

調査レポート

コモディティ・レポート <2011年7月>

・原油市況 ~ 底値は堅いが、上値は重い

原油相場は今春以降、一進一退で推移しており、ブレント原油は1バレルあたり120ドル弱、WTI原油は100ドル弱が相場の中心になっている。しかし、IEAの備蓄放出やサウジアラビアの増産により足元の原油需給の逼迫に対する懸念は後退し、欧米の政府債務問題や中国経済の減速への懸念から原油需要の下振れが意識されてくる可能性もある。年後半にかけてWTI原油で90ドル割れ、ブレント原油で100ドル割れまで下落すると予想される。

・ベースメタル市況 ~ ドル安などを背景に上昇

ベースメタル相場の動向を示すLME(ロンドン金属取引所)金属指数は、5月上旬に急落した後、一進一退が続いていたが、7月に入ってから上昇した。7月末の個別金属の市況を前月末と比べると、錫(+8%)、ニッケル(+7%)、亜鉛(+5%)、銅(+4%)、アルミニウム(+4%)は上昇したが、鉛(-3%)は下落した。当面、米国や中国など世界景気の減速懸念が残るとみられるものの、年末にかけて景気は再加速の動きが出てくると見込まれ、ベースメタル相場は、先行き、緩やかな上昇傾向が見込まれる。

・トピック ~ IEAによる協調備蓄放出の効果について

IEAの協調石油備蓄放出について、批判的な見方が多いようだが、見込まれていた効果はある程度、発揮されているように思われる。「効果が低いことが判明したため、再度、IEAが再び備蓄放出を行う可能性は低い」との見方もあるが、「IEAは、従来よりも備蓄放出のハードルを下げ、それなりに効果のある手段として念頭におくようになる」ように思える。今回の備蓄放出は、短期的には、市場心理の面から、原油価格の上値を重くしたと考えられる。

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 芥田 知至 (chosa-report@murc.jp)

〒108-8248 東京都港区港南 2-16-4

TEL: 03-6711-1250

・原油

1．原油市況：底値は堅いが、上値は重い

原油相場は今春以降、一進一退で推移している。すなわち、ブレント原油は1バレルあたり120ドル弱、WTI原油は100ドル弱という水準を中心に推移している。5月上旬にはコモディティ相場全般の急落の影響を受けて原油相場も急落、6月下旬にはIEA（国際エネルギー機関）による石油備蓄放出の決定とギリシャ政府債務問題による景気見通しの悪化を受けて原油相場が大幅に下落、という局面があったものの、そうした大幅下落の後には、ある程度、相場は持ち直している。

上記の他には、米国の量的緩和（QE2）の終了、中国の金融引き締めなどが相場の下落要因として意識されたが、これらについても懸念が和らげば、新興国を中心とした需要増加により需給が引き締まるという見方が浮上して、相場は持ち直した。

なお、7月21日にIEAは備蓄放出を延長して行わないと発表し、これが原油相場の上昇につながったが、その月末にかけて、米国の政府債務問題により先行き不透明感が強まり、リスク資産の一角として原油も売られる流れになった。

ブレント・WTIのスプレッド（価格差）は、7月は20ドル前後で推移し、ブレント高・WTI安の定着化が進んだ（図表3）。先物市場における投機筋のポジションをみると、3月1日に終わる週をピークに縮小が続いてきたが、7月は縮小傾向が一服した（図表7）。商業筋も含めた先物の全建玉残高は、5月10日に終わる週にピークをつけ、やや減少している（図表8）。

IEAの備蓄放出やサウジアラビアの増産などにより足元の原油需給の逼迫に対する懸念は後退している。また、欧米の政府債務問題や中国経済の減速などに対する懸念により経済活動の一部に慎重な見方が強まった結果、原油需要の下振れが意識されてくる可能性もある。

年後半にかけてWTI原油で90ドル割れ、ブレント原油で100ドル割れまで下落すると予想される。

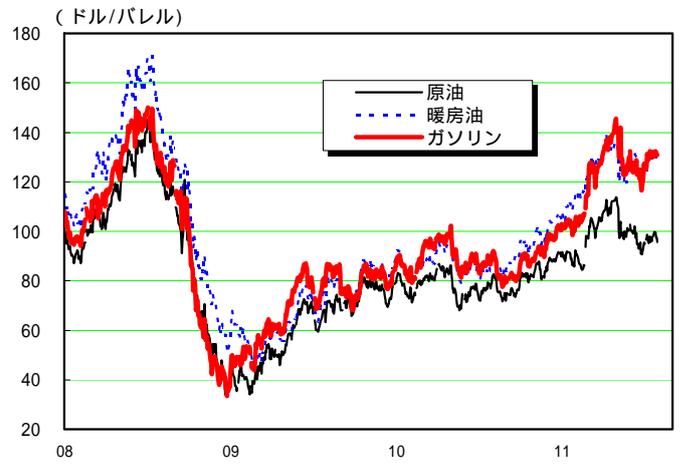
（図表1）原油市況の推移



(注)直近は7月29日
 (出所)Bloomberg、日本経済新聞

(年、日次)

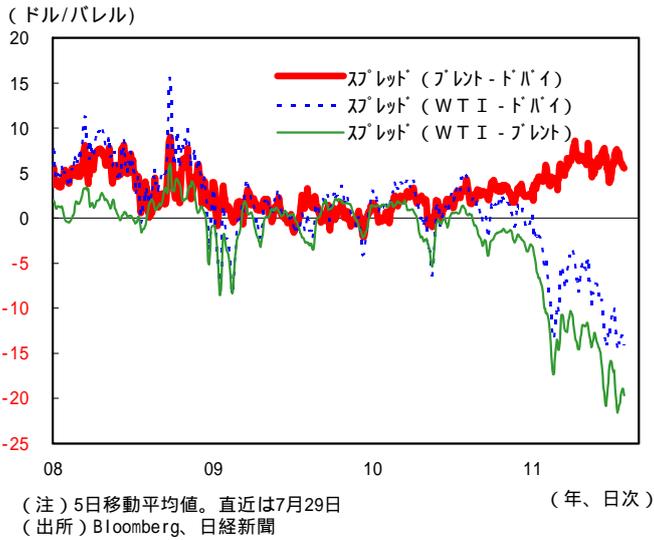
（図表2）石油製品市況の推移



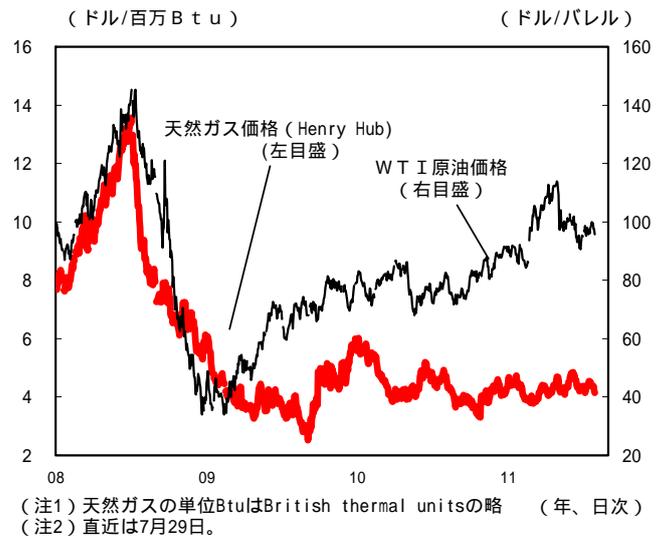
(注)直近は7月29日。
 すべてNYMEXの期近物

(年、日次)

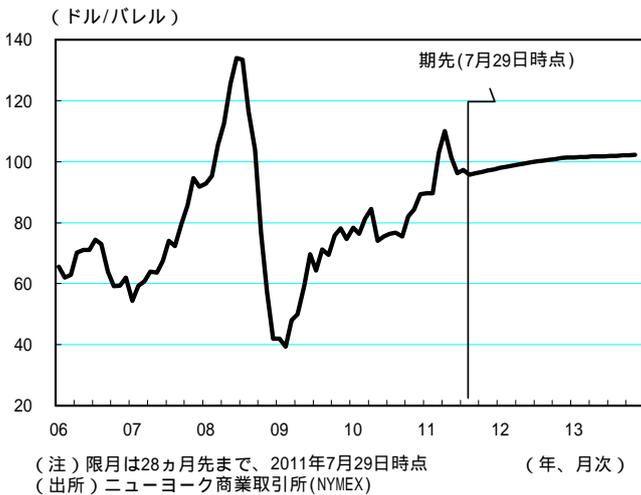
(図表3) 油種間スプレッドの推移



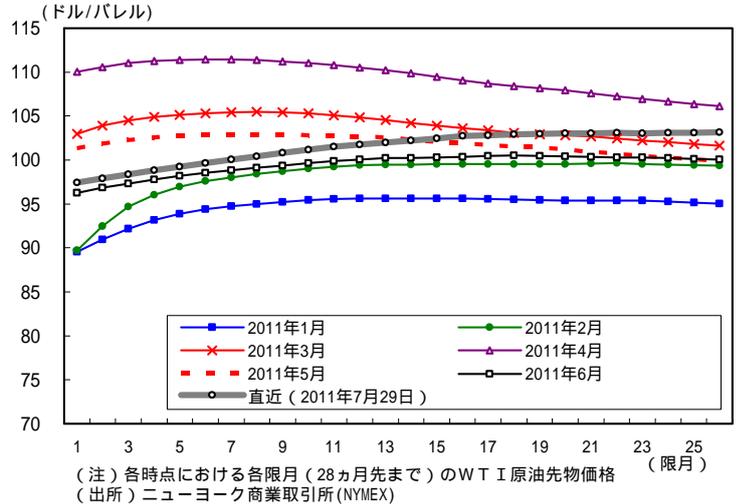
(図表4) 米国天然ガス市況の推移



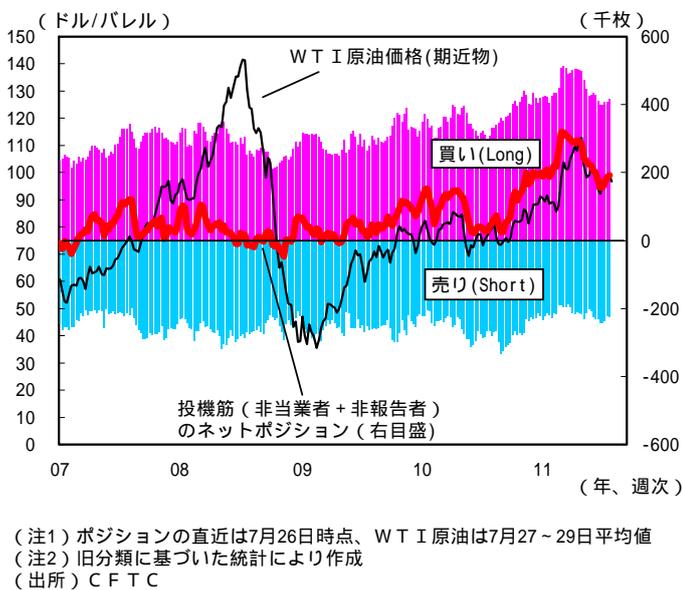
(図表5) 原油先物価格と先物カーブ



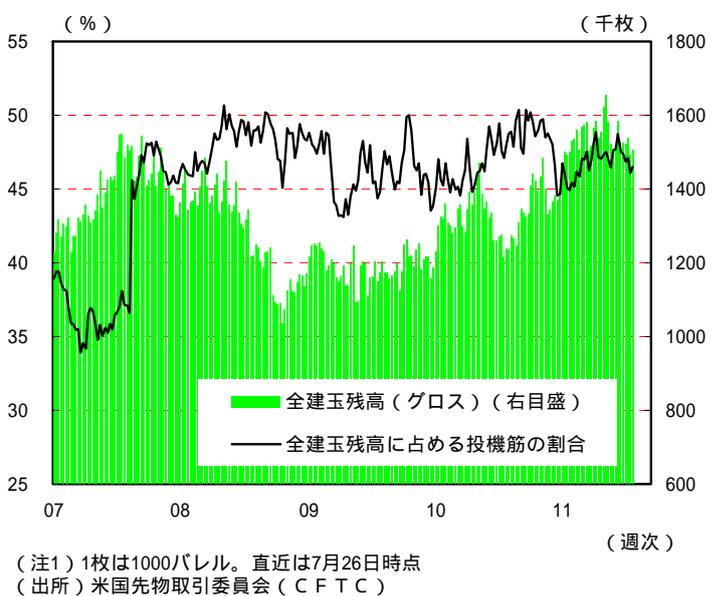
(図表6) W T I 原油の先物カーブの変化



(図表7) 投機筋のポジション(原油)



(図表8) 原油先物の建て玉(NYMEX)



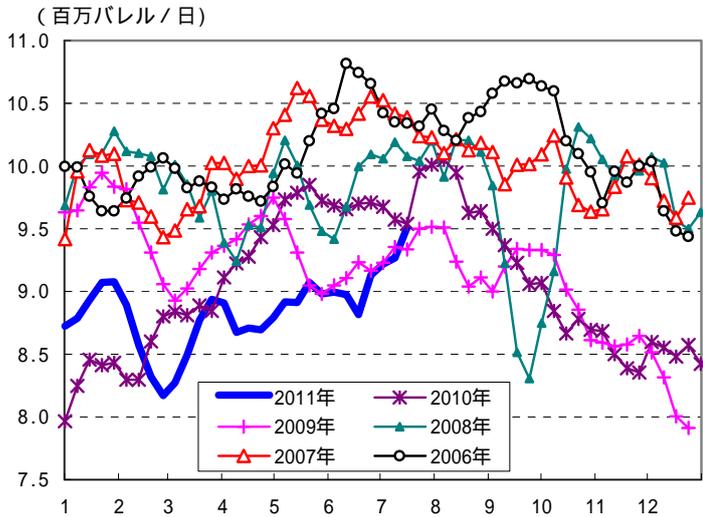
2. 石油需給動向

(1) 米国需給；原油輸入は低調が続く

米国ではガソリン需要を中心とする夏場の需要期を迎えつつあり、製油所の稼働率が上昇し、原油処理量も増加してきている。もっとも、米国内における原油生産は高水準で推移しており、原油輸入量は2009～2010年並みの低水準にとどまっている（図表9）。こうした中、原油在庫は昨年水準を若干下回っているとはいえ、高い水準で推移している（図表10）。なお、IEAの協調備蓄放出による影響は、8月に入って現れるものと思われる。

ガソリン小売価格（全米全種平均）は、5月に一時4ドルを上回った後、7月にかけて3ドル台後半で高止まりしている。夏休みシーズンに入った7月になって、ガソリン消費量は再び前年水準をかなり下回るようになっており、消費者心理が悪化している一端が窺える（図表11）。中間留分の消費量も前年水準を下回って推移しており、産業需要の停滞が推察される（図表12）。

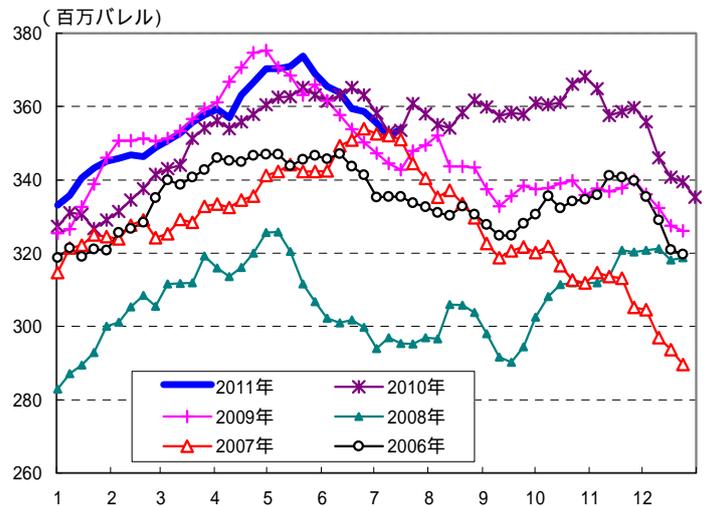
(図表9) 米国の各年の原油輸入



(注)直近値は7月22日。4週移動平均値
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(月、週次)

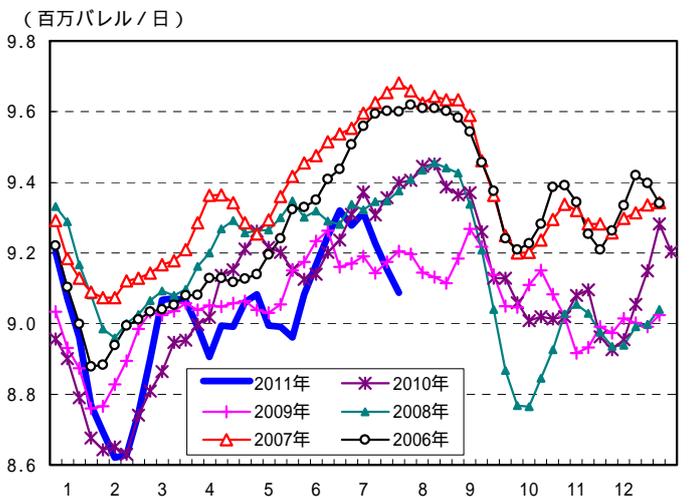
(図表10) 米国の各年の原油在庫



(注)SPR(戦略石油備蓄)を除く原油在庫、直近値は7月22日
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(月、週次)

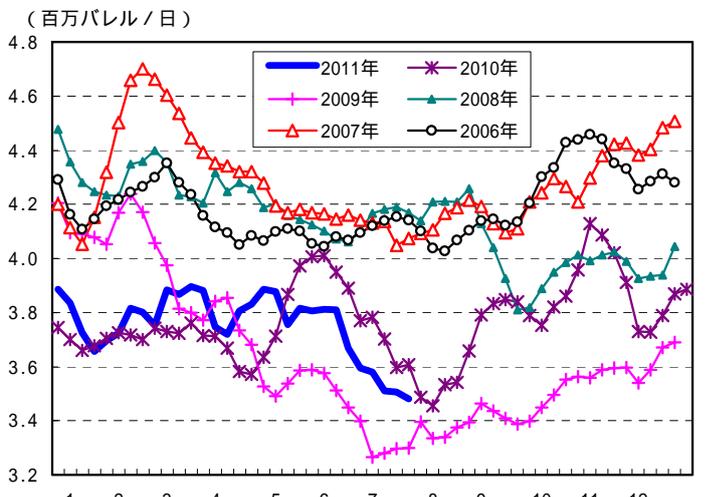
(図表11) ガソリン消費量の推移



(注)速報系列の4週後方移動平均、直近値は7月22日
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(月、週次)

(図表12) 中間留分の消費量の推移



(注)速報系列の4週後方移動平均、直近値は7月22日
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

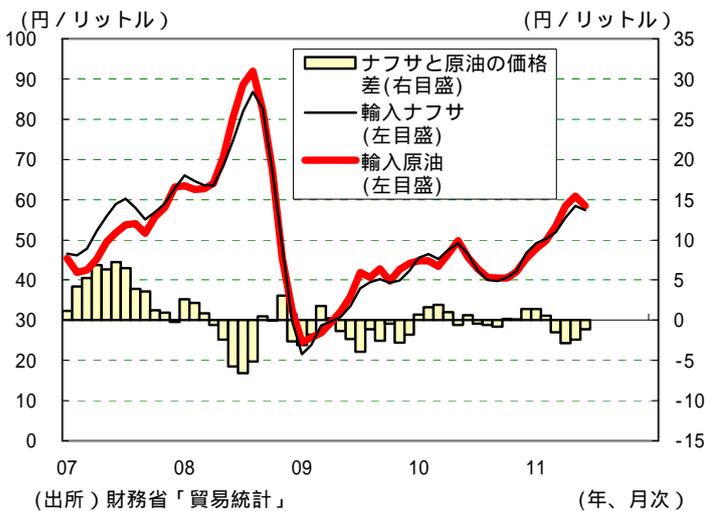
(月、週次)

(2) ナフサ；震災後の変動は一巡

日本の6月の輸入ナフサ価格(通関)は、1リットルあたり57.3円と前月比1.1円下落した。一方、6月の輸入原油価格は58.4円と同2.4円下落した。原油に比べてナフサの価格下落は小幅にとどまったものの、ナフサ価格が原油価格よりも低い状態が続いた(図表13)。

7月に入ると、アジアにおけるナフサの市況は、原材料である原油(ドバイ)価格に連動して上昇している(図表14)。また、6月後半にギリシャ政府債務問題への懸念が強まる中では、ナフサ需給も急速に緩和していたが、その懸念が後退すると、欧州での需要の増加により需給がやや引き締まった。7月後半にかけて、欧州を中心としたナフサ需給の引き締まりはアジア市況にも影響し、ナフサは原油に対して上昇気味に推移している。もっとも、アジアでは、台湾や韓国の石油化学プラントでの事故などにより、ナフサの需要は力強さを欠いている。

(図表13) 日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



(図表14) ナフサと原油の価格の推移



(3) 産油国動向等

インドとイランとサウジアラビア

26日に、サウジアラビアは、インド向けに原油3,000万バレルの輸出契約を行うと報道された。これは、従来、イランがインド向けに行っていた輸出の8月分を代替するものとされている。イランは、インドが500億ドルの原油代金の支払いを行っていないとして、インドに対して原油輸出の中止を警告していた。昨年末頃から、インド中央銀行は、国連制裁の対象となっているイランとの貿易金融は困難との立場を示していた。イランは、従来、支払いの遅延に寛容だったとされるが、このところ態度をやや強硬化させていたとされる。インドは、原油輸入の1割強をイランに依存してきたが、その分をサウジアラビアが代替できる可能性が示されたことになり、イランは原油の輸出市場を失う公算が強まった。

一方で27日に、イランはインド向け原油輸出の約2割(日量9万バレル)を削減すると発表した。核開発問題に伴う経済制裁の影響でイランは主要国との貿易が徐々に困難化してきている。

サウジアラビアの生産動向

7月のサウジアラビアの原油生産量は減少したという見方が一部に出ている。もっとも、これはサウジアラビア国内で発電用の燃料として消費されてきた原油の一部を天然ガスに切り替えた結果とされる。国営会社サウジアラムコも、7月から新ガス田からの生産を開始したと発表している。

IEA等は、サウジアラビアの発電用の原油消費量が増加しており、2011年には日量60万バレルにも達し、将来的には、サウジの輸出余力を狭める可能性があるとして指摘していた。いわゆる直焚き用として発電のために消費されていた原油は、低硫黄の精製しやすい原油とみられ、原油需給の緩和に貢献する可能性がある。

なお、OPECの年次報告によると、ベネズエラの原油埋蔵量が大幅に上方改定され、サウジアラビアを抜いて一位になったと報道された。OPEC統計は、加盟国の自主申告に基づいているとされ、ベネズエラの埋蔵量には商業生産に不向きなものが含まれるとの見方が多い。他にイランやイラクの埋蔵量も上方修正された。

(図表 15) OPECの生産動向

国名	生産量 (6月)	生産量 (5月)	超過量 (6月)	生産目標 (09年1月～)	産油能力	稼働率	生産余力 (6月)
アルジェリア	126.0	126.0	5.8	120.2	140.0	90.0%	14.0
アンゴラ	152.5	160.5	0.8	151.7	205.0	74.4%	52.5
エクアドル	46.5	46.5	3.1	43.4	50.0	93.0%	3.5
イラン	364.5	367.5	30.9	333.6	400.0	91.1%	35.5
イラク	270.5	267.5	-	-	250.0	108.2%	-20.5
クウェート	248.5	242.5	26.3	222.2	265.0	93.8%	16.5
リビア	15.0	20.0	-131.9	146.9	178.5	8.4%	163.5
ナイジェリア	212.5	206.0	45.2	167.3	250.0	85.0%	37.5
カタール	81.0	82.0	7.9	73.1	90.0	90.0%	9.0
サウジアラビア	921.0	892.5	115.9	805.1	1,150.0	80.1%	229.0
UAE	249.5	254.5	27.2	222.3	265.0	94.2%	15.5
ベネズエラ	223.0	224.0	24.4	198.6	240.0	92.9%	17.0
OPEC 12カ国	2,910.5	2,889.5	-	-	3,483.5	83.6%	573.0
OPEC 11カ国	2,640.0	2,622.0	155.5	2,484.5	3,233.5	81.6%	593.5

(注1) 超過量 = 生産量 - 生産目標。

(注2) 国別目標は一時的に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) OPEC 11カ国はイラクを除く

(出所) Bloomberg

．ベースメタル

1．ベースメタル市況全般：上昇

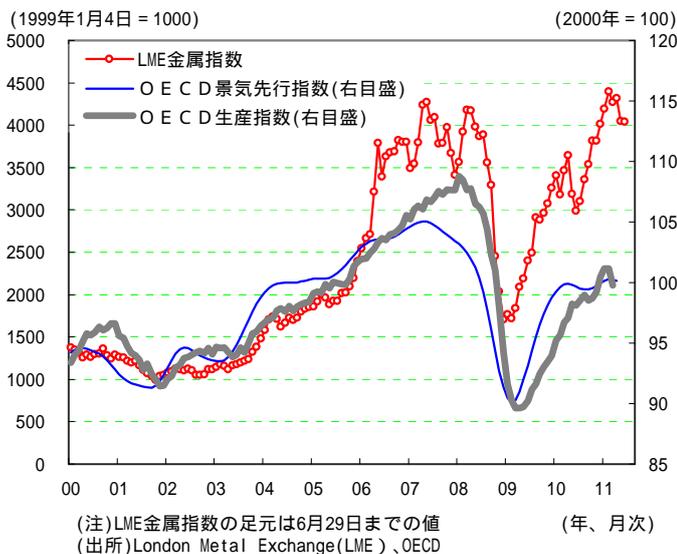
7月に入って、石油・金属・農産物などコモディティ市況は上昇傾向で推移した。6月下旬にかけてギリシャの政府債務問題への懸念が強まり、景気先行き不安からコモディティ市況は下落したが、6月29日にギリシャ議会が財政緊縮案を可決した後は、不安心理が後退し、市況は回復傾向となった。7月後半には、米国の政府債務の法定上限の問題で、金融市場を中心に先行き懸念が広がったことがコモディティ市況の重石になったが、一方でドル安が進んだことで、ドル建てのコモディティ市況は支えられた。

ベースメタル相場の動向を示すLME（ロンドン金属取引所）金属指数は、5月上旬に急落した後、一進一退が続いていたが、7月に入ってから上昇した。7月末の個別金属の市況を前月末と比べると、錫（+8%）、ニッケル（+7%）、亜鉛（+5%）、銅（+4%）、アルミニウム（+4%）は上昇したが、鉛（-3%）は下落した。錫、ニッケルなど5月以降に下落幅の大きくなっていた金属の値戻しが進んだ。

6月までのデータをみると、中国の金属需要や金属精錬には回復の動きがあり、スクラップ不足など需給引き締まりの兆しも出ている。もっとも、欧米の政府債務問題などから景気の先行き不透明感が再び強まっており、製造業メーカーなどの企業行動が慎重化すると、金属需要の見通しもやや下方修正されてくる可能性がある。

引き続き、米国や中国など世界景気の減速懸念が残るとみられるものの、年末にかけて景気は再加速の動きが出てくると見込まれ、ベースメタル相場は、先行き、緩やかな上昇傾向が見込まれる。

（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 ~ 上昇

銅相場（3ヶ月物、終値）は、5月下旬から6月下旬にかけて1トンあたり9,000ドル前後で一進一退を続けていたが、7月に入って10,000ドルに迫ってきている。

6月末から7月初めは、他のコモディティ市況とともに連騰した。その後も、中国の追加利上げ観測や、ポルトガルの格下げなど欧州の政府債務問題の拡大懸念が相場の押し下げ材料になったが、複数の要因を背景とした供給懸念が相場を下支えした。

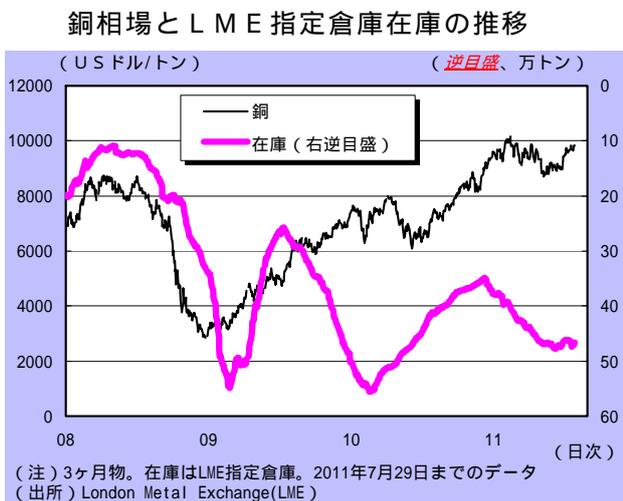
インドネシア、チリ、ペルーの主要鉱山でストライキが相次いで発生している。7月22日からは世界最大鉱山であるチリのエスコンディエダでストライキが行われており、労使が妥協する兆しはみえていない。また、世界第3位のコジャワシ鉱山では1ヶ月に渡ってストライキが続いており、従来ストライキの発生が少なかったチリ国営会社（コデルコ）においても20年ぶりにストライキが発生している。このように、最大の銅生産国のチリでストライキが広がっており、こうした状況が一定期間以上続くと、銅鉱石の供給不足への懸念が急速に強まる可能性がある。鉱山大手のBHPピリトン、エスコンディエダの銅精鉱のうち、2011年に40万トン（1月あたり3万トン強）を中国に輸出しているとされ、ストライキが1ヶ月以上続くと、中国の銅地金の生産量にも影響するとみられている。

一方、最大の銅消費国である中国では、2012年後半からモンゴルのオユ・トルゴイ鉱山からの銅鉱石の輸入が開始されるとみられており、中国における鉱石不足（＝精錬所余剰）は緩和していくとの見方もある。

なお、7月26日に上海先物取引所は取引手数料と証拠金を引き下げると発表した。同取引所は、昨年11月に投機的な取引の過熱を抑制するために、取引手数料や証拠金を引き上げていた。

銅相場は、供給懸念などを背景に他のコモディティ相場に比べて底堅い推移になっている。米国の政府債務問題などを背景に先行き不透明感が強まっているものの、年末に向けて自動車やエレクトロニクス製品の生産は回復傾向で推移するとみられる。銅需給の引き締め観測を背景に、銅相場は緩やかな上昇が見込まれる。

（図表 18）銅



3. アルミニウム ~ 底堅さを示す

アルミニウム相場(3ヶ月物、終値)をみると、6月は1トンあたり2,500~2,700ドルで一進一退の推移を続け、7月は中旬にかけて2,500ドルを下回った後に、下旬には2,600ドル台半ばを回復した。

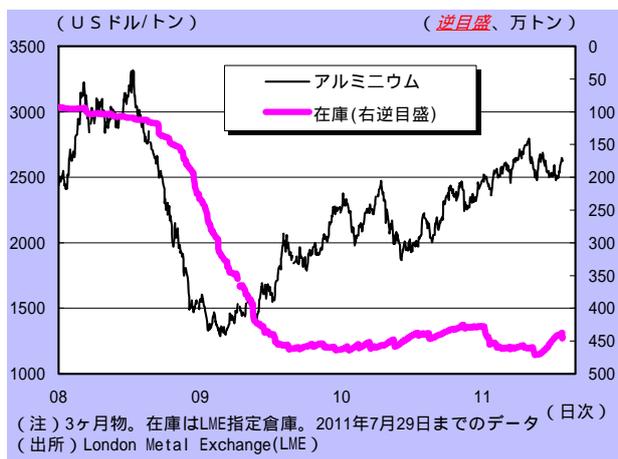
7月末にかけて上昇した背景には、中国のアルミニウム需給の引き締まりが指摘される。従来、アルミニウムについては中国国内の生産過剰が指摘され、価格にもそれが現れていた。すなわち、上海市況とLME市況を比較すると、上海に市況の方が安い状態が続いてきた。しかし、6月半ば頃から、徐々に上海市況がLME市況に比べて割高化する動きになっていった。生産面では、昨年後半以降、マクロ経済政策が引き締め方向に転換する中で、アルミニウム産業では非効率な精錬所の淘汰が進められ、生産調整・在庫調整が進んだ。需要面では、自動車産業の生産増加などを背景に年後半に向けての需要増加観測がある。そうした中でアルミニウム相場の先高観測が出始めており、卸売業者の中には在庫の積極的な積み増しを図る動きもみられるようだ。加えて、8月には一部地域では電力不足によって、アルミニウム生産がやや抑制される可能性も引き続き指摘され、中国における需給引き締まり観測の一因になっている。

もっとも、世界的には需給に引き締まり感はさほど生じておらず、LME指定倉庫の在庫水準も高止まりしている。供給面では、中東湾岸諸国のアルミニウム生産量の増加が続いており、6月も前年比2割以上増加している。また、在庫についても、期先高の先物価格体系(=コンタンゴ)を利用した利稼ぎを目的とした積極的な保有が引き続き多く、荷余り感にはつながっていないようだ。

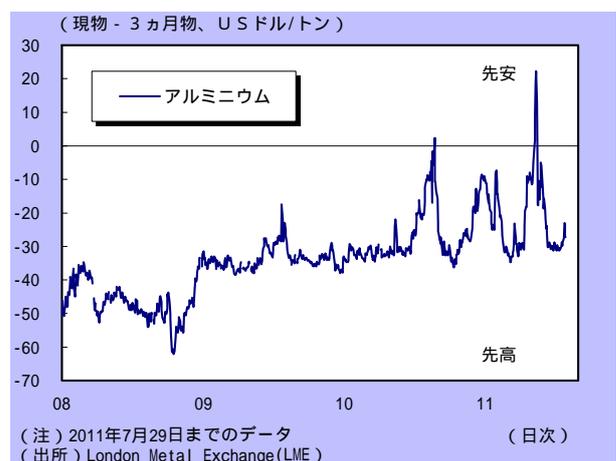
2011年前半は、アルミニウムはエネルギー集約的な金属であることが注目され、原油価格と連動する傾向が強まっていたが、このところ原油価格が比較的安定した推移を続ける中で、アルミニウム自体の需給動向が相場変動の主な要因になっている。年末にかけて、景気が再加速すると、需給が現在よりも引き締まると考えられ、アルミニウム相場はやや上昇傾向で推移すると見込まれる。

(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ヵ月物)の推移



4. ニッケル ~ 下落

ニッケル相場（3ヶ月物、終値）は、6月中旬には22,000ドルを割り込んでいたが、7月は上昇傾向で推移した。

供給動向が不安定な状態が続いており、LME指定倉庫の在庫は減少傾向で推移している。各生産障害の状況を見ると、まず、西オーストラリアにあるBHPピリトンのクイナナ精錬所（年産約7万トン）は、5月後半に外部からの水素調達の障害により停止されたが、6月前半から操業が再開された。しかし、ザンビアのムナリ鉱山では、6月に通気が困難になっていた地下鉱山の操業を再開したものの、洪水や地盤沈下などの悪条件が相次ぎ、2011年の生産見通しを年間4.4万トンと2割ほど下方修正した。また、オーストラリア2位の鉱山会社ミナラ・リソース（Minara Resources）の精錬所（Murrin Murrin）では、技術的課題が多く、6月にもプラントの一部で事故が発生し、7月に入って生産見通しが年間2.9~3.2トンと1割以上下方修正された。依然として、リーマンショック後から操業停止が続いている鉱山もあり、足元ではキューバやコロンビアの鉱山での供給障害もある。

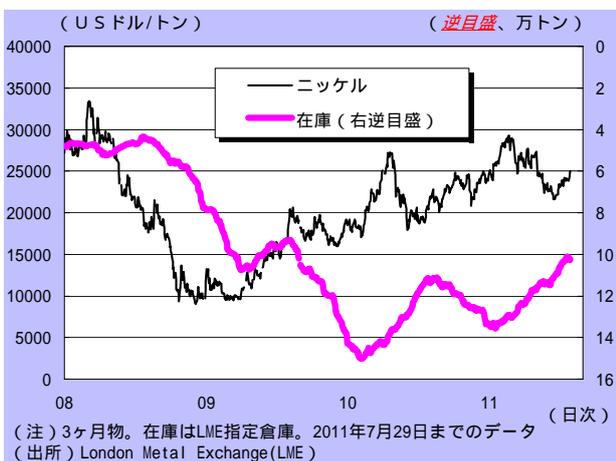
バーレ、エクストラータ、アングロ・アメリカ、シェリット・インターナショナルなど、大手鉱山会社が新鉱山開発を競っているが、一部は新技術の導入などで課題を残していることもあり、供給力の伸び方は緩やかになると考えられている。

一方、7月のニッケル価格の上昇を受けて、韓国ポスコは8月よりステンレス価格を引き上げると報道された。ステンレス鋼は4~6月に生産調整がようやく一巡してきたが、足元では米欧の政府債務問題などもあって景気の先行き見通しが不安定化する中で、ステンレス需要にそれほど力強さはないとみられる。国際的に、ステンレス事業を再編する動きも出ている。

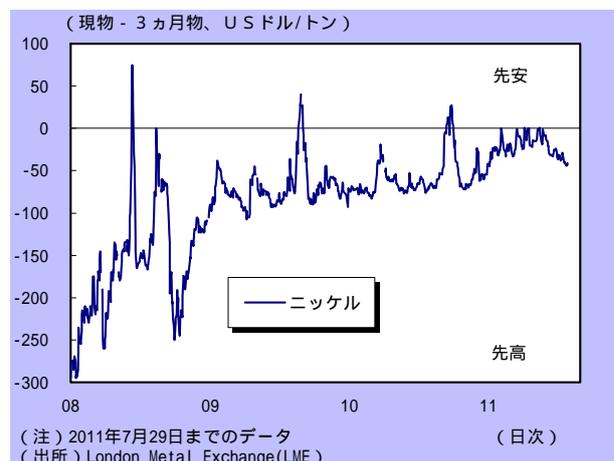
夏季休暇の影響などからステンレス需要が少ない時期だが、供給障害が続いていることもあり、ニッケル相場は上昇基調で推移している。外部環境からすると、年後半のニッケル需要の見通しはやや下方修正されそうだが、それでも年末にかけて、2万ドル台後半での推移が見込まれる。

（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 ~ 上昇

亜鉛相場(3ヶ月物、終値)は、5月中旬をボトムに下げ止まり、その後は、上昇傾向で推移している。LME指定倉庫の在庫は増加が続いているが、荷余り感が出ていない。

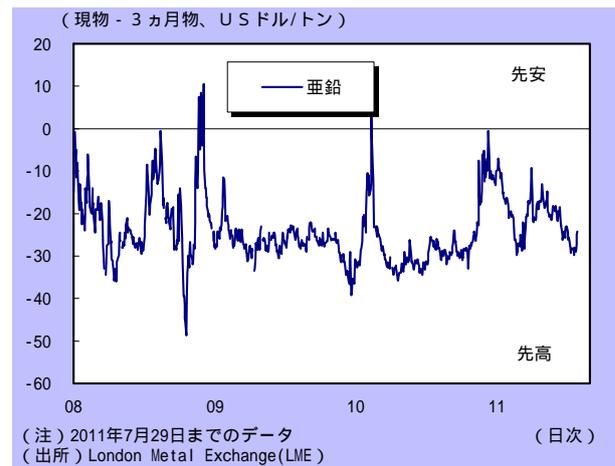
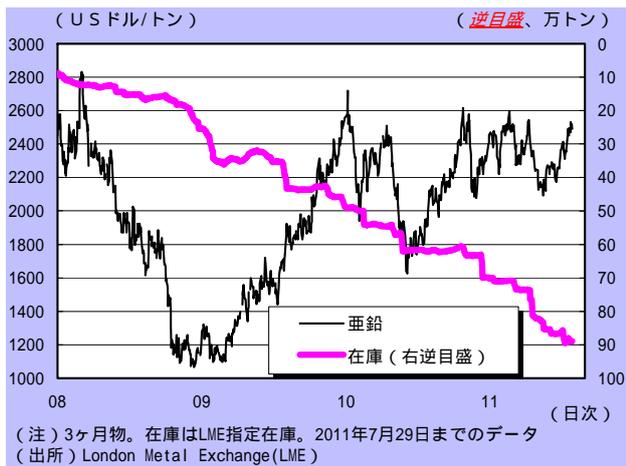
亜鉛については、アルミニウムと似たような状況が生じつつある。すなわち、資金運用を目的として、亜鉛地金を保有する動きが増えており、LME在庫の6割が金融的な取引に用いられているとの見方もある。アルミニウムと同様に、先物価格の体系は期先高(=コンタンゴ)が定着しており、地金保有と先物売りの組み合わせなどにより、利鞘が稼げる。

世界的に自動車生産は停滞気味で推移しており、亜鉛メッキ鋼板の需要も弱めにみえていていると思われるが、相場を強気にみる向きからは、2012年にかけて亜鉛需要が回復すると、需給は急速に引き締まるとの見方も出始めている。もっとも、期先高が解消すると、金融的な取引に用いられる地金が減り、荷余り感が強まる可能性がある。亜鉛相場は緩やかな上昇が見込まれる。

(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ヵ月物)の推移



6. 錫 ~ 上昇

錫相場(3ヶ月物、終値)は、6月中旬~下旬に1トンあたり25,000ドル割れまで下落したが、7月は上昇基調で推移した。

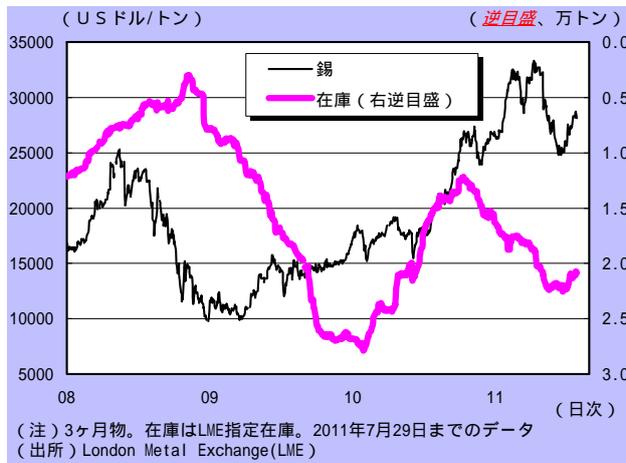
ギリシャ政府債務問題への懸念が後退したことを契機に、上昇傾向が強まった。2011年前半は、各国における家電購入促進策の反動、新興国における引き締め政策、先進国の景気減速などを背景に、エレクトロニクス製品の売れ行きが鈍っていたことが、錫需要の鈍化につながっていたが、2011年後半は、新興国を中心に需要増加のモメンタムがやや持ち直すとの見方がある。

最大輸出国のインドネシアからの輸出は6月に前年比3割増を記録した。もっとも、同国における違法採掘の取り締まりなどによる供給制約が意識される状況は変わっていない。

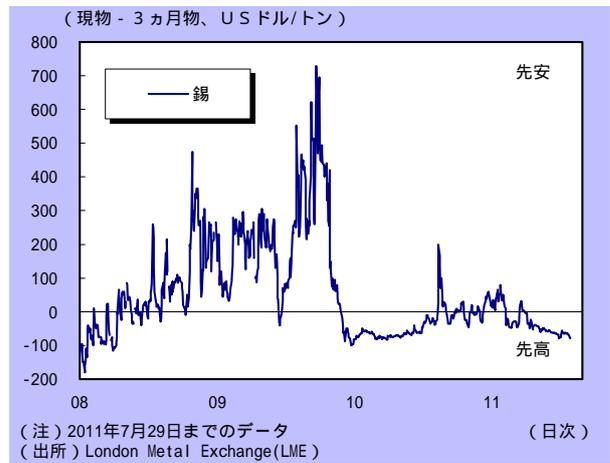
最近1ヶ月の相場上昇は急であり、上昇テンポは鈍化が見込まれるものの、今後、需要期を迎える中、錫相場は底堅い推移が見込まれる。

(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 カ月物) の推移



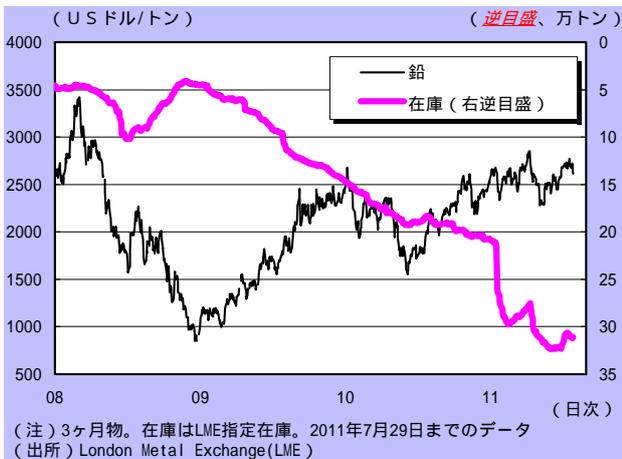
7 . 鉛 ~ 持ち直し後、一進一退

鉛相場 (3 ヶ月物、終値) は、5 月のコモディティ相場の一斉下落時には 1 トンあたり 2,300 ドルを割ったが、その後は上昇傾向で推移し、7 月上旬には 2,700 ドル台に乗せた。その後、7 月下旬にかけて、2,600 ~ 2,700 台で一進一退が続いている。

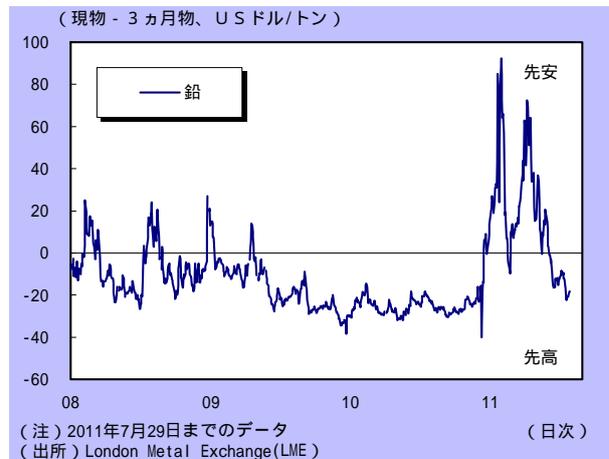
中国における鉛バッテリー需要の増加見通し、豪州のマジェラン鉱山の無期限メンテナンス、中国政府による鉛業者の淘汰などは、すでに市場に織り込まれた状態だとみられる。夏場は鉛の需要が少ない時期であることもあり、しばらく様子見が続くとみられる。冬場にかけて需要期になると、再び需給引き締まり観測が出てくる可能性があるものの、当面、一進一退が見込まれる。

(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 カ月物) の推移



トピック

～ I E Aによる協調備蓄放出の効果について ～

原油相場の水準は、6月23日にI E A（国際エネルギー機関）が備蓄放出を決定する前の水準に戻ってしまった。I E Aの決定は、リビア原油の供給障害に対して、加盟国が30日間の渡り日量200万バレル（＝合計6000万バレル）の石油備蓄を放出して対応するというものであったが、29日が経過した7月21日に、I E Aは追加的な備蓄放出を見送ることを発表した。

I E Aの協調石油備蓄放出について、批判的な見方が多いようだが、見込まれていた効果はある程度、発揮されているように思われる。「効果が低いことが判明したため、再度、I E Aが再び備蓄放出を行う可能性は低い」との見方もあるが、「I E Aは、従来よりも備蓄放出のハードルを下げて、それなりに効果のある手段として念頭におくようになる」ように思える。

I E Aの説明

備蓄放出の決定に関してI E Aが示した考え方は、以下のようなものである。

すなわち、7～9月期にはO P E C（石油輸出国機構）に対する需要が4～6月期に比べて日量130万バレル程度増加すると予測している。一方で、サウジアラビアなどの増産により、O P E Cの生産量は6月に同84万バレル程度増加し、7月にはさらに同150～200万バレル増加すると見込んでいるものの、リビアからの原油供給が130万バレル程度落ち込んだ状態が続くと見込まれる。当面の原油需給逼迫の可能性を回避するために、備蓄放出が必要と判断した。

なお、6,000万バレルの備蓄放出のうち、3,800万バレルを占める公的備蓄からの放出は、入札から実際に流通するまでに時間がかかり、現物市場の需給を緩和するタイミングは主として8月になるとしている。また9月以降は、O P E Cの増産により、供給が増加するという見込みである（加えて、北海油田の補修が終了し、欧州の軽質油需給の逼迫感が和らぐとの見方がある）。

（図表24）I E Aによる石油備蓄放出（6月23日決定）の状況

（単位：万バレル）

	全体									
	公的	民間	原油	製品	ガソリン	軽油	重油	灯油		
米国	3,064	3,064	0	3,064	0	0	0	0	0	0
日本	792	0	792	396	396	-	-	-	-	-
韓国	347	347	0	200	147	30	117	0	0	0
ベルギー	80	10	70	0	80	4	65	1	10	
フランス	324	0	324	0	324	48	238	6	33	
ドイツ	277	277	0	162	115	50	65	0	0	
イタリア	252	0	252	0	252	118	37	97	0	
オランダ	117	117	0	102	15	0	15	0	0	
ポーランド	96	0	96	31	65	14	51	0	0	
スペイン	227	0	227	0	227	33	180	14	0	
トルコ	107	0	107	0	107	18	90	0	0	
イギリス	300	0	300	60	240	-	-	-	-	
IEA全体	5,983	3,815	2,169	4,015	1,968	-	-	-	-	

（注）IEAによる推計値を含む

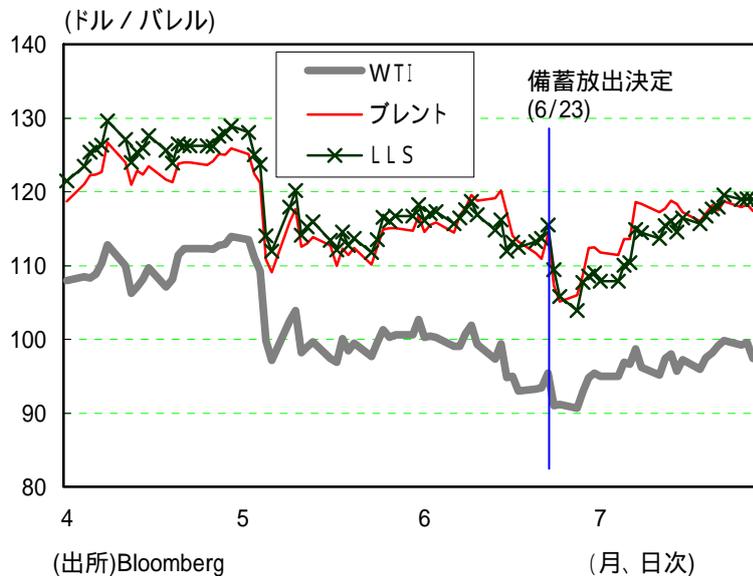
（出所）IEA "Contributions by participating countries in IEA collective action(11July2011)"

実際に、2005年9月のハリケーン・カトリーナ被災時に比べて、政府備蓄入札に対する応札が多かったことから判断して、原油需給の緩和に役割を果たしている。一方で、備蓄が需要（＝純輸入）の90日未満に陥るような備蓄放出は行っていないので、需給の不安定化にはつながらない。また、民間部門が取り崩した備蓄を再充填するまでの期間は十分長くとして、企業の自由度を確保する配慮を行うことを加盟国政府に促す（日本でも経済産業省は石油備蓄の引き下げを今年末まで継続するとしている）。

追加の備蓄放出を行わなかったのは、原油市場の現状から必要がないと判断したためであり、加盟国の一部が反対したからではない（イタリアやドイツは備蓄の追加放出に否定的だと報道されていた）。

（図表 25） I E A による石油備蓄放出決定（6月23日）前後の原油市況

< WTI(ウエスト・テキサス・インターミディエイト)、ブレント、LLS(ライト・ルイジアナ・スウィート) >



批判

上記のような I E A の説明に対して、「現時点における備蓄の放出は、将来において放出できる備蓄量を減らすことを意味している」、「足元は需給を緩和して価格抑制的に働いても、先行きは需給を引き締めて価格を押し上げ圧力になる」、「石油備蓄は大規模な供給障害に備えるためにあり、安易な市場介入は好ましくない」など、需給や価格の決定は市場に委ねるべきとの批判が多い。

特に O P E C の事務局やイランなど、O P E C 総会での増産に反対したサイドから I E A の備蓄放出を不当な価格操作だとして反対する意見が多いほか、金融機関のアナリストやトレーダーは市場介入の効果に否定的な見方が多いようだ。

効果

以上のような批判の通り、備蓄放出という市場介入には副作用があると考えるのが自然であるし、またそもそもマーケットメカニズムが十分に機能して好ましい需給や価格を形成している理想的な状況下では、介入によってデメリットが生じて、メリットが生じることはないかもしれない。

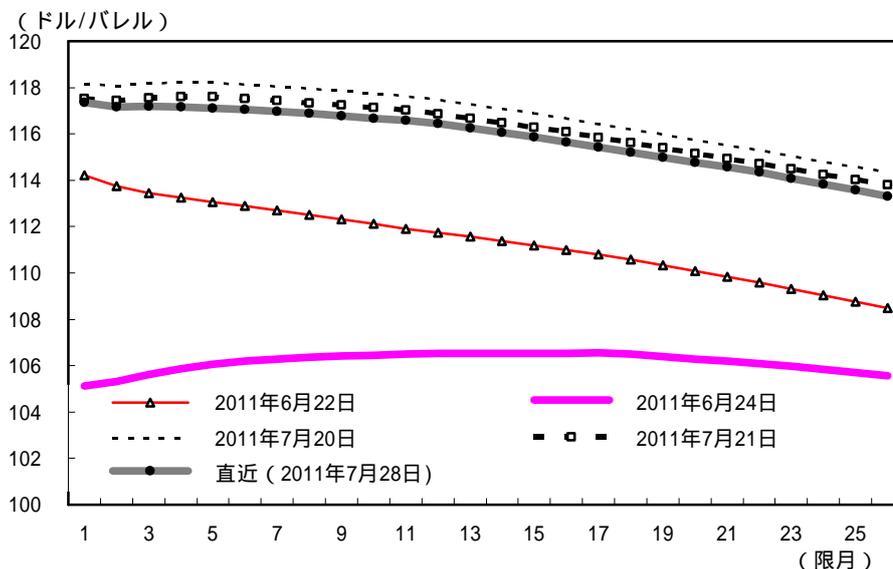
しかし、現実の原油市場や石油市場には歪みがあり、公的な介入が好ましい結果につながることもあると思われる。最近の原油市場では、「リビア原油の供給減少によって精製しやすい軽質低硫黄の原油が不足していることを反映して国際的な指標であるブレント原油の価格が120ドル近くで高止まりしているが、米国の内陸部の原油需給を反映するWTI原油は100ドル割れで推移している」など、歪みがある状況である。

IEAの備蓄放出は、少なくとも一時的には、そうした歪みを是正する方向に作用したとみられる。特に米国政府は、入札の結果、戦略石油備蓄(SPR)より3,064万バレルの軽質低硫黄原油を売却することになった。

この結果を受けて、少なくとも一時的には原油価格の国際指標であるブレント原油の需給は緩和したとみられる。ブレント原油の先物カーブをみると、備蓄放出決定前には現物需給の引き締まりを反映して期近物高・期先物安が定着していたが、備蓄放出決定後には各限月にわたって価格が下落する中で特に期近物の価格が大幅に下落した(図表26において、)。目先、現物の需給が緩和する可能性が意識されたといえる。

しかし、常に備蓄放出に関するアナウンスメントが原油市場に影響を及ぼすとも限らないようである。7月21日にIEAは、1ヶ月続いた備蓄放出を打ち切ることを発表した。これは事前に予想されていたことでもあり、先物カーブにそれほど変化がみられない(図表26で ~)など、原油市場の反応は限定的であった。

(図表26) IEAによる石油備蓄放出決定(6月23日)前後の原油先物カーブの変化



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

今後の原油市場への影響

I E Aの備蓄放出に関するアナウンスメントがどのような効果をもたらすかは、原油市場の状況次第といえる。

しかし、今回の備蓄放出は、市場心理を通じて今後の原油相場のパフォーマンスにも影響を及ぼす可能性がありそうだ。金融機関等の中には、I E Aの備蓄放出を受けて、原油価格の見通しを下方修正する動きが多かったように思われる。以下のような点で、原油市場参加者の思惑に変化を及ぼしたと考えられる。

- (1) I E Aは、従来考えられていたよりも頻繁に市場介入を行うようになるかもしれない。オバマ政権下の米国は市場介入に対する抵抗感が小さく、6月23日の備蓄放出決定も米国が主導したとみられている。
- (2) 特に実質的な価格高騰対策として、備蓄放出が使われる可能性がある。原油価格高騰により経済活動に大きな悪影響があると想定されれば、備蓄放出で対応する危機に該当するとの判断がありうる。
- (3) オバマ政権は経済面での施策として、原油抑制を重視している様子が窺える。備蓄放出以外にも各種のエネルギー資源の開発促進策や投機抑制策も随時、進められると連想されやすい。

短期的には、市場心理面から、原油価格の上値を重くしたと考えられる。

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の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。当社までご連絡下さい。