

原油レポート

＜原油相場の中期見通し＞

1. 原油市況～天候要因で上下するもほぼ横ばい圏

原油相場（WTI、期近物）は、11月中旬に下落した後、12月初めにかけて持ち直し、その後は1バレル＝61～63ドルを中心に推移している。12月初旬にかけて今年のはじめての本格的な寒波が米北東部を覆い、気温が低下するとの見方から暖房需要の増加観測が強まったことや、サウジアラビア石油相の追加的な減産の可能性を示唆する発言を行ったことを受けて、12月1日の終値は63.43ドルになった。その後は、米北東部の気温が平年よりも高くなるとの予報に転じてきたため、上値が重くなり、12日の終値は61.02ドルまで下落した。

当面、原油相場は横ばい圏で推移すると予想されるが、冬場が終わり、世界景気の再加速が予想される来年半ば頃にかけて、原油相場は、上昇基調に転じるであろう。

2. トピック～原油相場の中期見通し

原油価格の上昇率は累計すると第二次石油危機の時と同程度であるが、各国の消費物価の上がり方は非常に緩やかにとどまっている。このため、世界経済の拡大が持続し、大幅に販売価格を引き上げることなく、世界の企業は売上を伸ばすことにより、利益をあげることができている。中国経済は、一次産品高の原因であると同時に、安い製品を提供することによって世界の消費者の購買力保つのに貢献している。中国の高度成長が続く間は、一次産品価格の高止まり、最終製品価格の安定、世界経済の拡大が鼎立する状況が続きやすいと考えられる。

2007年に入って世界景気が再加速すると、原油需要の増加観測が強まり、原油価格は再び上昇に転じると予想される。ただし、新規油田の開発など供給の増やす動きが徐々に広がっているため、上昇ペースはこれまでよりも緩やかになるであろう。その後も、原油価格の上昇基調は続き、2010年度の原油価格は、平均で1バレル＝83ドルにまで上昇する可能性があるだろう。



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（E-mail：tomomichi.akuta@murc.jp）

次回公表日：2006年12月26日（火）頃

※本レポートは情報提供を唯一の目的としており、何らかの金融商品の取引勧誘を目的としたものではありません。

また、掲載された意見・予測等は資料作成時点での判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

※「原油レポート」のメール配信サービスを提供しています。ご希望される方は、「原油レポート配信希望」と記して上記E-mailアドレスに送信して下さい。また、配信停止をご希望される方は、「原油レポート配信停止」と記して上記E-mailアドレスに送信して下さい。

1. 原油市況；天候要因で上下するもほぼ横ばい圏

原油相場（WTI、期近物）は、11月中旬に下落した後、12月初めにかけて持ち直し、その後は1バレル＝61～63ドルを中心に推移している。

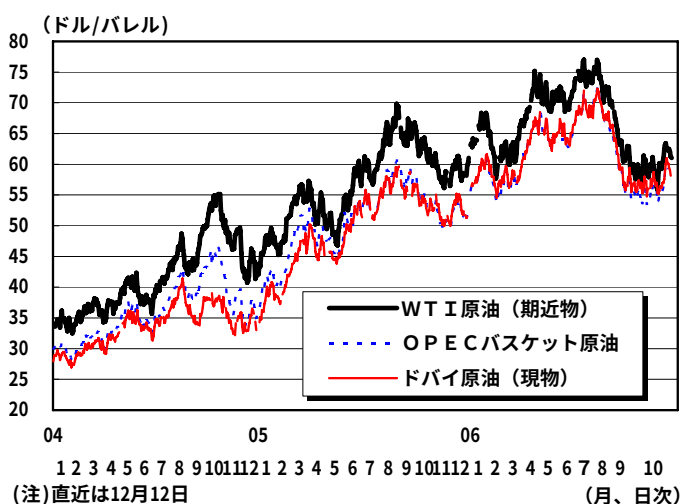
12月初旬にかけて今年はいじめての本格的な寒波が米北東部を覆い、気温が低下するとの見方から暖房需要の増加観測が強まったことや、サウジアラビア石油相の追加的な減産の可能性を示唆する発言を行ったことを受けて、12月1日の終値は63.43ドルになった。その後は、米北東部の気温が平年よりも高くなるとの予報に転じてきたため、上値が重くなり、12日の終値は61.02ドルまで下落した。

直近（12月12日時点）の先物カーブを見ると、価格のピークは2008年11～12月物になっている（図表5、6）。期近の価格が期先の価格に比べ安くなる傾向が続いており、世界景気の減速により足元の原油需給が緩和しているとの見方や、将来の需給逼迫への懸念が反映されていると考えられる。

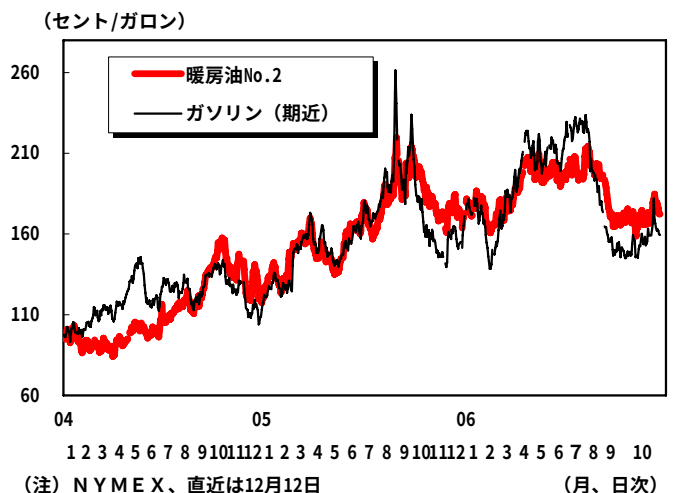
先物市場における投機筋のポジション（long-short）をみると、原油では、9月終わりで降売り超が続いていたが、足元では売り買いがほぼ均衡している（図表7）。暖房油でも売り超が縮小し、12月5日の週には、小幅の買い超になった（図表8）。

世界景気の減速や暖冬により、原油需要が鈍化するとの観測が根強い。しかし一方で、地政学リスクに対する懸念は残り、原油相場下落局面ではOPECによる追加減産観測が強まることから下値も限定されている。このため、当面、原油相場は横ばい圏で推移すると予想される。もっとも、暖冬観測が終わり、世界景気の再加速が予想される来年半ば頃にかけて、原油相場は、上昇基調に転じてくるものと予想される。

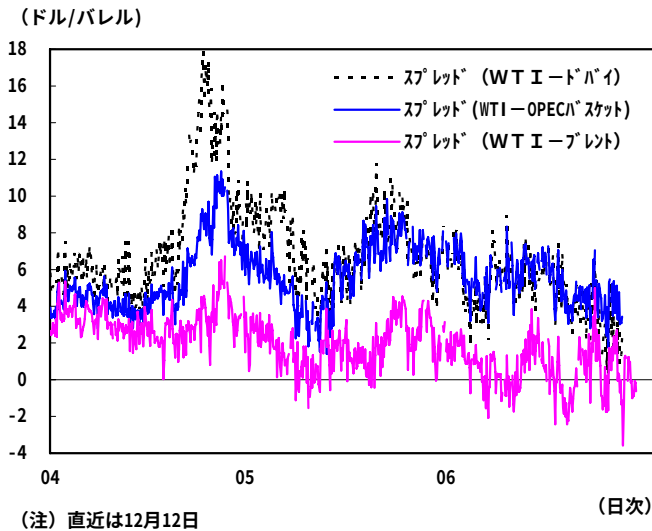
（図表1）原油市況の推移



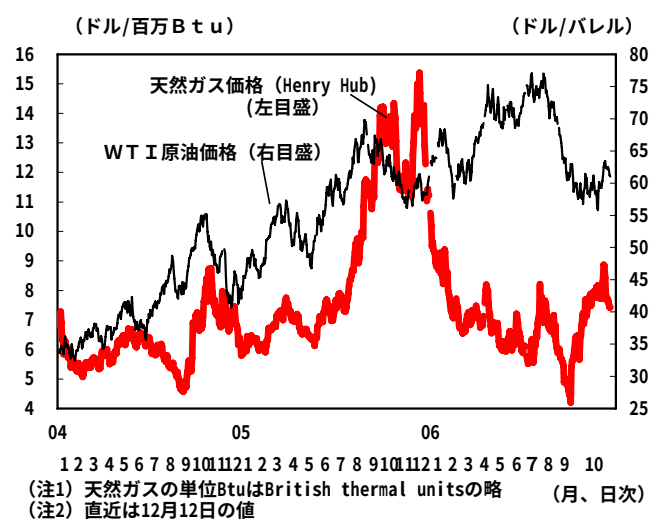
（図表2）石油製品市況の推移



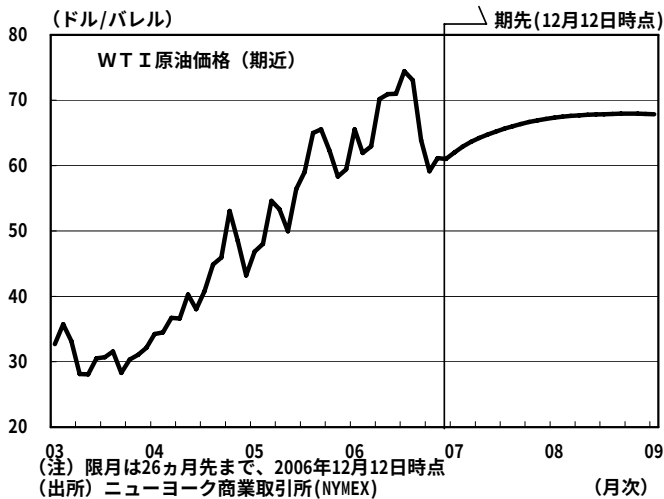
(図表 3) 油種間スプレッドの推移



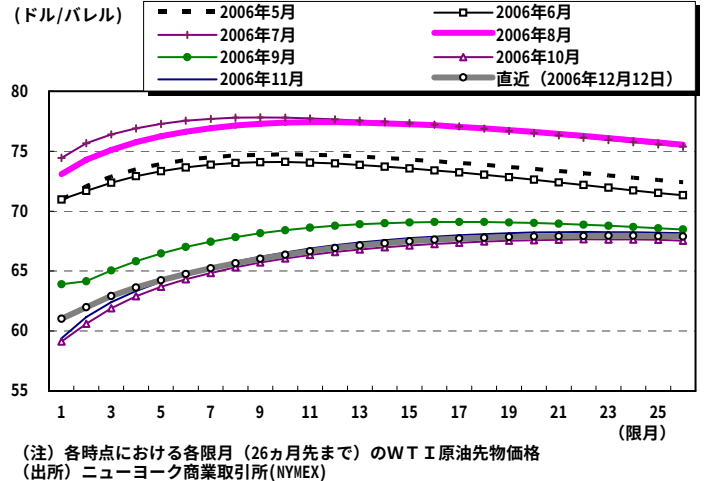
(図表 4) 米国天然ガス市況の推移



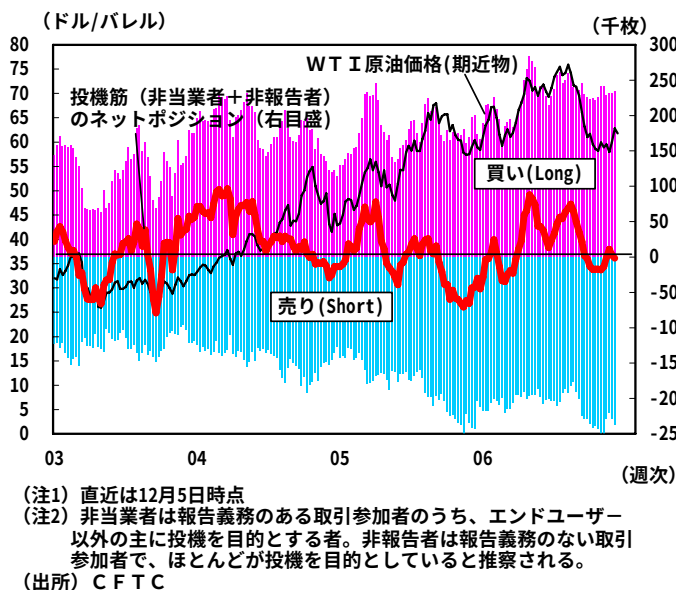
(図表 5) WTI原油先物価格の限月推移



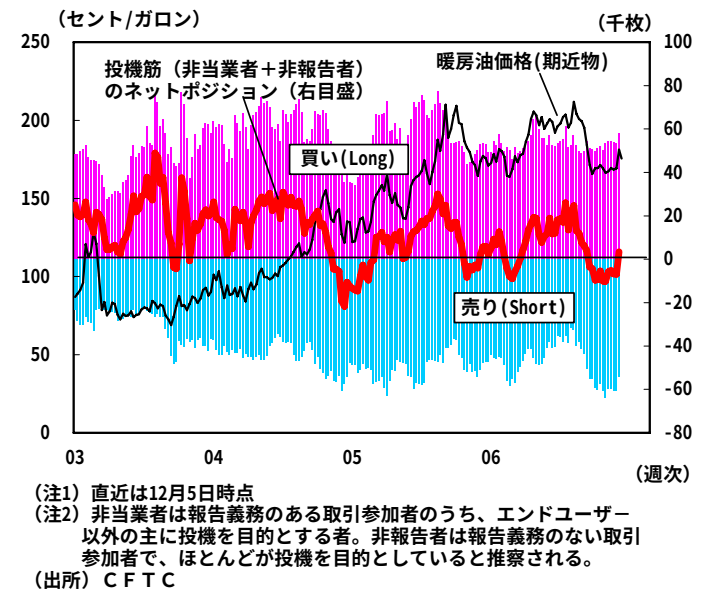
(図表 6) WTI原油の先物カーブ



(図表 7) 投機筋のポジション (原油)



(図表 8) 投機筋のポジション (暖房油)

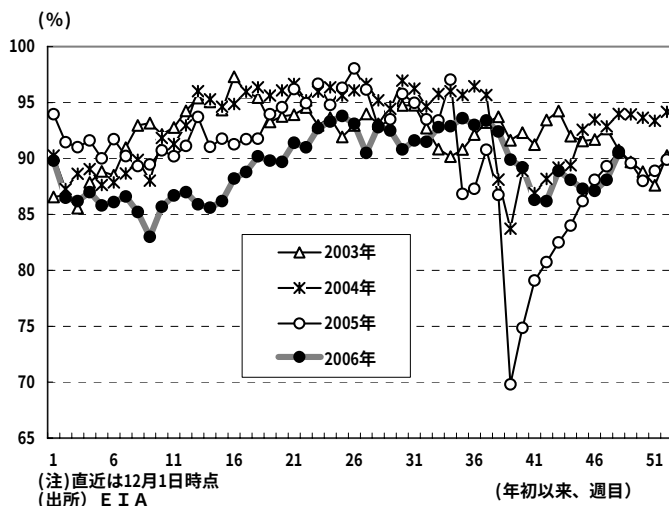


2. 米国の需給動向

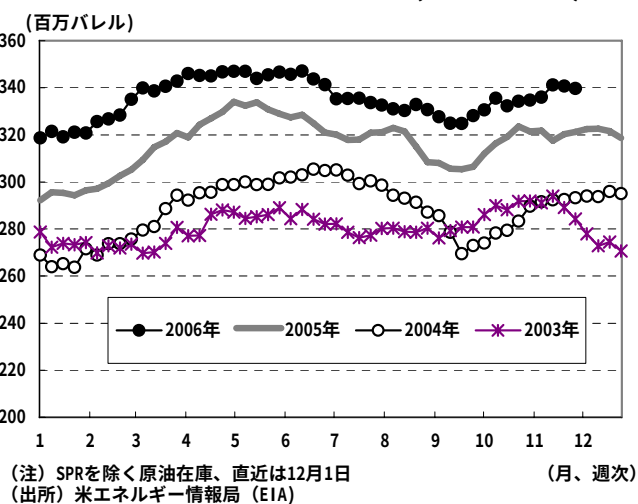
(1) 原油需給；製油所の稼働率が上昇

補修を終えて操業を始める製油所が増えてきたため、12月1日に終わる週には、全米の製油所の稼働率は90%台に回復してきている(図表9)。一方、足元の原油の供給は、国内の油田生産と輸入がともに増加したものの、原油の需要が供給を上回ったため、原油在庫は前週比110万バレル減少した(図表10)。

(図表9) 米国の製油所の稼働率



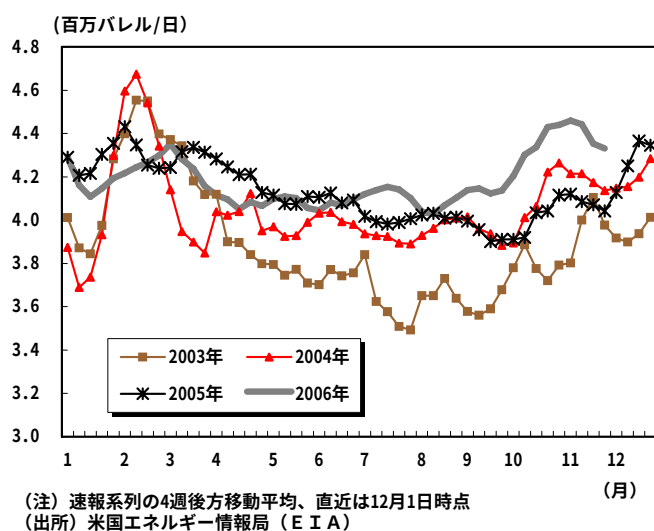
(図表10) 米国の各年の原油在庫(週次の推移)



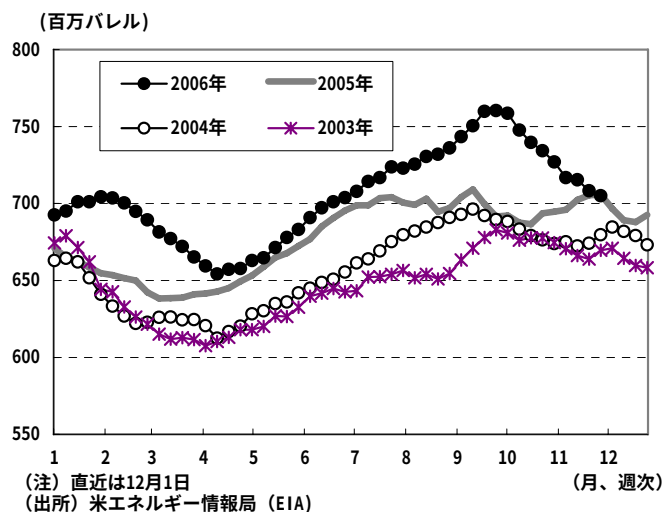
(2) 石油製品；需要は底堅く、在庫は減少傾向

ガソリン価格が安定的に推移する中、ガソリン消費は前年水準をやや上回っている。冬場に入り需要期を迎えている暖房油などの中間留分の消費は堅調に推移している(図表11)。中間留分を中心とする製品在庫は減少が続き、10月時点では平年水準を大幅に上回っていたものが、平年並みに戻ってきている(図表12)。

(図表11) 中間留分の消費量の推移



(図表12) 石油製品在庫の推移



３．ＯＰＥＣの動向

①11月の減産状況

11月のＯＰＥＣ11ヶ国の生産量（推定）は、日量 55 万バレル減少した。サウジアラビアが 28 万バレル減産し、ベネズエラが 7 万バレル、イランが 4 万バレル、アラブ首長国連邦が 4 万バレルなど、インドネシアを除く各国が減産した。

ＯＰＥＣは 10 月 20 日にカタールで開催された緊急会合において、11 月 1 日より日量 120 万バレルの減産を行う決定をしていたが、実際の減産幅はその約半分であったと推測できる。

②12月14日のＯＰＥＣ総会

こうした中、12月14日にナイジェリアでＯＰＥＣの臨時総会が開催される予定である。最大の産油国であるサウジアラビアの石油相は「現在の原油在庫の水準は高過ぎる」と述べており、追加減産に前向きとみられる。ベネズエラ、アルジェリア、ナイジェリア、イラン、クウェートも減産に前向きな発言を行っており、総会では追加減産が決定されると見込まれる。

また、ＯＰＥＣ各国の間では、最近のドル安によって実質的な原油価格は下落しているとして、ドル安が進む中では、ドル建の原油価格は上昇すべきであるという見解もみられる。

（図表 13）ＯＰＥＣの生産動向

国名	生産量 (11月)	生産量 (10月)	超過量 (11月)	生産枠 (06年11月～)	産油能力	稼働率	(万バレル/日) 生産余力 (11月)
サウジアラビア	880.0	908.0	9.0	871.0	1,080.0	81.5%	200.0
イラン	376.0	380.0	6.0	370.0	410.0	91.7%	34.0
クウェート	247.0	250.0	6.0	241.0	255.0	96.9%	8.0
UAE	258.0	262.0	11.0	247.0	265.0	97.4%	7.0
カタール	80.0	82.0	0.0	80.0	82.0	97.6%	2.0
ベネズエラ(注4)	244.0	251.0	3.0	241.0	255.0	95.7%	11.0
ナイジェリア	220.0	222.0	9.0	211.0	260.0	84.6%	40.0
インドネシア	86.0	85.5	1.0	85.0	90.0	95.6%	4.0
リビア	170.0	172.0	5.0	165.0	173.0	98.3%	3.0
アルジェリア	136.0	138.0	4.0	132.0	140.0	97.1%	4.0
ＯＰＥＣ10カ国	2,697.0	2,750.5	54.0	2,643.0	3,010.0	89.6%	313.0
イラク	185.0	186.5	—	—	220.0	84.1%	35.0
ＯＰＥＣ11カ国	2,882.0	2,937.0	—	—	3,230.0	89.2%	348.0

（注1）超過量（11月）＝生産量（11月）－生産枠（06年11月～）。生産枠は11月より120万バレルの減産が行われることを考慮した試算値。

（注2）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3）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4）稼働率（％）＝生産量（11月）／産油能力×100

（注5）生産余力＝産油能力－生産量（11月）

（資料）Bloomberg

4. トピック；原油相場の中期見通し

本稿では、中期的な原油相場の見通しについて述べてみたい。原油価格の変動は非常に大きく、中長期的な落ち着きどころについて、定まった見解がある訳でない。

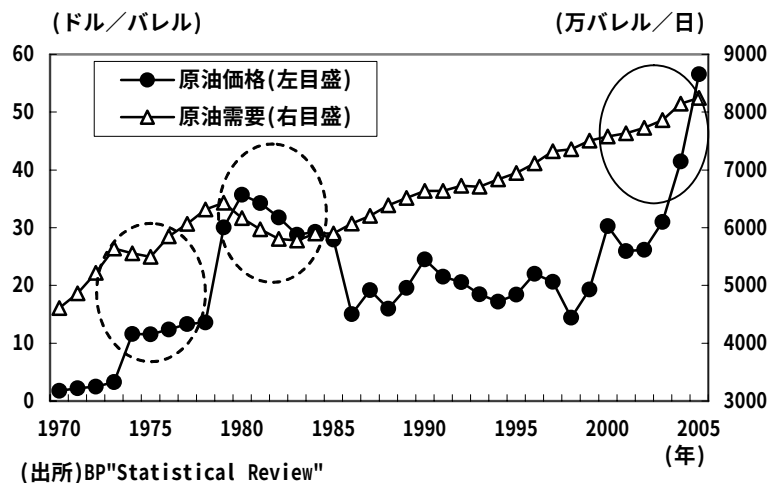
しかし、原油高の影響を吸収して世界経済が拡大を続けるという最近数年間みられた状況が続く間は、原油価格は上昇しやすいのではないだろうか。つまり、原油価格が高騰しても、最終製品の価格が安定しているため、経済全体の需要が落ち込むことはなく、世界景気は拡大を続けている。世界経済の成長が続くので原油需要の増加観測も続いている。

(1) 高い原油価格を受け入れる世界経済

日本経済や世界経済は、これまでの原油高を受け入れて拡大を続けている。過去の石油危機の時のように、物価が全般的に上がってしまって消費者の購買力が失われるとか、世界景気が不況に陥ってしまうということは起こっていない。

世界経済の堅調ぶりは原油市場に端的に現れている。過去の石油危機の時には、原油価格が高騰した後は、世界経済が不況に陥り原油需要が減少した。しかし現状をみると、原油高にもかかわらず、世界の原油需要は増加している。

(図表 14) 世界の原油需要と原油価格



現局面と石油危機時との違いをもたらしている要因はなんだろうか。第1に、中東戦争やイラン革命が起こった石油危機の時に比べて地政学的な緊張が小さいことである。このため、貿易や投資を通じてオイルマネーが世界に還流し、原油高の悪影響を緩和している。第2に、原油価格の上昇率が過去2回の石油ショック時に比べて緩やかなことである(図表 15)。企業や家計は、原油高に対応する時間がある。第3に、原油価格の大幅上昇にも関わらず、世界的に最終製品の価格が安定していることである。

(2) 石油危機時との違いをもたらす物価安定

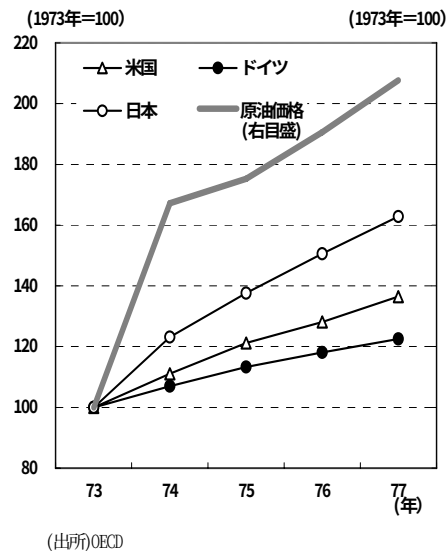
この3つのポイントはそれぞれに関連しているが、特に第3のポイントが重要だと考えられる。世界経済の拡大が持続し、大幅に販売価格を引き上げることなく、世界の企業は売上を伸ばすことにより、利益をあげることができるからである。実際、原油価格の上昇率は累計すると第二次石油危機の時と同程度であるが、各国の消費物価の上がり方は非常に緩やかにとどまっている（図表15）。

物価安定の背景には、当時との金融政策の違いや労使関係の変化など様々な要因が考えられるが、最大の要因は、新興工業国の発展によって、世界的な価格競争が激化し、賃金が高い新興工業国から安い製品が世界に供給できていることであろう。なかでも、中国の影響が大きいとみられる。

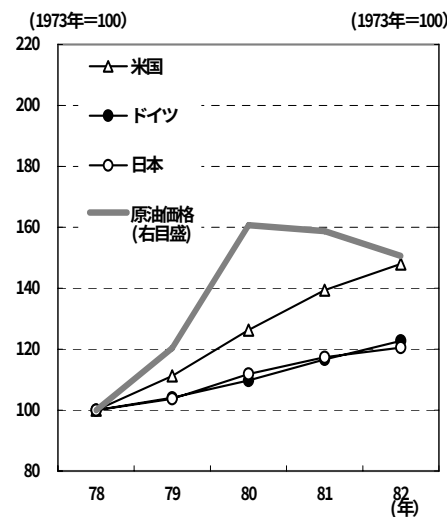
中国経済は、一次産品高の原因であると同時に、安い製品を提供することによって世界の消費者の購買力保つのに貢献している。中国の高度成長が続く間は、一次産品価格の高止まり、最終製品価格の安定、世界経済の拡大が鼎立する状況が続きやすいと考えられる。そこで原油価格の見通しを考えるうえで、中国経済の見通しが重要になってくる。

(図表 15) 石油危機時と現局面の各国の物価の推移

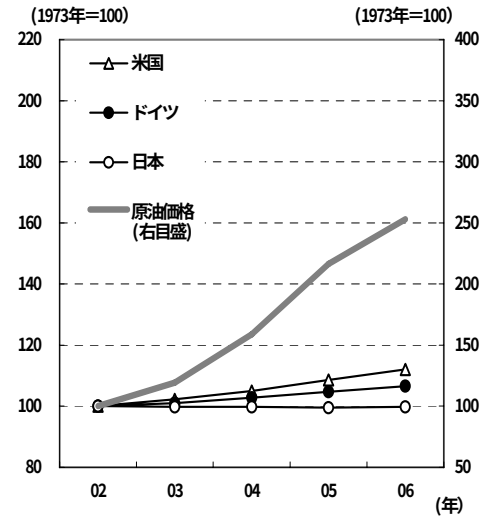
第1次石油危機



第2次石油危機



2002～2006年

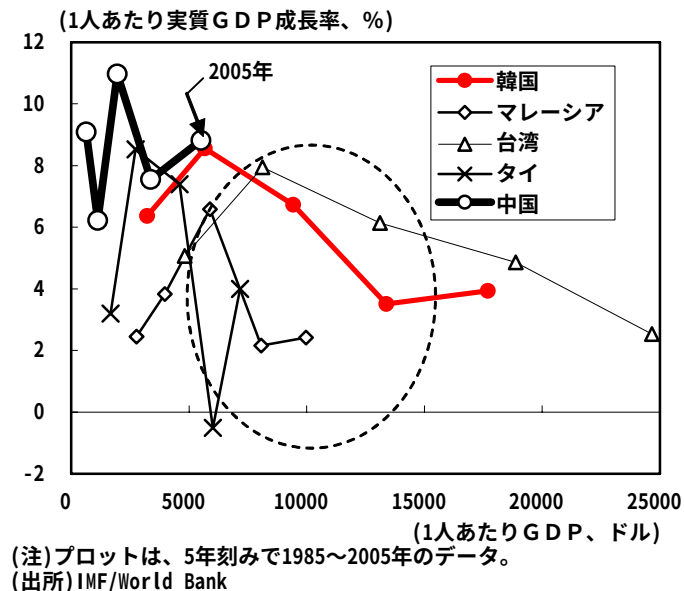


(3) 中国の高成長がポイント

これまでの中国経済の高成長は、外資系企業や中国企業による設備投資やインフラ投資を中心とする固定資産投資の増加によるところが大きいですが、いずれインフラ投資は一巡するであろうし、物価・賃金水準が上昇すると生産拠点としての魅力が失われてくるはずである。また、家電製品や自動車の普及率が上昇してくると、それらの消費市場の伸びは鈍化してくる可能性もある。

実際、中国よりも先に高度成長を経験したアジア各国の例をみると、経済の水準が向上してくるにつれ（つまり、1人あたりGDPの水準が向上していくにつれて）、経済成長率（図表16では1人あたりGDPの成長率）が鈍化している。今後、10年という時間軸で考えると中国経済がそのような段階に達する可能性は高いように思われる。

(図表16) 新興国の経済成長率と1人あたりGDPの水準



一方、人口動態面も、中国経済の高成長が2010年頃に曲がり角を迎える可能性を示唆している。中国では、2010年頃から経済活動が活発な35～54歳人口の増加テンポが急速に鈍り、2020年までに減少に転じると予測されている(図17)。

これらの点を踏まると、中国経済は、北京五輪や上海万博を控える2010年頃までは、高成長軌道で推移するが、その後2015年までを展望すると、中成長軌道へのソフトランディングが徐々に進むと考えられる。

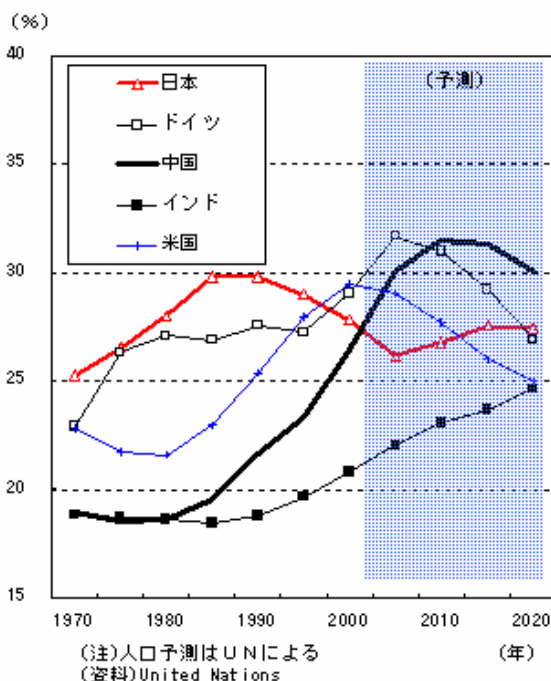
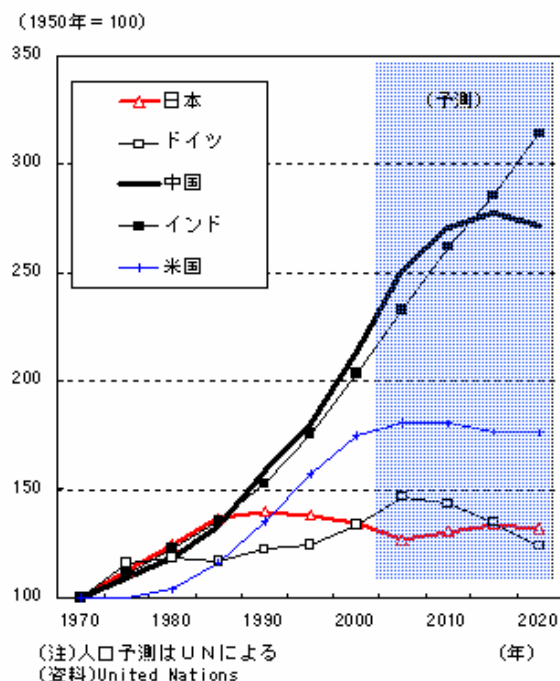
各コモディティの需給規模の見通しがつき難い大きな要因としては、中国経済の規模がどの程度になるか、つまり、中国国内の自動車保有台数や家電製品の普及がどの程度になり、消費市場の規模がどの程度になるかが、よく見定められないということが考えられる。このため、需要増加による需給逼迫懸念が続いていると考えられる。

中国経済が高成長軌道から中成長軌道にシフトダウンしてくると、こうした需給逼迫への懸念は落ち着いてくるのではないかと。逆に、少なくとも 2010 年頃までは、需要増加による需給逼迫観測は続くのではないだろうか。

(図表 17) 各国の人口動態の推移

経済活動が活発な人口層(35～54歳)の推移

(35～54歳人口の全人口に対する比率、%)



(4) 原油相場の見通し

2007 年に入って世界景気が再加速すると、原油需要の増加観測が強まり、原油価格は再び上昇に転じると予想される。ただし、新規油田の開発など供給を増やす動きが徐々に広がっているため、上昇ペースはこれまでよりも緩やかになるであろう。2007 年度の原油価格(WTI)は、平均で 1 バレル = 68 ドル程度と予想される。北京オリンピックが開催される 2008 年には、世界景気の拡大基調が強まり、原油価格の上昇ペースが速まる可能性がある。その後も、原油価格の上昇基調は続き、2010 年度の原油価格は、平均で 1 バレル = 83 ドルにまで上昇する可能性があるだろう。

その後は、中国経済の成長率のスローダウンとともに、需給逼迫への懸念は緩和すると考えられ、価格はピークアウトし、緩やかに下落すると考えている。ただし、原油だけではなく、非鉄など他の商品価格も上昇するなど、価格体系が大きく変化しており、騰勢が始まる前の価格水準に戻る可能性は小さいであろう。

(図表 18) 原油価格の見通し

