

原油レポート

< 原油相場の中期見通し >

1. 原油市況 ~ 90 ドル突破後、頭打ち

原油相場が再び急騰した。10月中旬以降は中東情勢の緊迫化などを背景に騰勢が強まり、10月19日に原油価格(WTI、期近物)は一時90.07ドルまで上昇した。

トルコが同国とイラクとの国境付近にあるクルド人地区に越境攻撃をする可能性が高まり、イラク北部からの原油供給の途絶や中東情勢全般が緊迫化することへの懸念が強まった。その後は中東情勢緊迫の一服や米景気の減速懸念から利益確定売りが優勢となり、23日には85ドル前後まで値を下げていた。もっとも、米国週次統計で原油在庫が大幅減少を記録したことを材料に、24日の終値は87.10ドルまで反発した。

11月から実施されるOPECの増産は小幅であり、目先は、原油需給の引き締めり感が続く可能性がある。しかし、年末にかけて、OPECは追加増産を行うとみられることや、暖房油高の景気への悪影響が懸念されてくる可能性もあり、原油相場の下押し圧力になってくるであろう。もっとも、来年にかけて米国景気の拡大が持続するとともに原油需給が引き締めり、原油相場は再び上昇すると予想される。

2. トピック ~ 原油相場の中期見通し

中長期的な原油相場の上昇局面はまだ続くと予想される。まず、2008年に入って米景気減速懸念の後退などにより、世界景気の見通しが改善してくると、原油価格は再び上昇に転じると予想される。原油高が続いても、工業製品を中心としたディスインフレ傾向が続く中で、原油高の経済への悪影響は表面化しにくいであろう。原油相場(WTI)は、中国経済の高度成長持続に伴う原油需要増加観測などを背景に、2010年には年間平均価格が1バレル=90ドルにまで上昇すると予測する。

その後は2015年頃にかけて、中国経済の成長率は、人口の高齢化やインフラ整備の一巡などにより、中成長へとスローダウンし、原油市場における需給逼迫懸念は緩和すると考えられる。このため、原油相場は下落気味に推移する可能性があるだろう。

一方で、生産コストが相対的に高い原油の供給が増えるため、コスト面からの価格上昇圧力は続くであろう。2020年にかけて、一般物価の上昇率並みに原油相場が上昇すると見込まれる。



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11月6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；90ドル突破後、頭打ち

原油相場が再び急騰した。原油価格（WTI、期近物）は9月20日に84.10ドルの高値をつけた後、80ドル前後でのみ合いが続いていたが、10月中旬以降は中東情勢の緊迫化などを背景に騰勢が強まり、10月19日には一時90.07ドルまで上昇した。

原油相場が急騰したきっかけは、トルコが同国とイラクとの国境付近にあるクルド人地区に越境攻撃をする可能性が高まり、イラク北部からの原油供給の途絶や中東情勢全般が緊迫化することへの懸念が強まったことであった。為替市場でのドル安によって他通貨建てでみた割安感が意識されたことや、石油在庫の水準が低いことも買い材料視された。

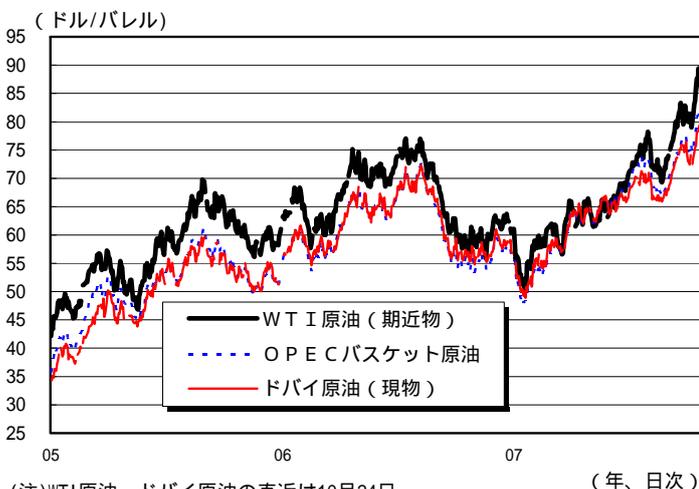
その後は中東情勢緊迫の一服や米景気の減速懸念から利益確定売りが優勢となり、23日には85ドル前後まで値を下げていた。もっとも、米国週次統計で原油在庫が大幅減少を記録したことを材料に、24日の終値は87.10ドルまで反発した。

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ーションが7月後半から続き、10月後半になって期近高・期先安の度合いは強まっている（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日に終わる週以降は拡大が続いている（図表7）。暖房油の買い超幅は9月半ばをピークに縮小していたが、足元では拡大している（図表8）。

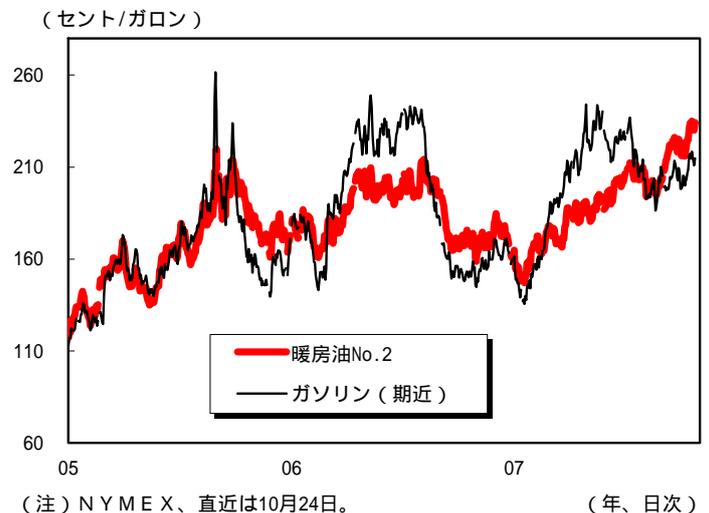
ガソリン価格は一時に比べ落ち着いており、気温が低下するまで暖房油高も実感されにくいいため、原油高による景気への悪影響や石油需要の減退が懸念されにくい状況とみられる。また、11月から実施されるOPECの増産は小幅であり、目先は、原油需給の引き締め感が続く可能性がある。しかし、年末にかけて、OPECは追加増産を行うとみられることや、暖房油高の景気への悪影響が懸念されてくる可能性もあり、原油相場の下押し圧力になってくるであろう。もっとも、来年にかけて米国景気の拡大が持続するとともに原油需給が引き締め、原油相場は再び上昇すると予想される。

（図表1）原油市況の推移



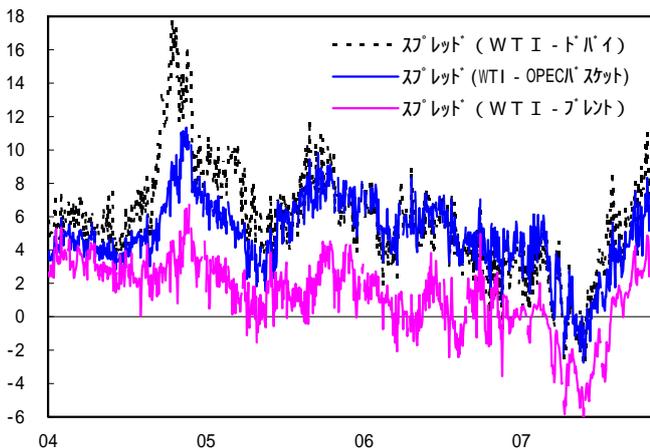
（注）WTI原油、ドバイ原油の直近は10月24日、OPECバスケット原油の直近は10月23日。

（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)

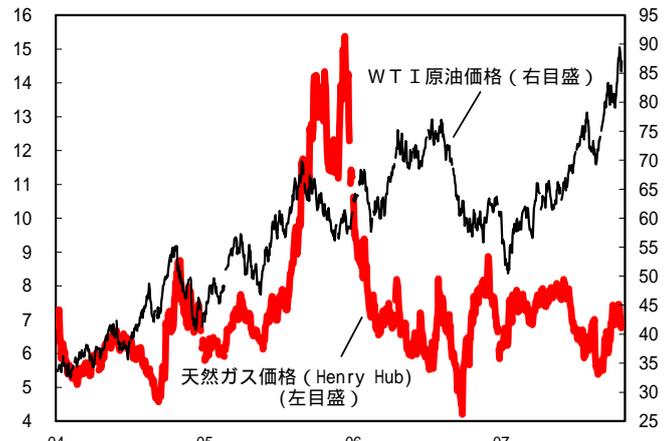


(注) WTI、ドバイ、ブレントの直近は10月24日、OPECバスケットの直近は10月23日。(年、日次)

(図表4) 米国天然ガス市況の推移

(ドル/百万Btu)

(ドル/バレル)

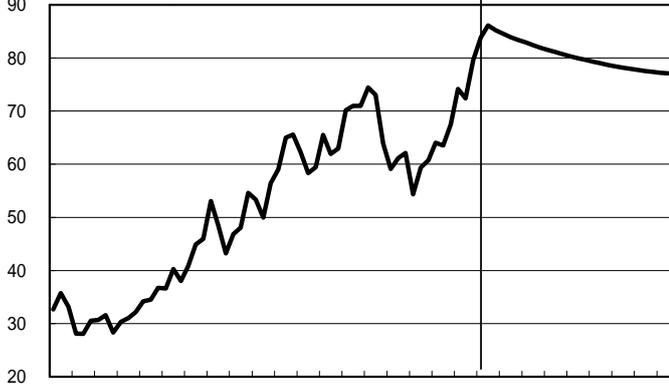


(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略 (年、日次)
(注2) 直近は10月24日。

(図表5) WTI原油先物価格の限月推移

(ドル/バレル)

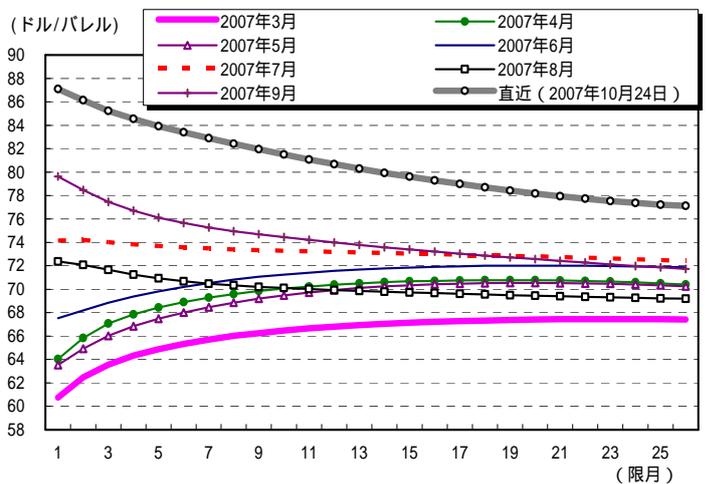
期先(10月24日時点)



(注) 限月は26ヵ月先まで、2007年10月24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)

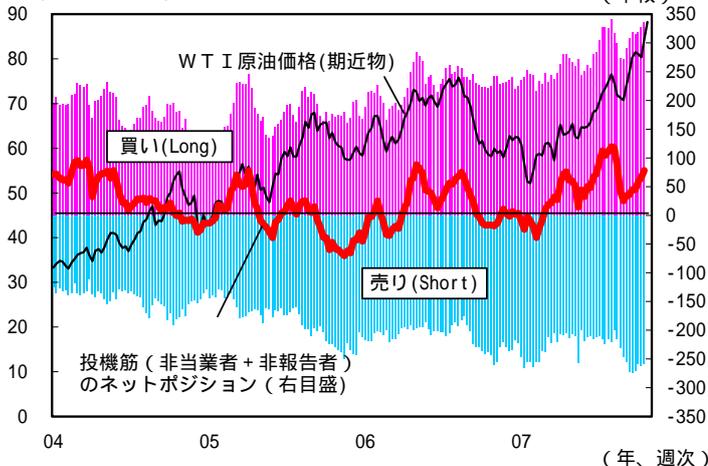


(注) 各時点における各限月(26ヵ月先まで)のWTI原油先物価格 (出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX) (限月)

(図表7) 投機筋のポジション(原油)

(ドル/バレル)

(千枚)

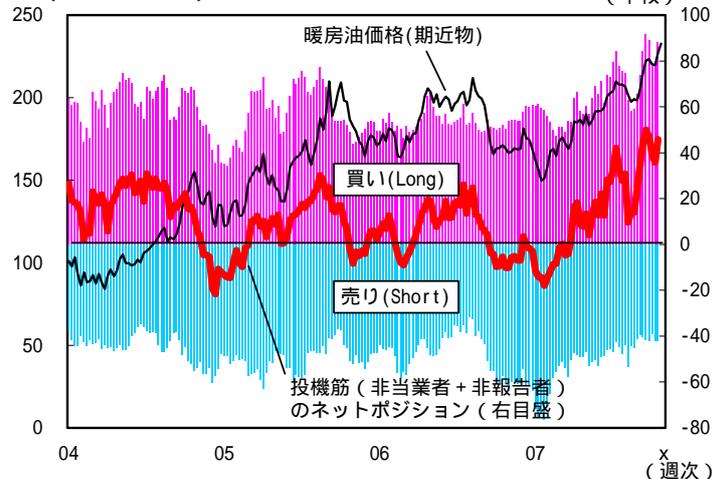


(注1) 直近は10月16日時点
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザ以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。
(出所) CFTC

(図表8) 投機筋のポジション(暖房油)

(セント/ガロン)

(千枚)



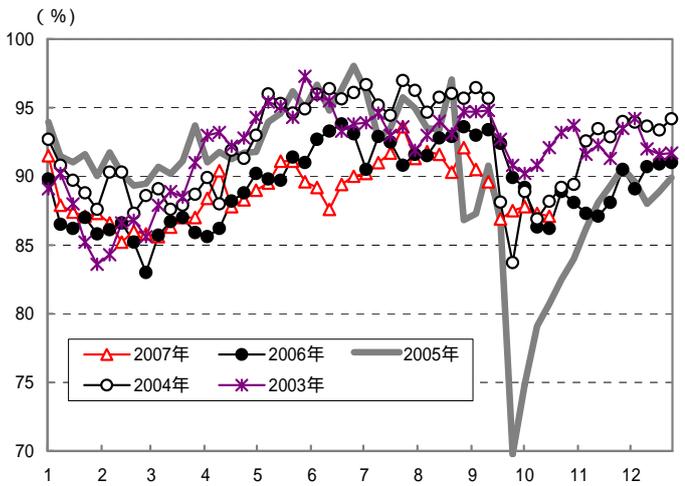
(注1) 直近は10月16日時点
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザ以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。
(出所) CFTC

2. 品目別需給動向

(1) 米国原油需給；原油在庫は減少

米国では、冬の需要期を前に製油所のメンテナンスが多い時期になっているが、今年の同時期と比較すると、稼働率はやや高くなっている（図表9）。原油需要は前年を少し上回っている一方で、輸入を中心に原油供給が減少しており、10月19日に終わる週に原油在庫は大幅に減少した。原油在庫は、前年水準を下回って推移している（図表10）。

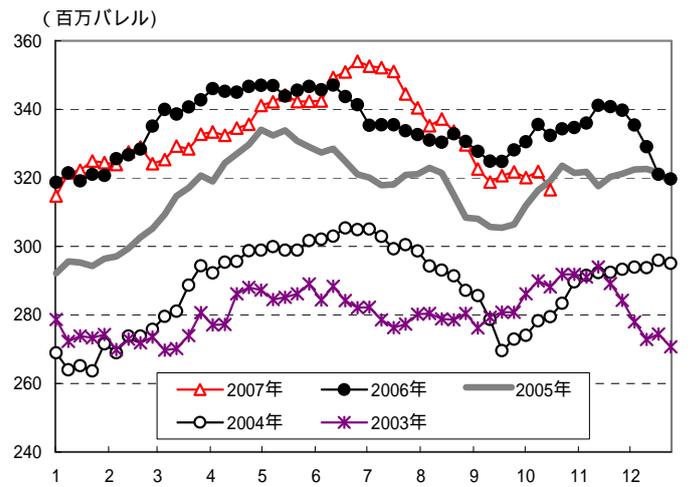
（図表9）米国の製油所の稼働率



(注)直近値は10月19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



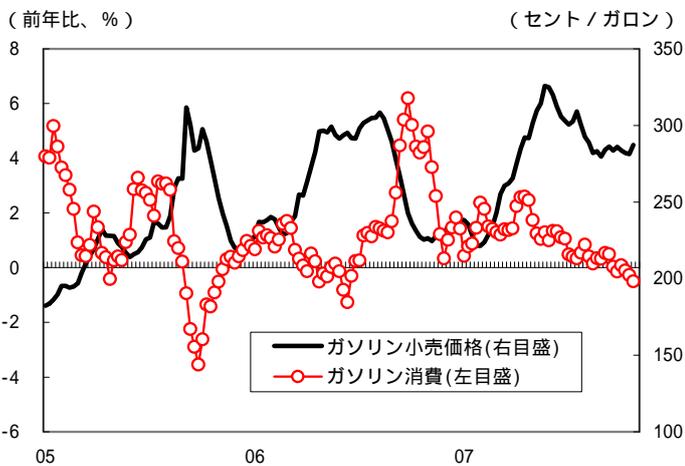
(注)SPRを除く原油在庫、直近値は10月19日
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(月、週次)

(2) 米国石油製品；暖房需要の逼迫懸念が続く

ガソリン小売価格（全米平均）は、高値から下落して1ガロンあたり3ドル以下にとどまっているが、前年同期に比べると上昇しており、ガソリン需要の伸び（前年比）は鈍化している。一方、冬場に需要期を迎える暖房油の在庫水準は緩やかに増加を続けているが、

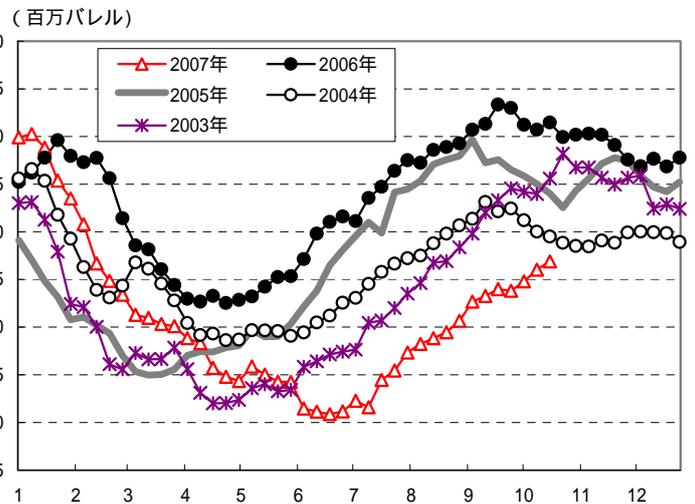
（図表11）ガソリン価格と消費の推移



(注)ガソリン消費は速報系列の4週移動平均
(出所)EIA

(年、週次)

（図表12）暖房油在庫の推移



(注)直近値は10月19日
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

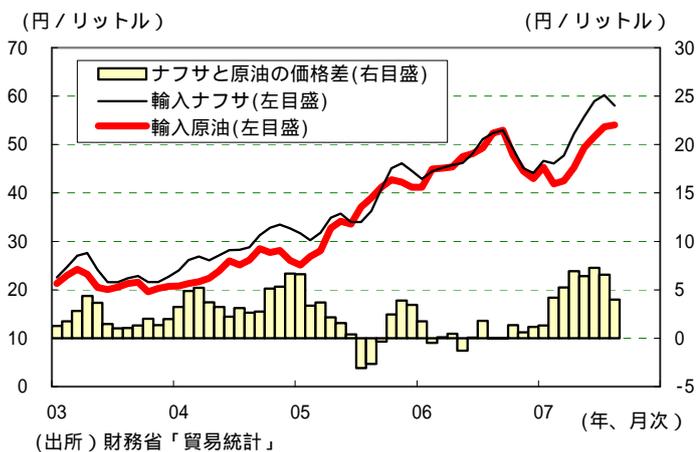
(月、週次)

依然として前年水準を大幅に下回っている（図表 12）。暖房油の需給が逼迫する懸念があり、暖房油価格は高値で推移している（図表 2）。

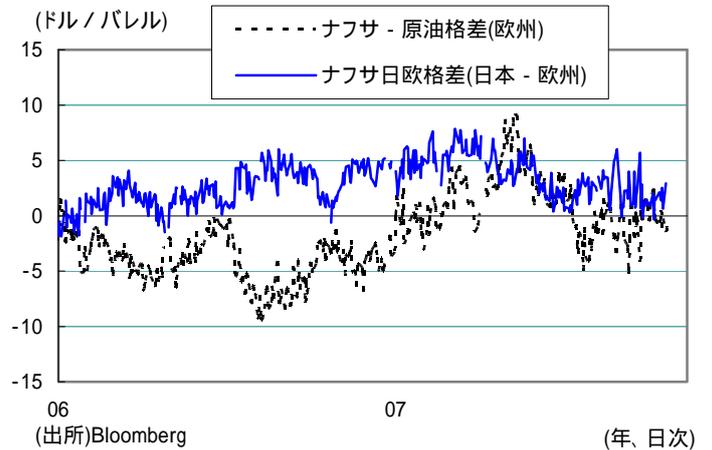
（3）ナフサ；原油高により再上昇

日本の 8 月の輸入ナフサ価格（通関）は、1 リットルあたり 58.0 円に小幅下落した（図表 13）。一方、原油価格の上昇が続き、ナフサの原油との価格差が縮小した（図表 13）。足元のナフサ相場は、9 月後半には高値水準でもみ合ったが、その後再び騰勢を強めている。（図表 15）。もっとも、アジアでは韓国や台湾のナフサ分解炉のメンテナンスによる需要減が見込まれることやインドからの供給増により、ナフサ価格が抑制されている。このため、日本と欧州のナフサ価格の差は縮小した状態が続いている（図表 14）。

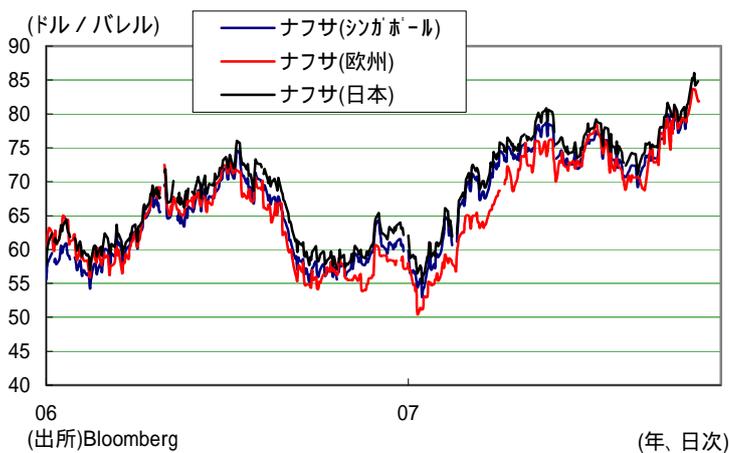
（図表 13）日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



（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. O P E C 動向等

9月のO P E C (12ヶ国)の原油生産は前月比+27万バレル増加した。生産枠が適用される10カ国(アンゴラとイラクを除く)では+15.5万バレルの2688万バレルであった(図表16、Bloombergによる推計値)。11月からの生産枠は2725.3万バレルであり、9月の生産水準よりも30万バレル強多い。もっとも、先進国の石油在庫は減少傾向にあり、O P E Cは12月5日の臨時総会でさらに生産枠を引き上げる可能性がある。また、生産枠の引き上げとは別に、アンゴラでは新規油田からの生産拡大が見込まれ、治安改善を背景にナイジェリアの生産も回復が見込まれるようになってきている。

一方、トルコでは、クルド人の分離独立を目指す非合法組織クルド労働者党(P K K)が武装闘争を激化させている。相次ぐテロに対しトルコ政府は、同党の活動を支援しているとみられるイラク北部のクルド人勢力の拠点を攻撃すると表明し、トルコ国会は17日イラクへの越境攻撃を承認した。もっともトルコのババジャン外相は22日、問題解決に向け外交的努力を尽くすと表明、23日にはイラクを訪問、ゼバリ外相との会談で外交努力を継続させることで一致した。11月初めにはトルコのイスタンブールでイラク安定化のための関係国外相会議が開催され、トルコに自制を求める米国を含む3カ国によりP K Kへの対応が協議されるとみられる。独立を求めるクルド人はトルコ南部からイラン西部にかけて多数存在しており、トルコのクルド人問題が中東全体に波及することが懸念される。

イラン核開発問題では、I A E A (国際原子力機関)とイランが8月に合意した「未解明点解消のための行程表」に沿った協議を行っており、国連安全保障理事会による追加制裁決議の検討は11月まで見送られることになっている。

(図表16) O P E C の生産動向

国名	生産量 (9月)	生産量 (8月)	超過量 (9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 (9月)
サウジアラビア	865.0	860.0	15.9	849.1	1,080.0	80.1%	215.0
イラン	395.0	385.0	30.7	364.3	410.0	96.3%	15.0
クウェート	243.0	241.0	6.7	236.3	255.0	95.3%	12.0
U A E	254.0	256.0	10.5	243.5	265.0	95.8%	11.0
カタール	82.5	82.0	3.8	78.7	82.0	100.6%	-0.5
ベネズエラ	242.0	240.0	7.7	234.3	255.0	94.9%	13.0
ナイジェリア	215.0	220.0	10.6	204.4	260.0	82.7%	45.0
インドネシア	82.5	83.5	0.4	82.1	85.0	97.1%	2.5
リビア	171.0	169.0	8.4	162.6	173.0	98.8%	2.0
アルジェリア	138.0	136.0	8.8	129.2	140.0	98.6%	2.0
O P E C 10カ国	2,688.0	2,672.5	103.5	2,584.5	3,005.0	89.5%	317.0
イラク	207.5	197.0	-	-	220.0	94.3%	12.5
アンゴラ	166.0	165.0	-	-	165.0	100.6%	-1.0
O P E C 12カ国	3,061.5	3,034.5	-	-	3,390.0	90.3%	328.5

(注1) 超過量(9月) = 生産量(9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(9月) / 産油能力 * 100

(注5) 生産余力 = 産油能力 - 生産量(9月)

(資料) Bloomberg

4. トピック；原油相場の中長期見通し

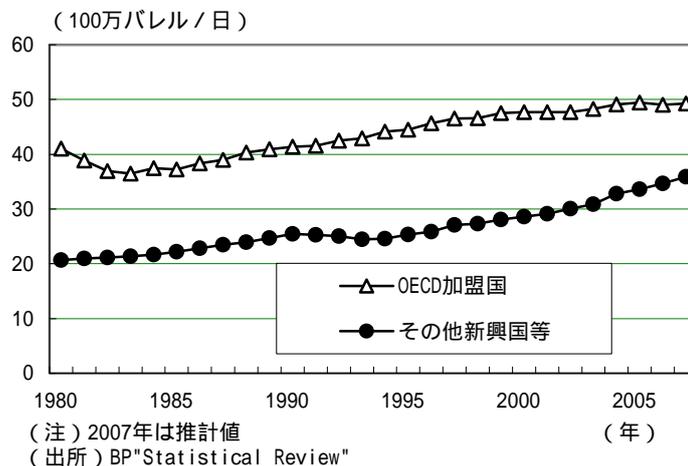
足元の原油相場は80ドル台後半で高止まりし、クルド人問題の状況などによっては一段の高騰の可能性がある。もっとも、今後、冬場の需要が本格化してくると、暖房油価格上昇による景気への悪影響などが懸念され、需要が下押しされるとの思惑から当面の原油相場は下落気味に推移する可能性もある。しかし、中長期的に見れば、原油相場の上昇局面はまだ続くと予想される。本稿では、中長期の原油相場見通しについての考え方を述べてみたい。

(1) 相場高騰でも堅調な原油需要

この数年間、原油価格が上昇を続けてきたが、石油需要は減っていない。先進国の石油需要は環境対策の進展などにより抑制されているが、新興国の需要が増加基調を続けている(図表17)。今後も世界経済の拡大基調が続く、新興国を中心とした石油需要の増加が続く可能性が高い。

火力発電向けを中心とする重油需要は天然ガスや原子力など代替エネルギーへのシフトもあり伸び悩みが続くであろうが、輸送用の燃料需要や石油化学向けの原材料需要は引き続き増加傾向が続くであろう。特に自動車の保有台数は先進国でも増加を続け、新興国ではより速いテンポで伸びており、自動車向け燃料需要が今後も石油需要を牽引すると見込まれる。

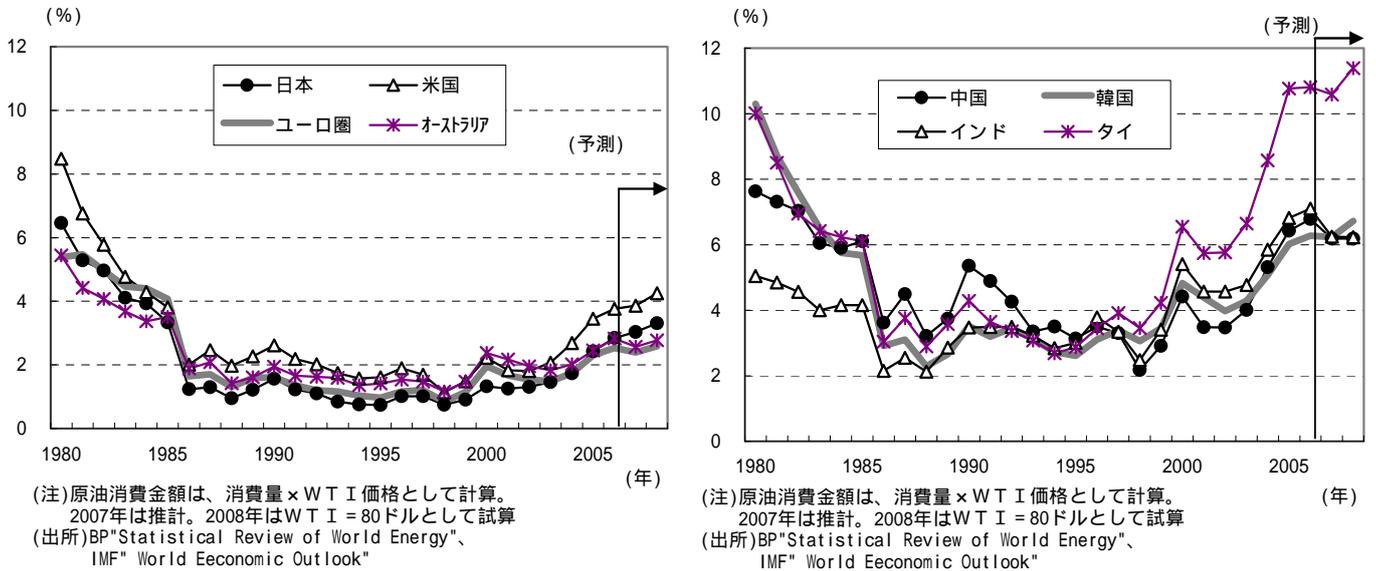
(図表17) 先進国(OECD加盟国)とその他の国の石油需要



一方で、原油高が進んでも、過去の石油危機時のように価格転嫁が広まる動きは出ていない。先進国では、省エネ技術の向上や代替エネルギーの活用により原油の使用効率が改善し、経済成長に必要な原油原単位が低下している。このため、原油高によって、経済の原油負担度は高まっているものの、第二次石油危機の時に比べればまだ低い(図表18)。また、過去に大幅な通貨切り下げを行ったタイなどでは、原油負担度は第二次石油危機時

並みに重くなってきているとみられるものの（図表 18）、工業製品を中心に物価が安定していることや、景気拡大が続き家計の所得環境や企業の経営環境が良好なことから、経済への悪影響は限定的にとどまっている。

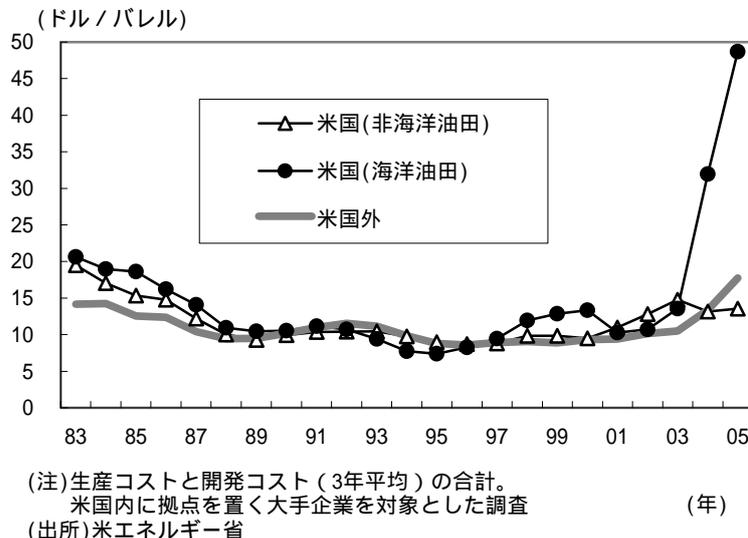
（図表 18）各国の原油負担度（＝原油消費金額÷GDP）



（２）原油生産コストの上昇

供給面では、生産コストの高い原油の供給が増える傾向にあり、原油価格の下限を切り上げる要因になってきているとみられる。開発の容易な油田は既に開発され、より高度な技術を用いたり多額の開発費を投じないと開発が困難な案件が増えていることが影響している。また、機材価格や開発鉱区の入札費用の上昇も、油田開発投資のコスト上昇要因であり、直接生産にかかる操業コストの上昇と合わせて、開発・生産部門全体のコストは増加している。

（図表 19）米国の石油企業の開発・生産部門のコスト（原油 1 バレルあたり）



(3) 原油相場の見通し

目先の原油相場は、OPECの増産、新規油田の生産開始、生産障害からの復旧などによる供給増加や、米国を中心とした景気減速懸念を考慮すると、需給逼迫観測が緩和して幾分下げる余地があるとみられる。しかし、中長期的な原油相場の上昇局面はまだ続く予想される。

まず、2008年に入って米景気減速懸念の後退などにより、世界景気の見通しが改善してくると、原油価格は再び上昇に転じると予想される。北京オリンピック開催に伴う需要増加も見込まれ、世界景気の拡大基調が強まり、石油需要増加観測が強まるであろう。また、製油所能力の拡大が遅れていることもあり、夏場になるとガソリン需給逼迫への懸念が再び原油相場を押し上げる可能性もある。

原油高が続いても、工業製品を中心としたデフレーション傾向が続く中で、原油高の経済への悪影響は表面化しにくいであろう。原油相場(WTI)は、中国経済の高度成長持続に伴う原油需要増加観測などを背景に、2010年には年間平均価格が1バレル=90ドルにまで上昇すると予測する。一方で、中東を中心に供給力の増加も見込まれるため、これまでよりも相場の上昇テンポは緩やかになってくるであろう。

その後は2015年頃にかけて、中国経済の成長率は、人口の高齢化やインフラ整備の一巡などにより、中成長へとスローダウンし、原油市場における需給逼迫懸念は緩和すると考えられる。このため、原油相場は下落気味に推移する可能性がある。もっとも、原油や金属の価格上昇は各国の所得水準の向上や技術進歩により、経済に受け入れられているとみられ、騰勢が始まる前の価格水準に戻る可能性は小さいだろう。

また、生産コストが相対的に高い原油の供給が増えるため、コスト面からの価格上昇圧力は続くであろう。2020年にかけて、一般物価の上昇率並みに相場は上昇することになる。

なお、諸々の地政学リスク要因については予断を許さず、産油国の一部には資源ナショナリズムを強める動きがあり、中東情勢は引き続き不安定である。このため、地政学要因によって原油価格が一時的に予想以上に高騰するリスクがある。

一方で、原油価格の水準が高ければ、産油国では、消費国に原油を安定的に供給したり、先進国の技術導入を進めたりすることによるメリットが多くなる。また、消費国でも、原油の安定供給を確保したり、油田の新規開発を進めたりするニーズが強まる。つまり、原油高によって、産油国と消費国の双方に良好な政治経済関係を構築するインセンティブが強くなる可能性がある。

2008年には、米国やイランの大統領選挙が予定されている。現状では、両国の対立が解消に向かう可能性がある一方で、対立が激化する可能性もあろう。地政学リスクが解消することで原油供給への不安感が後退して相場が下落する可能性と、地政学要因が一段と悪化して原油価格が予想以上に高騰するリスクとは、相半ばしている。

(図表 20) 原油相場の中期見通し (イメージ図)

