

原油レポート

< 日米欧の石油在庫の推移 >

1. 原油市況 ~ 大幅下落

原油相場 (WTI、期近物) は 1 月に入り大幅に下落した。暖房需要の中心地である米国北東部の気温が平年よりも大幅に高いことが需要減退観測につながったことが大きい。16 日の原油相場は、サウジアラビアが追加減産に消極的であるとして、1 バレル = 51.21 ドルに下げた。

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続き、投機資金の売りも材料視されて、原油相場は大幅に下落した。OPEC は 2 度に渡り減産を決定したものの、その実効性への懐疑的な見方が出ており、相場下落に歯止めがかかっていない。もっとも暖冬が終わり、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。

2. トピック ~ 日米欧の石油在庫の推移

石油在庫の動向をみるうえで注目すべき第 1 のポイントは、景気との連動性である。先進国の景気動向を表わす OECD 生産指数と日米欧の石油在庫を比べると、生産指数が増加すると、石油在庫が減少するという関係がある。景気の拡大テンポが速まると、石油需要が増加して石油在庫が減少することが窺える。足元では、先行きに対する懸念は出てきているかもしれないが、これまでのところ景気は底堅く推移しており、景気面からは石油在庫を減少させる力が加わっていると考えられる。

2004 年頃から生産の増加に比べて、石油在庫がやや高止まりする傾向が現れていることも注目される。産油国からの原油供給が増えていることが、石油在庫増加の直接的な原因と考えられるが、その間、原油価格が上昇を続けており、在庫の増加が需給の緩和を意味していた訳ではない。つまり、地政学リスクなど供給不安の高まりに対する備える動きや、原油価格の上昇傾向が続いたため在庫を保有するインセンティブが強まったことがあり、在庫を積み増すための需要があったと考えられる。

なお、過去の例をみると、OPEC の減産を受けて、日米欧の石油在庫が減少し、原油価格は下げ止まるには、数ヶ月のタイムラグがある。



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 1 月 30 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；大幅下落

原油相場（WTI、期近物）は、1月に入り大幅に下落した。暖房需要の中心地である米国北東部の気温が平年よりも大幅に高く、需要減退観測につながったことが大きい。1月8日にロシアとベラルーシの対立からロシアから欧州への原油供給を担うパイプラインが停止されたこと、9日にカタールが2月から予定していた追加減産を前倒し実施すると発表したことなど、原油相場の押し上げ材料がなかった訳ではないが、相場は下落基調を続けた。

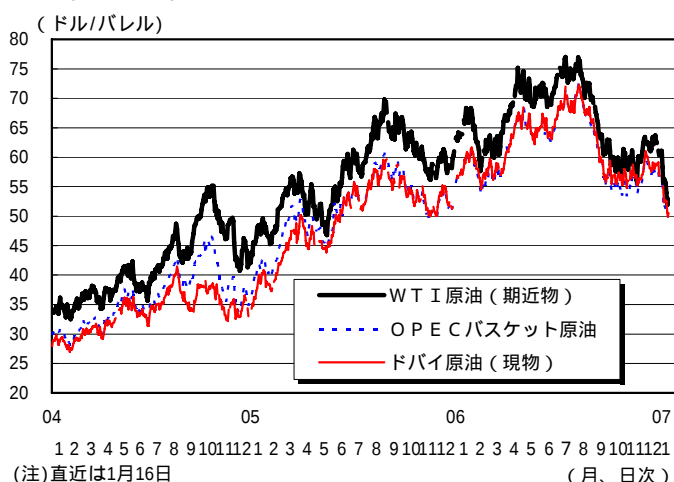
また、サウジアラビアは、原油消費国の顧客に対して2月からの供給量を減らすことを連絡したが、さらに供給量を減らす必要性については、今後の動向次第としている。16日の原油相場は、サウジアラビアが追加減産に消極的であるとして、1バレル＝51.21ドルに下げた。

直近（1月16日時点）の先物カーブを見ると、6年先まで期先高になっている（図表5～6。ただし、図中は26ヶ月先まで）。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、世界景気の減速や暖冬の影響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。また、原油価格が下落した局面では、需要家のヘッジ買いのニーズもあるものと推察される。

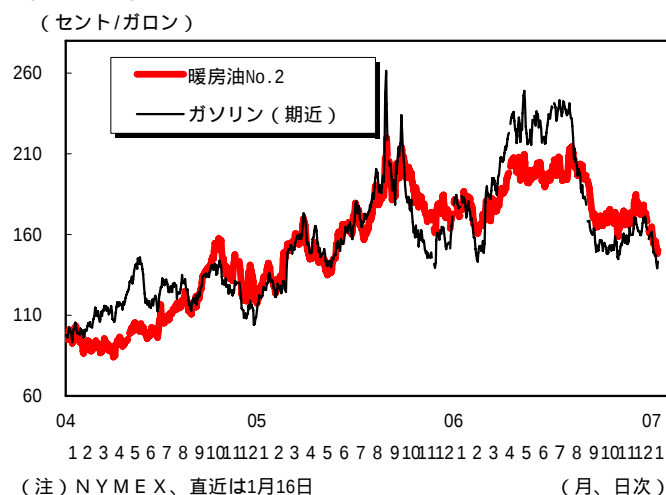
先物市場における投機筋のポジション（long-short）をみると、原油では、11年半ば以降は売り買いがほぼ均衡していたが、1月9日に終わる週にかけて売り超幅が拡大している（図表7）。暖房油も1月に入って売り超幅が拡大している（図表8）。

世界景気の減速や暖冬により原油需要が鈍化すると観測が続き、投機資金の売りも材料視されて、原油相場は大幅に下落した。OPECは2度に渡り減産を決定したものの、その実効性への懐疑的な見方が出ており、相場下落に歯止めがかかっていない。冬場は気温の変動に伴う暖房需要の変動が相場に及ぼす影響が大きく、暖冬が続けば相場は軟調な推移が続く可能性がある。もっとも暖冬が終わり、さらに世界景気の再加速が予想されるようになると、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

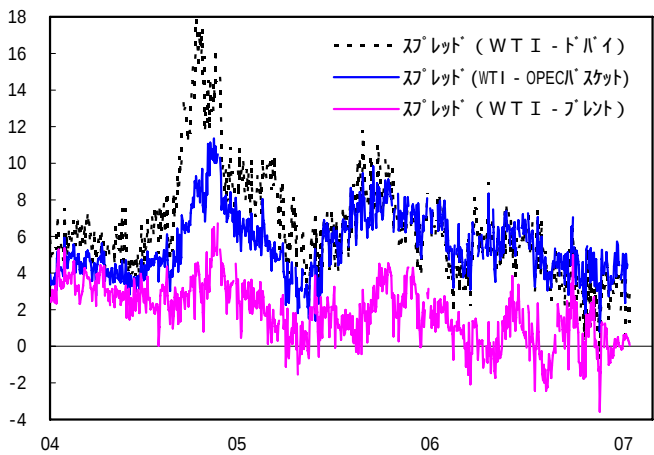


（図表2）石油製品市況の推移



(図表3) 油種間スプレッドの推移

(ドル/バレル)



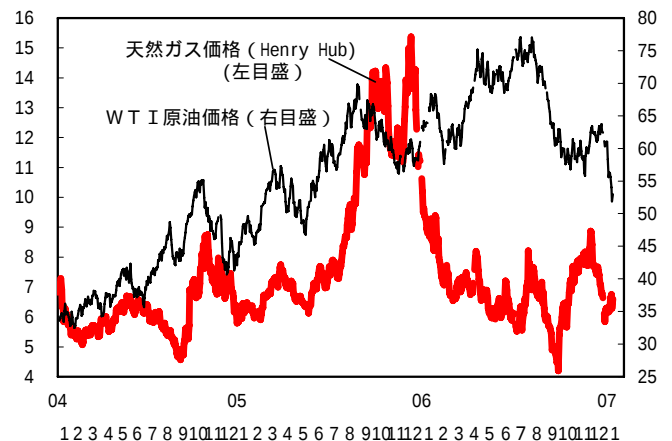
(注) 直近は1月16日

(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1月16日の値

(図表5) WTI原油先物価格の限月推移

(ドル/バレル)

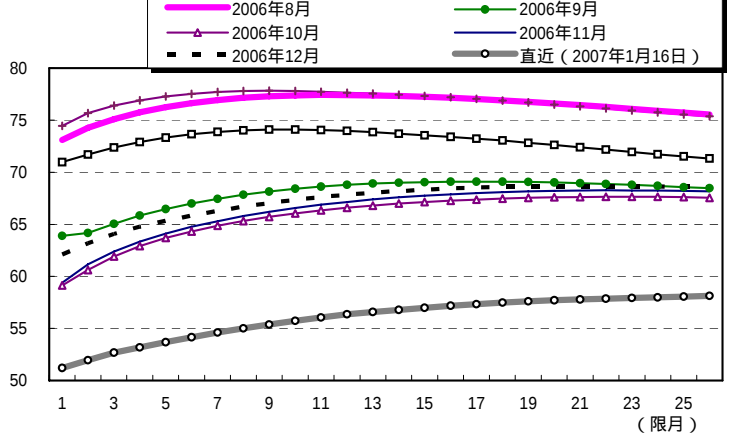


(注) 限月は26ヵ月先まで、2006年1月16日時点
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(月次)

(図表6) WTI原油の先物カーブ

(ドル/バレル)



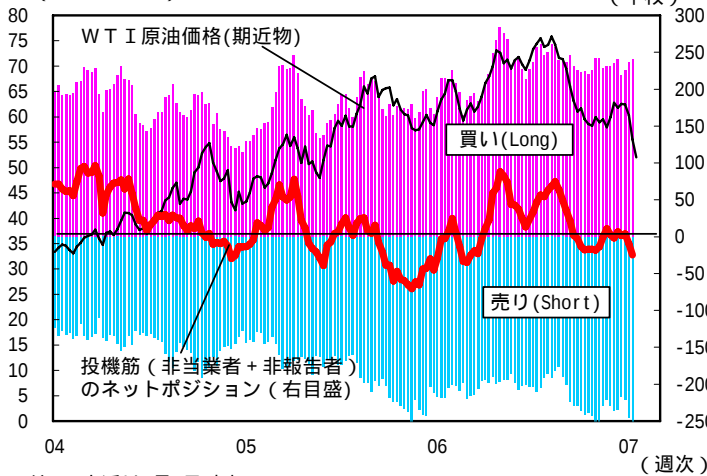
(注) 各時点における各限月(26ヵ月先まで)のWTI原油先物価格
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(限月)

(図表7) 投機筋のポジション(原油)

(ドル/バレル)

(千枚)



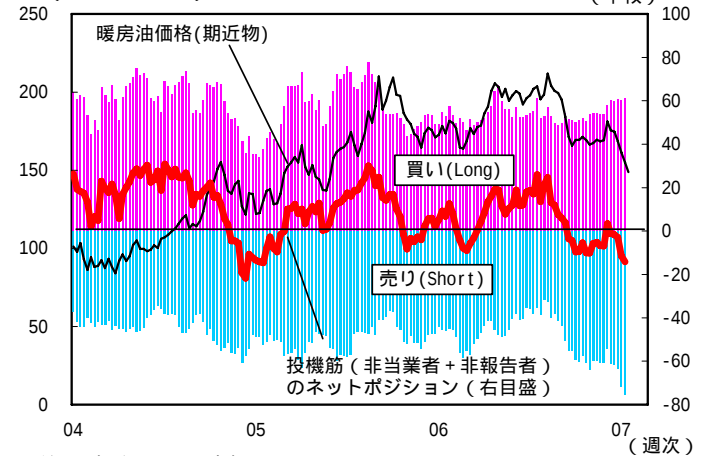
(注1) 直近は1月9日時点
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザ以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。
(出所) CFTC

(週次)

(図表8) 投機筋のポジション(暖房油)

(セント/ガロン)

(千枚)



(注1) 直近は1月9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

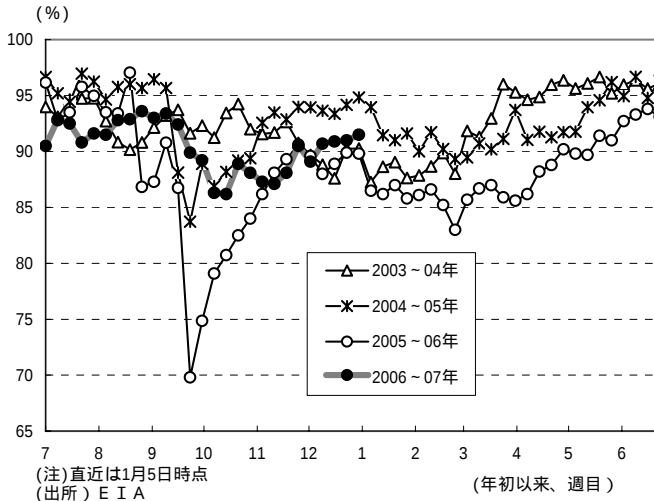
(週次)

2. 米国の需給動向

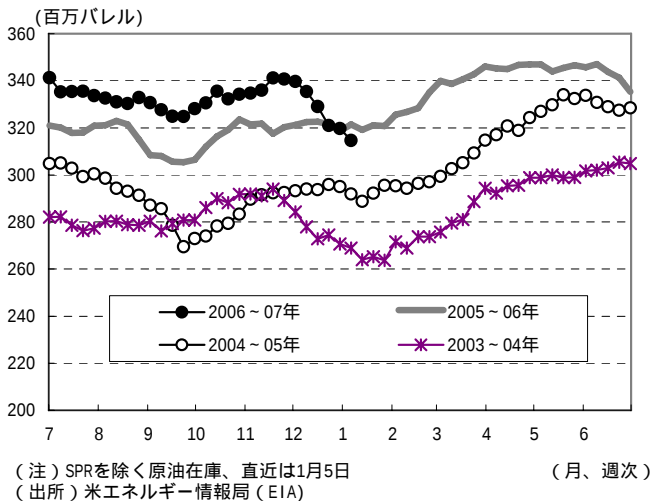
(1) 原油需給；原油在庫の減少続く

製油所の稼働率は平年並み水準に回復しており、90%前後で推移している(図表 9)。稼働率上昇に伴い原油需要が持ち直している。一方、供給面では、原油の国内生産は底堅く推移しているものの、原油輸入が減少している。このため、原油の需要は供給を上回り、原油在庫は減少が続いている(図表 10)。

(図表 9) 米国の製油所の稼働率



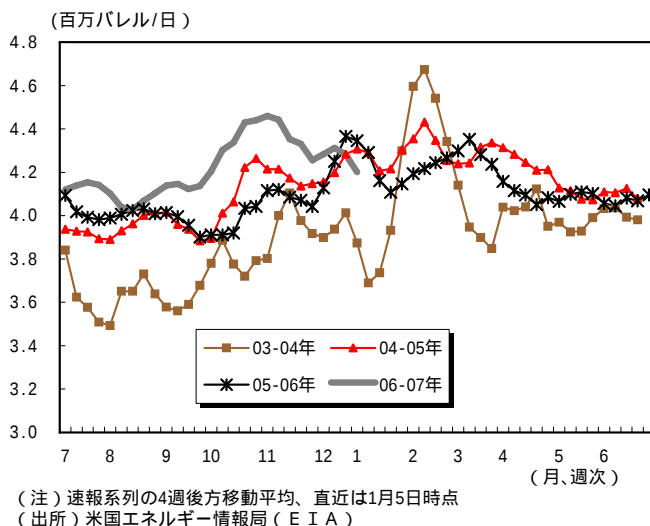
(図表 10) 米国の各年の原油在庫(週次の推移)



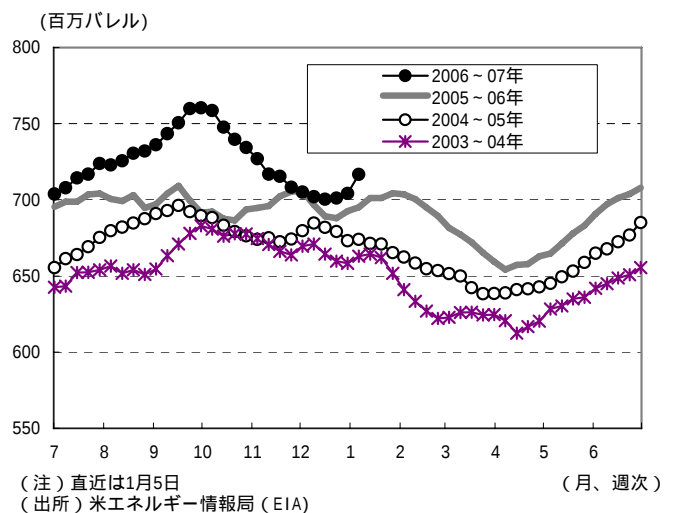
(2) 石油製品；製品在庫が増加

冬場の気温が平年よりも暖かいため、暖房油の需要は抑制されている。暖房油を含む中間留分の消費は前年を下回って推移している(図表 11)。一方で、石油精製は前年を上回る水準で行われており、暖房油などを中心に石油製品の在庫は、1月5日に終わる週にかけて大幅に増加している(図表 12)。米国の石油製品需給は、12月終盤から年初にかけて急速に緩和する方向に向かった。

(図表 11) 中間留分消費の推移



(図表 12) 石油製品在庫の推移



3. O P E C の動向

生産動向

12月のO P E C 11ヶ国の生産量（推定）は、前月に比べ日量 19.5 万バレル減少した。サウジアラビアが 10 万バレル減産し、イラン、アラブ首長国連邦、クウェートがそれぞれ 5 バレル減産したが、ベネズエラは 7 万バレル増産した模様である。

10月20日にO P E Cは、11月より、9月の生産量（イラクを除く 10 カ国で日量 2750 万バレル）に比べて日量 120 万バレル減産することを決定した。依然として、120 万バレルの減産は十分に出来ていないとみられるが、11月時点よりも減産幅は拡大した。また、12月14日に2月より日量 50 万バレルを追加減産することを決定したが、1月に入って原油価格がさらに下落しているため、ベネズエラなどO P E C 加盟国の一部では更なる追加減産を求める声が出ている。なお、1月からアンゴラがO P E C に加盟し、議長国はアラブ首長国連邦に替わっている。

イラン問題

12月23日に国連安全保障理事会は、イランに対する核関連の物品・サービスの提供禁止を中心とする制裁措置を採択し、イラン政府はこれに反発して核開発を継続する意向を示している。こうした中、1月9日に米国はイランの銀行に対して兵器開発を支援しているとして、米国金融システムへのアクセスを禁止した。米国は、包括的な金融制裁などを検討しているとされるが、E Uはより厳しい制裁には慎重とされる。一方で、中国はイランとの天然ガス開発で合意したと伝えられた。各国の思惑は異なっており、対イラン追加制裁措置でのコンセンサスは形成しにくい状況と思われる。

（図表 13）O P E C の生産動向

国名	生産量 (12月)	生産量 (11月)	超過量 (12月)	生産枠 (06年11月～)	産油能力	稼働率	生産余力 (12月)
サウジアラビア	870.0	880.0	-1.0	871.0	1,080.0	80.6%	210.0
イラン	375.0	380.0	5.0	370.0	410.0	91.5%	35.0
クウェート	242.0	247.0	1.0	241.0	255.0	94.9%	13.0
U A E	253.0	258.0	6.0	247.0	265.0	95.5%	12.0
カタール	80.0	80.0	0.0	80.0	82.0	97.6%	2.0
ベネズエラ	251.0	244.0	10.0	241.0	255.0	98.4%	4.0
ナイジェリア	223.0	220.0	12.0	211.0	260.0	85.8%	37.0
インドネシア	85.5	86.0	0.5	85.0	90.0	95.0%	4.5
リビア	168.0	170.0	3.0	165.0	173.0	97.1%	5.0
アルジェリア	134.0	136.0	2.0	132.0	140.0	95.7%	6.0
O P E C 10カ国	2,681.5	2,701.0	38.5	2,643.0	3,010.0	89.1%	328.5
イラク	180.0	185.0	-	-	220.0	81.8%	40.0
O P E C 11カ国	2,861.5	2,886.0	-	-	3,230.0	88.6%	368.5

（注1）超過量（12月）＝生産量（12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（12月）／産油能力＊100

（注5）生産余力＝産油能力－生産量（12月）

（資料）Bloomberg

4. トピック；日米欧の石油在庫の推移

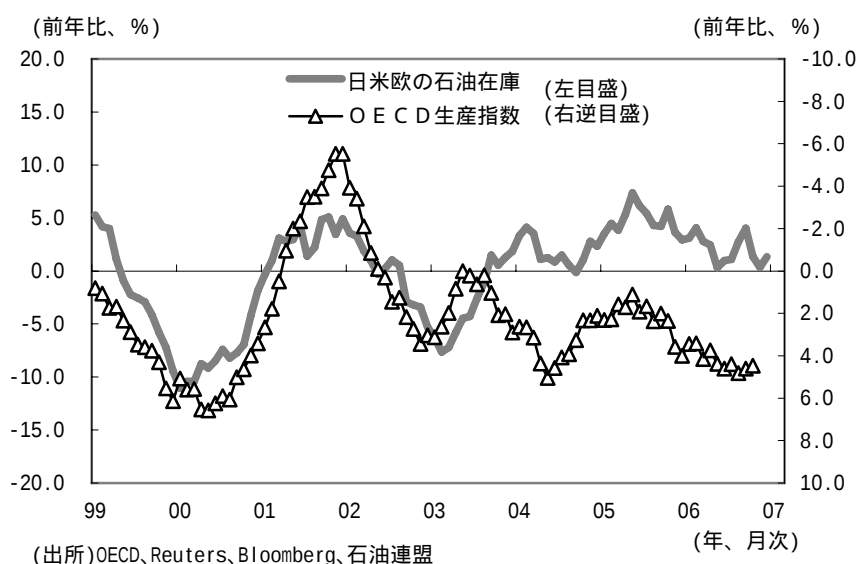
1月に入って原油相場が大幅に下落している。原油の需給が大きく緩和してしまったのだろうか。今回は、日米欧の在庫統計を合算した動きを中心に分析してみた（なお、11～12月の数値は週次統計をもとにした推計値である）。

石油在庫と景気の関係

まず、石油在庫の動向をみるうえで注目すべきポイントは、景気との連動性である。先進国の景気動向を表わすOECD生産指数と日米欧の石油在庫を比べると、生産指数が増加すると、石油在庫が減少するという関係がある。景気の拡大テンポが速まると、石油需要が増加して石油在庫が減少することが窺える。足元では、先行きに対する懸念は出てきているかもしれないが、これまでのところ景気は底堅く推移しており、景気面からは石油在庫を減少させる力が加わっていると考えられる（図表14）。

また、2004年頃から生産の増加に比べて、石油在庫がやや高止まりする傾向が現れていることも注目される。産油国からの原油供給が増えていることが、石油在庫増加の直接的な原因と考えられるが、その間、原油価格が上昇を続けており、在庫の増加が需給の緩和を意味していた訳ではないといえる。つまり、地政学リスクなど供給不安の高まりに対する備える動きや、原油価格の上昇傾向が続いたため在庫を保有するインセンティブが強まったことがあり、在庫を積み増すための需要があったと考えられる。

（図表14）日米欧の石油在庫と先進国の景気動向



石油在庫の内訳

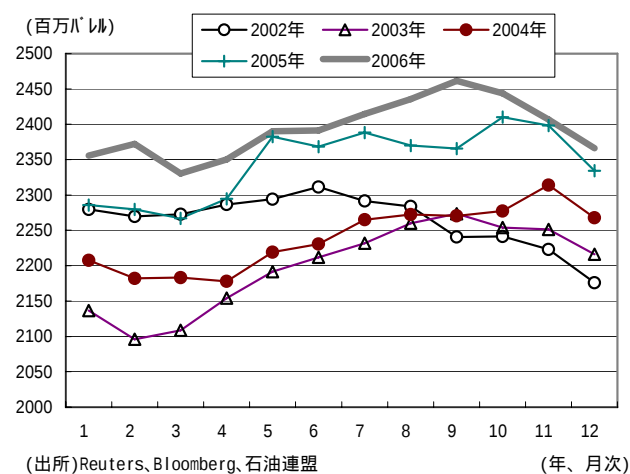
こうした 2004 年以降の在庫水準の上方シフトを踏まえて、2006 年の石油在庫の動向をみると、用途が自由な原油の在庫が前年比増えており、石油在庫全体を押し上げている。一方、暖房油など中間留分の在庫は、需要期となる冬場の前に蓄えられ、春先にかけて取り崩されていくのが例年のパターンであり、12 月まではほぼ前年並みの水準で安定した推移が続いていた。中間留分を除いた製品在庫は、ガソリンを中心に昨年 9 月頃に在庫が増加したものの、その後は前年並みにまで急速に在庫が減少してきている。

その後 1 月にかけて日米欧とも暖冬が続いていることからすると、暖房向け需要が平年よりも低迷していると考えられる。これは、石油精製の抑制につながり、原油需要を減らすことになるとみられる。

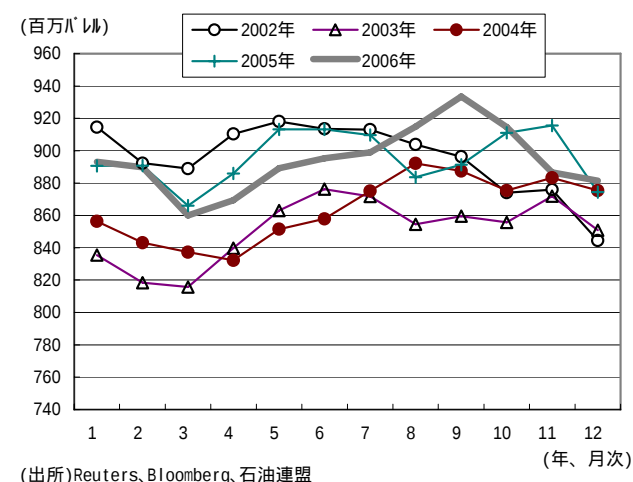
もっとも、石油精製量が少なくなると、暖房油だけでなく、ガソリンの生産量も減ってくる。暖冬のため、ガソリンの需要は平年よりも増える可能性があり、ガソリン在庫は減少しやすいと思われる。ガソリンの生産は春から夏にかけて本格化するが、それまでに在庫水準が低くなっていると、当初は、需給逼迫に対する懸念が出てくる可能性がある。

(図表 15) 日米欧の石油在庫の内訳

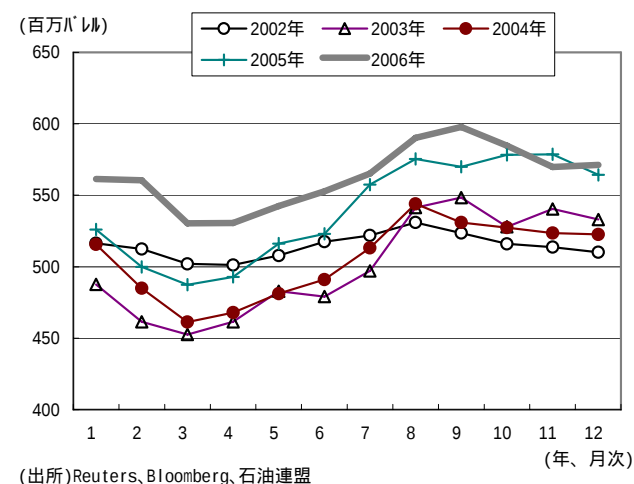
石油在庫全体



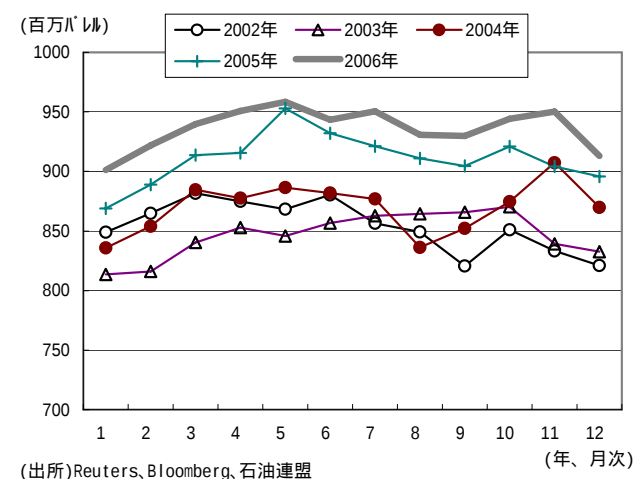
中間留分を除く製品



中間留分



原油



以上のように、足元の需給が緩んでいるとすれば、景気が悪いためというよりも、気温が高めで推移していることによって暖房向け需要が抑制されていることや、相場が下落していることもあって在庫を保有するインセンティブが減っていることが背景にあると思われる。

日米欧の石油在庫とOPECの減産

OPECは、原油在庫の水準が高いことを需給緩和を示すものとして気にしているようであり、2度に渡り減産を決定した。過去の例をみると、OPECの減産を受けて、消費国の在庫が減少し、原油価格は下げ止まるというのが、減産が価格を下支えする時のパターンである。減産が日米欧の石油在庫の減少につながるまでには、数ヶ月のタイムラグがあるのが普通である。

足元では暖冬のため需要が抑制されていることが、減産の効果をみえにくくしている可能性があるが、2006年にはOPECが減産を行う前に、すでに石油在庫の増勢は一服しつつあったことを考慮に入れると、今後、OPECの減産が石油在庫の抑制につながってくると考えられる。

日米欧の石油在庫が減少に転じ、暖冬が終わり、さらに世界景気の再加速が予想されるようになると、今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 16) OPECの減産動向、日米欧の石油在庫、原油相場の推移

