

# 原油レポート

< 原油高の影響がそれほど懸念されない理由 >

## 1. 原油市況 ~ 史上最高値の更新が続く

原油相場(WTI、期近物)は上昇基調を続け、9月20日の終値は1バレル=83.32ドルまで上昇した。その日の夜間の電子取引では、一時84.10ドルを記録した。

原油相場が一段と上昇した背景には、米国週次石油統計で原油在庫の減少が続いていること、低気圧の接近によってメキシコ湾岸の一部の油田での原油生産が停止されたこと、19日に米国が利下げを決定し景気後退への懸念が和らいだこと、ドル安が進みドル建て原油価格の押し上げ材料とされたことなどがある。もっとも、懸念された暴風雨による生産障害は起こらず、25日の終値は79.53ドルとやや下落した。

今後は、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ってくるだろう。また、冬場に入って暖房油価格が高止まりしていれば、景気への悪影響が懸念され、結果的に原油相場の下落圧力になってくる可能性もある。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 ~ 原油高の影響がそれほど懸念されない理由

原油相場が史上最高値の更新を続けていても、それほど景気への悪影響が懸念されていないように思われる。その背景には、いくつかの要因がある。

まず、欧州の指標であるブレント原油をユーロ建てでみた場合や、アジアの指標であるドバイ原油を円建てでみた場合に、原油相場の水準は今年の7月の相場水準まで上昇しているに過ぎない。また、米国では原油価格は上昇しているが、石油製品価格への影響は限定的である。ガソリン価格は過去のピーク期に比べ低水準であり、暖房油価格は上昇しているものの、需要期である冬場までにはまだ時間がある。

経済への影響が大きくなり、石油需要が減退することもなさそうだからこそ、原油相場は上昇してきたのだと考えられる。しかし、原油相場が80ドル台半ばを大幅に上回る状態が続くようなことがあれば、需要減退観測や景気減速懸念が生じやすくなるであろう。



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10月9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；史上最高値の更新が続く

原油相場（WTI、期近物）は上昇基調を続け、9月20日の終値は1バレル＝83.32ドルまで上昇した。その日の夜間の電子取引では、一時84.10ドルを記録した。

原油相場が一段と上昇した背景には、米国週次石油統計で原油在庫の減少が続いていること、低気圧の接近によってメキシコ湾岸の一部の油田での原油生産が停止されたこと、19日に米国が利下げを決定し景気後退への懸念が和らいだこと、ドル安が進みドル建て原油価格の押し上げ材料とされたことなどがある。もっとも、懸念された暴風雨による生産障害は起こらず、25日の終値は79.53ドルとやや下落した。

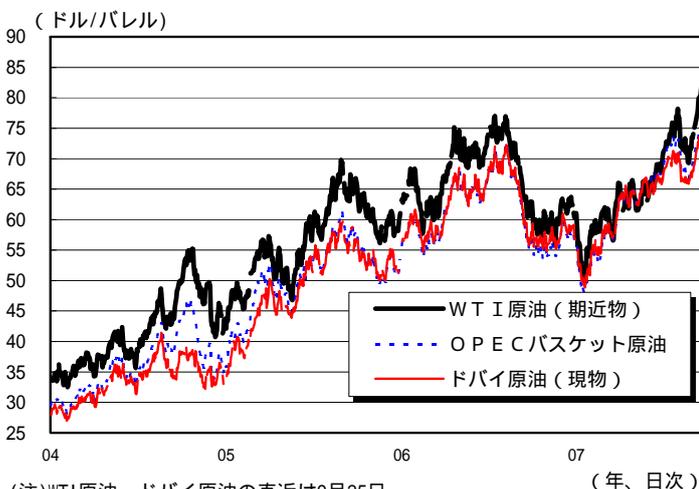
原油相場の先物カーブを見ると、期近物をピークに、期先になるほど価格が安くなるバックワーデションが7月後半から続いている（図表6）。

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日に終わる週以降は、拡大している（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28日に終わる週以降は拡大が続いている（図表8）。

9月11日に決定されたOPECの増産は小幅で、時期も11月からとされたため、期近物が買われやすい地合いが続いている。また、足元ではガソリン価格が一時に比べ落ち着いており、価格が上昇している暖房油の需要は冬場まで本格化しないため、原油高による景気減速観測や石油需要減退観測が強まらず、相場を下がりやすくしていると考えられる。

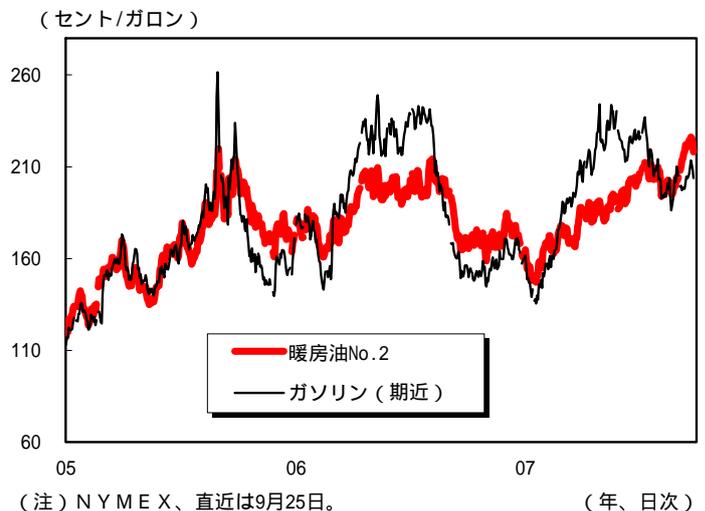
しかし今後は、OPECが冬場に追加増産を行う可能性があることや、サブプライムローン問題への懸念が続くようなことが相場の抑制要因になってくるだろう。また、冬場に入って暖房油価格が高止まりしていれば、景気への悪影響が懸念され、結果的に原油相場の下落圧力になってくる可能性もある。もっとも、サブプライムローン問題の影響により实体经济が腰折れする可能性は小さいとみられ、来年にかけて米国景気の改善とともに需給が引き締まり、原油相場は緩やかな上昇を続ける可能性がある。

（図表1）原油市況の推移



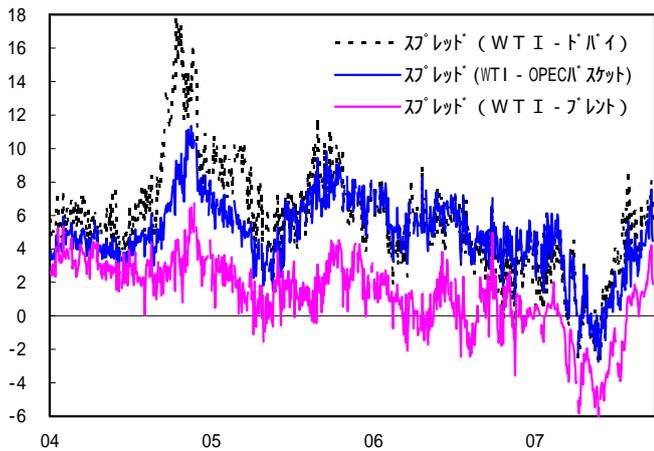
（注）WTI原油、ドバイ原油の直近は9月25日、OPECバスケット原油の直近は9月24日。

（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)

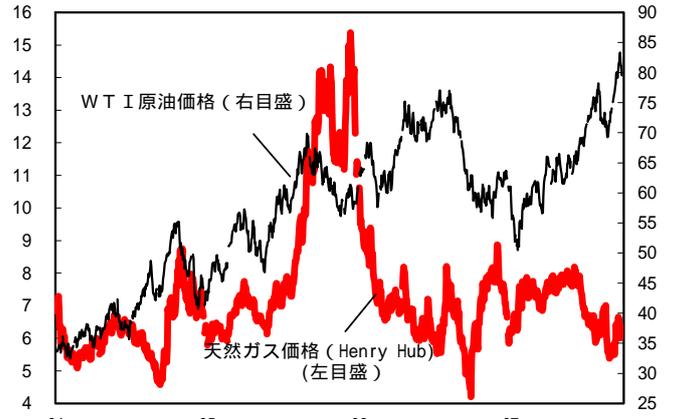


(注) WTI、ドバイ、ブレンットの直近は9月25日、OPECバスケットの直近は9月24日。(年、日次)

(図表4) 米国天然ガス市況の推移

(ドル/百万Btu)

(ドル/バレル)

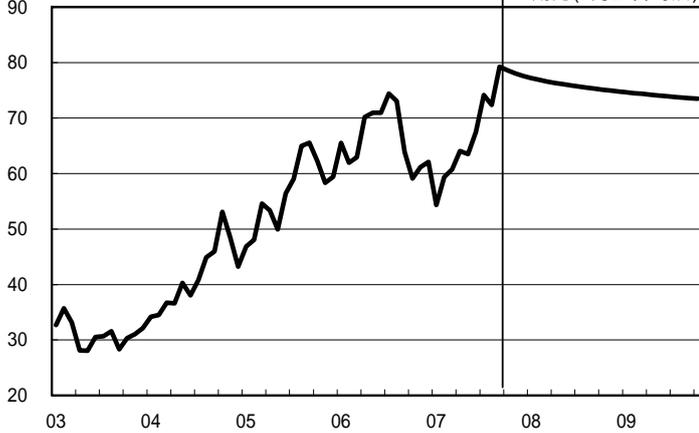


(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略 (注2) 直近は9月25日。(年、日次)

(図表5) WTI原油先物価格の限月推移

(ドル/バレル)

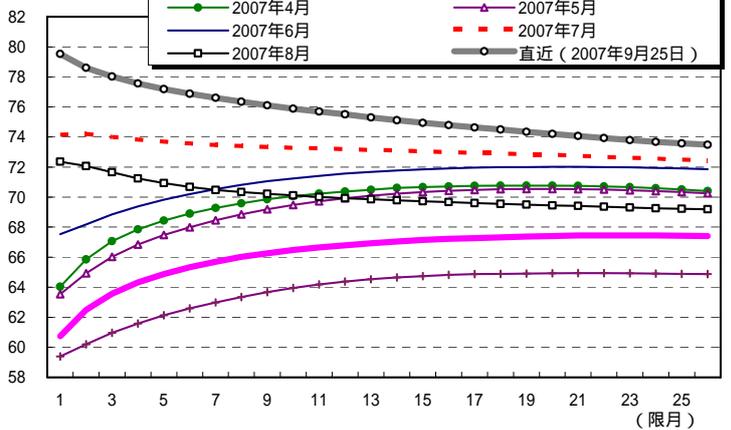
期先(9月25日時点)



(注) 限月は26ヵ月先まで、2007年9月25日時点(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX) (年、月次)

(図表6) WTI原油の先物カーブ

(ドル/バレル)

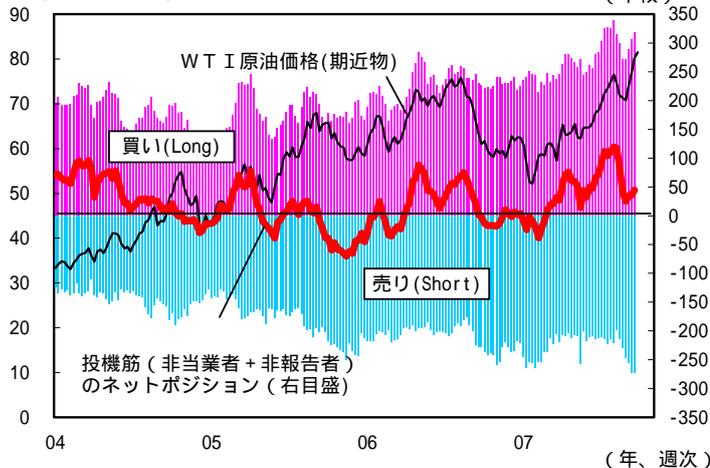


(注) 各時点における各限月(26ヵ月先まで)のWTI原油先物価格(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX) (限月)

(図表7) 投機筋のポジション(原油)

(ドル/バレル)

(千枚)

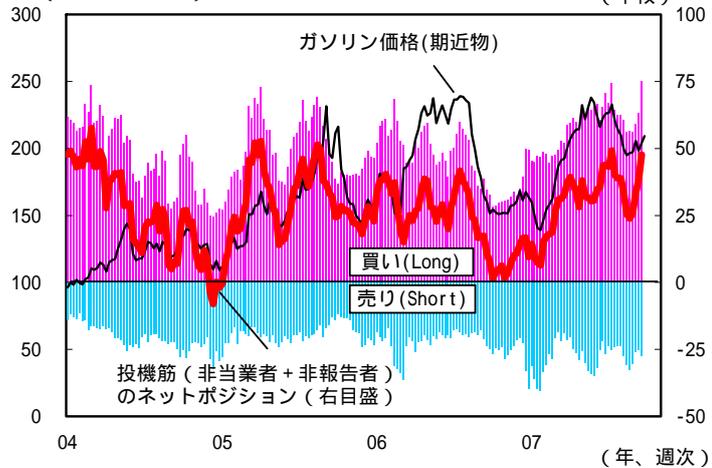


(注1) 直近は9月18日時点 (注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザ以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。(出所) CFTC (年、週次)

(図表8) 投機筋のポジション(ガソリン)

(セント/ガロン)

(千枚)



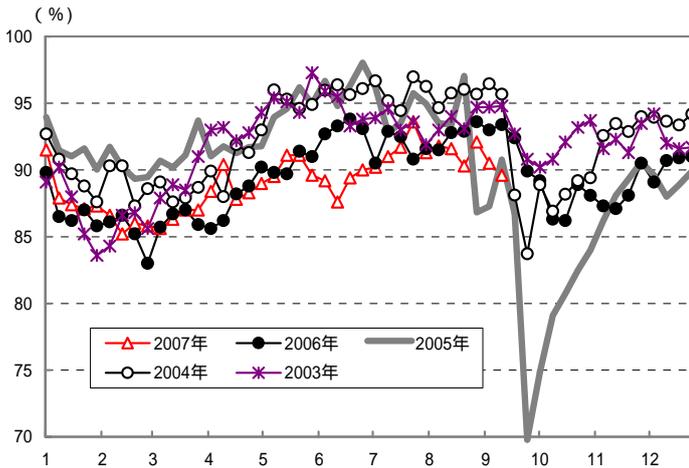
(注1) 直近は9月18日時点 (注2) GASOLINE BLENDSTOCK (RBOB)あるいはUNLEADED GASOLINEの合計(出所) CFTC (年、週次)

## 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

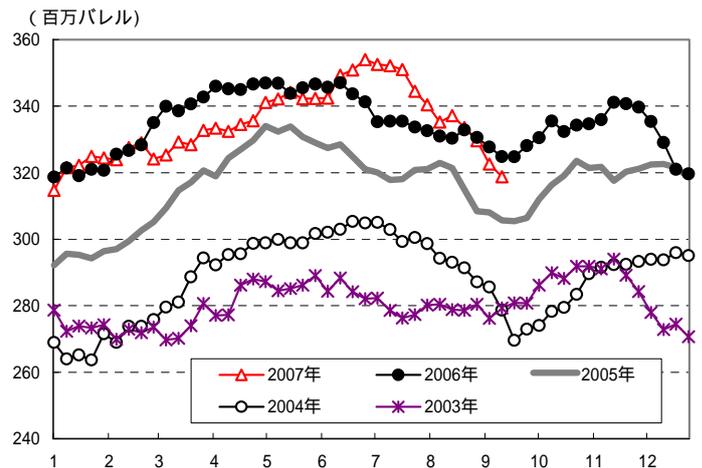
米国製油所の稼働率は依然として平年を下回っており（図表9）、原油需要は伸び悩んでいる。しかし、輸入を中心に原油供給が減少しており、原油在庫の減少が続いている。原油在庫の水準は、7月後半から速いテンポで減少し、前年を下回ってきている（図表10）。

（図表9）米国の製油所の稼働率



(注)直近値は9月14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

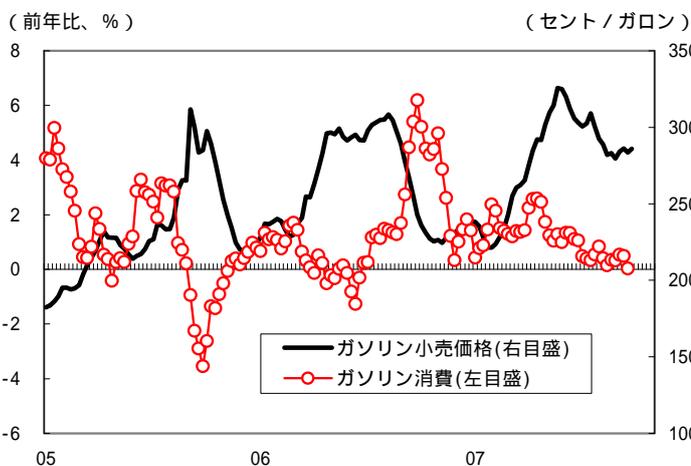


(注) S P Rを除く原油在庫、直近値は9月14日  
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

### (2) 米国石油製品；暖房油在庫は低水準

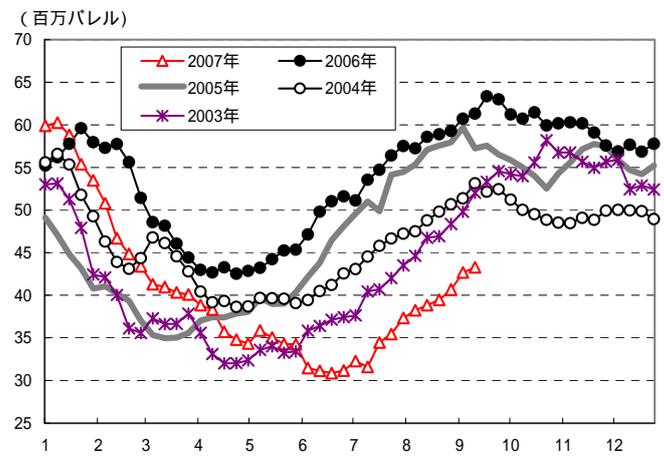
ガソリン小売価格（全米平均）は9月に入って下げ止まってきているが、依然、1 ガロンあたり3ドル以下にとどまっている。こうした中、ガソリン需要は前年並みで推移している。もっとも、ガソリン需要のピーク期を過ぎ、足元では冬場に需要期を迎える暖房油

（図表11）ガソリン価格と消費の推移



(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）暖房油在庫の推移



(注)直近値は9月14日  
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

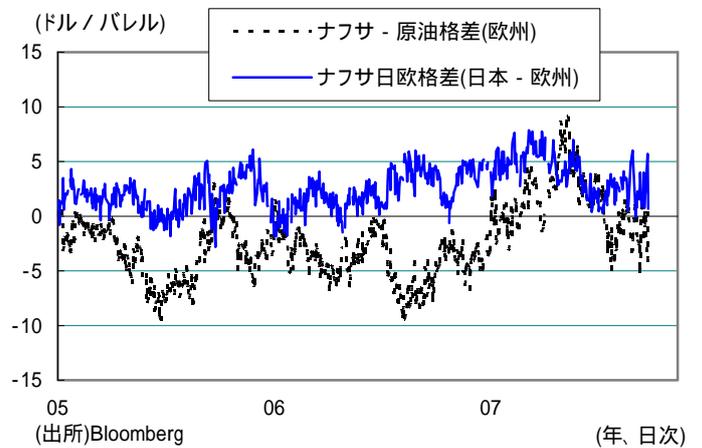
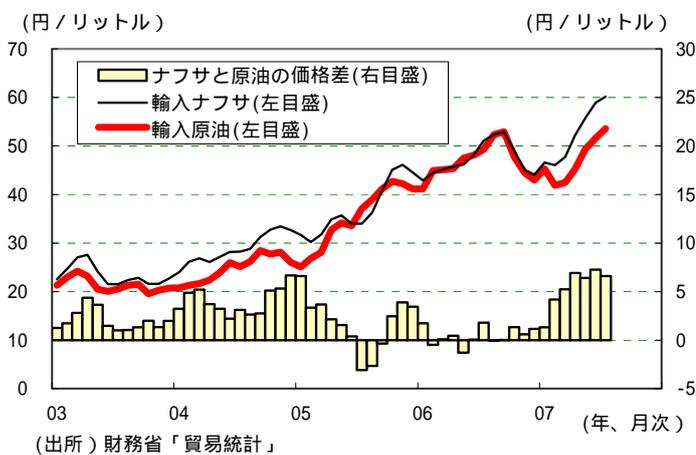
の価格がガソリン価格を上回ってきている(図表 2)。暖房油の在庫水準は、前年を大きく下回って推移している(図表 12)。

### (3) ナフサ；足元でナフサ価格の上昇は一服する動き

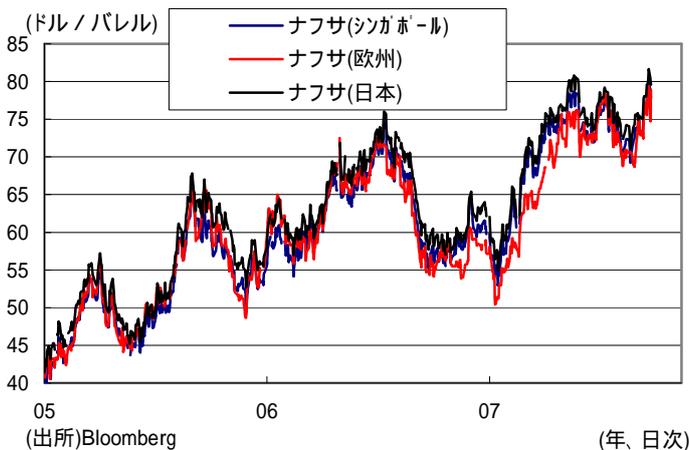
日本の7月の輸入ナフサ価格(通関)は、原油価格の上昇を背景に1リットルあたり60.2円に上昇した(図表 13)。一方、輸入原油との価格差の拡大には歯止めがかかってきている(図表 13)。欧州におけるナフサと原油の価格差をみても、7月までのナフサが割高な状態は8月に入って解消され、9月も8月と同程度の価格差で推移している(図表 14)。

もっとも、足元では、原油高が進んでおり、ナフサ価格も上昇傾向にある(図表 15)。

(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サ価格



### 3. 地政学リスク要因の動向

核開発疑惑をめぐって、8月21日にイランは、IAEA(国際原子力機関)による核査察を受け入れることで合意したが、米欧が停止を求める核濃縮活動は継続しており、イランと米欧との緊張感が和らいているわけではない。

米国は核問題での国連追加制裁決議を求める動きを続けるとみられ、ライス国務長官は、「IAEAは技術的な機関であり、外交を行う機関ではない」としてIAEAのイランとの交渉姿勢を弱腰であると非難する発言を行っている。もっとも、国連安保理では、中国やロシアが追加制裁に消極的であり、追加制裁が決議される可能性は小さいとみられる。

また、フランスのクシュネル外相は16日に「最悪の事態に備えねばならない。最悪の事態とは戦争だ」と発言し、物議をかもした。21日にサルコジ大統領は「イランとの戦争を望まない」と強調したが、フランスも対イランで強硬姿勢をみせており、国連安保理で追加制裁がまとまらない場合は、米国と同様な経済制裁をEUでも行う可能性を示している。米国とフランスはイランにさらに圧力をかけることで合意したとされる。ドイツもイランへの追加制裁を支持するとしているが、フランス企業がイランとの経済関係を続けていることに不満を示し、フランスの方針とはやや距離を置いているとみられる。

パレスチナ問題でも、米国主導によるパレスチナ国家建設やイスラエルとの和平交渉にアラブ諸国の協力が得られるか微妙な情勢である。シリアは今のところ否定的な立場をみせており、サウジアラビアは明らかな態度を示していない。

ナイジェリアでは、21日に指導者の一人が逮捕された反政府勢力が、石油施設への攻撃や外国人の誘拐を再開すると警告を出している。

(図表16) OPECの生産動向

国名	(万バレル/日)						生産余力(8月)
	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	
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
<b>OPEC10カ国</b>	<b>2,670.5</b>	<b>2,665.5</b>	<b>86.0</b>	<b>2,584.5</b>	<b>3,005.0</b>	<b>88.9%</b>	<b>334.5</b>
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
<b>OPEC12カ国</b>	<b>3,032.5</b>	<b>3,040.0</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>3,390.0</b>	<b>89.5%</b>	<b>357.5</b>

(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；原油高の影響がそれほど懸念されない理由

原油相場が史上最高値の更新を続けていても、それほど景気への悪影響が懸念されていないように思われる。足元の原油高はそれほど懸念されるほどのものではなく、目先、原油相場は一段高となり 90 ドルを超えていくのだろうか。

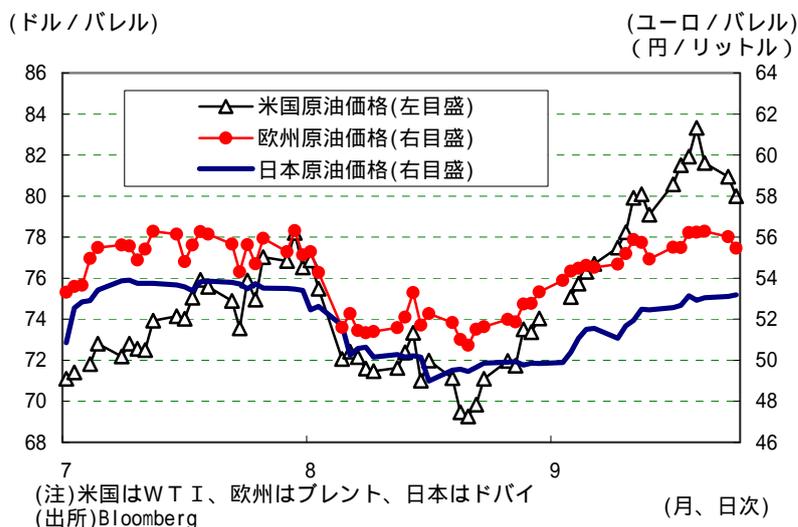
##### (1) ユーロ建て、円建ての原油価格は 7 月並み

原油高の悪影響への懸念がそれほど強まっていない背景には、いくつかの要因がある。まず、欧州や日本からみると、原油相場の水準はすでに経験した程度にしか高まっていない。つまり、欧州の指標であるブレント原油をユーロ建てでみた場合や、アジアの指標であるドバイ原油を円建てでみた場合に、原油相場の水準は今年の 7 月の相場水準にしか上昇していない(図表 17)。

これは、欧州のブレント原油や中東のドバイ原油が、7 月には米国の W T I 原油に対して異例に割高であったがその後は修正されてきたこと(図表 3)、足元では為替市場でドル安が進んだことによる。

欧州や日本ではすでに経験済みの原油価格の水準であり、企業があわててコスト増への対応を迫られたり、消費者が心理的に大きな影響を受けたりする可能性は小さいと考えられる。

(図表 17) 米国、欧州、日本の自国通貨建て原油相場



##### (2) 米国のガソリン価格安定と不需要期

また、サブプライムローン問題の景気への悪影響が懸念される米国でも、それほど原油高への警戒感が高まっていないように思える。これは、原油価格が高くても、ガソリンなど石油製品の価格はそれほど上がっていないことによると考えられる。

ガソリン価格は、ハリケーンに被災した 2005 年、規格変更による供給懸念が強まった 2006 年、製油能力への懸念が強まった 2007 年のピーク期に比べ低水準である（図表 2）。暖房油の価格は上昇しているが（図表 2）、需要期である冬場までにはまだ時間がある。こうしたことから、米国でも、足元の原油高が消費者心理や企業マインドに悪影響を及ぼすことにはつながっていないと考えられる。

### （ 3 ）さらに原油高が進むか？

このように、WTI 原油相場が史上最高値の更新を続けていても、石油消費国の消費者や企業の体感する石油価格の上昇はそれほど急ではなく、今のところ景気への悪影響は限定的だと思われる。また、景気への影響がそれほど小さくなく、石油需要が減退することもなさそうだからこそ、原油相場が上昇してきたのではないだろうか。

しかし、ドル建ての原油相場が今後も上昇を続けると、日本(円建て)や欧州(ユーロ建て)でも原油相場の水準が最高値を更新してくるし、各国の消費者や企業にとって想定範囲を超える高い石油製品価格に直面することになってくるであろう。

最近数年の原油相場の推移をみても、平均的な価格水準(月中平均価格)が前回の高値水準を 10 ドル前後上回ると相場上昇が一服する、というパターンが 1 年ほどの期間をかけて起こっているのがみとれる(図表 18)。原油相場が上昇しても、需要減退や景気後退が起こらないことが確認できて、ようやく次の相場上昇期に入るイメージであろう。2006 年 7 月の月中平均価格 74.4 ドルに比べて 10 ドルほど高い価格水準は 80 ドル台半ばである。一時的な変動はあるにせよ、80 ドル台半ばを大幅に上回って上昇すると、需要減退観測や景気減速懸念が生じやすく、結局は価格が抑制されるであろう。

（図表 18）原油相場（月中平均価格）の推移

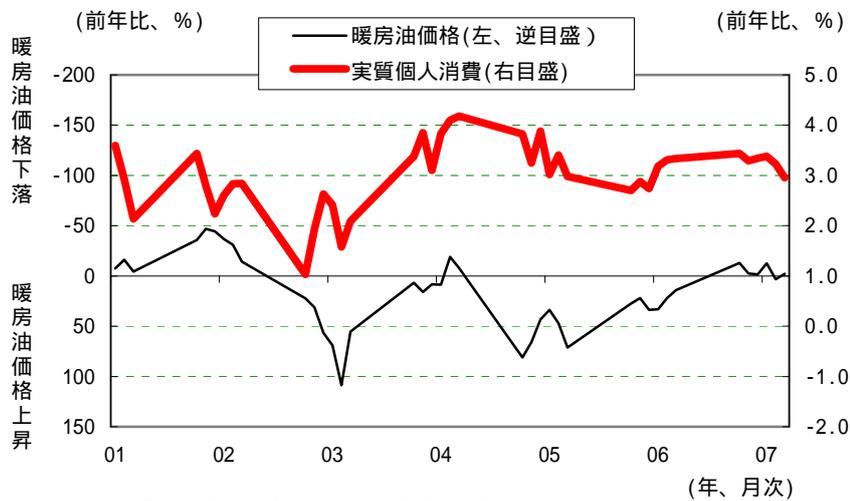


(4) 暖房油価格と冬場の米国景気

また、米国の冬場になると、暖房油の需要が本格化してくる。厳冬などが重なり、暖房油価格が一段と上昇する場合には、家計の負担感はますますことになる。冬場（ここでは10月～3月）の個人消費と暖房油価格の関係をみると、暖房油価格が大幅に上昇するときには、実質個人消費が抑制される傾向があるのが分かる（図表19）。

サブプライムローン問題などがあっても、米国の家計の所得環境は良好であり消費が腰折れすることは考えにくい。冬場に暖房油高が続くと、景気の先行き懸念が出てくる可能性がある。

(図表19) 米国の暖房油価格と冬季（10月～3月）の消費動向



(注)冬季（10月～3月）のデータをプロット  
 (出所)米エネルギー省、米商務省