

原油レポート

<先高観測が弱まるWTI>

1. 原油市況～昨夏以来の高値となる 70 ドル台

原油相場（期近物、終値）は、6月以降上昇基調で推移しており、7月3日には71.41ドルと昨年8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27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5週間ぶりに上昇したものの、需要が好調なガソリンの在庫が減少したことで、相場の押し上げ材料視された。また、イランの核開発問題をめぐる緊張状態や、治安が回復しないナイジェリア情勢も相場を押し上げる要因となった。

原油相場はブレントやドバイが小幅高で推移する中、WTIの上昇が目立っている。今後、米国のガソリン需給の逼迫観測は後退してくる可能性があるが、一方で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、今後も原油相場の下値は限定的とみられる。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、年後半にかけても原油相場は緩やかな上昇が続く可能性がある。

2. トピック～先高観測が弱まるWTI

原油市場では、今年3月頃から、欧州の指標であるブレントやアジアの指標とされるドバイに比べて、米国のWTIの値動きが弱い状況が続いていたが、5月以降は、その状況が徐々に修正されてきている。そのため、ブレントやドバイが小幅高にとどまる中で、WTIの価格上昇が目立つ格好になっている。一方で、原油先物市場における原油価格の先高観測が弱まってきている。

先高観測が弱まってきたことは①クッシング（オクラホマ州）における在庫余剰感の解消、②ガソリン需給の逼迫観測、③米景気の減速観測後退などによる原油相場の上昇が一巡し、一段の価格上昇を見込み難くなっているという市場参加者の見方が反映されている。ガソリンの需要が一服する9月にかけて、原油相場の上値は重くなると考えられる。しかし、米国景気の拡大テンポは、依然、高まる途上にあるとみられ、年末頃にかけて景気再加速による需要増加観測を背景に、原油相場は緩やかな上昇傾向を続けると予想される。



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 (tomomichi.akuta@murc.jp)、細尾 (hosoo@murc.jp)

次回公表日：2007年7月24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；昨夏以来の高値となる 70 ドル台

原油相場（期近物、終値）は、6 月以降上昇基調で推移しており、7 月 3 日には 71.41 ドルと昨年 8 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 27 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 5 週間ぶりに上昇したものの、需要が好調なガソリンの在庫が減少したことで、相場の押し上げ材料視された。また、イランの核開発問題をめぐる緊張状態や、治安が回復しないナイジェリア情勢も相場を押し上げる要因となった。

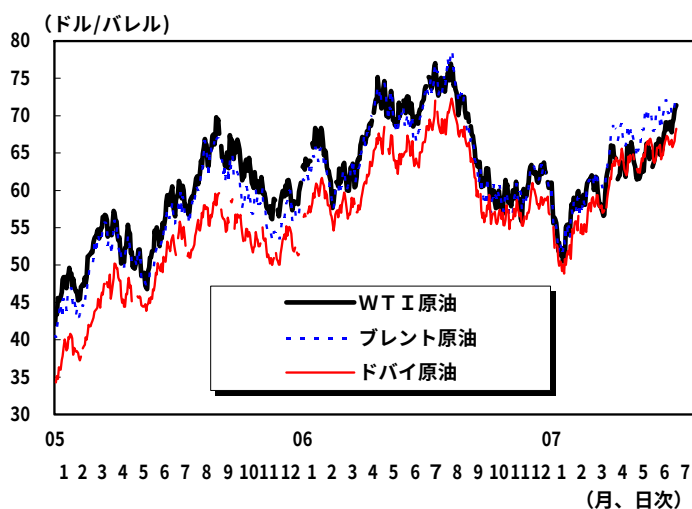
WT I 原油の価格は、欧州の指標であるブレント原油やドバイ原油に比べて、相対的に弱い値動きが続いていたが、足元では徐々に WT I 安が修正される動きが出ている。欧州のブレント原油は 7 月 3 日に 72.93 ドルをつけた（図表 1）

直近（7 月 3 日時点）の先物カーブを見ると、08 年 11 月～09 年 2 月がピークになっている（図表 5～6）。もっとも、これまでに比べ期先高の度合いは和らいできている。

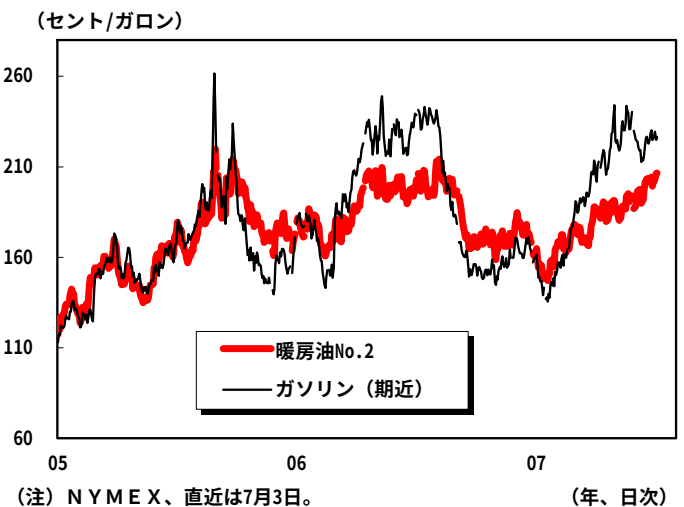
先物市場における投機筋のポジションをみると、原油では、4 月 17 日に終わる週をピークに買い超幅が縮小していたが、5 月半ばから再び増加している（図表 7）。また、ガソリンの買い超幅は春以降高水準で推移し、6 月 26 日に終わる週にはおよそ 2 年ぶりの高水準となった（図表 8）。

原油相場はブレントやドバイが小幅高で推移する中、WT I の上昇が目立っている。今後、米国のガソリン需給の逼迫観測は後退してくる可能性があるが、一方で O P E C 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、今後も原油相場の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、年後半にかけても原油相場は緩やかな上昇が続く可能性がある。

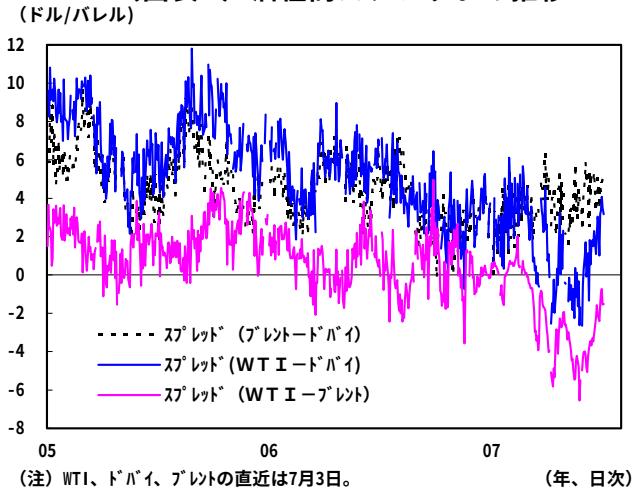
（図表 1）原油市況の推移



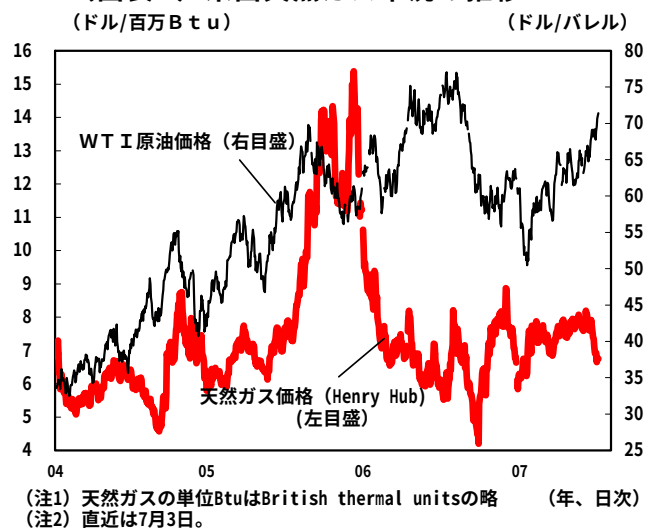
（図表 2）石油製品市況の推移



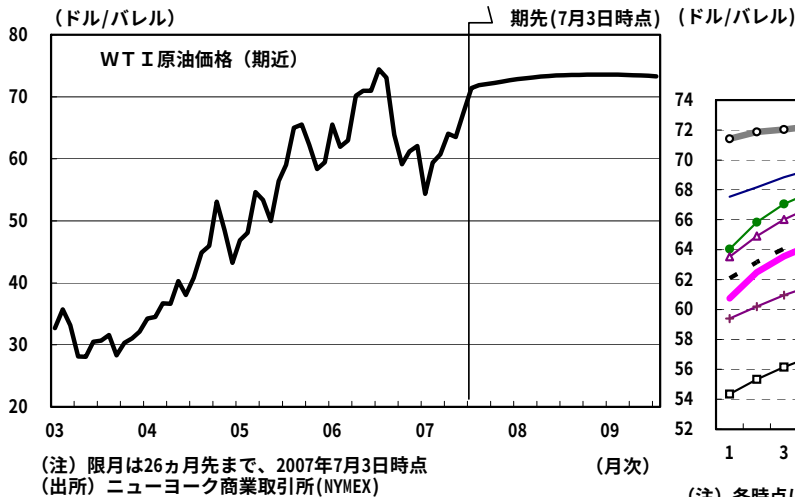
(図表 3) 油種間スプレッドの推移



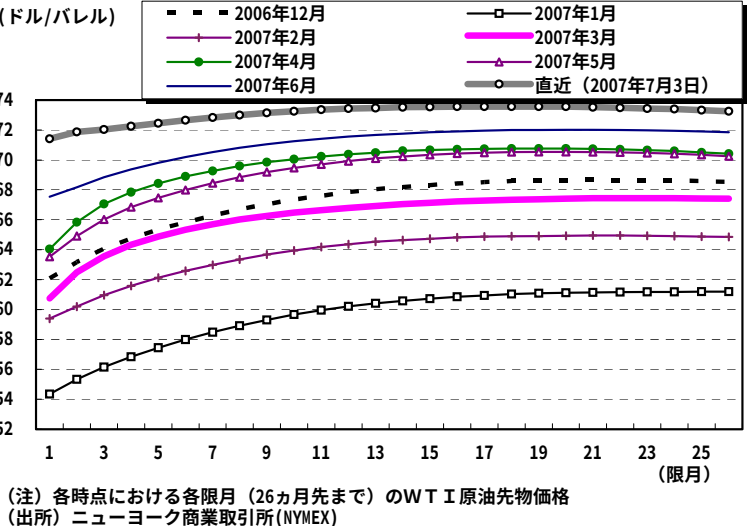
(図表 4) 米国天然ガス市況の推移



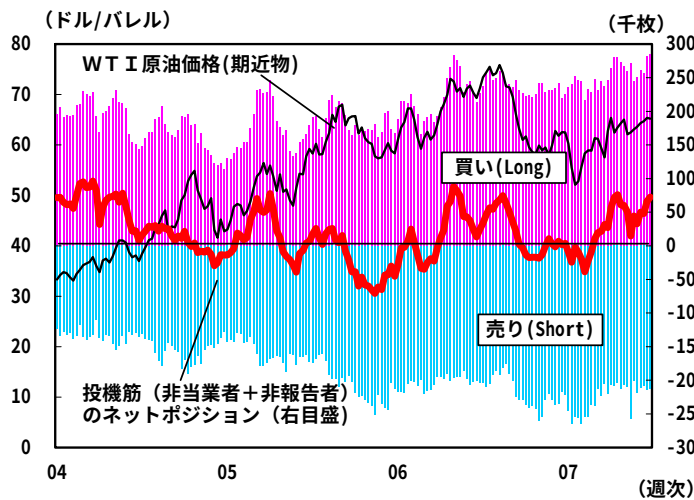
(図表 5) WTI原油先物価格の限月推移



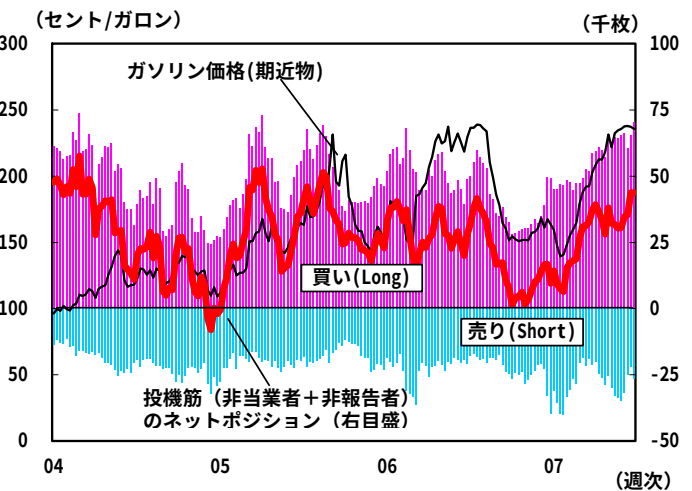
(図表 6) WTI原油の先物カーブ



(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)

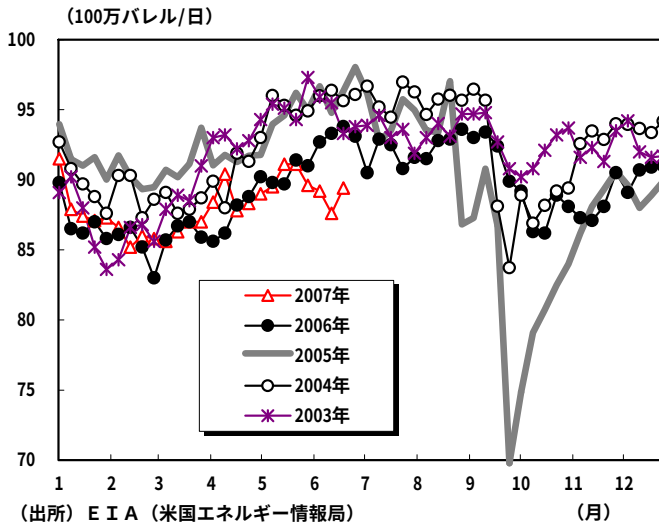


2. 米国の需給動向

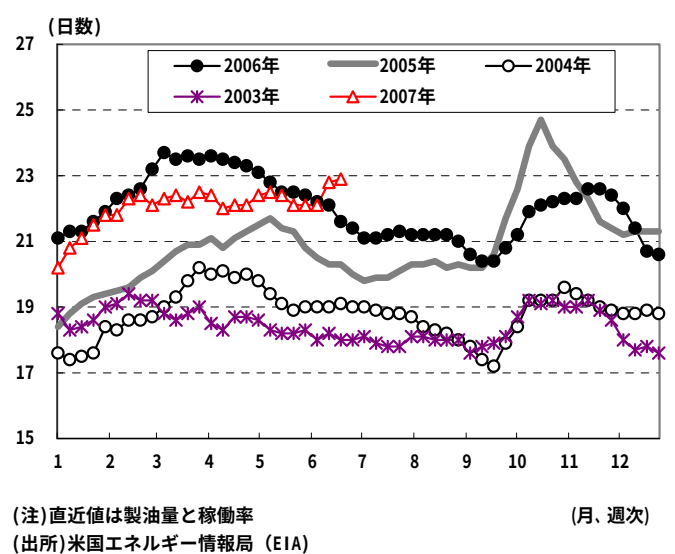
(1) 原油需給；原油在庫は高水準で推移

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、6月に入って再び低調に推移している。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で推移している。このため原油需要の回復が遅れており、6月22日に終わる週の原油在庫は前年を上回る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



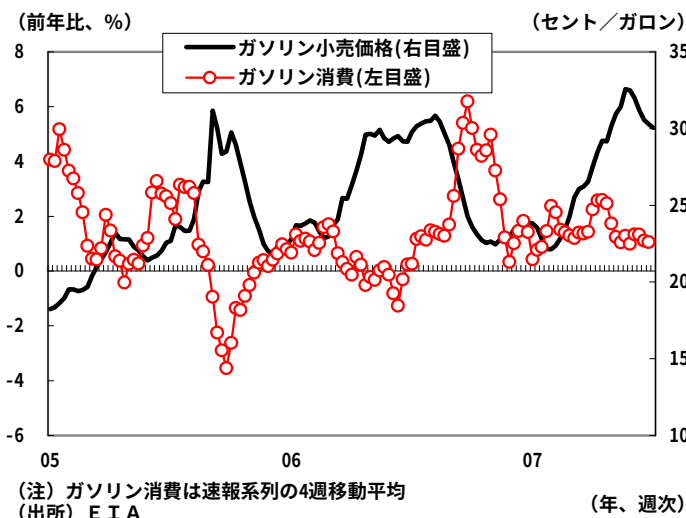
(図表10) 米国の各年の原油在庫率(日数)



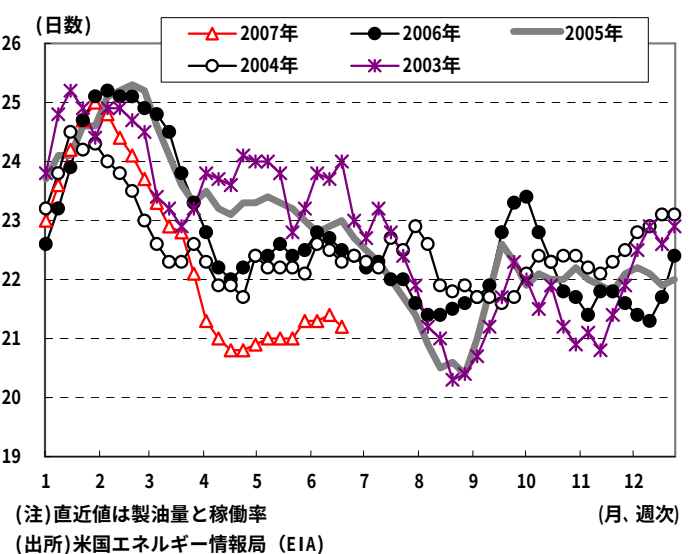
(2) 石油製品；ガソリン在庫は品薄感が続く

ガソリン小売価格は、7月2日に全米平均で1ガロンあたり3.01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しており、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



(図表12) ガソリン在庫率の推移



3. O P E Cの動向

① 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14.5万バレルと減少した。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枠が維持される見通しである。

②地政学リスク

イランの核開発を巡る問題では、6月6～8日にドイツG8(主要先進国首脳会議)での協議をへて、国連安全保障理事会による追加制裁決議に向けた調整が始まった。話し合いによる解決を主張するロシアは、追加制裁決議に反対する意向を表明しているものの、英国はイラン船舶の着岸拒否を柱とする安保理決議の素案を作成し、米国は金融制裁の強化を打ち出すなど緊張が高まっている。

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がヨルダン川西岸に本拠を構え、強硬派のハマスと事実上の分裂状態となっている。欧米諸国やイスラエルはファタハへの支持を強めており、これに反発するハマスと国境を接するイスラエルとの間で小規模な戦闘が繰り返され、中東情勢の不安定化への懸念が続いている。

ナイジェリアでは6月25日に労組の無期限ストが終息したものの依然として政情不安が続いており、石油関連施設を狙った襲撃が懸念される。

(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	(万バレル/日) 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(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；先高観測が弱まるWTI

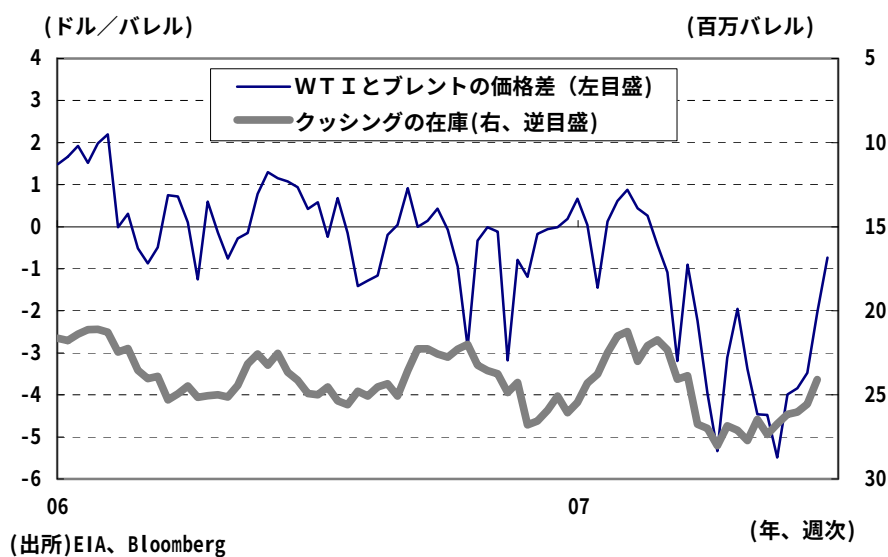
原油市場では、今年3月頃から、欧州の指標であるブレントやアジアの指標とされるドバイに比べて、米国のWTIの値動きが弱い状況が続いていたが、5月以降は、その状況が徐々に修正されてきている。そのため、ブレントやドバイが小幅高にとどまる中で、WTIの価格上昇が目立つ格好になっている。一方で、原油先物市場における原油価格の先高観測が弱まってきている。現在の原油相場と取り巻く環境を整理してみたい。

(1) WTI安修正の背景

まず、WTI安の背景にあった米景気の減速観測が後退し、景気加速観測が強まってきている。また、そうした中で、原油先物取引の現物引渡し場所であるクッシング（オクラホマ州）周辺の在庫過剰感が弱まってきたこともWTI安が修正された要因とみられる。

実際、WTIとブレントの価格差とクッシングの在庫の動向をみると、4月半ばをピークにクッシングの在庫は減少し、それにともなって、WTIがブレントに比べて割安な状況が解消されてきている（図表14）。

（図表14）原油とガソリンの価格動向



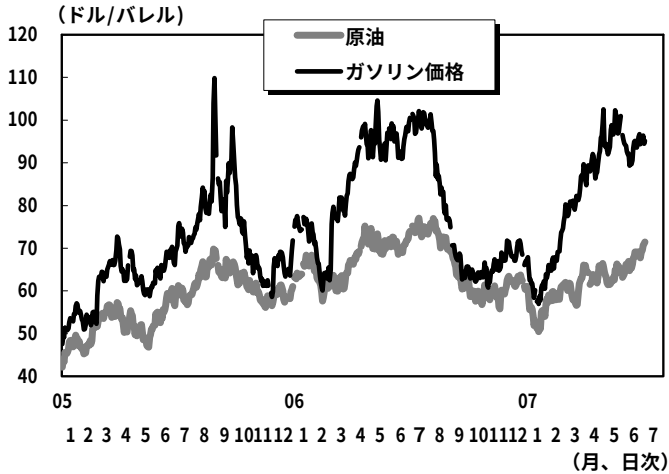
(2) ガソリン価格主導による原油高は一巡の可能性

一方で、ガソリン価格の上昇が原油相場を押し上げる状況は徐々に弱まりつつあるようだ。ガソリン価格（NYMEX）は、6月中旬以降上昇してきているが、4～5月の高値に比べ低水準にあり、原油とは異なった相場展開になっている（図表15）。

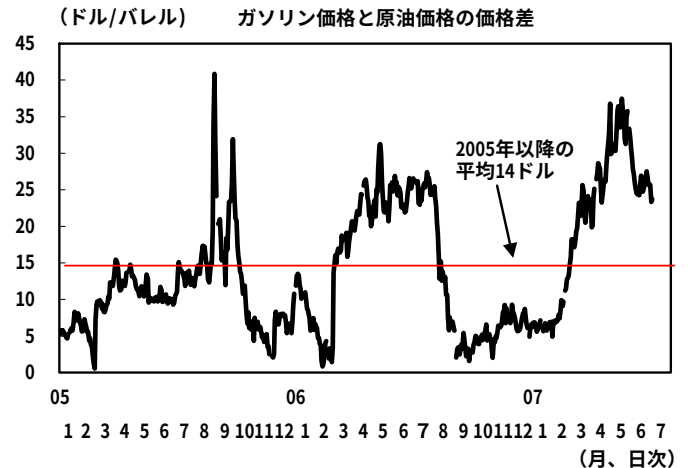
ガソリン相場と原油相場の動きを比較すると、過去の平均に比べて原油に比べてガソリンが割高な状態が続いているが、その割高度合は、4～5月に比べ緩和してきているのが分かる（図表15）。

このことは、ガソリン需給逼迫観測が再び 4～5 月と同程度にまで強まれば、ガソリン価格の上昇余地があることを示唆する一方で、需要期が終わる 9 月頃にかけてガソリン需給の逼迫観測が後退してくれば、ガソリン価格が下落する可能性も示している。

(図表 15) 原油・ガソリンの相場とガソリンと原油の価格差



(注)直近は7月3日。NYMEXの期近物
(出所)Bloomberg

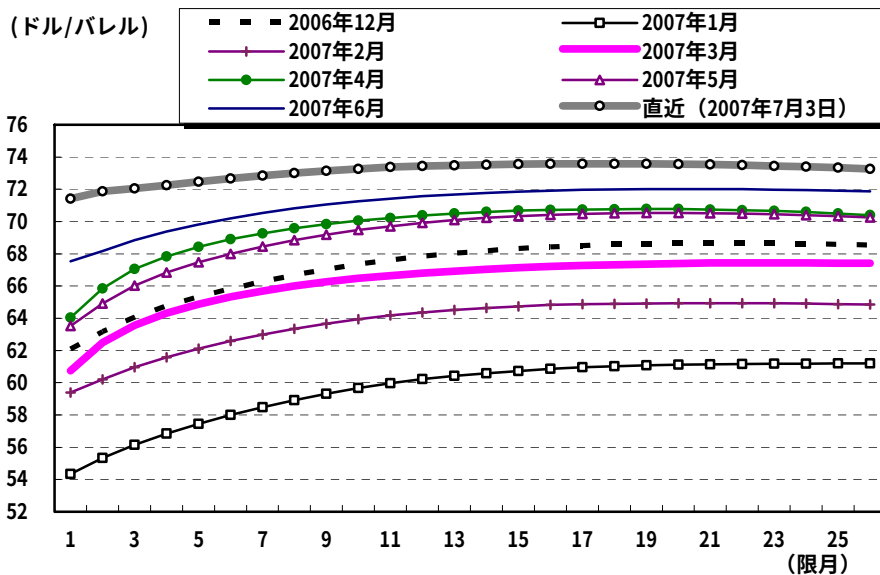


(注)直近は7月3日。NYMEXの期近物
(出所)Bloomberg

(3) 期先高の修正

先物市場における価格体系（月平均）をみると、原油相場の水準は、2007 年 1 月をボトムに徐々に上昇にシフトしてきている（図表 16）。一方で、期近物に比べて期先物の価格の方が高いという期先高の程度は全体的に弱まってきており（図表 16）、時系列的にみても、6 ヶ月先物と期近物との価格差は縮小しつつある（図表 17）。

(図表 16) W T I 先物市場における価格体系

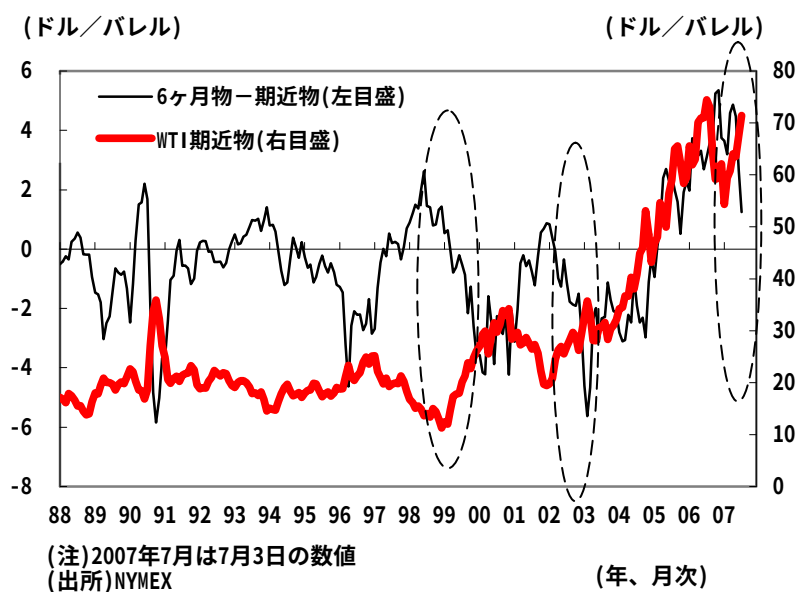


(注) 各時点における各限月 (26ヵ月先まで) のWTI原油先物価格
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

つまり、米景気の減速などを背景に目先の原油需給が緩和するとの見方により、1 月にかけて原油相場は期近物を中心に下落してきたが、その後は、米国景気の先行き懸念が後退する中で、割安になっていた期近物を中心に買い戻されている状況である。

実際、原油相場が上昇する一方で、期先高が弱まる状況は、アジア通貨危機後の景気再加速期や I T バブル崩壊後の不況から景気が回復する時と似ており（図表 17）、景気の力強さが増し需要増加観測が出てくる局面に典型的なパターンである。

（図表 17）「WTI 相場(期近物)」と「6 ヶ月物一期近物」の価格差



（４）今後の原油相場の動向

もっとも、期先高が修正されたことは、①クッシングにおける在庫余剰感の解消、②ガソリン需給の逼迫観測、③米景気の減速観測後退などによる原油相場の上昇が一巡し、一段の価格上昇を見込み難くなっているという市場参加者の見方が反映されていると考えられる。ガソリンの需要が一服する 9 月にかけて、原油相場の上値は重くなると考えられる。

しかし、米国景気の拡大テンポは、依然、高まる途上にあるとみられ、年末頃にかけて景気再加速による需要増加観測を背景に、原油相場は緩やかな上昇傾向を続けると予想される。