

# 原油レポート

< 需給バランスに改善の兆し >

## 1. 原油市況 ~ 4ヶ月ぶり高値となる 50ドル台に上昇

原油相場(WTI、期近物)は、2月13日につけた1バレル=33.98ドルをボトムに反発に転じ、3月26日には、54.34ドルと昨年11月以来4ヶ月ぶりの高値水準を回復した。ドル安やOPECの追加減産期待などを材料に、原油相場は1ヶ月半の間に7割も上昇したことになる。

OPECが大幅減産を実施していることは、需給悪化懸念が残る足元の相場に対しては、需給バランスの改善期待を通じて押し上げ効果を持つとみられる。一方、欧米の金融システム不安が再燃し、金融市場の動揺が強まる場合には、相場は再び下値を試すとみられる。もっとも、しばらくは、リーマン・ショック以降の強い先行き不透明感により、過度に抑制された企業活動が徐々に持ち直し、需要も回復する公算である。中国等の景気対策効果も期待され、原油相場は50ドルをはさんで推移する見通しである。

## 2. 需給バランスに改善の兆し

世界の原油の需給バランスをみると、原油需要の大幅な減少により、昨年10~12月期に114万バレル程度の供給超過が発生していた。ここで、需給に影響を与える要因をみると、需要側では原油需要の予想を上回る減少が続いている。同時に供給側についても、OPECが大幅減産を高い遵守率で機動的に実施していることや、ロシアやアゼルバイジャンなどの非OPEC主要産油国の生産が低迷しているため、大幅な供給減少が続いている。この結果、経済の極端な落ち込みが警戒されているにもかかわらず、足元の原油在庫の増加は、アジア経済危機などと比べ限定的にとどまっている。

需要の基調の弱さは、供給の減少分だけで補いきれないのは確かである。もっとも、年央以降、原油在庫が減少に転じるとの見方も指摘され始めており、OPECが追加減産を見送った後も、相場の地合いは底堅い。今後も、需給バランスの改善が相場を下支えする可能性が高いとみられる。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

## 調査部

【お問合せ先】 細尾 (hosoo@murc.jp)

次回公表日：2009年4月17日(木)頃

## 1. 原油市況：4ヶ月ぶりの高値となる50ドル台に上昇

原油相場（WTI、期近物）は、2月13日につけた1バレル＝33.98ドルをボトムに反発に転じ、3月26日には、54.34ドルと昨年11月以来4ヶ月ぶりの高値水準を回復した。原油相場は1ヵ月半の間に7割も上昇したことになる。

この間、相場を押し上げたのは、ドルが対ユーロで軟調に推移したことや、OPECの追加減産期待などであった。また、金融市場全般でリスク回避姿勢が弱まり、回復基調が続いたことにより、国際機関などの需要予測の引き下げなど、悲観的な材料に過度に反応していた相場の地合いが変化してきた。加えて、リスク資産投資が徐々に回復したことも、相場反発の一因となった。一方、週間在庫統計で、米国の原油在庫の増勢に歯止めがかからないことは、上値を抑制する要因となった。

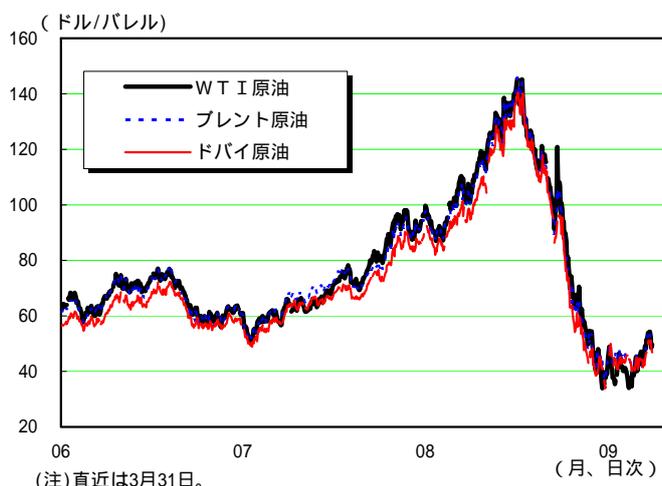
原油の油種間スプレッド（価格差）をみると、WTIが割安な状況は解消され、逆にブレントやドバイに対し割高な状態にある（図表3）。一方、原油相場の先物カーブをみると、期先の価格が期近を上回るコンタンゴの状態が続いているものの、1～2月に比べると、期先の価格がそれほど変わらない中、期近物の価格上昇幅が大きく、先物カーブが平準化している（図表6）。先物市場での投機筋のポジションは、一時売り越していたが足元で再び買い超しに転じている。商業筋も含めた先物の建て玉については、増加傾向に一服感がみられる（図表7～8）。

原油需要の減少が市場で相当程度織り込まれるのと対照的に、OPECの大幅減産が、需給バランスの悪化に歯止めをかけるとの見方が広がっている。かつてのような価格支配力がないとはいえ、大幅減産を高い遵守率で続けるOPECの行動は、需給悪化懸念が残る足元の相場に対しては、押し上げ効果をもつとみられる。

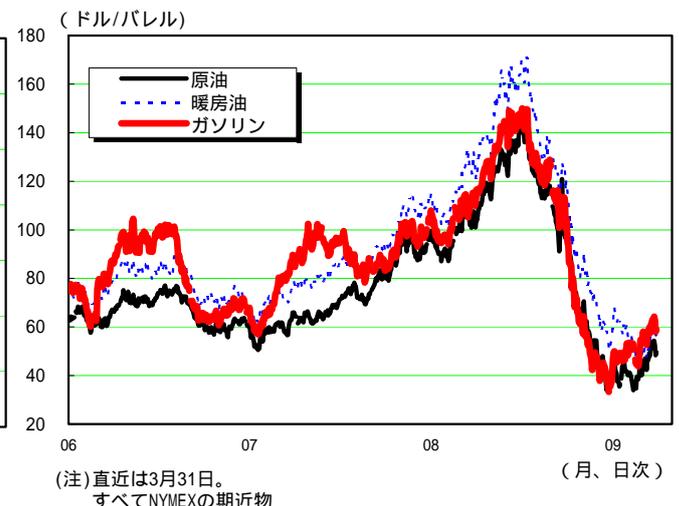
経済情勢については、需給が引き締まりに転じるような状況ではなく、欧米の金融システム不安や事業会社の経営危機がくすぶる中、先行きの回復期待がはく落すれば、金融市場全般が、再び動揺を強める可能性が非常に高い。その場合、原油相場は再び下値を試すことにもなろう。

もっとも、しばらくは、リーマン・ショック以降の強い先行き不透明感により、過度に抑制された企業活動が徐々に持ち直し、石油化学関連需要や輸送用燃料の一部も回復するであろう。中国等の景気対策効果も期待され、原油相場は当面50ドルをはさんで推移する見通しである。

（図表1）原油市況の推移

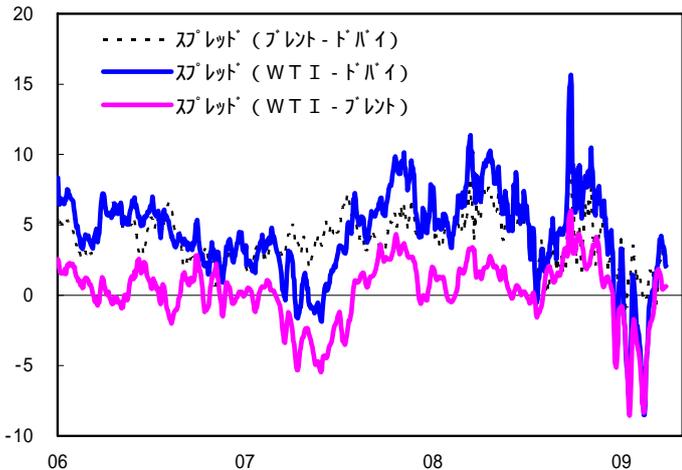


（図表2）石油製品市況の推移



(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31日。

(図表5) 原油先物価格と先物カーブ

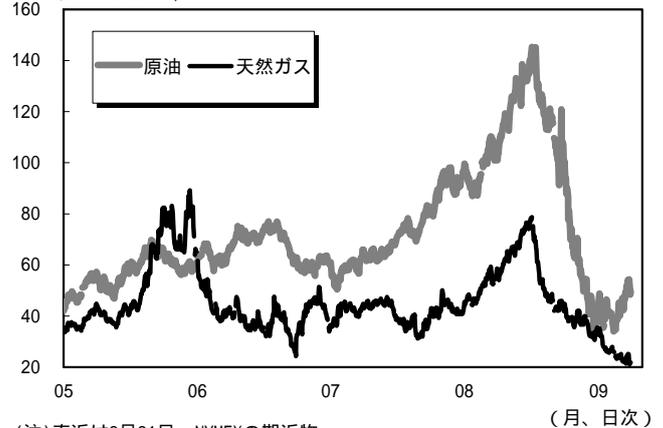
(ドル/バレル)



(注) 限月は26ヵ月先まで、2009年3月31日時点 (出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表4) 米国天然ガス市況の推移

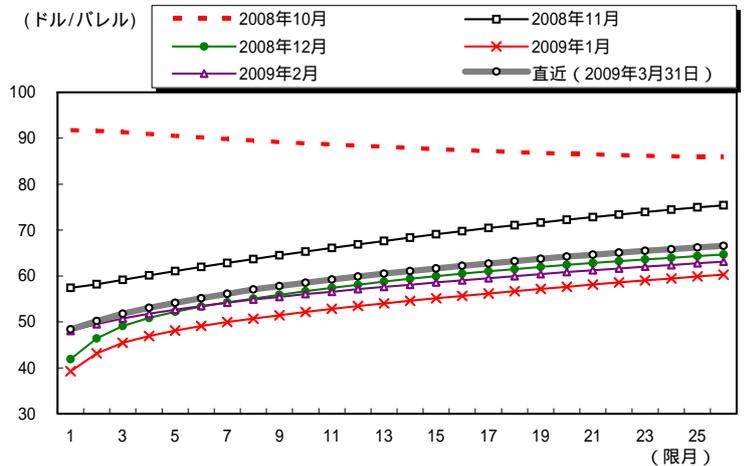
(ドル/バレル)



(注) 直近は3月31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)

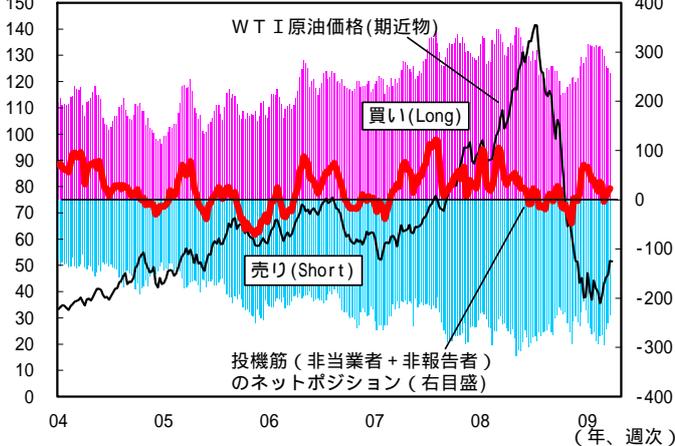


(注) 各時点における各限月(26ヵ月先まで)のWTI原油先物価格 (出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表7) 投機筋のポジション(原油)

(ドル/バレル)

(千枚)

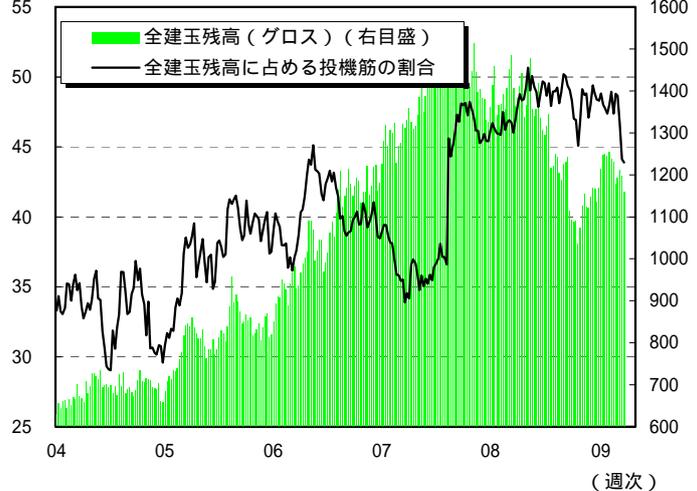


(注1) ポジションの直近は3月24日時点、WTI原油は3月25~31日平均値  
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザ以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で多くが投機を目的していると推察される。  
(出所) CFTC

(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24日時点 (出所) 米国先物取引委員会(CFTC)

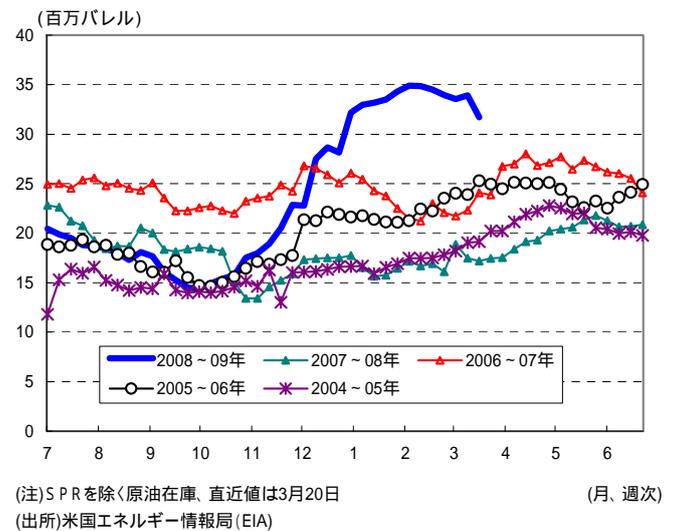
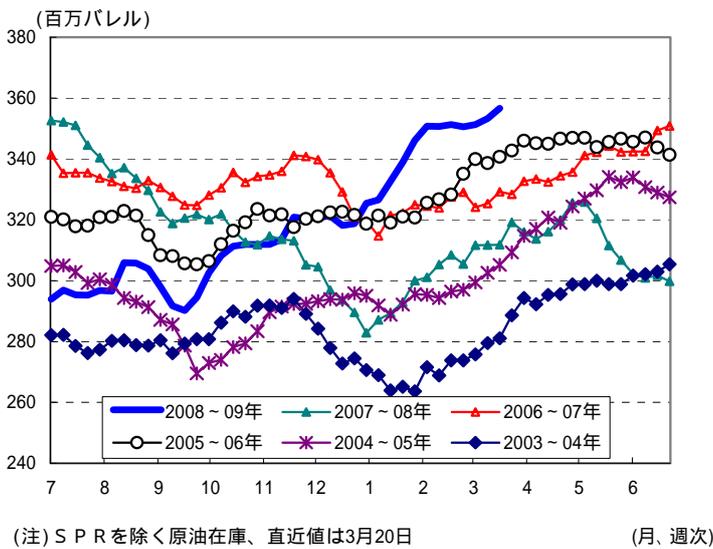
## 2. 品目別需給動向

### (1) 米国原油需給；原油在庫の増加に歯止めがかからず

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。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ものの、米国の原油在庫は、リーマン・ショック以降に2割以上増加し、3月20日に終わる週には前週比+330万バレルと一段と増加した(図表9)。一方、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はピークアウト傾向が鮮明になっている(図表10)。

(図表9) 米国の各年の原油在庫

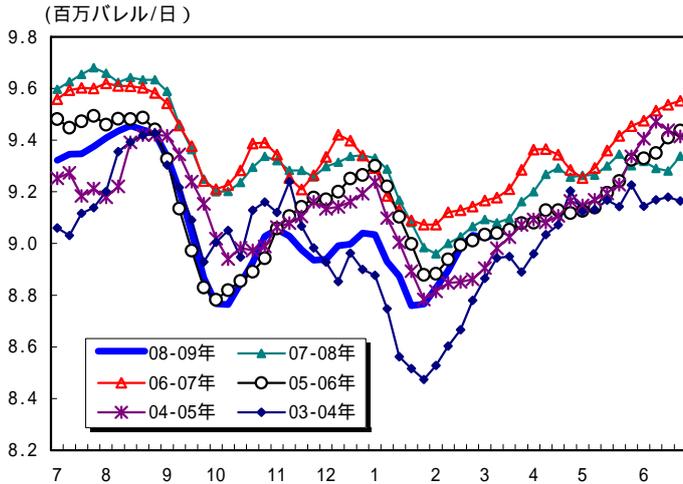
(図表10) 米オクラホマ州クッシングの原油在庫



### (2) 米国石油製品；ガソリン需要は下げ止まりの兆し

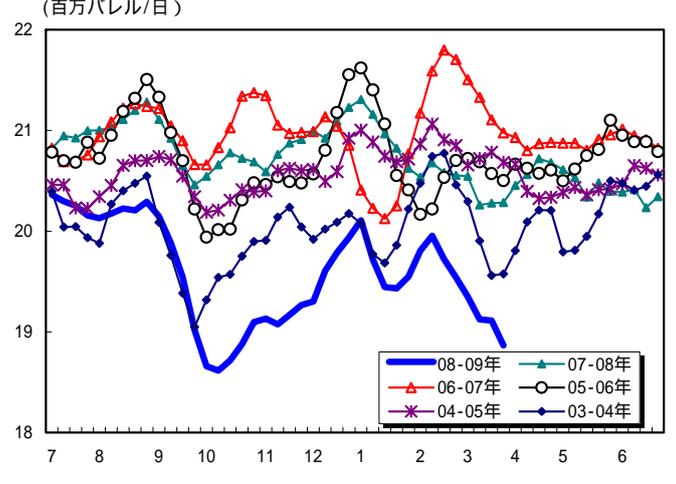
米国の石油製品需要は減少傾向で推移している。ガソリン小売価格(全米平均)は昨年末頃をボトムに上昇に転じ、2ドル前後で推移している。極端なガソリン安が解消される中で、消費量は前年並みの水準に落ち着きつつある(次頁図表11)。家計等におけるガソリンの買い控えは一巡してきたとみられる。もっとも、物流向けや工業向けを中心に中間留分など石油製品全体の消費量は、近年の水準を大きく下回っている(図表12)。

(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3月20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3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2月の輸入ナフサ価格（通関）は、1リットルあたり23.7円とわずかに上昇した。2月の輸入原油価格は25.6円であり、ナフサ価格は原油価格を1.7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。原油価格の上昇にともない、ナフサも徐々に下値を切り上げている。

もっとも、需給を緩和する材料としては、欧州からアジア向けの輸出が増えやすいことや、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による需要の下振れ観測などがあり、需給が一段と引き締まる可能性は低いとみられる（図表14）。

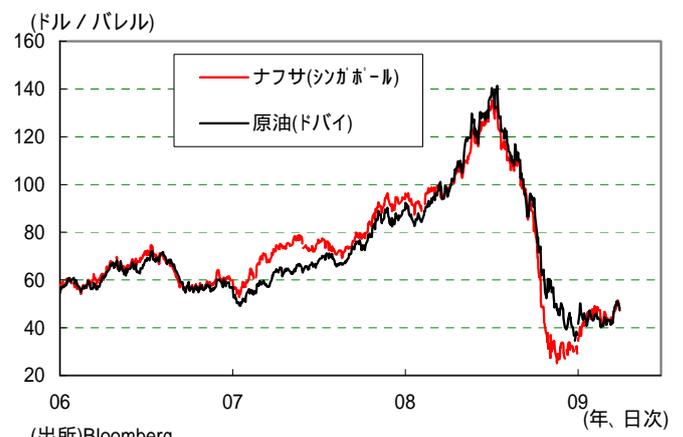
(図表 13) 日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



(出所)財務省「貿易統計」 (年、月次)

(図表 14) ナフサ(シンガポール)と

原油価格(ドバイ)の推移



(出所)Bloomberg (年、日次)

### 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、リビア、ベネズエラなどは生産枠を上回って生産している。

減産対象となる11カ国の目標生産枠が2,485万バレルであるのに対し、実際の生産量は2,539万バレルである。このため、422万バレルの減算合意のうち、368万バレルの減産が実施されているとみられ、目標遵守率は87%程度にのぼる。

3月15日にウィーンで開催された総会では、追加減産の決定を見送るかわりに、減産目標の遵守を申し合わせた。市場では減産決定への期待もあったが、総会後も相場は一段と上昇した。総会以降、加盟各国の石油相からは、必要な開発投資を実施するためには70ドル程度の相場水準が望ましいものの、世界経済が低迷する中で底堅さを示し始めた相場水準をとりあえず容認するような発言が相次いだ。5月28日に予定される次回総会では、相場動向を踏まえ追加減産の是非が議論されるとみられる。

なお、12月の前回総会に続き、ロシアのセチン副首相がオブザーバーとして出席したが、OPEC減産への協力については否定した。サウジアラビアが生産枠を下回る減産を続けていることで、同質の原油を生産するロシアが最大の利益享受者であるとの指摘がなされている。一方で、OPEC、非OPECの産油国が一同に参加し、原油相場について議論する会合を年内にロシアで開催することを提案した。

(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
リビア	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；需給バランスに改善の兆し

OPECは3月15日に開催された総会で、生産目標の遵守を申し合わせ追加減産を見送った。加盟各国が程度の差こそあれ、原油収入の減少による財政悪化に直面する中で、「綱渡りの決定（米ウォールストリート・ジャーナル紙）」、「苦渋の選択（渡新日石会長）」とも評価されている。もっとも、OPECが追加減産を見送った背景には、原油相場を取り巻く環境が徐々に改善に向かい始めている事情もあったとみられる。

##### （1）原油の需給バランス

世界の原油の需給バランスをみると、金融危機前の景気拡大局面で、先進国では恒常的な減少トレンドが続いたが、新興国では需要が大幅に増加し世界の原油需給をひっ迫させていた。いわば先進国需要の微減を、新興国需要の大幅増が補う構図にあったといえる（図表16）。

しかし、景気の落ち込みにより先進国の原油需要の減少ペースが加速し、新興国でも原油需要の増加が小幅にとどまる見通しとなったことから、世界の原油需要は大幅な減少が見込まれる状況となっている（図表16）。

（図表16）世界の原油の需要と供給

(日量、万バレル)

	2006	2007	2008	2009
世界の原油需要	8,510	8,605	8,567	8,442
先進国	4,958	4,917	4,752	4,592
新興国	3,552	3,688	3,815	3,851
世界の原油生産	8,550	8,555	8,646	8,326
OPEC	3,520	3,486	3,589	3,268
非OPEC	5,030	5,069	5,057	5,058
需給バランス	40	-50	79	116

（出所）需給バランスは、需要量 - 供給量。OPECの2009年の生産量は2月の実績値  
2009年のその他の値はIEAによる予測  
（出所）IEA

(日量、万バレル)

	2006	2007	2008	2009
世界の原油需要	大幅増 (110)	大幅増 (90)	微減 (-30)	大幅減 (-130)
先進国	微減 (-20)	微減 (-40)	大幅減 (-170)	大幅減 (-160)
新興国	大幅増 (130)	大幅増 (140)	大幅増 (130)	微増 (30)

（注）カッコ内は前年差。四捨五入のため合計は一致しない  
（出所）IEA

## ( 2 ) 需要と供給の変化

原油の需給バランスに影響を与える要因について、需要側の要因を整理すると、まず、昨年10～12月期において、世界の需給バランスはすでに114万バレルの供給超過となっていた。また、世界全体の2009年の需要見通しは、最新3月時点で、リーマン・ショック前の昨年9月時点と比べ、332万バレル下方修正されている。合計すると436万バレルの需要が減少し、在庫を増加させる要因となっている。

一方、供給側の要因についてみると、OPECは昨年9月以降合計で422万バレルの減産で合意した。また、注目されるのが、非OPEC諸国の生産低迷である。最新3月時点での非OPEC諸国の生産見通しは、リーマン・ショック前の昨年9月と比べ、112万バレル下方修正されている(図表17)。

(図表17) 原油の需要と供給の変化

(日量、万バレル)

(A) 需要減(在庫増加)	436
昨年10-12月期の供給超過	114
原油需要の下方修正	322
(B) 供給減(在庫減少)	534
OPEC減産	422
非OPEC生産量の下方修正	112
(A) - (B)	98

(注) 需要・生産の予測値はIEAによる  
 需要・生産の下方修正分は、昨年9月から今年3月にかけての予測修正幅  
 (出所) IEA

## ( 3 ) 減産と生産低迷

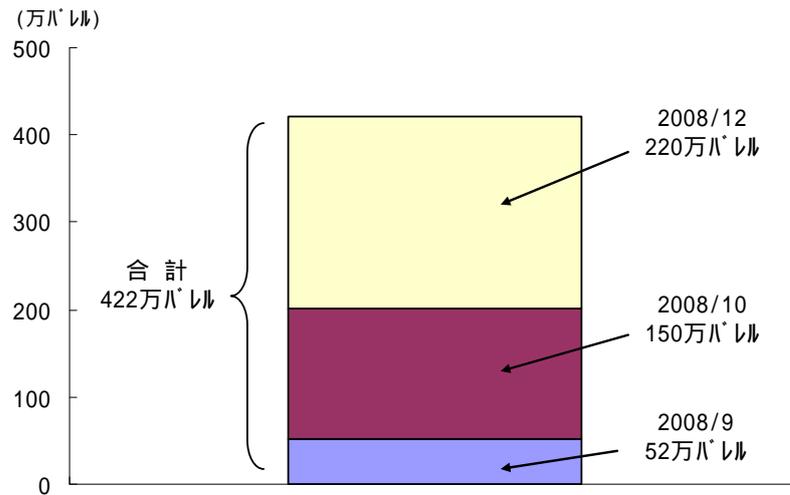
供給側の要因についてさらに詳しく見ると、第1に、OPECの減産規模が、需給バランスと比較して大きいことが分かる。昨年9月の実質減産、10、12月の総会での生産目標の引き下げの合計は約422万バレルにのぼるが、これは、原油需要が急速に減少したことへの対応としては十分な減産量といえる。大規模減産を短期間で達成しえたことは、原油の需給バランスに対し効果的な対応であった(図表18)。

第2に、非OPEC諸国の生産低迷が一段と顕著となっている。このため、IEA(国際エネルギー機関)による非OPEC諸国の2009年の生産見通しは、ほぼ毎月下方修正されている。リーマン・ショック前の9月に示された予測と最新予測を比べると、下方修正の幅は112万バ

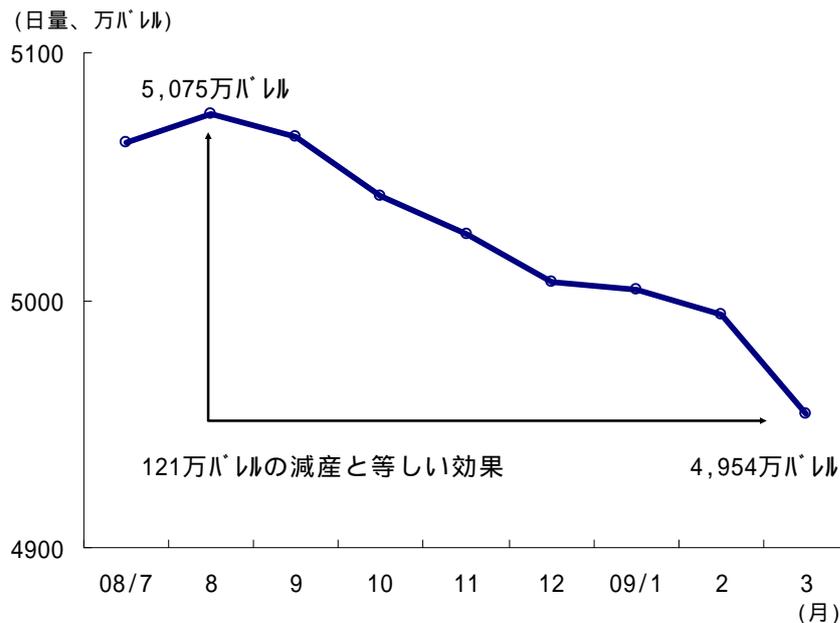
レル、昨夏時点での予測と比べると121万バレルにのぼる。期待ほどには生産量が出てこないことになり、実質的には減産と同じ効果を持つことになる(図表19)。

非OPEC諸国については、昨年初に世界最大の産油国ロシアで、メジャーの権益抑制策による開発投資の遅れから生産が減少に転じたことが注目され、原油相場高騰の一因になった。IEAが最新予測で非OPECの生産量を大幅に下方修正したのは、日本企業も参加するカスピ海のアゼリ油田の生産伸び悩みによるものであり、ロシア以外の有力産油国にも生産の頭打ち傾向が広がっている。

(図表18) OPECの減産



(図表19) 非OPECの原油生産量見通しの推移



(注) IEAが毎月発表する2009年の非OPEC産油国の生産量見通し  
2009年2月の予測からOPECを脱退したインドネシアの生産量が含まれるようになったため、これを除外した

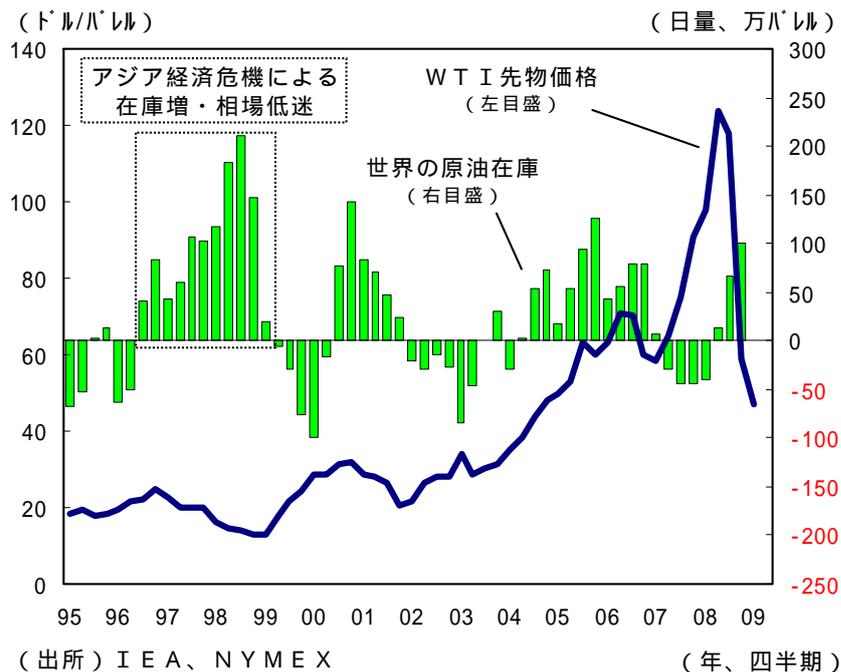
#### (4) 原油供給の急減

OPECが、需要急減に機動的に対応した背景に、アジア経済危機の経験が指摘されている。当時は、「アジアの奇跡」ともない急増した原油需要が、突然減少に転じ、「百年に一度」の経済危機で需要が急減した現在と同様の状況にOPECが直面した。社会主義崩壊後の経済混乱から立ち直りを見せ始めていたロシアが、生産を急増させた事情もあったが、OPECの減産対応の遅れから原油在庫が急増し、相場は10ドル割れ寸前まで下落したことで、OPECの価格支配力の低下が指摘された。

今回は、需要の急減ばかりが注目されているが、アジア経済危機の失敗を繰り返さないとの思惑が加盟各国に働き、機動的で遵守率の高い減産が実施された結果、需要の急減ばかりが注目される中で、原油在庫の増加はアジア経済危機の当時と比べ小幅にとどまっている(図表20)。

IEA(国際原子力機関)の原油市場月報では、昨秋のリーマン・ショック以降は、毎月原油需要の下方修正が話題となる。しかし重要なことは、OPECの減産と非OPECの生産低迷により、需要に匹敵する供給の急減が同時に起きていることであろう。

(図表20) アジア経済危機と比べた原油在庫の推移



#### (5) 相場の下支えとなる需給バランスの改善

最近の原油相場の動向をみると、リスク資産投資が一時的に回復し、WTIは2月の安値から7割も上昇した。原油が金融商品としての性格を強める中、需要の急減はこれまでの悲観相場で相当程度織り込まれたとみられる。相場が需給を悲観したことから、需給引き締め観測

が出れば、相場が戻すのは自然な動きであったといえる。

もっとも、民間調査機関などでは、今年の年央以降に原油在庫が減少に転じるとの見方も指摘され始めている。当面は中国の景気対策の効果など需要側の要因に加え、OPECの動向など供給側の要因に、相場の関心の比重が移っていく可能性もあるといえ、需給バランスの改善が相場の下支えとなる見通しである。

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。