

原油レポート

< 非鉄市場と原油市場の比較 >

1. 原油市況 ~ 供給懸念を背景に反転上昇

原油相場（WTI、期近物、終値）は、2月15日の1バレル = 57.65ドルをボトムに上昇に転じており、3月3日は63.67ドルで終わっている。1日発表された米国週間石油統計では、原油在庫が前週比 + 160万バレルと大幅増となり、ガソリン在庫も増加した。しかし、ナイジェリアの原油生産は50万バレル弱が停止された状態が続いており、事態の沈静化には時間がかかるとの見方が出ている。また、イランの核開発問題では、4日にイランはロシアとの協議で合意が成立したと報道されたが、その後のEUとの交渉は不調に終わっており、抜本的な解決の糸口はみえていない。石油施設への実害はなかったものの、サウジアラビアでの自爆テロとの報道を受け、原油価格が上昇する局面もあった。

2. トピック ~ 非鉄市場と原油市場の比較

世界景気と非鉄金属および原油の消費量との連動性はかなり高い。もっとも、世界景気（=世界経済成長率）の変動に比べて、非鉄金属や原油の消費量増加率の変動の方が大きい（変動率の標準偏差を基に比較すると、世界景気：原油：銅：アルミニウム：ニッケル = 1 : 1.9 : 3.7 : 4.7 : 5.8）。

また、世界景気と非鉄金属・原油の価格も連動している。価格は需要要因だけではなく供給要因も影響してくるが、非鉄や原油の供給は、探鉱から始まり供給設備を新設するには長い年月がかかる。このため、短期的には需要要因で需給が変動することが多く、景気と連動している。

2001～2005年の間に、亜鉛、銅、ニッケルは消費量が15%以上増加し、アルミニウムは30%以上も増加している。原油の消費量は9%台の伸びであった。非鉄金属では、中国の需要増加が大幅であったのに対し、原油は中国需要の寄与は比較的小さくなっている。各品目における中国の消費シェアは、銅（21.6%）、アルミニウム（22.5%）、亜鉛（28.6%）、ニッケル（15.2%）と世界第1位になっているが、原油ではまだ世界シェアの8%を占めるに過ぎない。



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3月27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；供給懸念を背景に反転上昇

原油相場（WTI、期近物、終値）は、2月15日の1バレル＝57.65ドルをボトムに上昇に転じており、3月3日は63.67ドルで終わっている。1日発表された米国週間石油統計では、原油在庫が前週比＋160万バレルと大幅増となり、ガソリン在庫も増加した。しかし、ナイジェリアの原油生産は50万バレル弱が停止された状態が続いており、事態の沈静化には時間がかかるとの見方が出ている。また、イランの核開発問題では、4日にイランはロシアとの協議で合意が成立したと報道されたが、その後のEUとの交渉は不調に終わっており、抜本的な解決の糸口はみえていない。石油施設への実害はなかったものの、サウジアラビアでの自爆テロとの報道を受け、原油価格が上昇する局面もあった。

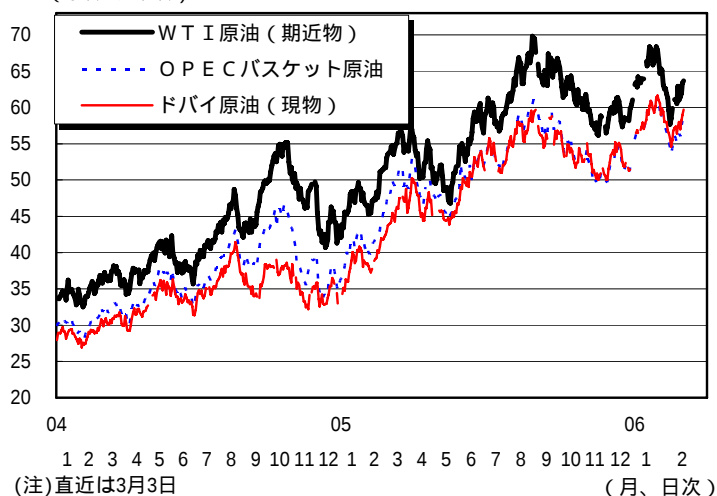
加えて、米国の景気指標が改善をみせたことも需要増加観測につながり原油高要因になった。米国の製油所は、補修・メンテナンスのシーズンを迎えており、足元のガソリン在庫は、潤沢なものの、早晩その在庫は需要に回ってしまうとの見方が出てきている。昨年のハリケーン被災後に小売価格が3ドルを上回った時には、ガソリン消費は減少に転じていたが、その後2ドル台前半で落ち着いてくると、ガソリン消費は再び増加に転じている。例年通り、夏場のドライブシーズンに向けて、ガソリン動向が注目されるであろう。NYMEXのガソリン先物価格（期近物）も上昇に転じてきている（図表2）。

原油先物の投機筋のネットポジション（long-short）は、小幅の売超の状態が続いている（図表7）。暖房油についても投機筋のネットポジションは売超が続いており、ガソリンについては買い超幅が縮小している（図表8）。直近（3月3日時点）の先物カーブを見ると、価格のピークは2007年6～8月物と「1年強先」になっている（図表5、6）。

足元の需給は緩和気味であるが、一方で多様な供給リスクが懸念されている。先進国や新興国の景気回復力が強まるとの観測が出てくると相場は上昇しやすいであろう。

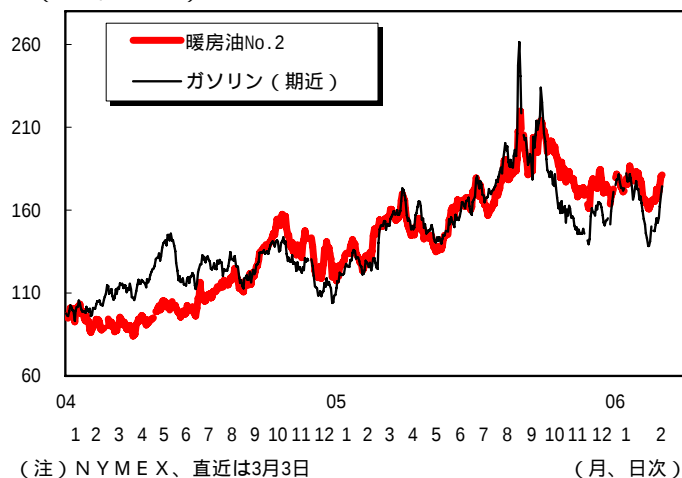
（図表1）原油市況の推移

（ドル/バレル）



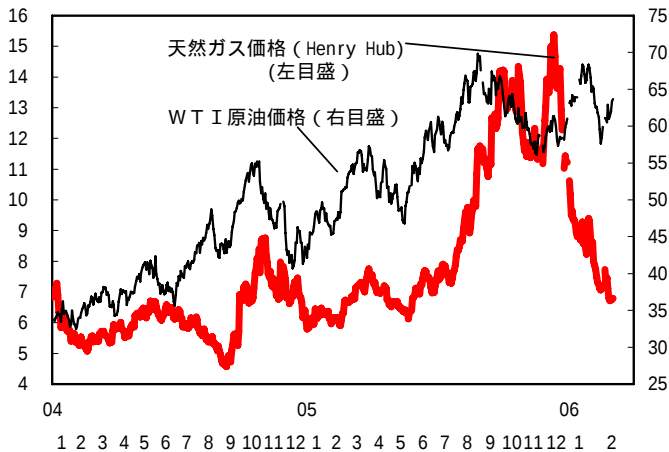
（図表2）石油製品市況の推移

（セント/ガロン）



(図表3) 米国天然ガス市況の推移

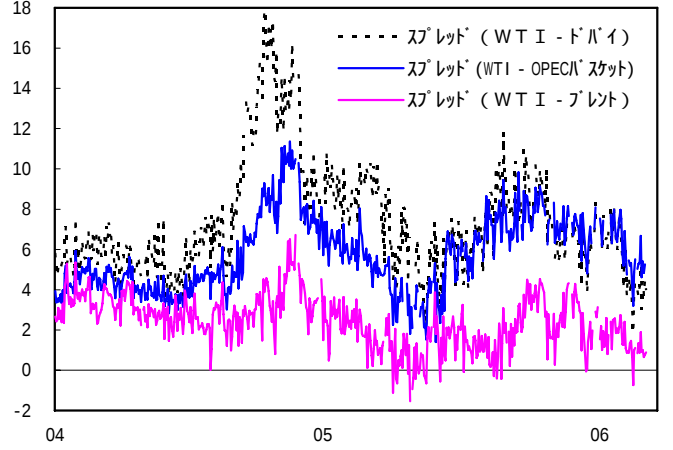
(ドル/MMBtu) (ドル/バレル)



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

(図表4) 油種間スプレッドの推移

(ドル/バレル)

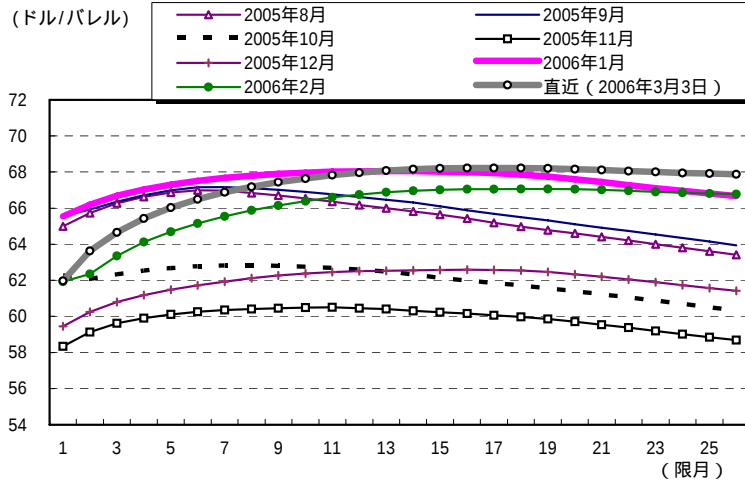


(注) 直近は3月3日

(日次)

(図表5) WTI原油先物価格の限月推移

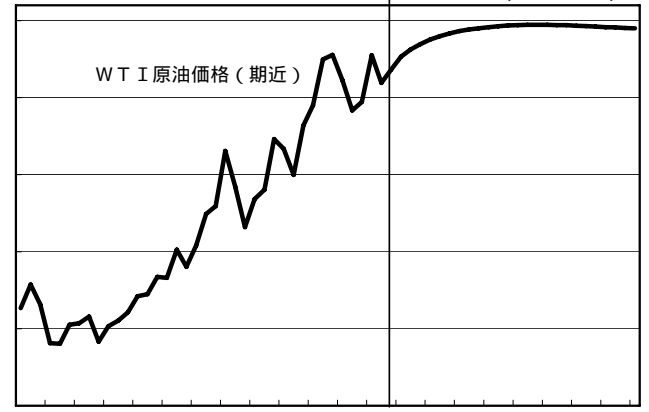
(ドル/バレル)



(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6) WTI原油の先物カーブ

(ドル/バレル)



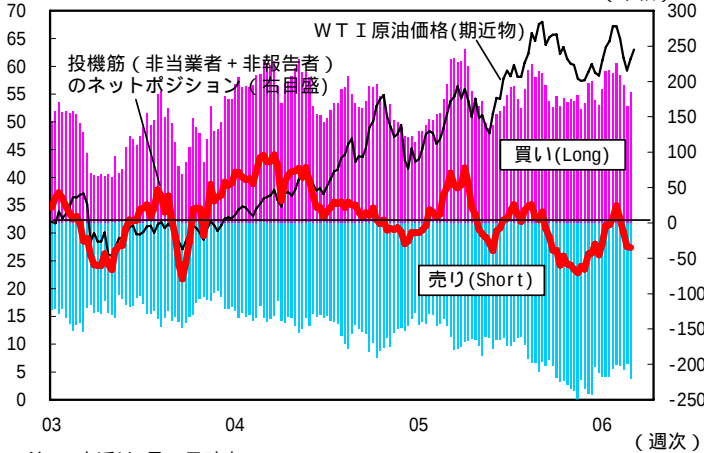
(注) 限月は26ヵ月先まで、2006年3月3日時点
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(月次)

(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2月28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 - 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としていると推察される。

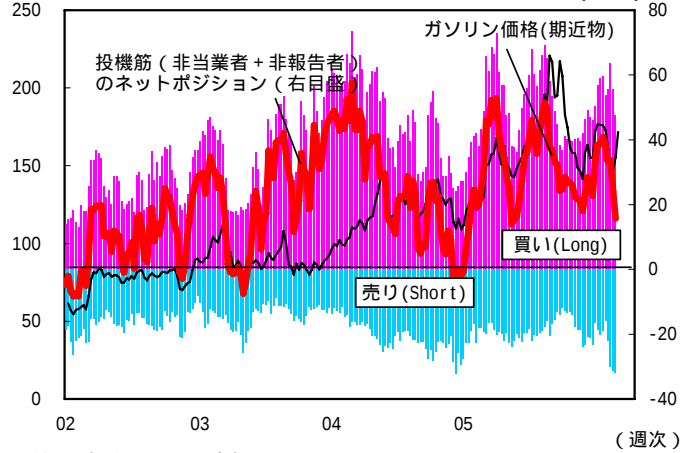
(出所) CFTC

(週次)

(図表8) 投機筋のポジション(ガソリン)

(セント/ガロン)

(千枚)



(注1) 直近は2月28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 - 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としていると推察される。

(出所) CFTC

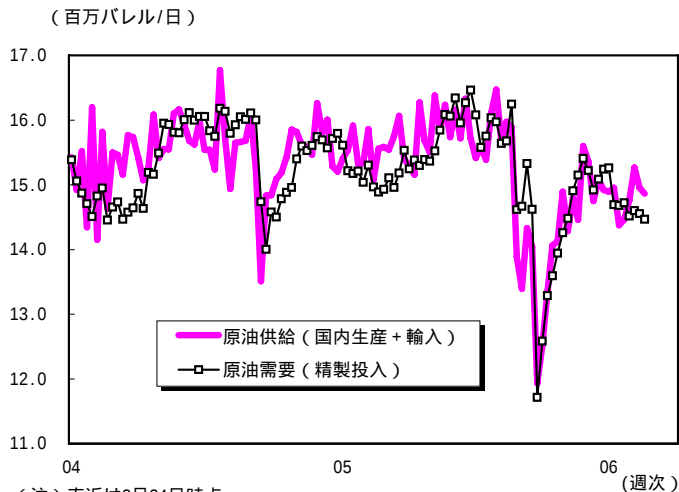
(週次)

2. 米国の需給動向

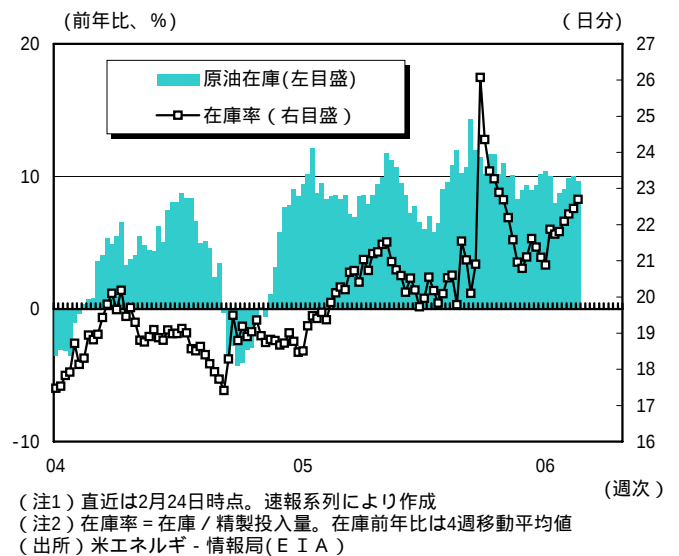
(1) 原油；足元で在庫が増加

足元は製油所の補修が増えるシーズンであり、原油需要(日量)は低い水準にある(図表9)。原油の供給量もほぼ需要に見合った水準で推移していたが(図表9)、2月後半は原油の供給が需要を上回り、原油在庫が大幅に増加している。原油在庫は2月24日に終わる週に前週比160万バレル増加し、前年同期の水準を大幅に上回っている(図表10)。

(図表9) 原油供給と原油需要



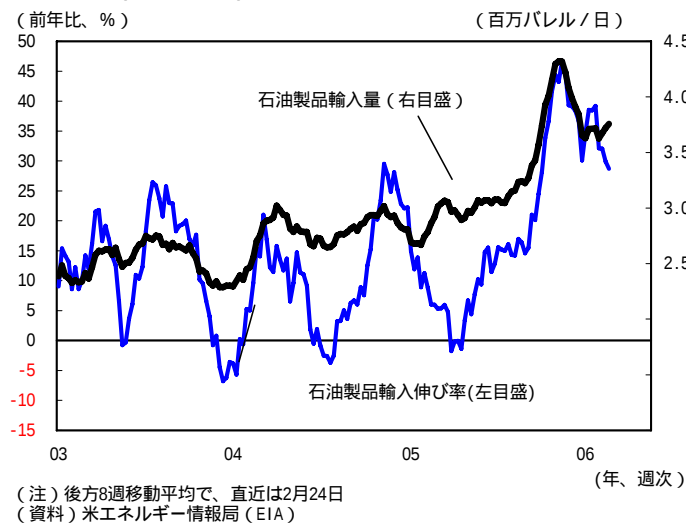
(図表10) 民間原油在庫と在庫率



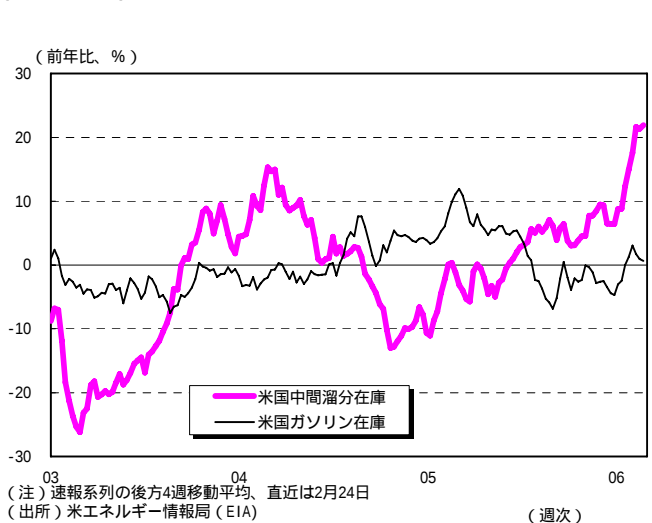
(2) 石油製品；輸入増を背景に製品在庫は増加

ガソリン(レギュラー)や暖房油の小売価格は、1 ガロンあたり 2 ドル前半での推移が続いている。暖房油需要の低迷などを背景に中間溜分の在庫は前年水準を大幅に上回っており、ガソリン在庫は前年水準を回復している(図表12)。製品輸入は増勢がやや鈍化しているものの、依然高水準で推移しており、製品需給は緩和気味になっている(図表11)。

(図表11) 石油製品輸入



(図表12) ガソリンと中間溜分の在庫



3. O P E Cの生産動向～生産枠は据え置きの見込み

3月8日にO P E C定例総会が開催される。原油価格(W T I)が60ドル割れで推移していた2月中旬には、かねてより減産の必要性を主張していたベネズエラやイラン以外の国からも、減産(=生産枠の引き下げ)に前向きな発言が出ていた。しかし、その後、原油相場が再び60ドルを超えてくると、クウェート、アルジェリア、インドネシア、サウジアラビアなどから生産枠の据え置きを示唆する発言が出てきており、今回の総会では、生産枠の据え置きが決定される可能性が大きいとみられる。ダルコウO P E C議長は「現在、原油の供給は十分であると考えているが、心理的な影響も考慮に入れねばならないとしている。

2月17日からナイジェリアでは、武装勢力の攻撃により日量50万バレル弱の生産が停止しており、3月3日からアラスカでは、パイプラインからの流出事故で同10万バレルの生産が滞っている。

イランの核開発問題では、ロシアが自国内でイランのウラン濃縮を代行することを提案しており、3月3日にロシアとイランが暫定合意したとの報道がなされた。しかし、4日に行われたE Uとイランの交渉は不調におわり、6日から開催されるI A E A(国際原子力エネルギー機関)の理事会を経て、国連の安全保障理事会にイラン問題についての報告が行われる運びになっている。イラン側は、「I A E Aでの協議にとどまれば協力する」としているが、事態が変われば「協力を減じて、より規模の大きいウラン濃縮を行う」との可能性を示している。米国側は、イランの核開発姿勢を批判しながらも、「誰もすぐに制裁を行うとはいっていない(ライス国務長官)」ともしている。

このように不透明要因が多いこともあって、今回の定例総会では、6月の定例総会までの間に特別総会を開催することが決められる見込みである。

(図表13) O P E Cの生産動向

国名	生産量(1月)	生産量(12月)	超過量(1月)	生産枠(7月～)	産油能力	稼働率	生産余力(1月)
サウジアラビア	949.0	952.0	39.1	909.9	1,080.0	87.9%	131.0
イラン	389.0	391.0	-22.0	411.0	400.0	97.3%	11.0
クウェート	252.0	251.0	27.3	224.7	255.0	98.8%	3.0
U A E	253.0	257.0	8.6	244.4	260.0	97.3%	7.0
カタール	80.0	80.0	7.4	72.6	80.0	100.0%	0.0
ベネズエラ(注4)	258.0	260.0	-64.3	322.3	270.0	95.6%	12.0
ナイジェリア	236.0	245.0	5.4	230.6	260.0	90.8%	24.0
インドネシア	93.5	93.5	-51.6	145.1	96.0	97.4%	2.5
リビア	169.0	168.0	19.0	150.0	170.0	99.4%	1.0
アルジェリア	138.0	138.0	48.6	89.4	140.0	98.6%	2.0
O P E C 10カ国	2,817.5	2,835.5	17.5	2,800.0	3,011.0	93.6%	193.5
イラク	153.0	155.0	-	-	220.0	69.5%	67.0

(注1) 超過量(1月) = 生産量(1月) - 生産枠(7月～)、として仮計算。生産枠制度は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(1月) / 産油能力 * 100

(注6) 生産余力 = 産油能力 - 生産量(1月)

(資料) Bloomberg

4. トピック；非鉄市場と原油市場の比較

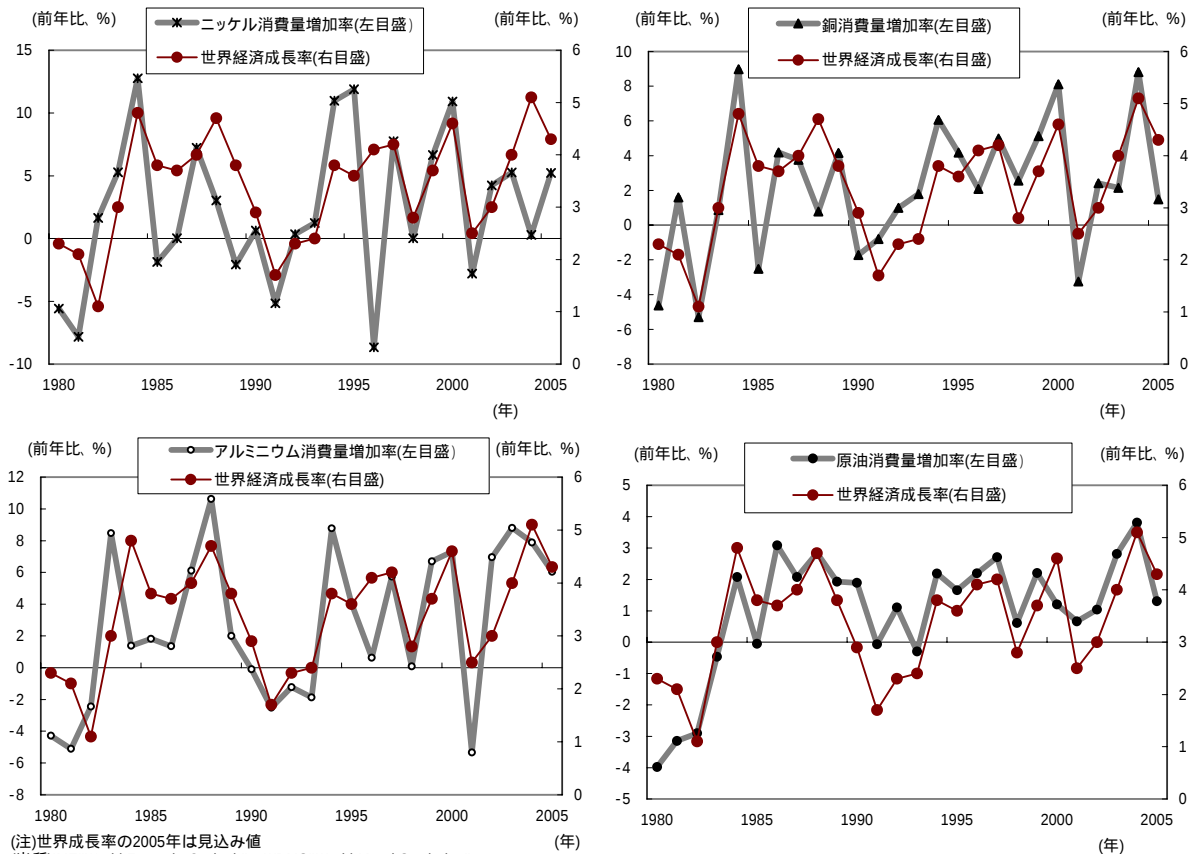
2月以降はやや騰勢が落ち着いてきているが、原油相場と非鉄相場は、総じて過去最高水準に近いところにある。今回は、原油市場と非鉄市場を比較してみた。

(1) 消費量は世界景気と連動

まず、世界景気と非鉄金属および原油の消費量との連動性はかなり高い。もっとも、世界景気（＝世界経済成長率）の変動に比べて、非鉄金属や原油の消費量増加率の変動の方が大きい（変動率の標準偏差を基に比較すると、世界景気：原油：銅：アルミニウム：ニッケル＝1：1.9：3.7：4.7：5.8）。

非鉄の用途は、最終製品の単位あたり金額が大きくて耐用年数も長い、耐久消費財や資本財の需要と関連が深いため、景気変動に影響されると同時に、より大きく変動すると考えられる。逆に、非鉄に比べ、原油の消費量の変動が小さく、景気変動に近いのは、電力源、動力源あるいは原料として、幅広い用途に恒常的に消費される資源だからと考えられる。また、ガソリンの需要の拡大には自動車の普及率の上昇が影響しており、電力向けの燃料需要は火力発電所が建設されて拡大する。このように原油の需要の拡大は、構造変化やインフラの広がりが必要なこともあり、短期間では需要が大きく変動しにくい。

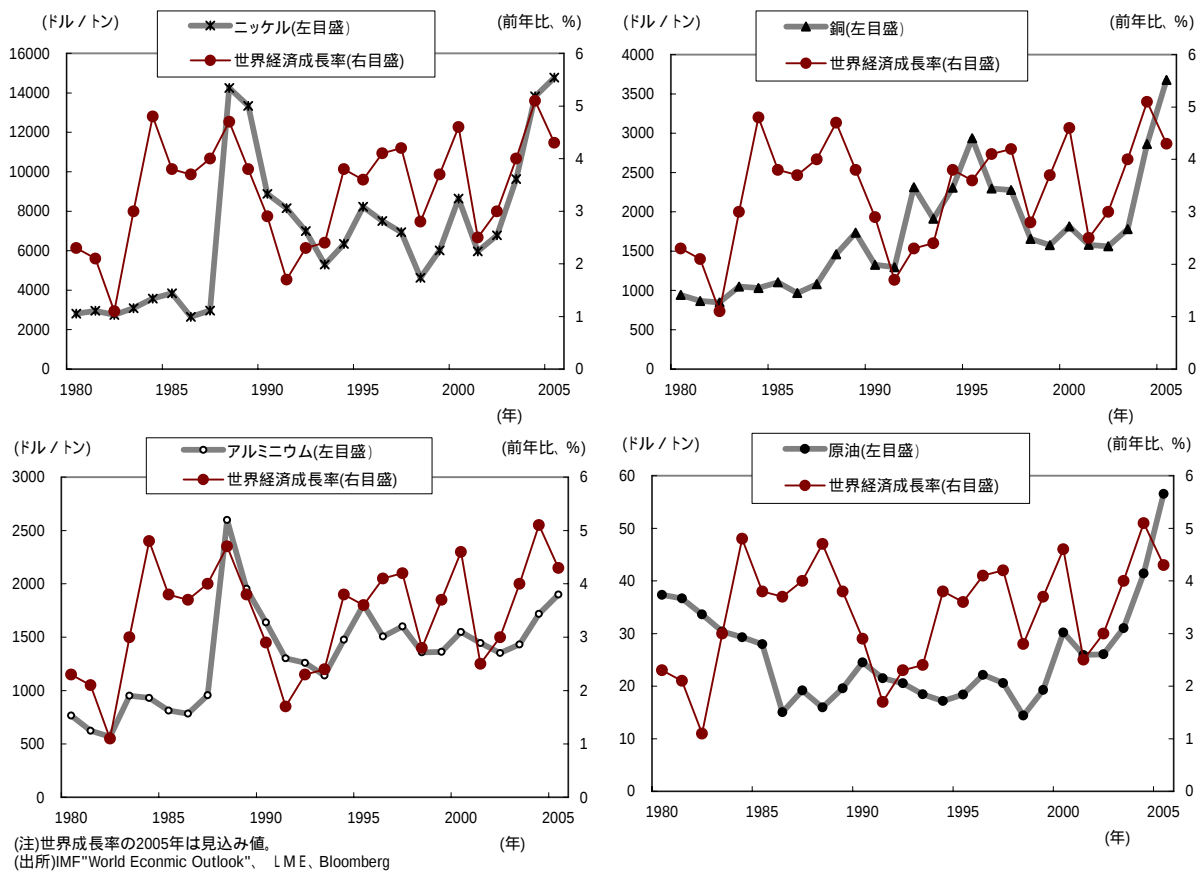
(図表 14) 非鉄金属および原油の消費量と世界経済の成長率



(2) 価格も世界景気と連動

また、世界景気と非鉄金属・原油の価格も連動している。価格は需要要因だけではなく供給要因も影響してくるが、非鉄や原油の供給は、探鉱から始まり供給設備を新設するには長い年月がかかる。このため、短期的には需要要因で需給が変動することが多く、景気と連動している。もっとも、長い時間をかければ供給は増加するし、ストライキや鉱山の閉鎖などによって短期的に供給が大きく変化する場合もあり、相対価格という点からは経済全体の一般価格のインフレ率の影響もうける。このため、消費量に比べれば景気との連動性は弱くなっている。原油については、供給力の増加によって、80年代後半から90年代まで長期に渡って価格が低迷していたが、2000年代に入って景気との連動性が強まっているようにみえる。

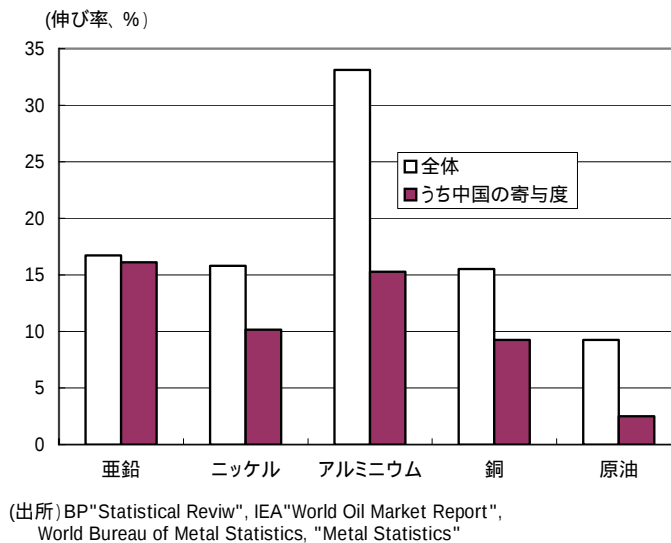
(図表 15) 非鉄金属および原油の消費量と世界経済の成長率



(3) 中国需要の影響

ITバブル崩壊後の2001年をボトムに各商品とも、需要が持ち直している。2001～2005年までに、亜鉛、銅、ニッケルは消費量が15%以上増加し、アルミニウムは30%以上も増加している。これに対し、原油の消費量は9%台の伸びにとどまっている。非鉄金属では、中国の需要増加が大幅であったのに対し、原油については中国需要が全体を押し上げる程度が比較的小さくなっている。

(図表 16) 非鉄金属と原油の需要増加率と中国需要の寄与度 (2005 年 / 2001 年)



また、各品目における中国の消費シェアは、銅 (21.6%)、アルミニウム (22.5%)、亜鉛 (28.6%)、ニッケル (15.2%) では、日本や米国を上回り、世界第 1 位になっているのに対して、中国の原油消費はまだ世界シェアの 8% を占めるに過ぎない。

しかし、中国需要が急増して、世界需要が伸びている商品の価格の上昇率が高いかという点と必ずしもそうではない。世界需要が大幅に増加しているアルミニウムや中国需要が大幅に増加している亜鉛の価格上昇率は、相対的に世界需要や中国需要の伸びが低い原油の価格上昇率に比べて低い。

このように商品市況上昇の背景の一つに中国需要があるとしても、品目によってその影響は異なり、市況の上昇にはそれ以外の要因も影響しているとみた方が良いでしょう。原油や銅の相場は、政治情勢やストライキなどによる供給懸念によっても、押し上げられている。

(執筆者が出張のため、次号の発行は、3 月 27 日 (月) 頃を予定しております。)