

原油レポート

< 調整圧力が残る石油市場 >

1. 原油市況～下落に歯止め

原油相場（WTI、期近物）は、2月後半以降、上昇している。米国を中心に景気下振れ懸念は続いているものの、中国の景気対策により需要が下支えされとの見方、米国週次石油統計において原油在庫の水準が予想を下回ったこと、OPECの追加減産観測などが材料とされた。

OPECの追加減産については、余剰生産力を拡大させ、加盟国の足並みの乱れが広がる可能性もあり、必ずしも原油価格を押し上げるとは限らないが、荷余り感による現物や期近物の価格抑制圧力を弱める効果はあるだろう。急速な景況感の悪化が一巡してくると、先行き警戒感から抑制されていた企業活動がある程度は持ち直し、石油化学関連需要や輸送用燃料も一部は回復するだろう。中国等の景気対策の効果もあって、原油相場は、徐々に下値を切り上げていく可能性がある。

2. 調整圧力が残る石油市場

日米のガソリン価格が上昇している。ガソリン価格の変動には、ナフサ需給の変化が影響した可能性がある。石油工業の原材料であるナフサの価格は、一時、原油よりも安くなっていたが、このところ持ち直してきている。石油化学プラントの稼働再開や、アジアや中東の製油所での減産などにより、需給バランスがやや引き締まったからである。ナフサはガソリンと似た成分であるため、価格が連動しやすい。ナフサ価格が持ち直すにつれ、ガソリン価格も持ち直してきている。

一方で、軽油など中間留分の需要は、緩和した状態が続いている。北半球の冬場は暖房向けを中心に中間留分の需要期であるが、新興国に立地する工場の稼働率低下や物流の停滞などが、燃料需要の減少につながったと考えられる。中間留分も減産されているが、中間留分の在庫は高水準にとどまっている。今後、遅れている中間留分の調整が進む中で、石油市況全般が持ち直すことが考えられる。



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：2009年3月19日（木）頃

1. 原油市況：下落に歯止め

原油相場（WTI、期近物）は、2月後半以降、上昇している。米国を中心に景気下振れ懸念は続いているものの、中国の景気対策により需要が下支えされるとの見方、米国週次石油統計において原油在庫の水準が予想を下回ったこと、OPECの追加減産観測などが材料とされた。

昨年12月以降の原油相場全般は総じて一進一退で推移する中で、WTI期近物は他の原油に比べて大幅に割安化していったが、足元にかけてそれが解消してきている。WTIが安値をつけた背景には、現物受け渡し場所であるクッシングの在庫が高水準にあり、WTI原油の現物の荷余り感が著しかったことがあったが、このところ、クッシング在庫の増加に歯止めがかかっている。

最近の原油の油種間スプレッド（価格差）をみると、1～2月に比べWTIの割安な状況が縮小する動きが出ている（図表3）。一方、原油相場の先物カーブをみると、1～2月に比べ期先物の価格はそれほど変わらない中で、期近物の価格の上昇が大きくなっている（図表6）。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）。

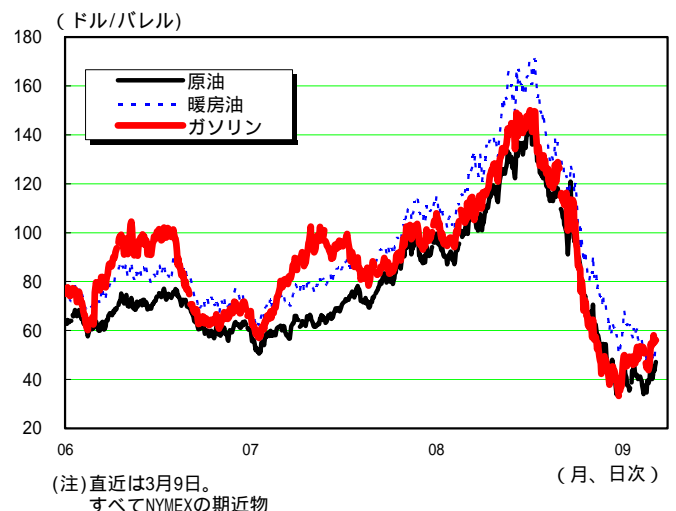
欧米を中心とした金融システム不安が続く中で、金融市場全般でリスク資産投資を縮小させる動きが続き、原油相場にも影響したとみられる。また、原油の実需の落ち込みについての懸念も続いている。

もっとも、すでに市場では、原油需要の減少を相当程度織り込んでいるとみられ、需要減少を連想させる材料への反応は小さくなっている。OPECの追加減産については、余剰生産力を拡大させ、加盟国の足並みの乱れが広がる可能性もあり、必ずしも原油価格を押し上げるとは限らないが、荷余り感による現物や期近物の価格抑制圧力を弱める効果はあるだろう。急速な景況感の悪化が一巡してくると、先行きに対する警戒感から抑制されていた企業活動がある程度は持ち直し、石油化学関連需要や輸送用燃料も一部は回復するだろう。中国等の景気対策の効果もあって、原油相場は、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

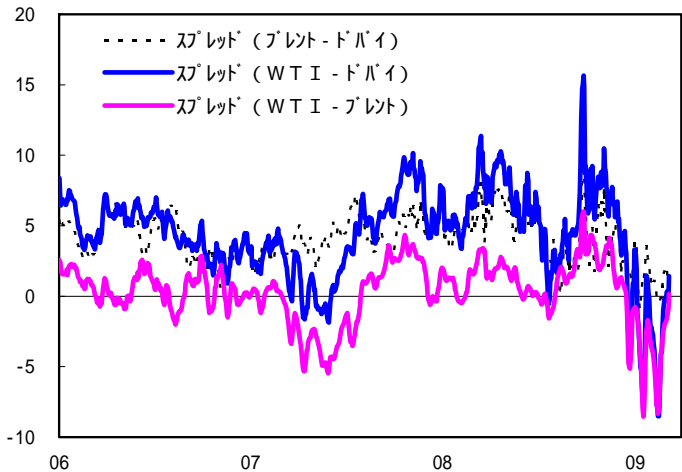


（図表2）石油製品市況の推移



(図表3) 油種間スプレッドの推移

(ドル/バレル)

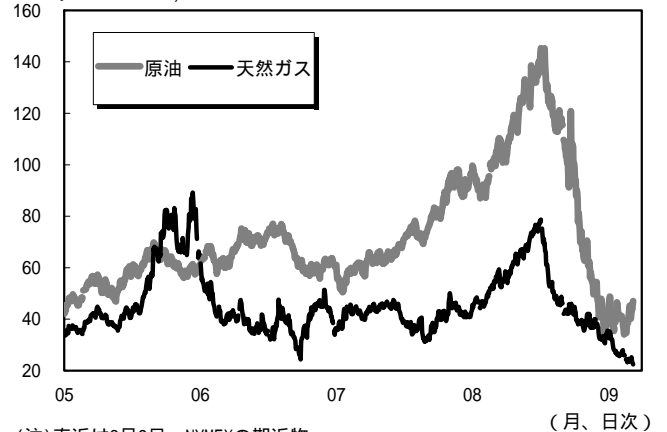


(注) 5日移動平均値。直近は3月9日。

(図表5) 原油先物価格と先物カーブ

(図表4) 米国天然ガス市況の推移

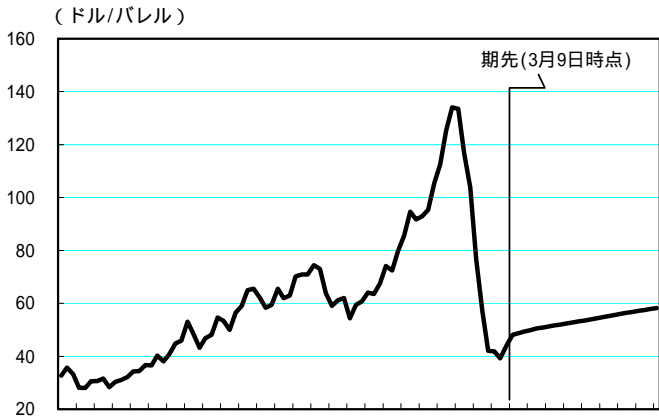
(ドル/バレル)



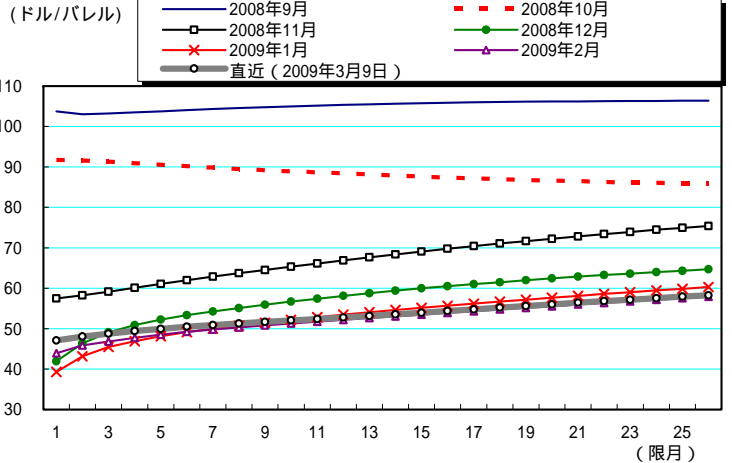
(注) 直近は3月9日。NYMEXの期近物。天然ガスは熱量比較により原油換算したもの

(図表6) WTI原油の先物カーブの変化

(ドル/バレル)



(注) 限月は26ヵ月先まで、2009年3月9日時点 (出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

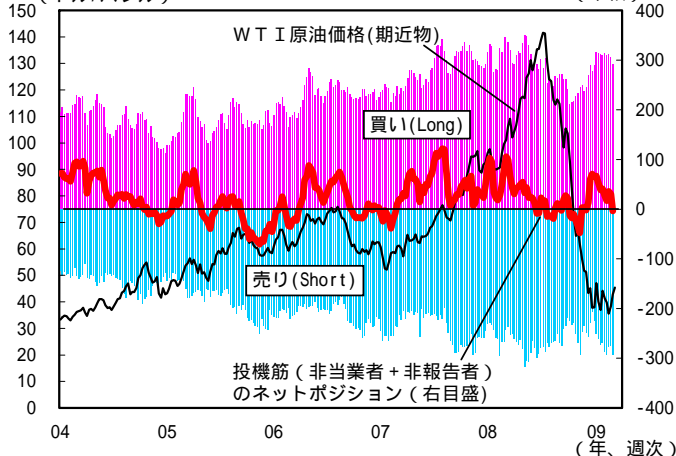


(注) 各時点における各限月(26ヵ月先まで)のWTI原油先物価格 (出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表7) 投機筋のポジション(原油)

(ドル/バレル)

(千枚)

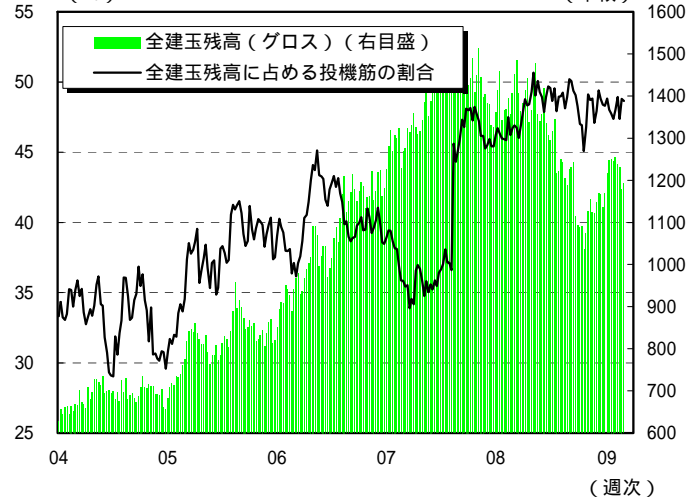


(注1) ポジションの直近は3月3日時点、WTI原油は3月4~9日平均値
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザ以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で多くが投機を目的としていると推察される。
(出所) CFTC

(図表8) 原油先物の建て玉(NYMEX)

(%)

(千枚)



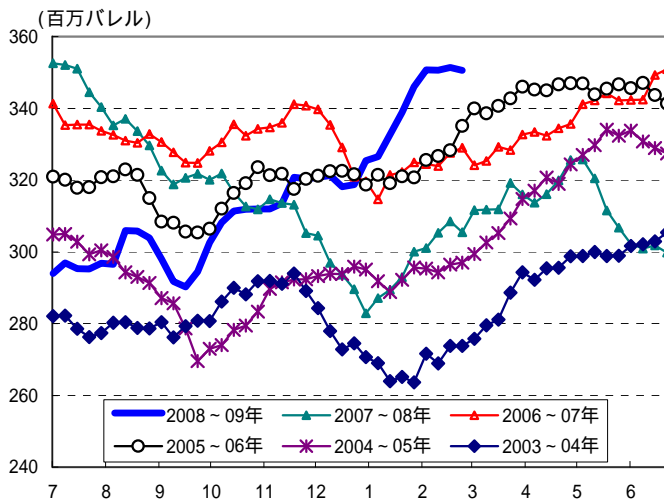
(注1) 1枚は1000バレル。直近は3月3日時点
(出所) 米国先物取引委員会(CFTC)

2. 品目別需給動向

(1) 米国原油需給；原油在庫は増加に歯止め

石油製品需要の低迷が続き、米国の製油所の稼働率は依然として平年に比べ低水準で推移している。一方、OPECの減産効果の波及などにより、原油供給が鈍化しているため、在庫の増加には歯止めがかかってきた。原油在庫は2月27日に終わる週には前週比 - 76万バレルと減少し(図表9)、WTI先物の現物受渡し場所であるオクラホマ州クッシングの在庫も減少した(図表10)。原油在庫は平年の水準を大幅に上回っているが、今後は減少が見込まれる。

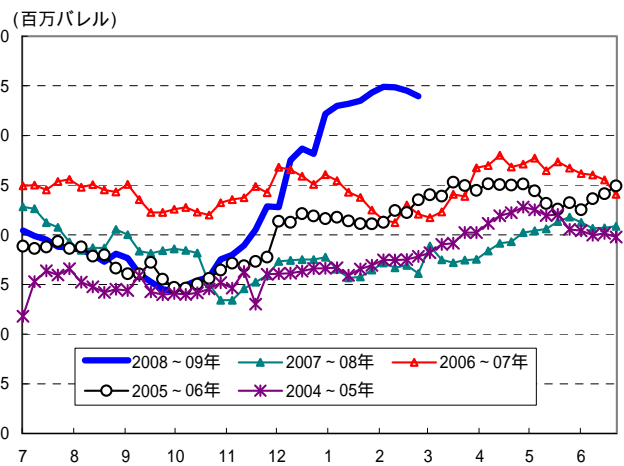
(図表9) 米国の各年の原油在庫



(注) SPRを除く原油在庫、直近値は2月27日
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

(月、週次)

(図表10) 米オクラホマ州クッシングの原油在庫



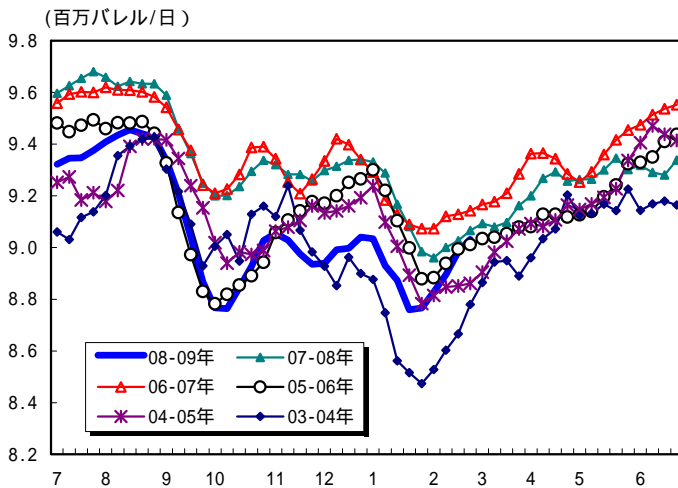
(注) SPRを除く原油在庫、直近値は2月27日
(出所)米国エネルギー情報局(EIA)

(月、週次)

(2) 米国石油製品；ガソリン需要は下げ止まりの兆し

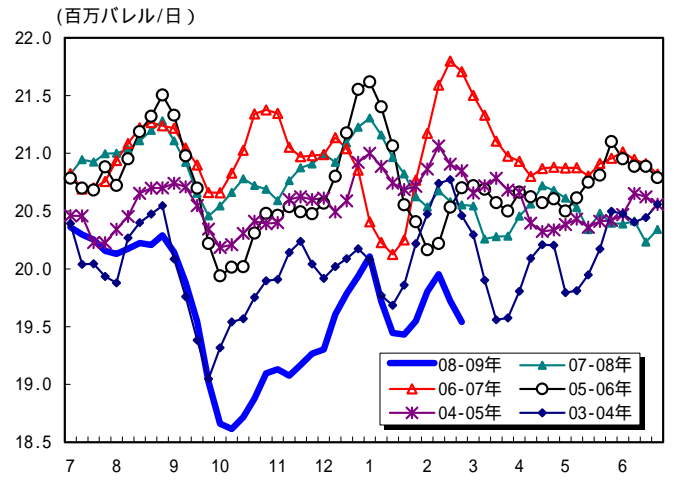
米国の石油製品需要は減少傾向で推移している。ガソリン小売価格(全米平均)は昨年末頃をボトムに上昇に転じ、最近1カ月程度は、2ドル前後で推移している。極端なガソリン安が解消される中で、消費量は前年並みの水準に落ち着きつつある(次頁図表11)。家計等におけるガソリンの買い控えは、一巡してきたとみられる。もっとも、物流向けや工業向けを中心に中間留分など石油製品全体の消費量は、近年の水準を大きく下回って推移している(図表12)。

(図表 11) ガソリン消費量の推移



(注)速報系列の4週後方移動平均、直近値は2月27日 (月、週次)
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(図表 12) 石油製品消費量の推移



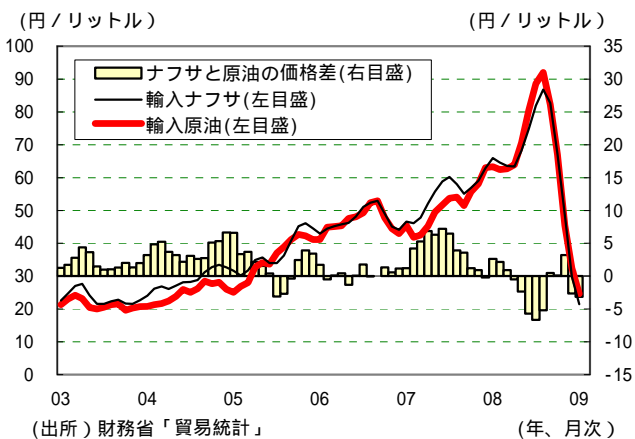
(注)速報系列の4週後方移動平均、直近値は2月27日 (月、週次)
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(3) ナフサ；過度な割安感は一服したが上昇力を欠く

日本の1月の輸入ナフサ価格（通関）は、1リットルあたり21.5円に下落した。1月の輸入原油価格は24.6円であり、ナフサ価格は原油価格を3.1円下回った。

2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一旦解消された。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、中国需要への期待感が強まったことなどが背景にあると推察される。もっとも、欧州からアジア向けの輸出が増えやすいこと、インドからの供給増が見込まれること、台湾や韓国での石油化学プラントの事故の影響からナフサ需要の下振れ観測が出たこともあって、上値は抑えられた（図表 14）。世界的に需要の回復感が強まるまで、アジアの需給がさらに引き締まることは見込みにくい。

(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(シンガポール)と

原油価格(ドバイ)の推移



3. 産油国の生産動向等

2月のOPEC12ヶ国の原油生産(日量)は、前月比-77万バレルと7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-79万バレルであった。サウジアラビアが-16.5万バレルと大幅な減産を行い、生産量は生産枠を下回ってきた。クウェート、カタール、UAEも生産枠を下回っているが、イラン、アンゴラ、リビヤなど他の加盟国は生産枠を上回って生産しており、OPEC全体としても生産枠を54.5万バレル上回っている。

国家財政が厳しい産油国ほど、国家の歳入に直結する原油の生産量を協定通りに削減しない傾向があると思われる。バスコンセロスOPEC議長(アンゴラの石油相)は、加盟国に生産枠の遵守を求めている。一方で、イラン、イラク、ベネズエラなど協定通りの減産ができていない加盟国から、相場維持を狙って3月15日の定例総会での追加減産を求める発言が強いようである。

OPECのこれまでの減産によって、アジアや欧州に続き、米国でも原油の需給が引き締まる動きが出ており、石油需要にも回復の兆しがみられる。3月15日のOPEC総会では、2009年の需要見通しの下方修正や4~6月期の季節的な需要の鈍化などを理由に、追加減産が決定される可能性があるが、減産幅は大幅にはならないだろう。

(図表15) OPECの生産動向

国名	生産量 (2月)	生産量 (1月)	超過量 (2月)	生産枠 (09年1月~)	産油能力	稼働率	生産余力 (2月)
アルジェリア	124.5	127.5	4.2	120.3	145.0	85.9%	20.5
アンゴラ	167.0	174.0	15.3	151.7	200.0	83.5%	33.0
エクアドル	44.5	47.5	1.1	43.4	50.0	89.0%	5.5
イラン	369.0	378.0	35.4	333.6	410.0	90.0%	41.0
イラク	238.5	236.5	-	-	250.0	95.4%	11.5
クウェート	214.0	228.0	-8.2	222.2	265.0	80.8%	51.0
リビヤ	160.5	163.0	13.6	146.9	180.0	89.2%	19.5
ナイジェリア	176.5	181.0	9.2	167.3	250.0	70.6%	73.5
カタール	69.5	72.5	-3.6	73.1	90.0	77.2%	20.5
サウジアラビア	786.0	802.5	-19.1	805.1	1,080.0	72.8%	294.0
UAE	221.0	229.0	-1.3	222.3	280.0	78.9%	59.0
ベネズエラ	206.5	215.0	7.9	198.6	250.0	82.6%	43.5
OPEC12カ国	2,777.5	2,854.5	-	-	3,450.0	80.5%	672.5
OPEC11カ国	2,539.0	2,618.0	54.5	2,484.5	3,200.0	79.3%	661.0

(注1) 超過量(2月) = 生産量(2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(2月) / 産油能力 * 100。生産余力 = 産油能力 - 生産量(2月)

(注6) OPEC11カ国はイラクを除く

(資料) Bloomberg

4. トピック；調整圧力が残る石油市場

WTI原油の独歩安状況が修正され、ガソリン価格の上昇が話題になるなど、石油市場の一部では需給の調整が進んできていることが窺える。しかし、石油市場全般としては、まだ調整圧力が強いのが現状である。今回は、製品別の需給状況を中心にみてみたい。

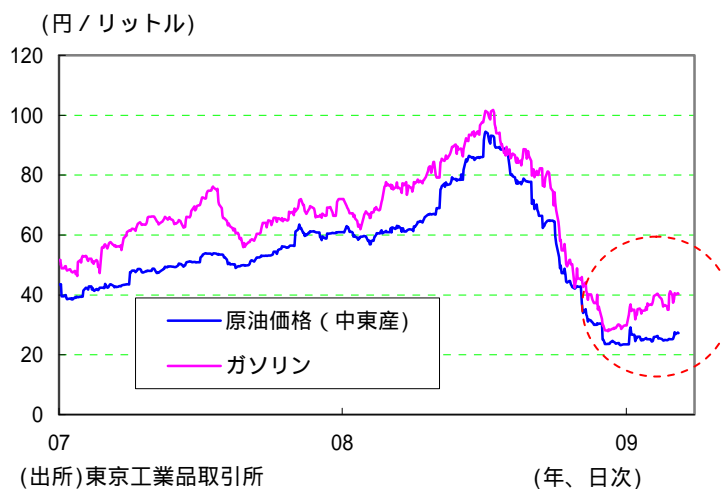
(1) ガソリン価格の上昇

下落していた米国のガソリン小売価格が1ガロンあたり2ドル前後に戻り、日本のガソリン小売価格も1リットルあたり110円程度に戻ってきた。WTIの価格をみると上昇しているが、No.145「WTIの指標性」で述べたとおり、WTIは米国の一地域で取引される原油であり、現在はその過度な需給緩和状態が修正されている動きと考えられる。世界的にみると、原油相場は12月以降、ほぼ横ばい圏で推移する中で、各国のガソリン価格が上昇しており、やや異例の動きになっている。

例えば、日本の東京工業品取引所（TOCOM）における市況動向をみると、原油価格が横ばい圏で推移する中で、ガソリン価格が上昇していることがはっきりとわかる。中東産原油の先物価格は12月以降、1リットルあたり20円台半ばを中心に取引されている。一方で、ガソリンの業者間価格が反映されるガソリン先物価格（ガソリン税等を含まないベース）は、12月に1リットルあたり30円前後であったが、3月には40円程度にまで上昇してきている。日本のガソリン小売価格（全国平均、税含む）も106円から110円まで上昇している。

もっとも、こうしたガソリン価格の上昇は、安くなり過ぎた価格が修正される動きだと考えられる。

(図表 16) 日本のガソリン価格と中東産原油の価格の動向



(2) 需給バランスがやや改善したナフサ

昨年後半からのガソリン価格の変動には、ナフサ需給の変化が影響した可能性がある。ナフサは石油工業の原材料である。

日本、韓国、台湾、中国沿海部を含めたアジア地域は、自動車、家電製品、軽工業品、各種エレクトロニクス部品などを中心に世界の工場であり、プラスチック、合成ゴム、合成繊維など石油化学工業製品はそれらの工業製品に必要な材料である。昨年後半から自動車や電気機械の需要見通しや生産計画が大幅に下方修正される中で、石油化学製品の需要が急速に縮小した。これに伴い、石油化学工業の稼働率が大幅に低下し、ナフサの需要も急縮小していったとみられる。

ナフサはガソリンとほとんど同じ成分からできている。そこで、安いナフサをガソリンに転用する動きも出てきて、ガソリン価格の下落につながったと考えられる。

しかし、一時、原油よりも安くなっていたナフサの価格は、このところ持ち直してきている(図表17)。石油化学メーカーからも安値とみた買いが入り始め、石油化学プラントの稼働率を引き上げる動きも出る中で、アジアや中東の製油所がナフサを減産した効果も加わって、需給がやや引き締まったからである。ナフサ価格が持ち直すにつれ、ガソリン価格も持ち直してきている。石油化学工業部門を中心とした生産調整や在庫調整の圧力が緩和しつつあることを映した動きといえる。

(図表17) ナフサ(シンガポール)と原油価格(ドバイ)の推移



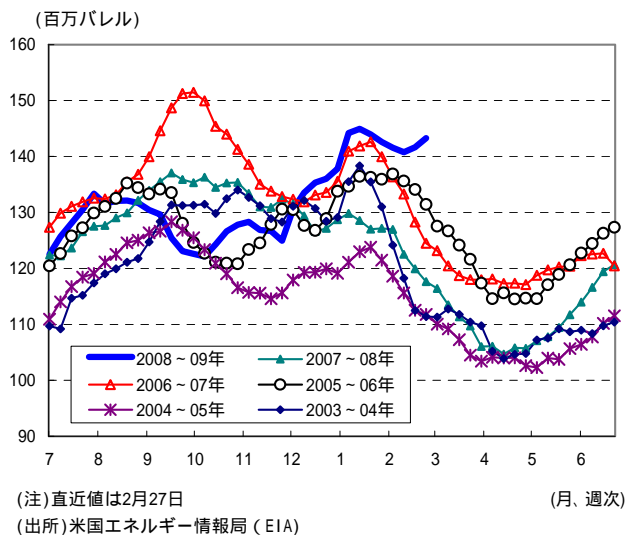
(3) 需要改善が遅れる中間留分

一方で、軽油など中間留分の需要は、緩和した状態が続いている。北半球の冬場は暖房向けを中心に中間留分の需要期であるが、新興国に立地する工場の稼働率低下や物流の停滞などが、燃料需要の減少につながったと考えられる。

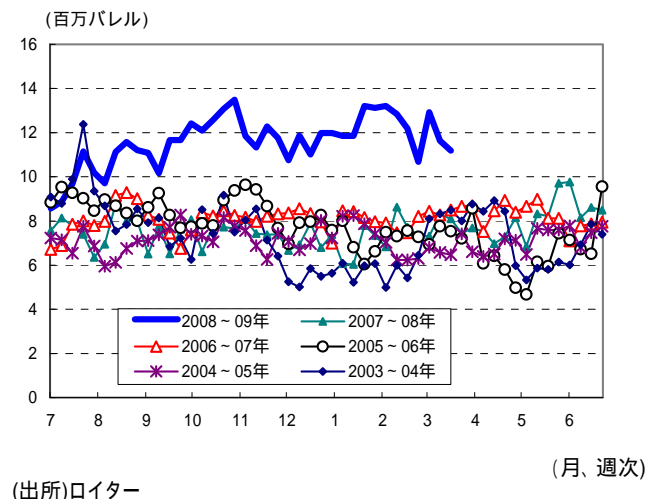
中間留分も減産されているが、中間留分の在庫は、各地で依然、高水準にとどまっている(図表 17~18)。石油市場全体としてみれば、中間留分を中心に需給は緩和した状況が続いていると考えられる。

夏場にかけてガソリンが需要期を迎え、ガソリン需給の改善を後押しする可能性はあるものの、米国など先進国では節約ムードが続くとみられ、2007年までのようにガソリン需要が石油市況全般を押し上げる展開は見込みにくい。しかし、遅れている中間留分の調整が進み、石油製品の需給全般が持ち直すことに伴って、原油相場が今よりも押し上げられる可能性がある。

(図表 18) 米国の中間留分在庫



(図表 19) シンガポールの中間留分在庫



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。