

原油レポート

<石油メジャーの 2007 年決算>

1. 原油市況～100 ドルを突破

原油相場（WTI、期近物）は 20 日に史上最高値となる 1 バレル＝101.32 ドルをつけた。相場が急騰したのは、OPEC の減産観測などをきっかけに供給懸念が広がったためである。米英などの裁判所が米エクソン・モービルに対して、ベネズエラの海外資産の差押さえを認める判決を下したことに対抗し、チャベス大統領がエクソンに対して禁輸措置を発表したことも相場を押し上げた。

相場の潮流は一見強そうに見えるものの、相場を一段と押し上げるには材料不足である。昨年後半と同様に投機的な思惑が先行した動きもみられる。たしかに一次産品が幅広く買われるなど、金融・商品市場全般に、世界景気の先行きについて楽観的な見方が広がり始めてもいるが、米国の原油・石油製品在庫は増加基調が鮮明になり始めている。米国で財政・金融政策の効果が見込まれる年後半以降、米国を中心に経済成長率が徐々に回復すると見込まれるが、当面は景気の弱さが続くと思われる。投機的な勢いが強まれば一時的に相場が上昇する可能性もあるものの、基調としては相場水準を徐々に切り下げる動きが予想される。

2. トピック～石油メジャーの 2007 年決算

石油メジャーの 2007 年の決算が発表され高い利益を確保したことが示された。特に米エクソン・モービルと英蘭ロイヤル・ダッチ・シェルは、米国、欧州企業としてそれぞれ過去最高の利益を計上した。もっとも、原油相場の上昇によって在庫評価益が利益を押し上げたものの、石油精製・化学事業ではコストの増加が収益拡大を抑制している。

利益処分の内訳をみると、近年では自社株買いと配当など株主に還元する割合を高める一方、油田開発コストの上昇などもあり、新規の油田開発投資は遅れている。このため、新規に開発された原油埋蔵量と生産量との比率である置換比率は 100%を下回って推移している。置換比率の低下が続いていることを背景に、石油メジャーは生産を抑制している。決算では自社株買いと配当を拡大する方針が示されており、2008 年についても石油メジャーの生産量は減少傾向が続く見通しである。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

【お問合せ先】 細尾（hosoo@murc.jp）

次回公表日：2008 年 3 月 6 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；100ドルを突破

原油相場（WTI、期近物）は、20日に史上最高値となる1バレル＝101.32ドルをつけた。

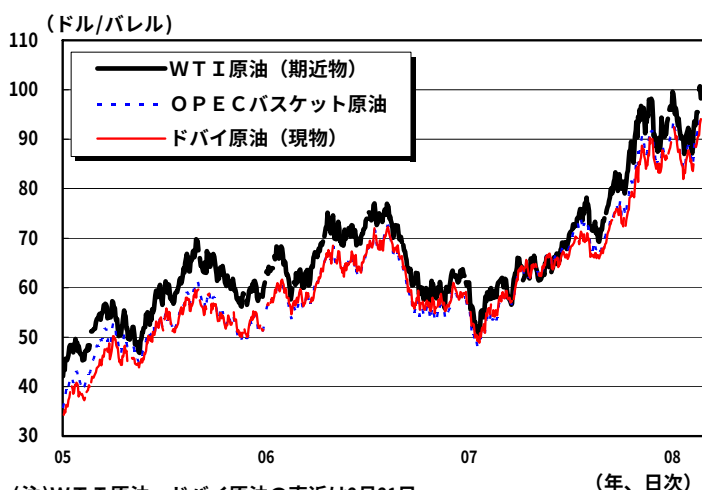
相場が急騰したのは、OPECの減産観測などをきっかけに供給懸念が広がったためである。OPECのヘリル議長は、24日、3月5日の次回総会で生産目標の据え置きか引き下げを決定するとの見通しを示した。世界経済の減速による需要の減退や季節的な要因などが背景とみられる。また、ベネズエラの石油国有化に対して、米エクソン・モービルがベネズエラの海外資産の差押さえを求めている裁判で訴えを認める判決が下されたことに対して、チャベス大統領が13日に禁輸措置を発表したことも供給懸念を強めた。19日には米テキサス州の製油所で事故が起こったほか、ナイジェリアでの輸出停止や米北東部の気温が低下したことなども、相場の買い材料視された。一方、21日に発表された米在庫統計では、原油・石油製品在庫の増加が続いたことから相場は反落した。

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ーションが続いている（図表6）。原油や暖房油の先物市場における投機筋のポジションをみると、12月後半から拡大していた買い超幅は、年明け以降頭打ちとなっている（図表7～8）。

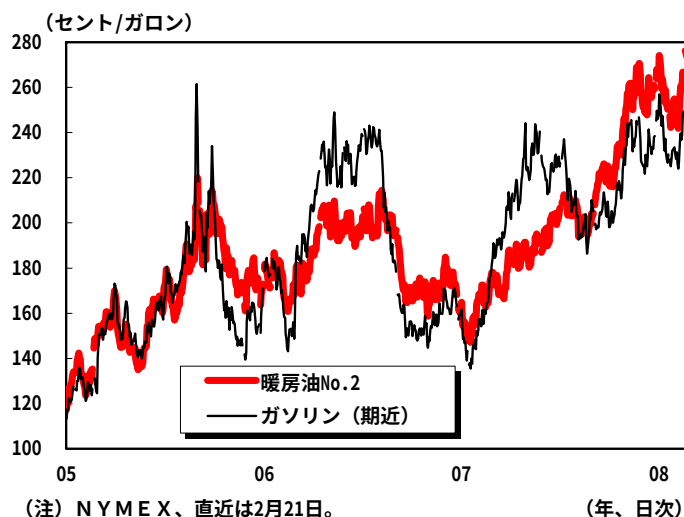
OPECの減産観測、ベネズエラの資源ナショナリズム、製油所の事故など相場の潮流は一見強そうに見えるものの、相場を一段と押し上げるには材料不足であろう。昨年後半と同様に投機的な思惑が先行した動きもみられる。たしかに金融・商品市場全般の動きをみると、サブプライムローン問題は引き続き懸念材料であるが、世界景気の拡大基調が続くとの観測が再び回復して一次産品が幅広く買われており、株価も一進一退ながら一本調子に下げる局面ではなくなっている。

しかし、米国の原油・石油製品在庫は増加基調が鮮明になり始めており、世界景気の減速を背景に、IEA（国際エネルギー機関）は13日、2008年の原油需要を下方修正した。米国で財政・金融政策の効果が見込まれる年後半以降、米国を中心に経済成長率が徐々に回復すると見込まれるが、当面は景気の弱さが続くと思われる。投機的な勢いが強まれば一時的に相場が上昇する可能性もあるものの、基調としては、相場水準を徐々に切り下げる動きが予想される。

（図表1）原油市況の推移

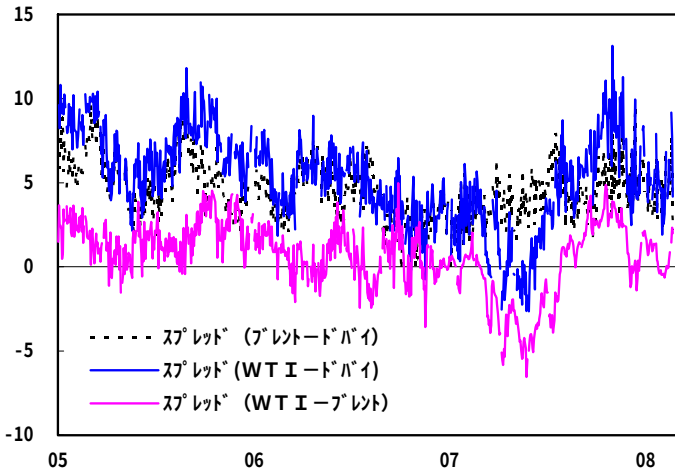


（図表2）石油製品市況の推移



(図表 3) 油種間スプレッドの推移

(ドル/バレル)

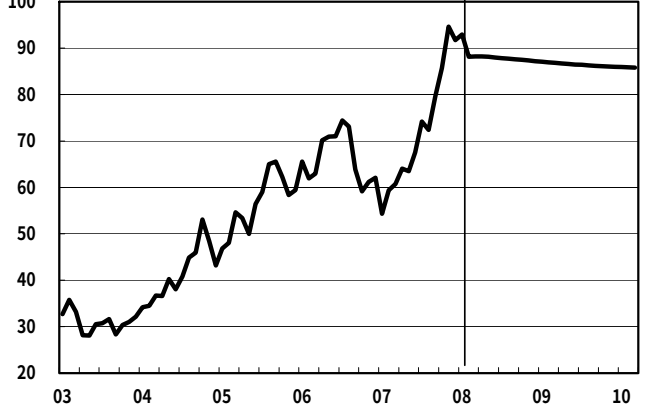


(注) 直近は2月21日。

(年、日次)

(図表 5) WTI原油先物価格の限月推移

(ドル/バレル)



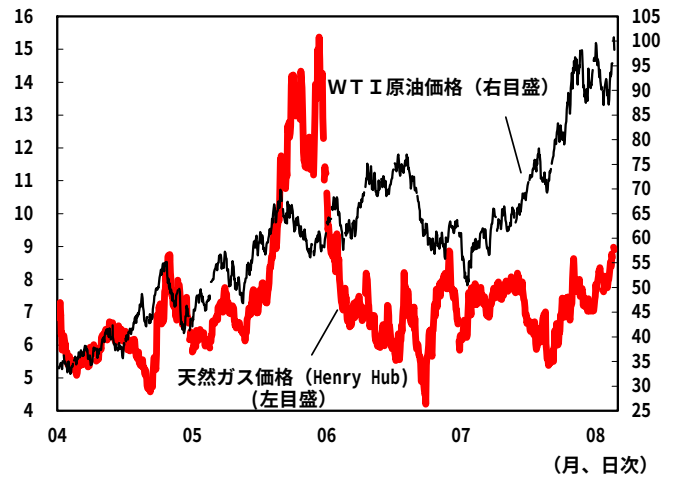
(注) 限月は26ヵ月先まで、2008年2月21日時点
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(年、月次)

(図表 4) 米国天然ガス市況の推移

(ドル/百万Btu)

(ドル/バレル)

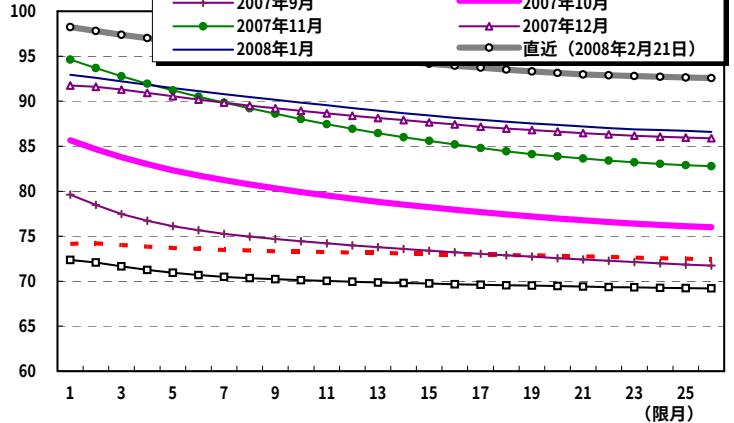


(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略

(注2) 直近は2月21日。

(図表 6) WTI原油の先物カーブ

(ドル/バレル)



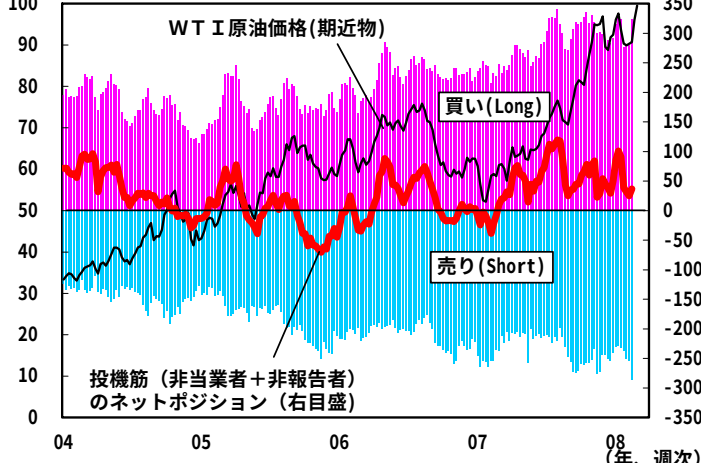
(注) 各時点における各限月 (26ヵ月先まで) のWTI原油先物価格
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(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) ポジションの直近は2月12日時点、WTI原油は2月20～21日平均値。

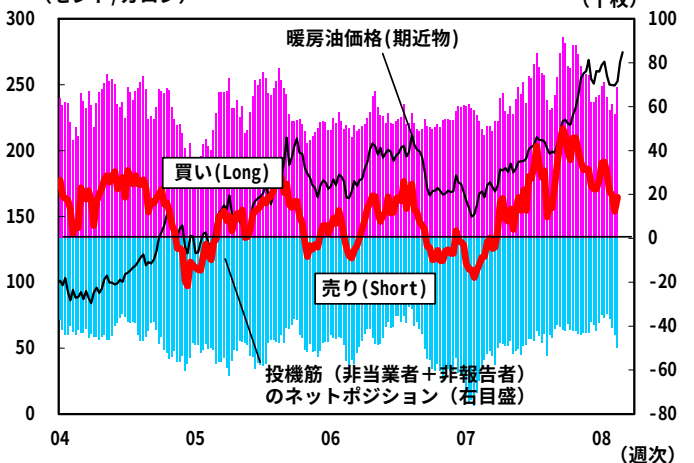
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザー以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。

(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) ポジションの直近は2月12日時点、暖房油価格は2月20～21日平均値。

(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。

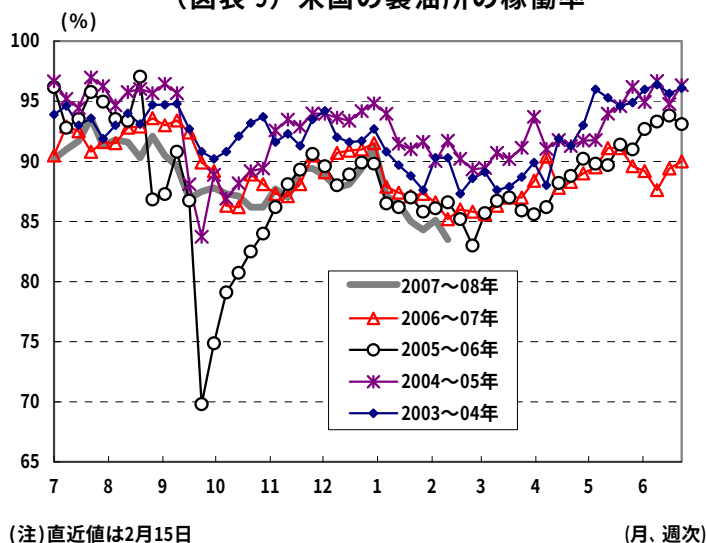
(出所) CFTC

2. 品目別需給動向

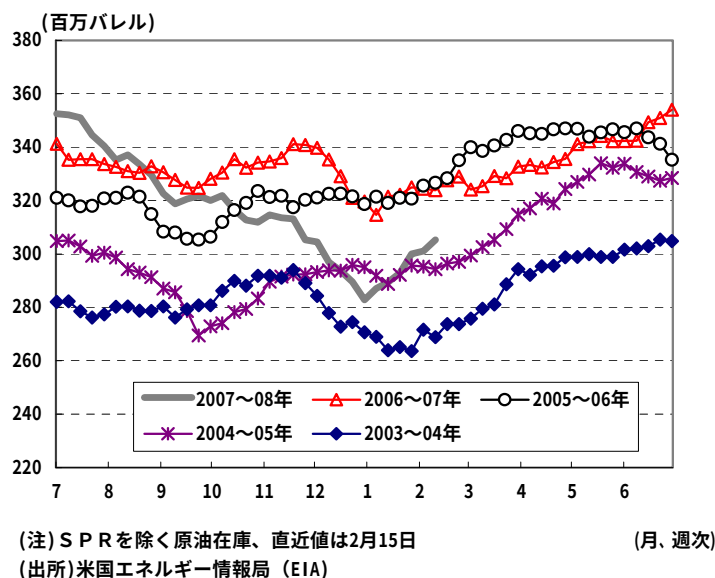
(1) 米国原油需給；原油在庫が増加に転じる

米国の製油所の稼働率は12月の落ち込みからは回復したが、年明け以降は再び低下している。例年この時期の稼働率は低下する傾向があるとはいえ、例年と比べ低かった前年なみの水準にとどまっている（図表9）。原油需要の伸び悩みや、輸入が一時的に減少した影響はく落したことから、原油在庫の減少に歯止めがかかり、足元では増加傾向が鮮明になっている（図表10）。

（図表9）米国の製油所の稼働率



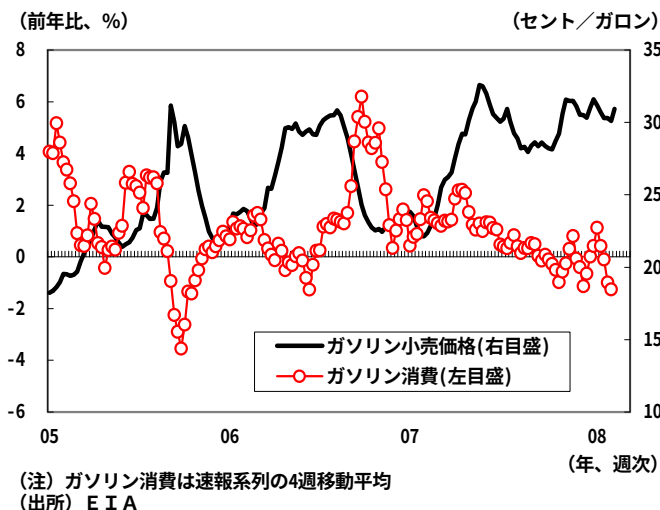
（図表10）米国の各年の原油在庫



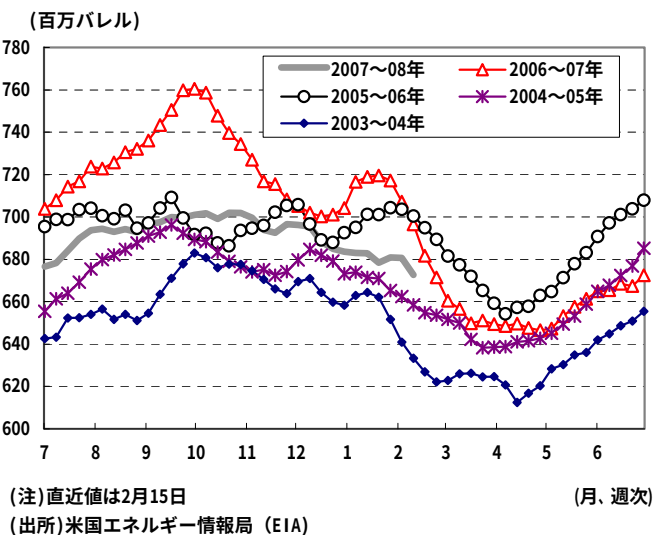
(2) 米国石油製品；暖房油在庫に下げ止まりの動き

原油が大幅高になっているものの、ガソリン価格は需要の弱さなどから高水準ながらも上昇傾向は一服している。小売価格（全米平均）は2月第3週に3.09ドルであった。もっとも、ガソリン需要は伸び悩んでおり、前年割れで推移しており、需要の弱さを反映してガソリン在庫

（図表11）ガソリン消費と価格の推移



（図表12）石油製品在庫の推移

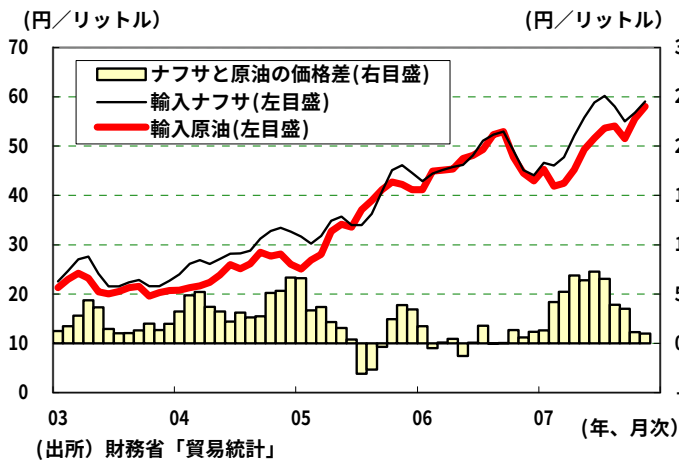


は増加傾向が続いている。一方、石油製品全体の在庫水準については、暖房油在庫が需要期を迎え減少が続いているため、小幅低下した（前頁図表 12）。

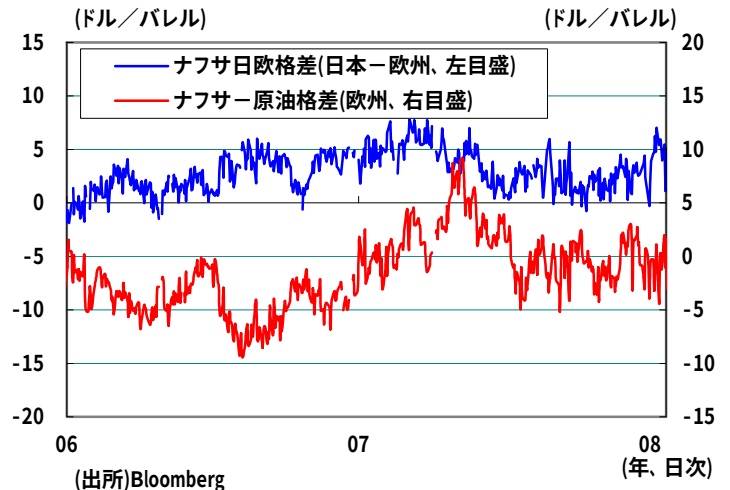
（3）ナフサ；原油に比べやや底固い値動き

日本の 11 月の輸入ナフサ価格（通関）は、1 リットルあたり 59.0 円に小幅上昇した（図表 13）。11 月の原油輸入価格も上昇しており、ナフサと原油との価格差はほぼ前月並みであった。12 月以降の相場動向をみると、ナフサと原油の価格差（欧州）は安定しており、原油相場の上昇に見合ってナフサ相場も上昇している（図表 14）。米国では需要鈍化などにより精製マージンが小さくなっているが、アジアではガソリンやナフサの需要が堅調なことも、ナフサ相場を底固くする要因になっていると考えられる（図表 15）。

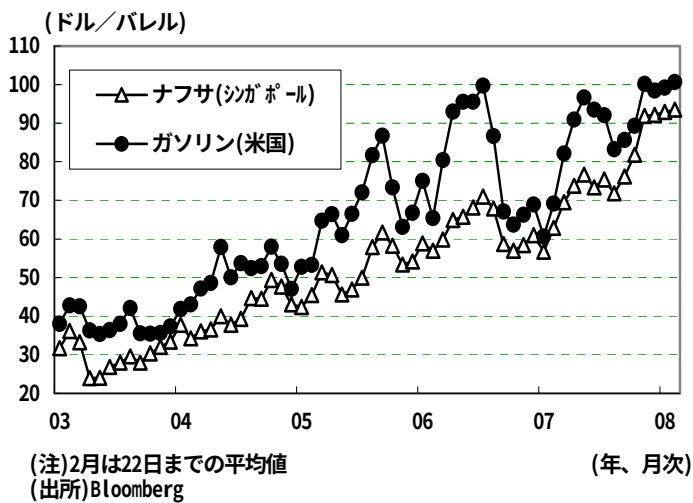
（図表 13）日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



（図表 14）ナフサの日欧格差とナフサ・原油価格差



（図表 15）米国のガソリンとシンガポールのナフサ価格



3. OPECの生産動向

1月のOPEC13ヶ国の原油生産（日量）は、前月比+12万バレルと増加した。生産枠が適用される12カ国（イラクを除く）では同+20万バレルの増加であった（図表16、Bloombergによる推計値）。

OPECは3月5日に特別総会を開催する。ヘリルOPEC議長は19日、3月5日の次回総会について、生産目標の引き上げはないだろうとした上で、据え置きか引下げを決定するとの見通しを示した。15日に発表した月報では、現在の生産量は、市場の需給緩和に寄与し、世界の在庫を増加させるのに十分との認識が示されていた。

ベネズエラでは、資源ナショナリズムの高まりを背景に石油資産が国有化されことについて、米石油メジャーのエクソン・モービルが、ベネズエラの海外資産の差し押さえを求めている国際裁判で、米英蘭の裁判所でエクソン側の訴えを認める判決が7日出された。これに対してチャベス大統領は13日、エクソン向けの原油輸出の停止措置を発表した。

ナイジェリアでは、英蘭系石油メジャーのロイヤル・ダッチ・シェルが6日、ボニーライト原油ターミナルからの輸出に対して不可抗力条項の発動を宣言した。油田とターミナルとを結ぶパイプラインの補修が遅れており、日量13万バレルの原油生産を停止した。ヤラドゥア大統領に反発する反政府武装勢力が、油田地帯のデルタ地区を中心に石油関連施設への攻撃を活発化させており、シェルは治安の悪化が修理の遅れにつながっていると説明している。

（図表16）OPECの生産動向

国名	生産量 (1月)	生産量 (12月)	超過量 (1月)	生産枠 (07年11月～)	産油能力	稼働率	生産余力 (1月)
アルジェリア	141.0	141.0	5.3	135.7	145.0	97.2%	4.0
アンゴラ	185.0	181.0	-5.0	190.0	190.0	97.4%	5.0
エクアドル	50.0	50.0	-2.0	52.0	50.0	100.0%	0.0
インドネシア	83.0	84.0	-3.5	86.5	85.0	97.6%	2.0
イラン	390.0	384.0	8.3	381.7	400.0	97.5%	10.0
イラク	226.0	234.0	—	—	250.0	90.4%	24.0
クウェート	252.0	250.0	-1.1	253.1	255.0	98.8%	3.0
リビア	178.0	175.0	6.8	171.2	175.0	101.7%	-3.0
ナイジェリア	206.0	215.0	-10.3	216.3	250.0	82.4%	44.0
カタール	80.0	80.0	-2.8	82.8	85.0	94.1%	5.0
サウジアラビア	920.0	910.0	25.7	894.3	1,080.0	85.2%	160.0
UAE	258.0	253.0	1.3	256.7	265.0	97.4%	7.0
ベネズエラ	243.0	243.0	-4.0	247.0	250.0	97.2%	7.0
OPEC13カ国	3,212.0	3,200.0	—	—	3,480.0	92.3%	268.0
OPEC12カ国	2,986.0	2,966.0	18.7	2,967.3	3,230.0	92.4%	244.0

（注1）超過量（1月）＝生産量（1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）等による。

（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（1月）／産油能力×100

（注6）生産余力＝産油能力－生産量（1月）

（資料）Bloomberg

4. トピック；オイルメジャーの 2007 年決算

欧米のオイルメジャー大手 3 社の 2007 年決算が発表された（図表 17）。原油価格の上昇を背景に高水準の収益が続く一方、精製マージンの縮小により、石油精製・化学事業など原油以外の収益が抑制された。

利益の処分については、原油開発コストの上昇を背景に、各社は新規の油田開発よりも株主への利益還元姿勢を強めている。

①エクソン・モービル（米国）

エクソン・モービルの純利益は 410 億ドルと、一企業としては史上最高の収益を達成した。原油・天然ガスの生産量は前年水準を下回ったものの、価格上昇が収益を押し上げた。新規の油田開発や、精製・化学事業など川下部門でのコスト上昇に業界全体が直面する中、石油製品のエネルギー効率向上や、油井掘削のスピード化など費用削減策が効果をあげたことも評価されている。

②ロイヤル・ダッチ・シェル（英国、オランダ）

ロイヤル・ダッチ・シェルの純利益は初めて 300 億ドルを突破し、欧州企業として史上最高の利益を計上した。原油価格上昇が原油生産と石油精製マージンの低下を補う内容となった。政情不安が続くナイジェリアで日量 14 万バレルの減少が想定されるなど、2008 年も原油生産の減少を見込んでいるが、ヴォウザー最高財務責任者は、生産の規模を追い求めるのではなく、投資収益の向上を目指すとしている。

③B P（英国）

大手 3 社の中で、最も苦しいのが B P である。純利益は 2 年連続で減益となったほか、原油相場の上昇による在庫の評価益を除いた、在庫評価前利益でみると 22% と減益幅が大きい。石油精製、化学事業でのコストが利益を圧迫していることに加え、2005 年のテキサスの製油所火災以来、爆発などの事故が相次いでいることが影響した。決算と同時に、すでに示していた 9500 人の人員削減に加え、新たに 5000 人の追加削減を発表した。

（図表 17）石油メジャー大手 3 社の純利益・生産量

	純利益（億ドル）		同・在庫評価前（億ドル）		生産量（万バレル/日量）	
	2007	2006	2007	2006	2007	2006
エクソン	406	395	—	—	262	268
ロイヤル・ダッチ・シェル	313	254	276	254	190	203
B P	208	220	173	223	241	248

（出所）プレスリリース資料

④収益はどのように使われているのか

各社の決算内容と同時に関心を集めているのが利益の処分方法である。1月29日付け米ウォールストリート・ジャーナル紙によると、近年、石油メジャー各社の収益の大部分が、自社株買いと配当によって株主に還元される割合が高まっていることが指摘されている。記事によると、石油メジャー大手5社の自社株買いが過去4年間に1,789億ドルに上った。過去最高益となったエクソンの決算会見では、昨年中の自社株買いが前年比50億ドル増加の280億ドルであり、発行済み株式総数が6%減少したことが示されていた。

世界の大手石油会社42社の収益内容を分析したデータによると、キャッシュフロー（純利益＋減価償却費）から配当金を除いた内部留保に対する、新規の油田開発など設備投資に使われる金額の割合が趨勢的に低下しており、近年では内部留保を下回っていることが分かる。内部留保を下回った部分のうち、多くは自社株買いに充当されたとみられる（図表18）。原油生産量が減少する一方で過去最高水準の利益を計上した石油メジャー3社の決算では、こうした傾向が続いていることが示されたといえる。

（図表18）大手石油会社42社の収益

		(億ドル)												
		1980	1985	1990	1995	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
①	純利益	329	194	268	243	145	353	764	620	443	855	1205	1706	1876
②	減価償却費	325	530	387	431	610	450	533	634	612	680	769	765	858
③	キャッシュ・フロー(①+②)	654	724	655	674	755	753	1297	140	1180	1577	2051	2399	2612
④	配当金	93	120	159	176	209	217	230	297	273	275	335	375	392
⑤	内部留保(③-④)	561	604	496	498	546	541	1067	1104	907	1303	1715	2024	2217
⑥	設備投資	621	583	596	598	839	677	728	999	887	907	1124	1404	1931
⑦	設備投資/内部留保(%)	111	97	120	120	154	125	68	90	98	70	66	69	87
⑧	⑤-⑥	-60	21	-100	-100	-293	-136	339	105	20	396	591	620	286

（注）世界の大手石油会社42社の財務諸表を集計した値
 （出所）Statistical Abstract of the United States: 2008
 原資料は、Carl H. Pforzheimer & Co., New York, NY, *Comparative Oil Company Statements, annual*

こうした結果、油田の開発が遅れ、新規開発油田の埋蔵量と生産量の比率である置換比率（当該年に新たに開発された油田の埋蔵量／当該年生産量）が100%を下回った状態が続いているようである。

この置換比率は油田の開発ペースの目安とされる。生産量と同量の新規埋蔵量の発見があれば、一定水準の可採埋蔵量を維持することができるからである。しかし、100%を下回ると、可

採埋蔵量は低下することになる。ウォールストリート・ジャーナル紙で紹介されていた I E A（国際エネルギー機関）の分析では、石油メジャー大手 5 社平均の置換比率は、このところ 75% 程度で推移しているとのことである。

置換比率が低下している背景には、新規の油田開発コストが上昇していることや、産油国での資源ナショナリズムの高まりなどがある。かつての、積極投資による供給飽和で価格が暴落した苦い経験も影響しているであろう。

置換比率の低下が続いていることから、石油メジャーは生産を抑制する動きが続いている。決算では自社株買いと配当を拡大する方針が示されており、2008 年についても石油メジャーの生産量は減少傾向が続く見通しである。