

原油レポート

< 乱高下する原油相場をどうみるか >

1. 原油市況 ~ 下げ止まり

原油相場(WTI、期近物)は、1月前半に大幅に下落し、18日には一時1バレル=50ドル割れとなった。しかしその後、相場は下げ止まり、月末にかけて値を戻し、31日の終値は58.14ドルであった。

月前半の相場の下げ材料としては、米国北東部が暖冬で推移していたこと、サウジアラビアが追加減産に消極的な姿勢を示したことなどがある。一方、後半の相場押し上げ材料としては、米国北東部に寒波が到来したこと、米国が戦略石油備蓄(SPR)の積み増し計画を発表したことなどがある。

冬場は気温の変動に伴う暖房需要の変動が相場を左右する展開が続くであろう。その後は、世界景気は今年半ば頃にかけて再加速が予想され、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 ~ 乱高下する原油相場をどうみるか

1月は原油相場の上げ下げの幅が非常に大きかった。原油相場(WTI、期近物)は、12月末に1バレル=61ドルであったものが、18日には一時50ドル割れまで下落した。しかしその後、相場は持ち直し、31日には58ドル台を回復した。

こうした相場の変動要因として、今回は、「暖冬から厳冬へ」という天候要因、サウジアラビアおよびOPECの減産への姿勢、上昇相場・下落相場の変動を大きくする「市場内部要因」、中国・米国の備蓄関連のニュース、地政学リスクに対する市場の反応の変化、といった点が指摘できる。

こうした点を検討してみると、短期的に原油相場を押し上げたり、押し下げていた要因が双方とも、あまり材料視されなくなっており、足元の景気実勢と中長期的な要因に見合った水準に相場が落ち着いてきていると考えられる。



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2月13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；下げ止まり

原油相場（WTI、期近物）は、1月前半に大幅に下落し、18日には一時1バレル＝50ドル割れとなった。しかしその後、相場は下げ止まり、月末にかけて値を戻し、31日の終値は58.14ドルであった。

月前半の相場の下げ材料としては、米国北東部が暖冬で推移していたこと、サウジアラビアが追加減産に消極的な姿勢を示したことなどがある。一方、後半の相場押し上げ材料としては、米国北東部に寒波が到来したこと、米国が戦略石油備蓄（SPR）の積み増し計画を発表したことなどがある。

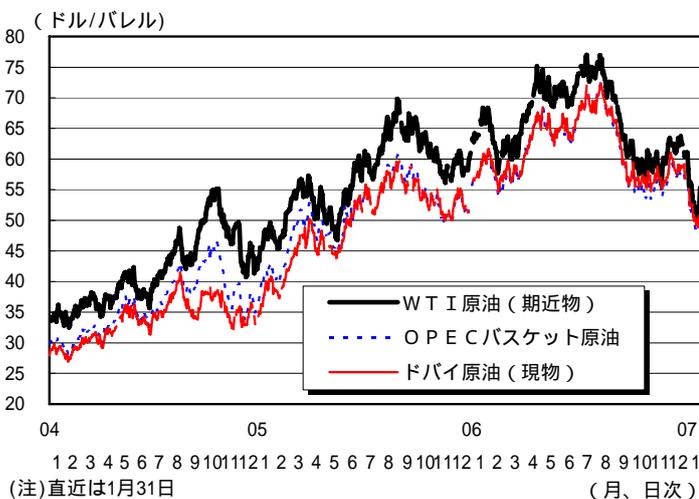
直近（1月31日時点）の先物カーブを見ると、2008年7月～12月がピークになっている（図表5～6。ただし、図中は26ヶ月先まで）。期近の価格が期先の価格に比べ安くなる傾向が続いており、世界景気の減速や暖冬の影響により足元の原油需給が緩和しているとの見方や、将来の需給逼迫への懸念が反映されていると考えられる。ただし、期近物の価格がやや戻ってくる中で、先高観測は幾分弱まってきている。

先物市場における投機筋のポジションをみると、原油では、1月9日に終わる週にかけて売り超幅が拡大していたが、その後は売り超幅が縮小している（図表7）。一方、暖房油については、1月23日に終わる週かけて売り超幅の拡大が続いている（図表8）。

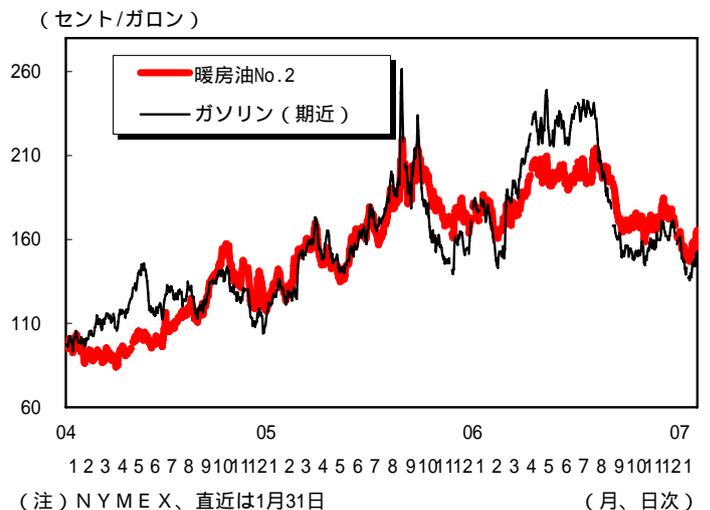
1月は特に変動が大きかったため、原油相場のトレンドが分かり難くなっている。急な上げ下げは投機や売り急ぎ・買い控えで加速された面があると思われる。経済情勢からすれば、12月末の1バレル＝61ドルから1月末には58ドルまで緩やかに下げたという程度が相応しいように思われる。

冬場は気温の変動に伴う暖房需要の変動が相場を左右する展開が続くであろう。その後は、世界景気は今年半ば頃にかけて再加速が予想され、原油相場は上昇基調に転じてくるものと予想される。

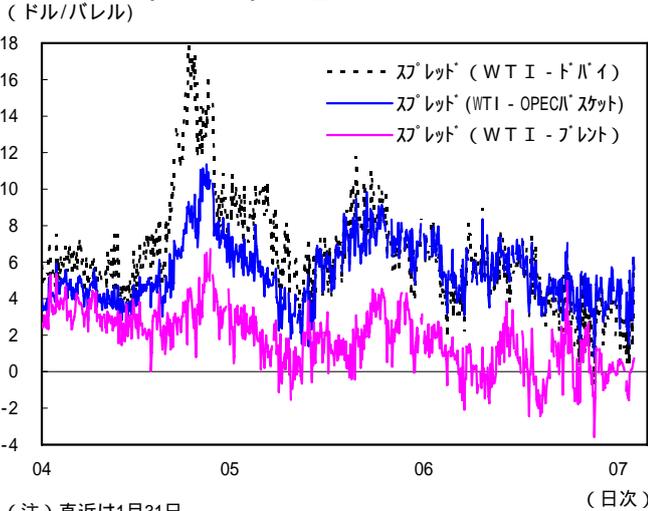
（図表1）原油市況の推移



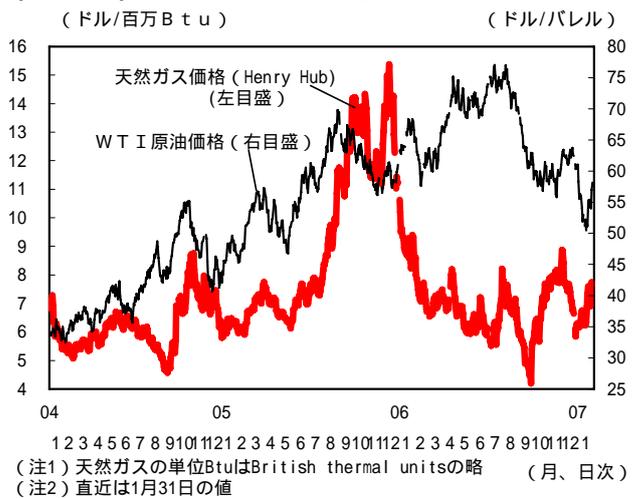
（図表2）石油製品市況の推移



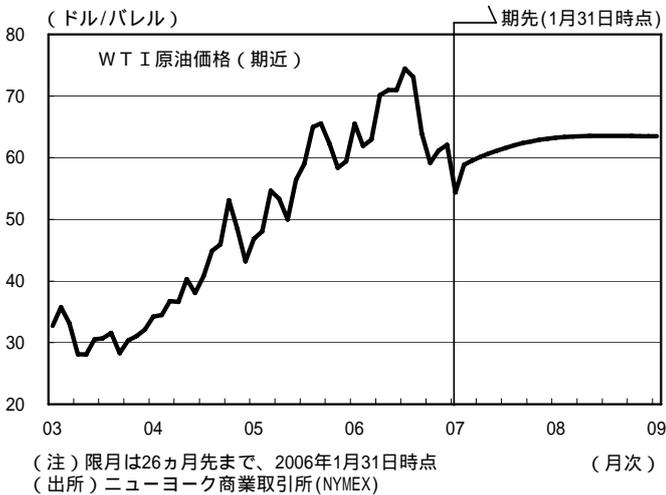
(図表3) 油種間スプレッドの推移



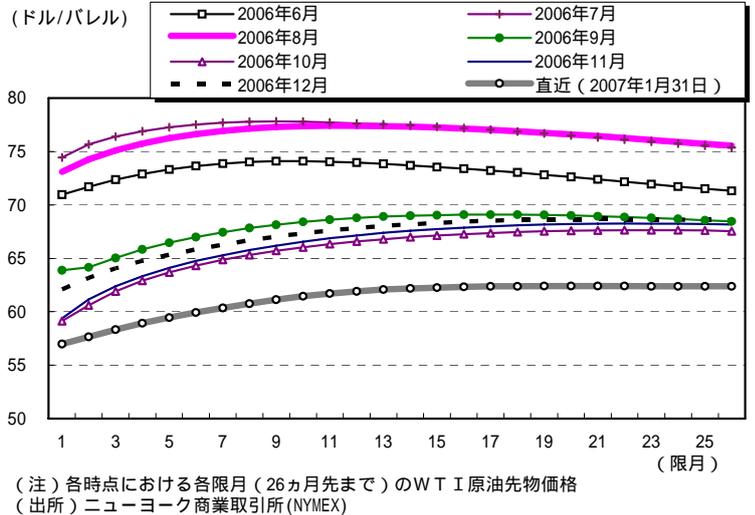
(図表4) 米国天然ガス市況の推移



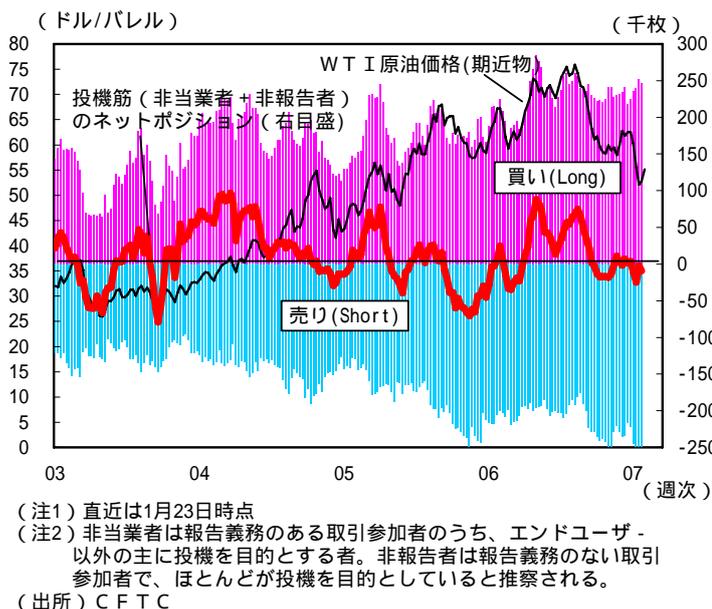
(図表5) WTI原油先物価格の限月推移



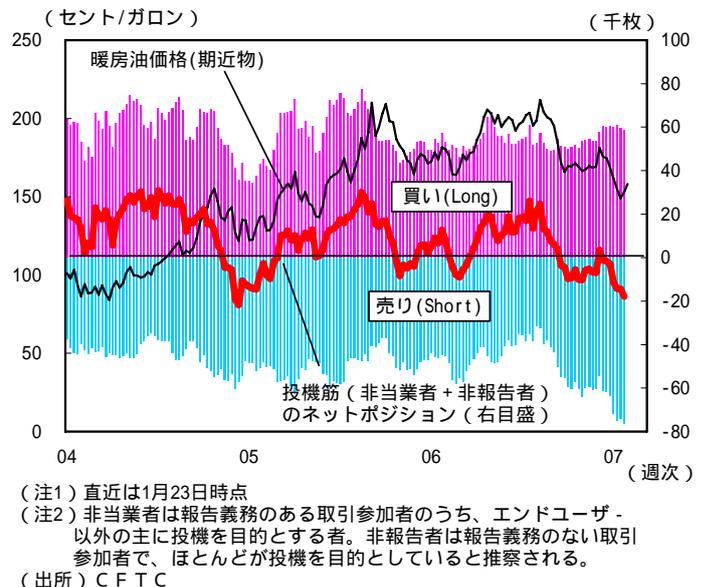
(図表6) WTI原油の先物カーブ



(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)

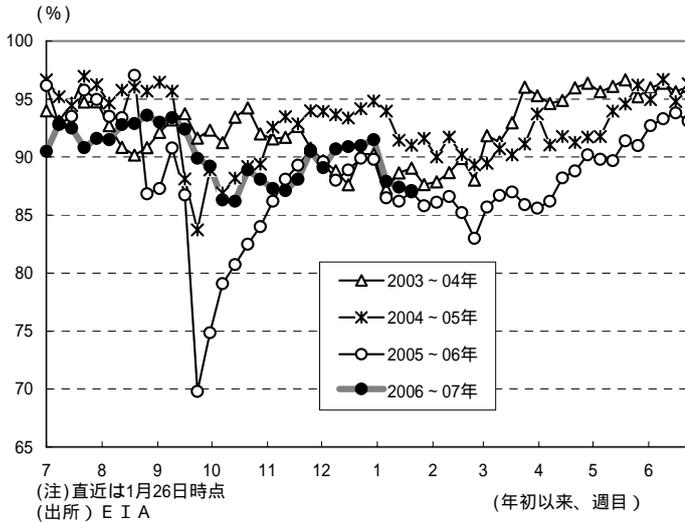


2. 米国の需給動向

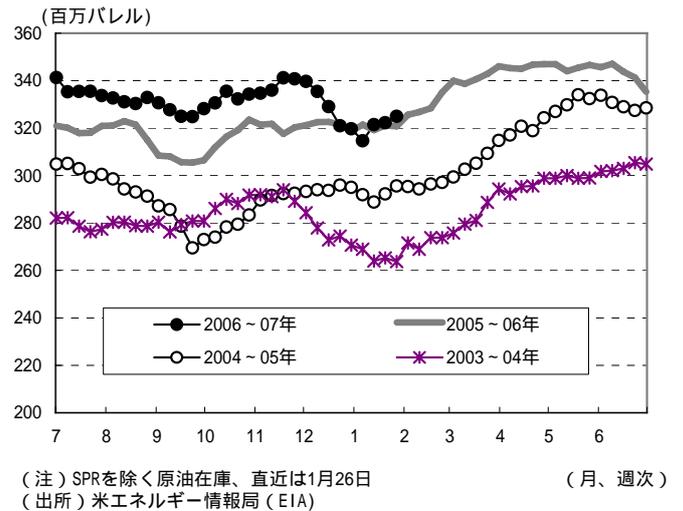
(1) 原油需給；需要・供給とも伸び悩み

米国の製油所の稼働率は、12月にかけて上昇傾向で推移していたが、1月に入り低下している(図表9)。このように、足元の原油需要が伸び悩んでいる一方で、原油供給面でも生産や輸入が伸び悩んでいる。11月後半をピークに原油在庫は減少が続いていたが、1月半ば以降は幾分増加に転じている(図表10)。

(図表9) 米国の製油所の稼働率



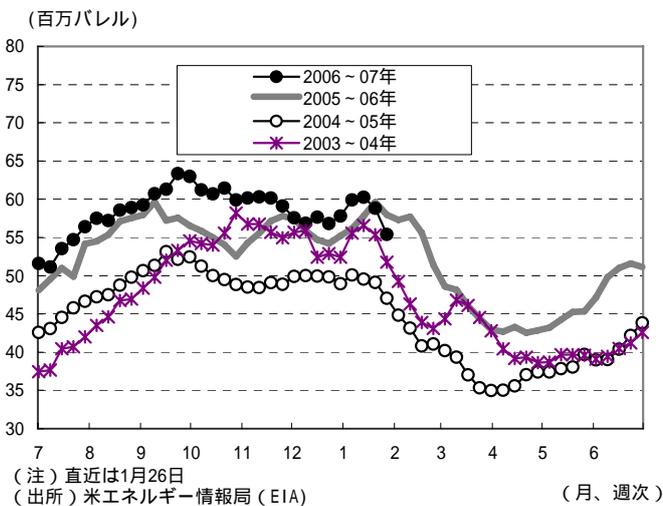
(図表10) 米国の各年の原油在庫(週次の推移)



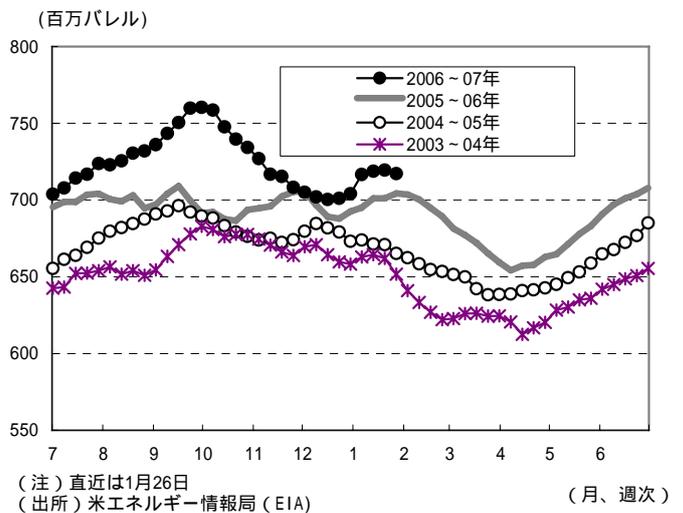
(2) 石油製品；製品在庫が減少に転じる

冬場の気温が平年よりも暖かいため、1月中旬にかけて暖房油の需要は抑制されてきたが、1月26日に終わる週にかけて気温が低下し、暖房油需要は強まったとみられる。その週に、暖房油の在庫は大幅に減少し、石油製品全体の在庫も減少している(図表11~12)。天候要因によって、米国の石油需給は大幅に変動している。

(図表11) 暖房油在庫の推移



(図表12) 石油製品在庫の推移



3. O P E Cの動向

追加減産を巡って

O P E Cは、10月20日に11月より日量120万バレル減産すること、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。その後も原油相場が大幅に下落する中、ベネズエラやアルジェリアはさらなる追加減産を求めたが、サウジアラビアのヌアイミ石油相は原油相場が50ドル台前半であった1月16日に追加減産に消極的な姿勢を示した。その後、ハムリO P E C議長は24日に原油価格(W T I)が55ドルであれば追加減産の必要はないとの見方を示した。増産余力のあるサウジアラビアやアラブ首長国連邦では原油価格が50~55ドル程度であれば十分との見方があるようだ。

イランと米国の対立

核開発問題だけではなく、イラク情勢を巡っても、米国とイランの対立が続いている。11日に米国政府は、イラクの治安回復のため、駐留米軍を増加させる方針を発表した。また、米政府は、イラク内の一部の反政府勢力にイランが関与している疑いがあるとし、イラク内でイラン政府関係者を拘束するなど、対イラン強硬路線を続けている。もっとも、民主党が主導する米国議会などから、イラク増派に反対する圧力が強まっている。

一方、イラン政府は、28日にイラク内に銀行を開設するなどイラク復旧に貢献していく姿勢を示した。また、29日に欧州の石油企業は、イランにおける天然ガス開発を進める契約を行ったと伝えられ、米政府は今後の動向に注目するとしている。

イラン政府と米国政府の対立関係が弱まっている訳ではないが、米政府の指導力が陰る中、状況はややイランのペースになりつつあるように見える。

(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	(万バレル/日)	
							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；乱高下する原油相場をどうみるか

1月は原油相場の上げ下げの幅が非常に大きかった。原油相場（WTI、期近物）は、12月末に1バレル=61ドルであったものが、18日には一時50ドル割れまで下落した。しかしその後、相場は持ち直し、31日には58ドル台を回復した。今回は、こうした相場の変動要因をまとめてみたい。

暖冬から厳冬へ

相場の下げや上げを主導した要因として、まず、米国北東部の気温の変動が挙げられる。今シーズンは、11月頃から暖かめの気温が続いていたが、1月に入ってますます暖冬傾向が強まるとの気象予測が発表された。実際、暖房油需要の中心地である米国北東部は記録的な暖冬となり、暖房油の需要は抑制され、在庫が増加することになった。

しかし、1月後半になると、寒波が到来し、気温は平年を下回るようになった。暖房需要は増加し、在庫は減少に転じた。

なお、暖冬であった背景には、ペルー沖の太平洋の海水温が上昇するというエルニーニョ現象が関係しているとされるが、足元ではエルニーニョが弱まってきている。2月1日に米海洋大気庁（NOAA）は、エルニーニョは弱まってきており、当面の米国の気象状況への影響は小さくなると発表している。

サウジアラビアおよびOPECの減産への姿勢

原油需給が緩んでいるとみたOPECは、11月より日量120万バレル、2月より日量50万バレルの協調減産を行うことを決定したものの、原油相場の下落に歯止めがかけられないうでいた。そうした中、一部産油国からは更なる追加減産に前向きな発言が出てきたが、最大産油国であるサウジアラビアのヌアイミ石油相は、更なる追加減産には消極的な姿勢を示した。このことも原油相場の下落材料となった。

もっとも、その後は、サウジアラビアが2月から予定通り出荷量を減らすことを顧客に通達したと報道されたことが相場の押し上げ材料とされた。

原油在庫の水準がかなり多いとしても、限界的にさらに需給が緩んでいく程度（在庫の増え方）は、緩やかになってきているとみられる。OPECの減産は、総会で決定した通りの規模には達していないようだが、それなりに需給を引き締める要因であろう。

変動を大きくする市場内部要因

原油価格が上昇を続けている時には、企業に在庫を保有するインセンティブが強まるが、原油価格が下落する局面では、在庫をなるべく少なくするインセンティブが働く。また、石油を保有する業者は、販売価格の下落リスクをヘッジするため、先物を売るといったヘッジを行うケースも増えるであろう。そうした状況下、先行きの価格下落を予想して、先

物を売ることなどによって利益をあげることを狙う投機も増加するであろう。

実際、1月前半は、NYMEXの原油先物の取引組み数は増加しており、先物取引を行うニーズが強まったことが推察される。相場が下げ止まれば、投機や思惑先行の売りはなくなり、そのことが相場を押し上げる要因となってくる。

中国・米国の備蓄ニーズ

中国の国家石油備蓄に伴う輸入が開始された、米国の戦略石油備蓄積み増しされる、といった米中の備蓄向け需要の増加観測が原油相場の下値を支える材料になった。

まず、米国では、23日に大統領の一般教書演説が行われ、国家石油備蓄（SPR）を積み増す計画を表明した。足元で7億2700万バレル規模の備蓄能力を2027年までに15億バレルへと倍増させるというものである。

また、目先では、米エネルギー省長官は春から数ヶ月間でSPRを1100万バレル積み増す方針を明らかにしている。この背景には、2006年4月に原油価格高騰の抑制策としてSPRの積み増し停止が発表され、それ以後、積み増しは進んでいなかったことや、気候の良い春は石油需要が少ない時期であることが挙げられる。

一方、中国政府は国家備蓄の第一弾となる鎮海（浙江省）にある備蓄基地の運営を始めたと発表した。詳細は明らかにされていないが、一部のタンクは2005年に完成していたものの、ハリケーン・カトリーナによる石油市場の混乱や価格の高騰などを背景に注入が遅れたとみられる。しかし、基地全体の建設が完成した昨年8月以降から輸入原油を含めた備蓄がかなり進められてきた模様であり、足元にかけて、原油相場の下落したタイミングをみて、備蓄用原油の輸入を行ったとみられている。

中国は、2008年までに鎮海のほか、岱山、黄島、大連でも備蓄基地の建設が進められ、4ヶ所合計で1400万トン（1600万キロ・リットル＝約1億バレル）の備蓄基地を設立する計画である。

現時点で不足している備蓄が今後、積み増されることは、その間の相場を下支えする要因になるかもしれない。もっとも石油備蓄の増加は、天災・事故・戦争などに伴う供給途絶リスクを軽減するために行われる。原油相場がそうしたリスクに敏感になって、上昇してきたことを踏まえれば、必ずしも相場の押し上げ要因にはならないであろう。

地政学リスクは小さくなったのか？

イスラエルとヒズボラの調停が成立して以降の原油相場で、もっとも意識されてきた地政学リスクは、イランの核開発問題であろう。4ページの でみたように、イランと米国の対立関係は改善しているわけではない。しかし足元では、市場のこの問題に対する懸念は後退しているように思われる。米国がイラン核施設への攻撃を計画、あるいはイランがホルムズ海峡封鎖を計画といった噂が出ることもあるが、両国とも実際にそういった行動

を取れるだけの理屈もなければ、国内での支持も得られないであろう。

そこで、まず、懸念されるのはイランからの原油の禁輸であろう。しかし、これについても、イランが禁輸を対抗措置としてとるほどの、経済制裁などが国連で採択される可能性はそんなに高くなさそうだ。

このようにみてくると、短期的に原油相場を押し上げたり、押し下げていた要因が双方とも、あまり材料視されなくなっており、足元の景気実勢と中長期的な要因に見合った水準に相場が落ち着いてきていると考えられる。