

# 原油レポート

< ドル安と原油高の関係について >

## 1. 原油市況 ~ 90 ドル割れに下落

原油相場(WTI、期近物)は下落している。11月20日の時間外取引では1バレル = 99.29ドルの最高値をつけ100ドルに迫っていたが、11月の最終週に大幅に下落し、足元では90ドルを下回ってきている。

11月から実施されたOPECの増産は小幅であり、足元の原油需給は引き締まる方向にある。こうした中、12月5日のOPEC総会では追加増産が見送られたため、原油在庫は減りやすい状況が続く、一時的に相場を押し上げる可能性がある。しかし、原油在庫の水準は過去の平均に比べて低いわけではなく、石油製品高による景気や石油需要への悪影響も懸念される。来年はじめにかけて、これまで原油相場を押し上げたとみられる投機的な動きは弱まり、相場は軟調に推移するだろう。来年後半にかけて米国経済の持ち直しや新興国の高成長によって、世界景気が再加速するのに伴い、原油相場は再度、上昇に向かうとみられるが、当面、1バレル = 100ドルを上回る可能性は小さくなりつつあると考えられる。

## 2. トピック ~ ドル安と原油高の関係について

2007年に入って、ドル安と原油高の連動性が高まっていた。ドル相場が下落しても、他国通貨建ての原油価格に影響を及ぼすことがなきとすると、ドル建ての原油価格は上昇することになる。一方、米ドルはカナダ・ドルとユーロに対して大きく下落した。カナダでは、サウジアラビアの原油埋蔵量に匹敵するとされるオイルサンドの開発が進んでおり、原油高により経済がメリットを受ける産油国の性格が強まっている。また、ユーロ圏には大きな油田はないが、省石油エネルギーで米国よりも優位にある。

もっとも、こうしたドル安・原油高は、米国景気が減速しても新興国を中心に世界景気は拡大を続け、石油需要は増加を続けるという観測、つまり米国景気と世界の景気や石油需要とがデカップリングするとの思惑に基づいていたと考えられる。

しかし、足元では、米国の景気減速が石油需要の減退をもたらすとの観測が強まりやすくなっている。行き過ぎた投機のやり戻しも、原油相場の下押し圧力になるだろう。



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)

次回公表日：2007年12月20日(木)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ドル割れに下落

原油相場（WTI、期近物）は下落している。11月20日の時間外取引では1バレル＝99.29ドルの最高値をつけ100ドルに迫っていたが、11月の最終週に大幅に下落し足元では90ドルを下回ってきている。

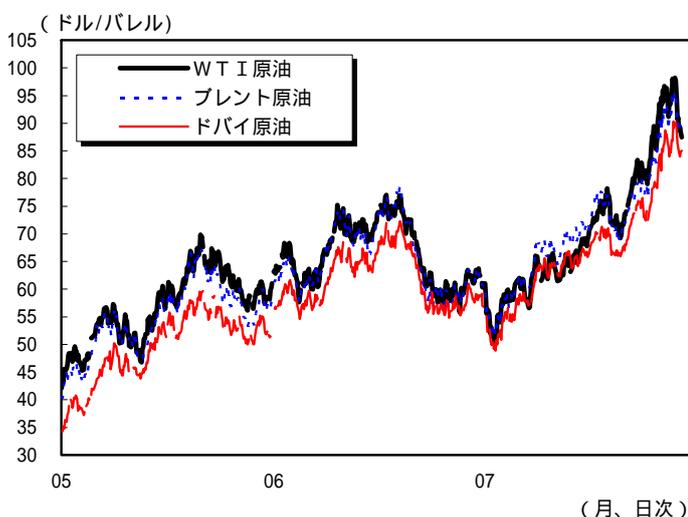
27～28日の2日間で原油相場が7ドル以上下落した要因には、要人発言などを受けて産油国による増産観測が強まったこと、米国の週次石油統計で石油在庫の減少幅が予想よりも小さかったこと、ドル相場下落に歯止めがかかったことなどが指摘されている。

もっとも、この間、28日にサウジアラビアがテロ組織関連の208人の身柄を拘束したとの報道で石油施設へのテロへの警戒感が強まったこと、12月3日に米ミネソタ州でパイプラインの事故が起こったこと、5日のOPEC総会で増産が見送られたこと、など相場の押し上げ要因とみられる材料もあった。

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月後半から続いているが、期近高・期先安の度合いは11月最終週から急速に弱まってきている（図表6）。先物市場における投機筋のポジションをみると、原油の買い超幅は足元ではやや拡大しているが、7月後半に比べれば小幅にとどまっている（図表7）。暖房油の買い超幅は11月に入って縮小が続いている（図表8）。

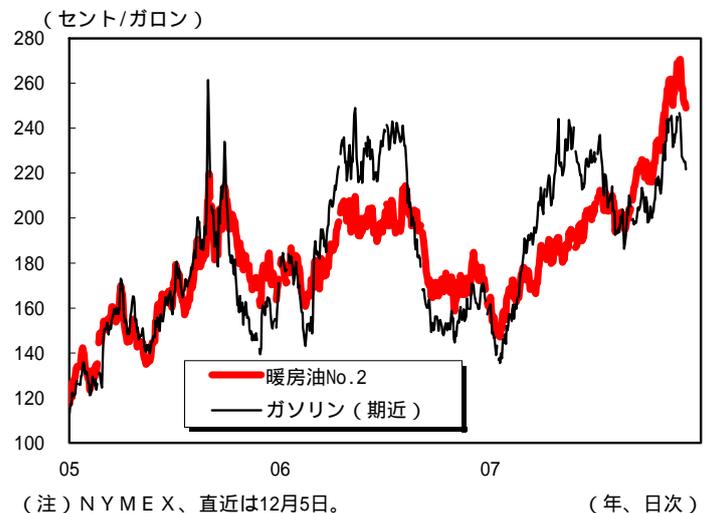
11月から実施されたOPECの増産は小幅であり、足元の原油需給は引き締まる方向にある。12月5日のOPEC総会では追加増産が見送られたため、原油在庫は減りやすい状況が続き、一時的に相場を押し上げる可能性がある。もっとも、原油在庫の水準は過去の平均に比べ低いわけではなく、石油製品高による景気や石油需要への悪影響も懸念される。来年はじめにかけて、原油相場を押し上げたとみられる投機的な動きは弱まり、相場は軟調に推移するだろう。来年後半にかけて米国経済の持ち直しや新興国の高成長によって、世界景気が再加速するのに伴い、原油相場は再度、上昇に向かうとみられるが、当面、1バレル＝100ドルを上回る可能性は小さくなりつつあると考えられる。

（図表1）原油市況の推移



（注）直近は12月5日。

（図表2）石油製品市況の推移

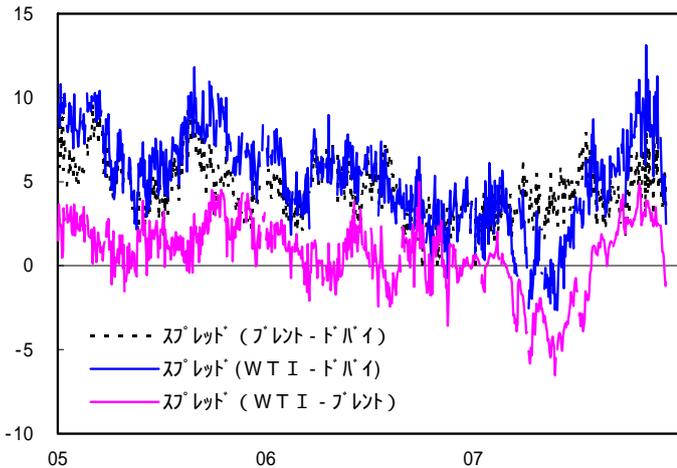


（注）NYMEX、直近は12月5日。

（年、日次）

(図表3) 油種間スプレッドの推移

(ドル/バレル)



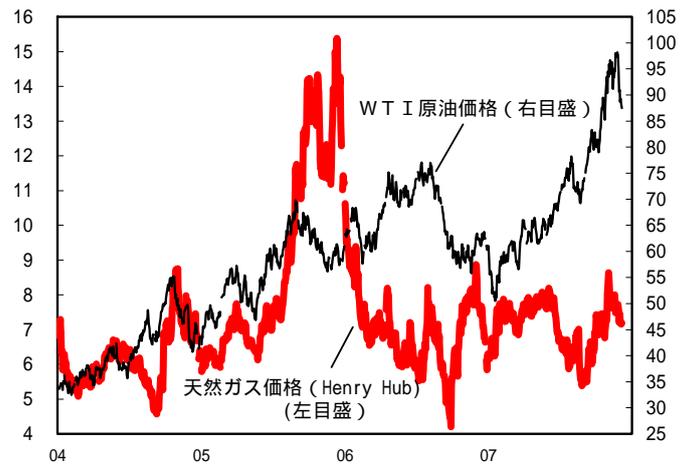
(注) WTI、Dubai、Brentの直近は12月5日。

(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

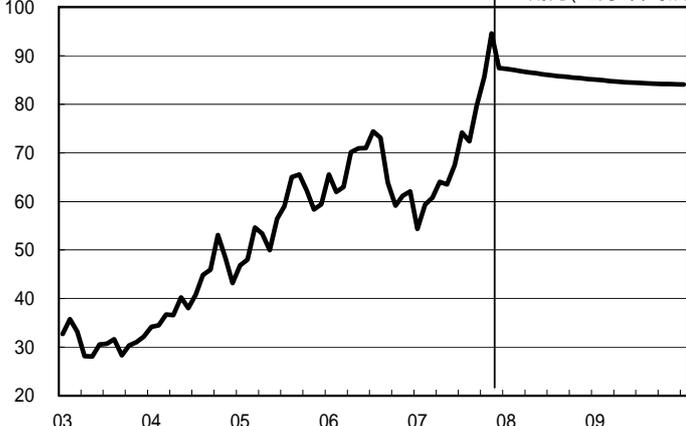
(注2) 直近は12月5日。

(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(12月5日時点)

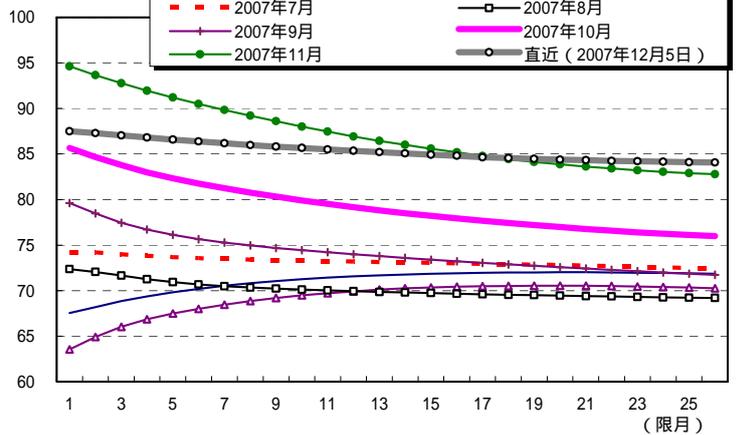


(注) 限月は26ヵ月先まで、2007年12月5日時点  
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(年、月次)

(図表6) WTI原油の先物カーブ

(ドル/バレル)



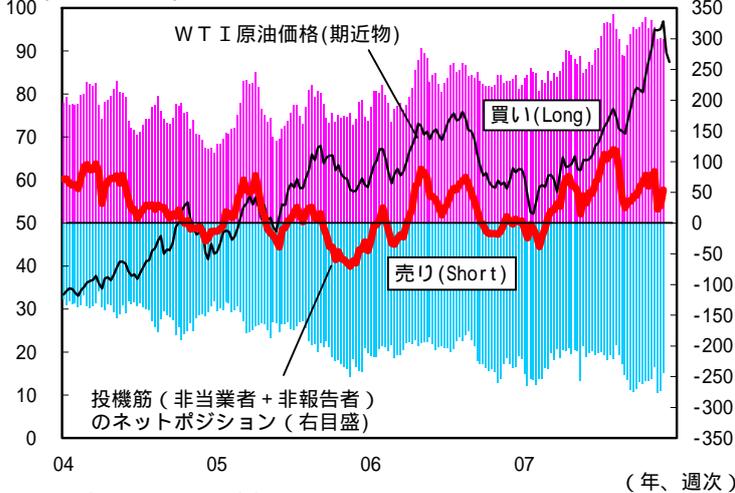
(注) 各時点における各限月(26ヵ月先まで)のWTI原油先物価格  
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(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11月27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。

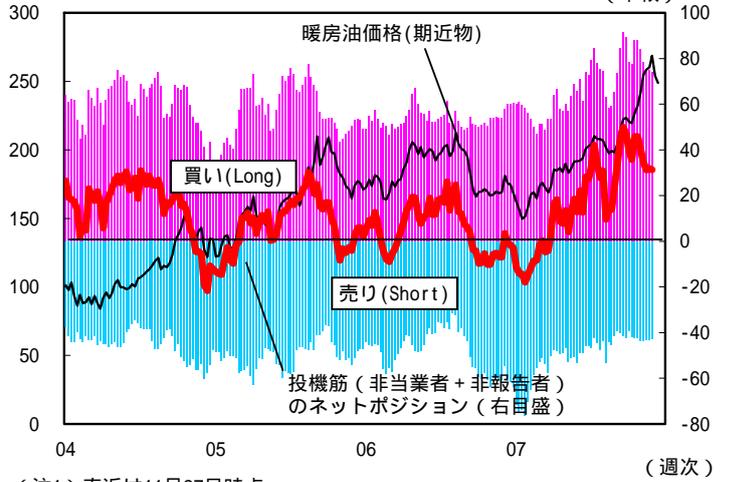
(出所) CFTC

(年、週次)

(図表8) 投機筋のポジション(暖房油)

(セント/ガロン)

(千枚)



(注1) 直近は11月27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

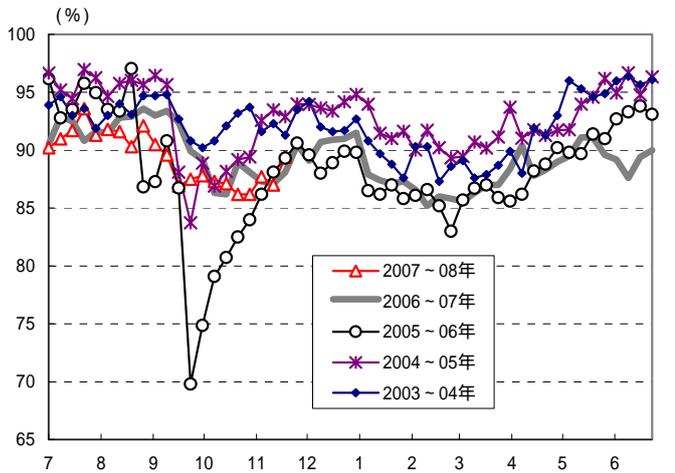
(週次)

## 2. 品目別需給動向

### (1) 米国原油需給；原油在庫は大幅減少

米国の製油所の稼働率は前年と同程度の水準にとどまり、低迷している（図表9）。原油需要が伸び悩む中で、輸入を中心に原油供給は減少しており、11月30日終わる週の原油在庫は前週比 - 793万バレルと大幅に減少した（図表10）。

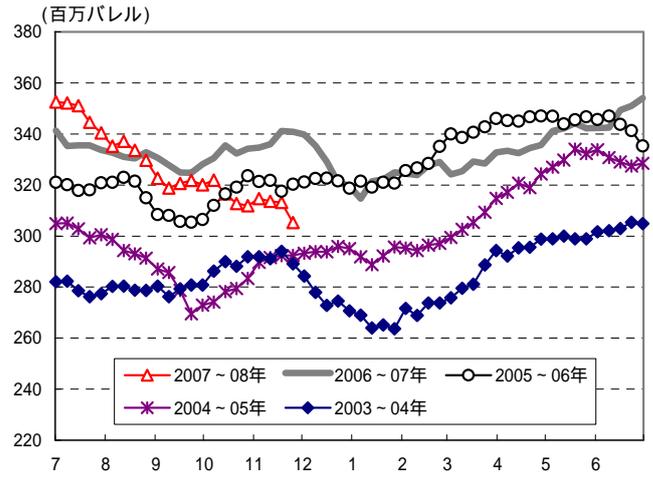
（図表9）米国の製油所の稼働率



(注)直近値は11月30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



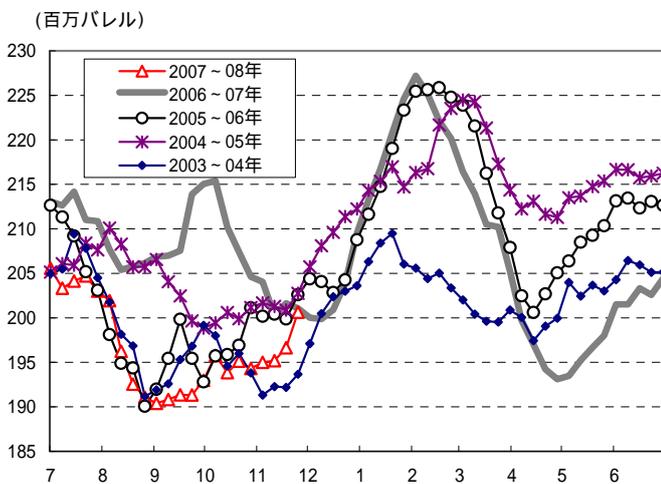
(注)SPRを除く原油在庫、直近値は11月30日  
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(月、週次)

### (2) 米国石油製品；ガソリン在庫が増加

ガソリン小売価格（全米平均）は、11月に入って1ガロンあたり3ドル台での推移が続いている。そうした中、ガソリン需要が伸び悩んでおり、11月30日に終わる週のガソリン在庫は大幅に上昇した。冬場に需要期を迎える暖房油在庫の減少は続いているが、石油製品全体の在庫水準は増加に転じた（図表12）。

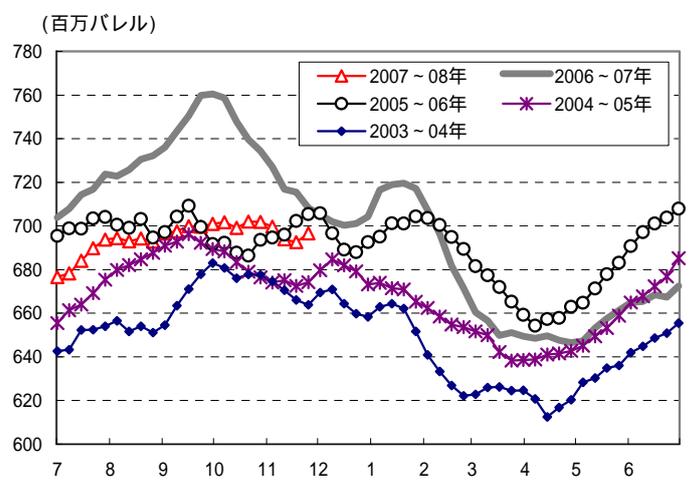
（図表11）ガソリン在庫の推移



(注)直近値は11月30日  
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(月、週次)

（図表12）石油製品在庫の推移



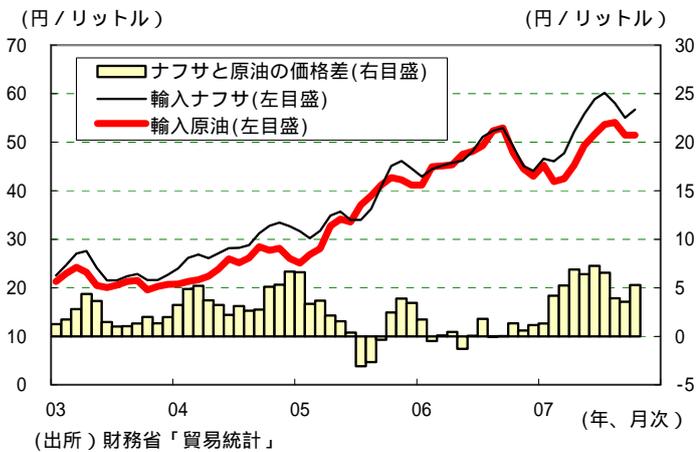
(注)直近値は11月30日  
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(月、週次)

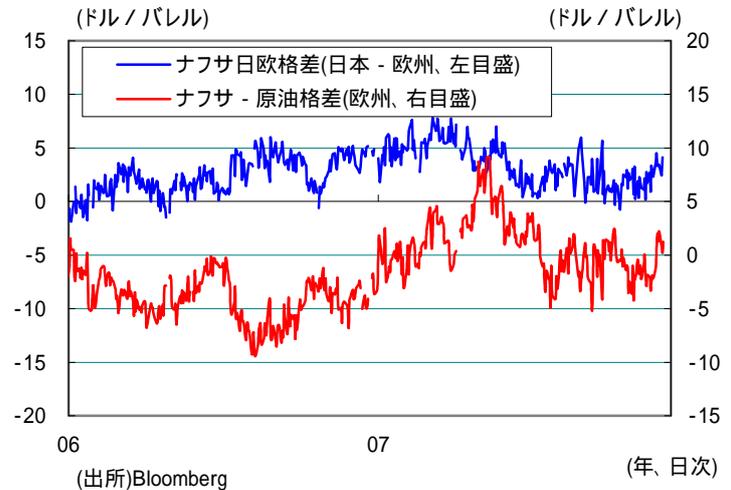
### (3) ナフサ；原油に比べやや底固い値動き

日本の10月の輸入ナフサ価格(通関)は、1リットルあたり56.7円に小幅上昇した(図表13)。10月の原油輸入価格は下落したが、ナフサと原油との価格差が拡大した。その後、原油相場が一段高する際にはナフサ価格は出遅れたが、足元では、原油相場の下落に比べナフサの下落は小幅にとどまっている(図表14)。ナフサ価格の底堅さの背景には、アジアでの需要の強さが指摘されており、アジアと欧州の価格差が拡大した11月後半以降は、欧州産ナフサをアジアに運ぶ動きも出ている。もっとも、ナフサ相場の大勢としては、原油相場に連動して下落傾向で推移している(図表15)。

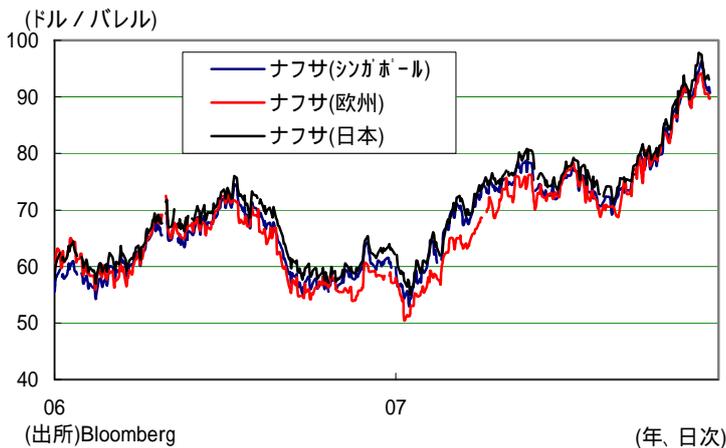
(図表13) 日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



(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

11月のOPEC 12ヶ国の原油生産（日量）は、前月比 - 12.5万バレル減少した。生産枠が適用される10カ国（アンゴラとイラクを除く）では同 - 15.0万バレルであった（図表16、Bloombergによる推計値）。サウジアラビアやイランが増産したものの、アラブ首長国の油田が定期補修により減産したため、全体では減産となった。

12月5日のOPEC総会では、生産枠の引き上げが見送られた。100ドルに迫っていた原油相場が90ドル割れに下落する中で、カタール、アルジェリア、ベネズエラなどから増産見送りの主張が出ていた。

イラン核開発問題では、米国が10月25日に独自の制裁強化策を発表し、国連安全保障理事会の常任理事国とドイツの6カ国は12月1日に追加制裁決議案の起草を始めることで一致した。しかし、12月3日に米国の国家情報会議（National Intelligence Council）は、イランが2003年以降、核兵器の開発を停止したとの報告を公表した。

イラクでは治安情勢が改善し、各国ではイラク撤退に関する議論が進展しつつある。一方、12月1日にトルコがイラク領内のクルド人武装勢力への越境攻撃を行ったが、その規模は限定的であった。なお、11月27日に米国のアナポリスで開催された中東和平国際会議では、イスラエルとパレスチナ自治政府が「パレスチナ国家の創設へ向けた和平交渉を再開し、2008年末までに交渉を決着させる」との共同声明を発表した。

他方、12月3日にベネズエラで行われた国民投票では、大統領の再選制限の撤廃などを内容とする憲法改正案が僅差で否決された。資源ナショナリズムを主導してきたチャベス大統領の権限拡大に歯止めをかける動きがベネズエラ国内で出てきた。

（図表16）OPECの生産動向

国名	生産量 (11月)	生産量 (10月)	超過量 (11月)	生産枠 (07年11月～)	産油能力	稼働率	生産余力 (11月)
サウジアラビア	898.0	885.0	3.7	894.3	1,080.0	83.1%	182.0
イラン	400.0	394.0	18.3	381.7	400.0	100.0%	0.0
クウェート	249.0	245.0	-4.1	253.1	255.0	97.6%	6.0
UAE	219.0	259.0	-37.7	256.7	265.0	82.6%	46.0
カタール	83.0	83.0	0.2	82.8	85.0	97.6%	2.0
ベネズエラ	244.0	244.0	-3.0	247.0	255.0	95.7%	11.0
ナイジェリア	218.0	218.0	1.7	216.3	250.0	87.2%	32.0
インドネシア	82.5	82.5	-4.0	86.5	85.0	97.1%	2.5
リビア	174.0	173.0	2.8	171.2	173.0	100.6%	-1.0
アルジェリア	141.0	140.0	5.3	135.7	145.0	97.2%	4.0
<b>OPEC 10カ国</b>	<b>2,708.5</b>	<b>2,723.5</b>	<b>-16.8</b>	<b>2,725.3</b>	<b>2,993.0</b>	<b>90.5%</b>	<b>284.5</b>
イラク	226.0	227.5	-	-	240.0	94.2%	14.0
アンゴラ	179.0	175.0	-	-	180.0	99.4%	1.0
<b>OPEC 12カ国</b>	<b>3,113.5</b>	<b>3,126.0</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>3,413.0</b>	<b>91.2%</b>	<b>299.5</b>

（注1）超過量（11月）＝生産量（11月）－生産枠（07年11月～）。

（注2）国別生産枠は一時的にOPEC事務局が公表していたもの（その後、撤回された）。

（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（11月）／産油能力＊100

（注6）生産余力＝産油能力－生産量（11月）

（資料）Bloomberg

#### 4. トピック；ドル安と原油高の関係について

2007年に入って、ドル安と原油高の連動性が高まっていた。本稿では、ドル安と原油高の関連について考えてみたい。

##### (1) ドル安による原油高

まず、ドル安が原油高をもたらす関係を考えてみよう。原油相場はドル建てで表される。しかし、ドル相場が下落しても、他国通貨建ての原油価格には影響を及ぼすことがないとすると、ドル建ての原油価格は上昇することになる。

実際、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。ドル相場の変動に関わらず、米国以外の国からみた原油の価値が変わらなければ、ドル相場の下落によって、ドル建ての原油相場は押し上げられやすい。

##### (2) 原油高によるドル安

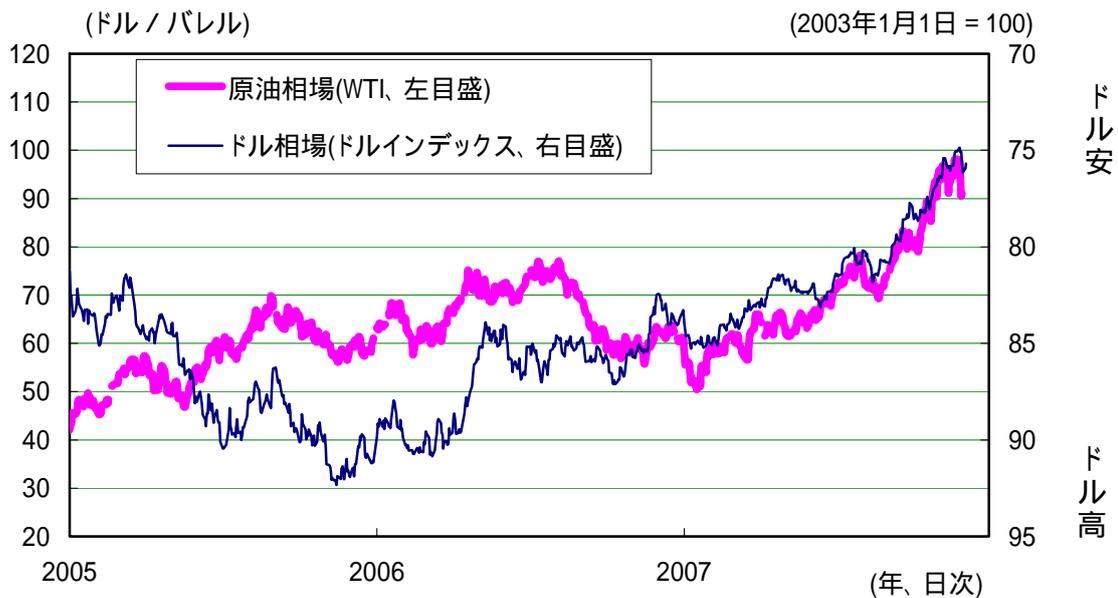
次に原油高がドル安につながる関係についてみてみよう。ドル安かドル高かは、個別の為替相場を加重平均した実効為替レートで判断される。実効為替レートには各種の指標があるが、ここではインターコンチネンタル取引所（ICE）に上場されるドル・インデックスをみてみよう。これは、ユーロ、円、ポンド、カナダドル、スウェーデンクローネ、スイスフランの対ドル相場を加重平均したものであり、年初に比べて1割以上下落している。特に加ドルとユーロに対して下落率が大きい（図表17）。

カナダは、原油高により経済がメリットを受ける産油国の性格が強まっている。カナダでは、サウジアラビアの原油埋蔵量に匹敵するとされるオイルサンドの開発が進んでおり、産油量は増加を続ける見通しである。原油高は、加ドル高要因であり、相対的に米ドルの価格を押し下げるといえる。

一方、ユーロ圏には大きな油田はないが、省石油エネルギーで米国よりも優位にある。もちろん、ユーロが強くなっている最大の理由は、発足前後にはそれほどなかったユーロという通貨への信頼感が増してきていることであろう。そして、ユーロ高は原油の輸入コスト上昇を抑制し、さらにユーロ圏経済が評価される素地をつくったといえよう。年初からのドル建て原油価格の上昇率が約9割強に達したのに対して、ユーロ建ての原油相場の上昇率は7割弱と小さい。

米国の原油自給率が高かった時代には、原油高は相対的にドル高要因であったと考えられ、第1次・第2次石油危機のときには対円を中心にドル高が進んだ。しかし米国の原油自給率は3分の1にまで低下し、当時とは構造が変化した。原油高はカナダや欧州と比べて相対的に米国経済へのマイナス影響が大きく、ドル安につながりやすくなっていると考えられる。

(図表 17) 原油相場とドル相場の推移



(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

### ( 3 ) ドル安・原油高の相乗効果

以上のように、原油市場においてはドル安が原油高の理由とされ、為替市場においては原油高によるドル安効果が注目され、双方が相乗効果をもたらす状況が生じていたと考えられる。このため、特にドル建て投資家には原油向けの投資が有望に映り、原油が投機的な人気を集めた可能性がある。

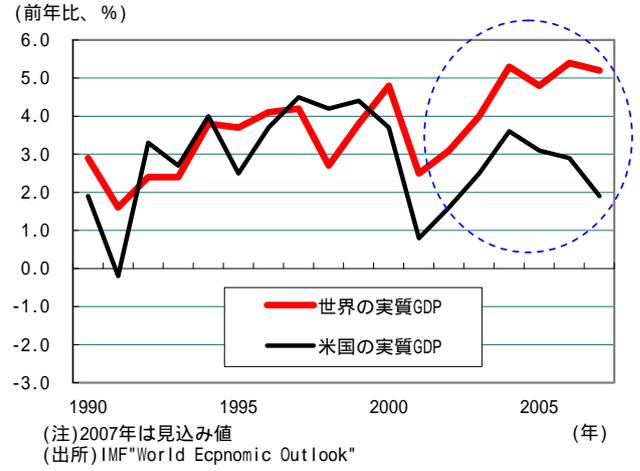
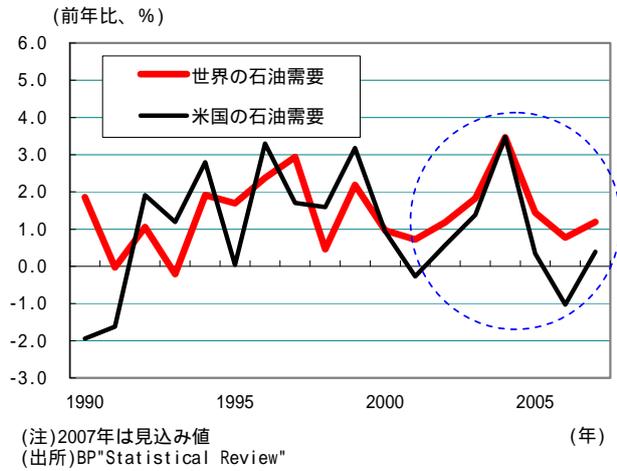
また、米国景気が減速しても新興国を中心に世界景気は拡大を続け、石油需要は増加を続けるという観測、つまり米国景気と世界の景気や石油需要とがデカップリングするとの思惑も窺える。

### ( 4 ) 米国に影響されやすい石油需要

もっとも、デカップリングはあくまで米国景気の減速の程度が軽い場合の話であろう。2007年の米国経済の成長率はすでに 2%前後に鈍化したとみられる中で、米国景気の減速観測が一段と強まると、世界景気全体の先行きが懸念されてくるであろう。

また、米国の及ぼす影響度は、世界の景気よりも石油需要の方が大きい可能性がある。実際、世界の石油需要に占める米国のシェアは 24%と世界経済に占める米国のシェア(購買力平価ベースの GDP により計算)の 19%よりも大きい。米国景気が減速しても新興国経済の成長により世界経済の成長率はかさ上げされるとしても、世界の石油需要は引き続き米国の影響を受けやすいとみられる(図表 18)。

(図表 18) 世界の石油需要と実質経済成長率



以上みてきたように、今後も原油高とドル安が持続する可能性は低くなってきている。当面の原油相場については、行き過ぎた投機のやり戻し、石油製品高による需要減退観測により、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。