

原油レポート

<原油相場はどこまで上がるのか？>

1. 原油市況～100ドル台が視野に

1 バレル＝100ドルが視野に入ってきている。原油価格（WTI、期近物）は一段と騰勢を強め、11月7日の取引では、1バレル＝98.86ドルの最高値をつけた。

トルコがイラクとの国境付近にあるクルド人地区に本格攻撃を開始する可能性や、米国による対イラン経済制裁の発表により、中東情勢の緊迫化への懸念が強まった。また、ドル相場下落によって他通貨建てでみた原油の割安感が意識されたことや、原油在庫が減少基調を続けたことから、原油相場は一段高となった。メキシコや北海での減産や、米国の利下げや堅調な景気指標の発表なども買い材料視された。

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、足元の相場を押し上げてきたとみられる投機的な動きは今後、一服する可能性がある。また、年末にかけてOPECは追加増産を決定するとみられ、暖房油高による景気への悪影響も懸念されるであろう。来年にかけて米国景気の拡大が持続するのに伴い原油需給が引き締まって、原油相場の上昇基調は続く予想されるものの、目先は、原油相場の下押し圧力が強まってくる可能性がある。

2. トピック～原油相場はどこまで上がるのか？

11月7日の終値は1バレル＝96.37ドルである。原油相場の変動率の大きさから考えると、今後、1ヶ月の間に100ドルに達しない可能性はむしろ小さいともいえる状況だ。もっとも、関心は目先100ドルをつけるかどうかよりも、その後、原油相場が120ドルに向かうのか、80ドルに向かうのかだろう。

2007年後半の原油相場の上昇は、石油在庫の減少、地政学リスク、ドル安、投機的要因によってもたらされていると考えられる。しかし今後は、行き過ぎた投機のやり直し、製油活動（＝原油需要）の鈍化、石油製品高による景気減速懸念、ドル安一巡などが、原油相場の下押し要因になってくる可能性がある。

中国需要などに牽引された原油相場の上昇局面は2010年頃まで続く可能性が高いとみられる。しかし、足元の原油相場は投機に主導された面が強く、今後、一旦、相場は調整するとみられる。



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11月20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；100 ドル台が視野に

原油相場の上昇が止まらない。原油価格（WTI、期近物）は一段と騰勢を強め、11月7日の取引では、98.86ドルの最高値をつけた。中東情勢の緊迫化や原油在庫の減少、ドル安などが相場の押し上げ要因となっている。

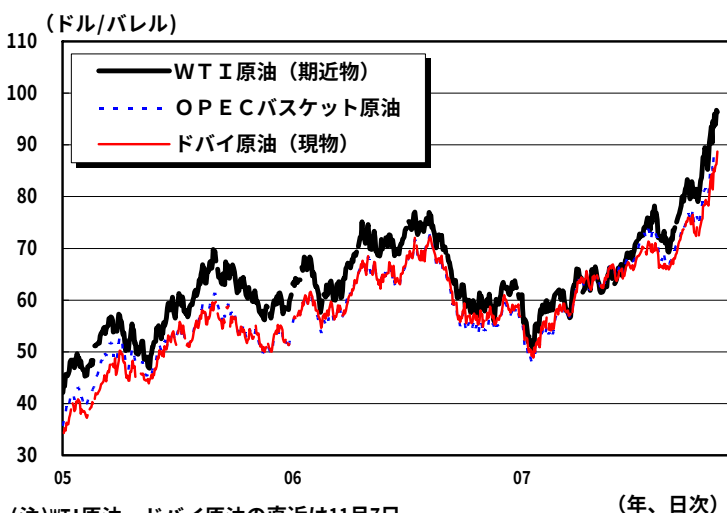
トルコがイラクとの国境付近にあるクルド人地区に本格攻撃を開始する姿勢を崩していないほか、米国がイランへの経済制裁を発表したことから中東情勢の緊迫化への懸念が強まった。また、為替市場でドルが対ユーロで過去最安値を更新し、他通貨建てでみた割安感が意識されたことや、米国の原油在庫が減少基調を続け冬場の需要期を前に需給逼迫懸念が強まっていることから、原油相場は一段高となった。このほか、メキシコで天候悪化により原油生産が大幅に減少したことや、暴風の影響により北海の原油生産が停止したこと、米国の利下げや堅調な景気指標の発表なども買い材料視された。

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）。

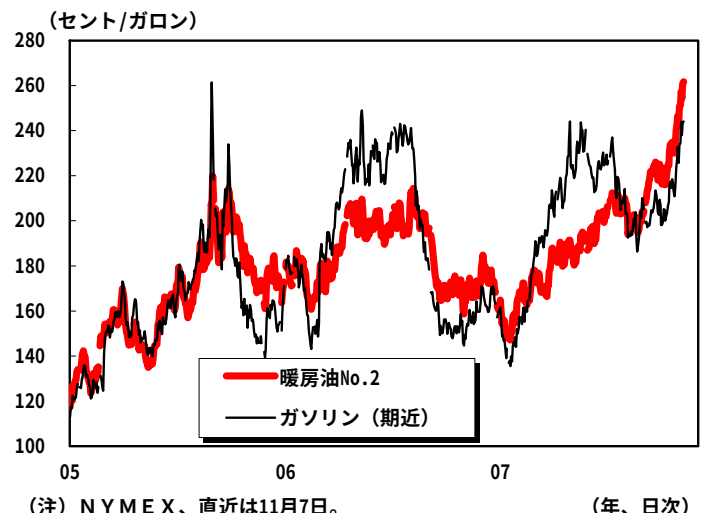
先物市場における投機筋のポジションをみると、原油の買い超幅は9月4日に終わる週以降拡大が続いている（図表7）。暖房油の買い超幅は9月半ばをピークに縮小していたが、足元では拡大している（図表8）。

1 バレル＝100 ドルが視野に入ってきている。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。もっとも、足元の相場を押し上げてきたとみられる投機的な動きは今後、一服してくる可能性がある。また、年末にかけて、OPECは追加増産を決定するとみられ、暖房油高による景気への悪影響も懸念されるであろう。来年にかけて米国景気の拡大が持続するのに伴い原油需給が引き締まって、原油相場の上昇基調は続く予想されるものの、目先は、原油相場の下押し圧力が強まってくる可能性がある。

（図表 1）原油市況の推移

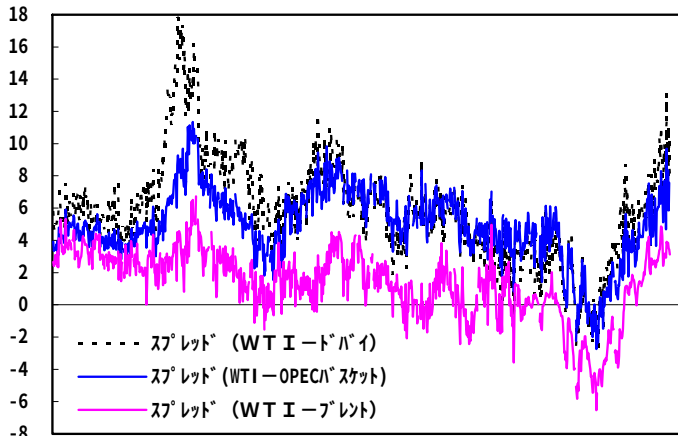


（図表 2）石油製品市況の推移



(図表 3) 油種間スプレッドの推移

(ドル/バレル)



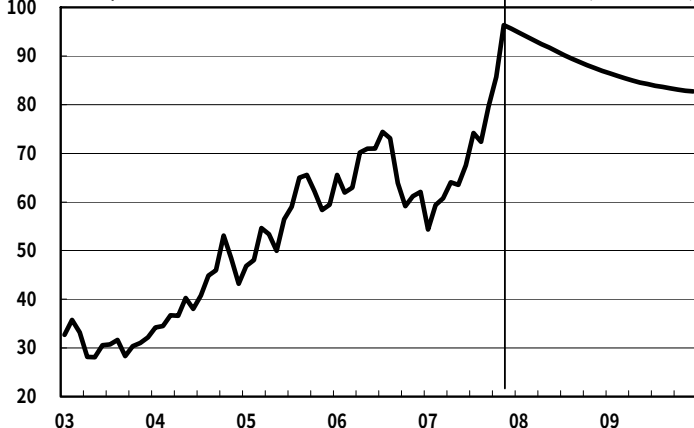
(注) WTI、ドバイ、ブレントの直近は11月7日、OPECバスケットの直近は11月6日。

(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(11月7日時点)



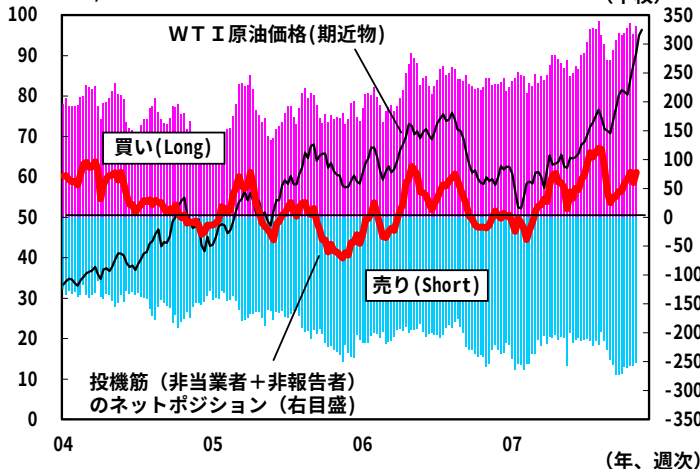
(注) 限月は26ヵ月先まで、2007年11月7日時点
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(年、月次)

(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30日時点

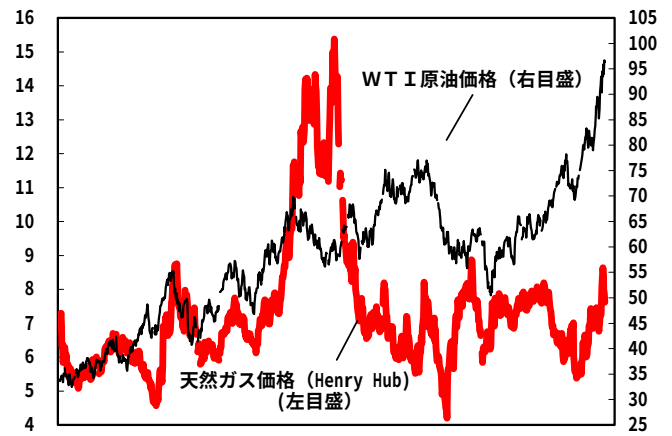
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザー以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的していると推察される。

(出所) C F T C

(図表 4) 米国天然ガス市況の推移

(ドル/百万Btu)

(ドル/バレル)

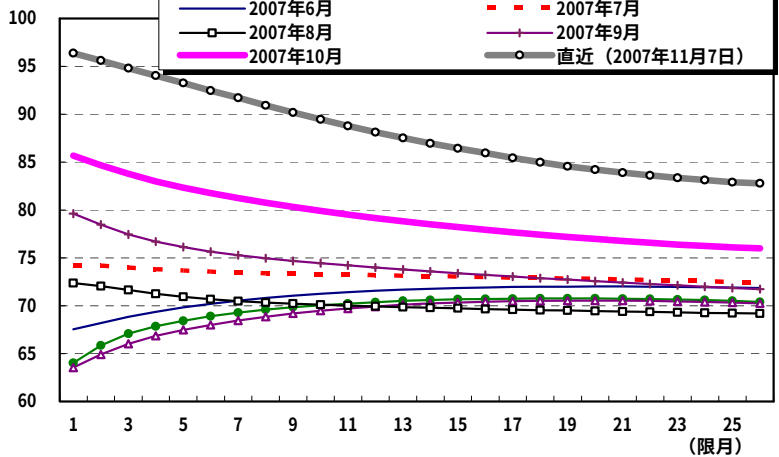


(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略
(注2) 直近は11月7日。

(年、日次)

(図表 6) WTI原油の先物カーブ

(ドル/バレル)



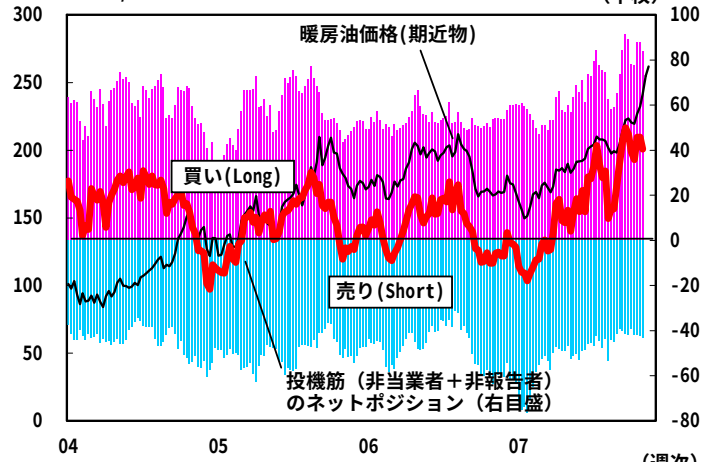
(注) 各時点における各限月(26ヵ月先まで)のWTI原油先物価格
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(限月)

(図表 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30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、エンドユーザー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していると推察される。

(出所) C F T C

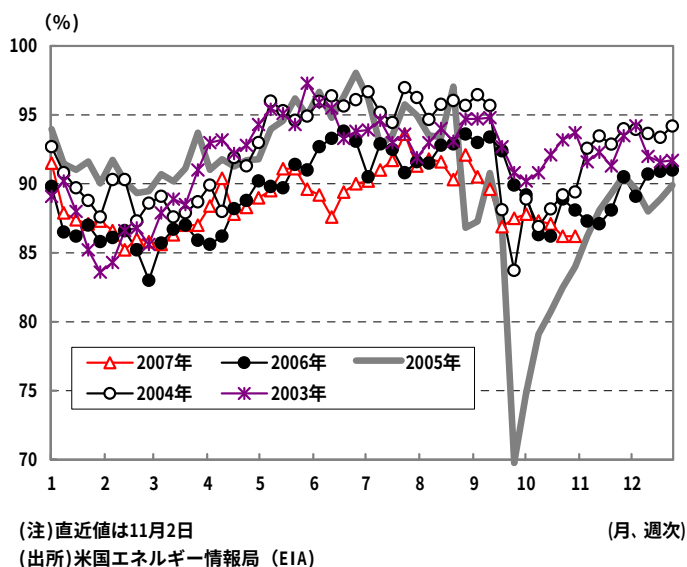
(週次)

2. 品目別需給動向

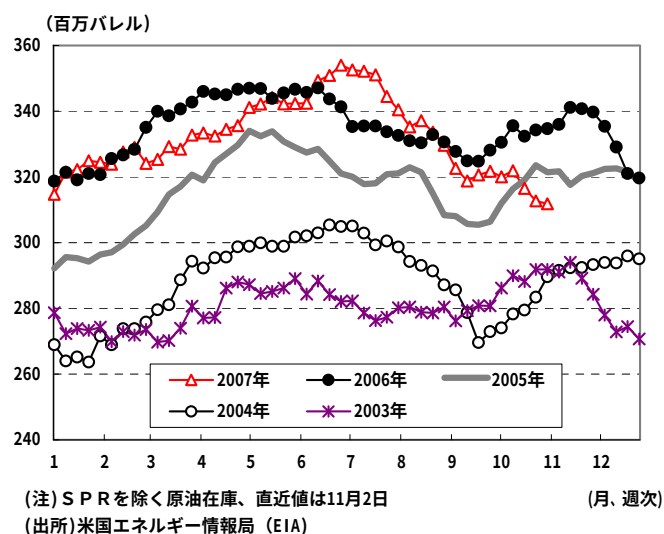
(1) 米国原油需給；原油在庫は減少

米国では、製油所のメンテナンス等が引き続き多いめであり、昨年の同時期と比較すると、稼働率はやや低くなっている（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26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



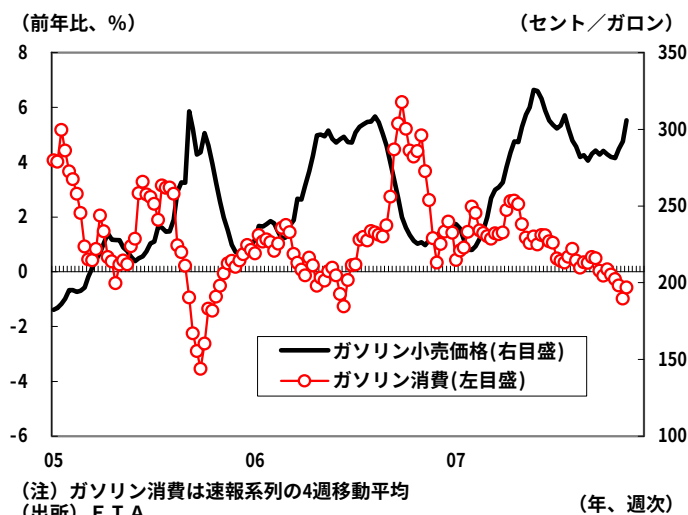
（図表 10）米国の各年の原油在庫



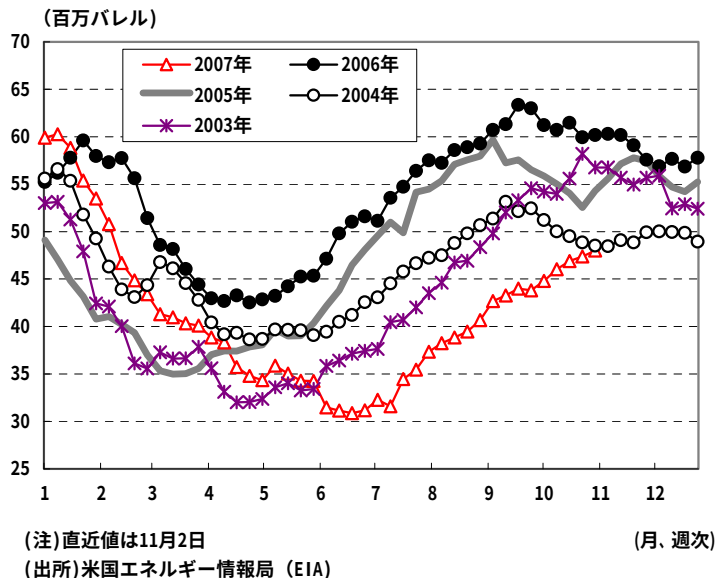
(2) 米国石油製品；暖房油の逼迫懸念が続く

ガソリン小売価格（全米平均）は、高値から下落傾向が続いていたが、11月5日に発表された週間価格は7月下旬以来となる1ガロンあたり3ドル台に上昇した。ガソリン需要の伸び（前年比）は鈍化しており、価格上昇の影響が需要を抑制し始めている可能性がある。

（図表 11）ガソリン価格と消費の推移



（図表 12）暖房油在庫の推移

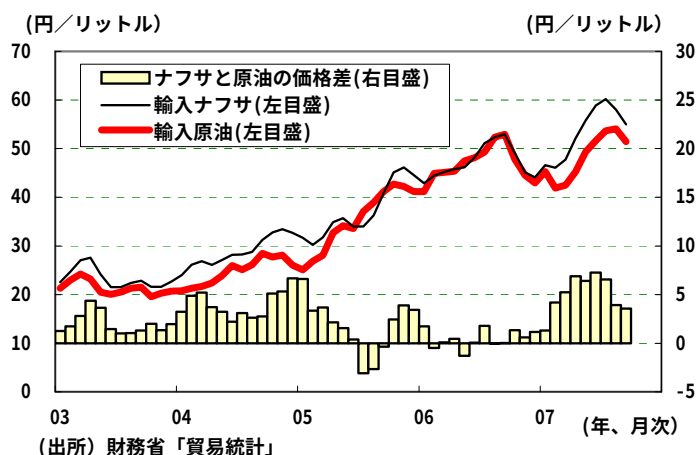


る。一方、冬場に需要期を迎える暖房油の在庫水準は緩やかに増加を続けているが、依然として前年水準を大幅に下回っている（図表 12）。暖房油の需給が逼迫する懸念があり、暖房油価格は高値で推移している（図表 2）。

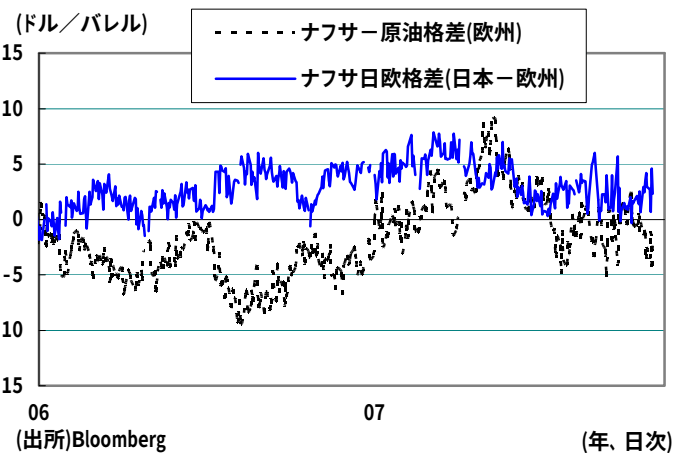
（3）ナフサ；原油高により上昇続く

日本の 9 月の輸入ナフサ価格（通関）は、1 リットルあたり 55.0 円に下落した（図表 13）。9 月は原油輸入価格も下落したが、ナフサ下落幅の方が大きくナフサと原油との価格差が縮小した（図表 13）。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やインドからの供給増が、ナフサ価格の抑制要因になっており、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）。もっとも、原油価格が大幅に上昇する中、足元のナフサ相場も騰勢を強めている。（図表 15）。

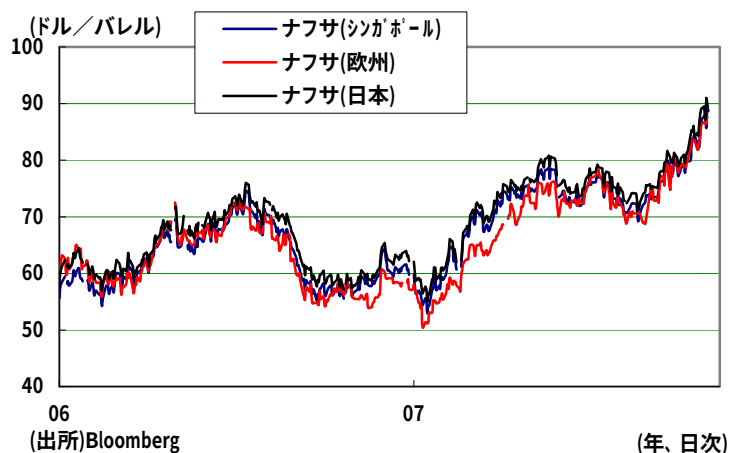
（図表 13）日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



（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. OPEC動向等

10月のOPEC(12ヶ国)の原油生産は前月比+49.5万バレル増加した。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+30.5万バレルの2713.5万バレルであった(図表16、Bloombergによる推計値)。11月からの生産枠(2725.3万バレル)にかなり近い生産が前倒しで行われている。もっとも、先進国の石油在庫は減少傾向にあり、OPEC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。

イラン核開発問題をめぐっては、米国が10月25日、イラン軍の精鋭部隊である革命防衛隊を対象に新たな経済制裁を発表した。国連安全保障理事会常任理事国5カ国とドイツは11月2日に会合を開き、19日にイランへの制裁強化決議案について議論を行なうことで合意した。制裁強化にはロシアや中国が消極的であり、欧州諸国も米国に比べ慎重とされるが、イラク問題などでもイランへの非難を強める米政府の強硬姿勢が懸念されている。

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(PKK)が武装闘争を激化させており、トルコ政府は10月17日イラク北部のクルド人勢力の拠点を攻撃するための国会承認を得た。その後紛争解決に向けた外交努力が続けられているが、10月26日にトルコ軍はイラク領内に越境しクルド人拠点へ空爆を実施した。11月5日には米トルコ首脳会談が行なわれたが、トルコ政府は事態の進展を踏まえた上で本格攻撃に踏み切る姿勢を崩していない。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。

また、アフリカでは沈静化の兆しがみられたナイジェリアで再び石油企業社員の誘拐事件が起きたほか、政情不安が続くイエメンでも6日、反政府組織によりパイプラインが爆破される事件が起きた。

(図表16) OPECの生産動向

国名	生産量 (10月)	生産量 (9月)	超過量 (10月)	生産枠 (07年11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 (10月)
サウジアラビア	875.0	865.0	25.9	894.3	849.1	1,080.0	81.0%	205.0
イラン	394.0	390.0	29.7	381.7	364.3	400.0	98.5%	6.0
クウェート	245.0	243.0	8.7	253.1	236.3	255.0	96.1%	10.0
UAE	259.0	254.0	15.5	256.7	243.5	265.0	97.7%	6.0
カタール	83.0	82.5	4.3	82.8	78.7	85.0	97.6%	2.0
ベネズエラ	244.0	242.0	9.7	247.0	234.3	255.0	95.7%	11.0
ナイジェリア	218.0	215.0	13.6	216.3	204.4	250.0	87.2%	32.0
インドネシア	82.5	82.5	0.4	86.5	82.1	85.0	97.1%	2.5
リビア	173.0	171.0	10.4	171.2	162.6	173.0	100.0%	0.0
アルジェリア	140.0	138.0	10.8	135.7	129.2	140.0	100.0%	0.0
OPEC10カ国	2,713.5	2,683.0	129.0	2,725.3	2,584.5	2,988.0	90.8%	274.5
イラク	227.5	217.5	—	—	—	240.0	94.8%	12.5
アンゴラ	175.0	166.0	—	—	—	178.0	98.3%	3.0
OPEC12カ国	3,116.0	3,066.5	—	—	—	3,406.0	91.5%	290.0

(注1) 超過量(10月)＝生産量(10月)－生産枠(07年2～10月)。

(注2) 07年10月までの生産枠は試算値。07年11月以降の国別生産枠は正式には公表されていない

(注3) 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4) 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5) 稼働率(%)＝生産量(10月)／産油能力×100

(注6) 生産余力＝産油能力－生産量(10月)

(資料) Bloomberg

4. トピック；原油相場はどこまで上がるのか？

中国需要などに牽引された原油相場の上昇局面は 2010 年頃まで続く可能性が高いとみられる。しかし、足元の原油相場は投機に主導された面が強く、今後、一旦、相場は調整するとみている。このところの原油相場上昇の背景と、当面のシナリオについて整理してみたい。

（１）2007 年後半の原油相場高騰の背景

まず、2007 年後半に原油相場が高騰した背景を整理してみたい。原油相場の上昇は、石油在庫の減少、地政学リスク、ドル安、投機的要因によってもたらされていると考えられる。

①石油在庫の減少

2007 年 9 月の O P E C 総会では 11 月から増産することが決定されたが、2006 年 11 月と 2007 年 2 月の 2 度に渡って減産が実施されている。このため、先進国の石油在庫は減少基調で推移しており、原油を中心に需給にタイト感が出ている。

②地政学リスク

地政学的な懸念材料も原油相場を押し上げる材料になった。トルコ議会がクルド人武装勢力に対してイラク国境を越えて攻撃することを承認したために中東情勢が不安定化することが懸念された。イラン核開発問題では、米国がイランへの追加制裁を決定したことも懸念材料であった。

③ドル安

原油価格は、通常、ドル建て価格で取引される。原油は国際商品であり、国際的な価格の尺度として、基軸通貨であるドルが用いられている。

しかし、原油の需要量は、米国が世界の 4 分の 1 を占めるが、残りの 4 分の 3 は他の先進国や新興国である。ドル相場が下落しても、原油の価値が変わらなければ、ドル建ての原油価格は上昇することになる。

④投機的な思惑

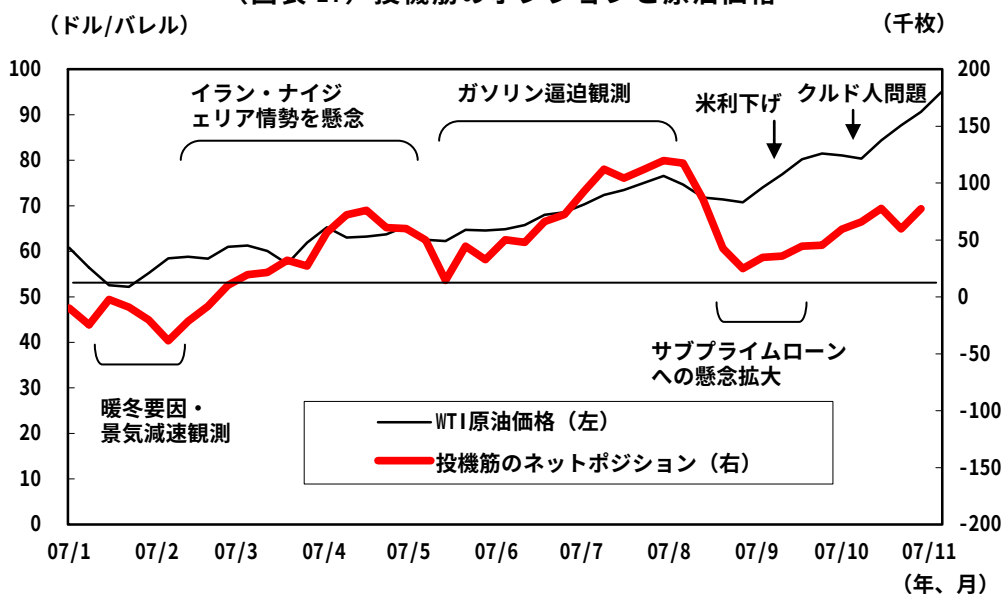
また、足元の相場は投機的な動きにも影響されていると考えられる。原油先物市場（NYMEX、ニューヨーク・マーカンタイル取引所）における投機筋のポジションをみると、買い超幅（＝「買い玉」－「売り玉」）は、8 月半ばにかけて縮小しており、それまでの原油高の主因であったガソリン需給の逼迫感が 9 月上旬を過ぎると緩和してくるとの見方が多かったことがうかがえる。このため 8 月半ば時点の原油相場にはそれほど過熱感はなく、

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、株式や金属ほど相場が下落しない結果につながったとみられる。

そして、実際に原油相場が底堅く推移すると、原油は価格下落リスクの小さい投資先とみなされるようになり、買いを集める傾向があったと思われる。米国景気の先行き懸念や追加利下げ観測からドル相場が下落したことも、ドル建て価格を押し上げる材料と見なされた。一方で、為替市場では、米国経済の原油依存度が相対的に大きいことなどから原油高をドル安要因とみる向きもあったとみられ、ドル安→原油高の思惑と、原油高→ドル安の思惑が相乗効果をもたらした可能性がある。

また、節目である 100 ドル前後にはコール・オプション（例えば 1 バレル＝100 ドルで原油を買う権利）の取引も多かったと推察される。特にオプションの売り手は、100 ドルを大幅に上回って相場が上昇すると、損失額が膨らむことになるので損失を限定するために先物買いを進める動きもあったと推察される。

（図表 17）投機筋のポジションと原油価格



（注1）投機筋のネットポジションは、買い玉残高－売り玉残高、直近値は10月30日時点、週次データ。
（出所）CFTC

（2）今後の動向

このようにして、100 ドル近くまで上昇してきた原油相場は、今後、どうなるのであろうか。

①投機等の買い圧力が弱まる可能性

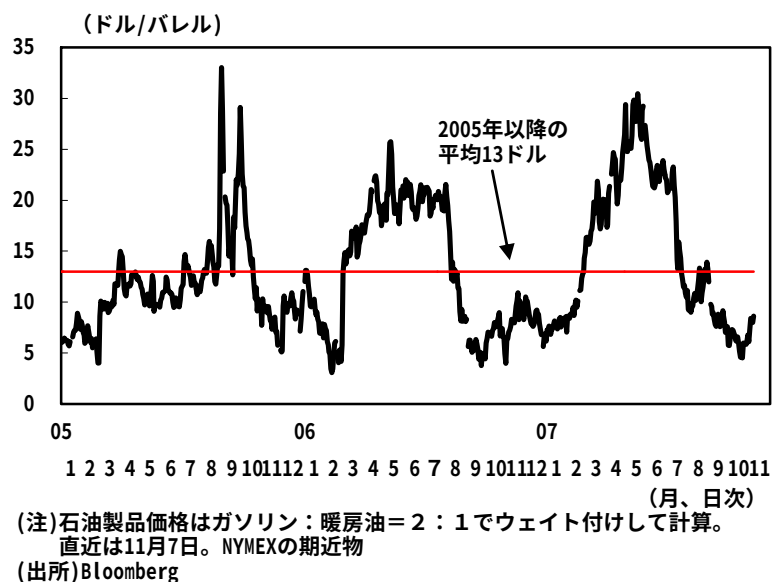
投機的な買いは、一度、目標となる価格をつけてしまうと弱まる可能性がある。例えば、買い手は利益を確定するために先物を売る可能性が出てくるし、オプションの売り手が損失を限定するために行う買いも一巡してくる。

②製品価格は今後上昇する可能性

原油価格が急に上昇すると、石油製品の価格上昇が遅れて、製油所の精製マージンが悪化することにつながりやすい。製油マージンが悪化すると、製油所は精製活動を抑制し、石油製品の値上げを行うと考えられる。

近年はガソリンの需要期を過ぎる秋から冬にかけて、精製マージンが悪化するパターンを繰り返しており、例年に比べて現在の精製マージンが極端に小さいわけではない。しかし、10月後半にかけて精製マージンの悪化はかなり急であり、その後、製品価格が上昇しつつあるが、依然、過去に比べれば精製マージンは低い水準にある。当面は、製油活動の調整などを通じて、原油安・製品価格高が起こりやすいと考えられる。

(図表 18) 精製マージン (=石油製品価格－原油価格) の推移

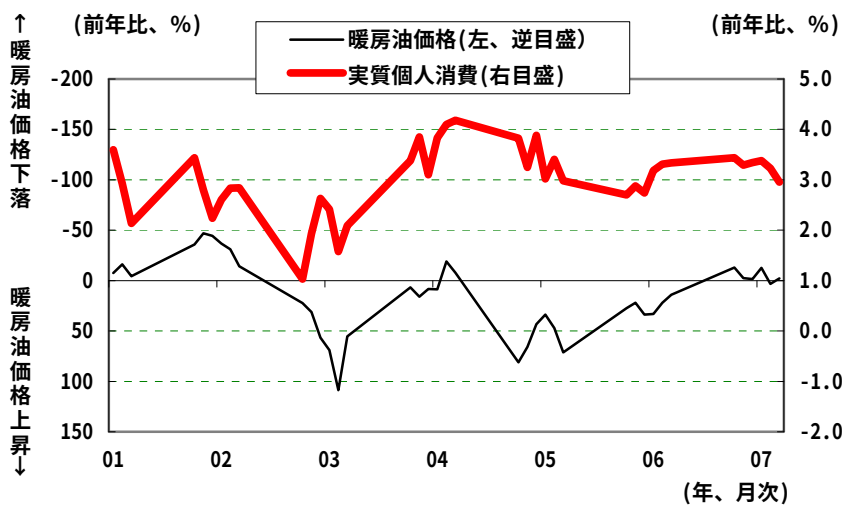


③景気減速懸念につながる可能性

米国では、サブプライムローン問題などにより景気の先行きへの懸念が出ていることもあり、石油製品高は消費者の買い控えなどにつながりやすい状況とみられる。実際、消費者マインドが反映されやすい、ガソリン需要も伸びが抑制される傾向にある(図表 11)。

今後は、暖房油の需要が本格化してくる。暖房油の需要は、必需的であり気温に左右されやすいが、消費者マインドには影響されにくいと考えられる。暖房油価格が上昇すると、家計の負担感は増して消費者マインドに影響し、他商品への消費支出を抑制する可能性がある(図表 19)。つまり、暖房油価格が高騰すると、景気全般の減速が石油需要の減退につながる懸念されるようになる可能性があるだろう。

(図表 19) 米国の暖房油価格と冬季（10月～3月）の消費動向

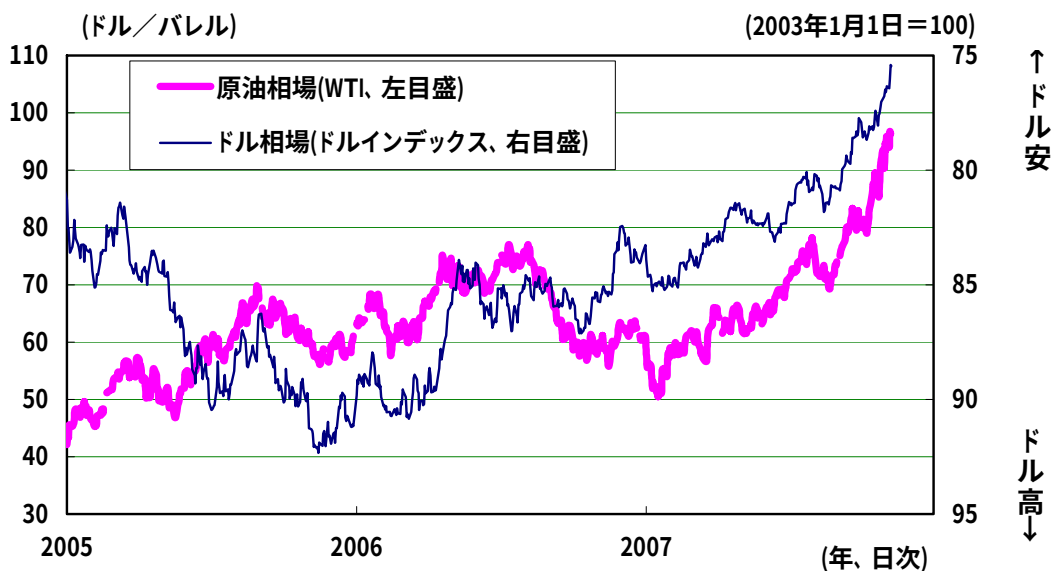


(注)冬季（10月～3月）のデータをプロット
(出所)米エネルギー省、米商務省

④ドル安と原油高

先述のとおり、ドル安は原油高の一因とみられる。もっとも、11月7日の原油相場とドル相場を、2007年1月（月平均値）に比べたドルの下落率は11%程度であるのに対し、原油の上昇率は76%である。原油高のうち、ドル安要因で説明できる部分はわずかである。サブプライムローン問題への懸念が一巡してくると、ドル相場は反発する可能性もある。

(図表 20) ドル相場と原油相場の推移



(注)ドル相場は、対ユーロ、円、ポンド、カナダドル、スウェーデンクローネ、スイスフランの加重平均値
(出所)Bloomberg

⑤当面の原油相場

11月7日の終値は1バレル＝96.37ドルである。原油相場の変動率の大きさから考えると、今後、1ヶ月の間に100ドルに達しない可能性はむしろ小さいともいえる状況だ。もっとも、関心は目先100ドルをつけるかどうかよりも、その後、原油相場が120ドルに向かうのか、80ドルに向かうのかだろう。

上述のとおり、行き過ぎた投機のやり戻し、製油活動（＝原油需要）の鈍化、石油製品高による景気減速懸念、ドル安一巡などにより、相場は、一旦、80ドル程度まで下落する可能性が高まってきているように思われる。