

原油レポート

＜乱高下するWTI原油と原油相場の行方＞

1. 原油市況～期近物は大幅下落後、大幅上昇

原油相場（WTI、期近物、終値）は、3月19日に56.59ドルまで下落したが、26日には62.91ドルまで上昇した。このように期近物の相場変動が大幅になった背景には、製油所のメンテナンスが例年より大規模なため足元の原油需要が弱含んでいることや、逆に、製油所のメンテナンスが一巡した後に原油需要が増加することが見込まれたことが影響している。

また、中旬には、①予想通りとはいえ、OPEC総会で追加減産が見送られたこと、②イラン大統領が国連安全保障理事会での演説を望んでいると報道され、対イラン制裁決議が遅れるとの観測が出たことが相場の下押し材料とされた。一方、下旬の相場押し上げ材料としては、①夏場にかけてのガソリン需要の増加や、②対イラン制裁決議を受けて地政学リスクへの懸念が強まったことも挙げられる。

原油需給の実勢は、期先物の相場にみられるように、各国の景気情勢と同様に、それほど変化していないとみられる。もっとも、ガソリン需給の逼迫やイラン核開発問題への懸念は強まっているとみられる。年後半にかけて世界景気が力強さを増してくるみられる中、原油相場は徐々に下値を切り上げる可能性がある。

2. トピック～乱高下するWTI原油と原油相場の行方

3月中旬までの原油相場の下落局面では、①WTI安（欧州・アジアの原油相場は堅調）、②原油安・ガソリン高、③4月物安、という特徴があった。ガソリンの需要が堅調なものの、製油所のメンテナンスが平年よりも多めに行われており、足元の原油需要は弱いため、特に2007年4月物のWTI原油が大幅に値下がりした。

2006年後半以降、「WTI一ブレント」や「WTIードバイ」の価格差は縮小しており、米国景気減速などを背景にWTI安の状況にあるとみられる。米国の景気は、2006年前半までに比べ力強さを欠いた状態が続いているが、今後、住宅市場の調整一巡などにより、徐々に底堅さを増してくると予想される。WTI安の状況は、WTIが上昇する形で修正される可能性がある。



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：2007年4月10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；期近物は大幅下落後、大幅上昇

原油相場（WTI、期近物、終値）は、3月19日に56.59ドルまで下落したが、26日には62.91ドルまで上昇した。このように期近物の相場変動が大幅になった背景には、製油所のメンテナンスが例年より大規模なため足元の原油需要が弱含んでいることや、逆に、製油所のメンテナンスが一巡した後に原油需要が増加することが見込まれたことが影響している（後掲「4. トピック」参照）。

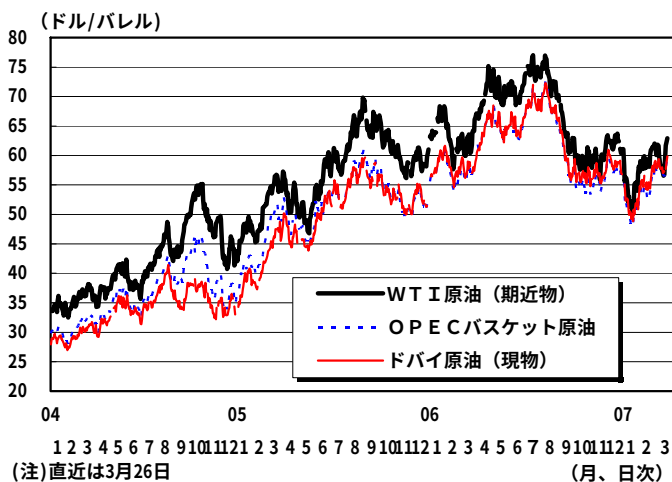
また、中旬には、①予想通りとはいえ、OPEC総会で追加減産が見送られたこと、②イラン大統領が国連安全保障理事会での演説を望んでいると報道され、対イラン制裁決議が遅れるとの観測が出たことが相場の下押し材料とされた。一方、下旬の相場押し上げ材料としては、①夏場にかけてのガソリン需要の増加や、②対イラン制裁決議を受けて地政学リスクへの懸念が強まったことも挙げられる。

直近（3月26日時点）の先物カーブを見ると、2009年3月がピークになっている（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続いており、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。

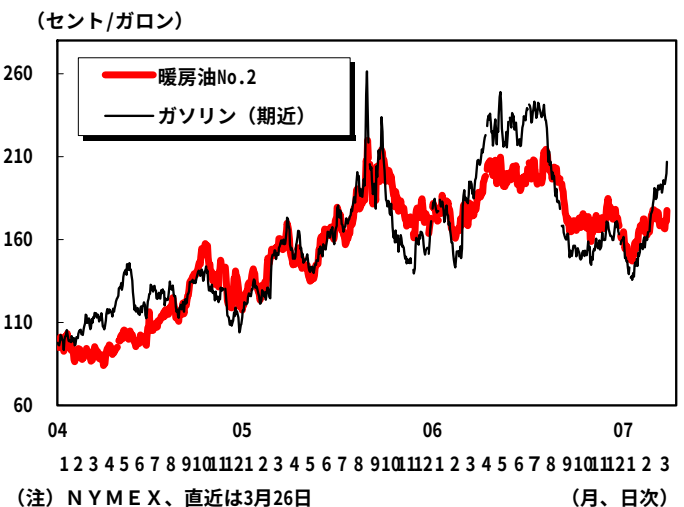
先物市場における投機筋のポジションをみると、原油では、2月27日に終わる週に買い超に転じ、その後、買い超幅が拡大している（図表7）。一方、ガソリンでは、1月23日に終わる週にかけて買い超幅が縮小していたが、その後は拡大が続いている（図表8）。

3月の原油相場は、期近物の相場変動が大きくなったが、原油需給の実勢は、期先物の相場にみられるように、各国の景気情勢と同様に、それほど変化していないとみられる。もっとも、ガソリン需給の逼迫やイラン核開発問題への懸念は強まっているとみられる。年後半にかけて世界景気が力強さを増してくるみられる中、原油相場は徐々に下値を切り上げる可能性がある。

（図表1）原油市況の推移

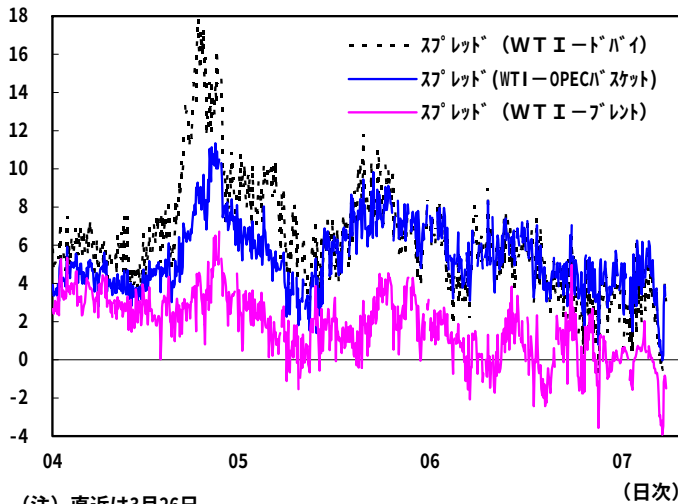


（図表2）石油製品市況の推移



(図表 3) 油種間スプレッドの推移

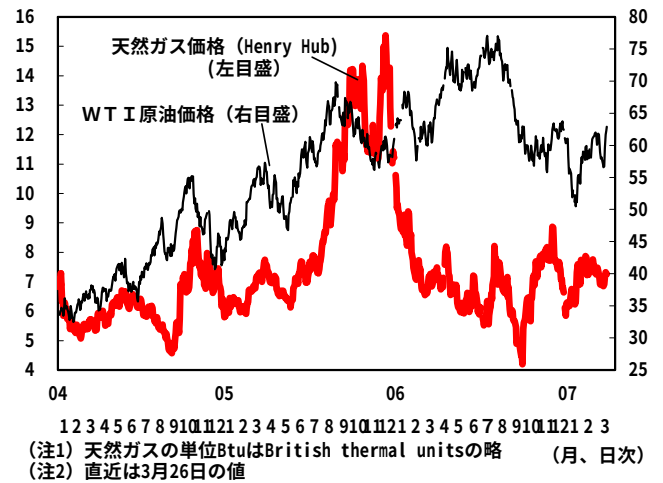
(ドル/バレル)



(図表 4) 米国天然ガス市況の推移

(ドル/百万Btu)

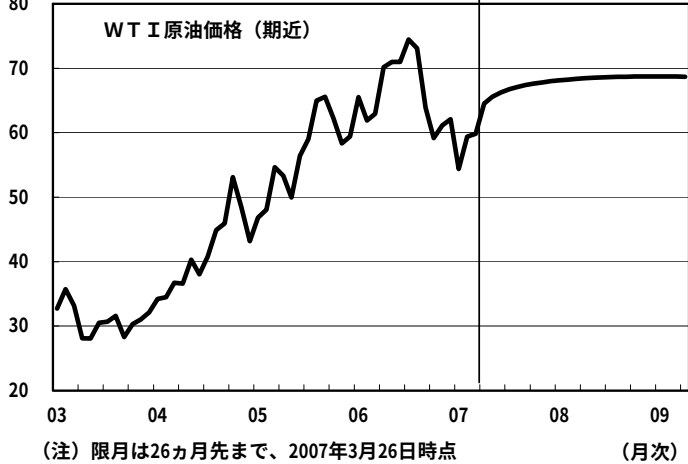
(ドル/バレル)



(図表 5) WTI原油先物価格の限月推移

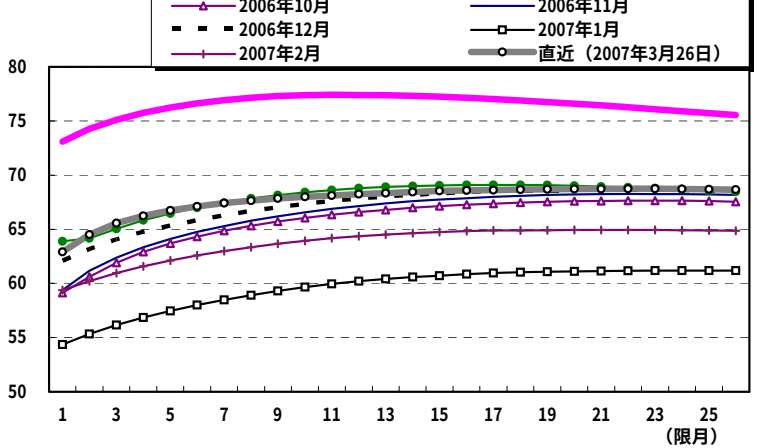
(ドル/バレル)

期先(3月26日時点)



(図表 6) WTI原油の先物カーブ

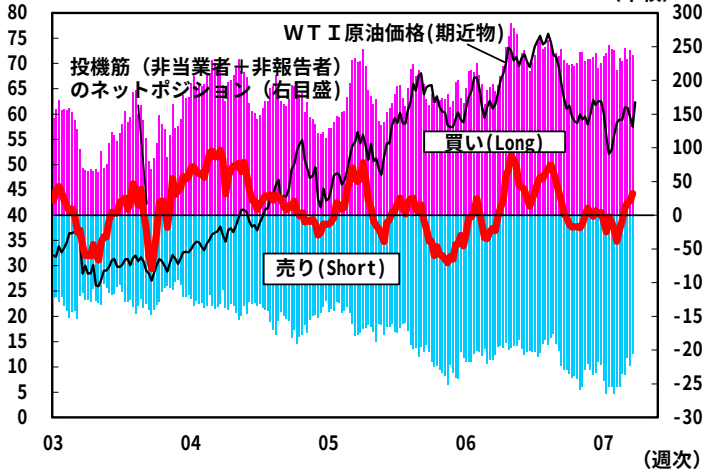
(ドル/バレル)



(図表 7) 投機筋のポジション(原油)

(ドル/バレル)

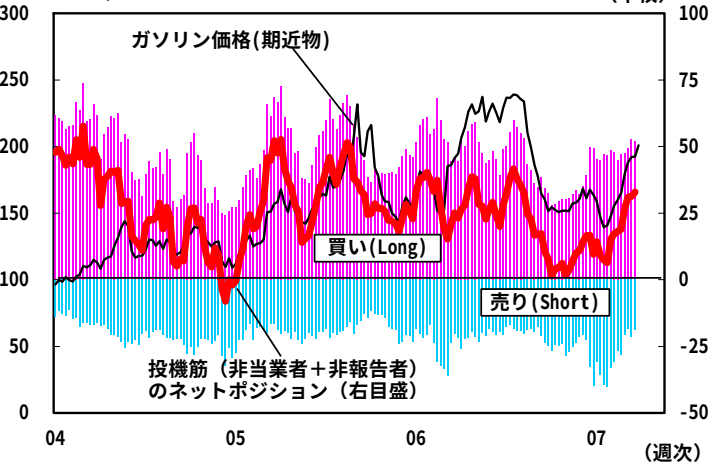
(千枚)



(図表 8) 投機筋のポジション(ガソリン)

(セント/ガロン)

(千枚)

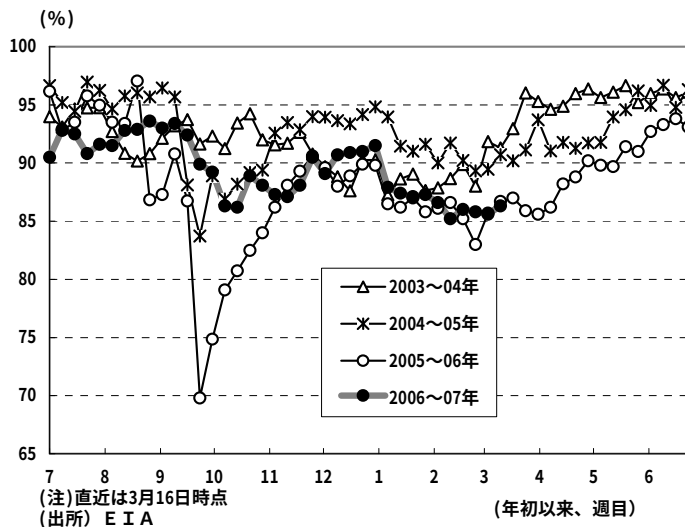


2. 米国の需給動向

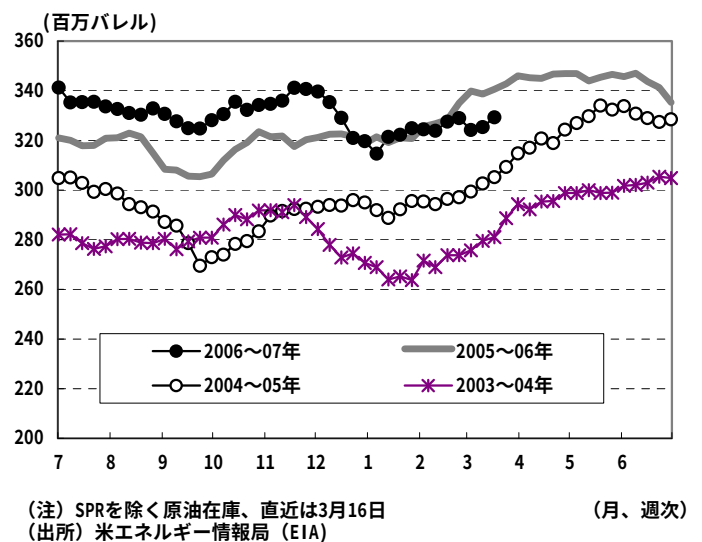
(1) 原油需給；供給減により在庫が減少

米国の製油所は、メンテナンスが増える時期にさしかかっており、ハリケーン被災の影響があった前年並み、つまり平年よりも多めにメンテナンスが行われている。このため足元の原油需要は伸びていない。一方で、輸入を中心に原油供給も伸び悩んでおり、足元の原油在庫は前年水準を下回っている（図表 10）。

（図表 9）米国の製油所の稼働率



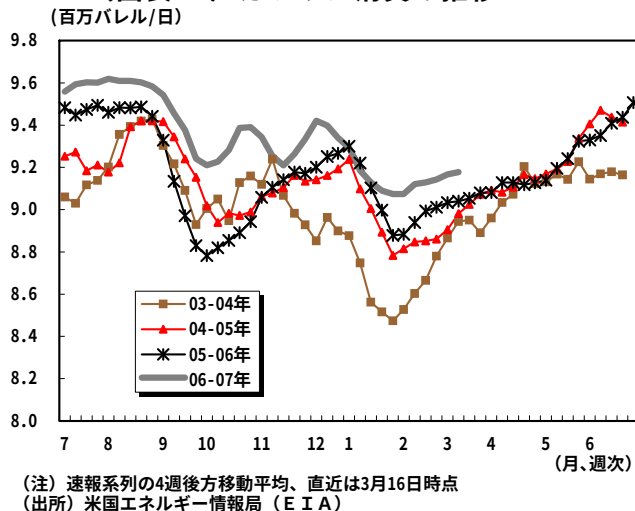
（図表 10）米国の各年の原油在庫(週次の推移)



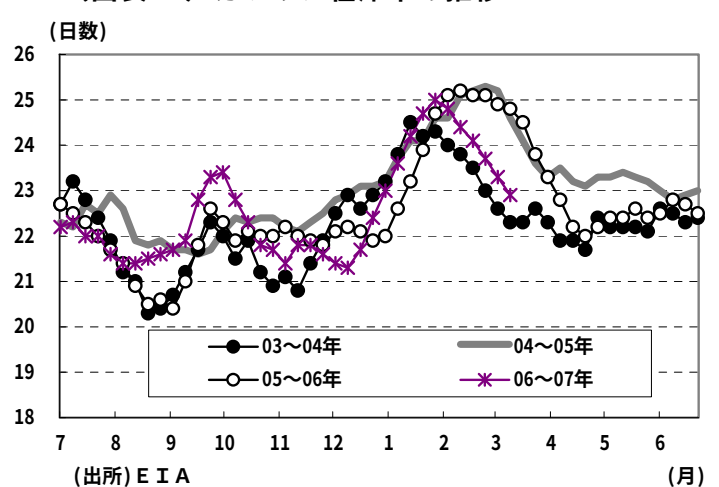
(2) 石油製品；底堅いガソリン消費

ガソリンの小売価格（レギュラー）は2.5ドル台まで上昇してきているが、ガソリン消費は堅調に推移している（図表 11）。一方、製油所のメンテナンスが多いことなどから、ガソリンの供給はそれほど増えておらず、ガソリン在庫の水準は下がってきている（図表 12）。

（図表 11）ガソリン消費の推移



（図表 12）ガソリン在庫率の推移



３．ＯＰＥＣの動向

① ＯＰＥＣ 総会

３月１５日にＯＰＥＣの定例総会が開催された。追加減産の決定は見送られ、予想通りの結果であった。臨時総会の予定は無く、次回は９月１１日の定例総会が予定されている。

② イラン核開発問題

３月２４日に国連安全保障理事会において、対イラン追加制裁案が全会一致で採択された。制裁の内容は、イランからの武器輸出の禁止や、海外金融資産凍結の拡大などで、資産凍結の対象にはイラン革命防衛隊やイラン国営銀行などが含まれる。また６０日以内に、イランがウラン濃縮活動を停止しない場合には、さらなる追加制裁措置を発動するとしている。

イランは、制裁決議に反発し、２５日に国際原子力機関（ＩＡＥＡ）への協力を一部停止すると発表した。イランとＩＡＥＡとの協定のうち、核物質の施設への搬入を６ヶ月前までにＩＡＥＡに通知する義務の履行を中止するとされる。

また、核開発問題に加えて英兵拘束が起こり、イランと米欧との対立への懸念が強まっている。２３日にイランはイギリス兵１５人を拘束した。イラン政府は同国水域に侵入したため拘束したと発表した。イギリス政府はイラク水域で拘束されたとし、両者の主張に食い違いがあるため、解決に時間がかかる可能性がある。

２７日にロシアと中国の首脳は、イラン核開発問題の平和的な交渉による解決を強調した。一方、ＥＵのソラナ共通外交・安全保障上級代表は、交渉の機会はいつもイランに対して開かれているとし、２６日にイランとの交渉を再開するための接触を始めたとされる。

（図表 13） Ｏ Ｐ Ｅ Ｃ の 生 産 動 向

国名	生産量 (2月)	生産量 (1月)	超過量 (2月)	生産枠 (07年2月～)	産油能力	稼働率	生産余力 (2月)
サウジアラビア	855.0	870.0	5.9	849.1	1,080.0	79.2%	225.0
イラン	382.0	386.0	17.7	364.3	410.0	93.2%	28.0
クウェート	240.0	244.0	3.7	236.3	255.0	94.1%	15.0
U A E	243.0	245.0	-0.5	243.5	265.0	91.7%	22.0
カタール	79.0	80.0	0.3	78.7	82.0	96.3%	3.0
ベネズエラ	245.0	247.0	10.7	234.3	255.0	96.1%	10.0
ナイジェリア	218.0	220.0	13.6	204.4	260.0	83.8%	42.0
インドネシア	84.0	86.0	1.9	82.1	90.0	93.3%	6.0
リビア	168.0	169.0	5.4	162.6	173.0	97.1%	5.0
アルジェリア	133.5	134.0	4.3	129.2	140.0	95.4%	6.5
ＯＰＥＣ 10カ国	2,647.5	2,681.0	63.0	2,584.5	3,010.0	88.0%	362.5
イラク	190.0	166.0	—	—	220.0	86.4%	30.0
アンゴラ	151.0	150.0	—	—	150.0	100.7%	-1.0
ＯＰＥＣ 12カ国	2,988.5	2,997.0	—	—	3,380.0	88.4%	391.5

（注1）超過量（2月）＝生産量（2月）－生産枠（07年2月～）。生産枠は06年9月に比べ170万バレルの減産が行われるとした試算値。

（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（2月）／産油能力×100

（注5）生産余力＝産油能力－生産量（2月）

（資料）Bloomberg

4. トピック；乱高下するWTI原油と原油相場の行方

3月の原油相場は、国際的な指標であるWTI期近物の値動きをみると、かなり大幅な変動であった。3月中旬までの下落局面と、下旬の上昇局面の相場動向を詳細にみることで、今後の動向を考えてみたい。

(1) 3月中旬までの下落局面

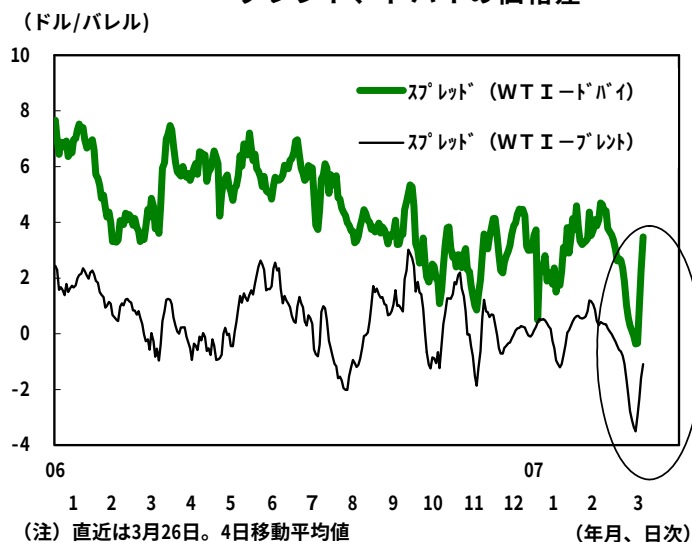
3月中旬までの原油相場の下落局面では、①WTI安（欧州・アジアの原油相場は堅調）、②原油安・ガソリン高、③4月物安、という特徴があった。

①WTI安（北米市場安）

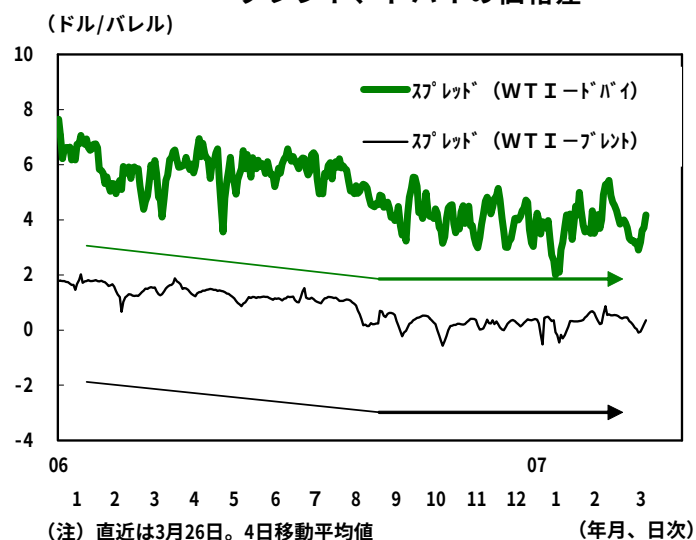
WTIは世界の原油価格の指標であるが、欧州で取引される原油の指標であるブレント原油や、アジアの指標であるドバイ原油に対して、WTI¹原油には北米の原油の指標という位置づけもある。同時に、需要が好調なガソリンの生産に向けた油質などから、価格は「WTI>ブレント>ドバイ」になりやすい。つまり、「WTIーブレント」や「WTIードバイ」の価格差はプラスで推移することが多い。

ところが、3月中旬にかけて、WTI（期近物）がブレントやドバイに比べて下落幅が大きくなり、「WTIーブレント」は大幅なマイナスになり、「WTIードバイ」もマイナスに転じた（図表14）。足元の北米地域の原油需給が、欧州やアジアに比べて、緩和したことを表している。背景には、製油所のメンテナンスにより、短期的に北米の原油需要が

(図表14) 期近物でみるWTIと
ブレント、ドバイの価格差



(図表15) 6ヶ月先物でみるWTIと
ブレント、ドバイの価格差



¹ West Texas Intermediate の略。ニューヨーク・マーカンタイル取引所（NYMEX）に上場されている原油先物の正式名称は、Light Sweet Crude Oil（軽質低硫黄原油）であるが、通常この価格を WTI 原油価格と呼んでいる。NYMEX の原油先物は、現物の受け渡し決済も可能であり、受け渡し指定場所は Oklahoma 州の Cushing である。

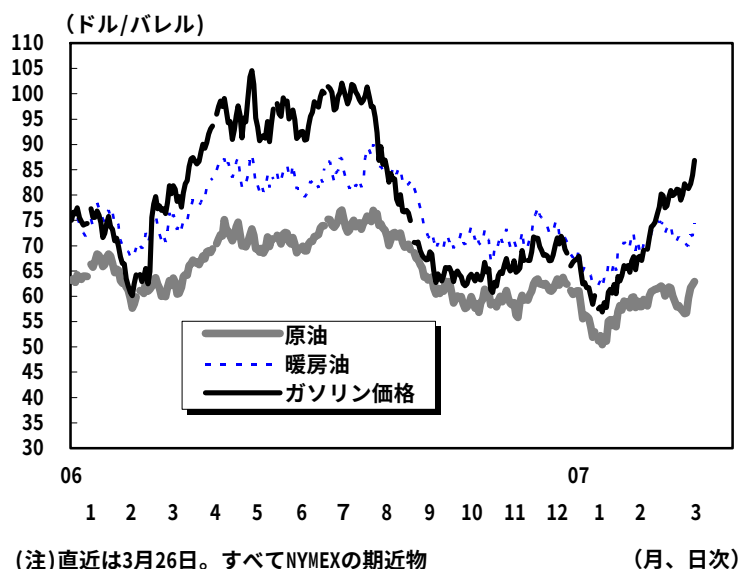
伸び悩んでいることがある。実際、中長期的な需給の見通しが反映されやすい6ヶ月物の価格動向をみると、期近物のような大幅なWTI安はみられず、中長期的な視点からは北米の原油需給見通しが足元でさほど変化していないことを示唆している（図表15）。

もっとも、2006年後半以降、「WTIブレント」や「WTIードバイ」の期近物の価格差は縮小した状態が続いている。期近物は短期的な需給観測を反映するといいつつも、2006年前半までに比べて、景気減速などを背景に米国の原油需給が緩和気味であるとの観測が続いていることを示唆している（図表15）。

②原油安・ガソリン高

一方、米国では、原油安の中でガソリン高が続いた（図表16）。これも、製油所のメンテナンスが影響していると考えられる。製油所のメンテナンスにより、ガソリンなど石油製品の供給が抑制される。また、在庫水準が低下してきていることや、ガソリンが値上がりする中でも需要が好調を維持していることもあって、ガソリン需給の逼迫が懸念され始めているようである（図表11～12）。つまり、原油価格が軟調な米国でも、石油製品の最終需要は、やや強めに見直されていると思われる。

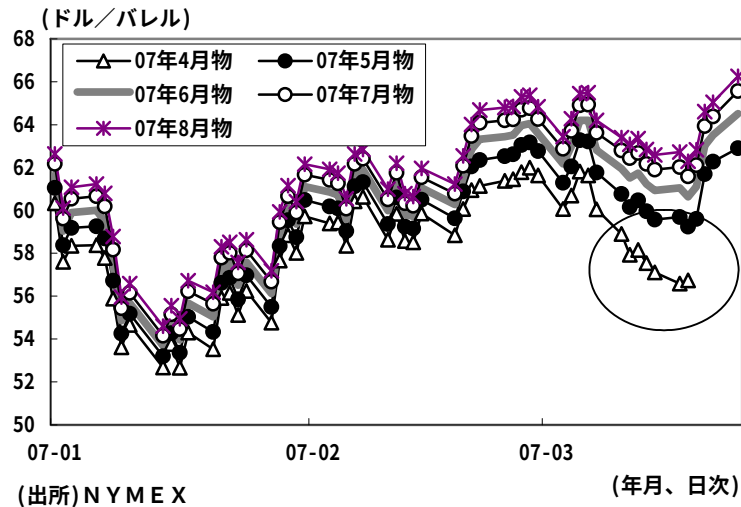
（図表16）米国のガソリン・暖房油・原油の価格



③4月物安

上記の繰り返しになるが、ガソリンなどの石油製品需要が堅調なものの、製油所のメンテナンスが平年よりも多めに行われており（図表9）、足元の原油需要は弱いため、特に2007年4月物のWTI原油が大幅に値下がりした。5月以降の限月物は、それほど値下がりしていない（図表17）。

(図表 17) W T I 原油の限月別価格の推移



(2) 3月下旬の上昇局面

①指標価格のシフト (4月物→5月物)

指標価格とされるW T I 期近物の対象が4月物から、5月物に切り替わると見かけ上、価格水準が上昇することになる。4月物は最終取引日の3月20日に1バレル=56.73ドルであったが、同じ日の5月物は59.25ドルと約2.5ドル高い水準であった(図表17)。

②ガソリン主導の原油高

また、ガソリン価格の上昇が続き、原油も連動して上昇した(図表16)。ガソリン価格が上昇すると、精製マージンが拡大するため、原油を調達するインセンティブが強まると考えられるためである。

③地政学リスク

核開発問題に加えて英兵拘束事件が起こり、イランと米欧との対立への懸念が強まっている。国連安全保障理事会でのさらなる追加制裁決議等には時間がかかるとみられるものの、事態は徐々に緊迫度を増しているとみられる。

(3) 今後の動向

W T I は、3月の安値から戻しただけにとどまらず、年初来の高値を更新している(図表17)。中国や欧州の景気堅調を背景に、ブレントやドバイも年初来の高値になっている(図表17)。米国の景気は、2006年前半までに比べ力強さを欠いた状態が続いているが、今後、住宅市場の調整一巡などにより、徐々に底堅さを増してくると予想される。図表15でみられたW T I 安の状況は、W T I が上昇する形で修正される可能性がある。

また、OPECの減産効果や、新興国の原油需要の伸び、米国の戦略備蓄の積み増しなどを考慮すると、不需要期とされる4～6月期の原油需給はさほど緩まないように思われる。

(図表 17) WTI・ブレント・ドバイの各原油相場の推移

