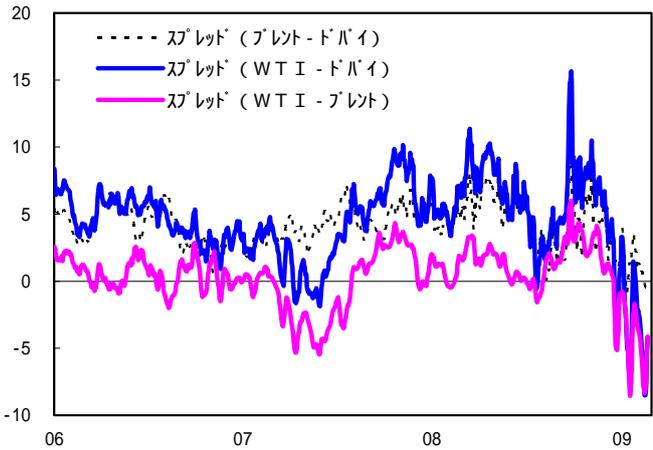
（図表1）原油市況の推移



（図表2）石油製品市況の推移

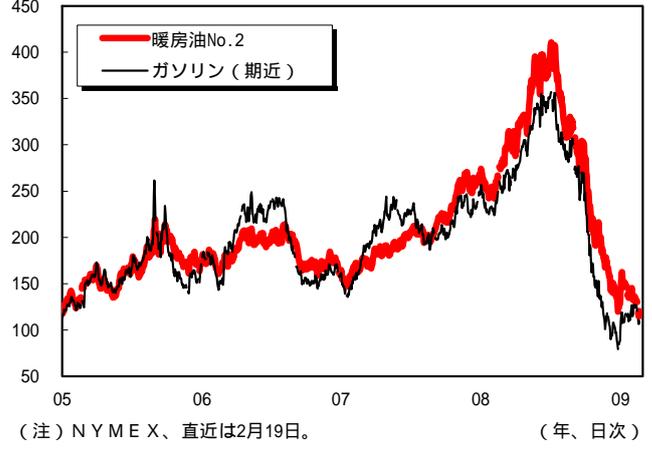


(図表3) 油種間スプレッドの推移
(ドル/バレル)



(注) 5日移動平均値。直近は2月20日。(年、日次)

(図表4) 米国天然ガス市況の推移
(セント/ガロン)



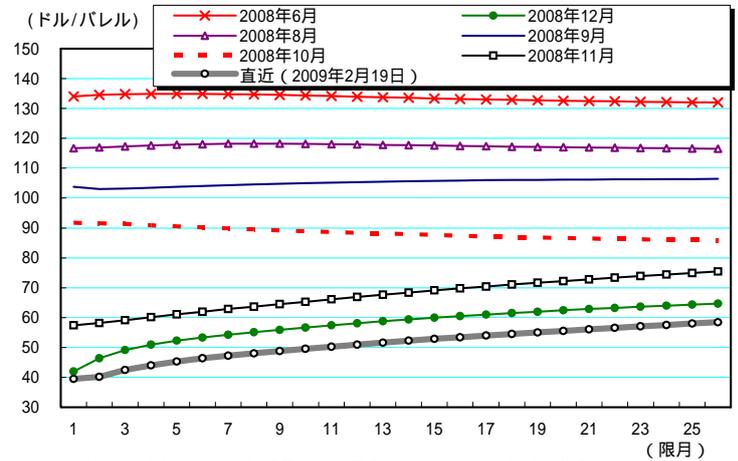
(注) NYMEX、直近は2月19日。(年、日次)

(図表5) 原油先物価格と先物カーブ



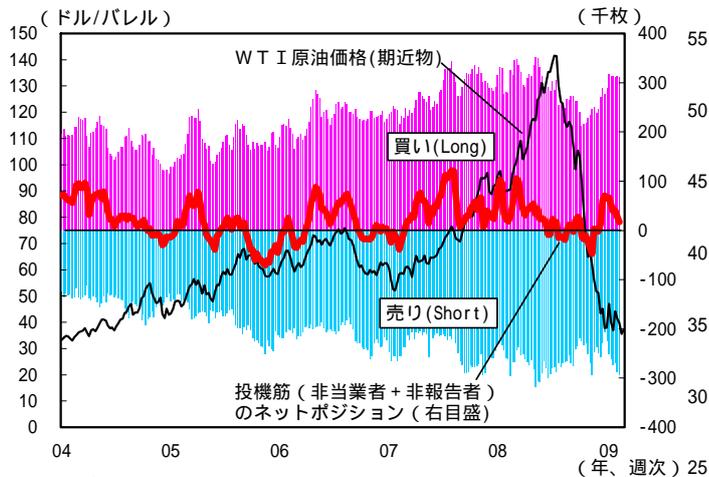
(注) 限月は26ヵ月先まで、2009年2月19日時点(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)(年、月次)

(図表6) WTI原油の先物カーブの変化



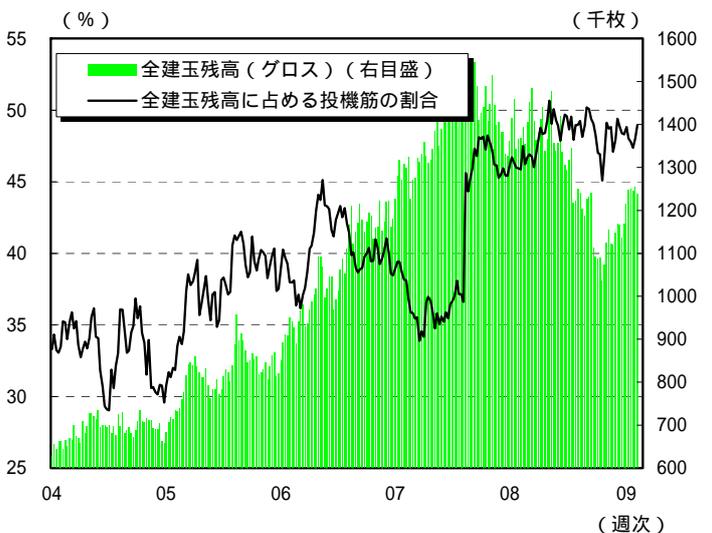
(注) 各時点における各限月(26ヵ月先まで)のWTI原油先物価格(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)(限月)

(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2月10日時点、WTI原油は2月18~19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、エンドユーザー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)



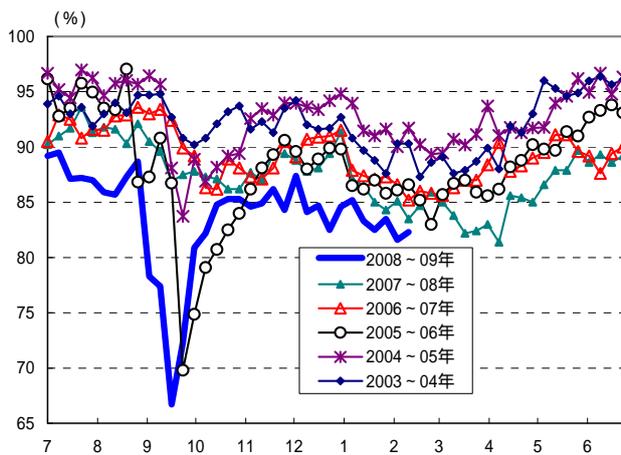
(注1) 1枚は1000バレル。直近は2月10日時点(出所) 米国先物取引委員会(CFTC)(週次)

2. 品目別需給動向

(1) 米国原油需給；原油在庫は急上昇の後、足元では横ばい

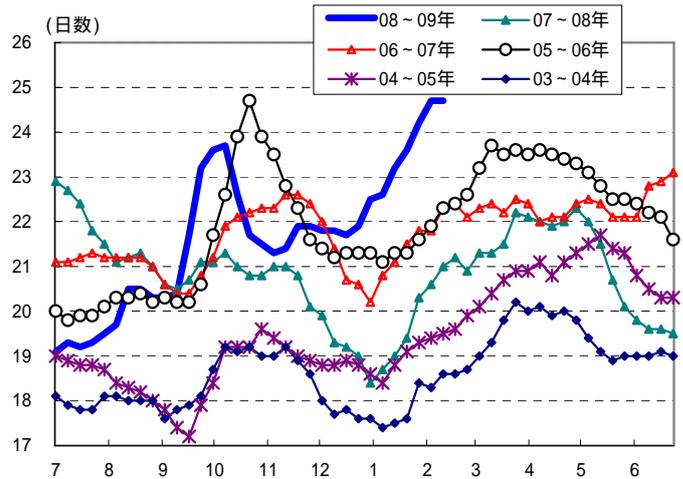
石油製品需要の減少が続き、米国の製油所の稼働率は平年を大幅に下回って推移している(図表9)。原油の供給は輸入を中心に抑制されているが、精製される原油量が落ち込んでいる。原油在庫は2月13日に終わる週には前週比-14万バレルと8週ぶりに減少したが、原油在庫増加傾向が鮮明となっており、例年の水準を大幅に上回って推移している(図表10)。

(図表9) 米国の製油所の稼働率



(注)直近値は2月13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

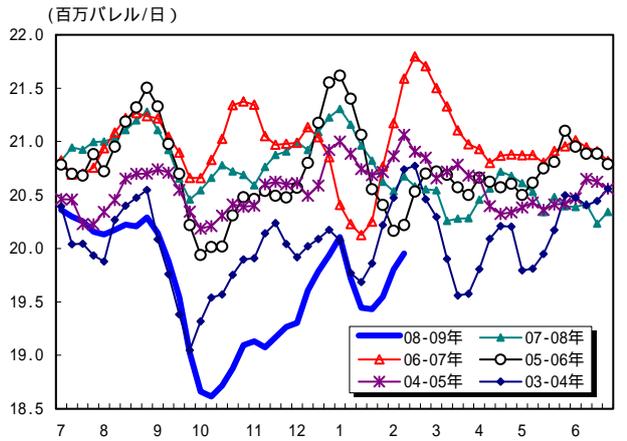


(注)直近値は2月13日
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

(2) 米国石油製品；需要は低迷し、在庫は高止まり

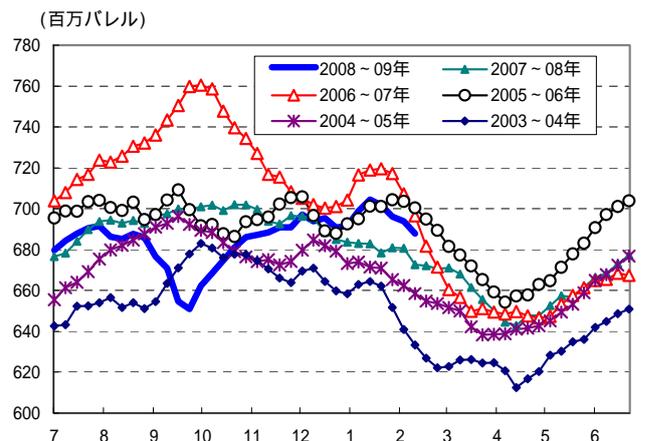
米国の石油製品需要は減少傾向で推移している。ガソリン小売価格(全米平均)は2月第2週には1ガロン=2.02ドルと6週連続で上昇し、およそ3ヶ月ぶりに2ドル台に上昇した。極端なガソリン安は解消されているものの、需要は依然として弱く消費量は前年水準を下回っている。暖房油など中間留分の需要も低迷しており、石油製品全体でも、消費量は近年の水準を大きく下回っている(次頁図表11)。需要の低迷を背景に、製油所稼働率の低下が続く中でも、石油製品在庫は高水準で推移している(次頁図表12)。

(図表 11) 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2月13日 (月、週次)
(出所) 米国エネルギー情報局 (EIA)

(図表 12) 石油製品在庫の推移



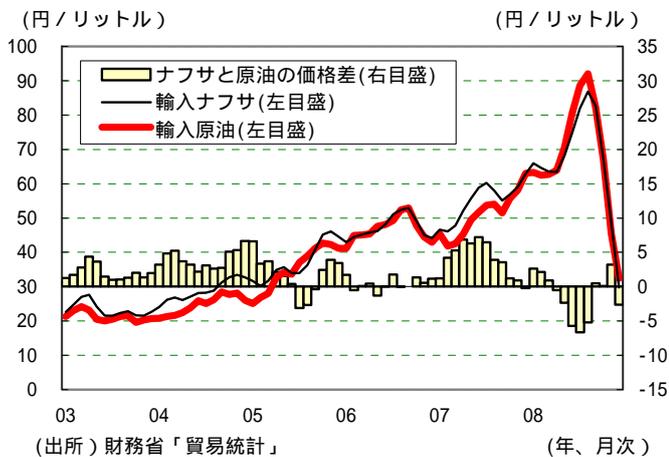
(注) 直近値は2月13日 (月、週次)
(出所) 米国エネルギー情報局 (EIA)

(3) ナフサ ; アジアの割安感が解消

日本の12月の輸入ナフサ価格(通関)は、1リットルあたり29.8円に下落した。12月の輸入原油価格は32.4円であり、ナフサ価格は原油価格を2.6円下回った。

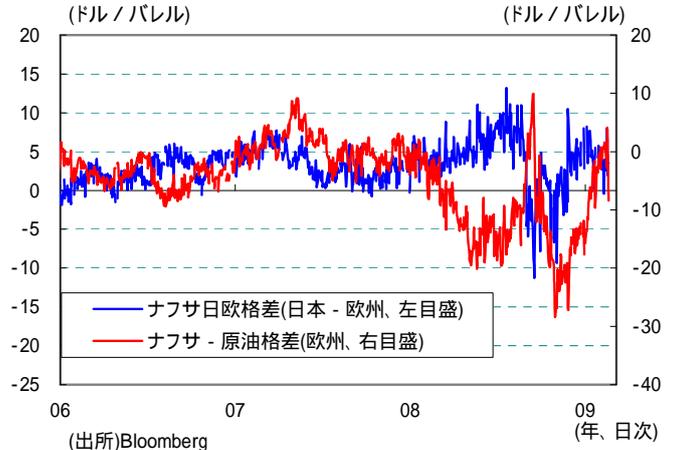
もっとも1月以降の市況動向をみると、ナフサの原油に対する割安状態は解消されている。一部で石油化学関連のプラントの稼働が再開されたことや、それまでの買い控えの反動が出たこと、割安感からナフサの購入が増えたことが背景にあると推察される。また、ナフサにおけるアジアと欧州の地域格差をみると、ひところのアジア安が解消される動きがみられたが、その後は欧州からのアジア向け輸出の拡大もあり、足元では、両者の価格差はほとんど解消された状態となっている(図表14)。

(図表 13) 日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



(出所) 財務省「貿易統計」 (年、月次)

(図表 14) ナフサの日欧格差とナフサ・原油価格差



(出所) Bloomberg (年、日次)

3. 産油国の生産動向等

1月のOPEC12ヶ国の原油生産(日量)は、前月比-105.5万バレルと6ヶ月連続で減少した(図表15、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-107万バレルであった。

OPECは12月の臨時総会で220万バレルの生産枠引き下げを発表したが、1月の生産量をみると減産目標の遵守率は5割程度にとどまっている。特に、原油収入低迷に悩むイランと、生産余力の大きいサウジアラビアで超過生産が目立っている。もっとも報道によれば、サウジアラビアは大口顧客向けに対し、2月分の出荷量の引下げ幅を拡大すると通告しているとされ、同国の生産については、徐々に生産目標水準まで引き下げられる見通しである。

OPECは13日に公表した2月の月報の中で、2009年の世界の原油需要予測を一段と引き下げた。米エネルギー情報局によれば、2009年のOPECの原油輸出額は4020億ドルと、2008年の9710億ドルと比べ半分以下に減少するとの予測を示している。原油収入の急減を背景に、イラン、イラク、ベネズエラなど、加盟各国は相場維持の姿勢を鮮明にしており、3月総会で追加減産を求める声広がっている。パドリ事務局長は9日、ロイター通信とのインタビューで、現在の相場低迷が続けば油田開発が抑制されるとして、3月総会での追加減産をあらためて示唆した。

また、ロシアのメドベージェフ大統領は18日、OPECとの関係強化の必要性を表明した。同国でも財政収支が急速に悪化しており、昨年秋に注目されたOPECとの協調減産の可能性があらためて注目される可能性がある。

(図表15) OPECの生産動向

国名	生産量 (1月)	生産量 (12月)	超過量 (1月)	生産枠 (09年1月~)	産油能力	稼働率	(万バレル/日)	
							生産余力 (1月)	
アルジェリア	127.5	133.0	9.2	118.3	145.0	87.9%	17.5	
アンゴラ	174.0	182.0	8.4	165.6	200.0	87.0%	26.0	
エクアドル	47.5	50.0	2.2	45.3	50.0	95.0%	2.5	
イラン	380.0	385.0	47.3	332.7	410.0	92.7%	30.0	
イラク	236.5	234.5	-	-	250.0	94.6%	13.5	
クウェート	228.0	235.0	7.4	220.6	265.0	86.0%	37.0	
リビア	163.0	166.0	13.8	149.2	180.0	90.6%	17.0	
ナイジェリア	181.0	190.0	-7.5	188.5	250.0	72.4%	69.0	
カタール	72.5	79.0	0.3	72.2	90.0	80.6%	17.5	
サウジアラビア	802.5	840.0	23.1	779.4	1,080.0	74.3%	277.5	
UAE	229.0	235.0	5.3	223.7	280.0	81.8%	51.0	
ベネズエラ	215.0	232.0	-0.3	215.3	250.0	86.0%	35.0	
OPEC12カ国	2,856.5	2,961.5	-	-	3,450.0	82.8%	593.5	
OPEC11カ国	2,620.0	2,727.0	109.2	2,510.8	3,200.0	81.9%	580.0	

(注1) 超過量(1月) = 生産量(1月) - 生産枠(1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(1月) / 産油能力 * 100。生産余力 = 産油能力 - 生産量(1月)

(注6) OPEC11カ国はイラクを除く

(資料) Bloomberg

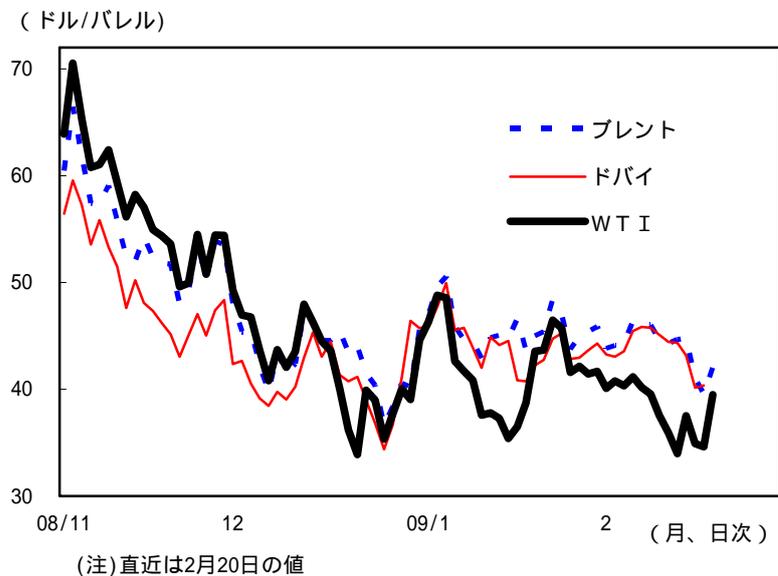
4. トピック ; W T I の指標性

(1) 下げ止まらない W T I

W T I 先物相場は、2 月中旬には 2 ヶ月ぶりの安値に接近し、依然として下げ止まりの兆しがみられない。一方、商品相場全般の動きをみると、銅やアルミなどの非鉄金属相場は、中国需要への期待を背景に年初から下げ止まりの動きを示している。金融不安を背景に買われる金については 1 オンス = 1000 ドルの大台を超え、昨年 3 月の過去最高値に迫る勢いである。

原油相場だけが他の商品と比べ対照的な動きをしているようにもみえるが、欧州の原油指標であるブレントや、アジアの指標であるドバイをみると、他の商品相場と同様に年初から下げ止まりの動きが続いている (図表 16)

(図表 16) 油種別にみた原油相場の最近の動向



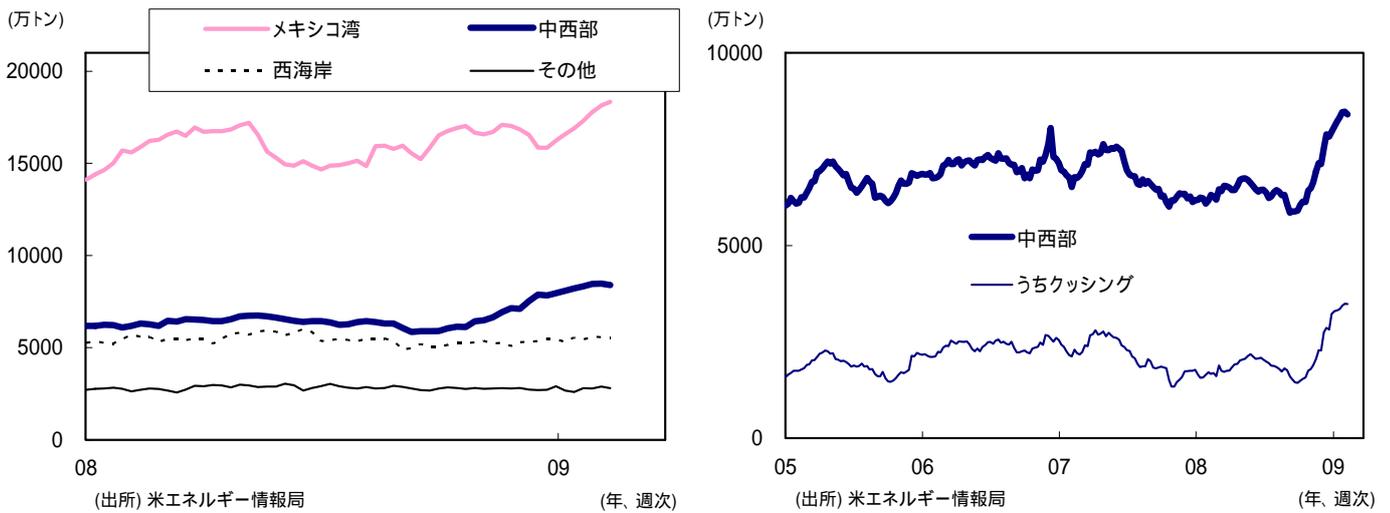
(2) クッシングでの在庫急増

W T I だけが下げ止まらない背景には、W T I の現物の受け渡し場所である米国中西部のオクラホマ州クッシングで、原油在庫が過去最高水準に増加していることが指摘されている。

米国の原油在庫は、半年間で 6000 万トン程度増加したが、地域別の在庫をみると、クッシングのある中西部で 2500 万トン、石油製品需要が低迷するメキシコ湾岸で 2500 万トン増加し、米国全体の原油在庫の増加分の大半をこれら 2 地域で占めていることが分かる(次頁図表 17)。

現物の受け渡しが取引条件となる W T I 相場では、貯蔵能力の限界に近づきつつあるクッシング在庫の増加が、需給緩和を連想させる形で売り要因とされている。こうした状況を踏まえ、現物への投機的な売りが増加しているとの観測も強まっている。

(図表 17) 米国の地域別原油在庫



(3) WTIの指標性

12日の英紙フィナンシャル・タイムズ(FT)は、WTIの相場動向に関し、ブレントとの価格差が1月15日に10ドル超を記録し、その後も7ドル程度で推移している状況を指摘し、こうしたWTI相場の動きが原油専門家に対し誤ったサインを送っていると、IEA(国際エネルギー機関)による批判を伝えた。

その上で、WTIの価格形成メカニズムにさらにゆがみが生じれば、原油相場の指標としての信頼性を失うことになるとのIEAによる批判を報じている。特に最近では、現物や期近物で相場のゆがみが大きくなっており、背景に、流通網の中心であるクッシングでの在庫急増やその要因ともなっているカナダからの輸入増加などの特殊要因がWTI相場を圧迫しているとしてFTは伝えている。

WTI相場がクッシングの特殊要因によって変動を繰り返す動きは、これまでも再三指摘された問題であるが、今回はブレントをはじめ他の原油指標との価格差が特に広がっている。そうした状況を踏まえ、国際機関から異例の批判が出され、主要なメディアがその批判をとりあげたことは、WTIの指標性を揺るがせることにもなりかねない。

WTI相場がクッシング要因とそれを増幅させる投機的な動きによってゆがみが生じているのであれば、ブレントやドバイの動きの方が原油市場の実態をより正確に示していることになる。これらの油種については、すでに他の商品市況と同様に下げ止まり傾向が鮮明になっており、中国の景気対策が動き始める春以降は、緩やかな上昇に転じる可能性が出てきているといえよう。

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さ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。