

原油レポート

< ガソリン、原油の価格とインフレ期待 >

1. 原油市況 ~ 再び 69 ドル台

原油相場（期近物、終値）は、6月に入り上昇基調で推移しており、18日は69.09ドルと昨年9月以来の高値を記録した。最近の相場の変動材料をみると、6月13日に発表された米国週次石油統計では、製油所の稼働率が2週連続で低下し、ガソリン在庫が低水準にとどまり、相場の押し上げ材料視された。また、パレスチナでの対立激化による中東情勢の不安定化や、治安が回復しないナイジェリアの状況も相場を押し上げる要因となった。

米国では行楽シーズンが始まったものの、製油所の稼働率の改善は遅れており、ガソリン需給の逼迫観測が根強い。また、OPECの減産効果が出ていることや地政学リスクへの懸念が続くこともあり、今後も下値は限定的と考えられる。さらに、米国景気の改善とともに需給の引き締まりが予想され、年後半についても原油相場は緩やかに上昇する可能性がある。

2. トピック ~ ガソリン、原油の価格とインフレ期待

米国金融市場における期待インフレ率を表わすとされる指標に、通常米国債の利回りと物価連動債の利回り格差がある。期待インフレ率との連動性が高いのは、消費者物価の対象となるガソリン価格ではなく、原油価格である。

このことは、原油は電力や化学製品などより、広範な価格に影響を及ぼすこともあり、経済全般のインフレ圧力を測る指標としてはガソリンよりも原油が重視される、足元のガソリン高は製油所の稼働状況が悪いという経済全般からみれば部分的な問題に起因している、ガソリン高は一時的であり、いずれは原油相場と整合的なガソリン価格に落ち着くであろう、といった見方が反映されていると考えられる。

もっとも、ガソリン消費は、一時に比べて伸びが鈍化したものの、底堅さを維持している。原油相場との比較では割高なガソリン価格だが、消費者には受け入れられてきているようにみられる。足元でみられるガソリン相場の調整がそれほど長続きせず、原油相場や期待インフレ率の方がこれまでよりも上方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 (tomomichi.akuta@murc.jp)、細尾 (hosoo@murc.jp)

次回公表日：2007年7月3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；昨秋以来の高値となる 69 ドル台

原油相場（期近物、終値）は、6月に入り上昇基調で推移しており、18日は69.09ドルと昨年9月以来の高値を記録した。最近の相場の変動材料をみると、6月13日に発表された米国週次石油統計では、製油所の稼働率が2週連続で低下し、ガソリン在庫が低水準にとどまり、相場の押し上げ材料視された。また、パレスチナでの対立激化による中東情勢の不安定化や、治安が回復しないナイジェリアの状況も相場を押し上げる要因となった。

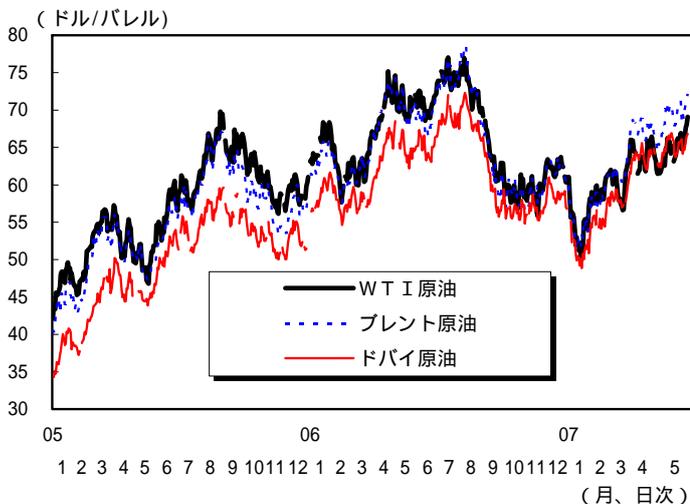
WTI原油の価格は、欧州の指標であるブレント原油やドバイ原油に比べて、相対的に弱い値動きが続いており、原油相場の実勢は、WTI原油の値動きでみるよりも強いと考えられる。欧州のブレント原油は18日に72.18ドルをつけた（図表1）

直近（6月18日時点）の先物カーブを見ると、08年12月～09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い背景には、足元のWTIの需給が緩和気味であるとの見方や将来の需給引き締め観測があると考えられる。

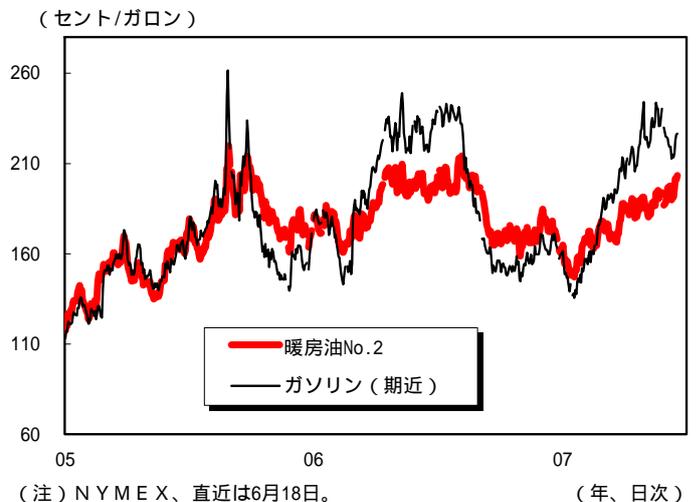
先物市場における投機筋のポジションをみると、原油では、4月17日に終わる週をピークに買い超幅が縮小していたが、5月半ばから緩やかに増加している（図表7）。また、ガソリンの買い超幅は4月上旬以降高水準で推移している（図表8）。

原油相場は一進一退の推移が続いていたが、足元では上昇基調で推移している。米国では行楽シーズンが始まったものの、製油所の稼働率の改善は遅れており、ガソリン需給の逼迫観測が根強い。また、OPECの減産効果が出ていることや地政学リスクへの懸念が続くこともあり、今後も下値は限定的と考えられる。さらに、米国景気の改善とともに需給の引き締めが予想され、年後半についても原油相場は緩やかに上昇する可能性がある。

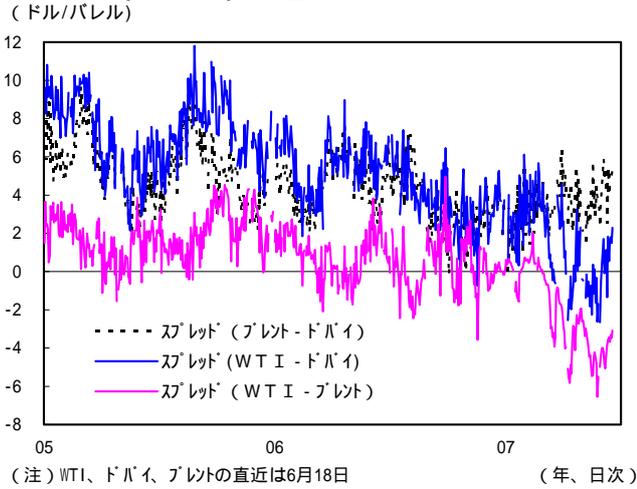
（図表1）原油市況の推移



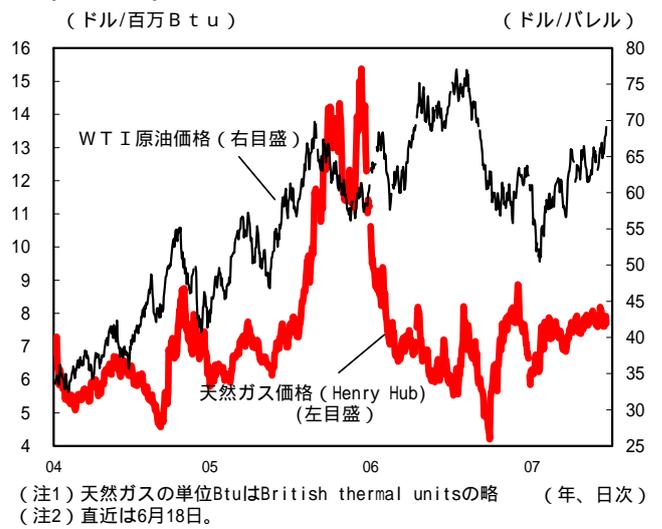
（図表2）石油製品市況の推移



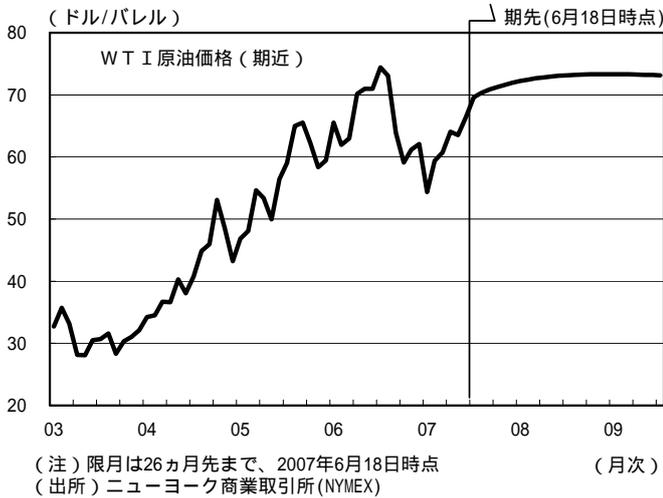
(図表3) 油種間スプレッドの推移



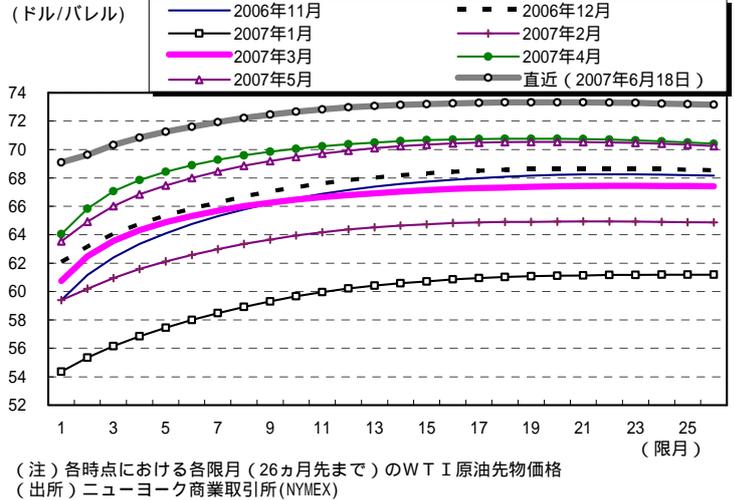
(図表4) 米国天然ガス市況の推移



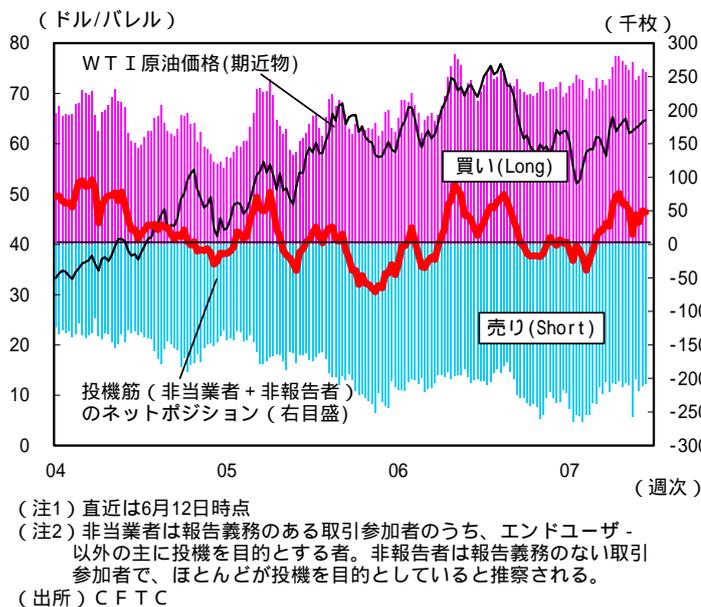
(図表5) WTI原油先物価格の限月推移



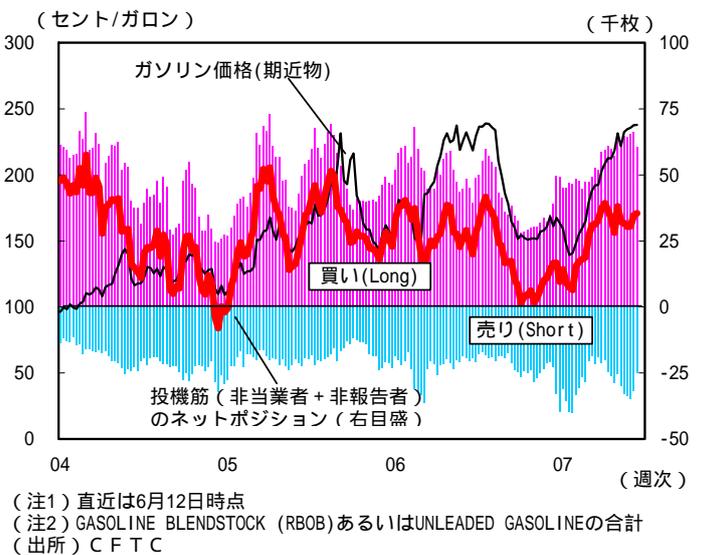
(図表6) WTI原油の先物カーブ



(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(ガソリン)

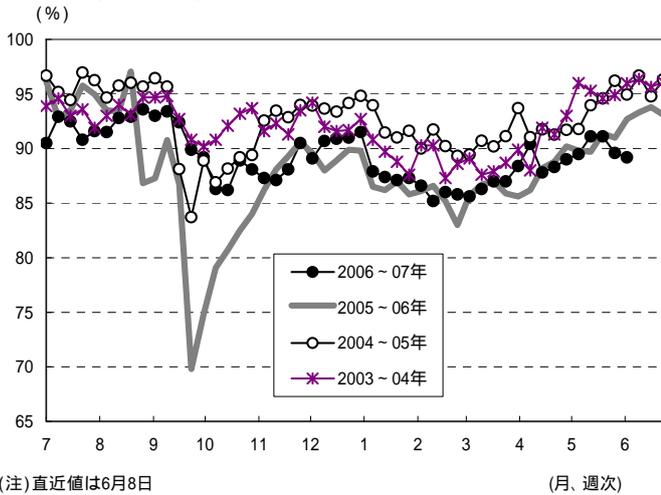


2. 米国の需給動向

(1) 原油需給；原油在庫は高水準で推移

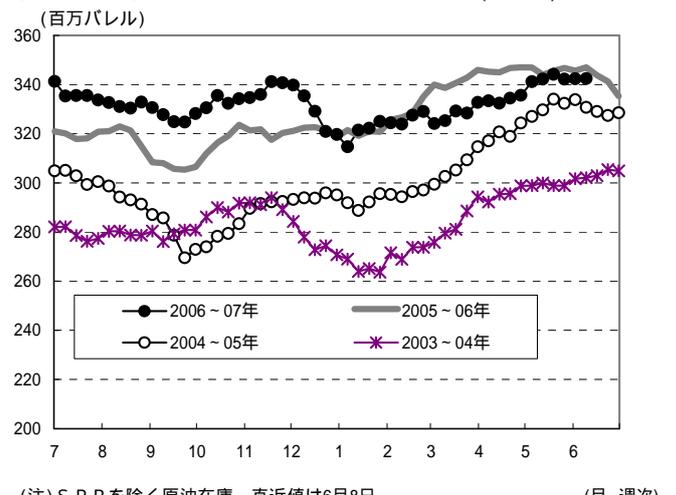
ガソリン需要期を控えて製油活動は緩やかに拡大していたが、足元では再び低下している。製油所の事故や点検、補修が相次いだことから、稼働率はハリケーン被災の影響があった前年を下回る水準に低下した。このため原油需要の回復が遅れており、6月8日に終わる週の原油在庫は前年並みの高水準で推移している（図表10）。

(図表9) 米国の製油所の稼働率



(注)直近値は6月8日
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(図表10) 米国の各年の原油在庫率(日数)

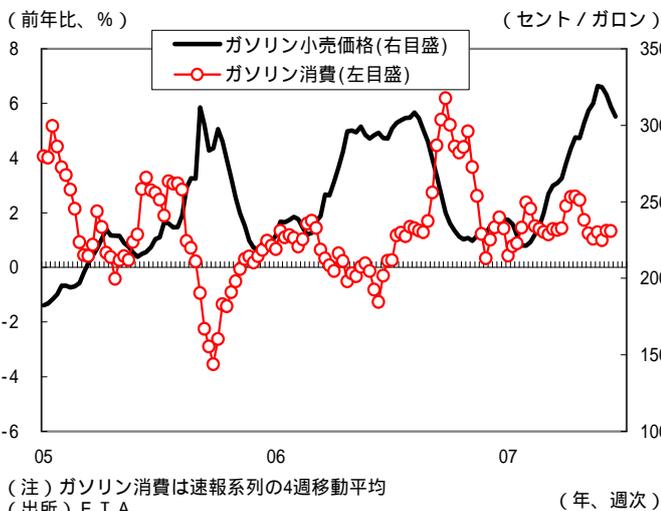


(注) S P Rを除く原油在庫、直近値は6月8日
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(2) 石油製品；ガソリン在庫は品薄感が続く

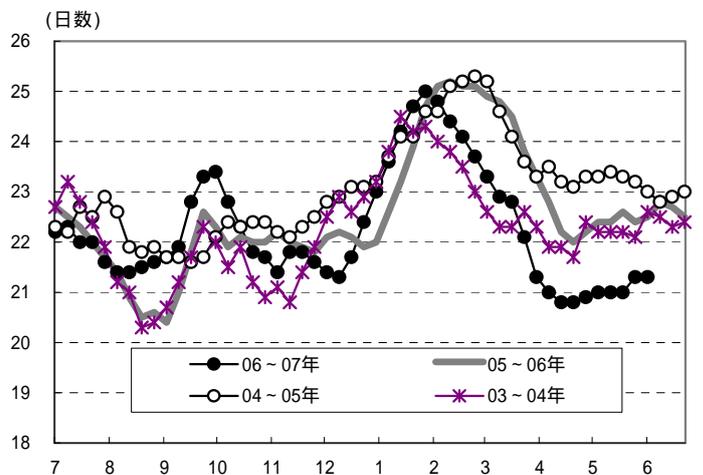
ガソリン小売価格は、6月18日に全米平均で1ガロンあたり3.06ドルと、5月21日に史上最高値（3.26ドル）をつけた後は、上昇傾向が一服している（図表11）。もっとも、ガソリン消費量は前年と比べ増加が続いており、またガソリン供給が低迷していることから、在庫率（在庫÷消費量）の水準は低く、需給逼迫懸念が続いている（図表12）。

(図表11) ガソリン消費の推移



(注) ガソリン消費は速報系列の4週移動平均
(出所) E I A

(図表12) ガソリン在庫率の推移



(注)直近値は6月8日
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

3. O P E Cの動向

O P E Cの生産動向

5月のO P E C (1月より加盟したアンゴラを含めた12ヶ国)の原油生産は、前月比 - 9.5万バレルと減少した。昨年11月と今年2月に決定された170万バレルの減産のうちの120万バレル程度が実施されているとみられる(図表13、Bloombergによる推計値)。

ロシアなど非O P E C諸国の生産が伸び悩んでいることもあり、原油消費国からは増産を求める声が出ているものの、O P E Cは現在の原油需給はバランスしているとしており、9月の次回定例総会までは現在の生産水準が維持される見通しである。

地政学リスク

中東パレスチナ自治区では、パレスチナ解放機構の穏健派であるファタハと強硬派のハマスによる対立が内戦状態に発展し、パレスチナ自治区政府は事実上の分裂状態となった。ファタハを支援するイスラエルや欧米諸国に対してハマスは反発を強めており、中東情勢の不安定化による原油供給への懸念が高まっている。

イラン核開発問題について、国連安全保障理事会による3月の追加制裁決議の中で、ウラン濃縮活動の停止期限としていた5月23日を経過し、欧米諸国による新たな追加制裁決議案を巡る議論が焦点となっている。ドイツで開催された主要先進国首脳会議では具体的な対応策は示されなかったものの、米国はイラン企業への制裁強化を実施したほか、金融制裁の強化を示唆している。

ナイジェリアでは、ヤラドゥア新大統領の就任をきっかけに安定化の動きがみられたが、石油関連施設が再び襲撃されたほか、労組が無期限ストを予定するなど混乱が続いている。

(図表13) O P E Cの生産動向

国名	生産量 (5月)	生産量 (4月)	超過量 (5月)	生産枠 (07年2月~)	産油能力	稼働率	生産余力 (5月)
サウジアラビア	857.0	850.0	7.9	849.1	1,080.0	79.4%	223.0
イラン	390.0	388.0	25.7	364.3	410.0	95.1%	20.0
クウェート	238.0	238.0	1.7	236.3	255.0	93.3%	17.0
U A E	252.0	252.0	8.5	243.5	265.0	95.1%	13.0
カタール	80.0	80.0	1.3	78.7	82.0	97.6%	2.0
ベネズエラ	234.0	238.0	-0.3	234.3	255.0	91.8%	21.0
ナイジェリア	200.0	215.0	-4.4	204.4	260.0	76.9%	60.0
インドネシア	81.5	84.0	-0.6	82.1	90.0	90.6%	8.5
リビア	169.0	168.0	6.4	162.6	173.0	97.7%	4.0
アルジェリア	135.0	133.0	5.8	129.2	140.0	96.4%	5.0
O P E C 10カ国	2,636.5	2,646.0	52.0	2,584.5	3,010.0	87.6%	373.5
イラク	204.5	210.5	-	-	220.0	93.0%	15.5
アンゴラ	160.0	159.0	-	-	159.0	100.6%	-1.0
O P E C 12カ国	3,001.0	3,015.5	-	-	3,389.0	88.6%	388.0

(注1) 超過量(5月) = 生産量(5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たとした試算値。

(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(5月) / 産油能力 * 100

(注5) 生産余力 = 産油能力 - 生産量(5月)

(資料) Bloomberg

4. トピック；ガソリン、原油の価格とインフレ期待

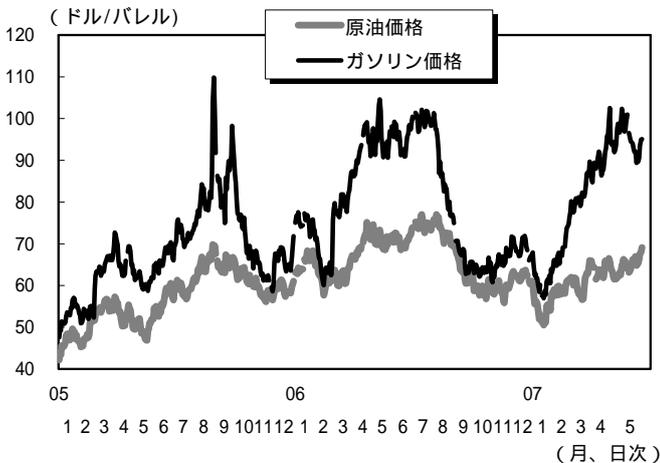
原油相場の動向は、経済全般への影響が大きいいため、政策担当者や金融市場参加者からの注目度が高く、特にインフレ圧力をみる指標として意識されているようだ。ところが、米国では、3月頃から原油よりも、消費者物価に直接に影響してくるガソリン価格の上昇が目立っていた。

本稿では、金融市場における期待インフレ率を反映するとされる長期債利回りと物価連動債の利回り格差（以下、期待インフレ率）と、原油価格、ガソリン価格との関係について考えてみたい。

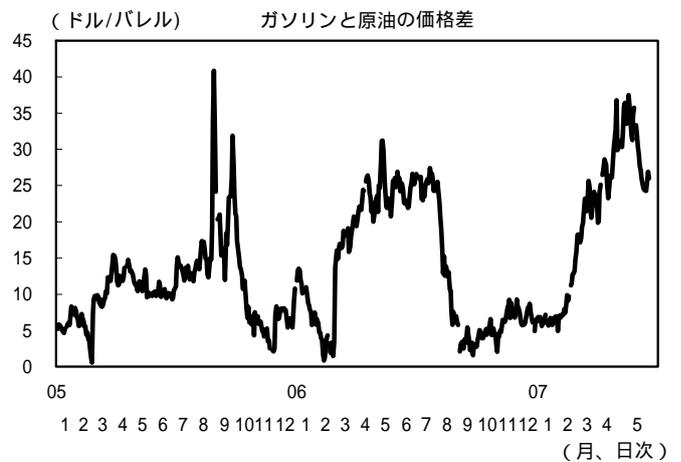
（1）ガソリン高

米国のガソリン価格は、5月後半をピークに落ち着いてきているものの、依然、2005年のハリケーン襲来時や、2006年にイスラエルがレバノンに侵攻した時に匹敵する高水準にある（図表14）。また、原油価格に比べてガソリン価格が割高な状態が続いている（図表14）。

（図表14）原油とガソリンの価格動向



(注)直近は6月18日。すべてNYMEXの期近物



(注)直近は6月18日。すべてNYMEXの期近物

（2）物価連動債と期待インフレ率

次に、本稿で述べている期待インフレ率について解説しておきたい。米国金融市場における期待インフレ率を表わすとされる指標に、通常米国債の利回りと物価連動債の利回り格差がある。

物価連動債は、償還時に、元本が物価上昇相当分だけ増加するため、利子（クーポン）部分の利回りは、物価上昇率分だけ低く抑えられている。つまり、概念上は、下の【A式】のように表わされる。

もっとも、事前に将来の物価上昇率は分からないので、通常債の利回り（名目利回り）から物価連動債のクーポン部分の利回り（実質利回り）を差し引いたものが、市場の期待インフレ率になるという訳である【B式】。

【A式】

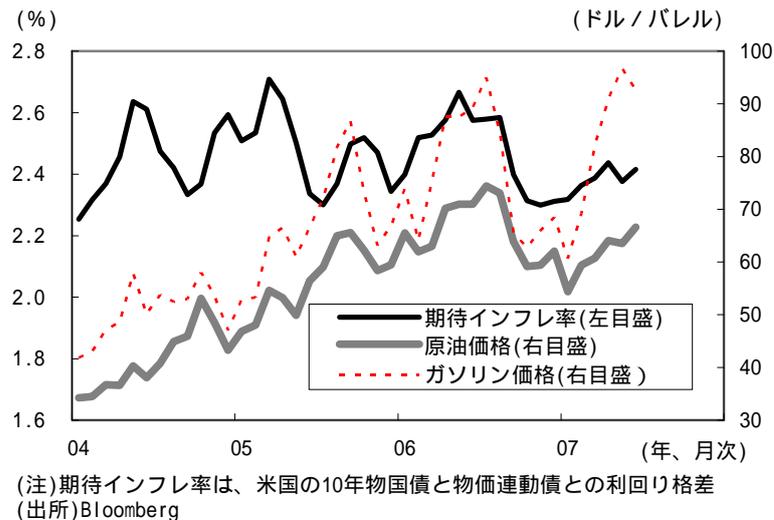
通常債の利回り(名目利回り) = 物価連動債のクーポン部分の利回り(実質利回り) + 物価上昇率

【B式】

通常債の利回り(名目利回り) - 物価連動債のクーポン部分の利回り(実質利回り) = 市場の期待インフレ率

図表 15 の通り、期待インフレ率と原油相場やガソリン相場には連動性があることが概観できる。

(図表 15) 期待インフレ率、原油相場、ガソリン相場の推移



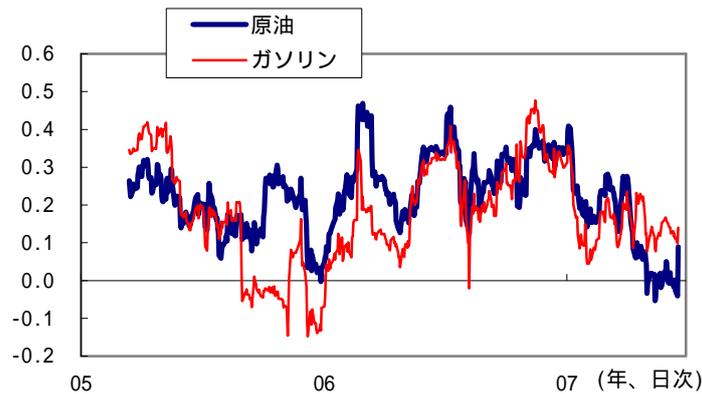
(3) ガソリン価格か、原油価格か

ところで、米国の物価連動債が採用している物価指標は消費者物価指数である。消費者物価指数の中には、最終財であるガソリンは直接に含まれているが、原材料である原油は直接に含まれているわけではない。

しかし、上記の期待インフレ率との連動性が高いのは、ガソリン価格よりも、むしろ原油価格である（図表 16）。2005 年以降の日々の相場データを用いて、上記の期待インフレ

率と原油価格、ガソリン価格の相関性を調べてみると、期間を通じてみれば、原油価格の方が期待インフレ率との関係が深い。足元では、原油価格と期待インフレ率との関係が弱くなっているが、これは本稿で原油価格として採用しているWTIが製油所の稼働低迷などの特殊要因により変動した影響があるとみられ、一時的な動きであろう。

(図表 16) 期待インフレ率と原油・ガソリンの相場



(注)過去50営業日について、期待インフレ率の前日比変化幅(%)と、原油価格・ガソリン価格の前日比変化率の相関係数をとったもの
(出所)Bloomberg

原油価格の方がより期待インフレ率と関係が深いのは、原油は電力や化学製品などより、広範な価格に影響を及ぼすこともあり、経済全般のインフレ圧力を測る指標としてはガソリンよりも原油が重視される、足元のガソリン高は製油所の稼働状況が悪いという経済全般からみれば部分的な問題に起因している、ガソリン高は一時的であり、いずれは原油相場と整合的なガソリン価格に落ち着くであろう、といった見方が反映されているからと考えられる。

もっとも、ガソリン消費は、一時に比べて伸びが鈍化したものの、底堅さを維持している(図表 11)。原油相場との比較では割高なガソリン価格だが、消費者には受け入れられてきているようにみられる。足元でみられるガソリン相場の調整がそれほど長続きせずに、原油相場や期待インフレ率の方がこれまでよりも上方修正される可能性がある。