

原油レポート

<OPECの減産と原油相場について>

1. 原油市況～徐々に下げ止まり

原油相場（WTI、期近物）には下げ止まりの動きがみられる。10月上旬は、世界景気の減速観測や石油在庫の増加を材料に下げ相場が続き、協調減産についてOPEC加盟国の足並みが揃わないという観測が強まった11日の終値は、1バレル＝57.59ドルにまで下落した。しかし、その後は、米景気指標が底堅さを示したこと、OPECが協調減産を行うとの見方が強まっていること、ニューヨーク州北部で大雪が降り、しばらく平年よりも低い気温が続くと予想されていることなどを材料に、相場は下げ止まってきている。17日の終値は、58.93ドルであった。

2. トピック～OPECの減産と原油相場について

OPECの協調減産は、原油相場の下支えにある程度の効果がある。OPECが生産枠を引き下げるのに伴って徐々に原油需給が引き締まり、原油在庫が抑制される頃のタイミングで原油価格の下落に歯止めがかかるというのが、典型的なパターンである。

1998～1999年にかけての減産では、数ヶ月のタイムラグで石油在庫の抑制につながり、原油相場の反転に寄与した。2001～2002年にかけての減産では、先進国の景気後退などにより原油需要が低迷したため、減産後も需給が緩和し石油在庫が増える局面が続いたが、1年弱のタイムラグで石油在庫の抑制につながり、原油相場も反転した。2003～2004年の減産時には、実際の生産量は増加気味に推移したが、中国や米国の原油需要の増加を受けて、価格は上昇傾向で推移した。このようにOPECの減産が、原油価格の支持に有効かどうかは、需要面の動向にも左右される。

現局面をみると、原油生産が横ばい圏で推移する中、緩やかな需要の増加が続いたことを受けて石油在庫の増勢が一服してきている。つまり、現在は原油需給の緩和に徐々に歯止めがかかってきている状況と思われる。こうしたタイミングで、OPECが減産を行えば、比較的早い時期に原油価格の反転を促す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10月30日（月）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；徐々に下げ止まり

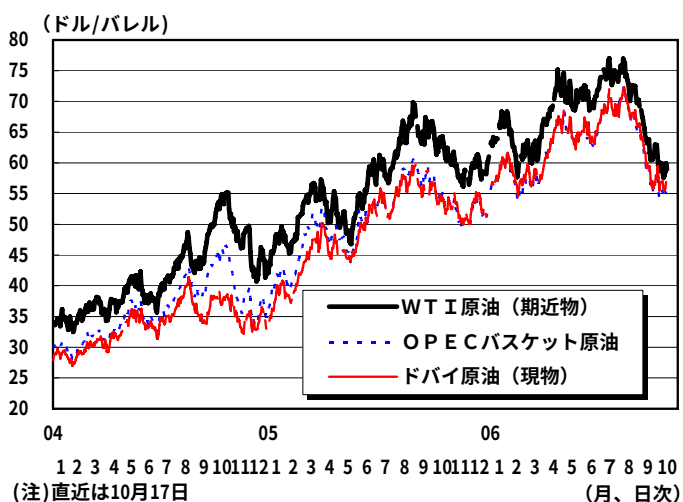
原油相場（WTI、期近物）には下げ止まりの動きがみられる。10月上旬は、世界景気の減速観測や石油在庫の増加を材料に下げ相場が続き、協調減産についてOPEC加盟国の足並みが揃わないという観測が強まった11日の終値は、1バレル＝57.59ドルにまで下落した。しかし、その後は、米景気指標が底堅さを示したこと、OPECが協調減産を行うとの見方が強まっていること、ニューヨーク州北部で大雪が降り、しばらく平年よりも低い気温が続くと予想されていることなどを材料に、相場は下げ止まってきている。17日の終値は、58.93ドルであった。

直近（10月17日時点）の先物カーブを見ると、価格のピークは2008年11～12月物であり、2年先になっている（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強まっており、目先は、世界景気の減速により原油需給が緩和するとの見方が強まっていることを反映しているとみられる。

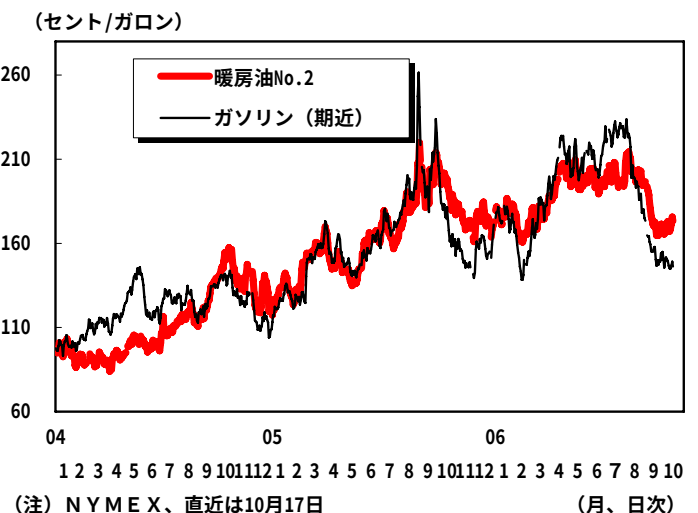
先物市場における投機筋のポジション（long-short）をみると、原油では、9月26日に終わる週に売り超に転じ、10月10日に終わる週にかけて売り超幅が拡大している（図表7）。暖房油についても、投機筋のポジションは売り超が続いている（図表8）。

これまで原油需給が緩和気味で推移してきたことを受けて、原油在庫は高水準にある。来年にかけて世界景気の減速局面が続く可能性があり、当面、需要の鈍化観測が続く可能性がある。こうした中、19日にはOPECが緊急会合を開き、減産について協議する予定であるが、市場では減産の実効性について懐疑的な見方が出ている。もっとも、地政学リスクへの懸念は根強く、需要のピーク期である冬場にかけて供給懸念が強まる可能性がある。引き続き、世界景気の減速が相場の下げ材料になると見込まれるものの、原油相場の下落局面では、OPECによる減産規模の拡大観測が強まるため、下値は限定的であろう。

（図表 1）原油市況の推移

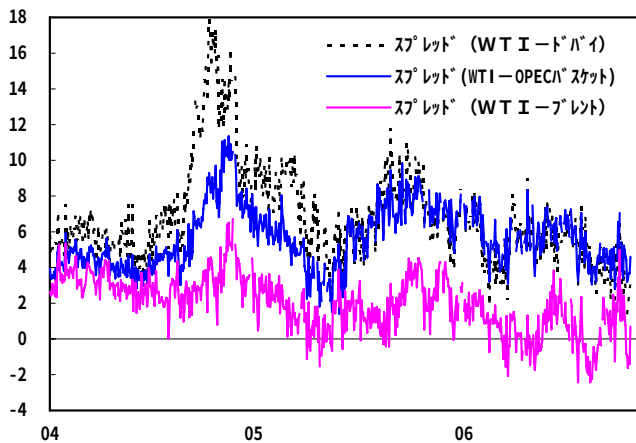


（図表 2）石油製品市況の推移



(図表 3) 油種間スプレッドの推移

(ドル/バレル)



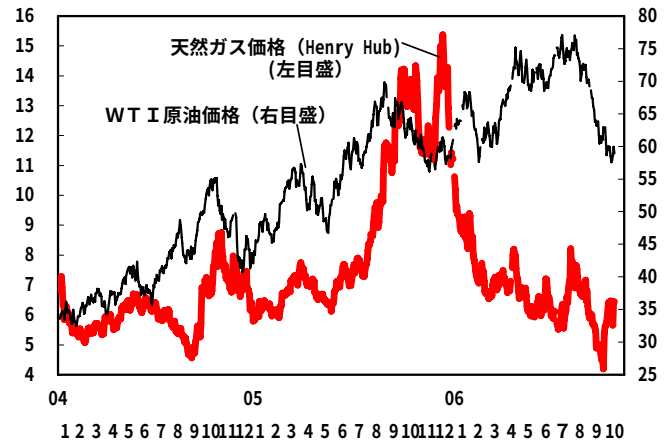
(注) 直近は10月17日

(日次)

(図表 4) 米国天然ガス市況の推移

(ドル/百万Btu)

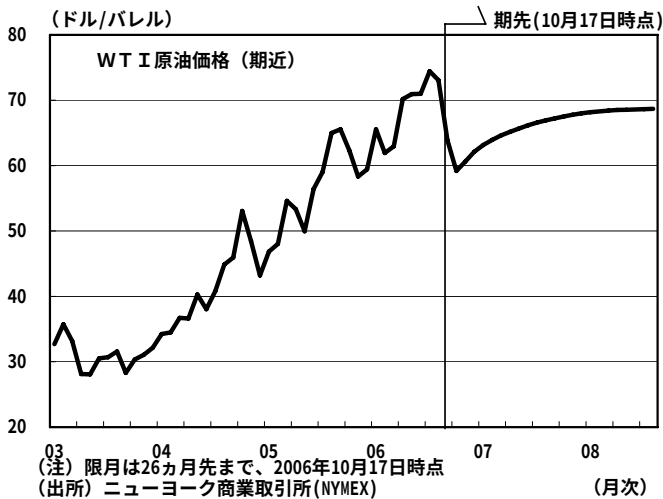
(ドル/バレル)



(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略 (月、日次)
 (注2) 直近は10月17日の値

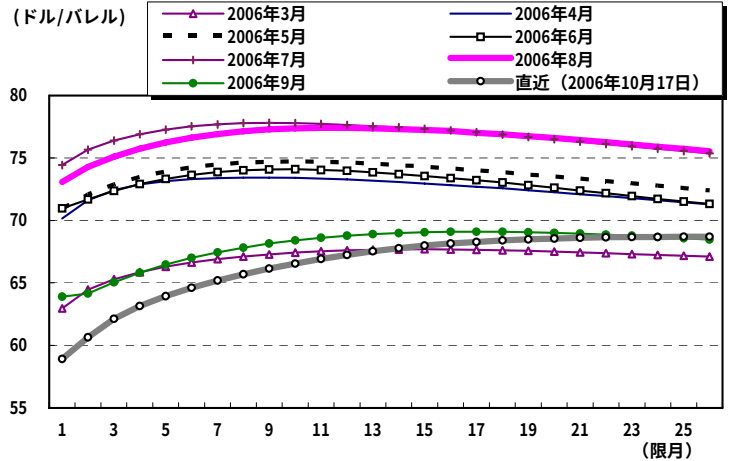
(図表 5) WTI原油先物価格の限月推移

(ドル/バレル)



(図表 6) WTI原油の先物カーブ

(ドル/バレル)

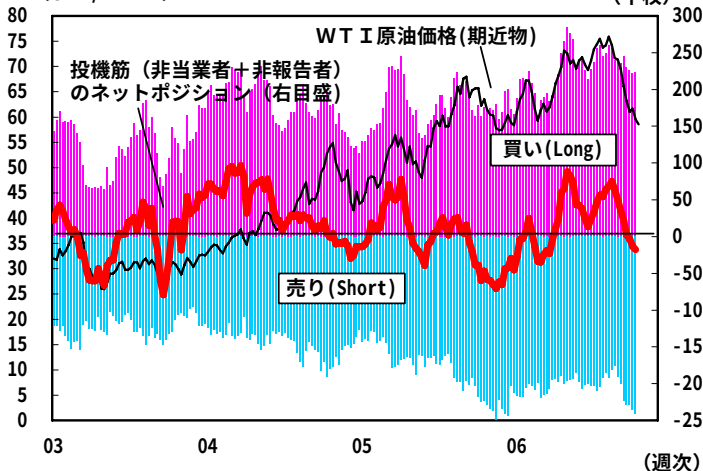


(注) 各時点における各限月(26ヵ月先まで)のWTI原油先物価格
 (出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表 7) 投機筋のポジション (原油)

(ドル/バレル)

(千枚)



(注1) 直近は10月10日時点

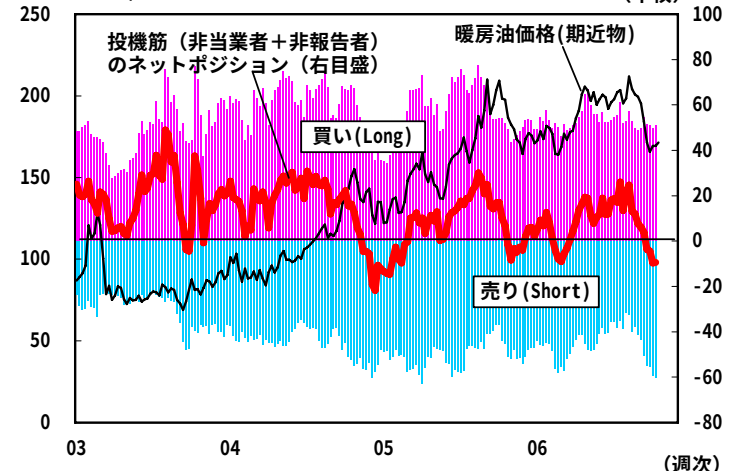
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザー以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的していると推察される。

(出所) CFTC

(図表 8) 投機筋のポジション (暖房油)

(セント/ガロン)

(千枚)



(注1) 直近は10月10日時点

(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザー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、ほとんどが投機を目的していると推察される。

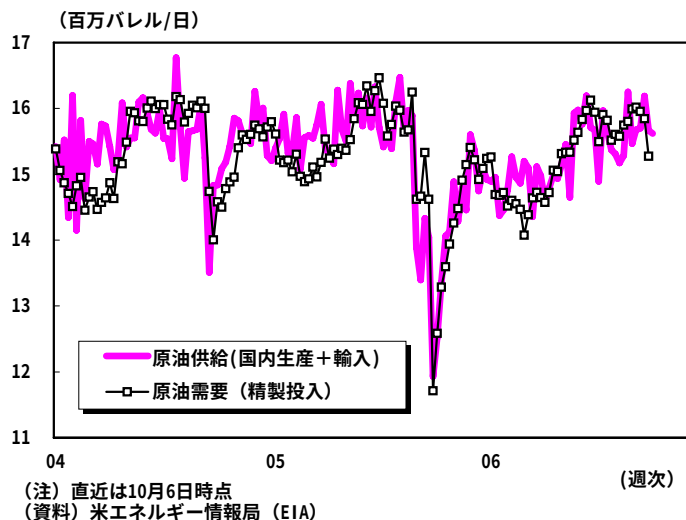
(出所) CFTC

2. 米国の需給動向

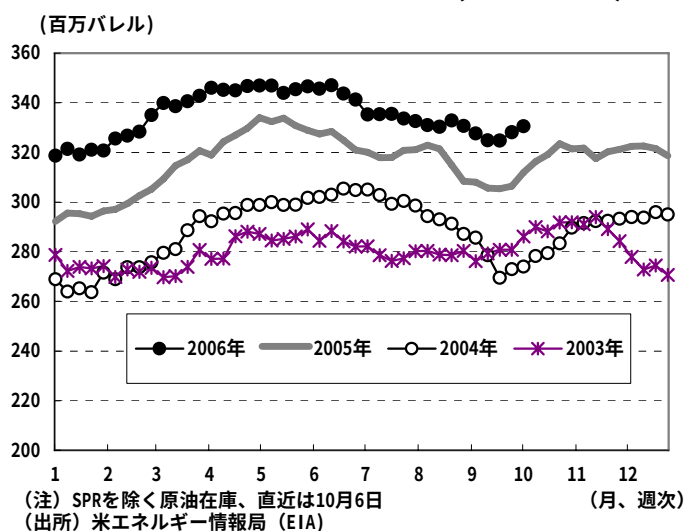
(1) 原油需給；在庫は高水準で推移

米国の製油所の稼働率は平年並みで推移している。気温が低下して暖房用需要が高まるまでは、季節的に需要の端境期にあるため、原油需要は減少している(図表9)。10月6日に終わる週に、原油在庫は240万バレル増加した。また、過去数年の同時期に比べても、引き続き高い在庫水準を維持している(図表10)。

(図表9) 米国の原油の需要と供給



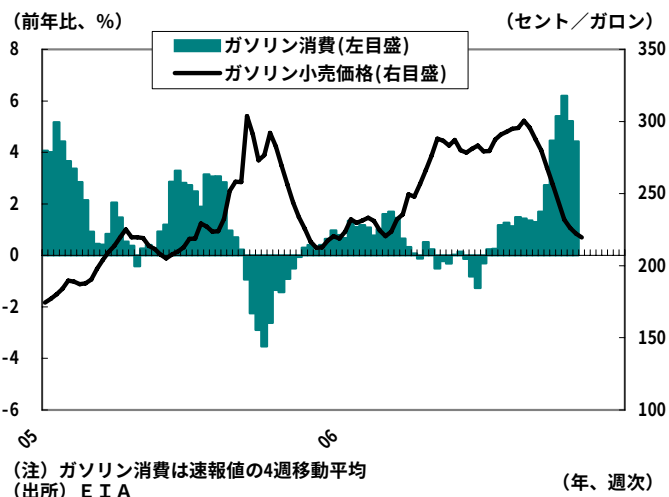
(図表10) 米国の各年の原油在庫(週次の推移)



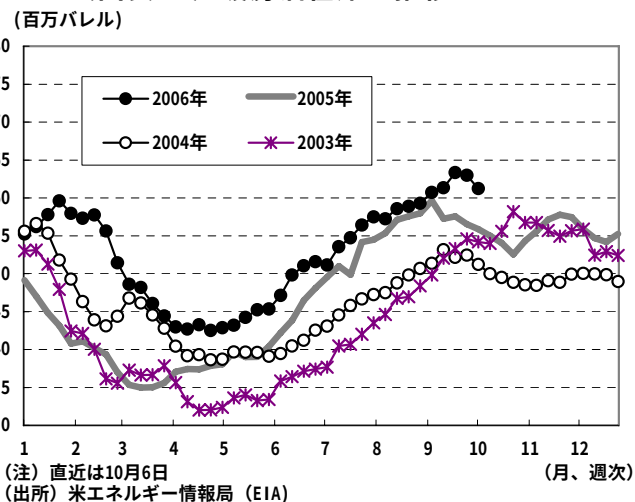
(2) 石油製品；中間留分の在庫は潤沢

ガソリン小売価格は、8月後半から下落基調で推移し、通常レギュラーが1ガロン=2.2ドルまで下落している(図表11)。価格下落とともに、ガソリン需要は堅調さをみせており、前年比4%前後の増加が続いている(図表11)。一方、10月6日に終わる週に暖房油の在庫が大幅に減少した。季節の変わり目であるこの時期は気温の変動により需給バランスが変わりやすいものの、暖房油の在庫水準は、依然、平年に比べ高水準にある(図表12)。

(図表11) ガソリン小売価格の推移



(図表12) 暖房油在庫の推移



3. O P E Cの動向

① O P E Cは10月19日に緊急会合を開催

9月のO P E Cの原油生産は、前月に比べ、日量18.5万バレル減少した。需要が弱い重質・高硫黄油を中心にサウジアラビアとイランがそれぞれ14万バレル、12万バレル減産したほか、投資不足により生産力が減退しているベネズエラも3万バレルの減産になった。一方で、一部パイプラインが修復したナイジェリアの生産が3万バレル増加し、イランやクウェートの生産も小幅回復したが、O P E C全体では減産となった。

9月28日にO P E Cのバルキンド事務局長代行は「加盟国が自主的な減産を行う」と発表し、実際に10月より、ナイジェリアが日量12万バレル、ベネズエラが5万バレルの減産を行うと発表した。その後10月8日には、その2国に加えて、アルジェリア、クウェート、イラン、サウジアラビアの6カ国が合計日量100万バレルの減産で合意したと報道された。

もっとも、減産の具体的な内容は未定であり、また、最大の産油国であるサウジアラビアは、アジアの顧客に対して11月分の供給は100%行うことを通知したとされ、減産について公式に積極的な意向を示したわけでもない。

② イラン問題

イラン核開発問題では、9月27～28日にかけてイランとE Uの間で協議が行われ、イランとE Uの双方とも議論に前進があったとし、協議は翌週も継続された。しかし10月4日に、イランはウラン濃縮活動を停止する可能性を否定した。安保理常任理事国＋ドイツの6ヶ国は、イランに対してウラン濃縮活動の停止期限を10月8日としていた模様であるが、8月末に続き期限が無視されたことで、イラン核開発問題は、再度、国連安保理で協議されることになるとみられる。

(図表13) O P E Cの生産動向

国名	生産量(9月)	生産量(8月)	超過量(9月)	生産枠(05年7月～)	産油能力	稼働率	(万バレル/日)
							生産余力(9月)
サウジアラビア	918.0	932.0	8.1	909.9	1,080.0	85.0%	162.0
イラン	390.0	402.0	-21.0	411.0	410.0	95.1%	20.0
クウェート	249.0	247.0	24.3	224.7	255.0	97.6%	6.0
U A E	260.0	260.0	15.6	244.4	260.0	100.0%	0.0
カタール	82.0	81.0	9.4	72.6	82.0	100.0%	0.0
ベネズエラ(注4)	247.0	250.0	-75.3	322.3	255.0	96.9%	8.0
ナイジェリア	221.0	218.0	-9.6	230.6	260.0	85.0%	39.0
インドネシア	86.5	86.0	-58.6	145.1	92.0	94.0%	5.5
リビア	172.0	170.0	22.0	150.0	170.0	101.2%	-2.0
アルジェリア	138.0	138.0	48.6	89.4	140.0	98.6%	2.0
O P E C10カ国	2,763.5	2,784.0	-36.5	2,800.0	3,004.0	92.0%	240.5
イラク	200.0	198.0	—	—	220.0	90.9%	20.0
O P E C11カ国	2,963.5	2,982.0	—	—	3,224.0	91.9%	260.5

(注1) 超過量(9月)＝生産量(9月)－生産枠(05年7月～)。生産枠制度は05年10～12月の間は中止

(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) ベネズエラの生産量は生産枠には入らない重質油(約59.0万バレル/日)が含まれる。

(注5) 稼働率(%)＝生産量(9月)／産油能力×100

(注6) 生産余力＝産油能力－生産量(9月)

(資料) Bloomberg

4. トピック；OPECの減産と原油相場について

OPECから減産のメッセージが出されるようになって、原油市場では、その実効性や価格押し上げ効果について懐疑的な見方が多い。果たして、OPECの減産は、原油相場の下落に歯止めをかけるのであろうか。

(1) OPECの緊急会合

10月19日にカタールのドーハで緊急会合が開催される見込みである。次期総会は12月14日に予定されていたが、加盟国の間では、早めに減産のメッセージを示すことにより、原油相場の下落に歯止めをかけたいという意向が強まっている模様だ。

報道によると、加盟国は日量100万バレルの減産で合意したとされる。しかし、現行の生産枠から100万バレル減産するのか、実際の生産量から減産するのかという点や、各国の減産の分担は未定とされている。19日には、こうした問題が協議されるとみられる。

市場では、ナイジェリアやベネズエラの原油生産量は、現行の生産枠を大幅に下回る水準にあるため、生産枠の100万バレル引き下げでは、実際の減産効果は小さいとみられている。そうした中で、カタールやクウェートを中心に減産は、生産枠ではなく、現在の生産量を基準に行うべきであるという意見が強まっているようだ。

(2) 実効性のある減産ができるか

従来、OPECは、生産枠の水準で合意をみても、実際には、生産枠以上に生産してしまうという状況が続いた。これはOPECのどの国にとっても、原油生産による収入は多ければ多いほど良いからである。もし、他国が生産枠を守って価格が維持されるとすれば、自国はなるべく多くの量を生産したいというのが本音である。つまり、元々、裏切り行為を促すような利害関係にあり、実際に1980年代～90年代にかけて生産枠を大幅に上回る生産が横行してきたため、OPEC各国は相互に不信感を募らせることにつながっていた。

しかし、最近の例をみると、OPECの協調減産は、ある程度、原油相場を下支えする効果をあげている。OPECが生産枠を引き下げるとに伴って、原油需給が引き締まり、原油在庫が抑制され始める。原油在庫が抑制され始めた頃に、原油価格の下落に歯止めがかかるというのが、典型的なパターンである。

(3) 最近の減産局面と原油相場

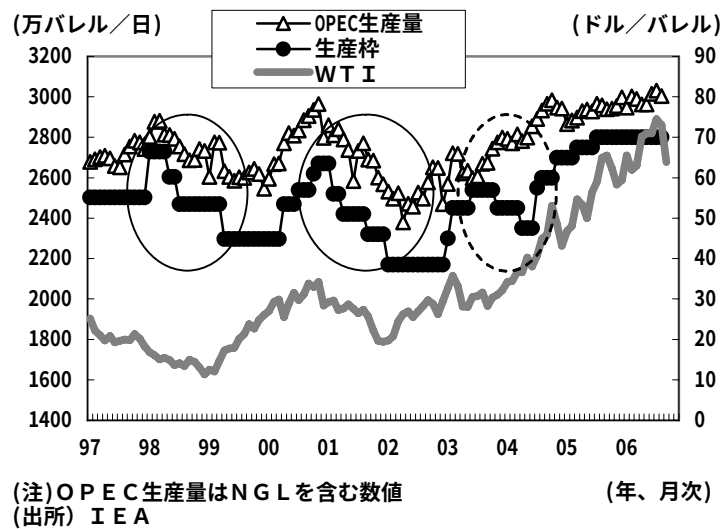
1998～1999年にかけての減産では、数ヶ月のタイムラグで石油在庫の抑制につながり、原油相場の反転に寄与したとみられる(図表14～16)。2001～2002年にかけての減産では、先進国の景気後退などにより原油需要が低迷したため、減産後も需給が緩和し石油在庫が増える局面が続いたが、1年弱のタイムラグで石油在庫の抑制につながり、原油相場も反転した(図表14～16)。2003～2004年の減産時には、実際の生産量は増加気味に推移したが、中国など新興国や米国を中心とした原油需要の増加を受けて、価格は上昇傾向で推移

した（図表 14～16）。

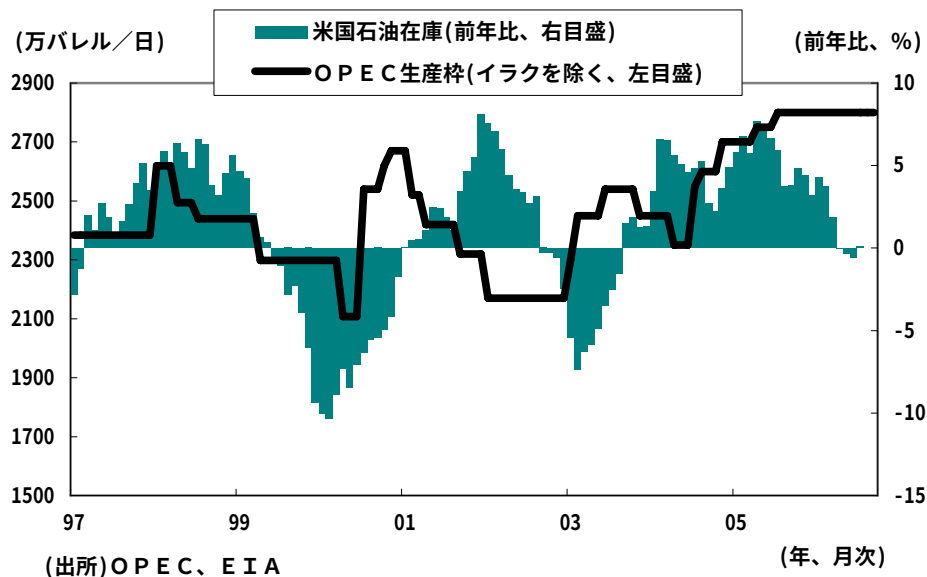
このように、OPECの減産が、原油価格の押し上げに有効かどうかは、需要面の動向にも左右される。

そこで、現局面をみると、OPECの生産が横ばい圏で推移する中、緩やかな需要の増加が続いたことを受けて石油在庫の増勢が一服してきている（図表 15）。つまり、現在は原油需給の緩和に徐々に歯止めがかかってきている状況と思われる。こうしたタイミングで、OPECが減産を行えば、比較的早い時期に原油価格の反転を促す可能性があるだろう。

（図表 14）OPECの生産量と生産枠の動向



（図表 15）OPECの生産枠と米国の石油在庫の動向



(図表 16) 原油価格と米国の石油在庫の動向

