

原油レポート

< 金平価と地域間格差からみた原油価格上昇の理由 >

1. 原油市況 ~ 105 ドルを超える

原油相場（WTI、期近物）は、6日に史上最高値となる1バレル = 105.97ドルをつけた。需給面の材料としては、5日に発表された米国週次統計において、原油在庫が予想外の減少を示したことが大きかったと思われる。このほか、イスラエル軍が再びガザ地区に侵攻したこと、OPEC総会で増産が見送られたこと、ベネズエラがコロンビア国境に軍隊を展開したといったことなどが価格上昇の材料として挙げられた。

原油相場が投機的な関心を集めやすい背景には、ドル安と株価の低迷がある。米景気減速への懸念は株安やドル安につながりやすい一方で、ドル安は商品相場全体の押し上げ要因とみなされている。目先はドル安を材料とするWTIの上昇基調が続きやすく、原油相場のボラティリティを考慮すると、110ドル台への上昇はみておいた方がよいかもしれない。もっとも、昨年後半から大幅に上昇した原油や金の相場水準はすでにかなり高いところにある。原油相場（WTI）は、米景気の減速による石油需給の緩和感を受けて4~5月には80ドル台半ばに反落する可能性があると思われる。

2. トピック ~ 金平価と地域間格差からみた原油価格上昇の理由

足元の原油相場の上昇は妥当なものなのだろうか、行き過ぎたものなのだろうか。原油の金平価と地域間格差の動向を基に判断してみたい。

原油の金平価は安定している。原油と金がともに、インフレ等のリスクを回避する投資対象とみなされたために買いが集まっている可能性や、原油と金がそれぞれ個別の需給要因で買われている面もある。少なくとも原油だけが割高だとはいえない。

一方、原油価格の地域別格差をみると、WTIの価格上昇が目立っている。米国・欧州・アジアの経済成長率の動向とは乖離する動きになっており、WTIが相対的に買われ過ぎている可能性を示唆していると思われる。

ドル安やインフレへの懸念により原油相場が押し上げられ、中でもWTIが割高になっている。欧州やアジアの景気の底堅さを反映してブレントやドバイの価格がより上昇してWTI高が修正される可能性もあるが、世界的に景気の先行きが懸念されている中で、WTIに下落圧力がかかってくる可能性の方が大きいと思われる。



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)

次回公表日：2008年3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；105 ドルを超える

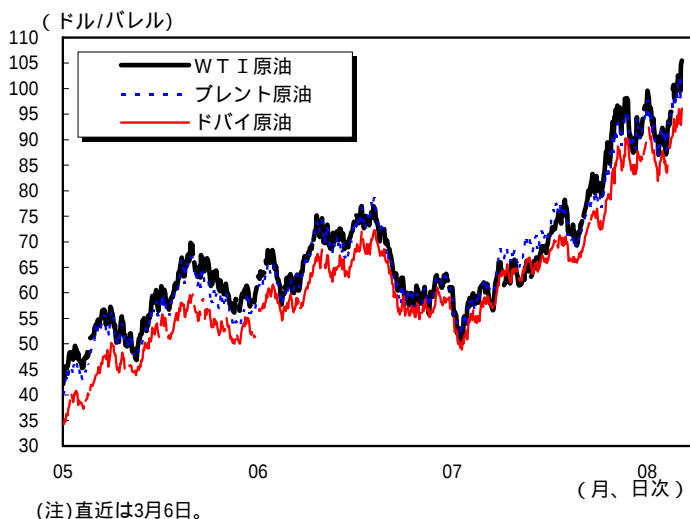
原油相場（WTI、期近物）は、6日に史上最高値となる1バレル＝105.97ドルをつけた。需給面の材料としては、5日に発表された米国週次統計において、原油在庫が予想外の減少を示したことが大きかったと思われる。このほか、イスラエル軍が再びガザ地区に侵攻したこと、OPEC総会で増産が見送られたこと、ベネズエラがコロンビア国境に軍隊を展開したといったことなどが価格上昇の材料として挙げられた。

もっとも、ベネズエラとコロンビアとの国境での緊張は、昨年末の国民投票で大統領再選への道を開く改憲案が否決されて一時の勢いを欠くチャベス大統領がベネズエラ国民にアピールする思惑もあるようだ。両国の軍事衝突につながる可能性は小さいと思われる。また、OPEC総会での据え置き決定は相場に織り込まれていた。ただ、OPEC総会が開催され市場の注目が集まりやすかったことや、一部ではサプライズ的な増産の可能性を指摘する向きもあったため、思惑的な買いが入りやすかったといえる。

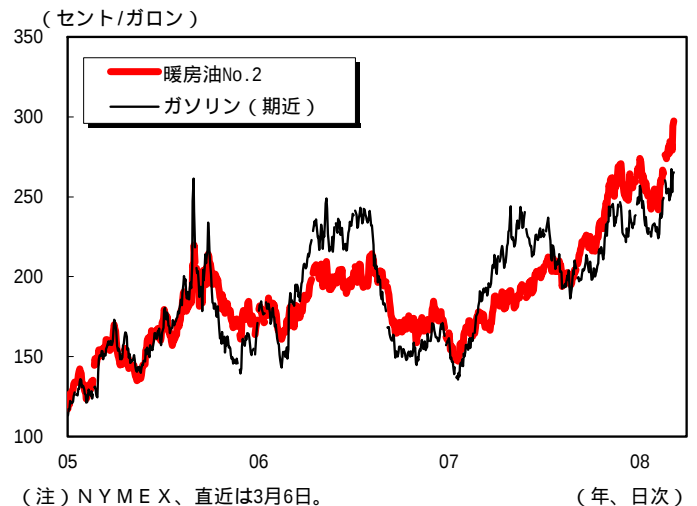
原油相場の先物カーブを見ると、期近物をピークに、期先になるほど価格が安くなるバックワーデーションが続いている（図表6）。原油や暖房油の先物市場における投機筋のポジションをみると、2月後半に買い超幅が拡大している（図表7～8）。

原油相場が投機的な関心を集めやすい背景には、ドル安と株価の低迷がある。米景気減速への懸念は株安やドル安につながりやすい一方で、ドル安は商品相場全体の押し上げ要因とみなされている。目先はドル安を材料とするWTIの上昇基調が続きやすく、原油相場のボラティリティを考慮すると、110ドル台への上昇はみておいた方が良いかもしれない。もっとも、原油や金は昨年後半から投資対象として注目されてきた経緯があり、足元の相場水準はすでにかなり高いところにある。特にWTI原油は、ブレントやドバイに比べても割高になっている。原油相場（WTI）は、米景気の減速による石油需給の緩和感を受けて4～5月には80ドル台半ばに反落する可能性があると思われる。

（図表1）原油市況の推移

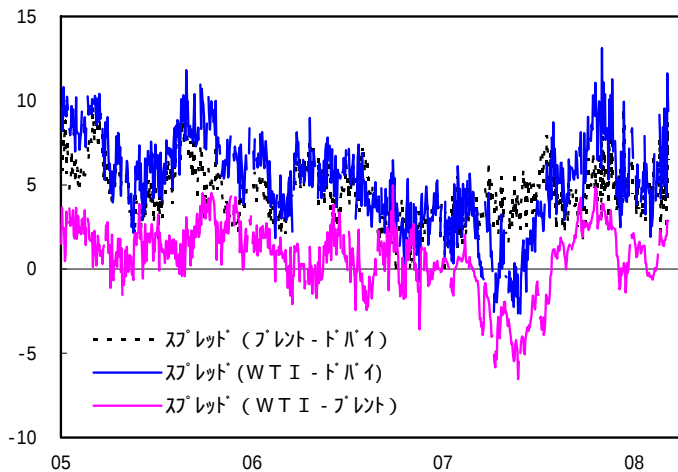


（図表2）石油製品市況の推移



(図表3) 油種間スプレッドの推移

(ドル/バレル)

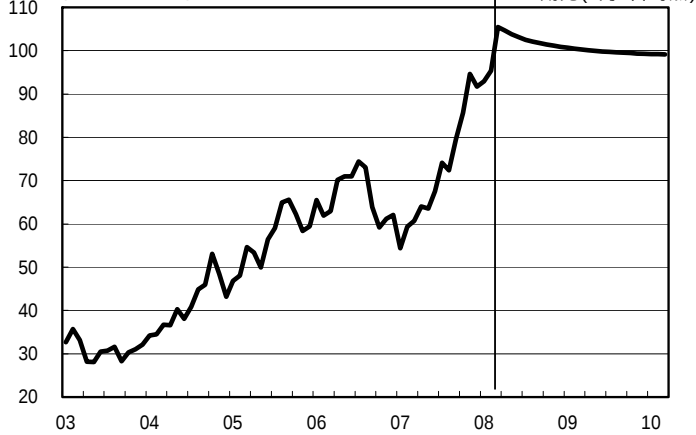


(注) 直近は3月6日。

(年、日次)

(図表5) WTI原油先物価格の限月推移

(ドル/バレル)



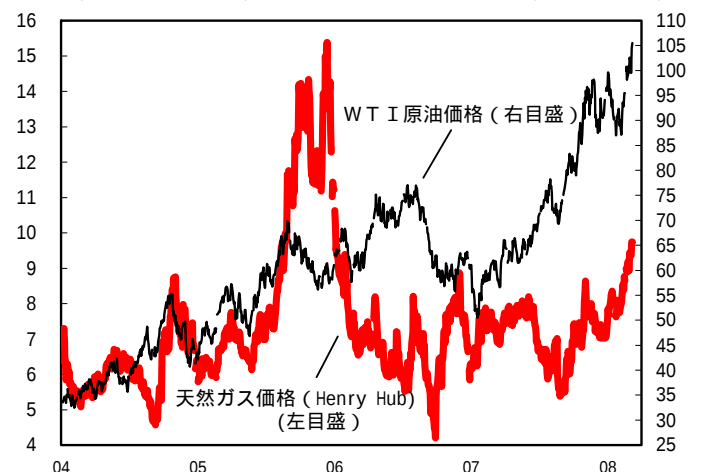
(注) 限月は26ヵ月先まで、2008年3月6日時点
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(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)



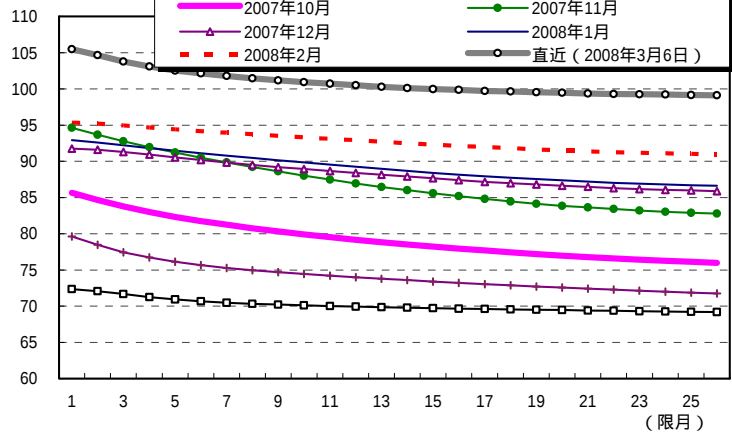
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略

(年、日次)

(注2) 直近は3月6日。

(図表6) WTI原油の先物カーブ

(ドル/バレル)



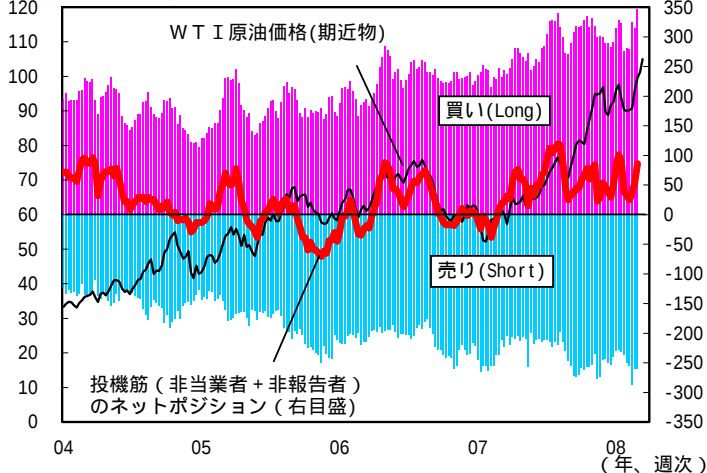
(注) 各時点における各限月(26ヵ月先まで)のWTI原油先物価格
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(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26日時点、WTI原油は3月5～6日平均値。

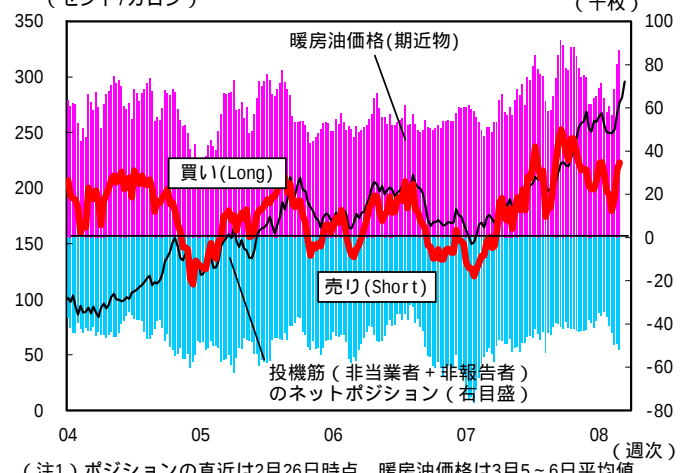
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザ以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。

(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26日時点、暖房油価格は3月5～6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

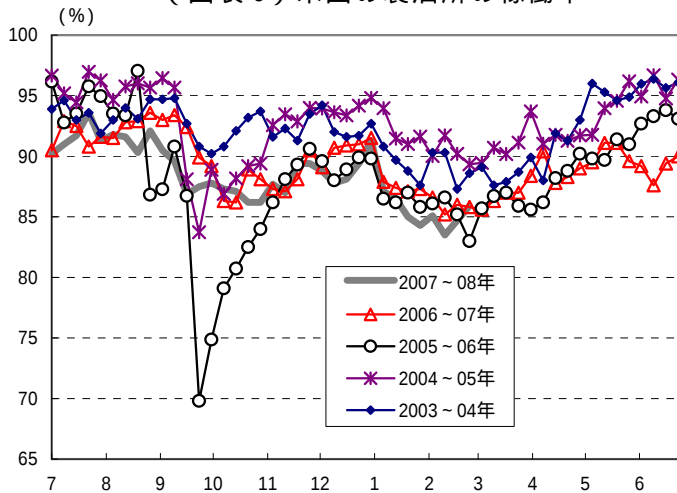
(週次)

2. 品目別需給動向

(1) 米国原油需給；原油在庫が再び減少に転じる

米国の製油所の稼働率は前年並みの低水準ながら、前週に比べれば上昇し、原油需要も増加した（図表9）。一方で、輸入は前年水準を上回っているものの前週に比べて減少し、国内生産も低迷したことから、2月29日に終わる週の原油在庫は減少に転じた（図表10）。原油在庫は昨年や一昨年に比べて、低水準で推移している。

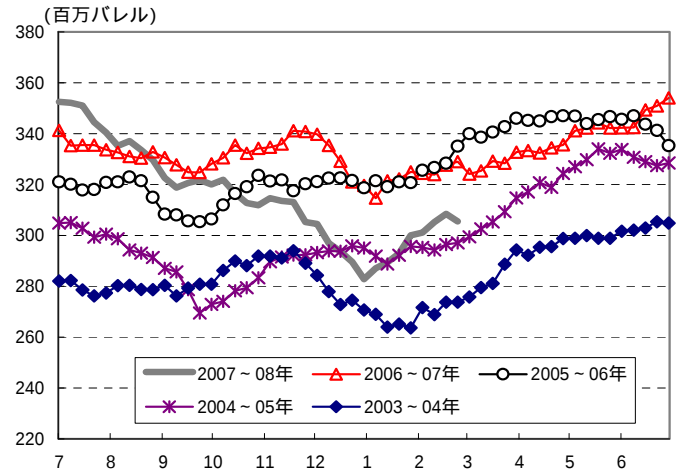
（図表9）米国の製油所の稼働率



(注) 直近値は2月29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



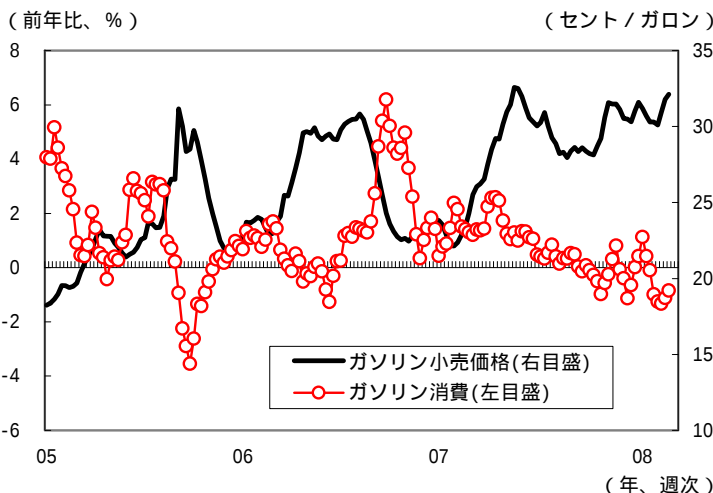
(注) S P Rを除く原油在庫、直近値は2月29日
(出所) 米国エネルギー情報局 (EIA)

(月、週次)

(2) 米国石油製品；ガソリン在庫が増加

ガソリンなど石油製品価格も上昇してきており、小売価格（全米平均）は3月第1週に1ガロン＝3.2ドルになった。もっとも、原油価格の上昇に比べて、石油製品価格の上昇は小幅になっている。価格高や景気の減速あるいはサブプライムローン問題などによる不安心理によっ

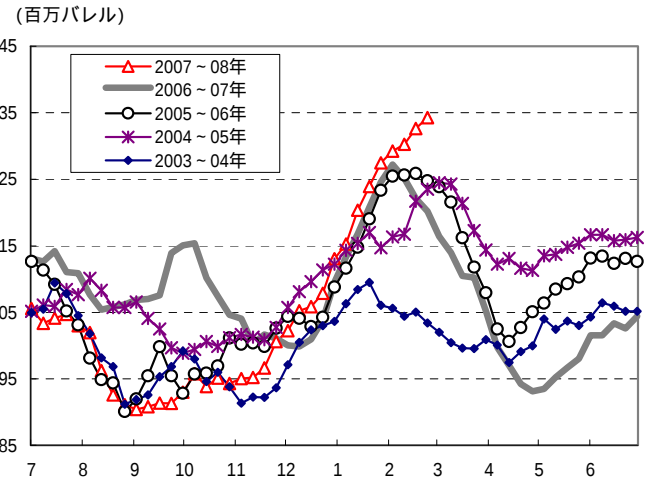
（図表11）ガソリン消費と価格の推移



(注) ガソリン消費は速報系列の4週移動平均
(出所) E I A

(年、週次)

（図表12）ガソリン在庫の推移



(注) 直近値は2月29日
(出所) 米国エネルギー情報局 (EIA)

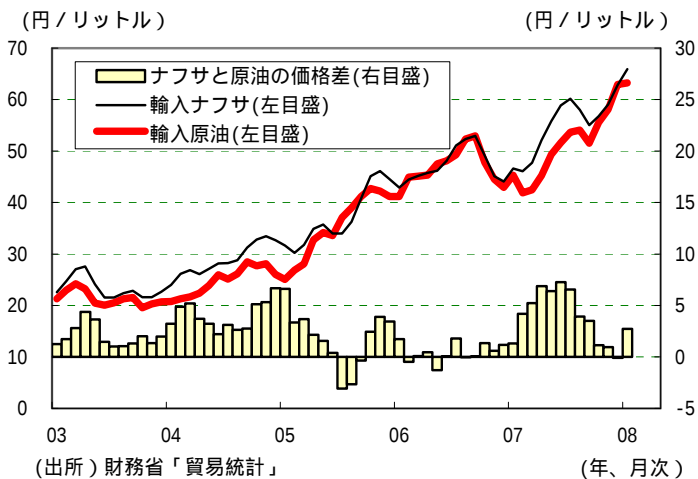
(月、週次)

て、石油製品の需要が伸び悩んでいることが背景にある。例えば、ガソリンの需要は前年割れで推移しており、ガソリン在庫は増加傾向が続いている（前頁図表 12）。

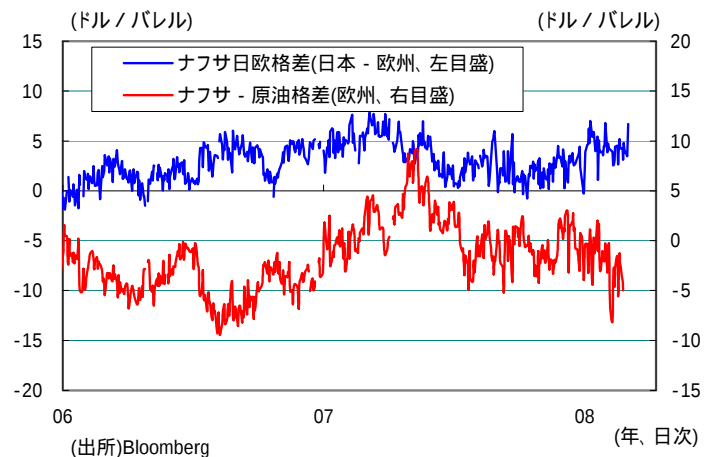
（３）ナフサ；アジアのナフサは底堅い値動き

日本の 1 月の輸入ナフサ価格（通関）は、1 リットルあたり 66.0 円に上昇した（図表 13）。1 月の原油輸入価格が上昇し、ナフサと原油との価格差も拡大した。2 月以降の相場動向をみると、欧州ではナフサ需給が緩和気味である一方で、相対的にアジアの需給は引き締まった状態とみられる（図表 14）。季節的にはメンテナンスが多い不需要期に入りつつあるが、アジア工業国のナフサ需要は底堅さがみられる。もっとも、割安になった欧州産ナフサがアジア市場へ流入するとみられ、上値は限定されよう。

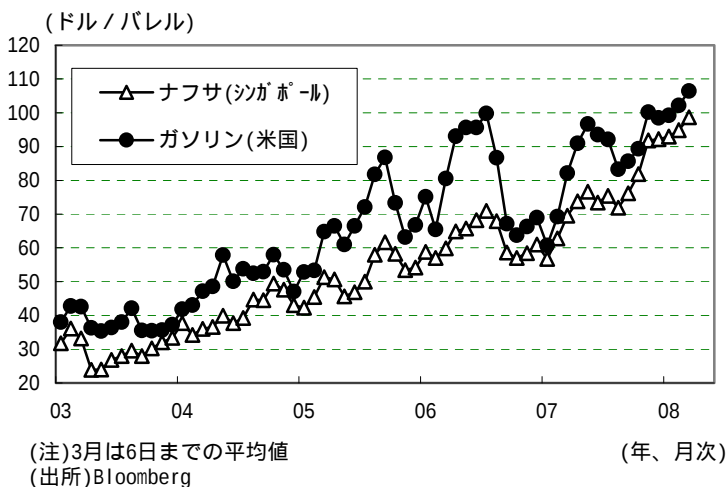
（図表 13）日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



（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

2月のOPEC13ヶ国の原油生産(日量)は、前月比+7.5万バレルとほぼ横ばいであった。生産枠が適用される12カ国(イラクを除く)では同-1.5万バレルと小幅減少した(図表16、Bloombergによる推計値)。ナイジェリアではパイプラインの障害により生産量が減少したものの、イラクやインドネシアの生産が増加した。なお、サウジアラビアやイランなど数カ国が生産枠を上回る生産を続けた。

3月5日にOPECの定例総会が開催され、生産枠の据え置きが決定された。1月に80ドル台に相場が軟化した際には、4~6月期の需要減を見込んだ減産を想定した声が各国から出ていたが、総会当日には、原油相場が100ドル台で推移する中でそれまで減産を志向する傾向が強かったイランやベネズエラも含めて生産枠を据え置くとの声が大勢になっていた。また、サウジアラビアが、足元の原油需要が強いため生産枠を超えて増産していると述べたこともあり、一部では小幅増産の観測も出ていた。なお、ヘリルOPEC議長は、5月に就任するメドベージェフ次期ロシア大統領にOPEC加盟を促す発言を行っている。

イラン核開発問題では、3日に国連安全保障理事会が対イラン追加制裁案を可決した。インドネシアは投票を棄権し、制裁内容の追加も小幅にとどまった。一方、コロンビア軍が左翼ゲリラ攻撃のためエクアドル領内に越境した。コロンビア政府はベネズエラが左翼ゲリラを支援したとして非難しており、親米的なコロンビアと反米的なベネズエラとの対立につながっている。

(図表16) OPECの生産動向

国名	生産量 (2月)	生産量 (1月)	超過量 (2月)	生産枠 (07年11月~)	産油能力	稼働率	生産余力 (2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	186.0	185.0	-4.0	190.0	190.0	97.9%	4.0
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	86.5	83.0	0.0	86.5	86.5	100.0%	0.0
イラン	398.0	401.0	16.3	381.7	410.0	97.1%	12.0
イラク	232.0	223.0	-	-	250.0	92.8%	18.0
クウェート	253.0	252.0	-0.1	253.1	255.0	99.2%	2.0
リビア	178.0	178.0	6.8	171.2	180.0	98.9%	2.0
ナイジェリア	204.0	206.0	-12.3	216.3	250.0	81.6%	46.0
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	920.0	25.7	894.3	1,080.0	85.2%	160.0
UAE	256.0	258.0	-0.7	256.7	265.0	96.6%	9.0
ベネズエラ	243.0	243.0	-4.0	247.0	250.0	97.2%	7.0
OPEC13カ国	3,227.5	3,220.0	-	-	3,496.5	92.3%	269.0
OPEC12カ国	2,995.5	2,997.0	28.2	2,967.3	3,246.5	92.3%	251.0

(注1) 超過量(2月) = 生産量(2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(2月) / 産油能力 * 100

(注6) 生産余力 = 産油能力 - 生産量(2月)

(資料) Bloomberg

4. トピック；金平価と地域間格差からみた原油価格上昇の理由

原油相場の見方が難しくなっている。米国景気減速への懸念は原油相場の押し下げ要因であるが、OPECが増産を見送ったこと、インフレ懸念、さらにドル相場下落が原油相場の押し上げ要因になっている。足元の原油相場の上昇は妥当なものなのだろうか、行き過ぎたものなのだろうか。本稿では、原油の金平価と地域間格差をみることによって、原油相場の動向を判断してみたい。

なぜ、金平価をみるか

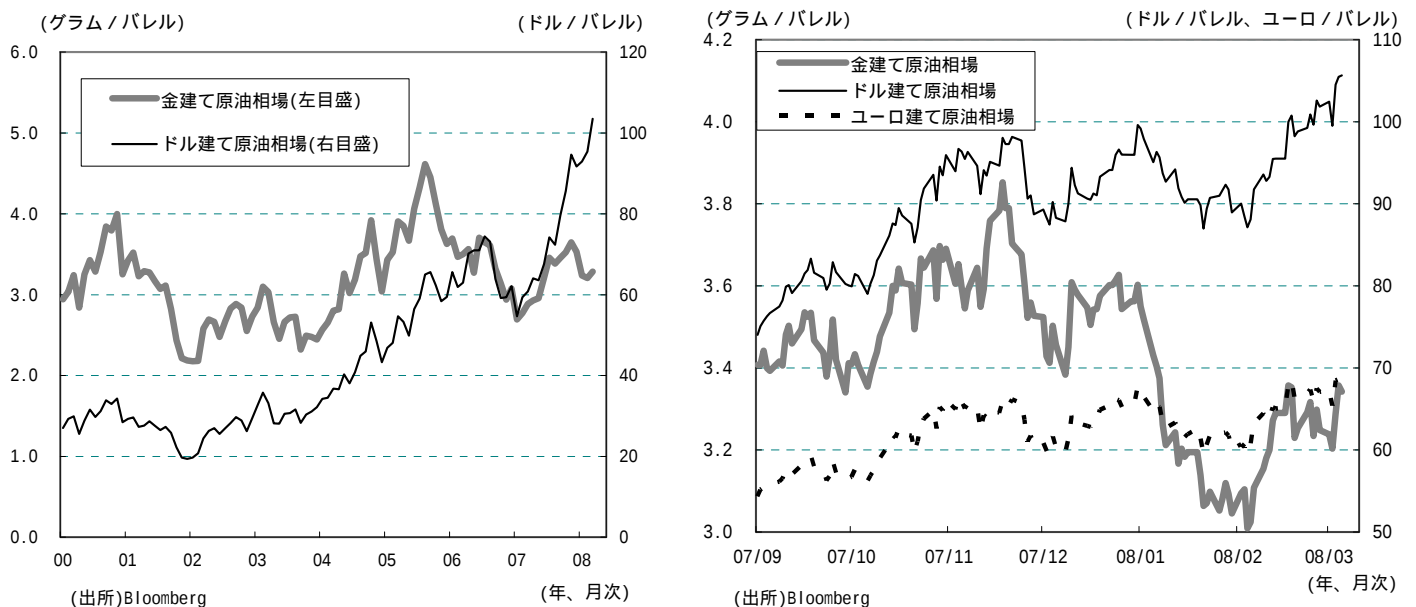
まず、金を尺度にして原油相場をみて見たい。原油の金平価をみるにはそれなりの理由がある。景気の先行き不安を抱えるドル、すでに史上最高値圏にあるユーロ、国際通貨としての機能をほとんど果たしていない円など各通貨で表示した価格は、普遍性が低下しているようにみられる。

金平価でみると安定している原油価格

2000年代の原油の金平価は1バレル＝2～4グラム台で推移しており、ドル建ての原油相場が20ドル台から100ドルへと5倍になったのに対して安定している（図表17）。

2007年後半以降の動きに注目すると、ドル建ての原油相場が70ドル台から100ドル台まで大幅に上昇したのに対して、原油の金平価は11月につけた3.8グラム台を下回っている。これは金のドル建て価格が上昇していることによる（図表17）。

（図表17）原油の金平価



ドル安・インフレ懸念で商品相場全体が上昇

原油や金を含めた商品相場全体が、需給の引き締まり、ドル安、さらにインフレ懸念により押し上げられているようだ。つまり、商品相場の上昇が今後も続くことを見込んだ投資家が値上がり益を狙って商品に投資しているとされる。そうした投資家は、商品市況はその経済的な価値から考えてまだ割安であり、今後も上昇が見込めると判断しているといえる。

一方で、原油について投資することはリスク回避につながるという考え方もあるようだ。特に世界的なインフレやスタグフレーションのリスクに対する中長期的なリスクヘッジ手段として注目されている。

実際、原油や金の価格は、対ドルで最高値更新を続けているユーロ建てでもても上昇が続いている（図表 17）。今後、世界的にインフレ率が上昇してしまうかもしれないといった懸念により各通貨の価値が不安定になっている可能性もある。

原油と金との商品性の違い

原油と金は投資対象としてもっとも注目される 2 つの商品であるが、その商品性はいろいろな面で大きく異なっている。たとえば、原油は日々の経済活動で消費されていくものであり、需要量は景気変動の影響を受けやすいといえる。一方で、金は、一部が原材料として利用されるものの、宝飾品や価値の保存手段として保有されることが多い。

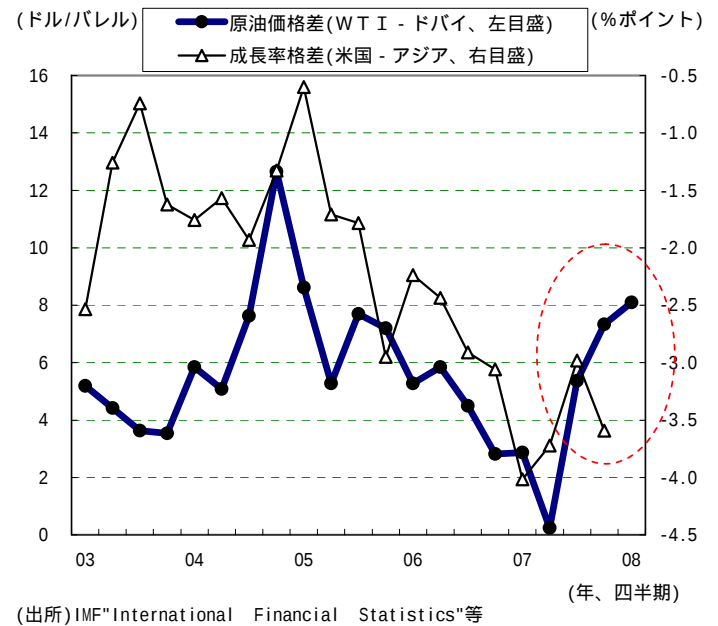
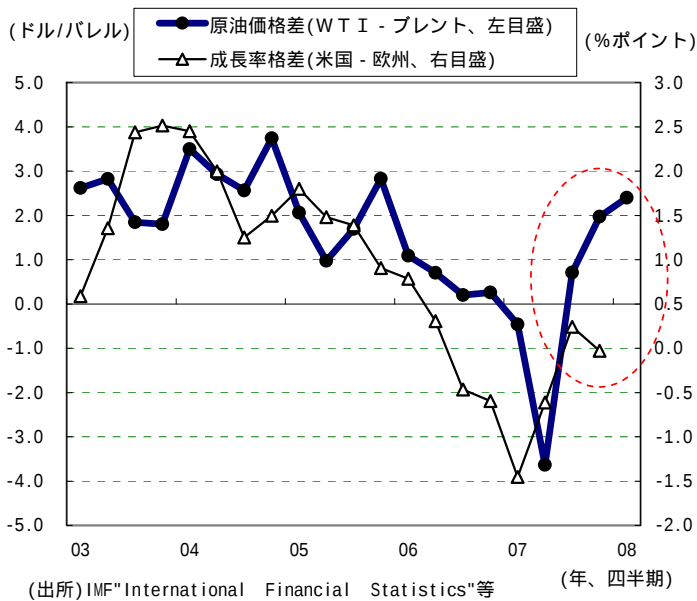
つまり、景気減速により需給が緩みやすいのは原油であり、インフレへのヘッジ手段とみなされて価格が上がりやすいのは金であろう。

原油価格の地域間格差

体積あたりや質量あたりの価格をみると、金は高価であり原油は安い。原油は輸送や貯蔵にコストがかかるため、景気変動による地域間の価格差が生じやすいといえる。実際、2000 年代の動向をみても、米国とアジアの成長率格差と、米国の指標である W T I 原油とアジアの指標であるドバイ原油との価格差は連動してきた（図表 18）。また、米国と欧州の成長率格差と、W T I 原油と欧州の指標であるブレント原油の価格差も連動してきた（図表 18）。

ところが、足元では、米国の経済成長率が減速している中で、W T I は、ドバイやブレントに対して上昇する動きになっている（図表 18）。この背景には、インフレヘッジや投機のために原油が購入されるような場合に、取引が活発な W T I が用いられやすいことが関係していると思われる。

(図表 18) 日米欧の成長率格差と原油油種間の価格差



まとめ

原油の金平価が安定していることは、少なくとも原油だけが割高だとはいえないことを示唆している。原油と金とともに、インフレ等のリスクを回避する投資対象とみなされたために買いが集まっている可能性や、原油と金がそれぞれ個別の需要や供給の要因で買われている面もあるだろう。

一方、原油価格の地域別格差をみると、先物市場が発達しているWTIの価格上昇が目立っている。米国・欧州・アジアの経済成長率の動向とはやや異なる動きになっており、WTIが相対的に買われ過ぎている可能性を示唆していると思われる。

WTIは投資家にとって売買しやすい商品だから上がるのだという見方もあるかもしれないが、先に述べたように原油は輸送や貯蔵にコストがかかる商品であり、各地域の需給から大きく乖離するのは不自然である。また、原油は国際商品でもあるので、地域間の価格差が十分に大きくなると、国際貿易によって需給が調整される。

ドル安やインフレへの懸念により原油相場が押し上げられ、中でもWTIが割高になっている。欧州やアジアの景気の底堅さを反映してブレントやドバイの価格がより上昇してWTI高が修正される可能性もあるが、世界的に景気の先行きが懸念されている中で、WTIに下落圧力がかかってくる可能性の方が大きいと思われる。