

コモディティ・レポート

< 2009年8月 >

・ 7月の原油市況～60ドル台を中心に一進一退

7月の原油相場（WTI、期近物）は、60ドル台を中心に一進一退であったが、月末にかけて70ドルに迫り、8月3日には71.58ドルとなった。石油製品や原油の在庫水準は高く、需給の引き締め感は乏しいながら、世界景気の持ち直し観測が強まる局面では、株価や他の商品と同様に原油も上昇した。現在の相場水準は、製造業活動の回復基調やそれに伴う石油需要の増加を織り込んだものと思われ、さらに一段と相場が上昇するには、各国雇用情勢の下げ止まりや貿易・物流の持ち直しなど、新たな材料が必要となろう。しばらくは、70ドルをはさんだ一進一退の展開が予想される。

・ 7月の非鉄金属市況～上昇テンポが一段と加速

非鉄金属相場全般の動向を表すLME金属指数は、7月中旬以降、上昇テンポが加速した。中国の家電購入支援策や小型PCの販売拡大などにより、エレクトロニクス関連の生産が回復していることに加え、米国で自動車販売に回復の兆しが出てきたことも市況を押し上げる要因となった。一方で高値警戒感も出ており、中国政府が部分的な引き締め策を行ったり、各国の失業率の高さが懸念されれば、相場は調整する可能性もある。もっとも、世界景気が回復するにつれ、相場水準は緩やかに切り上がる。

・ トピック～先行きの需給改善を織り込んだ原油価格

2005～07年の夏場は60～70ドル台前半と現在の相場水準とあまり変わらない。現在の経済情勢や石油需給の状況と、2005～07年の夏場の状況を比較することは、現在の原油相場を考える上で参考になると思われる。石油の需給、石油製品と原油の価格差、経済情勢などを比較すると、2005～07年の夏場に比べて、原油相場を押し下げそうな要因が多い。それにもかかわらず、現在の原油相場が、2005～07年と同程度の水準を維持しているのは、先行きの需給改善を織り込んでいるためと考えられる。こうした状況下では、実際に冬場にかけて需給が改善してこない限りは、さらに相場が上昇する余地は小さいとみられる。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

【お問合せ先】 原油～芥田（tomomichi.akuta@murc.jp）、非鉄～細尾（hosoo@murc.jp）

今年度より、「原油レポート」と「非鉄金属レポート」を1冊に統合し、「コモディティ・レポート」として毎月発表します。なお、メール配信サービスを提供しています。ご希望の方は、「コモディティ・レポート配信希望」と記し上記E-mailアドレスに送信下さい。配信停止をご希望の方は、「コモディティ・レポート配信停止」と記しE-mailアドレスに送信下さい。

原油

1. 7月の原油市況：60ドル台を中心に一進一退

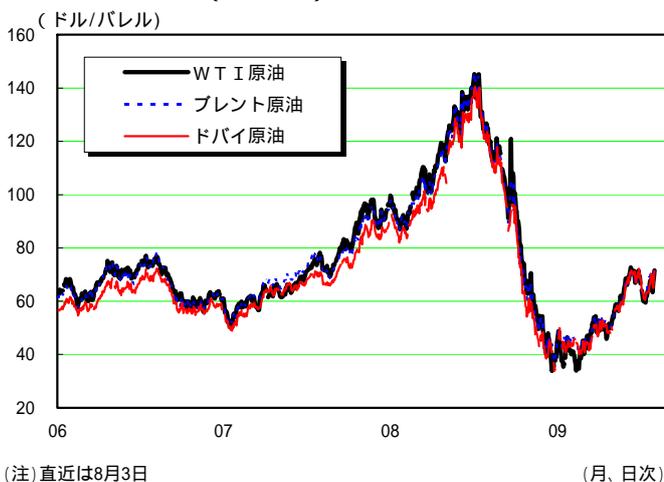
7月の原油相場（WTI、期近物）は、月初に一時1バレル＝71ドル台に乗せた後は下落基調で推移して中旬には60ドルを下回ったが、月末かけて70ドル台に迫った（8月3日の終値は71.58ドル）。米国を中心に景気回復観測が強まったり、弱まったりするのに連動して、原油相場が上下に変動し、株価との連動性も意識された。

中旬にかけて下落基調が続いた背景には、米国週次石油統計でガソリン在庫の増加が示されたこと、米国雇用関連指標や消費関連指標が弱めに出たことがあった。もっとも、月末にかけて、米国企業の4～6月期の決算が好調であったことを受けて株価が上昇すると、原油も連れ高となる動きが強まった。一方で、米国の原油や石油製品の在庫水準は高止まりしており、現物市場の荷余り感が残っている。

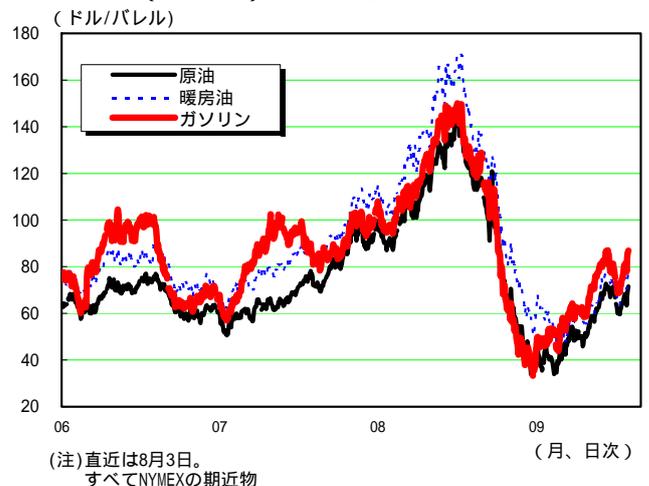
原油の油種間スプレッド（価格差）をみると、月末にかけてWTIが他の油種に比べて、やや割安となった（図表3）。一方、原油価格の先物カーブをみると、先高観測が根強いが、期近安が修正されるにつれて期先の価格が期近を上回る程度は小さくなっている（図表6）。先物市場における投機筋のポジションは買い越し幅の縮小が続いた（図表7）。また、商業筋も含めた先物の全建玉残高は下げ止まっている（図表8）。

依然として石油製品や原油の在庫水準は高く、需給の引き締め感は乏しいながら、世界景気の持ち直し観測が強まる局面では、原油相場も、株価や他の商品と同様に上昇する傾向が目立つ。現在の相場水準は、少なくとも年内の製造業活動の回復基調やそれに伴う石油需要の増加を織り込んだものと思われる。さらに一段と相場が上昇するには、各国雇用情勢の下げとまりや貿易・物流の持ち直しなど、新たな材料が必要となろう。しばらくは、70ドルをはさんで一進一退で推移した後、年末から来年にかけては上昇傾向になる可能性がある。

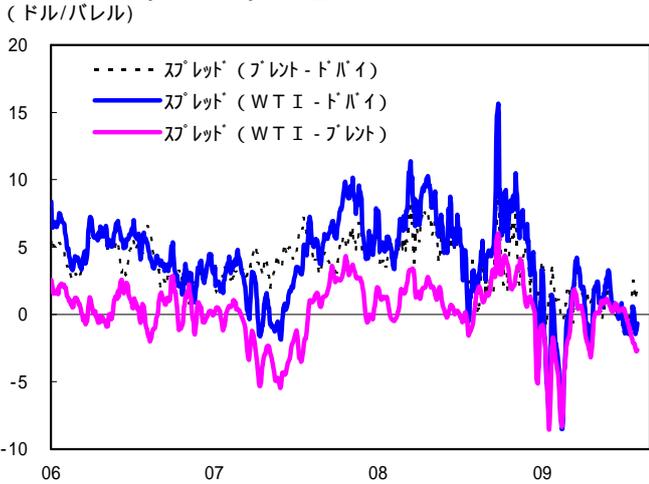
（図表1）原油市況の推移



（図表2）石油製品市況の推移

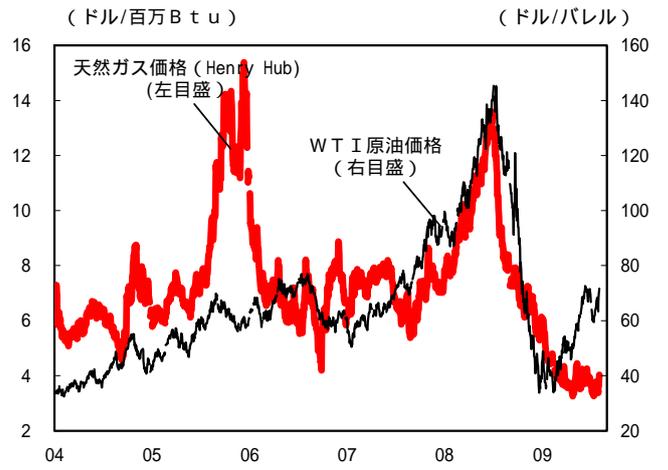


(図表3) 油種間スプレッドの推移



(注) 5日移動平均値。直近は8月3日。(年、日次)

(図表4) 米国天然ガス市況の推移



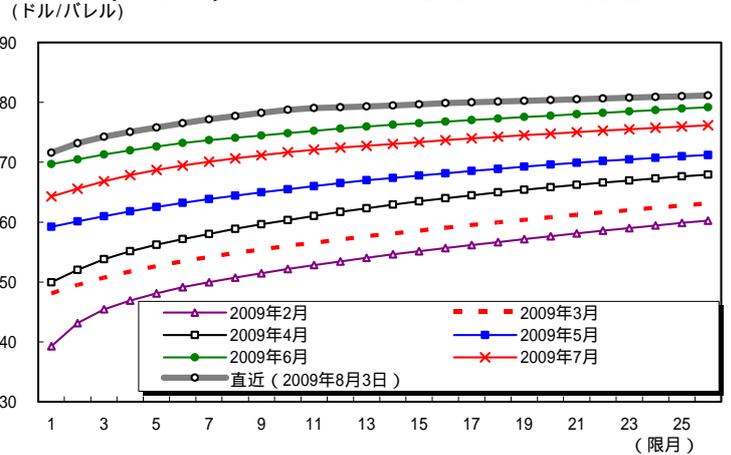
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略
(注2) 直近は8月3日。(月、日次)

(図表5) 原油先物価格と先物カーブ



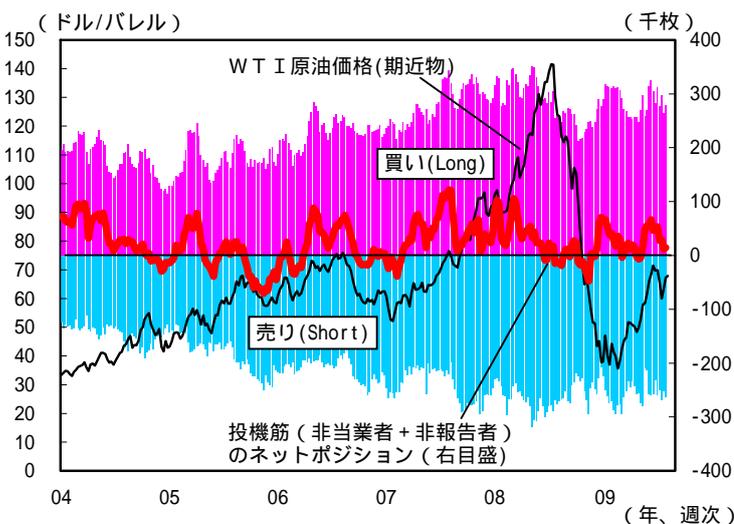
(注) 限月は26ヵ月先まで、2009年8月3日時点
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)(年、月次)

(図表6) WTI原油の先物カーブの変化



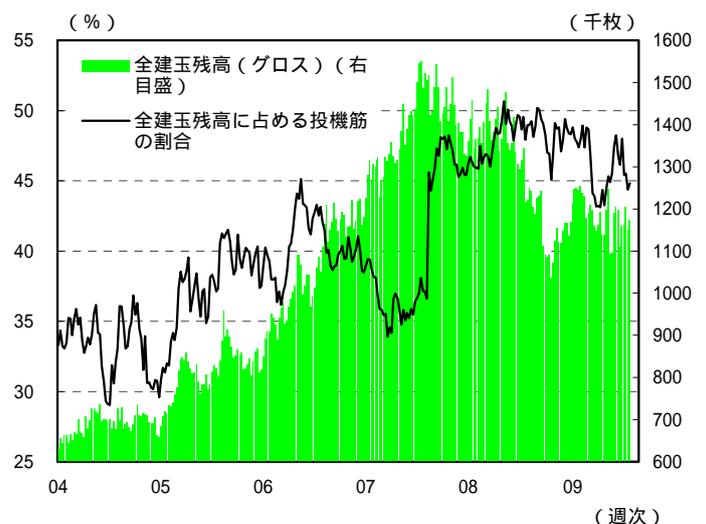
(注) 各時点における各限月(26ヵ月先まで)のWTI原油先物価格
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)(限月)

(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7月28日時点、WTI原油は7月29~8月3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)



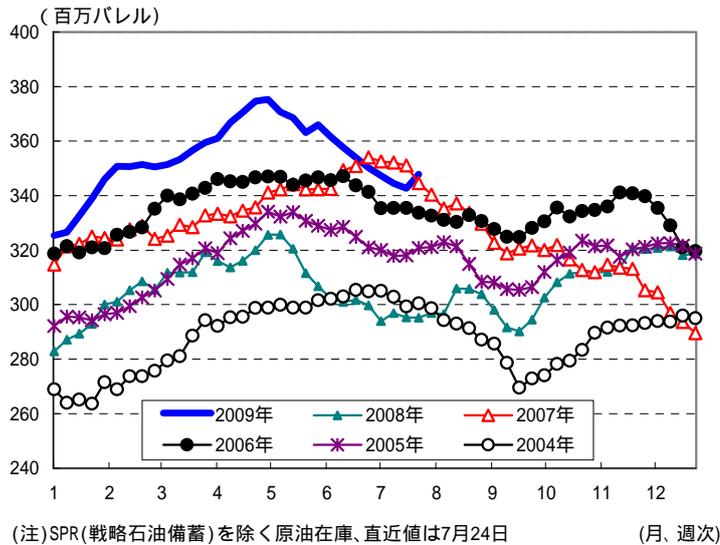
(注1) 1枚は1000バレル。直近は7月28日時点
(出所) 米国先物取引委員会(CFTC)(週次)

2. 品目別需給動向

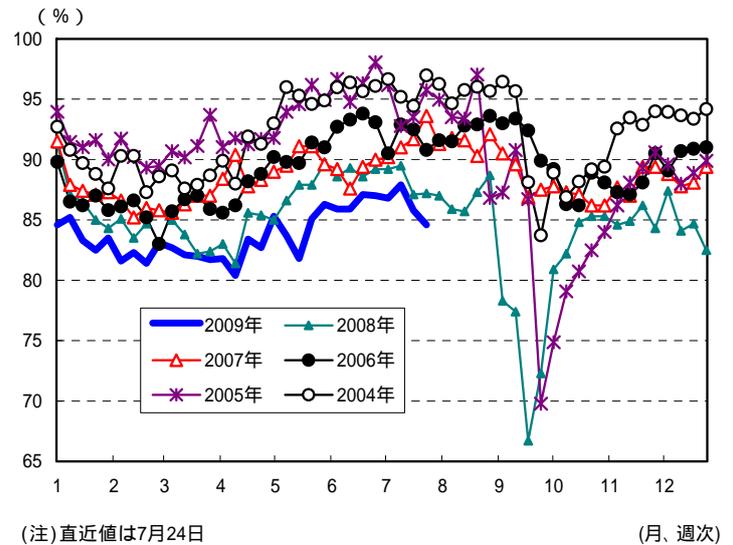
(1) 米国原油需給；足元では原油在庫が増加

米国の原油在庫は、5月はじめに19年ぶりの高水準に達した後、減少傾向で推移していたが、7月24日の週には増加した(図表9)。輸入が増加する一方で、原油の処理量が減った。石油製品の在庫が高水準で推移しており、製油所の稼働率を低下させる動きがある(図表10)。

(図表9) 米国の各年の原油在庫



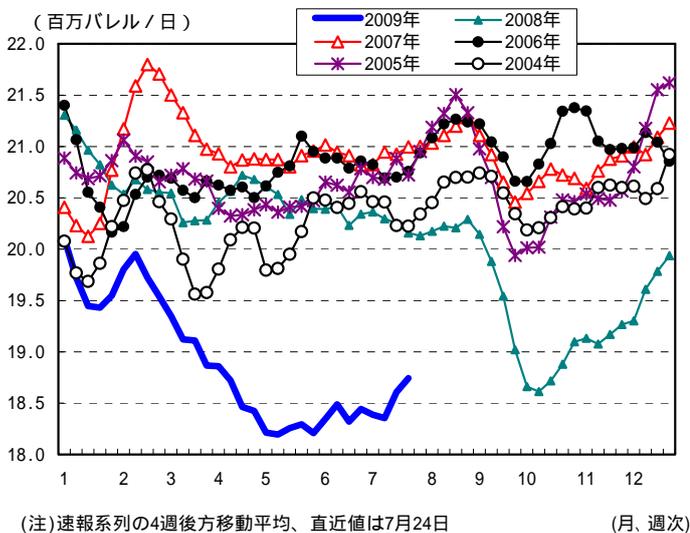
(図表10) 米国の製油所の稼働率



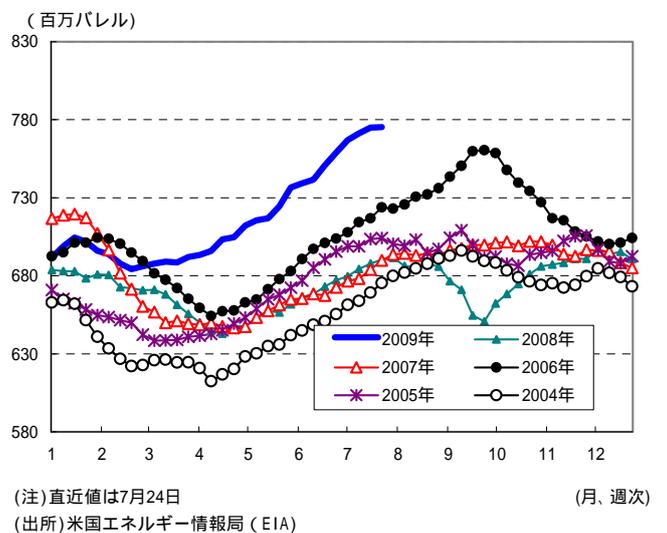
(2) 米国石油製品；石油製品の荷余り感が続く

ガソリン小売価格(全米平均)は、2~3月に1ガロン=2ドルを割っていたが、原油高を背景として上昇し、6月以降は2.6ドル前後で推移している。一方、ガソリンの消費量は前年水準をやや下回って推移しており、夏休みシーズンのドライブ需要に力強さはみられない。

(図表11) 石油製品消費量の推移



(図表12) 石油製品在庫量の推移



また、米国では物流向けや工業向けの石油需要は低迷が続いており、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 11）。このため、石油製品の在庫水準は例年を大幅に上回る高水準で推移している（図表 12）。

（3）ナフサ；原油よりも小幅な上昇

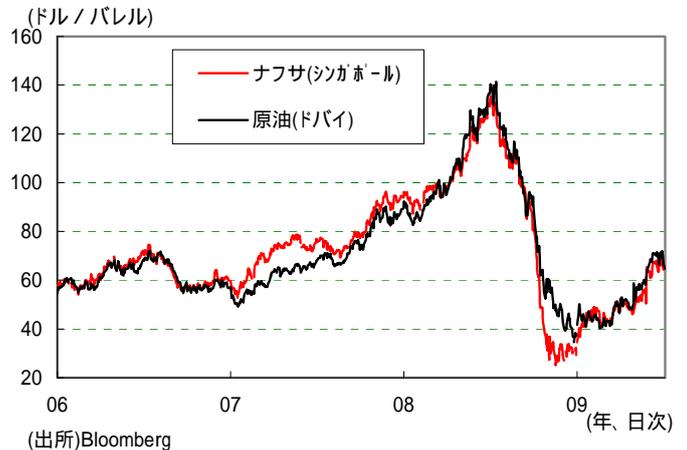
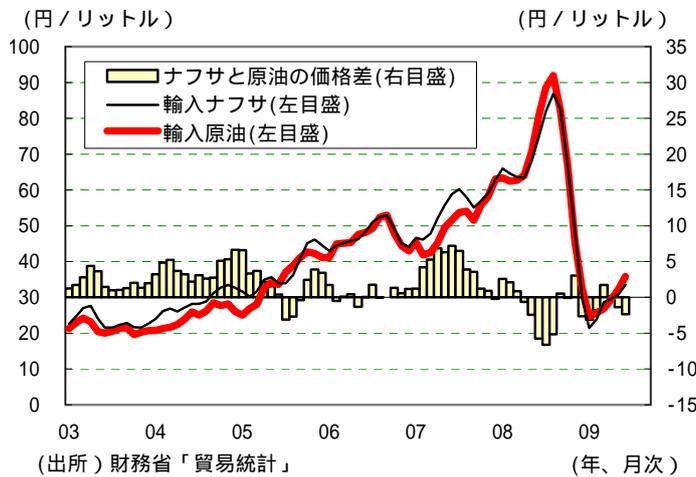
日本の6月の輸入ナフサ価格（通関）は、1リットルあたり33.5円と、前月と比べ3円弱上昇した。一方、6月の輸入原油価格は35.9円であった。原油価格の上昇に比べてナフサ価格の上昇は小幅にとどまり、ナフサの原油に対する割安度合いが拡大した（図表 13）。

7月以降の市況動向をみると、ナフサは原油とともに一進一退であった（図表 14）。ナフサ需給を緩める要因としては、クウェートの化学プラントの立ち上がりの遅れにより発生した余剰ナフサがアジア市場に持ち込まれたことが指摘された。一方で、中国の石油化学製品需要の増加を受けて、アジアのナフサ需要は底堅い。

先行きについては、9月までのナフサの供給はすでに十分であるとされ、中国の石油化学製品の輸入はいずれ中国の国内生産に取って代わられるとの見方もある。そうした中で、日本、韓国、台湾の石油化学メーカーはナフサ購入に引き続き慎重であり、来年にかけて石油化学製品の需要増加見通しがでてくると、ナフサ需給の引き締まりにつながる可能性がある。

（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

7月のOPEC12ヶ国の原油生産(日量)は、前月比4.5万バレルと小幅増加が続いた(図表15、Bloombergによる推計値、以下同じ)。生産枠が適用される11カ国では同6.0万バレル増であった。

ナイジェリアでは武装勢力による攻撃の影響で10万バレルの減産になったほか、イランとイラクが減産になったが、その他の国は増産した。サウジアラビア、クウェート、カタールの生産量は、依然として生産枠以下に抑制されているが、アラブ首長国連邦やアルジェリアは生産枠を上回って増産している。原油相場が底堅く推移する中で、増産するインセンティブが産油国に生じてきているとの見方が出ている。もっとも、各国の減産遵守率は総じて高いことや、消費国の原油在庫が高水準にとどまっていることから、9月9日に予定される次回総会でも、生産枠は据え置かれる可能性が高い。

イランでは、6月12日に行われた大統領選挙の結果について抗議する市民のデモ活動が続いていたが、8月3日に最高指導者ハメネイ師が、アフマディネジャド大統領の再就任を正式に承認した。一方、同日、米国のクリントン国務長官は「イランが核問題に関する前向きな回答を示さなければ次の措置を協議する」と述べた。

(図表15) OPECの生産動向

国名	(万バレル/日)						生産余力 (7月)
	生産量 (7月)	生産量 (6月)	超過量 (7月)	生産枠 (09年1月~)	産油能力	稼働率	
アルジェリア	128.5	125.0	8.2	120.3	145.0	87.9%	16.5
アンゴラ	181.0	179.0	29.3	151.7	200.0	85.8%	19.0
エクアドル	46.0	44.5	2.6	43.4	50.0	89.0%	4.0
イラン	379.0	380.0	45.4	333.6	410.0	92.2%	31.0
イラク	235.5	237.0	-	-	250.0	95.6%	14.5
クウェート	220.0	217.5	-2.2	222.2	265.0	81.1%	45.0
リビア	153.5	152.0	6.6	146.9	180.0	84.4%	26.5
ナイジェリア	175.0	185.0	7.7	167.3	250.0	73.0%	75.0
カタール	70.5	69.5	-2.6	73.1	90.0	77.2%	19.5
サウジアラビア	802.0	802.0	-3.1	805.1	1,080.0	74.1%	278.0
UAE	227.0	223.0	4.7	222.3	280.0	78.6%	53.0
ベネズエラ	221.0	220.0	22.4	198.6	250.0	87.2%	29.0
OPEC12カ国	2,839.0	2,834.5	-	-	3,450.0	81.7%	611.0
OPEC11カ国	2,603.5	2,597.5	119.0	2,484.5	3,200.0	80.6%	596.5

(注1) 超過量 = 生産量 - 生産枠。

(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 / 産油能力 * 100。生産余力 = 産油能力 - 生産量

(注6) OPEC11カ国はイラクを除く

(資料) Bloomberg

．非鉄金属

1．7月の非鉄市況全般：上昇テンポが一段と加速

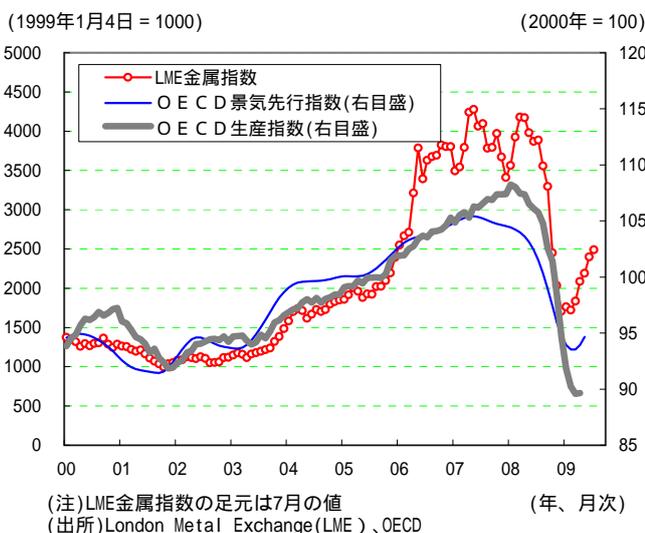
非鉄金属相場全般の動向を表すLME金属指数は、6月中旬以降に景気の先行き不透明感が強まったことで調整色が一時的に強まった。しかし7月中旬以降は、良好な米企業の4～6月期決算や米住宅関連指標の改善、米FRB議長が金融緩和の長期継続を表明したことなどにより、株式や新興国債券など高利回りが見込めるリスク資産に投資する動きが金属市場にも波及し上昇テンポが加速、昨年秋以来の高値を更新した。米国で自動車販売に回復の兆しが出てきたことも、アルミなど関連金属の市況を押し上げる要因となった。

世界的に製造業に底入れの動きがみられ、とりわけ、中国の家電購入支援策や小型PCの販売拡大などにより、エレクトロニクス関連の生産回復が鮮明となっている。また、各国の購入促進策により自動車販売にも底入れの兆しが出てきている。中国の成長率も持ち直しており、非鉄金属の需給は、今後徐々に引き締まる見通しである。

足元までの急速な相場上昇により、高値警戒感も強まっているとみられ、目先の相場はこう着感を強める可能性もある。中国政府は金融緩和策により、株、商品、不動産市場でバブル傾向が強まっていることに懸念を強めており、引き締め策に転じる場合は投機的な動きの巻き戻しによる相場下落に注意が必要であろう。世界景気についても、先進国、新興国をとわず、失業率が歴史的な高水準にまで上昇する動きが続いていることから、景気回復テンポは緩やかにとどまる公算であり、相場の下押し要因となる懸念も残る。もっとも、エレクトロニクス関連や中国の景気対策に関連する需要は引き続き見込まれるほか、自動車販売の回復も確認され、世界景気が回復するにつれて、基調としては相場水準を徐々に切り上げていく見通しである。

(図表 16) LME 金属指数と世界景気

(図表 17) LME 金属指数(日次データ)



2. 銅～10ヶ月ぶりの高値

銅相場（3ヶ月物、終値）は上昇基調で推移し、8月3日には1トン＝6,040ドルと昨年10月1日以来の高値をつけた。

相場上昇の要因は、世界的な景気回復期待を背景に、金融市場で株や新興国債券など高い利回りが見込めるリスク資産投資を積極化する動きが広がり、銅市場にも波及したことである。米企業の良好な4～6月期決算や米住宅関連指標の改善、米FRB議長が金融緩和を長期化させる方針を示したことなども、投資家のリスク資産投資拡大の動きを後押しした。

銅の主用途の一つであるエレクトロニクス関連では、中国の家電購入支援策や小型PC、携帯電話の世界的な販売好調により、他の製造業セクターと比べ回復傾向が鮮明である。中国の4～6月期のGDP成長率が内需を中心に前年比7.9%に改善し、電力、鉄道、通信など中国のインフラ関連需要も引き続き見込まれる。

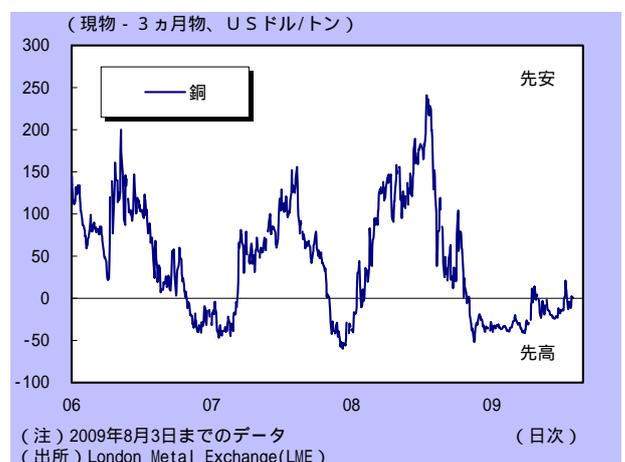
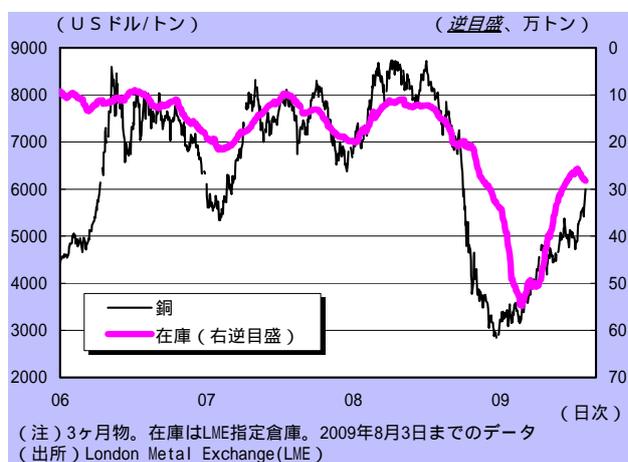
中国の銅輸入は、6月は38万トンと5ヶ月連続で過去最高を記録した。輸入増加の背景には、政府が備蓄購入を止めた後も、民間業者によって商品投機が続いていると指摘されており、在庫積み上がりへの警戒感が強い。もっとも銅スクラップの需給が逼迫しており、これが実需の強さを示す動きとして注目されている。

足元までの急ピッチな相場上昇により高値警戒感が強いとみられ、相場はこう着感を強める可能性がある。また、中国政府は金融緩和策による株、商品、不動産市場のバブル傾向に警戒を強めており、引き締め策に転じる場合には投機的な動きの巻き戻しによる相場下落に注意が必要であろう。さらに世界景気についても、先進国、新興国の失業率悪化により回復テンポは緩やかなものにとどまる公算であり、景気回復の弱さがいずれ相場の下押し要因となる懸念も残るであろう。もっとも、中国のインフラ需要が見込まれ、さらに供給懸念も強い銅については、来年にかけて需給引き締め観測が強く、他の金属と比べて上昇余地が大きいとみられる。世界景気の回復にとどまらない基調としては相場水準を徐々に切り上げていく見通しである。

（図表18）銅

銅相場とLME指定倉庫在庫の推移

現先スプレッド（現物-3ヵ月物）の推移



3. アルミニウム～9ヶ月ぶりの高値

アルミニウム相場(3ヶ月物、終値)は、景気の先行きへの楽観を背景に上昇基調で推移し、8月3日には一時1トン=1,981ドルと昨年11月以来の高値をつけた。

相場上昇の最大の要因は、リスク資産投資の動きが強まり銅の上昇に連れ高となったことだが、アルミ独自の要因として世界的な自動車販売の回復が相場を押し上げたことも注目される。

需給の目安となるLME指定倉庫の在庫は450万トンを上回り過去最高水準に増加した。自動車生産が低迷したことから、アルミ精錬業者や需要家の自動車部品メーカーが在庫処分を急ぎ換金化する動きが在庫の押し上げ要因となった。さらに、商品相場で先高観が強まったことでファンドが在庫の買い占めに走り、買い占めたアルミ在庫を担保に資金調達を行い投資金額を一段と膨らませる動きが広がった。換金を急いだ実需筋と担保価値増大に着目した投機筋の双方が、アルミ在庫を押し上げる構図にあったといえる。

こうした金融要因に基づく在庫は全体の7割程度とみられ、需給緩和にともなう在庫は3割程度にすぎないとされる。このうち指定倉庫からの出荷予約を示すキャンセルド・ワラントが7月以降増加していることが注目され始めている。特にキャンセルド・ワラントの4分の3が米国の指定倉庫のものであり、政府の購入補助策により米国の自動車販売に回復の動きが出てきたことがアルミ相場の押し上げ要因になったといえる。

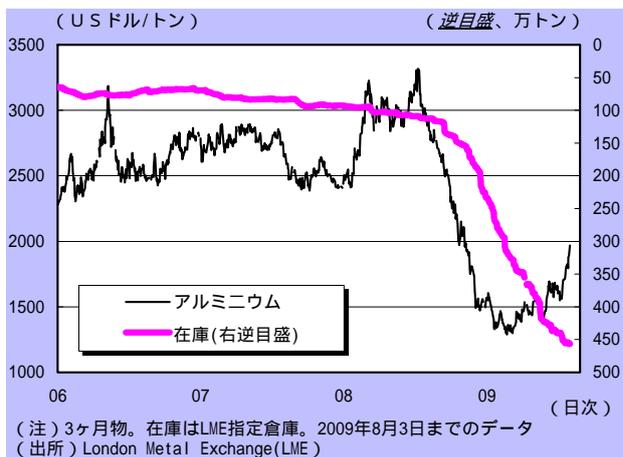
一方、中国の精錬業者の間では生産再開の動きが広がり、6月の中国のアルミ生産は今年初めて100万トンを超えた。中国の生産増は減産の遅れが指摘されるアルミ需給を一段と緩和させることが懸念されるが、それ以上に自動車販売回復にともなう需要拡大への期待が強い。

自動車購入補助策については、先行的に実施されたドイツや中国で年初から自動車販売が急増していたが、春先以降に実施された日本や米国でも販売回復が顕著となり始めたことや、中国の販売が加速していることから、自動車販売の回復への期待が高まっている。

先行きについても、自動車販売の回復がアルミ需要を拡大させ相場の下支え要因になるとみられる。政策効果の息切れと中国の一段の生産増が懸念材料であるが、自動車販売の回復傾向はしばらく続くとみられ、アルミ相場は今後も緩やかな上昇が見込まれよう。

(図表 19) アルミニウム

アルミニウム相場とLME指定倉庫在庫の推移



現先スプレッド(現物-3ヶ月物)の推移



4. ニッケル～11ヶ月ぶりの高値

ニッケル相場（3ヶ月物、終値）は、他の金属に連れて上昇基調で推移し、8月3日には一時1トン＝18,950ドルと昨年9月以来の高値をつけた。

ニッケル需要の3分の2を占めるステンレスメーカーは、これまで大幅減産を続けてきたが、ここに来て日韓の主要メーカーが増産に転じるなど、生産底入れの動きがみられるようになってきた。背景には中国でのステンレス需要の回復が指摘され、とりわけ最大手の上海宝山鋼鉄をはじめ中国メーカーの1～3月期のステンレス生産は前期比24%の増産となったようである。中国ではステンレス生産の回復によりニッケル需要が拡大しており、6月のニッケル輸入は、前年比5倍の4.1万トンと急増している。

またステンレスの生産工程では、ニッケルの代替品としてクロムを用いたり、ステンレス・スクラップを原料に用いる製法が広がっていたが、クロムの主要産出国である南アフリカで電力料金高騰の影響からクロム価格が上昇が続いていることや、メーカーの減産強化によりステンレス・スクラップの需給が逼迫していることから、ステンレス原料としてのニッケル需要が徐々に回復しつつある。

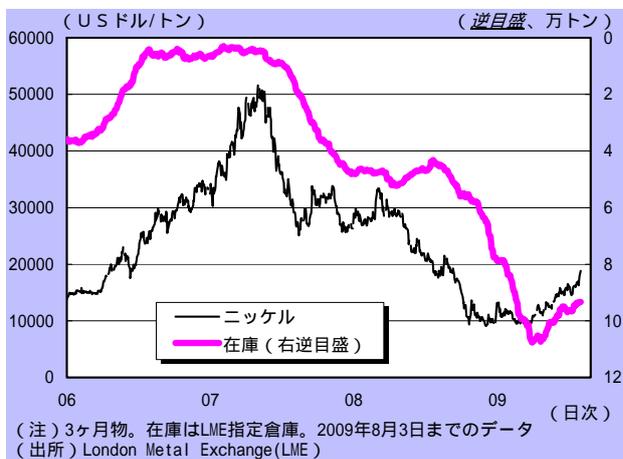
主要ニッケル鉱山での減産の動きは一段と広がっており、中国でのニッケル需要の拡大とともに、ニッケル需給の目安となるLME指定倉庫在庫も増加傾向に歯止めがかかっている。

ニッケル相場の上昇も、非鉄相場全体が強含む動きに連動している面があるとはいえ、ニッケル独自の買い材料も目立つようになった。

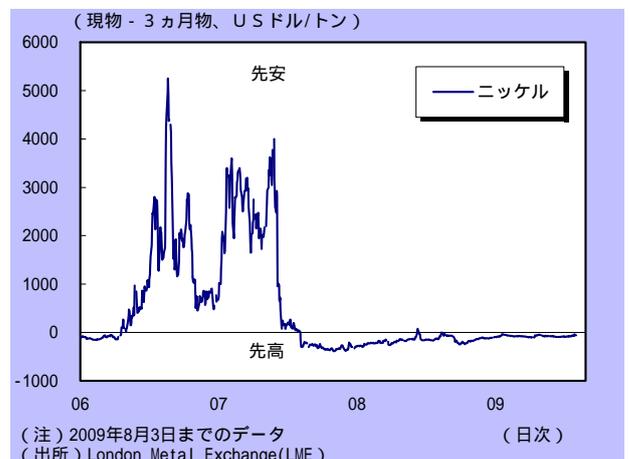
中国でのステンレス需要には、在庫積み増しのための需要も相当程度あるとされ、一部ではニッケル相場高騰を見越した投機目的の手当ても指摘されている。家庭用の台所設備（住宅関連）や、機械類（設備投資関連）が主用途であるステンレスの需要は先行き不透明感が強いことにも注意が必要であろう。もっとも、長期的なステンレス生産の低迷により歯止めがかかりつつあるのは確かであり、ニッケル相場は、今後も徐々に水準を切り上げる見通しである。

（図表 20）ニッケル

ニッケル相場とLME指定倉庫在庫の推移



現先スプレッド（現物 - 3ヶ月物）の推移



5. 亜鉛～11ヶ月ぶりの高値

亜鉛相場（3ヶ月物、終値）は上昇基調で推移し、8月3日には一時1トン＝1,865ドルと昨年9月以来の高値をつけた。

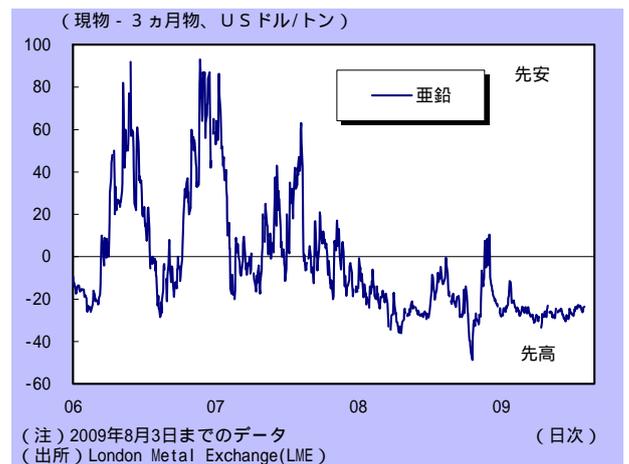
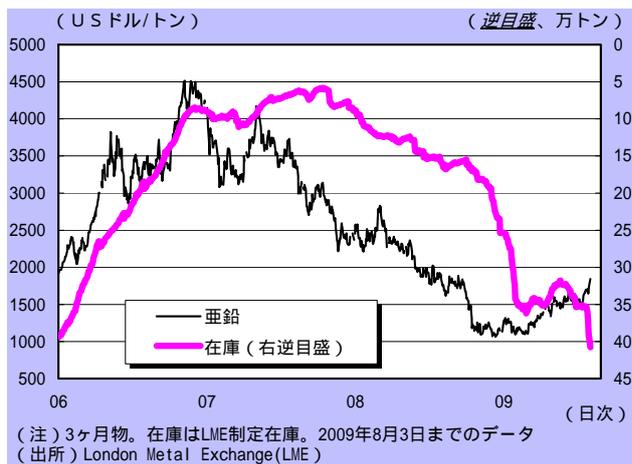
国際鉛・亜鉛研究会によると、今年1～5月の世界の亜鉛需給は178,000トンの供給超過となった。精錬所の減産により供給が33万トン減少したものの、景気低迷による需要減少幅が51万トンと減産幅を上回った。ただし景気底入れの動きが製造業中心に広がり、最大の亜鉛消費国である中国の亜鉛需要も増加しており、2010年の亜鉛需給はほぼ均衡に向かう見通しである。

また、ここきて、米国の自動車販売に底入れの兆しが出てきたほか、中国の自動車販売が一段と拡大するなど、世界各国で実施されている新車販売促進策の効果が顕著となっている。このため、亜鉛の主要途の一つである自動車用鋼板のメッキ向け需要にも回復期待が強まっており、亜鉛相場は今後もしばらく上昇基調で推移する見通しである。

（図表21）亜鉛

亜鉛相場とLME指定倉庫在庫の推移

現先スプレッド（現物-3ヶ月物）の推移



6. 錫～2ヶ月ぶりの高値

錫相場（3ヶ月物、終値）は上昇基調で推移し、8月3日には一時1トン＝15,150ドルと今年6月以来の高値をつけた。

中国の家電購入支援策や、世界的な小型PC、携帯電話の販売好調などにより、アジアを中心にエレクトロニクス関連の生産が堅調に推移しており錫需要が拡大している。主要産出国であるインドネシアの6月の錫輸出は、前年比59%の高い伸びを記録した。

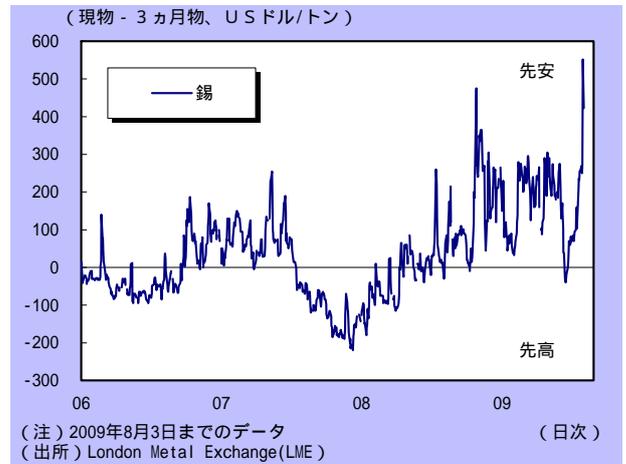
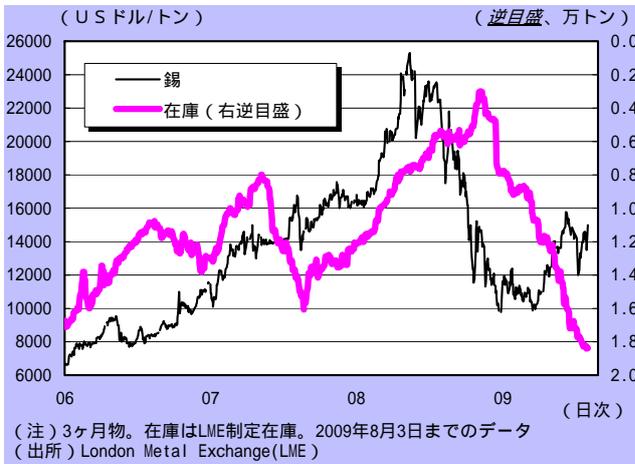
LMEの錫市場では、エレクトロニクス関連の回復を織り込んで投機筋によるロング(買い)ポジションが増加していたことが相場の抑制要因になっており、他の金属と比べ期先物の割安度合いが強まっている。

もっとも、エレクトロニクス関連の需要は底堅いとみられ、錫相場は今後も緩やかな上昇基調で推移するとみられる。

(図表 22) 錫

錫相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

現先スプレッド (現物 - 3 ヶ月物) の推移



7. 鉛 ~ 11ヶ月ぶりの高値

鉛相場 (3ヶ月物、終値) は、景気の先行きへの楽観を背景に上昇基調で推移し、8月3日には一時1トン = 1,968ドルと昨年9月以来の高値をつけた。

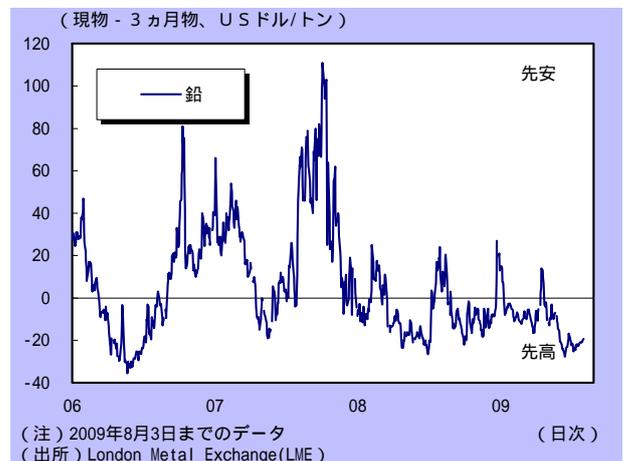
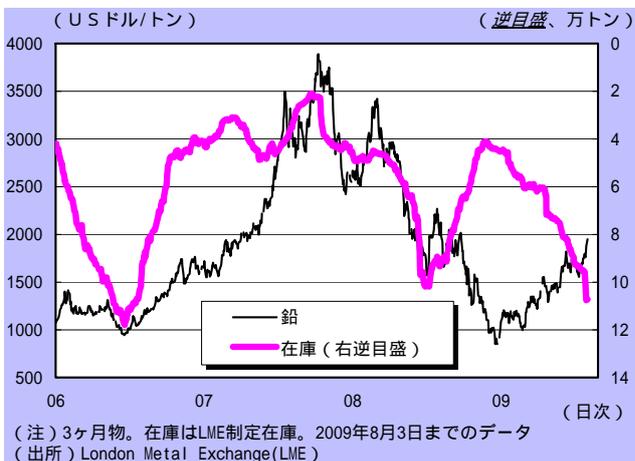
北半球の夏場を迎えてバッテリーの交換需要が減ることや、中国の鉛生産が増加していることなどにより、足元の在庫は増加傾向で推移しているが、LME在庫の水準は世界需要の5日分程度と低水準にある。

また、米国の新車販売に底入れの兆しが出てきたことや、中国の新車販売が一段と拡大しているため、新車向けの鉛需要の拡大が期待できるようになった。鉛相場は年明け以降は一本調子の上昇が続いており、年初と比べ2倍の水準まで上昇したことから、今後は高値警戒感も強まると見られる。しかし、当面は他の金属が上昇基調で推移していることに加え自動車販売回復の追い風もあり、鉛相場は堅調な推移が見込まれよう。

(図表 23) 鉛

鉛相場と L M E 指定倉庫在庫の推移

現先スプレッド (現物 - 3 ヶ月物) の推移



トピック

～先行きの需給改善を織り込んだ相場～

(1) 原油相場の水準感

このところ、原油相場(WTI、終値)は、何度か70ドル台に乗せるものの、その相場水準は維持できずに下落することを繰り返している。

ちなみに、夏場は米国のガソリン需要が増加する時期であり、ガソリンに牽引される形で原油相場も高値をつけるというパターンが2000年代半ば以降続いてきた。6～8月の原油相場の平均値の推移をみると、2005年が60ドル、2006年が73ドル、2007年が71ドル、2008年が128ドルであった。

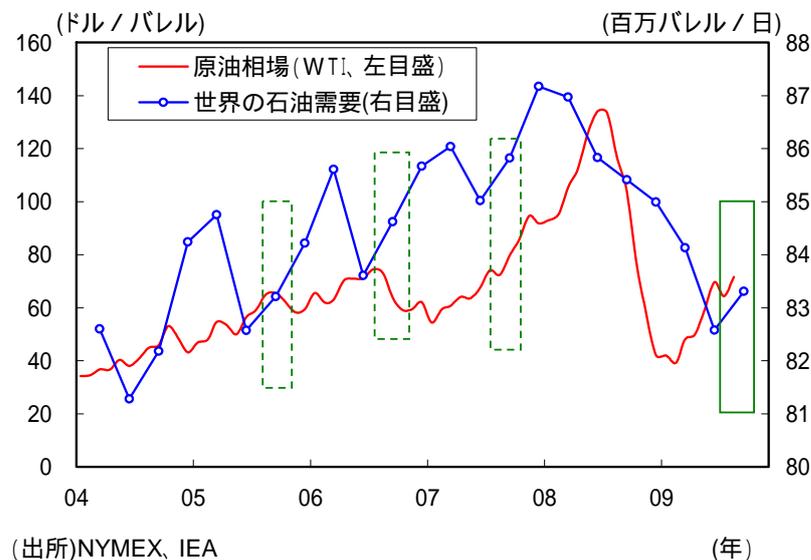
2008年の夏場は、景気拡大の最終局面であり、投機的な原油買いによって相場水準が押し上げられていた可能性があるものの、2005～07年の夏場は60～70ドル台前半と現在の相場水準とあまり変わらない。

そこで、現在の経済情勢や石油需給の状況と、2005～07年の夏場の状況を比較することは、現在の原油相場を考える上で参考になるとと思われる。

(2) 石油の需要と在庫の水準

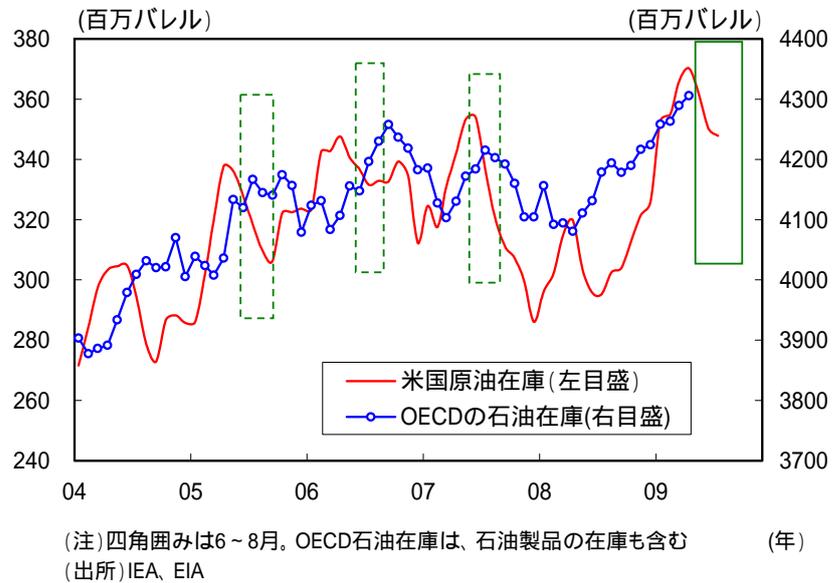
まず、世界の石油需要の水準をみてみよう。四半期別に見ると、4～6月は1年で最も需要が少ない時期であり、7～9月はガソリン需要を中心に需要が増加するパターンがある。IEA(国際エネルギー機関)のデータをみると、7～9月の世界需要は、2005年に一日あたり83.2百万バレル(以下、mb/dと略す)、2006年に84.6mb/d、2007年に85.8mb/d、2008年に85.4mb/dであった。2009年7～9月は83.3mb/dが見込まれており、2005年頃の需要の水準である。

(図表24) 世界の石油需要と原油相場の推移



一方、米国の原油在庫は過去の同時期（6～8月）に比べて高い水準で推移しており、OECD加盟国全体の石油製品も含めた在庫をみても、過去に比べて高い。石油全般に、2005～07年に比べて、荷余り感が生じやすい状況とみられる。

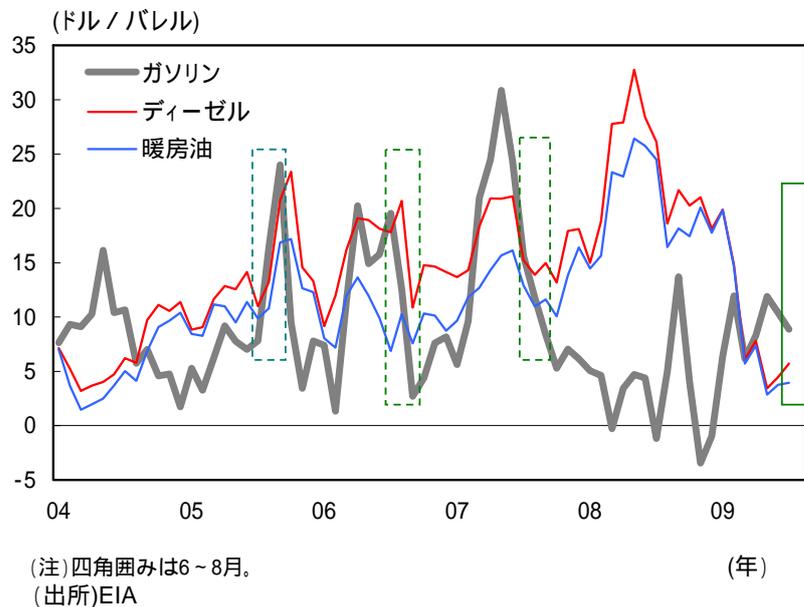
（図表 24）世界の石油需要と原油相場の推移



（ 3 ） 石油製品と原油との価格差

石油製品と原油との価格差をみると、石油製品の需給が緩んだ状況にあるのが窺える。消費者や企業が実際に利用するのは原油ではなく、ガソリンやディーゼルといった石油製品である。原材料である原油に比べて、それを加工して作られる石油製品の方が高いのが普通であるが、2005～07年などに比べて、石油製品と原油との価格差が縮小してしまっている（図表 25）。

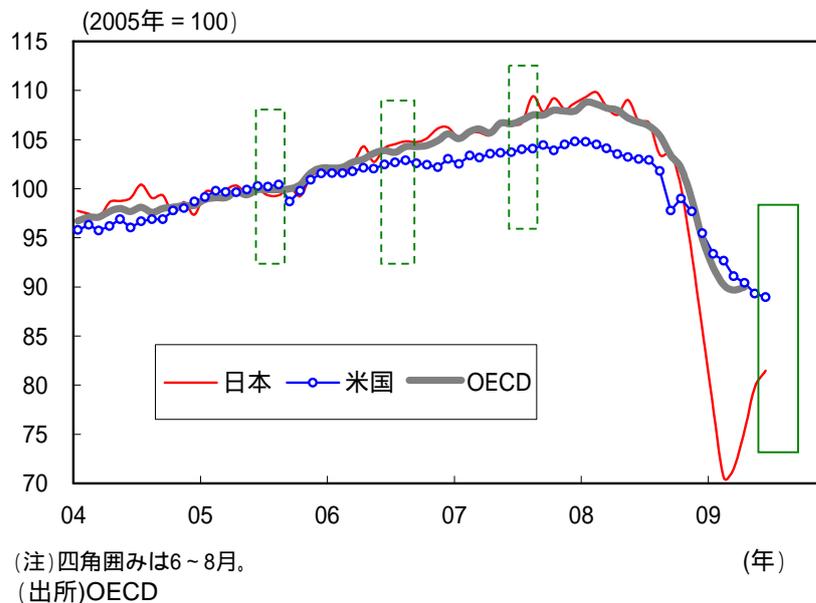
（図表 25）石油製品と原油との価格差（石油製品価格 - 原油価格）



価格差の縮小は、製油所が原油を精製しても利益があまり生じないことを意味している。こうした中、再び減産を行う製油所も出てきているようであり、原油の需要も伸び悩むとみられる。依然として、原油の需給は緩和気味で推移するものと思われる。

製品別にみると、ガソリンは、消費がそれなりに底堅さを保っているため、2008年後半に比べると、原油との価格差は拡大している。ただし、2005～07年のようにガソリンに牽引されて石油市場全般が上昇するまでには至っていない。一方、ディーゼルやそれと性質が近い暖房油は、原油との価格差の縮小が著しい（図表25）。トラック輸送や工場の動力源として使われるディーゼルの需給は、工業活動などが停滞している影響を受けやすいためだと考えられる。足元にかけて、金融危機の影響で大幅に落ち込んでいた電気機械や自動車などの生産は回復しつつあるものの、工業活動の水準は2005～2007年頃に比べても生産水準は低い（図表26）。

（図表26）日米およびOECD加盟国の鉱工業生産の推移



（4）原油相場は上昇傾向を維持するか？

以上のように石油需給の状況や経済情勢をみてくると、2005～07年の夏場に比べて、原油相場を押し下げそうな要因が多い。それにもかかわらず、現在の原油相場が、2005～07年と同程度の水準を維持しているのは、先行きの需給改善を織り込んでいるためと考えられる。こうした状況下では、実際に冬場にかけて原油需給が改善してこない限りは、さらに相場が上昇する余地は小さいとみられる。

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。一部を引用する際は必ず出所（弊社名、レポート名等）を明記して下さい。全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、弊社までご連絡下さい。