

原油レポート

< O P E C 増産でも、原油相場高止まりの背景 >

1. 原油市況～史上最高値を更新

原油相場（期近物）は、8月下旬から騰勢を強め、再び史上最高値を更新している。9月12日の終値は1バレル＝79.91ドル、取引中には一時80.18ドルを記録した。米国の原油在庫の減少が続いていること、パイプライン漏れに伴い供給が懸念されたこと、パレスチナやイランを巡る地政学リスクやナイジェリアやイラクの生産障害が続いていること、などが相場の買い材料とされた。OPEC総会を前に増産が見送られるとの観測が強かったことも、買い安心感につながっていた。実際には、9月11日のOPEC総会では増産が決定されたが、期近物を中心に相場の上昇が続いた。

OPECの増産は小幅であり、また11月からとされているため、当面、期近物が買われやすい地合いが続く可能性がある。一方で、OPECが冬場に追加増産を行う可能性があることや、サブプライムローン問題への懸念が続くようなことが相場の抑制要因になろう。もっとも、サブプライムローン問題の影響により実体経済が腰折れする可能性は小さいとみられ、来年にかけて米国景気の改善とともに需給が引き締まり、原油相場は緩やかな上昇を続ける可能性がある。

2. トピック～OPEC増産でも、原油相場高止まりの背景

米国のサブプライムローン問題により金融市場の不安定な動きが続く中、景気の先行きに対する懸念がやや広がりを見せている。こうした状況下、需要の先行き不透明感を材料に、銅やアルミニウムなど非鉄金属市況も頭打ち傾向で推移してきている。しかし一方で、原油相場は高止まりし、再び最高値を更新してきている。

原油高止まりの背景には、原油在庫が減少基調で推移していること、これまでのOPEC減産の効果が続いており増産の効果はまだ出ないこと、投機筋の売り圧力が小さかったとみられることなどが挙げられる。

足元の非鉄金属相場は下落しており、過去をみると、金属の価格変動は原油の価格変動よりも早いタイミングで起こることがあるのは要注意だ。もっとも、金属相場の下落は原油需給の緩和を直接に示唆するものではない。最終的に世界の景気動向が堅調を続けるかどうか、原油相場動向を決める大きな要因になってくると考えられる。



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

次回公表日：2007年9月25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；史上最高値を更新

原油相場（期近物）は、8 月下旬から騰勢を強め、再び史上最高値を更新している。9 月 12 日の終値は 1 バレル = 79.91 ドル、取引中には一時 80.18 ドルを記録した。

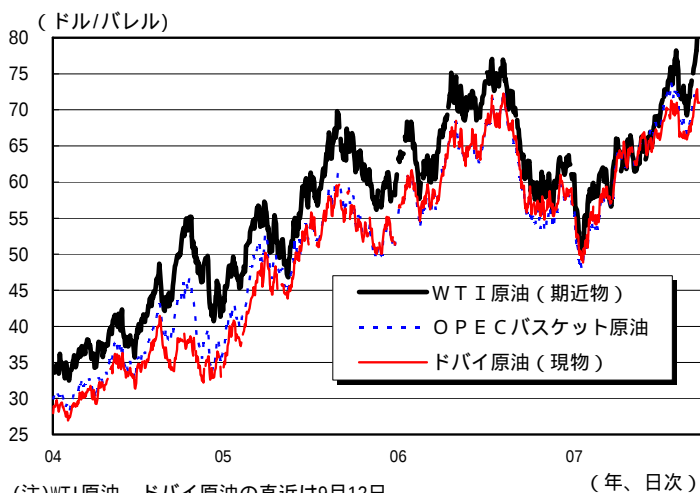
米国週次石油統計で原油在庫の減少が続いていること、パイプライン漏れに伴い供給が懸念されたこと、パレスチナやイランを巡る地政学リスクやナイジェリアやイラクの生産障害が続いていること、などが相場の買い材料とされた。また、OPEC 総会を前に増産が見送られるとの観測が強まっていたことも、買い安心感につながっていた。実際には、9 月 11 日の OPEC 総会では増産が決定されたが、増産幅が小幅にとどまったこともあり、期近物を中心に相場の上昇が続いた。

原油相場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ーションが 7 月後半から続いており、足元ではその傾向が強まっている（図表 6）。

先物市場における投機筋のポジションをみると、原油の買い超幅は 7 月 31 日に終わる週をピークに縮小に転じていたが、9 月 4 日に終わる週にはやや拡大した（図表 7）。また、ガソリンの買い超幅は 7 月 10 日に終わる週をピークに縮小していたが、8 月 29 日に終わる週以降、2 週連続で拡大した（図表 8）。

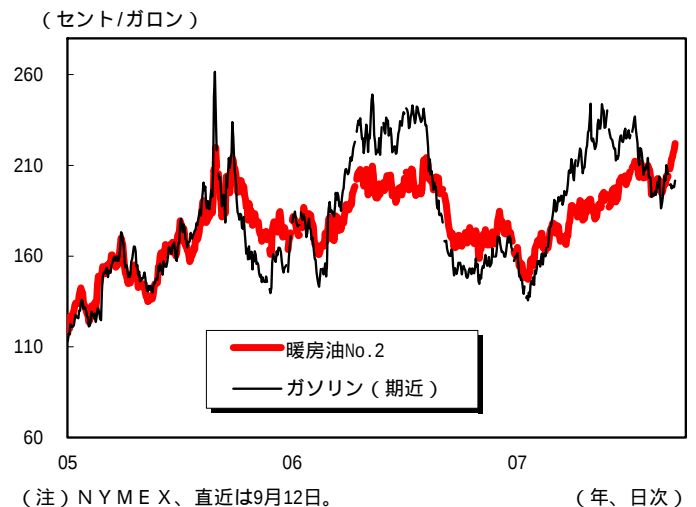
サブプライムローン問題を発端にして株式相場が下落し、景気の先行き懸念が強まったことから、原油価格は 8 月下旬には 70 ドル台を下回ったものの、銅などの金属に比べて下落幅は小幅であった（後掲 4. トピック参照）。OPEC の増産は小幅であり、また 11 月からとされているため、当面、期近物が買われやすい地合いが続く可能性がある。一方で、OPEC が冬場に追加増産を行う可能性があることや、サブプライムローン問題への懸念が続くようなことが相場の抑制要因になろう。もっとも、サブプライムローン問題の影響により実体経済が腰折れする可能性は小さいとみられ、来年にかけて米国景気の改善とともに需給が引き締まり、原油相場は緩やかな上昇を続ける可能性がある。

（図表 1）原油市況の推移



（注）WTI 原油、ドバイ原油の直近は 9 月 12 日、OPEC バスケット原油の直近は 9 月 11 日。

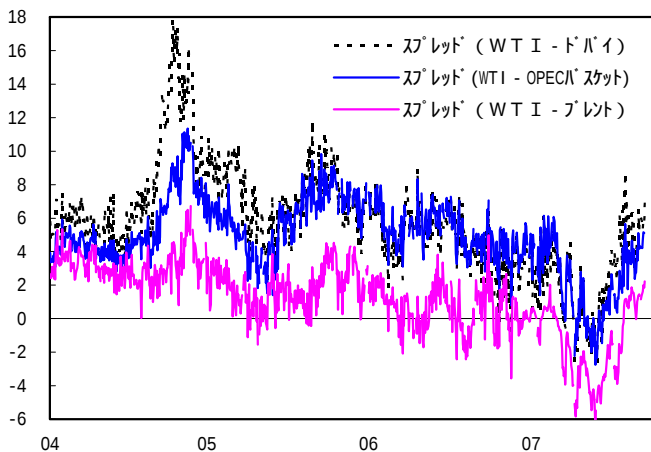
（図表 2）石油製品市況の推移



（注）NYMEX、直近は 9 月 12 日。

(図表3) 油種間スプレッドの推移

(ドル/バレル)



(注) WTI、ドバイ、ブレンットの直近は9月12日、OPECバスケットの直近は9月11日。

(図表5) WTI原油先物価格の限月推移

(ドル/バレル)

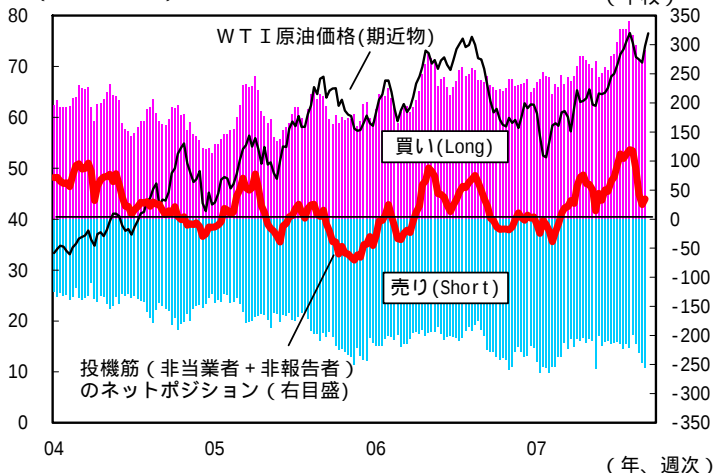


(注) 限月は26ヵ月先まで、2007年9月12日時点
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表7) 投機筋のポジション(原油)

(ドル/バレル)

(千枚)

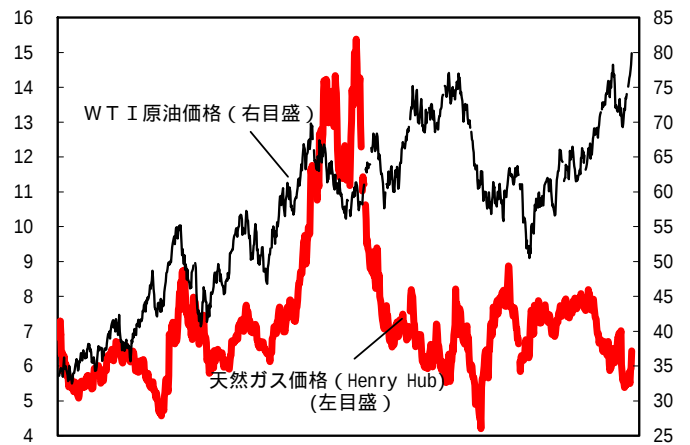


(注1) 直近は9月4日時点
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザ以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていと推察される。
(出所) CFTC

(図表4) 米国天然ガス市況の推移

(ドル/百万Btu)

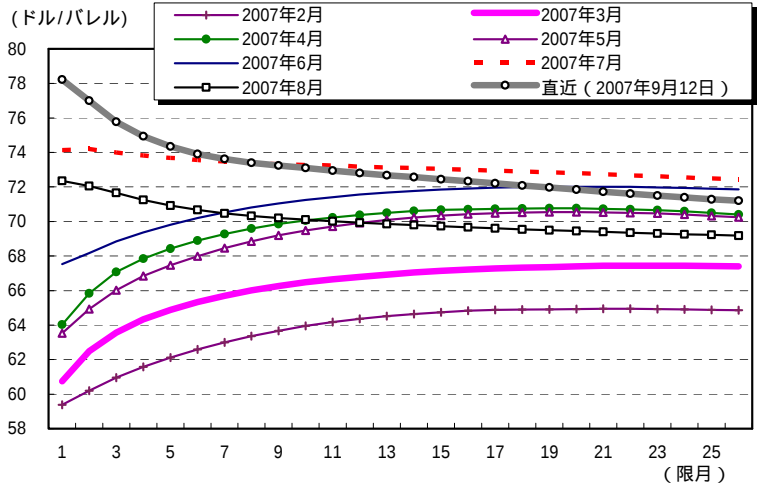
(ドル/バレル)



(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略
(注2) 直近は9月12日。

(図表6) WTI原油の先物カーブ

(ドル/バレル)

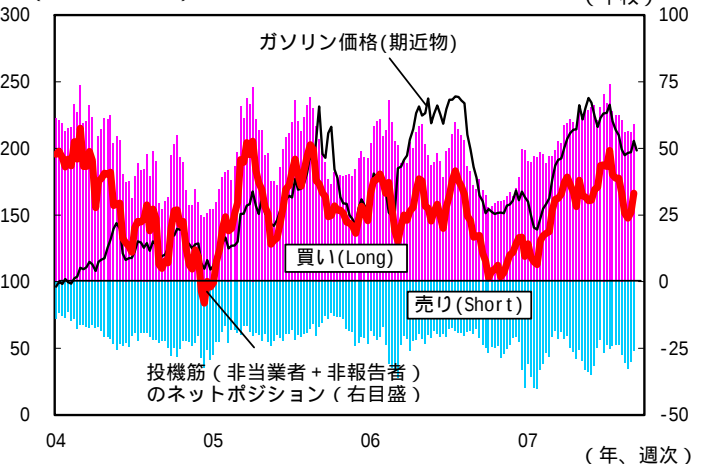


(注) 各時点における各限月(26ヵ月先まで)のWTI原油先物価格
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表8) 投機筋のポジション(ガソリン)

(セント/ガロン)

(千枚)



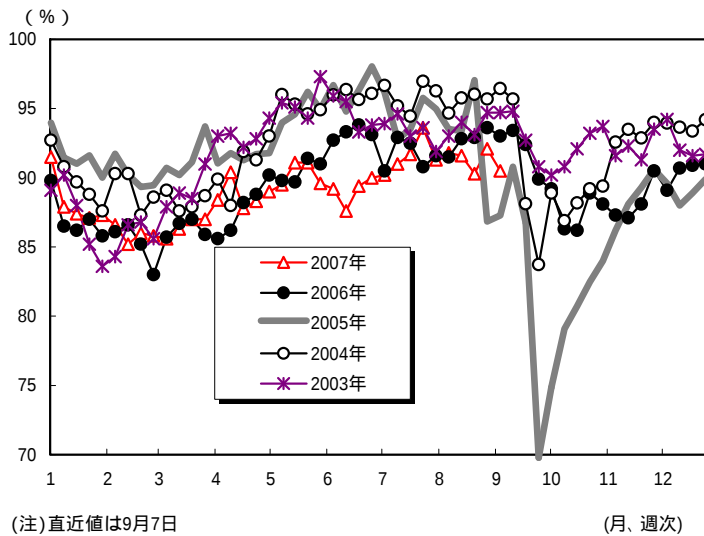
(注1) 直近は9月4日時点
(注2) GASOLINE BLENDSTOCK (RBOB)あるいはUNLEADED GASOLINEの合計
(出所) CFTC

2. 品目別需給動向

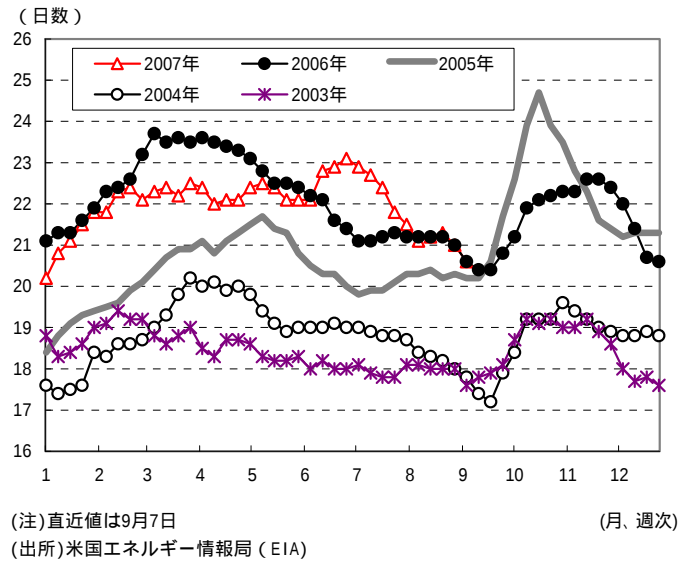
(1) 米国原油需給；原油在庫は減少基調が続く

米国製油所の稼働率は依然として平年を下回っているものの、製油活動は緩やかに上昇し（図表9）、原油需要も緩やかに回復している。このため、原油需要は徐々に回復しており、原油在庫の減少が続いている。原油在庫率も低下が続き、前年水準を下回ってきている（図表10）。

（図表9）米国の製油所の稼働率



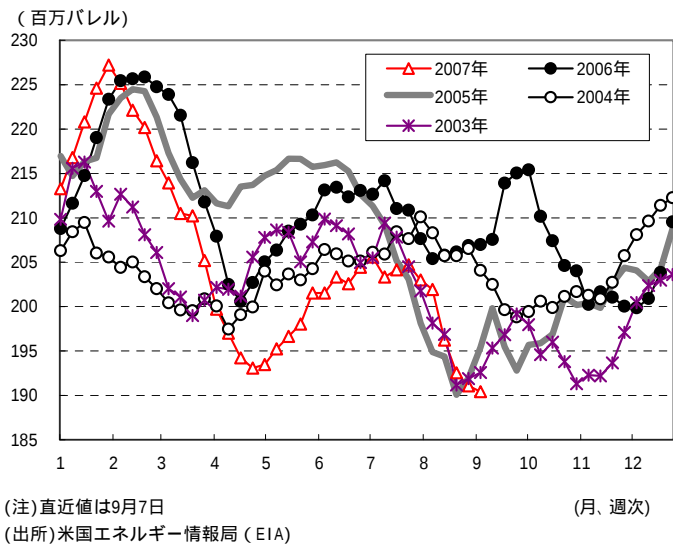
（図表10）米国の各年の原油在庫率



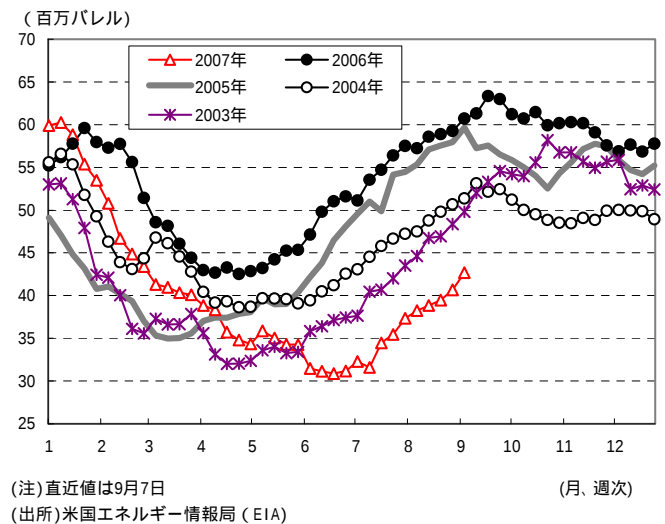
(2) 米国石油製品；暖房油価格が上昇

ガソリン小売価格は9月に入って下げ止まってきているが、9月10日は全米平均で1ガロンあたり2.86ドルと3ドル以下にとどまっている。一部では引き続きガソリン需給の逼

（図表11）ガソリン在庫の推移



（図表12）暖房油在庫の推移



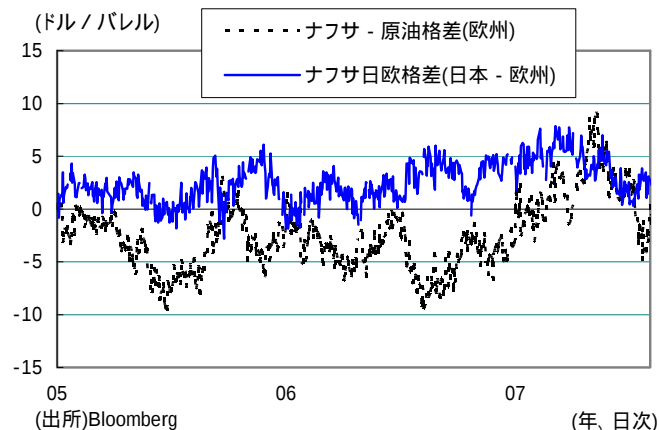
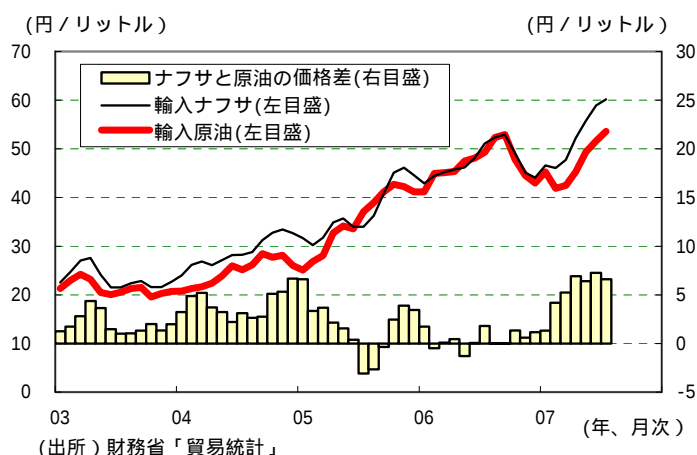
迫を懸念する見方もあるが、ガソリン需要のピーク期を過ぎ、冬場に需要期を迎える暖房油の価格が上昇してきている。足元では、ガソリン価格を暖房油価格が上回ってきている(図表2)。暖房油の在庫水準は、前年を大きく下回って推移している(図表12)。

(3) ナフサ；足元でナフサ価格の上昇は一服する動き

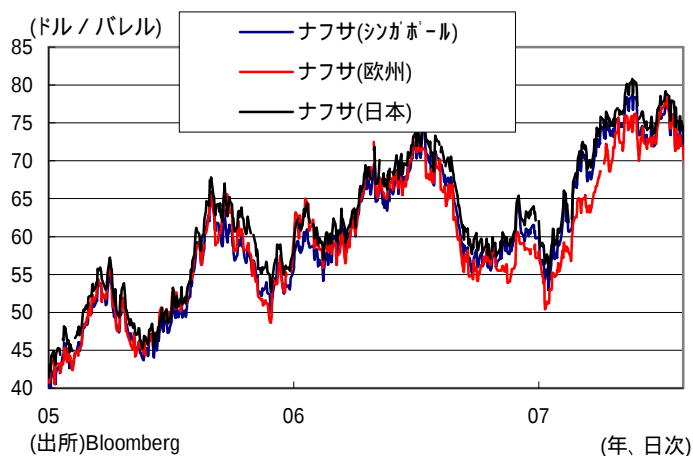
日本の7月の輸入ナフサ価格(通関)は、原油価格の上昇を背景に1リットルあたり60.2円に上昇した(図表13)。もっとも、輸入原油との価格差の拡大には歯止めがかかってきている(図表13)。

また、ナフサと原油の価格差(欧州)をみると、7月までのナフサが割高な状態は8月に入って解消され、9月も8月と同程度の価格差で推移している。

(図表13) 日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格 (図表14) ナフサの日欧格差とナフサ・原油価格差



(図表15) 日本・欧州・シンガポールのナフ価格



３．ＯＰＥＣの動向

９月のＯＰＥＣ総会

ＯＰＥＣは９月１１日ウィーンで開催した定例総会で、イラク、アンゴラを除く１０ヶ国の生産量を日量５０万バレル引き上げることを決定した。１１月１日から実施される。

今回増産に踏み切った背景には、サブプライムローン問題により世界景気に不透明感が強まる中、原油相場の高騰により世界景気の減速感が強まれば原油需要の減少につながる懸念があったとみられる。ＯＰＥＣは昨年１１月から２度にわたり減産を実施していた。

もっとも今回の増産幅は小幅であったため、冬場の暖房油需要や世界景気の動向により、ＯＰＥＣは追加的な増産を決定する可能性がある。７年ぶりの開催となる１１月のＯＰＥＣ首脳会議や、１２月５日の特別総会の前後では、追加増産観測が出てくるとみられる。

地政学リスク

米国では、今年１月のイラクへの米軍増派に関する最終報告を前に、ブッシュ大統領が、イランがシーア派民兵組織を支援していることがイラク治安混乱の主因であるとして、イランに対して対抗措置をとることを表明した。核開発疑惑をめぐって、イランは査察に柔軟姿勢をみせてきたが、米国はイラク情勢でイランに強硬姿勢を強めており、核問題でも国連追加制裁決議を求める動きを続けるとみられ、緊張感が改善しているわけではない。

パレスチナ問題でも、イスラエルとパレスチナ自治政府との協議で具体的な進展がみられない中、イスラエル空軍機がシリア領空を侵犯する動きがあり、緊張感を高めた。

ナイジェリアでは政府と反政府勢力との和解が進展せず、石油供給への懸念が続いている。米国は９月６日、欧米系の石油施設がテロ攻撃を受ける恐れがあると警告を出した。

（図表１６）ＯＰＥＣの生産動向

国名	生産量 (８月)	生産量 (７月)	超過量 (８月)	生産枠 (07年2～10月)	産油能力	稼働率	(万バレル/日) 生産余力 (８月)
サウジアラビア	860.0	858.0	10.9	849.1	1,080.0	79.6%	220.0
イラン	385.0	390.0	20.7	364.3	410.0	93.9%	25.0
クウェート	241.0	240.0	4.7	236.3	255.0	94.5%	14.0
ＵＡＥ	254.0	252.0	10.5	243.5	265.0	95.8%	11.0
カタール	82.0	80.0	3.3	78.7	82.0	100.0%	0.0
ベネズエラ	240.0	238.0	5.7	234.3	255.0	94.1%	15.0
ナイジェリア	220.0	220.0	15.6	204.4	260.0	84.6%	40.0
インドネシア	83.5	82.5	1.4	82.1	85.0	98.2%	1.5
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
ＯＰＥＣ１０カ国	2,670.5	2,665.5	86.0	2,584.5	3,005.0	88.9%	334.5
イラク	197.0	212.5	-	-	220.0	89.5%	23.0
アンゴラ	165.0	162.0	-	-	165.0	100.0%	0.0
ＯＰＥＣ１２カ国	3,032.5	3,040.0	-	-	3,390.0	89.5%	357.5

（注１）超過量（８月）＝生産量（８月）－生産枠（07年2～10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（８月）／産油能力＊100

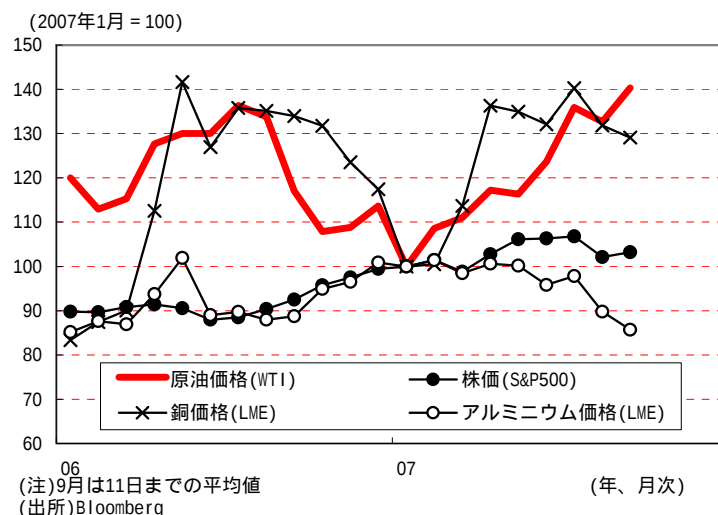
（注５）生産余力＝産油能力－生産量（８月）

（資料）Bloomberg

4. トピック；OPEC増産でも、原油相場高止まりの背景

米国のサブプライムローン問題により金融市場の不安定な動きが続く中、景気の先行きに対する懸念が広がりを見せている。こうした状況下、需要の先行き不透明感を材料に、銅やアルミニウムなど非鉄金属市況も頭打ち傾向で推移してきている。しかし、一方で、原油相場は高止まりし、再び最高値を更新している。

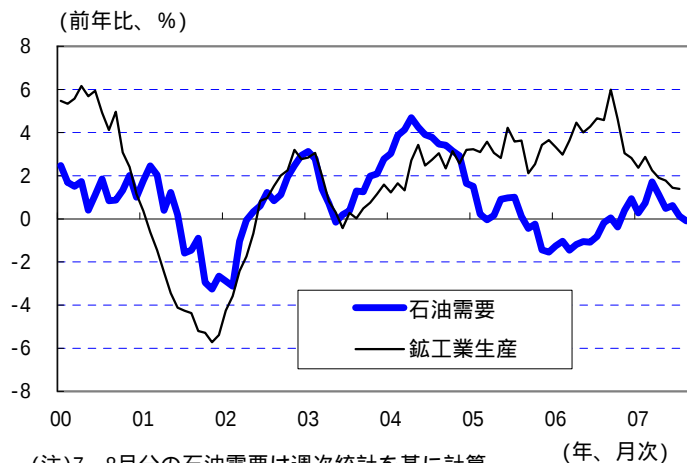
(図表 17) 原油、銅、アルミニウム、株式の価格



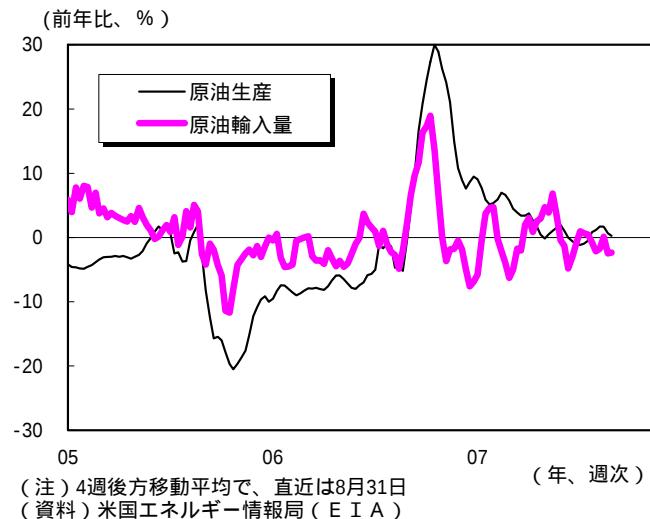
(1) 減少基調の原油在庫

原油相場(WTI)が高止まりしている背景の一つは、原油在庫が減少基調にあることだろう。米国の原油在庫は、6月の最終週をピークに減少に転じ、足元では前年同期の水準を下回るようになってきている(図表 10)。米国の石油需要は景気動向を映して前年並みにとどまっており、それほど強いわけではないが、輸入を中心に原油の供給が減っている(図表 18~19)。

(図表 18) 米国の鉱工業生産と石油需要



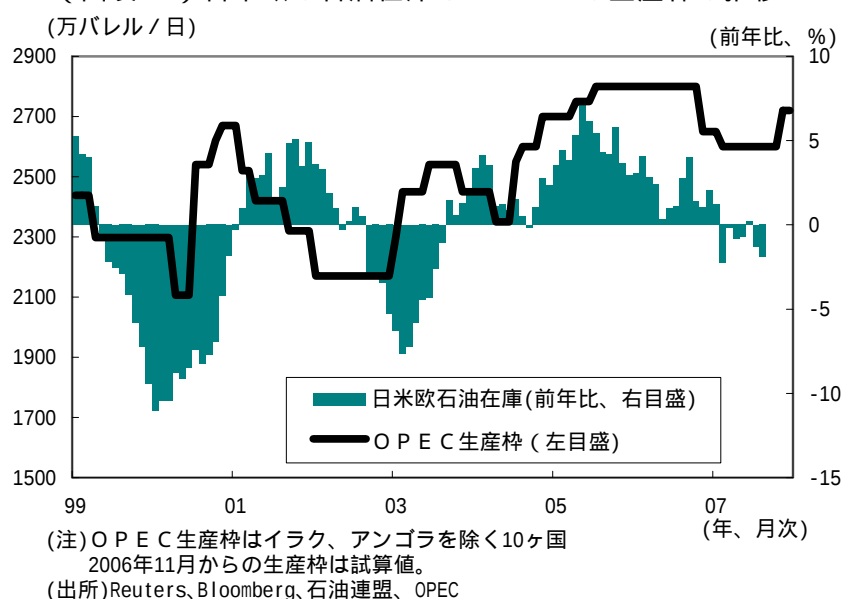
(図表 19) 米国の国内原油生産と原油輸入



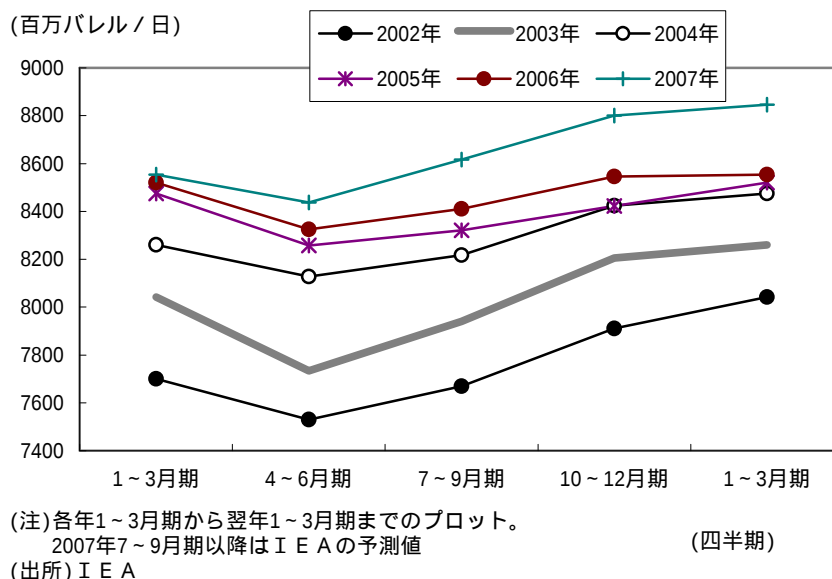
(2) 「9月11日の増産決定の効果」と「昨年冬場の減産の効果」

日米欧を合計した在庫動向をみても、足元は減少基調にある(図表20)。昨年冬場(2006年11月より120万バレル、2007年2月よりさらに50万バレルの減産)に行われた減産の効果によって、現在の原油市場は引き締まる方向にある。しかも、北半球の冬場には暖房用の石油需要が増加することもあり、世界の原油需要は7～9月期に比べて10～12月期や1～3月期には、日量100万バレル以上増加することが多い(図表21)。9月11日に、OPECは11月より日量50万バレル増産することを決定したが、それは昨年冬場の減産の効果とを和らげるものであっても、原油需給を緩和するほどの効果はないと思われる。

(図表20) 日米欧の石油在庫とOPECの生産枠の推移



(図表21) 世界の石油需要の季節パターン



（３）期近物中心の相場上昇

そうした環境下、今期の冬場に追加増産が行われるとしても、特に 10～11 月については原油の需給が現在よりも引き締まってきている可能性がある。このため、WTI の期近物（現在は 2007 年 10 月物）は、価格が上昇しやすくなっていると考えられる。

実際、図表 6 のとおり、11 日の相場水準は、限月が近いものについては、7 月～8 月の価格水準を大幅に上回っているが、期先のものについては 7 月と 8 月の価格水準の中間に位置している。

OPEC の増産効果は当面出てこないとみられ、期近物の需給逼迫に対する思惑が働き易い状況はしばらく続く可能性がある。

（４）投機的なポジションの動き

もっとも、先物市場における投機筋のポジションをみると、原油の買い超幅は 9 月 4 日に終わる週にはやや拡大したとはいえ、7 月 31 日に終わる週をピークに縮小が続いていた（図表 7）。

今年 2 月～7 月頃にかけて、原油市場における WTI 安と石油製品市場におけるガソリン高が進んでいたが、これらのややいびつな価格体系は米国の製油所の稼働率上昇とともに修正されている。こうした動きに伴って、7 月に強まっていた投機的な原油買いの思惑は 8 月半ばまでに修正されてきていたことも、サブプライムローン問題への懸念が各市場に広まった際に、原油相場の下落圧力を小さくした背景にあるように思われる。

（５）原油の景気との連動性

ただし、米国を中心に世界の景気が大幅に減速してしまうのであれば、原油の需給も緩和する可能性がある。銅などの金属相場は、需要が減退することを懸念して、下落気味に推移している。金属の価格変動は、原油の価格変動よりも早いタイミングで起こることがあるのは要注意だ（図表 22）。

金属は最終的に耐久消費財や産業向け機械などに使われることが多く、そうした財は需要変動が非常に大きいため、景気の先行き不透明感に対して相場は敏感に反応しやすいと考えられる。また、金属の需要は部品や中間財などを生産する段階で発生するのに対して、石油の需要は家計の消費動向や世の中の物流量などに左右されるため、金属と原油では需給が変化するのに時間差が生じている可能性もある。

もっとも、金属相場の下落は原油需給の緩和を直接に示唆するものではない。最終的に世界の景気動向が堅調を続けるかどうか、原油相場の動向を決める大きな要因になってくると考えられる。

(図表 22) 原油相場と銅相場の推移

