

原油レポート

< O P E C が増産すれば原油価格は下がるのか？ >

1. 原油市況～過去最高値を更新後、下落

原油相場（期近物）は、6月以降上昇基調で推移しており、8月1日には一時1バレル＝78.77ドルと過去最高値を更新した。最近の相場の変動材料をみると、7月27日に発表された米国の4～6月期の実質GDP成長率が大幅な改善を示したことや、8月1日に発表された米国週次石油統計で原油在庫が大幅に減少したことなどが、相場の押し上げ材料視された。もっとも、その後は、米国のサブプライム・ローン問題などから景気の先行きが懸念され、6日には72.06ドルまで下げている。

原油相場はWTIが過去最高値を更新したほか、ブレントも昨夏の最高値に近づいていた。しかし、米国のガソリン需給の逼迫観測は9月はじめのドライブシーズンの終了とともに後退することが見込まれる中、上述のとおり原油市場でも先物価格がバックワーデーションになり先高観測が後退してきている。目先の原油相場は、上値の重い展開が予想される。もっとも、来年にかけて、米国景気の改善とともに需給の引き締まりが予想され、原油相場は緩やかに上昇する可能性がある。

2. トピック～原油需給とO P E Cの減産

日米欧の石油在庫をみると、2年前と同程度の水準にとどまっている。先進国の石油在庫がやや抑制気味で推移している背景には、O P E Cの減産効果があると考えられる。石油在庫と景気との関連をみると、従来、景気が回復すると石油在庫が抑制され、景気が減速すると石油在庫が増えやすいという関係があったが、足元では先進国の景気動向が減速気味で推移しているものの、石油在庫は抑制されている。

世界の石油需要は、北半球の冬場に需要のピーク期を迎える。2008年1～3月期の需要量は、需要の少ない時期である4～6月期（2007年）に比べて日量400万バレル増加すると見込まれている。現状すでに、在庫が横ばいないしは減少傾向で推移していることを勘案すると、冬場に原油が増産されないと、原油需給に逼迫感が生じる可能性がある。O P E Cは、冬場の需要期にかけて、少なくとも現行の減産（日量170万バレル）を取りやめる可能性が大きいと考えられる。



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

次回公表日：2007年8月21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；過去最高値を更新後、下落

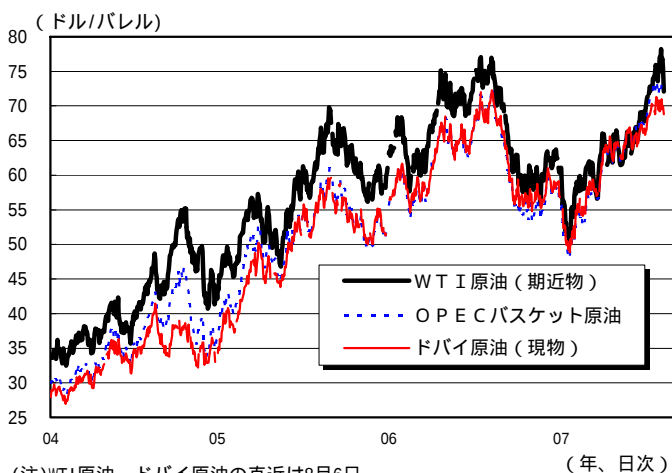
原油相場（期近物、終値）は、6月以降上昇基調で推移しており、8月1日には1バレル＝78.77ドルと、昨年7月につけた過去最高値（78.4ドル）を約1年ぶりに更新した。最近の相場の変動材料をみると、7月27日に発表された米国の4～6月期の実質GDP成長率が大幅な改善を示したことや、8月1日に発表された米国週次石油統計で原油在庫が大幅に減少したことなどが、相場の押し上げ材料視された。もっとも、その後は、米国のサブプライム・ローン問題などから景気の先行きが懸念され、6日には72.06ドルまで下げている。

今年に入ってブレント原油やアジア地域の原油の指標であるドバイ原油に比べて、米国のWTI原油が相対的に弱い値動きを続けていたが、足元ではWTI安が修正されてきている。一方、直近（8月6日時点）の先物カーブを見ると、期近物をピークに、期先になるほど価格が安くなるバックワーデションになってきており、先高観測が後退している（図表5～6）。

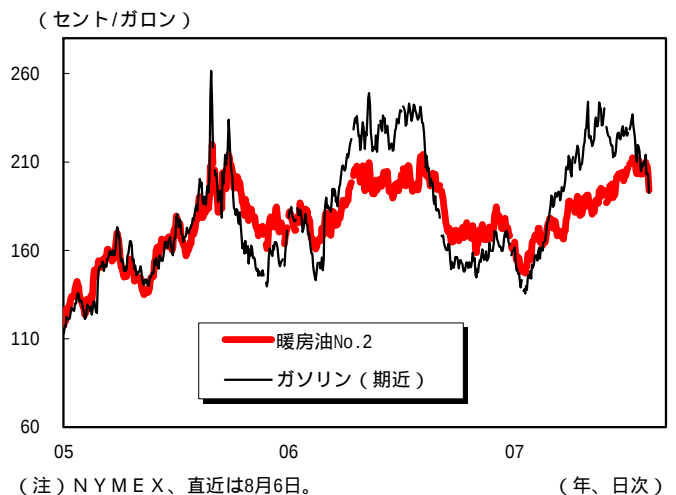
先物市場における投機筋のポジションをみると、原油では、4月17日に終わる週をピークに買い超幅はいったん縮小していたが、5月半ば以降拡大基調が続いている（図表7）。もっとも、足元、原油相場が下げる過程で投機筋の買い超幅は縮小している可能性がある。一方、ガソリンの買い超幅は拡大基調で推移していたが、7月10日に終わる週をピークにやや縮小に転じている（図表8）。

原油相場はWTIが過去最高値を更新したほか、ブレントも昨夏の最高値に近づいていた。しかし、米国のガソリン需給の逼迫観測は9月はじめのドライブシーズンの終了とともに後退することが見込まれる中、上述のとおり原油市場でも先物価格がバックワーデションになり先高観測が後退してきており、目先の原油相場は、上値の重い展開が予想される。もっとも、来年にかけて、米国景気の改善とともに需給の引き締まりが予想され、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

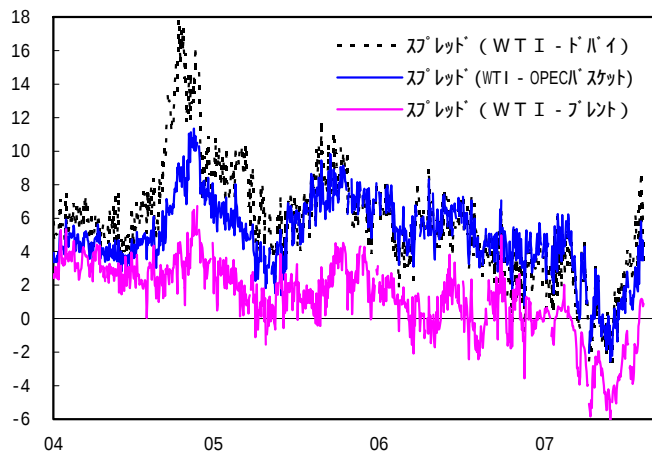


（図表2）石油製品市況の推移



(図表3) 油種間スプレッドの推移

(ドル/バレル)

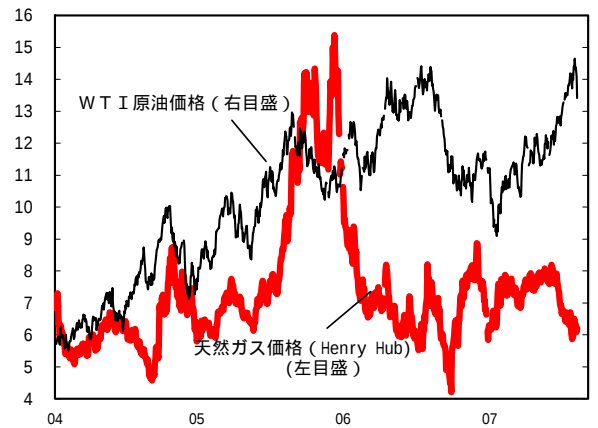


(注) WTI、ドバイ、ブレントの直近は8月6日、OPECバスケットの直近は8月3日。

(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 (年、日次)
(注2) 直近は8月6日。

(図表5) WTI原油先物価格の限月推移

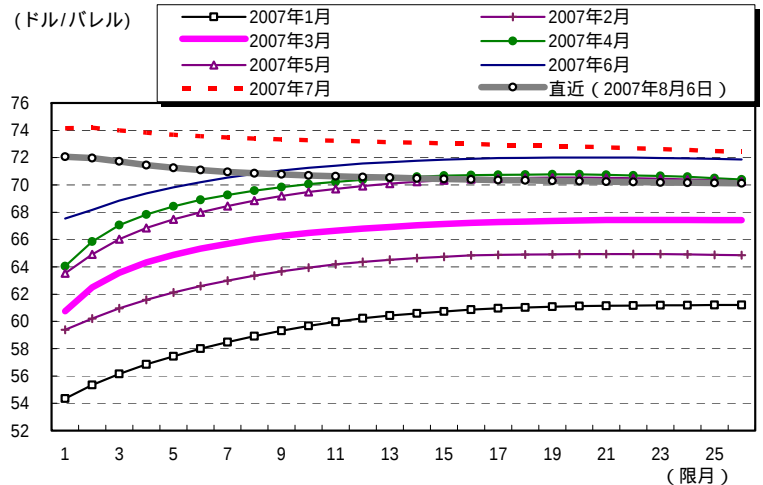
(ドル/バレル)



(注) 限月は26ヵ月先まで、2007年8月6日時点 (月次)
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表6) WTI原油の先物カーブ

(ドル/バレル)

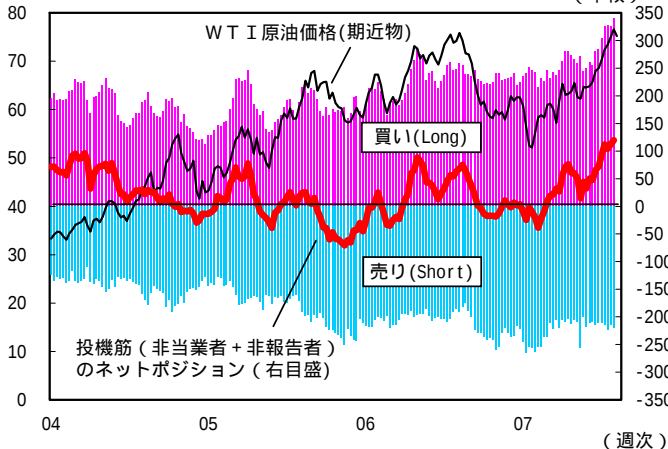


(注) 各時点における各限月 (26ヵ月先まで) のWTI原油先物価格 (出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表7) 投機筋のポジション (原油)

(ドル/バレル)

(千枚)

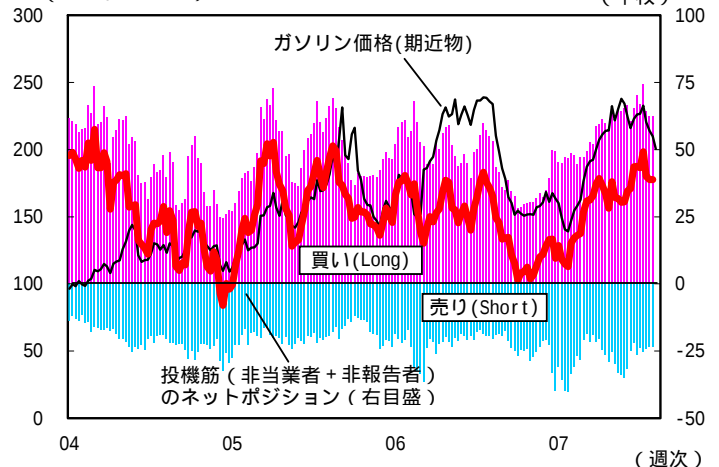


(注1) 直近は7月31日時点
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザ以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。
(出所) CFTC

(図表8) 投機筋のポジション (ガソリン)

(セント/ガロン)

(千枚)



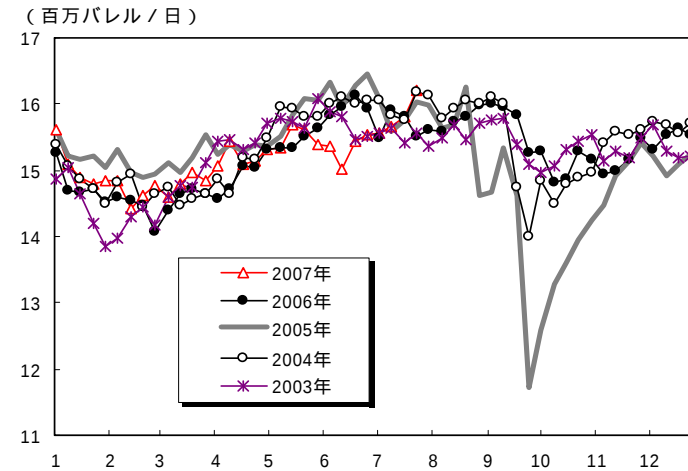
(注1) 直近は7月31日時点
(注2) GASOLINE BLENDSTOCK (RBOB)あるいはUNLEADED GASOLINEの合計
(出所) CFTC

2. 米国の需給動向

(1) 原油需給；原油在庫は高水準ながらピークアウト

製油所の事故や点検、補修が相次いでいたことから、稼働率は依然として平年を下回っているものの、ガソリン需要の最盛期を迎え製油活動は緩やかに上昇している。(図表9)。このため原油需要は徐々に回復しており、7月27日に終わる週の原油在庫は高水準ながら増加傾向にはピークアウト感がみられる(図表10)。

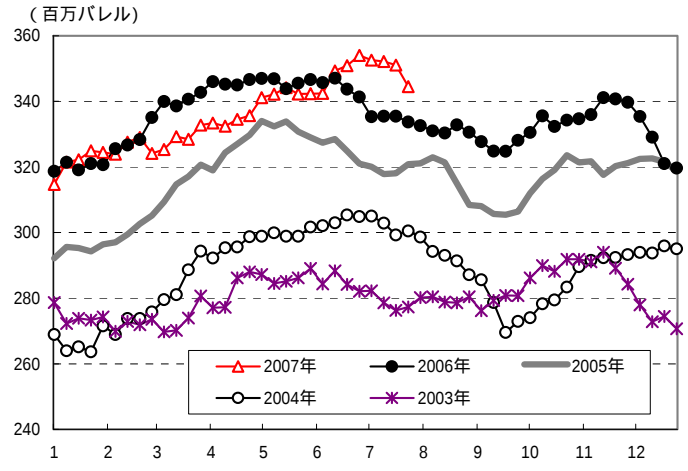
(図表9) 米国の製油所の稼働率



(注) 直近値は7月27日
(出所) 米国エネルギー情報局 (EIA)

(月、週次)

(図表10) 米国の各年の原油在庫率(日数)



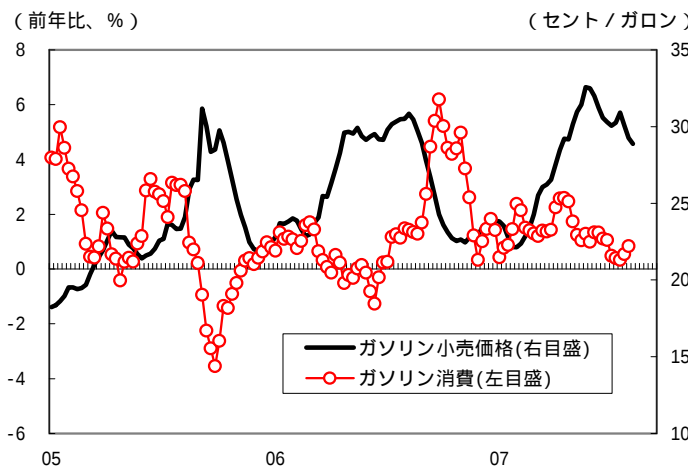
(注) S P Rを除く原油在庫、直近値は7月27日
(出所) 米国エネルギー情報局 (EIA)

(月、週次)

(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、8月6日に全米平均で1ガロンあたり2.89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)。

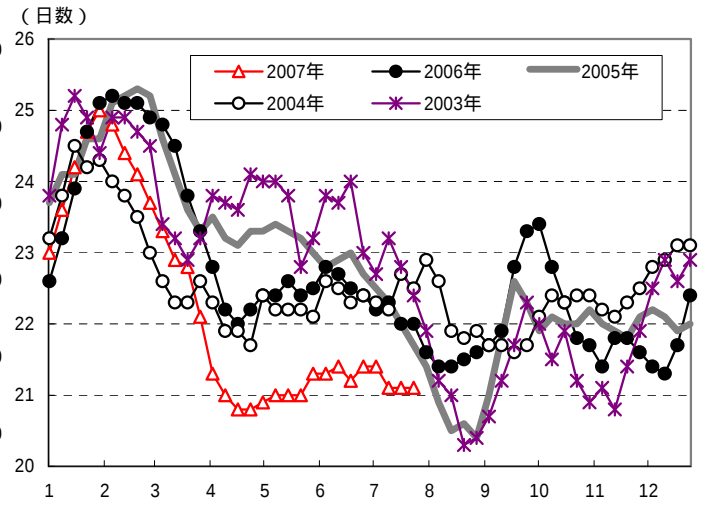
(図表11) ガソリン消費の推移



(注) ガソリン消費は速報系列の4週移動平均
(出所) E I A

(年、週次)

(図表12) ガソリン在庫率の推移



(注) 直近値は7月27日
(出所) 米国エネルギー情報局 (EIA)

(月、週次)

3. O P E C の動向

O P E C の生産動向

7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44.5万バレル増加した。これまで、テロなどによる障害があったナイジェリアとイラクの生産が一部復旧したことが全体の生産量を押し上げた。もっとも、サウジアラビア等の生産は横ばい圏で推移しており、減産姿勢を続けている。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

イランの核開発問題では、7月30日にI E A (国際エネルギー機関)がイランの重水炉への査察を実施した。プルトニウムを抽出する重水炉は欧米諸国が建設中止を求めているが、イランは平和利用を主張している。今回の査察受け入れは国連での追加制裁決議をけん制する狙いがあるとみられる。7月24日にはイラク安定について米国・イランの大使級協議が開催され、議題は核問題ではないが米国・イランの直接対話が続いている。

パレスチナ問題では、今秋の中東和平会議を控え、8月6日にイスラエルのオルメルト首相とパレスチナ自治区のアッバス議長による中東首脳会談が行なわれ、中東和平への意志が確認されたとされる。パレスチナではアッバス議長が率いる穏健派のファタハと強硬派のハマスとの分裂状態が続く中、欧米諸国やイスラエルはファタハを支持している。

ナイジェリアでは反政府勢力による石油関連施設への襲撃は一服しているものの、政府と反政府勢力との和解は進展しておらず、石油供給への影響が懸念される状況が続いている。

(図表13) O P E C の生産動向

国名	生産量 (7月)	生産量 (6月)	超過量 (7月)	生産枠 (07年2月～)	産油能力	稼働率	生産余力 (7月)
サウジアラビア	858.0	858.0	8.9	849.1	1,080.0	79.4%	222.0
イラン	384.0	392.0	19.7	364.3	410.0	93.7%	26.0
クウェート	240.0	240.0	3.7	236.3	255.0	94.1%	15.0
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	238.0	236.0	3.7	234.3	255.0	93.3%	17.0
ナイジェリア	220.0	205.0	15.6	204.4	260.0	84.6%	40.0
インドネシア	82.5	83.0	0.4	82.1	90.0	91.7%	7.5
リビア	169.0	169.0	6.4	162.6	173.0	97.7%	4.0
アルジェリア	136.0	136.0	6.8	129.2	140.0	97.1%	4.0
O P E C 10カ国	2,659.5	2,651.0	75.0	2,584.5	3,010.0	88.4%	350.5
イラク	223.5	192.5	-	-	220.0	101.6%	-3.5
アンゴラ	165.0	160.0	-	-	158.0	104.4%	-7.0
O P E C 12カ国	3,048.0	3,003.5	-	-	3,388.0	90.0%	340.0

(注1) 超過量(7月) = 生産量(7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(7月) / 産油能力 * 100

(注5) 生産余力 = 産油能力 - 生産量(7月)

(資料) Bloomberg

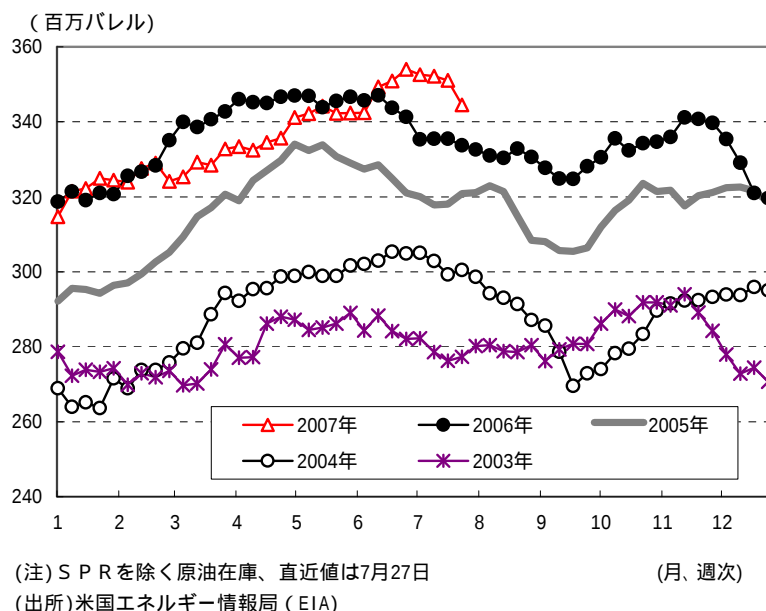
4. トピック；OPECが増産すれば原油価格は下がるか？

原油相場が高値圏で推移する中、OPECの増産を望む声が出てきている。しかし、米国の原油在庫はすでに高水準にあり、原油を増産しても、原油価格の下落に結びつくか疑問視する見方もある。果たして、OPECが増産すれば、原油需給を緩和し、原油価格を抑制することにつながるのだろうか。

(1) 高水準にある米国の原油在庫

原油の需給動向をみるうえで、最も注目されている指標が、週次で発表される米国の原油在庫である。米国の原油在庫は、前年水準を上回っており、またこの時期としては90年代前半以来の高水準にある。このデータをみると、すでに原油は潤沢であり、OPECが原油を増産する必要性はないように見える(図表14)。

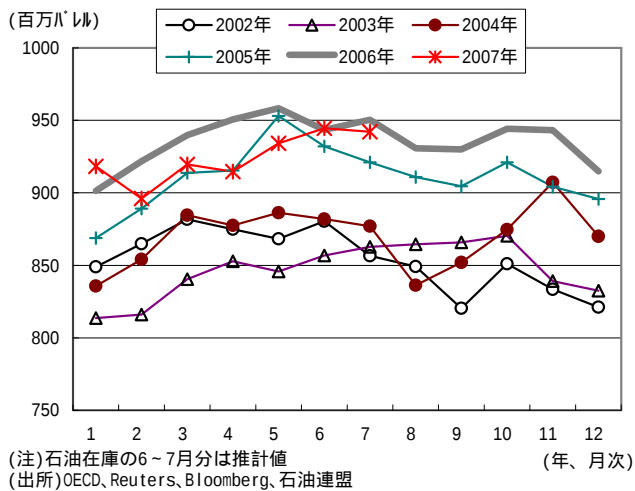
(図表14) 米国の原油在庫の動向



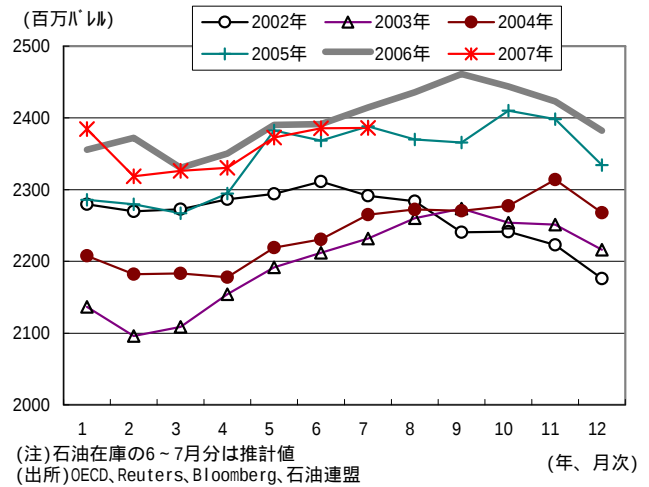
(2) 前年を下回る日米欧の石油在庫

しかし、欧州や日本も加えてみると、原油在庫の水準は、昨年水準を下回っている(図表15)。さらに、ガソリンなどの石油製品を加えた石油在庫全体をみると、2年前と同程度の水準にとどまっている(図表16)。

(図表 15) 日米欧の原油在庫



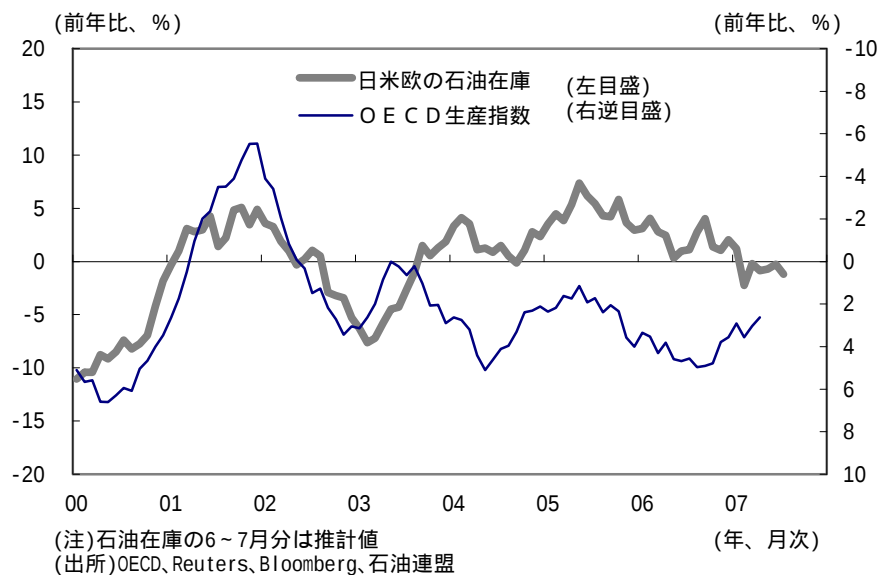
(図表 16) 日米欧の石油在庫



(3) 先進国の景気と石油在庫

先進国の石油在庫が全体として、やや抑制気味で推移している背景には、2006 年 11 月以来続いている O P E C の減産効果があると考えられる (2007 年 2 月に追加減産)。石油在庫と景気との関連をみると、従来、景気が加速すると石油在庫が抑制され、景気が減速すると石油在庫が増えやすいという関係があったが、足元では先進国の景気が減速気味で推移しているものの、石油在庫は抑制されている (図表 17)。

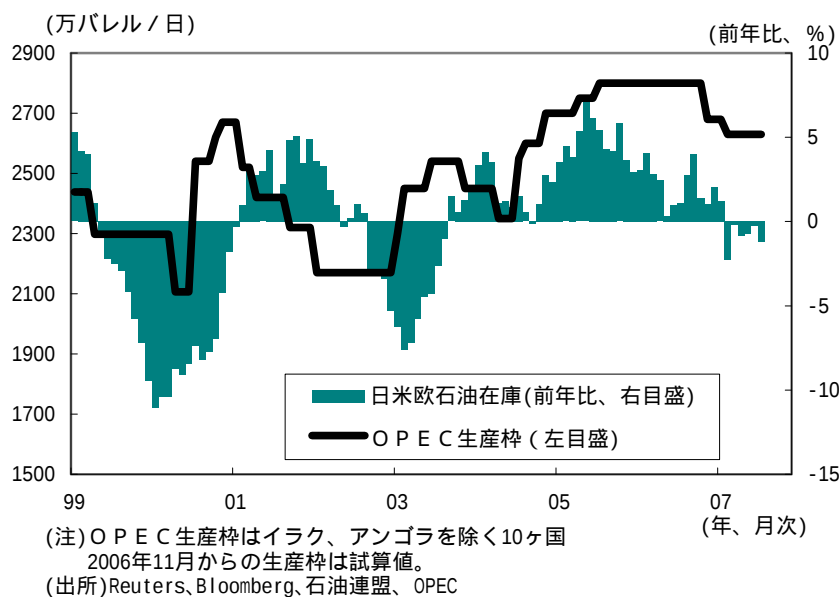
(図表 17) O E C D 生産指数と日米欧の石油在庫



(4) O P E C の生産枠と石油在庫

日米欧の石油在庫とO P E C の生産動向の関連をみると、O P E C の生産枠の変更が数ヶ月のタイムラグをもって、先進国の石油在庫に影響を及ぼしている様子がみてとれる。特に足元で先進国の景気が減速気味であるにもかかわらず、石油在庫が減少しているのは、O P E C の減産効果の表れであると考えられる (図表 18)。

(図表 18) O P E C 生産枠と日米欧の石油在庫

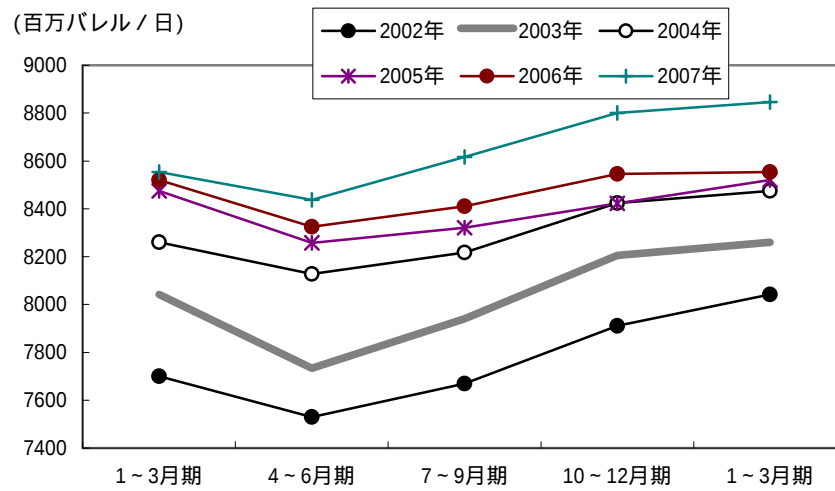


(5) 冬場の需要期に向けて需給逼迫の可能性

世界の石油需要は、北半球の冬場に需要のピーク期を迎える。2008 年 1 ~ 3 月期の需要量は、需要の少ない時期である 4 ~ 6 月期 (2007 年) に比べて日量 400 万バレル増加すると見込まれている (図表 18)。現状すでに、在庫が前年比横ばいないしは減少傾向で推移していることを勘案すると、冬場に原油が増産されないと、原油需給に逼迫感が生じる可能性がある。

O P E C は、冬場の需要期にかけて、少なくとも現行の減産 (日量 170 万バレル) を取りやめる (増産する) 可能性が大きいと考えられる。

(図表 18) 世界の石油需要の季節パターン



(注) 各年1~3月期から翌年1~3月期までのプロット。

2007年7~9月期以降はI E Aの予測値

(出所) I E A

(四半期)