

原油レポート

< 原油相場の下落をどうみるか >

1. 原油市況～下落基調で推移

9月に入って原油相場は下落基調が続いた。季節的に需給の緩和期にあることや世界景気の減速観測が強まったことに加えて、イラン核問題で事態が緊迫化することへの懸念が和らいだことなどが背景であったが、月末にかけて下げ止まる動きも出ている。原油相場（WTI、期近物、終値）は、米国で住宅関連の経済指標が弱めに出た20日に、1バレル＝60.46ドルまで下落した。その後、25日には一時的に59.52ドルまで下落したものの、OPECによる減産の観測が強まったことなどから、原油相場の下落は一服し、29日の終値は62.91ドルとなった。

2. トピック～原油相場の下落をどうみるか

原油相場は値動きの激しい相場であるが、それでも2割以上の下落は頻繁に起こるわけではない。2割以上の下落は、2000年代に入って今回を含めて5回しか起こっていない。

足元の原油相場下落は、レバノン情勢の安定により一時的な相場押し上げ要因が剥落した、イラン情勢について急速に緊迫化することへの懸念が後退している、ガソリンの需要期が過ぎて暖房向け需要もない季節的に需給が緩みやすい時期であるといったことに加えて、世界景気の減速という景気循環要因への懸念や、それに伴う投機マネーの収縮観測も、下げ相場の要因になっているとみられる。～は一時的要因だが、～は景気循環的な要因と考えることができるであろう。

今後の相場動向を考えるうえでは、景気循環的な要因が重要なポイントになってくる。現状から判断すると、世界景気は減速しているといっても、原油需要が大幅に落ち込むほど減速する様相はない、一部ヘッジファンドの失敗などがあったものの、マネーの収縮が原油相場に大きく影響するような環境でもないと考えられる。また、OPECが減産を行う可能性も考慮に入れると、原油価格の水準は現状から一段と下落するよりも、高止まりする可能性の方が高いのではないだろうか。



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16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；下落基調で推移

9月に入って原油相場は下落基調が続いた。季節的に需給の緩和期にあることや世界景気の減速観測が強まったことに加えて、イラン核問題で事態が緊迫化することへの懸念が和らいだことなどが背景にあったが、月末にかけて下げ止まる動きも出ている。

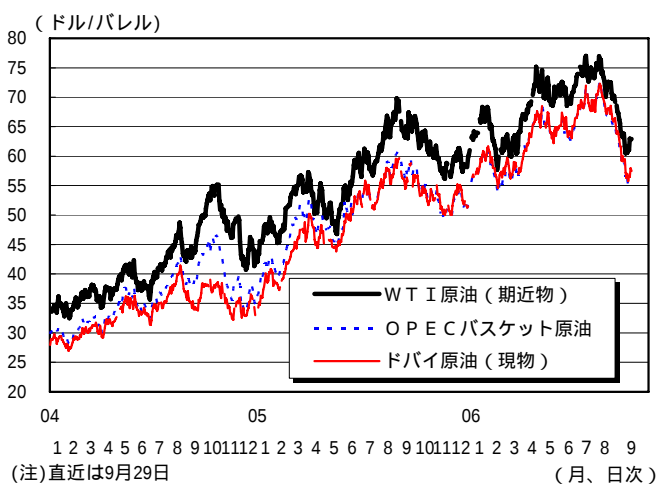
原油相場（WTI、期近物、終値）は、米国で住宅関連の経済指標が弱めに出た20日に、1バレル＝60.46ドルまで下落した。その後、25日には一時的に59.52ドルまで下落したものの、OPECによる減産の観測が強まったことなどから、原油相場の下落は一服し、29日の終値は62.91ドルとなった。

直近（9月29日時点）の先物カーブを見ると、価格のピークは2008年2～4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強まっており、目先は、景気減速により、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。

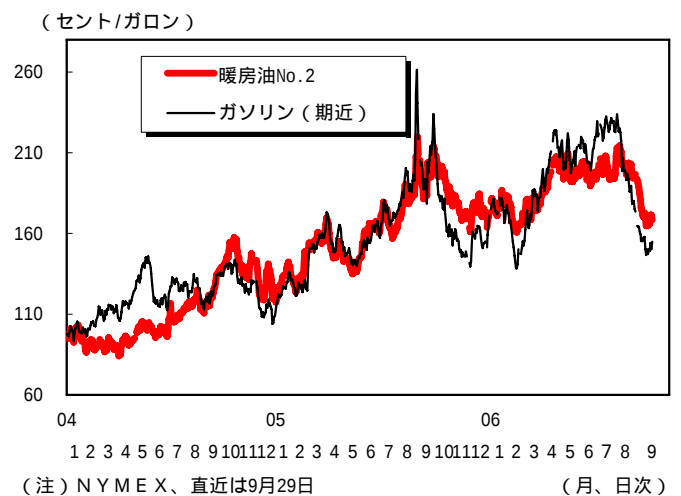
先物市場における投機筋のポジション（long-short）をみると、原油では8月半ばをピークとして買い超幅が縮小し、9月26日に終わる週には売り超に転じた（図表7）。暖房油についても、投機筋のポジションは、売り超に転じている（図表8）。

米国をはじめ世界の原油在庫は潤沢であり、足元の原油需給は緩和気味とみられる。来年にかけて世界景気の減速局面が続くと予想され、需要の鈍化観測が続く可能性がある。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。また、OPECによる減産の可能性も意識され始めている。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、原油相場下落局面では、OPECによる減産観測が強まるため、下値は限定的であろう。

（図表1）原油市況の推移

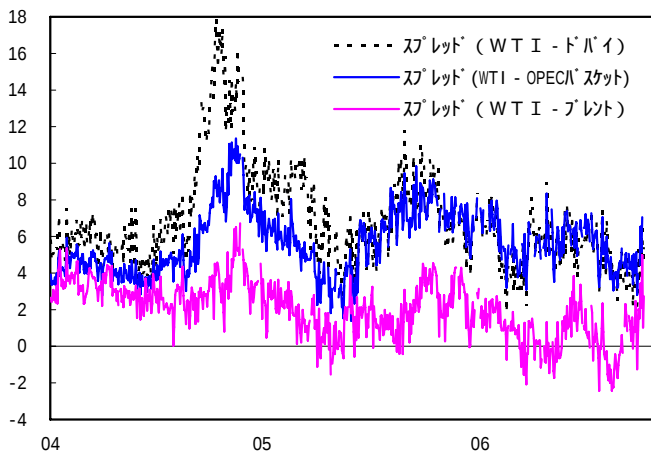


（図表2）石油製品市況の推移



(図表3) 油種間スプレッドの推移

(ドル/バレル)



(注) 直近は9月29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)



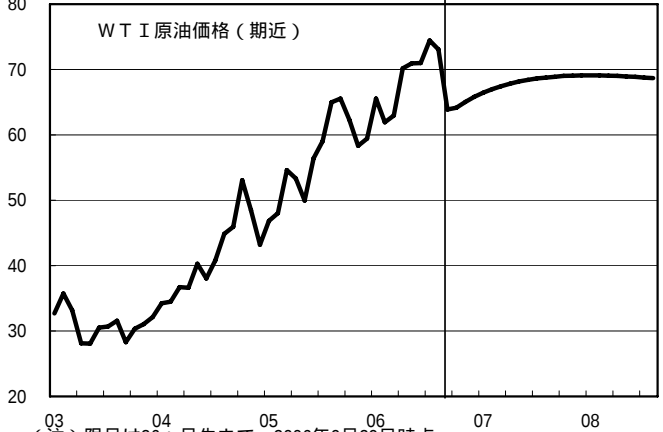
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略

(月、日次)

(注2) 直近は9月29日の値

(図表5) WTI原油先物価格の限月推移

(ドル/バレル)



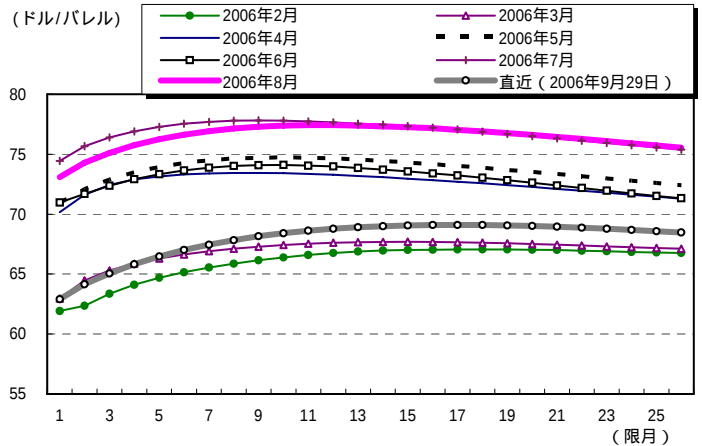
(注) 限月は26ヵ月先まで、2006年9月29日時点

(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(月次)

(図表6) WTI原油の先物カーブ

(ドル/バレル)



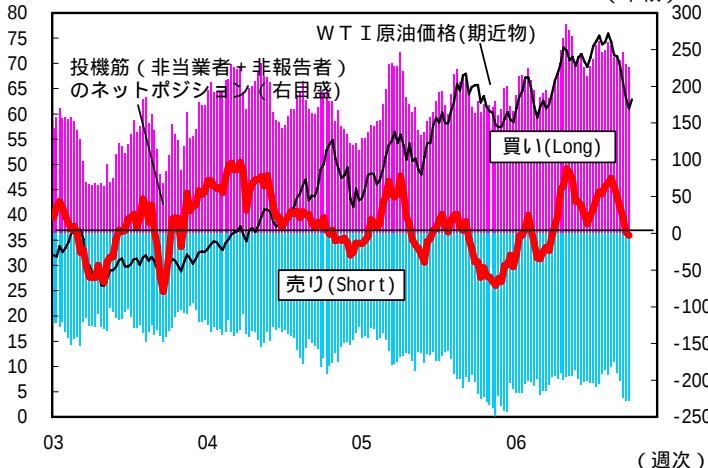
(注) 各時点における各限月(26ヵ月先まで)のWTI原油先物価格

(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9月26日時点

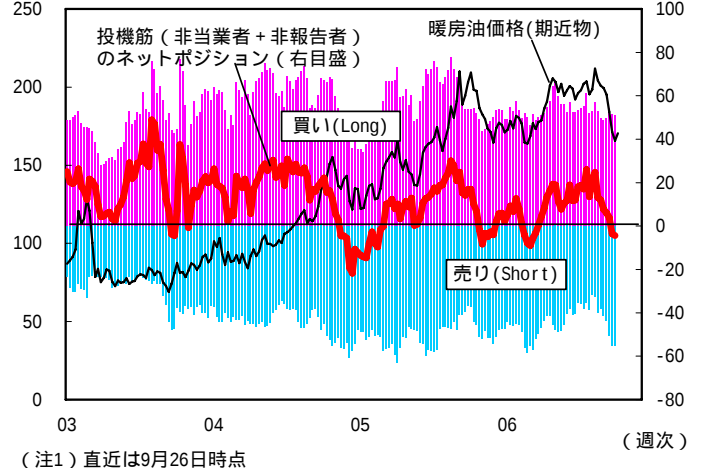
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザ以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的していると推察される。

(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9月26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。

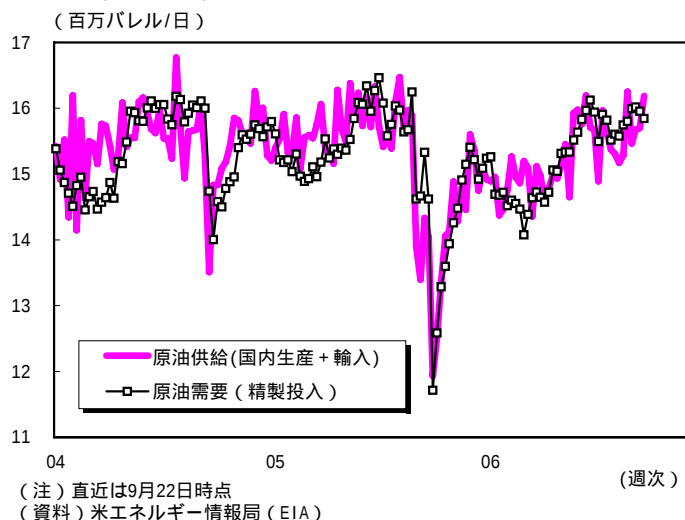
(出所) CFTC

2. 米国の需給動向

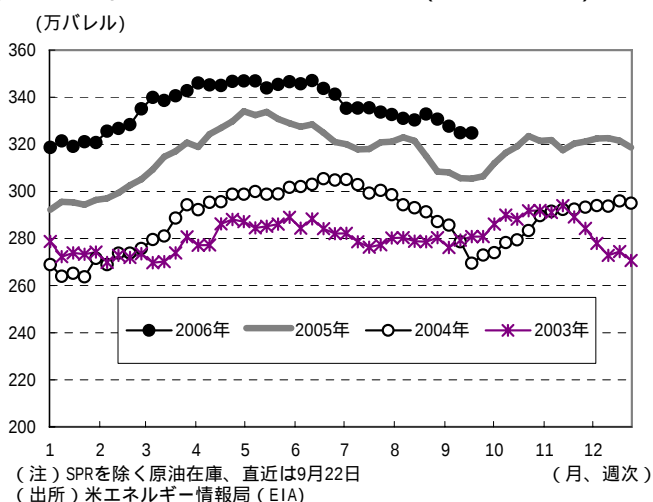
(1) 原油需給；在庫は高水準で推移

米国の製油所の稼働率は平年並みで推移している。夏場が終わり、冬が近づくまでは、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)。こうした中、9月22日に終わる週には、輸入を中心に原油供給が大幅に増加したため、在庫が増加した(図表 9)。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



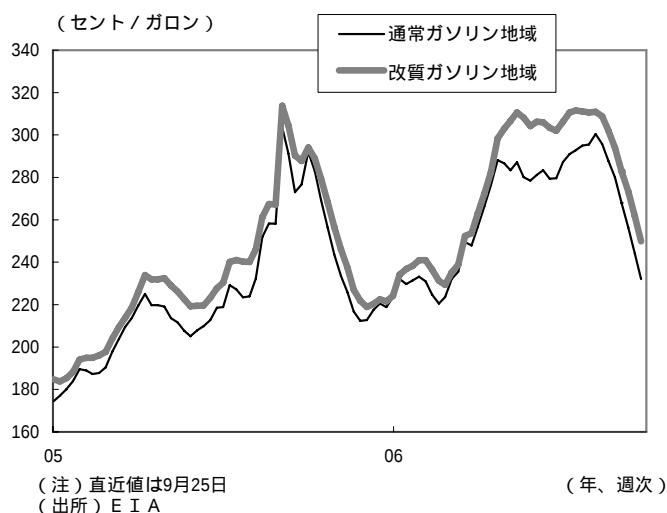
(図表 10) 米国の各年の原油在庫(週次の推移)



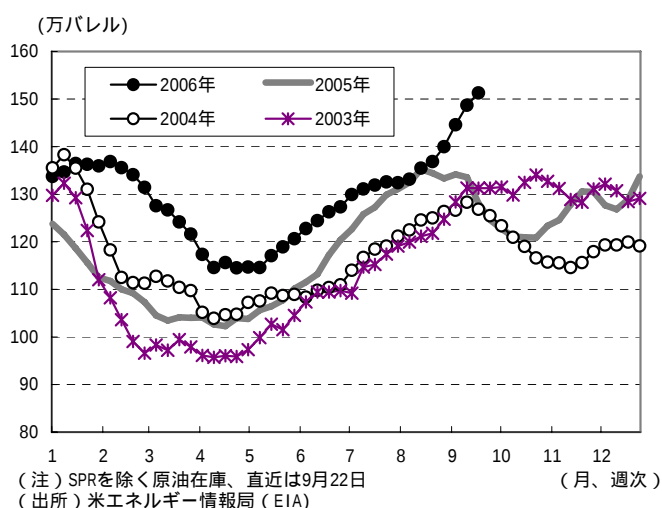
(2) 石油製品；中間留分の在庫は潤沢

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=2.32ドル、改質レギュラーが2.50ドルまで下落している(図表 11)。ガソリン価格の下落とともに、ガソリン需要は堅調さをみせている。一方、今後、冬場にかけて、需要が本格化する暖房油などの中間留分の在庫水準は、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) 中間留分の在庫の推移



3. O P E C の動向

O P E C は自主的減産を発表

9月11日に開催されたO P E C 総会で、生産枠の据え置きが決定された。しかしその後、ベネズエラやイランから、原油相場の下落について警戒感を示す発言が出るようになり、バルキンドO P E C 事務局長代行は、「現在の価格体系を上昇するコストとの対比でみている」として器具価格や人件費の上昇を考慮して、原油価格を評価する考えを示した。

28日にはバルキンド代行が「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。ただし、ベネズエラやナイジェリアは投資不足や武装勢力による攻撃により、もとより生産枠に見合った水準を生産できずにいた国であり、この減産には実効性がないとみられる。

次期総会は12月14日にナイジェリアで開催される予定であるが、原油相場が一段と下落する場合や冬場の原油需要が弱い場合には、正式に減産が決定される可能性がある。

イラン問題

国連安全保障理事会の決議で期限とされた8月末を過ぎても、イランはウラン濃縮活動を停止していないが、それに対して国連制裁が発動されるという動きにはなっていない。9月10日にE Uとの会談において、イランはウラン濃縮活動を一時的に停止する可能性があると述べたとされる。一方、19日に米国大統領は「外交的手段での解決を目指す」と強硬さを抑えた発言をしている。その後の報道によると、安保理常任理事国＋ドイツの6ヶ国は、イランのウラン濃縮活動の停止期限を改めて10月初め頃とする決定をした模様である。

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ており、協議は継続される模様である。もっとも、イランは、核開発問題についての本格交渉に入る前に、ウラン濃縮を停止することを引き続き拒否している。

(図表13) O P E C の生産動向

国名	生産量(8月)	生産量(7月)	超過量(8月)	生産枠(05年7月～)	産油能力	稼働率	(万バレル/日) 生産余力(8月)
サウジアラビア	938.0	932.0	28.1	909.9	1,080.0	86.9%	142.0
イラン	402.0	407.0	-9.0	411.0	410.0	98.0%	8.0
クウェート	247.0	246.0	22.3	224.7	255.0	96.9%	8.0
U A E	260.0	256.0	15.6	244.4	260.0	100.0%	0.0
カタール	81.0	81.0	8.4	72.6	82.0	98.8%	1.0
ベネズエラ(注4)	250.0	245.0	-72.3	322.3	255.0	98.0%	5.0
ナイジェリア	220.0	220.0	-10.6	230.6	260.0	84.6%	40.0
インドネシア	86.0	90.0	-59.1	145.1	92.0	93.5%	6.0
リビア	170.0	170.0	20.0	150.0	170.0	100.0%	0.0
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	2,792.0	2,785.0	-8.0	2,800.0	3,004.0	92.9%	212.0
イラク	194.0	206.0	-	-	220.0	88.2%	26.0
O P E C 11カ国	2,986.0	2,991.0	-	-	3,224.0	92.6%	238.0

(注1) 超過量(8月) = 生産量(8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) ベネズエラの実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(8月) / 産油能力 * 100

(注6) 生産余力 = 産油能力 - 生産量(8月)

(資料) Bloomberg

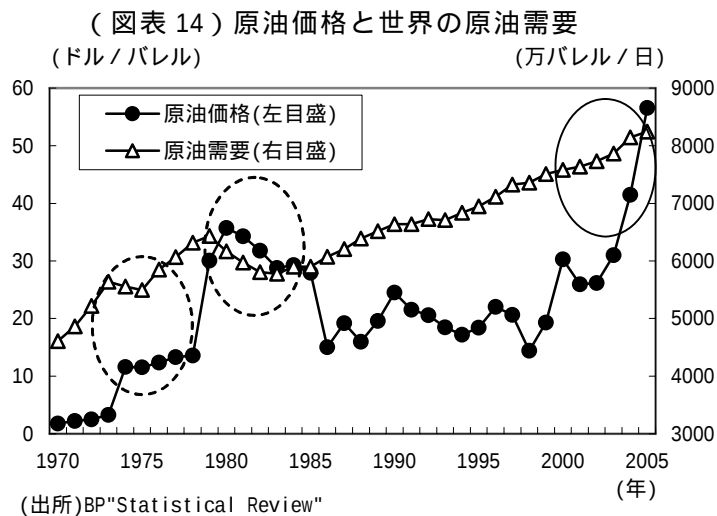
4. トピック；原油相場の下落をどうみるか

今回は、足元の原油相場の下落をどのように捉えるかについて、述べてみたい。

(1) 第一次・第二次石油危機と現局面との比較

原油価格と世界の原油需要

第一次・第二次石油危機と現局面について、原油価格と世界の原油需要の動向を比較すると、過去の石油危機の時には、原油価格の上昇を受けて需要が減少したため、原油価格は大幅に下落したが、現局面では、原油需要が拡大する中で、原油価格が上昇してきている。つまり現局面では、原油高は世界の企業や家計に受け入れられてきたといえる。



原油高が景気減速の原因か

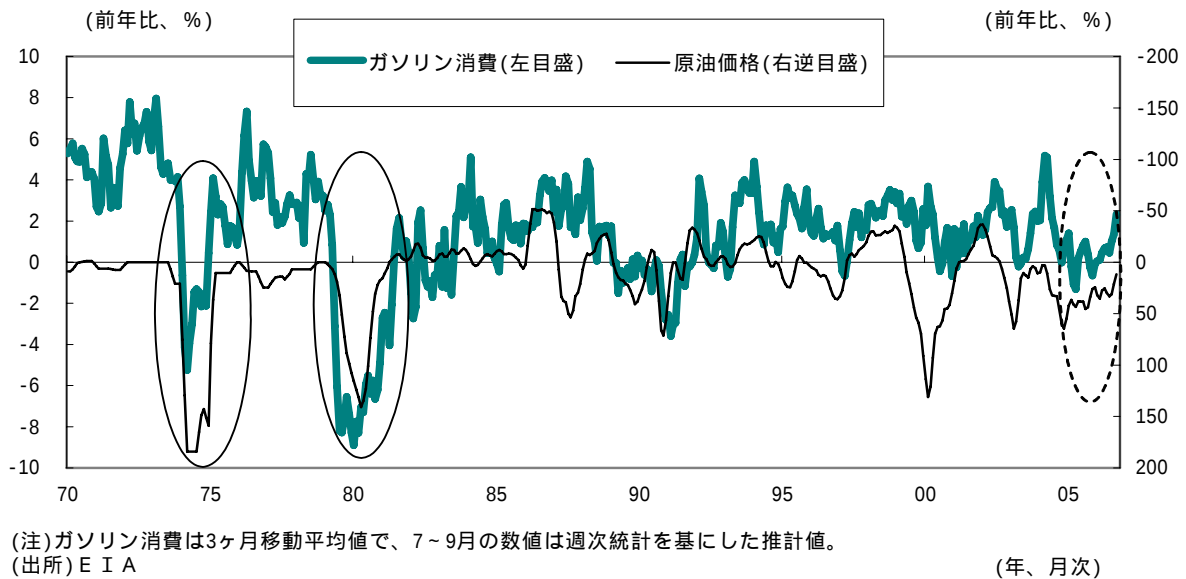
足元では、米国を中心に景気減速観測が強まっており、いよいよ原油高が景気に悪影響を及ぼし始めたという見方も出ているが、米国のガソリン消費の動向などから判断して、現時点では、景気の失速を心配するような動きにはなっていないと思われる。

原油価格の高騰時にガソリンの需要が減るのは、一回に給油するガソリンの量を減らしたり、買い物に遠出するのをやめたりといった個々の行動の積み重ねによる。つまり、ガソリン消費量は、原油高（ガソリン高）が家計に及ぼす心理的なインパクトを測る良い指標と考えられる。実際、第1次・第2次石油危機のときは、ガソリン需要の鈍化とともに個人消費全体も大幅に減速した（原油レポート No.88 参照）。

しかし、原油高が続いた2003年以降のガソリン消費の状況を見ると、過去の石油危機の時ほどガソリン消費が抑制されるわけではなく、足元にかけて原油価格の高騰が鈍る中で、ガソリンの消費の伸びは回復する傾向で推移している（図表16の点線の丸印）。

このように、米国のガソリン消費量と個人消費の動向からみると、石油危機の時のように原油価格の高騰が消費者マインドを悪化させて景気を失速してしまう懸念も小さいと考えられる。

(図表 15) 米国のガソリン消費量と原油価格の関係



(2) 2000 年代の相場下落局面との比較

以上でみたことから判断すると、石油危機後のように、原油需要の大幅な減退を伴って原油相場が下落する可能性は小さいとみられる。しかし、2000 年代にも何度か原油相場の下落局面があった。

2000 年代の原油下落局面

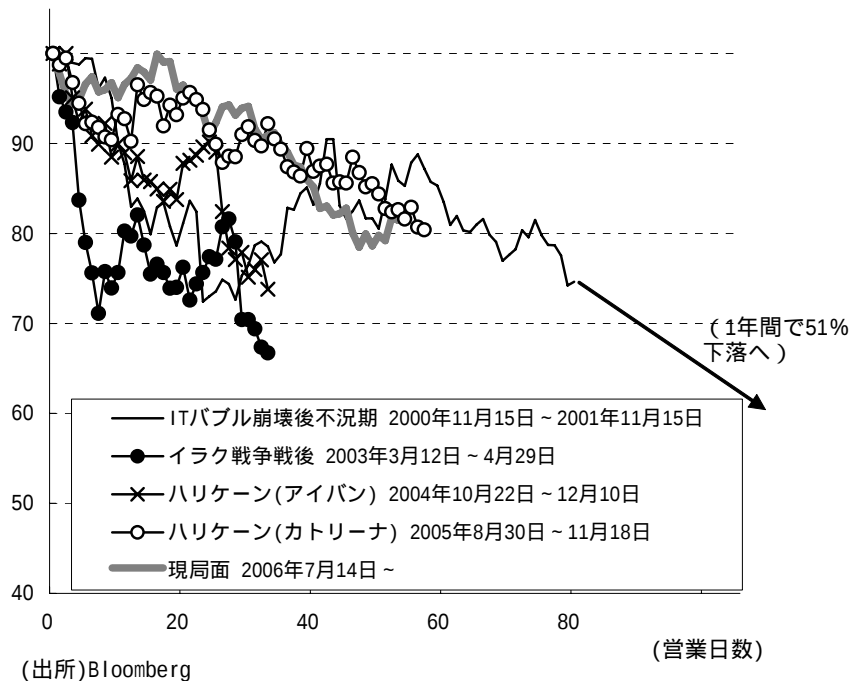
9 月に入って原油相場は下落基調を強め、終値ベースでみると、原油相場は 7 月 14 日の 77.03 ドルから 9 月 20 日の 60.48 ドルまで 22% 下落した。原油相場は値動きの激しい相場であるが、それでも 2 割以上の下落は頻繁に起こるわけではない。2 割以上の下落は、2000 年代に入って今回を含めて 5 回しか起こっていない。

最近の例は、2005 年 8 月にハリケーン「カトリーナ」により急騰した後、11 月にかけて 20% 下落した時である。それ以前に遡ると、2004 年にハリケーン「アイバン」による急騰後に反落したケースや、2003 年にイラク戦争開戦前に高騰した後に反落したケースがあり、それぞれ 3 割前後下げている。これらの例は、戦争やハリケーンといった一時的要因による急騰が一服した後に、相場が反落した例であり、下落局面は 2～3 ヶ月（30～60 営業日）続いた。

一方、2000 年 11 月からの下落局面では、パレスチナとイスラエルの対立による中東情勢の緊迫化を契機とした相場上昇が一服して反落した要因と、IT バブル崩壊後の不況という景気循環要因とが重なり下落局面は約 1 年間続き、下落率は 51% と大幅になった。つまり、原油高が不況の主因ではなくても、不況によって原油価格は大幅に下がる可能性があることを示している。

(図表 16) 2000 年代の下落局面の比較

(ピーク時 = 100)



足元の原油相場下落の背景

さて、7月14日までの騰勢局面では、新興国の需要増加、OPECの余剰生産能力の少なさ、イラン核問題などの地政学リスクに対する懸念といった中長期的な相場押し上げ要因が続く中で、イスラエルがレバノンに侵攻したという一時的要因によってさらに相場が押し上げられた。

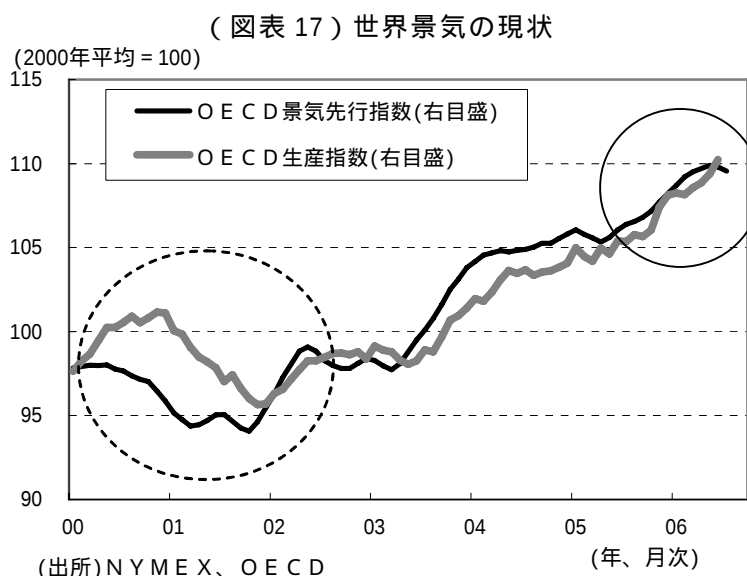
その後の相場下落は、(a)レバノン情勢の安定により一時的な相場押し上げ要因が剥落した、(b)イラン情勢について急速に緊迫化することへの懸念が後退している、(c)ガソリンの需要期が過ぎて暖房向け需要もない季節的に需給が緩みやすい時期であるといったことに加えて、(d)世界景気の減速という景気循環要因への懸念や、(e)それに伴う投機マネーの収縮観測も、下げ相場の要因になっているとみられる。(a)～(c)の一時的要因はすでに市場に織り込まれてきていると考えられ、足元の下落が2000～2001年のような大幅な下落になるかどうかは、(d)～(e)の要因によるところが大きいと考えることができる。

世界景気の現状

まず、世界景気の減速の程度が重要なポイントになってくる。世界景気の現状はどのようなのであろうか。先進国の景気動向を表わすOECD生産指数は6月までは増加傾向が続き、7～8月についてすでに発表になった各国の生産動向をみると、強弱まちまちであるが、全体としては底堅く推移している。これは、2000～2001年のITバブル崩壊後に、OECD

生産指数が約1年に渡って減少基調で推移したのと大きな違いである（図表17）。

また、生産指数に先行するOECD景気先行指数をみても、多少水準を下けているとはいえ、ほぼ横ばい圏の推移であり、大幅に落ち込んでいった2000～2001年の動きとは異なっている。当面の景気動向は、拡大テンポが鈍るという意味で減速局面が続く可能性があるが、今のところ失速して深刻な不況に陥ってしまうような状況にはないと考えられる。



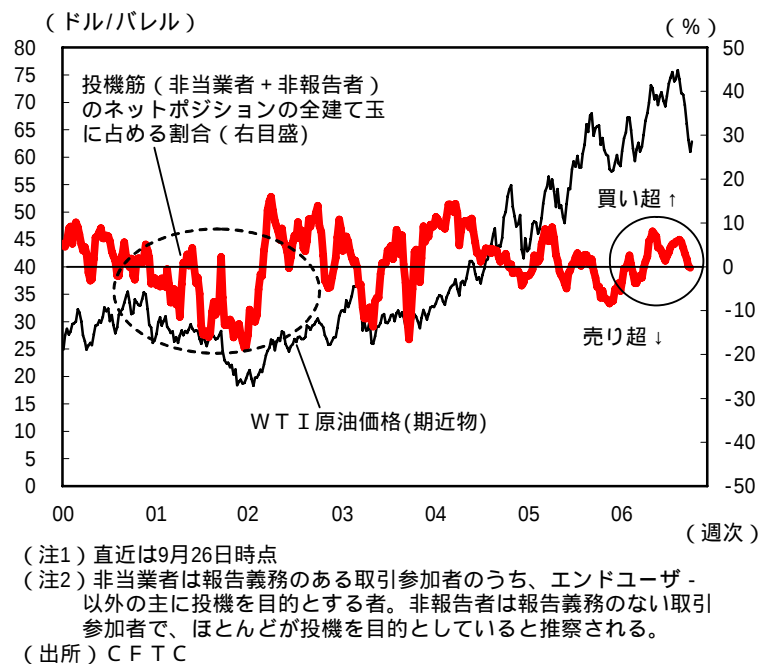
（3）投機資金の動向

また、一部では、夏場まで続いた米国の金融引き締めなどにより投資マネーの収縮が起これり始めており、原油市場からも資金の流出が起こるという見方も出ていたが、株式市場などの底堅い動きは、マネーの収縮が起こっていないことを示唆している。ITバブル崩壊後には、株価が大幅に下げて金融環境が悪化したが、現局面では、各国の株価はおおむねボックス圏で推移し、米国ダウ工業平均株価は高値更新をうかがう動きになっている。

一方、そうした中で、原油高を予想して買いポジションを採っていた投機筋の手仕舞い売りは、すでになんかの程度、一巡してきたとみられる。投機筋のポジション動向をみると、夏場にかけてやや積み上がっていた買いポジションが、徐々に解消され、9月26日時点にはわずかながら売り超に転じている（図表18）。

また、OPECの協調体制が当時よりも強いとみられることなどから、2001年頃のように投機筋が売りポジションを拡大させる可能性も小さいように思われる。

(図表 18) 投機筋のポジションと原油相場



つまり、現状から判断すると、世界景気は減速しているといっても、原油需要が大幅に落ち込むほど減速する様相はない、一部ヘッジファンドの失敗などがあったものの、マネーの収縮が原油相場に大きく影響するような環境でもないと考えられる。

OPECが減産を行う可能性も考慮に入れると、原油価格の水準は現状から一段と下落するよりも、高止まりする可能性の方が高いのではないだろうか。

期近物に比べて、期先物が下げ難い現在の原油マーケットもそうした観測を反映したものと考えられる(図表 6)。